

テーマ ; 昨今の不動産評価におけるキャップレートのあり方について

株式会社 谷澤総合鑑定所
三原 大介

要旨

日本の不動産投資マーケットの発展により収益性重視の鑑定評価が浸透する中で、不動産の価格を大きく左右するキャップレートの考え方・あり方が注視されています。

本稿では、改正された不動産鑑定評価基準や実務上におけるキャップレートの求め方や問題点について言及し、キャップレートの妥当性（すなわち収益価格の妥当性）を検証する方法として貸家及びその敷地における取引事例比較法の有用性についても提案します。

また、不動産鑑定評価に対する客観性・透明性を高め、依頼者や投資家への十分な説明責任を果たすためにも、キャップレートの指標となるデータの統計・分析を今後積極的に推し進めていくことを考えています。

まえがき

最近、日本の不動産取引市場における実勢のキャップレートは東京を中心に明らかに下がってきていると感じていますが、不動産の鑑定評価におけるキャップレートは果たしてその実勢を反映しているかどうかは疑問に思うところです。

例えば、東京の中心エリアにあるAクラスオフィスビル（すなわち日本で最もリスクが少ないと考えられる不動産）のキャップレート水準を鑑定評価上5%と見る考え方は、日本の不動産を取り巻く経済環境が大きく変化を遂げているここ数年来、変化がないように思います。

しかし、この間における日本の不動産投資市場は、短期間に高い期待利回りを求める投資家から、中長期的に安定的な期待利回りを求める投資家へと移行しつつあるのは明らかであり、さらに今後は減損会計やペイオフなどを背景に年金基金など従来にはないプレーヤーが日本の不動産投資市場を支えていくことが考えられ、益々、長期的かつ安定的な利回りが求められるのではないかと考えられます。

また、2001年にスタートし、2004年5月末日時点で13銘柄が上場を果たしている不動産投資信託（REIT）では、不動産鑑定評価書の開示も進んでおり、特に不動産の価格を大きく左右するキャップレートについては、その考え方・あり方に注目が集まっていると言えます。

そのような中で、我々不動産鑑定士は、客観性かつ透明性を備えたキャップレートを採用し、依頼者や投資家への十分な説明責任を果たさなければならないと考えます。

不動産鑑定評価基準におけるキャップレートの求め方

我が国の不動産鑑定評価基準は、2003年1月1日に改正されました。キャップレートを求める方法についても、旧基準ではやや曖昧な表現でしたが、新基準では以下のとおり表現されています。

(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。

また、割引率を求める方法は以下のとおり表現されています。

(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、債権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。

・実務上におけるキャップレートの求め方

不動産鑑定評価の実務上におけるキャップレートは、不動産鑑定評価基準に準拠し、特に次の2方法を併用・相互補完しながら求めるケースが多いように思われます。

類似の不動産の取引事例との比較から求める方法

不動産投資の基本利回りに不動産の個別性を加味して求める方法

以下に、各方法におけるキャップレートの求め方や実務上の問題点について述べたいと思います。

類似の不動産の取引事例との比較から求める方法（取引利回り比較法）

対象不動産と類似の取引事例に係る還元利回り、すなわち取引利回りを比較する方法（取引利回り比較法）です。市場の実態を反映したキャップレートであり、説得力が高い反面、実務上は以下のような問題点が指摘されます。

取引利回りのデータ量の少なさ

我が国においては、依然、不動産の取引に係るデータ（売買価格や収支情報等）の一般的な開示は行われておらず、極限られた取引利回り事例から比較を行うことになりがちです。また、不動産鑑定士自らが鑑定評価に際して知り得た対象不動産に係る取引利回りについては、不動産鑑定士としての守秘義務の観点から、開示・共有化することは難しい状況にあります。唯一、共有化された取引事例・取引利回りは不動産投資信託（REIT）の取得物件に限られているとも言え、2004年5月末時点でその物件数は約320棟にのぼります。しかし、開示されたREIT取得物件のデータ項目については、各投資法人により異なり、データソースとして活用しづらい点も指摘されます。

キャップレート算定の前提となる純収益の捉え方

キャップレートの数字そのものは一人歩きしがちですが、我々はそのキャップレートがいかなる純収益に対応するものであるかを把握する必要があり、取引利回りを比較する際においても、同じ種類の純収益を前提としたキャップレートを採用すべきです。不動産投資信託（REIT）の開示資料を例にとっても、純収益の種類として、大規模修繕積立金等を控除する前のネットオペレーティングインカム（NOI）と控除後のネットキャッシュフロー（NCF）とがあります。また、純収益そのものも、取引時点における現行ベースの純収益と、想定された市場ベース（取引時点におけるマーケット水準）の純収益とがあるため、大別すると現行NOI・現行NCF・市場NOI・市場NCFという4通りの純収益が存在し、それらに対応して4通りのキャップレートが存在すると言えます。細かいことまで言及すれば、市場ベースの純収益は想定となるため、各人各様の純収益が求められる可能性が指摘されますし、現状ベースの純収益は年次ベースなのか月次ベースなのか、また、NOIとNCFの捉え方（両純収益の違い）についても、各鑑定評価機関や投資家サイドにおいて区々な状況に

あります。したがって、世の中に出回っているキャップレートがどの純収益に対応しているものであるかを把握し、同じ種類の純収益に対応するキャップレートに統一を図ることが必要と言えます。

時点修正の方法

取引事例の選択要件として、時点修正をすることが可能なものであることが挙げられますが、取引利回りデータ量自体が少ない中、時系列的な還元利回りの推移や不動産投資インデックス等のデータ整備は不十分で、取引利回りの時点修正は客観性・透明性を得ない状況にあります。日本の不動産投資市場がやや過熱気味にある現在、特にアップデートな取引利回り事例に基づくキャップレート水準を求められる傾向にあります。現時点においては、肌で最新トレンドを感じ取っている状況かと思われます。

不動産投資の基本利回りに不動産の個別性を加味して求める方法（積上法）

不動産投資の基本利回り

不動産特有のリスクプレミアムが最も少ない不動産への投資に対する利回りがベースとなりますが、ここ最近の不動産投資マーケットを概観すると基本利回りは低下しているように思われます。それは、一般的な金融資産の利回りの低下と金融資産と比較した不動産リスクプレミアムの低下とに起因していると考えられますが、日本においては長引く不況からの低金利政策により不動産利回りの高さが目を引く状況にありますし、プロパティマネジメント業の発展により不動産運営の透明性が増したことや資金調達手段（ノンリコースローン等）の拡大・競争等がその要因として挙げられます。また、従来の短期保有目的の投資家だけではなく、不動産投資信託（REIT）のような中長期的な投資家の出現により、さまざまな保有スタンスを持つ不動産投資マーケットが形成されたこと、すなわち出口マーケットが拡充され流動性が増したことも要因として挙げられるのではないかと思います。

このように不動産投資環境が大きな変化を遂げている中で、その変化を反映した基本利回りを採用すべきなのか、あるいは短期的・一時的なものとして捉えて静視するのか、不動産鑑定業界がまさに今判断を求められているところです。

不動産の個別性

予測された純収益と結果とが乖離する可能性を引き起こす不動産特有のリスクプレミアムの変動要因としては、次のリスクファクターが挙げられます。

) 地域性（ロケーション）

- ・ 対象不動産周辺エリアでの再開発計画等の有無等の需給動向の予測不確実性リスク
- ・ 流通市場の成熟度との格差に基づく市場性リスク
- ・ 上記リスクファクター等に基づく当該地域の将来発展性等を踏まえた地域的なリスク

) 用途

- ・ 各用途毎で純収益変動のファクターが異なることによる予測不確実性リスク
- ・ 流通市場の成熟度の格差及び用途変更の困難性等に基づく市場性リスク

) テナント

- ・ 賃貸借契約の内容等に基づく純収益変動リスク
- ・ テナント数の差異に基づく純収益変動リスク

) 共有・区分所有

（共有）

- ・ 他の共有者からの分割請求権行使リスク（民法第 256 条関係）
- ・ 優先的買取交渉権の付与に基づく市場性リスク
- ・ 他の共有者の信用リスク（人数・属性等）
- ・ 共有割合に基づく市場性リスク

（区分所有）

- ・ 優先的買取交渉権の付与に基づく市場性リスク
- ・ 議決権割合の多寡等に基づく建物管理等の制約リスク及び純収益変動リスク

) 借地権

- ・ 将来の支払地代、更新料及び立退き料等の予測不確実性に基づく純収益変動リスク（訴訟等の発生リスク）
- ・ 借地権譲渡に伴い発生する譲渡承諾料等の取扱いをめぐった売却時期の不確実性等に基づく市場性リスク

) 建物

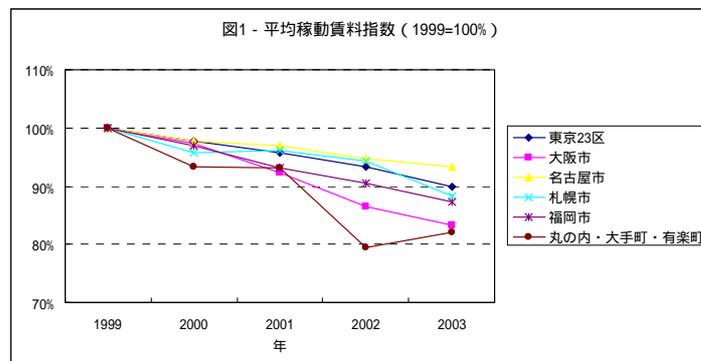
- ・ 対象建物の周辺地域における競争力（規模・グレード及びブランドマーク性等）
- ・ いわゆる既存不適格建築物等の容積率オーバーによる将来の建替えリスク及び純収益変動リスク
- ・ 経過年数（築年、新耐震・旧耐震）に基づく予測不確実な修繕費等の発生に基づく純収益変動リスク

不動産の各リスクファクターは、不動産鑑定士が予測した将来の純収益見込みと実際の結果とのボラティリティを示すものです。)地域性(ロケーション)については一般的に賃貸市場の競争力が高いエリア(賃料・稼働率が高いエリア)においてリスクプレミアムを低く見る傾向にあります。稼働賃料(賃料×稼働率)の変動の大小とは必ずしも一致しないケースがあります。日本で最もオフィス賃料の高い東京駅前の「丸の内・大手町・有楽町エリア」の過去5年間の稼働賃料の推移を見ると、他の都市と比べ、最も下落幅が大きくなっています。マーケット感覚的にもここ最近の当該エリアの賃料下落率は高いと感じていますが、このような変動の大きなエリアの将来の純収益見込みに対して実際との結果とのボラティリティが小さいと言えるのか疑問に思う点です。それでも当該エリアのリスクプレミアムが小さいとされている理由は、稼働賃料すなわち総収益の絶対値が大きく相対的に経費率が小さくなるため、純収益の変動は総収益の変動に比べ小さいと指摘できることや、そのネームバリューから来る流動性の高さや長期的な競争力・発展性の高さへの期待と言えるのかもかもしれません。

表1 - 平均稼働賃料の推移

単位：円/坪

エリア名	1999	2000	2001	2002	2003
東京23区	14,155	13,828	13,564	13,211	12,717
大阪市	10,398	10,123	9,590	9,000	8,653
名古屋市	9,762	9,547	9,466	9,243	9,119
札幌市	9,266	8,866	8,900	8,731	8,178
福岡市	10,093	9,791	9,389	9,133	8,806
丸の内・大手町・有楽町	33,810	31,544	31,449	26,851	27,752



出典：生駒シービー・リチャードエリス調査の平均募集賃料・平均空室率を基に筆者で加工

・キャップレートの妥当性の検証方法 - 取引事例比較法の適用

キャップレートは収益価格を求める際の過程であり、我々不動産鑑定士が求めるべき最終結論は収益価格や鑑定評価額となります。したがって、収益価格や鑑定評価額の妥当性を検証することが、結果的にキャップレートの妥当性を証明することにつながると考えます。その検証手段として複合不動産における取引事例比較法の適用が挙げられます。特に貸家及びその敷地の取引事例比較法は、賃貸借契約の内容等個別性が強く、精度の高い比準を行うことが困難である等の理由により、不動産鑑定評価基準では比較考量するものとされており、実務上適用されるケースは少ないように思われます。しかしながら、収益価格とそれを比較考量する積算価格との牽連性が薄れつつある中で、その適用の可否や具体的適用方法を再度検討すべきです。

貸家及びその敷地における取引事例比較法は、キャップレートの求め方である取引利回り比較法と同じ観点にあり、取引利回り比較法が果実の比較であるのに対して、取引事例比較法は元本の比較となります。取引利回り比較法の問題点として挙げられるキャップレート算定の前提となる純収益の捉え方次第では幾通りものキャップレートが存在するのに対して、取引事例比較法の基となる単位面積当たりの取引単価は固定的なもので、恣意性も入りづらいと考えられます。

不動産投資法人（REIT）が取得したオフィスビルの元本（有効面積当たり取引価格）と果実（市場 NCF ベースのキャップレート）の関係については以下のとおりです。

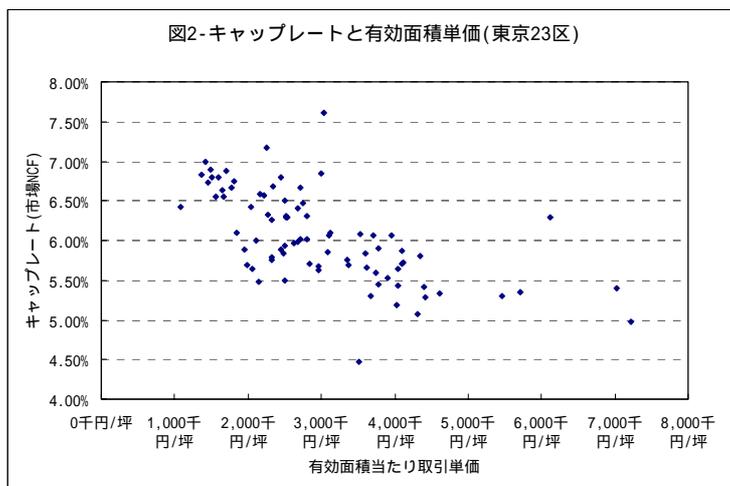


図2 - 東京 23 区において不動産投資法人（REIT）が取得したオフィスビルの市場 NCF ベースのキャップレートと有効面積当たりの取引価格との関係。回帰曲線分析によるキャップレート理論値との標準偏差は 0.35%、キャップレートと有効面積単価との相関係数は -0.629。

複合不動産である対象不動産と事例不動産との精度の高い比準は、時点修正や要因比較等の点で現実的に困難を伴いますが、マーケットにおいて対象不動産と競合関係にある事例不動産が、その収益性を前提に取引されており、取引利回りは不明であるが、取引価格は判明している場合には、取引利回りのデータ量の少なさを補完する上でも積極的に採用すべきであり、恣意性の入りやすい比準を行わずとも、単位面積当たりの取引価格相場という形で対象不動産の収益価格や鑑定評価額をサポートすることは可能であると考えます。

．今後望まれるキャップレートのあり方

不動産投資市場が急速な発展を遂げている中で、不動産の収益性に関する投資家サイドの見方と鑑定評価上の見方との間には一部ギャップが生まれているように思います。現在の不動産投資市場が過熱気味であることは否めませんし、今後の金利動向も気になるところですが、不動産鑑定業界においても客観性・透明性を証明するデータの整備・分析は立ち遅れています。とかく鑑定理論は過去のデータを拠り所とする点が多く、キャップレートについてもデータ時点と価格時点とのタイムラグを指摘されがちです。不動産の収益性を表すキャップレートやディスカントレートは将来の予測を反映したもので、標準的と判断される将来予測を行うためにもデータの整備・分析は不可欠です。私ども「(株)谷澤総合鑑定所」は鑑定評価に対する信頼性向上のためにも不動産収益データに基づくキャップレートの研究・分析を子会社の「(株)ティーマックス」と協力して行っていき、その成果を発信していきたいと考えております。

以 上