



平成 25 年 12 月 27 日

各 位

会 社 名 株式会社エル・シー・エーホールディングス  
代表者名 代表取締役社長 笹部 高廣  
(コード：4798 東証第二部)  
問合せ先 取締役 田中 英男  
(TEL (IR 専用)：03-3539-2587)

### 第三者調査委員会の調査結果に関するお知らせ

当社は、平成 25 年 11 月 15 日付プレスリリースにより「第三者調査委員会設置に関するお知らせ」においてお知らせしましたとおり、平成 21 年 4 月 28 日付「第三者割当による新株式及び新株予約権の発行に関するお知らせ」にて決議した第三者割当増資により現物出資を受けた不動産の一部につき、評価額が過大に計上されているとの指摘を証券取引等監視委員会より受けました。

その調査を行うため、当社と利害関係のない外部の専門家で構成される第三者調査委員会(以下、本調査委員会という。)を設置し、本調査委員会に当該事実関係等の調査を委託しましたが、昨日、本調査委員会より調査結果の報告を受けるとともに、調査報告書を受領いたしましたので、お知らせいたします。なお、調査結果の内容につきましては、本調査委員会より受領しました別紙の「調査報告書」をご参照ください。

### 当社の今後の方針

今回の本調査委員会の答申内容は、当時の不動産鑑定評価に全く問題はなかったとは言えないまでも、一方で今回の証券取引等監視委員会等の主張する評価額も問題ありとする答申内容でした。加えて、今回当社に関係のない浦和鑑定の評価の妥当性は首肯できるとの答申であり、その浦和鑑定の評価額総額は、当時の評価額総額を上回っていることから、当社としましては、現時点において、当時の現物出資増資の金額については、重大な問題はないのではないかと考えております。

今後、弁護士等とも相談の上、行政事件訴訟法に基づく処分取消の訴えの提起を含め、対応を検討していきます。方針が確定次第、改めてお知らせいたします。

以下、第三者委員会報告書全文を添付します。

但し、別冊資料および別紙資料に関しては膨大な量になっていきますので、ここでは割愛させていただきますが、本件に関係した主な鑑定数字は、以下の通りです。

#### 鑑定数字

##### ①共立不動産鑑定

クラブハウス	655,000,000
販売土地	981,110,000
定借底地	741,895,000
合計	2,378,005,000

##### ②証券取引等監視委員会指摘

クラブハウス	253,000,000
販売土地（注）	981,110,000
定借底地（注）	741,895,000
合計	1,976,005,000

##### ③浦和鑑定

クラブハウス	449,600,000
販売土地	1,175,220,000
定借底地	792,046,000
合計	2,416,866,000

注：販売土地と定借底地については、指摘されておりませんので、共立不動産鑑定と同額にしております。

以上

# 第三者委員会報告書

株式会社エル・シー・エーホールディングス  
第三者委員会

平成 25 年 12 月 26 日

平成25年12月26日

株式会社エル・シー・エーホールディングス 御中

当委員会は、貴社が、平成25年10月31日付で証券取引等監視委員会開示検査課（以下「SESC」という。）より、平成21年4月28日付「第三者割当による新株式及び新株予約権の発行に関するお知らせ」にて決議した第三者割当増資（以下「本件増資」という。）により現物出資を受けた不動産の一部につき、評価額が過大に計上されているとの指摘を受けた件に関し、SESCの指摘する疑義について、その事実の有無を判断し、また、貴社から諮問を受けた事項について検討、報告するために、貴社の依頼により設置され、貴社から独立した第三者により構成されるものである。

以下、本委員会による調査結果を報告する。

株式会社エル・シー・エーホールディングス

委員：川村 一博  
(弁護士)



委員：奥出 研二  
(不動産鑑定士)



委員：山田 幸平  
(公認会計士)



## 第1 委員会設置の経緯と報告事項等

### 1 委員会設置の経緯及び目的

貴社は、平成25年10月31日付でSESCより、本件増資により現物出資を受けた不動産の一部につき、評価額が過大に計上されているとの指摘を受けた。

しかし、貴社は疑義の根拠となっている事実を明確に把握しておらず、当該指摘を受けた事実の有無、及び手続に関する疑義の有無について判断しかねる状況にあった。そこで、貴社に対する金融商品取引法違反(有価証券報告書の虚偽記載)の疑義の有無を把握するため、その前提として、貴社と利害関係を有しない外部の専門家から構成される第三者調査委員会を設置することを決定し、当委員会に対し、下記2に記載の諮問事項(以下「本諮問事項」という。)に関する報告を、貴社に対して提出することを委嘱した。

### 2 諮問事項

貴社取締役会から当委員会に諮問された事項は、以下のとおりである。

- (1) 本件増資に係る現物出資の対象となった不動産のうち、以下のクラブハウス(以下「本クラブハウス」という。)に係る共立不動産鑑定事務所(以下「共立鑑定」という。)(横田隆浩不動産鑑定士)による鑑定結果(鑑定評価額6億5500万円)(以下「鑑定評価書(6億5500万円)」という。)が提出されるに至った経緯及び事実関係の調査

(土地)

所在	地番	地目	地積
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢字貉久保	392番3	山林	3867.00 m <sup>2</sup>
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢字田ノ入	555番66	宅地	1578.00 m <sup>2</sup>
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢字赤名木沢	472番15	宅地	1190.00 m <sup>2</sup>

(建物)

所在	家屋番号	種類	構造	床面積
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢	392番3		鉄筋コンクリ	1階 304.44

字路久保			一ト・鉄骨造アルミニウム板葺2階建て	m <sup>2</sup>
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢 字田ノ入	555 番 66	ホテル		2階 691.83 m <sup>2</sup>
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢 字赤名木沢	472 番 15			延 996.27 m <sup>2</sup>
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢 字路久保	392 番 3 の 1	ポンプ 室	軽重鉄骨造亜鉛メッキ鋼板葺平家建	7.45 m <sup>2</sup>
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢 字路久保	392 番 3 の 2	物置	鉄筋コンクリート造陸屋根平家建	2.76 m <sup>2</sup>

(2) 以下の事項について報告すること。

- ア 上記諮問事項 (1) に係る「物件①」(本クラブハウス) の鑑定評価内容の妥当性の調査
- イ 上記諮問事項 (1) 以外の以下の共立鑑定(横田隆浩不動産鑑定士)による以下に記載する「物件②」(所有権、鑑定評価額9億8111万円)の鑑定評価内容の妥当性の調査及び以下に記載する「物件③」(定期借地権の付着した底地、鑑定評価額7億4189万5千円)の鑑定評価内容の妥当性の調査
- なお、これらの物件に関する鑑定評価書を別冊1として添付する。

「物件②」(所有権)

(土地)

所在	地番	地目	地積
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢字吹上	379 番 78	宅地	1,000.53 m <sup>2</sup>
ほか計 59 筆、51 区画			73,723.50 m <sup>2</sup>

「物件③」(定期借地権の付着した底地)

(土地)

所在	地番	地目	地積
長野県北佐久郡御代田町大字茂沢字吹上	379 番 41	宅地	1,030.13 m <sup>2</sup>

ほか計 136 筆、118 区画		137,393.64 m <sup>2</sup>
------------------	--	---------------------------

ウ 上記ア、イに対応する、以下の第三者不動産鑑定士による価格の妥当性の検証

当委員会は、貴社との間に出資関係、人事関係、資金関係及び顧問契約を含めて過去に一切取引をした事実が存在せず、完全に独立した第三者である株式会社浦和鑑定（代表取締役 不動産鑑定士 小林隆敏氏）に鑑定評価を依頼し、「本件増資」により現物出資を受けた不動産の一部の価格の妥当性を検証した。なお、かかる鑑定評価の結果を「浦和鑑定」という。なお、これらの物件に関する鑑定評価書を別冊2として添付する。

### 3 委員会の組織

本諮問事項について判断するには、貴社より独立した公正な立場の者による判断が必要である。

そこで、貴社との間に出資関係、人事関係、資金関係及び顧問契約を含めて過去に一切取引をした事実が存在せず、完全に独立した第三者である川村一博弁護士、奥出研二不動産鑑定士及び山田幸平公認会計士が当委員会の委員に招請された。

委員 川村 一博（弁護士、二重橋法律事務所）

委員 奥出 研二（不動産鑑定士、株式会社日本都市鑑定）

委員 山田 幸平（公認会計士、山田幸平公認会計士事務所）

### 4 検討期間、委員会の開催状況

#### (1) 検討期間

平成25年11月20日乃至平成25年12月26日（37日間）

#### (2) 委員会の開催状況

第1回：平成25年11月20日（水）

第2回：平成25年11月26日（火）

- 第3回：平成25年12月4日（水）
- 第4回：平成25年12月9日（月）
- 第5回：平成25年12月19日（木）
- 第6回：平成25年12月26日（木）

## 5 調査の方法

### (1) 資料調査

当委員会は、貴社の開示書類（貴社が、金融商品取引法その他関連法令に基づき開示している有価証券報告書、四半期報告書その他の開示書類、及び東京証券取引所二部に普通株式を上場していることにより、東京証券取引所の上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則その他の規則等に基づき開示しているプレスリリースその他の開示書類をいう。）、その他別紙1記載の資料及び当委員会が適当と考える資料を検討した。

なお、当該調査においては、確定した事実について調査に充てる時間が限られていた。そのため、当委員会の調査には、これに起因する限界があり、この限界を補うため、次のような事実を前提としている。当委員会は、当該事実及び当委員会の調査に影響を及ぼし得るその他の事実関係の存否について、独自に別段の調査又は確認を行ったものではないことを付言する。

- ① 本検討書類に記載される事実関係が存在すること。
- ② 当委員会に対して写しとして提出された文書は、当該文書の原本の真正な写しであり、原本と同一の意思内容を有していること。
- ③ 調査協力者が全て当委員会の事情聴取に回答するために必要な権限を有していること。
- ④ 貴社の名義であるか否かを問わず、本検討書類に含まれる契約その他の文書は、各名義人の作成部分につき、それぞれ権限ある者によって、各当事者において必要とされる内部手続を適法に履践したうえで作成されたものであり、その成立及び真正に関し何らの法的瑕疵も有していないこと。
- ⑤ 本報告書は、本検討書類及び調査協力者からの口頭又は文書による説明によって得られた結果に依拠しており、これらの内容の真実性、正確性及び完全性について別段の調査及び確認作業を行っていないこと。なお、完全性とは、当委員会に開示された情報が当該事項に関する情報の全てであるということの意味する。
- ⑥ 貴社は、会社法、金融商品取引法その他の開示規制、株式会社東京証券取引所の上場規



則により必要とされる適時開示を全て適切に行ってきたこと。

## (2) 事情聴取

当委員会は、調査期間において、次の調査協力者（以下「調査協力者」という。）から、随時、事情聴取を行った。

<調査協力者>

- ① 貴社代表取締役社長 笹部 高廣 氏
- ② 同専務取締役 桑田 正明 氏
- ③ 同取締役 田中 英男 氏
- ④ 共立不動産鑑定事務所 不動産鑑定士 横田 隆浩 氏
- ⑤ 柳瀬 健一（公孝）氏
- ⑥ 株式会社オーナーズヒル軽井沢（以下「オーナーズヒル軽井沢」）代表取締役 川口 由美子 氏
- ⑦ 弁護士 新保 克芳 氏
- ⑧ 弁護士 名古屋 聡介 氏
- ⑨ 特定非営利活動法人 TEOS 笹部 信広 氏

## (3) SESC 作成資料の閲覧

当委員会は、SESC が平成 25 年 12 月 4 日に行った本件処分（以下に定義される。）に関する SESC の検討資料を閲覧した。

## 第2 当委員会における検討結果

諮問事項(1) ー 本クラブハウスに係る共立鑑定による鑑定評価書（6億5500万円）が提出されるに至った経緯及び事実関係

### 1. 本件増資に至るまでの経緯

貴社が本件増資に係る具体的な取引内容を決定するまでの経緯につき、各証拠に基づけば、以下の事実が認められる。

- ・ 貴社は、平成21年1月ころから債務超過を解消する方策の検討を開始し、同年3月2日に、債務超過を解消する施策として、都市総研グループとの連携強化による不動産事業への進出とともに、不動産の現物出資による資本増強の検討を開始する会議を行った。当該会議には、貴社東京本社で開催され、出席者は、柳瀬健一氏（当時の貴社代表取締役会長兼社長。以下「柳瀬氏」という。）、中井喜之氏（当時の貴社専務取締役）、田中英男氏（当時の貴社常務執行役員）、設楽教之氏（当時の貴社総務部長）らが出席していた。
- ・ 貴社は、同年3月上旬ころ、共立鑑定 横田隆浩不動産鑑定士（以下「横田不動産鑑定士」という。）に対し、不動産鑑定の依頼を行った。
- ・ 貴社は、同年3月9日に、新保克芳弁護士に対し、現物出資対象不動産の評価証明に係る業務の依頼を行った。
- ・ 貴社は、同年3月24日に、柳瀬氏の知り合いであった株式会社ロジコム本荘社長から、株式会社オーナーズヒル軽井沢（以下「オーナーズヒル軽井沢」という。）代表取締役である川口由美子氏（以下「川口氏」という。）の紹介を受け、現物出資への協力を依頼した。
- ・ 川口氏は、川口氏の所有不動産のうち現物出資の対象とすべき不動産の選定について貴社と協議を行うにあたり、当初、本クラブハウスを対象不動産に含めることに難色を示していたが、貴社より、本クラブハウスを対象不動産に含めなければ、現物出資の額が貴社の債務超過を解消するに至る程度に達しないと説明をされ、本クラブハウスを対象不動産に含めることに同意をした。

### 2. 上記第1記載の事実以降の経緯

上記第1記載の事実以降に、本件賃貸借契約及び本件業務委託契約が締結された経緯、並びに

共立鑑定による本クラブハウスの鑑定が実施された経緯については、以下の点が認められる。なお、貴社とオナーズヒル軽井沢の間で締結されたオナーズヒル軽井沢クラブハウス賃貸借契約書（平成21年。契約月日は不明。以下「本件賃貸借契約」という。）において、貴社はオナーズヒル軽井沢から月額金3,810,000円の賃料を受領する権利を有することとされている。他方、貴社と株式会社扇パートナーズ（以下「扇パートナーズ」という。）との業務委託契約（貴社の押印がなされているが、当委員会が閲覧したSESC管理書類の中に、扇パートナーズの押印はない書類の写しの存在を確認している。以下「本件業務委託契約」という。）において、扇パートナーズは、貴社から、平成21年5月19日から1年間、月額3,000,000円の固定報酬の支払いを受ける権利を有するとされている。

(1) 本件賃貸借契約について

本件賃貸借契約書が締結された事実については、関係証拠から認められるが、賃料が決定された経緯については、関係者の供述が食い違うため、誰が、どのような意図により、本件賃貸借契約の締結を発案し、賃料を決定したのか、認定することは困難である。

(2) 本件業務委託契約について

本件業務委託契約については、締結の事実の有無を含め、関係者の供述が食い違う上、扇パートナーズが押印した本件業務委託契約が存在しないこと、川口氏が同契約を調印した事実を明確に拒絶する陳述をしていること、本件業務委託契約に基づく報酬の支払いは何らなされていないことなどを考えると、本件業務委託契約が法律上有効に締結されたとの認定を行うことは困難である。

(3) 共立鑑定による本クラブハウスの鑑定が実施された経緯

共立鑑定は、本クラブハウスを収益不動産として評価し、平成21年4月27日付けで鑑定評価額6億5500万円とする鑑定評価書（発行番号第20120-A号）を貴社に提出している。他方、同事務所が本クラブハウスについて作成したものと、原価法に基づき本クラブハウスを2億5300万円として評価した「鑑定評価書」と題する書面も存在する（以下「鑑定評価書（2億5300万円）」という。

鑑定評価書（2億5300万円）について、横田不動産鑑定士は、あくまでドラフトとして作成したものであり、貴社の依頼により評価法が変更されたため評価内容が変更されたと供述する。しかし、後述するように、本クラブハウスについて合理性が認められる評価手法である原価法を主に採用しておきながら、同時期かつ短期間に本件賃貸借契約を締結し、主な評価方法を収益法に

変更したことについては、不合理に評価方法が変更されたと疑う余地があることは否定できない。但し、かかる事実経緯は、鑑定評価書（2億5300万円）が正しい評価であり、鑑定評価書（6億5500万円）よりも信用性が高いということを根拠づけることにはならない。

本クラブハウスに係る共立鑑定による鑑定結果（鑑定評価額6億5500万円）が提出されるに至った経緯及び事実関係に関する報告事項は以上の通りであるが、上記の点については、関係者の供述が食い違い、客観的証拠も乏しいため、供述による事実認定が困難であるという事情が存在する点を付言する。

## 諮問事項(2) ー 共立鑑定の鑑定評価の妥当性

### 1. 結論の概要

物件①の鑑定評価額は不当に高額で、手法にも誤りがある。

物件②及び物件③の鑑定評価額はむしろやや低額に過ぎる内容である。

### 2. 個別の検討

#### (1) 鑑定鑑定書（6億5500万円）（物件① クラブハウス）の検証

(i) 鑑定評価額～不当である。

(ii) 対象不動産の種別及び類型（3ページ）～不当である。

- ・種別は「大規模分譲別荘地域」で、類型は「貸家及びその敷地（ホテル・管理棟）」と記載されている。
- ・国土交通省の事務次官通達である、平成21年8月28日一部改正の「不動産鑑定評価基準」（以下『基準』という）によれば、「貸家及びその敷地」とは、「建物所有者とその敷地の所有者が同一人であるが、建物が賃貸借に供されている場合における当該建物及びその敷地をいう。」とされており、不当である。
- ・建物が形式的に賃貸借されていても、当該収益が安定的、継続的でなければ貸家及びその敷地として評価してはならない。

(iii) 価格または賃料の種類～妥当である。

(iv) 価格時点

- ・平成21年3月27日で、現物出資の基準となるべき日で妥当である。

(v) 鑑定評価の依頼目的～妥当である

(vi) 鑑定評価の条件（3ページ）～不当である

- ・「現況は所有者の自社使用（自用の建物及びその敷地）であるが、依頼者の指示により、ご提示の「オーナーズヒル軽井沢クラブハウスに関する基本合意書」に基づく賃料収益がすでに発生していることを前提とした「貸家及びその敷地」としての鑑定評価。」と記載されている。
- ・対象確定条件は、実現性、合法性、関係当事者及び第三者の利益を害するおそれがないことを勘案したうえで妥当なものでなければならない。
- ・依頼者の指示による場合でも、「自用の建物及びその敷地」を「貸家及びその敷地」

として鑑定評価してはならない。

(vii) 対象不動産の確認

- ・賃貸借契約の主たる内容の部分が不当である。

(viii) 鑑定評価方式の適用～不当である。

- ・収益還元法（直接還元法、DCF法）は適用すべきではない。
- ・本物件は元来クラブハウスとして平成14年3月に完成した建物及びその敷地である。
- ・全区画のうち約70%が分譲され、分譲された土地のうちほとんどの土地に建物が建築され定住率も高い。
- ・全区画169区画のうち118区画（全区画に対する割合69.8%）が分譲（定期借地権付建物として）され、残り51区画（全区画に対する割合30.2%）が今後分譲等される予定である。
- ・100世帯以上が定住している世帯のクラブハウス及びゲストハウス及びレストランとして運用され、共用施設として建設されたものである。
- ・したがって、収益向き物件ではなく、収益還元法を適用するのは妥当でない。  
当該物件と全く同じ用途、同類型、同一規模、同一経過年数の収益事例を収集するのは現実的には困難で、収益性を想定しても、低い収益価格となり採用することはできない。

(ix) 土地価格の査定

- ・意図的に価格の高い事例を採用しており、公示価格との規準においても商業地である「軽井沢5-2」を採用し不当である。個別格差も全く考慮していない。

(x) 建物価格の査定

- ・建物の再調達原価の査定において、間接法のみで直接法を適用しておらず、直接法の根拠も説明されていない。
- ・オーナーズヒル軽井沢クラブハウス新築工事の「工事請負契約書」及び「御見積書」によると新築工事費は350,000,000円（消費税抜き）である。（別紙2「工事請負契約書」及び「御見積書」）
- ・オーナーズヒル軽井沢の渡辺正樹支配人から聴取すると、別途「軽井沢クラブハウス新築工事設計監理料」が4,000万円～5,000万円支払い済みとのこと。
- ・土地の傾斜があり、特殊建築物であるので、新築工事費の11%～14%程度の設計監理料は必要となる。
- ・「見積書の総括表」の中に設計監理費が含まれていないため、別途設計監理料が必要と思料される。

- ・以上の点から勘案すると、原価法における建物価格 190,450,000 円は不当に低額すぎる。

(xi) 鑑定評価額の決定

- ・土地価格は不当に高く、それに反して建物価格は低額すぎる。鑑定評価額としては不当に高い結果となっている。

(2) 横田鑑定書（物件② 所有権、更地）の検証

(i) 鑑定評価額～やや不当である。

(ii) 対象不動産の種別及び類型～妥当である。

(iii) 価格または賃料の種類～妥当である。

(iv) 価格時点

- ・平成 21 年 3 月 27 日で、現物出資の基準となるべき日で妥当である。

(v) 鑑定評価の依頼目的～妥当である

(vi) 鑑定評価の条件～妥当である。

(vii) 鑑定評価方式の適用～妥当である。

(viii) 土地価格の査定

- ・標準的画地の価格は概ね妥当であるが、個別格差率を厳しめに求めている。

(ix) 鑑定評価額の決定

- ・鑑定評価額は適正価格に比してやや低く求められている。

(3) 横田鑑定書（物件③ 定期借地権の付着した底地）の検証

1. 鑑定評価額～概ね妥当である。

2. 対象不動産の種別及び類型～妥当である。

3. 価格または賃料の種類～妥当である。

4. 価格時点

- ・平成 21 年 3 月 27 日で、現物出資の基準となるべき日で妥当である。

5. 鑑定評価の依頼目的～妥当である

6. 鑑定評価の条件～妥当である。

7. 鑑定評価方式の適用～妥当である。

8. 土地価格の査定～概ね妥当である。
9. 鑑定評価額の決定～概ね妥当である。



### 諮問事項(3) ー 浦和鑑定の鑑定評価の妥当性

#### (1) 浦和鑑定書(物件① クラブハウス)の検証

##### (i) 鑑定評価額(1ページ)

- ・一応首肯できる。

##### (ii) 対象不動産の種別及び類型(4ページ)

- ・種別は「別荘地」で、類型は「自用の建物及びその敷地」と記載されている。
- ・国土交通省の事務次官通達である、平成21年8月28日一部改正の「不動産鑑定評価基準」(以下『基準』という)によれば、「自用の建物及びその敷地」とは、「建物所有者とその敷地の所有者が同一人であり、その所有者による使用収益を制約する権利の付着していない場合における当該建物及びその敷地をいう。」とされており、妥当である。

##### (iii) 価格時点(4ページ)～一応首肯できる。

- ・平成21年3月27日で、現物出資の基準となるべき日で妥当である。

##### (iv) 鑑定評価の依頼目的(4ページ)

- ・「資産評価(先例鑑定の検証)」と記載されている。本来的には「現物出資財産が不動産である場合における当該不動産の鑑定評価」であるべきであるが、①現物出資がなされた価格時点(平成21年3月27日)現在は、「公益社団法人日本不動産鑑定士連合会による『会社法上の現物出資の目的となる不動産の鑑定評価に関する実務指針』」は発表されておらず、②浦和鑑定の立場はあくまでも先例鑑定の検証であるので、③また、適正な評価がなされていれば「現物出資財産が不動産である場合における当該不動産の鑑定評価」でも「資産評価」でも内容は同じである。

##### (v) 鑑定評価の条件～妥当である。

##### (vi) 対象不動産の確定のうち対象確定条件～妥当である。

##### (vii) 対象不動産の確認のうち物的確認～妥当である。

##### (viii) 鑑定評価額決定の理由の要旨、価格形成要因の分析、一般的要因～妥当である。

##### (ix) 地域分析～妥当である。

##### (x) 対象不動産に係る市場の特性～妥当である。

##### (xi) 地域要因の分析～妥当である。

##### (xii) 個別分析～妥当である。

##### (xiii) 同一需給圏内における対象不動産の競争力の程度～妥当である。

(xiv) 鑑定評価方式の適用 (22 ページ)

- ・「既成別荘地に存する『自用の建物及びその敷地』の正常価格の鑑定評価であるが、本件では、原価法の積算価格により鑑定評価額を決定する。なお、取引事例比較法は、対象不動産と用途、建物と敷地の適応の状態が類似している土地建物一体（複合不動産）としての取引事例が収集できなかったため、適用を見合わせた。また、収益還元法は対象不動産の収益性の程度が低いため適用を断念した。」と記載されている。
- ・『基準』によれば、「自用の建物及びその敷地の鑑定評価額は、積算価格、比準価格及び収益価格を関連づけて決定するものとされている。」
- ・本物件は元来クラブハウスとして平成14年3月に完成した建物及びその敷地である。
- ・全区画のうち約70%が分譲され、分譲された土地のうちほとんどの土地に建物が建築され定住率も高い。
- ・全区画169区画のうち118区画（全区画に対する割合69.8%）が分譲（定期借地権付建物として）され、残り51区画（全区画に対する割合30.2%）が今後分譲等される予定である。
- ・100世帯以上が定住している世帯のクラブハウス及びゲストハウス及びレストランとして運用され、共用施設として建設されたものである。
- ・したがって、収益向き物件ではなく、収益還元法を適用するのは妥当でない。当該物件と全く同じ用途、同類型、同一規模、同一経過年数の収益事例を収集するのは現実的には困難で、収益性を想定しても、低い収益価格となり採用することはできない。
- ・また、「取引事例比較法は、対象不動産と用途、建物と敷地の適応の状態が類似している土地建物一体（複合不動産）としての取引事例が収集できなかったため、適用を見合わせた。」と記載され、妥当な判断である。

(xv) 土地価格の査定

- ・一応首肯できる。

(xvi) 土地の時点修正～妥当である。

(xvii) 土地の取引事例～オーナーズヒル軽井沢のみの事例だけでなく、周辺の同等の別荘地の事例から求められており妥当である。

(xviii) 土地の標準価格～一応首肯できる。

(xix) 土地の個別格差 (24 ページ) ～妥当であるが、むしろ控えめな評点が付されている。

- ・「温泉権 +10%」の格差をつけている。「温泉権 軽井沢町は、温泉の湯量が

少なく、温泉を守るために使用を制限している。軽井沢町には温泉を使用している施設は4カ所しかない。軽井沢プリンスホテル、星野リゾート、本件オーナーズヒル軽井沢、あと1カ所である。よって、この温泉権は貴重であり、湯質もとても良質である。」と記載されている。

- ・オーナーズヒル軽井沢の渡辺正樹支配人から聴取すると、「温泉を掘削に要した費用は約2億円であるが、軽井沢町では現在温泉の掘削は認められず、希少性の面で相当価値がある。」とのことである。
- ・温泉掘削費用が全て土地代になるわけではないが、温泉掘削費用だけで土地価格151,900,000円を超えている。
- ・「眺望 +10%」の格差をつけている。「眺望 浅間山を真南より眺望できる立地にあり、ここほど浅間山を美しく眺める眺望は他にはないと思われる。旧軽井沢からは、浅間山の眺望はそれほどよくない。オーナーズヒル軽井沢の別荘地内で特に眺望のよい所を選び、造成してクラブハウスの場所として使っている。」と記載されている。
- ・国土庁（現国土交通省）土地局地価調査課監修 地価調査研究会編著「土地価格比準表」によると「眺望の良否の普通と優るの格差は+12.5」であり、控えめな評点を付している。（別紙3「土地価格比準表」（国土庁土地局地価調査課監修））
- ・「造成費 +20」の格差をつけている。「クラブハウスの部分の造成だけで、約4,000万円の造成費を要している。よって、土地部分に対して少なくとも+20%となる。」と記載されている。
- ・標準的なオーナーズヒル軽井沢内のやや傾斜している画地と比べて、クラブハウス及び駐車場等を建設するための造成費が必要。
- ・4,000万円の造成費が土地の㎡当り標準価格に対しての割合を計算すると、約+31.6%になり、控えめな評点を付している。

[造成費] [土地面積] [㎡当り標準価格]

$$40,000,000 \text{ 円} \div 6,635 \text{ m}^2 \div 19,100 \text{ 円} = 0.316 \rightarrow +31.6\%$$

- ・結論として、土地価格の個別価格は控えめな評点を付しており、土地価格(151,900,000円)は妥当である。

(xx) 地価公示価格との規準～一応首肯できる。

(xxi) 建物価格の査定～妥当である。

- ・「建物再調達原価のうちの時点修正前の直接法工事費を 400,000,000 円（消費税抜き）」と記載されている。
- ・オーナーズヒル軽井沢クラブハウス新築工事の「工事請負契約書」及び「御見積書」によると新築工事費は 350,000,000 円（消費税抜き）である。（別紙 2「工事請負契約書」及び「御見積書」）
- ・オーナーズヒル軽井沢の渡辺正樹支配人から聴取すると、別途「軽井沢クラブハウス新築工事設計監理料」が 4,000 万円～5,000 万円支払い済みとのこと。
- ・土地の傾斜があり、特殊建築物であるので、新築工事費の 11%～14%程度 of 設計監理料は必要となる。
- ・「見積書の総括表」の中に設計監理費が含まれていないため、別途設計監理料が必要と思料される。
- ・以上より建物再調達原価は妥当である。
- ・減価修正等も妥当である。以上より建物価格（297,700,000 円）は妥当である。

(xxii) 鑑定評価額の決定～妥当である。

## (2) 浦和鑑定書（物件② 所有権、更地）の検証

### (i) 鑑定評価額（1 ページ）

- ・一応首肯できる。

### (ii) 対象不動産の種別及び類型～妥当である

### (iii) 価格時点（4 ページ）

- ・平成 21 年 3 月 27 日で、現物出資の基準となるべき日で妥当である。

### (iv) 鑑定評価の依頼目的（4 ページ）

- ・「資産評価（先例鑑定の検証）」と記載されている。本来的には「現物出資財産が不動産である場合における当該不動産の鑑定評価」であるべきであるが、①現物出資がなされた価格時点（平成 21 年 3 月 27 日）現在は、「公益社団法人 日本不動産鑑定士連合会による『会社法上の現物出資の目的となる不動産の鑑定評価に関する実務指針』」は発表されておらず、②浦和鑑定の立場はあくまでも先例鑑定の検証であるので、③また、適正な評価がなされていれば「現物出資財産が不動産である場合における当該不動産の鑑定評価」でも「資産評価」でも内容は同じである。

### (v) 鑑定評価の条件～妥当である。

### (vi) 対象不動産の確定のうち対象確定条件～妥当である。

- (vii) 対象不動産の確認のうち物的確認～妥当である。
- (viii) 鑑定評価額決定の理由の要旨、価格形成要因の分析、一般的要因～妥当である。
- (ix) 地域分析～妥当である。
- (x) 対象不動産に係る市場の特性～妥当である。
- (xi) 地域要因の分析～妥当である。
- (xii) 個別分析～妥当である。
- (xiii) 同一需給圏内における対象不動産の競争力の程度～妥当である。
- (xiv) 鑑定評価方式の適用～妥当である。
- (xv) 土地価格の査定
  - ・一応首肯できる。
- (xvi) 土地の時点修正～妥当である。
- (xvii) 土地の取引事例～オナーズヒル軽井沢のみの事例だけでなく、周辺の同等の別荘地の事例から求められており妥当である。
- (xviii) 土地の標準価格～一応首肯できる。
- (xix) 土地の個別格差～妥当である。
- (xx) 地価公示価格との規準～一応首肯できる。
- (xxi) 鑑定評価額の決定～妥当である。

### (3) 浦和鑑定書（物件③ 定期借地権の付着した底地）の検証

- (i) 鑑定評価額（1ページ）
  - ・一応首肯できる。
- (ii) 対象不動産の種別及び類型～妥当である。
- (iii) 価格時点
  - ・平成21年3月27日で、現物出資の基準となるべき日で妥当である。
- (iv) 鑑定評価の依頼目的（4ページ）
  - ・「資産評価（先例鑑定の検証）」と記載されている。本来的には「現物出資財産が不動産である場合における当該不動産の鑑定評価」であるべきであるが、①現物出資がなされた価格時点（平成21年3月27日）現在は、「公益社団法人 日本不動産鑑定士連合会による『会社法上の現物出資の目的となる不動産の鑑定評価に関する実務指針』」は発表されておらず、②浦和鑑定の立場はあくまでも先例鑑定の検証であるので、③また、適正な評価がなされていれば「現物出資財産が不動産である場

合における当該不動産の鑑定評価」でも「資産評価」でも内容は同じである。

- (v) 鑑定評価の条件～妥当である。
- (vi) 対象不動産の確定のうち対象確定条件～妥当である。
- (vii) 対象不動産の確認のうち物的確認～妥当である。
- (viii) 鑑定評価額決定の理由の要旨、価格形成要因の分析、一般的要因～妥当である。
- (ix) 地域分析～妥当である。
- (x) 対象不動産に係る市場の特性～妥当である。
- (xi) 地域要因の分析～妥当である。
- (xii) 個別分析～妥当である。
- (xiii) 同一需給圏内における対象不動産の競争力の程度～妥当である。
- (xiv) 鑑定評価方式の適用～妥当である。
- (xv) 土地価格の査定
  - ・一応首肯できる。
- (xvi) 土地の時点修正～妥当である。
- (xvii) 土地の取引事例～オナーズヒル軽井沢のみの事例だけでなく、周辺の同等の別荘地の事例から求められており妥当である。
- (xviii) 土地の標準価格～一応首肯できる。
- (xix) 土地の個別格差～妥当である。
- (xx) 地価公示価格との規準～一応首肯できる。
- (xxi) 鑑定評価額の決定～妥当である。

### 第3 結語

当委員会による検討結果は上記の通りであるが、共立鑑定による鑑定評価書（6億5500万円）が作成された経緯については、関係者の供述が食い違う上、鑑定評価書（6億5500万円）の内容も妥当性に欠ける点が多く認められる。また、鑑定評価書（2億5300万円）についても、浦和鑑定による鑑定結果と大きく乖離している点を考えると、その合理性に欠けることが強く疑われる。

以上のように、本件増資については、対象不動産の客観的価値を正確に評価するための適正なプロセスが採られていなかったおそれを否定できない。しかし、鑑定評価書（2億5300万円）における鑑定評価額についてもその合理性が強く疑われること、また、本件業務委託契約が法律上有効に締結されていない可能性が否定できないこと、鑑定評価書（2億5300万円）の鑑定評価は浦和鑑定の鑑定評価と乖離していることに鑑みれば、本件増資における現物出資の対象不動産の客観的価値が2億5,300万円であると結論を導くことは困難である。

以上