

定期借家と資産評価

東京都立大学 福島 隆司

収益還元法による地価の算定式は、経済学の土地価格の決定式と同じである。この意味することを良く理解するならば、今なぜ収益還元法が必要とされるかも理解できる。定期借家権の導入は、将来収益の算定から不確実性を少なくする。というのは、現行借地借家法の下では、賃貸料は市場賃料より低く押さえられ、立退をせまれば、予測しがたい高額な立退料の支払いを覚悟しなくてはならないので、将来の収益がはなはだ不確実になっているからである。定期借家権の導入は、収益還元法を使うための環境を整え、市場を活性化させ、土地の有効利用につながると期待される。

1. 地価の決定式

土地サービスの対価として支払われる地代と、土地のストックとしての価格である地価との間には経済合理性から考えて一定の関係がある。よく知られた収益還元法による地価の算定式

$$P = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{R_t}{(1+i)^t} \quad (1)$$

がこれに当る。この式の意味を理解することが地価の決定のみならず、資産評価方法として収益還元法の必要性を理解することにも通ずる。

式(1)の、左辺 P は地価である。右辺の R_t は今から t 年後の地代、 i は割引率である。したがって、(1)を言葉で表現するならば、「地価は、将来の地代の割引現在価値である」となる。しかし、これではまだこの式を理解したことにはならない。

2. 地価決定式は土地市場均衡を表している

上の式は等式で書かれているが、この等号は需給均衡が成立するときに成立する。市場均衡をより深く理解するには、不均衡状態を考えてみると良い。たとえば左辺の地価の方が小さく、右辺の

将来収益の現在価値の方が大であるとしてみよう。この時には、当然のことながら、土地を買い求め、土地から地代収入を得る方が利益になる。したがって、人々は土地を購入しようとするであろう。それが土地市場での買い圧力となり、地価を押し上げ、左辺を上昇させるため、均衡へと向かう力が働く。この市場の力が(1)式の等号を成立させるのである。

3. 収益還元価格と売買事例価格の不一致の理由

売買事例価格を実際に市場での取引価格と考えると、土地市場均衡が成立していれば収益還元価格はこれと一致しているはずである。しかし、現実には、収益還元価格による地価は売買事例地価より、だいぶ低くなるといわれている。すなわち、市場均衡が成立していないと考えられる。これはなぜだろうか。これには(1)式の右辺を構成している、割引率と地代の二つの側面から考えてみる必要がある。

割引率の問題：ある個人が土地を購入し、そこからある率の投資利回りを期待するとしよう。この率は、人により異なるであろう。ある人は3%の利回りで十分と考えるかもしれないし、ある人は5%でないといけなと思うかもしれない。この利率がその個人が考えている割引率 i である。したがって、異なる個人がまったく同じ地価、及び将来の地代のデータを示されたとしても、土地を買うか否かは各自の割引率の大きさに依存しているであろう。したがって、(1)式を異なる個人にあてはめると、 P と R_t は同じであっても、全ての人にとって等号が成立するとは限らない。しかし、この個人間の割引率の差が収益還元価格を売買事例価格より小さくすることにはならない。なぜならば個人間の割引率の差は不等号を一方向的な方向に向けることはないからである。したがっ

て、個人間の割引率の差は、売買事例価格の高騰の理由にはならない。

地代の問題：他方、(1)式の右辺には将来の地代の流れが入っている。このため右辺の値は、将来の収益を予想して、計算しなくてはならない。たとえば、多くの人々が将来の地代は上昇すると考えれば、右辺は大きくなり、その期待にそって、市場価格が決定されるため、土地価格は上昇する。バブル時には、この期待が過大となり、土地価格が上昇したと考えられる。しかし、その期待はとも実現不可能な期待であった。実現可能な地代の下で再計算した収益還元地価は過大な期待収益の下で成立した売買事例地価を大幅に下回ってしまったのである。

4. なぜ今収益還元法が望ましいのか

バブル期には多くの人々が土地値上がりを目当てに土地投機に走り、結果として売買価格が高騰したと言われている。これを期待地代の立場から考えるには次のように考えてみればよい。(1)式の右辺を最初の n 年までと n 年以降の二つに分けると

$$P = \sum_{t=0}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{R_t}{(1+i)^t} \quad (2)$$

= (n 年間の収益) + (n 年後の地価)

と書ける。右辺第二項の n 年後の地価は予想地価ではあるが、これが値上がりすると期待することは、 n 年以降の土地からの収益が高くなることを期待するに他ならない。

バブル期には、多くの人々が右辺が高くなると予想し、取引価格の上昇を招いた。これは、 n 年以降の地代上昇を過度に期待した結果であった。市場で提示される売り希望価格が、バブルの熱がさめ、実現可能な地代から算出された収益還元価格を大幅に上回ったことに気がついた人々は買い控えるようになり、それが地価の下げ圧力となっている。

この結果、土地の取引が極端に減少し、取引事例価格が市場価格として機能しなくなってしまった。

この不均衡状態は十分な時間をかければ、均衡に戻るであろう。収益還元法による不動産評価は均衡に戻るスピードを早める。すなわち、不動産市場のすみやかな正常化のために収益還元法による不動産価格の算出が望まれるのである。取引があったとしても、地価決定式の右辺と左辺が一致していないという、異常な事態となっている。この土地市場を正常化するために、収益還元法による地価算出が有効である。

5. 定期借家権の導入と収益還元法

定期借家権が導入されると、不動産からの将来収益の予測可能性が増す。現在の借地借家法の下では、貸し手と借り手の比較考量により、正当事由の具備や立退料の水準などを決める。このため貸手(投資家)にとっては、収益の予想の不安不確実性がたいへん大きい。また判例による継続賃料抑制主義のため、市場賃料をとれない。以上の二点により、収益還元価格の算定ははなはだ困難にならざるをえず、その適用範囲を極端にせばめている。定期借家の導入は、この不確実性を下げ、市場賃料が支払われるため、現行法下での供給の抑制要因が取り除かれ、借家の供給が増えると期待される。

すなわち、定期借家の導入は収益還元法による不動産評価をうながし、市場原理にのっとった取り引きを増大させるであろう。このため、市場が活性化し、現在の不動産の塩づけ状態も大きく改善すると期待される。また、市場では不動産購入者と提供者の両者の望む評価がされることにより、都市開発やその他の不動産プロジェクトの活性化につながり、都市の土地の有効利用にもつながるであろう。