

還元利回りの地域ごとの格差は？（その1）

不動産の価格を求める鑑定評価の基本的な手法は、原価法、取引事例比較法及び収益還元法に大別され、このほか三手法の考え方を活用した開発法等の手法がある。

原価法は、価格時点における対象不動産の再調達原価を求め、この再調達原価について減価修正を行って対象不動産の試算価格を求める手法である。

取引事例比較法は、まず多数の取引事例を収集して適切な事例の選択を行い、これらに係る取引価格に必要に応じて事情補正及び時点修正を行い、かつ、地域要因の比較及び個別的要因の比較を行って求められた価格を比較考量し、これによって対象不動産の試算価格を求める手法である。

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を求める手法である（この手法による試算価格を収益価格という。）。

収益還元法は、賃貸用不動産又は賃貸以外の事業の用に供する不動産の価格を求める場合に特に有効である。

また、不動産の価格は、一般に当該不動産の収益性を反映して形成されるものであり、収益は、不動産の経済価値の本質を形成するものである。したがって、この手法は、文化財の指定を受けた建造物等の一般的に市場性を有しない不動産以外のものにはすべて適用すべきものであり、自用の住宅地といえども賃貸を想定することにより適用されるものである。

収益価格を求める方法には、一期間の純収益を還元利回りによって還元する方法（以下「直接還元法」という。）と、連続する複数の期間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り引き、それぞれを合計する方法（Discounted Cash Flow法（以下「DCF法」という。））がある。

還元利回り及び割引率は、共に不動産の収益性を表し、収益価格を求めるために用いるものであるが、基本的には次のような違いがある。

還元利回りは、直接還元法の収益価格及びDCF法の復帰価格の算定において、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。

割引率は、DCF法において、ある将来時点の収益を現在時点の価値に割り戻す際に使用される率であり、還元利回りに含まれる変動予測と予測に伴う不確実性のうち、収益見通しにおいて考慮された連続する複数の期間に発生する純収益や復帰価格の変動予測に係るものを除くものである。

還元利回りを求める方法を例示すると次のとおりである。

(ア)類似の不動産の取引事例との比較から求める方法：この方法は、対象不動産と類似の不動産の取引事例から求められる利回りをもとに、取引時点及び取引事情並びに地域要因及び個別的要因の違いに応じた補正を行うことにより求めるものである。

(イ)借入金と自己資金に係る還元利回りから求める方法：この方法は、対象不動産の取得の際の資金調達上の構成要素（借入金及び自己資金）に係る各還元利回りを各々の構成割合により加重平均して求めるものである。

(ウ)土地と建物に係る還元利回りから求める方法：この方法は、対象不動産が建物及びその敷地である場合に、その物理的な構成要素（土地及び建物）に係る各還元利回りを各々の価格の構成割合により加重平均して求めるものである。

(エ)割引率との関係から求める方法：この方法は、割引率をもとに対象不動産の純収益の変動率を考慮して求めるものである。

割引率を求める方法を例示すると次のとおりである。

(ア)類似の不動産の取引事例との比較から求める方法：この方法は、対象不動産と類似の不動産の取引事例から求められる割引率をもとに、取引時点及び取引事情並びに地域要因及び個別的要因の違いに応じた補正を行うことにより求めるものである。

(イ)借入金と自己資金に係る割引率から求める方法：この方法は、対象不動産の取得の際の資金調達上の構成要素（借入金及び自己資金）に係る各割引率を各々の構成割合により加重平均して求めるものである。

(ウ)金融資産の利回りに不動産の個別性を加味して求める方法：この方法は、債券等の金融資産の利回りをもとに、対象不動産の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等の個別性を加味することにより求めるものである。

鑑定評価方式の適用に当たっては、鑑定評価方式を当該案件に即して適切に適用すべきである。この場合、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酌するように努めるべきである。

I. 今回、収益還元法の適用対象地域から住宅地域を除外する。

基準において、「鑑定評価方式の適用に当たっては、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、自用の住宅地といえども賃貸を想定することにより適用されるものである。」とされているが、住宅地域に三方式を適用した場合、収益価格は他の方式による価格に対して50～70%程度となるのが一般的である。

その原因は、賃貸市場が成熟していないため賃料が低いこと及び住宅地域の容積率が低い事であると推定される。

そこで、大阪市城東区野江(1住居地域、建蔽率80%、容積率300%)の2階建戸建住宅が標準的使用の地域において土地残余法を適用し、どの程度の容積率になれば他の方式で得られる価格と同程度となるかを試算してみる。

前提条件

土地面積: $S=1\text{m}^2$

建物価格: $B=\text{再調達原価}(\text{円}/\text{m}^2) \times S \times y(\text{容積率})$

賃料収入: $A=a(\text{賃料円}/\text{m}^2) \times 12\text{ヶ月} \times S \times y \times 0.9(\text{有効面積率})$

一時金の運用益及び償却額: $A/12 \times 3\text{ヶ月} \times 0.02 + A/12 \times 3\text{ヶ月} \times 0.212158 = 0.058A$

総収益: $AA=(A+0.058A) \times 0.9(\text{入居率})$

総費用: $AA \times 0.3(\text{経費率})$

純収益: $0.7AA$

建物に帰属する純収益: $BB=B \times 0.064597(\text{躯体}80\%\text{機械}20\%、\text{耐用年数}35\text{年}、15\text{年})$

土地に帰属する純収益: $LL=(0.7AA-BB) \times 0.9725(\text{未収入期間を考慮した修正率}0.5\text{年})$

土地価格: $LL/R(\text{還元利回り=基本利率}5.0\%-賃料変動率0.5\%)$

取引事例比較法により求めた土地の比準価格は、230千円/ m^2 である。

図1: 周辺の賃貸マンションの賃料(2300円/ m^2)を用いて試算(建物再調達原価200千円/ m^2)。

対象地は2階建戸建住宅を標準とする地域であるが、容積率300%程度の共同住宅を想定すれば、比準価格と同程度の土地価格を土地残余法で得る事ができる。

容積率が100%～200%程度の住居専用地域においては、得られる土地価格は比準価格に対して、35～70%となる。

図2: 近隣地域の少ない賃貸事例から、戸建住宅の賃料1200円/ m^2 を用いて試算(木造の戸建住宅を想定し建物再調達原価150千円/ m^2)。

この程度に賃料が低下すると、容積率を増やせば増やすほど土地残余法による土地価格は低下することになる。

非常に安い継続地代をによる借地権を前提とする場合には、経済的に成り立つ場合もあるかもしれない。

