

第8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11月22日(木)

場 所 国土交通省土地・水資源局会議室

午前10時00分 開会

1. 開 会

部会長 ただいまから第8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そうですので、お願いいたします。

事務局 おはようございます。皆様方にはお忙しい中御出席いただきまして、ありがとうございます。

本日は、3名の委員におかれましては所用のため御欠席と伺っております。

本日の部会でございますけれども、個別論点の総整理ということで、これまで7回にわたります御審議の中の残された論点につきまして整理を図ってまいりたいというふうに考えております。なお、29日には改定の骨子案というものについて御審議いただきたいというふうに考えておりますので、できますならば御意見集約のほど、よろしく願いを申し上げます。以上でございます。

部会長 どうもありがとうございました。

2. 議 事

(1) 個別論点の総整理

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、ただいま御説明いただきましたとおり、個別論点の総整理について御審議をいただき、可能な範囲で意見の集約を図りたいと思っております。

それでは事務局から資料の説明をお願いいたします。

事務局 それでは説明させていただきます。本日の資料の構成でございますけれども、「個別論点の総整理」と書かれました資料でございますが、これまで7回の部会におきまして五つの論点について御審議いただきました。その結果いただいた御意見などを取りまとめたものでございます。

「その1」とございますけれども、各部会におきまして意見の見解の相違があった事項等を取りまとめております。主に四つの論点につきまして本日取り上げまして、御議論をいただきたいと思っております。

5 ページ以降でございますけれども、その2の「その他部会における指摘事項とその対比について」というところでございます。表現の修正等の御意見でございますとか、あるいは御質問のあった内容等について、事務局としての見解を提示しているものでございまして、本日は「その1」の論点につきまして主に御審議をいただきたいと思っております。

それでは、「個別論点の総整理」の資料に従って御説明をしてみたいと思っております。

まず、「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」でございますけれども、ここで一つ目の論点といたしまして、不動産鑑定評価における「最有効使用」の考え方の内容について若干、特に複合不動産に関する考え方について不明な点があるといったような御指摘がなされました。

論点資料の対応（案）でございますけれども、事務局及びワーキンググループとしての考え方でございます。最有効使用の原則とは、本来「土地」のみでなく「不動産」全体を対象としていることから、「土地」の最有効使用のみならず、土地建物一体としての「複合不動産」についての最有効使用も観念すべきものではないかということをご提示申し上げたいと思っております。

その具体的内容でございますけれども、まず一つ目に、複合不動産の最有効使用は、あくまで標準的な市場参加者の使用方法ということをご前提に、単に建物の用途とか物的な状況のみならず、建物の管理の状態などのソフト面の要因も含むより詳細な内容も踏まえて判定されるものであるということではないかということ。

さらに2番目といたしまして、建物の用途、物的な状態及び管理の状態などが最有効使用と整合していない場合には、現状のままの継続使用、用途変更、取り壊し、リニューアル、管理水準の変更等の面から、いずれが経済的観点から最も高い効用を発揮し得るかということをご検討する。コストとベネフィットを勘案して判定する。その結果、選択された方法が複合不動産としての最有効使用となる。こういった整理ができるのではないかと、ということが最有効使用に関する論点についてでございます。

続きまして2ページでございますけれども、論点の二つ目、「投資採算価格」をどのように整理するかについての観点でございます。

これについての部会における指摘内容でございますけれども、これは多々御指摘がございました。証券化を前提とする取引であっても、現状では一般のマーケットにおける取引と何ら変わらないということから、買い手も最有効使用を考えた上で取得しており、現在のマーケットは実態として投資家がリードしているのではないかと、といったような御指摘。

あるいは、投資採算価格とは限定された条件の下での投資価値を出している。個別の投資家にとっての投資価値ではなくて、ある程度限定された条件をつけた上での投資価値であろうということ。こうした観点から、鑑定評価主体が市場価値ではない価格を表示することが理解されるであろうかといったような御疑念。さらには3番目といたしまして、投資採算価格と正常価格とは一致する場合がほとんどであろうが、今後バルク・セールなどの物件で投資採算性のないものがファンドに入ってくるというような御指摘もいただきました。さらに、手法の問題とする御意見もございます。投資採算価格を求める際の手法を、正常価格が求められる手法と同義とみなせば解決できる問題ではないかといったような御指摘。さらに、複数の価格が鑑定評価の結果として提示されていることが混乱を招いているのではないかという御指摘等々いただいております。

これに対応いたします事務局の考え方でございますけれども、まず、流動化法・投信法に定められた手続において求められる鑑定評価等の価格というのは、いかなる性格のものであるべきかという観点でございまして、まず一つ目でございますが、そもそもこうした法に定められた手続におきまして求められる鑑定評価の目的でございまして、これは法制度の制定時の立法趣旨によりまして、対象不動産が特定資産として運用される場合において、配当等の前提となる不動産の収益力を的確に把握し開示することにより、投資家保護を図るといったことが目的とされているところでございます。

さらに二つ目といたしまして、投信法・流動化法の制定時の立法趣旨でございまして、立法時の国会質疑の内容によりまして、投資法人等による特定資産の取得時を中心として「投資採算価値」を開示することと整理されているところでございます。ちなみに国会質疑の具体的内容を のところで御紹介しておりますけれども、特定資産が不動産の場合、有価証券のような市場がないということ、こうしたことから客観的な評価が困難であるということですので、特定資産として不動産を取得、または譲渡したときには不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえた価格調査が必要とされるという見解が述べられております。

さらには、その際の手法でございまして、その際の評価は、旧SPC法における評価、(対象不動産の収益力を的確に反映するため、キャッシュフローをもとに算定するDCF法を基本とする評価)ということと、同様に適切な評価が行われるべきものであるという政府の見解が示されたところでございまして、こうした立法趣旨から見ましても、投資採算価値をあらわす「投資採算価格」を基本とするということが前提となるのではな

いかということでございます。

続きまして、3ページでございます。

今申し上げたような投資採算価格の価格概念がいかにあるべきか。具体的には「正常価格」になるのか「特定価格」になるのかといったような観点でございます。

この論点の評価の前提といたしまして、そもそも特定資産として運用するために投資家に開示される情報、これは目論見書ですとか規約、約款等でございますけれども、用途、運用方法、管理に係る事項等による制約を所与とするということではないかと。仮に計画等が策定されていない、あるいは詳細まで決まっていなような場合でも、通常、投資家は現状で示された不動産の現況のまま運用されるということを想定するということが一般的ではないかというような観点から、最有効使用を制約する条件があるんじゃないかということでございます。したがって最有効使用と一致するという保証はないのではないかといたような観点でございます。

さらに、正常価格との関係でございますけれども、最有効使用を満たしておりまして、収益性を中心に価格形成が行われている市場においては、正常価格に一致する傾向にあるということは実態としてあるであろうということでございますが、しかしながら、最有効使用と異なる使用方法を前提とする場合には、正常価格と乖離するケースもあろうかという観点がございます。さらに同様に、当該不動産の収益性以外の価値を加味した価格形成が行われている場合には、正常価格と乖離するケースもあろうかというところがございまして、 のところにそれぞれのケースの具体例を示しております。

まず一つ目に、最有効使用と異なる使用方法であるため、投資採算価格が正常価格よりも低位、または高位に求められると考えられるケースの具体例でございますけれども、まず一つ目としまして、現行の利用方法を所与とした場合の収益性が著しく低いような不動産。これは陳腐化が著しい賃貸ビルですとか、最有効使用としてほかの用途が考えられるにもかかわらず、現状用途としてファンド等に組み入れられているガソリンスタンドとか工場などの投資採算価格。これは通常の市場で成立するであろう正常価格よりも低位になるのではないかといたようなことが考えられるところでございます。反対に、極めてすぐれた管理運営等によりまして地域の標準的な水準、あるいは類似する不動産の水準よりも非常に高い収益を上げている事務所ビル等、これは標準的な市場参加者の利用方法を越えるような場合のケースですが、こうしたときには投資採算価格は正常価格よりも高位に求められることもあるのではないかといたようなことでございます。

一方、二つ目のケースですが、正常価格の評価において収益性以外の価格形成要因が強くあらわれるため、投資採算価格が正常価格よりも低位に求められると考えられるケースの具体例といたしまして、収益性は標準的であるものの地域固有のブランド性などが価格形成に大きな影響を及ぼすような不動産、例えばブランド性を有する都心部の高度商業地のホテル、店舗等、既に証券化されているような物件もございますけれども、そういったものにつきましては投資採算性よりも、持つことのステータス性とかブランド性を加味した価格形成が行われているケースもあるであろうということから、正常価格よりも投資採算価格が低位になるというケースもあるのではないかという観点でございます。

以上を見ますと、結論からいたしますと、「正常価格」と「投資採算価格」とはすべてのケースで一致するというわけではない。一致するケースがあるということは実態でございますけれども、すべてのケースで一致するというではないということから、「特定価格」として整理することが適当であると。今回の基準の改定案におけます「正常価格」「特定価格」の定義から照らすと、「特定価格」として整理することが適当と考えられるというところでございます。以上が投資採算価格についての論点でございます。

続きまして4ページ目でございますけれども、論点(3)新たな特定価格の例示のあり方についてでございます。

これにつきましての部会における指摘事項といたしましては、現行の実務指針、これは不動産鑑定協会において定められております実務指針等におきまして、先行的に「特定価格」と位置づけられているものをどのように例示するべきかといったような観点から御指摘をいただきました。

これに対する対応(案)でございますけれども、新たな「特定価格」の定義(案)に沿って、適用される場面が明確にわかるように、法令名等をできるだけ明記するなど、可能な限り具体的に書き込むこととしてはどうかということでございます。

記載の例といたしまして、縷々挙がっておりますけれども、投信法・流動化法によるものが1番目の例でございます。さらに、民事再生法に基づく評価目的のもとで、早期売却を前提とした価格を求める場合、3番目といたしまして、会社更生法または民事再生法に基づく評価目的のもとで、事業の継続を前提とした価格を求める場合。さらに金融再生トータルプランに基づき不良債権担保不動産の適正な評価が求められる場合。こうしたものをできる限り具体的な形で書き込むこととしてはどうかということでございます。

以上が価格概念の明確化に関する論点についての見解でございます。

続きまして、収益還元法の体系的整理についてでございますけれども、ここで論点（４）でございますが、DCF法と直接還元法との適用のあり方、特に使い分けをいかにすべきかということに関しまして御指摘がございました。

部会における御指摘内容といたしましては、投信法・流動化法に基づく評価以外の場面で、直接還元法とDCF法をどのように使い分け、適用すべきかについては意見の相違があったということでございます。

論点資料の５ページでございますが、当初部会におきましては、Ａ案、Ｂ案という形でお示したかと存じますが、Ａタイプといたしましては、流動化法または投信法に基づく評価目的の下で、投資家に示すための投資採算価値をあらわす価格を求める鑑定評価。これはDCF法の適用を必須とすると現行も整理されておりますので、これについては特段御異論がなかったかと存じます。

ここで御議論が分かれたのがＢタイプとＣタイプのものでございまして、Ａタイプ以外のものにつきまして、DCF法の適用を原則とすべきか、あるいは選択的に適用すべきかという観点から御指摘をいただきました。

ここで整理した結果でございますけれども、まずＢタイプとＣタイプを分けて考えてはどうかという観点でございます。Ｂタイプといたしまして、流動化法・投信法以外の方法によります不動産の証券化に係る鑑定評価等で収益性をより厳密に反映させることが求められる鑑定評価の場合。こうした場合には、DCF法の適用を原則としてはどうかということでございます。ただし、必要なデータが欠如する場合には、直接還元法の適用も可とするということとしてはどうかということです。

さらにＣタイプといたしまして、その他の不動産の鑑定評価におきましては、DCF法と直接還元法とを適切に選択し、または併用するというところではどうかという整理をさせていただければというところでございます。

なお、ＡタイプとＢタイプの評価に関しましては、ここは物件精査に関する論点でも御議論がございましたけれども、当然のことながら、不明事項があった場合には、専門家に依頼するような物件精査が行われるということが前提となるということでございます。

以上が主要な四つの論点についての御説明でございます。事務局からの説明につきましては以上でございます。

部会長 それでは、ただいまの説明に関しまして御質問あるいは御意見がございましたらお願いをしたいと思います。論点が四つございますので、一度にすべての論点を審議

すると意見も錯綜して後でまとめにくいと思いますので、まず論点についてそれぞれ御意見をいただきたいと思います。論点（１）から（４）について順番にいきたいと思います。

最初に論点（１）の不動産鑑定評価における「最有効使用」の考え方について、これについて御意見を出されましたのが委員だったと記憶しておりますが、いかがでございましょうか。

委員 私の基本的な考えは、正常価格と最有効使用というのをセットにするということがいかなものかというのが原点です。私の感じでは、正常価格と最有効使用というのは系の縦と横のような関係で、そういうふうな形で結びつくものであって、正常価格の中に条件として最有効使用という用法を入れるということはいかなものかというのが基本でございませう。もし、正常価格と最有効使用を結びつけて論ずる、あるいは行うということになると、最有効使用の概念というものを従来よりもかなり広く解釈しなければおさまらないのではないだろうか。大体基本的な考えはA Iの教科書の最有効使用の考えにのっっているように私は考えておりますけれども、日本の場合、一つは、土地を重視するという慣行がまだ残っていると思います。それと、アメリカの教科書だと積算価格はかなり低い位置に置いておりますけれども、依然として実務上は積算価格というものはかなり利用しなければいけないのではないだろうかというふうに考えています。そういう段階で、用語上何となく意味的にとれるところかあるのですけれども、例えば積算的に持ってくる時に建て付け減価みたいな話というのは、余りA Iの教科書に見られないのですけれども、そんなような話とか、あるいは従来の実務の何となく暗黙に了解していた点としては、土地残余法を行う場合に、古い、あるいは機能陳腐化とか、そういったような形で賃料が新規のものよりも劣っているものを、例えば土地残余法で出したものは更地でないというような感じの言い方の中で、最有効使用という概念が必ずしもA Iと違うような感覚も入っているというふうに私自身考えておりますので、その辺の点で整理をしておかないと、実務上かなり混乱をするのではないかとこのように一つは思っています。

それと、後でも出てまいりますけれども、例えば契約条件を所与としたようなものというようなものがあり得るわけですが、この投資採算価格のところに出てくるかと思うのですが、「制約を所与とするものは最有効使用と一致する保証はない」ということでございますけれども、そういったようなケースは結構あるのですが、それも正常価格と認められないというふうになりますと、従来の正常価格で一般的に処理していたものが正常価格以外になる可能性もある。

それと、これは御検討いただければいいのですけれども、使用上の問題として、最有効使用でないと、極端に言えばぎりぎりでだめになったと、ちょっと理論の話ですから。そうすると、その物件は更地として見るのか、あるいは複合不動産として見て最有効使用のものを建てた状況をまず出して、それで取り壊し費用をマイナスするという評価になるのかということにもしなるのであれば、依頼者としては、それ自身をもうちょっと使っていたいんだ、これがいくらだというものを見ているのに、それには触れずに、専らその建物は取り壊しの費用算定の道具に使われるだけで、そのものの値段はなくて最有効使用の建物と、自分は建てようと思わないけれども、そういったものを想定した評価書が出てくるということになり得るのかどうか。これは御検討で、今余り言う話ではないかもしれませんが。そういう問題も出てくるのではないかというので、私自身は基本的には、最有効使用の概念とこの正常価格とを結びつけることがなければ、最有効使用の概念というのはそんなに広げないで済むのかなというのが基本ですので、疑問を申し上げました。以上です。

委員 僕もその意見に少し賛成なところがあるんですけども。例えば、正常価格と最有効使用を結びつけないという例ですけども、ここに「具体的には」と書いてあるのですが、 の「現状のままの継続使用、用途の変更、取り壊しか」と書いてありますけれども、前も言いましたけれども、これは今じゃなくたっていいわけですね。今建て替えるのは経済的ではないけれども、5年後にはそういう状況が来るかもしれない。そうした場合には、この建物は、経済的には今建て替えるべきではないというのは最有効使用なのか、それとも……という話が出てきちゃうんですね。だから、ここで定義している言葉を見れば、今すぐ建て替えないという選択の場合に、現状の使用のままというのが最有効使用ということになるかもしれませんが。それからもう一つ、不動産の価値というのは、建て替えなくても何年後かにそれが用途の変更の可能性があるのであれば、当然不動産の価格というのは、そういったオプションを織り込んで価格は形成されるんですね。例えば、今、駐車場であっても、今建てるのは損だと。今建てるのは損だというのは、まだ地域が熟成していなくて、例えば建てたらかなり空室が当初は発生するだろうと。そういうふうに見込みが立つのであれば、数年後に建てた方がいいだろうという選択。今建てるべきじゃないんですね。そういったような場合に最有効使用はどう考えるのかと。現状の利用を判断してどういう利用をすべきかということで最有効使用を判断するのか。それとも、今建てるとすれば5階建てだと、5年待てば10階建てが建つといった場合に、将来地域が熟成して10階建てになったときを最有効使用と考えるのか、今すぐ建てた5階

建ての方を最有効使用と考えるかということもあるのですけれども、一番マキシマムな価値を出すのは、今建てるのではなくて、駐車場として活用して5年後に建てるのが - その人の判断ですけれどもね。そうした場合に、最有効使用とはどういうふうに言うのか。今ちょっと更地と言ってしまったからあれですけれども、それは建物が建っていてもいいのですけれどもね。それは建物の価値がゼロになったときに建て替えの時期なのですけれども、ゼロではないと。でも少なくとも、だれが見ても最有効ではない。今、3階建てだと。現状の考えで10階建てが最有効だと考えると。ところが、まだ建物価値はゼロになっていない。これは建て替えのコストとかいろいろなことを考えれば最適建て替えのタイミングというのは出てくるわけですけれども、そういうことは十分あるわけですね。そういうときに、3階建ての建物を複合不動産として最有効使用と言ってしまうのか。その辺の判断が非常に難しくなってきた、委員が言われるような形の正常価格と最有効使用というのを切り離して考えれば、もう少し最有効の概念をフレキシブルに定義できるというのか、考えられる。今、何かすごい静的なんですよ。最有効に直接結びつけてしまうというのは。もっと動的、不動産の価格というのは動的についているわけで、今もし最有効というものを性格的に押さえていて、かなりミスリードなんですよ。

委員 ちょっと申し忘れたのですけれども、文句ばかり言っていて。この整理に関しては、私は非常によくできていると。具体的に1、2の整理は大変よくできていると思っておりますけれども、私の考えは先ほど言ったようなことでございます。

部会長 先生、今おっしゃられた正常価格と最有効使用を結び付けることが.....。

委員 私はこれでいいと思うんです。やっぱりここで重要なのは、標準的市場参加者が将来の予測も含めてどう考えるかということですね。最有効使用は現状使用を所与として将来の建て替えをも考えている、標準的な市場参加者がどう考えるかと、そういうものを前提とした価格であり、その最有効使用というのは、限界生産力と申しますか、限界効用均等の法則というのがありますから、そういうものに基づいて行動するという意味で恐らく最有効使用ということを入れているのではないかと思うのです。これは私も学者ではないからわかりませんが。

ただ、その場合に、現在の市場が不完全市場である、現実の市場であると。供給者側、需要側の留保需要が交錯するところで、限界生産力と申しますか、収益力が均等するところで価格が決まる。それが最有効使用であるというふうに考える場合に、この現実の不動産市場というのが完全競争市場との対比においてどういう条件が劣っているのかというこ

とは、やはり解説などで明らかにしておく必要がある。そういうようなことが考えられるのではないかと思うわけです。そういう意味で、標準的市場参加者という概念は非常に大きな、先行きも含めまして大きな意味を持つものではないかと思います。

委員 それはいいんですけれども、例えば、今すぐ建て替えるべきじゃなくて、5年後に建て替えるべきだと。5年後に建て替えるべきものを最有効使用というのか、今建て替えるべきじゃないと判断したのを最有効使用というのですか。どういう……。

委員 それは全部含めて。将来の予測も含めた、そういうものではないかと思うんです。

委員 ここからは読めませんよね。

委員 それを想定いたしまして、最有効使用かと。

委員 一般にこの文章からそういうふうにも読めるかどうかということですが。そういうことも全部含めて、動学的なことも含めて最有効使用というのであれば、そういうふうにも読み取れるかどうかという話ですよ。

委員 現在の基準も、取り壊しとか用途変更という三つのパターンを載せているわけですね。

委員 今だけじゃなくて、将来という……。

委員 現基準も。現基準もそういうことを予定していると私は解釈していましたけれども。

委員 だけれども、そこまで読んでいるかどうかですよ。

部会長 のところですね。

委員 今建て替えるべきじゃないけれども、数年後に建て替えるのも、それを考慮するという、それを全部含めて最有効使用と今おっしゃっているから。

委員 「現時点」という表現の問題ですね。

部会長 事務局はいかがですか。

事務局 事務局としては、今の御指摘のように、将来建て替える期待も含めて、現況の建物が例えば老朽化しているとか、容積率を満たしていないとか、そういった場合であっても、将来の建て替え期待を含んだ形で市場参加者が価値判断を行うということであれば、現況用途をもって最有効使用と観念し得るのではないかと。そういった趣旨で表現をしているのですけれども。

事務局 将来的な時間のあれも全部見て……。事務的な話をして申しわけございませんが、「最有効使用って何」と書くときに、書き方は複雑になるかもしれませんが、

ここで言う「最有効使用の考え方」ということで申しますならば、今、委員の先生方から御指摘があった、そういう将来のことも全部含まれていると考えております。

委員 動学的な土地利用の変化とか、そういうことも含めて最有効ということですね。

事務局 ただし物差しはもちろん標準的な市場参加者がどう考えますかということです。

委員 もちろんそれはいいですけども。

委員 例えば暫定的使用というのは最有効使用にするんですか。

委員 今の話だと、暫定的使用も最有効なんですね。5年間そういつて最適な時期に建て替えるという、全部含めて最有効という概念ということですよ。

部会長 御意見を。

委員 この前の議論のときも申し上げたのですが、最有効使用を定義するときに必要なのは、さっき先生もおっしゃいましたけれども、この「標準的な市場参加者」という定義をきちっとしておかないと、今のようになっちゃうなど。あのとき私が申し上げたのは、市場参加者の定義の中に将来の予測をする力を持っている人と資金調達力を持っている人を合理的な市場参加者というふうに定義をしておけば、将来予測、きちんと金も持っている、そういう実際に買える人になりかわって鑑定士がやるわけですから、そういう市場参加者になりかわって鑑定評価をしようとする、ここの文章の表現でいいのではないかと。この「標準的な市場参加者」の定義をそういうものもちょっとつけ加えておけばいいのではないかとというふうに思いますね。

委員 非常に興味があるのですが、地価公示に絡みまして国土庁土地鑑定委員会の収益還元法検討小委員会が検討した結果が鑑定協会の会員に配布されているんですね。私はメンバーでも何でもないのですが、たまたま必要があって読んでいたのですが、最後にこういう文章があるんです。これは地価公示の新方式を発表したときのことで、「今回の検討において、賃貸事業の経営者から賃貸事業経営の実態についてのヒアリングを行ったが、時間的な制約もあり、この実態を分析し、十分に反映させるまでには至っていないので、今回は参考とするにとどめた。これらの分析の結果を踏まえつつ」 - ここからなのですが、 - 「標準的な投資家の行動について、今後よりの確な実証分析をする必要がある」と。まさに委員のおっしゃったとおりのことが、7年前でしょうか、指摘されているんですね。たまたま必要があって読んでいたら、こういう文章にぶつかったのです。

部会長 この「標準的な市場参加者」の定義につきましては、基準の本文に入れるのか

どうか、それはまた事務局の検討もあるでしょうけれども、一応留意をさせていただいて、解説に入れるか本文に入れるか、何か……。

委員 それは従来の基準でも、良識と通常の使用能力を持つ者というのが前提で当然入っているわけですよね。それは前の基準に入っているのです。

事務局 何回目か忘れましたが、委員から御指摘を受けて、実勢的なものでなくて将来という、予測についても、何というんでしょうか、そういう標準的な姿ということを引きちんとしてくれという御意見があったと思いますけれども、それを受けてたしか、「賢明に予測し」という言葉を入れたように思います。ただ、それではいま一つよくわからないということもあろうかと思しますので、その内容について、さらに下の下のレベルというのでしょうか、詳述することにしたいと思います。

委員 ちょっとくどいようなのですけれども、最有効使用を正常価格とくっつけるということは、もう論点にならないんでしょうか。アメリカのAIの最有効使用の定義をお使いであれば、「利用当事者は自己の最大利益とみなされることのために行動すること」というのが今度の正常価格の定義の中にはないんですね。そのかわりに「最有効使用であること」ということが入っているのですが、こういったような市場の観念でこれを整理すれば、ある場合には最有効使用的な、要するに、自己の最大利益とみなす行動をとるということで市場性とセットで考えられると思うのですが、その辺の御検討は今後はないんでしょうか。

部会長 事務局、いかがですか。

事務局 対象不動産の最有効使用を前提とした価値判断を行うということでございますので、先ほども申し上げましたが、現状のままの用途であっても将来の期待も含めたもの、将来の建て替え期待も含めたものをもって市場参加者が参入している、そういう状況が認められるのであれば、現況の用途であっても最有効使用と観念できるということは事実でございます。

委員 前提としたということは、最有効使用だということですね。最有効使用を考慮するというのではなくて、最有効使用か、マル・バツですね。最有効使用でなきゃ正常価格じゃないと、こういうことですね。

事務局 最有効使用を前提としたものです。

委員 前提というのは、それを頭に置けばいいということですか。要するに、最有効使用であるか、最有効使用の観点からいろいろ見るというのまで広げるのか、そういう話は

もう……。最有効使用じゃなきゃだめということですか。

事務局 特別な価値観とか動機を持った参加者ではないということですね。市場参加者に関しましては。

委員 経済原則というのか、自己の最大利益のために行動するというのが経済人とか市場人の一つの定義になっていますね。そのような意味ではなくて、使用までこれに特定すると。こういう意味ですか。「前提として」というのが、どういう……。間違って解釈しているのかなという気がするのですけれども。「前提として」というのは、最有効使用でなければ正常価格とならないと、こういうことでしょうか。

部会長 どう思われますか。

委員 深く考えたことはないので何とも言えないのですけれども、多分、前提としてでなければ正常価格じゃないと思います。

委員 もうマル・バツですね。最有効使用じゃないとだめ、正常価格じゃないと。こういうことですね。

委員 最有効使用の判定が難しいと思いますね。

部会長 いかがですか。

委員 一つ質問なのですけれども、この対応(案)で「最有効使用について土地のみでなくて複合不動産についても観念すべきものである」と書いてあるのですけれども、これは具体的に評価書にも土地の最有効使用と複合不動産の最有効使用というのを明記すると、そういうイメージなんですか。

部会長 まず先に、先生から出ました「最有効使用を前提として」という、「前提として」ということについて、前提として正常価格を求めるということについて、事務局の結論は何でしたか。

事務局 要するに、正常価格として鑑定するときに、その前提となる状態をどう言うかといったら、それは最有効使用ということだと思います。

部会長 そういうことですが。

委員 とりあえずわかりましたけれども……。

部会長 今、先生の質問が重なってしまいましたので、どうぞ。

委員 対応(案)でここに出されている「最有効使用について、土地のみでなくて、複合不動産についても観念すべきもの」というふうに書かれてあるものというのは、実務的に評価書上、土地の最有効使用、それから複合不動産としての最有効使用というのを明記

といえますか、書くというイメージですか。そういう意味なのでしょうか。

部会長 両方を併記するということですか。そういう意味ですか。土地の最有効使用、それから土地・建物の最有効使用と。

事務局 そうのことだと思います。土地の最有効使用ということは、ベストプランニングの観点から判定するということは事実ございまして、複合不動産としての最有効使用というのは、建物が既に建っていることによる制約下での標準的な参加者の価値判断に基づく使用方法ということでございますから、当然、土地の最有効使用と複合不動産としての最有効使用とは一致しないケースがあるということは、そのとおりだと思います。

委員 評価書情報を書く。

事務局 表記するかどうかは別といたしまして、概念上の整理としては、そのようなことになろうかと思います。

委員 それと、正常価格の定義にこういう形で、最有効使用を前提としたという価値判断を行うということで書くというのは異論はないのですけれども、例えば企業が持っているような社宅であるとか、あるいは金融機関が持っている店舗であるとかいうのは、往々にして容積率を消化していないようなケースが非常に多いわけですね。なおかつ築年が新しいようなものを評価する場合に、私も不勉強であれなのですけれども、例えばインウッドですか、そんな手法でやるということになるのかなと私自身思っているのですけれども、その辺の評価手法について解説なりにきちんと書いておいた方が混乱を招かないでいいのかなと、そんなふうに感じるのですけれども。

部会長 わかりました。御意見として承っておきます。

この対応(案)について、御意見をお願いします。

委員 私は鑑定そのものをやっていないので、皆さんがおっしゃっていることは、鑑定をする身になれば大変なことをきっと議論されているのかなという気はしますが、現実の標準的な市場参加者というのをどう想定し得るのかといたら、鑑定の現場においては大変なんだろうなという気がします。簡単に言うと、売り手の方はより高く売りたいわけですから、当然みずからも最有効利用、さっき先生がおっしゃった「自己の最大利益のため」というのは、非常に現実はぴったりすると思うのですが、当然、売り主はこうすれば土地は利用できるんだからもっと高く売れるはずだということを一生涯懸命考えますし、買い手の方も、当然買わなきゃいけないとなれば、そこで一体どれだけ収益を上げられるかということを考えて、結果は低い価格を出すのでしょうかけれども、考えることはきっと、

どうやったら一体最大の利益を上げられるのかと。ですから、標準的な人ってだれかというのは非常に現実には難しく、いくら最有効利用をお互いに考えても、取引として成立しなければそこに何の意味があるんだろうという気はするわけです。そういうものを含めて、余りこの「最有効使用」という言葉だけにスティックするのではなくて、もう少し広い意味で正常価格というものを議論しないと、なかなかつかみ切れないんじゃないかなという気がしております。

部会長 わかりました。論点(1)については一通り委員の先生方から御意見をいただいておりまして、一応、対応(案)について大きな意見の相違はなかったというふうに考えます。

次のページですが、論点(2)に移りたいと思います。投資採算価格をどのように整理するかということにつきまして、対応(案)では、投資採算価格を正常価格というふうにまとめておりますが、これにつきまして先生方から御意見をいただきたいと思います。

委員 基本的には投資採算価格が高い場合も低い場合も、何か特定な条件、投資採算価格というのは基本的には需要者あるいは供給者が値付けするときに、自分がどういう利用をしていいかということ的前提にしてつける値段ですから、当然それがベースになってバーゲンが行われて取引が成立するという種のもので、例えば特定の投資家の投資採算価格を取り出すとか、あとは特定の条件のもとで、この例で言えば、本当は最適に利用するためには建て替えた方がいいけれども、これが条件になっちゃっているとか。あとは、自分では収益が十分上がってないと思っても、売り抜けられないと。売ればいいのですけれども、売り抜けられないと。だから10年間保有し続けなきゃいけない。その収益を享受せざるを得ないというような特定な条件がついているということであれば、そういった特定の条件のもとで投資採算価格を求める、それが何か特別ポツと出てきて正常価格とは別個のものとして評価されるというのは、何となくいいのかなと。そういう特定の条件をきちっと明示している場合だけですけれども。ただ、漠然と投資採算価格と言われちゃった場合には、これはもう正常価格というか、バーゲンをするための一つの道具ですから、供給者とか需要者が持っている道具ですから、その道具自身がポンと、正常価格を求めるための道具自身がひとり歩きするのはどうかと思うんですね。あくまでも何らかの制約がついた下でという、もうどうしようもないというような下で何か正常価格とは別個に取り扱われるというのは別に、そういうことを明記しておけばいいのかなとは思いますが、普通はこれだけがポンと取り出てくるというのは、コンサル価格になりますから

ね。ある人が、「あなたの投資価格はこうですよ」と言うのだったら、それはそれでいいですよ、コンサルですからね。そういうコンサルするあれじゃなくて鑑定評価としてピンと出てくるのは、これはやっぱり何か特定の条件が必要かなと思いますけれどもね。

部会長 実務をされておられる先生はいかがでしょう。

委員 何度も話すようなんですが、鑑定として投資採算価格を出すことについてピンとこないところはあります。先生もおっしゃるとおり、投資採算価格というのは当然これは不動産を買う場合に、特に証券化で買う場合は、投資採算価格で算出するわけです。それは、ある投資家像を当然想定して考えるわけですね。例えば今の金利情勢、不動産の今後の賃貸マーケットはどうか、そういうことを含めて、いわゆる証券化においては投資家みずからが価格を出すわけじゃなくて、あくまでもそれを組成する人が価格を出すわけですね。そのときに当然、自分が出した価格が投資家に受け入れられなければ証券化はとまってしまうわけですから、相当マーケットを我々も判断して、最後はちゃんと投資証券なり、または優先出資証券なり、または社債なりで売れるものを想定して価格を弾くわけですね。ですから、それが投資家保護にとってどうかというのは、結局は高いか安い、投資家を買うかどうかの判断になってきます。そのときにやっぱり重要なのは、鑑定としての投資採算価格じゃなくて、投資採算価格を出した証券化の組成者のプロセスであり、または情報開示、そのビルならビルが一体どういうスペックを持っているのか、どういうリスクを持っているのか、またはどういうトラックレコードがあったのか、そういうことがむしろ開示されることによって、投資家はこの不動産を例えば100億なら100億で買うことが妥当なのかどうか、そういう判断をするんじゃないかと思うんですね。とはいうものの、なかなかわかりにくい不動産価格ですから、法的にも不動産鑑定による鑑定評価を踏まえて第三者が価格調査をしてくださっているわけです。そこで使われる鑑定評価というのは必ずしも投資採算価格じゃなくても、もう少しフレキシビリティがあっていいような気がするんですね。

実際に現場では、実は私もこの部会に参加するまでは、こんなことを言っちゃっていいのかわかりませんが、余り意識を持たずにやってきまして、実際使われる鑑定評価も、オリジネーターの方がとられた鑑定評価を例えば会計士さんとか弁護士さんに見ただけでチェックをしている場合もありますし、それはどういう鑑定であっても、それを踏まえてもう一回価格調査があるわけですから、余り投資採算価格というものにこだわらない方がいいんじゃないかなと。むしろ投資採算価格は、証券化でいけば投資を仕組む人

が出す価格であって、それに対して投資家が判断するのは、情報開示がしっかりされていれば、それによって投資家が判断する。確かに第三者の鑑定評価に対する調査というものも参考情報の一つとするということですが、余りぴたっと合わせる必要はないという感じはいたします。

部会長 対応(案)によれば、立法趣旨からして流動化法とか投信法に定められた鑑定評価額というのは投資採算価格を基本とするということで、事務局案としては投資採算価格は特定価格として成立するということなのですが、前々回でしたか、先生が投資採算価格については正常価格であると御自分のお考えを述べられましたが、今回はいかがでしょうか。

委員 若干変わりました。というのは、Jリートなんかで考えれば正常価格と投資採算価格は一致しておかしくないなと思っているんですけども、SPCだけ使う場合なんかは、制約がつく案件が多いんですね。工場をオリジネーターがリースバックするという前提で7年後償還するとか、そういういろいろな制約がつくケースがありまして、これは最有効使用になりませんから、正常価格にならないケースがあるなということを考えます。

それから、今日これを御説明いただいたときに、3ページの上の方の「制約を所与とする」というのが重要な言葉だと思いき、中段にある「現行の利用方法を所与とする」というのも重要なポイントだと思いきし、それから4ページ目のところに書いてある「特定価格というのは何か」というと、「こういう法律に基づく評価の場合ですよ」というふうに一種限定するというか、そういうポイントも重要だと思いきますが、先生も今おっしゃったように、何らかのことを所与として評価するということになる、私はそれでも正常価格だと言っていましたけれども、これは特定価格とまとめた方がむしろいいのではないかと。ですから、基本的にはこの方針で賛成だということに変わりました。

部会長 わかりました。現状を所与とするという評価なので、この案に御賛成ということですね。

いかがですか。

委員 ここに例示で出ている、例えば陳腐化が著しい賃貸ビルの投資採算価格が正常価格より低位だとか、この辺は私は全然ピンとこないんですけども、陳腐化が著しいビルであれば、それに基づいた投資採算価格というのは正常価格と多分一致するんだと思うんですけども、そういうことはちょっと別として、結論としては正常価格と投資採算価格というのはすべてのケースで一致するとは限らないと思いきしますので、特定価格として整理

するというところでよろしいんじゃないかと思えます。

委員 私も正常価格のところは割とこだわるんですけども、あとの価格概念についてはなるべく広く取り入れると。言い方は悪いですけども、いろいろな名前をつけて取り入れるという基本的な方向に賛成する立場をとっておりますので、こういう一つの価格概念というものをつくることは基本的には賛成です。

ただ、「制約を所与とする」というと、またこだわりますけれども、最有効使用じゃないというのは、割と汎用性のある表現なので、正常賃料なんかを出そうとすると、ここでは2階建てしか造ってはいけないよという契約をしていて、そのときに賃料を出すとすると、それは制約を条件とする。そのときは正常賃料じゃなくて別の賃料になっちゃうというストーリーにもなり得るわけですね、さっきの最有効使用だと。ですから、この「制約を所与とする」というのは、ちょっと工夫が必要かなと。もし最有効使用以外でいこうということであれば、という感じはしております。

部会長 御意見を。

委員 これに賛成です。具体例といたしまして、最もわかりやすいのは会員制ゴルフ場ですね。ゴルフ場は御存じのとおり、会員制であれば、利益を上げる必要はないとっては語弊がありますが、毎年毎年の運営が収支とんとんであれば会員制ゴルフ場は成り立つんです。コースとかクラブハウスとか固定資産に対する投資は、会員からの入会金で賄えるんですね。その入会金が、バブル時のように常に高い金額を維持しますと、市場で売却すれば会員は回収できますから、別に返還請求権は生じない。そういう前提のもとで多額の資金を集めれば、それは資本コストはゼロで100億なら100億でゴルフ場はつくれるわけです。それはそれで返還請求権も行使されていない。その会員の相場が高ければ積算価格もそれで成り立ちます。ところが、今のようになると、とてもそんな投資はできません。ただし、資本コストゼロであれば運営はとにかく成り立っている。したがって正常価格は、例えば会員権が下落して10億になれば、100億の積算価格のものが10億。正常価格10億です。ところが、運営費はツーペイでいいというそういう資産ですから、キャッシュフローからは純収入は生まないということになります。そういう具体的なものが証券化されると、金だけ集められてキャッシュフローで返還できない。極めて顕著な例ですね。こういうものがありますから、やはり投資採算価格というものを明確にしておく必要はある。こういうふうを考えます。

委員 ちょっと質問したいんです。3ページのところの「地域のブランド性などが価格

形成に大きな影響力を有する」と。ブランド性を有する高度商業地のホテルというのは、土地にブランド性があればいいんですけども、行う人にブランド性があるというのはここには含まれてないわけですね。A Iの価値の中に投資価値というのがあって、それは特定の人にとっての価値という言い方であるわけですね。この投資採算価格というのと投資価値というのは全く違ってくるのか、その辺はどうなんでしょうか。

事務局 AIにおけます投資価値というのは、御指摘のとおり、個別の投資家の条件による投資価値ということは認識をしております。ここで言うブランド性との関連でございますけれども、ある特別の動機があって、例えば一人の者だけがそういったブランド性を重視するといったようなことではなくて、その地域の標準的な市場参加者がブランド性を加味した価格形成を行うと。そういった動機を持って参加者が入ってくるということが観念できる、そういったサブマーケットとでも申しますか、そうした地域であるとするならば、一般的な正常価格として観念できるんじゃないかというところでございます。

委員 ちょっとわからないんですけども、例えばブランド性がある不動産の場合、証券化はうまくできるんですか。いわゆるブランドがそのマーケットで評価されなかったら、証券化しない方がいいですよ。持っていて初めてブランドであって、証券化されちゃったらブランドでなくなっちゃうのであれば、こういうのはどうなんですか。

委員 今、比較的ブランド企業も、所有することによってブランド性をあらわす人もいますが、今はかなり流動化の流れになっていまして、不動産はオフバランスしようという動きは結構多いです。その際にやはり広く投資家からお金を集めた方が、若干卑近な話題ですけども、より高く売れる場合もあるわけで、1対1でマーケットで交渉するよりは、証券化してより多くの投資家の参加を促す方が有利に売却できる場合もあるので。問題は投資家はそのブランド性を認知して、利回りが低くても投資するかどうかですね。我々がやるときには、例えば表参道の一等地でも、これが5年後は本当にそこまで維持しているのかどうかと。テロが一つあるだけでクリスマス商戦が大変なことになるということがありますと、当然我々の価格評価も変わってくるわけですね。そういうところで、証券化を仕組む方としては、そういうものを全部織り込んで価格をつけるわけですね。それをやらないと、証券化仕組みました、証券発行しました、だれも投資家は買いませんじゃ意味がないわけで、そういう意味からすると、さっき申しましたが、投資採算価格というのは我々組成する方にとってはものすごく重要な要素であって、ここで間違えると証券化できないわけです。投資家の方ばかり見ているとリスクばかり負い込みますから、どうしても安

目になる。オリジネーターの方はそれじゃ嫌だと。そこをどうバランスさせるかというのは、極めて重要なんですね。

ですから、私が思うに、投資採算価格があることは事実ですし、それをまさに私たちは本当に神経をいつも使って決めるわけですね。それと一方、同じ考え方で、鑑定でそれが出てきてしまうことが、どういう意味があるのかなと。それはだから、やっぱりコンサル価格に近い。組成者が価格を決めるときに第三者はどう見ているんだろうという話かもしれないと思うんですが、投資を今から判断する人がどういう鑑定を本当に使いたがっているのかなというのは、まだよくわかりません。そこは今Jリートの方をやっていまして、やはり投資家の方も、中には鑑定評価を見せてくださいという方がいらっしゃるようです。現実にはまだ見せてないと思いますけれども、そこでもし開示することになった場合、投資採算価格というものがどういう意味を持ってくるのか非常に微妙な問題になりますね。特に欧米のように、賃料が10年先、15年先まで決まっているものの投資採算価格というのは、比較的だれがやってもそんなに大きな違いはない。最後はキャップをどれだけ見るかということになると思うんですが、日本のように2年ごとに賃料が変わってしまう、そういう場合においてDCF法を使っての投資採算価格というのは、非常に微妙になってくると思うんですね。どっちかという、私なんか正常価格の中で、その物件が既に投資家の間で出回るような物件になっていけば、結果としてやっぱり投資採算価格になるような気がしますし、余りいろいろな概念を加えないで、正常価格の中で鑑定士の方がどういうふうに判断したのかという、そのコメントがあれば、私は対応できるんじゃないかと。事実、ジャパンリアルエステイトにおいてはそういうようなことが目論見書に記載してあります。正常価格でやっているけれども、これは実際には投資用不動産のマーケットのビルだから、収益還元を中心に行いましたと、そういう注記がついているわけですが、そんなようなことで対応できるのかなという気はしております。

委員 特定価格イコール投資採算価格というイメージをとられるのが、ちょっとおかしいかなと。もし仮に、SPC法とか何らかの法律とかで制約されたのだったら、そういうマーケットがあるはずなんですよ。どこだって投資採算価格というのは出てくるわけですから、その中で投資採算価格を重視せざるを得ないというストーリーだったらいいんですけれども、何か投資採算価格だけポツと出てくるというのが、何となく気にはなりますけれども。ストーリー的に。

事務局 先生がおっしゃいましたようなことは事務局としても認識しています。投資採

算価格を裸で特定価格のところに記載しようなんていうことは考えていません。ここで全部貫徹できたかどうかわかりませんが、例えば3ページの一番上に「上記」というものをつけるとか、後でDCF法を使うときにもきちんと最初から長たらしく書くとか、そういう頭で考えておかないと、あくまでこの投信法とかの中での求められている制約下で出される投資採算価格というふうに考えていかなきゃいけないというふうに認識しております。

事務局 正常価格と特定価格が全く別物だとか、特定価格といったら変な価格だとか、そういうふうに考えなければいいのではないかなと思うのですよね。そのときに投資家にとってどういう鑑定をするのが一番いいのかということだと思うのですよね。例えば、先ほど先生が言われたように、ガソリンスタンドをSPCでやるときは正常価格にならないですよ。だけれども、投資家向けには、ガソリンスタンドとしてキャッシュフローがどういふふうに出てくるかということで評価をしないと、ここはマンション用地になるからマンションで値段をつけますよということになると、ちょっとおかしな情報を流すことになっちゃいますよね。投資法人が買うとか何とかいうときは、ちょっと別だと思うのですよね。例えば銀座のえらい高いビル、キャッシュフローは余り生まないのに高いビルというのを、多分投資法人は買わないんじゃないかと思うんです。収益率が低いから。

委員 かなり微妙なところですね。

事務局 微妙なんです、将来的にキャピタルゲインが出てくるとか何だというやつがあれば別ですけどもね。そういうのを除けば、そこまで考えてなかなか鑑定はできないんだろうと思うんです。そういうことから考えると、例えば銀座の店舗だってSPCで資金調達をしようというときはありますよね。そのときはやっぱりそのときのキャッシュフローを前提に標準的な利回りで評価をするという方が、ブランド性を足し算したやつよりはいいんじゃないかなと。そのときには、多分ブランド性を足し算したやつが正常価格であって、そのSPCのためにやるやつは投資採算価格という乖離が出てくる可能性はあるということじゃないんですか。

委員 ガソリンスタンドの例があったんですけども、必ず最後は出口が要るわけですね。出口価格でやはりどう売るのが問題になって、基本的にやはり、今ガソリンスタンド用地であっても、マンションを建てれば非常に収益が上がるとなれば、出口はやっぱりマンション業者に売るという設定をしますよね。それを現在価値に割り戻してやりますから、余り違いが出てこないような気がするんです。確かに期中だけ、いわゆる所有して賃貸

しているだけの間は随分大きな差が出ますけれども、出口はやっぱり見ます。そのときに確かに観念的にはマンションができればいいかもしれないけれども、それが800戸のマンションです、1,000戸のマンション用地ですとなると、やはりそれは相当ディスカウントせざるを得ない。本当に現実性があるんだろうかということで出口を見るということですから……。

事務局 出口もずっとガソリンスタンドかもしれませんよね。

委員 そうですね。ですから、そうするとガソリンスタンドかもしれない。やっぱりそこで、できるだけ高く売りたいわけですね、オリジネーターは。投資家は安く買いたい。その中でどこで結びつけるかということにおいては、そんなに大きな差が現実の取引では開かない。開いていたら取引は成立しないということなものですから。

事務局 要するに、その取引といっても、SPCの場合には形式的取引というのが多いんですよ。ただオフバランス化する、リース・バックするだとか、そういうやつが多いものだから、そのときに資金調達するときに、将来これはマンション用地で出口を考えますよといったって、そういう出口はあり得ないというケースも結構あるんじゃないかと思うんですね。そのときには正常価格にはならないんじゃないかと。

委員 ならないときは、ガソリンスタンドが正常価格だと思うんですね。だから……。

事務局 いや、それはちょっと違うんじゃないかと思うんですね。

委員 この前もやったんですけれども、工場がありますと。この工場だけ売ろうとすると、全然売れない。買い手がいない。でも、この工場を今使っているのは大企業で、この会社がつぶれる恐れはほとんどないだろうと。この会社が借りてくれて、賃料は確実に入るでしょうと。出口のところでも、この会社がこの工場をつぶす気はない。そうすると、この会社が使うという限定のもとでこの土地が評価される。そういうがあるので、私は考えを変えたんですけれどもね。

事務局 だから、いつでも乖離すると言っているわけではないんです。乖離する場合はあれば、それをイコール正常価格とは言えないだろうと言っているわけです。

委員 乖離する場合は基本的には出口を見ますから、さほどないんじゃないかなと思いますか、もし工場でしか本当に……。確かに先生がおっしゃるのは重要なところでして、今、単体じゃ売れない。そのものをマーケットに出しても買う人はいない。ところが、証券化して金融商品化すれば投資する人がいる。まさにこの証券化の一番重要な点だと思うんですね。そういうものはやはり、証券化しなければ売れないというのは、それが正常価

格ではないかという気が現場ではするものですから、何かちょっと投資採算価格という…
…。

事務局 ですから、それは否定しているわけじゃないんです。そうでない場合がありますよと言っているんですよ。

部会長 3ページのところに、正常価格と一致する場合もあるし、一致しないケースもあるということで。

事務局 商売でやっているようなものは、多分、大体正常価格じゃないでしょうか。

部会長 論点(2)につきましては、こういった立法趣旨からして投資採算価格を求めて、その法律の前提とする根拠があるものについては特定価格として整理するという対応(案)で……。

委員 そうすると、今の点なのですからけれども、一致する場合もあるし、一致しない場合もあるということで、一致した場合でも正常価格はだめなんですね。

事務局 はい、そういうことです。

委員 こういった場合は特定価格、こういうことですね。

事務局 やっぱりあれでしょうか。特定価格といたら何か変な価格だというふうなことになるのでしょうか。要するに、正常価格で何で言わなきゃいけないのかなと今、私は逆に、先生が言ったことについて……。

委員 これはコンサルですね。コンサル価格というイメージになっちゃう。

事務局 そういう意味じゃないんですね。コンサル価格という意味ではないんですね。

委員 どのような制約をつけようが、委員が言ったことと同じになっちゃいますけれども、そこでマーケットが形成されるんですよ。制約がついたもとでバーゲンが行われますから。だから何かそういった、自由な取引が何か制約されちゃうと、どうしても。この場合は、こういうしかないとか。だから自由なマーケットに出せないという場合に特定価格であって、どのような法律的な制約がつこうが、それは制約がついたもとでマーケットが成立するわけですからね。

委員 今もできるんですけれども、正常価格と特殊価格みたいなときには、どうも頼んで安くしてもらったみたいなイメージで、特定価格という言葉にしたというあれはありますよね。

事務局 そういう意味で、今回、特定価格の例示で、どう言ったらいいんでしょうか、法律名をきちっと掲げて、特殊だとか、そういうイメージを払拭する意味があるんじゃない

いか、むしろそういう鑑定が法律上求められているんだということを、こういう例示の仕方ですで示せるんじゃないかという気がしておるんですけども。

部会長 今、事務局の方からお話もありましたけれども、論点(2)にかかわって論点(3)というのが3ページの下の方にあります。新たな特定価格の例示のあり方についてということで、新たな特定価格については法令名を明記するなどということで具体例として4ページの一番上に記載例が出てきております。これの対応(案)について御意見はいかがでございますか。

委員 私は先ほど申しましたように、3ページと4ページはリンクされたものと理解しておりますので、4ページがないと3ページについてはちょっと理解できないことになるので、これで賛成です。

委員 これに賛成です。

それから、先ほどの点に関しまして一言つけ加えますと、特定価格というのは著しく低いという、そういう一般的な認識ができちゃったんですね。ここの記載の例の一番下の金融再生トータルプランに基づき不良債権担保不動産の適正な評価が求められる場合、これが最初に出たものですから。当時は競売に非常に時間がかかったんですね。それで不良債権の処理が遅れたということで、任意売却でともかくも早急に処分できる合理的な最低の価格を求めるという手法をここでつくったわけですね。政府の政策に対応しまして。これは非常に低い価格で、これで特定価格というのは低い価格だというイメージが一般化してしまった点があります。しかしそうじゃないので、実際は。今回の証券化に絡む特定価格は、さっき出ましたけれども、三井不動産さんとか東京建物さん、三菱信託さんというブランドがむしろ加わって、上がる場合の方が多いんじゃないかと。そういうような条件の設定がこちらにも出ているようではありますが、上がる場合が多いんじゃないかと私は考えております。以上でございます。

委員 基本的には、先ほどの議論というのか、この4ページをちらちら見ながら話しをしておきましたので、結構です。

委員 これでよろしいと思います。

それから、先ほどの特定価格という名称といいますか、それはどちらかということ、鑑定する側の考え方であって、多分発注する側というのは、それが特定価格であろうと正常価格であろうと、余り意識はしていないんだらうと思いますね。

委員 こういう場ですので率直な意見で言いますと、記載の例として並んでいるほかの

ものと何か雰囲気が違うなといいますか、ほかの三つが後ろ向きであるのに対して、これから証券化を、日本の経済活性化とかのために使うときに何か特殊なものだと、特殊といいますか、特定ですね。特定なものだというイメージが、ちょっと変な誤解を招かなければいいなと。私としては、どちらかという、まさにこの資産流動化、投資法人、こういうものがまさにこれから日本の不動産市場を正しく導いていくという、そういう認識を持っています。むしろ今までの不動産市場は、ある意味では閉鎖的で、情報も十分開示されてなかった。これが、この証券化をきっかけに近代化していくという非常に大きな流れがあると思いますから、気持ちとしては非常に正常価格に近いような感触を持っておりますので、そういう意味で大変感想めいた話で恐縮でございますが、印象的にはそういうことです。

部会長 今後の経済情勢によっては、また経済活性化につながるような新しい法律ができて、それもまたここに入ると。

事務局 特定価格の鑑定評価というのは当然あるわけですよ、もともと。何というか、特定価格だから何か変なものだという意識を持たないように……。というのは、鑑定士さんが鑑定するときに不当鑑定になるとかならないとか、その部分のところの定義が頭の中でしっかりしておくということは大事なんですね。実は僕ら部内で行きましたときに、一流不動産会社が管理しているビルは投資採算価格で評価すると特定価格になるだろうなと言っているわけですね。それは一流不動産会社がずっと管理すればいいけれども、それをどこかに売り払ったら、多分一流不動産会社ほどの立派な管理はできないだろう。標準的な管理しかできないだろう。そうすると、投資採算価格と正常価格を比べると、投資採算価格の方が高くなるなという議論をしているんですよ。ところが、SPCとか投資法人をやるときには、多分一流不動産会社がきちっと管理を引き続きやるという前提で管理の仕様も全部書いてあるから、そのもとにこれはこういう価値がありますねというを出すのだろうと思うんですね。そうすると、正常価格とは言えないということになるのではないかと。

委員 そうですね。その価格が鑑定評価に載る価格としてどうかという議論だと思うんですね。投資家の方はどういうことで使うのか、ちょっと私も十分理解していないし、投資家の方もまだ始まったばかりですから、鑑定評価をどういうふうに位置づけるのかなというのは、向こうの方でも……。

事務局 我々個人が一流不動産会社がつくった投資法人に投資をするときに、そのビル

は一流不動産会社が引き続ききちとした管理をするという選定でキャッシュフローがこれだけ出ていますねということを見た上で価値を判断をするということだと思えますよ。その管理の仕方というのは当然書いてあるわけですからね、投資法人の運用方法の中には、それで評価するということになると、一般に売買するような話とは違った形になるんじゃないかなという感じはするんです。イコールの場合もあるかもしれませんが、イコールの場合も多いと思います。

委員 委員の感想とちょっと似ているんですが、三つはよくわかりやすい。というのは、ある市場価値を求めようと言っているか、市場参加者が早期売却をしなきゃいけないというか、最適な戦略ができないということを言っていますから、非常にわかりやすいんですけども。流動化、SPCがそういうものに当たるかどうかというのは、ちょっとわかりにくいかなと。下の三つに比べるとわかりにくいかなというような感想です。

委員 ちょっとあれですけども、記載事項に正常価格、特定価格、限定価格とあるわけですけども、仮に大分類じゃなくて何か特定価格の中に「1. 何とか」というふうにつくって、それを表示するというような方向があれば、鑑定評価上は特定価格だけですけども、ユーザーのニュアンスとしてはもうちょっと柔らかいとか、そういうことはあり得るんでしょうか。

部会長 何を表示するわけですか。

委員 鑑定評価書の必要的記載事項に、基本的事項の確定に三つありますね。その中に価格の種類というのがあるわけですよ。そのときに、正常価格、特定価格、限定価格というのが通常価格の種類になっているわけですけども、その第2順位というか、細分類というか中分類というか、その中で特定価格じゃなくて例えば投資採算価値とか何とかというようなことも使ってもいいみたいな運用があれば、どきっと特定価格とこなくても済むかもしれないと、こういうことなんですけれどもね。

部会長 どうですか、事務局。

事務局 初めての御意見なので、ちょっと考えます。分類の仕方では、この例示そのものの四つぐらいそれぞれ出てくる可能性もあるのかなと今思いまして、うまくグルーピングが二つぐらいに分けられて、それで将来ももつだろうなという感覚が今持てないものから、ちょっと考えますというしか……。申しわけないのですが。

委員 例えば証券化については基本的には正常価格で評価すると。ただし、これについては特定価格、こういった視点からの収益還元法の価格ですけども、それを併記しなき

やいけないとかですね。特定価格にしようとしている部分を必ず併記しろというふうに言っておけば、投資家保護になるじゃないですか。だけれども正常価格はこうで、正常価格で評価するけれども、投資採算的に考えればこうですよ、こういう価格ですよという方が、必ずそうしなきゃいけないという形にすれば、必ず前面に投資価格が出てくるわけですから、だけれども正常価格はこうですよという鑑定士の意見はちゃんとつけておく。

事務局 鑑定額は出すときは正常価格を付記するのは評価基準ですから……。

委員 プロセスの内容ですからね。

事務局 さっき事務局の方で説明しましたように、証券化の法律のときの場合は、投資採算価格を出すときというのが法律の解釈としてできているというのは、先ほど委員がおっしゃったように、投資家の方は資料さえあれば判断するというふうにおっしゃっているんですけども、留意事項をつくった趣旨からいくと、判断できない投資家のために鑑定士が中立的な立場で専門家として判断した価格を出してあげるというのが一番の趣旨です。一流不動産会社はまともに御判断されて適切にやられると思うんですけども、どんな人が証券化を変なふうにするかどうかかわからないので、そのきちんとした制度面を担保するためには、専門家が資料を集めて素人の投資家に適切に開示してあげる必要があると。市場価格だけじゃ足りないというのがもともとの趣旨ですから。そんな人はいませんよということが明らかになるまでは、当分こういう形でやった方がいいのかなということなんですけれども。

部会長 わかりました。以上で論点(3)についての御審議は終わらせていただいて、次に論点(4)です。4ページ。DCF法と直接還元法との適用のあり方(使い分け)についてですが、ここに対応(案)が出てきております。A、B、Cと三つありますが、Aにつきましてはもう既に先生方の意見というのは一応一致しております、B、Cについて意見が分かれて、このたびこのように、Bについては原則とする、Cについては選択又は併用というふうな対応(案)が出てきております。これにつきまして御意見を賜りたいと思いますが、先生、いかがでございますか。

委員 A、Bについてはよろしいんじゃないかと思いますがけれども、Cでその他の不動産の鑑定評価で、「DCF法と直接還元法と適切に選択し、又は併用する」という、「併用」というケースというのは、どういう場合に併用するんでしょうか。ちょっと私、よくわからないんですけども。こういうふうに併用する必要というのはあるんでしょうか。

委員 基本的にDCFはこういうふうに行っているかというのが問題なんですけれども、

かなり予測を含んでますから、ちゃんとした適切なリスク分析方法をとっていただければいいんですけれども、そういう意味では並行にやるというのも一つ、DCF法をチェックするという意味はあるとは思いますが、DCFに関しては、やる・やらないというのは、これはいいと思うんですけれども、ただ適用の方法を、前から言っているようにきちっとしたマニュアルとかリスク分析とかいろいろな、そちらの方がかえって重要なという気はしますけれどもね。

委員 Bの方で、「DCF法の適用を原則とする。但し、必要なデータが欠如する場合は、直接還元法の適用も可とする」とありますよね。ちょっと何かおかしいような気がするんですけれどもね。

部会長 事務局、Cのその他の不動産の鑑定評価で、併用するというので、どんなケースでしょうか。

事務局 これはどのようなケースというよりは、併用を妨げないという趣旨でございます。依頼者のニーズが両方やってほしいということであれば、両方提示するというのもあり得るんじゃないかと、そういったことでございます。

委員 妨げないということであれば、別に問題はないと思いますけれどもね。

委員 これは基本的には、大枠としては、何か用途というのか、それがかかわっているんでしょうか。収益重視の物件とか、そういうことはあるんですか。全体にですか。例えば住宅地とか、そういうこともあるわけですか。その辺の枠はあるわけですね、大枠みたいなものは。

部会長 Cのその他の不動産で。

委員 対応(案)というか、3の前提として、全般にわたるのか。例えば「収益還元法の体系的整理について」というのは、全体にわたるわけですね、基本的には。

事務局 このA、B、Cのカテゴリーは、鑑定評価全般にわたるものでございます。それを、Aタイプの場合には既に部会において御議論をいただいておりますので、今回それ以外のタイプ、BとCに分けまして、収益性をより厳密に反映することが求められるようなケースの場合には、DCF法の適用を原則としてはどうかという観点。それ以外の不動産の場合には、Cタイプといたしまして、適切に選択、または併用を妨げるものではないという整理をしてはどうかという御提案でございます。

部会長 いかがですか。

委員 要するに手法の問題と、例の考慮とか何とかという、そういうどこを重視するみ

たいなものがどこかにセットになるわけですね。併用となると。それはいいんですか。もう並列なんですか。というイメージですか。「DCF法と直接還元法とを適切に選択し」というのは。上の方に「必要なデータが欠如する場合」とありますけれども、例えばそうでないとしても、その辺はどっちを使ってもいいという意味ですね。

事務局 まさに依頼条件に応じて、どちらでもよろしいということがCタイプになるかと思えます。

部会長 この「併用する」というのは、依頼条件に応じて併用するということですか。依頼条件があれば併用できるというふうに考えるんですか。

事務局 依頼者のニーズがそのような併用を求めているということがあれば、また鑑定評価主体として両方やっておいた方がよろしいという判断があれば、併用を妨げるものではないということです。

部会長 鑑定主体の判断でも併用ができるということですね。
いかがですか。

委員 これで異論ございません。

委員 基本的には異論はないんですけれども、前のときは、例えばDCF法を使わない場合にはその理由を書かなくちゃいけないとか相当厳しいことが、A案の方だったかな、あったんですけれども、今回は、A、B案は証券化に関することについてはDCF法を使うことを原則、あるいは必須としないよと。そうすると、それ以外のことについてはDCF法を使わなくても、逆に言えばいいですよということでもいいんですねという確認と、それからA、Bの評価に際しては物件精査が行われることが前提となるということは、DCFの適用を必須あるいは原則とする場合には、デューデリジェンスが行われることがまず前提なんですよということで理解していいのかどうか。この二つの確認だけさせていただきたいんです。

事務局 まず物件精査につきましては、前回の部会でも御議論をいただきましたけれども、不特定多数の者の利益に影響を及ぼすような鑑定評価の場合で、不明事項、明らかにすることができない事項が生じた場合には、より精緻な調査を必要とする。場合によっては他の専門家を使う場合もあり得るといったような整理をしたかと存じますけれども、A、Bにつきましてはそのような整理に基づくものでございます。

さらに、その他のタイプ、証券化以外ではDCFは必要ないのかという御指摘でございますけれども、必ずしもそうではございませんで、Bの後段でも書いてございますけれど

も、「不動産の証券化に係る鑑定評価等」とございますけれども、この「等」の中には、現行でもDCFの適用が適切とされております不良債権担保不動産の適正評価といったようなカテゴリーも含むものとして、この「等」というものをつけております。

委員 不良債権担保評価でデューデリジェスをやっていないケースはありますよね。ありませんでしたか……。そうすると、物件精査が行われることが前提となるということは、そこで例えばエンジニアリングレポートもなくちゃいけないとか、そういうことになるんでしょうか。

事務局 不良債権担保不動産の留意事項では、物件精査というのは行われることが義務づけられていると認識しております、わからない事項はすべてリスクとしてオンしましょうと。リスクを最大限とった形で評価しましょうという整理だったかと思います。

委員 確認したかったのは、現場でやるときに、この書き方がそのまま出るとすると、今の鑑定士はDCFみたいな面倒くさいことはなるべくやりたくないものですから、これだからやらないよ、これだからやらなかったんだよということを言いたくなるんですね。そうすると、A、B以外はやらなくても不当鑑定というか、その基準に外れたことにならないというふうに理解しちゃっていいものではないかということなんですけれどもね。もちろん、今、我々が実際にやっているのは、Cのところ、特に今みたいに例えば2003年問題があって、短期間の中で賃料等が相当変化する場合には適切な還元利回りを求めることが非常に難しいので、直接還元法とDCFを併用して見ているんですけれども、DCF使いたくないなと思うと、このA、B以外は使わなくてもいいと、そういうことで理解してよろしいんでしょうかと。

事務局 先ほども御説明申し上げましたが、Bタイプのものはかなり幅広く読めるのではないかということで、証券化以外にも不良債権担保不動産の評価ですとか、あるいはノンリコースの物件ですね、こうしたもので不特定多数の者の利益に関係するとか、収益性をより厳密に反映させることが求められるということになっておりますけれども、この内容については、証券化以外にもかなり広いものを含むということで認識をしておりますけれども。

委員 ノンリコースなんかの場合は物件精査することを出してとして要求していますよね。ですから、ここの前提として物件精査が行われることが前提になるということになりますから、逆に言えば、鑑定評価以外の要請で物件精査が行われない場合、この前は不明なときには鑑定評価をきちっとする場合には、例えば土壌汚染の話で議論になりましたけ

れども、土壤汚染がある可能性がある場合には、きちっとした評価をするためには、その土壤汚染の調査並びに除去費用までやるべきでしょう。でも、それが不明な場合にはどうするのかというのは、どういうふうにするのだから忘れちゃったんですけども、基本的には外部の専門家も入れて評価しましょうよと。ところが、物件精査が行われない物件がありますよね。収益物件であっても、証券化にするとかノンリコースとかの要求がない場合。そういう場合は、逆に言えばDCFをしなくても、併用を妨げないということですから、DCFを使わなくてもいいよという理解でいいんですよ。言っていることがわからなくなっちゃう……。

部会長 Cにつきましては、先ほど、この「併用する」ということについては鑑定主体が併用するかどうか判断できるということですので、鑑定主体が例えばDCFを使わないで、例えば依頼者なり何なりに損害を与えたということになると、それはやはり鑑定士のミスになるわけですから、やはり併用するかどうかということは、しなくていいというのではなくて、併用するかどうかは鑑定士がきちんと判断をしてやっていかなきゃならないんじゃないでしょうか。事務局はいかがですか。先ほど私が質問して、主体の判断でも併用するかどうかを考えられるんだという御意見でしたので、そういうふうに思うのですが。

事務局 先ほど判断の場合もございましてと答えました。判断がその場合によかったかどうかというのは、またあるわけですね。

委員 ちょっと思い出しましたので、一言意見を申し上げさせていただきますと、DCF法の場合は、5年なら5年予測するわけですね。その数字は5年間たったときに如実にあらわれてくるわけです。対比されるわけです、明らかに。これはアレンジャーとか資産運用業者の方も、この点は気にされていらっしゃるけれども、むしろ不動産鑑定士が一番気にしなきゃダメなことなんですね。明らかに対比であらわれてくるわけですね。結果そうだったということでありまして、鑑定の時点において誠心誠意、物件精査が必要なものについては物件精査のデータを取り入れてやった場合には、将来両者が必ず一致するなんていうことは、まずあり得ない。責任は免責されるということ、これは別に責任を逃れるわけじゃないんですが、何せ予測ですからね。解説などには書くことが困難であるならば、議事録にそういうことは確認されたということぐらいのものをとどめておいていただければと思います。予測ですから、5年間の。確実に一致するものは何もない。5年間たてば必ずこれは対比される。これは鑑定士の方がむしろ困るわけなんですね。それは誠心誠意やった場合には責任は免責されるということ、この議事録にはとどめておいていた

できればと思います。

委員 そうなんですね。倫理規定との兼ね合いが、ここはすごく関係してくると思っ
てね。

委員 Cで「適切に選択し」と書いてありますけれども、多分意図するところは、どち
らかというとBに近いんだと思うんですよ。多分Cの方でも、適切に選択する場合どうい
うふうに判断するかというと、何と申しますか、データがなかなかそろえられないという
ことになるのでDCFはなかなかできませんから、直接還元でやらざるを得ないとか、そう
いうことで考えないと、なかなか選択の基準と申しますか、それがよくわからないんじ
ゃないかと思うんです。

委員 そういう意味で、鑑定士としては直接還元法の方が、責任を軽減するという意味
では、あるいは批判から逃れるという意味では、直接還元法の方が実はいいんですよ。し
かし、予測の正確さを期するためにはDCF法がいい。結果は必ずあらわれる。予測です
から、それについてまで追及されるということは不合理である、こういうふうに考えます。

部会長 ここに「適切に」という言葉が入っているという、ここが専門性の判断なんで
しょうね。重要なところでしょうね。「適切に」という言葉が。

いかがですか。

委員 実はこの議論のときに私ちょっと所用があってお休みしてしまったので、繰り返
し議論があったこととお話しするかもしれませんが、最初のAの部分で「必須」というの
が、議事録を見ましても余り議論がなく、ふっと決まっているような感じで、実はあれを
読んで違和感を覚えたのですが、本当にDCF法が必須でいいのかどうか。それは今も議
論が出ていますけれども、DCFと直接還元法というものが何か議論のトーンが、DCF
の方がすぐれていて、直接還元法の方がすぐれていないというような、そういうニュア
ンが、例えばここでもしてしまうのですね。データがない場合はやむを得ないから直接還
元法を使いましょう。それから、物件精査が行われないような場合は併用でもいいですよ
とか、何となく直接還元法とDCF法がどうも優劣がついているような気がしてなりません。
直接還元法というのは、いわゆる還元率、キャップレートにすべてのリスクと将来見
通しが反映された結果ですから、そういう意味では、それはそれなりにマーケットをある
意味では的確にストレートにとらえられるという部分があると思いますし、日本でのDCF
法の難しさは、今おっしゃったように、やはり将来の賃料予測というのは非常に難しい
わけで、投資家も含めて、だれもそれがぴたっと当たるとは思ってないわけですが、それ

をどうやって一体導き出したのか、どういうデータとか、どういう情報において、例えば5年後の賃料が坪3万円だというふうに見たのか、そういうところが非常に重要でして、それを鑑定士の方々がみずからデータを集めて分析してやることも確かにあると思いますが、逆に直接還元法的にそういうものがすべて市場がどう見ているかというものの集大成を利用するのも、またこれ一つの重要な鑑定手法ではないかというふうに思っております。ちょっと必須の議論も含めてですけれども、DCF法と直接還元法のどちらを適用するかというのは、例えば定期借家権がついているようなものはDCF法でもかなりできるような気がするのですが、商業施設とか非常に変動が激しいものは場合によっては直接還元法がいいかもしれません。

また、ちょっと話は違うのですが、開発型の不動産の証券化というのが、これから随分出てくると思いますし、我々も今チャレンジしているのですが、素地を買う場合があります。また素地を買うのですが、すぐ転売するという、いわゆるバルク・セールみたいな、バルクでたくさん買って、それを1個ずつ売っていくような場合の評価というものは、ここでDCFという概念に当たるのかどうか。それからまた、マンション開発でも1年で終わるものもあれば、大規模開発のように10年かけてやるものもある。そういうような素地を買った場合の評価も、これですべて包含できるのかどうか、そこも専門家の方の御意見をお聞きしたいと思います。

部会長 どうですか。

委員 開発法というのがありますが、開発法自体はDCF法そのものですね。実際やってみるとわかるのですが、そういう感じを持っております。

委員 それは建物を想定するわけですか。

委員 あるいはプランがあれば、それを所与として、そして現金収支で現在価値に割り戻すということですから、開発法自体はDCF法そのものかどうかは知りませんが、そのものにほぼ近いと見ていいと思います。

委員 先ほど言ったのですが、やっぱりDCF法と直接還元法は当面は併用した方がいいんじゃないかという意見なんですけれども。どちらの手法を使うかというのはあるのですが、基本的にはこのテクニックをどういうふうに上げていくかというのが重要であって、予測方法とかやり方とか、その辺がすごい不安なんです。実は、十分にDCFの意味とかわかっていない、予測の仕方もわかってない人がDCFを使うと、これは操作変数が多いですから、いいように答えを出せるわけですね。アメリカでもよく問題にな

ったと聞いたのですけれども、依頼者の答えを出すには非常に便利なんですね。直接還元法だと一つしか操作変数はありませんから目立つのですけれども、DCF法の場合、価格もそうですけれども、みんな予測値は幅を持っているわけですから、予測しないで幅の中で少しずつ自分の出したい答えを求めることがいくらでもできるわけです。操作変数が多いから、一つの予測値だけでやったものを適正だったかどうかと判断するときには、幅があるから全部適正になっちゃうと。そうすると、かなり大きな幅を持ってくるんですよ。むしろ僕は、DCFというものはどういうふうにするべきか、どういうふうにするべきか、これはもういろいろ投資家もやっていることですから、むしろ鑑定士が投資家に負けないようなそういった評価技術を身につける方に重点を置くことの方が重要であって、どちらをやるべきかというよりも、むしろ今は危険だからマーケットから観察できるのは、委員が言われたように、利回りの方が観察しやすいですから、今のところは併用しておいた方が危なくないかなというような気はちょっとするんですけれども。

委員 鑑定協会の留意事項は、御承知のとおり、まず第1に標準性ガイドラインというものを定めまして、その枠内におさまった条件かどうかテストする形になっているんですね。収益価格を決定するに際しまして。もう一つは、直接還元法による価格も求めて、そしてそれによって検証するということになっていますね。ですから、二つの点からDCF法に基づく収益価格をチェックするシステムになっています。DCF法の利点は予測可能な期間を詳細に一つ一つキャッシュの流れを追っていきまして精緻化できるという利点があるわけです。その利点を生かして、これをもって収益価格をもって鑑定評価額として決定するというようにしてありますけれども、その価格が標準性ガイドラインに照らして、借入資金率その他からテストする、まず第一に。2番目に、直接還元法により妥当性を検証する。そして決定する。そのほか、比準価格、積算価格ももちろん求めて、それとのバランスを見る、妥当性を検討するというようになっておりまして、そういう意味では三重ぐらいの段階のチェックが働いているんです。鑑定協会の留意事項は、その点申し上げておきたいと思います。

委員 やっぱりDCFの場合は、リスク分析をしないDCFというのは怖いというか、もちろん直接還元法だってリスクをどう反映しているかというのはありますけれども、何か怖い感じはありますね。適切なリスク分析をしていないと。

部会長 これまでの論点につきまして、先生方から何か御意見はございませんか。御質問でも御意見でも結構でございますが。

特に御意見がないようでしたら、「その2」というのがありますね。「その他部会における指摘事項とその対応について」ということで、これについては後日事務局まで御意見を賜るという手続でよろしいですか。

では、「その2」につきましては、先生方は御意見を直接事務局に御連絡をいただきたいと思います。

委員 次回は骨子(案)の審議になるということですので、私も参加してきましてちょっと感じたことを少し……。大変論理的にといいいますか、非常に精緻な議論がなされて非常に論理的に整理がされてきたように思うんですが、私を実務的に心配しますのは、大変失礼な言い方かもしれませんが、これを本当にやり切っていただけるんだろうかという鑑定士の方々の能力の問題が若干懸念されます。

もう一つは、コストの問題です。これ全部本当にまともに受けてという表現は悪いのですが、非常にコストもかかってくるんじゃないかと。それと時間ですね。我々実務的に言いますと、やはりコストと時間というのは非常に重要な要素になってくるものですから、ある程度こういう考え方の整理とともに実務的にワークする部分、そこも考慮していただければ大変ありがたいんじゃないかというふうに思います。

部会長 先生の御意見は事務局の方で受けとめていただいて、よろしく……。

事務局 ただ、一つだけ。今、御指摘ありましたこと、そのとおりだと思っております。ただ、それを基準であらわすことがいいのか、あるいはこれをどうやって運営していく、そのときにこういう観点が必要なんだということで表現していくのか。それはちょっと考えなきゃいけないと思っておりますけれども、いずれにしろ御指摘は重要なことだと認識しております。

部会長 わかりました。本日提示された個別論点の(1)から(4)までにつきましては、概ね先生方の御意見が一致したというふうに理解しております。本日の御議論を十分踏まえた上で、事務局におきまして不動産鑑定評価基準改定の骨子(案)を作成するようお願いいたします。

次回はこれまでの基準見直しにおける論点に係る改正の方向性というのを取りまとめた形で不動産鑑定評価基準改定の骨子(案)について御審議をいただくことになり、部会として一応の取りまとめを行って、12月6日に開催予定の国土審議会土地政策分科会に報告をしたいと思っております。

(2) 今後のスケジュールについて

部会長 それでは、今後のスケジュールにつきまして、事務局から御説明をお願いいたします。

事務局 本日はどうも熱心な御議論をありがとうございました。先ほど部会長からも話がありましたけれども、「その2」の部分につきましては御意見を賜れば大変ありがたいというふうに思っておりますが、29日には改定骨子(案)の審議を予定しております。それに間に合うようにいただけたらというのが事務局からのお願いでございます。できましたら、26日にいただければありがたいかなというふうに思っております。

それから、何回も出ておりますが、29日の部会では改定の骨子案につきまして御審議いただく予定でございますので、よろしくお願い申し上げます。以上です。

部会長 それでは、先生方、26日までに、「その2」の「その他部会の指摘事項とその対応について」、御意見をお送り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は終了いたしました。本日は活発な御審議をいただきましてまことにありがとうございます。

午前11時58分 閉会