

第2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10月25日（水）

【北本地価調査課長】 それでは、皆様おそろいでございますので、ただいまから第2回国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会を開催させていただきます。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。どうぞよろしくお願いいたします。

まず始めに委員のご紹介でございますけれども、第2回でございますので、お手元の配席図・名簿をもってかえさせていただきますけれども、本日、前回ご所用によりご欠席の神作裕之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。

【神作委員】 東京大学の神作と申します。商法、会社法等を専攻しております。どうかよろしく願いいたします。

【北本地価調査課長】 よろしく願いいたします。なお、本日は清水委員が所用によりご欠席ということでございます。続きまして、お手元に配付いたしました資料の確認をさせていただきます。上から順に議事次第、座席表、委員名簿、配付資料一覧、その後に資料の1から資料の7まで、資料の7が奥田先生からのA3の大きなものでございますが、ここまでお配りしております。それから、ファイルで、評価基準につきましても配付させていただきます。もし、過不足、不備等ございましたら、いつでも結構でございますので、事務局のほうにお申しつけいただければというふうに思います。よろしゅうございますでしょうか。それでは、これ以降の議事運営は村木委員長にお願いしたいと存じます。よろしく願いいたします。

【村木委員長】 議事に入ります前に、議事の公開につきまして、前回と同様に会議につきましても報道関係者に限り公開といたし、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たいと思っておりますので、よろしく願いいたします。

それでは、議事に移りたいと思っております。まず、議事の今後の進め方につきまして、事務局よりご説明があるようでございます。北本課長のほうからご説明よろしく願いいたします。

【北本地価調査課長】 それでは、ご説明いたします。まず、前回の議論でございますけれども、鑑定評価における説明責任でありますとか、鑑定評価書における説明責任のレ

ベル、情報インフラの整備等につきまして幅広いご意見をちょうだいいたしました。前回いただきました主なご意見につきましては、資料の1としてお手元のほうに配付してございますが、説明は省略させていただきたいと思っております。

次に、資料の2でございますけれども、この委員会と並行してご検討いただいております「鑑定評価とデューディリジェンスに関する委員会」というのがございまして、その第3回の委員会を10月の2日に開催いたしまして、そこでは中間的な論点整理をご議論いただいたところでございます。それが、資料の2ということでございます。お手元のほうでございますでしょうか。これは、中間的論点整理の関連部分の抜粋ということでございます。またこれ最終的にこのような形で決まったということではございませんけれども、このような形で現在調整中ということでございます。

その中の、この委員会の関連の抜粋ということで、3から始まりますが、「3 証券化対象不動産の鑑定評価の実態を踏まえた対応の明確化」ということで、問題の所在といたしまして、一番最後のところですが、アンダーラインをひいております。「これまでの実務の蓄積等も踏まえ、証券化対象不動産の鑑定評価に関する対応を明確化し、不動産鑑定評価基準の体系の中に明確に位置づける必要がある」、その下の「検討の方向性」でございますけれども、1枚おめくりいただきましたところに、次のような一連の事項について証券化業務特有の留意すべき点を明確にしていく必要があるということで、①から④までございますが、これは実は、デューデリの委員会の資料でございますが、これらは基本的にデューデリに関する事項でございますが、その下でございます。「国は、証券化対象不動産の鑑定評価の対応についての考え方を明確にするため、対象とする不動産の範囲を明確にした上で、上記の事項についてとりまとめた『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（仮称）、（以下、「特別基準」という。）を策定する方向で検討すべきである」と。「この際、『証券化対象不動産の急速な進展に鑑みれば、今後概ね1年以内の間に策定・施行する方向で検討するとともに、策定後の社会経済状況の変化に的確に対応できるものとする必要がある。なお、証券化対象不動産の鑑定評価においては、本委員会」、これはデューデリの委員会ということですが、「の直接の検討事項ではないが」、次のページですが、「不動産鑑定士が説明責任を果たし、鑑定評価の比較可能性を向上させるためには、収益還元法の適用に関する鑑定評価書の標準化・透明化、収益還元法の収支項目の統一等も重要な事項となる。これらについては、国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会に『投資不動産鑑定評価基準等検討小委員会』が設置され、

現在、鋭意検討が進められており『特別基準』に盛り込む方向で検討する必要がある」というようなことが記述され、おおむね承認をいただいているというところでございます。

この特別基準というものでございますけれども、資料3をちょっとごらんいただけますでしょうか。これは、まだオーソライズされたものではございません。事務局のほうでつくっております特別基準の構成イメージでございますけれども、おそらくはこういった要素が必要かなということで書かせていただいております。まず一番最初に基本的な考え方ということで、特別基準の必要性でありますとか、現行の基準との関係、それから今後の改定に関する考え方、それから2といたしまして、対象とする不動産の範囲、これはすべての鑑定に適用するということではございませんので、まずこれを押さえる必要があろうということで、2として記述する必要があるのかなと。これは今日の委員会の、後ほど山下委員から話題提供いただけるものというふうに思っております。

それから、3といたしまして、証券化対象不動産の鑑定評価に当たっての手順等ということでございまして、基本的な手順といたしまして、受注時に確認すべき事項でありますとか、対象不動産の確認等、それから次のページでございますが、環境問題に関して留意すべき点、エンジニアリングレポートなど他の専門家による資料の取り扱い等、こういった分野は基本的にデューデリの委員会のほうでこれまでご議論いただいている内容でございます。

それから、4といたしまして、鑑定評価報告書の記載の標準化ということで、(1)としまして、報告書の記載に当たっての留意点、一般にこの②から⑦にありますような事項はこれまでの鑑定でも記載されているものもあるかと思っておりますけれども、証券化対象不動産の鑑定につきましては、特に何を気をつけないといけないのかといったことが必要なかなということで、このあたりはおそらく今日、横田委員から後ほど話題提供いただけると考えております。

それから(2)といたしまして、DCF法及び直接還元法の収支項目、定義等ということで、こちらにつきましては、本日奥田委員から後ほど話題提供いただけるものと考えています。これはまだあくまで事務局からのイメージ案ということでございますけれども、このようなことで現在考えておるところでございます。

このようなことがデューデリの委員会のほうから出てきたわけでございますけれども、本検討小委員会につきましても、ご検討いただいた事項については、鑑定評価基準の体系の中に位置づけるということを想定してきたわけございまして、また実務への反映とい

うのは焦眉の急ということでございますので、本委員会におきましても鑑定評価とデュエリジェンスに関する委員会が出された特別基準をつくるというご提案につきまして賛同いただければというふうに考える次第でございます。

なお、進め方でございますけれども、この特別基準でございますが、ひとつのものとして、整合性のとれたものとしたしまして、鑑定評価部会にかける必要がございます。したがって、その鑑定評価部会に正式に位置づけられました本小委員会で、全体としてご検討いただき、適宜デュエリの委員会のほうにもお諮りしながら、最終的には不動産鑑定評価部会でご決定いただくという方法でいかがかというふうに考えてございます。

お手元の資料の4をちょっとごらんいただけますでしょうか。資料の4が今後のスケジュール案ということでございます。真ん中にありますのが、本小委員会の流れでございます。今日は10月25日の第2回というところでございます。先ほど来申し上げておりますように、10月の2日、左側でございますが、2日にデュエリの第3回の会議がございまして、そこで特別基準をつくったらどうかというお話があったわけでございます。そうしまして、本日ご承諾いただければ、その後、来週不動産鑑定評価部会を開催する予定にしておりますが、その後基本的にこの小委員会のほうでこの特別基準をご検討いただきまして、適宜デュエリの委員会のほうにもご審議いただきまして最終的には評価部会にかけて、ご了承いただくと、その後諸手続を経て段階的な施行も含め、遅くとも夏までには施行ということで考えております。ちなみに本小委員会につきましては、第3回、次回は11月下旬あたりに素案ベースの検討をさせていただきます。できれば年内に第4回を開催いたしまして素案ベースの了承をいただければ、その後パブコメにかけると、そのような手続が一つの私どものスケジュールの考え方でございます。

ただ、この場合でございますけれども、これまでこのデュエリのほうの検討委員会で既に3回ほどご議論いただいておりますので、この特別基準にそういった要素を取り込むということになれば、そういったご検討いただいております委員を中心にいたしまして、本検討小委員会のメンバーをちょっと、できれば四、五名程度拡充させていただきたいというふうに考えている次第でございます。人選のほうはまだでございますけれども、デュエリ関係の委員を中心に若干増やしてはどうかなというふうに考えてございます。

以上、ちょっと長くなりましたけれども、事務局のほうで考えております今後の進め方といたしますか、アウトプットのあり方でもあるわけでございますが、それに関するご提案ということでございまして、委員の皆様のご意見をちょうだいできればというふうに思い

ます。以上でございます。

【村木委員長】 それでは、ただいまご説明いただきました今後の進め方につきまして、ご議論いただきたいと思います。何かご意見のある方、ございませんでしょうか。いかがでしょうか。大きく言いまして、今までのデューデリ委員会で検討していた事柄も、この委員会で検討することになるということと、前回のペーパーでは一部の議論を2段階に分けて、今年中に議論を詰めるものと年度末までやるものと分かれておりましたけれども、これを一括して議論する方向で進めるということかと思えます。ご異論ございませんでしょうか。なければ、一応ご了解いただいたことといたします。今後特別基準案につきまして、精力的な検討を進めていきたいと思しますので、委員各位におかれましてもご協力のほどよろしく願いいたします。

それでは、資料の説明に移りたいと思います。今回は全般的なフリーディスカッションをしていただきましたけれども、本日は主に対象不動産の範囲、鑑定評価書の記述の標準化、透明化、それとDCFの収支項目等の統一という3つのテーマについてご議論いただきまして、今後の特別基準の検討に反映したいと思えます。あらかじめ私のほうから3人の委員の方に資料の作成をお願いしております。なお、この3つのテーマにつきましては、本日は委員の皆様から議論を引き出すために、鑑定士の実務の現状をベースにしまして、あえて案のような形でお示しするものでございます。本日は何かを決定してしまうということではございません。あくまでも今後の検討の視点や検証の必要な事項につきまして幅広くご意見をいただく趣旨でございますので、まず誤解なきようお願いいたします。

また、鑑定評価の実務の現状を説明されるところと、ご発表者の個人的なご意見のところはできるだけ区別してご説明いただけたらと思えます。先ほどのスケジュールに従って進めていきますと、かなり厳しいところもございますので、おそらくその基準案の、案文の検討にすぐ入っていかないといけません。本日はフリーディスカッションの場として貴重な時間だと思いますのでできるだけご自由にご発言いただければと思えます。それでは、まず、山下委員お願いいたします。

【山下委員】 私のほうからは、対象不動産の範囲ということで、今回証券化不動産に関連しまして、鑑定評価報告書への記載の標準化等々につきまして、それをどこまでの不動産に対して適用するかということに関連したところの話題提供ということで資料5をお作りしています。基本的に1ページ目、2ページ目、下にページが振ってございますけれども、このあたりは、現状についてまとめたもの、3ページ目は若干私の私見を入れさ

せていただいています。4ページ目の参考のところは、金融商品取引法のおそらく対象不動産の範囲の議論で関連するであろう部分ということで整理させていただいております。

それでは、資料の説明をさせていただきたいと思いますが、まず1枚めくっていただいて1ページ目でございますけれども、不動産証券化において鑑定評価が果たしている役割の現状ということでございますけれども、一番左側の欄に、どういう分け方をするかということはありませんけれども、主に証券化の目的に着目して4つの類型化をさせていただいております。それぞれの類型において証券化スキームの使われ方と、その証券化スキームの中での鑑定評価の使われ方という形で表の形式で簡単にまとめさせていただいております。

まず、第1の類型でございますけれども、「保有不動産の流動化」と、これはその使われ方でございますようにオリジネーターが所有している不動産を信託してその信託受益権SPCに譲渡するという形式で、保有不動産を資金化していくというスキームだろうと。これは初期のころ非常に多かった形態でございますけれども、通常はオリジネーターが劣後部分を取得して、デット部分はノンリコースローンとかCMBSで調達して、場合によってはメザニン部分が入るというようなものでございます。これが当初から多かったスキームだと思いますけれども、この場合の鑑定評価書の使われ方というのが、基本形になっているんだろうと思いますけれども、その右側の欄ですけれども、オリジネーターとしては売買価格、譲渡者としてのオリジネーターと劣後部分の取得者としてのオリジネーターがあると、売買価格の妥当性を証明するものとして、鑑定評価書を利用していると。デット部分がノンリコースローンの場合にはレンダーの担保評価の参考として活用されていると。デット部分がCMBSの場合には、格付会社による信用格付のための参考として活用されています。また、CMBSやメザニンという商品化された商品、証券化された商品の投資家に対して、投資判断の参考となる一連の開示資料の一つとして鑑定評価書が提示されることもございます。ここまでが、実態的な側面と申していいと思いますけれども、法的な側面からいきますと、「また」以下ですけれども、SPCが特別目的会社の場合、TMKの場合には鑑定評価書をもとに弁護士さんなどが取得価格の妥当性の調査を実施すると。これは、特定資産の価格調査というものです。また、KKとかYKの場合で事後設立で、株式会社とか有限会社の場合で事後設立に該当する場合には弁護士さんが鑑定評価書をもとに取得価格の妥当性を調査していましたということがありました。これがまず第1類型と。

第2類型で、最近単純な不動産取得というよりは、オフバランスによる不動産取得というのが一般化しているんだろーと思いますけれども、これについてのスキームの使われ方としては、例えば取得する不動産会社等が自社のバランスシートを膨らませないために、自らが主導して設立したSPCに不動産または信託受益権を取得させて、エクイティ部分を出資と、デット部分は通常ノンリコースローンのケースが多いでしょうということです。この場合も鑑定評価書の使われ方は基本的に流動化型のものと、第1類型と同じだと。ただし、関係者はかなり人数が限定されて、一番基本形は取得者とレンダーという関係という、普通の売買でどこかからローンを調達してくるという形態と同じだということです。

第3番目の類型としては、ファンドの形式、SPCとビークルを使ってファンドを組成するという形式の不動産への共同投資というような形態になろうかと思えますけれども、こちらはスキームの概要はSPCを利用したファンドを設立して複数の投資家から資金を集め、不動産とか信託受益権に投資すると。デットは通常はノンリコースローンで調達すると。物件の追加取得とか入れかえを円滑に行うために親子ファンドの形態をとるケースもありますということです。この場合の鑑定評価書の使われ方としては、これも基本的には同様だと。ただし、ファンド形式ですから始めから投資物件を特定したものほかに、まずお金を集めて一定の基準に合う不動産に投資するという形で、投資物件を特定せずに資金運用をするような形態のものもあるということです。この場合はあらかじめ不動産の評価を示すというような使い方はできないということです。チソクするごとくというような形になろうかと思えます。

最後の第4類型ですけれども、これはREITのケースですけれども、REITによる不動産への共同投資ということですが、REITを設立して複数の投資家から資金を集めて不動産信託受益権に投資すると。通常は証券取引所に上場することが前提となって設立されますと。デットは生損保や銀行からの借り入れ、または投資法人債の発行により調達するというのが一般的でしょうということでございますけれども、不動産の鑑定評価の使われ方としては、投資口への投資判断のための参考情報として鑑定評価額等が開示されるとともに、運用会社による不動産等の取得・売却価格の妥当性の根拠として利用されていますと。これは、特定資産の価格調査という手続を通じてということになろうかと思えますけれども、またデットの側面においても全く通常のものと同じようにレンダーの担保評価や投資法人債の格付においても鑑定評価額ということが参考情報として利用されているという実態があろうかと思えます。

次の2ページでございますけれども、「不動産の証券化における不動産鑑定評価書の開示の状況」でございますけれども、証券化商品にかかる投資判断のために通常囲みにありますような情報がセールス活動において提供されることが多いと。もちろん守秘義務契約を結んだ上で、資料が提供されるということになりましようけれども、または何段階かに分かれて詳細な資料が提供されるということもございましようけれども、基本的にはこのような一連の情報が提供されるということです。一つのカテゴリーは物件関連の情報で、物件の概要書から、いろんな登記事項から図面関係、そういったものが提供されます。もう一つのカテゴリーとしてはいろんな契約関連の情報があります。これは、信託の契約書から、管理の契約書から、賃貸借の契約書と。運営関連の情報が実際プライシングで重要になってきますけれども、過年度の収支の実績とかレントロール、PMレポートといったものが提供されると。デューディリジェンス、売り手サイドでデューディリジェンスを行っている場合には、売り手サイドがとったエンジニアリングレポート、不動産鑑定評価書、不動産マーケットレポート、オフィス事情や、証券の調査などが入ると思うんですけれども、こういった一連の情報が提供されるということです。

その囲みの下にございますけれども、機関投資家等のいわゆるプロといわれている投資家、定義がちょっとあいまいですけれども、このような情報を自ら分析するとともに必要に応じて追加情報を自らが収集して分析して投資判断を行っているというのが実態ではないかと。この場合、不動産鑑定評価書は第三者である不動産鑑定士による価格に関する客観的な意見として参考にされるということとともに、鑑定評価書の内容が詳細かつ的確な市場分析とか収支査定が行われていて、その根拠がきちんと記載されているのであれば、投資家自身の投資分析においても十分役立つものとして利用されているという状況があると思います。

「なお」のところ、REITにおいては、目論見書で投資対象となる不動産の鑑定評価書の要約が開示されていますけれども、細かい市場分析とか収支査定の根拠といった説明部分は開示されていないのが現状です。いたずらに詳細に開示し過ぎても、それを判断するのが難しいという状況もあるのかもしれませんが。運用期間中の決算短信や資産運用報告書などでは、保有不動産の期末算定価格のみが開示されるということになっております。これが、事実というか、現状だろうというふうに考えております。

次に、3ページでございますけれども、このような現状を踏まえて、対象不動産の範囲というものを議論していく必要がありますけれども、まず1点目はキーワードになるであ

ろう投資家保護ということと不動産鑑定評価との関連性について、これも意見になるんでしょうけれども、私なりに整理しますと2点ぐらいに集約できると。一つは、売買価格の妥当性を検証するという事で、SPCとかREITは単なるビークルで、運用する人がほかにいるという形態ですから、運用者とSPC、またはSPCの投資家との間に利益相反のようなものが場合によっては起きやすい。ですから、そういったところの一つの起きやすい場面の売買、不動産取得、売却する場面においてその価格の妥当性ということを鑑定評価が検証するような立場になるのでしょうか。それを通じて、投資家保護を実現していくというような視点が一つ。もう一つの視点としましては、投資家の投資判断のための情報として鑑定評価というのが利用されているという側面、これが2点目でございます、SPCやREITに投資する人たちにとって、鑑定評価書の情報が開示されることによって、市場分析の内容とか収支査定・価格判断等の内容が投資家に理解され、それが投資判断の参考とされると。開示レベルは商品とか、投資家によってさまざまであるという実態はあろうかと思えますけれども、そういった投資判断のための情報というような側面があると。この2点ぐらいが投資家保護に絡んだ視点かなというふうに考えます。

大きな2点目ですけれども、例えば先ほどご説明がありましたような、デューディリジェンス絡み、またはエンジニアリングレポートに関連した対象不動産自体の物的確認というような部分を厳格に行うということなどを、そういった特別なルールを適用することの意味というのはどの辺にあるのだろうかというふうに私なりに考えてみますと、やはり先ほどの投資家保護に関連した2つの視点、例えば売買価格の妥当性という意味では正しい現状判断に基づいた評価をすることが大事であろうということと、投資家のための投資情報としては、収益還元法の適用の記載や、収支項目の標準化・統一化などそういった点と、記載内容の標準化などの点が中心になろうかと思えますけれども、投資家が判断しやすい、参考としやすいような内容にするという、こういう視点が、特別なルールを適用することの意義につながるんだろうというふうに考えます。これらの取り組みを行うことによって、証券化不動産にかかわる鑑定評価の信頼性の向上というのが図られるのかなというふうに整理できると思えます。

大きな3点目ですけれども、対象不動産に関する議論のポイントとしての私の私見でございますけれども、まず第1点は、特別なルールを適用するという範囲が、対象不動産の範囲ということになりますけれども、一つは証券化商品というような切り口で検討できるのではないかということです。商品で分けるとするような考え方が一つできるのでは

ないかということ。2つ目としては、特別なルールを適用する客体、保護すべき投資家と言いかえてもいいかもしれませんが、そういう視点から範囲を考えるとということもできるのではないかと。例えば、ここにメモしてございますけれども、不動産鑑定評価書を投資判断の重要な参考資料とする投資家にとっては、鑑定評価書が重要な投資情報だと、詳細な情報が提供されない投資家とか、詳細な情報が提供されたとしてもそれを自ら分析できない、できないというのは時間的な制約もあるでしょうし、能力の制約もあるのかもしれませんが、そういう投資家は鑑定評価ということの結果に、ある程度集約された情報にその投資判断の参考にせざるを得ないという側面があるだろうと思います。こういった2つの側面で議論ができないのかというふうに考えます。いくつかほかの側面もあるのかもしれませんが、そこはいろいろご意見いただければというふうに、議論すべきだと思います。

最後に4ページですけれども、今の商品とか、投資家の視点という2つの視点に立って範囲を考えていく、または検討していくという場合に関連する金融商品取引法に関連する部分の内容でございますけれども、一つは金融商品取引法の規制対象商品を囲みの中で整理したものでございます。このような商品が対象になっておりまして、例えば現在も証券化案件として鑑定評価上、求める価格の種類などにおいて、特別な取り扱いをしている資産流動化法関連、または投信法関連のところにつきましては斜線を引いているところもございますし、新たに出てきた新しい手法の法人形態である合同会社の社員権とか、もうちょっと包括的な概念である集団投資スキームというものの持ち分といったものも含めて、こういったものが不動産または不動産信託受益権を投資対象とした証券化商品となり得る部分なのではないかということです。下線部は私の理解の範囲ということで引かせていただいております。

下の行為規制におけるプロ・アマ区分の部分ですけれども、金融商品取引法の行為規制、取引形態についての事前告知とか、契約締結前の重要事項を記載した書面の交付などのところの規制ですけれども、における特定投資家の定義、これをプロ投資家と略して言ってもいいんだと思いますけれども、そこでは適格機関投資家、証券会社、銀行その他の預金取り扱い金融機関、保険会社、投資顧問業者、政策金融機関、投資事業有限責任組合などがそこに掲げられてございます。こういった商品とか、プロ・アマの区分というのは我々が検討するうえで参考にすべき一つの整理の仕方なのかなと私自身は考える次第でございます。一応私の資料の説明は以上のとおりでございます、一つのたたき台としてお示し

しているつもりですので、ご議論いただければと思います。以上でございます。

【村木委員長】 ありがとうございます。まず、1ページ目のところでは、鑑定評価の使われる場面を、鑑定評価の目的ごとに4つに分けて網羅していただきました。2ページ目では鑑定評価書の開示の状況というところ、3番目が議論の対象になると思います。証券化の範囲、対象不動産の範囲というところでは、なぜこの特別基準を適用するのかという意義がまずあって、それに対応して証券化の範囲というのが決まってくると思います。まずこのあたりの切り口からご意見いただけませんか。神作先生、最初で恐縮ですが、先生のご専門の証券化、証券の観点からどういうアプローチでこの範囲を決めていったらいいのかについて、ご意見いただけませんか。

【神作委員】 何点か、お話を伺って、ほんとうに感想程度のコメントにすぎませんが、気づいたところですか、あるいは考えたところを3点述べさせていただきます。まず第1は、鑑定評価が果たしている役割意義についてなのですが、1ページの表にまとめられておりますが、法律の観点から言うと、もう1点追加すべきことがあるのではないかと感じましたので、その点を申し上げさせていただきます。その点は何かと言いますと、一番上の保有不動産の流動化、いわゆるSPCに移転した場合に、そのスキームの根幹は、当該移転が法的に確実に行われるということです。バンクランプシーリモートと言われているところでございますけれども、その部分がひっくり返ってしまうとスキーム全体が破綻してしまうということになるわけです。トゥルーセールの問題という言われ方もしますが、移転が確実になされているかどうかについて、法律家たちはどういう議論をしているかという、支配が残っているとか、リスクがどれくらい移転しているか、そういう事情とともに売買価格の妥当性というのがその判断に一つ大きな影響を与えているといわれています。それが多分この「また」以下のところで、弁護士とともにその点について調査を実施するというものになっているものと思われそうですが、そういう意味では、流動化スキームの根幹を支えるトゥルーセール、あるいはバンクランプシーリモートを基礎づける一要素になっているという点があるかと思いますが。これは単なる開示という問題を超えて、スキーム全体の法的安定性といいますか、基盤を確保するという意味において売買価格の妥当性というか正当性というのが重要な要素と考えられている点をまずご指摘させていただければと思います。よろしいですか。

【村木委員長】 どうぞ。

【神作委員】 第2に、私は会社法や証券取引法を勉強している者なのですが、

会社の財務状況のディスクロージャーと不動産の証券化、流動化で行われる不動産の鑑定評価およびそのディスクロージャーとどこが違うのかという観点から見た場合、前述したように証券化・流動化の場合は会社と異なりスキーム自体の内容や法的安定性が問題になりうるほか、会社のディスクロージャーにおいては一番劣位にあるかわりに営利目的の下に経営者に広い裁量権を与え、会社の余剰価値にかかってゆくエクイティホルダーである株主のことを念頭に置いて仕組みが作られていると考えられるのですけれども、不動産証券化スキームにおいては、投資対象が不動産に限定されており、会社に比較するとファンドの目的拘束性がより強い半面、最劣後の持分はオリジネーターが保有する場合があります。会社におけるディスクロージャーとの比較は、相対的な問題かもしれませんが、具体的に保護すべき投資家として一体どういう人をイメージし、投資家が投資しようとしている商品がどのような特性を有しているのかということとも関係してくると思います。お話を伺っていて、会社の場合のディスクロージャーと比較してどのような違いがあるかということ考えたときに、そのようなことがちょっと念頭に浮かびましたので、申し上げさせていただきます。

第3に、最後4ページでございますけれども、金融商品取引法により重大な改正がなされまして、いわゆる集団投資スキーム持ち分として、一般的な投資スキームが包括的にカバーされることになりました。これは今回の金融商品取引法の最大の改正点の一つでございます。今までは、法律の形式に基づいて開示の範囲を決めてきた。しかし、経済実態にも即して規制の範囲を画するということが、今回の金融商品取引法の最大の眼目であったのではないかと思います。したがって、民法上の組合契約ですとか、商法上の匿名組合契約その他法形式のいかんを問わずということが重要だと思いますので、もし、このような観点をこちらの議論に持ってくるすると、例えば資産流動化法ですとか、投信法といった、法形式による区分を残すのかどうか、もう少し経済実態に着目して、特別基準の適用範囲を画する、そういう議論が少なくとも議論としてはあってもしかるべきかなという、そういう印象を持ちました。

【村木委員長】 わかりました。ありがとうございました。今のご意見に対して何か、ご意見ある人はございませんでしょうか。今の神作先生の会社の、財務状況のディスクロージャーと鑑定評価におけるディスクロージャーの違いはどうあるべきなのか、ということについて、杉本委員、何かもしご意見ありましたらお願いします。

【杉本委員】 会計士の杉本でございます。今回の証券化対象不動産にかかる鑑定基準

ということですので、私がとらえているこの委員会の意義なんですけれども、一般の鑑定評価の場合には、鑑定評価の結果は依頼者に対してのみ開示される。で、証券化対象不動産に関する鑑定評価に関する情報は依頼者に対してのみではなく、複数の利害関係人に対して開示されるということで、データの利用者、それから責任の範囲が全然異なるという点から特別基準を設けなければならないということに達したのかなというふうに理解させていただいております。そういう観点から考えますと、先ほど神作先生のほうからご指摘いただいたような、より経済的なアプローチに立った見方といたしますか、例えば役所の真ん中でこういうことを言うのも恐縮なんですけれども、鑑定評価基準そのものが不動産を対象にしておりまして、その不動産というのは、所轄官庁の管轄の範囲の不動産ということでとらえられていらっしゃると思うんですが、証券化においては不動産も、不動産をバックにする担保債権も、それから不動産を、収支をもとにするそれ以外の持ち分も、基本的には同じなんです。ですから、対象不動産が不動産である場合だけにおいてこういう問題が発生するわけではなくて、特に不良債権となっている担保、不動産付き金銭債権、あるいは不動産を主たる資産としている会社の持ち分、これも流動化証券化の対象になることが既にあるわけなんですけれども、同じ問題がそこにあります。ですから、そういうものも実際には、実際の経済活動としては同じ情報が求められているわけでありまして、そういうものも本来は広くカバーする基準であるべきなんじゃないのかなと、ユーザーサイドから考えてですね、というような気がいたします。

そういう意味では、現在証券化の実務におきまして、鑑定評価の情報がどちらかといいますと、規制されているから開示されているというわけではなくて、かなり自主的に開示されて、またそれがマーケットにおいてもかなり評価されているというような状況にあると思うんですけれども、非常にいい方向で進んでいるんじゃないのかなというふうに思っております。で、神作先生のほうからご指摘がありました一般の会社の場合には、エクイティーホルダーを中心にその方たちの利害を中心に開示がなされているのではないかと、証券化の場合には若干違うのじゃないかということがあったと思うんですけれども、それもお指摘のとおりだと思ひまして、特に流動化スキームにおいては、これは、特定の不動産、特定の資産ほど流動化しておりますので、そういう意味では特定の不動産の価値が1円下がるとですね、エクイティーホルダーの持ち分が1円下がるという、極めて不動産価値と証券保有者の経済に与えるインパクトがダイレクトに結びついている、直接的な結びつきがあります。

一方、運用型の場合には、どちらかといいますと、運用者の手腕に、今ある不動産の価値というよりは、それがどのように運用されて、将来売却あるいは交換されて、入れかえられて、別の不動産に変わる可能性もありますので、そういう意味では会社型といいますか、一般の事業会社、それから運用型のビークル、それから流動化型のビークルと3分類に分けた場合には不動産鑑定を与えるインパクトは、投資家から見えやすいという意味だと思んですが、流動化型が一番インパクトが高く、運用型が2番目、一般の会社の場合にはそれ以外の事業もいろいろやっているわけで、その中の不動産ということですから、不動産の価値を与えるインパクト、実はあるんですけども見えにくくなっているという状況だと思います。見えにくいついていうのは重要性が少ないつていうふうに考えていいのかもしれませんが。そういう意味では流動化型のほうがよりディスクロージャーの詳細度は高くないと投資家の要求にはこたえられない。そこら辺が、私が平素感じていることでございます。

そういう意味では、冒頭の話に戻りますが、ディスクロージャーという観点に立ちますと、現在証券化、特に証券化につきましては、自主的にディスクロージャーが進められている部分、もしかしたら証券化協会さんのほうでも今後検討されるかもしれませんが、それから法令によってディスクロージャーが強制されている部分ということがあるわけですが、そこは、現段階において峻別しておく作業が必要なんじゃないかなというふうに思います。

それから最後ですが、神作先生のほうからご指摘もございましたツールセールということと不動産鑑定評価という観点につきましては、これは会計上も全く同じでございます、法律上のツールセールが満たされているものに限って、会計のほうはオフバランス認識ができる、譲渡認識ができるというような前提になっております。ただ、ほとんどの法律意見書は、会計上オフバランス処理をしていることを前提として申請状と意見書で構成されていると、これは海外でも同じ状態でありまして、つまり会計上譲渡が認められるのであれば、法律上認められるし、法律上認められるのであれば会計上認められるというどこにも責任が、そういうわけじゃないかもしれませんが、どこを見たらいいんだというところはあるわけですが、似たような状況が国内においても、これはアメリカで10年ぐらい前そうだったわけですが、現在の日本の実務もそういうふうな状況に近づきつつあるのかなというふうに思います。ただその観点で言った場合の不動産鑑定というのはおそらく破産法上の適正価格譲渡になっているのかどうかということが主たるポイント

ントになってくると思いますので、破産法上の留意事項における鑑定評価の考え方というのもそういう意味ではもう一回、この証券化不動産の鑑定評価のほうにマッチしているのかどうかという点は見しておく必要があるのかなというような気がいたします。以上でございます。

【村木委員長】 ありがとうございました。

【巻島委員】 よろしいでしょうか。

【村木委員長】 それでは、はい、巻島先生。

【巻島委員】 今、杉本先生から鑑定評価の果たす役割で流動化型と運用型と会社型、それぞれ役割が違って、流動化型が一番大きいのではないかというお話がありました。その通りだと思います。しかし、私は、これからは運用型も会社型も非常に大きな役割を果たすように鑑定評価がなっていかなければならないと思います。

不動産の運用というのは、アセットマネジャーやポートフォリオマネジャーが、流動化型の場合には二、三年で売ってしまうことが多いのですけれども、運用型やREITの場合には、不動産のポートフォリオを組んで何年間も、10年、20年ずっと管理します。管理していく中で、バリューアップさせて、経年劣化ではなくて経年優화를図っていくということがマネジャーに求められている役割であります。したがって、鑑定評価書がいろいろな前提条件や論理でキャッシュフローを見込んである価格を出したとしても、ポートフォリオマネジャーが鑑定評価額よりも高く買ったり、安くないと買えないということがある。つまり、エンジニアリングレポートや鑑定評価書を精査した結果、エンジニアリングレポートのこの部分は見方が甘いとか、あるいは自分にとってキャッシュフローは、たとえばテナントの空白期間について、自分の能力ならもっと短くできるとかですね、その自分の能力を入れた価格を出して、顧客に配当していかないとポートフォリオマネジャーとしての役割を果たしたことになると思うわけでありまして。投資のプロセスは、エンジニアリングレポートや鑑定評価によってデータを集めて、その情報にもとづいて自分自身で査定や評価をして、その結果、それに対してここはこうだという修正というのでしょうか、足し引きした価格を出して、それによって投資をし、最後に投資家に説明や開示をするのが運用型です。

鑑定評価書にこう書いてあったからとか、エンジニアリングレポートにこう書いてあったから、自分は間違っちゃったんだとか、その後何か見逃したことが判明したときに、ここにこう書いてあったからだというのは言いわけとしても通用しないわけでありまして。

鑑定評価が果たしている現状の役割は、投資家に第三者による適切な評価額を提示するというかなり静的なものでありますけれども、これから年金等の投資が入ってまいりますと、一つのファンドの金額が非常に大きなものになります。そうすると、最有効使用の、いい不動産だけではなく、劣化不動産とか、バリューアップの余地のあるいろんな不動産が入ってきますので、アセットマネジャーにとって鑑定評価額は自分の能力を示すというか、別の意味の投資家に説明責任を果たす道具としての役割というのも大きくなってくる。そういう意味では、単なる流動化にとどまらないファンド型のものにとっても特別基準ができるということは有効ではないかなと思います。以上です。

【村木委員長】 今の論点に戻りますが、その時に、特別基準でどういう投資家なりあるいは商品を保護すべきか、あるいは規制をかけるかという観点からはいかがでございましょうか。

【巻島委員】 アセットマネジャーは、ある不動産を買ったら、その不動産が出口にまで至る投資戦略を投資家にはできれば提示したいわけでありまして。こういうエンジニアリングレポートと鑑定評価のある建物を、このように評価してこの値段で買います。で、この後、実はここに書いてある市場分析とは違って自分たちにはこういうテナントというのが見えていて、それで、改築をしバリューアップをし、リプレースメントなんてアメリカでは言っているんですけども、場合によっては商品内容を変えてしまって、それでテナントをいっぱいにして7年後にはこういうふうに売るんだというような提示の仕方です。そして、これを投資家が見たときに、それは非常に危険でリスクが高くとも投資できないと見るか、あるいは鑑定評価書の価格のままずっと持って、そこに書いてある家賃をずっとキープして何年か後に利回りは何%だよというような運営の仕方を評価するか。私はどちらかという、投資家への開示の問題なのではないかなと、その開示のために必要な項目が鑑定評価書にどの程度入っているべきかというふうに思いました。すみません、ちょっとお答えになっていない……。

【村木委員長】 いえいえ。むしろ鑑定評価書というよりもアセットマネジャーの責任のほうに重きを置いたほうがよいということですか？

【巻島委員】 ですから、投資家もアセットマネジャーも鑑定評価書の中の情報を利用するようになるということなんです。

【村木委員長】 わかりました。今日は、結論を出すわけではございませんから、ご自由にご発言いただきたいのですけれども、鑑定士の立場で、赤城委員何かこの点につきま

してどうのお考えでしょうか。

【赤城委員】 今までずっとお伺いしてきた内容で思うことは、結局これから何をつくらんとしているかということをもう一度考え直すと、いわゆる収益用不動産を精緻化する、収支項目を統一する云々のその成果によって、いろんなメリットがあると。いろいろ比較可能性が出るですとか、鑑定士の資質の向上にもなるし、インフラの整備にもなるというような大前提でそういった特別な基準を設けて指針を持たせようということであるとすれば、まずはその効果について考えなきゃいけないのかなとは思ったんですけど、まずもってそれを適用すべき範囲となると、現実の我々の立場、実際行う立場からすると、確かにその特別基準を設ける趣旨、例えば投資家の保護なのか、はたまたオリジネーターサイドのご使用になられるアセットマネジャーの利便性を高めるのか、そういった利用目的とか、目的の分けもさることながら、実際我々、ディフィニションとして、規定としてこういった評価のときにこれを適用するんだと、明々白々に決まっていると実はやりやすいという面もあるんですね。とは言いつつ社会的な要請とか、特別基準に対する、関係する方々の思いをすべて盛り込むとすれば、やはり経済実態に即したというようなことになると、またこれが、こうちょっとあいまいな範囲の規定になると、それを運用する立場からすると、そこからどうもれるのかどうかというところで、またこれが、明々白々にならないと、特別基準を制定した意味が実はなくなってしまうというようなまた反面そういった思いもあるんですね。

実際、山下先生がおつくりになった考え方としては、やはり実際その商品とか、依頼目的云々というところで、これが利用されるところのスキームで分けするのか、もしくはそのご利用、これもちょっと重複するんでしょうけれども、ご利用になられる方々の属性とか、そういったもので分けするのか、それともほんとうにもう広範囲に収益用不動産とDCF並びに収益価格がメインで使われる、鑑定評価に対してはほぼおおむねこの特別基準でやるんだというような考え方があるのかなと思いつつ、いろいろ論議を待たなきゃいけないのかなというふうには個人的には思います。

【村木委員長】 それでは、時間も半ばぐらいに参りました。先ほどの神作先生のご発言の中で経済実態からのアプローチが必要だというようなお話がございましたけれども、これをもう少し具体的に言いますと、例えば経済実態というのは、一般の投資商品を買っている一般投資家、個人の投資家等が被害に遭っているとか、判断において失敗しているというような、そういうことでございますでしょうか。あるいは、金利の動きとかという、

経済実態なのでしょうか。

【神作委員】 金融商品取引法の考え方は、山下先生の資料の4ページにございますけれども、何に着目するかというと、法形式ではなくて、要するに他人から金銭などの出資を受けて、その財産によって投資を行い、そこから上がった収益を分配すると、こういうスキームといたしますか、仕組みに着目しているということであって、実際に被害が出ているか出ていないかとかということとは必ずしも結びつくものではございません。社員契約とか信託契約といった法形式に着目するのではなく、上述したような経済実態を実現するためのスキーム、仕組みかどうかに着目するという、そういう観点からの議論でございます。

【巻島委員】 そういう意味で、この金融商品取引法の中に、今度投資運用業というのができますけれども、エンジニアリングレポートや鑑定評価書に、何か間違った情報が入っていたとか、それからしかるべきものが入っていなかったとかといった場合に、それを見逃すと運用者として処罰の対象になってしまいます。それはERのレポートや鑑定評価書をつくった業者の責任だけにとどまらず、それを読み込めなかったアセットマネジャーの責任で、アセットマネジャーが一義的に投資家に責任を負っている。金融商品取引法の施行後はますますそういう流れになっていきます。そういう中で、特別基準とは言っても、鑑定評価書がどこまで踏み込んでキャッシュフローなり評価なり見積もりを出していくのか、運用の手法まで踏み込んで収益不動産の最有効使用みtainなものまで踏み込んで出していくのか、その辺はちょっと考えどころだなというふうに思います。

【山下委員】 今の意見に関連しまして、例えば実態として鑑定評価書の内容の開示レベルによって、運用されているAM、アセットマネジャーさんの責任の領域と鑑定評価の責任の領域というのですかね、どこまで鑑定の情報が重要かっていう言い方でいいでしょうか、それは鑑定の情報が、例えばその投資される方に開示されていないということと関連しているのかもしれないなというふうにも思うんですけども。そのあたりについていかがでございましょうか。すみません、何か質問になっちゃう……。

【村木委員長】 いかがでしょうか。

【奥田委員】 開示のところはちょっとよくわからないところがあるんですけども、普通多分私なんかはですね、REITの投資物を買うときに目論見書だけを拝見して、鑑定士ですので収支項目だけ見ると大体こういう価格かなというのはわかるんですけども、果たして普通の人がですね、あれ見て投資物を買うときにどれくらいわかっているの

かなというところがあると思います。商品を実際売る証券会社の方のスキルによるところというのは多分あると思うんですけども、ちょっと普通の個人投資家から見ると全然わからないだろうなというような開示内容になっていると思うんですね。わからないっていうのは変なんですけれども。それに関連して、例えば行為規制にあるプロ・アマ基準のようにじゃあ逆にそういう人たちに、わからない人に鑑定評価書をほんとうに示すことがどれくらいほんとうに必要なのかというところが逆にあって、むしろ鑑定評価書をきちっと開示してそれを分析できるというのはプロの人たちではないかと。個人のほんとうに不動産を知らないような人たちにとっては、鑑定評価書というよりもその間に立ってそれをきちっと説明する、むしろ例えば販売業者さんなり、そちらのスキルになってくるのではないのかなという印象を受けていて、ですので、最終エンドがプロなのかアマなのかということよりは、先ほど来議論が出ているように実際の集団投資スキームというような、そういう経済実態に即して範囲を決めていくほうが多分メリット的にはあるのかなと。ちょっと私も詳しくないんですけども、例えばこれに入っていないスキームで、特定共同事業ですとか、そういったものがもしある場合にこういう金取法という形で区分してしまっているのかなというのはあると思うんですけどもね。

【村木委員長】 特定共同事業は、金取法の対象ではないですね。

【奥田委員】 ないですね。

【村木委員長】 ないですね。不動産特定共同事業法という特別法があるのでということですから。金取法という法律で縛るとそれは入ってきませんけれども、スキームという形でくりますとそれも範囲の中に入ってくることになります。最後に、範囲に関する議論のポイントとして、山下先生からは、大きく言って、商品のほうから範囲を決めて絞っていく切り口と、あるいは保護すべき投資家のほうから範囲を絞っていく2つの切り口があるということでした。もう一つ、同じことかもわかりませんが、神作委員のほうからは、経済実態を踏まえたスキームのほうから迫っていくべきではないかという、論点が出されました。ひとまずこの議論につきましてはおきまして、後でまたご意見がありましたら、ご発言お願いいたします。

それでは、次に横田委員、次のテーマをよろしくお願いたします。

【横田委員】 第1回の際にですね、収益還元法の適用の、鑑定評価書への記載の標準化という資料で、鑑定評価基準に基づいて鑑定評価報告書に書くべき記載項目でなおかつ証券化ということを意識した項目を例示として挙げさせていただきました。さらにこれ

は、そのときの資料をより具体的にどういう項目まで書くべきであろうかということ、基本的には私の個人的な私見に基づいて、なおかつ私のほうで、こういう分野に精通している方からいろいろ意見を伺った形での論点ということで、そういう構成で資料のほうは作成させていただいております。先ほど来、いろんな開示の話もあったり、いろいろな鑑定評価書の使われ方もありますけれども、日ごろ私は年金基金向けにいろんな投資アドバイスをしている立場からすると、鑑定評価書というのは鑑定士が市場に成りかわって評価をするということで、鑑定評価書ってベンチマークだというような議論がよくありまして、先ほども巻島先生のほうからお話がありました通り、アセットマネジャーの方がパフォーマンスを評価するときに鑑定評価書、鑑定評価額というのが一つベンチマークで、それを超えるような成果を挙げられれば非常にその運用者の手腕がよかったというように、そういう意味ではベンチマークとしてかなり意識されているような投資家の方もいらっしゃいます。そうすると、その評価がどういうプロセスで作成されていたのかということが非常に大切になってくるわけございまして、そのプロセスが鑑定評価報告書というのがまず一番初めのスタートになるかもしれませんが、この評価書にどういう内容が記載されているのかというのが非常に大切かと思っております。そういうところを少し意識して、私の方で記載が考えられる項目として、まとめたものでございます。

それでは、お手元の資料、表紙に1ページとなっておりますので、実質2ページからでございます。1枚おめくりいただきまして、記載の各項目に従ってご説明させていただきます。

1番目は依頼の背景等についてでございますけれども、まず記載が考えられる項目、こちらに関しましてはまずは何はともあれ、今回いろいろ議論しているもののまずスタートになる依頼者がどういう目的で鑑定評価を発注したのかということが、その後の評価プロセスをすべて決する部分がございます。従来その鑑定評価の目的は証券化目的とか売買の目的とか資産評価の目的とか、普通にシンプルな単語だけで示されたケースがほとんどかと思っておりますけれども、そこはかなり踏み込んでどういう背景で行われていたのかという部分について記載すべきと考えております。一番初め、依頼の背景、これは依頼の目的に至った理由、あと、そして依頼者が鑑定業者を選んだ理由等でございます。2点目は依頼者との利害関係、資本関係、人材派遣、取引の存在等。あと、依頼者の立場、これは例えば不動産の売主なのか、買主なのか、担保権者なのか、基本的には鑑定評価の場合は、そういう依頼者によるバイアスというのはないというのが大前提になりますけれども、読み手

とすると、どのような方からの依頼だったのかというのは非常に重要な情報かと思っておりますので、こういう点が依頼の背景等について考えられるのではないかと考えております。ただ、この論点のうち②の「取引の存在」については、記載に関しては大変重要な項目であるけれども、業者によりその範囲が著しく拡大することも考えられまして、どの程度遡及するのか、過去1年なのか、何年なのかとかですね、どの程度まで、例えば金額基準なのか、件数基準なのか、それも含めてどこまでその取引の存在について開示すべきなのかといった論点があるというようなご指摘をいただいております。

2点目、受注時の対応でございますけれども、記載が考えられる項目としまして、受注時に依頼者に確認した事項、これは先ほどの1の依頼の背景とかぶる部分でございますけれども、証券化スキーム、遵法性・利益相反等の有無、スケジュールと受注量の整合性、大量に複数の不動産を短い期間で評価をしなければいけないことがよくございますので、そういう点。ER、エンジニアリングレポート等の資料の入手時期、エンジニアリングレポート作成者からの説明の可能性、対象不動産の内覧ができるのかできないのかといったことが、記載として考えられると思っております。論点としましては、これも昨今証券化対象不動産として、建築中の不動産、開発型の証券化なんかで、建築中のものが増えてきております。こういう場合でどうしても内覧が、実質的に困難な状況の中で鑑定評価が依頼されるというようなニーズもございますので、このような場合の内覧の可能性について、どのように記載をしていったらいいのかというようなことも論点として挙げられております。

3点目、鑑定評価のための資料、現地調査等についてでございます。こちらにつきましては以下の記載項目7番までございまして、まず一番初めが依頼者が提供した資料・説明の内容と正確性の確認方法。2番目対象物件に関する権利関係の調査の範囲、方法、参照資料。3点目でございますけれども、参照した他の専門家の資料、これはエンジニアリングレポート等でございますけれども、この基本的属性、作成依頼者、作成理由、作成者、作成年月日等でございます。特に3番に関しましては、その鑑定評価をするためにエンジニアリングレポートがとられているケースであれば、問題は少ないのでございますが、実際それとは関係なくエンジニアリングレポートが独立してとられているケースもございますので、作成依頼者はそもそもだれだったのかという点もここでは盛り込んでおります。4点目、エンジニアリングレポート等の内容を直接採用した場合、あと加工した上で採用した場合、何らかの理由で採用しなかった場合、これは調査のやり直しとか、追加等に関

する依頼者への要請等の経緯も含む、こういったエンジニアリングレポートの採用不採用の判断理由も重要なポイントとなりますので、記載が必要ではないかと思っております。

5番目、現地調査の実施の状況でございます。これは現地の調査に参加した担当の鑑定士名、依頼者側の立会人、あと施設管理者へのヒアリングの有無、主な調査箇所等。ここで主に調査箇所等を明らかにしたり、参加する方たちの顔ぶれによってその現地調査の限界というものも開示から明らかになると思っておりますので、重要なポイントだと思っております。

6点目、建築物の遵法性、主として昨今問題となりました構造等の問題がございますが、あと消防法など安全性に大きく影響を与えるような点もございますので、主として建築基準法と消防法を少し強調しております。この確認方法、確認結果、判断理由等の記載が必要かと思っております。7点目でございますが、土壤汚染対策法、水質汚濁防止法、都市計画法、多い例で駐車場の付置条例等を満たしていないケースもあつたりしますので、この条例などの法的規制に関する確認状況、こういったものが記載として考えられるのではないかと思っております。

1枚お送りいただきまして、3ページでございますが、これに対する論点でございます。一番初めの項目①のところ、依頼者が提供した資料・説明の内容と正確性の確認方法ということがございましたけれども、実際その正確性の確認につきましては、不動産鑑定士でも困難な部分もございまして、現実的には依頼者からの表明保証とかキャッシュフロー等の、会計士の方などによるAUP、これは一定の当事者間で合意した範囲内での調査ということでございますけれども、通常の証券化等でAUPといった表現を、Agreed Upon Procedureという表現を使いますけれども、この依頼をする等の対応が必要ではないか。ただしこういうような調査に関しましては、依頼者にとっても莫大な時間とコストが非常に多くかかるケースございますので、こういう点も注意する必要があります。

あと、エンジニアリングレポートにつきまして、どういう内容を鑑定評価報告書、もしくは鑑定評価書において記載していくのかにつきましては、この先ほど冒頭ご説明のありました不動産の証券化に係る鑑定評価とデューディリジェンスのあり方に係る検討委員会というのがございますので、そちらにおいて検討の方向性に挙げられておりまして、鑑定協会においても、この内容について検討される予定でございますので、そちらとの整合性ということも意識していかななくてはならないというようなことを論点として挙げております。

4番目、鑑定評価に活用するデータ等についてでございます。①から③までございまして、比較の対象とした事例の収集、選択について。地域分析、これは需給関係、地価動向、稼働状況、成約賃料等にあたり活用した資料について。対象物件が存在する同一需給圏における対象物件の競争力、同一需給圏の動向について。こちらの項目については従来の鑑定評価でも当然ながら記載が求められていることとございますけれども、証券化という切り口からもう少し付加的な情報を、記載する必要があるのではないかと考えて、記載を再度挙げております。

続きまして5点目、鑑定評価の手法についてでございますが、こちらのほう4点挙げておりまして、まず鑑定評価の手法の適用の理由、2点目で、類型や市場条件が同じ場合に、すべての物件に同じ手法を適用しているか否か、もししていないのであればその理由。収益還元法の適用についてDCF法の適用に当たっての各種採用数値の根拠、例えば将来の純収益の予測、割引率・最終還元利回り等の根拠でございます。また、DCF法の適用に当たっての限界、そのDCF法を補完する形で直接還元法による検証ということも考えられますので、直接還元法による検証の内容、こういったものが記載として考えられる項目かと思っております。最後4点目でございますが、収益還元法、原価法、取引事例比較法、3手法により求められた各試算価格から鑑定評価額決定に至るまでの検討状況という点を挙げております。昨今収益価格と積算価格の乖離の問題もございまして、従来の試算価格の調整では語りきれない調整の経緯等もあるかと思っておりますので、そのあたりも鑑定評価報告書に記載するというようなことが考えられるかと思っております。

以上、私の方から記載が考えられる項目とそれについての論点という形で、資料のほうご説明させていただきました。以上でございます。

【村木委員長】 ありがとうございます。それでは、今のご発表に関しまして何かご質問とかあるいはご意見ありませんでしょうか。はい。

【杉本委員】 すみません、REITについて、取引所のほうの規則が変わって、ご存じだったら教えていただきたいのですが、開示規則のパブリックコメントの中で、不動産鑑定機関の選定方針ですと、エンジニアリングレポートの内容開示についてすべきなんじゃないかというコメントに関して、東京証券取引所のほうでそれに対応するようなコメントが出ているんですけども、ただ上場規則を見ますと特に書いてはいないんですけど、そこはあれなんですか、実際の運用上は選定方針ですとかエンジニアリングレポートの内容まで開示するように言われているという感じなんですか。

【横田委員】　そうですね。従来の東京証券取引所のいわゆる上場部がする上場審査においては、ご案内かもしれませんが、上場申請書類の添付書類としてまず鑑定評価書はすべて提出することが要求されておりますので、実は鑑定評価書に関してはかなり東京証券取引所とすると興味を持っており、投資家にとって大変重要な情報として考えているところがございますので、それについては従来も今まで登場してこなかった鑑定業者さんを突然REITの上場に当たって活用されるようなケースに当たっては、実務上、どういう業者さんであって、どういう過去実績があるのかについては、目論見書、届出書の開示をする、しないは別として、東京証券取引所から質問を受けることはございます。エンジニアリングレポートにつきましては、特に構造問題が非常に大きな問題になりました。特に構造計算書とか構造計算書に基づく構造図についてどの程度精査をしてそれが合法的な建築物であるという結論に至ったのかというのは非常に東京証券取引所として投資家保護の観点から重要事項として取り組まれている経緯がございます。今後それらが、目論見書などに開示をどれだけさせるのかについては、多分今後の発行体側と東京証券取引所側の意見交換の中である程度実務が固まってくるとしております。

【杉本委員】　ありがとうございます。

【村木委員長】　項目を挙げていただきましたけれども、この中でこういう点が抜けているとか、あるいはこういう点は要らないのではないかというような素朴なご意見がありましたらいただきたいと思えます。なければ、この内容につきましてはエンジニアリングレポート等の具体的な記載の様式等も含めまして、協会も含めて検討中でございますので、それを見ながらもう一度ご検討いただくということにしまして、最後のテーマでありますDCFにつきまして、奥田委員に発表をお願いします。

【奥田委員】　資料7のA3の資料になります。1枚めくっていただきまして、まず大きな図が入っておりますけれども、これはDCF直接還元法の収支項目や定義の統一というのを考えていくに当たって踏まえて、これを一応頭に置きながらやっていく必要があるのではないかと、また定義等を統一した効果としてこういうことがあるのではないかとこの図にしたものでございます。上のほうは現在の流れと書いておりますけれども、鑑定業者が鑑定評価を行うに当たって収支項目等をどういうふうに資料としてまず入手をして手法を適用しているかというのを図にしたものです。依頼者のほうでPM会社レベルでのデータ等というものがあって、それを加工してAM会社レベルでのデータというものにきれいに一覧表にすると、で、一覧表になったものを不動産鑑定業者に渡して、鑑定業者

のほうではいただいた資料を過去の実績等ですね、また将来の予測に当たって参考としてDCF法を使っていくという形になるかと思います。実際の収支項目はAM、PMのほうで管理している中では非常に細かい収支項目にピーっとなっていると思うんですけども、それをある程度大きなくくりでまとめて、DCF法を適用するということになりますので、ちょっと図は、こう矢印になっていると。具体的な例えば水道費とか、電気代とか、ガス代という、ばらばらになっているものを例えば水道光熱費という言葉でひとくくりにするとか。そういうような形で細かいものを大きな項目の中に分類してDCFを使っているというのが実態ではないかと思います。

こういう形でやった場合に、問題点として指摘されるところに、ひとつはDCF法が適用過程が不明瞭、比較可能性が不十分というのがあるんですけども、要するに大項目になってしまっているがゆえに、具体的にそれぞれの項目の中身がどういう数字であったのかと、その数字自体が果たしてほんとうに正しいものであったのかというところがわからなくなってしまうのではないかと。また、大きなくくりにする場合に中に入れる定義がきちっと定まっていない状況下では、例えば修繕費といった場合に、その修繕費の内訳項目が鑑定業者によってばらばらだったり、中身がきちっと同じものが同じ観点で統一されていないということになると、比較可能性という点でも不十分になってきてしまうと。そんな問題があるんじゃないかということです。

こういった問題を解決するために一つ提案として出てくるのが収支項目・定義統一の流れということで、今度下のほうの流れになりますけれども、依頼者のほうでデータをつくりますと、その際に各収支項目について共通の情報コードを認識した上でのデータ提供ということで、例えば水道費、電気代、ガスについて、情報コードを振ると、で、それぞれ振ったものについてそれを統一して、現データレベルで鑑定業者に情報として渡すと。鑑定業者ではそれぞれの項目について、例えば水道光熱費というときにはどのデータをまとめて数値として収支項目の中に入れていくかというのを、考え方を統一してDCF法を適用するという形にしてはどうかということです。そういうことを行うことによって投資家のほうでは市場動向を把握できるわけですね。今後の収支変動の可能性について検討できるとか、あるいは各収支項目について、そこだけを取り上げて比較をしていくことによってベンチマーク的なものを認識できると、投資判断等々に活用可能という流れになっていくのではないかということです。ですので、収支項目定義を統一していくことの効果としては、最終的に各投資家に限らず依頼者サイドあるいは鑑定業者の中でも各収支項

目についてお互いに情報交換できると。また、それを使ってベンチマークをつくっていきるといような形で進むことによって、市場の透明性が高まっていくということになるのではないかと思います。これは、今例えばイギリスでパイシースとか、アメリカでオスカーとかそういう組織があって、互いに不動産会社、投資家の間で情報のやりとり互換性がとれるようにするという、そういった流れもありまして、その日本版としてやはりこういったことを念頭において進めていくことが必要ではなかろうかというものを示したものでございます。

それを踏まえて後ろのほうにこれを書きましたのは、後ろのほうにつけてありますのは、これは鑑定評価レベルでの収支項目として例えばこういうふうに並べてはどうかと、それぞれの定義としては現段階としてはまずはこういった定義をつけてはどうかというものを、案として入れていったものです。2ページ目のところは、これは統一の必要性ということと現状の問題というのが左側にありまして、例えば収支項目が、収支項目とそれぞれのデータをまとめたレベルでもこんなにばらつきがありますというのを例で挙げたものですとか、2ページの右側のほうにありますのは、これは定義が違くと、定義が必ずしも統一されていないということで、それぞれの収支項目に入れるキャッシュフローが統一された考え方で数字が入っていないんじゃないかと、そういった例を入れてあります。こういった状況があって、その下に3番として、今後は統一をしていくことが必要でしょうというのを、考え方を記載しております。

最初にご指摘をしたように例えば投資家さんが使いやすいものであるということが必要になってきますので、投資家にわかりやすいものであることがまず1つ目として必要でしょう。2つ目の考え方としては不動産鑑定評価基準というものがありますので、その理論と反しないものであるということが必要でしょう。あとは、既に行われている実務慣行というものがありますので、それを尊重するというのも必要でしょう。あとは、証券化協会のほうで推奨していらっしゃるARGUSと今後どういう関連をとっていくことが必要になるかということもあるかと思えます。あと、欧米の動きというのは、パイシースとかオスカーとか情報の互換性という形で進めておりますので、そういったものを踏まえる必要があるんじゃないかということです。いくつか考えていかなければいけないことがあるんですけども、全部満たすことはなかなか難しいと思えますので、総合的に考えていくという点も必要ではないかと思えます。

次の3ページに記載いたしましたのは、まず鑑定評価ベースで大きな収支項目のくくり

をつくるに当たって、こういうような収支項目の案をどうでしょうかというものを挙げたものです。A案として挙げましたのは、これはくくりとして、総収益があつて総費用があつて、それを引いたものを賃貸純収益という形で把握すると、で、賃貸純収益に一時金の運用益を加算して、資本的支出を引いたものをネットキャッシュフローという形でDCFを直接関連をつくっていくと、そういう案でございます。その考え方は、右側のほうのA案の構成と考え方というところに書いてありますけれども、最初のポツがそういう流れにしましょうというところですね。この際に、論点になるのが一時金の運用益というものを賃貸純収益から外していますという点です。丸に書いてありますように、一時金の運用益というのは、鑑定評価の基本的理論からは賃貸収益を構成するものですので、本来賃貸収益項目に入れるべき項目ではありますが、賃貸運用益として現実に得られる利益が過小だと、投資家ごとに考え方の相違があると。実際はゼロ査定している場合も多いということ、投資家の中には実務的に賃貸純収益はNOIと認識されるということから、純収益を構成する要素と、ネットキャッシュフローですね、ネットキャッシュフローを構成する要素とはするんですが、総収益、総費用以外の調整項目として位置づけるという点です。あとは、資本的支出のNOIから外しているところとしては、経常的に不動産の賃貸運営にかかる修繕費と今後の事業戦略等に強く作用され資産計上される資本的支出の違いに着目して、維持修繕と資本的支出に分けるべきではないかということです。

あとは、用語の使い方として鑑定評価基準にはない潜在総収益とか正味復帰価格という用語を使っているんですが、これはそれぞれの入れる数値をわかりやすくするためにこういった用語を使ってはどうでしょうかということをつくったものでございます。下の補足はちょっとこれは私の覚書みたいなものですので、ちょっとここははしよらせていただきます。

次のページに挙げておりますのは、これは先ほどのA案をほんの少しだけ変えたものでございまして、B案ということでA案から変わっている点としては、特別基準として示す標準フォーマットでは使用する用語をなるべく鑑定評価基準において用いられている用語及び解説に準じたものを使うということにして、用語をちょっと一部修正をしているということです。一つには潜在総収益というような言葉は使用しない、ただし、ここの部分を潜在総収益と呼ぶとか、あるいはREITの開示だと可能総収益という用語を使っている事務所があるんですけれども、そういうふうと呼ぶかは各鑑定機関の実務にゆだねてはいかか。左記収支項目についてもし基準に記載されていないものを用いる場合には、そ

の説明を各鑑定機関において明記するというところでどうでしょうか。そのほかには、例えば復帰価格という用語は売却価格にして、正味復帰価格を復帰価格とすると。これは基準の解説の中で売却が想定されている場合には売却費用を考慮したものを復帰価格とするというのが留意事項に記載されておりますので、その用語に合わせているということです。あと細かいところでは例えば公租公課というものについて、土地と建物に分けてはどうかですね、空損についても貸室の部分と駐車場に分けてはどうかと、ちょっと若干項目を細かくしたという形です。あと、割引率も期間収益と復帰価格の割引率に分けるという方法も考えられますけれども、現時点では実務的に定着しているとは判断できないため区別は行わないということで、一つの割引率として示しております。これは一つのB案として、出しております。

5ページに、C案というのがありますけれども、これは鑑定評価の基本的な考え方からすると、総収益があつてそれから総費用を引いたネットキャッシュフローというものを使って価格を導いていくというような基本的な考え方がありますので、NOIという言葉を使わずに、NCFだけで、総収益引く総費用として出していくと、そういう案も一つの出し方としてあるのではないかとということです。そのつくりにしたのがC案ですね。それに伴いまして、先ほど外出しをしていた一時金の運用益を総収益に入れて資本的支出については総費用に入れると、そんなような案もあるでしょうということで示したものがC案でございます。この辺については、皆さんの印象なりご意見をいただいて、次に検討するものにしたいと思います。

次の6ページにありますのは、日本版ARGUSの収支項目例ということで、ちょっと私のところにあったものを入れたものです。ARGUSについては、ちょっと中をいじれるという話もありますので、その辺を踏まえて今後もし鑑定評価のほうで、項目立てをそろえていく場合には、こちらとも整合も考えていく必要もあるのではないかとということで参考として挙げさせていただきました。

次の7ページは、これは各収支項目の定義ということで、先ほど挙げました総収益、総費用ですとか、売却価格、復帰価格、一時金の運用益、資本的支出等の定義を記載したものです。ここではそれぞれの定義だけを入れた形になっていますけれども、ここに具体的にPM業者さん、依頼者等のほうで考え、把握している収支項目をどういうものを入れていくかというのを、このさらに右側に実際は細かくつくって行って、入る数字について整合がとれるような、そういった形のものをつくっていくことが次のステップとして必要に

なるのではないかなというのはいえると思います。ちょっと今回は定義だけを記載しております。

最後のページで載せたのは、その他の論点ということでDCFを使う場合に、保有期間を10年とする場合、あるいは7年、5年で行う場合というのがあります。REITの場合にはほとんど10年かだと思いますけれども、それ以外のスキームの場合には結構ばらばらで行われている実態もありますので、例えば割引率を比較するとか、最終還元利回りを比較していくというためには、この辺を統一をしないと比較可能性ということとはできないのかなと思いますね。あと細かいところでは、例えば資本的支出の計上方法をどうするかとか、あとは復帰価格を出すに当たって売却価格は必ず考慮するかどうか、いくつか論点はあると思います。この辺についてもどこまで統一基準をつくっていくかということも含めてご意見をいただければと思います。

【村木委員長】 ありがとうございます。で、事前に用意できなかったのですが、各収支項目の一覧という解説のコピーをつくっていただきましたので、事務局のほうから配っていただけます。これは、日本ビルディング協会連合会が約2年前につくった収支項目の統一の一覧及び解説で、鑑定協会のほうでつくった実務指針の案の作成時には、非常に参考にさせていただいたものでございます。回ってからにいたします。こんなものがあるという例ですが、大分類、中分類、小分類というところで、注釈、具体的例示というのがあります。先ほど奥田委員がおっしゃったような、一番細かいところのレベルまでまず落として、それに名前をつけてバーコードをつけると。そのコードを集めたものがこの小項目なり、中項目の分類になって、それがDCFの項目のほうに入っていくという一つの例でございます。これは一つの例でございますけれども、これから収支項目の統一、定義の統一ということになりますと、こういうものをつくっていかないといけません。その一つは、このビルディング協会というビル業者の集まりの例、他には大手のPM会社が今不動産管理のソフトをつくっておりますけれども、そのソフトにおける分類では、どのような収支項目、分類になっているかが、参考になると思います。この点につきましては、今後少しデータを集めまして次回までには何か一つの指標の、判断できるような資料をおつくりしたいと思っております。すみません、先にそれだけ私が気づいた点をお話ししました。今の奥田委員のご発表について、意見ございませんでしょうか。

【巻島委員】 これはオフィスビル以外のショッピングセンターとか、ほかのものについても統一をされる予定なんですか。オフィスビルのみの……。

【奥田委員】　そうですね、例えばオフィスと共同住宅については比較的収支項目が似た形でできると思うんですけども、商業施設とか老健施設とか、スポーツ施設とか用途が変わってくるとなかなかきれいに分類できないケースというのは出てくると思うんですね。そういう時は若干のバリエーションをつけざるを得ないのかなというのは、個人的には思っています。きれいにこの中に当てはめるとかえってわかりづらくなるっていうことがあると思うんですけども。

【村木委員長】　将来的にはもしかしたら例示という形でいくつかのバリエーションを示すことがあり得るかもしれませんが、とりあえずはまずオフィスと住宅で固めない限り前に進まないということで、やってみます。

【巻島委員】　私ども、ARGUSの普及や教育をやっています。ARGUSとの項目の統一についてはぜひご協力させてください。具体的には、ARGUSはエクセルとの互換性がありますので、あらかじめエクセルとのプログラムで入れておけばARGUSデータをそちらでご指定のような項目にエクセルベースで打ち出すということは組み込めます。

また、ARGUSの教育のねらいなんですけれども、不動産でポートフォリオを組むときには物件のタイプがオフィスビルとか住宅だけではなくて、複合のポートフォリオになります。それで、たとえばヘルスケア施設まで含めて、すべての物件ポートフォリオの収支項目、個別物件の収支項目が統一されていないと、ポートフォリオ全体の評価というのができないという問題がありまして、ARGUSは大項目でですが一応それを達成しているんです。それで、30物件とか、40物件、物件タイプが違うものを入れまして、現状の不動産投資というのは国際分散投資ですから、通貨単位が全部違う、でも、収支項目が同じですから、通貨単位以外は金額が同じ形で集計できます。それで、ヘッジングの費用も含めて、通貨を日本円なら日本円にぼーんとやると、ヘッジした場合、しなかった場合でポートフォリオ全体のキャッシュフロー表とかバランスシートが出てくるようになっていくということで、アセットマネジャー用のソフトなのであって、個別物件の評価というのが出発点にはあるんですけども、むしろARGUSの力点というのはファンドのマネジャーのためのものです。目的が違うので、鑑定協会さんの個別プロジェクトの収支項目の統一と完全に一致するということは難しいと思いますが、エクセルで整合させるということは可能だと思います。

【村木委員長】　そのほか何か意見ございませんでしょうか。

【杉本委員】 すみません、若干関連するぐらいのことかもしれないんですが、国際会計基準のほうで、投資不動産を持っている会社の損益計算書の開示の統一というのを今やっております、来週ですよ、証券化協会さんのほうからもアメリカのFASBの会議のほうに行かれて国際会計基準とアメリカの会計基準とのコンバージェンスって言いますか、統合についてのご意見を日本側代表として述べられていただけと思うんですけども、現在の素案では営業利益に相当する部分がNOIになっているんですね。NOIとか、アメリカのREITの場合にはREITはもともとFFOという指標をいっております、こういうものはもともとノンGARPインフォメーションといいますか、会計基準に基づかない数値ということで、結構問題になっていた時期も、都合いいデータを、証券を売るときに、あるいは分析するときに使われるっていうことで、そのデータの根拠は何も検証されていないということではなかったんですけども、逆に言いますと、会計基準のほうはかた過ぎて使えないという批判もまた別途あったと思うんですね。

今回の収支項目につきましても、おそらくノンGARPといいますか、会計データとの整合性というのは求めないという方向なんじゃないのかなと思うんですけども、そこら辺について、もし会計データのほうとの整合性もとっていくっていうことになると、場合によっては監査対象になるような数値になってきてしまうこともありますので、そこら辺の方針を早目に決めておいていただいたほうがよろしいのじゃないかなという気がいたします。

【村木委員長】 ありがとうございます。現状の鑑定評価の数字そのものは会計データそのものを使っている場合もある場合もあるかもわかりませんが、通常はないんじゃないかというふうに思います。

【杉本委員】 すいません、ただ現在のコンバージェンスの動向、このままいくかどうかわかりませんが、ということになりますと、今までノンGARPだったNOIが、GARPに組み入れられるということですよ、逆に言うと。ですから、NOIが出てきた場合には当然そのNOIの実績と将来予測のNOIと実績のNOIが必ず比較されることになると思いますから、かなり会計データに近い位置づけになってくるのではないかなと思います。逆に言うと、そういう意味ではNOIを使わなければ、照合できないということになりますから、わかりにくく、ま、それはユーザーサイドとしてどちらがいいかというのはあると思いますが。

【奥田委員】 そうすると、NOIを使うということであれば、会計の考え方にきちっ

と沿うような形でやっていかないと……。

【杉本委員】 同じ報告書の中で、こちらのNOIはこうで、こちらのNOIはああだ
っていうわけにはいかないんじゃないかとね。

【巻島委員】 ARGUSも今月新しい版が出たんですけども、アメリカの、アメリ
カはNOIで、ネットキャッシュフローの欄がそもそもなかったんですね。

【奥田委員】 そうですね。

【巻島委員】 NOIはキャッシュベースで計算するほか、会計の数字で計算させるよ
うにも指定させることができるようになっているようです。

【杉本委員】 ARGUSのNOIはニュークリフのNOIと同じですよ。多分そう
です。

【巻島委員】 何か、2種類出るようになっているようですけれども。

【奥田委員】 直接還元を使うときにもネットキャッシュフローでできるような形には
なっています、ARGUS。

【巻島委員】 今はネットキャッシュフローでも直接還元できるようになっています。
また、還元するネットキャッシュフローの期間も初年度とか翌年とか、いくつか指定でき
るようです。

【奥田委員】 あ、そうですか。前聞いたときに、NOIでしかできないっていうこと
をちょっと聞いたんです。

【巻島委員】 で、今回……。

【奥田委員】 変わったんですか。なるほど。

【巻島委員】 追加されています。

【村木委員長】 ほかにご意見ございませんでしょうか。今のデータの定義の統一につ
いては、何らかの割り切りにより決定する必要があるということですが、奥田委
員のあとの説明の、収支項目の統一では、大きな論点としては、NOIを見せるかどうか
ということがあります。今、A案、B案、C案についての賛成、反対のご議論をいただき
たいと思います。山下委員。

【山下委員】 例えばREITで取得資産についてのプレスリリース等ですね、想定N
OIというのが一般的に開示されていて、そういったNOIという概念が実務において、
かなり広くベンチマーク、指標として使われているということがございますので、先ほど
杉本委員のお話もありましたけれども、一たんNOIというのが鑑定の中できちんと情報

として出した上で収支を立てていくということが、私は、せつかく統一して見直すべきは見直すということでやるわけですから、今までの基準のとらえ方に必ずしもそれにこだわらず、そこは見直してもいいんじゃないかなというふうに思います。

【村木委員長】 赤城委員、いかがでしょうか。

【赤城委員】 私も実際の業務でもそうしておりますが、NOIベースで定性的なほんとうの収益、変動があまりない収益を示して、純収益を示して例えばそれはOERとか経費率をはかるためにも、その数字をもって判断するっていうのが非常に有用だと思いますし、仕事柄ちょっと外国のお客様ともお話しする機会がありますが、やはりキャプレートというか、利回りにしろ、何にしろ、ベースは何かと、NOIなのかという質問結構受けるのが実情で、NCFなのかという話はあまり聞かないですね。あと、彼らは言い方いろいろありますけれども、ネットエフェクティブレントとか何とかいろんなことを言うんですが、実はNOIのことで、そういった意味から言えば、いろいろな要請を考えてもNOIで我々の利用する立場で、経費の最終チェックでOERを使うとか、そういったものの面から言ってもNOIを一段出してやるというのがいいのかなというふうに私は思います。

【村木委員長】 横田委員、いかがでしょうか。年金の投資家等はどういうような見方でしょうか。

【横田委員】 そうですね。年金の投資家については、最近話題になっているんですが、現実には不動産投資はこれからという状況です。収益還元法のキャッシュフローが例えば目論見書を通じて開示されるときに、この数値の適正性、コンフォートを、できたら今の現状だと目論見書の中の鑑定評価の数値っていうのは、いわゆる会計士の先生方のチェックの対象外になっていて、発行体の方がチェックをして開示されているのが現状でして、そこに言うなれば会計士の先生方が一つのルールにのっとって、コンフォートしてくれるような形になれば、開示されているものの正確性というものが担保されるので、投資家の保護という観点からするとすごくプラスに働くかと思えます。すごくジャストアイデア的なコメントで恐縮なんですけれども、そういうのも中長期的には意識しておいた方がいいのかなというのが個人的な感想です。現状はNOIのところで一たんまとめて出すという案で現状はいいのかと思えます。

【村木委員長】 わかりました。ありがとうございました。今そのNOIを出したほうがいいのかというご意見が続きましたけれども、ここで言います奥田委員の発表の中のC案の

鑑定評価基準にある程度従った今までのやり方に従ったほうがいいというご意見はございませんでしょうか。

【奥田委員】 基準に従うというよりも、A案、B案であっても、基本的にはネットキャッシュフローの同じベースで価格を出していますので、A案、B案が基準に反しているということを私は言っているわけではないんですけれども、例えば、私は別にC案を特に推しているわけではないんですが、議論のための材料として一応確認をしておくことが必要ではないかということで、C案を載せているわけなんですけど、一時金の運用益というものがあって、これは例えば欧米ではあまり、ほとんど一時金というものの運用益というものがそもそも認識されていないので、NOIに入っていない。でも、一方で日本においては一時金の存在というのは結構大きなものなので、実際はこれが賃料にも影響を与えているという部分があるわけです。そういう観点からすると、日本の慣行としては総収益に入れて考えるっていうことも一案として、実際今は利回りが低いんですけれども、いずれ金利が上がってきて運用益もばかにならないっていう話になってくると、やはりそれは収益を構成するんじゃないかという考え方もあると思うんですね。

あとは、やっぱり修繕というものを考えた場合に、資本的支出をいくらやるから賃料がいくら上がっていくと、例えばDCFのキャッシュフローを考えていく場合に、費用をいくらかけたからその効果として賃料がいくら上がるという、どうしてもあえて賃貸収益として離して考えるものなのかどうなのかというところはあると思うんですね。入ってくる収益と密接に関連してくるものなので、そういう意味ではやはり費用としてそういったものを見ていくという観点が必要なんではないかと、そういうところに着目するとこういうC案的なくくりというものも案として出てくるのではないかと思います。

【村木委員長】 わかりました。この論点としては、そうすると一時金の運用益のところで、大規模修繕費を一般の修繕費と分けるかどうかということなんですけれども、これは会計上の観点から見て、杉本先生、どういうふうにお考えですか。

【杉本委員】 すみません、ちょっと今質問を聞いていませんで、もう一回教えてください。

【村木委員長】 最後の、修繕費ですね、大規模修繕費と修繕費、分けないというか、実際にはエンジニアリングレポートなんかで出てくる大規模修繕費というのは、通常は修繕費込みで出てくる場合が多いんですけれども、それを今までの議論の中では、無理にでも分けるものなのか、つまり分けて修繕費で差し引いたNOIとそれ以外の大規模修繕費

として分けるべきものなのかということを議論していましたが、会計の立場から見るといかがでしょうか。

【杉本委員】　そうですね。会計の立場で資本的支出とそれ以外を分けて、分けざるを得ないわけですが、そういう意味ではNOIの段階でそれを分離しているということになりますと、会計のほうの考え方と整合しているのかどうかですね。ただ、当然企業会計上参考にはなると思うんですね。どういう立場で分離したのか、必ずしも一致していなかったとしても。それが現在監査の実務ではそういう視点で見ていると思います。ですから、NOIで分離していることをそのまま受け入れているというわけでもないと思います。

【村木委員長】　時間が参りました。ほかにこれだけはというご意見等ございませんでしょうか。

【赤城委員】　質問じゃないんですけど、公租公課のところでは土地と建物に分けるといってはちょっと昨今土地と建物の公租公課、ほんとうにDCFのときに変動するような状況を想定するような場面もなきにしもあらずで、土地と建物の変動が若干違うベクトルというときもあるので、それはまた償却資産のことでということもあるんでしょうけれども、公租公課、何段階か、この2つの項目、細項目に分けられているほうがとにかくやりやすいのかなというところで、細かいところですけども。

【村木委員長】　ありがとうございます。ほかに何かご意見ございませんでしょうか。それでは、本日はどうも貴重なご意見、ありがとうございます。今日のご意見を今後の検討に反映していきたいと思えます。それでは、事務局にお返しいたします。今後の予定等についてご説明をお願いします。

【北本地価調査課長】　どうも本日はご熱心なご審議ありがとうございます。次回の開催日等についてでございますけれども、先ほどご説明いたしましたように、11月下旬を想定しております。詳しい日時につきましては調整させていただきました上で追ってご連絡させていただきたいと思えます。それから来週ですが、11月2日に不動産鑑定評価部会を開催する予定をしております。そちらにおきまして、この小委員会での検討状況等につきましてご報告させていただき予定をしておりますが、その説明につきましては村木小委員長と事務局のほうにご一任いただければというふうに存じます。それから、細かい話ですが、お手元の紙ファイルにあります基準でございますけれども、次回以降も卓上のほうに置かせていただきますので、もしご不要ということでございましたら、そのまま

机のほうに置いてお帰りいただければというふうに思います。以上でございます。本日は
どうもありがとうございました。

— 了 —