

第4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12月21日

【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4回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。事務局を務めさせていただきます地価調査課長の北本でございます。本日もお忙しい中、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。よろしくお願い申し上げます。

まず初めに、本日の委員の皆様のご出欠の状況でございますけれども、杉本委員のほうから先ほどご連絡ございまして、本日、所用によりご欠席という連絡をちょうだいいたしました。そのほかの委員の皆様方には、ご出席いただいているところでございます。また、局長の松原のほうも、所用により10時半から約1時間程度、席を外させていただきますことを、初めにお断りさせていただきたいと思っております。

お手元の資料の確認でございます。上から順に、議事次第、配付資料一覧、座席表、委員名簿、その後、資料1から資料4まで、本日、用意させていただいております。もし過不足等ございましたら、途中でも結構でございますので、事務局のほうにお申しつけいただければと思います。

それでは、これ以降の議事運営は村木委員長のほうにお願いしたいと存じます。よろしくお願いいたします。

【村木委員長】 それでは、議事に入ります前に、議事の公開につきまして前回と同様、会議につきましては報道関係者に限り公開とし、議事録につきましては後日作成次第、ホームページに公開することとさせていただきますので、よろしくお願いいたします。

それでは、議事に移りたいと思っております。まず証券化対象不動産特別基準につきましては、案を決定しますのは3月を予定しておりますが、本日は年内にパブリックコメントを付す予定の素案を審議していただきたいと思っております。

それでは、まず証券化対象不動産特別基準（素案）について、事務局山本指導官からご説明いただけますでしょうか。よろしくお願い申し上げます。

【鑑定評価指導官】 それでは、資料1から3を使いましてご説明をさせていただきます。まず説明の順序としましては、資料1を使いまして、これは前回いろいろご議論いた

いただきました論点に加えまして、その後、メール等で追加でいただきました論点も加味しまして、整理したものでございますので、ちょっと前回の論点の確認という意味も含めて、基本的な考え方をご説明させていただいて、その後、資料2の本文を中心に、内容を改めてご説明をさせていただきたいと思っております。

それでは、資料1でございます。1ページでございますけれども、まず最初に大きなカテゴリーとして、「特別基準の性格等」についてというところでございます。それで論点1-1で特別基準と不動産鑑定評価基準の関係ということで、確認的にでございますけれども、特別基準というのは、鑑定士が鑑定評価基準に基づいて、証券化対象不動産の鑑定評価を行う場合に、本来、踏まなければいけない手順というのを、証券化という要素が入ってきましたので、そういう本来踏まなければいけない手順を、明らかにしたものであるということでございます。前回、ミニマムかベスト・プラクティスかというお話もございましたけれども、特別基準は不動産鑑定評価基準の適用とあわせて、証券化対象不動産の鑑定評価に適用されるものでありますので、鑑定評価基準と同様、不当鑑定の処分基準となりますから、鑑定評価のベスト・プラクティスではなくて、ミニマムな事項を規定をするものでありますということでございます。

次に、1-2でございますけれども、これもいろいろご意見もございましたが、ERの取り扱いなど手順のところについては、確かにすべての証券化対象不動産に共通していると考えられるけれども、主に記載面などについては、要請される開示の度合いによって、区別するというのも考えられるのではないかというご意見もございました。考え方でございますが、特別基準は、基本的には依頼者に対する鑑定士のミニマムの責任という観点から検討しております。依頼者と鑑定士の間で適切な手順を踏んで、妥当な鑑定額を査定しているということを鑑定報告書上で明確にして、最低限その正当性を担保するということは、市場からの要請でありますので、そういう意味で特別基準を考えてございますので、そういうミニマムの内容という範囲内では、要請される開示の度合いと区別する必要はないと考えてございます。

次に、1-3でございます。これも後からの追加のご意見として、いただいているところなんでございますけれども、これはかぎ括弧つきでいろいろ書いておりますので、皆さん、思うところはそれぞれ微妙に違うのかもしれませんが、依頼者の想定する価格が妥当な中に、入っているのかどうかということを確認するという、「フェア・バリュー」を求めるというタイプ、あるいは、ほかの鑑定士さんがやったものについて、一からやるんで

はなくて、そういうものをベースにやっていく「セカンドオピニオン型」とか「レビュー型」というケース、そういうようなメニューこそが、不動産証券化市場で求められているのではないか、そういうのが今回の特別基準では、そんなニーズに対応していないのではないかというご意見もございました。どのような使われ方をするにしましても、鑑定評価の依頼ということがある場合は、依頼があった場合はこの特別基準を適用する必要がある。その他の例えば「妥当と判断され得る価格帯」を査定するという依頼であれば、それは周辺・コンサルティング業務として行われることになるということで、今のスキームの中でこういうご要請にも、こたえていただけると理解をしています。

次に、「適用範囲について」というところです。1枚めくっていただきまして2-1でございます。今回、証券化スキームを鑑定士さんが判定して、適用するかどうかということ判断していくわけですけれども、本日もご議論になると思いますが、その証券化スキームと関連しているような場合でも、実態的に判断した場合、特別基準を適用する必要がないケースがあるのではないかというご議論、当然ございます。これも今日ご意見をいろいろ各委員のご発言をお聞きしたいと思いますけれども、1つは、証券化スキームに関する形式と実態の部分は非常に微妙で、判断が困難である場合が多いということ、1つ、認識として持つておく必要があると思っております、そういう中で鑑定士には慎重な判断が求められるわけですが、次のような場合については、特別基準の適用に当たるか、当たらないか、そのジャッジの問題として、当たらない場合があるのかどうか、これから実務指針において検討していきたいということを考えてございます。

よくお聞きしますが、証券化対象とすることを想定しているコアの物件とあわせて、証券化対象と考えてないだけけれども、まさにバルクで一緒に購入せざるを得ないような小規模物件をどうするのか。あるいは、不動産証券化とは関係ないノンリコースローンだけを導入する可能性があるのではないか。あるいは、不動産証券化とは関係なく不動産信託受益権売買というケースが、あるのではないかというお話はよくお聞きするわけですが、ちょっとそのあたり実際、実務面でどういうことなのかというお話、また本日も出ると思いますが、お聞きして検討してまいりたいと思っております。

2-2、オンバランスのスキームも特別基準の対象にするのか、これは主に不動産特定共同事業法のスキームで問題になるかと思いますが、今の特別基準の考え方としましては、キャッシュフローを生み出す不動産をバランスシートから切り離して、投資商品を発行する場合だけではなくて、営業者のバランスシートに存在する不動産の運用から生ずる、収

益を分配するスキームまでも含めてものとして考えてございます。したがって、現在、後からご説明する案では、オンバランスで処理される不動産特定共同事業のスキームも、対象となると考えてございます。

次に、2-3でございますけれども、証券化の規模、取引のストラクチャー、プロ・アマの別等に応じて、適用に差を設ける必要があるのではないかと、そうしないと、スピーディーな動きを阻害することになるのではないかとという論点がございます。○の1つ目で書いてございますのは、今回の特別基準は、ミニマムな手続等を明確にしているものでありますので、規模、取引のストラクチャー、プロ・アマの別によって不要になるものは、基本的にはないと考えてございます。ただし、実際、特別基準を適用するに当たって、規模の小さいものにも同様の負荷が、かかっていくのかということについて言いますと、2つ目の○ですが、当然のことながら、それぞれの手順をこなすためのマンパワーとか時間というのは、実際の実施に当たっては、案件に応じて証券化の規模や取引のストラクチャーに、ふさわしいものになるということだと理解をしております。さらには、後からもご説明しますが、特別基準の中において、不動産鑑定士の責務として、証券化対象不動産の証券化等が円滑に行われるように、十分配慮するものとするということで、証券化市場のプレーヤーの一員として、もちろん拙速になっていいという意味では全然ございませんけれども、全体の証券化の業務が円滑に行われるように十分配慮するという文言を入れておりますし、まさに鑑定評価の依頼目的や背景等を確認して処理計画を策定するときに、そこをきちっと適切かつ合理的なものにしなければいけないということを、あわせて規定をしているところでございます。

1枚おめくりいただきまして、3ページでございます。2-4でございまして、特別基準が鑑定士が判定するといいますが、依頼者からの説明等に基づきまして判定することになりますので、それが特別基準の適用が恣意的に回避されるような状況が、生じるのではないかとご指摘もございます。これにつきましては、特別基準が適用された場合には、これは特別基準適用ということで鑑定評価報告書に明記されます。したがって、適用したものであるかどうかというのは、すぐにわかるわけございまして、このことによりまして、特別基準の導入の後には仮にそれを恣意的に回避しようとしても、いずれ証券化対象になるのであれば、そのときに特別基準の適用の鑑定評価書が求められるような、実務の状況になるのではないかと考えられますので、恣意的に回避されるような状況というのは、かなりの部分回避されるのではないかと考えてございます。

2-5でございまして、ちょっとこの準じるというところの規定も含めて、適用関係を整理する必要があるのではないかというご指摘もございました。特別基準が適用の範囲外であっても、基準に書いてございますのは、大規模な賃貸用の不動産の鑑定評価を行う場合その他、投資家、購入者等の保護の観点から必要と認められる場合には、準じて鑑定評価を行うように努めなければいけないということを書いてございますけれども、適用の有無ということと言いますと、適用の範囲だから適用する、あるいは、適用の範囲外というのは、その趣旨を踏まえて鑑定評価をやるとしましても、それはあくまで特別基準の適用ではないということで、適用関係で言えば、範囲内だからする、範囲外だからしないという、2つのカテゴリーしかないということでございます。

3-1でございます。「対象物件の確認」のところ、実地調査の内覧の話がここまで必須なのかということでございます。内覧は原則必須と考えておりますけれども、確かに売主のご事情等によりすべてのスペースの内覧が、難しい場合というのもございます。その場合は内覧にかわる資料等を求めて、同様の確認ができると判断する場合には内覧は不要である。ただし、鑑定評価報告書にその判断とか根拠を、記載しなければいけないということであろうと思います。

その下からは、ER—エンジニアリング・レポートについての、基本的な考え方の整理をさせていただいているところでございます。4-1でございますけれども、依頼者とエンジニアリング・レポートの作成者の間では、不動産の規模や取引のストラクチャーに応じて、調査項目や調査レベル等が設定される。あるいは、再評価の場合はその都度作成しないということも通常である。それを前提に特別基準に基づいた鑑定評価を行うということをよく考えないと、実務に支障が生じるのではないかとご指摘がございます。

その下のところで書いてございますのは、鑑定士は鑑定評価を受注する場合、依頼者に対して案件に応じて鑑定評価に必要とする、エンジニアリング・レポートの項目・内容を説明します。提供されたエンジニアリング・レポートと、それだけではなくて、みずからの独自調査で適切な鑑定評価を行うに足りるかどうかということ、主体的に自分で判断するということです。したがって、最新でかつすべての項目を満たすエンジニアリング・レポートがなくても、鑑定士の独自調査や古い時点のエンジニアリング・レポートの活用で、対応できる場合があるということ、全く否定するものではございませんし、逆に、今回、特別基準の中で必須项目的に挙げてございます、その項目を形式的に満たしていても、それでいいというわけではなくて、依頼者にさらに詳細なエンジニアリング・

レポートの提供を、要請せざるを得ない場合もあるということをごさいます、そこは鑑定士の主体的な判断によるということをごさいます。

ただし、最新のもの、あるいは、項目を満たしたものがなくてもいいという場合については、そういうもので足りるというふうに判断した根拠や、入手の際のやりとりを、鑑定評価報告書に明記しなければならないということをごさいます。それで、特に今日お示ししている案につきましては、そういうちょっと実務のご要請も踏まえまして、エンジニアリング・レポートの提出がない場合は、あるいは、記載内容が不十分な場合の例示として、既に鑑定評価が行われたことのある証券化対象不動産の再評価の場合、あるいは、まだ対象不動産が更地である場合などを明記しておりまして、こういう場合があるんだということ、特別基準上でも明らかにしてごさいます。

次に、4-2でごさいます。ちょっと4-1と似た論点ではあるんですけども、エンジニアリング・レポート側の個々の項目についての限界性というものを、鑑定士はそれを踏まえて対応する必要があるということ、例えば遵法性につきましては、エンジニアリング・レポートは遵法性を保証するものではなくて、その可能性を指摘するにとどまります。あるいは、行政の個別指導とか、アスベストの処理費などの特殊要因については、一般的なエンジニアリング・レポートには含まれません。地震のリスク分析はできるけれども、耐震性の評価まではできないという、限界があるのではないかというご指摘もごさいます。

これにつきましては、今回の特別基準で挙げております必須項目というのは、通常、鑑定士が鑑定評価に当たって必要と考えられるものについて、鑑定評価報告書上でどう書くかということ、これを標準化、その記載を標準化するものでありまして、鑑定士のサイドから不動産証券化に必要なエンジニアリング・レポートの項目を、直接、縛ることはない、規定するものではないということはもちろんそうごさいます。ただ、若干補足させていただきますと、まさに鑑定士とエンジニアリング・レポートの作成者の連携といいますか、相談というのは実態上としては始まっておりまして、そういうものを通じてこの項目の認識合わせみたいなものは、別途、合わせる取り組みは始まっているということをごさいます。

2つ目の○に書いてごさいますのは、法的、物的な確認に当たりまして、記載の必須項目を確認すれば足りるということの意味するものではありません。鑑定評価に必要な項目は何かを案件ごとに検討して、鑑定士さんは必要な情報を得なければならないということ

でございます。依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容についても、みずからの独自調査とあわせて判断をして、鑑定評価に反映させなければいけません。3つ目の〇は、よく誤解されますのは、エンジニアリング・レポートは1つあればいいという感じで、受け取られる方がまだいらっしやるかと思うんですけれども、必要とする他の専門家の資料ということにつきましては、必ずしも1つのレポートということを意味しているわけではなくて、もちろん個別課題についてはそれぞれ別の専門家の資料が、必要となる場合があるということ、当然、今回の基準の背景としても想定しているということでございます。

次に、4-3でございますけれども、これは実際の程度ほんとうに現状として理解でき、反映できるであろうかということでございます。そこをきっちり見きわめないと、実務が混乱したり滞ったりするということが、懸念されますということでございますが、このことにつきましては、この後、実務指針の作成とあわせまして、実際、鑑定評価報告書でどういうふうを書くかという、記載例の検討を行っていきたいと思っております。次回、2月ごろを予定しておりますが、検討小委員会にご報告をさせていただきたいと思っております。

1枚めくっていただきまして、5ページのところで書いてございますが、先ほど少し申しました日ごろの取り組みのところを書いてございますが、もう既に鑑定協会と社団法人の建築・設備維持保全推進協会（BELCA）さんのほうで、BELCAが改定作業中のエンジニアリング・レポートのガイドラインに対しての鑑定士からの要望、あるいは、鑑定評価報告書での記載の仕方についての話し合いが進められておまして、来年4月にはこれらの成果をもとに、鑑定協会がエンジニアリング・レポートの読み方・使い方についての、義務的研修を開催する予定で進めております。さらに、証券化の専門育成研修におきましては、まさにBELCAのERの専門家によりまして、改訂ガイドラインの活用に関する講義も、予定しているということでございます。さらに、その協議の場は一過性のものに終わらせるのではなくて、継続的なものとして設置をしまして、今後、制度改正とか新たな知見などの情報がその場で共有され、あるいは、研修や手引きの内容も、エンジニアリング・レポートの歴史が浅いということを考えまして、さらに随時改訂していくような取り組みを続けていきたいと思っております。これらを通じて、以上のことで大丈夫ということをお願いしているわけではないんですけれども、以上のことも含めまして、最善の取り組みを果たすという中で、実務が混乱して滞ったりすることはないと考えてございます。

次に、4-4でございますが、特別基準の中でも出てまいります、エンジニアリング・レポートについて、エンジニアリング・レポートの作成者から鑑定士への説明については、一体どのような位置づけになるのであろうかということでございます。鑑定士は確かにエンジニアリング・レポートを資料として受け取るだけではなくて、エンジニアリング・レポートの作成者から直接説明を受けると、それは格段に理解が進みます。そういう機会を求めることが望ましいということでございますけれども、ただ、あくまで気をつけなければいけないのは、ER作成者から鑑定士への説明は、基本的に参考的・二次的な位置づけでありまして、そのエンジニアリング・レポートの内容の理解を、促進する補足説明の場合はいいんですけれども、それ以外の情報を得るような場合もございます。基本的にはそういう情報については、依頼者を經由していないこととなりますので、鑑定士の独自調査に位置づけられるものであるという整理になるかと思えます。極端な場合、ER作成者から直接受けた説明が、依頼者からもらっているエンジニアリング・レポートの内容そのものと不整合が生じた場合については、場合によってはですけれども、依頼者を通じてエンジニアリング・レポートの修正・再提出を求めるという必要が、ある場合もあるのではないかとございます。

契約関係ということも少しご議論に上がっておりまして、契約関係でいきますと、あくまで鑑定評価業者と依頼者、あるいは、依頼者とエンジニアリング・レポートの業者という間の問題でございますので、その中でそれぞれ解決していただくべきものであるということでございます。

4-5ですが、今回の特別基準の中で、鑑定評価書を引用するというところが出てまいりますので、それは自己責任だということでございますが、それは引用を記載する場合は鑑定士の責任で、みずからの責任で誤解が生じないように、細心の注意を払わなければいけないということであろうと思えます。

次、論点5-1からはDCFの関係でございます。DCFの適用と特別基準の関係が、わかりにくいのではないかとご指摘がございます。今、親の不動産鑑定評価基準におきましては、少し複雑になっておりまして、不動産証券化に係って鑑定評価等で詳細な説明が求められる場合には、DCF法の適用を原則としますということでございます。次に、②でございますけれども、資産流動化法とか投信法に基づく評価目的のもとで、投資家に示す投資採算価値をあらわす価格を求める場合には、DCFを適用しなければならないと、きつい表現になっております。今回の特別基準は、①の場合と②の場合の両方を含んでお

るわけですが、これらを踏まえまして特別基準におきましては、証券化対象不動産の鑑定評価における鑑定評価額を求めるに当たって、DCFを適用しなければいけないというようにしております、あわせて直接還元法により検証するというようにしております。

次に、論点の5-2でございます。特に、前回、割引率の議論もさせていただきまして、割引率の取り扱いも含めたDCFの適用過程はどうなるのかということでございます。5-1のとおりDCFを適用しなければいけないということでございますが、その場合、鑑定士は依頼者から提供された割引率を、そのまま適用するのではなくて、経済状況とか、市場分析を十分に行って、利回り等も参考にしながら適用する割引率を決定していくということでございます。そういう意味では、適用の手法そのものを標準化ということよりは、むしろそれぞれの鑑定士さんのやり方の根拠、あるいは、計算過程等における説明性を高めていくということが、期待されているということかと思っております、その具体的な記載の例につきましても、少しイメージを持って議論していただいたほうが良いと思いますので、鑑定協会において実務とあわせて、速やかに検討していきたいと考えてございます。さらに3つ目の○でございますが、そのためには割引率も含めて、鑑定士が経済状況とか、市場分析等に精通していかなければいけないという課題がございまして、鑑定士の情報共有の推進が不可欠でありまして、これは、別途、特別基準の検討とあわせまして、鑑定協会においてもデータベースの議論というものも、進めていただいている現状もございます。そういうものも踏まえて、検討を進めていきたいと考えてございます。

次に、「DCFの収支項目の統一」でございます。論点6-1でございますけれども、収支項目の統一というのが、今回の大きなテーマの1つでございますが、それを導入いたしますと確かに継続評価等の場合に、施行前との評価との整合性が、とれなくなる場合がありますということございまして、これは本日ももし可能であればぜひご議論いただきたいと思っておりますけれども、これは非常に実務面では大きな問題かと思っております、ここに書いておりますのは、特別基準施行後は新たな収支項目を、もちろん適用していただきますということでございますけれども、その収支項目の変更による混乱を防ぐために、過去の評価との継続性に関する依頼者からのオーダーというものについて、実務面では混乱のないように対応していかなければいけないと思っております。そういう意味では、もう実務指針の検討、あるいは、特別基準の導入に当たっての経過措置的な検討も必要かもしれませんけれども、そういうあたりをきちっと今後やっていきたいと思っております。

6-2は、ちょっと今回NOIを導入するというので、NOIであれば資本的支出とか、そういうものを外出ししておりますので、売りやすい価格を出すという批判が、想定されるのではないかとご指摘もございますが、それにつきましては、収支項目にNOIを導入しているんでございますけれども、鑑定評価額は資本的支出と一時金の運用益を加味した、純収益から割り出すものでありまして、ちょっとこれは私どもの説明不足の点もございますが、そこは問題ございませんということを整理しております。

6-3、これは前回、ご議論、ご指摘もございましたけれども、信託報酬とか、SPCの管理費用とか、AMフィーなどについて、ちょっとばらつきがあるけれども、今回どうするんだというご指摘につきましては、今回の特別基準でも収支項目には含まないものとして整理して、そこを特別基準でも明確にしたいということを考えてございます。

6-4は、ホテルとか商業施設とかアセット型の収支項目というのは、今、検討しているものとは少しアレンジする必要がある、あるのではないかとご意見がございます。これにつきましては、ちょっと私どももよく実務の状況もお聞きしないとあれなところもございますが、事業収益の予測を賃料に集約してDCFを適用するような場合であれば、今の賃料ベースの収支項目を適用するというケースもあると思うんですけれども、ただ、いろいろなケースがあると思いますので、そういう多様化の進展にかんがみまして、実務指針のレベルで速やかに検討していきたいと思っております。これにつきましては、今回の特別基準とあわせた実務指針の第1段というところでは、なかなかここまでこなすのは難しいかもしれませんが、その後、速やかに検討をしていきたいと思っております。

最後、6-5でございますけれども、DCFの収支項目に適用する数値の定義でございます。定義の細目のところを鑑定評価の実務の現状だけではなくて、将来の情報流通面の効果も視野に入れるべきであるというご意見もいただいております。まず出納ベースのデータと対応した細目、それを踏まえた収支項目の定義を、特別基準と実務指針にまたがって定めるということは、鑑定評価の実務の上からも鑑定評価の信頼性の向上、あるいは、市場のスピードに対応した鑑定評価の実施という観点から、お互い依頼者と鑑定士が共通の認識を最初から持っているというところは、そのスピードに対応するというところは、非常に大事だと思っておりますので、そこは鑑定評価の実務上からも、有意義なことであるということをおに書いてございまして、収支項目の定義の細目につきましては、2月の検討小委員会でぜひ報告をさせていただきたいと思っております。これに当たりましては、PM業者さんのご意見とか、関係者のご意見を聞きまして、さらに、多分、実務上は日々

更新されていくという世界ではないかと思っていますので、定期的にフォローアップを行って、必要に応じて検討・見直しを行っていくとさせていただきます。さらに、策定された特別基準とか実務指針で、できれば鑑定評価の実務の枠を超えた、その外の世界も含めた情報の共有方策というところに、つなげていきたいと思っています。そういう意味では、別途、検討の場を設定していく必要があると考えてございます。

資料1の論点のところは以上でございます。

続きまして、資料2で「証券化対象不動産の鑑定評価特別基準（素案）」のご説明をさせていただきます。これは、前回、説明資料といえますか、ベースで説明されていたところと、基本的に同じ流れでございますけれども、この文章でそのままご説明させていただくのは、今回初めてでございますので、ちょっと詳しくご説明をさせていただきます。

まず最初、Iで「本基準策定の背景」というところでございます。1つ目の○で書いてございますのは、不動産証券化市場の規模の拡大であるとか、そういうことで鑑定評価が依頼される場面が非常に複雑化、加速化しているということを書いてございまして、資産流動化法でありますとか、投信法における鑑定評価の義務づけ等によりまして、有価証券の目論見書に記載される、あるいは、写しが提示されることがありますという中で、投資判断を行うための開示情報としての、重要性が高まっているということでございます。不動産証券化市場の広がりや成熟が見られる中、多数の投資家に甚大な影響を及ぼす可能性があるという、状況認識を書いてございます。2つ目の・では、不動産証券化市場を支える基盤として、不動産市場のみならず国内外の金融市場や、証券市場とも密接に関連するという中で鑑定評価を行い、投資判断に役立てていくということが求められているということを書いてございます。

その次の○は、そういう状況の中で、鑑定評価の手順が非常に複雑化して、説明責任が高度化するということの中で、鑑定士に求められる知識と経験が非常に高度化かつ広範化しております。依頼者の理解と協力なしではやっていけないという、あるいは、ER作成関係の方のような、それだけではございませんけれども、他の専門家との連携が不可欠になっているということでございます。不動産証券化市場を支える一員として、金融・証券化関連も含めた広範な知識等が求められまして、それを正しく理解して活用できる専門職業家の育成が、必要だということを書いてございます。その次の○は、1つの今回のポイントでありますDCFにつきまして、重要な評価方法であるDCFにつきまして、複数鑑定評価書の比較容易性、あるいは、キャッシュフロー予測や利回りのついで説明の精緻化等

が、喫緊の課題であるということを書いてございます。最後の○のところでは、これらの課題を解決を図るとともに、言ってみれば実務の適正かつ的確な遂行を図ることを目的とする。さらに、ページをまたがりまして、情報共有とか研修というような、そういうある種環境整備的なところの積極的な推進、さらには、鑑定士さん独自の不断の研鑽を通じまして、鑑定評価制度の信頼性の向上につながるということを書いてございます。

Ⅱでございませけれども、「証券化対象不動産の鑑定評価の基本的姿勢」ということで、①が「この基準を適用する範囲」というところでございます。範囲につきましては、次のいずれかに該当する不動産取引の目的である不動産、または不動産取引の目的となる見込みのある不動産、不動産受益権に係る不動産を含むということでございます。そういう意味では、目的となる見込みのあるということでございますので、時系列的に申しますと、見込みのところから、目的であるということと再評価のところまで、含んで規定しているというものでございます。

それで適用範囲としましては、ア・イ・ウがございませ。アは、資産流動化法に規定する資産流動化と、投信法に規定します投資信託に係る不動産取引と、投資法人を行う不動産取引に係る不動産ということでございます。イは、不動産特定共同事業法に規定する、不動産特定共同事業契約による不動産取引に係る不動産ということでございます。最後に、金融商品取引法でございます。これは限定的に書いてございませけれども、有価証券とみなし有価証券で対象にするものがございませということ、ちょっとこれだけではわかりにくいので、資料3のこのところだけ、あわせて見ていただきたいと思いますけれども、資料3の3ページでございます。

今のア・イ・ウのところを3ページのところは、真ん中のあたりの具体的な適用範囲というところに落としてございませ。金融商品取引法に規定する有価証券の関係では、14号と16号ということでございますので、これは何かと申しますと、受益証券発行信託の受益証券と抵当証券というところが入ってございませ。次に、みなし有価証券のほうでございませけれども、これが2項の1号・3号・5号ということでございますが、信託受益権、合同会社等の社員権、5号というのが、一番、集団的投資スキームの持ち分のところを、規定しているところでございますが、民法上の組合、商法上の匿名組合等というところで、引いているところございませ、これで不動産を対象とする証券化のところは、カバーできるのではないかと考えてございませ。

本文に戻っていただきまして、その下の○でございませけれども、この範囲につきまし

て特別基準に従って鑑定評価を行ったときは、鑑定評価報告書にその旨を記載しなければいけなというところがございます。3つ目の○は、適用範囲外でありましても、その趣旨をこの基準に準じて鑑定評価を行うよう、努めなければいけないというところを規定しておりますが、この「準じて努めなければいけない」というところが適用範囲になる、特別基準の適用そのものになるということではないという意味では、先ほどご説明したとおりでございます。

さらに、その次の下のところがございます、「不動産鑑定士の責務」というところがございます。1つ目の○は、広範な投資家等に重大な影響を及ぼすこと、あるいは、鑑定評価に対する社会的信頼性の確保についての、重要な責任ということを踏まえて、鑑定士が最大限の配慮を行わなければいけないということを書いているところがございます。2つ目の○は、鑑定士だけではあれでございまして、依頼者の関係をきちっと構築していかなければいけないというところを書いてございますけれども、資料、手順等依頼者に説明し、理解を深めて協力を得るというところ、あるいは、証券化対象不動産の証券化等が円滑に行われるように、これは決して拙速にという意味ではございませんけれども、十分にそういう市場のスピードにも配慮して、やっていかなければいけないということを書いてございます。さらには、一番下のところから次ページにかかりまして、依頼者とか利害関係者がその内容を容易に把握・比較できるように、記載方法等を工夫して資料等を明示しなければいけないということを書いてございまして、このあたりはいわゆるプロの方の使い勝手みたいなものに対しても、鑑定評価書の側からも非常に工夫しなければいけないんですというところを、記載しているつもりでございます。

その次の、3つ目の○といいますか、3ページの最初の○のところは、証券化対象不動産の鑑定評価に当たりましては、複数の不動産鑑定士が共同して行う場合があるということでございます。今までの鑑定評価基準は、基本的に1人の鑑定士さんが1人の物件をやるということ、前提に書いていたと理解しておりまして、ここに複数の鑑定士さんが行う場合があるということ、導入したということでございます、それぞれの不動産鑑定士さんの役割を明確にして、情報を共有して密接な連携の中で、遂行していかなければいけないということでございます。これは実務指針の中でも、ここを受けてどうするかということは、1つの課題になろうかと思っています。

次に、Ⅲで処理計画の策定というところで、「処理計画の策定に当たっての確認事項」というところがございます。ほんとうに①のところ非常に重要なところだと思っております。

して、とにかく今回のものは鑑定士さんが証券化スキーム理解して、しかも市場の求めるスピードで、拙速にならないように、でも、きちんとスピードに対応してやっていかなければいけないというところを、最初にいかにきちんとできるかというところでございますので、ここは非常に大事なところだと思っております。1つ目の○では、あらかじめ依頼者に対して次の事項を確認して、それで手順を定めるんですと、適切かつ合理的な処理計画を策定をいたしますと。その不動産のスキーム自身は、まさに証券化のスキームを組んでおられるほうの側も、日々、試行錯誤をやりながら、ベストのスキームを目指してやっておられるわけですから、そういう意味では、鑑定士側の処理計画も変更するということが大いにあるべきでありまして、一度処理計画を策定したからそれでいいんだということでは、ないということを書いております。

確認することとしましては、アでございますけれども、鑑定評価の依頼目的、依頼が必要となった背景、ここは証券化のスキーム等をきちんと、あるいは、その状況をきちんと理解するというところでございます、先ほど出てきまして適用範囲のア・イ・ウのどれに当たるかということも含めて、きちんと確認をするということでございます。次は、エンジニアリング・レポートの入手時期ということで、入手時期ということがやはりスケジュールを、計画をつくるに当たっては、同時並行で進まざるを得ないということも、あるやに聞いておりますので、その入手時期をきちんと確認しておくことが、非常に大事だということでございます。ちょっと脇道にそれますが、そこでエンジニアリング・レポートの定義が書かれておりまして、建築、設備等に関する専門的知識を有する者が行った、証券化対象不動産の状況に関する調査報告書というふうに、エンジニアリング・レポートを定義をしているところでございます。

次に、エンジニアリング・レポートを作成した者からの説明が、あるのかないのかということでございます、これはありますと非常に理解が進みますものですから、これがあるかないかということを書き確認をしておきます。あるいは、内覧の実施も含めた実地調査の範囲その他ということになりまして、ちょっと細かいかなという印象を持たれる方も、おられるかもしれませんが、今まで、実際、我々、実際の実例なんかも聞いておりまして、このあたりを確認するかどうかというのは、非常に大事なポイントかと思っております、そこをきっちり明記したつもりでございます。

次に、②の「確認事項の記録」というところでございます、その確認を行った場合、これを鑑定評価報告書そのものを書くかどうかという議論も、あるのかもしれませんが

ども、さすがにちょっとそこまで書きますと、鑑定報告書が非常にヘビーなものになってしまいますので、この確認を行った場合のその記録につきましては、別途作成し保管するというので、年月日、複数でやることも踏まえていますので、そこに鑑定士の氏名、相手のどなたかということで氏名と、職業と書いておりますけれども、相手の所属とかお立場とかという意味でございますが、そういうものも書きます。処理計画にどういうふうに反映したか、あるいは、変更があった場合については、どういうことだったのかということ、きちんと書かなければいけないということでございます。

あわせて、③でございますけれども、依頼目的、証券化関係者との関係というところでございます。まさにここはスキームの全体像を、きちんと把握しておくということで、関係者が多岐にわたり利害関係が複雑になることも、多いということでございますので、その依頼目的とか背景を、先ほども出てきましたが、そこを改めて確認的に詳しく書いているところでございますけれども、利害関係に関する次の事項を評価報告書に、記載しなければならないということで、利害関係者—オリジネーター、アレンジャー、アセットマネジャー、レンダー、たくさんございますが、そういう証券化関係者と依頼者との関係、その資本関係、取引関係の有無やその内容、その他特別な利害関係があるのであればその内容というところを、きちんと書いていただくということが必要かと思っております。

次に、IV番のところで「証券化対象不動産の確認」というところでございます。対象不動産の確認でございますが、1つ目の○で、実地調査についてはあらかじめ、依頼者の理解を得なければいけないということでございます。これは鑑定士さんが勝手にその現場に行くということであれば、なかなか見れる範囲が乱れてしまいますので、その理解を得てその立ち会いのもと、内覧の実施も含めた実地調査を行うとともに、管理者からの聴聞—ヒアリング等を権利関係、公法上の規制、アスベスト等の有無等を、確認しなければならないということでございます。

実地調査につきましては、鑑定報告書に記載をするというところを下に書いてございますが、年月日、先ほどと同じように鑑定士の氏名、相手方の氏名と職業、確認した内容、実地調査の一部を実施できなかった場合においてはその理由、ここでは内覧がやむを得ずできない場合があるというのを前提とした、一部を実施できなかった場合があるということを書いてございます。

次に、V番でございます。「エンジニアリング・レポートの収集、整理及び検討」でございます。1つ目の○は、不動産鑑定士は依頼者に対してエンジニアリング・レポートの

提出を求めて、その内容を分析・判断した上で、採用しなければならないということでございます。提出がない場合とか、その記載された内容が鑑定評価で不十分であるという場合には、その理由、あるいは、エンジニアリング・レポートにかわるものとして、みずから行った調査の内容について鑑定評価報告書に、記載しなければいけないということでございます。ですから、求めるというところは必須なのでございますが、最終的にない場合はあり得るということでございまして、2つ目の○で、そのような不十分な場合が多い場合というのを例示しておりますが、その例示としましては、既に鑑定評価が行われたことがある証券化対象不動産の再評価をする場合、あるいは、証券化対象不動産が更地である、取り壊す場合も含めてだと思えますけれども、等があるということを確認的に特別基準でも書いてございます。

②が、エンジニアリング・レポートを鑑定士さんが、検討するというところでございますけれども、エンジニアリング・レポートの内容についての判断と根拠について、鑑定評価報告書に記載しなければいけない。少なくとも次の項目について、鑑定評価報告書に記載しなければいけないということで、鑑定評価報告書に記載するに当たっての必須項目を表でまとめてございます。项目的には、複数でやる場合もございますので、担当不動産鑑定士の氏名、あるいは、役割分担。エンジニアリング・レポートの基本的属性、だれが依頼したものか、あるいは、受託者、受託されたときはだれか。作成年月日、エンジニアリング・レポートの入手経緯、一体その鑑定士はどこから入手、いつ入手したのかということと、作成者から説明があったのかどうか。不十分だと認めるに至ったのであればその理由です。

次に、エンジニアリング・レポートの記載項目のうち、鑑定評価に必要な事項として確認された内容を書く。法令遵守状況調査、修繕計画、耐震性調査、地震リスク、環境リスクと書いてございますが、ちょっと先ほども説明しましたが、耐震性調査については、耐震性の結果そのものをここで書けるというよりか、むしろ耐震性に関して既に耐震診断が行われているのかどうかとか、そういう確認した状況が、記載できるのではないかという意味での耐震性調査でございます。6ページでございますけれども、鑑定評価におけるエンジニアリング・レポートの活用、ここはある意味で一番大事なところでございますが、記載内容を採用した場合の根拠、あるいは、採用しなかったり、加工した場合の根拠というところを書く。その他で再評価の場合の特記事項というのがあり得るかと思えます。

次に、③でございますけれども、エンジニアリング・レポート作成者との密接な連携等

ということで、これはやはりエンジニアリング・レポートのご懸念、やはりその依頼者とエンジニアリング・レポートの作成者と鑑定士のトライアングルの関係が、うまくいくのかというご懸念があつて当然だと思いますし、それは日々努力していかなければいけないわけですが、そういうことも踏まえまして、ここにあえて不動産証券化市場の環境の変化に対応して、内容の改善・充実が図られていくということで、作成者と鑑定士の密接な連携を図りつつ、理解・評価能力を向上させるための研鑽に、努めなければならないということを書かせていただいております。

次に、VI番でございますけれども、「DCF法の適用」ということで、先ほども出てまいりましたが、この証券化対象不動産の鑑定評価における収益価格を求めるに当たっては、DCF法を適用しなければならない、あわせて、収益還元法を適用することにより、検証を行うことが適切であるということでございます。適用過程の明確化ということで、1つ目の○は、ちょっとくどくどと書いてございますが、ア・イ・ウで入手した収益または費用の額その他資料を、そのまま採用した場合、あるいは、修正等を加えた場合、あるいは、みずから入手した資料を採用する場合について、その判断の根拠や妥当性を明記しなければならないと書いてございます。

さらに、次の○でございますが、利回り、割引率、利益及び費用の将来予測等を査定した、個々の項目等に関する説明に加えまして、個々の項目の説明に加えて、それらを採用して収益価格を求める過程とその理由について、経済事情の変動の可能性、論理的な整合性等を明確にしつつ、記載しなければいけないということを書いてございます。その後、「また」以下は、不動産証券化対象の鑑定評価を行う場合にあっては、複数でやる場合が多いということが想定されますので、利回りとか割引率とか、将来予測のところの論理的な整合性を図る、説明責任の向上を図らなければいけないということに記載をしてございます。

1枚めくっていただきまして、7ページでございます。そこはDCFで査定した収益価格と、直接還元法とその他の手法との関連性を明確にしながら、記載しなければいけないということを書いてございまして、その次の○は、DCFの適用については、今後、さらにいろいろな技術の進展も見られますので、その辺の精緻化についての自己研鑽に努める、説明責任の向上も図るというところを書いてございます。

②のところは、収支項目の統一でございます。DCF法の適用による営利項目を求めるに当たりましては、連続する複数の期間にごとに、別表1の収支項目の欄に掲げる項目に、

区分して記載しなければいけないということでございまして、そのときの定義は定義の欄に掲げてある定義でございますということで、8ページを飛ばしていただいて、最後の別表1でございます。ここが収支項目とその定義ということでございまして、ちょっと細かい説明は省かせていただきますが、この定義そのものも最終形ということではございませんで、ちょっと今後の実務指針であるとか、あるいは、鑑定評価書の記載例との検討ともあわせまして、その定義をセットするに当たっては、その下にぶら下がる出納ベースのデータといいますか、その細目とあわせて見比べて、個々の定義をセットしなければいけないと思っておりますので、ちょっとそういう作業を踏まえての、まだ現在の案ということでございますけれども、特別基準においてはこの程度規定をするということを想定しております。

7ページに戻っていただきますと、最後の○でございますけれども、さらに最終形にはDCFの収支項目と定義だけではなくて、記載の様式の例というもの、すなわち複数年度にわたるDCFのシート全体を、例として添付したいと思っております、これはちょっとまだ本日は間に合っておりませんが、最後のセットのところまでには作成をしたいと思っております。さらに、先ほども出てまいりましたが、アセット型とか、不動産の用途、類型等に応じて実務面での工夫というのが、必要だろうということを規定してございます。

最後、8ページでございます。施行の時期はまだ○○になってございますけれども、速やかに検討を進めまして、年度内に案を決定させていただいて、夏ごろには何とか施行というところを持っていきたいと思っておりますが、ただ、先ほどの継続性みたいな話もございまして、施行段階の留意事項みたいなもの、あるいは、周知がきちんとできるかという話もございまして、そのあたり何をやらなければいけないかということも踏まえまして、慎重にここを判断したいと思っております。さらに、ほんとうに最後の○は、フォローアップでございますけれども、あえて書かせていただいておりますが、この不動産証券化のところはほんとうにエンジニアリング・レポートの関係も含めて、一たん決めたからそれで終わりという状況にはしてはいけないと思っております、毎年1回程度、この基準に基づく実務の状況について検討を加えて、この特別基準そのものの改定も含めて、必要があれば所要の措置を講ずるものとするということを、明記しているところでございます。

済みません、ちょっと長くなりまして、以上でございます。

【村木委員長】 ありがとうございました。

それでは、ただいまの事務局のご説明につきまして、ご意見いただきたいと存じます。

まず巻島委員から資料の提出をいただいておりますので、巻島委員、よろしく願いいたします。

【巻島委員】 右肩の資料4、要望事項ということで、提出させていただきました。簡単に説明させていただきます。

一番最初の3行ですが、証券化対象不動産の鑑定評価の手順等を明確にすることにより、鑑定評価の信頼性の向上を図ることは必要なことであり、今回の特別基準策定は望ましいことであると思います。

2つ目の段落でございますが、鑑定評価は投資家が不動産証券化商品に対する投資判断を行う上での、1つの材料としての性格を担うようになっているとともに、あわせて、組成者たる依頼者が評価額のみならず、そこに至るプロセスと判断の根拠を、みずから商品組成なり価値判断のための、意思決定を行う上で重要な参考資料となっています。この2つの面をあわせ持っているというところに、1つの問題もあるという気もいたしますが、いずれにしても、それぞれ重要なものになっています。したがって、鑑定評価基準のミニマム・リクワイアメントを定めることは、その信頼性の向上によって、不動産投資市場の拡大に不可欠であると思います。しかしながら、ミニマム・リクワイアメントですので、実務に与える影響や制約も大きいわけで、実務の実情を適切に反映したものであるように、お願いしたいというのがこのペーパーの趣旨でございます。

では、幾つか具体的な点でございますが、4点申し述べたいと思います。第1が、プロ私募ファンドの場合の除外と申しますか、選択の自由と申しますか、それに関してでございます。現在の不動産証券化市場は、プロ私募ファンドが大きな割合を占めております。鑑定評価書も、デューディリジェンスの中のエンジニアリング・レポートも、各プレーヤーがその場合にはプロとして、自己責任に基づき活用しているわけでございます。極端に言いますと、投資家が1人のファンドもありまして、先ほどの話に戻りますけれども、同じ鑑定評価書を運用者と投資家がそれぞれの立場から両方利用するという前提で考察されていると思うわけですが、そのような例えば大きな金額の投資家が1人のファンドの場合には、アセットマネジャーが不動産鑑定評価書をとるまでもなく、投資家の側が自らつながりの深い信頼する鑑定士に、鑑定を依頼する場合も多いわけでありまして。同じようにレンダーの場合にも、自ら鑑定評価をとる場合もある。

そういうことで、プロ投資家ということを考慮して、プロ私募ファンドの場合には、みずからの方針による選択の自由、例えばここは正常価格で価格が見たいんだとか、特別基準で鑑定した場合には、特別基準で鑑定したという判こが押されるということでございますので、そのような自由度があってもいいのではないかなと思うわけでございます。除外規定というところちょっと言葉で誤解を与えかねないわけですが、関係者の合意がある場合には、選択の自由があることの方が合理的なのではないかということでございます、

第2点目が、保護すべき投資家が存在しない場合等の除外に関してでございます。これにつきましては先ほどのご説明で、基本的な論点の2-1でほとんど説明の必要がなくなっておりますので、例えば一番下の括弧の中に、ディベロッパーが100%の出資をしている場合ですとか、次のページの上から2つ目の、自己の所有する不動産を信託してその受益権を取得する場合とか、追加すべきものもありますが、先ほどのご説明でもう既に趣旨は尽くされていることと思います。

第3は、不動産特定共同事業商品の除外に関してでございます。現在、不動産特定共同事業の商品に関しては、法律上、鑑定評価が要求されておらず、実務的にも鑑定評価は行われておりません。事業者がみずからの責任において、評価した金額を運用報告書の中で投資家に説明し、開示しているわけでございます。オンバランス商品であるということもあり、事実上の事業者の保証がある商品で、これは除外していただきたいと考えております。

第4は、共通的な事項でございますけれども、特別基準がミニマムな手順を規定するものであるということで、そこに取り上げられるべき項目というのは、適切なレベル感が難しいわけですが、原則的な内容を規定する項目としたほうがよろしいのではないかと。「必要な例外」と、それから、「合理的な選択肢」の、2種類ミニマムリクアイアメントから外れるものが考えられるとすれば、「必要な例外」に関しては、わかりやすく例示的に特別基準の方に掲げ、先ほども更地の場合等そうなっておりますが、そのような形で特別基準を読めばわかるようにして、それから、手順としてはきちんと考えるべきなんでしょうけれども、その手順の中で合理的に違った選択をする方が好ましい場合にはそれは実務指針で定めるという、二段構造の説明をうまくつくっていただきたい、これがお願い申し上げます。

最後に、運用でございますが、周知徹底、それから、これからつくられる実務指針については、明確でわかりやすいものになることを要望したいと思います。以上でございます。

【村木委員長】 ありがとうございます。ただいま巻島委員からご指摘の点は、大き

く論点の2-1から2-5という、特別基準の適用範囲というところと、最後にご指摘がありました。共通事項というところがございますけれども、共通事項というのは取り上げる事項はできるだけ、原則的な大項目とすべきであるという、この基準全体のご意見でございました。今、これから約1時間時間がございますので、最初に、基準の適用される範囲についてご議論いただきまして、共通事項の4番目にご指摘いただいた点につきましては、最後のほうで一度まとめということで、ご意見いただきたいと思っております。

それでは、論点の2の点、この特別基準の適用範囲についてということにつきまして、どなたでも結構ですので、ご意見のある方、口火を切っていただけますでしょうか。

【野口委員】 よろしいでしょうか。

【村木委員長】 はい。

【野口委員】 巻島先生からのご意見をご拝聴したんですけれども、金融ファイナンスの世界では、最近、ファンド・オブ・ファンズというのが増えてきています。要はファンドが加工されて、それが繰り返されて、新しい金融商品に変わっていくということが増えてきていて、これは今後も増えていくんだろうと思います。原資産が見えにくくなっている、逆に言うと、最終投資家が見えにくくなっているということで、私どもロンドンでデールしようとした何かグローバルなファンドが、もとをたどっていったら日本の不動産であったとか、そんなことがあるんですね。ですから、当面のスキームとか、ストラクチャーから判断するのではなくて、できるだけ幅広く適用範囲を考えてもらったほうが、投資家から見るとありがたいのではないかなと、実務指針の中でそれは検討していただきたいなと思います。

【村木委員長】 ありがとうございます。ほかにご意見？

【横田委員】 今の意見、賛成でして、ただ、一方で、巻島先生のほうからの意見もございましたとおり、証券化スキームのところでのもし除外を考えるとするのであれば、例えば金取法のと看でもよく議論があった話かと思っておりますけれども、例えば出資者が受動的な立場ではないケース、パッシブなケースは守ってやる必要ありますが、例えば能動的に全員がその事業に取り組むような出資者の場合というようなケースは、ある程度、投資家保護という観点を外しても、いいのかなという気がしています。

ただ、そういう場合であっても、証券化スキームというのはやっていく過程の中で、いろいろ最終ゴールまで変わっていくことがあるので、そういう中での鑑定士が評価をしていく過程において、これが不当鑑定処分というような基準にもなっていくことを考える

と、自分たちが評価したときにはどのようなスキームであったのか、もしそのスキームが将来変わるのであれば、評価額は変更される可能性があるといった、そういうような免責条項ではないですけれども、そういうものもあわせて記載をしていく必要があるのかなど。そう記載されていることによって、その評価書を使われる当事者以外の方についても、警鐘を鳴らすような役割も果たすと思いますので、そういうところを押さえていけば、ある程度、不要な部分をカーブアウトしながら、全体としてきちっとした適用範囲になっていくのかなと思っております。

【村木委員長】 ありがとうございます。それでは、磯尾委員。

【磯尾委員】 基準では、すべての鑑定評価の依頼にあたり、まず証券化スキームを想定しているか否かの確認が必要とされており、受付時に不動産鑑定士は、証券化対象不動産の証券化スキームを十分に確認することが必要であるということですが、その不動産鑑定士が依頼者に確認する際に、まず依頼者からの依頼内容を明確に示していただくことが必要で、どのような方法で表明していただくかが、この適用に当たっての実務上の混乱を避けるためにも、非常に重要ではないかと思われま。また、依頼者と証券化関係者との資本関係又は取引関係の有無及びこれらの関係を有する場合にあっては、その内容を鑑定評価報告書に記載することとなっている点でも、不動産鑑定士が依頼者に確認して初めて分かることであり、その内容は依頼者のみわかっていることで、依頼者の協力なくしては非常に難しいと思います。また、証券化スキームの確認についても、同様であり、鑑定士が確認し、その理解を高めるということは重要なことですが、やはり依頼者側からその証券化スキームの内容を表明していただくということが、非常に重要なことではないかと思ひます。これらの点については、受付時の依頼書を提示してもらい、これにこれらの点を明確に依頼者により記載していただくことが必要かと思ひます。後日、鑑定士の理解がどの程度であったかということ、裏づける証拠としても有用と考えられます。また、依頼者といっても単なる担当者であり、スキーム等の理解が乏しいケースがございますので、それは会社としての依頼者側としての適正な内容の表明を行っていただき、鑑定士側の理解を助けるためにも、そういう点が非常に重要であると思ひますので、繰り返しになりますが、依頼者側の協力があつて初めて、正確な依頼内容の確認ができることとなると思ひます。

【村木委員長】 ありがとうございます。では、山下委員。

【山下委員】 皆さんの意見と重なる部分もあるんですが、基本的に今回の特別基準の

(素案)で示されていることについては、依頼者側のご協力、もちろん大事なことが大前提ですけれども、どちらかというところ、鑑定側の作業をどこまで細かく手順を規定してという部分のほうが多く、むしろ鑑定士側がかなり手数をかけなければ、通常の鑑定よりも部分が多くて、依頼者側の方々に対して証券化取引を、若干、手続に時間がかかったり、コストがかかるというような面で阻害するという要素は、実態問題としてはあまりないのではないかと個人的に思いまして、ただし、確かにエンジニアリング・レポートをデュエティリジェンスの中で、どこまで取得するかという問題は、依頼者サイドの方々のデュエティリジェンス手続とも鑑定側が絡みますので、そのところの調整をどうするかという論点はあるのかなと思いますけれども、全般的にこれを例えば適用する必要がないんじゃないとか、プロ・アマ区分とか、一定のスキームについてというご指摘いただいています。が、あまり実態問題として鑑定側にも作業が多くなって、依頼者側の方々に云々という部分は、少ないのではないかなと思います。

【清水委員】 ちよっとよろしいですか。

【村木委員長】 はい。

【清水委員】 もっと根本的なところでお伺いしたいのですが、特別基準と呼びますと何か特別な負担が鑑定士さんのほうに付加されるというトーンで議論が進められている気がいたします。従来の評価の手続と比べて何が特別なのか、今まで実施されてきました鑑定評価書が、この特別基準が適用されることによって、どのような変わってくるのか、鑑定士さんに追加的にどのような負担がかかってくるのかということをお伺いしたいと思います。適用範囲ということで考えると、例えば大手町のAクラスビルを所有していて証券化を前提としない場合において鑑定士さんに鑑定評価を依頼したときに、証券化を前提するときとで何が変わってくるのかというケースで教えていただければと思うんですが。

【山下委員】 今回の私の発言も関連するご質問なので、お答えいたしますけれども、基本的に我々が鑑定をやる上で進まなければならない手続というのは、これによって、多分、証券化になれている鑑定会社であれば、あまり変わらないのかもしれませんが。ただし、今まで不動産鑑定評価基準等の中で、どこまでレポート上に書いているか、どこまで何を明確にしていくかといったところが、今までよりは精緻というか、細かく規定されていますので、今まで省略して書かなくてもよかったところは、書かなければならないとか、そういった意味では、リクワイアメントのハードルはちょっと上がっているのかなと。実態面は、多分、実務にかなり携わっているところについては同じで、報告書なりのどこまで細

かく書くというところだけが違うのかなと思います。

【清水委員】　そもそものこの議論のスタートというのが、これから証券化マーケットで大きくなっていくことが予想される中で、作業効率をいかに高めていくか、さらには、信頼性のある鑑定評価、いわゆるある意味で不信感がある中で、それをどのように改善していったら良いのかというところにあつたと思っています。特別基準の議論を聞いていて、すごく特別な負担を鑑定士さんに対してこれからかかってくるので、それを何かどうしましょうかみたいなことが、適用範囲の除外とか、そういう議論になってくるかと思うわけですが。しかし、本来あるべき姿に戻るだけということであれば、適用除外というのは本来あるべきではないではないかと。現在において、鑑定士さんの評価のレベルにばらつきがある、そのばらつきがある現状をある程度統一的に、本来あるべき姿を示すことによって、底辺を押し上げていくんだというのが、ミニマムということだと思っておりまして、議論の出発点によって随分議論が変わってくるのなかという、感想をちょっと思ったものですから、何がちょっと一体変わるのかということに疑問がありました。

もう一点、ちょっと素人なんで教えていただきたいんですけども、証券化のスキームが変わることによって価格が変わることについてお教えいただきたいと思います。スキームによって正常価格が変わってくるというのが、経済学者としては非常に何かわかりにくい。本来、あるべき価格というのは、我々は均衡価格という概念しかないものですから、スキームによって不動産の価格がなぜ変わるかというところが、ちょっとまたもう一点、どなたかでも結構なんですけど教えていただきたいんですが。

【村木委員長】　横田委員。

【横田委員】　多分、私がさっきコメントした、スキームが変わるといふか、価格が変わる可能性というのは、この特別基準の範囲がまず明確に定まったという前提の下、その範囲外としてスタートして、例えばエンジニアリング・レポートも、一部が入手ができてないというケースが、仮にスキームが固まっていく過程の中で、かなり詳細レベルのエンジニアリング・レポートが、必要になってくるようなときに、当然、得られる情報量というものが変わってくるので、例えば大規模修繕費1つとってみても変わってくるのであれば、価格が変わっていくということで、コメントをしたわけであって、今、清水先生おっしゃるように、本来あるべき価格というのはどういう形であれ、1つであるという概念を否定するような話ではないということです。

【清水委員】　ちょっと先ほど少し違和感があつたのが、評価依頼の目的を明確にする

ことによるということによって価格が変わることとか、スキームが変わることによってそれは情報の量によって、価格が変わるかということであるならばいいわけですがけれども、本来、価格が売り手、買い手それぞれの依頼者によって、価格が大きく変わってしまうとか、そういうことそのものが不信というところに、つながっているのではないかなと思いますので、そういうものをある程度何か公然と、こういうところに入れていくということ自体、鑑定評価そのものが随分依頼者の目的によって、価格が変わってしまうんだということを、認めることになってしまうような気がしたものですから、ちょっと違和感がありましたという感想を含めてでございます。

【村木委員長】 わかりました。

【奥田委員】 この特別基準で変わるところという点については、山下さんが言われたことで、基本的には全くそのとおりでと思うのですが、依頼者サイドにとっては、今までは依頼目的など、依頼をする際にあまり詳細にスキーム等の説明をしなくて、依頼をしていたケースというのが、特に私募ファンドさんの場合に多かったと思うのです。それがこの特別基準だと詳しく説明をしていただくことが前提になる、それを評価書にこういうスキームですということを、書かなければいけないということになるというところは1つ大きいのではないかと思います。多分、今まではあまり細かく依頼目的を説明せずに、例えば資産評価なり担保評価という形でとった評価書をいろいろな目的で使うというケースが、多かったのではないかとも思います。例えば1つの鑑定評価書をいろいろな局面で使える。それに対して依頼目的が明確になっていってしまうところが、大きいと思われます。

その他にも従来のやり方で若干あいまいになっていた部分を、今後は1つ1つもう少し明確にしていきたいと思います。鑑定評価上の扱いも例えば依頼者が提示した数字をそのまま使ったのか、それとも鑑定士が判断したものかということ、明確に書きましょうということ、明らかにする。今までは使ったのか、使わないのかがあいまいだったところ、グレーだったものをきちっと、明確にしていくというところが違う。

【村木委員長】 はい、ありがとうございます。ほかに一般的なご意見でも結構ですから、この適用範囲について何がございませんでしょうか。

それでは、ここの案文の（素案）のほうの、「この基準を適用する範囲」というところで、ア・イ・ウというところで3つの類型が示されておりますけれども、こういう基準の分類をして区分することについて、できればちょっと法律の面から、神作先生から何かご意見いただけませんでしょうか。

【神作委員】 この（素案）の2ページのところでございましょうか。

【村木委員長】 はい、2ページの、はい。

【神作委員】 私、2回公務のため欠席させていただいたので、その間の議論と整合性が無い可能性もあるのですけれども、特別基準を適用する範囲が基本的に流動化法ですとか投信法、あるいは、不動産特定共同事業法、それから、金融商品取引法で新たに規定されました集団投資スキーム、これら特別法およびスキームに着目した視点から特別基準の適用範囲を画するというのは、法律家にとっては非常にわかりやすい考え方だと思います。他方、ウに入っております金融商品取引法は、法律自体がむしろこれまでの法形式に着目した限界を打破し、経済実質をできるだけ法的な徴表に取り込んでいこうという考え方から今般再構成されましたので、一たんこの枠組みに入った以上は、ア・イ・ウの3つを特別基準の適用範囲にするというのは、法律家の観点からすると、理解し易く、かつ、比較的明確な基準だということになるのではないかと思います。

先ほど巻島先生から特別基準の適用範囲について、ご意見がございましたけれども、冒頭のところ、1ページのところに特別基準は、単なる投資家保護、投資判断を行う上で重要な材料であるというだけではなく、むしろスキームの創設に至るプロセスと判断の根拠という観点からも鑑定評価は重要な役割を果たしているとの記述があるところから、特別基準による鑑定評価の枠組みは、単に投資家保護という役割を超えた鑑定評価の流動化・証券化スキーム等の信頼の基礎を支えるという意味もあるように思います。さらに、ファンズ・オブ・ファンズのように、いろいろな商品が組み込まれて組み合わせられていくという状況の中で、アメリカにおきましても、私募ファンドについても法律上はディスクロージャーを義務付けないけれども、できるだけディスクロージャーを広げていくような、そのような方向の指導がなされているということも伺っております。日本の場合には、いわゆるプロに分類されるような投資家であってもほんとうにみな洗練された者と理解して良いのかという問題もあるかと思しますので、私も個人的な意見としては、特別基準というのは、もちろん全くその例外を認めないという趣旨ではありませんけれども、基本的には広く網をかぶせ適用していくというのが、基本なのかなと感じております。

【村木委員長】 ありがとうございます。それでは、ほかにご意見ありませんでしょうか。先ほど……。はい、済みません、巻島先生、どうぞ。

【巻島委員】 ご指摘いただきましてありがとうございます。神作先生、それから、奥田先生のご意見なんですけれども、確かに鑑定評価の目的というのを考えたときに、範囲

の問題とその鑑定評価をとる目的で、先ほど担保評価の目的でとるとか、資産評価の目的でとるとか、それから、運用者としては何よりもデューデリジェンスの一環としての、不動産鑑定評価であるわけでございます。また、不動産というのは取得してからの管理、たとえばバリューアップ、ある意味、不動産投資は究極のバリュー投資でありまして、自分で価値を高めていくことができるものでございますので、そういうバリュー投資戦略の基礎資料としても利用する。利用目的がいろいろあるものを無理にくくって、すべての場合に当てはまるような基準は一律的にできるのかなというあたりに確信が持てません。ミニマムですから、こういう手順は外してはいけないよというところは、定められるように思います。しかし、適用除外という誤解を与えるかもしれませんが、合理的な複数の路線とか、選択肢とか、何かそういうものがあるべきではないかなと思います。この後の議論になるのかなとは思いますが、そのように感じています。

【神作委員】 はい。

【巻島委員】 別に適用の範囲を定めることを否定しているわけではなくてですね。

【山下委員】 済みません。

【村木委員長】 はい。

【山下委員】 1点だけなんですけれども、抵当証券、この適用範囲の中の金融商品取引法の有価証券の中の1つの、抵当証券が範囲に入っていますが、そのところは、従来、鑑定協会のほうで抵当証券の鑑定評価にかかわる、実務上の留意事項とかを定めてきている関係もあって、そのあたりのちょっと特別基準の内容との、整合みたいなものは検討すべきかなと思います。以上です、

【村木委員長】 ありがとうございます。それでは、先ほど論点整理のほうの基本的な論点のところの2-1で、ここに集約されているのではないかと思うんですけれども、「証券化スキームの関連しているような場合でも、実体的に判断した場合、特別基準を適用する必要がないケースがあるのではないか」というところで、山本指導官がご説明されましたように、実体的にこういう・の3つの例を挙げられまして、鑑定協会の実務指針において検討していきたいと書かれてご説明がありました。とりあえずちょっとここで範囲の問題につきましては置きまして、実務指針のほうで検討させていただきます。今、広く適用すべきではないかというご意見と、巻島先生の、依頼者の自主判断に任せていい部分があるのではないかというご意見と、大きくというか、2つのご意見がありましたけれども、これは決して対立するものではないと思うので、どこに合意点を求めるかということにつ

きまして、さらに実務指針のほうでも検討させていただきたいと思います。ちょっと時間の関係もございますので、ほかの論点についてまずご意見いただいた後、もし時間が余りましたらこの問題に戻りたいと思います。

それでは、基本的な論点に戻しまして、まず最初の特別基準の性格についてというところで、論点の1から3までですけれども、これについて何かご意見おありの方、ご発言いただけますでしょうか。

特にございませんか。それでは、論点の3-1、対象物件の確認についてというところで。

【奥田委員】 済みません、論点2についてよろしいでしょうか。

【村木委員長】 論点の2-2、2-3でも。それでは、2-2と2-3、2-4、2-5と、この2のところでご意見を。今、一番最初にご意見いただいたつもりだったんですけれども、残っているのであれば先にどうぞ。

【奥田委員】 多分、鑑定士の方は同じご意見かと思うのですけれども、論点2-3の3つ目の○のところの2行目の「証券化対象不動産の証券化等が円滑に行われるよう十分配慮する」と、ここの部分です。これは鑑定士も証券化の一プレーヤーですので、当然プレーヤーとして適切な対応をとっていくと、そういう趣旨で問題はないと思うのですけれども、これを特別基準に書くのはちょっといかがなものかというところがある。こういうQA整理では趣旨をもう少し具体的に明確化することが妥当だと思うのです。例えば今回の特別基準では、鑑定士の作業がかなり増えていくわけですが、その作業が増えていることにかかわらず、従来と同じ例えば期間で評価作業を行うことを、強制することになると、それが、結果、妥当な結果を導かないということにもなりかねません。特別基準の中でこういうふうには十分配慮しろということ、ミニマムな規定として書くのは、鑑定士の対応としては、ちょっとどうなのかなと。

鑑定士が行うべき責務というのは、本来、適切な鑑定評価を行うということが責務なはずであって、証券化の実務が円滑に行われるよう配慮するという、それが本来の趣旨ではないのではないかなと。もちろんそういうニュアンスもあるとは思いますが、メインな責務としては適切な鑑定評価を行うということではないかと思うのです。ですから、基準でここまで書く必要はなくて、もう少し証券化のプレーヤーとして行うべきものの考え方について、こういうQA方式のものの中で明確にしていくほうが、よろしいのではないかと思います。

【村木委員長】 ありがとうございます。この点についての、ここに書かれている趣旨については、十分、鑑定士側も一応わかっているということが前提でございますけれども、基準に書くかどうかということにつきまして、そういうご意見でございます。この点について山本指導官はどうでしょうか。

【鑑定評価指導官】 奥田先生もおっしゃいましたように、証券化プレーヤーの一員であるという中で、決して拙速に、無理なスケジュールということではございませんけれども、特別基準に書くにふさわしい事項であると思っています。鑑定士のほうが負担という話もございましたけれども、一方で、例えば収支項目の定義を統一して、依頼者側とも共通認識にさせていただくことによって、鑑定士さんの実務そのものがスピーディーに楽になると、それはすぐに実現するということでもないかもしれませんが、そういう要素も踏まえておりますので、奥田先生が趣旨はわかっていたいて、言っていたいていると思うんですが、まさに今回の特別基準が、従来の鑑定評価というものが、鑑定評価基準というものが1人の鑑定士さんが、時間も資料も十分にある中で鑑定を行うということが、基本的なトーンのような気がするのでございますけれども、今回はまさに証券化プレーヤーの1人であるという認識を、持たなければいけないということから、決して拙速であってはいけないというようなことについては、十分な配慮をした表現だと思っていますので、今の記述の程度であれば特別基準に明記していることが、大事ではないかなと思って事務局では用意いたしました。ご議論いただければと思います。

【村木委員長】 わかりました。今の点につきましては、書くか書かないかというだけの問題というか、大きな問題かもわかりませんが、ほかに？

【神作委員】 今、ご指摘のあった、円滑に行われるよう十分配慮するものとするというのは、現在の不動産鑑定評価基準の第1章の第4節の(4)、「不動産の鑑定評価に当たっては専門職業家としての注意を払わなければならない」という規定の中で十分に読むことができるのであって、かえってこれだけ取り出すと、ご懸念のような解釈をされてしまうというおそれがあるように思います。時間的な面についても十分に注意をしなければいけないというのは、特別基準の適用される場合に限らず、およそすべての鑑定評価に妥当する問題ではないかという気もしていたのですけれども、この点はいかがでしょうか。問題になっている規律は、第4節の(4)では読めないのか。一般原則で読めるのであれば、あえて特別基準で設ける必要もないように感じたのですけれども。

【村木委員長】 はい、ありがとうございます。ほかにご意見はありますでしょうか。

わかりました。では、このご意見があったということで、これは先にまた検討させていただきます。

それでは、ちょっと先ほどに戻りまして、3-1の「対象物件の確認」というところでは、何かご意見がございませんでしょうか。

ないようでしたら、次の「エンジニアリング・レポートの取り扱い」、4-1から4-5までの間でご意見はございませんでしょうか。廣田委員、お願いします。

【廣田委員】 これから実務指針をまとめていく話にもかかわるんですけども、幾つかありまして、まずここ以外もそうですが、この中で鑑定評価報告書という言い方と、鑑定評価書というところが、気になっているところです。それで、特にERの内容について整理したものを、鑑定評価報告書ということであれば何とかできそうだなと考えます。具体的に好ましい区別を申し上げられないので申しわけないんですけども、ただ、鑑定評価書となると、実はきのうも議論させていただいた中で、ほんとうに書けるのかというところがあります。そこは、別途、実務指針のほうの話の中で整理していく話なのかもしれませんが、特別基準の本文の中で鑑定評価報告書というのと、鑑定評価書というのが厳密に使い分けられているかどうか、再度気になりましたので見る必要があるかなと思います。

それから、これはかなり難しいところだと思いますが、そもそもERでいただいた内容というものは、繰り返し話が出ておりますが、一定の制約のもとでの情報のもとでのご見解ということです。それがあまりにも鑑定評価をする上で情報として足りなければ、鑑定評価できないという話にもなると思うんですけども、実際にはなかなかそういう場面ではなくて、何とかそれをもとに鑑定評価をしていくということになると、言ってみれば、先ほどの横田委員とか清水委員の議論の中で、情報の量みたいところで、ここまではわかったんだけど、ここから先、ほんとうのことはわからないみたいな話が、場合によっては鑑定評価の条件みたいなことになるような、鑑定士によってはですね、そのあたりで、この証券化関係特別基準が適用されるような評価に当たっては、評価条件という形でうたうというのは、非常に抵抗が多分あるだろうと思います。従って、そこが要因についての説明にとどまるような扱いになるのか、実務上、評価条件というような大きなところまで行くようなものなのか、そこに行けばまた依頼を断るべきなのか、つまり、追加の調査をいただければ依頼を断るべきなのかみたいところが、これから実務指針を書いていくに当たって、相当大変だなというか、非常に大きな重要な点だと認識しております。その前提となるのが、BELCAさんのほうで今ご検討いただいていますガイドラインのほう

で、実際、その鑑定評価のもとになるレポートというものの具体性といえますか、どういった考え方でどこまでやっていただけるのかというのにも、当然かかわると思っております。

それから、非常に細かい点であと1点だけ、どこかに、「有害物質の有無」という表現があったんですが、楠委員とか大森委員に確認しなければいけないんですが、要するに、通常、ERでは例えばアスベストにしても土壌汚染にしても、あるかないかというところまでは厳密には言えないと思いますので、その辺、有無と書かれちゃうとERサイドさんも困るのではないかなと思いますので、どこかに書いてあったので、その点だけ、ご確認をお願いします。

【村木委員長】 ありがとうございます。それでは、ERのことでございますので、楠委員と大森委員にもご意見いただきたいと思うんですけども、よろしいでしょうか。楠委員、お願いします。

【楠委員】 資料1の論点4（ERの取扱い等）で、1から「ER」に関して、十分書いて頂いておりますので、特別にご意見申し上げる必要性はないのかとも思いますが、4-2「ERの限界を踏まえて、鑑定士は対応する必要がある」と記載されておりますが、限界だけではなくて「範囲と限界」とご認識頂きたいとのお願いです。ご存じの通り、下にも出てきておりますが、エンジニアリング・レポートは複数のプレーヤーが、作成に関わっている事が多くございます。それによって範囲であるとか、そのER自体がどこまで何を指しているのかが大きく分かります。また、廣田委員からもお話がございましたとおり、特に環境系の場合、土壌関係であればフェーズ1からフェーズ3というものが明確に存在致します。アスベスト調査の場合に関しても、サイプリング調査を実施したのかしなかったのかに区分され、今おっしゃられたような有無というような判断が、どのような形態で行われたかというのが比較的明快に分かります。やはり、ERの限界だけではなくて範囲を明確にする事、又は、どのフェーズの調査であるかということの明示が、非常に重要な情報のポイントとなると思います。その部分の確認が鑑定士の方に、どこまでお願いできるのかという1つのチェックポイントだと思います。

あと、本当にまた細かい話で恐縮ですが、資料2の3ページでエンジニアリング・レポートの定義を、処理計画の策定のア・イ・ウ・エ・オ・カのところで、エンジニアリング・レポートの定義等を解説して頂いているのですが、建築物の固有性もありますし、環境面で、今申し上げたような、土壌も含めました環境的なものも、やはりエンジニアリング・

レポートのパッケージとしては、1つのメニュー化されておりますものでございますので、ここのご表現を皆様の言葉の中で統一して頂いた方が、宜しいかと存じます。「建築物、設備に関する」と言い切ってしまうと、非常に狭義になってしまう事が危惧されます。欧米の場合は、確かに環境レポートというのは、別冊になるケースが多くございますが、日本のエンジニアリング・レポートの場合、どちらかという、パッケージ化されているというのが一般的でございます。恐縮ですが、用語の統一含めまして、言葉の定義と、ERの範囲としては、各環境調査までを含んで頂いた方が、現状の日本国内のエンジニアリング・レポートという中では、正しく表現されているのではないかなと思いますので、勝手ながら、ご意見申し上げさせていただきます。

【村木委員長】 ありがとうございます。それでは、大森委員、何かございますか。

【大森委員】 資料の4ページの論点4-2でございますけれども、まず1つ目の○の下から2行目、ここで「記載を標準化するものであり」ということと、最終行で「ERの項目等を直接規定するものではない」、それから、2つ目の○印3行目で「必要な項目とは何かを案件ごとに検討し」という、ある程度、弾力的な扱いが可能だよというようなことが、今回、初めてこういう形で文章にあらわれてきているので、当初、私、第2回目から参加させていただいたときには、ミニマム・リクワイアメントという方向性が強かったにもかかわらず、このエンジニアリング・レポートに関しては、こういう選択が可能な方向に進んでいるので、これはさっき巻島先生がおっしゃっていたような、市場を円滑にというようなキーワードとも密接に関係していて、そういうものを阻害しない何か選択肢が、与えられつつあるのかなと思います。山本指導官も先ほどのご説明の中でおっしゃっていましたが、例えばこういう選択をしていく中で、当然、合理的かつ健全な選択をどういうふうにしていくかということが、実務指針の策定の中に預けられていったのかなと思いますので、そちらでもし意見を申し述べる機会があれば、ぜひ積極的にまたお願いなりをしていきたいと思います。方向性としてはそういう特にエンジニアリング・レポートに関しては、健全な意思のもとにある選択が可能なのかなと感じておりますので、特にこの方向で私は賛成です。以上です

【村木委員長】 ありがとうございます。ERにつきまして、エンジニアリング・レポートにつきまして、ほかにご意見はございませんでしょうか。最初に廣田委員からご意見いただきましたように、非常にこれを実務指針に落とすのは難しいところではございますけれども、できるだけ今のご意見を反映させていきたいと思っております。

それでは、その次はDCFの適用の明確化というところですか。これは5-1から6のDCF法の収支項目の統一というところも含めまして、ご意見をいただきたいと思うんですが、どなたかご意見はございませんでしょうか。

【奥田委員】 1点ですね、論点6-5の一番最後の○のところの「鑑定評価の実務の枠を超えた情報の共有方策」というところの、実務の枠を超えるというのはどういう趣旨なのか、よくわからなかったので、教えていただきたいと思います。

【村木委員長】 はい、山本指導官。

【鑑定評価指導官】 今回、鑑定評価の収支項目の定義を定めるときに、実際にPM会社さんなんかが持つておられる情報を意識して細目を持つておいて、将来的にはそこにデータコードみたいなものを付して、広い意味で情報共有を図っていくというような取り組みにも、つながっていく可能性がある、今回の取り組みだと思っております、その鑑定評価の特別基準という議論では、その実務のことを中心に検討すればいいんですけども、今後の証券化市場とか、鑑定というのも孤立した中であるわけではございませんので、そういう意味での情報流通に乗かっていくということが、そっちの外側の話だけではなくて、まさに鑑定評価の依頼を受けるという局面で、スピーディーにしていくようなところにもつながっていく。その中の話と外の話はまさに一体、裏腹であると思っておりますので、今回、せっかくこれだけご議論いただいて決めたことを、鑑定評価の中の話だけにとどめることなく、外に向けてもインパクトのあるような形で、情報発信していきたいという趣旨でございます。

【清水委員】 きっと私がお願いしたことなんですけれども。

【奥田委員】 そうですか。

【清水委員】 はい、今回、そもそものこの目的というのが、先ほども申し上げましたけれども、やはり不動産鑑定評価の信頼の回復ということだと思っております、何ら今まで例えばここにいらっしゃる鑑定士の先生方がやっておられたものと、特別大きく変わるものではないと私自身は認識しております。その中で、ただということで、人によって、鑑定士さんによっていろいろな人のばらつきが、非常に大きく出てきているものというのを、できるだけ小さくしていくというのが、1つの目的ではないかという問題意識がございまして、ばらついていいものと、ばらついてはいけないものというのがあるんだろうと思っております。ばらついていいというのは、例えばキャップレートや賃料、また費用の予測みたいなものというのは、当然、予測であり、また、市場でありますから、それは判

断が分かれても仕方がない部分であろう。ただし、NOIみたいなものは、人によって、ばらばらのものが出てくるということ自体少し違和感があるので、そこはきちんと統一していきましょうという点を目的としています。

もう一つ、そこを統一していくときに、よく鑑定士の先生方がおっしゃっていたことですけれども、情報を出していただけないと正確な鑑定評価ができない。我々は情報の受け手ですということをおっしゃっておられたかと思います。そうしますと、やはり鑑定の世界だけで閉じこもって情報のルールを決めても、情報が出てこなければ何もできませんよと、例えば今までと何も変わりませんよということになる。鑑定士の先生方の判断で収益なり、費用をまた見積もられていくということになりかねませんので、情報流通のルールを決めていくということを目指しています。また、もう一つ申し上げれば、鑑定の世界だけに閉じこもるだけではなくて、AM、PM、また投資家の方々ときちんと対応していくんだと、その共通のルールを持つんだというようなメッセージが、ここに入らないかなということでございます。

その中に何があるかという、逆に、鑑定士さんのほかの方々には例えば新しい規制をかけて、特別な負担を強いるということではないと思っております、証券化市場とのつき合い方の共通のルールを、この中で明確にすることによって、一緒に発展していく姿を描くのが、この特別基準の目標だと思っておりますので、唯一とっていいかもしれませんが、外の世界との方々との対話するものが、この情報流通の部分ではなかろうかなということでございます。当然、キャップレートとかいうところもあるわけですが、それは市場が決めることですので、ここは入り込むべき領域ではない。そして、先ほどから申し上げていますが、特別な負担、特別な負担となっているわけですが、逆に言うならば、私はこういうことが実現することによって、鑑定士の方々の作業効率が上がって、もっとスムーズに業務が展開されていくと考えます。以前に、巻島先生がご紹介されたアーガスの世界とか、そういう世界がまさにアメリカの世界でそうでありまして、もっとも今のご負担を、いかに少なくしていくのかというような議論ではないかと思っておりますので、それでちょっとそういう文言を入れていただいたのと、ちょっと先ほど申し上げたけれども、特別な作業負担が発生するということに対して、すごく違和感がいまだにあるということでございます。

【村木委員長】 ありがとうございます。山下委員、何かご意見ありましたですか。

【山下委員】 この特別基準を投資家サイドの方々に、きちっと理解していただくとい

うことは非常に重要なことで、そういう意味で、鑑定の実務の枠を超えた、もっと、今、清水先生がおっしゃったように、もうちょっと前向きな意味のものもあるんでしょうけれども、少なくともそういった情報の共有なり、お互いの相互理解みたいなものというのは、やっぱり不可欠なのかなと思います。ここにあります別途検討の場というところのイメージみたいなものを、今お持ちであればお聞かせいただきたいなと思います。

【村木委員長】 山本指導官、その点はいかがでしょう。

【鑑定評価指導官】 特に具体的にあれなんでございますが、特別基準でこれから、具体的に申し上げる段階に至ってないんですけれども、ただ、特別基準が実務指針とあわせて検討する中で、繰り返しになりますが、細目ベースの定義とあわせて検討を調整をしていくときに、多分、その項目の使い勝手というものを、依頼者側、PM業者さん側と、実際の現場の意見も聞くというようなところから、その検討は既に始まっていくのではないかと考えています。

【村木委員長】 わかりました、ありがとうございます。DCFの収支項目等につきまして、磯尾委員、お願いします。

【磯尾委員】 資料1 特別基準案に関する基本的論点の6-1、継続評価の場合の論点の箇所に関する事項でございます。先ほど山本指導官もご指摘がありました継続評価においても、この特別基準は適用されると思われませんが、その場合の特別基準施行前に、従来、継続的に鑑定評価を行っている評価額が、この特別基準の収支項目の統一によって、特別基準施行前後で鑑定評価額が違ってくる、この評価基準の変更に伴い価格が変わることとなったということで、市場が混乱しないかどうかというところの配慮が必要ではないかという点です。REITの継続評価においては、新基準適用ということで、投資口の価格に対して影響を及ぼし、証券化市場に与える影響もあると思われれます。特別基準が変わったことに伴う新基準の適用手順を明確にする必要があるのではないかと思います。

【村木委員長】 これは適用をいつから適用をするかという周知徹底期間と、適用をいつから始めるかということについての問題にもなるかと思います。基本的には施行前と施行後の理論的には価格は変わらないはずですが、その適用するプロセスが変わったので、結果的には変わってしまうこともあり得ると。だから、その影響を最小限に抑えるためにはどうしたらいいのかということにつきまして、これからちょっと検討していきたいと思います。国のほうでも多分お考えになると思いますけれども、実務指針のほうでも適用を考えていきたいと思います。

【金融庁監督局証券課長】 市場との関係ということですので、より広範なチェックをして、より精度が上がって、新しい結果が出たということであれば、むしろできるだけより正確な情報を早く投資家に示すということが望ましいと思います。鑑定評価にせよ、いろいろな事柄というのは常に進歩していくわけでありますので、より精緻に努力をした結果、より正確な評価ができるようになったということであれば、投資家に、より早く伝わるような仕方にしていただいたほうが、ありがたいと思います。

【村木委員長】 わかりました、ありがとうございます。収支項目について、赤城委員、何かご意見があれば。

【赤城委員】 収益還元法の収支項目については、今までの議論の中でまとまってきたものだと思うので、1つの賃貸用不動産としてはその細項目に合った形で計上して行って、いろいろな鑑定評価書の相互間で、その費用項目の一致がなされていれば相互比較もできる。ましてやそのデータ云々の収集ということが、先ほど話しありましたけれども、これが積み重なれば何がしかのインデックスができ上がるとか、先々に見えてくるという趣旨においては、現状の収支項目、この提案されている内容でよろしいのかとは思っています。ただ、この論点6-4で指摘されるような、細かいスペシフィックな不動産に関しては、今後、もちろん検討の必要があって、一律なその収支項目では適用できない、ホテルですと運用委託型ですとか、ほんとうに賃料という売り上げだとか、全体のオペレーションを分析するというときには、また別途いろいろ考えていかなければいけないというのは、当然だと思っています。

【村木委員長】 わかりました。それでは、あと5分ちょっとの時間になりましたので、先ほど巻島委員にご意見いただいた最後の点ですね、共通事項というところで大きな点だと思うんですけども、取り上げる項目はできる限り原則的な大項目とすべきであるという、ご意見をいただいたわけですが、この点につきまして何かご意見のある方はございませんでしょうか。詳細は実務指針で定めるべきであるということで、今のこの規定でも少し規定し過ぎだというご意見でしょうか、巻島委員。

【巻島委員】 エンジニアリング・レポートの説明で、耐震性の調査については、有無だけを書けばよろしいという説明がありました。これは適切であると思います。私は、エンジニアリング・レポートの情報量は、投資商品としての不動産の品質だと思うんですね。耐震性の調査の情報がないということは当事者としてどう考えるかと、多分、マイナスの評価になるでしょうし、アセットマネジャーとしてそれなりのマイナスの評価をするか、

心配なら自ら耐震性の調査をするかということ、価格調査段階で必須ということにはならない。ということで、耐震調査のようなものについては、有無を記載するということであれば特別基準に入れていただろうし、耐震性の評価そのものについて、たとえば Is 値 が幾つだというふうに記載しなければいけないということになると、もうこれは特別基準から外しておいたほうが、いいだろうと思います。項目ごとに違って来る、すみません、例がわかりづらいかもしれませんが、これから実務指針をつくっている中で、あらためて項目ごとにこれは外そうとか、入れるべきだとか、何かそういうことが出てくるだろうと思います。今、特別基準の項目をすべて細かいところまで、全部決めるのではなく、実務指針との整合も後でとれるようにしておいた方がいいのかなと思います。

【村木委員長】 はい、わかりました、ありがとうございます。時間がなくなってきましたので、ほかにご意見はございませんでしょうか。きょうの山本指導官のご説明の中とか、いろいろな中でも実務指針の話が出てきましたけれども、これをベースに協会のほうではまた真剣に検討していきたいと思います。

きょうのご議論の中で特に議論が食い違って、特別指針をこれからの素案として、パブリックコメントにかけることについて、何か問題になるようなことは、何かというか、パブリックコメントにかけることについて、問題がありというふうなご意見がおありの方はございますでしょうか。できましたら本日のご意見を踏まえまして、事務局において加筆・修正をいただきまして、パブリックコメントにかける案につきましては、私のほうにご一任いただきまして、まだご意見いただく機会がございますので、そういうことでよろしいでしょうか。

【巻島委員】 パブリックコメントの範囲なんですけど、これは資料1と資料2がパブリックコメントにかかるということによろしいのでしょうか。

【村木委員長】 それは……。

【鑑定評価指導官】 資料2だけです。

【村木委員長】 資料2でございます。

【巻島委員】 わかりました。資料2だけですね。

【村木委員長】 はい。ご意見が、どうですか。はい、どうぞ。

【奥田委員】 特別基準（素案）の5ページのところですけれども、②に「エンジニアリング・レポートの検討」とあって、それぞれ同表の内容の欄に掲げる内容を鑑定評価報告書に記載するという以下の表の、担当不動産鑑定士というのは、これはエンジニアリ

ング・レポート検討の担当不動産鑑定士という、そういう趣旨ですか。鑑定評価全体の鑑定士の名前を、ここにもう一回一覧表か何かで記載をすると、そういう趣旨ですか。

【村木委員長】 それにつきまして、山本指導官。

【鑑定評価指導官】 複数で担当するという場合を想定しておりまして、全体的な鑑定評価報告書に、済みません、判こを押される鑑定士さんが複数おられるという場合を想定しているものですから、その場合に、済みません、その場合は皆さんエンジニアリング・レポート担当なのかどうかというのは、また実務であると思うんですけども、そういう複数の中でエンジニアリング・レポートに、責任を持たれる方というのをここに書いていただく。

【奥田委員】 エンジニアリング・レポートについて責任を持つ鑑定士というのが要るのでしょうか。

【鑑定評価指導官】 今後の分担のイメージだと思いますけれども、中心的になってやっていかれる方が出てくるんだとすると、問い合わせ対応なんかのあれもございますので、決して鑑定士さんの責任を限定するという議論ではありません。すなわち鑑定士さんというのは連盟であれ署名をいたしましたならば、それは全部のところに責任を持たなければいけませんので、その責任を限定するという議論ではございませんけれども、まさに市場のスピードとかいうことも踏まえまして、問い合わせ対応というところもあれば、そこに複数あるということ言えば、一番的確な方の名前を書いていただくのがいいという趣旨なんでございますが、ただ、済みません、複数鑑定士の問題はちょっとそういう意味では、なかなか確かにちょっと宙ぶらりんなところがある、議論がまだ途中過程というところでございます。というのは、実務指針のほうでも複数鑑定士での対応というところが、1つの課題に取り上げられていただいているとあれしておりますので、そちらの検討も踏まえてブラシアップしていく部分ではあるとは思いますが、現時点ではそういう趣旨で残してございます。

【奥田委員】 エンジニアリング・レポートの検討という項目であれば、この一番上のものはなくても、2番目の表の項目からでも十分のような、そういった印象を受けたのですけれども。

【鑑定評価指導官】 それは例えば複数でやったときも、およそエンジニアリング・レポートなんかに限れば、もう皆さん全部同じように、かかわるというご趣旨でございましょうか。

【奥田委員】　そうですね、あくまでもERというのは鑑定評価作業の中の1つの資料にすぎませんので、ほかにもたくさん資料がある中の1つの資料という位置づけです。ですから、鑑定評価を行う人が担当で何人かいるかもしれない、役所調査をする人ですとか、評価書の文言を書く人ですとか、そういう何人かいるかもしれない中で、特にここだけこの部分を書くというのが、何となく違和感がある感じがします。

【鑑定評価指導官】　それはほかのところにも担当が出てきますよね、例えば実地調査のところにも。

【奥田委員】　そうですね。

【鑑定評価指導官】　そういうところは違和感を感じないけれども、エンジニアリング・レポートのところはという意味でしょうか。それとも何か役割分担みたいなのを書くのが、違和感があるということですか。

【奥田委員】　そうですね、実地調査を行った鑑定士というのは、これは書いてもいいとは思いますが。ほかに鑑定士の名前が出てくるのは、ここのエンジニアリング・レポートの検討のところ……。

【野口委員】　3ページにもありますね。

【奥田委員】　3ページ？

【野口委員】　3の下の②のところ「確認を行った不動産鑑定士の氏名」。

【奥田委員】　そうですね、これは内部の……。

【野口委員】　あ、そうか、そうですね。

【奥田委員】　記録として残すという部分だと思います。

【村木委員長】　はい。

【奥田委員】　別に書いてもいいのですが、あまり書く必要があるか……。

【村木委員長】　それはまた検討するというので、ほかに最後にご意見ある方はございませんでしょうか。山下委員、どうぞ。

【山下委員】　7ページの別表2は作成中ということなんですけれども、できればたたき台の段階で各委員が意見があればということで、意見出しをしたほうがいいんじゃないかとことだけです。以上です、済みません。

【村木委員長】　わかりました。これは今回はちょっと間に合わないんですけれども、次回あたりに……。ありがとうございます。はい。

【清水委員】　僕は何を出すかというよりも、作成するプロセスが大事だと先ほど思っ

ておりまして、それは鑑定士だけで決めるのではなくて、いろいろな方を巻き込んで決めていくのだというプロセスだけが、明確であればいいのかなという気はしておりますので、ちょっとそれだけ一言申し上げます。

【村木委員長】 わかりました、ありがとうございます。ほかにご意見はございませんでしょうか。

なければ、事務局にお返しいたします。今後の予定等につきましてご説明いただきたいと思えます。

【地価調査課長】 どうもご熱心なご審議どうもありがとうございました。本日、ご議論いただきました特別基準（素案）につきましては、先ほど村木委員長のほうからご指摘のあったような、取り扱いをさせていただきまして、できれば年内から1カ月程度のパブリックコメントに、かけさせていただきたいと考えてございます。

次回でございませけれども、その結果を踏まえてということで考えておりますので、2月下旬を目途に開催ということを考えてございます。その際にはこの特別基準案に加えまして、実務指針の概要でございませとか、鑑定評価書の記載例などにつきまして、あわせてご議論いただきたいと考えてございます。そうしまして、この特別基準につきましては、年度内に本小委員会及び不動産鑑定評価部会におきまして、ご了承いただくということを考えているところでございます。なお、次回の日程につきましては、また追って調整させていただきませした上で、ご連絡させていただきたいと思えます。それから、おそらくそのパブリックコメントの前ですとか、コメント中ですとか、あるいは、その後、また個別に各委員の先生方にはご相談させていただきませ場面が、多々あろうかと思えますが、どうかご協力のほうをよろしくお願ひしたいと思えます。以上でございませ。

本日はどうもご熱心なご審議、どうもありがとうございました。