

Ⅱ. 不動産鑑定評価基準等適用上の評価手法等の実務指針（案）

目次

第1章 鑑定評価の基本的事項	4
§1.1 【論点整理】 特定価格論	4
第2章 不動産の価格形成要因	5
§0.0 問題の構造化	5
§1.1 論点①：一般的要因の分析（不動産投資・証券化に着目した分析）	6
§2.1 論点②：地域要因の分析（不動産投資・証券化に着目した地域不動産市場の分析）	7
§3a.1 論点③a：エンジニアリング・レポートによる調査結果の鑑定評価への反映方法	8
§3b.1 論点③b：法令遵守状況（遵法性）	12
§3c.1 論点③c：緊急・短期・長期修繕価の数字の扱方	16
§3d.1 論点③d：耐震性（PML）の取扱	19
§3e.1 論点③e：アスベスト・PCBなど有害物質の有無	21
§3f.1 論点③f：土壌汚染問題	23
§3g.1 論点③g：埋蔵文化財、地下埋没物の問題	25
§4a.1 論点④a：依頼者からの資料入手の困難性	26
§4b.1 論点④b：一般的資料の入手困難性	28
第3章 鑑定評価手法の適用（収益還元法の適用方法）	29
§0.0 問題の構造化	29
§1a.1 論点①a：収益、費用項目の構成の統一、各項目の定義の統一、入力内容、方法の統一	31
§1b.1 論点①b：収益項目の主な論点（標準DCF法シート項目）	34
§1c.1 論点①c：費用項目の主な論点（標準DCF法シート項目）	37
§1d.1 論点①d：NOI項目以外の主な論点（標準DCF法シート項目）	42
§1e.1 論点①e：標準DCF法シート項目以外の主な論点	45
§2a.1 論点②a：キャッシュフローの将来予測における一般的な留意点	47
§2b.1 論点②b：直接還元法における将来予測の基本的な考え方	48
§2c-1.1 論点②c-1：直接還元法とDCF法の使い分け（メリットと限界）	51
§2c-2.1 論点②c-2：直接還元法とDCF法の整合性	55
§3a.1 論点③a：各種利回り（還元利回り、割引率）等の基本概念（総論）	56
§3b-1 論点③b-1：還元利回りについて（理論的観点）	58
§3b-2 論点③b-2：還元利回りについて（実務的観点）	62
§3c-1.1 論点③c-1：割引率について（理論的観点）	64
§3c-2.1 論点③c-2：割引率について（実務的観点）	65
§3d.1 論点③d：キャッシュフローの予測と採用した各種利回りとの関係	67
§4a 【論点整理】 キャッシュフローと還元利回り、割引率に影響を及ぼす諸要因	69

第4章 鑑定評価手法の適用（原価法の適用方法）	71
§0-1.1 論点0-1：原価法の適用に関する問題（全般）	71
§1.1 論点①：修正土地残余法（建物建築後に売却を想定する土地残余法）の必要性	75
§2～§5 【論点整理】 原価法関連その他の論点整理	76
第5章 鑑定評価手法の適用（取引事例比較法の適用方法）	77
§0.1 論点0：複合不動産に対する取引事例比較法の適用に関する課題（全般）	77
§1.1 論点①：賃貸可能な部分の比準（床面積単価比準）	81
§2.1 論点②：取引利回り（比準利回り）活用法	84
§3.1 論点③：複合不動産取引事例の収集	86
第6章 試算価格の調整と鑑定評価額の決定	88
§1.1 論点①：試算価格の調整	88

（章立ての例）

第1章 1 論点①：〇〇

§1.1 【問題の所在】

（証券化関連不動産評価における具体的問題 列挙）

§1.2 【解決策、課題】

§1.2.1 解決策（改善のためのルール、解釈、及びその理由）

【問題の所在】に対応するもの

§1.2.2 解決策（他の規定等の改定を伴う提案、及びその理由）

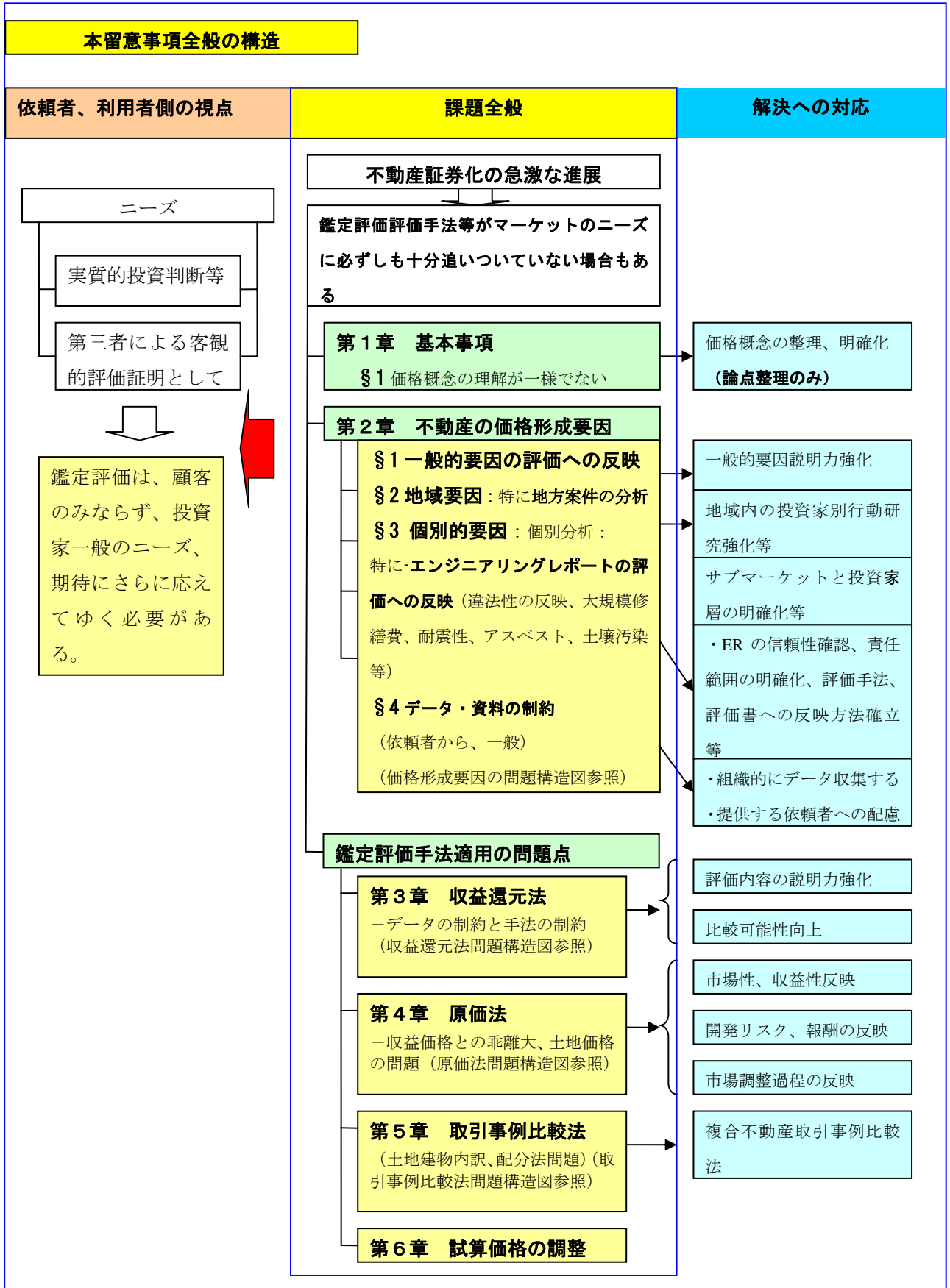
§1.2.3 「解決策」以外の諸説（長所、短所等）

§1.2.4 検証（地価上昇局面でも下落局面でも整合性があるか等）

§1.3 【個別局面における問題点等】

§1.4 【鑑定評価基準等における取り扱い】

(本実務指針全般の構造)



第1章 鑑定評価の基本的事項

§1.1【論点整理】特定価格論

§1.1「特定価格」にかかるさまざまな指摘と留意点

(1) 特定価格概念が必ずしも正しく理解されていない場合がある。

基準における特定価格の定義は例示であることや（例えば、破産法の場合は、鑑定協会留意事項で特定価格と定義されている）、正常価格との差異、「投資採算価値」の評価と同義か、などについての理解が統一されていない。

(2) 特定価格概念を分ける意義について、共通の理解が確立されていない。

(3) 運用面（概念を分けたとして）における疑問点

① 証券化スキームにおけるいわゆる法定外スキームの位置づけ

法定外スキーム（特に私募ファンドの評価において）では、「正常価格」での評価も散見される。

DCF法中で価格を求めることは、証券化対象不動産以外の投資対象不動産、収益不動産の場合であっても一般化しており、証券化対象不動産と区別する理由は乏しい。

また、市場で、実際に、成立する価格は投資家の値付けであり、正常価格≠投資採算価値、という場合は現実に地価上昇期にはありえない。

② 取得時、保有期間と売却時の価格の違い

特定資産の取得時又は保有期間中の評価は「特定価格」とされ、投資法人等が特定資産を譲渡するときに依頼される鑑定評価は正常価格とされるが、実務的にこの2つを区別することが一般に分かり難い。

③ 特定価格には属人性を考慮すべきかどうか、について、アメリカの鑑定評価で定義する投資採算価値とわが国の鑑定評価基準の投資採算価値の概念は一致していないが、この違いが十分理解されていない。

例えば、キャップレートや運用利回りは、購入主体がどのように考えるか、どのように購入主体が運用するかによって変わるかについて。

④ そもそも、鑑定評価依頼時に、証券化スキームが未定の場合もある。

第2章 不動産の価格形成要因

§0.0 問題の構造化

価格形成要因の問題の構造化		
依頼者、利用者側の視点	課題	対応策
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content;"> 鑑定評価に対する信頼性の一層の向上 </div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> § 1. 一般的要因利用の課題 ・投資用不動産に係る一般的要因が、具体的に評価にどのように影響しているか、さらに分析が必要。 </div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> 投資用不動産の需給状況、ファンド等の参入・退出の状況、要求利回りや資金調達環境の変化などは、特に注意深く把握、分析。 </div>
	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> § 2. 地域要因分析の課題 ・投資用不動産に係る地域要因（特に地方における）の分析において、不動産の規模・用途に応じて、地元投資家と全国レベルの機関投資家等、需要者層の違いや、需要者層の違いに応じた同一需給圏の違いを十分認識する必要がある。 </div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> 不動産の規模・用途等による需要者層の違い等に留意 </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-top: 10px;"> 需要者層の違いに着目した同一需給圏の把握やサブマーケットを分析。 </div>
	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> § 3. 個別的要因分析の課題 1 -エンジニアングレポート（ER）の問題 （ERの質、利用方法、評価への反映の問題：大規模修繕費、耐震性、アスベスト等有害物質、土壌汚染等について） </div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> ・ERの質確保。確保できない場合は謝絶。 ・鑑定評価書への反映のための具体的指針、不動産鑑定士の責任等の明確化等 </div>
	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> § 4. 個別的要因分析の課題 2 -利用できるデータの制約の問題 ・依頼者からの資料入手困難性（出し渋り、入手タイミング、徴求資料の詳細度、正確性の確認等） ・一般資料の入手困難性（J-REIT等の公開資料不足、アクセス方法、正常性検証のためのデータ不足） </div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> ・詳細資料入手の工夫 ・資料の出所、時期を鑑定評価書において明示すること。（依頼者による正確性の表明も） ・組織的にデータを大量に集め、標準とすべき指標を作成。 ・官民協働による資料収集が効率的 </div>

§ 1.1 論点①：一般的要因の分析（不動産投資・証券化に着目した分析）

§ 1.1 【問題の所在】

- ・ 不動産投資市場の全般的な状況を把握するためには、当該市場を取り巻く一般的な社会経済環境の現状と今後の動向に関する分析が不可欠である。
- ・ 一般的な社会経済環境を捉えるためには、一般的要因のうち、特に不動産証券化に関連する指標を収集、分析することにより、鑑定評価の各手順における判断の基礎として活用すべきである。

§ 1.2 【解決策、課題】

§ 1.2.1 解決策

(1) 不動産証券化に関わる一般的要因の分析において収集・整理すべき指標

基本的には、不動産投資市場における市場参加者の行動に大きな影響を及ぼす要因に着目すべきであり、一般的には、景気（経済成長）、物価、金利といったマクロ経済に係る指標を収集・整理すべきである。

また、一般的な不動産投資・証券化市場における市況感、例えば、投資用不動産の需給状況、ファンド等の参入・退出の状況、要求利回りや資金調達環境の変化などは、特に注意深く把握、分析するように努めるべきである。

(2) 不動産投資市場の全般的な状況の把握のための一般的要因の分析

不動産の証券化に関わる鑑定評価においては、上記（1）であげた指標等を収集・整理のうえ、一般的要因の分析のなかで、それらの指標が不動産投資市場の市場参加者の行動にどのような影響を及ぼしているか、また、今後及ぼす可能性があるかについて分析すべきである。

§ 2.1 論点②：地域要因の分析（不動産投資・証券化に着目した地域不動産市場の分析）

§ 2.1 【問題の所在】

- ・不動産投資・証券化に着目した一般的要因の分析を踏まえて、対象不動産の存する地域に係る不動産投資市場についても、不動産の規模・用途等による需要者層（需要者の行動や価格に関する判断基準）の違いに留意して、同一需給圏の範囲の把握や同種の需要者層で構成されるサブ・マーケットにおける代替・競争等の関係にある不動産の需給状況や価格・賃料の動きなどを適切に把握する必要がある。

§ 2.2 【解決策、課題】

§ 2.2.1 解決策

(1) 不動産の規模・用途等による需要者層の違い等に留意

対象不動産の存する地域に係る不動産投資市場の分析において、不動産の規模・用途等による需要者層の違い（需要者の属性、行動及び価格に関する判断基準等）の違いに着目することが重要であることに留意しなければならない。そのためには、日頃から、様々な規模や用途の不動産についての取引の動向を数多く収集し、注意深く分析しておくことが必要である。

(2) 需要者層の違いに着目した同一需給圏の把握やサブマーケットの分析

需要者層がどのような者であるかによって同一需給圏の範囲が異なることになるので、地域分析においてサブマーケットを特定し、当該マーケットにおける不動産の需給状況等を分析する場合には留意が必要である。

例えば、規模・用途・品等などについて J-REIT を含む機関投資家の投資対象としての適格性を備える不動産については、そのような投資家が典型的な需要者となると認められ、当該不動産と代替・競争等の関係にある不動産が存する地理的範囲である同一需給圏は広域となる傾向がある。

このように想定される需要者層によって特定された同一需給圏を分析対象として、不動産の需給状況や価格・賃料の動き等を分析すべきである。

(3) 基本的な地域要因に係る資料の収集・整理

人口動態のほか、商業統計や工業統計等の地域社会経済データは、地域要因の把握・分析において基本的に重要な指標であり、このことは不動産投資・証券化に関わる鑑定評価においても同様であるので、これら基本的な地域要因に係る要因資料についても収集・整理しておくべきである。

【エンジニアリング・レポート利用上の諸問題】

§ 3a.1 論点③ a : エンジニアリング・レポートによる調査結果の鑑定評価への反映方法

§ 3a.1 【問題の所在】 エンジニアリング・レポートによる調査結果の鑑定評価への反映方法

<背景>

修繕・更新費用、耐震性（PML）、アスベスト、PCB など有害物質の有無等建物に関する状況は、鑑定評価基準等においては、不動産価格への影響を鑑定評価に適正に反映しなければならないとされている。

特に証券化不動産においては、依頼主及び一般投資家等により、ますます高い関心を寄せられ、その調査の不備は社会問題にまで及んできている。

不動産鑑定士による調査のみによって詳細かつ信頼しうる結果を導き出すことは非常に困難であると言えるため、他の専門家による建物調査報告書（エンジニアリングレポート〔以下「ER」という〕）の作成を依頼し、これらを参考に鑑定評価をすることが、必須事項となっている。

<問題点>

① ER 不在、あるいは不十分な状態で鑑定評価を依頼される案件があること

- ・ ER なしで鑑定評価を依頼される案件があること。
- ・ ER と同時に鑑定評価を発注されることがあるため、成果を鑑定評価に反映できない場合があること。
- ・ ER がドラフトのまま、鑑定評価書を書くことができるか。
- ・ 新規評価の場合と、継続評価の場合とその基準は違うか。

② ER 結果反映方法の具体的指針の不在

- ・ 調査結果を収益還元法等による評価段階において、どのように反映させるかについて不動産鑑定士の判断により評価額が異なるため、指針を具体化する必要がある。
- ・ 説明責任の観点からも、他の専門家の調査結果を用いる不動産鑑定士の立場を明確にし、その使用方法についての一定の指針が必要であること。

③ ER の責任の所在が不明確であること。不動産鑑定士の判断と ER の判断が違った場合の専門家責任の考え方。

- ・ ER には、責任回避文言があるが、不動産鑑定士が ER を使い、後に ER に過ちがあったとき誰の責任となるのか。
- ・ 不動産鑑定士の判断と ER の判断が異なった場合についての、専門家責任について。

④ ER 作成者により評価、判断、質のバラツキがあること

- ・ 作成者（ER 会社）や依頼主（売主、買主）等によって評価や判断の数値、質も異なること。

⑤ 不動産鑑定士による ER の質判断の困難さ

- ・ 専門的知識を十分に習得していないため、不動産鑑定士にとって ER の質を判断することは難しいこと。不動産鑑定士が技術的な問題を判断できない事項については、ER の記述に依拠せざるを得ない。

⑥ ER に有効期限はあるのか、

- ・ ER 発行後どれくらいの期間使用することができるか。

⑦ 継続評価の場合の ER のありかた

- ・ 継続評価の時には ER を取り直す必要があるか。

§ 3a. 2 【解決策、課題】

§ 3a. 2. 1 解決策

(1) 解決策（問題点①ER 不在、あるいは不十分な状態で鑑定評価を依頼される案件があること）：

最終版のエンジニアリング・レポートの取得

- ① エンジニアリング・レポートは証券化不動産に必須のものであるので、依頼者に取得してもらう。ない場合は原則鑑定評価を謝絶する。
- ② ER は発注されているが、その結果が鑑定評価に利用できないときは、ファイナル版鑑定評価の発行を ER 完成まで遅らせる。（H18. 6 国交省から日本不動産鑑定協会会長宛の通達参照）
- ③ 不十分な ER であることの前提条件付の鑑定評価書のドラフトの提示については、事実の確認のため依頼者等に提示する場合は別として、原則行ってはならない。提供する場合は、提供先の明示など、責任の明確化等を行い、より厳重な配慮をする。（なお、ドラフトの発行においても、最終鑑定評価書と同様に、計算ミス等が無いよう審査体制を充実させることが必要である。署名押印のない鑑定評価書は、法定記載事項を満たさない、違法な鑑定評価書とされる場合もありうるので、誤解の起こらぬように、ドラフトであることが明瞭になるように注意が必要である。）

（備考）

これまでは J-REIT の IPO の場合、上場日の 1 月半ぐらい前に目論見書の校了となるケースが多かった。それまでに ER の緊急修繕・遵法性に関する指摘事項を校了直前までに治癒させ、その内容を目論見書に反映させ、校了を迎えるといったプロセスを取っていることが一般的である。このプロセスでは ER のドラフトにおける緊急修繕項目が治癒されてファイナルの ER の修繕コストが修正されることにより鑑定評価額が変更されることがあるため、鑑定評価額に影響を及ぼす事項が固まった段階で、ER のファイナル版を待たずに、鑑定業者に ER の修繕必要事項が提示されて、鑑定評価書を発行するようなことが、スケジュールがタイトな場合に起こりえた。（当然余裕をもったスケジュールであれば、上記校了の前に ER のファイナル版を鑑定業者に提示し、鑑定評価書を発行してもらうようなプロセスは十分可能である。）

今後は、H18. 6 国交省通達により、校了直前になって、ER のファイナル版を入手し、それに基づいて鑑定評価書のファイナル版が作成されるというようなタイトなスケジュールが考えられるため、いずれにしても依頼受付時に全体のスケジュールを確認して鑑定評価を行うことが重要である。

(2) 解決策（問題点②ER 結果反映方法の具体的指針の不在）：

エンジニアリング・レポートの鑑定評価書反映指針の作成
・論点⑤以下で詳述

(3) 解決策（問題点③ERの責任の所在が不明確であること。不動産鑑定士の判断とERの判断が違った場合の専門家責任）：

不動産鑑定士の専門家責任の明確化

① 鑑定評価書における責任の根拠の明確化

- ・ ERに準拠するのか（ERの責任）、不動産鑑定士の判断かを表明する（ERに基づかない場合は、不動産鑑定士の責任）。
- ・ ER等他の専門家の資料への統一コメントの記載をする。（〇〇の資料は、信頼に足るものと考えられるが、その精度に対する保証はない。等）

② 提供者の真正保証

提示資料（採用資料）について、依頼者による真正保証をつける。

（備考）アメリカの鑑定評価のテキストでは、「専門家責任は別のため、依頼者側で調べる」と読み取れる。

§ 3a. 2. 2 解決策

(1) 解決策（問題点④ER作成者により評価、判断、質のバラツキがあること）：

以下のようなERの質、業者の質判定の仕組みを作る等の取り組みが必要である。

- ① ER業者団体が専門家責任の規律を作る。証券化不動産ER資格制度など。
- ② ERの第三者確認機関（建築確認のように、制度として）を作る。
- ③ 鑑定業者側では、提携の確認機関による第三者意見を取得する。

(2) 解決策（問題点⑤不動産鑑定士によるERの質判断の困難さ）：

不動産鑑定士は依頼主から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を精査し、調査結果を安易に鵜呑みにするのではなく疑問点は依頼主に確認のうえ、適正な調査結果得ること。そのためには、不動産鑑定士のERの知識、読解能力向上策が必要である。

(3) 解決策（問題点⑥ERに有効期限はあるのか）：

有効期限の意味には、時間が経つと通常物件の物理的状況が変わるので一定期間だけを有効にする、という意味と、古いERでは新しいERで調査されている項目が調査されていないので、一定期間有効という意味がある。

基本的には有効期限は短い。しかしながらERが作成されてから、取引がクロージングするまでの間の期間は通常有効と考える。（但し、ERの前提となる条件がなくなれば、短期間でも無効であるといえる。）

物理的に何の変化がなくても経済的な変動は通常ありうる半年程度が目安と考えられる。内容的には項目毎に妥当性について有効期間は異なるものと考えられるので、実態的な対応をすべきである。

（§ 3a. 3【個別局面における問題点等】）

- ・ 自主ルールで5年毎にERを取ることにしているJ-REITがある。

- ・今後この問題は証券化の成熟化に伴い、更に議論されると見込まれるので、実務の進展を注視していくことが必要である。

(4) 解決策（問題点⑦継続評価の場合の ER のありかた）：

継続評価の時には、所有者から、PM の AM に対するレポートを入手し、初回 ER を取得したときからの物件の変化につき把握して、ER を検証、補強する原則とする。（実際にはリファイナンス時まで ER を取り直すことは少ない）。

継続の ER では、前回と比較して、ER のどの部分がどう変わったか報告を求め、それが真正であることの表明をしてもらう。

継続評価の際の ER の有効期限は新規の場合と基本的には同じ。

§ 3a. 4【不動産鑑定評価基準等における取り扱い】（資料〇）

- ・第 3 章 不動産の価格を形成する要因
 - 第 3 節 個別的要因
- ・第 6 章 地域分析および個別分析
 - 第 2 節 個別分析

（備考） 参考としたアメリカの鑑定評価のテキスト（アメリカの鑑定評価論：アメリカ不動産鑑定協会編著、財団法人不動産研究所訳 P 741～745 参照）記載例

◇

鑑

定評価の前提と限定条件

- ・「この鑑定評価書に格別の記載がされていない限り、人にとって危険な資材の存在は、鑑定人に観察されなかった。鑑定人は、不動産の表面または内部にそのような資材の存在を見抜く責務を負う者ではない。アスベスト、ユリア樹脂発泡断熱材・遮音材、及びその他の潜在的な危険物質の存在は、不動産の価値に影響を及ぼすであろう。鑑定評価された価値は、価値の減少をもたらすそのような部材が、不動産の表面または内部に存在しないとの前提に立っている。そのような異常、またはそれらを発見するのに必要な専門的・技術的知識に関しては、何等の責任はない。依頼者は、必要なら、この分野の専門家を雇う事が望ましい。」
- ・「この鑑定評価書または写しの所持は、広報、出版、ないしは公表する権利を伴わない。」
- ・「この鑑定評価書の内容等は、予め鑑定人の書面による同意・承諾がない限り、広告等を通じて、公衆に流布されてはならない。」

§ 3b.1 論点③ b : 法令遵守状況 (遵法性)

§ 3b.1 【論点整理】法令遵守状況 (遵法性)

<背景>

・ 違法物件の存在

建築確認や竣工検査を受けていない物件や、適法に完成した後、容積率、用途等に関する規制に違反する改造を行った違法建築物が存在し、このような物件の鑑定評価依頼を受ける場合がある。

<問題点>

① 評価可能か、謝絶するか判断基準を明確にする必要があること

・ 対象不動産の確認：遵法性については、法的な届出や監督官庁の許可の有無の確認、また許可された内容と調査時点における現状との整合性について確認を行う必要があるが、鑑定評価可能か、謝絶すべきかの判断基準を明確化する必要があること。

② 遵法性確認の義務を明確にする必要がある

- ・ 不動産鑑定士にどこまで遵法性を確認する義務があるか。(3a 参照)
- ・ ER がない場合、建築基準法違反発見などの義務は重い。

③ 違法物件の価格への反映方法、評価手法の指針の具体化が必要であること

- ・ 遵法性が認められない場合には、購入者が心理的な不安をもつことは勿論、金融機関の融資が下りない等、不動産の価格に多大な影響を与える可能性があることから、鑑定評価においては遵法性の有無は不動産の価格形成要因の分析及び価格査定の際に適正に反映する必要がある。
- ・ しかし、鑑定評価において違法部分の価格への反映方法、評価手法の指針を具体化する必要がある。

④ 鑑定評価書の記載方法の指針を具体化する必要があること

- ・ 価格への反映方法とともに、鑑定評価書における記載方法の指針を具体化する必要がある。

⑤ 既存不適格不動産との差異

- ・ 建築基準法施行前の建築物や道路買収などで敷地面積が減少し容積オーバーになった建築物など、いわゆる既存不適格物件等と違法建築物とが混乱して認識されている場合がある。

§ 3b.2 【解決策、課題】

§ 3b.2.1 解決策

違法物件の取り扱いについて、

一般市場の売買で、違法状態のある物件は、流通し、鑑定評価をする機会もあるが、証券化案件においては、それらの問題が解決できる物件を除いて謝絶することを原則とする。

(但し、信託受託者は「合理的に見て是正可能な期間内に適法状態へ是正」可能な物件以外実質上違法状態の不動産を受託できないことに留意する。本論点末尾 § 3b.4 信託検査マニュアル (金融検査マニュアル別編[信託業務編]) p 34 「建造物に関する法令違反の有無の確認」参

照)

(1) 解決策（問題点①鑑定評価可能か、謝絶するか判断基準が不明確）：

① 適法化させることができるかどうかによる判断

a. 適法化させることができる場合：

適法化してから鑑定評価する（取引させる）のが原則で、それが間に合わない場合適法化させるコストを差し引いて鑑定評価する。

b. 適法化させることができない場合

基本的には投資適格性に欠ける為、証券化案件としてふさわしくない案件であると考えられるので、謝絶する。

取り壊しが最有効の物件として鑑定評価できる場合はある（取壊し費用が更地としての価格を上回る場合は経済価値なしとなる）。

② 適法化させるコストの査定方法

専門家による見積もりが必要になる。（4a 参照）

但し、適法化させるコストは必ずしも ER 中にあるものだけで計るものではない。〔耐震工事など〕

(2) 解決策（問題点②遵法性確認の義務の明確化）

（4a 参照）

(3) 解決策（問題点③違法物件の価格への反映方法、鑑定評価手法の指針の具体化が必要であること）

① 基本的な減価方針

上記（1）① a. のとおり、適法化させることができる場合で、適法化させるコストを差し引いて鑑定評価する際、基本的には、減価修正、還元利回り、費用項目等で個別に行う。あるいは、いったん適法なものとして全て鑑定評価し、最後に最終鑑定評価額決定の時にまとめて引く、の2通りが考えられる。

② 鑑定評価方法（遵法性がない場合）

積算価格：建物の観察減価（特に経済的減価）で遵法性がないことによる市場性の減価を考慮する。

収益価格：直接還元法適用時には賃料査定においてマーケットから敬遠される程度を判断、若しくは還元利回りの査定や費用計上等において同様の程度を考慮することとし、DCF 法適用時には将来賃料への影響の程度を判断、若しくは割引率の査定や費用計上において同様の程度を考慮する必要がある。

なお、遵法性がない場合は依頼主に今後の回復の可能性等を確認する必要性があることに留意すべきである。

遵法性	段 階	減価項目
無	原価法	観察減価（特に経済的減価）で考慮
	直接還元法	①賃料設定 ②還元利回り ③費用計上
	DCF 法	①将来の設定賃料 ②割引率 ③費用計上
	調整決定	決定価格から控除
有		

(4) 解決策（問題点④鑑定評価書の記載方法の指針の具体化）

ER に遵法性に問題があると記載ある場合、鑑定評価書にも必ず記載する。（英語の ER などの場合に、遵法性に関する記述を見落とさないようにする）

鑑定評価書における記載としては主に建物の個別的要因（建物の概況）の箇所で例えば容積率オーバーの違法建築物であれば、

「対象建物については、設計図書、建築確認通知書、検査済証、役所へのヒアリング等を参考に現場調査を行った結果、建築基準法上の容積率を超過している可能性を否定できない」等の記載を要する。〔不動産鑑定士自らも確認する〕

(5) 解決策（問題点⑤既存不適格不動産等との差異）

既存不適格不動産等は、すぐに適法状態に戻す必要がない。

§ 3b. 2. 3 「解決策」以外の諸説

違法部分の減価査定の方法につき

他の評価方法として

- a. 違法部分の増収の部分は考慮しない、
- b. 違法部分の収入を考慮しても、どこかでリスクを大幅にみて調整する（結果として同じ様な減価をみる）方法がある。現実的には a の方法がとられる場合が多い。

（備考）取引慣行の変化

最近金融機関は違法物件に対して厳しくなっている。ER でも回復を計れるものはコスト面で出すか、回復してから売買するケースが多くなってきた。

J-REIT は違法状態では物件を購入しないし、信託銀行も受託の際に違法部分をポストクローリング事項か何かで、受益者が受託後 3 ヶ月以内に違法状態を治癒することと、等の条項は入っている。（これも今後はかなり難しくなる。）

取引慣行が今変わりつつある。違法部分があれば、テナントがいても営業しながら直して

いる例もある。商業施設は直すことが必須で、それをしなければ営業停止になる。

不特定多数の人が入る建物は上記のような対応をとるように、不動産経営がかわりつつある。

§ 3b. 3 【個別局面における問題点等】

(違法物件の例)

- ・ 建築確認を出していない場合。
- ・ 新築時には建築確認は出しているが、増築時にだしていない場合。家の中での増築や、裏に小屋を作る場合等。
- ・ 旧耐震の建築確認はとっているが、竣工検査は受けていない例で、その後増改築を繰り返し、現在に至っている例。
- ・ 話題になったビジネスホテルのように、1階部分の駐車場を店舗にし、身障者用の広めの駐車場を割って普通の駐車場にする例。
- ・ 使ってはいけない地下室を、ドアをつけて使っている例。どう回復すればよいのか。ドアをとるだけでよいのか。(←完全に封じ込めて居室にしないようにした)
- ・ 住宅でも3階建ての1階を駐車場で建築確認を取って、部屋にしている例

§ 3b. 4 【鑑定評価基準等における取り扱い】

信託検査マニュアル（金融検査マニュアル別編[信託業務編]） p 34 より、

「Ⅱ信託引き受け審査の適正性」

2. 不動産を信託財産とする信託引き受け審査

(2) 建造物に関する法令違反の有無の確認

建造物を受託した場合、信託兼営金融機関は、受託者として信託契約を履行する義務を負うとともに、当該物件の法的所有者としての責任も負うこととなる。こうした点を踏まえ、建造物の受託に関しては、建物診断報告書等により、法令等違反の有無を確認し、違反がある場合にはその実態（違反内容・軽重・対応方法）、委託者等の方針を詳細に把握した上で、合理的に見て是正可能な期間内に適法状態へ是正するなどにより、受託者としての所有者責任を履行することが可能か否かを検証する態勢となっているか。・・・」

§ 3c.1 論点③c：緊急・短期・長期修繕計画の数字の扱い方

§ 3c.1 【論点整理】緊急・短期・長期修繕計画の数字の扱い方

<問題点>

① ERにおける大規模修繕費そのものの信頼性確認の必要性

- ・ ERの大規模修繕費の数字は、作成者によってスタンスが違い、その精度も違うため、大きく相違する場合がある。ERそのものの信頼性確認の必要性はないか。

② ERにおける資本的支出と修繕費分別の必要性（NOIとNCFの統一的観点から）

- ・ 修繕費と資本的支出が分かれている場合には、収益価格の修繕費と資本的支出項目に、DCF法の計画期間に対応する年平均の数値を参考に各々費用を計上する。
- ・ ERにおいては、資本的支出と修繕費が区分されていない場合が多く、キャッシュフロー表における運営支出（修繕費）と資本的支出（大規模修繕費）を求めるためには、不動産鑑定士側で配分する必要がある。その方法について目安が必要ではないか。

③ ERの作成期間のガイドライン、平準化メルクマールの必要性

- ・ ERの大規模修繕費見積もり作成期間にバラツキがある。
- ・ 何年平均で平準化した数字を大規模修繕費とするのが妥当か、ガイドライン、メルクマールがない。
- ・ 実際には、ビルの経年、修繕履歴等による違いがある。

§ 3c.2 【解決策、課題】

§ 3c.2.1 解決策

(1) 解決策（問題点①ERそのものの信頼性確認の必要性）（3a参照）

① 大規模修繕費計上の考え方の表明

ERをそのまま使うならばどうみるか、独自の見識で臨むならばその根拠を明らかにする。その後は、不動産鑑定士のスキルに見合った、責任の取れる範囲で書く。

大規模修繕費の考え方：経済的耐用年数を満了するための必要費用なのか耐用年数を延長等させるための費用を含むのかを明らかにする。

② 独自の目で、過小過大が発見された場合必ず第三者に確認する。

(2) 解決策（問題点②ERにおける資本的支出と修繕費分別の必要性）

修繕費と資本的支出が分かれていない場合は、簡便法※として、DCF法の計画期間に対応する年平均の数値を（修繕費）3：（資本的支出）7に分け計上する方法がある。

（注）「減価償却資産の取得費、修繕費」では、20万円以下修繕費、20万円以上項目、周期により30：70とする。厳密には税務署に確認する。

緊急・短期・長期 修繕計画	分類	収益価格の費用項目	計上方法
修繕費と資本的支出が分かれている場合	修繕費	修繕費	年平均を計上
	資本的支出	資本的支出(capex)	年平均を計上
修繕費と資本的支出が合算されている場合	修繕費・資本的支出合算	①修繕費 ②資本的支出	修繕費と資本的支出合算の期間〇年平均を修繕費：30%、資本的支出：70%で計上する。

※ 簡便法は税務上の形式区分を参考に、修繕金額が僅少な額であり、かつ、3年周期で発生する費用を日常発生する修繕費、その他は資本的支出として計上すると概ね修繕費3割、資本的支出7割の結果が算出される。

(3) 解決策（問題点③ERの作成期間のガイドライン、平準化方法の必要性）

① ERの現状

ERの期間は最長10年から12年程度の期間で見積もられている場合が多い。

② 平準化の基本的視点

a. 実際に見積もられている金額をスケジュールに従って計上するか、平準化された金額を計上するか。

見積もりの前提として、過去の修繕履歴を必ず確認し、大規模な資本的支出がなされるべきときに実行されているかどうか、および見積もられた金額を平準化して、対応する期間に相応する金額が見積もられているか、を確認する。（下記b）

平準化された金額を計上するのを原則とするが、もし過去の支出、平準化された見積もりに問題がなければ、実際に見積もられている金額をスケジュールに従って計上してよい。過去に適正な資本的支出がなされていないことが判明したときや、平準化された見積もり金額が通常より低いときには、資本的支出の支払い時期を前倒しにしたり、金額を上乗せする等対応する。

b. 築年数による検討

新築ビルの場合、10年間の大規模修繕はほとんど発生しない。したがって、耐用年数に近い年数の見積もり期間が必要。

築年の古いビルの場合、経済的耐用年数までの期間を平準化の期間とみて、経済的耐用年数までの期間の見積もりをとり、それをベースにして平準化する。

c. 通常考えられる大規模修繕が完了済かどうかによる検討

通常の大規模修繕が完了していない場合は、実際には今後多く費用がかかる。

③ 再調達価格からの検証

一般には建物の古さに応じて、再調達価格の何%か、という指標で見ていることが多い。

ER の長期修繕の平均と再調達価格の何%かとの両方から検証する。

§ 3c. 2. 2 提案的解決策

(1) 標準的な大規模修繕費、および大規模修繕費出費パターンの共有（解決策）

- BELCA(社団法人建築・設備維持保全協会)のガイドライン、ライフサイクルコストの表を参考にする。
- 実証研究によって、経年、規模、グレード等に応じた建物のライフサイクル毎の統計的分析結果により、実際のケースを当てはめて、ER の数字を検証し、過小過大の大規模修繕費に対して歯止めを掛ける手段として共有する。(但し、統計的なバラツキの中心から大きく外れているかどうかのチェックしかできない。大きく外れていれば、なぜ外れているのかを検証していく姿勢が必要である。)

§ 3d.1 論点③d：耐震性（PML）の取扱

§ 3d.1 【論点整理】耐震性基準（PML 等）の取扱

<背景>

耐震性に対する関心の高まり

- ・ H17 耐震偽装事件、大地震への備え

<問題点>

- ① 旧耐震のビルで PML 調査をしていないビルがある（ER を取っていないビルがある）。この場合評価を受けるべきかどうか。
- ② 安全とされる PML 値の基準、建築基準法上の耐震基準が明確でないこと
- ③ 価格への反映方法、評価手法の指針を具体化する必要がある。
- ④ 鑑定評価書の記載方法の指針を具体化する必要がある。

§ 3d.2 【解決策、課題】

§ 3d.2.1 解決策

(1) 解決策（耐震性に対する関心の高まり）

旧耐震（注）のビルで PML 調査をしていないビルは証券化案件の場合、鑑定評価を受けるべきでない。PML 調査は必須。（したがって旧耐震のビルで ER をとっていないビルは、耐震性について判断が出来ないから鑑定評価を受けるべきではない。）

（注）昭和 56 年に改正された建築基準法の従前の建築基準法に準拠した建物

(2) 解決策（安全とされる PML 値の基準、耐震基準が明確でないこと）

現状根拠は乏しいが、金融機関サイドから PML 値 15%以下ということを安全性の基準として要求されることが多くなった。15%以上になると、証券化のアレンジメントにおいて地震保険をつけたほうがよい、とか、金融機関から地震保険分の積み立てを要求したりする。他の根拠が明確になるまで暫定的に 15%をメルクマールとする。

対象建物の耐震性については、まず ER の PML 値をチェックしその数値が 15%以上であるか否か確認をする。

PML 値が 15%以上有るが、補強等の改善が施されない可能性が高い場合は地震保険の加入の有無等を確認する必要があることに留意すべきである。

J-REIT においては、PML 値のチェックのみならず、構造計算書・構造図の確認等により建築当時の建築基準法の耐震基準に則った構造設計がなされていることの確認を行っている。従って、PML レポートの中に、上記構造設計に関する確認がなされていることを確認し、もしその記載がなければ、PML レポート作成者に追記することを依頼する。

(3) 解決策（価格への反映方法、鑑定評価手法の指針を具体化する必要がある。）

確認の結果、PML 値が 15%以上である場合にはまず鑑定評価書における、主に建物の個別的要因（建物の概況）の箇所で、

「対象建物については、平成 18 年〇月〇日付〇〇〇〇株式会社発行のエンジニアリング・レポートよると建物の耐震性を示す PML 値が 15%以上であり耐震強度が劣る可能性が高い」等の記載を要する。

(4) 解決策（鑑定評価書の具体的記載方法の指針を具体化する必要がある。）

鑑定評価方法については、

積算価格では建物の減価要因（とくに経済的減価）等で減価修正（観察減価を含む）を要する必要がある。

収益価格においては、費用項目の損害保険料で地震保険料相当額を加算する方法、耐震工事費用が判明している場合には大規模修繕費で考慮する方法か、直接還元法適用時には初年度の標準的な賃料査定においてマーケットから敬遠される程度を判断、若しくは還元利回りの査定において同様の程度を考慮することとし、DCF 法適用時には将来賃料への影響の程度を判断、若しくは割引率の査定において同様の程度を考慮する必要がある。

PML 値 15%以上	価格の種類	減価項目
有	積算価格	観察減価（特に経済的減価）で考慮
	収益価格 （直接還元法）	①損害保険料（地震保険料相当額を上乗） ②大規模修繕費(耐震工事費用) ③初年度の標準的な設定賃料 ④還元利回り
	収益価格 （DCF 法）	①損害保険料（地震保険料相当額を上乗） ②大規模修繕費(耐震工事費用) ③将来の設定賃料（初年度は変わらない。 それ以降の将来賃料が減価される） ④割引率
無		

鑑定評価書に、〇年〇月〇日付け ER 会社のレポートによると PML 値は〇〇と記載）
依頼主に今後地震保険を付保するかどうかを確認すべき。

§ 3e.1 論点③e：アスベスト・PCB など有害物質の有無

§ 3e.1 【論点整理】アスベスト・PCB など有害物質の有無

<背景>

アスベスト・PCB など有害物質に対する関心の高まり

- ・ H17 クボタ事件判決ほか

<問題点>

- ① 安全とされるアスベスト・PCB などの有害物質の基準は、徐々に明確化されているが、資産価値への影響の有無を明確化する必要がある。
- ② 価格への反映方法、評価手法の指針を具体化する必要がある。
- ③ 鑑定評価書への具体的な記載方法の指針が必要である。

§ 3e.2 【解決策、課題】

§ 3e.2.1 解決策

(1) 解決策（問題点①アスベスト・PCB など有害物質の資産価値への影響）

- ・ 基準の明確化：PCB はいつ処理するのか確認する。（東京では処理施設が完成した。）アスベストについては、その種類別の対処策や緊急性等についての知識を修得する。（日本石綿協会、東京都などのホームページによる照会などによる。）
- ・ 有害物質の資産価値への影響
（下記②参照）

(2) 解決策（問題点②価格への反映方法、評価手法の指針を具体化）

（鑑定評価への反映）

積算価格では建物の減価要因等で減価修正（観察減価を含む）をする必要がある。

収益価格においては、費用項目の修繕費で有害物質の除去費用相当額を加算するか、直接還元法適用時には初年度の標準的な賃料査定においてマーケットから敬遠される程度を判断、若しくは還元利回りの査定において同様の程度を考慮することとし、DCF 法適用時には将来賃料への影響の程度を判断、若しくは割引率の査定において同様の程度を考慮する必要がある。

また有害物質の使用は認められるが特に飛散等もなく価格に与える影響が少ないと認められる場合でも建物解体時等において費用負担増の可能性が考えられることから、負担増に見合う取壊費用額を査定する必要がある。

なお、価格に与える影響が少ない場合においても一般投資家がかつ心理的な嫌悪感による減価は考慮する必要がある。

アスベスト・PCB とともに使用が認められる場合であっても、使用範囲、使用の程度等により価格に与える影響が異なることに留意しなければならない。また有害物質の可能性はある

が除去費用を算出していない場合、原則として依頼主に更なる詳細調査の必要性を勧め、その結果を鑑定評価に反映させることが必要であることに留意すべきである。

有害物質	価格の種類	減価項目
有	積算価格	建物の減価修正（観察減価）
	収益価格 （直接還元法）	①修繕費（資本的支出を含む）で概算除去費用を上乗せ ②初年度の標準的な設定賃料 ③還元利回り
	収益価格 （DCF法）	①修繕費（資本的支出を含む）で概算除去費用を上乗せ ②将来の設定賃料 ③割引率
	鑑定評価額	除去費用を控除
	上記に加え心理的嫌悪感による減価も考慮する必要がある。	
無		

(3) (解決策③鑑定評価書の具体的記載方法の指針を具体化)

(鑑定評価書での記載方法)

鑑定評価書では建物の個別的要因の箇所においてアスベスト・PCB等の有害物質の有無について記載を要する。以下、アスベストを例に挙げ述べる。

① アスベストがある場合

「対象建物について平成18年5月9日付〇〇〇〇株式会社発行のエンジニアリング・レポートの調査及び現地調査の結果、作業室の天井及び機械室に吹付けアスベスト等の使用が確認された。劣化の程度、飛散の恐れが認められるため直ちに除去等の措置が必要である。なお、アスベストの使用の詳細及び除去費用についてはエンジニアリング調査に関する専門家に再度分析調査を要する。」(ER会社に除去費用を見積もってもらい、それを反映させる)

② アスベストが使用されている可能性が低い場合

「対象建物について平成18年5月9日付〇〇〇〇株式会社発行のエンジニアリング・レポートの調査及び現地調査の結果より吹付けアスベスト等が使用されている可能性は低い。なお、アスベストの詳細についてはエンジニアリング調査に関する専門家の分析調査を要する。」

③ アスベストが使用されていない場合

「対象建物について平成18年5月9日付〇〇〇〇株式会社発行のエンジニアリング・レポートの調査及び現地調査の結果より吹付けアスベスト等が使用されていないものと認められる。」

§ 3f.1 論点③ f : 土 壌 汚 染 問 題

§ 3f.1 【論点整理】 土 壌 汚 染 問 題

<背景>

土壌汚染対策法の施行。土壌汚染に対する関心の高まり。

<問題点>

平成 14 年 12 月付土壌汚染に関わる不動産鑑定評価上の運用指針Ⅰ、平成 16 年 10 月付土壌汚染に関わる不動産鑑定評価上の運用指針Ⅱが提示されたが、価格への反映方法、評価手法、鑑定評価書への具体的記載方法等をさらに明確化させる必要がある。

§ 3f.2 【解決策、課題】

§ 3f.2.1 解決策

(1) 基本的には平成 14 年 12 月付土壌汚染に関わる不動産鑑定評価上の運用指針Ⅰ、及び平成 16 年 10 月付土壌汚染に関わる不動産鑑定評価上の運用指針Ⅱを参照する。

(2) 鑑定評価書への反映

土壌汚染については、専門機関による調査内容 Phase1（資料等調査）、Phase2（土壌・地下水環境調査）、Phase3（対策工の設計と実施）に従い、運用指針に定める対応を行う。

鑑定評価書における取り扱いは、土地の個別的要因において土壌汚染の可能性について記載を要する。

鑑定評価方法については、土壌汚染の可能性がありエンジニアリング・レポート会社による除去費用が算出されている場合は、試算価格から除去費用を控除し、鑑定評価額を求めるものとする。

(3) 土壌汚染可能性はあるが除去費用を算出していない場合

土壌汚染の可能性はあるが除去費用が算出されていない場合は、試算価格から依頼者へ除去費用の見積もりを依頼し除去費用を控除して鑑定評価額を求めるものとする。

なお、土壌汚染があることによる一般投資家が持つ心理的な嫌悪感による減価は考慮する必要がある。

土壌汚染の可能性はあるが除去費用を算出していない場合、原則として依頼主にさらなる詳細調査の必要性を勧めて、その結果を鑑定評価に反映させることが必要であることに留意すべきである。

土壌汚染	除去費用算出	価格の種類	減価項目
有	有	試算価格	試算価格から除去費用を控除
		上記に加え心理的嫌悪感による減価も考慮する必要がある。	
	無	試算価格	試算価格から概算除去費用を控除
		上記に加え心理的嫌悪感による減価も考慮する必要がある。	
無			

§ 3g. 1 論点③g : 埋蔵文化財、地下埋設物の問題

§ 3g. 1 【論点整理】埋蔵文化財、地下埋設物の問題

<問題点>

- ① 埋蔵文化財や地下埋設物の確認が困難であること。
- ② 価格への反映方法、評価手法の指針を具体化させる必要があること。

§ 3g. 2 【解決策、課題】

§ 3g. 2. 1 解決策

(1) 解決策（問題点①埋蔵文化財や地下埋設物の確認が困難であること）

埋蔵文化財については、役所調査にて包蔵地に指定されているか否かの確認を行うことが原則。

地下埋設物については、古地図等による調査のうえ、依頼者へ確認する。

(2) 解決策（問題点②価格への反映方法、鑑定評価手法の指針を具体化させる必要があること）

埋蔵文化財については、包蔵地に指定若しくは隣接等により可能性が高いと認められる場合には、具体的な費用負担等を役所に確認のうえ、適切に反映することが必要である。ただし、現在建物が建っている場合には、費用負担が顕在化するのとは建物建替え時であることや既に埋蔵文化財が壊れている可能性が高いため、価格への影響が無い、若しくは微小なケースが多い。

地下埋設物についても、現在建物が建っている場合には、最有効使用の観点から、減価すべきか否かの判断を行う必要がある。

	価格の種類	減価項目
有	積算価格	更地価格の個別性
	収益価格 (直接還元法)	①修繕費（資本的支出を含む）で概算除去費用を上乗せ ②還元利回り
	収益価格 (DCF法)	①修繕費（資本的支出を含む）で概算除去費用を上乗せ ②割引率
	鑑定評価額	除去費用を控除
	上記に加え心理的嫌悪感による減価も考慮する必要がある場合がある。	
無		

【入手できるデータ、資料の制約の問題】

§ 4a. 1. 論点④a：依頼者からの資料入手の困難性

§ 4a. 1 【問題の所在】

- ① 依頼者からの資料の不足—どの程度詳細な資料が必要か。
- ② レントロールの正確性を不動産鑑定士がどこまで確認するのか。事務所の場合賃貸借契約書を全部請求すべきか。レントロールと契約書の雛形を一つだけ見るだけでよいか。
- ③ 依頼者から提出された資料の正確性、十分性が必ずしも明らかでない。不動産鑑定士は、これを完全に確認することまで期待されているのか。鑑定評価書を利用する者は、不動産鑑定士が入手できた限りの資料不足のまま判断したのか、資料が足りなかったのか分からない。
- ④ 依頼者が鑑定評価書に書かれることを恐れ、資料を出し渋るときがある。

§ 4a. 2 【解決策、課題】

§ 4a. 2. 1 解決策

(1) どの程度詳細な資料が必要か

当初鑑定評価の場合で、依頼者が入札前の場合、売り手側はもっているが全部開示しない場合がある。しかし継続鑑定の場合、詳細資料は必ずあるはずである。

依頼者から過去のデータをできるだけ遡り、詳細にわたって提供してもらうことが望ましいが、最低過去3年分は徴求することが望ましい。1, 2年分の場合、その年の異常な収入、支出を見つけることができないからである。

資料が不足する場合、不動産鑑定士は合理的な推定をしたことの説明をする必要がある。

(2) レントロール等の正確性の確認

原則、レントロールと契約書・PMレポートを全部突合すべきである。但し実際は入手できるものに依拠せざるを得ない。特約のあるもの、重要なテナント部分は必ず確認し、小さなテナントは雛形で特約をチェックする、等の方法をとらざるを得ない場合がある。

(注) 証券化初期の頃鑑定評価の依頼者は、レントロールのチェック(注:AUP)を会計士に依頼し、その正確性を一定程度担保した上で、不動産鑑定士にレントロールを提示するというも行われていた。

(注) AUP: Agreed upon procedure (当事者間で合意した手続きによるチェック)

(3) 依頼者から提出された資料の正確性、充足度確認義務について

新規評価時、継続評価時ともに、依頼者(資料提供者)より資料がいつ時点のものかやその内容の正確性について確認書を提出してもらうことにより表明してもらうことも考えられる。

責任の範囲を示すいつの時点の、誰から提供のあったどのようなデータかを鑑定評価書に

表記する意味で〇年〇月〇日付けの資料に基づく、と鑑定評価書に表記する。

(4) 依頼者に安心して資料を出してもらうために

単に守秘義務契約を結んだからよいというのではなく、鑑定評価書に表示する（テナントの賃貸借条件等の）資料の内容につき、依頼者に対しどこまで表示するか表明して、納得して提出してもらう。

但し、鑑定評価報告書の場合は詳細資料をできるだけ具備する必要がある。何年後かに税務調査などがあったとき、業者として何か聞かれたら、誰でも答えられるレベルの資料を整備しておく必要がある。

§ 4b.1 論点④b：一般的資料の入手困難性

§ 4b.1 【問題の所在】

- ① 一般資料：J-REIT のデータの整備が遅れている。
- ② 公表データへのアクセス方法が分かりづらい。
- ③ 依頼者提供資料の信頼性、異常性を確認する場合に指標として利用できる一般的データが収集、分析、整理されていない。

§ 4b.2 【解決策、課題】

§ 4b.2.1 解決策

- (1) 市場インフラとして、官民上げての資料収集、整備、インデックスの作成
- (2) ARES 等の公表データの利用
- (3) 確認データの収集

組織的にある定義に従ったデータを大量に集め、統計的処理、分析し、標準とすべき指標を作成。少なくとも通常と考えられる水準ではない数値については、その理由の説明を求める。

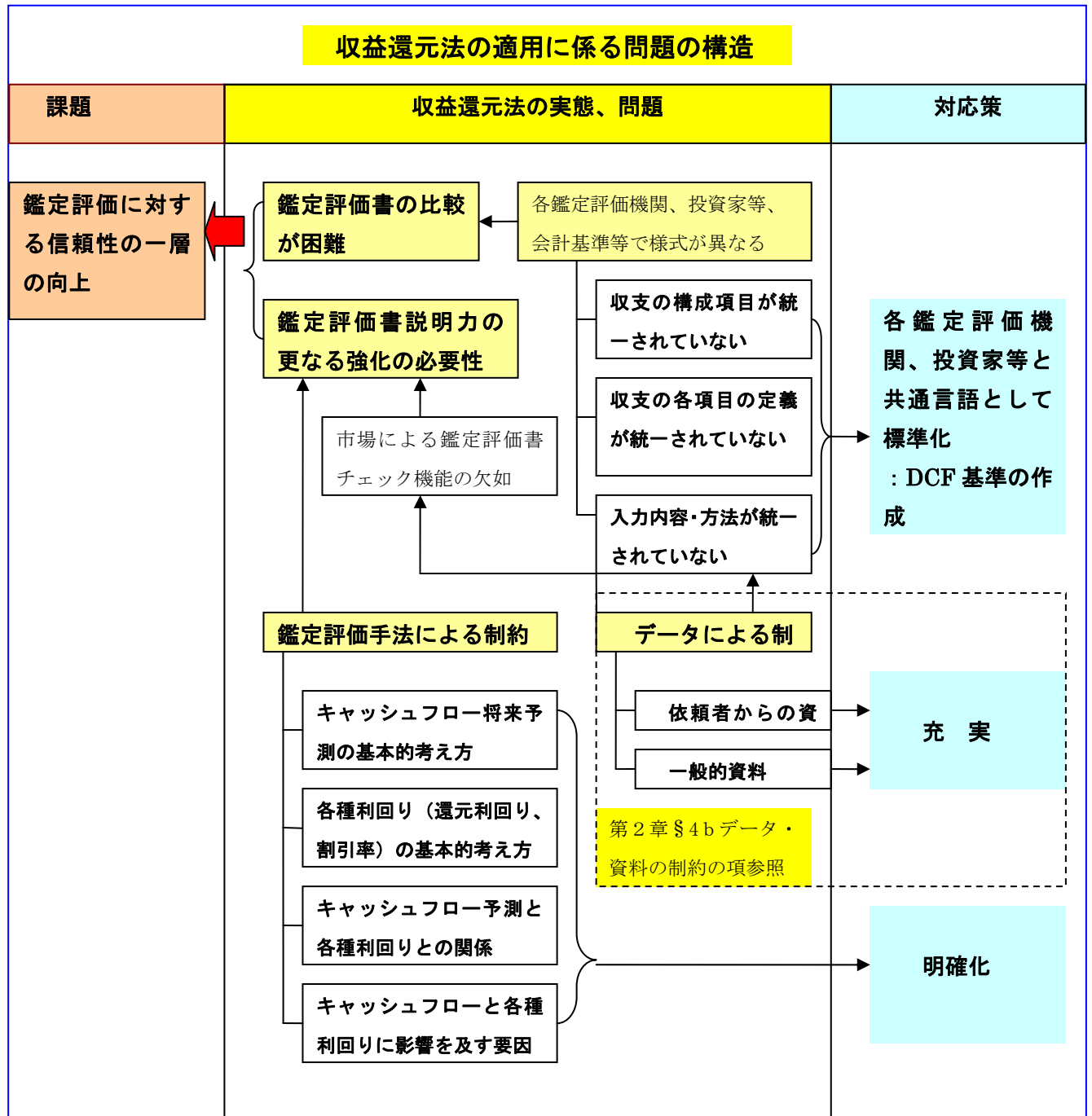
→市場による相互チェック機能となる。

- ・ 非公開データであってもビル管理費などにおいては匿名性ある加工データがあれば利用可能である。
- ・ 官民協働による資料収集が効率的である。

(本留意事項資料編でも収集予定)

第3章 鑑定評価手法の適用（収益還元法の適用方法）

§0.0 問題の構造化



論点 0.1 : 収益還元法問題全般

§ 0.1 【問題の所在】

① 鑑定評価書の比較可能性向上の必要性

- ・投資家（依頼者）は、複数の投資物件について、多くの種類の鑑定評価を見る機会がある。
- ・しかしながら、各評価機関の各収支データ項目の取扱いや、DCF 法シート等のフォーマットが統一されていないことによって、鑑定評価書の比較・検討が容易でないこと。

② 鑑定評価書の説明力を向上させる必要性

- ・収益還元法の評価手法において、さらに説明内容を充実させる必要があるのではないか。
- ・依頼者から入手できるデータ、一般に入手可能な資料が、必ずしも十分ではなく、このため根拠の説明に限界があること。

§ 0.2 【解決策、課題】

§ 0.2.1 解決策

(1) 鑑定評価書の収益法に係る表記や作表の標準化

鑑定評価書を参考にして、不動産の収益性の比較を行い、投資判断の資料を検討するなど幅広い利用方法がおこなわれているが、その利用者の立場にたつて鑑定評価書の利便性や活用性を高めることも証券化に係る鑑定評価に重要なことである。

そのために、鑑定評価書の収益還元法の適用における、収支構成項目、その定義、入力内容等を標準化し、基準表やフォーマットを作成することが必要である。

(2) 十分な資料を入手すること（第2章 §4 参照）

中立性の観点から、依頼者から入手した資料を鵜呑みにせず、一般的資料を収集し、検証すべきである。

- ・ **一般的資料の収集**：収支項目の各項目が、標準的な数値から大きく外れているかどうかを検証するため、何らかの形で検証できること。収支項目の実データを手に入れ、分析、指標化し、鑑定評価に検証手段として役立たせる。特に依頼者からのデータが不足する場合、その指標の最頻値を使う等によって対処できる。
- ・ **依頼者からの資料収集**：鑑定評価書に表示する内容を限定するなどして、依頼者に安心感を与える等、理解を得る努力をし、依頼者からできる限り資料提出を求める必要がある。

(3) 鑑定評価実務のあり方の明確化

- ・ キャッシュフロー予測の基本的考え方
- ・ 還元利回り、割引率の求め方
- ・ キャッシュフロー予測と採用した各種利回りの関係
- ・ キャッシュフローと還元利回り、割引率に影響を及ぼす諸要因についての考え方を明確化する。

§ 1a.1 論点①a：収益、費用項目の構成の統一、各項目の定義の統一、入力内容、方法の統一

§ 1a.1 【問題の所在】

- ① キャッシュフローの査定項目、収益、費用項目が、各評価機関により異なるため、鑑定評価の利用者が、分析や比較等の活用がしづらい。
- ② NOIとNCFの区別について
NCFとNOIを区別する意義は何か。還元利回りで資本還元する純収益において、NCFとNOIが混同されて使用されることがままあった。
- ③ 各収益、費用項目の入力内容につき、依頼者からのデータや検証できる実証データが乏しい。

§ 1a.2 【解決策、課題】

§ 1a.2.2 解決策

(1) DCF法、直接還元法の標準フォーマットの作成

本項では主に不動産の証券化において最も多い類型といえる貸ビルについて、収益、費用の構成項目、その定義、入力内容、方法を明確化、標準化することにより、DCF法、直接還元法の標準フォーマットを作成した（別添標準DCF法シート、直接還元法シート参照）

① 各項目の定義の統一

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」中分類に準ずる。ただし、各項目の内容は不動産鑑定評価基準や鑑定評価実務の実態を踏まえたものに修正されている。

標準フォーマット以外の定義で収集されたデータしか入手できないときには、標準フォーマットと違う定義を用いていることを記載し、注意喚起するものとする。

② 項目立ての説明

貸ビルにおいては概ね次の項目立てとする。

a. 全体の構成について

全体の構成は、総収益－総費用±調整項目（金融収入である一時金の運用益と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、総収益－総費用＝賃貸純収益と定義した。

「総収益－総費用」の部分は不動産賃貸運営そのものに係わるものに限り、金融収支、資本勘定的なものは、調整項目とした。

一時金の運用益については、本来収益項目に入れるべき項目であるが、賃貸純収益を実務上一般にNOIとして認識されているものと一致させること、また投資家毎に考え方の相違があり、0査定する場合も多いことから、純収益を構成する要素としつつ総収入、総費用外の調整項目として位置付けた。

資本的支出についても、資産計上されるものと不動産の運営にかかわる収支との性格の違

いから総費用の項目から除外した。

このような扱いは既に実務でも浸透しつつあり、本標準フォーマットではこれに従った。不動産鑑定評価基準における収支項目の定義では、このような区別をせず、一時金の運用益については総収益に、資本的支出については総費用に含まれているので留意する必要がある。

但し、本標準フォーマットの考え方は、不動産鑑定評価基準の考え方を否定するものではなく、それをベースとしつつ実務対応した応用型の考え方であり、特に、冒頭に定義した本留意事項適用対象となる証券化関連の鑑定評価書について、本標準フォーマットの適用を求めるものである。

b. 収益項目

まず潜在総収益を求め、これに空室等損失、貸し倒れ損失を差し引き、総収益を求める。潜在総収益の各項目には、100%稼働の際の収益を入れる。また、昨今、共益費込み賃料収入で比較されることが多くなったので、「共益費込み賃料収入」という項目を設けた。

空室等損失、貸し倒れ損失は、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。

c. 費用項目

総収益から総費用を差し引いたものを賃貸純収益（NOI）とする。

d. 調整項目

賃貸純収益（NOI）に一時金の運用益を加え、これから資本的支出を差し引いたものを純収益とする。

収益費用項目の標準フォーマット

総収益

潜在総収益の査定
貸室賃料収入
共益費収入
(共益費込貸室賃料収入)
水道光熱費収入
駐車場収入
その他収入
潜在総収益
空室等損失
貸倒損失
総収益

総費用

維持管理費
水道光熱費
修繕費
PM フィー
テナント募集費用等
公租公課
損害保険料
その他費用
総費用
賃貸純収益 (NOI)

純収益

一時金の運用益等
資本的支出
純収益 (NCF)

(2) 賃貸純収益 (NOI) と純収益 (NCF) の区別について

① 賃貸純収益 (NOI) と純収益 (NCF) を区別する意義

投資家の会計上、大規模修繕費と運営支的修繕費とを区別する必要性があること(注)や、投資家は OER 等賃貸純収益 (NOI) を対象にした指標を投資判断の検証手段として利用しているため。

また、不動産鑑定評価基準における純収益は、いわゆる NCF (ネットキャッシュフロー) を意味するが、NOI を純収益としている文献などがあることや、J-REIT の目論見書等で NCF に関するデータが得られないために、賃貸純収益 (NOI) ベースで利回りが語られ、混乱すること多いため。

(注) 鑑定評価における区別と会計上の区別とは必ずしも一致しない。

② 資本還元対象の純収益とは

不動産の鑑定評価において、還元利回りで資本還元する純収益は、賃貸純収益 (NOI) ではなく、純収益 (NCF) を対象とすることを確認する。

(3) 依頼者から詳細データを受領すること、統計データ分析による検証 (第2章 § 4 参照)

依頼者からできるだけ詳細なデータを入手すること。数多くの事例の統計データを分析し、依頼者から入手したデータを検証する手段として利用する。依頼者から資料が十分には手に入らない場合はそのデータで合理的な推定をする。

§ 1b.1 論点①b : 収益項目の主な論点（標準 DCF 法シート項目）

§ 1b.1.2

(1) 共通留意事項

- ① 不動産鑑定評価基準では空室等損失、貸倒損失（貸倒れ準備費）は費用項目に位置付けられているが、国際的な比較可能性を考慮して、不動産の証券化における鑑定評価においては収益控除項目とする。

アメリカの鑑定評価のテキストでは「vacancy & collection loss」として、収入項目になっており、取扱いのバランスを考慮した。（アメリカなどでよく使われている DCF ソフトである ARGUS でも同様）。

- ② 価格時点現在の空室率が安定期における空室率と比較して差異が大きい場合には、DCF 法において空室率の変動を見込むが、収支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（費用収益対応の原則）。

(2) 貸室賃料収入について

- ① 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収入を見積る場合には、現行賃料をベースに、対象物件の過去の改定状況や周辺類似ビルの現状賃料、改定状況を参考として見積ることとする。現テナントの存在にもかかわらず、現行賃料以外の新規賃料等を想定することは、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。（直接還元法については、§ 2b 直接還元法における将来予測の基本的考え方 参照）

- ② 賃料の上昇率については、賃料の改定が約定されているものはその約定賃料、現行において新規賃料との間に差異があるものについてはその差異に注目しつつ、一般経済変動（GDP 等をベースとした変動率）見込んで予測すべきである。但し、賃料上昇期において、いわゆる賃料の粘着性に配慮し、安易に増額改定のシナリオを想定すべきではない。

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事が必要である。

- ③ 賃貸事例との実質的な比較は共益費込み貸室賃料収入で行う。
- ④ マスターリースの案件の場合、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、エンドテナントの賃料を用いる。

(3) 共益費収入について

- ① 共益費収入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まない。但し、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。
- ② 共益費はテナントの業態別に金額が統一されているのが通常である。異なる場合はその理由を明らかにし、その合理性を分析し今後の動向に反映させる。

(4) 水道光熱費収入

① 対象範囲

水道光熱費収支については、維持管理費と同じく、対象範囲（費用と収益の対応）の問題がある。（1c 維持管理費の項参照）

② 実質的に賃料に相当する部分について

テナント専用部分の電気代は、使用量×単価の計算で支払われ、オーナーが管理経費を加算している場合がある。猛暑などでテナントが多く使ったときはオーナーが利益を得、空室が多い場合や、テナントが使わない場合、逆にオーナーが損をすることになる。

（個人住宅の場合は、水道光熱費という項目を設けず、直接テナントが電力会社に支払う。）

③ 空室率との整合

水道光熱費収入は原則として過年度収支等をベースとして行うこととなる。過年度収支については期間空室率等が把握できていないケースもあるので、過年度における実績がどのようなテナント（飲食、事務所等）や期間入居率など、実態をベースとして実績が積みあがっていたものかどうかを分析し、鑑定評価において想定した空室率との整合を図る必要がある。

④ 収益の認識時期

水道光熱費収入についてはテナント毎に設置された子メーターについて PM 会社等の検針の上、請求されるものであり、会計処理されたデータが厳密に発生主義に基づくものか不明なことが多い。したがって、できるだけ、通年のデータを複数年にわたり取得することにより会計方針の差異による影響を少なくする必要がある。なお、取得初年度の精算については月次ベースでは期ずれを起こして精算されることに留意する。

⑤ 時間外空調料

時間外空調料は原則としてセントラル空調において所定時間外に空調を稼働させた場合に発生する費用であり、時間外空調運転の利用届を管理所に提出することで行う空調運転に対する費用である。個別空調の場合には自己における電気料として月々の請求に応じて支払うため、時間外空調料は発生しない。時間外空調費は電気料のみならず、時間外稼働による設備損耗の早期化に伴う設備コストの償却分回収も含まれていることも留意すべきである。

⑥ 地域冷暖房

地域冷暖房を採用している場合は、高額でありかつ、物件、オーナーの考え方の違いにより請求金額にバラツキが大きいことに留意する。

⑦ その他

下記 (5) 駐車場使用料収入、(6) その他収入とともに、区分所有の場合における全体共用部分の収入は、組合収入となり、組合費用と精算されることがある。（1d 参照）

(5) 駐車場使用料収入

月極め駐車場の使用料相場と時間貸しの使用料相場が別途あるので留意する。時間貸し駐

車場収入については過年度の実績がベースとなるが、過年度実績における貸し出し状況が現状と同じ状態かどうかについては確認し、的確に見積る。

(6) その他収入

- a. その他の収入については次のような収入がある。
 - ・アンテナ収入
 - ・広告施設収入
 - ・自動販売機設置料収入
 - ・礼金や解約違約金等の一時金収入
- b. 商業施設の場合、商店会費としての販売促進費収入
(オーナーによる管理、マネジメントに対する収入)
費用の販売促進費と両建ての検証が必要

§ 1b. 2. 3 「解決策」 以外の諸説 :

上記 b. については、イベントなどのために徴収されるものであって、不動産そのものに対する収益でないので含めるべきではない。

(6) 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、過年度実績をベースとして見積もることとし、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。

(7) 空室損失

実務での慣習にあわせるため (J-REIT の場合等)、また、国際的な比較可能性を考慮して収益項目とする。(上記 1 参照) 現状及び予想する将来の空室率を DCF 法に反映させる。空室率には、テナントの入れ替えによる未収入期間も含む。

空室損失は上記 (2) ~ (6) の収益項目に応じて、その性質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。

直接還元法において、一時的に空室率が大きいと考えられる場合には、一定期間収入が得られないことに留意し、若干の空室率の補正を行い、還元利回りにおいては調整を行わないこととする。

(注) 空室損失は、原則はキャッシュフローで調整するが、パススルー形式ではないマスターリースの場合等還元利回りで調整するという考え方もある。

(8) 貸倒れ準備費

上記空室損失と同じ理由で、収益項目とする。収入に連動する経費項目として扱うにあたっては、貸倒れが現実的には後日未収金が回収できないことによって発生し、収入に連動する PM フィー等には連動が困難であることに留意する。

貸し倒れ損失は、テナントが倒産し、裁判の手続きに入り、契約解除できなくなり、3ヶ月くらい経って、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ケースが典型的なケースであり、このようなケースの発生確率を考慮する。

§ 1b. 2. 3 「解決策」以外の諸説：

- ・貸し倒れ損失は、本来収入としてあるべきものが受領できなかったものなので費用項目に計上するほうが適合的とする考え方がある。
- ・原則はキャッシュフローでの調整するが、還元利回りで調整するという考え方もある。

§ 1c. 1 論点①c：費用項目の主な論点（標準 DCF 法シート項目）

§ 1c. 2. 2 解決策

(1) 共通

① PM 会社等の変更

取得の場合、維持管理費、PM フィーについては取得後の一定期間経過後に購入者において PM 会社等を変更して運営するのが通常である。但し、PM の変更や業者の変更ができないような特殊な場合はある。そのような場合でも、ある程度期間が経過した段階で標準化することが適当である。

② 収支の建て方の統一

共益費と維持管理費、および水道光熱費収入（附加使用料）と水道光熱費に関する収支の建て方については次の方法がある。いずれの方法においても考え方の統一性は確認する必要がある。

- 専用部分も含むビル全体の収支を両建てする方法
- 共用部分にかかる収支を両建てする方法、
- 収支差額を収支の一方に計上する方法

オフィスの場合は、原則 a. の方法を標準的とする。但し、オーナーが、テナント専用部分と共用部分を分別管理している場合は b. の方式でも可とする。住宅の場合、b. の方式を原則とする。なお、選択した手法によって、経費率が変わることに留意する。

(2) 維持管理費

① 異常値かどうかの検証

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、a. 清掃費（外壁・共用部分清掃業務等）、b. 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）、c. 環境衛生費、d. 警備費等がある（下記 (5) PM フィーの図参照）。

通常、総収益、又は賃貸収入の何%として見積もられることが多いが、数字の妥当性を確認する手段が少ない。多数の事例を収集し、対象不動産の規模、経年に応じて、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）で分析して、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べきである。異常値があった場合は、その理由を解明し、必要に応じて修正する。

② 適正な水準維持

維持管理費については単なるコストダウンのみならず、想定するキャッシュ・フロー・

インが得られるような適正な水準で設定する必要がある。

(3) 水道光熱費

ビル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、附加使用料に対応する費用として発生し、計上するものと共用部分にかかる電気料、水道料で共益費の一部によってまかなわれるものがある。(住宅の場合は水道光熱費収入という項目がない。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。)

(4) 修繕費

① 算出方法

通常、総収益、又は賃貸収入の何%として見積もられることも多いが、数字の妥当性を確認する手段が少ない。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。実際かかった修繕費そのものよりも、下記大規模修繕費(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。

② 大規模修繕費との関係

費用項目である修繕費と資本的支出である大規模修繕費は分ける必要がある。(NOI と NCF の区別、経費率がかみ合わなくなるため、また資本項目に費用項目が入れ込むと税務否認を受ける可能性あるためである。)

原則として建物 ER に記載されている修繕更新費のうち、会計上修繕費と考えられる部分について計上する(通常、費用計上されるものは3割程度。)

(他は下記 大規模修繕費の項参照)

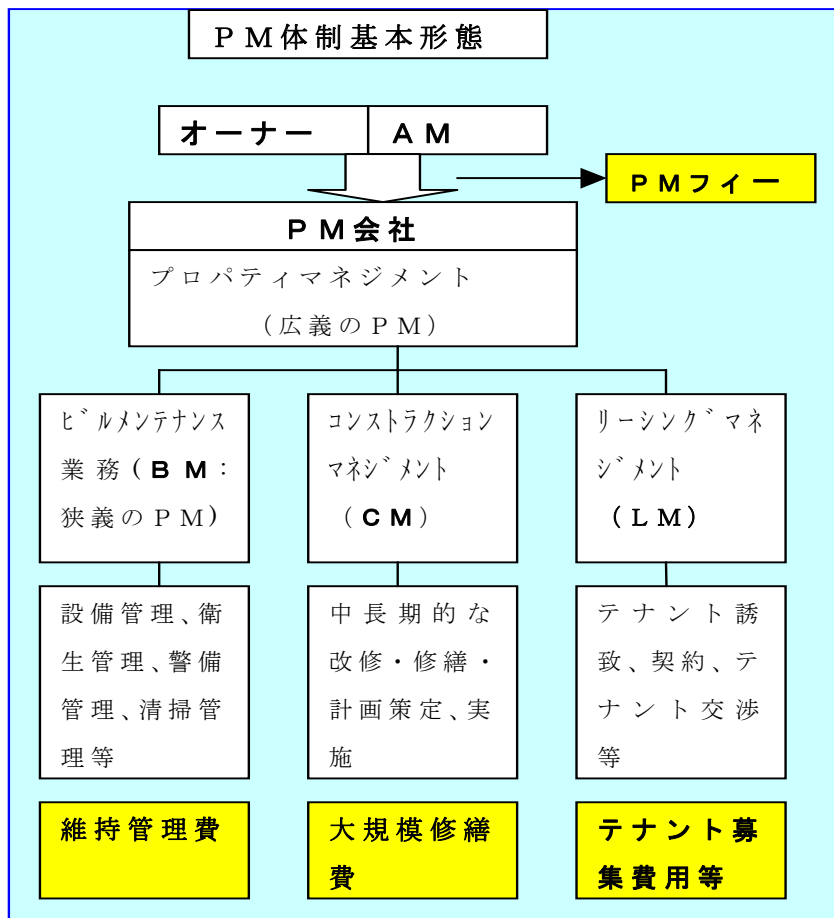
③ その他

テナント側の原状回復を敷金差し引き方式でオーナーが実施した場合には、修繕費と資本的支出に計上されることがある(過去おける実績の項目に留意する。)

(5) PM フィー

広義の 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)、LM (リーシングマネジメント) 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(但し、J-REIT の業界では 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。実際のケースでは PM フィーの対象となる業務を確認する必要がある(この場合のフィーは高額になる。)



§ 1c.3 【個別局面における問題点等】

- ・マスターリース・フィーと言う名目で支払われている場合には、マスターリース契約の内容を吟味し、受託内容に見合う適正な料率を検証する。

(6) テナント募集費用（リーシングフィー）

通常テナントの交代周期を査定し、仲介手数料見合い（月額賃料相当）を計上する（学生街のアパートなどは何年で入替わるか経験的に把握できる。）。

但し、オーナー側に有利な状況の場合には必ずしも発生しないことから、賃貸マーケットを考慮し、オーナー側負担分を計上することに留意する。

(7) 公租公課

① 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ケース、若しくは「経年減点補正率」等、実際の公的機関で実際に使われている計算式を用いて想定するケースが一般的である。

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ので、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留意する（期間経過後は通常の税額に戻る）。

② 償却資産税

鑑定評価対象の償却資産を、積算価格の償却資産リストで確認し、それに対応する償却資産税を求める。

償却資産税は購入後の取得者が取得価額に基づき、申告することにより課税されるものなので、課税ベースは購入者の購入価額であり、従前の所有者の簿価をベースとして課税されるものではないことに留意する。

③ 事業所税

事業所税は通常の場合、事業主（テナント）が負担するものなので、費用として計上しない。

但し、区分所有の場合等において、大きな駐車場や管理人室など全体共用部分が存する場合は、区分所有者等が負担することがある。

したがって所有者（前所有者）から事業所税について誰が納税者なのか確認を行い、所有者が負担者であれば、これを必要諸経費として計上する。

(8) 損害保険料

① 計上方法

価額協定特約の有無、免責額等により異なるが、標準的なものを計上する。

② 地震保険

地震保険は投資方針や運用基準において、ファンド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、原則費用には含めないこととする。

但し、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とに留意する。

(9) 管理組合費

① 管理組合費とは

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。修繕積立金とともに、必ず管理組合で確認する。

管理組合費についてはその剰余金累計額の水準と精算金の払い戻しについて留意する。

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。

② 剰余金累計額

剰余金累計額については通常払い出しは困難と考えられるが、将来の支出における準備金となり得るものであり、将来の管理組合費の水準に影響を及ぼす。したがって、最近の決算期における各期の剰余金の積み上がり状況等に留意する必要がある（但し、修繕積立金で実際いくら剰余金が積みあがっているのかの判断は難しい）。

(10) 修繕積立金

① 修繕積立金とは

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・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。

② 修繕積立金累計額

修繕積立金累計額は売買金額と別途金銭精算される場合と、特に精算を行わない場合がある。修繕積立金累計額は管理組合にプールされ、このプールされた金額は将来の修繕積立金を抑制する効果がある。また、修繕積立金累計額は別途所有者間で精算されることとなるが、この精算金は価格を構成しない。

§ 1c. 3【個別局面における問題点等】（管理組合費・修繕積立金関係）

以下の場合、標準的な状態に近づけるためにどう処理するか個別事情に応じて、適切に判断する必要がある。

a. 鑑定評価上の諸問題

- ・例えば、E Rでの数字（年間 1000 万円）と異なる修繕積立金（年間 1500 万円）が設定されている場合はどうすべきか。
- ・既に管理組合にプールされている修繕積立金がある場合、例えばE Rの数字が3億円とし、既に2億円積みあがっている場合。ランニングだけではなく既にプールされているものをどう扱うか。

b. 区分所有建物以外でも、管理組合費と同様の処理方法として、修繕費を資産計上預け金として預け、工事が終るごとに経費処理、会計処理をする例もある。

c. 管理組合にプールされている修繕積立金について、多く積まれていても、持ち出しはないというケースもまれにある（大企業同士の共同ビルの場合など）。

d. 全然修繕積立金がない、あるいは持ち逃げされた例などもある。

(11) その他費用

・支払地代：

支払地代を計上する場合には原則として土地の公租公課が計上されない。

§ 1d.1 論点①d : NOI 項目以外の主な論点（標準 DCF 法シート項目）

§ 1d.2.1 解決策

(1) 一時金の運用益

① 運用益計上の是非

投資家は一時金の運用益を含めていないことが多いとされるが、鑑定評価ではこれ含める。また、前述のとおり不動産鑑定評価基準では収益項目となっているが、本標準フォーマットにおいては純収益を構成するが、NOI 項目外に位置付ける。

② キャッシュ入出金方式（随時収入、支出計上）か、運用益計上方式か

原則運用益計上方式とする。

（理由）今までの鑑定評価慣行から運用益計上方式が主流であること。一時金の大金を動かすと、通常のキャッシュの動きがわからなくなる。

（注）バリューの面では、キャッシュ入出金方式の方が大きく出る。

③ 運用利回りの水準の考え方

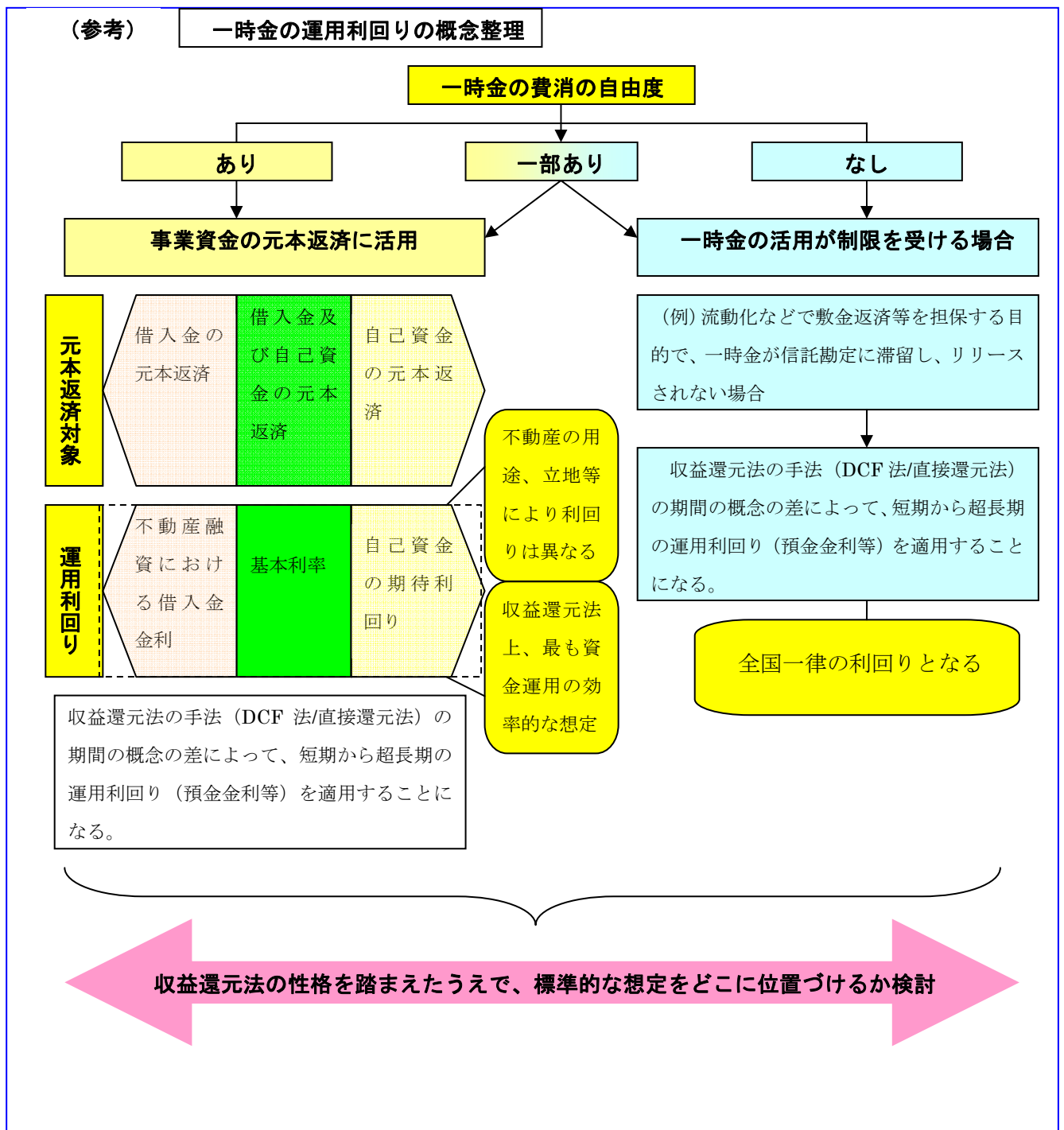
運用利回りについては、DCF 期中の場合は、短期水準をベースに、直接還元法、DCF 法復帰価格算定の場合は、超長期水準をベースに、預かり一時金の長期拘束性の程度等を考慮して、概ね 1～4% の間で査定している。

当該物件に想定される取得主体はどのようなものか、一時金の費消の自由度も考慮して具体的に決定し、どのような考え方に従ったのか、できるだけ鑑定評価書に記載する。

（備考）権利金の扱い

DCF 法においては、（定期借地権の底地の場合の権利金の場合など）未償却部分の運用益は通常計上していない。住宅の礼金の場合、その他収入とする。

権利金の性格に応じて対処する必要がある。



(2) 資本的支出（大規模修繕費）

① 算出方法

ER を分析して、運営総費用の修繕費に含まれない資本的支出等を年額平均化して計上。ある特定期間における修繕は必ずしも当該期に発生するものではないため、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こととする。ただし、平準化するとき、何年平均の数字を使うかで大きく違うことに留意する。（上記修繕費の項参照）

② 大規模修繕履歴の確認

今後の大規模修繕費予測の前提として、現在までの大規模修繕の修繕履歴を必ず確認する。できるだけ長期間に遡って過去の修繕履歴を徴求する（ERにあれば参照する）。

空調、機械類、外壁、屋根の防水加工など典型的な大規模修繕項目を今まで行ってきたか確認し、行うべき改修を行っていないければ、今後の大規模修繕費に上乘せする。逆に最近、大規模修繕費として多額の支出が出ていれば、これから少なくなる、という発想もできる。

③ 建物 ER の留意点（第 2 章 参照）

建物 ER の作成期日等に留意する必要がある。但し、建物 ER はその作成基準が明確でなく、その作成主体に要件はないため、依頼者の意向が反映されやすい点等に留意する。

§ 1e.1 論点①e：標準 DCF 法シート項目以外の主な論点

§ 1e.1 【問題の所在】標準 DCF シート項目外の主な論点

その他の不動産の証券化関連費用等

- ① 不動産の証券化実務において実際に支払われる費用として、信託報酬、SPC 管理費用、アセットマネジメント・フィー等があるが、これらの費用は不動産の鑑定評価において総費用に含めるべきか。
- ② 信託受益権の評価額は不動産の鑑定評価額と価格が異なるのか。
- ③ 不動産取得税など当初取得費の取り扱いについてはどうか。

§ 1e.2.2 解決策

(1) 不動産の証券化関連費用

① 信託報酬

信託報酬とは、信託受託者の信託財産に関する管理業務に対する報酬で、受益者が信託財産から間接的に負担する費用である。不動産の証券化において流通コストの軽減（不動産取得税の回避や登録免許税の軽減）を図るために、また、不動産特定共同事業法の煩雑さを避け、その使い勝手の良さゆえに会社法の改正前には YK-TK（有限会社匿名組合）スキームにおいて信託受益権が多用されるようになり、信託報酬という費用が顕在化している。

信託報酬はアップフロント・フィーとアニュアル・フィーに別れ、それぞれ業務内容に応じてフィー水準が決まる。

② SPC 管理費用

SPC 管理費用とは、不動産証券化に利用する SPC ビークルに係るコストで、記帳代行に関する費用、税務事務に関する費用、会計監査人に関する費用、各種オピニオンの取得に関する費用等がある。

③ アセット・マネジメント・フィー（AM フィー）

アセット・マネジメント・フィーとは物件のアクイジションまたはディスポジション、デットまたはエクイティの資金調達、パフォーマンスのレポートにかかるマネジメント・フィーをいう。

従来 AM 業務は PM 業務との区分が難しかったが、J-REIT の発展に伴い、資産運用会社（AM 会社）と管理受託業務者（PM 会社）というように、AM・PM の役割が整理されてきている。現在では、前述の通り、AM フィーは物件のアクイジションまたはディスポジション、デットまたはエクイティの資金調達、パフォーマンスのレポートにかかるマネジメントフィーをいい、物件周りの賃貸経営管理を含む一般的な PM フィーとは異なってきた。通常のビル事業は PM フィー（BM フィーなど）の支払いにより不動産が運営され、AM フィーはエクイティ部分の預かり資産に係る運用受託フィーと考えられて

いる。(証券投資信託においてはこれらのフィーが信託報酬として預かり資産の〇%という形で委託者の預かり資産より支払われる。)

④ 鑑定評価上の費用に含めるかどうか

これらの費用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ために、また SPC を活用したために、パフォーマンス・アップのためより、資産資産入れ替え型に近い運用をしたために発生する費用であり、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。但し、不動産信託受益権の価格調査等、投資分析においては総費用に見込むべきものと考えられる。(そもそも不動産信託受益権の評価は不動産の鑑定評価とはいえないため、価格調査書等において対応することとなる。)

(2) 信託受益権の評価について

信託受益権は、信託報酬(アップフロントフィー、アニュアルフィー)が信託財産より控除され、必要運転資金留保金と修繕積立留保金等のキャッシュリザーブが信託財産として含まれる一方、流通コストの軽減が大きいことから、不動産証券化の場合に多く使われている。不動産証券化の実務関係者での間では不動産鑑定評価額=信託受益権額という認識が共通となっているようである。

不動産の鑑定評価においては取得コストや買主負担の取得税等は鑑定評価に反映されず、(民事再生法等に係る取得採算価格等を除く)、一方信託受益権の評価においては信託報酬等が発生する。

実際の売買においては、実物と信託受益権のどちらが有利かという経済性によって判断されるケースが多いので(その他の信託受託上の問題が無い限り)、基本的にはその不動産をどの程度の期間保有していくか、所有権移転の可能性をどこまで考えるかによって、取引上の物件価格は裁定されるものと考えられる。

§ 1e. 1. 2. 3 「解決策」以外の諸説

信託報酬について、

- ・**第2案**：信託受益権での売買が当たり前、普通になってきているので、信託報酬も含める。
- ・**第3案**：不動産鑑定評価はするが、受益権としての見方を付記する。

(3) 当初取得費の取り扱い

鑑定評価上取得費については投信法、資産流動化法、民事再生法等における鑑定評価における投資採算価格以外には使用しない。実務的には価値評価と取得コストは区別しており、また、比準価格では不動産取得税は考慮しておらず、この扱いとバランスをとるためである。

価格調査等、投資分析においては総費用に見込むべきものと考えられる。

§ 2a.1 論点②a：キャッシュフローの将来予測における一般的な留意点

§ 2a.1 【問題の所在】

- ① DCF 法によって求められる価格は、対象不動産から将来得られるであろうキャッシュフローをどのように予測するかによって大きな影響を受けるが、これまでキャッシュフローの将来予測における一般的な留意点が整理されてこなかった。
- ② 判断に用いた資料やデータをどのように分析・解釈したかなど、キャッシュフローの予測の判断根拠を明確に示してゆく必要がある。

§ 1a.2 【解決策、課題】

§ 1a.2.1 解決策

(1) DCF 法の適用におけるキャッシュフローの将来予測に当たっての一般的な留意点

将来事象の予測には不確定要素はつきものであり、それゆえ予測主体によって見方が大きく分かれることも少なくない。しかしながら、証券化の対象となる不動産の価格は、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当該不動産の収益性・投資採算性を基準として形成されるものであるため、証券化関連の鑑定評価等においては、合理的に行動する典型的な市場参加者がキャッシュフローの将来動向をどのように想定したうえで行動しているかということの把握・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て、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。

キャッシュフロー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建物に係る地域不動産市場における需給状況や賃料の推移などの把握を出発点とし、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地域不動産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、基本的に慎重な姿勢で行うべきである。

なお、キャッシュフローの将来予測は、絶えず市場を注視し、投資家が実際に用いている鑑定評価手法についても熟知しつつ行うべきものでもある。

(2) キャッシュフローの将来予測における判断根拠の明確化

キャッシュフロー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解釈し、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する必要がある。これは予測の限界を明確にすることでもある。この判断根拠を明確にすることは、投資家の利害に関連する証券化関連の鑑定評価における説明責任を果たすうえで、不可欠のものといえる。

§ 2b.1 論点②b：直接還元法における将来予測の基本的な考え方

§ 2b.1 【問題の所在】

直接還元法においては、純収益を、現行賃料（空室率）を採用する考え方と、市場賃料（空室率）を採用する考え方がある。特に、現行賃料と市場賃料との乖差が大きい案件において、採用した単年度収益と還元利回りの関係について整理する必要がある。

§ 2b.2 【解決策、課題】

§ 2b.2.1 【解決策】

(1) 基本的考え方

直接還元法の基本的考え方には、

① 純収益が永続的に続くとする考え方

② 建物については現建物の耐用年数までの有期、土地については無期、

とする考え方がある。（詳細は第3章 § 3a. 「各種利回り（還元利回りと割引率）の基本概念」参照）

(2) 直接還元法における純収益把握についての3つの考え方

a. 将来のある時点で市場賃料（空室率）の推移に基づいた純収益に収斂するとする考え方。基点として、現行賃料（空室率）を入力する方法。

b. 将来のある時点で市場賃料（空室率）の推移に基づいた純収益に収斂するとする考え方。基点として、市場賃料（空室率）を入力する方法。

c. 将来のある時点である一定のところまで市場賃料（空室率）の推移に近づくが、収斂はしないとする考え方。現行賃料（空室率）と収斂後の賃料（空室率）とを考慮して入力する方法、がある。

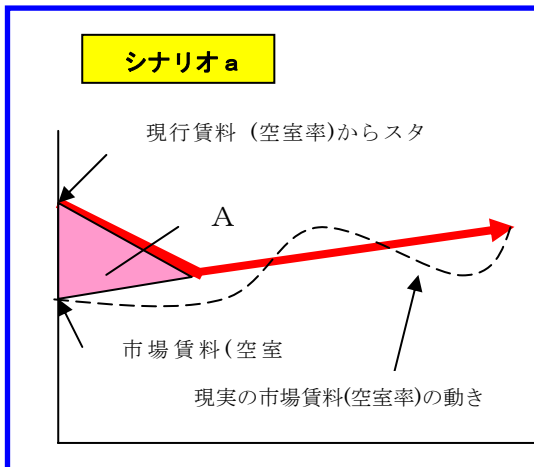
基準においては「実際実質賃料に基づく純収益等の現在価値～」とあることから、a. の方法が原則と考えられる（また、できるだけ裁量の余地を少なくしたほうがよいという観点からは、現行条件から還元利回りだけの修正で済むa. の方法が優れていると考えられる）。

但し、いずれにしても採用した純収益に対応する還元利回りを採用すれば、理論上同額となる。

a. b. c. いずれの場合においても、現行賃料（空室率）の将来予測、および適切に把握された市場賃料（空室率）に基づいた純収益の将来予測をすることが不可欠であり、その現行賃料と市場賃料（空室率）との差にあたる部分（a. b. であれば、③将来キャッシュフロー予測の考え方の説明図Aの部分）に基づいた純収益を還元利回り等に織り込むことが必要である。

(3) 将来キャッシュフロー予測の考え方

a. 現行賃料(空室率)を基点とし、市場賃料(空室率)に収斂するシナリオ



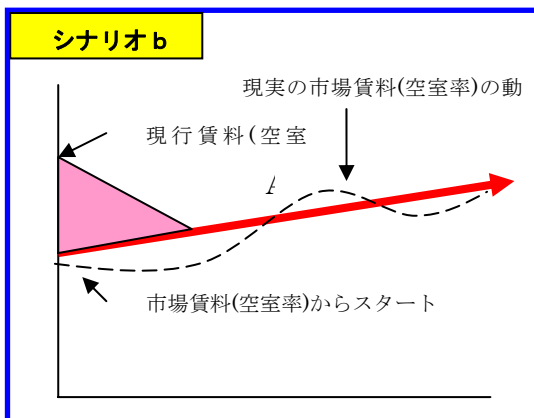
シナリオ a :

還元利回りは現行賃料が市場賃料まで下がり、追いついた後は、市場賃料に従うシナリオを踏まえた(やや高め)の還元利回りを用いる。

(上記Aの部分に対応する収益を還元利回りのプラス α で調節する。)

(DCF法の考え方を採用しAの部分の計る必要がある。)

b. 市場賃料(空室率)を基点とし、現行賃料(空室率)と収斂するシナリオ



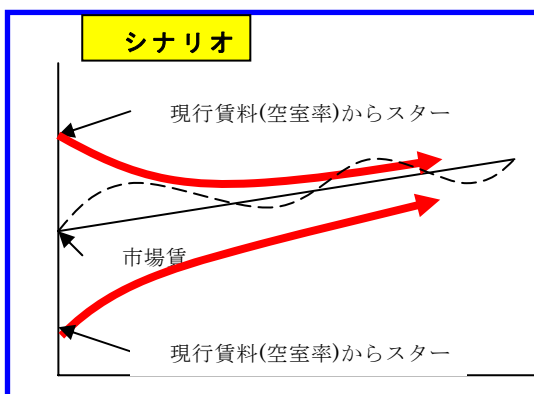
シナリオ b :

還元利回りは現行賃料が市場賃料まで下がり、追いついた後は、市場賃料に従うシナリオを踏まえた(やや低め)の還元利回りを用いる

・(上記Aの部分に対応する収益を還元利回りのマイナス α で調節する。)

(DCF法の考え方を採用しAの部分の計る必要がある。)

c. 現行賃料(空室率)と基点とし、市場賃料(空室率)に最終的には収斂しないシナリオ(空室率)



シナリオ c :

割高テナントと割安テナントが混じっているケース等で、マーケットにどこまで近づくかを決め、そこまでは収束させていく。上記 a, b, の中間的な方法。

(特に、現行賃料が市場賃料より低い場合の問題点)

テナントは退去の権利を持っているが、オーナーサイドがテナントを追い出す権利は弱い(ない)。このような借地借家法を前提とした力関係があるので、継続賃料の場合は、市場

賃料にすぐには収斂しないということが前提である。例として、社会的弱者がテナントの借地、アパートの場合、調停や裁判になっても、市場賃料への増額は見込み難い。

(収斂するシナリオについて)

市場賃料と現行賃料との収斂するシナリオは、市場により異なる（学生向けアパート・ファミリータイプ等）代替物件がありマーケットが効率的であるほど、収斂の速度は速い。ファミリータイプでも地方の通勤族が入居している場合と、地元の住民が入居している場合とでは異なると考えられる。

§ 3.2.3 解決策以外の諸説

(1) 対象不動産の適格性について

賃貸市場が相当停滞している地域内の空室率が非常に大きい物件等、市場賃料(空室率)と現行賃料(空室率)との乖離が著しい不動産については、そもそも投資家に対して収益見通しの提示が困難であるため、証券化への適格性に劣るものと思われる。(適格性については、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(投信法も同様) II 1 (2) 対象不動産についての留意事項(担保適格性と投資適格性)を参照されたい)

(2) 直接還元法と DCF 法を併用する場合

直接還元法の収益に初年度収益を入れて厳密に考えると、同じことを行うことになり検証手段として2手法を使う意味がなくなる。DCF法と併用する場合は特に、直接還元法はある程度標準化された中長期的な安定収支使うべきである。「実際実質賃料に基づく純収益」にはこだわらなくてもよいのではないか、という考え方。

§ 3.4 【不動産鑑定評価基準における取り扱い】

純収益の算定(不動産鑑定評価基準第7章第1節IV収益還元法3.適用方法(1)②記載)

「純収益の査定「対象不動産の純収益は、一般に1年を単位として総収益から総費用を控除して求めるものとする。また、純収益は、永続的なものと非永続的なもの、償却前のものと償却後のもの等、総収益及び総費用の把握の仕方により異なるものであり、それぞれ収益価格を求める方法及び還元利回り又は割引率を求める方法とも密接な関連があることに留意する必要がある。

なお、直接還元法における純収益は、対象不動産の初年度の純収益を採用する場合と標準化された純収益を採用する場合があることに留意しなければならない。」

§ 2c-1.1 論点②c-1 : 直接還元法と DCF 法の使い分け (メリットと限界)

§ 2c-1.1 【問題の所在】

- ① どのような観点で直接還元法と DCF 法を使い分けるか。
- ② 空室率の変動幅の大きい地方物件、一棟貸しで現行賃料が適正賃料でない場合等においては、どちらの手法を使うべきか？逆に、直接還元法を重視すべき場合はないか？

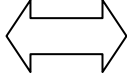
§ 2c-1.2 【解決策、課題】

§ 2c-1.2.1

(1) 直接還元法と DCF 法の異同

(理論的な異同)

DCF 法は下記の式で表示されるが、右辺第 2 項の分子が直接還元法であるため、基本的には右図の直接還元法と同一の式となる。

<p>(DCF 法)</p> $P = \sum_{k=1}^n \frac{a^k}{(1+Y)^k} + \frac{a^{n+1}}{R_n (1+Y)^n}$		<p>(直接還元法)</p> $P = \frac{a}{(1+Y)^1} + \frac{a}{(1+Y)^2} + \frac{a}{(1+Y)^3} + \dots$
<p>P : 収益価格 a^k : 毎期の純収益 Y : 割引率 n : 保有期間 aⁿ⁺¹ : n+1期の純収益 R_n : 最終還元利回り</p>		

(DCF 法と直接還元法の長所、短所)

直接還元法と DCF 法の比較		
	直接還元法	DCF 法
利用できる条件	<ul style="list-style-type: none"> ・少なくとも現況収支に関する資料等があれば適用しうる。 ・類似競合不動産の取引事例が十分に存在し、比較可能な取引事例から還元利回りを算定することが可能な場合 	<ul style="list-style-type: none"> ・原則案件個別の詳細資料があること ・直接還元法が利用できる場合は、その条件に合わせた DCF 法はできる。 ・類似取引事例が多数あることが条件であることについては直接還元法と同じ。
利用する意味が少ない場合	<ul style="list-style-type: none"> ・市場賃料から現行賃料が大きく乖離している場合 ・還元利回りや割引率に影響を及ぼすような特殊なリスク要因があるとき 	<ul style="list-style-type: none"> ・詳細資料がないとき。この場合 DCF 法は、直接還元法におけるシナリオを焼きなおし、煩雑にするだけになる可能性があるため留意する。
長所(利用される場面)等	<ul style="list-style-type: none"> ・一般にマーケットから事例が得やすい。 ・標準的キャッシュフロー(を若干修正したもの)や還元利回りをマーケットとの比較から直感的に捉えて説明しており、一般に納得感が得られやすい。 ・投資実務において、DCF 法によって詳細な検討に入る前の概略検討においては必ず直接還元法が用いられる。 ・当該物件のポテンシャルとしての価値を出すときにも有効である。 	<ul style="list-style-type: none"> ・案件の特性に応じてより詳細に条件を設定するため、その条件設定が適切であれば説明力に優れている。 ・直接還元法で検討される、標準的なキャッシュフローや還元利回りも DCF で想定するシナリオの前提になっている。
短所等	<ul style="list-style-type: none"> ・案件の特性に応じた詳しい説明ができない。(証券化案件ではこれだけでは不十分) ・投下資本に対する収益と投下資本の回収が明確には区別されない(但し、類似する取引事例が多いときは、投資家の期待する収益率と投資回収率は反映されていると考えられる。) 	<ul style="list-style-type: none"> ・詳細にわたる条件設定に関して、一般にマーケットから事例が得にくい。 ・DCF 法では想定する条件が多いため、詳細資料が得られない場合には、直接還元法に対する検証手段でしかない。 ・多数の設定条件に対する納得性が得られにくいために、直接還元法による検証が必要である、ともいえる。

① DCF 法が機能する場合

個別案件に応じてより詳細な条件が設定できる場合には、原則 DCF 法を適用する。DCF 法においても、復帰価格を求める際には直接還元法を用いるので、不動産の存在する全期間のうち現在からの数年間をより詳細に説明する手法が DCF 法であるともいえる。

DCF 法を適用するとき、直接還元法における標準的なキャッシュフローや、還元利回りの想定を考慮したうえで行うため、基本的には、直接還元法を適用しうる場合には、DCF 法が適用できると考えられる。現況収支に関する資料しか入手できない場合においても、直接還元法における前提条件をより詳しく説明できるので、多くの想定条件を適切に説明し、原則として DCF 法を適用すべきである。

但し、ER による大規模修繕費の予測値など、将来予測に関して説明できる詳細資料が少なくとも一つはない限り、DCF 法は、直接還元法におけるシナリオを多くの想定条件を使ってそのまま焼きなおし、煩雑にするだけになる可能性があることに留意すべきである。

また、第3章4dに述べるような、定期借家契約など還元利回りや割引率に影響を及ぼすような特殊なリスク要因があるときは、DCF 法のほうがそのリスク要因を説明しやすい。

② 直接還元法が機能する場合

直接還元法は、案件個別の詳細資料がない場合においても、類似競合不動産の取引事例が十分に存在し、比較可能な取引事例から還元利回りを算定することが可能な場合に特に有効である。

直接還元法では、投下資本に対する収益と投下資本の回収が明確には区別されないなど、DCF 法より簡略な手法といえるが、直接還元法で用いる還元利回り等は、類似の投資物件に基づいて導き出されているので、投資家の期待する収益率と投資回収率とが結果的には加味されており、DCF 法に対する検証手段として有効な手法だといえる。

直接還元法は、キャッシュフローや還元利回りを直感的に捉えて説明しており、マーケットにおいて一般に納得感を得られやすい。また、投資実務においても、DCF 法によって詳細な検討に入る前の概略の検討においては必ず直接還元法が使われている。

しかしながら、マーケット賃料から現行賃料が大きく乖離している場合は、直接還元法においても上記 § 2c の三角形の部分の踏まえたうえで、還元利回りを決めなければならないので、DCF 法でシナリオを決め、三角形の面積がいくらかを算出するしかない。但し、このような場合でも、LTV 比率（物件価値に対する借入金額の割合）をもとめる際の V（物件価値）を算出するとき等、現実の賃料、空室率を捨象した当該物件のポテンシャルとしての価値を出すときは直接還元法が有効である。

(2) 特殊なケースにおける DCF 法適用の留意点

空室率の変動幅の大きい地方物件、一棟貸しで現行賃料が適正賃料でない等特殊な案件においては、DCF 法適用の際、当該物件の賃料、空室率がマーケットに収束していくまでの複数のシナリオ（楽観ケース、中庸ケース、悲観ケースなど）を検討し、それぞれのシナリオが起こる、最も納得感ある確率を想定して、得られた期待値を総合的に一つの将来シナリオにまとめる。

各シナリオの妥当性を説明すること(少なくとも考えたプロセスを残しておくこと)が重要である(このシナリオを別々に見せることにより、投資採算性に関するコンサルティングをすることも可能)。通常のケースではない、マーケットから外れている特殊なケースであればあるほど、DCF法でシナリオを想定して鑑定評価する必要がある。

§ 2b. 4【不動産鑑定評価基準における取り扱い】

○ 直接還元法及び DCF 法の適用のあり方(不動産鑑定評価基準第 7 章第 1 節Ⅳ収益還元法 3. 適用方法 (3) 記載)

「直接還元法又は DCF 法のいずれかの方法を適用するかについては、収集可能な資料の範囲、対象不動産の類型及び依頼目的に即して適切に選択することが必要である。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と場合には、DCF 法を適用しなければならない。」

○ 「収益還元法 手法の適用方針」(鑑定協会;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(投信法も同様) IV2 (1) A. a. 手法の適用方針記載)

「本鑑定評価にあたっては、資産流動化法に基づく制度に応じた条件を所与とする DCF 法の適用を基本とし、転売予想価格を求める手法は直接還元法によることを原則とする。さらに、これによって求めた収益価格を検証するために、直接還元法を適用した収益価格を求める。」

○ 「収益還元法の位置付け」(鑑定協会;収益還元法の精緻化 研修会 平成 13 年 2 月 第一部 収益還元法の位置付けと DCF 法適用上の留意点 I 2 (2) 記載)

「以上のように、収益還元法は、理論的には、収益の内容、変動予測、適用利率等について、より詳細に明示的に分析する方向(精緻化)で進んでいる。ただし、アメリカにおいて DCF 法が批判されたように、鑑定評価の実務においては、不動産市場の状況や得られた資料の量と質の程度により、詳細な分析を行おうとすることが、逆に評価の恣意性を高め、不当な結果を招く(注)ことになることがあることに十分留意する必要がある。従って、鑑定評価の実務においては、より詳細に明示的に分析する姿勢を維持しつつ、恣意性を極力排除できる適切な手法の選択を行う必要がある。

(注) 不確かな予測が積み重なることによるブレに加え、収益上昇や転売価格の高めの設定により、一見もっともらしいかたちでの恣意的な高い評価も可能である。

§ 2c-2.1 論点②c-2：直接還元法と DCF 法の整合性

§ 2c-2.1 【問題の所在】

- ① DCF 法において、復帰価格の査定に転売予想価格から譲渡費用を差し引くべきか。
- ② DCF 法で譲渡経費を控除した場合、直接還元法と DCF 法は整合するか。

§ 2c-2.2 【解決策、課題】

§ 2c-2.2.1

(1) 譲渡費用を引くべきかどうか

① 譲渡費用とは

一般には、譲渡の際の仲介手数料をさすことが多いが、契約書の印紙税、測量が必要な場合は測量費用、広告費等を入れる場合がある。取壊し費用や借地権付建物の場合の譲渡承諾料など特殊なものは別立てで明示する。

② 比較可能性のある統一的な扱い

実際に売却するかどうかは予測の限界にある。考え方としては2つあるが、比較可能性のある統一的な扱いが必要であり、実務の実態を踏まえ DCF 法においては譲渡費用を引くことを原則とする。グローバル・スタンダード[®]として、DCF 法では、譲渡費用を控除していると言える。

投資採算価値を具体的に求めるときは、シナリオに応じて譲渡費用を引いたり、引かなかったりすればよいことになる。

(2) 直接還元法と DCF 法との整合性の問題

譲渡費用に関して、DCF 法において譲渡費用差し引くと直接還元法と整合するのかという疑問が起こる。

直接還元法においても、想定される譲渡費用は還元利回りにそれが織り込まれていると考えられるので理論的整合性はある。

§ 2c-2.4 【不動産鑑定評価基準における取り扱い】

○「復帰価格の求め方について」（不動産鑑定評価基準運用上の留意事項 5. (3) エ記載）

「保有期間満了後時点において売却を想定する場合には、売却に要する費用を控除することが必要である。」

○「復帰価格（鑑定協会；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」（投信法も同様） IV2 (1) B. g. 記載及び収益還元法の精緻化 研修会 平成 13 年 2 月 第一部 収益還元法の位置付けと DCF 法適用上の留意点 III2 記載）

「復帰価格は、保有期間終了時の転売予想価格から売却費用を控除して求める。」

§ 3a.1 論点③a：各種利回り(還元利回り、割引率)等の基本概念(総論)

§ 1.1【問題の所在】

- ① 証券化の進展により、還元利回り、割引率の概念の整理、具体的求め方について、より明確化する必要がある。
- ② 還元利回り、割引率の指標となりうるインデックスがない。実際投資家は何を指標として投資判断を行っているか。
- ③ DSCR はどのような場合に活用できるか。

§ 3a.1.2【解決策、課題】

- (1) 論点③b以下、鑑定評価基準、留意事項を確認するとともに、実務に容易に応用できるような説明を試みる。
- (2) 投資家の判断基準の指標のひとつとして、イールドギャップがある。

$$R_f + r_{sk} = i_{rr} (=R_r + g)$$

R_f : リスクフリーレート、

r_{sk} : 不動産のリスクプレミアム

i_{rr} : 内部収益率

R_r : 収益率

g : キャピタルゲイン期待

したがって、イールドギャップ = $R_r - R_f = r_{sk} - g$

具体的には、J-REIT で考えた場合、

$$\text{イールドギャップ} = (\text{J-REIT 予想配当利回り}) - (\text{10年国債利回り})$$

と表される。

収益率 (R_r) は、投資家にとっては、自分の不動産投資ポートフォリオの期待収益率であるといえる。

昨今、金利 (R_f) の上昇でイールドギャップが縮小してきている。不動産のリスクプレミアムやキャピタルゲイン期待の解明もあわせて必要である。情報開示、不動産投資インデックスの整備等市場の環境整備が必要である。(国土審議会土地政策分科会企画部会不動産投資市場検討小委員会H18.7「最終報告：P39」参照)

(3) DSCR の利用

DSCR とは借入金に対する毎期の要返済額に対する純収入 (NCF) の比率つまり

$$\text{DSCR} = \text{NCF} / \text{毎月の返済額}$$

のことである。銀行等デットの提供者が関心を持つ指標であり、調達面でのスプレッド水準の検証手段として使うということに意味がある。投資適格性が低い地方物件で利回りを検

証するときなど、調達サイドから積み上げて利回りを考える際、DSCR を活用すべきである。

§ 3a. 4【鑑定評価基準等における取り扱い】（資料○）

（基準）

第 7 章 鑑定評価の方式

第 1 節 価格を求める鑑定評価の手法

IV 収益還元法

（留意事項）収益還元法について

§ 3b-1 論点③b-1 : 還元利回りについて (理論的観点)

§ 3b-1 【問題の所在】

還元利回りを理論的により明確に理解したい。

§ 3b-1.2 【解決策、課題】

(1) 直接還元法を永久還元と考える場合

① 基本的考え方

この考え方は、現況建物の耐用年数満了後に現在とほぼ同等の建物に建替えられることを前提に、現況建物の存続する期間及び次回以降の建物に帰属する標準的な純収益を把握し、当該純収益を還元利回りで還元する考え方である。

② 建物再建築費の検討

なお、この場合には、次回以降の建物を建築するための建築費の積み立て(建物解体費用も含む)としての減価償却を考慮することが必要となるため、下記の式が成立する。

$$P = \frac{a}{CR} = \frac{a'}{CR'}$$

P : 収益価格
a : 償却前純収益
CR : 償却前
a' : 償却後純収益
CR' : 償却後

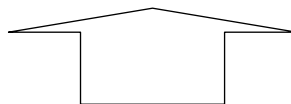
→

$CR = \frac{a}{a'} CR'$

また、割引率と還元利回りとの関係については、以下の関係が成り立つ。

$$\frac{a}{CR} = \frac{a'}{CR'} = \begin{cases} \frac{a'}{(1+Y)^1} + \frac{a'}{(1+Y)^2} + \frac{a'}{(1+Y)^3} + \dots \div \frac{a'}{Y} & (a \text{ が一定の場合}) \\ \frac{a'(1+g)^1}{(1+Y)^1} + \frac{a'(1+g)^2}{(1+Y)^2} + \frac{a'(1+g)^3}{(1+Y)^3} + \dots \div \frac{a'}{Y-g} & (a \text{ が一定率 } g \text{ で変動する場合}) \end{cases}$$

(B : 建物建築費
m : 現建物残存耐用年数
o : 新建物耐用年数)



$$\left\{ \begin{array}{l} \frac{a}{(1+Y)^1} + \frac{a}{(1+Y)^2} \dots - \frac{B}{(1+Y)^m} - \frac{B}{(1+Y)^{m+o}} \dots \\ \frac{a(1+g)^1}{(1+Y)^1} + \frac{a(1+g)^2}{(1+Y)^2} \dots - \frac{B(1+g)^m}{(1+Y)^m} - \frac{B(1+g)^{m+o}}{(1+Y)^{m+o}} \dots \end{array} \right.$$

(純収益が永続的に続くためには、建物建築費の現在価値を控除しなくてはならないが、償却後純収益を採用することでこれを考慮した。)

上記より、下図の関係が成り立つ。

$$CR = \frac{a}{a'}, \quad CR' = \frac{a}{a'} Y$$

若しくは

$$= \frac{a}{a'} (Y - g)$$

③ 限界

なお、直接還元法の考え方を永久還元と考える方法については、有期ではない永久還元におけるCR及びYの利回りはどのように把握すべきか（ベースとなる安全資産はどの程度長期のものを採用すべきか）、また建物の建替を想定し、純収益については、建替建物の純収益も考慮しなくてはならないが、各種項目の査定(CAPEX, 賃料, 利回り等)においては、価格時点における現況建物に基づき査定を行わざるを得ないため上記同様永久という将来予測の点において限界がある点は否めない。

(2) 直接還元法を土地は永久還元、建物は有期還元と考える場合

① 基本的考え方

この考え方においては、減価償却は、初期投資額のうち建物分に相当する額の回収（償却資産の価値の減少の期間配分）という考え方になり式で表すと以下のようになる。

② 還元利回りの展開

$$P = \frac{a}{W_L Y + W_B \frac{Y (1+Y)^m}{(1+Y)^m - 1}}$$

この場合 分母についてまとめると

$$\begin{aligned} W_L Y + W_B \frac{Y (1+Y)^m}{(1+Y)^m - 1} &= Y \left(W_L + W_B \frac{Y (1+Y)^m}{(1+Y)^m - 1} \right) \\ &= Y \frac{W_L (1+Y)^m - W_L + W_B (1+Y)^m}{(1+Y)^m - 1} \\ &= Y \frac{(1+Y)^m - W_L}{(1+Y)^m - 1} \\ &= Y \frac{(1+Y)^m - (1 - W_B)}{(1+Y)^m - 1} \\ &= Y + W_B \frac{Y}{(1+Y)^m - 1} \\ &= Y + W_B \times \text{償還基金率} \end{aligned}$$

$$\left(\begin{array}{l} \frac{Y (1+Y)^m}{(1+Y)^m - 1} : \text{元利均等償還率} \\ W_L : \text{土地価格比} \\ W_B : \text{建物価格比} \end{array} \right)$$

となることから、

$$CR = Y + \text{償還基金率} \times \text{建物価格割合}$$

となる。(なお、建物取り壊し費用については、この場合土地価格比にマイナス分として含まれる)

③ インウッド方式への展開

なお、この式を展開していくと下記の通りインウッド方式となる。

$$P = \frac{a}{Y + W_B \frac{Y}{(1+Y)^m - 1}}$$

$$P = \frac{a \{(1+Y)^m - 1\}}{Y \{(1+Y)^m - 1\} + W_B Y}$$

$$P Y \{(1+Y)^m - 1\} + P W_B Y = a \{(1+Y)^m - 1\}$$

$$P Y \{(1+Y)^m - 1\} + P (1 - W_L) Y = a \{(1+Y)^m - 1\}$$

$$P Y \{(1+Y)^m - 1\} + P Y - P W_L Y = a \{(1+Y)^m - 1\}$$

$$P Y (1+Y)^m = a \{(1+Y)^m - 1\} + P W_L Y$$

$$P = \frac{a (1+Y)^m - 1}{Y (1+Y)^m} + \frac{P W_L}{(1+Y)^m}$$

また、純収益 a が一定率 g で変動する場合には、同様の方法を用いると、

$$CR = Y + \text{逓増償却率} \times \text{建物価格割合} - g$$

となり、この場合にも変動率 g を考慮した下記のインウッド式に展開される。

$$P = a \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+Y}\right)^m}{Y - g} + \frac{P W_L (1+g)^m}{(1+Y)^m}$$

④ 限界

ただし、当該考え方の問題点としては、

CR = Y + 償還基金率 × 建物価格割合という関係があることから、

残存耐用年数(m)によりCRの値が変化すること、および

建物価格割合(W_B)の把握方法によりCRの値が変化すること(評価額における土地・建物価格内訳との整合性)、が指摘される。

また、割引率を全期間同一値としていることから、DCF法における保有期間と売却後の割引率を異なるものと把握している場合には、両者の平均的な割引率にて把握する必要がある。

⑤ その他留意点

- a. 割引率とCRとの差は、物件によってYが異なるのでバラツキがあるのが自然であるが、全物件について差（償還基金率×建物価格割合）が同じなのは不自然であること。
- b. 同一鑑定会社の鑑定評価であれば、割引率やCRについて、価格時点が同時期であれば、異なる依頼主の物件、新規取得物件の鑑定評価と継続評価の物件についてもバランス間について説明できるものでなくてはならないこと。
- c. なお、不動産鑑定評価基準運用上の留意事項V.1.(3).①.エ.(エ)における

$$CR = Y - g$$

との関係については、DCF法における保有期間中において、基本的には純収益がg変動すれば元本価値もg変動することから、留意事項におけるgは元本価値の変動分と純収益の変動分を含むものと解釈される。（逓増償却率×建物価格割合は、元本価値の変動分であり、上記式は、元本価値の変動と純収益の変動を区分したものと解釈できる）

(3) 直接還元法は、価格時点における元本・果実の相関関係の活用による手法と考える場合

① 基本的考え方

この考え方においては、価格時点における市場の元本・果実の相関関係に着目し、純収益を還元利回りで除して求める手法と考える。現在の不動産投資市場における実務で用いられているポピュラーな手法である。

② 還元利回り

還元利回りの査定は基本的に取引事例（収益事例）等より求めることとなる。

なお、“The Appraisal of Real Estate 12th Ed.” Appraisal Institute, 2001 では、さらに有効総収入乗数（EGIM）、投資一団法（Band of Investment）を用いた査定方法も紹介されている。

§ 3b-2 論点③b-2 : 還元利回りについて(実務的観点)

§ 3b-2 【問題の所在】

- ① エリアキャップレートの水準を求めるための豊富なデータの入手は必ずしも容易ではない。
- ② エリアキャップレートから、個別案件毎のキャップレートを求める方法。
- ③ ターミナルキャップレートの求め方、考え方

§ 3b.2 【解決策、課題】

§ 3b-2.2.1 解決策

(1) エリアキャップレート調査

① 現状

(財)日本不動産研究所の不動産投資家調査、シービーリチャードエリス(株)によるインベスターズ・リサーチがあるのみである。各大手評価機関では独自のレートを持っており、評価書の中で公表している鑑定機関もある。

② 提案

鑑定協会としてエリア別の取引利回り水準(または方向感)を一年なり四半期に一度示すことを提案する。投資家や、会員会社向けにアンケートを行い、集計結果を公表することは可能である。アメリカで行われているコーパックの調査と同じである。

③ 方法論

鑑定協会所属の各不動産鑑定士個人ベースでの意見を収集する。鑑定協会が全国を相手に調査するか、鑑定協会が手法についてマニュアル化して、各都道府県不動産鑑定士協会に実際の実施を委託するか等検討する必要がある。

④ 留意点

鑑定協会会員の中で、J-REIT の案件等取組み案件数において、大きな違いがある。多く J-REIT の案件等を鑑定評価している会員から、できるだけ情報提供の協力を依頼し、鑑定協会独自のデータベースを整備することが必要である。

§ 3b-2.2.2 解決策

(2) エリアキャップレートの補正の問題

エリアキャップレートから以下の要因等のプレミアムを加減して個別キャップレートを求める。それぞれ、何%程度の影響があるかは、その要因がある場合と、ない場合の市場性の減価に関し、統計分析の活用による要因分析等、実証的研究を鑑定協会として進めることが必要である。(不動研投資家調査、あるいは、今後の調査で〇%~〇%程度と目安を入れる)

① エリア内での立地

住宅地の場合、エリア内での立地、接近性、住環境：最寄駅・都心への接近性、周辺住環境・生活利便性等、

商業地の場合、街路の状況、鉄道等主要交通機関からの利便性、利便施設・経済施設・官公署への接近性、商圏人口（SCなどの場合）等が挙げられる。

② テナントリスク

テナントの属性、シングルテナントであること、定期借家、マスターリース（パススルー型か賃料保障型か）、契約期間等の契約内容等が挙げられる。

③ 権利関係のリスク

区分所有、共有、借地等が挙げられ、区分所有、共有の場合、単独では所有権を有しない際の持分と法的権限の関係、借地の場合、対抗要件具備の有無及び借地権に優先する他の権利の有無などに留意する。

④ 建物のリスク

商業地の場合、築年数、遵法性、規模（延床、ワンフロア面積）、既存不適格、耐震性（新耐震基準の該当の有無）、耐火性、設備の状況等、
住宅地の場合、規模（標準住戸面積）、建物仕様、共用施設等が挙げられる。

留意点：

但し、これらの要因は、お互いに影響しあっているために、単純にそれぞれのプレミアムを足し上げていくと大きすぎることもある。できるだけ、対象不動産と同様の事例を採集し、還元利回りを比較することによって、地域還元利回りからリスクプレミアムを足し上げた結論としての還元利回りを検証するべきであり、前述の通り、統計分析による要因分析により補完すべきである。

(3) ターミナルキャップレートの求め方

不確実性によるプレミアムを、現在の還元利回りに加えて求める。

（注）「現在の還元利回り」は § 2b の図において、市場賃料と現行賃料の差を補正する前の利回り（市場賃料をベースにした標準的な還元利回り）である。

一般的には、還元利回りより大きくなる。その理由としては、

- ・ 経済的残存年数の経過による不動産の価値下落のリスク
- ・ 保有期間後の純収益の見積もりリスク
- ・ 売却リスク

が挙げられる。

具体的なプレミアムの把握については、上記理由に掲げた点の実証分析が必要である。

§ 3c-1.1 論点③c-1：割引率について（理論的観点）

§ 3c-1.1 【問題の所在】

割引率を理論的により明確に説明する必要がある。

§ 3c-1.2 【解決策、課題】

§ 3c-1.2.1 解決策

(1) 割引率とは

割引率は、DCF法において、ある将来時点の収益を現在時点の価値に割り戻す際に使用される率である。

(2) 割引率の性格について

割引率は、それが変化しないとすると、内部収益率（IRR：初期投資額、回収額および投資期間中に生じるキャッシュフローの正味現在価値 NPV を0にする割引率）と同義である。

不動産の割引率は、不動産固有のリスクによって異なるため、以下のように表すことができる。

安全な金融資産の利回り + 不動産固有のリスク

（投資対象としての危険性、非流動性、管理の困難性、資産としての安全性等）

なお、不動産固有のリスクは、下記の通りに大別される。

純収益についてのリスク：危険性、管理の困難性、安全性

復帰価格に特にあるリスク：非流動性

§ 3c-2.1 論点③c-2：割引率について（実務的観点）

§ 3c-2.1 【問題の所在】

- ① 割引率は不変か。
- ② 投資期間中の純収益は毎月把握でき、毎月均等に生じているものとすれば、その収益認識時点を年度末ではなく、年央に設定し、割引時点も年央にすべきではないか。

§ 3c-2.2 【解決策、課題】

§ 3c-2.2.1 解決策

(1) 割引率は不変か

金融の世界では、基本的に毎期のキャッシュフローをその期間に応じた割引率で割り引いている。不動産においても、このような考え方を採用するのか否かという問題がある。基本は每期割引率が異なるが、変える理由がないのであれば、同一の率を使うのが妥当である。

DCF法による査定においては、期中と復帰価格の割引率を分けることが考えられる。また特に期中において、割引率が変わる要素がある場合、例えば10年間の保有期間で、5年目に信用度の高いテナントの定期借家契約が終了する場合など、6年目以降5年目までの割引率を変えることは考えられる。

(2) 割引期間における割引時点の問題

期末を割引時点とする。但し、月単位で純収益を把握することが適切な、開発プロジェクト等では、月単位での割り引きを行うのが望ましい。

（理由）

（基準）では、「対象不動産の純収益は、一般に1年を単位として総収益から総費用を控除して求めるものとする」とある。実際の案件でも年ベースの決算で収益を把握していることが多く、慣行上、期末から割り引いている場合が多い。保守的な観点からおよびアーク等欧米の標準的なDCFソフトも月次を合計して期末で割り引いているから。

§ 3c-2.2.3 「解決策」以外の諸説

期央を割引時点とする。投資家の実務において、期央をベースにして割り引く方法は見受けられる。保有期間10年のDCFで、1年目は0.5年、2年目は1.5年、3年目は2.5年・・・9年目は9.5年で、復帰価格を割り引くときは10年とする平残に対して割り引く考え方である。この考え方では、半年分割引期間が短くなり価格が上がることになる。

§ 3c-2.4 【鑑定評価基準等における取り扱い】（資料○）

AIでは、「異なる資本収益率という題で、資本収益率は基本的には危険性の程度の認識に基づくものである。将来の予測収益と一概に言っても、異なる時期の危険性は異なる。例えば賃貸借契約に基づく毎期の純賃貸収益と復帰価格では異なる割引率が適用されることがある。異なる割

引率を適用するかしらないかは、投資家の市場での行動を参考にしなければならない。」という趣旨の記載あり。

§ 3d.1 論点③d : キャッシュフローの予測と採用した各種利回りとの関係

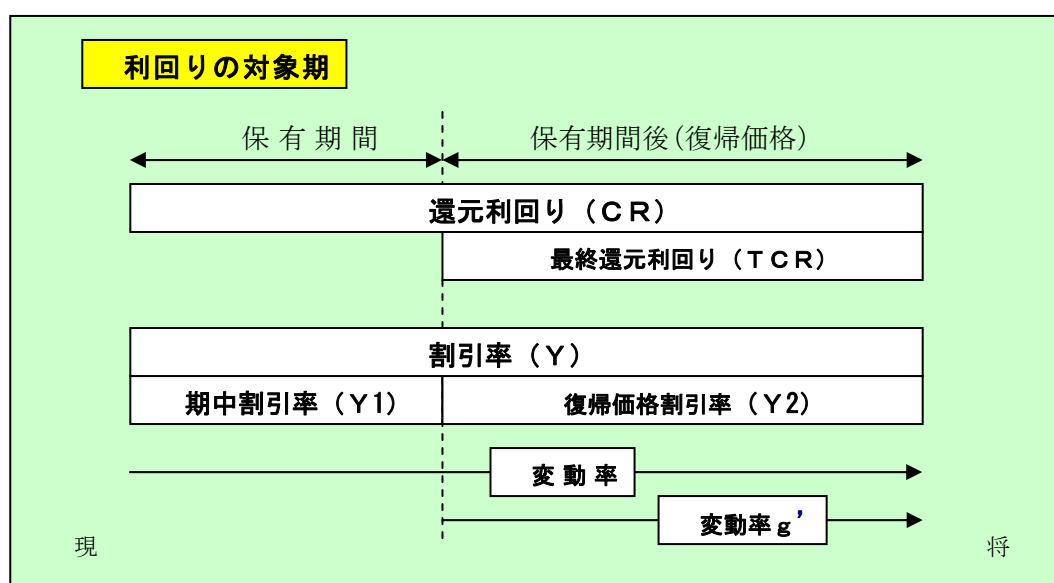
§ 3d-1.1 【問題の所在】

キャッシュフローの予測と採用した還元利回り、割引率の整合性を整理する必要がある。

§ 3d.2 【解決策、課題】

§ 3d.2.1 解決策

(1) 割引率と還元利回りとの関係について



a. 基本的関係

直接還元法を永久還元式と捉える考え方の場合、

$$V = \frac{NCF}{(Y - g)}$$

から、

$$\text{割引率 (Y)} = \text{還元利回り (CR)} + \text{NCFの変動率 (g)}$$

と言える。この場合、

- ・ NCF 下落が予想される場合は、 $CR \geq Y$
- ・ NCF 上昇が予想される場合は、 $CR \leq Y$

となる。

還元利回りのマーケット観（市場のコンセンサス）や割引率のマーケット観はそれぞれアンケート等で調査されているが、基本的には上記の関係があると考えられる。

b. 還元利回り v s 最終還元利回り

$$\text{還元利回り (CR)} + \text{不確実性プレミアム } \alpha = \text{最終還元利回り (TCR)}$$

c. 還元利回り v s 期中割引率

- ・期中割引率には、NCFの変動率 (g) は含まれないし、保有期間後のリスクは含まれないことに留意する。

§ 4a 【論点整理】 キャッシュフローと還元利回り、割引率に影響を及ぼす諸要因

§ 4a.1 【論点整理】

案件毎のリスクの違いにより、キャッシュフローと還元利回り、割引率は影響を受ける。それぞれのリスクがどのように影響を及ぼすか。

(テナントリスク関係)

論点④b-1：一棟貸し、セールアンドリースバックの場合

- ・ 本社ビルのセールアンドリースバックの際など、一棟全体をシングルテナント（あるいは少数テナント2，3社）に貸す場合不動産のリスクは影響を受けるか？
- ・ 適正な賃料、実質賃貸面積、管理費かどうかの把握の問題

論点④b-2：テナントの信用力の違い

- ・ テナントの信用力により不動産のリスクは影響を受けるか？
- ・ テナントの信用力の測り方の問題

論点④b-3：定期借家契約であること

- ・ 定期借家契約であることにより不動産のリスクは影響を受けるか？

(事業主体リスク)

論点④c：事業主体の信用力・能力

- ・ 事実上事業主体（所有者）の信用力・能力により、敷金返還能力とテナント募集能力（自らのリーシング力および業者の選定に関して）等が異なるが、不動産のリスクとして認識すべきか？
- ・ 事業者のリスクの測り方の問題

(権利リスク関係)

論点④d-1：定期借地契約であること

- ・ 敷地に定期借地契約が締結されている場合、不動産のリスクは影響を受けるか？
- ・ 転売価格が固定されている場合：建物譲渡特約付の定期借地の場合はどうか？
- ・ 更地返還条項がある場合：事業用借地契約の場合に、DCF法において契約どおりのシナリオを組むか。

論点④d-2：普通借地権がついている場合

- ・ 普通借地権がついている場合、不動産のリスクは影響を受けるか？

論点④d-3：底地の場合（定期借地権、普通借地権）

- ・ 定期借地権がついている底地と、普通借地権がついている底地の場合不動産のリスクは影響を受けるか？
- ・ 地代増減額請求権等の論点

論点④d-4：地役権等の権利が付着している場合

- ・ 地役権等土地に関する所有権以外の目的となっている宅地の場合、不動産のリスクは影響を受けるか？

(物的リスク・管理リスク関係)

論点④e-1：既存不適格物件、容積移転後の物件、空中権の設定・売買後の物件、都市計画道路等

- ・①既存不適格物件、②容積移転後の物件、③空中権の設定・売買後の物件、④都市計画道路予定地など、違法状態ではないが、建物を取り壊して建替える時には原則現在の建物に対する法的規制が適用されず、容積オーバー等になるような場合、不動産のリスクは影響を受けるか？
- ・なお、違法建築の場合は、第2章 § 4 b. 論点④b：法令遵守状況（遵法性）参照

論点④e-2：復帰時点で建物取り壊し最有効の場合

- ・DCF法の復帰価格が更地価格の場合(取り壊し最有効等)、不動産のリスクは影響を受けるか？

論点④e-3：PM会社の能力やフィーの違い

- ・PM会社によってその能力に大きく違いがある。この違いにより不動産のリスクは影響を受けるか？

(マーケットリスク関係)

論点④f：市場参加者の違い

①ある価格帯での市場参加者の多寡による影響

- ・現在、20～30億円程度のオフィスビルが非常に過熱化しており、取引利回りの低下が著しい。こうした状況（需要者が違えば価格が違うと言う状況）の場合、不動産のリスクは影響を受けるか？

(限定価格)

②区分所有建物あるいは共有建物における権利者同士の売買)

- ・区分所有建物、共有建物等において、保有ビル内における他の区分所有部分（共有持分権）等を取得する場合は不動産のリスクは影響を受けるか？
- ・限定価格か、特定価格か？
- ・その買主がマイナー比率しか持っていない場合で、購入の結果過半数を超えることになった場合と、そうでない場合の違いは？

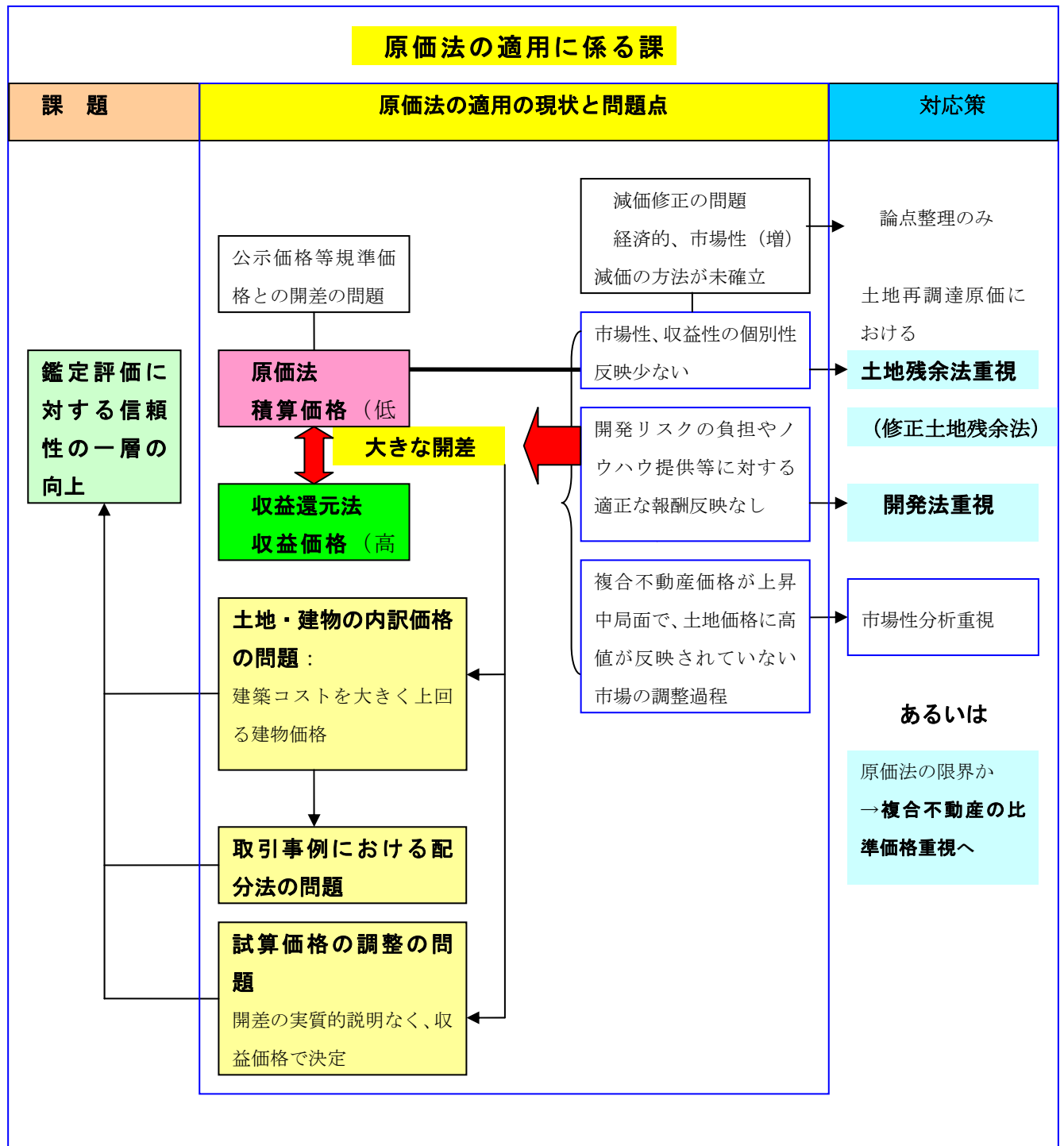
(一般事業収益か、賃貸収益か)

論点④g：一般事業収益か、賃貸事業収益か

- ・賃貸事業収益を前提にした収益還元法か、自社による一般事業収益を前提にした収益還元法か、で、所有者のリスクは異なる。この場合不動産のリスクは影響を受けるか？
- ・例えばホテル案件の場合、経営形態の違いで、還元利回り、割引率等はどう考えるか？

第4章 鑑定評価手法の適用（原価法の適用方法）

§0-1.1 論点0-1：原価法の適用に関する問題（全般）



§0-1.1【問題の所在】

原価法においては、対象不動産の収益性やそれに裏打ちされた市場性を十分に反映させにくく、その結果として積算価格が収益価格よりかなり低位に試算されることがままある。そのような場合、積算価格によって収益価格の妥当性を検証することが困難となり、事実上、収益価格を他の試算価格により十分検証できないままに、これに基づき、鑑定評価額を決定することとなる場合が多い。

§0-1.2【解決策、課題】

§0-1.2.1 解決策

(1) 原価法における土地価格の査定の適正化

原価法の適用における問題点は、前記の収益価格と積算価格の乖離の理由で述べたとおり、再調達原価の査定において土地価格を求める際に当該土地の収益性に裏打ちされた個別性が必ずしも十分に考慮されていないことや、建物等の建設に当たって一般的に開発事業者の介在が想定される場合であっても、当該開発事業に係る通常の付帯費用（開発事業者による開発リスクの負担やノウハウ提供等に対して支払うべき適正な報酬を含む。）が適切に考慮されていないことにある。

したがって、再調達原価の査定において土地価格を求める際に、当該土地の収益性を適切に考慮するとともに、建物等の建設に当たって開発事業者が介在することが想定される場合には、開発事業に係る通常の付帯費用も考慮して積算価格を求めるべきである。

また、特に収益性の高いエリアで開発案件が出てきたとき等、複合不動産価格が上昇中局面においては、土地価格にその高値がすぐには反映されにくい。このような市場の価格調整過程においては、より慎重にマーケット分析を行うべきである。

(2) 原価法の性格と限界

そもそも収益用不動産については、不動産の価格が収益性を基準として、あるいは最重視されて形成されているので、原価法によるアプローチには限界がある。特に、建築後相当期間が経過している場合には、コストと価格の関連性が希薄化する。

なお、不動産を利用した事業の生産性が相対的に低く、新たに建物等を建設した場合にコストが高すぎて投資採算に合わないような場合には、積算価格が収益価格を上回ることが生じるが、その場合においても当該土地の収益性を十分考慮しなければならないことは同様である。

そもそも原価法ではなく、取引事例比較法で検証すべきという論点もある（←基準留意事項はそもそも「比準価格及び積算価格による検証を行い・・・」）（欧米では収益用不動産については収益還元法のみ適用され、収益還元法に取引事例比較法を併用するのが一般的である）。

§0-1.2.3 「解決策」以外の諸説

サイクル論

鑑定評価では景気変動の将来予測が難しく、ずっと今の状態が続くことを前提にしている場合が多いが、実際には、景気、金利等のあるサイクルにより大きく振れる。今収益価格が高いのは、史上稀に見る低金利であるからで、投資家がレバレッジをきかせているからである。量的緩和解除で金利が上がったとき、積算価格との乖離も縮小していくだろう。現在長期保有を考えている投資家は一部を除けば今は不動産を買っておらず、積極的に買っているのは短期売買型のファンドだけという局面に来ている。(H18. 7現在)

(←サイクル論は収益価格、積算価格乖離の理由のひとつではある。それにしても離れすぎているのではないか)

§ 0-2.1 論点 0-2 : 土地・建物内訳価格の問題

§ 0-2.1 【問題の所在】

収益価格が積算価格を大きく上回る場合、積算価格比によって土地・建物の内訳価格を求めると、建物価格が新たに建築する場合の費用を大きく上回るケースが生じることがある。

§ 0-2.2 【解決策、課題】

§ 0-2.2.1 解決策

(1) 土地・建物の内訳価格の原則的な査定方法

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歪みが生じている。

(2) 原則的な査定方法である積算価格比による方法で求められた内訳価格の検証

土地建物一体としての収益性を基準として求められた鑑定評価額を土地と建物に配分するうえでの基本的な考え方は上記のとおり整理できるが、実務的には現状の建物が存続する期間に限られるものとそうでないものを定量的に区分することは難しいため、このような基本的な考え方と矛盾せずに実務的に適用可能な合理的な方法論を構築する必要がある。

土地・建物の内訳価格の査定方法としては、合理性を有すると認められるものとして、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（収益性を適切に考慮して土地価格を査定することが前提）を基本とし、土地価格については土地残余法を応用して求めた建付地としての価格、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建物価格との比較・検討を通じて、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。

§ 1.1 論点①：修正土地残余法（建物建築後に売却を想定する土地残余法）の必要性

§ 1.1 【問題の所在】

対象不動産に基づく純収益から建物等に帰属する純収益を控除した残余の純収益を還元利回りで還元して土地価格を求めるのではなく、当該不動産の価格から建物価格を控除する修正土地残余法は、従来の土地残余法よりも投資用不動産を開発する場合における投資家による実際の土地価格の見方に近いものの、適用方法等について留意事項等で明確にされておらず、方法論が必ずしも確立（統一）されていない。

§ 1.2 【解決策、課題】

§ 1.2.1 解決策

従来型土地残余法、開発法に加え、建物価格（建物建築費等）を竣工後の最有効使用建物及びその敷地の収益価格から控除する方法（以下「修正土地残余法」という）を土地再調達原価の査定手法の一つとして位置づけるべきである。

この手法は、デベロッパーが開発投資事業において、開発素地を仕入れるときに実際に用いている価格査定法であるが、これまで留意事項等には、明確に位置づけられてこなかった。

最近が開発型証券化の案件などで土地残余法の応用的な適用方法として使われるようになってきている。

（修正土地残余法 査定の基本構造）

①建物想定条件

a. 建物価格

- ・土地面積
- ・構造
- ・延床面積
- ・建物建築費単価

b. 未収入期間修正（準備期間、建築期間、未収入期間）

- ・開発リスク
- ・割引率（開発リスク込みの土地建物一体としての割引率）

②想定建物及びその敷地の価格

a. 収益価格

- ・想定建物の賃貸条件(表)

b. 土地・建物価格の現在価値

③土地価格

a. 建物建築費の現在価値

b. 土地の収益価格（②b－③a）

§ 2～ § 5【論点整理】原価法関連その他の論点整理

§ 2【論点整理】積算—収益価格、及び公示価格との開差の理由

- (1) 積算価格を求める際に、更地の正常価格を求めるため地価公示価格等を規準とすると、更地価格が保守的な水準となる結果、積算価格が押さえられ、収益価格との差が拡大しているのではないか。
- (2) 都心等で、更地の永久使用を前提として評価された公示価格は、必ずしも投資家を典型的需要者層とした価格として評価されていないと考えられるため、投資家による取得水準に追いついていない地域がある。この乖離をいかに説明するか。

§ 3【論点整理】土地再調達原価評価における更地の取引事例の問題

(1) 取引事例の選択の問題

- ① 最近のマーケットの急激な変化により、直近の事例でなければ採用できないのではないか？
- ② SCなど近隣地域の中での特異な案件について、証券化の場合、近くで事例を探しても価格は説明できない。

(2) 取引事例の価格、事例カードの問題点

- ① 取引事例の収集時に、証券化案件等の事例は十分に把握されているのだろうか。
- ② 土地・建物複合不動産への配分法の適用に関して、収益用不動産の場合の手法が様々である。
(例えば 30%以上の大きな事情補正が行われている場合もある。)

§ 4【論点整理】土地・建物減価修正の問題点（経済性、市場性の反映）

(1) 原価法における土地・建物の減価修正において、経済的（増）減価、市場性（増）減価の方法が確立されていない。

不動産の物理的、機能的価値に比して収益性が大幅に劣る場合、あるいは大幅に優れる場合、経済的（増）減価、市場性（増）減価を斟酌の程度によって、積算価格自体も大きく変わる。

(2) 減価修正の具体的な方法

耐用年数法、観察減価法における

- ・物理的減価、機能的減価、経済的減価
- ・土地建付け減価
- ・土地・建物一体としての市場性減価（増価）

の方法を確立する必要がある。

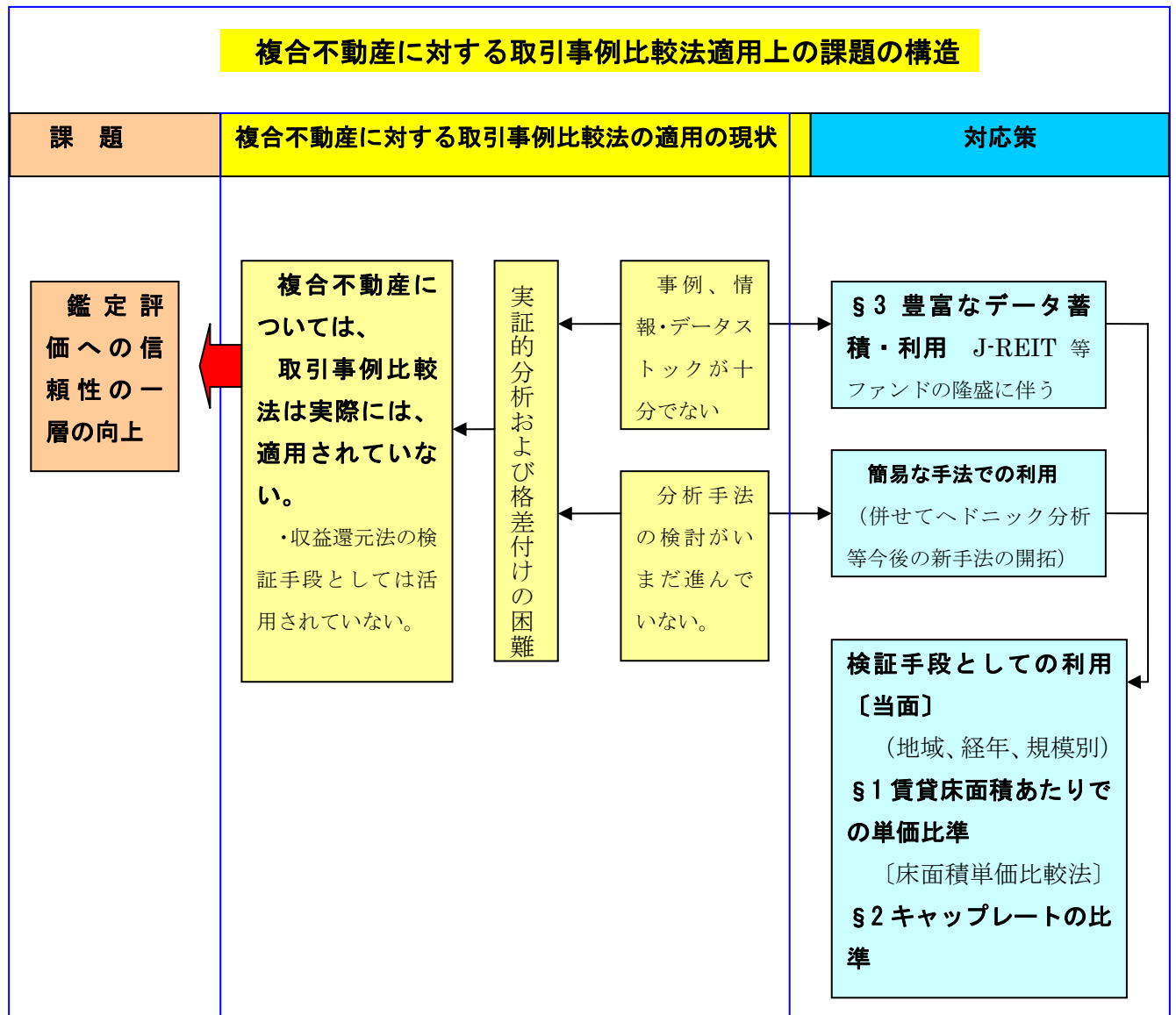
§ 5【論点整理】追加投資の評価の問題

原価法で追加投資を積算価格の中にどう反映させるか。

残存期間で伸ばすのか、評価額で増やすのかどうか、コンセンサスがない。

第5章 鑑定評価手法の適用（取引事例比較法の適用方法）

§0.1 論点0：複合不動産に対する取引事例比較法の適用に関する課題（全般）



§ 0.1 【問題の所在】

＜背景＞複合不動産の取引事例活用可能性の増大

昨今における不動産の証券化の隆盛に伴い、以前と比較して、特に複合不動産の取引事例に関するデータの取得が容易になってきている。

問題①複合不動産取引事例比較法の可能性

不動産鑑定評価基準においては、複合不動産についても、取引事例比較法を適用すべきとされているが、実務上は、(更地、マンション以外の類型については)、取引事例に関する情報が限定的であること及び格差付けが困難であること等から取引事例比較法の適用を断念するケースが多い。他の試算価格の検証手段として取引事例比較法を活用できないか。

§ 0.1① 問題の所在（補足）複合不動産の取引事例の活用における問題点、および特徴

(1) 複合不動産の種類

- ・複合不動産は概ね次の通り分かれる。

権利形態	建物が自用	建物が貸家
単独所有の場合	自用の建物及びその敷地	貸家及びその敷地
敷地が借地の場合	借地権付建物（自用）	借地権付建物（貸家）
区分所有の場合	区分所有建物（自用）	区分所有建物（貸家）

なお、それぞれの類型について事業用・居住用があり、想定される需要者が個人であるか、一般事業法人・J-REIT 等であるかによってその若干の考え方の差異が認められるため、本件では不動産の証券化においての主力プレイヤーである事業用の法人・REIT をイメージして実務指針をまとめるものとする。

(2) 複合不動産の評価上の問題点、特徴（まとめ）

それぞれの複合不動産において取引事例比較法を適用する場合の、問題点および特徴は次の通りである。

共通		取引事例については通常、建物の外観調査しかできないため、厳密な比準が難しい。
	類型	問題点及び留意点
建物が 自用	自用の建物及び その敷地	<p>a. 土地建物を分解することにより、土地価格、建物価格への配分が可能であるが、建物価格を原価法において査定し、これを全体価格から控除する方法で土地価格を求める場合（配分を行う場合）、土地建物一体としての獲得している開発利潤が土地に配分されてしまう。（土地価格＋建物価格≠自用の建物及びその敷地の場合）</p> <p>b. 自用の建物及びその敷地といえども、収益性が重視されるマーケット状況を考慮すると、単なる物的な価格比準ではなく、賃料（純賃料）ベースをイメージした比準方法を考える必要がある。</p>
	借地権付建物 （自用）	上記に加えて、借地権については契約の個別性に関する情報が得にくく、比準がしにくい。
	区分所有建物 （自用）	<p>複合不動産として結合の程度が強く、土地価格・建物価格への分離が難しいうえ、専有部分への価値凝縮程度が強いため、通常、専有部分のみでの比準を行う。</p> <p>居住用の場合、取引事例が豊富で、一定の専有坪単価の相場が形成されやすく、事業用の場合には収益性が価格査定の基本となるため収益性を基本とした格差比準を行う必要がある。</p>
建物が 貸家	貸家及び その敷地	<p>a. 土地建物一体とした収益価格を標準として価格が形成されるため、土地建物を分解して、物的な比準のみで比較を行うことは困難である。</p> <p>b. 収益価格を標準として価格が形成されるため、契約内容の比準が不可欠となるが、取引事例については建物賃貸借の個別性に関する情報が得にくく、比準がしにくい。</p>
	借地権付建物 （貸家）	上記に加えて、借地権については契約の個別性に関する情報が得にくく、借地権レベルでも比準がしにくい。
	区分所有建物 （貸家）	<p>複合不動産として結合の程度が強く、土地価格・建物価格への分離が難しいうえ、専有部分への価値凝縮程度が強いため、通常専有部分のみでの比準を行う。</p> <p>収益価格を標準とするものであるが、居住用の場合、賃借人の立ち退きを前提とした視点からの価格も強く残っている。</p>

§ 0.2 【解決策、課題】

§ 0.2.1, § 0.2.2 解決策（提案）

(1) 複合不動産取引事例比較法の可能性：

① 賃貸面積当たりでの単価比準法〔床面積単価比較法〕（§ 1 参照）

複合不動産の取引価格を床面積（賃貸面積）で割った（㎡）単価事例を多数収集し、対象不動産の賃貸面積（㎡）単価を比準で算出する。

② キャップレート（取引利回り）比準法（§ 2 参照）

複合不動産（貸家）のキャップレート（取引利回り）を収集し、対象不動産の利回りを比準で算出する。

③ ヘドニックアプローチ

事例が多く集まれば統計処理（重回帰分析）によりモデルを作り複合不動産の価格を算出することは可能である。しかし、土地のデータベースも未だ整備が不十分な状況であり、複合不動産のデータを多数収集、整備し、これを利用するのは、今後の課題である。

(2) 複合不動産の取引事例の活用（§ 3 参照）

J-REIT、私募ファンド等で取引された複合不動産の取引事例を比準可能な状態に整備し、取引事例のデータを蓄積する。

§ 1.1 論点①：賃貸可能な部分の比準（床面積単価比準）

§ 1.1 【問題の所在】

複合不動産の取引事例において、床面積（賃貸面積）単価での価格比準はできないか。

（但し、マルチテナントビルを想定、自用の建物およびその敷地においても、賃貸を想定できる部分の面積を「床面積」とする。）

§ 1.2 【解決策、課題】

§ 1.2.1 解決策

(1) 取引事例比較法の適用（自用の建物及びその敷地）

① 通常の方式（例）

自用の建物及びその敷地についての取引事例比較法は次の通り適用するものと考えられる。

即ち、土地と建物それぞれ別々に比準して合計するものです。この場合、一体としての適合性や市場性等の観点から補正を必要に応じて行う。

土地	事情 補正	時点 修正	標準化 補正	地域要因 の比較	個別的要因 の比較	面積 比較	
10,000,000円	$\times \frac{100}{100}$	$\times \frac{97.5}{100}$	$\times \frac{100}{97.5}$	$\times \frac{100}{120}$	$\times \frac{113}{100}$	$\times \frac{1200}{2300}$	≒ 4,910,000円
建物	事情 補正	時点 修正	建物品等 比較	建物現価 率の比較	面積 比較		
5,000,000円	$\times \frac{100}{100}$	$\times \frac{97.5}{100}$	$\times \frac{100}{120}$	$\times \frac{113}{100}$	$\times \frac{3600}{10000}$		≒ 1,650,000円
						合計	6,560,000円

また、建物が自用の場合の借地権付建物も同様の手順を踏むものと考えられる。この場合は、

借地権の契約内容の比較も考慮する必要があり、土地と建物の一体性を鑑み、次の②のような手法も適用できると考えられる。

（注：借地権付建物の借地権部分の比準には「契約内容の比較」を考慮する必要がある。）

② 賃貸可能部分の比準の提案（床面積単価比較法）

自用の借地権付建物、区分所有建物及びその敷地（建物が自用の場合）は、土地と建物の結びつきが強く、土地建物に分離して比準を行うことがその取引事例の個性をゆがめてしまうことが考えられる為、土地建物の効用を凝縮して発揮する賃貸可能な有効部分（「専用部分」、区分所有建物の場合「専有部分」、ともいう。）について比準を行う。

取引事例 の床面積単価	事情 補正	時点 修正	地域要因 の比較	個別的要因 の比較	建物品 等比較	契約内容 の比較	対象不動産 の床面積単価
2,000,000円/㎡	$\times \frac{100}{100}$	$\times \frac{97.5}{100}$	$\times \frac{100}{120}$	$\times \frac{113}{100}$	$\times \frac{100}{120}$	$\times \frac{105}{100}$	≒ 1,610,000円/㎡

(2) 取引事例比較法の適用（貸家及びその敷地）

取引事例比較法を直接的に適用するのではなく、賃貸面積当たりの床面積単価比較法（注：土地建物を分離せずに一体としたまま、賃貸面積当たり面積単価にて比較を行う方法）、および§2.1取引利回り（比準利回り）活用法を利用して、他の手法の検証手段として取引事例を活用する。

$$\text{取引価格} \div \text{賃貸面積（専有面積）} = \text{賃貸面積当たり単価}$$

賃料については、特殊案件を除き一定の相場が形成されるため、経費率が一定の傾向を示す場合には賃貸面積当たり価格㎡単価も一定の相場が形成されると考えられる。（注：地域における賃料水準をベースとして主として「建物の築年数」と「専用面積の大きさ」によって概ね賃料水準は決まってくると考えられる。）

対象不動産の賃料水準（純賃料水準）を挟むような賃料水準の複数の取引事例が得られれば、価格についても対象不動産を挟み込んでいると考えられ、その他の試算価格の検証手段として「賃貸面積当たり価格坪単価」を利用することができる。

厳密な比準が行える場合とそうでない場合とが考えられるが、情報の制約から、後者が多いものと考えられる。

① 厳密な比準が可能な場合

取引事例 の床面積単価	事情 補正	時点 修正	地域要因 の比較	個別的要因 の比較	建物品 等比較	契約内容 の比較	対象不動産 の床面積単価
2,000,000円/㎡	$\frac{100}{100}$	$\times \frac{97.5}{100}$	$\times \frac{100}{120}$	$\times \frac{113}{100}$	$\times \frac{100}{120}$	$\times \frac{105}{100}$	$\cong 1,610,000\text{円}/\text{㎡}$

上記の比準は基本的には純賃料をベースとして比較を行う必要があるが、時点修正においてはキャップレートの変化も考慮する必要がある。（注：賃料又は純賃料格差については織り込み易いが、キャップレートの地域間格差、個別格差については比準に際して織り込みにくい特徴があり、できる限りキャップレート水準が同様の取引事例を収集すべきである。また、比準に際してはダブルカウントに留意する。）

② 厳密な比準が困難な場合

取引事例	取引 時点	取引総額	賃貸面積当 たり㎡単価	対象不動産との比較
虎ノ門2丁目	17/6	●●●百万円	500万円	建物が古く、品等が劣る。
虎ノ門3丁目	18/2	●●●百万円	625万円	ほぼ同程度
虎ノ門1丁目	17/9	●,●●●百万円	700万円	共用部分が広く、設備スペックが良好。

上記においては、収集された賃貸面積当たり価格㎡単価と試算価格とを比較、検証し、試算価格の妥当性を吟味することになる。

§ 1.2.2 解決策

(1) カテゴリー別格差率の必要性

経年、規模、設備のグレードのカテゴリー別に格差率の一定の基準を作る必要がある。賃貸事例比較法のなかで使われているものを参考にできる。

(2) 一棟貸しの場合

一棟貸しの場合は（賃貸対象である延面積を）専有面積割合に置き換えるか、又は一棟貸しの事例を収集し、比準を行うことになる。

§ 1.2.3 「解決策」以外の諸説

貸家及びその敷地についてはその価格が収益価格を中心として形成されるため、価格判定にあたってはその収益性についての比較検討が必要となるが、取引事例については特に賃貸借契約等の詳細が判明しているケースは少ない。

貸家及びその敷地については賃貸借をベースとし土地建物一体として効用を発揮しているため、自用の建物及びその敷地のように土地建物に分離してそれぞれを比較することも難しく、取引事例比較法の直接的な適用は困難である。（注：建物価格が再調達原価を超えるケースや周辺の更地価格を大きく超えるケースもあるため）

§ 1.4 【鑑定評価基準等における取り扱い】

資料 取引事例比較法参照

§ 2.1 論点②：取引利回り（比準利回り）活用法

§ 2.1 【問題の所在】

複合不動産の取引事例から、取引利回りの査定ができないか。

§ 2.2 【解決策、課題】

§ 2.2.1 解決策

(1) 利回りの比準方法（留意点）

対象不動産に収益還元法を適用する場合の利回り査定において取引利回りを活用する方法で現時点でも実務において多く用いられている。この場合、取引利回りについては、次のような利回りがあるため、その内容を明確に区別し、それぞれが同一の概念で比較されているかどうか、適用に当たってのキャッシュフローが対応しているかどうか留意する必要がある。

呼 称	考え方
表面利回り	満室稼働ベース 平均空室率考慮ベース
NOI 利回り	初年度賃料ベース ストレス後賃料ベース
NCF 利回り	初年度賃料ベース ストレス後賃料ベース
鑑定評価の還元利回り	初年度賃料ベース ストレス後賃料ベース

(注)

初年度賃料ベース：初年度賃料ベースの利回りについては実額をベースとする場合、固定資産税等の取得初年度未発生や水道光熱費の計上期のずれに留意する必要がある。

ストレス後賃料ベース：初年度賃料が市場賃料に比較して著しく高い場合、賃料にストレスを掛け補正するもの。

NCF 利回り：NCF 利回り等の査定にあたっては売主側、買主側での建物 ER による修繕工事費（会計上の修繕費、資本的支出を含む。）が大きく差異があるケースもあるので留意する。

鑑定評価の還元利回り：鑑定評価においては、継続賃料と新規賃料とが異なる場合、その差異に基づく将来 CF の変化をキャッシュフローで見込む場合とキャップレートで見込む場合の二通りの査定方法がある。鑑定評価の還元利回りを使用する場合には、このキャッシュフローと還元利回りとの関係に注意する必要がある。また、継続評価においては前回評価との整合性のためにマーケットキャップレートの変化から遅行することがあることに留意する必要がある。

(2) 利回りの具体的比準方法

利回りについても厳密な比準が行える場合とそうでない場合とが考えられるため、厳密な比準が可能な場合と比準困難な場合を下記に記載する。

① 厳密な比準が可能な場合

$$\begin{array}{cccccccc} \text{取引事例} & \text{事情} & \text{時点} & \text{地域要因} & \text{個別立地} & \text{建物品} & \text{契約内容} & \text{対象不動産} \\ \text{の利回り} & \text{補正} & \text{修正} & \text{の比較} & \text{比較} & \text{等比較} & \text{の比較} & \text{の利回り} \\ 4.50\% & \frac{100}{100} & \times \frac{97.5}{100} & \times \frac{100}{110} & \times \frac{105}{100} & \times \frac{100}{110} & \times \frac{105}{100} & \doteq 4.00\% \end{array}$$

② 厳密な比準が困難な場合

取引事例	取引時点	取引利回り	立地	規模 (㎡)	築年数	対象不動産との比較
虎ノ門2丁目	17/6	●.●%	虎ノ門4分	1000	20年	建物が古く、品等が劣る。
虎ノ門3丁目	18/2	●.●%	虎ノ門3分	3000	10年	ほぼ同程度
虎ノ門1丁目	17/9	●.●%	虎ノ門7分	5000	8年	共用部分が広く、設備スペックが良好。

※ 取引利回りは NOI ベースのものを記載している。

§ 2.2.2 解決策

カテゴリ別格差率の必要性

経年、規模、設備のグレードのカテゴリ別に格差率の一定の基準を作る必要がある。賃貸事例比較法のなかで使われているものを参考にできる。

キャップレートの比準の場合、第3章 § 3b エリアキャップレートの水準感との整合性に留意する。

§ 2.4 【鑑定評価基準等における取り扱い】

後記資料 取引事例比較法参照

§ 3.1 論点③：複合不動産取引事例の収集

§ 3.1 【問題の所在】

J-REIT の事例等の多数の取引事例の収集はどのようにしたらよいか。また収集した事例の利用の利便性をどのように確保したらよいか。

§ 3.2.1 【解決策】

(1) J-REIT の有価証券報告書等法定開示書類記載の不動産の期末算定価格等の利用

J-REIT の不動産取引は、投資法人のホームページ上若しくは目論見書に、取引価格・賃貸面積（専有面積）・取引利回り等の情報が鑑定評価書サマリーとして公開されている。価格時点においても取得された物件が運用されている場合、投資法人のホームページ上の有価証券報告書等に不動産の期末算定価格、賃料総額等が開示されている。

J-REIT の不動産取引は公開情報であるため、複合不動産（貸家）の鑑定評価の際はまず近隣地域、類似地域でこれらの取引がなされているかどうかを投資法人のホームページ上若しくは目論見書でチェックをする必要がある。なお有価証券報告書等の開示書類が閲覧できる EDINET※も活用できる情報ソースである。

※EDINET（Electronic Disclosure for Investors' NETwork）とは、『証券取引法 に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム』のことであり、当サイトは、金融庁より行政サービスの一環として提供されているものであり、提出された開示書類について、インターネット上においても閲覧を可能とするものである。

<https://info.edinet.go.jp/EdiHtml/main.htm>

(2) 東証の売買データ

東京証券取引所の「適時開示情報閲覧サービス」による上場企業の固定資産取引のプレスリリース（適時開示書類）については東京都不動産鑑定士協会等で閲覧可能であり、事例収集の際に活用できる。

(3) 不動産証券化協会での事例公開

不動産証券化協会では J-REIT で取引された物件の価格、利回り等をホームページ上で公開することを予定している（2006 年度中にはアップを予定している）。会員はホームページ上で物件を検索することができ、検索すると有価証券報告書に記載されている物件情報を入手することができる。

(4) 国交省よる事例収集、閲覧システム構築

国土交通省は 2006 年 4 月 27 日から不動産取引価格約 18,000 件を公開している。開示は住所のうち大字や町名といったおおまかな位置と、土地・建物の面積や価格といったデータを、四半期ごとに取りまとめている。

(5) 信託原簿調査による証券化取引の事例収集

信託原簿（信託原簿もデジタル化する方向で進めている。）を調査し、複合不動産の取引事

例を収集することも可能である。但し、買主の名前と住所しか表示されていないため、そこからアンケートをとる必要があり時間がかかる可能性はある。

(6) マーケット情報

日経不動産マーケット情報（ホームページ、冊子）に取引された情報が公開されている。詳細なものは複合不動産の取引事例として活用することができる。

詳細ではない事例については市場動向の一つの証として出典を明らかにして参照事例（検証手段として）とし、使うことも考えられる。

§ 3.2.2 解決策

複合不動産の事例（特に公開されている J-REIT の事例）については鑑定協会の会員が地価公示、地価調査の事例収集の中で多数収集する必要がある。収集された取引事例は鑑定協会として開示し保管する。

第6章 試算価格の調整と鑑定評価額の決定

§ 1.1 論点①：試算価格の調整

§ 1.1 【問題の所在】

特定価格を求める際に鑑定評価額として採用する収益価格の妥当性について、収益還元法以外のアプローチから求めた試算価格による検証が困難となっており、鑑定評価額自体の信頼性にも影響しかねない状況となっている。

(問題点は、第3章から第5章と共通)

§ 1.2 【解決策、課題】

§ 1.2.1 解決策

(1) 基本的な考え方

前記のとおり、原価法の適用に関する問題に適切に対応するならば、収益価格と積算価格の乖離の問題はかなり解決されるであろう。

ただし、より多面的に検証しようとするならば、取引事例比較法（あるいは取引事例比較法の考え方を取り入れた定量的な比較検討）を適用すべきである。取引事例比較法の適用上の隘路となっている詳細情報まで判明している取引事例の収集・選択の問題に関しては、取引事例の詳細が判明していないものでも、収益価格の検証手段として適用する場合には情報の十分性や契約内容の類似性などの要件を緩和して事例選択の幅を広げることで対応すべきである。要因比較等の比準精度の問題に関しては、鑑定協会等で比較方法や比較するうえで基本的な考え方を整理するなど、実務上のガイドラインの作成・提示はやはり必要であろう。

また、試算価格に乖離が生じた場合には、試算価格の調整において、当該乖離の発生した原因や理由について分析・検討したうえで、不動産鑑定評価書においてもそれらに関して十分に説明すべきである。

(2) 詳細な市場分析の実施

収益還元法（DCF法及び直接還元法）の適用のみならず、原価法及び取引事例比較法の適用における各種判断の基礎となるのは、対象不動産が属する市場を対象にした市場分析である。詳細な市場分析を行うことにより、収益価格と積算価格の乖離の原因を分析・検討することが基本的に重要であることはいうまでもない。

収益価格と積算価格の乖離の原因究明に関連した市場分析における主要な分析視点としては、例えば次のようなものがあげられる。

- ・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
- ・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

- ・ 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

(3) 試算価格の乖離の説明

詳細な市場分析を実施してもなお、収益価格と積算価格の間に大きな乖離が生じた場合には、乖離の発生した原因等について、個別の案件に応じて適切に、定量的のみならず「需要者としての効用」等定性的観点からも分析・検討し、不動産鑑定評価書においてもその分析・検討の結果を明記すべきである。

例えば、複合的な面的施設開発において、それらが単独で証券化案件として対象になることは少ないと思われるが、単独にホールなどを取り出した時には、他の商業施設に対する集客効果、公共性、メセナの価値、命名権など、定量的には表しにくい要素を、「需要者としての効用」として捉えれば、数字で現れる積算価格に近い（自用としての）収益価格で説明が可能であろう。

以上

(資料編は省略)