

不動産証券化に関するショッピングセンターの価値評価

井上利浩
早稲田大学

金建河
早稲田大学

田畑智章
早稲田大学

大野高裕
早稲田大学

Evaluation of Shopping Center for the Real Estate Securitization

Toshihiro Inoue
Waseda Univ.

KIM, Geonha
Waseda Univ.

Tomoaki Tabata
Waseda Univ.

Takahiro Ohno
Waseda Univ.

1 研究目的

現在、不動産の証券化が大きく注目されている。バブル崩壊後、企業は資金調達が難しくなり、不動産を購入できる投資家が少なくなった今、不動産を証券化し小口化することで、企業は投資家からスピーディーかつ豊富に、リスクを回避しながら資金を調達することができ、投資家としても魅力あるポートフォリオを作れる不動産証券化は急速に浸透してきている。

不動産を証券化しようとする場合、まず不動産価値を算出する必要があるが、それは投資家に対する説明責任から、リスクおよびリターンによって求められなければならない。

現在、オフィスビルや賃貸マンションでは、家賃が固定であるなどキャッシュフロー（CF）の不確実性が低いことから、不動産価値評価は行いやすく、不動産の証券化は着実に進んでいる。

また、ショッピングセンター（SC）からは景気低迷により資金調達が難しく不動産を証券化し資金を調達したいという声が高まってきている。投資家は更なる投資機会の拡大を求めて証券化の対象を拡大することを願っている。このように様々な方面からSCの不動産証券化のニーズが高まってきており、近年SC証券化が始まりつつある。

しかし、ショッピングセンターは家賃方式・退出方法など一般のオフィスビルなどとは違うため不確実性が高く、不動産価値評価を行うことが難しいといわれている。

そこで本研究では、金融工学的視点からSCの特徴であるCFに影響を与える購買客数と空室期間の不確実性と退出方法などのSCの慣行を考慮し、SC不動産価値評価を行う。これによりSPV（不動産を提供する企業と投資家の間に入り、不動産を証券化することを目的とした会社）が不動産証券化をする際のプライシングに利用されることを目的とする。

2 従来の価値評価法

2.1 不動産価値公式

不動産価値の理論式は以下である。

$$\text{不動産価値} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r_1)^t} + \frac{RV}{(1+r_2)^T} \quad (1)$$

要するに不動産価値の定義とは、現時点からその不動産を売却するまでに得られるCF合計である。

不動産価値はCF、RV（残存価値）、 $r_1 \cdot r_2$ （割引率）をいかに定めるかが問題となっている。

2.2 SPVの用いるDCF法（現行DCF法）

現在ではこの手法が主流であり、CF（坪当たり賃料を基礎とし、立地条件などの調整を加えて求める）やRV（償還する際のCFがそれ以降続くものと仮定し、算出）の推定値を求め、割引率 r には投資家の要求利子率を用いている。結果、不動産価値として1つの値が求まる。しかし、シナリオを1つとして求めているので長期予測で、不確実性が高い場合現実と大きく乖離する可能性が高いという欠点を持つ。特にSCはオフィスビルなどに比べ不確実性が高いためこの手法は適応しがたいと思われる。

2.3 刈屋[1]

オフィスビルの不動産価値を金融工学的視点から求めたモデルである。CFに影響を与えるものとして、賃料（離散時間拡散モデル）・滞在期間（契約更新時に退出確率が最も高くなるモデル）・空室期間（負の2項分布）をそれぞれ確率変数で表している。不確実性を考慮しており、現在最も柔軟なモデルであると思われる。しかし、モデル自体がオフィスビルのために作られたため、そのままではSC評価には適用しがたいと思われる。