

# 第3回国土審議会土地政策分科会 不動産鑑定評価部会

日時：平成13年7月27日（金）

場所：国土交通省土地・水資源局会議室（11F）

午前10時00分 開会

## 1. 開 会

部会長 定刻になりましたので、ただいまから第3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。

まず、議事に入ります前に、事務局より説明があるようでございますので、お願いをいたします。

事務局 皆様方におかれましては、お忙しい中、御出席いただきましてまことにありがとうございます。

今回でございますけれども、前回の第2回部会におきまして、「不動産鑑定評価基準見直しにおける主要な論点」ということで、五つの論点について御承認いただいたところでございます。それを受けまして、今回及び次回の2回にわたりまして、そのうちの「不動産の証券化のための評価など収益性を重視した新たな評価ニーズに対応した価格概念の明確化」というテーマにつきまして御議論をいただきたいと考えております。以上でございます。

## 2. 議 事

### 新たな評価ニーズに対応した価格概念の明確化について(1)

部会長 それでは議事に移りたいと思います。

本日の議題は、ただいま事務局より説明のありましたとおり、「不動産の証券化のための評価など収益性を重視した新たな評価ニーズに対応した価格概念の明確化」についてです。事務局から一括して資料の説明をお願いいたします。

事務局 それでは事務局より資料の説明をさせていただきます。

初めに、配付資料の1でございますけれども、A3の縦長の紙でございます。「不動産鑑定評価における価格概念の推移」と題したものでございます。

これまで鑑定評価基準は2回改定が行われておりまして、昭和39年に制定されたものが初回の基準でございます。この39年基準におきましては、価格概念といたしましては、

正常価格と特殊価格の2本立てという構成でございました。

当時の正常価格の定義でございますけれども、「正常価格とは、不動産が一般の自由市場に相当期間存在しており、売手と買手とが十分に市場の事情に通じ、しかも特別な動機をもたない場合において成立するとみられる適正な価格」と定義づけられておりまして、「不動産鑑定士等は、まずこの正常価格を求めよう努めるべきである」とされてきたところでございます。

一方で特殊価格という概念も当時ございまして、「対象不動産の性格上、正常価格を求めることができない場合、又は不動産の鑑定評価に際して特殊の条件が付された場合において、当該不動産の性格又は当該条件に即応する適正な価格をいう」と定義づけられておりまして、以下にございますような五つの例示、合併時の評価替えの評価ですとか、あるいは公共又は公益の目的に供されている不動産の評価といったようなものが特殊価格に当たるとされてきたところでございます。

5年後の昭和44年の基準でございますけれども、この改定におきましては、正常価格については概念自体は特に変わってございません。ここでの特徴的なものが、特殊価格より限定価格というものが分離されたというものでございます。隣接地の併合ですとか分割等に伴う評価ニーズが一般化してきたということに伴いまして、これが分離されてきた。定義を読み上げますと、「限定価格とは、不動産と取得する他の不動産との併合又は不動産の一部を取得する際の分割に基づき、不動産の価値が市場価値を乖離することにより、市場が相対的に限定される場合における取得部分の当該市場限定に基づく経済価値を表示する適正な価格をいう」とされておりまして、以下の例示がされているところでございます。

なお、旧特殊価格のうちのその他の部分でございますけれども、こちらについては、その下の欄でございますが、なお書きで、「上記のほか、企業の合併時における資産の再評価の場合等客観的に合理的と認められる特定の条件に即応する価格（特定価格という。）を求めることができる場合がある」とされておりまして、これはあくまで例外的なもの、コンサルタント的なものとして位置づけられてきたという経緯がございます。

それから、平成2年基準 - 現行の基準でございますけれども、こちらにおきましては、正常価格についてはやや成立要件が加わったということがございますけれども、正常価格、限定価格につきましては、特に概念自体が変更されたということとはございません。ここで大きな相違点といたしましては、特定価格が正常価格、限定価格と同格の位置づけとし

て位置づけられたというところでございます。「特定価格とは、不動産の性格により一般的に取引の対象とならない不動産又は依頼目的及び条件により一般的な市場性を考慮することが適当でない不動産の経済価値を適正に表示する価格をいう」と定義づけられておりまして、(イ)から(ハ)までの例示が掲げられておりますけれども、こうした場合において特定価格を求めることができるとされたというところでございます。制定当初におきましては、特定価格と申しますものは、いわゆるノンマーケットバリューをあらわすものと見られていたという経緯もございます。

下の でございますけれども、こうした特定価格といえますものが位置づけられたということに伴いまして、鑑定評価の信頼性の確保のために無制限に拡大していったら困るという観点から、評価の条件について、実現性・合法性の観点から慎重に吟味を行うべきこと、さらには特定価格を求める場合でも、正常価格が求められる場合には、原則としてそれを求めて付記するということが新たに規定されたということがございます。

以上が不動産鑑定評価における価格概念の大ざっぱな流れでございますけれども、昨今の評価ニーズの多様化に伴いまして、特定価格に分類されている価格の種類と申しますか、事例が増加してきたというのが最近の傾向として特筆されるべきものと存じます。

それに関連いたしまして、資料2でございますけれども、現行の実務指針に位置づけられております特定価格として求める鑑定評価の例でございます。これは前回説明があったところでございますけれども、改めて特定価格として位置づけられた経緯等について御紹介させていただきます。こちらの実務指針と申しますものは、社団法人日本不動産鑑定協会が旧国土庁との連携のもとで鑑定評価上の実務指針として設定してきたというものでございます。

まず、平成10年9月に作成されました不良債権担保不動産、これはデフォルト状態にあるものでございますけれども、この適正評価手続における不動産の鑑定評価に際して特に留意すべき事項についてでございます。この経緯といたしましては、平成10年6月に金融再生トータルプランに基づいて不良債権の実質的処理を図るという社会的要請から、その担保不動産を早期に換価する場合を想定した評価を行うために策定されたという背景がございます。

この内容でございますけれども、まずデフォルト状態にある不良債権の担保不動産の評価に当たっては、対象不動産を市場で早期に換価することにより、確実に回収できる額を見積もり査定することが必要という認識のもとで、この場合の評価の基本的姿勢としては、

として、対象不動産が有している収益力を価格に的確に反映させることを基本とするということ、さらに として、詳細な調査に基づく確実なデータを前提とした評価をするということ、これは初めてデューデリジェンスの概念が入ってきたというところでございます。 でございますが、早期売却の必要性、あるいは換価困難といった特殊な要因を考慮すべきであるということ、さらには として、調査によって判明しない部分については、リスクを十分加味した保守的な評価を行うべきといったようなこと。以上の観点から、対象不動産が確実に有する収益力を反映した、いわば最低価格を求めるという位置づけとされたということでございます。

次の でございますが、この際の手法といたしましては、キャッシュフローを重視した収益還元法による収益価格から求めた価格 - DCF法でございますけれども、この評価額をもって決定するということが定められたわけでございます。

さらに、三つ目の でございますけれども、この留意事項は、「求めるべき価格がある種の特定期格というべきものであって、きわめて特殊な場合における不動産の換価価値を求めるための特別の手法」という位置づけがされておりまして、特定期格という分離にカテゴライズされてきたというものでございます。

2ページでございますが、「民事再生法に係る不動産鑑定評価の留意事項について」ということで、昨年8月に出されたものでございます。こちらは民事再生法に基づきまして再生債務者の財産の価格の評定に係る評価についての留意事項ということでございます。法制度上、財産を処分するものとしての価格を求めることとされているということに対応したものでございまして、前提とする市場の価格としては早期売却市場という位置づけがございまして、市場参加者が非常に事情に精通しているということ、さらには取得した後、これを転売して利益を得ることを目的とする卸売業者を主体とするといったような性格を持つものとされたところでございます。

これに伴いましては、求めるべき価格の種類といたしましては、事業の清算のための早期売却を条件とした不動産の処分価格とされておりまして、すなわち早期売却、売り急ぎ事情を所与とする市場での価格という位置づけから特定期格として分類されたという経緯がございまして。

さらに3ページでございますけれども、昨年の11月に策定されました「『資産の流動化に関する法律（資産流動化法）』に係る不動産鑑定評価上の留意事項について」でございます。ここで求める価格の種類の記載でございますけれども、「本鑑定評価の対象不動

産は、資産流動化法に基づくそれぞれの制度に応じた条件を所与とする投資用不動産である」という前提のもとに、「本鑑定評価においては、対象不動産について、このような制度的要因を所与の条件とする投資用不動産としての適正な投資採算価値を表わす価格を求めるといことが適当とされた」というところでございます。

すなわち、本鑑定評価は、具体的に申し上げますと、資産流動化法が、投資家保護の観点から不動産鑑定評価を求めているという評価目的があるということを前提といたしまして、求めるべき価格の概念としましては、対象不動産を生み出すと予測されるキャッシュフローに基づく不動産の投資採算価格を求めるといことが適切であるとされたところでございます。

手法的には、上記の観点から、不動産が生み出すキャッシュフローに着目した評価ということで、こちらでもDCF法を使った評価でございますけれども、実質的にこちらのDCF法の収益価格で価格が決定されるという性格のものとしたしまして、これも特定価格ということで評価が位置づけられてきたというところでございます。

4ページ目でございますけれども、同時期に出されました「投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）に係る不動産鑑定評価上の留意事項」でございます。こちらは、さきに御紹介しました資産流動化法とほぼ同様の評価のスキームでございます。基本的に同じ理由から特定価格として位置づけられてきたという経緯がございます。

以上の基礎的な条項を御紹介申し上げましたけれども、本日の主要な論点でございますが、資料3でございます。「新たな評価ニーズに対応した価格概念の明確化について」ということで、こちらは事務局並びにワーキンググループでの検討結果を踏まえまして、本日の議論のたたき台として用意させていただいたというものでございます。

初めに「検討のポイント」と書いてございますけれども、まず一つ目に「正常価格について」という観点でございます。

昨今の新たな評価ニーズに対応しまして、先ほど御紹介しました、実務指針上、一般的な市場性を考慮することが適当でない特定価格として評価される事案が増加しているということを踏まえまして、それとの対比上、合理的な市場での市場価値をあらわす概念としての「正常価格」の成立要件をより明確化する必要があるのではないかという観点があるかと思っております。

二つ目の観点でございますけれども、「特定価格について」でございます。実務指針上、「特定価格」として評価される事案の増加に対応いたしまして、不動産鑑定評価基準上も、

それらを「特定価格」の例示として新たに追加するということが、まず必要ではないかという観点と、それから、やや定義があいまいとなっております「特定価格」の定義の明確化をより明確となるよう図る必要があるのではないかという観点でございます。

一方、もう一つのご概念でございます「限定価格について」でございますけれども、こちらは実務上も既に定着している概念ということでございますので、今回の見直し作業におきましては、その位置づけを存置すべきではないかという御提案を申し上げているところでございます。

それでは、論点1の正常価格の定義の明確化について、内容を御説明させていただきます。

まず現状でございますけれども、先ほど申し上げたことと重複になりますが、実務指針上、一般的な市場性を考慮することが適当でない「特定価格」として評価される事案が増加しているということを踏まえまして、それとの対比上、合理的な市場での市場価値をあらゆる価格概念としての「正常価格」が成立する要件をより明確化する必要性が高まっているのではないかとということが1点目でございます。

二つ目の現状認識といたしまして、現行基準では、正常価格は「市場性を有する不動産について、合理的な市場で形成されるであろう市場価値を表示する適正な価格」と定義されているところでございますけれども、この合理的な市場とは、「市場統制等がない公開の市場で、需要者及び供給者が売り急ぎ、買い進み等の特別な動機によらないで行動する市場をいう」とされているところでございますけれども、ともすれば定義があいまいに解釈されまして、鑑定評価の対象としては、あるがままの価格といいますよりは、「あるべき価格」と、すなわち理論上の価格を求めているのではないかというニュアンスを与えている面があるという問題点があろうかと思えます。

そうした現状認識を踏まえた「改正の方向性」でございますけれども、ワーキンググループでの検討結果といたしましては、定義において「合理的な市場」に係る要件をより明確かつ具体的に明示するとともに、「現実の市場で成立することを前提とする価格」であるということを明記すべきではないかということが第1点目の御提案でございます。

でございますけれども、「合理的な市場」に係る要件の例ということで掲げてございます。まず(イ)でございますけれども、市場参加者が自由意思に基づいて市場に参加し、参入・退出が自由であること。「なお、ここでいう市場参加者は、自己の利益を最大化するため次のような条件を満たす」とされておりまして、( ) 売り急ぎ、買い進み等の特

別な動機のないこと、( )といたしまして、対象不動産及び対象不動産が属する市場について取引を成立させるために必要となる通常の知識や情報を得ていること、ほか五つの要件をすべて満たしている市場参加者が参画するマーケットではないかと。総じて典型的と申しますか、標準的な市場参加者が参画するマーケット、これが合理的な市場ではないかという観点でございます。

(ロ)でございますけれども、取引形態が、市場参加者が制約されたり、買い込み等を誘引したりするような特別なものではないこと。すなわち、オークション形式ですとか、参加者が限定されているとか、そういう市場ではないということではないかという観点でございます。

(ハ)でございますが、対象不動産が取引成立までに相当の期間市場に公開されていること。すなわち市場滞留期間が十分確保されているということ。

以上の3要件を備えているということが合理的な市場の要件として、これを明記していただければどうかという御提案でございます。

3ページでございますが、その際「特に御検討いただきたい事項」でございます。新たな正常価格の定義及び正常価格の成立要件の前提となる合理的な市場の条件と申しますものが、経済学的に見て、市場論の考え方と比較して不動産という財の特殊性を反映したものであるかどうかという観点があるかと思えます。

本日の議論の参考としての一つの情報でございますけれども、まず の1で不動産鑑定評価基準、現行基準におきます土地に関する財としての特性に関する記述を抜粋したものがございます。まず、自然的特性として、固定性、不動性、不変性、供給の不増性、あるいは個別性といったような観点の一つはあるというところでございます。それから、人文的特性として用途の多様性があるということ、併合及び分割等の可能性があるということ、社会的及び経済的位置の可変性があるといったようなこと、これらが定義づけられているところでございます。

一方、 の2でございますけれども、財に関する市場の構造として、一般の財におけます完全競争市場の条件でございます。既に御案内のことと存じますけれども、まず取引対象となる財が同質であるかどうかという観点、それから取引対象となる財について売り手、買い手が十分な質と量の情報を持っているかどうかという点、三つ目としまして、売り手、買い手の数が十分多いかという観点。これらの三つの要件を満たすというものが完全競争市場として定義づけられているというところでございます。

以上が正常価格についての主要な論点として御提案申し上げるところでございます。

4 ページ目でございますけれども、論点 2、「特定価格の定義の明確化について」でございます。

これに関します現状認識といたしましては、まず 1 番目に、「現行基準では特定価格を求めることができる場合として、従来型の評価ニーズに対応した以下の三つの例が挙げられているのみ」と。(イ)として、宗教建築物等の特殊な建築物の鑑定評価を行う場合、(ロ)として、会社更生法による更生目的の財産の鑑定評価を行う場合、(ハ)としまして、担保として安全性を考慮することが特に要請されている場合。これらの三つの例示が掲げられているのみでございますけれども、昨今の評価ニーズの多様化に対応した資産流動化法ですとか投信法に対応する投資採算価格でございますとか、あるいは先ほど御紹介した民事再生法に対応する早期売却を前提とする価格等、実務指針では既に行われているような種類の評価といったようなものが具体的に例示として位置づけられてない状況にあるというのが一つの問題点として指摘できるかと思えます。

これに対応する「改正の方向性」でございますけれども、現在の実務指針上、特定価格として分類されております新たな評価ニーズに対応する価格の種類を、特定価格の例示としてまず新規に掲げるべきではないかということが一つ目の論点としてあろうかというところでございます。

二つ目の観点でございますけれども、「現行基準における特定価格は、下記のように定義されている」ということで、 ですが、「不動産の性格により一般的に取引の対象とならない不動産又は依頼目的及び条件により一般的な市場性を考慮することが適当でない不動産の経済価値を適正に表示する価格」と定義づけられておりますけれども、市場で取引の対象とならない不動産と市場での取引の対象となり得る不動産の価格概念が混在しているという状況から、昨今の実務指針上で特定価格に分類されている事案が増加しているということに伴いまして、ともすると特定価格の概念自体がわかりにくくなってきているといったような観点があろうかと思えます。

それに対応する「改正の方向性」といたしましては、まず鑑定評価実務上、一般的に取引の対象とならない不動産と、市場での取引の対象となり得る不動産の性格が混在する現行の特定価格の概念を整理するために、まず不動産の性格により、一般的に取引の対象とならない不動産（文化財・宗教建築物等）の経済価値をあらわす概念を別立ての価格として分離して整理してはどうかという御提案でございます。

次のページの でございますけれども、現行の基準におきまして、宗教建築物や文化財等の保存等を前提とする評価におきましては、原価法に基づきます積算価格を標準として鑑定評価が決定されると。いわば再調達原価に着目したものでございますけれども、こうした市場性を考慮していない評価が行われているといったところがございます。こうしたものを新たな価格概念として分離してはどうかというところが第1点目でございます。

5ページの4行目でございますけれども、新たな特定価格は、下記の性格を兼ね備える不動産の経済価値をあらわすものとして整理してはどうかという御提案でございます。として、市場での取引の対象となり得る不動産を対象とするということ、 といたしまして、法制度上の要請等を背景とした特定の評価目的の下で、正常価格の成立要件、すなわち現実の市場で成立を前提とするということと、合理的な市場の要件を備えるという要件がございますけれども、これらの要件を満たさないものであるということの二つの場合に該当するものを新しい特定価格の概念として整理してはどうかという御提案でございます。

なお、下の でございますけれども、ワーキンググループにおきまして、必ずしもこの議論に一致しなかったところがございます。この場合、鑑定評価として求める価格は、あくまで市場での取引の成立を前提とすべきかということと、その一方で、市場での取引の成立の可否にかかわらず特定の評価目的に応じた経済価値を求めることができるとすべきだという二つの論が提起されているというところを御紹介させていただきます。

この際の「特に検討いただきたい事項」でございますけれども、一つ目の は、今後発生する新たな評価ニーズに柔軟に対応可能とすると同時に、その反面、特定価格の無制限な拡大を抑止するため、その定義及び例示を具体的にどのように表記すべきかという観点の一つであろうかと存じます。後段の論点につきましては、鑑定評価とコンサルティング業務とを画するメルクマールの明確化を図ってはどうかという観点、それから特定価格を求めることができる場合の例示をより明確化していくといったようなことが考えられるというところがございます。ここで申し上げるコンサルティング業務の事例でございますけれども、代表的なものといまして、例えば収益還元法を用いて投資家の個別の期待利回りですとか、資金の借り入れ状況に応じたシミュレーション等を行う場合等が挙げられるというところがございます。

二つ目の観点でございますけれども、先ほど御提案申し上げた市場性がない不動産の鑑定評価の価格概念を分離するというに伴いまして、価格の種類が増加するということに対しまして、それに際するメリット・デメリットをどのように考えるべきかという観点

が一つあるかと存じます。

以上が御提案申し上げる本日の主要な論点でございますが、まとめますと資料4にございます。「価格概念に係る改定のイメージ図」を表記してございますけれども、基本的には、現行の既に定着しております正常価格、限定価格の概念の枠組みは変更しないということの一つの前提といたしまして、正常価格と特定価格については定義を明確化していくということ、ないし最小限の分割化、価格概念の分割は図っていくという方向性でございます。個別に御紹介いたしますと、正常価格については定義を明確化して、正常価格が成立する合理的な市場に係る要件を明記していくということ、さらに現実の市場で成立するという趣旨を明記していくということ。限定価格については、そのまま存置していつてはどうかということ。さらに特定価格でございますけれども、現行基準におけます定義のうち、「一般的に取引の対象とならない不動産」については「新たな価格」として非市場価値として分離してはどうかという観点、後段の「依頼目的及び条件により一般的な市場性を考慮することが適当でない不動産の経済価値を適正に表示する価格」の部分については、再定義をした上で新たな特定価格として位置づけようかと。その際、「市場での取引の対象となり得る不動産」を対象とするということ、さらに「法制度上の要請等を背景とした特定の評価目的の下で、正常価格の成立要件を満たさない」という二つの要件を兼ね備えるものを特定価格として位置づけてはどうかという観点でございます。

下に例示がございますけれども、例示につきましても、昨今の評価ニーズの多様化に応じまして、適宜追加なり修正を図っていくという観点でございます。

そのほか、本日の議論の御参考といたしまして、「諸外国における主な不動産価値概念」等々の資料をおつけしておりますけれども、説明につきましては省略させていただきます。

部会長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明に関しまして委員の皆様方に御審議をいただきたいと思いますが、本日は論点が二つございますので、それぞれ分けて考えたいと思います。最初に論点1、正常価格の定義の明確化について、御意見を賜りたいと思いますが、現行基準では正常価格の概念や成立要件があいまいなので、鑑定評価が理論上の価格として、あるべき価格として出てきているような印象が大きいと。むしろ正常価格の概念について合理的な市場にかかる要件とか現実の市場で成立する、いわゆるあるべき価格ではなくて、あるがままの価格なんだということをもっと明記すべきであろうということで改正の方向性が示

されております。ここで御留意いただきたいのは、正常価格について、今決められている枠組みとか概念を変えてしまうわけではなくて、それをそのままにしておいて明確化すると。わかりやすく明らかにするということで改正の方向が考えられております。3ページ一番上に「特に検討いただきたい事項」ということで、不動産という財の特殊性を反映したものになっているかどうかということが示されております。これにつきまして御意見をいただきたいと思っております。

委員 まず不動産の特性ですけれども、当然不動産の個別性がありますから、完全競争市場ではないということですよ。だから合理的な市場、正常価格を考える上でも、完全競争市場を前提とするのではなくて、住宅であれば競争型市場、また商業地とか市場がかなり限定されているようなマーケットでは、双方寡占型市場みたいなことを想定すべきじゃないかと。

そのもとで合理的なマーケットとは何かということですが、基本的には社会的なコストがない合理的な取引というのはどういうことかと考えると、取引というのは需要者の留保価格が供給者の留保価格を上回っていることを条件にして、価格が限界的な需要者と限界的な供給者のもとで決まってくる。需要曲線と供給曲線のイメージですけれども。ただ、多数の売り手と多数の買い手がないので連続的なスムーズな需要曲線と供給曲線が描かれているわけではないのですが、そういうような一つのイメージがあるのかなと。ところが、これはどういうもとでそれが成立するかというと、情報がある程度完全であってサーチコストがないというもとで、初めて需要者、供給者ともに検索ができると。ある意味で自分は消費者余剰、生産者余剰をちゃんと正しく確保できるということですよ。限界的な需要者、供給者については、消費者余剰、生産者余剰を確保できないわけですが、不合理な取引というのは、いわゆるマーケットが完全でないために供給者の留保価格の方が需要者の留保価格よりも高いのに、そうした人がマーケットに参加できるというのは社会的な損失になるわけですが、そういう意味では、完全競争ということじゃなくて、ある程度競争型市場、住宅市場の場合は物件登録市場になるわけですが、商業地市場の場合は交渉市場、バーゲニングのマーケットになるわけですが、そのもとで合理的なマーケットを考えると。現実のマーケットは、当然、交渉市場になるということは情報に格差があるから交渉市場になるわけですから、当然取引のばらつきが出てきますよね。ところが、鑑定評価というのは、現実の取引はばらつきがあるけれども、もしこれがわずかな、数少ない需要者と供給者しかいないかもしれないけれども、そこで合

理的な検索が行われたとしたら、この辺の価格で決まるだろうというようなことが、もしあえて正常価格、点の評価ということであれば、そういうようなイメージになるのかなというような気がしていたのですけれどもね。それが個別性ということでマーケットが完全競争市場にはなれない不動産の特性を踏まえた正常価格なのかなというように、ちょっと思ったのですけれども。

委員 合理的というのは英語でrationalというのですけれども、そのときには広い意味でのマクロでいきますと、完全情報ということと、あとやっぱりマクロ全体の経済構造を知っていると。それで政策行動者の金融政策、財政政策、そういうところまで全部含んで、将来まで考えて現在の価値を出すというのが本当の「合理的」の定義なのですが。資料の4で が二つございますが、合理的な市場で定められる正常価格と現実の価格というのは、私はやっぱり乖離しているような気がいたします。その理由は、先ほどの資料1の一番右の正常価格のところでは、「売り急ぎとか買い急ぎなどの特別の動機によらない行動」と書いてあるわけですが、売り急ぎか買い急ぎかというのは将来の予想価格が、転売価格がどのくらいかということが合理的に行動しているかどうかに影響いたしまして、それから現在の賃料がどれくらいかというのが、非常に売り急ぎ、買い急ぎになると思うのですね。そうすると、例えば現在を考えますと、ひょっとしたら下ぶれしているかもしれないわけですね。ところで、そういう状況で取引されている方は、本当に売り急ぎ、買い急ぎでないのかどうかという判断は非常に難しいと思うんです。私が見た感じの正常価格というのは、やっぱり理想価格というふうに読めますね、この感じでは。というのは、例えばバブルのときの価格を皆さんも思い浮かべていただくと、あのときは売り急ぎだったのか買い急ぎだったのかというのは、後でないと判断できないわけですね。そうしますと、何が正常価格かというのは、理論的な価格で、将来の価格もある程度皆さんが合理的に考えて間違いないのであれば正常価格というふうに読めまして、そうしますと、現実の市場で成立するのは、やっぱりそれとは必ず違った価格であり得ることが多いと思うんです。先ほど前川先生の言われた完全競争というのは理想ですから、もしここで完全競争的なことを考えれば、それは理想としての正常価格であって、取引の価格ではないというふうな気がします。

部会長 そうすると、合理的な市場と現実の市場というのは、ちょっと違うんだと。

委員 というのが、私がこの文章を読んだときの感じです。というのは、その方は売り急ぎと思ってなくて、自分の将来の予想の価格に基づいて合理的に行動されているわけで

すね。だけれども、実際に後から見れば、それは間違っていたという場合には、その方は売り急いでないわけです。ですから、その判断をどうするかというのは、なかなか難しいんだと思うのですね。

部会長 そうすると、吉野先生のお考えでは、正常価格というのは現実の市場で成立するあるがままの価格ではなくて、むしろ理論上のあるべき価格に近いような……。

委員 もし合理的という行動をとればですね。

部会長 論点1の2ページの下の方に合理的な市場に係る要件の例というのが(イ)(ロ)(ハ)と記載されているのですが、この要件についてはどのように……。

委員 もし完全競争に近ければ、これでよしいと思うのですが、ただ、この売り急ぎ、買い進みというのも、その方の合理的な行動である可能性はあるわけですね。先ほど申し上げましたように、まだこのまま価格が上がるのであるとすれば、今売っちゃった方がいいとかですね。それはその方の将来予測に関する合理的な行動ですから、やっぱりその方が売り急いでいるのか、買い進めているのかというのはわからないですし、本当に投機的かどうか、後にならないと判断できないような気がするのです。

委員 僕も基本的には、現実のマーケットの完全情報じゃないというところで行動していれば、当然ばらつきが出てくるんですよ。僕もやっぱり理想的なものとなるのですけれども、ただ、合理的な市場という概念をここではどうしても限定された、限定されたというのは、ある程度情報もとりに得る範囲が限定されているとか、マーケットの限定条件としては不動産の特性から完全競争を想定できないという、限定された中で正常価格をとらえるしかないのかなと。ただし、それも理想価格です。ただ、ばらつきが出るという期待は、上下にばらつきが出るという期待。だから、結果的な売り急ぎもあれば、結果的な買い急ぎもあると。先生が言われたように、後になって判断すればということですけども、その中でばらつきが出てくるのは当然で、それはマーケットが不完全ですし、情報が完全でないし、サーチコストはかなり高いし、一度見つけた相手と取引しようと思っても、ほかの人の方が有利かもしれないけれども、サーチコストが大きければその人と取引せざるを得ない。だから自分が最初にだれと行き合うかによって取引が変わっちゃうわけですね。その人がバーゲンをやるときに、AさんとBさんがどういう留保価格を持っているかがバーゲンの結果になってくるわけですから、サーチコストがゼロであれば、自分がその人と交渉することが有利か、アウトサイドオプションというのですけれども、ほかの人を選択した方が有利なのかというのはすぐできますから、その場合にはサーチコストがないです

から選べますけれども、不動産の場合はどうしたってサーチコストが高いので、それは基本的には完全競争市場じゃなくて、需要者、供給者が少ないからサーチできないということが条件になっちゃうんですけれども、だからそういった上下でいろいろなばらつきが出るというのも当たり前だと、取引で。ところが、鑑定評価の中で、そういった取引なら当たり前で出てくるのだけれども、数少ない需要者と供給者の中で、いわゆる一番正常な価格が何かというのを見つけるという、それを正常と言ったり、合理的と言ったりするのは、やっぱり正確な言葉ではないのであれなのですけれども、そこら辺を限定されたマーケットの中での正常な価格と。取引がばらつきが出るのは当たり前だと、現実には。鑑定士が評価するのは、いろいろなばらつきが出るけれども、いろいろな状況とか需要者と供給者を見ながら、ここは本来ならばサーチコストがなければこのくらいの価格が決まるマーケットかなというのを見つける、いわゆるこの鑑定評価がこれを求めるんだということであれば、完全に現実の取引価格と全く違うものを求めるということにしてしまっただけは鑑定評価の意味そのものがなくなっちゃうので、その中でそういうような限定された合理的なマーケットを考えるとということだと思っただけですね。そういうイメージかなと思って、何かそこら辺がはっきりしないと、いつまでもやっぱり完全競争をイメージしている理想価格じゃないかと。そうすると、当然そういう理想価格はないわけですから、現実の価格とは全く違うものだと。鑑定評価は現実と違うものを求めているということになるということのギャップが、いつまでも埋まらないような気がするんですよ。

事務局 先生が言われた買い進みとか売り急ぎというやつは、ここで言っている買い急ぎ、売り急ぎと、ちょっと概念が違うような感じがするんですね。先生が言われたやつは、普通の市場行動の中で、要するに売りが多くなるとか買いが多くなるとかという話を念頭に置いておられると思うのですが、この売り急ぎというのは、あしたまでに換金しなきゃいけないとか、買い急ぎというのは、来年中には開通しなきゃいけないから買わなきゃいけないとか、そういうやつを言っているのですね、これ。だから先生が言われたやつは一般的な市場の行動の話でして、ここで言っている売り急ぎ、買い進みというのと違うのではないのでしょうか。

委員 合理的なんです。早く買わなければだめだというのは、その人の留保価格が高いというだけなんです。売り急ぎというのは、早く売らなければ自分は資金調達のにも無理だと。というのは、その人の留保価格が低いんですね。だからそれは、その人のもとの合理的な判断というか、留保価格がそれぞれ違って当たり前で、その中でマーケットプ

ライスが決まってきて、そこで消費者余剰と生産者余剰が発生するわけですから、もともとばらつきがあるというのは当たり前なんですね、留保価格は。資本コストが全く違いますから。今の話だと、資本コストの話なのですけれども……、ということことだと思わんですけれども。

委員 今のお話を聞いていまして、合理的な市場というのは、基本的に売り急ぎ、買い進みを排除する。だれが排除するのか。これはたしか基準に書いてあったと思うんですけれども、不動産鑑定士が合理的な市場になりかわって判断するということがございましたね。やはり売り急ぎ、買い急ぎ、基本的には物件の滞留期間というのですか、売買とか、どの程度の期間でそれが処分されるのか。1カ月で処分されたら、それを売り急ぎと見るのか。その辺一つのメルクマールはある程度はあると思うんですけれども、そういう滞留期間等を目安にして、不動産鑑定士が売り急ぎ、買い急ぎの個別事情を修正するというのが鑑定評価の一つのあれになって、そのことによって合理的市場というのですか、合理的市場で形成される価格を正常価格とするという形ですので、不動産鑑定士がそういうことが可能かどうかということは別の問題だと思いますけれども。

委員 さっき言ったように、現実にはばらつきがあると。これは合理的なところで決まっているのだけれども、ばらつきのあるものを、これは真ん中より離れているものかどうかを判断する基準ということですよ。

事務局 先生の言われたこともよくわかるので、そういうことを乗り越えて、やっぱり鑑定というのは一つの指標を与えるということだと思わんです。基本的にばらつきがあるという前提の中で、普通にやる場合にどのぐらいを目安に我々は行動したらいいのかということを示す、それぞれ合理的かもしれないけれども、すべてを合理的だという中で、改めてその中で二次的合理性をちょっと求めようとか、というふうに考えなきゃしょうがないんですかね、そうすると。

部会長 ここで御審議をいただきたいのは、不動産という財の特性を反映した市場の要件になっているかどうかということでございますので。

委員 なかなか難しいのですけれども、先ほどの売り急ぎの話があるのですけれども、一つ、売り急ぎというのは期間が短いという意味でなくて、要するに、ここにありますような、相当な期間市場にさらしているということのを頭に置いて、その状況であれば、このくらいの値段だというふうに考えた。それに対して、安くてもいいという判断をして売るといときは売り急ぎじゃないかというふうな感じが一つするんですね。要するに、期

間の正常性というのか通常性というのか、それを頭に置くか、少し短くても売ると。そのときは当然安くてもしょうがないだろうというふうに考えるときには売り急ぎじゃないかということが一つ思うところです。

それと、理論の市場という問題なのですが、現実の市場を前提とするというのは二通りあるだろうと。一つは全く、いわゆるラトクリフの言っているような感じの現実の市場そのものと。モーストプロバブルでずっと並べてみたらこういうふうが一番……、それは同質性が前提ですけれども、それは判断なく、みんながモーストプロバブルになって、分布の中央値というのか、最頻値みたいな形で決まるものというふうに定義するのか、もう一つは、従来の完全自由市場の想定というの、かなり非現実的に想定しているということが何となくあったと。それに対して今回のものは、現実の市場を一応ベースにすると。ただ、現実の市場をベースにはするけれども、ある部分は薄目をあけて、通常とか何とかということで薄目をあけて捨象する。そのときに、これが正常かどうかと判断するときのメルクマールとしていろいろつくっておいて、それで現実の市場を整理するというような感じの現実性というか、あるがままというか、そういう形で、本当のあるがままというのとちょっと違うかなと。ただ、現実の市場をあくまでベースにすると。それを薄目をあけながら、ある条件をつけて解釈するというのがどうも入りそうな気がするのです。そういうふうに私は思っているのですけれども。

委員 どちらかというと、モーストプロバブルに近いんですね。いわゆる限定された合理的なところでというはどうしても上下があるから、結果的にはモーストプロバブルだと思うんですけれども。

委員 多分それをそのままいくか、モーストプロバブルの中でもメルクマールの一つの中に入れて現実と解釈するかというのは若干違って、その辺のところがあるんじゃないかと思うんですよね。

委員 今までの場合ですと、現実の価格と投機的なものみたいなものを排除した価格は違うわけですね。そうすると、資料4のところでは正常価格のところにも二つございしますが、上の方では「正常価格が成立する合理的な市場に係る要件を明記」、2番目が「現実の市場で成立することを前提とする価格という趣旨を明記」と書いてあるんです。ここがちょっとやっぱり……

委員 そうですね。この解釈が現実の市場を離れないと。だから仮にみんなが少し寄りちゃっていても、現実の市場だと。みんながそういう行動をとっている市場があるとして

も、百万人たりとも我行かんという形で、これが正しいよというか、みんながみんな動いているけれども、その中でさっきの条件に合わせて捨象してメルクマールとしてここはとるという解釈をするか、その辺だと思っんですよ。

委員 私がさっき申し上げたのは、みんなが間違っているときにも、やっぱり正常な価格を言うのが、この合理的な価格ではないかというのが私の意見だったんです。

委員 どうもその辺の問題は一つあると思っんです。

部会長 御検討いただきたいのは、論点1の2ページの下の方にあります「合理的な市場に係る要件の例」ということで、この要件を明記するかどうかということについて、売り急ぎ、買い進みだけではなくて、そのほかにいろいろ要件が例示されておりますので、例えば買い主が通常の資金調達能力を有していることとかいろいろありますが、こういったことについても御審議をいただきたいと思っんです。

委員 先ほど先生から、現実の市場で成立する価格と正常価格が違うのではないかという話がありましたけれども、前回もちょっと申し上げましたけれども、確かに、例えばビルの市場での成立価格を見ますと、特に入札あるいは事業用資産の買いかえで、すぐには買わなきゃいけないとか、そういった場合の成立している価格というのは、何と申しますか、我々が鑑定評価で出そうとしている価格とは全然違うレベルで決まっていると。それをもってよく「鑑定評価というのは使えない」というふうに言われるのですけれども、別にそれを買える価格を出す必要はないのではないかなと、そんなふうに感じますね。ですから、その辺の正常価格と現実の市場で成立する価格というのは若干の差があってもやむを得ないんじゃないかなと、そんなふうに感じますね。

委員 「通常の資金調達能力を有していること」という、この点に関して所感を申し述べますと、非常に含蓄が深いと思っんですよ。これは、売り急ぎ、買い進みとも関連することだと思っんです。先ほど事務局からあったように、売り急ぎ、買い進みは、恐らく外部強制力があるということで、経済合理性をある程度無視した外部強制力があるわけですね。正常価格成立の要件に「特別な動機のないこと」というのがありますけれども、倒産に伴う換金のような外部強制力による特別な動機がある条件下における合理性ということもある。その場合は、合理的であっても、その合理性は特別な合理性であって、特別な動機という、そういう条件下における合理性ですから、客観的に見ればそれは修正しなければならない。そういうところから考えますと、通常の資金調達能力の「通常の」というところに非常に意味があるということだと思っんです。不動産の価格とは、基準によりますと、

その不動産に対して我々が認める効用と希少性と有効需要の存在というのがあるんですよね。これらの三者が結合して価格が形成される。有効需要の存在というのは、まさに資金調達能力でありまして、それがあからこそ現実には買える能力として市場に参入してくる。その場合、さまざまな資金調達能力の人がいるわけです、そこに。そうしますと、そこに今度はいくらでもいいから買っていいというふうな何か特別の動機がありまして、そういうのが出てくると、これは合理的な市場において成立する価格じゃないわけでありまして、そういう観点からしますと、まさに「通常の」というところに意味があるということ、こういうものを入れるということは非常にいいことではないかというふうに思います。

部会長 この「合理的な市場に係る要件の例」というのは例示なのでしょうけれども、ここでは市場参加者に関する要件というのは詳しく書かれているのですけれども、多分市場の要件というのものもあるんじゃないのでしょうか。

委員 常々思っているのですけれども、我々は常識と申しますか、世間的な常識しか考えないので、供給条件ですね。これを見ますと、需要者、供給者、市場参加者とありますから、両側から見られるようには書いてある。ところが、市場条件といたしまして、供給条件が制約されているわけです。所与の供給条件のもとにおいて、そして市場参加者が経済合理性に基づいて行動すると、こういう意味なわけなんです。それがまさに完全競争市場でない不完全市場であると、こういうことでやらざるを得ない。

それからもう一つは、不動産の供給とは何ぞやというと、マンションの分譲とかああいものは人間がつくるわけなんですけれども、言うなれば既存物件の放出という形であられるので、これは完全に独占市場でも何でもないというふうに私は思うんですね。つまり生産者が意図的に生産をコントロールできるというものじゃない。しかしながら供給上の制約があるというふうな市場なんです。そういう供給条件を所与とする、言うなれば、そういう意味で完全競争市場ではない市場であるというふうな感じですね。「現実の」という表現がいいかどうかは検討する必要があるし、「現実の」という表現をとったといたしましても、その意味を解説なり何なり説明する必要があるというふうに私は考えます。

部会長 もうちょっと市場の要件をきっちり決めた方がいいということかもしれませんね。

委員 表現なり何なりね。あるいはそういうことをやるとしたら、解説なり何なりに入れる必要があるのではないかと、こういうことですね。

委員 私も前から、この「合理的な」という言葉の意味が、先ほど先生がおっしゃったように、英語をそのまま訳して「完全市場」というふうに考えていいのかどうかというこ

とについては疑問を持っていたんですね。鑑定評価を実務でやっている際の「合理的な」という考え方というのは、先ほどのお話にも出ていましたけれども、「合理的な判断をする市場参加者のいる市場」というふうに考えないと、鑑定評価自体が成り立たないところがあると思います。私は合理的な市場というのは、不完全市場であることは間違いないのですが、完全市場を前提にしているのではなくて、「合理的な判断をする市場参加者のいる市場」ということを一つの解説として入れておいてもいいのではないかというふうに思っています。そこでこの要件の例として出てきた大半が、市場参加者の件について出ざるを得ないことになると思うんですね。市場というのは、不動産の場合は場所があるわけじゃありませんから、参加者の意思で決められるわけですから、当然のことながら、この参加者のところが多い例が出てくるのは当然のことだと思うんですね。

それからもう一つは、参加者だけでなく違うのは、今まで私も仲介だとかいろいろやっていて、例えば鑑定評価というのは仲介業者が出す査定価格と何が違うのかというところですけども、仲介業者が出す査定価格というのは、時間の概念がまず一つ入っているんですね。3カ月以内に売れるであろう金額を提示するんです。売り主とか買い主は大体3カ月くらいあれば、市場について大体情報は得られて、判断もつけられるだろうという長い経験の中から3カ月というのもあるし、それから媒介契約書の期限も3カ月になっているからというのもあって、大体「3カ月以内に」というのを一つの前提に置いた上で、比準価格を中心として出しておりますね。鑑定評価は何が違うかということ、合理的な市場という概念がありますけれども、その合理的な市場というのがあるのかと云ったら、目に見えないから、その合理的な市場になりかわって鑑定士が判断した価格が不動産鑑定価格である。ここで足りないのは、私、こここのところで一番最後に「相当の期間」と書いてありますけれども、できれば、正常価格の考え方を具体化していくとすれば、この「相当の期間」というのを、例えば「6カ月以上」だとか具体的に示してもいいのではないかなというふうに思うんですね。

一つの依頼者が、2社、3社の鑑定業者に評価を依頼することがあります。そうすると、差が出てきます。大きな差が出てくる場合と、小さい差が出てくる場合がありますが、大きな差が出てきた場合は、ユーザーとしては何が価格なのかがわからなくなりますね。そのときの原因を見ますと、一方のところは、大体仲介業者に似た感覚で、半年以内に売れる金額を出している。もう一つの方は、完全に理論値で出してくる。そうすると、現状では理論値の方がずっと低くなる可能性の方が高いもので、ここで一定の期間を明示すると

というのは、そういう意味では意味があるのではなからうかなと思います。

それからもう一つ、参加者のところで、「通常の資金調達能力」というところですけども、先生がおっしゃったように大変重要な時期に来ていると思うんですね。「通常の」というのは、銀行借り入れなのか、それとも投資資金なのか、住宅であればローンだとか自己資金なのか、いろいろなことがありますけれども、それから日本円なのかどうかとか、これからの時代は、そこまで事例としては考えておいた方がいいのではないかなというのがあります。

それからもう一つは、先ほどもおっしゃっていましたが、ここでもう一つできれば入れればいいのかと思っていますのは、参加者の要件として、「通常の過去の知識並びに将来予測をすることができるもの」というようなものも入れておけば、より具体化するかなというふうに思います。以上です。

委員 私はあまり鑑定のごことはよくわからないのですが、市場参加者というのが非常に多岐にわたっていますよね、現実には。一つの不動産について、別に投資用不動産という正札が張られているわけではなくて、それを自用で買われる方もいれば、取り壊してビルをつくりたいという方もいれば、または投資用不動産で買う方もいらっしゃいます。住宅もそうですよね。マンションでも、自分で住む方もいれば事務所で使う方もいれば、投資用として賃貸でやる方もいる。そういうもの全部ひっくるめて、ここではできるだけ多くの市場参加者を求めていらっしゃるというふうに理解してよろしいのでしょうか。そういうことですね。そうすると結果としては、いろいろな目的で参加している方の中からある価格を出すわけですから、これは失礼な言い方かもしれないですけども、ある一つの参考価格にならざるを得ないのではないかという気はしています。不動産会社が鑑定を使う場面というのは、正直言って、第三者の方が見ている価格という意味で使う場合が多くて、会社として買う価格というのは、会社がビジネスジャッジしているわけですが、それに対して、鑑定価格は例えば対税務とか、対クライアントに対しての説明に使われる場合が多いと思います。今のお話を聞いていまして、ほかの財のように完全競争というのも現実には難しいですし、やっぱり限定された中で第三者の方が、ちょっと言葉はあれですけども、合理的と思われる価格というものを多くの情報から出していただければいいんじゃないかという気はしておりますけれども。

部会長 理想価格に近いと。

委員 理想といっても、できるだけ多くの情報の中から、一般的にこう考えるんじゃないかな

いんでしょうかという価格であるような気がしますけれども。

委員 私は二つありまして、一つは確認で、もともと今の趣旨は定義を変えずに中身を誤解のないようにしようかというところが、定義がこのままだと中身を変えてもしようがないというお話かと……。

部会長 定義を明確化すると。

委員 定義自体は変えないということじゃなくて。概念は変えずに言い方を、ということですね。そのお話だと、概念と結論的に持っていこうというところがどうかというのが議論の一つなのかなと思っておりました。もう一つ確認したいのは、そのときに正常価格というのが英語ではどのように訳されているのでしょうか。「正常価格」というのは、「Market value」というふうに訳されているのか……。

部会長 一番近いのは「Open Market value」ですか……。

事務局 本日の参考資料1でございますけれども、米国のAppraisal Instituteのテキスト11版によりますと、我が国の「正常価格」に相当するものが「Market value（市場価値）」でございます。それからイギリスの新Red bookにおきましては、我が国の「正常価格」に相当するものは「Open Market value」というところでございます。

委員 そうすると、やっぱりマーケットバリューになるわけですね。マーケットバリューというと、完全か不完全かというのはありますけれども、ある程度の人に参加した期待の平均という話になって、特定の人ではない。それが後から出てくる特定価格とか限定価格になってくると思いますけれども、かなり平均というのがマーケットバリューのコンセプトだと思いますので、その部分が完全競争との絡みでどう考えるのかというのが問題の所在なのかなというふうにちょっと思いました。その際に論点の1のところ、合理的な市場の要件というのを並べていただいた中で若干気になっているのが、(イ)の( )の「対象不動産の最有効使用を前提とした価値評価」というところで、特に「最有効使用」というのが、私の誤解もあるかもしれませんが、「最有効」といった場合には「最も有効に使用した」ということですので、今申し上げたような市場の参加者の平均ということではなくて一番よく使えばということになりますので、ちょっとその辺が矛盾するのではないかなと。せいぜい「最」を外して、多少有効使用ぐらいのイメージを私なんかは持っております、その2点について、ちょっと感想を持ちました。

部会長 不動産の鑑定評価というのは最有効使用を前提とした価格を出すものですから、それが入っているのだらうと思います。先生方から御意見をいただきましたので、きょう

の意見を踏まえて、また次回の検討のときに考えていただきたいと思います。

委員 先生にちょっとお聞きしたいのですけれども、論点の一つに「経済学との対応」というのがどこかにありましたね。特に検討をいただきたい事項と。「経済学的にみた市場論の考え方と比較した場合、不動産という特殊性を反映したものとなっているか」という検討のあれがあるのですけれども、この中で、下の「財に関する市場の構造で」で、「取引対象となる財は同質性があるか」「売り手、買い手の数が十分多いか」と、こういうふうにあるわけですけれども、この場合、仮に同質の財が一つしかない、非常に少ないとなったら、やはり寡占ということになるのですか。そうせざるを得ない。

委員 類似のものが集まって、鑑定評価にも書いてありますけれども、代替性がある範囲でマーケットを形成しますよね。代替性がないと狭いマーケットになると。

委員 その代替性はどういうふうに解釈するんですか。例えば銀座の和光とか、最高のところがありますね。そうすると、そのときの代替性というと……。

委員 需要者にとって、その土地しかないのか、その土地じゃなくて、また別の土地があるのか。

委員 それは、少ないというのか、一つじゃなくて複数ならいいというのか。

委員 完全に同じものは絶対ないですから、だけれども、一つ一つマーケットが形成されるとは、ちょっと……。これは完全に双方独占みたいになっちゃいますから、そうじゃなくて、一応類似というか、需要者がこの不動産とこの不動産をどちらがいいかと選択する範囲の広さですね。全部需要者で重なっているわけではないんですけれども、それが大方の需要者はこの範囲で考えるとかですね。例えば住宅市場は競争型になるというのは、首都圏から1時間の西側で探している人が多いとか、それでマーケットが形成されますから、比較的競争型というか、需要者も供給者も多くなる市場で、ブランド性のある商業地であれば、いわゆる代替性がないというか、いわゆる選ぶところが少なくなりますから、線は区切りませんけれども、マーケットは狭くなりがちで、登場する需要者と供給者は少なくなっちゃうというようなことから……。

委員 「売り手、買い手の数が十分多いか」という、「十分」というのは。比較ができればいいという解釈ですか。

委員 ええ、そうですね。

委員 私、これにこだわっているのは、限定価格の定義にちょっと関連するので、こだわっているんですが。

委員 これも完全に同質であるかとか、十分多いかとか、いわゆる完全競争の条件を負っているんですね。売り手と買い手が多数いるということ、同質でなければ完全競争市場になりませんから。財が差別化されていると、少し特殊な市場になってきますから。そういうようなのか、需要者、供給者が十分多いかというのは、多数の売り手、買い手が存在して情報が完全であると、いわゆる完全競争の条件を並べているんですね。だから、これはちょっと無理だろうと、ある程度不動産は限定して考えざるを得ないんじゃないかというか。

委員 例えば、先ほどの現実の市場を前提とするという話なのですが、大体の御意見だと、やっぱりメルクマールと。要するに、判断するための前提条件として現実の市場を薄目で見ても、どこか見落としはいけないところの条件というのが恐らくここに言う要件だろうというふうにしますと、例えば銀座の和光は一つだけけれども、そういうような立場というのか、銀座のようなところの場所を持っているような、同じ場所を大勢の人が持っているような形での通常の間人 - 市場参加者 を想定するというのでいいのか。例えば銀座と新宿とかずっと比べて、供給者の通常属性を有する所有者みたいなものを考えるのか。同じ場所で売り手を想定して考えるのかと。多数の。

委員 いわゆる理想的なというか、投機が入らないかどうかというのを別個にしますと、やっぱりそのマーケットで登場する人がどういう主体であるかという。だから、もし和光の土地というのが一つしかなくて、数人の買い手がいるとすれば、それは独占市場が形成されると。独占市場のもとでは当然、最も高い根づけをする人の価格になると。供給者も当然留保需要者でもありますから、留保需要者の価格が高ければ、その価格で成立するのしょうけれども。だから、そういったマーケットがどういう主体が登場するという分析をしないと、モーストプロバブルバリューというのは出てこなくて、いわゆる平均的なと言ったときに必ずそこでのマーケットにおける平均的な需要者と供給者を分析しなければいけないと思うのですね。だから、不動産の市場で登場するような大手の企業が登場するのだったら、大手の企業がどういう行動をするかということも分析しないと、そのマーケットのモーストプロバブルバリューというのは出てこないと思うんですね。その中でばらつきは出てきますけれども、当然。サーチコストはかかるわけですから。

部会長 それでは、論点2の「特定価格の定義の明確化」について御審議していただきたいと思いますが、今までの特定価格だけではなくて、新たに特定価格を追加することについてどうかと。それについては市場性を持つ不動産と持たない不動産とに分け

て改正の方向を考えております。

論点2の4ページ、5ページに資料がありますが、これについてまず御審議をいただきたいと思います。「改正の方向性」というのが4ページの下の方にあります。取引の対象とならない不動産と取引の対象となる不動産の概念を整理するということで、これについてお考えをいただきたいと思います。

委員 この中で投資採算価格というのが新たに入っているわけですが、投資採算価格が、SPC法とか投資信託の流れで有価証券になっていった場合には、基本的に不動産の特質である流動性のなさとか換金性のなさとか、それから小口化とか、不動産とは全然違うものになってしまう。前回、有価証券になってしまって全然不動産とは違うんだという御意見がありましたけれども、確かにそういうことだと思うのですが、そういったものをSPC法とか、あるいは上場のときの必要書類に鑑定評価書をつける場合には、これは当然不動産としての評価ですから、有価証券の評価ではないので、ただ、それはやはり正常価格かどうかというのは非常に……、留保性とかそういうものはもともと証券ほどないという形で評価はするわけですが、やはり特定価格に近いんじゃないかなという感じがちょっとしていますけれどもね。だから、こういう考え方でいいんじゃないのかなと。市場性のあるものとないものとを分けるということ、これは非常にいいんじゃないかと思えますけれども。

部会長 そこで価格の種類が増加することになりすよね、特定価格の中でも。そういったことについて、メリット・デメリット、いわゆる評価主体とか依頼者側のメリット・デメリットをどのように考えるかということについて、いかがですか。

委員 それは今の民事再生法とか、そういうやつがあるわけですから。その中に証券化を前提とした投資採算価格を入れるということですね。それは別にいいんじゃないのかなという気がしますけれども。

部会長 既に現在も行われているので。

委員 この投資採算価格というのは、やはり収益性のある不動産だけですし、その中でも特に高度商業ビルというんですか、あるいはかなり収益力のあるビルになってくると思いますので。鑑定評価の全体の中では、かなり率が限られてくるんじゃないかと。そういった意味でも、この投資採算価格は特定価格だということに入れた方がいいんじゃないかなと思えますけれどもね。

委員 今まで特定価格を求める例示ということで三つあったわけなのですが、このうち

の(イ)の「宗教建築物等の特殊な建築物の鑑定評価を行う場合」、こういったものを別なものとして分離するというのは非常にわかりやすい整理だと思います。ただ、鑑定評価というのが、不完全ではありますが、合理的な市場になりかわって価格を求めるといことになっておりまして、そもそも全然一般的に取引の対象とならない不動産まで不動産鑑定評価が求める価格としてなきゃいけないのかというふうに感じます。ですから、これはちょっと、分けたついでに除外しちゃってもいいんじゃないかなと。現実にそういう評価ニーズというのが、少なくとも私は全然そういう経験をしたことがありませんし、ほとんどないんじゃないかなということで、分けるのは非常にいいんですけども、分けた鑑定評価が求めるものとしてはなくてもいいのかなというふうに感じますね。

それから限定価格について、同じということに変更ないということなのですが、先ほど資料1で、私は平成2年の改正のときの議論の内容というのは不勉強でよくわからないのですが、限定価格の1で、昭和44年基準のときには「借地権と底地との併合を目的とする」というふうにあったのが、平成2年の改正で「借地権者が底地の併合を目的とする」というふうに変わっているわけですね。これは現実の評価の中では、借地権者が併合を目的とするということだけじゃなくて、底地権者が借地を買うという場合でも市場が限定される可能性がかなり高いんじゃないかなというふうに思いますので、どちらかという、昭和44年のときの表現の方が現実に合ったものなのかなというふうに感じております。以上でございます。

部会長 文化財とか宗教建築物などの評価依頼というのはめったにないとは思いますが、だた、ないわけではなくて、必ず補償とか収用とか、そういったときに依頼は必ずあるはずですので、これを鑑定評価から外すという方向については、もうちょっと考えてみなければならないんじゃないでしょうか。

委員 国立博物館から受けたことがありました。上野の森の国立博物館で、あそこで黒門とか、奥の方に茶室とか、いろいろあるんですよ。重要文化財が。それを評価しましたね。

委員 ただ、そういう評価をする場合というのは、どちらかという、前回、例えば価格を求めるときに1点で求めるのではなくてレンジで出すとか、そういったものはコンサル的なものだというふうなお話がありましたけれども、そういうたぐいのものに近いんじゃないかなと。例えば現実問題、再調達価格はいいとしても、原価修正をどうやるんだという、非常に難しいなというのが現実にありますので、ちょっと違うものなのかなとい

うふうには感じますけれどもね。コンサルというようなことであれば、わかりますけれどもね。

部会長 この特定価格のところでは、鑑定評価とそれ以外の境界、いわゆるコンサルとの明確化ということについても、特に検討しなければならない事項に上がっているのですが、先生のおっしゃるように、例えば文化財、宗教建築物をコンサル価格に持っていかれるかどうかということになのですけれども。多分、今まで考えてきたのは、例えば企業会計上の一部の評価とか、そういったものはこの特定価格の概念に入るか入らないかというふうなことも、ここで検討できるのではないかと。それでコンサルティング業務との境界をここで明確化していかなければならないということで上げられているのではなかろうかと思えます。恐らく非市場価値について、これをコンサルに持っていくとかいう、そういう方向には進みにくいのではないかと考えます。

委員 非市場価値と新しい特定価格というのですか、これはかなり性質が違うなということで、後で価格の種類が多いのはどうかという議論もあるのかもしれませんが、やはりかなり性質は違うなということで、分離するのはいいのかなというふうに一つは思えます。

特定価格の資産流動化とか投信法のあたりというのは、この場合、一つは手法がディスカウンテッド・キャッシュフローを基本として評価することということで、手法を3方式必ず使うというロジックを守るというのが正常価格かどうかというストーリーがまずあると思うんですね。例えばアメリカの評価書なんかですと、収益物件というのは収益価格というのを中心として考えるということで3方式並列という形の方式はとってないんですけれども、手法上、3方式を対等にやるというか、この対等についても、従来の鑑定評価基準で必ずしも3方式を同列にしていなくて、どれを強く見てどうのこうのというようなロジックがあったわけですので、手法の問題として特定価格というのであれば、若干その辺どうかなという気はしているんですけれども。

あと、投資採算価格だというこの投資家なのですけれども、これが先ほどの通常というロジックから見ると、どういうふうに位置づけられるのかなと。非常に優秀な投資家というものであればコンサル的な投資価値に近くなりますし、通常の投資家というのをどういうふうに想定するかというような問題があって、少しまとまらないんですけれども、何か少し検討の余地があるかなと今のところ感じはしておりますけれども。

部会長 標準的な投資家については、前回、ガイドラインみたいな説明がありましたね。

標準的な投資家を想定して投資採算価格を求めるということで。前回の資料の中に標準性ガイドラインというのがあって、そこで説明があったと思います。

それから、先生の前半の方の御質問なのですが、投資用不動産については収益価格のみで判定するから、結局それを正常価格と考えてもよいのではないかという、そういうことでしょうか。

委員 じゃなくて、手法的な問題の絡みで、ある方式しかやらないから特定価格という位置づけをもし仮にする考えがあるとすればということですか。

部会長 一手法だけでやるから特定価格というふうに……。

委員 というか、あと補足的にするにしても、その辺のあたりは、いわゆる価格論の問題じゃないんじゃないかと。対象物件の特質というのか、それで考えるべき問題ではないだろうかということですか。

委員 先生が言ったように、やっぱり僕も気になっているのは、投資採算価格というのは、だれの投資採算価格だというのはちょっと気になることと、それからもう一つ気になるのは、特定価格は僕は基本的にはコンサル価格だと思っているのですけれども。最初、非市場価値と求めているのは、これは実は供給者の留保価格を求めているものなんですね。それから市場性のある云々というのは、実は需要者の留保価格を求めているものなんですね。いわゆる証券化が目的ですね。そうすると、コンサル価格と位置づけしないで、これが鑑定評価額だよと言ったときに問題が起こるとすれば、取引があると、供給者には証券化という手法で売却する方法も、一括して売却する方法も、いろいろな売却方法を持っているところ。ところが、これは証券化だよと。あなたの価格はこうだよと言われたときには、供給者に不利になる可能性がありますよね。いろいろな選択肢の中で選んで、マーケットではこうですよというふうに先ほど言った正常価格論で - 正常というのは何かというのはありますけれども - 言われればいいのですけれども、いわゆるあくまでもこれは需要者サイドに立つんだよと、投資採算価格が最低価格と位置づけるはちょっとおかしいと思うのですけれども、それは先生の言ったあれもおかしいと思うのですけれども、仮にこれが安くしようという意図でこういうものを出しているとしたら、これはそういう鑑定評価額を出された特定価格は、あなたのあれはこうですよと、証券化するんだからこうなんですよと言われた供給者は不利になりますよね。ほかの選択肢は全然考慮しなくてやられるわけですから。むしろこの人も、証券化するのだったらこの価格ですよというのだったらいいのですけれども、そうであればあくまでも証券化を前提にした価格と投信法を前提にし

た価格ということになりますから、これはかなりコンサル価格に近いんじゃないんですか。

委員 依頼目的がありますね。投資家に対する情報開示なんですね、この留意事項は。でありますから、供給者を対象としはしていないということです。要するに、法律の定めに従いまして、投資家に対するディスクロージャーとしてのデータを提供する。まさに依頼目的に照合する価格ですから、投資採算価格というものを鑑定評価するということになっております。

委員 前日も言ったのですけれども、本当に証券化のときの開示情報として正常価格でやってなぜいけないのかというのを実務的には強く思っています。実際には、この間も説明したとおり、買うときの価格の妥当性の問題を投資家が見たい、それからあとは継続開示といいますが、期間中の価値を見たい、または売るとき。入口、中間、出口とあるわけですけれども、そうすると、それがばらばらであって本当にいいのかしらと。要するに、一番わかりやすい期中で言いますと、期中は結局、このファンドの解散価値はいくらかというのもあるわけですね。そのときに、買い手は別に投資家だけじゃないわけですから、その不動産を処分したらいくらになるか、解散価値を見る場合は正常価値でいいわけですね。今も正常価格を付記することになってはいますが、それと投資採算価格というのが二つある必要はあるのかなという気がしています。

それと入り口のときも、やはり投資家の考える価格は非常に差があるのですね。要するに、収益還元というのは将来のマーケットをどう見るかと。例えば非常に強気に見る人もいれば、または非常に弱気に見る人もいます。それは、投資家が判断すればいいわけであって、必ずしも標準的な投資採算価格とファンドの取得価格がどうだということよりも、むしろ買った不動産の価値の鑑定価格というものは換金すれば一体いくらになるのかという考えがあってもいいような気がするんですね。そういう意味で、さっき「価格がいっぱい出てきますね」という話があったのですが、これは議論になるところだと思いますけれども、実務的には一本の方がわかりやすいような気がします。

委員 私も鑑定士じゃない、いわゆる第三者的なことで申し上げれば、まさにそういう印象を持ってまして、この特定価格というのは非常にわかりづらいところで、さっきお話がありましたように、証券化に関しては特に商業ビル。キャッシュを生み出す、これについては投資採算価値がまさに合うと。合うのであれば、それで評価するということがいわけですから、まさに正常価格に入れてしまうということの方が非常にわかりやすですし、あとこれも流動化法や投信法という法律的な要請ということで投資家向けということ

を強調されますが、前回御報告があったように、実務的には法律によらずに任意で証券化するという場合というケースというのが非常に多くて、その場合には必ず特定価格かというのと、鑑定評価が出てくるのは正常価格の方が多いうように私は印象を受けておまして、その辺実務的にも、ちょっと流動化だから特定価格というわけでも必ずしもないと思います。また、その場合に会計税務的に問題になるのは、例えば正常価格で100です、特定価格で90ですと。その90で売却しましたというときに、その価格について、本当だったら100なのに90で売ったんじゃないか、したがって売却益を圧縮している、逆のケースで100のものを110で売って売却益をかさ上げしているというような、そういう意図ではない、目的が違うということなのでしょうけれども、損益の出方がどのようにとらえられるというのも、よくわかりづらいところがございます。

続いて申し上げれば、特定価格の中でも民事再生法に基づく早期売却前提とか不良債権の担保などの評価とか、こういうふうなものは先ほど時間の概念が出ましたが、まさに早期売却ということで、先ほどもお話がありましたけれども、査定価格というような概念と非常に近いようなことになっておるような印象を受けまして、そういうようなものの場合を前提とすると、流動化における投資採算価格という概念と、それから早期売却という概念と、また全然違うものじゃないかと。その早期売却についての話が大きな意味でいくと、限定価格というのとどういふふうに違うのかと。若干定義というか解釈を変えれば、市場性があっても、その市場価値と何らかの要因によって乖離させて算定するということなので、この辺の早期売却の価格は限定価格の中に入れてしまって、結局のところもう少し特定価格を発展的に解散するような、その方が客観的に見るとわかりやすいイメージを持っております。

委員 この資料1を先ほど興味深く見ていたんですね。昭和39年の基準から昭和44年、平成2年基準まで眺めると、39年の特殊価格というのが編成替えされて特定価格というのがちょこっと出ているのですが、その後平成2年になりますと、特定価格が幅が随分ふえていますね。そして最近はまだまたいろいろなものが出てきているということは、昔みたいに、それは確かに正常価格一本やりでいけばわかりやすいし、世間もわかりやすい。我々もやりやすいとは思いますが、こういう平成2年までの表一つを見ましても、それだけで対応できないという、そういう社会的な動きがあるんじゃないかと。さはさりながら、じゃあ特定価格を野放しにしていっていいかと申しますと、これは混乱してしまいます。したがって、ここをいかに整理するかというのが今回の基準の見直し

の原点だと思えますけれども、もう一つ興味深く見ましたのが、諸外国における主な不動産価値概念です。

この中を見ますと、米国におきましても投資価値というものがありますし、イギリスにおきましても投資価値というのがありますね。諸外国においても投資価値というものが価格概念として出ているのですね、かなり幅広く。民事再生法におきまして、早期売却市場を卸売市場に準ずるものと考えたわけですが、その前の競売における最低売却価格、これは実は鑑定評価ではないということになっているのですね。本当は鑑定士がやっている評価です。民事再生法におきましては、御存じのとおり、債務者が窮境にありまして破産の原因たる事実の発生のおそれのあるとき、もしくは事業の継続に支障を来すことなくして弁済期にある債務を弁済することができないときというようなそういう状況にありますから、言うなればいつでも債権者が競売にかけていいような状態になっている。そういうときにおきまして、早く財産を処分して、そして債権者に分配するか事業を継続するか、どちらが有利かということと比較するための鑑定評価でありますから、競売まで至らなくても早く処分して、債権者と事業継続のためのメリットを比較考慮する必要があるということで、そういう価格概念を出したわけです。つまりそれだけの法律の制度に基づく社会的な依頼目的、必要があったわけです。そういうことでありますから、依頼目的をよく見ていただくと、特定価格というものの必要性が出てくる。さはさりながら、これをいくらかでも必要だということで野放しにふやすわけにもいかない。できるならば、統一的な特定価格の概念の中に全部丸め込まれるなら一番わかりやすいでしょうけれども、限定的な中に必要なものを取り込んでいくという必要はあるんじゃないかと、こういうことでございます。

委員 これを拝見して思ったのは、新しく出てきたものとして、この投資採算価格についての評価と民事再生法等の早期売却を前提とする評価というのが新しく出てきたので、まずこれをどうするかというところを感じたのですけれども、投資採算価格、いわゆるSPC法等に基づいて出す価格は、現在特定価格という格好になっていますが、これについては正常価格ではどうしていけないのかという疑問を持っています。というのは、先ほど先生がおっしゃったことと同じことですが、投資家にとって必要なのは、いくらで買って妥当性がある、いくらで売れるんかいなというところが一番ニーズとして高いわけですし、それから証券になっているから、その証券に投資する人たちへの説明義務があるんですよということにはなっていますけれども、その証券自体も、その不動産の収益性

を期待したものでありまして、それは不動産の価格に違いないわけですし、ということで、これは私は正常価格というところに入れて、手法について今回の基準の改定の中で手法を明確化すればいいのではないかというふうに思います。

一方、民事再生法等に対応する早期売却価格については、先ほど先生がおっしゃったように、私は正常価格の概念の中に時間の概念をきちっと入れておかないと、すべてのものが不明確になるというふうに思っていますので、正常価格の中に時間の概念をきちっと入れておけば、例えば「6カ月から1年の間は」というのが入っていれば、これはそんなに時間がないわけですから、いわゆる合理的な市場における価格ではないですから特定価格だということで、このところは特定価格というふうに位置づけていいのではないかというふうに思います。

あと、依頼目的とユーザーですね。鑑定評価書のユーザーによって、出した価格を特定価格とするとか正常価格とするとかというようなところも何となく見られるんですね。例えば4ページの一番最初の投資採算価格を特定価格に入れようというのは、これはSPC法等に基づいて必要性のある鑑定評価であって、それはユーザーが投資家なんだからというふうになっておりますが、ユーザーを限定して特定価格というふうにしてしまうのはおかしいなと。これは文化財だとか、そういうものにも関係してくると思いますが、そういうことではないかなというふうに思います。以上です。

部会長 時間概念を正常価格の中に入れると、価格時点というのはいつになるんですか。

委員 価格時点というのはポイントですよ。私が言っているのは、この価格を出すために、どのぐらいの期間、市場に出しておくことを前提とするんですかという前提の時間概念ですね。今の評価書の評価は「相当な期間」というだけで、半年なのか1年なのかわからない。土地の価格は常に動いているわけで、先ほど将来予測という話もしましたが、市場にいる合理的な判断をする市場関係者というのは、将来予測を必ず中に入れているわけですね。その将来予測の期間がどのぐらいなのか、それからそれを市場に出してある中で、早く買わないとなくなっちゃうと思うのか、それともまだ大丈夫だと思う時間なのか、一定の時間が必要なのです。まず市場に入れる時間というのは、市場で十分周知される時間と判断する時間と、それから資金調達について検討する時間、この三つの時間が必要でして、この三つの時間がこの物件について確保されていることを前提とした価格、それでピンポイントで価格が出せるというふうに思いますね。

委員 いわゆる鑑定評価額というものが流動性コストが入った価格なのか、流動性コス

トを引いた価格なのかですよね。例えば6カ月後に売れる、6カ月の期間があるということとはそこに流動性がないことですから、6カ月間ディスカウントすべきなんです、今の価格を求めようとすれば。ところが、鑑定評価額は、今の価格、売れた取引事例の価格から持ってきているとすれば、それは流動性コスト含みの価格なんです。その不動産の所有者からしてみれば、その流動性コストを引かないと自分の本当の持っている価値が出てこないんですね。鑑定評価というのは流動性コストをどういうふうに考慮しているのかということですよ。今、先生が言われたのは、6カ月と。いわゆるそのくらいの流動性コストは鑑定評価額の中に入っちゃっていますよということを前提にするという意味ですよ。

委員 ちょっと違うと思います。私が6カ月と言っているのは、今から先6カ月後の値段を言っているわけじゃないんですよ。この値段を出すために、この物件は6カ月間市場に滞留するということを前提に出す。

委員 その人にとっての価値は6カ月間ディスカウントしなきゃだめなんです。売れるのは6カ月後ですから。

委員 そうじゃないんですよ。そこは違うんですよ。この物件を市場に6カ月間滞留することができることを前提として……。

委員 それが流動性コストなんです。流動性がないから。流動性があるというのは、すぐ売れる。売ろうと思ったら、すぐ売れるんです。それを6カ月間待たないで売ろうとすれば、もっとディスカウントさせなきゃいけない。それが売り急ぎということになるんですけども、その6カ月間……。だから、6カ月間滞留させるというのは、自分が今すぐ安くして売り急いで売った方がいいのか、自分が6カ月待って、自分の思った値段で売れるのを待つか、どっちかを選択するわけですよ。資本コストが高い人、今お金がすぐ欲しい人は、その人が資本コストが高いから6カ月間割り引く割引率は物すごく高くなるんですね。それはもう自分が倒産しそうだとかそうになっていけば、そこから資金調達しようとして、物すごい金利を調達しなきゃいけませんから、そういう人は6カ月間待つんじゃないくて、今安くなっても売っちゃうんです。そうじゃなくて、一般には金利5～6%で考えれば、6カ月待てばその値段で売れるのだったら、今10%も下げることはないと。ディスカウントしたって6カ月待つのがいいという選択。それがいわゆる、不動産が持っている流動性コストなんです。だから、価値を求めるというのは、本当は現在価値だから全部割り引かなければいけないんですけども、不動産が鑑定評価を出しているのが、先生のおっしゃるのは、恐らく6カ月間、不動産の流動性というのはそれくらいしかない

から、いわゆるその6カ月分くらいの流動性コストを含んだ鑑定評価額だと。今、自分が持っている価値はそんなにはないんですね、実は。6カ月後じゃなきゃ売れませんからね。

部会長 先生がおっしゃっている時間概念というのは、6カ月のいつ売れても同じ価格なんだということでしょう。

委員 いつ売れてもとか、そういう……、いつ売れるかということじゃないんですよ。この物件はいろいろな事情がある物件だろうけれども、6カ月間ぐらいは市場に出しておける。6カ月が正しいかどうかは別ですよ。6カ月あれば、市場にまず周知させることができる。それから、買うかどうかの判断ができる。資金調達の検討ができる。少なくとも、この三つの要件を満たす期間というのは6カ月ぐらいは必要だろうと。その6カ月間、市場に出しておける。それから、今、先生がおっしゃったように、あしたにでも金にしなきゃいけないんだという物件は、これは正常価格じゃないですよ。正常価格は、それだけ十分、ゆったりと言ったらおかしいですけども、それだけの余裕を持って市場に出せる物件の価格を、その市場になりかわって鑑定士が出す価格。

部会長 6カ月間は、その鑑定評価額は有効だということですか。ちょっとよくわかりませんけれども。

委員 いつ売れるかということに……。

委員 6カ月間あれば、普通のマーケットの参加者がみんなそこに来て、ある程度正常価格ができるような状況をおっしゃっているわけですね。それが6カ月なのか1年なのかというところが定義だと思うんですけどもね。

委員 ここで言う「相当の期間、市場に」……。

委員 相当の期間は6カ月というので、通常のマーケットではどのぐらいの期間で参加者に周知徹底できるかという……。

事務局 今、期間のお話がございましたけれども、6カ月という数値を一つ求めることができるかという課題があるかと思います。大工場のような物件でしたら、1年、2年というようなこともあるでしょうし、それから小さな住宅であれば3カ月でもいいと。いろいろものによって違ってくるというところが課題としてあるかと思います。

委員 それが流動性コストの違いなんですよ。すごく流動性がないのか、物すごい……。

事務局 一般化して表現すれば、「相当な期間」という表現でやむを得ないというような形になるかと思います。

部会長 本論に戻りたいと思いますが、特定価格の定義の明確化については。

委員 私は皆さんと同じで、投資採算価格というのは、やはり正常価格と同じに出てくるのではないかと思います。その下の方の早期の、今の早く売らなくちゃいけないというのは、市場のマーケットの価格がつかない状況ですから、それは特定価格でもいいと思いますけれども。

委員 この資産流動化法とか投信法について検討いたしましたときに、いろいろ議論したわけですが、その中で問題になりましたというか、議論になりました一部を御紹介いたしますと、一つは、投信法とかそういうものの条件、制度的な条件と申しますか、それを所与の条件とすると。したがって、三井不動産や東京建物さん、東急不動産さんが仕組むような不動産につきましては、管理会社その他ですね、管理するなり経営するものにつきましては、優良物件ですから正常価格よりも投資採算価格の方が高くなるケースが多いというようなことを聞きました。通常の賃貸よりもやはりそれだけグレードアップしまして、経営も立派ですから、それが継続性のある限り、投資採算価格が正常価格より高くなる。それはそれで安定性、継続性を見た上で、それをもって鑑定評価額とするということになっておりますから、そういうことは容認しております。

それから、例えば非常な高級住宅地があるといえますね。5億とか10億する高級住宅地。これはキャッシュ・フローを生みません。したがって、投資採算価格を見る場合は、2億か3億かもしれない。正常価格は10億かもしれない。その場合に、正常価格のディスカウントだけで投資家に対してよしいんですかという問題があるわけですね。結果としましては、恐らく投資適格案件であるならば、今皆さんおっしゃいましたように、投資採算価格が正常価格に一致するであろうと、通常は一致するであろう、そういう性格のものであると。投資物件につきましては、そうではありますけれども、管理、企画力が優るものがグレードアップして、いい経営をして高い収益性を上げるようなもの、これは、ゴーイングコンサーンバリューというのがあります。継続企業価値というのがありますので、そういう価格、ということもあり得ます。それからもう一つ、ちょっと話が飛びますけれども、コンサルタント価格に位置づけられているのですが、投資信託では非常にいい案件と、今はだめだけれども将来発展する地域だろうと、利回りが低くとも今組み入れるということがあり得る。その場合は、全体として見るならば期待利回りは低くともいいわけですね、将来上がりますから。そういうようなことがありまして、複数不動産の評価をどうするかという問題が鑑定では、特定価格ではないですが、コンサルタント価格

に位置づけられると思います。これが会社更生法でも、一つの不動産で一企業経営体ということはあり得ませんのでね。ここに工場を持ち、ここに賃貸ビルを持っているという会社があるわけです。こういう場合はゴーイングコンサーンバリューを出すことになっている。一つ一つの評価と組み合わさった一つの事業体としての評価は違うのですね。投資信託もそうなんです。こういう価格も一つ問題になると思います。

それが一つと、先ほど申し上げましたように、投資採算価格というものをもって鑑定評価額にするということを委員会で決めましたときの議論は、高級住宅地みたいなケース、それから経営が非常にいいケースというような、いろいろなケースがございますので、やはりそういう事実をディスクロージャーする、そして正常価格を付記する、こういうことになったわけなんです。経緯として御参考までに御紹介しておきたいと思います。

それから問題点としまして我々考えておりますのは、会社更生法でも、投資信託でもそうだと思いますが、レベルがだんだん上がってくるに従いまして、正常価格から特定価格、それからコンサルタント価格になるんじゃないかというのが、私の個人的な考え方です。個別の不動産の評価があります。それから今のような投資信託がありますが、だんだん事業評価に近くなってくるのですね、言うなれば。会社更生法もそうですね。不動産をたくさん持っている業者なんかの場合は、あそこに持っている、ここの立地条件はいいよと。個別の場合は全然違いますが、全体として見るならばリスクヘッジができるというようなところもあるかもしれない。だからそういうものにつきましては、やはりコンサルタント価格として明確な位置づけが私としては個人的に欲しいなと思っているところなんですけれども、そんな問題がこの特定価格の問題と絡みましてあるんですよ。ここで私が感じましたことについて追加的に申し上げておきます。

事務局 私も、今、いろいろな先生が言われたように、投資採算価格というのは正常価格じゃないかなというところで議論を部内でいろいろ、私はそういう主張を繰り返したのですけれども、周りはそうじゃないということでやったんですけれどもね。ほとんどのケースで正常価格とイコールになるだろうと。だけれども、すべてのケースで正常価格とイコールにならないんじゃないかという議論がありましてね。一つは、具体的な例を言いますと、銀座に本店があって各地方に支店がある。銀座の本店を買うときに、銀座の本店の収益力だけの値段で買うだろうか。それ以上の値段で買う可能性がある。多分それが正常価格なんだろうと、鑑定評価上の。そのときにどういうことが起こっているかということ、銀座のブランドを買うという部分があって、銀座で商売をやっているキャッシュフロ

一よりも高い値段を銀座店につける可能性がある。それはどこで回収するかと云ったら、地方で回収する。地方は銀座に本店があるということの信用力によって、通常よりも高いキャッシュフローを生むだろうと。そういう場合は、投資採算価格は8だけれども、銀座の正常価格は10になる可能性もありますねと。ただ、銀座の投資用不動産だったら、その部分が賃料に反映されるんじゃないかなと。だから、投資用不動産は銀座でも正常価格とイコールになるんじゃないかなとか、いろいろ頭の中の体操をしながら、どうも正常価格でない場合がある投資採算価格があり得る、さっきの高級住宅街もそうですね。という議論をちょっとしたのですが、その辺をどう整理するかということだと思っております。中でもそういう議論をがんがんにやっているということです。

委員 お2人とも正常価格でやるという御意見なのでちょっとお伺いしたいのですけれども、投資採算価格というのは基本的に保有期間は非常に短く考えて、5年前後で考えているわけですね。だけれども、今まで正常価格で収益価格を出すときには、今までの不動産会社は大体そうですね、ビルをいったん買えばずっと持っていたわけです。そのときに、キャピタルゲインを得るか得ないかは別にして、5年ぐらいでさばっていく発想の価格と、ずっと持っている価格では、極端なことを言えば、還元利回りまで変わってくる可能性もあるわけですね。だから、正常価格と言ったときに、収益ビルというのは保有期間をどう考えていたのかというのが一つ問題になってくると思うんです。個人的にずっと持っていくという、資産の三分法ということはもともとありますから、そうしますと正常価格で判定するのは、やはりかなり長いこと持つことも考慮に入れた価格であるべきであって、3方式の併用をすべきじゃないかと。統一採算価格については、価格時点で5年間ぐらいで先を見て買うわけですから、金利とか利回りも毎年変えていかざるを得ないと思うんですけれども。私、多少DCF法にはちょっと異論があるんですけれども、直接還元法でもいいんですけれども、それ一本でもいいんじゃないかと。正常価格は3方式でやって、そして投資採算価格は特定価格として収益還元価格、DCF法なり、直接還元法で出すと、これは自動的に違ってくる可能性はあると思うんですよ。何かちょっと分けるべきじゃないかなという気がしますけれどもね。

委員 感想ですけれども、まず長期的な鑑定評価の将来を考えれば、投資採算価格と正常価格を分離することは理論的におかしいですから、これはちょっと問題があるかなと思います。

それから、先ほどの売却期間の云々ですけれども、本来データが与えられれば、最適売

却時期ってあるんですね。だから、いつ売却するかというのは、NTVの議論を使っても、オプションを入れても、最適な開発時期とか売却時期というのは論理的にはあるわけですよ。もし仮に法律によって最適売却時期を得られないということになれば、それは価値が下がる可能性はありますよね。いわゆる5年後に売った方がいいのか、10年後に、税制も考えなきゃいけませんから、その議論というのは基本的には留保価格の議論をしているのであって、留保価格にばらつきは当然ある。需要者も供給者も、それは割引率も違えば、その人が持っている利用能力、キャッシュフローも違うわけですし、そうすると最適な売却時期も違うわけですし、永久に持った方がいい人もいれば……。それから、投資採算価格の中には収益用しか考慮できないと。これは技術的に無理なのですけども、本来ならば非金銭的な収益というのをいれて本当は価値が求められればいいのですけれども、その辺は難しいんでしょうけれども。ちょっと直感的に言えば、これを分けるのは……。今、確かに、日本のバブルのときの経験で収益は安いんじゃないかとか何か、いろいろ議論はありましたけれども、その慣習の中でこういった投資採算価格というのは特別にあるんだという形で正常価格というものを別個に設けちゃうということが、先生が言われるように、ちょっと論理的におかしく……。10年先を見て、ここではいろいろな価格があるよと思って見ても、10年たって見たら、何でこういう正常価格とあれがあるんだろうということになっちゃうような気がするんですね。

委員 5年と、ずっと保有期間が無限だとしますけれども、5年後に売ったときの価格というのは、ずっと持ったときのまた割引現在価値なりで計算しているわけですから、本当はここで言う合理的な計算をすれば同じにならなくてはいけないはずだと思うんですね。そういう意味では、やはりここで言われている投資採算価格というのは、上の正常価格になるんじゃないかと思うんですね。

委員 学問的なことはわかりませんが、依頼目的に応じて投資家に適正な情報を提供するという見地から、こういう形に立ったと思うんです。

それからもう一つ、先ほど申し上げた継続企業価値ですね。これはやっぱり正常価格でしょうか。一つの箱の中に閉じ込められる、それをもって経営主体としまして誠実に収益を上げるために経営しているわけですよ。そういう場合の価値というのは、正常価格なんじゃないかな。一つの条件といたしまして、「投信法とか資産流動化法に基づく条件を所与の条件とする」というのが入っているんですよ、この中には。それは一つの箱の中に閉じ込めるわけです。投信法の場合は割合自由になっていますけれども、閉じ込めまして、

そして経営主体がそれなりに付加価値を高めて経営していくというゴーイングコンサーンバリューの考え方があった。しかも、余剰資金が生まれましても低利のものにしか運用できないとか、いろいろな制約があります。そのかわり安全であるというふうなこと。そういうことを所与の条件とするということがうたわれてありまして、それでゴーイングコンサーンバリューとしての採算価値というような、ある時点で売りますけれども、そういうような考え方なんです。これが正常価格として割り切れるかどうかという問題も一つあるんじゃないかと。なおかつ、諸外国の価格概念に投資価値というのが随分出てきているんですね。そういうことも考えて……。

委員 送られてきた資料で諸外国の例を見たのですけれども、そこで投資価格と言っているのはコンサル価格のことを言っているような気がするんです。ある特定の投資家が判断の参考とするために鑑定を求めたものと、いわゆる投信法とかSPC法における投資家の保護のための情報開示としての鑑定とは違うと思うんですね。確かに自分たちが不動産を、いわゆるSPCとか投資法人で買うときは、この特定価格の概念を使います。要するに、あくまでも投資用不動産として自分のハードルレートのもとに、また自分の予測のもとに、自信を持ってというか、説明ができる価格で買ってます。そのときに、鑑定が欲しいねというときもあるかもしれませんが。そのときは確かに今おっしゃるとおり、依頼者の個別の事情に基づいて鑑定をしてくれというのですけれども、そうじゃなくて一般の投資家に対して開示する情報として考えた場合は、投資採算価格というものだけを抜き出す、それもいわゆる標準的な投資家を想定するとか、またはさっきおっしゃるとおり、どう将来の読みを見るかによって全然価格が違ってくる中で価格を一本化するわけですから、それよりもむしろ正常価格一本の方が、よりシンプルで、理解がされやすいんじゃないかなという感じを持つわけですね。

部会長 さまざまな御意見をいただきましたけれども、もう一回、この価格概念については検討することになっておりますし、また、さらに収益還元法の体系的な整理とか、あるいは価格の調整といったところでも同じようなテーマで御審議をいただくことになるのかと思います。本日は時間にもなりましたので、今日いただいた御意見を踏まえて、また来月、御検討をいただきたいと思います。

ほかに御質問、御意見はございませんか。特に御発言がなければ、本日の議論は終わらせていただきたいと思います。

### 3. 閉 会

部会長 以上をもちまして本日の議事を終了いたします。

午後0時00分 閉会