

事業収支から求める収益価格について

不動産鑑定士 今西完治

はじめに

収益還元法は、従来、賃貸用不動産に対して適用するか、そうでない場合は、賃貸を想定して行うのが一般的であった。その理由としては、以前は評価対象の大部分を占めた更地の評価において、最有効使用として賃貸用不動産（商業地なら事務所ビル、住宅地なら賃貸マンション）を想定し土地残余法を適用するシナリオが多用されたこと、収益価格が特に重視されたのが賃貸借の継続により支払家賃が新規賃料と乖離した「貸家およびその敷地」と呼ばれる賃貸不動産であったことによると思われる。

しかしながら近年、鑑定評価全般に収益価格がより重視されるようになって来たこと、企業の経営破綻や再生に関連し企業用不動産の評価を行う機会が増えたこと、等により賃貸以外の事業の用に供する不動産の収益価格を求める機会が増えて来ている。また最近では企業のリストラや M&A に関連し鑑定士が「企業」あるいは「株式」の評価へも業務範囲を広げようとしている。このため、企業評価に用いる収益還元の手法と、賃貸以外の事業の用に供する不動産を評価する際の収益還元の手法との整合性も問題になると考えられる。

然しながら、賃貸以外の事業の用に供する不動産に適用する収益還元法については平成 15 年 1 月 1 日に改訂施行された「不動産鑑定基準」および「留意事項」でも記述は僅かで、「一般企業用不動産」を「賃貸以外の事業の用に供する不動産」と言い換えた以外、旧基準と特に変化は無い。このため、実際に賃貸以外の事業の用に供する不動産に収益還元法を適用しようとするると種々判断に迷う事が多い。

そこで、本稿では、賃貸以外の事業の用に供する不動産の収益還元について「不動産鑑定基準」の記述を概観し、企業評価に用いる収益還元法との対比も加えつつ、その問題点を整理してみる事とした。

1. 不動産鑑定評価基準に示された方法

「賃貸以外の事業の用に供する不動産」について不動産鑑定評価基準に記載されている収益価格の求め方に関する記述の概要は次の通りである。

純収益 総収益 - 総費用
総収益 売上高
総費用 売上原価 販売費及び一般管理費等

そして要説（改訂版「要説不動産鑑定評価基準」鑑定評価理論研究会編著〔住宅新報社〕

2003.4.14、以下「要説」という)には総費用として次の項目が挙げられている。

売上原価：仕入原価、製品原価、役務原価等

販売費及び一般管理費：給与手当、旅費、広告宣伝費、事務用消耗品、通信費等

正常運転資金の利息相当額：現金、当座預金等

通常必要とされる運転資金の利息相当額

その他必要な額

そして支払利息、割引料等の営業外費用は計上してはならないこと、及び償却前収益を求める場合には売上原価や販売費及び一般管理費等に含まれる建物の減価償却費を費用に含めないことを注意喚起している。

以上から不動産鑑定評価基準の想定する純収益は営業利益に近いものと考えられる(償却後純収益なら営業利益との差は運転資金の利息相当額だけ?)。

これに関し次のような問題点が指摘できる。

(1) 機械装置等に帰属する純収益の行方

製造業の工場を考えると不動産以外に機械装置、車両、工具器具、特許権等多くの資産が売上に寄与しており、これらの資産に対する投資額が不動産に対する投資額よりも大きい場合も多い。これらの資産は借入や投資家の出資により賄われており減価償却額だけでなく投下資本収益も考慮すべきである。でなければ建物に帰属純収益(投下資本収益)を考慮する事と整合しない。

機械装置等に帰属する純収益を求めるには簿価に割引率(期待利回り)を乗じて求める以外現実的な方法が無い。あるいは機械装置等に帰属する純収益も含めた純収益を資本還元し後から機械装置等の簿価(可能なら評価額)を控除する方が簡明かと思われる。この場合内容が近くなる。異なるのは現預金や有価証券等を含まない価格となることが中心となる。

また、DCF法により収益価格を求める場合には減価償却費は機械装置等に関するものも含め一切支出として認識されないの、不動産価格を求めるに当たっては、まず、他の資産価値も含めた企業価値に近い価格を求めるのが一般的となる。この場合、キャッシュフローを求めるに当たっては、事業の継続に要する更新費等資本的支出(設備投資額)を適正に見込む必要がある。

(2) 遊休資産がある場合

上記の方法で収益価格が求まるのはあくまでも事業に貢献している不動産であるから、もし遊休化している部分がある場合には得られた収益価格にはその部分の価格は含まれていないと考えるべきである。嘗ては大工場であったが事業規模の縮小や生産工程の部分的移転等によりフル稼働していない工場等には適さないであろう。施設の集約や用途

転換を検討すべきものと考えられる。

(3) 経営に帰属する純収益

不動産鑑定評価基準には、不動産に帰属する純収益とは、総収益から資本（不動産に化体されているものを除く）、労働および経営（組織）の総収益に対する貢献度に応じた分配分を控除した残余の部分というあり、経営に対する分配分を控除する事が要請されている。然しながら、経営に帰属する純収益として会計書類から把握できるのは利益処分としての役員報酬しかない。大部分は給与に含まれていると考えられるが、利益金の中にも役員報酬以外にかなりの経営帰属純収益が含まれている可能性が有る。特にオーナー企業では配当や社内留保の多くは経営帰属純収益の可能性がある。然しながら、客観的に判別する基準が無いのが現状である。

なお、田原拓治氏が同氏の事務所のホームページ中に鑑定コラム No. 85 としてホテルの経営帰属純収益を求めた例を掲載しておられるので興味のある方は御覧頂きたい。

(4) 企業により不動産価格が変わること

業績不振のA社の工場を業績好調で事業拡大中のB社が買取るとする。このとき工場の土地建物や機械装置は変わらないのに稼働率の上昇や、B社の製品の性能、ブランド力等により売上高が急増することが考えられる。対応する費用も増えるであろうが営業利益は大幅に増えたとする。このとき事業収益をベースに工場の不動産価格を求めると、所有者がA社からB社に移っただけで価格が急上昇することとなり、属人的な価格となってしまう。

これを避けるには売上高と費用を業種ごとに生産規模、生産能力等により標準化して用いることが考えられる。然しながら事業者の数が少なく、標準化などできない業種も多いと考えられる。また後で述べる営業権価格との関連とも重複するが、このようにして求めた不動産価格には製品の性能や経営の質等による企業の超過収益力による部分も含まれていると考えられ、要説等ではこれを分離する適切な方法は示されていない。

2. 事業収益に基づく収益還元の例

事業収益に基づく収益還元の例を模式的に示せば次の様なものである。

売上高	1000
仕入高	270
労務費	300
水道光熱費	70
消耗品費	30
賃借料・リース料	30
広告宣伝費	5
旅費通信費	20
修繕費・維持管理費	40
損害保険料	10
公租公課	25
売上原価	800
営業利益	200
資本的支出	
建物	20
機械装置	15
車両・その他備品	5
営業CF (1)	160
本社経費	40
経営帰属純収益	20
NC F (2)	100

事業所の収益価値：NC F ÷ 還元利回り = 100 ÷ 10% = 1000

不動産価格 = 事業所の収益価値 - 機械装置、車両、備品等の簿価 (3)
= 1000 - 250 - 50 = 700

注 (1) Cash Flow

(2) Net Cash Flow

(3) この事業は在庫は無い事業とし在庫品の価格は考慮外とした。

ここでは表記を簡単にするため単年度資本還元の形を示したが、DCFによる場合でもNC Fの将来予測を明示的に示すだけで基本的には同様である。

上記の例のように事業収益を資本還元する場合の割引率または還元利回りは、不動産以外の資産に帰属する純収益をも含めて資本還元するため、厳密には、不動産の割引率または還元利回りとは異なるものである。不動産以外の資産価値が大きい場合には企業価値を求める際の割引率または還元利回りに近いものになる。また例では、不動産以外の資産は簿価で評価しているが、重要性の高いものについては別に評価が必要であろう。

3. 企業評価における収益還元方

企業評価における収益還元方では「フリーキャッシュフロー」を資本還元して収益価格を求める。フリーキャッシュフローは次の手順で求める。

経常利益	80
支払利息(+)	20
<hr/>	
E B I T	100
法人税等(40%)(-)	40
<hr/>	
税引き後営業利益(NOPAT)	60
減価償却費ほか(+)	20
正味運転資金増加額(-)	15
設備投資額等(-)	20
<hr/>	
フリーキャッシュフロー	45

直接還元するにせよDCF法を用いるにせよこのフリーキャッシュフローを基礎に行う。割引率(r)はWACC(加重平均総使用資本コスト Weighted Average Cost of Capital)を用いるのが一般的なようで、直接還元の場合の還元利回りは $r - g$ となる。ここで g は企業の成長率である。

不動産の収益還元法と企業評価のそれとを較べて見ると次のような違いが見られる。

(1) 経常利益を基礎にすること

経常利益に支払利息を加算するので借入金の影響は除かれることとなる。現預金等を含め企業が所有するすべての資産(但し非稼働資産を除く)の価値を求めようとする趣旨からは経常利益からスタートするのが適している。不動産の場合多数の事業所の内の一つを評価する場合などが考えられ経常利益という概念は馴染まないかも知れない。

(2) 税引き後利益を用いること

企業評価では税引き後のキャッシュフローを用いる。不動産の場合は所有者が企業か個人か特定されず、不動産が節税目的に利用されたこともあって、所有者によって異なる

る価格が算出されることを防ぐため、税引き前のキャッシュフローを資本還元することとしている。

企業評価の場合には対象が企業に限定され、税率が比較的単純で、税額自体も帳簿等から容易に把握できるため税引き後のキャッシュフローを用いている。対象とするキャッシュフローが異なるため割引率も異なり、税引き後のキャッシュフローを割り引く企業評価の割引率は不動産のそれと比べると低い値となる。

(3) 割引率の説明がし易い事

企業評価の割引率は株式市場における類似業種、企業の利回り等との比較と銀行の貸出金利から比較的簡明に査定できるようである。不動産の場合、マンションと事務所ビルを除けば個別性が強いいため、市場利回りが捉え難く、利回り査定の根拠に説得力の乏しい場合が多い。

上記の(3)から、対象となる不動産によっては企業評価を行い、不動産以外の資産の価格を控除する方が合理的な場合も考えられる。ただ、この場合、営業権の処理が問題となる。企業の買収等に際しては、企業評価を行って得た額と貸借対照表上の資産価格との差は、企業の超過収益力と考えられ「営業権」「暖簾」として処理される。然しながら、上記のような方法で不動産価格を求めた場合、企業の超過収益力はすべて不動産価格に含まれることとなり営業権が生じる余地は無い。営業権は不動産の含み益が大きな比重を占める場合もあろうが、経営者の手腕や企業のブランド力等を源泉とする場合も多いと考えられるため、不動産以外のものに起因する大きな超過収益力が生じていると考えられる企業の用に供する不動産の評価には、企業収益や事業収益から求める方法は適さないと考えられる。

おわりに

以上で、事業収益に基づく収益還元の方法を、企業評価における収益還元方途の比較も交えつつ整理してみた。筆者の研究不足から単なる問題提起に終わっており、中には思い違いや不正確な記述もあるかと思われる。お気づきの点が有ればお知らせ戴きたい。

近く適用が予定される減損会計等とも関連し、賃貸以外の事業の用に供する不動産の評価を行う機会は今後さらに増えて行くものと思われる。評価理論を精緻化させておくことが緊急の課題だと考える次第である。

(以上)