

## 理屈の地価と現実の地価 (キャップレートとイールドキャップ)

...全体としてみれば、その土地を利用して将来生み出すであろうキャッシュフローの現在価値の範囲内の地価変動を著しくははみ出すリスクを感じるころまでは未だ至っていない...

20日の定例記者会見で、日銀の福井総裁は急騰を続けている大都市圏の地価についてそう述べた。奥歯に物が挟まったような言い方をしているが、要は「地価はディスカウント・キャッシュフロー(以下DCF)法で計算した価格から著しく乖離していないから未だ大丈夫」と云っているのだ。この発言は、日銀総裁として「超低金利政策の継続が都心等の地価急騰をもたらしている」という批判への公式的見解だろうが、「全体としてみれば」等という言葉に「出来るだけ早く低金利を解消したい」という思いが込められているように感じた。

総裁発言の2日後発表された公示地価は大方の予想通りだったが、一部地区の地価高騰に総裁は表情を曇らしたのではないだろうか。

ところで、日銀総裁が「至っていない」根拠として挙げているDCF法であるが、そんなに頼りになる評価法なのだろうか。その土地の収益性に着目して評価する世界標準的な評価方法というのが謳い文句であるが、前提条件を一寸変えるだけで評価額が大きく変化してしまう評価法であることも事実である。無原則に受け容れることは到底できないのだ。

今ここに、「理論株価算出」を目的としてある人が作成したエクセルシートがある。評価対象企業が将来生み出すフリーキャッシュフローを予測し、それを一定の割引率(期待利回り)で現在価値に引き直すという正にDCF法による株価算出である。実際、このシートを使っているいろいろなケースでやってみた。予想はしていたが、前提となる数値を入れ替えると、株価は2倍にも3倍にもなり、又半分にも3分の1にもなる。そして、自分が期待する株価に限りなく近づけることも可能だった。その前提となる数値で評価に最も影響を与えるものは、「将来のキャッシュフロー(金額)」と「割引率(金利)」の2つだった。

一般に、不動産の場合でも、将来のCFを予測

するのにはある種の不確実性が付きまとう。賃料の値上がり、値下がり、あるいは空室率の推移等がそれに当たるが、更に割引率(期待金利)の決定にも決まりがある訳ではない。その言葉通り、「期待」という何とも不確定なものが決定要素となるのである。

業界では、割引率(期待金利)のことをキャップレート、キャップレートから長期金利(10年物国債金利)差し引いたものもイールドキャップと呼び、収益還元価格の指標としている。

現在、都心で最も低いキャップレートは3.5%程度ようだ。「キャップレート3.5%で行く」と云えば、経費等控除後の賃料収入が投資金額の3.5%あれば投資するという意味であるが、優良物件になればなるほど、又競合が激しくなればなるほどキャップレートは低下する。

例えば、将来の賃料収入が諸費用控除後年間1千万円あるとすると、物件価格は285百万円(10百万円÷3.5% 収益還元法による価格算出式が何故こんな単純な算式になるのかは説明しません。調べて下さい)程になる。キャップレートを1.0%上げて4.5%とすると、評価額は222百万円となって63百万円、率にして24%ほど下がるが、逆に1%下げると、物件評価は4億円、率にして40%程上がるのだ。つまり、キャップレート(期待金利)の上下によって評価額は激変する。

勿論、誰でも金利の上げ下げによる評価額激変は知っている。では何故キャップレートを下げてまで投資しようとするのだろうか。そこで登場するのがイールドキャップである。

現在、長期金利が1.6%程度だからイールドキャップは2%(3.5-1.6=1.9%)を切る状態となっている。それでも、国債よりも倍以上の利回りが得られる、預金金利と比べれば尚高い利回りとなる、外国の主要都市と比べても高い、ことが2%切れを正当化しているらしい。貴方はどう考えるだろうか。

バブルの頃、イールドキャップはマイナス5%を超えていた。そして今世界には、それが既に0%を切り始めた都市もあるという。こうした事実を振り返ると、人間はどんな評価方法を使ってもその評価を正当化する術は知っているのだ。そう云う他ないように思う。

(都合により、レポート来週休みます)