

CRE戦略実践レポート 第3回「投資価値分析」

2010年3月19日
株式会社 住信基礎研究所
投資調査部

1. CRE戦略立案における定量分析手法の位置づけ

CRE戦略立案のためのCRE分析評価(第二フェーズ)に際しては、その後の分析の基礎となる個別不動産分析において、個別不動産の優劣を事業貢献度および不動産競争力の観点から評価する。これらは個別不動産の特性を定性的に把握・評価するもので、基本的な状況把握には不可欠な取り組みといえる。ただしこうした定性分析は、評価基準の統一性や評価結果の整合性は十分に確保できず、状況把握やその理解のためには有用であっても、二者択一の判断や状況変化に伴うシミュレーション等においては、利用しにくい状況がある。

今回のレポートで解説する定量分析手法は、そうした定性分析の欠点を補うため比較可能な指標を利用した手法である。具体的には、保有と賃借の両ケースにおける単年度キャッシュアウトに注目したコスト分析、および事業と不動産市場におけるネットキャッシュフローやその現在価値に着目した投資価値分析を紹介する。特に投資価値分析は、企業価値分析と共通の手法を利用することで、CREの分析結果が、事業戦略立案のための基礎資料になることが期待される。

ただしCRE戦略立案に際しては、判断やその後のモニタリング等については定量評価結果を重視しつつも、分析過程においては定性評価結果を反映する必要がある。また方針の実現にあたっては定性評価結果に基づき具体的な課題を解決することになる。このためコスト分析および投資価値分析に代表される定量評価と、事業貢献度分析や不動産競争力分析からなる定性評価は、個別不動産分析の両輪を成すものとして重要である。

2. 定量分析を用いた判断の流れ

当社のCRE戦略立案に関するコンサルティングの中でも、特に保有または売却・賃借の判断に際しては、上述した事業貢献度分析や不動産競争力分析等の定性分析をベースとしつつ、それらを単年度キャッシュアウトに注目したコスト分析と、長期キャッシュフローの現在価値に注目した投資価値分析により、個別不動産のポジショニングを行い判断材料とする。具体的には以下のステップを行う。

①事業貢献度の絶対評価: 事業貢献度が絶対的に小さい不動産は、当該不動産で行われている事業のポテンシャルが低いため、所有形態に係わらず、事業撤退を検討すべきである。

②使用価値と市場価値との相対評価: 使用価値が市場価値より高い不動産は保有を、低い不動産は売却・賃借を検討すべきである。

③保有コストと賃借コストの相対評価: 保有コストが賃借コストより相対的に低い不動産は保有を、高い不動産は売却・賃借を検討すべきである。

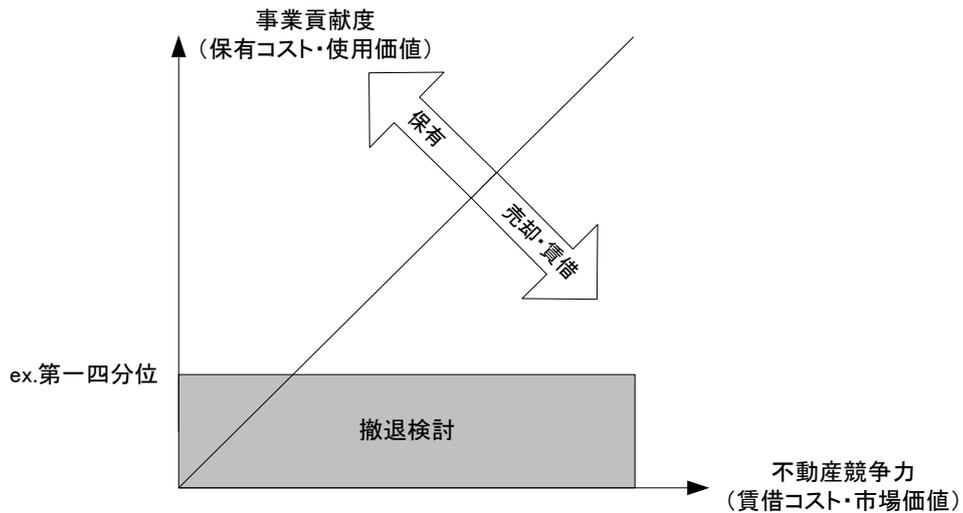
④投資価値分析とコスト分析による総合評価: 相対的に、使用価値が高く保有コストが低い不動産は保有を、使用価値が高く保有コストが高い不動産は売却・賃借を検討すべきである。また相対的に、使用価値が低く保有コストが低い不動産は保有し続けるか事業撤退を、使用価値が低く保有コストが高い不動産は売却・賃借か事業撤退

を検討すべきである。

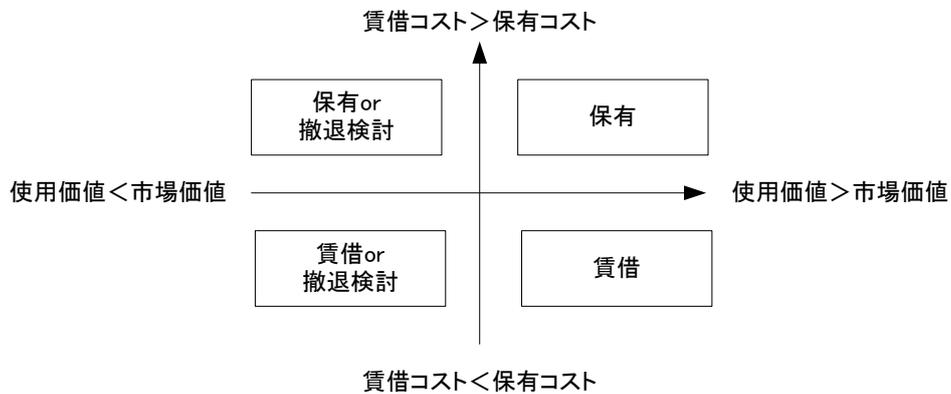
図表. 個別不動産分析における分析手法と判断プロセス

ステップ1		
絶対評価	A撤退検討	B利用継続
定性分析	事業貢献度 < ex.第一四分位	事業貢献度 > ex.第一四分位
ステップ2-1		
相対評価	A保有	B売却・賃借
コスト分析	保有コスト < 賃借コスト	保有コスト > 賃借コスト
ステップ2-2		
相対評価	A保有	B売却・賃借
投資価値分析	使用価値 > 市場価値	使用価値 < 市場価値

図表. 事業貢献度と不動産競争力の関係



図表. コスト分析と投資価値分析による総合評価



3. コスト分析

コスト分析は、現業を実行する場所として既存の保有不動産を利用する場合と、同一機能を満たす賃貸不動産を利用する場合について、各々のキャッシュアウト、すなわち保有コストと賃借コストに注目し、その大小により、保有あるいは売却・賃借を判断しようとするものである。

一般的に不動産利用に伴う単年度のキャッシュアウトは、保有の場合より賃借の場合の方が大きい。保有および賃借に限らず各種施設運営費は共通して必要となるが、賃借の場合は、オーナー側が一定の収益を上乗せするためである。その上乗せ分は、オーナーが賃料収入および資産価値の変動リスクを受け入れることの対価とも言える。

保有の場合はこうしたオーナー側の収益に相当する部分のキャッシュアウトがなく、名目的には低廉な負担に思われるが、実はこうした変動リスクに相当する潜在的なコストとして、①資本コスト、②未稼働コスト、③追加管理コスト、④非柔軟性コスト、⑤価値毀損コスト等がキャッシュアウトしているものと解釈できる。

3-1. 保有に伴う潜在コスト

①資本コストとは、不動産取得にかかる費用の資金調達コストである。株式会社の場合、事業活動に必要な資金は、主に、株主資本および長期負債の2種類の方法で調達されるため、資本コストはこれら2種類の資金の加重平均コストとなる。例えば一般的な国内上場企業における株主資本コストは、 $\beta = 1$ (CAPMの β :株式市場ポートフォリオの超過リターンに対する、当該企業の超過リターンの感度)、リスクフリーレート1.5%、リスクプレミアム5.0%とすれば6.5%(=1.5%+1×5.0%)、一方で長期負債利率2.0%、実効税率40%とすれば、負債コストは1.2%(=2.0%×(1-0.4))である。さらに株主資本比率および負債比率を各々50%とすれば、3.85%が資本コストとなる。

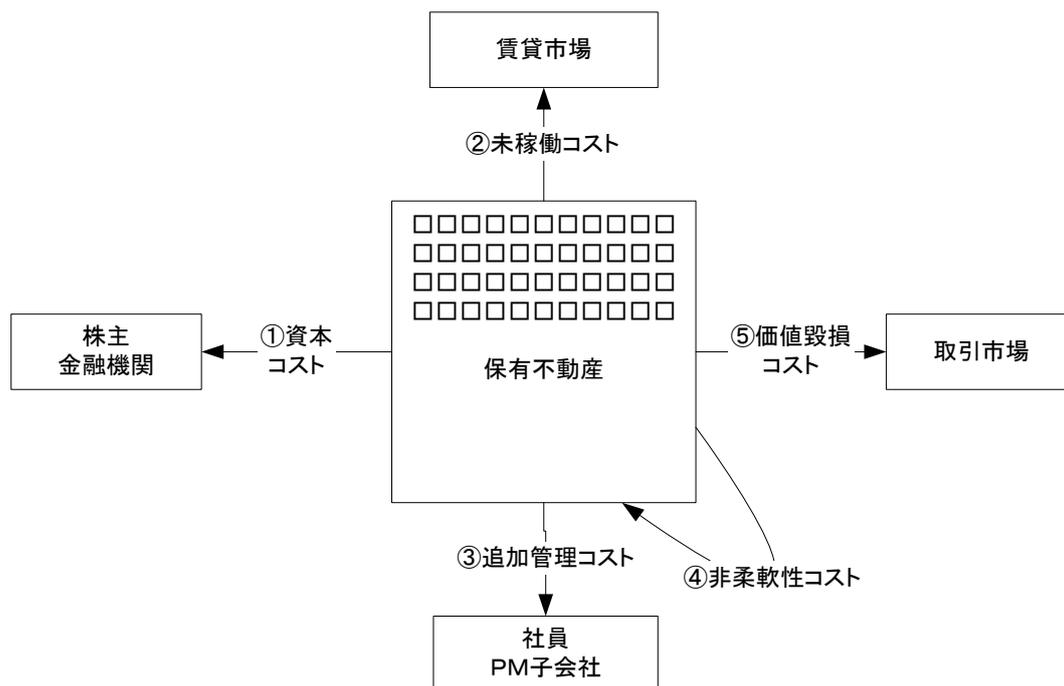
②未稼働コストは、保有の場合、賃借と異なり床面積を柔軟に調整できないことにより生じる。すなわち、当初は従業者数に対し生産性が最も高い床面積あるいは今後の成長を加味した広めの床面積を用意しがちであるが、その後の事業戦略の見直しや再編等に伴い、従業員数の一時的あるいは恒久的な減少により未稼働空間が発生することで、同空間の賃料相当分のコスト、あるいは不要な保有コスト(=資本コスト+管理コスト)を負担する。

③追加管理コストとは、賃借であれば、人員配置や人件費等の調整をはじめとしたプロパティマネージャーの企業努力等により、施設管理費用は費用対効果が最も高くなるよう最適化される。保有の場合は、施設管理業務を外注する場合でも不動産管理全般を扱う正社員の雇用は不可欠であり、また子会社等に委託する場合は、専門のPMに比べ管理物件数が少なくても一定の雇用を維持せねばならない。さらに人事ローテーションに組み込まれる場合は業務に精通した人材が育ちにくい。この結果、人件費が高く、固定化されやすく、生産性は低いという、いわゆる高コスト体制が維持されてしまう

④非柔軟性コストとは、建物の設備レベルが相対的に低下した場合に、賃借であれば移転等により早期に解決できるが、保有の場合はソフト面では一定の改善は可能であっても、天井高や水周り、空調等のハード面での改善は困難あるいは一定のコストがかかるため、得てして生産性の低下を招きかねない。また事業見直し等によりスペース集約を進め人員配置を見直す場合も、保有物件の利用が優先されるため、保有物件の稼働率は維持されつつも、規模、立地、設備等の面で制約を受け、必ずしも最適な事務所配置・人員配置・機能設置が達成できない。

⑤価値毀損コストとは、賃借の場合は、入居時の施設レベル(=資産価値)の低下は、賃料の低下として表れ、テナントの事業活動上はプラスの側面もある。保有の場合は、施設レベルの低下は資産価値および売却価格の低下として表れるため、バランスシートの悪化はもとより、売却時では実質的な損失として計上されることになる。

図表. 不動産の保有に伴う潜在的なコスト



3-2. 賃借コストとの比較

こうした潜在的な保有コストについては、従来からの顕在化した運営管理費等のコストに上乗せした上で、同一機能を満たす既存の賃貸物件での賃料と比較する。一般的には、運営管理業務の効率化やフル稼働期間が長期化している場合を除くと、潜在コストを考慮しない場合は、保有コスト<賃借コストとなるが、一方で潜在コストを考慮すると、保有コスト>賃借コスト、となる場合が多い。

特に不動産そのものが不足していた状況はほぼ解消し、企業不動産の賃貸用不動産としての有効活用の時代を経て、すでに投資用不動産が大量に供給されつつある。これに伴い賃貸市場の厚みが増し、企業の信用力によらない証券化市場等の資金調達環境も整備され、さらに不動産管理業も高度化している。このため不動産専門でない一般事業法人が不動産を保有するケースでは、コスト面では相対的に不利となりやすく、賃貸市場が充実した地域・タイプであるならば、基本的には賃借を選択するのが合理的な判断と言える。

4. 投資価値分析

4-1. 価値指標の活用状況

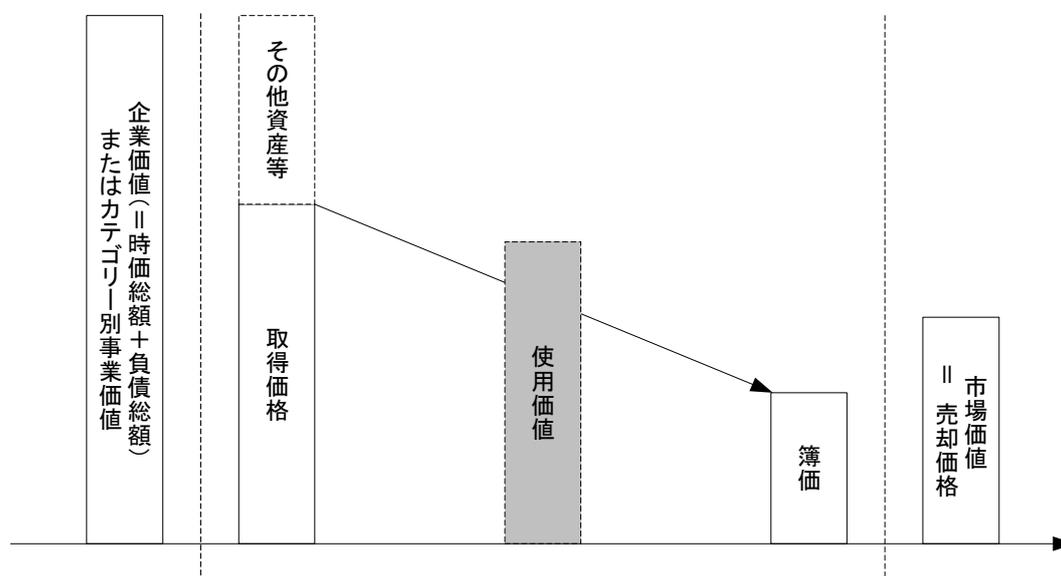
CREの分析評価における投資価値分析の利用方法としては、各企業の将来の利用状況(→事業キャッシュフロー)に基づく使用価値と、不動産市場での将来の収益状況(→不動産キャッシュフロー)に基づく市場価値(=売却価格)を比較し、使用価値>市場価値の場合は保有を、使用価値<市場価値の場合は売却および賃借を、それぞれ推進することが最も基本的な利用方法といえる。

ところで不動産の価値に着目した分析や評価の典型例としては、市場価値の高い不動産を有する企業の本来の企業価値が、株式市場で評価された企業価値(=時価総額+負債総額)を上回る場合に、当該企業を買収し、その後不動産等の流動性の高い各種資産を市場価値で売却し、その利ざやを稼ごうとするものがある。こ

うした事例は、使用価値の代替指標として(時価総額+負債総額)が用いられている。また個別不動産の保有・売却等を判断する事例では、現在の市場価値と当該物件の簿価とを比較し、(会計上の)売却益やそれに伴うキャッシュアウトの大小によって判断するのが一般的であり、この場合も使用価値を簿価で代替し市場価値と比較している。

このように、改めて不動産に関する投資価値分析の現状を振り返ると、本来の意味での使用価値を算出している例は、それほど多いとは言えない。この理由としては後述するように、使用価値の算出には事業関連の詳細情報が必要で、CRE担当者が日ごろ接する情報だけでは推計が困難なことが挙げられる。また時価総額や簿価等の代替的な指標を活用する場合も、企業買収や会計上の判断等の目的であれば一定の意義は認められるものの、CRE戦略立案が目的の場合は、今後の具体的な対応方策を議論・検討するためにも、事業貢献度分析等で明らかにした、実際の利用状況が反映した使用価値を算出することがより強く望まれる。

図表. 使用価値の代替指標



4-2. 事業用不動産の使用価値の算出方法

使用価値の基本的な算出アプローチは、企業価値評価のスタンダードでもあるDCF法を適用し、将来のキャッシュフローを適切な資本コスト等を用いて割り引き、その現在価値を求めるものである。多くのCRE担当者もその考え方には異論はないと思われるが、実際に特定の不動産の使用価値を算出するには、多くの困難が伴う。

以下ではこうした悩みに対し、当社がコンサルティング等を通じ提供している使用価値の推計方法を解説する。以下では、事業貢献度が比較的高い(事業用×コア)および(事業用×ノンコア)の物件における推計方法を概説し、その他分類については相違点を中心に後述する。

(1) 事業カテゴリ別事業価値の算出

使用価値算出の第一ステップとして、対象となる不動産を利用した事業別地域別等のカテゴリ(ビジネスセグメント)ごとに将来の事業キャッシュフローを予測し、同キャッシュフローを資本コストで割り引きその現在価値を算出する。

一般的には、本社や開発部門あるいはネット企業等を除くと、本業のキャッシュフローは、不動産が立地する地域の経済やポテンシャルを背景としつつ、そのビジネスモデルに応じた収入特性および支出特性に従い発

生ずる。不動産の使用価値の推計にあたっては、こうした異なるポテンシャルを背景としたキャッシュフロー特性の違いを考慮し、ビジネスモデルの異なる部門、利用する不動産が異なる部門、対象とする事業エリアが異なる部門(支店・支社等)等の個別カテゴリーごとに、事業キャッシュフローを集計することが求められる。

なお本社や開発機能あるいはアフターフォロー等の、事業カテゴリーによらず発生する共通のコストも、一定のルールに従い配分する必要がある。ただし事業部門制等によりビジネスセグメント別の損益が集計されている企業等では、セグメント間取引を控除することで対応可能である。またそうした集計値がない場合では、純粋なコスト部門のマイナスのキャッシュフローを、売上や収益に応じて事業カテゴリー別に配分するのが簡易な方法といえる。

なお企業価値の要素を精緻に求めることが目的ではないため、詳細項目等は不要であり、極端には各部門の売上および経常的な費用のみで、大まかな事業キャッシュフローの把握は可能である。特に将来の事業キャッシュフローは、直前の期のキャッシュフローデータに、事業貢献度分析で整理した事業のポテンシャルや地域の成長性を加味し、実現可能な成長率に基づくキャッシュフローを設定する。また簡易評価のため、一定の成長率を想定し、いわゆる直接還元法により算出することも可能である。なお同成長率の設定には、他事業・他地域のポテンシャルや成長性との整合性・バランスも考慮する必要がある。

(2) 事業カテゴリー別不動産ポートフォリオ使用価値の算出

ここでは事業カテゴリー別事業価値から、カテゴリー別の計上が困難な不動産以外の資産を控除することで、不動産ポートフォリオの価値(=使用価値)を抽出する。

事業カテゴリー別の事業価値には、不動産以外の資産として、①流動資産(有価証券、現金、貸付金、売掛金、棚卸資産等)、②不動産以外の固定資産(設備、のれん代等の無形固定資産等)が含まれる。これらをカテゴリー別事業価値から控除する。なおこの場合も、事業キャッシュフローから共通コストを控除したように、売上や収益等によりカテゴリー別に配分した数値を控除する。

なお流動資産の市場価値は変動可能性が高いものの、貸借対照表に掲載された数値を所与と扱って差し支えない。一方特許権等の無形固定資産や設備等の不動産以外の有形固定資産については、それ自体が市場価値とは一致しない独自の使用価値を有する場合がある。ただしあくまで不動産の使用価値算出が目的であるため、代替的には貸借対照表上の数値を採用するのが現実的であろう。

(3) 個別不動産の使用価値の算出

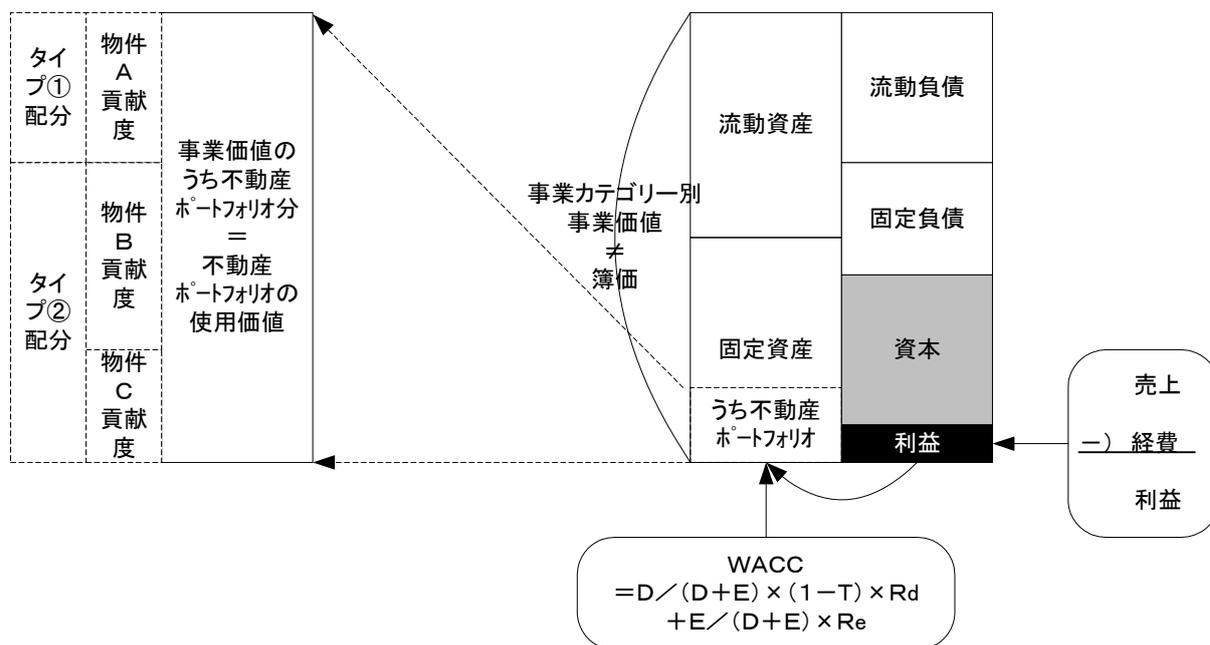
以上のように企業価値の観点から不動産ポートフォリオに帰属する価値(使用価値)を抽出した上で、最後にそれらの使用価値全体を個別不動産に配分する。

具体的には、個別不動産の不動産ポートフォリオ内での相対的な重要度を、事業貢献度分析での総合評価結果を参考に、計100%となるようなウエイトで設定するのが一つの方法であろう。なお事業貢献度分析では、量的(規模的)な要素も評価項目の一つでしかなく、質的な評価の側面が強くなりがちである。このため単位床面積あたりの使用価値が、事業貢献度分析に比例するように設定する場合もあるが、すでに量的側面はポートフォリオ全体の価値に反映されていることもあり、大きな差異は生じにくいことから、目的に応じて取捨選択することが望まれる。なお事業貢献度分析等による事業カテゴリー毎の実態把握が難しい場合は、例えば類似事業カテゴリーの労働生産性を均一と仮定できるならば、従業員数等の利用者が多い不動産の使用価値を高く評価し、あるいは従業員一人当たりの利用面積が小さい(床効率が低い)不動産の使用価値を高く評価するよう、代表的な量的指標により設定する方法もある。

さらに事業貢献度分析が行えない場合や補完的手法の一つとして、事業カテゴリーに属する不動産の利用者がもつウエイトに対する考え方を、アンケートやヒアリング等により直接確認し、地域間の整合性を踏まえCRE

担当者が設定する方法もある。ただし用途や地域の異なる不動産を同時に評価するのは難しいため、用途別あるいは地域別のポートフォリオに対しウェイトAを、同一用途・地域内での個別不動産のウェイトBを各々設定し、両ウェイトの積として個別不動産のウェイトCを算出するなど段階的アプローチが有用である。なお同ウェイトを設定するには、不動産利用者の主観的見解がかなり反映されるが、現場の評価を再確認および集約する上で極めて有効である。また不動産利用者には、当該不動産の状態を維持するため自己防衛的なバイアス(利用している不動産はすべて有益である等)が発生しがちであるが、ウェイトの設定に限定することにより、不動産間の価値はトレードオフとなり、リストラ対象の不動産が抽出しやすいという効果もある。

図表. 使用価値の算出フロー



4-3. 非事業用不動産の使用価値算出方法

(1) 非事業用×コア

(非事業用×コア)不動産の使用価値は、基本的には後述する不動産の市場価値と同じ方法が適用できる。ただし多くの場合、本業との関係やノウハウの不足等により、賃貸専門の事業者等に比べコストが割高になりやすい。このため市場平均のコスト等を使用すると過大評価になるため、あくまで実績値できれば複数年の実績値に基づく平均コスト等を使用するべきである。

なお事業貢献度分析で指摘するように、(非事業用×コア)不動産においては、こうした追加的なコストが発生する一方で、本業の顧客維持やノウハウ獲得などのシナジー効果を発揮する可能性もある。こうした要素については、それぞれのシナジー効果ごとに今後想定される追加的なキャッシュフローを推計し、それらを基本キャッシュフローに上乘せした上で使用価値を算出するか、あるいは異なる事業によるキャッシュフローおよび使用価値として別途算出した上で、価値段階で加算する。

(2) 非事業用×ノンコア

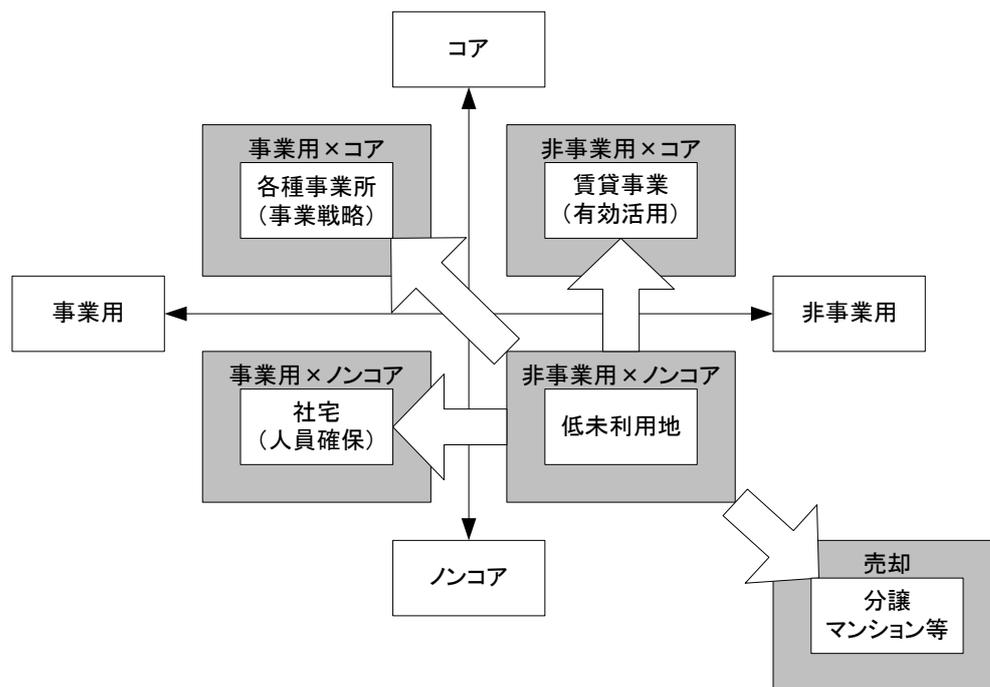
(非事業用×ノンコア)不動産においては、短期的には未稼働あるいは低稼働の期間が続き、キャッシュフローがマイナスになる場合も多く、資産価値もマイナスと算出されやすい。ただし同不動産の中長期的な利活用

の可能性は残っているため、さまざまなオプション（選択肢）にもとづくシナリオシミュレーションと、その不確実性あるいは発生確率を考慮した期待値による推計が必要となる。

時間貸駐車場の場合、その収入は駐車場運営業者からの借地料等に限られる一方で、地価に応じた公租公課が費用として発生するため、特に都心部等では極めて低いキャッシュフローとなる。しかし地価が高いということは、一方で利便性が高く、（事業用×コア）不動産として、将来の新規事業あるいは事業統合・集約の際の受け皿として利用される可能性がある。また（事業用×ノンコア）不動産として、そうした事業展開に伴う人員増強により社宅が必要となるかもしれない。あるいは（非事業用×コア）不動産として、周辺の住宅地開発等によりインフラ整備も進み、将来的には賃貸マンション事業の可能性も高まる可能性もある。同時にマンションデベロッパー等への売却により、事業資金が確保できるかもしれない（市場価値への転換）。

実際の使用価値の算出においては、すでに事業貢献度分析等で取り上げられている各種可能性を考慮しつつ、上述した異なる不動産種類への展開および売却という4つのシナリオを取り上げるのが網羅性もあり効率的であろう。そして各シナリオが発生する経済環境を一つ一つ対比させ、さらに同経済環境を確率変数とみなすことで、期待値としてのキャッシュフローおよび使用価値を算出することができる。低未利用地の保有を合理的に説明するための材料としても、必要不可欠な考え方といえる。

図表.（非事業用×ノンコア）不動産の将来オプション



5. 市場価値分析

5-1. 主な算出方法

市場価値の算出は、不動産鑑定等でも一般化しつつあり、事業価値評価手法と同様のDCF法を用いて算出する。使用価値が事業貢献度分析をベースとした定量分析であるのと同様に、市場価値は不動産競争力分析をベースとした定量分析であり、具体的には当該不動産が不動産市場に抛出された場合の価値を評価するものである。

DCF法の分子に当たる不動産キャッシュフローについては、①テナント需要を踏まえた賃貸可能性に基づく賃貸収入の評価、②プロパティマネジメントを踏まえた管理コスト平均に基づく賃貸費用の評価、③購入・投資・保有等需要を踏まえた売却可能性に基づく売却価格(またはターミナルキャップレート)の評価、および④土地需要を踏まえた開発可能性に基づく用途変更の評価、等の不動産競争力に基づく各要素について、定性評価結果と整合的な数値を推計・予測する。

同じくDCF法の分母に当たる割引率(使用価値分析における資本コスト)については、不動産市場における割引率を設定する。不動産市場では割引率は観測しにくい、標準的なNOIに適用すべき永久還元利回りであるキャップレートは観測可能である。

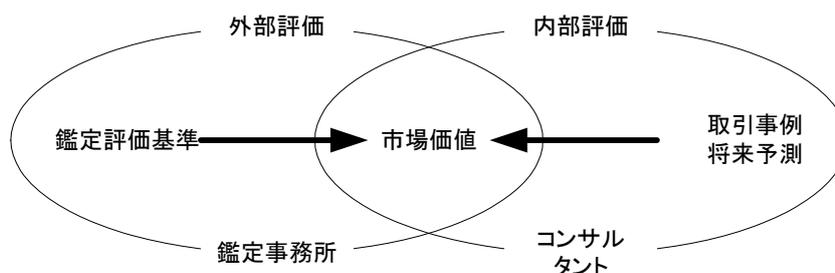
5-2. 評価主体

市場価値の評価に当たっては、実態把握を兼ねた不動産競争力分析に基づくことが望ましいが、すべて鑑定士等の専門家にゆだね、鑑定価格や査定価格を採用することも可能である。この場合、不動産競争力分析をも含んだ市場価値の評価作業を外部化できる利点があるが、社内での市場モニタリング機能は弱まる。また鑑定評価は物件属性による差異を評価するには極めて有効だが、市場の予測および将来キャッシュフローの予測は難しく、将来の環境変化を踏まえた保有および売却・賃借等の判断には活用しにくい状況がある。

鑑定評価に代わり、コンサルタント等(鑑定事務所のコンサルタント機能も含む)を利用する場合は、収益還元価格がベースとなるため、使用価値分析と共通の手法での評価となる。収益還元価格の中でより簡易な方法としては、仲介業者等の意見を参考にしつつ、J-REIT等の取引情報をもとに、個別不動産のキャップレート等について物件属性を考慮した品質調整モデル等を作成し、同モデルにCREの要件等を適用し評価する場合もある。この場合は一定のコンサルタント費用が発生するが、統一された考え方や手法により多くの不動産の市場評価が可能となり、物件数が10件を越えると、コストパフォーマンスは飛躍的に高くなる。すでに大量の物件を有する一部企業等においては、上場企業における賃貸不動産等の時価評価の開示義務に際し同簡易手法を用いており、今後CREの分析評価でも一つの手法として確立されると思われる。さらに市場や将来キャッシュフローの予測についても、コンサルタント等が専門の調査研究機能を有するならば十分対応可能であり、一定の利用価値があるとも言える。

当社では特にこうしたニーズに対し、従来より不動産投資顧問会社、総合不動産業者、金融機関等の不動産投資のプロまたはセミプロ向けに提供している不動産キャッシュフローやキャップレートの予測手法をCRE分析評価に援用し、市場価値を算出するサービスを行っており、そうした事例も増えつつある(予測手法の詳細は第四回レポートで解説予定)。

図表. 市場価値評価における2つのアプローチ



【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-investment/investment.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。