

日本不動産学会誌

社団法人 日本不動産学会

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-6-1
 大手町ビルディング836区
 電話 03(3213)1844
 FAX 03(3213)2397

〔シンポジウム〕「子孫に伝えたい魅力あるまちづくり—個性のあるまちブランドの醸成—」

来賓挨拶———小野 邦久
 基調講演「まちブランドの評価と消費者行動」———斎藤 参郎
 パネルディスカッションⅠ —陶山 秀昭 多田 宏行 辻 慎吾 長島 俊夫
 パネルディスカッションⅡ —斎藤 参郎 清水 郁夫 陶山 秀昭 多田 宏行
 辻 慎吾 長島 俊夫 阪本 一郎

〔論説〕特集「不動産鑑定評価基準の改正とデュー・ディリジェンス」

特集「不動産鑑定評価基準の改正と

デュー・ディリジェンス」にあたって———植松 丘
 不動産投信等に対する最近の指摘事例について———小西 克廣
 エンジニアリング・レポートの使い方と限界———町山 公孝

不動産鑑定評価基準の改正の解説———中村 直器
 熊倉 隆治

証券化対象不動産の鑑定評価基準の策定が

鑑定評価の依頼者の業務に及ぼす影響———溝越 祐輔

不動産鑑定実務者の立場からの今回の改正の意義———伊藤 紀幸

格付機関から見た証券化不動産の不動産鑑定評価について———児玉 俊一

〔論文〕

住宅ローン選択と住宅需要の推定：危険回避度と金利の影響———沓澤 隆司

地震リスク認識のバイアスと地価：阪神・淡路大震災被災地での実証———川脇 康生

県民税による森林環境整備—「森林環境税」理論化の試み———陳 艶

田中 一行

コラム———海老塚良吉

最近の不動産関係判例の動き———不動産判例研究会

最新トレンド紹介「六本木ミッドタウンプロジェクト」———多田 宏行

平成18年度日本不動産学会学会賞選考結果の報告

平成19年度通常総会報告

特集【論説】 不動産鑑定評価基準の改正とデュー・ディリジェンス

不動産鑑定実務者の立場からの今回の改正の意義

The Significance of Amendment to “Criteria for the Appraisal of Real Estate”
from a licensed real estate appraiser’s point of view

Noriyuki ITO : Real Estate Investment Advisors Co.,Ltd. President

伊藤 紀幸*

The Significance of Amendment to “Criteria for the Appraisal of Real Estate” from a licensed real estate appraiser’s point of view.

In securitization market Property Appraisal Report is useful for asset evaluation, LTV test, an investment decision etc. The Property is not One Price but rather exist in price range resulting from various cash-flow scenarios. Accordingly detailed due diligence process is necessary for appraisal report’s accuracy. Amendment to “Criteria for the Appraisal of Real Estate” requires cooperation among market players or higher level of objectivity and accountability of the report more than before. Format unification on DCF method will make it possible to verify the report with others and lead to enlarge variety of database.

keywords : Necessity of due diligence, Objectivity and accountability, Cooperation among market players
デュー・ディリジェンスの必要性, (鑑定評価書における)客観性と説明責任,
(データ整備に向けた証券化市場参加者の)相互連携

1. 不動産証券化における鑑定評価書の位置づけ・意義

不動産証券化ビジネスにおける不動産鑑定評価書の利用者はレンダー・社債権者・エクイティ投資家・J-REIT・格付け機関・信託受託者・監査法人などが挙げられ、その利用方法も様々といえる。

例えば、レンダー・社債権者においては、証券化案件のクロージング時の当初資産額算定(裏付け資産の融資掛目)の参考として、更に、証券化期間中ではLTVテストの算定基礎資料として利用されている。J-REITの場合には、資産取得時或いは公募増資時に鑑定評価額とその要約が、決算

期においても期末鑑定評価額・調査価格等がディスクロージャーされ、投資主の判断材料となっている。プライベートファンドの匿名組合出資者などエクイティ投資家にとっても同様に投資判断材料となる。格付け機関でも格付け付与に際して、社債のトランシングや裏付け資産の評価を決定する際に参考とされている。信託受託者たる信託銀行の場合には、金融庁「信託検査マニュアル」で受託金額の妥当性を信託受託者自らが確認・検証する態勢が必要とされていることもあり、鑑定評価書が利用されている(同マニュアルⅡ信託引き受け審査の適正性 1 共通項目(9)受託金額の妥当性)。監査法人に至っても、オフバランス等の適正意見を

述べる際の参考資料になっている。

このように、不動産鑑定評価書は裏づけ資産の価格把握を主な目的として不動産証券化ビジネスの利害関係人の各立場で広く利用され、重要な役割を担っている。

2. 精緻なデュー・ディリジェンスの必要性

(1) 不動産は一物多価，CFシナリオ次第で価格レンジが存在

不動産の価格は、株価のような金融商品とは異なり公開マーケットがないこともあり、一般的には「一物一価」ではなく、「一物多価」といわれている。

これは、不動産市場の場合にはそもそも「情報の非対象性」が存在するため、極めて近い取引日においても買い取り転売が成立するという現実にも如実に示され、また、取引不動産の利用方法等如何によって様々なキャッシュフロー（以下「CF」と略す）シナリオを描くことが可能なため、取引希望者によってCFシナリオが異なり結果的には1つの不動産に対して価格レンジが存在し、それが故に、入札（ビッド）が成立するという事実にも示されている。

一方、不動産証券化における売買取引種類の変遷をみると、証券化初期には所謂「セールアンドリースバック」の案件が多く、オリジネーターが資金調達或いはオフバランスを企図して自社保有物件を信託譲渡するタイプが多かった。この為、現行用途を所与として殆ど市場に晒されることなくオリジネーターから直接信託譲渡され、その際に不動産鑑定が求められていた。その後、既存ビル等の流通物件を市場から購入して不動産ポートフォリオを組成するアキュイジションディールと呼

ばれるタイプが主流となり、昨今では、既存物件の品薄感から開発型証券化や立ち退き前提での証券化案件まで幅広く裾野が広がってきている。

一口にアキュイジションディールといっても、現行用途を維持した上での案件組成やコンバージョン案件などタイプは様々であり、開発型ともなると、ホテル・商業施設の開発案件などを筆頭に既存建物とは全く異なる物件タイプを前提に証券化案件が組成され、それに応じて竣工時の不動産鑑定評価等¹を求められるケースもある。

(2) より精緻なデュー・ディリジェンスが鑑定作業の精度向上にも資する

①デュー・ディリジェンス資料の区分

この様に、物件タイプや購入者が描くCFシナリオも多種多様になると、物件に関するデュー・ディリジェンス（以下「DD」と略す）が極めて重要となり、より精緻なDDが鑑定作業の精度向上にも資するといえよう。鑑定士はDDを踏まえ、様々な想定されうるCFシナリオから最も妥当と思われる価格を貨幣額により示すことになるわけである。

ここで言うDDとは、①法的調査②物理的調査③経済的調査に大別されようが、弁護士・会計士・建築士・技術士・不動産鑑定士・業界精通者（賃貸仲介会社・ホテル運営会社等）などの専門職業家がそれぞれの分野で担当することになる。不動産鑑定の実務サイドとして求めるDD資料の具体例としては、次が挙げられよう。

1. 対象不動産の基礎的なデータ（以下「基礎的なデータ」と略す）

①位置図・公図・謄本等の物件確定の為の基礎的資料

¹ この場合、鑑定会社としては安易に竣工時の土地建物の不動産鑑定評価を行ってはならず、当該計画の・実現性・合法性・利害関係人を害する虞の有無について十分に検証・判断をして鑑定評価書とするのか、価格意見書等の類にするのかを決定する。

- ②賃貸借契約書・レントロール
 - ③トラックレコード（過去収支）
 - ④PM或いはAMレポート
2. エンジニアリング・レポート（以下「ER」と略す）
- ⑤建物状況調査報告書
 - ⑥建物環境リスク評価報告書
 - ⑦土壌汚染リスク評価報告書
 - ⑧地震リスク評価報告書
3. マーケットレポート
- ⑨周辺賃料相場・競合物件に関するレポート
 - ⑩物件用途別の業界動向に関するレポート
（例:ビジネスホテル、介護施設の業界動向等）
 - ⑪運営者に関する評価レポート（例:オペレーションタイプの場合でGMS・ホテル・介護施設等）

私見ではあるが、イメージとしては基礎的データが権利関係等の法的調査、ERが物理的調査、マーケットレポートが経済的調査に概ね呼応²すると思われる。

②基礎的データ

鑑定実務で各DD資料をみていくと、「基礎的データ」は一般的に評価初期段階から依頼者経由で入手可能である。これらのデータは鑑定評価上では対象不動産の確定条件に直結するもので、鑑定評価手法を決定付ける根幹の資料といえよう。不動産証券化ビジネスではCFを源泉とした資産価値に着眼して資本構成が生まれ商品組成される

ため、必然的に不動産の種類は「貸家及びその敷地」となる。この為、特に権利関係や賃貸借契約内容は収益価格に大きな影響を与えることとなるので、基礎的データはDDの中でも最低限必要なものである。

③ERの重要性、鑑定士とER作成者との連携の重要性

次に、昨今特に重要な情報として、その役割が高まっているのはERである。

平成19年7月1日施行の「改正 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」でも不動産証券化に係る不動産鑑定評価においてはERの提出を求め、その内容を分析・判断した上で、鑑定評価に活用しなければならないとされている。

即ち、鑑定評価に当り原則ERの提出が必要となり、ERの提出がない場合又はその記載された内容が鑑定評価に活用する資料として不十分であると認められる場合には、ERに代わるものとして不動産鑑定士が調査を行うなど鑑定評価を適切に行うために対応するものとし、対応した内容及びそれが適切であると判断した理由について、“鑑定評価報告書”³に記載しなければならない、と規定されている。

一方、ERの業界団体である社団法人建築・設備維持保全推進協会（BELCA）と社団法人日本ビルディング協会連合会作成『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）（以下、「BELCAガイドライン2007年版」と略す）に、不動産鑑定評価における

² トラックレコードやPM・AMレポートは経済的調査の部類とも解せるが、家賃滞納有無の確認、境界確定進捗状況報告等もなされることがあるため、ここでは法的調査の部類として捉えてみた。

³ 不動産鑑定士は、国家試験に合格し、国土交通省に登録した後にその資格を得て不動産鑑定評価をすることが可能となるがそれだけでは不動産鑑定を業として営むことは出来ず、営業をするためには不動産鑑定業者の登録をしなければならない（不動産鑑定法第22条第1項）。従って、不動産鑑定業者が鑑定評価の依頼を受け、担当の不動産鑑定士が鑑定評価を行い、この成果を「鑑定評価報告書」に記載して不動産鑑定業者に提出し、不動産鑑定業者が鑑定評価書を作成して依頼者に交付することになっている。従って、“鑑定評価報告書”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。

エンジニアリング・レポートの役割という記載項目があり同本文中で、「ERの「修繕更新費用」、「PML」及び「再調達価格」等に関する専門家の調査結果が、鑑定評価における価格査定に必要な資料としての役割を果たす。その他に、鑑定評価で一部行う確認項目と類似する建物状況調査のうちの「立地概要調査」及び「違法性調査」等も参考とする。また、不動産鑑定士は土壤汚染については独自調査として古地図調査、登記簿等による土地履歴調査、ヒアリング調査等が、さらに建物に関して吹付アスベスト調査等が義務付けられているが、もちろんこれらの専門家ではないためにERの調査を参考にす。なお、同一目的（不動産の証券化等）のために鑑定評価書及びERの作成にあたっては、各報告書の利用者が相互の関連性を的確に理解できるよう、用語及びその概念の整理等十分な連携が必要となる」と記されている（第2章第1節2 不動産の鑑定評価とエンジニアリング・レポートp.62）。

ERの作成は国家資格・免許制に基づくものではなく現行では誰でも作成できるが、その内容は極めて専門性を有するものであり、BELCAガイドライン2007年版でも述べられているとおり、ER作成者としては、一般的には建築士や各分野の専門性を有する者が想定され、限られた時間と費用の中で適切に建物の現状を把握する能力が要求されることから、建築基準法第12条の調査資格者や建築仕上げ、設備の診断の専門家が登録・育成されており、建築士であって、かつ、調査や診断の資格を有するもの、又は同等以上の能力を有するものが望ましいとされている。

このように、不動産証券化における鑑定評価にはERが必須のものまでいえるが、あくまでも不動産鑑定士は土壤汚染調査や吹付アスベスト調査等の専門家ではないため、ERの内容を専門家意見として十分に参酌し、その内容に不明点等があれば質問し、専門家たるER作成者或いはER作成

会社（受託者）に解説してもらい、鑑定評価の精度向上に努めるべきであろう。

④鑑定におけるER利用方法の実務上の留意点

A. 建物状況調査報告書

建物違法性、緊急修繕費用、長期修繕費用、再調達価格などに関する調査報告書である。

BELCAガイドライン2007年版では、「一般レベルの建物調査・診断」と「DDでのER作成業務」における調査の違いを説明しており、証券化の場合には通常「DDでのER作成業務」となるので鑑定評価ではそれを前提にした上で利用するなど留意を要する。詳細は次節で述べる。

DDでのER作成業務

- ▷ 短期間での調査
- ▷ 目視レベルでの簡易的調査
- ▷ 立入れる範囲内が限定
- ▷ 一般的な工法による費用算定（平日・日中作業、一般的な仮設工事等）
- ▷ 「更新」レベルの費用算定（性能向上・設計作業等を行わない）

B. 建物環境リスク評価報告書

環境問題が騒がれている昨今、不動産（建物）に内在する環境リスクが収益性に影響を及ぼし始めており、証券化においては予めそのような環境リスクの有無について調査する必要性が生じ、アスベスト・PCB・仕上げ塗料・地下居室の換気（ラドンガス）などを代表に調査報告されるものである。

土壤汚染リスク評価報告書同様にフェーズ・からフェーズ・まで段階を追って詳細調査がなされる。

不動産鑑定評価では、万一、建物環境リスクがあると判明した場合には、その対策費用を鑑定評価額から控除するなどして鑑定評価額に反映させる必要がある。

C. 土壤汚染リスク評価報告書

売買取引など事前に対象不動産に潜在する土壤汚染の可能性の有無を調査するのが主目的で、フェーズⅠからフェーズⅡまで段階を追って詳細調査がなされる。

住居系物件の場合にも当然土壤汚染リスクは大きな問題となるが、大規模商業施設（GMS）・物流・倉庫物件の場合には、かつての工場地帯に立地することが比較的多いため、特に土壤汚染が発覚するケースが散見され、その汚染状況如何で鑑定評価額に大きな影響があるため、極めて重要な報告書となる。今回の改正では、土壤汚染があることが判明している場合には、フェーズⅡ以上の詳細な調査に基づいた専門調査機関による見積書がある場合には、除去費用を考慮した鑑定評価が可能となるとされている。従って、土壤汚染の存在が確認されていない段階での土壤汚染の「可能性」に基づく対策費用の試算金額や概算対策費用を鑑定評価に採用することは許されず、鑑定評価書の発行はそれら諸資料が完備するまでは出来ないこととなる。

D. 地震リスク評価報告書

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に関する指針を示すものである。

某建築士の虚偽の構造計算による耐震偽造問題事件の記憶は新しい。地震国の日本では、投資家等にとって地震リスクは決して無視できないリスクであり、通常、PML⁴（予想最大損失、Probably Maximum Loss）の数値をもとに、地震リスクを自己保有するか保険などに転嫁するかな

どを判断する。その際、米国で、特に、西海岸での確率レベル「50年10%超過確率」が使用されることが多く、これを再現期間475年として表示される。リミテドリコースローンや格付け社債ではPML値が15%超となった場合には地震保険の付保を要請求し、20%超では義務付けられているのが実情であろう。

不動産鑑定に際しては、PML値如何で不動産経費項目のひとつである保険料がかなり変わるため、地震保険が付保されるべき物件か否か地震リスク評価報告書を参考にすることとなる。従って、証券化により初めて地震リスク評価報告書をとった場合で、且つ、PML値が高い物件の場合には過去収支における保険料は大抵の場合火災保険料・施設賠償責任保険料等のみであるため、別途地震保険料の見積もりや試算金額を依頼者に求める必要がある。

この場合に留意すべきは、地震保険にも免責金額があり、高い免責金額を設定すれば自ずと保険料が低くなるため、安易に地震保険料の見積もり金額のみを着眼するのではなく、付保する保険内容・設定免責金額にも留意すべきである。設定免責金額が高い場合には、実際の保険料（見積もり金額）を修正して鑑定評価をする必要があろう。

更に、BELCAガイドライン2007年版でも地震リスクについては様々な手法があることが紹介されており、不動産鑑定評価の参考とするに当たって、委託者に対して、地震リスク分析の委託の際に、受託者にどの手法を採用するよう指示したかを確認する必要がある。

⁴ PMLは所在地の地震危険度（ハザード）、建物基礎地盤の影響及び建物固有の耐震性能を全て考慮し、将来地震による損失が最大どの程度当該建物に発生するかを予想するものである。地震発生頻度や被害程度の子測評価であるため、PMLの算出は確率統計論的手法を用いて行われ、複数の手法がある。

定義を要約すると、50年（建物の一般的耐用年数）を考えた最大予想地震に対し、90%の確からしきで予想される損失、すなわち評価したPMLの値は90%の信頼度であり、それを超える確立（はずれる確立）は10%といえる。例えば、PML値が12%の場合、12%以下となる確率は90%であり、PMLを超える確立は10%であると解釈される（出典：社団法人建築・設備維持保全推進協会（BELCA）と社団法人日本ビルディング協会連合会作成「不動産投資・取引におけるデュー・デリジェンスとエンジニアリング・レポート p.98」。

3. 今回の改正による鑑定実務への影響、 その他留意点

(1) ERの鑑定実務への影響

①BELCAガイドライン2007年版

従来、ERは作成基準が統一・明確化されておらず⁵、その作成主体にも法律的な要件がないため、ER作成者により、評価・判断・質にバラツキがある面を否めなかった。今回、不動産鑑定サイドの改定である「改正 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（平成19年7月1日施行）」に併せて、BELCAガイドライン2007年版が改定されたことは時宜を得ており、同ガイドラインが自主的運用規定であくまでもER作成のための道標であったとしても、鑑定実務者サイドとして大変喜ばしいことである。

「証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価の実務指針」で、不動産鑑定士はERを鵜呑みにするのではなく、活用の際には独自の分析を加え、判断するというプロセスを踏む必要があるとされ、「ERについて鑑定評価を行う上での対応方針」について鑑定評価報告書に記載する必要がある。同実務指針では明記はされていないが、事実上BELCAガイドライン2007年版に即したERか否かというのが鑑定サイドにとってもポイントになると思われる。

②長期修繕費用・資本的支出額（Capex.）

証券化案件では、ERに記載されている長期修繕費用を参考にキャベックス・リザーブ（Capex. reserve）を証券化当初或いは途中で積み立てていくことが多いが、筆者の経験則では、ERの数値と実際の改修工事金額は異なることが得てして多い。

誤解を恐れずに経験則を雑駁に述べれば、ゼネコン系のERの場合には、工事を実際に請け負う可能性もあるためか、比較的保守的な金額（つまり

高めの金額）が計上される傾向が散見される。一方、鑑定実務サイドからすると過少ではないかと懸念せざるを得ないERのCapex.計上値も時折目に触れることも現実である。

AM会社の手腕次第では、ポートフォリオ内の物件を複数発注するスケールメリットを利用し、建設会社にER記載値よりも安く発注できる場合があるのも事実ではあるが、鑑定は個別物件の評価であるため、スケールメリットによる発注力をそのまま個別物件にクレジットするには限界がある。

但し、個別物件のみに着目した場合でも、建物の構造・階数・床面積によって実際の大規模修繕工事単価は影響を受ける。投資法人の実務家によれば、実際に工事発注すると、階数が高いと足場等の仮設費用が高み高くつく傾向があり、建物の工事床面積が大きくなるほどスケールメリットが効き工事額は相対的に安く発注可能とのことである。つまり、ペンシルビルはCapex.の実際工事発注金額が高くつき、階数の低くて工事面積の大きい建物の場合には低く抑えられるとのことである。

因みに、建物維持管理費・保険料・PM報酬もポートフォリオベースで発注できる不動産ファンド場合には、スケールメリットによる発注力を背景に標準的水準よりも低めになっていることが多いので、鑑定実務では適正水準を査定する作業が必要となろう。

③J-REITの公開情報による検証

ERは専門家によって作成されたものであるが、それ自身がER作成会社の意見のひとつであることから、鑑定ではその内容を様々な観点から吟味する必要がある。私見に過ぎないが、通常の場合では鑑定士は建物診断等のプロではないと思われるため、現段階での鑑定実務では、ERに記載された長期修繕費用が妥当な範囲と判断されるか次

⁵ 但し、2000年5月に社団法人建築・設備維持保全推進協会（BELCA）と社団法人日本ビルダング協会連合会から「不動産投資・取引におけるデュー・ディリジェンスとエンジニアリング・レポート」が発行されている。

のとおり検証することになる。

- ①長期修繕費平均値/建物再調達原価の比率を算出し、築年数や改修工事履歴の有無を勘案
- ②長期修繕費平均値/専有面積, 長期修繕費平均値/延床面積, 等の単価を算出し経験値と比較
- ③ERの長期修繕費に違和感(過少・過大)を覚えたときは依頼者経由でER作成会社に理由を聴取
- ④上記手続きを踏まえて、最終的に判断したCapex.を鑑定評価書に反映させる

この際に、J-REITの公開情報は有益である。次図は、公開情報(924物件)を基に集計したものであるが、これらのデータを参考に対象不動産の個別性(建物グレード・構造・築年数等)を勘案して、ER記載値を判断することになる。

④再調達原価とERの建物再調達価格の差異

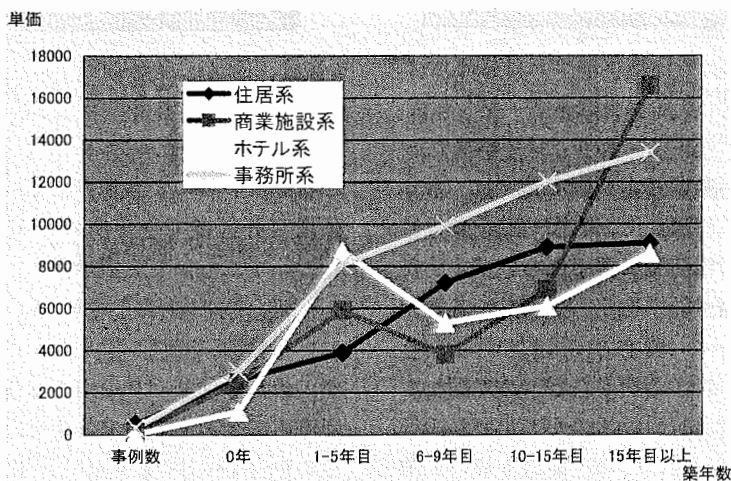
今回の鑑定基準改正による影響という訳ではないが、鑑定の原価法適用の場面でERの建物再調達価格を専門家意見として参考にすることが多い。ERの建物再調達価格は対象建物の仕様に従い対象建物を調査時に新築するとした場合の費用(残

存価値とは異なる)で、解体撤去費用や設計工事監理料・移転引越費用・仮事務所費・営業保障費などは含まれない。

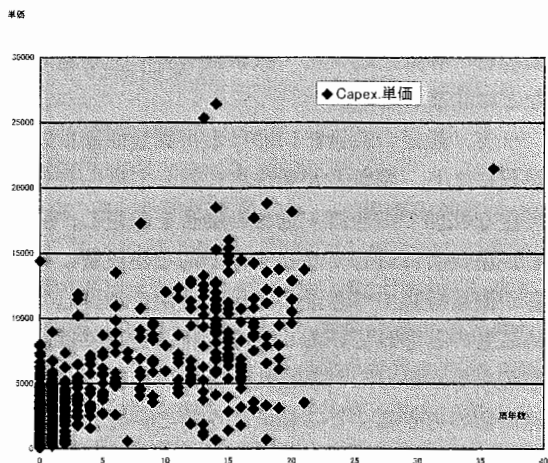
一方、鑑定の原価法における再調達原価は建設請負により、請負者が発注者に対して直ちに使用可能な状態で引き渡す通常の場合を想定し、発注者が請負者に対して支払う標準的な建設費に発注者が直接負担すべき通常の付帯費用を加算して求めるものとされている。通常の付帯費用には設計監理料等が挙げられるため、必然的に鑑定の再調達原価の方が高くなる傾向があるといえよう。

(2) DCF法における資本的支出額の計上方法

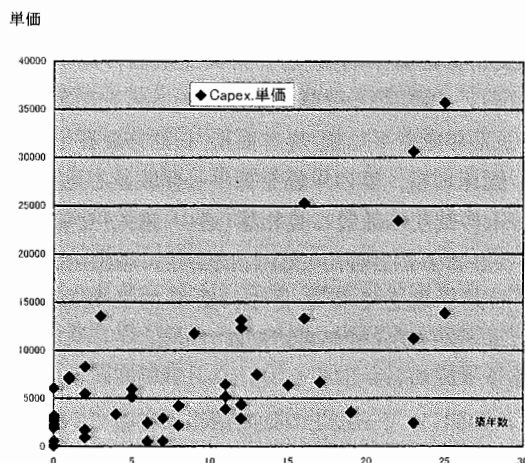
今回の改正鑑定基準の留意事項で、資本的支出(大規模修繕費)については、「ER記載値を分析し、運営費用を構成する修繕費に含まれない資本的支出に相当する額を計上する。この際、ある特定期間における大規模修繕は必ずしも当該期に発生するものではないと判断される場合には、修繕引当金又は修繕積立金的に考え、年平均額を計上する。年平均額を計上する場合は原則として保有期間により平準化する」とされている。



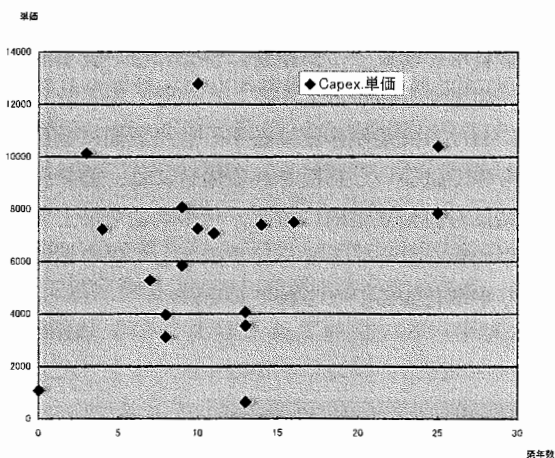
Capex.単価推移 (円/専有面積/坪)



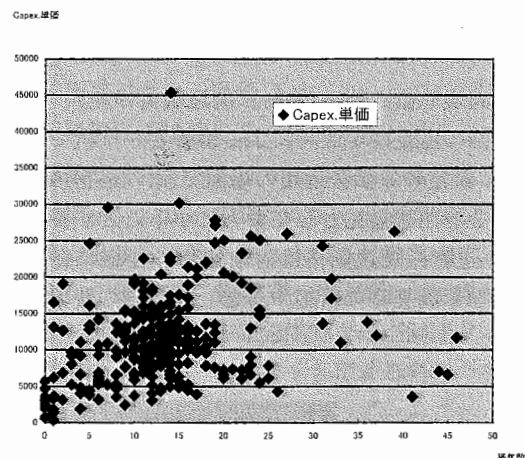
Capex.単価/専有面積/坪 (住居系522事例)



Capex.単価/専有面積/坪 (商業施設系51事例)



Capex.単価/専有面積/坪 (ホテル系22事例)



Capex.単価/専有面積/坪 (事務所系329事例)

不動産証券化の不動産鑑定評価実務では、資本的支出額を計上するに際して、通常、ERを参考にして、運営総費用の修繕費に含まれない資本的支出等の累計額を年額単純平均化し、或いは、各鑑定会社の自社蓄積データ（資本的支出額の坪当たり単価や再調達原価に対する比率など（を参酌して平準化した年額を計上しているのが大半であろう。

直接還元法の適用においては上記取り扱いも理解し易いが、DCF法の適用でも同様の取り扱い

となっているのが実務である（即ち、多くの不動産鑑定評価書でDCF法の資本的支出額も各年度ともいずれも同じ金額が計上されている）。

元来、DCF法はその年度ごとのキャッシュフローを個別に査定・計上し、それらを適正な割引率・最終還元利回りを用いて価格時点の割引現在価値を求めるものであるから、企業価値評価などのDCF法の採用場面で通常利用されておりに考えれば、ER記載の各年度の数値を参考

に資本的支出額を年度ごとに個別査定・計上するのが理論的ではある。

然しながら、この通りに鑑定すると、モニタリング等の継続鑑定で年度ごとの資本的支出額のブレがそのまま鑑定価格に大きく影響してしまうということがおきる。不動産証券化のプレーヤーにとってもその実務的影響は極めて大きく、こうした経緯等から現在の評価実務が定着してきたということではなかろうか。

因みに、Capexの年額平均値を計上する場合でも、①ER分析期間の年額単純平均値を計上する方法、②年額単純平均値に償還基金率を乗ずる方法の二通りが考えられる。理論的には②の方法が望ましいと思われるが、保守的な支出額を計上する観点から、鑑定実務的には①の方法が採られていることが多いと推察される。

資本的支出額は対象不動産の築年数や過去修繕の有無によっても大きく異なり、物件の個別的要因が強く反映される項目であるため、雑駁にこの程度の水準が相場とも言えないのが実情で、設備更新前の築12年目と更新後の築18年目では同じ物件だったとしてもERを作成する年度によって、資本的支出額が大きく異なってしまう。新築物件の場合にはER記載値も当初数年間はゼロ計上が大抵である。

前述のとおり、J-REITを始めとして不動産証券化の世界ではデータも相当量蓄積されてきたため、これらデータベースを参考に資本的支出額の精緻化が期待される場所である。

4. 基準改正による波及効果と今後の課題

不動産鑑定評価基準には「不動産鑑定評価とは、不動産の価格に関する専門家の判断であり、意見であるといつてよいであろう」と記されている。

今回の改正鑑定評価基準では、証券化不動産の鑑定評価について鑑定士と市場関係者とのやりとりや、鑑定評価書における説明責任の向上等につ

いて従来にない対応を求めている。

不動産鑑定士は常に市場に向き合い、その動向を把握・分析する努力を継続しなければならない。これにより、鑑定評価書において自らの判断と根拠を明示するという改正鑑定評価基準の要請に応えることが可能となり、市場からの信頼を得ることができる。改正基準により、DCF法の統一書式が制定され、これにより鑑定評価書の読み手にとっても様々な形で比較検証の可能性が向上すると期待できる。

一方、鑑定業務自体が受注業務であることを鑑みれば、より客観性・透明性の高い鑑定評価の実現のためには、鑑定依頼者サイドの協力も必要である。今回の改正基準が十二分に効果を発揮するためには、鑑定会社に対して必要十分なデータ提供と分析・評価時間が与えられ、DD当事者との議論・対話ができる環境整備がより一層望まれるところである。鑑定依頼者に対して適正な鑑定発注プロセスが何たるかの啓蒙活動が必要となる場面もあろうし、投資家サイドも発注プロセスのチェックを常に怠らないことが肝要であろう。

また、今後不動産証券化市場が発展するにともない、市場関係者が活用するデータの必要性が高まり、様々な形でデータ蓄積がなされていくだろう。改正鑑定評価基準は、鑑定士に対し、客観的な判断根拠の明示や鑑定評価書における収益費用項目の統一等を求めており、読み手にとっても、鑑定評価書同士の相互比較が容易になろう。更に、今後は証券化対象不動産の鑑定評価において鑑定士や鑑定業者に活用・蓄積されるデータ等が市場での幅広い活用につながっていくことも期待される。健全な不動産証券化市場の発展のために、市場インフラとしてデータベースやベンチマークの整備が必要になる。データ整備等については、証券化の市場参加者同士の相互連携と協調体制が必須で、不動産鑑定業界としても価格の専門家集団として主体的な役割を担うことが必要であろう。