

はじめての鑑定実務 第 7 回  
 ー複合不動産の収益価格③ー

不動産鑑定工房  
 不動産鑑定士 菱村 寛

不動産鑑定評価により求める 3 試算価格は、いずれも「過去を土台として将来を予測した、現時点における価格※」です。

原価法において経済的残存耐用年数を査定することは将来予測そのものですし、取引事例比較法において「地域の盛衰の動向」といった将来に関わる要因の比較は欠かせません。また、収益還元法のうち直接還元法においては、将来予測を還元利回りの査定（又は純収益の標準化）に反映させます。

これに対して今回ご紹介する DCF 法は、将来キャッシュフロー（以下「CF」）の現在価値を求める手法ですので、不動産鑑定士による将来予測を最も明示的に表します。

ここ数年 DCF 法は一般の方にも広く知られるようになりましたが、どんなに優れた手法でも用法を誤れば関係者をミスリードしてしまいます。この手法の優位点と限界とを踏まえ試算価格を適切に求めることが、強く求められています。

※榎田光男著『不動産の鑑定評価に関する基本的考察』P152 (住宅新報社)

**ODCF 法の定義**

収益還元法とは、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（収益価格）を求める手法である。

DCF 法 (Discounted Cash Flow 法) とは、収益還元法のうち、「①連続する複数の期間に発生する純収益と②復帰価格を、その発生時期に応じて現在価値に割り引き、それぞれを合計する方法」をいう。 (総論第 7 章)

$$P = \sum_{k=1}^n \frac{a_k}{(1+Y)^k} + \frac{P_R}{(1+Y)^n}$$

P : DCF 法による価格

$a_k$  : 毎期の純収益

Y : 割引率

n : 保有期間 (又は分析期間)

$P_R$  : 復帰価格

「復帰価格」とは保有期間満了時点における対象不動産の価格をいい、基本的には次の式により表される。

$$P_R = \frac{a_{n+1}}{R_n}$$

$a_{n+1}$  : n+1 期の純収益

$R_n$  : 保有期間満了時点の還元利回り (最終還元利回り)

**ODCF 法の適用手順**

DCF 法による価格は、「保有期間中の純収益の現在価値の総和 (表①)」と「復帰価格の現在価値 (表②)」の合計であるので、次の手順により試算する。

1.各期 CF の査定	①保有期間 (n 年) の設定 ②各期の運営収益の査定 ③各期の運営費用の査定 ④各期の運営純収益の査定 ⑤各期の純収益の査定
2.復帰価格の査定	①売却価格の査定 (n+1 期の純収益 ÷ 最終還元利回り) ②復帰価格の査定 (上記①－売却費用)
3.DCF 法価格の試算	①割引率の査定 ②DCF 法価格の試算 (n 年間 CF の現在価値の総和 + 復帰価格の現在価値)

○保有期間の設定

DCF法は投資家の視点に立つ手法であるから、典型的な投資家の思考(物件を取得し、改修や家賃値上げ・経費削減等による価値向上を図った上、取得価格より高く売却する)を踏まえて、保有期間(n年)を設定すべきである。

また、CFの変動について精度の高い予測ができる期間であることも必要である。

一般に、保有期間は5年から10年の間に設定することが多い。

なお、CF表の作成に際しては、将来の売却価格を査定するため、保有期間満了時点の翌年(n+1期)のCFも査定する。

○各期の運営収益等の査定

1. 運営収益の項目

各期の運営収益は、満室稼働を想定した収益から空室損失等を控除して求める。

①加算項目 (満室稼働を想定)	a.貸室賃料収入
	b.共益費収入
	c.水道光熱費収入
	d.駐車場収入
	e.その他収入
②減算項目	f.空室等損失
	g.貸倒れ損失
③運営収益	上記①-②

2. 貸室賃料収入

現行家賃と市場家賃とが乖離している場合、直接還元法の適用においては、家賃改定等を想定して「純収益の標準化」を行うことがある。(本連載第5回参照)

しかし、DCF法の適用においては、第1期は現行家賃をそのまま計上することが原則である。(もちろん空室部分について賃貸想定する等の調整は必要)

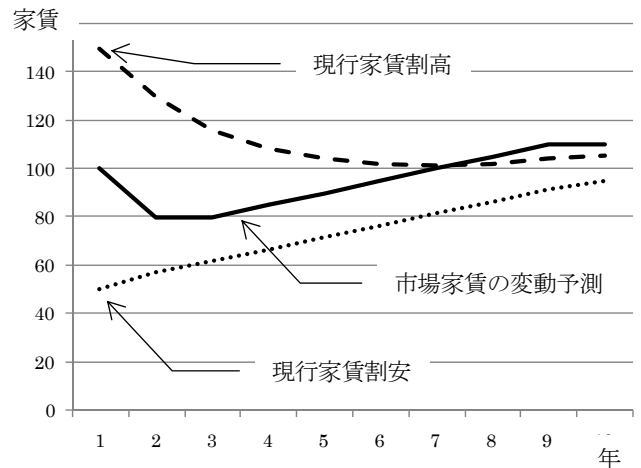
第2期以降は、現行家賃と市場家賃との乖離の程度や家賃改定条項等を把握した上、「家賃改定に伴う変動」と、「テナント入替えに伴う変動(市場家賃への移行)」とをCFに反映させるべきである(図①)。

市場家賃の変動予測等を踏まえ、どれだけ実現性の高いCFを想定できるかが、鑑定評価の精度を左右する。

図① 将来家賃の査定例

現行家賃が割高な場合は、更新時に減額改定される可能性が高まる。また、退去率(入替え率)も高いと考えられる。

一方、現行家賃が割安な場合は、市場家賃の下落局面においても増額改定される可能性があり、また、退去率も低いと考えられる。



3. 共益費収入・水道光熱費収入

過去実績値や借家契約の該当条項等を踏まえ、各期の収入を査定する。第2期以降は、予想インフレ率等に基づいて第1期の金額をスライドさせることも多い。

4. 一時金の運用益等

「預り金的性格を有する一時金の運用益」は、「運営収益」に計上せず、「運営純収益」への加算項目とする(表①)。

また、「賃料の前払い的性格を有する一時金」は、発生都度、「運営収益(その他収入)」に計上する。

5. 空室損失等

①賃貸市場における空室率や、②テナントの入替えによる空室率を考慮して査定する。

上記②について概算する場合は、まずテナントの平均回転期間を査定し、入替え率と空室期間に基づいて空室率を求める。例えば、テナントの平均回転期間が5年なら、年平均20%の入替えが生ずる。入替えによる空室期間が1ヵ月なら、空室率は(1÷12)×20%＝約1.7%と求められる。

## ○各期の運営費用等の査定

各期の運営費用等は、まず第 1 期分について査定した上、これをスライドする等により第 2 期以降分を査定する。(各項目の定義と第 1 期分の査定方法については、本連載第 6 回「直接還元法」を参照)

### 1. 維持管理費・水道光熱費

第 2 期以降は予想インフレ率等に基づいて第 1 期の金額をスライドさせることが多い。

### 2. 修繕費

建物の現況や過去実績値等を踏まえ、各期の修繕費を査定する。

### 3. プロパティマネジメントフィー

現行の PM 契約を継続することが妥当なら、当該契約の定めに従って査定する。各期の賃料収入に一定割合(通常は 3%程度)を乗じて求めることも多い。

### 4. テナント募集費用

標準的な仲介手数料とテナント入替えシナリオ等に基づいて、各期の費用を査定する。

### 5. 公租公課

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。したがって、保有期間中の評価替え年には、評価替え後の公租公課を計上すべきである。(土地分は地価予測等に従い上下させ、家屋分は経年補正等に従い下げる)。

### 6. 損害保険料

長期契約で各期の保険料が固定されている場合は、第 2 期以降も第 1 期と同額とする。

### 7. 資本的支出(大規模修繕費)

この項目は「運営費用」ではなく、「運営純収益」からの減算項目とする(表①)。

将来予測される大規模修繕費を平準化した場合は、保有期間中の支出は各年同額となる(本連載第 6 回参照)。

## ○復帰価格の査定

### 1. 売却価格の査定

売却価格は、保有期間満了時点を価格時点とする「直接還元法による収益価格(n+1 期における純収益÷最終還元利回り)」を充てる。

n+1 期の純収益は、前述の CF 表により査定する。

また、最終還元利回りは、割引率や直接還元法の還元利回りとの均衡を考慮して査定する(後述)。

### 2. 復帰価格の査定

復帰価格は、売却価格から売却費用(仲介手数料等)を控除して査定する。

## ○DCF 法価格の試算

### 1. 純収益の現在価値の総和

各期の純収益に複利現価率を乗じてそれぞれの現在価値を査定の上、これを合計して純収益の現在価値を求める(表①)。

複利現価率とは、n 年後の価値を現在の価値に換算するための係数をいい、割引率 Y%を査定の上

「 $1 / (1+Y)^n$ 」により算定する。

### 2. 復帰価格の現在価値

前項により求めた復帰価格に複利現価率を乗じて、その現在価値を求める(表②)。

### 3. DCF 法価格の試算

上記 1 と 2 を合計して、DCF 法価格を試算する(表②)。

## ○各種利回りの査定

DCF 法を適用するためには、「割引率 Y%」と「最終還元利回り  $R_n\%$ 」を査定しなければならない。

また、「割引率」は、直接還元法の「(価格時点の)還元利回り  $R\%$ 」と密接に関連しているため、査定に際しては両者の均衡に留意しなければならない。

### 1. 還元利回り

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おいて、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る。還元利回りには、将来収益に影響を与える要因の変動予測等を含む。(総論第 7 章)

還元利回りを求める方法として、基準には 5 つの方法が例示されている(本連載第 6 回参照)。

実行可能性や査定精度の面から、「取引事例の取引利回りと比較する方法」を標準として査定し、投資家の意見(日本不動産研究所「不動産投資家調査」など)により検証するケースが多いと考える。

### 2. 最終還元利回り

最終還元利回りは、DCF 法の復帰価格算定において使用される率である。

最終還元利回りは、価格時点の還元利回りを標準とし、保有期間満了時点における市場動向とそれ以降の収益の変動予測等を反映させなければならない。(「留意事項」総論第 7 章)

最終還元利回りは、保有期間満了時点における将来予測等を反映するものであり、価格時点における将来予測よりも不確実性が高いと考えられることなどから、通常は価格時点の還元利回りよりもやや高く設定する。

### 3. 割引率

割引率とは、不動産の収益性を表し、DCF 法の適用において将来時点の収益を現在時点の価値に割り引く際に使用される率である。割引率には、CF 表に反映済みの変動予測等を含まない。(総論第 7 章)

割引率を求める方法として、基準には 3 つの方法が例示されている (表③のうち実線を付したもの)。

これらのほか、実務上は「還元利回りを標準とし、これに純収益の変動率を加味して割引率を査定する方法 (表③の⑤)」を重視する人が多いと考えられる。例えば、価格時点の還元利回りが 4.5% で、純収益の変動率が年平均+0.5% なら、割引率は 5.0% となる。

表③ 割引率を求める方法 (総論第 7 章ほか)

①取引事例の割引率と比較する方法	類似不動産の取引利回り (割引率) に着目した方法
②借入金・自己資金の割引率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	金融資産の利回りとのバランスに着目した方法
④投資家の意見・不動産化プロセス	参考資料として活用
⑤還元利回りに純収益の変動率を加味する方法	割引率 Y% = 還元利回り R% + 純収益変動率 g%

#### ○直接還元法と DCF 法との関連

「直接還元法」と「DCF 法」のどちらを適用するかは、収集可能な資料の範囲、対象不動産の種類、依頼目的に即して適切に選択することとされている (総論第 7 章)。

ただし、証券化対象不動産の鑑定評価では、DCF 法の適用が必須である。なぜなら、DCF 法は不動産鑑定士の CF 予測を明示する手法であり、多数の利害関係者に対してより詳細に説明責任を果たし得るからである。しかし、DCF 法と直接還元法との違いは、将来予測の反映方法の違いに過ぎず、二つの手法に優劣関係はない。

「DCF 法」で明示された CF 予測が、「直接還元法」の還元利回りの査定でも考慮されるなど、各種の要因が整合性を保って手法に反映されていれば、二つの試算価格は基本的に一致する。

一方、二つの試算価格が大きく乖離したときは、どちらか (又は両方) に誤りがあると断言できる。

次回は、更地の収益価格の求め方についてご紹介する予定です。

#### 鑑定七つ道具⑦ 不動産コンサルティング技能試験

不動産鑑定の仕事現場では、鑑定理論だけでなく、法律や税制、建築などに関する幅広い知識が必要となります。

不動産コンサルティング技能試験は、財団法人不動産流通近代化センターが年 1 回実施する検定試験で、不動産の有効活用を始めとするさまざまな提案業務に関する知識を試すものです。

筆者も今年受験してみました。法律や税制、経済動向を概観する方法など、これまで得た断片的な知識を整理するのにとても役立ちました。

なお、宅建主任者又は不動産鑑定士であれば誰でも受験できますが、合格後「技能登録者」と称するためには、宅建業又は鑑定業に関する 5 年以上の実務経験が必要です。

(試験科目)

マークシート式	事業、経済、金融、税制、建築、法律	
短答式	必修	実務、事業、経済
	選択	金融、税制、建築、法律 (1 科目選択)

(不動産流通近代化センター HP)

<http://www.kindaika.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。

表① キャッシュフロー表 (純収益の現在価値の総和)

単位: 千円

年度		1	2	3	4	5	6	備考	
① 運営収益	満室稼働を前提とする収益	a貸室賃料収入	105,000	104,950	105,125	106,710	108,852	111,013	
		b共益費収入	15,000	14,850	15,000	15,150	15,300	15,450	
		c水道光熱費収入	7,500	7,425	7,500	7,575	7,650	7,725	
		d駐車場収入	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	
		eその他収入	0	0	0	0	0	0	
	減算項目	f空室等損失	3,150	4,198	3,679	3,201	3,266	3,330	
		g貸倒れ損失	0	0	0	0	0	0	
	運営収益		126,350	125,027	125,946	128,234	130,536	132,858	a+b+c+d+e-f-g
② 運営費用	維持管理費		10,500	10,395	10,500	10,605	10,710	10,815	
	水道光熱費		8,500	8,415	8,500	8,585	8,670	8,755	
	修繕費		900	891	900	909	918	927	
	プロパティマネジメントフィー		3,150	3,149	3,154	3,201	3,266	3,330	
	テナント募集費用等		0	871	889	917	944	963	
	公租公課	土地	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500	
		家屋	5,000	5,000	5,000	4,850	4,850	4,850	
	損害保険料		300	300	300	300	300	300	
	その他費用		0	0	0	0	0	0	
	運営費用		37,850	38,521	38,743	38,867	39,158	39,440	
③ 運営純収益		88,500	86,506	87,203	89,367	91,378	93,418	①-②	
④ 運営収支以外の収支項目	a一時金の運用益	2,546	2,519	2,536	2,588	2,640	2,692	保証金残高×運用利回り	
	b資本的支出	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100		
⑤ 純収益		88,946	86,925	87,639	89,855	91,918	94,010	③+④a-④b	
⑥ 複利現価率 $1/(1+Y)^n$		94.8%	89.8%	85.2%	80.7%	76.5%		割引率5.5%	
⑦ 純収益の現在価値		84,321	78,059	74,668	72,513	70,317		⑤×⑥	
⑧ 純収益の現在価値の総和							379,878		Σ⑦

表② DCF法による価格

(1) 純収益の現在価値の総和			379,878	表①参照	
(2) 復帰価格の現在価値	① 復帰価格	a. 売却価格	(a)n+1期の純収益	94,010	表①参照
			(b)最終還元利回り	5.3%	
			(c)売却価格	1,770,000	(a)÷(b)
	b. 売却費用		53,100		
	c. 復帰価格		1,716,900	a-b	
② 複利現価率		76.5%	保有期間満了時点から価格時点までの複利現価率		
③ 復帰価格の現在価値		1,313,429	①×②		
(3) DCF法による価格			1,690,000	(1)+(2)	