

はじめに

いわゆるバブル崩壊後の地価の長期下落傾向等を背景に、わが国の不動産をめぐる状況は大きく変化し、不動産取引における人々の価値観は資産性重視から収益性・利便性を重視した実需中心のものへと移行しており、不動産価格という概念も「土地価格」から実際に収益を生む「土地建物の価格」へ変化している。そしてこの不動産価格概念の変容は、不動産の鑑定評価に対するニーズ、不動産の鑑定評価において重視する要因や評価手法の変化となって現れている。一例を挙げれば、近年の不動産市場における流動化・証券化並びに不動産投資信託の普及に伴う、キャッシュフローを精緻に分析する鑑定評価ニーズであり、これについては平成15年1月の基準改正において収益還元法の充実が図られた。

土地建物一体の複合不動産の評価において、積算価格は、対象建物の経済的残存耐用年数を求め、耐用年数の全期間（経過年数と経済的残存耐用年数との合計耐用年数）にわたって建物が減価していくことを前提に建物価格を査定し、更地価格との合算により試算する。一方、DCF法によって求める収益価格は、一年目の賃料水準が維持または上昇するシナリオのもとで、土地建物一体の複合不動産が生み出す収益（キャッシュフロー）を想定し、また転売価格についても値上がりを想定することが多い。これは、投資家が、対象不動産に対して保有期間及び転売時に高い収益を期待し、高収益が見込まれる不動産に投資価値を見出す行動原理に基づくものだからである。

両試算価格を検証すると、積算価格は、建物が経年により減価するという前提に立って試算されるのに対し、収益価格は、分析期間中の純収益及び復帰価格の査定において、当該期間中对象不動産（建物）が減価していくという判断が含まれておらず、経年に関する価格形成要因判断が試算価格間で矛盾している。

本稿では投資用不動産の代表的なものとしてJ-REIT各ファンドに組み入れられている不動産（保有不動産）についてその開示情報を用い、経年が建物価格に与える影響の度合いを分析し、上記整合性の問題を検討したい。

J-REIT各ファンドの保有不動産の概況

-1 J-REIT各ファンドの保有不動産（取得不動産も含む）の鑑定評価

J-REIT各ファンドの保有不動産（取得不動産も含む。以下、保有不動産という）の鑑定評価方法は、投資用不動産の市場では不動産の投資採算性を基準に価格が形成されることから、基本的に収益還元法のうちDCF法により求めた試算価格を標準とし、直接還元法による検証を行って求めた収益価格に基づき、比準価格及び積算価格による検証を行い鑑定評価額が決定される。

-2 J-REIT各ファンドの保有不動産の鑑定評価額

J-REITの開示情報（目論見書及び有価証券報告書等）に公開されている物件取得

時の鑑定評価額及び保有期間中の鑑定評価額（期末評価額）を時系列的に分析すると鑑定評価額の推移に3つの傾向が確認できる。

鑑定評価額が下落しているもの

鑑定評価額が一定であるもの

鑑定評価額が上昇しているもの

前述のとおり、投資用不動産の鑑定評価額は収益価格を重視して決定される。上記のような傾向が見られるのは、収益価格が、各対象不動産の純収益の変動予測に連動しているためだと推測される。しかし一方で、その収益を生み出す不動産である建物には「経年」が価格形成要因（減価要因）として影響すると考えられるが、上記の結果をみると不動産の価格形成過程における経年減価要因を単純に説明することができない。

経年に伴う建物劣化と積算価格

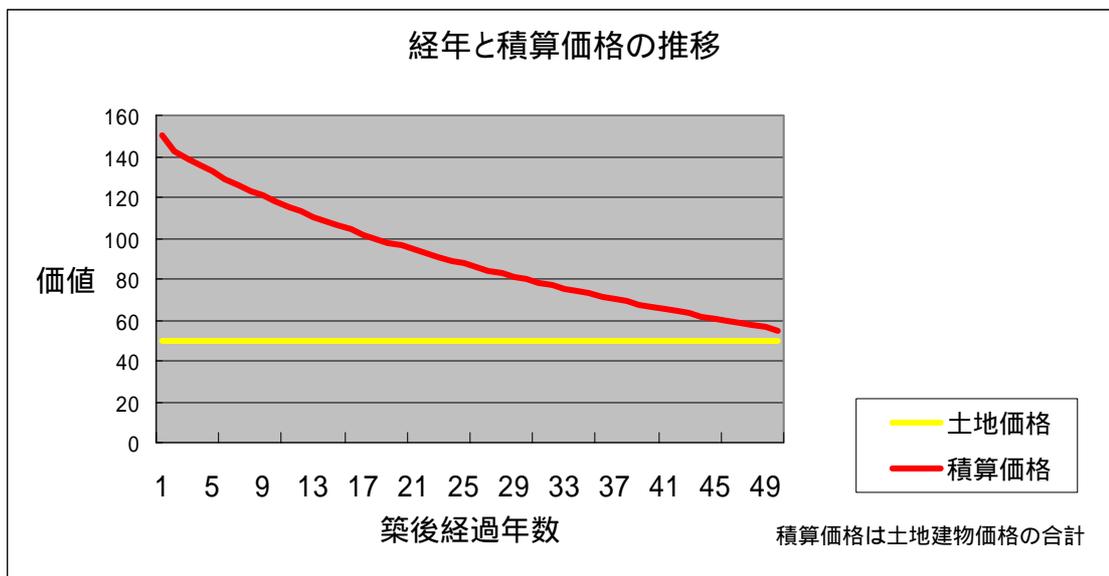
積算価格と経年との関係を単純化して示したものが図1である。土地価格が一定である場合、建物価格（建物価値）は経年によって減価し、結果、土地建物一体の価格（価値）は下落する。

<条件> 地価は一定。

建物の経済的残存耐用年数を50年と査定。

建物は一定額又は一定率で減価する。

<図1>



経年に伴う建物劣化と収益価格

建物は竣工時を頂点として経年とともに劣化し、この経年による劣化は、建物の収益性に影響を及ぼすものである。したがって、収益価格も経年によって下落するものと考えら

れるが、ファンドの保有不動産には収益価格が下落しないものがある。なぜ収益価格が下落しないのか。

収益価格が不動産の純収益と利回りから導かれる不動産の収益性を反映した価格であることに着目し、本稿の趣旨を考慮して、純収益に与える建物劣化の影響について考察する。

参考：利回り

財団法人 日本不動産研究所第9回不動産投資家調査（2003年10月1日現在）においても「東京都心のオフィスビルの投資を想定した場合、下記の想定基準ビルに対して、右の各条件の差異による期待利回りの格差」として次のような結果が出ており、経年によって利回りは高くなる傾向がある。

想定ビル（基準条件）		比較となる条件	格差
築年数	築5年未満	築5年以上～10年未満	0.2
		築10年以上～20年未満	0.5
		築20年以上（新耐震基準対応）	0.8
		築20年以上（新耐震未基準対応）	1.5

-1 経年に伴う建物劣化が収益性に与える影響

投資用不動産の場合、市場賃料並の賃料水準で、高い稼働率を維持することが課題となるが、建物の経年劣化が進むと、市場賃料水準を維持することが難しくなるほか、空室率悪化の原因ともなり、修繕・リニューアルの必要性が生じる。この修繕・リニューアルの目的は投資用不動産としての競争力を維持させ、収益性を確保し、資産価値を維持・向上させることである。また投資用不動産としての競争力維持と収益性の確保、並びに資産価値を維持・向上させるための修繕・リニューアルは、大きく分けてテナントの視点から行うものと、投資家・投資法人の視点から行う2つがある。

テナントの視点から行う修繕・リニューアル

テナントの視点から行う場合の修繕は「劣化」と「陳腐化」が原因となって生じると考えられる。「劣化」については建築的な劣化と設備の劣化がある。「陳腐化」には、機能性の陳腐化（ex. O A化対応）や快適性の陳腐化（ex. 空調環境）、安全性の陳腐化（ex. 防犯、耐震機能）のほか設備面で仮に新築当時のスペックに回復させてもテナントの求める機能から見ると、彼らの要求に対応できないという陳腐化等も考えられる。

投資家・投資法人の視点から行う修繕・リニューアル

投資家・投資法人の視点から行う修繕は投資用不動産の管理・運営をする中で、投資全体の「経済性」を高めるために行うものであると考えられる。「経済性」の内容には省エネルギー（ex. 水道光熱費の削減）、省メンテナンス（ex. 修繕・リニューアルによって日常メンテナンス効率上がる）、収益向上（ex. 賃料収入の増加）等がある。

このように経年は建物劣化による投資用不動産の収益低下をもたらすが、投資家は費用対効果を勘案して修繕・リニューアルを行うことによって建物の競争力、純収益を維持・向上させることにより、建物価値の逓減を食い止め、その結果、土地建物一体の収益価格を維持させている。

修繕費

上記の考察の結果、収益価格の維持には修繕・リニューアルが大きく影響していると考えられる。上記を踏まえた上で、収益還元法適用にあたって計上する修繕費を考察する。

-1 修繕費の概要

投資用不動産に係る修繕費には税法上の損金算入の可否によって 経常的な支出と 資本的支出（以下、大規模修繕費という）に分けられる。

経常的な支出

「固定資産の修理、改修等のために支出した金額のうち当該固定資産における日常の維持保全、又は災害等により損壊した固定資産に対し、その原状を回復するために支出したと認められる部分の金額」と定義される（法人税基本通達）。つまり不動産の使用にともなう通常の維持補修及び機能復旧に係る比較的小規模な経常修繕費である。

大規模修繕費（資本的支出）

「固定資産の修理、改修等のために支出した金額のうち、当該固定資産の価値を高め、またはその耐久性を増すことになると認められる部分に対応する金額」と定義される（同上）。大規模修繕費はその資産の能率又は効率、競争力・収益性、資産価値の増加を伴うもので、上記 -1 の「修繕・リニューアル」に当たり、設備の更新等を指す。さらに大規模修繕費は比較的高額となるため、純収益（キャッシュフロー）に与える影響も大きく、不動産の価格を大きく左右する。

-2 エンジニアリングレポート

エンジニアリングレポートは、デュー・ディリジェンス（物的調査 法的調査 経済的調査）のうち 物的調査（対象不動産の立地状況、管理状況、遵法性、建築物の仕上・構造、設備の劣化状況、耐震性能、有害物質含有状況、土壌汚染等）を行い、これらを分析し報告書にまとめたもので、建物のハード面に係るキャッシュフロー算定の際に参考となる資料である。エンジニアリングレポートでは基本的に「修繕」及び「更新」（ 1）を対象とし、短期修繕費用と長期修繕費用（大規模修繕費と同義）に分けて費用を算出している。収益還元法の適用にあたっては、原則（ 2）それら費用を経常的に支出される費用と中長期的に発生する大規模修繕に区分した上で、計画上キャッシュフローを安定化させるために平準化（ 3）して活用することになる。

（ 1）「修繕」：劣化した部材、部品あるいは機器などの性能を原状あるいは実用上支障のない状態までに回復させること。ただし保守の範囲に含まれる定期的な小部品の取替えなどは除く。

「更新」：劣化した部材・部品や機器などを新しいものに取替えること。一般的には機能向上を目的とはせず、従来使用されてきた機器、素材と同等の仕様とする。

時間の経過にともなう機能向上や、同等の機器・素材が無くなる際は代替品とすることがあり、改修の要素も含まれる。

「改修」：社会的な要求・水準から乖離が顕著となった場合、建築物などの性能、機能を初期の水準以上に改善すること。

- (2) 原則としたのはエンジニアリングレポートには「改修」に関する費用が含まれていないため、対象物件の建物スペック面から見た市場での相対的な競争力を勘案して必要に応じた改修費用を見積もる場合がある。
- (3) 通常エンジニアリングレポートとして求められる算出期間は 10 年から 15 年間の修繕・更新費用が多い。平準化とは求められた大規模修繕費に該当する費用を算定期間で単純に平均することを指す。

-3 大規模修繕費

以下、投資家（投資法人）が行う投資用不動産の大規模修繕費の見積りを考察し、経年に伴う建物劣化に対する投資判断、経年が大規模修繕費に与える影響の有無を検証する。なお、実際に投資家（投資法人）が見積る大規模修繕費は、第三者のエンジニアリングレポートのそれとは別の計画が策定される場合がある。しかし、本稿においては、第三者の行ったエンジニアリングレポートに記載されている額を投資家（投資法人）の見積る大規模修繕費とみなすものとする。

-3- 投資用不動産に見積られる大規模修繕費

投資用不動産に対して大規模修繕費はどの程度見積られているものなのか。J - R E I T 各ファンドの保有不動産について、大規模修繕費（ 4 ）の建物再調達原価に対する割合の分析を行った。

- (4) 予想される修繕費の総額を算出期間で割った 1 年間当りの平均を採用。

分析データ：以下投資法人保有の 62 物件に係るエンジニアリングレポート記載の建物再調達原価と大規模修繕費

オリックス不動産投資法人の保有不動産	41 物件
森トラスト総合リート投資法人の保有不動産	6 物件
グローバル・ワン不動産投資法人の保有不動産	3 物件
野村不動産オフィスファンド投資法人保有不動産	12 物件
合 計	62 物件

分 析 結 果：大規模修繕費の建物再調達原価に対する割合は平均で約 1.1%

（最小値約 0.16%、最大値約 2.64%）であった。

投資家（投資法人）は投資用不動産がその競争力を低下させることなく、収益性を維持するために要する費用を、年間 建物再調達原価の約 1.1%と見積っているようである。

-3- 経年に伴う建物劣化に対する投資家判断

-3- において考察したとおり、経年に伴う建物劣化に対する投資家の判断はキャッシュフローに大規模修繕費として反映される。この平均約 1.1%はどのような大きさのものなのか。大規模修繕費を将来の建物建て替え費用（減価償却費）と考えた場合の比率との比較を行った。なお将来の建て替え費用は以下の、の方法で求める。

想定する建物の構成割合は躯体部分：70%、設備部分：30%とする。

建物建て替え費用を経済的耐用年数で単純に平準化した場合

- ・ 経済的耐用年数を躯体部分 40 年、設備部分 15 年とし、構成割合で加重平均して求めた場合の割合は年 3.75%
- ・ 経済的耐用年数を躯体部分 50 年、設備部分 15 年とし、構成割合で加重平均して求めた場合の割合は年 3.40%
- ・ 経済的耐用年数を躯体部分 60 年、設備部分 15 年とし、構成割合で加重平均して求めた場合の割合は年約 3.17%
- ・ 上記平均は約 3.4%

経済的耐用年数満了後の建物建て替え費用を償還基金率（運用利回り 2%）で求めた場合

- ・ 経済的耐用年数を躯体部分 40 年、設備部分 15 年とし、構成割合で加重平均して求めた場合の償還基金率は年約 2.90%
- ・ 経済的耐用年数を躯体部分 50 年、設備部分 15 年とし、構成割合で加重平均して求めた場合の償還基金率は年約 2.56%
- ・ 経済的耐用年数を躯体部分 60 年、設備部分 15 年とし、構成割合で加重平均して求めた場合の償還基金率は年約 2.34%
- ・ 上記平均は約 2.6%

いずれをとってみても、大規模修繕費として投資家がキャッシュフローに反映している割合よりも倍以上高い結果となった。

-3- 大規模修繕費と築後経過年数との相関

次に、大規模修繕費と築後経過年数との相関を調べるため、J-REIT 各ファンドの保有不動産について、大規模修繕費（1年間当りの平均値）の建物再調達原価に対する割合と築後経過年数の回帰分析を行った。

分析データ： -3- と同じ。

前提条件：築後経過年数は各保有資産の建築年月とエンジニアリングレポートの日付との差として算定した。このときエンジニアリングレポートの日付は、報告の日付と現地調査日の両方の記載があるときは現地調査日とした。なお専門家の調査結果として示されるエンジニアリングレポートの「修繕費」は実務上、損金支出と資本支出（大規模修繕費）に区別することは難しく、

本稿ではその数値全部を大規模修繕費として取り扱うものとした。

分析 方法：大規模修繕費（1年間当りの平均値）の建物再調達原価に対する割合を
変数（Y）、築後経過年数を説明変数（X）とする回帰分析

分析 結果：相関係数は約0.62にとどまったが、建築後の経過期間が長いほど大規模
修繕費として予定される支出が増える傾向にあることがわかる。（図2）

0.62にとどまった理由としては

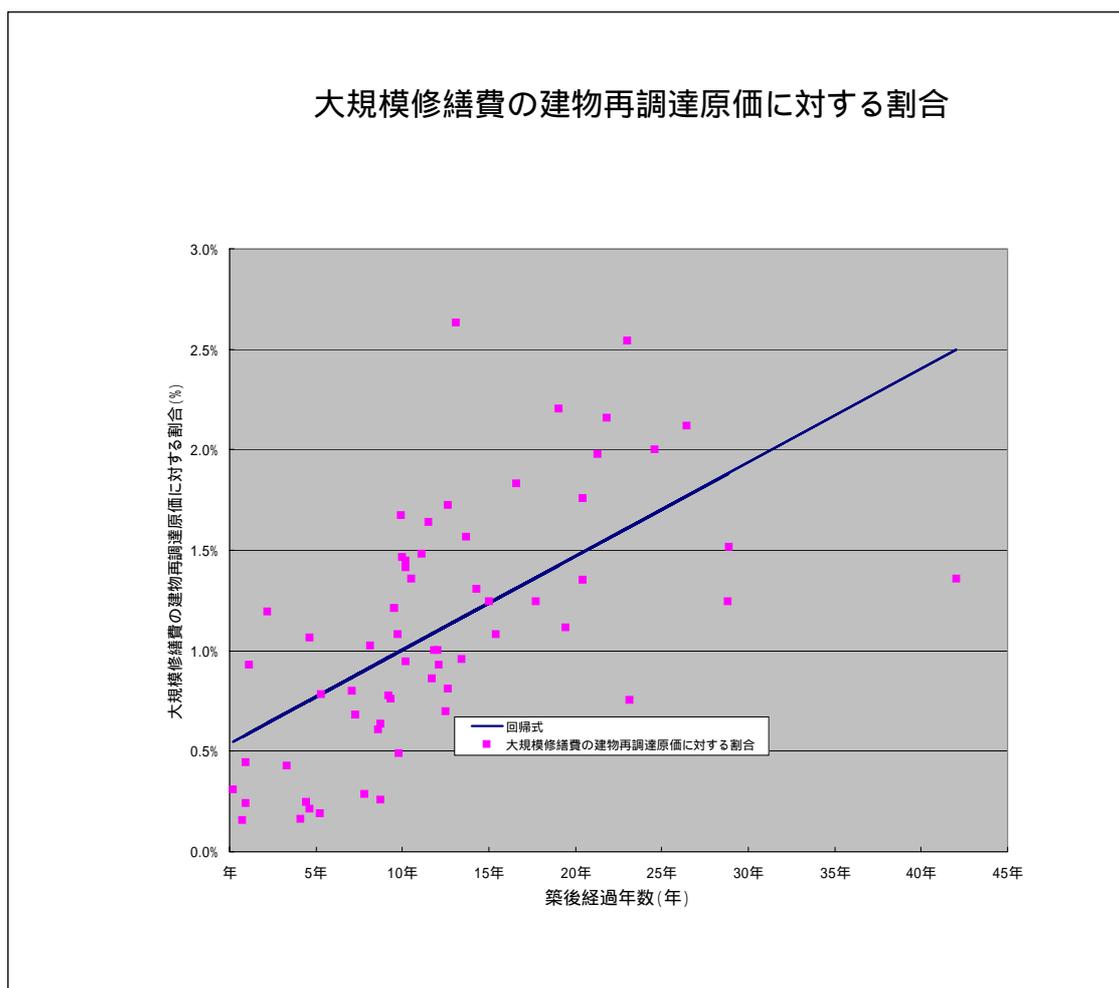
エンジニアリングレポートは通常、物件の取得時に作成されることが多いが、ファン
ドが取得する直前期に大規模修繕が行われる不動産がある。そのため、エンジニアリ
ングレポートには経年相当と認められるよりも小額の修繕費が見積られる場合がある
こと

通常、大規模修繕が行われる周期と考えられている建築後15年～20年目の不動産に
ついて、早期の大規模修繕が行われている可能性があること

日常から良好な経常的な修繕、維持管理が行われている不動産があること

等が考えられる。

（図2）



概要

回帰統計	
重相関 R	0.615576
重決定 R ²	0.378934
補正 R ²	0.368583
標準誤差	0.004801
観測数	62

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測された分散 比	有意 F 比
回帰	1	0.000844	0.000844	36.6081492	1.01E-07
残差	60	0.001383	2.3E-05		
合計	61	0.002226			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	0.005385	0.001122	4.800362	1.09176E-05	0.003141	0.007628	0.003141	0.007628
X 値 1	0.000466	7.7E-05	6.050467	1.01174E-07	0.000312	0.00062	0.000312	0.00062

-3- 大規模修繕費の性質

-3- 、 -3- により

- ・ J - R E I T 各ファンドの保有不動産の大規模修繕費の建物再調達原価に対する割合...約 1.1%
- ・ 建物建て替え費用を経済的耐用年数で単純に平準化した場合の割合...約 3.4%
- ・ 経済的耐用年数満了後の建物建て替え費用を償還基金率（運用利回り 2%）で求めた場合の割合...約 2.6%

が得られた。

建物の経年劣化に対する種々のリスクを回避するために投資家が支出する大規模修繕費を見ると、その大きさは建て替え費用の約 1/2~1/3 程度である。この結果から投資用不動産に係る大規模修繕費は建て替えコストの積立金ではなく、不動産の競争力、収益力維持・向上のための追加投資（設備の更新や外壁、屋上等の補修繕等）にとどまる。投資家の判断としてキャッシュフローで考慮される大規模修繕費の性質は修繕費といえるだろう。

すなわち、投資家の投資判断としては、建物の建て替えは行わず、投資採算性を考慮しながら、経年に応じた適切な修繕により保有不動産の競争力維持を図っているものと考えられる。したがって、修繕により市場競争力及び収益力が維持可能な不動産については、経年は価格形成に大きな影響を与えていないといえるであろう。

投資家の投資判断が具現化された収益価格

収益価格は収入と費用のキャッシュフロー予測による収益分析に基づいて求められる投資家の行動原理に適合した価格である。一般に、不動産の購入者は、不動産購入にあたり購入のために投資した金額の回収と、投資したことに対する利益の確保の両方を期待し、予測されるキャッシュフローによって投資採算性を判断する。大規模修繕費は経年によって大きくなるが、上記の分析から読み取れることは、次の通りである。それは、当該不動産の投資採算の中で修繕により市場競争力及び収益力が維持可能な不動産については、キャッシュフロー予測の過程において、経年は価格形成に大きな影響を与えず、建物に対する「経年劣化」はキャッシュフローに吸収されるということである。それゆえ投資家の行動原理に適合する収益価格においても、建物に対する「経年減価」が顕在化されないと考えられる。

建物ライフサイクルと積算価格

積算価格（土地建物一体）は複合不動産としての使用状態を前提とし、敷地と建物について各々の構成部分ごとに算定された価格（土地の積算価格と建物の積算価格）を合算して求められる。建物価格を積算価格で求める場合には建物再調達原価を求め、この再調達原価に減価修正を行って求める。

減価修正は減価の要因（物理的要因、機能的要因、経済的要因）に着目して耐用年数に基づく方法及び観察減価法を併用して行う。

実務上は、まず、残価率を判断し（通常は5～10%）対象建物を躯体と設備に分け、それぞれの経済的残存耐用年数の判断を行う。減価額は耐用年数の全期間（経過年数と経済的残存耐用年数との合計耐用年数）に対し毎年一定額、一定割合で減価するという前提に立って査定するが、実際の減価額と一致しない場合があることから観察減価法で補完している。特に大規模修繕による耐用年数の延長がある場合にはこれを建物の経済的残存耐用年数に反映しなければならない。

なお、経済的残存耐用年数は、社団法人 日本不動産鑑定協会「収益還元法適用上の運用指針」の経済的残存耐用年数（表1）を参考にすることが多い。

表1

（単位：年）

構造区分	躯体		設備
	住宅施設	商業施設	
S R C ・ R C	35～40	35～40	15
S	20～30	20～30	
W	20～25	20～25	

このように積算価格は建物のライフサイクル（経済的残存耐用年数）に着目して、建物は経年によって徐々に劣化（減価）するという前提に立つもので、建物に対して「経年減価」という価格形成要因が大きく作用している価格であるといえる。

両試算価格に共通する価格形成要因に係る判断の整合性

両試算価格を再吟味すると、収益価格は経年減価の作用の程度が低いのに対し、積算価格は経年減価の作用の程度が高く、試算価格相互で「経年」という価格形成に関する減価の程度の判断に整合性がとれていない。

不動産鑑定評価基準第8章第7節「試算価格又は試算賃料の調整」では以下のように述べられている。「試算価格(又は試算賃料)の調整とは、鑑定評価の複数の手法により求められた各試算価格の再吟味及び各試算価格が有する説得力に係る判断を行い、鑑定評価の最終判断である鑑定評価額の決定に導く作業をいう。」そして「試算価格の調整に当っては、対象不動産の価格形成を理論的かつ実証的に説明できるようにすることが重要」であり「鑑定評価の各手順の各段階について客観的、批判的に再吟味し、その結果を踏まえた各試算価格が有する説得力の違いを適切に反映することによりこれを行うものとする。」とされている。さらに以下の留意事項が例示されている。「1.資料の選択、検討及び活用の適否」「2.不動産の価格に関する諸原則の当該案件に即応した活用の適否」「3.一般的要因の分析並びに地域分析及び個別分析の適否」「4.各手法の適用において行った各種補正、修正等に係る判断の適否」「5.各手法に共通する価格形成要因に係る判断の整合性」「6.単価と総額の関連の適否」である。この各試算価格の再吟味の留意事項の5番目に掲げられている「各手法に共通する価格形成要因に係る判断の整合性」にいう整合性とは試算価格相互間で鑑定評価方式による価格形成要因の扱いに矛盾がないことを意味している。原価法、取引事例比較法、収益還元法はそれぞれ原価方式、比較法、収益方式の考え方を中心に分析検討して、価格を求める鑑定評価手法であるが、実際、一つの評価手法には三つの鑑定評価手法と三方式は必ずしも一対一の関係にはないと見ることができる。試算価格は三つ集まってはじめて一つの機能を果たすものではなく、どれもが独立して対象不動産の正常価格を指向するものとして扱われる。このため試算価格相互間で方式による価格形成要因の扱いに矛盾が生じていないことを再度振り返って確認することを要請している。

建物の経年減価に係る判断の整合性

今後不動産市場において投資用不動産の売買が中心となり、鑑定評価の依頼も投資用不動産の売買に絡むものが増えると予想される。鑑定評価額は、求められた試算価格の説得力に係る判断のもとに決定されるべきである。この試算価格の説得力に係る判断とは、試算価格が対象不動産のおかれた市場に参入する市場参加者の属性と行動をどの程度反映しているかを判断することである。投資用不動産の鑑定評価額が市場分析、市場参加者の行動原理(判断基準)に適合した収益価格を標準(重視)として決定されているのはそのためである。一方で、現実の取引においては再調達原価をも上回る収益価格で取引されるケースも散見される。これは新規に土地を購入して建物を再調達する場合よりも、既存の複合不動産を高く評価しており、こうした収益価格に市場性が認められるかは再度検証する必要がある。投資用不動産は、収益性に着目して価値判断がなされるが、価値判断の過程

において、不動産のうち実際に収益を生む「建物」価値を適切に判断することが重要である。したがって安易に鑑定評価額を収益価格によって決定するのではなく、バブル期において収益価格が先走りがちな取引価格に対する検証手段であったように、鑑定評価額の決定に際して積算価格を検証材料として考慮していくべきであり、積算価格が有力な検証手段となりうるよう、整合性を保って試算をすることが求められる。

建物は、その建築・建設技術の進歩及びプロパティマネジメントの発展等によって長期の使用が可能となり、スクラップ・アンド・ビルドの考え方からストック・アンド・リノベーションの時代へと移行しつつある。こうした流れの中で建物の経済的残存耐用年数をテナント誘引の競争力が及ぶ年数と捉えた場合、積算価格の試算にあたり、建物の経済的残存耐用年数を長期に見積ることによって、両試算価格の整合性を保っていくべきであると考えられる。

つまり、適切な修繕計画によって対象建物の競争力及び収益力の維持が図られ、期待される収益を生み出すことができると判断される場合には、建物に対する経年の影響は小さいと認められる。この場合には、投資家の判断する「経年が価格へ及ぼす影響」を適切に反映するため、積算価格の試算にあたっては、建物のライフサイクルの観点から、経済的残存耐用年数を長期に見積って評価しようとする方法である。これは対象不動産が、長期に使用可能な不動産又は建替えを意識しない不動産に対する投資が行われている市場にあること、過去の修繕履歴及び今後の修繕・改修計画から、対象不動産の現在の設備・仕様等の経済的残存耐用年数に延長されうる余地があること、またそれに基づく経済的増減価値について参考となる資料が入手できる場合に有効である。

なお、対象不動産に行われた過去の修繕履歴及び今後の修繕や改修計画が不明で、対象不動産の現在の設備・仕様等の経済的残存耐用年数がどの程度延長されうるか、またそれに基づく経済的増減価値について参考となる資料が入手できない等、対象建物の経済的残存年数を適切に求めることが困難な場合であっても、整合性を保った積算価格を求めるべきである。やむを得ない場合には、市場実態を反映した説得力のある収益価格を中心に、試算価格の調整の段階で、標準的な経済耐用年数より求めた積算価格を反映させて鑑定評価額を決定することになるであろう。

最後に

本稿は価格形成要因の整合性の観点から投資用不動産に対する経年減価を取りあげ、積算価格について経済的残存年数の延長をもって矛盾の解決を図った。しかし上記のような考え方が投資用不動産全てに当てはまるものではないと思料する。当てはまらない不動産とは、個人の投資家が需要者に想定される小規模事務所ビル、保有期間後取り壊しが予定されるような経済的残存耐用年数が満了又は短い（テナント誘引の競争力が及ばない）不動産である。なぜならば、前者は、第一に個人の当該不動産に投下できる維持修繕費には限界があること。第二に、小規模事務所ビルは、賃料や利回り等築年の影響を受けやすく、

大型優良物件ほど長期の使用可能性が見込まれないこと。第三に新規の再調達が容易であること等の理由から従来どおり建替えを行うことによる純収益の永続性を前提とした投資行動をとると考えられるからである。一方、後者は、不良債権処理のバルクセールに見られるような、ある種のリスクを買う投資家が別の市場を形成するだろうと考えられるからである。したがって不動産の種類によって画一的に評価を行うべきではなく市場分析の結果、対象不動産が属する同一需給圏内における市場参加者の属性と行動に着目し、意思決定のプロセスがどのようなものであるかを見極め、現実の価格形成メカニズムに照応した鑑定評価を行うべきである。

以 上