

第1回国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会

投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会

平成18年9月28日(木)

**【地価調査課長】** それでは、定刻になりましたので、ただいまから第1回国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会を開催させていただきます。委員の皆様方には、大変お忙しいところお集まりいただきまして、まことにありがとうございます。私、事務局を務めさせていただきます地価調査課の課長の北本でございます。よろしく願いいたします。

まず、会議に先立ちまして、土地・水資源局長の松原からごあいさつ申し上げたいと思います。

**【土地・水資源局長】** 土地・水資源局長の松原と申します。よろしくお願い申し上げます。

先生方には、従来よりも長い間、私どもの土地関係の行政につきましてご支援を賜っておりまして、ありがたく御礼を申し上げる次第でございます。このたびは、また新しく、小委員会の委員ということで、ご参加いただきまして、これからご議論いただくわけでございますけれども、実は、事前に各先生方には担当からご説明に上がったかと思いますが、今、不動産市場、先日、都道府県、先週でございますけれども、都道府県の地価調査を公表いたしました。二極化とマスコミは報じておりますけれども、地方部では相変わらず土地の買い手不在といえますか、買い手がない中で、地価が引き続き下がっていく。その一方で、大都市、都心部におきまして、かなり急速な地価の反転、高騰というほどではないと思いますが、地価の上昇が見られるということでございます。我々、平均値で、こういった地価調査の結果を、何%上昇とか何%ダウンとか公表するわけでございますけれども、どうも平均値で議論すること自体が世の中を惑わすのではないか。個々の土地、あるいは物件ごと、あるいは売り手、買い手の事情ごと、個々の取引ごとにかなり評価のぐあいが違うのではないかと感じておりまして、その意味からいたしますと、従来やってきた鑑定評価と、今求められている鑑定評価とが同じでいいのかどうか。あるいは、同じでいいのかもしれませんが、そここのところから問い直されてこなければならぬのではないかと私自身は考えておるところでございます。

その中で、特に最近ご案内の証券化でございまして、これが、いわばバブル崩壊以降、

買い手不在だったところに新しい投資手法ということで、新たな投資家をどんどん呼び寄せてきた。その結果、今の都市の再開発が進んできておるということで、非常にいい効果があったわけですが、一方で、証券化が進む過程で、実は私、つい数カ月ほど前まで日本政策投資銀行という銀行におりまして、そこでプロジェクトファイナンス、まさに不動産の証券化を担当しておったわけですが、その中で、銀行の中でいろいろ議論しておりまして、例えば、不動産の価格、どういうふうに評価するのか。私がいる間にも、アスベストの問題とか、あるいは耐震性の問題ですとか、いろんなリスクが出てきました。銀行といたしましては、当然、いろんなリスクを判断した上で、最終的に融資、あるいは投資をするしないの決断をするわけですが、その過程で、不動産鑑定というものを非常に大きな評価の要素として考慮するわけですが、

ところが、その中で、今度はさらに、じゃあ、この鑑定評価の結果ってどういうふうな考え方で、どういうデータのもとに出されているんだろうということまで、実は銀行の中では議論が及ぶわけですが、最終的には、銀行でございますので、トータルリスク管理の中である程度幅があっても、ここのリスクだったらとれるということであればゴーということになるわけですが、一方で、鑑定士さんの業務というのは、1つの評価額をピンポイントでというところちょっと言い過ぎかもしれませんが、一定の価格を出さなければならないということで、これはまた別の意味のご苦労があるんだろうなど、私、銀行にいるときから実は思っておった次第でございます。

その意味では、まさにこれから証券化、REIT、いろんな投資家が、一般投資家、証券化に限らず、企業が買います場合でも、企業の先には株主というものがあるわけですが、その株主の保護といいますか、そういったことも含めて、鑑定評価というもののありようがかなり問われるのではないかと考えているところでございます。そういった観点から、鑑定評価の具体の技術面にとどまらず、仕組み、物の考え方、そういったところまで含めて、いろいろとこれからご議論をいただきたいと思っております。

当面のテーマといたしましては、収益還元法、これのあり方。まさにプロジェクトファイナンスの世界では、収益還元法をどう活用していくのかということところが最大の眼目でございますけれども、ここのところをどういうふうに持っていくのかということでご議論いただきたいと思っておりますので、どうぞよろしくお願い申し上げます。

限られた期間ではございますけれども、幅広い観点から、大所高所に立ったご議論をい

ただければありがたいと思っておりますので、どうぞよろしく願いいたします。

【地価調査課長】　　続きまして、本日は本小委員会の初回ということでございますので、ご就任いただきました委員のご紹介をさせていただきます。50音順で紹介させていただきます。

赤城威志委員でございます。

奥田かつ枝委員でございます。

神作裕之委員でございますが、本日はご欠席とのご連絡をちょうだいしております。

清水千弘委員でございます。

杉本茂委員でございますが、本日、ご欠席でございます。

巻島一郎委員でございます。

村木信爾委員でございます。

山下誠之委員でございます。

横田雅之委員でございます。

以上、9名の方々でございます。皆様方におかれましては、今後の本小委員会の運営につきましてご協力賜りますよう、改めてよろしくお願い申し上げます。

なお、このたび新たに専門委員にご就任いただきました皆様方におかれましては、机の上にクリアファイルに入れた辞令を置かせていただいておりますので、恐縮でございますが、お持ち帰りいただきますようお願いいたします。

続きまして、国土交通省の出席者につきましてもご紹介いたします。

先ほどごあいさつさせていただきました土地・水資源局長の松原でございます。

土地・水資源局次長の日尾野でございます。

総務課長の川上でございます。

土地政策課長の二見でございます。

土地情報課長の藤井でございます。

土地市場企画室長の坂根でございます。

地価公示室長の河井でございます。

地価調査課企画専門官の大澤でございます。

地価調査課鑑定評価指導官の山本でございます。

同じく鑑定官の伊藤でございます。

また、本日は、土地鑑定委員会の亀本常勤委員にもご出席いただいております。

続きまして、お手元に配付いたしました資料の確認かたがた、本小委員会の背景等につきまして、ごく簡単にご説明させていただきます。

お手元の資料でございますけれども、上から順に、議事次第、座席表、委員名簿、配付資料一覧、その次に、資料番号のない横長のものがあるかと思っておりますけれども、こちらでございますけれども、こちらは8月1日に開催いたしました第21回不動産鑑定評価部会におきます資料でございます。ここでのテーマといたしますのは、一言で言いますと、拡大する不動産投資市場に係る不動産鑑定評価をめぐる課題につきましてピックアップした資料でございますけれども、その際には、課題を3つということで整理させていただきました。

1つ目が、鑑定評価の信頼性の向上。2つ目が、不動産投資市場のニーズに対応したインフラ整備。3つ目が、不動産投資市場の進展等を踏まえた不動産鑑定士・業の可能性ということでございます。それぞれ、その下に方策案ということで幾つか掲げておりますけれども、そのうち、※をつけたものが当面の検討事項ということでご審議いただいたところでございます。課題1の1つ目のところでございますけれども、「証券化対象不動産の鑑定評価の精緻化等（収支項目の統一等）」という課題が当面の課題ということで、検討事項ということで挙げさせていただいておりますけれども、これが当面の課題ということで検討いただきますよう、小委員会を設置することが鑑定評価部会で決められたわけでございます。それが、もう1枚、次の紙でございますけれども、投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会設置要綱ということで1枚紙があるかと思っておりますけれども、このような設置が決められたということで、本日からこの小委員会を進めさせていただきたいということでございます。

それから、資料の紹介を続けさせていただきますけれども、その後、資料1、資料2が横長でございます。資料3も横長。資料4、資料5、資料6とございまして、最後に参考資料といたしまして、不動産鑑定評価基準をつけさせていただいております。

もし資料で何か過不足等ございましたら、いつでも結構でございますので、事務局に仰せいただければと思います。

続きまして、本小委員会の委員長の互選に移らせていただきたいと思います。どなたか、委員長にふさわしいと思われる方のご推薦をいただければと思いますが、いかがでございましょうか。

【巻島委員】 村木委員が適任かと存じます。

【地価調査課長】 ただいま、村木委員ということでございますが、皆様、いかがでございますでしょうか。

(「異議なし」の声あり)

【地価調査課長】 それでは、村木委員に本小委員会の委員長をお願いしたいと思います。これ以降の議事運営は委員長をお願いしたいと存じますけれども、初めに、委員長から一言ごあいさつちょうだいできればと思います。よろしく願いいたします。

【村木委員長】 ただいま、皆様に委員長にご指名いただきました村木でございます。この委員会が鑑定評価の信頼性向上のために実りある議論ができますように全力を尽くすつもりでございますので、皆様、どうぞよろしくご協力のほどお願いいたします。

早速ではございますが、議事に入りたいと思います。

その前に、議事の公開につきまして、事務局よりご説明お願いいたします。

【地価調査課長】 本部会の議事につきましては、他の国土審議会の小委員会におきます取り扱いと同様に、会議につきましては報道関係者に限り公開としまして、議事録につきましては、後日、作成次第、ホームページ上に公開するということにさせていただきたいと考えております。

以上でございます。

【村木委員長】 ただいまの事務局のご提案につきまして、皆様のご意見はいかがでしょうか。

(「異議なし」の声あり)

【村木委員長】 ご意見がないようでございますので、他の小委員会と同様、会議につきましては報道関係者に限り公開といたしまして、議事録を公開することとさせていただきます。

それでは、議事に移りたいと思います。

最初の議題は、「検討小委員会の論点について」ということで、事務局よりご説明をお願い申し上げます。

【鑑定評価指導官】 それでは、資料1でございますけれども、本検討小委員会における論点ということで、事務局で用意させていただいているものをご説明させていただきます。本日、1回目のご議論で、またこれに肉づけ等あるかと思っておりますけれども、最初のキックオフとしてご用意させていただきました。

まず、「検討のポイント」でございます。大きく2つ書いておりまして、1つ目は、(1)

でございますけれども、収益不動産の評価の中心的な手法である収益還元法。これ、後からもご説明ありますけれども、鑑定士が適用する数値によって相当幅の出る手法であるという特徴がございます。この信頼性を向上させるためには、その適用の過程を透明化・標準化して、ブラックボックスになってはだめだということでございますけれども、依頼者、投資家等に対する説明責任を果たしていく必要があるというところが1つ目のポイントであると思います。

今のが個々の鑑定士さんの鑑定評価の局面ということでございますけれども、(2)のところは、さらに個々の鑑定評価における対応だけではなくて、複数の鑑定評価の比較可能性ということも向上させなければいけません。また、将来も見据えてレベルアップを図っていくということが必要でございます。そういう意味では、DCFの収支項目や定義を統一するというのと、それに伴いまして、活用します情報の充実・共有を進める必要があるということでございまして、このあたりが2つ目のポイントになるかと思えます。

3点目は、後から資料2でもご説明しますけれども、鑑定評価とデューデリジェンスということに関しましては、この検討小委員会の議論と非常に密接に関連しておりますが、それは別途、検討委員会を設置しております。ただ、それを密接な連携のもと進める必要があるということを書いてございます。

2番目に「具体的な検討事項」でございますけれども、まず、大きな(1)でございますけれども、先ほどの(1)と対応するところの適用過程の説明の標準化でございます。

収益還元法を適用する際に、エンジニアリングレポートを含め、依頼者から提供があった情報について、どういうふうに評価・採用しているのかということ。

あと、独自の判断で採用した情報についての考え方。あるいは、加工した情報についての考え方、そういうものを説明していく必要があるだろうということです。それらを通して、①から③を通じて、鑑定士の市場分析についての考え方というものも明らかにしていく必要があるだろうと。

⑤、⑥、⑦は少しマニアックになりますけれども、収益還元法を他の手法で検証していくこと。あるいは、DCF法だけではなくて、直接還元法を適用する場合は、その判断について。あるいは、特に証券化の鑑定評価においては、セカンドオピニオンの鑑定評価という局面も多いと聞いておりますけれども、そのような場合の対応も議論しておく必要があるのではないかとございまして。

1枚おめくりいただきまして、(2)でございまして、比較可能性や全体レベルの向上

についてでございますけれども、収支項目・定義の統一ということで、鑑定業界の実務の現状を踏まえて議論することはもちろん重要なわけですが、将来的な実務のあり方も見据えて、また、さらに、業界横断的な発展可能性ということで、会計上の要請であるとか、不動産管理などで活用する項目の整合性、あるいは、国際的な動向まで一応視野に置いて検討していく必要があるだろう。さらに、このことは不動産関連情報の流通・活用に非常にインパクトを与える可能性のある試みであるということ念頭に置いて検討すべきであるだろうということを書いてございます。

②でございますけれども、情報の入手・共有方策ということ①とセットで議論していく必要があるわけですが、これは、個々の鑑定業者さんの営業努力の側面と、あとは、業界全体でどういうふうにレベルアップを図っていくかという、そのバランスのところが非常に大事な論点かと思っております。

(3) で書いておりますのは、この検討小委員会におきましては、どういうふうに説明責任を果たしていくかということが中心でございますので、手法そのものの精緻化というのは直接の課題としては取り上げませんけれども、必要があれば検討することも有り得るということを書いております。

3番は、本日、ご紹介が後でありますけれども、現在、不動産鑑定協会において証券化対応の実務指針を検討されておると聞いております。これは、この検討小委員会で直接議論するものではございませんけれども、非常に関連しておりますので、素材もいただきながらという側面もありますので、本日も紹介するものでございますけれども、協会において実務指針を検討しております。この委員会における検討結果が速やかに反映されることを我々としても想定しております。

制度全体を見ている我々の立場から申しますと、実務の留意事項を鑑定士に提供するという側面だけでなく、鑑定士以外の方に収益還元法の適用方法を開示する側面ということも意識して、この実務指針をまとめていただきたいと思っております。そういう意味では、ガイドライン的な部分、鑑定士以外の方にもわかりやすく説明するところと、鑑定士さんの中のノウハウの共有的な解説部分というようなところを、今後、区別して整理していただきたいというようなことを、我々サイドからは考えておるところでございます。

以上、事務局で考えております論点でございます。

【村木委員長】      ありがとうございます。

引き続きまして、「検討の進め方」ということにつきまして、事務局のご説明をお願い

いたします。

【鑑定評価指導官】 それでは、資料2で検討の進め方をご説明させていただきます。

1枚目にスケジュールのようなものを書いてありますが、まず、2枚目の色のポンチ絵をごらんいただきたいんですけども、先ほど、ここの検討小委員会とデューデリジェンスの委員会ということをご説明いたしましたけれども、その両方の委員会、収益還元法の説明責任の向上とデューデリジェンスの検討が相まって、全体的な信頼性の向上を検討していくということだと考えておまして、そういう意味では、両方あわせたポンチ絵になってございます。

問題意識としましては、上のところに書いておきますのは、説明責任の問題と、あと、鑑定評価の依頼が非常に複雑かつ多様化しておまして、個々の鑑定士さんの対応の限界が来ている。あるいは、比較可能性向上という問題。そういうものにどうこたえていくかということでございます。

赤のところ、左上からいきますと、個々の鑑定士さんの対応だけではなくて、鑑定評価業者の対応が重要になってくるんじゃないか。あるいは、左下のところで、エンジニアリングレポートについて鑑定士さんからの評価というものが大事ですというテーマです。

右上の黄色のところは、先ほど説明した今回のこの検討委員会のテーマなんですけれども、その右下のところ、「制約条件のある鑑定評価についての明確化」。いろいろお聞きしておりますと、やはり時間も十分にあるという鑑定評価のオーダーはなかなか少なく、時間的な制約であるとか、あるいは土壤汚染やアスベスト問題のような問題を抱えた中での鑑定評価のオーダーがあると聞いておりますので、そういうものについて、鑑定評価書の書き方も含めて、どう対応するかということが重要な課題であろうかと思えます。

真ん中のところに書いておきますのは、先ほどもちょっとありました実務指針ですね。これが基準を補うものとして非常に大事なんですけれども、これまでは個別課題ごとに作成されてきました。それを体系化する必要があるでしょうということと、鑑定士さん向けのマニュアルの性格だけでなく、それ以外の方にも理解できる。あるいは、リアルタイムで差しかえていくようなスタイル、そういうものに実務指針を変えていかなければいけないというようなこともデューデリジェンスでご議論いただく予定でございます。

それと、その下に細長く「対象とする不動産の範囲」と。これも黄色でございますので、この検討委員会でご議論いただきたいと思っておりますけれども、両方の委員会を貫くテーマとして、「対象とする不動産の範囲」ということを検討していかなければいけないと



考えておりました、それを国土交通省としましては、不動産鑑定評価部会に報告しまして、方向性を出していくということでございますけれども、先ほどご説明しました鑑定協会でも別途検討されている実務指針とも整合性を図っていく必要があるということをお知らせしております。

1枚目のスケジュールに戻っていただきますと、上のところがこの小委員会でございます。①、②、③でございます。下がデューデリジェンスでございます、いずれも年度内、精力的にご議論いただいて、非常にオーソドックスなやり方でいいますと、半年間の検討の結果を提言にまとめるということではございますけれども、鑑定評価をめぐる実務の状況というのは動きも非常に急でございますので、ある種、少し変則的ではございますが、もしこの議論がまとまれば、方向性がまとまれば、まとまった中で、例えば、鑑定協会の実務指針という実務のツールにその成果を反映していくようなことも考えながらやっていけばいいということで、下のところに実務指針もあわせて書いてございます。

そういう意味では、○と◎をかいてございますが、◎のところが方向性を決める回というイメージをかいております、この検討小委員会では、①とか②のようなところは前半で精力的にご議論いただいて、方向性を出して、協会でご検討中のところで、第一版というような感じで実務指針に反映していただけるのではないかとすることを想定して、検討の進め方のスケジュールを書いてございます。

**【村木委員長】** ありがとうございます。このことに関します審議に関しましては、資料の説明がすべて終了した後に、まとめて討議の時間をとらせていただきたいと思いますので、ご質問、ご意見等も、後ほど、その時間をお願いいたします。

次は、「収益還元法等の実務の現状について」ということで、山下委員、よろしく願います。

**【山下委員】** 収益還元法等の実務の現状について、山下から、資料3に基づきまして、ご説明させていただきます。

まず、1枚めくっていただいて2枚目でございますけれども、これまでの収益還元法を中心、または証券化にかかわる鑑定評価ということを中心として、これまでの議論をまとめたものがこちらでございます。平成14年の基準改定以前の実務レベルの検討といたしまして、資産の流動化に関する法律に係る不動産の鑑定評価上の留意事項や、投信法に係る鑑定評価上の留意事項というものが、日本不動産鑑定協会の成果物として、こういった留意事項が実務上の取り扱いが整理されております。

その後、平成14年に不動産鑑定評価基準が改正されまして、収益還元法関連の主な項目は①から③のように3つございまして、まず1つ目は、「収益還元法の体系的整理」ということで、こちらに掲げてございます項目について整理された。

もう一つが、②として、「市場分析の重視」ということで、きちっと市場を見ながら評価をしていくということが明確化された。

③として、「物件調査の拡充」ということで、例えば、土壌汚染についての取り扱い、それについての他の専門家の調査結果をどのように活用するかといったところの基本的な考え方が整理され、その中で実務の指針が示された。こういうことでございますけれども、主に収益還元法に関連については、理論面からの整理が中心で、実務上の細かな取り扱いというのは、基準のレベルでは、基本的な事項のみ整理されたということでございます。

それ以降、日本不動産鑑定協会において、実務レベルでの証券化関連の鑑定評価に関する検討が行われておりまして、まず1つ目が、開発型証券化に係る問題点の整理ということが、平成18年3月に、こういった成果物が出されております。

それから、先ほど来ご説明ありましたが、②として、現在、証券化に係る不動産鑑定評価基準等適用上の評価手法等の実務指針ということで、本年8月に公開草案が出され、後ほど詳細な説明があると思います。

今までの検討経緯はこのような形になっておりまして、それでは、少し教科書的なところから含めて、実務の現状について簡単にご説明差し上げたいと思いますけれども、次のページでございますけれども、手法の簡単な説明と具体的にどういう項目で、どのような資料に基づいて評価をしているかということについてのご確認ということになりましょうけれども、まず、直接還元法ですけれども、既にご案内のとおり、定義としましては、「一期間の純利益を還元利回りによって還元する方法」という、ここの基本式にありますような、比較的単純な構造をしている収益還元手法だと。このように、変数が少ないので、詳細な、背後にある前提条件とか過程とかをなかなか示しにくい。一方、実際の取引から抽出しやすかったり、単純明快でわかりやすい側面もあるという性格があるんだろうと思います。

続きまして、DCF法でございますけれども、DCF法は一定期間に上げられる収益の現在価値を足し合わせたものと、期末に元本を回収するところの元本価値の現在価値を足し合わせたものをもって収益価格とする方法でございますけれども、こちらにありますよ

うに、期末の価格については、この式の下欄にありますように、通常は将来の収益を将来時点の最終還元利回りで割り戻すという形で、直接還元式で将来地点の価格を求めるとい、こういう構造になっておりまして、特徴としては、こちらにまとめましたとおり、変数が多いですから、いろいろな条件、前提なり過程をきめ細かく設定することが可能になっていて、また、特に将来の元本価値の変動なども分析できるという特徴がある一方、いろいろな変数を設定しなければなりませんので、特に将来の市場の動向をどう見るかといったところについては、評価者の主観、または目ききの要素というのはどうしても介入せざるを得ないというところもございます。

もう一つ、実務上のやりにくさとしましては、実際の市場の取引から、いろんな変数の組み合わせで価値が形づけられているものですから、実際、取引から、これらのそれぞれの変数なりパラメーターというのを抽出しにくいので、実務上はその事例からどう割引率を導くのか、どういう将来の市況動向を想定した取引なのかというのがわかりにくい、そうといった側面もございます。

続きまして、今のは概念的なお話なんですけれども、具体的な収入、支出というのは、どのような形で一般的に区分されていて、それについて、どういう分析に基づいて、または、どういう資料に基づいて実際やられているかということを整理したものが、次のページのこちらの収入、支出についてまとめたものでございます。

まず、収入について簡単に見てまいりますと、①から⑦までございますけれども、①から⑤は収入の項目になります。賃料とか共益費、駐車場につきましては、実際の過去の収支実績を検討したり分析したり、または、賃貸マーケットを分析するということを通じて、これらの数値を査定していきますけれども、具体的な資料としましては、依頼者からいただいたレントロール、レントロールというのは、各テナントごとの賃貸条件を一覧表にしたようなものですけれども、そういう賃貸条件一覧と、別途、専門の調査会社がつくっているマーケットレポートが利用可能な場合には、マーケットレポートを参考にし、または、実際に市場で取引している皆さんから、特に賃貸マーケットにかかわっている皆さんからヒアリングしたりして、実際にこれらの数値を査定しているということでございます。

④、⑤の水道光熱費収入とか、その他の雑収入ございますけれども、これらについては、ビルごとの個別性もございますので、過去の実績が利用可能であれば、それらを詳細に分析していくと。類似のビルの数値も参考にして、実際に数値を決めていくということになります。こちらの資料は、主に依頼者からいただく過年度の実際の収入の実績。または、

過去、鑑定士が集めて持っている類似ビルの実績と比べ合わせる、こういうことになろうかと思います。

ここから、収益の控除項目として、空室による損失とか貸し倒れ、賃料不払いによる損失とかというのが発生するんですけども、まず、空室損失については、これは賃料と裏腹の関係で、実際に賃貸マーケットでどのような空室なり稼働が実現しているのか。また、今、評価している物件について、過去どのような稼働実績があるのか。こういったことを検討するんですけども、まず、その裏づけとなる資料というのは、依頼者からいただいた過去の実績、または利用可能であれば、調査会社がつくったマーケットレポート、いろんな関係者からヒアリングした結果。こういったものをもとに稼働率を考えていく。

貸倒損失については、レントロール、テナントの一覧に基づいて、それぞれのテナントの信用力、または賃料不払い債務を担保するための一時金の額とか人的保証の有無とか、そういったものを総合的に考えて、貸し倒れの損失がありそうかどうか、こういったことを分析していくということになります。

次のページは、支出、費用に関してでございますけれども、費用の分け方は、細かく分けるのと大まかに分けるのと、実務または鑑定士、鑑定業者によってさまざまでございますけれども、ここではわりあい大区分に応じて分けてございます。⑧から⑩でございますけれども、⑧の「維持管理費等」と書いてございますけれども、もろもろのファシリティコストなりビルメンテナンスコストに水道光熱費などのエネルギーの関係のコストが入ったもので、大区分で区分してございますけれども、これらはいずれも過去の収支実績を分析したり、類似のビルの実際の支出水準を考え、比べ合わせながら具体的な数値を査定していくと。主に使う資料というのは、依頼者からいただく過年度の実績がスターティングポイントになるということでございます。

⑨の公租公課につきましては、過去の実績もさることながら、「エビデンス」と書いてございますけれども、直近の実額を依頼者から、そのエビデンスをいただいて、それに基づいて金額を査定している。

損害保険料についても、基本的には公租公課と同様でございますが、保険については、付保の内容とか特約の状況とかもありますので、保険内容も確認しながら、金額の妥当性を検証しているということでございます。

⑩の「その他費用」につきましては、ケース・バイ・ケースで、いろいろな雑支出が出ていきますので、それらは実態に応じて査定することになりますけれども、これも、過去

どうであったかというところから検討するというところでございます。

その下の欄で⑫、⑬、⑭というふうに、収益から費用を引いて、(D)の真ん中あたりに、「賃貸純収益(NOI)」というのを一たん出すようなケースも多いんですけども、NOIというのはREITの公開情報で、想定NOIが開示されていることが多いんですけども、そういったものと比べ合わせて、その水準感としてどうかといったことも検証可能だと。

一たん出たNOIから、一時金の運用益を足して資本的支出を引くということになりますけれども、それらは、特に資本的支出につきましては、依頼者から提示されるエンジニアリングレポートというのが重要な検討資料になってございまして、その内容を精査するという作業をしております。

NOIから⑫を足して⑬を引いて、純収益、ネットキャッシュフローを出して、それを還元利回りで資本還元するという形に直接還元法ではなりません。

還元利回りにつきましては、主に取引事例、取引事例における取引利回りや投資家調査とかを参考に、物件間、地域間のバランスをとりながら査定していますけれども、具体的な情報としては、REITや、ほかの一般の取引情報、投資家の調査等、調査機関が公表している情報、または個別にヒアリングした情報、こういったものを総合的に考えているというのが現状でございましょう。

次のページは、DCF法固有の項目でございまして、割引率とか期末の価値を求める、復帰価格を求めるための最終還元利回りという項目も出てまいります。こちらの内容については、こちらに整理されているとおりでございます。

次のページでございまして、収支項目について幾つか並べて整理させていただいたものです。

一番左側の欄は、鑑定基準に準拠した収支の区分の仕方。総収益には支払賃料があって、一時金の運用益がある。共益費その他の収入につきましては、実際の差額で費用として認識できるものが総費用に、維持管理費のようなところで集約して計上するような形になっていたということでございまして、総費用については、修繕費、維持管理費、公租公課、これらの項目になってございます。

左から2番目の「投資用不動産の鑑定評価実務の収支項目例」。これは、基本的には、協会が今検討しております実務指針の案に基づいて収支立てをつけたものでございまして、こちらは、先ほどご説明したものとほぼ同じで、総収益に対しては、実際に入っ

てくる収入すべてを立てていって、実際に出ていく費用をすべて立てていくということを原則として整理しているということでございます。

右から2番目、一番右端についてでございますけれども、「投資家の収支管理項目例」というのは、主にアセットマネジメント会社とかで管理会計上の収支の科目を設定しておりますけれども、その一例ということでございますけれども、鑑定との違いというのは、ファイナンスとかストラクチャー、仕組みを、ピークルのための仕組みのコストとか、アセットマネジメント会社がまさにマネジメントしていることによって発生するコストとか、そういったものが付加的にかかっているということの違いが見てとれると思います。

一番右端は、J-REITの損益計算書の開示の部分ですけれども、こちらは、財務会計上の要請で、その内訳まで括弧書きで書いてございますけれども、このような形で財務諸表が作成され、開示されているということでございます。

次のページは飛ばしまして、実際に賃貸オフィスビルの評価の例ということで、こちらにご参考までに評価例をつけさせていただいておりますので簡単にご説明したいと思いますけれども、評価例のケーススタディーのサンプルは、ここの写真にあるようなビルのイメージでございます。地方にあるビル。

通し番号のサンプルの2ページ目ですけれども、市場分析とか競争力に関する分析というのは、おおよそのような形でやられることが多いのではないかと。売買市況について分析して、賃貸市況について分析して、ミクロのところではどんな需要者が想定できるのかということを絞り込んでいく。

競争力については、周辺の競合の物件に比べて、強み、弱み、新たな機会と今後の脅威みたいなところをまとめていくということで、競争力なりを整理していくというプロセスをとると思います。

次の通し番号が入っている3ページでございますが、これが簡単に示したレントロールでございます。各階のテナントの名称が入って、用途が入って、契約面積があって、どんな条件で貸しているか。備考のところは、いろいろコメントが書いてございますけれども、通常、ヒアリング等で、A社さんのこれまでの契約の経緯なり等について、情報を保管していって、1つ1つのテナントについて、今までどうであって、今後どうなりそうかということを確認していくということになります。

次の通し番号の4ページでございますけれども、評価時点における新規賃料、市場賃料

の水準をまず押さえるということを実務上、通常しておりまして、例えば、類似ビルの情報を集めて、ビルの機能性に応じて評点づけしたりして、こういうふうに明示的にやるか、こういう作業を頭の中でやるかはともかくとしまして、例えば、こういうイメージのような形で類似ビルとの間の賃料格差等について検討していく。

次の通し番号5ページでございますけれども、過去の収支をいただく。いただけない場合もでございますけれども、通常、3年から5年程度の過去の収支を請求させていただいてございますけれども、例えば、これは2年分横に並べたもので、過去の収支がどう動いてきて、動いた原因はどうかということについて確認して、過去の実績を分析・検討するという作業をいたしております。

次に6ページでございますけれども、過去の収支実績なりマーケット、市場賃料の把握なりマーケット状況の把握ということを前提としまして、鑑定上、今後どういう収支が立つのかということについて査定していくようなプロセスということでございます。今の平均賃料が幾らで、新規賃料が幾らで、今後どういう賃料が取れそうかというところを考える。考える上で、初年度の賃料を考える場合と、もうちょっとロングタームで考える場合と、考え方としては幾つかございますけれども、いずれの場合であっても適切に査定することになっていきます。

次に7ページでございますけれども、実際に査定した収支に基づいて、直接還元法を適用していくというところでございます。

8ページが、求められた純収益に対して、どういう還元利回りを使っていくのかということのまとめたペーパーでございます。右側の欄は、例えば、日本不動産研究所におきまして、不動産投資家調査というのを長年継続してやっておりますけれども、そういったところの公表数値なりが1つの、皆さん、ご参考にさせていただいていると思いますし、bの「取引事例」につきましても、例えば、J-REITの公表資料などでは、想定NOIが公表されておりますので、取引価格と想定NOIに基づいて、NOIベースの利回りとか、または、資本的支出等も考えて、ネットキャッシュフローを、純収益を推定して、それで純収益ベースの利回りはどのぐらいなのかと推計したりとか、こういった事例の分析をして、どこか評価対象の物件についての妥当な利回りというのを設定していく。

左側の欄は、例えば、利回りを5.3から5.7で、この幅を持って設定した場合の価格の振れ幅ということでございますけれども、ピンポイントで5.5とやった場合には35億でございますけれども、5.3%と査定すれば36億3,000万。5.7%と査定すると3

3億7,000万になるということでございます。

下のところは、そもそも純収益の査定のところでも、判断要素がありますので、例えば、査定したネットキャッシュフロー、純収益がプラス・マイナス1,000万円の幅がある。今、1億9,000万円ほどのネットキャッシュフローですけれども、これからプラ・マイ1,000万円の幅があると。さらに、そういう幅を設けてマトリックスをつくりますと、正味純収益が一番低い1.82億円に対して、一番高い利回りを設けた5.7%という還元利回りで資本還元したものが一番ミニマムになって、約32億と。一番高い正味純収益に対して、一番低い利回りを使った38億というのがマックスになる。38億から32億ぐらひは、こういうレンジの中に入ってくるということでございます。この中でどこで決めるかということが、鑑定士が最終的に鑑定評価額として判断するという行為になってございます。

次の9ページですけれども、こちらはDCF法を適用したものでございます。スタートの1年目というのは、まさに価格時点現在の状況に基づいて、今後1年、どういう収支が立つかというようなところから、2年目、3年目と。特に、ある時期に集中して何かが起こるといったイベントも織り込みながら、DCF法は査定しているということになります。

最後の10ページでございますけれども、これはどちらかというと投資家サイドの分析ですけれども、先ほどのDCF法、これは評価という視点でDCF法をやったものですが、そこで各年度、純収益が出たものに基づいて、想定する購入価格に対して、取得コストも考えて、ファイナンスの前提ももう決定、そのために必要なストラクチャーに要するコストも考えたときの自己資本に対する利回りというのは、例えば、35億円と鑑定した場合に、どのくらいの自己資本に対するIRRになるかといった分析を、これは投資家サイドがすることなんですけれども、こういった裏づけをして、7.7%などになって、シナリオとしては、十分、投資家側の分析にも35億というのは整合するのではないかと。こういった分析を付加的にするようなケースもございます。

実務ではおおむねこのような形で実際に行われているんですけれども、先ほど飛ばした1枚のところ、オフィスビルのサンプルの資料の1つ前に、「証券化不動産等の範囲について」ということで、実務上、ちょっと悩んでいるところをまとめさせていただいております。

現状とその取り扱いということですが、これは、証券化にかかわる不動産について、特に収益還元法を実務レベルで精緻に適用していったら、または、それに対して、きち



んと鑑定評価報告書なり不動産鑑定評価書の中で説明責任を果たしていくと。情報量をなるべく多く出していったら、評価者間の比較可能性も担保していく、こういうことですが、その場合においても、証券化不動産とは何だろうというところが、証券化の形態が多様化していて、通常取引とあまり実質的な違いがないものもかなり多いということですが、どこまでをそのような形で取り扱っていくべきか。これは、日本不動産鑑定協会において、実務指針案を検討する際にもずっと議論が続けられてきているところですが、こちらにまとめましたように、現行の不動産鑑定評価基準では、特定価格を求める場合ということで、投信法なり資産流動化法のケースでは、投資財産価値を表示する特定価格を求めるということになっておりまして、それ以外のものについては、特段何も言及されていないということがございます。

これを広げる場合には、その範囲というのが非常に難しいというのが実務をしている者の認識でございます、整理する上で、真ん中の段の「整理の必要性」ということで、2つぐらい、整理する上での検討視点みたいなものを、気づいた点を書かせていただいておりますけれども、1つは、一般投資家等の保護の観点から、鑑定士が特に大きな説明責任を負わないというのはどのようなケースなんだろうという視点と、もう一つは、スキームによる整理というのは、概念上、しやすいんですけども、実際は鑑定に着手するタイミングと、そのときに果たしてスキームがきちんと固まっているかどうかという実態ですね。それらの鑑定がどこでどういうふうな形で使われているかというような実態との絡み合わせの中で、スキームによる整理というのが実行可能性の部分でどうなんだろうという議論があります。

こういったルールを検討していく上では、REITというのが説明責任の重要性なり、スキームと取り扱いの明確性からいって非常に取り扱いやすいので、整理しやすいので、REITというのをまず念頭に置きながら、こういった課題というのは整理すべきなんだろうということを思っております。

実務の現状について、時間、長くなってしまいましたけれども、私からは以上でございます。

**【村木委員長】** ありがとうございます。

引き続きまして、議事の4番目の課題でございますが、不動産鑑定基準等適用上の実務指針（案）について説明させていただきます。

私は、その実務指針（案）をつくりました日本不動産鑑定協会の法務鑑定委員会証券化

不動産専門委員会の委員長をしておりますので、今回はその立場で当実務指針の今までの検討の経緯と実務指針の位置づけ及び、その検討の背景、理由について簡単に述べさせていただきます。その後と同じく証券化不動産専門委員会の委員をされています横田委員に、実務指針（案）の概略と、8月に実施しましたパブリックコメントに寄せられましたご意見についてご報告をお願いいたします。

その後、引き続き、横田委員に同実務指針に基づき、収益還元法等の適用に関する鑑定評価書の記述の標準化について、実際に鑑定評価書にどういうふうに書いたらいいのかということについての1つのご報告をお願いいたします。

実務指針は資料5でございます。これは、日本不動産鑑定協会で行ったものでございますが、昨年の夏以降、鑑定協会の新しいメンバーで証券化不動産専門委員会が始まりまして以来、証券化不動産の評価に関します注意事項につきまして、倫理の問題だとか、あるいは鑑定の周辺業務の問題だとかも含めまして、幅広く論点整理を行いました。その中で、やはり喫緊の課題と認識いたしました鑑定評価手法に関する実務指針に関しまして、この春、案文を作成し、8月に鑑定協会内と、外部では不動産証券化協会や公認会計士協会などに幅広く、パブリックコメントを求めました。そのパブリックコメントをまとめたものが、資料5でございます。

今回の留意事項は、従来と違いまして、論点整理で加除式にした点、タイムリーに更新可能にした点、パブリックコメントを求めました点、論点整理をしたすべての項目について、完成を待たずに、まとまったところから随時発表したというスタイルの点で、これまでの鑑定協会の留意事項とは作成のアプローチが違うものでございます。

最初に事務局からご説明がありましたように、昨年来、アスベストの問題等、証券化不動産に関しまして問題が数多く出てきたということもございまして、国でも鑑定部会を再開して、当小委員会ができたということも、証券化不動産の評価についての対応が急がれているためであると思われまます。

そこで、鑑定協会では、当初考えておりました証券化不動産の評価に関する留意事項の取り扱いを若干変更し、これらの国の動きに合わせさせていただこうということにいたしました。現在は、8月にパブリックコメントを募集し、締め切りまして、実務指針（案）の修正を検討しているところでございます。先ほどご指摘のありました点、つまり、実務指針案に業者としての対応を書き入れたり、基本的なガイドライン部分とそうでない説明の部分に分けたり、あるいは、実際に鑑定評価の評価書に具体的にどういうふうに踏み込ん

で書いていくかということについての検討について、ご指摘ありました点を踏まえまして、先ほどのスケジュール、11月と来年の2月の区切りに間に合いますように、修正、改良いたしまして、さらに新しいテーマの検討に取り組んでいく予定でございます。

先ほど、山本指導官のおっしゃった実務指針のうちのガイドラインともいう部分につきましては、評価に関しての基本原則というところだと思いますが、当委員会における証券化不動産評価の課題を見つける上での委員会の検討事項と重なる部分があると思われまので、この実務指針（案）というのは、当委員会におきましても、証券化不動産評価の課題を見つける検討材料の1つとして見ていただければと思います。鑑定協会の留意事項、実務指針は、最終的に当委員会の結論及び鑑定部会全体での検討結果と整合性あるものにしていただきまして、不動産鑑定士にとって規範性あるものにしていきたいと思っております。

ここまでが経緯の説明でございます。次に、資料4のところで挙げております「投資用不動産鑑定評価についての基本的視点（『実務指針案』検討の背景）」というペーパーをごらんください。

これは、鑑定協会の専門委員会が実務指針を作成する際の大きな問題意識であります。実務指針（案）そのものは、この問題意識に直接答えているものではございません。細かい論点を検討する際にも、こういう問題意識を持っていきたいと思っております。当小委員会の投資不動産の評価の議論におきましても、その背景としてはお役に立つのではないかと思いますので、ここで簡単にご紹介させていただきます。

まず、1番目の「検討の背景」というところでございますが、不動産証券化の急激な発展により、実務面で鑑定評価がその動きについていけなくて、評価手法等の整備がおくれたこと、また、最近の金融商品としての投資家保護の観点から、証券化不動産の評価におきましても、今まで、より一層の説明責任を果たすべきことの要請が出てきているという問題意識です。

2番目、「投資用不動産の性質」というところでは、これは一番最後のページのポンチ絵をごらんください。「投資用不動産（不動産証券化不動産）の特徴」というところでございますが、まず、横軸で、投資用不動産、証券化不動産というのは、不動産としての性格と金融商品としての性格を両方持っているということが言えます。そして、縦軸では、まず上から、法律的視点として、左側の不動産法制と、右側の金融商品取引法だとか信託法等の金融法制の両方の影響を受けるということが言えます。下からの経済的視点からは、不動産マーケットのみならず、金融マーケットの影響の両方を受けるという側面があると

言えます。さらに、投資用不動産の箱の中に描いております証券化不動産というところでもございますが、その中で、投資用不動産は、すべて証券化不動産ではございませんが、証券化された不動産につきましては、そのスキーム上の要請、例えば、適正な時価評価を求める要請とか、あるいは、利益相反性の回避の要請だとか、その他いろいろあるかと思っておりますけれども、そういう証券化のスキーム上の要請も受けるということが言えます。

金融商品取引法などの金融法制では、投資家保護の観点からの公益性だとか、あるいは開示規制、透明性のある開示ということが出てきておりますけれども、それが直接的にこの鑑定評価にかかわることかどうかわかりませんが、鑑定評価にも何らかの影響を与えているということは言えると思われまます。

3番目に、「投資用不動産の評価の視点」ということでございます。基本的には、投資用不動産の評価も、株式や債権のリスクの評価と同じ側面があると思われまますけれども、力点を置くところが違うと思えます。その両方に大事なものは、数字であらわせるファイナンス的視点、および、もっとドロドロした経営分析的視点ではないかと思われまます。

ファイナンスの知識とか、必要なのはおわかりになると思っておりますけれども、不動産評価におきましても株の評価だとか、あるいは、企業の評価における経営分析の目が必要であると考えております。例えば、プロパティマネジメントの良否によって不動産の価値は大きく変わります。具体的には、プロパティマネジャーがかわれば、3割や4割の経費削減などができまして、それによって不動産の価値が変わってしまうということでございます。

それは、企業の財務分析における収益性や安定性や成長性分析などと同じで、オフィスビルなどの物件につきましては、そういう面がなかなか出てきませんが、例えば、ホテルの評価などにおきましては、このホテルは一体どうなるのか、どこが悪いのか、どういうふうに変更すれば、どういうふうにもうかる体質になるのか。あるいは、完全にもうからないと判断されるのであれば、ここで廃業すべきであるというような判断ができる視点を、不動産経営者とか経営コンサルタントだけではなくて、不動産鑑定士も持つべきだと思っております。そういうことで、ファイナンス的観点と経営分析的観点と挙げております。

最後に、③のところの評価手法でございまして、投資商品の評価の手法といたしまして、金融工学的手法でありますダイナミックDCF法とかリアルオプション法などが用いられてきておりますけれども、また、価格形成要因の分析にGIS地理情報システムなども利用されている場合もあると思っております。これらの長所、短所は一体どういうことなのか、あるいは、今後、鑑定評価で使えるための条件は何かということの研究しつつ、まず、我々

鑑定士としましては、日本でもようやく地に足がつき始めましたDCF法の利用による分析について、精緻化と改善を進めていく必要があると思われまます。

こういう視点を持ちまして実務指針の検討を進めてきているわけですが、次に、横田委員にバトンタッチいたしまして、実務指針の具体的内容、パブコメの意見等につきましてご報告をお願いいたします。

**【横田委員】** それでは、私、横田から資料5、「不動産鑑定評価基準等適用上の評価手法等の実務指針（案）」について簡単にご説明させていただきます。何分、ページ数が89ページにわたりますので、主要な項目についてご説明させていただきます。

また、今回、先ほど、村木委員長からご説明ありましたとおり、パブリックコメントを各方面からいただいておりまして、この指針（案）を充実させていく上で大変有益なコメントをいただいております。これについても、説明の中で幾つかご紹介させていただきたいと思っております。

そうしましたら、お手元の資料5のページ3、「本実務指針全般の構造」をお開きいただければと思います。

まず、本指針に関しましては、6章によって構成されております。まず、第1章につきましては、基本的事項。第2章につきましては、不動産の価格形成要因。第3章から第6章までは鑑定評価手法適用の問題点として、順に、収益還元法、原価法、取引事例比較法及び試算価格の調整、こういうようなものに基づいてまとめております。

全体の指針に関しましては、パブリックコメントとして2点ほどコメントをいただいておりまして、こちらをご紹介させていただきますと、まず、実務指針の対象とする証券化不動産の範囲もしくは定義を明確にしてほしい。これは当然でございますので、これらについても反映していきたいと思っております。

また、鑑定評価基準との関係についても明確にしてほしいというコメントもいただいておりますので、こちらも、今後さらに充実させていく上で十分に勘案していく事項かと思っております。

続きまして、中身を具体的に説明させていただきますが、まず、4ページ目でございます。第1章「鑑定評価の基本的事項」でございます。こちらにつきましても、先ほど来、いろいろ話題として出てまいっているような状況でございますが、特定価格と正常価格の価格概念の理解が一様でない点、これらについて論点整理を行っております。こちらについてもパブリックコメントを幾つかいただいておりまして、特定価格と正常価格の違い、

また、特定価格を求める理由をより明確にしてほしいといった点。また、私募ファンドなどの、いわゆる資産流動化法、投信法、こういった法律で定められているもの以外のスキームの扱いについて明確にしてほしいといった点をコメントとしていただいております。

続きまして、5 ページ目、第 2 章、「不動産の価格形成要因」でございます。こちらに関しましては、大きく一般的要因の利用、地域要因の分析、個別的要因の分析ということで、エンジニアリングレポートの問題と利用できるデータの制約の問題、こういうものを挙げております。

まず、一般的要因につきましては、マクロ経済指標に加え、投資不動産の需給状況とかファンド等の参入・退出状況とか、市場の要求利回り、また、先ほど、ファイナンス的視点という話もございましたとおり、資金調達環境の変化等は特に注意深く把握・分析を行っていかうということを挙げております。

地域要因につきましては、やはり不動産投資、証券化に着目するという点からしますと、不動産の規模・用途等による需要者層の違い等に留意する点。また、需要者層の違いに着目した同一需給圏の把握やサブマーケットの分析、こういうものを挙げております。

個別的要因、特にエンジニアリングレポートの評価への反映、こちらを今回、大きくフォーカスしてございまして、その中では、エンジニアリングレポートの質の確保、確保できない場合には、例えば、原則謝絶であるとか、あと、鑑定評価書への反映のための具体的指針、あと、不動産鑑定士の責任等の明確化、こういうものを挙げております。これにつきましては、かなり多くパブリックコメントをいただいております。例えば、条件つき鑑定とか、先ほど、原則謝絶といったオール・オア・ナッシング的な記載も幾つかございますけれども、そういうものに対して、軽微基準の検討、例外措置の検討などができないかといったような要望をいただいております。

また、エンジニアリングレポートの結果を鑑定評価書等で引用をするわけですが、その中で、引用の統一的な取り扱いをしっかりと指針（案）で示すべきではないか、このようなコメントをいただいております。

最後に、「個別的要因分析の課題 2」というところで、「利用できるデータの制約の問題」ということで、こちらにつきましては、詳細資料入手の工夫、依頼者から提示される資料の正確性の確保、組織的データの収集、官民挙げての資料収集、こういったものを挙げさせていただいております。

続きまして、ページ飛びますが、29 ページをお開きいただければと思います。

こちらから第3章、「鑑定評価手法の適用」ということで、まず、収益還元法の適用方法、収益還元法の適用に係る問題の構造、こちらの図に基づいてご説明させていただきます。

まず、収益還元法の適用に係る問題としましては、先ほどからお話もございまして、鑑定評価書のいろいろな意味での比較の困難性、鑑定評価書の説明力のさらなる強化の必要性と鑑定評価手法による制約、こういった点を問題として挙げております。

例えば、鑑定評価書の比較の困難という点に関しましては、各鑑定評価機関、投資家等と共通言語として標準化していこうということとか、具体的には、鑑定評価書の収益還元法にかかる表記や作表の標準化。収益費用項目の構成の統一とか、各項目の定義の統一、入力内容、その方法の統一、こういったものを挙げさせていただいております。

鑑定評価書の説明力のさらなる強化の必要性でございまして、こちらに関しましては、鑑定評価書の説明力を向上させる必要性として、十分な資料の入手、評価手法の説明内容の充実、こういったものを挙げさせていただいております。

あと、鑑定評価手法による制約でございまして、こちらについても、例えば、キャッシュフローの将来予測の根拠の明確化、各種利回り、還元利回り、割引率等でございますが、の根拠の明確化、キャッシュフロー予測と各種利回りとの関係の明確化、あと、キャッシュフロー、還元利回り、割引率に影響を及ぼす諸要因の明確化、こういったものを挙げております。こちらについてもパブリックコメントをいただいております。例えば、今、エリアによるキャップレートの設定方法といった内容をこの中に記載しておりますけれども、それ以外にも、やはり物件の用途別によってキャップレートの水準は違うであろう。そういった調査の必要性の指摘、こういったものをいただいております。

また、DCF法の標準フォーマット、こちら資料の後ろのほうに、今回の指針（案）の一部として掲載させていただいておりますけれども、こちらについての取り扱いの指摘、こういったものを収益還元法の章では挙げさせていただいております。

続きまして、またしばらく飛んでしまいますが、71ページ、第4章をお開きいただければと思います。

こちらでございまして、「鑑定評価手法の適用」で、原価法の適用方法についてまとめたものでございます。こちらについても、原価法の適用に係る課題という模式図で説明させていただきます。

ここでは、大きく論点が2つございまして、まずは、積算価格と収益価格の開差、また、

土地・建物の内訳価格の問題、こういったものが現状の問題点として挙げさせていただいております。

積算価格と収益価格の開差でございますが、こちらに関しましては、土地の再調達原価における土地残余法の重視ですとか、あと、開発法を重視していこうとか、市場性分析の重視、こういったものを挙げております。また、複合不動産の比準価格重視という論点も挙げさせていただいております。

土地・建物の内訳価格の問題でございますが、こちらにつきましては、従来でいきますと、土地・建物の内訳価格というものは積算価格の比、その土地・建物の比で配分するというのが原則的な手法として、今まで実務上は取り扱っているわけでございますけれども、特に積算価格比によって、収益価格の土地・建物の内訳価格を分けていくという点におきまして、特に収益価格が積算価格を大きく上回ってしまうようなケース、この場合、建物の内訳価格が建物の再調達原価を大きく上回ることもあり、この内訳価格の検証についても十分な検証が必要ではないかということも挙げております。

こちらについても、特に土地・建物の内訳価格の問題、パブリックコメントをいただいております。例えば、積算価格比が原則的な査定方法とまでは言えないのではないかと。ほかにもいろんな手法があるのではないかと。合理的な手法があれば、そちらを活用すべきではないかといった点のコメント。あと、土地・建物の価格比を今回、こちらの指針（案）では検討させていただいておりますが、そのみならず、建物の躯体と設備、こういった按分についても、ある程度見解を示していただけないかといったコメントをいただいております。

以上、原価法の適用方法でございます。

続きまして、77ページをお開きいただければと思います。第5章でございます。こちら、「鑑定評価手法の適用」ということで、取引事例比較法の適用方法。こちらにも模式図を用意させていただいておりますので、こちらでご説明させていただきます。

まず、複合不動産に対する取引事例比較法の適用の現状ということで大きくフォーカスしております。現状は収益還元法の適用手段としては活用されていない現状でございます。ただ、J-REIT等のデータの活用、あと、簡易な手法での利用、あわせて、ヘッドニク分析等今後の新手法の開拓というのがありますけれども、こういうものをこれに対して挙げております。ただ、当面は、検証手段としての利用として、例えば、賃料床面積当たりでの単価の比準とかキャップレートの比準、こういったもので活用できないかというこ



とで挙げております。

こちらについてもパブリックコメントをいただいております、やはり複合不動産に対する取引事例比較法の適用につきましては、評価手法として慎重に検討すべきではないかということコメントとしていただいております。

続きまして、ページが飛んで恐縮でございますが、88ページ、第6章でございます。ここに関しましては、「試算価格の調整と鑑定評価額の決定」ということございまして、特に、先ほどご説明させていただきましたとおり、積算価格と収益価格の乖離の問題、こちらを大きく挙げております。これにつきましては、その取引事例比較法による検証、詳細な市場分析の実施、試算価格の乖離の説明、こういったものを充実させるべきだということを挙げております。

最後に、後ろの89ページをおめくりいただいた後に、フォームを掲載させていただいております、これはDCF法の標準フォーマット、また、DCF法による収益価格における収益費用項目、これは説明をいろいろしているシートでございます。あと、直接還元法の標準フォーマット、こういったものを附属資料としてつけさせていただいております。

最後に、これは今回の指針の案に直接該当するパブリックコメントではございませんけれども、1つ、利害関係の記載ということについてもパブリックコメントをいただいております、例えば、依頼者との関係とか、その関係において株式の保有をしているとか、資本関係があるとか、そういったもの。あと、依頼者との取引の依存度等についても記載すべきではないかといった指摘をいただいております。

以上、簡単ではございますが、実務指針（案）のご説明をさせていただきました。

**【村木委員長】** 引き続き、お願いします。

**【横田委員】** 引き続き、資料6、「収益還元法等の適用の鑑定評価書への記述の標準化について」、私からこちらの資料をご説明させていただきます。

こちらの資料でございますが、基本的には、鑑定評価基準の総論の第9章、鑑定評価書のもとになります鑑定評価報告書における第2節の記載事項をベースに、先ほどの実務指針（案）、あとパブリックコメント等を通じまして整理したものでございます。

幾つか、中に例示を含めて、基準の標準化すべき事項もさらに付加して記載しておりますけれども、ただ、記載されております例示に関しましては、これがすべてというものではありません。これをベースに、今日ご参加いただいた皆様方からさらなるご意見をいただけたらと思っております。

そうしましたら、資料6を引き続きご説明させていただきます。特に基準に記載されているものに付加させたもの、こちらでは例示として載せておりますけれども、そちらを中心に簡単にご説明させていただきます。

まず、1番、記載すべき事項としましては、「鑑定評価額及び価格又は賃料の種類」。2点目が「鑑定評価の条件」。3点目が「対象不動産の所在、地番、地目、家屋番号、構造、用途、数量等及び対象不動産に係る権利の種類」。4番目としまして、「鑑定評価の依頼目的及び条件と価格又は賃料の種類との関連」。これにつきましては、1つ、例示としまして、資産評価、証券化目的といった依頼目的の単なる記載だけではなく、依頼の背景までの記載の必要性というものについてはどう考えるかといった点があるかと思いません。

5点目、「価格時点及び鑑定評価を行った年月日」。1枚お送りいただきまして、「鑑定評価額の決定の理由の要旨」。こちらにつきましては、1番としまして、「地域分析及び個別分析に係る事項」。こちらも幾つか例示を載せさせていただいております。一般的要因の分析に関しましては、不動産投資市場における市場参加者の行動に大きな影響を及ぼすであろう要因。これは、景気（経済成長）、物価、金利といったマクロ経済に係る指標、一般的な不動産投資・証券化市場における市況感。例えば、投資用不動産の需給状況、ファンド等の参入・退出の状況、要求利回りや資金調達環境の変化が、不動産投資市場の市場参加者の行動にどのような影響を及ぼしているか。また、今後及ぼす可能性があるかについての分析及びその結果の記載。

また、地域要因の分析でございますが、不動産の存する地域に係る不動産投資市場の分析。不動産の規模・用途による需要者層の違い等、及び、その結果の記載。需要者層の違いに着目した同一需給圏の把握やサブマーケットの分析及びその結果の記載。これが例示でございます。

2点目、「最有効使用の判定に関する事項」。

3点目、「鑑定評価方式の適用に関する事項」。こちらは、例示として、収益還元法という切り口で載せておりますけれども、①「DCF法と直接還元法のそれぞれの採用の理由の記載」②「DCF法におけるキャッシュフローの将来予測における判断根拠の記載」③「各種利回り（還元利回り、割引率、最終還元利回り）の査定根拠の記載」④「依頼者提示資料（レントロール等）の正確性の把握方法（依頼者による表明等）の記載」、こういったものが考えられるのではないかと思います。

4番目、「試算価格又は試算賃料の調整に関する事項」。1枚お送りいただきまして、5点目、「公示価格との基準に関する事項」。6「その他」。

続きまして、「鑑定評価上の不明事項に係る取扱い及び調査の範囲」。こちらも例示を載せさせていただきまして、エンジニアリングレポート関連としまして、エンジニアリングレポートの結果を活用した場合、活用の内容とその理由の記載。エンジニアリングレポートに、ディスクレーマー、面積評価等がございます場合には、その内容と責任範囲の記載。

遵法性関連でございますが、遵法性の確認方法、確認結果の記載、また、確認の限界についてもあわせて記載。あと、適法化できると判断した場合のその理由の記載、こういったものが考えられるかと思えます。

続いて、「その不動産の鑑定評価に関与した不動産鑑定士等の対象不動産に関する利害関係又は対象不動産に関し利害関係を有する者との縁故若しくは特別の利害関係の有無及びその内容」。こちらに関しましては、利害関係としまして、依頼者との利害関係の記載範囲、例えば、資本関係・人材の派遣・取引の依存等、どこまでの記載が求められるか。

最後でございますが、「その不動産の鑑定評価に関与した不動産鑑定士等の氏名」。昨今の評価書、不動産鑑定士の方、連名で評価書を作成されているケースが多うございますので、連名のケースの場合、各鑑定士の役割の記載、こういったものが考えられないかと思っております。ただ、これ、冒頭ご説明させていただきまして、すべてをカバーしているわけではございませんので、今後の協議の中でさらなるご意見をいただければと思っております。

以上、簡単ではございますが説明させていただきました。

**【村木委員長】** ありがとうございます。

資料5の実務指針（案）につきましては、一部、誤植だとか、あるいは、表現の不適切なところというご指摘もいただいているところでございますが、修正前の状態でございますので、そのようにお取り扱いいただきますようお願いいたします。

幾つもの資料が説明されましたが、これらに関しまして、ご質問、ご意見をいただくことにしたいと思います。本日は第1回目ということでございますので、背景も含めまして、議事全体を見通してみたいと思います。

そこで、特に発言のテーマを限定せずに、フリートalkingという形で、12時まで約35分間、資料の内容のみならず、幅広く自由に発言いただけたらと思います。

どなたか、ご意見ある方おられませんでしょうか。

【奥田委員】 先ほど、収益還元法等の実務の現状についてお話をいただきました前提として、ここにお話ししていただいたのは、ある鑑定事務所さんがやっていたらっしゃる方法なのか、それとも、もう既に、こういう形で定義なり、定義という言葉も入っていますが、定義、求め方として、実務的に統一されたものとしてのご説明なのか。もし統一されているのであれば、この委員会であまり検討する必要がないわけです。一方、各鑑定機関さんで多少、大きい部分と小さい部分とあると思いますけれども、実務的な取り扱いが異なる部分、統一されない部分があるということで、今回、委員会として検討しようということが大前提かと思っておりますので、そのあたりについて明確にしていきたい。

あと、鑑定評価基準と実務指針の位置づけですが、鑑定評価基準というのは、ある程度普遍的に、中長期的にだれもが認めるものとして決めていかなければならないので、どうしても理論的な側面に重きを置いてつくらざるを得ない。

一方で、実務指針は、市場は変化しておりますので、変化する市場に対して、適宜、タイムリーにマーケットに適したものとしてつくっていかなければいけない、そういうような関係にあると思います。

現行の基準をこちらで比較もしていただいているのですが、今の基準は、例えば、ここで示されているやり方と全く矛盾するところはないという点だけつけ加えておきたいと思えます。

【村木委員長】 ありがとうございます。山下委員、この説明についてはご回答いただけますか。

【山下委員】 一般的なところの最大公約数では、このような形ではないかということで、先ほどご説明申し上げましたように、そういうことでございまして、完全に統一されているということでもないでしょうし、むしろ想定しているのは、わりあいこういう業務になれている業者さんの一般的なところでご説明したつもりでございまして、そこはもし言葉が足りなければ、大変失礼いたしました。

【村木委員長】 ありがとうございます。

ほかにご意見ありませんでしょうか。

今、説明しました委員以外の方で、次、お願いしたいんですけれども、それでは、巻島委員からお願いできますでしょうか。

【巻島委員】 ご説明を伺って、資料1のこの委員会の「論点等」の「検討のコメント」

(1) のところの「説明責任を果たしていく必要がある」というところ、これはどちらかというと投資家に対する説明責任という意識であろうかと思えます。また、鑑定目的や、この委員会の設立の背景というのもそれが強いんだろうと思えますし、私もそれが必要だと思うわけなんですけれども、鑑定の依頼者は投資家と立場が異なる場合が通常であると思えます。私は鑑定士ではないので、鑑定評価書のそもそもの質問なんですけど、例えば、先ほどご説明がありましたように、投信法とか資産流動化法では、一般投資家等の保護の観点から鑑定評価が義務づけられているという、そういう依頼目的で鑑定が依頼される。

たとえば、レンダーさんが担保価値を見るために、自分の立場から安全な価格といえますか、それを依頼する場合もある。

また、事業者が、自分のキャッシュフローの正当性を鑑定士さんに証明してもらいたいということで、例えば、この倉庫を買ったんだけど、こういう顧客が15年間定借で、こういう契約がついていますと。だから、この15年間のキャッシュフローで、賃貸契約書に基づいて、この物件を評価してください。過去の3年間のキャッシュフローとは大分違うけれども、過去ではなく、新しい賃貸契約書があるんだからお願いしますというふうに、その評価書によって自分なりの価格を投資家にも説明できるようにという目的で依頼することもある。多分、鑑定評価書に、立場によって、いろんな思惑というか、目的が求められる。そういうことに対して、鑑定評価というのは目的別に価格が出るものなんでしょうか。それとも、目的と関係なく、ある価格になるものなんでしょうか。

【村木委員長】 これも、山下委員、お願いします。

【山下委員】 依頼目的によって求める価格の種類が変わるというようなところは、一部、特定価格を求めなければならないというケースに限られています。つまり、基本的には、いろいろな依頼目的で原則的に求める価格というのは、鑑定評価基準でいう正常価格であって、今、巻島委員からご指摘いただいたものについては、例えば、投信法に基づいて資産を取得する場合においては特定価格を求めるということになって、その場合には、投資財産価値というものに着目して求めるという、そういうたてつけになっております。ですから、例えば、レンダーさんが担保価値ということを把握するために資産評価とかという、どういう目的でもいいんですけれども、例えば、そういう目的で評価してくださいという場合には、一般的には、原則のような正常価格の評価としてやられるというのが通常だと考えております。お答えになっているかどうかあれですけれども。奥田先生、何かいい……。

【奥田委員】 正常価格というものは、基本的には1つの概念です。ただ、正常価格は1つの価格かというとは決してそうではなくて、幅のある価格だと認識されていると思います。鑑定士が求める鑑定評価額というのは、絶対的な価格ではなくて、鑑定士がみずから集められる資料ですとか、みずからの知識を使って判断をする1つの意見なのですね。そうすると、すべての鑑定士が同じ意見を持つわけではなくて、一定の幅の中で妥当な正常価格として判断をしていくということなので、鑑定士さんによって、どうしても若干差が出てきてしまう。地価公示の場合もそうでして、A鑑、B鑑というふうに2人の意見が出るのですけれども、2人の意見は常に一致はしていないのですね。A鑑の意見とB鑑の鑑定評価額というのは若干差があることもありまして、それは妥当なものとして認識されているということです。ただ、正常価格の範囲の考え方が、依頼目的ですとか、各種市場条件によって多少変わってくるということはありません。

【巻島委員】 説明責任への対応ということが求められているということで鑑定評価基準の重要性を見直す時に、立場を離れた鑑定基準というのが可能なのか、いまひとつよくわかりません。また、正常価格に幅があり、意見が幅の中で複数あるんだと言われてしまうと、そこでフェイドアウトしてしまうというか、そんなような感想を持ちました。立場を明快にした鑑定というのがあってもいいのではないのかなという感想を持ちました。

以上でございます。

【村木委員長】 ありがとうございます。

【地価公示室長】 今、奥田先生の言われた幅というのは、資料入手の制約に由来するものであって、立場の選択による幅ということではないという趣旨で……。

【奥田委員】 違います。基本的には中立公正ということが大前提にあります。

【村木委員長】 わかりました。ありがとうございます。

それでは、清水先生、ご意見ありますでしょうか。

【清水委員】 最初ということですので、少し大きな視点での感想ということになるわけですが、まず、今、説明責任みたいな議論もあるわけですが、一番大事なのは、まず1つ、再現性というところではないかと思っています。そういう意味で、今、鑑定士さんがやっつけやっています仕事というのが、実際だれに対して約束をして、仕事をしているのかということが極めて重要で、それに対して、きちんとチェックできる、再現できるいろいろなプレーヤーがいて、その中で、マーケットの中でバリューが決まっていくという手続があれば、それほど大きな問題ではないのかなという気がしています。

もう一つ、先ほど、ずっとお話を聞いていて感じを受けましたのが、まず、例えば、資料3の実務の現状ということでお話しいただきましたけれども、だれもがこういうふうな形で仕事をしてくださっていけば、それほど大きな問題ではない。今、根本的に、この鑑定評価の問題が大きな問題であるかということ、例えば、欧米と比べて、日本の鑑定士の水準が著しく低いかということ、いろいろ見てみましても、ここに出てきているようなやり方というものも含めて考えれば、決しておかしなことをやっているわけではない。だから、根本的な問題があるというふうに、私は感想としてですけれども、思っております。

ただ、大きな問題というのは、平均値が、層の厚さがないというか、やっぱりこれどおりおやりにならない鑑定士さんが随分多くいらっしゃる。こういうことができないとか、再現できないとか、層が薄いとか、そういうところの問題ではないかと思っております。そういうところの平均値をどう底上げしていくのかということが重要じゃないか。

その中で何ができるかということ、やはりインフラをきちんと整備していくということじゃないかと思えます。それは、情報インフラであったりとか、制度インフラであるということになるわけですが、それ以上のところになると、やはり個々の鑑定士の方々の営業努力によって変わってくる。また、鑑定協会さんの協会としての努力によって変わってくるかと思えますので、こういうところで議論すべきことは、最低限、インフラとして何をしなくちゃいけないのかということに焦点を当てたほうがいいのではないかと思います。

そのときに、じゃあ、インフラをどういうふうに整備していくのかということになるわけですが、今のマーケットという現状が、今、そこで問題が出てきたからそれに対応していくというようなものではなくて、例えば、それは、もう少し今のマーケットの大きさを、前の委員会でも議論したことですけれども、今のマーケットで問題が出てきたから、それに対応するじゃなくて、今のマーケットが拡大していくんだというときに、このままで耐えられますかという視点の中で、もう一回制度を見直していくということが必要じゃないかというのが大きなところでは。

もう一つは、資料4のところを感じたのが、金融市場と融合してきて、先ほどから出てきています、説明責任が求められてきたので、こういう対応しなくちゃいけないということですが、決してそれは金融機関だから特別な対応をしなければいけないということではなくて、先ほどの冒頭の議論に戻ると、鑑定士は市場に対して約束をしているんだということであるならば、投資用不動産以外の鑑定評価においても、きちんとした対応を

していかなくちやいけないわけです。

実際、今、鑑定士に対する、例えば、表層的に出てきている問題というのは、この投資用不動産のマーケットで出てきた鑑定評価に対する不信というものだけではなくて、過去、いろんところで鑑定士さんとおつき合いして、その鑑定評価を見てきた方々の中での不信というのもそういうところに出てきていると思っておりますので、投資用不動産だから特別な対応をするんじゃないなくて、やはり説明責任といった意味では全体の問題ではないかというのが大きなところですよ。

今度、細かな話をちょっと、また感想を述べれば、例えば、先ほど、DCF法とか直接還元法なんかの議論がありましたけれども、そこで幅の議論もありました。そうしてみると、インフラということと、もう一つ、ここでキーワード、制度インフラということでクロスさせて考えたときに、幅があるのは仕方がないというのは私もわかります。そのときに、分母と分子で考えたときに、統計学的な言葉になっちゃいますけれども、確率変数なのか確定変数なのかということが大事なんだと思います。確定変数というのは、例えば、縦軸に純収益の誤差がありますと。これは誤差なわけですね。本来は一致しなくちやいけない。情報インフラが整備されていないからゆえに、情報を入手する手続が明確じゃないがゆえに、また、定義が明確じゃないがゆえに、純収益のぶれがある。これはもう誤差ですから、確率変数じゃない、確定変数で誤差をいかに小さくしていくのかということ、こういう制度の設計の中で考えていけばいい。

横のキャップレートというのは、これは確率変数でありまして、プレーヤーが直面するそれぞれの資金、または立場によって変わってくるものですから、ここまでは、我々がこういうようなところで議論することは不可能だと思うんですね。そういうところは、先ほど申し上げたように、鑑定士さんの個々の努力であったりとか、鑑定協会さんという業界団体さんの努力でやっていただければいい問題だと思っております、少し視点を絞っていったほうがいいのかなという感想を持っています。

あと、情報項目の統一含めて、海外の話も少し出ておりましたけれども、例えば、DDCFという言葉とかリアルオプションとか、先ほどのことなんかもあるんですけども、まず、DDCFという言葉がほんとうに海外で通じるかどうかということとちゃんと調べていただきたいのと、ほんとうにこんな言葉があるのかどうかですね。日本特有の言葉なのか、また、特有のグループだけの言葉であるのかということもあると思いますが、こういう手法というのは非常に重要だと思うんですけども、日本特有の、例えば、海外の『リ



アルエステート・ファイナンス』とか、いろんな教科書を読んでも、日本のマーケットとは全然違うマーケットを想定して、さまざまな議論がされているわけですね。

例えば、賃料の、キャッシュフローのプロジェクションということで見ても、CPI調整とか、日本じゃこんな契約慣行できないよねなんていうことを想定としてマーケットが語られています。それを日本に適用しようとしても、マーケットそのものが違うわけですから適用できないわけです。そういうふうに考えていくと、日本独自のマーケットの慣行というものがあるわけですから、まずは日本独自のマーケットみたいなものをきちんととらえた上での情報整備の基準とかというのも考えていけばいいというのはあると思います。手法なんかも、そういう視点でやっていってもいいと思います。

ただ、もう一つは、マーケットがグローバル化してきていますので、日本だけではマーケットが成立していませんから、そういう中で、日本のつくられた基準と、やはり海外のさまざまな情報の標準化の動きもございまして、そういうところと照らし合わせていくという努力をされていかれるといいのではないかと考えております。

以上が、感想ではございますけれども。

【村木委員長】 ありがとうございます。先ほどの中で、確率変数と確定変数というお言葉が出ましたが、この議論の中で、確率変数と言われるところではなくて、純収益をいかに固めていくかという確定変数のところを中心に議論すべきというご意見と受けとめていいのでしょうか。

【清水委員】 事務局から出てきていますこれでよろしいかと思います。あまり幅を広げないで、事務局から案として出していただいています、例えば、情報の項目の統一であるとか、そういうようなことは最低限、ルールの中で幅を押さえていくことができるわけですので、そういうところをまず固めた上で、そういうところであるならば、ガイドラインとか法で縛るとか、いろんなことができますが、それ以外のところになると、確率的に変わってきてしまうものまで、こういう場で縛るとするのは極めて難しいと思いますので、そういうところで、今の方向でいいんじゃないかという意見です。

【村木委員長】 わかりました。この場の議論できる時間も限られていますので、ある程度絞った上で議論していきたいと思います。

それでは、赤城委員、お願いいたします。

【赤城委員】 私も、もちろん鑑定士の資格を持って、日々、鑑定評価の業務を行っている立場として、今日の皆様のいろんなご意見を拝聴して感じたことと、私が日ごろ思っ

ていることでもお話しさせていただきたいと思っています。

大前提の大局的な今後の指針云々ということもさることながら、やはり私、日々、鑑定の評価の業務を行っている立場からすると、先ほど来、実務指針という内容でご説明いただいたもの、これ、内容を細かく読めば、それぞれの論点自体が、日々、我々、どうすべきなのか悶々とする部分もありますし、格闘しているような部分まで網羅されているということで、私個人的には非常に評価というか、いい文章だと思っています。

実際、それ自体は、収益還元法がメインで集約される面も多いんですが、いわゆる受注のときから始まって、ご依頼者とどう対応していくかという実務的な面、物理的な面、そういう面もさることながら、基本的には、収支の項目を統一するですとか、また、いろんな内容の把握の仕方、還元利回りの精緻化も含めてデータ整備する云々という、そういうことで、いわゆる機械的に何かを処理できるような体制づくり。逆に言えば、読み手からすれば、確率的に判断できるような内容に持っていくということ自体、非常に意義あるもので、非常に重要なものだと思うんですが、反面、そういった機械的なものにしてしまうことによって、ある種の鑑定士の判断なり能力なり競争なり、そういったものとどういう関連になってくるのかということも反面では思ったりしています。

それと、実際には、我々、実務指針の中で書いてあるもののほかに、いわゆる物理的な、算術的なカリキュレーションというものではなくて、もっとソフト的な解釈というか、そういうもので日々悶々としている面があって、ちょっとこの場にふさわしくないですけども、あえて私の日々の悶々としたところをお話しさせていただくと、投資用不動産に限らず、物理的な箱物としての土地と建物の評価というか、不動産の評価というよりも、もうちょっとソフト的な、例えば、一番わかりやすいのが、商業施設ですとかホテルですとか病院ですとか、そういったオペレーションなり何なりが、大きなリスクの分析に欠かせない不動産、その辺の評価について日々いろいろ考えています。これは実は、オフィスビルについても、例えば、上場企業の1棟借りのオフィスビル、これ自体、ほんとうにその不動産のロケーションなり設備なり、そういったものだけなのか。

ちょっと極端な議論でいえば、その上場企業が定期借家で長期で固定で借りているというような場合には、その企業自体の社債ですとかそういったものを、リスクとの兼ね合いだとか、そんなところまでいろいろ議論の及ぶところになりかねないようなところがあって、その辺のもので幾つか実務的には苦労しているという状況があります。

それと、もう一つ、これも予測、ソフト的といえばソフト的なんですが、いわゆるDC

Fの中で考えれば、多年度分析に向けて予測の行為。これは、目線、アグレッシブになるか、消極的なものをするかという、そういう人間的なものじゃなくて、どういった予測をするのか。それは、賃料もそうですし、収支もそうですけれども、例えば、入れかえですとか、細かいことを言えばいっぱいありますけれども、予測自体のガイドラインまでいくのか、それとも、それは個々の鑑定士の判断に任せるのかとか、その辺の内容については日々考えているようなところがあります。とはいいつつ、そこまで議論が及ぶのかということ自体は、この委員会の趣旨かどうかは私もわかりかねますが、基本的に、この実務指針の案、パブリックコメントを募集している、これ自体は内容的に非常に濃いものだと思っております。

【村木委員長】 ありがとうございます。今のご発言の中の商業施設等のリスク分析とか、あるいは1棟借りの場合どうかというような論点につきましては、実務指針におきましては、資料5の69ページの「キャッシュフローと還元利回り、割引率に影響を及ぼす諸要因」というところで、一応、論点整理という形でまとめております。一棟貸しの場合どうかとか、あるいはテナントの信用力の違いだとか、一般論は別にして具体的に評価をいたしますと、日々こういう問題にぶつかっております、それをキャッシュフローの今後の見通しだとか、あるいは割引率等にどう反映するのかというのが、最終的には個人の鑑定士の判断になるとは思われるのですけれども、基本的な考え方と申しますか、そういうものをやはり示しておくべきだろうということで検討しております。

今回のこの実務指針（案）ではこれに対する、見解は出しておりませんが、次の実務指針の発表のときには、ここについても少し踏み込んで、見解を出させていただきたいと思っております。

あと10分ぐらいになりました。ほかにご意見ございませんでしょうか。今までご説明いただいた方でも結構です。

【山下委員】 先ほど発表をさせていただきましたけれども、先ほどの清水委員のご意見、基本的に賛成でして、我々が実務をやっていく上で、ある変数自体が確率的に決まっているもの、さらに、確率的に決まっている変数についてどのように、最後は確率変数ですから、最後まで一に決まるはずもないのですけれども、そこでの確率変数の変動幅について、どこまで測定誤差を少なくしていくかというような問題が、先ほどのキャッシュフローの幅の話も同じなんですけれども、そのところがやはり実務上は一番重要な話で、そのレベル感と範囲をどう絞っていくのかといったところが実務では重要になってき

て、鑑定の結果を大きく左右するのがその部分である。そのところについて、現状は必ずしも十分に、例えば、鑑定評価書という中で書かれているわけではないでしょう。ですから、そこが受け取った側から見て、よくわからないというところで、横の比較の可能性なり、鑑定評価の結論自体を、特に判断が入るところをどう導いたかというところがわかりにくくなっているというところは最も大きな現状の問題といえれば問題の所在なのかと思えますということを加えさせていただきます。

**【村木委員長】** わかりました。その感は私も同感でございまして、例えば、DCF法で、方式で、答えが出るというのは、キャッシュフローをどう見るか、あるいは割引率をどう見るか、そのシナリオをどういうふうに考えるかを入れてしまえば答えは出てくるわけですが、最終的に鑑定評価書では、1本のシナリオしか書いておりませんが、説明変数の幅をフライして、楽観的な見方と悲観的な部分と、3通りの説明変数をそれぞれ入れていけば、縦軸と横軸で9通りの答えができるわけなんですけれども、その答えの一番楽観的なケース、一番悲観的なケース、この間の中で鑑定士は多分、自分の一番妥当だと思われる答えを見つけていっている過程があるんですけれども、そこが出てきていませんので、多分、硬直的でわかりにくいというようなご意見が出ているのではないかと、私人としては思っております。

ほかにご意見ございませんでしょうか。あと7分ぐらいございます。

**【奥田委員】** 今回の委員会の論点として、鑑定士が求める収益価格の開差をなくしていきこうというのが最終的な目標なのか、それとも、収支項目なり、数値を入れることを統一化して、それを使う人にとって比較可能な状態にしていくということがむしろメインなポイントであるのか。何となくわかりづらくなっているような気がします。

私が思っていたのは、比較可能性を高めていって、むしろ信頼できない鑑定評価書が淘汰されていくような、そういう形で動いていくほうがいいんじゃないか。そもそも収益還元法の問題で、どうしても価格に開差が出てしまうのは、ある程度やむを得ない部分がありまして、ここを小さくしていくのではなくて、投資家にとって、投資家さんがリスク分析なり、リスクを把握していく中で、わかりやすい情報をできる限り提供していくという、そういう考え方でよろしいのでしょうか。

**【鑑定評価指導官】** 今のところ、論点としては両方用意させていただいているわけですので、特に鑑定士さんの幅というところをあまり追求すると、今ご議論いただいているようなところまで失われてしまうというところが出てくるわけですが、現

時点では両方追求していく中で、これからもご議論の中で、両方相まってくると思いますので、そのいいところを見つけていくということだと思っています。

【村木委員長】 ありがとうございます。それは、先ほど、横田委員からご説明ありましたけれども、論点整理の29ページのポンチ絵のところ、「収益還元法の実態、問題」というところで、2つの大きな問題点があると考えているところです。

鑑定評価書の比較が困難、比較可能性の問題と、鑑定評価書そのものの説明力の強化というところですから、比較可能性は今後の定義の統一で何とか進んでいく話でございますが、説明力のほうは、その定義の中にどういうものを入れていくかということについての議論、共通認識。どういう形式というか、どういう方式ということと、どういうところからデータをとってくるのかということまでの共通認識があれば、できるだけ客観的なところ、ぶれを少なくできるのではないかとこの観点で、この問題を考えております。一応、両方を目指しているということでございます。

ほかにご意見ありませんでしょうか。

【赤城委員】 今の議論のところ、収支項目を統一するというところで、比較可能性が当然高まると思うんですが、それ自体、比較する対象というか、読み手自体はどう限定されるのかということが、効果というか、あれであると思うんですね。いわゆる、証券化なり投資用不動産と呼ばれるものに対する鑑定評価全体の収支項目を統一したと。統一すること自体は、鑑定評価を行う立場の我々自体が、その基準にのっとって、ある意味やりやすくなるのかもしれない。もちろん依頼者からいただく資料も、いろんな区分けがありますので、それを分類しなきゃいけないという煩雑さも出てくるかもしれませんが、そういうことですよ。

読み手とすれば、比較可能性といいますけれども、結局、J-REITなり何なり、公開が義務づけられているものに関しては、ある種、一般の目に触れる収支項目でなる。ということは、ある意味、我々にとっても、結局、一般データと公表されるデータが構築されるということなので、これも非常に寄与度が大きいと思うんですが、じゃあ、プライベートなものですとか、ほかのいろんなスキームの中のものまでこうやったとして、その読み手というのが何なのかというのは疑問はあるんですが、少なくとも、REIT物に関しては、法律上、要請されるものの情報公開の範囲内で収支項目が統一されれば、市場の情報量も増えて、比較可能性が高まるというところにおいては非常に有意義なものだと思います。

【村木委員長】 ありがとうございます。この実務指針（案）の最後につけましたDCFの収益価格の案というDCFの項目案につきましても、一応、REITとか投資家の、先ほどの山下委員のご説明にもありましたような、一般的な投資家の使われているものを挙げておりますので、完全に一致するというわけではございませんが、多分、それに近いものであると自負しております。もし違っているところがあれば、ご指摘いただきたいと思っております。

もう少しですけれども、ほかにご意見ございませんでしょうか。

【巻島委員】 先ほど、清水委員が、確率変数という話でキャップレートのお話をされました。また、この実務指針ですと49ページにシナリオ分析の例が出ています。このような分析が盛り込まれることは非常にいいと思います。キャッシュフローは不動産市場の将来の需給、不動産サイクルによって規定されます。それから、キャップレートは、資本市場の需給や金利のサイクルによって規定されます。どういうふうなサイクルを描くかというのを想定して、DCF分析はなされます。私、前から非常にうらやましく思っていたのは、アメリカなどでは、不動産サイクルと資本市場のサイクルについて、かなり投資家や専門家の意見が一致しているという現象がありまして、もうそろそろ底だよねとか、もうすぐ反転するとか。そのタイミングというのは二、三年の幅があるわけなんですけれども、大体こうだというのは、皆さん一致している。それは、REIT市場に対しての見方も一緒です。

日本も、鑑定士さんがこういうことを、それぞれの判断においてかもしれませんが、サイクルに関してきちんと意見を述べて、DCF法を適用してくださるという実績が積み重なると、関係者の見方が一致していくという意味でもいいのかなと思いました。

【村木委員長】 貴重なご意見をありがとうございました。

ほかになにかございませんでしょうか。今回、特に言っておきたいということはございませんでしょうか。

特にご発言がなければ、議論を終わらせていただきたいと思います。

それでは、今後の予定につきまして、事務局からご説明いただきたいと思います。

【鑑定評価指導官】 先ほど、第2回の小委員会、11月中旬ということで資料がございましたけれども、具体的には、今日の意見も踏まえまして、改めて調整させていただきますので、追ってご連絡させていただきます。本日は、ご熱心なご討議、どうもありがとうございました。

【村木委員長】 それでは、以上をもちまして本日の議事を終了させていただきます。  
本日は活発なご議論、ありがとうございました。

— 了 —