

建物規模の差異による不動産投資収益性の差異－DDCF法による比較

－ 地方により期待利回りが異なる理由の一考察 －

不動産鑑定士／一級建築士 伊東 良平

1. はじめに

不動産の賃貸収入と賃貸経費が同一の2つの不動産があるとして、その2つの不動産の収益価格が異なることはごく普通にみられる現象であるが、その理由は何なのか。投資家の投資選好の違いによるものであるが、それが漠然とした市場の「利回り感」「Cap感」の違いによるという答えでは、収益価値評価の指標としてはあまりに粗末である。不動産に投資する機関投資家や投資の際に融資を行う金融機関が、同一のNOIの2つの不動産の価値判定をそれぞれ分けて考えるのにはそれなりの理由があるはずで、その判断には一応の理論的背景があるはずだ。

市場に公開された株式や債券などの収益還元価値は、将来の市場価格の変動を織り込んだ期待純収益の割引現価として把握されるため、対象となる企業の収益見通しや信用力の差異により、ROE（株主資本利益率）や社債償還額が同一の2つ企業の株価や債券評価額が異なるのは当然のことである。しかし賃貸用不動産の場合、期待される収益源は家賃という運営の巧拙にあまり依存しない収入であり、支出も建物管理費や固定資産税といった固定的なものが中心で、求められる将来純収益の割引現在価値は、割引率が同一であれば大きく変わらないはずである。

もっとも、現行賃料が近傍類似の不動産の賃料より著しく高い、あるいは一棟全体が特定の借主に賃貸されており、賃借人の信用力や事業収益に大きく依存しているような場合、買手は将来の賃料下落リスクを織り込んで収益予測を立てるため、現在のNOI水準が類似している不動産であっても、その価値判断が大きく異なることは普通に考えられる。

では、このような事情のないNOIが同水準のごく普通の2つの賃貸マンションの収益価格が、立地や規模により異なるのはなぜか。取得した不動産を短期に転売することを意図した投資家は、「出口価格」という転売時の売却価格が異なるという単純な説明をするかもしれないが、収益価格が将来純収益の割引現在価値であるという考え方を取る以上、転売時の「Cap感」の違いによる売却予測価格の違い、というような評価人の主観に依存するモデルでは、収益価格に差異が生じる理由を説明できない。