

DCF 法再考 (評価期間が異なる場合について)

Reconsideration of the DCF Method in cases of Different
Valuation Periods

仲谷光司

株式会社都市未来総合研究所

はじめに

投資家の投資予定期間に即して、DCF 法¹の評価期間を変化させることは可能であろうか。一般的なDCF 法の場合、約10年の評価期間とする場合が多い。これを投資家が想定する投資予定期間に即して、評価期間を変化させることはできるであろうか。

ファイナンス理論の原則から、評価期間が異なっても評価額は同一でなければならない。不動産評価においてDCF 法を用いる場合、評価期間のキャッシュフロー、割引率及び転売額²(を算出するためのターミナルキャップレート³を予想・設定するが、それは外挿的におこなわれることが多く評価期間が異なる場合に評価額が同一となることが保証されているわけではない。

評価期間が異なっても評価額が同一となるためにはどうすればよいであろうか。

本稿では、一定の前提下で成立するモデルを用いて、評価期間が異なっても評価額が同一となる場合の割引率と転売額を観察する。

1. 一般的なDCF 法の評価期間と投資期間のギャップ

(1)投資期間の多様化

土地価格が右上がり一辺倒であった頃の実物不動産への投資は、長期保有が基本的なスタイルであった。長期保有という点では、現在上場しているほとんどのJリートも不動産資産の長期保有を表明している。

しかし、実物不動産投資がプロ投資家に委ねられることが多くなり、不動産投資にお

¹ discounted cash flow (割引キャッシュフロー) 法: 将来にわたって生み出すキャッシュフローを推計し、その流れを一定の率によって割り引いて算出した現在価値を求める方法。収益還元法の一つ。「不動産鑑定評価基準」の平成14年改正では、収益還元法による評価は、DCF法と直接還元法を併用するものとされ、特に証券化のための評価は原則としてDCF法を適用することとしている。

² 「復帰価格」のこと。

³ 転売額を求めるための収益還元率。