

平成20年3月25日

開発型証券化における鑑定評価にかかる留意事項(案)

社団法人日本不動産鑑定協会
証券化鑑定評価委員会
実務研究専門委員会Ⅱ

目 次

I. 開発型証券化	1
II. 開発型証券化において想定される類型等	3
III. 開発型証券化の鑑定評価等に当たり特に留意すべき事項	5
(I) 法定スキームにおいて特定価格を求める場合	5
1. 運用計画・開発計画等が未定の段階	5
2. 開発計画・運用計画等が確定前の段階	5
(II) 法定外スキームにおいて正常価格を求める場合	7
(III) 建物が建築中の段階における土地の鑑定評価	7
(IV) 未竣工建物及びその敷地の価格調査	8
(V) 未竣工建物の一部（既施工部分）を含む価格調査	9
(VI) 予定賃貸条件の妥当性の確認	10
IV. 開発型証券化（更地の評価）における適用手法	11
V. DCF法（開発賃貸型）	14
(I) DCF法（開発賃貸型）の定義	14
(II) 開発期間、保有期間	14
(III) 費用	15
(IV) 売却価格（販売総額）等	15
(V) 投下資本収益率	16
VI. 開発法	18
VII. 開発型証券化における各試算価格の調整方法	18
(I) 特定価格を求める場合	18
(II) 正常価格を求める場合	19

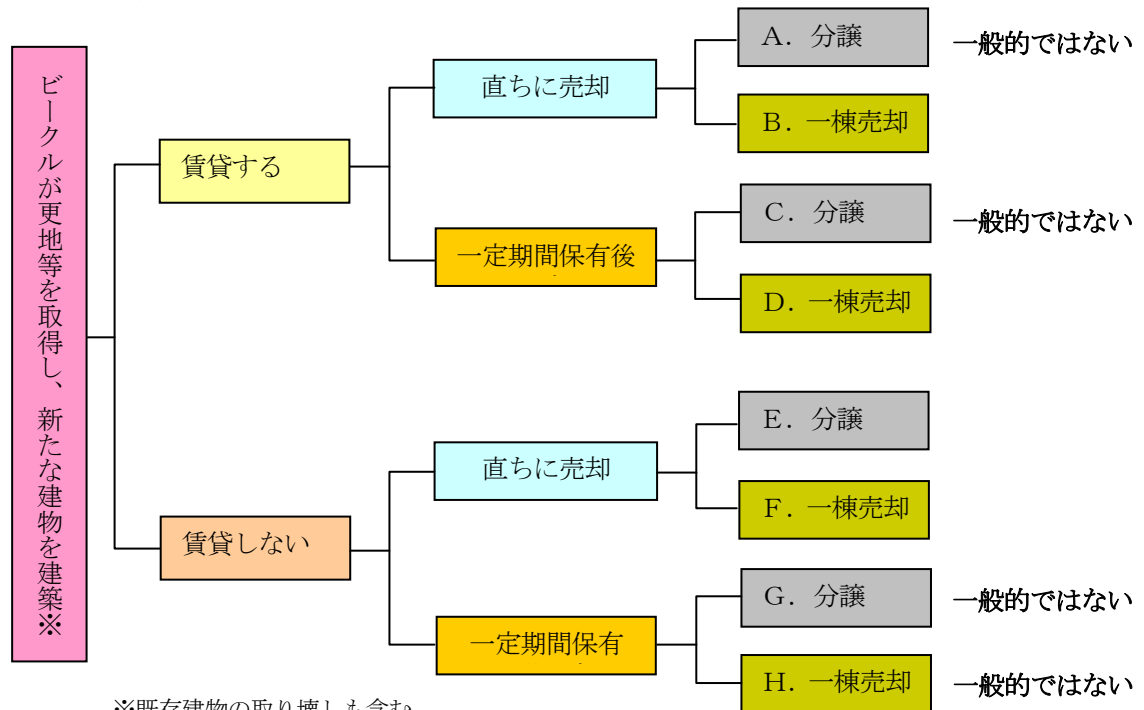
I. 開発型証券化

本留意事項において開発型証券化とは、不動産証券化により、ビークルを利用して行う不動産開発事業を総称している。典型的には、ビークルが、取壊し前提の既存建物及びその敷地、あるいは更地、または建物建築中の土地等を取得し、建物を新築したうえで¹賃貸不動産等として売却するような証券化スキームである。

開発型証券化は、当初、オリジネーターの開発計画が相当確定した段階における証券化が中心であったこと、開発型証券化ビークルに対するローン（デットファイナンス）の審査基準等が整備途上段階にあったこと、及び資産流動化計画が厳格に運用されていたこと等により、詳細な開発計画や建築計画を策定し、これらの許可が得られているか又はそれに近い段階にあるもののみが対象となっていた。しかしながら、昨今の不動産証券化市場の成熟に伴い、開発型証券化は建築確認や開発許可等が得られていない段階でも行われ、入札等による土地取得が未定な段階でもビークルが組成されるようになり、投資家から資金を募り自らの開発資金の投下を一定額に抑える事業スキームの一つとして頻繁に行われている。

開発型証券化は、竣工後の建物及びその敷地を、①賃貸するかしないか、②直ちに売却するかしないか、③個別分譲するか、一棟売却するかの違いにより形式的には次のシナリオに分類することが可能である。

<開発型証券化のシナリオ>



このうち、AとCは、賃貸される建物及びその敷地について、専有部分毎（住戸毎あるいはフロア毎）に分譲するイメージとなるが、賃貸不動産の開発型証券化の出口戦略としてはほとんど観察されていない。また、GとHは、賃貸せずに一棟空室のままビー

¹ 既存建物については取壊しを想定する。

クルが一定期間保有し、売却するような出口戦略である。Gは別荘地等で見られる販売形態であるが、いずれも開発型証券化という視点では観察されていない。

一方、Bは賃貸不動産の需要者である私募ファンドやJ-REITへの売却を前提に開発を行う開発事業者において、省資金型事業スキームとして最も利用されている。また、賃貸不動産を一定期間保有して売却するDも、リースアップ期間が必要と考えられる物件において、また保有期間に拘らず、デットファイナンスへの出口説明のため、よく観察される計画である。

また、賃貸せずに直ちに分譲するEは、分譲マンション等の開発型証券化においてディベロッパーのパートナーSPC²によく見られ、Fは分譲マンションにおけるディベロッパーへの専有卸し（一棟売却）において、また自社ビル等の建築のために一般事業会社等により組成されたビークルにおける開発型証券化においても見受けられる。

Hは昨今の不動産市況の変化に伴い、出口戦略に不透明感が増す状況下、自社使用の実需による購入者層も取り込むために、敢えて賃貸せずに一括売却するケースとして散見されるが、土地を取得する段階において一般的な計画とは言いがたい。

² SPCは基本的に事業後は清算するため、買主（エンドユーザー）への瑕疵担保責任の問題からSPC単独で分譲することは困難である。

II. 開発型証券化において想定される類型等

開発型証券化においては、当初、ビークルが取得する不動産は土地（取り壊し前提の建物を含む場合もある。）であるため、基本的には更地（取り壊し前提の建物及びその敷地を含む場合もある。）の鑑定評価が求められる。一方、開発の進捗に応じた各段階又は開発全般を通じた投資家への参考資料や資金調達等の観点から、次の類型等の価格を求める依頼も想定される。

段階	考えられる類型等
既存土地建物	自用の建物及びその敷地（取壊し最有効） 更地として 未竣工建物及びその敷地（自用・貸家）
↓	
開発素地 又は更地	宅地見込地 更地 未竣工建物及びその敷地（自用・貸家）
↓	
建物建築中	更地として 建物が建築中の段階における土地（建付地に準じた土地） 未竣工建物の一部（既施工部分）を含む土地 未竣工建物及びその敷地（自用・貸家）
↓	
建物竣工	自用の建物及びその敷地 貸家及びその敷地
↓	
賃貸終了後	貸家及びその敷地

この場合において、「未竣工建物及びその敷地」については建物として物的に確認することが困難であり、また、「未竣工建物の一部（既施工部分）を含む土地」については未竣工建物の一部が不動産となっていないため、これらを対象とした評価については不動産鑑定評価基準に基づく不動産鑑定評価書としての対応が困難であることから、不動産鑑定評価基準に準拠した価格調査として調査報告書等で対応せざるを得ないことに留意する。

なお、これ以外にも、後日の正式な鑑定評価書の発行を前提とした事前調査、証券化の検討段階における採算性検証のための各種シュミレーション、セカンドオピニオン等の要請により、鑑定評価基準の手順を一部省略した不動産鑑定評価基準に準拠していない価格調査としての対応を行うケースもあるが、この際、特に価格調査として依頼者に提示された調査報告書が、依頼者のみならず（依頼の際の事情を知らない）第三者が利用する場合もあることを踏まえ、第三者が、調査報告書の位置づけ（当該調査がどの程度の手順を踏まえた調査であるのか、何故、調査報告書となったのか）を一見して明確に把握できるようにすることが重要である。

したがって、調査報告書として発行する場合には、少なくとも次の事項について調査報告書に明記する必要がある。

①	不動産鑑定評価基準等に準拠しているか否か
②	調査報告書とした理由（鑑定評価書として評価できない理由及び鑑定評価書としての要件を満たさないものであっても第三者の利益を害しないと判断した理由）
③	別途発行する又は前提とする鑑定評価書の存在の有無
④	前提条件等の蓋然性の状態（建築確認、賃貸借予約契約等の有無）
⑤	鑑定評価基準に基づく手順を省略した場合には、手順省略の有無とその内容

また、不動産鑑定業者において調査報告書という表題で発行したとしても、国土交通省の不当鑑定の審査等において、実態は鑑定評価であると判断される場合があることに留意する必要がある。³

³ 不動産の鑑定評価に関する法律においては次の通り記載されている。

<p>第二条（定義）</p> <p>この法律において「不動産の鑑定評価」とは、不動産（土地若しくは建物又はこれらに関する所有権以外の権利をいう。以下同じ。）の経済価値を判定し、その結果を価額に表示することをいう。</p>

Ⅲ. 開発型証券化の鑑定評価等に当たり特に留意すべき事項

(I) 法定スキームにおいて特定価格を求める場合

法定スキームの開発型証券化においては、TMK（特定目的会社）が更地を取得する際の鑑定評価が多いと考えられるが、この場合は、特定価格を求めることが求められている。特定価格を求める場合には資産流動化計画等により投資家に開示される対象不動産の運用計画・開発計画等を所与とする必要がある。

この運用計画・開発計画等については、未定の段階、確定前の段階、確定している段階が想定される。このうち、未定の段階と確定前の段階については、まず、当該時点において鑑定評価を行うことの必要性について依頼者に確認を行うことが必要である。これらの段階において鑑定評価を行わざるを得ない場合には、以下の点に留意をし、対応することが必要である。

1. 運用計画・開発計画等が未定の段階

資産流動化法に基づく特定目的会社（TMK）が土地を購入する段階においては、資産流動化計画が必要であるが、後日の流動化計画の変更を前提に、運用計画・開発計画等が未定の段階でも流動化が可能である。このような段階において、鑑定評価を行うこととなった場合には、一定の運用計画に基づく特定価格を求めることは困難であるため、正常価格を求めるものとする。

この場合には、鑑定評価額の記載とともに、求めるべき価格の種類についての誤解を避けるため⁴、次のような説明の記載を行うこととする。

鑑定評価額（正常価格） 金〇〇〇,〇〇〇,〇〇〇円
※依頼者によれば、開発計画は、【証券化の見込みの段階であるため】未定である。したがって、一定の開発計画に基づく特定価格を求めることはできないため、不動産鑑定士が判断した最有効使用に基づく正常価格を鑑定評価額として求めたものである。

2. 開発計画・運用計画等が確定前の段階

予定されている開発計画・運用計画等が地区計画の変更を前提としている場合等、現段階では最有効使用を超えると認められる場合には、開発計画・運用計画等の確実性が確認できる状態（少なくとも開発許可や建築確認を得ている場合）に限り当該開発計画・運用計画等を前提とした特定価格を求めることができるものとする。

この趣旨は、蓋然性が低い開発計画等に基づく鑑定評価書により不動産証券化が行われた場合、後日、その開発計画等の許可が得られなかった場合は、鑑定評価を信頼して投資を行った投資家が不測の損害を蒙る恐れがあるためである。

一方で、最有効使用を下回る使用方法が開発計画等として策定されている場合には、開発計画等は実行可能となるため、上記のような開発許可や建築確認を得

⁴ TMKが売却する場合の価格の種類は正常価格である。

ていることは必ずしも必要ではなく、当該開発計画等に基づく特定価格を求めるものとする。これは、通常、運用計画に従った運用方法に基づき受動的な形で配当を享受する投資家はアセットマネジメントに対して直接的な権限を行使することができないため、売却時以外はポテンシャルな価値を享受できない、すなわち運用期間中は最有効使用を下回る利用方法による収益のみしか得られないためである。

もつとも後者の場合においては、正常価格が併記されるため、運用計画に基づく対象不動産の経済価値（特定価格）と最有効使用に基づく経済価値（正常価格）の違いを明記することにより投資家の投資判断に委ねることもできる。

前提とする開発計画・運用計画等が、不動産鑑定士の判断による最有効使用と同じ場合には、建築確認や開発許可を得ていることは必要ではないことは一般の開発法の適用における扱いと同様である。

なお、最有効使用とは①用途及び有形的な利用形態における最有効と、②運用計画における最有効を含む概念であり、例えば低層住宅地域において収益性の劣る戸建住宅を建築し賃貸するという運用方法は、①は最有効といえども、②は最有効とはいえず、結果的に最有効使用とはいえないこととなる。

以上から、開発計画等の確実性が確認できる前の特定価格の鑑定評価は当該開発計画・運用計画が、鑑定評価の主体の考える最有効使用と比較してどのように位置づけられるのかを判断した上で、次により行うものとする。

特定の利用方法の状態	鑑定評価等における取り扱いと記載方法
開発計画・運用計画が、鑑定評価依頼時点において、最有効使用を超える利用方法と判断される場合	開発計画・運用計画の確実性が確認できる状態（少なくとも開発許可や建築確認を得ている場合。）でない場合には、まず、鑑定評価の実施の是非について依頼者に確認することが必要である。 当該時点（確実性が確認できない時点）で鑑定評価書を発行せざるを得ない場合には、正常価格を鑑定評価額として求めることとし、鑑定評価額の記載とともに、求めるべき価格の種類についての誤解を避けるため、次のような説明の記載を行うこととする。 <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin: 5px 0;"> 鑑定評価額（正常価格） 金〇〇〇,〇〇〇,〇〇〇円 </div> ※依頼者提示の開発計画・運用計画は、不動産鑑定評価における最有効使用を超える利用方法であるが、建築確認や開発許可等を得ておらず、計画の確実性が十分でないため、当該開発計画に基づく特定価格を求めることはできない。このため、不動産鑑定士が判断した最有効使用に基づく正常価格を鑑定評価額として求めたものである。
開発計画・運用計画が、最有効使用と同じ利用方法と判断される場合	開発計画・運用計画について鑑定評価の主体として最有効使用と判断することができれば、当該開発計画等を前提とした鑑定評価（特定価格）を行う。この場合には当該開発計画の実現性、合法性について十分に留意する。なお、この場合には不動産鑑定評価基準に基づき、特定価格と同額の正常価格が付記されることとなる。

<p>開発計画・運用計画が、最有効使用を下回る利用方法と判断される場合</p>	<p>開発計画・運用計画を前提とした鑑定評価（特定価格）を行う。但し、この場合には当該開発計画等の実現性、合法性については十分に留意して判定を行う。なお、DCF法における将来の売却価格は第三者への売却を予定するため、必ずしも現状の運用計画に基づく収益力のみを前提とした価格ではないことに留意する必要がある。また、特定価格を求めた場合には不動産鑑定評価基準に基づき、正常価格を付記する必要がある。</p>
---	---

(II) 法定外スキームにおいて正常価格を求める場合

資産流動化法や投信法の関連しない、いわゆる法定外スキームにおけるSPCにかかる取引の対象となる不動産の鑑定評価では、購入時・保有時・売却時のいずれも正常価格を求めることとされている。

この法定外スキームにおけるSPCに、特定の運用計画・開発計画等が存在する場合には、当該運用計画等が最有効使用であるかどうかを検討し、最有効使用と判断できる場合には、当該運用計画等に基づき鑑定評価（正常価格）を行うものとする。

一方、特定の開発計画や運用計画等が特別の能力を持つ人による使用であったり、実現の可能性が少ない使用、非合法的な使用等である場合には、最有効使用と判断することはできない。

したがって、当該開発計画や運用計画等が最有効使用と異なる場合（最有効使用を超える使用方法と判断される場合、最有効使用より劣る使用方法と判断される場合）においては、鑑定評価の主体として判断した最有効使用に基づき、鑑定評価を行うこととなる。（最有効使用と判断できないときは、変更、取り壊しも検討する。）

(III) 建物が建築中の段階における土地の鑑定評価

建物が建築中（開発協議中のものも含む）の土地については、現況に基づき、建物が建築中であることを所与とした土地（建付地に準じた土地）として鑑定評価を行う。この評価にあたっては、次の通り建築途中であることが更地の価格に増価として働くケースと減価として働くケース、いずれでもないケースの3つのパターンが考えられる。

分類	具体例
<p>更地価格に増価となるケース</p>	<p>既に前所有者等において実施済の行為（建築確認申請、都市計画の変更等）をそのまま承継でき、開発スケジュールが、更地状態と比較して短縮されるような場合や開発コストが更地と比較して低くなる場合等。</p>
<p>更地価格に減価となるケース</p>	<p>既に前所有者等において実施済の行為（建築確認申請、都市計画の変更等）がそのまま承継できず、開発スケジュールが、更地状態と比較して長期化されるような場合や開発コストが更地と比較して高くなる場合等。</p>
<p>増減価がないケース</p>	<p>既に前所有者等において実施済の行為の有無に拘らず、開発スケジュールが、更地状態と比較して変化がなく、開発コストも変化がない場合等。</p>

建物が建築中の段階における土地の鑑定評価は、現況に基づき、上記を判断することとなる。当該判断にあたっては、具体的な開発計画に関する依頼者又はアセットマネジャーへのヒアリングやデューデリジェンスの実施状態を慎重に判断することが必要である。

既に前所有者において実施済の行為を買主が承継することを前提とする場合は、当該承継について確認を行い、確認の相手、確認の月日、確認した不動産鑑定士等の氏名等を記録として残すことが必要である。当該確認に実現性があると判断された場合には、その判断根拠と、建築中の建物の既施工部分を新所有者が承継し、利用することが可能なものとして鑑定評価を行うことを鑑定評価書に明記することが必要である。これらができないと判断される場合は建付地に準じた土地として鑑定評価を行うことはできず、現状と異なる独立鑑定評価である旨を付して更地として鑑定評価を行うことが妥当である。

建付地に準じた土地として評価を行う場合の手法は、現況に基づき、建物が建築中であることを考慮し、事業採算性を反映したDCF法（開発賃貸型）と、更地価格から建物が建築中であることを考慮した増減価（建築中の建物が最有効使用かどうか、既施工箇所の撤去が必要となるか、使用収益時期の到来が早くなるか、遅くなるか等を考慮した増減価）を行うことにより求める手法とを併用して鑑定評価額を決定する。評価手法の適用においては、更地価格・建物再調達原価との比較における竣工時の土地・建物への増分・減分価値の配分、開発スケジュールが短縮または延長されることに伴う評価への影響を判断することが必要になる。したがって、当該鑑定評価額は、建付地に準じた価格として更地価格と異なる場合も考えられるが、竣工時における建付地価格を上回ることはないよう留意が必要である。

この場合、後記「(V) 未竣工建物の一部（既施工部分）を含む価格調査」の通り、「未竣工建物の既施工部分（例えば、基礎や鉄骨柱等）」の価値は鑑定評価の対象とはならないことに留意が必要である。このため、既に実施済みの工事を引き継ぐ場合であっても、当該工事に関する費用は売買にあたって清算されることを前提に、鑑定評価においては既に支出された費用も再度発生することとし（価格時点において一括して発生する費用として織り込む等により）評価を行うことが必要となる。

(IV) 未竣工建物及びその敷地の価格調査

建物の建築着工前や建築工事中の段階での、竣工を想定した建物及びその敷地の鑑定評価は対象建物の確認ができないこと、設計図書の通り建物が竣工するかどうか確実でないこと及び貸家及びその敷地としては賃貸借契約内容が予定通り締結されるかどうか不明確なこともあり、行うことができない。したがって、価格調査として対応せざるを得ないが、未竣工建物及びその敷地の価格調査については、次の2つの考え方がある。

①	将来時点の建物及びその敷地の価格調査を行っているという考え方
②	予定建物が現時点で竣工し（賃貸し）ていることを想定し、価格調査を行っているという考え方

開発型証券化は、実質的に開発プロジェクトに対する資金提供といえるため、現時点の更地価格等と同様に、プロジェクトが実現し、複合不動産となった際の価格が必要となるケースは多く、①と②のいずれの調査ニーズも考えられる。

一方で、建物が物的に確認できない状況における価格調査であり、前提条件や留意点が明確にされていない場合には、当該価格調査の利用者の利害に影響を及ぼすことも想定される。したがって、「未竣工建物及びその敷地の価格調査」が①と②のいずれの考え方で行ったものかを次のように表題を付した上で、それぞれの前提事項について調査報告書に明記することが必要である。

＜調査報告書の表題として明記すべき事項＞

①	未竣工建物が竣工していることを前提として対象不動産とする価格調査 (将来時点の予定建物及びその敷地の価格調査)
②	未竣工建物が竣工していることを前提として対象不動産とする価格調査 (調査時点で予定建物が竣工し(賃貸し)ていることを想定した価格調査)

また、前提事項として、次の事項を調査報告書の冒頭等に記載するものとする。

①	本価格調査は、将来の価格形成要因について予測を加えた将来時点の価格調査であるが、鑑定評価主体が調査時点で合理的と判断した予測のみを含むものであり、予測の限界を踏まえた価格調査である。(したがって、単に過去の推移等が将来も続くものとして予測を行ったものではない。)
②	本価格調査は、現実には想定し得ないものの、予定建物が現時点で竣工し、予定賃貸条件(又は現時点での新規賃貸条件)にて賃貸されていることを前提に価格調査を行ったものである。

なお、①については別途更地の鑑定評価を行う場合には、DCF法を適用して将来時点における複合不動産の価格を想定することとなるが、この場合には、当該未竣工建物及びその敷地の価格との整合性について留意し、差異が生じる場合には当該価格調査書においてその理由を記載する必要がある。

②については、将来時点の価格形成要因の予測は、既に還元利回り等で包含されている要因も多いことから、GDPの推移、キャップレート低下傾向等、一定の説明可能な資料が存在してもそれを直ちに採用するものではなく、予測について鑑定評価の主体が妥当性を有すると判断することが必要であり、合理性が要求されることに留意しなければならない。

また、前記「Ⅱ. 開発型証券化において想定される類型等」に掲げた事項に留意し、必要記載事項を調査報告書の冒頭等に明記しなければならない。

(V) 未竣工建物の一部(既施工部分)を含む価格調査

「未竣工建物の既施工部分(例えば、基礎や鉄骨柱等)」は、既施工部分の資産性、第三者対抗要件の有無、施工会社等の留置権等の問題、またそもそも不動産でないことから、鑑定評価の対象とはならない。

このため、「未竣工建物の既施工部分(例えば、基礎や鉄骨柱等)」の価値を加えた土地の価格を求める場合には価格調査として対応することとなる。前記「(Ⅲ) 建物が建築中の段階における土地の鑑定評価」に記載の通り、建物建築途中における土

地の評価は、更地の価格に増価となるケースや減価となるケースも考えられる。したがって、調査報告書においても、「未竣工建物の既施工部分（例えば、基礎や鉄骨柱等）」がどのような位置付けになるのか（そのまま工事を引き継ぐことが可能か、それとも撤去が必要か等）を、具体的な開発計画に関する依頼者等へのヒアリングを通じて把握することが必要である。この際、既に前所有者において実施済の行為を買主が承継することを前提とする場合は、（Ⅲ）同様に、当該承継について確認を行い、その実現性を確認した上で、「建築中の建物の既施工部分を新所有者が承継し、利用することが可能なものとして価格調査を行う」旨の前提を付すことが必要である。

価格調査の手法としては、取引事例比較法の適用が難しいことが考えられるため、原価法やDCF法（開発賃貸型）を適用することになる。この場合、「未竣工建物の既施工部分（例えば、基礎や鉄骨柱等）を含む資産」は、既に一部が施工済みであることを考慮した開発スケジュールに基づく価格判定が中心的な考え方になると考えられるため、DCF法（開発賃貸型）により求めた価格がより説得力を有するものと考えられる。

また、前記「Ⅱ．開発型証券化において想定される類型等」に掲げた事項に留意し、必要記載事項を調査報告書の冒頭等に明記しなければならない。

（Ⅵ）予定賃貸条件の妥当性の確認

開発型証券化の鑑定評価においては、主として開発後の建物及びその敷地（貸家及びその敷地）の価格を基礎として、土地の価格を求めることとなる。この場合、竣工後建物について予定賃貸借条件が判明している場合には、賃貸借予約契約書や賃借申出書等の確認を行うとともに、予定賃貸条件については市場資料等からその妥当性を検証し、そのリスクを鑑定評価額に適切に反映させることに留意する。

この場合、賃貸借予約契約が締結されているか、開発途上段階での解約条項、違約金条項、賃借物件として汎用性がある建物かどうかによっても、開発リスクが異なるため、求められる土地価格等が異なる場合があることに留意する。

このため、賃貸借（予約）契約の有無とその内容について、鑑定評価書に記載することが必要である。

IV. 開発型証券化（更地の評価）における適用手法

更地の鑑定評価においては基準各論第1章において次のように記載されている。

1. 更地

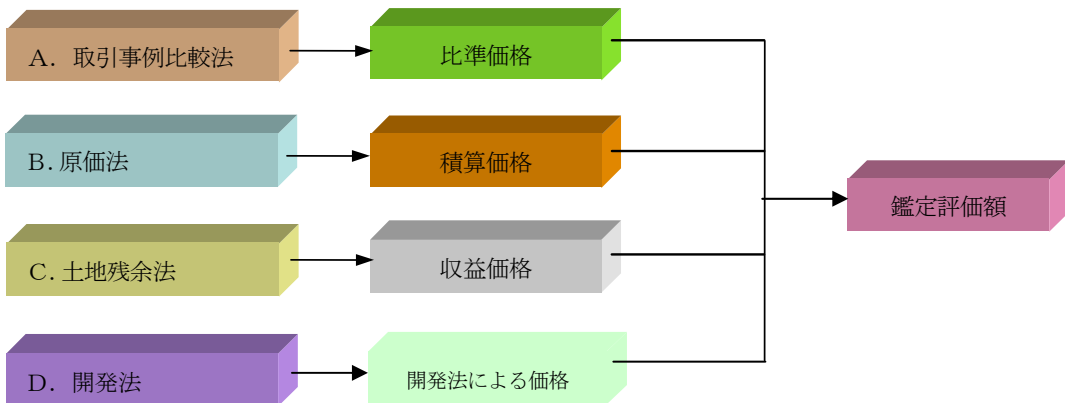
更地の鑑定評価額は、更地並びに自用の建物及びその敷地の取引事例に基づく比準価格並びに土地残余法（建物等の価格を収益還元法以外の手法によって求めることができる場合に、敷地と建物等からなる不動産について敷地に帰属する純収益から敷地の収益価格を求める方法）による収益価格を関連づけて決定するものとする。再調達原価が把握できる場合には、積算価格をも関連づけて決定すべきである。当該更地の面積が近隣地域の標準的な土地の面積に比べて大きい場合等においては、さらに次に掲げる価格を比較考量して決定するものとする（この手法を開発法という。）。

(1) 一体利用をすることが合理的と認められるときは、価格時点において、当該更地に最有効使用の建物が建築されることを想定し、販売総額から通常の建物建築費相当額及び発注者が直接負担すべき通常の付帯費用を控除して得た価格

(2) 分割利用をすることが合理的と認められるときは、価格時点において、当該更地を区画割りして、標準的な宅地とすることを想定し、販売総額から通常の造成費相当額及び発注者が直接負担すべき通常の付帯費用を控除して得た価格

なお、配分法及び土地残余法を適用する場合における取引事例及び収益事例は、敷地が最有効使用の状態にあるものを採用すべきである。

すなわち、次のように整理される。



また、特定価格を求める場合には、基準運用上の留意事項において次の通り記載されている。

鑑定評価の方法は、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を決定する。

基準各論第3章第4節においては、次のように記載されている。

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により検証を行うことが適切である。

ここで、証券化対象不動産の更地についてはどのような手法を適用したらよいのか、

更地に関するDCF法は具体的にどのように適用すればよいのかが問題となる。

上記を踏まえ、本留意事項では、開発型証券化における対象不動産の評価手法として、開発法的要素を加味したDCF法（開発賃貸型）を土地のDCF法として提案する。

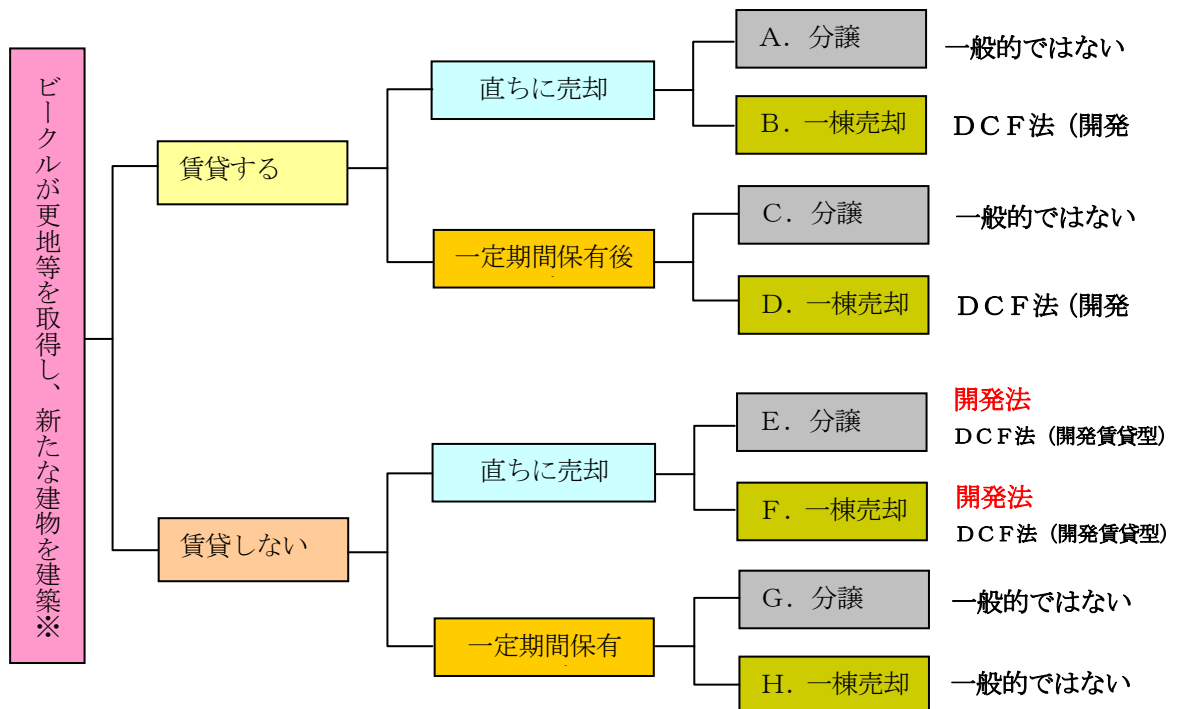
ここで、DCF法（開発賃貸型）とは、更地に建物を建築し、テナントへ賃貸の上、賃貸不動産としてビークル（投資ファンド等）に売却することを前提に、投資家の投資採算性を考慮した更地価格を求める手法である。投資家の投資採算性を考慮するために、価格時点から建築期間中及び竣工後建物のキャッシュフローを予測し、それらの現在価値により収益価格を求める手法である。適用手法の詳細については後記Vをご参照。

また、DCF法（開発賃貸型）により求められた価格を検証する直接還元法として土地残余法を位置付ける。

なお、土地残余法についても、土地に適用するDCF法と併用する場合には、収益費用項目や採用する利回りについての整合性をとり、依頼者に対して説明できるものとする必要がある。

開発型証券化においては次のようなシナリオがあり、各シナリオにおいてDCF法（開発賃貸型）の適用が可能である。

<開発型証券化のシナリオに応じた適用手法>



※開発法は一体利用又は分割利用をすることが合理的と認められるときに、価格時点において、当該更地に最有効使用の建物が建築されることを想定し、販売総額から通常の建物建築費相当額及び発注者が直接負担すべき通常の付帯費用を控除してディベロッパーの投資採算性を考慮した更地価格を求める手法である。

開発型証券化における鑑定評価に係る留意事項

従来から鑑定評価基準に明記されている開発法は、居住用不動産の分譲（一棟売却を含む）を想定したものと考えられ、「販売総額」は収益還元法以外の手法によって求めることが定着している。

竣工後建物の用途が分譲マンションである等の場合で、鑑定評価額の決定にあたって開発法による価格がより高い説得力を持つ場合もあることに留意が必要である（後記「VII. 開発型証券化における各試算価格の調整手法」参照）。

この際、証券化対象不動産の鑑定評価を行うにあたっては、当該評価にあたって開発法を適用する際にも、DCF法（開発賃貸型）の収益費用項目のうち、採用できるものについては整合させること、キャッシュフロー表を作成する等により将来の収益費用の予測及び判断根拠について採用した資料と併せて明示することが必要である。

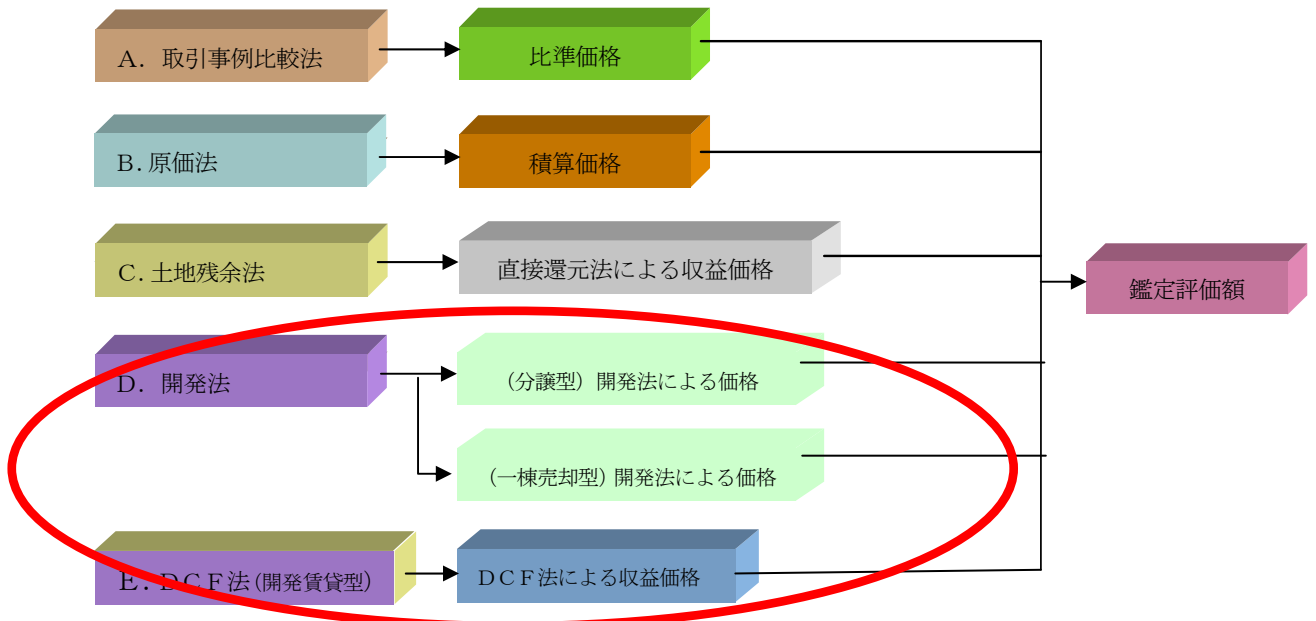
<開発型証券化において想定されるスキームと適用手法>

	想定される開発後の 類型・事業スキーム	DCF法	一般的に説得力が高いと 考えられる手法
B	賃貸マンション、賃貸ビル、賃貸物流施設等の 証券化	DCF法（開発賃貸型）	DCF法（開発賃貸型）
D	〃	DCF法（開発賃貸型）	DCF法（開発賃貸型）
E	分譲マンションの事業パートナーSPC	自用物件に賃貸を想定する DCF法（開発賃貸型）	開発法
F	分譲マンションの出口専有卸スキームの開発 型証券化、SPCを利用した自社ビル建設	自用物件に賃貸を想定する DCF法（開発賃貸型）	開発法

参 考：不動産鑑定評価基準運用上の留意事項によれば次のとおりである。

② 特定価格を求める場合の例について ア 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鑑定評価目的の下で、 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 ～ 鑑定評価の方法は、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を決定する。

上記について整理すると次のとおりとなる。



V. DCF法（開発賃貸型）

（I）DCF法（開発賃貸型）の定義

DCF法（開発賃貸型）は、開発的要素を加味したDCF法を組み合わせた手法である。具体的には、更地に建物を建築し、テナントへ賃貸の上、主として賃貸不動産としてビークル（投資ファンド等）に売却することを前提に、投資家の投資採算性を考慮した更地価格を求める手法となる。投資家の投資採算性を考慮するために、価格時点から建築期間中及び竣工後建物のキャッシュフローを予測し、それらの現在価値により価格時点における対象不動産（土地）の価格を求める。

DCF法（開発賃貸型）は竣工後直ちに転売を見込む場合と竣工後一定期間保有し転売する場合の2通りが考えられ、これに応じて開発事業キャッシュフローと賃貸保有事業のキャッシュフローを混在させるDCF法が考えられる。竣工後直ちに転売を見込む場合と竣工後一定期間保有し転売する場合のそれぞれの価格は、売却コスト等の発生タイミングにより価格の若干の変化も考えられるが、理論的に異なるところではない。したがって、ビークルにおける運用計画又は最有効使用の判断に則して手法を適用すべきである。

竣工後直ちに転売を見込む場合には、売却価格（販売総額）の査定にあたっては、貸家及びその敷地のDCF法の適用によることを基本とするが、直接還元法をも適用することにより、検証を行うものとする。

なお、ここでは、DCF法（開発賃貸型）を更地価格を求める収益還元法のDCF法に位置づけている。また、建物の建築を想定することから、採用する利回りについては、以下により区別を行う。

価格時点から建物竣工までのキャッシュフローを現在価値に割引くために用いる利回り	投下資本収益率
竣工時点以降に土地及び建物から得られるキャッシュフローを現在価値又は売却時の価値に割引くために用いる利回り	割引率
売却価格をDCF法によって求める際に当該DCF法における復帰価格を求める場合に用いられる利回り	最終還元利回り
売却価格（販売総額）を求めるために、直接還元法を適用する際に用いる利回り	還元利回り

（II）開発期間、保有期間

DCF法（開発賃貸型）においては、以下の期間についての考慮が必要である。

1. 開発期間：価格時点から建物竣工までの期間

開発期間については個別不動産の開発計画について詳細に検討した上で判断を行うことが必要である。依頼者等に確認した内容については鑑定評価書に記載するとともに、その妥当性を慎重に吟味するものとする。なお、建物建築途中段

階における土地の評価においては、想定される開発期間に長短が生じることに留意する。

2. 保有期間：価格時点から建物竣工後土地建物の売却を行うまでの期間
建物竣工、テナント賃貸、一時保有等の期間を得た後で売却する場合は、建物竣工までが開発期間、売却期間までが保有期間となる。
建物の竣工後ただちに土地及び建物を売却する場合は、開発期間と保有期間は一致する。

(Ⅲ) 費用

1. 土地取得費用
土地取得費用（仲介手数料、不動産取得税、登録免許税等）は、収益還元法等、他の手法の整合性の観点から、含めないものとする。
2. 開発期間中の費用
 - (1) 建築費
 - (2) 販売費・一般管理費
 - (3) 土地の公租公課

なお、不動産証券化においてプロジェクトマネジメントと称して、一定のフィーが開発事業を推進するアセットマネジャー（通常ディベロッパーであることが多いと考えられる。）に支払われることがあるが、これらは、いわゆるディベロッパーの利潤として投下資本収益率等で考慮されるため、控除する費用項目には計上しない。

3. 建物取得にかかる費用
不動産取得税、登録免許税を考慮する。

(Ⅳ) 売却価格（販売総額）等

1. 売却価格（販売総額）
竣工後直ちに転売を見込む場合のDCF法（開発賃貸型）における建物竣工後の土地及び建物の売却価格は、原則として貸家及びその敷地に適用するDCF法によって求めた価格を標準とし、直接還元法によって求めた価格により検証を行う。また、価格時点から売却時点までの将来の還元利回りの変動については予測の限界を慎重に見極める必要がある。

なお、予定されている売却価格等は、必ずしも現状のマーケット水準とは限らず、取得価格を説明するための資料として将来の価格変動を見込んだりするケースも多いので、依頼者からのプロジェクト収支等については慎重に見極めることが必要である。

2. 売却費用

仲介手数料、借地権の名義書換料等を考慮する。

(V) 投下資本収益率

DCF法（開発賃貸型）における投下資本収益率は、開発型証券化における開発事業に特有の事業リスクを反映して決定するものとする。

なお、竣工までの開発期間と竣工後賃貸事業を行う賃貸保有期間が併存する場合には、竣工までのキャッシュフローを割り引く利回りが投下資本収益率、賃貸保有期間のキャッシュフローを割り引く利回りは、割引率となる。（但し、開発型証券化では賃貸事業も開発リスクを伴うものであるため、各期間の複利現価率が開発期間と賃貸保有期間との境で逆転する等、不連続にならないように留意する。）

DCF法（開発賃貸型）においては、一期間のネット・キャッシュフローがマイナスの場合にも、リスクの大小等を反映した通常の投下資本収益率で割り引いてよいかどうかという論点がある。しかし、開発法等においては通常先行して費用が発生するが、特にこれを区別することなく価格形成が行われているのが通常であること、内部収益率（IRR）と類似のものとして投下資本収益率が捉えられていること等から、ネット・キャッシュフローがマイナスの場合についても、プラスの場合と同じ投下資本収益率を使用することを原則とする。但し、マイナスのネット・キャッシュフローとなる期間が長期にわたる場合には、保守的な観点、あるいは市場における価格形成との整合性の観点から、低い割引率等を使用することが妥当と判断される場合も想定され、案件に応じて適切に判断することが必要である。

<開発型証券化において想定されるリスクとその回避手段の例>

想定されるリスクの例	リスク回避手段の例
土壌汚染	詳細な土壌環境調査の実施、売主の瑕疵担保、土壌汚染対策費の事業費用への織り込み
埋蔵物	詳細な調査の実施、売主の瑕疵担保、対策費の事業費用への織り込み
出資所定者の破綻	スポンサーによる出資補充意思の表明
予定融資の不組成	融資予定者の早期コミットメント取り付け
金利変動	固定金利借入、スワップ等によるリスクヘッジ
完工の遅延	請負業者による完工補償、遅延損害金の約定、建築工事保険等
事業費の超過	請負業者による請負代金の完工保証、請負業者による補完の約定、建築工事保険
リーシング不調 (賃貸型)	スポンサー等による賃料保証

資産流動化法による開発型証券化に係る未完成建物に関する調査（平成18年3月：社団法人日本不動産鑑定協会）

【参考1】

開発型証券化は開発事業者がアセットマネジャー（AM）を兼ねて主体的に事業を推進してゆくことが多いと考えられるが、事業推進を行う開発事業者がエクイティ投資家であることが多い。この場合、開発事業者においては転売前提事業か、賃貸保有前提事業かによって期待する投下資本収益率が大きく異なることに留意する。すなわち、転売前提事業の場合には短期間で投下資本に見合う形での投下資本収益を見込むため、投下資本収益率は比較的高

開発型証券化における鑑定評価に係る留意事項

水準となり易い。これに対して賃貸保有事業の場合にはピークルの出口はありながらも、長期での投下資本収益の回収を見込むため、投下資本収益率は低位となりやすい。

記号	事業の捉え方	投下資本収益率	適用する不動産
①	賃貸保有事業的	収益を長期で回収するため、賃貸不動産の割引率に近いものとなる。	一般的に優良な不動産に対して適用
②	開発事業的	転売によって収益を即時に回収するため、いわゆるマンション等の開発事業における投下資本収益率に近いものとなる。	一般的に将来リスクの高い不動産に対して適用

①の投下資本収益率は、竣工後土地建物の割引率に開発期間中のリスクを加算し、②はマンション等の開発事業における投下資本収益率をベースに、開発事業のリスク、金利負担控除後の開発利益を考慮して求める方法が実務的に説明力が高いと思われる。また、①と②いずれについても、テナント等の信用力、売却時点の対象不動産の流動性等を考慮して求めるものとする。

【参考2】

DCF法（開発賃貸型）は、①竣工後直ちに転売を見込む場合と②竣工後一定期間保有し転売する場合の2通りがあるが、「①竣工後直ちに転売を見込む場合」には売却コスト等が早期に発生するため、価格が低下することが考えられる。しかしながら、この2通りによって求めた価格は理論的には一致するものであり、①に比べて②の方が投下資本収益率が若干上昇しているものと考えられる。

(VI) 収益費用項目

開発型証券化において適用されるDCF法（開発賃貸型）の収益費用項目は別表による。

VI. 開発法

開発法は、居住用不動産の分譲を想定したものと考えられるが、「販売総額」に「一棟売却価格」を含むと解釈することにより、賃貸をしない一棟の売却を想定した開発型証券化において、適用することができる。竣工後建物が自用の建物及びその敷地である場合は、取引事例比較法による比準価格及び収益還元法による収益価格を関連づけることにより売却価格を求める。

この場合、DCF法（開発賃貸型）の収益費用項目のうち、採用できるものについては整合させること、キャッシュフロー表を作成する等により将来の収益費用の予測及び判断根拠について採用した資料と併せて明示することが必要である。

1. 更地

更地の鑑定評価額は、更地並びに自用の建物及びその敷地の取引事例に基づく比準価格並びに土地残余法（建物等の価格を収益還元法以外の手法によって求めることができる場合に、敷地と建物等からなる不動産について敷地に帰属する純収益から敷地の収益価格を求める方法）による収益価格を関連づけて決定するものとする。再調達原価が把握できる場合には、積算価格をも関連づけて決定すべきである。当該更地の面積が近隣地域の標準的な土地の面積に比べて大きい場合等においては、さらに次に掲げる価格を比較考量して決定するものとする（この手法を開発法という。）。

(1) 一体利用をすることが合理的と認められるときは、価格時点において、当該更地に最有効使用の建物が建築されることを想定し、販売総額から通常の建物建築費相当額及び発注者が直接負担すべき通常の付帯費用を控除して得た価格

(2) 分割利用をすることが合理的と認められるときは、価格時点において、当該更地を区画割りして、標準的な宅地とすることを想定し、販売総額から通常の造成費相当額及び発注者が直接負担すべき通常の付帯費用を控除して得た価格

なお、配分法及び土地残余法を適用する場合における取引事例及び収益事例は、敷地が最有効使用の状態にあるものを採用すべきである。

VII. 開発型証券化における各試算価格の調整方法

(I) 特定価格を求める場合

特定価格を求める場合には、基準運用上の留意事項において次の通り記載されている。

鑑定評価の方法は、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を決定する。

これは類型に拘らずこのような取り扱いとなっているものである。

但し、竣工後、賃貸を予定するものでない場合には、開発法による価格を重視するものと考えられる。また、特定価格と正常価格における各手法の適用の仕方については留意することが必要である。

(Ⅱ) 正常価格を求める場合

鑑定評価基準各論第3章第4節によれば、収益価格を求めるに当たっては、DCF法を適用しなければならないとし、直接還元法によって検証を行うこととされているが、特定価格と異なり、DCF法によって求めた収益価格を標準としなければならないとはされておらず、「原価法及び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、鑑定評価額を決定した理由について記載」することとされている。

したがって、正常価格は、各論において規定されたそれぞれの類型に即応した求め方を基準とし、対象不動産が有する地域性やマーケット状況による試算価格の説得力、採用された資料の信頼性等により適切に判断すべきである。