

# 利 益 評 価 法

武 田 嘉 孝

## **The Income Method of Valuation**

**Yoshitaka Takeda**

### Summary

In this paper we describe and evaluate the Income method of valuation as used by appraisers. This method is commonly used in valuation of real estate. It also is used to calculate the value of an entire business, as distinct from its component parts. The income method represents a capitalization of expected earnings over the economic life of the property. This paper discusses various problems concerned with the determination of expected earnings and selection of an appropriate capitalization rate.

It is concluded that although this method of valuation is widely used for certain types of assets and for a business as a whole, it is to a considerable extent dependent upon the professional judgement and competence of the appraiser. Variations in calculated values can occur for a wide variety of reasons, including inaccurate estimates of physical resources, incorrect cost and price prediction and differences in capitalization methods and rates used. Yet evidence also is presented to indicate that there are significant understatements in the value of certain assets. Based on the assumption that these values constitute useful information to external report users, this model recommends that management report these values as supplementary information when they differ materially from book values.

Received Oct.31,1996

Key words: The discounted income method

The capitalization rate

Methods of capitalization

## はじめに

会計専門家は自ら行った評価方法の有用性を判定しようとする、不動産鑑定人によって行われた方法に若干類似してくるものの必然性を認識するであろう。鑑定手続はしばしば複雑で、しかも広範囲の実際の資料および仮定に依存することになる。それらは鑑定の目的すなわち収用の申し渡し処置、資産税、取得された資産の内の企業購入価格の配分、財産の購入および販売によって異なるものである。それにもかかわらず、財務諸表に価値を含ませることに関心を持っている会計専門家にとっては、不動産鑑定人による鑑定方法の技術的側面について考慮すべき対象としての意義が存在している。これらの方法は、また財務報告目的のための、目的適合性および確実性という観点から評価される必要がある。

財産および財産権は、真実価値を持っていない。それらの価値はいずれも、所有者もしくは所有者になるであろう人による効用から導き出される。このように価値は、結局は意図された使用、すなわち個人的な趣味および趣向ならびに経済的情勢によって変化する。数多くの価値概念が存在する中で、鑑定人は基本的には市場価値に関連をする。なぜならば、市場価値は強制を伴うのではなく、競争的な市場環境の下で売り手と買い手の行為に基づいて認識される、財産にとっての実際の計算された交換価格であるためである。市場価値というものは、売買当事者にとって関心のある、将来の利益およびサービスの潜在性を計算しうる合理的で、しかも知性のある売り手と買い手とが存在していることを意味するものである。

### 1. 評価の方法

鑑定人の場合、財産の評価は現実の市場価格モデルに照応して評価をしようとする。彼は、環境条件により、次の方法の一つ以上を用いて財産価値の評価を行うであろう。

1. 利益アプローチ——この方法は財産の予想耐用年数中において、その財産から予想される純利益の資本化に基づいている。
2. 取替もしくは再生産原価——取替原価は代替に基づいている。それは価値の物質的減耗および機能的退化による損失を控除した後に、既存の設備が遂行するであろうサービスを最善の設備に取替えるための現在原価に等しいものである。また再生産原価は、その既存の設備における退化および陳腐化を控除した後のその財産を再現するために要する現在原価である。
3. 相対的な市場価格——この手続の下においては、財産の価値は、同一種類または現場における類似の財産の最近の販売を参照して、市場価格が決定される。

以上の評価方法の内、本稿においては割引利益評価方法について言及するものである。上に示した方法の各々は、ある限界を有している。そのことから、鑑定人は実務的には、一つ

## 利益評価法

以上の方法を採用するかもしれない。この三つの方法は、実際に不動産鑑定人によって一般的に用いられている。その手続方法はさまざまであるけれども、不動産の鑑定の場合には、これらの方法の各々がほぼ同じ結果になることが予想される。本当にもしも重要な変動が生じることにでもなれば、その基礎になっている資料や仮定が間違っているために再検討が必要とされる、ということを経験した多くの不動産鑑定人が認識している。

特殊な評価方法は、特定の状況にはほとんどまたは全く適用可能性をもたない。再生産原価は、遊休土地の価値を測定するのに用いることはできない。割引利益アプローチは、次のものにはほとんど適合性がない。すなわちそれは、利益を生じさせない財産つまり個人の住宅のようなものおよびある資産たとえば事業に用いられる機械設備に、利益が特に関連していない状況の場合である。不動産鑑定において、三つのすべての方法を採用することが慣例となつてはいるが、類似の財産の販売が実際にはない場合や鑑定中の財産が特異な特徴を持っているとき、すなわち教会、アトリエ、鉱物預託金を持っているときには、比較しうる市場価格は得られないであろう。

鑑定人がどのような方法を採用しようと、多数の変数を考慮しなければならない。最終分析では、財産の価値は期待将来利益に基づいているので、鑑定人は次の情報を獲得し、判断する必要がある。それは、国および地方の経済情勢の趨勢、貨幣価値、人口増加、市場の性格、特殊・一般物価水準変動、税、区域制限、建築材料および技術の改善、財産の機能的効用の変動、などである。典型的な鑑定報告の実質的な部分は、一般的にこれらの要素の評価にあてられる。

### (1) 割引利益方法

利益方法の下での財産価値の決定は、二つの別個の計算からなる。すなわち利益の予想と利益の資本化とがそれである。これは次の算式によって反映される。

$$V \text{ (価値)} = \frac{I \text{ (利益)}}{R \text{ (資本化率)}}$$

大抵の場合、資本化価値は直接、資本化もしくは利息表の参照によって、容易に確かめることができる。もしもある財産に対して、利益が耐用年数以上に継続するものと期待することができれば、毎年の現価を示している表が活用される。もしも利益が異常なものであるならば、将来の各日付に受け取られる1ドルの現価を示す利息表を参考にすることがなされる。しかしながら手続は、基礎仮定すなわち資本回収、残余財産価値、結合財産（土地付き建物）に基いて利益が変わってくるので、幾分より複雑なものとなる。

利益が結合財産に基因するときに、残余利益方法が一般的に採用される。これは財産の内

の一つについての価値が、利益方法以外の手段によって獲得できる、という仮定に基づいている。たとえば土地の価値は、比較可能な市場価格から導き出される。建物の場合は、再生産原価法によって計算される新しく建築された価値か、または古い建物の価値かのいずれかであるかもしれない。残余利益方法は以下の仮定によって説明される。<sup>表1)</sup>

すなわち200,000ドルという土地の価値、50年という建物耐用年数、利子原価8%、利益および危険に対する公正報酬10%、そして資本回収前のコンスタントな年次利益が、80,000ドルという場合である。

資本回収は、明白に行われるかもしれないし、または原価要因に含まれる償却について、利息表を使用することになるかもしれない。鑑定人によって行われる資本回収計算は、会計専門家によって行われる減価償却率とは相違しがちである。

表 1		
利益		80,000ドル
差引：土地に適用可能な収益 (200,000ドルの18%)		36,000
建物に適用可能な残余利益		44,000ドル
建物に対する資本化率：		
利子8%；利益・危険10%；資本回収2%		20%
建物の資本化価値	$\frac{44,000 \text{ドル}}{20\%}$	220,000ドル

会計専門家は、原価－利益配分手続に関連をしている。しかるに鑑定人は、経済的価値の減少を測定することに関心を持っている。彼らは次のことを認識している。すなわち経済的な寿命の見積もりと価値の変動は、純理論的な傾向があるということである。本当に、建物の価値を維持するために、現実的な誇張が期間に亘って見受けられよう。この問題に対するAIREAのコメントは、次のものである。

その理由は、残存経済機能的耐用年数と残存物理的耐用年数との両方を予測することは難しいからである。鑑定人は分別のある投資家はその投資を行う場合、奪還することを期待する期間としての残存経済機能的耐用年数によって、何を意味するのかを次第に述べるようになってきている。このことはまた、難しい問題である。なぜならば、分別のある投資家は、建物投資を行う際に、奪還されるべき期間の長さにも必ずしも同意はしないからである。<sup>2)</sup>多くの鑑定人にとって、残存経済機能的耐用年数と資本奪還期間との間に、一つの区別がある。

厳密な意味からすると、前者は財産が土地についての利子および報酬を獲得し、また改善の報酬を獲得するかもしれないそれ以上の期間を意味するであろう。しかしながら投資家は、政治経済的要因もしくはそのような意思決定の影響を受けて、奪還期間を短くしたり、拡大したりするかもしれない。奪還率は利子率に加算された付加保険料および加重課税であり、それは市場の行動と調和し、その行動を予言するであろう。<sup>3)</sup>

会計専門家は、不動産鑑定人が利益予測手続をよく知っているかと仮定しているかもしれないが、これらの計算の性質は、財産の種類ごとに若干異なるのである。これらの変化量の程度は、不動産、鉱物などによって異なってくる。資本化の適正率および方法の選択は、しかしながら、より困難な概念上の問題と測定問題を含み、特別の関心を正当化するのである。

### (2) 利益資本化—資本化率

選択された資本化の特殊な率は、利益方法の下で決定された価値に重大な影響をもつはずである。期間によっては、わずか2%の利益差が、資本化価値において約30%の差異になるであろう。

適正な資本化率を選択する際に、資本の源泉すなわち持分—負債関係、資本の原価、投資家の流動性選好、企業経営者のための保障、代替的な投資機会および危険のための報酬などに考慮がなされなければならない。少なくとも概念上の立場から、合成資本化率のこれらの要素が、別個に区別され限定されるべきである。しかしながら事実、資本化率はかなり正確性を持たずに決定されがちである。

### (3) 資本の原価

理性のある投資家は、その財産の予想収益が借り手の資本原価以下の場合には、その財産を購入しない、ということが仮定されるであろう。それゆえに資本の原価は、新しい投資への許容下限規準もしくは切り捨て利益率を構成する。不幸なことにも、複合的な企業にとって資本の原価を決定することは、財務理論における最も困難でしかも論争的な領域の一つである。

資本の原価に関して、幾つかの相反する理論が存在する<sup>5)</sup>。資本の原価は、借り手や貸し手の立場から考えられるかもしれない。「借入率」は、債権者や企業所有者から得られる資金の原価を表す。「貸出率」は、機会原価概念に基づいている。企業は常に、内部的には既存資源の拡張もしくは取替に、または外部的には、他の会社および政府の債券に資金を投資する選択権を持っている。期待収益が、同じ危険を持っている外部投資のそれを越えるとき、新しい資本投資だけを企てるべきである、ということになる。借入率は、持分—債務関係によって変動するが、貸出率は会社の財務構造によって影響を受けない。実務上、貸出率を計算することはきわめて難しい。それというのは、内部的に企てられたものと同じ危険を持っ

た外部投資を見つけることが不可能だからである。新しい内部投資は、また以前の投資を保護するように要求されるかもしれない。このような理由から、借入アプローチは、新しい資本投資への切捨率として、より一般的に用いられる。

借入率は、加重平均もしくは限界規準に基づいて計算されるかもしれない。もし加重平均法が用いられるならば、新しい資本計画が特殊な資金源と同一視されるのではなく、その代わりに一種の資本の坩堝から導き出される。そしてそこにおいて、全ての有効な資金が吸収され、それらの同一物を失くすということが仮定される。

しかしながら、つぎのことが主張されるであろう。つまり、新しい資本投資は最も最近に取得された資金から融通され、そしてそれよりも古い資金は、既存の経営活動を維持するために用いられる。この限界アプローチは、次の理由で批判されるかもしれない。すなわち、第一に、幾らかの異なる資本源泉を持っている、ある企業によって用いられる資金は、一般にいかなる一つの源泉とも同一視することはできない。第二に、限界方法の下では、新しい資本投資のための切捨率は、企業の財務構造における変動によって期間ごとに急激に変動するかもしれないであろう。このことは長期の投資を選択する立場からは、最も望ましくないことであろう。第三に、財政安定の理由から、会社の経営者は長期・短期持分と借入資本との間に計画された均衡を維持しがちである。ある特殊なタイプの金融によって引き起こされる、ある期間中の不均衡は次期において逆に均衡する傾向がある。

資本の原価は、利子・配当の両方を含む。これは会計専門家の原価の定義とは一致するものではない。会計専門家の考え方は、配当を原価としてよりもむしろ利益の分配とみなしている。しかしながら経済的な観点からすると、配当は持分投資家から獲得された資本の原価を表すものである。

ある会社では資金は、次の主要な源泉から導入されるであろう。すなわち、普通株、優先株、銀行ローン、貿易信用状、社債、利益剰余金である。社外有価証券の実際または法定の利率は、提供した資金の真実な原価を意味しない。それには機会原価概念が適用される。たとえばある会社は、未償還債券に4%の利子を支払う法的義務を持っているかもしれない。しかしながら等価危険債券における現在市場率は、その源泉から借りた資金の取替原価を表す5%になるかもしれない。

普通株の販売と利益剰余金から導き出される資金の原価は、市場価格と「一株当たりの期待利益<sup>6)</sup>」との比率において表される。このことは次の仮定に基づいている。それは、株主によって現在予想され、しかも普通株の現在市場価格に反映されたものと、少なくとも同じくらいの一株当たりの収益を獲得できないような新しい計画には、そのような資金を故意に投資することはないであろう、というものである。なぜならば株式の価値における稀薄さが、株主に経済的損失を与えることになるであろうからである。

#### (4) 危険のための報酬

さまざまな源泉から獲得される資本の原価における変化は、主として危険に依るものである。不動産投資家は、最初の抵当貸（担保付貸付）よりも第二の投機にかなりの高率の利子を支払うであろう。同様に、一般に普通株から導き出される資金の非明示的原価は、優先株についての確定配当率よりも高い。そして後者は、相対的に担保付債券における利子率よりも高い。このような理由のために、通常、強い影響力を持った会社は、持分率への低い債務を持ったものよりも、もっと低い資本原価を持つであろう。

危険は次のような見込みの反映である。すなわち利益の期待は現実に達成され、投資の元金はその償還期待期間中は維持されるであろう。危険における変化の程度は、品質、利益フローの持続期間、営業運、投資の安全性および技術ならびに市場状況における変動への弱点における相異から生ずる。ある産業に精通している鑑定人は、自分が危険の評価をする資格を与えられているように思うであろうが、個々の買い手や売り手は別様に危険を評価するかもしれない。最終分析において危険の量を測ることは、次のコメントの中で示されているように、主として判断の問題である。

## 2. 資本化率の選択

資本化過程は、さまざまな率の概念および資本化の方法の中から選択を行うことになる。手続はさまざまではあるが、その意図は同じものである。すなわち貨幣原価プラス公正利潤および危険に対する報酬を償うことである。それにもかかわらず、次のことを認識することが重要である。それはこれらの多様性のために、財産価値の資本化においてかなりの金額的な相違が生じるということである。率の選択および資本化方法の相違によって、財産価値に影響するという事実は、鑑定手続における弱点を必ずしも表してはいない。率および資本化方法の選択は、次のことが必然的に含まれているものである。それは、基礎的な仮定が変わり、しかも専門的な判断を行使することによって、鑑定人はその環境に適した資本化過程を採用することになるであろう、ということである。これに関して、アメリカ不動産鑑定人協会では、次のコメントを行っている。

「明らかに、鑑定人は特定の問題の解決のために技術を選択するとき、金額、時期、利回りに関して、正確な情報を知ることなく、資本化過程の適用のために判断を行使することはできない。それぞれの資本化方法において必然的に含まれているものは、ある技術から別の技術に変化がなされるときに、自動的に変わってくる金額、時期、利回りに関する特殊な内容を持った仮定である。これは各種の資本化技術の皮相的な知識しか持っていない若干の人々を、資本化方法を変えれば、その結果として評価見積も変わるということを信じさせることになっている。現に、金額、時期、利回りに関する基礎的な仮定を等しくしないで、資本化の結果との真実な比較を行うことは不可能である。なぜならば基礎的な仮定は、通常、

鑑定人の判断要因であり、もし彼がその鑑定技術をある技術から他の技術に変えるときに、その相違を確認するための絶対的な信念をまた変えていなければ、彼は自分の判断を反映していない、ということは明らかである。(鑑定人の全ての判断は、基礎的な仮定に基づく鑑定技術を変更するときは、基礎的仮定に基づいて鑑定人の判断によって行使されなければならない。基礎的仮定に基づかないで鑑定技術を変更することは、したがって彼の判断を反映するものではない、ということになる。)」<sup>7)</sup>

一般的に用いられると考えられる率の資本化概念は次の四つである。

イ. 加重平均資本原価——この方法は、次のようにしてある会社の加重平均資本原価に等しい割引率を確定する。<sup>表2)</sup>

表 2		資 本 原 価 (税引後)	
資本源泉	金 額	率	金 額
普通株	\$20,000,000	12%*	\$2,400,000
利益剰余金	2,000,000	12%*	240,000
優先株	4,000,000	4 %	160,000
総計	<u>\$30,000,000</u>		<u>\$3,120,000</u>
加重平均原価		10.4%	

\* 普通株の価格収益比率を基礎とした  
 \*\* 税引後

加重平均資本原価は、新しい資本投資のための許容下限率として多くの大会社によって用いられている。普通株の原価は価格収益比率に基づいているので、許容下限率は利益留保を含む。しかしながらそれにはリスク（危険）を含ませてはならない。会社によっては異なる範疇の投資に対して、許容下限率においてさまざまなリスク要因を含ませている。たとえば、ある統合された石油会社は、移送およびマーケティング活動といったそれぞれの活動の中に認められるリスクに対して、さまざまな最小許容利益率を確立している。しかしながら次のことは、より一般的である。それは会社が、許容下限率を最小許容利益とみなすこと、およびそれぞれの資本計画のリスクを別々に評価することである。

ある概念的でまた測定の欠点を含む投資意思決定への資本原価アプローチの拡張された議論は、この研究の範囲を逸脱するものである。しかしながら鑑定人が特殊な売り手と買い手のために行動するかぎり、彼は顧客の資本原価に等しい資本化率を利用するように要求されるかもしれない。この方法によって計算された財産価値は、資本ミックスにおける多様性に



## 利益評価法

よる一般市場状況からそれるかもしれない。鑑定人は、財産に対する市場価格を確立することを試みているかぎり、より代表的な資本化率が必要とされる。

ロ、投資理論群——市場状況を反映している資本原価アプローチの多様性は、一般に不動産鑑定人によって用いられる。この「投資理論群」は、アメリカ不動産鑑定人協会によって、次のように述べられている。<sup>8)</sup>

「投資理論群の適用によって展開される利子率は、市場の資料が比較しうる財産に適用しうるものとして開示する抵当・持分率の統合である。展開される率は加重平均であり、加重することは、抵当—持分状態によって占有されているであろう価値の割合に対して存在する。利子率は次のように展開される。」<sup>表3)</sup>

	価値の割合	率	製品
第一抵当権	50	× 5 %	2.50
第二抵当権	25	× 7 %	1.75
持分見込	25	× 9 %	2.25
合成利子率	100		6.50

ハ、比較しうる財産における平均稼得利益率——ある鑑定専門家は、類似の財産において稼得されている投資資本における平均利益率に等しい割引率を用いることを好む。これは次のことを仮定することによる。それは、資本合成、経営状況、リスク等々の等価物がもしあるならば、市場は一般の通常の利益率を確定している、というものである。この方法に言及する際に、鉄鉱鑑定人は次のように解説する。

鉄鉱の価値を確定するときに、比較しうる財産について市場で稼得している利益率に相当する加重平均資本化率を用いることを試みる。具体的に比較しうる財産についての稼得率は、次の文献において不動産鑑定人によって一般に用いられている。

「利子率の選択は、相互に比較することによって、市場における人々の反応を認識する。たとえば多くの財産が約100,000ドルで売られており、そして減価償却差引純利益（すなわち剥奪引当金控除後）の6,000ドルを持っているということが分かるならば、そのときこの種の財産に対する市場にいる人々によって要求されている収益率が、6%であるということが容易に理解される。このことは多かれ少なかれ、その品質は同じものであるとの仮定に基づいている。」<sup>9)</sup>

ニ、修正主要利子率——石油鑑定人が計画利益を、修正主要利子率で資本化することは一般の実務で行われる。しかしながら資本化される金額は、そのとき利益およびリスクに対

して準備するために、一定の割合だけ減額される。この手続は、指導的な石油鑑定人によって次のように記述されている。

「石油産業において、我々はキャッシュフローを次のもので割引く。それは、我々がリスクのないローンの原価であると考えている1%の約四分の三の要因に加えた主要利子率である。我々はそのとき、資本化額を利益およびリスクの負担をするために25%から30%だけ減額する。私が最初に石油財産を鑑定し始めたときの1940年代の初期に、財産の公正市場価値は、割引キャッシュフローの半額であった。そのとき買い手は、(税引前)100%の究極的な利益を望んだ。戦争が終結したときに、金融のABC方法が考え出され、そのために銀行は割引キャッシュフローの半額を貸したものだ。あなたが割引キャッシュフローの半額を借りることができても、誰もがそれに対して商いをしないとき、売り手と買い手の両者が借り手に幾らかの金額を入金することを期待した。このことはその率を変化させ、その結果、その価値は割引キャッシュフローの約三分の二になった。ちょうど今、立証された積立金の公正市場価値は、8.5%のキャッシュフローの約60~65%に落ち込んでいる。」<sup>10)</sup>

### 3. 資本化の方法

鑑定手続の性質を完全に理解するために、資本化方法とのある類似性が必要とされる。これらの手続は本質的に異なる結果を生じるが、どの一つをとってみても、他のものより本質的に優れたものは何もない。本当に鑑定人の原則目的は、彼の利益予言モデルの基礎的な仮定に最もよく合致する方法論を採用することである。次の報告を考えてみよう。

「利益を資本化するための『適正な方法』は、何ら存在しない。鑑定人の機能は市場を解釈することである。そして投資財産の各種の種類ごとに、市場を構成するさまざまな人々の集団がある。ある財産を鑑定する際に、鑑定人は彼らの投資目的および抱負を理解することが必要である。現在容認しうる方法は、異なるある既定の仮定を持っている。<sup>11)</sup>」より一般的に用いられる資本化方法の簡潔な叙述は、次のものである。

(1) 直接資本化方法の最も単純なものは、期待年次利益を資本化率によって区分することである。この手続は永久に利益を割引くが、将来において数年受け取られる割引利益の価値における影響は、最小になる傾向がある。したがって直接資本化は、固定的なレンタルにおける長期契約の下でリースされた土地についての場合がそうであるように、利益の流れが長く、当然継続的である財産に対して一般に採用される。直接資本化は、合理的な将来の予言をすることが困難である場合に用いられるかもしれない。これらの状況において資本化過程は、単に価値における大雑把な測定をなすことができるだけであり、市場は資本化率において高い危険要因を含みがちである。しばしば直接資本化は、その資本回収が定額法に固執されることが期待される長期の償却資産に対して用いられる。そのような場合に、資本回収率すなわち50年の建物に対する2%は、基本的な資本化率に加算される。この方法はまた次の

## 利益評価法

ようなときに適合性がある。それは意義のある残余財産が何もないような建物の市場価値が、固定化した年利率において下降し、建物から導き出される利益が割引率において低下する、ということが仮定されるときである。

(2) 現価方法——明記された利率で将来受取るための各種のもの、または平準な一連の支払いのものは、利息（相続権もしくは年金）表から確認することができる。これらの表は、次のような乗数を含む。その乗数とはその現価を決定するために将来、利益に適用されるかもしれないものである。現価表は、次の理由で資本回収のための内蔵された準備金をもっている。なぜならば利益の残高が、利子のための引当金の後に未償却原則の減価として処理されるからである。現価方法は、年金および将来の総額すなわち残余価値の両方に対して、以下のように説明することができる。<sup>表4)</sup>

表 4	
仮定：建物の残存耐用年数25年；残余価値10,000ドル；利子8%； 資本回収前の年次利益12,000ドル	
25年間に於ける1ドルの現在の値打ち（年金表より）	10.675
純利益の現在の値打ち（12,000ドル×10.675）	\$ 128,100
25年の期末に受取る1ドルの現在の値打ち（復帰価値表より）	0.1460
残余財産の現在の値打ち（10,000ドル×0.1460）	1,460
総財産価値	\$ 129,560

(3) 減債基金方法——この手続の下では、利益は二つの要素からなる混成率で資本化される。（その一）類似の危険投資のための名目資本報酬、（その二）減債基金において再投資されると仮定される資本の年次回収における報酬。建物および他の償却財産の価値は、財産に貢献しうる利益を次の係数を乗じることによって決定される。その係数は正常な市場率の逆数に、減債基金表から得られる要素をプラスしたものである。この手続と現価年金方法との唯一の相違は、次の仮定から生じる。すなわち、資本が回収されるのでそれは資金の準備が行われ利息を得るであろう、という仮定である。このことは政府および他の形態での制度会計の場合を除き、実務ではめったに起きるものではない。

(4) 抵当付持分（Elwood）方法<sup>12)</sup>——他の資本化手続方法と異なり、エルウッド公式は、不動産投資に融資するための正常な市場持分—債務関係に明白な認識を与える。エルウッド方法は、また財産の見込み、経済的耐用年数よりむしろ（8年から10年の）短期利益計画に基づいている。エルウッドは次の主張を行う。この仮定はもっと現実的に実際の所有権のある期間に適合しており、これによってかなり不確実な性格をもった長期の予言を行わなくてもすむようになる、というものである。エルウッド公式は若干複雑である。<sup>表5)</sup>

表5

資本化率のためのエルウッド公式は次のものである。

$$R = Y - MC + dep \ 1 / S \ n \ or \ Y - MC \ app \ 1 / S \ n$$

Y = 用心深い投資資本によって要求される持分利回り

M = 全投資への抵当権の割合、例えば65%もしくは75%

C = 抵当権係数（以下に言及されるエルウッドの文献は、抵当権係数の正確性を弁護し、そのような係数の図表を提供している。

dep = 百分率で表された予想財産価値減価償却

app = 予想財産価値評価引上げ

1 / S n = 持分率における減債基金要因 (Y)

しかしながら、この方法を用いている不動産鑑定人は、エルウッド公式に表されている係数のための表を掲載してあるアメリカ不動産鑑定人協会によって公刊された著書の援助を受けている。<sup>13)</sup>

#### 4. 利益方法における不動産の価値の決定

利益方法は、一般に収益を生み出す不動産の価値を決定するために用いられる。これには次のような商業的財産が含まれる。つまり次のような建築物が立地している土地だけでなく、賃貸もしくは売却のために役立つ事務所、建物、アパート、劇場、車庫、倉庫、店舗ならびに工場である。もしも計算された利益フローが、そのような財産に帰しうるならば、それは売却や賃貸として意図していない事業に用いられる財産をも含むかもしれない。例えば、工場は製造目的で所有者によって用いられるかもしれない。しかしその市場価値を確定することについての一つの方法は、もし賃貸すれば生じるかもしれない潜在的純利益を計算することである。

##### (イ) 収益の予測

商業不動産の収益は、通常賃貸料から成り、またある場合には種々のサービスたとえばホテルの食料・飲料販売から成るときもある。賃貸料は適切な測定単位によって明記される。アパートの賃貸料は、慣例上、その規模、眺望つまり南向き三部屋によって分類される。工業財産は100平方フィート単位で測定される。(建物)正面のフィート数および場所は、一般的に小売店の賃貸料を確定するために用いられる。部屋の平均使用料は、ホテルなどの収益を測定するための基準である。駐車ロット収益は、有効な自動車の場所によって分類される。事務所の賃貸料は、場所および建物の何階にあるかに基づいている。

## 利益評価法

既存の賃貸借は、しばしば将来の賃貸借料を予言するための論理的な基準を提供する。しかしながら、既存賃貸料の明細表における適確さ、住人の財務的な安定性、キャンセルの原因および他の契約の規定は、注意深く評価されなければならない。もし財産が賃貸中であるならば、鑑定人は類似の財産を比較して、潜在的な賃貸料を確定することを試みるであろう。既存の賃貸料明細表が将来、収益を予言するための指標として用いられるかどうかに関わりなく、有能な鑑定人は多様な他の適切な原因に考慮を払わなければならない。生活共同体の居住者、労働供給、財産税、建物規制、競争設備の範囲等々の資本利益ごとの財産の配置および機能的なサービス可能性、近隣社会、物価水準変動、支持設備の有用性などといったこれらの要因は、現在の立場によってのみならず、予期される趨勢に関しても注意深く検討されなければならない。

鑑定人は潜在的総収益を計算してから、改築もしくは改造のための空間および休業による賃貸損失の引当金を計上する。次の報告書に指摘されるように、賃貸損失もしくは空間調整を決定する際に、重要な判断がなされる。

「多くの鑑定人は、現実の総利益によってあまりにも楽観的であるかまたは悲観的になりすぎるように思われるその素の総収益見積額を克服し、差し引くために空間要因を用いる。なぜならば営業費もしくは資本化率を歪めることよりも、期首において償うことの方がもっと良く、このアプローチは適切な環境の下では、実践的であり、容認しうるものである。大抵の空間および賃貸損失引当金は、適用において局部的であり、時々修正するであろう。特殊な引当金は何も設定することができない。しかしながら一般的に引当金は、2%以下・5%以上では何も必要とされない。」<sup>10)</sup>

### (ロ) 費用の見積

利益計画および資本支出予算に従事している財務担当者は、費用予測の難しさを良く知っている。それにもかかわらず、不動産に関連したものとして、その問題に在る特殊性を見極めるために注意することは適切である。

不動産は50年以上の耐用年数期待を持つかもしれない。明らかにそのような持続期間の費用見積は、せいぜい単に教育的な推測を示しうるだけである。したがって鑑定人の予測は、しばしば5年以内の予測しうる未来しか含まない。このアプローチは、時々次のような仮定に防御されている。つまり鑑定人が刺激しようとしている不動産の買い手と売り手の行為つまり価格計算法は、合理的に予言可能な資料に同じ強調点をおき、そしてこれらを単に、しばしばある水準を基にして、遠い将来に挿入する。また次のことが認識される。将来利益が相対的に高利率で資本化されるとき、遠い数年間における不正確な見積の影響は、最小化する傾向がある。

しばしば、費用予測に含まれる重要な原価項目は、次のような設備資産の取替である。つ

まり、家具、備品、台所用品、カーペット、テレビ、ストーブ、冷蔵庫、冷暖房セットである。鑑定人の手続は、これらの資産の取替原価を見積り、そのような原価をその資産の耐用年数期間中に配分することである。

鑑定人はしばしば、別の方法で計算された費用予測を行い、再検討するための基準として、単位費用率に依拠する。例えば、暖房は部屋当たりもしくは平方フィート当たりのドル額として表されるかもしれない。そのような率に対する指標は、各種の出版物で知ることができる。<sup>15)</sup>

鑑定人は彼の利益予測からある原価を一般的に省略する。利用された利息表は、資本回収に備えるために建物減価償却費を除外する。なぜならば税率が様々な所有権の持分ごとに異なるからである。

#### (ハ) 利益の資本化

利益の資本化過程の概念的な側面については、先述した。現行の実務への追加的な洞察は、指導的な不動産鑑定人による次の議論から得られるかもしれない。

(質問) あなたは、その領域における比較可能な財産で獲得できる資本化率を用いますか。それとも合成要素によってそれを形成しようとしていますか。

(答え) 優先的な方法および一般に用いられる方法は、同じタイプの財産を購入している人々によって示される収益率である。これに対する我々の理由は、我々は投資家の課税状況を知らないし、課税の必要性は分からないためである。だからあなたは、その場所におけるその特殊なタイプの財産における取引に関係することによって、総合的な通常の税率に依拠しなければならない。

(質問) この情報は必ずあなたに役立ちますか。

(答え) それが問題なのです。つまり時々それが役立たないことがあるのです。勿論多種多様な人々および工場のある国の周囲で働いている我々の規模における組織体に応じて、我々が修正することのできる異なる場所での同じタイプの財産に関する情報を我々は持つかもしれない。

(質問) あなたはいつも積上げ率を用いますか。

(答え) もしも全てのものの内で何か失敗するとしても、我々は理論的なアプローチを採用する。これは基礎的な利子率から成る。それは不動産の購入に通常提供された資本の80%を示す抵当権に対し、9%の割合のものである。投資家は、それゆえ彼の持分の割合に応じた報酬、例えば10%を要求するであろう。さらに我々は、リスクについての何かを加えなければならない。積上げ率は最小の信頼性を持つものであって、それゆえに次の場合に限ってそれを使用する。それは、投資家の行為から資本化率を引き出すことについて、他の手段が何も無い場合である。

## 利益評価法

(質問) あなたは適切な持分－負債関係をどのように確立しますか。

(答え) 我々の調査において、我々はその分野の貸出機関に行く。我々はそこで次のことを尋ねる。すなわちそこでは、見込み借り手に健全な信用等級をつけ、どういう種類の抵当権を認めるのであろうか。そこでは我々に、負債率には利率のみでなく持分も必要であることを知らせるのである。

(質問) あなたは特殊な資本化方法を用いますか。

(答え) 一般にその方法は、利益フローの形態に結びつけられている。例えば、もしもあなたがゼネラル・モーターズへの長期リース建物を所有しているならば、あなたはおそらく、年金法を用いるであろう。我々はまた単に、検証としてだけにエルウッド法を用いる。これはそれが意図されたものである。それというのもそのエルウッド法が価値への直接的アプローチとして不適切であることを知っているからである。

## おわりに

本稿では、不動産の評価に適用された利益アプローチに言及した。この評価手続方法は、広範に用いられているが、かなりの程度まで鑑定人の専門的な判断および能力に依存している、ということは明白である。計算された価値において多様性が生じるのは、次のような多様な根拠のためである。それは、物的資源の不正確な見積額、不正確な原価および価格の予言ならびに用いられる資本化方法と率における相違、といった根拠である。

財界では、利益方法によって決定された価値および価値の変動を、公表財務諸表の中に正式に記載することを積極的に容認する、ということはあるそうもない。それにもかかわらず、これらの資産の帳簿価値に重大な過小表示があるということを指摘する証拠が提供された。これらの財産価値のより現実的な見積額は、外部報告利用者に重要な情報を表すものであるということ推論することは論理的である。

真剣な考察を受けるに値するこのジレンマに対する可能な解決は、会社の経営者に補足的な情報のような財産価値の見積額を提供するように要求することである。これは単一数値よりもむしろある範囲において表示されることができ、そして基礎的な諸仮定および計算方法の記述によって達成されうる。状況が変われば、見積額もそれに応じて改定されよう。もしもこれらの価値が、報告利用者によって重要な情報として考えられるようにでもなれば、次のような要件が導入されるかもしれない。それは、そのような価値は独自の鑑定に基づく、少なくとも時々はそうである。これは会社に追加的な原価負担を課すであろうが、次のことを仮定することは合理的である。つまり、その情報は経営者にとって価値を持っており、そしてまた内部的に、大抵の場合にそのことはすでに知られている、ということである。

## 引用文献（脚注）

- 1) *The Appraisal of Real Estate*, Chicago, American Institute of Real Estate Appraisers, 5th ed., 1967, p.60.
- 2) *Ibid.*, p.265.
- 3) *Ibid.*, p.267.
- 4) *Ibid.*, p.267.
- 5) 次の文献が参考になる。  
Joel Dean, *Capital Budgeting* (New York: Columbia University Press, 1951) ; Frederick and Vera Lutz, *The Theory of Investment of the Firms*, (Princeton, N. J., Princeton University Press, 1951) ; and Ezra Solomon, "Measuring a Company's Cost of Capital" , *Journal of Business*, University of Chicago School of Business, 1955.
- 6) この考え方には反対の見解がある。ある理論家によれば、普通株から得られた資本の原価は、市場価格に対する配当の比率、もしくは一株当たりの過去・現在の利益の比率によって測定された方が優れている、といわれる。
- 7) *The Appraisal of Real Estate*, op. cit., p.262.
- 8) *Ibid.*, p.60.
- 9) *Ibid.*, p.270.
- 10) Morton Backer, *Current Value Accounting*, New York : Financial Executives Research Foundation, 1973, pp.162-163.
- 11) *Capitalization Methods and Techniques*, Chicago, American Institute of Real Estate Appraisers, 1968, p.7.
- 12) Elwood 方法の説明がなされているものには次の文献がある。  
James E Gibbons 「抵当付持分資本化」 : Elwood方法、*The Appraisal Journal*, April 1966.
- 13) L. W. Elwood、不動産鑑定および金融のためのエルウッド表、シカゴ、アメリカ不動産鑑定人協会、1967.
- 14) *Ibid.*, p.23.
- 15) 例えば、建物所有者および管理者国民協会は、事務所の建物の単位費用の資料を集めている。そして Horwath and Horwath, Harris, Kerr, Foster and Campany はホテル産業のための類似の資料を公表している。