

# 寄稿 新しい不動産鑑定ビジネスを広げよう

## 第1回 不動産鑑定評価ビジネスの新分野開拓

立教大学大学院ビジネスデザイン研究科教授  
博士（経営管理学） 不動産鑑定士 久恒 新

わが国の不動産鑑定評価ビジネスは、特に公的需要（地価公示等の国や自治体を発注者とするもの）の財政状況の悪化による公共事業の縮小や、競争入札による鑑定報酬低下の影響により、年々先細りの状況にある。民間の鑑定の需要も経済の成熟化やデフレ傾向を受け、かつてのような勢いはなく、明るい将来を予想しがたい。

業務が伸びているのは、不動産証券化の分野であるが、現在はこのパイは大手業者によって寡占的に独占されている状況にあり、かつ新規参入が阻害されている感が強い。全国に数千人いる不動産鑑定士にとっては無縁の市場となっており、このことも不動産鑑定評価の業界の大きな課題となっている。

また、海外との提携や国際業務受注の面においても、日本の不動産鑑定ビジネスの国際化は緒についたばかりの段階にあり、グローバル展開には後手をとっている。

以上を踏まえると、不動産鑑定評価ビジネスは、上記のような状況が続く限り将来の不透明感が強いビジネスモデルといわざるを得ない。

不動産鑑定評価のビジネスを将来にわたって健全化・安定化させるためには、ビジネスとしてのサステナビリティを強化する手だてをほどこすことが不可欠である。それには、単にこれまでの体制を守るといった消極的な姿勢ではなく、課題を根本的に解決するため、新しい領域・新しいビジネスモデルを追求する積極性が重要である。

本連載にあたり、筆者の視点を明らかにするため、まず、今後の鑑定ビジネスの拡大にとって重要なキーワードを2つ提示しておきたい。ひとつは、「地方」。もうひとつは「不動産証券化における透明性」である。

不動産鑑定評価ビジネスにおける課題は、全体として縮小傾向にあるという問題だけにとどまらない。

より丁寧に現状を分析すると、「中央」対「地方」、「大手」対「中小」、「既存業者」対「新規参入者」という3つの対立軸が見える。またそれらは、それぞれの格差問題に直結している。経済が高成長を続けていた時には顕在化しなかったこれらの対立構図が、不動産市場の非活性化や公共事業の減少という切実な経済背景において、くっきり浮かび上がってきている。どうすれば「地方」においても健全な鑑定需要を作り出すことができるか。そして、寡占状況の不動産証券化市場に「中小」「非大手」が参入できるか、この2つの重要なテーマを正面から議論したいと思っている。

### 鑑定業界における「地方問題」

地方では、若い鑑定士が就職したり、独立開業することが難しくなっている。公的評価や自治体等の公共団体からの発注が減っており、地元の鑑定事務所では新たに鑑定士を雇い入れる体力すらなくなってきたからである。不動産鑑定業界におけるこの「地方問題」をどうすべきかは喫緊の課題であり、本連載ではこの解決方策について、いくつかのビジョンを提案したい。

まずひとつは、「公的不動産の証券化」である。公的不動産とは国や地方公共団体が所有・利用する不動産のことである。企業不動産がCREと呼ばれるのと同様に、近年、公的不動産はPREと呼ばれ始めているが、内容としては、その所有・売却・賃貸などの有効活用の戦略までを含めてPRE (Public Real Estate) 戦略のことを指していることも多い。

国土交通省の資料によれば、わが国の不動産が国全体で約2,400兆円であり、そのうち、企業の保有する不動産 (CRE: Corporate Real Estate) が約470兆円、対して、公的不動産 (PRE) はそれよりも多

く約570兆円である。その570兆円のうち、地方公共団体所有の不動産は420兆円で、これは企業不動産に匹敵する大きさである<sup>(注1)</sup>。

公的不動産が証券化されると、そこに不動産鑑定評価が必要となる。公的不動産だけでなく、すべての不動産は、証券化される際にはそれに投資する投資家のために不動産鑑定評価がされることが法律で義務付けられている。もし、420兆円の10分の1、いや20分の1でも証券化の対象となれば、そこに大きな鑑定需要が誕生する。公的不動産の証券化という概念は日本ではまだ一般的になっていないが、実例は全国で次第に生まれており、今後も広がっていく可能性が高い。

現在のJ-REIT（不動産投資信託）の時価総額は約13兆円。私募ファンドは資産運用額約15兆円である。これまで育つのに日本は十数年しかかかっていない。今後PREの証券化が本格化していけば、例えば10年後にその規模が10兆円を超すと予想するのもまんざら夢物語ではないだろう。

では、なぜ今、公的不動産（以下「PRE」）が注目されているのか。国土交通省は、この地方公共団体の資産（PRE）に着目し、これらの活用方策についてガイドラインを作成しており、以下の3点がPREの状況に関する問題意識として挙げられている。①少子・高齢化の進展等による施設ニーズ、都市構造の変化、②公共施設の老朽化、③低・未利用値の有効利用

この項目の中で老朽化や耐震性に関して、「新耐震基準が適用されない建築物棟数は、都道府県が51,758棟（51.8%）、市町村が165,018棟（51.5%）、合計216,776棟（51.6%）<sup>(注2)</sup>となっている。昭和56年5月31日以前の耐震基準による公共施設については、その後、別途、耐震補強の取組みが行われているが、築造から25年以上が経過しているため、地方公共団体は施設の大規模修繕や建替えといった更新のタイミングを近い将来いっせいに迎えることとなる」と警告が発せられている。

つまり、多くが老朽化や耐震化への対応により、建替え、大規模修繕や売却など着手すべき時期が迫ってきているのである。さらに、近年はバリアフリー化や情報化への対応も必要となっている。

また、少子高齢化に加えてコンパクト化がどのまちでも進み、これにより、人口構成や都市構造が大きく様変わりし、従来からある公共施設の配置が実態と合わなくなってきたことも大きな課題となっている。

例えば、町中の一等地の小中学校には空き教室が多く発生、郊外にある体育館や文化施設は利用率が低下し、逆にケアハウスや保育所は不足しているのにその立地場所に困っているのである。

これは、機能やロケーションにおけるニーズとのミスマッチ問題とも言い換えられる。このように見ていくと、PREもCREと同様で、既存ストックを見直して有効活用の戦略を立てるということがまず必要だということがわかる。

また、地方公共団体が今その所有するCREに着目するのは、財政的な厳しさという状況もある。長引く不況の影響や、経済のグローバル化により産業構造が変化するなど、今後とも大幅な経済成長が期待できない状況にある。地方公共団体の財政においてもこの影響を受け、税収入等の落ち込みや減税による減収を補填するとともに、数次の景気対策のために地方債が増発されたこと等により、わが国の地方公共団体における平成26年度末の借入金残高は、約200兆円と巨額になっている。GDPに占める割合で見ても、平成3年に14.8%だったものが、近年は40%前後にまで拡大している。この償還が将来財政を圧迫する要因となる。地方公共団体は財政の健全化のためにもPREの課題に取り組むべき時を迎えている。

政府もこのPREの課題や将来の可能性については強く認識しており、昨年6月に閣議決定された「日本再興戦略：Japan is Back」においても都市の競争力の向上のところで、「公的不動産等を活用した密集市街地整備、国家戦略特別区域法に基づく許認可手続等のワンストップ化などの新たな手法も活用しつつ、2020年度までに約40カ所の大規模な民間都市開発事業を推進する」とうたわれている。

また、同日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2014」にも、「定期借地権、不動産証券化等の手法を活用するとともに、木造密集市街地の改善整備等のため、公的不動産等を活用した連鎖的な市街地整備を進める」とされ、公的不動産の活用の手法のひとつとして不動産証券化が打ち出されている。

## 動き出す地方自治体

いくつかの地方自治体は既に動き出している。

### 例1 石川県白山市「松任」駅前駐車場整備

「松任」駅前に518台収容の大型駐車場（フィットネスクラブ併設）は、駅前に大型の駐車場ニーズが高かったことに対応して、白山市が持っている土地

を事業者に賃貸し、事業者が証券化のスキームを使って延べ床1,580m<sup>2</sup>、6階建ての大型駐車場を整備したものの。

市は自前で建築費用を負担せずに市民のニーズに対応できたことになる。

また、土地のリース料が每期キャッシュフローとして入ってくる。

## 例2 三重県職員公舎（東紀州世帯用）民活整備運営事業

これは、三重県が尾鷲市及び熊野市に設置している世帯用職員宿舎が、築45年を経過して、老朽化が著しいことから、民間活力を活用し安全で良質な職員公舎（24戸）を整備する事業である。三重県によると、「厳しい財政事情を踏まえた上で東紀州地域における代替公舎の新たな確保策として、民間資金の活用による財政負担の平準化と事業者の自由な発案による民間賃貸住宅のノウハウを活用した財政負担の軽減化を実現しながら、未利用地の処分等の有効活用も併せて行い、安全で良質な職員公舎の確保を行うこと」が目的であるとしている。

県が職員公舎として要求する性能水準を満たす賃貸住宅（各12戸）は、公募型プロポーザルで選定された複数の企業で構成された応募グループが特別目的会社（SPC）を設立し、その事業者（SPC）が資金を調達し、県が所有する土地（尾鷲は未利用地を事業者が購入し、熊野は単身寮敷地内の遊休地を使用貸借する）に、設計・建設し、自ら所有したまま維持管理を行い、それを県が一定期間にわたって一括で借り上げ、職員公舎として利用するというものである。

よって県のメリットには次の3点が挙げられる。

- ① 建築費を負担することなく、老朽化した職員宿舎を新しく整備できる。
- ② 未利用だった尾鷲の土地を事業者で購入してもらい売却キャッシュフローを得るとともに熊野の遊休地を無償で貸与する代わりに新たに建築された宿舎を賃借する。
- ③ 賃借料は毎年の支払いであり、支出を平準化できる。

これら以外にも、民間の知恵と民間の住宅開発ノウハウを活用でき、満足度の高い職員公舎整備ができるなど、証券化という、民間との連携ならではのメリットもある。

なお事業費は、百五銀行により証券化の事業体（SPV）であるM's東紀州株式会社によりノンリコースロ

ーンで融資がなされた。事業体の株主2社は、船谷建設株式会社、エクノフ株式会社といずれも三重県の企業であり、地域に根ざしたプロジェクトとなっている。融資金額は約2億2,100万円（融資期間20年）。

## 証券化が適しているPRE

なぜ、不動産証券化という手法がPREと相性がよいか。最大の理由のひとつは、投資家からの歓迎であろう。

数回の世界的経済危機を経て、投資家にはリスク回避の傾向が強まっており、ハイリスクハイリターン投資よりも長期的安定的な投資対象を好む層が拡大しており、既存のポートフォリオと相関の低い投資への関心が高まっているのである。公共団体がらみの優良な不動産をベースとした不動産証券化商品であれば、リスクは相対的に低く、しかも長期的安定的なキャッシュフローが予想できる。

これらがまとまった規模となれば、それは世界からの資金を吸引できるひとつの新市場を形成することになる。これはわが国の金融市場にとっても喜ばしいことである。

不動産証券化がPREに適している理由の2つ目は、とりもなおさず、地方公共団体の財政事情が厳しいことと深く関係している。建替えや高度利用、再配置、統廃合など、所有地・施設に手をつけなければならぬという事情にあるものの、それらをまかなう十分な資金が大半の地方公共団体にはない。

よい立地に不動産をもっている、資金が不十分なために、何も手をつけられないまま放置されているというケースは全国的に珍しくない。

さらに、老朽化したり、役割を果たさなくなった不動産をただ持ち続けても、維持管理コストが年々かかり、それは老朽化とともにそのコストは逡増していく。問題を先送りするにも限度があるということである。つまり古い施設は建替えなど大きな出費が不可避のものが多く、近い将来そのニーズがどつと押し寄せてくる状況にあるのだ。

ところが、不動産証券化の手法であれば、民間事業者が事業の資金調達を証券化によって行うので、地方公共団体は資金調達の必要はない。厳しい財政をさらに圧迫しなくてよい。また、証券化スキームであれば、官民協働として民間の知恵が入ることとなり、お役所の苦手な「商業ベース」「コスト意識」「消費者目線」で事業が進められるというメリットがある。

つまり、知恵なく、手当の資金なくただ持ち続けているならば結局は大きな負担を強いられることに

なる不動産だが、それを証券化によって有効活用への道を開けば、地方公共団体自体の資金（税金、あるいは地方債等の起債）を使わないで、建替えや高度利用ができるのである。

不動産鑑定業界の「地方問題」に対し、PREの証券化という新しいビジネスチャンスがひとつの光となるかもしれない。

J-REITは多くが大都市の不動産を中心に組まれているが、地方の証券化はまだ本格化していない。公的不動産の中には庁舎など、その地方都市の一等地や利便性のよい位置に立地しているものや、高度利用が適しているのに低利用にとどまって価値を發揮していないものなどがまだある。

一方、問題もある。地方公共団体が公債で資金調達するときの利率は約0.5%前後で済むが、証券化手法であれば少なくとも2～3%は必要になり、その差のために、証券化に対してニーズを感じられないというのが地方公共団体の本音のようだ。

しかし、この比較論議には、地方公共団体がもう既に借金をし過ぎているという重要な事実が抜け落ちている。まずは現在積み上がっている借入金を少しでも減らすべきなのである。問題は、借りるという前提ではなく、いかにして住民ニーズに沿う形で配置転換をするか、いかにして事業費を民間に出してもらおう形で進めるかということなのである。

### ガバメントREITのすすめ

アメリカにはガバメントREITというREITがある。その特徴は、保有不動産の多くのビルに国や地方公共団体がテナントとして入居しているもので、そのため、一般的な企業等がテナントであるビルと比較して、賃料支払い能力や契約更新において信用力が高く、REITとして安定収入が期待できる、より安全性の高い金融商品であるといえよう。

REITでは、不動産鑑定が義務付けられており、不動産の新規取得時と、保有期間中は年に2回、不動産鑑定評価がされ、その評価額が開示されるようになっている。これは投資家保護の一環であり、各不動産の価値が投資判断に大きく関係するからである。

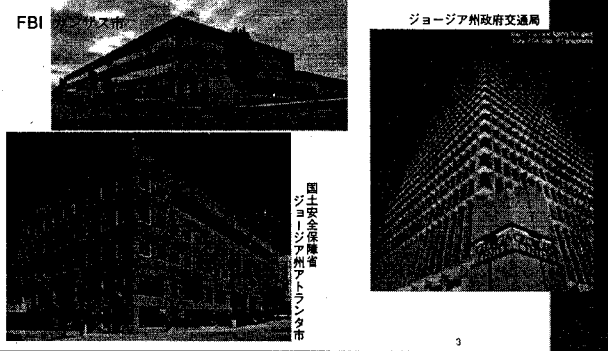
筆者はPREの証券化をさらに一歩進めて、REITという成長ビジネスモデルに「地方密着」という視点を組み合わせる日本版ガバメントREITを提案したい。

ここでいう日本版ガバメントREITとは、国や地方公共団体の資産をREIT化しようというものである。

REITであれば、投資資金を国内だけでなく、海外から広く求めることが可能であり、ある程度の規模、

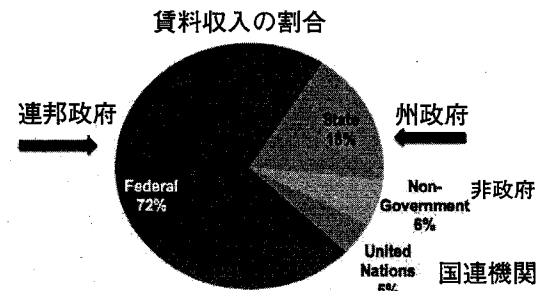
### ガバメントREITのすすめ

アメリカには、政府系施設で組成されるREITがある。



### アメリカのガバメントREIT

Government Properties Income Trust



### REITとは

優良稼働不動産を背景とする証券化商品  
→投資家への配当は賃料収入から  
投資家は少額・分散投資が可能  
不動産への投資を一般人に門戸開放  
低金利下にあっても、高い投資利回りを誇る。

### ガバメントREITの特色

国や地方自治体の施設でつくるREIT  
→ 一般のREITよりさらに安全・安心

つまり全国全体に保有資産を有することでリスク分散がさらに可能となることを考慮すると、REITとしてのマーケット形成を育成する価値があると思われる。

日本の国債への過度の依存状況はリスクである。今年、スイスのバーゼル委員会では日本の国債はリスク資産と評されたとされる。もし日本に国債に次ぐ安全な金融商品があれば、それにもっと資金が振り向けられるはずである。

その役割を果たすのにREITは適している。賃料収入という安定的キャッシュフローをベースにした金融商品はローリスクで最適であり、特にそれがガバメントREITであれば、国や地方公共団体がリースバ

## ガバメントREITのすすめ

- 国債に過度に依存している現状はリスク
- ↓
- 日本の成長分野を担っている不動産市場に新しい構造転換を起こし、日本経済の起爆剤に
- ↓
- 「ガバメントREIT」創設を  
国の各省庁や地方自治体の庁舎・施設で組成リースバック  
→国・地方自治体のバランスシート改善  
→REITの投資家には安定・長期的分配金が

## ガバメントREITの効果

- ① 脱「国債過度依存」  
→REITシフトで民間資金が経済に回る
- ② 預貸率ギャップの解消  
→設備投資などへ
- ③ 年金の補完・GPIFの優良投資先に  
→年金不安・老後不安軽減

## ガバメントREIT日本導入時のポイント

- 日本の公的不動産の高品質化  
課題1：国家機関の建築物の約4割が築30年を超えている  
課題2：地方公共団体の防災拠点施設等の約3割が要耐震化REITに組入れ時に「リノベーション」「耐震化」等が必須であり、国民・市民の安全につながる
- 完全所有権の売却が難しい場合は、「長期借家権の一括買取方式」の採用も考えられる（イギリスのリースホールド概念に近い。香港がイギリスから返還されたのも99年のリースホールドだった）
- 米REITの第5次成長期では、セール&リースバックやトリプルネットリース（固定資産税・保険料・維持費用をテナントが負担する契約）を活用。ガバメントREITに最適

ックしてテナントとして支払いを長期に契約しているケースが多く、投資家からすれば長期的キャッシュフローが期待でき、より安全だ。

REITであれば、実際に不動産が売買され、リノベ

ーション等の改築がなされ、経済が活性化する。国債が買われても銀行の中にとどまって経済に恩恵が回らない現状よりも、はるかに健全である。個人投資家のサイドからみても、REIT投資はこの低金利の中で高配当が見込め、年金の補完になり、老後不安の軽減につながる。

左記の「ガバメントREIT日本導入時のポイント」は、ガバメントREITを日本にも導入するとした場合の留意点である。

一つ目は、耐震化や高品質化が不可避の要件となる物件については、利用者や住民の立場からすれば、遅かれ早かれそれらのコストは必要であると考えて、それをREIT組成のタイミングと組み合わせるアイデアである。

二つ目のポイントは、売却の権利形態についてである。もし完全所有権売却に関してなんらかの心理的抵抗や法的な制限がある場合、完全所有権ではなく、イギリス等で一般的なリースホールド（長期の定期借地権）の売却という手も考えられるという提案である。

三つ目の提案は、米REITの第5次成長期で活用されたセール&リースバックや、トリプルネットリースという制度である（トリプルネットリースとは固定資産税・保険料・維持費用をテナントが負担する契約）。これを積極的に採用し成長できたのである。わが国にガバメントREITを導入するにあたり、REITに必要な高利回りははじきだすにはこれらリースバックとトリプルネットリースという手法が最適である。

(注1) 国土交通省「第1回不動産証券化手法等による公的不動産（PRE）の活用のあり方に関する検討会」配布資料より

(注2) 消防庁「防災拠点となる公共施設等の耐震化推進状況調査報告書（岩手県、宮城県及び福島県並びにこれら3県内の市町村のデータを除いた数値により集計）」（平成22年度末時点）による。