

# 証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価の実務指針（案）

社団法人 日本不動産鑑定協会

## 目 次

### はじめに

1 背景	1
2 証券化に係る不動産鑑定評価の特性	1
3 不動産証券化の状況の変化に対応して	2
4 今後の取組みについて	3

### 第1章 証券化対象不動産

I 証券化対象不動産の範囲	4
1 対象とする鑑定評価の範囲	4
2 鑑定評価報告書への記載	6
II 証券化鑑定基準の対象とならない鑑定評価の取り扱い	7

### 第2章 証券化対象不動産の鑑定評価の基本的姿勢

I 不動産鑑定士の責務	8
1 鑑定評価に当たっての基本姿勢	8
2 不動産鑑定士等の社会的責任と法的責任	9
① 社会的責任	9
② 法的責任	9
II 説明責任	10
III 複数の不動産鑑定士等による評価作業	11

### 第3章 処理計画の策定

I 処理計画の策定に当たっての確認事項	12
1 依頼目的について	13
2 鑑定評価の必要資料等について	13
II 確認事項の記録	16
III 途中経過の記録	17
IV 利害関係等	18
1 依頼者	18
2 証券化関係者	19
3 不動産鑑定士の利害関係	19

<b>第4章 証券化対象不動産の個別的要因の調査</b> .....	20
I 対象不動産の個別的要因の調査 .....	20
1 実地調査 .....	20
2 不明事項 .....	21
3 個別要因 .....	21
① 土地 .....	21
i 土壌汚染 .....	21
ii 埋蔵文化財 .....	22
iii 地下埋設物 .....	22
② 建物 .....	23
i 遵法性 .....	23
ii 耐震性及び地震リスク .....	23
iii アスベスト .....	24
iv P C B .....	25
③ 建物及びその敷地 .....	25
i 契約関係 .....	25
ii 大規模修繕計画 .....	26
II 実地調査についての記載 .....	26
III エンジニアリング・レポートの取り扱いと不動産鑑定士が行う独自調査 .....	28
1. エンジニアリング・レポートの収集及び整理 .....	28
2. エンジニアリング・レポートの確認及び活用 .....	31
3. エンジニアリング・レポート作成者との密接な連携等 .....	35
<b>第5章 DCF法等の適用</b> .....	36
I DCF法の適用過程等の明確化 .....	36
1 評価方針 .....	37
2 収益還元法 .....	38
① 予測 .....	38
② 利回り .....	38
i 割引率 .....	38
ii 還元利回り .....	38
③ 収益価格の決定 .....	39
3 試算価格の調整 .....	39
4 鑑定評価報告書への記載 .....	39
5 DCF法等の精緻化 .....	40
II DCF法等の収益費用項目の統一等 .....	41
1 収益費用項目 .....	41

① 全体の構成	42
② 運営収益	42
a 貸室賃料収入	43
b 共益費収入	43
c 水道光熱費収入	44
d 駐車場収入	44
e その他収入	44
f 空室損失	45
g 貸倒れ損失	45
③ 運営費用	46
a 維持管理費	46
b 水道光熱費	46
c 修繕費	47
d プロパティマネジメントフィー	47
e テナント募集費用等	48
f 公租公課	48
g 損害保険料	49
h その他費用	49
④ 一時金（預り金）の運用益	50
⑤ 資本的支出（大規模修繕費）	50
⑥ アセットマネジメントフィー等	51
2 DCF 法等の適用様式	51
<b>第6章 土地建物の内訳価格の算定</b>	<b>52</b>
<b>第7章 定期的な実務の状況の把握</b>	<b>53</b>
<b>終わりに</b>	<b>53</b>

**【添付資料】**

(基準)

第5節Ⅱ(1) 表

別表1 エンジニアリング・レポートシート

別表2 標準DCF法シート

(実務指針)

別表1 証券化概念図(作成中)

別表2 標準直接還元法シート

別表3 収益費用項目表(会計上の費目との対比表)



# 証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価の実務指針（案）

社団法人日本不動産鑑定協会

## はじめに

### 1 背景

わが国における昨今の不動産証券化の進展には目を見張るものがある。二十一世紀に入る直前本格的に不動産証券化が始まって以来今日に至るまで、その市場の規模は大幅に拡大し、不動産取引市場全体においても証券化取引の占める割合が大きくなり、同時に対象不動産の種類は多様化し、対象地域も広がってきた。当初証券化された不動産の投資家は機関投資家に限定されていたが、J-REITの上場を期に、個人投資家へも広がり、ファンド・オブ・ファンズ<sup>1</sup>の販売により広範な個人への浸透がみられ、不動産証券化のマーケットは成熟化してきた。また、証券化の対象となる不動産の価格は、不動産市場のみならず、国内、国外の金融市場、証券市場の影響を大きく受けるようになった。

そのような状況の中で、不動産の鑑定評価は、不動産証券化取引のなかで、そのスキーム組成の基礎的条件の一つとして、他の専門家によるサービスとともに不動産投資市場の基盤を支えるものとして位置づけられてきた<sup>2</sup>。

### 2 証券化に係る不動産鑑定評価の特性

J-REIT やプライベートファンドなどの証券化スキームがわが国の証券化の主要なスキームであるが、その構造的な特性として証券の発行体とその不動産の運営体の分離とスポンサー企業の存在がある。それ故に、不動産鑑定評価は、取引価格面での公正性を第三者として客観的に評価することにより、利益相反を回避し、不動産証券化市場全体の信頼性を確保する上で、きわめて重要な役割を担うものとなっている。したがって、証券化対象となる不動産の鑑定評価業務が、鑑定評価依頼当事者だけでなく広範な投資家等に重大な影響を及ぼすことを十分に理解するとともに、不動産鑑定士（不動産鑑定士及び不動産鑑定士補。以下同じ。）は、不動産鑑定評価制度に対する社会的信頼性の確保等に重要な責任を有していることを認識して、鑑定評価を行うことが求められている。

さらに、証券化の対象不動産から将来得られると見込まれるキャッシュフローによって、証券の裏づけがなされるのが不動産の証券化であるので、対象不動産の価格はそのキャッシュフローの現在価値として、キャッシュフローから導かれる収益価格を重視して評価を行うことが求められる。加えて、最近の不動産取引市場においては、建物を中心にそのキャッシ

---

<sup>1</sup> ファンド・オブ・ファンズとは、複数の REIT への投資を行う投資信託など、複数の投資信託に投資する投資信託をいう。

<sup>2</sup> 証券化スキームについては、別表 1 「証券化スキーム概念図」 参照

キャッシュフローに影響を与えるリスクについて様々な角度からのチェックが必要となってきた。これは、不動産の証券化が金融のリスク管理と融合することにより、証券化の発展を促してきたからである。そのために、不動産鑑定評価においても不動産の価格形成要因の分析にあたり、キャッシュフローのリスクの把握について他の専門家との連携や他の専門家の調査結果をより一層吟味して活用していく事が求められている。

### 3 不動産証券化の状況の変化に対応して

このような状況の変化に対し、社団法人日本不動産鑑定協会（以下「当協会」という。）では、一昨年秋以来、これまで作成、発表してきたSPC法、資産流動化法、投信法に係る留意事項等<sup>3</sup>を、平成14年改正の不動産鑑定評価基準<sup>4</sup>（以下、「鑑定評価基準」という。）を踏まえて再整理、見直しをすると共に、新会社法改正など関連諸法令の最近の動向を踏まえて、証券化関連不動産の鑑定評価の実務指針を作成、公表し、定期的に更新することによりこれを普及させるべく、検討してきた。

この検討過程の議論の中で、前述のように証券化の不動産鑑定評価の特性から、従来の留意事項を踏まえたうえに、不動産鑑定士の評価手法の向上やスキルの開発、データの共有化などに関する実務面の一層の深化が必要であるという理解を共有するに至った。

このような認識を踏まえ、不動産のエンジニアリング・レポート<sup>5</sup>の十全の活用を図れるように、エンジニアリング・レポートの作成者とのワーキンググループを組成し、エンジニアリング・レポートの読み方や活用の仕方のノウハウの周知や蓄積に資する施策の実現に取り組んできた。今後もさらに継続して相互に有用な成果をあげ、証券化市場での役割を果たすべきものと考えている。

さらに、証券化の不動産鑑定評価の特性を考えると、依頼者に対して対象不動産についての様々なデータの提供を要請するばかりでなく、鑑定評価制度への理解を求め協力を得ることが、非常に重要である。さらに、依頼者から証券化関係者への情報開示による鑑定評価の概要の公開や、投資家への説明資料としての活用などを考慮すると、鑑定評価書の十分な説明責任と比較性の向上、記述の一定部分についての標準化などが、品質の面からも重要視すべきであると考えられる。

このような証券化の不動産鑑定評価についての共通理解を不動産鑑定士と証券化関係者

---

<sup>3</sup> 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（SPC法）」に係る不動産の鑑定評価上の留意事項について（平成11年11月）、「資産の流動化に関する法律（資産流動化法）」に係る不動産の鑑定評価上の留意事項について（平成12年11月）、「投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）」に係る不動産の鑑定評価上の留意事項について（平成12年11月）

<sup>4</sup> 平成14年7月3日付国土交通省事務次官通知

<sup>5</sup> エンジニアリング・レポートとは、建築物・設備等及び環境に関する専門的知識を有する者が行った不動産の状況に関する調査報告書をいう。特に証券化対象不動産に対するその収益性に影響を及ぼす物理的性能を評価した調査報告書といえる。（第4章Ⅲ1「エンジニアリング・レポートの収集及び整理」参照）

で共有し、共に問題解決にあたるための共通基盤を構築したいと考え、作成したものが本実務指針である。不動産の証券化に関連する関係各位はもとより広く国民各位に対してもご理解をいただけるように、証券化の対象となっている不動産の鑑定評価の手順を中心に実務の進め方について本実務指針をとりまとめた。

#### 4 今後の取組みについて

当協会では、証券化不動産の鑑定評価は、今後も進歩発展させなければならないと考えており、不動産鑑定士は、不動産証券化のマーケットの成長、環境の変化に即応して、常に不動産、金融、証券化関連の広範な知識を求め、鑑定評価手法等の精緻化を目指し、依頼者の理解、協力を得て、他の専門家と連携しつつ、その説明責任を果し、不動産鑑定評価制度への信頼性を一層向上させていく必要があると理解している。

そのために、当協会では証券化関係者各位との意見交換の場を設け、市場の動向を踏まえた実務要請や理論検討を行い、本実務指針を随時改定し、鑑定評価制度の向上を図っていくこととしている。

#### 【ご利用にあたって】

- 1) 本実務指針のご利用にあたっては、当協会のホームページにアクセスし、本実務指針のメンテナンス状況をご確認願います。
- 2) 改定状況については、前記ホームページの「改定記録の一覧表」より改定日時等の記録を行うと共に改定部分のダウンロードをして差し替えすることをお奨めいたします。
- 3) 本実務指針に関するご質問や、ご提案などは前記ホームページの「ご利用者の声」にお願いいたします。

※上記の内容については、現在ホームページを作成中です。

## 第1章 証券化対象不動産

### I 証券化対象不動産の範囲

(基準)

各論

#### 第3章 証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価

##### 第1節 証券化対象不動産の鑑定評価の基本的姿勢

###### I 証券化対象不動産の範囲

この章において「証券化対象不動産」とは、次のいずれかに該当する不動産取引の目的である不動産又は不動産取引の目的となる見込みのある不動産（信託受益権に係るものを含む。）をいう。

- (1) 資産の流動化に関する法律に規定する資産流動化並びに投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資信託に係る不動産取引並びに同法に規定する投資法人が行う不動産取引
- (2) 不動産特定共同事業法に規定する不動産特定共同事業契約に係る不動産取引
- (3) 金融商品取引法第2条第1項第5号、第9号（専ら不動産取引を行うことを目的として設置された株式会社（会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第2条第1項の規定により株式会社として存続する有限会社を含む。）に係るものに限る。）、第14号及び第16号に規定する有価証券並びに同条第2項第1号、第3号及び第5号の規定により有価証券とみなされる権利の債務の履行等を主たる目的として収益又は利益を生ずる不動産取引

証券化対象不動産の鑑定評価は、この章の定めるところに従って行わなければならない。この場合において、鑑定評価報告書にその旨を記載しなければならない。

(留意事項)

#### IX 「各論第3章 証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価」 について

##### 1. 証券化対象不動産の基本姿勢について

- (1) 本章を適用する場合として、第1節Iに定める不動産取引の結果、特別目的会社・投資法人・ファンド等が保有することとなった不動産に関する鑑定評価を含む。
- (2) 証券化対象不動産として鑑定評価を行った旨については、鑑定評価報告書の冒頭に本文の記載とは別にわかりやすく記載しなければならない。

#### 1 対象とする鑑定評価の範囲

不動産の証券化に関連する取引や手続き<sup>6</sup>において不動産鑑定評価が必要とされる理由は、

<sup>6</sup> 証券化鑑定基準においては、投資家保護等の観点から、「不動産証券化」について、不動産の所有者がキャッシュフローを生み出す不動産をバランスシートから切り離し、流動性の高い投資商品を発行する場合だけでなく、不動産を取得しようとする者がSPC等に出資等

価格形成が一般の財と相違する不動産について、投資家保護等の観点から客観的な評価を行い得る専門的知識と豊富な経験を有する中立的な不動産鑑定士による鑑定評価が必要であるとの考え方に基づいている。資産の流動化に関する法律（平成10年法律第105号。以下「流動化法」という。）及び投資信託及び投資法人に関する法律（昭和26年法律第198号。以下「投信法」という。）においては、その証券化の手続きにおいて対象不動産の鑑定評価が義務付けられている。

鑑定評価基準各論第3章「証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価」（以下、不動産鑑定評価基準運用上の留意事項IX「各論第3章 証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価」について）をあわせて「証券化鑑定基準」という。）の対象となる鑑定評価の範囲は、証券化対象不動産、すなわち証券化に関連する不動産取引の目的となる不動産等についての鑑定評価である。

証券化鑑定基準に規定する証券化対象不動産とは、次のいずれかに該当する不動産取引<sup>7</sup>の目的である不動産、不動産取引の目的となる見込みのある不動産<sup>8</sup>又は不動産取引の結果、特別目的会社<sup>9</sup>や投資法人等（以下「SPC等」という。）が保有することになった不動産（信託受益権に係るものを含む。）をいう。

- ア 流動化法第2条第2項に規定する資産流動化に係る不動産取引
- イ 投信法第2条第3項に規定する投資信託に係る不動産取引及び同条第19項に規定する投資法人が行う不動産取引
- ウ 不動産特定共同事業法（平成6年法律第77条）第2条第3項に規定する不動産特定共同事業契約に係る不動産取引
- エ 金融商品取引法<sup>10</sup>第2条第1項第5号、第9号（専ら不動産取引を行うことを目的として設置された株式会社（会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第2条第1項の規定により株式会社として存続する有限会社を含む。）に係るものに限る。）、第

---

を行ったり、不動産の所有権を小口化して販売したりするケースなども含めたものとして広く捉えている。したがって、会計上のオフバランスを要件とはせず、例えば、オンバランスで処理される不動産特定共同事業法のスキームも対象とされている。

<sup>7</sup> 不動産取引には、売買だけでなく、出資や貸付、債権等の購入等の資金調達に関わる行為も含む。なお、貸付の担保となる不動産として鑑定評価を行う場合には、当協会の策定した「担保不動産の鑑定評価」（2006.1日本不動産鑑定協会）にも留意する必要がある。

<sup>8</sup> アからエに掲げる取引を行うことが予定されている、又は依頼者が当該取引を行うことを意図している場合における当該取引の目的となっている不動産を指す。現に証券化されている不動産だけでなく、これから証券化される不動産をも適用対象とする趣旨である。

<sup>9</sup> 特別目的会社とは、資産流動化法第2条第3項に規定する特定目的会社及び事業の内容の変更が制限されているこれと同様の事業を営む事業体をいう。

<sup>10</sup> 証券取引法（昭和23年法律第25号）の改正法として、平成18年6月14日公布、平成19年夏頃施行予定。

14号及び第16号に規定する有価証券<sup>11</sup>並びに同条第2項第1号、第3号及び第5号の規定により有価証券とみなされる権利<sup>12</sup>の債務の履行等を主たる目的として収益又は利益を生ずる不動産取引

上記ア及びイの流動化法及び投信法に係る不動産取引に関連する鑑定評価については、法律により鑑定評価に基づく価格開示が要請されており、従来から、投資採算価値を表す特定価格を求めなければならない不動産証券化に関連する鑑定評価として位置づけられている(ただし、特定価格を求めなければならないのは特定目的会社等が不動産を取得又は保有する場面に限られ、売却に当たっては正常価格を求めるものとされている)。一方、上記ウ及びエについては、証券化鑑定基準において新たに不動産証券化に関連する不動産取引と位置づけられたものであり、特にエについては、金融商品取引法においてみなし有価証券とされている集団投資スキームに係る持分全般(合同会社の社員権等を含む)が対象とされている<sup>13</sup>。

このように一般的に不動産証券化といわれている不動産取引に係る鑑定評価は、基本的には証券化鑑定基準の対象となっており、過去に証券化されたSPC等が保有する不動産を含むものである<sup>14</sup>。様々な証券化スキームを広く対象としている趣旨は、複数の投資者が不動産(不動産に係る信託受益権を含む)を対象として投資する仕組みを用いた不動産取引に係る鑑定評価全般に証券化鑑定基準を適用し、適正かつ的確な鑑定評価を行うことによって、鑑定評価に対する市場の信頼に応えるためである。

なお、証券化鑑定基準は、その表題のとおり、証券化対象不動産に係る賃料を求める鑑定評価は対象とはしていない。

## 2 鑑定評価報告書への記載

証券化対象不動産について、証券化鑑定基準を適用して鑑定評価を行った場合には、後記第3章I1記載の依頼目的とともに、鑑定評価基準各論第3章規定の証券化対象不動産の鑑

---

<sup>11</sup> 第5号：社債券。第9号：株券又は新株予約証券。第14号：信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券。第16号：抵当証券法(昭和6年法律第15号)に規定する抵当証券  
<sup>12</sup> 第1号：信託の受益権。第3号：合名会社若しくは合資会社の社員権又は合同会社の社員権。第5号：民法第667条第1項に規定する組合契約や商法第535条に規定する匿名組合契約等に基づく権利等のうち、出資者が出資対象事業から生ずる配当等を受けることができる権利(いわゆる集団投資スキーム持分)。

<sup>13</sup> その配当が対象不動産のキャッシュフローではなく、売却可能額が重視されるような抵当証券も対象となるが、これは、投資家保護のために、他の証券化の目的となる不動産と同様に詳細な調査に基づいた説明力の高い鑑定評価を求める必要があると考えられるためである。

<sup>14</sup> いわゆるバルク取引等において、証券化の対象となる主要な資産とあわせて取得する、証券化の対象とする予定のない不動産の鑑定評価は、証券化対象不動産の鑑定評価に該当しないので、証券化鑑定基準の対象とはならない。

定評価に該当し、証券化鑑定基準を適用したものであることを記載する必要がある。これは、その鑑定評価報告書又は鑑定評価書が、証券化対象不動産について証券化鑑定基準を適用したものであることを明確にするためのものである。特に鑑定評価書については、依頼者等に一見してその旨が分かるように、表紙又は本文（鑑定評価額等の記載を含む）よりも先に、その旨を明確に記載する必要がある。

また、証券化対象不動産に該当せず、証券化鑑定基準を適用しなかった場合には、依頼者に対象不動産が証券化対象不動産となる鑑定評価としては用いることができない旨を説明して、注意を促す必要がある。

（記載例）

表紙に「不動産鑑定評価基準各論第3章適用」と記載。

## II 証券化鑑定基準の対象とならない鑑定評価の取り扱い

（基準）

### I 証券化対象不動産の範囲（後段）

証券化対象不動産以外の不動産の鑑定評価を行う場合にあっても、大規模な賃貸用不動産の鑑定評価を行う場合その他の投資家及び購入者等の保護の観点から必要と認められる場合には、この章の定めに準じて、鑑定評価を行うよう努めなければならない。

（留意事項）

#### 1. 証券化対象不動産の基本姿勢について

（3）証券化対象不動産以外の不動産であっても、本章に準じて鑑定評価を行うよう努めなければならない場合があるとしているが、本章の適用まで求めているわけではない。

前記 I に該当せず、証券化鑑定基準の対象とはならない鑑定評価であっても、例えば、大規模な賃貸用不動産の鑑定評価、証券化対象不動産の賃料に関する鑑定評価等、投資家、購入者等の保護の観点から証券化鑑定基準を準用することによって当該鑑定評価の説明力及び精度を向上させる必要が認められる場合には、可能な限り証券化鑑定基準に示された内容を参考として鑑定評価を行うよう努めなければならない。これは、エンジニアリング・レポートの取得やその内容等の確認事項の記載や統一項目によるDCF法の適用等について可能な範囲で鑑定評価作業に採り入れることを要請しているものであり、証券化鑑定評価基準に規定する内容全てを行うことを求めているものではない。

## 第2章 証券化対象不動産の鑑定評価の基本的姿勢

### I 不動産鑑定士の責務

(基準)

#### II 不動産鑑定士の責務

(1) 不動産鑑定士は、証券化対象不動産の鑑定評価の依頼者（以下単に「依頼者」という。）のみならず広範な投資家等に重大な影響を及ぼすことを考慮するとともに、不動産鑑定評価制度に対する社会的信頼性の確保等について重要な責任を有していることを認識し、価格形成要因の分析、手法の適用など証券化対象不動産の鑑定評価を行う際の手順について常に最大限の配慮を行いつつ、鑑定評価を行わなければならない。

不動産鑑定士は、証券化対象不動産の鑑定評価に当たっては、求められた鑑定評価額及びその評価内容が証券化対象不動産の鑑定評価の依頼者<sup>15</sup>（以下単に「依頼者」という。）のみならず広範な投資家等に重大な影響を及ぼすことを考慮するとともに、不動産鑑定評価制度に対する社会的信頼性の確保等について重要な責任を有していることを認識する必要がある。

不動産の証券化における情報開示によって、投資家は自らの投資行動についてのリスクを負担する。情報開示は、投資家保護の反面において投資家へのリスクの移転を意味するものである。しかし、投資家に対する情報の開示が、不動産鑑定士の専門家としての相当な善管注意義務を果たさなかった結果に起因する不当な鑑定評価により適正さを欠く場合は、そのリスクは、最終的に不動産鑑定士に移転することとなるので、証券化対象不動産の鑑定評価に当たって、まず、このことを十分に認識する必要がある。

さらに、鑑定評価書自体が投資家や金融機関等に対して開示される可能性もあることに、十分留意する必要がある。

#### 1 鑑定評価に当たっての基本的姿勢

証券化対象不動産に係る鑑定評価に当たっての基本的姿勢としては、

- ア 対象不動産が有している収益力を価格に的確に反映させることを基本とし、
- イ 詳細な調査に基づく確実なデータを前提とした合理的なものとする必要があることが必要不可欠であるとともに、
- ウ 調査によって判明しない部分についてはリスクとして評価し、

対象不動産が有する個別の収益力を的確に反映した適正な投資採算価値又は市場価値を表わす価格を求めて鑑定評価するものである。

<sup>15</sup> 不動産証券化対象不動産の鑑定評価の依頼者は、鑑定評価依頼と並行して設立される法人である場合も多いので、不動産鑑定士や不動産鑑定業者の実際の交渉相手となるのは、証券化対象不動産の運用予定者や現所有者等である場合が多い。本実務指針においては、これらの関係者を含めて「依頼者」という。

なお、証券化対象不動産に係る鑑定評価は、投資家又は運用者等が自己責任に基づき投資判断を行うための資料を提供する目的を有するものであって、証券市場においてその価格が形成される証券価格の評価にまで立ち入るものではない。

## 2 不動産鑑定士の社会的責任と法的責任

### ① 社会的責任

不動産鑑定士は、不動産の鑑定評価に関する法律（昭和38年法律第152号）に基づき、その業務に従事するに当たり、良心に従い、誠実に不動産の鑑定評価を行うとともに、その信用を傷つけるような行為をしてはならない（同法第37条）。

証券化対象不動産の鑑定評価の意義は、前記のように鑑定評価額を開示することにより、投資法人等や資産運用者の適正な業務運営を確保し、発行される各種の証券の購入者、すなわち、投資家の保護に資することにある。ここにおける投資家は、不特定多数より成り、かつ、必ずしも不動産市場に精通した者ばかりではなく、また、証券化対象不動産への投資期間も数年以上の比較的長期に及ぶものも少なくない。

このため、証券化対象不動産に係る鑑定評価が適正を欠く場合は、投資法人等の運営の健全性を害し、これにより不特定多数の投資家に多大の損害を与えるおそれがあることに留意する必要がある。

### ② 法的責任

不動産鑑定士の責任は、当該証券化対象不動産に関する鑑定評価に限定される。このため、例えば証券そのものの発行に係る事項や投資法人等の運営に係る事項等については責任を負うことはない。

不動産の鑑定評価においては、依頼者と不動産鑑定業者又は不動産鑑定士との法律関係は有償委任（民法第643条～第656条）と解される。この場合、不動産鑑定業者又は不動産鑑定士には善管注意義務があり、これに違反したことにより依頼者に損害を与えた場合は依頼者に対し債務不履行による責任を負わなければならない（民法第412条～第422条）。依頼者以外の第三者に損害を与えた場合は、不動産鑑定業者又は不動産鑑定士が不法行為責任を負う可能性がある（民法第709条～第724条）。不動産鑑定業者が損害賠償責任を負った場合、不動産鑑定業者に所属する不動産鑑定士に責任があるときは、不動産鑑定士は不動産鑑定業者より求償権行使の対象とされ得る（民法第715条第3項）。

また、不動産鑑定士にも、善管注意義務、助言・説明義務などの忠実義務等において、一般人に比べて高度な専門家責任を問われる可能性があることを認識しておくべきである。

不動産鑑定士独自の調査が不可能である事項、あるいは不明事項がある場合は、エンジ

ニアリング・レポート等他の専門家による調査結果を利用することになるが、当該調査結果を妥当なものとして活用したことについては、不動産鑑定士としての善管注意義務の範囲で、鑑定評価を行った不動産鑑定士の責任を問われることに十分留意することが必要である。

## II 説明責任

(基準)

(2) 不動産鑑定士は、証券化対象不動産の鑑定評価を行う場合にあっては、証券化対象不動産の証券化等が円滑に行なわれるよう配慮しつつ、鑑定評価に係る資料及び手順等を依頼者に説明し、理解を深め、かつ、協力を得るものとする。また、証券化対象不動産の鑑定評価書については、依頼者及び証券化対象不動産に係る利害関係者その他の者がその内容を容易に把握・比較することができるようにするため、鑑定評価書の記載方法等を工夫し、及び鑑定評価に採用した資料等を明示することができるようにするなど説明責任が十分に果たされるものとしなければならない。

不動産鑑定士は、証券化対象不動産の鑑定評価を行うに当たっては、必要な資料収集や手続きを行わず、安易な判断に基づいて鑑定評価を行うことは許されないので、依頼者に対し、鑑定評価に係る資料及び手順等の重要性を説明して、依頼者の理解を深め、かつ、協力を得る必要がある。

証券化対象不動産の鑑定評価書は、前記のように、依頼者のみならず証券化対象不動産への投資、融資に係る多くの利害関係者の参考資料として用いられるので、依頼者のみならず証券化対象不動産に係る利害関係者その他の者が鑑定評価の調査内容や判断根拠を容易に把握することができるようにする必要がある。さらに、投資判断のため、他の証券化対象不動産の鑑定評価との比較を容易に行えるようにする必要がある。このために、調査内容や鑑定評価で用いた数値等の判断根拠をより具体的に明示するとともに、収益費用項目の統一を図るなど、鑑定評価書の記載方法等を工夫し、鑑定評価に採用した資料等を明示するなど説明責任が十分に果たされるものとする必要がある。

なお、鑑定評価書の説明責任は、一義的には、契約当事者である依頼者に対して存在するが、依頼者を通じ、その証券化対象不動産に係る利害関係者その他の者に対して説明を求められた場合は、必要に応じ説明を行うことが望ましい。依頼者が不動産鑑定士からの説明が必要であると判断した場合には、守秘義務の範囲内で評価内容についての説明を行うことができる。

さらに、同一の依頼者から同時に複数物件の鑑定評価を依頼された場合には、各対象不動産の価格形成要因に対する判断（増減価要因の格差や利回り等）や評価手法の適用方法など

について、複数の鑑定評価報告書相互間の統一性や整合性の確保を行うことなどの一層の説明責任が求められる。

### Ⅲ 複数の不動産鑑定士による評価作業

(基準)

(3) 証券化対象不動産の鑑定評価を複数の不動産鑑定士が共同して行う場合にあつては、それぞれの不動産鑑定士の役割を明確にした上で、常にそれぞれの情報を共有するなど密接かつ十分な連携の下、全ての不動産鑑定士が鑑定評価全体に責任を負って鑑定評価の業務を遂行しなければならない。

複数の不動産鑑定士が分担して一つの証券化対象不動産の鑑定評価を行う場合には、受付等の依頼者との交渉、エンジニアリング・レポート等の資料の確認、实地調査等のそれぞれの担当する作業から得られた情報を常に共有し、十分な連携を保って、適切な鑑定評価を行う必要がある。このような場合には、鑑定評価書に署名をする全ての不動産鑑定士がその鑑定評価全体について責任を負うこととなることに留意する必要がある。

## 第3章 処理計画の策定

### I 処理計画の策定に当たっての確認事項

(基準)

#### 第2節 処理計画の策定

##### I 処理計画の策定に当たっての確認事項

不動産鑑定士は、処理計画の策定に当たっては、あらかじめ、依頼者に対し、証券化対象不動産の鑑定評価に関する次の事項を確認し、鑑定評価の手順を定めるとともに、鑑定評価の作業の円滑かつ確実な実施を行うことができるよう適切かつ合理的な処理計画を策定するものとする。この場合において、確認された事項のうち鑑定評価の基本的事項については、処理計画に反映するとともに、当該事項に変更があった場合にあっては、処理計画を変更するものとする。

- (1) 鑑定評価の依頼目的及び依頼が必要となった背景
- (2) 対象不動産が第1節I(1)、(2)又は(3)のいずれに係るものであるかの別
- (3) エンジニアリング・レポート(建築物、設備等及び環境に関する専門的知識を有する者が行った証券化対象不動産の状況に関する調査報告書をいう。以下同じ。)の主な項目及び入手時期
- (4) DCF法等を適用するために必要となる資料の主な項目及びその入手時期
- (5) エンジニアリング・レポートの作成者からの説明の有無
- (6) 対象不動産の内覧の実施を含めた実地調査の範囲
- (7) その他処理計画の策定のために必要な事項

(留意事項)

##### 2 処理計画の策定について

- (1) 処理計画の策定に当たっての確認については、依頼者と不動産鑑定業者の間で行われることも多いが、直接・間接を問わず、必ず、当該不動産の鑑定評価を担当する不動産鑑定士が、鑑定評価のプロセスの一環として行わなければならない。
- (2) 不動産鑑定士は、処理計画策定の前提となっている確認事項に係る資料の提供、実地調査の実施等に関する進捗状況の把握について細心の注意を払わなければならない。

証券化対象不動産に係る不動産の鑑定評価は、その影響が広汎に及ぶため、当該依頼の受付に際し、依頼者及び対象不動産について、特に次の諸点に留意する必要がある。鑑定評価作業において、鑑定評価の受付や依頼者との交渉及び複数不動産の鑑定評価の処理計画の策定は不動産鑑定業者が行う場合も多いが、依頼者への依頼内容及び評価内容の確認、資料の要請並びに適切な処理計画の策定は評価を担当する不動産鑑定士の責務であるので、証券化対象不動産の鑑定評価を行う不動産鑑定士は、以下に掲げる点に留意する必要がある。

## 1 依頼目的について

鑑定評価の依頼目的は、鑑定評価がどのように利用されるか、どの程度の広範な範囲まで利用されるのかを示し、証券化鑑定基準適用の有無を検討するためにも必要となるものである。

したがって、鑑定評価の依頼目的について「資産評価」や「売買の参考」といった抽象的な内容だけではなく、依頼者に対して、依頼が必要となった背景、証券化スキーム（予定を含む。）、取引等の内容（取得、売却、担保提供、価格開示等）、依頼者の立場、利害関係等について詳細に確認したうえで、当該各確認の内容、証券化鑑定基準の適用の有無（証券化鑑定基準第1節Iのどの項目に該当するか。）とその理由について鑑定評価報告書に記載しなければならない。特に証券化対象不動産の鑑定評価において、投資家保護の観点からみて特段支障がないと判断されることから、証券化鑑定基準において原則として行うこととなっている手続き等を省略する場合には、証券化鑑定基準のうち省略した部分及びその根拠を鑑定評価報告書に具体的に記載しなければならない。

依頼者より、証券化対象不動産に係る鑑定評価ではない旨の説明があった場合で、依頼時点において明らかに証券化対象不動産に該当する事実がある場合以外は、証券化鑑定基準を適用する必要はない。なお、このような場合を含め、不動産鑑定評価書には証券化対象不動産に係る鑑定評価である場合はその旨が記載されるため、証券化鑑定基準を適用していない鑑定評価書にはこの記載がなく、不動産証券化のための適切な鑑定評価書としては用いることができない旨も依頼者に説明する。

## 2 鑑定評価の必要資料等について

証券化対象不動産の鑑定評価の受付に当たっては、適切な処理計画の策定のため、次の事項について依頼者に確認する必要がある。

また、不動産鑑定士は、これらの資料の内容や入手時期及び実地調査等の範囲や日時等について、予定通りに進められているか等に細心の注意を払う必要がある。

なお、証券化鑑定基準におけるエンジニアリング・レポートとは、証券化対象不動産の鑑定評価に当たって対象不動産の個別的要因等の確認等に必要となる、建築物・設備等及び環境に関する専門的知識を有する者が行った証券化対象不動産の状況（地下埋設物、耐震性等に関する内容を含む、専門性の高い個別的要因）に関する調査報告書をいい、具体的には、証券化鑑定基準別表1（エンジニアリング・レポートシート）に記載されたものが含まれる。ただし、例えば土壌汚染リスク評価のフェーズⅡのように、鑑定評価に当たっては、証券化鑑定基準別表1に記載されたもの以外にも更なる専門家の調査が必要な場合があり、これらも全てエンジニアリング・レポートと定義される。

一方、米国ASTM<sup>16</sup>の提唱しているPCA<sup>17</sup>ガイドラインの改訂を受けて、BELCA<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup> ASTM : American Society of Testing and Materials (米国材料試験協会)

<sup>17</sup> PCA : Property Condition Assessment

が改訂した新ガイドライン<sup>19</sup>では、「不動産の証券化に必要とされるフルスコープのエンジニアリング・レポート」の構成として、「(1) 建物状況調査報告書 (2) 地震リスク分析報告書 (3) フェーズ I 建物環境調査報告書 (4) フェーズ I 土壌環境調査報告書」と記載しており、鑑定評価におけるエンジニアリング・レポートの範囲よりも限定的であることに注意が必要である。

一般に、開発型<sup>20</sup>以外の不動産証券化において、第一段階で必須とされるのはBELCAの定義によるエンジニアリング・レポートであるが、不動産の個別性に依拠して、これ以外のエンジニアリング・レポートが存在する場合（例えば耐震診断の調査報告書が取得済みであった場合）、または必要となる場合（例えばフェーズ I 建物環境調査報告書で吹き付けアスベスト使用の可能性が疑われ、フェーズ II 調査が必要となった場合）がある。鑑定評価にあたっては、重要な価格形成要因の分析にはどのようなエンジニアリング・レポートが必要か、不動産鑑定士が自ら判断する必要がある。

なお、証券化鑑定基準別表 1（エンジニアリング・レポートシート<sup>21</sup>）においては、以上のエンジニアリング・レポートの性格の違いを勘案して、BELCAの定義するエンジニアリング・レポートを上表に記載し、それ以外の追加的なエンジニアリング・レポートを下表に記載する構成としている。

ア エンジニアリング・レポートの主な項目及び入手時期：鑑定評価の受付時には、建物を中心とする対象不動産の個別的要因を明確にするためのエンジニアリング・レポート等、確認資料を必ず依頼者に要求する必要がある。この際、すでに依頼者が保有又は実施を依頼しているエンジニアリング・レポートの内容・範囲を確認し、鑑定評価を行うのに不足すると判断される場合には、追加調査の可否を確認する。対象不動産の内覧等実地調査時には、建物竣工図等と建物の個別的要因を照合の上、不動産鑑定士が独自に確認する必要がある、その際にエンジニアリング・レポートを入手しておくことが望ましい。エンジニアリング・レポートは、少なくとも鑑定評価を行う日以前に必ず入手しなければならない。

---

<sup>18</sup> 社団法人建築・設備維持保全推進協会 (Building and Equipment Life Cycle Association、BELCA)。

<sup>19</sup> 不動産投資・取引におけるエンジニアリング・レポート作成に係るガイドライン（改訂版）平成 19 年 4 月改訂予定。

<sup>20</sup> 開発型で現況が更地の場合は、建物状況調査報告書、地震リスク分析報告書、フェーズ I 建物環境調査報告書は必要ではない。開発型でも建物取り壊しを予定する場合は、取り壊し費用の見積もりの際に、アスベスト建材の有無の調査が必要となることがある。更に、既存建物がある程度の期間に渡り運用した後、取り壊しする場合には、建物状況調査報告書、地震リスク分析報告書、フェーズ I 建物環境調査報告書も必要となる。

<sup>21</sup> エンジニアリング・レポートシートとは、依頼者から提示されたエンジニアリング・レポートの内容及び鑑定評価への反映内容を不動産鑑定士の責任において記載した一覧表である。（証券化鑑定基準別表 1 「エンジニアリング・レポートシート」参照。）

イ DCF法等の適用に必要な資料等の範囲及び入手時期：エンジニアリング・レポートのほか、収益費用項目の査定に必要な賃貸借契約状況の一覧や賃貸借契約書等、運営費用の実績や管理等に関する契約書等について、依頼者より提示される資料等の範囲及び入手時期を事前に確認する必要がある。

ウ エンジニアリング・レポートの作成者からの説明の有無：対象不動産の確認を行った結果が依頼者から示された内容と相違する場合で、特にエンジニアリング・レポートの内容と相違がある場合や不明瞭な記載がある場合等は、再度依頼者に確認の上、エンジニアリング・レポートの作成者<sup>22</sup>等からの説明を聞く機会があるかどうかを事前に確認することが望ましい。

エ 対象不動産の内覧の実施を含めた実地調査の範囲：実地調査においては、建物竣工図等を用いて、建物内部と照合を行う必要があることから、建物の内覧を行うことが必須である。ただし、建物の入居者等占有状況等によっては、建物内部への立入調査ができない場合があるので、対象不動産の内覧が可能なその範囲を依頼者に確認し、鑑定評価報告書でその内覧した範囲を明確にする必要がある。

オ スケジュールと受注量の整合性：証券化対象不動産の評価においては、一定の期間に複数不動産の鑑定評価が同時に依頼され、場合によっては大量の依頼が行われる場合がある。かかる場合においても対象不動産ごとに作業の性質、量に応じた処理計画の立案を行い、鑑定評価を的確に実施できるようスケジュールを調整する必要がある。

---

<sup>22</sup> エンジニアリング・レポートの作成のための調査が委託された場合には、その受託者もエンジニアリング・レポートを作成した者に含まれる。

## II 確認事項の記録

(基準)

### II 確認事項の記録

第2節I(1)から(7)までの事項の確認を行った場合には、それぞれ次の事項に関する記録を作成し、及び策定した処理計画とともに鑑定評価報告書の附属資料として添付しなければならない。

- (1) 確認を行った年月日
- (2) 確認を行った不動産鑑定士の氏名
- (3) 確認の相手方の氏名及び職業
- (4) 確認の内容及び当該内容の処理計画への反映状況
- (5) 確認の内容の変更により鑑定評価の変更をする場合にあっては、その内容

(留意事項)

### 2. 処理計画の策定について

- (3) 処理計画の策定に当たっての確認について、依頼者から確認できた内容を踏まえ、適切な処理計画を策定するため依頼者と交渉を行った場合、その経緯も含めて記録しなければならない。

処理計画の策定に関して依頼者に確認した、以下のアの事項に係るイの事項については、鑑定評価を行うに際して、記録を作成し、策定した処理計画を記載した書面とともに附属資料として鑑定評価報告書に添付することとされている。これらは、依頼者から提供された資料に不備があった場合の証拠となるものであり、不動産鑑定士及び不動産鑑定業者の責任に関わる重要な資料となるものであるので、不動産鑑定士からの提示を受けて、不動産鑑定業者が鑑定評価書の写しその他の書類の一つとして保存すべきものとなる。鑑定評価書には、最終的に活用した資料等について記載すれば足りると考えられるので、これらの記録は鑑定評価書への添付までを求めているものではない。

### ア 処理計画の策定に関し、依頼者に確認すべき事項

- ア) 鑑定評価の依頼目的及び依頼が必要となった背景
- イ) 対象不動産が前記第1章I1「対象とする鑑定評価の範囲」に定めるアからエのいずれに係るものであるかの別
- ウ) エンジニアリング・レポートの主な項目及び入手時期
- エ) DCF法等の適用に必要な資料等の範囲及び入手時期
- オ) エンジニアリング・レポートの作成者からの説明の有無
- カ) 対象不動産の内覧の実施を含めた実地調査の範囲
- キ) その他処理計画の策定のために必要な事項

#### イ 上記事項に関し記録、保管すべき事項

- ア) 確認を行った年月日
- イ) 確認を行った不動産鑑定士の氏名：証券化対象不動産の鑑定評価においては評価担当の不動産鑑定士と異なる場合も多いので、不動産鑑定業者内での役割分担、責任の所在を明確にすること。
- ウ) 確認の相手方の氏名及び職業：氏名、会社名、役職、依頼者との関係等
- エ) 確認の内容及び当該内容の処理計画への反映状況（依頼者から確認できた内容を踏まえ、適切な処理計画を策定するため依頼者と交渉を行った場合、その経緯を含む）：前記アの内容について、依頼者から確認した内容とともに、その内容によりどのような手順で評価作業を行ったか、について記録する。依頼者より当初示された内容が十分なものでなく、交渉を行った場合には、その経緯も記録する。
- オ) 確認の内容の変更により鑑定評価の変更をする場合にあっては、その内容：依頼者の事情の変化又は依頼者との交渉等により上記アの内容に変更があった場合に、評価作業を変更する必要がある場合（対象不動産の範囲や追加資料の提供、証券化スキームの変更等による、求める価格の種類、適用手法、適用数値の変更等）には、その内容を記録する。

### Ⅲ 途中経過の記録

(留意事項)

#### 2. 処理計画の策定について

(4) エンジニアリング・レポートその他DCF法等を適用するために必要となる資料の入手、対象不動産の実地調査等については、複数回にわたることも多いため、最終的なものだけでなく、途中経過についての確認及び記録も必要である。

鑑定評価作業においては、作業開始当初に全ての資料が整っていない場合も多く、また竣工時の鑑定評価を行うため建築中から鑑定評価作業を行う場合には実地調査を建築中と竣工後に行う等、実地調査を複数回行うこともある。エンジニアリング・レポートについても、当初はドラフトを入手して作業を進め、鑑定評価額を決定する前に最終版を確認することもある。このような場合には、鑑定評価報告書には最終的な資料等に基づく判断を記載することとなるが、証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価においては、その途中経過についても記録し、保管する必要がある。

## IV 利害関係等

(基準)

### Ⅲ 鑑定評価の依頼目的及び依頼者の証券化関係者との関係

証券化対象不動産については、関係者が多岐にわたり利害関係が複雑であることも多く、証券化対象不動産の鑑定評価の依頼目的及び依頼が必要となった背景並びに依頼者と証券化対象不動産の利害関係に関する次の事項を鑑定評価報告書に記載しなければならない。

- (1) 依頼者が証券化対象不動産に係る利害関係者（オリジネーター、アレンジャー、アセットマネージャー、レンダー、エクイティ投資家、社債権者又は特別目的会社・投資法人・ファンド等をいい、以下「証券化関係者」という。）のいずれであるかの別
- (2) 依頼者と証券化関係者との資本関係又は取引関係の有無及びこれらの関係を有する場合にあっては、その内容
- (3) その他依頼者と証券化関係者の特別な利害関係を有する場合にあっては、その内容

(留意事項)

#### 2. 処理計画の策定について

- (5) 各論第3章Ⅲでは、依頼者の証券化関係者との関係について記載しているが、不動産鑑定士の対象不動産に関する利害関係又は対象不動産に関し利害関係を有する者との縁故若しくは特別な利害関係の有無及び内容については、第9章第2節の記載を踏まえる必要がある。

#### 1 依頼者

証券化対象不動産の鑑定評価は、SPC等が不特定多数の投資家から資金を集め、特定資産等に運用する、証券による不動産投資の仕組みの一環をなすので、まず証券化関係者の信用と企画力が重要な役割を果たすことに留意しなければならない。

依頼者の証券化関係者の中での位置付け、すなわち証券化対象不動産の証券化手続きにどのように関わっているのか、を確認し、鑑定評価報告書に記載する必要がある。

さらに、依頼者（依頼名義人）が他の証券化関係者とどのような資本関係、取引関係にあるか、や特別な利害関係を有しているか、についても確認できた範囲で記載することが望ましい。

なお、明らかに投資不適格な不動産や担保としての適格性を欠く不動産の鑑定評価の依頼や、実現性や合法性を欠く「想定上の条件」を付すことや何らかの推定価格を前提とした評価額を強要するような依頼を行う依頼者は、不動産証券化の関係者として、その適切な不動産の証券化を適切に行うことができるのか信頼性を疑うに足る理由があると考えられるので、受注に際しては注意が必要であるばかりでなく、ここに例示したような依頼者の依頼は謝絶すべきである。

## 2 証券化関係者

証券化鑑定基準にいう証券化関係者とは、SPC等のほか、SPC等が保有する不動産のオフバランスを目的として証券化の仕組みを利用する者であるオリジネーター、オリジネーター等のために証券化の仕組みづくりや資金調達等のための関係者間の調整等を実施するアレンジャー、投資家からの委託を受けて資産運用を行うアセットマネージャー、SPC等に対して融資を行うレンダー、SPC等に出資を行うエクイティ投資家、SPC等の社債を売買又は保有する社債権者、不動産に係る管理処分信託を受託する信託銀行等の信託受託者、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令（平成5年大蔵省令第22号）第1条第8号に掲げるファンド<sup>23</sup>などを含む。

## 3 不動産鑑定士の利害関係

依頼者のその証券化関係者との関係だけでなく、証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価においても、その不動産の鑑定評価に関与した不動産鑑定士の対象不動産に関する利害関係又は対象不動産に関し利害関係を有する者との縁故若しくは特別の利害関係<sup>24</sup>の有無及びその内容<sup>25</sup>について記載する必要がある。

---

<sup>23</sup> ファンドとは、投資信託証券の発行者が当該投資信託証券の所有者のために主として有価証券、不動産その他の特定資産（投信法第2条第1項に規定する特定資産をいう。）に対する投資として運用する財産をいう。

<sup>24</sup> 公認会計士が鑑定評価書を利用する際の利害関係の確認は、次の内容に準拠して行っている。「監査人は、会社に対する質問等により専門家の業務の客観性を損なうような状況の有無を検討しなければならない。このような状況には、専門家が会社に雇用されている場合や会社の依頼により業務に従事している場合のほか、株式の所有、契約上の権利等によって会社が直接又は間接的に専門家の業務の客観性に影響を与えるような利害関係が含まれる。」（監査基準委員会報告書第14号「専門家の業務の利用」抜粋）

<sup>25</sup> 不動産鑑定評価基準総論第9章第2節VIII

## 第4章 証券化対象不動産の個別的要因の調査

### I 対象不動産の個別的要因の調査

(基準)

#### 第2節 証券化対象不動産の個別的要因の調査等

##### I 対象不動産の個別的要因の調査等

証券化対象不動産の個別的要因の調査等に当たっては、証券化対象不動産の物的・法的確認を確実かつ詳細に行うため、依頼された証券化対象不動産の鑑定評価のための実地調査について、依頼者（依頼者が指定した者を含む。）の立会いの下、対象不動産の内覧の実施を含めた実地調査を行うとともに、対象不動産の管理者からの聴聞等により権利関係、公法上の規制、アスベスト等の有害物質、耐震性及び増改築等の履歴等に関し鑑定評価に必要な事項を確認しなければならない。

証券化対象不動産の物的・法的確認を確実かつ詳細に行うためには、依頼者の理解と協力が不可欠である。例えば、重要な価格形成要因の確認に際して所有者等の協力が得られず、十分な確認が行えない場合には、鑑定評価自体を謝絶せざるを得なくなること、また、鑑定評価を行えるときでも、確認できなかったことにより、鑑定評価の精度が低くなることを所有者等に説明し協力を得る必要がある。価格形成要因について確認できない部分があった場合は、不明な事項について合理的な推定を行って鑑定評価を行うこととなるが、一般に、推定した事項についてはリスクが内在するものとして評価せざるを得ないので、そのリスク部分を割引率や還元利回り等に加算して評価することとなる。

#### 1 実地調査

依頼者の理解を得つつ依頼者や依頼者の指示を受けた対象不動産の管理者等の立会いのもと、建築物の内覧の実施も含めた実地調査を行い、価格形成要因に大きな影響を与える要因について実際に確認する必要がある。建築中の建物について、完成後の発行を条件に鑑定評価を行う場合には、完成後に改めて実地調査を行う必要がある。

所有者又は賃借人の希望により賃貸中の部分について実地調査が行えない場合は、当該部分を推定できる、他の建物内の部分（自用又は空室区画など。）の実地調査や、竣工図面や賃貸借契約書等の確認、管理者や賃借人からのヒアリング等により推定するものとする。このような場合には、鑑定評価報告書に当該部分、実地調査できなかった理由及び状況の推定根拠を記載する必要がある。

実地調査の際には、対象不動産の管理者等へのヒアリング等をあわせ、対象不動産の使用者及び使用状況、賃貸借契約書の対象範囲と実際の賃貸部分の相違の有無、敷地境界標と越境の有無、修繕履歴・増改築の有無、土壌汚染や建物のアスベスト使用、PCB 保管の有無等にも注意を払う必要がある。

なお、開発型案件における取り壊し予定の建物についても、取壊費用及び取り壊しまでの

管理費用の査定が可能な範囲（アスベスト使用の有無や PCB 保管の有無は必要。）で建物についての実地調査を行うことが必要である。

## 2 不明事項

依頼者立会いのもとでも確認できない建物内については、実際に確認できなかった箇所又は確認できた箇所を鑑定評価報告書に記載するものとする。

その他依頼者やエンジニアリング・レポートの作成者等に確認した上でも不明な点が残る事項については鑑定評価報告書の不明事項に理由を付して記載するものとする。

特に、価格形成に大きな影響があると判断される価格形成要因について不明事項が存在する場合は、依頼者にその不明事項について説明し、安易な推定による鑑定評価を行わず、当該不明事項を明らかにするための方策とその結果について確認しなければならない。価格形成に大きな影響のある不明事項について必要な資料が整わず価格形成要因の分析ができない場合は、鑑定評価を謝絶すべきである。

## 3 個別的要因

証券化対象不動産においては、「投資後に予期せぬ支出が生じる危険がないかどうか」という観点で調査し、個別的要因の分析を行うことが重要である。

### ① 土地

#### i 土壤汚染

対象不動産に土壤汚染が認められる場合には、原則として、土壤の搬出（除去）・浄化等の措置を行い、健康被害のおそれがない状態に是正しない限り、証券化は困難である。その措置工事には多額の費用を要する場合があります、対象不動産の価格に大きな影響を与えるからである。したがって、鑑定評価を実施するためには、土壤汚染の価格への影響を判断するための内容について、調査する必要がある。

他の多くの価格形成要因と同様、土壤汚染に関してもエンジニアリング・レポートが必須となる。証券化対象不動産の鑑定評価においては、土壤汚染の価格に与える影響についての結論を求められるため、原則として価格形成要因から除外することは許されず、専門家によるフェーズⅠ調査（資料等調査）、及び不動産鑑定士の独自調査の結果を踏まえ、土壤汚染が存する端緒がない等、土壤汚染の価格形成への影響が大きくないと判断できる場合以外は、フェーズⅡ調査（サンプリング調査を伴う土壤・地下水環境調査）を実施することが必要となる。また、フェーズⅡの結果によっては、フェーズⅢ（対策工事の設計と実施）までの調査及び措置工事が必要な場合があります、対策措置を完了した状態での鑑定評価が求められることもある。

証券化対象不動産の鑑定評価においては、基本的に土壤汚染の価格に対する影響を除外することはできない。そのため、前記のように、価格に対する影響を定量的に判断できるま

で、環境の専門家による調査等を実施して、その結果を受けて鑑定評価をする必要がある。

専門家によるフェーズⅠレベルの調査や履歴調査等の独自調査により土壌汚染が存する端緒が認められ、フェーズⅡレベルの調査が必要である場合でも、建物等、特に経済的耐用年数が長期に及ぶ建物が存する場合には、フェーズⅡレベルの調査を十分に行うのは物理的に困難が伴う。このような場合にも、専門調査機関により、可能な限りの範囲・内容でフェーズⅡレベルの調査を行うことにより、科学的な合理性を有する精度の高い推定に基づく対策費用の見積りを得られる場合には、鑑定評価を行える可能性がある。

## ii 埋蔵文化財

対象不動産が文化財保護法に定める「周知の埋蔵文化財包蔵地」に該当する場合には、土木工事等で土地を掘削する場合には届出が必要で、届出に基づき、教育委員会が発掘調査を実施する場合には、発掘調査に要する費用は通常、土地所有者の負担となる。発掘調査の結果、重要な遺跡の出土に至れば、更に遺跡保護のための調査が必要となる。

これら発掘調査に要する費用や土木工事の停止・禁止、設計変更や土地利用上の制限（以下、これら費用のみならず利用制約や時間ロスを含めて「発掘調査に係わる費用」という。）は、投資家にとって、投資後の予期せぬ支出に該当する。したがって、証券化対象不動産の鑑定評価にあたっては、周知の埋蔵文化財包蔵地に該当するかどうか調査を行う必要がある。

不動産鑑定士は、所轄の教育委員会等で対象不動産が「周知の埋蔵文化財包蔵地」に該当するかどうか、努力義務としての調査要請があり得るか、既に発掘調査等の指示が出ているかどうか、過去に発掘調査が実施された場合はその履歴や措置状況、遺跡の調査中であれば土木工事の停止・禁止期間等について、調査する必要がある。また、開発型で新築直後あるいは工事中の場合は、依頼者に、着工前の調査の結果や建築着工時の記録等を提示してもらうことが望ましい。

## iii 地下埋設物

対象不動産の地下に従前建物の基礎杭、地下室等の地下施設、地下タンク、防空壕、廃棄物、人骨等の地下埋設物がある場合、当該埋設物の除去や埋め戻し等の措置が必要になったり、設計変更や土地利用上の制限を受けたりするなど、投資家にとって、予期せぬ支出となる場合がある（以下、これら地下埋設物の措置に係わる費用のみならず利用制約や時間ロスを含めて「地下埋設物に係る措置費用」という。）。したがって、証券化対象不動産の鑑定評価にあたっては、地下埋設物が存在するかどうかについての調査を行う必要がある。なお、地下埋設物に有害物質を含む場合には、土壌汚染の問題として取り扱う必要がある。

不動産鑑定士は、古地図で従前の使用方法を調査するほか、売買時の重要事項説明書の記載概要の入手や依頼者へのヒアリングにより、地下埋設物存在の可能性を出来る限り調査する必要がある。

ただし、地下埋設物の有無を本格的に調査するには、レーダーでの探索や、最終的には掘

削による調査が必要なため、不動産鑑定士の調査能力を超えていることが多い。

## ② 建物

### i 遵法性

証券化対象不動産の調査においては、「対象不動産が投資家の期待どおりの収益を上げることができるかどうか」及び、「投資後に予期せぬ支出が生じる危険がないかどうか」という観点で行うことが重要である。また、証券化に際しては、一般に、投資家から広く資金を集めることから、その事業運営には、より重い説明責任が求められる。

遵法性に欠ける建物は、社会倫理に反するだけでなく、事業運営上、思わぬ支出や収入の減少を余儀なくさせる危険性を孕む。例えば、建築基準法に違反する建物は、同法第9条第1項により、「除却、移転、改築、増築、修繕、模様替え、使用禁止、使用制限その他これらの規定又は条件に対する違反を是正するために必要な措置」を講じられる可能性がある。また、条例・要綱等に記載された努力規定であっても、規定を遵守していないことが知られば、事業運営上、社会的・経済的なダメージを受ける場合もある。

遵法性調査・緊急修繕事項の調査にあたっては、建築の専門家の作成したエンジニアリング・レポートを必ず参照する必要がある。不動産鑑定士には、エンジニアリング・レポートの記載内容を理解し、それを建物の個別的要因として活用するか否か、判断する能力が求められる。ただし、エンジニアリング・レポートを参照する過程で、疑問が生じたり、明確な根拠なく不動産鑑定士の調査結果と異なったりする場合には、依頼者を通じて作成者に内容を確認し、必要に応じ追加調査を依頼することが望ましい。

### ii 耐震性及び地震リスク

証券化対象不動産においては、「投資後に予期せぬ支出が生じる危険がないかどうか」という観点で調査することが重要であるが、地震による損害とは、まさに予期せぬ支出となる。地震が起こる確率が高く、起きた際の損害額が甚大と予想される不動産は、投資適格性に欠ける。また、投資適格性に欠ける程度ではなくとも、地震保険を付保しておくことが合理的な場合もある。したがって、証券化対象不動産の鑑定評価にあたっては、特に地震リスクの調査を行う必要がある。

耐震診断は、特に人命確保の観点から、旧耐震基準<sup>26</sup>にて設計された建築物の耐震改修を促進するための法制度（いわゆる耐震改修促進法<sup>27</sup>）に基づく建物の調査・診断である。これは、BELCAの定義するエンジニアリング・レポートの範囲外であり、耐震改修促進法においてその実施が努力義務<sup>28</sup>とされているものである。

<sup>26</sup> 1981年（昭和56年）6月1日建築基準法施行令改正以前の耐震性基準を、旧耐震基準と称する。

<sup>27</sup> 正式名称は「建築物の耐震改修の促進に関する法律」（平成7年法律第123号）

<sup>28</sup> 耐震改修促進法第6条において、旧耐震基準の特定建築物について、耐震判断の実施が努力義務となっている。

これに対して、「地震リスク<sup>29</sup>」とは、経済的価値が明確な資産に対し、対策の費用対効果に基づいた経済選択の指標として用いられる。地震被害に伴う損失を貨幣価額で表記することから、被害の大きさや建物の脆弱性を、経済的尺度で把握できるという特徴がある。

地震リスクの調査にあたっては、地震リスクの専門家の作成したエンジニアリング・レポートを必ず参照する必要がある。不動産鑑定士には、個別的要因の把握のための資料として活用する範囲で、エンジニアリング・レポートの記載内容を理解し、判断する能力が求められる。ただし、エンジニアリング・レポートを参照する過程で疑問が生じた場合には、依頼者を通じて作成者に内容を確認することが望ましい。

一方、耐震性の調査にあたっては、まず建物の竣工年から、旧耐震基準に基づく建物かどうかを判定することが必要である。旧耐震基準に基づく建物であった場合は、更に、耐震診断の実施の有無や耐震改修促進法に準拠した補強工事を行っているかどうか、を調査し、実施している場合には、依頼者等の協力の下、耐震診断結果の報告書を耐震性調査におけるエンジニアリング・レポートとして活用することが望ましい。

### iii アスベスト

証券化対象不動産市場においては、対象不動産に吹付アスベストの使用が認められる場合には、除去・封じ込め等の措置を行い、健康被害のおそれがない状態に是正しない限り、証券化は困難である。また、その措置工事には多額の費用を要する場合があり、対象不動産の価格に大きな影響を与える。したがって、鑑定評価においては、吹付アスベストの有無について、調査する必要がある。

なお、成形材に使用されているアスベストは、劣化・損傷が著しい場合を除き、飛散の恐れはなく、建物取り壊しの場合以外は、健康被害には直結しないと考えられている。

アスベストの調査にあたっては、エンジニアリング・レポートを必ず参照する必要がある。不動産鑑定士には、個別的要因の把握のための資料として活用する範囲で、エンジニアリング・レポートの記載内容を理解し、判断する能力が求められる。ただし、エンジニアリング・レポートを参照する過程で疑問が生じた場合には、作成者に内容を確認することが望ましい。

不動産鑑定士は、エンジニアリング・レポートによる調査の他、次のような調査を行い、調査結果がエンジニアリング・レポートの結果と異なる場合には、依頼者を通じて作成者に内容を確認するべきである。

ア 建物の構造・用途・防火地域か否か等

イ 施工時期（築年、吹付け等を行った改修時期等）

ウ エンジニアリング・レポートの調査において、現地調査（目視）を行ったのか、サンプリング調査まで行ったのか

---

<sup>29</sup> 証券化不動産においては、50年間で超過確率10%（再現期間475年相当）の損失率のPML値を算定することが慣例的な評価基準となっている。なお、PML値とは、対象不動産の地震による経済的損失を予測する地震リスク分析の確率値である。

- エ 設計図書等による内装、外装等の使用材料の確認
- オ 関係者へのヒアリング
- カ 法令等に基づく石綿に係る公的調査の有無及び内容

現在の不動産市場の状況のもとでは、アスベストのうち価格形成に大きな影響を与えるものとして調査の対象とすべきものは、原則として、「吹付アスベスト」であると考えている。その理由は、成形材等、吹き付けアスベスト以外のアスベストは、吹付アスベストに比べて健康被害を生じさせるケースが格段に少ないとされ重要性に乏しいこと、限られた調査の範囲内では、専門家でも非飛散性建材の内容分析に及ぶ事は困難であり、このための詳細な調査を実施することは有用性に乏しく現実的ではないことが挙げられる。なお、BELCAで定義するエンジニアリング・レポートにおいては、建物の継続使用が前提となるため、吹付アスベストを対象とする調査を主眼としている。

#### iv PCB

PCB廃棄物は法律により、譲渡・譲受けが禁止されている。そのため、証券化においては建物の前所有者が、譲渡前にPCB廃棄物を敷地外に適正に移動・廃棄するケースがほとんどである。また、使用中のPCBが含有されている電気工作物がある場合は、法律に従い所轄の経済産業局に届出し、漏油等の不具合が生じないように日常点検を実施し、保管する必要がある。

PCB使用機器の有無の調査においては、実地調査及び依頼者や建物管理者へのヒアリングに加え、エンジニアリング・レポートを活用すべきである。

### ③ 建物及びその敷地

#### i 契約関係

依頼者から賃貸借契約書や賃貸借契約一覧表（レントロール）等の収益に関する契約、管理契約等の費用に関する契約、権利者間の協定書、覚書、管理規約等の提示を受け、確認する。権利関係は登記事項証明書等でも確認する。

賃貸借契約の内容（用途制限、定期借家契約であるかどうか、賃貸条件の確実性、中途退去時の条件等）、借主の属性や信用力、管理委託先や管理サービスの内容等の調査はDCF法適用の基礎である。また、場合によっては建物の遵法性にも関連することがあるため、特に留意する必要がある。

例えば、ウィークリーマンション、マンスリーマンション、SOHO向けオフィスと通常のマンションの違いは、建物の構造ではなく、賃貸借契約等の運営方法による違いに起因するものであるが、これによって建築基準法その他の関連規定や行政における取り扱いが異なることがある<sup>30</sup>。したがって、内覧時には対象建物の運営状況に留意し、賃貸借契約内容等

<sup>30</sup> ウィークリーマンションは通常、住宅ではなくホテルと見做されるため、条例等によ

をよく確認する必要がある。

また、レントロールを確認し、稼動状況や総賃貸可能床面積に占める主たる借主の賃貸面積の割合に留意することも必要である

## ii 大規模修繕計画

修繕計画の調査・想定にあたっては、エンジニアリング・レポートをはじめ、修繕履歴等の依頼者の提示資料等を参考に、不動産鑑定士が自ら判断すべきである。

## II 実地調査についての記載

(基準)

### II 実地調査

不動産鑑定士は、実地調査に関し、次の事項を鑑定評価報告書に記載しなければならない。

- (1) 実地調査を行った年月日
- (2) 実地調査を行った不動産鑑定士の氏名
- (3) 立会人及び対象不動産の管理者の氏名及び職業
- (4) 実地調査を行った範囲（内覧の有無を含む。）及び実地調査の一部を実施することができなかった場合にあつては、その理由
- (5) 実地調査により確認した内容

証券化対象不動産の鑑定評価においては、依頼者又はその指示を受けた者の立会いのもとでの対象不動産の内覧を含む実地調査と対象不動産の管理者からの聴聞が必要である。鑑定評価主体が依頼者及び対象不動産の管理者を通じて行った確認事項はトラブルの際における責任の範囲を明確にするとともに、鑑定評価の精度にも影響することから、依頼者その他第三者に誤解を生じさせないようにできる限り詳細に鑑定評価報告書に記載すべきである。

対象不動産の確認にあたって鑑定評価報告書に記載すべき事項は次のとおりである。

- ア 実地調査を行った年月日：価格時点における対象不動産の状態の確認として、対象不動産を実地に確認した日。その他、事前又は事後に予備的又は補足として行った調査日も必要に応じ記載することが望ましい。
- イ 実地調査を行った不動産鑑定士の氏名：対象不動産について複数の不動産鑑定士で鑑定評価を行った場合には、実地調査を行ったすべての不動産鑑定士を記載する。この場合においても、鑑定評価書に署名を行う不動産鑑定士は実地調査を行うことが望ましい。

---

る住宅附置義務や住宅附置による容積割り増しの要件を充足しない一方、旅館業法の適用を受ける。

- ウ 立会人及び対象不動産の管理者の氏名及び職業：立会人とは、依頼者の指示に基づき実地調査に立会い、対象不動産を案内した者をいい、対象不動産の管理者とは、対象不動産の権利関係、増改築等の履歴等についてヒアリングを行った対象不動産の管理者（対象不動産の管理を行っている会社の役職員等）をいう。職業とは、会社名、役職、資格等をいう。
- エ 実地調査を行った範囲（内覧の有無を含む。）及び実地調査の一部を実施することができなかった場合にあっては、その理由：建物内部の確認を含む実地調査を行った範囲を記載する。賃借人との関係や物理的な要因で建物の一部や敷地の一部の確認ができなかった場合には、その範囲及び理由を記載するとともに、確認できなかった部分についての現状把握のための状況推定根拠（竣工図面、他の類似の建物部分の実地調査、管理者等へのヒアリング等）を記載する。
- オ 実地調査により確認した内容：対象不動産について視認及び計測を行った範囲又は実地調査を行えなかった範囲を記載し、実地調査及び対象不動産の管理者からの聴聞により確認した内容として、対象不動産の面積、構造、内外装、権利関係、公法規制、アスベスト使用の有無等、耐震性、修繕・増改築の履歴等を記載する。一般的には、対象不動産の表示及び個別的要因の内容として記載することとなると思われる。

### Ⅲ エンジニアリング・レポートの取り扱いと不動産鑑定士の行う独自調査

#### 1. エンジニアリング・レポートの収集及び整理

(基準)

#### Ⅲ エンジニアリング・レポートの取り扱いと不動産鑑定士の行う独自調査

(1) 証券化対象不動産の鑑定評価に当たっては、不動産鑑定士は、依頼者に対し当該鑑定評価に際し必要であると考えられるエンジニアリング・レポートの提出を求め、その内容を分析し、自ら判断した上で、鑑定評価に活用しなければならない。ただし、エンジニアリング・レポートの提出がない場合又はその記載された内容が鑑定評価に活用する資料として不十分であると認められる場合には、エンジニアリング・レポートに代わるものとして不動産鑑定士が調査を行うなど鑑定評価を適切に行うため対応するものとし、対応した内容及びそれが適切であると判断した理由について、鑑定評価報告書に記載しなければならない。

(2) エンジニアリング・レポートの提出がない、又はその記載されている内容が不十分であっても、不動産鑑定士の判断により、証券化対象不動産として鑑定評価を行うことが可能な場合を例示すれば、既に鑑定評価が行われたことがある証券化対象不動産の再評価をする場合、証券化対象不動産が更地である場合（建物を取り壊す予定である場合を含む。）等がある。

(留意事項)

#### 3. 証券化対象不動産の個別的要因の調査について

証券化対象不動産の個別的要因の調査等について留意すべき事項は、次のとおりである。

(1) 鑑定評価の依頼に当たっては、不動産鑑定士が依頼者に対し案件に応じて鑑定評価に必要とするエンジニアリング・レポートの項目・内容を説明し、提供されたエンジニアリング・レポートに基づき、不動産鑑定士が主体的に判断を行う。ただし、エンジニアリング・レポートの作成に当たっては、依頼者との間でその都度、エンジニアリング・レポートの項目、内容等が設定され、再評価の場合はエンジニアリング・レポートを作成しないことも多い。

したがって、不動産鑑定士の判断により独自調査や既存のエンジニアリング・レポートの活用で対応できる場合がある一方、エンジニアリング・レポートが形式的に項目を満たしていても、鑑定評価にとって不十分な場合もある。

証券化対象不動産の価値は対象不動産が生み出すキャッシュフローをベースとして把握されるため、当該キャッシュフローの構成要素である建物の維持修繕費用等の把握が必要不可欠である。また、利回りについても対象不動産の維持管理状態によって変化するため、建物の状況がどのような状況にあるかを把握することが重要となる。

エンジニアリング・レポートは一級建築士等の建物等の専門家によって判断された専門的な調査報告書といえるが、依頼者が投資判断等の目的で取得するものであり、そもそも鑑定評価のために作成されたものではないため、BELCAで定義するエンジニアリング・レポートに準拠したものであっても、鑑定評価に活用する内容として不十分な場合もある。また、エンジニアリング・レポートの作成については、現在BELCAにおいて新ガイドラインを策定中であるが、その性格から、強制力のある統一的な基準があるわけではない<sup>31</sup>。したがって、証券化対象不動産の鑑定評価に当たっては、不動産鑑定士は、依頼者に対し、鑑定評価に必要なエンジニアリング・レポートの内容を説明し、できる限り内容の充足したエンジニアリング・レポートを入手するとともに、個別的要因の把握として必要な範囲で、エンジニアリング・レポートの内容（前提となる調査範囲を含む。）を十分理解し、これを分析・判断した上で、活用しなければならない。

証券化対象不動産に係る鑑定評価に当たっては、エンジニアリング・レポートは原則として必要な資料とされており、依頼者からエンジニアリング・レポートの提出がない場合又はその内容が鑑定評価に活用する内容として不十分であるが、不動産鑑定士の判断で鑑定評価を行った場合は、エンジニアリング・レポートに代わるものとして不動産鑑定士が行った調査の内容等について、その理由とともに鑑定評価報告書に記載しなければならない。

依頼者が鑑定評価を行う際に新たにエンジニアリング・レポートの作成を依頼しない場合を例示すれば、既に鑑定評価が行われたことがある証券化対象不動産の再評価をする場合である。したがって、初めて証券化対象不動産としての鑑定評価を行う場合は、エンジニアリング・レポートが必須となる。

また、依頼者より提示されたエンジニアリング・レポートに記載された内容が鑑定評価に活用するためには不十分であると認められる場合には、それが不十分であると認めるに至った理由について依頼者に説明を行い、追加調査を要請する必要がある。エンジニアリング・レポートに記載されている内容が不十分である場合を例示すれば、フェーズⅠ土壌環境調査報告書で「土壌汚染の可能性があるため、詳細調査を推奨する」とされているのに、フェーズⅡの詳細調査が未実施な場合等である。このような場合は、依頼者に追加調査を要請する必要がある。

なお、エンジニアリング・レポートの入手ができず、対象不動産について適切な個別的要因の分析が行えないと判断される場合には、当該鑑定評価を謝絶しなければならない。

依頼者から受領した資料がドラフト版の場合は、必ず鑑定評価を行った日の前に最終版を取得し、その内容に応じた鑑定評価を行うものとする。

---

<sup>31</sup> BELCAにおいて、平成13年に「不動産投資・取引におけるエンジニアリング・レポート作成に係るガイドライン」、平成16年に「不動産投資・取引におけるデュエディリジェンスとエンジニアリング・レポート」が作成されており、これに準拠していることが望ましい。現在19年4月を目処に新ガイドライン策定中である。

依頼者よりエンジニアリング・レポートの提出がない場合又は、調査時点が古い場合、その記載内容が調査項目あるいは調査レベルにおいて対象不動産の専門性の高い個別的要因を十分に調査していないものであっても、不動産鑑定士の判断により、証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価として鑑定評価を行うことができる場合は、以下の場合等である。

ア 対象不動産が取り壊し予定の建物及びその敷地である場合：一定期間以上（凡そ1年以上）運用する予定でなければ、建物については取り壊し費用査定のため以上の詳細な調査を行わなくても、実地調査等により物的確認等を適切に行い得ると考えられるため（土壌汚染やアスベスト等についてのエンジニアリング・レポートは必要である。）。

イ 保有している不動産を再評価する場合で、以前に提示を受けたエンジニアリング・レポート等の資料が活用できる場合：対象不動産について大きな状況の変化がなければ、評価時点において新たに詳細な物的・法的調査等を行わなくても、実地調査や管理に関する資料等により物的確認等を適切に行い得ると考えられるため。

ウ 戸建住宅等で不動産鑑定士による調査により多くの価格形成要因の把握が可能な場合：大規模な賃貸用不動産ほどの詳細な専門家の調査を行わなくても、不動産鑑定士による調査により価格形成要因の把握が可能であるため。

このような場合には、省略した手続きの内容及び当該手続きを省略した根拠を鑑定評価報告書に記載しなければならない。

## 2. エンジニアリング・レポートの確認及び活用

(基準)

### Ⅲ エンジニアリング・レポートの取扱いと不動産鑑定士の行う調査

(3) エンジニアリング・レポートの内容を鑑定評価に活用するか否かの検討に当たっては、その判断及び根拠について、鑑定評価報告書に記載しなければならない。この場合においては、少なくとも次の表の項目ごとに、それぞれ同表に掲げる内容を鑑定評価報告書に記載しなければならない。I (1) のただし書の場合においても、同様とする。この場合における鑑定評価報告書の様式の例は、別表1のとおりとする。

項目	内容
エンジニアリング・レポートの基本的属性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・エンジニアリング・レポートの依頼者</li> <li>・エンジニアリング・レポートの作成のための調査を委託した者（作成者）</li> <li>・調査年月日及び発行年月日（エンジニアリング・レポートの作成が行われた日及び同レポートが依頼者に提出された日）</li> </ul>
エンジニアリング・レポートの入手経緯、対応方針等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・入手先（氏名及び職業等）</li> <li>・入手年月日</li> <li>・エンジニアリング・レポートの作成者からの説明の有無等</li> <li>・依頼者から入手したエンジニアリング・レポートについて鑑定評価を行う上での対応方針、不動産鑑定士の独自調査の考え方等</li> </ul>
当該鑑定評価に必要と不動産鑑定士が考える専門性が高い個別的要因調査についての対応の別	<p>下記に掲げる専門性の高い個別的要因調査について、</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートを活用</li> <li>○不動産鑑定士の独自調査の実施（不動産鑑定士から他の専門家への調査依頼等を含む）</li> </ul> <p>の別を記載</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・公法上及び私法上の規制、制約等に関する調査（法令遵守状況調査）</li> <li>・耐震性調査</li> <li>・地震リスクに関する分析</li> <li>・修繕計画</li> <li>・再調達価格</li> <li>・有害な物質（アスベスト等）の使用調査</li> <li>・土壌汚染調査</li> <li>・地下埋設物調査</li> </ul>

鑑定評価への活用に当たって上記項目についての不動産鑑定士の判断	専門性の高い個別的要因調査に関する対応についてエンジニアリング・レポートの記載内容を活用した場合、独自調査で対応した場合等の内容、根拠等
---------------------------------	--

(留意事項)

3. 証券化対象不動産の個別的要因の調査について

- (2) 不動産鑑定士は、鑑定評価に必要な対象不動産の物的・法的確認等にあたり、各論第3章第4節Ⅲ(3)の表や別表1の項目を確認すれば足りるということを意味しないことに十分留意する必要がある。
- (3) 不動産鑑定士はできる限り依頼者からエンジニアリング・レポート全体の提供を受けるとともに、エンジニアリング・レポートの作成者からの直接の説明を受ける機会を求めることが望ましい。しかし、エンジニアリング・レポートの作成者から不動産鑑定士への説明はあくまで二次的なものであり、エンジニアリング・レポートの内容の補足説明にとどまらない情報等は、不動産鑑定士の独自調査に位置づけられる。説明を受けた結果、エンジニアリング・レポートの内容との不整合等が判明した場合には、依頼者に再確認等を行う必要がある。
- (4) 不動産鑑定士は、再評価において既存のエンジニアリング・レポートを活用して鑑定評価ができると自らが判断する場合には、過去の鑑定評価を自らが実施したか否かを問わず、提供されたエンジニアリング・レポートの内容等を慎重に検討しなければならない。

依頼者から受領したエンジニアリング・レポートについては、下記の項目について確認し鑑定評価報告書に記載する必要がある。新たなエンジニアリング・レポートがない場合や、その内容が鑑定評価にとって不十分な場合に以下の項目について記載する必要がある。

記載にあたっては、証券化鑑定基準別表1(エンジニアリング・レポートシート)で次の内容をチェックし、そのシートを鑑定評価報告書に添付するか、又は同様の内容を鑑定評価報告書に記載するものとする。依頼者より提示されたエンジニアリング・レポートが証券化対象不動産の鑑定評価に当たって必要と判断される項目を満たしていない場合は、不動産鑑定士の独自調査(不動産鑑定士が自ら他の専門家に依頼して行う調査(この調査報告書もエンジニアリング・レポートの一つである。))も含む。)で補うか、追加調査(エンジニアリング・レポートの再取得を含む。)を依頼者に求めるものとする。

ア エンジニアリング・レポートの基本的属性

- ア) エンジニアリング・レポートの作成依頼者：エンジニアリング・レポートの依頼者は鑑定評価の依頼者と同じかどうか、暫定版か否かも確認する必要がある。エンジニアリング・レポート作成のための調査が委託された場合はその受託者も含む。

- イ) エンジニアリング・レポートの作成者：作成者の氏名、所属会社及び作成者の資格も確認する。
- ウ) 調査年月日及び発行年月日：エンジニアリング・レポートの調査内容は、基本的には調査時点でのみ有効であるものと考えられ、どの程度過去のものまで活用できるかは、対象不動産の状況の変化等を勘案して、不動産鑑定士が判断する必要がある。
- イ エンジニアリング・レポートの入手経緯、対応方針等
- ア) エンジニアリング・レポートの入手先：不動産鑑定士がエンジニアリング・レポートの提示を受けた相手（通常は依頼者と思われる。）の氏名及び職業（所属会社及び役職等）等を記載する。
- イ) エンジニアリング・レポートの入手年月日：不動産鑑定士がエンジニアリング・レポートを入手した年月日を記載する。複数あるときは全てを記載する。（ドラフトは除く。）
- ウ) エンジニアリング・レポートの作成者からの説明等の有無等：エンジニアリング・レポートの内容について作成者に確認した場合は、その旨及びその内容を記録に残しておく。
- エ) 依頼者から入手したエンジニアリング・レポートについて鑑定評価を行う上での対応方針、不動産鑑定士が行う調査の考え方等：不動産鑑定士はエンジニアリング・レポートを鵜呑みにするのではなく、活用には独自の分析を加え、判断するというプロセスを踏む必要がある。そして、判断の結果である「エンジニアリング・レポートについて鑑定評価を行う上での対応方針」について、鑑定評価報告書に記載する必要がある。例えば、「建物状況調査報告書については、概ねBELCAの新ガイドラインに合致しており妥当なものと判断した」と記載するのも一例である。「土壤汚染については地歴調査等の地歴調査を実施したが、結果についてはフェーズⅠ土壤環境調査報告書と一致した」等、不動産鑑定士が行った調査の考え方等を記載する。
- ウ 当該鑑定評価に必要と不動産鑑定士が考える専門性の高い個別的要因調査についての対応の別
- 専門性の高い個別的要因について、下記（ア）（イ）のいずれで対応したのかを記載する。
- （ア）依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートを活用した
- （イ）不動産鑑定士から他の専門家に調査を依頼して入手したエンジニアリング・レポートの活用を含む、不動産鑑定士の独自調査により対応した（依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を基に修正した場合を含む。）
- ア) 法令遵守状況調査：特に建築確認済証、検査済証の有無、重大な法令違反の有無について、（ア）、（イ）どちらで対応したかを記載する。なお、法令遵守状況調査については、BELCAの定義するエンジニアリング・レポートの1つである「建物状況調査報告書」の必須項目となっているため、依頼者から提供されたエンジニアリン

グ・レポートが信頼するに足りる場合には、活用することが原則である。

- イ) 耐震性調査：BELCAの定義するエンジニアリング・レポートには関連項目として建物状況調査に構造概要調査があるものの耐震性の調査は含まれないため、先ず旧耐震か否かを（イ）により判断するのが一般的である。その結果、旧耐震の場合は、耐震改修促進法に準拠した補強工事が実施されているかどうかを、依頼者へのヒアリングを中心に調査すべきである。ただし、耐震診断が実施されている場合の耐震診断結果の報告書や耐震補強工事の状況の報告書はエンジニアリング・レポートに該当し、これらが依頼者から受領した資料である場合には（ア）に該当する。
  - ウ) 地震リスクに関する分析：PML値が投資適格性や地震保険付保の必要性からみてどの程度であるかを分析する。BELCAの定義するエンジニアリング・レポートに含まれるため、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートを活用するのが原則である。
  - エ) 修繕計画・再調達価格：BELCAの定義するエンジニアリング・レポートの1つである「建物状況調査報告書」の必須項目であるため、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を十分吟味のうえ、活用することが原則である。
  - オ) 有害な物質（アスベスト等）の使用調査：特にアスベスト・PCBについては、BELCAの定義するエンジニアリング・レポートの1つである「フェーズⅠ建物環境調査報告書」の必須項目であるため、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を十分吟味のうえ、活用することが原則である。
  - カ) 土壌汚染調査：BELCAの定義するエンジニアリング・レポートの1つである「フェーズⅠ土壌環境調査報告書」に該当するため、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を十分吟味のうえ、活用することが原則である。この調査において土壌汚染の可能性がある場合には、より詳細な調査が必要となる。
  - キ) 地下埋設物調査：BELCAの定義するエンジニアリング・レポートには含まれず、専門家の調査報告書を取得できる場合は稀なため、一般的には（イ）で対応する。
- エ 鑑定評価への活用にあたって上記項目についての不動産鑑定士の判断
- ・ 上記ウの各項目において、（ア）の場合、（イ）の場合の根拠等を記載する。
- オ 再評価等の場合の特記事項：エンジニアリング・レポートを新たに取得しなかった理由や一部についての調査のみであった場合についての理由。

### 3. エンジニアリング・レポートの作成者との密接な連携等

(基準)

(4) エンジニアリング・レポートについては、不動産証券化市場の環境の変化に対応してその内容の改善及び充実が図られていくことにかんがみ、不動産鑑定士は、エンジニアリング・レポートの作成者との密接な連携を図りつつ、常にエンジニアリング・レポートに関する知識や理解を深めるなど自ら研鑽に努めなければならない。

エンジニアリング・レポートの内容は、対象不動産の物理的な状況を専門家が調査、分析した専門家の意見であるので、その調査範囲及び調査レベル、限界を十分認識したうえで、個別分析（投資適格性の判断も含む。）の有用な手段として活用すべきものである。

エンジニアリング・レポートの内容について、不明な点や不明瞭な記載がある場合は、必ず依頼者を通じて直接間接にエンジニアリング・レポートの作成者に確認する必要がある。例えば、BELCAの考え方では、建物の遵法性について判断を下す権利があるのは、特定行政庁及び特定行政庁から委任を受けた確認検査機関のみであるから、建築基準法違反と認められる事例でも、エンジニアリング・レポートには「建築基準法に違反している可能性がある」と記載せざるを得ない。エンジニアリング・レポートのこのような背景を理解していないと、なぜ明確に違法状態にあると記載していないのか、判断に苦しむことになる。

このように、エンジニアリング・レポートの性格と鑑定評価の立場は、根本的に異なる部分があるため、エンジニアリング・レポートの正しい理解のためには、エンジニアリング・レポートの作成者との連携と相互交流が不可欠である。

## 第5章 DCF法等の適用

### I DCF法の適用過程等の明確化

(基準)

(各論前文)

総論第7章第1節IV3.(3)中「ただし、不動産の証券化に係る鑑定評価等で毎期の純収益の見通し等について詳細な説明が求められる場合には、DCF法の適用を原則とするものとし、あわせて直接還元法を適用することにより検証を行うことが適切である。特に、資産の流動化に関する法律又は投資信託及び投資法人に関する法律に基づく評価目的の下で、投資家に示すための投資採算価値を表す価格を求める場合には、DCF法を適用しなければならない。」を削る。

#### 第5節 DCF法の適用等

証券化対象不動産の鑑定評価における収益価格を求めるに当たっては、原則としてDCF法を適用しなければならない。この場合において、併せて直接還元法を適用することより検証を行うことが適切である。

##### I DCF法の適用過程等の明確化

(1) DCF法の適用に当たっては、DCF法による収益価格を求める際に活用する資料を次に定める区分に応じて、その妥当性や判断の根拠等を鑑定評価報告書に記載しなければならない。

- ① 依頼者から入手した対象不動産に係る収益又は費用の額その他の資料をそのまま活用する場合
- ② 依頼者から入手した対象不動産に係る収益又は費用の額その他の資料に修正等を加える場合
- ③ 自らが入手した対象不動産に係る収益又は費用の額その他の資料を活用する場合

(2) DCF法による収益価格を求める場合に当たっては、還元利回り、割引率、収益及び費用の将来予測等査定した個々の項目等に関する説明に加え、それらを採用して収益価格を求める過程及びその理由について、経済事情の変動の可能性、具体的に検証した事例及び論理的な整合性等を明確にしつつ、鑑定評価報告書に記載しなければならない。また、複数の不動産鑑定士が共同して複数の証券化対象不動産の鑑定評価を行う場合にあっては、DCF法の適用において活用する還元利回り、割引率、収益及び費用の将来予測等について対象不動産相互間の論理的な整合性を図らなければならない。

(3) 鑑定評価報告書には、DCF法で査定した収益価格と直接還元法その他のDCF法以外の方法並びに原価法及び取引事例比較法で求めた試算価格との関連について明確にしつつ、鑑定評価額を決定した理由について記載しなければならない。

## 1 評価方針

正常価格を求める場合には、不動産鑑定評価基準に基づき、対象不動産の種類に応じた適切な手法を適用することとなるが、特に証券化等による投資目的の需要者が中心となる市場に属する不動産については、証券化鑑定基準に従い、原則としてDCF法を適用したうえで、以下の点に留意して評価を行う必要がある（多くの場合は、DCF法による収益価格を中心に鑑定評価額を決定することとなると考えられるが、対象不動産の属する市場において重視される手法や、個々の鑑定評価作業における資料の精度等により、直接還元法による収益価格をはじめ他の試算価格との調整度合いは異なる。）。

特定価格（投資採算価値を表す価格）を求める場合には、その要件である、資産流動化計画等の運用計画を所与のものとし、当該運用計画に基づく投資採算価格を求める必要があることから、DCF法を適用して、求められたDCF法による収益価格を標準として鑑定評価を行う必要がある。正常価格を求めて、その投資採算性をチェックして特定価格を求めるものではない。この場合、運用計画が対象不動産の最有効使用と一致し、対象不動産の属する市場が投資採算価値を標準として価格が形成されている場合には、結果として特定価格と正常価格は一致することが多い。

また、複数の不動産鑑定士が共同して複数の証券化対象不動産の鑑定評価を行う場合にあつては、DCF法等の適用において採用する利回り、割引率、収益及び費用の将来予測等や取引事例比較法等における補修正率等について対象不動産相互間の論理的な整合性を図るなど、説明責任の向上を図らなければならない。

## 2 収益還元法

### ① 予測

収益費用の予測には不確実性が伴うために、予測主体によって判断が大きく分かれることも少なくない。証券化対象不動産の鑑定評価においては、当該不動産の価格が、将来において獲得することができるであろう収益を見通したうえでの収益性・投資採算性を基準として形成されるものであることを前提に、合理的に行動する典型的な市場参加者が収益費用の将来動向をどのように予測したうえで行動しているかということの把握及び分析に努めなければならない。

また、予測時点において入手可能な情報を有効に活用し、客観性と合理性を有する予測を行うことが重要であり、予測に関する判断が典型的な市場参加者が合理的な判断のもとで行うであろうところと整合するものとなるように十分に留意すべきである。

収益費用の将来予測に当たっては、市場分析で詳細に分析した対象不動産と同用途の不動産に係る市場における需給状況や賃料の推移などの把握を起点とし、一般的要因の分析で把握・検討した景気、物価、金利等のマクロ経済の現状と見通し及び同一需給圏における不動産の需給状況に影響を及ぼす需要面・供給面の要因を踏まえたうえで、慎重な姿勢で行うべきである。また、収益費用の将来予測は、絶えず市場を注視し、投資家が用いている評価手

法についても熟知しつつ行うことが望ましい。

## ② 利回り

### i 割引率

DCF法で適用する割引率は、各期の純収益と復帰価格を価格時点に割引くための期待収益率である。

投資の標準とされている金融資産の利回りや不動産投資利回りの目安となっている不動産の利回りに対象不動産の個別性（純収益の不確実性）を加味して求めた利回りや、同一需給圏内の類似不動産の取引事例の利回り<sup>32</sup>、投資家へのアンケート結果等を総合的に勘案して査定する。複数の対象不動産を一時に鑑定評価する場合（複数の不動産鑑定士による場合は特に。）には、その整合性にも留意する必要がある。

割引率の査定については、金利動向、市場分析結果、対象不動産の純収益の不確実性をどのように反映させたかを、判断根拠とした資料とともに、できるだけ明確に鑑定評価報告書に記載する必要がある。

### ii 還元利回り

直接還元法で用いる還元利回りを、取引事例等から求めるためには、証券化対象不動産等の取引事例、投資家へのヒアリング等による地域別、用途別の利回り水準の把握が必要となっている。

不動産鑑定士は、できるだけこれらの事例やアンケート結果を鑑定評価報告書に明示して、還元利回りの査定を行うよう努める必要がある。

対象不動産に適用する還元利回りを、標準的な金融資産の利回り又は不動産投資の標準とされる不動産の利回りに、立地条件、権利関係、建物の状況、賃借人の状況等にかかる純収益の不確実性の格差（リスクプレミアム）を加減して求める場合は、これらの要因は、互いに影響しあっているために、単純にそれぞれのリスクプレミアムを足し上げていくと過大になることがあるので、できるだけ、対象不動産と類似不動産の取引事例を収集し、その還元利回りとの比較を行うことによって、求められた還元利回りを検証するべきである。

現状では、賃貸不動産等の取引事例の情報開示が十分とはいえないため、取引事例から地域別、用途別の標準的な利回りや様々な要因による利回りの格差について統計的手法を用いて一定の精度をもって分析することは困難を伴うが、J-REITの不動産取引時の情報開示や決算時の個別不動産のNOIや鑑定評価額が開示されることが増えており、検証手段として活用できないか、今後積極的に取り組んでいく必要がある。

---

<sup>32</sup> 取引事例から求められるのは一般的には還元利回りであるので、割引率の査定のためには対象不動産の純収益の変動予測による分析や調整が必要となる。

### ③ 収益価格の決定

DCF法も直接還元法もともに収益還元法の手法であり、いずれの手法によって求めた価格も理論的には同一水準となる。なお、譲渡費用に関して、DCF法において譲渡費用を差し引くと直接還元法と整合するののかという疑問については、還元利回りが市場水準から求められたものであり、市場におけるDCF法の適用において売却費用が考慮された価格が査定されているものであるならば、直接還元法における価格の査定においも売却費用は織り込まれていると考えられる。

二つの手法により求めた価格に大きな開差がある場合は、いずれかの手法の適用過程に誤りがある場合が想定されるため、再吟味を行うことが必要である。

直接還元法の適用において、価格時点における純収益と市場利回りから査定した還元利回りにより収益価格を査定することはわかりやすい方法ではあるが、純収益の詳細な変動予測が十分には反映できず、また実際の取引事例からの比較という比準方式の要素も少なくない。一概にいずれの手法による収益価格の妥当性が高いかは判断できないが、高い説明力を求められる証券化対象不動産に適用する収益価格は、純収益の詳細な変動予測を反映し、対象不動産にかかる将来の純収益変動予測と当該予測の変動リスクに基づく割引率を適用して求めるDCF法による収益価格を、原則として標準とすべきである。

### 3 試算価格の調整

証券化対象不動産の鑑定評価においては、収益価格と積算価格等の間に大きな乖離が生じる場合があるが、このような場合には、市場分析における次のような視点を通じ、乖離の原因究明を行う必要がある。また、各試算価格の再吟味にあたっては、原価法適用における土地価格や建物価格が収益性を適切に反映したものとなっているか等、価格形成要因の反映の整合性に留意する必要がある。

ア 投資目的での不動産取引が珍しくなく、そのような取引を基準として地域における不動産価格の水準感が形成されているか。

イ 複合不動産と更地の取引では典型的な買い手の属性や資金力等が異なるか。

ウ 開発後の土地建物に対する投資を視野に入れた開発目的の更地の取引が一般的に行われているか。

### 4 鑑定評価報告書への記載

収益費用の将来予測において、どのような資料やデータをどのように分析し、それをどのように予測に結びつけたかという判断根拠を明確にし、できる限り鑑定評価報告書に記載する必要がある。なお、鑑定評価において行う将来収益費用の予測は、価格時点において不動産鑑定士の通常の注意義務の範囲内において入手可能な資料に基づいて行われるものであり、当該収益費用が必ず発生することを保証するものではないことを不動産鑑定評価報告書において記載することが望ましい。

割引率の査定については、金利動向、市場分析結果、対象不動産の純収益の不確実性をどのように反映させたかを、できるだけ明確に鑑定評価報告書に記載する必要がある。

還元利回りを求める際に利用した証券化対象不動産等の取引事例、投資家へのヒアリング、アンケート結果等を鑑定評価報告書に明示するものとする。

さらに、DCF法等による収益価格を求める際に採用する資料を次に定める区分に応じて、その妥当性や判断の根拠等を鑑定評価報告書に明記しなければならない。

ア 依頼者から入手した対象不動産に係る収益又は費用の額その他の資料をそのまま採用する場合

イ 依頼者から入手した対象不動産に係る収益又は費用の額その他の資料に修正等を加える場合

ウ 自らが入手した対象不動産に係る収益又は費用の額その他の資料を採用する場合

収益還元法、原価法、取引事例比較法等により求めた各試算価格から鑑定評価額の決定に至るまでの検討状況、試算価格の調整において、収益価格と他の試算価格との開差が認められる場合には、その理由について手法の限界や市場分析結果との関連等を含め記載するものとする。特に、DCF法により査定した収益価格と直接還元法により査定した収益価格との関連、及び原価法や取引事例比較法等で求めた試算価格との関連について明確にしつつ、収益価格や鑑定評価額を決定した理由を鑑定評価報告書に記載しなければならない。

## 5 DCF法等の精緻化

(基準)

### I DCF法の適用過程等の明確化

(4) DCF法の適用については、今後、さらなる精緻化に向けて自己研鑽に努めることにより、説明責任の向上を図る必要がある。

DCF法等の適用手法について、不動産鑑定士は、不動産投資において用いられ、あるいは研究されている価格や投資価値等の査定手法について、鑑定評価の手法としてどのように採り入れられるか、について今後、さらに研鑽に努める必要がある。

## II DCF法等の収益費用項目の統一等

<p>(基準)</p> <p>II DCF法の収益費用項目の統一等</p> <p>(1) DCF法の適用により収益価格を求めるに当たっては、証券化対象不動産に係る収益又は費用の額につき、連続する複数の期間ごとに、次の表の項目（以下「収益費用項目」という。）に区分して鑑定評価報告書に記載しなければならない（収益費用項目ごとに、記載した数値の積算内訳等を付記するものとする）。この場合において、同表の項目の定義は、それぞれ同表に掲げる定義のとおりとする。</p> <p>(2) DCF法の適用により収益価格を求めるに当たっては、収益費用項目及びその定義について依頼者に提示・説明した上で必要な資料を入手するとともに、収益費用項目ごとに定められた定義に該当していることを確認しなければならない。</p> <p>(留意事項)</p> <p>4. DCF法等の適用等について</p> <p>(2) 不動産鑑定士が収益費用項目及びその定義を示す際には、例えば、不動産の出納管理に関するデータ等の対応関係を示すなどの工夫をし、依頼者が不動産鑑定士にデータを提供する際の利便性や正確性に十分配慮しなければならない。</p> <p>(3) 略</p> <p>(4) 略</p> <p>(5) 略</p> <p>(6) 不動産鑑定士は、第5節の収益費用項目及びその定義の適用にあたっては、「運営純収益」と「純収益」の差額を構成する「一時金の運用益」と「資本的支出」の算出について、細心の注意を払わなければならない。この際、「一時金の運用益」の利回りの考え方を明確に説明するとともに、「資本的支出」と「修繕費」の区分については、税務上の整理等との整合性にも十分配慮する必要がある。</p>
--

### 1 収益費用項目

証券化対象不動産の鑑定評価において、重要な評価方法であるDCF法の適用等に関しては、複数の鑑定評価書の比較容易性の向上は、キャッシュフロー予測や利回りに関する説明の精緻化等とともに喫緊の課題となっている。そのために、証券化対象不動産に関する鑑定評価におけるDCF法の適用に当たっての収益費用項目を統一し、他の不動産鑑定業者又は不動産鑑定士の鑑定評価書との内容の比較が容易に行えるように、証券化鑑定基準において、その統一を図ったものである。

不動産の証券化において最も多い類型と考えられる賃貸事務所及び賃貸住宅（以下賃貸用不動産とよぶ）について、総収益、総費用の構成項目、その定義、入力内容、方法を標準化し、DCF法、直接還元法の収益費用項目を後掲のものとする（証券化鑑定基準別表2「D

CF法シート」、別表2「標準直接還元法シート」参照)。

各項目の定義は、社団法人日本ビルディング協会連合会、社団法人東京ビルディング協会連合会編「不動産経営管理業務 出納・会計項目一覧及び解説」中分類等を参考に、不動産鑑定評価基準や鑑定評価実務の実態を踏まえ、別表3「収益費用項目表」の通りとする。

標準項目以外の定義で収集されたデータが入手された場合には、標準項目と違う定義を用いていることを必ず明記するものとする。

賃貸用不動産においては次の収益費用項目とする。

#### ① 全体の構成

全体の構成は、「運営収益－運営費用＋一時金の運用益－資産計上される大規模修繕費などの資本的支出＝純収益」、とし、運営収益－運営費用＝運営純収益(NOI)と定義する。運営収益は総収益のうち一時金の運用益を含まない。運営費用は総費用のうち大規模修繕費などの資本的支出を含まない。NCFは鑑定評価基準における純収益と同概念である。

運営純収益(ROI)を表示する理由は、会計上の営業損益と類似概念である運営純収益を示すことが投資家等への開示資料として有効であること、欧米等における不動産インデックスの作成においてROIが多く用いられていることなどによる。

したがって、運営純収益(ROI)の算定にあたっては、会計上営業損益に含まれない一時金の運用益及び大規模修繕費などの資本的支出を含まないものとする。ただし、収益価格の査定においては、一時金の運用益及び大規模修繕費などの資本的支出を考慮した純収益を用いることに留意が必要である。

#### ② 運営収益

まず対象不動産が満室の場合に得られる収入を査定し、これから空室等損失、貸倒れ損失を差し引き、運営収益を求める。

また、共益費には実質的に賃料に相当する部分が含まれると判断されることが多いこと、費用の計上にあたり賃貸部分と共用部分で区別することが困難な場合が多いことなどから、昨今の市場慣行として、収益を共益費を含めた賃料収入により分析し、費用においても見合いの費用を計上することが多くなっていることを踏まえ、「共益費収入」という項目を設けている。

空室等損失、貸倒れ損失は、各収益項目の稼働率の状況がそれぞれ適切に反映されるように設定する。

共益費収入と維持管理費、および水道光熱費収入(附加使用料)と水道光熱費(費用)については、対象不動産がオフィスの場合は、原則として、専用部分を含むビル全体の収益費用を両建てする方法を標準とする。一方、対象不動産が住宅の場合は、共用部分にかかる収益費用を両建てする方法を原則とする。なお、選択した手法によって、経費率が変わること

#### a 貸室賃料収入

(基準)

##### 第5節 表

対象不動産の全部又は貸室部分について賃貸又は運営委託をすることにより経常的に得られる収入（満室想定）

直接還元法及びDCF法の適用において貸家及びその敷地の貸室賃料収入を見積る場合には、価格時点における賃料（共益費込み）を基本に、対象不動産の過去の改定状況や周辺類似不動産の価格時点における賃料（共益費込み）、改定状況を参考として見積ることとする。特にDCF法においては、現賃借人の存在にもかかわらず、価格時点における賃料以外の新規賃料等を初年度において想定することは、約定又は退去等により、新規賃料への変更が明確である場合以外は原則として想定してはならない。

賃貸借契約がマスターリースの場合、賃料はマスターリース賃料を用いるが、パススルー形式の場合は、エンドの転借人の賃料が収入となることに注意が必要である。

対象不動産が店舗などの場合、賃料に歩合制を加味している場合がみられるが、この場合も歩合部分の見込みについては実績や同業種の営業状況等を分析して査定する必要がある。

#### b 共益費収入

(基準)

##### 第5節 表

対象不動産の維持管理・運営において経常的に要する費用（電気・水道・ガス・地域冷暖房熱源等に要する費用を含む）のうち、共用部分に係るものとして賃借人との契約により徴収する収入（満室想定）

共益費収入は、原則として、aの貸室賃料収入に織り込んで査定するが、共益費収入部分については原則として物価安定期においては改定を見込むべきではない。ただし、施設更新に伴う改定等の合理的な予定がある場合には、これらを反映して査定する。

#### c 水道光熱費収入

(基準)

##### 第5節 表

対象不動産の運営において電気・水道・ガス・地域冷暖房熱源等に要する費用のうち、貸室部分に係るものとして賃借人との契約により徴収する収入（満室想定）

水道光熱費収入については、維持管理費や水道光熱費と同じく、当該収入の対象範囲に留意する。

水道光熱費収入の予測は原則として過年度収支等を参考に行うが、想定する空室率との整合性に留意する必要がある。

地域冷暖房を採用している場合は、高額でありかつ、対象不動産の運営方針の違いにより請求金額に差異があることに留意する。

#### d 駐車場収入

(基準)

##### 第5節 表

対象不動産に付属する駐車場をテナント等に賃貸することによって得られる収入及び駐車場を時間貸しすることによって得られる収入

月極と時間貸しがある場合には各々の使用料の市場水準を把握することが必要となる。時間貸し駐車場収入については過年度の実績が参考となるが、過年度実績における賃貸状況が将来と同じ状態になるかどうかについては市場動向をふまえ、的確に見積ることが必要である。

#### e その他収入

(基準)

##### 第5節 表

その他看板、アンテナ、自動販売機等の施設設置料、礼金・更新料等の返還を要しない一時金等の収入

その他収入については次のような収入がある。

- ア アンテナ収入
- イ 看板等の広告施設収入

ウ 自動販売機設置料収入

エ 礼金、権利金（その性格に留意することが必要である）や解約違約金等の一時金収入等（これらは収受年度の収益として計上する）

その他収入については新所有者における承継の可否等に留意の上、過年度実績を参考に見積もることとし、見積もりに際しては過年度実績がどのような状況のもとで積み上げられたかを確認する必要がある。

従来、一時金運用益及び償却益等として査定してきた権利金（保証金の償却部分を含む）等については、証券化鑑定基準では、その他収入の一つとして保証金等の預かり金的性格の一時金とその取り扱いが変更されている。一般的に売買の際には、新所有者に引き継がれないので、当該賃貸借契約が継続している間は計上しないこととなる。

#### f 空室損失

(基準)

##### 第5節 表

各収入について空室や入替期間等の発生予測に基づく減少分

価格時点における空室率が、対象不動産の稼働安定期における空室率と比較して大きく差異がある場合には、DCF法において空室率の変動を見込む必要がある。この際、収益費用項目の中で空室率に応じて変動する項目があることに留意する。

空室損失は上記の収益項目に応じて、適切に見積もる必要がある。駐車場使用料以下の項目においては、必ずしも貸室の空室率と連動しないことに留意すべきである。

直接還元法における空室損失は、現状の空室率を採用することを原則とし、この場合、一棟貸しやパススルー形式ではないマスターリースの場合等は空室リスクを還元利回りで調整することとなる。

#### g 貸倒れ損失

(基準)

##### 第5節 表

各収入について貸倒れの発生予測に基づく減少分

収益に連動する控除項目として扱うが、当該費用は後日未収金が回収できないことよって発生するものであるために、収益に連動するPMフィー等には正確な反映は困難となる。

貸倒れ損失は、借借人が倒産し、裁判の手続きに入り、契約解除できなくなり、3ヶ月ほ

その後、原状回復費用と、未払い賃料を敷金・保証金でまかなえなくなった事例において発生するのが典型的であり、このような事例の発生確率を考慮することにより査定することもできる。実務上、保証金等により担保されているとして計上しない場合も多いが、借入人の信用、地域の需給動向、保証金の多寡等を考慮して判断する必要がある。

### ③ 運営費用

#### a 維持管理費

(基準)

#### 第5節 表

建物・設備管理、保安警備、清掃等対象不動産の維持・管理のために経常的に要する費用

維持管理費は、いわゆる BM フィー（ビルメンテナンスフィー、狭義の PM フィー）であり、清掃費（外壁・共用部分清掃業務等）、設備費（E V保守点検、冷温水発生装置点検、空調機フィルター交換、消防設備点検等）、環境衛生費、警備費等がある。

多数の事例を収集し、対象不動産の規模、経年に応じ、できるだけ上記維持管理費の内訳別に面積単価（賃貸面積又は延面積）によって分析し、依頼者から受領したデータを検証し、異常値がないか確認することが必要である。また、想定する運営収益が得られるような維持管理を行える適正な水準で設定する必要がある。

#### b 水道光熱費

(基準)

#### 第5節 表

対象不動産の運営において電気・水道・ガス・地域冷暖房熱源等に要する費用

建物一棟全体に要する水道光熱費を計上する。水道光熱費には、水道光熱費収入に対応する費用として計上するものと共用部分にかかる水道光熱費で共益費の一部によってまかなわれるものがある。（住宅の場合は一般に水道光熱費という項目がなく、共益費収入で共用部分の水道光熱費はまかなわれ、専用部分の費用は個別に支払われる。）

### c 修繕費

(基準)

#### 第5節 表

対象不動産に係る建物、設備等の修理、改良等のために支出した金額のうち当該建物、設備等の通常の維持管理のため、又は一部がき損した建物、設備等につきその原状を回復するために経常的に要する費用

損益計算上、修繕費として費用処理されるものをおおむね計上する。居住用賃貸不動産の場合には、賃借人退去時に原状回復等のための修繕費用が必要となることに留意する。

過去の実績としての修繕費から査定するというよりも、大規模修繕費（資本的支出）と合算で、建物の再調達原価に対して何%程度の工事費であるかどうかで算出されることも多いため、その場合には大規模修繕費（資本的支出）と適切に区分する必要がある。

### d プロパティマネジメントフィー

(基準)

#### 第5節 表

対象不動産の管理業務に係る経費

(留意事項)

#### 4 DCF法等の適用等について

(5) プロパティマネジメントフィーについては、単に名目で判断するのではなく、アセットマネジメントフィーや統括プロパティマネジメントフィーなども含め、実質的に判断する必要がある。

広義のプロパティマネジメント（PM）はBM（ビルメンテナンス：狭義のPM）、CM（コンストラクションマネジメント、中長期的な改修・修繕計画の策定・実施）、LM（リーシングマネジメント、テナント誘致・契約・テナント管理等）の管理統括業務で、PMフィーは、BMフィー、CMフィー、LMフィーに分類できる。現場の費用は別で、現場を手配する統括業務である（ただし、J-REITではPMが狭義（BM）で使われる場合が多い。呼び方に係わらず業務の内容に留意する。）。

PM（広義）は、BM、CM、LM実務と兼ねている場合がある（この場合のフィーは高額になる。）。鑑定評価に当たっては、PMフィーの対象となる業務を確認する必要がある。

e テナント募集費用等

(基準)

第5節 表

新規テナントの募集に際して行われる仲介業務や広告宣伝等に要する費用及びテナントの賃貸借契約の更新や再契約業務に要する費用等

賃借人の標準的な交代周期を査定し、仲介手数料相当額（月額賃料相当）を計上する。

ただし、賃貸人に有利な市場環境等の場合には必ずしも発生しないこともあるため、賃貸市場の動向をかんがみ、賃貸人負担分を査定することに留意する。契約期間中の賃料徴収や賃料改定等に関する費用は、プロパティマネジメントフィーとして計上する。

f 公租公課

(基準)

第5節 表

固定資産税(土地・建物・償却資産)、都市計画税(土地・建物)

固定資産税等、対象不動産を課税対象とし、所有者負担となる公租公課について査定する。

ア 固定資産税、都市計画税：建物については、基本的に上昇することはないため同額とするか、若しくは「経年減点補正率」等、公的機関で使われている計算式を用いて予測することができる。固定資産税、都市計画税については各種軽減措置が講じられている場合があるが、それが対象不動産において標準的な需要者として想定される取得者に適用されるものであるかどうか、永続するものであるか、どれだけの期間軽減措置が受けられるものかについて確認を行い将来予測に反映させることが必要である。

イ 償却資産に対する公租公課：建物の一部など、課税上は償却資産とされているが鑑定評価の対象に含まれる部分について、所有者の償却資産リストによって確認し、それに対応する公租公課を求める。

ウ 事業所税：事業所税は通常、事業主（賃借人）が負担するものなので、原則として費用として計上しない。

## g 損害保険料

(基準)

### 第5節 表

対象不動産及び附属設備に係る火災保険、対象不動産の欠陥や管理上の事故による第三者等の損害を担保する賠償責任保険等の料金

価額協定特約の有無、免責額等により異なるが、標準的な付保額、保険料を参考として、現状の付保額、保険料に基づいて査定する。

地震保険は投資方針や運用基準において、所有者ごとに付保基準は異なり、必ずしも地震保険を付保することが一般化していないため、原則として費用には含めないこととする。

ただし、PML値が15%を超える場合には金融機関から地震保険の付保を要請されることがあり、20%を超える場合にはほとんどの金融機関からファイナンスのために地震保険の付保かこれに代わる耐震改修等を要求される可能性が大きい。この場合には当該保険料を費用に計上する。

## h その他費用

(基準)

### 第5節 表

その他支払地代、道路占用使用料等の費用

対象不動産により、その他の費用として以下のような費用を査定する。

- ア 支払地代：借地契約の内容について確認し、将来の推移について予測する。
- イ 道路占用使用料：建物から道路の上空にせり出して設置される看板等の道路占用使用料のことであり、今後の看板設置の継続性等及び現地調査における看板の設置状況と使用料の確認を行う必要がある。
- ウ 管理組合費：管理組合費とは区分所有建物において一棟全体の建物保守管理費、共用部分の水道光熱費等に充当するために各区分所有者より管理組合が徴収するもので、これを計上する場合には、通常上記建物保守管理費と電気料・水道料（共用部分）が計上されない。したがって、修繕積立金とともに、必ず管理組合で確認する。また、共益費と管理組合費の内容、そのカバーする範囲が不明確な場合はこれを確認する。
- エ 修繕積立金：修繕積立金とは、区分所有建物において一棟全体（主に共用部分）の修繕費や資本的支出に充当するために各区分所有者より管理組合が徴収するものである。修繕積立金累計額等の水準が低い場合には将来における特別修繕のための追加的徴収も考えられ、その分を修繕費と資本的支出に計上することとなる。

#### ④ 一時金（預り金）の運用益

（基準）

##### 第5節 表

##### 預り金的性格を有する保証金等の運用益

D C F法等における一時金（預り金）の運用益は、実際の授受の期に計上する方法ではなく、運用益を計上する方法<sup>33</sup>によることを原則とする。

D C F法の保有期間中における運用利回りは、賃貸借契約等による預り金の運用制約の程度を勘案して、短期の運用利回り水準を基本とする。直接還元法及びD C F法の復帰価格査定において収益費用の標準化を前提とする場合は、超長期における標準的な運用利回り水準を基本に、預り金の長期拘束性の程度等を考慮して査定する。

#### ⑤ 資本的支出（大規模修繕費）

（基準）

##### 第5節 表

##### 対象不動産に係る建物、設備等の修理、改良等のために支出した金額のうち当該建物、設備等の価値を高め、又はその耐久性を増すこととなると認められる部分に対応する支出

エンジニアリング・レポート記載の長期修繕更新費等の修繕費を分析し、運営費用を構成する修繕費に含まれない資本的支出に相当する額を計上する。この際、ある特定期間における大規模修繕は必ずしも当該期に発生するものではないと判断される場合には、修繕引当金又は修繕積立金的に考え、年平均額を計上する。年平均額を計上する場合は原則として保有期間により平準化する。なお、今後の資本的支出予測の前提として、現在までの大規模修繕の履歴を必ず確認する。

<sup>33</sup>全額を支払準備金等として、金融機関等に流動性のある資金として預託するものとし、一旦預託年度の支出としたあと各年度で予測される短期運用利回りに基づく各年度の運用益を収入とする（取得時は、前所有者からの保証金債務相当額の収入と支払準備金への支出とし、転売時は、支払準備金からの収入と購入者への支出とする。）方法。

## ⑥ アセットマネジメントフィー等

(留意事項)

### 4. DCF法等の適用等について

(4) 信託報酬、特別目的会社・投資法人・ファンド等に係る事務費用、アセットマネジメントフィー（個別の不動産に関する費用は除く）等の証券化関連費用については、収益費用項目には含まないなど、証券化対象不動産の鑑定評価に係る運営純収益と開示書類等でみられるいわゆる「NOI（ネット・オペレーティング・インカム）」は異なる場合があることに留意する必要がある。

不動産証券化に伴う信託報酬やSPC等の管理費用、アセットマネジメントフィーは、いずれも不動産に関する固有のコストではなく、いずれも信託受益権を活用したり、SPC等を活用したり、資産入れ替え型に近い運用をしたりしたために発生する費用であり、正常価格を求める単独の不動産の鑑定評価においてはこれらの費用は総費用に見込むべきではない。なお、これらの費用のうち、実質的に対象不動産の維持管理費、修繕費、プロパティマネジメントフィー等と判断される場合には、当該費用については総費用に含む必要があるので、名目にとらわれずに判断する必要がある。

不動産の取得に係る仲介手数料や不動産取得税等についても、正常価格を求める場合には、費用として見込まないものとする。

## 2 DCF法の適用様式

(基準)

### II DCF法の収益費用項目の統一等

(3) DCF法を適用する際の鑑定評価書の様式の例は、別表2のとおりとする。証券化対象不動産の用途、類型等に応じて、実務面での適合を工夫する場合は、同表2に必要な修正を加えるものとする。

DCF法の適用に当たっては、証券化鑑定基準別表2（DCF法シート）として例示されている様式を参考に、証券化鑑定基準において記載すべきこととされている事項を、依頼者等に理解しやすく記載する必要がある。この記載の様式の例は証券化鑑定基準が求める記載事項を例示したものであるが、必要な内容が記載されているものであれば既存のDCF計算ソフトのフォーマットを変更すること等により対応することもできる。

証券化鑑定基準において例示する標準収益費用項目は、主として用途が事務所、店舗又は共同住宅である貸家及びその敷地（借地権付建物を含む。）又はこれらの用途を前提とした更地等を想定したものである。対象不動産がその他の用途である場合、または底地等類型が異なる場合には、標準収益費用項目によることが説明力の観点から妥当と判断されないこと

も想定される。

他の用途又は類型の不動産であってもできる限り収益費用項目等を統一することが望ましいと考えられるため、これらを想定した標準収益費用項目については継続して検討し公表する予定である。当面は本指針掲載の標準収益費用項目を基本とし、必要な修正を加えることにより対応することが望ましい。

(記載例)

DCF法シート記載例 (作成中)

## 第6章 土地建物の内訳価格の算定

(留意事項)

### 4 DCF法等の適用等について

(3) 建物及びその敷地の価格は、その構成要素である土地と建物が一体となって効用を発揮することにより形成されるものであるが、依頼者から鑑定評価書に土地・建物の内訳を求められ、内訳価格の記載をする場合には、算定した前提等を明らかにしなければならない。

賃貸用不動産等の建物及びその敷地の価格は、その構成要素である土地と建物が一体となって効用を発揮することにより形成されるものであるから、建物及びその敷地の鑑定評価額は基本的には土地に係る部分と建物に係る部分に厳密に配分することはできないものであるといえるが、不動産取引等における財務会計や税務上の要請から土地と建物の価格の内訳が必要となるため、鑑定実務においては土地・建物の積算価格の比率によって鑑定評価額を按分計算した金額を内訳価格として示するのが一般的となっている。

ところが、最近では投資用不動産の価格が収益性あるいは投資採算性を基準として形成されるようになってきていることや不動産投資市場の活況を呈していることを反映して、収益性からアプローチして求めた貸家及びその敷地の価格が、不動産の物的な側面からみた各構成要素の価格を積み上げて求めた積算価格を大きく上回るケースが増えており、そのような場合には積算価格比率による方法で求めた建物の内訳価格が当該建物を新たに建築する際の再調達原価を大幅に超過するといった状態が生じている。

土地・建物の内訳価格の査定方法として、従来からの原則的な査定方法である積算価格の比率で按分する方法に基づいて行う場合には、土地残余法を適用するなど収益性を適切に考慮して土地価格を査定し、建物価格については市場性を考慮して積算価格を修正した(土地建物一体としての増加部分を調整した)建物価格により、土地・建物の内訳価格をそれぞれ検証することが望ましい。

他の算定方法を用いた場合を含め、鑑定評価書に土地建物の内訳価格を記載する場合には、

便宜的に配分していたものであることを含め、その配分根拠を明記する必要がある。

## 第7章 定期的な実務の状況の把握

(基準)

附則

2. 国土交通省は、毎年一回程度、この通知による改正後の不動産鑑定評価基準に基づく実務の状況について検討を加え必要があると認めるときには、その結果に基づいてこの基準の改訂など所要の措置を講ずるものとする。

国土交通省は、証券化鑑定基準に基づく証券化に係る鑑定評価実務等の状況について把握・検証を行うとともに、毎年1回程度、証券化鑑定基準についての検討を行い、必要があると認めるときには、証券化鑑定基準の改定を含む所要の措置を講ずるものと、表明されている。当協会においても、実務の状況を把握し、新しい視点を取り入れて必要に応じ改定を行い、鑑定評価への信頼の一層の向上をめざすこととしたい。

### 終わりに

本実務指針はもとより当協会の内部規定であり、当協会の会員が鑑定評価を行うに当たって、自らを律し遵守すべきものである。

したがって、特別な実務慣行がある場合や本実務指針を採用しない事について合理的な根拠が説明できる特殊な場合を除いて、これに従わないことは違反行為として当協会内部の倫理規定にもとるものとされるのは言うまでもない。

一般投資家を含む証券化市場関係者との関係では、たとえば不当鑑定に係る訴訟等の局面において、外部者からであっても、本実務指針を遵守して適切な手順により鑑定評価が行われたか否かが問われるであろうから、この点で、本実務指針は内部規定とは言え、社会的にも大きな重みを持っていることに十分留意しなければならない。

【添付資料】  
 (基準)  
 (第5節Ⅱ(1)表)

項目		定義
運営 収益	貸室賃料収入	対象不動産の全部又は貸室部分について賃貸又は運営委託をすることにより経常的に得られる収入(満室想定)
	共益費収入	対象不動産の維持管理・運営において経常的に要する費用(電気・水道・ガス・地域冷暖房熱源等に要する費用を含む)のうち、共用部分に係るものとして賃借人との契約により徴収する収入(満室想定)
	水道光熱費収入	対象不動産の運営において電気・水道・ガス・地域冷暖房熱源等に要する費用のうち、貸室部分に係るものとして賃借人との契約により徴収する収入(満室想定)
	駐車場収入	対象不動産に付属する駐車場をテナント等に賃貸することによって得られる収入及び駐車場を時間貸しすることによって得られる収入
	その他収入	その他看板、アンテナ、自動販売機等の施設設置料、礼金・更新料等の返還を要しない一時金等の収入
	空室等損失	各収入について空室や入替期間等の発生予測に基づく減少分
	貸倒れ損失	貸倒れの発生予測に基づく減少分
運営 費用	維持管理費	建物・設備管理、保安警備、清掃等対象不動産の維持・管理のために経常的に要する費用
	水道光熱費	対象不動産の運営において電気・水道・ガス・地域冷暖房熱源等に要する費用
	修繕費	対象不動産に係る建物、設備等の修理、改良等のために支出した金額のうち当該建物、設備等の通常の維持管理のため、又は一部がき損した建物、設備等につきその原状を回復するために経常的に要する費用
	プロパティマネジメントフィー	対象不動産の管理業務に係る経費
	テナント募集費用等	新規テナントの募集に際して行われる仲介業務や広告宣伝等に要する費用及びテナントの賃貸借契約の更新や再契約業務に要する費用等
	公租公課	固定資産税(土地・建物・償却資産)、都市計画税(土地・建物)
	損害保険料	対象不動産及び附属設備に係る火災保険、対象不動産の欠陥や管理上の事故による第三者等の損害を担保する賠償責任保険等の料金
	その他費用	その他支払地代、道路占用使用料等に要する費用
運営純収益		運営収益から運営費用を控除して得た額
一時金の運用益		預かり金的性格を有する保証金等の運用益
資本的支出		対象不動産に係る建物、設備等の修理、改良等のために支出した金額のうち当該建物、設備等の価値を高め、又はその耐久性を増すことと認められる部分に対応する支出
純収益		運営純収益に一時金の運用益を加算し資本的支出を控除した額

証券化鑑定基準別表1 エンジニアリング・レポートシート  
 証券化鑑定基準別表2 DCF表例

(実務指針)

別表 1 証券化概念図 (作成中)

別表 2 標準直接還元法シート

別表 3 収益費用項目表 (会計上の費目との対比表)

証券化鑑定基準別表 1

記入不動産鑑定士		所属		記入日		物件名称		物件所在地	
----------	--	----	--	-----	--	------	--	-------	--

エンジニアリング・レポートの基本的属性・入手経緯

エンジニアリング・レポートの 基本的属性・入手経緯	作成者		依頼者	調査日	発行日	入手先	入手年月日
	A						
	B						
	C						
	D						

提出されたエンジニアリング・レポートについて、 鑑定評価を行う上での対応方針、独自調査の必要性・内容等	
--	--

調査内容及び作成者 (※作成者欄には上記A、B、C又はDを記載)	作成者からの 説明	項目	エンジニアリング・レポートの 活用か独自調査かの別	鑑定評価において活用した事項とその根拠
1 建物状況調査		立地概要調査		
		建物概要調査		
		設備概要調査		
		更新・改修履歴と その計画の調査		
		構造概要調査		
		法令遵守状況調査		
		緊急修繕更新費		
		短期修繕更新費		
		長期修繕更新費		
2 建物環境調査		再調達価格		
		アスベスト(フェーズⅠ)		
		PCB その他の項目		
3 土壌汚染リスク評価		土壌調査(フェーズⅠ)		
4 地震リスク評価		簡易分析		
		詳細分析		

地中埋設物				
建物環境調査		アスベスト(フェーズⅡ)		
土壌汚染リスク評価		土壌調査(フェーズⅡ)		
		環境アセスメント等		
耐震性調査		耐震改修促進法による 耐震診断		

再評価等の特記事項	
-----------	--



別表2 標準直接還元法シート

		一年度収支	査定根拠			
			査定方法			補足
			過去一年間の 実際収支	今後一年間に予測され る実際収支	市場標準からの比較に 基づく収支	
(a)	貸室賃料収入					
(b)	共益費収入					
(c)	(共益費込み貸室賃料収入) [(a)+(b)]					
(d)	水道光熱費収入					
(e)	駐車場収入					
(f)	その他収入 ( )					
①	[(c)+(d)+(e)+(f)]	0				
	(c) (d) 空室等損失					
	(e) (f) 空室等損失					
(g)	空室等損失合計	0				
(h)	貸倒損失					
②	運営収益 [(①)-(g)-(h)]	0				
(i)	維持管理費					
(j)	水道光熱費					
(k)	修繕費					
(l)	プロパティマネジメントフィー					
(m)	テナント募集費用等					
(n)	公租公課					
	土地					
	建物					
	償却資産					
(o)	損害保険料					
(p)	その他費用					
③	運営費用 [(i)+(j)+(k)+(l)+(m)+(n)+(o)+(p)]	0				
④	運営純収益 (NOI) [(②)-③]	0				
(q)	一時金の運用益等					
(r)	資本的支出					
⑤	純収益 [(④)+(q)-(r)]	0				
	(参考)					
	OER (賃貸運営費用/総収益)					
	預かり一時金 (敷金・保証金等) 残高					

		査定根拠	補足
⑥	還元利回り	%	

収益価格 (⑤÷⑥) ※

※ 上3桁未満四捨五入

## 別表 3

## 収益費用項目表（会計上の費目との対比表）

項目名		小項目名	
運営収益	(a) 貸室賃料収入	事務所賃料、店舗賃料、店舗歩合賃料、住宅賃料、倉庫賃料、ロッカー賃料	
	(b) 共益費収入	事務所共益費、店舗共益費、住宅共益費、倉庫共益費、その他共益費	
	(c) 共益費込み貸室賃料収入	(a) (b) 合計	
	(d) 水道光熱費収入	電気使用料、水道使用料、上水使用料、中水使用料、下水使用料、ガス使用料、時間外空調使用料、個別空調使用料、冷水使用料、温水使用料、蒸気使用料、空調使用料、その他光熱費使用料	
	(e) 駐車場収入	駐車場賃料、バイク置場賃料、駐輪場賃料、駐車場共益費、時間貸駐車場収入、駐車場使用券売上、バイク置場使用料、駐輪場使用料	
	(f) その他収入	看板賃料、ショーケース賃料、施設利用料、設備利用料、備品利用料、その他付帯施設利用料、アンテナ設置料、自動販売機設置料、看板設置料、公衆電話設置料、地代、貸会議室使用料、その他使用料、管球交換費用、セキュリティカード発行費用、看板作成料、専用部清掃費、通信端末設置電力料、その他付帯収入、事務所礼金、店舗礼金、住宅礼金、駐車場礼金、倉庫礼金、看板礼金、事務所更新料、店舗更新料、住宅更新料、駐車場更新料、倉庫更新料、看板更新料、その他賃料、敷金保証金償却収入、期限前解約違約金、遅延損害金、その他解約金・損害金等収入、その他の収入	
	(c) (d)に係る空室等損失		
	(e) (f)に係る空室等損失		
	(g) 空室等損失合計		
	(h) 貸倒れ損失		
	運営収益合計		
運営費用	(i) 維持管理費	運営管理業務費、事務管理費、電話料金、その他統括管理業務費、日常清掃業務費、定期清掃業務費、水槽清掃業務費、その他清掃業務費、環境測定業務費、昆虫等の防除業務費、植栽管理業務費、塵芥処理業務費、その他環境衛生業務費、常駐設備員業務費、巡回点検業務費、その他設備日常運転監視業務費、電気設備保守点検費、空調設備保守点検業務費、給排水設備保守点検業務費、消防設備保守点検業務費、昇降機設備保守点検業務費、自動扉保守点検業務費、中央監視装置点検業務費、機械式駐車場保守点検業務費、その他設備保守点検費、法定検査・報告業務費、その他検査・報告業務費、常駐設備員業務費、機械警備システム業務費、その他警備業務費、駐車場運営業務費、備品・消耗品費（購入）、備品・消耗品費（リース・レンタル）、その他備品・消耗品費、管理組合管理費、その他保守管理費	
	(j) 水道光熱費	電気料金、水道料金、ガス料金、地域熱供給料金、その他水道光熱費	
	(k) 修繕費	修理・補修費、年度計画修繕費、必要発生時修繕費、その他修繕費	
	(l) プロパティマネジメントフィー	プロパティマネジメントフィー	
	(m) テナント募集費用等	営業活動費、広告宣伝費、契約更新手数料、リーシングマネジメントフィー	
	(n) 公租公課	土地	固定資産税・都市計画税
		建物	
		償却資産	
	(o) 損害保険料	火災保険料、賠償責任保険料	
	(p) その他費用	建物賃借料、駐車場賃借料、支払地代、電波障害対策費、その他環境対策費、道路占用使用料、有線放送使用料、CATV使用料、その他施設利用料等	
	運営費用合計		
運営純収益（NOI）			
(q) 一時金の運用益	受取利息		
(r) 資本的支出	修理・補修費、年度計画修繕費、必要発生時修繕費、その他修繕費		
純収益			