

資産評価基準と投資価値基準の課題

弮持 一郎（不動産鑑定士・ケイアイ不動産鑑定株式会社）

山縣 滋（不動産鑑定士・ケイアイ不動産鑑定株式会社）

（キーワード）

不良債権、企業再生、資産評価基準、不動産鑑定評価基準、投資判断、リアルオプション

1. はじめに

明治以降の不動産価格の絶え間ない上昇により形成された『土地神話』と間接金融部門の担保至上主義の対応により、土地担保融資はかつてない水準にまで積み上がり、バブル崩壊後の土地価格の下落により、不良債権処理は逃げ水のように先行きの不透明な状況が続いてきた。

この『失われた10年』を経過し、日本経済はようやく回復の兆しを見せ始めた段階にたどり着いた。

この間、会計ビックバンにより資産評価基準が様々な側面から見直しされ、基本的には取得原価主

義を貫きつつ、減損会計を始めとする時価会計の一部に導入することで改善を図ってきた。しかしながら、この間の資産デフレの傷は深く、企業再生時の資産査定においても簿価と時価との乖離は驚くばかりの状況である。

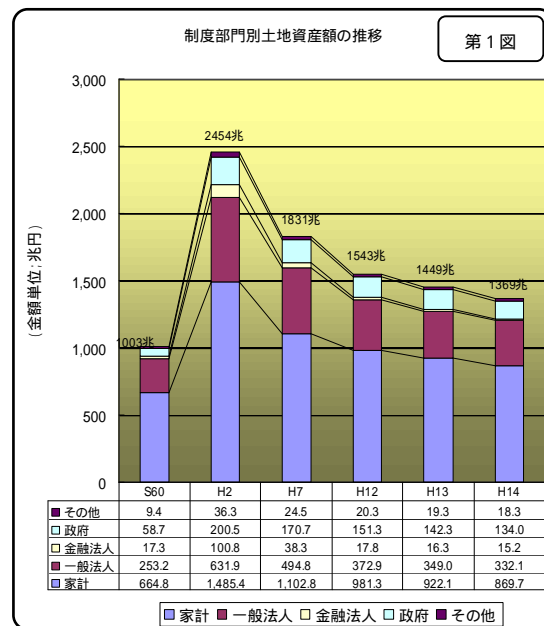
企業の負の資産（過剰設備、過剰雇用、過剰負債）の整理に伴い、設備投資意欲は回復しつつあるが、こうした状況下で、投資判断基準はどのように行われているかを検討し、特に不動産セクターに関して従来の轍を踏まないようにするにはどのような価値判断基準が重要であるかを検討する。

1. 我が国の資産デフレの状況

内閣府の『国民経済計算』によると、平成14年末の我が国の国富は総計で8,152兆円となっており、このうち、1,369兆円が土地資産である。土地資産額のピーク時である平成2年の評価額は2,454兆円であったから、この間、約1,100兆円の富が失われた勘定となる。

また、平成2年における国富総額は平成14年とほぼ同水準の7,937兆円であり、金融資産の増加額1,200兆円がこの間における土地資産の下落の穴を埋めた勘定となっている。

土地資産の制度部門別の保有推移¹は第1図のとおりで、家計部門及び企業部門の打撃が大きい。なお、この企業部門保有の土地資産額は簿価合計ではなく、公示価格等を基準とする積み上げ推計時価によるものである²。



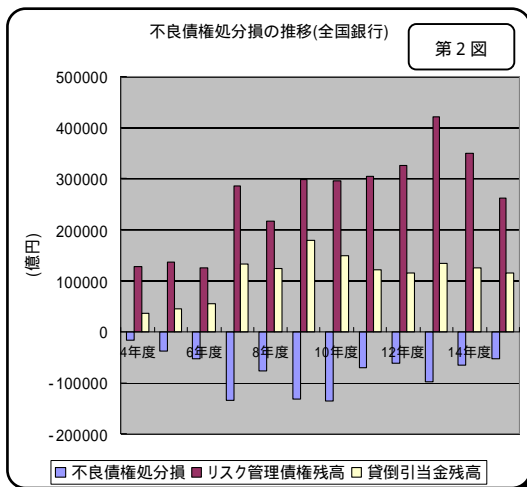
また、平成3年までの部門間の取引引状況は主として家計部門が売り越し超過し、その分を法人部門並びに政府部門が取得するという流れとなっていたが、平成4年以降は政府部門のみ

が買い越しという状況である。ただし、平成14年にはバブル崩壊後初めて家計部門が買い越し超過となっているのが特徴的である。

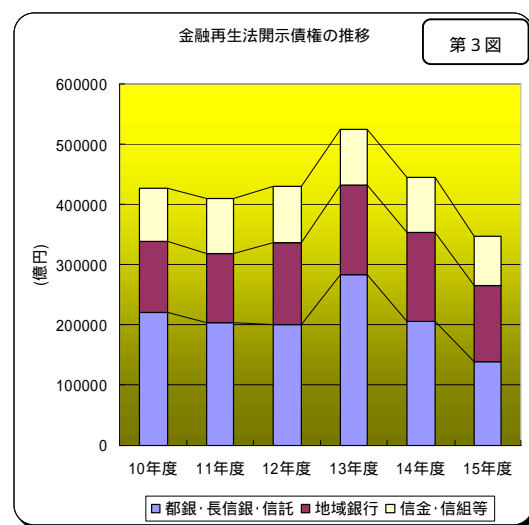
2. 不良債権の状況

このような資産デフレとりわけ土地資産の下落を受けて不良債権が増大し、その結果、90年代後半には何度か金融危機が訪れ、それを完治するためには規制緩和による競争原理の徹底導入が叫ばれ、今日まで続く構造改革の契機となった。

その間、幾度となく不良債権の『処理完了宣言』が発せられたが、そのたびに新たな不良債権が発生したため、金融再生6法を制定して主要金融機関に公的資金を投入して処理を促進した結果、平成4年度から平成15年度までの処理累計は95兆円にも達する³（第2図）。



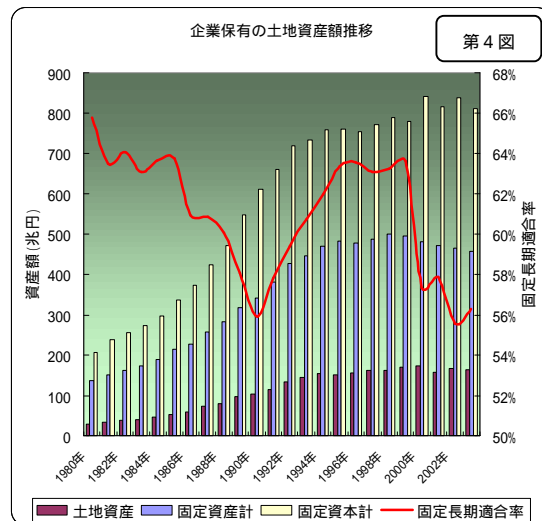
これに伴い、金融再生法に基づく開示債権（破産更生債権、危険債権、要管理債権の合計額）はピーク時の平成13年度末の52兆円から平成15年度末には34兆円へとようやく減少してきたところである（第3図）。



3. 企業の土地資産保有状況

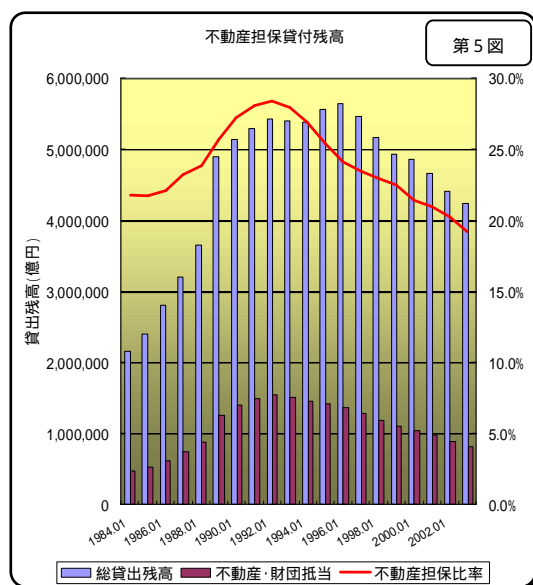
財務省の財務総合政策研究所に集約されている全法人企業の財務データを長期時系列に集計し、固定資産及び固定資本の動きをまとめてみた（第4図）。固定資産及びその内訳としての土地資産額（簿価ベース）は、バブル期以降も増加を続けていたが、2000年を境にようやく減少に転じている。

前述の通り、平成14年度末における一般法人の保有する公示価格ベースでの土地資産額は322兆円であるのに対し、簿価ベースの土地勘定は165兆円となっており、計算上は全企業総体で約155兆円の含み益を有していることになる。



なお、固定資本はバブル期にエクイティファイナンス等を通じて飛躍的に増大し、2000年の土地再評価法実施により、一段の増加がありその後は横這いとなっている。これに伴い、固定資産の保有の安定性を示す固定長期適合率はバブル崩壊後の64%から56%へと改善を見せている。

一方、不動産担保貸出残高はバブル期において建設業、不動産業、ノンバンクの3業種に対して集中的に行われ、この間の純増額は95兆円に達している⁴。その後、これらの業種の資産リストラクチャーが進捗するとともにピーク時に30%近くあった不動産担保融資の比率は2003年において20%を切る水準にまで縮小された(第5図)。



参考までに戦間期(1915年~1940年)の状況と比較すると、この間においても不動産担保融資が急増し、30%を超えた時期もあったが、世界恐慌を挟んで20%以下にまで圧縮された経緯もある⁵。ただし、その間の不良債権比率はピーク時においても7%台にとどまっております。今回の不良債権問題がいかに大規模で深刻であるかがわかる。

4. 企業再生へむけての動き

このような状況下で、平成10年に至り、政府はようやく本腰を入れ、『金融再生トータルプラン』を策定し、構造改革により経済再生を勧めることとした。我が国経済を早急に立て直し、再び活性化させるためには、経済停滞の根本原因の一つである金融機関等の不良債権問題について、その実態を明らかにするとともに、担保不動産の有効利用に至る総合的な施策により、不良債権のバランスシートからの抹消等の実質的な処理を早急に進め、資金の円滑な供給という金融本来の機能を回復させる必要があるとした。このような考え方の下、債権債務関係の処理、土地・債権の流動化、土地の有効利用、という「入口から出口まで」のパッケージの施策について、具体的推進を図るとともに、さらに金融システム再生のための実効ある施策に取り組むこととした。

具体策として様々な施策がとられており、ランダムに記載すると次の通りとなる。

- (1) 連結決算の導入・・・子会社、関連会社への「飛ばし」の把握
- (2) 税効果会計の導入・・・有税償却による不良債権処理の促進とその反面、資本勘定への信頼性低下
- (3) 退職給付会計・・・簿外・将来負債の認識
- (4) ヘッジ会計・・・ヘッジ手段の時価評価
- (5) ソフトウェア会計・・・資産性認識厳格化による陳腐化対策
- (6) 減損会計の導入・・・遊休固定資産、不採算事業の処理(2006年)
- (7) 販売用不動産の強制評価減・・・含み損のあぶり出し
- (8) 土地再評価法・・・簿価と時価の大幅乖離を是正し、資本充実
- (9) 民事再生法・・・和議法を発展的に解消し、再建型の会社更生法よりも処理のスピードと経営者とスポンサー企業のインセンティブを重視。
- (10) 私的整理に関するガイドライン・・・法的整理による信用低下のための「事業価値毀損」の回避
- (11) 民事執行法改正・・・担保権・執行力の大幅強化
- (12) 不動産登記法改正・・・債権譲渡登記による債権流動化促進
- (13) 不動産鑑定評価基準改正・・・収益還元法重視
- (14) SPC法制定とその後の改正・・・資産のオフバランス化
- (15) サービサー法の制定・・・債権流動化を促進
- (16) 産業再生機構の設立・・・企業再生専門会社

しかしながら、この構造改革は大きな痛みを伴

うものであり、特に不振企業の保有する資産の簿価と時価の甚だしい乖離をあぶり出すこととなった。たとえばカネボウの場合、平成15年3月期の連結決算ベースの資産総額は6871億円であったところ、企業再生を前提とした資産査定の結果、4337億円に減少し、自己資本は同5億円から3553億円の債務超過となった。

このうち、在庫ロスの930億円はやむを得ないとしても固定資産評価損の888億円は資産の取得時期が比較的古いと見られる老舗企業としては大きすぎるのではないだろうか。

今回の構造改革の一環である『会計ビッグバン』はその仕上げとして2005年度から減損会計を導入することとしており、これにより、企業再生に至る以前に減損の兆候を把握し適切な測定方法により時価(使用価値・乃至は正味売却可能価額)と簿価との乖離を縮め、バランスシートの信頼性を回復することとしている。また、その際の不動産の評価基準である不動産鑑定評価基準においてもDCF法を正式に採用することとし、減損額測定方法と平仄を合わせることとなった。

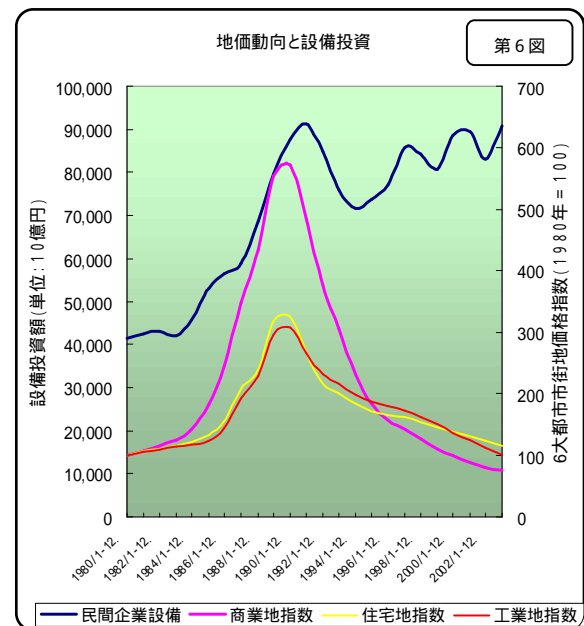
5. 企業の設備投資動向と地価動向

民間企業の設備投資動向はバブル崩壊後、一時鈍化した。その後は順調に回復を見せており、国民経済計算による直近の2003年1-12月においては90兆円とバブル期の水準にまで回復した。これに対して地価動向は平成2年をピークに下落し続け、(財)日本不動産研究所の調査による6大都市市街地価格指数でみると昭和55年の水準にまで落ち込んでいる(第6図)。

このような関係を見るとバブル期までは遅効的な資産効果と推定される相関が見られるが、その後の動きを見るとそれは副次的なものであり、土地の含み益による信用に依存した所謂『土地本位制』は崩壊したといえる。

また、経済産業省の平成11年における設備投資動向調査⁶では企業の投資判断において懸念となる事項のうち最大の要因は消費の低迷と金融システム不安、ならびに雇用問題であり、地価の低迷は懸念事項としてはこの時点ですでに最下位となっている。

ちなみに、ここ5年の設備投資実績総額に対する土地投資額の比率は5%前後⁷⁸にとどまっていることでも前記のことが裏付けられる。

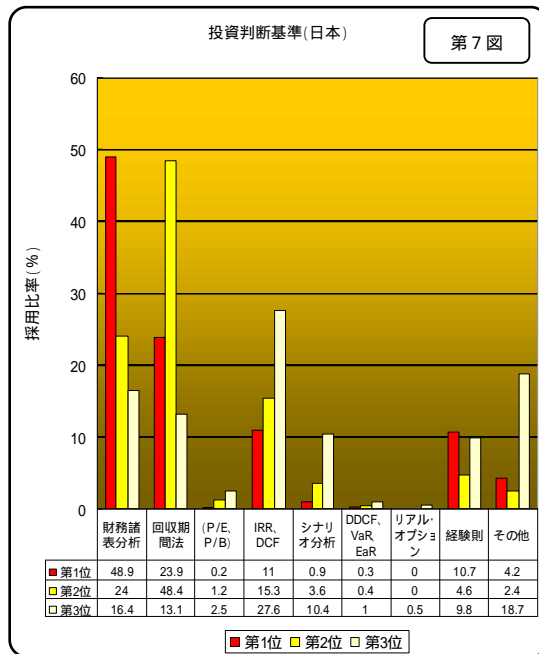


6. 企業の投資価値判断

平成16年3月の経産省の調査による企業(2204社)の投資判断基準⁹は第7図のように大きく割れている。一部には経験則という方法もあるが、基本は投資対象案件からの収益性であり、利益及び伸び率、資金回収期間、内部収益率が投資判断の優先順位となっている。実際にはこれらの複数の判断基準を組み合わせ、最終意思決定をしているものである。このうち、財務諸表分析は投資案件の収益性、成長性、損益分岐等の各指標による分析で、これに投資額の回収期間を考慮する回収期間法を併用し、更にIRR法・DCF法等で企業価値や資本コストを考慮した投資判断を行うという姿が典型的であ

り、一応はバランスのとれたスタンスであるといえよう。

経験則というのは内容が不明であるが、おそらくはAHPの活用による相対的な優位性を評価したり、シナリオ分析類似の優位比較等によるものと推定される。

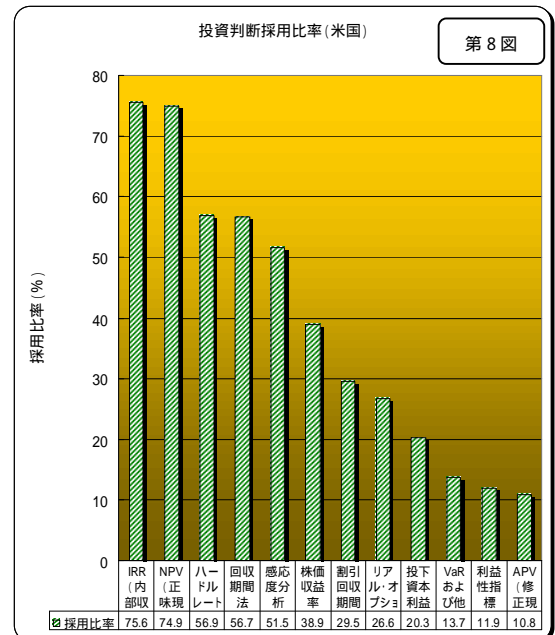


これに対して米国の投資判断基準¹⁰はキャッシュフローをベースとしたIRR, NPV, とハードルレート、回収期間法に感応度分析およびリアルオプションを組み合わせた手法が主体となっている(第8図)。この調査は主要大企業392人のCFOからのアンケート結果をとりまとめたもので、その根底にはファイナンス理論に則った考え方がある。

これは年金資金等がモダンポートフォリオ理論等により慎重な資金運用を行うことをエリサ法¹¹により規律されているという背景のあることも関係していると思われる。

逆に投資リスクとしてみる最大の要因はマーケットリスク(いわゆる 値)で、次に金利、為替と来て、興味深いのはビジネスサイクルも重要なファクターと評価していることである。ここにもオプション理論を意思決定の方法としている背景がある。

なお、資本コストの決定はCAPM理論によるものが圧倒的(全体の73.5%を占める)で、常に株価を意識しながら投資判断を行うことが要請されているものと判断される。



7. 減損会計の導入と資産評価基準の変化

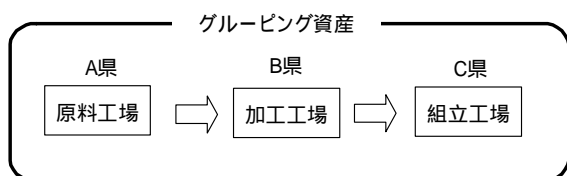
日本においても2005年3月期から資本金5億以上乃至は負債総額200億円以上の企業については減損会計が本格導入されることとなり、伝統的な資産評価基準であった取得原価主義の修正が完了する。すでに先行実施が認められており、体力のある企業は先行して実施しており、日本経済新聞のまとめ¹²によるとすでにその累計は公表されたものだけで、40社、5,300億円に達している。

減損額の測定はキャッシュフローの割引減価を用いることとなるが、その割引率はまちまちである。たとえば新日鐵は減損額600億円で割引率は資本コストである7%を適用し、りそなHDは273億円の損失で割引率5.7%、東急電鉄は876億円の損失で、割引率は資産グループごとに異なり、2.1~5%となっている。割引

率は資本コストに事業リスクや成長性等を勘案した水準となるので、各企業毎の事情が反映され一律ではない。また、減損額は使用価値か売却可能価額のいずれか高い方と簿価との差額となるが、どちらを採用したか判然としない。

また、当初の投資判断基準の内、減損測定方法と整合性のある手法は DCF 法や IRR 法であるが、現在のところ、比較の後順位の判断基準となっており、減損兆候の把握との関連性の希薄さが気になるところである。

不動産鑑定評価基準との関連で考えるとグループ資産における割引率の適用が適切に行われることが必要となる。たとえば下図のような一連の生産過程をとる工場についてはたとえ所在地が異なるとしても同じ割引率を一括適用することとなろうし、店舗、ビル、アミューズメントといった複合施設についても収益のシナ



ジー効果が認められるような場合については各資産毎の市場流通利回りではなく、複合施設を前提とした一括適用となろう。そうした場合、個別資産との乖離が当然に生じるが、その乖離は不動産の価格のみでなく、『のれん』や経営ノウハウによる部分も大きく、これらが混入した形で価値評価を行わざるを得ないことになる。

8. 投資価値判断基準の新しい動き

前述の投資基準は不動産を含めたすべての投資案件に係るものであるが、不動産セクターについてはどのように考えればよいのであろうか。

不動産の投資価値判断は投資主体の企業秘密に属することなので、公表される機会は少ないが、近年の REIT 株の IR 情報により限定的ではあるが投資実績の一部については公表されるようになってきている。

一般的には財団法人不動産研究所の実施して

いる投資家調査¹³がほぼ唯一のものであろうが、これによると投資対象とするビルの NOI 期待利回りは丸の内を 5%として都心部においても 5.6~5.8%までの格差があり、地方都市とでは更に格差を設けて判断するという結果になっている。

地区	期待利回り	取引利回り
・日本橋 日本橋駅周辺	5.80%	5.50%
・神田 神保町駅周辺	6.00%	5.80%
・虎ノ門 虎ノ門駅周辺	5.70%	5.50%
・汐留(東新橋) 汐留駅周辺	5.60%	5.50%
・赤坂 赤坂見附駅周辺	5.70%	5.50%
・六本木 六本木駅周辺	5.80%	5.50%
・西新宿 東京都庁周辺	5.80%	5.50%
・渋谷 渋谷駅周辺	5.80%	5.50%
・池袋 池袋駅周辺	6.00%	6.00%

地方都市とはいえ、調査対象地域は当該都市でもっとも繁華性のある地域であるが、最高地点の広島(紙屋町、八丁堀)地区とは同一グレードの物件でも 6 割の格差が生じている。

地区	期待利回り	取引利回り
・札幌 駅前通り	7.80%	7.50%
・仙台 青葉通り	7.70%	7.50%
・さいたま 大宮駅周辺	7.10%	7.00%
・千葉 海浜幕張駅周辺	7.50%	7.50%
・横浜 横浜駅西口周辺	7.00%	7.00%
・名古屋 名駅周辺	7.00%	6.80%
・大阪 御堂筋沿い	7.00%	6.80%
・神戸 三宮地区	7.50%	7.50%
・広島 紙屋町、八丁堀	8.00%	7.80%
・福岡 天神地区	7.50%	7.00%

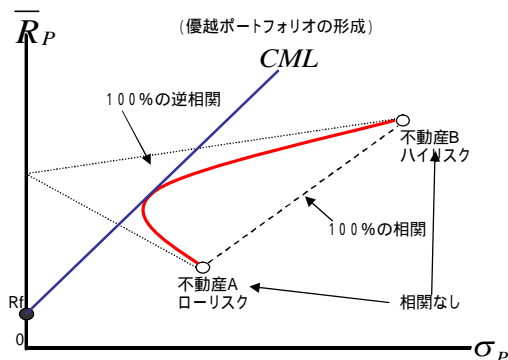
また、市場流通利回りの予想を示す取引利回りよりも対象物件を『買いたい』とする期待利回りは 0.1~0.3 ポイント高い水準にある。

REIT 市場は発足後 3 年を経過し、現在の上場 REIT は 14 銘柄、1 兆 5000 億円に上っている。REIT への投資は不動産への直接投資と異

なり、投資額が小口で管理の手数がかからず株式と同じ流動性があり、かつ、安定配当が得られるという点であるが、元本変動のダウンサイドリスクについては株式と同様である。

REITの仕組みは比較的相関性の薄い不動産同士を組み合わせたり、地域分散を図ることで効率的フロンティアを形成し、同じリスクでもより高いリターンを得られるようにしたことで、単一不動産運用よりもパフォーマンスを向上させることにある。

しかしながら、現在のREITはビルやマンション、商業施設に特化したもので、組成されている不動産は同種のもが多く、組み入れ資産の間での相関性は必ずしも薄いとはいえない。



とはいえ、現在までのところ、REITとTOPIXとの相関は薄く、株式資産との分散投資であればリスクを逡減することは可能であろう。

近年注目されている実物資産の評価方法としてリアルオプションが提唱されている。リアルオプションは金融資産におけるコール、プット等のオプションを実物資産に応用しようというもので不動産にも適用可能である。

この手法はDCF法の拡張機能として有効であり、DCF法の弱点であるシーケンシャルな投資分析を補完しようとするものである。この点に関しては理論的にはイベントツリー分析とDCF法とを結合することで対処できないことはないが、イベントが増やすと複雑になりすぎ、現実的な手法ではない。

リアルオプションはファイナンス理論である

が、不動産についてはそれ以前から経験則としてごく自然に利用されてきた。たとえば市街化区域内農地や更地の価格形成においては利用現況そのものの収益性は極めて低くても用途転換・税率軽減の可能性やその実現可能時期を評価することで収益価格をはるかに上回る水準で取引されてきたこともその一例とみなすことができる¹⁴。その時期と期待可能性の価値が定量化されていなかったと考えれば理解できよう。

また、金融分野でのオプションは原資産を保有しなくとも取引可能であるが、不動産のオプションは原資産としての土地建物を保有することで初めて『機会』によるオプション価値を保有することができる点が大きな違いである。

開発事業を前提とするオプション価値を含んだ更地の価値を『永久アメリカンワラント』の評価公式を適用すると次のように表現できる¹⁵。

$$V_{land} = (V^* - K) \left(\frac{V}{V^*} \right)^\beta$$

$V^* = \left(\frac{\beta}{\beta - 1} \right) K$ であり、 β はオプション弾力性を示し、 V はハードル価格を示す。

ここではビル市場の波を見極め、開発投資のタイミングを図ることでNPVを最大化する可能性があるということを示している。

また、リアルオプションは売買だけにとどまらない。たとえば賃貸借契約を更新するかどうかは切り替えオプションであり、最低賃料保証を行ったサブリース契約はリアルプットオプションとみなすことができ、その応用範囲は広い。

9. 資産評価基準としての不動産鑑定評価基準が負うべき課題

以上の制度および環境の変化から不動産鑑定評価においても次のような点が課題となろう

(1) ファイナンス理論の評価過程への導入

前述の投資動向においてみたとおり、現在における不動産の最大の買い手はREIT、ファン

ドを始めとする匿名性のエクイティマネーであり、特に急成長が現実になりつつある REIT については現状ではやや過熱感があるとも指摘されている。具体的には株価時価総額から負債を控除したネットアセット価格と不動産価格との乖離、いわゆる P/NAV が 30~60% (米国においては -10% ~ +15%) に達していることが挙げられる。先行するも先行する米国においても REIT の不動産市場と株式市場とは融合されているわけではなく、日本においても同様であるが、それでも REIT 株の高騰による配当利回りの低下を通じて取得不動産のハードルレートを引き下げる効果を及ぼしていることは容易に推定できる。

REIT への持ち込み不動産は DCF 法を適用して評価することとなり、鑑定評価において求めるべき価格も正常価格ではなく、投資採算価格となる特定価格である。しかしながらその投資採算は不動産市場におけるものであり、株式市場におけるものとは異なり、このことが両市場における価格の不一致を招いている一因であろう。また、REIT における基本的な投資判断基準は将来を見通したキャッシュフロー分析とリスク分散であり、後者のスタンスが現行の不動産鑑定評価基準には予測していなかった点であり、何らかの手当が必要であろう。

以上のような状況から一連のファイナンス理論は不動産の評価においても応用されるべき時期を迎えているものといえる。

(2) 会計情報の活用

投資採算価格という場合においてもその採算水準は各投資主体によって資本コストが異なる以上、その投資許容水準も異なるのが通例である。資産評価の内、課税目的のものについては公平性の観点から一般的な水準とする必要があるが、それ以外の局面(特に投資判断)においては需給者個々の事情を重視してもよいであろう。そうなると必要なことは不動産マーケットにおける一般的な $NPV > 0$ ということではなく、

投資主体の資本コストとの関係でみた NPV との比較ということになる。また、不動産鑑定評価基準では不動産の価格は『最有効使用を前提として把握される価格を標準として形成される』ものとなっているが、これに加えて転用オプション価値をプラスすることが主張されている¹⁶。そこにおいては更地の価値を一般的に決めることは無意味であり、更地の『利用法としてのビジネスモデルと組み合わせる』ことにより将来のキャッシュフローを決定することができる、すなわちその DCF 価値を決めることができるというものである。

そのためには従来以上に投資主体の戦略の評価とそのハードルレートの設定が最重要であり、財務戦略のみならず投資主体のサステナブル成長力を有価証券報告書等から読み取れる能力が必要となる¹⁷。

(3) 単一価格表示について

不動産鑑定評価基準においては不動産の価格は過去・現在・将来の一時点における価格であるから不動産価格は『ただひとつ』であるとされているが、果たして本当にそうであろうか？

不動産価格が将来キャッシュフローの割引現在価値であるとする立場に立つならば、その将来におけるシナリオはひとつではないはずであり、たとえばモンテカルロシミュレーションにより、1万回のパスを発生させた場合、その価格は 1 においては 68.5% に収束するに過ぎない¹⁸¹⁹。しかし、そのパスは 1万回も試行すればあらゆる投資家の期待シナリオを反映しているはずであり、当然に価格の広がり(分散)があっというものはある。だとするならば対象不動産の価格は『ただひとつ』でなければならないというものでもない。

不動産価格は価格のレンジと成長シナリオの実現可能性のマトリックス(数値化情報)において表現されてもよいのではないだろうか？

中間報告完

-
- 1 国民経済計算 <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/h16-nenpou/16annual-report-j.html>
 - 2 財務総合政策研究所のデータによる企業部門保有の簿価ベースの土地資産額は 165 兆円で計算上はほぼ同額の含み益が残存していることになる。
 - 3 金融庁公表資料『不良債権の状況について』<http://www.fsa.go.jp/news/news.html>
 - 4 『信金中金月報 2003.6』P84 <http://www.scbri.jp/PDFgeppou/2003/2003-06.pdf>
 - 5 日本銀行金融研究所『金融研究』2002.6『戦間期日本における地価変動と銀行貸し出しの関係について』南條隆
 - 6 通商産業省設備投資調査(平成11年3月31日時点)<http://www.meti.go.jp/statistics/data/h2fea01j.html>
 - 7 日本政策投資銀行『設備投資計画調査』P17
 - 8 日本政策投資銀行『財務データでみる産業の40年-1960年度~2000年度』松尾浩之、平光正
 - 9 経済産業省設備投資調査平成16年3月31日 <http://www.meti.go.jp/statistics/downloadfiles/h2fmb28j.pdf>
 - 10 John R. Graham and Campbell R. Harvey, "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from The Field," *Journal of Financial Economics*, 60 : 187-243 (2001)
 - 11 エリサ法 (Employee Retirement Income Security Act 1974)
 - 12 平成16年9月30日付日本経済新聞第1面
 - 13 財団法人日本不動産研究所 HP:http://www.reinet.or.jp/jreidata/d_toh/index_10.htm
 - 14 西村清彦『日本の地価の決まり方』筑摩書房 1995/03
 - 15 川口有一郎『ケーススタディ投資意思決定とリアル・オプション・・・不動産投資への活用』中央経済社『企業会計』第56巻第6号
 - 16 刈屋武昭『不動産金融工学とは何か』P131~P177 東洋経済新報社 2003年1月
 - 17 会計情報を活用することの重要性については東京建物(株)鑑定部村上直樹他「不動産鑑定士としての『企業評価』」住宅新報社『月間不動産鑑定2004.5』にも同様の主張がある
 - 18 (株)クオンツリサーチ HP:<http://www.quantresearch.com/product/re/index.html>
 - 19 Introduction to Simulation and Risk Analysis『リスク分析・シミュレーション分析』服部正太監訳共立出版 1999年4月