

J-REIT 商業施設の賃貸借における敷金・保証金の評価モデルを用いた契約価値評価

Valuation of Lease Contract of the Commercial Spaces of J-REIT with Deposit Valuation Model

慶應義塾大学大学院理工学研究科 岩下力
慶應義塾大学理工学部管理工学科 枇々木規雄

不動産賃貸借契約は、一時金（敷金・保証金）や賃料体系や賃料改定、期間延長・解約の有無等に係るオプション性を内包することが知られている。特に商業施設では契約形態も様々である。実務では上記契約価値が明示的に扱われず、担当者の経験に依ることが多い。そこで本研究は J-REIT のデータを用い、一時金の分析・モデル化を行う。そして、その一時金モデルを用いた動的 DCF 法による契約価値評価の方法を提案する。

キーワード：商業施設、敷金、保証金、契約の価値評価

1. はじめに

J-REIT（日本版不動産投資信託）は 2001 年 9 月に誕生し、約 8 年半が経過した。現在、41 投資法人が上場しており、その投資対象はオフィスや住宅、商業施設や倉庫等の物件がある。オフィス物件は複数テナントとの 2 年契約、住宅は多数テナントとの数年～30 年以上の契約が主である。一方で商業施設は主に、大型物件のマスターリース契約や一棟貸しが多く、契約期間も 10～30 年と長期に渡る。このように物件によって契約も様々であるが、本研究では、J-REIT の対象物件である商業施設の賃貸借契約の価値評価を行う。

不動産契約の慣行として、テナントから大家への一時金支払いがある。特に商業施設は敷金の他に、オフィスや住宅には無い保証金という一時金を支払う慣行がある。商業施設賃貸借における一時金（敷金・保証金）は賃料の数ヵ月～数十ヵ月を占め、賃貸借契約を行う契約者にとって一時金がどのように決まるかは重要な要素である。この一時金に関する研究として、Ben-Shahar et al. [14] は、裁定取引理論とオプション・プライシングの手法を組み合わせることにより、アメリカでの住宅の敷金を評価している。また、Iwata and Yamaga [15] は大家・テナントの情報の非対称性に注目し、日本での一般借家契約と定期借家契約の間で賃料差があることを実証している。それに対し、本研究では従来研究が行われていない J-REIT 運営側の立場で、商業物件の大半を占めるマスターリース契約と一棟貸しの契約を対象とし、一時金の分析とモデル化を行う。

このような不動産賃貸借契約には一時金（敷金・保証金）の他にも、契約期間、賃料体系（固定賃料・売上歩合制等）、賃料改定、期間延長・解約の有無等のオプション性が含まれている。刈屋 [1] は定期借家契約と一般借家契約の間において、歩合賃料やテナント属性を考慮するパラメー