



## 清和監査法人 NEWS

平成 21 年 6 月号

執筆責任者：関 倫一

### 【テーマ：不動産鑑定評価と DCF 法～入門編～】

今回のテーマは不動産鑑定評価における DCF 法の簡単な説明です。

不動産の金融商品化に伴い「不動産鑑定評価」の位置付け、重要性はますます高まっています。特に平成 19 年 4 月には国土交通省により不動産鑑定評価基準が改正され、証券化対象不動産の収益価格算定に当たっては DCF 法を適用しなければならないことになりました。

### 【なぜ、今、DCF 法なのか?】

DCF 法は、最近になって登場した手法ではなく、不動産の収益性に着目するという考え方は昔からありました。

ただし、DCF 法は毎期の収益を予測したり、計算が複雑となるため、現在のようにパソコンが普及していなかった時代には、実務的に適用が難しかったといえます。

また、なにより右肩上がりで地価が上昇していた時代には、「いくらで不動産を買えば損をしないのか」という利回りよりも、「現在、その不動産をいくらで買うことができるのか」という取引相場からの発想が重視されました。

ところが、最近の不動産ファンドの進展により、投資家は「保有不動産から、きちんと配当がもらえるのか?」という点に注目しています。そのため、不動産ファンド等は収益性から見た不動産の価値が重要となり、その中でも、正確な計算に裏づけられた DCF 法による評価額が求められているのです。



### (1) そもそも DCF 法とは？

DCF 法 (Discounted Cash Flow 法) とは複数の期間に発生する純収益および復帰価格を現在の価格に割引いてそれぞれを合計する方法です。

簡単に言うと DCF 法は、①不動産の保有期間 (数年間) に得られるであろう純収益を現在価値に割引計算したものと、②保有期間終了時の不動産の売却によって得られるであろう売却予測価格を現在価値に割り戻したものを合計することにより、不動産の収益価格を求める手法なのです。

さらに、非常に簡単な説明を試みるなら、不動産の価格を、当該不動産が将来生み出すキャッシュ・フローを基礎に算出する方法といえます。

上記をまとめると以下になります。

不動産の価格 = ①各年度における純収益の現在価値の合計 + ②予想売却価格の現在価値

### (2) 簡単な設例

DCF 法の定義だけだとなんだか難しいですね。そこで、身近で単純な例を挙げて考えてみましょう

ワンルームマンションへの投資の場合で、毎月の諸経費を差引いた家賃収入 (純収益) が年間 100 万円とし、5 年間保有し、5 年後に売却すると仮定します。この場合の不動産の価値を DCF 法で計算してみましょう。

前段の「不動産の保有期間 (数年間) に得られるであろう純収益を現在価値に割引計算したもの」とは年 100 万円の純収益の 5 年分で、後段の「保有期間終了時の不動産の売却によって得られるであろう売却予測価格を現在価値に割り戻したもののしたもの」は 5 年経過後に売却して得られる現金収入です。

ここでは、わかりやすく、①各年度における純収益の現在価値の合計の計算と②予想売却価格の現在価値の計算にわけて考えてみましょう。

### (3) 各年度における純収益を現在価値に割り引く計算

不動産投資は長期保有となるケースが多く、時間の経過を考慮して収益計算することが求められます。簡単に考えると、同じ 100 万円の家賃収入でも 1 年目と 5 年目ではその価値が違ふと考えるのです。今もらえる 100 万円は確実ですが、5 年後は、もしかしたら借家人の収入が減って家賃が払えなくなるかもしれません。つまり、将来は不確実なのです。この不確実性が高いほど、将来もらえるおカネの現在の価値 (現在価値) は少なくなると考えるのです。



具体的に計算してみましょう。  
今、仮に割引率を5%とします。

$$\text{現在価値} = \frac{\text{純 収 益}}{(1 + \text{割引率})^n} \quad n = \text{経過年数}$$

【キャッシュ・フロー表】

年	手取り家賃 (円)	現在価値 (円)
1	1,000,000	952,380
2	1,000,000	907,029
3	1,000,000	863,837
4	1,000,000	822,702
5	1,000,000	783,526
合計額	5,000,000	4,329,474

同じ100万円でも1年目より5年目のほうが、現在価値が小さくなることがわかります。  
5年間の純収益の現在価値の合計は4,329,474円となります。

(4) 将来の予想売却価格を現在価値に割り引く計算

DCF法では、一定期間賃貸した後で転売して投下資本を回収するという考え方が前提となっています。が、実務的にこの転売価格を求めることは難しい問題です。

そこで、転売時に購入するのは新たな投資家であると想定します。そして、投資家なら、その時の収益価格に着目して投資の意思決定をするでしょう。ただ、5年後から、さらに将来の純収益を予想するのは大変です。したがって、転売時点の純収益から現在の価値に直接還元した価格を査定し、転売価格とします。最終還元利回りを5%、転売時点の年間純収益を100万円とすれば、転売価格は20,000,000円(1,000,000円÷5%)になります。

さらに割引率5%とすると、転売時点である6年目の現在価値は14,924,307円となります。

$$\frac{20,000,000 \text{ 円}}{(1 + 0.05)^6} = 14,924,307 \text{ 円}$$

(5) 不動産価格の算出

DCF法で求めるべき不動産価格は上記の①と②の合計ですので、不動産の価格は、

① 4,329,474円 + ② 14,924,307円 = 19,253,781円と算出されます。



(6) 最後に

どうですか？意外と簡単ですよ？

あとは、どれだけキャッシュ・フローの予測をきちんと行うか等、DCF法の精度を上げるにはどうしたらよいか皆さんで考えてみて下さい。

以 上

参考文献

- 「新・要説 不動産鑑定評価基準」(社)日本不動産鑑定協会 監修(住宅新法社)  
「例解 不動産鑑定評価書の読み方 最新増補版」鶴野 和夫著(清文社)

【推薦図書】

題名 : 「会社法事例演習教材」

著者 : 前田雅弘・洲崎博史・北川雅史(著) 有斐閣

感想 : 主に法科大学院における会社法学習用の教材として、双方向型の授業を想定した解答が掲載されていない、なんとも珍しい？演習書。会社法の最近の重要テーマ(25テーマ)を扱っている。第1部「紛争解決編」と第2部「紛争予防編」からなり、構成も斬新である。

ある程度、会社法を学んだ人が論点を整理するにはうってつけの1冊だと思います。