

「不動産のデューデリジェンスと総合還元利回り」について

富士火災海上保険株式会社

財務運用部 融資グループ長

関西学院大学 商学部 マネジメントコース

松井 利夫

はじめに

昨今の日本経済において、新規事業開業率は廃業率を大幅に下回っており、TLO 等の活用を含めた創業支援の必要性が叫ばれている。創業時の困難性の要因として、「失敗時のリスク過大」を指摘するものも多いが、これはデフレ(特に不動産)によって増幅されていると考えている。インフレは失敗の経済的悪影響からの緩衝材となるが、現在では逆にリスク資産(不動産等)を抱えることを回避する方向にある。

昨今の不良債権処理に於けるデューデリジェンスをとってみても、不動産の適正時価の算出は極めて重要である。ここで不動産におけるデューデリジェンスとは、新しい所有者として物件を購入する場合、その後の収入・支出をなるべく正確に予想することを目的とし行う調査をいう。デューデリジェンス項目は、将来の収入予想に必要な調査に加え、支出については建物本体のハードに関するものと、権利形態や入居テナントとの契約等のソフトに関する調査があり、ハードについては、建物の設備等の劣化状態や遵法性の確認、耐震性能、環境調査等を調査し、ソフトについては、物件に関する協定書・覚書等、建物を管理運営していく上で影響があると思われる項目と、入居テナントとの契約の内容等を調査することをいう。

近年続いている不動産価格の下落は、単に長期不況の影響のみならず、評価方法が、過去の「再調達原価法」から DCF 法等の「収益評価法」へと変化したことも大きなファクターであろう。収益評価は、相当程度前から存在する評価法であるが、特にバブル期においては、日本の国土の狭小さからの特殊性を主張し、全く無視されていた。しかしながら、バブル崩壊以後、IT 技術の急速な発展に伴う国際的な「マネー」の強い要請を受けて、グローバル・スタンダード化が日本においても急速に進展した結果である。収益評価によって導かれた価格(以下、収益価格という)は、賃料と総合還元利回り(=期待収益率)によって決定されるが、調査のところ、現在の不動産流通市場において求められる「利回り」は 5%~15% 程度まで、かなり広いレンジであり、これまでの市場金利低下局面においても係る「利回り」は極端に低下せず、高止まりしている模様である。無リスク資産(例えば JGB)とのレート差がリスク(テイク)相当部分と考えられる。このような現象は、デフレリスクを嫌った結果と考えるべきであろうが、そのような利回り水準として、妥当性のある決定方法を検証していきたい。

本論では、まず第 1 章で不動産評価の手法について検証を行う。続く第 2 章では、評価方法のなかでもとくに収益還元法について、より詳しく見ていく。そして第 3 章では、収益還元法におけるカレントな中