

商業用店舗賃貸不動産の価値評価 テナント・マネジメントとリアルオプション

刈屋 武昭

金融工学研究センター
京都大学経済研究所

加藤 康之

京都大学経済研究所
野村証券金融研究所

内山 朋規

野村証券金融研究所

諏訪部 貴嗣

野村証券金融研究所

本稿は、応用金融工学（野村証券グループ）寄付部門の共同研究である。

1 本稿のねらいと考察する問題

本稿の基本的なねらいは、金融工学的リアルオプション思考法のもとに、一つのビジネス概念のもとでのショッピングセンターなど商業用店舗不動産経営問題を定式化し、テナント賃料契約デザイン問題とテナント入れ替え問題に関わって、賃料契約デザインの違いとテナント入替ルールの違いによる当該不動産のDDCF(Dynamic Discounted Cash Flow)価値を評価する枠組と分析法を与えることである。ここでは、将来からのキャッシュフローの割引現在価値を動学的モデルに基づいて計量的に評価する枠組みと分析モデルを与え、モンテカルロ・シミュレーションにより不動産価値を確率分布として評価することを可能にする。商業用店舗不動産価値評価にかかわるこの問題は、実は不確実性に関わって当該不動産の価値を創造する経営問題であり、そのためのテナント・マネジメントに関わる経営問題である。この経営問題の分析枠組みを与えるのが本稿のねらいである。

本稿では、与えた分析枠組みのもとで代替的な賃料契約デザイン問題とテナント入替問題について、シミュレーションにより比較する。一般に金融工学的視点からのDDCF法に基づく価値は、将来の確率的に変動するキャッシュフローの価値であるから、その現在価値としての不動産や企業あるいはプロジェクトなどの価値は、DDCF 確率分布として評価される、ということに注意する。その確率分布の平均値が通常いう収益還元価値であるが、平均値が大きいからといって平均値からの乖離としてのリスクが大きい場合それを選択することにならない。リスクとリターンを考慮する意思決定の枠組みを確保するためには、価値を確率分布として捉えることが必要なので、本稿ではこれを行う。したがって目的関数を設定し、その平均値を最適にする動的プログラミングなどを応用した分析枠組みとは異なる。もちろんリスクとリターンについての目的関数を作り、契約ルールとテナント入替ルールに関する最適性を追求することも可能であるが、入替ルールとモデルの非線型制構造による困難性のため、本稿ではその問題を直接には扱わない。シミュレーションで、リスクとリターンの関係からテナント入れ替えルールの最適性を扱うのみである。

商業用不動産の賃貸経営において重要な領域として

- (1) プロパティ・マネジメント(狭義)
- (2) テナント・マネジメント

がある。前者は、建物やその技術的機能等のハードの側面にかんして、不動産の潜在的価値を守り、テナントをひきつけることによって、キャッシュフローを増加させる。他方、後者は、テナントの組み合わせや契約デザイン等のソフトの面にかんして、バリューを創造することを狙う。この両面の研究は、まだ緒についたばかりで、データの蓄積は十分でなく、今後一層の研究が必要な領域である。なお、一般には(1)(2)をあわせたものも(広義の)プロパティ・マネジメントという。

本稿では、特に研究が少ないテナント・マネジメントの問題に関わり、基本的な分析枠組みを定式化し、そのもとでシミュレーション分析を行う。日本では新借家法のもとに、やっとなテナントとの定期借家契約が自由になり始めているので、テナント経営による価値