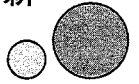


寄稿 新しい不動産鑑定ビジネスを広げよう

第5回 業務拡大のための鑑定評価技術の向上

立教大学大学院ビジネスデザイン研究科教授

博士（経営管理学） 不動産鑑定士 久恒 新



不動産鑑定士の業務拡大や異分野への進出には、大いなるチャレンジ精神とともに不動産鑑定評価技術の向上が重要となってくる。

連載の今回では、テーマを不動産鑑定評価技術の向上とし、特にDCF技術のブラッシュアップと、新しい取引事例比較法について取り上げたいと思う。これまでの連載では、不動産鑑定士の進むべき新しい分野として、例えばアセットマネジメント、ガバメントREITやコンセッションなど様々な分野を提唱してきた。そして、これらに共通しているのがDCF法である。DCF法が、不動産鑑定士と進出分野とを結ぶ「架け橋」なのである。よって、不動産鑑定士が新ビジネスへの業務拡大を目指すならば、自らのDCF技術を高めるのは、いわば必須のことである。同じようにDCF技術を獲得しブラッシュアップしようとしている公認会計士や投資アドバイザー等に対して競争優位を保たねばならない。

そこで今回は、このDCF技術の向上の方法について述べたいと思う。どうすれば的確にDCF力をつけられるか、また最も新しいDCFのポイントとは何か、さらにはグローバルスタンダードとしてのDCFとはどのようなものか等について述べたいと思う。

なぜDCF法は市場から支持されているか

しかし、その前に次の疑問について考えてみよう。

「なぜDCF法はことほど左様にわが国の不動産マーケットにおいて支持され定着してきたか」。この疑問は、DCF評価技術の向上に向けての努力を行っていく際には必ず念頭に置いておかなければならない重要なポイントである。DCF法が普及定着してきた理由には様々なものがある。不動産鑑定士の皆さんは、たちどころに1つか2つの理由をあげることができるであろう。しかし改めてここで体系立てて説明し

てみたいと思う。

DCFのそもそもの考え方はかなり古くからあったとされている。しかし、それが世の中に具体的な評価技術として登場してきたのはさほど古い話ではない。アメリカでは、日本よりも少し先に始まったバブルとその崩壊後の後始末の中で登場してきた。アメリカでは、日本の不良債権問題の発端といわれる住宅専門金融機関（住専）に相当するS&L (savings and loans) の不良債権が巨額となってバブルの崩壊が始まった。その不良債権の迅速な処理のためにDCF法の基本的な考え方が応用された。具体的には、割引率をかなり大きく仕組んだ、derived investment valueというDCF価格の一種である価格水準をベースにすることで、大量の不良債権処理が進んだ。

日本でも同様に、かなり長い間の逡巡の後にはあったが、結局DCF法をベースとした水準で不良債権処理が進んだ。こうして最初は不良債権の処理問題とともに登場してきたDCF法であるが、その後マーケットの回復とともに不動産証券化の流れに沿ってDCF法がマーケットに定着してきた。不動産がそれまではローカルなマーケットの中で主に相対取引という形式を中心に売買されていたという状況が大きく変化したのは、不動産証券化という新しいマーケットとそこでの取引形態によるものである。

不動産証券化が不動産をローカルなマーケットからグローバルなマーケットへと押し出した。不動産はアセットクラスの一員として台頭し、他の投資対象との比較可能性が求められるようになった。DCFは今では投資家から強く支持されている。それは裏返せば投資家が多く情報をDCF評価から得ることができるということである。

筆者は、DCFの持つ利点の中で、次の2つがマー

ケットから支持されている理由として大きなものだと考える。1つは、DCF評価にはリスク評価があることだろう。リスク評価はDCFの得意な分野であり、リスクは投資家が投資判断する際に最も重視する項目の中の1つである。また、DCF評価には将来の収支シミュレーションが含まれている。DCFの基本である将来予測情報は、投資家にとって貴重な情報である。収入や経費がどう変化していくか、最も多く変化するのはどの項目か、何年目から状況が変化すると予測されているかなどなどである。

またリスクはリターンとも直結する。割引率をどれくらいとみているか、割引率は投資家の投資判断指標として重要なものであり、かつそれをみればどのくらいのリスクプレミアムをみているかもわかる。

マーケットもDCF化している

またDCFがマーケットに浸透することによってマーケットそのものも変わってきたこともここで述べておくべきだろう。不動産の購入や売却、開発や投資など、それぞれの局面での判断や価格水準の形成などがDCF評価から導かれる収益価格をベースに行われるようになる。このように、マーケット全体の価格水準の実態や投資判断のタイミング等のマーケットbehaviorがDCFをベースとしてなされるのが一般化してくることで、不動産鑑定評価もますますDCFをベースに行うほうがより精度も高くできるということになる。

DCFの要は「将来予測」

DCFがこのようにマーケットにおいて定着し支持されている最大の理由、それは一言でいえば、DCFのもつ「将来予測」という魅力にある。投資家にとっては現在の取引価格よりも、将来その価値がどうなるのかがはるかに重要なのである。この投資家のニーズに応え、将来のリスクに着目し、的確に予測していくことが求められている。よって不動産鑑定士が、DCF技術を磨こうとするならば、この点を最重点課題とすべきであることは明らかである。

DCFというよくキャップレートが注目を浴びてきたが、重要なのはキャップレートよりも「収支見積書」のほうである。収支見積書における予測において、現在はリスクは少ないが将来はリスクが高くなる。投資家の要求水準を満たす精緻な予測を行おうとするならば、各テナントごとの変動予測および地域経済の変動予測が必要になる。テナントごとの予測に関しては、それぞれの契約期間と終了時の継続・

転出の可能性の予測、更新の場合の契約賃料水準の予測、また、転出の場合には、新規に入居してくるまでの空室期間の予測や新規テナントに対する新規賃料の予測が必要となる。

地域経済の予測に関しては、それぞれの地域経済の予測と同時に、マクロ予測も必要となる。

ここでは不動産サイクルとプロシクリカル性について強調したい。

一般的な不動産サイクルのメカニズムは、不動産マーケットにおいて需要に対する供給がタイムラグを伴ってしか行われれないということから発生する。例えば、オフィス市場で説明すると、景気が好転してビジネスが拡大すればそれだけオフィスの床需要も増加する。だが、その需要増加に見合う新規の供給がリアルタイムに同時に供給できるわけではなく、好況をみてすぐに建設に着手してもビルの完成までには数年はかかってしまう。用地を探し、取得の交渉をし、建築計画を立て、申請をしというプロセスを最初から踏むならばさらに長い年数がかかる。

だが、その間に景気は減速し始めているかもしれない。たとえまだ需要が安定していたとしても、1社が建設を決断したような好景気であるなら、他の業者も同様に建設に動いているはずである。その結果、多くの供給がどんとまとめてマーケットに出てくることとなり、供給過多の状況となることすらある。その場合は、新規のビルに入居が決まらず、新しいビルにもかかわらず、新規賃料が既存ビルの継続賃料よりも低くなるという逆転現象も起きることがある。賃料や価格のアップダウンは、このような需要と供給のタイムラグによって生じる。これが一般的な不動産サイクルだ。収支見積書の予測にとって重要な視点である。だが、この一般的な不動産サイクル以外にも、不動産鑑定士が気をつけるべき別のエンジンによるアップダウンがある。それがサイクルのプロシクリカル性である。

一般的にプロシクリカル性は、金融機関の貸し出し姿勢を原因とするものを前提としている。つまり、金融機関が、不況期には資金を引き揚げたり、貸し渋りすらするところもあり、逆に好況期には過度に貸し付けるという行動のために、通常のサイクリックな価格のアップダウンの自然なメカニズムから逸脱させるという循環増幅効果を指す。

高まるプロシクリカル性

強調しておくべきは、不動産投資市場がグローバル化したことで、これまで以上にプロシクリカル性

が高まるという危険性である。グローバルな投資マネーが加わるとなれば、上昇は急激かつ大幅なものとなり、逆も同様に、急降下するだけでなく下落が通常よりも深化するなど、その増幅作用はきわめて強力になると予想される。

従来とは比較にならないほど大量の資金が、世界の様々な不動産市場に流入してきている。このために、本来はローカルな需給でバランスするはずの市場に、例えば、中国経済の変化や原油価格の下落などのグローバルな状況での投資状況の変化からもたらされる不動産というクラスへの資金配分の増減などといった、ローカルな事情とは全く別の需給が持ち込まれることとなる。

また、資金は世界の都市の不動産市場に広く浅くまんべんなく投下されるわけではない。そこにも留意すべき重要なポイントがある。これは、どこに向かうかという、国・都市の選択の問題だ。

グローバル投資の国や都市を選定する際の基準は、リスクやリターンの分析だけではなく、サイクル分析に重きを置いている。サイクル分析とは、賃料や価格のアップダウンの動きをもとに、この都市は今下落を開始した、このエリアはまだまだ上昇が続くだろう、といった循環のなかで、どの都市がどのあたりに位置しているかを見る方法で、投資の強弱や額の増減はこれを参考にして行われる。このサイクル分析のメリットは、世界の国・都市の状態を俯瞰して比較しながら投資の比重を配分することで、リスク分散を図ることができることだ。通常、世界の都市はそのマーケットの好況、不況のサイクルがそれぞれ異なっているからである。

グローバルレベルの投資マネーは、投資対象国・都市の経済成長の伸びや賃料・価格の反転などの予兆を見逃さず、短期間にかつ大量に流入してくる。また、グローバル投資マネーは、短期に利回りを確保して、さっと引き上げるといった傾向が強い。その場合は後に長い混乱が起こる。

こういったプロシクリカル性を見極めるためには、世界のマーケット指標を常に観察し、各都市のサイクルを見極め、対象の都市の状況を判断し、変化を予測する能力が求められる。

欠かせない世界市場のデータ分析

不動産鑑定士も、これらの状況をつぶさにウォッチしておくことはいままでもないし、これらの情報をどう分析し、どう不動産鑑定評価に生かしていくかの情報リテラシーが強く求められよう。将来予測

という以上、予測には根拠が必要であり、その根拠にはデータとそのデータ分析が必要だ。それには、不動産鑑定士のネットワークが重要となる。一人ひとり単独の努力によってこれらを補うことは非効率であるからだ。

また、ミクロ的な収支将来予測として、賃料や売上げが入ってくるベースであるテナントや各主体との賃貸借契約ごとに、今後の予測をきめ細かく行うことも必要である。賃料にしろ売上げにしろ、その背後にはそれらを支払うテナントがいる。テナントごとにその業界動向・個別の営業状況・従業員の増員/リストラ状況など、種々の面からそれらを把握しておく必要がある。

売上げベースのテナントであるならば、ここ数年の売上げトレンドの把握は不可避であるし、また、単純な賃料テナントであっても、契約満了時に契約を更新するのか、しないのかの傾向を正確でなくてもある程度の確率で予測できるよう、事前の様々な情報を把握しておく必要がある。契約を更新する場合と、そうでなく退出し、新規テナントを探さねばならない場合とでは、収支は大きく異なり、評価額への影響も大きいからである。この意味で、その建物を管理しているPM会社やAM会社からのヒアリング情報は貴重である。丁寧なマネジメントが行われていれば、リスクを最小限に抑える具体的な取組みがなされていることが想像されるし、ヒアリングによって当該マネジメントに不足がうかがえるのであれば、契約変更時のリスクは大きく見積もる必要があるというものだ。

まとめると、ここで重要なのは、テナントごとの丁寧な予測を行うということ。そして、それらをつつひとつ積み上げて全体の収支の予測をするということである。総収入の総額からスタートしてはならない。

新しい取引事例比較法

以上は、DCF評価における「将来予測」の重要な留意点および精緻化努力について述べた。以下では、新しい取引事例比較法について説明する。

今回紹介したい「新しい」取引事例比較法は、アメリカ等の不動産鑑定評価ではごく一般的に採用されているものである。もちろん、日本の不動産鑑定においても、その基準においてこの取引事例比較法が無視されているわけではなく、評価法として紹介されているので、厳密な意味では決して新しくはない。だが、わが国においてこの取引事例比較法は慣

習的にはほとんど採用されておらず、一般的にはまだ依頼者には馴染みのないものであるから、この連載においては、あえて「新しい」という表現を用いて、広くその必要性をアピールすべきと考えた。

では、どこが一体「新しい」のか。
新しさは次の3点にある。

- 1 土地と建物を区別しない「一体」としての単位で取引価格を扱う。
- 2 各々の取引事例の有する、比較のための項目（比較項目）は、従来型の土地の取引事例比較法と同じであるが、それらに加えて、建物から見る比較項目や収支面から見る比較項目がある。

（建物の視点からみる比較項目）

例：構造・階層、延床面積・賃貸可能床面積、取引価格/延床面積、有効率、PGIM (potential gross income multiplier：取引価格÷潜在総収入)、EGIM (effective gross income multiplier：取引価格÷有効総収入)、指定容積率、使用容積率など。

（収支の視点からみる比較項目）

例：潜在総収入、稼働率、有効総収入、運営費用、純収益、経費率、運営費用/延床面積、潜在総収入/賃貸可能床面積など。

- 3 キャップレートも比較の項目であること。

実際にどのようにこの「新しい」取引事例比較法を行うかについては、抽象的に述べるよりは、具体的な対象物件を設定して、その評価を行う評価モデルを以下に掲載しているのので、それを見ながらじっくり研究してほしい。

評価モデル

I. 対象とするモデル不動産

- ・東京都心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㎡ 建物：約6,750㎡（賃貸面積は5,090㎡）
- ・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㎡、空室面積440㎡）
- ・保守管理の状態は普通。顕著な瑕疵等は確認されない。
- ・築年がまだ浅く、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（満室を前提に対象モデル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

- ・2015年（平成27年）10月1日とする。

III. 適用手法

類似のオフィスの取引事例からの比準による取引事例比較法、対象モデル不動産の現在のレントロールを前提とした収益還元法を適用する。

（原価法は省略）

IV. 取引事例比較法による比準価格

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	44	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	テナントビル	テナントビル
構造・階層	S・RC9B1	S・RC8B1	SRC9	SRC8B1	SRC8B1
敷地面積	m ²	940	810	600	900
延床面積	m ²	7,150	5,100	4,720	6,750
賃貸可能床面積	m ²	4,870	3,470	3,570	5,090
潜在総収入	百万円	370.0	328.5	270.8	472.5
稼働率	%	95.0	100.0	93.0	91.5
有効総収入	百万円	351.5	328.5	251.8	432.5
運営費用	百万円	124.0	55.7	69.0	104.4
純収益	百万円	227.5	272.8	182.8	326.5

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	19.69	14.49	19.85	→ 18.0
経費率	%	35.3	17.0	27.4	
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	%	3.3	5.7	3.7	→ 4.2
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	11	7	24	
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

1. 前提条件

(1) 価格時点 (2015年10月) 現在のレントロール

	所在	区分	賃貸面積 (㎡)	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/㎡)
				(千円)	(円/㎡)	(千円)	(円/㎡)				
メーカー A	8 F	オフィス	670	4,623	6,900	804	1,200	10	2014.3 ~ 2016.12	-	賃料 6,200
損保B	6-7 F	オフィス	1,340	9,246	5,500	1,608	1,200	10	2014.3 ~ 2016.3	-	
運輸C	4-5 F	オフィス	1,340	8,174	5,900	1,608	1,200	12	2013.10 ~ 2019.12	-	共益費 1,200
メーカー D	3 F	オフィス	670	4,623	6,900	804	1,200	12	2013.2 ~ 2023.3	2013.4 ~ 2018.12 10%	
商社E	2 F	オフィス	230	3,400	8,100	(賃料に込み)		12	2014.3 ~ 2016.12	-	賃料 7,800 共益費 1,200
(空室)	2 F	オフィス	440	-	-	-	-	-	-	-	
エステF	1 F	店舗	240	1,944	7,800	288	1,200	12	2013.1 ~ 2018.12	-	
飲食G	1 F	店舗	160	1,104	6,900	192	1,200	10	2013.3 ~ 2023.3	2013.3 ~ 2017.12 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、以降で設定される賃料予測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もよう。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	空室が続いていたが、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。2015年6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、対象モデル不動産には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、入居から一定期間は賃料の減免がなされている。減免期間は、当初は3年間だったが、その後延長された。

(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(2015年10月初)からの5年間)**に設定。

のサイクルに入っている。不動産市況のサイクルの観点に鑑みれば、分析期間内は、上昇期に移行しており、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ことから、今後当面は、賃料は若干の上昇傾向で動く可能性が高い。

(4) マーケット賃料の変動率

±0.5%/年と予測。

価格時点現在の不動産市況・賃料水準は、回復期

一方、ここ1年の消費者物価の動向をみると、これまでの上昇局面は一服、横ばい傾向で推移している。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年以降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、価格時点に至るまで上昇局面に入っている^(※1)。
- ・一方、消費者物価の動向をみると、価格時点までの1年間は、月により若干の変動があるとはいえ全体的にはおおむね横ばい傾向で、それまでの上

昇局面は一服している^(※2)。

※1：シービーアールイー「MARKETVIEW Japan Office, Q2 2015」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。

2014年第2四半期：月額31,650円/坪

2015年第2四半期：月額33,600円/坪（この間の変動率+6.2%）

※2：東京都区部における、2015年9月中旬時点の消費者物価指数（総合）の速報値：102.2（対前年同月比で△0.2%、2015年1月比で+0.6%、同4月比で△0.2%）

(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と査定した。

リスクフリー	0.6%	10年国債利回りの直近の3年間の平均を採用。
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、以下の式で示すことができる。

$$\text{還元利回り } R = \text{割引率 } r - \text{不動産の期待成長率 } g$$

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を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継続可能性の予測および更新ケース・退去ケースにおける新規賃料や空室期間の予測等の諸予測条件を設定のうえ、これに基づき、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。

▼継続可能性・更新ケース・退去ケースの新規賃料・空室期間等の予測のまとめ

	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 ヵ月	2 年	10
損保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 ヵ月	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 ヵ月	3 年	12
飲食G	(分析期間満了時点翌年まで契約どお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ヵ月分発生。

※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ヵ月後、価格時点から3ヵ月後の2014年4月初めに、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、前記の諸予測条件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	2016-9月	2017-9月	2018-9月	2019-9月	2020-9月	2021-9月
貸室賃料収入	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 貸室賃料収入>	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、以下の予測を反映させた。

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。
損保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ど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年あたり0.5%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カ月分を計上。
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

築年が浅いため、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。

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：7,774,000千円
 収益還元法による収益価格：7,204,000千円

2 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うえで、各アプローチの信頼性についても検討している。 このように、現実の取引事例データに対し収益性を反映した要素を含めた多角的なアプローチを行い、その結果をさらに吟味していることから、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将来予測を行う形で求めたことから、信頼性は高い。・入居テナントの更新確率等、将来予測に想定要素を含む。

以上のように2つの試算価格が求められたが、2つのいずれを採用するか、2つの中間値をとるか等については、それぞれの鑑定評価主体の判断にゆだねたい。