

海外投資不動産鑑定評価ガイドラインに関する基本認識

(株)立地評価研究所 大阪本社

不動産鑑定士 井門 晃

.....

1. ガイドラインの策定背景

不動産投資のグローバル化

不動産投資リスクの分散効果

2. ガイドラインのポイント

海外不動産の鑑定評価の基本的な実施方法

現地鑑定人との連携・共同作業の方式と推進方法

対象国・地域

3. ガイドラインの位置づけ

.....

1. ガイドラインの策定背景

ガイドラインには、その前段において「ガイドラインの目的」として次の記載がなされている。

[ガイドラインの目的]

本ガイドラインは、海外投資不動産についての不動産鑑定士による鑑定評価の標準的手法について示すものである。

不動産市場のグローバル化が進む中、海外からの国内不動産への投資や国内企業や投資家による海外不動産への投資も活発化するとともに、各国でのリート市場の開設が相次ぎ、不動産分野における国際競争力が厳しくなっている。

一方、我が国の不動産証券化市場においては、日本版不動産投資信託（Jリート）の運用対象資産に海外不動産を組み入れることを禁止する法令上の規定は存在しないが、東京証券取引所の上場規定はこれを禁止している（※）。これについては、海外不動産について、これまでの標準的な鑑定評価手法が確立していないこと等がその要因となっているとの声もある。

また、国内不動産事業者は、不動産投資の国内集中に伴うリスクを分散させる観点から、海外不動産への投資に積極的になっており、その際に必要となる適正な鑑定評価の確保により、不動産市場の一層の健全な成長が期待できる。

本ガイドラインは、以上を踏まえ、海外不動産への投資を行う際に不動産鑑定士が鑑定評価を行う場合において、投資家保護及び鑑定評価の信頼性の向上の観点から適正な鑑定評価が行われるよう、海外現地の不動産鑑定人との連携・共同作業のあり方、鑑定評価の手法等を示すものである。

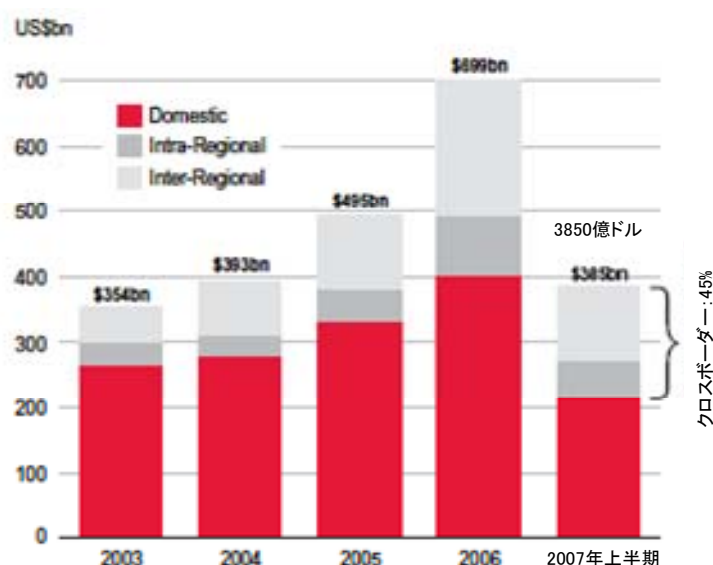
（※）ガイドラインに記載。東京証券取引所は5月12日、J-REITの海外不動産投資を解禁している。

要するに、このガイドライン策定に至った背景には、大きく「不動産投資のグローバル化」と「不動産投資リスクの分散効果」があげられる。

<不動産投資のグローバル化>

世界的な資本の過剰流動性と経済のグローバル化が進展し、運用投資対象の量・質ともにおける多様化により、不動産市場はより有利な投資対象となって、国境を越えた投資（**クロスボーダー投資**）によりその規模は増大している。下表【図1】は、Jones Lang LaSalle (JLL)の調査による、「世界の商業不動産に占めるクロスボーダー投資の割合」である。2007年上半期には、国内不動産投資（Domestic）を含めた取引全体の45%を占めるに至っている。

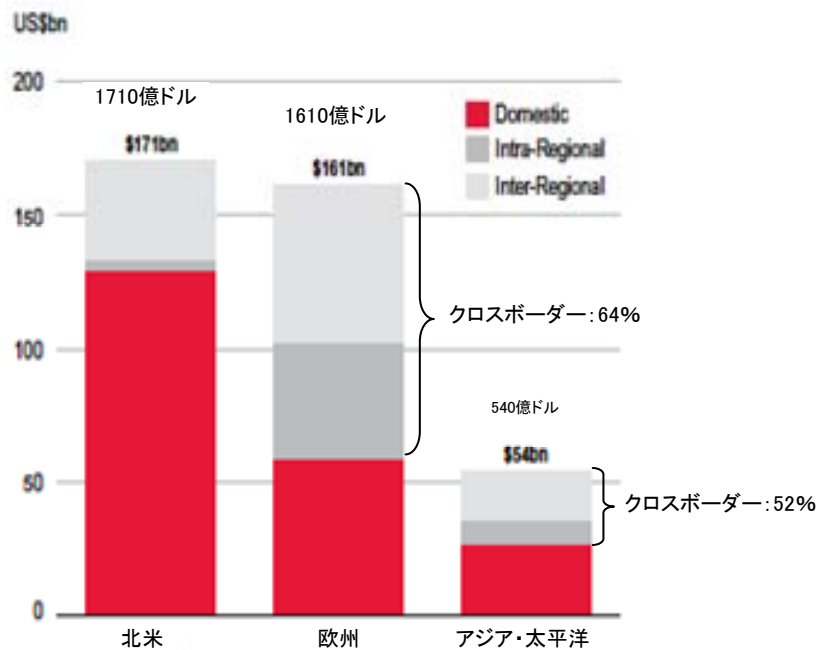
【図1】
世界の商業用不動産投資に占めるクロスボーダー投資の割合



資料: Jones Lang LaSalle "Global Real Estate Capital, October 2007"

また、不動産投資を世界地域ごとに見ると、【図2】の「地域別の不動産投資額の比較(2007年上半期)」のとおりである。欧州では、国内投資よりもクロスボーダー投資の割合が大きいことが分かる（全体の約64%）。またアジア・太平洋においても、クロスボーダー投資が国内投資を上回っていることが分かる（全体の約52%）。

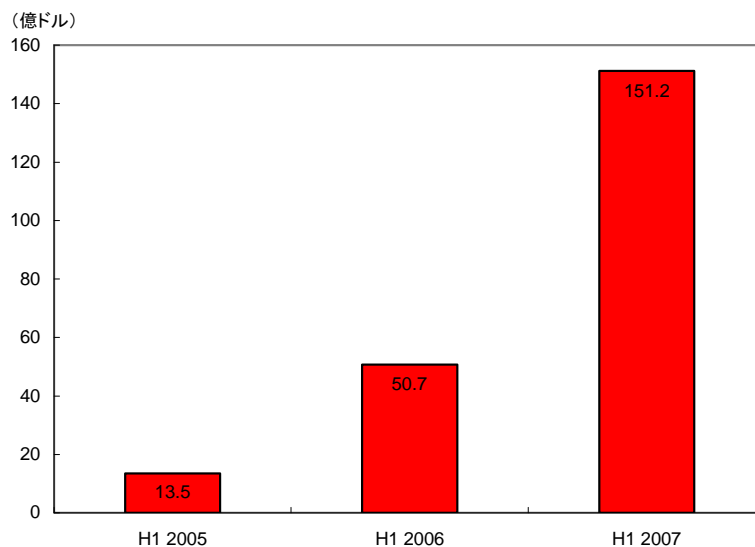
【図 2】
地域別不動産投資額の割合(2007年上半期)



資料: Jones Lang LaSalle "Global Real Estate Capital, October 2007"

日本におけるクロスボーダー取引額の推移については【図 3】のとおりである。2007年上半期は急激な増加をみせている。この趨勢は今後、米国サブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）問題に端を発する世界的な信用市場の混乱により、やや落ち着きをみせると思われるが、国際分散投資の効果を鑑みた場合、クロスボーダー取引が衰えることは考えにくい。

【図 3】
日本におけるクロスボーダー取引額の推移



資料: Jones Lang LaSalle "Global Real Estate Capital"

このようなクロスボーダー投資の急激な増加を背景に、各国は不動産市場の国際化を政策として掲げ、税制や金融に関する規制緩和や、不動産の情報開示を整備・促進させ、不動産証券化市場の導入・育成を進めている。

不動産証券化市場の代表的な制度である REIT（不動産投資信託）市場の規模は【図 4】のとおりであるが、2007 年 12 月時点で 18 の国又は地域（※）で導入されている。

※ ①日本、②アメリカ合衆国、③イスラエル、④英国、⑤オランダ、⑥オーストラリア、⑦カナダ、⑧シンガポール、⑨タイ、⑩台湾、⑪大韓民国、⑫トルコ、⑬ドイツ、⑭フランス、⑮ブルガリア、⑯ベルギー、⑰香港、⑱マレーシア

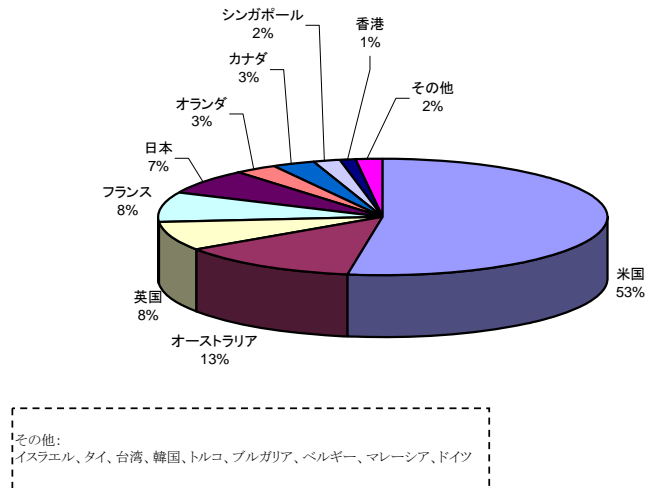
このうち、海外不動産の組入れを禁止している国は、韓国、タイ、ブルガリアの 3 国である。

日本においても、2001 年 9 月にわずか 2 銘柄（時価総額約 2600 億円）で創設された J-REIT 市場は、その後 6 年以上の月日が経過し、現在では 42 銘柄（東証 41+ジャスダック 1=合計 42）が上場されるに至っている。その時価総額は、2007 年下半期に発生した米国のサブプライムローン問題による投資マネーの引き上げがあったものの、約 4 兆円を越す規模にまで成長している（2008 年 5 月 1 日現在）。

この J-REIT を国外との規模比較で見ると、世界の REIT 市場規模の中では 7%、第 5 位となっている。米国が 53%と圧倒的な市場規模を誇っているが、最近では欧州において、2003 年に REIT を導入したフランス（8%）に続き、2007 年に英国（8%）、ドイツにおいても創設され、今後イタリアでも制度導入されるなど、REIT 市場の成長がみられる。また、オーストラリア（13%）を始めとするシンガポール（2%）やマレーシアなどのアジア・パシフィック地域の REIT 時価総額も着実に伸びてきている。

米国のサブプライムローン問題による米国内の投資マネーの海外シフトにより、2008 年にはこれらの後進 REIT への投資シフトは、より一層進んでいくと思われる。

【図 4】
世界のREIT市場規模



資料:不動産証券化協会

<不動産投資リスクの分散効果>

クロスボーダー投資を行う投資家としては、一般に「オポチュニスティック (Opportunistic、好機補足型)」、「ヴァリュー・アデッド (Value-Added、付加価値型)」「コア (Core、安定型)」といったタイプに分けられ、彼らの投資は、それぞれ順に「ハイリスク・ハイリターン」から「ローリスク・ローリターン」の投資戦略をとっている。また彼らの投資スタイルは、株式や債券などの伝統的な金融市場での運用にとどまらず、不動産、商品先物、為替、さらにプライベートエクイティ投資 (未上場株式への投資) や M&A 投資など、世界中の市場で積極的に投資活動を行っている。

いずれの投資家も投資案件にかかる様々な要因を総合的に勘案するが、特にオイルマネーやホットマネーを裏付けとする政府系ファンド (SWF、Sovereign Wealth Fund) や個人・企業年金を裏付けとする年金基金 (Pension Fund) に代表される「コア」投資家は、安定収益確保のための価格変動リスク分散効果を期待し、各国の優良な不動産に投資する戦略をとるようになっている。

これは、不動産は一般に、株式・債券や石油などの投資商品との相関が低く、投資分散を図るうえで有効な資産とみられているからである。さらに、同じ不動産 (種別・類型) においても国・地域間での相関も低いとみられていることから、海外不動産投資により国際投資リスク分散が図られているといえる。

2. ガイドラインのポイント

次に、ガイドラインの大きなポイントとして、「鑑定評価の実施方法」と「連携・共同作業の方式と推進方法」について、以下のとおりガイドライン記載内容をあげて説明する。

<海外不動産の鑑定評価の基本的な実施方法>

I 海外不動産の鑑定評価の基本的な実施方法

(1) 海外不動産の鑑定評価を依頼された場合には、

- ・不動産鑑定士が海外現地（海外不動産の存する地域をいう。以下同じ。）に赴き鑑定評価を行う
- ・海外現地の不動産鑑定人を補助員・共同作業員として鑑定評価を行う

ことが考えられるが、海外現地の市場動向、社会経済情勢等に精通している不動産鑑定人を補助員・共同作業員として鑑定評価を行うことが合理的かつ現実的である。

(2) この際の鑑定評価は、不動産鑑定士が、

- ・海外現地において専門職業家として認定又は公認された不動産鑑定人との連携・共同作業により、
- ・海外現地において認定又は公認された不動産の鑑定評価基準に基づき、

鑑定評価を行うことが原則である。

(3) 不動産鑑定士は、海外現地における不動産市場の動向、不動産に関連する法制・税制・鑑定評価基準、不動産鑑定人の資格制度等海外不動産の鑑定評価を行うために必要となる基礎的知識について十分に理解するとともに、海外現地の不動産鑑定人の作業が適切かつ合理的に行われていることを認識し、及びその作業成果が適正であることを検証しなければならない。

このように、日本の不動産鑑定士は最終的な不動産鑑定評価の責任を負うことになるため、現地の不動産市場動向はもちろんのこと、マクロ経済分析、不動産取引の慣行や契約形態、自然的・社会的・経済的・行政的な価格形成要因、さらに日本との歴史的・文化的・政策的な相違等が判明する情報を収集・分析し、鑑定評価報告書等に記載することが必要になる。

<現地鑑定人との連携・共同作業の方式と推進方法>

海外不動産の鑑定評価においては、現地鑑定人との協業は欠かせない。もちろん、国内での鑑定評価と同様、現地調査に赴き対象不動産の確定・確認作業を怠ってはならないことは言うまでもないが、評価依頼者からのニーズに基づき、限られた時間・コスト・仕様等のなかで、現地鑑定人と適切な役割分担及び密接な連携の下、協業して評価業務を遂行する必要がある。この点について、ガイドラインでは次のとおり規定している。

V 現地鑑定人との連携・共同作業

(1) 現地鑑定人との連携・共同作業の方式

不動産鑑定士は、現地鑑定人と適切な役割分担及び密接な連携の下、連携・共同作業を行うものとする。連携・共同作業の方式としては、主に、次の方式が考えられる。

①現地鑑定人に、鑑定評価を行うために必要となる基礎資料等の収集・提供その他の不動産鑑定士が行う鑑定評価の補助作業（以下「現地鑑定補助作業」という。）を依頼し、不動産鑑定士が現地鑑定補助作業に係る役務の提供を受けて鑑定評価を行う方式（現地鑑定補助方式）

②現地鑑定人に、鑑定評価の報告を依頼し、現地鑑定人が行った鑑定評価を不動産鑑定士が検証することにより鑑定評価を行う方式（現地鑑定検証方式）

(2) 現地鑑定人との連携・共同作業の推進方法

不動産鑑定士は、現地鑑定人が行う鑑定評価の作業の内容及び各段階における成果等について、会議の開催、電話・インターネット通信等により、現地鑑定人と直接に意見交換等を行いながら、鑑定評価の連携・共同作業を円滑かつ確実に推進するものとする。このため、不動産鑑定業者は、書面により、現地鑑定人との連携・共同作業の実施に関する契約を現地鑑定人が所属する鑑定業者（以下「現地鑑定業者」という。）と締結するものとする。

海外不動産の鑑定評価において現地鑑定人と協業する場合、「現地鑑定補助方式」が本来的であり、鑑定評価のグローバルスタンダードとして捉えられる考え方である。具体的には、英国鑑定協会（RICS）が策定するレッドブック（Red Book）、米国鑑定財団（AF）が策定する鑑定評価実務統一基準（USPAP）において、自国基準による評価作業として、それぞれ「基準例外（Departure）」、「業務範囲（Scope of Work）」のなかで、海外不動産の鑑定評価において現地鑑定人のサポート（補助）を必要としている。

しかし、現段階においては、評価依頼者からのニーズとして、評価報酬（Fee）や作業時間（Speed）等の問題から「現地鑑定検証方式」が導入されている、という考え方が妥当である。但し、ここで注意しなければならないのは、実質的には日本の不動産鑑定士による評価作業に相当する内容が要求されており、日本語訳としての「検証＝レビュー（Review）」感覚よりは、その責任の程度は重いということである。この点、ガイドラインにおいても「検証方式」は厳格な要件の下で導入されている。

このように、本来的には「補助方式」であるが「検証方式」も導入されているという位置づけをとると、「評価依頼者（J-REIT）⇔ 日本の不動産鑑定士 ⇔ 現地鑑定人」の関係のなかで生じる評価の責任範囲においても理解できるようになる。すなわち、「検証方式」をとった場合、オリジナルの評価書を作成した現地鑑定人が当該評価の責任を評価依頼者に対して負うことになる。一方、「補助方式」をとった場合は、現地鑑定人は日本の不動産鑑定士に対して評価書・資料・市場情報等を提出、開示した段階で一定の依頼内容は遂行したこととなり、評価依頼者に対してまでは責任を負わないこととなる。当然、現地鑑定人

の立場からすると「補助方式」として受注することが考えられる。さらに海外では、鑑定評価書を取得する目的は、運用・投資会社等のファンドマネージャー（Fund Manager）やアセットマネージャー（Asset Manager）が、自らの担当するポートフォリオ（Portfolio）の運用実績（Performance）・将来予測（Projection）を投資家に説明（Report）するための確認・判断資料のためであることが標準的な考え方となっている実体がある。よって、現地鑑定人としても、そもそも鑑定評価に対して責任を負うという感覚は、鑑定評価を国家資格制度として位置づける日本ほど高くはなく、プロの評価依頼者が、彼らのリスク判断として、第三者意見としての鑑定評価書を用いるという認識の方が強い。逆に、日本の不動産鑑定士としても、現地の評価基準（制度）が日本の鑑定評価基準と比べて緩やかな場合又は制度が異なる場合は、日本の鑑定評価基準に依拠した評価の実践が可能となる。

<対象国・地域>

X I その他留意事項

海外不動産の鑑定評価に当たっては、I から I X までに定める手続きにより実施されるべきであり、その際には、海外現地の国又は地域において、

- ①鑑定評価を行うために必要となる事例資料、対象不動産の物的確認及び権利の態様等の確認に必要となる資料並びに価格形成要因に照応する資料その他不動産市場の動向を示す基礎資料があること。
- ②認定又は公認された不動産鑑定人の資格・称号を付与し、かつ、不動産鑑定人を指導育成する不動産鑑定人団体が存在していること。
- ③認定又は公認された不動産の鑑定評価基準を有し、これに逸脱するなど不正又は不当な鑑定評価が行われた場合には、不動産鑑定人団体により不動産鑑定人の資格・称号の使用停止・剥奪等の指導監督が行われること。

など適正な鑑定評価が行われるための制度が十分に整っていることが必要である。

ただし、これらの要件のうち②又は③の要件が十分に整っていない国又は地域においても、これらの要件が整った他の国又は地域の資格・称号を有している者が現地鑑定人となる場合には、本ガイドラインに基づく不動産鑑定評価の連携・共同作業を推進することが可能である。

以上の要件が満たされない海外不動産の鑑定評価については、鑑定評価の依頼を受けることは一般的には困難と考えられ、依頼の拒否も検討すべきである。

ここでは対象国・地域として、鑑定評価を適正に行える国・地域という位置づけがなされている。現時点での国土交通省の調査範囲の各国・地域の鑑定評価制度について、次表【表 1】のとおり、本ガイドライン末尾にも掲載されている。また【表 2】では、鑑定評価の主要なデータである不動産投資 INDEX について、主要な 2 つの不動産 INDEX の概要を示す。

【表 1】

海外の鑑定評価制度の概要(2007.12)

	アメリカ合衆国	英国	オーストラリア	シンガポール	台湾	大韓民国	ドイツ	香港
資格・称号	①州公証・公認鑑定士 ②MAI(商・住・工)、 SRPA(商・住・工)、 SRA(住)	MRICS (member), FRICS (fellow)	CPV (Certified Practising Valuer)	SIV (Singapore Institute of Valuers)	不動産估價師	鑑定評価士	Property Valuation Expert	MHKIS (member) FHKIS (fellow)
登録機関	①州不動産鑑定評価委員会 (50州)、 ②不動産鑑定協会 (Appraisal Institute)	RICS (Royal Institution of Chartered Surveyor)	州不動産鑑定評価 委員 (APIのmemberから 登録)	Singapore Institute of Surveyors and Valuers	市(地政局等)	国(建設交通部)	IS-ZERT	Hong Kong Institute of Surveyors
所属団体	同上	同上	同上	同上	台北市(台北市、高 雄市・台中市) 不動産估價師公 會・中華民国不動 産估價師公會全國 聯合會	韓国鑑定評価協会	BVS(地方商工会 議所・裁判所指定 鑑定人協会) BDGS(ミューヘン) 等	同上
人数	①約9万5千人 ②約6千人	約13万人 (121カ国)	約6千人	約1千8百人	約2百人	約2千5百人	約1千人	約1千4百人
鑑定評価基準 (基準作成団体)	USPAP (Appraisal Foundation)	RICS Appraisal and Valuation Standards (RICS)	Professional Practice Standards (API/PINZ)	SISV Valuation Standards and Guidelines (SISV)	不動産估價技術規 則(中央政府内政 部地政司)	不動産価格公示お よび鑑定評価に関 する法令鑑定評価 に関する規則(建設 交通部)	WERTV (IS- ZERT)	The HKIS Valuation Standards On Properties (HKIS)

資料:国土交通省「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」

【表 2】

海外の代表的な不動産投資インデックス

	IPD Index	NCREIF Index
発行機関	IPD (Investment Property Databank)	NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries: 全米不動産投資受託協会)
土地 建物	・外部鑑定士による4年ごとの鑑定 ・内部鑑定士による各年の鑑定	オーナーによる時価評価(マニュアルを毎年更新)
資料	機関投資家(実質的所有者)からの成約賃料実績値	会員である年金基金等のファンド(実質的所有者) における成約賃料実績値
エリア	・英国全域 ・スコットランド、北アイルランド等を含むカウンティ(県) ・ロンドン近郊4地区	・全米全域 ・東部、中西部、南部、西部の4地域 ・各州
用途	オフィス、商業施設、工業施設	オフィス、住宅、商業施設、研究開発施設、倉庫、森林、農地
規模	各用途に応じて面積規模により5段階に分類	規模分類はなし
公表開始	1982年	1970年代末から作成、正式な開始は82年
頻度・始点	月次、年次	四半期、年次
実績データの カバレッジ度	・サンプル数:11,000 ・総資産額:約7兆円(2005年末、英国機関投資家保有不動産の75%に相当)	・サンプル数:4,756 ・総資産額:約18兆円(2006年第1四半期)

資料:三菱信託銀行 不動産コンサルティング部

※日本では、世界標準となっているIPD社のインデックス・サービスが2003年から始まっているものの、他国の政府・民間団体によるデータ確保と普及においては、その歴史等の点でいえば、依然浅いといえる。

3. ガイドラインの位置づけ

XII 本ガイドラインの位置づけ

本ガイドラインは、海外不動産への投資を行う際に不動産鑑定士が鑑定評価を行う場合において、投資家保護及び鑑定評価の信頼性の向上の観点から適正な鑑定評価が行われるよう、現地鑑定人との連携・共同作業のあり方、鑑定評価の手法等鑑定評価の標準的手法について示すものである。

一方、日本のプライベートファンドが海外不動産を組み入れる場合や、今後、Jリートによる海外不動産の組み入れが可能となった場合には、海外不動産と本邦不動産とで一つの不動産市場が形成されること、Jリートについては不動産鑑定士による鑑定評価が義務づけられていること等にかんがみ、不動産鑑定士が行うこれらの海外不動産の鑑定評価については、不動産の鑑定評価に関する法律（昭和38年法律第152号）に基づく指導監督を行うことが必要である。

したがって、これらの鑑定評価については、本ガイドラインの内容は不動産鑑定評価基準と同等の位置づけとして取り扱うこととし、本ガイドラインを逸脱することにより不当な鑑定評価が行われた場合には、同法に基づく指導監督を行うものとする。

以前からあるプライベートファンドによる海外不動産の積極的な取得や、J-REITによる海外不動産の組入れにおいて、日本の不動産市場と海外不動産市場の一体性が増すことによって、国内外の評価制度等に生じる“差”を無くすことを考えれば、鑑定評価基準各論第3章の適用等を義務づける「不動産の鑑定評価に関する法律」の指導監督の対象とする必要がある。よって、本ガイドラインの内容は、現行の不動産鑑定評価基準と同等の位置づけとして取り扱われるものである。

以上のとおり、2008年はJ-REITの海外不動産の組入れ解禁により、投資活動の国際化はますます本格化する。このような環境下で、日本の不動産鑑定士にとっては、従来は国内の不動産だけを対象に、国内の不動産鑑定を前提として作成された「不動産鑑定評価基準」に基づく知識や経験によって評価業務を行えばよかったものから”クロスボーダー評価”を目指し、海外の法制度、税制、社会・経済情勢、市場動向、そして不動産慣行といった情報を的確に把握（信用）できる「人脈・ネットワーク構築能力」、さらに海外との英語等による「コミュニケーション能力」も要求される。不動産鑑定業界にとって、まさに変革期が到来したといえる。