

日本におけるコーポレートガバナンスの変化と企業資産の評価

財団法人日本不動産研究所 菱村千枝

- 1 . 資本市場の変化 - 株式持ち合いの終焉
- 2 . 会社法制の変化 - CEO の登場
- 3 . 会計基準の変化 - 国際会計基準の影響
- 4 . 求められる透明性 - 適切な資産評価への要請の高まり
- 5 . 多様化する企業のニーズを的確にとらえ対応
- 6 . Ethics Rule の確立 - 身近で明確な行為規範を

1 . 資本市場の変化 - 株式持ち合いの終焉

第二次大戦が終了するまで、日本における資本市場は、巨大なコングロマリット（財閥）による（金融業で50%、全業種合計約25%）寡占状態にありましたが、米国の民主化政策により1945年に財閥解体令が発せられ、形式的には財閥は消滅しました。

しかしその後、株式持ち合い、企業の系列化という方法で再び巨大な企業集団が形成されつつ、「右肩上がり」の経済発展の時期を迎えました。高度経済成長期における日本経済において、「三種の神器」と言われたのが、終身雇用制、年功序列賃金、企業別労働組合と言われるものでした。この時代における日本の実質経済成長率は10%を超えており、まさに現在の中国を彷彿とさせる勢いでした。そうした経済成長期の企業資金の供給源は、銀行借入れによる間接金融が主流で、金融機関が大株主、かつ資金供給源として君臨し、役員派遣による経営のコントロールを行うといった、企業・金融が密着した従来型の日本型コーポレートガバナンスが形成されました。日本は、資本主義を標榜して半世紀を経ながら、国による様々な規制によって保護された中で、一部の産業は競争力、効率の悪い企業体質を温存したまま20世紀の終盤を迎えました。しかし、20世紀の終盤、日本はバブルの崩壊を経験し、大銀行、証券会社の倒産という現実を目の当たりにしました。一時は、奇跡的な経済発展ともてはやされた日本型経営は、その弱点を露呈してしまったことは世界中の周知のところではあります。

ところが、ここ数年間で、日本の資本市場において、永年の伝統であった「株式持ち合い」の慣行が急速に解消しつつあります。従来、日本における金融機関による株式保有の動機は、保有による株価の上昇や配当を期待すると言うよりは、安定的な融資関係の構築をめざすものでした。その結果、本来は、株価の変動に敏感で企業経営を厳しく監視する役割を担うはずの株主の代わりに、

「もの言わぬ大株主」が企業資本の大半を占めたことで、企業に対する株主のチェック機能が不十分であったことが、我が国のコーポレートガバナンスの進展を妨げる要因となったと言われていています。しかしながら、近年ようやく資本市場がこの「持ち合い株式」の悪弊を捨て去ろうとしています。

大和総合研究所の調査によると、1991年度末には18.4%だった持ち合い比率が2002年度末には5.4%にまで急減したとのこと。1990年代にBIS規制の導入を背景に、金融機関にとって持ち合い株放出の誘因が強く働いたことが背景にあり、株式市場は売り圧力により長期にわたり低迷していましたが、そうした構造調整がようやく終了しつつあると見られています。

他にも持ち合い株式解消の傾向を後押しする動きがあります。東京証券取引所は、TOPIXの浮動株指数化案を正式に発表しています。つまり持ち合い株を控除した浮動株を用いて、TOPIXを計算するという考え方です。各企業の持ち合い株の割合、つまり実質的に市場を形成していない株の割合が明確になることで、投資家は、市場におけるボラティリティの高い持ち合い比率の高い株を敬遠します。その結果、持ち合い比率の高い企業の株式は淘汰され、持ち合い解消はさらに加速するものと予測されています。

2. 会社法制の変化 - CEOの登場

今や、あまりにも有名となった、日産のカルロス・ゴーン氏はCEOという肩書きで活躍しています。従来日本にはなかった役職であり、そのめざましい働きぶりともに、日本においてCEOの名称がようやく定着した感じがありますが、これは2003年に商法が改正され、委員会設置会社という新しい企業の形が取り入れられたということがきっかけです。

委員会設置会社の制度は、取締役会の中に委員会を設置し、取締役会が経営を監督する、という米国型の仕組みがモデルです。この新しい会社形態のメリットは、経営の迅速化で、新株発行や社債発行といった資金調達についての決定について、CEOの判断により迅速に実行することが可能となりました。また、外部監査の強化が大きな特徴でもあります。委員会等設置会社では、取締役の内過半を社外取締役とし、経営の透明性の向上が期待されています。ソニー、東芝、日立など、日本を代表する企業が、続々と委員会設置会社への移行を果たしています。

持ち合い株式の体制が解消し、会社形態の面からも経営に対するチェック機能の意識が高まるなかで、企業に対する発言力を有する株主が、株主代表訴訟という形で企業に情報開示を迫る時代となりました。年金基金など、大規模な機関投資家が、企業への発言権を強める傾向にもあります。また日本の株式市場の2割が外資による投資であることもこの背景要因として存在しています。95年以来、低額で株主代表訴訟が起こせるようになったことから、一般個人

株主にとっても代表訴訟は身近なものとなり、代表訴訟に対する企業の警戒感が高まっています。

また、つい最近では、外資系投資ファンドによる敵対的な企業買収が大きな話題となりました。買収を仕掛けられた化学工業の会社は、異例の増配を行うことで、買収の危機を逃れましたが、買収を仕掛けられるほど株価が割安になっていたことを反省し、従来積極的に取り組んで来なかったIR（投資家向け広報）を重視するという方針を示しました。

3．会計基準の変化 - 国際会計基準の影響

1990年代の後半から、日本の会計基準は、急速に国際スタンダードとの調和の方向へ向けて調整が進められました。持ち合い株式解消への大きな契機となった、「金融資産の時価評価」をはじめ、まず2000年3月決算から上場企業は「連結財務諸表」を開示することになりました。実は21世紀に入って連結経営が導入されたのはご存じのように日本だけです。欧米はもとより、豪州、シンガポール等の諸国では、もとより連結経営が行われていたので、日本にとっての「連結」のインパクトの大きさを外国の方にご説明しても、なかなかわかりいただけないかもしれませんが、これまで、親会社を中心とした発想で企業経営を行い、甚だしくは子会社があるいは親会社の経営を粉飾するための道具として使われていたという日本の土壌においては、画期的な進歩があったことは多くの国々の方に知っていただきたいと思います。

また「キャッシュフロー計算書の義務化」「退職給付会計の整備」など、ここ数年で、日本企業にとって、積年の膿を一挙にはき出すような痛みを伴う会計基準の変革が次々と実施されてきました。さらに、私たち鑑定評価人が非常に関心を寄せている会計基準の変更として、減損会計の導入時期がすでに決まり、2005年の強制適用に向けて現在、運用指針等が整備され、周知が行われているところです。

そして本年、IASBが策定する国際財務報告基準IFRSが、2005年には欧州で本格導入されることが確定し、今後の問題の焦点は、欧州で資金調達をしている日本企業が、日本基準での財務諸表の使用が認容されるかどうかの問題となっています。日本企業の外債での資金調達規模は米国での3000億円に比べ、1兆8千億円と言われており、企業への影響の大きさが懸念されています。また今後、日本市場においてIFRS基準による財務諸表を受け入れるかどうかということも問題となっています。このように、ここ数年の間に、日本企業にとって、国際的な会計基準の動向による実質的な財務への影響度は驚くほど急激に高まってきたといえます。

4. 求められる透明性 - 適切な資産評価への要請の高まり

このように、会社形態の変化、会計基準変更の影響など、資産保有に対する意識を変化させる要因が幾重にも企業を取り囲んでいます。さらに具体的には以下のような事項があげられます。

減損会計と企業の資産保有に対する意識変化

前述の減損会計は、我が国の固定資産会計上、画期的な意味を有するといわれ、企業が固定資産を所有することへの根本的な意識の変革を迫っています。財務諸表上に、資産の収益獲得能力から求めた価値を超える過大表記がなされることを防ぎ、資産の健全化を図る効果が期待されます。導入までの検討に当たっては、産業界をはじめ、膨大な損失計上が予想されることに対する強い抵抗が示されました。強制適用までの猶予期間が設けられましたが、すでに多くの上場企業では準備が行われ、今期中間決算では早期適用で多くの企業が減損を計上することが予想されます。

減損会計はすでに国際会計基準（IAS）、米国会計基準でも導入され適用されています。日本にとって減損会計のインパクトがとりわけ大きく、産業界からの抵抗が激しかったことの原因は、日本の資産価格が、現在より遙かに膨張しピークだった1990年代に、多くの大企業が、キャピタルゲイン期待を含んで多額の設備投資を行い、バブル崩壊後含み損をかかえることになったという歴史的なバランスシートの問題があるからです。

減損会計は、業種を問わず固定資産を多く保有する企業に対して影響を与えます。バブル期に取得した土地や資産を持つ企業のみならず、収益性の低下した工場や店舗といった資産を保有すること自体が損失を生む要因になってしまいます。しかしながら企業経営にとってみれば、固定資産の売却や含み損計上は、企業の総資産を圧縮し、資本効率の上昇につながり、長期的な健全な企業経営体質の実現に役立つと考えられます。

企業結合会計の導入

近年日本では、組織再編成に係るさまざまな法制度が創設されてきました。1997年の商法改正による合併の合理化、99年には株式交換・移転制度の創設、2000年には会社分割制度が設けられました。さらに、2003年の商法改正では、自社株買いについて規制が緩和され、企業がM&Aに迅速に対応できるための様々な法的枠組みが整備されました。

ところが、現在のところ、日本においては合併、営業譲渡、会社分割など様々な組織再編を包括的に規定する会計基準がありません。そのため、法的な結合形式の異なりによって財務諸表への影響が異なるという結果を招いています。このことにより、合併などを契機として企業が恣意的な利益操作を行う可能性が大きいことが指摘されていました。一方、国際会計基準や米国基準では、包

括的な企業結合の基準が設定され、数次の改訂を経て完成度が高まっていると伺っています。

この課題を解決するため、企業会計基準委員会では、昨年10月に「企業結合会計に関する意見書」を公表し、企業再編における企業の経済的実態を正しく認識し、適切なディスクロージャーを目指して検討が行われているところです。新基準の適用開始は、2006年とされています。新しい基準の導入により、合併等により企業が承継する資産の評価方法が明確にされます。特にパーチェス法による時価での引継では、資産に含まれていた損益が表面化し、財務諸表に直接大きな影響が出るため、資産価格の適切な査定は益々重要なテーマとなりつつあります。

連結グループ内における親子間取引

日本において連結決算が導入されて3年以上が経過しましたが、多くの企業では、連結財務のかたわら単体課税制度を適用しています。連結グループ内部における不動産の売却や賃貸から生じる損益は、会計上はグループ内で内部消去されますが、税務上はそれぞれの法人の利益額すなわち税額を左右するため、その価格の妥当性が税務当局から問われることとなります。価格の妥当性は市場価格に基づいた水準に相応しているかでチェックされ、親子間で有利な条件での取引となっていると、市場価格水準との差を「寄付」「贈与」と見なされ、課税対象となってしまうことがあり、親子間の取引で申告漏れが指摘されるケースが最近増えているとのこと。不動産については特に、市場価格に基づいて取引や賃貸借行為を行うためには、専門家による価値把握に関する的確なアドバイスと説明性が必要とされることとなります。

以上のように、我が国の企業が、国際競争の激化を背景に、更なるディスクロージャー要請に応え、健全なコーポレートガバナンスを行っていく上で、企業資産の評価は様々な局面において非常に重要な意味合いを持つものとなってきています。これらのニーズに対して、私たち鑑定人はどのように準備し、対応していけばよいのでしょうか。

5. 多様化する企業のニーズを的確にとらえ対応

前述のように、コーポレートガバナンスの環境変化、会計基準の変更、企業再編法制、税制の整備など、不動産を含めた企業資産の価値把握が必要な局面はめまぐるしく変化し、新たな要請が生まれてきます。今後は、クライアントが直面する会計目的の要請や企業再編目的を予測しながら、種々の価値評価に対して、外部専門家との連携を得ながら対応してゆく必要が生じると考えます。諸外国の方々には以外に思われるかもしれませんが、日本の不動産鑑定評価基準は、元来そのタイトル通り評価の対象を不動産とりわけ土地建物に限定して

います。このことは、基準が、高度成長時代の用地補償の必要性が契機となって生まれたという由来と関連しています。また不動産鑑定人が従うべき業法である「不動産鑑定業法」では「不動産の鑑定評価」とは、「土地若しくは建物又はこれらに関する所有権以外の権利の経済価値を判定し、その結果を価額に表示することをいう。」とされていますから、そもそも、不動産鑑定業とは、土地建物に関する権利にその対象を限定してきたといえます。その点は、IVS が、企業会計に即応する資産評価を網羅していることとは全く趣を異にしています。

現在我が国では、急増する M&A 市場に際して、広義の企業評価の業務は、法律によって規定された独占業務ではないため、理論的には誰が行ってもよい分野です。しかし実際には、企業の各種意志決定の際に近しく存在し常時対応できる、金融機関系、会計事務所系、法律事務所系等の各種コンサルティングファームが対応している状況にあり、私たち不動産鑑定士は、企業評価のうちのごく限られた部分、純資産価格法を適用する場合の内訳としての、単体の不動産価値を求めることに対応していることとなります。このように考えると鑑定士の関与できる対象範囲は狭いようではありますが、会計的要請による評価需要に際し、不動産鑑定士は以下の点から有利性を持っていると思います。

- ・ 実物不動産の状況をふまえた会計処理との整合性をアドバイスする能力
- ・ 不動産市場についてのローカル時系列的な分析能力
- ・ 単体不動産のミクロのリスクを把握する能力

反面弱みとしては、

- ・ 企業活動に常時付随する会計専門家等と違い顧客との接点が希薄である。
- ・ 資産のタイプに応じた経営内容、業界動向についての知識が少ない。

といった点が考えられます。

M & A 等企業の再編成等において、処分行為に当たっては必ず必要となる、不動産単体の時価、というものについて、可能な限りの不動産のタイプ、バリエーションに対応できる能力を備えることが重要かと思われれます。

昨今、事業用不動産つまり、ホテル、ゴルフ場、レジャー施設など、事業資産の大半を不動産が占め、単体でキャッシュフローを計測できる資産の評価需要が高まっています。このような資産は、バブル期に、大企業が本業以外の投資として多く手がけ、含み損を抱えた状態塩漬けとなり、減損会計の適用を目前に処分を迫られているといった日本独特の歴史的背景要因があります。

事業用資産の評価に当たっては、日常多く手がける事務所系、住宅系といった評価にはない、不動産市場とは全く異なった企業経営の視点からの分析が必要となります。しかしながら、実は日本の鑑定士は、十分にこの分野についての経験を有するとはいえない段階にあります。

ホテルを例に取りますと、米国では、appraisal journal 等の機関誌でホテ

ルを始め事業用不動産についての分析記事を多く目にしますが、我が国においては、投資対象資産としての分析の歴史が未だ浅く、数年前まではホテル業の分析といえば、金融機関の融資に関する審査マニュアルといった資料程度でしかありませんでした。しかし昨今は、不良資産化したホテルを再生する投資ビジネスに算入するプレーヤーが出現するなど、投資物件としての市場が熟成して来つつある。ホテル経営・金融・不動産取引に精通したホテル投資専門家が登場し、ホテルのマーケット分析、経営分析の観点など、多くのノウハウが専門家の間では蓄積されています。一口にホテルといっても、セグメンテーション別に異なるマーケットを擁しており、収益構造や、将来収益の見通しは全く違うため、評価に当たっては、不動産鑑定人が従来苦手としてきた、経営的観点からの収益分析作業に真摯に取り組まざるをえません。このようにホテル評価に代表されるように、種々の事業用資産の評価に当たっては、各分野のエキスパートとの連携によるノウハウの蓄積が今後欠かせない要件であると考えます。

7. Ethics Rule の確立 身近で明確な行為規範を

やや話は変わりますが、日本では本年、公認会計士法が37年ぶりに改正され、監査人の独立性強化のための方策が、従来よりも格段に厳格に規定されました。具体的には、利害関係（株式の保有など）のある企業に対する監査の禁止、監査人の最高7年間のローテーション、また監査以外のコンサル業務を同時に提供することの禁止など非常に厳しい内容となっています。

企業会計にとって会計監査人の役割の重要性は言うまでもありません。翻って私たち鑑定人の独立性について考えたとき、今後減損会計における時価の査定など、資産評価額の如何によっては企業の命運を左右するような影響力を持つ場合もあります。当然依頼者からの、様々な形での評価に対する干渉が予想されます。企業活動に密接した資産評価の分野が広がるにつれ、鑑定人は、専門家としての判断の独立性を保つための、明確な意志を持たなければならないと強く感じます。

我が国の不動産鑑定評価基準には、総論に「不動産鑑定士等の責務」として、不断の研鑽、社会一般への理解の推進、公平妥当な態度、専門職業家としての注意義務、能力を超える鑑定評価の受託禁止といった事項があげられていますが抽象的な表現にとどまり、米国 USPAP のような具体指示事項を列挙したものではありません。今後複雑で高度な企業社会の要請に対応しつつ、鑑定士としての判断の独立性を保つためには、具体的で、身近な「倫理判断基準」をもつべきではないかと思えます。USPAPでは、「依頼者によりあらかじめ決められた評価額に基づく」評価、「顧客の事情により方向付けられた評価額に基づく」

評価を行うべきでない等という具体的記載があります。

評価案件を受託する際に、具体的な行動規範を共有することで、倫理規範を習慣的に、身近に実践することが今後重要であると考えています。たとえば、「クライアントの財務諸表上の損益調整要望、資金調達スキームの都合等による指値に基づいた評価を行わない。」という行動規範として明示する、というのはどうでしょうか。合い言葉のように行動規範を掲示する（パンフレットに明示、名刺に記載等）といった小さな意識変革も一つのアイデアです。

企業のコーポレートガバナンスが変革され、経営に透明性が求められる時代にあって、私たち鑑定人も、顧客に対しての誠実なベスト・プラクティスの提供と、高い倫理感に基づく説明力の高い、行動規範が求められると考えます。このような実践を通じ、私たち不動産評価専門家の職能が、企業の健全なコーポレートガバナンスの確立、ひいては資本市場の透明性の向上に寄与する一助として発揮されることを心から願います。