

『企業が不動産保有する 意味を問う』

平成20年2月14日(木)

三菱UFJ信託銀行
不動産コンサルティング部
部長 野田 誠

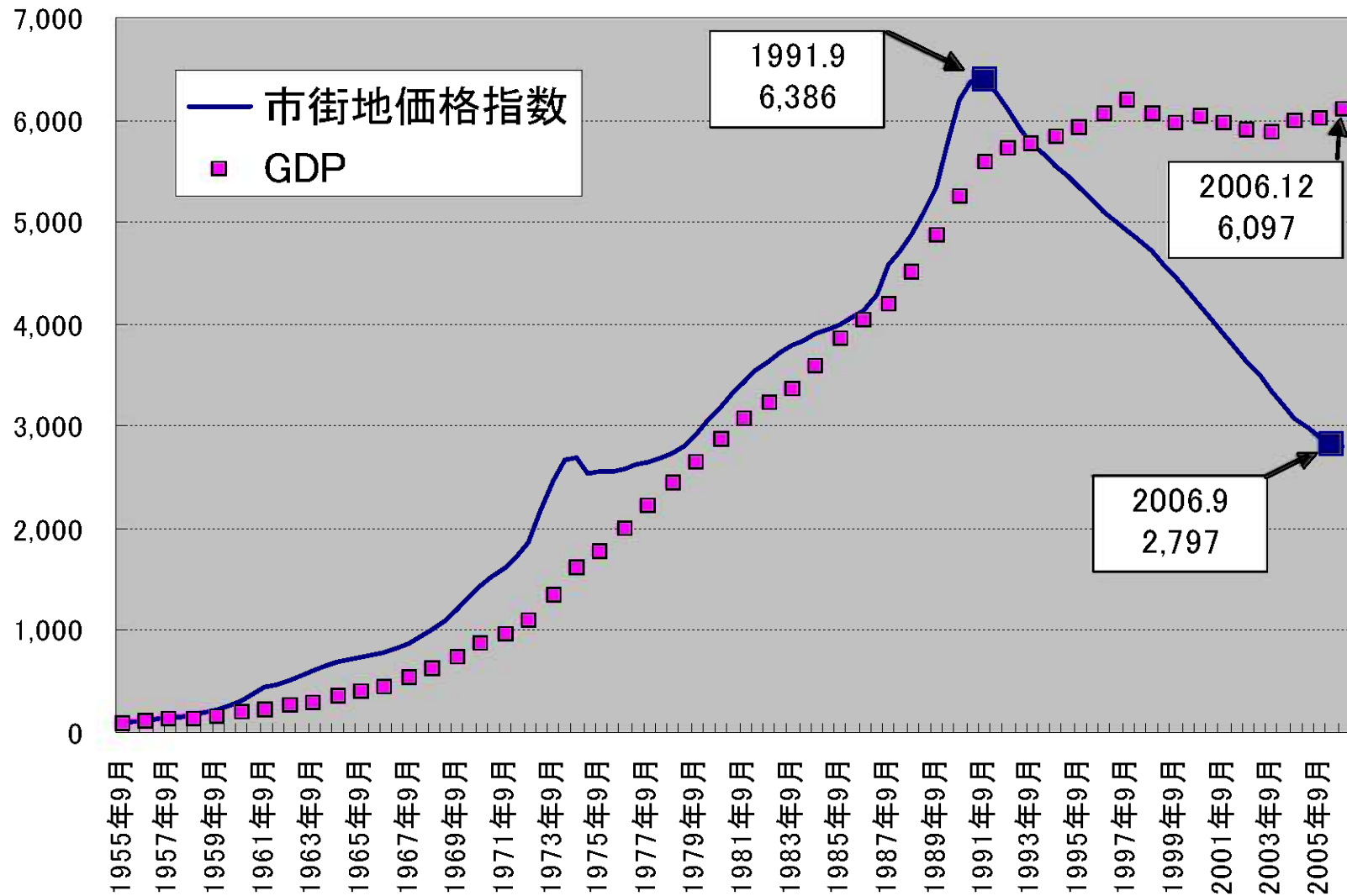
目次

1. 不動産マーケットの現状
2. 価格変動リスク
3. コア事業に隠れた不動産事業の分離
4. JT(日本たばこ産業)の成功例
5. 丸井グループの不動産戦略
6. 物流事業における再編

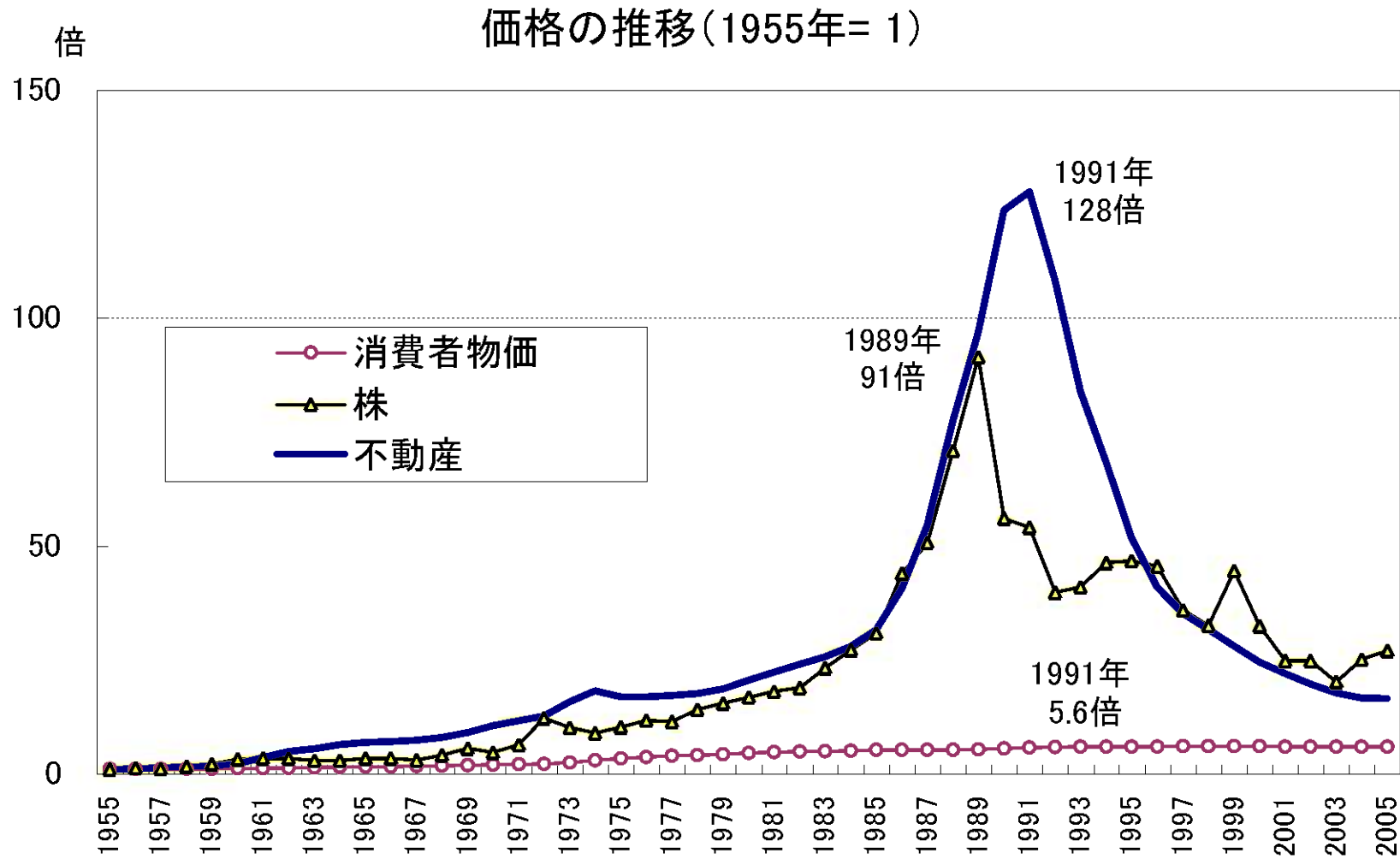
1. 不動産マーケットの現状

「市街地価格指数とGDPの推移」

市街地価格指数とGDPの推移(各指数は1955年を100とする)



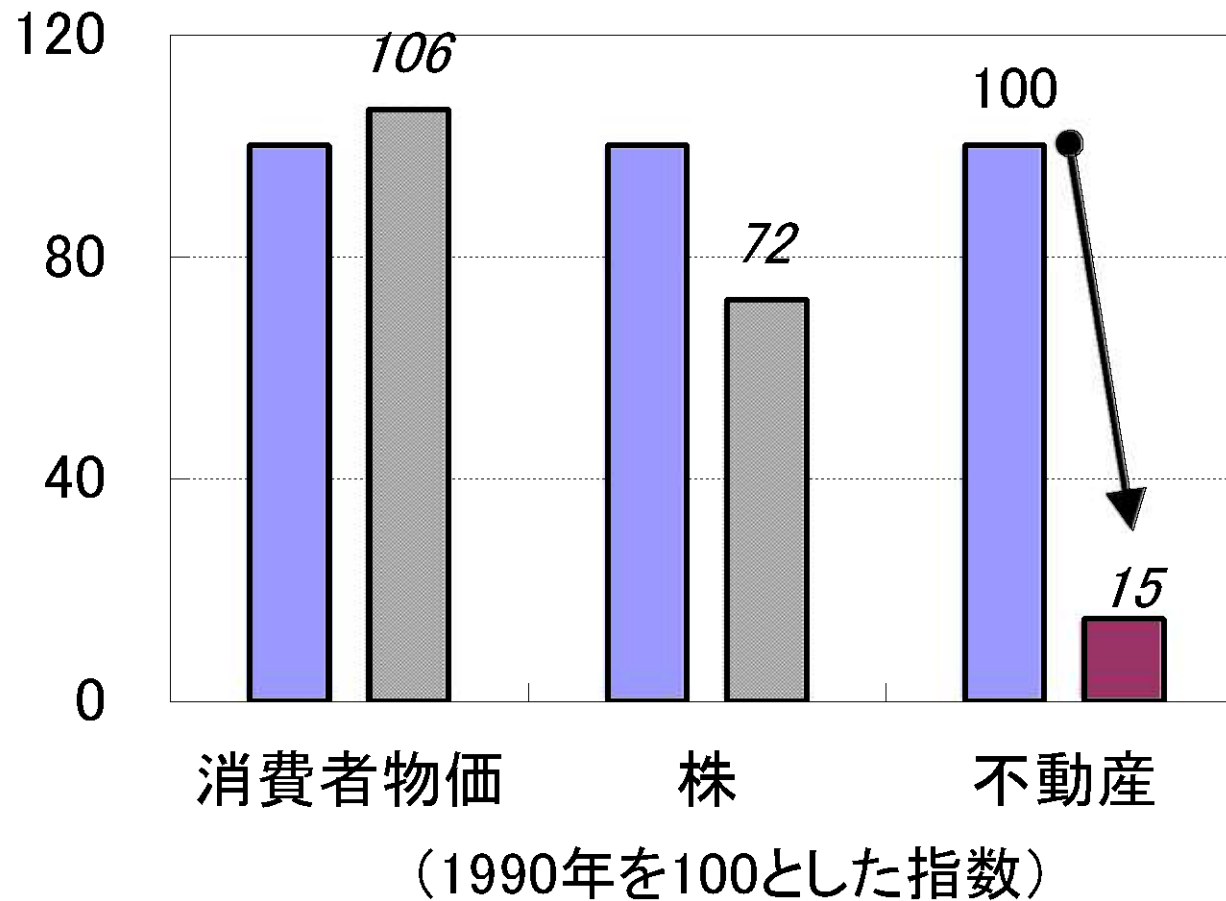
地価・株価・消費者物価指数の推移



(出所)「消費者物価指数」「日経平均株価」「市街地価格指数(6大都市商業地)」を基に三菱UFJ信託銀行が作成

バブル前後の資産価格水準

バブル崩壊後の価格水準(2006年)



(出所)「消費者物価指数」「日経平均株価」「市街地価格指数(6大都市商業地)」を基に三菱UFJ信託銀行が作成

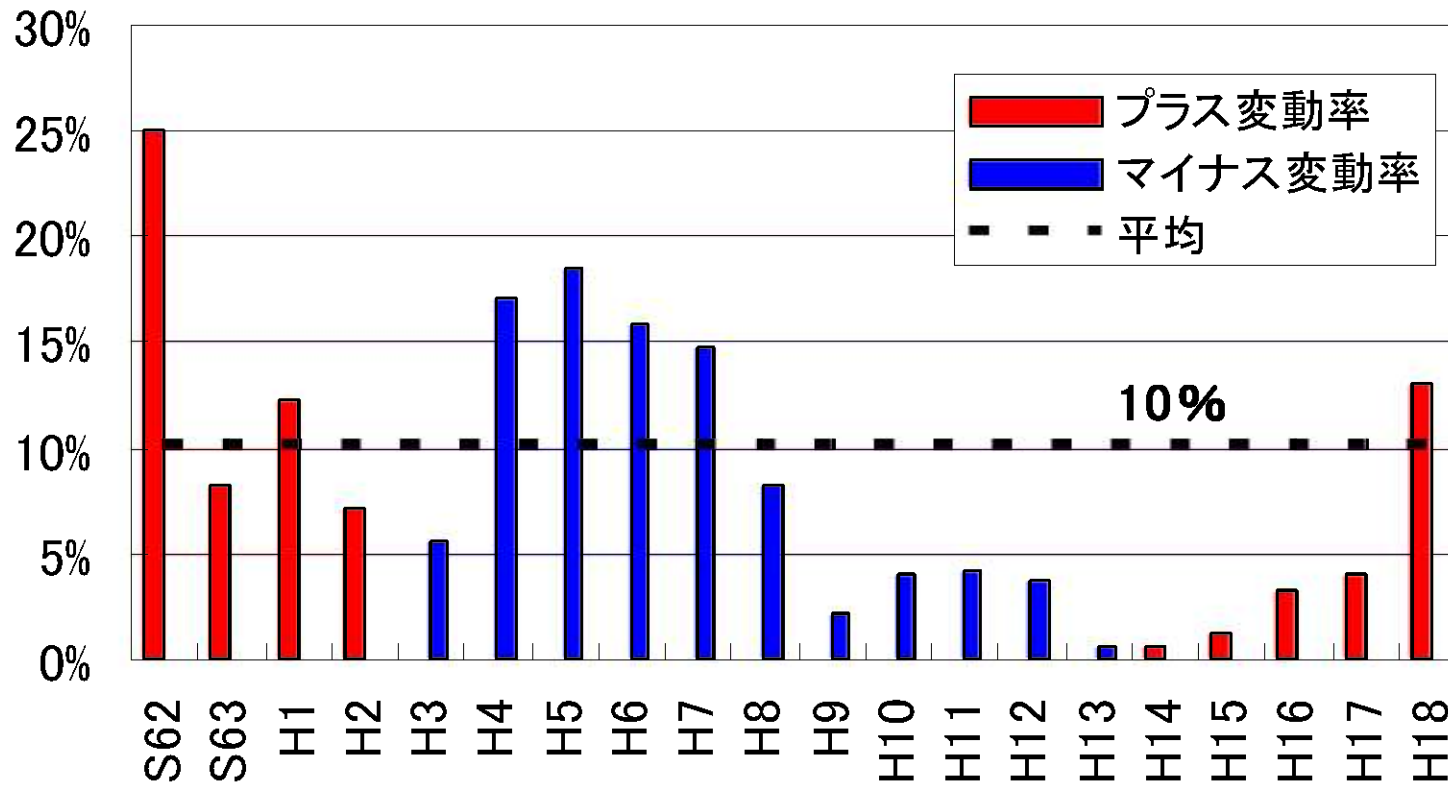
2. 価格変動リスク

不動産の価格変動リスク

■ 不動産の総合収益率は上下10%の変動をする

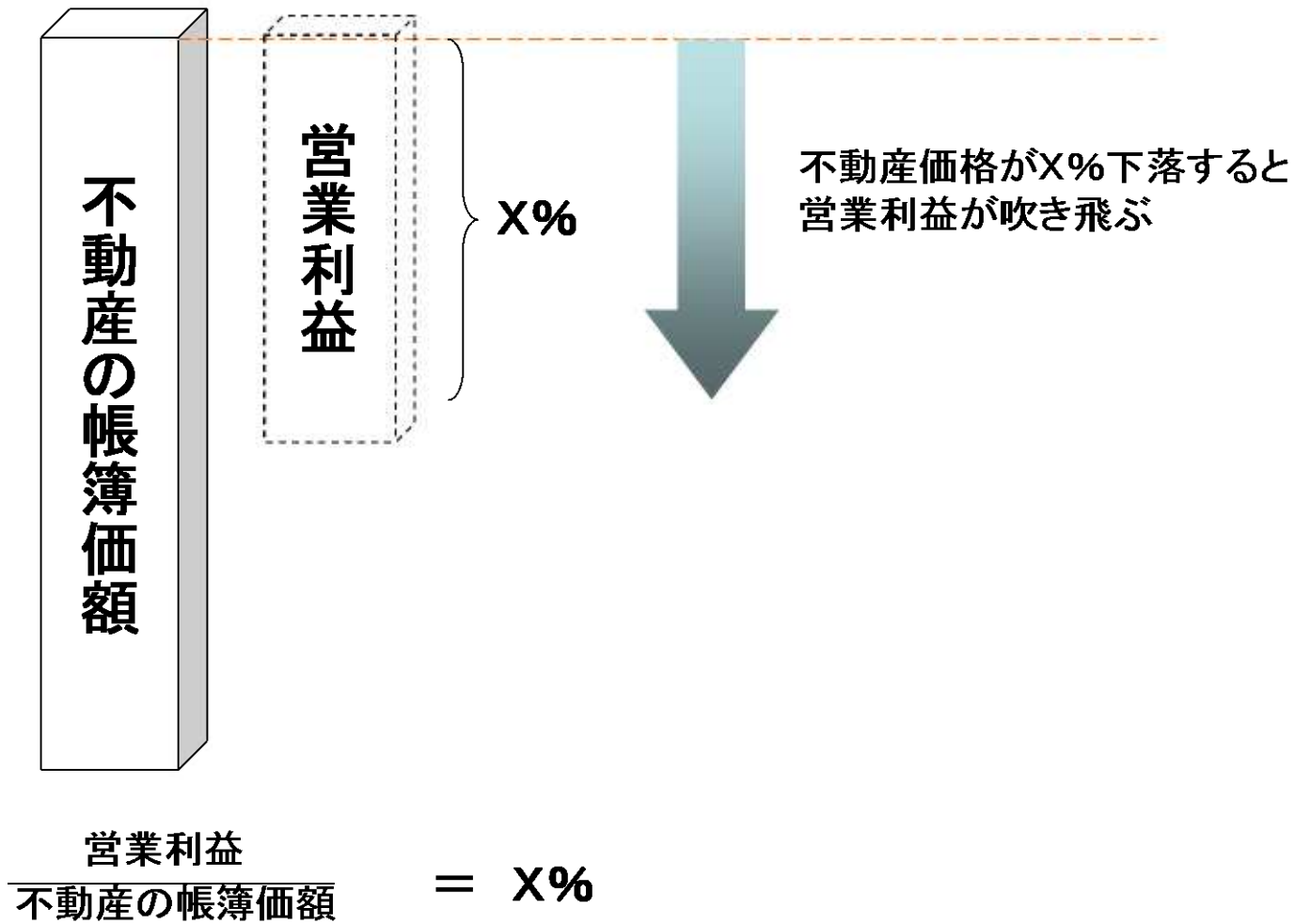
(総合収益率=インカムリターン+キャピタルリターン)

MTB-IKOMA不動産投資インデックスの変動率(総合収益率)の絶対値



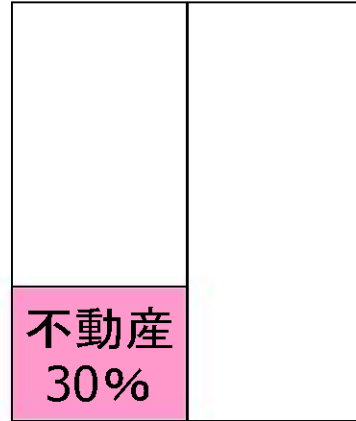
(出所)MTB-IKOMA不動産投資インデックス

土地の下落リスクと営業利益



土地の下落リスクと営業利益

(例) 不動産比率30%



ROA(営業利益ベース)3%

不動産の帳簿価額

営業利益

10%

不動産価格が10%
下落すると営業利益
が吹き飛ぶ

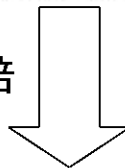
不動産の時価

営業利益

8%

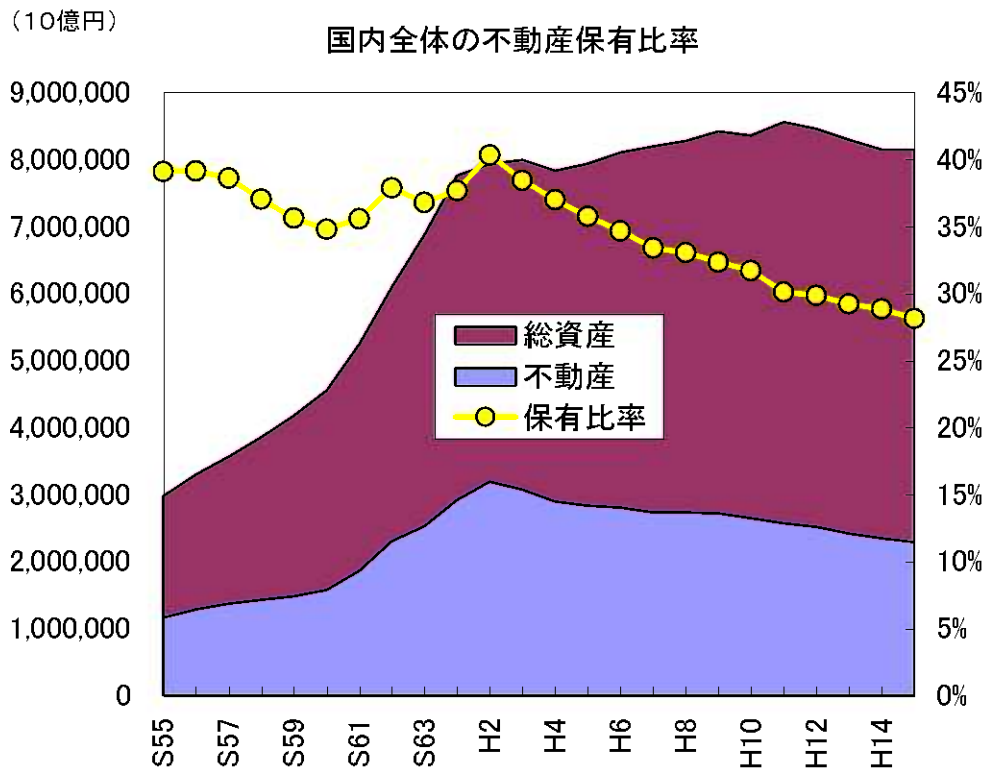
不動産価格が8%
下落すると営業利益
が吹き飛ぶ

時価1.25倍

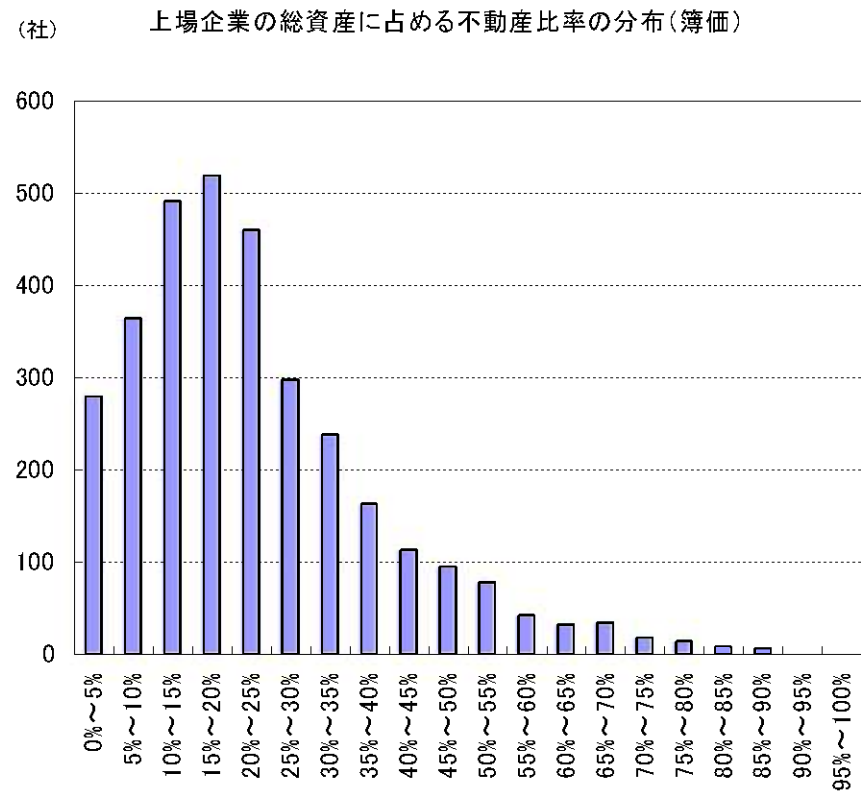


不動産保有の現状

- 不動産には価格変動リスクと、売りたいときに売れない流動性リスクがある
- 総資産に占める不動産比率は高い



(出所) 内閣府「国民経済計算」から三菱UFJ信託銀行が作成

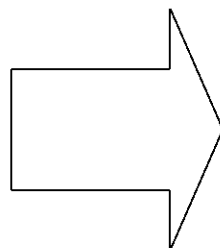


(出所) 上場企業の決算資料から三菱UFJ信託銀行が作成 11

「不動産に対する価値観の変化」

バブル崩壊までの不動産

- ◎常に右肩上がりの地価
- ◎不動産は特別なもの
- ◎土地重視
- ◎取引事例重視
- ◎土地のキャピタルゲイン重視



これからの不動産

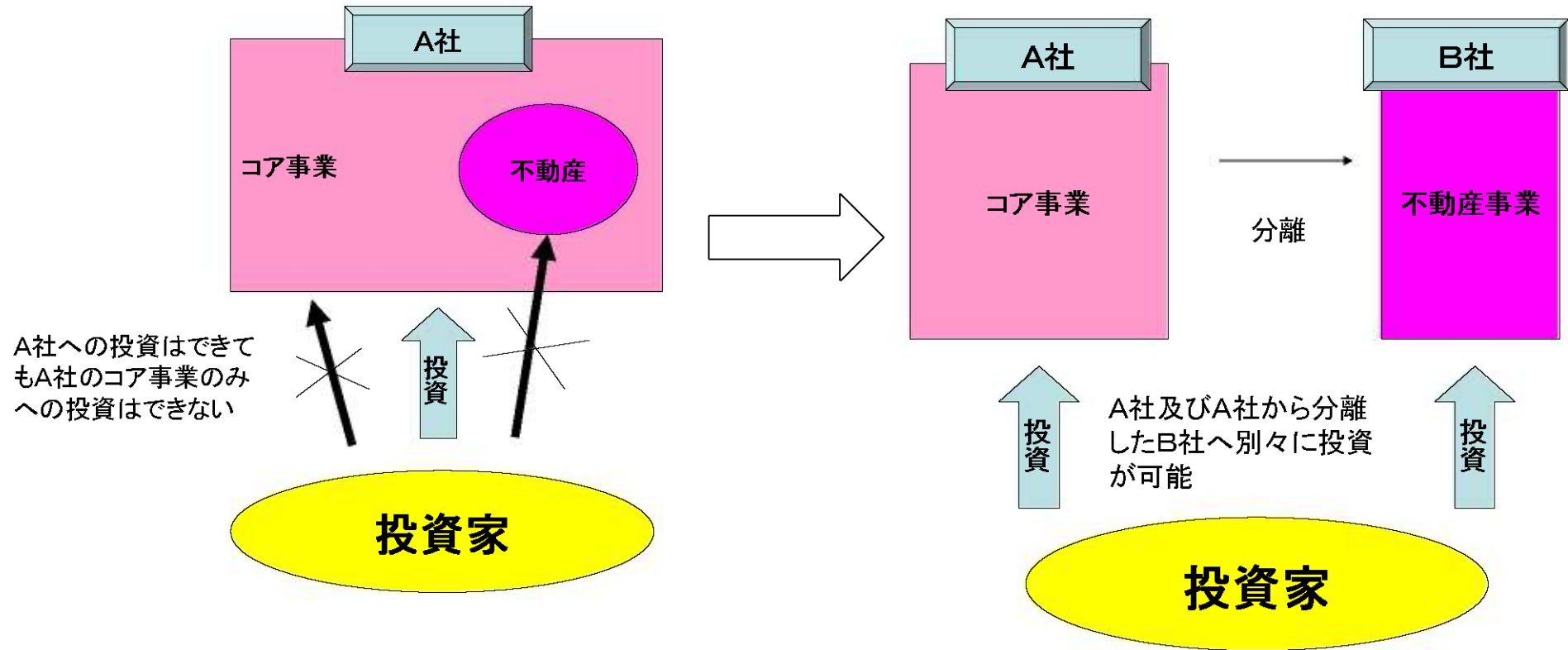
- ◎不動産価格は変動する
- ◎他の金融商品などと比較される
- ◎土地建物一体で生む収益重視
- ◎収益重視
- ◎インカムゲイン重視

土地資産価値の変化

- 企業は不動産を保有することがリスクに
- キャッシュフローが不動産価値を決める
- 企業はオフバランス → 投資主体が購入

3. コア事業に隠れた 不動産事業の分離

投資家から見た事業の分離



コア事業と不動産事業

コア事業

- ・安定した投資リターン
- ・有利子負債圧縮
(キャッシュ内での投資等)
- ・投資家の目も安定リターン

不動産事業

- ・高リスク高リターン(ぶれるリスク)
- ・借入れ(ハイレバレッジ)
- ・投資家の目も高リスク高リターン

高リスク高リターンの不動産事業

不動産事業

100	90 (2%)
	10

ROIC = 5%

$$\frac{5 - 90 \times \frac{2}{100}}{10} = 32\%$$

不動産事業は、
ハイレバレッジで
高いリターンを目指す

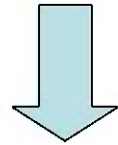
リスクがあるとは...

ROIC 5% → 3% ↓

金利 2% → 4% ↑

$$\frac{3 - 90 \times \frac{4}{100}}{10} = \blacktriangle 6\%$$

- 不動産がコア事業に適正に貢献しているか検証
- コア収益に不動産固有収益が入り込み、コア事業を見る目が曇らされていないか？



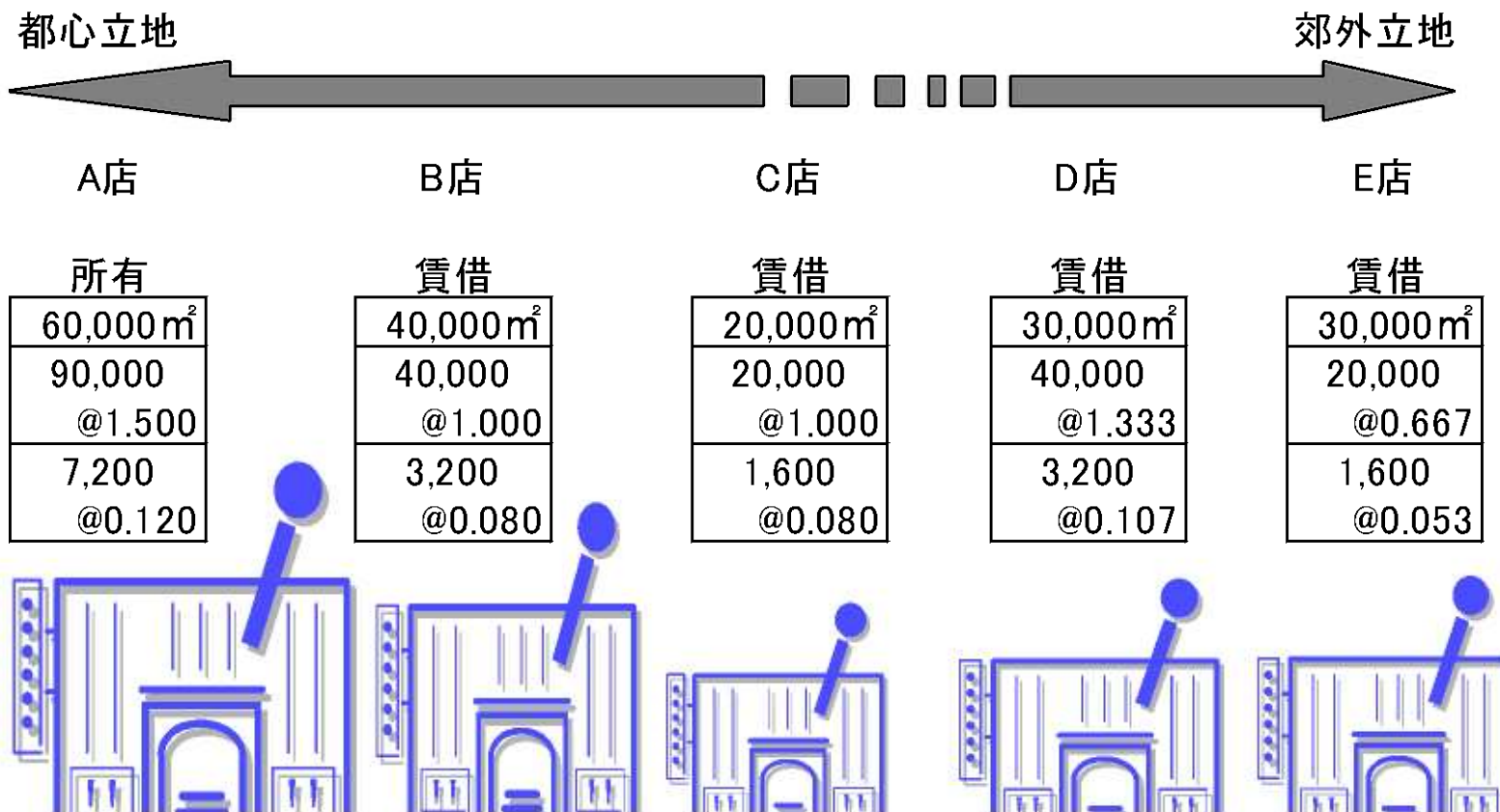
- コア事業に隠れる不動産事業を抜き出すシミュレーション
- 保有を賃借に想定
- 立地の良い場所への出店はコストがかかるはずで、そのコストは、店舗を賃借したときの適正な賃料(市場賃料)で測る

Xストアーズ

- 都内に5店舗を持つ百貨店
- ナンバーワンA店舗は、都心一等地の旗艦店
- 郊外に向かって、B, C, D, E店と続く
- A店舗は所有 B, C, D, E店舗は賃借

Xストアーズの5店舗

上段: 売場面積(m ²)
中段: 年間売上(百万円) と面積あたり単価
下段: 家賃支払前の営業利益(百万円) と面積あたり単価



A店とB店の本当の実力

(千円)

	A店 現状保有	B店 現状賃借	
売上(年間m ² あたり)	1,500	1,000	①
家賃支払前の営業利益(年間m ² あたり)	120	80	②

A店が保有でなく市場賃料を払ったと想定すると

家賃(坪あたり月額賃料)	35	15	
家賃(m ² あたり年間)	127	54	③
保有から賃貸へ変更することに伴うファシリティコストの減少効果	30	0	④
家賃支払後の営業利益(年間m ² あたり) (立地コスト考慮後) ②-③+④	23	26	⑤
利益率 ⑤÷①	1.5%	2.6%	

A店の営業利益率は実は1.5%

不動産コストを考慮した5店の合計値

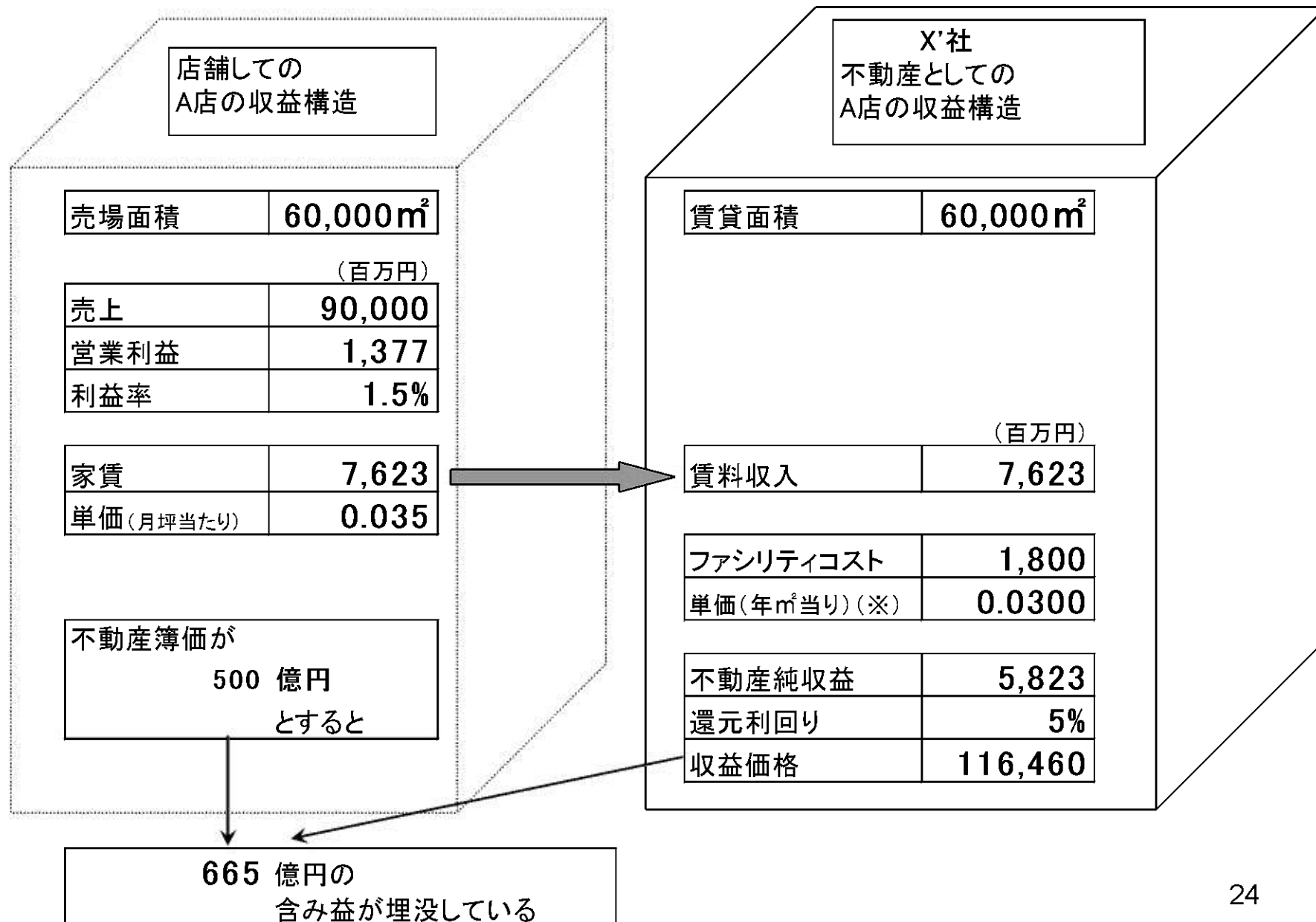
(百万円/年間)

全店の売上合計	210,000
家賃支払前の営業利益	16,800
同 売上比	8%
B～E店の家賃合計	5,990
現在の家賃売上比	3%
現在の営業利益	10,810
同 売上比	5%
(A店も賃借した場合の)全店の家賃合計	13,613
同 家賃の売上比	6%
(A店も賃借した場合の)家賃支払後の利益合計	3,187
同 全体の利益率	2%

Xストアーズ営業利益率5%のうち、3%は不動産が貢献

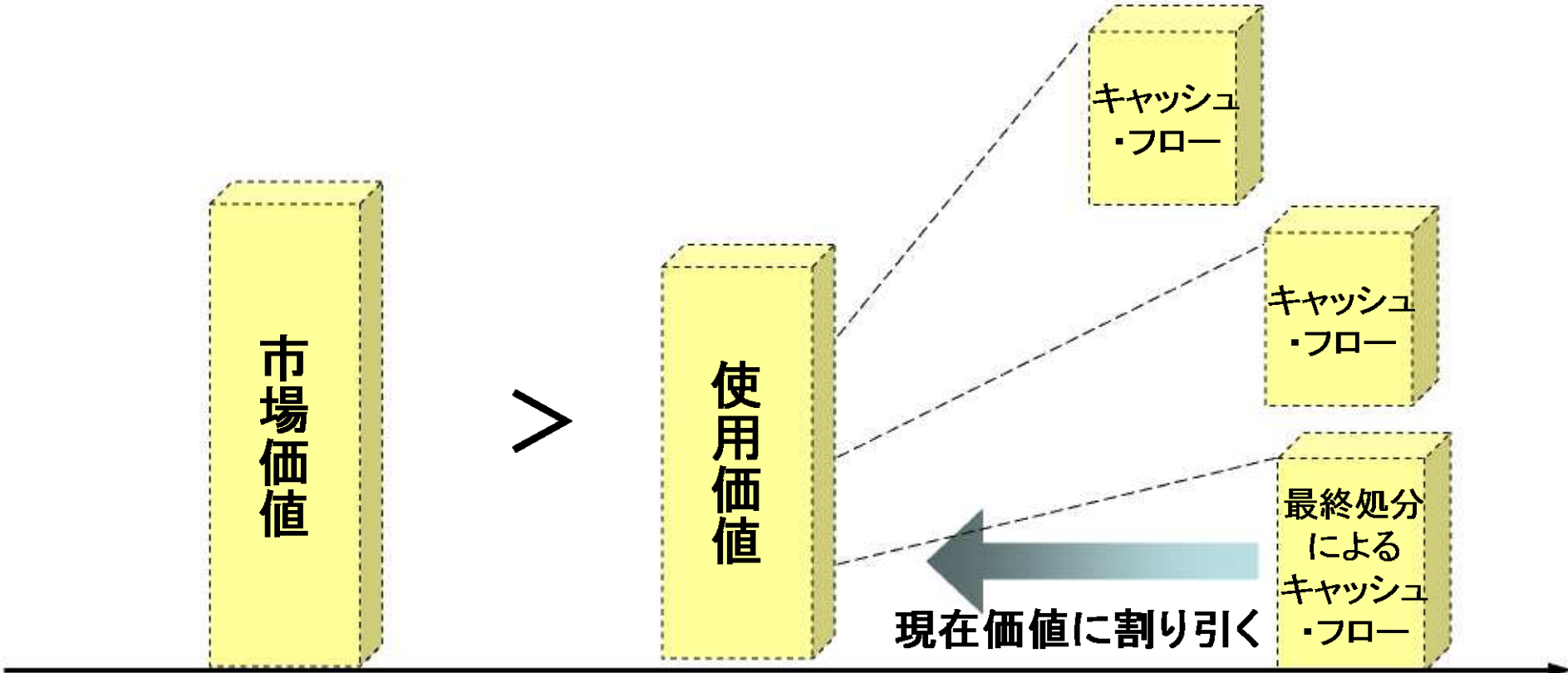
- A店を別会社(X'社)に譲渡し、賃貸借契約を結ぶことで、不動産を切り出してみる
- A店は年間賃料76億2,300万円を支払う
=X'社の賃料収入に。X'社では、A店の不動産を運営することによるコストを引いた残り58億2,300万円が、純収益
- 純収益58億2,300万円を利回り5%で割り戻すと、A店舗の価値(収益価格)は、1,164億6千万円に

店舗営業と不動産を分解した場合の概念図

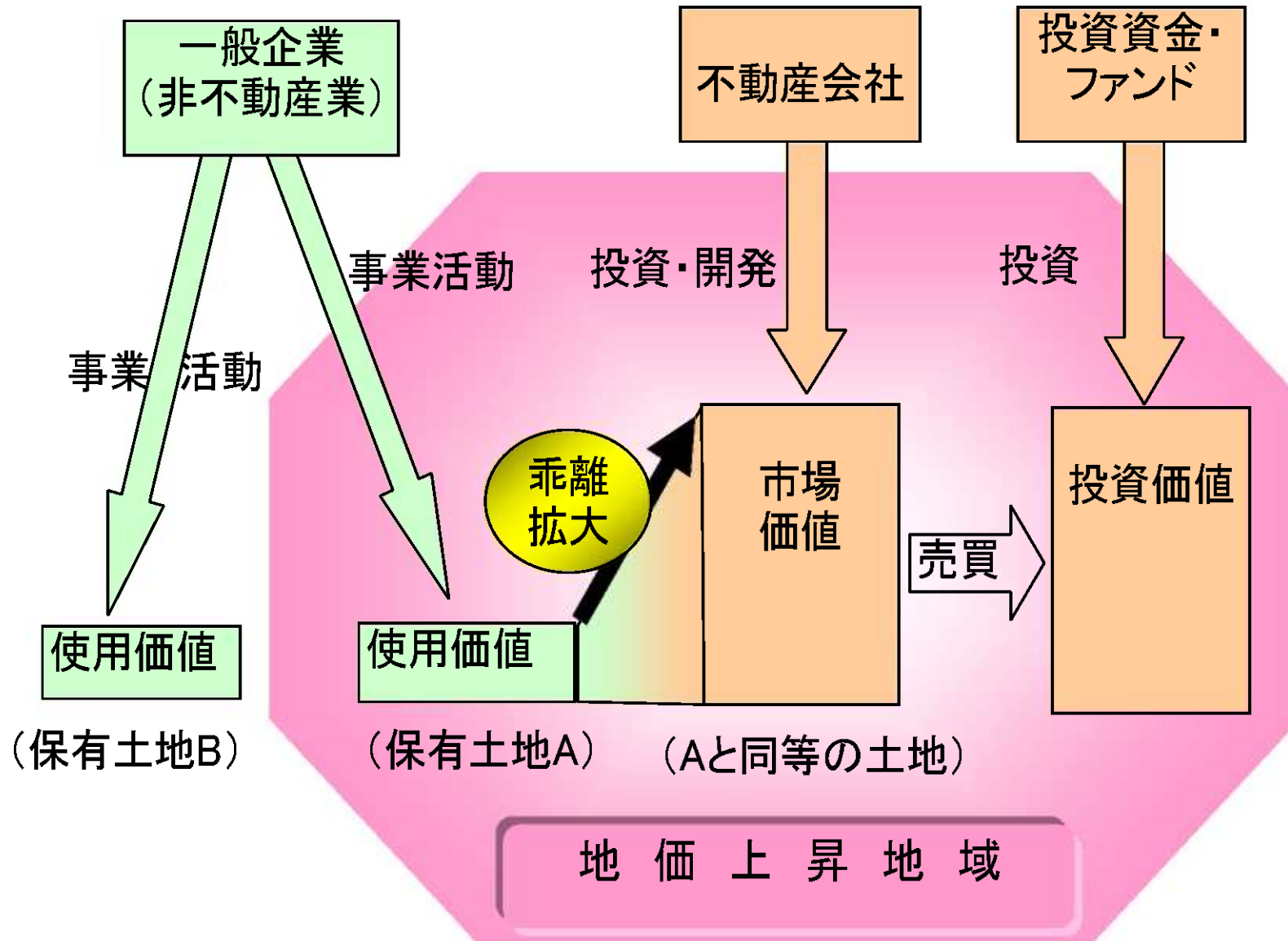


市場価値と使用価値の比較

使用価値
=キャッシュ・フロー
の現在価値の合計



開発・投資の活動で使用価値と市場価値が乖離



4. JT(日本たばこ産業)の成功例

～本業と不動産事業の分離～

* 本章の資料は、日本たばこ産業公開情報を基に作成

JT(日本たばこ産業)土地政策の変遷

1996年以前	土地は保有が原則
1996年	「JT経営ビジョン」にてキャッシュフロー重視経営に
1998年	有効利用のできない物件や資本効率の低い物件の売却促進
2000年	「中期経営計画及び経営目標」において、遊休不動産の売却を促進。
2003年8月	中期経営計画「JT PLAN-V」において、資産ポートフォリオの組み替え、 中核事業(たばこ、医薬、食品)に経営資源を集中。 遊休不動産に加えて賃貸用不動産の売却を検討。
近年	14のたばこ製造工場を売却 (たばこの需要減少。過剰な製造能力。稼働率低下、固定費コストの上昇)
2004年8月	フロンティア不動産投資法人の上場(商業施設特化型) 閉鎖工場や社宅跡地の単純売却と商業施設開発、REITへの売却を比較

JT 工場跡地のJ-REITへの売却



イオンナゴヤドーム前ショッピングセンター



ベルタウン丹波口駅前店



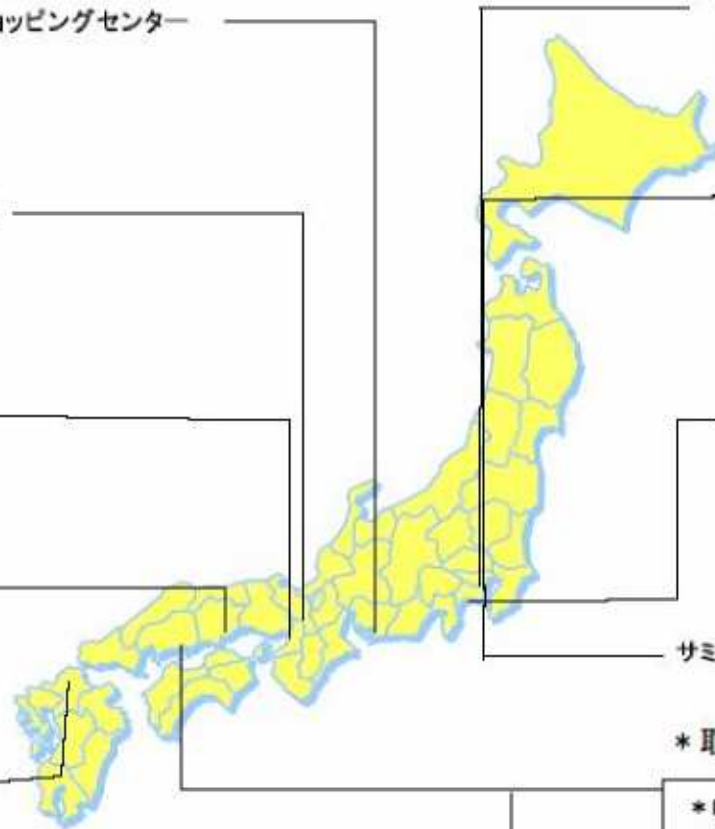
マイカル茨木



ジョイフルタウン岡山



パビヨンプラザ



イオン品川シーサイド
ショッピングセンター



上池台東急ストア



ジョイフルタウン秦野



サミットストア滝野川紅葉橋店



* 取得予定物件

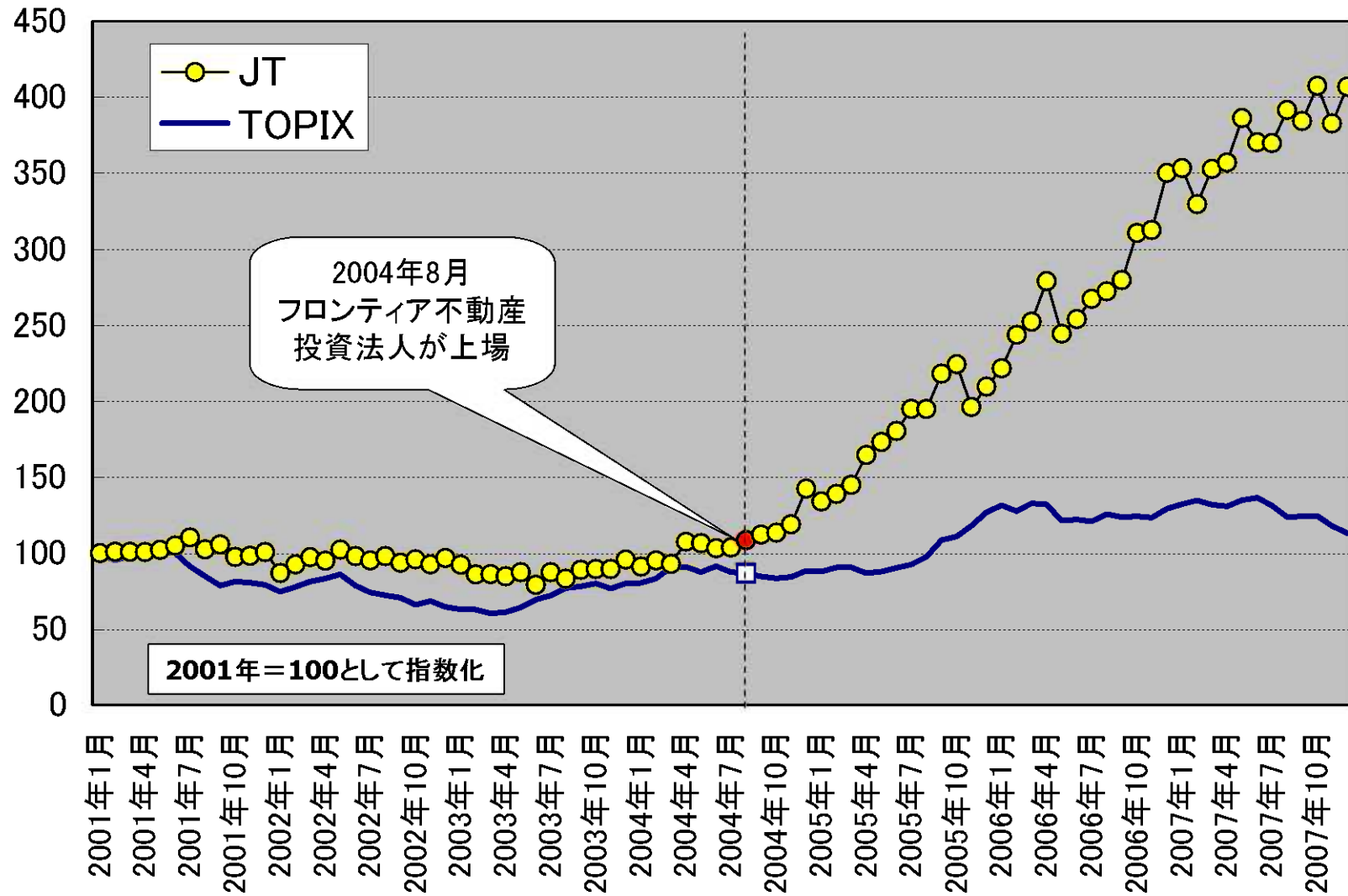
* ゆめタウン広島(仮称)

スポーツクラブ
ルネサンス広島



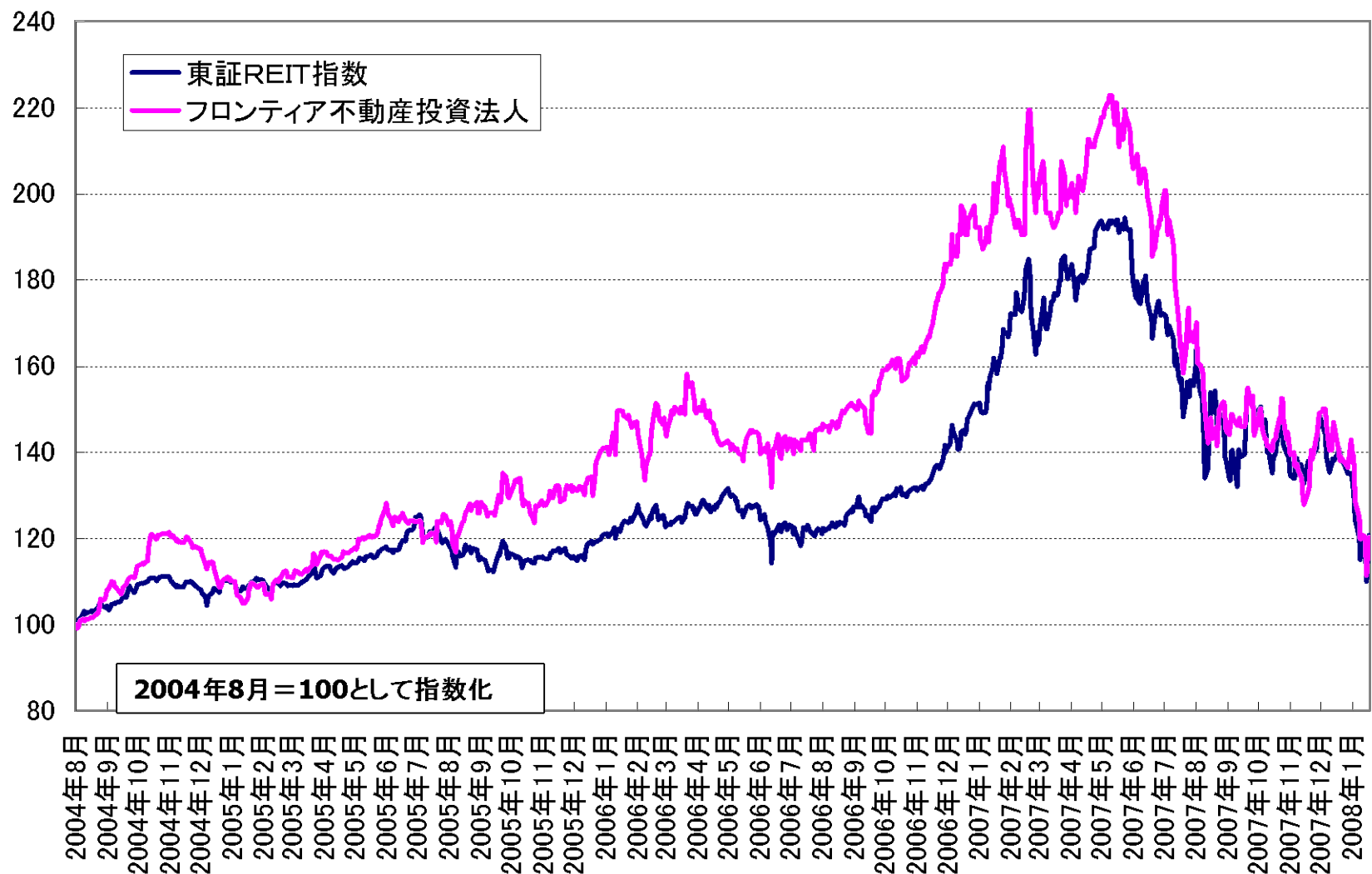
JT工場跡地のJ-REITへの売却

売却前後の株価の推移

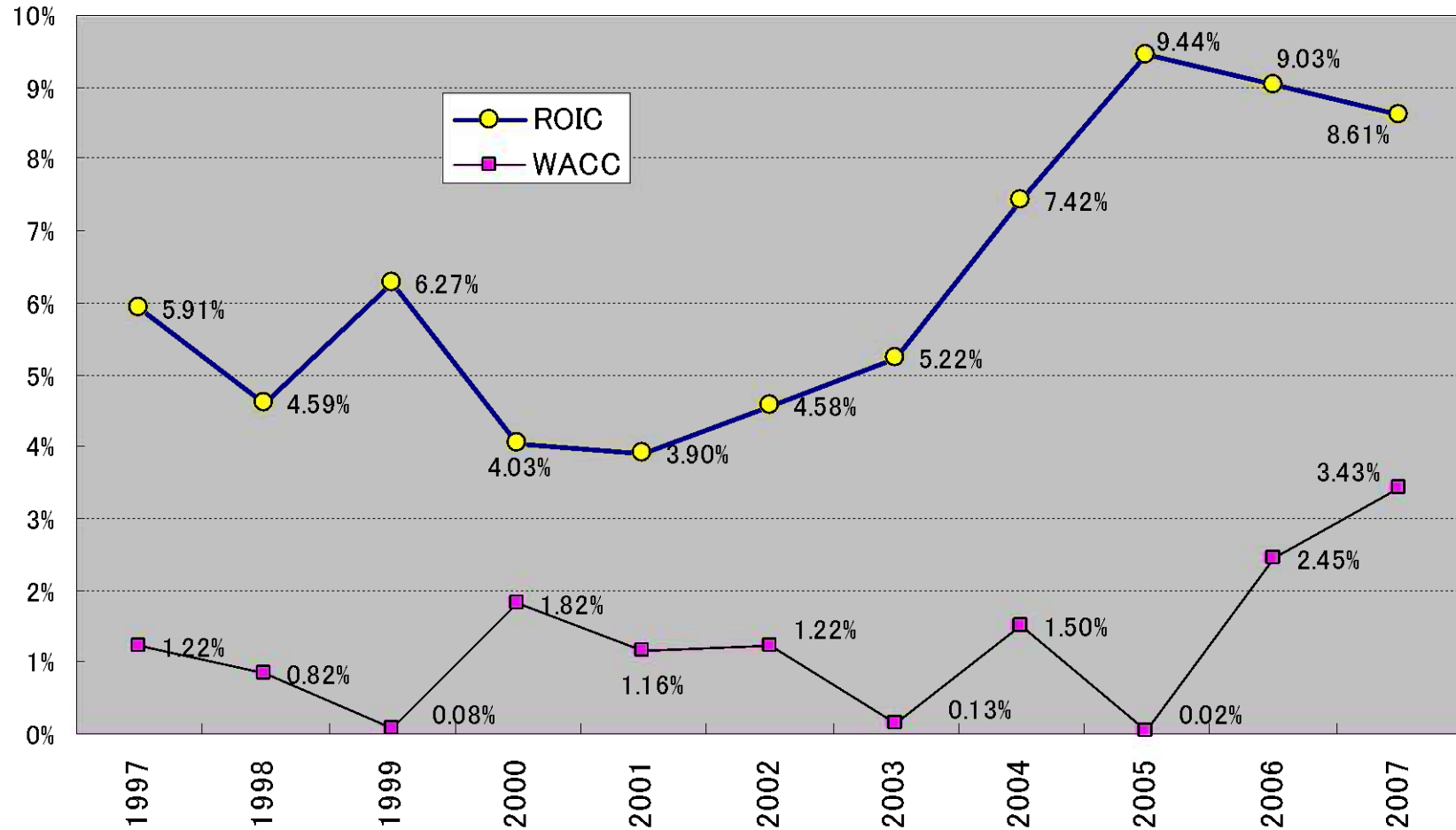


JT工場跡地のJ-REITへの売却

フロンティアリートの価格と東証REIT指数の推移



JT: ROIC > WACC



※WACC算定にあたり、自己資本コストの算出はCAPMを用いた。TOPXの平均年率と β 値の期間は各年度末から過去60ヶ月のデータを用いて計算した。32
ただし、JTの上場年が1994年であり、1997年～1999年の β 値は過去60ヶ月間のデータがないため、30ヶ月(1997)、42ヶ月(1998)、54ヶ月(1999)で計算している。

5. 丸井グループの不動産戦略

- 保有自己使用
- 保有賃貸
- 売却

* 本章の資料は、丸井グループ公開情報を基に作成

丸井グループ経営改革の取り組み

数値
目標

2009年度 連結営業利益高 800億円以上

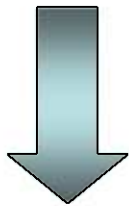
2009年度 連結ROE 8%以上

※ 2007年3月期実績

・連結営業利益高 437億円

・連結ROE 1%

- 不採算事業の撤退や非効率店舗のスクラップを実行
- スクラップ&ビルドや業態転換による、「効率の改善」

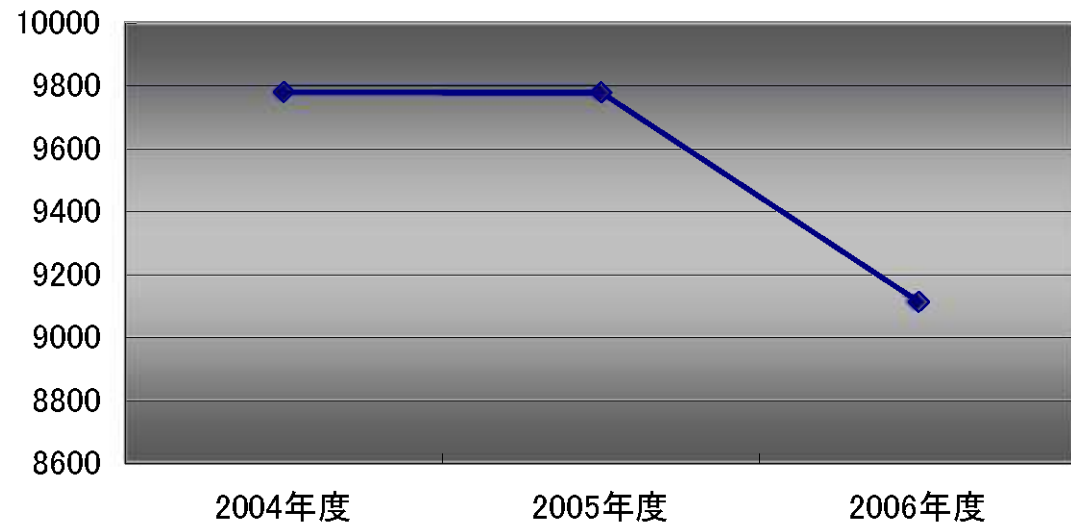


★ 大井町店の閉鎖

★ 有楽町店の開店

(百万円)

大井町店売上高推移



同社の閉鎖店舗の活用状況

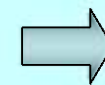
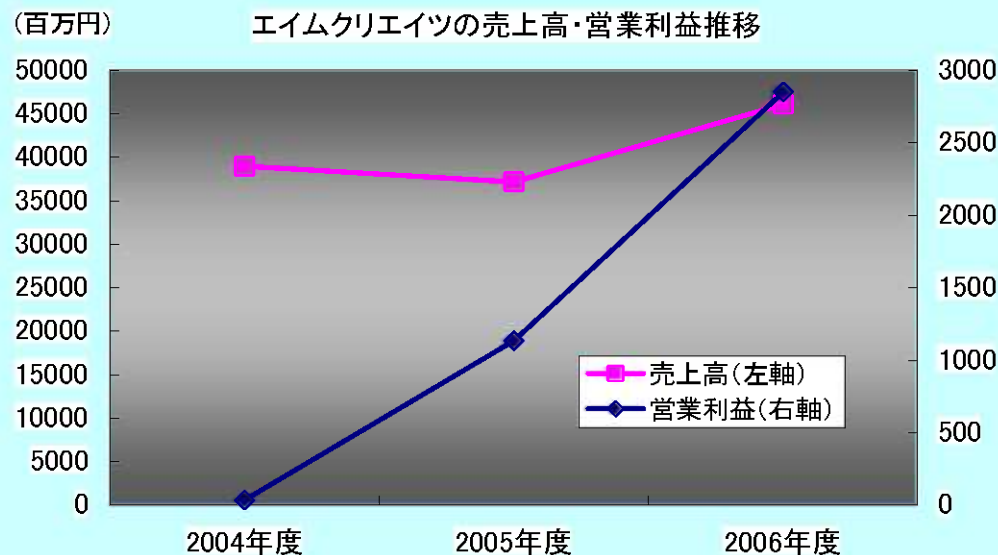
■ 事業転換 【小売からディベロッパー事業「モディ」への転換】

2006年度閉鎖店舗4店中2店舗は「モディ」に事業転換

- ・ 川越店 ⇒ 川越モディ
- ・ 戸塚店 ⇒ 戸塚モディ

「モディ」とは

- ・ 外部に賃貸し専門店として開業 ⇒ 小売事業以外のサービス事業も拡大
- ・ 子会社のエイムクリエイツが企画運営を担当



2011年度までに10億円の増益を計画

大井町店は、他への売却を選択



① モディへの事業転換



×

② 第三者への売却



大井町店については、賃貸ではなく
不動産会社(パシフィックマネジメント※)への売却を選択

丸井大井町店



- 竣工: 1989年
- 契約: 平成19年5月
- 引渡: 平成19年9月
- 簿価: 78億6600万円
- 譲渡価額: 146億円

※パシフィックマネジメント(PMC)

不動産投資運用業者。プライベートファンドの組成やJ-REIT(日本レジデンシャル投資法人、日本コマーシャル投資法人)などの運用を手掛けている。

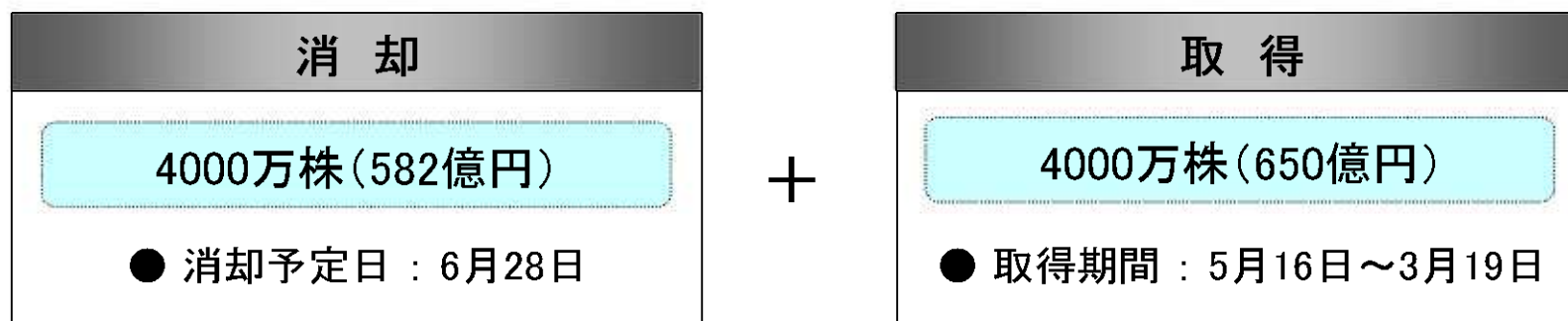
同社の資金ニーズ

■ 新規出店資金、建替資金

	所在地	売場面積	開店時期	投資額
有楽町	東京都千代田区	18,500m ²	2007年秋	360億円
シティ新宿建替	東京都新宿区	15,000m ²	2009年春	110億円

若者内でのターゲット層の拡大と、若者消費支出におけるシェア拡大を推進

■ 自社株の消却、取得



自己株式取得と消却を継続し、資本効率の向上と株主還元を推進

【有楽町イトシア】



6. 物流事業における再編 ～事業の分離・保有から賃借～

* 本章の資料は、各社公開情報を基に作成

物流業界で起こる倉庫の保有から賃借への再編

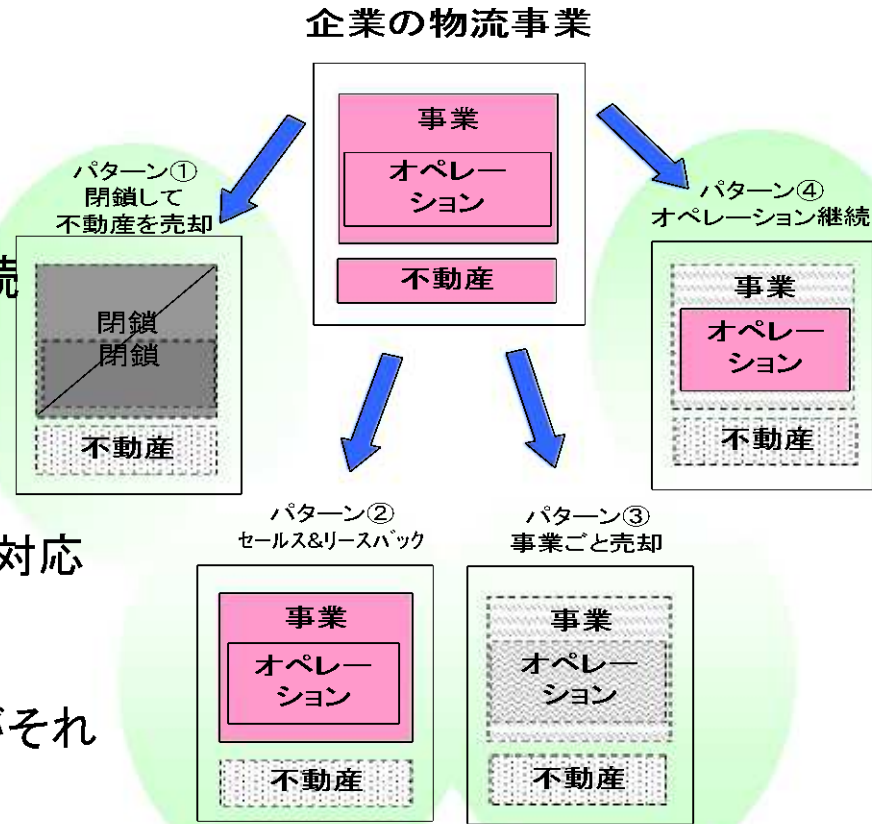
『物流事業の再編パターン』

- ①閉鎖して不動産を売却
- ②不動産売却後、賃借して事業を継続
- ③事業ごと売却
- ④オペレーションだけを継続

⇒企業の置かれている状況によって対応方法は異なるが選択肢は複数ある

⇒不動産・オペレーションの専門家がそれぞれの役割を担う

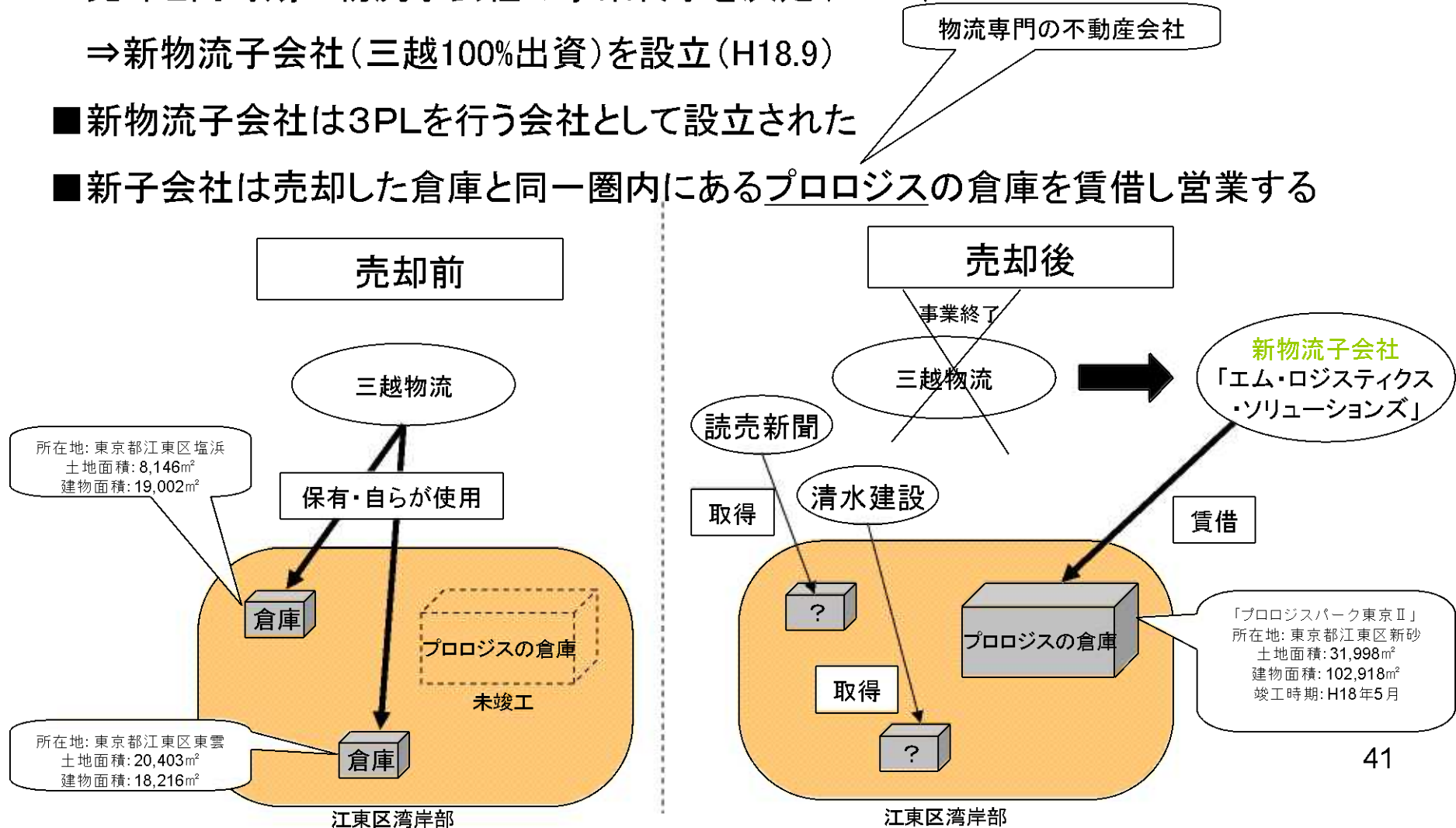
⇒不動産は不動産投資ファンド
オペレーションは3PL業者



3PL(サードパーティー・ロジスティクス)とは、荷主企業が個別に担っていた、輸送・保管・在庫管理などの物流機能を一括して他企業(3PL事業者)が請け負うアウトソーシングの形態を指す。

三越の物流事業再構築

- 物流子会社が保有する二つの倉庫を読売新聞と清水建設にそれぞれ売却(H18.7)
- 売却と同時期に物流子会社の事業終了を決定(H18.8)
 - ⇒ 新物流子会社(三越100%出資)を設立(H18.9)
- 新物流子会社は3PLを行う会社として設立された
- 新子会社は売却した倉庫と同一圏内にあるプロジスの倉庫を賃借し営業する



資生堂の物流事業再構築

■ 資生堂は物流子会社（資生堂物流サービス）の「不動産」「設備」「株式」を売却した
「不動産」⇒ プロロジスに売却 「設 備」⇒ 日立キャピタルに売却 「株 式」⇒ 日立物流に売却

■ 資生堂物流サービスは日立物流の新子会社として資生堂へ物流サービスを提供する

■ 新子会社の日立物流コラボネクストはプロロジス、日立キャピタルから不動産、設備をそれぞれ賃借する。

■ 不動産はプロロジスに、オペレーションは日立グループへ

