

国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会(第21回)

平成18年8月1日

【緒方部会長】 定刻となりましたので、ただいまから第21回国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会を開会させていただきます。

まず、前回の開催から3年あまり経過をしておりますので、検討課題も新たなものとして再開するということがございますので、議事に入ります前に、松原土地・水資源局長からごあいさつをお願いいたしたく存じます。局長、お願いします。

【松原土地・水資源局長】 新任の土地・水資源局長でございます。前任の阿部同様、よろしくどうぞお願い申し上げます。

本日はお忙しい中、また、外は相当暑いと思えますけれども、きょうはそれほどでもないのでしょうか、お集まりいただきましてありがとうございます。

今、不動産市場でございますけれども、かなりいろいろな観点から注目を集めているところでございます。大都市都心部におきましては、かなり活発な不動産投資が見られております反面、郊外部、さらに地方部に行きましては、不動産は全く動かないというような状況が続いているということで、ある意味では二極化、まあ、二極というよりも三極、四極化なのかもしれませんけれども、そういった状況にあるわけでございます。

バブル崩壊以降でございますけれども、長い間不動産につきましては、不動産投資はずっと低迷してきたということで、都市開発の面でも新規投資が行われず、都市の機能更新が行われずということで、我々はかなり心配をしていたわけでございますけれども、この間に、いわゆる証券化という新しい不動産投資の手法が開発をされ、さらに普及をしてまいりまして、現在、この分野では一部でかなり活気を呈しているところでございます。

ただ、こういった不動産証券化のスキームは、当然のことながら、普及をしてまいりますと、最初はプロの投資家を呼び込んでおいたわけでございますけれども、最近ではかなり一般の国民、ちょっとお金を持っておられる国民の方々が日常的にこの投資に参加してこられるということになってまいります。そういたしますと、おのずからその投資につきましての透明性でございますとか、あるいはちゃんとした情報開示でございますとか、そういったことができてきているのか、それから、その不動産の価値評価、価格評価、そういったものは適正に行われているのかというようなことが問題になってくるわけでござい

す。その観点で、不動産鑑定役というものは非常に大きくなってきているというふう
に思っております。

さらに昨今は、例えば当該建物の耐震構造がどうであるとか、あるいは土壌汚染がど
うであるとか、あるいはアスベストが使われている、使われていないということ、そう
いったことによりまして不動産の評価が大きく変わってくるわけございまして、従来に
も増して不動産の価格を決める要素というのがかなり広がってきたように思います。そう
いったことも踏まえまして、今後の不動産の鑑定評価のあり方につきましてご検討をお願
いしたいというふうに考えているところでございます。

土地市場の一部といたしましての不動産投資市場につきまして、土地政策の観点からい
かにかあるべきかにつきましては、昨年10月以降、企画部会の不動産投資市場検討小委員
会において精力的にご意見をいただいております、7月に最終報告が取りまとめられま
した。その中には、鑑定評価にかかわるご提言も数多く含まれておりますので、これら
のご提言につきましても、この鑑定評価部会においてご検討いただければというふうに思っ
ているところでございます。

今般のこの委員の先生方の構成につきましては、市場関係者の観点も踏まえて幅広くご
意見をいただけるようにということで、不動産鑑定士の方以外の分野の有識者の皆様にも
ご就任をいただいたところでございますので、恐れ入りますが、鑑定評価制度ということ
をかなり幅広くとらえていただきまして、大所高所からの忌憚のないご意見を賜ればあ
りがたいというふうに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。

【緒方部会長】 松原局長、ありがとうございます。

次に、今回から新たに委員になられた方がほとんどでございますので、事務局から委員
をご紹介します。ご紹介していただいた上で、審議に移る前の事務的な説明もあわせてお願いをいたしま
す。

【北本地価調査課長】 本部会の事務を担当しております地価調査課長の北本でございます
ます。委員の皆様方におかれましては、お暑い中、またお忙しい中、ご出席いただきまし
て、まことにありがとうございます。また、新たに委員にご就任いただきました皆様にお
かれましては、ご就任をご快諾いただきまして、まことにありがとうございます。皆様
方には、卓上に失礼ながら事例等をクリアファイルで置かせていただいておりますので、
どうぞお持ち帰りいただければというふうに思います。

それでは、先ほど部会長がおっしゃられましたように、本日は新たなテーマについての

第1回目の会合であるとともに、新たに委員にご就任いただきました方々も多くいらっしゃいますので、改めまして委員の方々のご紹介をさせていただきたいと思っております。

本部会に所属する委員の方々につきましては、土地政策分科会の神野分科会長のご指名に基づきまして、特別委員2名、専門委員11名の計13名で構成されております。それではご紹介申し上げます。

国土審議会の特別委員からは、緒方瑞穂委員。

【緒方委員】 緒方でございます。よろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 緒方委員には、引き続き部会長をお願いしてございます。

さらに、前川俊一委員。

【前川委員】 前川です。よろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 前川委員には、引き続き部会長代理をお願いしてございます。

特別委員からは、以上の2名の方々でございます。

次に、国土審議会専門委員というお立場からの委員でございます。

石橋博委員。

【石橋委員】 石橋でございます。よろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 それから、井出多加子委員でございますが、本日はおぐれていらっしゃるというふう聞いてございます。

熊倉隆治委員。

【熊倉委員】 熊倉です。どうぞよろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 杉本茂委員。

【杉本委員】 杉本です。よろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 野村修也委員。

【野村委員】 野村でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 巻島一郎委員。

【巻島委員】 巻島でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 町山公孝委員。

【町山委員】 町山でございます。よろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 村木信爾委員。

【村木委員】 村木でございます。よろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 村山利栄委員。

【村山委員】 村山でございます。よろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 それから、柳澤裕委員でございますけれども、本日は所用によりご欠席でございます。

最後になりましたが、山下誠之委員でございます。

【山下委員】 山下でございます。よろしくお願いいたします。

【北本地価調査課長】 以上、11名の方々でございます。皆様方におかれましては、本部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。

次に、国土交通省からの出席者につきましてご紹介いたします。

松原土地・水資源局長でございます。

日尾野土地・水資源局次長でございます。

川上総務課長でございます。

二見土地政策課長でございます。

藤井土地情報課長でございます。

本間国土調査課長でございます。

坂根土地市場企画室長でございます。

河井地価公示室長でございます。

上野総務課企画官でございます。

日野土地利用調整課土地調整官でございます。

それから、地価調査課の山本鑑定評価指導官でございます。

赤松企画専門官でございます。

それから、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。よろしくお願いいたします。

続きまして、資料の確認をさせていただきたいと存じます。

お手元のほうに、ダブルクリップをお取りいただきますと、上から順に、記事次第、座席表、委員名簿、その後、横長で資料の1から資料の5まで、そして最後に資料の6ということで、本日、ご用意させていただいております。もし過不足、不備等ございましたら、途中で結構でございますので、事務方に仰せつけいただければと思います。

それから、本日はマイクを使用しておりますけれども、お手元の「トーク」というボタンを押していただきますとマイクが入るようになってございます。発言が終わったところで再びボタンを押していただければ消えるというシステムでございますので、どうぞよろ

しくお願いいたします。

それでは、この以降の記事運営は部会長にお願いしたいと存じますが、その前に、今回の部会の再開に当たりまして、部会長から一言ごあいさつをちょうだいできればと思います。緒方部会長、よろしくお願い申し上げます。

【緒方部会長】 部会長の緒方でございます。今回、第21回目の鑑定評価部会でございます。今までの20回までの部会におきましては、平成14年の7月に、12年ぶりに新しい鑑定評価基準を改正して発表いたしました。その後、平成15年には、「今後の不動産鑑定評価のあり方」というテーマで不動産鑑定士及び鑑定業界の方向性を示すとともに、今年の平成18年から始まります新試験制度についての取りまとめをしております。それが第20回までの成果でございます。

今回21回目から新しい部会が始まりますが、この部会を再開して審議をいたしますテーマは、近年の不動産投資市場の急速な発展に対応いたしまして、市場重視型の土地政策を実現していくという観点から、社会的インフラとしての不動産鑑定評価制度の基準、それから、情報の収集・提供、それから、鑑定士や鑑定業のあり方等、これらを含めて全般的に見直すものというふうに伺っております。

重要な検討事項も大変多くございまして、審議する内容も時代の最先端を行っております事項ということで、円滑に審議を進めることはなかなか大変だろうと思っております。つきましては、委員の皆様方のご協力をいただきまして、円滑な実りある議事の進行に努めていきたいと考えておりますので、何とぞよろしくお願い申し上げます。

それでは、議事に入りたいと思いますが、その前に、議事の公開につきまして、事務局より説明をお願いいたします。

【北本地価調査課長】 ご説明いたします。本部会の議事の公開についてでございますけれども、他の国土審議会の部会における取り扱いと同様に、会議につきましては、冒頭のみ頭撮り可、傍聴は不可としまして、議事録を公開するというにさせていただければと考えております。ご審議のほどよろしくお願い申し上げます。

【緒方部会長】 ただいま事務局から、本部会の議事につきまして、会議については非公開、議事録は公開ということの説明がありましたが、皆様方のご意見はいかがでございましょうか。もしご異議ないようございまして、従来どおり、会議につきましては非公開、議事録を公開ということにさせていただきたいと思っております。よろしゅうございますか。

(「異議なし」の声あり)

【緒方部会長】 はい。それでは、取材をされていらっしゃる方がおられましたら、ご退席をお願いいたします。いらっしゃいませんか。いらっしゃらないですね。わかりました。

それでは、議事に移りたいと思います。最初の議題は、「最近の不動産投資市場の動向」です。これにつきまして、事務局から説明をお願いいたします。

【赤松企画専門官】 それでは、事務局のほうから説明させていただきたいと思いますが、着席のまま説明させていただければと思います。よろしくお願いします。

お手元の資料のほうに、「最近の不動産投資市場の動向」ということで、右肩に資料1とございます。こちらについて、まず説明させていただきます。

1枚おめくりいただきまして、まず第1ページ目でございますけれども、こちらは不動産投資市場の登場と拡大の経緯ということで、真ん中のほうに折れ線が入っているのが、公示価格の住宅地と商業地の値動きを示したものでございます。

こちらの資料のほうは、これまでのバブルの形成過程とその後の崩壊の過程において、政府がどのような施策を打ち、あるいは証券化においてどのような動きがあったかということとを年表形式でまとめさせていただいたものでございまして、黒字が主として土地対策、赤字が証券化制度、青字が税制、黄色い字が証券化の実態的な動きということと、緑の字が金融の動き、こういったものをまとめたものでございます。

これをごらんいただくとわかると思うんですけれども、土地の上昇過程においては、さまざまな施策を、税制面ですとか、あるいは金融面、あるいは土地政策全般においていろいろな施策を打って、一定のところまで平成3年をピークに下落傾向になっていったんですけれども、そこから打っていく施策というのは、今度は地価の下落の防止をどうするかということが中心になってきていることがわかろうかと思います。そうした中で、後ろのほうに黄色い字と赤い字が増えてございますけれども、証券化の動きがかなり活発に行われて、そういった施策の投資効果もあって地価がかなり下げどまり傾向を見せている、そういうふうな状況が見えるのではないかと思います。

それでは、その次に1枚おめくりいただきまして、こうした不動産証券化というのがバブルの崩壊以降にどのように浸透していったのかという、その背景について説明した資料が次の資料でございます。

この絵を非常に雑駁に申しますと、バブル崩壊より前というのは、基本的には間接金融、

土地担保融資という形で金融主体のほうから企業のほうに資金が貸し出されて、それをもとに不動産市場のほうも動いていったという状態であったんですけども、一たんバブルが崩壊した後というのは、不動産自体が不良債権化して動かなくなった。その結果もあり、金融機関からのお金の流れというものもなくなって、不動産市場へも資金が流入しなくなりました。そうした中で、一番右側のほうにございますけれども、証券化手法というものが登場してきて、当初は資産の流動化という形で登場してきたんですけども、そういった形で直接金融的な手法が不動産証券化という形でもたらされて、それで不動産の流動化なり、資金の流入というものが再び起こるようになった。そういうふうなメカニズムがあって、昨今の不動産市場というものが、冒頭の局長のあいさつにもございましたように、かなり活性化してきた面も出てきた。そういうふうな状況であろうということでございます。

次のページをおめくりいただきまして、次が不動産投資市場の拡大の状況ということで、これは不動産証券化にかかわるような、市場がどのように拡大してきたかということでございます。右上のほうに赤字で書いてございますけれども、今や累計約25兆、収益不動産の合計が約75兆と言われておりますので、その3分の1は不動産証券化による物件の対象となっているという状況が見てとれようかと思えます。その中でも、Jリートという観点で見ましても、約4兆という規模になってございます。一番下の青色の部分を見ますと、約4兆というふうな形でJリートという形でも発展をしているという状況が見てとれようかと思えます。

次のページをおめくりいただきまして、4ページ目と5ページ目がワンセットになってございますので、4ページ目と5ページ目を見比べながらごらんいただければと思うんですけども、4ページ目のほうが2000年の第2四半期で、次の5ページ目が2005年の第4四半期における状況を示したものでございます。この絵が示しているのは、真ん中に金融資産というふうにございまして、これは日銀の資金循環統計から出てきた資料でございますけれども、金融資産というのが2000年のときには約5,860兆円ございました。そこに、右側のほうの投資主体からどのようにお金が流れていったか、さらに、金融資産から左側のほうに不動産資産とございますけれども、不動産資産のほうにどのようにお金が流れていったのかというのを、資金循環表を追うことによって、一部推計も加わってございますけれども、実態的に明らかにしたというのがこの絵でございます。同じような目で5ページのほうもごらんいただければと思います。

これをごらんいただきますと、5ページ目の上のほうに書いてございますけれども、2

000年の第2四半期と比べて、投資主体という意味では、保険や銀行などの金融機関から不動産関連4資産へという、金融資産の真ん中のところの下の方へにございますけれども、そちらのほうへの投資が増加した。もう一つが、不動産関連4資産への投資のうち、さらに不動産資産への投資が増加したということで、証券化のほうにも行くようになった。これらによって不動産投資市場というものが資金循環の1セクターを構成するようになってきたということが事実として言えるのではないかとということでございまして、こういうふうなことが不動産投資市場の急速な拡大をもたらしているんだろうということでございます。

6ページ目のほうをごらんいただきたいと思うんですけども、この青い棒のところをごらんいただきますと、これがスプレッド、いわゆる投資商品としての魅力と申しますか、リスク・フリーレイトを除いた利回り部分でございまして、これを見ますと、平成14年から15年にかけての約4%というぐらいの高い利回りはもうとれてないんですけども、依然として18年の5月においても、2%程度の一定のスプレッドは確保されている状況であるということでございます。

次に、7ページをごらんいただければと思います。Jリート保有物件の所在地別のシェアの推移でございまして。これは、不動産証券化というものの対象が主としてどこで出ているかということをご概略示したいということで、Jリート保有物件をお示ししているんですけども、これをごらんいただければわかるとおり、都心5区がほぼ半分ということで、依然として都心に集中しております。ただ、この絵をごらんいただければわかりますとおり、周辺18区以外まで含めた関東、あと近畿、東海というところも一定の伸びは示してございますので、地方のほうにも若干は進出している。ただ、依然として都心5区に集中している傾向が強いということが言えようかと思います。

その次の8ページでございまして。8ページの絵は、青い棒グラフがJリーートの物件で、赤い線が法人の保有地でございまして。左は法人全般でございまして、右は資本金1億円以上の法人所有の物件でございまして。その延床面積を比較してみたものでございまして。これをごらんいただくと、Jリート物件のほうが、延床面積という観点から見ますと、一般に大きな物件のほうが多い。それは1億円以上の法人で見ても、やはりJリート物件のほうが延床面積は大きいものの割合が多いということが見てとれようかと思います。

次に9ページでございまして。9ページのほうがJリーートの投資対象物件の規模というこ

とで、これはJリートの大手2社、日本ビルファンドとジャパンリアルエステートの保有物件を取得年別に平均規模、取得価格と賃貸可能面積ということで比べてみたものでございます。

これは上のほうが全都市で、下が東京都区部のみなんですが、いずれのほうについても傾向として言えるのが、01年、要するにJリートの創設当初のころにはかなり大きな物件を取得していたけれども、02年から04年までをごらんいただきますと、それよりは若干規模が小さいものを徐々に取得するようになってきている。そういうことがわかろうかと思えます。

10ページでございますけれども、Jリートのほうの保有物件の用途、今度は用途のほうで見たものでございます。2001年をごらんいただきますと、ほとんどがオフィスだった。2005年も相変わらずオフィスが多いんですけども、下のオレンジ色の商業施設という部分、あるいは上のほうの黄色や赤の部分、これがホテルなり住宅でございますけれども、こういう用途も一定の伸びを示してきている。他方で2005年には物流というふうな新たなカテゴリーの用途も出現してきている。そういうふうな状況が見てとれようかと思えます。

11ページは世界のリート市場ということで、世界のリート市場が創設した年を、点線から左側のActual、現にあるところと、Forecast ということで今後出てくる見通しのところということで、現在、日本を含めて14カ国、日本が7番目にJリート創設。今後はイギリスなりドイツなりというところが出てくるということで、リート市場が拡大している状況を示してございます。

次の12ページをおめくりいただきたいんですけども、12ページのほうは、左側が不動産市場の規模、右側がリート市場の規模ということで、日本を含む世界の市場規模をそれぞれ比較したものでございまして、日本の位置づけはと申しますと、不動産市場の規模だけで申しますと日本は2番目と。ただ、リート市場の規模で見ると日本は4番目ということで、日本のリート市場の規模というものは、不動産資源大国の割にはまだ小さいという状況ではないかということでございます。

最後の13ページでございます。今後の将来予測という部分でございまして、予測と申しましてもこれはあくまで推計でございます。何のための推計かと申しますと、いわゆるプライベートファンドからリートへと物件が移るといふ、いわゆるリート成りの規模がどのくらいあるのかということ推計したものでございまして、これはプライベートファン

ドが3年の運用期間でリートに移すということを仮定としまして、その際に、現に今移っている状況から推計したものを予測するというふうな作業をしております。

その結果でございますけれども、上から2つ目のところに書いてありますとおり、5年後のリート成りの累計、約10兆円分が動くということで、現在が2兆円ということでございますので、今後5倍の物件がリート成りする可能性があるというふうな推計をさせていただきます。したがって、ここだけちょっとまとめめいたことが書いてございますけれども、リート成りの健全性の確保が一般投資家の保護にとって喫緊の課題であって、そのためリート成りにおける資産評価、いわゆる鑑定評価というものの信頼性の向上が急務であるというようなことを申したいということでございます。以上でございます。

【緒方部会長】 赤松企画専門官、ありがとうございました。このことに関する審議につきましては、資料の説明をすべて終わった後にまとめて討議の時間をいただく予定でありますので、ご質問、ご意見等も後ほどその時間にお伺いするということにしたいと思います。

続きまして、「最近の不動産投資に関する鑑定評価について」、事務局より説明をお願いしたいと思います。

【赤松企画専門官】 それでは、引き続きまして資料のほうの説明をさせていただきます。

次は資料2、「最近の投資不動産に関わる鑑定評価について」という資料をごらんいただければと思います。こちらのほう、まず1枚目をおめくりいただきますと、投資不動産鑑定評価に係る最近の事案とございますけれども、こちらは主として、鑑定評価自体ではなくて、金融サイドから、信託なり、投資法人なり、アセットマネジメント業者なりというところに対してなされた処分の動きが書いてございます。ただ、これは何のために出しているのかと申しますと、そういった処分が行われた理由の中に、鑑定評価にまつわるような課題というものが指摘されておまして、それが右側のほうにございますとおり、必要な原価調整が反映されていない鑑定評価書が交付されたとか、物件評価の嵩上げがなされた、あるいは古いエンジニアリング・レポートや暫定版のエンジニアリング・レポートで鑑定評価額の算出を依頼したなどの問題点が指摘されていることをまず掲げたものでございます。

こういうふうな問題に対しまして、土地・水資源局がどういうふうな対応をとっているかというのが、次の2ページにございますので、ごらんいただければと思います。

大きく3つの柱で対応を講じておりまして、1つが実態を把握する。2つ目が取り扱いについての注意事項をまとめたものを通達する。3つ目が評価実務について、どうあるべきかの検討を行うということをやっております。

まず、真ん中のほうの土地・水資源局長からどういうふうな通知がなされたかというのが次の3ページに載っておりますので、3ページをごらんいただければと思いますけれども、2回ほど通知をさせていただいております。基本的には、上のほうにございます6月5日付の通知で書いてあることが、私どもが通知したかった事項でございまして、受注時に必要な期間や資料の入手可能性を吟味せよとか、あるいはエンジニアリング・レポートなど、適正な鑑定評価を行うのに必要な資料の入手可能性や、その時期について、依頼者に十分に確認するとか、そういったことを書いておりました。そういうふうなことを通知したんですけれども、真ん中にございますとおり、その後さらに6月16日でしたか、証券取引等監視委員会によって、オリックス不動産投資法人とオリックス・アセットマネジメント株式会社に対して処分勧告が行われまして、その中でもう一度エンジニアリング・レポートについての問題点が指摘されたものですから、再度その趣旨を確認するというところで、下の段にございますような通知を、徹底という形で、注意喚起のための通知を行っております。

残る2つの柱でございまして、実態の把握としましては、その次の4ページのほうに、実態調査の結果の、一部要約してサマリーにしたものが載っておりますので、こちらを紹介させていただこうと思います。

まず、証券化と業務件数というものを請け負う鑑定業者さんが増えているということを示したのが上の緑の枠でございまして、まず、16年度に鑑定評価等業務は2,793件であったのが、17年度は4,248件になった。携わった鑑定士の数も、16年度は277名であったのが、17年は347名であった。これを、どういう業者が請け負ったのかということが右側に書いてございまして、16年度には37社の業者で請け負っております。それが17年には44社ということで、7社増えてございます。そのうち、ここは参考の参考でございまして、そのうち鑑定士数が10名未満ということで、規模の小さい業者さんが請け負ったのが、16年は23社から17年は32社ということで、こちらは9社増えてございます。したがって、大手2社が減ってしまっていて、そうは言っても小規模業者は9社増えた、というふうな勘定になるかと思っております。

下のほうの折れ線グラフでございまして、こちらが、各月別に、先ほど申した件

数、2,793件と4,248件がどのように受発注されているかというところを示したものでございます。これをごらんいただきますと、全般的に件数が増えてございますので、16年度よりも17年度のほうが上のほうに位置しているんですけども、さらに、よくごらんいただきますと、特定の月、特に3月という決算期に非常に偏って多くなっているという状況がわかるのではないかと思います。

その次の5ページでございます。こちらは一部、委員の先生にもご検討いただいている検討委員会のほうの紹介をさせていただければと思います。

こちらのほうは、私どもが実務の中でどのような措置を今後講じていくべきかということについて、学識経験者の方から事実上いろいろな実務上のご示唆をいただくための検討委員会を設けているというところでございます。検討事項としましては、デュー・ディリジェンスの現状と問題点を把握して、鑑定士の専門家責任についての考え方の整理、鑑定評価をより適正なものとしていくための方策というものの検討を行ってございます。

以上が、私どもが土地不動産に関して鑑定評価上の問題について取り組んでいる内容でございます。

説明は以上でございます。

【緒方部会長】 ありがとうございます。引き続きまして、「不動産投資市場検討小委員会報告」につきまして、前川委員がこの小委員会の委員長をされておられましたので、資料を事務局より説明していただく前に、前川委員より小委員会での審議状況、それから、報告書のポイントなどについてご紹介をいただければと思います。前川委員、よろしくお願ひします。

【前川部会長代理】 部会長代理の前川です。着席して報告させていただきます。

ただいま部会長より紹介がありましたが、不動産投資市場検討小委員会は、昨年10月24日に国土審議会、そして分科会、企画部会の決定により同部会のもとに設置され、本年7月5日に同部会に報告するまでの間、計6回にわたり委員会を開催し、不動産投資市場に関するさまざまな論点について、委員の皆様からいただいたご意見等を集約して最終報告を取りまとめたものであります。私は、同小委員会において委員長を拝命し、その報告書に取り組みをいたしましたので、その概要のうち本不動産鑑定評価部会にかかわる事項についてご報告いたします。

不動産投資市場検討小委員会は、昨年10月に企画部会においてまとめられた土地施策の再構築を受けて、今後の不動産投資市場について、土地政策の観点から、その果たすべ

き役割、備えるべき機能、必要な施策の方向性について検討を進めてまいりました。本報告では、まず検討に当たっての基本的スタンスについて、3点を述べております。

まず第1は、不動産投資として健全に維持発展させていくためには、不動産投資市場に通じた資金循環の持続性、健全性を確保することが不可欠であること。第2点は、不動産投資市場において、市場介入型の政策はかえって資金流出等の副作用をもたらしてしまう可能性が高いだけでなく、行政が市場の情報を完全に把握していなければ、適切な介入型政策の実施自体が困難なことであるという問題も抱えております。不動産投資市場の安定的な資金を流入させるためには、市場介入型でなく、市場の自立力による問題解決力を高めていくような市場の条件、ルール整備を基本とする市場重視型の土地政策をとっていくべきということであります。そしてそのためには、市場関係者が合理的判断により適正に行動できるよう、特に市場の透明性、すなわちトランスペアレンシーの向上に力点を置くべきであるということを示しました。

そして第3点目として、不動産投資市場のプロに求められる高い倫理性と専門性について述べました。不動産投資市場は、我が国の不動産の健全な維持・発展を図る目的で構築されるべきものであって、市場に関係するプロが不動産投資市場のこの本来の目的を十分自覚して上で倫理や専門性を高めていかなければ、市場の信頼性は失われ、市場の関係者すべてが被害をこうむることを強調いたしました。これらの事項は、同小委員会とは視点こそ異なるものの、本部会において不動産鑑定評価制度に関して議論がなされるときにも、そのまま当てはまる基本的な考え方であろうと思われまます。

以上のような検討の基本スタンスを踏まえながら、不動産と証券化の意義と課題を整理した上で、今後の投資市場の成長戦略を提示いたしました。このうち、本部会における議論にかかわる提言として、トランスペアレンシーの向上にかかわる主要な提言を紹介させていただきます。

まず、不動産投資DCF基準（仮称）の策定を掲げ、不動産鑑定評価の総合比較を容易にし、その信頼性の向上を図ること、次に不動産関連データコード統一による計算可能なトランスペアレンシーの確保や、不動産の的確な管理に必要な利益データの流通促進を図ること、さらには、投資用不動産鑑定評価データベース（仮称）の整備によって、鑑定指導士の自己抑制と相互抑制機能を生かした中立・公正な不動産鑑定評価の実現を図ることなどが提言されております。また、このほかにもベッチマークインデックスの整備促進や、海外不動産鑑定評価ガイドラインの作成などについても提言いたしております。

最後に、これらの具体的な施策提言に当たり、本不動産鑑定評価部会など関係の審議会において、国土交通省と十分な連携のもとに具体的な検討が進められ、絵にかいたもちにならぬよう、実現に向けた行動がなされることを委員全員が希望しておりましたことを紹介させていただきます、私からの報告といたします。

【緒方部会長】 前川委員、ありがとうございました。事務局から補足して説明することがあるようでしたら、お願いいたします。

【赤松企画専門官】 前川先生、どうもありがとうございました。資料のほうは資料3になるのでございますけれども、今、前川先生のほうから説明していただいたことで、ほぼ出尽くしていようかなと思いますので、資料の構成だけ申しますと、1ページのほうをごらんいただきますと、今、先生がおっしゃった、小委員会での報告の概要ということで、どういう目的でこの小委員会が設けられて、市場の意図、課題をどのように整理して、今後の成長戦略として3つの課題に加えてトランスペアレンシーの向上というものを一体的にやっていくということが書いてあるということがおわかりになるかと思います。

それより後ろのほうにも、例えば基本的スタンスがその次の2ページにございまして、不動産投資市場の意義づけを踏まえた上での今後の検討の方向性の中で、特に一番下のほうに書いてございますけれども、根源的な部分として、プロとしての高度な職業倫理なり専門性というものを自覚する必要があるといった倫理性を求めていることや、その次の1ページ飛ばしまして4ページのほうで、具体的なトランスペアレンシーの向上施策として、委員よりご紹介のあったDCF基準の策定、あるいは鑑定評価データベースの作成、さらにはベンチマーク・インデックスの整備促進といった具体策を講じるべきというふうな話があったこと。

もう1点だけ紹介させていただきますと、最後の7ページのほうになりますけれども、Jリートにおける海外不動産投資の解禁に向けて、鑑定評価実務においても必要な措置を講ずべきではないかということ、こういうふうなご提言をいただいたということでございます。ほぼ、委員のご発言により尽くされていたんですけども、改めて補足させていただきました。以上でございます。

【緒方部会長】 ありがとうございました。それでは、続きまして、「不動産投資市場の進展に係る不動産鑑定評価を取り巻く課題と論点について」に移りたいと思います。資料が大部ですので、できるだけ簡潔にご説明をお願いしたいんですが、ただ、この課題と論点についてというのが極めて重要な、本日の会議の中核をなす資料でございますので、

説明をよろしくお願ひいたします。

【赤松企画専門官】 それでは、資料が非常に大部にわたりますので、できるだけきちんと説明しながらでございますが、若干はしよらせていただくところをご容赦いただければと思います。

まず1ページ目をごらんいただければと思います。こちらのほうに、今回の部会における検討の前提ということで、今回、どのようなスタンスでもってこの不動産投資市場について鑑定評価制度を検討するのかということでございます。ここに大きく3つ掲げてございます。1つが、不動産投資市場の進展に土地政策上の意義が認められるということで、もともと証券化というものが既存ストックを活用した都市の機能更新の手法として非常に有効であることと、あと所有と利用と経営を分離するというのももとのこの手法でございますので、その利点を活用すれば土地の有効利用が実現されるとか、あるいは効率的な不動産経営がなされるということで、土地の効用の最大限の発揮につながる。ここを基本スタンスの1つにおきたい。

2つ目で、不動産投資市場というものが、冒頭説明させていただきましたとおり、急速に拡大しているということで、それに市場の条件整備が必ずしも十分に追いついてない面があるので、そうした面から不動産投資市場のインフラ整備として市場の条件整備が必要となっている。それが急務であるという認識を持っているということでございます。さらに、不動産投資市場というものは、金融市場としての側面がございます。したがって、これは、先ほどの話でもございましたが、投資市場における投資家の行動を見ますと、情報というものを中心とした透明性の確保が非常に重要である。こういったことがあるということをもまず検討の前提として置いておくということが1枚目でございます。

1枚おめくりいただきまして、それを、じゃ、鑑定評価制度の中でどのように考えていくのかということでございます。

まず、検討の目的はごく当たり前のことが書いてございますけれども、不動産投資市場において鑑定評価が果たすべき機能というものを確認した上で、そうした機能を将来とも十全に発揮できるような制度の構築を図ることを目的とするということでございます。そのためにということで、具体的にかみ砕いて3つのテーマが下に書いてございます。

まず1つ目が、鑑定発の投資家不信・被害を防ぐということで、鑑定評価制度のあり方が起点となって、投資家、特に一般投資家に対しての不信を招いたり、甚大な被害（クラッシュ）を発生させたりすることを防ぐために必要な施策は何なのかということを検討す

る必要がある。

一方で、鑑定というものが、この急速に拡大する不動産証券化の動きに対応できなくなるといふことで、足かせにならないといふことも必要であるといふことで、不動産投資市場に的確に対応した鑑定評価制度を整備する必要がある。3つ目でございますけれども、これは、市場から出てくる将来的な意味も含めたニーズにこたえたサービスをきちんと提供していける士・業のあり方、不動産鑑定士なり不動産鑑定業のあり方といふものを考えて、その資質の向上と育成を図る必要がある。こういう3つのテーマを具体的には検討したいといふことでございます。

さらに1枚おめくりいただきますと、それではどういふことを検討すべきかといふ項目についてまとめさせていただいたものがございます。具体的には事務方のほうで3つぐらいの検討課題に分けてまとめさせていただいております。

1つが、まず信頼性の向上といふことで、鑑定評価制度の信頼性を向上させてトランスペアレンシーの確保に務めるといふところでございます。こちらは非常に重たい課題でございます。検討項目はいろいろございます。先ほど不動産投資市場検討小委員会からの報告にございましたような項目といふものも、この中で検討するといふふうな形で入れさせていただいております。具体的に申しますと、※がございましたような証券化対象不動産の鑑定評価の精緻化、デュー・ディリジェンスを踏まえた鑑定評価の適正化と。ここに※がついておりますけれども、これはまず一番最初に取り組むべき課題といふことで挙げてございます。同じように、下のほうで頭に※がついておりますものは、当座急いで検討したいといふものでございます。

このほかにも、次なるテーマとして不当鑑定の自己抑制や相互抑制等のためのデータベースの作成、あるいは複合不動産に関する価格指標の整備方策、シナリオ分析・リスク分析の的確な鑑定評価への反映方策、その下に、さらに人のあり方として、投資用不動産の鑑定評価に関する研修の充実等といったものを掲げております。

課題の2でございますけれども、こちらは市場の条件整備という観点から、インフラとしての人的基盤を築くといふ観点の課題を掲げてございます。具体的には、まずは投資用不動産の鑑定評価を適正に行える鑑定士を育成する。（仮称：証券化アプレイザー）と書いてございますけれども、そういったような一定の能力のある人の育成を図っていくにはどうすればいいかといふことを検討課題として挙げてございます。そのほか、先ほど同じく小委員会のほうからご指摘のあった海外不動産に関する鑑定評価実務のあり方の検討

も、ここで挙げさせていただいております。

さらに、課題3としまして、不動産投資市場の進展等を踏まえた不動産鑑定士なり業の今後の可能性というものについて検討する。具体的には、将来に向けた可能性として、ベッチマーク・インデックス・サービスという市場が求めるニーズですとか、そういった不動産インテリジェンス産業としての育成方策をどうすべきかということもあわせて検討したい。こういうふうな課題を事務案として掲げさせていただいてございます。

続きまして、各論点ごとに、今掲げました論点1、2、3という課題ごとに、現状と問題点について整理しましたので、そちらについてごらんいただければと思います。

まず、5ページのほうをごらんいただければと思います。まず、不動産鑑定評価制度というものはどういうものかということを書かせていただいております。具体的には、不動産の鑑定評価と申しますのは、不動産鑑定評価法という法律がございまして、そこで不動産鑑定士の資格を与えるということと、それに対して、業として行う場合の法規制を定めたものでございます。それについての監督処分なりを行う際に、この真ん中にございます不動産鑑定評価基準というものが一定の処分基準となっておりまして、そういうこともあり、実務上の定着度合いもあり、この不動産鑑定評価基準というのが、不動産鑑定士さんが鑑定を行う上での1つの行為を律する行為規範となっているということがございます。

では、不動産鑑定評価基準というものは具体的にどういうふうに処理されるのかというのが下に書いてございますけれども、これは、鑑定評価を受け付けてから実際に鑑定評価を交付するまでの流れを書いたものでございますけれども、特にご留意いただきたいのが、左から4つ目のところの対象不動産の確認というところで、特に①の物的確認、このあたりが、いわゆるエンジニアリング・レポートを行う際の作業の一環となります。その上で、資料の収集・分析のその次でございまして、鑑定評価手法の適用ということで、ここにあります収益還元法の適用、このあたりが、DCF基準のあり方などを検討する上で流れの上での位置づけになりますので、このあたりにご留意いただければと思います。

続きまして、6ページのほうにまいります。6ページのほうは、不動産の鑑定評価と一口に申しまして、一番右端に一般の鑑定評価の例の1つとして不動産の証券化に係る業務とございまして、実際は不動産鑑定士が行う業務というのは非常に幅広くございまして、主として左側が行政目的に資するような鑑定評価というものの例を、右側にそのほか民間で行われるような鑑定評価の例を掲げてございまして、非常に幅広い鑑定

評価業務を行っております。そのうちの1つとして、不動産の証券化に係る業務がございまして、今回の議論は、一番最初にターゲットに置いているのが、ここが一番右端のところの太枠で囲った部分であると、こういうふうな体系上の位置づけになっているということを紹介したものでございます。

次のページをおめくりいただければと思います。7ページでございます。7ページは、先ほど枠がついていた中で、実際に法律上に鑑定評価というものが法的に位置づけられている部分を紹介したものでございます。ここがございます、上のほうの投資法人法、これがいわゆるJリークの根拠法になるんですけども、その下の資産流動化法、これが昔の特定目的会社法で、現在は資産流動化法になっている。このいずれについても、資産を価格調査する際に、不動産物件については不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて調査しなければならないということで、一種の義務的な鑑定による調査が求められているということを紹介しております。これは、趣旨としては、ビークルという、いわば一種の仮想というか、ペーパーカンパニーに近い状態と、あと現所有者というものがいる中での利益相反をどのように配するかという1つの選択肢としてこういうことがなされたというのが趣旨ではないかと思われまます。

次の8ページのほうに移らせていただきます。8ページのほうが、今申しました不動産証券化の基本構造の中でどういった場面で鑑定評価なり、鑑定評価以外の意見価格なるものが求められるのかということの、それを構造的に示したものでございます。基本的には、特別目的事業体とあります真ん中のビークルの部分につきまして、その運用の方がビークルの資産とする際に当たっての鑑定評価を行う。これが、先ほどでいけばJリークなり資産流動化法で、資産を移転する際の鑑定評価がとられるという部分でございます。

そのほかに、一方でお金の出し手として、一番右に金融・資本市場とございますけれども、その中で特に金融機関の方が二次的に、実際にビークルの運用者がとられた鑑定評価なりについてのセカンドオピニオンをとられたり、あるいは実際の実物不動産について再鑑定を行う。そういった行為がなされる。そういうふうな構造になっております。そういうふうな紹介をさせていただいたものでございます。

それでは、次の9ページのほうをごらんいただければと思います。9ページは、ちょっと冒頭の話に戻りますけれども、不動産鑑定評価基準というもののの中で、価格を出すという際に、いろいろな種類の価格を実は出すことになってございます。出すことになっている価格というものは、結局、一番右側でございますけれども、価格を求める手法というも

のをきちんと変えて、それぞれの目的にかなったような価格の算定方法をとるようになってございます。原則としては、一番上にございます正常価格ということで、普通の取引で行われるような合理的な市場価格を出すというのが正常価格でございます、その中では、原則として、原価法、収益還元法、取引事例比較法という3つを使用することになってございます。

それに対して、下のほうに例外とございまして、特定価格という、評価目的が非常に限定されているような場合とか、あるいは限定価格ということで、その目的自体が併合または分割を前提としているような場合、あと特殊価格ということで、もともと市場性を有しないような価格の場合、こういった場合の価格の算定方法も決まっております。

普通に資産流動化法なりJリート成りというところで投資家に見せられる価格というのは、真ん中にごございます特定価格というものでございまして、そこにつきましての、ちょっと見にくうございますけれども、投資採算価値と書いてございますけれども、これを求めるところが、具体的には鑑定評価基準の中で投資家向けに行われる価格判定の部分でございまして。どのように求めるかという、右側に書いてございましており、収益還元法のうちDCF法を使って求めて、それを標準として、ほかの手法によって検証すると、そういった方法となっております。子細はともかくといたしまして、概況としてはそういうものとなっております。

その次の10ページをごらんいただければと思います。こちらでも鑑定評価のちょっと細かい話なんですけれども、鑑定評価につきましては、一般に先ほど申しました原価法、取引事例比較法、収益還元法という3つの手法を採用して、そのそれぞれを照らし合わせた上で1つの価格を決めるということをやっております。原価法というのは、基本的にはコスト面からのアプローチ、取引事例比較法というのはマーケット面からのアプローチ、収益還元法というのは、インカム面からのアプローチでそれぞれ価格を判定していく。そういう作業をやった上で1つの価格を出すというのが通常でございます。

その次に、11ページのほうをごらんいただきまして、そのうち収益還元法、先ほど申しましたけれども、JリートとかSPCの場合に、投資家に見せる価格としての算定の仕方は、DCF法を標準として、ほかの方法で検証するかとございました。

DCF法というのは収益還元法の1つでございまして、もう一つに直接還元法というのがございます。DCF法というのは一体何なのかと申しますと、直接還元法と比べますと、一定の期間ごとに分けて、それを詳細な分析をもって、その分解した価格をそれぞれ

足し合わせるということをやってございまして、基本的なスタンスとして、将来生み出される純収益を現在価値で割り引くという基本思想は直接還元法と変わりはないんですけれども、その際に、一定の期間ごとのキャッシュフローなりコストなりというものを割り出した上で、その一定期間が終了した後のキャピタルゲイン部分まで含めて細かく算定した上で、それを足し合わせる。そういうふうな行為をとっているというのが直接還元法と異なるものでございます。

それでは、次のページに移らせていただきます。今、ちょっと細かい話が連続しておりましたけれども、12ページの収益還元法の収支項目というのは、先ほど申しましたDCF法の適用に当たって、どのように細かい費用の算定をきちんと決めていくかということの問題にしなければいけないということを書いたものでございます。

その次の13ページをごらんいただければと思うんですけれども、13ページは、鑑定評価で行った期間ごとで、それぞれどのようにその収益還元法の適用に当たって収支項目を分類しているかというものの違いを示したものでございます。

一例だけ申しますと、一番上にオレンジ色で空室損失相当額というのがあるんですけれども、例えばA社ですと、賃料収入と空室損失相当額というのは並列、同じくB社も並列しております。ところが、C社ですと、賃料収入の内訳の中に空室損失相当額というのがある。D社は、空室損失相当額というの見込額として賃料収入の中に込み込みで計算している。こういう状態でございます。ほかのところも色分けをごらんいただければ、同じように見ていただくと、ばらばらだというのがわかるかと思えます。

こういうふうなことが起こるとどうということになるかという、12ページの一番下に書いてございますけれども、投資家等が複数の鑑定評価書を並べて、これは一体どういう項目を入れているだろうかと比較しようにも比較しようがないということで、それでは鑑定評価がほんとうに適正かどうかということが疑わしいのではないかというふうな目で見られるということで、まずここをきちんと収支項目の扱いを統一しなければいけないのではなかろうかと、こういうふうなことでございます。

続きまして、14ページのほうをごらんいただければと思います。14ページは、10階建てぐらいの建物を想定しまして、10階建ての建物について2つのケースを想定したものでございます。左側に書いてございますけれども、ケース1というのは、これは3年間で運用期間を終えるということを前提として、3年間分を直接還元法に基づいて算出したものでございますけれども、その3年間における運営期間中にはほとんど修繕更新をし

ないというケースを置いて、建築費の0.25%しか年間の修繕更新費を見なかった場合と、ケース2として、これはきちんとやっていただいた例ですけれども、30年で発生するであろう修繕更新費というものを各年ごとに平準化して割りつけたということで、年間の修繕更新費を建築費の3.20%に計上して算出したという2つのケースを比べたものでございます。

右側に算定結果がございすけれども、非常に大ざっぱに言ってしまうと、その左側の枠のところでございますが、算出物件の価格差が、このケース1とケース2では14.1%も違いが出てくるということでございます。このように修繕更新費というのは、どのように計上されているかということが、かなりその費用の価格判定において与える影響が大きいので、こういった点について検証ができなければ、維持管理の良否というもの、あるいはきちんとした計上がされているかということがわかりにくいという問題があるんじゃないかということでございます。

その次の15ページでございます。これは、鑑定評価にまつわる、ほかの資産評価の動きとの関連でございます。左側に国際会計基準と真ん中のほうに新BIS規制で、国際会計基準ですので、こちらはどちらかという企業会計の資産評価のあり方、真ん中が資産について貸し出す金融側からのあり方でございますけれども、それぞれ国際会計基準であれば、ストック原価主義から自家会計へという動きが、新BIS規制導入によって、将来的にいつかは確実に貸出債権というもののリスクを数値化した上で格づけをしていって、より精緻なリスク評価に基づいた資産評価が行われる。そういったことが出てくると。

一方で右側は、主として国際的な資金の移動という観点から、収益還元というもののやり方が浸透しているとともに、そういった海外からの資金が流入するというのが今後も続いていくだろうという動きでございます。

そういった動きを眺めますと、下に書いてございますとおり、収支項目の統一化等に当たっては、企業会計や金融の分野において浸透しつつある国際的な評価基準、あるいは海外における収益不動産評価のあり方というものも踏まえた評価のあり方を考えるべきではないかということでございます。

その次の16ページでございます。16ページのほうは、これはPM会社、いわゆる建物の管理会社が管理履歴情報を収集する1つのソフトとして、「@プロパティ」というソフトがございす。それは、2006年の3月末で契約法人が約200社ということで、対象物件が5,800棟に上っているというものでございす。その管理会社が持っている

ソフトの履歴情報というものを使うと、例えばということで、次のような分析が可能になる。1つが、これはあくまで一例ですけれども、物件ごとに賃料情報なり空室率などというものをきちんと算定できる。あるいは逆に、一定のトラックレコードをソフトの中にソーティングして各会社の運用実績というものも比較できる。こういったものは鑑定評価にとっても非常に有用なので、電子化されたPM情報を鑑定評価に利用できるようにする。逆に鑑定評価情報をPM情報のほうに利用できるようにするといったようなデータ交換を容易にする必要があるのではないかと考えています。

その次の17ページでございます。こちらは不動産投資市場検討小委員会のほうから、今後検討すべきということで与えられたアジェンダーの1つでございますけれども、不当鑑定の自己抑制等のためのデータベース作成イメージというものでございます。

これは、あくまで現時点での素案でございますが、全然煮詰まったものではございませんけれども、一例としてきょうご紹介させていただきました。今後、いろいろな検討の上でこれは変わっていくものと思われましても、あくまで一例でございます。

まず、これは鑑定評価書を依頼主から依頼されたときに、鑑定評価書の情報を国交省に提出するよということを前提に依頼を受ける。それで鑑定評価書を交付する際に、鑑定評価書の一定事項と、その際に使ったDCF上の算定根拠の一部を国交省のほうに提出いただいて、それをデータベース化するということでございます。これはあくまで投資対象不動産、投資用不動産というものを対象にした鑑定評価でございます。それを国交省は、真ん中のほうにございますけれども、データベース化した上で、1つは、下にございますが、行政目的として使用する。これは何に使用するのかというと、不当鑑定の疑いがあるようなものについて、不当かどうかということ判断する材料として使わせていただく。もう一つは、地価公示のような公的土地評価の参考資料として使わせていただくということでございます。

これは行政上の目的でございますけれども、データベースがもたらすそのほかの効果として、一番根幹的な効果なんですけれども、⑤と書いてあって一定の者に閲覧と。一定の者というのは、例えばということですが、証券化に携わる鑑定士さんに閲覧していただく。それで、他の鑑定士さんの行った鑑定評価というものをごらんになって、もし変な鑑定とかがあったら、こちらのほうに情報をお寄せいただく。そういうふうな形をとるということで、相互に自分たちのやっていることが把握できるようになるとともに、お互いにきちんとした鑑定評価以外はやりにくくなるという状況をつくる。そのほか、鑑定評

価の底上げのための基礎資料として使っていただくとか、あるいはさらに、ここで得られたような陳情情報とか利回りの情報を使っていただいて、インデックスサービスを行うための基礎資料としていただく、そういうふうなことも考えられます。

さらに、右下のほうにございますけれども、データベースの作成に協力された業者の方々へも、きちんとした資料契約をつくって、守秘義務などをきちんと確認した上で提供させていただいて、それをベンチマーク・サービスなどに使っていただく。そういうふうなことが考えられるんじゃないか。これはあくまで今後の検討のベースでございますし、これが煮詰まったものではございませんので、1つのイメージとして提案させていただいたものでございます。

その次の18ページでございます。投資用不動産の鑑定評価に関する研修の充実等ということで、（証券化アプレイザー（仮称））と書いてございます。ここの中心的な部分は上のほうに書いてございますけれども、証券化に係る鑑定評価に携わる不動産鑑定士については、1つは、不動産証券化にかかわるような専門的な知識・技術、もう一つは、投資不動産という特性を踏まえた鑑定評価を行う上での専門的な知識・技術、この両方を兼ね備えたような者であることが必要とされるのではないかということで、これは人的側面から信頼性を向上させていくための研修の充実等として、こういった知識・技術を習得するための研修などが必要なのではないかということでございます。

その下のほうに、不動産証券化協会がやっておられる「マスター養成講座」というものについてのカリキュラムを例示として出させていただいておりますが、これは、①のほうの証券化にかかわるような知識・技術というものを習得する上で証券化協会さんがやっておられるカリキュラムを参考までに紹介させていただいております。

ちょっと長くなって恐縮ですけれども、続いて20ページのほうに、デュー・ディリジェンスのお話をごく簡単にさせていただければと思います。

上のほうに証券化対象物件に対するデュー・ディリジェンスの現状と問題点ということで、赤字のところ、幾つか問題となるようなことを書いてございます。そもそもというのが、受発注のあり方のいわば一種の構造的な問題と申しますか、そこから生じてくるような話もあるんですけれども、まず、通常の証券化ですと、アセットマネジメント業者さんから鑑定業者さんに鑑定の依頼が来る。その際には、ER作成者がつくったレポートを反映するようという形で来る。他方で、ER作成者のほうにもアセットマネジメント業者さんのほうから発注が来る。その中で、問題となるのはということで緑色の矢印をつけ

たところで、例えば鑑定業者さんは、ER作成者さんをだれにするのかということについては、依頼の時点ではよくわかってないし、関与もできない。ER作成者さんのほうから、じゃ、いつ鑑定業者さんに来るのかということもはっきりしていない。ER業者さんについて、この人がどういうER作成者なんだろうかということについての判断がつきかねるときもある。相互に連絡するというのも、そういうふうなきちんとしたシステムティックな体制になっていない。そういうふうな状況がある。

ただ一方で、ER作成者のほうからエンジニアリング・レポートを受け取った後は、それを踏まえて鑑定評価して鑑定評価額を算出するというふうになっている。そこで、下のほうに問題点として書いているのが、ER作成者の行ったエンジニアリング・レポートの結果というものは、鑑定評価の信頼性に大きく影響する。ただ、それを鑑定業者さんがほんとうに信頼できるものかどうかというふうにきちんと見ていけるようなシステムにはなっていない。

その下のほうに書いてございますけれども、不動産鑑定士が、ER作成者の専門家としての経験、評判、能力等を十分に見極めて、一定の責任を持って採用するか否かの判断を行うことができるような仕組みというものも必要なのではなかろうか、そういうふうな今後の検討課題の1つとして挙げさせていただいております。

その次の21ページでございます。こちらはデュー・ディリジェンスの重要性というものを数値的に、若干わかりやすい数値で示そうとしたのでございまして、真ん中のほうに表がございまして、これは耐震基準を満たさない建物の割合でございます。これは住宅局さんが試算しておられたものなんですけれども、真ん中の事務所をごらんいただきますと、約2割が依然として耐震基準を満たさない建物である。店舗についても約4分の1が耐震基準を満たさないという状況でございます。こういったものを資産運用対象とするということになりますと、これが一体耐震基準を満たすのか満たさないのかということが十分に反映されてなければ、投資家の投下資本というものが回収されないおそれも出てくるので、エンジニアリング・レポートというものを的確に鑑定結果に反映する必要があるというふうなことの一例でございます。

その次の22ページは、これは先ほどご紹介させていただきましたデュー・ディリジェンスのあり方における検討委員会ですか、そちらのほうで今後検討していくべき課題のテーマとして挙げてございますので、こういったことを一定の検討結果が得られたら、またこちらのほうに紹介させていただいて、ご審議いただく必要があるのかなというふうに考

えているというものでございます。

その次の23ページでございますけれども、こちらは、あくまで一例としてということなのですが、先ほど鑑定士の側から見て、ER作成者の方の評判なり経験なりというものをどのように判断していくのかということが必要じゃないかと言ったんですけれども、これは、公認会計士の側が、鑑定士さんが実施した評価業務についてどう判断するかということについて、例として載っておりますので、これは参考として示させていただいております。上のほうの②の（ア）のところでございますけれども、鑑定業務を行った不動産鑑定士の資格、専門家としての経験及び評判、譲渡人との利害関係などを検証するといったようなことを公認会計士さんも、鑑定士さんが行った鑑定評価を見るに当たってはやっているということでございます。これも参考でございます。

あともう少し、次の25ページをごらんください。駆け足でまいりますので、もうしばらくお待ちください。25ページのほうが、各国のリートにおける海外不動産の投資ができるかできないかでございます。真ん中のほうにございますとおり、ベルギーとタイランドは制限がございます。そのほかマレーシアと台湾についても一部制限がございます。日本のほうは事実上の制約があるけれども、法的な制約はないというふうな状況になってございます。

その次の26ページをごらんいただければと思います。海外不動産に関する鑑定評価実務のあり方の検討として、真ん中のほうにございますけれども、例えば日本企業が、海外における開発プロジェクトにおいてのファイナンス手法として、あるいは海外不動産をバランスシートから切り離すといった流動化策として、海外不動産について、例えばJリートを利用するということが今後考えられるわけですが、そういったものについて、鑑定評価というもののあり方がボトルネックにならないように、実務のあり方について検討すべきではないかということでございます。

その次の27ページは、海外不動産の取得ニーズに対応して、これは鑑定評価以外にも幾つかの検討すべき課題というものがあるんですけれども、そういった課題というものを検討していく中で、一方で鑑定業者さんとしても、国際的不動産インテリジェンス産業として成長可能性も検討すべきではないかということでございます。

最後に、29ページをごらんいただければと思います。29ページは不動産鑑定業の現状でございます。これは1事業者当たり、あるいは1事務所当たりの鑑定士さんの数をござらんいただくものでございますけれども、業者で見ますと、大臣登録業者でも4名弱とい

うことで、それほど大きくないという規模でございます。

その次の30ページでございます。これは、鑑定業の将来に向けたサービスのあり方として、例えばということなんですけれども、今後、バックマーク・インデックスというものを必要とするというふうな状況が、例えば上のほうにございますけれども、年金なり、あるいは生保、損保資金なりというものがございまして、こういった資金運用に当たっての判断材料となるような産業というものを鑑定士側からもアプローチするというふうなことも考えられるんじゃないかということでございます。

2ページ飛ばしまして、最後の33ページでございますけれども、不動産鑑定業の将来に向けた可能性ということで、先ほども申しましたけれども、海外の不動産鑑定士などとの連携体制というものを海外ニーズに沿って整備していく中で、国際的な不動産インテリジェンス産業としての発展を不動産鑑定業も検討できるのではないかと、そういうことでございます。

ちょっと長くなりましたが、以上でございます。

【緒方部会長】 ありがとうございます。それでは、もう一つの資料がございましてね。「不動産鑑定評価部会の今後の議論の進め方」につきまして、事務局、説明をお願いいたします。

【赤松企画専門官】 こちらについて説明させていただきます。こちらをごらんいただきますと、3段になってございまして、一番上が鑑定評価部会となっております。2番目に、これは事務局のほうの案ということが書かせていただいておりますけれども、投資不動産基準小委員会というものを設けて検討するような案を書かせていただいております。一番下の段がデュー・ディリジェンス検討委員会ということで、先ほど紹介させていただいたデュー・ディリジェンスのあり方検討委員会でございます。

今後の検討のあり方でございますけれども、先ほどの資料で述べました、※がついていた、当面検討すべき課題を中心に鑑定評価部会のほうの検討を進めながら、一方で投資不動産の鑑定評価基準、例えば収支項目の統一などについて、若干鑑定評価実務にわたるような細かい話もございまして、小委員会のほうで検討させていただいて、12月ぐらいに報告させていただくようなことでどうかというのが真ん中の投資不動産基準小委員会の部分でございます。

さらに、一方でもう一つの大事な、当面急ぐ事項として、デュー・ディリジェンスのあり方についてでございますけれども、そちらは既存のデュー・ディリジェンスのあり方検

討委員会における検討結果というものを踏まえながら、また12月下旬に同じように部会のほうに報告させていただいて、それをもとにご審議いただく、そういうふうなスケジュールでどうかという1つの提案でございます。以上でございます。

【緒方部会長】 ありがとうございます。それでは、赤松企画専門官からたくさんの資料が説明されましたが、これらに関しましてご質問あるいはご意見がございましたらお願いいたします。

ただ、本日は、この検討課題を審議する第1回目ということでございますので、本日何らかの結論を出すということとはとても不可能でございますので、背景も含めて議題全体を見渡してみたいと思っております。そこで、特に発言のテーマというのを限定しないで、フリートキングという形で、資料の内容だけでなく、不動産投資市場と不動産鑑定評価をめぐる問題点につきまして、幅広くご自由にご発言をいただければありがたいと思います。どなたかご発言いただけますでしょうか。

それでは、こちらから指名させていただきまして、石橋委員、トップバッターでお願いします。

【石橋委員】 膨大な資料で、不動産鑑定業者の方は大変なお仕事をされているんだというのが非常によくわかりました。日常、このような不動産証券化投資の業務に私どもの会社もかかわっているわけですが、そこでやはり出てくる問題が、かなりタイトな中で、デュー・ディリジェンスの業者の方とか、あるいは鑑定士の方々が非常に短い時間の中で高度な業務を要求されておられる。中でも特に発注者の方が目論んでおられる証券化商品のある程度の価格がありまして、そういったものと、鑑定業者として純粋に原資産を査定されるところで、なかなか現実には折り合いがつきづらいところをどのようにつけておられるのかというのが、今回のテーマの大きな1つであるようにも思っております。

先ほど委員長のほうから、幅広めというお話をいただいたので、あえて言わせていただきますが、先ほど申し上げた意味で考えたときに、鑑定業のあり方というものも非常に重要で、この委員会の意義というのも、私自身も重要だと認識はしているのですが、一方で発注者の方々も、この証券化の投資市場にかかわるプレーヤとしての高度な専門性とか倫理性とか、そういったところの議論というものも同時並行に進められないといけないのかなと思っております。

この部会のテーマでないことは重々理解をしているわけですが、先ほどお話があったように、金融庁なり証券取引等監視委員会からの指摘が今回の検討の1つの発端とな

ったということですが、投資信託法で規定をされている J リートの投資法人とか、その運用会社に比べて、私募の証券化のプレーヤの方々に対する法的枠組みが非常に脆弱ではないかと私は思っております。そういう発注サイドの方々の専門性ないしは倫理性、あるいは場合によれば社会的制裁を受けるというような法的枠組みが同時にあって、並行してこの鑑定業のあり方が議論されるということが、マーケット全体の健全な発展には不可欠ではないかというふうに理解しております。

ここの部会のテーマではないかもしれませんが、ブレインストーミングとおっしゃっていただいたので、私の日常の問題意識を述べさせていただきました。以上でございます。

【緒方部会長】 おっしゃるとおりだと思いますね。どなたかご意見いただけますでしょうか。

【前川部会長代理】 鑑定評価にかかわる問題は大きく 3 つあると思うんですけれども、まず、情報がないということで情報整備の問題と、それから、鑑定士が持っている分析手法ですね、技術とか、そういったような問題。もう一つは、市場そのものに関連した評価のあり方ですね。今、証券化で扱っているものは商業不動産が多いわけですが、商業不動産のマーケットというのは、非常に不完全ですよ。取引量が少なくて、ある意味ではだれとだれが取引するかによって価格が変わってくるとか、オークションが行われると価格が変わってくるといったような、かなり価格帯が広いマーケットなんですけれども、そこで点評価といった今の鑑定評価のあり方でいいのかどうかということですね。

ですから、まず最初の情報がないところで、そういった 3 つの点があって、情報のないところで評価しても、それは適切ではない。あるいは適切な技術でやってなければ適切な評価はできないと思うんですけれども、1 つは、情報整備に関して言えば、ベンチマーク・インデックスをつくらうというような動き、投資小委員会で議論したことですけれども、DCF 基準を統一して、データをプールして情報整備していこうというような方向で動くということは、1 ついいことかなと思うんです。

あと分析手法に関しても、DCF 基準で統一するということはそれなりに意味はあるなということですが、もう一つ、分析技術に関しては、小委員会でも出ましたけれども、市場分析が鑑定評価において適切に行われているのかどうかというような話ですね。

それからもう一つ、DCF をやると言っても、果たして適切なリスク分析が行われているのかどうかということです。例えば割引率の設定の仕方とか、空室リスク、まあ、稼働中

の不動産が多いですから、開発型の物件よりもリスク分析は比較的易しいかもしれませんがけれども、それでも、空室のリスクをどういう形で分析していくかとか、それから、建て替えとか、利用の変化のオプションをどういうふうに考えていくかとか、そういったような話を鑑定の中にも入れていかなければいけないんじゃないかという気がします。

それから、それに関連して評価のところですけども、リスク分析をした後、投資家によって、DCFをやっても、だれが、だれの立場に立ってDCFをやるかによって違うということですね。先ほどどういう形で違ってくるのか、リスクの分析の仕方によって違ってくるのか、これは、DCFの基準の統一ということによって、あまり変な評価をする人はいなくなるかもしれませんがけれども、それでもリスクのとらえ方が違うということ、それからもう一つ、同じようにリスクをとらえたとしても、そのリスクに対する態度が違うということですよ。それが割引率に反映されてくるわけですけども、そういうようなことがあるので、評価においては、おそらく点評価はかなり難しく、いろいろなマーケットに登場する人が、リスクをどうとらえて、どういうふうにそれを自分の割引率の中に反映するかというのは違うわけですから、当然幅があるわけですよ。マーケットが完全であれば、いろいろな人がいろいろな値づけをしても一物一価が成立するということですけども、マーケットが完全ではないですので、当然いろいろな人がいろいろな値づけをしたときに、どういう取引が行われるかによって価格の差が出てきてしまうので、実際に成立する価格にばらつきが出てきます。

そうすると、鑑定評価の中で点評価にするにしても、区間評価という形にいかないにしても——市場分析を適切にしていなくてもできませんけれども、このくらいの区間において価格が成立する可能性があるということを示しながら、その中でマーケットプライスは自分の判断として点評価をするとか、そういったようなことを考えていかないと、いわゆる証券化で扱っているような物件というのは対応できないんじゃないかという気がするんですね。住宅であれば、価格のばらつきも4,800万か5,000万かという狭い幅ですけども、商業不動産は相当ばらつきがあります。だから、鑑定士の限界というか、それはエキスキューズでもあるかもしれませんが、価格帯をきちっと示した上で評価をしていくということをしなればいけない。

そのためには、技術とか、市場分析とか、リスク分析とか、さまざまな技術が必要なわけですけども、そうすると、この鑑定部会でどこまでそういったことを踏みこんでやるのかというのは、ちょっとわからないんですが、本来であれば、そこまでやっていかない

と、鑑定士が生き残っていくためには、いや、不用じゃないか、邪魔じゃないかという話になってしまいそうな気がするので、そのためにシニア・アプレイザーという研修をするにしても、きちっとしたテキストがなきゃいけないですよ。いわゆる金融からもちろん使うわけですが、それに鑑定という側面を入れたテキストをしっかりとつくと、講習をやってもだめだと思うんですよ。というような感じがします。

【緒方部会長】 ありがとうございます。どうぞ。

【巻島委員】 今、前川先生から鑑定の果たす役割について、コンサルティングのサービスにまで踏みこんだご指摘がありましたので、リートの海外不動産投資について発言させていただきたいと思います。

資料4の3ページでございますが、当面の課題のところ、課題2のところの海外不動産に関する鑑定評価実務のあり方の検討というのが当面の検討事項から抜けていますが、ぜひ早めにやっていただきたいと思います。私もたまたま前回の検討小委員会の委員をさせていただきまして、この項目は、先ほど説明がありましたように、海外不動産にリートが投資することを可能にするという趣旨で提案されたことではありますけれども、その根源的な意味は、海外不動産に投資できるようにすることで、海外ではどのような情報開示が求められているのかとか、それから、価格の評価がどういうふうに行われているのか、なぜアメリカでは鑑定評価がリートで求められないのだろうかとか、いろいろなことが身をもって分かってくるはずだということがありました。

米国では、鑑定士は売り手の立場、買い手の立場、それぞれ立場を明確にして役割を果たしています。

たとえば、米国のアプレイザル・インスティテュートでは、コンサルティングサービスもいろいろな立場で教育が行われています。そこでは、リートに対する鑑定サービスも行われているわけですが、リートの情報開示としては価格は出てこない。それはなぜなのかとか、いろいろなことが付帯的にわかってくるんじゃないか。リートの海外投資の検討が1つの起爆剤みたいなことになって、それを自分を照らす鏡みたいな形にして考えるよすがとなるんじゃないか、ということで提案されたことも事実なわけであります。

ここを拝見いたしますと、基準小委員会の第2回のところで、国際的な資産評価に関する現状というのがありますので、おそらく国際的な、各国がどんなふうに使われているかというのは調査されるのだとは思いますが、日本の鑑定評価基準といいますか、海外不動産の評価のガイドラインまで、この12月の中でぜひやっていただきたいなという

のが意見でございます。

海外不動産投資は、先ほど表にありましたように日本とベルギーぐらいしかできない国はない。一方、不動産のクロスボーダ取引が大量に、普通に行われている。そうなりますと、リートにおいても海外不動産の組み入れがいつかは市場から要請されることが目に見えている。そのときに拙速につくると実態に合わないようなことになっても困ると思いますので、別に12月に最終の結論を得るということではなくて、ここからもう一度パブリックコメントなり、実態に合わせるようなことをやってもいいと思うんですけども、将来拙速にならないために、早め早めに作業をぜひお願いしたいということでございます。以上です。

【緒方部会長】 ありがとうございます。村山委員、お願いします。

【村山委員】 村山でございますけれども、今、巻島先生がおっしゃった海外不動産投資会計については私も全く同意見でございまして、難しいことではありますけれども、早めにやらないと間に合わないと思います。と申しますのは、私ども、ゴールドマン・サックス投資銀行でございますけれども、海外の同じ仕事をしている同僚としょっちゅうカンファレンスコールで話をしているんですが、アジアのリート市場、今、日本に比べると圧倒的に規模は小さいですけれども、パイプラインは非常な大きさに進んでおります。

私と全く同等の、シンガポールでリート投下不動産を見ているバンカーなんですけれども、これ、私と成績が比べられてとても嫌なんですけれども、彼は今、パイプラインを6つ抱えています。これから上場するものですね。だから、彼のパイプラインを見ただけで、どれだけアジアのリートがこの数年間で大きくなっていくのかというのが非常に見えるわけですね。

そういったことを考えたときに、一方、例えば海外の不動産に集中して投資しているファンドというのが、投資ファンドとか、アセットマネジメント会社とか、いろいろございますけれども、フェデリティーなんかも含めてですね。この辺が、ついこの前まではほとんど自国内の投資しかしていなかったんですけども、アメリカのスプレッドがどんどん悪くなってきている。不動産市場も過熱ぎみになってきているということで、この1年間ぐらいで、すごく海外投資ウエートを上げてきております。ですから、Jリークのマーケティングに行きましても、今、海外投資家の需要が圧倒的に強い状況でございまして、IPOのマーケットなんか、海外投資家に思い切りシュートしないと、今、なかなか当たらないような状況になっている。

こういった中で、彼らから見ると、アジアも日本も同じなんですね。ですから、今は日本のリートしかほとんどないので、規模的に、流動性も見て、国際分散化投資というときに日本を見てくれるんですけども、この状況はあと1～2年で変わってくると思います。ですから、アジアのシンガポールで上場するリート、香港で上場するリート、いろいろございますけれども、この中に中国の案件が入っていたり、ほかのアジアのところが入っていたりとかするわけですけども、この辺、日本のリートは今はアジアの中では非常に優位を保っておりますけれども、非常なコンペションが出てくると思いますので、ぜひ海外について……。これだけあればJリートが拡大するとは思っておりませんが、ぜひお願いしたいなと思っております。

それから、私が日常仕事をしている中で、きょうの課題に関しましてコメントをさせていただきますと、Jリート市場は非常な勢いが拡大してまいりましたけれども、ここにきて、投資家の中ではJリートに対するムードが急速に冷えてきております。それから、東証さんのいろいろなスタンス等もございまして、IPOのパイプラインが、まだあるんですけども、それから、既に6条認可をとっているようなところで、今年か来年上場を予定しているようなところは非常に大手のところが多いので、多分大丈夫なんだろうと思います。三井不動産さんの2号リート3とか、野村不動産さんの2号リート3とか、そういうネームのあるところが出てくるので、大丈夫だと思うんですが、昨年夏以降のリーートのIPO市場はガタガタでございまして、IPO価格は割れてしまって、ほとんどリビングデッドになっているようなリートがかなり多くなっております。

幸いながら、私どもがやったジャパンホテルランドリートはうまくいったんですけども、かなり失敗しているリートが多くて、もう完全に動きがとれないです。全く流動性がないので、セカンダリーのオフERINGは全くできないし、物件も取得できません。このような死んでしまっているリートというのが、実はリート市場はよくなっている、よくなっているというふうに見えるんですけども、実はそういうリビングデッド化したリートが多くあるということも忘れてはいけない事実ではないかなと思っております。

その背後にはいろいろな問題があると思うので、一言では言えないんですけども、やはり入っている不動産に対しての不信感であるとか、ちゃんとやっているのかというような不信感、いろいろなものがございまして、そういった中で話を不動産鑑定というところに持っていきますと、海外の投資家と話をしていてよく聞かれるのが、アプレイバル・バリューというのはほんとうに当たっているのかというような形のことを言われます。

これはほんとうに大丈夫なの、これでと。ほんとうの価格はどうなのというようなことを言われて、いや、もうちょっと開示もしているし、昔と違うから大丈夫なんですよというような話はしているんですけども、そういった中で、日本の鑑定業者のスタンスみたいなもの、彼らの例えばフィーであるとか、プロフェッショナルに対する担保の仕方であるとか、やはり土がついているのであるからして、やはりもっとですね……。あんな安いフィーで、脅されないでデュー・ディリジェンスができるのかというような印象さえ持ってしまうんですね。ですから、そういったところも含めて考えないと、ただ単に鑑定のやり方をちゃんとしろ、ちゃんとしろと言っても、それはちょっとかわいそうなんじゃないかというか、現実的ではないんじゃないかという気がしております。

それから、最後に、ベンチマーク・インデックスの話が出ておりましたけれども、私どものロンドンのオフィスで、今、不動産デリバティブをかなりやっています、ロンドンのマーケットでは、デリバティブでは多分、私ども、マーケットとしてはトップなんです。が、この前、担当者が2人日本に来まして、インデックスがないことに愕然として、傷心して帰っていきました。要するに取引価格の開示をベースにしたIPDは日本にもあるんですけども、あまりにも規模が小さくて、これだけ不動産投資市場が活性化している中で、ちゃんとした取引価格をベースにした、まあ、インデックスをつくるにしても何にしても、その取引価格をどうやって開示するのかという話になると、またすごい議論になってしまうので、そこまではお話するつもりもないですけども、やはりちゃんとした取引ベースがあり、それが開示されていて、それをベースにしているインデックスがないと、不動産デリバティブ市場のことを書いてありますけれども、できないと思うんですね。

ですから、その辺も少し頭の中で考えていかないと、なかなか実際的には動かないのかななんて思ったりします。以上です。

【緒方部会長】 ありがとうございます。時間も迫っておりますが、それぞれ委員の先生方、いかがでしょうか。

【町山委員】 町山でございます。村山先生のご意見、大変参考になりましたんですが、私どもは、証券化という流れの中で、特に不動産鑑定という立場ではなくて、エンジニアリング・レポートを作成するという1つの役割を8年、務めてきているわけです。

昨今言われておりますのは、投資家の保護とかいうことを言われているんですが、私は、保護というよりも、まずフェアであること、それが一番ではないのかと。今までの不動産鑑定に対するさまざまな評判をお聞きするわけですけども、先ほどアプレイザル・バリ

ューは信用できるかという話があったわけです。あんなに安いフィーでできるのかという話も確かにありまして、私どもがエンジニアリング・レポートを始めたときに、自分たちはこういう数値で計算しているんだから、こういう数値のレポートを出せといったようなところが、最初は一流の人たち相手でしたからありませんでしたけれども、ある年代が過ぎるとそういうことが平気で言われるようになった。それは断固否定をいたしました。

それはなぜそういうことになったかという、今まで悪しき風習が日本にあったのではないか、発注者の意向に合わせてレポートを書くというふうなですね。それでは、本来のフェアなことではないと。鑑定ということであるすれば、1対1というマーケットだったと思うんですが、証券化ということになりますと、1対多数、複数といいますかね。ですから、完全にこれはフェアでなければいけない。それが我々のエンジニアリング・レポート作成者のとるべき立場だということで、フィーもしかるべき積算をした値段を終始保ってまいりました。

ほかは、おまえのところには半分だぞとか言って脅かされたんですが、もしそんなことが市場価格になるんだったら、私どもは赤字ですから、この業界から手を引きますというぐらいの覚悟でやってまいりまして、ようやく私どもが主張してきた妥当な価格というのが、皆さん、最近、信頼あるレポートを出すところの価格にどうやら落ちついてきた。やはりそのぐらいのフィーをもらわないと、まともなレポートはできないということを皆さんがご認識をいただけたのではないかと。やはりどこかで頑張らなくちゃいけないんじゃないかと。

昨今、金融庁からさまざまな指導がなされて、その中の理由の幾つかにエンジニアリング・レポートが挙げられております。ともすれば、エンジニアリング・レポートの基準をつくるべきではないとか、もっとわかりやすくする方法論を統一すべきじゃないかという意見も出がちなんですけれども、アメリカで発展したこのエンジニアリング・レポートというものの実情をよく調べてみますと、やはり発注者が自分独自の判断で、自己責任においてエンジニアリング・レポート作成者を選んでる。

作成者のほうも、実は特別な資格がなくて、どういうレポートをどう書いたかという経歴をもって評価されているということなわけですね。例えば最近、EP、環境プロフェッショナルといいますか、Environment Professional、こういう制度みたいなものがあるんですけど、これは別に資格がない。ある特定行政庁がEPと認めた人がEPであるというぐらいのところまで、あるいは第三者が、この人はEPだと認めた人がEPだ。特別にど

こかが資格制度を設けて、試験をしてつくったわけではない。それぐらい自己責任において選び、それから、コンサルタントとしては、説明責任が十分に果たせるだけの知見を持った者がそれに取り組むということだろうと思います。

そういうわけですので、日本でも、エンジニアリング・レポートというのは、まだ歴史が10年もありませんので、エンジニアリング・レポートをどう読み、その作成者をどう判断するのかという意味においては、それを使う人たちが、エンジニアリング・レポートをどう読んだらいいのか、どういうところがポイントなのか、よく出る質問は何なのか、こういうことをはっきりと勉強してもらう必要があるということで、実は先ほどご発言がございました不動産証券化協会では、今まで進めておりましたカリキュラムのほかに、先ほど前川先生もおっしゃいましたけれども、テキストが必要だということで、私どもご協力させていただいて、より一歩進んだテキストの作成を始めたところでございます。

一方、今度は、エンジニアリング・レポートを作成する側、これは実はアメリカにはASTMという、これも任意団体なんですけれども、この団体が提案した、こういうことでつくったらどうかということがあるんですけれども、きょう改めて確認をいたしてみますと、やはり目次程度の提案なんです。日本もそれに対応するような形で建築・設備維持保全推進協会、BELCAという組織がありまして、「エンジニアリング・レポート作成ガイドライン」というのを数年前につくっております。

しかしながら、昨今のこういう問題が出てきておりますので、BELCAの事務局とも相談をいたしまして、今度はガイドラインも改定しよう。ですから、つくる側としてもガイドラインを改定して、より公平性、それから、先ほどお話のありました倫理性も含めて、第三者性も含めてより徹底を図ろうではないかという動きを始めたところでございます。

ですから、そういう意味で、デュー・ディリジェンスを踏まえた鑑定という記事があったんですけれども、私の理解では、鑑定もエンジニアリング・レポートもトータルなデュー・ディリジェンスの1つの要素であろうということですから、アプレイザル・バリューそのものだけではなくて、その上で最後にプレーヤのどなたかが最終判断をする価格が適正価格ということで、デュー・ディリジェンスの結果得られた価格ということで取引されるのではないかと。そう考えておりますので、そのときに、開示に耐え得るレポートというものを我々はつくっていかなければいけないし、またそういうものを育ててもらわなければ、いいレポート作成者もできないのではないかと。そんなことでやらせていただいております。

ます。

全体の流れの中ではごく一部の役割しか務めておりませんが、一応そういう動きを現在しているということでございます。

【緒方部会長】 それでは、法律の分野の皆さんの意見を伺ってから、鑑定者の先生には最後にお聞きしようかなと思っておりますので、野村先生、いかがですか。

【野村委員】 ご指名ですので、若干お話しさせていただきますが、私は特にアイデアがあるわけではありません。今、たくさんの先生方のご意見を伺って、ああ、なるほどなというふうに思っている次第なんですけど、いずれにしても、士・業の方であります不動産鑑定士という方の品質管理、それから、資質の向上といったようなものをどうやって展開していくのかということが最大のポイントかと考えております。まず第1は、その行動のための基準を明確にする。私、法律家なので、何となく法律家的な話になりますけれども、やはり作業をするときに、統一の基準がなければ、それは相手方の言いなりになるということがあります。特にDCFの場合には、これはちょっとでも数字が変わりますと、幾らでも価格が変動するという極めて危ない評価方法です。将来キャッシュフローに対し、ちょっと数字を置き換えますと価格帯がものすごく変動するというものでありますから、ここはしっかりとした基準をつくっていただくことが必要だろうと思います。

そうでありながらも、そういったものは世の中にたくさんあるわけなんですけれども、例えば公認会計士の方などは監査基準をたくさん持っておられるわけですが、それでもなかなかうまくいかないというところは、よく考えておいていただく必要があります。基準をつくれればきっとうまくいくだろうというのは、これは幻想だということをまず前提にさせていただく必要があるかと思えます。つまり、基準は必要条件ですけど、決して十分条件ではないということで、そのプラスのところをどうやってつくっていくのかということが課題であるというふうに思えます。

地位を高めていくということで、先ほど報酬の話等もありましたけれども、そのほかには、やはり自主規制機関というんでしょうか、自主的に十分たちの品質を管理していくということと、行政との役割分担の仕方というのをしっかり決めていただく必要があります。私どもの社会は自由主義社会でありますから、基本的には自主的な規制機関、自主的に何らかの形でみずからの品質を管理していくということにインセンティブが働くような形の行政手法をとっていただく必要があるわけなんですけど、さはさりながら、やはり最後のところは伝家の宝刀を使っていただく必要もあるということでもあります。そういう意味では、

不動産鑑定士の方々に対する行政からのプレッシャーというのは、やや緩やかなのではないかなというふうに感じている次第でありまして、場合によっては、厳しく行政側のほうで士・業の品質管理に対して立ち入るといった覚悟を持っていただく必要もあるのかなというふうには思っております。

具体的にはどうすべきなのかということは、追ってまたいろいろな機会にお話をする必要があるのかなというふうには思いますが、まずは鑑定士・業界の方々、今言ったような枠組みの中で行政に出てほしくないのであれば、もうちょっとやるべきことがあるだろうと思います。それは、研修とか、そういったような話だけではなくて、自分たちの業のあり方そのものについて根本的に品質管理をしていくということが必要なんだろうと思います。公認会計士協会などでは、品質管理プログラムは相当程度整っているわけでありまして、そういう中でも不祥事は起こっているわけですし、それに匹敵するぐらいの再教育プログラムでありますとか、あるいは自主研修のプログラムであるとか、さらにはみずからのテキストづくりであるとか、そういったようなものがほんとうに行われているのかどうかということですね。そこから生まれてくる信頼感がフィーにもつながってくるということだと思いますので、やはり自主規制の部分のところをもうちょっと検討していく必要があるのかなと、そんなふう考えております。以上です。

【緒方部会長】 ありがとうございます。それでは杉本委員。

【杉本委員】 会計士協会のほうから派遣されてきておりますが、最近、不祥事の代名詞になりつつあって、今の話を聞いていて耳が痛いなど考えた次第でございます。企業会計の世界では、不動産の自家評価を企業会計の結果に盛り込むという意味では、どちらかといいますと、アメリカの会計基準はおくれている、取得原価主義にこだわっているという状況かなというふうに思います。

一方、ヨーロッパ系の会計基準では、不動産の鑑定評価をダイレクトに財務数値に取り入れるということを大胆に行っている国が多いというふうに平素感じております。それは、おそらく鑑定士の鑑定評価に対する信頼度といいますか、企業会計のほうから見た信頼性というのが、どちらかというとなアメリカは薄いというふうに、平素の実務では感じております。その意味では、日本の鑑定業界は、どちらかといいますとヨーロッパ系のスタイルを目指していただきたいという感触を平素持っております。

不動産の証券化に関しましては、鑑定を十分に活用していただいております、実際に不動産の取得においてとられる鑑定評価というのは、相当歯どめの役割を果たしている

という感じがいたします。また、リートもそうですが、「私募型」と言われる投資法人を用いないファンドについても、公募しており、特定有価証券報告書において開示しているものにつきましては、鑑定評価の内容をその上で相当部分開示しております。そういう意味では、鑑定評価のサービスの一部として開示資料の一端を担っていただいているという場面が相当増えているように思います。

しかしながら、他方で、開示資料の一端を担っているということになりますと、通常の不動産鑑定は依頼者の方だけに対して行うものだと思いますが、開示資料の一部を構成しているということは、不特定多数の方に対してサービスを提供しているということにもなりますので、民事、刑事も含め法的な責任について今後はしっかりと検討していく必要があるというふうに感じております。

リートの取引について、昨年ぐらいに、過去、開示されているリートの取得時の鑑定評価額と、リートの実際の取得価額を比較したデータを見る機会がありましたが、たまたまだったかもしれないですが、その母集団では鑑定評価と5%以上差があるケースとが取引全体の中の5%しかありませんでした。ということは、ほとんどの取引は、鑑定金額の95%から105%の間に入っている。110%を超しているものは1件ぐらいしかなかった。こういうふうな統計を見たことがあります。この結果を見ると、どのような形で鑑定業務をなさっているのかどうかということが逆にあるなというふうに感じます。

つまり、証券化のときに、私どもの事務所でもかなり多くの資産の証券化のビークルを管理させていただいていますが、他の資産についても取得時に時価評価をするのは一般的ですが、そのときそれを「鑑定評価」と呼ぶことは少ないです。ほかの資産では大体「フェアネスオピニオン」と呼んでいまして、一たん決まった、または、交渉中の取引金額がフェアな範囲かどうかという、そういうオピニオンを出しております。ですから、判定評価もそういう立場というのがあり得るんじゃないのかと考えられるわけです。

この考え方に前提には、鑑定の結果というのは1つではないということの意味するわけでもありますが、そういう立場についてもご検討いただければと感じております。以上です。

【緒方部会長】 それでは、石橋委員。

【石橋委員】 すみません。先ほどから前川先生とか杉本さんがおっしゃられていたように、証券化のシステムの中に鑑定が組み込まれているがゆえに、本来は運用者が投資家としての説明責任を本来負うべきはずなのに、その責任のヘッジとして鑑定評価が使われ

ている。評価額で買いましたという、あたかもそれで説明責任を果たしたかのようになっているというところの問題があると思っております。

それともう1点は、DCFで出していくということは、要するに土地・建物一体としての価格を評価額として出すということになるわけですね。土地・建物一体で評価をすれば、本来、私はDCFの鑑定評価としては済んでいるはずだと思っておりますが、実際には、会計上の要請でそれを土地と建物に分けるという作業を同様に鑑定士さんがなさっています。会計上の要請ということは、要は減価償却の額につながってきて、結果的に配当額にもつながってくるわけですが、土地と建物の価額をどう分けるかというところの考え方で、今回の評価基準の精緻化の中で議論をするのかどうかということがポイントのように思います。結局、最終的に運用者なり配当を得る投資家に影響のあるところを、実際はあまり手をつけずに終わってしまうことにならないかなという不安も一部感じました。以上です。

【緒方部会長】 それでは、いよいよ最後になりましたけれども、鑑定士の委員の方からご意見をいただきたいと思っております。熊倉委員、お願いします。

【熊倉委員】 鑑定士からの見方ということで、私はたまたま鑑定家協会の中で、証券化の鑑定評価にかかわる検討委員会というものにずっとかかわっておりまして、出身元がもともとこういう証券化のいわゆる不動産会社なものですから、そういう意味では両面から見ているつもりなんですけれども、先ほど杉本委員がおっしゃいましたように、ある程度鑑定評価というものが、現実的には価格のほうに作用を及ぼしているというのは実態だろうなと思います。それがいいような形で作用を及ぼすような方向にこれを持っていくべきだ、それが制度の目指すべき方向だと思いますので、そういう立場から、この中でどういう鑑定評価があるべきかというふうに、これからいろいろ議論をさせていただければなど、それがまず基本的な私の取り組み方でございます。

そういう中で、日本の不動産の現状というのは、証券化協会さんができましてからたしか10年ぐらいでございましょうか、そういう意味で不動産業の中で、いわゆる収益用不動産の評価、あるいは価格づけということ自体が現実的に収益を基盤に見るということ自体が、まだまだ時間軸としてはそれほどたっていないのが日本の現状ではないでしょうか。

そういう意味で鑑定評価の制度そのものが、実務のほうはそこに急激に走っているものですから、なかなか追いついてない面があって、それを私どもは説明し切れてない部分もあるんだろうなというところで、今、そちらにいらっしゃる村木委員と一緒に、鑑定家協

会のほうでも、もう一回この証券化の鑑定評価にかかわる問題は多面的に見て、SPC法で制度が始まったときに、実は鑑定協会は、これらのかかわる鑑定評価のあり方というものについて、一応まとめて留意点ということで会員に徹底をして取り組みを始めたわけですが、そこから既に5年たっておりまして、やはりその5年というのは非常に大きな歩みだったというのが、先ほど企画官からお話があつて、やっぱり感じたわけでございます。そういう中で、もう一回全面的に見直すということをやつて、今ここに出ているような中身と、ある意味では一対になるような形で進めていこうと思つております。

そういうところでございますので、こういう議論を踏まえて、それにまた反映をさせて生かしていくということで、鑑定の立場から社会への貢献というものを目指していければなというふうに思います。

海外不動産の問題というのは、私も現実的にはなかなか難しいなと思つておりますが、一方では、経済のグローバル化ということからすると、私も海外赴任した経験がありますので、非常に大事だというふうには思つておりますし、相談も現実には幾つかばらばらはあるものですから、どう対応すべきかというのは、やっぱり早めに考えるところが必要なのかなというふうには思つております。

雑駁でございますが、以上です。

【緒方部会長】 ありがとうございます。それでは村木委員。

【村木委員】 今ご紹介がありましたけれども、鑑定協会のほうで不動産証券化専門委員会の委員長をさせていただいております。去年の9月ぐらいから、今、熊倉委員がおっしゃったように、証券化の評価につきまして、いろいろな論点整理をし、かつ、ただいまやつと証券化の評価に関する実務指針についての論点整理というか、第一段の留意事項につきまして、グラフ等をつくつたところでございます。

今の評価の一番大きな問題点というか、表面的な問題点としましては、収益価格がいわゆる積算価格の2倍も3倍にもなつてしまつてつていう状況の中で、その説明は何もしない。収益価格で決まるということについて、決めましたということだけで、何も説明していないということで、これでは問題ではないかということが1つの大きなきっかけではあるんですけども、最近、特にリートが出てきましてから情報開示が進みまして、本来もう少し積算価格や、あるいは取引事例比較法で出てきた価格を収斂しているものではないかと。もう少しよく考えれば、その価格というのは、そんなに2倍も3倍も開くのではなくて、あるところに収斂するのではないかという観点で見直しております。

それで、もう中身には触れませんが、留意事項の、指針のほうのドラフトというか、パブリックコメントを8月7日に鑑定士向け、あるいは他業者の証券化協会等に一応公表いたしまして、8月いっぱいご意見をいただくということで、特にDCFの収支の項目等が一番大きな問題になると思いますけれども、まず、収支項目にどういうものが含まれるかということと、それから、その定義はどういうふうにあるのか、その定義を踏まえた項目を、それぞれどんな数値を入れていくのか、あるいはどんな資料からとってくるのかということの方針を決めまして、できるだけ収益還元法の最後の答えがぶれないようにしていきたいと思っております。

ご意見をいただくことがあると思っておりますけれども、この鑑定部会の議論とも並行してやっていくことになると思っておりますけれども、鑑定士の業界としても、ぜひ使いやすいものにしていきたいと思っておりますので、皆様どうぞよろしくご意見をいただきたいと思っております。

【緒方部会長】 それでは山下委員、最後になりましたけれども、お願いします。

【山下委員】 日本において不動産証券化が始まったころから鑑定の問題にいろいろ携わらせていただいているんですけれども、倫理性と専門性という2つの問題、まさにそこが問題の本質のところであると思っております。

1つ、専門性の部分ですけれども、これにつきましては、急速なマーケットの拡大の中で、こういった証券化とか投資にかかわる鑑定に携わる鑑定士なり鑑定業者が急速に多様化してきている中で、今まで割と専門性の高い特定の鑑定士なり鑑定業者が、独自の技術なりノウハウで対応していた部分が多かったんですけれども、これが多くの鑑定士・鑑定業者が携わることを通じて、いろいろな細かい技術的な点がばらばらな運用になってきていて、そういったものが少し問題になってきていて、このタイミングできちんと整理しなきゃならないという点が1点あると思っております。

それから、専門性に関してもう1点は、私、前回の基準の改正のときに、ワーキングチームの中で市場分析を中心に担当させていただいたんですけれども、やはりDCFの方法論もさることながら、先ほど前川先生のほうからもご指摘がありましたように、そもそも市場についての情報収集をどうやって行っていったって、それをどう分析していったって、それを評価にどう反映していくかという、ここは最も評価の目利きなりポイントの部分にもなるかと思うんですけれども、そこについての対応が少しおろそかになっている。一番大事なところであって、なかなかマニュアル化しにくい部分であるからこそ、ちょっとおろそかになっているのかなという気がいたします。

もう一つ大きな点の倫理性の部分ですけれども、これにつきましては、マーケットの拡大に従いまして、そこでいろいろ参加するプレーヤさんの投資スタンスなり、経営スタンスなりも多様化していく中で、鑑定と、そういったプレーヤさんとの関係性というのがなかなか難しいものになってきているという中で、鑑定士に求められる倫理性というのは、市場インフラとしてかなり高いものが求められてくる。そのところを業としてやっている部分と、倫理性が求められているサムライとしてやっている部分とをどう両立させていくか、このところが非常に大事なもう一つの論点なんじゃないかなと思います。以上です。

【緒方部会長】 興味深いご意見をたくさんいただいて、ほんとうはフリートーキングをずっと続けていたほうが効果が上がるような感じなんですけれども、そういうわけにもいきませんので、ここで議論を終わらせていただきたいと思います。

それでは、最後に資料6について審議をいたしたいと存じますが、先ほどの資料5におきまして、今後の当面の進め方という資料がありましたが、そこで投資不動産基準小委員会において、投資不動産に関する鑑定評価基準のあり方等について議論をするという案になっていたと思いますが、そのことに関する審議でございます。

それでは、この件に関して、事務局から説明をお願いします。

【赤松企画専門官】 事務局より説明をさせていただきます。お手元に資料6として、投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会設置要綱（案）というものがございます。これは今、部会長よりご紹介がございましたとおり、資料5の今後の当面の進め方の中で、投資不動産に係る鑑定評価基準などのあり方については小委員会ということで、別途もう少し実務的な緻密な議論を鑑定評価の中でやっていきたいというようなことをご提案させていただいたんですけれども、それがもしご了解いただけるようであれば、資料6にございませとおり、不動産鑑定評価部会の下に投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会を設けまして、そこで投資不動産に関する鑑定評価について、現状の検証、今後進めるべき施策の方向について調査するというところを行ってまいりたいというものでございます。どうぞよろしく願いいたします。

【緒方部会長】 ただいま事務局から、本部会のもとに投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会を設置することとしたいという説明がありましたが、皆様のご意見、いかがでございますでしょうか。

（「異議なし」の声あり）

【緒方部会長】 よろしゅうございますか。ご異議ないようでございますが、よろしいですね。それでは、案のとおり本部会のもとに小委員会を設置することにいたします。また、委員の選任につきましては、このテーマの審議にふさわしい方を選任していただけるようお願いをしたいと思います。

それでは、今後の予定につきまして、事務局より、またご説明をお願いいたします。

【北本地価調査課長】 それではご説明いたしますが、その前に、本日は大変貴重なご意見ありがとうございました。とりわけ評価には一定の幅といたしますか、期間というものを考えていく必要があるのではないかとか、あるいは海外の不動産の評価について、早めに議論が必要ではないか、あるいは士・業の品質管理、そういったいろいろ貴重なご意見、ご示唆をいただいたと思っております。こういったものにつきまして真摯に受けとめながら、また部会長とも相談しながら、こういったものも含めて進めてまいりたいというふうに考えております。

次回についてでございますけれども、先ほどの資料5にもございましたように、できれば10月ごろを目途に、投資用不動産の鑑定評価に関する研修のあり方でありますとか、業の将来に向けた可能性、あるいは士・業に求められるニーズなどを中心テーマとしてご議論願いたいというふうに考えておりますので、よろしくお願い申し上げます。以上でございます。

【緒方部会長】 それでは、以上をもちまして本日の議事は終了いたしました。本日は活発なご審議、まことにありがとうございました。

最後に、事務局のほうからの連絡をお願いいたします。

【赤松企画専門官】 それでは、最後に事務局から連絡をさせていただきます。

次回の22回の部会の開催日などにつきましては、先ほど申しましたような日程のあたりで、また調整をこちらのほうでさせていただきたいと思っておりますので、追ってご連絡をさせていただければと思います。その節はよろしくお願いいたします。

あともう一つ、きょう配付させていただきました資料につきましては、ご入り用のものにつきましては、お持ち帰りいただいて、当然構いませんけれども、もし必要でないとか、あるいはここに保存しておきたいという方がおられれば、次回以降、ファイルに整理して保管して、机の上に置かせていただきますので、こちらに置いていかれても結構でございます。事務的な連絡としては以上でございます。

それでは、本日は熱心なご討議、どうもありがとうございました。

