

第4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8月29日（水）

場所：国土交通省土地・水資源局会議室（11F）

国土交通省土地・水資源局

午後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4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。

事務局から、本日のテーマについて御説明申し上げたいと思いますけれども、前回第3回になりますけれども、5つの論点のうちの「新たな評価ニーズに対応した価格概念の明確化」ということで御議論をいただきました。本日はこの論点につきまして、できますならば改正の骨子という形でひとまず意見集約をさせていただければと考えておりますので、よろしく御願い申し上げます。以上でございます。

部会長 ありがとうございます。

2. 議 事

(1) 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

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、お手元の資料をごらんいただきますように、ただいま事務局より説明のありましたとおり、前回に引き続きまして「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、このテーマについて御審議をいただき、改正の骨子に関する意見集約を図りたいと考えております。それでは、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「改正骨子案」と書かれた資料をもとに御説明を申し上げます。

初めに、正常価格の定義の明確化についての論点でございます。

現状認識といたしまして、前回部会におきまして御提示申し上げたところでございますけれども、現行基準におきまして正常価格は「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して、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、買い進み等特別な動機によらないで行動する市場」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、本来の鑑定評価の趣旨とはかけ離れた「あるべき価格」、いわば現実の社会経済情勢から乖離した条件のもとでの価格を求めるものではないかとの印象を与えている面があるというところが1点としてございます。

それから2点目の現状認識といたしまして、昨今の実務指針、協会を中心に取りまとめられております実務指針上、一般的な市場性を考慮することが適当でない「特定価格」として分類され、評価される事案が増加しておりますけれども、それとの対比上市場という観点から見まして合理的な市場でのマーケットバリューという概念としての「正常価格」が成立する市場条件の明確化が必要になってきているのではないかと。こういった問題認識を御提示したわけでございます。

さらに、前回部会におきましては、新たな正常価格の定義といたしましては、合理的な市場にかかる要件を明確化するということ、それから現実の市場での成立を前提とするという論点を御提示したところでございますけれども、それに対しましてこの二重下線部分でございますが、前回部会におきまして多々御指摘を頂戴したところでございます。

簡単に御説明いたしますと、初めに「不動産市場のとらえ方について」でございますけれども、不動産市場とは不完全な競争市場ともいうべきもので、正常価格とは限定された合理的な市場を想定した場合の最も確からしい価格（most probable value）というイメージではないかという御指摘がございました。そもそも合理的市場というものは、経済学的に見てそぐわない表現ではないかといったような御指摘をいただいたわけでございます。

それから、不動産鑑定評価とはまさに鑑定評価基準でもうたわれておりますように、不動産が合理的な市場を持たないことを前提に、不動産鑑定士がそれになりかわって価格を判定する行為であるといったような御指摘もいただいたわけでございます。

それから、正常価格の定義に関連しまして、合理的な市場と、現実の市場とは相入れない概念なので、表現の再検討が必要ではないかといったような御指摘もいただいたところでございます。現実成立することを前提とするということも、厳密には違うのではない

かといったような御趣旨とお見受けしております。

それから、2点目としまして「正常価格が成立する前提となる合理的な市場の条件」でございますけれども、これも前回部会におきまして幾つか要件の案ということで掲げたところでございますけれども、これに対する御指摘といたしまして、合理的な市場とは合理的な判断を行う市場参加者がいる市場ということではないかということで、参加者という視点を重視していくべきという御意見をいただきました。

それから、正常価格が成立する前提といたしまして、市場参加者が通常の資金調達力を有しているということ。これは現行の基準でも入っておりませんが、こうした考え方が必要だということ。それから、通常の過去の知識と将来の予測能力を兼ね備えていることが重要な要件となるのではないかとといったような御指摘もいただいております。

さらに正常価格の成立要件として、対象不動産の市場滞留期間の目安、こうしたものを例えば定量的に具体的に書き込んでどうかといったような御指摘もいただいたわけでございます。

こうした前回部会での御指摘を踏まえまして、事務局並びにワーキンググループを開催しまして、2ページ目でございますけれども、以上を集約した結果の改正の方向性の案、事務局の案でございますけれども、御説明をいたします。

最初に、正常価格の定義といたしまして、「市場性を有する不動産について、現実の社会経済情勢の下で合理的と考えられる条件を満たす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」と定義づけてはどうかということでございます。こういった表現がふさわしいのではないかと御提案でございます。ここで申します「現実の社会経済情勢」と申しますものは、下の のところでもございますけれども、現実のマクロ経済とか地域経済の動向ですとか、あるいは不動産需給の動向、あるいは不動産の法制度、税制ですとか、市場参加者がどういった価値観を不動産に対して持っておられるかといったような、そういった実態、実勢を指すものであろう。こうした現実の社会経済情勢のもとで、合理的というのは、これは前回「合理的な市場」ということで申し上げたところでございますけれども、合理的というのはまさしくここで条件にかかわってくるものであろうということで、こうした表現ぶりに訂正させていただいたというところでございます。

さらに二つ目の のところでございますけれども、上記の「現実の社会経済情勢の下で合理的と考えられる条件」、これがどのようなものであるかということを書き下しますと、この括弧書きの中でございますが、これも前回素案を御提示申し上げていると

ころでございますけれども、(イ)～(ハ)までの要件を満たす市場であろうと。

(イ)が市場参加者に関する観点(ロ)が市場での取引形態に関する観点、それから(ハ)が対象不動産の市場滞留期間に関する観点でございますが、ここで主に御指摘を踏まえて訂正したところが二重下線部分で示してございます。

初めに(イ)のところでございますけれども、市場参加者が自己の利益を最大化するために、次の要件を満たすとともに、慎重かつ賢明に、ここで「予測し」というワードを入れてございますけれども、これも前回御指摘で市場参加者が通常の将来予測能力を備えているということが必要であろうという御指摘を踏まえまして、ここに改めて入れさせていただきました。

それから(イ)の()に関連しまして、売り急ぎ、買い進み等のところでございますが、売り急ぎ、買い進み事情をもたらす特別な動機、厳密に言えば売り急ぎ、買い進み事情ということでございますけれども、参加者の観点から見ますと「売り急ぎ、買い進み等をもたらす」ということで言葉の整理をさせていただいたところでございます。

それから、(イ)の()に関連しまして、「対象不動産の最有効使用を前提とした価値判断を行うこと」とありますが、この最有効使用の概念につきまして前回御質問をいただきました。

最有効使用という語感からしますと、現実離れしました特別な利用というイメージを持たれるというところもあろうかと思っておりますけれども、鑑定評価基準上は「客観的に見て、良識と通常の使用能力を持つ人による合理的かつ合法的な最高最善の使用方法をいう」とされておりまして、同様の基準の第6でございますけれども、「地域分析及び個別分析」のところにおきまして、同様な定義でございますが、「良識と通常の使用能力を持つ人が採用するであろうと考えられる使用方法」、さらに「将来相当の期間にわたって持続し得る使用方法」であるということ。さらには、「効用を十分に発揮し得る時点が予測し得ない将来ではないこと」ということで、まさに市場参加者が通常の使用能力、典型的な利用をする参加者を想定したものと、基準では位置づけられているところでございます。なお、御参考までにアメリカの不動産鑑定協会におけますテキストブックにおきましても、同様な定義がなされているところでございます。

資料の2ページですが、ここで「確認いただきたい事項」として掲げてございます。前回市場滞留期間と不動産の鑑定評価の際の価格時点についての御質問を頂戴いたしました。これは、確認いただきたい事項と申しますものは、定義でこれを書き込むという趣旨では

ございませんが、前回の御指摘を踏まえて本日御確認をいただきたいという趣旨のものでございます。ここで言う(八)の不動産が市場に公開されている「相当の期間」と申しますものは、市場参加者が取り引きを成立させることを目的に行う情報収集でございますとか、あるいは意思決定及び資金調達等に要する標準的な期間ということであろう。さらに実際の評価におきましては価格時点、これは「不動産価格の判定の基準日」とされておりますけれども、価格時点におきまして既に相当な期間公開されていることを所与としたものであるということが、鑑定評価基準上は位置づけられているところでございます。

不動産鑑定評価基準における考え方といたしましては、鑑定評価によって求める価格は価格時点、価格の判定の基準日におきまして成立することを前提としたものでありまして、特に価格時点以降のことについては言及されてはおりません。なお鑑定評価では、価格時点において既に相当な期間市場滞留期間を経たものとして仮定して、価格時点において成立するであろう価格を求めるということでございますので、将来時点での成立するであろうということを想定するものではないということでございます。

それから、特定価格として現在早期売却を前提とする価格といったような概念もございませんけれども、通常の市場滞留期間、正常価格が成立する際の通常必要となる市場滞留期間より短い市場滞留期間を想定したときの価格であろう。当然このような場合には、物理的な実質的に情報が行き渡る期間といったようなものが限られてまいりますので、もっと高い値づけを行う者が十分にあらわれない可能性があるということで、通常より低い価格がつくであろうということです。

2ページ一番下のところでございますけれども、前回相当な期間というものを具体的に例えば6カ月とか1年とか定量的に示してはどうかという御指摘がございましたけれども、これもワーキンググループで検討しましたところ、不動産の種別類型ですとかその時々不動産の需給動向によって恐らく異なってくると考えられるということで、基準本文ではなかなか定量できない目安というものは掲載することは少し難しいのではないかといたったようなところで取りまとめを行ったところでございます。

正常価格に関する論点は以上でございますが、3ページ目「2. 特定価格」の定義の明確化について御説明をいたします。

こちら現状認識につきましては前回御説明を申し上げているところでございますけれども、繰り返しになりますが1点目といたしまして、現行基準におきましては、「特定価格」は一般的に市場性を有しない不動産と市場性を有する不動産の価格概念が混在してい

るということ。また両者の内容が必ずしも明確ではないということから、昨今の実務指針上で先行的に特定価格に分類されている事案の増加に伴いまして、特定価格の概念自体、概念の性格自体が非常にわかりにくくなってきているのではないかという観点でございます。

2点目といたしまして、現行基準では「特定価格」を求めることができる場合の例示といたしまして、下記の(イ)から(ハ)までの例示が掲げられているところでございますけれども、昨今の実務指針におきまして既に先行的に特定価格として評価が行われております資産流動化法・投信法に対応する価格でございますとか、あるいは民事再生法に対応する早期売却を前提とする価格など、これらの新たな評価ニーズに対応した考え方が具体的に正式な形で基準に位置づけられていないといったようなことがございます。

これに対する部会におけます主要な意見でございますけれども、特定価格の性格につきましましては、現行の特定価格を、市場性の有無をメルクマールに二つに分割する。すなわち、市場性を有しない不動産、文化財ですとか宗教建築物等の価格、そういったものは別途の価格の種類とするということについては、非常に妥当性があるのではないかといったような御指摘を頂戴しております。

それから企業会計に関連しましては、例えば減損会計に関します使用価値といったようなものを今後鑑定評価の対象としてとらえるべきだという観点も御指摘をいただきました。

それから、そもそも特定価格を求めるということは、コンサルタント的な業務、性格が強いという御指摘をいただきまして、まさに鑑定評価とコンサルタント業務との線引きをどのように明確化していくかといったような御趣旨とお見受けいたしました。

それから、投資採算価格についてでございますけれども、こちらも多々御指摘を頂戴したところでございますけれども、証券化にかかわります投資家への情報開示としては、現行の実務指針に基づく投資採算価格より、そもそも正常価格の方がふさわしいのではないかといったような御指摘。さらには、理論的には正常価格と投資採算価格とは乖離しないのではないかといったような御指摘。それに対しまして、結果的に正常価格と投資採算価格とは一致する場合もございますが、収益性以外の価値尺度で価格形成がなされている不動産については、両者は乖離することがあるのではないかといったような御指摘もございました。

ここで4ページ目でございますけれども、前回御指摘を踏まえまして、事務局としての一応の改正の方向の案として今回御提示申し上げるものでございます。

まず一つ目といたしまして、不動産の性格により一般的に市場性を有しない不動産と、市場性を有す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、前者の一般的に市場性を有しない不動産といったようなものを別立ての価格種類、ここで「特殊価格」と名づけておりますが、こうしたものとして分離しまして、定義といたしましては「文化財等の一般的に市場性を有しない不動産について、その利用現況を前提とした不動産の経済価値を適正に表示する価格」と定義してはどうかといったような御提案を申し上げたいというところでございます。

それから、こうした「特殊価格」を求める場合の例といたしまして、文化財の指定を受けました建物、あるいは宗教建築物、または現況による管理を継続する公共・公益施設の用に供されている不動産等の保存等に主眼を置いた評価を行う場合等も該当すると考えられるところでございます。ちなみに括弧書きの中でございますが、現行の鑑定評価基準におきましても、宗教建築物等の特殊な建築物等の観点評価手法としては、手法上もこのような位置づけがなされているというところでございます。

それから先ほどの後者の部分、市場性を有する不動産の部分についてでございますけれども、これについては新たな「特定価格」として位置づけまして、定義といたしましては「市場性を有する不動産について、法令等による社会的要請を背景とする評価目的の下で、正常価格の前提となる諸条件を満たさない場合における不動産の経済価値を適正に表示する価格」と定義づけてはどうかという御提案でございます。

次に、現在実務指針上「特定価格」に分類されている新たな評価ニーズに対応する価格を、実態に応じまして「特定価格」の例示として位置づけてはどうかという御提案でございます。何らかの形で、現行の実務指針で先行的に特定価格として評価されているものについても、基準上読み込めるような形で整理してはどうかという観点でございます。

ここで、現行の特定価格の種類別に見た鑑定評価上の特徴というものでございますけれども、現行の実務指針におきまして既に実務上先行的に特定価格として評価がなされている、整理されているといったようなものがございます。例えば民事再生法に関する早期売却市場価格につきましても、債務者が破産した状況を前提に、直ちに不動産を処分し事業を清算することを想定した価格ということで、ここでも売り急ぎ事情を所与として評価するということ。さらには、必ずしも最有効使用も前提ではない評価である。事業の継続を前提とする価格の評価依頼があった場合でございますが、こうした観点から、正常価格の先ほど御説明申し上げた要件を欠くということで、特定価格として位置づけられるのでは

ないかということでございます。

それから、流動化法・投信法に関する投資採算価格については、後ほど詳しく御説明を申し上げたいと存じます。

以上、要するに「特殊価格」の特定の法制度等によります評価目的がございまして、正常価格の要件を一部欠くような、そうした価格の性格を持つ価格については、特定価格としての整理をしていこうというものでございます。

ただし、この例示の掲げ方でございますとか具体的な表現、さらにはくくり方等については、さらに検討する必要があるところでございます。

それでは5ページをお開きいただきたいと存じます。

先ほどの論点に関連いたしまして、「投資採算価格」をどのように整理するかという観点でございますが、前回部会でも大きな論点として御議論いただいたところでございます。

まず着眼点といたしましては、現行の実務指針に基づく評価の考え方及び手法による限りは、投資ヴィークルの特定資産の取得時及び保有期間中の評価におきましては、正常価格の前提となる市場の条件に比べまして、あくまで評価において想定するものでございませうけれども、市場参加者が投資採算性を価値判断とする投資家に限定されているということ、さらには必ずしも最有効使用を前提とした運用計画、事業計画がなされるとは限らないといったようなことから、特定価格として整理できるものと考えられるというところでございます。あくまで、先ほどの正常価格での整理上は、というところでございます。なお、今後不動産の証券化に関する鑑定評価としてどのような価格を求めるべきかについては、対象不動産の性格ですとか、市場での成熟度、さらには市場参加者の取り引きに際する価値判断の動向を見極めてつつ判断していく必要があるのではないかとということで、その際の着眼点といたしまして、下の表にございますけれども、一つの見方でございますが、対象不動産の性格、オフィスビル等の収益用不動産であれば、ここの市場の状況の判断するポイントとしまして、収益性、投資採算性を重視する市場参加者が価格形成力を持っているかどうか、こういった点をポイントに市場の状況を見極めていく必要があるのではないかとということでございます。

それから、価格の性格に関する観点としましては、こうした収益用不動産については、正常価格と投資採算価格とは将来的に一致する方向なのかどうか、こうした検証も行っていく必要があるかというところでございます。

それから、下の欄でございますけれども、SPC、ファンド等では、例外的な例かもわ

かりませんけれども、工場ですとか低収益のガソリンスタンド等の例でございますが、こうしたものにつきましては市場参加者が収益性以外のどのような価値判断で取り引きを行っているか等を見ていく必要があるかというところでございます。

さらに価格の性格に関する観点としましては、こうしたものについては正常価格と投資採算価格とは、現状、将来とも乖離したままかどうかといったようなところを見ていく必要があるかというところで、正常価格と投資採算価格とが乖離するであろうと考えられております典型的な例を挙げてます。

初めに工場でございますけれども、既に証券化の対象になっているものがございますけれども、本来工場につきましては物件の個性が強いということ、さらには不特定多数のニーズに適合するような賃貸物件を建設することが難しいということから、賃貸市場が成り立ちにくいということがございまして、不動産の性格上は借り手優位の条件があるということで、相対的に賃料が低位に位置することが多いという現状がございます。また、工場利用を継続することか必ずしも最有効使用ではない場合がある。例えば市街地の中で工場が残されているという場合には、例えばマンション等に転用した方が鑑定評価上は高い使用収益が見込まれるケースもございます。こうしたケースもございますので、工場としての現状用途の継続を前提とする場合の投資採算価格は、通常の正常価格よりは低位になる場合があるのではないかとこのところでございます。

それから、事業としての収益性の劣る沿道型店舗、ガソリンスタンド等の例が典型的でございますけれども、こちらにも既に流動化型の証券化の対象とはなってございますが、そもそもガソリンスタンド等については事業自体の収益性は低いですが、幹線道路の交差点付近など立地条件に優れていることが多いという性格があるかというところで、不動産の価格はマンションですとか他の種類のロードサイド型店舗など、より収益性の高い用途に転用した場合の土地価格を中心に形成されるケースが多いのではないかとこのところでございます。したがって、ガソリンスタンドとしての低い収益性を反映したそういう使用の継続を前提とした投資採算価格というのは、通常の取り引きを前提とした正常価格よりも低位になる場合があるのではないかとこの観点でございます。

それから一番下の欄でございますけれども、収益性以外の価値尺度で取り引きが行われている店舗ビル、あるいは自社ビルといったようなものがございますけれども、例えば銀座など高度商業地等の限られたエリアや、あるいは地方都市の中心商業地等におきまして、店舗ビルですとか自社ビルを所得することによるステータス性ですとか広告宣伝効果など、

対象不動産単独での収益性とは異なる価値判断をもとに取引市場が形成されているケースもあろうかと思えます。この場合、こうした価値観を持つ参加者が大宗を占める市場であれば、必然的に賃貸目的での投資採算を前提とする価格は、正常価格より低位になる場合があるのではないかとといったような観点にございます。

以上のように、こういった不動産がどのような参加者を中心に、またどのような価値尺度で取引が行われているかといったようなことを検証していく必要があるということと言えようかと存じまして、今後投資採算価格の整理を行っていく上ではこうした観点を留意していく必要があるかということをお提案させていただきます。

以上、雑駁ではございますけれども、資料説明にかえさせていただきます。

なお現行の実務指針上で流動化法及び投信法に関します評価において、どのような価格種類でどのような手法を用いたらよろしいかというようなことですが、先ほど申し上げましたけれども資産流動化法・投信法とともに取得時におきましては投資採算価格、さらに保有期間中の情報開示におきましても、投資採算価格ということで特定価格として位置づけられております。

一方で売却時におきましては、一般の市場参加者も想定するというところで、ここでは正常価格として位置づけられているというところでございます。以上でございます。

部会長 ありがとうございます。改正骨子案の御説明をいただきましたが、ただいまの説明に関しまして御質問、あるいは御意見ございましたらお願いをしたいと思います。ただ、どういうふうにしましょうか、正常価格と特定価格と二つありますので、先に正常価格の定義の明確化と市場条件の明確化ですね、これについてまず御意見をいただきたいと思えます。

委員 2ページですけれども、流動性コストをどういうふうに反映するかということだと思うのですが、これは「相当の期間」を経過したことを前提にした価格であるということですが、では今この不動産の価格を出してほしい。別に全然公開しているわけではない、評価をお願いしたいというときには、基本的にはもしこういう形で表示するのであれば、その鑑定評価に必ず「相当の期間」というものを表示しなければいけないと思うのです。例えば今減損会計がありますけれども、時価主義会計になった。別に売却する目的はないけれども、この企業の生産価値はどれくらいあるんだと出したときに、全然「相当の期間」がわからない。工場だったら1年かもしれないし、1年以上かかるかも、「相当の期間」があるかもしれない。そのときに、やはりこの価格というのは「相当の期間」

を経過したものであると言われても、別にマーケットに出しているわけではないですから、だからもしこういう形で決めるのであれば「相当の期間」というものを表示しないとこれは正確な情報にならないというものですよね。マーケットによって違うと書いてありますから、このマーケットでは3カ月が「相当の期間」です、分析しました、と。工場であって、取り引き例が少なくても1年もそれ以上もかかるものであれば、そうだとすることを表示しないと、それは受け取った人が間違った判断してしまいますよね。流動性コストが全然認識できない。

流動性コストは、後でもちょっと出てきますけれども、やはり流動性コストというのはその値段、最も高くなる値段まで待つ期間です。その金融コストが流動性コストになるときもあれば、また今すぐ売りたいという、それがかなりコストがかかってしまう。その人の例えば企業の加重平均資本コストがかなり高いとなると、すぐ売らなければいけなくなる。そういうときには、今売り急ぎの値段になりますけれども、それが流動性コストになるわけですよね。ですから、きちっと利害関係者にそういった流動性コストを鑑定評価の中に織り込めないとすれば、鑑定評価の中から自分が流動性コストを検討できるような資料はきちっと提示しないと、やはり問題だと思います。

部会長 先生のお考えは、例えば報告書の中に市場滞留期間はどれくらいであるかという記載をするという。

委員 判断を。それはもちろん正確ではないかもしれませんが、その鑑定人が事例とかいろんなものを調べて、これはどのくらい滞留して成立したものだというのがあれば、投資事例で調べた平均滞留期間はこれくらいで成立していますとか。

部会長 それは後日報告書の記載事項とかそういった内容を検討することがありますので、そのときにもまた御審議いただきたいと思いますが。

委員 そうであれば、この相当期間の話は少し、鑑定評価の中に価格の中に流動性コストを引けというのとは一つ意見があると思うのですけれども、そうじゃないとすればそういった表示の話になるのかなと。

部会長 本日はこの市場の合理性の前提条件、正常価格が成立する市場の……。

委員 「公開されていること」と書いてあるので。

部会長 前提条件を御審議いただくということで、具体的な報告書にどのように記載するかは、また別途別な検討のときに。

委員 もしそれがこの条件に入るのであれば、それは絶対必要だと。条件を入れないの

であれば、これは流動性コストを引いたものを鑑定評価額にすべきだと思います。

部会長 ほかに御意見は。正常価格につきまして。

委員 ちょっと前回も申し上げたのですけれども、正常価格の定義の中でちょっと違和感がありますのが、2ページで言えば要件といいますか、(イ)の()です。その対象不動産の最有効使用。先ほどの御説明の中で最有効使用というのの「最も」ということが必ずしも強調されているわけではないという御説明があったかと思うのですが、ただ現行基準における最有効使用の原則のところを見ましても「合理的かつ合法的な」ないしは「良識と通常の使用能力を持つ人による」というのは、いわゆる平均的なことを意味していますので、これはマーケットバリュー、フェアバリューの概念に合うと思いますが、その後の「最高最善の使用法」というのは、結局のところそのものについての最高の使用と考えられます。全部合わせて平均的な使用だという概念が、私の理解だと市場価値といえますか時価ということになりまして、本当にその人が最も有効に使ことはその個別の人によって価値が違うわけで、これが先ほども出てきたような使用価値というのにつながるのではないかなというふうに思っております、ここのところが市場性を有する不動産という最初の定義と、それから最有効利用というところが若干矛盾しているがゆえに、後で出てきます「特定価格」の中で、特に流動化、証券化における独立採算価格、これがこの要件を満たしていないので、特定だというふうな流れになっているところが、ちょっと違和感を感じるところであります。

つまり証券化、流動化における不動産、これについてはまさに収益性をもって価格評価をしていまして、例えば10階建て、20階建てのビルを壊して更地にしてまた違う利用を考えるとというよりも、その物件をだれがある程度持っても、もちろんテナント管理とかノウハウの部分があるのですけれども、その収益物件をだれが持っても同じなので、結局独立採算価格が正常価格になるというふうな位置づけになると思いますから、これは独立採算価格であり、最有効使用ではなくて使用が限られているから正常価格ではないというふうに持っていくことがちょっと違和感があるのは、逆に言えばここの定義のところがちょっと市場性ということで相入れないところがあるからではないかなという印象を持ちました。ちょっと私の分が考え間違いも含めてあるかもしれませんが、検討いただければと思います。

委員 全く同じところなんですけれども、先ほどの後の方のあれで、ガソリンスタンドの例があったと思うのですが、その場合には高いのは何かほかのベストなユーズで使った

場合にはより高い価格であるからということをございましたけれども、そうであれば今先生が御指摘になりました2ページの(イ)の()のところの価格は、まさにそれを言っているような気がいたしまして。既にここの中で何かほかの使い道の中で最もいいものを前提としているのが正常価格という気がするのですが。そこは私も全く同じ印象を持ちました。

部会長 「最有効使用」という言葉がここに入っていることについてですね。先生、どう思われますか。

委員 「最有効使用」という定義がないと、結局正常価格の前提……最有効でない使用の場合は別の価格概念になる、こういうストーリーなんですかね、結局。ですから、最有効を前提とした場合には正常価格の方に入って、最有効でないものは特定ないし限定になっていくというようなストーリーがちょっとあるみたいですね。

委員 後段の議論にもなりますけれども、投資採算性の議論にもなりますけれども、やはり「最有効使用」といったときに、将来のオプションが入っているのかどうか。ガソリンスタンドの話がありますけれども、今ガソリンスタンドすぐ壊して建てかえるというのは、タイミングとらないといけないわけですよ。現状利用は確かに今最もいいのだけれども、例えば10年後、15年後にはこれは建てかえた方がいい。不動産のマーケットというのは不動産ですから、そういったオプションを含んだ値段がついているわけです。だから投資採算価格も常にそうなんですけれども、現状の利用だったらずっとそれで利用する価格が出ている。そういう価格の形成のされ方をしないのです。だから、将来この土地が、期待も入りますけれども、不確実性も入りますけれども、どのような土地利用に変化していくかということ全部考えて値段というのはついているわけなんですけれども、ここで「最有効使用」のとらえ方をそういったオプションとか将来のオプションを全く無視してつけていると、この後半に出てくる投資採算価格が全く低い価格になってしまうとか、それはちょっとおかしいのです。投資採算価格、鑑定評価の技術的な問題かもしれないのですけれども、そういった「最有効使用」のとらえ方、ここをどういうふうにするかちょっとわかりませんが、何かやはり投資採算価格が特別、全然市場価格とは全く別個のものを形成するみたいな考え方というのは、これは全然オプションを考慮していない、マーケットの投資家が判断して買っているものとはまた別の分析をしている。現状でこういう現状で利用しているから、現状の賃料から持ってくればこれしかつかないよというような判断をしているからなんです。それが、もしこの「最有効使用」の判断の中にも入っ

てくるのであれば、やはりちょっと鑑定評価の技術を少し考えていかないと、ちょっと問題があるかなというふうに感じたのですけれども。

委員 投資採算価格なんですけれども、工場の場合は例えば工場にしか使えないという、最有効使用でないことを想定している。それだけども、DCF的に考えればどこかで戻ってくるわけですよね。そのときには、最有効使用というのは考えられるという。

委員 利用してはいけないというやつと、土壤汚染の可能性があって、土壤汚染の可能性というのは、そのリスクは全然不動産価格に入ってくるわけですけれども、だから法的にこれしか利用できないというのであれば、これはそういった制約を受けたもとの不動産価格が形成されますけれども、現状工場であればもしそれが最有効から乖離しているのであれば、建て替えのコストとかいろいろありますから、最適なタイミングは今ではないかもしれませんが、そうしたらそういう形の投資採算価格が決まってくると思うのです。例えば10年後、20年後に住宅に建てかえると。現状は工場で10年間利用するけれども、20年後には住宅にする確率があるわけですから、その確率を考慮してやはり不動産を買う人は買うわけです。だから、そこら辺が。

委員 利用が限定されているような利用というので想定して考えるか、もうちょっと自由に考えるかというような。

委員 マーケットは自由に考えているのです。法律的な制約がない限りは、限定しろと言われているのではない限りは、マーケットは自由に考えているわけですから、マーケットプライスに近づけるために最有効使用を考えるというのであれば、そういうような少し含みのある、考えていかないとちょっと乖離してしまう。後半の投資採算価格が全く変な価格になっているというのは、まさにそれですよね。

部会長 今御議論いただいておりますのは、正常価格の条件であります(イ)の()です。最有効使用を前提とした価値判断。これを「最有効使用」について疑問が投げかけられておられるのですが、これは先生、何かお考えは。

委員 私もお伺いして、結局最有効使用の状況でキャッシュフローが出ている場合は、投資採算価格と正常価格が限りなく一致する。ところが最有効使用でない収益物件が投資採算価格としては非常に正常価格より低くなるというような感じなんですけれども、これは投資採算価格ではないと思うのです。そういうガソリンスタンドのキャッシュフローだけで割り戻した価格なんていうのは成立しないのです、現実的に。投資採算価格でも何でも無いんじゃないか。だからおっしゃったように、5年後のをつぶして復帰価格を選

元して、それがそういう見方をするならいいのですけれども、そういう見方をするとなりにまた正常価格に近くなってくる可能性がある。最有効使用だけでここまで正常価格との違いというのは、かなり無理があるんじゃないかなという気がしますけれども。

部会長 ただこの正常価格の条件の中に、「対象不動産の最有効使用を前提とした価値判断を行うこと」ということを入れることについては。

委員 それはいいでしょう、正常価格のは。

委員 正常価格はここに入るべきだと思います。

委員 それは当然ですよ。

委員 そうすると、後の方の価格がおかしいというふうに。

部会長 先生もそれでよろしいですか。

委員 私はちょっと若干違うのは、まだ理解していないのですが、「最有効使用」の「最有効」というところの最も最善の活用というのですか。先ほど工場とかガソリンスタンドのケースもターミナルバリューでの復帰価格以降のオプション的な使い方というのは、多分有効利用の範疇で出てくると思うのですけれども、現状のガソリンスタンドならガソリンスタンドという使用、工場という使用ということになると、まずそもそも定義のところのその使用を前提とした場合には、市場性を有する不動産というのに入るのかどうかというところがまた多分引っかかってきて、やり方としてはガソリンスタンドというような収益性をもって判断することもあれば、一たんそれはほかの利用を考えれば採算性が低いのですぐに上物をばらして、すぐに更地にして違う利用を考えるという建てつけもあると思うのですけれども、そうなってくると上物がなくなると更地が市場性を有するというところで、これもどこまで有効利用を考えるかということがありますが、一応私のイメージするのは最高ではなくて平均的な利用です。ですから、日本の場合は更地価格の方が物件が建っている土地よりも価値が高いと言われているのも、使い方が要は悪いという言い方もされますけれども、更地のところに余りにも夢を求め過ぎて価格を高く出しているくらいがあるのかなという印象もちょっとあるのですけれども、その部分が概念としては一応市場性ですので、平均的な利用ということがあると思うのですけれども。

そうするとそのガソリンスタンド、工場の話に戻りますと、その利用を限定する限りにおいては、市場性というのはあくまでガソリンスタンド業者間しか市場がありませんから、そこで考えたら向こう5年、10年はそのレベルをもって判断しなければいけない。その後市場性があるかどうかというのはちょっと議論があるところですが、その後更

地にした10年後以降の価格というのは、まさに市場性がある不動産に該当すると思いますが、それを含めたときに今のガソリンスタンドの評価というのは市場を有する不動産なのか、今の独立採算価格との関係をどうするのかというところが、固有の利用と市場性というところがちょっと矛盾しているので、うまく説明できないというか、違和感が出てくるところなのかなという、ちょっとうまく説明できませんけれども、そこがちょっと問題の所在でないかとは思いますが。

部会長 先生は、何かこの正常価格について。

委員 ここによく誤解されるのは、「最高最善」が前面に出てしまうということだと思っておりますが、その前にある形容詞が「合理的かつ合法的」なんです。その前の形容詞ですね、「客観的に見て良識と通常の使用能力を持つ人による最高最善の使用方法」というふうに合理的、合法性という形容詞を抜いてみますと、特別の使用方法ではなくてスタンダードな使用方法であるということが出てきているんじゃないかなと思うのですけれども。ここの辺誤解されやすい、「最高最善」が先に出てしまっていて誤解されるケースが多いような気がします。

それから、もう一つ投資採算価格との兼ね合いで、これがイコール正常価格であるケースが非常に多いと思うのですけれども、工場などの価格がいうなれば継続使用を前提とするわけです。ゴーイング・コンサーン・バリューの価格を求めるのか、不動産だけを取り出して求めるのか。不動産だけを取り出して求めるのが鑑定評価の立場だとされておりますけれども、この仕切りが非常に難しいというような気がするのです、仕切りが。

と申しますのは、ここに銀座のビルの例もありますけれども、これの価格は正常価格として出す場合に、取り出してそれだけを出せば、それはこちらが正常価格だというふうに主張されますと、恐らくそっちの方が特定価格になるんじゃないか。一般的には銀座の方がネームバリューで広告価値その他ありますから、それが当たり前だよと言われても、そっちの方が正常価格。しかし、考えてみるとこれはゴーイング・コンサーン・バリューみたいな一つの組織体の中の価格、組織体を形成するものの一環としての価格ではないかという気がする。それから証券化の不動産も、投資採算価格イコール正常価格で、今さらそういうことでやることはないんじゃないかと言われても、そのものズバリは三井不動産とか、そういうものが一つの組織をつくりまして、組織の中で箱の中に閉じ込めて運用した価格になるわけでありまして、これは言うなればその不動産だけを取り出して評価するという建前はとっておりますけれども、そういうような条件を所与とした条件と

いうふうにこの投資採算価格は出しているわけです。だから、工場の例にみるように、すべて使用価値とか継続使用価値をどこで仕切るかというのが非常に難しい。そこで我々は、その仕切りの部分を行ったり来たりしております、証券化の場合など。いや、こっちは正常価格だ。いや、こっちは特定価格だという、グレーゾーンという表現が悪いけれども、仕切りの部分だと思ふのです。

そうすると、例えば会社更生法でもゴーイング・コンサーン・バリューというものが組織と一体となった不動産、そこで不動産価値を求めるということが現在の経済社会におきましてはこれが非常にニーズが大きくなってきている。現実の経済社会がそういう組織体の中に不動産を組み込んでおりますから、そのニーズにこたえる必要があるというような気がしまして、その場合に、組織体とのかかわりにおきまして、企業とか証券化とか、この中間にどっちに持ってくるかというのであっちに行ったりこっちに行ったりしているんじゃないかという気がしているのです。感想だけ申し上げますと。

部会長 基本的には、今正常価格の定義と、それから成立の前提条件についてお話をいただきたいと思うのですが、いかがですか。

委員 定義を見て感じましたのは、前回の議論でも正常価格というのがある1点を指すのではなくて、最もあり得る価格というのですか、そういうレンジを示しているとうような議論があったかと思ひますけれども、そういう意味では表現の中で最も蓋然性が高い価格だというようなことを入れた方がわかりやすいのではないかなと。そうしないと、実際に成立する価格というのは、そういう統計上で見た最もあり得る価格とはちょっと差が出てくる可能性がありますので、なかなかそれをもって、よく鑑定価格では買えないとか売れないとか、そういったお話もよくありますので、そういう蓋然性が高い価格なんだというようなことを表現として入れた方がわかりやすいのではないかと、そんなふうに感じました。

委員 ここでの議論は、まず正常価格というのは何なのだということをまずきつと決めておかないと、秋葉先生からお話があったような、それでは投資採算価格はどうなのかという議論にならないと思うのです。ですから、まずは正常価格とは何かということをごできちつと決めておきたいなと。先ほど出てきている投資採算価格とこの正常価格の概念との議論というのは、投資採算価格が正常価格になり得るのかという議論になると思ひますので、これは後回していいんじゃないかと思ひます。

例えばついでに言ってしまうと、事務局がつくったこの工場だとかガソリンスタン

ドだとかいうのが証券化の対象になっているのは実際にはどういうことかということ、工場が一般に賃貸されている例はほとんどないわけでごさいます、出し手がそのままリースバックで借りているわけです。それを称して、DCFを標準としてやっていいのかというのもいろいろあるわけで、やはり議論する場合にはもう少し市場の実際を踏まえた上での議論をしないと、観念的な議論になってしまうと思います。

ですから、まず正常価格が何なのかという格好でここで議論するとすれば、私はここで事務局が書いていただいている内容でいいのではなからうか。実際に実務をする上でもこれで十分いけるのではないかと思います。以上です。

委員 事務局が書いているこれ、私はこれに賛成なんですけれども、ちょっと経済学者の先生に教えていただきたい。バブルの時代、今バブル剥落中ですから関係あると思いますけれども、よく不動産の市場はストック市場だと言われましたですね。ストック市場というと、金融の市場もストックなんでありまして、反面不動産というのは土地の特性を反映するというので移動不可能な財。金融は、同じストックですけれども移動不可能どころではなくて瞬時にしてもう大量に移動してしまいますね。したがって、金融の自由化と同時にバブルが始まったわけです。言うなればもう移動不可能、生産不可能、土地だけを見れば、土地を加工した不動産は別ですけれども、そういうような不動の財に対しまして、ストックとしてたまっている金融がパッと移動する。そこに、不動産価格、土地価格が異常な上昇とか、パッと引き下がればすぐだめになるという、そういう土地市場の特性があるわけです。ストック市場としては、この条件、これが不動産、これは土地だけではなくて、土地を加工した上に物を建てるとかそういうものが入って、不動産市場でありますけれども、この条件との整合性ですね。私自身はこれで構わないと思うのですけれども、一応検証していただければと思うのですけれども。

委員 前のときに合理的なというのでちょっと問題にさせていただいて、やはり将来どう考えるかというのがあると思ひまして、そうするとこの考え方、ここのでいきますと、現時点で考えられて合理的ですから、そうするとバブルのときの価格も正常価格ということになると思います。ですから、そのときみんなが間違っているのですけれども、それはそのときにみんなが合理的と思ひていればその価格がつくということで、でもそれは仕方がないんだと思うのです。では本当に皆さんがおかしいなと思ひていても、それがマーケットで皆さんが投資していれば、それは仕方がないだというふうに。

委員 合理的バブルは認められる。

委員 認められるということです。

委員 今回、「現実の」という言葉が入っていますが、より抽象的な概念から現実のマーケットを反映させようということですから、現場にいる私としては非常に適切な表現ではないかというふうに評価しております。ただ、正常価格の定義についてはあとでまた投資採算価格とか特定価格の議論になったときに、戻って議論しなくてはならないと思います。おおむね現段階ではこれでいいと思うのですが、投資家といえどもマーケットは一般の人と同じところで買ってくるわけですから、やはり成立するのは1点しかない。投資家だけのマーケットがあって、その中で物件が動いていれば投資採算価格というのものもあるかもしれませんが、現実にはそのようなマーケットは存在しません。そうすると投資家を含めて最有効使用を考える人のところに価格が落ち着くという点においては、投資採算価格と正常価格の問題はもう一度また後でしっかり議論をしていただければと思います。

部会長 わかりました。皆さん方から御意見をいただきまして、一応正常価格の定義、それから価格の成立の前提となる合理的と考えられる条件というこの2項目につきましては、おおむね合意をいただいていると。

委員 私まだよくわからないのですけれども、先ほどもちょっとよくわからなかったのですけれども、この正常価格かどうかという境目にこの最有効使用というのがあるわけですね。最有効使用であれば正常価格で、そうじゃないと別な価格になると。こういうストーリーのようなんですけれども、例えば貸家及びその敷地なんていうのは、実際実質賃料をもとに正常価格だけとなっていますね。そのときに、契約の条件によって最有効でない使われ方をされている場合は、それに応じた賃料になっているのです。そういうやつは、そうすると正常価格の概念から見るとどうなるのか。あるいは同じロジックで賃料を見ます。そうすると、賃料というのは、基礎価格というのは契約に応じた価値、それを把握してそれに利回りを掛けるとこうなっているわけなんですけれども、そのときにやはり最有効使用ではない契約形態もあると思うのです。そういうふうなときに、それは正常価格との関係でどうなるのかというのは、どうもちょっとよくわからないんで、先ほどもちょっとよくわからなかったのですけれども、その辺どういうふうに考えておられるのか。

部会長 事務局いかがですか。

事務局 複合不動産としての最有効使用という考え方で整理すればよろしいのかと思うのですけれども、例えば現況テナントが入っていて、最有効使用の状態が阻害されているという状況があったとしても、その不動産を買いに来る人間がそのテナントを例えば一時

どいてもらってリニューアルするなどして最有効使用の状態に近づけた方がいいというふうに判断すれば、それは複合不動産としての最有効使用なんであって、先生の御心配されるようなことは特に起きないのではないかなと考えるのですけれども。

部会長 よろしいですか。今御審議をいただきたいのは、この正常価格の定義の明確化とその前提の成立条件ということで、本日の委員会の中ではおおむねこの二つについては。

委員 従来の最有効使用の原則というのは、市場の傾向を言っているんですよね。市場ではそういう最有効使用をねらって行動するから、その値段を決めるのは最有効使用を考えた人が一番市場支配力があるだろうと、こういう市場の傾向を言っているんであって、正常価格の中に最有効使用が直接入るとするのは余り私の感じでは非常に新しい感覚だなと思うので、ちょっとやや、内心は直ぐには起こらないのですがね。

部会長 もう一度中間取りまとめの前に再調整をすることができますので、本日は正常価格については一応ここで御審議を終わるとということで、次に特定価格について御意見をいただくことにしたいと思います。

特定価格については、3ページからですか。現状の特定価格は、市場性のある不動産と市場性のない不動産とが混在していてちょっとわかりにくいということで、その特定価格をこのたびは市場性のあるかないかによってそれを分類の基準にして、特殊価格と特定価格という二つに分類をするということについて、いかがでございましょうか。

委員 ちょっと話が違うかもしれませんが、確かに鑑定価格を出す目的としては個別の事情に合わせてこういう条件でこういう目的で価格を出してほしいというのがいっぱいあると思います。書いてあるとおり、不良債権の担保とか民事再生法、または流動化についても、こういう目的のために鑑定をこういう条件で依頼することはあると思うのですが、今度は依頼者以外の人にとってその価格がどういう意味があるのかという議論が重要だと思います。そういう意味で証券化の世界から言うと、証券化の情報開示として、何度も言うようですが、投資採算価格というものを抜き出して開示するのがいいのか、それともさっき言いましたとおり、所詮投資家といえども一般のマーケットで物を売ったり買ったりするわけですから、やはりその中で形成される価格を出していけば良いのではないかというような感想を持っております。

部会長 この特定価格の定義の明確化ということで、今までは特定価格一つだったのですけれども、これからは市場性の有無によって分類をしていくということについて、いかがですか。

委員 市場性のないのが特殊価格にしるということですか。

部会長 そういうことを今。

委員 特定価格から外してしまおうということですね、これは。それがすっきりするんじゃないですか。それで残った特定市場性のある不動産の中身を議論しようということですね。そのの方がわかりやすいような気がしますね。その特定の中で、統一採算価格は入れるのかどうかとか、その辺の問題はまた別の問題だと思いますけれども。宗教建築物を外すというのは、これはすっきりするような気がしますけれども。

部会長 「特殊価格」というふうな言葉にするということですね、市場性のないものについてはどうでしょう。

委員 市場性の有無に応じてして今まで混在していたものを分類するというのは、非常にわかりやすい分類で、よろしいのではないかと思います。

部会長 経済学の先生はいかがですか、この市場性の有無によって特定価格を。

委員 ちょっと気になっていて、市場性が有するのに鑑定評価で何でマーケットで成立する値段と別個のものをつけるのだろうか。もしリートを買っている人も何の人も、もしそのリートを運営している人もマーケットプライスを成立させないような利用方法をやっているのだったら、何でそれを売却してほかのもっと効率的なリートの価値を上げるようなことを本当はするんじゃないかというふうに思うんです。そういうふうに考えると、やはり特定価格ってここで言っているのは、マーケットを有するけれども、ある需要者の留保価格を議論するとか供給者がどれだけであったら議論するというのだったら、これはコンサルであって鑑定評価というのはどういうふうに定義するかですけれども、その人にとってどれだけじゃあ価値があるんですかというんだったら、それでいいでしょう。あなたがこういうふうな利用方法でずっと売らないでやって、キャッシュフローをこういうふうに発生させていけば、これはこういう価値ありますよというのは、その人に対するコンサルですよ。

部会長 ただここで言っているのは、特殊価格として市場性がないものとして特殊価格としているのは。

委員 今、特定価格の方に行っているのですけれども。じゃ、そういうような、もし高い価格をつけている人でも何も高い価格で買うわけじゃないですから、あなたはどれぐらいの値段で買いますかということを議論するのであればそれはコンサルで、マーケットでは今度バーゲンで決まるわけですから、供給者がどういう値段で売るかということによ

うね。もし投資採算価格といったものが、これは多分に先ほど言ったような鑑定テクニックの投資採算って何なんだというような何か特殊な世界の投資採算みたいな気がするのですが、先ほども言いましたけれども、現状の利用であってかつ賃貸の賃料からという、特殊なことを想定していますよね。だからやはりそれが本当に投資採算、大川さんも言いましたけれども投資採算価格じゃないんじゃないかということがありますし、何かやはりちょっともし仮にそういったもので投資採算価格が証券化が安いとすれば、じゃ先ほど言ったようにどうして運営者は安いようにやっているんだ。マーケットプライスを成立させないようなのをやっているんだということは、やはり問われるのですね。投資家はそこから外れるという、正常なマーケットであればそれが働く。ただ需要者もそれを知らない、情報を知らないし運営者に完全に任せてしまっている。マーケットが不完全であるからそれが成立しているだけであって、マーケットがもっと需要者が運営に対しても口を出し、利益相反の問題もなくなってということになれば、完全なマーケットを前提にすればこういうことは余りないはずだと思うのです。

部会長 改正の骨子といたしまして、特定価格の概念を整理する意味で市場性があるかないか。

委員 特殊価格というのは市場性がないわけですから、おっしゃいますようにこれはいいと思うのです。それから、市場性があっても正常価格を満たす条件が完全に満たされていないものは特定価格という表現ですから、これはいいと思うのですが、私の質問は、じゃ特定価格の場合でもその市場性の条件が満たされたとしたならば、正常価格はこれぐらいであるということがつけられるのではないかと思うのですが。そうしますと、そういう物件に関しては正常価格と特定価格が両方あり得るということによろしければ、これで結構だと思います。

委員 投資採算価格は、前にもありました標準的な投資家で標準的な資本コストをかける投資家の考える値段だということで、ですから実際にあった例なんですけれども、投資家によってはその価格までは出さなくていいから、一般的な予想される純収益だけ出していただければ、あとは私が判断しますから結構です、そういう話もあったわけです。これで求めようとしている投資採算価格というのはあくまでも標準的な投資家で標準的な資本コストを持った投資家が考える価格ということではないかと思います。

部会長 先生、御意見は。

委員 ちょっと話題がずれて、最初の定義のところちょっと初歩的なところで教えて

いただきたいのですが、この特殊価格でくったものと、もう一個、限定価格というのがあったと思います。そこの違いというのは、もう明確になることでよろしいのでしょうか。限定価格というのは、ちょっと内容等私ははっきりと覚えてなかったのですが、この特殊価格というものとつくったものとあともう一個の価格の残っているものとの切り分けとか性格づけというのは、それははっきりとされているということによろしいのでしょうか。

部会長 事務局、それは。限定価格とのすみ分けはきちっとできているかどうか。

事務局 限定価格につきましては、現行の定義上市場性を有する不動産についての評価でございまして、特に分割とか併合の場合に通常の市場価値と乖離する場合の経済価値をあらわす価格ということでございますので、そのあたりは特定の目的、ここでいう特定価格というのは特定の法制度等に基づく評価目的というものがあっての価格ということでございますので、そのあたりは既に限定価格というのは定着したものとしてここではそのまま存置するという方向性で御提示申し上げているところです。

委員 限定価格も特定価格も、やはりある条件が満たされていないという面では同じだと考えてよろしいわけですね。ただ法制度上の条件が満たされていないことが特定価格であって、あとそうではなくて例えば分割とかそういうことの条件が満たされていない場合は限定価格ということでしょうか。

委員 それはマーケットはマーケットなわけですよ。普通の人じゃないもっと高い値づけをできる人が隣にいるわけですよ。だからその人が勝ってしまう、そのマーケットで。それが限定価格ですから、それは一応マーケットの……。

委員 正常価格のいろんな条件を満たしていないという意味では。

委員 限定価格というのは、言ってみれば隣の人が買う場合はどうなんですかという価格であって、一般市場の中での価格を出すものではないのです。

委員 それは市場性があるというわけではないわけですね。

委員 ただ市場性……例えば隣の人が2割高く、昔から言われますよね、2割高く買うという人がいたとしますよね。それがもう一人ほかの人が同じ値段を出してもいいよということになれば、これは市場性がある価格になりますね。ただ限定価格というのは、市場が限定される。市場性がないわけではなくて、市場が大きく限定されて隣地の人を買う、あるいは借地人が底地を買う。そういうある程度市場が限定されたときに出す価格が限定価格ということになっていまして、市場性があるとはいえない。

委員 特別高い値段をつける人がいるんです。供給者もそういう需要者がいることを知っている。そうすると、ほかの需要者が参加できなくなって、1対1のバーゲンになってしまうんですね。そういう意味での限定ですよね。

委員 それは1対1になった場合には、市場性がなくなっているわけですね。

委員 そうですね。

部会長 市場と取引当事者と両方が限定されているということですね。ほかに。

委員 質問なのですが、ちょっと視点は違うかもしれませんが、法が要請しているのは別に特定価格とか正常価格と言ってなくて、単に例示として鑑定価格というふうに言っています。例えばその証券の発行者の方が、うちは投資家が正常価格を出してほしいと言っているから、正常価格を出しますということを言った場合は、それはそれでいいわけでしょうか。それとも、鑑定士さんが、いや、それは出せません。あくまでも証券化の場合は鑑定士の基準として特定価格しかお出しできませんということなのではないでしょうか。その辺をちょっと教えてほしいと思っていますが。

委員 今般の日本不動産鑑定協会の留意事項は投資家が不特定多数であって、その情報開示に使うということですから、情報開示という目的のもとにこのような価格の種類を特定価格にしたのです。先ほど先生がおっしゃいましたように、これは何ゆえに特定価格になるかという点は、合理的な市場の条件のうち市場者はだれが参入してもいいわけです。自社ビルを高い価格を出して買ってもいいよというような、そういうような先ほどの銀座のビルの例が出ましたけれども、それで買えるかという問題がありますね。投資ヴィークルに入りまして每期キャッシュフローを生まなければならない。それを無視しても株式会社のネームバリューのために丸の内とかそういうものを高い値段を出して買う。こういうのが一般的であるような地域もあるわけですが、そういうものは証券化にはその価格は不適でありますから安くなるでしょうし、三井不動産や東急不動産、東京建物のような、あるいは三菱信託さんのような、管理会社がすぐれていて、それだけにテナントも優秀なのが入ってくる。それを継続的、安定的に期待できるということであれば、丸の内とかそういうところでなくても高い賃料が入ります。それは正常価格より高い価格が期待できるということでありまして、管理会社の条件あるいは市場参入者が投資家に限定されているという条件、そういうものを考慮しているということで、特定価格になっている。

ただ、ちょっと先の方にまで議論が進むかもしれませんが、先ほど限定価格の成

立要件なのですけれども、限定価格の成立要件は、例えば隣地買収とか、要するに市場人の限定ですよ。相対売買の。その場合でありまして、正常価格に一致する価格というのがあるんですよ。その場合は限定価格を求めなくてもいい、正常価格であるというふうにしたしか基準はなっていたと思います。でありまして、どうも配布資料の後ろの方を見るとそれを意識したかのようなワーキンググループの表現があるのです。私も、この場合にしばしばこういう物件は投資採算価格が正常価格に一致するというケースがほとんど多いんじゃないかというふうなことをこういうところでも申し上げてきたのですが、結果的に一致すればそれは正常価格であるわけですから、特定価格と表示しなくてもいいのではないかと。基準を読ませていただきますと、「限定価格とは、市場性を有する不動産について、」本来は市場性を有しますから正常価格が成立する不動産について、「不動産と取得する他の不動産との併合」例えば幹線道路に面する土地がありまして、その土地が隣接地の裏の土地を買収すると、裏の土地は幹線道路の高い値段と同じものになってしまう。高く買ってもいいという経済合理性がある。不動産との併合、こういうケースです「又は不動産の一部を取得する際の分割等に基づき合理的な市場で形成されるであろう市場価値を乖離することにより」、「市場価値を乖離することにより」と、こういうふうにあるのです。「市場が相対的に限定される」これは隣地と所有者の間ですから、「場合における取得部分の当該市場限定に基づく市場価値を適正に表示する価格をいう」と定義づけられています。この中で、「市場価値を乖離することにより」と、たまたまそれが正常価格と一致するという場合もあるわけです。そうしましたら、それは正常価格でいいわけですから、今の投資採算価格の場合はまさに一致する場合も離れる場合も、これは一致するケースが多いという場合は正常価格でもいいという解釈が成り立たないわけではないわけです。ということをおし上げておきたいと思います。

委員 現実の問題として、リートをやる場合に、あくまでも法は、鑑定評価をもとにそれを会計士さんなり鑑定士さんなり弁護士さんが調査してくださいと言っており、その鑑定評価は別に限定されてない。現実にはオリジネーターの鑑定を使って調査をしてもらうことがあるのです。オリジネーターの方は当然投資採算価格じゃなくて正常価格で鑑定されています。だからこの場合、投資採算価格しか鑑定価格として使えませんかとする、かなり現場で混乱するのかな。どこまで強制力があるのかなと一度聞いておきたかったものですから、御質問をしました。

委員 不動産鑑定評価基準におきまして、特定価格を求めた場合は正常価格を付記する

ということになっておりまして、価格の混乱を避けるという措置がとられております。

委員 今のお話を聞いていて、特定価格と正常価格で投資採算価格はいろんな形で正常価格と乖離する場合があるのではないかという評がございました。私なんか個人的に思っています、そういう例は今後余り少ないのではないか。投資採算価格というのは、かなり正常価格に、おっしゃったように一致するケースがかなり出てくるのではないかなと思うのです。今のお話でしたら、両方求めた。そうしたら市場乖離がなかった。そうしますと、表示としたら正常価格いくらと書いてもいいわけですか。その辺ちょっと、鑑定評価だといくらと書いていいですか。

事務局 そのところについては、ワーキンググループでも一応、今お話になったように分割とか併合とかそういった場合に一般の正常価格を一応ベースにして隣地所有者のいろいろ経済価値の上乗せができるということで、一般的な市場価値を乖離するケースがあるので、そういう場合には市場限定ということで限定価格にする。したがって、市場乖離が生じない場合には、もともと限定価格自体が成立しないという形になると思います。したがって、乖離が生じてない場合は限定価格を求める理由がないという形になってしまうと思います。それに対して特定価格の方は、もともと先ほど説明があったように、ある目的に基づいてある考え方のもとで経済価値なり市場価値を求めるということですので、結果として正常価格と一致しても、それは一致したということ併記することによって明示するという必要がありますので、一致した場合には一致した価格が二つ並んでくるという形で整理。そこで限定価格と特定価格で一番大きな違いがあるかなと。

それから限定価格の市場があるかどうかというのは、鑑定協会の中で議論したときも、1対1なら市場といえないのではないかという話が、今もちょっと出ていましたけれども、ありますが、今回はそういう部分については基本的な価格概念の大枠は特にいじらないというもともとの今回の改正作業の中にあるので、その辺はいろいろ問題はあるけれども、その辺は現行どおりやるということで、一応ワーキングの中では整理しています。

委員 そういう意味でこれからどんどん詰めていったら、二つ求める意味は出てくるのですかね。これは今後の話でしょうけれども。

事務局 投資採算価格は、内容の部分は留意事項の内容の話なので、この全体の中での話の中で言うのがどうかという部分はあるのですけれども、先ほどお話があったように、法の定義は別にどういう格好で求めるという規制は特にないので、不動産鑑定協会と当時の国土庁の方で、特にSPCのときに議論したときに、鑑定評価で求める価格としては一

般の市場価値ということではなくて、証券をしたときに投資家の人が考えるであろう投資スキームにのっとった投資採算を計算したときに、どういう形になるのかということを示す必要があるのではないかと。特にSPCのときにいろんな制約もありましたし、答申のときも基本的にそういう制度的な部分の制約はかなり少ないと思うのですが、投資家保護という点でいくと、私の理解ではまともなアレンジャーとか運用会社であればほとんど一致するケースでないと買えないか、あるいは多少個別の不動産は高目に買って、ファンド全体としては適正な投資価値として整理できるという場合でないとやらないのではないかと考えていますが、一つは正常な運用会社とかアレンジャーがやっている場合であっても、個別の不動産の実力としてはどうなのかというのを明示する必要があるのではないかとこの部分と、あときちんと、すぐ売却すればそれなりの価値は市場価値としてはあるけれども、ある一定期間持ってキャッシュフローをやりながらやるという形で運用した場合には、かなり価値が下がる部分が、先ほど御説明にあったようにあり得るので、そういう不動産が組み込まれてないかどうかを一応確認を投資家に明示するという趣旨が必要ではないかということで、投資採算価格というのが入ったというふうに一応理解はしています。それが、実際にいろいろ現場でやられている立場で、実際にやられている関係者の方がなかなか理解しづらいとかわかりづらいという部分は確かにあるのかもしれないのですが、留意事項の作成の意図としてはそういう形ということで、御理解いただければと思います。

委員 今お聞きした考えが成り立つことも理解していますけれども、ただ本当に率直な感想をすると、むしろ投資家の方が合理的な行動をしているのではないかという気がして、正常という言葉遣いのニュアンスもあるのですけれども、何となくむしろ今は投資家の方が合理的で正常な価格を形成していて、銀座にどうしてもこのビルを欲しいという人の方が、言葉のニュアンスからすると特定のイメージがするものですから。ただ売り手にとってみれば、当然より高く売りたいということですから、正常価格も投資採算価格もないわけです。そういう意味で私も話としては理解するのですが、ただなかなか正常価格と投資採算価格の仕分けというのは非常にグレーゾーンといいますが、同じマーケットでやっている話ですから、非常に難しいなと。そんなような感じを持っています。

部会長 それは正常価格を併記するとかいろんなやり方があるかと思います。現時点の改正骨子案の段階では、投資採算価格はひとまず特定価格として整理をしておいて、資料の中にも事務局から説明がありましたけれども、今後の証券化の市場が成熟していったり

不動産の性格に応じたり、あるいは市場参加者の増加していく傾向があるでしょうから、そういったことを考えてこの投資採算価格をその時点でまた時代に応じて特定価格の概念からどういうふうな整理をしていくのかというふうなことも考えていく可能性がありますので、現在の改正骨子案の中では一応投資採算価格は特定価格の中で整理をさせていただきたいと思っております。

委員 投資採算価格は特定価格なのかどうかという議論はもうしないわけですね。

部会長 いえ、してください。一応この改正骨子案として出てきているのは特定価格の中で整理をしていこう、今はですね、ということです。ですから、それに対して御意見はいかがでしょうかということで。

委員 私の理解では、紙で言うと4ページですね、4ページの正常価格ではない価格をどう位置づけるかというのが議論の対象になっていたと思ひまして、であれば特殊価格という概念を入れるのもいいと思ひますし、特定価格というのはこの(b)についてというのが特定価格の定義になるのだらうと思ひますから、これについては若干私言いたいことはありますけれども、基本的にはいいのではないかなと。そうすると、あと投資採算価格というのが先ほどからずっと出てきているのですけれども、私は実務の感覚で言うと、投資採算価格、今非常に重要なところで、きちっと決めておかななくてはいけないのですが、特定価格というのは何かというのをまず決めておかないと、投資採算価格はどうなんだということがわからないのではないかというふうに思っております。それで言いますと、特定価格の定義の中で、「市場性を有する不動産について、法令等による社会的要請を背景とする」というふうに書いてありますが、私の感覚で言うと、この「法令等」という「等」というのを入れてしまうと、実務上非常に混乱を来す可能性があるなというふうに思ひまして、この後に事務局の方でたしかどこかへ書いてあったと思ひますけれども、この「法令等」というのを「法制度に基づく社会的要請」というふうに「法制度」ということに限定してしまつてはまずいのかなというので、ちょっとお伺ひしたい。

部会長 この「等」の中には、会計制度のことなんかも入っているのではないのでしょうか。事務局はいかがですか。この「法令等」の「等」の意味ですが。

事務局 まさに部会長おっしゃるような、会計制度に対応した新たな評価が鑑定の分野に入ってきた場合に、ここで読めるようにということで、新たな評価ニーズで、それが社会公共的にも鑑定評価が求められるという合理性があれば、そういったものも将来的に入れる余地を残しておこうということで「等」と入れております。

部会長 将来のニーズに対応できるように、「等」という言葉が入っているということですが、先生御理解いただけましたか。やはり「法制度」とした方がよろしいですか。

委員 この「等」というのは非常に現場では使いやすい言葉になってしまっていて、今は特定価格というのがさまざまに使われてしまっていてわけがわからなくなっているから、きちっとしましよという議論を今しているわけですね。その中でこの「等」というのが入ったまま基準として出てしまうと、この「等」というのを自由に解釈できる余地を残してしまうのではないかな。そうすると、今のいろんな特定価格と称される価格が出ている状況と変わらない状況が出てしまうのではないかなということに思っていて、この「等」というのを何とかできないものかなというふうに思うのです。

事務局 前の特定価格の定義は、「目的及び条件」ということで、その由来はある社会的要請があるとか、ある法令に基づいているとかそういう限定がありませんでした。それについて、何らかの限定を加えるべきではないかということを考えてわけであります。そのときに、今現在特定価格として整理されている中で、必ずしも法令に明確な根拠が求められないものがあります。例えば不良債権担保不動産の処分価格というのは、法令というよりも金融再生トータルプランでしたか、ああいうレベルの、これも社会的要請と言って全然おかしくないと思うのですが、そういうものがございます。で、どうするかということなのですが、事務局としては「等の社会的要請」、この「社会的要請」、言葉としてちょっと練れてないことがあるかもしれませんが、その中身として今言ったような閣議決定レベルであるとかあるいは会計制度というのがどういう形であられるかはわかりませんが、そういう社会的にオーソライズされたものによるのだということ、これは解説レベルになっていくかもしれませんが通達レベルになるかもしれません。そこら辺で限定を加えていきたいな、そういうことを考えております。

部会長 社会的要請。

委員 社会的要請の立場から。わかりました。

部会長 初めは特定価格の概念を整理するために、特殊価格と特定価格と分けることについてどうですかということをお伺いしているうちに、どんどんと投資採算価格の話に移ってしまいましたけれども、最初の特殊価格と特定価格ということに価格を分けることについては、おおむね御意見一致していると考えて……。

委員 先生にちょっと教えていただきたいのですけれども、文化的価値があるものについての経済価値というのは、どういうふうに解釈したらいいのでしょうか。

委員 マーケットに乗らないような価値、自然環境の価値とか、そういうようなニュアンスですかね。

委員 これは何か、やはりそれなりの理由があって「経済価値」という表現をとったのではないかと思うのです。経済学者の立場から、どういうふうに解釈をされるのか。

委員 絵画が非常に高く売られるとか、そういう絵画でもマーケット性があれば、それは正常価格ということになるので。

委員 それはマーケット性があるわけですね。ここはないわけです。

委員 ないわけですから、やはりそこは正常価格ではない価格で。

委員 いわゆる「経済価値」とは何を意味するか。

委員 文化財の経済価値ですか。

委員 要するに宗教法人の建物とか、「経済価値」という表現。

委員 マーケットで評価されるものと評価されないものと分けますよね。例えば自然環境であれば、これはマーケットに乗らないものだとか、CVMとかなんかいろいろな方法で計測。

委員 市場価値はないわけですね。

委員 市場価値はない。

委員 そうしますと、要するにコストの価値ですよね。そういうような意味でつくったのかなという気もするのですけれども。市場において体現されないような価値にでも経済価値はあるという、こういう考え方だと思うんです、これは。

委員 具体的には、そういったような市場性のないものについてどういうふうに評価するか。

委員 経済価値をどのように。

委員 鑑定評価って、一般にマーケットというのをイメージするのですけれども、市場性がないものをそういった、今僕自然環境と言いましたけれども、自然環境の価値を鑑定評価に頼むことはしないと思うのですけれども、文化財の場合だと、これは金銭的に表示できなければだめなんでしょう。鑑定評価ですから。

部会長 その資料の真ん中あたりに、基本的には積算価格を求めて。

委員 コストをもって価値と見るような学説が昔ありましたから、そういうような考え方ではないかと思うのですけれども、経済学的に見て別に問題は。

委員 それは構わないと思います。ですから供給側の、それから積み上げた価格で、需

要とは全然関係ない価格であるということ。

部会長 先生の御質問は、一般的に市場性を有しない不動産についての経済価値というのは何ですか。「経済価値」という言葉を使ってよいかどうかということです。

委員 「不動産の価値」という方がいいかもしれないですね。

部会長 「経済価値」ではなく。

委員 ええ。供給者サイドから出てきた……。

委員 供給者サイドから見れば「経済価値」でもいいわけですね。

委員 ですね。ただ、今おっしゃったように「不動産の価値」と言って、わざわざ「経済」と入れない方がいいかもしれない。

事務局 用語の関係でございますけれども、不動産の鑑定評価に関する法律の中で経済価値を貨幣で表示するというのが鑑定だというふうに言われておりますので、単に「価値」という形でございますとちょっと整合性のとれない形になります。現在のままにお願いしたいと思っております。

部会長 それから、お手元に「参考」と書いた横書きの資料があると思っております。「現行の特定価格の種類別に見た鑑定評価上の特徴」ということで、その特徴ということは別によろしいのですけれども、現行の特定価格の例というのが一番左にあります。不良債権担保不動産の場合とか、民事再生法、それから投資採算価格ですね。それから下に二つあります。担保としての安全性を考慮する場合の価格、それから会社更生法の場合。この下の二つは、現在鑑定評価基準の中で「特定価格」というふうに位置づけられております。この上の三つのことなのですが、上の三つもまた今回の改正骨子案の中で実務指針の中にも出てきておりますし法制度に基づくものでもありますし、また先ほどあった金融再生トータルプランの社会的要請に基づく要請があるということで、現行のまま今回の改正骨子案の中でも特定価格の中に整理をして考えていこうということになっております。これについて。

委員 さっきの積み残しになっています議論の、この投資採算価格というものを特定価格に入れるのか。一番ポイントは「最有効利用」のところで正常価格からはねられてしまっているわけですが、それをもっていくなり正常から特定価格に移動してしまうのか。さっきも言ったように、投資家といえども所詮一般マーケットの中で買わざるを得ない。やはり売主の方は当然高く売りたいわけですから、その中で投資家といえども最有効利用を考えて値段をつける。例えば、工場の場合は特殊ですが、今利用効率が悪い

ものでも、これを将来10年後に売るときには非常に高い値段で売れるであろうという最も有効利用を想定して価格をつける。または、これを増築すれば収益が上がるであろうことを考えてやるとか、実際にはマーケットで買うわけですから、買うためには投資家なりに最も高い価格が出せる最も有効利用を検討して価格をつけます。だから、どこを標準的な投資採算価格とするかというのは、現場の先生方にお聞きしたいのですけれども、非常に難しいのではないかと気がします。その辺はもう少し議論がなされたらいいのではないかと気がしております。

部会長 投資採算価格を鑑定評価をたくさんされていると思いますけれども、いかがでしょうか。

委員 今ちょっとお話がありましたけれども、確かにビルを買う場合に一番いい買い方というのは、現状余りプロパティ・マネジメントとかアセット・マネジメントがよくないものを買って、そこで中身を改革してリニューアルしていいテナントを入れて価値を高めるということが最もいい買い方だと思いますので、そういう意味では必ず投資家サイドというのは常に最も有効使用というのを考えて投資をするのではないかと、そんなふうに思います。あとは、最近よくある外資がゴルフ場を買うとか、そういった場合も全く同じことを考えて、運営の悪いものを買ってよくして買うということですから、それはあくまでも最も有効使用を前提で考えて投資する、そういうことではないかと思います。

部会長 最も有効使用を必ずしも前提とはしないとここに書いてありますけれども、恐らくレアケースではなからうかと思えますね。先生は、前回投資採算価格は特定価格というお考えをおっしゃいましたが。

委員 あれは、一つはやはり収益性のビルというのは基本的には長期保有が前提になっているのではないのかということで、短期にキャピタルを得るような形というのは特定ではないかということをおっしゃったんですけれどもね。その後いろいろ私も経過なんかをもう一度見ていまして、やはり正常価格の定義を見れば見るほど、今当面リート等に登場している物件を見ますと、全く正常価格の条件を満たしているのではないかという認識はあります、現在。ただ、今回例示としてガソリンスタンドとか工場関係の例が出まして、最も有効使用の面において価格が乖離するのではないかという事務局からの御指摘があったわけですが、今後今のような非常にわかりやすい収益物件ばかりではなしに、バルクセール物件とかいろんなものが投資市場に出てくる可能性というのですか、これはやはりあるわけですし、そういったものを想定したときに、正常価格と一致していくの

か。かなり今はわかりやすいですけれども、正常価格を出すにしても特定を出すにしても、バルクセールなんかになってきたときに非常にどうなのかなという気はありますので、今の段階ではなんぼ考えても正常価格の定義というのは、今出ているJリートで扱っているような物件は、あれは正常価格だなという認識を私自身持ちますよ、なんぼ見ても。ただ短期保有と長期保有の問題については、この前ちょっと御指摘いただいて、それは理論的には同じだというあれをいただいたのですが、そうかなと思ったりもしているのですけれども。非常に正常価格に近いような形、特定と両方やっても、当面は一致するケースがかなり出て、それが進んでいったときにバルクセールのようなものが入ってきたときに、多少乖離も出てくるのかなと。そこまでいった方がいいのかなというような感じもしますし、正直言っとうろろうしています。

ただ私ちょっと一つだけ、その問題以外のことを言っちゃいけないのかもしれないのですけれども、先ほど先生がおっしゃった価格時点と、相当の期間を置いた後価格時点とするというお話なのですけれども、これは評価時点との関連はどうなるのですか。鑑定評価の日というのは決まっていますね。それは価格時点と余りかけ離れたらいけないわけですね。評価時点と価格時点というのは、今回こういう考え方をとられたらどういうふうになるのですか。

委員 例えば今現時点が価格時点だとしますと、ある物件は6カ月なら6カ月前から市場にさらされていて、現在取り引きされるという。

委員 評価時点と価格時点というのは、基本的に一致するわけですね。

委員 実務上は、価格時点と鑑定評価を行った日は余り離れていると対象物件が変わってしまったりしますので、中身が、だめだということになっているのです。

部会長 投資採算価格について、特定価格として今整理がなされているのですけれども、御意見をいただきたいと思います。

委員 こういう限定的な使用の価格というのはあり得ると思うのですけれども、先ほど来お話に出ていますように、例えば今非常に利用効率の悪い使い方をしているというものを買おうとしたときに、恐らくそのまま考えないで、例えばDCFで考えた場合、リバースションのときには最も有効的なものを考えるだろうということ考えると、かなり今までお話がありましたように、現実的には正常価格に近いような感じになるかなと。

あと、ちょっとくどいようすけれども、正常価格の定義の中に「対象不動産の最も有効使用を前提とした価値判断を行うこと」とあるのですけれども、これはちょっと言い方に

よっては、恐らく投資採算価格を考えるとにもこの最有効使用を前提とした価値判断は行うのではないかということであると、この正常価格の定義のときに、この程度のあいまいさで置いておくと、この(イ)の()が割と分岐点となっているという言い方で使うときに、かなり読み取りが難しいかなという感じはしています。

委員 私も同じ印象を持ってしまして、5ページのところにその整理がされているかと思うのですが、特に5ページの表の中の、市場性というよりも多分キーワードになるのは、収益性を重視して判断するかどうかという物件の特性というのが多分重要であって、リートなんかに入れているような商業ビル、賃貸ビルというのはまさに収益性でもって判断するということなので、それが投資採算価格と正常価格と一致する。逆に言えば正常价格的なものというのは収益方式をベースにしたようなものが考えられるということで、伝統的な三つあるような手法を組み合わせるというよりも、多分収益性を重視することになるのではないかなと思うのです。これは会計の世界でもこの手のタイプのものが、いわゆる金融資産といいますが、キャッシュフローの固まりの資産というふうに考えられておりまして、したがって会計上も投資不動産というのは金融商品と同じように時価評価がなじむのではないかと、何となれば、キャッシュフロー等を生み出すものでして、だれが持ってもある程度同じようなものが生み出されるということで、それは時価評価になじむ。ところが下のような工場とかガソリンスタンドというのは、これは宅地なんかも入ると思いますけれども、結局持っている人がどういうふうにするかということによってその価値を見ますので、ここを出してくる価値は、その人が出す使用価値というふうな概念なのですけれども、他の人が使うと違う価値が出てくる。その他の人の平均的なものを出したものが時価になるのですけれども、通常はその時価とその人が見る見立ての価値というのは当然違うわけで、それを平均的に出そうというのが鑑定的な価格になると思いますけれども、ですから、これは手法としても収益方式のみならず違う方式が当然入ってくるので、正常価格と投資採算価格は当然乖離したものになってきますけれども、これもだれの投資採算価格かということによって、ほかの人であれば当然正常価格より低い可能性もありますけれども、持っている人であれば論理的には投資採算価格の方が高いはずで、正常価格よりも低ければみんな売り払ってしまいますから、自分でガソリンスタンドの人でも事業をやって、ほかの要素と組み合わせて全体のキャッシュフローが上回っているということでガソリンスタンドの使用にしているはずなので、ないしは工場の使用にしているはずなので、それはだれにとっての投資採算価格かによって幅がある。それはまさに使用価値の

概念に近い話ではないかと思うのです。

ですから、この二つの物件の特性を見極めれば、正常価格という概念とそれに持つてくる手法の持つていき方が、収益物件についてはその収益方式がなじむし、そうじゃないものは従来の三つなりの方式を合わせるといようなものがなじむということで、両方ともだからそういう意味で投資採算価格のみでも正常価格になるというのは、位置づけができそうな気はするのですけれども。

それから特に先ほど来、投信とかリートなんかの場合に、(イ)の()ですか、最有効利用ということではねているわけですけれども、これが今の5ページの最初のパラグラフでなぜ特定価格かという文章が4行ぐらい載っていますけれども、そのときに市場参加者が一応限定的というふうに触れていますけれども、限定的というよりもむしろ平均的というふうにここを読みかえれば、まさに市場価値というのは平均的にどの投資家が投資するかということなので、商業ビルというのは、そういう採算性を持つて買う人が平均的でしょうというふうなことは言えると思いますし、それから必ずしも最有効使用した運用計画がなされていないというふうに書かれていますけれども、やはり20階建て、30階建てのビルを違う利用がもしかするとあるかもしれませんけれども、そういう意味では最有効じゃないかもしれませんけれども、かなり有効利用ではあるわけで、それがまさに市場価値の概念になっていますから、ずれてはいないと思うのです。ですから、多分直感的にそういうビルは投資採算価格が正常価格だということと、一般論として正常価格と投資採算価格が違うというのとの境目というか、ところはそこら辺をどう考えるかということでちょっと整理できそうな気はするのですけれども、ちょっと間違っている部分があるかもしれませんけれども、私としてはそのように思っております。

委員 最有効使用ですけれども、鑑定評価基準では恐らく土地・建物一体の複合不動産として考えているのだと思うのです。その場合に土地自体の最有効使用を考慮した上での複合不動産というものの最有効使用というものを考えているのではないか。そこまでは言及していませんけれども、そのように解釈できますね。鑑定の場合は、現状雄姿のままの鑑定評価と、それから最有効使用の観点から建物取り壊しのケースと、それから改造、用途変更という三つのケースが書いてありまして、その点から言うと最有効使用を前提とした価格が正常価格であるというのは矛盾しないと私は思いますね。

先ほど工場、ガソリンスタンド等は使用価値が妥当だとおっしゃっていましたね。使用価値が妥当であれば、これは投資採算価格ということになる。つまり正常価格ではなくて

特定価格ということになりますね。ちょっと確認させていただきたいのですけれども、使用価値が。

委員 使用価値ということになると、特定価格になると思います。ただこの場合には、主語というか、だれの観点からというそのものというのが非常に重要で、工場を持っている人、ガソリンスタンドを運営している人の見立ての価値と第三者の見立ての価値が全然違ってしまっていて、当然使っている人の方は使用価値の方が高いと考えているのでやっている。

委員 リースバックなんかで、そういう証券化が多いとすれば、その事実が、収益性の継続性と安定性というのは問題ですけれども、使用価値ということになればそういうものを評価するということになれば、投資採算価格となるということになるわけですね。

委員 多分リースバックで組みかえると、買った人ないしはその投資家にとっては、投資採算価格というのを賃料で一応、賃料の妥当性もまた逆に問題になりますけれども、弾くことにはなるとは思うのですけれども、使用価値というのは結局は非常に幅があるし、特に見立ての違いが出ますので、非常に不安定ですので、逆に言うと会計上はですから使用価値の評価というのは減損のところダウンスайдのときには検討されていますけれども、一般的に認められていないわけで、それを実際にキャッシュフローが得られて実現したときに収益として認識して、その結果をもって将来を予測して事業資産の価値を、ゴーイング・コンサンバリュウをはかりましょうというのがコンセプトなのです。

委員 リースバックの場合は、例えば売上高スライド制とかそういうことであれば、その使用価値的な考え方になるけれども、そうでない場合は必ずしもそうは言えない。ただしバックにある事業の安定性とか継続性というものは、十分それによって考慮される。使用価値から持ってくる場合、不動産の価値をですね。それが正常価格か、投資採算価格か何かというのは、やはり賃料が主体になりますね。

委員 リースバックであれば、買っている方はそれでもって形式には投資採算価値になると思いますけれども。

委員 使用価値が前面に出てくることはないわけですね。今、私は事業収益と混同していましたようです。

委員 今後の話だと思えるのですけれども、この最有効使用の概念というのは、従来のと変えて考えるおつもりでしょうか。

事務局 これは何ら変わらないという認識であります。

委員 そうですか。そうすると、現行の基準における最有効使用の原則というのは、これはそのままお使いになるわけですね。

事務局 その前提でございます。

委員 ということは、AIテキストブックにおける「最高最善の使用法」というのはどういうふうに解釈されていますでしょうか。(Highest and Best Use)ですね、これは具体的にはどういうことでしょうか。

部会長 AIの考え方をそのまま踏襲してきているような気がするのですけれども。

委員 ということは、用途がグッドでベター、ベストですね。それから例えば同じビルでも新しいビルは最高に使っている。そうすると、用途が同じだけが最有効使用ではなくて、その使い方、用法そのものも最高じゃないといけないのですね。そうすると、古いビルなんかはかなり正常価格の概念から外れてくるという、複合不動産として、そういう可能性があるのですね、この概念を書いておかないと。

部会長 敷地と不適合になっているようなものは、最有効使用の状態にはない。

委員 というよりも、古いというのはベストじゃない。グッドかもしれないけれども、ハイエストじゃないんですね。

委員 そのときの、古い建物を現在新しく建て直すときにコストがかかるわけですね。その割引き現在価値と、古いのを持っていったときの割引き現在価値とを比べながらやっていると思うんですね。ですから、その中でのハイエストというのはあると思います。

委員 今建てかえのタイミングで言うと、いつ建てかえたらいいかというのは、その建物の価値がゼロになったときなのですから、もしかしたらそういった価値の中には現状古いままずっと利用するわけではなくて、ある何年後かに建てかえて新しいものにする。それは最適なタイミングの話になってくるのですけれども、それを入れた価値が実際は成立してくるんだと思うんです。

委員 用途が一応合っていれば、最有効であれば。

委員 最有効の概念は正確にはわからないのですけれども、価値はそうですね。価値は決まってくる。

委員 最有効使用の概念は、私は現在の概念のままで十分通用すると思っているのですが、今のお話でいきますと、現在の使用方法が最高、最善という意味ではなくて、買い手から見て最高、最善の価格という考え方だろうと思うんです。最初この鑑定評価基準が最有効使用というのを私勉強したときには、どうも前提としては更地がある。その更地をい

から買いますかという場合に、最高、最善の使い方をできる人ができるんですよというふうに解釈していたのです。ところがどうも、今の考え方としては、更地ではなくて複合不動産の中で、古くて使い勝手の悪いビルで、賃料だとかも契約原価もあるものであっても、その現状を所与として最高、最善の買い方をする人が最有効使用ができる人というふうに解釈すべきであって、先ほど来お話がありましたように、現在の使用方法が最有効使用でなければ取り壊して最有効使用のものを建てればいいじゃないかということはあるのですが、合理的な市場人がここで書いてある「良識と通常の使用能力」を持って合理的にやろうとすると、今経費をかけて建てかえるよりももう少し先になって買った方がいいかもしれない。そういう合理的かつ合法的な、現状で見ると最高、最善の使用方法ですよ。それでいいと思いますので、この最有効使用の概念は変える必要は私はないと思うんです。

部会長　そろそろ時間も迫ってきておりまして、まとめに入りたいと思いますが、改正骨子案の方向性としましては、おおむね意見の一致を見たということで。

委員　投資採算価格というので、特定価格、ここでイメージは安くなるというイメージがあるのですけれども、やはりそれはなぜ、何となく何で投資採算価格がマーケットプライスより安くなるか。それは投資採算価格の何か限定された、ある特定に限定された投資採算価格であるから低くなるか、それとももしくは収益の認識の仕方として、非金銭的な収益を認識し得ない。だとしても、将来的にはこれを認識し始めるかもしれないのですよね。自分の例えばポートフォリオの中でその不動産をどういうふうに値づけするか。ポートフォリオでそれを買った方が有利だとか、自分の営業がいいとなると、割引率は低くていいという判断になるかもしれないのですよね。だから今後どういうふうに企業がその不動産を買うかどうかというのは、その不動産だけ見ているわけではなくて、それは当たり前自分の全体を見て、そこで収益とかそこで期待すべき収益率というのをやるわけですから、オプションの考え方とか、今後どんどんそういうような企業が投資技術が進展してきて、正当に投資採算価格によって自分が投資するかどうかを決定するような時代が来るかもしれません。そのとき非常にこれが、投資採算価格というものが何か特別な価格みたいに扱われてしまうと、何か奇異な感じが10年後に金融的な技術が発達してきて、いろんな分析方法があって、投資採算価格をあれしているのに、投資採算価格がマーケットプライスと全然関係ない特別なものだというように扱っておくのがいいのかな。今これはテクニックだけの話、そういうテクニックがないからちゃんと出ないだけであって、というふうな気がしてならないのですけれども。

部会長 投資採算価格につきましては、今後の部会の検討テーマで、市場分析だとかあるいは資産価格の調整とか、そういったところでも再度検討するという場がありますので、本日のところは一応この改正骨子案についてはおおむね御意見の一致を見て、なおかつまた問題のところについては中間取りまとめの前にもう一度調整を行うということで、価格論は一たんここで一応仮どめにさせていただきたいと思います。

委員 ということは、投資採算価格は現在のところでは特定価格であるという一致を見たという結論になるわけですか。

部会長 おおむねこの本日の骨子案で一致しているけれども、その投資採算価格についてはまた今後もさまざまな局面で検討をしていきたい。さまざまな部会で検討していく。

委員 ちょっと意見だけ言わせていただきますが、私は投資採算価格は正常価格であるというふうに思っています。あとは手法の問題だと思います。先ほどお話もありましたけれども、5年後、10年後どう使うかということについて、今の収益価格だけでは出てこない。これは逆に言えば、比準価格を見れば出てくるわけでございまして、手法をきちっと使えばこれは当然のことながら正常価格というふうになると私は思っています。

部会長 本日さまざまな御意見をたくさんいただきましたこの投資採算価格につきましては、事務局において論点を再度整理していただきまして、中間取りまとめの段階においても一度御議論をいただくということにしたいと思います。それ以外の内容についてはおおむね意見の一致を見たということでございますので、事務局におきまして中間取りまとめに盛り込む内容の精査について、具体的な作業を進めていただきたいと思います。

また、本日具体的な特定価格の例示の表現ぶりについては、ちょっと議論する暇がなかったのですが、それもまた中間取りまとめの段階におきまして投資採算価格の話も再び出てきますので、そのときに御審議を再度いただきたいと思います。

本日は「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の議論は、ひとまずこれで終了させていただきたいと思います。

(2) 今後のスケジュールについて

部会長 次回は次の論点に移りますが、今後のスケジュールについて、事務局より説明をお願いいたします。

事務局 どうも本日は、活発な御議論ありがとうございました。次回の部会の議題です

けれども、五つの論点のうちの不動産が現実に生み出しているキャッシュフローを的確に反映させるDCF法の位置づけと、収益還元法の体系的整理ということで御議論していただく予定でございます。よろしくお願いたします。

部会長 それでは、以上をもちまして本日の議事は終了いたしました。活発な御審議をいただきましてありがとうございました。

午後12時5分 閉会