

研究グループ



中村 秀紀
(リーダー)



松本 忠人



税田 健司
(サブリーダー)



三舛 裕明



出雲 重成



山崎 健二



大塚 弘孝



吉田 稔



棚橋 良次

目次

はじめに.....	342
第1章 ビル事業の投資利回りの実態調査.....	343
1 基本方針.....	343
2 都市別利回りの推移.....	345
3 都市間格差の分析.....	349
4 都市別傾向の分析.....	353
5 福岡市内の利回りの傾向の分析.....	354
第2章 収益性に基づく適正な地価について.....	363
1 DCF 分析について.....	363
2 DCF 分析の適用.....	367
3 DCF 分析を採用した場合の収益価格.....	379
第3章 新借地借家法の影響.....	387
1 定期借地権制度の概要.....	388
2 定期借地権方式による DCF 分析.....	391

はじめに

バブル経済の崩壊に伴い、東京、大阪、名古屋の三大都市を中心として、地価が大幅に下落し、公示価格はおろか、相続税路線価以下でも買い手がいないケースが生じている。

福岡市においては、九州経済の福岡一極集中による大規模開発が相次ぎ、或いは進行中であること等に支えられ、三大都市及び他の地方中核都市と比較すると高度商業地の地価は堅調であったが、昨年度後半より、他の大都市と同様に下落傾向を示すに至った。

かかる状況下にあって、適正な地価（正常価格）を把握することを使命とする我々不動産鑑定士および不動産鑑定士補に課せられた社会的責務の重大さを痛感せざるを得ない。

高度商業地の地価は、本来収益性に裏付けられたものであるはずである。

しかし、バブル経済崩壊前の不動産投資は土地を利用することによって得られるインカムゲインを度外視し、キャピタルゲイン（値上り益）を過大に見込んだ投機的需要、及びこれを支えた金融機関によって成り立っていた。

しかし、バブル経済が崩壊した今、本来の地価のあり方が再度見直される時期が来ていると言えよう。

我々福岡研究班はかかる展望のもとに、原点に立ち返って、インカムゲインたる賃料と地価の相関に着目し、都市間の比較において、福岡市の高度商業地の地価の実態を明らかにし、更には、DCF法による収益価格と、地価公示価格等との関連について、分析を試みることにした。

また、借地、借家法の改正に伴い、今後、土地の活用方法として浮上してくるであろう、定期借地権方式についても考察を行った。

本成果が我々鑑定士等を含めて、今後の地価について模索する方々にとって一助となれば幸いである。

第1章 ビル事業の投資利回りの実態調査

1 基本方針

主要都市の高度商業地における地価公示地点において、公示価格で土地を取得し、賃貸オフィスビルを建築することを想定した場合の投資利回りを計算した。

対象都市は、三大都市の東京、名古屋、大阪、及び、地方中核都市の札幌、仙台、福岡とし、時系列的な変化を把握するために、以下の3時点について調査した。

1986年1月（昭和61年）全国的地価高騰の初期

1988年1月（昭和63年）全国的地価急騰期

1992年1月（平成4年）地価下落期

投資利回りの査定にあたっては、以下の手法によった。

敷地上に法定容積率一杯の貸しビルを建てることを想定した場合の年間収入の総投資額（土地・建物）に対する割合（以下、粗利回りと称する）は以下のように求められる。

L：土地面積（㎡）

V：容積率

P1：土地価格（円／㎡）

P2：建物建築費（円／㎡）

α：建物有効率（レントブル比）

R：年間実質賃料（円／㎡）

X：粗利回り

とすると、

$$X = \frac{L \cdot V \times \alpha \times R}{L \cdot P_1 + L \cdot V \cdot P_2} \dots\dots\dots (1) \text{ 式}$$

(1) 式を展開すると、

$$X = \frac{L \cdot V \cdot \alpha \cdot R}{L (P_1 + VP_2)} = \frac{V \cdot \alpha \cdot R}{P_1 + VP_2} = \frac{\alpha \cdot R}{\frac{P_1}{V} + P_2}$$

$$= \frac{R}{\left(\frac{P_1}{V} + P_2 \right) \div \alpha} \dots\dots\dots (2) \text{ 式}$$

すなわちXは、

年間実質賃料単価
(容積率100%当たり土地単価+建築費単価)÷建物有効率

となる。

採用した各数値の根拠は以下のとおりである。

賃 料	三鬼商事(株) オフィスレポート別冊、オフィスビル賃料路線価図ほか。 延床面積1,650㎡(500坪)以上の新築ビルの新規賃料を採用。
建物建築費	建築費については、まず福岡市における中品等のオフィスビルの新築建設事例、及び複数のゼネコンに対する意見聴取により、1992年度の標準的建築費を査定し、次に他都市については、(財)建設物価調査会発行の建物鑑定評価資料の地域格差表の割合に基づいて査定した。更に、他年度の建築費については、(財)日本不動産研究所発行の不動産研究の建築費指数を参考として査定した。
有効率	同規模の平均的有效率(共有部分を除く、賃貸床面積割合)を75%とした。
運用益	運用利回りを6%として計算した。

2 都市別利回りの推移

都市別の粗利回りの推移を調査したものが資料①である。

ここでは地価上昇を実態的に捉えるため、調査地点を3調査年度を通じて公示地点の変わらなかったポイントに限定した。

但し、継続ポイント数の制約から、各数値は各都市の平均的なものを充分表わしているとはいえないケースもあり、この点を補完するために、後記(2)都市間格差において、各都市内の詳細調査を行っており、以下の考察でもその結果を適宜参照する。

資料①より1986年1月を100とした場合の地価と賃料の平均指数及び利回りの変動をまとめたものが表①である。

更にこれをグラフ化したものが図①である。

表①

	札幌			仙台			東京		
	地 価	賃 料	利回り	地 価	賃 料	利回り	地 価	賃 料	利回り
1992/1	390 (158)	123 (119)	2.94	361 (187)	133 (122)	2.56	187 (105)	236 (149)	4.94
1988/1	239	103	3.82	191	107	3.65	179	159	3.54
1986/1	100	100	6.79	100	100	5.46	100	100	3.91

	名古屋			大阪			福岡		
	地 価	賃 料	利回り	地 価	賃 料	利回り	地 価	賃 料	利回り
1992/1	404 (174)	135 (131)	3.07	351 (164)	157 (140)	3.95	247 (137)	117 (112)	2.53
1988/1	232	103	3.87	217	112	4.46	180	104	3.06
1986/1	100	100	7.09	100	100	7.34	100	100	4.78

※ () 内は1988年1月を100とした指数

これをみると、東京と他都市では全く異なった傾向を示していることがわかる。

1986年から1988年にかけて、東京においては、地価が1.79倍に上昇したのに対し、賃料は1.59倍と、地価上昇に連動して上昇している。

これに対し、東京を除く他都市では、地価が2倍前後上昇したのに対し、賃料は顕著な

上昇はみられない。

1988年から1992年にかけては、東京においては、地価が沈静化したのに対し、賃料はタイムラグをおいて1.49倍と、依然高い上昇を示している。

これに対し、他都市では、地価が依然1.5倍前後の高い上昇率を示し、賃料も大阪、名古屋が1.4倍前後と急騰し、札幌、仙台で1.2倍前後、福岡でも1.1倍と上昇基調に転じている。

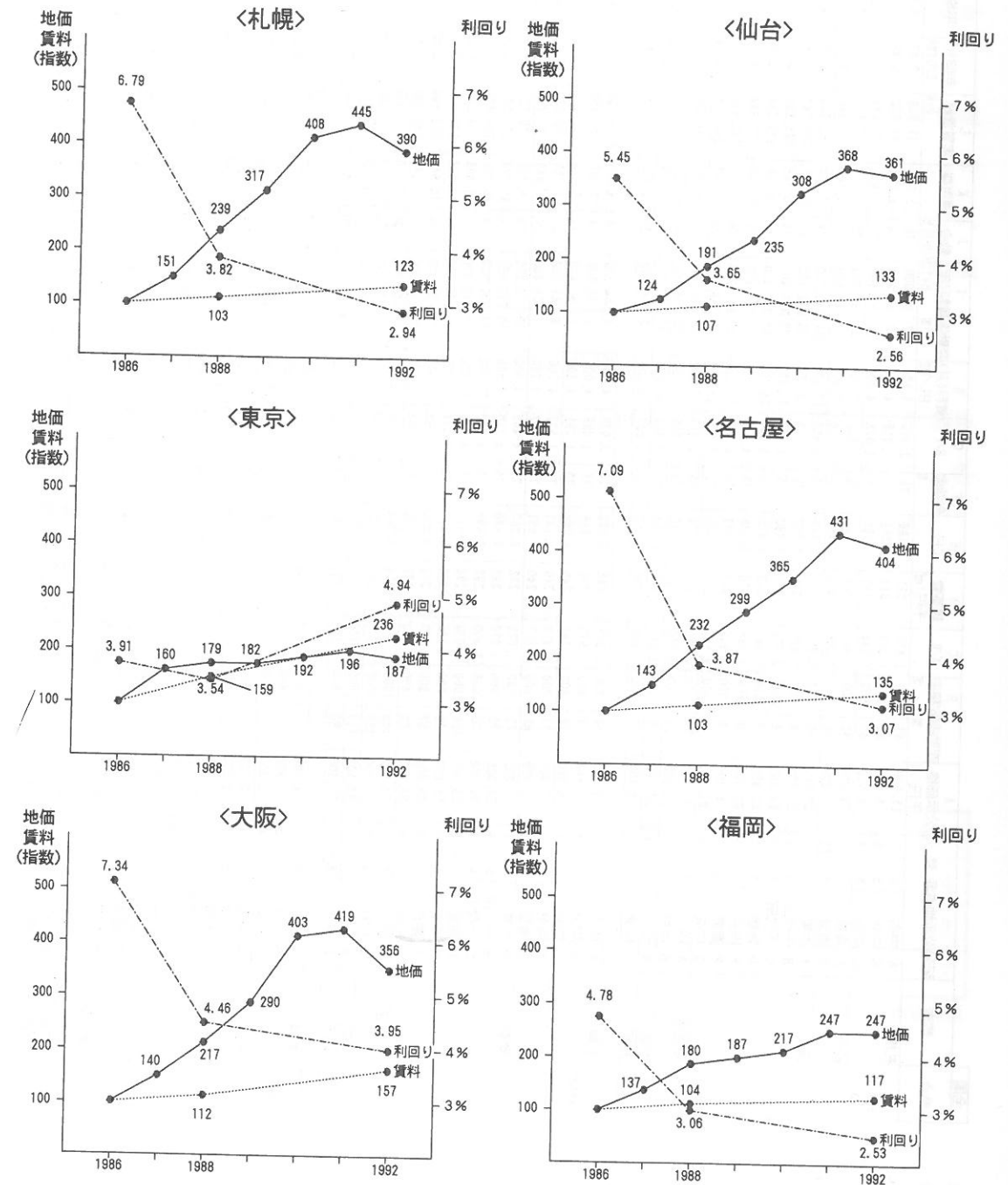
福岡の上昇率は低い数値を示しているが、これは1地点の調査地点についての結果であり、後述する詳細調査（資料②-6）では、1.2倍と札幌、仙台と大差はない。

1986年から1992年を通じて特徴的なことは、東京が地価1.86倍に対して、賃料は2.36倍と地価を上回る上昇を示したのに対し、他都市は地価上昇よりはるかに低い上昇率に留まっていることである。大阪、名古屋についても、地方中核都市に比べると、賃料上昇率は高いが、地価上昇よりはるかに低い。

この結果、利回りについてみると、東京を除く都市が軒並み低下していったが、東京については、1988年にいったん低下したが、1992年では逆に上昇に転じている。

ただし、現在東京については、景気の減速からオフィス需要は減退し、供給過剰もあって空室率が上昇し、賃料は地域によっては下落していると言われる。

図① 地価、賃料、利回りの推移



全国																			
時点	都市	記号	公示地点番号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率 %	C A/B	D 建築費 千円/㎡	E C/D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 変動率(賃料) %	J 敷金 円	K 運用益 円	L 実賃料 円	利回り L/G(%)	平均		
1992/1	札幌	A 中央	5-1	15,000	47	800	1,875	311	2,186	75	2,915	22	66,000	18	5,940	71,940	2.47	2.94	
		B 中央	5-3	8,400	84	800	1,050	311	1,361	75	1,815	4,800	20	57,600	14	4,032	61,632	3.40	
		C 中央	5-4	9,950	56	800	1,244	311	1,555	75	2,073	4,800	14	57,600	12	3,456	61,056	2.95	
		D 青葉	5-1	13,300	82	800	1,663	304	1,967	75	2,622	5,000	22	60,000	25	7,500	67,500	2.57	
仙台	A 青葉	5-11	7,250	96	600	1,208	304	1,512	75	2,016	3,900	22	46,800	20	4,680	51,480	2.55	2.56	
	東京	A 台東	5-1	23,800	-3	800	2,975	370	3,345	75	4,460	12,100	105	145,200	24	17,424	162,624	3.65	4.94
		B 千代田	5-9	31,400	6	900	3,489	370	3,859	75	5,145	22,700	30	272,400	24	32,688	305,088	5.93	
		C 千代田	5-19	36,200	6	1000	3,620	370	3,990	75	5,320	27,200	30	326,400	24	33,168	365,568	6.87	
D 新宿		5-5	36,400	9	1000	3,640	370	4,010	75	5,347	24,200	59	290,400	24	34,848	325,248	6.08		
名古屋	E 渋谷	5-5	25,100	0	800	3,138	370	3,508	75	4,677	15,100	56	181,200	24	21,744	202,944	4.34	4.34	
	F 豊島	5-1	26,400	6	900	2,933	370	3,303	75	4,404	12,100	59	145,200	24	17,424	162,624	3.69		
	G 中央	5-18	36,400	7	800	4,550	370	4,920	75	6,560	19,700	56	236,400	24	28,368	264,768	4.04		
	名古屋	5-17	26,500	71	1000	2,650	322	2,972	75	3,963	7,000	27	84,000	24	10,080	94,080	2.37	3.07	
大阪	B 中村	5-1	15,500	78	1000	1,550	322	1,872	75	2,496	7,000	35	84,000	24	10,080	94,080	3.77	3.95	
	A 北	5-1	22,100	64	1000	2,210	344	2,554	75	3,405	10,200	40	122,400	20	12,240	134,640	3.95	3.95	
	福岡	C 中央	5-1	14,800	37	800	1,850	300	2,150	75	2,867	5,500	12	66,000	20	6,600	72,600	2.53	2.53

1988/1	札幌	A 中央	5 - 1	10,200	137	800	1,275	246	1,521	75	2,028	4,500	2	54,000	18	4,860	58,860	2.90	3.82
		B 中央	5 - 3	4,560	153	800	570	246	816	75	1,088	4,000	5	48,000	14	3,360	51,360	4.72	
		C 中央	5 - 4	6,380	128	800	798	246	1,044	75	1,391	4,200	2	50,400	12	3,024	53,424	3.84	
	仙台	A 青葉	5 - 1	7,300	97	800	913	240	1,153	75	1,537	4,100	8	49,200	25	6,150	55,350	3.60	3.65
		B 青葉	5 - 2	3,700	85	600	617	240	857	75	1,142	3,200	7	38,400	20	3,840	42,240	3.70	
	東京	A 台東	5 - 1	24,600	91	800	3,075	292	3,367	75	4,489	5,900	23	70,800	24	8,496	79,296	1.77	3.54
		B 千代田	5 - 9	29,500	79	900	3,278	292	3,570	75	4,760	17,500	55	210,000	24	25,200	235,200	4.94	
		C 千代田	5 - 19	34,000	70	1000	3,400	292	3,692	75	4,923	20,900	63	250,800	24	30,096	280,896	5.71	
		D 新宿	5 - 5	33,300	108	1000	3,390	292	3,622	75	4,829	15,200	79	182,400	24	21,888	204,288	4.23	
		E 渋谷	5 - 5	25,000	85	800	3,125	292	3,417	75	4,556	9,700	56	116,400	24	13,968	130,368	2.86	
		F 豊島	5 - 1	25,000	67	900	2,778	292	3,070	75	4,093	7,600	29	91,200	24	10,944	102,144	2.50	
		G 中央	5 - 18	34,000	55	800	4,250	292	4,542	75	6,056	12,600	85	151,200	24	18,144	169,344	2.80	
	名古屋	A 中村	5 - 17	15,500	146	1000	1,550	254	1,804	75	2,405	5,500	4	66,000	24	7,920	73,920	3.07	3.87
		B 中村	5 - 1	8,700	118	1000	870	254	1,124	75	1,439	5,200	2	62,400	24	7,488	69,888	4.66	
	大阪	A 北	5 - 1	13,500	117	1000	1,350	272	1,622	75	2,162	7,300	12	87,600	20	8,760	96,360	4.46	4.46
	福岡	C 中央	5 - 1	10,800	80	800	1,350	297	1,587	75	2,116	4,900	4	58,800	20	5,880	64,680	3.06	3.06

この利回りの格差を別の角度から分析する。

344頁の(2)式、すなわち、

$$\text{粗利回り} = \frac{\text{年間実質賃料単価}}{(\text{容積100\%当たり土地単価} + \text{建築費単価}) \div \text{建物有効率}} \quad \dots (2) \text{式}$$

によれば、容積100%当たりの土地単価が低ければ、粗利回りは上昇する。

表③の平均公示価格と表④の平均賃料をみると、1992年時点での東京を100とした、札幌、仙台、福岡での公示価格の格差と、賃料の格差はほとんど変わらない。

この点、名古屋、大阪が賃料に比べて地価が割高なのと対照的である。

しかし、表⑤の容積率100%当たりの格差をみると、仙台、福岡に比べて地価が相対的に割高であることがわかる。

これは、東京に比べて、地方都市の法定容積率が低いことに大きな原因がある。

更に、表⑥のビル床㎡当たり投資額((2)式の分母に相当)をみると、地方都市においては、投資額に占める建築費のウェイトが高いため、賃料に比べて投資額が更に割高であることがわかる。

粗利回りの都市間格差は、単純に賃料と地価の関係だけでなく、容積率当たりの地価と建築費のウェイトに左右されることがわかる。

地価が不変であるとすれば、容積率を引き上げれば、当然のことながら粗利回りは上昇する。

表③ 平均公示価格 (千円/㎡)

	東 京		大 阪		名 古 屋		札 幌		仙 台		福 岡	
1992/1	29,469	100	20,880	71	12,864	44	5,277	18	6,662	23	6,630	23
1988/1	28,882	100	15,110	52	8,457	29	3,422	12	3,550	12	4,290	15
1986/1	16,490	100	7,044	43	3,511	21	1,483	9	2,175	13	2,137	13

※右側の欄は東京を100とした指数(以下同)

表④ 平均賃料 (円/㎡)

	東 京		大 阪		名 古 屋		札 幌		仙 台		福 岡	
1992/1	19,662	100	7,770	40	5,427	28	4,122	21	4,489	23	4,408	22
1988/1	12,455	100	5,650	45	4,700	38	3,513	28	3,560	29	3,680	30
1986/1	7,480	100	5,378	72	4,567	61	3,413	46	3,400	45	3,622	48

表⑤ 容積率100%当たり公示価格の平均 (千円/㎡)

	東 京		大 阪		名 古 屋		札 幌		仙 台		福 岡	
1992/1	3,370	100	2,237	66	1,513	45	787	23	1,086	32	1,165	35
1988/1	3,315	100	1,642	50	996	30	497	15	537	16	719	22
1986/1	1,928	100	760	39	416	22	219	11	324	17	338	18

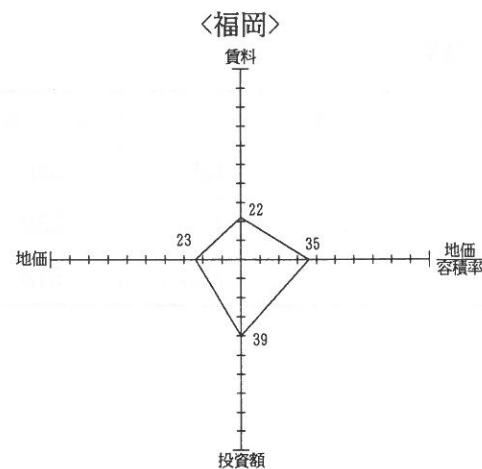
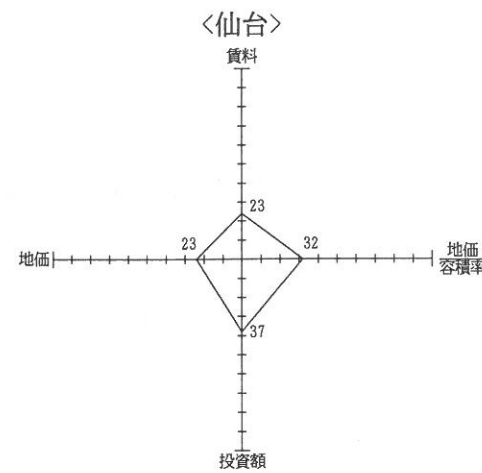
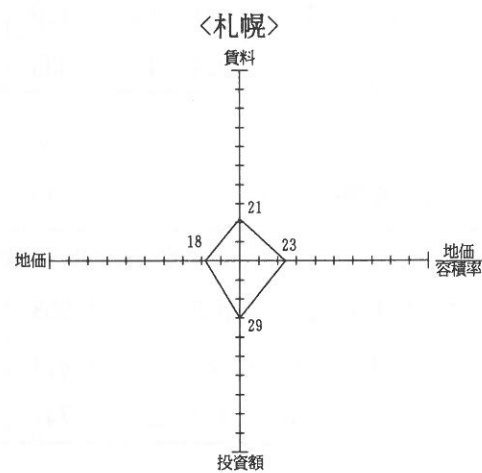
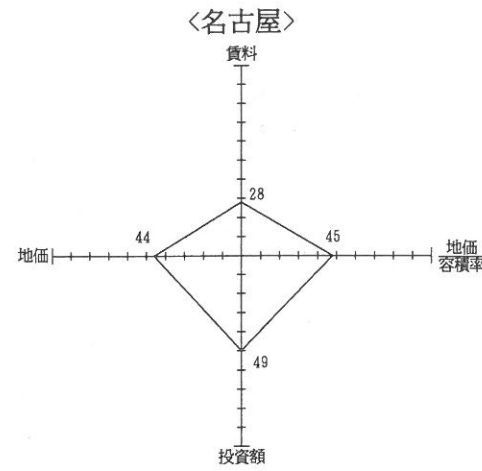
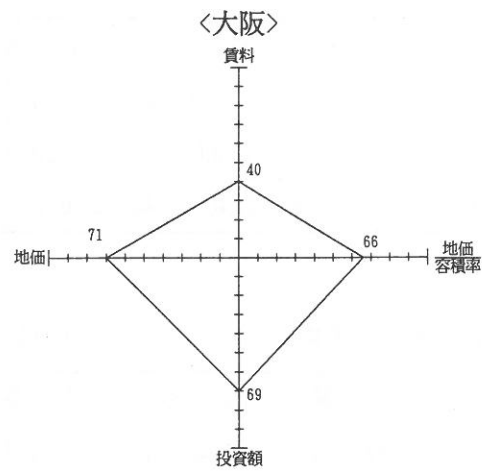
表⑥ ビル床㎡当たり投資額の平均(資料②中G) (千円/㎡)

	東 京		大 阪		名 古 屋		札 幌		仙 台		福 岡	
1992	4,986	100	3,442	69	2,446	49	1,464	29	1,853	37	1,953	39
1988	4,809	100	2,552	53	1,668	35	990	21	1,037	22	1,274	26
1986	2,937	100	1,354	46	875	30	601	20	733	25	747	25

表⑦ 平均容積率 (%)

	東 京		大 阪		名 古 屋		札 幌		仙 台		福 岡	
1992	877		920		836		578		600		550	
1988	873		900		840		575		620		550	
1986	860		911		822		575		650		578	

東京を100とした格差



4 都市別傾向の分析

《東京》(資料②-1参照)

1992年についてみると、丸の内、大手町、有楽町といった、東京のオフィスビル街の中での一等地が6.70%と最高で、西新宿が6.08%で第2位である。

西新宿の利回りが高いのは、都庁の移転効果によるところが大きいと思われる。

日本橋、銀座は5%前後とこれに続き、上野、新橋、渋谷、池袋といったところは、地価は高いが、賃料は相対的に低いため、利回りは4%前後と低い。

東京を除く他都市が1992年において、地区別の利回りが平準化しているのに対し、東京は地区別の利回りの格差が大きいという傾向を示している。

これは、地価と賃料がバランスしていないということであり、賃料の相対的に低い地区の地価が上昇しすぎたためと思われる。

《大阪》(資料②-2参照)

東京と並ぶ我が国の代表都市であるが、1992年の利回りは約3%と極端に低い。市内では、梅田周辺が各年度を通じて最も利回りが高い。

《名古屋》(資料②-3参照)

平均利回り、最高地区(名古屋駅周辺)の利回りとも大阪とほぼ同じである。

《札幌》(資料②-4参照)

他の地方中核都市である仙台、福岡と比べると、平均利回りは最も高い。

これは、公示価格の平均が、仙台、福岡の約80%なのに対し、賃料は約90%と、賃料に比べて地価が相対的に安いことに起因している。

《仙台》(資料②-5参照)

平均公示価格、賃料とも福岡とほぼ同じ水準である。

5 福岡市内の利回りの傾向分析

次に、福岡市内の利回りの推移と現況についてみる。(資料②-6参照)

調査地区は、天神、博多駅前を中心とするオフィスビルゾーンである。

粗利回りは、上述のように、賃料が地価に比例して上昇しなかったため、1986年(昭和61年)総平均6.77%、1988年(昭和63年)4.08%、1992年(平成4年)3.00%と、極端な下落傾向を示している。

しかし、平成4年について、地区別の利回りの傾向を見てみると、3%を中心にして、概ね平準化している。このことは、粗利回りが地価判定の指標になり、賃料水準と容積1種(100%)当たりの地価がバランスしていることを意味する。

参考までに、前述(1)式において、仮にX(粗利回り)を所与とすれば、賃料相場より簡便的に地価水準が求められることになる。

すなわち、 $X = \frac{LV \times \alpha \times R}{LP_1 + LP_2}$ より P_1 を求めると、 $P_1 = V \left(\frac{\alpha \cdot R}{X} - P_2 \right)$ となり、

地価 P_1 は、容積率 $\times$ $\left(\frac{\text{建物有効率} \times \text{年間実質賃料単価}}{\text{粗利回り}} - \text{建築費単価} \right)$ で求められる。

しかし、3%前後の低い利回り水準では、後述するように、ビル事業の収支は極めて厳しい状況にある。

仮に東京並の5%の水準となるには如何なる手段があろうか。まず、現行粗利回り3%前後の地点で、以下のとおり現在の公示価格レベルの50%程度まで地価が下落しなければならぬ。

(例) 中央5-12のケース

$$\begin{array}{c} \text{実質賃料} \quad \text{粗利回り} \quad \text{有効率} \quad \text{建築費} \quad \text{地価} \\ (58,050\text{円}/\text{m}^2 \div 0.05 \times 0.75 - 300,000\text{円}/\text{m}^2) \times 6 \div 3,420,000\text{円}/\text{m}^2 \\ \text{(注)} \\ 3,420,000\text{円}/\text{m}^2 \div 7,000,000\text{円}/\text{m}^2 = 0.49 \end{array}$$

(注) 1992/1の公示価格

しかし、高度商業地内の土地は、稀少性があり、地価税の導入、固定資産税の強化等、保有税強化の動きがあるものの、依然売り手市場であること、大幅な地価下落が我が国の金融システムを崩壊させることになる懸念から、最近打ち出された政府主導の金融機関による土地買取り機関の設立等、政策的な下支えが予想されること等から、50%もの地価の大幅な下落の予測は現実的ではない。なお、容積率の引上げは実質的に地価下落の効果がある。

もし、地価が下落しないとすれば、賃料が1.67倍(5%÷3%)に上昇しなければならない。

しかし、賃料の上昇については、地価の上昇等によるコスト増よりある程度は見込めるが、景気の動向に左右される面が大きく、東京のような極端な上昇はあり得ないであろう。建築費の下落も要素となるが、土地価格に対する建物価格のウェイトの低さから決定的要素とはならない。福岡市の場合も、地価上昇からタイムラグをおいて上昇基調にあったが、最近の景気の減速に伴う、オフィス需要の低迷により水を差された感があり、これからは厳しい局面になるであろう。

福岡市は平成7年のユニバーシアードに向けて、民間、公共を問わず多くの大型プロジェクトが進行中で、全国的にも活力のある都市としての評価を受け、九州経済の福岡一極集中も明らかに進んでいる。しかし、地価と賃料との関係を中心に全国レベルでみれば、今までにみてきたように、地価、賃料ともに仙台と同等であり、利回りは札幌よりも劣っている現状が明らかになった。以上より仮に賃料水準が都市の潜在力を表す一つの指標であるとすれば、福岡の高度商業地の地価はバブル経済の影響により実力以上に高騰したといえよう。

東京	時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率/B %	C 建築費 千円/㎡	D C+D	E 有効率 %	F E/F	G 賃料(月) 円/㎡	H 賃料(月)変動率賃料(年) H*12(カ月) %	I 敷金	J 運用益	K 実質賃料 I+K	L 利回り L/G(%)	平均			
1992/1	丸の内、大手町、有楽町	千代田	5-7	33,500	1,000	3,350	370	3,720	75	4,960	24,200	290,400	24	34,848	325,248	6.56	6.70		
		千代田	5-9	31,400	6	3,489	370	3,859	75	5,145	22,700	272,400	24	32,688	305,088	5.93			
		千代田	5-19	36,200	6	3,620	370	3,990	75	5,320	27,200	326,400	24	39,168	365,568	6.87			
		千代田	5-21	25,000	1,000	2,500	370	2,870	75	3,827	21,200	254,400	24	30,528	284,928	7.45			
	日本橋周辺	中央	5-8	22,800	800	2,850	370	3,220	75	4,293	15,600	199,200	24	23,904	223,104	5.20	4.96		
		中央	5-22	30,800	800	3,850	370	4,220	75	5,627	19,700	236,400	24	28,368	264,768	4.71			
		中央	5-3	24,000	800	3,000	370	3,370	75	4,493	18,800	225,600	24	27,072	252,672	5.62		5.29	
		中央	5-18	34,400	7	4,550	370	4,920	75	6,560	24,200	290,400	24	34,848	325,248	4.96			
	上野周辺、新橋周辺、池袋	台東	5-1	23,800	-3	2,975	370	3,345	75	4,460	12,100	145,200	24	17,424	162,624	3.65	3.65		
		港	5-1	31,300	800	3,913	370	4,283	75	5,710	17,500	210,000	24	25,200	235,200	4.12			4.12
		渋谷	5-5	25,100	0	3,138	370	3,508	75	4,677	15,100	181,200	24	21,744	202,944	4.34		4.34	
		池袋	5-5	36,400	9	3,640	370	4,010	75	5,347	24,200	290,400	24	34,848	325,248	6.08			
	西新宿、池袋周辺	新宿	5-5	36,400	9	3,640	370	4,010	75	5,347	24,200	290,400	24	34,848	325,248	6.08	3.69		
		豊島	5-1	26,400	2	2,933	370	3,303	75	4,404	12,100	145,200	24	17,424	162,624	3.69			5.32
				29,469	6	3,370		4,986	19,662	58									

東京	時点	地区	記号公示地点番号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率/B %	C 変動率容積率/B %	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 賃料(月)変動率賃料(年) H*12(カ月) %	J 敷金 円	K 運用益 円	L 実質賃料 I+K 円/G(%)	平均			
東京	1988/1	丸の内、大手町、有楽町	千代田	5-7	32,500	1,000	3,250	292	3,542	75	4,723	18,600	223,200	24	26,784	249,984	5.29		
			千代田	5-9	29,500	79	900	3,278	292	3,570	75	4,760	17,500	210,000	24	25,200	235,200	4.94	
			千代田	5-19	34,000	70	1,000	3,400	292	3,692	75	4,923	20,900	250,800	24	30,096	280,896	5.71	
	日本橋周辺	中央	5-8	24,000	800	3,000	292	3,292	75	4,389	8,200	98,400	24	11,808	110,208	2.51	2.51		
		銀座	中央	5-3	24,800	800	3,100	292	3,392	75	4,523	9,800	117,600	24	14,112	131,712	2.91	2.86	
		中央	5-18	34,000	55	800	4,250	292	4,542	75	6,056	12,600	151,200	24	18,144	169,344	2.80		
		上野周辺	台東	5-1	24,600	91	800	3,075	292	3,367	75	4,489	5,900	70,800	24	8,496	79,296	1.77	1.77
		新橋周辺	渋谷	5-1	31,000	800	3,875	292	4,167	75	5,556	11,000	132,000	24	15,840	147,840	2.66	2.66	
		渋谷	5-5	25,000	85	800	3,125	292	3,417	75	4,556	9,700	116,400	24	13,968	130,368	2.86	2.86	
		西新宿	5-5	33,300	108	1,000	3,320	292	3,622	75	4,829	15,200	182,400	24	21,888	204,288	4.23	4.23	
		池袋周辺	豊島	5-1	25,000	67	900	2,778	292	3,070	75	4,093	7,600	91,200	24	10,944	102,144	2.50	2.50
					28,882	75	873	3,315		4,809	12,455	67				102,144	3.47	3.47	

東京	時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率/B %	C 変動率容積率/B %	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 賃料(月)変動率賃料(年) % H*12(カ月)	J 敷金	K 運用益	L 実質賃料 I+K 円/G(%)	平均	
	1988/1	丸の内、大手町、有楽町	千代田	5 - 9	16,500	900	1,833	275	2,108	75	2,811	11,300	135,600	24	16,272	151,872	5.40
			千代田	5 - 19	20,000	1,000	2,000	275	2,275	75	3,033	12,800	153,600	24	18,432	172,032	5.67
		日本橋周辺	中央	5 - 8	14,500	800	1,813	275	2,088	75	2,783	6,000	72,000	24	8,640	80,640	2.90
			銀座	5 - 3	14,000	800	1,750	275	2,025	75	2,700	5,300	63,600	24	7,632	71,232	2.64
			中央	5 - 18	22,000	800	2,750	275	3,025	75	4,033	6,800	81,600	24	9,792	91,392	2.27
			上野周辺	5 - 1	12,900	800	1,613	275	1,888	75	2,517	4,800	57,600	24	6,912	64,512	2.56
			新橋周辺	5 - 1	20,500	800	2,563	275	2,838	75	3,783	7,200	86,400	24	10,368	96,768	2.56
			渋谷	5 - 5	13,500	800	1,688	275	1,963	75	2,617	6,200	74,400	24	8,928	83,328	3.18
			西新宿	5 - 5	16,000	1,000	1,800	275	1,875	75	2,500	8,500	102,000	24	12,240	114,240	4.57
			池袋周辺	5 - 1	15,000	900	1,667	275	1,942	75	2,589	5,900	70,800	24	8,496	79,296	3.06
					16,490	860	1,928			2,937	7,480					3.48	

資料②-1

大阪	時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率/B %	C 変動率容積率/B %	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 変動率賃料(年) H*12(カ月) %	J 敷金	K 運用益	L 実質賃料 I+K 円/G(%)	平均		
大阪	1992/1	梅田周辺	北	5-1	22,100	64	1,000	2,210	344	2,554	75	3,405	10,200	122,400	20	12,240	134,640	3.95
			北	5-10	12,800	800	1,600	344	1,944	75	2,592	7,300	87,600	20	8,760	96,360	3.72	
		肥後橋周辺	西	5-10	16,700	800	2,088	344	2,432	75	3,242	6,800	81,600	20	8,160	89,760	2.77	
			東	5-2	30,000	1,000	3,000	344	3,344	75	4,459	9,200	110,400	20	11,040	121,440	2.72	
			淀屋橋周辺	5-9	22,000	1,000	2,200	344	2,544	75	3,392	7,700	92,400	20	9,240	101,640	3.00	
			北浜周辺	5-14	20,200	800	2,525	344	2,869	75	3,825	7,300	87,600	20	8,760	96,360	2.52	
			本町周辺	東	5-1	27,200	1,000	2,720	344	3,064	75	4,085	9,200	110,400	20	11,040	121,440	2.97
			堺筋本町周辺	東	5-2	10,000	800	1,250	344	1,594	75	2,125	5,000	60,000	20	6,000	66,000	3.11
			東	5-7	18,700	1,000	1,870	344	2,214	75	2,952	6,800	81,600	20	8,160	89,760	3.04	
			心斎橋周辺	南	5-18	29,100	1,000	2,910	344	3,254	75	4,339	8,200	98,400	20	9,840	108,240	2.49
						20,880	38	920	2,237		3,442	7,770	38				3.03	

大阪	時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率/B %	C 変動率容積率/B %	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 賃料(月)変動率賃料(年) H*12(カ月) %	J 敷金 円	K 運用益 円	L 実質賃料 I+K/G(%)	平均		
388/1		梅田周辺	北	5- 1	13,500	117	1,000	1,350	272	1,622	75	2,163	7,300	87,600	20	8,760	96,360	4.46
			北	5- 2	26,000	1,000	2,600	272	2,872	75	3,829	7,900	94,800	20	9,480	104,280	2.72	
			北	5- 10	7,700	800	963	272	1,235	75	1,646	5,300	63,600	20	6,360	69,960	4.25	
		肥後橋周辺	西	5- 10	10,600	800	1,325	272	1,597	75	2,129	4,900	58,800	20	5,880	64,680	3.04	
			東	5- 9	17,000	1,000	1,700	272	1,972	75	2,629	5,500	66,000	20	6,600	72,600	2.76	
			東	5- 14	14,100	800	1,763	272	2,035	75	2,713	4,800	57,600	20	5,760	63,360	2.34	
		本町周辺	東	5- 1	20,300	1,000	2,030	272	2,302	75	3,069	6,000	72,000	20	7,200	79,200	2.58	
			堺筋本町周辺	東	5- 2	6,400	800	800	272	1,072	75	1,429	3,500	42,000	20	4,200	46,200	3.23
			東	5- 7	13,500	800	1,688	272	1,960	75	2,613	4,700	56,400	20	5,640	62,040	2.97	
		心斎橋周辺	南	5- 4	22,000	1,000	2,200	272	2,472	75	3,296	6,600	79,200	20	7,920	87,120	2.84	
			-	-	15,110	114	900	1,642	-	2,552	5,650	5	-	-	-	-	-	3.04

大阪	時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率/B %	C %	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 変動率賃料(年) H*12(カ月) %	J 敷金 円	K 運用益 円	L 実質賃料 I+K/G(%)	平均	
1985/1	梅田周辺	北	5 - 1	6,210	1,000	621	256	877	75	1,169	6,500	78,000	20	7,800	85,800	7.34	
			5 - 2	12,100	1,000	1,210	256	1,466	75	1,955	7,000	84,000	20	8,400	92,400	4.73	
			5 - 10	3,450	800	431	256	687	75	916	4,700	56,400	20	5,640	62,040	6.77	
		肥後橋周辺	西	5 - 10	4,400	800	550	256	806	75	1,075	4,600	55,200	20	5,520	60,720	5.65
			東	5 - 9	7,260	1,000	726	256	982	75	1,309	5,200	62,400	20	6,240	68,640	5.24
		北浜周辺	東	5 - 14	6,180	800	773	256	1,029	75	1,371	4,400	52,800	20	5,280	58,080	4.24
			本町周辺	東	5 - 1	7,750	1,000	775	256	1,031	75	1,375	5,500	66,000	20	6,600	72,500
		堺筋本町周辺	東	5 - 7	5,850	800	731	256	987	75	1,316	4,400	52,800	20	5,280	58,080	4.41
			心斎橋周辺	南	5 - 4	10,200	1,000	1,020	256	1,276	75	1,701	6,100	73,200	20	7,320	80,520
						7,044	911	760			1,354	5,378					5.38

名古屋	時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率/B %	C A/B	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 変動率賃料(年) H*12(カ月) %	J 敷金	K 運用益	L 実質賃料 円/㎡	平均 L/G(%)	
1992/1	名古屋駅周辺	中村	5 - 1	15,500	78	1,000	1,550	322	1.872	75	2,495	7,000	84,000	24	10,080	94,080	3.77
			5 - 2	9,200	800	1,150	322	1,472	75	1,963	5,500	66,000	24	7,920	73,920	3.77	
			5 - 14	11,000	800	1,375	322	1,697	75	2,263	6,100	73,200	24	8,784	81,984	3.62	
			5 - 15	9,900	800	1,238	322	1,560	75	2,079	5,500	66,000	24	7,920	73,920	3.55	
			中	5 - 5	11,100	800	1,388	322	1,710	75	2,279	4,200	50,400	15	3,780	54,180	2.38
丸の内周辺	中	5 - 20	10,800	800	1,350	322	1,672	75	2,229	4,800	57,600	18	5,184	62,784	2.82		
		5 - 21	12,500	800	1,563	322	1,885	75	2,513	4,500	54,000	18	4,860	58,860	2.34		
		5 - 22	8,000	800	1,000	322	1,322	75	1,763	4,200	50,400	18	4,536	54,936	3.12		
		中	5 - 1	14,500	800	1,813	322	2,135	75	2,846	5,500	66,000	18	5,940	71,940	2.53	
		中	5 - 17	26,500	71	1,000	2,650	322	2,972	75	3,963	7,000	84,000	24	10,080	94,080	2.37
伏見周辺	中	5 - 25	12,500	800	1,563	322	1,885	75	2,513	5,400	64,800	18	5,832	70,632	2.81		
			12,884	52	836	1,513			2,446	5,427	15				3.01		

名古屋																	
時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率/B %	C A/B	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 変動率賃料(年) H*12(カ月) %	J 敷金	K 運用益	L 実質賃料 円/㎡	平均 L/G(%)		
1988/1	名古屋駅周辺	中村	5 - 1	8,700	118	1,000	870	254	1.124	75	1,499	5,200	62,400	24	7,488	69,888	4.66
		中村	5 - 2	5,500	800	688	254	942	75	1,255	4,100	49,200	24	5,904	55,104	4.39	
		中村	5 - 14	6,430	800	804	254	1,058	75	1,410	4,600	55,200	24	6,624	61,824	4.38	
		中村	5 - 15	6,170	800	771	254	1,025	75	1,367	4,100	49,200	24	5,904	55,104	4.03	
		中	5 - 20	10,800	800	1,350	254	1,604	75	2,139	3,500	42,000	18	3,780	45,780	2.14	
伏見周辺	中	5 - 21	7,700	800	963	254	1,217	75	1,622	4,800	57,600	18	5,184	62,784	3.87		
	中	5 - 22	6,430	800	806	254	1,060	75	1,414	5,400	64,800	18	5,832	70,632	5.00		
	中	5 - 1	10,600	800	1,325	254	1,579	75	2,105	5,500	66,000	18	5,940	71,940	3.42		
	中	5 - 17	15,500	146	1,000	1,550	254	1,804	75	2,405	5,500	66,000	24	7,920	73,920	3.07	
	中	5 - 25	6,720	800	840	254	1,094	75	1,459	4,300	51,600	18	4,644	56,244	3.86		
									1,668	4,700	3				3.88		

名古屋																	
時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡		B 変動率容積率/B %	C	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 変動率賃料(年) H*12(カ月) %	J 敷金	K 運用益	L 実質賃料 円/㎡	平均	
1986/1	名古屋駅周辺	中村	5 - 1	4,000	1,000	400	240	640	75	853	5,100	61,200	24	24	61,224	7.17	6.54
		中村	5 - 2	2,800	800	350	240	590	75	787	4,000	48,000	24	24	48,024	6.10	
		中村	5 - 14	3,180	800	398	240	638	75	850	4,500	54,000	24	24	54,024	6.36	
		中村	5 - 15	3,000	800	375	240	615	75	820	4,000	48,000	24	24	48,024	5.86	
		中	5 - 23	1,300	600	217	240	457	75	609	3,900	46,800	12	12	46,812	7.69	7.69
	丸の内周辺	中	5 - 21	3,400	800	425	240	665	75	887	4,300	51,600	18	18	51,618	5.82	6.50
		中	5 - 22	2,900	800	363	240	603	75	803	4,800	57,600	18	18	57,618	7.17	
		中	5 - 1	4,720	800	590	240	830	75	1,107	5,200	62,400	18	18	62,418	5.64	5.56
		中	5 - 17	6,300	1,000	630	240	870	75	1,160	5,300	63,600	24	24	63,624	5.48	
						822	416				875	4,567				6.37	

資料②-3

札幌	時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率 %	C A/B	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 変動率賃料(年) H*12(カ月) %	J 敷金	K 運用益	L 実質賃料 円/㎡	平均 L/G(%)	
1992/1	駅前通り	中央	5 - 4	9,950	56	800	1,244	311	1,555	75	2,073	4,800	57,600	12	3,456	61,056	2.95
			5 - 23	2,250	600	375	311	686	75	915	3,700	44,400	10	2,220	46,620	5.10	
			5 - 9	1,540	400	385	311	696	75	928	3,300	39,600	8	1,584	41,184	4.44	
			5 - 11	1,700	400	425	311	736	75	981	3,600	43,200	10	2,160	45,360	4.62	
			5 - 1	15,000	47	800	1,875	311	2,186	75	2,915	5,500	66,000	18	5,940	71,940	2.47
1988/1	大通り周辺	中央	5 - 3	8,400	84	800	1,050	311	1,361	75	1,815	4,800	57,600	14	4,032	61,632	3.40
			5 - 5	5,200	600	867	311	1,178	75	1,570	4,500	54,000	12	3,240	57,240	3.55	
			5 - 6	1,500	400	375	311	686	75	915	3,300	39,600	10	1,960	41,560	4.55	
			5 - 13	1,950	400	488	311	799	75	1,065	3,600	43,200	10	2,160	45,360	4.26	
			5 - 25	5,277	54	578	787			1,464	4,122	17				3.94	

札幌	時点	地区	記号公示地点番号	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	平均	
				公示価格 千円/㎡	変動率容積率 %	A/B	建築費 千円/㎡	C+D	有効率 %	E/F	賃料(月) 円/㎡	変動率賃料(年) H*12(カ月) %	敷金 円	運用益	実質賃料 L/G(%)		
1988/1	駅前通り	中央	5 - 4	6,380	128	800	798	246	1,044	75	1,391	4,200	50,400	12	3,024	53,424	3.84
			5 - 9	835	400	209	246	455	75	606	2,800	33,600	8	1,344	34,944	5.76	
			5 - 11	800	400	200	246	446	75	595	3,100	37,200	10	1,860	39,060	6.57	
			5 - 1	10,200	137	800	1,275	246	1,521	75	2,028	4,500	54,000	18	4,860	58,860	2.90
			5 - 3	4,560	153	800	570	246	816	75	1,088	4,000	48,000	14	3,360	51,360	4.72
1986/1	創成川東周辺	中央	5 - 5	2,740	600	457	246	703	75	937	3,700	44,400	12	2,664	47,064	5.02	
			5 - 6	760	400	190	246	435	75	581	2,800	33,600	10	1,680	35,280	6.07	
			5 - 13	1,100	400	275	246	521	75	595	3,000	36,000	10	1,800	37,800	5.44	
				3,422	131	575	497			990	3,513	3				5.04	

資料②-4

札幌	時点	地区	記号公示地点番号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率/B %	C A/B	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 変動率賃料(年) H*12(カ月) %	J 敷金 円	K 運用益 円	L 実質賃料 円/㎡	平均 L/G(%)
1986/1	駅前通り	中央	5-4	2,800	800	350	231	581	75	775	4,100	49,200	12	2,952	52,152	6.73
			5-9	503	400	126	231	357	75	476	2,700	32,400	8	1,296	33,696	7.08
			5-11	463	400	116	231	347	75	462	3,000	36,000	10	1,800	37,800	8.18
			5-1	4,300	800	538	231	769	75	1,025	4,400	52,800	18	4,752	57,552	5.62
			5-3	1,800	800	225	231	456	75	608	3,800	45,600	14	3,192	48,792	8.03
1986/1	大通り周辺	中央	5-5	1,190	600	198	231	429	75	572	3,600	43,200	12	2,592	45,792	8.00
			5-6	493	400	123	231	354	75	472	2,700	32,400	10	1,260	33,660	7.20
			5-13	318	400	80	231	311	75	414	3,000	36,000	10	1,800	37,800	9.13
			5-25	1,483	575	219				601	3,413					7.50
			5-25	1,483	575	219				601	3,413					7.50

仙台																	
時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率 %	C A/B	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月)変動率賃料(年) 円/㎡ H*12(カ月)	I 敷金 H*12(カ月)	K 運用益	L 実質賃料 I+K 円/G(%)	利回り L/G(%)	平均		
1992/1	本町周辺	青葉 5 - 2	6,900	600	1.150	304	1,454	75	1.939	4,700	56,400	20	5,640	62,040	3.20	3.58	
		青葉 5 - 4	4,100	600	683	304	987	75	1.316	4,100	49,200	15	3,690	52,890	4.02		
		青葉 5 - 6	3,470	500	694	304	998	75	1.331	4,400	52,800	15	3,960	56,760	4.27		
		青葉 5 - 8	8,020	600	1,337	304	1,641	75	2.188	4,700	56,400	20	5,640	62,040	2.84		
一番町周辺	青葉 5 - 11	7,250	96	600	1,208	304	1,512	75	2,016	3,900	46,800	20	4,680	51,480	2.55	2.72	
	青葉 5 - 13	6,550	500	1,310	304	1,614	75	2,152	4,700	56,400	20	5,640	62,040	2.88			
駅前周辺	青葉 5 - 1	13,300	82	800	1,663	304	1,967	75	2,622	5,000	60,000	25	7,500	67,500	2.57	3.42	
	青葉 5 - 5	6,620	600	1,103	304	1,407	75	1,876	4,700	56,400	20	5,640	62,040	3.31			
	青葉 5 - 12	3,750	600	625	304	929	75	1,239	4,200	50,400	15	3,780	54,180	4.37			
			6,662	88	600	1,086		1.853	4,489	26				3.33			

仙台	時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率 %	C A/B	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月)変動率賃料(年) 円/㎡ H*12(カ月)	I 敷金 H*12(カ月)	J 運用益	K 実質賃料 I+K 円/G(%)	平均	
1988/1	本町周辺	青葉	5 - 13	2,100	600	350	240	590	75	787	3,400	40,800	15	3,060	43,860	5.58
		青葉	5 - 16	1,050	500	210	240	450	75	600	3,200	38,400	15	2,880	41,280	6.88
		青葉	5 - 3	3,600	600	600	240	840	75	1,120	3,900	46,800	20	4,680	51,480	4.60
		青葉	5 - 2	3,700	85	600	617	240	857	75	1,142	3,200	38,400	20	3,840	42,240
1986/1	駅前周辺	青葉	5 - 1	7,300	97	800	913	240	1,153	75	1,537	49,200	25	6,150	55,350	3.60
				3,550	63	620	538			1,037	3,560					4.87

仙台	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率 %	C A/B	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月) 円/㎡	I 変動率賃料(年) % H*12(カ月)	J 敷金	K 運用益	L 実質賃料 I+K 円/G(%)	平均	
1986/1	本町周辺	青葉 5 - 13	1,100	600	183	226	409	75	546	3,200	38,400	15	2,880	41,280	7.56	6.99
		青葉 5 - 3	1,900	600	317	226	543	75	724	3,600	43,200	15	3,240	46,440	6.42	
	一番町周辺	青葉 5 - 2	2,000	600	333	226	559	75	746	3,000	36,000	20	3,600	39,600	5.31	5.31
		青葉 5 - 1	3,700	800	463	226	689	75	918	3,800	45,600	25	5,700	51,300	5.59	5.59
		款前周辺		2,175	650	324				733						6.22

福岡	時点	地区	記号公示地点番 号	A 公示価格 千円/㎡	B 変動率容積率 %	C A/B	D 建築費 千円/㎡	E C+D	F 有効率 %	G E/F	H 賃料(月)変動率賃料(年) 円/㎡ H*12(カ月)	I 敷金 H*12(カ月)	J 運用益	K 実質賃料 I+K 円/G(%)	平均	
1992/1	赤坂 大名	1 中央	5-12	7,000	27	600	1,167	300	1,467	75	1,956	54,000	15	4,050	58,050	2.97
		2 中央	5-14	3,600	400	900	300	1,200	75	1,600	3,600	43,200	12	2,592	45,792	2.86
		3 中央	5-1	14,800	37	800	1,850	300	2,150	75	2,867	5,500	20	6,600	72,600	2.53
		4 中央	5-9	5,650	500	1,130	300	1,430	75	1,907	4,300	51,600	15	3,870	55,470	2.91
		5 中央	5-10	7,150	600	1,192	300	1,492	75	1,989	4,800	57,600	15	4,320	61,920	3.11
		6 中央	5-13	5,100	400	1,275	300	1,575	75	2,100	4,000	48,000	15	3,600	51,600	2.46
		7 中央	5-20	5,100	500	1,020	300	1,320	75	1,760	4,300	51,600	15	3,870	55,470	3.15
		8 中央	5-5	4,160	57	500	832	300	1,132	75	1,509	4,000	18	48,000	51,600	3.42
		9 博多	5-1	9,600	37	600	1,600	300	1,900	75	2,533	4,900	11	58,800	63,210	2.50
		10 博多	5-3	5,200	600	867	300	1,167	75	1,556	4,500	54,000	15	4,050	58,050	3.73
		11 博多	5-2	8,900	33	600	1,483	300	1,783	75	2,378	4,600	21	55,200	59,340	2.50
		12 博多	5-7	3,300	500	660	300	960	75	1,280	3,900	46,800	12	2,808	49,608	3.88
				6,630	55	550	1,165		1,953	4,408	20			3.00		

988/1	13	中央	5-10	2,800	500	467	237	704	75	938	3,500	42,000	15	3,150	45,150	4.81	4.06	
	1	中央	5-12	5,500	600	917	237	1,154	75	1,588	3,800	45,600	15	3,420	49,020	3.19		
	14	中央	5-14	1,800	400	450	237	687	75	916	3,000	36,000	12	2,160	38,160	4.17		
	天神																	
	3	中央	5-1	10,800	80	1,350	237	1,587	75	2,116	4,900	4	58,800	20	5,880	64,680	3.06	4.08
	15	中央	5-9	2,000	500	400	237	637	75	849	3,200	38,400	12	2,304	40,704	4.79		
	16	中央	5	2,450	500	490	237	727	75	969	3,300	39,600	15	2,970	42,570	4.39		
	薬院 渡功通																	
	8	中央	5-5	2,650	500	530	237	767	75	1,023	3,400	40,800	15	3,060	43,860	4.29	4.29	
	博多駅西局辺																	
	9	博多	5-1	7,000	600	1,167	237	1,404	75	1,872	4,400	52,800	15	3,960	56,760	3.03	4.67	
	博多駅東局辺																	
17	博多	5-3	1,200	67	400	300	237	537	75	716	3,500	42,000	15	3,150	45,150	6.31		
博多駅東局辺																		
11	博多	5-2	6,700	600	1,117	237	1,354	75	1,805	3,800	45,600	15	3,420	49,020	2.72	2.72		
												2				4.08		



第2章 収益性に基づく適正な地価について

第1章において、土地価格の急騰が、東京を除く大都市及び地方中核都市の投資利回りを著しく低下させていることが判明した。それでは本来の収益性から見た場合の不動産の価値がどの程度であるのか、を把握するために我が国の鑑定業界ではなじみの薄い「DCF分析」を用いて収益価格を試算してみることとする。

1 DCF分析について

DCFとはDiscount Cash Flowの略であり、「割引かれた毎年の現金の流れ」の意味である。

つまりDCF分析とは、Cash Flow（現金の流れ）を複利現価で割戻すことによって行われる分析である。

(1) キャッシュフロー分析の鑑定評価への適用

企業会計上の期間損益計算が発生主義を原則とし、区切られた期間に費用と収益を一定の基準に従って配分し期間損益を計算するのに対し、キャッシュフローは、現金の入金および支出の事実に基づいて資金の純増を計算するもので、人為的な操作が入り込む余地はない。機関投資家は投資採算性分析においてキャッシュフロー分析を行っているのが現実であるが、データ上の制約、コンピューターの利用が不可欠であることなどから、わが国の鑑定業界ではほとんど用いられることはない。

キャッシュフロー分析は、より多くの情報および将来の予測を必要とし、適用上困難な面を持つ。しかし、その適用が可能な場合は、依頼者に対し説得力のある情報をより多く与えられることとなるので、この際、キャッシュフローの分析の有用性は高い。

(2) キャッシュフロー分析の概要

キャッシュフローの性格を明らかにするために、現金収入、支出に分類した形のキャッシュフロー表を示す。

表-1に示されているCFが*i*期におけるキャッシュフローである。投資分析への上記キャッシュフロー表の適用を次の式に示す。

$$X = \sum_{i=1}^n (CF_i / (1+y)^i) + R / (1+y)^n \dots\dots\dots (1)$$

$$V = X + M = \sum_{i=1}^n (CF_i / (1+y)^i) + R / (1+y)^n + M \dots\dots\dots (2)$$

なお、*X*・・・自己資本、*V*・・・不動産に対する投資額（又は不動産価値）、*M*・・・借入金、*y*・・・自己資本収益率、*n*・・・不動産保有期間、*R*・・・復帰価値。

(2) 式において、*M*、*CF_i*、*y*、*n*、*R*を与えると、自己資本（*X*）および不動産価値（*V*）が求められ、*V*、*X*、*M*、*CF_i*、*n*、*R*を考えると、自己資本収益率（*y*）が求められる。

キャッシュフロー分析を適用した評価は、前者である。したがって、この分析に基づく評価を行うためには、不動産の保有期間（又は分析期間）を定め、各年次のキャッシュフロー（*CF_i*）および保有期間末（*n*）時点における復帰価値を予測し、当該不動産の現在時点の価値を求めるために、その不動産から期待する自己資本収益率（*y*）を決めなければならない。以下でこれらの要因について簡単にコメントする。なお、後者の自己資本収益率（*y*）を求めるキャッシュフロー分析は、鑑定評価によって求められた不動産価値を検証するのに役立つ。すなわち、査定された不動産価値で当該不動産の投資を行うことが、収益性からみて妥当であるか否かを自己資本収益率でチェックできるからである。

表-1 キャッシュフロー表（モデル）

項 目	初年度投資額（投資価値）	第1年度	第2年度	-----	転売価値（復帰価値）
土 地	(土地購入費) ×××××				(土地価格) ×××××
建 物	(建物建築費) ×××××				(建物残存価値) ×××××
借 入 金	△××××				(借入金・保証金・敷金) △××××
現金収入	賃料・駐車場収入 共益費・その他	×××××	×××××	-----	
	保証金・敷金	×××××		-----	
現金支出	(収益的支出) 一般管理費 維持管理費 修繕費 損害保険料 固定資産税・ 都市計画税 その他経費	××××	××××		
	(資本的支出) モダンゼーション コスト		××××		
	保証金・返済 敷金及び 借入金 利息	××××	××××		
	法人税又は所得 税等の収益税	××××	××××		
現金純収入	(投資価値) 自己資本 X	CF1	CF2	-----	(復帰価値) R

(2) 保有期間（又は分析期間）

アメリカで行われているキャッシュフロー分析は、概ね、10年～15年を分析する。後に述べるが、アメリカの不動産投資は、当該不動産の収益性に着目して行われるため、保有期間を定めることに合理性が存在する。これに対して、わが国の場合、収益性に着目するにしても、始めから長期に不動産を保有することを目的として不動産投資を行うことが多く、保有期間を定めることが一般的に困難である。とはいえ、分析期間を設定することが、必要不可欠となる。

(3) 各年次のキャッシュフローの予測

各年次のキャッシュフローの予測は、各年次の収入の予測および管理運営費、借入金の返済額等の支出の予測からなる。

管理運営費の予測には、各経費項目の予測を積み上げる方法、管理運営費総額を予測

する方法があるが、各年次の収入と管理運営費の関連について注意をはらう必要がある。

(4) 復帰価値の予測

将来売却することを前提とした場合、復帰価値は、転売価値から転売費用と借入金残高を控除し、さらに税引後の分析の場合、キャピタルゲインに対する税金を控除して求める。転売価格の予測には、いくつかの方法がある。①不動産価値の増加率を予測する方法、②転売の時点の翌期の純利益とその時点の還元利回りを予測し、資本還元する方法、および③転売時点以後のキャッシュフロー分析を行って求める方法である。

10～15年程度の分析期間では、不動産価値 (V) に占める復帰価値 ($R / (1 + y)^n$) のウェイトが高く、復帰価値の予測が評価のポイントとなってしまうケースも少なくない。

(5) 自己資本収益率の査定

自己資本収益率は、ある投資物件に投下した自己資本の期待収益率である。特定の不動産投資の自己資本収益率は、代替資産（他の不動産および金融資産等不動産以外の投資物件）の自己資本収益率と競合関係にあり、各投資家の資産選択行動を通じて決定する。具体的にいえば、自己資本収益率に影響を与える主な原因は、当該投資の危険性、投下資金の換金可能性（流動性）である。一般に危険性が高ければ高いほど、低い自己資本収益率を期待することになる。

自己資本収益率の査定のためには、金融市場等他の投資市場の十分な分析が必要である。

(6) 税引前分析と税引後分析

キャッシュフロー分析には、税引前の分析と税引後の分析がある。

不動産投資に係わる分析の場合、次の二点より税引後分析を行うことが適当である。①建物等償却資産の減価償却費は、投下資本回収計算の結果であり、現金支出を伴わないが、課税対象所得の算定上経費となる。②自己資本に対する報酬は課税対象となるが、他人資本（借入金）に対する報酬（支払利息）は経費となり課税対象所得から控除される。すなわち、税は調達資金に対して一様でない。

2 DCF 分析の適用

福岡市の代表的オフィス街である大博通り沿いの次のポイントにつき高層事務所を建設し、賃貸する場合を想定し、パソコン用パッケージソフトを用いて投資採算分析を行った。以下の分析において、価格時点は平成4年8月1日とする。

<計画概要>

(1) 土地の概要

所 在；福岡市博多区冷泉町 206 番地ほか 3 筆宅地 1,069 m²

住居表示「冷泉町 5 - 30」

交 通 事 情；地下鉄「祇園」駅 100m

道 路 事 情；北東側が幅員 50m 県道に接面

公 法 上 の 規 制；商業地域、防火地域、指定建ぺい率 80 %、指定容積率 600 %

時 価；県基準地価格 6,160,000 円 / m²（平成 4 年 7 月 1 日現在）

土地課税評価額；6,160,000 円 / m² × 推定評価率 10 % × 1069 m² = 658,504,000 円

(2) 建物の概要

構 造・用 途；鉄筋コンクリート造 9 階建事務所延 6,000 m²（使用容積率 561 %）

賃 貸 面 積；4,500 m²（レントブル比 75 %）

駐 車 場；50 台

工 期；1 年

建物課税評価額；900,000,000 円（建築費 1,800,000,000 円 × 評価率 50 %）

(3) イニシャルコスト

①土地関連費

土地公租公課；658,504,000 円 × （固定資産税率 1.4 % + 都市計画税率 0.3 %） × 1 年
= 11,195,000 円

②建物関連費

- a 建築費 $\frac{\text{建築工事費}}{300,000 \text{ 円}} \times \frac{\text{延床面積}}{\text{m}^2} \times 6,000 \text{ m}^2 = 1,800,000,000 \text{ 円}$
- b 設計料 (a × 8%) 144,000,000 円
- c 建物公租公課
- 不動産取得税 $900,000,000 \text{ 円} \times 4\% = 36,000,000 \text{ 円}$
- 不動産登録税 $900,000,000 \text{ 円} \times 0.6\% = 5,400,000 \text{ 円}$
- 事業所税 $6,000 \text{ 円} / \text{m}^2 \times 6,000 \text{ m}^2 = 36,000,000 \text{ 円}$
- 以上 a + b + c 合計 2,021,400,000 円

③工事期間中金利

(建築工事費 + 設計料) × 短期借入金利 × 工期 / 2

$(1,800,000,000 \text{ 円} + 144,000,000 \text{ 円}) \times 8\% \times 1 \text{ 年} / 2 = 77,760,000 \text{ 円}$

※工事期間中の金利については建物の取得価額に含めてもよいこととされているので(含めなくてもよい)、ここでは取得価額に含め、工事期間中の金利についても償却するものとする。

工事費等 (建築工事費 + 設計料 + 工事期間中金利) = 2,021,760,000 円

工事期間中経費 (建物取得税 + 建物登録税 + 事業所税 + 土地公租公課) = 88,595,000 円

イニシャルコスト合計①+②+③ = 2,110,355,000 円

(4) 資金調達

- ① 自己資本 土地 (土地は自己所有或いは自己資本 100% で購入するものとする)
- ② 敷金 303,750,000 円
- ③ 駐車場敷金 7,500,000 円
- ④ 長期借入金 1,800,000,000 円 (注 1)
- ⑤ 短期借入金 0 円
- ⑥ 預金 937,000 円 (注 2)

(注 1) 長期借入金返済方法

借入金元本据置期間 ; 2 年

借入金返済期間 ; 40 年

借入金利 ; 7%

借入金返済方法 ; 元利均等

(注 2) 短期預金金利 ; 5%

(5) 経常収入

①家賃収入

○賃貸開始年度の家賃収入

$4,500 \text{ 円} / \text{m}^2 \times \text{賃貸床面積 } 4500 \text{ m}^2 \times 12 \text{ ヶ月} = 243,000,000 \text{ 円}$

○賃貸契約更新期間……2 年

○上昇率………5%

需要旺盛なため稼働率は 1 年目から 100% とする。

②駐車場収入

○賃貸開始年度の駐車場収入

$40,000 \text{ 円} / \text{台} \cdot \text{月} \times 31 \text{ 台} \times 12 \text{ 月} = 15,000,000 \text{ 円}$

○賃貸契約更新期間……2 年

○上昇率………5%

需要旺盛なため、稼働率は 1 年目から 100% とする。

(6) 経常支出

①管理費

○賃貸開始年度の管理費

年額支払家賃 243,000,000 円 $\times$ 3 % = 7,290,000 円

○更新期間……………2年

○上昇率……………5 %

②修繕費

○賃貸開始年度の修繕費

建築費 1,800,000,000 円 $\times$ 0.5 % = 9,000,000 円

○更新期間……………2年

○上昇率……………5 %

③火災保険料

○賃貸開始年度の火災保険料

建築費 1,800,000,000 円 $\times$ 火災保険料率 0.001 = 1,800,000 円

○更新期間……………2年

○上昇率……………5 %

④土地固定資産税

○賃貸開始年度の土地固定資産税

土地課税評価額 658,504,000 円 $\times$ 固定資産税税率 1.4 % = 9,219,000 円

○更新期間……………3年

○上昇率……………10 %

⑤土地都市計画税

○賃貸開始年度の土地都市計画税

土地課税評価額 658,504,000 円 $\times$ 都市計画税税率 0.3 % = 1,976,000 円

○更新期間……………3年

○上昇率……………10 %

⑥建物固定資産税

○賃貸開始年度の建物固定資産税

建物課税評価額 900,000,000 円 $\times$ 固定資産税税率 1.4 % = 12,600,000 円

○更新期間……………なし

○上昇率……………0 %

⑦建物都市計画税

○賃貸開始年度の建物都市計画税

建物課税評価額 900,000,000 円 $\times$ 都市計画税税率 0.3 % = 2,700,000 円

○更新期間……………なし

○上昇率……………0 %

⑧法人事業税

法人事業税は都道府県税で所得税の課税評価額に対して次のとおり課税

a、350万円までの部分 6 %

b、350万円を越え700万円までの部分 9 %

c、700万円を越える部分 12 %

⑨事業費関連支出

0年度につき工事期間中経費 88,595,000 円を計上

(7) 減価償却費

①建物減価償却費

○建物減価償却 = (建築工事費 + 設計料 + 工事期間中金利) $\times$ 建物割合 70 %
= (1,800,000,000 円 + 144,000,000 円 + 77,760,000 円) $\times$ 0.7
= 1,415,232,000 円

○減 価 償 却 法 ; 定率法

○減 価 償 却 年 数 ; 65年

○減価償却残存比率 ; 10 %

②設備減価償却費

○設備減価償却 = (建築工事費 + 設計料 + 工事期間中金利) × 設備割合 30 %
 = (1,800,000,000円 + 144,000,000円 + 77,760,000円) × 0.3
 = 606,528,000円

○減価償却法; 定率法

○減価償却年数; 15年

○減価償却残存比率; 10%

(8) 法人税等

法人税引当金; 44%

普通法人の場合 a、法人税の税率は37.5%

b、法人地方税の税率は20.7% (37.5% × 20.7% = 7.7625%)

a + b = 45%であるが便宜上44%を採用

以上のデータをもとに40年間に及ぶ不動産の投資採算分析を行うと表-2のようになる。

表-2

**** 長期収支計画表 (単位: 千円) ***** 92/08/20 PAGE 1												
項目	年度	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
経常収入	・ 営業収入	0	243,000	243,000	255,150	255,150	267,908	267,908	281,303	281,303	295,368	295,368
	・ 営業外収入	0	15,000	15,000	15,750	15,750	16,538	16,538	17,364	17,364	18,233	18,233
	△ 計	0	258,000	258,000	270,900	270,900	284,445	284,445	298,667	298,667	313,601	313,601
経常支出	・ 営業費用	0	7,290	7,290	7,655	7,655	8,037	8,037	8,439	8,439	8,861	8,861
	・ 営業外費用	0	0	0	9,000	9,000	9,450	9,450	9,923	9,923	10,419	10,419
	・ 修繕費	0	1,800	1,800	1,890	1,890	1,985	1,985	2,084	2,084	2,188	2,188
	・ 燃料費	0	9,219	9,219	9,219	9,219	10,141	10,141	11,155	11,155	12,271	12,271
	・ 土主土主	0	1,976	1,976	2,173	2,173	2,390	2,390	2,630	2,630	2,889	2,889
	・ 建物都市計画税	0	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600
	・ 建物都市計画税	0	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
	・ 建物都市計画税	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	・ 建物都市計画税	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	・ 建物都市計画税	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	・ 建物都市計画税	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	・ 建物都市計画税	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	△ 計	88,595	35,585	35,585	45,039	45,039	46,159	47,086	47,086	49,291	49,291	51,191
償却前利益	-88,595	222,415	222,415	225,861	224,741	237,359	237,359	237,359	249,377	239,707	253,097	248,738
減価償却費(A)	・ 建物	0	49,533	47,799	46,126	44,512	42,954	41,451	40,000	38,600	37,249	35,945
	・ 建物	0	86,127	73,897	63,404	54,400	46,615	40,048	34,361	29,482	25,295	21,703
	△ 計	0	135,660	121,696	109,530	98,912	89,630	81,498	74,361	68,082	62,544	57,649
営業利益	-88,595	86,755	100,719	116,331	125,829	147,730	155,861	175,016	171,625	190,552	191,089	191,089
利息収入	・ 短期預金金利	0	47	4,870	9,934	14,973	20,208	26,336	32,770	38,296	43,519	48,122
	・ 短期預金金利	0	47	4,870	9,934	14,973	20,208	26,336	32,770	38,296	43,519	48,122
	△ 計	0	94	9,740	19,868	29,946	40,416	52,672	65,540	76,592	87,038	96,241
利息支出	・ 短期借入金(1)	0	126,000	126,000	126,000	125,369	124,694	123,971	123,198	122,370	121,485	120,538
	・ 短期借入金(1)	0	126,000	126,000	126,000	125,369	124,694	123,971	123,198	122,370	121,485	120,538
	△ 計	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
当期利益	-88,595	-39,198	-20,411	265	15,433	43,244	58,226	84,588	87,551	112,586	119,673	119,673
その他の課税所得	・ 法人税引当金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	・ 法人税引当金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	△ 計	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税引後利益(B)	・ 法人税引当金	-88,595	-39,198	-20,411	265	15,433	43,244	58,226	84,588	87,551	112,586	119,673
	・ 法人税引当金	-88,595	96,462	101,285	109,795	114,346	132,874	139,724	122,338	117,110	125,592	124,665
	△ 計	0	57,264	80,874	109,530	98,912	89,630	81,498	74,361	68,082	62,544	57,649
借入金返済等(1)	・ 短期借入金	0	0	0	9,016	9,648	10,323	11,046	11,819	12,646	13,531	14,478
	・ 短期借入金	0	0	0	9,016	9,648	10,323	11,046	11,819	12,646	13,531	14,478
	△ 計	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
返済後キャッシュ	-88,595	96,462	101,285	100,779	104,698	122,551	128,678	110,520	104,464	112,061	110,187	110,187
留保金累計	937	97,399	198,685	299,463	404,162	526,712	655,391	765,910	870,374	982,435	1,092,622	1,092,622
当期利益累計	-88,595	-127,792	-148,203	-147,938	-132,505	-89,261	-31,035	53,553	141,103	253,689	373,362	373,362
事業資金	・ 一般資金	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040
	・ 一般資金	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040
	△ 計	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金(1)	・ 長期借入金	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,780,984	1,771,033	1,759,968	1,748,149	1,735,503	1,721,972	1,707,493	1,707,493
	・ 長期借入金	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,780,984	1,771,033	1,759,968	1,748,149	1,735,503	1,721,972	1,707,493	1,707,493
	△ 計	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
△ 計	8,696,291	8,696,291	8,696,291	8,697,275	8,677,627	8,667,304	8,656,258	8,644,440	8,631,794	8,618,263	8,604,769	8,604,769

年度	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
項目										
経常収入	310,136	310,136	325,643	325,643	341,925	341,925	359,022	359,022	376,973	376,973
・営業収入	19,144	19,144	20,101	20,101	21,107	21,107	22,162	22,162	23,270	23,270
△計	329,281	329,281	345,745	345,745	363,032	363,032	381,184	381,184	400,243	400,243
経常支出	9,304	9,304	9,769	9,769	10,258	10,258	10,771	10,771	11,309	11,309
・営業費用	10,940	10,940	11,471	11,471	12,061	12,061	12,664	12,664	13,297	13,297
・修繕費	12,297	12,297	12,447	12,447	12,593	12,593	12,740	12,740	12,887	12,887
・土地建物等減価償却	12,271	12,271	12,438	12,438	12,605	12,605	12,772	12,772	12,939	12,939
・土壌改良費	12,629	12,629	12,882	12,882	13,135	13,135	13,388	13,388	13,641	13,641
・建設費	12,900	12,900	13,153	13,153	13,406	13,406	13,659	13,659	13,912	13,912
・建設費	14,046	14,046	14,300	14,300	14,553	14,553	14,806	14,806	15,059	15,059
△計	66,787	66,787	73,308	73,308	79,834	79,834	86,360	86,360	92,886	92,886
償却前利益	262,494	262,494	272,436	272,436	284,791	284,791	295,226	295,226	307,435	307,435
減価償却費(A)	34,687	34,687	35,708	35,708	36,729	36,729	37,750	37,750	38,771	38,771
・土地建物等減価償却	18,621	18,621	19,032	19,032	19,443	19,443	19,854	19,854	20,265	20,265
△計	53,309	53,309	49,450	49,450	40,172	40,172	28,011	28,011	26,085	26,085
営業利益	209,185	210,089	226,426	226,426	244,619	244,619	267,215	267,215	281,351	279,256
利息収入	54,631	54,631	66,468	66,468	79,133	79,133	92,609	92,609	107,039	107,039
△計	54,631	54,631	66,468	66,468	79,133	79,133	92,609	92,609	107,039	107,039
利息支出	119,525	118,440	117,280	116,038	114,710	113,288	111,767	110,140	108,398	106,535
△計	119,525	118,440	117,280	116,038	114,710	113,288	111,767	110,140	108,398	106,535
当期利益	144,292	152,211	175,614	183,456	209,043	223,746	248,057	254,931	279,991	287,573
その他の課税所得	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
所得課税引当金	63,488	66,973	77,270	80,720	91,979	98,448	109,145	112,170	123,196	126,532
△計	63,488	66,973	77,270	80,720	91,979	98,448	109,145	112,170	123,196	126,532
税引後利益(B)	80,804	85,238	98,344	102,735	117,064	125,297	138,912	142,761	156,795	161,041
キャッシュ(A+B)	134,112	134,689	144,354	145,668	157,236	154,325	166,923	169,792	182,880	186,213
借入金返済等	15,492	16,576	17,737	18,978	20,307	21,728	23,249	24,877	26,618	28,481
△計	15,492	16,576	17,737	18,978	20,307	21,728	23,249	24,877	26,618	28,481
返済後キャッシュ	118,620	118,112	126,617	126,687	136,929	132,596	143,674	144,916	156,262	157,731
留保金累計	1,211,242	1,329,355	1,455,972	1,582,662	1,719,590	1,852,187	1,995,861	2,140,776	2,297,038	2,454,770
当期利益累計	517,654	669,866	845,480	1,028,936	1,237,978	1,461,724	1,709,781	1,964,712	2,244,703	2,532,276
事業資金	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040
・自己資金	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750
・負債借入金(1)	1,692,001	1,675,425	1,657,668	1,638,710	1,618,403	1,596,675	1,573,425	1,548,549	1,521,931	1,493,450
△計	8,588,282	8,571,716	8,553,979	8,535,001	8,514,694	8,492,966	8,469,716	8,444,840	8,418,222	8,389,741

年度	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
項目										
経常収入	395,821	395,821	415,612	415,612	436,393	436,393	458,213	458,213	481,123	481,123
・営業収入	24,433	24,433	25,655	25,655	26,877	26,877	28,099	28,099	29,321	29,321
△計	420,255	420,255	441,268	441,268	463,270	463,270	486,312	486,312	510,444	510,444
経常支出	11,875	11,875	12,468	12,468	13,061	13,061	13,654	13,654	14,247	14,247
・営業費用	13,962	13,962	14,660	14,660	15,358	15,358	16,056	16,056	16,754	16,754
・修繕費	2,932	2,932	3,079	3,079	3,226	3,226	3,373	3,373	3,520	3,520
・土地建物等減価償却	16,332	16,332	17,965	17,965	19,598	19,598	21,231	21,231	22,864	22,864
・土壌改良費	3,500	3,500	3,850	3,850	4,200	4,200	4,550	4,550	4,900	4,900
・建設費	12,600	12,600	13,000	13,000	13,400	13,400	13,800	13,800	14,200	14,200
・建設費	34,194	34,194	36,348	36,348	38,502	38,502	40,656	40,656	42,810	42,810
△計	98,094	103,497	105,670	109,330	114,082	117,687	120,467	123,247	126,027	128,807
償却前利益	322,161	316,758	335,598	331,937	349,248	345,644	366,031	366,031	381,192	376,790
減価償却費(A)	24,291	23,441	22,620	21,829	21,065	20,327	19,616	18,929	18,267	17,627
・土地建物等減価償却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
△計	24,291	23,441	22,620	21,829	21,065	20,327	19,616	18,929	18,267	17,627
営業利益	297,870	293,318	312,978	310,109	328,184	325,317	346,415	346,415	362,926	359,163
利息収入	122,738	131,279	139,842	149,104	158,452	168,471	178,593	189,487	200,419	212,174
△計	122,738	131,279	139,842	149,104	158,452	168,471	178,593	189,487	200,419	212,174
利息支出	104,541	102,408	100,126	97,683	95,070	92,274	89,282	86,080	82,655	78,989
△計	104,541	102,408	100,126	97,683	95,070	92,274	89,282	86,080	82,655	78,989
当期利益	316,067	322,188	352,694	361,529	391,566	401,514	435,726	444,004	480,690	492,347
その他の課税所得	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
所得課税引当金	139,069	141,763	155,185	159,073	172,289	176,666	191,720	195,362	211,504	216,633
△計	139,069	141,763	155,185	159,073	172,289	176,666	191,720	195,362	211,504	216,633
税引後利益(B)	176,997	180,426	197,509	202,456	219,277	224,848	244,007	248,642	269,186	275,714
キャッシュ(A+B)	201,288	203,666	220,129	224,285	240,341	245,175	263,623	267,571	287,453	293,342
借入金返済等	30,475	32,608	34,891	37,333	39,946	42,743	45,735	48,936	52,362	56,027
△計	30,475	32,608	34,891	37,333	39,946	42,743	45,735	48,936	52,362	56,027
返済後キャッシュ	170,813	171,258	185,238	186,952	200,395	202,433	217,888	218,635	235,091	237,315
留保金累計	2,625,583	2,796,841	2,982,079	3,169,031	3,359,425	3,571,858	3,789,746	4,008,381	4,243,472	4,480,787
当期利益累計	2,848,343	3,170,531	3,523,225	3,884,755	4,276,321	4,677,835	5,113,561	5,557,565	6,038,255	6,530,602
事業資金	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040
・自己資金	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750
・負債借入金(1)	1,462,975	1,430,366	1,395,475	1,358,142	1,318,196	1,275,433	1,229,719	1,180,762	1,128,420	1,072,393
△計	8,359,265	8,326,656	8,291,765	8,254,433	8,214,486	8,171,743	8,126,009	8,077,072	8,024,710	7,968,684

項目	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
経常収入	505,180	505,180	530,439	530,439	556,960	556,960	584,808	584,808	614,049	614,049
・営業収入	31,184	31,184	32,743	32,743	34,380	34,380	36,099	36,099	37,804	37,804
・営業外収入	536,363	536,363	563,182	563,182	591,341	591,341	620,908	620,908	651,953	651,953
△計										
経常支出	15,155	15,155	15,913	15,913	16,709	16,709	17,544	17,544	18,421	18,421
・営業費用	17,819	17,819	18,710	18,710	19,646	19,646	20,628	20,628	21,660	21,660
・営業外費用	3,742	3,742	3,929	3,929	4,126	4,126	4,332	4,332	4,549	4,549
・経費削減効果	23,912	23,912	26,303	26,303	28,933	28,933	31,827	31,827	34,989	34,989
・経費削減効果	5,124	5,124	5,636	5,636	6,200	6,200	6,820	6,820	7,496	7,496
・経費削減効果	12,600	12,600	13,668	13,668	14,736	14,736	15,812	15,812	16,896	16,896
・経費削減効果	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
・経費削減効果	58,767	58,767	64,778	64,778	70,971	70,971	77,356	77,356	83,841	83,841
△計	139,819	144,158	147,567	155,421	158,690	164,005	171,069	176,313	180,509	190,011
償却前利益	396,544	392,205	415,615	407,761	432,650	427,335	449,838	444,595	471,445	461,942
償却費用	17,010	16,415	15,841	15,286	14,751	14,235	13,737	13,256	12,792	12,344
・償却費用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
・償却費用	17,010	16,415	15,841	15,286	14,751	14,235	13,737	13,256	12,792	12,344
△計										
営業利益	379,534	375,790	399,774	392,475	417,899	413,101	436,102	431,339	458,653	449,598
利息収入	224,039	236,691	249,469	263,150	276,875	291,557	306,369	322,085	337,946	354,844
・利息収入	224,039	236,691	249,469	263,150	276,875	291,557	306,369	322,085	337,946	354,844
△計										
利息支出	75,068	70,871	66,381	61,576	56,436	50,935	45,049	38,752	32,013	24,803
・利息支出	75,068	70,871	66,381	61,576	56,436	50,935	45,049	38,752	32,013	24,803
△計										
当期利益	528,506	541,610	582,863	594,048	638,339	653,723	697,422	714,672	764,585	779,638
その他の課税所得	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
所得課税	232,542	238,308	256,460	261,381	280,869	287,638	306,865	314,456	336,418	343,041
・所得課税	232,542	238,308	256,460	261,381	280,869	287,638	306,865	314,456	336,418	343,041
△計										
税引後利益(B)	295,963	303,301	326,403	332,667	357,470	366,085	390,556	400,217	428,168	436,597
キャッシュ(A+B)	312,974	319,716	342,244	347,953	372,221	380,320	404,293	413,472	440,960	448,942
借入金返済等	59,949	64,145	68,636	73,440	78,581	84,081	89,967	96,265	103,003	110,214
・借入金返済等	59,949	64,145	68,636	73,440	78,581	84,081	89,967	96,265	103,003	110,214
△計										
返済後キャッシュ	253,025	255,571	273,608	274,513	293,640	296,238	314,326	317,208	337,956	338,728
留保金累計	4,733,811	4,989,382	5,262,991	5,537,503	5,831,144	6,127,382	6,441,707	6,758,915	7,096,871	7,435,599
当期利益累計	7,059,107	7,600,717	8,183,579	8,777,628	9,415,967	10,069,689	10,767,111	11,481,783	12,246,368	13,026,007
事業資金	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040
・事業資金	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040	6,585,040
△計										
事業資金	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750
・事業資金	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750	303,750
△計										
事業資金	1,012,444	948,299	879,664	806,224	727,643	643,561	553,594	457,329	354,326	244,112
・事業資金	1,012,444	948,299	879,664	806,224	727,643	643,561	553,594	457,329	354,326	244,112
△計										
事業資金	7,908,735	7,844,589	7,775,954	7,702,514	7,623,983	7,539,852	7,449,884	7,353,620	7,250,616	7,140,402
・事業資金	7,908,735	7,844,589	7,775,954	7,702,514	7,623,983	7,539,852	7,449,884	7,353,620	7,250,616	7,140,402
△計										

上記長期収支計画表(表-2)より、当該ビル事業の内部収益率IRR (internal rate of return) を求める。

$$V = X + M = \sum_{i=1}^{41} (CF_i / (1+y)^i) + R / (1+y)^{41} + M$$

ここではX + Mは以下のとおり8,385,040,000円である

土地単価

自己資本(X) = 6,160,000円/㎡ × 1069㎡ = 6,585,040,000円

借入資本(M) = 1,800,000,000円

X + M = 8,385,000,000円

X + M = 835,000,000円となるy (IRR) を求めると以下の通り約2.3%となり、長期金利等と比較すると極端に低い数値である。

返済後キャッシュの原価の累計(表-3参照) 4,172,844,000円...A

復帰価値の原価 6,585,040,000円 × $\frac{1}{(1+0.023)^{41}}$ = 2,490,349,000円...B

借入資本1,800,000,000円...C

A + B + C = 8,463,193,000円 = 8,385,000,000円

表-3

割引率	0.023				
年次	返済後キャッシュ	現 価	年次	返済後キャッシュ	現 価
1	-88,595	-86,603	22	170,813	103,575
2	96,462	92,173	23	171,258	101,511
3	101,285	94,606	24	185,238	107,328
4	100,779	92,017	25	186,952	105,886
5	104,698	93,446	26	200,395	110,948
6	122,551	106,921	27	202,433	109,557
7	128,678	109,743	28	217,888	115,270
8	110,520	92,137	29	218,635	113,065
9	104,464	85,131	30	235,091	118,841
10	112,061	89,268	31	237,315	117,268
11	110,187	85,802	32	253,025	122,220
12	118,620	90,292	33	255,571	120,675
13	118,112	87,884	34	273,608	126,287
14	126,617	92,094	35	274,513	123,856
15	126,690	90,076	36	293,640	129,507
16	136,929	95,167	37	296,238	127,715
17	132,596	90,083	38	314,326	132,467
18	143,674	95,415	39	317,208	130,676
19	144,916	94,076	40	337,956	136,093
20	156,262	99,161	41	338,728	133,337
21	157,781	97,874	計		4,172,844

3 DCF分析を採用した場合の収益価格

(1) 収益価格の査定

それでは、内部収益率を所与とした場合の収益価格はどの程度なのかを求めることとする。

土地建物一体としての不動産の価値は、DCF分析を用いると次のとおりである。

不動産の価値 = 自己資金 + 借入金 - 各期の純収益の現価の総和 + 復帰価格 - 借入金

$$V = X + M = \sum_{i=1}^{41} (cFi / (1+y)^i) + R / (1+y)^{41} + M$$

土地の価格をa、建物の価格をbとし、自己資本収益率yを5%（注1）、41年間の純収益の現価の総和を2,369,122千円（注2）、41年後の復帰価格を0.13528a（注3）とすると

$$a + b = 2,369,122,000 \text{円} + 0.13528a + 1,800,000,000 \text{円}$$

$$a = \frac{4,169,122,000 \text{円} - b}{0.86472}$$

$$\begin{aligned} \text{建物価格 } b &= \text{建築工事費} 1,800,000 \text{千円} + \text{設計料} 144,000 \text{千円} + \text{工事期間中金利} 77,760 \text{千円} \\ &= 2,021,760,000 \text{円} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{したがって土地価格 } a &= \frac{4,169,122,000 \text{円} - 2,021,760,000 \text{円}}{0.86472} \\ &= 2,483,303,000 \text{円となる。} \end{aligned}$$

敷地面積は1069㎡であるので、収益価格は2,320,000円/㎡と試算された。

$$2,483,303,000 \text{円} \div 1,069 \text{㎡} = 2,320,000 \text{円/㎡}$$

DCF分析による収益価格は賃料、諸経費、土地の復帰価格等についての予測を必要不可欠とし、予測により結果が大幅に左右されるものである。

また、内部収益率の査定においても、税引前後のいずれで捉えるのかの問題も含んでいる。ここで採用した内部収益率の5%は税引後の現金収入に対応するもので、比較とした金融資産の利回りが税引前であることからすると、やや高目の水準である。これは固定資産税等の保有税の強化が予測されることと、41年という長い期間を想定したため、事業リスクを考慮する必要があるためで、内部収益率をより低目に設定すると収益価格は

時価に近づく。

また、この分析は、土地は自己所有（又は100%自己資金で購入）を前提としたものであるが、現実には、ディバロッパー等の投資家はほとんどを借入金で賄って事業を行うため、この場合の収益価格は大幅に下回るか、或いは事業自体が全く成立しないことになる。

（注1）自己資本収益率

自己資本収益率は他の代替資産である株式、公社債、預金等の利回りと比較考量のうえ決定することになる。平成4年6月時点での株式並びに金融商品の利回りは表－4のとおり株式利回りを除き概ね3～6%であり、公社債の応募者利回りを中心に他の利回りを総合的に検討のうえ、自己資本収益率を5%と設定した。なお収益率の決定については不動産が長期保有型資産であることに鑑み、長期的な利回りを考量する必要があるが、昭和30年代、40年代の高度成長期における金融資産の利回りは年率10%と高く、低成長時代に入った現在、10%近い利回りを確保するのは到底困難であるため、過去数年間の金利の推移と将来の動向を考量のうえ自己資本収益率5%を採用するものとした。

表－4

	60年	61年	62年	63年	1年	2年	3年	4年6月	平均
銀行一年定期預金	5.50	3.76	3.39	3.39	4.32	6.08	5.25	4.15	4.48
郵便貯金1年以上の定額貯金	4.50	2.76	2.39	2.39	3.32	5.08	4.25	3.15	3.48
利付国債（10年）応募利回り	6.58	5.45	5.00	4.81	5.31	6.80	5.38	5.67	5.63
利付金融債（5年）応募利回り	6.60	5.30	4.80	4.80	5.60	7.20	5.70	5.40	5.68
株式平均利回り	0.92	0.74	0.59	0.51	0.45	0.49	0.62	0.88	0.65

（総務庁統計局発行、日本統計月報）

（注2）純収益の現価の総和

上記長期収益計画表に基づき、各年の純収益（返済後キャッシュ）を5%の自己資本収益率で割り引き、純収益の現価の総和を下表のとおり2,369,122,000円と求めた。

表－5

（単位：千円）

年	返済後キャッシュ	複利現価率	複利現価	年	返済後キャッシュ	複利現価率	複利現価
1	-88,595	0.9523809	-84,376	22	170,813	0.3418498	58,392
2	96,462	0.9070294	87,494	23	171,258	0.3255713	55,757
3	101,285	0.8638375	87,494	24	185,238	0.3100679	57,436
4	100,779	0.8227024	82,911	25	186,952	0.2953027	55,207
5	104,698	0.7835261	82,034	26	200,395	0.2812407	56,359
6	122,551	0.7462153	91,449	27	202,433	0.2678483	54,221
7	128,678	0.7106813	91,449	28	217,888	0.2550936	55,582
8	110,520	0.6768393	74,804	29	218,635	0.2429463	53,117
9	104,464	0.6446089	67,338	30	235,091	0.2313774	54,395
10	112,061	0.6139132	68,796	31	237,315	0.2203594	52,295
11	110,187	0.5846792	64,424	32	253,025	0.2098661	53,101
12	118,620	0.5568374	66,052	33	255,571	0.1998725	51,082
13	118,112	0.5303213	62,637	34	273,608	0.1903547	52,083
14	126,617	0.5050679	63,950	35	274,513	0.1812902	49,767
15	126,690	0.4810170	60,940	36	293,640	0.1726574	50,699
16	136,929	0.4581115	62,729	37	296,238	0.1644356	48,712
17	132,596	0.4362966	57,851	38	314,326	0.1566053	49,225
18	143,674	0.4155206	59,700	39	317,208	0.1491479	47,311
19	144,916	0.3957339	57,348	40	337,956	0.1420456	48,005
20	156,262	0.3768894	58,894	41	338,728	0.1352816	45,824
21	157,781	0.3589423	56,634	合計	7,346,118		2,369,122

（注3）復帰価格

41年後建物は朽廃するか、もしくは価値ゼロとなるとし（取毀費用は考慮外）、復帰価格は土地価格のみとする。

(2) 収益価格と時価との関係

①収益価格の時価割合

時価（＝県基準地価格）6,160,000円/㎡の処で、DCF分析に基づく収益価格を試算したところ、2,320,000円/㎡という結果が得られた。時価に対する割合は約38%である。当該価格は地価上昇が一切なく、41年後も土地価格は不変であることを前提とした場合の価格であり、地価上昇が見込めない場合には、収益価格は時価の40%程度の水準に留まることが判明した。したがって地価上昇が見込めない場合は、収益性からは（即ち純然たるインカムゲインだけでは）現在の時価は説明できないこととなる。

生保等機関投資家は、インカムゲインだけでプロジェクトの収支採算がとれるとはもとより思っていない、むしろキャピタルゲインが言わば当然見込まれるのを前提として収支を分析し、投資決定を行っているのが実態である。だとすれば都心商業地の地価をインカムゲインのみからアプローチするだけでは片手おちと言わざるを得ない。それではどの程度地価が上昇することを前提とすれば現在の土地価格が説明できるのであろうか。41年後の更地価格について地価が一定のすう勢で上昇することを想定し、地価上昇を考慮した場合の収益価格を次に求めるものとする。

②地価上昇を考慮した収益価格

地価上昇（キャピタルゲイン）を考慮した収益価格をDCF法により求めてみる。

ここでは売却時に発生する譲渡所得税も考慮した。

(イ) 地価上昇が年率1%ずつ持続する場合

イ、41年後の更地価格 $a \times (1 + 0.01)^{41} = 1.50375a$

ロ、譲渡所得 $1.50375a - a = 0.50375a$

ハ、譲渡所得税 $0.50375a \times \text{税率} 57.3\% \text{（注）}$

$= 0.28865a$

（注）法人税 $(37.5\% + 10\%) = 47.5\%$

法人地方税 $47.5\% \times 20.7\% = 9.83\%$
計 57.3%

ニ、税引後の復帰価値 $1.50375a - 0.28865a = 1.2151a$

ホ、複利現価 $\frac{1.2151a}{(1 + 0.05)^{41}} \div 0.1644a$

ヘ、収益価格

土地価格	建物価格	40年間の純収益の現価	復帰価格	借入金
a	+	b	=	2,369,122,000円 + 0.1644a + 1,800,000,000円
a	+	2,021,760千円	=	2,369,122千円 + 0.1644a + 1,800,000千円
a	=	2,569,844,000円		(2,400,000円/㎡)

したがって地価上昇が1%ずつ見られた場合の収益価格は2,400,000円/㎡となり、地価上昇を考慮しない場合の収益価格2,320,000円を若干上回る結果となった。

(ロ) 期待される地価上昇はいくらか

それでは平均何%の地価上昇が見込めれば現在の時価が説明できるのか表－6のとおり試算した。

表－6 地価上昇率と収益価格

地価上昇率	0%	1%	2%	3%	4%	5%	5.9%
キャピタルG（税引後）を考慮したDCF法による収益価格	2,320,000 円/㎡	2,400,000 2,290,000 円/㎡	2,540,000 円/㎡	2,760,000 円/㎡	3,170,000 円/㎡	4,050,000 円/㎡	6,350,000 円/㎡

表－6のとおり地価が年間に5.9%づつ上昇を続けることを前提とすればDCF法に基づく収益価格は6,350,000円/㎡と概ね時価（6,160,000円/㎡）とママー一致することとなり、現在の土地価格がインカムGとキャピタルGの両面から説明することが可能となる。逆に言えば年間5.9%以上づつ上昇を続けないと、時価6,160,000円/㎡で都心部の土地を購入した場合採算がとれないこととなる。それでは、この年間上昇率5.9%という想定数値は合理的なものであろうか。日本不動産研究所の市街地価格指数に基づいて、検証を試みてみたい。

(ハ) 年間5.9%の地価上昇率を想定することは可能か

まず、昭和31年から平成4年迄の37年間の商業地の平均地価上昇率は表－7から年率12.1%と求められた。

また、地価高騰の著しかった昭和48年、49年以降の19年間の平均を求めると、年率5.2%となる。

更に、地価が安定基調にあった昭和50年から昭和62年の平均をとると、年率3.5%となる。

バブル経済が、収束し、資産デフレが一般化している現在、年間6%程度の地価上昇率が向こう40年間継続するかについてはかなり疑問が残るところであるが、①不動産市況の低迷は景気の回復とともに将来的には解消されるものであること、②高次都市機能の集積の著しい福岡市の高度商業地の地価はその飛翔力から底堅く推移するすることが予測されること（地価上昇圧力は依然強いこと）等から、長期的には非現実的数字ではないものと考ええる。

したがって、福岡市都心部の地価は6%程度の地価上昇率が続くことを期待してインカムゲインからは到底説明のつかない高値を形成していると言える。

表－7 全国市街地価格指数（商業地）

年次	指数(注)	前年同期比上昇率(%)	年次	指数(注)	前年同期比上昇率(%)
昭和31年3月	2.09	14.0	50	43.1	△3.8
〃 32年3月	2.68	28.1	51	43.3	0.6
〃 33年〃	3.21	19.9	52	43.8	1.1
34	3.96	23.4	53	44.6	1.9
35	5.17	30.6	54	46.0	3.2
36	7.06	36.5	55	49.0	6.5
37	8.77	24.2	56	52.4	6.9
38	10.31	17.4	57	55.6	6.1
39	11.5	11.9	58	58.0	4.3
40	13.1	13.4	59	59.8	3.2
41	13.9	6.6	60	61.7	3.1
42	15.4	10.4	61	64.2	4.1
43	17.5	13.8	62	69.2	7.8
44	20.5	17.1	63	78.4	13.3
45	24.5	19.3	平成1年3月	86.3	10.0
46	27.9	14.3	平成2年3月	100.0	15.9
47	31.0	11.0	平成3年3月	111.5	11.5
48	37.6	21.1	平成4年3月	109.2	△2.0
49	44.8	19.3	平均		12.1

(注) 指数は平成2年3月を100とした数値である。

マネーサプライの伸び率が1%にも満たない現在、余剰資金が不動産に流入し、不動産市況が再び活況を呈することは当面ありえそうにないが、日本経済が内需主導型で堅調に伸びゆくためには、内需の牽引力である不動産・建設業界の立て直しが不可避であり、だとすれば地価はインフラの整備や商業近代化と共にやがては再び上昇基調に転じるものと考えられる。問題は適正な地価の誘導と形成であり、転売を目途とした投機的な土地取引が横行するのは許すべくもないが、国民所得の伸びと同程度に都心部の地価が上昇するのはむしろ当然である。現在の地価がキャピタルゲインとインカムゲインの両方から形成されている以上、そのメカニズムを解明し、収益性によるチェックを行うことが肝要である。従来の永久還元式の収益還元法は、収益を一定とし、還元利回りで全ての要素を説明することに無理がある。DCF分析による収益価格は多くの要素についての予測を必要とし、絶対的なものではあり得ないが、少なくとも現行の収益還元法による収益価格よりは、有用であるといえよう。

第3章 新借地借家法の影響

平成4年8月1日より「借地借家法」が施行（平成3年10月4日公布）された。今回の改正内容の中でも特に注目されるのが「定期借地権」制度の新設である。本章においては「定期借地権」制度の概要を示し、福岡市の高度商業地において同制度を活用した場合の収益性の検討を行ない、併せて土地を取得した場合との比較の参考とするものである。

1、定期借地権制度の概要

～序

定期借地権とは、更新がなく定められた期間で確定的に消滅する借地権であり、旧借地法の借地権および新法の普通借地権（共に更新されることを前提として規定される）に対するものである。

旧法における借地権は、契約の存続期間が満了しても土地所有者に「正当事由」が認められない限り更新が行われるという従来型原則型のものだけであった。このため土地所有者にとっては、いったん土地を貸すと半永久的に戻ってこないという事となり、仮に余剰地があってもなかなか貸そうとせず、貸す場合には高額な権利金の授受が行われるようになった。一方、借主の側からは「一定期間後には必ず返すから低額な権利金で、あるいは権利金なしで土地を貸して欲しい」というニーズも生まれてきた。このような社会の現実を踏まえ、弊害をできるだけ少なくしながら、現実のニーズに応えるため、上記のような定期借地権を新法で認めることとなったのである。

新借地借家法においては、定期借地権として、(1)一般定期借地権、(2)建物譲渡特約付借地権、及び(3)事業用借地権の三種類のタイプを設定したものである。以下分説とする。

(1) 一般定期借地権

①一般定期借地権とは、存続期間を50年以上として借地権を設定する場合には、契約の更新及び建物の築造による存続期間の延長がなく、建物買取りの請求をしない特約（公正証書等による書面）をすることができるものをいう。

②存続期間は、50年以上であることを要件としており、50年未満の場合は、定められた期間を存続期間とする普通借地権になると解される。

③利用目的について法文上の限定はない。

一般的に、賃貸マンションや賃貸ビルのように、比較的長期にわたって投下資本が回収できる事業に適しているものと考えられている。

④成立要件として、内容的には、イ. 契約の更新がないこと、ロ. 建物の築造による期間の延長がないこと、ハ. 法13条の規定による建物買取りの請求をしないことの三項目

を併せた特約をする必要がある。また、形式的には、公正証書等による書面によってしなければならないこととされている。

⑤借地関係の終了は、契約期間の満了による。すなわち、特約により更新はなく、また「正当事由」の有無も問題とならない。

⑥終了時の建物とその利用関係については、借地人は、原則として建物を収去して土地を明渡さねばならない。また、借家人も退去し明渡すことになるが、例外的に善意の借家人については明渡猶予請求が認められている。

(2) 建物譲渡特約付借地権

①建物譲渡特約付借地権とは、借地権を設定する場合に、借地権を消滅させるため、その設定後30年以上を経過した日に、借地権の目的である土地の上の建物を、借地権設定者に相当の対価で譲渡する旨の特約が定められた借地権である。

②存続期間は30年以上である。これより短い期間を定め、または期間を定めなかった場合は30年の期間とされる。

③利用目的について法文上の限定はない。一般に、賃貸マンションや賃貸ビルなどのほか、個人住宅も利用が期待されている。

④成立要件として、内容的には、借地権を設定する際に、借地権を消滅させる目的で30年以上経過した日に借地権設定者に対し相当の対価で建物の譲渡する旨の特約をする必要がある。また、形式的には他の定期借地権と異なり、特に書面によることを法文上は要求されていないが、30年以上後に建物の譲渡、借地権の消滅という重要な法律効果が発生するので、書面によることが望ましいものと考えられる。

⑤借地関係の終了は、建物譲渡の効果による。

⑥終了時の建物とその利用関係については、まず、建物所有権は借地権設定者に「相当の対価」で譲渡される。この相当の対価には「借地権価格」は含まれないが、いわゆる「場所的利益」は含まれるものと考えられる。また、建物譲渡の結果、借地権が消滅しても、借地権者または建物賃借人が請求した場合には、法定借家権が発生する。なお、上記「相当の対価」及び法定借家権の「家賃」等については不動産鑑定評価が必

要になるものと考えられる。

(3) 事業用借地権

- ①事業用借地権とは、専ら事業の用に供する建物（居住の用に供するものを除く）の所有を目的とし、かつ存続期間を10年以上20年以下として公正証書により設定された借地権をいう。この場合、借地権の存続期間、更新、建物の再築による期間の延長、建物買取請求権、借地契約の更新後の建物の再築の許可等の規定は適用されないこととなる。
- ②存続期間は、10年以上20年以下であり、期間の定めがないもの、あるいは10年未満もしくは20年を越える期間を定めたものは事業用借地権とならずに、普通借地権を設定したものとみなされる。
- ③利用目的としては、専ら事業の用に供する建物に限られる。また、「居住の用に供する」事業用建物は除かれるので、住宅の賃貸を業とする建物所有の目的のためには、事業用建物を設定できないこととなる。事業用借地権の利用目的としては、一般に、郊外の量販店や外食店舗のほか工場などが適しているものと言われている。
- ④成立要件としては、上記期間及び利用目的のほか、形式的には、事業用借地権の設定契約そのものを公正証書によってしなければならないものとされている。（一般定期借地権が、その特約について、公正証書等でしなければならない事より厳しいものとなっている。）
- ⑤借地関係の終了は、契約期間の満了による。すなわち、契約更新等の規定は適用されず、また「正当事由」の有無も問題とならない。
- ⑥終了時の建物とその利用関係については、借地人は、原則として建物を収去して土地を明渡さねばならない。また、借家人も退去し明渡すことになるが、例外的に善意の借家人については明渡し猶予請求が認められている。

2 定期借地権方式によるDCF分析

上記1、において示した定期借地権のうち、一般に賃貸ビル等の比較的長期にわたって投下資本が回収できる事業に適していると言われ、かつ終了時の権利関係が法文上明確な「一般定期借地権」を設定した場合を想定してDCF分析を行う。

想定地点、計画内容は第2章におけるDCF分析と同じである。地代については、時価（県基準地価）の2%とした。ちなみに想定地点の相続税路線価は㎡当たり4,830,000円（時価の78%）であり、当該路線価に対する割合では約2.6%に相当する。

租税特別措置法における相当地代は6%とされているが、これを想定地点にあてはめると、年間家賃収入を上回る地代となり事業は成立しない。

借地方式を前提としたDCF分析結果は表-9のとおりである。これをもとに内部収益率を求めると下記のとおりである。

$$V = X + M = \sum_{i=1}^{41} (CF_i / (1+y)^i) + M$$

上式のVは建物建築費、設計料等の投資額（工事期間中金利含む）で、前述のとおり2,021,760,000円である。

Mは借入資本でここでは1,350,510,000円（投資額の約67%）とした。

割引率を6.4%とした返済後キャッシュの現価の累計は表-8のとおり671,165,000円でこれに借入資本1,350,510,000円を加えると2,021,675,000円となり、概ね投資額に一致する。したがって当事業の内部収益率は6.4%となり金融資産の利回りと比較して妥当な数値が得られた。このことは、想定地点において借地方式によりビル事業を行った場合、投資額に対する長期借入金の割合が67%で、地代が土地の時価の2%とすれば、事業的に十分成立することを意味する。

借地方式によるビル事業が定着すれば、地価を顕在化させることなくビル供給をふやすことかできる。

[illegible]

項目	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
経常収入	505,180	505,180	530,439	530,439	556,960	556,960	584,808	584,808	614,049	614,049
・家賃収入	31,184	31,184	32,743	32,743	34,380	34,380	36,099	36,099	37,904	37,904
・雑収入	536,363	536,363	563,182	563,182	591,341	591,341	620,908	620,908	651,953	651,953
経常支出	214,525	214,525	214,525	225,252	225,252	225,252	236,514	236,514	248,340	248,340
・建物賃借料	15,155	15,155	15,913	15,913	16,709	16,709	17,544	17,544	18,421	18,421
・土地賃借料	17,819	17,819	18,710	18,710	19,646	19,646	20,628	20,628	21,660	21,660
・修繕費	3,742	3,742	3,929	3,929	4,126	4,126	4,332	4,332	4,549	4,549
・雑費	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
・土地改良費	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
・建物修繕費	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600
・土地改良費	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
・雑費	25,112	27,670	28,428	32,422	31,858	36,262	37,050	40,252	41,306	46,123
・建物修繕費	291,654	294,212	296,806	311,527	312,890	317,294	331,368	334,570	337,749	354,393
・土地改良費	244,709	242,152	266,376	251,555	278,451	274,047	289,539	286,337	314,204	297,560
減価償却費(1)	17,010	16,415	15,841	15,286	14,751	14,235	13,737	13,256	12,792	12,344
・建物減価償却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
・土地減価償却	17,010	16,415	15,841	15,286	14,751	14,235	13,737	13,256	12,792	12,344
営業利益	227,659	225,737	250,535	236,369	263,700	259,812	275,803	273,082	301,412	285,216
利息収入	61,829	66,960	72,081	77,937	83,453	89,777	96,053	102,831	109,594	117,205
・貸付金利息	61,829	66,960	72,081	77,937	83,453	89,777	96,053	102,831	109,594	117,205
利息支出	56,322	53,173	49,805	46,200	42,343	38,216	33,800	29,075	24,019	18,609
・長期借入金(1)	56,322	53,173	49,805	46,200	42,343	38,216	33,800	29,075	24,019	18,609
当期利益	233,205	239,523	272,812	268,106	304,810	311,373	338,056	346,838	386,987	383,812
その他の課税所得	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
所得課税	102,610	105,390	120,037	117,967	134,117	137,004	148,745	152,609	170,274	168,877
・法人税引当金	102,610	105,390	120,037	117,967	134,117	137,004	148,745	152,609	170,274	168,877
税引後利益(B)	130,595	134,133	152,775	150,139	170,694	174,369	189,312	194,229	216,713	214,935
キャッシュ(A+B)	147,605	150,548	168,615	165,425	185,445	188,604	203,048	207,485	229,504	227,279
借入金返済(1)	44,979	48,127	51,496	55,101	58,958	63,085	67,501	72,225	77,282	82,691
・長期借入金	44,979	48,127	51,496	55,101	58,958	63,085	67,501	72,225	77,282	82,691
返済後キャッシュ	102,627	102,421	117,119	110,325	126,487	125,519	135,547	135,259	152,223	144,587
留保金累計	1,339,197	1,441,618	1,538,737	1,669,061	1,795,548	1,921,067	2,056,614	2,191,873	2,344,096	2,488,683
当期利益累計	1,391,827	1,631,350	1,904,162	2,172,268	2,477,078	2,788,451	3,126,508	3,473,345	3,860,332	4,244,144
事業資金	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
・借入金返済(1)	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
・事業資金	759,620	711,493	659,997	604,896	545,938	482,853	415,352	343,127	265,845	183,153
・長期借入金	1,430,870	1,382,743	1,331,247	1,276,146	1,217,188	1,154,103	1,086,602	1,014,377	937,095	854,403

【まとめ】

本調査により、福岡市を含み、東京を除く大都市高度商業地の地価がバブル経済の影響を東京以上に受け、都市の実力以上に高騰したことが明らかになった。

また、DCF分析により現在の地価水準では、今後も再びかなりの地価上昇が続くという予測のもとでなければ、ビル事業としての採算がとれないことが判明した。

しかし、我が国は、土地を所有することの税制面のメリットが大きく、企業、個人の土地保有欲が強い、地価形成のメカニズムは複雑であり、DCF分析にも限界がある。

しかし、これは地価が長期的には必ず上昇するという土地神話により成り立つものであることに変わりはない。

福岡市のこれからの地価が長期的にどうなるかを予測することは容易でないが、本調査による結論として、機関投資家をはじめとする高度商業地の土地需要者は、今回の経験をふまえて、過大な含み益を見込んだ投資行動は当分とらないであろうという推測のもとで、実需による土地取引においては、現在における地価水準をかなり下回る価格でなければ取引が成立せず、したがって、福岡市の高度商業地の地価は短期的にはかなり下落するであろうということで、我々研究グループの意見は概ね一致した。

- 以上 -