

12

Dec 2006
no.077

月刊 **プロパティマネジメント** PROPERTY MANAGEMENT

不動産証券化時代のビル・不動産マネジメント情報誌

特集 不動産バリューアップにつなげる修繕投資・改修計画

シナリオCAPEXで 変わる不動産評価

AM・PM会社の投資&運営企画におけるCAPEX戦略とは
オフィス、マンション、ホテル、ゴルフ場等のシナリオCAPEX

特別レポート ULIジャパンサマー・カンファレンス2006ダイジェスト

評価レポート 日本アコモデーションファンド/リプラス・レジデンシャル



DCF法における資本的支出額の計上方法

伊藤紀幸 | Noriyuki Ito

不動産投資研究所代表取締役

不動産証券化の不動産鑑定評価実務では、資本的支出額を計上するに際し、通常、エンジニアリングレポート(以下、ER)を参考に、**運営総費用の修繕費**に含まれない資本的支出等の累計額を年額単純平均化する、あるいは、各鑑定会社の自社蓄積データ(資本的支出額の坪当たり単価や再調達原価に対する比率など)を参酌し、平準化した年額を計上しているのが大半だろう。

直接還元法の適用においては上記の取り扱いも理解しやすいが、DCF法の適用でも同様の取り扱いとなっているのが実務である(即ち、多くの不動産鑑定評価書でDCF法の資本的支出額も各年度ともいずれも同じ金額が計上されている)。

元来、DCF法は、その年度ごとのキャッシュフローを個別に査定・計上し、それらを適正な割引率・最終還元利回りを用いて価格時点の割引現在価値を求めるものであるから、企業価値評価など他のDCF法の採用場面で通常利用されているとおりに考えれば、ER記載の各年度の数値を参考に資本的支出額を年度ごとに個別査定・計上するのが理論的ではある。

しかしながら、この通りに鑑定すると、モニタリング等の継続鑑定で年度ごとの資本的支出額のブレがそのまま鑑定価格に大きく影響してしまうということが起きる。不動産証券化のプレーヤーに

とって、その実務的影響は極めて大きく、こうした経緯等から現在の評価実務が定着してきたということではなかろうか。

資本的支出額は対象不動産の築年数や過去修繕の有無によっても大きく異なり、物件の個別的要因が強く反映される項目であるため、雑駁にこの程度の水準が相場とも言えないのが実情で、設備更新前の築12年目と更新後の築18年目では同じ物件だったとしてもERを作成する年度によって資本的支出額が大きく異なってしまう。新築物件の場合にはER記載値も当初数年間はゼロ計上が大半である。

J-REITをはじめとして不動産証券化の世界ではデータも相当量蓄積されてきたため、これらデータベースを参考に資本的支出額の精緻化が期待されるところである。

ちなみに、平成18年8月7日付(社)日本不動産鑑定協作成「不動産鑑定評価基準等適用上の評価手法等の実務指針(案)」に記載されているとおり、ERは作成基準が現行では統一・明確化されておらず、その作成主体にも法律的な要件がないため、ER作成者により、評価・判断・質にバラツキがある面を否認しないことに留意しなければならず、今後のER業界団体の整備等が望まれるところである。