

第5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9月27日（木）

場所：国土交通省土地・水資源局会議室（11F）

午後10時00分 開会

1. 開 会

部会長 それでは、ただいまから第5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。本日はお二方の委員におかれましては御欠席ということでございます。

本日の部会におきましては、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価格に的確に反映させるDCF法の位置づけと収益還元法の体系的整理」ということで御審議をいただきたいと思っております。

なお、お忙しいようではございますけれども、本テーマにつきましては今回1回という予定で考えておりますので、御活発に御議論いただきまして、可能な範囲で御意見を集約していただければというふうに考えておりますので、よろしくお願い申し上げます。

部会長 どうもありがとうございました。

2. 議 事

(1) 収益還元法の体系的整理について

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、ただいま御説明いただきましたように、収益還元法の体系的整理について御審議をいただき、可能な範囲で改正の方向性に関する意見集約を図りたいと思います。

それでは、事務局から一括して資料の御説明をお願い申し上げます。

事務局 それでは、事務局より資料の御説明を申し上げたいと存じます。

お手元の資料のうち、「収益還元法の体系的整理について」（検討の論点）とございますが、この論点のペーパーをもとに御説明をさせていただきます。

初めに一つ目の論点でございますけれども、「収益還元法の整理のあり方」でございま

す。この現状認識といたしましては、現行基準におけます「収益還元法」と申しますものが直接還元法を念頭に置いた内容となっているということから、昨今の評価ニーズに対応するものとして実務指針等では既に位置づけられて、投資用不動産の分析等においては既に一般化しておりますDCF法が正規に位置づけられていないということがございます。ちなみに現行基準の表現ぶりでございますけれども、 のところでございますけれども、「収益還元法は、対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現価の総和を求めるものであり、純収益を還元利回りで還元して対象不動産の資産価格を求める手法である」と定義づけられておまして、本来の定義、収益還元法自体の定義部分と手法の説明というところが混在した表現となっております、後段の部分は直接還元法を念頭に置いた内容となっているという現状になってございます。

これを踏まえまして、今回御提案申し上げる改正の方向性といたしましては、収益還元法の定義を現行基準をもとに、現行基準の前半部分でございますけれども、「対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現価の総和を求めるもの」として整理してはどうかということと、それからもう1点としまして、手法でございますが、収益還元法の具体的な手法としては、直接還元法と新たに位置づけられますこのDCF法との二本立てであると整理してはどうかという観点でございます。

ここで下の体系図を見ていただきますと、直接還元法と申しますものが、ある一期間、通常は年間単位でございますけれども、純収益を還元利回りによって還元することにより、不動産の収益価格を直接的に求める方法であるということ整理されるであろう。それから一方で、DCF法というのが連続する複数の期間に発生する純収益及び復帰価格でございますが、それらをその発生時期に応じて現在価値に割り引き、それぞれを合計することによって不動産の収益価格を求める方法であるということ、二本立てという形で整理できるのではないかと御提案でございます。

これを算式で示しますと、2ページでございますけれども、それぞれの基本式を掲げてございます。直接還元法の基本式といたしましては、御説明申し上げたとおり、ある一期間の純収益を還元利回りで割り戻すということによりまして、1回の手法で価格を直接的に求めるという式の形になっております。 のところですが、この場合 a すなわち純収益と還元利回り R でございますが、これらは一定の値、一つの値である。その値といたしましては、一つの見方としまして特定の期間、例えば初年度の値を採用する場合と、といたしまして、ある程度連続する期間の変動が反映した値、例えば純収益に着目する

と、ある一定期間なら一定期間なりの平均値なりを標準化したものを持ってくるとか採用するとか、そういったケースも考えられるというところでございます。そうしたバリエーションが織り込まれたものというところでございます。

一方でDCF法の基本式でございますけれども、この表示のとおりでございますが、n期、保有期間ないし分析期間と申しておりますけれども、n期で分けまして、n期までの毎期の純収益を每期ごとに現在価値に割り戻す。さらに復帰価格、これは米国ではリセールバリューと申しているようでございますけれども、復帰価格をさらに現在価値に割り戻したものを合計して不動産の価格を求めるといったような体系となっております。

なお、復帰価格の求め方ですが、性格はn期末における対象不動産の価格ということでございまして、その際売却が想定される場合には売却予測価格から売却に伴う費用、経費を控除するということがとられているようでございます。

それから復帰価格の具体的な求め方でございますけれども、原則としての手法ですがn期の翌年度の純収益をn+1年、すなわちn+1年度の純収益をn期末の還元利回り、これを最終還元利回りと申しておりますが、これで還元することにより求められるということで、下の P_n という形になるというところでございます。なお、最終還元利回りは米国ではターミナルキャップレートと称されているというところでございます。

以上が第1点目の論点といたしまして、手法の整理のあり方に関する観点でございます。

それから2ページの後段でございますけれども、具体的な直接還元法とDCF法を二本立てと位置づけた場合のそれぞれの適用の仕方に関する論点でございます。鑑定評価実務における直接還元法とDCF法の具体的な適用に際しましては、対象不動産の性格ですとかあるいは収集可能なデータの状況等に応じ使い分けることが適切ではないかという御提案を申し上げます。

ここでDCF法を使う場合に必要なデータというのはどのようなものがあるかということを下に括弧書きの で示したものがございますけれども、最低限必要と思われる資料といたしまして、例えば対象不動産の直近の収支履歴にかかる資料でございますとか、あるいは入居するテナントとの賃貸借条件に関する資料、あるいは対象不動産の設備・仕様に関する資料、さらには対象不動産が属する市場におけます空室率ですとか賃貸条件、需給動向等の過去からのトレンドですとか将来の予測のための資料、さらには手法を適用する上で不可欠となります割引率ですとか復帰価格の査定のための資料といったようなところでございますけれども、その他必須ではないにしても非常に求められるケースが多いと

いう資料の中には、例えばテナントの属性、どのようなテナントが入っているとか、あるいは対象不動産の過去の修繕履歴と将来の修繕計画といったようなものもあるようでございます。

なお、手法の適用に当たってあることが望ましい資料といたしましては、他の専門家の依頼により作成されました建物の診断報告書、エンジニアリングレポートといったようなものでございますとか、外部調査会社によります市場の調査、マーケットリサーチといったようなものも、なおあることが望ましいとされているようでございます。

これらを踏まえまして、次のページの一覧表でございますけれども、DCF法の適用のあり方についての一つのイメージを御提示しているところでございます。

まず一つ目の想定されるケースといたしまして、先だっても御議論がございました流動化法・投信法に基づく不動産の証券化にかかる鑑定評価のケースでございます。この場合の収益還元法の適用に関する位置づけでございますけれども、流動化法・投信法に関する実務指針におきましてはDCF法の適用が不可欠とされているところでございまして、詳細には括弧書きの中の表現ぶりでございますけれども、投資家は、不動産が生み出すキャッシュフローが最大の関心事である。また期間収入と転売時点の収入を正確かつ明瞭に分析把握して評価する手法としてDCF法の適用が不可欠とされているところでございます。なお、適用に当たりましては、検証手段として直接還元法も用いるべきとされているところでございます。

これを踏まえまして今後の方向性としての案といたしましては、この分類につきましてDCF法の適用を必須としてはどうかというところで御提案を申し上げたいと存じます。

それから二つ目のケースでございますが、その他の投資用不動産、申しおくれましたが、この一覧表は投資用不動産に関する適用のあり方といったような整理でございます。2番目のその他の投資用不動産でございますけれども、収益還元法の適用に関する位置づけにつきましては、特に包括的には位置づけがございませぬけれども、現行で既に実務指針として位置づけられておりますものとしまして、例えば不良債権担保不動産の適正評価に関する実務指針におきましては、DCF法の適用が適当とされているところでございまして、一方で民事再生法にかかる不動産鑑定評価の実務指針においては、直接還元法またはDCF法を適宜、適切に選択し、適用とされているところでございます。

これらを踏まえまして今後の方向性の案として御提案申し上げたいのが、まずA案といたしまして、一つの案といたしまして、法スキーム以外の方法による不動産の証券化など、

収益性をより厳密に反映する評価が求められる場合には、DCF法の適用を原則としてはどうか。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してはどうか。さらに、その際DCF法が適用できない理由及び直接還元法の仮定条件、これは一般鑑定でも本来は求められる事項ではございますけれども、例を挙げますと、賃料変動の見通しですとか、還元利回りの算定根拠などを明記するようにはどうかという案でございます。

一方で、対しましてB案といたしましては、不動産の性格や依頼者のニーズに応じまして、DCF法と直接還元法とを選択的に適用する。まさに鑑定評価を行う主体の判断ですとか依頼者のニーズに応じまして、1の流動化法・投資法に基づく鑑定評価以外の場合は使い分けを行うということ、選択に任せるという案があるかと思えます。この二つの案につきましては、後ほど御議論をいただければと存じます。

続きまして、3ページ目でございます。DCF法の新規の位置づけに際しまして必要となる項目でございますが、「還元利回り、割引率の性格及び求め方の明確化について」の論点でございます。

これについての現状認識といたしましては、現行基準におきましては直接還元法を念頭に置いた体系となっているということがございますので、直接還元法に対応する還元利回りの意義は明記されているというところがございますけれども、DCF法に対応します収益の原価を算出する割引率の考え方は位置づけられていないというのが現状でございます。ちなみに でございますけれども、現行基準におけます「還元利回り」の意義に関する記述でございます。「還元利回りは、不動産の収益性をあらわすものであり、また、金融市場における利子率と密接な関連性を持っている」等々とされているところでございます。

この現状を踏まえまして、改正の方向性として御提案申し上げたい事項でございますけれども、まず1点目といたしまして、DCF法が新規に位置づけられた場合には、「還元利回り」及び「割引率」の性格及び使われ方を基準に明確に位置づけるべきではないか、区分して位置づけられるべきではないかという観点でございます。

ここで具体的な記載例といたしまして、下記にございますけれども、まず還元利回り及び割引率に共通する性格といたしましては、不動産投資にかかわる収益性をあらわすものであるということがございますけれども、違いとしては、 のような書き方があるのではないかとということで、還元利回りは、直接還元法及びDCF法の復帰価格の算定において、ある一期間の純収益から対象不動産の価格を直接求める際に使用される率である。

さらには、将来の収益に影響を与えるすべての変動要因及び予測に伴う不確実性、リスク等をすべて織り込んだものであるというような書き方が考えられるのではないかとこのこととでございます。すなわち、先ほどの基本式でも御紹介いたしましたけれども、 a/R になりますので、分母であるRの還元利回りにおきましてすべての変動要因ですとかリスクを織り込んで見ていこうというものではないかというところとでございます。

それから2番目、割引率でございますけれども、割引率はDCF法において、ある将来時点の収益を現在時点の価格に割り戻す際に使用される率であるということで、直接還元法の分母部分でございます還元利回りに含まれております将来の収益や影響を与える変動要因のうち、収益見通しにおいて考慮された賃料や費用の変動を除くものといったような書き方が考えられるのではないかとこのところとでございます。すなわち割引率はDCF法において用いられますので、もう一方の賃料変動ですとか諸費用の変動などはキャッシュフロー上において反映されるであろうという性格を反映したものとして見てとれるのではないかとこのところとでございます。

続きまして、4ページ目でございますけれども、「還元利回り」及び「割引率」の求め方の整理を行うとともに、不動産の性格に応じたさまざまな求め方が存するということを前提に、現実の利用実態に即した代表的な求め方を鑑定評価基準に明示すべきではないかという観点とでございます。

ここで御参考までに、現行基準におけます「還元利回りを求める方法」に関する記述を一番下の に記してございますけれども、「最も一般的と思われる投資の利回りを標準とし、その投資対象との関連において有する当該不動産の個別性、すなわち、投資対象としての危険性、流動性、管理の困難性、資産としての安全性等を総合的に比較考量して求めるものとする」ということで、現行基準ではこれのみの記載となっております。

ここで具体的な手法を御紹介するに当たりまして、添付してございます参考資料3を御参照いただきたいと思います。A3の横長の参考資料3でございますけれども、還元利回り及び割引率の性格、使われ方及び求め方について、一覧表形式にまとめたものでございます。

初めに還元利回りでございますけれども、性格及び使われ方につきましては、先ほど御説明したとおりでございますけれども、直接還元法ですとかあるいはDCF法における復帰価格の算定において用いられるというところとでございます。

さらに具体的な還元利回りの求め方でございますけれども、右の欄でございますが、基

本的なケースとしましては、類似性の高い取引事例との比較により求める方法、こういった方法をベースとすべきではないかというところがございます。これは具体的にどのようなものかと申しますと、対象不動産と類似の不動産取引事例から得られる還元利回り（取引利回り）をもとに、取引事情ですとか不動産の地域性・個別性等を対象不動産と比較し、補正して求める方法というような形でございます。この方法を基本におきまして、この方法が適用できない場合には、下記に記載してございますような方法も用いられるといったような整理ができるのではないかとこのところでございます。

簡単に御紹介申し上げますと、上記が適用できない場合の方法としまして、投資一団法ということが一つの方法としてございます。借入金と自己資本に区分する方法といたしますのでございますけれども、対象不動産の金融上の構成要素からアプローチする方法であり、借入金の還元利回りと自己資本の還元利回りと個別に算定して、おのおのの構成割合により加重平均して求める方法ということで、算式で示しますとこのような形になってございます。

それから二つ目といたしましては、借入金償還余裕率（DSCR）と称しておりますけれども、この活用による方法というものがございます。これはどのような方法かと申しますと、借入金還元利回りと借入金の割合が既知のときに、単年度の純収益から見た借入金償還の安全性を加味して還元利回りを求める方法ということで、いわゆるデフォルトのリスクを考慮したものとして求める方法というものでございます。

それからもう一つとしまして、同じ投資一団法でございますけれども、不動産の物理的な構成要素、土地と建物に区分したアプローチから求める方法というものがございしますが、土地の還元利回りと建物の還元利回りを個別に算定し、個々の構成割合により加重平均して求める方法とされております。

それから、下の でございますけれども、還元利回りと割引率との関係から求める方法といたしまして、この換算式に示されます方法、割引率が既知の場合に、このような換算式により還元利回りが求められるといったような手法もございます。

以上のような手法がございまして、一つの方法を選択して採用する方法と、それから複数の手法を並列的に採用する方法もあろうかと。さらには、これらの複数の方法を組み合わせて採用する、還元利回りを求めるといったような方法もありまして、ここは適宜適用を図っていくべきであろうと考えられるところでございます。なお、必要に応じまして市場におけます投資家の意見等を参考として活用するといったようなことが求められ

るのではないかとこのところでございます。

続きまして、割引率でございます。性格及び使われ方につきましては先ほど御説明したとおりでございます。DCF法において用いられるというところでございます。これに対する求め方でございますけれども、こちらは特に三つ掲げてございますけれども、特にまだDCF法は基準に位置づけられていないということで、今後の鑑定評価におけます適用実績が少ないということもございますので、今後の実務におけます使われ方ですとか定着動向等によるということで、特にプライオリティはつけてございません。

上から順番に説明いたしますと、初めに、これは還元利回りと同様でございますけれども、類似性の高い取引事例との比較により求める方法というものがございます。どのような方法かと申しますと、還元利回りと同様でございますけれども、ただ比較の対象となるものが取引利回りといいますよりはキャッシュフロー表を前提にしました内部収益率（IRR）を比較、補正して求める方法と位置づけられているところでございます。

それから2番目といたしまして、積み上げ法と呼ばれているものでございますけれども、他の金融商品と不動産とを比較しまして、不動産特有のリスクプレミアム及び予測インフレ率等を加味して割引率を求める方法と位置づけられているところでございます。

比較の対象といたしましては、一般に長期安定的な金融商品として、10年もの国債利回り等がベースとして用いられているところでございますけれども、一方で他の金融商品との比較という観点から、株式や社債の利回り等も比較対象として用いられることもあるようでございます。

3番目の手法といたしまして、投資一団法（借入金／自己資本）に区分した、それぞれの割引率を求めて、それぞれの構成割合により加重平均して求める方法といったようなものがございます。

さらにはでございますけれども、還元利回りのところでもございましたけれども、双方の換算式を用いて、片方が既知の場合に割引率を求めるといったような方法もあるようでございます。

これも適用に当たりましては、還元利回りと同様でございますけれども、一つの方法を採用する方法、それから複数の方法を並列的に採用する方法、さらには複数の手法の組み合わせにより採用する方法といったようなものがあるかということで、さらには、これも同様でございますけれども、必要に応じ投資家等の意見等を参考として活用することが求められるといったようなところがございます。

以上が資料の大体の御説明でございますけれども、本日御欠席の委員の方から一部コメントをいただいておりますので、この場をおかりしまして簡単に御紹介申し上げたいと存じます。

まず委員からの御指摘の第1点目といたしましては、DCF法におけます割引率のRでございませけれども、割引率自体も每期ごとに变化する性格のものではないかといったような御指摘をいただいておりますけれども、先ほどの論点ペーパーの2ページを御参照いただきたいと思います。このDCF法の基本式の分母のRが变化するものではないかといったような御指摘をいただいておりますけれども、確かに御指摘のような割引率自体を每期ごとに变化させる方法といたしますものが、精緻なコンサルティング業務としてのシミュレーション等としては考えられるものと認識してございませけれども、鑑定評価実務におきましては現実のニーズ等を踏まえますと、今回の改定作業におきましては割引率Rは一定のものという設定で御議論いただければということで考えてございませ。

それからもう1点の御指摘をいただいておりますが、昨今の国債でございませけれども、かつては10年ものが一般的であったということでございませが、最近では5年ものですとか長々期の30年ものなども出てきたということで、これも割引率の査定のベースとなるものとして使い分けを図っていつてはどうかという御指摘をいただいております。これにつきましては御指摘のとおりでございませして、ただし現状では、いわゆるリスクフリーレートとして流通量が圧倒的に多い10年もの国債の利回りが用いられるといったような状況にございませが、今後の状況変化に応じましてリスクフリーレートとしてとらえるのに適切なよりどころが变化すれば、適切な指標を選択すべきであろうという認識をしているところでございませ。事務局からの説明は以上でございませ。

部会長 ありがとうございます。本日は論点が二つございませるので、まず最初の論点1、収益還元法の体系的整理のあり方について御意見を賜りたいと思います。DCF法を新たに位置づけるということで、位置づけは直接還元法と二本立てにすると。そのDCF法を位置づけた場合に、適用を具体的にどうするかということについて御意見を賜りたいと思います。

委員 ちょっとまだ自分でも整理し切れていないのですけれども、6点ほど申し上げておきます。

まず、この現行の鑑定評価基準の収益還元法の解説で、前半部分と後半部分とが混在しているという認識なんですけれども、このときに純収益、これは下で一期間、年間と認識

するとこのとおりだと思うのですけれども、必ずしもこの純収益というものはその年の年度の純収益と見る必要もないのではないかと。別のところにある一定期間の純収益を使う場合もある、複数年度は、直接還元法に基づき、そういう表現がありますので、そうやってくると必ずしも、例えば資本的支出ですね。修繕費なんかは把握できるわけですが、資本的支出は当然長期修繕計画の中で出さざるを得ないので、1年度でやりますとそういうのが抜け落ちてしまうのですけれども、ある程度の期間を見て資本的支出を案分して持ってくれば、これは前半と後半が矛盾ということは余りないのではないかと。ただ、割引率を使っていないじゃないかということですが、これはまあ割引率を使う、使わないは、ある前提を持てば、復帰価格についても現在の価格がそのままいくのであれば割引率を使うべきではないかという考え方もあるのですけれども、それは還元利回りである程度考えられるのではないかなという感じがちょっとします。そのところはちょっとまだ私もよくわからないのですけれども。

直接還元法でもう一点、還元利回りの考え方で取引利回りを中心に考えましょうということですが、これは非常に重要だと思います。ただ、現実にはこういう事例が今のところ少ないわけではなかなか使えないのですけれども、これは二、三年たてばかなりこういう事例が出てくると思いますので、不動産の鑑定というのはやはり現場を離れてはいけませんので、この蓄積によってこの還元利回りというのは押さえられるのではないかと思います。ただ、DCF法のことを考えたときに、果たして5年か6年後の還元利回り、DCF法の復帰価格はターミナルレートは還元利回りですから、5年後の取引利回りなんていうのは想定できないわけですし、だからそのときに直接還元法の還元利回りとDCF法の将来の還元利回りとの正確度というのはかなり違うのではないかという感じが一つしています。

それと、これは入っているのかどうか分かりませんが、割引率の場合に積み上げ法というのが書いてあるわけですが、これ還元利回りの場合も投資一団法のこういうところでそういうことを考えておられるのかもしれませんが、積み上げ法は還元利回りを出す場合には当然必要になってくると思いますので、これは入っていると見ていいんでしょうね。そういうふうな感じがします。

そしてDCF法については、委員がおっしゃっておられるように、割引率が毎年変化するというのは、これは間違いないと思います。さらに、精緻にするために割引率を変えようということではなくして、DCF法の弱点としてそんなこと当然もうできないわけです。

から、毎年変えるなんてことは。一つのDCF法の弱点ではないかと。

そしてもう一点は、ターミナルレートが先ほどちょっと申し上げたように、現在の還元利回りと将来の還元利回りがあるわけですがけれども、現在の還元利回りもしばらくはある程度積み上げ等で想定せざるを得ないわけですがけれども、そういう事例がいろいろ出てきた場合でも、将来の還元利回りというのはあくまでも想定にならざるを得ないということで、非常に非現実的ではないかという感じがします。ただ、手法としてDCF法をどう思うかということについては、私も投資用不動産を買っているわけですがけれども、まあDCF法に近いことで考えてやっています。ただ自分でやっているがゆえに、非常に使っている数字の不安定さというのを認識しながらやっているわけですね。投資家がこのDCF法を使う場合には、割引率とかターミナルレートについては、十分自分のリスク面を考えながらこれをやっているわけです。それはある程度やらざるを得ないのでありますが、鑑定評価の場合に果たしてこれをメインに据えてしまうと、かなり鑑定士も大変だなという気がしてしょうがないのです。

私が申し上げたいことは、現在の還元利回り、直接還元法における還元利回りは、これは非常に重要だと思います。これは毎年変わっていくわけです。これは当然毎年変わるわけですから、これをきちっとやはり鑑定協会なり何なりで経済界の先生などとも御相談しながら、毎年この還元利回りを地域とか用度によってきちっと出していくということが非常に重要ではないかなという感じがしております。ちょっとまとまらなくて恐縮ですがけれども。

部会長 先ほど質問が出ました、還元利回りについては積み上げ法が入ってないんじゃないか。どこかに入っているのかどうかということで、事務局。

事務局 確かに御指摘のとおり、現行の基準におきましては、先ほど御紹介申し上げた4ページの のところがございますけれども、まさに還元利回りの求め方としては積み上げ法的な考え方をしていくということが位置づけられてございますけれども、今回あえて還元利回り割引率の性格と求め方を分けて区分して表記するという整理をいたしますと、いわゆるインカムゲインとキャピタルゲインとを両方見たものとしたしましては、割引率の方に区分されるのではないかと。ただし利用者の換算式がございますので、還元利回りにおきましても割引率から換算しても求めることができますので、積み上げ法的なものも当然実務的には適用できるという整理がなされるかと思えます。

部会長 何か委員からは論点1と論点2について一緒にお答えをいただいたような……。

委員 論点1ですけれども、最初に確認させていただきたいことは、きょうのこの論点1の場合は収益還元法のあり方ということで、直接還元法とDCFが並列になるかどうかということだと思うのですが、これについては私は二本立てでよろしいのではないかなと考えております。その使い分けについて検討するということが、多分2ページ目、3ページ目というのはきょうの問題の所在だと思うのですが、その場合にちょっと最初に確認しておきたいのは、最初の1ページの方は特段、投資用不動産ということを念頭に置きつつも明確にされていないと思うのですが、3ページ目の表のところは投資用不動産ということで明示されている。この場合の投資用不動産というものの意義づけというか定義づけというか、これをはっきりさせていく必要があるのかなということと、非常に形式的なんですけれども、言葉自体も「投資用不動産」ということを言うのか。といいますのは、流動化法の実務指針というか留意事項の方は、拝見するに「収益用不動産」とか「賃貸用不動産」という言葉が使われているようなので、その部分は何が対象かということ、それから言葉の問題をあらかじめ統一していた方がよろしいのではないかというふうには思いました。

それともう一点。これはちょっと論点の2にも若干絡むのですけれども、収益還元法を念頭に置いた場合には当然分母・分子の関係が出るのですが、きょうの論点というのは極めて分母の方に力点を置かれているんですが、通常分子の方の状況もかんがみないと、分母の方の性格というか定義づけというか議論というのはなかなか難しいはずでして、つまり分子の方のキャッシュフローにリスクをかなり入れることができれば、分母の方というのはそれとの対応で決まってくるところがございますので。といいますのは、最近の会計上の考え方で、実務上は別にして、理屈の話としては、かなりキャッシュフローの方に期待値を入れるということを言っております、分母の方は分子との関係で決めるというようなことも議論されているようなので、その視点がどのようにお考えになっているのかどうか定かではなかったものですから、その2点について確認ないしは御質問ということで述べさせていただきました。

部会長 事務局。

事務局 まず第1点目の御指摘でございますが、投資用不動産というカテゴリー内部の整理というのは、これは御指摘のとおり、よく整理をしていきたいと存じます。

それから分母と分子のお話でございますけれども、これはDCF法におけますキャッシュフロー表にどの程度リスクを反映するかということでございますが、先ほど御説明いた

しました3ページの でございますけれども、基本的な性格といたしましては、割引率と申しますものが還元利回りではすべて分母で考慮された、含まれている変動要因を、これはキャッシュフロー表で原則としてはそこで見ていこうということでございますので、ほとんどの変動要因、いわゆる明示的に示される変動要因、純収益や費用項目の将来見通し等については、当然キャッシュフロー表において反映されるものと認識しております。

事務局 今の2番目の話でございますけれども、確かに分子にこういったリスクが含まれるのかということが、分母の議論との兼ね合い、あるいは同じぐらいに大事であるというのはそのとおりだというふうに認識しておりましたが、では分子の世界にどの程度というのでしょうか、こういったリスクが含まれた形で現在やられているDCFがあるのですけれども、そこが定着しているというのですか、やられているのかということになりますと、かなり明確な線が引きにくいという状況だということでございました。今後いろいろな議論が進展していく中で、分母・分子の中でどういうリスクの分担を配分するのかというのは固まってくるのだらうと思うのですけれども、現在そういう状況にあるものですから、とにかく分子の世界に入っているものだけをかき分けて違いを明確化してみようということでございます。事務局としては、ですから、そこら辺がちょっとはっきりしていないという認識はあるのですけれども。

委員 委員の言っていることは2点ありまして、1点はいわゆる技術的な問題で、二つあるのですね、リスクの取り扱い方。いわゆる割引率に反映されるリスク調整割引率を使うというのと、それからもう一つ、割引率はあくまでもリスクフリーレートを使って、リスク中立確率でいわゆる全部収益の方にリスクを反映させるやり方があるんですね。それをリスク中立確率でやると言うのですけれども、金融の世界では結構多いのですが。だから今多分委員の言われたのはそれもちょっと含んでいて、割引率をいじらずに安全面を見るというやつに近いのですけれども、そういうやり方があるということ。

もう一点は、恐らく今議論になっている分子のリスクをどういうふうに測定して、いわゆるリスク調整割引率を使うとしたら、そのリスクをどういうふうに分子の方で把握していくかという、二つあると思うのです。恐らく委員の言われていることは。

委員 どちらかという、分母の方にリスクフリーという話は相当程度分子の方のキャッシュフローに織り込むので、それは分散の話も含めてかなり難しいと思いますから、リスクフリーというのは多分ちょっと不動産の場合には厳しいと思うのですが、そうは言っても分母の方にすべてのリスクを織り込むのか、分子の方にも織り込んでいるとすれば、

二重にならないように分母の方も配慮する必要がありますし、私も実務上いろんな評価を不動産に限らずみている中で、分子に織り込んでいくというのが企業評価も含めて多いとは思ってはいませんが、そうなれば逆に分子の方はそういう定義というか、前提を置いて分母の方を議論するというのを踏まえた方がよろしいのかなと思いました。

部会長 何か既に論点2にどんどん入り込んでしまっているのですけれども、今の委員の質問について、事務局、何かお考えがあれば。

事務局 先ほど事務局が申し上げたとおりでございます。実務においてはまだ定着がしていないということかと存じます。

部会長 委員、御意見は。

委員 多分論点1は、いいとみんな言うと思うので、どうしても論点2の方に行ってしまうのですけれども。

部会長 論点1につきましては、3ページ目のイメージがありますけれども、DCF法適用のあり方についてA案、B案とありますので、これについて先生方の御意見をいただきたいと思ひまして、ある程度、本日意見集約を図りたいと思っておりますが。A案はDCFを原則として、B案は選択適用ということで、どちらが説得力があるかということで。

委員 これは説得力があるかどうかというよりも、お二方の委員も言っていたのですけれども、やはりDCF法の場合、リスク分析をやらないと意味ないんですね。いわゆる一つの予測値でやること自身にかなり無理がありまして、それからあとリスク調整割引率を使うと。割引率をどうするか議論の中にも、いわゆるどれくらい分散があるんだということはある程度つかまないと、幾らに割引率をしていいかわからないのですよね。確かにマーケットからとってくるというのは一つですよね。マーケットではどういうふうにリスクを評価しているのだというのをとってくるのですけれども、理論的に積み上げ的に割引率を決めるというのは、やはりリスク分析をやるか、それか先ほど委員が言われたマネーの利回りを変えると。これはダイナミックDCFといって、確率仮定に従う変数が何かということで、一つは分子の収益とか不動産価格が確率仮定に従うだけではなくて、分母の割引率も確率仮定に従うとして、いろんな確率変動を考えて価値を出して分母を書くのです。だから、多分委員はそれを言われていると思うのですけれども。ただ、DCFが有効かどうかと言われたら、その使い方、やり方が今のただ一つのやり方だけで割引率をどうやってセットするのとか、委員が言われたように、ターミナルレートをどうするんだというのがきちっと論理的に整理……整理できますけれども、整理されていないくて、ただDC

Fを使えと言っても、それはかなりリスクな手法ですよ。直接還元法もいいというわけではないのですけれども、ただ直接還元法は利回りにすべての情報が還元利回りに集約してしまっているんで、それを動かすににくい。ところが、DCFの情報はいろいろキャッシュフローで書けるので、いっぱい動かせる情報があるのです。だから少しずつ動かせば、自分が得たい答えというのは出てくるわけですよ。1点の予測値ではないわけですから、幅を持っていますから、自分が有利なふうに幅の中で少しずつ動かしていけば、これは出てしまうわけですよ。だから、もしそういう使われ方をするのだったら、これはまさにかなり危険なやり方というか、依頼者がこういう値段を出してほしいと言ったら自由に出せるやり方なんですよ。だからある意味では、DCFももちろんやらなければいけないと思うのですけれども、やはり問題はどういう使い方をしていかなくてはいけないかという教育の方に行くべきであって、「これ、どうですか」と言われてしまうと、どうしても「どういう使い方するんですか」ということで判断するしかなくなってしまうのです。今の判断だったら、直接還元法もDCFも投信法に基づく何とかやったら、今のやり方でやっているんだったらそんなに変わらないじゃないかと。ただ、依頼者にずっとキャッシュフローが並んでいるから、直接還元法より精緻にやっているなって思うだけぐらいの精度しかないかもしれないんですよ。

部会長 使い方とか割引率の具体的な求め方とか、そういった技術的なことについては別途留意事項みたいなもので……。

委員 むしろ留意事項というのではなくて、僕はこういう会議であれするのは、やはりテキストというか、利用の仕方とか、それをかなり注意深くやらなければいけないと思うのです。アメリカのテキストがいいかということ、この投資一団法の自己資本と借入金の合分でやっていますけれども、これもおかしくて、レバレッジによって借入金を増加させればリスクが増すのに、利回り、自己資本の収益率を変えないのかと。金融の理論で、MM理論（モディリアーニ＝ミラーの理論）というのがあるのですけれども、これは資金調達をどう変えたって加重平均資本コストは変わらないと言うのですよね。利回りは同じだと言っているのです。それはなぜかということ、リスクが増してくるからです。借入金割合を増加すると、それによって財務リスクが発生して、それに対応してマーケットではその財務リスクに対応した利回り、自己資本収益率、収益株価率ですけれども、それが上昇してしまう。だから結局、税引き後の議論は違うのですけれども、税引き前の議論だとそういうことになってしまうのです。だから、単純に投資一団法とか積み上げでやるというのは

かなりリスクである、だからむしろそこら辺のDCFのあり方とかそういうことをきちっと詰めていくことが重要である、二並列挙げるというのは僕は当然こういう手法があるわけですからいいと思うんですけども、それをどこでどういう場面で使うかというよりも、むしろどういう使われ方をしなければいけないという教育をするために、鑑定協会とかそういうところがリーダーシップをとってテキストをつくっていくという作業の方が大事なような気がするんです。

部会長 それは当然、この部会で決まったらそういった作業は必ず行われると思います。委員はいかがでございますか。

委員 整理のあり方につきましては、収益還元法について、要するに我々がやっていることは投資家になりかわって、投資家がどういうふうにか考えるだろうかということをやって評価を出しているわけで、むしろ投資家の方がDCFを使っておられて、それに成りかわって我々がやるということになると、今の基準でDCFだけでやってしまうと、下手すると不当鑑定になりかねないということもあって、ここのは、この段階でこういうふうにならなくて位置づけをしておかないと逆にまずいなという気はしております。ですから、整理のあり方としてこういうふうにならなくて位置づけを明確にするということは必要であろうというふうに思いますが、例えばA案、B案について申し上げますと、私のイメージとしては、お二方の委員もおっしゃいましたけれども、将来の予測のところですから、我々もいつも言っているのですけれども、将来の予測については神様だってわからないかもしれないところを我々が成りかわってやろうということは、どっちにしたらそれほど変わらないというふうなところもあるような気がいたしまして、ただし投資家になるべく精緻に損しないようにやろうとすると、今のところDCF的な考え方しか恐らくないのだから。そうすると、それも我々鑑定をする人間としては組み入れておかないといけないなということになりますとA案ということになるのですが、気になるのが、このA案の三つ目で、DCF法が使えない場合の理由をきちっと書かなくてはならないんだよというところが、ちょっと押しつけがましいなと感じるだけの話であれなんでしょうけれどもね。

それからちょっと事務局に、つまらない細かいところの確認をさせていただきたいんですが、例えば3ページの後段の、「還元利回りは、直接還元法及びDCF法」というふうに二つ並べて書く場合に「及び」という言葉をずっと使われているようでして、たしか私が昔習ったときには、並列でやる場合は「並びに」でやって、追加的にやる場合には

「及び」を使うんだというふうに習ったような覚えがありまして、この「及び」の使い方はこれでいいのかどうか、ちょっと確認をしたいなと思っていました。

部会長 事務局いかがですか、「及び」。

事務局 御指摘を受けて、私なりに の「及び」をもう一度つらつら見ますと、これは結論から言いますと、正確さを欠いているのかなと思います。なぜならば、この「及び」は還元法とDCF法という手法同士を結ぶ「及び」というふうになってしまいます、法制局なんかでは。そうすると直接還元法でも復帰価格の算定というのがあるということを前提にしないとこの「及び」が成立しなくなりますので、検証して正確にしたいと思います。当然、直接還元法のRとDCF法の復帰価格の算定に使っているR、そういう関係であって、その関係同士で結ぶならば、恐れ入りますが「及び」で構わないというのでしょうか、「及び」でいいということだろうと思います。「並び」は多分、私の拙い知識で言うと、「及び」「及び」の上を結ぶときに「並び」に、あるいは「または」「及び」を結ぶときの「並び」、そういった上位を結ぶときに使われる言葉と理解しております。

委員 ここのところは、今、事務局がおっしゃったように、直接還元法のR「及び」というふうにすればいいんですね。

事務局 そうでございます。ちょっと端折ってしまいました。

部会長 では、委員。

委員 この直接還元法には二つあるということなんですけれども、この二つの仕切りをはっきりさせるのは非常に難しいんですね。しかし現場では、はっきりさせた方がよろしいのではないかという気がいたします。この表現は非常にうまく定義づけはしていると思うのです。直接還元法として一括してくってありますけれども、二つあるわけでありまして、特定の一期間の値を採用する場合と、連続する複数の期間の変動を反映した値を採用する場合、この二つがあるわけですね。ただ、現場では、特に について取引事比較法の裏返しそのものとの差をやはりはっきりさせておいた方がよろしいのではないかと。現場の立場を考えると、そのような気がいたします。

それが一つと、先ほど委員が、分散とか統計学的な手法の - リスクの計量だと思うのですが、そういうものがはっきりしないうちは使い方によっては非常に危険であるというふうにおっしゃっていましたが、証券化不動産の鑑定評価上の留意事項あるいは資産流動化法における留意事項は、先般御紹介いたしましたように、それについては直接還元法による検証もやるし、それからさらには標準性ガイドラインというのをつくって

いるんですよね。それによって歯どめをしているわけでありまして、今先生がおっしゃったような危険と申しますか危惧に対しましては、それなりの歯どめをしております。ただ、さらにこれを完全なものにしていくためには、統計学的なそういうものをこれから取り入れていく必要はあるのではないかというふうに思います。

それから3点目に、投資用不動産に関するDCF法の適用のあり方についてのイメージ図の今後の方向性として、流動化法・投信法に基づく鑑定評価、DCF法の適用を必須とするということについては、私は賛成です。

それからA案、B案につきましては、投資ヴィークルのような一つの箱の中に入るとか一つの組織体の中に入るとかということ、その中で収支相償わなければならないというような不動産につきましては、このDCF法の適用が必要であるというふうに考えられるわけです。そうしますと、ここには投資用不動産とありますけれども、これだけの表現でいいのかわかりませんが、事業用不動産というような表現もあるわけです。ホテルとかそういうものにつきましてはですね。それでは事業用不動産はそれ自体収支相償うものだけであるかということ、そうではなくて、企業体によって幾つもの事業がなされているような場合は、必ずしもそのような必要はないわけですね。でありますから、このA案、B案というのがありますけれども、私自身は証券化のようなそれ自体収支相償っていかねばならないものにつきましては、これはDCF法の適用が必須であると。それから事業用不動産につきましても、それがノンリコースローンとかそういうものにつきましては必要である。そうでない場合は、直接還元法とかそういうものでもよろしいのではないかとこのように考えております。そんなところが私の意見です。

部会長 わかりました。でも、投資用不動産については、言葉の定義をいま一度事務局で検討しますので、事業用不動産という言葉もありますので、それについてはもう一回ぐらい時間を置いて……。では委員。

委員 基本的にDCF法が一般化しているということで、その中でDCF法を取り入れるという方向は結構だと思います。ただ、先ほど先生もおっしゃったように、前の基準の改正のときにも、DCF法を基準に入れた場合、いろいろな人が使うのでその使い方というのはある程度注意しないと、かえって細かく分解しているだけにいろいろな、言い方は悪いですが、ぼろが出るということもあり得るというような話なので、基本的な調査とかあるいは留意事項で補うとかいろいろな方法があろうと思いますけれども、その辺の使い方に関して基準とは別に何らかの準備が必要かなと思っています。

それから、こういうふうにDCF法を入れますと、直接法の方が何か寂しくなってしまうのですけれども。それはもともと直接法というのは、aとかRは柔軟に採用する。固定的に考えないで、それでいろいろ変化とか何かをaとかRに反映させながら適用するというので、直接法も必ずしも硬直的じゃなくて柔軟な手法だという直接法擁護論があるわけですけれども、こういう対立的な感じになると、DCF法はばかに細かく柔軟に対応しているようだけれども、直接法の方は硬直的みたいなそんなイメージなんですけれども、本来の直接法というのは、その辺を柔軟に適用するというのでいろいろな短所を補って成り立っているということですので、2ページのところに若干書いてございますけれども、その辺がちょっと心配だなと私は思いました。

あと、これはDCF法が初めて基準に登場するというので、今の状況としては仕方ないと思うのですけれども、一見データが未整備なものは直接法、整備されたものはDCF法というふうにちょっととられやすいので、直接法に関してもデータはやはり整理されてなければいけないというのは当然だと思いますので、その辺書きぶりの、星がついているわけですから、これは今後いろいろあると思いますけれども、書きぶりで何か、手法の採用の基準みたいなものにデータの整備状況みたいなのが余りメルクマールになるのもちょっとどうかなというような気はいたしております。

あと「DCF法の適用を必須」とするということは、今後公式の適用の問題が別にあるのかもしれませんが、これでいくということなんでしょうか。この「必須」ということの意味をちょっとお聞きしたいのですが。

部会長 イメージの表ですね。

委員 2ページと3ページのイメージのところ、「必須とする」と、今後の方向性のところに。

部会長 事務局。

事務局 現行の流動化法・投信法の実務指針におきましても、この評価といたしますのがデューデリジェンスが当然行われているということで、依頼者から必要なデータの提供が行われるということを前提としたものと認識しておりまして、もしそのようなデータの協力が得られない場合には、鑑定評価自体ができないということに該当するのではないかとこのように認識しております。

委員 実務的には結構直接法で対応しているケースがあるとは思っていますけれども。

部会長 委員、実務指針をつくられてまして、お考えは。

委員 この実務指針をつくった背景には、証券化不動産がそれ自体が一つの箱の中に閉じ込められまして収支相償わなければならない。そしてその収入・支出は設立企画人とか、そういうところが精細に詰めてやっているわけですね。だからデータはあるはずなんです、毎期のデータは。データはあるのにそれを使わない手はないですね。詳細なるデュレリジェンスもやっているでしょうし、それを使えばDCF法は適用できるわけですね。それをあえて使わないで直接還元法で済ませるよりは、ある以上は使った方がよろしい。その方がより精緻なものができる。

それから、先ほど委員がおっしゃいました、うまくやれば操作ができるというようなことについては、標準性ガイドライン、BERとかDSCRとか、そういうものを使ってきちっと検証をする、あるいはそれによって妥当なやり方を確保する。さらに直接還元法も、それに加えて直接還元法でいいのではないかとおっしゃった直接還元法も使って、それを検証する。そして、DCF法に基づく収益価格をもって鑑定評価額を決定するんですが、さらに積算価格、比準価格をその場合に検証価格とするということになっておりますので、言うなれば直接還元法もちゃんとやることになっていきます。さらにそのメインとしてDCF法をやることになっている。だから直接還元法でよろしいということに對しましては、このような不特定多数の投資家を募る証券化の不動産の鑑定評価につきましては、直接還元法だけという立場は鑑定協会の実務指針はとっていないということです。

委員 「原則とする」とは違うのですか。下の方に「原則とする」という表現がありますね。「DCF法の適用を原則とする」というのと、「必須」というのとは。

委員 それは、例えば開発案件とかそういうものについて、開発法自体をDCF法と考えれば必須になりますけれども、開発法に属するような考え方の場合、そのようになってしまうかもしれない。しかし「原則とする」というよりは、ほぼそれでなければならないのではなからうかと。ただ、投信法の場合は要するにポートフォリオですから、物によってはそうでないものも組み込むことがあり得ますね。先行きのことを考えまして、ある程度投機的な投信というのもないわけじゃないとは思いますがね。そのあたりはまだ経験例がないので、私にはわかりませんが、とにかくそういうふうな表現になっています。そういう意味で「原則とする」か「必須とする」かということは、そういう意味でおっしゃったわけですか。

委員 はい。

委員 極めて僕はまれなケースだと思うんですけどもね。DCF法適用がもうほとん

ど必要なケースではないかと思えますけれども。

部会長 実務指針では「不可欠」というふうな表現になっているんですか。DCF法の適用が不可欠であると。

委員 「不可欠である」という表現がありましたね、たしか。表現まで全部覚えてないのですけれども。

委員 今おっしゃったように、直接還元法の収益価格を用いて検証するということを標準性ガイドラインでも利用するということの歯どめがあるということだと思うんです。多分今の御質問は、この「必須」という中に、そういうものの歯どめが考慮されているのかどうかということと、多分「必須」というのと「原則」というのと、言葉のニュアンスの強さがどうかということだと思いますけれども。

委員 言葉まで、ちょっと私も気がつきませんでした。

事務局 「必須」と「原則」の違い、事務局で使い分けましたから事務局から説明させていただきます。「原則」の方から言いますと、それは「例外がある」という意味です。「必須」の場合は「例外がない」ということであります。ですから、この場合において、直接還元法で鑑定評価をするということとはしないというか、できないというか、そういう意味の「必須」であります。

委員 私はそれでいいと思っています。

部会長 でも、この「必須」の場合においても、直接還元法を使って検証するということですよ。委員いかがですか、そういう考え方で。

委員 まあ結構です。

委員 私、最初に論点を全然絞らずにお話ししたので、今のA案かB案かについては、私は何となく今の段階ではB案がいいんじゃないのかなという感じがしています。今の議論をお聞きしてしまして、確かに証券化する場合は、おっしゃるようにデータ全部ございます。全部自分らでやっているわけですから。となると、それがあから鑑定評価はDCF法ですぐできるわけですから、我々が鑑定士さんに求めるのは、やはり現在の収益事例ですね、その還元利回り。やはり現場なんです。フィールドの世界なんです、鑑定士に求めるのは、基本的には。だからそのフィールドの世界をあくまでも重視、これは当然だとおっしゃると思います。それは当然重視して当たり前だというお考えだと思うのですが、それを考えていくと、やはり直接還元法というのは、先ほどおっしゃったように、分子の考え方を1年度なんてしなければ、かなり直接還元法も将来的なことも考えた方法

ではあるわけですよ。やはりRというものをどう決めるかというのが非常に重要になってくるわけです。非常に論点が絞られてくるのです。だからRを決めるために、現在のフィールドで収益事例はどれぐらいの還元利回りがあるかということ、この蓄積が私は何か鑑定協会の財産になっていくんじゃないのかなという感じがしているわけです。今は少なくともですね。それを軽視するというお考えではないと思うのですけれども、設立企画人がつくったようなデータを見せれば、DCF法でほぼできてしまっているわけですからね。だから、それが鑑定士さんの本当の役割かなという気がするんです。現在におけるほかの事例の還元利回りのフィールドの世界を、やはりきちっと押さえるのが鑑定協会の今後の非常に重要な役割じゃないかなという感じがしているのですけれどもね。

委員 おっしゃるとおりだと思います。恐らく直接還元法で求めたものと、DCF法で求めたものが、検証するということになっていますから、それが乖離するということは非常に少ないと思うのです。収益的な面のアプローチですから。その不動産の取引利回りというものから割引率もアプローチするというようなことは、そちらの方がまず積み上げ法よりも前面に出ているんですね、我々が作りました留意事項。そこで、価格的にはそれでほぼ検証して突合したとしましても、ここで問題になりますのは、例えば5年なら5年という期を追いまして、そこのある期において資金ショートとかそういうものがそこでチェックされるわけですね、標準性ガイドラインに拠りまして。中身がばらされるわけです。それはちゃんと設立企画人さんがもともとそういうものをつくっていらっしゃる。我々はそれを外部的にもう一回、外部データと検証するぐらいのものだと思いますけれども。そういうような期を追うごとの資金繰りを踏まえた評価になっておりますので、フィールドで、つまり不動産取引利回りというものをもとにしながらそういうことをなおやっているという意味で、やはり必須にしておいた方がよろしい。それから、それが極めて一見、不合理な数字しか出ないという場合でありましても、それはそれで構わない。こうしたものは、恐らく投資信託の投資対象とすることはまれではありましようけれども、全くないわけではないと思うのです。それを組み合わせて将来それが生きるとか、そういうことをもくるむでしょうから、価格時点においてどうなるかということは必ずしも投資に適格の感じを与えないものがあるかもしれない。恐らく極めてまれでしょうけれども。それはそれで、投資家に対するディスクロージャーでそれが出るわけですね。投資家はそれについては、目論見書なり何なりということが書かれるかわかりませんが、将来的なことをどういう目的でこういうものを組み込んだかということがディスクロージャーさ

れば、それはそれでいいわけです。そう思いますけれども。

部会長 委員、このイメージの表の中の下の方のA案、B案については、まだお考えをお伺いしていないのですけれども。

委員 私は、どちらかというとならB案がいいかなと思っております。

部会長 委員、最後になりましたけれども。

委員 昨今の評価ニーズに対応してDCFを明確に位置づけるというのは現実にやられているわけですし、当然のことだと思います。収益還元法を直接還元法とDCFということで二本立てに分けるといふことなんですが、先ほど委員からも御指摘がありましたように、直接還元法の中に2種類あるものをまとめてあるということをごさいますて、この辺をもう少し明確にわかりやすくしておいた方がいいのかなというふうに感じますね。

それから先ほど投資不動産の定義について、もう少し明確化するというお話がありましたけれども、これとの絡みで若干細かい話になるのですけれども、2枚目で売却に伴う費用の控除というのがあるのですけれども、この辺について、費用を控除するというのは恐らく投資用不動産で投資採算価格を求めるときに使うだろうと私は認識しているのです。その辺そうでない、正常価格の場合にはそうでないと原価法から求めた価格とか比較法から求めた価格と整合性がとれなくなりますので、その辺ははっきりしておくべきだなと、そんなふうに思います。

適用のあり方のイメージにつきましては、1番の流動化法とか投信法に基づく鑑定評価については、これは必須ということではよろしいのではないかなと。

その他の投資用不動産につきましては、現実的には当面はやはりB案ということで、不動産の性格とか依頼者のニーズに応じて選択適用するということではよろしいのではないかなと、そんなふうに思います。

事務局 恐れ入りますが、もう少しAとかBとかを、あるいは必須とかを区分けした背景について、ちょっと御説明させていただきたいと思います。

どういふのでしょうか、二つあると思います。鑑定評価の内容、正確性をどのように保つかという観点と、もう一つ大きいのは、ディスクロージャーという言葉が先ほどから出ておりますけれども、言ってみれば説明責任みたいなものをどういう形で果たしていくのかということだろうと思います。前者につきましては、先ほど議論されているように、いろいろ動かせば動くというのはそのとおりだと思うのですけれども、かついろいろなデータがそろってないという現実はあると思いますが、そこは直接還元法で検証するという形

で担保できるのではないかと考えております。もう一つの説明責任の方ですけれども、これはその内容をどのようにあらわすかという議論だというふうに考えていまして、一番上の法定化されたものにつきましては、いずれにせよどっちでもできるという世界ならば、一体どちらの方が説明責任を果たしていることになるのかということで、DCFという形をとるということで、法律上明言されてはいないんですけれども、そこでそういうふうに背景として決められていると、そういう認識を我々は持った。したがってそれは必須の世界であると。

次に、そういう説明責任、確かに法定されてはいないけれども、同じような分野というのがあるんじゃないだろうかというふうに考えたわけです。それがここのA案で言っている、ここでは「法スキーム以外の方法による不動産の証券化等」云々というふうに書いてありますけれども、その分野においても、確かに法定の世界ではないんですけども、そういう説明責任を鑑定評価の方で果たしていく必要があるんじゃないか、そういう認識でA案の分野というものを区分したということであります。

要するに、A案で拾われた分野以外のところはどちらでもいいというような整理ができるのではないかと、そういう考え方で必須、それからA案の世界、それ以外の世界ということに分けて考えたということでございますので、そういう説明責任あるいはディスクロージャーの世界というのをどれぐらい重要なものとして考えていくのかということがポイントになっているということをつけ加えさせていただきたいと思っております。

委員 説明責任で、そうすると直接還元法の方が、説明というのですか、アカウントビリティが弱いという御認識ですか。といいますのは、例えば純収益は、初年度の当該年度の純収益だけを分子にしてしまえば、おっしゃるように説明責任があれですけれども、例えば5年間を保有期間と見るならば、5年間の収入と費用を、これは直接還元法でも使えるわけですね。だから復帰価格も想定できるわけですよ。ターミナルレートは使わずに横ばいだとかいうことでいいと思うのですけれども、それで純収益というのは5年平均で出してこれるわけですから、説明責任は別にDCFでもそういう方式を使えば同じじゃないかなという気がするんですけれどもね。

事務局 説明責任あるいは受け取る側にとってどれだけ明確な形として説明されたかと受け取るかというのは、これは時代時代によっていろいろ異なるかと思っておりますけれども、少なくともDCFという世界で期ごとに収益を、それぞれの期で生じるであろう変動要因を当てはめていくという分解した形で説明するという方がわかりやすいであろうというこ

とが判断されたんだろうとっております。

委員 分子に当然5年間のキャッシュフローというのは、これはDCF法であろうと直接還元法であろうと、資料としてつけることは十分可能ですし、直接還元法も単年度だけじゃなしに複数年度という方法もあるわけです。5年間なら5年間のキャッシュフローはつくれるわけですから、それをもとに平均して、そこで割引率とかターミナルレートを使うか使わないかという問題があるのですけれども、それについては使わないという理由はある程度要ると思いますけれども、そういった意味で5年間のキャッシュフローはどちらの手法を使っても表示は可能なんですよね。だからお聞きして思うのは、直接還元法をもう少しキャッシュフローに合ったような形に補強すべきじゃないかという気がしますけれどもね。何となくお聞きして。説明責任、おっしゃるとおりです。5年間のキャッシュフローは絶対要りますよ、鑑定評価書には。だけどそれもDCF法の割引率とターミナルレートでやるのか、直接還元法でやるのかというのは、ここもちょっと議論があってもいいのではないかなという気がしますけれどもね。

部会長 委員、どうお考えですか。

委員 結局、考えていることは同じですね。直接還元法の2がありましたね。おっしゃっているのはそれなんです。だからそれを精緻にやるためには、恐らくそれをまた現在価値に直してというか、そういう……。

委員 そこなんです。現在価値に戻すということとか、あるいは5年後の還元利回りを考えるということが、果たして精緻なことなのかということなんです。さっきおっしゃったように、ずっと平均してバツと現在のあれでやった方がそう狂わないだろうと。

委員 それが、直接還元法の1の方法がありますね。これは極端になりますと、取引事例比較法の裏返しになっちゃうんですけれどもね。

委員 まあそうですね。

委員 だから、そのあたりは恐らくワーキンググループでかなり議論されたことではないかとは、推察ですけれども思うのですけれども。考えていることは同じじゃないかと思うんですよね、結果は。

委員 まあ同じですけれどもね。

部会長 さっき委員からも意見が出ましたように、直接還元法には二つあるので、それについてもうちちょっと考えてみたらどうかということで、そこで委員の御意見も組み入れられると思います。

次に論点の2について入りたいと思いますが、「還元利回り」「割引率」の性格及び求め方の明確化についてということで、事務局から御説明がありましたように、二つともいずれも不動産の投資にかかる収益性をあらわすものであるけれども、概念がすごく似ていて区別しにくいのですけれども、記載例というのが3ページの下の方に書かれてありますし、またそれぞれ求め方の例ということで参考資料の3の中に幾つかの手法が書かれてあります。御意見をいただいきたいと思いますが、最初に委員、いかがですか。

委員 今の説明を伺ったところで、ちょっと言葉の使い方だけしか気づかなかったというのが正直なところでして。ただ、基本的には我々が今やっていることと同じことを書いてありますから、この表現の仕方で誤解も出てこないのではないかなというふうに思います。

部会長 委員は。

委員 いいと思うのですけれども、割引率について、これでもいいのですけれども、リスクフリーレート、プラス、リスクプレミアムというのを表現しておいた方が、こちらに書いてあるからいいのですけれども……。

ちょっと求め方で幾つか、基本的には求め方が違って答えが違うというのはおかしいので、それはやはりどこか調整されなければいけないところがあるのですけれども、その求め方を幾つか並べたときに、先ほど言った留意点を物すごいきっちり書かなければいけないと思うんですよ。例えば還元利回りであれば、投資一団法であれば先ほど言ったレバレッジ、これは二つ効果があって、レバレッジによって自己資本の期待収益率が上がってしまう効果と、それからもう一つは、これは還元利回りの方法なので、借入金の還元利回りというのは年賦償還率なんですけれども、自己資本の還元利回りが借入金割合の多さによって借入金返済額が多くなってくるんですね。そうすると自己資金額が膨らんでくるので、それが還元利回りとして表現した場合には自己資本の還元利回りに影響を与えちゃうんですよ。だから借入金の多寡によって二つのルートから自己資本の還元利回りが変化するのはなんですよね。割引率の方はレバレッジの効果だけでいいのですけれども、還元利回りに直すと、そういった自己資本の増加ということで影響があるということですから、この辺をきっちり書かなければだめかなと思うのですけれども。

あとDSCRで使う、これはマーケットから何を取り出しやすいかということで、これは式を展開してみれば利回りの式になってしまうのですけれども、これは直接還元利回りをマーケットから観察できるのか、それともDSCRの方が観察しやすいのかということ

ですよね。それでも D S C Rの方が観察しやすいのだったら、年賦償還率と借入金、マーケットで確認されている借入金割合とそれからマーケットで確認されている D S C Rを持ってくれば、一応還元利回りをマーケットから持ってきたのと一緒にありますよということですよ。

投資一括法の方の土地と建物区分でも、これはいわゆる建物還元利回りと土地の還元利回りはどう違うんだということをきちっとやはり、これを使うんだったら説明しなきゃいけない。建物還元利回りは償却資産の利回りだから、これはどれぐらいの耐用年数だったらどのような還元利回りになるのかということ、きちっと説明しないとだめなんですよね。

それから今鑑定で、特に還元利回りで問題点というのは、いっぱい利回りを使っているけれども、その利回りの関連がどこの本にも全く書いてないんですよ。論理的に建物の期待利回りと土地の還元利回りがどう違うのかとか、借地権の還元利回りとか借地権の基礎価額を求める利回りとか幾つもあるけれども、それはどうしてそういうふうになっているのかというのを、やはり有機的に説明しておかないといけないんですよ。その説明がないと、やはり直接還元法はかなり怪しいものであると。直接還元法はわかりやすいんですけども、D C Fの方が簡単なのは、いわゆる操作変数が多いからたくさん見せちゃうんですよ。ところが直接還元法はすべての情報を還元利回りに表現するから、それを正確にやろうとすればするほど数学的になるんですよ。その一つがエルウッドなんですけれども、エルウッドはまだ正確じゃないですが、そういう形になるのですけれども、D C Fの方がそういう形では第三者に示すには楽かなというふうには思うのですけれども。

そういう形で、こっちの割引率についても、ちょっとこれ言葉で「積み上げ方式」でわからないんですけども、「不動産特有のリスクプレミアム及び予想インフレ率を加味して」というのは、予想インフレ率を加味するんですか。ちょっとよくわからなかったんですが。予想インフレ率を加味して割引率を定めるんですか。ちょっとイメージとしては、リスクフリーレートとリスクプレミアムだけかなと思っていたのですけれども。

事務局 マクロ経済のファンダメンタルズとして、純粋利回りに予測インフレ率を入れ込むと。

委員 そのもとになっているのが実質利回りで、リスクフリーレートの調整ですかね。そういう意味かな。

部会長 事務局から御意見ありますか。

事務局 今、委員がおっしゃったところだと思うのですが、リスクフリーレート
の調整ということもできますし、キャッシュフローの中にインフレをすべて織り込んでい
るのであれば、割引率の方にもインフレ率を織り込んでということです。

部会長 ほかに御意見があれば、どうぞ。

事務局 求め方の書き方としては、今回は部会用の資料として、あくまでもその概要と
いう形でお伝えしておりますので、この求め方につきましては留意事項なり実務指針とい
うことでより細かい説明を加えていかなければいけないということは認識しております。

部会長 委員、もうよろしいですか。

委員 はい。あとはさっき言っちゃいましたので。

委員 私は最初にちょっと論点2の方まで踏み込んだ形になったところの、いわゆる分
母・分子の関係でまだこの……、特に3ページですね、還元利回りのところと割引率のと
ころがよくわからないのですが、それは先ほど2ページのところで直接還元は二つありま
すと。特に二つ目の方が分子の方に複数年度のキャッシュフローを考慮して行うというこ
とになると、この3ページ目の還元利回りの説明というのは、すべて分母の方の還元利回
りに含むということになっているので、の話しか言っていないような気がいたしますし、
それからもう一つ、DCFの復帰価格の算定。ここのところも2ページ目のところで、n
年度の純収益をn期末の還元利回りに還元するというので、この場合には直接還元で言
うところの のことしか言っていないような気がするのですが、復帰価格の算定におい
ても直接還元の の方式というか、複数年度を加味したようなやり方というのは認められな
いのかどうか。そこのところがちょっと疑問というか御質問というか、持っています。

部会長 あと、求め方の手法のことについてはよろしいですか。

委員 もうほとんど言ってしまうのですが、確認だけさせていただきます。委員
がおっしゃったのと同じ点ですが、この3ページの改正の方向性の、還元利回り
は、「ある一期間」ということですか、これは。「ある期間」ですか、これは。

部会長 事務局、「ある一期間」ですね。

事務局 はい。

委員 「一期間」ということは、単年度、複数年度、両方を意味するのですか。一定期
間ということですか。

部会長 「特定の期間（年間）」と書いてありますね。例えば初年度の値を採用する。
2ページのここですね。

委員 これはだけど、直接還元法をここへ限定してしまうというのは非常に疑問ですね。やはり一定期間という認識の方がよろしい。初年度のやつだけでやってしまうといたら、これはおかしいのはすぐわかりますからね。

部会長 「例えば」です。「例えば初年度など」、「例えば」という言葉がある。

委員 ただ保有期間は、5年間でもいいわけでしょう。「一定期間」という言い方だから。

部会長 ですから、 に連続する……。

委員 この の考え方も、おっしゃるように……。

委員 念頭に置いてないんじゃないですか、この3ページ目の の還元利回りの説明というのは、直接還元の方法というのが念頭に置かれてないように読めるのですけれども。

事務局 書き方が必ずしも明確でないことを認めた上で、まず「ある一期間」というのは、特定の具体の例えば初年度であるとか3年度目とか、そういう意味ではありません。もちろん初年度とかというある特定の期間を指すと同時に、さらに例えば5年間分を平均した1年間分とか、あるいは定常状態に至った1年間の収益とか、そういうものをすべて意味しようと思って「ある一期間」という、ちょっとわかりにくいかもしれませんが、そういう言葉を使いました。

次に、先ほどの3ページの還元利回りの定義で、それでは平均化とかある定常的な状態に至ったということならば、平均化するとかの中である変動要因とか、あるいはそれに伴うリスクとか、そういうのを見ているのではないかというのは、そのとおりだろうと思います。したがって、「全て」と書きましたけれども、これはすべて引く何かという世界はあるのかもしれませんが。ただ、若干 との関係性を明確化したいということで、 が分子の世界があるのに対して、 はほとんどすべてと言っていいものがRの世界に入っているということを「全て」という言葉で表現させていただいていると。そういうことでございます。

部会長 なかなかわかりにくいというか。委員、いかがですか。

委員 皆さんと同じような意見なんですが、「一期間の純収益」というのは非常にわかりにくいといえますか、言葉としては例えば、当然収益にしても費用にしてもでこぼこがあるわけですから、「標準化された収益」であるとか、そんな表現があった方がわかりやすいのかなと、そんなふうに思います。

それから、今お話があった「全ての」という表現につきましても、現実の世界では、恐らく分母でも分子でもリスクをある程度反映して考えられているというのが実体だと思えますので、表現として「全ての」というのは、ちょっと無理があるのかなという感じがします。

それと求め方の例なんですけれども、これも感想なんですけれども、先ほど委員からもお話がありましたが、投資一団法の土地と建物から求めるという方法につきましては、なかなか古い建物であるとか、あるいは区分所有とかそういった複雑な形態のものの場合に、そういったリスクをどう反映するのかというのは現実には非常に難しく、ほとんど使えないというのが実態なのではないかなと、そんなふうに思いますね。以上です。

部会長 委員。

委員 基本的にDCF法と直接法という形の分類になってきているので、それに伴う説明が必要だということで、私は基本的にはこんな感じでいいんじゃないかなと思っています。

委員 ちょっとお聞きしたいんですけれども、「ある一期間」というのを初め読みましたときはうまく表現したなと思っていたんですけれども、この「ある一期間」というのは結局「標準的な」という意味を含んでいるわけでしょうか。どうなんでしょう。

事務局 「……も含んでいる」という……。

委員 そうしますと、特別の事情ある期間を取り上げるということも、これによって可能なわけでしょうか。

事務局 例えば初年度とかですか。

委員 特別に収入がふえたとか、そういうようなある期間がありますね。そういうところを取り上げるということも、この表現からは可能なような見えるんですけれども。そうしますと、「標準化された」と委員が言われましたけれども、その標準化というような言葉あるいはニュアンスをどこかに込める必要があるんじゃないかと。

事務局 特異な1年間を挙げるなんていうようなことは全く考えていません。

委員 恐らく考えてないと思うんですね。ところがこの「ある一期間」となりますと、そういう意味でもとれないことはないということじゃないかなと。

もう一つ、この大きな表がありますけれども、この求め方の中には計算で機械的に出てくる部分とそうでない部分があると思うんですけれども。一番大事なのは恐らく R_E を、 R_M もそうでなければ、 R は金融市場のレートですから、比較的求めやすい。 R

の求め方が非常に大事であるということだと思っんです。このあたりが今の基準では金融市場の利回りを標準として云々というような表現があるわけですけども、積み上げ法ですね、今の基準は積み上げ法を本文で書きながら、留意事項では加重平均、物の、言うなれば基準では資金調達面に着目した積み上げ法の利回り決定ですね。ところが、留意事項は資金運用面と申しますか、土地建物の加重平均ということを出ているのです。このあたりがちょっと統一性を欠くような気がするんです。それは私の感想なんですけれども、大事なものは R_E をどのように決めるかということ、これが基準の根本になるんじゃないかという気がするわけです。そんな感想でございますので。

部会長 先ほどの「ある一期間」について、ワーキンググループからは何か意見はなかったですか。

事務局 先ほどの御説明で基本的によろしいかと思いますが、基本的に例えば取引事例から還元利回りを求めた場合には、当然その取引事例が前提とした純収益がどういう性格のものであったかというのが、その求められた利回りの性格に影響を及ぼしてきて、それによって還元する対象不動産の純収益にも影響を与えますので、そのあたりのことにも当然注意をしながら決めていく必要はあるのではないかなと思います。

委員 先ほどちょっと申し上げたんですけども、DCF法を入れるということで、これをなるべく使うようにしたいということとはよくわかるんですけども、従来収益還元法の中で直接法があったわけですけども、その適用が必ずしも十分でなかったということが一方であると思うのです。DCF法のところを割と、新しいから当然なのですけれども、比較的気を使って記述しておられて、直接法の方は比較的、何か前からのものだからというような、やや扱いが公平でないような感じが私いたしまして、その辺で、ちょっと余分な話ですけども、例えばことしの春ごろアメリカのAIの証券化関係の鑑定の専門家をお呼びしたのですけれども、そのときにお話を聞いたら、DCF法でやっているのかと言ったら、直接法だということをおっしゃってまして、直接法だと、先ほど申しますようにaとかRとかを柔軟にとらえる。それを精緻にとらえることでかえっていいんだと、そういう御意見の方もあって、直接法をもう少しうまく使うという配慮みたいなのがちょっとあるとありがたいかなという気がしています。

部会長 そういう御意見はきちっと事務局で対応していただきたいと思っいます。

一通り委員方に論点1、論点2についてそれぞれお考えをお伺いいたしまして、論点の1につきましては、基本的にDCFを位置づけるということについては御賛同を得られた

と思いますが、その適用のあり方についてA案、B案の二つがありましたけれども、これについては意見がそれぞれ相半ばするといいますが、どちらに決めるというふうな形にはちょっときょうはならなかったような感じですね。

それから論点2につきましては、委員方の御意見、御質問、それぞれ事務局でまとめて対応しながらやっていくことになるかと思いますが、この論点2につきましては基本的に御賛同を得られたという理解をしております。

したがいまして、本日御意見の相違がありましたこのA案、B案につきましては、事務局におきましてまた論点を整理していただきまして、所要の修正を行った上で中間取りまとめに盛り込むいわゆる改正骨子の案を作成するようになっていくかと思います。

なお、収益還元法の適用に当たりまして、運用上留意すべき事項とか還元利回り、あるいは割引率の求め方といった技術的なことにつきまして、具体的な記述ぶりなどについては今後ワーキンググループにおいて検討を進めるよう、あわせてお願いを申し上げます。

そのほか特に御発言がなければ、本日の収益還元法の体系的整理についての議論はひとまず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、事務局から御説明をお願い申し上げます。

事務局 本日は活発な御議論、まことにありがとうございました。次回でございますけれども、テーマといたしましては対象不動産の属する市場や市場参加者の特性に関する市場分析の重視ということと、原価方式・比較方式・収益方式の3方式を等しく尊重して資産価格を調整するという考え方についての再検討、この二つのテーマについて一括して御審議いただくということで予定をしておりますので、よろしく願いいたします。

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。本日は活発な御意見をいただきまして、まことにありがとうございました。

午前11時47分 閉会