

IAS-IFRS のコンバージェンスによる不動産の時価開示が 株式市場に与える影響 —会計情報による賃貸不動産企業の効率的市場仮説—

新 茂 則 馬 駿 候 紹 卿

The Influence Which Current Prices of Real Estate from the Convergence of IAS-IFRS Has on the Stock Market : The Efficient Market Hypothesis of Real Estate Stock Value from Using Accounting Information Data

Shigenori Shin Jun Ma Shaoqing Hou

(2012年11月30日受理)

1. はじめに

IAS-IFRS のコンバージェンス (convergence) は、会計ディスクロージャーにおける会計情報の非対称性の緩和に寄与し、グローバル化した株式市場を活性化させる。会計処理は従来の伝統的な取得原価主義会計中心から時価主義会計への思考転換となった。これを受けて投資家のみならず、市場価格が業績に呼応するため経営者は「会計戦略」の意識変革が必要となる。例えば、企業不動産 (CRE Corporate Real Estate) において投資収益率の高まる効率的な運用をしなければ、その結果が業績として如実に表面化する。換言すれば、CRE の非効率な経営は業績のマイナス要因となり、経営者の運用能力が問われることとなる。特に遊休不動産を持つ企業では、その不動産の活用を図らねば、図表1のように1990年代以降から2012年代に渡り日本の地価公示価格が下がり続けると企業業績に悪影響を与え足かせとなる。このように有効活用ができない遊休不動産の保有は財務状況を悪化させ経営者は不動産の売却を迫られることになる。従来の会計制度では不動産の評価を取得原価で行っていたが、有価証券報告書に別途時価情報が開示されるようになったことは大変革といえる。IAS-IFRS によるコンバージェンスは、市場のボラティリティを重視し市場予測を意識した経営創造が要求され、取得原価主義経営から離脱した意識転換が必要となった。

本稿は、取得原価会計から時価会計による変革に

着目して不動産業界における、賃貸等不動産の時価開示が株価に及ぼすインパクトについて実証分析を行う。国際比較として中国株式市場企業の株価について日中不動産業の業績と株価の位置づけとしてROA・ROE・PER・PBRの分析を行う。これらを通して制度の変革によって株式市場の指標と当該企業の株価の影響と変化から賃貸不動産業の「市場の効率性」を検証する。

2. 不動産価額評価の背景と市場

取得原価主義会計は期間損益計算とするものであり、これまで収益費用アプローチを重視してきた背景には「分配可能性」「検証可能性」「信頼性」に取得原価主義会計が最も適していると思われてきたことがあげられる。このことは会計数値の客観性、確実性の保証が帳票によって裏付けされ証明されることを重視したものといえる。企業はゴーイングコンサーンを前提とし、企業の解散価値や清算を意識した会計制度ではなかった。しかしながら、金融資本主義が台頭することによって投資家は安定株主としての地位よりも会計情報により企業業績から株価の動向を予測し、ボラティリティの高い金融商品について短期に売買を繰り返す投資家へと変貌している。しかも投資対象となる株式市場がネットの発達により流動性を高め投資がグローバル化し、24時間地球規模で場況が伝わりクリック操作による取引が容易に行われる環境が整備されたことがその背

景にある。ヘッジファンド等でみられるように投資姿勢は「農耕民族型」から「狩猟民族型」のアンソロサクソン型資本主義市場へと転換している。中国の不動産はこれまで経済成長とともに上昇してきたが、2010年代以降価格調整が起り下降傾向が見え始めた。中国では新企業会計準則が2006年に公布され、上場会社の賃貸不動産の実体が財務業績に反映され、含み損益がオンバランスされている。このことはPBRやROAの指標に変化をもたらし、企業価値評価に影響を及ぼしそれが金融市場にインパクトを与える。日本の投資不動産の会計ディスクロージャーはこのIAS40号の規定による影響を受け、ASBJ (Accounting Standards Board of Japan) は、企業会計基準第20号及び同基準適用指針第23号を平成20年11月28日に公表した。これにより賃貸不動産の時価情報が開示されることとなった。

3. 賃貸等不動産の時価開示の市場規模

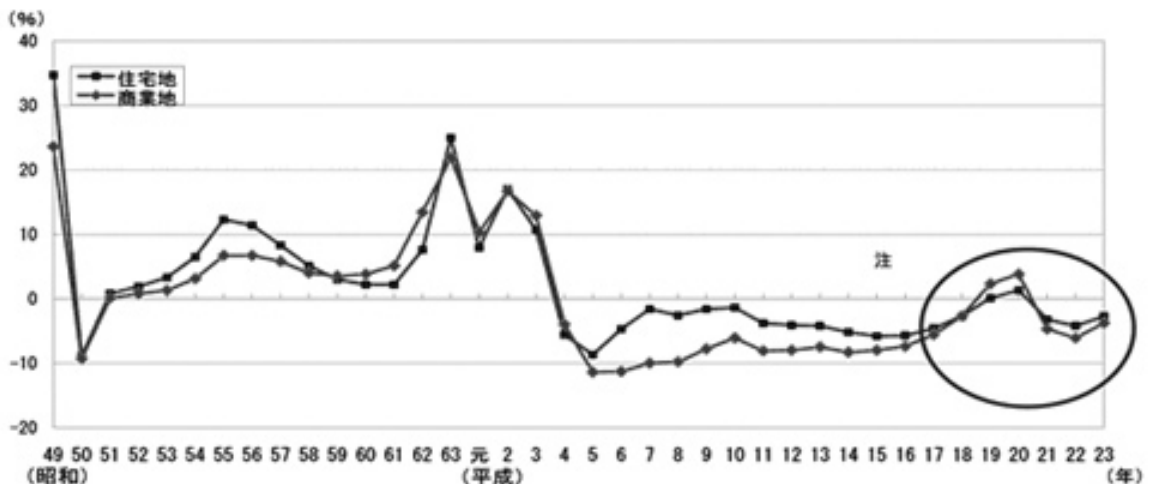
図表1のように日本の商業地や住宅地の価格は平成以降ともに下落傾向にある。しかし2010年度から日本基準の変更で投資不動産の時価開示により、賃貸等不動産の「含み損益」が明らかになれば株価のインパクトを受けるはずであると仮説した。日本の不動産業界で含み益の多い企業の上位は三菱地所、J R東日本、三井不動産等である。2010年3月決算の含み益は三菱地所2兆0558億円、三井不動産は7,539億円である。賃貸等不動産の時価開示により、賃貸用不動産について開示した上場企業750社のうち、時価が簿価を上回った504社の含み

益合計は約11兆円となる。(データ：日本経済新聞 2010年5月1日及び同年10月18日朝刊)

4. 中国の企業会計基準の適用、その背景及び課題

鄧小平が経済改革・対外開放政策(1978年)を採り、中央集権制計画経済体制を計画的商品経済体制へと移行させた。中国の企業会計制度は「一国一企業」の管理責任システムとして発展してきた。同制度は会計上の認識・測定及び記録・報告はそれぞれ財務規則と会計規則によって定められてきた。これに加えて「業種別企業会計規則」は勘定科目、帳簿様式、会計内容等が定められている。1985年「中華人民共和国会計法」が規制され、組織における会計システムの構築義務と会計担当者・組織管理者の権利、義務及び罰則について定められた。1992年、中国共産党中央委員会より社会主義市場経済体制の採用が宣言され、「企業会計準則」及び「企業財務通則」が公布されると同時に、「業種別企業会計規則」及び「業種別企業財務規則」も形成された。中国の企業会計は「両則両制」と呼ばれ、中国の経済体制と政府の役割の変化、および改革開放政策の採択と外資導入の拡大を求めている。「両則両制」の形成は2つ意義を持つ。それは①資産、負債、所有者持分、収益、費用および利益の6つの会計要素の概念を確立した。②会計等式の変更、財務諸表体系の刷新、会計記帳法の統一を実現させた。2006年「新企業会計準則」は公布され、これによって、公正価値評価が広く用いられるようにな

図表1 日本の商業地・住宅地の地価変動率S49年～H23年



出所：国土交通省 土地・水資源局地価調査課 平成23年1月

り、開示情報の範囲が拡大し、また「具体準則」間の関連性が強化された。

上海証券取引所、深セン証券取引所が設立されたのは、1990年11月26日と同年12月1日である。2001年12月に中国が世界貿易機関（WTO）への加盟を認められ証券市場は資本市場の国際化と重なり市場改革を加速した。1602年にオランダ東インド会社によって、株券や債券を売買するために設立されたアムステルダム証券取引所は、世界で最古の証券取引所の歴史を持つが、2010年中国金融部の発表によれば証券市場の時価総額が短期間で世界第2位の市場規模となった。しかし中国株式市場はこのような拡大発展をしてきたものの、公平かつ公正で会計ディスクロージャーされ、規範化された市場になるには上場企業の質と市場の監督管理レベルの向上など多くの課題がある。具体的には投資者を保護するメカニズムを備え株式売買をオープン化し資本市場の国際化を拡大するとともに証券市場の監督管理に対して透明性、平等性あるきめ細かかつ綿密な管理が求められる。

5. 株式市場指標と不動産株価の相関

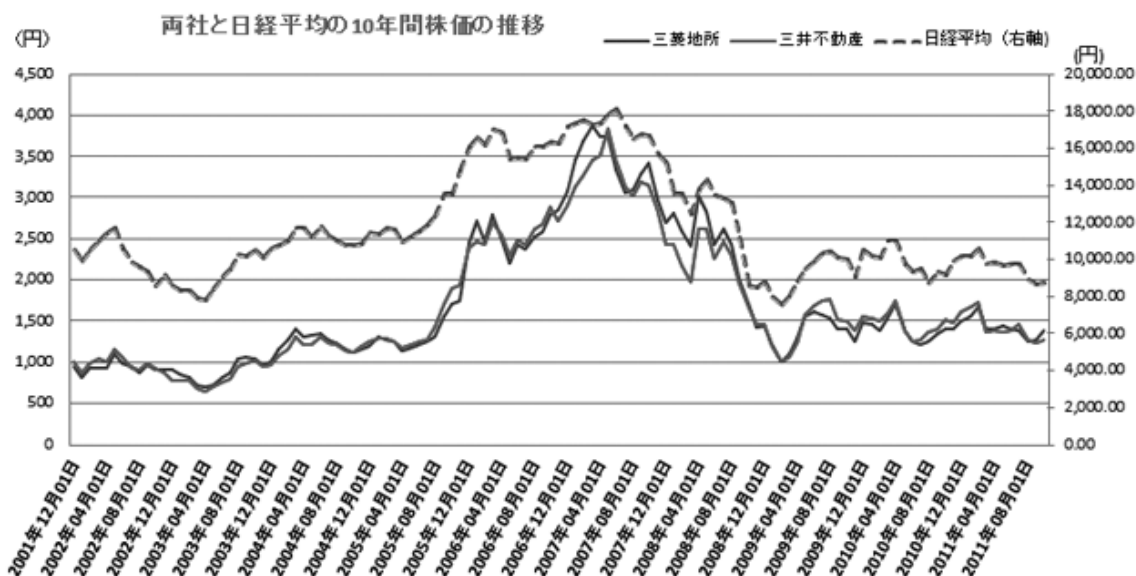
調査対象企業は、東証第一部不動産業の総合ディベロッパー業界売上1位（賃貸セグメント67%）の「三井不動産㈱」及び中国不動産企業「万科A社」を中心とした会計情報を選択する。

具体的な調査と分析は次の手順で行う。

- (1) 選択企業は東証一部の売上高上位2社の企業（三井不動産・三菱地所）とし当該企業の日足四本値及び出来高を時系列に整理する。
- (2) 日経平均とTOPIXのデータ及び三井不動産及び三菱地所は10年間の東証データの月足の終値を使用する。
- (3) TOPIX および日経平均と三井不動産の散布図を作成し相関を観察する。データの範囲は時価情報開示前から1ヶ月間収集し日足チャートを作成する。期間は2010年3月31日～2010年4月30日までとし、三日移動平均線及び五日移動平均線の計算は終値を使用する。
- (4) 中国の株価は深センA株と不動産企業「万科A」株について相関係数を算出する。データの範囲は上記(3)と同様の手法で時価開示が行われる1ヶ月前から開示当日までの株価と深センA株の株価推移を観察する。深センA株の日足チャート及び移動平均線の期間は2006年12月1日～同年12月29日までとする。
- (5) 株価の割安・割高指標として各企業のPER・PBRを時系列に整理する。
- (6) 企業業績指標として各企業のROA及びROEを時系列に整理する。

図表2は日経平均、三井不動産㈱及び三菱地所㈱の10年間の株価推移をグラフにし、どのような推移をたどったかを調べたものである。同図表を俯瞰すると2社の動きと日経平均はほぼ同じ株価の変動がみられ、特に三井不動産と三菱地所の2社の株価

図表2 日経平均と三井不動産㈱及び三菱地所㈱の10年間の株価推移



東証株価データを基に筆者作成

の動きは極めて相関が強いことがわかる。

以上図表2のグラフで観察できたことをもとに日経平均と三井不動産及び三菱地所の相関を散布図に表したものが図表3である。このデータは日経平均・三井不動産ともに10年間の東証月足データの終値を元に作成した。その数値は三井不動産（左）の相関係数0.903、三菱地所（右）の相関係数0.895で「正の強い相関」が算出された。散布図からもわかるように「はずれ地」は見あたらない。

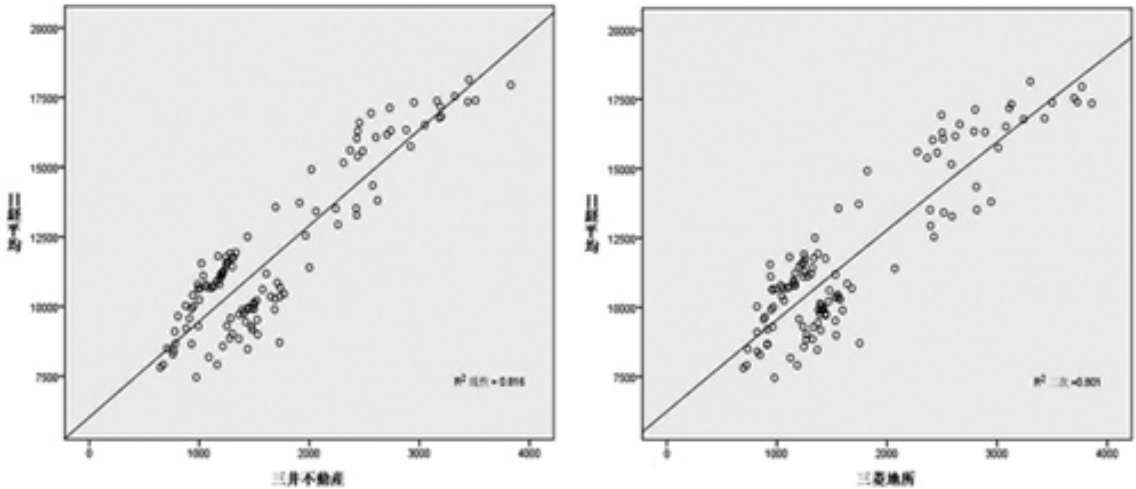
次にTOPIXと三井不動産の相関係数を算出し散布図にしたのが図表4である。同表の相関係数は0.852と「正の強い相関」が算出された。散布図から「はずれ値」は見あたらない。TOPIXは東証第

一部上場企業の全銘柄の平均値であり日経平均の225種との比較に比べ市場全体の株価動向と三井不動産の株価の関係が分かる。

図表4は「三井不動産」とTOPIXの各10年間の月足の終値を使って相関分析したものである。10年間に「三井不動産」の株価の変化はほぼTOPIXと同じように動いている。「三井不動産」の株価とTOPIX相関係数は0.853と算出され「強い正の相関」が出た。またこの両データによる「外れ値」は見あたらなかった。このことから「三井不動産」とTOPIXはほぼ同様な株価で推移していることが明らかになった。

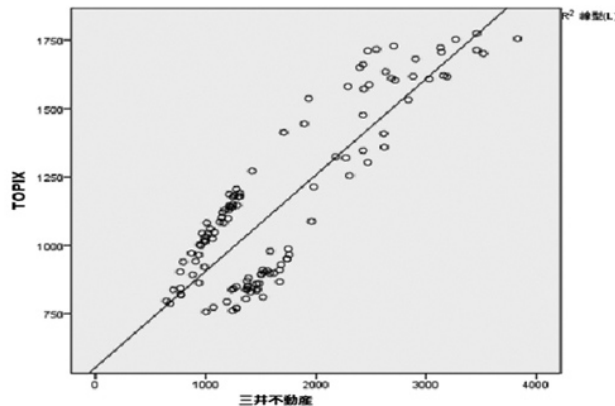
図表5は三井不動産と三菱地所の株価の相関を表

図表3 日経平均と三井不動産及び三菱地所の散布図



左が三井不動産 相関係数0.903 右が三菱地所 相関係数0.895
資料：日経平均・三井不動産ともに10年間の東証月足データより筆者作成

図表4 TOPIX と三井不動産の散布図

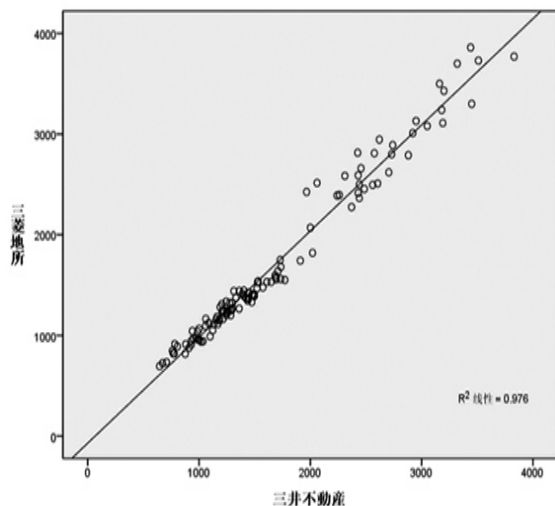


TOPIX と三井不動産の散布図と相関係数0.853筆者作成

した散布図である。同図は同じ業種の大手不動産業界の相関をみることによって、ミクロ経済と株価の連動性を手がかりとして求めてみた。結果として相関係数0.988で「極めて強い正の相関」となっている。このことは、両社の極端な市場サプライズがない限りほぼ同様の動きをすることが分かる。

さらに、両社の投資選択する上で長期的トレンドはほぼ同じであり、株価の位置とトレンド、単元株数、配当利回り、株主優待の有無などが選択肢となる。

図表5 三井不動産と三菱地所の株価の散布図



三井不動産と三菱地所の株価の散布図 相関係数0.988
筆者作成

6. 株式市場指標と不動産時価開示による株価の調査結果

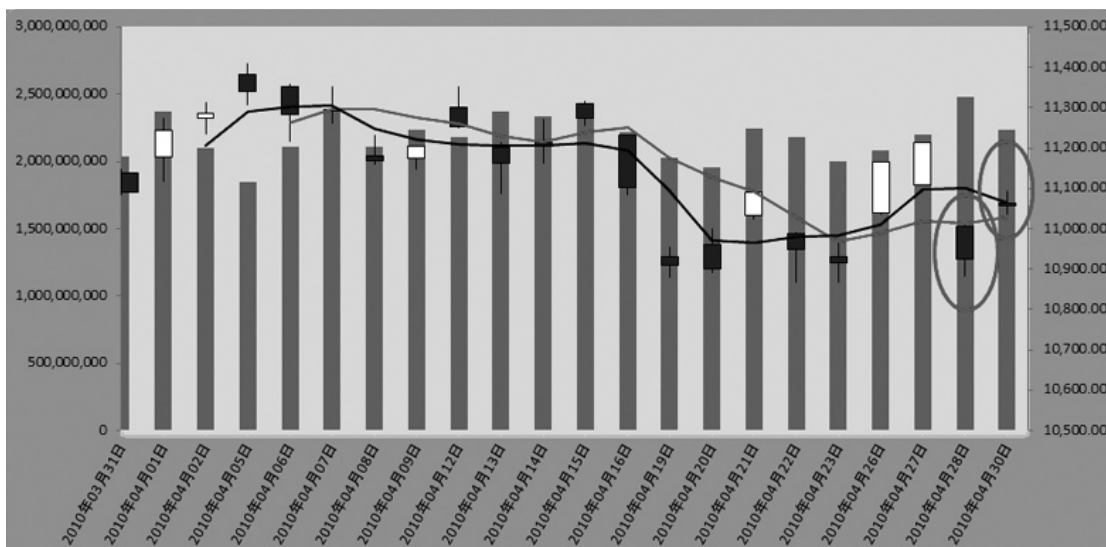
図表6は、日経平均の動きを日足チャートにしたものである。これは、TOPIXだけでなく日本の株価指標の代表を示す日経平均の動きから検証するためである。

つまり日経平均とTOPIX双方の動きと「三井不動産」の株価の動きから、企業会計基準第20号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」公表のインパクトを検証するものである。同図表から分かるように会計情報の発表前日は値下がりし、しかも下髭陰線となり発表日も十字線となっているものの3日前よりも平均株価は低い。

一方図表7は、2010年3月31日から同年4月30日までの三井不動産の出来高と株価を日足のロウソク足をを用いて株価チャートにしたものである。同社の決算日は3月31日であり、同図で明らかのようにこの日の出来高は6,555,000株で、前日の出来高3,248,000株と比較すれば、2倍以上の出来高となっている。3月30日の株価は前日の終値1,592円と比較すると、翌日決算日は3月31日の寄り付き値段1,606円で、14円高で、同日の高値は1,627円となっている。しかし、終値では、前日比よりマイナス5円安く1,587円で引けている。ところが、翌日4月1日では、1,609円寄り付き、終値は1,613円で26円高が引けている。

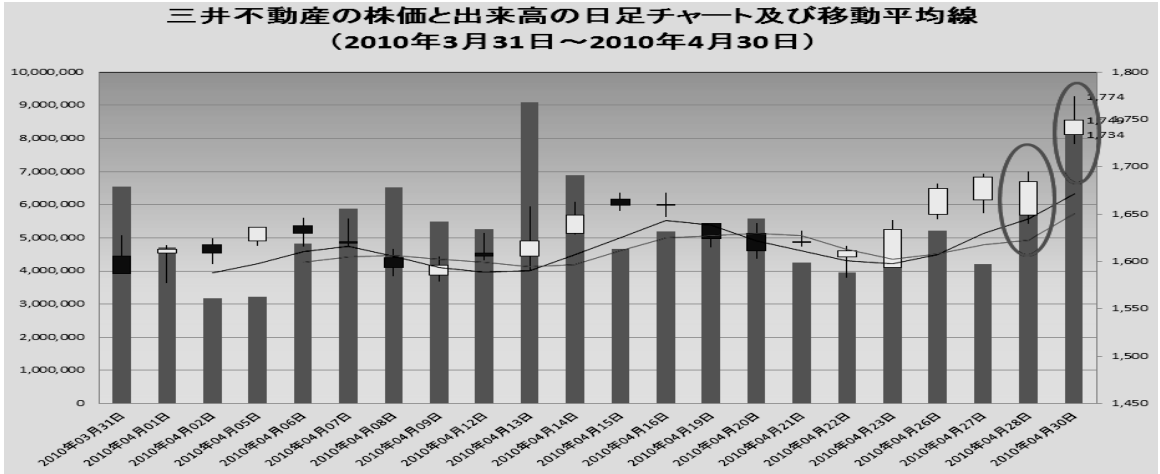
同社の時価公表日は4月30日であるが、4月22日から6日間連続の陽線で株価は値上がりした。図

図表6 日経平均と出来高の推移及び移動平均線



2010年3月31日～2010年4月30日 移動平均線は3日と5日 東京証券取引所の株価データから作成 筆者作成

図表7 三井不動産 2010年3月31日～2010年4月30日の株価の推移

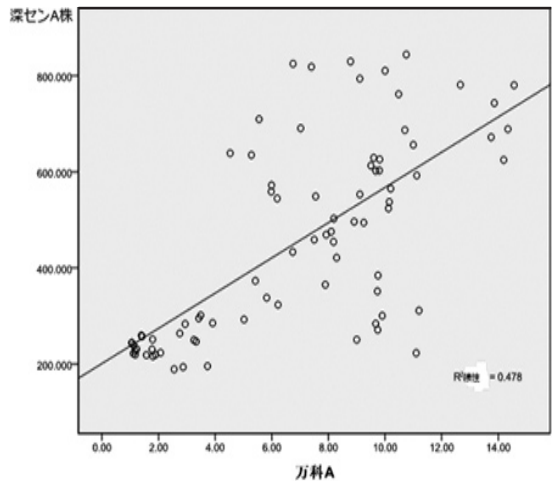


株価の一个月間の上昇率は10.21% 決算発表日は長大陽線が示現している。
三井不動産株式会社の株価データから筆者作成

表6の4月28日と4月30日の丸印から以下のことが指摘できる。4月30日では、前日の終値よりプラス50円で寄り付き、高値は、2010年度の最高値1,774円となっている。出来高は8,103,000株で前日の出来高6,441,000株より1,562,000株を多く取引された。このことから実証データの動向は、企業会計基準第20号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」（平成20年11月28日発表）を受け、同社の会計処理は原価モデルによる、含み益が明らかになったことと軌を一にする。中国はIAS-IFRSをコンバージェンスし新会計基準が2006年12月に公表された。その後、高度成長でもあった中国がGDPの10%が不動産関連、中国全体の不動産の借り入れ合計は136兆円（1.7兆ドル）、全国70の主要都市で実情は、3分の2の都市で値下がり傾向が顕著であり、今後、中国人民銀行の金融政策などの報道から地価の下落が続くと予想される。「万科A」と深センA株の各10年分の月末の終値を使って計算したものである。深センA株の値が左の縦軸となっており、「万科A」の株価が右の横軸となっている。この10年間に「万科A」の株価の変化は深センA株と比べ、上昇傾向に動いている。具体的に相関係数を算出すると、「万科A」と深センA株の相関係数は0.691であり、「正のやや強い相関」が算出された。

次に、図表9は深センA株の2006年12月1日～2006年12月29日の株価の日足をローソク足と移動平均線をあらわしたものである。「万科A」社の決算日は12月1日、決算公表日は12月29日であるの

図表8 深センA株と「万科A」株の相関散布図



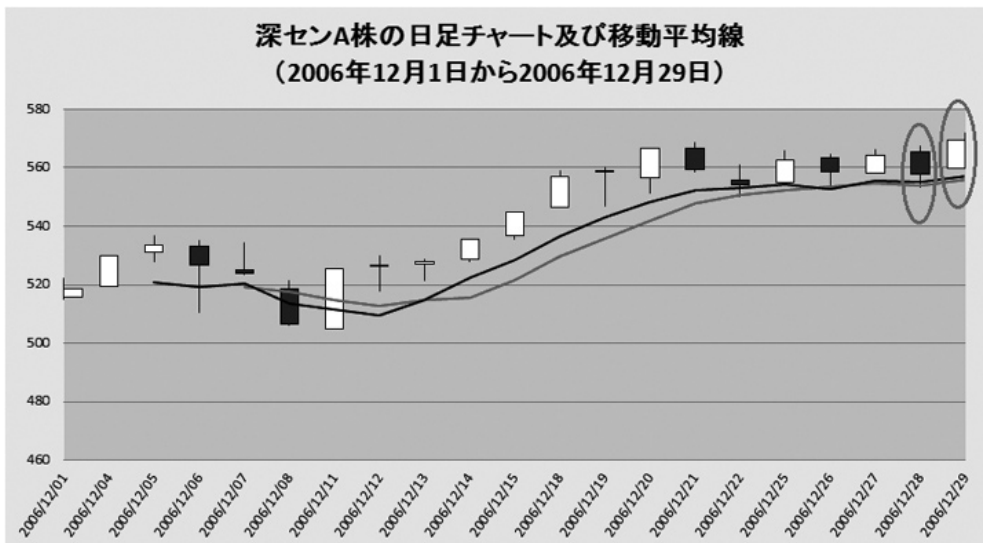
相関係数は0.691 やや強い正の相関

図表8は10年間の株価月足終値のデータより筆者作成

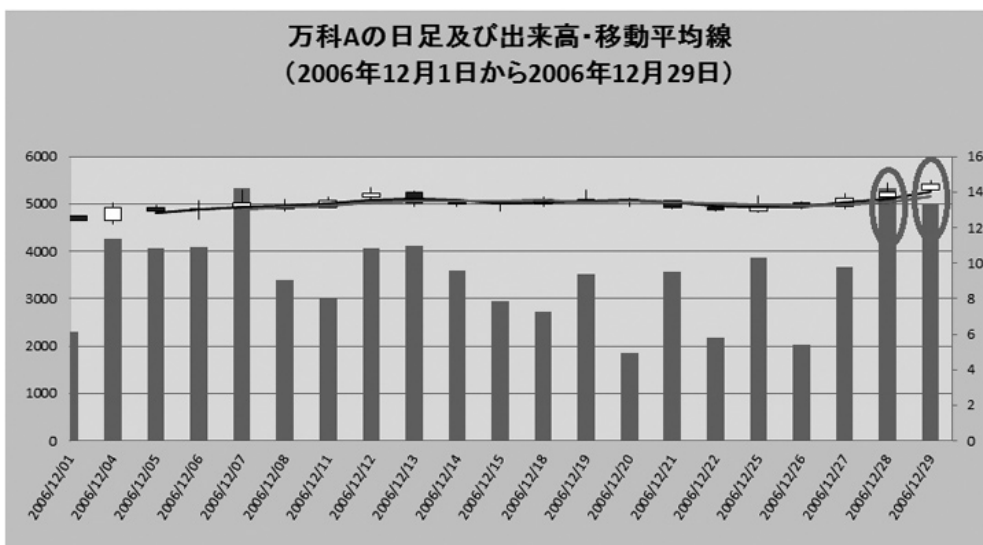
でその時価公示と市場での株価の効率性をみるためである。

その結果、深センA株との動きをみると、この1ヶ月間の株価は上昇している。図表9は深センA株の日足チャート及び移動平均線を表したものである。同図表の12月28日及び29日の丸印は中国新会計基準「企業会計準則第3号—投資性不動産」の適用をした時である。深センA株の28日のローソク足は「陰線による駒」となり、翌日の29日は陽の「丸坊主」の形状となっている。一方図表10は

図表9 深センA株2006年12月1日～2006年12月29日の株価推移



図表10 「万科A」の日足及び出来高・移動平均線



「万科A」の日足及び出来高・移動平均線を時系列にローソク足にしたものであるが、図表9図と異なっているのは12月28日と29日はともに陽線と2日間連続していることがわかる。

中国は2006年12月に新会計基準「企業会計準則第3号—投資性不動産」を適用した。同基準は不動産の評価方法として公正価値モデルを採用している。「万科A」社は、2006年12月29日の発表公表日であり、同年12月28日の株価は前日の終値

14.02元と比較すれば、翌日決算日の12月29日の寄り付き値段14.15元で、0.13元高で、同日の高値は14.68元となっている。そこでは、同日の終値14.47元で、前日よりプラス0.45元となっている。万科A社は、2006年IFRSのコンバージェンスが中国新会計基準「企業会計準則第3号—投資性不動産」を受け、同社の公正価値モデルによる、含み益が明らかになったことが株価に影響を与えたと推測される。

7. 株価の推移と空室率の状況及びPER・PBR・ROA・ROE

図表11は三井不動産の5年間の用途別空室率の推移と株価の推移を表したものである。

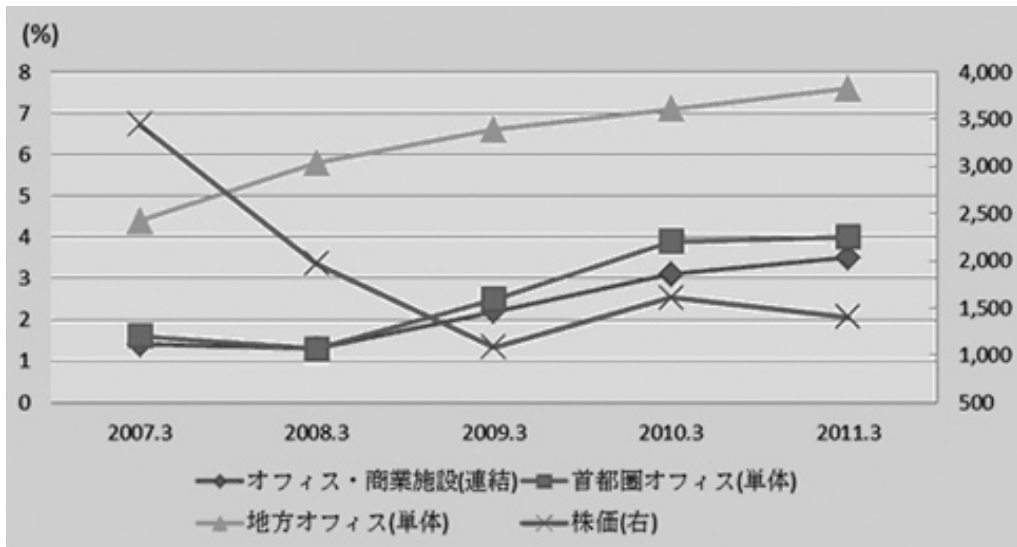
2007年から2011年まで5年間の決算データからみた空室率と株価をグラフにしてみると地方のオフィスの空室率が隔年ごとに高まっていくのが分かり、その後1～2年の遅れのタイムラグの後、首都圏オフィスの空室率が高くなっていることが分かる。株価の変動要因は「アノマリー」を除き企業業績に拠る。従ってその予測や情報開示等によるタイムラグが投資家により判断が異なるためファンダメ

ンタルズ分析のほかにテクニカル分析が必要となる。

企業業績の指標のうちROAおよびROEが重要視されている。ROA (Return On Asset) は総資産(事業)の効率を観察する指標で、投下した全資産(総資本)を使ってどれだけの成果(利益獲得)を上げたか、という投下資本の収益性を見るための指標である。総資本(総資産)利益率を高めることは、利益率の改善(費用・コストの削減)又は回転率の上昇(売上高の増加)によって実現される。

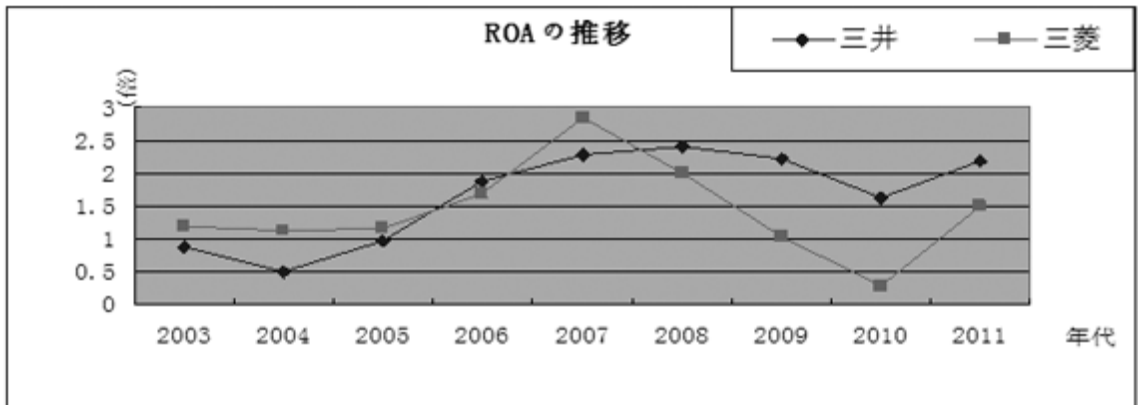
図表12は三井不動産と三菱地所のROAの推移と両社を比較をしたものである。三菱地所は2007年に三井不動産よりも上回っていたのであるが2010年までROAを下げている。

図表11 三井不動産の空室率の推移



有価証券報告書データより作成

図表12 三井不動産, 三菱地所の ROA の推移



図表12は有価証券報告書データをもとに筆者作成

次に株主資本利益率 ROE (Return On Equity) であるが利益を株主資本で除したもので、株主資本に対して何%の利益が上がっているかを示す指標である。株主資本が有効に活用されているかを判断する投資尺度とされている。株主資本利益率が、上昇傾向にあれば、収益力の向上を意味する。図表13の ROE の推移をみると三菱地所が2007年に三井不動産と同値になったものの2010年まで大きく三井不動産に比べて利益率を下げ、ようやく翌年の2011年に追いついている。

以上 ROA および ROE ではこの数年には三井不動産のほうが利益率は高く事業資産および株主資本の有効利用の比較では高かったのである。しかし2011年には三菱地所も追い上げがみられる。次に株価の直接的な割高割安の指標である PER と PBR の推移は図表14の通りである。株式売買に当たって投資家の意思決定の指標で市場の株価が割安か割高かの算出はきわめて重要である。その指標に PER (Price Earnings Ratio 株価収益率) と PBR (Price Book value Ratio 株価純資産倍率) が用いられる。PER は株価が一株当たり利益の何倍になっているか。PER は、利益と株価を比較し、その株価は割高か、割安かを計る尺度である。計算は株価収益率 $PER = 1 \text{株当たりの株価} \div 1 \text{株当たりの利益}$ で求められる。倍率が高いほど、「割高」と判断する。一方 PBR は会社の株式が 1 株当たり株主資本の何倍まで買われているかを表す。所謂解散価値を超えているか否かを計る尺度である。計算は $PBR = 1 \text{株当たりの株価} \div 1 \text{株当たり株主資本}$ で表される。株主資本に基づいて算出し 1 株当たりの価値をみる計算は、 $1 \text{株あたり株主資本} = \text{株主資本} \div \text{発行}$

済株式数で求める。

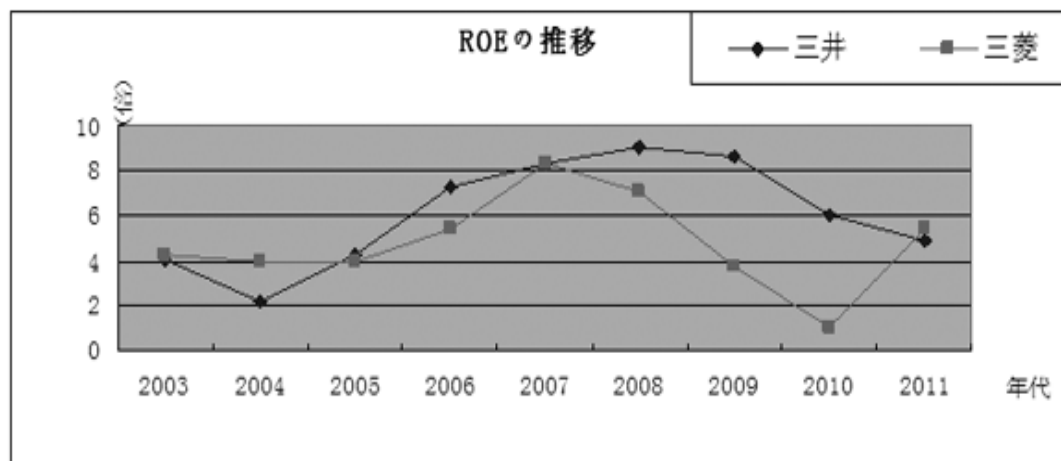
この図表から PER では三菱地所が高く両社の比較では三菱地所が割高と判断される。2010年に同社が突出しているのは固定資産の減損会計処理によって特別損失が発生したのが主たる原因である。次に PBR で判断すると三菱地所が高い。したがって両社の比較からすれば三菱地所が割高感と判定される。しかしここで注意すべきは、この両指標は評価の 1 つの使用で株価の割高割安を判断する指標として有力ではあるが、これのみで株価の予測判断を行うのは市場の地合等により数値が異なってくるので地合の判断が重要となってくる。しかもこれらの数値は相対的であり割高割安は、将来の企業業績の予測判断で市場が強気であれば指標が高くなり反対に業績不調と市場が判断すれば弱気となる。

8. 本論文のまとめ

日本の不動産価格は1970年代急上昇し、その後1975年にはその勢いは収束したが、1980年代後半の過剰流動性に起因して株価と地価上昇はピークとなり、1990年代に天井を打ち、その後値下がり長期にわたり持続した。一時2007年前後に地下のミニバブルがみられたが「リーマンクラッシュ」以降、不動産市場は低迷している。その後 EC のソプリリスクが金融市場を低迷させている。(2012年8月末現在) 不動産価格は2012年に至っても公示価格は住宅地、商業地共に下落率が縮小しているものの底打ちの確認は未定である。

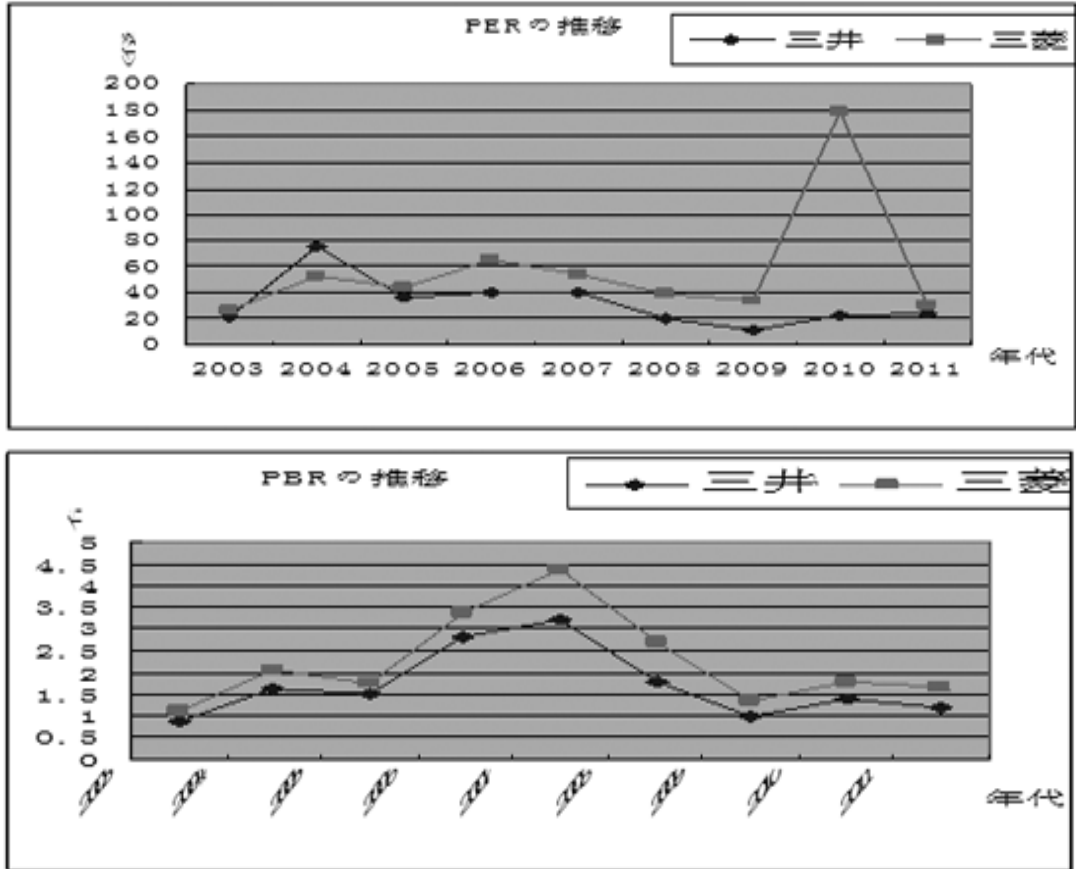
IAS-IFRS によるコンバージェンスは、時価開示されると市場のボラティリティがたえず変動し投

図表13 三井不動産、三菱地所の ROE の推移



図表13は有価証券報告書データをもとに筆者作成

図表14 三井不動産、三菱地所のPER及びPBRの推移



図表14は有価証券報告書データをもとに筆者作成

資家のみならずトップマネジメントにとって時価会計の意識転換が求められる。このような経済環境と調査研究により(1) TOPIX と三井不動産の相関係数は「正の強い相関」がみられた。(2)日経平均と三井不動産の相関係数も上記と同様の結果となった。(3)日経平均と三菱地所の相関係数も同様の結果となった。(4)三井不動産と三菱地所の相関係数は「正の強い相関」となった。(5)賃貸不動産の空部屋率と株価には「負の強い相関」となった。(6)時価評価による決算短信の確定公表日に、三井不動産株及び三菱地所株は、長大陽線となった。これに対し日経平均株価及び TOPIX は陰線となった。(7)時価開示発表日の日経平均の出来高は前日比より減少している。それに対して、三井不動産及び三菱地所の両者共に出来高は前日比に比べ急増している。以上これらを総合的に見て(4)賃貸等不動産時価情報開示は「市場は効率的」であり①ウイーク・フォームの効率的市場仮説、②「セミストロング・フォームの効率的市場仮説」③「ストロング・フォームの効率的仮説」の

うち②の「セミストロング・フォーム」が支持されることが考えられる。

付 記

本稿は日本産業科学学会全国大会（2012年8月）及び日本商業教育学会九州部会（2012年1月）等で報告した内容を基本としている。

参考文献

1. 伊藤邦雄. 2007年『企業価値評価』日本経済新聞出版,
2. 伊藤邦雄. 2011年『現在会計入門』日本経済新聞出版,
3. 桜井久勝. 1999年『計利益情報の有用性』千倉書房,
4. 阿部大輔他2名. 2009年『証券アナリストのための企業分析』日本証券アナリスト協会,

5. 国務院発展研究センター 野村財団共同研究会会議
「巻頭特集 証券市場の制度整備と対外開放」劉玉廷
2010年「新たな段階を迎える中国の企業会計基準の
IFRS 対応」「中国の企業会計基準と国際財務報告基準の
コンバージェンスに向けたロードマップ」の邦訳
6. 「証券取引所の現状と課題」2007年. 国立国会図書
館 ISSUE BRIEF NUMBER603
7. 新茂則. 2011年『生きる力を育む株式投資教育と金
融経済リテラシー』 中川書店
8. 桜井久勝. 2005年「会計情報の投資意思決定有用性」
NII-Electronic Library Service
9. 中華人民共和国. 2011年. 最新版『証券法文書範
文』中国法律出版社,
10. 「監査法人トーマツ編」2006年『中国の投資会計税
務Q & A』第2版中央経済社,
11. 新茂則. 2007年「市場からみた企業経営のディス
クロージャー Disclosure And Investor Relations: Their
Impact on Information Technology」 中村学園大学
流通科学研究 VOL.7 NO.1
12. 新茂則. 2008年『学校における金融経済リテラシー
教育の視点』学事出版 日本高校教育学会年報第16号
特集論文
13. 甲斐論編 新茂則. 2011年『食品流通のフロンティ
ア』「学校における株式投資教育と食品銘柄の株価分
析」農林統計出版,
14. 新茂則. 2004年『アカウンティングホライズン現代
会計学の基礎知識』「貸借対照表の構造」税務経理協会
出版

参考資料

1. 財務会計基準書 FAS157号「公正価値測定」2009年
5月
2. 企業会計基準適用指針第23号「賃貸等不動産の時価
等の開示に関する会計基準の適用指針」H20年11月28
日
3. 企業会計基準委員会「賃貸等不動産の時価等の開示
に関する会計基準」 H20年11月28日
4. 「我が国における国際会計基準の取扱いに関する意見
書(中間報告)」(金融庁企業会計審議会), 2009年.
5. IAS (International Accounting Standards) 40
Investment Property
6. IAS (International Accounting Standards) 16
Property, Plant and Equipment