

循環 DCF 法による不動産基準レートの導出と不動産価額の分離

Derivation of “real estate base rate” and separation of a real estate price by DCF circulation method

鈴木立史
Tateshi Suzuki

早稲田大学大学院ファイナンス研究科

要旨：本研究の目的は不動産の価額変動リスクのコントロール手法の構築である。不動産の価額変動は周期性と平滑性を有することから予測可能性が高く、デリバティブが馴染みにくいと言われている。そこで、価額変動の不確実性を抽出した価額変動強度指数を考案し、デリバティブの有効性を調べた。しかし、予測可能性の完全な排除が難しく、有効性は低いと結論付けた。

次に不動産価額の評価段階でのリスクコントロール手法を考えた。不動産には均一的に細分化された割合的単位がなく再投資が不可能なため、割引率にリスクプレミアムを含めた評価は不合理である。そこで、確実性等価法に類似した循環 DCF 法を考案し、その不合理性を解消しつつ、収益不動産に共通する不動産基準レートを導き、価額をインカム価額とキャピタル価額に分離した。この分離は、不動産のコモディティ化と他資産との親和性の高まりを示唆し、リスクコントロールに寄与するものと考えられる。

キーワード：価額変動強度指数、循環 DCF 法、不動産基準レート、価額分離、コモディティ化。

1. はじめに

不動産投資の二大リスクは流動性リスクと価額変動リスクだと考えられる。このうち流動性リスクは高いインカムリターンを収受することとのトレードオフの関係である程度許容されているリスクであると考えられる。したがって、最大のリスクは価額変動リスクと言えよう。最近では価額変動リスクを抑制すべく低レバレッジの下、長期投資を行う傾向があり、そのスタイルで運用される私募リートは成長も著しい。

しかし、我が国の機関投資家による不動産投資は欧米に比べてまだまだ進んでいない状況である。一般社団法人不動産証券化協会（以下、「ARES」という。）の調査¹では、年金にとって投資を行うために必要なことの第1位は「不動産評価の信頼性の向上」となっている。また、投資を行わない理由として「商品特性が分からない」という意見が第2位となっている（第1位は流動性がない）。つまり、そもそも不動産投資が良く分からないという意見が多いということ

である。確かに、不動産の売買価額の多くは相対（あいたい）で決定するため、株式のように取引所において価額が決定するプロセスが分からない。また、鑑定評価額は売買において一つの基準値にはなっているが、あくまで鑑定士の意見であり、何ら経済的な意味を持たない。不動産は証券化により金融資産としての親和性が飛躍的に高まったものの、肝心の価額の決定プロセスが極めて曖昧であり、これが、不動産投資が良く分からないと言われる最大の理由であろう。この問題を解消するためには、価額変動リスクをコントロールするためのデリバティブ商品の開発や鑑定評価以外の価額理論の構築が求められよう。

2. 不動産価額モデル

2.1 不動産価額の特性

不動産の価額には主に二つの特徴がある。それは周期性を持つことと動き方が滑らかなこと（平滑性）である。図1は東京23区のオフィスビルの価額の推移を示すイン