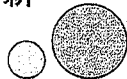




寄稿 新しい不動産鑑定ビジネスを広げよう

第6回 投資家の信頼を支える不動産鑑定業界

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



不動産証券化市場は、今後も成長余力の見込める、日本にとって貴重なビジネス分野である。

国土交通省の資料^{※1}によれば、日本全国の不動産約2,300兆円のうち企業所有の不動産は約490兆円、そのうち収益不動産は68兆円と試算されている^{※2}が、証券化された不動産はストック総額で約31兆円^{※3}、J-REITは13兆8,231億円^{※4}にまで順調に拡大してきており、不動産証券化のわが国経済への浸透がよくわかる。

連載第6回の今回のテーマは、この不動産証券化市場にフォーカスし、不動産鑑定評価にからむシステムがどう変われば証券化市場の更なる成長拡大に寄与できるかについて考察したい。

筆者は、不動産証券化市場の確実な成長のためには、何よりも投資家の信頼がカギであると考えており、投資家からの信頼をどう向上させていくか、そのための方策として、次の4つを強調したい。

- 1 証券化対象不動産の鑑定評価業務に係るローテーション・ルールの導入および鑑定業者の拡充
- 2 鑑定評価モニタリングによる監視体制の充実
- 3 証券化対象不動産の鑑定評価に関する情報開示の推進
- 4 鑑定評価手法の更なる精緻化

これらは、自由民主党不動産鑑定士制度推進議員連盟の「証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関するプロジェクトチーム(あり方PT)」が平成26年10月から平成27年3月にかけて計5回の議論を重ねてまとめた提言に盛り込まれているものである。提言された項目の中から、筆者が特に急務と考えるものを4つ取り上げている。

この「証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関

するプロジェクトチーム(あり方PT)」による提言は、自民党の上記議員連盟の議員だけでなく、国土交通省土地・建設産業局、金融庁監督局、総務省自治財政局に加えて、日本不動産鑑定士協会連合会、日本不動産鑑定士政治連盟、及び不動産証券化協会から毎回、団体代表者や関係者が参加し議論を経てまとめられたもので、その議論には筆者も顧問格として毎回参加した。

不動産証券化市場は、今後も成長するマーケットであるだけでなく、特にわが国の将来にとって重要な市場である。

証券化されることで、不動産というそれまでは限定的なビジネスでしかなかった産業分野が、そのリスクを広く分散でき、リターンをも広く国民・企業のすみずみにまで行き渡らせることも可能とする画期的な投資選択肢として生まれ変わった。それは、経済発展段階としては既に成熟期にあるわが国においても、不動産市場を停滞させず、流通速度を減じさせず、むしろ活性化できる仕組みであり、本格的な少子高齢化を迎えた日本にとって特にありがたいシステムであるということ。この点において、REITをはじめとする不動産証券化市場は、わが国にとって数少ない有望な産業分野であり、その成長拡大を社会全体で慎重に支援すべきであるという認識が必要である。

証券化以前と以後では、不動産のありようは大きく変化した。証券化前には、不動産は大きな資金が必要なハイリスクハイリターンタイプの特殊な財であったが、証券化以降は、一般的な投資家にとってもリターンを享受できる金融商品へと変身を遂げた。大きな金額ではなく気軽な少額投資で済む。何より、不動産に専門的な知識がない人も市場に参加できる。また不動産証券は賃料をベースとしているため、株

式のような大きなボラタリティが少なく、安定的な投資収益を望む投資家には、株式よりも人気が出てもおかしくない魅力をもっている。

ただし、投資家はリターンに見合うリスクはやはり負わなければならない。しかし、だからこそ不必要に大きなリスクを投資家に課してはならない。果敢にリスクテイクしようとする投資家に対して、その商品の良いところ、悪いところを含め情報を包み隠さず開示し、投資家のリスクを最小限に抑えようという姿勢が重要となる。

だが、REITにはその仕組み上、アキレス腱が内在している。それは「内部取引」のケースである。REIT会社が不動産を取得するときに、子会社や関係会社等から買う場合、そのような関係者間の取引において果たして適正な価格での売買がなされているかどうかという取引価格の適正性への疑いである。良いことづくめに思えるREITで、この「内部取引」は唯一の弱点といえよう。

だが、そのことがあるおかげで、不動産鑑定評価に出番ができた。REITが不動産を取得する際に不動産鑑定が義務づけられたことは、不動産鑑定業界にとって僥倖であった。不動産鑑定業界にとっても証券化対象不動産の鑑定評価は、公的鑑定評価のビジネスボリュームが年々縮小傾向にあるのとは対照的に拡大を続けている貴重な市場である。不動産鑑定業界は、この不動産証券化のマーケットをこれからも金の卵として大切に守り育てていくべきであり、まだまだ伸びていくこのマーケットに多くの鑑定士が期待している。

国土庁（現国土交通省）において不動産証券化の研究会が始まったのは1999年である。当時、国土事務次官だった久保田勇夫氏（現西日本シティ銀行会長）から連絡をもらい、事務次官の主催で研究会が開催された。筆者は委員の一人として参加し、2000年に各委員が各章を執筆した『展望 日本の不動産証券化』（大成出版）が出版された。その時にもう少し不動産鑑定評価のあり方の議論をしておけばよかったと、今でも久保田氏と話すことがある。

不動産鑑定評価額は、単に目論見書や株価といった投資判断指標の一つとしての役割にとどまらない。

内部取引か否かにかかわらず、REITが不動産を取得する場合、その取引価格が市場に照らして妥当な価格で買っているか、その取引価格が市場価値から不当に乖離していないことをいわば証明し、適正行為であることを代弁するのが不動産鑑定の役割となっている。よって不動産鑑定は、その金融商品が適

正な姿勢で運営されているかどうか、「正しい」金融商品であるか否かを投資家に示す役割の一端を担っているわけである。

このような裁判官的とも金融庁的ともいえる「可否判断」に近い役割を鑑定が持つことになったのは、不動産鑑定業の歴史においては、国土法の届出制度や監視区域制度における売買許可判断的な役割を担った時以来ではないだろうか。いや、むしろそれ以上の表舞台への登場かもしれない。

ここで、改めて問題提起しておくべきは、このような重要な役割を持たされているという自覚が、十分に鑑定業界全体にあるかどうかということだ。

不動産鑑定士の証券化の仕組みでの役割は重要であり、大きな責任を伴っているので、不動産鑑定士や鑑定評価書の資質がそのまま証券化市場のそれに反映するという認識が必要だ。不動産鑑定士にとっては、一般的な相対取引における不動産鑑定評価も、REITの取得不動産の鑑定評価も、作業自体にそれほどの差はなく、同じ業務と認識している向きもあるかもしれない。だが、その評価や評価額の与える影響は大きく異なる。相対取引ではその当事者のみに限られる。だが、不動産証券化商品の場合は、数え切れない数の人や企業に影響が及ぶ。機関投資家であれば背後にさらに多くの人や企業がいるわけであり、国内だけでなく海外の機関投資家も購入していることを考えると、その影響は大きい。

十分によく検討され、市場をよく反映した不動産鑑定評価及び鑑定評価額ならばよし。だが、評価額が万一恣意的に歪められたものであったならば、また、もし質の低いもの、何か不備のあるものだった場合に、それが投資家の何らかの損失につながったならば、不動産鑑定が原因となって金融商品の信用の失墜が引き起こされることになる。REIT全体の信頼を不動産鑑定が支えているという気概と覚悟が重要だ。

筆者は、不動産鑑定が不動産証券化の仕組みのなかで重要な役割を課されていることは、担当する不動産鑑定会社だけにその職責を果たせとするだけでなく、業界全体として、鑑定評価業務や評価書内容の質や公正性の維持・向上に対して責任をもつべきであり、その意識をもって鑑定業界を挙げて不動産証券化市場を全面的に支えるような方策を工夫すべきであると主張したい。

そこで、まず重要と思われるのが、先にあげた4つのうちの1番目、「証券化対象不動産の鑑定評価業務に係るローテーション・ルールの導入」である。

これについて以下で説明しよう。

現在、不動産証券化市場における鑑定業務はごく一部の先発鑑定会社数社によって大半が受注されている。しかも、それが固定化し寡占状態が続いている。先発鑑定会社に対抗して、後から参入できているところも数社あるが、それでも全体でみると大手数社の寡占的状态に変わりはない。このような姿になった経緯には、例えば金融機関からの要請や、依頼者側からのコスト削減の希望も背景にあるという意見もある。ただ、これらは供給サイドによる事情である。業界のあるべき姿は、発注を目指して、たくさんの競合他社が切磋琢磨して、技術を磨き、営業努力をするという健全な自由競争だ。その競争がレベルアップにもつながり、証券化市場の発展にも寄与する。

問題は、そのような寡占的状况からもたらされる種々のリスクの怖さにある。それは固定化することで業界に活気がなくなることであり、業界全体の技術の底上げが実現しにくくなるということである。

シンガポールREITや香港REITにおいて、証券化ビジネスの企業が鑑定をとる際、前回と同じ鑑定会社への発注は、最長2年あるいは3年と定められており、同じ不動産鑑定会社への発注がそれぞれ2年以上は禁止、3年以上は禁止とされていることをご存知だろうか？ 対して日本のREITでは受注はほぼ固定化されており、両者の印象は正反対だ。シンガポールや香港でこのように鑑定会社の交替制が組み込まれている目的は、投資家の信頼の確保のためである。

言い換えれば、香港REITやシンガポールREITは、発注鑑定企業を固定化させないというルールをシステムにビルトインすることで、ガバナンスをしっかりと行っているREITだという姿勢を投資家に強くアピールしているのである。

筆者もシンガポールREITの1つを訪ねた際に、このルールについて実際にヒヤリングしてみた。そのREITの広報担当者は、この交替の制度をREITの運営上のルールとして認識しており、投資家の信頼を得る方策として従っていると強く語った。

確かに、企業においても官公庁においても、1つの部署に長くても3余年、早ければ2年ほどで人事異動がある。この背景の1つとしては出入りの業者との癒着や、そうまではいかなくとも、だんだん親しくなるにつれ慣れあいが生じ、ガバナンス上で劣化が生じる可能性が出てくる。

ローテーション制とは、現在固定化している不動産証券化の鑑定評価の依頼を同一の企業が受注でき

るのは最長3年までといったルールをわが国でも不動産証券化業界と不動産鑑定業界とで取り決め、鑑定会社の新陳代謝の仕組みをREITなどの不動産証券化市場に導入することである。

これにより、不動産鑑定評価のガバナンスを律し、REIT会社のガバナンス遵守の姿勢をより打ち出そうとするものである。

筆者は以前より、香港やシンガポールREITにならってこういった交替制を日本にも導入すべきと主張してきたが、今回この主張が、公の場でも認められ、鑑定業界に新しい風が吹き、新陳代謝が活発になることを期待している。

提言文から、ローテーション制に関する部分を抜粋する。

「証券化対象不動産の鑑定評価業務に係るローテーション・ルールの導入など

- ・証券化対象不動産の鑑定評価の信頼性をより高めるために、担い手となる鑑定士及び鑑定業者の実情並びに依頼者における費用や事務負担、投資家の意向をふまえつつ、定期的なローテーション・ルールの導入など鑑定評価書作成に係る内部体制の整備を検討する。
- ・証券化対象不動産に係る鑑定評価業務の委託者が受託者に求める条件（事業規模、所属する不動産鑑定士の数、鑑定評価の実績、鑑定評価書作成に係る内部体制等）や受託者を変更する場合のルールなどを明確化する。

発注者にとって新しい仕組みになるために、変更時のスムーズな対応とすべきであるから、新ルール導入にあたっては、以下の点に留意して具体的な進め方を工夫すべきと考える。

- * 新規参入しようとする企業の鑑定技術水準に関しては証券化不動産分野の経験はまだないわけであるが、それは単に証券化導入期の初動時の対応が遅かったためであり、先行受注業者と鑑定技術水準に何ら劣ることがないこと、実力に差のないこと、むしろ優れた点もあること等を示す必要があるので、納得できる資料を作成し、参入しようとする企業に理解してもらう必要がある。
- * このように新規発注の仕組みを変更する場合は、不動産証券化協会や国土交通省地価調査課といった公的な主体に音頭をとってもらい、例えば新規参入募集期間といった一定期間の募集を公的な機会として業界全体で設置し、プレゼンや入札などを含む、業者決定のプロセスに合理的・公開色の

強い公募形式がより望ましいかもしれない。

* また、人員や規模地域的なカバーエリアなどの点で発注業者の望む条件に合わない場合には、ジョイントベンチャーやアライアンスを組むなど、新規参入しようとする企業のほうが何らかの方策で対応することが重要となる」

さて、不動産鑑定はREITにおいて、取得時鑑定とは別にもう1つ役割を負わされている。それは継続評価である。取得時の価格の適正さを示すという役割とは別に、保有期間の間、継続的に定点観測を行い、1年に2回、それぞれの不動産のいわゆる時価を公表する役割である。投資家は投資判断においては、株価の時価とそのREITの保有不動産の総合価値との関係により、割安割高の判断をするからである。

鑑定評価のローテーション制は、この継続の鑑定評価において、特にその意義が発揮される。

なぜなら、もし、取得したときに鑑定評価業務を行った鑑定会社が継続鑑定評価をも受ける場合には、どうしても自らの求めた不動産鑑定の価格の内容やその評価額の水準を継続評価においても反映してしまう傾向が避けがたいからである。投資家からすれば取得時にいくらの評価額だったかという情報は過去の単なる一データにすぎない。投資家が現在もっとも知りたいのは、その時点その時点の不動産個別の時価のほうである。鑑定士が自分が過去に行った不動産鑑定評価に引きずられて実際の時価の評価において価格水準から歪めて評価をした場合、投資家にとっては判断を誤ることになるかもしれない。

考えてみると、日本で地価高騰が凄まじかった時代、監視区域制度が発足し、地価のいきすぎた上昇をいわば抑制するために、一定以上の面積の土地の売買時に、行政機関が第三者鑑定をとって、売買当事者の不動産鑑定価格をチェックするというシステムとなっていた。現在そのような地価高騰抑制という目的は消滅し監視区域制度もなくなった。

ひるがえって、不動産証券化という制度のなかで登場してきた社会的な課題が「投資家保護」である。しかし、REITをはじめとする投資法人は鑑定をとるが、商品を買う側の投資家は、対抗して不動産鑑定をとることができない。不動産鑑定をとりたくとも、投資家は不特定多数であり、ひとつの主体としての経済行動はできないからだ。そう考えれば、何らかの公的主体が投資家によって第三者鑑定をとる仕組みがあれば投資家にとってありがたい。国交省が不動産証券化協会と協力して、第三者鑑定専門の受

け皿づくりの仕組みを検討してもらいたい。

2番目は、鑑定評価モニタリングによる監視体制の充実である。

筆者は長年、不動産鑑定評価書の審査業務に携わっているが、審査した大量の評価書の内容において、同一の鑑定会社においても担当する鑑定士によって評価の方法が異なったり、同一物件の評価においても鑑定会社によってアプローチが異なったり等、鑑定士の裁量が大きすぎて、業界としての統一性があると言いがたい例が多く見られ、投資家や鑑定発注者を惑わすような状況が生まれていることを実感している。わが国には現在モニター制度があり、そこで監視がなされているが、それをさらに強化することが必要である。

3番目は、証券化対象不動産の鑑定評価に関する情報開示の推進である。

この不動産鑑定評価の情報開示の促進については、先に述べた「証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関するプロジェクトチーム」の提言において、「開示内容を更に充実させる」と提言されている。

筆者が強調したいのは、不動産鑑定とは、証券化において「投資家」と「供給者サイド（証券化商品の売り手）」のどちらに役立つものとして位置づけられているかという、そもそも論である。鑑定が証券化において義務化されているのは、なぜか。それは「投資家保護」のためである。鑑定評価書のどのページも投資家には重要な情報なのである。

グローバルインベスターの勉強会で話題になるのは、NOIの予測である。投資家の最も知りたい情報の一つは、NOIの予測の方法の詳細な説明である。現在の開示内容では足りないという声が多いのである。

不動産証券化市場はわが国ではスタートしてまだ10数年と若く、市場は順調に拡大したけれども、不動産鑑定ビジネスに限れば、その技術習得は証券化市場誕生と同時に開始となったわけであるから、まだまだ実務面の経験蓄積は浅い。したがって、REITをはじめとし不動産証券化市場における不動産鑑定評価業務がわずかな数の会社に寡占的に占められている状況は、業界にとってはマイナス面が多い。

このような寡占化や固定化が進んでいくと、まず業界全体にやる気の低下が生じる。何よりも問題なのは、現在不動産証券化の受注を受けている先行鑑定会社数社だけが証券化鑑定評価の評価技術があたかも優れているかのような誤解が定着するおそれがあることだ。事実はそのような誤解ではない。これまでの長い

不動産鑑定評価ビジネスの歴史の中で、様々な種類の不動産鑑定評価や、特殊事情下にある不動産の鑑定、また裁判がらみで極めて高い理論に裏打ちされた不動産鑑定評価など、独自の実務経験や研究成果、自己研鑽、自前のデータ蓄積等を駆使し、説得力の高い鑑定評価を行うことのできる、高い不動産鑑定評価技術をもつ鑑定会社は決して少なくない。

だが初動の違いにより、鑑定発注に慣性の傾向があるためか、新規に参入できている企業は大変少ない。この傾向が長く続き固定化してきたために、業界全体として意欲がそがれがちとなり、実際の所得格差も広がり、業界の沈滞を招いてしまうおそれがある。

先日、この連載を読んでいるという読者から、「新規分野と言われても、大手鑑定会社が受注することではないか」と胸の内を吐露され、諦観の深さに驚いた。

公的鑑定のほうにも縮小傾向が予想されるため、鑑定業界全体としては、将来性に黄信号が点滅する状況になりつつある。あまりに格差が広がると、業界全体の構造が不健全となり、そうなれば新規に参入してこようとする人材も限られるようになる。また独立開業しても食べていけるかどうかかわからないという状況が日常的となれば、いよいよ業界そのものの存続が危ぶまれることになってしまう。

不動産証券化の受注がなくとも地価公示、基準地、固定資産税評価や相続税評価、また不動産競売等の仕事があるから、それらに特化すればよいのではないかという意見もあるようだ。

しかしそれらいわばルーティーンの仕事は、毎度繰り返される反復的業務であり、退屈とまでは言うつもりはないが、証券化の鑑定評価にあるような成長、拡大の機運に乏しい。やはり、業界にとって希望の星は不動産証券化のビジネスである。ここにチャンスを見だし、切磋琢磨するような状況が生まれる

ことが業界全体の活性化となるのだ。

最後の項目は、「鑑定評価手法の更なる精緻化」である。

「あり方PT」の提言では、「収益還元法の適用プロセス（利回りや賃料の査定等）に係る説明性を向上させる」と書かれおり、また鑑定士・鑑定業者の対応能力の向上の項目においては、不動産金融やアセットマネジメント等不動産証券化に関する基礎的知識に係る研修メニューを充実する」とあるように、不動産鑑定士には不動産に関する投資理論や金融論の知識が不足している側面もまだあるので、それらの分野の理解と理論の習熟に努めていく必要がある。

投資家のニーズである、収益還元法の適用プロセス、特に、利回りについてはリスクプレミアムの考え方や算出方法、割引率の考え方（NOIキャップレートやNCFキャップレートの区別や説明等）を評価書の中で詳細に明らかにすべきであり、その能力の向上が求められている。

以上の4つの項目は、不動産証券化市場の今後の成長を左右する投資家の信頼に寄与するものである。投資家の信頼が増せばそれにつれて日本の不動産証券化市場も拡大する可能性があり、それは同時に、鑑定業界のパイが拡大することを意味する。つまり、投資家の信頼の向上がすなわち鑑定業界全体の成長に直結するのである。鑑定が投資家の信頼の礎になるという公共的な使命を再認識しなければならない。

注

- ※1 出典：土地政策の中長期ビジョン（国民生活を豊かにする不動産のあり方ビジョン）中間報告
- ※2 「法人所有不動産」「収益不動産」の資産額は平成15年1月1日時点。「証券化された不動産」の資産額は平成20年度末時点。
- ※3 出典：「平成25年度不動産証券化の実態調査 国土交通省」
- ※4 AREAS JREIT REPORT No.65 November2015。データは取得価額の合計値。