

第2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12日（木）

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 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を開催いたします。

2. 議 事

(1) 委員からの意見発表

部会長 それでは議事に移りたいと思います。

1番目の議題として、委員からの意見発表ということです。本日は、まず「不動産の証券化」について、次に「企業会計における不動産の評価の動向」について、最後に「経済社会の変化と鑑定評価の対応」について、それぞれ専門の分野について委員から御意見をいただくことになっております。

まず、「不動産の証券化」について御意見をいただきたいと思います。

・意見発表 不動産の証券化

委員 先般、事務局から「不動産の証券化について」ということで三つ項目をちょうだいしております。一つが「不動産証券化の動向」、二つが「不動産証券化に当たっての不動産の評価」、三つが「鑑定評価に関する意見、要望」ということです。以上3点について取りまとめてまいりましたので、お話を申し上げたいと思います。

まず資料1「不動産の証券化について」。

1. 「不動産証券化の動向」でございますが、実際、不動産の証券化がこれだけ活発になりましたのは、98年9月のSPC法施行がきっかけになっていると思います。ただ、制度ができたから活発になったというよりもむしろ、不良債権処理の問題、国際的な企業会計、キャッシュフロー経営、そういった、制度と事業環境というものがマッチしてきたというところで、大体2年半から3年ぐらい前から不動産の証券化が行われてまいりまし

た。

現在まで、どれくらいの不動産が証券化の対象になったかというのはなかなか知ることはできないのですけれども、私どもでは3兆円ぐらいの不動産が、ここ2年半ぐらいで不動産証券化の対象になったのではないかと推測しております。推測の根拠は後でも御説明しますが、今、不動産の証券はほとんど信託受益権化されて行われております。いわゆる信託銀行の方で、信託受益権化された不動産の残高を発表されております。これは国内の大手さんだけですが、それが大体3兆円ぐらいということですので、その数字と、我々が一つ一つ事例として押さえている数字を合わせましても、大体3兆円ぐらいの不動産が、ここ2年半ぐらいで証券化されたのではないかと推測しております。

資料1（別紙）をごらんください。これは不動産証券化の事例を不動産シンジケーション協議会という、不動産証券化を推進している団体でございますが、そこで毎年発行しておりますハンドブックに載っております事例を、協議会の許可を得てここにお持ちしました。

2ページ、「不動産特定共同事業法による事例」。厳密な意味で不動産特定共同事業というのは証券化ではないのですが、広く投資家からお金を集めて不動産運営をするという意味では、同じ趣旨にのっとったものということで、これも広義の意味での証券化ということでございます。この法律が95年4月に施行されましてから、ずっと今日まで事例があるのですが、95年、96年、97年、98年あたりまでは、ほぼこの表の上半分で終わっていますが、99年以降から拡大しております。99年が22番から34番までありまして、2000年が35番から49番、2001年度で50番から55番ということで、ここ2年から2年半ぐらいの間に急激にふえております。特にここでは個人の方を対象にした例が非常に多くなっております。累計で2,562億円の不動産が特定共同事業によって広い意味での証券化をされたということでございます。

4ページをごらんください。資産流動化法（SPC法）による事例のうち、不動産ないしは不動産の信託受益権を対象にしたものが1番から32番まで載っております。これは対象不動産が多岐にわたっております。当然オフィスビルもありますが、賃貸マンションもあればガソリンスタンドもございます。または、工場の敷地みたいなものも中にはございまして、金額的にはオフィスビルが大きいものですから主流になるのですが、いろいろ工夫がされて、用途としては、かなりいろいろなものが対象になっております。オリジネーターの方も、機関投資家だけではなくて一般企業も不動産の切り離しといいますが、

放出の手段として、または資金調達的手段としてこういったものを使うようになっております。実は金額を合計することはなかなか難しく、真ん中の欄に金額が書いてございますが、これは証券の発行額の上限值を昔は書いておりましたので、これだけ足すと過大な数字が出てしまいます。あえて、それでも足せば、約8,000億円弱になります。

5ページですが、「その他のスキームによる事例」というのは結構ございます。実はこれが実績としては一番多いと思います。例えば不動産を信託受益権化して匿名組合でやるとか、または海外のSPCを使うとか。逆に言えば日本の制度の使い勝手が悪い部分をこういったスキームを利用することで証券化してきたところがあるかと思います。いずれにしても、その他のスキームによる事例というのは大変多くて、これも新聞等からの抜粋でございますが、本社ビル、オフィスビル、マンション、工場、百貨店、ガソリンスタンド、流通関係のショッピングセンターと、非常に多岐にわたっております。これも金額は新聞記事のものをそのまま書いてございますので、信頼度は甚だ疑問なのですけれども、単純に表だけ合計しますと1兆円以上になります。

いずれにしても、不動産特定共同事業、SPC法、その他のスキームというもので相当な量の不動産が、ここ2年から3年の間に証券化の対象になっているということが実感いただけるかと思います。

6ページは今現在進行中のもので、最近新聞等でよく記事になっております不動産ファンドというものです。これはどちらかというと、お金ありき型。投資家の方からお金を集めて、それを不動産に運用していくという、まさに株式投信と対比する形で不動産投資信託というものでございます。これは具体的に運用が始まっているところもございませうが、不動産会社系、金融機関、商社が中心に不動産ファンド事業への参入を表明しております。それぞれ規模が書いてあるのですが、これだけ足しますと大変な規模になります。いずれにしても、相当いろいろな方が不動産ファンドへの参入を表明されております。かつ、不動産ファンドというのは東京証券取引所で上場ができる制度になっておりますから、具体的に上場を準備している不動産投資信託もございませう。そういう意味で、ここは今後、不動産投資市場または不動産証券化市場において個人を含んだ形で非常に大きなマーケットになってくるのではないかと見ております。

以上が不動産証券化の動向でございます。

では資料1に戻っていただきまして、2番目に「不動産証券化にあたっての不動産の評価」。テーマを十分理解しているかどうかわかりませんが、ここでは不動産証券化に当た

ってどういうふうに価格を決めているのかということをお話しすればいいかと理解しております。不動産証券化といいましても、従来のSPC法型によるものと、不動産ファンド型とありまして、価格を決めるプロセス、考え方も若干違う部分があるのですが、取りあえず一番オーソドックスな資産流動化型という、SPCを利用した場合の証券化を前提にお話ししたいと思います。

価格決定のプロセスは当たり前でございますが、アレンジャーが価格を決定するプロセスで、アレンジャーとしては当然、投資家がいくらでこの商品を買ってくれるのだろうか。逆に言えば、投資家の利回りを想定することから始めます。これは当然、お客さんを最初から限定できませんから、実際に行われている過去の事例、ヒアリング、日常のいろいろな情報の中で、この物件であればこれくらいの利回りを投資家は要求するのではないかと。主に機関投資家を中心に想定するわけですが、機関投資家の多くはIRRでこれくらい要求したい、これくらいのものが欲しいというような大体の想定をします。その上で、ストラクチャーの設計でございますが、どういうストラクチャーがいいのか。SPC法がいいのか、不動産特定共同事業がいいのか、またはその他のスキームがいいのかを検討します。それと同時に、だれに不動産の運用を任せるのか。AMというのはAsset Management、PMというのはProperty Managementでございますが、不動産の場合には、AM、PMが大変重要になってまいりますので、これをだれに任せるのか。その上で、今度は今の不動産の証券化は大半がローンまたは社債等を発行してレバレッジをかけることが多いものですから、今度はデッドサイド、ローンレンダー、要するに金融機関とか格付け機関と協議をいたします。その中で大体のローン・トゥ・バリュー、または社債とか借入金の利率を想定しまして、 から を総合して最終的な価格を決める。ただ、現実には相当ぐるぐる回りながら循環して決めていることになります。当然、オリジネーターの方の了解を得られなければ達成できませんし、実際にはこういうことをやりつつ、一方で物件調査も現実には並行してやらざるを得ない部分がありまして、新しい情報をどんどん入れながら循環して価格を決定していくというのが現状でございます。

その価格決定における主な要素は、投資採算期間を何年と見るのか、賃料、コスト、ライフサイクルコスト(LCC)の将来予測をどのようにみるのか。それから売却時の想定価格、ターミナルキャップレートをどうするかということでございます。

投資採算期間は大体5年から10年の間で想定することが現実には多いようでございます。

2番目の、賃料、コスト、LCC等の将来予測に、我々は時間をかけて情報を多く集めて検討いたします。特に私ども、どうしたらより高いキャッシュフローが生まれるのかという視点からこれを見ます。よく、デューデリジェンスといいますが、我々はそのほかに管理デューデリというのを行います。管理体制のデューデリを行いまして、管理に無駄がないかどうか。テナントのニーズにこたえているかどうか。管理が十分でないために、いいテナントが入ってこない場合もありますし、または空室リスクを抱えることになるかもしれません。いずれにしても、極めて事業的な眼で将来予測をしながら、かつ、この不動産をどう管理または経営すれば一番キャッシュフローが生まれるのだろうかを考えます。例えば、一般の事務所ニーズでは、今空室があるものでも、衣替えをすることによって新しい用途が生まれて、新しいキャッシュフローが生まれるというようなことも検討します。いずれにしても、オリジネーターの方は、より高く不動産を証券化したいわけですから、我々はそれにこたえるべく、どうしたらより高いキャッシュフローが生まれるのか。逆にそういうものを明確にすることによって投資家の方も、より魅力ある不動産ということで投資していただけるということでございます。ですから、場合によっては、管理体制の見直しによって相当コストが削減される場合もありますし、または機能向上、機能変更によって新しいテナントニーズを創造することもできます。そういったことをここではかなり検討いたします。

ターミナルキャップレートにつきましても、そういう形にしたビルが10年後なり、いくらかで還元できるのだろうかということを検討します。実際的には10年後の不確定リスクというものを見ますから、入り口より出口の方がキャップが低くなることは少ないのですが、一律に何%かのせるということはいたしておりません。

3番目が、資産流動化型と不動産ファンドとの違いは何があるのかと。資産流動化型というのは、対象不動産が特定されていますから、投資家の方はその資産からの収益しか期待できないわけですが、不動産ファンドは多数の運用資産の一部として買うわけですから、個々の不動産の取得価格決定においては、ポートフォリオ全体の位置づけというものも見ます。例えばポートフォリオ全体として投資家は投資リターンを期待しますから、その中でまた個々の不動産とは別の判断も加味して、ここに入れます。

これが、不動産価格の最も基本的な考え方ではないかと思えます。

2番目に、これは確認でございますが、不動産証券化の関連法制度において不動産鑑定がどう位置づけられているのか。ここでは極めて簡単にまとめております。出口と入り

口、不動産の取得、譲渡の際の鑑定評価が、投信法と資産流動化法（旧SPC法）で求められております。この場合は、不動産鑑定を踏まえて不動産の価格調査をしてくださいというのが投信法、資産流動化法の定めでございます。では、この不動産鑑定評価を踏まえての不動産鑑定評価は、どういう不動産鑑定評価ですかということは一切法律ではうたっておりません。ですから私どもも、ここについては例えばオリジネーターが依頼した不動産鑑定評価を使って価格の調査をすることもありますし、アレンジャー側がお願いした不動産鑑定を使って調査をしてもらうこともあります。

2番目が、運用期間中の鑑定評価もでございます。これは投信法、資産流動化法、証券取引法で決められておりまして、不動産の物件ごとの当期末における価格を開示しなさいというものです。これは例示として、不動産評価額、公示価格、路線価、販売公表価格、その他これらに準じて公正と認められる価格のいずれかということで、特段法律は、どの価格を書きなさいということは限定しておりません。いずれにしても、価格ということでございますが、ここは法律をつくるときに議論があった部分で、「時価」という表現と「価格」という表現に議論がございました。結果としては、「時価」というのは非常に難しいという面がございまして「価格」という表現になっております。

最後に「鑑定評価に関する意見、要望」ということで、実は、私も25年くらい不動産会社に勤めているわけですが、大変恥ずかしい話ですけれども、今まで余り鑑定評価のこういう中身と申しますか、正直言って、ここまで立ち入ってみたことは余りございません。どうしても仕事をしていますと結果だけを見ていろいろと議論をしまっているのが本当のところでございます。ですから、的を得た意見を言えるかどうか自信がないし、また間違っているところもあるかと思いますが、それは逆に御指摘をいただいて、私も勉強していきたいと思っております。

まず最初は、「不動産証券化における鑑定評価の位置付けの再確認」ということでございまして、これは今さらということでもございましょうが、私は大変重要なことというふうに理解しております。先ほど言いましたように、不動産証券化において鑑定評価をとる場面というのは、大きく言うと、アレンジャーなりが自分の価格を決定するときに参考にとりたい場合、またはアレンジャーが投資家に説明するときに傍証として使いたい場合があります。現実にはその方がニーズは高いのではないかと思います。一方では、先ほど申しましたとおり、法制度として要求されている鑑定評価。大きな意味で二つの側面があると思えます。

前者のアレンジャーがとる鑑定というのは、アレンジャーと鑑定の方の個々のお話し合いでどういうふうな鑑定をとるかというのは、アレンジャーの方が必要とする鑑定を、鑑定士の方とお話し合いでお決めになって評価をされればいいのではないかと私どもとしては考えております。

ところが一方、法定で求められている鑑定評価というのは、これを見るのは、いわゆる不特定多数の投資家になります。私募の場合もありますけれども、それも含めて不特定多数の投資家というふうに表現させてもらいますが、そういう方が見る鑑定ですから、非常に慎重な議論がなされる必要があると思います。特に今後出てまいります上場する投資信託は不特定多数どころか、個人の方がごらんになります。個人の方ですと、鑑定評価というものの意味をどこまで御理解いただいているのか。まさに鑑定評価の有効性とその限界というものをいろいろな意味で知っていただく。またはそれを認識していただくことが大変重要ではないかと思えます。それが1点目でございます。

あとでお話があると思いますが、企業会計審議会からの固定資産に関する会計処理の中でも時価評価は非常に議論になっていると聞いておりまして、時価の開示をすべきという意見と時価は不適切という両論併記になっています。鑑定評価イコール時価でないことは私どもとしては承知しているわけですが、投資家の方に鑑定評価の意味、有効性、限界というものをしっかり伝えていく必要があると思います。

2番目に「正常価格の再定義と必要性」と書いてございますが、正直言って、正常価格というものの定義がよくわかりません。10年前と不動産取引市場は全く変わってしまったと思っています。そういう新しい不動産投資市場の中でもう一回、正常価格というものの定義をはっきりした方がいいのではないかと考えております。例えば、投資用不動産については収益価格で評価をし、積算価格も参考にするというふうには、もし鑑定評価基準自体を置きかえることができるのであれば、すべてが正常価格の中で議論ができるのではないかと。特に投資用の不動産の売買というのものも相当な量が行われてまいりましたので、不動産市場においてその影響はいろいろな意味で無視できないと思えます。

もう一つ、実務指針の中で「投資採算価格」という表現が出てまいりますが、これは観念的には理解できるのですが、「投資採算価格」というのは標準的な投資家を想定しなければいけない。標準的な投資家とは何かというのが現実には難しいと思えます。現実の世界では各投資家が全く異なったハードレートをもって投資市場に参入してまいります。その中で標準的な投資家というのはだれなのだろう。不動産取引が成立した人を標準的な投

資家というのか、または、その人は特別な人であって、多くの投資家が、入れた価格が標準的なものであろうか、大変迷うところでございます。もしそういうことが整理されれば、正常価格一本で何とか処理でき、不動産証券化の鑑定評価も一つはすっきりするのではないかと思います。

最後は「DCF法と直接還元法の選択適用」と書きましたが、最近は、DCF至上主義といいますが、DCFであればすべが解決するのだという、一般の方はそのような言い方をされる場合が多いと思います。しかし、相当将来の収益またはキャッシュフローを予測しなくてはいけない。または、割引率を予測せざるを得ない。こういったものを入れた部分というのは不確実性が入ってまいります。その差は非常に大きな価格差になってまいります。一方で、投資採算価格を予測しようと思えば、標準的な投資家が予測するだろう予測値を鑑定士が予測するという二重の予測しなければいけないということで、さらにその不確実性といいますが、主観的な要素も入ってくるかもしれません。そういうことで、DCF法も当然柱として使うことは論をまたないわけですが、直接還元法というものも同時に、投資家のすべての判断が集約されたものであるという理解をするならば、それはそれなりに価値があるのではないかと考えます。実際に、格付け機関も、直接還元法で、ある価格を査定しております。そういう意味で、どちらがいい悪いというのではなくて、個々の不動産の特性に合わせて選択するなり、または両方から導くなり、そういうような使い方をされてもいいのではないかと考えます。

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。

・意見発表 企業会計における不動産の評価の動向について

部会長 続きまして、「企業会計における不動産の評価の動向について」ということで、御意見をいただきたいと思っております。

委員 事務局から、企業会計の観点から不動産の時価評価の動向についてというお話をいただきまして、必ずしも、これに沿っているかどうかということはあるかもしれませんが、私からお話しさせていただきたいと思っております。

資料2が私のペーパーになっておりますので、それに従いまして御説明させていただければと思います。

まず、タイトルが、いただいたときには「時価評価」という話をしていたわけですが、不動産の時価評価について若干抵抗を感じる部分がございます、あえて「時価評価」という表現をさせていただきますませんでした。すなわち、会計の世界で不動産そのものを時価評価するというのは極めてまれというか、例外的なケースとして扱われておりまして、どちらかという、これから話します強制評価減とか減損ということはダウンサイドの、下側だけの損を取るということで、アップサイドの評価域については計上はかなり制限されているというのが、日本に見ならず世界的な傾向でありますので、そういう意味での時価評価とは違うといえますが、不動産についての時価評価は必ずしもなじみがないというところなわけですが、それを踏まえまして、現状、日本の中で時価評価に近いような基準や慣行について、まず1ページ目に列挙させていただきました。

これがすべてというわけではないのですが、知っておくべきだろうというところの会計の流れなのですけれども、一番初めには「販売用不動産の強制評価減」ということを挙げさせていただきました。これは「時価が取得原価より著しく下落したときは、回復する見込みがあると認められる場合を除き、時価で評価し評価損を計上する」ということで、直接的には、昨年度、公認会計士協会から監査上の扱いということで、監査委員会報告というものが出来て、この監査委員会報告というのは、直接的には会計士を縛るのですが、それを通じて間接的に費用についても影響を及ぼすという位置づけとして実務上機能しているわけですが、監査上、販売用不動産の強制評価減についての適用を示したものが出ております。会計上の位置づけとしましては、改めて評価減の定めができたわけではなくて、棚卸資産に計上されているような販売用不動産については、企業会計原則とか商法上の定めで既に従来からあったわけですが、運用上の問題として必ずしも時価というものが把握しづらい。ですから企業によってはまだ時価が下がっていないという主張もありましたし、仮に下がっていたとしても、回復する見込みがあるということで評価減をしていなかったというケースがございましたが、バブル崩壊後、いろいろな指摘を受けまして、さすがにそういう状況ではないのではないかということ踏まえて、監査上の運用の問題として示したものとして位置づけられております。ただ、マスコミ的には、これをもって2001年の3月期から適用とか、2000年3月期は前倒しという話がありますけれども、実際上のところは、既にあったものの運用の問題ということになっております。

これは販売用不動産、棚卸資産でありますので、言い方として時価ということをおっしゃるわけですが、先ほど申し上げたようにダウンサイドの評価減の話、しかも、著しく

下落したときの強制評価減というものの位置づけになっております。

これにつきましては、資料2の別添1といたしまして、去年、日本公認会計士協会から公表されております委員会報告を事務局で御用意いただいておりますので、きょうのところはこれに立ち入ることはできないと思うのですけれども、部分的には、あとで時価との関係で若干御紹介することになろうかと思えます。

続きまして、資料2に戻っていただきますと、大きな1の2番目としまして、「固定資産の減損会計」ということです。これも先週、まさに的を得たように、7月6日金曜日に企業会計審議会から、「固定資産の会計処理に関する審議の経過報告」が公表されて、これ自体は、本日は別添2ということで付けさせていただきます。減損会計ということと、先ほど申し上げた棚卸し資産の販売用不動産の強制評価減というのは、考え方としては非常に類似しているところがございます。減損会計の意義につきましては、減損の存在が相当程度に確実な場合に限って、回収可能額まで減額し、損失を認識するというので、これもダウンサイドの評価損の問題という会計処理の位置づけになっております。そういう意味で、帳簿価格の切り下げを求める点で時価評価とは異なっているという点が強調されております。

ここで、価格の考え方として特徴的なのは、回収可能価額というのが出てきますが、これについてはあとで御紹介申し上げますけれども、言葉として当然のことながら「時価」というものとは異なる。異なるという言い方はおかしいですが、必ずしも一致しないということで、回収可能価額と、会計的な言葉を用いるようなことで整理はされております。

この固定資産の減損会計につきましては一昨年12月から議論が始まって、昨年7月に一度論点の整理というものが出て、約1年間、審議を続けてきたわけですけれども、必ずしも、まだ意見が集約されていないということで、その途中経過ということで7月6日付のものは報告されておまして、これを踏まえて8月末までにパブリックコメントを得て、また再度、秋から検討を始めるという位置づけになっております。これはマスコミ的には減損会計の導入先送りという報道になっております。もともといつからという話は固定していない中での審議といいますが、経緯でございますので、ある程度途中の中で決まったところ、それから検討中のものを公表しようというのが、この経過報告の趣旨ということになっております。中身につきましては、特に価格に関する話については後で触れさせていただきます。

3番目に、いわゆる「土地再評価法における再評価」というものがございます。これ

は、当然のことながら、会計上の要請等が出てきたものではなくて、議員立法に基づく、法律に基づいてできたという位置づけで、会計上の扱いとしては極めて例外というふうに位置づけております。内容につきましては、すべての事業用資産の土地について取得原価基準のもとで例外的に一回限り時価評価で再評価して、その再評価差額を資本の部に計上するということです。これについては、先ほどの評価減の話とは異なりまして、アップサイドの評価益についても計上ができることになっております。ただ、評価差額につきましては、損益ではなくて、貸借対照表上の資本の部に計上するという位置づけになっております。これにつきましても時限立法で制定されておりましたが、これがことしの3月にまた延長ということで、来年3月31日までの適用ということだと思っておりますが、特徴的なのは、すべての事業用資産の、しかも、土地について、しかも、一回限りに法律の定める時価というもので再評価して、差額をP Lではなく資本の部に計上するというのが、法律の定めによる一つの規定ということになっております。

4番目に、「投資不動産の時価情報の注記の可能性」という話が、先ほど申し上げました減損会計の審議の経過報告の中で触れられております。もともと、企業会計審議会で議論している中では、昨年7月の論点の整理に触れているのですけれども、固定資産の会計処理の中で、差し当たり議論する話としては減損会計と、投資不動産の会計処理であるという整理をしたものを踏まえて、この1年間、減損会計と投資不動産の会計処理を検討してきたわけです。その際に、投資不動産については国際的な流れの中で時価評価をするという考え方があり、それを日本でも取り入れることができるのかどうかというのがポイントであったわけですが、結論的には会計処理としては取得原価基準、もちろん減損会計も適用しますけれども、取得原価基準によって会計処理を行って、問題は原価基準をとった場合には、国際会計基準でも時価の注記が必要になっているということがございますので、これを踏まえて時価というものを注記するかどうかというのが問題の所在ということでした。結論的には注記すべきだという意見と注記するべきではないという意見が並列になっているのが今回の、この審議の経過報告での内容になっておりますので、ここでも注記の可能性ということで取り上げさせていただいております。

このような不動産の評価をめぐる流れの中で、企業会計において時価ないしはそれに類似するような概念としてどういうものがあるかというのを簡単に整理したものが次の2ページになりますので、これも順番に御説明させていただければと思います。

まず「時価」という話ですけれども、これは会計上、特に日本の会計基準で「時価」と

という言葉を使っております、定義というほどの定義ではないのですけれども、言葉の整理としては「時価」というのを「公正な評価額」という言い方をしております。これにつきましては、先週7月6日に公表された企業会計審議会の審議の経過報告の中で整理されている文章でございます、「時価」とは公正な評価額を言うということで、通常、それは観察可能な「市場価格」を言い、市場価格が観察できない場合には「合理的に算定された価格」を言うというふうにしております。この概念につきましては、実は会計の中では目新しい話ではなくて、ひと足早く時価会計が導入されている。有価証券とかデリバティブでございますけれども、導入されている金融商品の中での時価の考え方といいますか、定義の仕方と同じような整理をしております。すなわち、時価という広い概念の中に市場価格と、合理的な算定された価格があるということで、多分、概念的には鑑定評価で言うところの正常価格に近いのではないのかなと思いますが、ただ、不動産の場合には市場価格というのがかなり少ないのだろう。ここはあくまでも観察可能な市場価格ということなので、有価証券に見られるような取引所の相場価格とか、かなり流動性の高いマーケットを念頭に置いていると思いますけれども、そういうものがまず原則としてとられます。そのような市場価格が観察できない場合には、合理的に算定された価格をもって、それも時価に含めるということが考え方です。この合理的に算定価格というものの算定の仕方が、これも市場の参加者の平均に基づくということなので、金融商品の世界であれば、金利、為替相場の市場のファクターを使いながら計算することになるかと思いますが。会計の世界では時価をどう定めるかというのは、余り立ち入った話はしておりません。

このような概念の話を国際的な基準との概念で整合すると、若干、翻訳ないしは過去の経緯でわかりづらい部分もあるのですが、よく、国際的な話では、(1)にありますように、fair value という言い方をしております、これは日本語では会計の世界で「公正価値」というふうに訳されるケースが多いのですが、fair value をストレートに訳するような言い方で、「公正価値」という日本語にもいろいろ議論はあるわけけれども、ただfair value というのは、英語で言う market value よりも広い概念になります。多分、market value というのをストレートに訳すと「時価」という話になると思うのですが、日本の場合、会計上使っている時価というものが fair value という訳に置きかわる概念かなと理解しております。

さらに先ほど申し上げたように、時価の中に観察下の市場価格と合理的に算定された価格という概念から構成されるということになると、対応する英語の概念が、市場価格につ

いては quoted market value というものになるだろうし、合理的に算定された価格というのは、直接的にアメリカの FASB のステートメントとか、国際会計基準でいうと、難しい部分があるのですけれども、estimate of fair value といったようなものが該当するのかなと思っておりますが、market value というと、どうも時価というふうに思いがちですが、fair value という概念とイコールで会計上扱っているということになります。

それから、会計上の中でも、伝統的に時価と言われている概念がございます。特に棚卸し資産とか有価証券における概念として従来から使われてきた言葉なのですが、代表的なものとしては、(2)にございますように、正味実現可能価額という概念、それから再調達原価という概念がしばしば、教科書的には説明されてきております。一言で言えば、正味実現可能価額は、棚卸し資産とか有価証券について、売ったらいくらになるかという出口の価格を指すのに対して、再調達原価の方は、買ったたらいくらかというような入り口の価格を指すということで整理されておりまして、金融商品の世界でいえばオファービットの差がないものにつきましては、どちらをとっても余り変わらないということになるかと思えます。買ったたらいくらか、売ったらいくらかというところに差があるケースについては、どちらの概念を使うか。ないしは棚卸し資産でいえば、原材料のように買ったたらいくらというのはすぐわかりますが、売ったらいくらというのはわかりづらい。それから、逆に製品などは、売ったらいくらというのはわかりやすいけれども、またつくったたらいくらかというのはわかりづらいというような場合には、実務上、exit の方で見るのか、entry の方で見るのかということでも使い分けがされているようですが、必ずしも不動産の場合に伝統的に使われてきたというわけではありませんが、会計上での時価との話については、このような言葉が参考になるのかなと思えます。

次に、(3)としまして、不動産に関して、会計基準ないしは会計慣行の中で、その時価の代替的なものとして使われる価格、これは改めて言うまでもないと思えますけれども、先ほどの基準でいえば、販売用不動産の強制評価減の中などには、公示価格、路線価、固定資産税評価額をベースにした価格などが代替的な方法として列挙されております。これらは時価では必ずしもないわけですが、実務上の簡便的な方法ということで代替的に幾つかの会計基準とか実務指針の中で、特に不動産につきまして、土地ということが基本形だと思いますが、既に公に算定された価格が使われているということが幾つかのケースに見られるところかと思えます。

以上、整理し切れない部分もありますけれども、時価という概念に関係する部分でござ

いました。次に、2番目としまして、先ほど減損会計のところでも申し上げた回収可能価額ということについてお話しさせていただきたいと思います。7月6日の企業会計審議会の固定資産の審議の経過の中では、減損会計を適用するという場合には、あくまでも時価会計とは異質な、評価の切り下げになるわけですが、ではいくらまで下げるかというときの測定の問題として「回収可能価額」という言葉を使っております。これは国際会計基準と同じような言葉づかいなわけですが、内容としましては、正味売却価額と使用価値のうちのいずれか高い方の金額という言い方をしております。この正味売却価額というのは、1の(2)の伝統的な概念との関係の中で、正味実現可能価額という、よく net realized value という言い方をされるとは思いますが、売ったらいくらという価格とほぼ同じ概念だろうということで使われております。すなわち、正味売却価額というのは時価から処分費用見込額を控除して算定される金額ということで、売ったらいくらというときの処分コストを差し引いた概念ということで、正味売却価額が位置づけられています。これは特に企業にとって自分でもはや使うわけではなくて処分するといった場合には、売ったらいくらという価格が参考になりますので、その処分という状態を考えたときの価格として出てくるのが正味売却価額ということになります。

これらに対して使用価値という概念は、また時価とは極めて異なる考え方になるわけですが、すなわち時価というのは市場の参加者が平均的に見た見立ての金額になりますけれども、使用価値という概念は各企業の個別の見積もりといえますか、その企業が自分のノウハウとか自分の使い方によって算定したらいくらの価値かという概念になっております。これは実務的にはかなり難しいと思うのですが、概念的にはこのような考え方といえますか、価値のレベルがあるということで、この使用価値について、この審議の経過報告の中では述べております。したがって、内容的には、括弧書きにあるのは私が加えたのですが、「(各企業による)資産の継続的使用と使用後の処分によって生じると見積もられる将来キャッシュ・フローの現在価値」ということで、あくまでも各企業ごとに自分で事業として使ったらどのぐらいのキャッシュ・フローを生み出すか、ターミナルバリューとして売ったらいくらか。もちろん、使用後についても処分するのではなくて、場合によっては違うプロジェクト、違う用途によって使うということも当然考えられる場合には、織り込みながら、全体としてその資産から生じるような将来キャッシュ・フローの現在価値という概念が使用価値ということになります。

通常の企業は、継続企業の前提の中で、いろいろな資産を自分のビジネスのために使っ

てきますので、必ずしもほかの人が使ったらどうなるかというような見積もりとは別に独自の見込みをもって使っておりますので、通常は使用価値の方が時価よりも高いというのが前提になります。ただ、時価の方が高い場合には、もはやその企業がそういう資産を使うインセンティブはありませんから、通常は売ることになるので、使ったらいくらという使用価値と、売ったらいくらという正味売却価額の高い方が、その企業にとって意味のある価値だという考え方から、この回収可能価額というのは正味売却価額と使用価値のうちいずれか高い金額というふうに定義されて、これ自体が企業にとっての経済的な価値を意味するというふうに位置づけられております。

この金額自体がかなり下回って、すなわち、企業の帳簿価格よりもかなり下回って、もう帳簿価格自体に意味がないといえますか、かなり高目になっている。すなわち損失が含まれている場合に、損を認識しようというのが減損会計の意義ということになります。

この使用価値というのはなじみづらいわけですが、企業会計審議会の審議の経過報告の中では、これについて簡単に、どのように算定するかということに触れておりますので、最後2ページ目から3ページ目については、これについてお話しさせていただきたいと思っております。

なぜ使用価値について取り上げるかということ、事務局から鑑定評価において会計上の観点からの要望等についてのお話がありましたが、なかなかそれを私の方で取りまとめるのは難しいので、その要望にかえて、使用価値という考え方を踏まえながら、これは時価の算定においても同じような考え方ができると思われまますので御紹介させていただくことで、かわりにさせていただきたいと思っております。

2ページ目から3ページ目にかけて、使用価値というのは、自分で使ったらいくらかという話になるわけですがけれども、考え方としては、将来キャッシュ・フローの割引現在価値という考え方になりますので、算定の方法というのは概要としては、時価、市場の参加者の平均的な価値についても同じような考え方ができるだろうと思っております。割引現在価値の考え方をとりますので、いわゆる分母、分子に相当するような将来キャッシュ・フローと割引率をどう持ってくるかということがポイントになりまして、特に使用価値の場合には、自分で使ったらいくらかということになりますので、分子としての将来キャッシュ・フローにつきましても、見積もるべき将来キャッシュ・フローは、企業の固有の事情に照らして合理的で説明可能な仮定、予測に基づいて見積もらなければならないという言い方をしております。もちろん、時価の場合には企業の固有の事情ではなくて、市場の参加者

の平均の期待に照らして予測するということになりますので、その部分が違うわけですが、いずれにしても合理的で説明可能な仮定予測に基づくというあたりは同じなのかなと思います。

その次の点が、多分鑑定評価の部分と違う可能性があるのですが、その将来キャッシュ・フローの見積もりについて、自分でやるのか、市場の平均を使うというのは別にして、どういう前提を置くか。特に、審議の経過の中では資産の現在の使用状況に基づいて合理的に説明可能な仮定及び予測に従って行わなければならないということで、「例えば、計画されていない将来の設備投資や事業再編の結果として生じるキャッシュ・フローを含めではない」という言い方をしているわけですが、すなわち現在の仕様がベースであって、合理的説明可能な仮定、予測でなければ、それを入れてはいけないということになりますから、いわゆる土地の評価などにおきましても最有効利用みたいな概念ではなくて、今、どういうふうに使っているのか、どこまでが確実な計画なのかということだけで算定しなければいけないという言い方をしております。この辺のところは議論があろうとは思いますが、会計上の言い方ではこういう言い方をしております。

特に減損ということを念頭に置いておりますので、できるだけ価格が甘くならないようにということもあるのだらうと思いますけれども、「また、将来の用途が定まっていない遊休資産についても、現在の状況等に基づきキャッシュ・フローを見積もることとなると考えられる」とありますように、当然、遊休資産についてもいろいろな計画が立っていれば、その計画に基づくキャッシュ・フローを使うわけですが、当然、用途が定めていなければ、現状の条件に基づく。したがって、ほとんど地代も生み出していないような土地とか、余り使われていない資産につきましては、価値が相当低くなるのだらうということが予想されます。

キャッシュ・フローの引き方の問題ですが、まず極めて概念的な話になりますが、「原則としては最も生起する可能性の高い単一の数値とする」ということで、いわゆるベスト・エスティメートの数字を使うわけですが、ただ、概念としては「生起し得る金額をその確率で加重平均した期待値を用いることもできる」ということで、期待値が算定できれば期待値を使ってもいいということになります。すなわち、将来キャッシュ・フローも何本からのシナリオが描けて、そのシナリオがそれぞれ何%ずつの確率かというような話ができれば、そのものを加重平均したような期待値を用いることもできるということになりますけれども、これは実務的にどのぐらいまでフィジブルなのかという点は当然あろうか

と思います。

さらに、この「将来キャッシュ・フローについては、利息の支払額並びに法人税等の支払額及び還付額を含めないことが適当である」という言い方をしております、これは会計上の減損の対象になるような価値を算定しますので、損失の計上が、企業の損益計算書にいったときに、法人税の計上前のところに損失としてありますので、税金の支払い、還付も含めないということになるかと思えますし、同じP Lには利息の支払いというのが計上されますし、さらに調達によって、その資産の価値を左右されないということも含めて、将来キャッシュフローには利息、税金については含めないということが示されております。

さらに、DCF的に将来キャッシュ・フローを見積もるわけですが、どのぐらいの期間を見積もるかという話につきまして、これは議論が収束していないわけですが、基本的には特にグルーピングをするような場合については、資産の残存使用期間を上限として行いましょうということが提案されておりますが、一番やっかいなのは、土地を含む場合にはどのぐらいの期間を上限とするか。したがって、その後のターミナル・バリューの設定、ターミナル・バリューにストレートに行くのか、いわゆるリアルオプション的にその後のシナリオをどこまで描けるのかということについては、特段、意見が集約されてはおりません。そういうことで、実務的に落とす分についてはまだまだ問題が多いのですけれども、一つの整理をしておりますところが、今の将来キャッシュ・フローの部分ということになります。

次に、分母の方の割引率ですが、これについては「使用価値の算定において」という見出しに入っておりますが、時価というものの算定についても同じような概念が使われると思えますけれども、原則的には貨幣の時間価値を反映するということになります。税引き前の利率でなければいけないということで。税引き前というのは、分子の方が税引き前のキャッシュ・フローを前提とするということで対応させることになるということだと思います。

基本的に、時間価値を反映するというので、次の点にありますように、分子の方の将来キャッシュ・フローにかなりリスクを織り込めれば、分母の方の割引率もリスクを織り込まないような割引率が考えられるわけですが、ただ実際には、ベスト・エストメートの単一の数字にするということになると、必ずしもリスクを織り込めませんし、仮に期待値を用いた場合でも、期待値が求められた前提としてのキャッシュ・フローの引き

方の分散といいますが、リスクの動向によっては当然全部を分子の方に入れることは難しいので、分母の方の割引率についても、貨幣の時間価値に加えてリスク、見積もりから離れるような意味でのリスクを割引率に反映させる必要があるという言い方をしております。当たり前と言えば当たり前の話なわけですが、その点が概念として整理されているということになります。

あと、今お話しさせていただいたように、資料は別添で、強制評価減の監査委員会報告と固定資産の審議の経過について付け加えさせていただいておりますので、その内容については時間の関係で割愛させていただきます。私の報告としては以上でございます。

部会長 どうもありがとうございました。

それでは、今、先生もお話しされましたけれども、「販売用不動産等の強制評価減の要否の判断」に関する不動産の鑑定評価上の留意事項についてということで、別添資料がお手元にあるかと思えます。これについては事務局から御説明をいただきたいと思えます。

事務局 事務局から簡単に御説明させていただきます。

「販売用不動産等の強制評価減の要否の判断」に関する不動産の鑑定評価上の留意事項についてというものでございますが、これは昨年、平成12年7月19日に日本不動産鑑定協会が、当時の国土庁と連携しながら作成したものでございます。

内容につきましては、会社または監査人等からの依頼によりまして、販売用不動産等の強制評価減の要否に関する鑑定評価を行う際の基本姿勢等を実務上の留意事項として取りまとめたものということでございます。

ポイントは二つございまして、1点目として、企業会計における販売用不動産等の時価の評価に関しまして、他の簡易な評価方法が認められている中で、より厳密な評価を行う必要がある場合につきましては、鑑定評価の位置づけというものが明確にされたこと。

2点目として、企業会計における時価と鑑定評価として求める価格との関係の明確化を図ったということです。例えば開発を行わない不動産または開発を完了した不動産につきましては、鑑定評価として求める対象としましては、販売見込額を求めるところが規定されています。詳細につきましては、後ほど御参照いただければと存じます。

・意見発表 経済社会の変化と鑑定評価の対応

部会長 それでは、「経済社会の変化と鑑定評価の対応」について、御意見をいただき

たいと思います。

委員 私の報告は、この3年ぐらいの間に持続的なストックデフレ、バブルの崩壊ということがあります。これに対応して鑑定評価のあり方も社会的ニーズが大分変わってきた。政策的な対応にも協力するという形で、これまで鑑定協会としていろいろなことをやってきたわけではありますが、その経過をたどりまして、鑑定評価基準の見直しに当たりまして、どういう点が論点となるべきかというところに結びつけたいと思います。

ただ、1 ページ目の経過というところにありますように、私どもが対応してきた事柄につきましては幾つかございますので、時間の関係もありますから、証券化不動産の鑑定評価上の留意事項というものを定めました。それから、平成11年11月のSPC法に基づく鑑定評価上の留意事項、言うなれば証券化関連の鑑定評価につきまして、どのようなやり方でやったらよいかということを検討し、鑑定協会会員に周知を図ったわけでありませう。これを中心に見てまいりたいと思います。

その前に、今、価格ということについてお話があったわけですが、不動産鑑定評価上の求めるべき価格については定義づけがございまして、三つしかない。正常価格、限定価格、特定価格というものです。

正常価格につきましては、「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を言う」というふうに、市場価値という点に焦点が当てられているということをまず申し上げておきたいと思います。

限定価格については省略しまして、特定価格とはどういう定義づけがなされているかと申しますと、「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（神社、仏閣など）、また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言う」と定義づけられております。特定価格の後段の定義づけ、「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」、こういう定義づけが特定価格に与えられるということを、まず申し述べておきたいと思います。

それでは、御報告を具体的にするために、キャッシュフロー表をつくっています。疑問を持たれているところにつきましても、我々、検討の段階において大変問題になったということ、まず申し上げておきます。

キャッシュフロー表(1)から入りたいと思います。これは証券化不動産の鑑定評価を行う場合に、まず我々考えなければならないのは、証券そのものの評価ではない。証券市場

を前提とするものではない。均質化し小口化され、格付けをとり、保証をとっているような人工的な、工夫を凝らされた商品の鑑定評価をするわけではない。まさに、そのもとになる不動産そのものの鑑定評価であり、その目的は不特定多数の投資家に対する情報開示にある、こういう目的意識がございます。つまり、依頼目的はまさに「投資家保護」という表現は適切でないかもしれませんが、「情報開示」と。その証券に投資する投資家に対する情報開示として、その投資ヴィークルの中に組み込まれるべき不動産そのものの鑑定評価であるということが主体であります。しかも、この不動産につきましては、証券を仕組む場合もそうでありまして、必ず自己資本と他人資本というのが投資に当たって、資金調達に当たって比較される。しかも、一般の投資に当たりまして、不動産というのは高額ですから、他人資本、借入れを行うのが前提である、こういう前提条件のもとに立った不動産そのものの評価、情報開示のための鑑定評価である、ということが前提であります。

実はこのキャッシュフロー表は極めて簡単につくってありまして、説明用につくったものですから大分省略されている部分があるほかに、2年目の共益費2,000万円とありますが、これより低くなります。お断りしておきたいと思えます。

このキャッシュフロー表においては、上段に収入の欄がありますが、賃料が毎月1億円入ることを標準としますと、2年目に9,400万円というふうに減っております。一時金、保証金の返還が1,500万円出た。翌期にまたテナントが入りまして、賃料はもとに戻りまして、1,500万円の一時金が入る、こういう前提条件であります。そうしますと、費用が総費用としてありますけれども、それを差し引いた後の純収入の欄を見ていただきますと、1年目6,590万円、2年目が、一時金が減りますから、キャッシュフローでは4,390万円、3年目のキャッシュフローが8,090万円、4年目が6,590万円、5年目が6,590万円。5年間投資しまして、5年の年度末に売却する。売却する場合は、その売却価格は、標準的な純収入6,590万円をターミナルレート6.7%で割りまして直接還元法による価格で売ってしまう。売却費用が3.5%であるとして、一番右の列の下から3行目ですが、売却費用公示後の売値は9億8,300万円となる。その現在価値は6億9,200万円になるとなっておりますが、その場合の現在価値は、ここでは6.5%で割り引いた価格となっております。それを全部足しておきますと、収益価格9億5,900万円、9億6,000万円弱になるものが出たとします。ここで制度に応ずる投資採算価格を考えますと、これが信託受益権に組み込まれているも

のと、不動産そのものである場合には、0年度におきまして取得コストというものを控除しなければならない。取得コストに差が出るということですが、そういう点はここでは説明の便宜上、省略してございます。その他極めて簡略化していることを申し上げておきたいと思います。

このようなやり方で、言うなれば投資家の立場に立ち、5年間という予測可能なキャッシュフローの流れを詳細に検討する。この場合に大切なのは市場分析であり、詳しい調査、デューデリエンスである。そのようなことが大事であることを指摘してございます。無論、大切なことは割引率の決定とターミナルレートの決定ということではありますが、ここでは、きょうは簡単な御報告ですので、そういう問題が深く議論されたことをお断りしまして、次の表に参ります。

証券化不動産の鑑定評価場の留意事項については、投資信託法、投資法人法、資産流動化法という改正法につきまして、SPC法よりも大分変わったところがあります。詳しい話は別にしまして、これから申し上げますキャッシュフロー表(2)において、検証するということに特徴があります。

以上のように、まずキャッシュフロー表(1)で9億6,000万円なり10億円なりの収益価格が得られたといたしますと、あと2枚めくっていただきまして、不動産につきまして、どういう不動産かということを見てみるということでもあります。ここで「標準性ガイドライン」というものがあります。低リスク案件は、DSCRは1.2以上にする、BERは0.9以下にする。借入比率は、低リスク案件は標準70%と見る。ハイリスク案件になりますと、DSCR、つまり借入金返済余裕率でありまして、純収入を運営コストプラス毎期の元利払いの合計額で割った額で、これが例えば1.0であれば、コストと借金の返済、金利の支払いで全部消えてしまう。1.2であれば2割残るといような比率がDSCRですけれども、こういうものを見るわけですね。ハイリスク案件は1.5以上なければならない。借入比率は4割になり、60%以下でなければならない。これは低リスク案件であるから、例えば借入比率60%でよろしい、あるいはDSCRは加重平均しまして1.2以上というふうに設定しています。金利も、今の状態では3%なら3%と設定してみる。その上で、キャッシュフロー表に戻ってまいります。そのような対象不動産の低リスク案件か、中間利息案件か、あるいはハイリスク案件かを見た上で、金利、借入比率、DSCR(借入金返済余裕率)、BER(損益分岐比率)をあらかじめ設定しまして、もう一度キャッシュフロー表を組み直してみるという仕方をするわけでもあります。

最初に出した鑑定評価額の妥当性を検証する。

これでやってみますと、9億6,200万円を金利3%としますと、ターミナルレートは6.7%であります。下の表の2列目を見ていただきますと、2年度は保証金が1,500万円出ていくという形でありますから、資金繰りからみれば一番苦しい時期ですね。この時点を見てみますと、2年度の2番目の表の一番下を見てまいりますと、DSCRは1.08853。つまり純収入は金利、返済金、元利払い、運営支出を控除した後、なお8%の余裕がある。一番苦しいときでこうであるということになっておりまして、あとは大体1.6とか2倍、そういう形になっています。そして3%の金利を支払った後の自己資本利益率は12%。これはレバレッジ効果をあらわしておりますが、そのようになっているというように検証をする。そして鑑定評価額を決定するということになっております。これは言うなれば、投資用不動産というのは投資ヴィークルの中に入ってしまうと、それ自体で収支合い償わなければならない。ここで、例えば1.08が余裕金を持っているとしましても赤字になってしまうということになりますと、それ自体、運営がうまくいかない、そういうような形もありますので、このような検証をすることになっているわけでありまして。この借入金の割合をもって標準的投資家は何ぞやという話が先ほど出ました。我々の留意事項検討の段階におきましても、どうしたらいいかというのは非常に問題になりました。そこで、つくりましたのが標準性ガイドラインです。実は、この部分が恐らく統計学的手法によるいろいろな金融工学的なもので、確率とか分散などいろいろなことをやる部分だと思っておりますけれども、取りあえずは、このようなやり方で我々は妥当性の検証をやっているわけでありまして。

これが証券化不動産鑑定評価の手法なのですが、実は、資産流動化法の一つ前の法律、SPC法におきましては、このやり方が逆でありまして、キャッシュフロー表(2)から入ったのです。つまり、DSCR(借入金返済余裕率)を資金繰りが一番苦しいときに合わせまして、1.2とする。そこから計算するようなやり方だった。なぜかと申しますと、SPC法自体におきましては非常に窮屈である。急にキーテナントが出て、保証金を返還しなければならない。それでは簡単に借り入れができるかと申しますと、それが制約されていた法律体系になっているということは、つまりそのような制度的要因を考慮した鑑定評価の手法を採用した。それが今般緩和されましたので、このようなやり方で、さほさりながら投資家の立場に立つ検証を行う鑑定評価の手法を取り入れた、こういうことになっているわけでありまして。

それでは、このような鑑定評価手法を証券化不動産について取り入れるに当たりまして、我々委員会ではどのような議論があったかについて、初めの紙の2枚目を見ていただきたいと思います。

今申し上げましたように、この鑑定評価の手法の非常に特徴的なものはDCF法を採用した。そして、証券化不動産は投資ヴィークルに閉じ込められたノンリコース、プロジェクトファイナンスであるというところにあるわけでありまして。そしてここにおいて求めた価格は投資採算価格である。そしてそれは、投資家に対する情報開示の目的意識に根差したものであるということでありまして。

2ページの・の4行目、「投資家に情報開示の的確な判断材料を提供するためには、投資家の視点に立つ標準的投資家像の設定を行う」ここが実は、イメージが違うといろいろな数字が出てくるのです。これで標準性ガイドラインというものをつくったわけでありまして、極めて幅を持たせてあります。ここがコンサルタントと鑑定評価の違い。ここにおいて求めた価格は、投資採算価格は、標準的投資家像というものを設定するのであれば、それは正常価格にほかならないという意見がございます。それは確かに、投資用不動産として純化されたものであれば、結果として正常価格に一致する性格のものではないかと、私も考えております。標準的投資家像というのは、投資家像をさまざまに設定した場合、さまざまな価格があります。レバレッジ効果もさまざまに出てくる。この場合は、鑑定評価の立場でどう扱うか。不動産鑑定士の立場は専ら、ある特定の投資家の立場に立つコンサルタントの役目を果たす。したがって、一般的にはどうであるかということを設定せざるを得ない。鑑定評価の立場はさまざまな価格が出てくる。それは、ある投資家の依頼に応じたコンサルタントの立場に立たざるを得ないという、これは実務界とはかけ離れたところかもしれませんが、鑑定評価の立場に立ちますと、こうならざるを得ないという点があるわけでありまして。

次に、・の5番目は「標準的投資家像としては、資金調達において自己資本のほか、借入を併用し投資する行動主体を想定し、目的不動産のリスクに応じた借入比率を想定する」これはつまり先ほどの標準性ガイドラインというところでありまして。そこで、以下が価格に関する委員会の議論です。

情報開示の資料提供に即する価格は、こういうものではなくて正常価格でよるしいのではないかという有力な意見。これはもう最後の最後まで対立いたしました。紆余曲折を経て、今のような投資家にとって有用なる情報開示は、このような資金調達の内部まで、B

E RとかD S C Rまで検討した上での投資採算価格という結論に達しまして、今のような検討を行った後での価格であるということにしたわけであります。

ここにおいて求めた価格でも、標準的投資家像を想定する以上は、正常価格であるという説も非常に有力であったということ、また申し上げておきたいと思います。高瀬さんなどは、最後までこれに、今でもそう思っていच्छゃると思います。

そのほか、として、議論の過程を申し上げておきますと、需要者として投資家のみを想定している。それであるからして、投資採算価格は正常価格ではなくて特定価格である。依頼目的及び付された条件に照応する適正な価格を求めるのであるから、特定価格である。

それから、鑑定評価基準においては原則として鑑定評価の三手法を併用するとしております。我々がつくりました留意事項におきましては、三手法は適用いたします。直接還元法も適用いたします。この中で直接還元法も重視しております。取引事例比較法、原価法は、妥当性の検証に使われております。ただ、鑑定評価基準は原則として三手法を併用するとありますので、併用的に活用していないから特定価格ではないかという説もあったということ、申し上げておきたいと思います。

次のページに参ります。法に基づく所与の条件、例えば税金が信託受益金だとか、あるいは法律に基づいて安くなりますので、投資採算価格が通常の正常価格より、その分低くていいという、そういう条件を付されたものであるから適正の特定価格である。あるいは、情報開示のための鑑定評価であり、必ずしも市場において成立することを予定しない価格である、こういう説もあります。例えば投資用物件として不適切な高級住宅地であれば、キャッシュ・フローは每期読まない。転売価格を得るだけありますけれども、それが地価下落局面におきまして、いい数字が出るはずない。正常価格ではない。そういうものは特定価格であり、特定価格と正常価格の乖離の程度によりまして、投資適格案件かどうかということ、投資家が判断できる。ここにおいて求めた特定価格が1億円である。ところが、正常価格が3億円であったものは、投資適格物件ではなくて、何らかの理由で資産価値の方が高いというケースではなからうか。こういう判断にもなるのではないか。特定価格を鑑定評価したときには鑑定評価書に正常価格が付記されることになりますので、そういうことになるのではなからうかという意見もあったということであります。

最後に総括いたしますと、1ページに戻ります。平成10年から、金融再生トータルプランや政府の総合経済対策に応じまして、鑑定協会が国土庁と協力して不良債権処理のた

めの担保不動産の評価手法を定める。それが平成10年9月。11年は第1回目のデフォルト状態、2ヶ月には要注意先、破綻懸念先というものについて留意事項を定めました。それから、昨年8月には民事再生法ができて、民事再生法上にかかわる不動産鑑定評価上の留意事項を定めました。これらにつきましては、3ページに参りまして、それぞれ、不良債権担保不動産の評価におきましてもデフォルト状態にあるものですから、とにかく早く売ってしまった方がいい。今のような地価下落局面におきましては早く売って、これを活性化する資金に充てた方が銀行にとっていいだろう。眺めているとますます悪くなるよということで、即時売却可能価格ということで、かなり低く出るような合理的な最低限の価格を評価した。それから、破綻懸念先、要注意先も早期売却可能価格。民事再生法も、それほどではないのですが、早期売却可能価格。資産流動化法・投信法の譲渡時における価格は正常価格ということになっております。このように、価格の処理は時代の要請、経済的要請、あるいは政策的要請によりましてさまざまなものをつくってきたという経緯がございます。しかも、こういうものを評価するときは、リスクというものが前面に出る。あるいは、詳細なる調査が必要になる。それから、鑑定評価額の決定において証券化不動産の鑑定評価においては収益価格中心の価格決定のやり方をした。基準後の精神も、貸家及びその敷地は収益価格が標準になっておりますけれども、それをかなり鮮明に打ち出したという点がございます。

以上、主要な論点について踏まえまして、これから基準を見直す場合に、不動産市場について、市場がかつての高度成長時代よりも、需要者、買い手市場中心とか、あるいは二極化の動きがありますから、収益性中心の、いいものはいい、悪いものは悪いという市場に変わってきている。あるいは外国人投資家が日本にもどんどん進出してまいりまして、グローバルスタンダードを考えていく必要がある。投資家に対する情報を開示ということですから、デューデリジェンスというものが必要になっている。

そのようにさまざまなことを考えますと、基準見直しの主要論点は、市場分析、求めるべき価格の種類についての検討、試算価格の調整はどうあるべきか、今のように収益価格が中心になるべき。これは先ほどの報告にもありましたけれども、収益価格中心の鑑定評価額決定ということもあり得るのではなからうか。そして、デューデリジェンス（詳細なる調査）ということが基準見直しの論点になるのではなからうかと考えるわけでありませぬ。

以上で報告を終わります。

部会長 どうもありがとうございました。

(2) 欧米と我が国における不動産鑑定評価制度の比較等について

部会長 2番目の議題に移らせていただきます。「欧米と我が国における不動産鑑定評価制度の比較等について」ということです。事務局から御報告をお願い申し上げます。

事務局 資料4でございますけれども、「欧米と我が国における不動産鑑定評価制度の比較等」について簡単に御紹介させていただきます。

今回は、米国、イギリス、フランス、ドイツの4カ国と我が国との比較を行ったところでございます。時間の関係上、資料4の3ページの一覧表をもとに御説明をさせていただきます。

まず、資格・制度等に関連する根拠法でございますけれども、これがございますのは我が国だけでございます。不動産の鑑定評価に関する法律が昭和38年にできました。この中では不動産鑑定士及び不動産鑑定士補の試験、登録、あるいは不動産鑑定業についての事項、行政の監督措置等を規定しているところでございます。

一方、他の諸国におきましては基本的には民間団体の認定する資格でございますけれども、米国においては、1980年代にS&Lの破綻に基づきまして鑑定評価に対する信頼性が失われた経緯がございまして、1989年に各州の州法により、鑑定人についてはライセンスを取得することが規定されました。

資格でございますけれども、国家資格は我が国だけでございます。

資格の認定名ですが、我が国が「不動産鑑定士」及び「不動産鑑定士補」という資格でございます。

アメリカにおいては、アメリカ不動産鑑定協会、いわゆるA Iと呼ばれておりますけれども、この団体が認定いたしますMAIというものが最も権威のある最難関の資格として認知されているところでございます。住宅専門の鑑定人としては、SRAという資格もあります。さらに、州の公認鑑定人としまして、鑑定人としての最低ラインをクリアした方が、こういった鑑定人となれるという規定がございまして。

イギリスは、英国公認鑑定士協会が認定しますRICSという資格が最も権威ある資格

です。これはイギリス国内のみならず欧州におきまして広く認知されています。

フランスにおいては、統一的な資格はございません。仲介業者、公証人、弁護士等々の職業の方が、鑑定業務をその業務の一環として行っています。

ドイツについても、基本的には統一的な資格はございませんが、基本的に民間の認定団体が鑑定人として認定するということをございますけれども、自称鑑定人と名乗る方も多くいるという状況にございます。

それから、鑑定士等の組織団体ですけれども、アメリカの例では、アメリカ不動産鑑定協会（A I）が最も権威のあるものにございます。

それと並びますものが、イギリスのR I C Sという団体が広く認知されていところにございます。

会員数は、米国のM A Iの保有者が約5,700名。英国のR I C Sの保有者が8万3,000人にございますけれども、こちらについては鑑定業だけを専業としているものではございませんで、不動産仲介、不動産の管理、測量業などもあわせて行っている方の合計ということです。

鑑定評価の基準、実務指針等にございますが、我が国においては、現在御審議いただいております不動産鑑定評価基準が国からの通知として出されております。

一方、アメリカにおきましては、A Iが出版しますA Iテキストブックというものが評価実務上の手引きとして最も重要なものとして認知されています。一方で、80年代後半においては、各州でライセンスを取得することとあわせて、鑑定人が最低限守るべき、準拠すべき職業上の指針としてU S P A Pというものが策定されたといった経緯にございます。

イギリスにおいては、新レッドブックというものが95年に策定されました。旧レッドブックと旧ホワイトブックというものがあったのですが、これが95年に統合されまして、新レッドブックという形になっております。

フランスにおいては、統一的な基準はございませんが、I F E Iという団体が不動産鑑定評価手法のガイド及び指針を出しております。

一方、ドイツにおいては、公的評価においては県や連邦命令に基づく評価規則が定められておりますが、民間の鑑定評価における拘束力はないということです。

ヨーロッパ諸国に共通して言えることにございますが、各国の評価委員団体が構成いたします、ヨーロッパ資産評価人協会連合（T E G O V A）がヨーロッパ評価基準（E V

S) というものを出しております、2000年版が最新ということで聞いております。こちらの位置づけでございますけれども、欧州域内の国際的な資産評価などに用いられるという位置づけのもののようにございます。

鑑定評価制度等の発祥経緯と歴史ですけれども、我が国においては、昭和30年代の地価高騰をきっかけとした、いわゆる呼び値、つけ値による安易で合理的な宅地価格形成の排除、公共用地取得の損失補償の適正化という公的な要請から発足したというものが大きいというところでございます。

一方、アメリカにおきましては、1929年の大恐慌時に不動産担保価値が大幅に下落したというところを出発点としておりまして、1980年代のバブル崩壊を契機に、州の制度等が整備されました。

イギリスにおいては、17世紀中ごろ、貴族の所有する不動産の管理業に起源を有するものでございますけれども、米国同様、80年代から92年にかけてのバブル期を経験いたしまして、RICSによる実務指針の大幅な改定が行われてきたという経緯がございます。

続いて、4ページ目でございます。主な評価手法でございますけれども、これは我が国で用いられております原価方式、比較方式、収益還元方式が原則として各国とも共通に用いられている。その応用編等についても規定されているところでございます。

鑑定評価のニーズですけれども、我が国では公的主体による評価依頼というのが非常にウエートが大きいのに対しまして、他の諸国では公的依頼というのは非常に限定されています。

以上を踏まえまして、最近の各国における基準の改定の経緯、動向ですが、5ページ目をごらんください。まず、アメリカにおきますA Iテキストブックの改定の経緯でございますけれども、これは1951年に初版が刊行されて以来、現在、11版まで刊行されておりますけれども、直近の96年の改定においては、市場分析、DCF法についての記述がより詳細化されたといったようなことがございます。それとあわせて証券化についての章も新設されています。

なお、我が国の不動産鑑定評価基準は、その策定時におきましては、A Iテキストブックの影響を大きく受けてたという経緯があります。

それから、先ほど御紹介いたしましたUSPAPでございますけれども、1980年代後半に策定された、比較的歴史が新しいものでございます。位置づけとしては、米国各地

で免許を保有する鑑定人が原則として準拠すべき職業上の指針という性格で、その内容は倫理規定、鑑定人の遵守事項、法律との関係等々を規定しています。留意事項に該当する部分につきましては、毎年逐次的に改定がなされているという経緯がございます。

最後にヨーロッパにおける統一的な評価基準策定の動きですけれども、ヨーロッパ評価基準（EVS）ですけれども、これは1977年にヨーロッパ資産評価人協会連合が発足して以来、現在、第4版まで改訂が行われております。最近の改訂におきますと、我が国で言いますと、特定のニーズに対応した実務指針的なものが追加、充実されてきているという特徴がございます。

以上、雑駁ではございますが、御紹介にかえさせていただきます。

部会長 ありがとうございます。

ここで御紹介しておきたいのですが、一番最後に御説明のありましたヨーロッパ評価基準（EVS）ですが、資料4の4ページの一番下に出典というのがございまして、『ヨーロッパ統一固定資産評価基準』が1997年版、第3版のEVSの全訳でございます。鑑定協会から発行されております。御参考までにお知らせいたしました。

（3）フリートーキング

部会長 今までの議題に関して委員の先生方から御自由な御意見をいただきたいと思えます。

委員 お聞きしたいのですが、まだマーケットができていないのでわからないと思いますが、流動性があるなしによって、今度ファンド型ができるわけですけれども、投資家の利回りはどの程度、流通利回りが変化するものなのか。不動産の流動性コストをどのように考えるか、もしおわかりになれば教えてください。

レバレッジの関係で、レバレッジの違いによってどの程度投資家は意識して利回りの差が出てくるのか。リスクとリターンの関係だと思っておりますけれども、LTVが上がるとリスクがきて、リターンが。その辺をもし御存じでしたら。

委員 不動産の流動性のプレミアムなのですけれども、不動産そのものは証券化しても、流動性はもともと低いわけです。ですから、そういう意味では、不動産そのものの評価というのはきっと変わらないと思うのですね。ただ、証券化された証券自体がどうかというのは、まだ日本ではあまり例がないのでわからないのですが、アメリカの話の聞くと

リートなどでプレミアムがついたと言われます。それは本当に流動性のプレミアムだったのか、それとも、そのときの環境において、そういう価格がついたのか。私個人としては、そうだったものを流動性プレミアムと言っているのではないかと思います。

ローン・トゥー・バリューの違いの話ですが、ローン・トゥー・バリューの問題よりも、格付けでどこまでとれるか。ですから、基本的にエクイティの投資家はローン・トゥー・バリューが何%というよりも、どこまでの格付け以降のものがエクイティになっているかというところで判断します。例えばトリプルBまでとっている部分で70%取ってれば、エクイティはあとはトリプルB以下だねということになります。ただ、一般的に言うエクイティ投資家というのは、そんなハイレバレッジを好まない人が多いと思います。機関投資家は特に安全目のレバレッジを要求していると思います。

委員 回収可能価額については、不動産所有者の留保価格みたいなものだと思うのですが、けれども、その際、希少価値を求めるときに会計上はこれでいいのかなと思うのですが、企業金融を考えると割引率というのは企業の加重平均資本コストだろう。いわゆる自分がどれくらいの資本コストを持っているかというのが価値判断基準になるので、会計上どうすべきかはわからないのですけれども、もし感想があったらお聞きしたい。

それから、税引き前の分析というのは、税の効果を検討すれば、マーケットの価格を分析するときにはいろいろな税の効果がありますから難しいのですけれども、ある企業の使用価値を検討するときには、税の効果を考慮すべきだから、税引き後の分析をすべきのかな。これも会計上の回収可能価額を求める際に、こういう考え方がいいかどうか、わかりませんので、もしその辺について意見があったら。

委員 キャッシュ・フローと割引率の話というのは、ファイナンス理論と絡んで、私もよくわからない部分があるのですけれども、私が理解している限りでいえば、資本加重平均コストといいますか、枠を使うような話は多分、その企業にとってのハードルレートといいますか、投資採算性という点からいうと、そうなのかなという気がするのですが、ただその資産自体についての価値がどうかということについての話になると、いろいろ議論が多分おありかと思いますが、まず考え方としては、分子の方のキャッシュ・フローに織り込めれば織り込むべきではないかというような意見が多かったように理解しております。ただ、実務上は分子の方に期待値を入れたとしても、全部は織り込めない。同じ期待値を入れたとしても、分散の状況によってはリスクが違う。そのリスクの分も分子にどこまで置いているのかということになると、突き詰めていけば、リスクフリーのキャッシュ

・フローしか引けないような確定的なものでなければ、分母の方のレートもリスク・フリーレートにならないので、ある程度分母の方にもリスクを入れなければいけないということになるわけです。ただ、果たして、その部分のリスクがまたどのぐらいのリスクかというのが問題になるわけで、その際に企業自体が全体として求める、事業採算性として求めるものなのかどうかということについては、その資産の価値ということからすると、スタート時点はそういうこと、それから棄却するかどうかということもそういうことかもしれませんが、その後の評価についてはちょっと違うのではないかなというふうに理解はしています。

税金の問題ですが、これについては、会計上の財務諸表の作り方からすると、バランスシートにのっている資産の帳簿価額と比べるべき回収価額のもとになる使用価値を求めるわけですがけれども、その差が出たときの損失というのは、損失を計上した後にまたその税金計算を行うというようなフローといいますかステップになりますので、その損失自体が当然税務的にも考慮することができるか否かという話があるのも、多分税の決まりなのかなという理解はしていますが、この辺は誤解があるかもしれません。

委員 それぞれの先生に幾つかお聞きしたいのですが、一番最初は、これまでは例えば生保さんと不動産会社で、御自分で不動産を持たれて、それでいろいろやっていたような気がするのです。そうしますと、それが証券化になったのは、オフバランスにしたいとか、そういう形になったのか。我々素人から見れば、そんなにいい物件だったら自分で持っていた方がいいのではないかと。そうすると、マーケットに出てくるのはどうしても悪い商品になるのではないという気がします。せっかく、これでいい市場をつくらうとしたときに、最初は個人が飛びつくのですけれども、結局損してしまう。この市場が育たないということが起こらないのかどうか。

もう一つは、対象は機関投資家をねらわれていらっしゃるのか。それとも本当に個人までいく商品をねらっていらっしゃるのか。例えば年金、基金がこれからふえていくと思いますから、アメリカではそういうところも運用しているような気がします。

質問だけ皆さんにさせていただきます。

それから、この場合、リスクというのはあると思うのですが、普通、ファイナンスですと標準偏差なりをとって、このぐらいの範囲で価格が変動しますと。ところが、このやり方は全部一つの価格が出てくるというのは全く不思議です。その中でリスクが何が来るかということだけでなく、ターミナルバリューはどうか、割引率はどうか、期間はどうか

か、個別の物件はどうか、そういうところの幾つかの要素があると思います。別のところで特殊法人の生産コスト分析を始めたのですが、そこでは、シミュレーションの形、センシティブィーアナリシスというのをいたしまして、例えば需要がこうであればどれくらいになるかということをしたわけです。そういう意味では、リスクを入れた形でのやり方ができるのではないかと思ひまして、その方が、先ほどの特定価格と正常価格の差もきちんと出てくるような気がいたします。

先ほどのお話の中でも、期待値をとりながら価格の評価をすると委員はおっしゃっていました。それはまさにリスクを考えているところではないかと思ひます。

それから、どなたでも結構なのですが、よく金融の議論では、マーケット・ファンダメンタルズという言葉を使うのですが、今回のどなたのお話でも、マーケット・ファンダメンタルズという言葉が出てこなかったのです。皆さんの議論ではそういうことはないのか。例えば証券の価格ですと、基礎的諸条件というのですけれども、マーケットが中立的であれば、これぐらいは株の価格であるというのを、よくマーケット・ファンダメンタルズと言ひます。そういう議論は不動産ではないのか。

委員 先ほど事例で出てきている不動産を御紹介したのですが、証券化というのは大きく二つありまして、資産流動化型というものと資産運用型というもの。資産流動化型というのは資金調達型で、企業が資金調達をする際に不動産だけを対象にした資金調達をしたいということでオフバランスをして、それで資金を調達しましょうと。そのときに、現実には会計上の利益または損なりが立たないと、実行しない場合が多い。会計上の利益も会計上の損も実現しないような形で不動産だけを担保と申しますか対象にして、お金を調達する。これもあるのですね。やっているところもありますけれども、多くは会計上の損なり利益を出したいということと同時に、その不動産だけを対象に資金を調達したいということが、まずスタートです。

もう一方、資産運用型という方は、お金を集めて、そのファンドマネージャーが不動産を買ってくるわけですが、これは企業にとってみればファンドは買い手の一つでしかないわけですね。要するに、自分が売る相手が機関投資家であろうとも個人であろうとも、不動産会社であろうとも、不動産ファンドでもいいというだけですから、売り手にしてみれば、一番高く買ってくれところに売ればいい。ただ現実に、今10億、20億の物件ですと、まだ買い手も市場にいますが、100億を超える、または500億とか、そういう大きな物件になると、買える主体というのはファンドとか証券化で組むしかないのです

ね。そういう意味で、ファンドの成長というのは、ファンドが受け皿になってあげないと、今、買う人はなかなかいない状態ですから、そういう意味では極めて重要な位置を占めると思います。

投資家がだれかというのは、一般的にいうと資金調達型というのは、資金を調達できればいいわけですから、あえて個人まで巻き込んで個人を巻き込むのはコストもかかりますし、大変ですから事実上は機関投資家を対象にして行われるのがほとんどだと思います。

資産運用型という方は、たくさん資金を集めて運用するわけですから、これはむしろ個人も入ってくることを前提にしています。かつ、東京証券取引所の方で、上場制度をきちんと整備しますので、より個人にとっても安心した投資ができることになると思います。

証券化の対象となっている不動産が悪い方がいいかというのは非常に難しい判断だと思いますが、現実には、いい物件が出てきていると思います。要するにどちらかという、上の方から順番に出てきているということだと思います。だからまだ上の方にどれだけ物件があるのかわかりませんが、取りあえずは証券化する方も投資家も、わかりやすい物件からまずスタートしていると思います。わかりやすい物件、だれが見ても将来予測もこうだねという物件が今取りあえず出てきています。それがだんだんこなれてくると、悪いという表現は語弊があるのですが、少しリスクを伴うものも出てきます。それは逆に言えばリターンに置きかわることですから、その辺のバランスがとれてくると思うのです。取りあえず今はわかりやすいところから出てきていると思います。

委員 最初の御質問は、リスクというものについて確率論的に幅のあるもので評価できないかということでございますか。金融工学的な考え方というのは私もよくわからないのですが、こういう考え方はようやく鑑定の世界にも導入されてきているようですが、まだ一般化していない。この基準の検討委員会で検討対象になると、もっと実務的なものであるとすれば、これから検討に入らなければならない。ただ、ある程度こういう考え方を持っている方はふえている。

ただ、一つ大事なことですけれども、それでは、鑑定評価が幅のある価格でいくらからいくらということにしていかがうかどうかということになりますと、甚だ疑問があるのですね。鑑定評価額というものは、価格は一つという考え方がございます。これは経済学的にはどうなのでしょう。投資ということを考えますからリスクということを考えまして、いくらからいくらだよと。こういうことが社会的なニーズとして必要である、情報開

示に。そういうことであれば、それはそれで一つのやり方だと思います。しかし鑑定評価理論とか経済学の理論は私は知りませんが、経済理論では価格というものは均衡価格というものは幾つかあるというふうには、古い経済学ですけれども聞いてはいないので、すね。ですから、鑑定評価の立場は不動産の経済価値を判定して、それを貨幣額で持って表示することでありまして、もし幅のあるものまで持っていくとするならば、恐らく法律改正、基準は当然改定しなければなりません、法律改正が必要かどうか、あるいは有権解釈が必要かどうかは国土交通省の方になると思いますけれども、そういう問題が起こってくるのではなからうか。

それから経済学的な理論からいっても、そういうような価格形成というのは一般的なものであるかどうかという問題はある。そこで、その場合は先ほど私が申し上げましたように、コンサルタント的、不動産投資顧問業的な考え方になってくるのではなからうかと考えます。ただ、こういうツールと申しますか、割引率決定のためのツールは多に越したことはございませんから、どんどんこれから鑑定評価の実務の中に取り入れていく必要があると考えています。

2番目に、ファンダメンタルズということでございますけれども、実はファンダメンタルズというのは鑑定評価理論上、十分考えているのです。今まで私が鑑定評価で取り扱ってきた事項の中で、こういう経過をたどり、何が論点であるべきかということに焦点を絞ったものですから、割引率の決定その他までは深くは踏み込まなかったのですが、利回りの決定手法といたしましては大きく分けて二つございまして、一つは理論的に金融市場からアプローチする手法、これは今までの基準の原点でございます。したがって、それは積み上げ法と申しまして、今まではこれが主流であったわけですね。ところが今回は、もっと実務に近い、そして現実の市場を重視するということから、現実の市場の不動産の取引利回りからアプローチするという割引率の決定手法を今回は重視いたしております。それから積み上げ法ということについても十分配慮する。投資家に対するヒアリングということも考えるということになっております。したがって、ファンダメンタルズというものは十分重視しているということがお答えできるかと思います。

委員 価格が一つかどうかということですが、昔も、今の経済学も多分同じだと思いますが、予想値としての価格は一定だと思います。ですから、そういう意味で、ある条件が保たれば、その価格は必ず決まるわけですが、供給も需要もいろいろな条件によってふえているわけですから、実際に5年後、10年後には、予想された価格にい

くかどうか分からない、そこがまさにリスクだと思います。

委員 鑑定評価と申しますのは、鑑定評価の条件の確定というものがございませぬ。そういうものについては現況評価というものを重視しますけれども、制度的要因、言うなれば資産流動化法という制度の条件がございませぬ。それを所与の条件とするというように、条件を確定いたしまして、それを現実的なものにできるだけ確定するわけですね。その現実的な確定のもとにおける価格にアプローチするということではございませぬから、こういう場合はこうである、こういう場合はこうであるというような幾つもの数字は出ますけれども、一番あり得るべき条件の設定における鑑定評価を通常行うことになっておりますので、求めるべき価格は、この議論からいいますと一つでございませぬね。ただ、不動産投資顧問業とか、そういうもので数学的手法や統計学的手法を使ってこうであるよというのは、コンサルタントの問題に帰するのではないかと考えられますけれども、なお、この委員会の検討課題であるかもしませぬが。

委員 時間的なものによるばらつきが一つだと思うのですが、もう一つ重要なのはマーケットの不完全性によるものなわけですね。標準的な投資家をどう想定するかという議論がありましたけれども、経済学で、もし時間の概念を除けば、標準的なマーケットで決まってくる、リードをする投資家というのは限界的な投資家なわけですね。ですから、あとの投資家というのは当然高い価格をつけれる人は、消費者余剰をとれるわけですから。ところが、不動産市場というのは完全なマーケットではないから、実際、現実に成立している価格にばらつきを持っているわけですね。それは、時間的な不確実性というか、実際に均衡があるとしても、不確実さからばらつきを持つ部分とマーケット自身が不完全だから、ばらつきを持つ。どういう投資家を想定するかということを考えること自体、明らかにマーケットの関連性を前提しているわけですね。当然、関連のマーケットだったら、いろいろな留保価格を持っている人がいるわけですから、どの人を選ぶかによって留保額は全然違うわけですね。ただ、マーケットで決まるのは、完全競争の場合には限界的な……。

委員 完全競争を前提としているわけではございませぬ。供給条件は完全ではないはずですね。事業者側としては標準的な投資家を想定する。

委員 どういう価格が決まるかわからないという価格形成を持った中で一点を評価するのはかなり厳しいと思うわけですね。

委員 これは鑑定評価の本質に迫る問題なわけですね。

部会長 御疑問は十分承知しておりますが、これまでの日本の鑑定評価を制度的に見て

みますと、価格を当然ピンポイントでしか表示できない。幅で表示するというお考えもこれから複雑な経済社会を考えれば、考えられるかもしれませんが、鑑定評価ということを考えれば、今までどおりにピンポイントで評価を表現していくしか、価格を表現していくしかなさろうかと思えます。ただ、先生方の御指摘の点は、価格概念の明確化とも関連するところがございますので、そういったところでまた議論をする必要もあろうかと思えます。ただ、価格を幅で表示することについての妥当性というのはコンサルとは違いまして鑑定評価ですから、まだ慎重に。

委員 結果として鑑定評価にばらつきが出てきたのですよね。

部会長 ただ、その想定におきましても、委員が御説明を何度もされましたように、できるだけ標準的な投資家を想定する。そのためには、ファンダメンタルズについても十分検討して数値を決定していると。

委員 この基準見直しの検討課題は、コンサルタント価格をどのように位置づけるかということが恐らく話題になるかもしれませんね。いろいろなケースに照応する条件の設定においていろいろ、その条件がいいかげんなことをやっては困るわけでありまして、本当に必要な条件というものを設定しまして、幾つかの価格がある場合に、その価格の種類的位置づけ、正常価格とか特定価格のほかに、そういうものがあるいは検討の課題になる可能性は、もし先生方が学問的な立場からそういうものが必要であるということであれば、コンサルタント価格の位置づけも必要になるケースも考えられる。

委員 多分、マーケットの状況で、双方独占的であれば、その人の留保価格を出さなければいけないのですよ。そこでどういうふうにバーゲンが行われて決まるかというのですけれどもね。それは恐らく、マーケットの条件で寡占型であれば、どういう人が平均的に登場するかとか、そういうことを検討しなければいけないから、恐らくどういう価格が決まるかというのは、マーケットの分析にかかっているのかな。どういうやり方をするか。ある人の特定価格を求めなければいけないのか。

委員 鑑定評価の基本的なことは、一つの価格を求めるところにあります。条件が確定すれば一つになるわけですね。その条件の確定が余りにもさまざまであれば乱用される可能性がありますし、何にでも使えるという、そういういいかげんなものにならざるを得ないというのがあると思えますので、そのあたりは価格論というのが今回浮上した背景というのは、社会が複雑化するといろいろな条件が出てまいりますので、まさにそれだと思えるのです。今回は、我々は完全競争市場はもちろん全然想定しておりません。そ

んなものがあるはずはない。現実の市場、現況を重視するということでございます。

部会長 先生方の御意見につきましては、価格概念の明確化とか市場分析のところでもう一度慎重に検討し議論をしていきたいと思っております。

委員 諸外国の例をお示しいただきありがとうございました。最近、ほかの業種で、例えばファイナンシャルプランナーズとか、そういうのでは国際基準、ISOが、JISマークと同じようにあるのですけれども、不動産関係ではそういうのがあるのかどうか。

もう一つは、ファイナンシャルプランナーズという議論のときに、最初の入り口での試験と同時に、その方がどれくらいオリティーを維持されているか、そういうようなことまで考えないと、本当はこういう資格というのはいけないのではないかという議論があるのですけれども、そういう点はどうでしょうか。

事務局 国際的な評価基準についてはIVSというものが、国連のNGOのもとで策定されているという動きがございますけれども、その内容についてはまだ熟度が、会計基準ほどには達していないという認識を持っておりまして、今後リサーチを進めていきたいと思っております。日本はオブザーバー参加をしているという段階でございます、本格的な参加はまだ達していないという状況を把握しております。

委員 国際評価基準ですけれども、去年7月にRICSを中心としたIVSの委員会がありまして、そこで試案を発表しているのですね。2年間提示して、各国の意見を聞いて、国際評価基準というものをまとめようという意向で出しております。そういうことで、まだしっかりしたものではないのですけれども、国際評価基準を設定するという動きはあります。

部会長 IVSにつきましては、かつて、不動産鑑定協会の理事国として参加しております。ただ、IVSがまだ本当に力のないところで、国際委員の個人的な負担で会議に参加しておりまして、その方が高齢になられたことと費用負担がたまらないということで、行けないということで、それでは理事国をやめて参加国になろうかということ。鑑定協会から情報を常にいただいておりますので、IVSの途中経過の翻訳は出ております。英文と対比した翻訳書が国際委員会からの翻訳で鑑定協会から出ております。現在も常に新しい情報をいただいておりますので、IVSの事務局からガイダンスノートなどが来ますので、それについての翻訳はきちんと進めております。

それから、先ほど説明のありましたEVSはIVSとの整合性を保ってつくられているところです。ですから日本もきちんと情報の収集は行っております。

委員 各地域で集めて、意見を聞いたりして国際評価基準を説明しているのですね。アジアではタイでことしの10月ぐらいに行うことになっております。中南米などあちこちで集めて、説明と意見を聞くなどやっております。

部会長 ほかに御意見、御質問などはございませんか。

事務局 先ほどの御質問、資格取得後の研修、資質向上等でございますけれども、アメリカのA Iにおきましては非常に厳しいですね。事後研修の制度等が定められておまして、研修を受けなければ資格の維持ができないといったようなところも聞いております。我が国におきましても、鑑定協会において事後研修の充実化に向けた取り組みが始まっているということは承知しております。

事務局 相当大きな問題だと思っております。試験を通っただけで、あと全然、能力の研鑽が進んでいないというのも現実にあるのではないかと考えています。だから、終わった後の研修はきちんとやらないといけないということと、それから、頼む方が、その鑑定士さんがどれぐらいの実績があるのかということもわかるようにしなければいけないということを含めて、今かなり精力的に、これとは別のところでやっております。

委員 価格の種類ですけれども、私は半年ぐらい前まではビル部門におりまして、不動産の投信、売却に携わっておりました。価格の種類については、余りふやしていくと、鑑定書を発行する側は非常に都合がいいのですけれども、鑑定書を見る方にとってはわかりにくくなってくる。その辺は鑑定評価条件の整理をすれば、それでいいのかなと感じております。

それから、ビルの評価についてですけれども、前回、鑑定がマーケットと遊離しているというお話がありました。これはどういうことなのかなと。最近でも鑑定ではなかなか買えないというお話もありますけれども、マーケットを見ますと、今証券化絡みで外資が物件を買ったり、自社ビルとして購入したり、事業用資産の買い替えで買ったり、こういった事例というのは4%前後で売買されているわけですね。それをもって、適正な利回りとして採用していいのかということ是非常に危険があると思いますので、その辺の見極めはきちんとしていかなければいけないのではないかと思います。

委員 証券化がスタートのところで、どんな物件が、どういう理由で出てきたのかというところで、信託銀行などが受託してやり始めたりした経緯を見ますと、最初は証券化についての甘い期待みたいなものがありまして、資金調達型ですね。資金は調達する。それからオフバランスにすることによって株価を上げる。でもそれでS P Cに入れるわけです。

けれども、SPCの役員を自分の息のかかった人間にすれば、将来買い戻せるかとか、そここのところで監査法人が、これはオフバランスと認めるよというエビデンスさえもらえれば安全だという、どうもそういうところからスタートした物件もあれば、今、答申になってきている物件は、それに向けた正しい方向に向かった、個人の投資家にも十分耐えられるものが出てきているというのが実態ではないかという気がするのですね。

もう一つは、マーケット・ファンダメンタルズをどの程度まで考えるかというお話の中で、実際に我々がいろいろやってみますと、どう計算してもこの金額では買えない金額で、特に外資から買ってくるというのを見ますと、為替を考えた、それも2年とか3年とかの為替差益あるいは差損も考えたものまで含めないと、その理屈が出てこないというのが結構出てきているのですね。でも、鑑定評価をするについて、そこまでの条件を評価として考えることが可能なのか、妥当なのかというのは非常に難しいところがあるなと思います。ファンダメンタルズをどこまで考えるかというのは、ある程度限定しないと行けないのではないかと気がしています。

部会長 ほかによろしいですか。

委員 先ほどの議論に関連して感想なのですが、先ほど委員が、条件は特定するというところで、鑑定評価は基本的事項の確定という部分があるので、あくまで判断であると言っても、そのあれは前提があつての判断であり利権であるということで、先ほどお話のあった市場みたいなものは基本的事項の中に入れられるのかどうかというのは問題があると思います。もし市場を入れられれば、基本的事項で、こういう市場を確定するということであれば一本で出るわけですが、それがそこに入らないとなると、それに応じた価格と言うのはあるいはあるのかなと。

あと、これは長い議論になりますから余り触れませんが、従来の特定価格の前の特殊価格であったころには、たしか特殊価格とはコンサルタント価格であるという表現だったと思うのです。要説では、特定価格はコンサルタント的価格と、「的」が入っていたような気がするのですね。あるいは特低価格というのがコンサルタント価格も含めた位置づけになり得るのかどうか。あくまでコンサルタント的で、「的」に力を入れて一本にするかという議論は今後出てくるのかなと思っています。

部会長 御意見をいただきましたけれども、時間も進んでおります。特に御発言がなければ次の議題に移らせていただきます。

(4) 基準見直しにおける主要な論点の整理について

部会長 「基準見直しにおける主要な論点の整理について」ということでございます。事務局より御説明をお願い申し上げます。

事務局 「基準見直しにおける主要な論点の整理について」ということで、資料5を御用意しております。今回の評価基準の見直しの趣旨としては、鑑定評価ニーズの多様化、高度化、精緻化に対応するための基準の見直しということが中心になっております。これは私どもとしても緊急に対応する必要があるという認識でございます。そういった緊急性のあるものを中心にして議論をお進めいただくのがよろしかろうということで、五つのテーマを掲げているところでございます。先ほど来、また前回の部会の際にも幾つか御議論、御意見をいただいておりますが、多くはこの五つの項目の中でそれなりの議論が必要に応じてできるのではないかと考えております。全体のスケジュールの関係もございまして、この順番で逐次、御検討をいただければということでお出ししました。時間も押しておりますので、事務局からは以上でございます。

部会長 ただいま事務局の説明に関しまして御質問、御意見などございましたらお願いいたします。この五つの論点に従って検討、審議をしていくということですが、それでよろしゅうございましょうか。

それでは、今後の部会におきましては、ただいま事務局から説明がありました「不動産鑑定評価基準見直しにおける主要な論点」に従って今後の審議を進めることにいたしますよう。

本日は、委員の先生方からさまざまな御意見、御要望などいただきまして、今後の部会におきましては、そのような視点を十分踏まえつつ、基本的な方向として、この論点の五つを整理していきたいと思っております。

次回は、この論点のうちの1番目「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」というテーマについて御議論をいただきたいと考えております。

3. 閉 会

部会長 それでは以上を持ちまして、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。

事務局から御連絡があるようですのでお願いいたします。

事務局 次回の日程についてでございますが、7月27日金曜日、午前10時から、この会議室で行う予定にしております。御多忙とは存じますが、御出席方、よろしくお願ひ申し上げます。本日はどうもありがとうございました。

午後0時15分 閉会