

## CRE戦略実践レポート 第6回「ポートフォリオ分析」

2010年9月29日  
株式会社 住信基礎研究所  
投資調査第1部

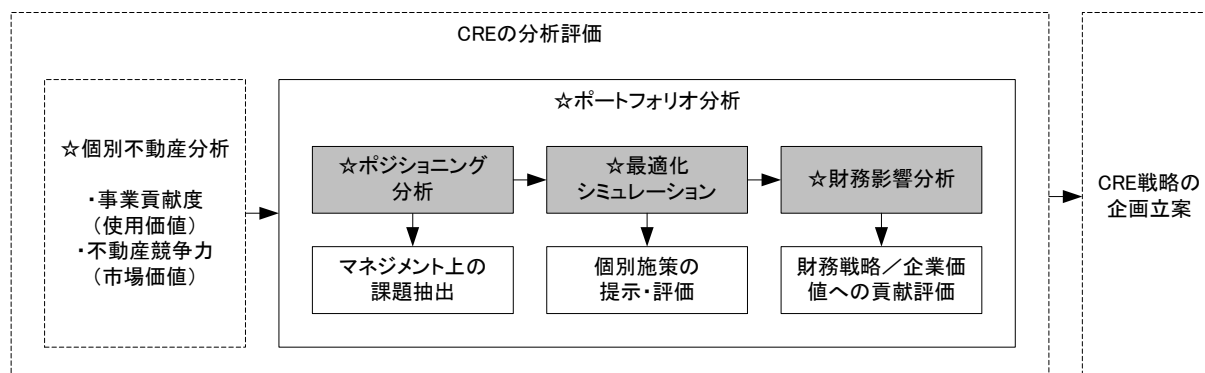
### 1. CREにおけるポートフォリオ分析

CRE(企業不動産)の分析評価においては、個別不動産分析(第2回レポート参照)が果たす役割が大きい。これは資産としての不動産が有価証券等に比べ取引単位当たりの資産価値(規模)がきわめて大きく、また個別性が強く画一的な評価が難しいことに起因する。しかしながら、CREの分析評価が個別不動産分析の範囲にとどまるならば、①個々の不動産に起因する問題しか抽出できない、②問題解決の相対的な優先度が判断できない、③不動産ポートフォリオ全体として財務戦略や企業価値へ与える影響が分析できない、等の課題が生じる。さらにこうした理由のため、立案されるCRE戦略も部分最適なものになる可能性が大きい。

そこで本レポートでは、物件の売却や開発など個別不動産単位でのソリューション判断に利用されがちなCREの分析評価を、CRE戦略立案の主要な目的である企業価値向上のために利活用する方法として、不動産資産の集合、各種マネジメントの集合、事業の集合、といったいわゆる「ポートフォリオ」単位で、CREを再評価する手法(以下「ポートフォリオ分析」と呼ぶ)を紹介する。

ポートフォリオ分析においては、第一に「ポジショニング分析」として個別不動産分析の結果を各種カテゴリで集計し、その偏在状況から物件の個別性以外の主にマネジメント上の課題を明らかにする。次いで「最適化シミュレーション」として、マネジメントレベルでの実現可能なCRE個別施策を抽出し、その実施効果を評価する。最後に「財務影響分析」として、実現可能なCRE戦略(個別施策群)を実行した場合に財務諸表や財務指標の変化・影響等を確認し、CRE戦略が財務戦略の見直しを通じて企業価値向上へ果たす役割・効果を評価する。

図表. ポートフォリオ分析の位置づけ



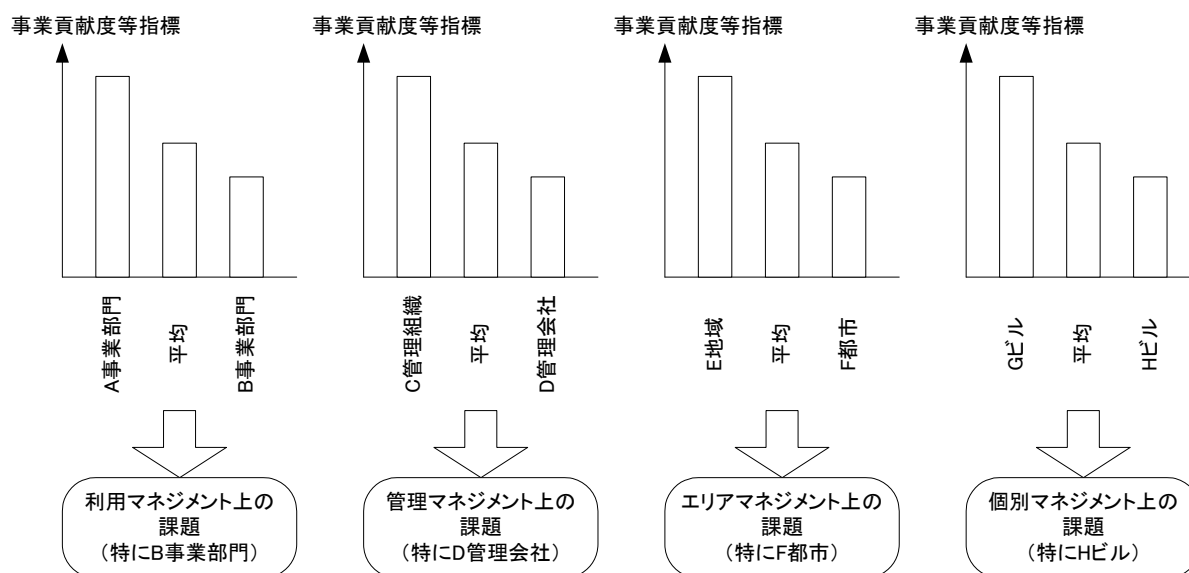
## 2. ポジショニング分析

CREマネジメントサイクルの第一ステップ(リサーチ)ではCREの情報整備を行うとされるが、不動産の利用および管理が個別の事業部門や子会社等に委ねられ、同時に不動産関連情報も各部門の必要に応じて整備されているため、分散化した不動産情報の収集および統合が難しいという問題がしばしば発生する。実はこうした情報整備状況の違いと同様に、CREの利用方法や管理方法においても利用者や管理者などのマネジメント単位で違い(巧拙)が生じやすく、結果として事業貢献度や不動産競争力に格差が生じやすい。また利用対象や管理対象が地域など物理的に規定されるケースでは、地域による事業貢献度や不動産競争力の格差としても表れる。

このように利用者・管理者・エリア等のマネジメント単位で事業貢献度や不動産競争力が大きく異なる場合には、物件単位で利用や管理のあり方を見直すよりも、マネジメント単位でCREを再評価(ポジショニング)し課題を抽出することによって、より本質的な解決方法が導出される可能性が高い。

当社ではCRE戦略における課題のうち、物件の個性に帰着できない、いわゆるマネジメント上の課題を抽出することを目的に、①分析カテゴリーの抽出・設定、②カテゴリー別集計、③集計結果の傾向把握、④原因の探索、の4つのステップを行うこととしている。

図表. ポジショニング分析のイメージ



### 2-1. 分析カテゴリーの抽出・設定

ポジショニング分析ではまず、当該企業において不動産の利用・管理状況等が異なると予想されるカテゴリーを抽出・設定する。カテゴリーとしては、既存の組織はもとより不動産の利用・管理が実質的に行われている単位として、利用主体である事業部門や子会社、管理主体である管理部門や管理委託先、事業エリアである製造地域や営業地域など、複数の分類軸(単一軸に統合されている場合もある)によるカテゴリーが挙げられる。エレクトロニクス/ゲーム/音楽/映画/金融等のビジネスセグメント、本社/工場/営業所等の業務形態、A管理子会社/B大手管理会社/C独立系管理会社等の管理会社属性、九州中四国/近畿/東海/中部/関東/東北北海道等の販売管轄エリアなどがその一例である。また不動産属性によって利用方法および管理方法が異なる場合も多く、建物賃借/借地+建物保有/土地建物保有等の保有形態、(事業用/非事業用)×(コア/ノンコア)等の不動産分類、オフィス/工場/物流/遊休地等のプロパティタイプ等の属性も、問題の所在を明らかにする有効なカテゴリーといえる。

## 2-2. カテゴリー別集計

次いで個別不動産分析の結果を分析カテゴリー別に集計する。集計にあたっては、個別不動産のデータにカテゴリーデータを付与し、事業貢献度・不動産競争力・使用価値・市場価値等について、カテゴリー別に合計・平均・分散等の各種の統計量や偏差値・ランキング等の加工指標を算出する。特に事業貢献度においては、本業／営業／従業員利便性／賃借可能性／その他、不動産競争力においては賃貸可能性／売却可能性／開発可能性、等の要素別に統計量や加工指標を算出しておくことで、問題の所在をより明確化することができる。

## 2-3. 集計結果の傾向把握

続いてカテゴリー別集計結果から問題カテゴリーや問題要素を抽出し、さらに当該傾向が個別物件／カテゴリー内特定要素／カテゴリー内複数要素、のいずれで発生している問題かを把握する。特に当該カテゴリーが抱える問題要素の多さ／少なさ、問題要素の共通点や特殊性、異なる分類軸間での共通点(同一要因の可能性)などに焦点を当てることで、本質的な問題・課題を浮き彫りにすることができる。例えばある国内家電メーカーなどでは、創業部門のエレクトロニクス部門は、付加価値は比較的低いものの人員当たりの不動産スペースは極小化されている一方で、ゲーム部門は付加価値が高いが不動産スペースは余裕があるなどの傾向が把握できるであろう。また単位スペース当たりの付加価値等の比較可能な指標を用いることで、新たな特徴・問題が浮き彫りになる。

## 2-4. 原因の探索

最後に明確となった問題要素について、現場の実態など定性的な情報にさかのぼり本質的な原因を明らかにする。事業貢献度分析等の個別シートや原情報を確認することが最初のステップとなるが、特に情報収集段階で問題認識が希薄であった場合は、再度現場や支店等へ出向き関係者等へのヒアリング等を通じて問題発生の経緯等を知ることが、問題の明確化に有効である。

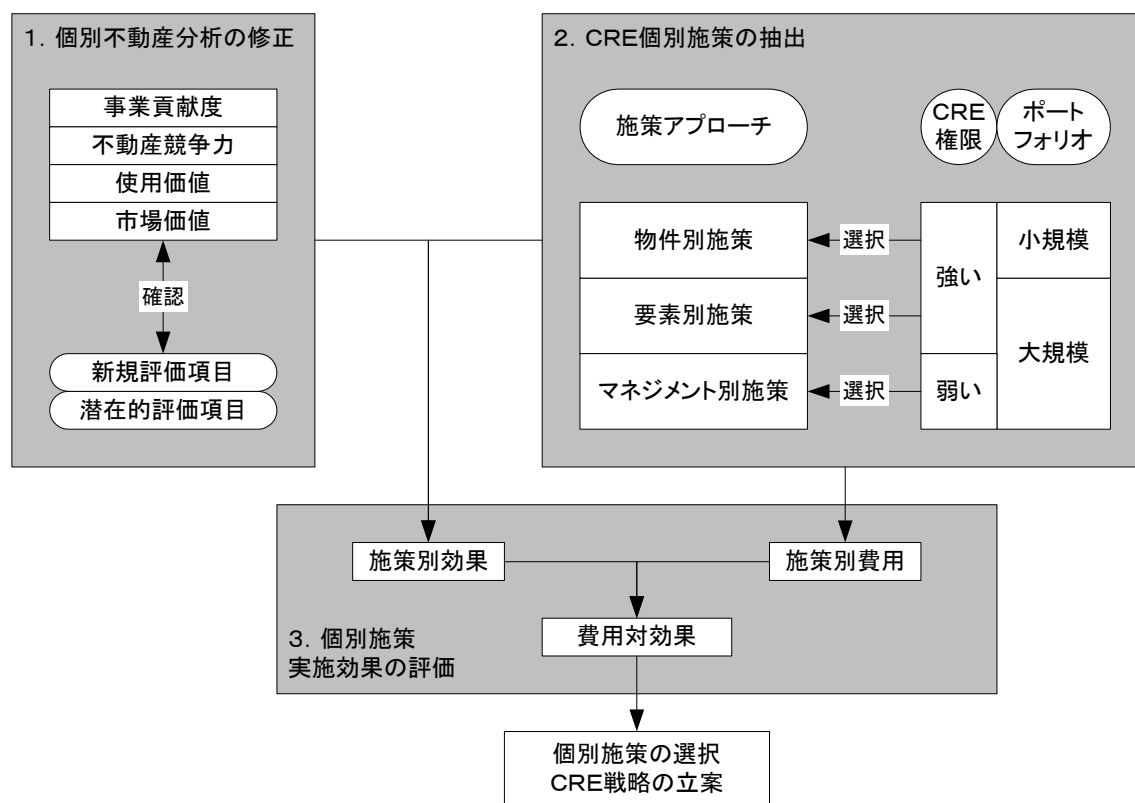
## 3. 最適化シミュレーション

最適化シミュレーションとは、個別不動産分析およびポジショニング分析の結果を踏まえ、望ましいCRE戦略上の個別施策群、すなわち保有／賃借等の所有形態、不動産や人員の空間配置、不動産管理方法等の施策内容と、マネジメント単位の組み合わせの中から、各種シミュレーションを通じて効率的で効果的な施策を探索・抽出するものである。こうした最適化シミュレーションを実施するのは、個別施策は各々費用対効果が異なる一方で、CRE戦略の実施には時間制約や予算制約があるため、そのような条件を満たす最適な組み合わせを探索する必要があるからである。

例えばある地域ブロックで、事業縮小や賃貸市場の悪化等により空室が発生した場合、従業員一人当たりの利用面積が平均に比して大きくなる(≒利用効率が低くなる)が、こうした地域ブロック内の不動産を中心に保有から賃借へ切り替える個別施策は、事業貢献度や使用価値の面で改善効果が大きい。一方で、同一事業部門や同一エリアなどのカテゴリー単位で不動産を融通しあったり群管理したりすることで、個別不動産単位では不可能な効率改善が期待できる。

当社では、最適化シミュレーションの具体的な分析ステップとして、①物件間比較に基づく個別不動産分析の修正、②実施可能なCRE個別施策の抽出、③個別施策実施効果の評価、を挙げている。

図表. 最適化シミュレーションの分析フレーム



### 3-1. 物件間比較に基づく個別不動産分析の修正

当社では最適化シミュレーションの実施に先立ち、個別不動産分析の結果を修正・補正する作業を行う。これは個別不動産分析による事業貢献度・不動産競争力・使用価値・市場価値等の試算結果は、あくまで既存の評価体系(当社の標準的な考え方またはCRE担当者の従来の考え方)に基づく暫定値と考えていることによる。実際のケースでは、個別不動産分析に基づく物件の評価順位と、CRE担当者が抱いていた評価順位イメージは、食い違う場合のほうが多い。

こうした暫定値とイメージとの乖離が発生する理由は大きく2つある。一つは、これまでCRE担当者が持ち合わせていなかった評価の視点や項目が組み入れられた結果、個別不動産の事業貢献度や不動産競争力において、従来のイメージと異なるより適正な値が得られることが挙げられる。この場合は、改善に向けたCRE個別施策の抽出を図る必要がある。もう一つは、CRE担当者(あるいは当該企業)が無意識のうちに有している評価視点や項目が評価体系にうまく盛り込まれず、例えば当該企業にとって優良であるはずの物件の相対的評価が低くなることなどが挙げられる。こうした状況は、項目構成、評価基準、得点付け、項目間ウェイト等の評価体系の誤りから生じる。この場合は担当者の恣意性を排除しつつ評価体系を見直すことが必要となる。なおこうした作業を通じ、各企業独自の不動産に対する期待やリスク要素が可視化されるため、経営者や第三者に対して説明力の高い評価体系が構築されるという効用もある。

### 3-2. 実施可能なCRE個別施策の抽出

次いで実施可能性が高くシミュレーションの必要性の高い個別施策を取捨選択する。特に個別施策はCRE担当者の戦略実施への関与に応じ、物件別施策、マネジメント別施策、要素別施策の大きく3つのアプローチに分類することができる。

物件別施策とは、例えば事業貢献度が下位 25%の全不動産について、平均レベルまで改善あるいは売却・

賃借するという物件単位の施策である。同施策はCRE担当者が各種問題に対して個別不動産レベルで直接改善を指示できるなど、CRE担当部署の権限が強力あるいは目が行き届くような小規模なポートフォリオの場合等で実施可能性が高い。

またマネジメント別施策とは、問題を抱えたカテゴリー（事業部門、管理部門、エリア等）別に各種問題を改善あるいは売却・賃借するといった、マネジメント単位の施策である。同施策はCRE担当者が事業部門等のマネジメント組織に対し、改善・売却対象不動産や改善要素などの大まかな指針を提示することはできても、その利用や管理等の詳細にまで関与できない場合、例えば組織間の縦割り意識が強くCRE担当部署の権限が比較的弱い場合や、大規模なポートフォリオを抱える場合等に採用されやすい。

要素別施策とは、利用状況や管理状況など事業貢献度が低い特定の要素に着目し、改善や売却・賃借に取り組む要素単位の施策である。同施策は、部門等の既存組織に制約されず問題となる利用者や管理者に直接改善等を提案できるような、例えば部門間での障壁が比較的強くCRE担当部署に一定の権限が与えられた場合に実施可能な施策といえる。

このようにCRE担当部署の権限、組織形態、ポートフォリオ規模等によって実施可能な施策は異なるため、そうした実態に合わせた個別施策の抽出が必要となる。ただし抜本的な改善を企図する場合には、必ずしもそうした既存の組織体制を前提とすることなく、CRE戦略の最終目標として、より細やかなアプローチである物件別施策を抽出することも必要である。

### 3-3. 個別施策実施効果の評価

最後に、上述のプロセスにより抽出された個別施策を対象に、その実施効果を評価する。評価に当たってはまず施策ごとに、利用・管理の改善や売却や賃借への転換による事業貢献度・不動産競争力・使用価値・市場価値の変化を個別不動産単位で推計する。そして全不動産の数値を合計し、事業貢献度や不動産競争力の得点アップ、および市場価値や市場価値の価値向上など、ポートフォリオ全体としての改善効果を推計する。

ただし同施策実施のためには一時的なコスト、例えば賃借への切り替えには仲介手数料や移転費用が、管理の改善には入札や業者変更等に伴う費用が、空室解消には部門集約やレイアウト変更等の費用が、そして組織改編にも事務関連費用が発生する。よってこうした（想定）費用をもとに個別政策実施による費用対効果を計測し、特に比較のために費用当たりの効果（≒効率性指標）を算出し、その施策の効果を相対的に評価する。

## 4. 財務影響分析

### 4-1. 財務影響分析の必要性

財務影響分析では、CRE戦略立案上の判断、例えば保有／賃借の判断が、損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー表等の財務諸表へ与える影響を評価する。同分析結果は、こうした財務諸表の評価を通じ、財務戦略の見直しや企業価値向上方策の検討に資することが期待される。

ところで「CRE戦略を実践するためのガイドライン（国土交通省土地・水資源局土地情報課監修）」によれば、企業価値の向上は、①コスト削減、②キャッシュインフローの増加、③経営リスクの分散化・軽減・除去、④顧客サービスの向上、⑤コーポレートブランドの確立、⑥資金調達力アップ、⑦経営の柔軟性・スピードの確保、という複数の効果を通じて達成される。財務影響分析は今まで述べてきた各種施策群すなわちCRE戦略の実施が上記①、②、③、⑥を通して、財務諸表および企業価値に与える影響を評価するものとも解釈できる。実際には各企業の財務戦略によって重視される財務評価指標が異なるため、財務指標上の同一変化であってもCRE戦略上は異なる判断が選択される可能性がある。ただしいずれの場合でも、財務戦略上の判断に資する資料となる。

## 4-2. 財務影響分析の方法

財務影響分析における基本的な分析ステップとしては、はじめに財務影響分析の対象となる複数のCRE戦略を、最適化シミュレーションの結果を踏まえ設定する。例えば、事業貢献度の下位25%の不動産をすべて保有から賃借へ入れ替える要素別戦略、非事業用&ノンコア不動産を重点的に売却する分類別戦略、社宅をすべて売却する等のタイプ別戦略、特定エリアは優先的に取得していく等のエリア別戦略など、個別施策の組み合わせとして最適化されたCRE戦略を取り上げる。

次に、こうした複数の最適化されたCRE戦略に従い財務諸表の変化を推計する。例えば特定の保有不動産を売却し、同時に売却資金を借入返済や本業投資に充当する等の行為によって、賃借対照表上では有形固定資産の減少、本業資産の増加、有利子負債の減少、総資産の減少等の変化が生じる。また損益計算書上も、収益の源泉である資産や資本構成が変化するのに伴い、保有コストの減少、賃借コストの増加、支払利息の減少、法人税の増減等の変化が生じる。

最後に賃借対照表および損益計算書の変化に伴う経営指標の変化を推計する。通常、経営戦略によって重視する経営指標は異なるが、CRE戦略実施の影響を多面的に評価するためには多様な指標を用意することが望まれる。具体的には、本業および不動産事業そのものの収益力を評価するために営業利益ベース(=税引前利子差引前)のROA(総資産利益率)とレバレッジ効果を含めた同ROE(株主資本利益率)を、キャッシュフローベースでの収益力を評価するために金利・税金等のコストを控除した純利益ベースのROAと同ROEを、財務安定性を評価するための指標として自己資本比率を、そして純粋な投資効率を評価するためのROIC(投下資本(資産)利益率)、等が挙げられる。

## 4-3. 財務影響分析のケーススタディ

ここでは財務影響分析の主なプロセスを確認するためモデルケースによる分析結果を提示した。具体的には最もシンプルなCRE戦略として、CRE分類のうち量的に最も多い事業用&コア不動産を対象に、すべて保有している状態からすべて売却・賃借に転換した場合を取り上げた。また売却資金(売却価格=簿価により売却損益はゼロと仮定)の利用方法としては、全額借入返済に充当し負債コストを削減するケースと、全額本業投資により高い収益を獲得するケースを取り上げた。数値例として現在(簿価)10000億円の資産を有し、このうち不動産資産(事業用&コア)2000億円、非不動産資産(製造設備や各種システム等)8000億円とし、さらに非不動産資産のうち本業への投下資本(=投下資産=固定資産+運転資金+現預金)7200億円、その他の資産(有価証券等)800億円と仮定する。なお資本構成は有利子負債6000億円と自己資本4000億円とする。さらに本業資産の収益率、不動産関連コスト(対資産価値比率)、有利子負債利率、実効税率等は、不動産の売却の前後で一定と仮定する。

こうした要件のもとで保有不動産をすべて売却および賃借に転換した場合、売却資金の利用用途(借入返済および本業投資)にかかわらず、ROAおよびROICは改善する。特に本業投資の場合、収益率の高い事業に再投資したことで営業利益ベースの経営指標は60bp改善(借入返済の場合は同25bp)するが、純利益ベースの改善効果(36bp)は、支払利息や税流出により借入返済の場合(33bp)と同程度にとどまる。また借入返済の場合はレバレッジ効果が弱まりROEは低下するが、一方で自己資本比率が上昇し財務上の安定性が高まることになる。

このように財務指標としては各種指標が推計されるものの、財務戦略上の観点によって重視すべき指標も、ROAかROEか、実質的な税引前利子引前のROAか最終的な税引後利子差引後のROAか、収益性か安定性か、など異なってくる。また財務戦略方針によって結果の解釈が異なることを踏まえ、指標間でウェイト付けした総合指標を算出しシミュレーションを行う場合もある。

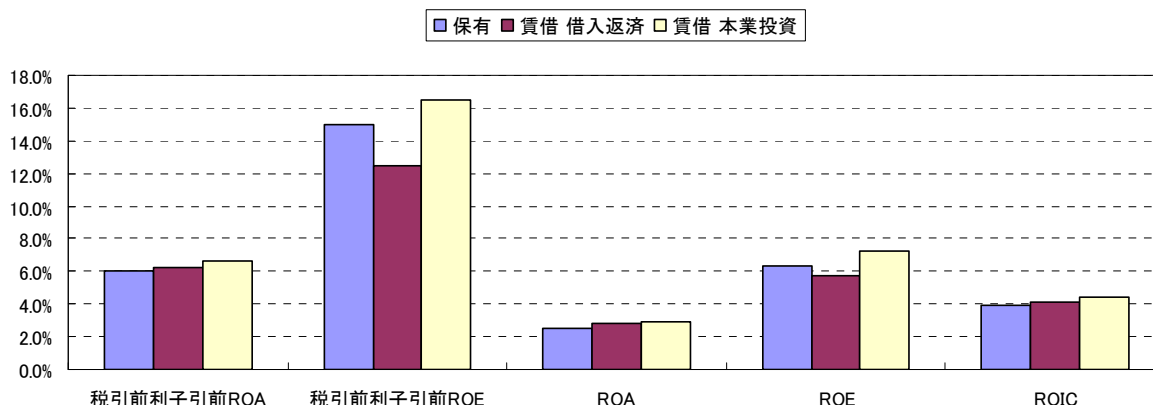
5. まとめ

こうしたポジショニング分析、最適化シミュレーション、財務影響分析等の「ポートフォリオ分析」は、物件(不動産)単位での実態・評価・課題を、企業(組織)単位での実態・評価・課題として認識し、企業(組織)単位での課題解決に向けた不可欠な分析評価ツールである。なお実際の分析評価結果によっては企業経営上の課題が明白となり、また資産入替等の具体的な対応によっては短期的に経営指標や株式評価が悪化する場合さえある。しかしこうした各種課題を直視し、具体的な問題解決を図り、中長期的に企業評価を高める手助けになることこそが、ポートフォリオ分析の最も重要な役割と言えよう。

図表. 財務影響分析のケーススタディ

前提条件	税引前子引前本業ROA	8.0%	設定				
	賃貸コスト対資産価値比率	7.0%	不動産利用形態	保有	賃借		
	保有コスト対資産価値比率	2.0%	売却益利用方法	賃借	賃借		
	税引前子引前不動産ROA	5.0%		借入返済	本業投資		
	有利子負債利率	3.0%	資産	本業資産(非不動産資産)	8,000	8,000	10,000
	実効税率	40.0%		うち投下資産	7,200	7,200	9,000
	投下資産比率(非不動産)	90.0%		不動産	2,000	0	0
	投下資産比率(不動産)	100.0%		総資産	10,000	8,000	10,000
資本・負債			有利子負債	6,000	4,000	6,000	
			自己資本	4,000	4,000	4,000	
			総資本	10,000	8,000	10,000	
損益			本業営業利益	640	640	800	
			保有コスト	40	0	0	
			賃借コスト	0	140	140	
			営業利益	600	500	660	
			支払利息	180	120	180	
			経常利益	420	380	480	
			法人税等	168	152	192	
			純利益	252	228	288	
経営指標			税引前子引前ROA	6.00%	6.25%	6.60%	
			税引前子引前ROE	15.00%	12.50%	16.50%	
			ROA	2.52%	2.85%	2.88%	
			ROE	6.30%	5.70%	7.20%	
			自己資本比率	40.00%	50.00%	40.00%	
			NOPLAT	360	300	396	
			投下資産	9,200	7,200	9,000	
			ROIC	3.9%	4.2%	4.4%	

図表. 財務影響分析のケーススタディ(財務指標の比較)



【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。