

## はじめての鑑定実務 第 6 回

## — 複合不動産の収益価格② —

## 不動産鑑定工房

不動産鑑定士 菱村 寛

鑑定評価の仕事にはいろいろな面白さがありますが、「一つの案件を評価する度に、何か新しい発見がある」ということもその一つです。

例えば、ホテルの評価をするなら、業界誌などにより当該業界の現況や動向を一通り把握した上で、評価方針や手法適用上の諸元を考えます。これまで全く知らなかった業界の事情を調べ、それを基に評価書をまとめ上げる作業は、(依頼者には失礼かもしれませんが) 楽しいものです。

もちろん、「新しい発見」は、目新しい類型の評価だけに限られません。普通の賃貸ビルの評価でも、各種資料を丁寧に調べ、手法適用上の諸元をどう査定すべきか考えていると、その案件の「ツボ」が必ず見えてきます。

今回は、前回に続いて「賃貸事務所ビルの評価に当たって直接還元法を適用する際の留意点(主に総費用、還元利回り)」についてご紹介します。

普段、マニュアルや上司・先輩の指示に従って何気なく(?)使っている数値にも、いろいろな意味が含まれていることを確認してください。

この連載をはじめて読まれる方は、本誌 2008 年 12 月号も併せてご覧ください。

## ○総費用

(意義)

直接還元法とは、「一期間の純収益を還元利回りによって還元することにより収益価格を求める方法をいい、純収益は、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(総論第 7 章)。

総費用は、対象不動産の賃貸経営に直接必要な費用である。したがって、不動産投資に係る借入金の利子は、費用計上しない。

また、純収益の算定においては基本的に償却前純収益

を用いる(留意事項総論第 7 章)から、通常、減価償却費は費用計上しない。

(総費用の項目)

## 1. 維持管理費

維持管理費とは、

・建物・設備管理(日常の保守、点検等)、  
・保安警備(防火、防災、防犯等)、  
・清掃(共用部分の清掃、塵芥処理等)など対象不動産の維持・管理のために経常的に要する費用(各論第 3 章)をいう(注 1)。

これらの業務は外部委託されるケースがほとんどであるので、委託契約内容を確認の上、費用計上する。ただし、貸主の関係会社が割高又は割安な費用で受託している場合や、経費削減を優先する余り通常必要な維持管理が行われていない場合がある。これらの場合は標準的な維持管理費水準(注 2)を参考とし、現行費用の改定や管理会社の変更を想定して、費用を査定すべきである。

## 2. 水道光熱費

水道光熱費とは、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をいう。

過去の稼働率と支出実績値並びに今後の稼働予測に基づいて、一棟全体に係る費用を査定し計上する。ただし、借家人が供給事業者へ直接支払っている場合、当該貸室に係る費用は計上しない。

なお、社団法人東京ビルディング協会の『ビルの運営管理に関する調査(注 3)』によると、平成 19 年の調査対象ビルに係る有効面積 1 m<sup>2</sup>当たり水道光熱費は平均で月額 474 円/m<sup>2</sup>であった。

## 3. 修繕費

修繕費とは、対象不動産に係る建物・設備等の修理・改良等のため支出した金額のうち、

・当該建物・設備等の通常の維持管理のため又は、  
・一部が毀損した建物・設備につきその原状を回復す

るために、経常的に要する費用をいう。

修繕費は過去の支出実績値等を参考として計上する。

なお、「修繕費」と後述する「資本的支出(大規模修繕費)」との区分については、税務上の整理との整合性に配慮する必要がある(留意事項各論第 3 章)。したがって、1 件 20 万円未満の修理や概ね 3 年以内の周期で行われる修理などは修繕費と解すべきだろう(法人税基本通達 7-8-3)。

#### 4. プロパティマネジメントフィー(以下「PM フィー」)

PM フィーとは、対象不動産の管理業務に係る経費をいう。また、管理業務とは通常次の 4 項目を指す。

- ・会計(年次予算の作成、決算等)
- ・テナント管理(テナント選別、クレーム対応等)
- ・経常支出管理(維持管理業務の発注等)
- ・資本的支出管理(大規模修繕計画の作成等)

PM フィーは、PM 専門会社の報酬設定例に倣い、賃料収入の 3%程度を計上することが多い。テナント数が少ない場合やテナント自ら維持管理を行う約定の場合は、より低率での管理が可能である。

#### 5. 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をいう。

仲介業務の報酬は建設省告示により賃料の 1 ヶ月(例えば貸主・借主から各 0.5 ヶ月)と定められているが、貸し手市場の場合は貸主の費用負担が大きく減ずることがある。

また、更新・再契約業務は上記 PM 業務に含まれることがあるため、この業務費用の計上に際しては PM フィーと重複しないよう留意する。

#### 6. 公租公課

公租公課とは、固定資産税(土地・家屋・償却資産)、都市計画税(土地・家屋)をいう。

公租公課は、原則として直近年度の実額を計上するが、次のような場合は査定額を計上することもある。

##### (1) 地価が大きく変動している場合

課税の前提となる評価額は原則として 3 年ごとに見直される。評価替え後の税額を合理的に推定することが可能なら、その推定額を計上すべきである(注 4)。

##### (2) 用途変更を想定する場合

例えば、事務所ビルをマンションに用途変更することが最有効使用と判定される場合は、用途変更後の収支を計上することとなる。

通常マンション敷地の課税標準額は「小規模住宅用地の特例(地方税法第 349 条の 3 の 2)」の適用を受け

るため、公租公課の査定に際してはこの特例を考慮しなければならない。

#### 7. 損害保険料

損害保険料とは、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をいう。

損害保険料は、原則として直近年度の実額を計上するが、付保額に過不足がある場合等は、標準的な付保額や保険料率を考慮して査定額を計上することもある。なお、地震保険は費用計上しないことが多いが、PML 値(建物使用期間中に予想される最大規模地震による物的損失額÷建物再調達価格)が 15%を超える場合等は費用計上を検討すべきである。

#### 8. 資本的支出(大規模修繕費)

##### (1) 意義

資本的支出(大規模修繕費)とは、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いう。

例えば、竣工後 20 年経過しているにもかかわらず過去に大規模修繕が行われていないなら、間もなく大規模修繕費の支出が生ずると予測される。一方、最近大規模修繕を実施済みであれば、当面支出は生じないと予測される。したがって、評価に際しては修繕履歴を確認の上、大規模修繕費を適切に査定しなければならない。

##### (2) 査定に必要な資料と査定方法

修繕履歴を確認するため、資産台帳等の提供を受けるべきである。

エンジニアリング・レポート(以下「ER」)の提供を受けられる場合は、建物状況調査報告書に示された「長期修繕費用」等が大規模修繕費査定への参考となる。

通常 ER では、調査時点から 12 年間の年次修繕費用が示される。直接還元法の適用に際しては、この費用を平準化(注 5)して計上することが多い。

また、ER を入手できない場合は、将来の大規模修繕費を建物の経済的残存耐用年数に亘って平準化する等の方法により、当該費用を査定すべきである(注 6)。なお、ER を活用するか否か、どのように活用するかということは不動産鑑定士自らの責任で判断するものである(留意事項各論第 3 章)。したがって、ER を入手できた場合であっても、上記のような方法で検証することは不可欠と考える。

##### (3) 還元利回りとの関連

建物の築年数が古いほど、家賃減少や修繕費増大等のリスクが高くなるため還元利回りは高くなる。しかし、

大規模修繕費を十分費用計上している場合は当該リスクの一部が減殺されるので、還元利回りの査定に際しては、費用計上した大規模修繕費との整合性に留意しなければならない。

9. その他費用

- ・支払地代（敷地が借地権の場合）
- ・道路占用料（道路上空に看板を出している場合）
- ・管理費・修繕積立金（区分所有建物の場合）など、上記 1 から 8 に含まれない費用があれば計上する。

○純収益

総収益から総費用を控除して、純収益を査定する。総収益の査定において値上げ改定・値下げ改定を想定しない場合は「初年度純収益」、想定する場合は「標準化された純収益」となる。（本連載第 5 回参照）

○還元利回り

（意義）

還元利回りとは、不動産の収益性を表し、直接還元法の適用に際し一期間の純収益から対象不動産の価格を直接求める際に使用される率であり、将来の収益に影響を与える要因の変動予測と予測に伴う不確実性を含むものである（総論第 7 章）。

還元利回りは、還元対象となる純収益の変動予測を含むから、それらの予測を的確に行い、還元利回りに反映させる必要がある（留意事項総論第 7 章）。

例えば、将来純収益の低下が予測されるときは、そのリスクを反映して還元利回りは高くなる。

ただし、近い将来の値下げ改定予測を「標準化された純収益」に反映済みの場合は、その要因を還元利回りに二重計上してはならない。

（還元利回りの求め方）

還元利回りは、表①の方法のうち一つ又は複数を採用して求める。

表① 還元利回りを求める方法（総論第 7 章）

①利回りの事例と比較する方法	類似不動産の取引利回りに着目した方法
②借入金・自己資金の還元利回りを加重平均する方法	市場参加者の資金調達方法と調達コストに着目した方法
③土地・建物の還元利回りを加重平均する方法	
④割引率に純収益の変動率を反映する方法	$R\%$ 還元利回り = $Y\%$ 割引率 - $g\%$ 純収益変動率
⑤借入金償還余裕率の活用による方法	純収益の範囲内で借入金を返済し得る利回りを求める方法
⑥金融資産の利回りに不動産の個性を加味する方法	金融資産の利回りとのバランスに着目した方法
⑦投資家の意見・不動産インデックス	参考資料として活用

1. 利回りの事例と比較する方法

類似不動産の取引利回り（純収益 ÷ 取引価格）との比較により対象不動産の還元利回りを求めるもので、最も実証的な方法である。

(1) 事例の収集

ここ数年取引利回りの上下変動が激しいため、できるだけ新しい利回り事例を収集すべきだが、純収益と取引価格が両方とも分かる事例を多数収集することは容易ではない。

なお、J-REIT 各社は、保有物件の取得価格・決算期ごとの鑑定評価額・収支データを HP 等で開示しており参考となる。

また、at-home や REINS による収益用不動産の成約事例から取引利回りを推定できる場合もある。（データ提供会社との個別契約が必要）

(2) 要因の比較

利回りの比較に際しては、投資家の選好性や将来の収支に影響を与え得る要因に着目すべきである（表②）。

表② 利回りに影響を与え得る要因例（都内の事務所ビル）

項目	利回りを下げる要因	利回りを上げる要因
立地条件	優る	劣る
築年数	新しい	古い
建物・貸室規模	大きい	小さい
設備機能性	優る	劣る
テナント構成	多数	一者又は少数
家賃水準	市況がよく上昇が期待される	現行家賃が割高で下落の恐れがある
権利態様	完全所有権	借地権、区分所有等

## 2. 金融資産の利回りに不動産の個別性を加味する方法

金融資産 (例えば 10 年物国債) の利回りに、投資対象としての危険性、非流動性、管理の困難性、資産としての安全性を加味するものである。

現行基準においてこの方法は割引率を求める方法として例示されているが、前記④の方法を併用することにより還元利回りを求める方法としても採用し得る。

## 3. 投資家の意見・不動産インデックス

現在、表③のような調査結果が無償公開されている。採用データや利回り算定方法はそれぞれ異なるので、活用する場合は内容を十分に確認してほしい。

表③ 各種インデックス

名称	作成機関	公開内容
不動産投資家調査	日本不動産研究所	「鑑定 7 つ道具」 参照
ARES J-REIT プロパティインデックス	不動産証券化協会	REIT 物件の個別 データ、インカム収益率等
MTB-IKOMA 不動産投資インデックス	三菱 UFJ 信託銀行 ほか	想定オフィスビルのインカム 収益率など
IPD 月次インディケータ	IPD ジャパン	REIT 物件のインカム 収益率等
RRPI (リクルート住宅 価格指数)	IPD ジャパン、リクルート	マンションのインカム収益率 など
住宅マーケットインデックス	ケンコーホーレーションほか	マンションの平均利回り など

（注 1）維持管理費の定義

維持管理費の定義は、総論第 7 章と各論第 3 章とで全く異なる。両者の対応関係は次のとおり。

総論第 7 章	各論第 3 章
維持管理費（維持費・管理費・修繕費等）	維持管理費（の一部）
	修繕費
	PMフィー
	テナント募集費用等

（注 2）標準的な維持管理費水準

事務所ビルの維持管理費は、有効面積 1 m<sup>2</sup>当たりの月額単価で把握することが多い。『ビルの運営管理に関する調査（注 3）』による管理業務費用の平均は表④のとおりである。

ただし、ビルのグレードや竣工年、常勤管理員の要否、ビル所有者の維持管理方針等によりばらつきが大きいので、できるだけ所有者へのヒアリングや類似ビルの実績値との比較を行うべきである。なお、ここ数年ビルの売買に際し管理体制が見直される事例が多く、管理会社間の競争もあって、維持管理費は低下傾向にある。

表④ 竣工年別維持管理費単価（円/m<sup>2</sup>・月）

区分	竣工年		
	S51 から S60	S61 から H7	H8 以降
設備管理	323	256	265
保安警備	298	365	161
清掃衛生	203	338	172
計	824	959	598

（注 3）『ビルの運営管理に関する調査』

社団法人東京ビルメンテナンス協会が、同協会の会員会社の所有管理するビルに係る管理状況を調査・集計した資料。平成 19 年の調査対象ビルは全 166 棟（1 ビル平均約 22,000 m<sup>2</sup>）。

（注 4）評価替え後の税額の推定

平成 21 年は評価替え年度に該当するが、ここ数年都心部では地価が大きく上昇したため、税額も上昇すると考えられる。

（H21 固定資産税額の推定例）

対象地	東京都 23 区内の非住宅用地	
前提条件	現在（H20.11 時点）の負担調整措置が継続するものとして	
①H20 評価額	10 億円	実額
②H20 課税標準額	6.5 億円	実額
③H20 税額	910 万円	実額 ②×税率 1.4%
④H21 予測評価額	15 億円	公示価格推移等から予測
⑤H21 推定税額	1,015 万円	(②+④×5%) ×税率

平成 21 年度税制改正により、条例により税額の上昇を抑制する制度が創設され、東京都 23 区では平成 21 年度から平成 23 年度までの間、各年度の税額は前年度税額の 1.1 倍を上限とすることとなった。

この結果、前記推定例に係る H21 推定税額は 1,001 千円（H20 税額×1.1）となる。（H20.2 追記）

（注 5）修繕費用の平準化

例えば、大規模修繕工事の実施見込み時期が 2 年後の場合と 12 年後の場合とでは、工事費が同じであっても当該要因が価格に与える影響は異なるはずである。

そこで、筆者は次のような査定方法を採用している。

①修繕費用の現在価値の総和の査定

（各年次の修繕費用×複利現価率）の合計

②修繕費用の平準化

上記①×年賦償還率※

※配賦期間は、価格時点から、上記①の修繕効果の及ぶ時点（通常は「支出額÷年次+10 年から 15 年程度」）までの期間。

（注 6）大規模修繕費

経済的残存耐用年数中の大規模修繕費の予測に際しては、「過去の修繕履歴」「再調達原価に占める設備等の金額」「建物のライフサイクルにおいて必要な更新費累計」等を考慮すべきである。

『建物のライフサイクルと維持保全』（BELCA）では、都内のある事務所ビルの建設費（企画設計費を含む）を 100 と設定したとき、40 年で建替えた場合の更新費累計は 44.3、100 年で建替えた場合の更新費累計は 131.2 と試算している。

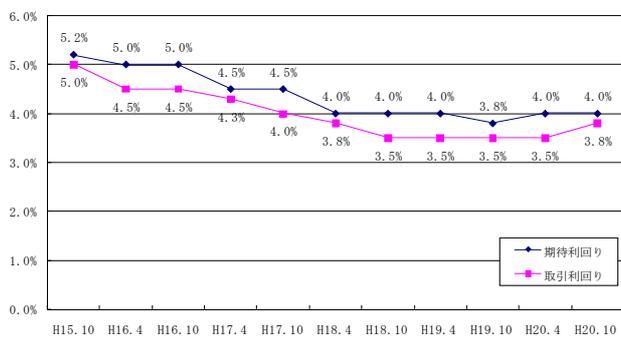
鑑定 7 つ道具⑥ 不動産投資家調査

不動産投資家調査は、投資家に対する期待利回り等についてのアンケート結果を集計したものです。財団法人日本不動産研究所が、不動産会社、金融機関等に対して年 2 回実施し、その結果を HP 等で公開しています。

都心の A クラスオフィスのほか、賃貸住宅、商業店舗ビル、物流施設、ビジネスホテルを網羅しており、地区やタイプ毎の格差なども示されています。

また、平成 11 年以降のバックナンバーもありますので、利回りの時系列的な変化を調べることが可能です。最近の調査結果からは、平成 19 年秋以降の景気後退を反映して投資家の求める利回りは上昇傾向にあることが分かります (図①)。

図① 東京都心の A クラスビルに係る利回りの推移



なお、日本不動産研究所は、「不動産投資家調査」のほか、「市街地価格指数」「全国賃料統計」「田畑価格及び小作料調べ」「山林素地及び山元立木価格調べ」等を定期的に公表しています。



不動産投資家調査

日本不動産研究所 HP : <http://www.reinet.or.jp/>

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。