

株式会社都市未来総合研究所

公開

不動産市場のラビリンス

(投資におけるリスク・リターンの観点から)

2014 年 11 月

SPECIAL REPORT

2014 年度 vol.1

仲谷光司 (Mitsuji Nakatani)
nakatani@tmri.co.jp

概要

- 筆者は日頃不動産投資にかかわるデータを取り扱っている。証券化が始まった 2000 年初めに比べると、不動産市場のデータ整備は飛躍的に進み、ようやくそのデータを透して不動産市場を見ることができるようになってきた。しかし、市場には投資におけるリスク・リターンの観点から不整合な点がいくつかあるように筆者には思える。本稿では、次の 2 事象を紹介する。
- キャップレートにかかる不整合：東京都心 5 区のオフィスビルでは、フリーキャッシュフローの成長率と標準偏差の特性とキャップレートの水準に整合性がない可能性がある。
- 底地投資の不整合：定期借地権付き底地の投資は、安定したリターンが得られることから超長期利付国債への投資と類似している。しかし、中途解約を踏まえると底地権者に有利な設定になっているケースが多いと推察される。

Special Report の中で示された内容や意見は、都市未来総合研究所の公式見解を示すものではありません。
なお、Special Report に対するご意見・ご質問・お問い合わせは、執筆者までお寄せください。

※ 1 東京都心 5 区 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区
※ 2 フリーキャッシュフロー 本稿では、次の式により定義されることとした。
純収益 (NOI) - 資本的支出 + 一時金等の運用益

1. キャップレートにかかる
不整合（東京都心 5 区※¹
オフィスの場合）

1.1 CF と CR の原則

(1) CF と CR の関係

一般的に投資のリターンであるフリーキャッシュフロー※²（以下「CF」という。）の水準が同じでも、安定している（予測できる）投資商品は人気が高いため取引価格は高くなり、利回りは低下する（図表 1 の A の場合）。

逆に CF が不安定な（予測できない）商品は不人気なため取引価格は低くなる（図表 1 の B の場合）。

一時的にはこうした整合的な関係を壊すような取引も行われるが、効率的な市場では整合的な取引に収れんしていくと考えられる。

不動産の取引では上記の利回りはキャップレート（以下「CR」という。）と理解することができる。

したがって、不動産取引において CR が低い物件は、CF の安定性が高い不動産と期待でき、CF の安定性は CR に反映され、当該不動産の価値が評価されると考えられる。

(2) CF の成長率とリスク

しかし、CF の変動が大きいことがここでいうところの安定性が低いことと同義ではない。たとえば、每期 CF が定率で変化することが予想される場合、将来 CF が大きく変化しても不安定とは考えない。CF の平均変動率は成長率とされる。

平均変動率だけで予測できない要素はリスクと認識され、計測には通常

は変動率の標準偏差が用いられる。

定率成長 CF モデルを想定すると、CF の平均変動率は成長率として、標準偏差はリスクとみなされ割引率にリスクプレミアムとして付加され、CR が設定されると考えられる。

以下では、こうした一般的な CF と CR の原則的な考え方を踏まえて、東京都心 5 区オフィスの CF と CR の関係を見ていく。

図表 1 CF、利回り、評価額等の関係

直接還元法による評価

Aの場合： 評価額 ↑ =
$$\frac{\text{CF}}{\text{利回り ↓}}$$

Bの場合： 評価額 ↓ =
$$\frac{\text{CF}}{\text{利回り ↑}}$$

定率成長 CF モデル

評価額 =
$$\frac{\text{CF}}{\text{割引率 - 成長率}}$$

※ 3 大規模ビル 基準階貸室面積 200 坪以上

1.2 募集賃料データの場合

(1) 募集賃料の動向

オフィス賃料の変動を示すのにオフィス賃貸仲介事業者のデータが用いられることが多い。本稿では、三幸エスレート社が開示するデータを用いて分析する。

募集賃料の時系列データ（当該期間の平均を 100 として指数化）から、標準偏差は大規模ビル※³で 13、全体で 7 となった。変動は、大規模ビルの方が全体より大きい。

(2) 募集賃料の変動率

募集賃料の、当該期間の平均変動率では、どちらもマイナスであるが全体（- 1.3%）が大規模ビル（- 2.3%）より大きく、大規模ビルの平均変動率は全体よりも低い水準である。

同様に標準偏差は、大規模ビル（2.7%）が全体（1.2%）より大きく、大規模ビルの方が予期できない変動が多い（リスクが大きい）。

(3) CR との関係

一般的に CR の大きさは規模で区分すると、全体よりも大規模ビルの方が小さいと認識されている。

しかし、募集賃料の変動率状況を見る限り、CR の関係から想定される状況（大規模ビルの方が平均変動率が高く、標準偏差が低い）とは逆の状態となっている。

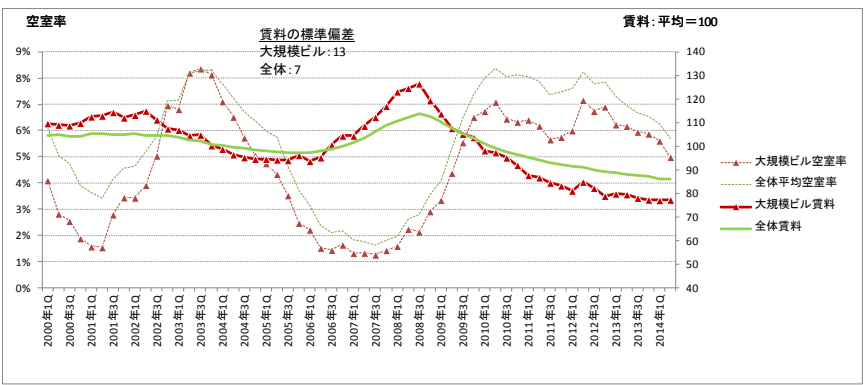
大規模ビルでは、募集賃料と CR に関しては、整合的ではない事象が発生している可能性がある。

しかし、開示されるオフィス賃貸仲介事業者の募集賃料は、1.1 で取り上げた CF そのものではない。新規に入居したテナントの賃料（成約賃料）には近いが、CF の大半は既存テナントの賃料収入で構成されており、募集賃料の変動が CF の変動を表していないことに留意する必要がある。

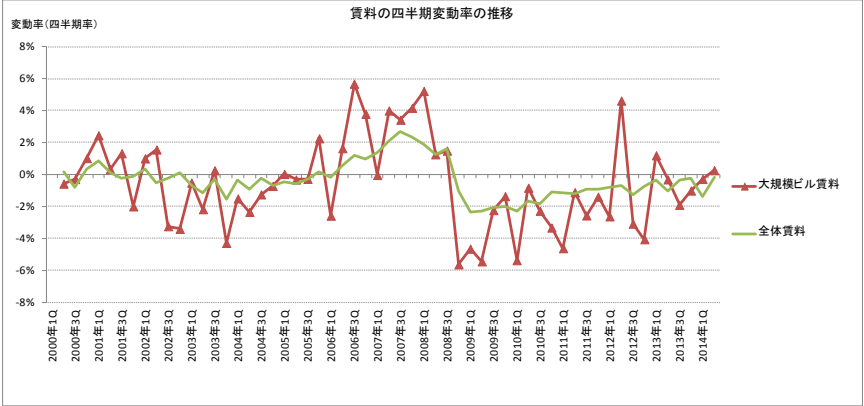
なお、空室率も同時に開示されているが、上記の理由により募集賃料と

空室率を乗じて賃料収入全体を示さないことに留意する必要がある。

図表 2 オフィス募集賃料と空室率の推移



図表 3 オフィス募集賃料の変動率の推移



図表 4 募集賃料の平均変動率と標準偏差

	平均変動率	(年換算)	標準偏差
大規模ビル賃料	-0.57%	-2.3%	2.7%
全体賃料	-0.34%	-1.3%	1.2%

このページの図表の出所データ：三幸エスレート「オフィスマーケットレポート」

※ 4 NOI

Net Operating Income の略。日本語では純収益。収入（賃料）から、実際に発生した経費（管理費、固定資産税など）のみを控除したもの。

1.3 運用実績データの場合

(1) NOI の動向

J-REIT の運用実績データでは、募集賃料より CF の概念に近い NOI※4 の変動状況をとらえることが可能である。

CF と NOI の内訳上の差異は、資本的支出と一時金等の運用益の有無のみであり、NOI の変動が CF の変動にほぼ直結すると考えることができる。

ここでは、NOI 実数ではなく NOI 利回り（NOI ÷ 取得額）を利用して NOI の変動をとらえることとした。これは、指数化の必要がないことに加え、（取得額は変わらないため）NOI の変化が NOI 利回りの変化として直接現れるからである。

立地と規模を勘案し次の区分で行った集計では、千代田区大規模ビルの NOI は 2010 年下期に急落し、その後安定的な動きで、ほかの区分に比べて特異な動きであった。

- ・千代田区大規模ビル
- ・千代田区全体
- ・その他区大規模ビル
- ・その他区全体

(2) NOI の変動率

①大規模ビルと全体の比較

千代田区では、平均変動率は大きな相違はないが、標準偏差は大規模ビル（7.13 %）の方が全体（2.65 %）

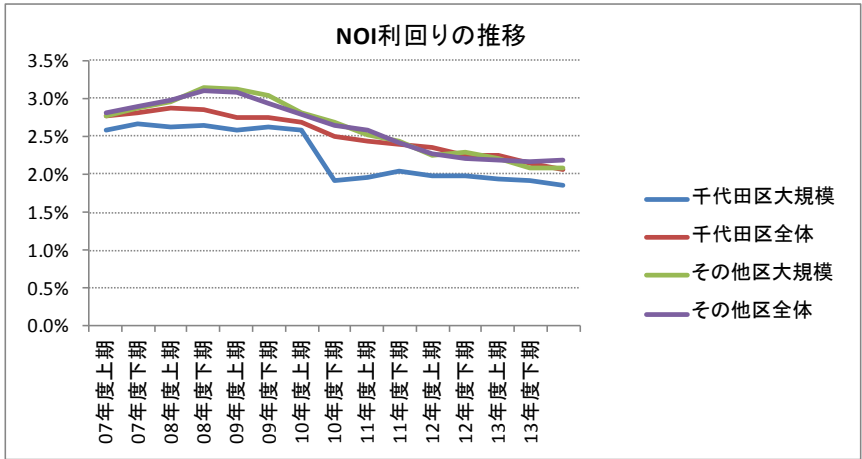
より大きい。

その他区でも千代田区とほぼ同様の傾向である。

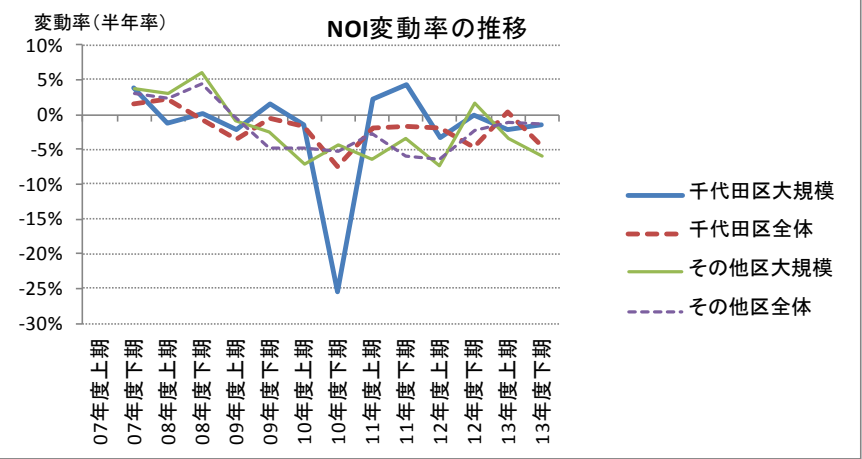
②千代田区とその他区の比較

大規模ビルでは、平均変動率では大きな相違はないが、標準偏差は千代田区（7.13 %）の方がその他区（4.33 %）より大きい。

図表 5 NOI（利回り）の推移



図表 6 NOI 変動率の推移



図表 7 NOI の平均変動率と標準偏差

	平均変動率	（年換算）	標準偏差
千代田区大規模	-2.00%	-4.0%	7.13%
千代田区全体	-2.07%	-4.1%	2.65%
その他区大規模	-1.92%	-3.8%	4.33%
その他区全体	-1.70%	-3.4%	3.55%

このページの図表のデータ出所：（株）都市未来総合研究所「ReiTREDA」

全体では、平均変動率は千代田区（－4.1％）の方がその他区（－3.4％）より小さく、標準偏差は千代田区（2.65％）の方がその他区（3.55％）より小さい。

(3) CR との関係

規模の違いに注目すると、募集賃料でみたように、大規模ビルのCRの方が小さいと認識されているにも関わらず、NOIの標準偏差が大きい結果となり、整合的ではない事象が発生している可能性がある。

立地の違いに注目すると、一般的に立地で区分するとCRは、その他区よりも千代田区の方が小さいと認識されている。

しかし、大規模では平均変動率はそれほど相違はないにも関わらず千代田区の方が標準偏差は大きい結果となった。また、全体でみても、千代田区の方が標準偏差（リスク）は小さいものの、平均変動率は千代田区の方が小さくなっており、千代田区の方がCRが低いと認識されていることと整合しているとは言い難い。

1.4 考察

整合的でないことの原因として考えられる主な要因は次のように整理できる。

①サンプル対象の影響

②価格のダウンスайдリスクを偏重する影響

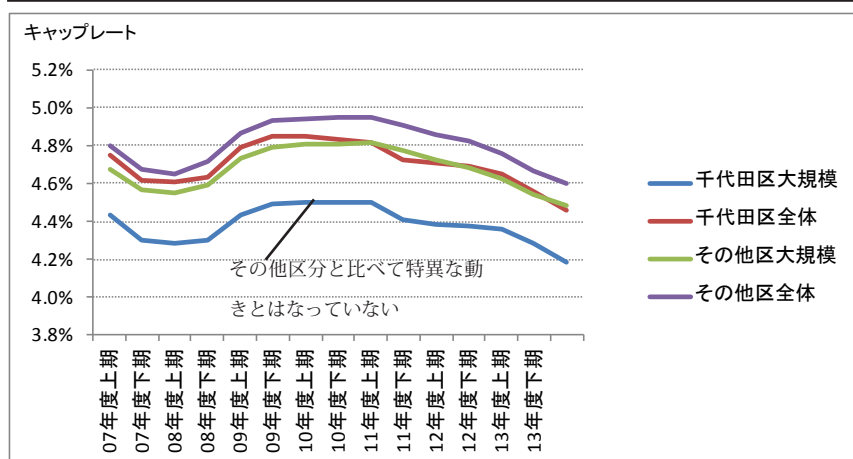
③特殊な（効率的でない）市場が形成されている可能性等

(1) サンプル対象の影響

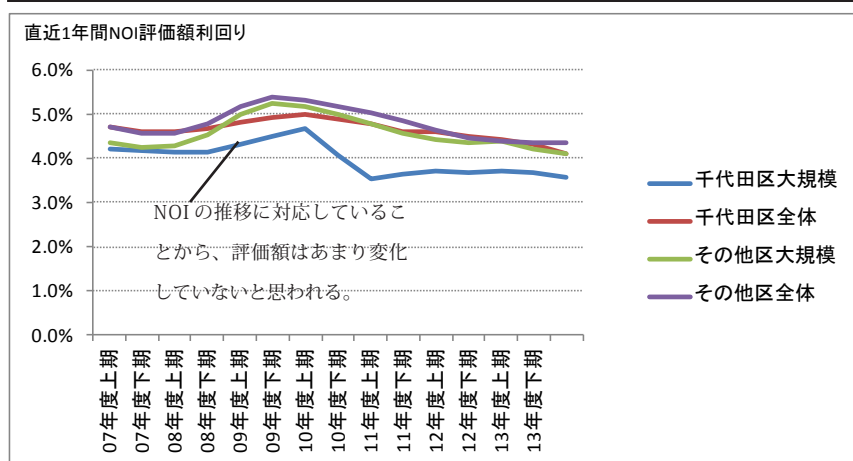
データを採取するサンプル対象の特性が影響している可能性がある。

NOIデータは、対象期間にデータ欠落のない物件を抽出し集計を行っており、サンプルの出入りによる影響は排除しているものの、J-REITの保有物件数の制約から、そのぞれの区分に含まれるサンプル数に差があり、これが影響した可能性もある。また、対象期間が7年程度に過ぎないことにも留意が必要である。

図表8 鑑定評価CRの推移



図表9 直近1年間NOI評価額利回りの推移



このページの図表のデータ出所：(株) 都市未来総合研究所「ReiTREDA」

(2) 価格のダウンスайдリスクを偏重する影響

不動産の取引では、将来の価格のダウンスайдはリスクであるが、アップサイドはリスクと認識しない傾向があるとされる。

この場合は、上昇余地の大きい投資対象は、低いキャップレートで評価される傾向があることになる。

千代田区大規模ビルは、常にオフィス賃貸市場のプライスメーカーとされており、不況時は景気回復時のいち早い賃料上昇が期待され、好況時はさらなる賃料上昇が期待されている。このことが、実際のCFの動向とはかかわりなく、千代田区大規模ビルのCRが小さい理由となる。

(3) 特殊な（効率的でない）市場が形成されている可能性

不動産には個別性があり、代替が存在しないケースも多数存在する。取引市場では特に立地の影響が価格に反映される。

この傾向は、オフィスであればいわゆる大丸有エリア、商業施設であれば銀座エリアで特に強いと考えられ、特殊な市場を形成している可能性がある。

J-REITの運用実績データで確認すると、千代田区大規模ビルのNOIは2010年下期に急落している[図表5]。しかし、鑑定評価におけるCR[図表8]と直近1年間NOI利回り（直近1年間NOI÷鑑定評価額）[図表9]を比較すると、鑑定評価におけるCF想定は2010年下期の急落は反

映していないと推察される。

これに基づく、テナントの千代田区大規模ビルへの入居希望層は厚く、賃貸市場で他を圧倒する優位性・ブランド力があることから、不動産評価では、千代田区大規模ビルでは価格が先に決められ、それに合わせた形でCF想定とCRが設定される（効率的ではない）特殊な市場が形成されている可能性がある。

- ※ 5 底地
- 借地権付き土地そのものを指して底地といい、底地の所有権を底地権という用例も一般的にみられる。
- ※ 6 定期借地契約
- 契約期間の更新のない定期借地権には、借地借家法 22 条に基づく一般定期借地権、同法 23 条に基づく事業用定期借地権、同法 24 条に基づく建物譲渡特約付借地権がある。本稿では、注釈がない限り建物譲渡特約付借地権のケースは除いて論を進める。

2. 底地投資の不整合

2.1 J-REIT の底地投資の状況

J-REIT の底地保有が増加した。保有している底地 67 物件中 85%にあたる 57 物件は、定期借地契約に基づくものであると思われる。また、そのうち 45 物件は上物用途が店舗となっている。

2.2 底地の評価試算

(1) 底地投資スキーム

底地^{*5}は、借地権付の土地（宅地）のことであり、当該土地の所有権を底地権という場合がある。

本稿では、以下底地は定期借地権契約^{*6}に基づくものを指すこととする。

底地権者（底地取得者）は、契約期間中は安定した収益が得られ、定期借地権契約に基づく底地であるため、契約満了時に更地の返還を受けるというスキームである。

(2) キャッシュフロー

底地投資のキャッシュフロー概要は、底地売主から底地買主（底地権者）が底地を取得し、借地人（建物保有者）から地代・一時金（無利息返還）を得るというものである。

また、建物を保有しないため、費用の内訳は単純なものである。

定期借地契約を締結するに当たり保証金等の一時金（無利息返還が多い）が支払われるケースが多い。これは、地代の不払いを担保するだけでなく、

契約終了時の更地化費用も担保していると考えられる。

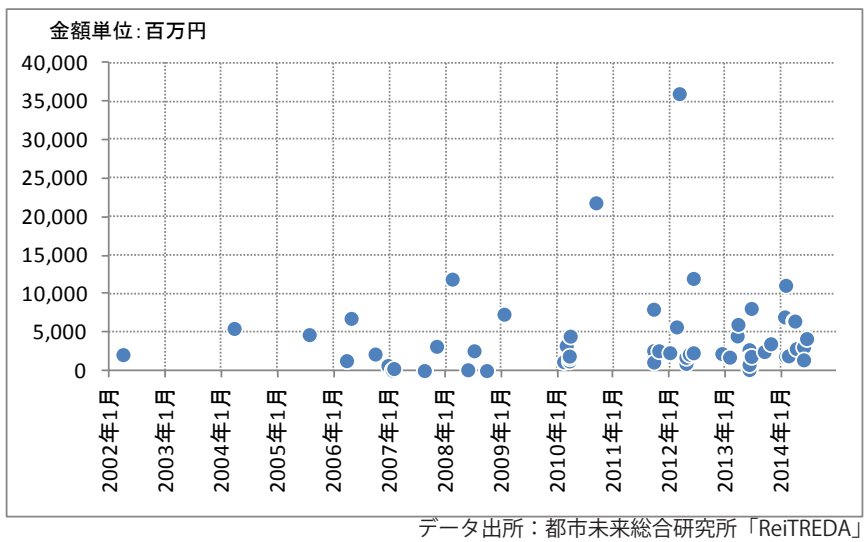
費用：土地の管理費、公租公課

運用益：一時金の運用益

（資本的支出：建物を保有しないためない）

収入：地代収入

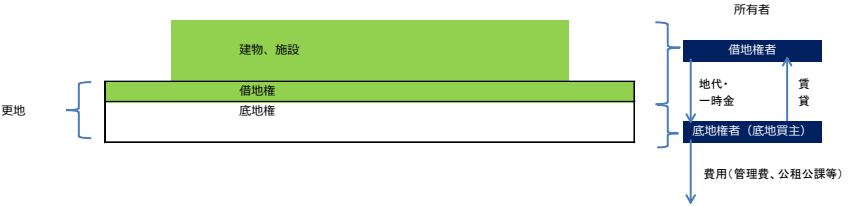
図表 10 J-REIT による底地の取得時期と取得額



図表 11 J-REIT による底地の保有状況

契約形態	用途	政令指定都市	地方都市	東京周辺区および都下	東京都心5区	総計
地上権	事務所				2	2
定期借地権	その他	3	1	1		5
	事務所				2	2
	住宅	2				2
	店舗	17	15	11	2	45
	物流施設		3			3
普通借地権	その他				1	1
	事務所	3			2	5
	店舗	1	1			2
総計		26	20	12	9	67

図表 12 底地の概要



【コラム：J-REITのキャッシュフロー項目の比率等】

底地価値（取得額）とキャッシュフロー項目の比率等の状況をJ-REITの運用実績から整理すると、次のようになる。

地代比率（年間地代÷底地取得額）

借地人は、支払う地代水準をなるべく抑えたいが、税務上底地賢者から借地権者への贈与に当たらないように設定する必要があり、一定の水準以上にならざるを得ない。

J-REITの例では、地代比率は4%～12%の範囲でばらついていると考えられるが、取得額が50億円以上の場合は6%前後（5%～7%）に落ち着いている。

費用比率（費用÷収入）

底地では、費用として管理費、公租公課が主で、費用比率はほかの投資対象不動産に比べると低い。J-REITの運用実績によると、底地全体では14.6%、店舗は11.8%となっている。事務所が36.7%と高いのは、立地が都心に近く公租公課の負担が大きいためと考えられる。

一時金比率（一時金÷底地取得額）

保証金等の一時金は、借主が貸主に一定の金額を無利息で預け入れる金銭のことで、実務的には賃料の不払いやテナントの債務を担保する金銭とされている。

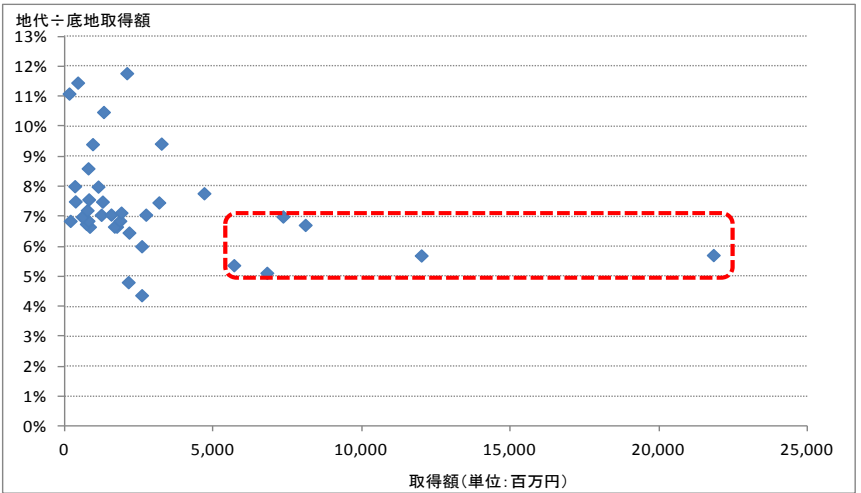
J-REITの例では、11物件で開示している事例があり、一時金等÷底地取得額は4%～8%の範囲でばらついている（1事例のみ11.4%）と考えられ、平均は6%程度である。年間地代との関係でみると、年間地代に相当する程度と考えられる。

存続期間

J-REIT保有の底地事例では、定期借地計画期間は20年間とするものが多い。これは、2007年12月以前は事業用定期借地契約の契約期間は、最長20年に制限されていたことが影響

していると思われる。借地借家法の一部改正により、2008年以降は事業用借地権の存続期間が10年以上50年未満となったことから、今後は20年を超える事例が増加してくると思われる。

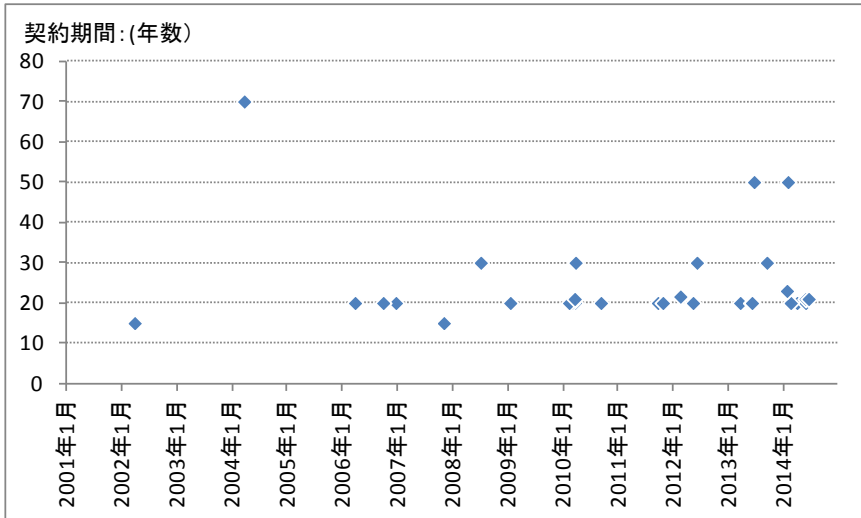
地代比率の状況



上物建物の用途別費用比率（J-REIT運用実績）

用途	費用比率
事務所	36.7%
住宅	2.0%
店舗	11.8%
物流施設	18.8%
その他	12.1%
全体	14.6%

底地取得時と存続期間



データ出所：このページの図表は都市未来総合研究所「ReiTREDA」

(3) 評価試算

上物用途が店舗で契約存続期間が30年の定期借地権付き底地（50億円以上）について、底地割合、割引率および地代割合の整合性のある組み合わせを試算した。

①割引率

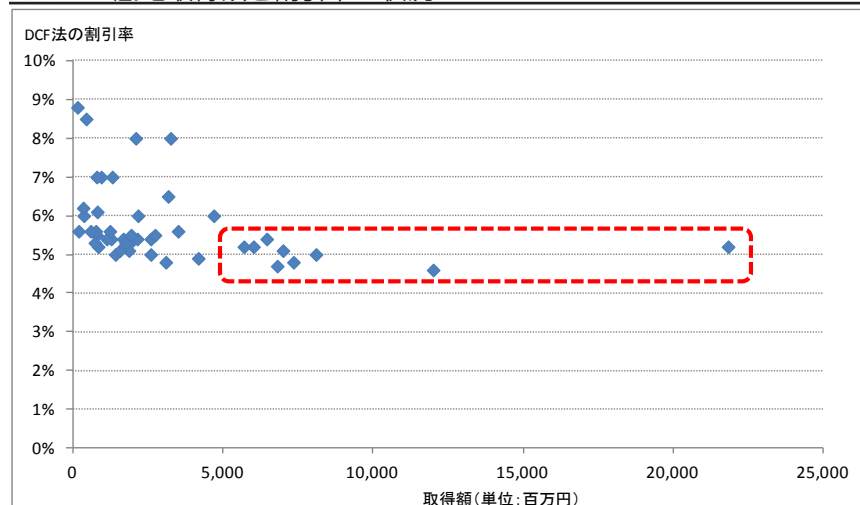
J-REIT が保有している上物用途が店舗の底地の DCF 法の割引率は 4.5% ～ 9.0% の範囲でばらついているが、取引額が 50 億円以上の場合は 5% 前後（4% ～ 6%）に落ち着いている。この割引率の水準は、一般的不動産用途の物件との差はあまりないといえる。

②評価試算

財産評価基本通達（国税庁）では、定期借地権付貸宅地について、貸宅地の評価額＝自用地評価額×（1－定期借地権の残存期間に応じた割合）としており、「定期借地権等の残存期間に応じた割合」は、5%～20%となっている。つまり、底地比率（底地価値÷更地価値）は 0.80～0.95（残存期間が短いほど高い割合）と想定されている。

この想定およびコラムで整理した J-REIT のキャッシュフロー項目の比率等に基づき、上物用途が店舗の底地価値（50 億円以上と想定）について 30 年間の DCF 法で試算を行った。その結果、底地価値割合と地代割合（地代÷底地価値）および割引率の関係を整理すると、図表 14 の組み合わせとなり、

図表 13 底地取得額と割引率の状況



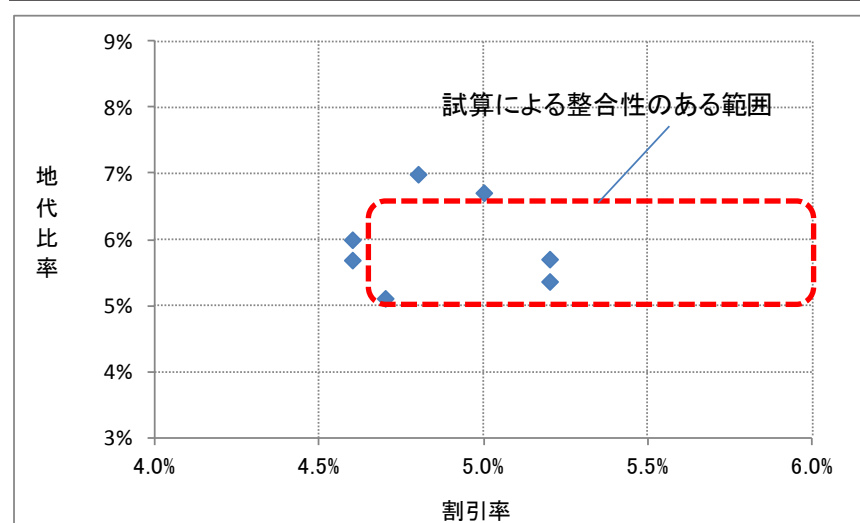
図表 14 底地割合別の割引率と地代割合の組み合わせ試算結果

		割引率													
		4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%
底地	0.95	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.2%	6.4%	6.5%	6.6%
地比	0.90	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.2%	6.3%	6.4%	6.5%
率	0.85		5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.1%	6.2%	6.3%	6.4%
	0.80			5.1%	5.2%	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.1%	6.2%	6.3%	

【試算の前提】

- ・30年間の DCF 法、30 年目の更地の価値は現在の価値と同等。
- ・収入は地代収入、費用は費用比率から算出、一時金等は底地価値の 6% で金利 2% で運用。

図表 15 J-REIT 保有物件と試算による整合性のある範囲



データ出所：このページの図表は都市未来総合研究所「ReiTREDA」

※7 シャープレシオ

(平均リターン - 安全資産利子率) ÷ 標準偏差 であらわされ、リスクを取って運用した結果、安全資産(リスクがゼロと仮定した資産)から得られる収益(リターン)をどの位上回ったのか、比較できるようにした指標。なお、2014年10月21日現在の30年物利付国債の利回りは1.63%。

割引率の範囲は4.7%～6.0%

地代割合の範囲は5.0%～6.6%

であることがわかる。

J-REITの取得額50億円以上の店舗の底地の場合は、整合的な地代割合と割引率の組み合わせ範囲に近い分布となっており、ほぼ整合的な設定になっていると考えることができる。

2.3 底地投資のリスク

(1) J-REITの運用実績

定期借地契約は安定的な地代収入を得られる、修繕費が発生しない、契約が終了すれば更地が返還されるということを前提としておりリスクが小さいスキームとなっている。

実際、J-REIT保有の運用実績では底地の総合収益率(2006年下期～2014年上期)のリスク・リターンはもっとも左に位置し(標準偏差が小さいことは、総合収益率が安定していることを示している)、安全資産利子率を1.63%とするシャープレシオ^{※7}も物流施設に次ぐ高さとなっており、魅力的な投資商品となっている。

(2) 底地特有のリスク

底地特有の主なリスクは、次のように整理できるものの、一般的な用途の不動産のリスクと比して著しく大きいものではない。

①地価の下落リスク

他の不動産投資商品でも、不動産価

格が市場で下落する場合がある。市場での価格変動は底地特有のリスクではないが、返還を受けた更地の収益化は基本的に売却しかないので、返還を受けた時点が地価の下落時期に当たれば、収益率の低下が予想され特有のリスクと考えられる。

②物価上昇リスク

契約終了時の更地化を担保する保証金等の一時金が、インフレや工事費の値上げにより、十分でなくなる可能性がある。底地投資では、上物である建物・施設はなるべく撤去しやすいものの方がリスクは小さいといえる。

③流動性リスク

定期借地契約満了時に返還された更地の売却時において、当該更地の流動性が低い場合は、底地設定時の更地価値を契約満了時に維持できないことが考えられる。特に、工場やロードサイド店舗の底地であるケースに

は流動性が低い場合があると考えられる。

2.4 中途解約の不整合点

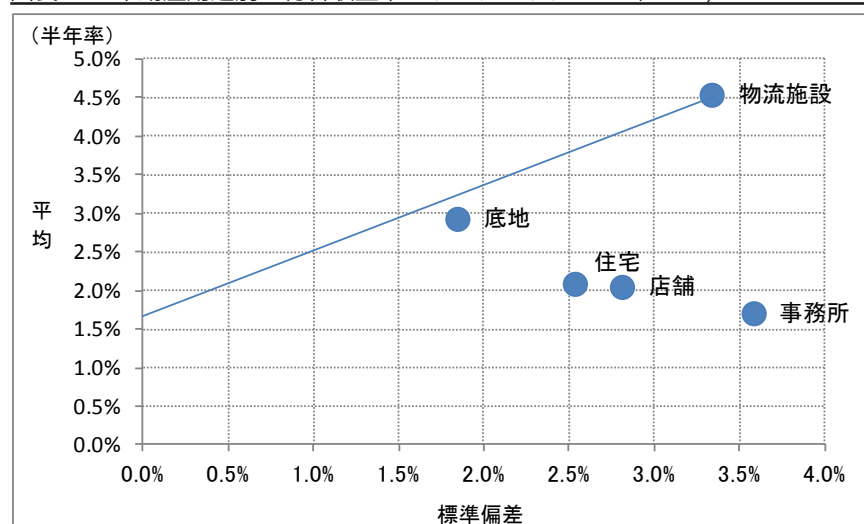
(1) 中途解約時の優位性

一般的な賃貸オフィスビル、賃貸住宅および物流施設では、テナントの都合で契約期間中に契約が終了した場合、予期せず賃料収入が減少する。特に、物流施設では、テナント数が少ないため代替テナントが入居しなければ賃料収入が大きく減少することになる。一般的な賃貸事業では、テナントの中途解約はリスクとなる。

しかし、底地では、中途解約は契約の終了となり、更地が底地権者に返還されることになる。底地権者にとっては、地代収入はなくなるものの、底地価値よりも大きい更地を入手できることになる。

一般的に借地権者側の都合による中途解約時には、借地権者側は中途解

図表 16 不動産用途別の総合収益率のリスク・リターン (J-REIT)



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

約違約金の支払い、に加えて更地化費用（一時金との相殺等）の支払をし更地を返還しなければならない。

一方、底地権者側は、中途解約違約金を得られるとともに、追加的な負担なく更地を入手できることになる。

更地が市場で十分に流動性を持っているならば、テナント都合による中途解約はリスクとは限らない。

(2) 中途解約の IRR 試算

J-REIT の事例では、契約満了までの DCF 法評価では整合的なものであったが、中途解約を想定すると満了までの価値よりも増加するスキームが多いと思われる。

中途解約の試算結果では、割引率 5.0%、地代割合 5.3%（底地割合 0.8 に相当）とすると 30 年満了では整合的になるが、10 年目で賃借者都合による中途解約となり、更地返還を受け、更地を売却したとすると、IRR は 5.0%から 6.5%に跳ね上がる。さらに、違約金を受領すると IRR はそれに応じて上昇することになる。

つまり、定期借地権において、更地価値>底地価値、更地の流動性が市場で確保されているならば、中途解約は底地権者にとってリスクではないと考えられる。

2.5 考察

底地投資は、超長期の固定利付国債への投資と類似性はあるものの、さらに底地価値が更地価値よりも低いことから割引債の要素も加わっていると考えられる。利付債券要素において不動産商品の通常のリスクプレミアムがすでにオンされていると考えると、割引債要素は追加的な魅力である。加えて、中途解約時には、より魅力的になる試算結果となった。

一方、一般的な企業で CRE-M を検討する際には、稼働工場等の土地を底地化して資金調達することは、従前どおり工場等を稼働させ事業を継続できる点で魅力的なスキームと思われる。

資金調達の観点だけではなく、企業が保有する不動産の底地化+底地売

却+定期借地は、資産のスリム化を図れ、ROA の向上が期待できる施策でもある。

定期借地権は、1992 年に始まった比較的新しい制度で、2000 年以降目立つようになってきた定期借地権付の底地の取引では、中途解約時の不安（円滑な更地返還がなされるか等）に対応して底地投資家の理解を得るため、底地投資家に有利な条件設定が行われていた背景があると推察できる。しかし、こうした状態は、企業が保有する不動産の底地化を躊躇させているのではないか。国内で活動する企業を不動産面で支援する意味、不動産投資市場に魅力的な商品を継続的に供給するという意味、両面から底地権者および借地権者にとって互いに整合的な商品づくりが行われることを期待したい。

以上

図表 17 IRR の試算

		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目	11年目	12年目	23年目	24年目	25年目	26年目	27年目	28年目	29年目	30年目
地代収入	地代比率 5.10%	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08
費用	費用比率 11.80%	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48
一時金	一時金比率 6.00%	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
契約満了時																					
更地価値		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	100.00
CF合計	-80	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	103.69
IRR	5.0%																				
中途解約時																					
更地価値		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00								
CF合計	-80	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	3.69	103.69								
IRR	6.5%																				

【試算の前提】

- ・ 30 年間の DCF 法、30 年目の更地の価値は現在の価値と同等。
- ・ 中途解約は 10 年目。更地価格は現在の価値と同等。
- ・ 割引率 5.0%、地代割合 5.1%（底地割合 0.8 に相当）の設定。

【責任に関する注意事項】

株式会社都市未来総合研究所（以下、「都市未来総合研究所」）は、本レポートに掲載されている内容（文章、図表、画像、データ、分析または評価手法）の一部または全部（以下「本書内容」）について、都市未来総合研究所との許諾契約（業務請負契約における許諾条項の設定等を含む。）の締結または都市未来総合研究所による事前の許可を得ることなく、転載、複製、頒布を行うことを禁じます。都市未来総合研究所は、本書内容に関して、第三者の著作権、商標権その他いかなる権利も許諾するものではありません。本書内容を不法な目的のために、または不法な方法で使用することを禁じます。

都市未来総合研究所およびその取締役、執行役員、従業員、株主（以下、総称して「都市未来総合研究所関係者」）はいずれも、本書内容に関して、その正確性、完全性、適時性および利用可能性について保証いたしません。都市未来総合研究所関係者はいずれも、原因に関わらず（過失その他のいかなる理由によるものであっても）、本書内容の誤謬や脱漏に対して一切責任を負わず、本書内容を利用したことにより得られた結果に対して一切の責任を負いません。損害が生じる可能性について事前に報告を受けていた場合を含むいかなる場合においても、都市未来総合研究所関係者は、本書内容の利用に関連する直接的、間接的、付随的、派生的な損害または損失（実損失、逸失利益または機会費用、過失によって生じた損失等を含むが、これらに限定されません。）、経費、費用等に対して、いかなる者に対しても一切責任を負いません。

本書内容における分析、評価および見解は、それらを作成した時点の執筆者の意見を示すものであって、必ずしも事実を記述したものではありません。本書内容には、意図したかどうかに関わらず、執筆者をはじめとする都市未来総合研究所関係者の主観や特定のバイアス、期待または誘導が含まれている可能性があります。本書内容における都市未来総合研究所の意見、分析、評価および見解は、実物不動産または有価証券の購入、保有もしくは売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでもありません。

都市未来総合研究所は、本書内容について、公表後に更新または訂正する義務を負いません。都市未来総合研究所は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても鑑査はせず、その正確性、完全性、適時性および利用可能性について検証は行っていません。

Copyright© 株式会社都市未来総合研究所 〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-3-4 日本橋プラザビル 11F

Telephone : 03-3273-1431、Facsimile : 03-3273-1471、URL : <http://www.tmri.co.jp/>

設立：昭和 62 年 12 月 21 日、資本金：1 億円、株主：みずほ信託銀行グループ各社

【主な業務】(1) 不動産に係る市場・顧客環境の調査研究と事業戦略・投資戦略に関するコンサルティング、(2) 資産マネジメント：CRE（企業不動産）・FM、AM・PM に関する調査研究とコンサルティング、(3) 開発プロジェクトのための調査研究とコンサルティング、(4) 都市開発および地域開発の調査研究とコンサルティング