

不動産鑑定士制度推進議員連盟 証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関する プロジェクトチーム

平成二十六年十月一日(木)

十時 党本部8階リバティ4号室

一、開 会 証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関する

プロジェクトチーム事務局長 木原誠二

二、挨 拶 不動産鑑定士制度推進議員連盟会長 保岡興治

証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関する

プロジェクトチーム座長 山本幸三

三、議 事

議題：ガバメントREITの必要性と課題等

○不動産がマクロ経済・金融市場に与える影響

(説明)

東京大学大学院経済学研究科教授

柳川範之

○ガバメントREITと鑑定評価

(説明)

立教大学大学院ビジネスデザイン研究科教授

久恒新

四、質 疑

五、閉 会

不動産鑑定士制度推進議員連盟

証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関する
プロジェクトチーム 出席者

国土交通省 土地・建設産業局

毛利信二 局長
江口洋一郎 次長

栗田卓也 大臣官房審議官

瀬口芳広 地価調査課長

小林靖 不動産市場整備課長

高橋友昭 鑑定評価指導室長

金融庁 監督局

井上俊剛 証券課長

公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会

熊倉隆治 副会長
奥田かつ枝 常務理事

日本不動産鑑定士政治連盟

神戸富吉 会長
磯尾隆光 副幹事長

一般社団法人不動産証券化協会

巻島一郎 専務理事

平成26年10月2日

証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関するPT（設置趣旨書）

我が国の不動産証券化市場は、現在、ストック総額で約31兆円まで拡大しており、その中で中核的存在であるJリート市場においては、昨年、過去最高の2.2兆円の資産取得額を記録している。また、三大都市圏だけでなく、地方都市でも取得する物件が増えているほか、足下でも公募增资や物件取得が活発に行われているなど、今後更なる発展が期待される。

このような中、不動産証券化市場の発展のためには、投資家が的確な投資判断を行えるよう、対象不動産の適正な価格情報が開示されていることが重要である。

証券化対象不動産の鑑定評価については、国土交通省が、鑑定評価の統一的規範である不動産鑑定評価基準を改正し、収益価格を求めるに当たりDCF法を適用することとしたほか、日本不動産鑑定士協会連合会においても、実務指針の策定や研修の実施に取り組んできたところである。

しかしながら、近年、証券化の対象となる不動産が、オフィスや賃貸マンションといった典型的なものから、ホテル、ヘルスケア施設など多様なものへと拡大してきている。加えて、不動産開発プロジェクトの計画・準備段階からの証券化（いわゆる「開発型証券化」）やガバメントリートなど公的不動産（PRE）に係るリート活用のニーズが高まっていくことなどが予想される。

証券化対象不動産に係る鑑定評価について、今後も市場関係者の信頼を確保していくためには、市場関係者のニーズを踏まえた上で、DCF法の一層の精緻化と不動産の種類に応じた鑑定評価書の見方、鑑定評価の手順・内容等に関して市場関係者の理解を深めていくことが必要と考えられる。

上記を踏まえ、不動産鑑定評価が、不動産証券化市場の健全な発展に一層資するよう、鑑定士議員連盟の下に標記あり方PTを設置するものである。

不動産鑑定士制度推進議員連盟入会者名簿(役職)

平成26年9月30日現在

番号	氏 名	10.2PT	選挙区	会 館	内 線	FAX	役職名
1	保岡 興治	○	鹿児島1区	2-501	衆・70501	3508-3870	会長
2	金子 一義		岐阜4区	2-913	70913	3502-5853	会長代行
3	山本 幸三	○	福岡10区	2-915	70915	3501-9303	幹事長

4	船橋 利実		北海道1区	1-521	50521	3508-3402	
5	吉川 貴盛		北海道2区	2-1202	71202	3508-3281	
6	高木 宏壽	○	北海道3区	2-405	70405	3508-7637	
7	津島 淳	○	青森1区	2-1204	71204	3508-3033	
8	遠藤 利明		山形1区	1-703	50703	3592-7660	
9	西村 明宏		宮城3区	2-324	70324	3508-3873	
10	葉梨 康弘		茨城3区	1-1117		3508-7248	
11	村井 秀樹	○	埼玉1区	1-911	50911	3508-3297	
12	石原 伸晃		東京8区	1-824	50824	3593-7101	顧問
13	木原 誠二	○	東京20区	1-915	50915	3508-3719	
14	萩生田光一		東京24区	2-1205	71205	3508-3704	幹事
15	坂井 学	○	神奈川5区	2-1119	71119	3508-3369	
16	根本 幸典		愛知15区	2-906	71213	3508-3300	
17	大塚 高司	○	近畿比例	2-323	70323	3508-3956	幹事
18	中山 泰秀		近畿比例	1-1216	51216	3508-3828	
19	原田 憲治	○	近畿比例	2-1112	71112	3508-7197	
20	うえの賢一郎	○	滋賀2区	1-621	50621	3508-3804	事務局長
21	小林 茂樹	○	近畿比例	2-922	70922	3508-3516	幹事
22	高市 早苗		奈良2区	1-903	50903	3508-7199	顧問
23	山下 貴司	○	岡山2区	2-719	70719	3508-3857	事務局次長
24	平口 洋	○	広島2区	2-804	70804	3508-3252	
25	赤澤 亮正		鳥取2区	2-1022	71022	3508-3370	
26	平井 たくや		香川1区	1-1024	51024	3508-3307	副会長
27	鬼木 誠	○	福岡2区	1-715	50715	3508-3612	
28	武田 良太		福岡11区	1-610	50610	3508-3610	
29	金子 恭之		熊本5区	2-410	70410	3504-8776	副会長
参議院							
1	片山 さつき		比例区	420	参・9950420	6551-0420	幹事
2	山本 一太		群馬	609	9950609	6550-0609	
3	豊田 俊郎		千葉	1213	9951213	6550-1213	
4	中川 雅治		東京	904	9950904	6551-0904	副会長
5	野上浩太郎		富山	1010	9951010	6551-1010	
6	渡辺 猛之		岐阜	325	9950325	6551-0325	事務局次長
7	西田 昌司		京都	1110	9951110	3502-8897	
8	堀井 巍		奈良	417	9950417	6551-0417	
9	鶴保 庸介		和歌山	313	9950313	6551-0313	
10	三宅 伸吾		香川	604	9950604	6551-0604	幹事
11	松山 政司		福岡	1124	9951124	6551-1124	副会長
12	福岡 資麿		佐賀	919	9950919	6551-0919	

不動産が マクロ経済・金融市場に与える影響

東京大学大学院経済学研究科

柳川 範之

不動産価格が与える影響

- ・バブル崩壊以降、日本では土地資産がマクロ経済に大きな影響を与えることが認識された。
- ・特に資産価格デフレが、景気を悪化させ負のスパイラルをもたらすことが、意識されるようになった。
- ・しかし、欧米では最近まで、あまり認識されていなかった。

リーマンショック以降の認識

- 金融危機の発生以降、世界的に大きくクローズアップされることになった。
- 不動産価格の低下が、経済全体の停滞を招く。
- その結果、さらに不動産価格が低下する。
- 負のスパイラルが生じる。
- 不動産の価格を通じた、マクロ的スパイラル効果の存在。

なぜ、不動産価格が問題なのか

- Kiyotaki and Moore (1997) JPE
不動産が、借入時の担保価値として機能することに注目。

不動産価格の低下 ⇒ 担保価値の低下
⇒ 借入可能額の低下 ⇒ 投資水準の低下

投資水準の低下 ⇒ 不動産需要の低下
⇒ 不動産価格の低下

資産価格全般の問題

- 流動性資産のスパイラル効果
流動性資産価格の下落がマクロ的な悪循環を引き起こす。
原因の一つが、投げ売り（Fire Sale）がさらに価格を低下させるため。
不動産においても、同様なスパイラル効果が存在。
- バブルの影響

重要性を訴える時代に

- 世界的にみても、資産価格特に不動産価格の安定性が重要な課題に。
- 我が国で、この点は強調されるべき。
- 不動産市場の活性化は、マクロ経済にとって重要な課題であり、その為の政策対応が必要。
- 適切な価格設定、活発な取引・開発。

今後のポイント

- 実体面
より実質的価値を高めていくような開発を行っていく
- 金融面
証券化の活用等、新たなリスク分担発想の導入
- 政策面 不動産価格の重要性を認識する

実体面での価値増大

- 新しい組み合わせが、価値を増大させる。
- 新たな相乗効果の創出をはかる。
- そこに、どこまで新しいアイディアを注入できるか
- より複合的な不動産開発が必要な時代。
- 単なる不動産ではなく、インフラ開発等とも連携して新しい開発発想が必要。
- 公的不動産が、そのためのカギを握る。

実体面での価値増大

- ・残念ながら、すべての土地価格があがる時代ではない。
- ・コンパクトシティーの発想をどう活かしていくか。
- ・政策的に、選択と集中の発想がどこまで可能か。
- ・官民連携の必要性。
- ・民間からの提案が不可欠。

実体面での価値増大

- ・バブルを発生させて、不動産価格を上昇させる方策もなくはない。
- ・しかし、崩壊のリスクは高く、その場合の事後的コストも大きい。
- ・単純に将来に対する期待で不動産価格を上昇させるのではなく、実質的な価値をいかに増大させるかという発想をもつべき。

金融面での価値増大

- 金融的な資金が不動産市場に流れ込む意義は大きい。
- それは、バブルの発生とは異なる。
- 資産の動き（流動性）を高めることで、不動産の実質的な価値も高まる。
- その点で、証券化は有効な手段
- RIETの健全な発展の重要性。
- ガバメントRIETの意義は大きい。

金融面での価値増大

- 金融市场にとっては、情報の非対称性の低い構造が重要。
- 「期待」がより価格に反映しやすいのは、不動産よりも証券。
- それによって、負のスパイラルから抜け出しやすい面がある。
- しかし、不安定性を大きくする面もあり注意が必要。

政策面での重要性

- ・政策面で一番重要な点は、不動産価格がマクロ経済にとって重要だという発想の転換。
- ・戦略的に資産価格を上昇させる努力は、以前として必要。
- ・ただし、それはバブル的な上昇ではなく、実質的価値が高まるような戦略的政策が求められる。

マクロ的な資金の活用：

- ・年金資金の活用
- ・透明性の高いコーポレートガバナンスの構築
- ・PFI・PPPの手法は、金融市場の活性化にもプラス
- ・国債以外のローリスク金融商品の育成

滯る資金の流れ

- ・マクロ経済全体でみると、日本は健全な形で資金が流れていない。
- ・家計⇒銀行⇒国債⇒政府支出
- ・民間企業部門に十分な資金需要がなくむしろ、資金の収支は黒字の部門となっている。
(ただし、これは既存企業の話)
- ・一方では、必要なインフラについて、十分な資金が回っていない。(政府部門が大幅な赤字であるため。)

安全資産への逃避

- ・経済が停滞し、大きなショックが発生すると、どの経済主体も安全資産の保有に逃避。
- ・家計は「安全な」銀行預金を選択。
- ・企業は、「安全な」現金預貯金を保有。
- ・銀行は、「安全な」国債を保有。
- ・年金の運用も「安全な」資産に限定。
- ・その結果、経済は活性化せず
- ・国債のリスクはむしろ高まってしまう。

問題の源泉

- ・そもそも、悪循環におちいっているからではあるが、
- ・安全資産が国債しか存在しない。
- ・安全に投資をしていると、他者に証明できるものが国債しかない。
- ・年金運用も含め、多くの「投資家」がかなりの程度国債に投資するしかないのが現実。

問題の源泉

- ・新しい民間の知恵を伴った、リスクある投資の担い手がない。
- ・ベンチャー企業に資金が流れない（そのため、企業部門は資金余剰のようにみえる）
- ・インフラ関連の投資に十分な民間の知恵が投入されていない。
- ・不動産価格には、外部波及効果がある。
金融取引における担保価値に影響

新たな安全資産の必要性

- ・国債以外の、ローリスク・ローリターンの金融商品が、実は求められている。
- ・それは、金融技術によって作り出せる。
- ・リスクをプールし、リスクを（横に）切り分け、一番返済の優先順位を高くすれば、安全資産となる。
 - ・（言い換えれば、誰かがリスクのある劣後部分を引き受ける。）
- ・このようなリスク転換機能は、基本的には金融仲介機関の役割。が、銀行が健全性の観点から身動きができない中において、RIETには可能性がある。

公的不動産を「流動化」させる意義

- ・不動産を現金化することができ、財政が助かる。
- ・金融市场の活性化に役立つ。
- ・新たな安全資産の提供につながる。
- ・公的不動産の資産価値に対して、金融市场の眼で評価されることにより、より適切な資産価値設定がなされる。（適切な資産評価の必要性）
- ・新たな開発意欲増大、民間アイディアの流入等による、不動産市場およびマクロ経済の活性化に役立つ。

証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関するPT

ガバメントREITと鑑定評価

立教大学大学院ビジネスデザイン研究科教授
久 恒 新 (不動産鑑定士)



1

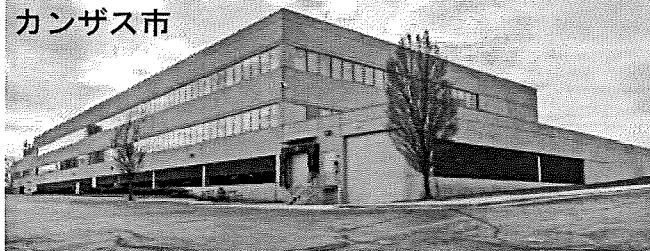
本日のテーマ

- ガバメントREITのすすめ
- 依頼者プレッシャー対策
とガバナンス
- 國際評価基準に対応した
不動産鑑定評価の課題

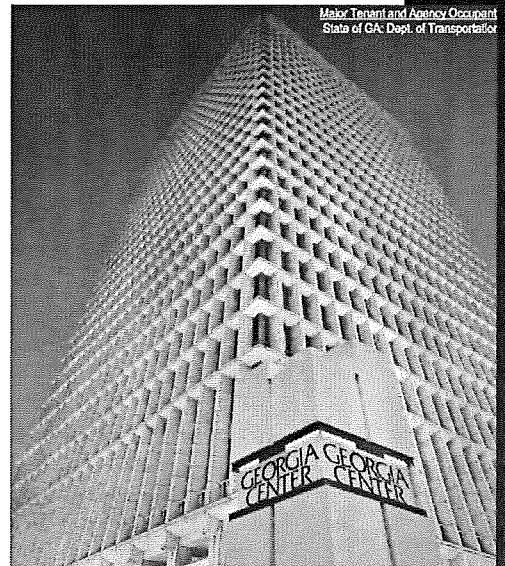
ガバメントREITのすすめ

アメリカには、政府系施設で組成されるREITがある。

FBI カンザス市



ジョージア州政府交通局



国土安全保障省
ジョージア州アトランタ市

3

REITとは

優良稼働不動産を背景とする証券化商品
→投資家への配当は賃料収入から
投資家は少額・分散投資が可能
不動産への投資を一般人に門戸開放
低金利下にあっても、高い投資利回りを誇る。

ガバメントREITの特色

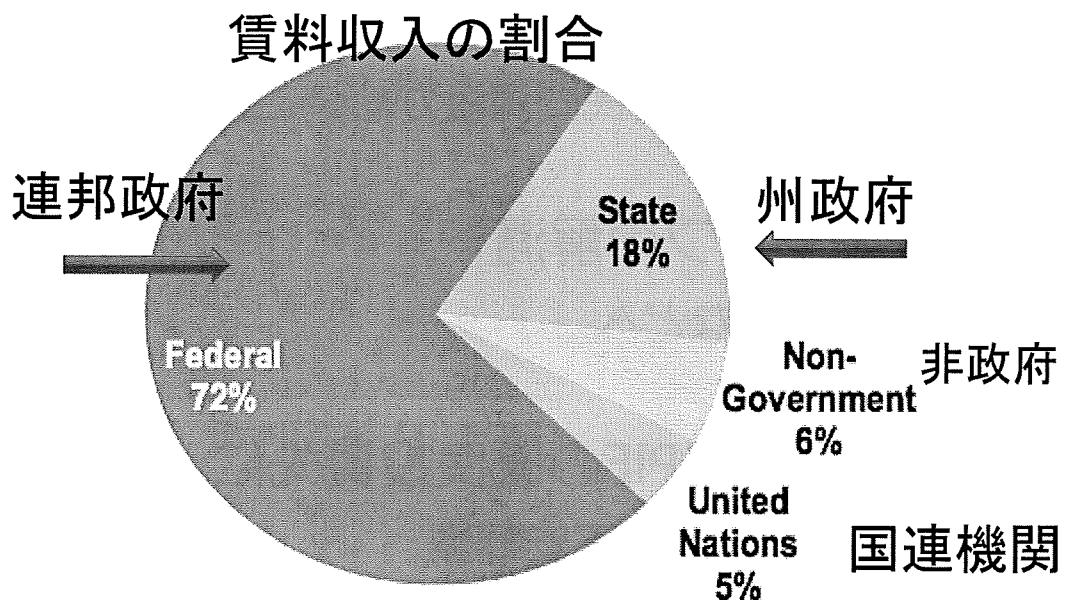
国や地方自治体の施設でつくるREIT
→ 一般のREITよりさらに安全・安心

4

20

アメリカの ガバメントREIT

Government Properties Incom Trust



5

ガバメントREITのすすめ

- 国債に過度に依存している現状はリスク一
↓
- 日本の成長分野を担っている不動産市場に
新しい構造転換を起こし、日本経済の起爆剤に
↓
- 「ガバメントREIT」創設を
国の各省庁や地方自治体の庁舎・施設で組成
リースバック。
 - 国・地方自治体のバランスシート改善
 - REITの投資家には安定・長期的分配金が

ガバメントREITの効果

- ① 脱「国債過度依存」
→REITシフトで民間資金が経済に回る
- ② 預貸率ギャップの解消
→設備投資などへ
- ③ 年金の補完・GPIFの優良投資先に
→年金不安・老後不安軽減

7

ガバメントREIT日本導入時のポイント

- 日本の公的不動産の高品質化
 - 課題1：国家機関の建築物の約4割が築30年を超えている
 - 課題2：地方公共団体の防災拠点施設等の約3割が要耐震化
 - REITに組入れ時に「リノベーション」「耐震化」等が必須であり、国民・市民の安全につながる。
- 完全所有権の売却が難しい場合は、「長期借家権の一括買取方式」の採用も考えられる。（イギリスのリースホールド概念に近い。香港がイギリスから返還されたのも99年のリースホールドだから）
- 米REITの第5次成長期では、セール＆リースバックや、トリプルネットリース（固定資産税・保険料・維持費用をテナントが負担する契約）を活用。ガバメントREITに最適

8

依頼者プレッシャー対策とガバナンス

アメリカのリーマンショック後の反省

世界的金融危機にまで発展した米リーマンショック
サブプライムローン問題で不動産鑑定による
融資可能額の不当上乗せ問題が露見し、問題に。

依頼者プレッシャーの排除は、アメリカの住宅ローン
における適正融資額査定に不可欠と認識。

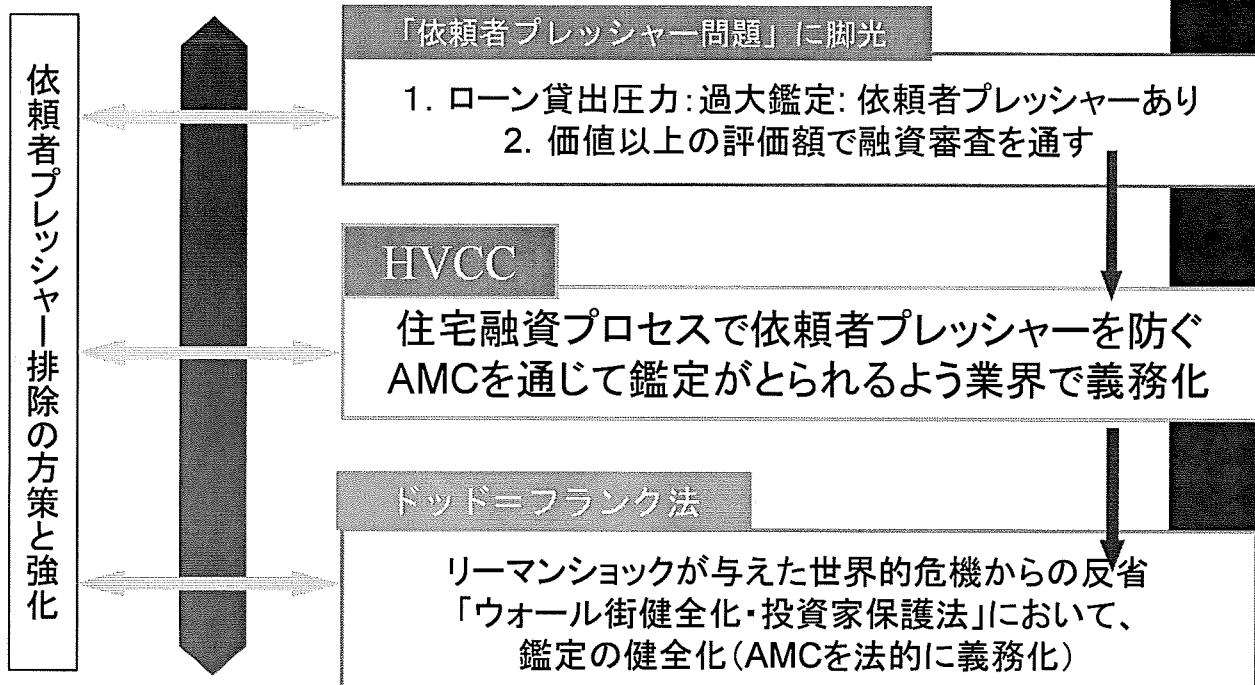
アメリカの住宅ローンはABS（資産担保証券）の中核。
証券化市場において、依頼者プレッシャーの排除のよ
うなガバナンス強化なくして信頼回復なし。

HVCC（Home Valuation Code of Conduct）及びドッド＝
フランク法（ウォール街改革・消費者保護法）によって
AMCが機能を強化。

9

依頼者プレッシャー対策とガバナンス

米の対応：サブプライム問題はなぜ起こったかの反省から



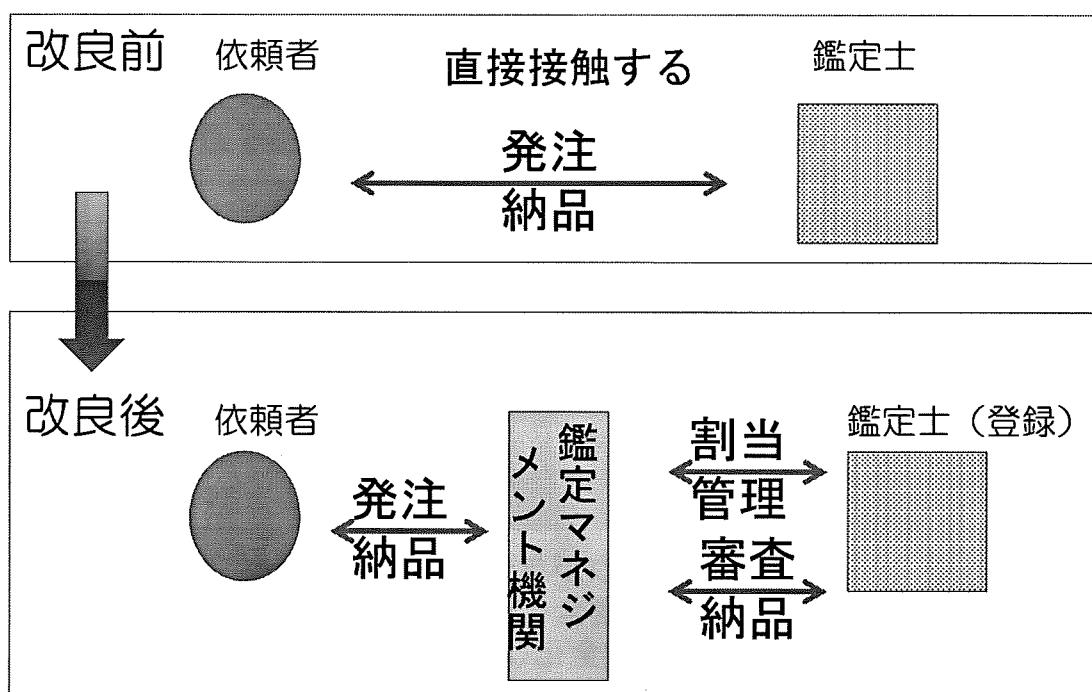
鑑定マネジメント機関について

米国のサブプライムローン問題の背景のひとつとして「低所得者層への貸付」「ローン担保不動産の不当な評価額の上乗せ」があった。

住宅ローンの貸出し圧力が増大し、融資審査のための鑑定がとられる際、鑑定士に対し、鑑定依頼者から評価額に対して「依頼者プレッシャー」がかかり、評価額の不当な引上げが強要され、それが過当な貸出しにつながった。アメリカでは、この反省に立ち、依頼者プレッシャーを防止するための手立てとしてAMC（鑑定マネジメント機関：Appraisal Management Companies）が活用されることになった。

11

依頼者プレッシャー防止のための鑑定マネジメント機関 (直接の接触を排除する仕組み)



12

アジアの依頼者プレッシャー防止策

シンガポールと香港にみる
依頼者プレッシャー排除の方策

「入替制度」
鑑定業者を短期で交替させる制度
(癒着防止)

シンガポール：最大2年までで交替
香港：上限3年で交替

13

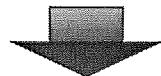
日本では

不動産証券化市場は順調に成長拡大してきているが・・

不動産鑑定は、J-REIT・私募REIT・私募ファンドなど
市場全体のガバナンスにとって重要なファクター。

ガバナンスの面では依頼者プレッシャー等からの
不信がアキレス腱。

ガバメントREITが安全・安心の「国債」を補完し代
替する商品となるには、ガバナンスは非常に重要。
なかでも「依頼者プレッシャー排除」は必要な改革。

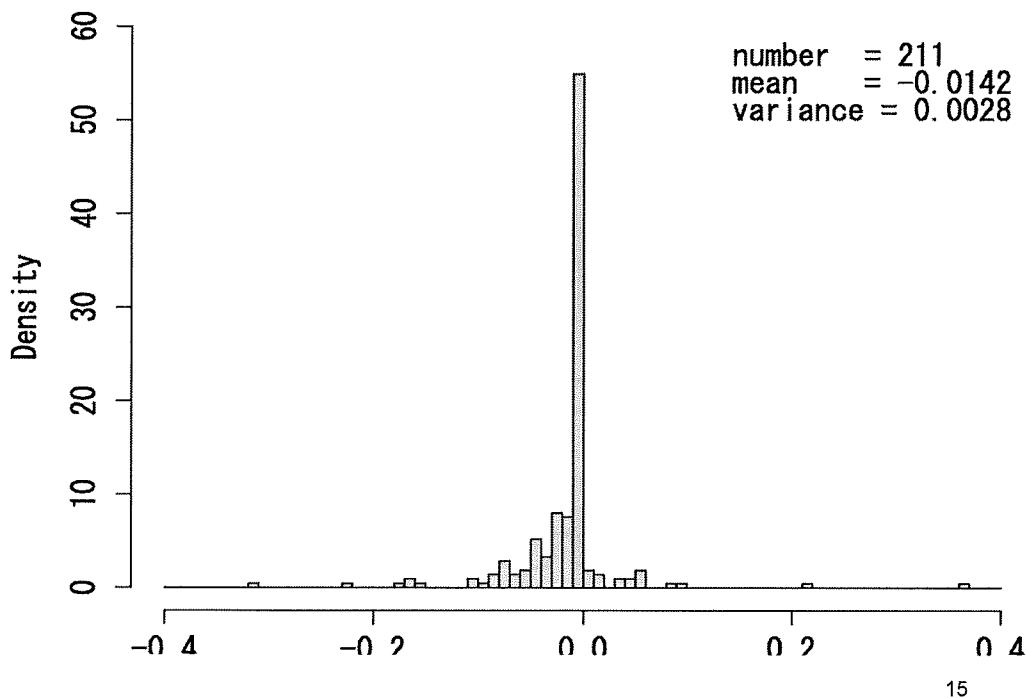


依頼者プレッシャー排除の対策を
日本も、米やアジア先進国を見習って
現状よりさらに進めて講じる必要がある。

14

J-REIT 取得価格と鑑定評価額の差

ヒストグラム（度数分布）：オフィス物件



鑑定評価額決定に必要な変数は主なものだけ
でも 20 以上。かつ将来変動を見込む

変数

収入関連

賃料

共益費

駐車場代

その他

経費関連

維持管理費

修繕費

PM

水道高熱

募集費

重要項目

CAPEX

公租公課

借入

一時金

将来予測

成長率

賃料変動

空室率

転出率

転売予測

投資期間

還元利回り

割引率

転売費用

■をどう解釈するか

不動産証券化における鑑定評価額 =

DCF価格は

- 保有期間中の毎期のCFをおのおの予測
- 各年の割引率で引き戻し
- 売却価格を予想し、割引く
- すべての現在価値を総合計して

得られる価格

ヒストグラムを解釈すると、

鑑定評価額 = DCF評価額

「DCF評価額 ≈ 成立取引価格」

国際評価基準に対応した不動産鑑定評価の課題

2014.10.2

国際評価基準に対応した「実務指針」作成上の留意点（1）

—「実務指針」に反映すべき観点の例示—

不動産市場のグローバル化、社会に対する説明責任等の面から、以下に例示する観点を「実務指針」に反映することが望ましいと考えます。

証券化不動産の鑑定評価について

- 証券化対象不動産の「取得時」「保有期間中」「売却時」の各局面における鑑定評価手法、重視すべき試算価格は全て同じでよいのか（各局面における評価手法の整理が必要）。

時価会計のための鑑定評価について

- IFRS の「公正価値」、IVS の「市場価値」、不動産鑑定評価基準の「正常価格」…等、各概念相互間の整合性についての整理が必要。
- 減損会計における「正味売却価額」「使用価値」の評価は、鑑定評価手法、重視すべき試算価格は同じでよいのか（評価手法の整理、精緻化が必要）。
- 賃貸等不動産の時価等の注記のための鑑定評価についても、評価手法の整理、精緻化が必要。

担保価値の鑑定評価について

- 「担保取得時」と「リファイナンス時」、「ノンリコースローン」「リコースローン」に係る担保価値の評価にあたって、鑑定評価手法、重視すべき試算価格は同じでよいのか（評価手法の整理、精緻化が必要）。

鑑定評価の信頼性の向上に向けて

- 鑑定評価の信頼性の向上のため、チェック体制の充実が民間の審査機関ベースでも図られるよう、規定を整理することが必要。

国際評価基準に対応した「実務指針」作成上の留意点（2）

—鑑定評価手法の適用に関して—

適用する鑑定評価手法の選択、試算価格の調整にあたって

マーケットを反映した手法を選択すべきであり、証券化対象不動産のように市場性・収益性を有する不動産については、取引事例比較法、収益還元法を重視すべきである。

- 手法選択の段階で、マーケットの観点から手法適用の適否を判断し、マーケットを反映した評価手法を採用すべきである。不適切な場合は、適用の断念もあり得る。

収益還元法について

キャッシュフローの的確な把握・将来予測の重要性がいっそう高まる。

→DCF 法を適用のうえ、賃貸用不動産の収支を構成する個別テナントの動態やその将来予測の積み重ねをキャッシュフローに反映させることが必要である。

- マーケット賃料、物件が所在する地域のマーケット情報、物件周辺の類似物件の情報、周辺の物件に対する当該物件の競争力を把握し、将来予測の前提とすることが必要である。

- DCF 法における将来予測シナリオに、不動産市場動向やテナント動態の分析を反映させることが重要である。

・NOI予測の留意点

1. 契約賃料とマーケット賃料の差
2. 周辺の空室状況と競合性・開発動向
3. 全体の価値に対する対象テナントの寄与率
4. 周辺の更新確率と更新後の賃料
5. テナントの更新可能性・賃料支払い能力

- キャップレート査定に際しては、10 年物国債利回りを踏まえたリスクフリーレート、地域や不動産個別のリスクプレミアムを合算する積み上げ方式で査定した割引率をもとに、不動産市場の将来予測を加味してキャップレートを求めることが望ましい（取引事例比較法で求めるキャップレートとは、性格が異なることに注意）。

取引事例比較法について

マーケットを反映した手法として、「複合不動産の取引事例を用いた取引事例比較法」が中心的役割を担うべきである※。

→基準では具体的な手法が示されていないため、実務指針では提示すべき。

●賃貸用不動産の場合、「取引価格」「取引単価」だけでなく、取引事例不動産の「収益性」「利回り」も、比較の対象となる。

●取引事例につき、多面的な観点からの比較を行うことにより、手法の精度が向上する。

●具体的には、次の4つの観点からのアプローチにより比較が可能。

- ・ キャップレート
- ・ 延床面積当たりの取引価格
- ・ 取引価格 ÷ 潜在総収入
- ・ 取引価格 ÷ 有効総収入

●「土地」の取引事例重視から、「複合不動産」の取引事例重視へ（従来の鑑定評価書でみられる「適切に要因比較できる類似不動産の取引事例を得ることが困難」「規範性を有する比準を行うことが困難」などの説明は、マーケット重視の要請に反する）。

※ 現行の実務では、「原価法」の土地価格を求める場面においてのみ取引事例比較法が用いられている。

原価法について

経済的な減価をどう見積もるべきか、など、築年が経過した建物では適用が困難。

→マーケットを反映した評価が難しいことから、適用できる場面は限定的となる。

●原価法で求められる価格は、マーケットの観点からは「評価日において新しい状態であるとした場合に、潜在的な購入者が支払う用意ができているであろう最大額」が基礎となる。この観点から、適用場面は新築ないしは築年の小さい場合に限定され、そうでない場合は信頼性は低い。

●検証手段にとどめるのが妥当であるとともに、築年の大きい場合等に関しては適用を見送ることも考えるべきである。

●マーケットの観点を踏まえた減価修正を施すべきであり、その裏付けを欠いて根拠の曖昧な「土地・建物一体の減価」は安易に使うべきでない。

2013 資産評価政策学会セミナー
「不動産証券化ビジネスにとっての鑑定評価基準改正の意義」
参加者へのヒアリング結果

2013年11月27日に開催した標記セミナーへの参加者に対してヒアリングを行ったところ、以下のような意見が得られた。

- 不動産鑑定は価格をはずしているものが多い。もっとしっかり当ててもらいたい。取得した不動産を継続評価してもらっているが、いざ売ったら売却価格が鑑定評価額と大きくずれてしまっていることが少なくない。そのため、現場の人間から文句を言われることがしばしばある。
- そもそも日本の不動産証券化市場における今の鑑定評価は、上位3位までの鑑定会社の寡占状態であり、この3社の評価額で市場が回っていると言ってよいが、これでよいのか？他社の先例(鑑定評価書)を使ってはいけないとされているが、利回りは使われている。これはなぜOKなのか。ぐるぐる自己完結的に回り巡っているので負の循環。熊を狙う獵師なら熊に当ててほしいが、鉄砲が曲がっているので当たらない。まっすぐな物差しがないからだ。
- 利回りについては、日本不動産研究所のアンケート調査だけしかない。しかもあれは「期待」利回りであり、「こうだったらしいなあ」という数字である。それを基準として、0.1%下げたり上げたりやっているが、そんなことでいいのか。疑問だ。
- 不動産鑑定は、不動産鑑定士がそれぞれの主觀で評価している。不動産鑑定士は、主に過去の実績を基に評価しているが、フロントにいる実労部隊のその感触・実感とは全く異なる。これから将来を見ての取得ですからね。
- 利回りを「国債+リスクプレミアム」で算出しているが、このリスクプレミアムもどう算出するかの疑問が残る。私募ファンドもREITも一緒に取引データをオープンにして、官も業界も力を合わせて開示してほしい。

- DCF 法を実務にどのように活かすとよいかの踏み込んだところを知りたい。いろんなアセットクラス別に DCF 法がどのように使われているかの実際の例について、教えてもらえるのであればぜひ聞いてみたい。
- 日本の鑑定と海外で行われている鑑定の比較なども知りたい。
- オペレーションアセットの評価についてどうすべきか。不動産鑑定評価基準にどう盛り込まれているか興味がある。
- 不動産証券化市場拡大のためには、不動産鑑定士がもっと市場価格を反映すべき。そうすれば、売り手、買い手ともにもっと市場で安心して売買が増え、セカンドリーマーケットも拡大すると思う。
- オペレーションアセット別の不動産評価について具体的に知りたい。例えばショッピングセンターについて。また、ホテルも、旅館とビジネスホテルでは差異があると思われる。あと、病院とか。できれば今人気の倉庫なども。
- 不動産鑑定評価基準の改正は歓迎する。価格の体系の中で、特定価格の概念はわかりにくかった。これがすっきりすればうれしい。また、3 手法併記が緩和されるのも良いと思う。

国際評価基準に対応した「不動産鑑定評価基準」見直しの主な概要

「三手法併用」から「市場を反映した手法重視」へ

(原価法、取引事例比較法、収益還元法の三方式の適用のあり方に関して)

改正前

「原則として、原価方式、比較方式及び収益方式の三方式を併用すべきであり、対象不動産の種類、所在地の実情、資料の信頼性等により三方式の併用が困難な場合においても、その考え方をできるだけ参照するように努めるべきである」(総論第8章第7節)

改正後

「地域分析及び個別分析により把握した対象不動産に係る市場の特性等を適切に反映した複数の鑑定評価の手法を適用すべきであり、対象不動産の種類、所在地の実情、資料の信頼性等により複数の鑑定評価の手法の適用が困難な場合においても、その考え方をできるだけ参照するように努めるべきである。」(総論第8章第7節)

「市場を反映した評価手法を採用すべき」という論調に変わった。従来は、原価法、取引事例比較法、収益還元法の三手法の「併用」が要請されていたが、大きな変化となった。

国際評価基準では、「利用可能なデータおよび評価対象資産の市場に関連する状況によって、どの評価手法(単数または複数)が最も適当であるかが決まる」(IVS フレームワーク 71) となっており、新基準はこれを踏襲しているといえる。

「スコープ・オブ・ワーク」の概念の導入

(「調査範囲等条件」の付加)

「IVSで導入されているスコープ・オブ・ワークの概念をもとに、土壤汚染等の特定の価格形成要因について、一定の要件の下で依頼者と合意することにより、不動産鑑定士が実施する調査を合理的な範囲内で可能とする条件を新たに導入」（「不動産鑑定評価基準等の見直しについて」P3）

具体的には、鑑定評価の基本的事項で「調査範囲等条件」という項を新たに設け、依頼者との合意により条件を付加できるものと変更された。

不動産鑑定士の通常の調査の範囲では、対象不動産の価格への影響の程度を判断するための事実の確認が困難な特定の価格形成要因が存する場合、当該価格形成要因について調査の範囲に係る条件（以下「調査範囲等条件」という。）を設定することができる。（総論第5章第1節）

これは、鑑定評価の業務を拡大するという意味で大きな前進といえる。

特定価格の定義変更

(価格概念のIVSとの整合性の向上)

改正前

「市場性を有する不動産について、法令等による社会的要請を背景とする評価目的の下で、正常価格の前提となる諸条件を満たさない場合における不動産の経済価値を適正に表示する価格」（総論第5章第3節）

改正後

「市場性を有する不動産について、法令等による社会的要請を背景とする鑑定評価目的の下で、正常価格の前提となる諸条件を満たさないことにより正常価格と同一の市場概念の下において形成されるであろう市場価値と乖離することとなる場合における不動産の経済価値を適正に表示する価格」（総論第5章第3節）

結果として正常価格と相違がない評価は正常価格として表示することを意図しており、IVSを意識したものとなっている。

「収益価格を標準とする」の格上げ

(証券化対象不動産等に関する)

「会社更生法又は民事再生法に基づく鑑定評価目的の下で、事業の継続を前提とした価格を求める場合に、事業経営に基づく純収益のうち不動産に帰属する純収益に基づく収益価格を標準とすべき旨、

及び、

「資産の流動化に関する法律又は投資信託及び投資法人に関する法律に基づく鑑定評価目的の下で、投資家に示すための投資採算価値を表す価格を求める場合、収益還元法のうちDCF法により求めた試算価格を標準とすべき旨が、

これまでの「運用上の留意事項」(留意事項III-3)における記述から、「基準」本文(各論第1章第4節)に「格上げ」された。

事業用不動産に係る規定の充実

(収益還元法において「事業用不動産」が明記)

収益還元法の項で、これまでほとんど記述がなかった「事業用不動産」につき、新たに追加された。

例示として

「ホテル等の宿泊施設、ゴルフ場等のレジャー施設、病院、有料老人ホーム等の医療・福祉施設、百貨店や多数の店舗により構成されるショッピングセンター等の商業施設」(留意事項V-1)

が挙げられ、事業用不動産の特性について述べられている。また、運営形態の特性、収益性の分析、総収益把握における留意点についても詳述されている。

基準本文においては、従来の「賃貸以外の事業の用に供する不動産の総収益は、一般に、売上高とする」という記述に、新たに

「ただし、賃貸以外の事業の用に供する不動産であっても、売上高のうち不動産に帰属する部分をもとに求めた支払賃料等相当額、または、賃貸に供することを想定することができる場合における支払賃料等をもって総収益とすることができる」(総論第7章第1節)

が加えられた。

原価法における「減価修正」に関して

(「土地建物一体減価」への注意喚起)

原価法の項に

「対象不動産が建物及びその敷地である場合において、土地及び建物の再調達原価についてそれぞれ減価修正を行った上で、さらにそれらを加算した額について減価修正を行う場合があるが、それらの減価修正の過程を通じて同一の減価の要因について重複して考慮することのないよう留意するべきである」(留意事項V-1)

という文言が加わる。

安易な「土地・建物価格の合計に対する一体減価」に対する注意喚起といえる。

●その他

・建物の個別的要因の充実

住宅、事務所、商業施設、物流施設…と、用途ごとに個別的要因を例示するなど、充実が図られた（留意事項II-2）。

・再調達原価の明確化

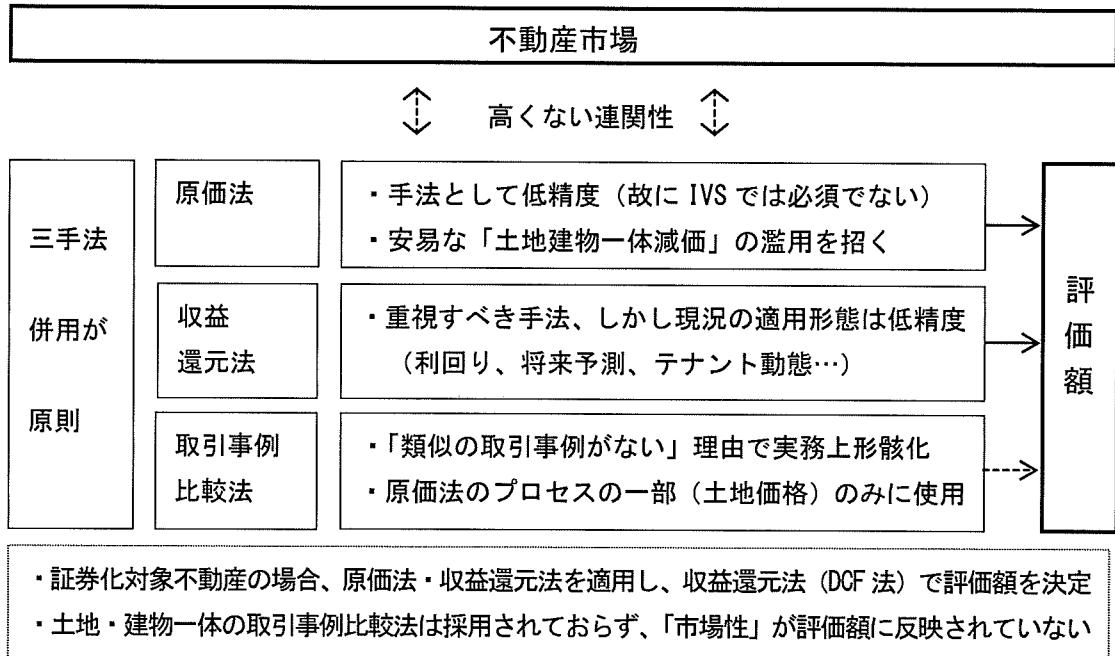
再調達原価の「通常の付帯費用」に「資金調達費用や開発リスクが含まれる」ことが明記された。
(総論第7章第1節)

・継続賃料の評価に係る規定の見直し

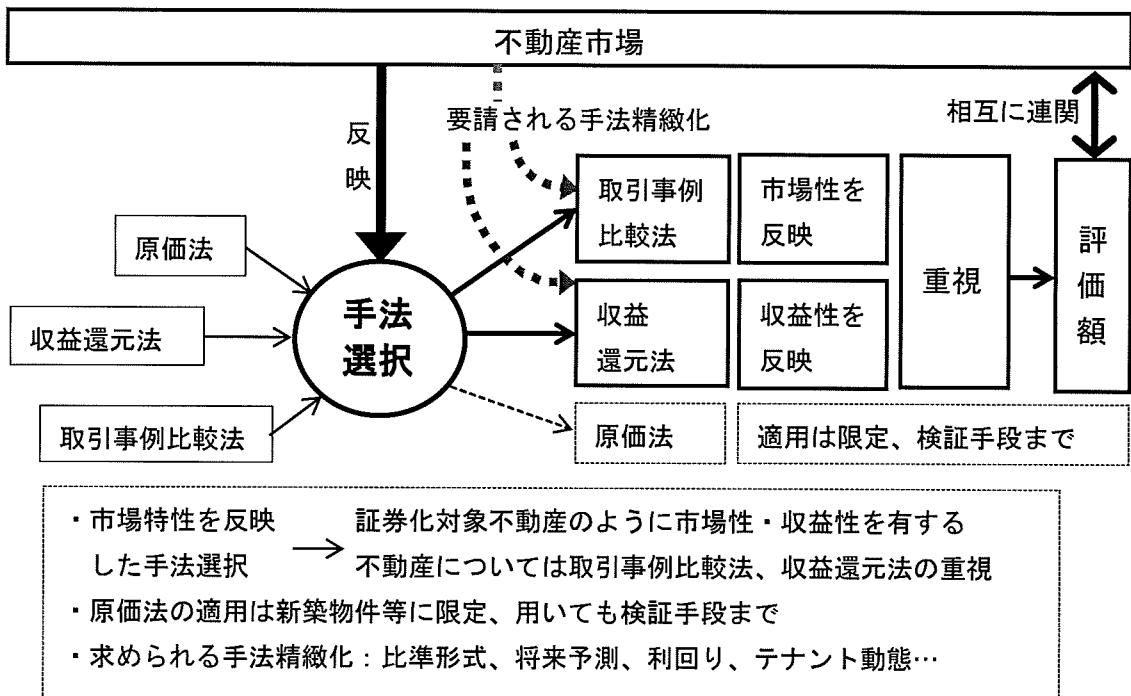
継続賃料の評価について、評価において重視すべき期間や価格形成要因に係る規定が見直された（総論第7章第2節）

国際評価基準に対応した不動産鑑定評価基準改正で求められる 実務面での変化

従来の基準と実務上の課題



改正後の基準と対応して求められる実務



改正不動産鑑定評価基準による評価モデル例

改正不動産鑑定評価基準は、市場特性を反映した評価手法を選択することが前提となる。この考え方により、現在の不動産鑑定評価基準に比べ、市場特性を反映した評価手法精緻化の要請が強まると考えられる。

以降では、こうした改正不動産鑑定評価基準の概念を踏まえた評価モデル例を、オフィスビルのモデルケースを用いて例示する。

I. 対象とするモデル例

- ・ 東京都都心 5 区内、鉄道駅から徒歩圏内に存するオフィスビル（1 階は店舗）
- ・ 土地：約 900 m² 建物：約 6,750 m²（賃貸面積は 5,090 m²）
- ・ 2012 年 6 月新築
- ・ 新築当初は空室が多かったが現在は解消が進み、空室は 1 室のみ
(入居面積 4,650 m²、空室面積 440 m²)
- ・ 保守管理の状態は普通。顕著な瑕疵等は確認されない。
- ・ 築年がまだ小さく、大規模修繕の履歴はない。
- ・ 今後 1 年間の収支見込みの概略は以下のとおり：
潜在総収入（満室を前提に対象不動産から獲得可能な収入）：472.5 百万円
有効総収入（潜在総収入から空室等損失を控除したもの）：432.5 百万円

II. 価格時点

- ・ 2014 年（平成 26 年）1 月 1 日とする。

III. 適用手法

- ・ 類似のオフィスビルの取引事例からの比準による取引事例比較法、現在の対象モデルのレントロールを前提とした収益還元法を適用する。
- ・ さらに、本件は築年が新しいため、原価法も一定の信頼性を有することから原価法についても適用する。

IV. 取引事例比較法による比準価格

- ・改正基準で重視される市場特性を反映した手法として、海外では主流となっている土地・建物一体の不動産同士でみた取引事例比較法が中心的な役割を担うべきである。
- ・賃貸用不動産の場合、取引価格だけでなく、取引事例不動産の収益性・利回りも比較の対象となる。
- ・取引事例につき多面的に比較することにより、手法の精度が向上する。

以下の4つの観点からのアプローチにより比準を行った。

- | | |
|---------------------|---------------------|
| ・キャップレート | ・延床面積当たり価格 |
| ・PGIM（取引価格 ÷ 潜在総収入） | ・EGIM（取引価格 ÷ 有効総収入） |

以下、比準過程につき概括する。

1. 取引事例の基礎データ

不動産証券化協会「ARES J-REIT Property Database」より収集

取引事例符号	A	B	C	対象不動産
取引時点	2013年7月	2013年8月	2013年11月	-
新築時点	2005年3月	2008年8月	1991年12月	2012年6月
所在地	■区■■丁目	■区■■丁目	■区■■丁目	■区■■丁目
前面道路幅員	m	22	15	9.5
取引価格	百万円	6,920	4,760	5,000
物件のタイプ		テナントビル	テナントビル	テナントビル
構造・階層		S·RC9B1	S·RC8B1	SRC9
敷地面積	m ²	940	810	600
延床面積	m ²	7,150	5,100	4,720
賃貸可能床面積	m ²	4,870	3,470	3,570
潜在総収入	百万円	370.0	328.5	270.8
稼働率	%	100.0	100.0	100.0
有効総収入	百万円	370.0	328.5	270.8
運営費用	百万円	124.0	55.7	69.0
純収益	百万円	246.0	272.8	201.8

2. 比較のための分析

取引事例符号	A	B	C	
取引価格/延床面積 千円/m ²	968	933	1,059	
取引価格/賃貸可能床面積 千円/m ²	1,421	1,372	1,401	
有効率 %	68.1	68.0	75.6	
PGIM ※1	18.70	14.49	18.46	→ 17.2
EGIM ※2	18.70	14.49	18.46	→ 17.2
経費率 %	33.5	17.0	25.5	
運営費用/延床面積 千円/m ²	17.3	10.9	14.6	
キャップレート %	3.6	5.7	4.0	→ 4.4
潜在総収入/延床面積 千円/m ²	51.7	64.4	57.4	
潜在総収入/賃貸可能床面積 千円/m ²	76.0	94.7	75.9	
新築時からの経過年数 年	9	5	22	
駅からの距離 徒歩分	4	2	3	
指定容積率 %	800	600	800	
使用容積率 %	761	630	787	

(基準容積率は、A～Cとも指定容積率と同一。なお、一部で使用容積率が上回っているのは、駐車場等の容積不算入部分が含まれるためとみられる)

※1 PGIM (Potential Gross Income Multiplier) = 取引価格 ÷ 潜在総収入

※2 EGIM (Effective Gross Income Multiplier) = 取引価格 ÷ 有効総収入

3. 取引事例と対象不動産の比較

取引事例符号	A	B	C	対象不動産
取引価格/延床面積 千円/m ²	968	933	1,059	-
時点修正 (取引時点～価格時点の変化率) %	1.2	1.0	0.4	-
時点修正後価格/延床面積 千円/m ²	979	943	1,064	-
地域要因・街路条件	6.0	2.0	8.0	
	前面道路36m	前面道路15m	前面道路44m	前面道路9.5m
地域要因・交通接近条件	0.0	1.0	-1.0	
	駅徒歩3分	駅徒歩2分	駅徒歩4分	駅徒歩3分
地域要因・環境条件	-5.0	-5.0	10.0	
	普通	普通	優る	やや優る
地域要因・行政的条件	5.0	-5.0	5.0	
	指定容積率・ 基準容積率800	指定容積率・ 基準容積率600	指定容積率・ 基準容積率800	指定容積率700 (地区計画適用で 基準容積率も同じ)
個別の要因・築年数	-15.0	-10.0	-25.0	
	築後9年	築後5年	築後約22年	築後2年
個別の要因・規模	0.0	-3.0	-5.0	
	延7,150m ²	延5,100m ²	延4,720m ²	延6,750m ²
個別の要因・品等	0.0	0.0	0.0	
	普通	普通	普通	普通
修正合計	-9.0	-20.0	-8.0	
試算価格/延床面積 千円/m ²	1,076	1,178	1,156	
(試算価格平均 千円/m ²)	1,137			

4. 比準価格の査定

キャップレートからのアプローチ	326.5 百万円 ÷ 4.4 % =	7,420,455 千円
延床面積当たり価格からのアプローチ	6,750 m ² × 1,137 千円/m ² =	7,674,750 千円
PGIMからのアプローチ	472.5 百万円 × 17.2 =	8,127,000 千円
EGIMからのアプローチ	432.5 百万円 × 17.2 =	7,439,000 千円

比準価格のレンジ 7,420,455 千円 ~ 8,127,000 千円

比準価格の決定

4つのアプローチから比準価格を求め、そのレンジは上記のようになつた。取引事例の基礎データはいずれも現実のオフィスビルの事例に準拠することから、4つのアプローチは等しく信頼性を有するとみられる。

本件では、4つのアプローチによる価格を等しく重視し、取引事例比較法による比準価格を、各アプローチからの平均値に準拠して 7,662,000 千円と求めた。

V. 収益還元法による収益価格

- ・適用手法に対する市場の反映が重視される改正基準では、キャッシュフローの的確な把握・将来予測の重要性が高まる。
- ・賃貸用不動産の収支は個別のテナントの動態・その将来予測の積み重ねで構成される。この本質に根差した収益還元法として、リースバイリース方式を活用した DCF 法の活用がふさわしい。

対象不動産に係る現実のレントロールデータをもとに、リースバイリース方式を用いた DCF 法により、収益還元法による収益価格を求めた。

1. 前提条件

(1) 価格時点（2014 年 1 月）現在のレントロール

	所在	区分	賃貸面積 (m ²)	月額賃料		月額共益費		敷金 (月)	契約期間	賃料減免期間・減免率	マーケット賃料 (円/m ²)
				(千円)	(円/m ²)	(千円)	(円/m ²)				
メーカー A	8F	オフィス	670	4,623	6,900	804	1,200	10	2012.7～2015.3	—	賃料 6,200 共益費 1,200
損保 B	6～7F	オフィス	1,340	9,246	5,500	1,608	1,200	10	2012.6～2014.6	—	
運輸 C	4～5F	オフィス	1,340	8,174	5,900	1,608	1,200	12	2013.10～2018.3	—	
メーカー D	3F	オフィス	670	4,623	6,900	804	1,200	12	2013.2～2023.3	2013.4～2017.3 10%	
商社 E	2F	オフィス	230	3,400	8,100	(賃料に込み)		12	2012.7～2015.3	—	
(空室)	2F	オフィス	440	—	—	—	—	—	—	—	
エステ F	1F	店舗	240	1,944	7,800	288	1,200	12	2013.1～2017.3	—	
飲食 G	1F	店舗	160	1,104	6,900	192	1,200	10	2013.3～2023.3	2013.3～2016.3 10%	

(2) 現入居テナントの特性、今後の動向の見通し

ヒアリングや現地調査で把握した状況は以下のとおりである。なお、これらは、以降で設定されるマーケット賃貸仮定の設定に考慮される。

メーカーA	製鉄メーカーの東京事務所。業態は比較的安定的。契約期間末尾を迎えるが、現時点では、退去の必要に迫られる事情は特段認められない。
損保B	竣工当初から入居しているが、市場下より低位な水準で契約した経緯がある。所有者としては更新時には賃料を引き上げたい意向だが、同社としては、条件次第では退去することも検討しているよう。現在賃料をめぐる交渉が行われているとの由である。
運輸C	空室が続いているが、都心部に営業拠点を求めて最近になって入居した。長期間で契約している代わりに、賃料水準は市場下より若干低位な水準で入居。現在賃料改定をめぐる話はない。
メーカーD	竣工時からしばらく経って営業拠点を求めて入居。約10年間の契約の長期入居だが、一定期間は賃料の減免措置がある。
商社E	東京都内の地場の商社。ほぼ竣工当初から入居。現賃借部分を拠点としていることから、少なくとも次の契約満了時は契約を更新のうえ継続入居する可能性が高い。
(空室)	竣工当初から建設企業が入居していたが、現在の区画が手狭になったことから業務拡張を目的に移転。2013年9月末に退去し、価格時点現在空室になっている。
エステF	開業して約20年の歴史があり、対象不動産には2013年初から入居した。入居当初から一定の集客があるが、ごく最近は周辺には競合店も増加しているほか、業態として価格競争も激しく、集客を維持できるかは不透明。
飲食G	2013年3月に入居した居酒屋。約10年間の長期の契約であるが、入居から約3年は賃料の減免がなされている。

(3) 分析期間

一般的な分析期間として実務上用いられており、適正な純収益の把握が可能な期間として、5年（価格時点（2014年1月初）からの5年間）に設定。

(4) マーケット賃料の変動率

+0.5%／年と予測。

以下の動向に鑑みれば、価格時点現在の不動産市況・賃料水準は、ようやく回復期のサイクルに入った段階にある。不動産市況のサイクルの観点に鑑みれば、分析期間内は、回復期～上昇期の段階にあり、グレード A クラスのオフィスビルの賃料水準は若干の上昇傾向を続けるとみられる。経済政策からみても、賃料・物価は若干の上昇傾向で動く可能性が高い。

こうした不動産市場のサイクルや一般経済状況を踏まえ、マーケット賃料の変動率を査定した。

- ・東京エリアにおける不動産取引市場・不動産投資市場・不動産賃貸市場は 2007 年頃にピークを迎えていたが、その後はいわゆるリーマンショックなどもあり市況は悪化のサイクルに入り、2010 年～11 年頃は停滞期を迎えた。
- ・こうした不動産市況は、2012 年半ばころから、J-REIT をはじめとする不動産取引件数、新築マンションの売買件数が増加局面に入るなど、回復の兆しが見え始めた。東京都心部のオフィス需要も底を打ち、2013 年は回復局面に入った。大量供給の影響で 2011 年末に上昇していたグレード A クラスオフィスビルの空室率は、以降低下傾向を続けているほか、伸び悩んでいた賃料水準も 2013 年に入り底を打ち、上昇局面に入っている。(※ 1)
- ・一方、価格時点現在、いわゆる「アベノミクス」と称される景気刺激策が雇用・個人消費・生産活動に徐々に効果を及ぼし始めた。結果、長期間低迷～下落が続いていた消費者物価も、価格時点現在では上昇局面に入りつつある(※ 2)。

※ 1：サービーアールイー「ジャパンオフィスマーケットビュー」による、東京都のグレード A クラスのオフィスビルの想定成約賃料水準は以下のとおり。

2012 年第 4 四半期：月額 29,800 円／坪

2013 年第 4 四半期：月額 30,650 円／坪（この間の変動率 +2.9%）

※ 2：東京都区部における、2014 年 1 月中旬時点の消費者物価指数（総合）の推移：

対前年同月比で +0.7%（速報値）

(5) 割引率

5.1%と査定。

積み上げ方式により、以下のリスクフリー、各種リスクプレミアムを合算した率に査定した。

リスクフリー	0.6%	10年国債利回りの直近の水準を採用。
ファンダメンタル リスクプレミアム	3.0%	流動性・権利変動・賃料変動・空室・地震・災害といった、不動産の本来持つリスクプレミアム相当を計上。
地域的 リスクプレミアム	0.5%	対象不動産の存する地域におけるグレードAクラスのオフィスビルに係る、地域的なリスクプレミアム（東京都心のCBDにおける同様のオフィスビルと比較した場合のリスクプレミアム）相当を計上。
個別的 リスクプレミアム	1.0%	建物の築年・規模・入居状況の推移、入居テナント属性を加味したリスクプレミアムを加算。本件においては、グレードAクラスのオフィスビルに比べれば規模が小さい点、新築から空室解消までやや時間を要した点も考慮した。
合計	5.1%	上記の合計値を割引率として採用

(6) 最終還元利回り

4.6%と査定。

割引率・還元利回りの関係は、以下の式にて示すことができる。

$$R = r - g$$

上記(4)に準拠すれば、 g （不動産の期待成長率）=0.5%相当が妥当と判断されることから、上記式に準拠し、

$$\text{還元利回り} = R = 5.1\% - 0.5\% = \underline{4.6\%} \text{とした。}$$

価格時点と分析期間満了時点翌年とでは予測の不確実性の程度は同一と判断、分析期間満了時点翌年の純収益の還元に用いる最終還元利回りは、還元利回りと同率である4.6%を採用した。

2. 収入項目

(1) 運営収益

① 貸室賃料収入・共益費収入・空室等損失

本件では、テナント（入居区画）ごとに設定した以下のマーケット賃貸仮定を設定のうえ、これに基づき、リースバイリース方式を用いて、テナント（入居区画）ごとに各年の貸室賃料収入・共益費収入を試算した。また、空室損失が発生した場合や賃料減免が施されている場合は、期間相応の損失・減額を、空室等損失として計上する。

こうして求められた各テナントの貸室賃料収入・共益費収入・空室等損失を積み上げて合計したものが、対象不動産全体の貸室賃料収入・共益費収入・空室等損失となる。

▼マーケット賃貸仮定のまとめ

	マーケット賃料 (1年目) (円/m ² /月)		契約 満了時の 更新確率	賃料水準		退去後の 空室継続 期間	新規テナ ントの平均 契約期間	敷金 (月)
	うち 賃料	うち 共益費		更新時	新規入居時			
メーカーA	6,200	1,200	80%	直前賃料	マーケット賃料	6か月	2年	10
担保B			50%	マーケット賃料				10
運輸C			90%	直前賃料				12
メーカーD	(分析期間満了時点翌年まで契約通りの賃料で継続入居)							
商社E	6,200	1,200	現契約満了 時は100%、 以降80%	直前賃料	マーケット賃料	6か月	2年	12
(空室)			80%	—	マーケット賃料			12
エステF	7,800	1,200	60%	直前賃料	マーケット賃料	8か月	3年	12
飲食G	(分析期間満了時点翌年まで契約通りの賃料で継続入居)							

※新規入居時には、所有者負担の契約手数料が賃料の1か月分発生

※敷金は、いずれの区画も標準的な水準にあることから、更新テナントも新規テナントも現入居テナントと同じ月数とした。

※マーケット賃料の変動率は、前記のとおり年率+0.5%

※空室（2階）には、旧テナントが退去してから6か月後、価格時点から3か月後の2014年4月初に、マーケット賃料水準にてオフィステナントが入居する予測。

本件における、前記マーケット賃貸仮定に基づく推移は以下のようになった。

年	年 1	年 2	年 3	年 4	年 5	年 6
期末	2014-12月	2015-12月	2016-12月	2017-12月	2018-12月	2019-12月
賃室賃料収入	390,696,000	395,158,602	395,547,338	395,095,923	396,275,830	395,695,196
共益費収入	63,576,000	71,708,580	68,051,145	71,870,810	72,053,230	68,573,880
<共益費込み 賃室賃料収入>	454,272,000	466,867,182	463,598,483	466,966,733	468,329,060	464,269,076
空室等損失 (テナント入れ替え による発生分)	(33,108,000)	(4,174,770)	(27,929,211)	(11,364,781)	(11,258,381)	(31,274,264)
空室等損失 (賃料減免分)	(6,872,400)	(6,872,400)	(5,878,800)	(1,386,900)	0	0

(単位:円)

なお、テナント属性は、マーケット賃貸仮定に以下の考え方で反映させた。

メーカーA	標準的なテナントであり、更新確率、退去後の空室期間も各種調査、周辺事例に基づく標準的な水準に準拠。
担保 B	更新時の賃料交渉がまとまらず退去するリスクを更新確率に反映。なお、更新する場合はマーケット賃料水準までの値上げを見込む。
運輸 C	賃貸人と賃借人の状況から現賃料とおりで更新する可能性が高いと予測。
メーカーD	現在の契約を反映。
商社 E	少なくとも次回の契約更新時は確実に更新すると予測。
(空室)	標準的なテナント像を想定。
エステ F	周辺の競合店増加のリスクを、契約満了時の更新確率や現入居テナントの空室発生期間に反映。
飲食 G	現在の契約を反映。

②その他の運営収益

直近 1 年の収支資料の分析、入居状況の推移を考慮のうえ、以下に査定した。

水道光熱費収入	満室時の水準： 1 年目：年額 10,000,000 円(直近の実績値を踏まえ査定) 2 年目以降はマーケット賃料の変動に応じて 0.5%／年上昇。 なお、各年の計上値は、上記のうち 30%が固定的に発生、70%が稼働状況に応じて変動するものとした。
駐車場収入	1 年目：年額 7,000,000 円 2 年目以降はマーケット賃料の変動に応じて 0.5%／年上昇。
その他収入	年額 180,000 円 2 年目以降はマーケット賃料の変動に応じて 0.5%／年上昇。

(2) 敷金の運用利回り

近年の長期金利の水準・動向を考慮のうえ各年 0.5%と査定、その運用益を計上した。

3. 支出項目

(1) 運営費用

直近1年の収支資料の分析ほか、入居状況の推移を考慮のうえ、以下に査定した。

維持管理費	1年目：年額 46,500,000円（直近の実績値を重視） 2年目以降はマーケット賃料の変動に応じて0.5%／年上昇。
水道光熱費	満室時の水準： 1年目：年額 14,500,000円（直近の実績値を踏まえ査定） 2年目以降はマーケット賃料の変動に応じて0.5%／年上昇。 なお、各年の計上値は、上記のうち30%が固定的に発生、70%が稼働状況に応じて変動するものとした。
修繕費	各年 780,000円（直近の実績値を重視）
プロパティマネジメントフィー	自主管理であるため計上しない。
テナント募集費用等	新規テナント入居時に賃料の1か月分を計上
公租公課（土地）	各年 24,400,000円（入手した課税明細書による）
公租公課（建物）	各年 13,900,000円（入手した課税明細書による）
損害保険料	各年 800,000円（直近の実績値を重視）
その他費用	1年目：年額 180,000円（直近の実績値を重視） 2年目以降はマーケット賃料の変動に応じて0.5%／年上昇。

(2) 資本的支出

築年が小さいため、分析期間内～同満了時点翌年にかけて、資本的支出は計上しない。

4. 収益価格の査定

1～3の過程を踏まえ、収益価格を7,204,000千円と査定した。

VI. 原価法による積算価格

- ・賃貸用不動産の評価においては、新築ないしは築年の小さい場合を除き、手法としての信頼性は低い。
- ・検証手段にとどめるのが妥当であるとともに、築年の大きい場合に関しては適用を見送ることも考えられる。
- ・根拠の曖昧な「土地・建物一体の減価」は使うべきでない。

本件の場合、以下のように、土地・建物の合計額に相当する、7,934,000千円になる。

- ・土地価格：6,138,000千円

土地単価：6,820千円／m²

(標準価格 6,200千円／m²、個別的要因による格差修正率 110% (二方路+10))

$$\rightarrow 6,820 \text{千円／m}^2 \times 900 \text{ m}^2 = 6,138,000 \text{ 千円}$$

- ・建物価格：1,491,750千円

建物単価：266千円／m²

[再調達原価 280千円／m²、現価率 95% (年数法による現価率 95%、観察減価は認めない)]

$$\rightarrow 266 \text{千円／m}^2 \times 6,750 \text{ m}^2 = 1,795,500 \text{ 千円}$$

- ・土地・建物一体の価格：8,131,500千円

$$6,138,000 \text{ 千円} + 1,795,500 \text{ 千円} = 7,933,500 \text{ 千円}$$

- ・積算価格の決定：7,934,000千円

$$7,933,500 \text{ 千円} (\text{土地・建物の合計額}) \approx 7,934,000 \text{ 千円}$$

以下の点から、土地・建物一体の減価は施す必要ないと判断

- ・オフィスビルとして現に稼動しており、相応の市場性を有す。

- ・土地・建物それぞれの価格を査定する際にも、市場性の観点は十分に考慮している。

VII. 試算価格の調整及び鑑定評価額の決定

各試算価格は以下に求められた。

取引事例比較法による比準価格：7,662,000千円

収益還元法による収益価格 : 7,204,000千円

原価法による積算価格 : 7,934,000千円

本評価では、取引事例比較法による比準価格を採用し、鑑定評価額を7,662,000千円と決定した。

理由は以下の通り。

取引事例比較法は、現実の類似不動産の取引事例から求める手法であり、求められた比準価格は市場価値を最も表すものである（下表「3手法の特徴」を参照）。

本評価においては、取引事例比較法により求めた価格は、収益還元法、原価法それぞれから求めた価格と比較して中庸値となっており、その妥当性が裏付けられた。

表 3 手法の特徴

取引事例比較法による比準価格	<ul style="list-style-type: none">同一需給圏内に存する現実の類似不動産の取引事例から求めた価格で、市場性を反映している本件の場合、キャップレート、延床面積当たり価格、PGIM、EGIM の 4 つのアプローチからの比準により求めた。取引事例に係る収益性を反映した要素を含めた多角的なアプローチにより求められていること、さらにいざれも現実データに立脚しており、高い信頼性を有すると考えられる。
収益還元法による収益価格	<ul style="list-style-type: none">不動産の収益性に着目し、土地建物一体として得られる収益から試算した価格である。本件の場合、現実のレントロールや収支データをベースに、個別の入居テナントの特性・動態を踏まえて詳細な詳細予測を行う形で、リースバイリース方式による DCF 法を用いて求めたことから、信頼性は高い。入居テナントの更新確率等、将来予測に一部想定要素を含む。
原価法による積算価格	<ul style="list-style-type: none">費用性の観点から求められた価格であるが、いわば供給者価格として対象不動産の物理的価値を反映したもので、多分に積み上げ的とならざるを得ない。それゆえ、需要者の市場性は反映されにくい。