

RENTAL VALUATION IN JAPAN: UNIQUE FACTORS AND RECOMMENDATIONS FOR PRACTITIONERS

一般財団法人日本不動産研究所 本社事業部 谷和也

要約

アベノミクス政策以降、日本の不動産市場は活況を呈しており、主要都市における不動産の価格及び賃料は上昇傾向にある。また、近年、我が国不動産市場のグローバル化は進展しており、円安と相まって外国人投資家の参入も増加傾向にある。

投資対象国の一つとして日本を検討する場合、日本のローカルマーケットの理解が不可欠であるが、日本の不動産市場においては固有の不動産慣行がある。その一つである「継続賃料」は、賃貸借契約の期中改定期や更新期に適用される改定賃料であるが、欧米等の制度とは異なる概念である。日本の賃料改定は、当事者の個別事情等多くの要因で決まるため、その結果の「継続賃料」は多様な性格を有している。

しかし、グローバル市場においてこの慣行が十分に認知されているとは認め難い。また、認知されている場合でも、その適正な経済価値の評価が容易でないことから正しい理解が得られていない場合もあり、外国人投資家の中では「継続賃料」の慣行自体を日本のリスク要因と捉える見方もある。さらには、鑑定人がそのリスクを十分に依頼者に説明できない場合も多く、意思決定権者(ときに本国の外国人)は理解不足ゆえに判断が下せず、我が国インバウンド投資の阻害要因にもなりうるとともに、鑑定人のビジネスチャンスの機会喪失にも繋がる場合がある。

上記を踏まえ、本件では、日本固有の不動産慣行である「継続賃料」について、その概念、評価方法、評価実務上の課題等について紹介するとともに、昨今の賃貸市場の市況動向を踏まえながら、「継続賃料」に係る今日の論点について意見する。そして、ローカルマーケット固有の要因の適切な把握・評価と、鑑定人がそれを依頼者に説明することの重要性について、専門職業家としての責務と業務拡大の観点から著者の経験を踏まえ検討し、他国のローカルマーケットにおいても現地鑑定人が同様に直面すると考えられる問題・課題に係る参考に資することを目的とする。

キーワード：不動産市場、不動産鑑定評価基準、外国人投資家、継続賃料、賃料改定

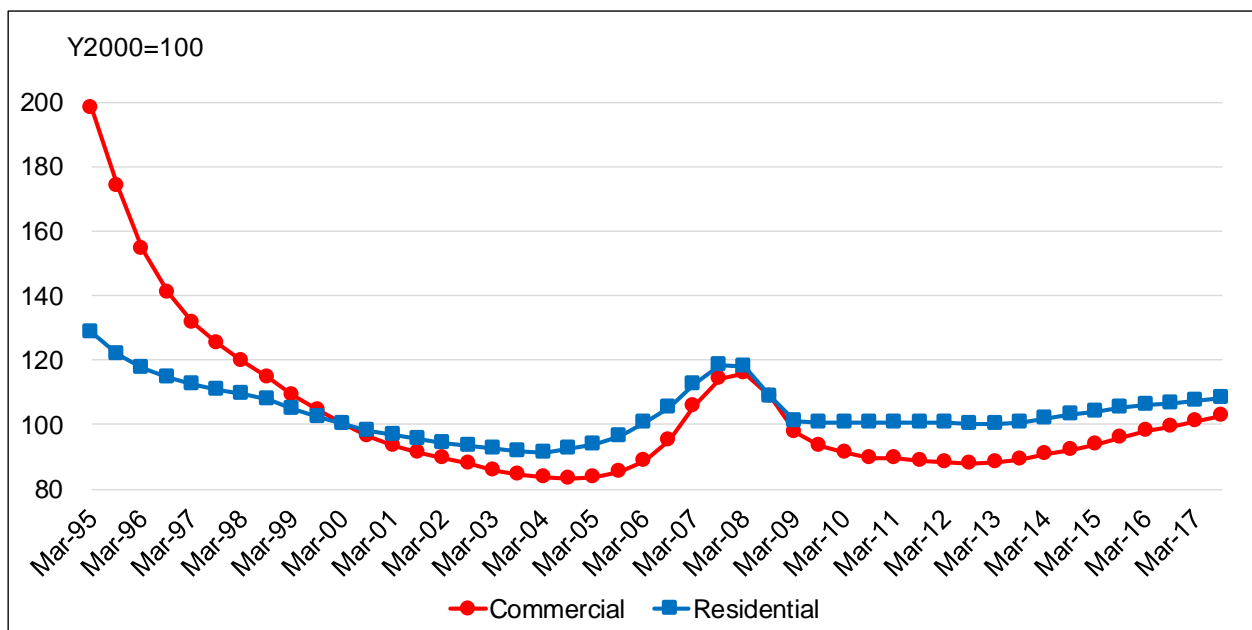
1. はじめに

日本経済は、1993年のバブル経済崩壊以降、長きにわたり低迷が続いており、その間は「失われた20年」と呼ばれている。その後、2000年にJ-REITが創設されたことを契機に日本の不動産投資市場は次第に整備され、2006年から2008年頃にはファンドバブルと呼ばれるミニバブルにより、都心部の地価や賃料は上昇した。ところが、リーマンショックにより市況は急激に冷え込み、2011年には東日本大震災に見舞われるなど、日本経済及び不動産市場はそれまで総じて弱含みで推移してきた。

しかし、2012年末に第2次安倍政権が発足すると、アベノミクス政策により状況は一変した。アベノミクスとは、物価上昇率2%を掲げた大胆な金融政策、復興・防衛や安全・地域活性などの成長による富の創出にむけた機動的な財政政策、産業競争力強化のための民間投資を喚起する成長戦略の3つを柱とする政策である。これが奏功した結果、日本経済は円安・株高にシフトし、資産効果により消費は回復し、ビザ緩和やLCC(ローコストキャリア)の普及と相まって外国人客の増加による観光収入や小売消費が急増したほか、2020年の東京オリンピック開催決定を受け、東京は空前の開発ラッシュを迎えており、地価や建築費の高騰により、居住用・事業用不動産の価格は上昇に転じ、企業業績の改善による床の需要増加により、オフィスや店舗の家賃も上昇基調に転じた。

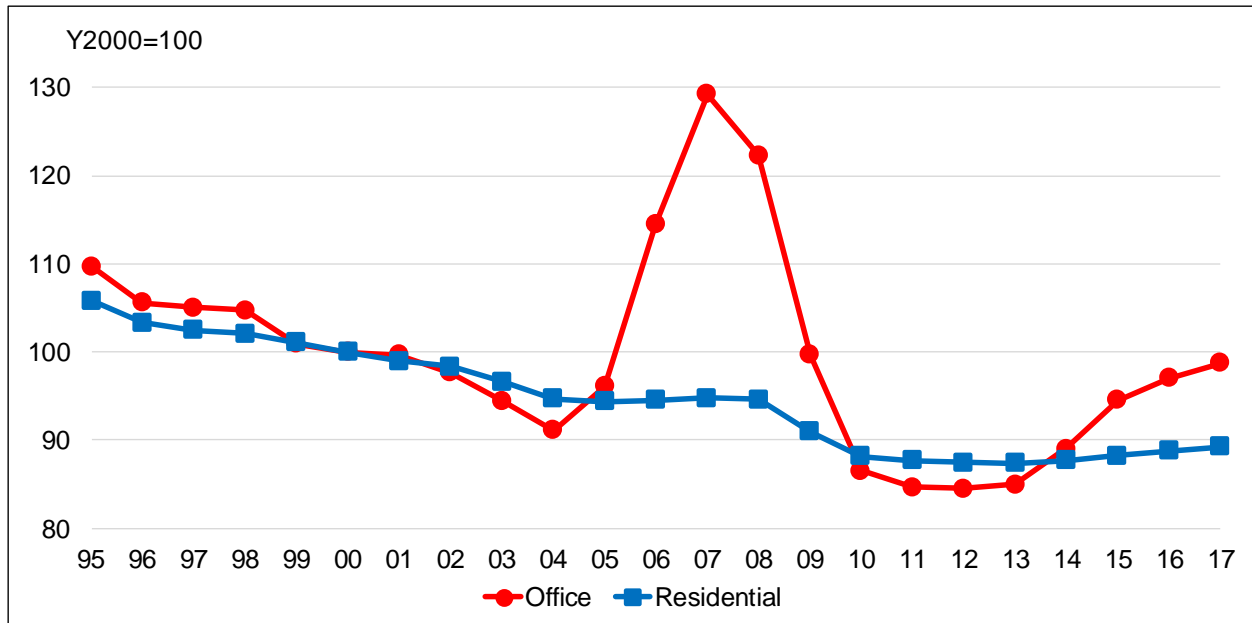
以下は、東京都区部の地価と賃料の推移である。2008年のリーマンショック以降、下落基調にあった地価及び賃料は、2014年頃から反転し、足下では上昇基調が続いている。

Figure 1-1 Tokyo Metropolitan District Land Value Index



Source: Japan Real Estate Institute (JREI)

Figure 1-2 Tokyo Metropolitan District Rent Index

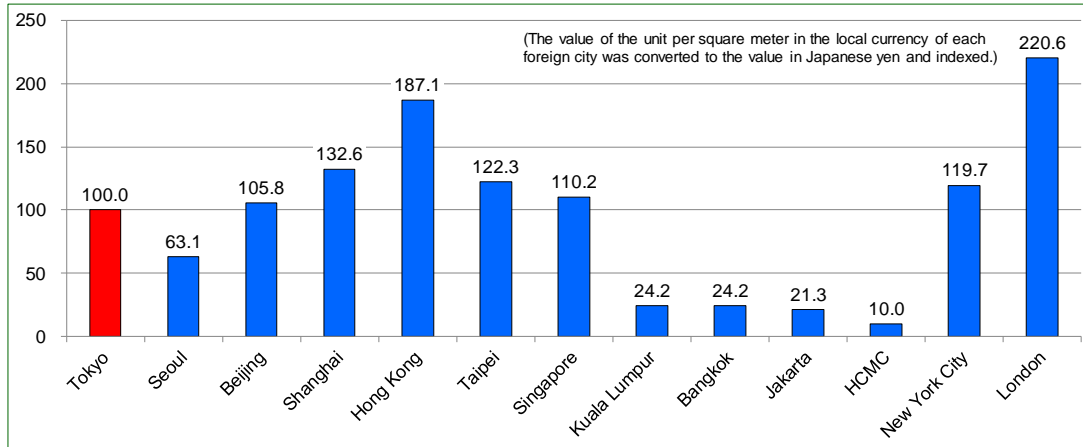


Source: Japan Real Estate Institute (JREI)

この好況の背景には不動産プレーヤーの増加と多様化が挙げられ、その代表格が外国人投資家である。これまで日本は、低金利で低成長な経済と、市場の透明性が欧米諸国に比べ劣るとされていたことから、グローバル市場における投資対象国としての強い優位性は認められなかった。しかし、円安が進んだことを契機に、急激な経済成長を続ける他のアジア諸国に比べた政治経済の安定性が認められ、日本は有望な市場として再評価されるに至った。

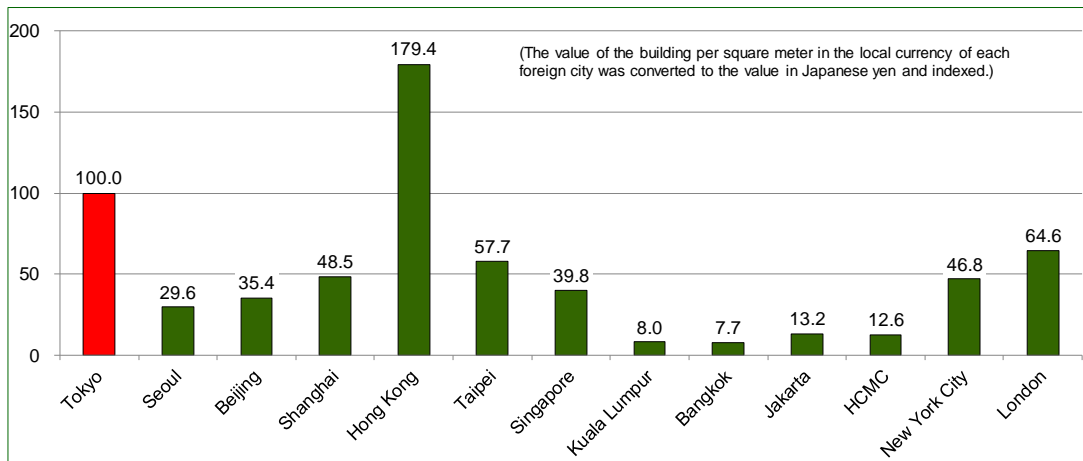
下図は世界の主要都市における不動産価格、賃料、キャップレートを比較したものである。日本の高級コンドミニアムの価格は、他のアジア諸国と比べて割安感があり、円安と相まって資産性が注目されている。一方で、オフィスの価格は世界の主要都市と比べても高い水準にあるが、日本は金利が限りなく0%に近く、キャップレートとの差であるイールドギャップが3%程度確保されることから、長期投資においては十分なリターンが確保されているとも考えられる。これらの要因が外国人投資家を魅了し、今が好機と捉える外国人投資家の市場参入が増えたことが需要を支える要因となっている。

Figure 1-3 Value Comparison of High-End Condominium Unit



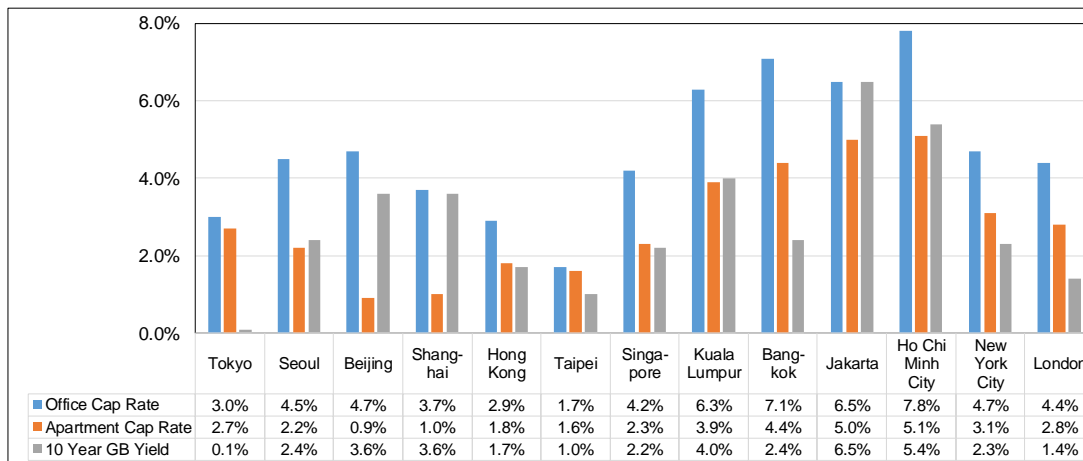
Source: Japan Real Estate Institute (JREI)

Figure 1-4 Value Comparison of Prime CBD Office Building



Source: Japan Real Estate Institute (JREI)

Figure 1-5 Cap Rate Comparison of Office Building and Apartment



Source: Japan Real Estate Institute (JREI)

2. 日本の賃料改定について

2-1 日本の建物賃貸借について

海外不動産投資に際しては、ローカルマーケットの理解が不可欠である。日本には固有の不動産慣行が存在するが、特に特徴的なのは建物賃貸借契約に係る慣行である。建物賃貸借に係る現行の法制度は、一般法である民法と、特別法の借地借家法(平成3年交付、平成4年施行)により規定されており、契約形態としては、普通借家契約(**General /Renewable Lease**)と定期借家契約(**Non-Renewable Lease**)の2種類があり、その特徴を示すと下表のとおりである。

Table 2-1: Comparison of General Lease and Non-Renewable Lease

	General Lease (Renewable Lease)	Non-Renewable Lease
Contract	<i>By oral or in writing</i>	<i>Must be in writing</i>
Lease Length	<i>Determined by agreement. (Up to 20 years contract before March 2003)</i>	<i>Determined by agreement</i>
Rent Review	<i>Both parties can request rent reviews at any time during the lease. (Commonly performed at the time of lease renewal)</i>	<i>A rent review option can be included in the lease agreement.</i>
Renewal	<i>Option to renew or terminate in an agreement. Renewed automatically without notice to terminate the lease from either party. Justifiable grounds are necessary to terminate the lease from the lessor.</i>	<i>No renewal options A new lease agreement is required for the tenant to continue occupancy.</i>
Break	<i>A break clause can be included in the lease agreement. Justifiable grounds are necessary to break the lease from the lessor.</i>	<i>A break clause can be included in the lease agreement.</i>

定期借家契約は、期間満了により終了することから更新はできないが、契約満了後、再契約することができ、その場合は新規賃料にて約定される。当該契約形態は平成 11 年に交付され平成 12 年から施行された制度であり、最近では主流となりつつある契約形態である。

一方で、普通借家契約は、古くからの一般的な契約形態であり、期間満了後も更新が可能である。賃貸借当事者ともに契約満了後に更新か終了する権利を有するが、賃貸人からの契約終了には正当事由(賃貸人が建物を使用する必要性等の理由)が必要となり、賃借人保護の観点から認められにくいのが実態である。したがって、普通借家契約は、賃借人が退去しない限りは、半永久的に継続する可能性を有している。中途解約は賃貸借当事者ともに特約で可能となるが、賃貸人からの中途解約には同様に正当事由が必要となる。

また、普通借家契約の賃料は、契約自由の原則が前提にあり、契約締結時に高かろうが安かろうがいかなる賃料を設定しようとも、それは当事者の合意があれば有効であり尊重されるべきものとされている。そして、賃貸借契約は中長期にわたり継続するものであるため、経済情勢等の事情の変更により賃料が不相当となった場合には、契約更新期等または契約期間中であっても、契約内容に関わらず、借地借家法 32 条により賃貸借当事者のいずれからも賃料の改定を申し入れることができる。しかし、賃料は直ちにその時点の新規賃料の水準によって改定されるものではなく、当初契約の締結の経緯や当事者の個別事情等を踏まえた交渉を経て見直されることが一般的であることから、普通借家契約の賃料は極めて硬直的である。これは投資物件において賃料増額によるバリューアップを図ることが単純ではないことを示唆している。

Paragraph 1, Article 32, Act on Land and Building Leases

[Right to Request Increase or Decrease in Rent]

When the building rent becomes unreasonable, as a result of an increase or decrease in tax and other burdens relating to the land or the buildings, as a result of the rise or fall of land or building prices or fluctuations in other economic circumstances, or in comparison to the rents on similar buildings in the vicinity, the parties may, notwithstanding the contract conditions, request future increases or decreases in the

amount of the building rent; provided, however, when special provisions exist to the effect that building rent will not be increased for a fixed period, those provisions apply.

2-2. 賃料の評価手法について

上記の法体系から日本には新規賃料(**Market Rent**)と継続賃料(**Continuance Rent** [日本国内において現在広く認知された定訳は存在しないと判断し、著者にて訳出])の2種類の概念が存在する。前者は新規の賃貸借に係る適正な賃料とされ、いわゆる市場賃料(マーケット賃料)と同義である。後者は不動産の賃貸借等の継続に係る特定の当事者間において成立するであろう経済価値を適正に表示する賃料で、日本固有の概念であると思料する。普通借家契約の更新期等においては、契約締結の経緯や当事者の事情等を踏まえた交渉等により賃料は改定され、新規賃料とは異なる水準となることが一般的であることから、継続賃料は市場賃料(マーケット賃料)とは異なる賃料概念である。そして、これら両賃料の評価手法が日本の不動産鑑定基準に規定されている。

Market Rent :	Market rent is the appropriate rent (new rent) reflecting the probable economic value of the real estate. Market rent is the rent that would be negotiated in a new lease agreement granting the rights to use or benefit from real estate interests; such rights may be conveyed by means of regular leases, leases to superficies, or easements. Market rent is premised upon the same market concept as market value.
Continuance Rent :	Continuance rent is the appropriate indication of the probable economic value of the real estate only applicable to the landlord and tenant of an existing lease agreement, i.e., the rent that would be negotiated between the involved parties to extend the term of a real estate lease or to review the current rent.

日本の鑑定人は、普通借家契約の期中改定期または更新期に、適正な賃料改定を把握する目的として、継続賃料の評価依頼を受けることが多い。鑑定人が継続賃料の評価依

頼を受けた際には、不動産鑑定評価基準に則って評価をする義務があり、継続賃料の鑑定評価額は以下のとおり規定されている。

Section 2, I, 4, Chapter 7, The Japanese Real Estate Appraisal Standards

Appraisal Approaches for Continuance Rent

A real estate appraiser determines continuance rent by analyzing thoroughly the following factors: (a) the existing contract rent of the subject property; (b) the trends of property taxes, land and building prices, rents of real estate similar to the subject property in the local market since the date of the current rent started; (c) the history of the lease contract, including previous rent reviews; and (d) the contents of the lease contract.

そして、具体的には、以下の手法が規定されている。

[差額配分法]

差額配分法は、対象不動産の経済価値に即応した適正な実質賃料と実際実質賃料との間に発生している差額について、契約の内容、契約締結の経緯等を総合的に勘案して、当該差額のうち賃貸人に帰属する部分を適切に判定して得た額を実際実質賃料に加減して継続賃料を求める手法である。

Rental Disparity Analysis Approach

The rental disparity analysis approach arrives at the continuance rent of the subject property by adding an estimated increase to, or deducting an estimated decrease from, the current contract rent. The increased or decreased amount is obtained by first determining the difference between the market rent of the subject property and the current contract rent. The appraiser then estimates the portion of the difference assignable to the lessor by a thorough analysis of lease terms, the history of the lease contract and so forth. Finally, the assignable amount is either added to, or deducted from, the current contract rent.

[Rental Disparity Analysis Approach]

$$\begin{array}{rclcl} (& \text{Market Rent} & - & \text{Current Contract Rent} &) & \times & \text{Ratio Assignable to the Lessor} \\ & & & & & + & \text{Current Contract Rent} \\ & & & & & = & \text{Continuance Rent} \end{array}$$

[利回り法]

利回り法は、基礎価格に継続賃料利回りを乗じて得た額に必要諸経費等を加算して継続賃料を求める手法である。

Yield Approach

The yield approach reaches the continuance rent of the subject property by adding the operating expenses to the value, which is calculated by multiplying the capital value of the subject property by its expected rental yield rate.

[Yield Approach]

$$\begin{array}{rclcl} (& \text{Capital Value} & \times & \text{Expected Rental Yield Rate} &) & + & \text{Operating Expenses} \\ & & & & & = & \text{Continuance Rent} \end{array}$$

[スライド法]

スライド法は、直近合意時点における賃料に変動率を乗じて継続賃料を求める手法である。

Trend Approach

The trend approach calculates the continuance rent of the subject property by multiplying the current contract rent by a trend factor for the rental growth rate.

[Trend Approach]

$$\begin{array}{rclcl} \text{Current Contract Rent} & \times & \text{Rental Growth Rate} & = & \text{Continuance Rent} \end{array}$$

[賃貸事例比較法]

賃貸事例比較法は、継続賃料の改定に係る賃貸借の事例を収集して適切な事例の選択を行い、実際実質賃料に必要な応じて、事情補正及び時点修正を行い、かつ、地域要因の比較及び個別的要因の比較を行って求められた賃料を比較考量し、これによって継続賃料を求める手法である。

Rental Data Comparison Approach

The rental data comparison approach uses rental comparables to determine the continuance rent of the subject property. The comparable rental data are adjusted in terms of market-specific and property-specific value factors.

[Rental Data Comparison Approach]

$$\text{Rental Comparable} \times \text{Adjustment Factor} = \text{Continuance Rent}$$

3. 日本の賃料評価実務について

3-1 継続賃料固有の価格形成要因について

アベノミクス政策以降、日本の不動産市場は東京を中心に活況を呈しているが、都心部では新規賃料の上昇に伴い、普通借家契約の更新期等における継続賃料も上昇傾向にある。継続賃料は新規賃料とは異なる特徴を有しており、その主なものを挙げると下記のとおりである。

- 継続賃料は契約当事者にて一度合意された賃料の改定である
- 継続賃料の変動は、新規賃料の変動を踏まえ、賃貸借当事者間の公平を考慮して生じるものであり、新規賃料の変動の程度のほか、賃貸借当事者の関係や交渉等の影響を受ける。
- 継続賃料の変動は、新規賃料の変動の後に遅行して生じる順序となり、かつ、その変動も新規賃料の変動よりも小さくなる(このような特性を「遅行性」と呼ぶ)。例えば、下図のとおり、賃料上昇局面には、新規賃料に比べ増加率が低位となるが、賃料下落期には新規賃料に比べ下落率が低位となるのが一般的である。

Figure 3-1-1 Diagram for Rental Growth in Upward Trend

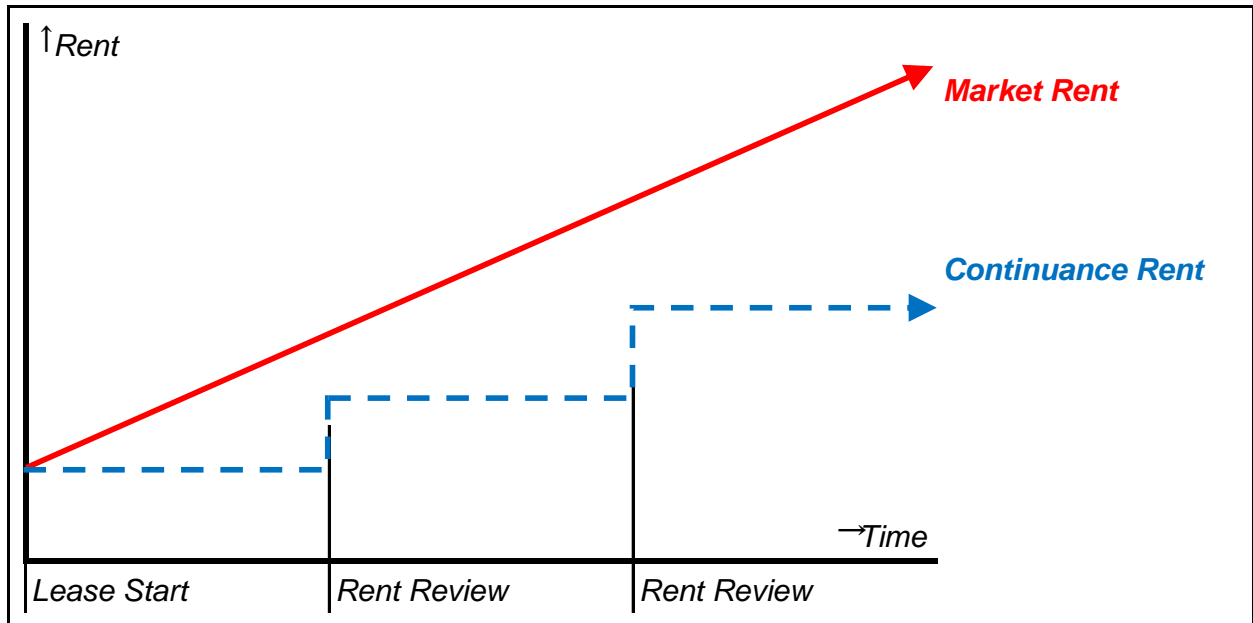
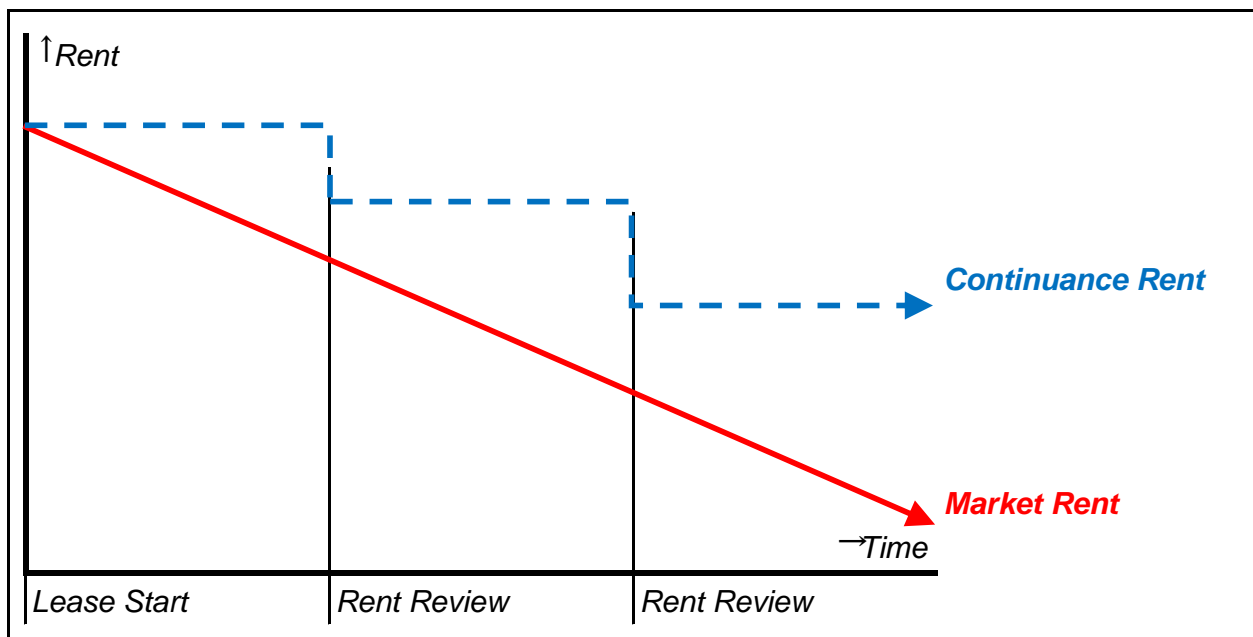


Figure 3-1-2 Diagram for Negative Rental Growth in Downward Trend



バリューアップを図る投資の観点からは、継続賃料はリターンを下げるため、ネガティブな要因と考えられる傾向にあるが、賃料下落期には、その硬直性から賃料が容易に下がらない歯止めとなる。これは見方を変えれば、ボラティリティリスクが低く安定していると評価することが可能であり、ある種の公平な賃料である。外国人投資家の中には、継続賃料をもって直ちにリスク要因と捉える見方もあるが、これはその固有の価格形成要因の一部の側面を捉えているにすぎず、時にリスクにもリターンにもなる継続賃料には正しい理解が必要となる。

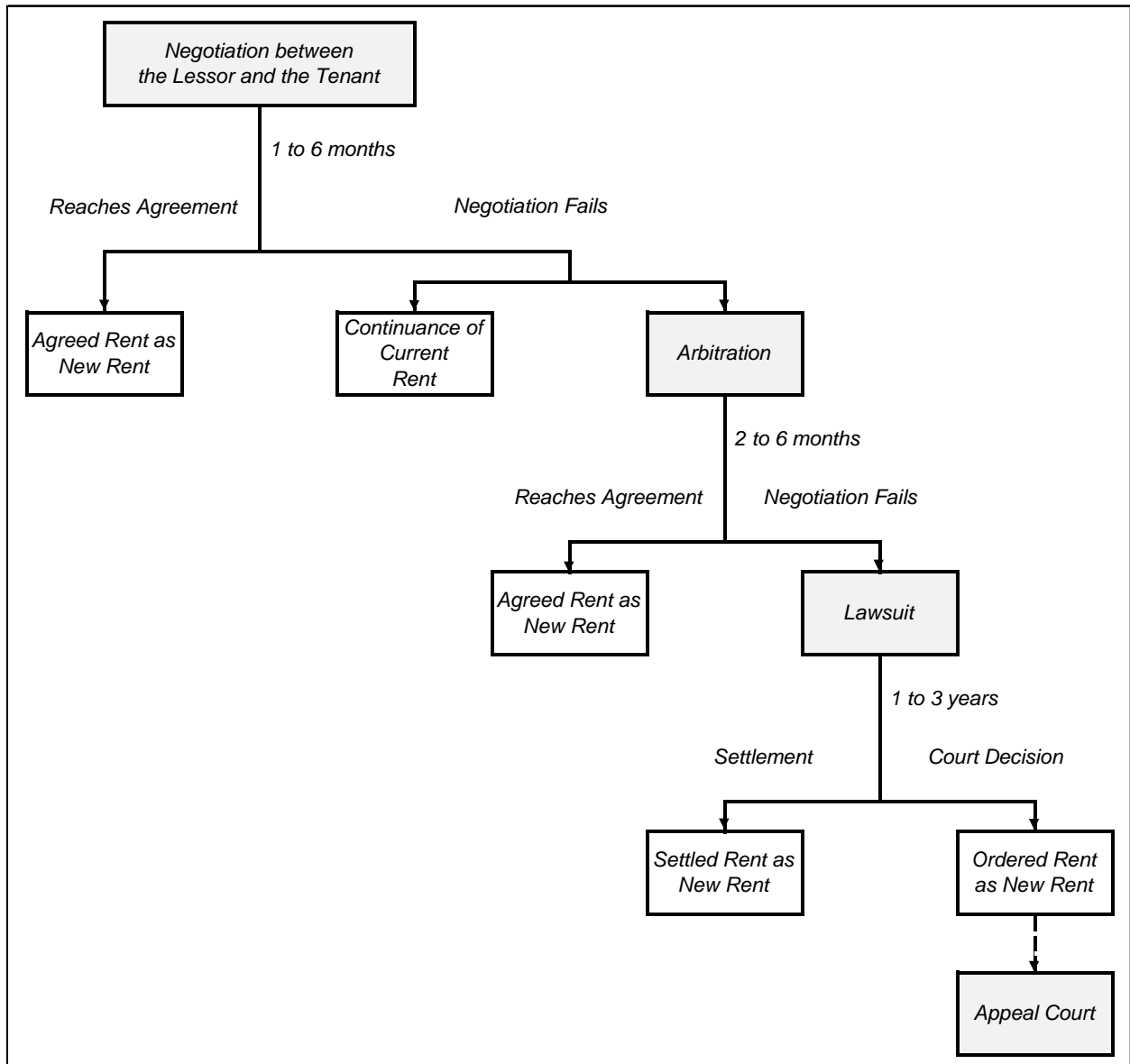
3-2 賃料評価における実務上の留意点

著者は日々の評価実務において継続賃料の依頼や賃料改定実務の相談を多く受ける立場におり、クライアントが外国人投資家である場合も昨今増えている状況にある。そのような中、著者の経験として、継続賃料等のローカル慣行の理解が不十分であることで問題となるケースについて紹介し、そこから鑑定評価実務において示唆される事項について著者の経験を踏まえ検討する。いずれの国・地域においてもその土地に独自の慣行は存在すると考えられることから、他国の鑑定人においても同様に起こりうるケースとして有用な事例になると思料する。

ケース 1 賃料改定に係る継続賃料の評価における留意点

日本の賃料改定は、継続賃料が存在するために単純ではなく、下図のとおり実施されることが一般的である。賃料改定交渉は日常的に行われており、任意協議の場で決裂した場合には法定で争われることも珍しくない。継続賃料の評価依頼は、契約更新期等の約6カ月～1年ほど前に、賃料改定交渉の参考として受任することが多い。主な依頼者は、賃料増額をしてバリューアップを図るビルオーナー等の賃貸人か、賃料コストを圧縮したい商業テナント等の賃借人のいずれかであるが、昨今の外国人投資家の市場参入を受けて、依頼者が外国人投資家であるケース(賃貸人の場合は外資系の投資ファンド、賃借人は海外ブランドの小売店など)も増加傾向にある。さらに、昨今は、鑑定人が単に継続賃料の評価額を提示するのみならず、依頼者、依頼者の代理人弁護士等の関係者と協働し、賃料改定実務に関与する場面も増えている。

Figure 3-2-1 Process of Rent Review and Lawsuit Thereafter



継続賃料の鑑定評価書は、多くは裁判の証拠資料となるが、係争といえども依頼者に有利に評価するのではなく、常に公平性を保つことが求められている。また、裁判所の判断に耐えうる極めて正確で詳細な評価が要求されることから、評価作業のボリュームも多く、評価報酬も高額化する傾向にある。さらに、評価内容が裁判の勝敗など依頼者の利害に直接的にも影響するため、その責任は重い。

このような場合、依頼者は裁判に勝つための評価を依頼していることが通常であり、自己に有利な評価額を安易に期待する傾向がある。しかし、訴訟においては、原被告が用意した私的鑑定を踏まえ、最終的には裁判所が選任した鑑定人の鑑定評価で判断されることが一般的であることから、必ずしも期待通りの結論とならない可能性があることを、評価の考え方とともに十分に説明する必要がある。この段階で十分な理解が得られ

ないと、後に鑑定人が戦犯扱いされる等のトラブルになる可能性があることから、状況に応じて依頼を謝絶する判断も必要となる。

特に、依頼者が外国人投資家の場合は、十分な説明を外国語で行う必要が生じるため、一層困難な案件となる。また、依頼者の担当窓口が国内の日本人の場合で十分な理解が得られた場合であっても、意思決定権者が本国の外国人である場合には、本国への説明が求められる場合があり、意思決定権者の理解が得られない場合には、評価の依頼に至らない場合もある。このようなケースは、今後グローバル化が進展する中で一層増えていくものと考えられるが、鑑定人にとって挑戦のしがいがあり、大きなビジネスチャンスに繋がるものであると考える。

ケース 2 物件取得時における DCF 法適用における留意点

物件取得時の評価で DCF 法を適用する場合においても、継続賃料固有の価格形成要因の理解が必要となる。DCF 法の適用に当たっては、キャッシュフローの予測が必要となるが、日本の継続賃料は経済成長に連動して上昇するものでもなく、更新期等にも新規賃料と同水準に改定するものではないことから、安易に賃料上昇シナリオを描くべきではない。

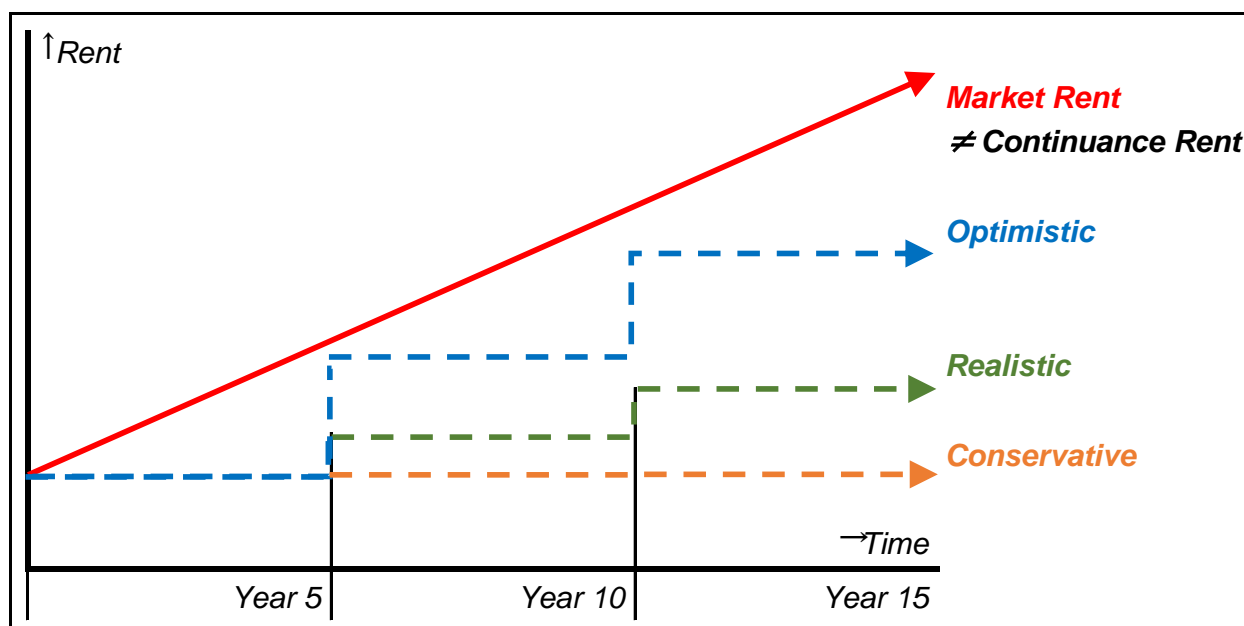
将来の賃料変動の予測に当たっては、複数のシナリオが考えられるところ、例えば、新規賃料が上昇基調にある場合で、契約で 5 年毎に賃料改定がなされる場合を以下において想定する。継続賃料は、新規賃料の影響を受けるものの、完全には連動しないため、ここでは一般的なシナリオとして 3 つを想定した。

楽観シナリオ(Optimistic)は、遅行性等の継続賃料固有の価格形成要因を踏まえると、賃貸人に都合のよい想定であり、現実味に乏しいシナリオである。

保守シナリオ(Conservative)は、15 年間にわたり賃料が全く改定されない想定で、継続賃料の硬直性を過度にみているシナリオであるが、長期安定的な関係を望む賃貸借当事者間においては実際にみられるケースであるが、バリュウアップを積極的に図る投資家は通常想定しないシナリオである。

したがって、現実的にはその折衷案ともいえる現実シナリオ(Realistic)を想定することが考えられるが、継続賃料に基づく賃料変動の予測に当たっては、新規賃料の変動のほか、契約締結の経緯や賃料改定の経緯等の個別事情についても十分な分析が必要となる。

Figure 3-2-2 Scenario of Prospective Future Cash Flow Stream



よくみられる事例は、物件取得時には、賃料が市場水準に比べて低位であり、将来の賃料上昇を見込んで取得したものの、いざ賃料改定時になった際には、継続賃料固有の価格形成要因から当初予測したとおりに賃料増額が実現しないという場合である。特に、外国人投資家の場合には、契約更新期には当然に新規賃料に改定し、キャッシュフローは上昇していくことを当然に思い描いている場合がある。これは、継続賃料という日本固有の概念及びその固有の価格形成要因についての理解不足によるものであるが、DCF法の適用時においても、継続賃料固有の価格形成要因を十分に考慮する必要がある、鑑定人はそれを依頼者に説明して理解を得る必要がある。

外国人投資家が継続賃料で予期せぬ経験を重ねると、継続賃料という日本固有の概念自体をリスク要因として嫌気して、市場退出の動機となる可能性がある。上記のとおり、継続賃料にはメリット・デメリットがあり、正しい理解と評価によりリスクにもリターンにもなり得るものであるため、今後、グローバル化の中で鑑定人にはより一層の正しい説明能力が求められるものになると考える。

4. 結論

日本には独自の不動産慣行として、継続賃料が存在する。日本の継続賃料はその固有の価格形成要因により、外国人投資家にとって、その概念、評価方法を理解することが困難であると考えられるが、日本での不動産投資に当たっては避けられない慣行である。グローバル化の進展とともに、外国人投資家が継続賃料に直面する場面は増えており、

鑑定人が外国人投資家に継続賃料を説明する機会も増えてはいるが、十分な理解を得ることは容易ではなく、日本のローカル慣行が日本のリスク要因として捉えられる余地がある。不動産市場がグローバル化する限り、同様の状況は他国でも起こり得るものであると考えられ、本件はグローバル化におけるローカル慣行の取り扱いに係る鑑定評価実務上の留意点として、日本の事例を紹介した。

日本の不動産市場がグローバル市場において競争力を保つためには、外国人投資家の市場参入は不可欠であり、そのためには、外国人投資家に正しい理解を求め、日本の不動産慣行を外国人投資家のリスク要因から取り除くことが必要である。その方策としては、不動産業界としての情報発信、鑑定人の説明能力の向上等が考えられる。情報発信としては、英語等の日本語以外の言語による不動産制度の説明材料を充実させることであり、政策的な側面と民間不動産会社等の取り組みが必要となる。市場の透明性が向上すれば(日本はかねてから市場の透明性が低いとされており、近年向上してはいるものの、ジョーンズラングラサール(JLL)のグローバル不動産透明度インデックスでは依然としてアジアではシンガポールと香港に劣っている)、リスクの定量的な評価が可能となり、投資がより促進されるものと考えられる。説明能力の向上には、鑑定人自身が専門職業家として日頃の自己研鑽に努めるほかはない。

日本の鑑定人は国内市場取引の安全に資する役割を担っているが、今後グローバル化の中でその役割は一層大きくなるものと考えられ、他国の現地鑑定人も同様の状況にあると思料する。そして、鑑定人こそがグローバル市場における情報の非対称性を解消する役割を担っているプレーヤーであり、その社会的要請は高まっているものとする。今後より進展するグローバル化の下で、鑑定人が国内外でのビジネスチャンスを拡大し、社会貢献度を高められるかどうかは、鑑定人自身の手にかかっており、大きな可能性を秘めていると思料する。

5. 参考文献等

Appraisal Institute (2008). The Appraisal of Real Estate Thirteenth Edition.

Japan Real Estate Institute (2003). Japan Real Estate Appraisal in a Global Context.

Shin Watanabe (2010). Interpretation of the Act on Land and Building Leases.

Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism (2014). Amended Japanese Real Estate Appraisal Standards

The Japan Association of Real Estate Appraisers (2014). Practical Guideline of Real Estate Appraisal.

JLL. Global Real Estate Transparency Index, 2016

Japan Real Estate Institute. <http://www.reinet.or.jp/en/>

Japanese Law Translation. <http://www.japaneselawtranslation.go.jp/>