

# 不動産鑑定評価実務入門

宮崎 賢 著

本稿は不動産に関連する業務に携わる方のために、不動産鑑定評価、不動産証券化がどのように行われているかを知ってもらうためのものである。

お役に立っていただければ幸いです。

# — 目次 —

## 第1章 不動産鑑定及びその周辺業務の使われ方

## 第2章 総論

- 1 不動産鑑定評価制度
- 2 不動産鑑定評価基準
- 3 価格
- 4 賃料
- 5 価格原則
- 6 価格を求める鑑定評価の方法
  - (1) 評価の本質
  - (2) 原価法
  - (3) 取引事例比較法
  - (4) 収益還元法
  - (5) 直接還元法
  - (6) DCF法
  - (7) 賃貸型開発法
  - (8) 開発法
  - (9) ディベロッパーの考え方

## 第3章 各論

(各不動産価格の求め方)

- 1 住宅地・商業地一般
- 2 大きな土地
- 3 ゴルフ場
- 4 工場跡地
- 5 戸建住宅
- 6 居住用マンション
- 7 賃貸アパート・賃貸マンション(1棟全体・各部屋)
- 8 店舗又はオフィスビル(1棟全体・各部屋)
- 9 ホテル
- 10 ショッピングセンター
- 11 林地・農地
- 12 土壌汚染のある土地

## 第1章 不動産鑑定及びその周辺業務の使われ方

不動産鑑定評価やその周辺業務の使われ方の主要なものを例示するとつぎのとおりである。

### 1. 公共関係において

- ・ 地価公示(国)、地価調査(都道府県)
- ・ 相続税の路線価、固定資産税の路線価
- ・ P R E (Public Real Estate)戦略、公共用地の買収、公有財産の処分
- ・ 裁判所の競売・民事再生
- ・ 訴訟、非訟、家事審判における、価格・地代・家賃

### 2. 民間において

- ・ 会社  
C R E (Corporate Real Estate)戦略、会社合併、事業承継、M&A、現物出資、時価会計、減損会計、会社分割
- ・ 会社、個人  
売買、賃貸借、交換、担保、遺産分割、相続税に関連する相続不動産の評価  
共同ビル権利調整
- ・ 不動産の証券化
- ・ 土地区画整理、市街地再開発等の従前資産・従後資産評価
- ・ 不動産投資

## 第2章 総論

### 1 不動産鑑定評価制度

#### (1) 定義

不動産の鑑定評価とは、評価対象である不動産の経済価値を判定し、これを貨幣額をもって表示する行為である。

##### ①経済価値

価格については交換の対価、賃料については不動産用益（使用）の対価である。

##### ②判定

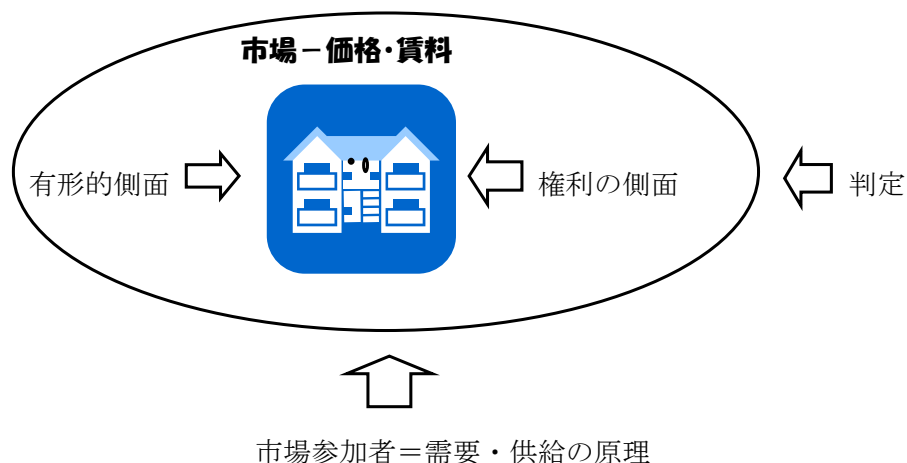
ア、有形的側面及び権利の側面の双方からの土地、建物の経済的利益を判定する。

この経済的利益が価格または賃料となる。

イ、判定の場面は現実の不完全市場を修正した合理的市場である。

この市場に存在する(ザイン)価格または賃料を把握する。

ウ、判定の主体は－合理的市場人に代った不動産鑑定士である。



#### (2)鑑定評価制度の趣旨

不動産の利用の仕方が個人の幸福、国家社会の発展に影響を及ぼすので不動産鑑定制度が必要になる。

## 2 不動産鑑定評価基準

### (1)意味

不動産鑑定評価基準は、不動産の鑑定評価の専門家である不動産鑑定士等が不動産の鑑定評価を行うにあたっての基準である。

### (2)性質

鑑定評価基準に法的拘束力はない。国土審議会が取りまとめ、国土交通大臣に提出された意見にもとづくものが鑑定評価基準だからである。しかし、不動産の鑑定評価に関する法律を背景としているので、事実上の拘束力(間接的な法的拘束力)がある。

企業会計における「企業会計基準」及び「同注解」(財務省企業会計審議会)のようなものである。

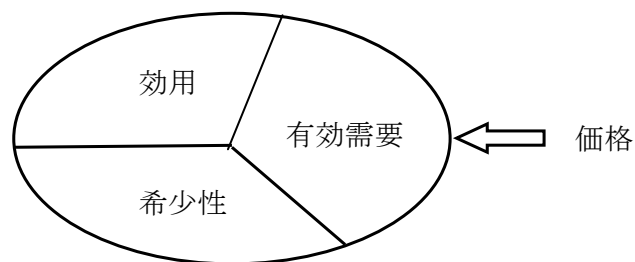
## 3 価格

### (1) 価格の本質

不動産鑑定評価基準は、「不動産の価格は

- ア、その不動産に対してわれわれが認める効用
- イ、その不動産の相対的稀少性
- ウ、その不動産に対する有効需要

の3者の相関結合によって生ずる経済価値を貨幣額で表示したものである」としている(評価基準・総論第1章第1節)。



### (2) 価格の種類

評価基準は、価格の種類としてつぎの4つを規定している(総論第5章第3節)。

#### ①正常価格

ア、正常価格とは、市場性を有する不動産について、現実の社会経済情勢の下で合理的と考えられる条件を満たす市場で形成されるであろう市場価値を表示する適正な価格である。この価格は、あるべき価格(sollen)ではなく、ある価格(sein)である。

イ、通常はこの価格が使用される。中古住宅、建売住宅の売買、交換等々で。

### 参考－競売・公売

民事執行法上採用される裁判所の競売価格は、この価格を基礎として「競売市場修正」として、約30%程度減価して基準額として公示される(競売手続きの特性考慮が要求されるからである)。

国税当局による「公売」の規準価格も、約20%程度の公売減価がされるが、減価されない場合もある。

両者いずれも入札参加者の自己責任であるが、制度上はいくつかの差異がある。

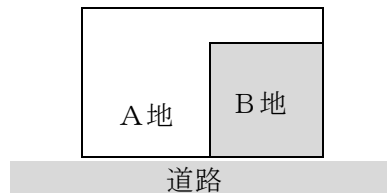
## ② 限定価格

ア、限定価格とは、市場性を有する不動産について、不動産と取得する他の不動産との併合又は不動産の一部を取得する際の分割等にもとづき、正常価格と同一の市場概念の下で形成されるであろう市場価値と乖離することにより、市場が相対的に限定される場合における、取得部分の当該市場限定にもとづく市場価値を適正に表示する価格である。

イ、典型的な例を示すと、つぎのようなものである

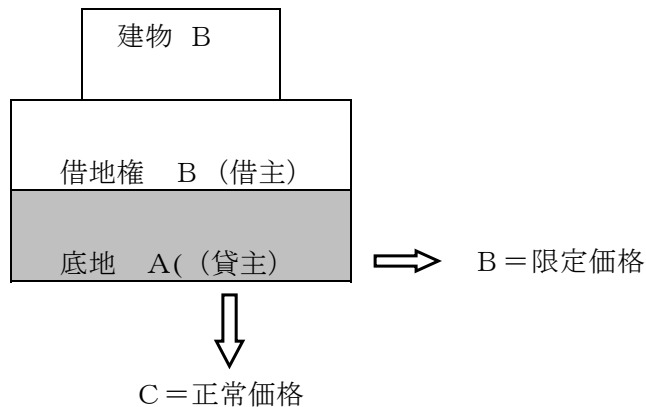
(ア) AがB地を買い受ける場合の例

AがB地を買受けて、A地B地を一体的に利用する場合の、B地の価格が限定価格となる。B地の価格はB地単独の場合の価格より高くなる。A地はA+B地となることにより土地の効用が増加するからである。



(イ) 借地人が底地を取得する場合もこの限定価格となる。

底地を第3者が買い受ける場合は正常価格となり、限定価格の場合より安くなる。この理由は、借地人が底地を取得すると当該土地は完全所有権に転化するが、底地を第3者が取得した場合地代徴収権能しか取得しないからである。



### ③ 特定価格

特定価格とは、不動産の性格により一般的に取引の対象とならない不動産、又は依頼目的及び条件により一般的な市場性を考慮することが適当でない不動産の経済価値を適正に表示する価格である。

証券化対象不動産の場合、取得・保有では特定価格、売却の場合は正常価格となる。

### ④ 特殊価格

特殊価格とは、文化財等の一般的に市場性を有しない不動産について、その利用現況等を前提とした不動産の経済価値を適正に表示する価格である。

例えば神社や老人福祉センターなどの評価の場合である。

## 4 賃料(地代・家賃)

賃料の種類にはつぎのものがある。

### (1) 新規賃料

#### ① 正常賃料

正常価格と同一概念の下に、新たな賃貸借等の契約において成立するであろう経済価値を表示する適正な賃料をいう。

評価方法には、積算法、賃貸事例比較法、収益分析法がある。

- ・ 賃貸事例比較法は、新規賃貸借の事例から比較して賃料を求める。
- ・ 積算法の算式はつぎのとおり。

積算賃料＝基礎価格×期待利回り＋必要諸経費

(注)積算法は供給者(貸主)サイドの賃料である。

- ・ 収益分析法は、一般の企業経営にもとづく総収益を分析して、不動産が生み出す純収益を求め、これに必要諸経費を加算して求める。

#### ② 限定賃料

限定価格と同一概念の下に、新たな賃貸借等の契約において成立するであろう経済価値を表示する適正な賃料をいう。

例・隣接土地を借地する場合や土地の一部を分割して賃貸する場合等で、一定の要件を満たす場合である。

### (2) 継続賃料

不動産の賃貸借等の特定の当事者間において成立するであろう経済価値を適正に表示する賃料である。

評価方法には、差額配分法、利回り法、スライド法、賃貸事例比較法がある。

地代・家賃の増減請求で、訴訟・非訟事件で問題になる。

## 5 価格原則

### (1) 11の原則

不動産の価格形成過程に機能する法則について、評価基準総論第4章は、一般の経済法則に基礎をおくものとして、「需要と供給の原則、変動の原則、代替の原則、最有効使用の原則、均衡の原則、収益逡増及び逡減の原則、収益配分の原則、寄与の原則、適合の原則、競争の原則、予測の原則」という11の原則を規定している(第4章)。

### (2) とくにベースとなるもの

つぎの2つである。

① 需要と供給の原則…経済学で用いられる法則である。

② 最有効使用の原則…不動産の価格は、その効用が最高度に発揮される可能性に富む使用(最有効使用)を前提として把握される価格を標準として形成される、という原則である。この場合の「最有効使用」とは、現実の社会経済情勢の中で、客観的にみて、良識と通常の使用能力を持つ人による合理的かつ合法的な最高最善の使用方法をいう。

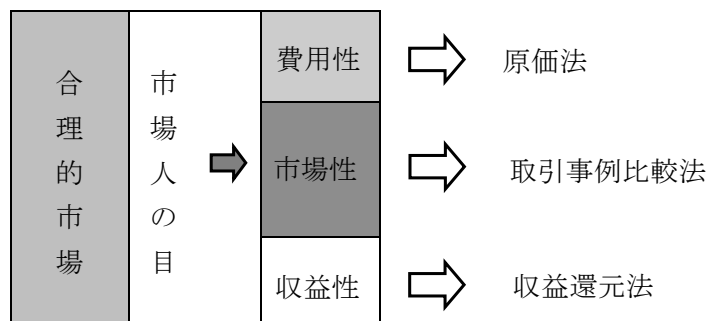
正確ではないが簡単に言えば、一般通常人からみて、対象不動産をどのような用途に、どのように使うのが経済的に望ましいか、と考えた場合のその使用方法である。

## 6 価格を求める鑑定評価の方法

### (1) 評価の本質

不動産の鑑定評価は、鑑定評価の主体が合理的な市場になり代わって市場価値を示す価格を把握する作業である。すなわち、当該評価案件において、合理的な市場において存在する価格を発見する作業である。

鑑定評価基準は、価格発見の方法について、合理的市場における市場人は、対象不動産の費用性(再調達するといくらかかるか)、市場性(市場でいくらで取引引きされているか)、収益性(どれ位の収益が見込められるか)の3つの面から価格を考察する、という前提にたち、つぎの3つの評価方法を規定している。



## (2) 原価法…費用性に着目したもの

①価格時点(価格判定の基準日)における対象不動産の再調達原価を求め、この再調達原価について減価修正を行って対象不動産の試算価格を求める方法である。費用性にもとづいた方法で、この方法による試算価格を「積算価格」という。

② 算式： 再調達原価－減価修正＝積算価格

## (3) 取引事例比較法…市場性に着目したもの

①多数の取引事例を収集して適切な事例の選択を行い、これらの取引価格に必要な応じて事情補正及び時点修正を行い、かつ、地域要因の比較及び個別的要因の比較を行って求められた価格を比較考慮して試算価格を求める方法である。この方法による試算価格を「比準価格」という。一般の人にとってわかりやすい。

②算式

ア、取引事例価格×事情補正×時点修正×地域要因・個別的要因の比較＝比準価格  
イ、事情補正…取引に特殊な事情がある場合の補正である。

ウ、時点修正…取引時点から価格時点までの間の価格変動を補正するものである。

エ、地域要因・個別的要因…住宅地を例にすると、次のような比較項目がある。

- ・街路条件…道路の状態である。
- ・交通接近条件…都心、駅、商店街等への距離・到達条件等である。
- ・環境条件…住環境、生活利便施設の設置状況等である。
- ・行政的条件…法律上の規制等である。
- ・その他

オ、個別的要因中の土地の画地条件…地積、間口、奥行、形状、道路方位、その他

## (4) 収益還元法…収益性に着目したもの

① 対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在価値の総和を求めることにより対象不動産の試算価格を求める方法である。収益性にもとづいた方法で、この方法による試算価格を「収益価格」という。

② 収益価格を求める方法には、

- ・一期間の純収益を還元利回りによって還元する方法(直接還元法)と、
- ・連続する複数の期間に発生する純収益および復帰価格を、その発生時期に応じて現在価値に割り引き、それらを合計する方法(DCF法、Discounted Cash Flow法)とがある。

③ DCF法の考え方は、キャッシュフローの尺度で考えるものであり、投資その他の分野で多く採用されている。不動産証券化での評価ではこれが中心となる。もっとも、ファンド組成に携わるアレンジャーサイドでは直接還元法も重視する。DCF法のシナリオの数値に確実性が不十分だ、というのがその根拠である。

### DCF法の基礎

この考えは「金銭には時間的価値がある。今日の100万円と3年後の100万円とでは価値が異なる」という考えが基礎になっている。この基礎の考えが「割引率」となって具体化する。各種投資の世界でも、この考えが前提になる。

例＝3年間、複利運用5%で考えると(当然運用するものとみなす)……

- ・今日の100万円は3年後で……100万円×1.157625≒116万円
- ・3年後の100万円は、今日の価値でみると……100万円÷0.863838≒86万円となる。

④ 収益価格は最も理論的な価格といわれるが、最もなじむのは、収益物件たる不動産の領域においてである。

例えば、田園調布の一低専の戸建住宅の評価にはなじまない。これに反し、賃貸マンション、オフィスビル、商業ビルなどは収益価格が重視される。居住用マンションも、賃貸したら賃料がいくらとれるかということで重視される。

⑤ 収益価格は土地のみの評価の場合と、土地及び建物価格の評価の双方に用いられる。

## (5) 直接還元法

① 内容

$$P = \frac{a}{R}$$

P・求める不動産の収益価格

a・一期間の純収益

R・還元利回り

②収益・費用項目

ア、収益項目

・貸室賃料収入(満室想定)・共益費収入・水道光熱費収入・駐車場収入・その他収入・空室等損失(-)、貸倒損失(-)

イ、費用項目

・維持管理費・PMフィー・テナント募集費用等・公租公課・損害保険料・その他費用

ウ、運営純収益(ア－イ)

エ、保証金等の一時金の運用益

オ、資本的支出

カ、純収益(ウ＋エ－オ)＝①式における a

**還元(a÷R)とは**、比喩的に言うとおりのとおり。

- ・元本100万円を、年利5%で預金した。1年間利息は5万円。
- ・これを直接還元法にあてはめると、  
利率と利息は判明しているが、元本が判明していない、ことを前提として元本を判定するには、  
 $5万円 \div 年利率5\% = 100万円$ となる。  
すなわち、賃貸による純収益と還元利回りは判明しているが、不動産価格は判明していない、として不動産の収益価格を求めるのはこの元本価格を求めるのとおなじになる。

## ② 評価上採用される建物

- ・更地としての土地価格のみを求める場合(土地残余法)は  
賃貸アパート、賃貸マンション、賃貸用の店舗、オフィスビルの建築・賃貸を想定し、その賃料を基礎として求める。
- ・現状の土地及び建物価格を求める場合は、現状の建物の賃貸料(自己使用の場合は賃貸を想定する)を基礎として求める。

## ③直接還元法における還元利回り(R)の求め方

ア、類似の不動産の取引事例との比較から求める方法、借入金と自己資金に係る還元利回りから求める方法、土地と建物に係る還元利回りから求める方法、割引率との関係から求める方法等がある。

イ、借入金と自己資金に係る還元利回りから求める方法の算式

- ・還元利回り  $r = MR + (1 - M) Y_E$
- ・M：借入金比率
- ・R：借入金利・金融機関が不動産プロジェクトに融資する際の金利
- ・(1 - M)：自己資本比率
- ・ $Y_E$ ：自己資本期待収益率・・・投資家が不動産投資に対して期待する収益率であり、不動産投資が有するリスクに対する見返り(報酬)でもある。

ウ、土地と建物に係る還元利回りから求める方法の算式

- ・還元利回り  $r = R_L \times W_L + R_B \times W_B$
- ・ $R_L$ ：土地の還元利回り
- ・ $W_L$ ：土地の価格割合
- ・ $R_B$ ：建物の還元利回り
- ・ $W_B$ ：建物の価格割合

エ、割引率との関係から求める方法の算式

- ・還元利回り  $r = Y - g$
- ・Y：割引率
- ・g：純収益の変動率

## (6) DCF法

### ① 算式

$$P = \sum_{k=1}^n \frac{a_k}{(1+Y)^k} + \frac{PR}{(1+Y)^n}$$

P ・求める不動産の収益価格

$a_k$  ・毎期の純収益＝後述③

Y ・割引率

n ・保有期間＝投資期間＝賃貸期間

PR ・復帰価格……これは、保有(投資)期間満了時点における対象不動産の価格であり、基本的に次式により表される。

$$PR = \frac{a_{n+1}}{R_n} \quad \begin{array}{l} \cdot a_{n+1} : n+1 \text{ 期の純収益} \\ \cdot R_n : \text{保有期間満了時点の還元利回り} \\ \cdot n : \text{投資期間(保有期間)} \end{array}$$

### ② 純収益は現状の建物からのものである。

現状が自己使用の場合は賃貸を想定する(通常かかる場合はない)。

### ③ 収益・費用項目

#### ア、収益項目

・貸室賃料収入(満室想定)・共益費収入・水道光熱費収入・駐車場収入・その他収入・空室等損失(-)、貸倒損失(-)

#### イ、費用項目

・維持管理費・PMフィー・テナント募集費用等・公租公課・損害保険料・その他費用

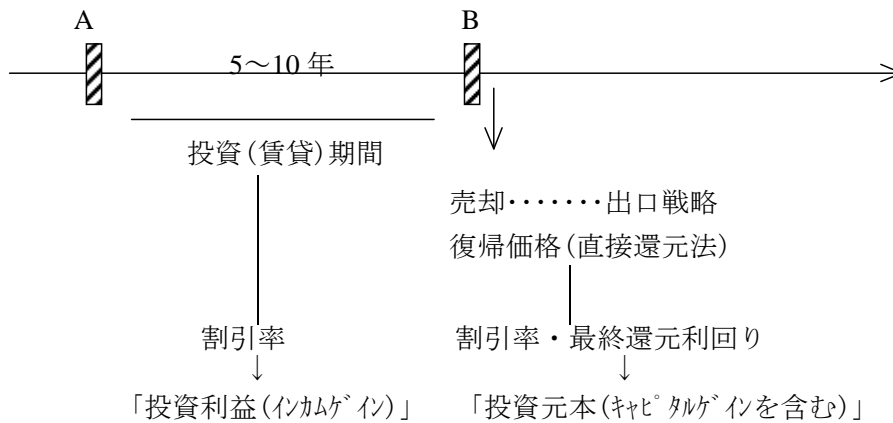
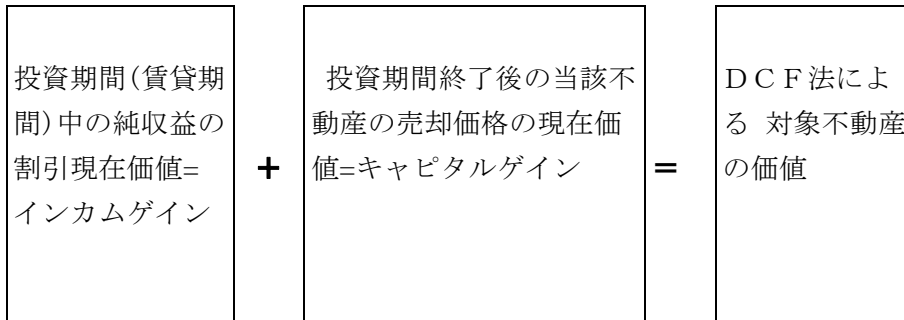
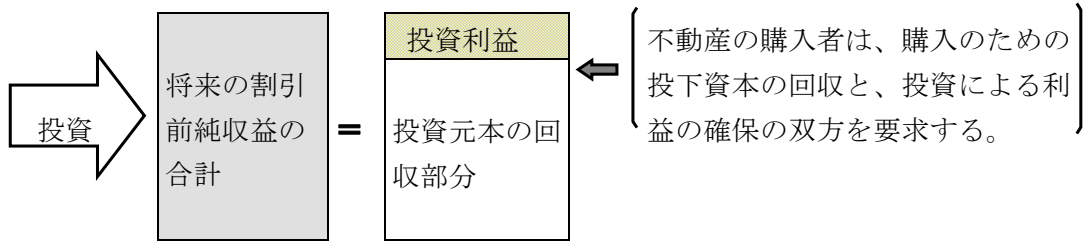
#### ウ、運営純収益(ア－イ)

#### エ、保証金等の一時金の運用益

#### オ、資本的支出

カ、純収益(ウ＋エ－オ)＝①式における  $a_k$

④ 図解



例 ア、投資期間中の純収益の現在価値

10年間の純収益・・・ 10億万円・・・とする。  
割引率・・・利率5% 10年間・・・0.6139  
現在価値・・・ 10億円×0.6139 =6.1億円

イ、復帰価格の現在価値

11年目の純収益・・・ 8,000万円・・・とする。  
最終還元利回り・・・ 7%  
復帰価格・・・ 8,000万円÷7%=11.4億円  
割引率・・・利率5% 10年間・・・0.6139  
現在価値・・・ 11.4億円×0.6139 =7.0億円

ウ、DCF法による土地及び建物価格

6.1億円+7.0億円=13.1億円

④ DCF法における割引率(Y)の求め方

割引率は、将来の入金額から現在価値を求めるために、将来の入金額を何%の複利現価で割り引くかを定める利回りである。

その求め方には、類似の不動産の取引事例との比較から求める方法、借入金と自己資金に係る割引率から求める方法、金融資産の利回りに不動産の個別性を加味して求める方法等がある。

⑤ DCF法における最終還元利回り(ターミナルレート: Rn)の求め方

これは、復帰価格(売却予想価格)を求める還元利回りである。この求め方は、価格時点の還元利回りをもとに、保有期間満了時点における市場動向並びにそれ以降の収益の変動予測及び予測に伴う不確実性を反映させて求める。

**参考—割引率について**

投資の世界等で使われる概念であり、投資家は投資元本の回収と投資利益の獲得の双方を要求する。割引率は、後者の投資利益を意味する。その中味は、資金をいくらかで運用できるか、運用期間、および運用の不確実性を含んでいる。いわば、投資家の収益期待度である。

具体的には、つぎの複利現価率で計算される。

$$\text{複利現価率} = \frac{1}{(1+r)^n}$$

r ……割引率  
n ……期間

**参考—レバレッジ(Leverage)について**

自己資金だけで投資するより、借入金をも併用した方がより高い投資利回りが得られる場合がある、ということ。

不動産の投資利回りが借入金の金利より高い場合にこのレバレッジが効く。ただし、レバレッジを効かせすぎると投資の破綻リスクが高まる。借入金割合(LTV)は、60%~80%が大まかな目安である。

**(7)賃貸型開発法…大きな土地価格を求める場合**

①意味

これは、DCF法に基づいて土地価格を判定する方法である。不動産鑑定評価基準には明定していない。

すなわち、賃貸用建物を開発して一定期間(5~10年)賃貸し、その後当該土地建物を売却すると想定した場合に、又は、当該建物を開発後即売却することを想定した場合に、かかる想定投資採算性に合う土地の素地価格はいくらか、ということを判定するものである。

開発事業者の実務で重視されている。

## ②内容

ア、まず、土地を取得して賃貸用の建物建設・その建物の賃貸を想定する。

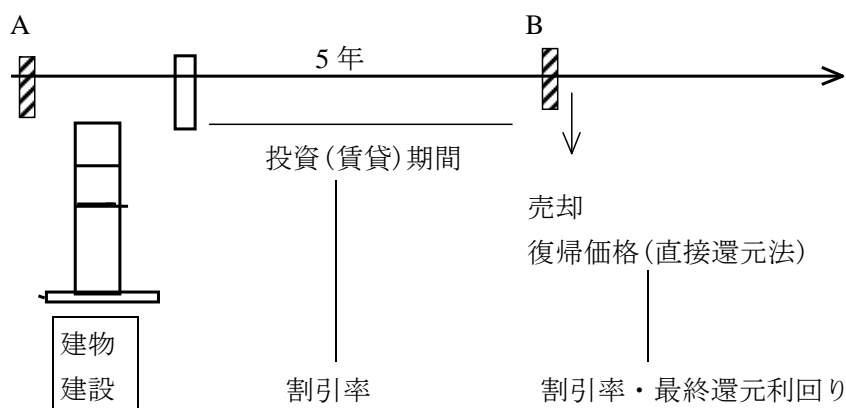
この想定から土地及び建物の複合不動産の収益価格を算定し、売却価格とする。この売却価格は、「直接還元法」と「DCF法」を採用して査定する。DCF法による売却価格は、賃貸期間中の純収益額と投資期間終了後の売却価格との合計からなる。

イ、建物建築費、その他開発費用等はDCF法により査定し、その額を収益価格を構成する 開発収入(売却価格)より控除する。控除後の数値が賃貸型開発法による収益価格となる。

ウ、(8)の開発法との違い

- ・建物の賃貸を想定する。

エ、例・・・建物建設後5年間賃貸し、6年目に賃貸するものと仮定した場合



### 【 計算 】

- 運営収益・・・賃料収入等
- 運営費用・・・維持管理費、公租公課、PMフィー、その他
- 運営純収益(a - b)
- 一時金の運用益
- 資本的支出
- 賃貸事業の純収益(c + d - e)
- 開発費用等・・・建築費、開発中及び竣工後の公租公課、販管費、その他
- 複利現価率による割引
  - gの割引率は投下資本収益率相当のもの
- 賃貸期間中の割引後収益価額((f - g) × h)
- 復帰価格の割引後価格
- 賃貸型開発法による価格 = i + j

## (8) 開発法……大きな土地価格を求める場合

### ①意味

地積の大きい対象地の最有効使用が

- ・分割利用の場合は……宅地分譲、または建売分譲
- ・一体利用の場合は……分譲マンション

を想定し、販売総額から通常の建物建築費相当額及び発注者が直接負担すべき通常の付帯費用を控除して、価格を求める。

### ②開発法の基本的考え方

対象となる土地の地積が大きい ⇨ この土地の最有効使用(価格形成の基礎)は分割利用(宅地分譲または建売分譲)か、または一体利用(賃貸用の事務所ビル、分譲マンション、賃貸マンションの敷地)か ⇨ 需要者(土地の買主)にとって 開発行為が必要になる ⇨ 開発業者(投資家)の考え方の採用が必要になる ⇨ 開発法による素地価格の算定

### ③算式

$$L = \frac{S}{(1+R)^{n1}} - \frac{B}{(1+R)^{n2}} - \frac{P}{(1+R)^{n3}}$$

- ・ S : 販売総額(宅地、建売または分譲マンションの販売総額)……いくらで売れるかがキーポイント
- ・ L : 土地価格……素地価格
- ・ B : 造成費又は造成費及び建築工事費相当額
- ・ P : 通常の付帯費用
- ・ R : 投下資本収益率
- ・ n1 : 価格時点から販売時点までの期間
- ・ n2 : 価格時点から造成費、建築工事代金等支払時点までの期間
- ・ n3 : 価格時点ら付帯費用支払時点までの期間

### ④投下資本収益率

ア、開発事業者の投資採算性に基礎をおいた収益率である。管理会計上いわれる投下資本利益率とは異なる。

#### イ、構成

つぎのもので構成される。

- ・借入金利率(借入金利回り)
- ・自己資本に対する配当率(自己資本利回り)
- ・開発利潤率(事業利益率)
- ・危険負担率(当該開発事業の不確実性)

#### ウ、実務上スタンダードな率

- ・分譲マンション、建売住宅……年 10%～15%
- ・更地分譲……年 8%～13%

(注)ただし、危険負担率を多く見込む場合は、これより大きな数値となる。

## (9) ディベロッパーの考え

### ① 価格の算定

鑑定評価基準の開発法の算式とは異なるが、つぎの算式により、借入金利率とプロジェクト毎の開発利潤割合(または金額)を把握して「エンドユーザーへの販売総額」を積み上げて算定し、「素地仕入れ価額」を算定する。

### ② 算式

$$S = \{ P(1+R)^{m1} + B(1+R)^{m2} + M' (1+R)^{m3} \} + S\alpha + M''$$

S …… 販売総額 ……いくらでうれるか

P …… 素地価格(土地の仕入れ価格)

R …… 借入金利率

M' …… 付帯費用のうち「販売費・一般管理費」を除いたもの

M'' …… 付帯費用のうち「販売費・一般管理費」

$\alpha$  …… 危険負担を含む開発利潤割合

(注) 開発利潤は投下資金総額に事業成立要件としての事業の期間を加味したものである。

m1 …… 価格時点から販売時点までの期間

m2 …… 建築代金支払時点から販売時点までの期間

m3 …… 付帯費用のうち「販売費・一般管理費」を除いたもの支払時点から販売時点までの期間

### ③ 算式の順番は前述の通りだが、検討に際しては、

- ・ エンドユーザーにいくらで売れるか
- ・ エンドユーザーの負担可能な総額(グロス)はいくらかが重要となる。

### ④ ディベロッパーの業務の流れ

ア、素地情報の入手

イ、机上調査

ここでは市場データにもとづいてアバウトに判断する。

ウ、現地調査・ラフプランの作成

調査、データの検討により、販売総額予測のための資料を作成する。

エ、投資採算性の検討、素地購入価格の査定

(ア) 予測販売総額、造成費、建築工事費等の費用、社内レベルで決められた粗利益を考慮して、買入可能な採算価格を見積もる(この段階では概算数値)。

(イ) 入札に備えて、状況により、売値ギリギリまでのアップによる価格の見直し(デベの事業リスクが増大)による価格の限界を探る。または、特定の業者(ゼネコン等)に発注前提で、造成費・建築工事費等の削減交渉をする。

(ウ) 入札 → 契約 → 工事 → 販売

### 参考－投資用不動産(土地及び建物)の評価・取得一般

#### (1)資料の収集・調査

##### 資料の収集・現地調査

ここで、エンジニアリングレポート、マーケットレポート、過去の収支実績、レントロール等の資料も収集する。

#### (2)分析

##### ①市場の分析

##### ②収支分析

ここで過去の収支実績、現在のテナントの分析も行う。

#### (3)評価

①収益還元法の直接還元法とDCF法を中心とし、原価法の積算価格、類似ビルの取引単価を検証手段とする。

②さらにIRR(内部収益率)からの検証を行う。

### －内部収益率法(IRR:Internal Rate of Return)－

内部収益率法は、投資によって生ずる年々のキャッシュフローの現在価値合計と、投資の現在価値合計とがちょうど等しくなる割引率、すなわち、NPVがゼロとなるような割引率を算出し(表計算ソフトの財務関数を利用すると容易に算出できる)、これが目標利益率を上回る投資案を採択する方法である。金銭の時間的価値を考慮する。

どの投資案がよいか順位をつける場合には、IRRの大小による。

IRR ≥ 目標収益率 投資可

IRR < 目標収益率 投資不可

## 7. 賃料を求める評価の方法

### 1. 宅地の地代

#### (1)新規地代

##### ①積算賃料

算式：{基礎価格(更地価格×契約減価率)×期待利回り=純賃料}+必要諸経費

##### ②比準賃料

算式：新規事例実質賃料×事情補正×時点修正×地域要因及び個別的要因の比較

##### ③収益賃料

この方法は通常適用が困難である。

## (2)継続地代

### ①差額配分法

算式：(正常支払賃料－現行実際支払賃料＝差額)＋差額の貸主帰属部分＋実際支払賃料

(注)貸主帰属部分の判定・・・折半法、その他の考え方がある。

### ②利回り法

算式：価格時点の基礎価格×A＋価格時点の必要諸経費

A＝最終合意時点の利回り(当時の純賃料÷当時の基礎価格)

### ③スライド法

算式：最終合意時点の純賃料×変動率＋価格時点の必要諸経費

・変動率は、土地価格の変動、国民所得水準の変動、消費者物価指数等による。

### ④賃貸事例比較法

算式：継続事例実質賃料 × 事情補正 × 時点修正 × 土地域要因及び個別的要因の比較

## 2. 建物の家賃

### (1)新規家賃

#### ①積算賃料

算式：基礎価格(土地価格＋建物価格)×総合期待利回り(土地に対する期待利回りと建物に対する期待利回りの、各積算価格にもとづく加重平均による利回り)＋(減価償却費・修繕費その他の諸経費)

#### ②比準賃料

算式：新規事例実質賃料 × 事情補正 × 時点修正 × 土地の地域要因及び建物の個別的要因(一棟全体及び専有部分)の比較 × 賃貸条件格差比較 × 規模面積の市場性比較

#### ③収益賃料

適用困難

### (2)継続家賃

#### ①差額配分法

2-(2)-①に同じ。

#### ②利回り法

2-(2)-②に同じ。

#### ③スライド法

・ 2-(2)-③に同じ。

・ 変動率は、国民所得、消費者物価指数、建物家賃指数等による。

#### ④賃貸事例比較法

算式：継続事例実質賃料 × 事情補正 × 時点修正 × 土地の地域要因及び建物の個別的要因(一棟全体及び専有部分)の比較 × 賃貸条件格差比較 × 規模面積の市場性比較

## 第3章 各論＝各不動産の価格の求め方

### 1. 住宅地・商業地(更地の場合)一般

取引事例比較法と収益還元法により求める。

#### (1)取引事例比較法について

住宅地については居住の快適性、商業地については収益性の視点から比較・検討していく。

#### (2)更地を求める収益還元法(土地残余法)について

- ①CADで想定建物図を作成し、ボリューム計算をする。駐車場スペースに注意する。
- ②市場での賃料水準、賃料動向に注意する。景気動向も把握する。
- ③還元利回り・・・種々の面より検討し、決定する。

### 2 大きな土地

(1)宅地分譲か建売分譲か、マンション分譲か、店舗・事務所兼マンション分譲かのいずれが最も有効使用かを判断する。はっきりしない場合はいずれについても検討し、素地価格を算出していく。

(2)評価方法は取引事例比較法と開発法によるが、後者が重視される。状況により、賃貸型開発法を採用する。

(3)開発法では、CADでつぎの図面を作成し、ついで、収集したデータにもとづいて、それに応じた収支計算表を作成する。

- ・宅地販売区画図
- ・建売販売計画図
- ・建物立面図、間取り図、日影図

(3)ここでは、販売価格、造成費・建築費等の費用、投下資本収益率の適正さが問われる。採用した各データについて市場性の面から検討し、価格を決定する。

### 3. ゴルフ場

#### (1) 全般

##### ① ゴルフクラブの運営形態

・パブリック・セミパブリック・メンバーシップとなる。

##### ② 敷地の権利関係

・全部所有型・全部借地型・所有と借地の併存型(これが多い)となる。

##### ③ ホール数

日本での標準ゴルフ場のホール数は18ホール。

##### ④ ゴルフ場の運営方式

ア、所有直営方式

イ、所有直営＋一部業務委託方式

ウ、運営委託方式

#### (2) 評価方法

取引事例比較法、原価法、収益還元法がある。

取引事例比較法は、少ないゴルフ場の取引事例は事情含みが多く、採用困難な場合が多い。

#### (3) 原価法

##### ① 算式

素地の土地価格＋造成費＋建物価格＝積算価格

##### ② 説明

ア、素地価格

ゴルフ場が林地地域に存する場合は、山林・農地の事例から比較する。

一部に借地がある。慣行的な賃借権割合は素地価格の10～15%。

イ、造成費

地勢・地盤等、グリーンティの大きさというコース設定内容によって千差万別である。

ウ、補償費、開発許可申請費、

エ、建物、機械装置費

##### ③ この方法では市場の実態価値を判定するのが困難な場合が多い。

また、当該ゴルフ場の経営者・社員の資質、ゴルフ場自体の品格・知名度等がこの方法では反映しにくい。

#### (4) 収益還元法＝DCF法(及び直接還元法)

① 新たにゴルフ場を取得する者は、ゴルフ場経営ビジネスとして収益性の面から検討する。現在の評価方法はこれを重視している。

## ② 算式

- ア、営業収入…プレー収入、キャディフィー、レストラン売上げ、その他  
イ、営業支出(減価償却費を除く)…レストラン等の売上原価、人件費等の販管費、地代、コース管理料、リース料・公租公課等の資産性費用  
ウ、純収益(ア－イ)  
エ、割引率  
オ、最終還元利回り(ゴルフ場によって異なる)  
カ、復帰価格  
キ、収益価格(割引後の投資期間中の投資利益＋復帰価格)

## 4. 工場跡地

跡地の最有効使用を判断して、それに応じて評価する。

- ①最有効使用－工場敷地の場合  
企業収益から判断すべきだが、その評価方法は難しい。
- ②最有効使用－物流倉庫敷地の場合  
倉庫の賃料事例を収集して収益還元法を適用する。
- ③最有効使用－戸建て住宅敷地、現状放置しかない場合  
状況に応じて判定する。

## 5. 戸建住宅(土地及び建物)

### (1)評価方法

#### ①全般

原価法、取引事例比較法、収益還元法がある。

しかし、類似の土地及び建物一体の取引事例収集は困難であり、取引事例比較法の採用は困難な場合が多い。

#### ②建物の再調達原価の算出式(直接法)

(直接工事費＋間接工事費＋一般管理費＋請負者の適正な利益＝標準的な建設費)  
＋建物建設発注者直接負担の付帯費用＝再調達原価

### (2)原価法

算式…土地及び建物の再調達原価－建物の減価修正－土地及び建物一体としての最  
有効使用の状態＝積算価格

### (3)収益還元法

対象戸建て住宅を賃貸に供したらいくらの家賃が収受できるかを想定して、それを基礎として求める。

## 6. 居住用マンション(1部屋あたりの価格)

### (1) 評価方法

原価法、取引事例比較法、収益還元法を用いる。

### (2) 原価法

ア、一棟全体の土地・建物価格

- ・土地価格…… 取引事例比較法
- ・建物価格…… 再調達原価－減価修正計

イ、階層別、位置別効用比率

- a 何階建ての何階か……対象専有面積／1棟全体専有面積
- b 開口部方位……対象専有面積／対象階全体専有面積

※マンションの価値－居住の快適性－賃料の額－は、階層・開口部方位により異なるからである。

- c 効用積数比率(a × b)

ウ、積算価格

ア×イ

### (3) 取引事例比較法

実際売買事例マンションとの比較 ……マンション相互の比較をして求める。

### (4) 収益還元法

対象マンションを賃貸に供することを想定して、家賃を基礎として求める。

#### 参考－マンションPER、マンションPBRについて

東京カンテイ(株)がマンション価値について、つぎのような実務的指標を出している。

##### ① マンションPER (Price Earning Ratio)

- ・算式……新築マンション価格÷(月額家賃×12ヶ月)＝マンションPER
- ・売却、賃貸という出口の視野も入れたマンションの資産価値の指標であり、新築マンション価格が月額賃料(賃料不変とする)の何年分に相当するかを示すものである

##### ② マンションPBR (Price Book Value Ratio)

- ・算式……10年間に売り出された新築マンション平均価格÷周辺分譲中古マンション平均価格＝マンションPBR
- ・中古マンションの平均価格が新築マンションの平均価格の何倍になっているのか示すものである。

## 7. 賃貸アパート、賃貸マンション(1棟全体・各部屋)

- (1) 原価法と収益還元法で求める。
- (2) 街路、交通接近、環境、用途地域の外に現状建物の賃料水準が重要

## 8. 店舗又はオフィスビル(一棟全体又は各部屋)

### (1) 評価方法

積算法と収益還元法で求める。後者が中心となる。

### (2) 積算法

ア、土地価格＋建物価格＝積算価格

イ、区分所有における、例えば、8階建ての2階フロアの一部の店舗を評価する場合

- (ア) 一棟全体の積算価格を求める。
- (イ) 階層別・位置別効用比の積数比率を求める。
- (ウ) 積算価格＝(ア)×(イ)

### (3) 収益還元法の、直接還元法およびDCF法

#### ① 調査・把握・分析

現状・今後の市場動向、類似不動産のキャップレート等を調査・分析する。

Jリートの決算短信データ、(財)不動研調査の投資家期待利回りデータも参考となる。

② 一棟全体を対象とする証券化評価では、DCF法を基本として、直接還元法、積算法により検証して求める(直接還元法も重視、という声もアレンジャーサイドに強い)。

- ・レントロール、ER(エンジニアリングレポート)等の内容確認が必要。
- ・土壌汚染、アスベスト、地震リスク、建物の耐震性、地下埋設物の確認・対応処理の記載が必要。
- ・賃料、割引率、還元利回り(キャップレート)、最終還元利回り等についての市場動向のバックデータの記載、その判断根拠の記載が必要

## 9. ホテル

### (1) ホテルの種類

- ① 立地別・・・シティ、リゾート、エアポートその他
- ② クラス別・・・ラグジュアリー、アップスケール、ミッドプライス、エコノミーその他
- ③ 機能別・・・フルサービス、コンベンション、レジデンシャル、コミュニティ、ビジネス

**(2)ホテルの事業形態**

- ①所有直営方式
- ②賃貸借経営方式
- ③運営委託方式
- ④貸借+運営委託方式

**(2)評価方法**

①評価の特色

事業性評価の側面が強い。商業施設や病院評価と同様である。

②方式

原価法、取引事例比較法、収益還元法の3つ。収益還元法を重視する。

③収益還元法

ア、従来方式

所有直営方式を前提として、「(営業収入-費用=事業収益) ÷ 還元利回り = 収益価格」とするもの。

イ、近時方式

- ・ホテルを賃借すること=リース方式を前提とする。
- ・リース方式による算式はつぎのとおり。

(ホテル事業にもとづく負担可能賃料-費用=賃貸収支による純収益=NCF) ÷ 還元利回り = 収益価格

|     |         |                   |                               |      |                    |          |
|-----|---------|-------------------|-------------------------------|------|--------------------|----------|
| 売上高 | 売上原価    |                   |                               |      |                    |          |
|     | 粗利益     | 営業経費<br>(人件費・販管費) |                               |      |                    |          |
|     |         | 営業総利益             | FF&E積立金<br>マネジメントフィ<br>経営会社利益 |      |                    |          |
|     | 不動産帰属部分 |                   | 負担可能家賃                        | 賃貸経費 | 賃貸純<br>収益(N<br>OI) | (-)資本的支出 |
|     |         | (+)一時金運用<br>益     |                               |      |                    |          |
|     |         | 正味純収益<br>(NCF)    |                               |      |                    |          |

- (注)・FF&E 積立金……ホテルの営業用家具や什器備品費用の積立金のこと
- ・ マネジメントフィ…ホテルオーナーからホテルマネジメント会社に支払われる費用のこと
  - ・ 経営会社利益…ホテル経営会社(ホテルの建物の賃借人)の利益のこと

## 10. ショッピングセンター

### (1)評価方法

- ・ 原価法… 土地価格+建物価格
- ・ 取引事例比較法(これは採用が困難)
- ・ 収益還元法、DCF法…これが中心。テナントの想定売上高→家賃負担能力→収益価格算定となり、テナントの売上高予測が最重要。

### (2)収益還元法—マルチテナント入居の場合

#### ①潜在総収益(PGI)

賃料収入(固定+歩合)、共益費収入、駐車場収入、看板広告収入、その他

#### ②総費用

空室損、維持管理費、公租公課、PMフィー、修繕費、損害保険料、その他

#### ③査定項目

(-)資本的支出、(+ )保証金運用益

#### ④正味純収益(NCF)

#### ⑤還元利回り

#### ⑥収益価格

$$(\text{①}-\text{②}-\text{③})\div\text{⑤}$$

### (3)ショッピングセンターのテナント賃料について

#### ①方式

- ・ 固定賃料方式…売場面積=賃借面積で算出する。
- ・ 売上歩合賃料方式…賃料が売上高によって毎月変動するもの。売上高によって賃料歩率を低減させる歩合低減方式を加味する場合もある。
- ・ 固定賃料+売上歩合方式
- ・ 最低保証付売上歩合方式…一定の売上までは固定賃料を最低歩合賃料として徴収し、一定売上を超えた場合は売上歩合を加算するもの

#### ②業種別負担可能賃料額

- ・ 設定限界賃料…売上高に対する賃料負担率を査定する。
- ・ 賃料負担率はテナントの規模、粗利益によってきまる。
- ・ 平均的な目安としては「粗利益の20~25%」である、といわれている。

## 11. 林地、農地

以下、地方都市における市街化調整区域内の土地を前提とする。

- ・評価は取引事例比較法による。
- ・収益価格は、林地、田、畑地いずれも収益性が乏しく、算出が困難である。
- ・転用目的での取引には相応の価格がみられる。

## 12. 土壌汚染のある土地

### 1. 土壌汚染の意味

価格形成に大きな影響のある有害物質が地表又は地中に存すること。

具体的には、土壌汚染対策法に第2条1項に規定する特定有害物質、各自治体の条例等及びダイオキシン類対策特別措置法の対象とする有害物質が各法令等の基準値を超えて存在していることをいう。

### 2. 作業の流れ

土壌汚染の可能性の調査→ 可能性あり→ 土壌汚染状況調査→ 汚染有り→  
対策必要範囲、対策方法、対策費用の確定→ 評価

### 3. 減価要因

- ・対策費用
- ・スティグマ(S t i g m a)・・・土壌汚染の存在(又は過去に存した)に起因する心理的な嫌悪感から生ずる減価要因のこと

### 4. 評価方法

つぎの浄化費用等控除方式が一般的である。

土地評価額 = A - B - C

A : 土壌汚染が無いものとした価格

B : 浄化費用等

C : スティグマ

以上