

## はじめての鑑定実務 第 5 回 — 複合不動産の収益価格① —

不動産鑑定工房  
不動産鑑定士 菱村 寛

平成バブル崩壊の反省から、不動産取引の意思決定における「収益性の検討」は、不可欠の手続きとなりました。

不動産鑑定の現場では、昭和 39 年の不動産鑑定評価基準制定以来、一貫して「収益性の検討 (収益価格の試算)」が行われてきました。また、平成 14 年・平成 19 年の基準改正などを経て、収益還元法の理論構成はより精緻なものへと進化しています。

しかし、理論構成がいくら精緻であっても、対象不動産の確認や要因分析に誤りがあっては何にもなりません。

今回は、一般的な賃貸事務所ビルの評価を題材として、「直接還元法」の適用手順について検討します。「どのような価格形成要因に着目し、それをどのように評価手法に反映させるのか」ということを考えるきっかけにしてください。

なお、平成 19 年の基準改正に伴い、収益還元法について総論第 7 章と各論第 3 章に規定が置かれました。両者は収益・費用の分類方法が異なりますが、本稿では、より強い説明責任を指向する各論第 3 章に準ずることとします。

### ○直接還元法の意義

#### 1. 収益還元法の定義

収益還元法は、対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在価値の総和を求めることにより対象不動産の試算価格 (試算価格) を求める手法である。

収益価格を求める方法には、

①一期間の純収益を還元利回りによって還元する方法 (直接還元法) と、

② (一般的な投資家の) 保有期間中に発生する純収益及び復帰価格を、その発生時期に応じて現在価値に割引き、それぞれを合計する方法 (DCF 法) とがある。

(総論第 7 章)

収益還元法は、「将来予測」を基本とする手法であり、上記 2 つの方法の違いは、「将来予測」を試算過程にどのように反映させるかという点にある。すなわち、「直接還元法」では将来予測を還元利回り等に反映させ、「DCF 法」では保有期間中に係る予測をキャッシュフロー表に、保有期間以降に係る予測を最終還元利回りにそれぞれ反映させる。

#### 2. 「直接還元法」の適用方法

通常、直接還元法による収益価格は、次式により試算する。

$$P (\text{収益価格}) = a \div R$$

a : 償却前純収益 (総費用に減価償却費を計上しない)

R : 償却率を含む還元利回り

純収益とは、不動産に帰属する適正な収益をいい、通常 1 年を単位として総収益から総費用を控除して求める (表①)。

また、還元利回りとは、不動産の収益性を表し、一期間の純収益から収益価格を直接求める際に使用される率であり、将来の変動予測等を含むものである。

表① 総収益・総費用の細項目

総収益	○加算項目 (満室稼働を前提とする)
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸室賃料収入</li> <li>・共益費収入</li> <li>・水道光熱費収入</li> <li>・駐車場収入</li> <li>・敷金等の運用益※1</li> <li>・(将来期待される) 礼金等の運用益・償却額</li> <li>・その他収入</li> </ul>
	○減算項目※2
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・空室等損失</li> <li>・貸倒れ損失</li> </ul>
総費用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・維持管理費</li> <li>・水道光熱費</li> <li>・修繕費 (小規模修繕費)</li> <li>・プロパティマネジメントフィー</li> <li>・テナ募集費用等</li> <li>・公租公課 (固定資産税・都市計画税)</li> <li>・損害保険料</li> <li>・資本的支出 (大規模修繕費) ※1</li> <li>・その他費用</li> </ul>

※1 各論第 3 章では、まず、運営収益から運営費用を控除して「運営純収益」を求め、これに「敷金等の運用益」を加え、「資本的支出」を引いて「純収益」を求めていることとされている。

※2 総論第 7 章では、上記「減算項目」は、総費用の一部とされている。

なお、「基準」には、「償却後純収益を、償却率を含まない還元利回りで除する方法」も例示されている。しかし、一般的な投資家は意思決定に際して償却前純収益による収益性検討を行うことなどから、実務では前式を用いることが多い。

また、証券化対象不動産の評価 (各論第 3 章) においては「DCF 法」の適用が義務付けられ、「直接還元法」は検証手段に留められている。しかし、将来予測が適切に試算過程に反映されれば 2 つの手法に優劣の差は全くない。

### 3. 「直接還元法」と将来予測

直接還元法の適用において、将来の変動予測を反映させる方法には、次の 2 つがある。

#### ①還元利回りに反映させる方法

還元利回りを求める方法の一つに「割引率との関係から求める方法 (R 還元利回り = Y 割引率 - g 純収益変動率)」がある。

この方法から分かる通り、純収益は上昇する (g はプラス) と予測されるとき還元利回りは低くなり、純収益は下落する (g はマイナス) と予測されるとき還元利回りは高くなる。

#### ②純収益を標準化する方法

例えば、間もなく家賃の値下げ改定が見込まれるときは、値下げ改定後の家賃に基づいて純収益 (標準化された純収益) を査定する。

この場合、「間もなく生ずる値下げ改定」という将来予測は、「標準化された純収益」に反映済みであるので、当該要因を「還元利回り」にも反映することで二重計上してはならない。

#### ○「総収益」の査定手順

収益還元法の適用においては、まず初年度の総収益を査定する。

試算過程に将来予測を反映させるため、総収益の査定に際しては次の手順を踏まなければならない。

①価格形成要因の分析 (貸室状況・契約内容の把握)

②現行家賃の査定

③市場家賃の査定

④現行家賃と市場家賃とを比較し、現行家賃の将来動向を予測する

#### ○価格形成要因の分析

##### 1. 貸室状況の把握

鑑定評価の基本は「確定と確認」である。まずは設計図書・契約書添付平面図と現況とを照合して、貸室状況を正確に把握しなければならない。

小規模ビルでは、契約面積より実際の有効面積の方が小さいことがある。借家人募集の際、廊下や階段などの共用部分を契約面積に含めて見かけの家賃単価を下げようとしたものと考えられる (図①)。

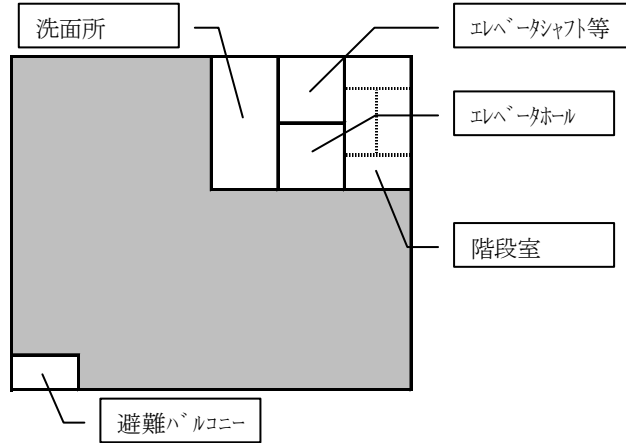
有効面積を正確に把握することは、市場家賃の査定等に不可欠の作業である。したがって、契約書やレントロールを鵜呑みにせず、実査で有効部分を確認し、平面図を用いて自ら測定すること等が必要となる。

市場家賃の査定等に際しては、このような特約の確認も不可欠である。

## 図① 契約面積と有効面積

事務所の契約面積は、網掛け部分を壁芯で測定した面積とする場合が多い。エレベータホール等を独占的に使用できるとき当該部分を契約面積に含める場合もあり、前述のとおりその他の部分も全て契約面積に含める場合もある。

いずれの場合も、借家人にとっての有効面積は網掛け部分であり、市場家賃査定に際しては有効面積で比較すべきである。



## 2. 契約内容の把握

貸室の多いビルの場合、依頼者から預かる賃貸借契約書等も膨大になりがちだが、重要ポイントはしっかり押さえなければならない。

### a. 普通借家契約か定期借家契約かの区分

市場家賃が上昇している局面では、普通借家か定期借家かが、後述する家賃動向予測に決定的な差異を生じさせる。

### b. 契約範囲

契約面積に共用部分を含むかどうかのほか、駐車場や屋外看板等を含むかどうか等の確認が必要である。店舗区画の場合は、内装・設備等の工事費負担者も確認すること。

これらは、市場家賃の査定等の重要な前提である。

### c. 家賃改定条項

「家賃が不適当となったときは、当事者の協議により改定できる」等のあいまいな条項の契約が多く見られるが、家賃を物価指数に連動させるなど具体的な改定条項を定めている契約もある。

万一争いとなった場合に改定条項が否認される可能性もあるが、家賃動向予測の重要資料であることに変わりない。

### d. 修繕費負担条項

事務所ビルの賃貸借契約では、躯体等の修繕費は家主が、小修繕や消耗品交換に要する費用は借家人がそれぞれ負担する約定のものが多い。

もし、躯体等の修繕費まで借家人が負担する特約があれば、それに応じ家賃が減額されていると考えられる。

## ○現行家賃の査定

鑑定士としての説明責任を果たすには、家主が賃貸経営により得る収入を細大漏らさず把握し、これを全て総収益に計上することが望ましい。

### a. 貸室賃料収入

家賃には消費税が含まれている場合とない場合があるので、契約書を確認の上税抜き家賃を把握する。

### b. 共益費収入

共益費収入とは、共用部分の維持管理費として借家人から徴収する収入である。家主の得る収入を漏らさず把握するためには、これを総収益に計上することが望ましい。

なお、総論第 7 章では、「共益費収入を総収益に計上しない代わりに、これに対応する維持管理費を総費用に計上しない」方法を標準としていると解釈される。

### c. 水道光熱費収入

水道光熱費収入とは、貸室部分に係る電気・水道料等のうち、家主が借家人から徴収しているものを指す。当然ながら、借家人自ら供給事業者を支払っている場合は、総収益に計上しない。

なお、家主が借家人から徴収する水道光熱費収入は、家主が供給事業者を支払う実費を多少上回っていることが多い(差額は家主の儲け)。

### d. 駐車場収入

月極め駐車場の場合は契約金額を計上し、時間貸し駐車場の場合は過去の駐車料収入実績等から推定した金額を計上する。

時間貸し駐車料は、月極め駐車料を上回ることが多いが、料金徴収コストも高くなる。

### e. 預り金的一時金の運用益

預り金的一時金に運用利回りを乗じて、その運用益を計上する。

仮に「保証金 100 万円。うち 20 万円は契約終了時に償却。」という定めがあれば、預り金的一時金は 80 万円のみである。

また、運用利回りは、「①不動産の期待利回り・取引利回り、②長期預金の金利・国債利回り・等を比較考量して決定する(総論第 7 章)」とされている。投資家は預り金の一部を(不動産投資に係る)借入金の返済に充て、残りの一部を返済原資として預金等で運用すると考えられるため、運用利回りは両者の幅のどこかに設定すべきだろう。

f.前払い的性格を有する一時金の運用益・償却額  
 家主が既に受領した一時金のうち買主（新家主）に承継されない礼金等の運用益・償却額は計上しない。  
 しかし、将来期待される更新料収入は計上すべきである。また、借家人の入替えが頻繁な物件（例えば、学生向けワンルームマンション）なら、将来期待される礼金収入も、総収益に計上することが考えられる。  
 なお、将来の一時金収入に係る運用益・償却額は、次式により査定できる。

予想一時金×複利現価率※1×年賦償還率※2  
 ※1：価格時点から予想収入時点までの複利現価率  
 ※2：平均的回転期間の年賦償還率

g.その他収入  
 看板・屋上アンテナ・自動販売機設置料などを計上する。  
 h.空室等損失（減算項目）  
 賃貸借市場における空室率を目安とし、空室等損失を計上する。  
 直接還元法の適用では、対象不動産の現在の空室率に必ずしも拘束されない。しかし、空室の発生が対象不動産の個別性に由来する場合（例えば、貸室形状が悪い、機能性が劣る等）は、市場平均と大きく異なる率とすることもある。  
 i.貸倒れ損失（減算項目）  
 借家人の破産等による家賃不払いリスクを反映するための減算項目である。敷金・保証金等により十分担保されていれば、計上する必要はない。

### ○市場家賃の査定

総収益（運営収益）は、満室稼働を前提とする総額から空室等損失・貸倒れ損失を控除して求めるため、空室がある場合はその市場家賃を査定しなければならない。  
 また、満室稼働中であっても、現行家賃の動向を把握するために、貸室ごとの市場家賃を査定することは不可欠である。  
 市場家賃は、通常、賃貸事例比較法により査定する。査定に際しては、複合不動産の価格形成要因（本連載第4回参照）に着目し、立地条件やビル全体の機能性のほか、区画ごとの形状や設備等に留意して比較を行うべきである。  
 ビル内に標準的な貸室区画を設定して、その家賃単価を求め、これを階層別・位置別効用比で修正して他の区画の家賃単価を求める等により、作業の効率化を図りたい。

### ○現行家賃の動向予測

稼働して間もないビルであれば、現行家賃と市場家賃とはほぼ一致することが多い。  
 しかし、好況期に入居した借家人と不況期に入居した借家人とが混在しているビルなどでは、区画ごとに現行家賃と市場家賃の関係が異なることもある。  
 現行家賃の動向予測に際しては、両者の関係に応じて次の点に留意し、必要に応じて家賃改定の想定等を行うべきである。

#### a.現行家賃が市場家賃を下回っている場合

今後、家賃の値上げ改定が生じ得るため、必要に応じて純収益の標準化（値上げ想定）又は還元利回りの引き下げを行う。  
 ただし、家主の一方的な意思表示のみで値上げが実現する可能性は小さいので、類似賃貸物件の改定状況等を踏まえた保守的な判断が必要となる。  
 なお、現行契約が定期借家契約であれば、家主は再契約を拒否できるため、容易に市場家賃への引き上げが実現できる。  
 平成17年から平成19年にかけて、東京都区部のAクラスビルの市場家賃が高騰したが、不況期に安く入居していた借家人は、普通借家か定期借家かにより明暗を分けている。

#### b.現行家賃が市場家賃を上回っている場合

今後、家賃の値下げ改定又は借家人の退去が生じ得るため、純収益の標準化（値下げ想定）又は還元利回りの引き上げを行う。  
 この局面における借家人は、「退去」という切り札があるため強い交渉力を有していることが多い。安易に割高家賃が継続することを想定してはならない。  
 なお、現行契約が家賃固定条項を含む定期借家契約の場合、当該条項は借地借家法第38条により有効であるため、約定期間中に値下げ改定が生ずる可能性は極めて小さくなる。（ただし、借家人の破産等により割高家賃が消滅するリスクは残る。）

次回は、総費用や還元利回りの求め方などについてご紹介する予定です。

鑑定 7 つ道具⑤ 地図ソフト

筆者が鑑定の仕事を始めた頃は、案件の都度その街の地図を用意し、対象地や事例地等を探してプロットしていました。最近では安価で便利な地図ソフトが市販されており、重宝しています。皆さんも既にお使いと思いますが、筆者の常用しているソフトを 2 つご紹介します。

①スーパーマップル・デジタル (昭文社)

「全国図 (1:5000000)」から「建物形状が分かる詳細図 (1:1000)」まで入っている上、住所検索・ルート距離測定など便利な機能が付いています。評価書に添付するには、昭文社の許諾 (有料) が必要です。



②カシミール 3D

「DAN 杉本」氏が HP 上で公開している 3D 地図ソフトです。国土地理院発行の「数値地図 5m メッシュ (標高)」と組み合わせることにより詳細な等高線地図を見ることができ、起伏の多い地域での評価に役立ちます。



「カシミール 3D」HP : <http://www.kashmir3d.com/>

ところで、「住所検索」機能に慣れすぎると、「地図をじっくり読む」習慣がなくなってしまう気がします。地図上で対象地や事例地を探す作業を通じて「街区構成や街並み」「嫌悪施設」等に気付くことも多いはずですが。

ひしむら ひろし

昭和 39 年東京生まれ。平成 1 年立教大学卒。三菱信託銀行・財団法人日本不動産研究所勤務を経て、平成 17 年から不動産鑑定工房代表。