

減損会計の評価で用いられる割引率について

不動産鑑定士 堀田 勝己

本稿は、(社)日本不動産鑑定協会近畿地域連絡協議会が2005年6月23日に行った減損会計に係る鑑定士向け研修会で、筆者が講師として担当した部分の当日配布レジュメに補足説明を加えたものである。

なお筆者は、近畿地区の不動産鑑定士と公認会計士の団体(日本不動産鑑定協会近畿地域連絡協議会+日本公認会計士協会近畿会・兵庫会・京滋会)が合同で立ち上げた委員会のメンバーであり、2005年6月に株清文社(<http://www.skattsei.co.jp/>)より出版された『不動産評価と会計のプロが書いた 減損会計Q & A』を共同執筆した。減損会計に関する詳細は、同書をご覧ください。

正味売却価額を求める(鑑定評価)場合と、使用価値を求める場合の割引率の比較

	不動産鑑定評価基準 正常価格(正味売却価額)	減損会計適用指針 使用価値
投資を行う者の視点		・当該資産に固有のリスクを反映した収益率(ハードルレート) 投資に要求する収益率
	・借入金と自己資金に係る割引率から求める方法(WACC) 調達資金ごとの要求利率を反映	・当該企業に要求される資本コスト(WACC) 調達資金ごとの要求利率を反映
マーケットの視点	・類似の不動産の取引事例との比較から求める方法 類似物件の実現収益率に着眼	・固有のリスクを反映した市場平均と考えられる収益率 類似物件の実現収益率に着眼
	・金融資産の利回りに不動産の個別性を加味して求める方法 市場におけるリスク評価	・当該資産の資金調達利率(ノンリコースローン利率) 市場におけるリスク評価

上表中、「投資に要求する収益率」に該当するものが、正常価格を求める場合(鑑定評価)にはなく、使用価値を求める場合にのみあるのは、次の理由による。

- ・ 鑑定評価は特定の投資家の立場のみに立脚したものであってはならず、常に市場の総体を見なくてはならない。
- ・ したがって、資金を出す者がどれだけ収益率を要求するかという観点のみをもって当該資産に要求される収益率とすることはできない。

- ・ よって、参考にするとすれば「不動産投資家調査」のようなサンプル調査から類推される母集団の平均値等である（WACC も通常の鑑定評価の場合は、特定の投資家が直面する金利等ではなく、標準的投資家が採用する借入比率や調達金利をベースに算定しなくてはならない）。
- ・ 一方、企業活動においては資金提供者たる株主（現実のオペレーショナルには、株主の付託を受けた経営者）が各事業を行うか否かの判断基準とする収益率（ハードルレート）こそが、当該事業価値を評価する上で重要な意味を持つ。
- ・ 結局、「使用価値」とはそれを使用する者が把握する価値（private value）であるのに対し、正味売却価額の基礎となる「正常価格」とは万人が妥当と認める価値を貨幣額で表示したもの（market price）である点で、両者は大きく異なる。

使用価値を求める場合の割引率

1.当該資産に固有のリスクを反映した収益率

当該企業が設定しているハードルレート(最低目標収益率)又は事業部別資本コスト投資や事業を行う者が、自らの立場で期待する収益率

主体的に設定する収益率であるため、使用価値を算定する際には最初に考慮されるべきもの。但し、すべての企業が事業ごとにハードルレートを設定しているわけではないため、常に使えるとは限らない。

2.当該企業に要求される資本コスト(WACC)

加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital）

他人資本：借入金利

株主資本：CAPM 等によって求める

株主資本については、株式市場で当該企業のリスクがどれほどのものと評価されているかを見るために、株価の安定性を尺度としてリスクの程度を把握する。

3.固有のリスクを反映した市場平均と考えられる収益率

賃貸用不動産等、市場で収益率が観測できる資産に限られる

資産そのものが持つ属性によってリスクを把握するため、同種の資産に対する市場の声を聞く。

4.当該資産の資金調達利率

事業リスクに基づいてプロジェクトファイナンスが行われているような場合は可能

ノンリコースローンの利率は金融市場から見た当該プロジェクトのリスクを反映してい

と考えられるため。

5.上記 1~4 を総合的に勘案したもの

特にハードルレートが設定されていない事業の場合、他のどの方法がベストということは一概に言えないため、総合勘案のうえ決定してよいとされている。

WACCの算定方法

$$\frac{WACC}{1-T} = \underbrace{\frac{D}{D+E}}_{\text{他人資本比率}} \times \underbrace{R(d)}_{\text{他人資本コスト}} + \underbrace{\frac{E}{D+E}}_{\text{株主資本比率}} \times \underbrace{R(e)}_{\text{株主資本コスト}} \times \frac{1}{1-T}$$

↑
↑
↑

他人資本比率
他人資本コスト
税率

株主資本コストの算定方法 (Capital Asset Pricing Model)

$$R(e) = R(f) + \{R(m) - R(f)\} \times \beta$$

↑
↑
↑

リスクフリーレート
マーケットポートフォリオ収益率
ベータ値

リスクフリーレート

通常、長期国債の利回りを用いる。

マーケットポートフォリオの収益率

株式市場に存在するすべての銘柄を時価総額比率で組み入れたポートフォリオの収益率。

ベータ値

当該企業の株式の収益率がマーケットポートフォリオの収益率に感応する度合い。上場企業ならばTOPIXのヒストリカルデータから計算できる。

- = 1 ならば、マーケットポートフォリオの変動と同じだけ変動する
- > 1 ならば、マーケットポートフォリオの変動以上に変動する（リスク大）

$$= \frac{\text{Cov}(R(i), R(m))}{\text{Var}(R(m))}$$

企業 i の株式の収益率 R(i) と R(m) との共分散
 市場平均収益率の分散

(参考) WACC の算定例

他人資本 D	60
株主資本 E	40
他人資本コスト R(d)	3%
リスクフリーレート R(f)	1%
マーケットポートフォリオ収益率 R(m)	5%
ベータ値	1.2
税率 T	40%

株主資本コストの計算

$$\begin{aligned}
 R(e) &= R(f) + \{R(m) - R(f)\} \times \beta \\
 &= 0.01 + (0.05 - 0.01) \times 1.2 \\
 &= 0.058
 \end{aligned}$$

税引前 WACC の計算 (注)

$$\begin{aligned}
 \frac{WACC}{1-T} &= \frac{D}{D+E} \times R(d) + \frac{E}{D+E} \times R(e) \times \frac{1}{1-T} \\
 &= \frac{60}{60+40} \times 0.03 + \frac{40}{60+40} \times 0.058 \times \frac{1}{1-0.4} \\
 &= 0.6 \times 0.03 + 0.4 \times 0.058 \times \frac{1}{0.6} \\
 &= 0.018 + 0.0387 \\
 &= 0.0567 \\
 &= 5.67\%
 \end{aligned}$$

注(1 - T)で割る理由

通常、企業評価では、他人資本部分に節税効果が働くため税引後のWACCを用いる。

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times R(d) \times (1-T) + \frac{E}{D+E} \times R(e)$$

しかし減損会計では、使用価値算定の際に法人税等の支払は将来CFの見積に含めないこととされているため、(1 - 税率)で割って税引前のWACCとする。

< 補足事項 >

不動産の正味売却価額は鑑定評価基準における「正常価格」を基礎とする(但し、売却に必要な諸費用を控除)ので、不動産鑑定士が評価を行う場合には、通常の鑑定評価の手順を踏めばよい。

しかし、使用価値を算定する場合には、現状用途の継続が前提となり、採用される割引率に関しても、上述のとおり減損会計適用指針において算定方法が規定されている。したがって、不動産鑑定士が「経験値に基づいて査定する」というようなことは、基本的に容認されない。通常、企業価値評価やファイナンス理論で頻繁に登場するWACCや、株主資本コスト算定に際して用いられるCAPMなどに関する知識は当然要求される。

以上