確率的割引ファクターを用いた不動産価格評価モデル*

石島 博 †　　谷山 智彦 ‡

平成16年3月6日

概 要

本論文では, 不動産価格の評価モデルを確率的割引ファクター (Stochastic Discount Factor) を用いて構築し, その有効性を日本市場を対象にして実証する. 確率的割引ファクターを用いることにより, 収益還元法において問題とされてきた割引率の恣意的な設定を回避でき, また経済学的な解釈に優れ, かつ閉じた評価公式として表現されるため, シミュレーションを行う必要もない. そして, 日本の賃貸マンション市場と賃貸オフィス市場に対する実証分析により, 投資家のリスク回避度が高まってきている傾向が示された.

1 はじめに

2003年1月, 不動産鑑定評価基準が改正され, それまで直接還元法 (Direct Capitalization Method) のみだった収益還元方式に DCF 法 (Discounted Cash Flow Method) が新たに追加された. これは不動産の社会的意味や価値概念が「所有から利用へ」と変遷してきており, 収益性こそが不動産の経済価値の本質を形成するものである, という考えからである.

そもそも不動産の価格とは, 不動産鑑定評価基準で「効用」と「相対的希少性」, そして「有効需要」の三者が相関結合して生じた経済価値を貨幣額で表示したものとして示され, その評価手法として再調達原価法, 取引事例比較法, そして収益還元法の3つの手法を用いて不動産の価格を求める.

そのうち, 収益還元法は不動産の収益性に着目した評価手法であり, 特に近年では, 不動産の流動化や証券化などによって注目が高まってきている. それは先に述べたように, 不動産を持つことから利用することへと社会的意味や価値概念が変化したためであり, さらに不動産鑑定評価基準上では,「先走りがちな取引価格に対する験証手段として」収益還元法を利用するよう書かれている.

収益還元法には, 直接還元法と新たに追加された DCF 法の2種類がある. その主な違いは, 直接還元法が初年度の営業純利益 (Net Operating Income) をキャップレートで割

*2004年 日本不動産金融工学学会 (JAREFE) 定期大会, 明海大学不動産学部. なお, 本研究の一部は文部科学省の科研費 (15710120) の助成を得て行なった.

†慶應義塾大学総合政策学部. 〒 252-8520 神奈川県藤沢市遠藤 5322

‡慶應義塾大学政策メディア研究科.