

証券化対象不動産の鑑定評価に関する実務指針(案)

平成 21 年 10 月 7 日
社団法人日本不動産鑑定協会
証券化鑑定評価委員会

目 的

証券化対象不動産の鑑定評価に関する実務指針（以下「本実務指針」という。）は、不動産鑑定士及び不動産鑑定業者が証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価の実務を行うに当たり、不動産鑑定評価基準及び不動産鑑定評価基準運用上の留意事項^{*1}を踏まえ、原則として準拠すべき指針として、社団法人日本不動産鑑定協会（以下「当協会」という。）が公表するものである。さらに、鑑定評価を活用する証券化市場関係者をはじめとする広範な関係者の参考資料（その適正さを確認するための指針等）としての位置づけも有することとなるものである。

なお、本実務指針は、証券化対象不動産の鑑定評価を行うに当たって特に留意すべき事項について記載したものであるため、すべての実務に対応しているものではないことに留意するとともに、本実務指針に記載していない事項については、不動産鑑定評価基準及び不動産鑑定評価基準運用上の留意事項並びに従来からの実務慣行に従うこととなる。

また、本実務指針に準拠していないことをもって直ちに不適切であることを意味するものではないが、少なくともその理由について合理的に説明できる必要がある。

策定の背景

平成 19 年 3 月に策定した「証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価の実務指針」（平成 19 年 6 月一部改正）は、平成 19 年 4 月に改正された不動産鑑定評価基準各論第 3 章及びこれに係る不動産鑑定評価基準運用上の留意事項（以下「基準各論第 3 章等」という。）の実務的な解説の性格を有し、その内容は「新・要説 不動産鑑定評価基準」（（社）日本不動産鑑定協会調査研究委員会編 住宅新報社 平成 19 年 11 月）の不動産鑑定評価基準各論第 3 章に包含された。

また、当協会の内部規定である「証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価手法適用上の留意事項」（平成 19 年 3 月）が、不動産鑑定士又は不動産鑑定業者のみならず、証券化市場関係者の参考資料として事実上活用されてきたとの指摘も見られた。

このため、これらを統合し、昨今の運用状況及び検討結果も踏まえて鑑定評価の手順に沿っ

¹ 平成 19 年 4 月 2 日国土交通省事務次官通知

て再整理した「証券化対象不動産の鑑定評価に関する実務指針」（以下「現実務指針」）を平成21年6月に策定した。

当協会がかかる指針の策定に向けた検討を進める一方、国土交通省では平成21年3月に国土審議会土地政策部会分科会不動産鑑定評価部会報告書「社会の変化に対応したよりよい鑑定評価に向けて」を公表し、今後の不動産投資市場の安定的な成長のために、鑑定評価の質の向上、信頼性の向上を図るよう不動産鑑定士及び不動産鑑定業者に求めた。この報告書を受けて、同省は平成21年8月「不動産鑑定士が不動産に関する価格等調査を行う場合の業務の目的と範囲等の確定及び成果報告書の記載事項に関するガイドライン」（以下「価格等調査ガイドライン」）を、同年9月には「証券化対象不動産の継続評価に関するガイドライン」（以下「継続評価ガイドライン」）を策定したところである。

本実務指針は、このような状況に鑑み、現実務指針の内容に加え、価格等調査ガイドライン及び継続評価ガイドラインからの要請も取り入れ、再度改定することとなったものである。

なお、本実務指針と不動産鑑定評価基準、各ガイドライン、実務指針、業務指針の位置づけを整理すると、下表のようになる。

(表) 不動産鑑定評価基準、価格調査等ガイドライン、本実務指針等の位置づけ

国土交通省	日本不動産鑑定協会
国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会報告書「社会の変化に対応したよりよい鑑定評価に向けて」	
<p style="text-align: center;">価格等調査ガイドライン (ガイドライン運用上の留意事項を含む)</p> <div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%; border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p style="text-align: center;">不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価</p> </div> <div style="width: 45%; border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p style="text-align: center;">不動産鑑定評価基準に則らない価格等調査</p> <p>※不動産の鑑定評価に関する法律上では鑑定評価業務になる場合もある</p> <p style="text-align: center;">＜価格等を示すことが最終的な目的の場合＞</p> <p>a.鑑定評価基準に則ることができない場合 a)やむを得ず則ることができない場合 b)則ることができない条件を所与とする場合</p> <p>b.鑑定評価基準に則ることができるにもかかわらず則っていない場合 a)同一の証券化対象不動産を対象に不動産鑑定士が継続調査として価格調査を行う場合 ・内覧の実施の省略 ・DCF法の適用等収益還元法のみ適用</p> <p style="text-align: center;">＜価格等を示すことが最終的な目的ではない場合＞</p> <p>a.不動産の利活用等に係るコンサルティング b.担保物件等のデューデリジェンス c.時点修正等の意見書</p> </div> </div> <div style="margin-top: 10px; border: 1px dashed black; padding: 5px;"> <p style="text-align: center;">基準各論第3章 (証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価を行う場合)</p> </div>	<p style="text-align: center;">＜主に鑑定士向け＞</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.不動産鑑定士の役割分担等及び不動産鑑定業者の業務提携に関する業務指針 (不動産鑑定士の役割等に関する部分) 2.「価格等調査ガイドライン」の取扱いに関する実務指針 (記載例) ・成果報告書記載例 <p style="text-align: center;">＜主に鑑定業者向け＞</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.不動産鑑定業者の業務実施態勢に関する業務指針 【証券化対象不動産の価格等調査業務に関する細則】 2.不動産鑑定士の役割分担等及び不動産鑑定業者の業務提携に関する業務指針 (不動産鑑定業者の業務提携に関する部分) 3.価格等調査業務の契約書作成に関する業務指針 4.「価格等調査ガイドライン」の取扱いに関する実務指針 (記載例) ・業務の目的と範囲等の確定に係る確認書
<p style="text-align: center;">＜目的別ガイドライン 証券化対象不動産の継続評価に関するガイドライン</p>	<p style="text-align: center;">証券化対象不動産の鑑定評価に係る実務指針</p>

I 適用範囲

1 証券化対象不動産の鑑定評価の意義

わが国における証券化の主要なスキームである J R E I T や プ ラ ー ベ ー ト フ ァ ン ド などの証券化スキームでは、出資や融資等の形態で資金を提供する主体とその資金を運用する主体が分離されている。不動産鑑定評価は、投資対象である不動産等の資産の取引価格あるいは運用期間中の当該資産の価値の増減について、資金提供者に成り代わって客観的に評価することにより、資金運用者による投資意思決定の妥当性や利害関係者間等の取引における利益相反の有無等を判定する有力な材料を資金提供者等に提供することで、不動産証券化市場全体の信頼性を確保する上で、極めて重要な役割を担っている。

このように不動産証券化に関連する取引や手続き^{*2}において不動産鑑定評価が必要とされる理由は、価格形成が一般の財と相違する不動産について、投資家保護等の観点から客観的な評価を行い得る専門的知識と豊富な経験を有する中立的な不動産鑑定士による鑑定評価が必要であるとの考え方に基づいている。

(1) 不動産証券化の対象となる不動産の特性

不動産証券化の対象となる不動産は、以下のような特性を有するものと考えられる。

ア 対象不動産の生み出すキャッシュフロー（投資期間中の純収益（期間収益）と転売時点の売却に伴う収益をいい、以下「キャッシュフロー」という。）を主要な源泉とする利益（償却前）が、特定目的会社や投資法人等の運営の基盤となる。

イ 運用対象となる不動産全体の生み出すキャッシュフローを主要な源泉とする利益（償却前）が、投資家にとっての元本回収及び配当の原資となる。

ウ 対象不動産の生み出すキャッシュフローが予測を大きく下回る場合、投資家が損失を蒙り、さらには特定目的会社や投資法人等の破綻に繋がるような事態も生じ得る。

このように、証券化の対象資産が不動産又は不動産を信託財産とする信託受益権である場合は、運用対象となる対象不動産の収益力と資産の運用者による不動産全体の運用の巧拙が投資家の収益に直結することとなる。

このため、証券化の対象となる不動産（信託財産である場合を含む。）は、一般にその収益力が価格形成面で極めて重要な役割を果たすものである。

² 基準各論第3章等においては、投資家保護等の観点から、「不動産証券化」について、不動産の所有者がキャッシュフローを生み出す不動産をバランスシートから切り離し、流動性の高い投資商品を発行する場合だけでなく、不動産を取得しようとする者が SPC 等に出資等を行ったり、不動産の所有権を小口化して販売したりするケース等も含めたものとして広く捉えている。したがって、会計上のオフバランスを要件とはせず、例えば、オンバランスで処理される不動産特定共同事業法のスキームも対象とされている。

(2) 不動産証券化における鑑定評価の目的

不動産証券化における対象不動産の鑑定評価は、投資家保護の観点を含め、次の諸点で重要な位置付けを持つ。

ア 対象不動産からどの程度のキャッシュフローが期待できるかという観点から求められる鑑定評価額、その判断資料、判断過程等は投資家の投資判断の重要な指標となる。

イ 鑑定評価額は、運用者や投資対象不動産の抛出者の意思決定に当たっての重要な指標として活用される。

ウ 利益相反取引において、適正な取引価格であることの参考資料として不動産の鑑定評価が利用される。

エ 発行証券の基準価格の算定に当たり、特に上場されていないものについて、対象となる不動産の鑑定評価額が参考とされる。

オ 発行される投資法人債や特定社債等のデットファイナンスについて格付機関による格付けがなされる場合に、鑑定評価書の記載事項が重要な参考資料とされる。

カ 鑑定評価額は、上場される証券については金融商品取引法上の有価証券届出書の記載事項とされている。また、私募のときは引受価格の決定における参考資料とされる。

キ 運用期間中の各決算期に対象不動産の鑑定評価額に関する情報開示を行う場合に、鑑定評価書が利用される。

2 対象とする鑑定評価の範囲

基準各論第3章等に規定する「証券化対象不動産」とは、次のいずれかに該当する不動産取引（売買だけでなく、出資や貸付、債券等の購入等の資金調達にかかわる行為も含む。）の目的である不動産、不動産取引の目的となる見込みのある不動産又は不動産取引の結果、特別目的会社³や投資法人等（以下「SPC等」という。）が保有することになった不動産（信託受益権に係るものを含む。）をいう。

不動産取引の目的となる見込みのある不動産とは、以下のアからエに掲げる取引を行うことが予定されている、又は当該取引を行うことが意図されている場合における当該取引の目的となっている不動産を指す。現に証券化されている不動産だけでなく、依頼者へ確認できる範囲で、これから証券化される不動産をも適用対象とする趣旨である。

従前に鑑定評価が行われたものを再評価する場合を含め、これらの不動産取引を規定する法律に基づく情報開示を目的とする場合など、過去に証券化されたSPC等が保有する不動産に係る鑑定評価も対象となる。なお、証券化対象不動産に係る賃料を求める鑑定評

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

価は対象としない。

ア 資産の流動化に関する法律（平成 10 年法律第 105 号。以下「資産流動化法」という。）

第 2 条第 2 項に規定する資産流動化に係る不動産取引

イ 投資信託及び投資法人に関する法律（昭和 26 年法律第 198 号。以下「投信法」という。）

第 2 条第 3 項に規定する投資信託に係る不動産取引及び同条第 12 項に規定する投資法人が行う不動産取引

ウ 不動産特定共同事業法（平成 6 年法律第 77 号）第 2 条第 3 項に規定する不動産特定共同事業契約に係る不動産取引

エ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 5 号、第 9 号〔専ら不動産取引を行うことを目的として設置された株式会社（会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第 2 条第 1 項の規定により株式会社として存続する有限会社を含む。）に係るものに限る。〕、第 14 号及び第 16 号に規定する有価証券^{*4}並びに同条第 2 項第 1 号、第 3 号及び第 5 号の規定により有価証券とみなされる権利^{*5}の債務の履行等を主たる目的として収益又は利益を生ずる不動産取引

3 形式的に「証券化対象不動産」に該当しても基準各論第 3 章等を適用しないことができる場合

基準各論第 3 章等に規定する「証券化対象不動産」に形式的に該当する場合においても、その依頼目的等から当該鑑定評価の説明力、精度を基準各論第 3 章等以外の規定に準拠した鑑定評価以上に向上させることを必要としないなど、必ずしも基準各論第 3 章等を適用しなくても投資家をはじめとする第三者の利益を害するとは認められないと判断される場合には、基準各論第 3 章等を適用しないことができる。このような場合を例示すれば、次のとおりである。ただし、このような場合においても対象不動産が賃貸大型不動産の場合においては、エンジニアリング・レポートの取得や DCF 法の適用等、可能な限り基準各論第 3 章等を準用するよう努めなければならない。

ア 不動産鑑定評価基準各論第 3 章第 1 節 I（3）（前記 2 エ）のうち、証券化の仕組みを用いていないこと^{*6}が明確な不動産取引の場合。

⁴ 第 5 号：社債券。第 9 号：株券又は新株予約証券。第 14 号：信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券。第 16 号：抵当証券法（昭和 6 年法律第 15 号）に規定する抵当証券

⁵ 第 1 号：信託の受益権。第 3 号：合名会社若しくは合資会社の社員権又は合同会社の社員権。第 5 号：民法第 667 条第 1 項に規定する組合契約や商法第 535 条に規定する匿名組合契約等に基づく権利等のうち、出資者が出資対象事業から生ずる配当等を受けることができる権利（いわゆる集団投資スキーム持分）。

⁶ 不動産（派生資産を含む）の将来のキャッシュフロー（売却収入を含む）のみを裏付けとした資金調達を行わないこと、かつ、そのための当該不動産の保有を目的とする S P C 等が存しないこと（予定又は見込みを含む。）。

イ 証券化目的のない売主からの買主未定の売却目的の鑑定評価依頼において、後日、証券化関係者が購入することとなった場合。

ウ 住宅ローン等の収益目的でない不動産を担保不動産とするローン債権の証券化等派生商品に係る鑑定評価の場合^{※7}。

エ 依頼目的が担保徴求や債権回収等の場合において、鑑定評価書が依頼者の内部でのみ利用されることが明確で、依頼者が、対象不動産について基準各論第3章等適用の鑑定評価書については必要とせずに担保価値の把握等を行うものと判断している場合^{※8}。

オ 依頼目的が SPC 等の保有する不動産の購入である場合において、購入後証券化の仕組みを用いないことが明確である場合^{※9}。

なお、基準各論第3章等を適用しない場合には、依頼者に当該鑑定評価書は証券化関連の取引には利用できない旨の了解を得るとともに、鑑定評価書に「不動産証券化の取引等に関して当該鑑定評価書を用いることができない」旨を記載する必要がある。

⁷ ローン債権の返済原資が対象不動産の収益でないため、通常の担保目的の鑑定評価として行えば足りると考えられる。

⁸ 依頼者が担保権者の場合（ただし、当該債権を対象とする証券化商品の場合は除く。）。

⁹ 購入の検討段階の評価依頼においては、基準各論第3章等を適用するための必要十分な資料が必ずしも全て入手できない場合があるが、証券化の仕組みを用いないことが明確な場合であれば、投資家保護の観点からも基準各論第3章等を適用しなくても問題ないと考えられる。

II 倫理

1 基本姿勢

証券化対象不動産の鑑定評価が適正を欠いた結果、投資法人等の運営の健全性を害した場合には、これにより不特定多数の投資家に多大の損害を与えるおそれがあることに留意し、証券化対象不動産の鑑定評価に当たっては、資料の収集、対象不動産の確認、価格形成要因の分析、鑑定評価手法の適用等、鑑定評価の手順の各段階において常に最大限の配慮を行い、詳細な調査に基づいて対象不動産の収益力を的確に反映した適正な市場価値又は投資採算価値を表わす鑑定評価額（正常価格又は特定価格）を求める必要がある。

なお、証券化対象不動産の鑑定評価は、あくまでも対象不動産単独の評価を行うものであり、他の不動産と一体として運用した場合の価格や、証券市場においてその価格が形成される証券価格の評価にまで立ち入るものではない。

2 説明責任

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

また、基本的にはエンジニアリング・レポート等他の専門家による調査結果を活用することになるが、当該調査結果の活用の有無について判断した結果について、説明を行う必要がある。

さらに、同一の依頼者から同時に複数物件の鑑定評価を依頼された場合には、各対象不動産の価格形成要因に対する判断（増減価要因の格差や利回り等）や評価手法の適用方法等について、複数の鑑定評価報告書相互間の統一性や整合性の確保を行うことなどの一層の説明責任が求められる。

Ⅲ 受付時確認事項

証券化対象不動産に係る不動産の鑑定評価はその影響が広範に及ぶため、不動産鑑定士は、依頼者及び対象不動産について、以下の事項を踏まえて鑑定評価依頼の受付を行う必要がある。

ア 不動産鑑定士は、依頼者に対し証券化対象不動産の鑑定評価を行うためには、より詳細な調査、資料収集、対象不動産の確認作業が必要となること、及び鑑定評価に係る資料、手順等の重要性を説明して、依頼者の理解を深め、かつ協力を得る必要がある。

イ 不動産鑑定士は、依頼者から入手する資料について、それが最新のデータであるのか、不備はないのか、真正なものであるかなどについて、依頼者に確認し適切な資料の入手に努めなければならない。依頼者から暫定的にドラフトや過去のデータの提示を受けた場合には、最終版や最新のデータの提示時期を確認する必要がある。

ウ 鑑定評価作業において、鑑定評価の受付や依頼者との協議及び複数不動産の鑑定評価の処理計画の策定は、対象不動産の鑑定評価を担当する不動産鑑定士以外の者が行う場合もあるが、依頼者への依頼内容及び評価内容の確認、資料の要請並びに適切な処理計画の策定は鑑定評価を担当する不動産鑑定士の責務である。

1 業務の目的と範囲等の確定

国土交通省が定めた価格等調査ガイドラインにより、不動産鑑定業者は、業務開始までに業務の目的と範囲等を明記した文書等である「業務の目的と範囲等に係る確認書」を依頼者に交付することが義務づけられたが、この業務の目的と範囲等に係る確認書は、確定担当不動産鑑定士が受付行為を通じて依頼者に確認の上で確定するものである。

業務の目的と範囲等については、業務の開始までに必ずしも全ての内容を確定できるとは限らず、実地調査等を踏まえ変更になることが多く、この場合、変更後の確認書の確定も、確定担当不動産鑑定士が行うものである。確定担当不動産鑑定士は、鑑定評価の基本的事項及び手順を決定することで鑑定評価業務に関与することになるため、成果報告書である鑑定評価書への署名が必要となる。

確定担当不動産鑑定士が業務の目的と範囲等の確定にあたり、確認すべき事項は以下のとおりである。

(1) 依頼者及び成果報告書の提出先

1) 依頼者

依頼者^{*10}から確認できる範囲で、鑑定評価の依頼者の証券化関係者の中での位置付け、すなわち依頼者が証券化対象不動産証券化手続きにどのように関わっているのかについて、依頼者と他の証券化関係者との資本関係や取引関係、その他特別の利害関係及びこれらの関係がある場合にはその内容を確認する必要がある。

この確認は、詳細な利害関係の確認まで求めているものではないと考えられるので、例えば、対象不動産がどのような証券化スキームにより証券化の対象となっているのかについて、当該証券化スキームを理解しうる図表等により確認し、その中での当該不動産取引等において依頼者と直接関与する証券化関係者の名称や氏名（予定されている者を含む。）を確認する。

なお、基準各論第3章等という証券化関係者とは、SPC等のほか、SPC等が保有する不動産のオフバランスを目的として証券化の仕組みを利用する者であるオリジネーター^{*11}、オリジネーター等のために証券化の仕組みづくりや資金調達等のための関係者間の調整等を実施するアレンジャー^{*12}、投資家からの委託を受けて資産運用を行うアセットマネージャー、SPC等に対して融資を行うレンダー^{*13}、SPC等に出資を行うエクイティ投資家^{*14}、SPC等の社債を売買又は保有する社債権者、不動産に係る管理処分信託を受託する信託銀行等の信託受託者、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令（平成5年大蔵省令第22号）第1条第8号に掲げるファンド^{*15}等を含む。

2) 鑑定評価書の提出先

証券化対象不動産に係る成果報告書である鑑定評価書は、依頼者だけではなく、依頼者を通じて第三者に提出される場合があり、この場合における提出先としては、金融機関（レンダー等）や投資家などが考えられる。

提出先の確定及び明記は、依頼目的等に応じ、必ずしも個別具体的な提出先の名称等は必要ではなく、提出の目的や提出先の属性等利用目的の把握に資するものでも足りる。

¹⁰ 価格等調査ガイドラインによれば、依頼者とは依頼名義人のほか、証券化対象不動産の鑑定評価の場合の実質的な依頼者となるアセットマネージャー等を含む。

¹¹ 証券化する不動産の原所有者

¹² 不動産証券化のためのストラクチャー全体を検討し、証券化を実現させるための基本的な枠組みをオリジネーター、投資家、レンダー等の関係者と協議しながら構築していく重要な役割を担う。

¹³ 投資家のうち、主にノンリコース・ローンを実行する金融機関のことをいう。

¹⁴ エクイティとは、総資産から負債(デット)を差し引いた資本のことを指し、会社の発行する株式やそれに準ずる証券(投資法人が発行する投資証券や特定目的会社が発行する特定出資・優先出資証券等)、あるいは匿名組合・任意組合への出資等がこれに該当し、エクイティ投資家はこれら証券投資・出資を行う投資家である。

¹⁵ ファンドとは、投資信託証券の発行者が当該投資信託証券の所有者のために主として有価証券、不動産その他の特定資産（投信法第2条第1項に規定する特定資産をいう。）に対する投資として運用する財産をいう。

(2) 依頼目的、鑑定評価額が開示される範囲又は公表の有無等

1) 依頼目的

鑑定評価の依頼目的については、「資産評価」や「売買の参考」といった抽象的な内容だけではなく、依頼者に対して依頼が必要となった背景、証券化スキーム（予定を含む。）、取引等の内容（取得、売却、担保提供、価格開示等）、依頼者の立場、利害関係等について確認する必要がある。

2) 鑑定評価額が開示される範囲又は公表の有無等

証券化対象不動産の鑑定評価は、不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価であるため、必ずしも鑑定評価額が開示される範囲又は公表の有無等を確定、明記する必要はない。

(3) 利害関係等

1) 不動産鑑定士又は不動産鑑定業者の対象不動産に関する利害関係等

2) 依頼者と不動産鑑定士又は不動産鑑定業者との間の関係

3) 開示・提出先と不動産鑑定士又は不動産鑑定業者との関係

4) 依頼者の証券化関係者との関係

ア 依頼者が証券化対象不動産の証券化に係る利害関係者（オリジネーター、アレンジャー、アセットマネージャー、レンダー、エクイティ投資家又は特定目的会社・投資法人・ファンド等をいい、以下「証券化関係者」という。）のいずれかであるかの別

イ 依頼者と証券化関係者との資本関係、取引関係その他特別な利害関係の有無

ウ ア・イの関係を有する場合にあってはその内容

(4) 鑑定評価の基本的事項

1) 対象不動産

鑑定評価の対象となる土地又は建物等、所有権及び所有権以外の権利を確定し、確認書に明記する。

証券化対象不動産は、運用方針に照らして個々の不動産の投資適格性が判断され、選択されるので、不動産鑑定士は対象不動産の投資適格性を直接的に判断する立場にはない。しかしながら、不動産鑑定士が証券化対象不動産の鑑定評価の依頼を受け付けるに当たっては、投資適格性に関する運用者の判断等も踏まえ、鑑定評価の依頼目的及び依頼が必要になった背景を鑑みて、投資適格性について主体的に判断すべきである。

2) 対象確定条件

証券化対象不動産の鑑定評価に当たっては、投資家保護の観点が重要であるため、

安易に評価条件を付することは許されず、原則として現状を所与として鑑定評価を行う必要がある¹⁶。現状を所与とするとは、物理的な現状及び現状の用益権の存在を所与とすることをいうものであり、一般的に不動産の価値自体に対する影響はない担保権の存在等を含めるものではない。

なお、建物が建築中の土地の場合は、建築中の建物が鑑定評価の対象として認められる程度に完成している場合¹⁷を除き、鑑定評価の対象となるのは、土地部分のみである。

3) 価格時点

証券化対象不動産の鑑定評価における現地調査を行った日（現地調査日）は、現状を所与とした評価の観点から、可能な限り価格時点に近い日に設定するものとする。

また、価格時点は、対象不動産の変動状況を考慮し、現地調査により確認した価格形成要因の分析や判定が可能な範囲で設定するものとし、やむを得ず鑑定評価を行った日を基準として将来時点とする場合にはおおむね7日以内とする。

4) 価格の種類

ア 資産流動化法又は投信法に基づくスキーム

資産流動化法又は投信法に基づくスキーム（以下「法定スキーム」という。）において以下の（ア）から（オ）の場面で鑑定評価を行う場合は、対象不動産がSPC等を通じた投資の目的とされるという性格から、SPC等により一定期間の賃貸等の運用や開発が行われることにより、キャッシュフローが制約を受けたり、投資採算価値が自己利用等による収益性以外の価値判断を含む市場価値とかい離したりすることがあるため、投資家保護のために、それらの制約等を前提に対象不動産の収益力を適切に反映する収益価格に基づいた投資採算価値を表す価格を求める必要がある。

これらの場合には、法令等により不動産鑑定士による鑑定評価に基づく開示資料の作成が求められ、かつ、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方法等のSPC等による運用、開発等を所与とする必要があることから、必ずしも最有効使用を前提とするものではないため特定価格として求める必要が

16 ホテル、商業施設、病院、物流施設など、事業経営の影響が大きい用途の不動産においては、事業の特性により、特定の事業者を前提としないで、評価を行うことは困難であるため、原則運営者、人員構成、施設競争力などの現状を所与として評価を行う。また、オーナー、賃借人、ホテルマネジメント会社（ホテルの場合）等の資産区分を明確に行い、物件の特定を行う必要がある。その際、所有者や施設管理者へのヒアリングのみならず、依頼者へ資産台帳を徴求して確認するのが望ましい。

17 工事完了検査済証の取得が可能な状態で、建物が不動産鑑定評価基準総論第5章第1節鑑定評価の基本的事項における対象不動産の確定、確認が可能な程度に完成している場合（原則として検査済証の交付または仮使用の承認を受けている場合）。

ある。特定価格を求める場合には、資産流動化法又は投信法による運用方法^{※18}を前提とすることについて鑑定評価報告書に記載するものとする。

- (ア) 資産流動化法に基づく証券化における、特定資産の取得に関する価格調査等（資産流動化法第40条第1項第8号、第122条第1項第18号、第226条第1項第2号、規則第107条第4号）
- (イ) 資産流動化法に基づく証券化における証券の公募が行われる際に、有価証券届出書に管理資産又は特定信託財産を構成する資産内容として、当該不動産の価格を記載する場合（特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令別紙様式第五号の二、第五号の四）
- (ウ) 運用者が、投資信託又は投資法人について、特定資産として不動産の取得をした際に、不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえた価格調査を行う場合（投信法第11条第2項、第54条、第201条第2項）
- (エ) 証券についての公募が行われるとき、有価証券届出書に、投資状況等として投資不動産の価格を記載する場合（特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令別紙様式第四号、第四号の三）
- (オ) 運用期間中の各決算期に特定資産の適正な価格に関する情報開示として、運用者が作成する資産運用報告書に不動産の評価額が記載される場合（投信法第14条第1項、第54条、投資信託財産の計算に関する規則第58条第1項第8号、投信法第129条第2項、投資法人の計算に関する規則第73条第1項第7号）

なお、借地権と底地の併合を目的とする売買に関連する場合や隣接不動産の併合を目的とする売買に関連する場合など、限定価格の要件に該当する場合であっても求める価格の種類は特定価格とすることとし、当該要件に即した内容は鑑定評価報告書で説明するものとする。

ただし、証券化対象不動産を譲渡する場合は、前記の運用等の制約のない一般的な不動産市場での売却可能価格を判断するためのものであるので正常価格を求めるものとし、また、前記（ア）から（オ）であってもバルク処分型の仕組みで対象不動産が賃貸用不動産以外であって一定期間の保有を前提としていない場合など、投資家に開示される対象不動産の運用方法等がない場合には、投資対象としての運用等を行うものではなく、特定価格の要件を満たさないことから正常価格

¹⁸ 投資法人等の資産の一部としてということではなく、あくまでも対象不動産単独としての運用方法を前提とする。

を求めるものとする。これらの場合に限定価格の要件に該当する場合には限定価格を求めるものとする。

予定される運用方法が最有効使用と一致し、投資採算を重視して価格形成される市場に属する不動産は、多くは DCF 法による収益価格を標準として正常価格を求めることとなる^{*19}ので、投資採算価値を表す価格（特定価格）と正常価格とで、結果として求められた価格に相違がないことが多いが、このような場合も、結果として価格が一致するということであり、あくまで鑑定評価で求める価格は特定価格となる（この場合でも正常価格は付記する。）。

イ 法定スキーム以外のスキーム

法定スキーム以外のスキーム（以下「法定外スキーム」という。）を用いた場合においても、以下の理由により「法令等による社会的要請を背景とする評価目的」がある場合と判断される^{*20}ので、求める価格は、SPC 等が対象不動産を取得する場合や保有時の時価開示の場合には特定価格を求めるなど、法定スキームを用いた場合と同様とする^{*21}。特定価格を求める場合、SPC 等による運用等を前提とすることについて鑑定評価報告書に記載するものとする。

- (ア) 法定外スキームを含むプライベートファンド市場は、法定スキームと同様の投資家保護という法令等による社会的要請を背景とする評価目的を満たすと認められること。
- (イ) 一定の運用計画等を前提に投資家を募る仕組みであることには変わりがなく、また、昨今では、資産流動化計画の変更も容易に行われるなど、法定スキームと法定外スキームにおける制度上の差異が少なくなっていること。
- (ウ) 不動産鑑定評価基準各論第 3 章において、資産流動化法及び投信法のほか、金融商品取引法に規定する有価証券等や不動産特定共同事業法に規定する不動産特定共同事業契約等に係る不動産が、証券化対象不動産として規定されたこと。

¹⁹ 特定価格の試算価格の調整については後記Ⅷ3 参照。

²⁰ これまで法定外スキームを用いた証券化に係る鑑定評価については、不動産鑑定評価基準総論第 5 章第 3 節 I 3 「特定価格」の要件である「法令等による社会的要請を背景とする評価目的」を満たさないものとして扱ってきたが、その扱いを変更する。なお、一部の鑑定業者においては、法定外スキームを用いた証券化に係る鑑定評価においても特定価格の要件を満たすものとして取り扱ってきた。

²¹ 抵当証券等、正常価格として通常の担保目的の鑑定評価として行えば足りる場合を除く。

(エ) 結果として、正常価格を付記することとなるため、特に正常価格と異なる場合には、運用計画の制約等による価格の違いを明確に投資家に説明できることとなること。

ウ その他

特定価格を求める場合において、資産流動化計画又は資産信託流動化計画等については、それらが策定されている場合はその内容を検討し、それが合法的で実現性が認められると判断される事項については、当該事項を考慮した条件を所与とし、そうでない事項及び資産流動化計画又は資産信託流動化計画等が策定されていない場合は、対象不動産に応じて投資対象として適切と判断できる運用方法を価格等調査の条件を設定し適用する。この場合は鑑定評価報告書にその旨を記載する。

5) 想定上の条件

証券化対象不動産の鑑定評価においては、原則として地域要因や個別的要因について現況と異なる想定上の条件等を付加してはならない。特に、専門家の調査を行っても資料収集の限界や資料の不備等により対象不動産の価格形成要因について不明事項が存する場合には、当該事項について問題が解消したもの、又は当該事項を考慮外とする条件を付加して鑑定評価を行うことはできない。したがって、当該事項の存否の端緒が確認できない場合を含め、調査し得た範囲から不動産鑑定士の調査分析能力の範囲内で価格形成要因について合理的な推定を行って鑑定評価を行う必要がある²²。

ただし、想定上の条件等を付することができる場合を例示すれば、以下のとおりである。

- ア 竣工直後でテナントが未入居の場合等に、予定賃貸借契約若しくはこれに準ずる書面がある場合に、当該賃貸借条件の実現性があるものと判断のうえ、当該賃貸借条件どおり賃貸されるものとして鑑定評価を行う場合
- イ 一棟の建物に属する複数の区分所有建物及びその敷地について、一括売買を前提として一体として鑑定評価を行う場合
- ウ 土壌汚染や吹付アスベスト等の対策工事が実施中である場合で、工事完了後の不動産として対象不動産の確定、確認が可能な程度に工事が完了している場合に、当該対策工事が完了したものとして鑑定評価を行う場合

²² 調査の結果、当該事項が価格形成に大きな影響を与えないと判断されるときには、当該事項を価格形成要因から除外して鑑定評価を行うことができる。

6) 不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価との主な相違点及びその妥当性

証券化対象不動産の鑑定評価は、不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価であるため、本確定項目に該当しない。

(5) 価格等調査の手順

1) 調査スケジュール

一定の期間に大量の不動産の鑑定評価が同時に依頼される場合においても、対象不動産ごとに作業の性質、量に応じた処理計画の立案を行い、鑑定評価を的確に実施できるようスケジュールを調整する必要がある。

2) 実地調査の有無及びその方法

対象不動産の実地調査の有無及び実地調査を行う場合の立ち会いの有無、内覧の有無（立会人又は管理者の属性を含む。）等対象不動産の実地調査の方法を確定する。

なお、証券化対象不動産の鑑定評価における実地調査は、建物竣工図等を用いて建物内部と照合を行う必要があることから、建物の内覧を行うことが必須である。ただし、建物の入居者等、占有状況等によっては建物内部への立入調査ができない場合があるので、対象不動産の内覧が可能なその範囲を予め依頼者に確認を行う。この場合、内覧が出来ない部分の推定方法及び推定に必要な資料等の検討を行うとともに、鑑定評価報告書で内覧した範囲を明確にする必要がある^{*23}。さらに、テナントが行った工事部分の有無及びその遵法性の確認方法についても依頼者に確認する必要がある。

3) 資料の収集及び整理の方法

依頼者から提供された資料をそのまま使用するのか、依頼者から提供された資料を不動産鑑定士が判断して使用するのか、不動産鑑定士が独自調査を行うのか及び独自調査を行う場合の範囲、エンジニアリング・レポート等他の専門家の行う調査の使用の有無及び使用する場合に提供されたものをそのまま使用するのか、提供されたものを不動産鑑定士が判断して使うのか、不動産鑑定士が自ら発注して取得するのかなど、依頼目的等に鑑み鑑定評価に当たって必要となる主な資料の収集及び整理方法を確定する。

4) 適用する価格等調査の方法

原価法、取引事例比較法、収益還元法の各手法の適用の有無及びその他の方法を採用する場合の当該手法を確定する。

²³ 内覧が行えず、鑑定評価を行うに十分な確認を行うために推定するに足る資料が得られないときは、鑑定評価を謝絶する。

5) 不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価との主な相違点及びその妥当性

証券化対象不動産の鑑定評価は、不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価であるため、本確定項目に該当しない。

(6) 不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価と結果が異なる可能性がある旨（不動産鑑定評価基準に則らない場合に限る）

証券化対象不動産の鑑定評価は、不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価であるため、本項目には該当しない。

2 必要資料等

証券化対象不動産の鑑定評価においては、あらかじめ必要資料リストを提供して、基準各論第3章等を適用するために必要となる資料を依頼者に求めなければならず、安易に提供された資料のみを用いて鑑定評価を行ってはならない。主な必要資料を例示すれば以下のとおりであるが、必ずしもすべての資料が整っているとは限らず、また、この他にも必要と思われる資料がある場合には案件に即して適切に徴求する必要があることに留意する。

- ア 対象不動産に係る証券化のスキーム関連資料（証券化関係者名等を含む当該証券化スキームを説明した図表及び説明資料、許認可、届出資料等）
- イ 資産流動化計画等の投資家に開示される対象不動産の運用方法がわかる資料
- ウ 対象不動産の位置図、案内図
- エ 全部事項証明書又は登記簿謄本、公図写し、建物図面
- オ テナント及び賃料等の一覧（レントロール）
- カ 賃貸借契約書（各区画、駐車場、看板等）
- キ 建物竣工図（建築概要、設備概要、内外部仕上表、配置図、平面図、立面図）
- ク 建築確認通知書写、検査済証写
- ケ 固定資産税・都市計画税の証明書等
- コ 保険料に関する資料
- サ エンジニアリング・レポート
- シ 管理に関する契約書等
- ス 水道光熱費関係の収支に関する資料
- セ 借地契約書等
- ソ 協定書、管理規約等（共同ビル、区分所有建物の場合）
- タ 境界確定に関する資料
- チ 有価証券届出書及び有価証券報告書（依頼者が上場投資法人の場合）

なお、必要資料は、必ずしも受付時に全て整っているものではないため、業務の進捗状況に応じて、適切に入手するものとする。

3 処理計画策定のための依頼者との確認事項

不動産鑑定士は、適切な処理計画の策定のため次の(1)から(5)の事項について、これらの資料の内容や入手時期及び実地調査等の範囲や日時等について、あらかじめ依頼者に確認する必要がある。

なお、これらの事項は、受付時にすべて確認できるものでもないことから、業務の進捗状況に応じて、適切に対応するものとする。

(1) エンジニアリング・レポート等の主な項目及び入手時期

エンジニアリング・レポートとは、証券化対象不動産の価格等調査に当たって対象不動産の個別的要因等の確認等に必要となる、建築物・設備等及び環境に関する専門的知識を有する者が行った証券化対象不動産の状況（地下埋設物、耐震性等に関する内容を含む専門性の高い個別的要因）に関する調査報告書をいい、具体的には不動産鑑定評価基準各論第3章別表1^{※24}に例示されたものが含まれる。ただし、価格等調査に当たっては不動産鑑定評価基準各論第3章別表1に例示されたもの以外にも更なる専門家の調査が必要な場合があり、これらもすべてエンジニアリング・レポートに含むものとする。

証券化対象不動産の価格等調査として求められる対象不動産の個別的要因を明確にするために、エンジニアリング・レポート等の専門家による確認資料を依頼者に要求する必要がある²⁵。この際、すでに依頼者が保有又は実施を依頼しているエンジニアリング・レポートの内容・範囲を確認し、価格等調査を行うのに不足すると判断される場合には、追加調査の可否を確認する。エンジニアリング・レポートは、価格等調査を行う日以前で、その内容を把握するのに必要な期間を確保できる時期に入手しなければならない。また、対象不動産が大規模ショッピングセンター、ホテル、老人ホーム等の特殊な用途の場合には、他の専門家が行ったマーケットレポート等の市場分析資料の有無を確認し、当該資料が有る場合には提供を求める必要がある^{※26}。

(2) DCF法等を適用するために必要となる資料等の主な項目及び入手時期

収益費用項目の査定に必要な賃貸借契約状況の一覧表、賃貸借契約書等、運営費用の実績表、管理等に関する契約書等及び対象不動産の確認や原価法等の適用に必要な建物

²⁴ 不動産鑑定評価基準各論第3章別表1とは、依頼者から提示されたエンジニアリング・レポートの内容、不動産鑑定士の調査内容及び鑑定評価において活用した事項とその根拠を不動産鑑定士の責任において記載した一覧表である。

²⁵ 証券化対象不動産に係る価格等調査の受託に際し、不動産鑑定業者は、価格等調査の依頼者から別途実施中若しくは実施予定のエンジニアリング・レポートの作成業務内容について記載したエンジニアリング・レポート依頼内容報告書の提出を求める必要がある。

²⁶ 特殊な用途の場合も賃貸型として鑑定評価を行うことが多いと思われるが、この場合においても賃料負担力の判断をするために当該事業の市場分析が必要となる。

竣工図面、請負契約書、土地測量図面、境界確認書類等について、依頼者より提示される資料等の範囲及び入手時期を事前に確認する必要がある^{※27}。

- (3) エンジニアリング・レポートを作成した者（以下「ER 作成者」という。）等からの説明の有無

後日、対象不動産の確認を行った結果、エンジニアリング・レポートの内容と相違がある場合や不明瞭な記載がある場合などに備えて、必要に応じて ER 作成者^{※28}等からの説明を聞く方法について事前に確認しておくことが必要である。また、マーケットレポート等他の専門家が行った市場分析資料についても同様である。

²⁷ 賃貸借契約書等が統一された契約書フォーム（雛形）を用いて作成されている場合は、依頼者よりその旨の表明を受けて代表例の確認と個別の契約における特約等の有無の確認を十分に行うことにより、賃貸借契約書等のすべてを確認することが必ずしも必要でない場合もある。

²⁸ エンジニアリング・レポートの一部（土壌汚染等）の調査が再委託された場合には、その受託者も ER 作成者に含まれる。

IV 対象不動産の調査

証券化対象不動産の鑑定評価では、対象不動産に関して物理的側面、法律的側面、経済的側面、環境的側面等について、一般の鑑定評価以上に広範かつ詳細な調査を行って、その結果を不動産の鑑定評価に適切に反映させる必要がある。

特に、ホテル、大規模商業施設、病院等の事業経営の影響が大きな用途の不動産の場合には、賃貸の形態をとる場合であっても、賃料負担力の検証等のため当該事業についての資料収集及び分析を行う必要がある。また、事業形態が多種にわたることや、改装、増築等がなされている場合も多いため、権利関係の確認や現地の物的確認は慎重に行う必要がある。

1 市場調査

証券化対象不動産の鑑定評価においては、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、特に以下の点等について金融市場等との関連を含め、各種の市場調査レポート等も活用して十分な市場調査を行った上で、それら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、今後及ぼすであろうかについて分析する必要がある。

ア 一般的な不動産投資、不動産証券化市場における市況感：投資用不動産の需給動向、ファンド等の参入・退出状況、投資家の要求する利回り、資金調達環境等

イ 市場参加者：対象不動産に係る典型的な市場参加者は、資金力のあるファンド等か、中小規模の不動産会社や個人かなど

ウ 同一需給圏：対象不動産の想定される主要な需要者が比較検討する不動産は、どのような地域、用途、規模の不動産かなど

2 実地調査

対象不動産が新規に証券化される場合だけでなく、既に証券化されている場合であっても、不動産鑑定業者が初めて当該対象不動産の鑑定評価の依頼を受けて不動産鑑定士に鑑定業務を行わせる場合には、依頼者や依頼者の指示を受けた対象不動産の管理者等の立会いのもと、建物の内覧も含めた実地調査を行い、価格形成要因に大きな影響を与える要因について実地に確認する必要がある。ただし、対象不動産が更地や底地であって立ち会いなしでの不動産鑑定士の単独調査によっても十分な調査を行うことが可能な場合には必ずしも立会いを要しない。

実地調査において留意すべき主な点を例示すれば、以下のとおりである。

ア 建築中の建物について完成後に鑑定評価額の決定を行って鑑定評価書を発行することを条件に鑑定評価を行う場合には、完成後に改めて実地調査を行う必要がある。

イ 対象不動産の一部が、賃貸中、営業中等で内覧が行えない場合で、仕様、管理状況等が内覧できる他の区画とほぼ同一あるいは他の専用部分等から推測可能と判断できる場合には、当該部分を推定できる他の建物内の代表的な部分（自用又は空室区画等）の内覧、竣工図面、賃貸借契約書等による確認、管理者や賃借人等からのヒアリング等により推定することにより当該区画の実地調査を省略することができる。

ウ 実地調査の際には、対象不動産の管理者等へのヒアリング等を行うなどして、対象不動産の使用者及び使用状況、賃貸借契約書の対象範囲と実際の賃貸部分の相違の有無、敷地境界標と越境の有無、建物の修繕履歴・増改築・用途変更等の有無、建物の遵法性、土壌汚染、建物のアスベスト使用、PCB 保管の有無等に留意する。

エ 取り壊し予定の建物が存する場合には、取壊費用及び取り壊しまでの管理費用の査定が可能な範囲（アスベスト使用の有無や PCB 保管の有無等）で建物についての実地調査を行うことが必要である。

3 資料収集

(1) 収集すべき資料

依頼者より受け取った資料の内容について不明な点がある場合^{*29}は、依頼者に確認する必要がある。また、依頼者から受領した資料がドラフトの場合は、原則として鑑定評価を行った日以前で、その内容を把握するのに必要な期間を確保できる時期に最終版を取得し、ドラフトとの相違を確認して、相違がある場合には、その内容に応じた鑑定評価を行う必要がある。ただし、あらたな賃貸借契約や PM 契約等が予定されている場合であって、これらの契約の締結が鑑定評価を行った日以降であることが明らかな場合にはこの限りでない。なお、最終版として受領する資料は PDF ファイルであっても差し支えない。

(2) エンジニアリング・レポート

エンジニアリング・レポートは、一級建築士等の建物等の専門家によって判断された専門的な調査報告書といえるが、依頼者が投資判断等の目的で取得するものであり、そもそも鑑定評価のために作成されたものではないため、BELCA のガイドライン^{*30}に準拠^{*31}したエンジニアリング・レポートであっても、鑑定評価に活用する内容として不十分な場合もある^{*32}。エンジニアリング・レポートの作成に際しては、BELCA が発行するガイド

²⁹ 特異な契約条件、類似不動産の標準的な金額や比率との乖離、対象不動産の状況や他の資料との不整合等

³⁰ 「不動産投資・取引におけるエンジニアリング・レポート作成に係るガイドライン（2007年版）」（社団法人建築・設備維持保全推進協会、社団法人日本ビルディング協会）

³¹ BELCA のガイドラインに準拠したエンジニアリング・レポートとは、i 建物状況調査、ii 建物環境調査（フェーズⅠ）、iii 土壌汚染リスク評価（フェーズⅠ）、iv 地震リスク評価を指す。フェーズⅠとは、いわゆるサンプリング調査（フェーズⅡ）に進む前の段階の、現地目視調査・依頼者からの資料や公表資料の収集分析・関係者や現地管理人からのヒアリングによる調査を指す。

³² 例えば、土壌汚染リスク評価報告書（フェーズⅠ）で「土壌汚染の可能性があるため、詳細調査を推奨する」とされているのに、フェーズⅡの詳細調査が未実施な場合。また、建物環境調査リスク評価報告書（フ

ラインに準拠すべきとされるものの、ER作成者に対して強制力のあるものではない。

したがって、証券化対象不動産の鑑定評価に当たっては、不動産鑑定士は、依頼者に対し、鑑定評価に必要なエンジニアリング・レポートの内容³³を説明し、できる限り内容の充足したエンジニアリング・レポートを入手する必要がある、個別的要因の把握に必要な範囲で、エンジニアリング・レポートの内容を十分理解し、主体的に自らの責任を持ってこれを分析及び判断した上で、活用しなければならない。さらに、必要に応じて他の専門家による意見を聴取してエンジニアリング・レポートの検証を行うよう努める必要がある。その際に、建物の遵法性や耐震性等に関し投資適格性を欠く可能性がある場合には、是正の見込みの有無を確認し、是正する場合の見込み費用や費用負担先について、依頼者に確認するなどして鑑定評価に反映する必要がある。

なお、依頼者よりエンジニアリング・レポートの提出がない場合やエンジニアリング・レポートの調査時点が古い場合など、その記載内容が鑑定評価を行う上で不十分な場合であっても、不動産鑑定士の判断により、自己の調査分析能力の範囲内で価格形成要因に係る合理的な推定を行うことができる場合には、証券化対象不動産の鑑定評価を行うことができる。その主な場合を例示すれば、以下のとおりである。

ア 対象不動産が取り壊し予定の建物及びその敷地である場合（ただし、土壤汚染リスク評価や取り壊し費用算定のための取り壊し予定建物のアスベストについてのエンジニアリング・レポートは必要である。）

イ 継続評価の場合で、増改築工事又は大規模修繕の実施、関連法令等の大規模な変更等建物に関する価格形成要因の大きな変更がない場合など、以前に提示を受けたエンジニアリング・レポート等の資料が活用できる場合

ウ 戸建住宅や1戸の居住用マンション等で不動産鑑定士による調査によって多くの価格形成要因の把握が可能な場合

いわゆるバルク取引^{*34}や、バリュアアップ型不動産取引^{*35}は、通常の証券化不動産取引と性格を異にするため、依頼者よりエンジニアリング・レポートの提出がない場合には、価格形成要因の分析においてリスク分析を十分に行わなければならない。このような場合

フェーズⅠ)で「吹き付けアスベスト使用の可能性があるため、詳細調査を推奨する」とされているのに、フェーズⅡの詳細調査が未実施な場合。このような場合は、依頼者に追加調査を要請する必要がある。

また、耐震性調査や地下埋設物の調査は、BELCAのガイドラインに準拠したエンジニアリング・レポートではないが、これらの調査を行っている場合には、原則として依頼者から提示を受けるべきである。

³³ エンジニアリング・レポートの業務範囲、調査対象不動産の範囲が鑑定評価を行うにあたって十分な内容である必要がある。

³⁴ ここで想定するバルク取引とは、投資家が、不動産の個別的要因の詳細を確認せず、個別的要因が不明なこと自体をリスクと見込んで、複数の不動産を一度に購入する取引をいう。

³⁵ ここで想定するバリュアアップ型不動産取引とは、投資家が、遵法性等に瑕疵がある可能性がある不動産を購入し、購入後、瑕疵を治癒して売却し、売却益を得る取引をいう。バリュアアップ取引の中には、バルク取引と同様、投資家が、不動産の個別的要因の詳細を確認せず、個別的要因が不明なこと自体をリスクと見込んで、購入する場合もある。

には、その分析内容を鑑定評価報告書に記載しなければならない。

エンジニアリング・レポートの内容について、不明な点や不明瞭な記載がある場合は、依頼者を通じてER作成者に確認する必要がある

4 不明事項

価格形成に大きな影響があると判断される価格形成要因について、不明事項が存在する場合は、依頼者にその不明事項について説明し、当該不明事項を明らかにするための方策等について確認する必要がある³⁶。当該不明事項について、価格形成要因の分析に必要な資料が整わないなど合理的な推定ができないと判断された場合には、鑑定評価を謝絶すべきである。

³⁶ 継続評価を行っている場合において、後日不明事項が発生したとき及び不明事項の内容が判明したときには、次回の評価においてその内容を反映しなければならない。

V 価格形成要因の分析

1 一般的要因分析等

証券化対象不動産の属する市場は、従来の不動産に比べ金利等の金融市場の変動の影響をより大きく受けるものと考えられる³⁷ので、それら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、又は今後及ぼすであろうかについて十分に分析する必要がある。

なお、ホテル、商業施設、病院、物流施設等の事業経営の影響が大きい用途の不動産においては、事業としての収益性、競合施設の状況、代替テナントの可能性、建物の汎用性、建物の躯体・設備の割合のほか、ホテル評価においては稼働状況、宿泊料金、マネジメント会社のブランド等、商業施設評価においては再建築の可能性（関連法令の改正の影響による既存不適格建物の問題）、物流施設評価においては適用される港湾法その他の法令が物流業者の事業展開に及ぼす影響、設備の特殊性等に留意する。

2 個別的要因分析

証券化対象不動産の鑑定評価においては、実地調査、エンジニアリング・レポート等を活用し、個別的要因の確認を行うことが重要である。

(1) 土地

1) 土壌汚染

① 調査

対象不動産に土壌汚染が認められる場合には、原則として、土壌の搬出（除去）、浄化等の措置を行う必要があり、その措置工事には多額の費用を要する場合が多く、対象不動産の価格に大きな影響を与えることが一般的である。したがって、鑑定評価に当たっては、土壌汚染の価格への影響を判断する必要がある。

証券化対象不動産の鑑定評価では、通常、BELCA の定義するエンジニアリング・レポートの一つである「土壌汚染リスク評価報告書（フェーズⅠ）」を、依頼者から提供されることが一般的であるため、エンジニアリング・レポートの内容がその内容に合致しているか否かを自ら判断し、十分吟味のうえ、活用する。

証券化対象不動産の鑑定評価においては、土壌汚染の価格に与える影響についての結論を求められるため、原則として価格形成要因から除外することは許されず、専門家によるフェーズⅠ調査（資料等調査）及び不動産鑑定士の独自調査の結果を踏まえ、土壌汚染が存する端緒がないなど、土壌汚染の価格形成への影響が大きいと判断できる場合以外は、フェーズⅡ調査（サンプリング調査を伴う土壌・地下水環境調査）を実施

³⁷ 例えば、投資用不動産の利回りと10年国債利回り等の開差であるイールドギャップは、不動産投資を行う投資家の重要な判断指標となっており、イールドギャップの大きさや動向、及びその原因の分析は、一般的要因の分析として重要なものといえる。

することが必要となる。また、フェーズⅡの結果によっては、フェーズⅢ（対策工事の設計と実施）までの調査及び措置工事が必要な場合があり、対策措置を完了した状態での鑑定評価が求められることもある。

② 鑑定評価への反映

(i) 独自調査により価格に対する影響が小さくないと判断できる場合

エンジニアリング・レポートのフェーズⅠレベルの調査と不動産鑑定士による独自調査の結果を受けて、価格に対する影響が小さくないと判断できる場合には、土壤汚染を価格形成要因から除外できる。この場合には、土壤汚染がないことが判明している場合の鑑定評価と同様の評価をすることになるが、その場合であっても、エンジニアリング・レポート及び独自調査の内容を受けて価格に対する影響が小さくない旨の鑑定評価報告書への記載が必要である。

(ii) 土壤汚染があることが判明している場合

土壤汚染の存在が専門調査機関によるフェーズⅡレベル以上の調査に基づいて判明しており、専門調査機関による対策費用の見積書がある場合には、除去費用を考量した鑑定評価が可能となる。なお、心理的嫌悪感等による価格形成への影響を考慮しなければならない場合があることに留意する。

(iii) 土壤汚染がないことが判明している場合

フェーズⅡレベルの調査の結果、環境基準をすべて満たしていた場合は、鑑定評価においては、土壤汚染がないことが判明している場合に該当する。このような場合には、当該調査結果の概要を鑑定評価報告書へ記載し、土壤汚染を価格形成要因から除外して鑑定評価を実施することになる。

2) 埋蔵文化財

① 調査

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

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

不動産鑑定士は、所轄の教育委員会等で対象不動産が「周知の埋蔵文化財包蔵地」に該当するかどうか、努力義務としての調査要請があり得るか、既に発掘調査等の指示が出ているかどうか、過去に発掘調査が実施された場合はその履歴や措置状況、遺跡の調査中であれば土木工事の停止・禁止期間等について調査する必要がある。

② 鑑定評価への反映

「周知の埋蔵文化財包蔵地」であっても、土地を掘削する予定がなければ、試掘調査及び発掘調査に係わる費用が生じる危険性はない。したがって、建物の残存耐用年数が長く建替えの予定がない場合を含め、建物の新設、増築等の予定がないと合理的に判断できる場合など、埋蔵文化財包蔵地等（隣接地等が埋蔵文化財包蔵地である場合を含む。以下同じ。）という個別的要因が、価格形成に大きな影響を与えることがないと判断できれば価格形成要因から除外して鑑定評価を行うことができる。一方、開発型証券化等の場合で対象不動産が周知の埋蔵文化財包蔵地等に該当する場合には、試掘調査及び発掘調査に係る期間、費用等が合理的に見積もることができる場合には鑑定評価を行うことができる。

3) 地下埋設物

① 調査

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

地下埋設物の有無を本格的に調査するには、レーダーでの探索や、最終的には掘削による調査が必要なため、不動産鑑定士の調査能力を超えていることが多いが、不動産鑑定士は、古地図で従前の使用方法を調査するほか、売買時の重要事項説明書の記載概要の入手や依頼者へのヒアリングにより、地下埋設物存在の可能性をできる限り調査する必要がある。

② 鑑定評価への反映

地下埋設物の存在が予想される場合でも、土地を掘削する予定がなければ、通常、地下埋設物のリスクが顕在化することはない。したがって、建物の残存耐用年数が長く建替えの予定がない場合を含め、建物の新設、増築等の予定がないと合理的に判断できる場合など、価格形成に大きな影響を与えることがないと判断できれば価格形成要因から

除外して鑑定評価を行うことができる。

開発型証券化で地下埋設物の存在が確認された場合には、地下埋設物に係る措置費用について査定し、その金額が価格に影響を与える程度に大きい場合には、これを適切に減価することが必要となる。なお、地下埋設物に係る措置費用を適切に査定するには、一般的には他の専門家による調査及び見積りが必要となる。

(2) 建物

1) 遵法性

① 調査

遵法性に欠ける建物は、社会倫理に反するだけでなく、事業運営上、思わぬ支出や収入の減少を生じさせる場合がある。例えば、建築基準法に違反する建物は、同法第9条第1項により、「除却、移転、改築、増築、修繕、模様替え、使用禁止、使用制限その他これらの規定又は条件に対する違反を是正するために必要な措置」を講じられる可能性がある。また、条例、要綱等に記載された努力規定であっても、規定を遵守していないことによる風評リスク等が生じる場合もある。

したがって、対象不動産の建物が公法上の規制に合致したものであるかどうかを確認する必要がある。

法令遵守状況調査については、BELCAの定義するエンジニアリング・レポートの1つである「建物状況調査報告書」の必須項目となっているため、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を自ら判断し、活用する。なお、エンジニアリング・レポートを参照する過程で、疑問が生じたり、不動産鑑定士の調査結果と異なっている場合には、依頼者を通じてER作成者に内容を確認し、必要に応じ追加調査を要請する必要がある。また、対象不動産に係る私法上の制約等について、判断が容易でない場合には、弁護士等の他の専門家の意見を求めて、確認や個別的要因の判断を行う必要がある場合もある。

② 鑑定評価への反映

遵法性に問題がある又は緊急修繕の必要がある場合には、原則としてその問題が是正されるのを確認（少なくとも是正を行う意思を含む実現性を確認）した上で鑑定評価を行うものとする。

遵法性に問題がある又は緊急修繕事項の是正の必要があるが未だ是正されていない建物について鑑定評価を行う場合には、当該是正に要する費用（単に工事費だけでなく、工事期間中のテナント退去に要する費用や収入の減少等も含む。）を査定し、その金額が価格に影響を与える程度に大きいと判断される場合には、是正に要する費用相当分を減価する必要がある。是正に要する費用の見積りは、一般的には不動産鑑定士単独では困難であることが多いため、原則として、ER作成者等他の専門家による見積りを依頼者に要請する。なお、是正される見込みのある場合でも、是正に要する費用が鑑定評価

額に比して小さく、対象不動産の価格形成に大きな影響を与えないと判断できる場合には、価格形成要因から除外して鑑定評価を行うこともできる。

一方、建物の取壊しを予定している場合には、通常、遵法性や緊急修繕事項を調査する必要はないが、建物を1年以上運用してから取り壊して開発する場合などは、原則どおり、取壊し前の建物の遵法性を調査する必要がある。

2) 耐震性及び地震リスクに関する分析

① 調査

地震が起こる確率が高く、地震が起きた際の損害額が甚大となる可能性が高い不動産は、投資適格性を判断するに当たり、地震保険の付保、耐震補強工事の実施等の検討が必要となる。これらは不動産の価格に対して大きな影響を与える可能性があるため、証券化対象不動産の鑑定評価に当たっては、耐震性や地震リスクの調査を行う必要がある。

(i) 耐震性

BELCA の定義するエンジニアリング・レポートには関連項目として建物状況調査に構造概要調査があるが耐震性の調査は含まれないため、まず建物の竣工年から、旧耐震基準^{*38}に基づく建物かどうかを判定することが必要である。その結果、旧耐震基準に基づく建物であった場合は、さらに耐震改修促進法に準拠した耐震診断が実施されているかどうかを依頼者へのヒアリングを中心に調査し、実施している場合には、依頼者の協力の下、耐震診断結果の報告書を耐震性調査におけるエンジニアリング・レポートとして活用する。

耐震診断は、特に人命確保の観点から、旧耐震基準にて設計された建築物の耐震改修を促進するための法制度（いわゆる耐震改修促進法^{*39}）に基づく建物の調査・診断である。これは、BELCA の定義するエンジニアリング・レポートの範囲外であり、耐震改修促進法においてその実施が努力義務^{*40}とされているものである。

(ii) 地震リスク

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

PML 値^{*41}等地震リスク分析結果が地震保険付保及び耐震補強工事の必要性からみ

³⁸ 昭和56年6月1日建築基準法施行令改正以前の耐震性基準を、旧耐震基準と称する。竣工年月から建築確認申請が改正後のものであるかどうかを推測して判断を行うことが多いが、建築確認時期の推定は必ずしも容易ではなく、また、改正年前に確認申請された建物でも、先取りして新耐震基準に準拠して設計されたものもあるため、改正年前後の竣工の建物については、竣工年月のみでの確認は行えないことに留意が必要である。

³⁹ 正式名称は「建築物の耐震改修の促進に関する法律」（平成7年法律第123号）

⁴⁰ 耐震改修促進法第6条において、旧耐震基準の特定建築物について、耐震判断の実施が努力義務となっている。

⁴¹ 証券化不動産においては、50年間で超過確率10%（再現期間475年相当）の損失率のPML値を算定

てどの程度であるかを分析する。地震リスク分析は、BELCA の定義するエンジニアリング・レポートに含まれるため、依頼者から提供された地震リスクの専門家の作成したエンジニアリング・レポートを自ら判断し、活用する。

② 鑑定評価への反映

(i) 耐震性

対象不動産が旧耐震基準に基づく建物で、耐震改修促進法に準拠した耐震診断が実施されており、当該耐震診断結果によって、耐震性に問題があって耐震補強工事が必要な場合には、耐震補強工事に要する費用等が価格に与える影響を考慮する必要がある^{※42}。

なお、耐震改修促進法に準拠した耐震診断の結果、耐震性に著しく問題があることが判明したが、耐震補強工事の実施の予定がない建物は、取り壊しを前提とする以外は、通常、投資家から投資適格性に欠けると判断されるため、基準各論第3章等適用の鑑定評価の対象とすることはできない。

(ii) 地震リスク

一定水準^{※43}の PML 値を超過すると、地震保険が付保されるケースが多いため、このような場合には、地震保険の費用を査定し、当該保険費用が価格に影響を与える程度を考慮する。

なお、耐震補強工事が必要と判断される場合には、耐震補強工事に要する費用等が価格に与える影響を考慮する必要がある。

3) アスベスト

① 調査

対象不動産に飛散性のアスベスト含有吹付け材の使用が認められる場合には、除去、封じ込め等の措置を行う必要があり、その措置工事には多額の費用を要する 경우가多く、対象不動産の価格に大きな影響を与えることが一般的である。したがって、鑑定評価に当たっては、アスベストの有無について調査する必要がある。

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

アスベストについては、BELCA の定義するエンジニアリング・レポートの1つである「建物環境リスク評価報告書（フェーズ I）」の必須項目である。アスベストについて

することが慣例的な評価基準となっている。なお、PML 値とは、対象不動産の地震による経済的損失を予測する地震リスク分析の確率値である。

⁴² 耐震診断が行われていない場合には、不明事項が存する場合として対応する。

⁴³ 実務上、おおむね 15～20%程度が目安とされることが多い。

ての調査に当たっては、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートを自ら判断し、活用する。なお、エンジニアリング・レポートを参照する過程で、疑問が生じたり、不動産鑑定士の調査結果と異なっている場合には、依頼者を通じてER作成者に内容を確認し、必要に応じて追加調査を要請する必要がある。

不動産鑑定士が行う調査を例示すれば、以下のとおりである。

- ア 建物の構造及び用途、防火地域か否か等
- イ 施工時期（築年、吹き付け等を行った改修時期等）
- ウ エンジニアリング・レポートの調査において、現地調査（目視）を行ったのか、サンプリング調査まで行ったのか
- エ 設計図書等による内装、外装等の使用材料の確認
- オ 関係者へのヒアリング
- カ 法令等に基づく石綿に係る公的調査の有無及び内容

② 鑑定評価への反映

BELCA のガイドラインの考え方では、「アスベスト吹付け材が使用されているから問題があるのではなく、あくまで飛散のおそれのある場合についてのみ然るべき対応がなされているかを判断して評価する。」ということであるため、「吹付け材にアスベストの含有の可能性がある」という記載にとどまり、飛散のおそれに関する評価がなされていない場合には、依頼者を通じてその点についての確認をする必要がある。また、証券化対象不動産の鑑定評価においては、アスベスト含有の可能性があるものに関しては、飛散のおそれの有無にかかわらず、別途、試料採取し分析調査がなされる場合も少なくないため、その点に関する確認も必要である。

分析調査の結果、「吹付けアスベスト使用が確認された」と記載されていた場合には、原則として、除去、封じ込め等の措置工事が必要となる。ただし、吹付けアスベストであっても、エンジニアリング・レポートの記載内容等により、飛散のおそれが極めて少なく安定した状態で健康被害のおそれがない場合など、価格に対する影響が小さくないと判断できる場合は、この限りではない。

鑑定評価においては、措置工事に要する費用、措置工事中のテナント退去に要する費用、稼働率の低下、措置工事終了後の耐火被覆の復旧工事費用、テナント募集の困難等（以下「措置費用等」と称する。）を考慮し、措置費用等が対象不動産の価格に影響を与える程度が大きい場合には、措置費用等相当額を適切に減価して評価する必要がある。措置費用等の見積りは、一般的には不動産鑑定士単独では困難であることが多いため、原則として、他の専門家による見積りを依頼者に要請する。

したがって、吹付けアスベストが存する場合には、除去、封じ込め等の工事完了後に鑑定評価することが原則である。ただし、除去、封じ込め等の工事完了日が鑑定評価を行った日以降となる場合には、当該工事が行われることの確実性が確認できる場合には、

吹付けアスベストについては措置済みという条件を付して鑑定評価することができる。

4) PCB

① 調査

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

PCB については、BELCA の定義するエンジニアリング・レポートの 1 つである「建物環境リスク評価報告書（フェーズ I）」の必須項目であるので、PCB 使用機器の有無の調査においては、実地調査及び依頼者や建物管理者へのヒアリングに加え、エンジニアリング・レポートを自ら判断し、活用する。なお、エンジニアリング・レポートを参照する過程で、疑問が生じたり、不動産鑑定士の調査結果と異なっていたりする場合には、依頼者を通じて ER 作成者に内容を確認し、必要に応じて追加調査を要請する必要がある。

② 鑑定評価への反映

PCB 廃棄物は、法律により譲渡又は譲受が禁止されているため、譲渡時には撤去されるのが通常である。内覧時に存在していても、撤去されることの確実性が確認できる場合は、依頼者に確認のうえ、撤去されたものとして鑑定評価を行うことができる。なお、PCB 廃棄物は平成 13 年に施行された PCB 特別措置法により、平成 28 年 7 月 15 日までに、許可を受けた業者に委託するなどして、処分しなければならないこととされている。また、処理料金については基準価格が決められている。

譲渡時に撤去されず、譲渡人の所有でありながら、対象不動産内に残置される場合は、PCB 廃棄物置場の確保等に起因する収益費用や措置に伴う収益費用等を評価額に反映させる必要がある。

ただし、当該収益費用等が鑑定評価額と比較して小さく、対象不動産の価格形成に大きな影響を与えないと判断できる場合には、価格形成要因から除外して鑑定評価を行うことができる。

(3) 建物及びその敷地

1) 契約関係

① 調査

賃貸借契約内容及び収支状況については、依頼者から賃貸借契約書や賃貸借契約一覧表（レントロール）等の収益に関する契約、管理契約等の費用に関する契約、権利者間の協定書、覚書、管理規約等の提示を受け確認する。なお、権利関係は登記事項証明書

等でも確認する。

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

例えば、ウィークリーマンション、マンスリーマンション、SOHO 向けオフィスと通常のマンションの違いは、建物の構造ではなく、賃貸借契約等の運営方法による違いに起因するものであるが、これによって建築基準法その他の関連規定や行政における取り扱いが異なることがある^{*44}。したがって、内覧時には対象建物の運営状況に留意し、賃貸借契約内容等を確認する必要がある。また、レントロールを確認し、稼動状況や総賃貸可能床面積に占める主たる借主の賃貸面積の割合にも留意する。

一部の賃貸借契約にフリーレントが付されている場合もあるが、一般にフリーレントについては賃貸借契約書のみでの確認では把握できないことが多いため、その存否について依頼者への確認が必要である。確認については文書、電子メール等記録に残る媒体で行い、当該確認の日時、確認相手等についての記録を残しておくことが必要である。

② 鑑定評価への反映

鑑定評価に当たっては、対象不動産に係わる権利関係や契約関係に基づく個別的要因が評価額に適切に反映されるよう、特に DCF 法の適用の際には留意する。

3) 大規模修繕計画

① 調査

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

すなわち、修繕計画は、BELCA の定義するエンジニアリング・レポートの1つである「建物状況調査報告書」の必須項目であるため、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を十分吟味のうえ、活用する。なお、エンジニアリング・レポートを参照する過程で、疑問が生じたり、不動産鑑定士の調査結果と異なっている場合には、依頼者を通じて ER 作成者に内容を確認し、必要に応じ追加調査を要請する必要がある。

② 鑑定評価への反映

適切な修繕計画に基づき、日常的な費用に相当する修繕費と資本的支出に相当する修繕費（大規模修繕費）を区別して査定し、DCF 法、直接還元法等鑑定評価手法適用の基礎とする。

⁴⁴ ウィークリーマンションは通常、住宅ではなくホテルと見做されるため、条例等による住宅附置義務や住宅附置による容積割り増しの要件を充足しない一方、旅館業法の適用を受ける。

一般的に、建物の維持、保全等のためには10～15年に一度の大規模修繕が不可欠であるが、DCF法の分析期間中に大規模修繕が見込まれない場合であっても、復帰価格には、分析期間以降の大規模修繕費を反映させることが必要になる。

この反映方法としては、復帰価格算定に当たっての費用に分析期間翌年の年間ベースに平準化した費用を計上する方法、最終還元利回りに織り込む方法等がある。

VI 鑑定評価手法の適用

1 評価方針

正常価格を求める場合には、不動産鑑定評価基準に基づき対象不動産の種類に応じた適切な手法を適用することとなるが、特に証券化等による投資目的の需要者が中心となる市場に属する不動産については、基準各論第3章等にしたいがい、DCF法を適用した上で、2以下の点に留意して評価を行う必要がある^{※45}。なお、開発を前提に更地等を対象不動産とする開発型証券化の場合には、通常のDCF法に代わりDCF法（開発賃貸型）を適用する^{※46}。

特定価格（投資採算価値を表す価格）を求める場合には、その要件である資産流動化計画、有価証券届出書の投資方針等の運用計画等を所与のものとし、当該運用計画等に基づく投資採算価格を求める必要があることから、DCF法を適用して求められたDCF法による収益価格を標準として^{※47}鑑定評価を行う必要がある^{※48}。なお、特定価格と正常価格が一致すると判断される場合には、一方の価格を求める手法適用を省略することもできる。

ただし、いずれの場合でも、対象不動産が賃貸用不動産以外の戸建て住宅等で当該不動産の転売を目的とすることが明らかな場合や、分譲マンションとして開発し販売することが明らかな更地の場合など、必ずしも収益価格が重視されないような不動産及び証券化の仕組みである場合には、対象不動産の種類及び証券化の仕組みに応じて、適切な鑑定評価手法を適用して求められた試算価格を標準とし、それ以外の鑑定評価手法によって求められた試算価格による検証を行って鑑定評価額を決定する必要がある。

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

2 収益還元法

(1) 収益費用項目

賃貸用不動産についてDCF法を適用する場合の収益費用項目については、原則として基準各論第3章等に記載されている項目、定義等にしたいがい必要がある。各項目の定義は、社団法人日本ビルヂング協会連合会、社団法人東京ビルヂング協会連合会編「不動

45 証券化対象不動産の鑑定評価においては、多くの場合は、DCF法による収益価格を中心に、直接還元法による収益価格等による検証を行って鑑定評価額を決定することとなると考えられるが、対象不動産の属する市場において重視される手法や、個々の鑑定評価作業における資料の精度等により、直接還元法による収益価格をはじめ他の試算価格との調整度合いは異なる。

46 直接還元法としては、通常更地評価の際に用いる直接還元法による土地残余法を適用する。

47 開発型の場合には、後記3参照。

48 運用計画が対象不動産の最有効使用と一致し、対象不動産の属する市場が投資採算価値を標準として価格が形成されている場合には、結果として特定価格と正常価格は一致することが多い。ただし、評価の前提となる運用計画や将来予測等は正常価格を求める場合と異なる場合もあるので、特定価格は、単に正常価格を求めてその投資採算性をチェックして求めるものではない。

産経営管理業務 出納・会計項目一覧及び解説」中分類等を参考に、不動産鑑定評価基準や鑑定評価実務の実態を踏まえ、『別表「収益費用項目表(会計上の費用との対比表)」』のとおりとする。

また、手法間の整合性や比較可能性確保のため、直接還元法についても同様の収益費用項目とする。この場合に、標準項目以外の定義で収集されたデータが入手された場合には、標準項目と違う定義を用いていることを必ず明記する必要がある。

運営純収益の算定に当たっては、会計上営業損益に含まれない一時金の運用益等、大規模修繕費等の資本的支出を含まないものとする。ただし、収益価格の査定においては、一時金の運用益等、大規模修繕費等の資本的支出を考慮した純収益を用いる必要がある。

なお、DCF法(開発賃貸型を含む)の適用方法として、保有期間後の売却を想定する場合と売却を想定しない場合とがあるが、証券化対象不動産の鑑定評価においては、復帰価格は、売却予測価格から売却費用を控除して求めるものとする。

(2) DCF法

① 運営収益

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

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

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

共益費収入と維持管理費及び水道光熱費収入(附加使用料)と水道光熱費(費用)については、対象不動産がオフィスの場合は、原則として、専用部分を含むビル全体の収益費用を両建てする方法を標準とする。一方、対象不動産が住宅の場合は、共用部分に係る収益費用を両建てする方法を原則とする。なお、選択した手法によって、経費率が変わるために、経費率の比較を行う場合には、計上している収益費用の対象範囲を確認することが必要であることに留意する。

i 貸室賃料収入

貸室賃料収入は、賃貸借契約、レントロール、管理運営報告書等に基づき各貸室について総額及び単価(円/㎡、円/坪)について確認する。

初年度の貸室賃料収入は、現に賃貸されている部分については価格時点における実際支払賃料とし、自用又は空室部分については新規に賃貸借することを想定して査定する。ただし、現に賃貸されている部分について約定又は解約予告等により、新規賃

料への変更が明確である場合には自用又は空室部分と同様に査定する。翌期以降については、テナント毎の契約期間等を考慮し、新規賃料水準の変動状況及び継続賃料の改定状況を総合的に勘案して査定する。

なお、対象不動産の賃貸範囲については、現地調査において竣工図面との照合や管理者へのヒアリングにより共用部分(トイレ等)を含むものであるかどうかなどの確認を行う必要がある。また、レントロールの面積と賃貸契約書の面積が異なる場合や竣工図等において専用面積の記載がある場合等においては、賃貸面積の確認を行う必要がある。

初年度の貸室賃料収入の査定に当たって留意する点を例示すれば、以下のとおりである。

ア 現行の賃料水準の把握、自用又は空室部分における新規賃料の把握及び翌期以降の将来予測のために、まず、周辺類似不動産の賃貸事例を分析し、対象不動産の用途別の新規賃料水準を把握する。この場合、共益費込みの賃料水準で分析するのが一般的である。

イ 対象不動産が、大規模商業施設、ホテル、老人ホーム等の事業用不動産の場合で、現行の賃料水準を、当該不動産における事業収支を前提に把握する必要がある場合には、当該事業分析を行って負担可能賃料水準を分析のうえ行う。

ウ 賃貸借契約がマスターリースの場合、当該マスターリース賃料を用いることとなるが、転借人の支払賃料水準についても分析する。

エ 対象不動産が、店舗等の場合で賃料に歩合制を加味している場合には、歩合部分について、過去の実績や同業種の営業状況等を分析して査定する。

オ 開発型証券化において、竣工後建物の貸室賃料収入を査定する場合には、予定賃貸借契約等において賃料が定まっている場合には、原則として当該賃料とし、定まっていない場合には、竣工時点において新規に賃貸借することを想定して査定する。

ii 共益費収入

共益費収入は、「対象不動産の維持管理・運営において経常的に要する費用（電気、水道、ガス、地域冷暖房熱源等に要する費用を含む）のうち、共用部分に係るものとして賃借人との契約により徴収する収入」を指し、賃貸借契約、レントロール、管理運営報告書等に基づき各貸室について総額及び単価（円/㎡、円/坪）について確認する。

共益費収入の査定方法は、貸室賃貸収入と同様である。なお、貸室賃料収入と共益費収入が区別されておらず、共益費込み貸室賃料収入として総額が約定されている場

合には、共益費込み貸室賃料収入として査定する。

将来予測に当たっては、共益費収入部分については、原則として物価安定期においては改定を見込むべきではない。また、総額として把握されている場合には、貸室賃料のみの更改に比較し保守的な観点から予測を行う。ただし、施設更新に伴う改定等の合理的な予定がある場合には、これらを反映して査定する。

iii 水道光熱費収入

水道光熱費収入は、「対象不動産の運営において電気、水道、ガス、地域冷暖房熱源等に要する費用のうち、貸室部分に係るものとして賃借人との契約により徴収する収入」を指し、その予測は原則として過年度収支等を参考に行うが、想定する空室率が異なる場合には、過年度の収支と必ずしも一致しないため、想定した空室率に即した収入予測を行わなければならない。

また、水道光熱費収入については、維持管理費や水道光熱費と同じく、当該収入の対象範囲が貸室部分に係るものと共用部分に係るものであるのか、後者のみであるのか等を確認し、共益費収入として計上すべきものとのダブリがないように注意することが必要である。

地域冷暖房を採用している場合は、高額でありかつ、対象不動産の運営方針の違いにより請求金額に差異があるために、依頼者に採用の有無、運営方針等についての確認が必要である。

iv 駐車場使用料収入

駐車場収入は賃貸借契約、レントロール、管理運営報告書等に基づき各駐車部分について総額及び単価（円／台）について確認する。

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

v その他収入

その他収入は、収入項目にしたがって、月極で約定されている場合には、賃貸料収入と同様に査定する。また、権利金の一時金収入等のように不定期に収入が見込まれるものについては、実際に収入が見込まれる期に応じて査定するか又はテナントの平均回転期間を考慮した年平均額として査定する。また、それ以外の場合には過年度実績等を参考に査定する。

その他収入の主なものを例示すれば、以下のとおりである。

- ア アンテナ収入
- イ 看板等の広告施設収入

ウ 自動販売機設置料収入

エ 礼金、権利金（その性格に留意する。）等の前払い的性格を有する一時金や解約違約金等の一時金収入（これらは収受年度の収益として計上する。）

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

アンテナ収入や看板等の広告施設収入、自動販売機設置料収入については、それらの収入の前提となる契約関係の継続性やそれらの設置に係る遵法性等について十分依頼者に確認するとともに、現地調査において対象資産の確認を行うことが必要である。

従来、一時金の運用益及び償却益等として査定してきた権利金（保証金の償却部分を含む）等については、基準各論第3章等では、その他収入の一つとして、保証金等の預かり金的性格の一時金とは異なる取り扱いに変更されている。なお、前所有者が授受した権利金等は、一般的に売買の際には新所有者に引き継がれないので、当該賃貸借契約が継続している間は計上しないこととなる。

vi 空室等損失

初年度の空室等損失は、現行空室率を参考に、初年度において見込まれる入居可能性を考慮して査定する。翌期以降は、周辺類似不動産における平均的な稼働状況を参考にテナントの入替えに伴う空室を勘案して査定する。なお、駐車場収入やその他収入においては、必ずしも貸室の稼働状況と連動しないために、各収入に応じた空室等損失を査定する。

また、一棟貸しやマスターリースの場合は、契約期間満了や途中解約等による入替えを考慮した年平均額として査定するか、空室等損失として査定しない場合には割引率等において空室リスクとして考慮する。

vii 貸倒れ損失

貸倒れ損失は、現行賃借人の過去の貸倒れ実績及び賃借人の信用力に基づき予測する。

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

貸倒れ損失は、賃借人が倒産し、裁判の手続きに入り、契約解除できなくなり、3ヶ月ほどの後、原状回復費用と、未払い賃料を敷金、保証金等でまかなえなくなった事例において発生するのが典型的であり、このような事例の発生確率を考慮することにより査定することもできる。実務上、保証金等により担保されているとして計上しない場合も多いが、賃借人の信用、地域の需給動向、保証金の多寡等を考慮して判断

する必要がある。

② 運営費用

運営費用は、想定した稼働状況に基づく、維持管理費、水道光熱費、修繕費、プロパティマネジメントフィー、テナント募集費用等、公租公課、損害保険料、その他費用を査定する。なお、一棟貸しやマスターリース等の場合には、すべての項目が必ずしも所有者負担ではないため、賃貸借契約書等により所有者が負担すべき費用を適切に査定する必要がある。

i 維持管理費

維持管理費は、清掃費（外壁及び共用部分清掃業務等）、設備費（EV 保守点検、冷温水発生装置点検、空調機フィルター交換、消防設備点検等）、環境衛生費、警備費等であり、過去の実績等を参考に想定した稼働状況に基づき、今後の管理運営計画、類似不動産の費用水準等を総合的に勘案して査定する。また、多数の事例を収集し、対象不動産の規模、経年に応じ、できるだけ前記維持管理費の内訳別に面積単価（賃貸面積又は延面積）によって分析し、依頼者から受領したデータを検証し、異常値がないか確認することが必要であり、想定する運営収益が得られるような維持管理を行える適正な水準で設定する必要がある。

ii 水道光熱費

水道光熱費は、過年度実績等を参考に想定した稼働状況に基づき、建物一棟全体に要する水道光熱費を査定する。水道光熱費は、稼働状況にあまり影響を受けない共用部分に係るものと稼働状況に大きく影響を受ける専用部分に係るものとに分かれることに留意する。水道光熱費には、水道光熱費収入に対応する費用として計上するものと共用部分に係る水道光熱費で共益費の一部によってまかなわれるものがある（住宅の場合は一般に水道光熱費という項目がなく、共益費収入で共用部分の水道光熱費はまかなわれ、専用部分の費用は個別に支払われる。）。

iii 修繕費

修繕費は、過去の実績を参考に、今後の管理運営計画、類似不動産の費用水準等の観点から検討し、予測を行う。

損益計算上、修繕費として費用処理されるものが対象となる。居住用賃貸不動産の場合には、賃借人退去時に原状回復等のための修繕費用が必要となることがあるために、これらの支出について過去の実績を参考に見積もることが必要である。

この際、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等の支出水準を把握する場合もあるが、その場合にあっても、修繕費と大規模修繕費（資本的支出）とに適切に区分する必要がある。

iv プロパティマネジメントフィー（PM フィー）

プロパティマネジメントフィーは、現行の管理運営委託契約書等に基づくフィー水準を前提に、PM 会社の継続性の観点や類似不動産の費用水準等の観点から検討し、予測を行う。広義のプロパティマネジメント（PM）は BM（ビルメンテナンス：狭義の PM）、CM（コンストラクションマネジメント、中長期的な改修及び修繕計画の策定及び実施）、LM（リーシングマネジメント及びテナントの誘致、契約、管理等）の管理統括業務で、PM フィーは、BM フィー、CM フィー、LM フィーに分類できる。現場の費用は別で、現場を手配する統括業務である（ただし、J-REIT では PM が狭義（BM）で使われることが多い。呼び方に係わらず業務の内容について確認し金額を把握することが必要である。）。

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

v テナント募集費用等

テナント募集費用等とは、「新規テナントの募集に際して行われる仲介業務や広告宣伝等に要する費用及びテナントの賃貸借契約の更新や再契約業務に要する費用等」を指し、実際に新規テナントの募集が見込まれる期に応じて査定するか、又はテナントの平均回転期間を考慮した年平均額として査定する。

ただし、賃貸人に有利な市場環境等の場合には必ずしも発生しないこともあるため、賃貸市場の動向を鑑み、賃貸人負担分を査定する。なお、PM フィーとして契約期間中の賃料改定等に関する費用が発生する可能性があることに留意する。

vi 公租公課

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

(i) 固定資産税、都市計画税

初年度は、原則として実額を計上し、実額が不明な場合には、課税実態を考慮して査定する。翌期以降は、評価替え年度を踏まえて、予測できる範囲で適切に査定する。また、課税標準の特例等各種軽減措置については、予測可能な範囲で適切に反映する必要がある。なお、建物については、基本的に上昇することはないため同額とするか、若しくは「経年減点補正率」等、公的機関で使われている計算式を用いて予測することができる。

(ii) 償却資産に対する固定資産税

初年度は、償却資産申告書等によって対象不動産に属する部分を査定する。翌期以降は、過年度における更新状況等を勘案して査定する。

vii 損害保険料

損害保険料は、価額協定特約の有無、免責額等により異なるが、標準的な付保額、保険料等を参考として、実額に基づいて査定する。

また、地震保険は、投資方針や運用基準において、所有者ごとに付保基準は異なり、必ずしも地震保険を付保することが一般化していないため、原則として費用には含まないこととする。ただし、一定水準の PML 値を超える場合で、地震保険の付保の可能性が高い場合には、当該保険料を費用に計上するか、又は当該費用相当額を割引率等で考慮する必要がある。なお、耐震改修によって措置することを想定することが妥当な場合もあるため、対象不動産の運営計画を確認することも必要である。

viii その他費用

その他費用の主なものを例示すれば、以下のとおりである。

(i) 支払地代

支払地代は、借地契約の内容を確認のうえ実額を計上する。翌期以降は賃料改定の可能性等を勘案して査定する。

(ii) 道路等占有使用料

道路等占有使用料は、建物から道路の上空にせり出して設置される看板等の道路占有使用料のことである。道路や河川等公共物の占有使用料は、契約内容を確認のうえ実額を計上する。翌期以降は占有使用料改定の可能性等を勘案して査定する。

(iii) 管理組合費

管理組合費とは、区分所有建物において一棟全体の建物保守管理費、共用部分の水道光熱費等に充当するために各区分所有者より管理組合が徴収するものである。これを計上する場合には、通常前記建物保守管理費と電気料と水道料（共用部分）が計上されないことに留意するとともに、修繕積立金とともに管理組合等で確認する必要がある。なお、共益費と管理組合費の範囲が不明確な場合はこれを確認する必要がある。

(iv) 修繕積立金

修繕積立金とは、区分所有建物において一棟全体（主に共用部分）の修繕費や資本的支出に該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。原則として、過年度実績やエンジニアリング・レポート等を参考に査定する。ただし、修繕積立金累計額等の水準が低い場合などで、将来における特別修繕のための追加的徴収に相当する部分を別途査定した場合には、当該部分を修繕費と資本的支出に計上する。

ix 運営費用として見込まない費用

(i) 信託報酬、アセットマネジメントフィー

不動産証券化に伴う信託報酬や SPC 等の管理費用、アセットマネジメントフィーは、いずれも不動産に関する固有のコストではないため、運営費用として計上しない。なお、これらの費用のうち、実質的に対象不動産の維持管理費、修繕費、プロパティマネジメントフィー等と判断される場合には、当該費用については運営費用に含む必要があるため、名目にとらわれずに判断する必要がある。

(ii) 不動産の取得に係る費用

対象不動産の取得に係る仲介手数料や不動産取得税等は、他の鑑定評価手法との整合性の観点から、運営費用として計上しない。

(iii) 事業所税

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

(iv) 消費税

消費税等（地方消費税を含む。以下同じ。）は、原則として収益及び費用いずれにおいても計上しない。

③ 運営純収益

運営収益から運営費用を控除して、運営純収益を査定する。

④ 一時金（預かり金）の運用益等

預かり金的性格を有する一時金は、実際支払賃料の額に影響を与えることから、実際の運用実態にかかわらず、原則として、毎期の残高に対する運用益相当額として査定する。また、借地権付建物の場合で、底地所有者に同様の一時金を預託している場合には、運用益獲得機会の喪失相当額として査定する。

運用益相当額又は運用益獲得機会の喪失相当額の査定における運用利回りは、資金の運用的側面と調達の側面双方を有するため、これらを総合的に勘案して査定する。

DCF 法等における一時金（預かり金）は、実際の授受の期に計上する方法ではなく、運用益等相当額を計上する方法によることを原則とし、運用利回りの考え方及び査定根拠を鑑定評価報告書に記載する。

DCF 法の保有期間中における運用利回りは、当該時点における運用利回り水準を基本に、また、直接還元法及び DCF 法の復帰価格査定において収益費用の標準化を前提とする場合は超長期における標準的な運用利回り水準を基本に、賃貸借契約等による預かり金の運用制約の程度を勘案して査定する。

⑤ 資本的支出

資本的支出とは、「対象不動産に係る建物、設備等の修理、改良等のために支出した金額のうち当該建物、設備等の価値を高め、又はその耐久性を増すこととなると認められ

る部分に対応する支出」を指し^{※49}、過去の修繕履歴やエンジニアリング・レポート記載の長期修繕更新費等を参考に、支出が見込まれる期に応じて査定するか又は保有期間を考慮した年平均額として査定する。

⑥ 純収益

運営純収益に、一時金の運用益等を加算又は控除し、資本的支出を控除して、純収益を査定する。

⑦ 保有期間末の復帰価格

復帰価格は、保有期間末において対象不動産の売却を想定し、予測される売却価格から売却費用を控除して査定する。

i 保有期間

保有期間は、不動産投資において一般的と認められる保有期間を対象不動産に即して設定する。ただし、定期借地権付建物の場合の保有期間は、借地契約の残存期間の制約を受けることに留意する。

保有期間を一定期間で統一する必要はないものと思われるが、保有期間が異なる場合であっても、採用する割引率や最終還元利回りが適切である限り、求められる価格は変わらないものであることに留意する。

保有期間は、純収益の変動について、相対的に精度の高い予測ができる期間内であることが必要である。

ii 売却価格

売却価格は、保有期間翌年において予測される純収益を最終還元利回りで還元して査定する。この場合の純収益は、直接還元法において採用した一期間の純収益の考え方との整合性をはかる必要がある。

iii 売却費用

売却費用は、原則として仲介手数料等相当額を見込むものと査定する。なお、借地権付建物の場合で、譲渡承諾料等が慣行的に授受されると判断される場合には、当該譲渡承諾料等も含むものとする。ただし、譲渡承諾料等について、契約により支払わない旨の約定がある場合を除く。

iv 復帰価格

売却価格から売却費用を控除して、復帰価格を査定する。

⑧ 予測

⁴⁹ なお、BELCAのガイドラインによれば、更新とは「劣化した建築材料や設備機器等を新しいものに取り替えること。一般的には機能の向上は目的とはせず、従来使用されていききた素材・機器と同等の仕様とする。」とされている。

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

また、予測時点において入手可能な情報を有効に活用し、客観性と合理性を有する予測を行うことが重要であり、予測に関する判断が、典型的な市場参加者が合理的な判断のもとで行うであろうところと整合するように、市場参加者の動向を常に注視しながら鑑定評価を行う必要がある。

収益費用の将来予測に当たっては、市場分析で詳細に分析した対象不動産と同用途の不動産に係る市場における需給状況や賃料の推移等の把握を起点とし、一般的要因の分析で把握及び検討した景気、物価、金利等のマクロ経済の現状と見通し及び同一需給圏における不動産の需給状況に影響を及ぼす需要面及び供給面の要因を踏まえた上で、慎重な姿勢で行うべきである。

⑨ 各種利回り

i 割引率

割引率は、各期の純収益と復帰価格を価格時点に割引くための期待収益率であり、投資の標準とされている金融資産の利回りや不動産投資利回りの目安となっている不動産の利回りに、対象不動産の個別性（純収益の不確実性）を加味して求めた利回り、同一需給圏内の類似不動産の取引事例の利回り、投資家へのアンケート結果等を総合的に勘案して査定する。複数の対象不動産を一時に鑑定評価する場合には、個別の不動産の地域要因や個別的要因の格差を把握し、それらの格差に基づく将来収益の変動リスクについて検討し、整合性に留意して割引率を査定することが必要である。

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

ii 最終還元利回り

最終還元利回り（売却予測価格を求めるための還元利回り）は、価格時点の還元利回りに、将来の不確実性及び還元対象となる純収益に反映されない資産価格の変動にともなうプレミアムを、加減して査定する。

なお、最終還元利回りは、一般的には、以下のリスクが想定されるため還元利回りより大きくなる場合が多いと考えられている。

ア 期間の経過による不動産の価値下落のリスク

イ 保有期間後の純収益の見積もりリスク

ウ 売却等に係るリスク

(3) DCF法（開発賃貸型）

DCF法（開発賃貸型）は、開発型証券化において、更地（取り壊し前提の建物等を含む場合もある。）に適用する手法であり、開発法的要素を加味したDCF法といえる。具体的には、更地に建物を建築し、テナントへ賃貸のうえ、主として賃貸不動産としてSPC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価格時点における対象不動産（更地）の価格を求めるものである。

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が想定されるが、いずれの場合であっても求める価格は、理論的に異なるところではない。したがって、SPC等における運用計画又は最有効使用の判断に則して想定する必要がある。

竣工後直ちに転売を見込む場合に、売却価格（販売総額）の査定に当たっては、貸家及びその敷地としてのDCF法を適用し、直接還元法を併用して検証を行うものとする。

① 採用する利回り

採用する利回りについては、以下により区別を行う。

ア 投下資本収益率：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

イ 割引率：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り引くために用いる利回り

ウ 最終還元利回り：売却価格（販売総額）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

エ 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

② 期間の設定

i 開発期間

価格時点から建物竣工までの期間は、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。依頼者等に確認した内容については鑑定評価報告書に記載するとともに、その妥当性を慎重に吟味する。

ii 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については、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。

③ 費用

i 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、含めない。

ii 開発期間中の費用

ア 建築費（建物、建物付属設備、構築物、設計監理費等）

イ 販売費及び一般管理費

ウ 土地の公租公課

エ その他費用

土壌汚染対策費用や埋蔵文化財の調査費用が発生する場合など対象不動産の価格形成要因に即して適切に見込むことが必要である。

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。

iii 建物取得に係る費用

不動産取得税、登録免許税、司法書士報酬、印紙税等を考慮する。

iv 売却費用

仲介手数料、借地権の譲渡承諾料、名義書換料等を考慮する。

④ その他適用上の留意事項

DCF法（開発賃貸型）は想定事項を多く含む手法である。このため、採用する数値については、判断根拠が必要であり、また、投下資本収益率、開発期間、想定賃料、竣工時の還元利回りや保有期間の割引率等について、それぞれを単独で設定するものではなく、一体として考える必要がある。

(4) 直接還元法

DCF法（開発賃貸型を含む）を適用する場合には、原則として直接還元法を併用する必要がある。ただし、開発型証券化における土地残余法については、開発規模が大きく開発期間が長期にわたり、キャッシュフローの詳細な検討とそれらの支出時期が価格に及ぼす影響を反映することが困難な場合など、適用しないことに合理的な理由がある場合には適用しないことができる。

① 純収益

直接還元法における一期間の純収益は、DCF法における純収益との整合性を図る観点からDCF法の初年度純収益を用いる場合と、DCF法における割引率や最終還元利回りとの整合性を図る観点から対象不動産において標準的と思われる純収益を用いる場合のいずれかの方法により査定する。いずれの場合においても、原則として将来における純収益の変動を還元利回りに織り込み、価格時点における純収益として査定する必要がある。

なお、価格時点における純収益が、一時的な要因で市場標準と乖離している場合には、価格時点における純収益を対象不動産の標準的なものに修正する方法もある。この際、価格時点における純収益をそのまま用いる場合であっても標準化を行う場合であっても求める価格は理論的には同じであり、適用する還元利回りにおいて調整することが必要となることに留意する。

② 還元利回り

直接還元法で用いる還元利回りを、取引事例等から求めるためには、証券化対象不動産等の取引事例、投資家へのヒアリング等による地域別、用途別の利回り水準の把握が必要となっている。不動産鑑定士は、できるだけこれらの事例やアンケート結果を鑑定評価報告書に明示して、還元利回りの査定を行う必要がある。

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

なお、純収益の査定方法によって、還元利回りの査定方法も異なることに留意する。

(5) 収益価格の決定

証券化対象不動産の収益価格の決定に当たっては、純収益の詳細な変動予測を反映し、対象不動産に係る将来の純収益変動予測と当該予測の変動リスクに基づく割引率を適用して求めるDCF法（開発賃貸型を含む）による収益価格を、原則として標準とする。

ただし、直接還元法は、還元利回りを市場利回り等から査定して収益価格を求めるというわかりやすい手法であり、市場の実態を反映した価格といえ、純収益が大きく変動しないと予測されるような場合には求められた価格の精度もDCF法（開発賃貸型を含む）と比べ劣らないので、必ずしもすべての場合にDCF法（開発賃貸型を含む）による収益価格を標準とすべきとしているものではないことに留意する。

なお、二つの手法により求めた価格に大きな開差がある場合は、いずれかの手法の適用

過程に誤りがある場合が想定されるため、再吟味を十分に行うことが必要である。

(6) 事業経営の影響の大きい用途の不動産の場合

ホテル、商業施設等事業経営の影響が大きい用途の不動産の場合においても、事業形態は、賃貸人（オーナー）と賃借人間における賃貸借方式を採用する場合が大半であり、賃料と適切な還元利回りが決まれば収益価格は算出できるが、賃借人の倒産等によるデフォルトリスク、賃料値下げリスク、賃貸借契約期間終了後の新賃借人を見つけるリスク、クレジットリスク等を還元利回りや今後のキャッシュフローのシナリオに織り込む必要があるため、原則として、当該事業そのものの事業収支を検討することにより不動産としてのリスクや事業収支を検証する必要がある。

① 検証の観点および方法

収益、費用各項目の査定においてテナントの賃料負担力の観点、事例の比較等の観点より、可能な限り以下のような方法で、中長期的かつ安定的な賃料、経費水準の妥当性を検証する。

ア 総売上や営業利益に対する賃料の比率からの検証

イ 対象不動産の過年度（少なくとも過去3年程度）の収益費用各項目の実績値及び計画値との整合

ウ 地域あるいは地方、全国ベースの平均値等の統計を利用して収益・費用の各項目を検証

エ 競合不動産のデータが手に入る場合は、その収益・費用の各項目の数値を比較

オ 対象エリアの人口動態、企業立地動向及び新規参入者の動向やマクロ経済データを利用して、各マーケットの需給に関する将来を予測して査定。

② 事業に特有な収益費用項目等の扱い

固定賃料、歩合賃料等の賃料徴収の形態、シングルテナント、マルチテナント等のテナントのタイプ、販売促進費の扱い、リースの方式、ホテルや商業施設等特有のPM業務及びPMフィー等、これらの事業に特有な収益費用項目の扱いに留意する。

また、スケルトン貸しかどうかなど賃貸借形式によって経費率が異なること、テナント、事業者の信用力等によって還元利回りや割引率が影響されること、また、定期借地契約や定期借家契約の取り扱いにも留意する。

3 試算価格の調整

特定価格（投資採算価値を表す価格）を求める場合には、原則として、DCF法により求めた価格を標準とし、直接還元法により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って鑑定評価額を決定する。

開発型証券化の場合には、DCF法（開発賃貸型）を標準とし、直接還元法（土地残余法）による検証を行って求めた収益価格に基づき、比準価格（可能な場合は積算価格も）による

検証を行って鑑定評価額を決定する。また、開発後賃貸等を行わず一括売却する前提の場合には、開発法による価格を標準とし、直接還元法（土地残余法）により検証を行って求めた価格に基づき、比準価格（可能な場合は積算価格も）による検証を行って鑑定評価額を決定する。

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

- ア 投資目的での不動産取引が珍しくなく、そのような取引を基準として地域における不動産価格の水準感が形成されているか。
- イ 複合不動産と更地の取引では典型的な買い手の属性や資金力等が異なるか。
- ウ 開発後の土地建物に対する投資を視野に入れた開発目的の更地の取引が一般的に行われているか。

VII 鑑定評価報告書

鑑定評価報告書の内容は、不動産鑑定業者が依頼者に交付する鑑定評価書の実質的な内容となるものであるが、不動産証券化における鑑定評価報告書は、鑑定評価書を通じて依頼者のみならず一般投資家を含めた広範な第三者に対しても影響を及ぼすものであり、さらには適正な不動産投資市場の発展の基礎となるものであるから、その作成に当たっては誤解の生ずる余地を与えないよう留意するとともに、特に鑑定評価額の決定の理由については依頼者その他第三者に対して十分に説明し得るものとするように努めなければならない。

なお、証券化対象不動産の鑑定評価は、不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価であるため、鑑定評価書には不動産の鑑定評価に関する法律第39条第1項に基づく同法施行規則第38条及び不動産鑑定評価基準総論第9章・各論第3章に定める事項を記載する。

1 基本的事項

(1) 対象不動産の確定

対象不動産が複数あり、一棟の区分所有建物及びその敷地内における複数の区分所有建物及びその敷地である場合など、単独並びに一体の両方で市場性を有する不動産である場合には、一括評価の鑑定評価額と単体評価の合計鑑定評価額が異なる可能性があるため、複数の区分所有建物及びその敷地について一括評価を前提とするのか、単独評価を前提とするのかを鑑定評価の条件として明確に記載しなければならない。

(2) 利害関係

依頼者と証券化関係者との関係だけでなく、証券化対象不動産の鑑定評価においても、その不動産の鑑定評価に関与した不動産鑑定士の対象不動産に関する利害関係又は対象不動産に関し利害関係を有する者との縁故若しくは特別の利害関係^{※50}の有無及びその内容^{※51}について記載する必要がある。

(3) 資産流動化計画等による運用方法

資産流動化法又は投信法による証券化で特定価格を求める場合には、資産流動化計画等の鑑定評価の前提条件となる対象不動産の運用方法について鑑定評価報告書に記載する必要がある。資産流動化計画や資産信託流動化計画において運用方法が策定されている場合はその内容を検討し、それが合法的で実現性が認められることを確認すべきである。

⁵⁰ 公認会計士が鑑定評価書を利用する際の利害関係の確認は、次の内容に準拠して行っている。「監査人は、会社に対する質問等により専門家の業務の客観性を損なうような状況の有無を検討しなければならない。このような状況には、専門家が会社に雇用されている場合や会社の依頼により業務に従事している場合のほか、株式の所有、契約上の権利等によって会社が直接又は間接的に専門家の業務の客観性に影響を与えるような利害関係が含まれる。」(監査基準委員会報告書第14号「専門家の業務の利用」抜粋)

⁵¹ 不動産鑑定評価基準総論第9章第2節VIII

3 資料及び確認事項

(1) 実地調査

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

なお、対象不動産の確認について、次の事項を鑑定評価報告書に記載する必要がある。

① 実地調査を行った年月日

価格時点における対象不動産の状態の確認として、対象不動産を実地に確認した日。その他、事前又は事後に予備的又は補足として行った調査日も必要に応じ記載する。

② 実地調査を行った不動産鑑定士の氏名

対象不動産について複数の不動産鑑定士で鑑定評価を行った場合には、実地調査を行ったすべての不動産鑑定士の氏名

③ 立会人及び対象不動産の管理者の氏名及び職業

立会人とは、依頼者の指示に基づき実地調査に立会い、対象不動産を案内した者をいい、対象不動産の管理者とは、対象不動産の権利関係、増改築等の履歴等についてヒアリングを行った対象不動産の管理者（対象不動産の管理を行っている会社の役職員等）をいう。

④ 実地調査を行った範囲（内覧の有無を含む。）及び実地調査により確認した内容

対象不動産について視認及び計測を行った範囲又は実地調査を行えなかった範囲を記載した上で、実地調査及び対象不動産の管理者からの聴聞により確認した内容として、対象不動産の面積、構造、内外装、権利関係、公法上の規制、アスベスト使用の有無等、耐震性、修繕・増改築の履歴等を記載する。

対象不動産の一部が、賃貸又は営業中であつたり、物理的な要因で建物の一部や敷地の一部の確認を実施することができなかった場合には、その範囲及び理由を記載するとともに、確認できなかった部分についての現状確認のための状況推定根拠（竣工図面、他の類似の建物部分の実地調査、管理者等へのヒアリング等）を記載する。継続評価において内覧の全部又は一部を省略した場合もその旨を記載する。

(2) エンジニアリング・レポート

依頼者から受領したエンジニアリング・レポートのうち以下の項目に係る記載内容を確認

認し、確認した内容を鑑定評価報告書に記載しなければならない⁵²。

ア 鑑定評価を担当した不動産鑑定士の資格及び氏名イ エンジニアリング・レポートの基本的属性

ア) エンジニアリング・レポートに係る調査の依頼者

エンジニアリング・レポートは、依頼者自らが作成することはほとんどなく、依頼者が専門機関に調査を委託することが一般的である。

したがって、エンジニアリング・レポートの依頼者が鑑定評価の依頼者と同じかどうか、異なる場合にはその背景や理由を確認するとともに、当該レポートがドラフトか最終版かについても確認する必要がある。

イ) エンジニアリング・レポートの作成者

エンジニアリングレポートの作成者の氏名、所属会社及び資格（調査事項に関連する専門的な技能等に関するもの）を確認する。この場合において、エンジニアリング・レポートを作成するための調査の一部が他者に委託されている場合には、その委託先である作成者についても同様に取り扱いものとする。

ウ) エンジニアリング・レポートの調査が行われた日及び作成された日

エンジニアリング・レポートに記載された内容は、基本的には当該レポートを作成するために調査を行った時点の状況に基づくものであり、その意味で調査した時点でのみ有効であるものと考えられる。したがって、作成から期間が経過している場合における当該エンジニアリング・レポートを鑑定評価において活用するか否かについては、期間経過の程度及びその間の対象不動産の物的状況等の変化の程度を勘案して、不動産鑑定士が個別に判断しなければならない。ウ エンジニアリング・レポートの入手経緯、対応方針等

ア) エンジニアリング・レポートの入手先（氏名及び職業等）

エンジニアリング・レポートの提示を受けた相手の所属、氏名及び役職等の入手先の担当者の属性を確認する必要がある。

なお、エンジニアリング・レポートが調査内容に応じて複数あるときは、それらの全てについて記載する（ウのなかの以下の項目についても同様である）。

イ) エンジニアリング・レポートを入手した日

後日、エンジニアリング・レポートの授受について疑義が生じることを防ぐために、エンジニアリング・レポートの入手先とともに入手した日を記録しておく必

⁵² 新たなエンジニアリング・レポートがない場合や記載その内容が鑑定評価を行ううえで不十分な場合においても、確認した内容を鑑定評価報告書に記載することが必要である。

要がある。

ウ) エンジニアリング・レポートの作成者からの説明等の有無等

エンジニアリング・レポートの作成者から説明を受けることは、当該エンジニアリング・レポートの内容についての理解を深めるうえで有益であるので、特にエンジニアリング・レポートの内容に疑問点がある場合には、作成者から調査結果について説明を受けることが望ましい。

なお、エンジニアリング・レポートの作成者から説明を受けた場合には、その旨及びその内容を記録する必要がある。

エ) 依頼者から入手したエンジニアリング・レポートについて鑑定評価を行う上での対応方針等

証券化対象不動産の鑑定評価を行うに当たっては、不動産鑑定士はエンジニアリング・レポートの内容を鵜呑みにするのではなく、鑑定評価への活用にはその内容を客観的に検討・分析のうえ、その妥当性を主体的に判断するというプロセスを踏む必要がある。

したがって、エンジニアリング・レポートの内容をそのまま鑑定評価に活用せずに別の資料等に依る場合だけでなく、エンジニアリング・レポートの内容を鑑定評価において活用するに足るものであると判断した場合にも、その旨及び判断根拠を鑑定評価報告書に記載しなければならない⁵³。

エ 当該鑑定評価に必要と不動産鑑定士が考える専門性の高い個別的要因調査

専門性の高い個別的要因調査について、下記 A または B のいずれで対応したのかを記載する。

A 依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートを活用した。

B 不動産鑑定士から他の専門家に調査を依頼して入手したエンジニアリング・レポートの活用を含む、不動産鑑定士の調査により対応した（依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を基に修正した場合を含む。）。

ア) 公法上及び私法上の規制、制約等（法令遵守状況調査を含む）

特に建築確認済証、検査済証の有無、重大な法令違反の有無について、A、B どちらで対応したかを記載する。なお、法令遵守状況調査については、BELCA の定義するエンジニアリング・レポートの1つである「建物状況調査報告書」の必須項目となっているため、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を自ら判断し、活用する。

⁵³ この場合における判断根拠については、例えば、「建物状況調査報告書については、おおむね BELCA の新ガイドラインに合致している」、「土壌汚染については地歴調査等を実施したが、結果については土壌環境リスク評価報告書（フェーズ I）と一致している」といった記載が可能である。

対象不動産に係る私法上の制約等について、判断が容易でない場合に、弁護士等の他の専門家の意見を求めた場合も B に該当する。

イ) 修繕計画、再調達価格

BELCA の定義するエンジニアリング・レポートの 1 つである「建物状況調査報告書」の必須項目であるため、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を十分吟味のうえ、活用することができる。また、エンジニアリング・レポートの再調達価格は、必ずしも鑑定評価上の再調達原価と内容が同じでないことにも留意する。

ウ) 有害な物質（アスベスト等）の使用調査

特にアスベスト、PCB については、BELCA の定義するエンジニアリング・レポートの 1 つである「建物環境リスク評価報告書（フェーズ I）」の必須項目である。アスベストの調査においては、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートを自ら判断し、活用する。

また、PCB 使用機器の有無の調査においては、実地調査及び依頼者や建物管理者へのヒアリングに加え、エンジニアリング・レポートを自ら判断し、活用する。

エ) 土壌汚染調査

BELCA の定義するエンジニアリング・レポートの 1 つである「土壌環境リスク評価報告書（フェーズ I）」に該当するため、依頼者から提供されたエンジニアリング・レポートの内容を十分吟味のうえ、自ら判断し、活用する。

オ) 地震リスクに関する分析

BELCA の定義するエンジニアリング・レポートに含まれるため、依頼者から提供された地震リスクの専門家の作成したエンジニアリング・レポートを自ら判断し、活用する。

カ) 耐震性調査

BELCA の定義するエンジニアリング・レポートには関連項目として建物状況調査に構造概要調査があるものの耐震性の調査は含まれないため、まず建物の竣工年から、旧耐震基準に基づく建物かどうかを B により判定することが必要である。その結果、旧耐震基準に基づく建物であった場合は、さらに耐震改修促進法に準拠した補強工事が実施されているかどうかを、依頼者へのヒアリングを中心に調査し、実施している場合には、依頼者の協力の下、耐震診断結果の報告書を耐震性調査におけるエンジニアリング・レポートとして活用する。なお、耐震診断が実施されている場合の耐震診断結果の報告書や耐震補強工事の状況の報告書はエンジニアリング・レポートに該当し、これらが依頼者から受領した資料である場合には A に該当する。

キ) 地下埋設物調査

BELCA の定義するエンジニアリング・レポートには含まれず、専門家の調査報告書を取得できる場合は稀なため、一般的には B で対応する。

オ 鑑定評価に必要となる専門性の高い個別的要因に関する調査についての不動産鑑定士の判断前記エの各項目において、不動産鑑定士の判断として A の場合、B の場合の内容及び根拠等を記載する。

確認した内容についての鑑定評価報告書への記載については、基準各論第 3 章別表 1 で例示されたところを参考に表形式で確認内容を記載のうえ鑑定評価報告書に添付するか、同様の内容を鑑定評価報告書のなかで記載するものとする。

この場合において、依頼者より提示されたエンジニアリング・レポートが、対象不動産の個別的要因の物的及び法的確認等、証券化対象不動産の鑑定評価に当たって必要と判断される項目を満たしていない場合は、不動産鑑定士の調査（不動産鑑定士が自ら他の専門家に依頼して行う調査（この調査報告書もエンジニアリング・レポートの一つである。）も含む。）で補うか、追加調査（エンジニアリング・レポートの再取得を含む。）を依頼者に求める必要がある。

4 価格形成要因の分析

(1) 一般的要因

不動産証券化等の不動産市場（売買市場及び賃貸市場）における市場参加者の行動に大きな影響を及ぼす要因である景気、物価、金利等のマクロ経済に係る指標、また、不動産投資や不動産証券化市場における市況感（不動産投資及び不動産証券化の対象となる不動産の需給状況、不動産ファンド等の参入及び退出の状況、投資家の期待利回り及び資金調達環境の変化等）等の一般的要因の分析において収集した資料及びその分析結果を記載する。

(2) 地域要因

対象不動産の存する地域に係る不動産投資及び不動産証券化市場についての、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、同一需給圏の範囲の把握や同一需給圏における代替、競争等の関係にある不動産の需給状況、不動産価格、成約賃料等の動向等について記載する。

(3) 個別的要因

① 土壌汚染に関する事項

証券化対象不動産の鑑定評価においては、土壌汚染の価格への影響については結論が

必要であり、そのために必要な専門家による調査が前提となる。したがって、鑑定評価報告書においては、エンジニアリング・レポート及び不動産鑑定士の独自調査を含むすべての調査結果の概要（調査範囲及び内容）とそれに基づき価格への影響をどのように結論づけたかを記載する。

② 埋蔵文化財に関する事項

発掘調査に係わる費用は、投資家にとって、投資後の予期せぬ支出となるため、不動産鑑定士は、対象不動産が周知の埋蔵文化財包蔵地に該当するかどうか調査を行い、結果について鑑定評価報告書に記載する。なお、埋蔵文化財包蔵地に該当する場合は、それが、価格に与える影響について理由を付して記載する。

③ 地下埋設物に関する事項

地下埋設物に関して、調査し確認できた内容を記載する。

④ 境界確定に関する事項

境界確定及び越境の有無については、依頼者に確認するとともに、実地調査時に目視で可能な越境については確認し、その結果を記載する

⑤ 建物等の遵法性に関する事項

建物及び付属設備が遵守すべき法律等は多岐にわたる一方、その遵法性の最終判断を下すことができるのは行政当局である。したがって、遵法性について確定的、断定的な判断や表現は避けるとともに、遵法性に関する判断については、エンジニアリング・レポート等の調査範囲とその内容及び不動産鑑定士の行った調査又は確認の範囲と内容を明記し、遵法性の判断を行った根拠等を明確に記載する。

特に、遵法性に欠ける事項又は緊急修繕事項の是正の必要があるが、未だ是正されていない建物について鑑定評価を行う場合には、少なくとも是正を行う意思と実現性について確認した内容を鑑定評価報告書に記載する。

なお、是正に要する費用が鑑定評価額に比して小さく、対象不動産の価格形成に大きな影響を与えないと判断できる場合には、その判断した根拠を記載する。

⑥ 耐震性及び地震リスクに関する事項

耐震性及び地震リスクは、専門性が高いため、不動産鑑定士が確定的な判断を行うことが困難である。

したがって、耐震性及び地震リスクについて確定的、断定的な判断や表現は避けるとともに、できる限りエンジニアリング・レポートや耐震改修促進法に基づく耐震診断結果の記載を忠実に表現するよう留意する。

⑦ アスベストに関する事項

証券化対象不動産の鑑定評価において、不動産鑑定士は次のような調査を行うことと

されており、必要に応じてその調査内容を鑑定評価報告書に記載する。

- ア 建物の構造及び用途、防火地域か否か等
- イ 施工時期（築年、吹き付け等を行った改修時期等）
- ウ 現地調査（目視）を行ったのか、サンプリング調査まで行ったのか
- エ 設計図書等による内装、外装等の使用材料の確認
- オ 関係者へのヒアリング
- カ 法令等に基づく石棉に係る公的調査の有無及び内容

アスベストの調査は、専門性が高いため、不動産鑑定士が確定的な判断を行うことが困難である。

したがって、アスベストについて確定的、断定的な判断や表現は避けるとともに、有害物質の有無に関する判断（推定）については、提出されたエンジニアリング・レポートに基づき、さらに、どのような調査及び確認を行ったのかを明記し、当該判断や推定を行った根拠等を明確に記載する。

なお、価格に対する影響が大きくないと判断できる場合には、その判断した根拠を記載する。

⑧ PCBに関する事項

PCB使用機器の有無の調査においては、実地調査及び依頼者や建物管理者へのヒアリング内容、エンジニアリング・レポート等の内容を必要に応じ記載する。

なお、価格に対する影響が大きくないと判断できる場合には、その判断した根拠を記載する。

(4) 不明事項

エンジニアリング・レポート等の専門家の調査を行っても、資料収集の限界や資料の不備等により、対象不動産の価格形成要因について不明事項が存する場合には、当該事項の存否の端緒が確認できない場合を含め、調査し得た範囲から不動産鑑定士の調査分析能力の範囲内で価格形成上の影響について合理的な推定を行って鑑定評価を行う必要がある。この際に、不動産鑑定士が自ら行った調査の範囲及び内容、専門家による調査の範囲及び内容、並びに推定の内容について明確に記載する。

5 鑑定評価手法の適用

DCF法の適用に当たっては、基準各論第3章別表2（DCF法シート）として例示されている様式を参考に、基準各論第3章等において記載すべきこととされている事項を、依頼者等に理解しやすく記載する必要がある。

一般に、DCF法の適用における収益費用の初年度の査定及び将来予測は、依頼者から入手したレントロールや賃貸借契約書、維持管理に係る費用明細等に基づき、それら数値がど

のように変動するかを自ら入手した資料を参考に判断することにより行うが、このような将来収益費用の予測をどのような資料やデータに基づき、どのように判断及び分析し、それをどのように査定や予測に結びつけたかという判断根拠を明確にし、できる限り具体的に鑑定評価報告書に記載する必要がある。

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

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

例えば、貸室賃料収入について、初年度から2年度までの予測は、依頼者から入手したレントロール記載の数値が継続するものとして予測するが、翌期以降については、自ら入手した資料（市場賃料、空室率、需給動向に係る資料）に基づき、依頼者から入手したレントロール記載の数値を修正し、年間変動率を予測する旨記載することがあげられる。

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

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

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

6 試算価格の調整

収益還元法、原価法、取引事例比較法等により求めた各試算価格から鑑定評価額の決定に至るまでの検討状況、試算価格の調整において、収益価格と他の試算価格との開差が認められる場合には、その理由について手法の限界や市場分析結果との関連等を含め記載する。

特に、DCF 法（開発賃貸型を含む）により査定した収益価格と直接還元法により査定した収益価格との関連及び原価法や取引事例比較法等で求めた試算価格との関連について明確にしつつ、収益価格や鑑定評価額を決定した理由を鑑定評価報告書に記載しなければならない。

7 鑑定評価額

(1) 隣接不動産の併合等により増分価値が生じる場合

隣接不動産との併合等により増分価値が生じる場合において、投資採算価値を表す特定価格^{※54}を求めるときには、特定価格としての条件を付加しない限定価格、単独の不動産としての正常価格を併記しなければならない。

⁵⁴ 一体としての不動産を前提に、増分価値等を考慮して求めた投資採算価値として求める。

(2) 特定価格と正常価格が一致すると判断される場合

特定価格と正常価格が一致すると判断され、一方の価格を求める手法の適用を省略した場合には、特定価格と正常価格が一致する旨と一致すると判断した理由について、評価の前提となる運用計画や市場分析等の観点からなるべく詳細に記載する。

(3) 土地建物の内訳価格を記載する場合

貸家及びその敷地等の複合不動産の鑑定評価額について、内訳価格として土地及び建物の価格を記載する場合には、部分鑑定評価と実質的に同義のものとして取り扱った上で記載しなければならない。

不動産鑑定士として判断を伴わずに、単なる計算結果として積算価格における土地建物の価格比や積算価格を求める過程で求めた建物価格を控除して土地価格を求める方法によって求めた内訳価格を鑑定評価報告書に記載することは、その価格が不動産鑑定士の意見であるものと誤解されるおそれがあるので、行うべきではない。

8 付属資料

処理計画の策定に関して依頼者に確認した、以下のアの依頼者に確認すべき事項に関して、イの記録、保管すべき事項については、鑑定評価を行うに際して記録を作成し、策定した処理計画を記載した書面とともに付属資料として鑑定評価報告書に添付することとされている⁵⁵。

ア 処理計画の策定に関し依頼者に確認すべき事項

- ア) 鑑定評価の依頼目的及び依頼が必要となった背景
- イ) 対象不動産が前記 I 2 「対象とする鑑定評価の範囲」に定めるアからエのいずれに係るものであるかの別
- ウ) エンジニアリング・レポートの主な項目及び入手時期
- エ) DCF 法等を適用するために必要となる資料その他の資料の主な項目及び入手時期
- オ) エンジニアリング・レポートの作成者からの説明の有無
- カ) 対象不動産の内覧の実施を含めた実地調査の範囲
- キ) その他処理計画の策定のために必要な事項

イ 前記アに関し記録、保管すべき事項

- ア) 確認を行った年月日
- イ) 確認を行った不動産鑑定士の氏名：証券化対象不動産の鑑定評価においては評価

⁵⁵ これらは、依頼者から提供された資料に不備があった場合の証拠となるものであり、不動産鑑定士及び不動産鑑定業者の責任にかかわる重要な資料となるものであるため、不動産鑑定士からの提示を受けて、不動産鑑定業者が鑑定評価書の写しその他の書類の一つとして保管すべきものとなる。なお、鑑定評価書には、最終的に活用した資料名について記載すれば足りると考えられるので、これらの記録は鑑定評価書への添付までを求めているものではない。

担当の不動産鑑定士と異なる場合も多いので、不動産鑑定業者内での役割分担、責任の所在を明確にすること。

- ウ) 確認の相手方の氏名及び職業：氏名、会社名、役職、依頼者との関係等
- エ) 確認の内容及び当該内容の処理計画への反映状況：前記アの内容について、依頼者から確認した内容とともに、その内容によりどのような手順で評価作業を行ったか、について記録する。依頼者より当初示された内容が十分なものでなく、交渉を行った場合には、その経緯も記録する。
- オ) 確認の内容の変更により鑑定評価の作業、内容等の変更をする場合にあっては、その内容：依頼者の事情の変化又は依頼者との交渉等により前記アの内容に変更があった場合に、評価作業を変更する必要がある場合（対象不動産の範囲や追加資料の提供、証券化スキームの変更等による、求める価格の種類、適用手法、適用数値の変更等）には、その内容を記録する。

9 ドラフト

鑑定評価額決定前におけるドラフトの開示を求められた場合には、鑑定評価の前提条件や資料が整わない段階におけるドラフトの内容は、対象不動産の評価額や個別的要因が最終的な鑑定評価書と異なることとなる可能性が大きいので、提出に当たっては利用する第三者に誤解の生じることの無いように十分に留意する。

具体的には、次のような対応をとる必要がある。

- ア 表紙を含め、全頁にドラフトである旨の表示を行う。
- イ 不動産鑑定士の署名又は記名は行わない。
- ウ 鑑定評価を行った日に代えてドラフトとしての評価を行った日を明記する。
- エ 対象不動産の状況、資料等について、最終的な鑑定評価書で採用するものとの違いを明確に記載し、鑑定評価額が変わる可能性があることを明確に記載する。
- オ ドラフト提示時点における不明事項（最終的には確認する事項）を記載する。
- カ 依頼者等が修正可能なファイル形式等では提示しない。

VIII 継続評価

過去に同一の不動産鑑定士が鑑定評価を行ったことがある不動産の再評価であって、定期的(一年ごと又は半年ごと)に鑑定評価を行う場合を継続評価^{※56}という。

1. 一般的留意事項

証券化対象不動産について継続評価を行う際には、前回評価との整合性を十分に検討のうえ評価を行うことのほか、次の点に留意する必要がある(継続評価ではない再評価についても同様)。

ア 継続評価に係る依頼の受付及び評価手順については、基本的には新規に鑑定評価を依頼される場合と変わることはない。前回評価の価格時点以降に変化した建物の価格形成要因(増改築の有無、法令、条例等の改正)については十分に分析する必要があるので、依頼受付時において依頼者に建物状況の変化等について十分な確認を行う。

イ 継続評価では、依頼者の都合で、継続評価の価格時点に合わせた新たなエンジニアリング・レポートが入手できないことがあるが、増改築等の有無等遵法性に対する専門家の意見を確認するために、不動産鑑定士は、増改築工事又は大規模修繕の実施、関連法令等の大規模な変更等建物に関する価格形成要因の大きな変更があった場合、又は建物に関する価格形成要因に大きな変更がない場合でもおおむね3年から5年に一度程度、エンジニアリング・レポートを再入手するように依頼者に要請することが望ましい。

ウ 原則として新規評価と同様に実地調査を行う必要があるが、新規評価又は新規評価と同等に実地調査を行った継続評価の価格時点から1年未満であって、対象不動産の物的状況やテナントの状況等に重要な変化がないことが明らかな場合には、当該根拠を明らかにした上で立会いや内覧を省略することができる。

エ 賃貸借契約が継続している部分について条件等の変更のないことを依頼者に確認のうえ、前回評価の価格時点から変更になった部分のみの賃貸借契約書の確認を行うなど、以前提示を受けた資料が活用できる場合には、賃貸借契約書等の確認の一部を省略することができる。

実地調査に関しては、継続評価の場合でも、原則として新規評価と同様に実施すべきである。ただし、同一の不動産鑑定士が新規評価又は新規評価と同等に実地調査を行った継続評価の価格時点から1年未満であって、対象不動産の物的状況やテナントの状況等に重要な変化がないことが明らかな場合には、当該根拠を明らかにした上で立会いや内覧を省

⁵⁶ 継続評価の例としては、投信法の特定資産にかかる不動産等の運用期間中の各決算期に評価する場合があります、定期的に評価が依頼される。

略することができるものとする⁵⁷。この場合において、管理者からの建物管理報告書等により、前回評価の価格時点からの変更部分を確認し、当該部分を中心に内覧を行うなどの方法も可能である。

なお、継続評価を行っている場合において、後日不明事項が発生したとき及び不明事項の内容が判明したときには、次回の評価においてその内容を反映しなければならない

2. 業務の目的と範囲等の確定

価格等調査業務として継続評価を行う場合、業務の目的と範囲等の確定において、調査価格等が開示される範囲又は公表の有無等については新規の鑑定評価における取り扱いと次の点が異なるので留意する必要がある。

1) 調査価格等が開示される範囲又は公表の有無等

ア 確認事項

継続評価に係る調査価格等の依頼者以外の開示先としては、金融機関（レンダー等）や投資家などが考えられ、また調査価格等の公表方法としては、資産運用報告等各種開示資料への掲載等が考えられる。

開示範囲の確定及び明記は、依頼目的等に応じ、必ずしも個別具体的な提出先の名称等は必要ではなく、開示の目的や開示先の属性等利用目的の把握に資するものでも足りる。このため、開示の有無や開示先が未定である場合にも、開示の可能性があるか、ある場合の開示先の属性や開示目的について確認の上明記するとともに、これを勘案して価格等調査の基本的事項及び価格等調査の手順を決定することが必要である。

なお、価格等調査ガイドラインによれば、開示先が承諾している場合には、鑑定評価基準に則らなくともいいとされており、承諾が得られている旨は、業務の目的と範囲等に係る確認書に記載する必要がある。一方、当該承諾は、基本的には不動産鑑定士が当該開示先に直接承諾を得る立場になく、依頼者を通じて行うこととなるため、後日の紛争等を避けるためにも、鑑定評価基準に則らないことによるリスク（主として調査価格等へ与える影響の程度）が開示先にも伝わるよう、依頼者に十分説明し、成果報告書へも記載する必要がある。

また、公表の有無が未定である場合についても、公表の可能性があるか又は公表されても支障がないかについて確定の上明記するとともに、これを勘案して価格等調査の基本的事項及び価格等調査の手順を決定することが必要である。

イ 事後の公表・開示範囲の拡大の際の承諾の必要性

価格等調査終了後に、当初公表が予定されていなかった調査価格等について公

⁵⁷ 立会いや内覧を省略できるということであり、実地調査は必要である。

表されることとなる場合や、当初定めた開示範囲が広がる場合には、当該公表又は開示の前に依頼者が不動産鑑定業者に文書等を交付することにより、不動産鑑定士の承諾⁵⁸が必要となる旨を明記する必要がある。

2) 利害関係等

継続評価において、調査価格等が公表されず、全ての依頼者及び開示・提出先が、成果報告書への依頼者と不動産鑑定士又は不動産鑑定業者との間の関係、開示・提出先と不動産鑑定士又は不動産鑑定業者との関係の記載を省略することについて承諾しており、その旨を確認・明記した場合は、これら事項についての明記を省略することができる。

3) 価格等を求める方法又は価格等の種類

継続評価においては、適用する鑑定評価手法のうち、少なくとも収益還元法は適用するものとする。ただし、証券化対象不動産が更地である場合（建物を取り壊す予定である場合を含む）や賃貸用不動産以外の不動産であって、必ずしも収益価格が重視されないようなものであるときには、直近に行われた不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価における鑑定評価額の決定において重視された鑑定評価手法は少なくとも適用するものとする。

また、直近に行われた不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価において適用された鑑定評価手法の一部を適用しない場合において、「価格等の種類」には、不動産鑑定評価基準に定める価格の種類ではなく、適用した鑑定評価手法等価格を求めた方法を明記するものとする。

4) 不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価との主な相違点及びその妥当性

継続評価に係る基本的事項又は価格等調査の手順の一部が不動産鑑定評価基準に則らない場合は、不動産鑑定評価基準における基本的事項等との相違点を明記又は記載するものとする。併せて、依頼目的、調査価格等が開示される範囲又は公表の有無等に照らした当該相違点の合理的理由の検証を行う。

なお、継続評価を価格等調査業務として行う場合には、処理計画の策定に当たっての確認事項、内覧の実施、適用する手法及び価格の算出方法等についてのみ、一定の要件を満たす場合に不動産鑑定評価基準に則らないことができることになっている。

3. 成果報告書の記載事項

⁵⁸ 作成担当不動産鑑定士の承諾を指し、複数の作成担当不動産鑑定士が関与している場合には、いずれか1人の承諾があればいいものとする。

継続評価を価格等調査業務として行う場合、価格等調査の基本的事項等の一部が不動産鑑定評価基準に則らない場合における成果報告書には、調査価格等の近傍に「鑑定評価基準に則った鑑定評価とは結果が異なる可能性がある旨」と「成果報告書に記載された以外の目的での使用及び記載されていない者への調査価格等の開示は想定していない旨」を記載する。また、依頼目的、調査価格等が開示される範囲又は公表の有無等に照らした、当該価格調査と不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価との相違の合理的な理由として、「継続評価ガイドラインに従った価格調査を行った旨」を記載する。更に、不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価が行われた時点と比較して、対象不動産の個別的要因及び価格形成要因に重要な変化がないと認められる根拠を成果報告書に記載しなければならない。

なお、当該価格調査は不動産鑑定評価基準に則らないものの、不動産の鑑定評価に関する法律上の鑑定評価に該当するため、その他の成果報告書への記載事項は、不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価の場合と同様を原則とする（継続評価ガイドラインにより記載の省略が認められている事項を除く）。但し、価格等調査ガイドラインに定める以下の成果報告書記載事項に従っていれば、実質的に不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価の場合の記載事項を満たすことになる。

<（参考）価格等調査ガイドラインによる成果報告書への記載事項（項目のみ）>

1. 調査価格等
 2. 依頼者及び成果報告書の提出先
 3. 依頼目的、調査価格等が開示される範囲又は公表の有無等
 4. 価格等調査の基本的事項
 5. 価格等調査の手順
 6. 価格等調査を行った年月日
 7. 利害関係等
 8. 価格等調査に関与した不動産鑑定士の氏名
- ※7. については継続評価ガイドラインにより省略規定有り

適用時期

本実務指針は、平成 22 年 1 月 1 日以降の受付案件から適用する。なお、適用開始日以前の受付案件に対する適用を妨げない。

以 上