

M&Aにおける不動産評価実務と戦略的活用

成田 正憲

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3-2-3 丸の内二重橋ビル

masanori.narita@tohmatsu.co.jp

090-6507-8585

デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザリー合同会社

要旨

本論文は、資産における不動産の重要性の高い企業の合併・買収（M&A）において、不動産評価が果たす重要な役割を検討するものである。割引キャッシュフロー法（DCF法）や市場マルチプル法などの標準的な企業価値評価手法は、将来の事業収益力を概観するものだが、不動産価値の戦略的・財務的インパクトを過小評価する可能性がある。正確な不動産評価は、公正な取引価格算定だけでなく、条件交渉・取引構造・取引後の経営管理に大きな影響を及ぼす潜在的なリスクや機会の発見にも不可欠である。

本研究では、不動産分析が財務デューデリジェンス、PPA（Purchase Price Allocation）、取引後戦略など主要なM&Aプロセスにどのように統合されているかを分析する。帳簿価額と市場価値のギャップ、固定資産台帳の詳細分析、他の評価等専門家を含めた多職種連携の必要性など、実務上の課題について言及する。特にPPAにおいては、IFRS16やASC842といった昨今の会計基準変更により、使用権資産（ROU資産）やリース負債の認識・公正評価が求められるようになり、PPAプロセスがより複雑化している点についても解説する。

また、取引価格へのアプローチ法として、株式譲渡と不動産譲渡の取引構造の比較分析を行い、日本の税制下での純手取額や買手層拡大への影響について検討し、当該比較分析における不動産評価の役割について確認する。

そして、PMIフェーズにおいては、実務事例を通じて、適切な不動産およびリース資産評価が、税務最適化、資産ポートフォリオ再構築、減損リスク管理、業務シナジー実現など取引後活動を支えることについて言及する。

本研究の結論として、市場ベースかつ多職種連携による厳格な不動産分析が、M&A成功のために不可欠であるとともに、コンプライアンス・透明性・持続的な価値創造の基盤を提供し、取引後の全ステークホルダーに利益をもたらすことについて確認する。

1. はじめに

企業の合併・買収（M&A）の文脈において、企業または事業の価値評価は、割引キャッシュフロー法（DCF法）等のインカムアプローチや、市場マルチプル法等のマーケットアプローチを用いるのが一般的である。これらの手法は、企業の将来の収益力や市場でのポジショニングを包括的に把握することができるものである。しかし、実質的な不動産資産を多く保有する企業の場合、当該評価手法では、不動産資産が果たす重要な役割が過小評価されたり、見落とされたりすることがある。不動産は、企業が所有する資産の中でも規模が大きく最も重要なものの一つであり、企業の財務基盤に直接影響を与える。さらに、企業不動産の立地、規模、品質は、事業運営の効率性、新たな戦略への適応、市況変動、規制変更、環境問題など様々なリスクにも影響を及ぼすものである。

M&Aにおける不動産評価の重要性は多面的なものである。第一に、取引価格が不動産資産の真の経済価値（市場での値上がりや減価償却、減損などによって帳簿価額と大きく異なる場合がある）を適切に反映することを保証する。第二に、不動産評価は、環境負債、修繕遅延、都市計画の問題など、隠れた価値や未記録のリスクを特定するうえで不可欠であり、これらは取引条件の交渉やストラクチャー検討に有用な情報を与えてくれる。第三に、不動産評価は、取得価格配分（PPA）、のれん計算、買収後の減価償却・償却スケジュールの決定など、取引後の財務管理においても重要な役割を果たす。適切な不動産評価は、透明性の高い取引ストラクチャーを支え、ステークホルダーの信頼を高め、取引後の長期的な価値創造やリスク低減の基盤となるのである。

本論文では、デューデリジェンス、取引ストラクチャー、取引後の財務報告における不動産分析の統合に焦点を当て、不動産評価の実践的手法と戦略的応用について探究する。

2. M&Aにおける不動産評価の基本的な役割

不動産資産は、特に物件の所有や管理が事業運営や競争優位の要となる業界において、M&A取引の結果に大きな影響を及ぼす可能性を有する。物流、ホスピタリティ、小売、ヘルスケアといった分野では、不動産の保有が企業価値全体の中で大きな割合を占めており、その市場価値はマクロ経済の動向、地域の需給バランス、規制の変更、利用形態の変化（例：EC物流、遠隔医療、都市再開発）などによって大きく左右される。

M&Aにおける主要な課題のひとつは、不動産資産の帳簿価額（取得原価から減価償却を控除したもの）が、現在の市場価値と大きく乖離している場合がある点である。長期間保有されている物件は大きな含み益を持つ一方、老朽化や環境問題、地域市場の低迷などによって減損リスクを抱える物件も存在する。こうしたギャップを正確に把握・評価することは、公正な取引価格の設定だけでなく、税務面での最適化や将来の財務報告の円滑化にも重要となる。

また、価格面の把握のみでなく、不動産評価はM&A取引における戦略的・実務的な側面にも大きく影響を及ぼす。

- ・のれん計算と財務報告：購入価格と時価ベースの純資産額（不動産を含む）の差額は「のれん」として計上される。不動産評価が不正確だと、のれんが過大・過小となり、投資家の評価や規制対応に影響を及ぼす可能性がある。
- ・シナジーの発見と統合計画：不動産の詳細分析は、資産の再配置・統合・売却などの機会を特定し、業務上のシナジー創出につながる。
- ・リスク管理：評価過程で環境汚染、法的な権利関係、修繕の遅延など潜在的なリスクが明らかになり、事前対策や適切な表明・保証条項の交渉が可能となる。

このように、不動産評価は単なる周辺業務ではなく、M&A戦略の中核を担う重要な要素となることがあり、取引の経済性、リスク評価、統合後の資産最適化・長期的な企業価値向上に深く関与しているものである。

3. 財務デューディリジェンスにおける不動産評価

財務デューディリジェンスはM&Aプロセスの基礎となるステップであり、買収者にターゲット企業の資産、負債、オペレーションリスク、将来性について明確かつ包括的な理解を提供することを目的としている。このプロセスにおいて、不動産評価は特に重要な位置を占める。不動産評価によって、買い手は対象企業の不動産資産の質、価値、戦略的意義を確認できるだけでなく、取引に影響を及ぼす潜在的な問題点も明らかにすることができる。

厳格な不動産デューディリジェンスには、通常、以下の要素が含まれる。

- ・固定資産台帳および会計処理のレビュー：資産台帳の詳細な精査を行い、所有権、帳簿価額、減価償却スケジュール、不動産関連資産の分類を確認する。このステップでは、資産の分類の不整合（例：建物の一部が機械や構築物として計上されている等）、未記録の改良、不適切な減価償却などが明らかになることが多い。
- ・現地調査および技術的検査：有資格のエンジニアや鑑定士による現地訪問と状態評価を実施し、それぞれの不動産の物理的状態、機能的適合性、維持管理状況等を確認する。また、構造的欠陥、環境汚染、法令違反などの潜在的負債も特定する。
- ・法務、権利関係、規制の確認：権利関係の明確化、土地利用権や用途地域の適合性、許認可の有無、抵当権・地役権・瑕疵・係争中の問題など、利用や譲渡に制約を与える要因の有無を確認する。
- ・減損および市場リスクの評価：市場動向、地域の需給バランス、規制の変更、インフラや主要市場へのアクセス状況など、外部要因が不動産価値に与える影響を評価する。将来的な減損

や評価損失の可能性をシナリオ分析により検討することも含まれる。

・時価と帳簿価額のギャップ分析：各不動産について帳簿価額と現在の市場価値の差を定量化する。これにより未実現の含み益・含み損を把握し、PPAにおけるステップアップ／ステップダウンの必要性や、交渉戦略の策定に資する。

このように、不動産デューデリジェンスの成果は、取引全体のリスク評価や価格設定において重要なものであり、取得価格配分、表明・保証条項の交渉、補償スキームの構築、買収後の統合・最適化計画の策定等に活用される。また、早期に不動産関連の課題を特定することで、クロージング後の予期せぬコスト、法的紛争、レピュテーションリスクの回避につながるという側面もある。

近年のM&Aにおけるベストプラクティスでは、財務デューデリジェンスチーム、不動産評価人、技術コンサルタント、法務アドバイザー等が密接に連携し、不動産資産を総合的かつ正確に評価することが重視されている。この多職種連携によるアプローチが、評価の信頼性を高め、透明性の高い合理的な取引構築を支え、統合後のリスク低減にも寄与している。

4. 時価簿価差額の分析と隠れた価値の特定

不動産資産の帳簿価額と時価の乖離は、M&A取引において一般的かつ重要な課題となる。長期保有された物件には大きな含み益が存在する場合がある一方、減損リスクを抱える資産もある。これらの差異を正確に把握・定量化することは、取引価格やのれん計算、統合後の財務パフォーマンスに直接的な影響を与えるため、極めて重要となる。資産の再評価を通じて隠れた価値を発掘することで、交渉時のレバレッジを高めたり、購入価格のプレミアムを正当化したり、買収後の資金調達戦略を支援することが可能となる。

このプロセスで重要なのが、固定資産台帳の詳細な分析である。単純に所在地や資産名を用いて台帳上でソートするだけでは不十分なことが多く、台帳には評価対象の不動産と無関係な資産が含まれていることや、不動産関連資産が異なる所在地や勘定科目で記載されていることもある。例えば、エレベーターや中央空調設備、防災設備といった建物関連設備が「機械装置」や「構築物」として計上され、「建物および建物付属設備」に含まれていないケース等が見られる。こうした不整合は、過去の資産管理慣行や会計方針の解釈違い、組織変更などが原因で生じることが多い。

もう一つの大きな課題は、不動産評価人と財務デューデリジェンス担当者の間で連携が十分に取れていない点である。不動産評価人は通常、現地調査や市場データに基づき時価評価を行うが、固定資産台帳の詳細までは確認しないことが多い。その結果、時価評価の対象資産と台帳上の帳簿価額との間にミスマッチが生じ、帳簿価額との差異の計算や、のれん、ステップアップ／ステップダウン調整、財務報告の正確性に影響を及ぼすことがある。

こうしたリスクを軽減するためには、以下の対応が不可欠となる。

- ・固定資産台帳を精査し、勘定科目、資産詳細、物理的所在地をクロスチェックして、関連資産を漏れなく特定する。
- ・対象企業の財務・経理・施設管理担当者とのインタビューや現地での打ち合わせを通じ、各資産の実態、利用状況、会計処理を明確にする。
- ・不動産評価人と財務デューデリジェンスチームが緊密に連携し、時価評価の対象資産と台帳上の資産が完全に一致するよう確認する。

このような包括的なアプローチを採用することで、全ての関連不動産資産が価値評価に正確に反映され、透明性の高い取引構築、効果的なリスク管理、堅実な買収後の財務報告につなげることが可能となる。

5. パーチェス・プライス・アロケーション（PPA）における不動産評価

M&A 取引後には、取得した企業に支払った合計購入対価を、バランスシート上の個々の資産および負債に配分する必要がある。これがパーティス・プライス・アロケーション（PPA）と呼ばれる手続きである。PPA の目的は、取得企業の資産および負債を単に従来の帳簿価額で引き継ぐのではなく、会計基準（IFRS や US GAAP など）に従って時価で反映せることにある。

PPA の過程では、土地や建物などの不動産を含むすべての資産・負債について、取得日現在の市場価値での再評価が検討される。土地や建物といった有形資産だけでなく、商標、顧客関係、技術などの無形資産も評価し、時価が割り当てられる。購入対価と、識別可能な純資産（無形資産を含む）の時価合計との差額は「のれん」として計上され、これはシナジーや将来的な成長期待などを反映する。

PPA プロセスにおいて不動産評価が特に重要な理由は以下の通りである。

- ・ステップアップ／ステップダウン調整：不動産資産（例えば土地や建物）の時価が帳簿価額より高い場合は資産価値が「ステップアップ」され、低い場合は「ステップダウン」される。この調整は、今後の減価償却費や償却費に影響を与え、結果として買収後の利益計上や税負担に直接影響を及ぼす。
- ・正確なのれん計算：のれんは、購入対価と識別可能な純資産（無形資産を含む）の時価との差額として算出されるため、不動産評価が不正確だと、のれんが誤って計上され、企業の財務健全性に関する投資家の理解に影響を及ぼす可能性がある。
- ・適切な財務報告の担保：会計基準は、企業結合で取得した重要な資産について時価での報告を求めている。不動産はしばしば最大規模かつ重要な資産であるため、その評価・報告が適切でない場合、財務諸表が企業の実態を正しく反映しなくなり、監査や規制当局のレビュー時に

問題となるリスクや、ステークホルダーを誤認させることによるレビューテーション・法的リスクにつながりかねない。

例えば、帳簿価額が過去の減価償却等によって著しく低くなっている主要工場建屋を持つ企業を買収した場合、PPAではその建屋を現時点の時価で再評価しなければならない。この増加分は新たな資産価値として計上され、今後の減価償却もこの高い金額を基準に算出されるため、買収企業の将来の財務諸表や税務負担に直接影響を与える。

したがって、PPAプロセスにおける適切な不動産評価は、のれんの正確な計算だけでなく、財務報告の信頼性確保や、ステークホルダー・監査人・関連当局の要件充足の観点からも不可欠なものとなる。

6. PPAにおける使用権資産の評価

近年の国際的な会計基準の変更、特にIFRS 16やASC 842の導入により、リース取引の企業財務諸表上の扱いが大きく変化した。これらの基準の下では、ほぼ全てのリースがバランスシート上で使用権資産（ROU資産）として認識され、対応するリース負債も計上される。

M&Aの対象となる企業が土地や建物のリース資産を固定資産台帳に計上している場合、その金額は通常、リース期間中に支払うリース料の現在価値と、リース終了時に予定される支払いの現在価値に基づいて算定されている。ペーチェス・プライス・アロケーション（PPA）では、これらのリース資産について一定の条件下で時価評価が求められる場合がある。

PPAにおける使用権資産の価値は、「リース負債額」と「リース契約の価値」（すなわち契約条件が有利か不利か）から構成される。実務上、リース負債については、対象企業の帳簿価額がベースとなることが多いため、ここでは実際に課題となりやすいリース契約自体の価値評価に焦点を当てる。

リース契約の価値を評価する際には、一般的に利益差分法を用いる。この手法は、契約が存在する場合と存在しない場合でのキャッシュフローの差を推計し、その差分の現在価値を算定することで価値を導き出すものである。

例えば、有利な不動産リース契約の場合、価値は以下のように算定される。

前提条件	
市場賃料(年額)*	100
現行賃料(年額)*	80
分析期間	5
割引率	7%

*分析期間において横ばいと想定

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
市場賃料(年額)	100	100	100	100	100
現行賃料(年額)	80	80	80	80	80
賃料差額	20	20	20	20	20
現価係数	0.9346	0.8734	0.8163	0.7629	0.7130
割引後キャッシュフロー	19	17	16	15	14
評価結果	82				

キャッシュフローの想定

利益差分法を適用する際、将来キャッシュフローは一般的に市場賃料と現行契約賃料が想定されることが多く、評価期間中は両者とも一定であると設定する場合が多い。

市場賃料の将来予測が信頼できる場合には、その変動を市場賃料の前提に反映することも可能である。現行契約賃料についても、既存契約の条件（CPI連動など）や賃料改定を評価人の判断により反映することも可能ではあるが、その際は、契約締結時の状況やその他関連要素を十分に考慮して賃料改定の可能性をマーケットに照らして評価することが重要となる。

評価期間は、リース期間や有利／不利な条件が継続すると見込まれる期間などを基準に設定する。

割引率の評価

利益差分法を用いる場合、割引率は設定したキャッシュフローの性質を反映する必要がある。

リース契約の価値評価で生じるキャッシュフローは通常、不動産賃料のみで構成されるため、不動産市場における割引率をベースに検討するのが一般的である。

不動産の割引率は、物件の所在地、用途、築年数、リース契約の条件、想定キャッシュフロー等によって異なる。そのため、これらの要素を適切に反映した割引率を選定することが重要となる。特に、賃料水準に大きな乖離がある場合や、想定キャッシュフローのリスクが大きい場合は、割引率についてより詳細な分析が求められる。

7. 株式譲渡と不動産直接譲渡の並行検討

多額の不動産を保有する企業のM&A取引では、従来型の株式譲渡だけでなく、不動産自体を直接譲渡した後に会社を清算するという選択肢も並行して検討することが有効な場合が多い。このような並行検討は、戦略的にも実務的にも大きなメリットをもたらし、買い手候補の幅を広げることや、デューデリジェンスの効率化につながる。

不動産が企業価値の大部分を占める場合、買い手の中には不動産そのものにのみ関心があり、事業全体の買収（レガシー負債や事業リスク、非中核資産を含む）には興味がないケースもある。株式譲渡と不動産直接譲渡（その後会社清算）を両方提示することで、不動産投資家やファンド、デベロッパーなど、通常は資産取引を好む層にもアプローチできるようになる。

また、不動産直接譲渡の場合、デューデリジェンスは物件自体（権利関係、環境状況、現地調査）に焦点を絞ることができ、会社全体の負債、契約、税務リスクなどの包括的な調査が不要となる。これにより、取引のスピードが上がり、複雑さも軽減される。不動産が企業価値の本質的な部分を占めるケースでは、特にこの利点が大きい。

実務比較：日本の税制下における株主の手取り額

以下は、日本の税制を前提とした場合に、両スキームそれぞれで売主が受け取る手取り額を簡易的な数値で比較したものである（ここでは説明の簡略化のため、不動産 M&A に関してコストアプローチ面からのみ検討を行っているが、DCF 法においても同額の企業価値が算定されたことを前提とする）。

前提条件	金額
不動産簿価	22 億円
不動産時価（評価額）	15 億円
不動産売却益	▲7 億円
資本金	3.5 億円
利益剰余金	16 億円

不動産譲渡を行ったケース	算定式
■ 不動産売却益への課税 $-7 \text{ 億円} \times 35\% = 0 \text{ 億円}$ （損失の為）	不動産売却益 × 法人税率（ここでは 35% とする）
■ 売却後の利益剰余金 $-7 \text{ 億円} - 0 \text{ 億円} + 16 \text{ 億円} = 9 \text{ 億円}$	不動産売却益 – 法人税額 + 利益剰余金
■ 利益剰余金を株主配当した際の課税 $9 \text{ 億円} \times 55\% = 4.9 \text{ 億円}$	売却後の利益剰余金 × (所得税等率 + 住民税率)
■ 会社清算時の株主の手取り額 $(9 \text{ 億円} + 3.5 \text{ 億円}) - 4.9 \text{ 億円} = 7.6 \text{ 億円}$	(売却後の利益剰余金 + 資本金) – 税額

不動産 M&A（株式譲渡）を行ったケース	算定式
■ 株式譲渡価格 3.5 億円+16 億円-7 億円-0 億円 = 12.5 億円	資本金 + 利益剰余金 + 含み益 - 繰越法人税額
■ 株式譲渡所得 12.5 億円 - 3.5 億円 = 9 億円	株式譲渡価格 - 資本金
■ 株式譲渡所得に対する課税 9 億円×20% = 1.8 億円	株式譲渡所得 × 所得税等率
■ 株主の手取り額 12.5 億円 - 1.8 億円 = <u>10.7 億円</u>	株式譲渡価格 - 所得税等額

不動産 M&A という言葉が昨今広く認識されていることからも分かるとおり、株式譲渡の方がオーナーの手取り額が多くなる傾向が強い。主な理由は、会社清算を伴う不動産譲渡の場合、譲渡益に対する法人税と、清算分配に対する所得税の二重課税が発生するためである。ただし、ビジネス上のリスクや繰越欠損金がある場合には、この差が縮まる可能性もある。また、買い手候補の幅を広げたい場合や、デューデリジェンスが大幅に簡素化したい場合、レガシー負債への懸念があるといった場合等には、不動産譲渡スキームの方が有利となることもあります。

最終的には、株式譲渡と不動産直接譲渡の選択は、買い手の嗜好、税務インパクト、売り手の戦略目的を慎重に分析した上で決定すべきである。不動産評価人や M&A アドバイザーは、これらのシナリオのモデル化や最適な取引構造の提案において重要な役割を担っている。

8. 不動産評価の戦略的活用例：取引後の活用

不動産評価やそれに伴う PPA 調整の戦略的インパクトは、取引のクロージング後にも広く及ぶ。以下は、正確な不動産および使用権資産の分析が、統合後の価値創出にどのように寄与するかを示す実務例である。

実務例 1：減価償却最大化と税務効率向上

物流会社を買収した後、買収側は複数の配送センターの市場価値が帳簿価額を上回る可能性を認識し、これらの不動産を PPA に伴う時価評価の対象とした。PPA で資産価値をステップアップすることで、将来の減価償却費が増加し、買収後初期の課税所得が減少した。これにより

キャッシュフローが改善し、統合コストの緩衝材となった。

実務例 2：資産再配分とポートフォリオ最適化

小売業の複合企業が買収したチェーンを統合する際、詳細な評価により一部の物件が過剰または過小利用されていることが判明した。PPA の結果を活用し、非中核資産を市場価値で売却し、より収益性の高い立地に再投資することで、ポートフォリオのパフォーマンスと資本配分を改善した。

実務例 3：減損リスク管理と財務報告

買収後、厳密な評価プロセスによって市場環境の悪化で減損リスクのある物件が明らかになった。早期発見により、事業計画の見直しやリース契約の再交渉を積極的に行い、予期せぬ評価損失を回避して投資家の信頼や規制対応を維持できた。

実務例 4：リース再交渉によるシナジー実現

クロスボーダーM&A 事例では、買収側が使用権資産の評価結果を活用し、重複するオフィスのリース条件をより有利に再交渉したこと、コストシナジーを実現し、統合後の不動産ポートフォリオを効率化した。

これらの事例は、緻密かつ戦略的な不動産・リース資産評価が、初期の取引スキーム検討やコンプライアンスのみならず、継続的な価値創出、リスク管理、業務統合にも有用な情報をもたらすことを示している。

9. おわりに

不動産評価は M&A プロセスにおける重要かつ多面的な性質を有するものであり、取引価格、財務報告、リスク管理、長期的な戦略立案にまで広く影響を及ぼす。特に使用権資産に関する会計基準の進化により、PPA においては一層厳格かつ市場ベースの評価アプローチが求められている。

固定資産台帳の精査、市場ベンチマー킹、評価人と財務デューデリジェンスチームの緊密な連携を統合することで、すべての不動産関連資産やリース契約が正確に評価され、取引後のバランスシートに反映される。これにより、透明性とコンプライアンスを備えた財務報告が可能となり、買収側は隠れた価値の発掘、資産ポートフォリオの最適化、統合後のシナジー実現に向けた情報を得ることができる。

堅実な不動産・リース資産評価は、M&A 取引の成功と、すべてのステークホルダーにとって持続的な価値創出の基盤となるのである。

参考文献

- Appraisal Institute (Ed.). (2020). *The Appraisal of Real Estate* (15th ed.). Chicago, IL: Appraisal Institute.
- Deloitte Tohmatsu Financial Advisory LLC (Ed.). (2023). *Practical Guide to Intangible Asset Valuation in M&A*, 4th Edition. Tokyo: Chuo Keizai-sha.
- Deloitte Touche Tohmatsu LLC (Ed.). (2025). *Practical Commentary on the New Lease Accounting Standards*. Tokyo: Chuo Keizai Group Publishing.
- EY Japan (Ed.). (2016). *Practical Aspects of Purchase Price Allocation in M&A*. Tokyo: Chuo Keizai-sha.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). (2016). *Accounting Standards Codification (ASC) 805: Business Combinations and ASC 842: Leases*.
- IFRS Foundation. (2016). *IFRS 3 Business Combinations and IFRS 13 Fair Value Measurement*.
- Japan Institute of Certified Public Accountants (JICPA). (2020). *Practical Guidelines for Fair Value Measurement in Business Combinations*. Tokyo: JICPA.
- Ministry of Economy, Trade and Industry (METI), Japan. (2019). *Practical Guidelines for Business Valuation*.
- PwC Aarata LLC (Ed.). (2018). *IFRS “Leases” Practice Guide*. Tokyo: Chuo Keizai-sha.
- RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors). (2020). *RICS Valuation – Global Standards (Red Book)*.
- Yamamoto, T. (2021). *Valuation in PPA: From Fundamentals to Practical Aspects of Intangible and Movable Assets*. Tokyo: Chuo Keizai-sha.