

国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会(第 22 回)

平成 18 年 11 月 2 日

【北本地価調査課長】 杉本委員からは、遅れて来られるというご連絡をいただいています。村山委員もまだでございしますが、間もなくお見えになると思います。

時間もまいりましたので、ただいまから、第 22 回国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会を開催させていただきます。本部会の事務局を務めております地価調査課長の北本でございします。どうぞよろしく願いいたします。委員の皆様方におかれましては、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。

本日は、前回所用によりご欠席でございました柳沢裕委員にご出席いただいておりますので、ご紹介させていただきます。どうぞよろしく願いいたします。

【柳澤委員】 三菱地所の柳澤でございします。前は失礼いたしまして申しわけございません。私は鑑定評価のほうは専門ではないのですが、不動産業界に身を置いておりますので、その立場から意見を言わせていただきまして、ご参考にさせていただけたらと思っております。よろしく願い申し上げます。

【北本地価調査課長】 ありがとうございます。なお、井出委員と野村委員からは、本日ご欠席とのご連絡をいただいております。また、巻島委員は 3 時ごろ中座されるとお聞きしておりますので、あらかじめお伝えさせていただきます。

それでは、まず初めに、資料のご確認をお願いしたいと思います。上から順に、議事次第、座席表、委員名簿、配付資料一覧、その後に資料 1、資料 2、資料 3、資料 4 ということでお配りしてあるかと思ひます。もし過不足等ございましたら、後ほど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ひます。

それから、本部会の議事の公開についてでございますが、前回お諮りさせていただきましたとおり、会議につきましては、冒頭、頭撮りのみ可、会議の中身は傍聴不可として、議事録は後ほどホームページで公開するということにさせていただいておりますので、よろしく願いいたします。報道機関の関係の方々もしいらっしゃれば、申しわけございませんが、この後ご退席いただければと思ひます。

それでは、これ以降の議事運営は部会長をお願いしたいと存じます。緒方部会長、よろしく願いいたします。

【緒方部会長】 では、議事に移りたいと思ひます。最初の議題は、資料 1 「小委員会等の設置・審議状況及び今後の予定について」ということで、事務局の山本鑑定評価指導官より、ご説明をよろしく願いいたします。

【山本鑑定評価指導官】 それでは、資料 1 につきましてご説明させていただきます。前回 8 月の部会でもご説明させていただきましたけれども、この鑑定評価部会の重要な課題を検討するために、デュー・ディリジェンスのあり方に係る検討委員会と投資不動産鑑

定評価基準等検討小委員会を設置して検討いただいております。資料1で2つの委員会の検討状況と今後のスケジュールをご説明させていただきます。

表紙を1枚めくっていただきまして、1ページでございますけれども、デュー・ディリジェンスの委員会につきましては、8月の鑑定評価部会に先立ちまして既に設置されておりました。緒方座長以下、ごらんのようなメンバーでご検討いただいております。今日のメンバーで言いますと、町山委員、山下委員にもご参画いただきまして、これまで3回開催しております。1ページの「これまでの委員会の経緯」というところにもございますように、当初の目的であります鑑定評価等エンジニアリング・レポートを中心に、しかしそれにとどまらず、大所高所から幅広いご意見をいただきまして、第3回目の委員会で中間的論点整理をご議論いただいたところでございます。

1枚めくっていただきまして、2ページでございますけれども、第3回目にご議論いただきました中間的論点整理の概要を1枚に整理しております。簡単にご説明しますと、まずは検討の視点で4項目挙げてございますが、最近の状況にかんがみまして、個々の不動産鑑定士のみでは十分な対応ができないケース。後からも出てきますけれども、例えばリート物件の鑑定なんかのときに複数の物件を複数の鑑定士さんで鑑定するようなケースが増加しているのではないかとということ。2つ目の視点としまして、鑑定士さんだけではなくて、他の分野の専門家との連携、適切な役割分担の必要性を挙げております。3点目で、鑑定評価書におきまして、さらに具体的な記載によって一層説明責任を実現していかなければいけない。4点目が、新たな状況に対応した必要なスキル等の速やかな修得ということでございます。

こういう視点からテーマを大きく4つ絞り込んでおりますけれども、1つ目が、不動産鑑定士によるエンジニアリング・レポートの評価能力の向上ということでございます。この論点に基づきまして、今後、おおむね半年の中で具体的な施策を詰めていくわけでございますけれども、鑑定協会の中にERの読み方、使い方に関する情報交換の場を設置する。ER関係者の参画とアドバイスもいただきながら、研修の場の企画設定や情報の比較検討などを実施していきますということでございます。協会は、そのようなことに対応しました手引きを作成しまして、検証の事項を原則化するということを挙げてございます。

大きな2点目は、1で申しました評価能力の向上とあわせまして、他の専門家の作成資料についての鑑定評価書での記述をより明確化していくということを挙げてございます。エンジニアリング・レポートなど、他の専門家の作成資料に関して鑑定評価書の中で記載を明確化する。今も当然記載はあるのでございますけれども、そこがまちまちで非常にわかりにくくなっておりますので、そのあたりのひな型の検討をしていくということでございます。それに関連しまして、今年度、関連する調査検討を実施するということも挙げてございます。

3点目が、証券化対象不動産の鑑定評価の実務の実態を踏まえた対応の明確化ということで4点挙げてございますが、業務を受注するときのどの証券化スキームか、あるいは遵

法性・不当性の問題、あるいは利益相反の問題など、基本的事項で確認しなければいけないこと。2点目が、複数の鑑定士が複数物件の評価を行う際に留意すべき事項。3点目が、受注時にきちんと依頼者に確認すべきこと。スケジュール等、受注量の整合性であるとか、あるいはERの入手時期であるとか、そういうことがあるだろうということでございます。4点目が、デュー・ディリジェンスに関しまして、土壌汚染とかエンジニアリング・レポートの取り扱い等につきまして留意すべき事項というようなことを明確化する必要があるだろうということで、2つ目の丸ですが、ここはデュー・ディリジェンスの委員会から、おおむね1年以内の間に証券化対象不動産に係る不動産鑑定評価基準の特別基準を策定し施行する方向で検討すべきじゃないかというご提案もいただいているところでございます。

大きな4点目が、鑑定協会が策定する実務指針の充実・改善ということでございます。これまでも鑑定協会のほうで、いろいろな課題につきまして実務指針の策定を行ってきております。その重要性はさらに高まっておりますので、策定見直しについて優先順位や検討スケジュール等を決めることルールを確立してやっていこうということでございます。その公表、研修等に当たりましては、これまではややもすれば個別課題ごとになっておりましたので、その体系化に十分配慮する。あるいは、3つ目の丸でございますが、鑑定士さん以外にもわかりやすく説明する部分と鑑定士さんとの間でノウハウを共有する部分を区別して整理していくようなことも必要ではないかということ。最後に、現在、鑑定協会において証券化対応の実務指針も検討中でございますが、この中間的論点整理の整合性に配慮していくということをおまとめいただいた中間的論点整理をご議論いただいたところでございます。

3ページ目から11ページ目までは、今の中間的論点整理の現物をつけてございますので、この説明は省略させていただきまして、12ページに飛んでいただければと思います。ここから投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会についてのご説明とさせていただきます。これは8月のこの部会で設置をお認めいただいたものでございまして、村木委員長以下、ごらんのようなメンバーで検討を進めております。杉本委員、巻島委員、山下委員にもご参画いただいているところでございます。これまで2回開催してございまして、前回10月25日での今後の進め方の中で、先ほどご説明しましたデュー・ディリジェンス委員会でご提案いただきました特別基準の策定に向けて検討を進めていくということをご了承いただいているところでございます。

1枚めくっていただきまして、13ページは、8月にお認めいただいた設置要項でございますので、これは説明を省略させていただきます。

次に、14ページでございますけれども、14ページから16ページにかけて、特別基準のイメージをおつけしております。これは10月25日の小委員会でもお示しいたしました。あくまで現時点でのイメージということでございます。後ほどスケジュールのところでご説明いたしますが、最終的にはこの部会でご決定いただくものと想定しており

ますので、簡単にご説明させていただきます。

14ページでございますけれども、まず、現在、鑑定評価基準がある中での特別基準ということについての基本的な考え方を整理するのだろうと考えてございます。その次に、対象とする不動産の範囲をきちんと整理しなければいけないと思っております。まさに一番典型的なところでは、Jリート対象の不動産がございますけれども、それ以外にもいろいろなスキーム、あるいは現実の経済実体がございますので、そのようなことをどういうふうにとらえてここを整理するかということは今後ご議論いただきたいと思っております。今後の動きとしましては、金融商品取引法の施行なども控えておりますので、そういうところもにらみながらこの範囲を整理していくということであろうと思います。

大きな3番目が、証券化対象不動産の鑑定評価に当たっての手順ということで、基本的な手順ということで、先ほども出てまいりましたが、複数物件を複数の鑑定士がチームで担当するときに留意いたしまして、受注時に確認すべき事項、対象不動産の確認、1枚めくっていただきまして、資料の収集とか整理。あとは、土壌汚染やアスベストなどの環境問題、あるいはエンジニアリング・レポートなどの他の専門家の資料の取り扱いということございまして、これは当然、通常の鑑定にも出てくるわけですが、証券化対象不動産に当たって特に留意すべき事項というところを整理していくということであろうと思います。

大きな4番目は、鑑定評価報告書の記載の標準化ということでございまして、(1)で鑑定評価報告書の記載に当たっての留意点ということでございます。これは、ここの鑑定評価報告書をどのように具体的に書いて説明責任を向上させていくかということでございます。それとあわせて、(2)でございますけれども、DCF法、あるいは直接還元法の収支項目や定義を統一することによりまして、こちらは鑑定評価書の比較可能性を向上させるということを目指していきたいと思っております。以上が現時点で考えております特別基準のイメージでございます。

1枚おめくりいただきまして、最後でございますけれども、17ページで今後のスケジュールを説明させていただきたいと思っております。相互に密接に関連しておりますので、鑑定評価部会とデュー・ディリジェンスの委員会と投資不動産鑑定評価基準等の小委員会を1枚に整理してございます。一番左のところ、10月2日にデュー・ディリジェンスの委員会、先ほどもご説明しましたが、中間的論点整理で特別基準をご提案いただきました。これまでデュー・ディリジェンスの委員会で検討いただいていた課題も含めまして、真ん中のところ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で特別基準を通して検討を進めてまいりたいと考えてございます。したがって、デュー・ディリジェンスの委員会の委員を中心に数名程度、小委員会のメンバーを拡充して今後は進めていきたいと考えてございます。

小委員会のスケジュール的には、ここでいきますと、11月下旬、12月中旬というところでございますけれども、年内に二度開催しまして、素案ベースで了承いただきまして、

パブリックコメントを経まして、2月上旬にはこの部会にもご報告させていただきまして、成案を了承いただきたいと考えてございます。この間、デュー・ディリジェンスの委員会のほうにも報告してご議論いただきたいと考えています。できるだけ早く実務に反映させるということが大事でございますので、可能なところから段階的に、おそくとも夏ごろまでには施行していきたいと考えてございます。もちろん、鑑定協会で策定中の実務指針との兼ね合いもございますので、現時点での見込みでございますけれども、極力スピーディーにお示したようなスケジュールで進めてまいりたいと考えてございます。

また、デュー・ディリジェンスの委員会におきましては、特別基準以外の課題、すなわち先ほど中間的論点整理のところでご説明しましたERに関する情報交換の場であるとか、あるいは複数の鑑定士さんにおける複数物件の鑑定評価などにつきまして、独自の課題ももちろんございますので、今後、検討を深めて年度内に最終報告をおまとめいただきたいと考えております。

また、本日、資料としてはご用意しておりませんが、前回のこの部会で何名かの委員の方からご意見をいただきました海外不動産に関する鑑定評価実務のあり方につきましては、今、地価調査課の中で外部有識者のお知恵を拝借しながら内々に勉強を始めておりますことをご報告させていただきます。

資料1の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。ただいまの山本鑑定評価指導官からの説明につきまして、この投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会の村木小委員長、委員長としてのお考えを、補足でも結構でございますし、より詳細な説明でもありましたらよろしくお願いいたします。

【村木委員】 わかりました。ただいま山本指導官のほうからご説明がありました投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会の小委員長をさせていただくことになりました村木でございます。

当小委員会は、不動産証券化に関する不動産鑑定評価のあり方に関しまして、特別基準をつくるという重要な委員会として位置づけられましたので、大変身の引き締まる思いでおります。既に2回開催いたしましたけれども、当鑑定評価部会の委員でもおられます杉本委員、巻島委員等にも貴重なご意見を既に数多くいただきました。例えば杉本委員からは、NOIの取り扱いなど、国際的な会計基準との整合性の観点から、収益還元法の収支項目を検討したらどうかというようなご指摘をいただきました。また、巻島委員からは、鑑定評価は、投資法人が購入価格の妥当性を検証するためのものだけではなくて、アセットマネージャーが鑑定評価額をみずからの運用成績だとか能力をはかるベンチマークのように使っているというようなご指摘もいただきました。その他の先生方からも、特別基準の適用範囲の議論など活発な議論をいただいております。

これから今年度中、先ほどご説明がありましたように、比較的短い期間で多くの議論を進めてまいります。小委員会の委員の皆様だけではなくて、それを支えるサポートの方々

もたくさんおられまして、少し大げさではございますけれども、後世に残る特別基準を求めていきたいと思っておりますので、当部会の先生方におかれましては、忌憚のない建設的なご意見をいただきたいと思います。よろしくお願い申し上げます。以上です。

【緒方部会長】 ありがとうございます。それでは、資料1の説明に関しましてご意見、ご質問などがございましたらお願い申し上げます。デュー・ディリジェンスのあり方の小委員会と投資不動産鑑定評価基準検討の小委員会の報告です。何かご質問ありますでしょうか。よろしいですか。ご質問、ご意見がございませんようでしたら、今すぐでなくても結構です、また後の時間もありますのでご意見をいただけたらと思っております。これらの議論を踏まえまして、この方向で小委員会等においては引き続き議論をしていくということをお願いいたします。

次は、「不動産鑑定士・業のあり方及び研修について」でございますが、大澤企画専門官、よろしくお願い申し上げます。

【大澤企画専門官】 それでは、資料2と資料3についてご説明を申し上げます。まず、資料2でございますけれども、不動産鑑定業の現状についてでございます。グラフを見ていただければわかりますように、上の2つの折れ線のところが大臣業者、下の2つの折れ線が知事業者となっております。大臣業者は、平均しますと、約3つの事務所を持って4人の鑑定士さんでやっておられる。それに対しまして知事業者さんは、1つの事務所に1人の鑑定士ということで、小規模な現状でございます。

めくりまして2ページ目でございますけれども、鑑定評価の報酬でございますけれども、青い折れ線が額を示しております、赤い折れ線が件数を示しております。件数については増加傾向にございますけれども、報酬の総額は横ばい傾向ということでございます。

3ページ目でございますけれども、1件当たりの報酬額の推移でございますが、青い折れ線がそれを示しております、1件当たりの報酬額については減少の傾向でございます。このグラフは、いつものグラフですと固定資産税の見直しが3年置きにあるものですから、山がギザギザになるんですけれども、3年ごとにまとめてならずような形で作ってみた結果でございます、3年間の合計を各部分で示しております。1件当たりの報酬額の平均でございますけれども、60万というのは3年の合計でございます、割る3をしますと、約20万ということを示してございます。

次の4ページ目でございますけれども、1人当たりの鑑定評価の件数でございますが、赤が知事、青い線が大臣の業者でございます。それぞれ50件から60件でございます、3年間、これはまとめてございますけれども、平成15年、16年、17年を見ますと、15年で40件、16年で39件、固定資産が入りますと91件という内訳になっております、固定資産の評価のある年が倍近く多くなるというようなことがわかります。

次の5ページ目でございますけれども、1人当たりの鑑定評価の報酬額の推移でございます。基本的には横ばいの傾向でございます、3年間のまとめた数字にしておりますけれども、1人当たりの鑑定評価の報酬額は、平均しますと、3で割りますので1,000万

円程度なのかなと思います。

続きまして6ページ目でございますけれども、その種類の内訳でございます。平成4年と平成16年の比較でごらんいただきますと、売買件数の割合が減っております。一方、課税とか担保、不動産の評価が増加している傾向が見てとれるかと思えます。これは17年が直近でございますけれども、17年のものを見ますと、固定資産の関係が入ってきますために課税の割合が5割を超えてしまいます。それで16年のものにしておりますけれども、それで見ましても、やはり課税とか担保の割合が増えているということが見てとれるかと思えます。

7ページ目でございますけれども、不動産鑑定業のあり方については、実は前回の法改正、16年改正の際に部会において答申がございます。その中で、今申し上げたような現状もございまして、公的な土地評価のところに負う部分が非常に大きい。しかし、これについては、安定的ではあるけれども今後の伸びは期待できないということで、組織的な処理、あるいは大量・広域にわたる業務を一括して行う処理というものが求められるかもしれませんが、いわゆるコンサルティングの業務、鑑定評価の隣接・周辺の業務を伴う分野が今後は需要が増加するのではないかという認識のもとに研修の充実、それから協同・連携を通じて専門能力を効率的に発揮できる業務執行体制を構築すべきというような内容で答申をいただいております、系列化・ネットワーク化、あるいはワンストップの処理といったようなことについて答申をいただいております。

これを受けまして、8ページでございますけれども、平成16年に法改正がなされております、第3条の2項に不動産の客観的価値についての調査・分析、不動産利用、取引、投資に関する相談といったような、いわゆるコンサルティング業務について法律でしっかりと位置づけがなされたわけでございます。昨今ですと、例えば再開発事業のプロジェクトマネージャー、あるいはアセットマネージャー、ホテル・病院等の経営分析を含めた不動産鑑定、あるいは経営コンサルティングといったような内容。また、最近の動きとしましては、特に企業会計の時価会計の導入というような背景もございまして、企業不動産が自分の保有不動産をどのような形で持つのがいいのか、売るのがいいのか、賃貸で持つのがいいのかといったようなことも含めた企業価値の最大化を図るといったようなことで、CRE戦略というようなことが言われるようになっておりますけれども、そういったような分野についても可能性はあるのかなと。あるいはマンション戦略におきますあるエリアについての市場調査といったようなことで、隣接・周辺業務の幅は少し広がりがあるのではないかとございまして。

9ページ目でございますけれども、今回の改正でもあるんですけれども、そういった隣接・周辺業務の広がり部分もございまして、鑑定士の資格試験についても少してこ入れがなされております。鑑定士を目指す方のすそ野を広げるという意味で試験制度を見直しまして、実務経験2年をとっばらって、あるいは最短で4年でとれるところをさらに短縮化するというようなことがなされております。こういった人材育成、人材確保といったよ

うな側面からも今後の不動産鑑定業の広がりの中で人材の確保というものに努めたいというようなことで改正がなされております。

続きまして10ページ目でございますけれども、これは前回、第1回のときにもつけさせていただいた資料をそのままつけておりますけれども、こういった不動産投資市場の透明性の向上というものに向けまして、現在、小委員会のほうでDCF基準の策定作業を行っておりますけれども、さらには不動産EDIのためのデータコードの統一ですとか、投資不動産鑑定評価のデータベース化、あるいはベンチマーク・インデックスの整備促進といったようなものにつなげていく必要があるのかなと思います。

続きまして11ページでございますけれども、データベース・インデックスの作成ということでございます。今、証券化市場は約25兆円、Jリートで約5兆円という規模まで大きくなってきておりますけれども、その際の不動産鑑定士の活躍の場面というものが広がってきているということで、投資不動産の鑑定評価のデータベースというものをつくっていく必要があるのかなと。そういうものを基本としたベンチマークのインデックスビジネスというものが新たに生まれてくる可能性があるということでございます。以上が士・業のあり方についてでございます。

研修につきましては、資料3でございますが、1ページ目は今回の16年の改正の内容でございます。届出をしておりました団体といたしますのは、いわゆる不動産鑑定協会、あるいは都道府県の士協会でございますけれども、今回の改正で研修の実施をしなければならないというふうに研修の義務化をしております。研修の中身については、不動産鑑定評価に関する法令、実務以外にも、不動産鑑定評価等業務といたしますのは、いわゆるコンサルティングを含む内容でございます。そういう知識技能について幅広くやりなさいということを決めていること、それから年間研修時間の合計を15単位以上としなさいと定めてございます。

2ページ目は、現在の鑑定協会、士協会で行われているカリキュラムでございますけれども、鑑定評価のみならず周辺の業務、あるいは不動産投資市場についても現在行われております。

3ページ目は、実際の実績でございますけれども、平成12年から鑑定協会さんの中で研修規定を設けまして、しっかりとした実施が行われております。改正のあった15年以降のところはかなり件数も増えてきておりますけれども、鑑定士さんの数が約7,000人、実際に実働している鑑定士さんの数が五千数百人ということを考えますと、研修の受講状況については、おおむね良好な状態なのかなと思います。

4ページ目ですけれども、特に鑑定協会、今やっている内容として、実際、受講した方をホームページで公開しておりまして、鑑定協会さんのホームページ上で、研修のところをクリックしていただきますと、左のところの画面が出てきます。「キーワードリスト」とございまして、それぞれどんな研修を行っているかというのをキーワードで検索することができます。それをクリックしますと、実際に受講した方の個人名、あるいは業者名がず

と並んできて、それぞれ、どういう研修についてどういう方が受けておられるのかというものが完全にオープンになる仕組みになっております。

5 ページ目は、不動産投資市場のこういった進展に伴います証券化の鑑定評価については、さらに充実させる必要があるのではないということでございます。

6 ページ目に鑑定協会の研修制度の充実ということで、これまでも、今見ましたようなこういった研修制度というものはあるんですけれども、さらに充実を行うべきではないかと。例えばマルチメディアを活用したようなより簡易に研修ができるような機会均等化を図るですとか、あるいはほかの民間の研修機関の活用ということで、広く不動産業界内におかれて実施されているような民間の研修機関とか、あるいは大学との連携をして単位を相互に認め合うような仕組みというものができないのかなというようなことが入っております。

7 ページ目は、特に証券化につきましては急務でございますので、鑑定協会さんの中に証券化のアプレイザーの養成講座をつくって、しっかりと研修をすることが必要なのではないかと。いわゆるDCF基準、今回新しくできる特別基準でございますけれども、そういったものも早く会員の方々に周知する必要があるというようなこともありますので、こういった講座をそれに合わせてつくっていくというようなことも必要じゃないかということでございます。

8 ページ目は参考でございます、今、証券化協会さんでつくられておられるマスターの制度でございます。

9 ページ目は、各種の研修制度の現状でございますけれども、かなり多くのところで研修の義務づけをしているところがございます。公認会計士さんは、法律上の義務づけがございますし、弁理士さん、税理士さん、司法書士さん、行政書士さんも、法律上は努力義務——鑑定士と同じでございますけれども、会則の中で研修の会則というのをつくりまして、一定の単位を受けなさいということを義務化して、かなり力を入れてやっているというような現状がございます。以上でございます。

【緒方部会長】 それでは、引き続きまして、巻島委員から、資料4につきましてご説明をお願いいたします。

【巻島委員】 大澤さんから、不動産評価の周辺サービスについて報告せよということでございますので、感じておりますことをお話しさせていただきたいと思っております。

私は、基本的な考えなんですけれども、不動産の評価サービスが充実していないと不動産投資産業は発展しないと思っております。評価サービスには個別物件の鑑定というのは当然含まれるわけなんですけれども、市場のデータを分析して、市場の方向性を因果関係で説明するというようなサービスも同じように重要です。2つの両輪ではないかと思っております。日本ではあまり不動産サイクルというか、リアルエステートサイクルについての議論がされませんが、株式市場では、今、上げなのか下げなのか、方向性の議論が最初に出てくる。しかし、なぜか不動産ではあまり出てこない。市場全体の大きな方向という議論がいつばいなされているという状態にないと、投資家は、特に不動産の専門家ではない投資家、株とか

債券とか、いろいろな投資をする投資家としては、今までキーワードとして出てきた透明性みたいなものを感じないと思います。人間というのは、ストーリーとか因果関係で物事を理解しますから、いろいろなストーリーが提供されていたり、もうゼロ金利政策は解除されたわけなので、金利が上がるリスクがありますよとあらかじめ誰かが言っているとか、ああ、そうかとか思っている予測可能性が非常に重要なんじゃないか。

本日は、アメリカのそういうインテリジェンスサービスの実例についてまとめさせていただきました。もう一度議論は最初に戻りますけれども、個別物件の鑑定評価というのがとにかく基本でありまして、それは非常に重要なものであります。日本でもアメリカでもオーストラリアでも、不動産ファンドの目論見書や運用報告書を見ても、物件の一覧表の横に全部評価額が書いてあります。とても重要なわけでありまして。ただ、日本とアメリカを比べると、先ほど申し上げた後段のほうの周辺のサービス業というのが明らかに差があるわけでありまして、単にデータの提供量がどうだというだけじゃなくて、これが透明性が感じられない1つの原因になっていて、投資家の資金を呼び込むときの障害になっているんじゃないかと思います。

お手元の資料を1枚めくっていただきますと、「今日の不動産資本市場」ということで、この図は不動産市場と資本市場がどんな分析ツールで説明されているかというのを簡単にまとめてみたものです。左側に不動産市場があります。分析のための基礎的な知識としては、賃貸ニーズの需給ギャップで分析する市場分析、それからデュー・ディリジェンス、キャッシュフローの収支見積書であるPro Formaとか、DCF法でそれを分析したり、PMとかAMとか、価値を増大させるための修繕工事とか、リノベーションとか、開発とか、出口戦略とか、プロパティーインデックスとか、不動産サイクルとか、不動産投資の教科書の目次をずらずらっと並べた感じになりますけれども、こんなようなものを使って物件のキャッシュフローをコントロールするというのが不動産投資という行為だというわけでありまして。

右側の資本市場ですけれども、投資家は主としてこの市場の商品に投資しているわけですが、ポートフォリオの組み方の基本的な知識を与える現代ポートフォリオ理論ですとか、証券の価格決定の理論としては、CAPM（資本資産価格決定理論）とか、それから、APT（裁定評価理論）ですとか、ブラックショールズモデルと、この3つがあるわけですし、オプション価格理論なんかもあります。この2つの市場が融合したところにノンリコースローンを商品化した商品であるCMBSとか、プライベートファンドとか、REITとかの市場があって、その市場がグローバルな資本市場と融合した形で今日の不動産資本市場というのが形成されています。そうすると、資本市場で何か変化が起きると、それが波及的に不動産の資本市場を通じて不動産市場まで波及してくるわけで、市場の変動を説明するためにはいろいろ考えなくてはならない要因が複雑化したわけでありまして。不動産のキャッシュフローの背後にある要因をいろいろ重層的に考えなくてはならなくなりました。ということで、それをうまく説明してもらわないと、投資家はお金を不動産に突っ

込めない。つまり説明サービス業というのが重要になってきているということだと思います。不動産資本市場のところの商品というのは、証券化によってできた商品でありますから、証券化手法の定着によって不動産市場の分析の枠組みが複雑になったとも言えるわけです。

大変恐縮ですが、お手元の資料の一番最後のページを、A4の縦の紙ですが、これは、一番右下に書いてありますけれども、ハーバードビジネススクールのウィリアム・プルーブ教授の書かれた『リアルエステートゲーム』という本のページを翻訳したものです。彼の不動産投資を考えるときの枠組みというのが、この菱形の中に書かれている「外部環境」と「物件」と「資本市場」と「プレーヤー」の4つで、この4つを考えなければいけないと彼は言っているわけです。左側の「物件」のところには、まず、オフィスとか、賃貸住宅とか、商業施設とか、物件のタイプによって投資戦略が違う、自分の得意な物件タイプを選べると言ってもいいわけですが、タイプごとに、例えば賃貸住宅でも高齢者向けとかいろいろな商品がありますし、市場も違うし、立地も違うし、規制も違うということをこの図は表しています。それらをうまく自分の得意な分野で選択しなさいということでもあります。右側に「資本市場」があります。不動産は資本集約的な多額な資金を必要とする投資でありますので、ここが非常に重要になる。資本市場の動きというのは、不動産市場と無関係に独立して動いているわけですから、資金のコストが何で決まるのかとか、その次に調達先というのがありますけれども、出資者が、エクイティーを出す人がどんな人がいて、どれだけ集められるのかとか、借入金がどれだけ借りられるのかとか、レバレッジをどれぐらいに設定するかとか、どんなビークルを使うのかとか、そういうことが、タイミングも含めて不動産の投資ビジネスの成否を決する1つの要因になっているというわけでありまして。

下の「プレーヤー」のところは、従来タイプのプレーヤーというのは、デベロッパーみたいな法人税がかかる不動産投資家を想定しておりまして、新しいタイプの投資家というのは、年金基金のような非課税の法人で、要求利回りもそんなに高くない人とか、コムイングルド・ファンドとかリートとか、そんなような、ここ10年ぐらいに登場してきたプレーヤーを想定しております。PM業者のようなサービスプロバイダーの立場から投資する人もおりますし、投資銀行のような存在の資本の仲介者といいますか、そういう方もいらっしゃる。それぞれ、自分の立場とか、何に投資するとかを選択できるわけですが、一番上に、「外部環境」というのがありまして、これは自分ではどちらかというと、自由にならない要因であります。したがって、不動産投資を実施する者にとってはあまりありがたくないというか、事業に混乱をもたらすものだなと思うことも多いわけですが、これらの変化はチャンスだととらえることもできる。税制とか規制の変更、それから景気変動とか、人口とか、雇用の変化とか、消費者の好みの変化とか、そういうものなわけです。

それで、この4つの力というか、要因をコントロールして得点を上げるというのが不動

産投資というゲームだというわけです。そのゲームの得点は、左下のところに5つの評価軸の得点があるだろうと彼は言っています。一番最初の得点は財務的な数字、どれだけもうけられたかというわけであります。通常、不動産投資はもうけだけで語られることが多いわけですが、プールブ教授は、それ以外にも不動産投資で達成しなくてはいけないことがあると言っています。2番目が、不動産は社会資本なので、社会貢献というか、社会資本的な観点から高い得点をいかに上げたか、それから、環境に対する貢献、4番目は、美的な感覚を満足させるものをつくれたかということであります。そして、5番目が、個人的な価値観、例えば自分は歴史的な建造物を修復して残すんだとか、建築費が高くなっても記念碑的な建物を建てたいんだとか、個人的な価値観というものも当然あって、それはそれで得点の中に加えるべきだと言っております。

この紙で私が何を説明したかったかという、不動産投資の因果関係を説明するというのは、非常にいろんなことを考えなくてはいけなくなったということです。経済がグローバル化したとか、高度情報化してキャッシュフローが簡単にシミュレーションできるようになったとか、あっという間にインターネットでビットを入れられるようにDCFソフトが標準化されつつあるとか、それらを背景にして産業構造そのものが金融産業化した部分の比重が増大し、市場が複雑化しているわけです。ということで、その市場に投資する投資家に納得してもらおうとか、投資をどんどん促進するというようなことは、相当その市場をきちんと解説してくれる人たちが、知的インフラとして整備される必要があろうかと思えます。

それには不動産に関するいろんな知識が必要であって、私はぜひそういうものを不動産鑑定士さんにやってほしい。そういうサービス業の中の社員というか、そこでいろんなアイデアを出したりとか、分析する人の中の重要な役割、中心的な役割を不動産鑑定士が果たすべきだろうと期待します。

後ほどお話ししますが、例えばシービー・リチャードエリスというのがトートウイートンというコンサルティング会社をつくって情報を提供し、いろいろ分析しても、あれはシービー・リチャードエリスの会社だからと言われてしまうところがある。不動産鑑定士事務所の中立的というか、第三者的な立場から、そういう業態をどんどん発展させていただかないと、不動産投資産業というのが大きくなっていくんじゃないかと思えます。

すみません、もう一度戻っていただきまして、「不動産評価のインテリジェンスサービス」というページをお願いいたします。そこに「説明責任が求められると、さまざまな評価サービス業が必要とされるようになる」と書きましたのは、今申し上げたようなことでもあります。実例的なこととお話しせよということですので、これ以外にもいっぱい実例はあると思えますし、そもそも今日のテーマの話をするのは、私以上に適切な方がここにいらっしゃると思えますが、いくつか例をあげました。例えばリアル・エステート・リサーチ・コーポレーションという会社がシカゴにありまして、もちろん個別物件の鑑定評価もやっておりますけれども、不動産のサイクルですとか、投資家の動向調査、これは不動研さん

もやっておりますが、それから、エマージング・トレンド、インタビュー調査を定期的に出版したり、それから物件タイプ別に、都市別というか、地域市場別に5年間の今後の成長率とか、空室率とかいろいろなデータを予測したり、投資戦略のポートフォリオをモデルで組んだりとか。あと、データベース、それから、先ほど出ていましたCREのコンサルティングなどをやっている会社があります。それから、プライスウォーターハウスクーパースも、1999年にコルパックスというボルチモア、ワシントンの近くですけれども、その不動産鑑定会社を買収いたしまして、もともと不動産のサービスもやっていたわけですが、こういう総合的なサービスをやっているということでもあります。

それから、市場のデータの提供サービスとしては、ニューヨークにあるレイズ、これは二十五、六年ぐらい前からやっているんだと思うんですが、80都市ぐらいをカバーしているようであります。それから、プロパティ・アンド・ポートフォリオ・リサーチ、PPRですね、50都市ちょっとぐらい、ここは結構皆さん訪れて話を聞いている方も多いと思います。それから、コスターグループ、これが60都市ぐらいで、イギリスなどもやっている。そういう地域市場の総合的なデータの提供サービスをやっている会社がある。

それから、それとはもうちょっと視点を異にして、資本市場とか、マクロ的な観点から、先ほど申しあげましたシービー・リチャードエリスの子会社のトートウィートンとか、ローゼン・コンサルティング・グループとか、リンネマン・アソシエイツ。リンネマンさんは、ペンシルバニア大学のウォートン校の不動産の教授ですが、そういう人たちがいろいろなレポートを出している。例えばダウ・ジョーンズとか、マグロウヒルとか、出版系の人たちが不動産関連のサービスを過去にやろうとしたことがあったようですが、なかなかうまくいなくて、不動産というある専門性の高い分野というか、不動産そのものをよく知った人たちがいる程度核になっていないとうまくいかないサービス、こういうのはそうなんだなと思います。

ちょっとまた視点を変えて、特定分野について、グリーン・ストリート・アドバイザーなんかは、リートに特化した評価会社というか、コンサルティング会社というか、物件も実査しながらネットアセットバリューを評価して、それを基本とした評価サービスをしている会社であります、ロサンゼルスの方にあります。それから、タウンゼントグループ、コートランドパートナー、ORGリアルプロパティ、いずれもクリーブランドにあって、年金基金に対して不動産の運用のところが専門のコンサルティングをやっている会社があったり、それから、CMB Sの関係でここに入れたんですが、前のGMACがやっているリアルポイントとか、みんなインターネットでアクセスすると、CMB Sの中身が出てくる、ノンリコースローンを組んでいる不動産の情報も含めて出てくるようになっています。もちろん、ABSとか、ほかの証券化商品についても同様にこういう会社は情報提供をしているわけでありまして。これ以外にも、いろいろな不動産周りの市場の支援をしている、支えているサービス会社というのはあろうかと思えます。

また観点を変えて、次のページをごらんください。これは、うちの協会の会報誌にジョージア州立大学に留学していた森さんが連載した文章に出ていた表です。不動産関連の職種で、こういう職種が年収が高いですよという、キャリアのガイドです。不動産金融商品を開発する部門長というのが一番高い。この表は何となく全般的に金額が低いので、相対的なものだけ見ていただければと思います。不動産鑑定士さんは、この表では4万9,000ドルですけども、ほかの資料で見ると現在は6万8,000ドルくらいなので、90年代の数字ということもあり、全般的に低いと思います。数字はあまり気にしないでいただいて、2番目は事業会社のコーポレート・リアル・エスートの担当役員とか、次は民間の年金基金の不動産運用マネジャーということで、あとずらずらっとありますけれども、1つの専門的な能力だけの職業ではなくて、複合能力というか、先ほどの要素をいろいろ組み合わせられて考えられる、そういう戦略も練られるような方が当然年収が高いということがあります。

その次の頁は、リンネマン教授の書いた不動産ファイナンスのテキストの進路案内です。最初に出てくるのがリサーチ会社であります。昔、ビジネススクールを出たら、成績の優秀な人たちは、例えばマッキンゼーとか、コンサルティング会社に引っ張りだこになっていったというような時期があったと思いますけれども、今、不動産の勉強をした方にとっては、ひょっとしたらそんなような時期なのかなと思います。リサーチ会社が最初に出てくるわけがあります。

それから、仲介業者、次をめくっていただきますと、投資銀行さんが出てまいります。赤のところだけ見ていきますと、「M&Aにおけるアドバイザー業務やリストラクチャリングに関するアドバイス業務を行う。不動産のチームは、弁護士やキャピタルマーケットのチームと協働して、各種の投資商品をつくり、その後、この商品は機関投資家を対象として主に販売される。それから、フェアネスオピニオンを含めたアドバイザー業務を行う」とか、そういうところで不動産の関係者が活躍する場があるということのようです。

機関投資家、商業銀行、それから、その後によりやくデベロッパーというのが出てまいりまして、設計士、建築家というのが次に出てまいります。建築士とか設計家は、商品企画を担う仕事で、日本の商品企画はデベロッパーが担っていたりするので、ちょっとこら辺は違うんですけども、最後に弁護士というのが出ていて、弁護士の資格を不動産の大学院を出てから改めてとるというのも1つの進路だよというのをリンネマン教授は示唆しているということでもあります。

とりとめなくお話しいたしましたけれども、こういう市場を支えるサービス業というのは非常に重要で、私は、経済学から会計からみんなマスターして不動産がわかっているのは鑑定士さんしかいないわけで、不動産鑑定士をもっと増やしていただいて、こういうサービス業が充実し、日本の不動産投資産業に資金がどんどん入ってくるようになると思います。以上です。

【緒方部会長】 ありがとうございます。大変興味深い資料で、ありがとうございます。

した。それでは、以上の説明につきましてご質問、ご意見などをお受けしたいと思います。
資料1についてのご質問、ご意見でも結構でございますので、どなたかいらっしゃいませんか。ご質問ありませんか。

【巻島委員】 よろしいでしょうか、1つ質問。

【緒方部会長】 どうぞ、巻島委員。

【巻島委員】 先ほど、鑑定士制度の改正をしてすそ野を広げたんだというお話がありましたけれども、すそ野を広げた結果の資格者の数の見通しというのは、人数を増やしていくとか、横ばいだとか、その辺はいかがなんでしょうか。

【北本地価調査課長】 その点でございますけれども、すそ野は広げまして、受験生が今年非常に増えたのは事実でございます。昨年と比べますと、おおむね2倍近い方が、初めてということもあるのかもしれませんが、受験されておまして、そういう意味では、ほんとうに幅広いところから受験いただいたというのはありがたいことだと思っております。ただ、今後不動産鑑定士の人数を増やすかどうか、これは土地鑑定委員会のほうでお決めいただくことではございますけれども、今のところ、不動産鑑定士の方を大幅に増やすという状況なのかなというようなご判断のようでございます。ただ、今後、この投資市場、ほかの要素もあるかもしれませんが、そういったものも勘案しながら、当然、その前に合格の基準と申しますか、適切な方になっていただくというレベルはあるわけでございますけれども、そういったニーズも勘案しながらご決定いただくものと理解しております。

【巻島委員】 ありがとうございます。

【村山委員】 すみません、1つ教えていただきたいんですけれども、資料2の10ページ目と11ページ目のところで、鑑定評価情報を活用したデータベース・インデックスのことが出ておりますけれども、これに関しては、既に前の会合とか、その前の会合とかでもしかすると詳細なご説明があったのかもしれないんですけれども、大変勉強不足で申しわけないのですが、これに関して質問させていただきます。これは、不動産鑑定士さんが鑑定評価を出すに当たり、手にしている、いわゆる生の取引情報というものを何らかの形で出してインデックス化するというようなお話が進んでいるということで理解してよろしいのでしょうか。私は以前、規制改革会議の委員をやらせていただいたときに、たしかこういったデータベースの話をしたんですが、当時は鑑定士業法の絡みでこういったものは使えないというような議論があったかと記憶しているんですけれども、その後のディスカッションの進展に関しては注意をしていなかったものですから、今の状況について、特にデータベースの作成ということに関してご説明をいただけたらと思います。

【北本地価調査課長】 今の点につきましては、現状の説明になってしまいますけれども、今のところ、10ページの図で申し上げますと、ステップ1の部分について、現在、投資市場の小委員会のほうでご検討いただいている段階でございます。その中にはここにありますように、収支項目の統一等を現在ご議論いただいているところですが、そ

の後の段階、例えばデータベースの数字がどういった項目、あるいは性質の数字でデータベース化できるかといいますのは、現時点ではもう少し検討が必要かなと。まだ今のところ、こういうことでということで決まったということではございません。現段階ではそういうことです。

【村山委員】 　　いつぐらいにこういったものが我が国でできるかという目途はまだ立っていないということですか。

【北本地価調査課長】 　　迅速に進めていきたいと思っております。そうですね、なるべく早く検討は進めていきたいと思っています。

【村山委員】 　　ありがとうございました。

【緒方部会長】 　　不動産投資、DCF基準については、国交省の指導を受けながら協会でもとりまとめておりますので、これにかかわるデータについてはある程度まとめられるのではないかと思います。取引事例についてのデータまではまだ進んでいない状況でしょう。それから、資料2の鑑定士・業のあり方で、不動産鑑定業の現状というところにある件数や報酬といった数字については公的評価や競売が入っていないので、本来、もうちょっと上のはずなんじゃないでしょうか。

【北本地価調査課長】 　　ご指摘のとおり、そういったものは入っておりませんので、実際には、もう少し上がることになると思います。

【緒方部会長】 　　そうですね。

【前川部会長代理】 　　前回も同じことを言ったんですけども、巻島委員のほうから丁寧な説明があったんですが、資本市場は極めて管理ですけれども、不動産市場は、現物そのものは不管理なマーケットです。コンサルという視点からだと、依頼者の資金調達力とか、いろんなところの視点に立って投資できる金額とかそういうのは出しやすいんですが、これはマーケットプライスですので、どうしてもマーケットで決まる金額というのは、ある幅を持って分布を持っていると。鑑定評価は、基本的には最頻値なんですけれども、どうしても点評価にこだわると、非常に分布が広い中で持っているとかえってマーケットの取引を阻害するという面があるんです。鑑定評価が入ったために、鑑定評価の額が最頻値よりも高くても別に不利じゃないという場合であっても、鑑定評価が一たん出ちゃうと、それは株主に説明できないとか、そういう話になっちゃいますので、非常に危険な要素を、取引の規制に入っちゃうみたいな形になっちゃいますので、これはそうなるか、あるいは不正に全部依頼者に合わせた評価をするかのどちらかになっちゃうわけですよ。ですから、点の評価であってもいいんですけども、その鑑定評価額で取引しなきゃいけないというのはちょっとおかしいので、ある程度の幅を表現して、ファンドにとってそれがどうかということを判断できるような内容にしていかないと、これは取引を阻害するか、もしくは不正な鑑定というか、依頼者の言うなりになってしまう鑑定を導くと思うんです。DCFはどういうふうにやったって——DCFというのは、ある意味では資金調達力とかいろいろな資金コストから考えてやって、値付けはいろんな人によって違うのは当たり前な

んですから、経済学のテキストで言えば、需要曲線が右下がりになっているといろんな値付けをする人がいますよと。その中でマーケットでどういうふうに決まりますかという話をしていて、鑑定評価は一応、マーケットで決まる値段を出しているわけですから、そのときに、資本市場のようにマーケットが完全であれば点を求めることはできるんですけども、不動産マーケットのようにマーケットが不完全であれば、点を求めることは非常にバラツキを持ってでしか表現できないんですよ。その中で点評価はしてもいいんですけども、これだというふうに価格を出されても、やっぱり問題があるかな。だから、その辺も少し小委員会で、ちょっとテーマが重いかもしれないので、短期間で検討するのは無理かもしれないんですけども、それを考えていかないと、どうしても鑑定評価額でファンด์が取引しなきゃいけないというのは。特にマーケットが変動しているときは、正規分布をとらないんです、多分。かなりいびつな変動をとるんです。上昇しているときはかなりこっち側にぐーっと長く、アップサイドのほうに長くなって、下がっているときはダウンサイドのほうに長くなるというふうになるんです。そうすると、最頻値であれすると、全然取引が成立しないとか出てきちゃいますので、その辺は検討していかないと、鑑定評価そのものが取引にかなり重要な意味を持つというところまで、単純にコンサルじゃなくて。コンサルだと、戦略として、あなたはどうすればいいですよという話をすればいいわけですけども、その辺は完全に鑑定評価で取引しなきゃいけないような形になってきたときにいろんな問題を起こしてしまうから、その辺のシステムを考えていかないと、短期にはちょっと無理かもしれませんが、そういうことを感じるんですよ。

【緒方部会長】 部会長代理が以前からおっしゃっている、鑑定評価額は点でなくて幅で表示したらどうかということですね。

【前川部会長代理】 そうそう。点でいいんですけど、幅で表現した上で最頻値はここですよ。鑑定評価というのは、分布の中の最頻値を言っているんだと。ところが、必ずしもある投資家にとって、別に株主を不利にするような、最頻値じゃなくたって不利にするような取引じゃないかもしれないですよ。だから、それは別に利益相反でも何でもないわけですし。その辺は立場をきっちり、どこまでそういうふうに表現できるかという鑑定技術の問題もあるかもしれませんが。そのために巻島委員がいろいろ書かれたこういうことも十分知識として持っていないととても対応できないというところがあると思うんですけど。

【緒方部会長】 山下委員、どうですか、今の前川部会長代理のお考えに対して。

【山下委員】 おっしゃるとおり、実際の取引においては、しかも、フェアな価格帯というのはやはり幅として存在するんだというのは私も実感として持っております。その中で、最頻値をさらにどう定義するかという問題も、実際に売り手と買い手に、ほんとうにウィリングバイヤーとウィリングセラーだけであるのか、潜在的な、今買う意思がないような、ただ単にこのぐらいじゃないかと言っている、どっちかという評論家的な人たちの意見もあるので、そのあたりの最頻値を、どこまでをウィリングと見るかみたいなどこ

ろでかなり変わってくるという局面もございます。そこで我々が常日ごろから思いますのは、一般論的な最頻値と、おそらく主要なプレーヤーの中で起こり得る最頻値というのは、市況の、悪いときは下に行くでしょうし、いいときは上に行くというところはあって、我々はどこに向かって最頻値を求めていくかと。もちろん、幅がある中でどこにするのかということをごきちんとして分析しなければならないというのは、まったくおっしゃるとおりだと思います。

【緒方部会長】 お待たせいたしました、巻島委員。

【巻島委員】 とんでもございません。前川先生のお話はすごく重い話で、私も今回、そこはいろいろ考えてみて、アメリカやオーストラリアの目論見書とか運用報告書を集めてみました。見てみたら、みんな、一発の鑑定評価額で書かれているんですね。これは多分、100円から200円の間ですみたいな範囲で価格を示すと、商品としてわかりづらくなり、商品として成り立たないからではないかと思いました。

鑑定評価というのは、ある割り切りをしてやらざるを得ないんじゃないかと思います。そうでないと、それを利用する側もぼやとした数字を、幅ですよと出されても困るところがあるのではないかと。ただ、それとは全く別に、価格はある程度幅があるものなんだということも事実です。ということで、それはなぜなら、こういうところから見るとこういう金額になるし、こういう論理でいくとこういう金額になる、という解説をする人とか、その商品はこの評価された金額でしたパフォーマンスよりもっといいパフォーマンスが実際はあるんじゃないかとかと解説する人が、コンサルタント業としてとか、サービス業として別にいる必要がある。2つの話なんじゃないかなと、私は整理させていただきました。

【緒方部会長】 そうですね、その整理はなかなかいいですね。鑑定評価は、どんなことがあっても点で表示するしかないと思います。ですから、その鑑定評価書をどのように使うかというのはファンド側の立場の考え方であって、鑑定士が幅で……。

【前川部会長代理】 点で評価してもいいんです。プロセスの中で判断した根拠というのがある。そういう意味で最頻値と言ったんですけどね。点で評価する場合には最頻値だけれども、その可能性とかバラツキとか、そういうのは表示しておいたほうがいいのかなど。確かに別の業種としてやるということもあるんですけどね。

【緒方部会長】 ほかにご意見はございませんか。

【町山委員】 今のお話は、実はエンジニアリング・レポートにもよくある話で、我々が数値を出すと、こんなに高い、もう少し安くないかとか、低くないかとか。低くする方法はあるんです。管理をすっかりやめちゃえばいい、問題が起こったらやるようにすればいいと、これはほとんどゼロになっちゃう。でも、それでは投資家のこうむるリスクが高いですから、エンジニアとしてはここまでです。それが一切ぶれないレポートにせざるを得ないわけです。技術の立場では、それは絶対にぶれないことを前提にしくちゃいけないんですけども、あるところの議論で言うと、例えば鑑定書というのは、今お

おっしゃられたような議論の中で、ある1つの点の評価が出たら、それをファンドマネージャーが、鑑定評価はこうなのか、キャップレートを何パーセントにしたらこれはどう変わるのかとか、そういう使い方で使われるのか、あるいは鑑定書自体にキャップレートを幾つに設定してみたらこの値段ですというふうに書かれているのか、その辺はわかりませんが、先生がおっしゃったのは、多分、キャップレートを5%にしたら、7%にしたら、10%にしたらって、そこで全然考え方が変わっちゃいますよね。5%、10%にただけで値段は半分になっちゃうわけですよね。そういう話がある。だから、鑑定書にも、倍、半分が出てくる可能性が、幅を持たせることによって出てきてしまう。

【前川部会長代理】 マーケットプレーヤーがいて、そこでどういうふうに取りされるかによってちょっと変わってきちゃうわけですから。

【町山委員】 ですから、鑑定書というのは、いわゆる法律に基づいた正常価格という言い方をよくされますけれども、今、議論になっている証券化市場では、いわゆるデュエ・ディリジェンスというプロセスを経て、投資するに適正な価格は幾らか、正常価格に対して適正価格は幾らか。その適正価格の判定のために鑑定書も参考にし、エンジニアリング・レポートも参考にするという前提ですから、まず基本的にはきちんとしたものを出す。ただ、相手側のリクエストによって、例えば、我々はなかなかその数字を変えることはできませんけれども、経済的な面であるとするれば、流動的なところを踏まえて幅を示すことも可能性はあるような印象は受けましたけれども。

【緒方部会長】 わかりました。村木委員、投資不動産の特別基準をつくる立場で何かご意見ございませんか。

【村木委員】 今までのご意見とよく似ているんですけども、鑑定評価で求めるものは点でないといけないと思うんです。実際には鑑定評価の、例えばDCF法を適用して答えを出すときに、いろんな説明変数がありますが、その説明変数であるキャップレートや各収支項目におきまして幅があるんです。その幅の中で今前川先生がおっしゃったように、一番低いところから高いところまで動かしますと、答えがいろいろ変わってしまいます。そういうのをシステムチックにやるのが最近のダイナミックDCF法ですが、実は1つのシナリオである現在使われているDCF法でも、実際には、よく使っている人は、繰り返しシミュレーションをした上でどれが一番もっともらしいシナリオかというのを決めていくと思うんです。最終的に答えも幅で出てきたが、私はこういうふうに決めましたという途中のプロセスを鑑定評価書において見せてないというのが先生のご指摘の点だと思うんです。その途中のプロセスをきちんと見せるのは投資コンサルだと思います。コンサルと鑑定評価とはそこが違うんだという認識でいます。

【前川部会長代理】 基本的には鑑定市場だと価格があるわけですから、そこからいろんな利回りを決める人はいますけれども、管理市場からだと、そこからマーケットを観察することによって、マーケットで成立している利回りとかを持ってこれるんです。不動産の場合、それが少しバラツキがあるんじゃないかと。いろんな値付けがあるよということ

を言っているんじゃないなくて、マーケットで決まる自身の価格から、例えばリスクをつかまえてみると、1点で決まっていれば、これは管理のマーケットですけれども、いろんなバラツキを持っている可能性がある。

【村木委員】　そうですね、そういうデータに近い人とそうでない人によってバラついてしまう。還元利回りの違いで価格が2倍になったり3倍になったりしてしまうので、データベースの整備が必要だということになります。利回りとか、管理費の平米単価のデータとか、そういうデータが大量にあれば、当該案件のデータが標準的なものに比べて大きく外れているのか、最頻値なのかということを確認しながら評価ができ、最終的な答えもそんなに大きくぶれないのではないかと考えています。特別基準では、DCF法の項目の整理から始め、定義を整備し、定義付けられた項目において使う手法の精緻化をめざしていますが、変則的データによる、収支項目の数字の検証はまさに、その精緻化の過程の第一歩であると思います。

【巻島委員】　今ちょっと思いついたんですけども、CMB Sなんかは、格付け会社がムーディーズとかが格付けしていますよね。でも、その格付けだけで投資家が買うかという、多分不十分なところもあると思います。さっきのリアルポイントや何かこういうCMB Sの情報を提供したり評価しているところにアクセスしてみて、それでムーディーズはこうだけれども、リアルポイントで見たらこうだから、ああ、いいやと思って買うとか、2つの機能があって投資家は意思決定できるのかなと思います。

【緒方部会長】　どなたか、ほかにご意見はありませんか。別に今のテーマでなくても、資料の1から4までで。

【杉本委員】　今のテーマの続きとして、会計サイドの見方について申し上げます。現在の、例えばリート市場ですとか、それ以外の証券化、特に法律で規制されているビークルについては、鑑定評価に基づく価格調査ということで、鑑定評価額が取得時に必ず出てきます。これは通常は、取引価格の検証素材ととらえておまして、現状、多くの監査法人は、適正な取引価格の乖離率は5%以内という見解を取っておられます。昨年8月ぐらいの段階で、乖離率が10%を超えるものが1件だけあって、おおっとみんななどよめいたみたいな取引があったんですけども、ことしになって金融検査が相当厳しくなっていることを反映いたしまして、特に鑑定評価書の中身等について、この委員会の原因にもなっているようなことがございまして、一気に5%の範囲にみんな入ってきているというような状況かと思えます。

私自身は、不動産の価格について、専門家の方が検討した上でどれぐらい乖離があるかということに関しては、通常2割はあると思っています。というのは、ビッドを裏側から見ると、相当な調査能力がある会社が、そうじゃない会社を除いて、あるいは個人の方を除いて判断した場合であっても、1番と2番が2割以内でおさまることってあまりないんですよね。相当シンプルな物件であっても2割ぐらいは開く。

そこから明らかに2割の判断の差異というのは、現状の市場的では常に存在している。そ

の原因は学者の先生にお任せしたいと思うんですけども、そういうことが実際なんじゃないかなと思っております。となりますと、その5%の範囲内というのは、実務的には証券化において、不動産を取得するときはかなり大きな制約になっているということは実際であります。

ただ、監査をする立場に立ってみると、20%まで許容できるか、その鑑定評価は20%の中で一番低いかもしいから、鑑定評価額より20%高くまで適正価格の範囲かという、なかなかそうは割り切れないわけであります。

つまり、差異が5%を超した場合には、その理由は何なのか、どうしてそういうことになったのか、非常に多くのスウェットペーパーといいますか、調書をつくって監査手続きを加重していくことになりがちです。ですから、どうしてもファンドの運営会社は5%の範囲に入るようにドキュメンテーションをしていくというのが実際の実務であります。

実際実務をなさっている方は、鑑定評価が制約になっていると相当文句を言っている人は多いと思うんですけども。逆に言いますと、文句を言っているというよりは、それがいい意味で作用しているという側面もあると思うんです。とんでもない高い値段で実際に買えないという意味ではプラスの側面もあるんですけども、弊害的な部分もある。

私が過去の経験的に思うのは、一口に不動産と言っても、鑑定士さんといいますか、査定する方によって大きく差異が開く。例えばこれから開発しようとするような原野ですとか——これから宅地が変わろうとするような——、相当市場性が現時点であまりないようなところだと、査定する方によって、仮定要素が多くなりますので判定者により相当差が開いてくると。その場合の乖離幅は、場合によっては3倍ぐらい許容されるかもしれない。ですけども、もうでき上がってピカピカのビルで、相当取引件数があるような場合には、乖離幅は相当小さくなる。まして、相当取引があるようなマンションというものが仮にあるとすると、その乖離幅はやはり狭くなってくるとおもいます。

ただ、監査人にとってそれは判断つきようがない部分なんです。つまり、これは相当乖離幅があるだろうから3倍ぐらいまで許容していいのかとか、これは乖離幅がないから2%ぐらいの差異しか許せないとか、そこまでは判断できないという側面もあります。

例えばアメリカの鑑定基準では、乖離幅について表明できるということが鑑定基準の中にありますけれども、この物件については、フェアバリューという範囲は、これが一番正しい価格なんだけれども、前後20%ぐらいまではフェアバリューと言ってもおかしくないよねというようなコメントが入っていると、監査人の一般的能力からすると助かるという感じがいたします。

【前川部会長代理】 僕は杉本委員の言っていることを判断できるような、フェアバリューと言えないよねというものを示す必要があるんじゃないかという意見なんです。

【緒方部会長】 わかりました。では柳澤委員、テーマは今のにこだわらずに。

【柳澤委員】 では、2つ言わせていただきますと、巻島さんが出されたこの図なのですが、まさに不動産市場というところに一般の資本市場から来ていただくためには、安心

した商品を提供しないとなかなか来ていただけない。今、国交省のご指導等で頑張っただけで好転して来ている中で、つなぐものとして鑑定評価というものが非常に重要な役割になってきている、まさにこれを何とか充実させていくことがキーであるなということでもまず1点、ここのつなぐところにディスクローズ、トランスペアレンシー、つなぐところのキーとして、その役割がどんどん増しているなということを感じます。

それで、次に今のご議論なんです、私も不動産業界でずっとやっております、例えば取引価格なんかも、株なんかと違って、1つの事例というのは売り急いだり、思い詰めて買ったりしまして値段がすごく違うのですよね。ですから、1つの事例を以っていろいろなものを類推するのは非常に難しい。それがたくさんあれば標本のようになるわけですが、取引が非常に少ないのです。そして、鑑定評価をしても、近くの事例というのはすごく少ないわけなんです。フェアマーケットバリュー、1点ポイントの正解のものを出せるかという、それは多分、神様でも正解のものは出せないんじゃないかと思うんです。だから、今おっしゃったように、ゾーンで出したらどうかというご意見が出るのは非常によくわかるのですが、それに関して我々から言いますと、やはりポイントで出していただいて、その乖離率をいかに合理的に説明できるかということですよ。ですから、鑑定の方はフェアマーケットバリューとしてわかる範囲内でここだよという数字を出していただいて、その前後にいかに合理的なアカウンタビリティがあつて我々が高く買ったり安く買ったりするのを説明できるかということです。アメリカのアプレイザルなんかは、キャップレートがいろいろ説明されているんです。こういうものだったらこういうキャップレートを使うよとか。ですから、鑑定評価のフェアマーケットバリューのポイントを出すのに加えて、出した過程でこれをこう仮定して、これをこう仮定してこうしたからこういうことになって、キャップレートも、エリアは5から5.5の間だけど自分は5を使いましたと書いてあるんです。企業は、高く買っても安く買っても、例えばこういうテナントでしたら、このテナントは1万のところを来年1万1,000円に上げる自信がありましたら、それはその分だけ高く買えるわけですから、それを投資家なり株主に説明すればいいだけの話です。やはり鑑定評価は1つ真ん中でフェアマーケットバリューをわかる範囲で出していただくということなのかなと企業からは思います。

【緒方部会長】 熊倉委員、どうですか。

【熊倉委員】 私も、今、柳澤委員がおっしゃった形が本来求められているところじゃないのかなと思っています。今、Jリートで、大体投資基準を一方では開示しているわけで、鑑定評価額で買わなきゃいけない場合はこういう場合だと。大体は、スポンサー企業のほうから買う場合は鑑定評価額で買ひましよう。それから、そうでない場合は、鑑定評価額からプラス・マイナス、何パーセントという形で決めた投資基準を持って動いているところが多いと思うんです。ですから、そういう意味でいくと、価格がやっぱり点で出て、その後、それを上回ったり、下回ったりした取引が当然あるわけで、会計士さんのほうは5%という1つのものさしで見えていく。ただ、リートさんのほうは、それぞれのと

ところで一定の幅を自分たちで決めて、今度はその幅についての説明をどういうふうにしていくかということだと思えます。ですから、鑑定サイドは逆に、その説明がしやすいような鑑定評価書をつくってあげる。そして、それを見た投資家さんが聞いたときに、その評価書と説明がきっちり納得できるかどうかという形の世界がつかれるような評価書というのが、いわゆる説明責任を果たした透明性のある評価書ということなんじゃないかなと。市場の阻害かどうかという部分でいくと、そんなような使われ方をだんだん積み上げていくプロセスじゃないのかなと私は思っています。

あともう一つあるとすれば、私ども鑑定のほうが、市場のほうで、例えば利回りの部分でもっと低くても合理的なんだよと。あるいは投資の部分、十分合うんだよと。それを我々のほうがまだリスクの圧縮なりの部分について読み切れていないのかもしれない。それは逆に言えば、市場との対話を通じて適正利回りというのが、それってトライ・アンド・エラーで積み重ねられていく過程なのかもしれないので、それはそれである意味でいいのかなと、私はそんなふうに理解しているんですけども。

【緒方部会長】 熊倉委員のご意見もよくわかります。現在の鑑定評価基準が平成15年1月1日から実施されていますけれども、その改正の大きな目的のひとつが、説明責任を果たすということでした。そのためには市場分析をきちんとし、収益還元法の精緻化を図る等さまざまな意見を基準に織り込んでいます。いまは、おっしゃるように鑑定評価書がより一層の説明責任を果たせるようになっていく過渡期にあるのではないのでしょうか。その説明責任を完璧果たせるようにするために、村木小委員会もできているのだと思います。確実に先生方のおっしゃるような方向に進んでいくものと思います。

【熊倉委員】 そういうふうな形で我々が対応していかないとインフラとしての期待にこたえられないという、そういう理解でいくべきじゃないのかと思います。

【村山委員】 投資サイドの、キャピタルマーケットのサイドから言わせていただくと、前提がちゃんと開示されているとか、それ以外にもマーケットデータ、さっき、インデックスの話がありましたけれども、取引価格であるとか、そういういろいろなものが開示されていれば、鑑定評価額と取引価格の間にギャップがあることに関しては全然問題にならない。全く問題にならないとは申しませんが、こういう前提でやられているのだからこうだと。おっしゃられたように、不動産のディベロッパーの方は、オーナーの方は実はこのテナントがごっそり来年抜けて、今2万2,000円だから3万になると思っていれば高値になると思いますし、我々の買う立場からすると、相手がモルガン・スタンレーなのかどうかでまた出してくるプライシングが全然違いますので、違って当たり前なんだと思うんです。ただ、その違って当たりのところに対しての説明ができないことが問題なだけであって。

あと、ビットに関しては、投資家さんのほうは、私は個人投資家はわかりませんが、機関投資家さん、海外の投資家さんも含めてお話をしますと、鑑定評価額がある程度最頻なんだろうということは皆さん理解していらして、それはそれで全く問題にはなっ

ていない。ただ、それを説明する、特に下がってきちゃったときに説明する要素があるかないか、トランスペアレンスがどうかということが解決すれば、幅でなくても問題じゃないと思うし、先生がおっしゃったところを厳密にやると、今度、幅じゃなくてマトリクスをつくらなければいけなくなってくるので、三次元の世界みたいになってしまうような気がいたします。だから、環境を改善することで随分その問題はミニマイズされるのではないのかなど。すみません、私は鑑定もしたことがないただの素人でございますけれども、キャピタルマーケットに携わる者として言わせていただくと、そのような印象を持っております。

【緒方部会長】 鑑定評価書の中での確かに説明責任を果たすような動きになってきていますので、鑑定評価書をファンド側がどのように使うか、今後は一層使いやすくなっていくのではないかと思います。

【石橋委員】 今お話を伺っていて思いましたのは、鑑定評価書がなぜその数字になったのかというところの説明力を増すというのは非常に望ましいことです。ただ、それと運用者がなぜこの価格で買ったのかという説明責任を果たすということは実は別物で、その間を先ほどから柳澤委員とか村山委員もおっしゃっておられると理解しているのですけれども、そのところで実は、先ほど巻島委員のほうから出ていた鑑定評価以外の新たなビジネス、リサーチであるとか、いろんなコンサルティングの果たす役割というのが、今随分求められてきているなと思います。

私どもの会社は、鑑定業ではなくて、まさにリサーチ・アンド・コンサルティングという形で仕事をやっておりますが、運用サイドのアカウンタビリティを果たすために今後のマーケットをどう見るかというお問い合わせも増えていきますし、あるいは投資家側からも我々の判断は正しいだろうかというぐあいに、両方のサイドからお問い合わせをよく受けるようになっております。鑑定の説明力を増す、納得性を増すということとあわせて、実際の売買がなぜそれ以外の、心理的要素も含めて、価格が決まっていくというプロセス、それから今後のマーケットをどう見ているかというところの運用者の説明力、それらを支えるリサーチなりコンサルティングなりというものが車の両輪のように、両方高度化していかないといけないんだろうなと実感しています。

その中で、ちょっと問題かなと思っておりますのは、別途、社会資本整備審議会の下部組織でご議論されている不動産投資顧問業のあり方とも絡むのですが、私どもは証券の投資顧問業の立場と不動産の投資顧問業の一般の助言の立場で仕事をやっているわけです。そうすると、先ほど、アメリカの例で巻島委員の資料の中に、例えばグリーン・ストーリー・アドバイザーズは物件実査による NAV の評価をやっているということがありましたけれども、こういうことについても我々に求められることがございます。ただ、いつも悩みますのは、要するに不動産の鑑定業の定義の仕方が私の記憶では、対価を得て不動産の経済価値を判定し、価額で表示をする、要は通貨で表示をすることは鑑定業であり、鑑定業者以外は鑑定業を行ってはいけなくなっているんです。また別途、鑑定業者は鑑定評価

基準に基づいて評価をしなくてはならないとなっています。つまり、鑑定評価基準に基づくか基づかないかにかかわらず、不動産の経済価値を判定して、通貨、円であらわすことが鑑定評価で、鑑定業者以外はそれをやっちゃだめとなっているわけです。そうすると、先ほどのNAVの評価をやってほしいなどというのは、どういう手法をとろうか、鑑定評価基準に則らない手法をとろうか、法律の文面どおり読むと、鑑定業者でないといけないということになるわけです。

つまり、何を言いたいかという、巻島委員がおっしゃっていたような、いろいろなサービスがもっとすそ野広く普及していかないといけないにもかかわらず、今の法律の枠組みから言うと、そういうものは基本的に不動産の経済価値で数字であらわす場合はすべて鑑定業者以外はやってはだめですよという理屈にも読み取れるわけです。果たしてそれでいいのかどうか。鑑定の法律の根幹のところかとは思いますが、不動産投資を健全に普及・発展させるためには、大きな障害であると思います。

同じ国土交通省の中ですけれども、不動産投資顧問業と不動産鑑定業というものの役割分担になりますか、位置づけというか、そのあたりをもっとクリアにしてもらわないと、民間業者としては非常に仕事がやりにくいなというところが実態でございます。

【緒方部会長】 山下委員、何か、別なことでも結構です。

【山下委員】 巻島委員のほうから、不動産の評価能力を実施してどういった付加的なサービス形態があるのかということについてアメリカの例をご紹介いただいたんですけれども、日本における現状ということについての私の意見ということなんですが、例えば私と一緒に鑑定をやっていた鑑定士は、大半はもう鑑定をやっていないかたりするわけです。じゃあ、どういうところに行っているかという、まさにアセットマネジメントをやっているところで不動産の取得を担当していたり、いろんな、もうちょっと本業のビジネスに近いところに行って活躍している人のほうがむしろ多いというような状況になっています。

私が何を言いたいかと申しますと、要は鑑定士というのは、鑑定をやるというだけではなくて、いろんな不動産の投資ビジネスを支える人材としてかなりいろんなところで活躍し始めているということでもあります。そういった状況の中で鑑定士の分野が広がっていると。今はそこまでなんですけれども、さらに次のステップで、もうちょっと投資市場というものが第三者意見をフィーを払っても必要とするということになると、さらにこういった動きが広がって行って、独立のサービス業とかリサーチ業というのが、例えば石橋委員のようなところのごく一部のところに集中的にそういったノウハウが蓄積されるというのは、それはそれでいいことかもしれませんが、もうちょっと鑑定士の小規模なものに広がっていくのかなと、まさに過渡期で、それはマーケットが必要とするかどうかというところにかかっている、まずは鑑定のところコアのスキルとしてそういった説明責任を果たせるかというのがキーになってくるのかなと思います。感想です。

【緒方部会長】 今の30代のくらいの鑑定士は、鑑定専業ではない人が多いです。山下委員がおっしゃるように、アセットマネージャーになったり、投資顧問会社に行ったり

して、鑑定士の資格を持っていながら、鑑定以外のことをやっていますし、また、そういった会社の求人も多いです。鑑定業界では、時代は変わりつつあるというのを実感します。

巻島委員の報告によれば米国の不動産学部新卒者の進路がいろいろと出ていましたが、日本の不動産学部新卒者の進路はどんな方向なのでしょう。

【前川部会長代理】 サンプルにならないかもしれないので。

【緒方部会長】 かなり似ているのではないかと思います。

【前川部会長代理】 ええ、大学院へ行ってリサーチ会社へ行ったりとかはありますけど、学部の学生は仲介のほうに行っている人が多いですね。最近ファンド系の会社というようなところに行く人もいるみたいですけど。

【緒方部会長】 普通の会社に行って、例えば社宅の管理部門にいるというのものもあるのではないのでしょうか。

【前川部会長代理】 銀行へ行ってそういった融資部門、住宅の融資部門に行ったりとかいう学生はいますけど、そんなにメジャーというわけじゃないです。

【緒方部会長】 米国の就職先と比べて、日本もこんな方向じゃないかなという気がします。それでは、ほかにご意見、ご質問はございませんか。よろしいですか。

【町山委員】 いい話か悪い話かわからないですが、先ほどの周辺サービスの話がありましたね。不動産の周辺のいろいろなサービスがこれから先……。

【緒方部会長】 インテリジェントサービス。

【町山委員】 インテリジェントサービスというやつですかね。証券化協会の中にさまざまな講座があるんですが、その中の1つにデュー・ディリジェンスというのがあって、その中に、本来のデュー・ディリジェンスの部分と私のエンジニアリング・レポートとあるんですけども、一時、デュー・ディリジェンスをやる会社というのが結構増えたんです。これははやるのかなと思ったら、最近聞いたら、みんな閑散としてるといいます。なぜ？ と聞いたら、みんなファンドマネジャー、要するにファンドの中でインハウスでやっていると。肝心のデューディリを外に頼むなんていうことはない。ただ、判断材料は、例えば不動産鑑定士をお願いをしたり、我々のところのエンジニアリング等するけれども、最後の判断、本来のデュー・ディリジェンスは全部インハウスでやると。というのがまだ日本の社会の状況なのかなと。となると、これから先、本来の総合サービスとか、データサービスとかいうのがどんな形で発展してくるのかというのは、まさに日本のこの市場の発展に大きく影響を及ぼすのではないかなという感じはしているんです。

【緒方部会長】 そうですね。ウォッチしていくのは興味深いですね。

【町山委員】 いや、ほんと。

【緒方部会長】 わかりました。ほかにご意見、ご質問などございませんでしょうか。では、石橋委員。

【石橋委員】 鑑定評価の役割の中で、今回1つ非常に期待していたことがあって、具体的にそういう事例が出てまいりました。投資にとって鑑定評価というものの役割がさら

にあるなと思った事例がございました。それはどういったことかという、不動産研究所さんだと思いますけれども、あるリートが投資されている物件の継続鑑定の中で、その物件が容積割り増しを受けているんだけど、それが本来条例が目的としている要件を満たしていないおそれがあるということを鑑定評価の中で指摘されて、それをきちんとリートが公表し、対応をとるといような形で動いているという事例がございました。デューディリとかエンジニアリング・レポートというものを鑑定士さんがプロとして読み込んで生かして、単に数字として評価額を出すということの前の段階でそういうような問題提起をきちんと発信されるというようにことというのは、鑑定評価に対する信頼を非常に増すという意味でも、私はいい事例だなと思います。鑑定士さんの見識といましようか、鑑定評価を使わせてもらう側からすると、そういうふうな期待をますますしている状況です。

【緒方部会長】 それが鑑定評価の神髄となっていけばいいのですけど。

【石橋委員】 そうですね。

【緒方部会長】 それでは、ほかにご意見がないようですので、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。

本日は活発なご審議、まことにありがとうございます。最後に事務局から今後のご連絡があるようですので、お願いいたします。

【北本地価調査課長】 本日は貴重なご意見をたくさんちょうだいいたしましてありがとうございます。

最後に事務局からご連絡させていただきます。次回についてでございますけれども、冒頭にご説明いたしましたように、主に村木小委員長のもとでの投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会からのアウトプットを踏まえながらご審議いただくということを考えております。開催日等につきましては、事務局で皆様方の日程を調整させていただいた上で、追ってご連絡させていただきたいと思っております。

本日は熱心なご審議、どうもありがとうございます。