

寄稿 新しい不動産鑑定ビジネスを広げよう

第2回 時価評価と減損会計に不動産鑑定力を

立教大学大学院ビジネスデザイン研究科教授
博士（経営管理学） 不動産鑑定士 久恒 新

「時価評価」「減損会計」ビジネス

連載の第1回では、不動産鑑定ビジネスのこれからを考え、地方の不動産鑑定士の今後の新規参入の分野として、不動産証券化市場における公的不動産の活用について提案した。第2回の今回は、「時価評価」や「減損会計」など、民間企業の財務諸表開示関連ビジネスにおける不動産鑑定ニーズの開拓について述べたい。

この分野の市場の潜在的な需要は大きいですが、現状では不動産鑑定評価の活用はまだまだ小さい。しかしこの分野は、不動産証券化市場と並んでこれからの不動産鑑定ビジネスの中核をなす2本柱のひとつとあってよく、その社会的意義を考えても不動産鑑定士が活躍すべき場であり、業界にとって本格的に耕すべきフィールドである。

IFRS採用企業の拡大

わが国ではIFRS（国際財務会計基準：International Financial Reporting Standards）採用の企業数が拡大してきている。今年5月20日の日本経済新聞によると、導入済み企業と導入検討中の企業が110社を超え、食品や医薬など業種の裾野も拡大しているという。今後は大企業だけでなく、一般的な中堅企業にも広がってくると予想される。

現在IFRS採用の企業がどんな企業かを概略すると、時価総額が大きい、海外売上げの割合が高い、外国人株主割合が高いといった特徴がある。また、IFRS採用の目的としては、事業のグローバル展開によるグループ内の会計処理の統一の必要性や、海外投資家に対する国際的比較可能性の向上などが挙げられる。

これらの実態と傾向から考えると、グローバル展開意欲の強い企業や海外での資金調達を考えている

企業を中心に、これからIFRS採用に踏み切る流れが本格化してくると思われ、今後は一般的な企業全体の中でもIFRSの存在感が増していくと予想されるのである。

IFRSが会計の分野における国際標準であるのと同様、不動産鑑定の分野における国際標準はIVS（国際評価基準International Valuation Standards）である。IFRS適用により、企業会計分野においては企業の保有不動産の時価評価や減損会計で不動産鑑定評価へのニーズが高まる。

現在はまだ時価評価や減損評価を自前でを行う企業が多く、外部不動産鑑定士に依頼することはそれほど多くないが、今後は上記のようなグローバルな企業環境や投資家への開示要請の強まりが、外部不動産鑑定士への依頼を拡大させるだろう。

IVSCとIFRS財団の公正価値測定との協調

IVSC（International Valuation Standards Council：国際評価基準審議会）とIFRS Foundation（IFRS財団）は、2014年3月に「公正価値（fair Value）」の測定に関して連携していくことを共同声明として発表した。IVSを作成するIVSCとIFRSを作成するIFRS財団は、声明の中で、それぞれの基準は独立したものであることに変わりはないものの、「公正価値」は多方面からの注目されている重要な概念であり、かつ両者に共通の関心であるため、その測定方法の考え方の運用に一貫性があるよう、協働するとしたのである。

このことからわかるように、企業の財務諸表の開示に関して、資産の評価は重要な要素であり、IFRSの基準や変更はIVSにも直接影響を及ぼしてくるものであり、その逆も同様であるといえよう。

このIVSCとIFRS財団の「公正価値」計測におけ

る協調路線については、PwC（プライスウォーターハウスクーパー）がそのNews 記事の中で解説しており、そのコメントが非常に興味深い。

「この協働はIVSCの急速な認知を背景におこっている。IVSの団体は、資産評価の比較可能性を高める世界的評価基準に商業的な大きな関心をもたれ、最近多くのスポンサーを獲得中である。IVSによると、この比較可能で一貫性ある評価が、金融市場における失われた信頼を再び回復させる重要なカギとなる、とのことだ」（筆者翻訳）¹

急拡大するIVS認知

本来別々の団体であるIVSCとIFRS財団が協力姿勢をアピールするに至ったのは、両者を利用する側からの強い要請があったからと読めるのである。現在はまだ完全に一致しているとはいえない両者のそれぞれの「公正価値」について、一貫性あるものを目指して連携して作業がなされるというのは、世界にとって朗報であり、混乱やロスを避けることにつながる。

資産評価に関心が高まっている背景にはもうひとつ、リーマンショック以降の金融危機からの反省がある。

アメリカで2010年7月に、リーマンショック後の金融危機への対応策を集大成した「ドッド=フランク法」が成立したが、その中に不動産鑑定に対する項目が大きく盛り込まれている。その正式名称（ドッド=フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法）からも意気込みが伝わってくるように、ドッド=フランク法は、大恐慌以来の大改革ともいわれて、混乱に再び陥らないよう、システミックリスクへの対策や破綻処理までを包括的に練った法律である。

不動産鑑定評価に対しては、ドッド=フランク法の全16編の中の第14編「抵当貸付改革」のF節全部が当てられている。そこでは、「不動産鑑定評価の健全化」として鑑定業務の改革が述べられている。これが意味するのは、金融危機を引き起こしたリーマンショックやサブプライムローン問題の一因として担保評価における不動産鑑定に問題があったことがアメリカで認識されているということだ。

グローバル化と不動産鑑定需要

さて、ここまで読んできた読者の皆さんには、筆者がこれから言わんとしていることが、もうあらわにわかったのではないかと思う。

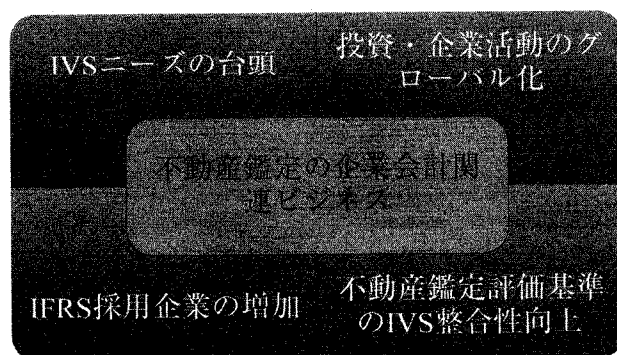
リーマンショックや世界金融危機を経て、不動産とその価格動向がいかに経済に大きな影響を与えうるか、また株価のPBR（株価純資産倍率:Price Book-Value Ratio）²を例にすれば一目瞭然だが、その投資判断指標において資産価値が中核を占めていること、不動産鑑定評価をはじめとする資産評価がいかに重要であるかが世界的に認識されてきている。

企業活動や投資活動にも、また企業会計や投資家説明にも国際的な標準化が求められるのは必至であり、IFRS準拠が拡大するにつれ、不動産鑑定士にも企業会計・財務諸表開示関連の業務が要請されてくる。

つまり、今後のグローバル化の深化とともに海外投資家に対してさらなる情報開示・説明責任を果たそうとする場合に、不動産鑑定士の役割は増していくということだ。その場合に不動産鑑定の実務は、よりIVSに沿った国際的な相互比較性のあるものでなければならないし、国際的に通用するIVSレベルの評価技術水準が要求されるだろう。

もうその時はすぐそこに迫ってきている。その時に不動産鑑定士が求められるのはIFRSの知識でありIVSの知識である。ライバル鑑定会社よりも競争優位に立とうというならば、少しでも早く、また少しでも深くIVSなど世界標準で求められる不動産鑑定技術のレベルに到達しておく必要がある。

また、企業会計において一定基準以上の大企業には公認会計士の関与が義務付けられているように、今後は不動産がいかに企業会計にとって大きな要素であるかが世界の認識となりつつあることから考えると、将来はある一定の不動産保有の条件下での企業会計に対して不動産鑑定の義務化もありうるのではないかと期待している。



IVSとの整合性の高まり

折しも日本の不動産鑑定評価基準が7年ぶりに改正されたが、その改正の理由のひとつが、IVSとの整合性を高めるためだということが、国土交通省の発表に明確に表明されている。重要な視点であるので

その発表資料から引用すると、まず背景として「日本企業の海外進出・海外不動産投資の活発化や海外からの国内不動産投資の拡大という不動産市場の国際化が進み、IVS（国際評価基準）が資産評価の国際的な基準として浸透してきている中で、海外投資家からIVSに準拠した鑑定評価を求められる等の動きも出てきている」と経済行動に変化が生じていることへの認識を述べている。

それを踏まえ、課題として「海外投資家を含む依頼者にとってより分かりやすい評価となるよう、多様な評価ニーズに対応した条件設定や価格の表示方法等の面で、IVSとの整合性を向上させつつ国際的な不動産投資環境の整備をおこなっていくこと」と明解にIVSとの整合性の必要性とその具体的な変更内容について整理している。

またその説明のすぐ後に、「民需への対応として、時価会計に対応した財務諸表のための評価ニーズが高まりを示している」ことも挙げられており、不動産鑑定評価基準の国際化対応の目的の広さが強く意識されている。

IVSCの本部は英国ロンドンにある。筆者は、不動産鑑定基準とIVSとの関係について国交省から意見を求められたのをきっかけとして、2012年から2013年にかけてIVSに関する私的な勉強会を国交省の方々と行い、議論を重ねてきた。IVSCにヒアリングに行ったのもその経緯からで、日本の状況を説明するとともに、世界でのIVSへのコンバージョンの実態や課題などについてヒアリングするために、2013年の8月にIVSCの事務局のChris Thorne氏（Technical Director）とMarianne Tissier氏（Executive Director）を訪ねた。

そこで分かったのは、色々な部会を作りIVSの内容固めの議論をしているだけではなく、平行してIVSCの担当者たちが世界中を飛び回って、多くの会合をこなしていること、その国の不動産鑑定基準づくりを担当している業界と接触し、意見交換し、どのようなニーズがあるかを汲み上げ、基準の作成に反映していることで、それが強く印象に残った。なぜなら、基準の作成にはその実務家だけでなく、それを受け取る側の利用者や投資家のニーズを反映しようと努めていると実感したからである。

オペレーショナルアセットへの関心

Chris Thorne氏は、「最も難しい問題のひとつは、オペレーショナルアセットの評価である」と言っていた。ホテルや病院などといった運営次第で価値が大きく変わる資産の評価についてはなかなかメンバ

ー間で意見の統一が図れず、IVSとしての基準作りが難航しているとのことだった。オペレーショナルアセットの問題が世界共通の課題だということが分かり、驚いたが、日本において今回の改正にオペレーショナルアセットがきちんと取り上げられたのは大きな前進だと思う。

また、IVSCに対して、日本の評価基準とIVSとの相違点を分かりやすく項目別に比較した表を作成して、それをを用いて説明した。さらに、日本の不動産鑑定評価基準が国交省を主体に改正が進んでいることなどを伝えたので、彼らが日本の状況を理解する手助けになったのではないかと思う。

IVSのテクニカルインフォメーションペーパー

さて、今回の基準の改正については、すでに施行されており、不動産鑑定士の多くの方々は研修を受け、理解が進んでいることと想像する。そこで本稿では、より深くIVSを理解するために、IVSCが公開しているテクニカルインフォメーションペーパー（TIP：Technical Information Paper）1のDCF法を紹介する。³

テクニカルインフォメーションペーパーとは、鑑定評価の実務レベルでの技術についてより具体的な説明が項目別に書かれた説明書で、1がDCF法について、2が再調達価格を減価する「原価法」について書かれている。分量があるので、今回は1のDCF法について紹介し、2については次回紹介する予定である。

技術情報ペーパー 1

DCF法—不動産及びビジネスの評価

1 このTechnical Information Paper 1の目的は、ディスカウントキャッシュフロー（DCF）法、及びそのビジネスないしは不動産の権利の評価への応用を記述することである。それは、DCF法を用いて、評価を行い報告するために最善の手法を記述している。また、市場価値を目的とする評価、投資価値を必要とする評価にとって適切なさまざまな入力を考慮する。

2 DCFを含む収益基準のさまざまなアプローチは、無形資産の評価に用いられるが、これらの方法はこのペーパーの範囲外である。無形資産の評価に用いられる手法は、IVSCのガイダンスノート4、「無形資産の評価」（2010年改訂）の中で議論されている。

3 正しく適用すれば、DCF法は、市場価値、投資価値のいずれに対しても適切な手法を提供する。

DCF法は、もし資産またはビジネスが重大な成長を経ているが成熟した運用レベルにまでは至っていない場合、もしくはエネルギーや天然資源のセクターにおけるケースのように、資産の存続期間が定まっているような場面では、他のあらゆる方法よりも適切な手法になりえる。

4 ビジネスにおける一部分の權益を評価する場合は、もしキャッシュフローで考慮されていない場合は、管理または流動性、もしくはその両方が不十分であることを反映させるべく、持分割合に応じた減価可能性を考慮しなければならない。ある状況下では、DCF法の変形版である配当割引モデル (DDM) が、資産やビジネスの一部分を評価する手法としてより適切なものであり得る。

(5は、用語の定義なので省略する)

DCF法—概要

6 どんな資産やビジネスの価値もその資産やビジネスの利益や損失の現在価値を反映したものである。DCF法を不動産またはビジネスの評価に適用する際には、それぞれ個別の条件や入力項目があるが、いずれのケースでも、基礎となる手法は同一である。

7 DCF法による分析は、所有者に発生するであろうと予測される将来のキャッシュフローの現在価値に基づき、資産やビジネスの価値を示す。必要となるものは以下のとおりである。

- ・ 将来の収入や、その収入を獲得・維持するために要する支出の明確な仮定や予測
- ・ こうした将来のキャッシュフローの現在価値を計算するための適正な割引率の適用

8 将来の期間のキャッシュフローは、実際あるいは予測される収入 (現金の流入)、実際あるいは予測される支出 (現金の流出) を用いて形成される。キャッシュフローは、一般に、最終価格の前の予測期間にわたる一連の定期的な収入、支出により構成される。予測期間の長さは、例えば、一般にキャッシュフローは契約における権利や義務に起因するからであるが、それはキャッシュフローの変化を知り得る期間となり、そうでなければ合理的に予測される期間となる。将来のキャッシュフローが安定してしまえば、最終価格を計算できるようになる。資産が永続するようなケースでは、最終価格は、永久に発生し続けるキャッシュフローの利益を反映することになる。

9 キャッシュの流入ないしは流出は、契約によるもの、あるいは予測に基づくものとなる。キャッシ

ュフローモデルは、例えば、契約の終了、契約の更新または判明している将来の損失といった、将来の事象を正確に反映すべく構成されねばならない。見積もられたか予測されたキャッシュフローは、適切な仮定に基づかねばならない。こうした仮定が適切かどうかは、評価の目的によることになる。もしDCFモデルが投資価値を示すのに使われれば、この仮定は、市場価値を示すのに適切なものから大幅に変わることもある。これらの違いは後で議論する。

10 予測期間が短期の場合、最終価格の計算は、現在の価値の構成比重がより大きく反映されることとなるため、より重要となる。こうしたケースにおいては、最終価格の計算に用いられたキャッシュフローの構成に際し、置かれた仮定が適切であることを確認するため、また、変化をより明確に反映させるべく予測期間を延長した場合にも、どんな変化もないということを確認するため、注意深さが必要となる。

11 割引率は、キャッシュフローに関連するリスクを反映することになる。DCFモデルの目的が市場価値の予測である場面においては、割引率には、類似資産を含んだ最近の取引が示す割引率や利益率から定めることが可能な、市場参加者のリスク感を反映させねばならない。最近取引がない場合には、投資家が必要とするであろうリスクプレミアム、すなわちAAA評価の国債のような「リスクフリー」資産から得られる水準を超えて要求される付加的なリターンを考慮のうえ、適正な割引率を見積もることが必要となるかもしれない。リスクプレミアムの計算にあたっては、収入の確実性や安全性、競合相手の手強さ、将来の収入の伸びといった事柄を考慮することが必要となる。

DCF法—市場価値

12 収益アプローチのうちの、広く認められた手法として、DCF法は不動産の権利やビジネスにおける一連のキャッシュフロー予測を包含している。この一連のキャッシュフロー予測に向け、不動産やビジネスに関連する収入の流れの現在価値を立証するために、市場に由来する割引率が応用される。

13 市場価値を求める評価においてDCF法を適用するにあたっては、利用可能な市場のエビデンスを用い、投資家や他の市場参加者による思考過程・期待・理解を反映しなければならない。技術としては、DCF法は、特定のDCFの予測が実現するかどうかどうかということを基本に判断するのではなく、むしろ、DCF法の予測をする場合にどの程度の市場の裏付け

があるかということにより判断されなければいけない。そのため、評価の目的が市場価値を必要とする場合には、DCFモデルへの入力が市場のエビデンスに基づいたものであることや、共通の市場感を反映したものであることが重要となる。もし特定の所有者ないしは所有見込者が示した基準を使おうとするなら、それを市場のエビデンスや予測と比較しなければいけない。比較して異なる場合は、その基準は市場価値を示すのには使えず、投資価値を示す際のみ使うことができる。

14 すべての評価の入力や仮定は、国際評価基準における市場価値の枠組みの概念を考慮しなければならない。キャッシュフローの予測や見通しを確実なものにするために、また、DCFの基盤となる仮定が当該市場にとって適切で、類似の、合理的なものだということを揺るぎないものとするためには、十分なリサーチが行われなくてはならない。

15 収入の伸びや減少の仮定は、通常、経済や市場の分析、不動産資産やビジネスの予測のマネジメントに係る議論を前提としなければならない。運営費用の変化は、あらゆる費用のトレンドや、重要な費用項目に特有のトレンドを反映しなければならない。

16 DCFモデルは、特定の予測期間で構成される。予測期間の長さや、キャッシュフロー予測の構成要素、取り扱われる特定の要素は、評価対象が不動産とビジネスとの間では異なることがある。

不動産

- a) キャッシュフローの期間、特定の収入や支出が発生するタイミングは、賃料の見直し、賃貸借契約の改定、再配置、再改修や再整備といった事象により定められる。適切な期間の長さは、一般に不動産のクラスやその属するセクターに特有の市場行動により導き出される。
- b) 投資用資産のケースでは、期間内のキャッシュフローは一般に、空室や回収の損失や運営費用がより少ない総収入として予測される。期間内の一連の純収益は、予測期間末に予想されるターミナルバリューとともに割引かれる。
- c) 開発不動産のケースでは、資本投入の見通し・開発コスト・予想される売却収入は、一連の純収益に到達するものとして予測され、開発・販売の予想期間終了時において割引かれる。
- d) 絶えず発生する収入や支出（月単位、四半期単位、年単位）はまた、市場に起因するものでなければならない。収入や支出は適切かつ合理的に裏打ち

されたものでなければならない。

- e) 適切な割引率がキャッシュフローに適用されなければならない。もしキャッシュフローを把握する時間区分の単位が、例えば、四半期単位なら、割引率も、名目上の率ではなく、四半期単位で有効なものでないといけない。支出は、その結果が発生した時期ではなく、その原因となる時期に計上され得る。最善の解決策は、期間のキャッシュフローにおいて事象が最も頻発するタイミングに符合するキャッシュフローの発生時期を把握することである。

ビジネス

- f) ビジネスの評価の予測期間は、一般に、組織体が安定したレベルの収入を獲得できるようになるまでの期間、あるいは、周期的な産業全体の運営サイクルを反映する期間となる。
- g) ビジネスの予測に応用する場合、DCF法では、2つのフリーキャッシュフローの手法がある。1つは、企業のフリーキャッシュフロー (FCFF)、もう1つが資産のフリーキャッシュフロー (FCFE) である。
- h) 継続企業のほとんどのビジネスの場合（そして、それゆえ、継続期間は無限である）、明示された予測期間末における運営の最終価値に関して熟考することが必要となる。最終価値を計算する際、明示された分析期間以降も成長するだけのビジネスの潜在力について熟考しなければならない。分析期間の最終年においてもキャッシュフローに一定の成長が起こり続けるという仮定を応用して、成長が永久に達成されると仮定する「絶えず成長するモデル」が、一般に使われている手法である。代替の手法として、時を経るにつれ成長率が低下する「成長減速モデル」がある。これらの結果は、一般に、暗示されるさまざまな出口の合理性に照らし合わせてさまざまな角度から検討されるだろう。
- i) フリーキャッシュフローモデルを「一般化」するための対応はまた、以下の状況を合わせ含め、最終年で考慮されなければならない。
 - ・減価償却費に対する、現在行われている資本的支出
 - ・無形資産へのアモチゼーションの支出をどこまで続けられるか
 - ・景気循環のインパクト
- j) ビジネスの市場価値に到達する際、DCF法の結

果は、以下を反映するように適応されねばならない。

- ・将来の利益を相殺するために使える税務上の欠損金
- ・日常のビジネスの営みに必要のない過剰な資産
- ・年金の不足のような、バランスシートに反映されていない偶発的な債務

k) 割引率は、市場における類似のビジネスから選択されねばならない。ビジネスの類似性を考慮するにあたっては、収入、支出、カントリーリスク、インフレ、規模、実現収益率、収入の予測といった要素が考慮されねばならない。ビジネスに対するWACCの典型的な率のデータが使えるところでは、これも活用しえる。

17 最終的な価値の計算法をどう選択するかは、一般にそれが属する市場における経験によるものである。また、最終的な価値は、分析期間末の不動産やビジネスの市場価値の見通しを表象している。ビジネスにとって、最終価値は、FCFFあるいはFCFEの予測、さらに的確に言えば、適正な率で還元される分析期間最終年の翌年の予測に基づき得るものである。不動産の場合、それは、起こりえる空室期間のインパクトまたは適正な率で還元された再配置のコストを考慮した後に予想される賃料収入ということになりえる。

DCF法—投資価値

18 評価の目的が投資価値を求める場合には、割引率、割引期間、キャッシュフローの仮定といった採用すべき入力データが、一般的な市場参加者が用いるであろうものと同一でないことがありえる。

19 キャッシュフローは市場に由来することもあるが、評価される資産やビジネスに特有のこともある。割引率は、一般に、例えば目標利益率、機会のコスト、あるいは組織体のWACCの率といった、その組織体に特有の基準により定められることになる。その一例として、DCFのモデルが、あるビジネスの見込購入者の投資価値を計算するのに用いられる場面がある。その見込購入者は、市場に参加する前に、目的物件の実際のキャッシュフローが必要となる目標利益率を生み出せるような価格はいくらかになるのか定めたいと望むかもしれない。

内部収益率

20 DCFモデルは、投資の内部収益率(IRR)の計算にも使うことができる。IRRは、取得費用も含めた

全てのキャッシュフローの純現在価値がゼロとなる割引率である。

DCF法—一般

21 キャッシュフローは、代替となる金融上の仮定を用いることにより改良できることもある。また、関連セクターの市場行動、データの利用可能性、また両者の結びつきにより定められることになる。例えば、キャッシュフローは以下のようになるかもしれない。

- ・税金の総額または正味額
- ・借入金調達コストの総額または正味額
- ・しばしば「成長が明示された」モデルか「成長を明示しない」モデルかと言及されるように、予測するインフレまたはデフレが反映されているか、いないか

22 用いられたキャッシュフローの特質は、採用された割引率が反映されたものでなくてはならないだろう。例えば、あるモデルのキャッシュフローは、キャッシュフロー期間にわたってのインフレ予測を考慮したことが明示されているかもしれない。それゆえ、インフレとともに増加する現収入の潜在性ではなく、分析期間に関連する部分のみのリスクを反映した割引率を採用することが重要となろう。モデル内のキャッシュフロー、割引率いずれをも裏打ちさせるために用いられるあらゆるデータの分析に際し、一貫した仮定がなされるよう注意しなければならない。他のあらゆる入力が変わらないままで、割引率がキャッシュフローの仮定と矛盾していないならば、結果として出てくる価格には、どのような代替手法を用いようとも違いは起こりえない。

23 IVS104「スコープオブワーク」やIVS105「評価書」では、評価業務を行う過程でなされるすべての仮定を記録として残す必要がある。IVS105では、さらに、結論のキーとともにどの評価方法を採用するか特定しなければならない。

24 IVS105で必要とする要件を満たすよう、また、評価の利用者が正しく理解できるように、レポート内のDCFモデルでなされた仮定を開示・議論することで、評価はよく洗練されたものとなる。一般に含まれるべき情報の例は、以下のとおりである。しかし、これに限られるものではない。

- ・キャッシュフローの開始日、数、頻度、用いた期間を含む予測期間
- ・カテゴリー別にグループ化されたキャッシュの流入や流出の構成、その背後にある理論的根拠

- ・運営費用発生の予測，並びに運営費用の見込変化率
- ・付随的な費用並びに損失の扱い
- ・割引率の由来ないしは理論的根拠
- ・最終価格の計算に応用したものの根拠
- ・借入金による資金調達，債務の元利払い（利息と元本の支払い）が予測された期間のキャッシュフローを構成する場においては，定期的な利回りを計算するのに有効な年単位の率
- ・使用される（諸）税率，並びに，適用可能な場面における純営業損失の定量化
- ・適用可能な場面では，インセンティブの見通しの背後にある理論付け
- ・関連する資産の取得ないしは改良に際して発生したあらゆる資本的支出の扱い
- ・著作権のあるソフトウェアの場合は，製品名やバージョンによりキャッシュフローモデルを明示することで，モデルに固有の手法や仮定が詳述され，モデルが適用された日が特定される
- ・期間単位での借入金による資金調達ないしは債務の元利払い（利息と元本の支払い），適用可能な場面では，期間の金利を計算するために有効な年単位の率
- ・期間あたりのネットキャッシュフロー（収入の総和から支出の総和を差し引いたもの）
- ・ネットキャッシュフローに適用される割引率ないしは利率，背後にある理論的根拠，その選択の下支えとなるもの。もし複数の率が使われる場合は，対応してキャッシュフローの適切な部分に対してさまざまな率を適用せねばならない。例えば，資金のキャッシュフローに対しては，用いるべき率は資金のコストになるだろうなど
- ・鍵となって作用する予測データの慎重な分析，評価結果における重要な金融上の仮定（割引率，永続成長率）

25 DCF法以外に他の評価手法が使われるときは，報告書内で，DCF法で得られる結果と他の手法で得られる結果との調整，ないしはどちらの手法がよりよい価値指標かを定める明確な理論的根拠を書くのが望ましい。

注）各技術情報ペーパーの最初の部分に以下のただし書きが書かれている。

「技術情報ペーパー（TIP）は，一般に受け入れられている最善の方法で，評価専門家にとっての技術ガイダンスを提供する。TIPは，評価のトレーニング

や教育を行うわけではない。TIPは，適切な評価手法やその使用基準を含め，一般に受け入れられている最善の方法を示し，事例を提供するかもしれない。また，ある状況下では一般に適切でないと考えられるアプローチや手法があることも示すかもしれない。しかしながら，TIPは，あらゆる個別の状況の中で，ある特定のアプローチないしは手法を使うべきか使うべきでないかを示すわけではない。最も適切な手法を選択する責任は，各々の評価業務の事象に基づいた，評価者の責任となる」

「市場の重視」について

以上のIVSテクニカルインフォメーションペーパーの項目の中では，特に「市場参加者の視点に支持されたエビデンスの採用・市場の裏付けの必要性」に関して強調されるべきだと思う。

「市場の重視」とは，単に市場の状況を詳細に正確に観察するというにとどまらず，「買い手」や「投資家」など，市場参加者らがどんな行動をとっているか，どんな行動をするか，どんな予測をもっているか，それを見よということだ。

これはスコープオブワークとの関係においても同様に注意すべき視点である。市場と評価手法は，相互に強い関係性があるのと同様，スコープオブワークという視点から見ると，評価における「市場」の捉え方が変わることもあるからだ。

IVSにおいても，また日本の改正基準でも強調されている「市場の重視」の示唆していることを理解し，その要求レベルについて職業意識をもって評価を遂行することが求められている。

「市場価値」と「投資価値」の違い

最後に，IVSには市場価値（Market Value）とは別に投資価値（Investment Value）という概念があるが，以下ではその違いについて説明しよう。IVSCはIVSの価格概念の理解を促進するために，例示資料ともいべき補助資料（Illustrative Examples）を公開している⁴が，その中で，市場価値と投資価値の相違点についての説明が1頁全体にわたって掲載されている。ホテルのオペレーションを例にして説明がされており，両者の違いが具体的に示されているよい資料である。以下にその概略を載せ，両者の相違点の説明としたい（なお，わかりやすさを優先して意識した概要を載せており逐語的な翻訳ではないことを了承されたい）。

あるホテルが売り出されるという設定で、Market Value (市場価値) は、まず、不動産鑑定士が調査した結果、現状で最有効使用のホテルであり、通常一般のホテル市場において売り出されることができると判断、次に不動産鑑定士は、同類タイプのホテルの営業パフォーマンスのデータや当該ホテルの過去の営業記録などのデータ収集を行う。それからそれらデータを分析し、ホテルのMarket Valueが求められる。

これに対して、Investment Value (投資価値) に関する説明では、ある国際的なホテルチェーン経営者 (an international hotel chain owner) が登場する。このホテルチェーン経営者が最も有望な買い手であるケースが想定されている。そのホテルチェーン経営者は自分のホテルチェーンのほうが他のライバルである買い手よりも、当該ホテルをより効率的に運営できるという結論を出す。なぜなら、チェーンを構成する他のホテル群とのシナジー効果により、より高いキャッシュフローが生み出されると予想できるからである。

この場合、不動産鑑定士は通常どおり同類タイプのホテルの営業パフォーマンスのデータや当該ホテルの過去の営業記録などのデータ収集を行うが、それと同時に、その国際的なホテルチェーン経営者が他のライバルである買い手よりもより効率的に運営できるという仮定も、この評価案件における、現実的にありうる状況として設定することになる。

その際に導かれる評価額は、国際的なホテルチェーン経営者という見込みから求められる投資価値である。⁵

ここでの留意点は、投資価値の場合に、上の例では国際展開しているホテルチェーンが買い手となる場合、そのチェーンならではのホテル運営力とチェーンがもつ他のホテル群とのシナジー効果という2つのメリットが影響するため、その仮定から得られる評価額は投資価値に位置付けられる。投資価値と市場価値の差はその2つのメリットが寄与したものとなる。

IFRSの市場重視の思想

この市場重視の思想は、IFRSの「公正価値」評価の説明にもクリアにみることができる。IFRSでは公正価値の評価にあたり、3つのヒエラルキーを想定している。

(レベル1)

測定日において、企業がアクセスできる同一の資

産または負債に関する活発な市場における相場価格 (レベル2)

レベル1以外のインプットのうち、資産または負債について直接または間接に観察可能なもの (レベル3)

資産または負債に関する観察可能でないインプット

1では市場は明確に存在し、かつ活発な取引がある、2は市場はあるが取引が不活発であり、3では市場はない、という条件となっている。また観察可能かどうかに関しては、1と2は観察可能 (つまり市場が存在するから) で3は観察不可となっている。

公正価値の評価は、原則として最もレベルの高いインプット (レベル1) を優先的に使用することとされており、もしも客観性の低いレベル3のインプットを使用した場合は、そこで使用したデータについて定性的・定量的な追加的情報を開示することが求められることとなっている。

IFRSにおける「公正価値」は、不動産鑑定の見点でみるとわかりやすくイメージできるので、ここで簡単に紹介しておく。IFRSの公正価値については「交換価値 (市場価値)」と「使用価値」の2つの観点がある。交換価値とは市場での市場参加者が合意して成立させた価格であり、使用価値は、その対象から得られる将来キャッシュフローの現在価値である。IFRSの目的は、企業の財務諸表の開示、企業会計にあるので、価値評価の対象は不動産に限らない。

しかし、不動産鑑定士がその概念を理解しようするとき、やはり不動産評価を念頭においてみるとわかりやすい。よってIFRSを日本の不動産鑑定評価の見点からみると、交換価値 (市場価値) は、実際に市場において成立した価格であるから、鑑定の3手法のうちの「取引事例比較法」で求める価格であると考えることができよう。

一方の使用価値は、将来キャッシュフローの現在価値ということなので、DCF法で求める価格であると理解できる。

なお、市場価値だが、これまではその入口価値が重視されてきたが、近年は出口価値 (売却時の価値) が重視される傾向にシフトしてきているといわれており、ファンドや不動産再生等ビジネスモデルの変化が市場参加者の行動に変化を与えていることが反映されているとみることができ、大変興味深い。

注

- 1 <http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/corporate-reporting/publications/world-watch/articles/ivsc-ifs-foundation-cooperate-valuations.jhtml>
- 2 1株当たりの純資産に対し、株価が何倍まで買われているかを表したのが株価純資産倍率 (Price Book-Value Ratio)。ここでいう「純資産」とは、貸借対照表上の「純資産の部」から少数株主持分および新株予約権等を除去した金額、つまり自己資本 (株主持分) を意味する。
- 3 1の正式名称はThe Discounted Cash Flow (DCF) Method - Real Property and Business Valuations となっており、不動産だけでなく、事業評価までを含んでいることに留意されたい。IVSの対象は不動産だけでなく、事業と事業権益、無形資産、機械設備・装置器具、不動産、事業用資産、建築中の投資用資産、金融商品など広範囲にわたる。
- 4 Illustrative Examples chapter 1 - Bases of Value (EXPOSURE DRAFT)
- 5 同説明の最後には Special Valueという項があり、これは日本でいう限定価格で、例としてはそのホテルには、隣接してビーチがあり、これをホテルが買うときは、ホテルの価値を上げ、パフォーマンスを向上させるので高めの価値が求め得るとし、これをSpecial Valueとしている。