

簿価利回りではなく時価利回り

2010年3月期から投資用不動産の含み損益情報が開示されています。開示される対象不動産は投資目的不動産、遊休不動産、賃貸用不動産などで、自社で使用しているビルや工場は含まれません。それによると、含み益の上位には三菱地所、三井不動産などの大手不動産会社やJR東日本、JR西日本などの賃貸不動産をたくさん所有する事業会社が名を連ねています。

含み損益情報から、何を読み取ることができるでしょう。含み損益は単に含み益が多ければ実質自己資本比率が高く経営が安泰、含み損が多ければ財務体質が脆弱で経営が危ない、ということを表現しているだけではありません。無論、こうした見方も必要ですが、これは経営が破綻したときに、債権者が自分の債権保全の有効性を測るため、貸借対照表だけに注目した見方です。ゴーイング・コンサーン（継続企業）として経営を見るときは、含み損益を収益とも関連させながら会社を立体的に見なければなりません。

含み損益だけに注目すると

事例で考えてみましょう。AとBの2つの不動産を持っているとします。AもBも簿価（取得価格）は10億円で、賃貸料収入は1億円です。ところが、時価はAが50億円、Bは5億円です。したがって、A不動産には40億円の含み益、B不動産には5億円の含み損が生じていることになります。この場合、役に立っている不動産はどちらなのか。

簿価も賃貸料収入も変わらないのですから、着目ポイントは含み損益だけになります。含み損益だけを見ていると、次のように考えてしまうかもしれません。

「A不動産の時価は簿価の5倍で40億円の含み益があり、お宝のような不動産なのに対し、B不動産は含み損が5億円で財務体質を弱めている。したがって、役に立っているのはA不動産だ。」

簿価利回りよりも時価利回り

こうした結論に至るのは、取得価格である簿価に強く引きずられた結果です。賃貸料収入の簿価利回り（配当÷簿価）はAもBも10%（1億円÷10億円）で、両不動産の資金効率は変わりません。変わるのは含み

損益だけで、それを見ればA不動産の方が断然パフォーマンスが高く、A不動産の方が役立って見えてしまいます。

しかし、経営（投資）の意思決定に過去の取得価格である簿価は関係ありません。経営において重要なのは現在の価格である時価と、これから資産が生み出すキャッシュフローです。

確かに預金や債券であれば取得価格である簿価は重要です。それは預金や債券は原債務者が破綻しない限り、額面で償還されることが約束されているからに過ぎません。預金や債券にとっては、簿価は単に取得価格を表現する過去の価格であるだけではなく、今のキャッシュフローを約束する現在の価格でもあるのです。

しかし、不動産や株式における取得価格は将来の収入を保証しません。取得価格は過去のもので、将来キャッシュフローには何の影響をも与えません。経営にとって大切なのは過去の価格（取得価格）ではなく、現在の価格（時価）です。したがって、経営効率を判断する利回りも簿価利回りではなく、時価利回りを見なければならぬのです。

そこで、両者の時価利回り（賃貸料収入÷時価）を比べると、A不動産は2%（1億円÷50億円）、B不動産は20%（1億円÷5億円）です。資金の効率性の優劣は明らかです。Aは時価が高いから資金の効率性が低く、Bは時価が低いからこそ資金を効率的に運用できているのです。

ROAの分母は時価

ROA（Return on Assets 総資産利益率）は利益を総資産で割って算出するもので、会社の資産の効率性を示す重要な指標です。会社全体の資産の効率性を引き上げるためには、個々の資産の効率性を判断しなければなりません。そのとき使用する分母の資産価格は簿価ではなく時価でなければならないのです。

不動産の含み損益の開示は時価利回りという視点で資産の効率性を判断する資料を提供しています。含み益の大きい資産はそれに応じた高い収益を要求されていることを忘れてはなりません。