

アルベルゴ・ディフューズの準レント

An Essay for Quasi-Rent of Albergo Diffuso

長崎県立大学経営学部経営学科

大学院地域創生研究科

准教授 馬場 晋一

BABA, Shinichi

1. イントロダクション

1.1 アルベルゴ・ディフューズ・タウン

本稿は、日本において、世界で初めてアルベルゴ・ディフューズ・タウンの認証を受けた長崎県平戸市周辺の地価上昇のメカニズムについて、割引キャッシュフロー法（DCF法）により算出した推定を基に、株主に帰属するキャッシュフローを基に、地価の影響を収益還元法のモデルを用いて推定したものである。

アルベルゴ・ディフューズとは、イタリア語であり、アルベルゴは「宿泊施設」、ディフューズは「分散」の意味を持つ。空き家を宿泊施設として再生し、レセプション（フロントやコンシェルジュ機能をもつ施設）を中心とした街中に、レストランやバー機能を有する古民家再生型のホテルビジネスの認証を行っている。

日本においては、少子高齢化による空き家問題の解決や、宿泊者が回遊することによる活性化や、交流の創出が期待されている。

アルベルゴ・ディフューズの認定団体である「アルベルゴ・ディフューズ・インターナショナル（ADI）」によると、アルベルゴ・ディフューズは、宿場のレセプションを中心に「各施設はおおむね半径 200m 以内に集積していること」、「ひとつの事業体によって運営されていること」が要件として定義されている。この認証の広域拡張版として、地域一帯で宿泊経営を行う「オスピタリタ・ディフューズ」、自治体向けの「アルベルゴ・ディフューズ・タウン」がある。これは、各施設の集積範囲は半径 1km 程度と広く、経営体も同一である必要がないなどの違いがある。各組織が連携し、地域全体で集落の再生を目指すことを目的としている。訪問者は、その地域で営まれてきた伝統的な暮らしを、まるでその住人になったような気分で楽しむことができる。

アルベルゴ・ディフューズは、2025 年現在、日本の国内 4 都市をスタートアップ事業者として認定している。アルベルゴ・ディフューズ・インテルナツィオナーレ・エストレモ・オリエンテ（ADieo）は、この取り組みを日本で推進する団体として 2022 年 7 月に設立された。

本稿で地価への影響について検証を行った平戸市は、2025 年 6 月に「アルベルゴ・ディフューズ・タウン」として、地域全体が一つのビジネスユニットとして認定された世界で

初めての事例である。参考までに、アルベルゴ・ディフェューズの創設者兼会長であるジャンカルロ・ダッラーラ氏は、元ペルージャ大学の教授であり、都市工学の研究者である。

本稿において地価の影響が考察されることは、先行研究では例がないが、アルベルゴ・ディフェューズの認証は、文化遺産の保持を目的としたものではなく、都市開発の視点に根差した、経済効果の発揮を念頭に置いている。平戸市における認定式典でダッダーラ氏は、「私たちはアルベルゴ・ディフェューズのプログラムを世界的に拡大しており、日本でも市場価値のある地域を見つけました」とコメントし、2025年には、佐世保市に本社を有する信用組合が3つのホテル、飲食店に対して大規模な初期投資を実施したことを皮切りに、急速な地価の上昇がみられている。本稿ではこうした動きによる平戸市内の他地域の地価とアルベルゴ・ディフェューズ・エリアの地価の変化と比較し、アルベルゴ・ディフェューズ・タウン認証の地価への影響を推定した。

アルベルゴ・ディフェューズの主な目的は、既存の歴史的施設を経済価値のある文化資産として再利用することで、ビジネスとしての地域観光を活性化させることにある。ダッラーラ氏は、1976年のフリウリ＝ヴェネツィア・ジュリア州大地震で危機に瀕していたイタリアの村々の再生プログラムに参加した際に、その方法を発見したことが、認証機関設置の背景にある。

アルベルゴ・ディフェューズは、地域のエリア内の「分散型ホテル」が、1つの事業体によって運営され、地域環境、文化、地域社会との調和を図ることを開発計画において特に重視している。アルベルゴ・ディフェューズの取り組みには、企業単位の「アルベルゴ・ディフェューズ (AD)」という基本概念に加え、より広域の「オスピタリタ・ディフェューザ (OD)」、地方自治体向けの「アルベルゴ・ディフェューズ・タウン (ADT)」の認証が定義されており、本稿で検証される平戸市の事例は、「アルベルゴ・ディフェューズ・タウン (ADT)」の一事例である。

少子高齢化による人口減少に伴い、平戸市でも深刻になっている地方の過疎化、空き家問題対策として周辺の空き家・空き店舗も合わせて分散型ホテルとすることで、集落全体をまんべんなく旅行者が行きかう宿泊施設とすることが可能になるこの仕組みは、空き家問題への具体的な解決策であると言える。

訪れた観光客は、滞在中に施設を往来することで地元の人々と触れ合うことができ、また旅人同士での程よい距離感を保った交流も生まれやすくなる。

1.2 認証プロセスと経済効果

アルベルゴ・ディフェューズの認証プロセスは、既存建物の改修計画 (1) と、周辺地域の再開発と活性化計画 (2) である。

- (1-1) 不動産所有者（セカンドハウス所有者、ベッドアンドブレイクファストや休暇用住宅の所有者を含む）、公共機関、観光業界の事業者とのパートナーシップを設立する。

- (1-2) パートナーシップを提携した事業者が住宅ユニット（宿泊施設を含んだ飲食店の事業単位）を購入し所有する。それらを古民家再生にかかる基準に照らし、歴史的文化的価値を維持するように改修・整備する。所有者は、所有管理をすべて担う必要はなく、自社に管理を委託する選択肢も有する。
- (2-1) パートナーシップを提携する事業者は、株主への経済的利益を確保し、地域観光客のランドマークとなることを目指す。パートナーシップ事業者の役割は、住宅ユニットをホテルとして運営し各種サービス（受付、清掃、朝食サービス）を提供する。具体的には、土地の活用と管理である。レストラン、スポーツ施設、文化施設、観光ガイドとの提携、イベントの企画・開催（内部・外部）などがあたる。
- (2-2) 施設間の調整：アルベルゴ・ディフェューゾ（AD）に参加しない宿泊施設運営者は、観光事業者としての経験を生かす外部コンサルタントとしてプロジェクトに参加可能である。
- (2-3) 地域との調整も重要な要件となる。アルベルゴ・ディフェューゾ（AD）は、その自治体のより広範な地域を代表する存在となり、観光エリア全体の真のランドマークとなる必要がある。認証されるためには、法人格を有した事業者として会社設立が必要である。

このように、アルベルゴ・ディフェューゾ（AD）は、環境への負の影響を及ぼさない独自のコモンス開発のアプローチでもあり、原則として新たな建造物の建設は一切必要ない。既存の建物や住宅を改修するだけで済むシステムである。改修、改装された建造物は、地域の金融機関によって経済的支援を受けながら、地域の文化的・歴史的背景に即して改修され、既存の施設やサービスとネットワーク化されることになる。

地域の金融機関はしばしば、地域における最も重要なステークホルダーとして機能し、既存の潜在的な起業家を刺激し、増加する観光需要に伴う新たな事業創造を促進することが期待される。

以上から、想定可能な仮説は、オーナーシップの認証と参入による地価への影響は、株主帰属するキャッシュフローの期待収益率、および初期投資による土地資産に対する貨幣需要の増加である可能性を推定できる。

2. メソドロジー

2.1 仮説と方法

本稿においては、アルベルゴ・ディフェューゾ（AD）の観光資源の活用、認証の取り組みが地域の経済効果の代表例として挙げられる地価の決定にどのように影響するかについて、論考を試みている。ここで、伝統的な地価の決定メカニズムを現代に至り、不動産価格の市場メカニズムをなす古典の代表格、資産価格決定理論「収益還元法」の原論から論

じておく。

一般に、土地は生産される財と異なり、需要と供給の法則が適用できないという見方や、地価はまったく思惑で決まるもので、所得上昇の資産効果として、市場で上昇すると思えばそれ以上に弾力的に高騰し、下落すると思えば逆に急落、といった投機的要因による見解がよく聞かれる。

しかし、経済分析の視点から地価の決定を議論する場合には、土地が他の資産と同様に、その価格が資産選択の結果として決まると考えるのが一般的である。

実際に、地価決定のモデルである「収益還元法」は、DCF法（割引キャッシュフロー法）の応用で、一般の資産選択のモデルを地価の算定に応用できるとする点で、ある程度の意見の一致がある。おおむね一致している地価決定のモデルは、古く経済学の古典に求めることができるが、これより導かれたと考えられている通説的な結論は、次のようなものであろう。

- 1) 地価は、土地から得られる地代収益の現在価値であり、固定資産の準レント（quasi rent）を利子率で割引した価値に等しい。
- 2) 地価の決定メカニズムは、実物経済の利回り決定メカニズムと別個にあり、インフレ率を考慮した名目リスクフリーレートの上昇（実物）と期待収益率（インプライド・キャップレート）の間でこれらの水準が互いに乖離すると、期待インフレ率の上昇とともに、準レント（超過利潤）が発生する。
- 3) 準レントの発生は、金融資本市場で土地資産の資産効果として貨幣需要を増加、結果として地価は上昇、事業参入を促進する。

はたして、このような推定が全てに得られるのであろうか。また、どのようなモデルの推定のもとで得られるのだろうか。その仮定は、どれだけ現実的であらうか。その仮説は、本稿での考察を待つとして、リスクファクター（割引率）の話に話題を移そう。

2.2 地価と準レント

日本銀行は 2024 年 3 月にマイナス金利政策を解除したことに加えて、政策金利を 0.25% に引き上げた。政策金利が 0.25% の水準になるのは 2008 年 12 月以来、約 16 年ぶりのことである。10 年超に及んだ「異次元緩和」を経て、日本経済は金融正常化に向けて大きな転換点を迎えている。

この「異次元緩和」は、経済成長を伴って物価が持続的・安定的に上昇し、日本銀行が政策金利を 2% 台後半まで段階的に引き上げるシナリオを想定したものである。

本稿では、こうした「金利のある世界」が今後実現した場合に不動産市場でどのような変化が生じるか、特に収益不動産の価格やキャップレートの観点から分析する。

そこで、本稿が考察するリスクファクター（割引率）は、リスクフリーレート（長期金

利)からの超過利潤(準レント)を不動産市場から推定することである。

資産価格の変化が、消費や投資といった所得に影響する効果を持つならば、準レントも地価の変化に依存する可能性が出てくる。実際に、地価が上昇すれば、「資産効果」で消費や投資が拡大し、オフィスのスペースに対する需要が増加する傾向を持つ。逆もしかりで、これは、土地サービスに対する需要、および内部留保の再投資を通じて供給に影響するので、地価の上昇と資産選択については、次のようなモデルで説明できる。

2.3 資産効果と地価

モデルに入る前に、前提として、地価は、土地の資産としての価格である。したがって、土地とその他の資産との間には、資産選択の裁定式が成り立つことが均衡条件となる。具体的に、n期における土地の収益率は、n期首に地価P(n)で購入した土地がn期末までにどれだけの価値を生み出すかを比率によって示したものである。つまり、n期の期待収益率は、n期末(n+1期首)に支払われる準レントr(n+1)と、その期間中の土地の値上がり価額P(n+1)と取得原価P(n)の差を、取得原価P(n)に対する比率で表わしたものである。それが、貨幣の収益率でありかつ流動性リスクである利子率rに等しくなるまで、資本市場にて資産選択の裁定が行われることになる。

したがって、地価の理論値は、原則として、土地の収益である準レントの上昇をプレミアムとし、市場利子率(リスクフリーレート)との差を超過利潤として考慮した収益還元法によって地価が決まることになる。

収益還元法によって決まる地価の理論値は、「収益還元地価」として知られている。それをより単純化した例として、よく知られているのは、準レントが每期gの一定率で上昇するケースで、次のように成長割引配当モデルと同様に扱うことが可能となる。

$$P(t) = \frac{r(t)}{i - g}$$

各期の準レント(r)のパーペチュイティ(永久債)を、永久成長率を加味した利子率で割引した値に等しくなる。準レントが每期定率で成長するという仮定に基づいており、継続価値成長率はリスクフリーレートにリスクプレミアムを加算して考慮される。

このモデルは、割引率が、時間とともに一定であるため、永久に地価は値上がりしないと誤って理解されることもある。しかし、このモデルは、 $P(t) = r(t) / (i - g)$ の右辺の分母は、一般には、配当割引モデル(Dividend Discount Model)の割引率と仮定されているが、実際のところ、成長率gの比率でt期の地価(P)は上昇することは明らかである。つまり、地価Pはgの比率で値上がりを続けることになる。

都市の集積の利益や技術進歩などによって、土地の生産性が上昇し、準レントが高まっていく経済では、土地はそれに応じて値上がりすることが理解できる。

いま、比較静学モデルとし、時間の経過を無視すると

地価 P は準レント r との関係で、

$$L_d(r, P) = L_s(r, P)$$

このモデルにより説明される準レントは、地価の増加関数となり、
 $r' = r - i(P)$, $r'(P) > 0$ 、 i は市場金利

と表わす。このとき、地価 P は、準レントの超過利潤 r' の増加関数であるから、準レントが市場金利よりも高い限り、市場金利は上昇する。

そのメカニズムは、次のようなものである。まず、地価が均衡値よりも上昇に乖離すると、レントを地価で割った $(P' \cdot P / P = P' / P - 1)$ インカム・ゲインの分母である地価は上昇するが、それ以上の比率で分子の準レントが上昇すれば、前期末の変化率 1 より大きい限り、キャッシュフローの全体は増加する。

2.4 キャップレート（割引率）と収益率

不動産の資産価値を算出するにあたり、収益還元法では、3つの収益率（割引率）を規定する。

- ・ NOI 利回り（実質利回り（簿価） 不動産の取得原価（簿価）
- ・ 還元利回り（表面利回りキャップレート）時価
- ・ 不動産の時価、期待収益率（インプライド・キャップレート）時価

の3つである。この中で、本稿では、NOI 利回り（実質利回り）は、総収入から空室損失を引いた実際の家賃収入から管理費や固定費などの諸経費を差し引いた営業純利益（NOI）を物件価格（取得原価・簿価）で割ったものであるが、簿価による不動産取得原価を用いることから、正確な時価のリスクファクターを算定するには難がある。

また、還元利回り（想定家賃収入/地価）は、地価と家賃収入との関係で決定されるリスクファクターであるから、地価を所与とする限り、地価決定のモデルとして使用するには内部で循環参照してしまうので不適當である。

そこで、本稿では、上記3つの収益率のうち、不動産の時価と期待収益率（インプライド・キャップレート）を時価で計算可能であり、収益率を市場金利の外部変数から算出可能なインプライド・キャップレートを用いて、アルベルゴ・ディフェューズの事業体の期待収益率を推定し、地価の上昇メカニズムを収益還元法によって考察し、事業体の事業価値を推計することにした。

本稿では、収益還元法を考察するにあたり、不動産収益の期待収益率として、インプライド・キャップレートを想定している。インプライド・キャップレートは、J-REIT の利回り指標の一つで、運用する不動産に対して、資本市場が期待する利回りを示す。

本稿の分析の対象であるインプライド・キャップレートを、キャップレートとの関係を確認しながら考察する。

インプライド・キャップレートは、NOI（Net Operation Income：時価純営業収益）を資本市場で決定される事業価値（EV）で除することで計算される。逆算すると、REIT 不動産の事業価値そのものは、

$$EV = \text{NOI} / \text{インプライド・キャップレート}$$

という関係であり、NOI はキャッシュフロー、インプライド・キャップレートは、事業価値（EV）のリスクファクター（割引率）として考慮できる。

NOI は不動産賃貸収入の純収益であり、収入から販管費を差し引き、減価償却費を足した値であり、フリーキャッシュフロー（FCF）に相当する。

NOI は主に J-REIT の不動産運用の期待収益率（インプライド・キャップレート）、不動産の還元利回りによる収益により形成され、一般的には、地価の水準と連動して安定的に推移する。一方、企業価値は J-REIT の投資価格の動きにより変動するため、資本市場の影響を大きく受ける。インプライド・キャップレートの変動は、J-REIT の投資価格の動きに因るところが大きいですが、還元利回りと異なり、事業価値と利回りの関係は循環参照しない。

インプライド・キャップレートは「資本市場」が示す不動産の期待利回りであるのに対し、還元利回りで用いられる通常のキャップレートは「不動産投資市場」が示す期待利回りである点において異なる。しかし、一般的には、J-REIT の資本市場は不動産市場と比較して、変動するタイミングが早く、またボラティリティも大きい。従って、REIT のキャップレートは不動産キャップレートと比較して、先行性を有し、また変動幅も大きいという特徴を有する。

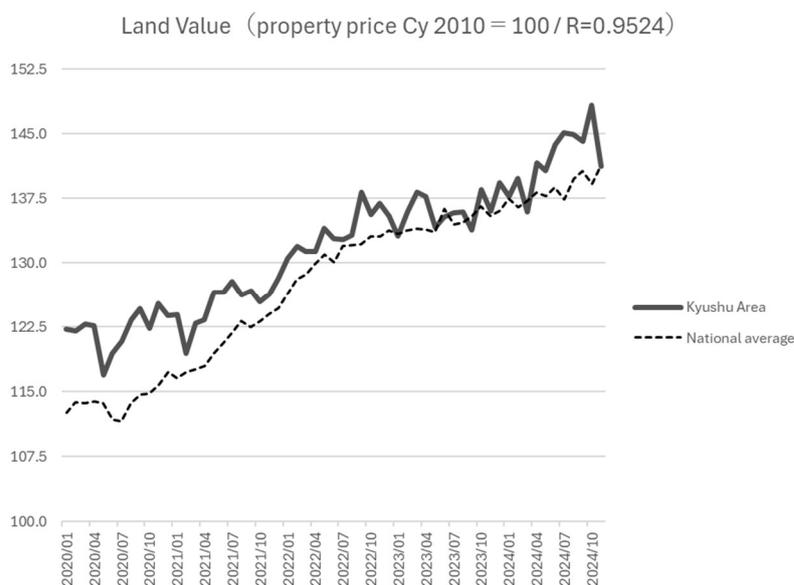
不動産投資市場における取引事例は公表されないことが多く、また即時性に劣る点、いため、キャップレートを計量的に分析することは個別の不動産によってばらつきがあることから、本稿では REIT のキャップレート（REIT 資産の期待収益率）を用いて、資本市場から見た不動産の金利上昇リスクを分析した。なお、インプライド・キャップレートは、下記数式の通り、リスクフリーレートとリスクプレミアム、期待 NOI 成長率（逆符号）に分解できる。

$$\begin{aligned} \text{インプライド・キャップレート} = \\ \text{リスクフリーレート（10年国債利回り）} + \text{リスクプレミアム（準レント）} \end{aligned}$$

リスクフリーレートは、10年国債金利とされることが多く、金利変動の影響を直接受ける。一方、リスクプレミアム等にも、金利変動の間接的な影響が及ぶため、必ずしも金利とインプライド・キャップレートが平行に変動するわけではない。インプライド・キャップレートの金利感応度は、経済状況や市場環境等、様々な要因により変動するため、統計

的手法等を用いて推計する必要がある。下図1は、地価とインプライド・キャップレートの推移である。

図1 地価の変化（2010年=100とした場合の変化率）



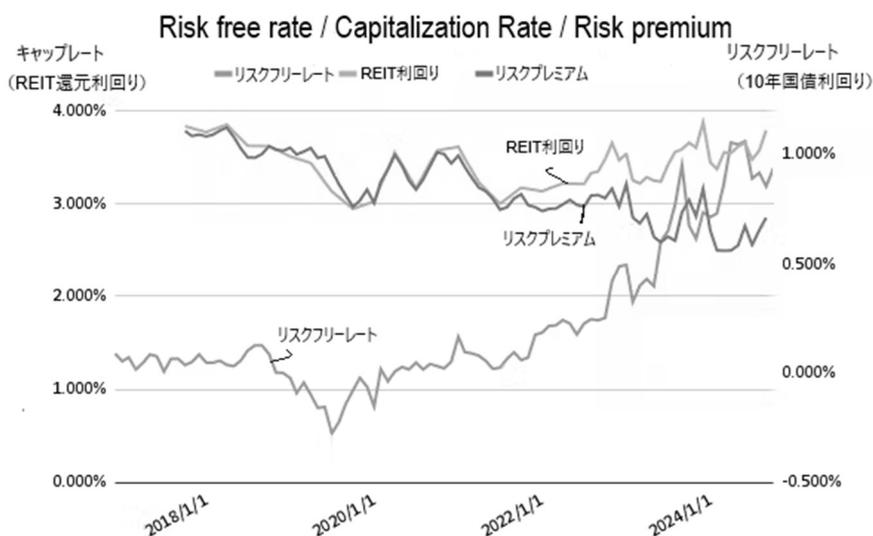
Source 国土交通省「不動産価格指数」より筆者作成

インプライド・キャップレートは投資家が資本市場（J-REIT）で不動産投資に期待する利回り（収益性）である。原型は還元利回りで用いるキャップレートであるが、時価計算されている分、即時性がある。一般に、不動産価格は賃料÷キャップレートで計算されるため、キャップレートの低下は不動産価格の上昇を、キャップレートの上昇は不動産価格の下落を意味することになる。

2.5 資産効果と株主価値

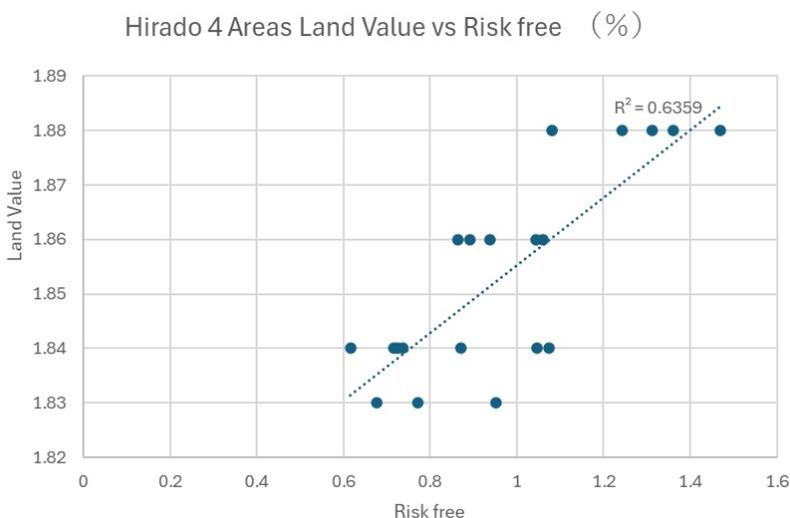
インプライド・キャップレートの金利感応度を推計するため、インプライド・キャップレートの変動要因について分析する。インプライド・キャップレートは、長期国債利回り（10年）に代表されるリスクフリーレートとリスク・プレミアム（準レント）で構成される。2024年11月の長期国債の利回りは約0.08%上昇し、住宅系REITの配当利回りは約0.22%上昇したため、不動産リスク・プレミアムは前月比0.14%上昇した。結果としてキャップレートは上昇し、不動産価格にはネガティブな状況になっている。つまり、不動産価格は、期待利回りが時価で高く、その結果として上昇するものの、相対的に不動産価格は期待利回りとの関係で割安となる。

図 2 リスクフリーレートと期待収益率および超過利潤



Source REIT 分析「IC」重視運用のススメ, Bloomberg より筆者作成

図 3 アルベルゴディフェューズエリアの地価とリスクフリーレート



Source 日経地価マップ 2025 より筆者作成

図 2 をみると、金利上昇を受けて地価は急激に下落したが、不動産価格の上昇ペースはこれまでに比べて減速したものの、緩やかな上昇傾向を維持するとの結果になっている。

実質ベースの長期金利が上昇して不動産価格を押し下げる効果が生じるが、経済成長や物価上昇による価格押し上げ効果が上回る状況である。また、キャップレートは、低下傾向が反転し、不動産価格とともにキャップレートも緩やかに上昇している。これは、地価を受け、準レント（超過利潤）が大きく増加することが原因であると考えられる。

金利上昇に伴い、キャップレートの上昇とともに事業の純収益は向上する可能性がある。ただし、地価の高騰は、リスク・プレミアムを含んだキャップレート（還元利回り）との関係で決定されるため、リスク・プレミアムの減少と地価の上昇はトレードオフとなる。

これまでの不動産価格が上昇、キャップレートは低下という、従来の市場環境が変化する可能性があると考えられる。

他方、図 3 にアルベルゴ・ディフューズ・エリアの地価の上昇率（%）とリスクフリーレート（%）の関係を図示した。地価の上昇は市場の期待収益率（REIT 市場の期待収益率）と相関しており、地価は、名目の長期金利とともに上昇することがわかる。

これは、フィッシャーモデルとも整合的である。期待インフレ率（名目）が物価上昇に起因するリスクプレミアムの減少とともに上昇、REIT の期待収益率（インプライド・キャップレート）と相関していることがわかる。国債や預金の金利が高まると、出資者（ビジネスオーナー）はより高い収益率（期待収益率）を求めようになり、不動産価格の下落圧力が働く可能性がある。また、資本構成としては、不動産投資や開発プロジェクトでは多くの場合、自己資本だけでなく、負債の利用の可能性が高まる。この場合も長期金利の上昇とともに負債コストも増加するため、期待収益率は低下することになる。これも期待収益率を上昇させる要因となる。

期待収益率を算定するうえでの基本的な指標として、長期国債利回りなどを参考にするのが一般的である。一般に、地価は、不動産収益から得られるキャッシュフローの現在割引価値（discounted present value）である。固定資産を 20 年間運用する場合、0 年目まで地代を受け取り続け、21 年目で資産そのものを売却する際のキャッシュ流列として定義される（厳密には、収益から費用を引いた純収益）。

将来の売却価格を $n+1$ 期とし、還元利回り（投資家が期待する利回り）を割引率として売却価格を算出する（残存価値）。残存価値はしたがって、 $n+1$ 年後の割引率で割引した現在価値となる。

R は n 期ごとの準レント（ここでは控除後の地代）を表しているので、資産価格 P は

$$P = \sum_{i=0}^n \frac{QR_i}{(1+r)^i} + \frac{QR_n}{(1+r)^n}, \text{ただし翌期の再取得(再販)価格 } P_r \text{ は } P_r = \frac{QR_{n+1}}{r_n}$$

$$= QR_0 + \frac{QR_1}{(1+r)^1} + \frac{QR_2}{(1+r)^2} + \frac{QR_3}{(1+r)^3} + \cdots + \frac{QR_n}{(1+r)^n} + \frac{1}{(1+r)^{n+1}} \frac{QR_{n+1}}{(1+r)^{n+1}}$$

QR : i 期の収益 n : 保有期間 r : 割引率 r_n 保有期間満了時の還元利回り

伝統的な準レントの決定資産選択の理論によれば、土地の資産価格は、土地の収益率が他の資産の収益率と等しくなるように、リスク織り込み済みの時価として決定される。土地の収益率を求めるためには、土地の収益、つまり土地を使用することの対価であるレント（quasi rent）の決定を論じなければならない。土地サービスの価格であるレントは、土地

サービスに対する需給と供給によって決まる。それはちょうど、人間が提供するサービスである労働の価格つまり賃金が、労働市場での需給によって決まるのと同じメカニズムである。

インプライド・キャップレートによる割引率は、共に比較可能な他の資産の収益性や金融市場における運用利回りと密接な関連があるので、その動向に留意しなければならない。さらに、地方別、用途的地域別、品等別等によって異なる傾向を持つため、対象不動産に係る地域要因及び個別的要因の分析を踏まえつつ適切に求めることが必要である。

一般に収益率の裏側で、リスクファクター（割引率）の決定は、金融資産の利回りに不動産の個別性を加味して求める。債券等の金融資産の利回りをもとに、対象資産の投資対象としてのリスク、流動性、維持管理の困難性、資産としての安全性等の個別性を加味することにより求めるものである。

ここから、リスクフリーレート（長期金利）の上昇が不動産価格 P の下落要因、キャップレート CR の上昇要因であることが確認できる（第 1 の経路）。また、純収益の成長率 g の上昇は純収益 NOI の増勢加速を通じ不動産価格 P の上昇要因になる（第 2 の経路）。一方、純収益の成長率 g の上昇は直接的にはキャップレート CR の低下要因になるが、不動産価格 P の上昇率が純収益の成長率 g を下回る場合はキャップレート CR が上昇し、このときリスクフリーレート i とリスクプレミアム $r - g$ の上昇幅の合計が純収益の成長率 g の上昇幅を上回ることになる。

本稿は「金利のある世界」の影響に着目した分析のため、それ以外の要因によって生じる不動産市場の需給バランスの変化（例えばオフィス供給量の増加、人口減少やリモートワーク進展によるオフィス需要の減少など）については考慮していない。これは、後段の試算において空室率を先行き横ばいと想定している点に対応している。ただし、不動産市場では REIT（不動産投資信託）など不動産を継続的に購入する主体が存在し、常に一定の需要があることが不動産価格の下支え要因になると考えられる。

収益還元法では、投資不動産が生み出す賃料などの純収益（ NOI ）を、将来的にも安定して得られると想定し、その収益を「還元利回り」（キャップレート）で割り戻して不動産の価格を求める。

資産選択の裁定が瞬間的に達成され、地価の変化の予想値が、その時々の実現値に等しければ、体系は不安定になってしまう。この不安定性を取り除くためには、経済体系が地価の変化にあまり反応しないとい仮定する必要がある。つまり、地価の変化に対する期待の調整や地価の変化の期待に対する資産需要関数の反応について、「摩擦的」な要因を仮定しなければならないようにみえる。それらの摩擦的な要因がなければ、体系は不安定になる。

しかし、ここでモデル分析の基本的な枠組みを、もう一度見直してみよう。特に、地価決定の論理的な組み立てが、まず土地サービスに対する需給から先に地価が決まり、それを前提として収益率（表面利回り）が決まるという順になっている点を再検討して、地価

の期待収益率（インプライド・キャップレート）が逆に地価の決定に影響するという関係はないのかという問題を提起してみたい。期待収益率は、名目利率の上昇と相関することは確認済みである。

これに関して、注意すべきは「資産効果」である。資産効果とは、所得が上昇する場合に、貨幣需要関数の増加（右シフト）によって名目金利が下落、保有資産の現在価値が上昇したことによるマネタリーベース以外の要因による貨幣需要の上昇効果をいう。通常、LM 曲線を仮定した場合、名目利率の下落と所得上昇を同時に達成するような金融市場の状況を想定するとわかりやすい。

この場合の資産価値上昇とは、投機的需要による流動性資産の時価上昇効果を言うから、債券や株式などの証券、収益不動産などの固定資産への支出がみこまれる。この状況下における不動産の価格の変化を考えてみよう。

不動産価格を P 、準レント価額の代理変数として純収益を NOI とする。ここで、イニシャル段階でのステージであることも踏まえ、その収益を出資者（オーナー）が事業の再投資のために、内部留保するものとする。この時、純収益 NOI は株主に帰属するキャッシュフローに等しいから、 $\text{NOI} = \text{ROE} \cdot E$ と純収益（準レント）の成長率を g （事業収益の成長率）、割引率を r とすると、株主に帰属するキャッシュフロー（ $\text{ROE} \cdot E$ ）は NOI と等しく、また株主価値は、自己資本利益率 ROE を基礎とするから、

$$\text{ROE} = \text{ROA} + (\text{ROA} - r \text{ スプレッド}) \times \text{負債比率} (L/E)$$

負債を 0 とした場合は、 $\text{ROA} = \text{ROE}$ となり、土地の上にたつ資産の収益は、

$$\text{NOI} = \text{ROE} \cdot E \text{ (株主資本)} = \text{地価 (取得原価)} \times \text{キャップレート (簿価: 表面利回り)}$$

$$\text{NOI} = \text{ROE} \cdot E \text{ (株主資本)} = \text{地価 (時価)} \times \text{インプライド・キャップレート (REIT 時価)}$$

が成り立つ。

3. ディスカッション

3.1 リスクフリーレートの上昇と期待収益率

図 5 は、2021 年から 2025 年におけるリスクフリーレート（10 年国債利回り）の推移である。「金利ある世界」の訪れを見せた 2024 年以降、長期金利は上昇傾向にあり、リスクフリーレートの上昇がみられる。

アルベルゴディフェューズの認証はリスクフリーレートの上昇前 2022 年から準備されたが、その地下の推移、インプライド・キャップレートの推移を確認すると以下の図 4 のようになる。

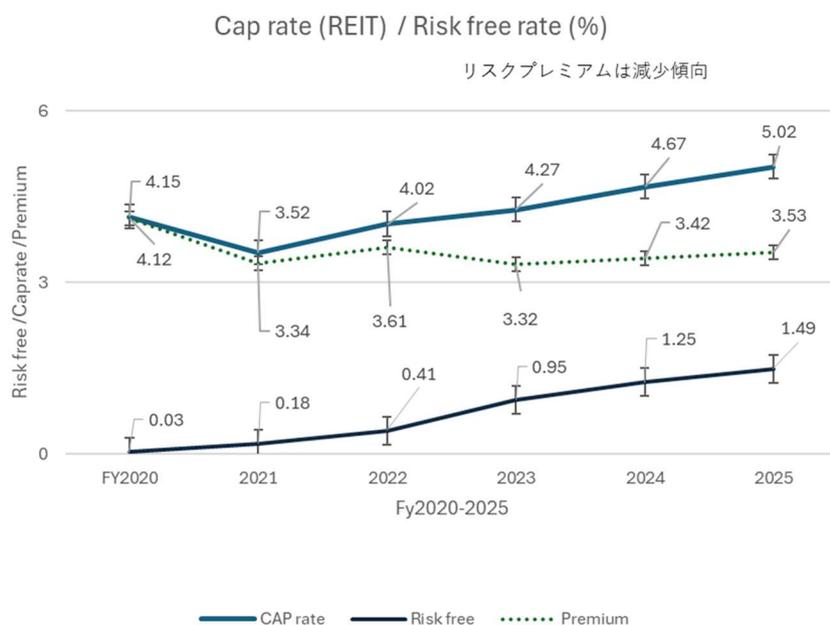
図 5 リスクフリーレートの推移 (10 年国債利回り) 2021-2025 年



Source Bloomberg figured by Author

図 6 に REIT のインプライド・キャップレートとリスクフリーレートの推移を示した。2020 年から長期金利の上昇とともにキャップレートの上昇、リスクプレミアムの減少がみられる。地価は、上述のモデルで推定すると、上昇傾向となるはずである。尚、別表 1 に示す通り、インプライド・キャップレートとリスクプレミアムの相関は高く、0.86 (T-value 18.5) の強い関係がみられる

図 6 CAP rate とリスクフリーレート



(誤差範囲±0.03%)

(%)	FY2020	2021	2022	2023	2024	2025
CAP rate	4.15	3.52	4.02	4.27	4.67	5.02
Risk free	0.03	0.18	0.41	0.95	1.25	1.49
Premium	4.12	3.34	3.61	3.32	3.42	3.53

Correlation

	CAP rate	Risk free	Premium
CAP rate	1		
Risk free	0.8677	1	
Premium	0.0089	-0.4893	1

T-value 18.596

Source 筆者の推定による

3.2 準レントと資産価格（地価）の推定

事業から得られる純収益（NOI）からインプライド・キャップレートを割引率とし、地価を推定する。

地価 P は純収益（NOI）の永久債モデルであるから、いま、成長率 g を無視すると、

$$P = \frac{NOI}{1+r} + \frac{NOI(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{NOI(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots, \quad -\infty < x < \infty$$

さらに、応用デュボンモデルから、上式を変形すると、

$$P = \frac{ROA + (ROA - r) \times (L/E)}{1+r} + \frac{ROA + (ROA - r) \times (L/E) (1+g)^2}{(1+r)^2} + \frac{ROA + (ROA - r) \times (L/E) (1+g)^3}{(1+r)^3} + \dots, \quad -\infty < x < \infty$$

が得られる。

いま、L=0 として、負債はないものとし、株主価値の算定に注目すると、ROE=ROA であり、NOI は株主に帰属するキャッシュフローであるから

$$= \frac{ROE \cdot E}{1+r} + \frac{ROE \cdot E(1+g)^2}{(1+r)^2} + \frac{ROE \cdot E(1+g)^3}{(1+r)^3} + \dots, \quad -\infty < x < \infty$$

と表すことができる。これは初項が ROE・E/(1+r)、公比が(1+g)/(1+r)の無限等比級数であり、公比の絶対値が 1 より小さい場合は、

$$P = \frac{\left(\frac{ROE \cdot E}{1+r}\right)}{\left(1 - \frac{1+g}{1+r}\right)} = \frac{ROE \cdot E}{r-g}$$

を得る。地価 P は成長パーペチュイティとして計算できる。ここで、r-g はキャップレートに相当するリスクプレミアムであり、不動産は資産効果を受けるリスク資産であるため、割引率 r はリスクフリーレート (Rf) とリスクプレミアムに分解できる。したがって、キャップレートを CR とすると、地価 P は、純収益 (NOI) を株主に帰属するキャッシュフロー (FCF) として、キャッシュフローとの関係で以下のように整理すること可能である。

$$P = \frac{NOI(FCF)}{Rf + CR}$$

$$CR = r - g,$$

$$Rf = i$$

4. コンクルージョン

4.1 DCF モデルで地価を捉える意味

本稿は、アルベルゴ・ディフューズ・タウンの認証にみる局所的な地価上昇について、土地資産の活用による事業の収益率の増加から地価上昇のメカニズムを考察した。一派的に、地価は地価公示により開示されているが、その算定方法は収益還元法を用いる。現実的には地価が決定され、その価格を基にして不動産の収益率（キャップレート：表面利回り）が決定されるのが通例である。しかし、本稿は、地価決定のメカニズムを事業の株主に帰属するキャッシュフローの期待収益率から推定することで、時価に適切に割引した資産価格の決定メカニズムを考察したものである。ある土地に事業参入し、そこに融資や初期投資がなされた場合の地価上昇のメカニズムをDCF法により推定したものである。

4.2 インプリケーション

本稿の方法は、地価を所与とせず、株主に帰属するキャッシュフローの増加から期待収益率を推定、土地の上の事業の収益率を割引率として株主価値を算定した。これは、期待収益率の上昇が、土地利用のインセンティブを高め、初期投資の増加を見込むメカニズムである。起業家的インセンティブを説明することに貢献する。現在においても不動産鑑定などの分野で、古くから用いられている「開業の現在価値」は、キャッシュフローの割引現在価値 (NPV) の考え方をを用いて算出できるが、本稿はその土地利用の事業の現在価値を永久債モデル (成長パーペチュイティ) から推定している点において特徴がある。

参入のインセンティブが地価に与える影響を事業のキャッシュフローから推定す

るモデルは、株式の分野では通例であるが、今後、固定資産の運用にかかるモデルとして汎用可能なモデルとして洗練したものとする必要がある。その点、株価収益率（P E R）に該当する指標の確立など本稿の考察から新たに広がる可能性は大きいものと考えている。

(Reference)

- 1) 池田千恵子「日本におけるアルベルゴ・ディフューズによる衰退地域の再生」『日本地理学会発表要旨集』日本地理学会発表要旨集 2021 年
(DOI 10.14866/ajg.2021a.0_46)
- 2) Yuichiro Hidaka, “Emergence of Persons Involved in Marketing Places— 地域のマーケティングとアクターの生成 —”Japan Marketing Journal 41 号 2022 年
(DOI:10.7222/marketing.2022.011)
- 3) ニッセイ基礎研究所「資本市場から見た不動産価格に対する金利上昇インパクト～インプライド・キャップレートの金利感応度分析～」2016 年
(<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=53696?site=nli>)
- 4) Qingyun LIN 「上級デュポンモデルの実用性について」『名古屋外国語大学現代国際学部 紀要第 5 号』2009 年 3 月
- 5) インプライドキャップレート及び不動産キャップレート概要説明書 2024 年
(https://www.tmaxv.co.jp/tmax_wp/wp-content/uploads/2025/01/index-data.pdf)