

## 証券化対象不動産の鑑定評価基準について

### I 本基準策定の背景

- 不動産証券化市場の規模の拡大、不動産市場全体に占める割合の増加等の社会経済状況の変化により、不動産鑑定士に証券化対象不動産の鑑定評価が依頼される場面が加速度的に複雑化かつ多様化している。
  - ・ 日本版不動産投資信託(Jリート)の上場等を契機に、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。)や投資信託及び投資法人に関する法律(昭和26年法律第198号。以下「投信法」という。)における不動産鑑定士による鑑定評価の義務付け等により、証券化対象不動産の鑑定評価は、有価証券等の目論見書に記載され、場合によっては、投資家に鑑定評価書の写しが提示されることもあり、投資判断を行うための開示情報としての重要性が高まっている。不動産の証券化が個人投資家にも浸透し、不動産証券化市場の広がりや成熟が見られる中、不適切な鑑定評価を裏付けとした有価証券等が市場に流通した場合には、多数の投資家等に甚大な影響を及ぼす可能性がある。
  - ・ 不動産鑑定評価制度は、不動産証券化市場を支える基盤としての位置づけを与えられており、証券化対象不動産や有価証券等の価格は、不動産市場のみならず国内外の金融市場や証券市場とも密接に関連するため、これらの市場動向を適時的確に反映した鑑定評価を行い、投資家等の投資判断に役立てることが求められている。
- このような状況の下、証券化対象不動産の鑑定評価の手順が複雑化し、かつ、その説明責任が高度化することに伴って、不動産鑑定士に求められる知識と経験は高度化かつ広範化し、依頼者の理解・協力や他の専門家との連携が不可欠となっている。さらに、不動産証券化市場を支える一員として不動産と金融・証券化関連の広範な知識等が求められ、不動産証券化について正しく理解し、実務で活用できる専門職業家の更なる育成も必要である。
- 特に、証券化対象不動産の鑑定評価において、重要な評価方法である Discounted Cash Flow 法(以下「DCF法」という。)の適用等に関しては、複数の鑑定評価書の比較容易性の向上や、キャッシュフロー予測や利回りに関する説明の精緻化等は喫緊の課題となっている。
- この基準は、これらの課題の解決を図るとともに、証券化対象不動産の鑑定評価実務の適正かつ的確な遂行を図ることを目的とするものであり、証券化対象不動産の鑑定評価に関する情報共有、研修等の積極的な推進と、不動産鑑定士各自の不断の研鑽を通じて、不動

産鑑定評価制度の信頼性の向上が図られることを期待するものである。

## Ⅱ 証券化対象不動産の鑑定評価の基本的姿勢

### ① この基準を適用する範囲

- 次のいずれかに該当する不動産取引の目的である不動産又は不動産取引の目的となる見込みのある不動産(信託受益権に係るものを含み、以下「証券化対象不動産」という。)の鑑定評価は、「不動産鑑定評価基準」(平成14年7月3日付け国土交通省事務次官通知)で定めるところによるほか、この基準に従って行わなければならない。

ア 資産流動化法第2条第2項に規定する資産流動化及び投信法第2条第3項に規定する投資信託に係る不動産取引並びに同条第19項に規定する投資法人が行う不動産取引

イ 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

ウ 金融商品取引法(昭和23年法律第25号)第2条第1項第14号及び第16号に規定する有価証券並びに同条第2項第1号、第3号及び第5号の規定により有価証券とみなされる権利の債務の履行等を主たる目的として収益又は利益を生ずる不動産取引

- この基準に従って証券化対象不動産の鑑定評価を行ったときは、鑑定評価報告書にその旨を記載しなければならない。
- 証券化対象不動産以外の不動産の鑑定評価を行う場合にあっても、大規模な賃貸用不動産の鑑定評価を行う場合その他の投資家、購入者等の保護の観点から必要と認められる場合には、この基準に準じて、鑑定評価を行うよう努めなければならない。

### ② 不動産鑑定士の責務

- 不動産鑑定士は、証券化対象不動産の鑑定評価の依頼者(以下単に「依頼者」という。)のみならず広範な投資家等に重大な影響を及ぼすことを考慮するとともに、不動産鑑定評価制度に対する社会的信頼性の確保等について重要な責任を有していることを認識し、証券化対象不動産の鑑定評価を行う際の手順、価格形成要因の分析の正確かつ適切な実施について常に最大限の配慮を行いつつ、鑑定評価を行わなければならない。
- 不動産鑑定士は、証券化対象不動産の鑑定評価を行うに当たっては、証券化対象不動産の証券化等が円滑に行なわれるよう配慮しつつ、鑑定評価に係る資料及び手順等を依頼者に説明し、理解を深め、かつ、協力を得るものとする。また、証券化対象不動産の鑑定評価書については、依頼者及び証券化対象不動産に係る利害関係者その他の者がその内容を容易に把握・比較することができるようにするため、鑑定評価書の記載方法等を工夫

し、及び鑑定評価に採用した資料等を明示することができるようにするなど説明責任が十分に果たされるものとしなければならない。

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

### Ⅲ 処理計画の策定

#### ① 処理計画の策定に当たっての確認事項

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

ア 鑑定評価の依頼目的及び依頼が必要となった背景等

イ 対象不動産がⅡ①に定めるア、イ又はウ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(建築物、設備等及び環境に関する専門的知識を有する者が行った証券化対象不動産の状況に関する調査報告書をいう。以下同じ。)等の入手時期

エ エンジニアリング・レポートを作成した者(エンジニアリング・レポートの作成が委託された場合にあっては、その受託者)からの説明の有無

オ 対象不動産の内覧の実施を含めた実地調査の範囲

カ その他処理計画の策定のために必要な事項

#### ② 確認事項の記録

- Ⅲ①アからカまでの事項の確認を行った場合には、それぞれ次の事項に関する記録を作成し、及び保管しなければならない。

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

ウ 確認の相手方の氏名及び職業

エ 確認の内容及び当該内容の処理計画への反映状況

オ 確認の内容の変更により鑑定評価の変更をする場合にあっては、その内容

#### ③ 鑑定評価の依頼目的及び依頼者の証券化関係者との関係

- 証券化対象不動産については、関係者が多岐にわたり利害関係が複雑であることも多

く、証券化対象不動産の鑑定評価の依頼目的及び依頼が必要となった背景等並びに依頼者と証券化対象不動産の利害関係に関する次の事項を鑑定評価報告書に記載しなければならない。

- ア 依頼者が証券化対象不動産に係る利害関係者（オリジネーター、アレンジャー、アセットマネジャー又はレンダー等をいい、以下「証券化関係者」という。）のいずれであるかの別
- イ 依頼者と証券化関係者との資本関係又は取引関係の有無及びこれらの関係を有する場合にあっては、その内容
- ウ その他依頼者と証券化関係者との特別な利害関係を有する場合にあっては、その内容

#### IV 証券化対象不動産の確認

##### ① 対象不動産の確認

- 証券化対象不動産の確認に当たっては、証券化対象不動産の物的・法的確認を確実にかつ詳細に行うため、依頼された証券化対象不動産の鑑定評価のための実地調査について、あらかじめ依頼者の理解を得つつ、その立会いの下、対象不動産の内覧の実施を含めた実地調査を行うとともに、対象不動産の管理者からの聴聞等により権利関係、公法上の規制、アスベスト等の有害物質、耐震性、増改築等の履歴等に関し鑑定評価に必要な事項を確認しなければならない。

##### ② 実地調査

- 不動産鑑定士は、実地調査に関し、次の事項を鑑定評価報告書に記載しなければならない。
  - ア 実地調査を行った年月日
  - イ 実地調査を行った不動産鑑定士の氏名
  - ウ 立会人及び対象不動産の管理者の氏名及び職業
  - エ 実地調査により確認した内容
  - オ 実地調査の一部を実施することができなかった場合にあっては、その理由

#### V エンジニアリング・レポートの収集、整理及び検討

##### ① エンジニアリング・レポートの収集・整理

- 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、依頼者に対しエンジニアリング・レポートの提出を求め、その内容を分析・判断した上で、採用しなければならない。エンジニアリング・レポートの提出がない場合又はその記載された内容が

鑑定評価に採用するためには不十分であると認められる場合には、それが不十分であると認めるに至った理由、エンジニアリング・レポートに代わるものとして不動産鑑定士が行った調査の内容等について、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・レポートの提出がない場合又はその記載されている内容が不十分である場合を例示すれば、既に鑑定評価が行われたことがある証券化対象不動産の再評価をする場合、証券化対象不動産が更地である場合（建物を取り壊す予定である場合を含む。）等がある。

## ② エンジニアリング・レポートの検討

- エンジニアリング・レポートの内容についての判断及びその根拠について、鑑定評価報告書に記載しなければならない。この場合においては、少なくとも次の表項目の欄に掲げる項目ごとに、それぞれ同表の内容の欄に掲げる内容を鑑定評価報告書に記載しなければならない。

項目	内容
担当不動産鑑定士	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 氏名</li> <li>・ 複数で対応した場合には役割分担</li> </ul>
エンジニアリング・レポートの基本的属性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ エンジニアリング・レポートの依頼者（エンジニアリング・レポートの作成のための調査が委託された場合にあつては、その受託者）</li> <li>・ 作成年月日（エンジニアリング・レポートの作成のための調査が委託された場合にあつては、依頼者に交付された日）</li> </ul>
エンジニアリング・レポートの入手経緯等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 入手先（氏名及び職業等）</li> <li>・ 入手年月日</li> <li>・ エンジニアリング・レポートの作成者からの説明の有無等</li> <li>・ 依頼者から入手したエンジニアリング・レポートが鑑定評価に採用するためには不十分であると認めるに至った理由</li> </ul>
エンジニアリング・レポートの記載事項のうち鑑定評価に必要な事項として確認された内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 法令遵守状況調査</li> <li>・ 修繕計画</li> <li>・ 耐震性調査</li> <li>・ 地震リスクに関する分析</li> <li>・ 環境リスク（土壌汚染、アスベスト等）に関する調査</li> </ul>

鑑定評価におけるエンジニアリング・レポートの活用	・ エンジニアリング・レポートの記載内容等を採用した場合の根拠 ・ エンジニアリング・レポートの記載内容等を採用しなかった場合、修正した場合等の根拠
その他	・ 再評価の場合の特記事項

### ③ エンジニアリング・レポート作成者との密接な連携等

- エンジニアリング・レポートについては、不動産証券化市場の環境の変化に対応してその内容の改善・充実が図られていくことにかんがみ、エンジニアリング・レポートを作成する者との密接な連携を図りつつ、常に自らのエンジニアリング・レポートに関する理解・評価能力を向上させるための研鑽に努めなければならない。

## VI DCF法の適用

- 証券化対象不動産の鑑定評価における収益価格を求めるに当たっては、DCF法を適用しなければならない。この場合において、併せて直接還元法（一期間の純収益を還元利回りによって還元する方法をいう。以下同じ。）を適用することより検証を行うことが適切である。

### ① DCF法の適用過程等の明確化

- DCF法の適用に当たっては、DCF法による収益価格を求める際に採用する資料を次に定める区分に応じて、その妥当性や判断の根拠等を鑑定評価報告書に明記しなければならない。
  - ア 依頼者から入手した対象不動産に係る収益又は費用の額その他の資料をそのまま採用する場合
  - イ 依頼者から入手した対象不動産に係る収益又は費用の額その他の資料に修正等を加える場合
  - ウ 自らが入手した対象不動産に係る収益又は費用の額その他の資料を採用する場合
- DCF法による収益価格を求める場合に当たっては、利回り、割引率、収益及び費用の将来予測等査定した個々の項目等に関する説明に加え、それらを採用して収益価格を求める過程及びその理由について、経済事情の変動の可能性、論理的な整合性等を明確にしつつ、鑑定評価報告書に記載しなければならない。また、複数の不動産鑑定士が共同して複数の証券化対象不動産の鑑定評価を行う場合にあっては、DCF法の適用において採用する利回り、割引率、収益及び費用の将来予測等について対象不動産相互間の論理的な整合性を図るなど、説明責任の向上を図らなければならない。

- DCF法で査定した収益価格と直接還元法その他のDCF法以外の方法・手法で求めた試算価格との関連について明確にしつつ、鑑定評価額を決定した理由を鑑定評価報告書に記載しなければならない。
- DCF法の適用については、今後、さらなる精緻化に向けて自己研鑽に努めることにより、説明責任の向上を図る必要がある。

## ② DCF法の収支項目の統一等

- DCF法の適用による収益価格を求めるに当たっては、証券化対象不動産に係る収益又は費用の額につき、連続する複数の期間ごとに、別表1収支項目の欄に掲げる項目に区分して鑑定評価報告書に記載しなければならない。この場合において、別表1項目の欄に掲げる項目の定義は、それぞれ同表定義の欄に掲げる定義のとおりとする。
- この場合における記載の様式の例は、別表2のとおりである。証券化対象不動産の用途、類型等に応じて、実務面での適合を工夫する場合は、別表2に必要な修正を加えるものとする。

(注) 記載様式別表2は、(社)日本不動産鑑定協会等での検討を踏まえ、例示として定める予定である。

**附則**

- この基準は、平成19年〇月〇日から施行する。
- 国土交通省は、毎年一回程度、この基準に基づく実務の状況について検討を加え必要があると認めるときには、その結果に基づいてこの基準の改訂など所要の措置を講ずるものとする。

(別表1)

項目		定義
運営収益	貸室賃料収入	対象不動産の全部又は貸室部分について賃貸又は運営委託をすることにより経常的に得られる収入(満室想定)
	共益費収入	対象不動産の維持管理・運営において経常的に要する費用のうち、共用部分に係るものとして賃借人との契約により徴収する収入(満室想定)
	水道光熱費収入	対象不動産の運営において電気・水道・ガス・地域冷暖房熱源等に要する費用のうち、共用部分又は貸室部分に係るものとして賃借人との契約により徴収する収入(満室想定)
	駐車場収入	対象不動産に付属する駐車場をテナント等に賃貸することによって得られる収入及び駐車場を時間貸しすることによって得られる収入(満車想定)
	その他収入	その他看板、アンテナ、自動販売機等の施設設置料、礼金・更新料等の返還を要しない一時金等の収入
	空室等損失	空室や入替期間等の発生予測に基づく未収入分
	貸し倒れ損失	貸し倒れの発生予測に基づく未収入分
運営費用	維持管理費	建物・設備管理、保安警備、清掃等対象不動産の維持・管理のために経常的に要する費用
	水道光熱費	対象不動産の運営において電気・水道・ガス・地域冷暖房熱源等として事業者に対して支払う料金
	修繕費	対象不動産に係る建物や設備等の修繕に要する費用のうち、資産性の認められないもの
	プロパティーマネジメントフィー	対象不動産の管理に関する統括業務に係る委託料
	テナント募集費用等	新規テナントの募集に際して行われる仲介業務や広告宣伝等に要する費用及びテナントの賃貸借契約の更新や再契約業務に要する費用等
	公租公課	固定資産税(土地・建物・償却資産)、都市計画税(土地・建物)
	損害保険料	対象不動産及び附属設備に係る火災保険、対象不動産の欠陥や管理上の事故による第三者等の損害を担保する賠償責任保険等の料金
	その他費用	その他支払地代、道路占用使用料等に要する費用
運営純収益(NOI)	運営収益の額から運営費用の額を控除して得た額	
一時金の運用益	預かり金的性格を有する保証金等の運用益	
資本的支出	対象不動産に係る建物や設備等の更新及び大規模な計画修繕などの資産性が認められる支出	
純収益	運営純収益の額と一時金の運用益の額との合計額から資本的支出を控除した額	

- (注)・修繕費には建物等の管理運営のなかで計画的に行われるものと突発的な事故や故障等によるものがある。  
・信託報酬、特別目的会社に係る事務費用、アセットマネジメントフィー等の証券化関連費用については、収支項目には含まない。  
・資産性とは、資産の価値の増加、耐用年数の延長など資産能力の向上を図る性質をいう。