

## 平成21年度 不動産リスクマネジメント研究会（第3回） 議事概要について

平成21年11月10日に「不動産リスクマネジメント研究会」の第3回会合を開催しました。  
議事の概要については以下のとおりです。

1. 開催日時：平成21年11月10日（火） 13:30～15:30
2. 開催場所：国土交通省土地・水資源局会議室（中央合同庁舎2号館11階）
3. 出席者：福島座長、青沼委員、網頭委員、加藤委員、原委員、張替委員、横田委員、  
吉田委員  
（事務局：株式会社野村総合研究所）

### 4. 議事概要

#### 〔I 議事〕

##### （1）委員発表

###### ・張替委員発表

「ERM（Enterprise Risk Management）と不動産リスクマネジメント」

###### ・網頭委員発表

「土地・建物に関わるリスクマネジメントと不動産評価へのインパクト」

##### （2）不動産のリスクマネジメントに関するアンケート調査について

##### （3）今後の予定

#### 〔II 意見交換における主な指摘事項等〕

##### ■ ERMについて

- ・ 一般事業会社におけるERMと金融機関のリスク管理の違いの一つは、アプローチの仕方である。金融機関のリスク管理は規制主導であり、リスクの分類や計測手法も含めてある程度体系的に標準化され、トップダウンで行われる。一方、ERMはボトムアップで、各業務レベルでどのようなリスクがあるかを洗い出していく。しかし、両方に共通していることは、安全性の確保という側面から、リスクを積極的に取ることで収益性や効率性の向上を図る、ということにシフトしてきた。不動産においても、CREに見られるように、そのリスクを捉えるだけでなく、効果的に利用することが必要であると考えられる。
- ・ ERMのポイントが「全社的視点」と「（クライシスマネジメントだけでなく）リターンの最大化」にあることから、第1回研究会で示したCREとリスクマネジメントとの関係性は、CREも全社的視点に立って企業価値の最大化を求めるものであったということから、このERMによってうまく説明されると考える。

- ・ 金融機関にとっては、不動産というリスクファクターによって直接的に影響を受けるリスクと、間接的に影響を受けるリスクがあり、後者の計量的な評価が難しい。例えば不動産への融資の場合、担保価値の変動という間接的なリスクファクターで評価が変わり、その担保価値は残債との関連によって変化する。そのため、何らかのモデルが必要になってくる。また、ストレステストとして、金融機関ではマクロシナリオによってリスクを計測する場合があるが、それにもリスクがある。マクロ指標によるシナリオは、シナリオ自体に相関を設定しておらず、それぞれ独立にシナリオを立てているため、本当にリスクを把握できているのか疑問である。モデルの説明力、つまりモデル誤差が存在するというリスクがある。
- ・ 事業会社において、それぞれの事業特性を反映したリスクが開示されているということは、どのリスクにウェイトを置いているかがわかるため、投資家にとって有益な情報であると思われる。第2回研究会でJ-REITのリスクファクターについて述べたが、REITが開示しているリスクは広範かつ詳細なもので有益な情報であるが、より個別のREITに関するリスクが明示されれば、投資の判断がよりしやすくなる、という議論もある。
- ・ ERMを実施している場合としていない場合の違いが現れるのは、格付けと株価であると考えられる。例えば多角的に事業を行っている場合、外部から事業内容が見えにくいせいで、低く格付けされてしまうのを防ぐために、ERMを実施することは有効である。また、業績予想を幅で出す事業会社があるように、ERMを通じて自分たちがコントロールできるリスクを明確に示すことで、不必要なリスクプレミアムの上昇、株価引き下げを予防するという効果がある。

#### ■ 個別不動産の評価について

- ・ 現在不動産取引において、エンジニアリングレポートは地震のPMLと土壌汚染、遵法性以外のところはあまり見られていない場合が多い。例えば、水害などで建物がいったん水に浸かると、不動産価値に必ず影響がある。そのような地震以外の災害や、アスベスト・土壌汚染といった環境債務についても、関心が高まってきている。しかし、ハザードマップやデータの整備が不十分であったり、実際に保険等におけるリスク評価には適さなかったりなどの問題がある。これを解決できれば、保険会社等がリスクを評価でき、市場ニーズに合ったリスクヘッジ・コントロール手段が提示できるだろう。ただし、保険商品の場合は、リスクの定量評価とある程度の市場ニーズが必要である。
- ・ 物理的リスクについては、リスクマップを描くことが考えられるが、現状においては総合的な優先順位付けが明確にできていない。実際には、これらのリスク情報を仲介する専門的な知識を持ったレンダー等の業者が見て判断し、価格に反映させていることが多い。現状のエンジニアリング・レポートは、いろいろなリスクに重み付けをせずに事実を同列に並べて記載している状況である。つまり、それらの価格への反映については、レンダー等の判断に委ねられるケースが多いと考えられ、物件の近隣や同様の事例を参

考にして取引価格を決定していくというのが現状であろう。

- ・ さらに、エンジニアリング・レポートにある項目の中には、定量化されたものだけでなく、定性的な情報もあり、これは見た人がそれぞれで判断しなければならない。そのため、エンジニアリング・レポートに書いてある事柄と、それを何らかの形で判断する基準やガイドラインの内容が一致すれば極めて有用であろう。しかし、これらの物理的リスクを全て定量化することがいいかどうかという議論もある。
- ・ 市場リスクについては VaR、信用リスクや物理的リスクは格付けといったように、必ずしも全てのリスクを同じ手法で評価するものではないだろう。発生頻度の高いものであれば VaR による評価に馴染むし、発生頻度の低い物理的リスク関係のものはスコアリングや格付け評価が馴染む。これらは分けて考えるべきであろう。
- ・ 個々の不動産に関する個別のリスク評価と、金融機関が実施するポートフォリオの評価では感覚が大きく異なる。金融機関にとっては、数個のファクターで大まかに分かりやすくリスクが把握できればよく、そのようなガイドラインなどがあれば非常に助かるだろう。精緻に個々のリスクを評価するようなコストをかけることができないため、誤差はある程度あるものの、簡易的に把握できるツールが必要であろう。
- ・ 銀行・保険業セクターでは、昨年度の不況のあおりを受けて、不動産への投資を見合わせるという傾向が一部に認められる。しかし他方では、収益を稼ごうとして一部の金融機関が不動産流動化マーケットへの参画を始めている。そのような不動産市場に初心者として入ってきた人たち或いはこれから新規参入する方にとっての障壁は、鑑定評価やエンジニアリング・レポートを、自分たちのリスクとしてどのように捉えるかが明確に規定し難いということも一因としてあると考える。
- ・ ある程度デューディリジェンス資料の形式が整えられ、必要な情報自体は既にあるものの、鑑定評価やエンジニアリング・レポートは、最終的には見る人に判断を委ねている部分が多々存在する。例えば、これを何らかの形でスコアリングできれば、エンジニアリング・レポートの見易さという観点からリスク・物件のグレード等が見えやすくなり、不動産市場に参加する動機付けとなる可能性がある。スコアリングの形がどのようになるかはわからないが、そのような何らかの業界基準やガイドラインを示すことにより、物理的リスク等に関する専門的な情報を咀嚼できるような仕組みを整備することが望ましい。

以 上