

第2章 不動産賃貸事業による企業収益への貢献

株式会社都市未来総合研究所

主任研究員 湯目 健一郎（ゆのめ けんいちろう）

yunome@tmri.co.jp

論旨

2010年3月期から賃貸等不動産の時価開示が開始された。賃貸不動産を保有する合理的な説明が一層求められる状況となっており、企業には自社の賃貸不動産の資産効率や運用パフォーマンス等から、自社の不動産賃貸事業がどのような形で企業収益に貢献しているのかを明確にしておくことが求められるのではなかろうか。

本稿では、賃貸等不動産の時価開示事例や法人企業統計等を分析データとして、不動産賃貸事業と本業等の収益特性を、収益性、成長性から対比することにより、不動産賃貸事業の企業収益への貢献のあり方を考察した。

例えば、資産効率を軸として、不動産賃貸事業による企業収益への貢献のあり方を考える場合、不動産賃貸事業の資産効率が本業等の資産効率を上回っていることが企業収益への貢献の条件となり、もし、不動産賃貸事業の資産効率が本業等より低くければ、賃貸不動産を売却し、債務返済や本業等への投下資金に充てる等の方策をとった方が企業収益に貢献すると考えられる。しかし、資産効率が本業等を下回っていても、収益変動が大きい事業を行っている企業や本業等の業績が低迷している企業において企業収益の安定性や下支えに貢献するケース、企業の財務状況により債務返済や本業等での資金調達ニーズがなく、余剰資金を積み上げるよりは不動産賃貸事業を行う方が企業収益への貢献するケースもあり、貢献のあり方は様々である。

1 不動産賃貸事業と本業等との収益特性の相違

企業が賃貸不動産を所有しているケースは少なくなく、その経緯や事情は様々である。

不動産賃貸事業には、本業と関連がある、企業収益に貢献している等、経営上の位置付けが明確であることが求められるが、本業との関連で不動産賃貸事業を行う企業は少ないとみられ、こうした企業以外では、少なくとも、自社の不動産賃貸事業がどのような形で企業収益に貢献しているのかを明確にしておくことが求められるのではないかと考えられる。

ところで、不動産賃貸事業と企業が行う本業や他の事業（以下、本業等という）では、多かれ少なかれ収益特性が異なるため、不動産賃貸事業と本業等の収益特性の相違を把握することが不動産賃貸事業による企業収益への貢献を考える上での一つのポイントと考えられる。

本稿では、賃貸等不動産の時価開示事例や法人企業統計等を分析データとして、不動産賃貸事業と本業等の収益特性を、収益性、成長性（※）から対比することにより、不動産賃貸事業の企業収益への貢献のあり方を考察する。

※ 本稿では資本構成、資金調達等の財務面による対比は行わない。

[図表 1-2-1] 不動産賃貸事業と本業等との収益構造の対比

不動産賃貸事業	対比	本業等
<ul style="list-style-type: none"> ・資産回転率が低い ・売上高利益率が高い ・労働生産性が高い 等 	←収益性→	収益特性は個社(個別の事業)により様々
<ul style="list-style-type: none"> ・収益は安定 ・大幅なダウンサイドリスクが少ない ・大幅なアップサイドは見込めない 等 	←成長性→	収益特性は個社(個別の事業)により様々

2 不動産賃貸事業の収益特性

不動産賃貸事業の収益特性（※1）を収益性から見ると、初期投資額が大きい（資産回転率は低い）、ランニングコストが小さい（売上高利益率が高い）、労働生産性が高いといった装置産業としての特性を備えている。

成長性に関しては、国内景気（に遅行する不動産マーケット）に影響を受ける、収益変動は緩やかである、極端なダウンサイドリスクもない代わりに大幅なアップサイドも見込めない、経年に伴い競争力が低下する（追加的な資本投下が必要）といった特性を備えている。

以下、こうした不動産賃貸事業の収益特性を、賃貸等不動産の時価開示事例や法人企業統計等により検証する形で考察する。

分析対象とする賃貸等不動産の時価開示事例に関しては、2011年3月決算において賃貸等不動産の時価開示（一部を賃貸等不動産として使用している不動産のみを開示しているケース、および、賃貸等不動産と一部を賃貸等不動産として使用している不動産の両方を開示している場合で賃貸等不動産のみのデータが得られないケース除く）を行った企業は不動産業除き、738社であった。うち、不動産賃貸事業の収益性分析に必要な損益データが開示されている企業は135社であった。ただし、期中に賃貸等不動産の取得や売却等により、賃貸等不動産の簿価が前期末から大きく変動している企業は分析に適さないと考えられるため、賃貸等不動産の簿価が、前期末比-20%～10%の範囲内（減価償却を考慮しマイナス範囲をプラス範囲より大きく設定）の企業104社を最終的な分析対象とした（※2）。

なお、賃貸等不動産の時価開示事例を分析データとしている都合上、単年度の決算について不動産賃貸事業と本業等の対比を行っているが、当該年度の業績が一時的な要因で大きく変動している可能性もあるため、本来は複数年度の決算を対象とすることが望ましい。

※1 不動産賃貸事業の収益特性は用途、立地等の個別性によるが、ここでは、一般論として記述した。

※2 不動産賃貸事業との対比において本業等の財務指標を算出する場合、例えば、売上高であれば、当該企業の総売上高から不動産賃貸事業の売上高を差し引いて算出した。

(1) 収益性

収益性を代表する指標としてはROA（総資産利益率）、ROE（株主資本利益率）、ROI（投下資本利益率）等が挙げられる。本来はROIで事業間比較を行うことが一般的であるが、本稿では、賃貸等不動産の時価開示事例を分析データとする制約上、ROA（分母は営業利益ベース）を対象指標として考察する。

以下、ROAの構成要素である総資産回転率、売上高営業利益率に分けて、不動産賃貸事業と本業等の対比を行う。

●総資産回転率

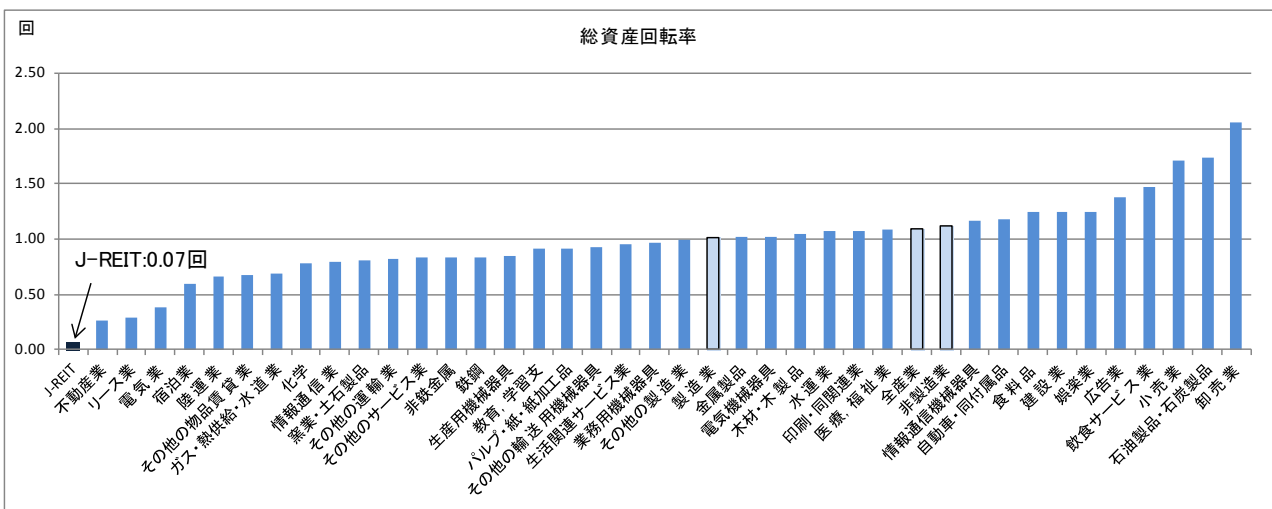
不動産賃貸事業を代替するデータとしてJ-REIT（※1）の総資産回転率（表面利回り）を法人企業統計から算出した業種別の総資産回転率と比較すると、不動産賃貸事業（J-REIT）は他業種と比べて総資産回転率が非常に低い。また、時価開示事例においても、不動産賃貸事業は本業等より非常に低い。

参考に、時価開示事例の不動産賃貸事業の総資産回転率（表面利回り）とJ-REIT物件（※2）の表面利回りを比較すると、中央値はほぼ同値であるが、時価開示事例は分布が幅広く、非常に低利回りの事例も見られる。

賃貸等不動産の時価開示の対象には遊休地や開発予定地も含まれるため、低利回りの事例には、運用パフォーマンスが低い物件のほか、こうした未稼働物件も含まれている可能性がある。また、総資産回転率の分母である「時価評価」が高い、つまり、資産価値が高いケースでも低利回りになるため、一概には言えないが、最有効使用が行われていない不動産も少なくないのではないかと。

- ※1 J-REITの法人単位の決算データを用いて算出。オフィス特化型、住宅特化型、商業特化型REITのそれぞれ資産規模上位2法人（住宅型は合併等で変則決算となった法人除く上位）、計6法人について4期（2年）分の決算データを対象。
- ※2 J-REITの物件単位のデータを用いて算出。2007年下期以降の継続して賃料等のデータが入手できる586物件（全国・全用途）を対象。

[図表 1-2-2] 総資産回転率の業種別平均値

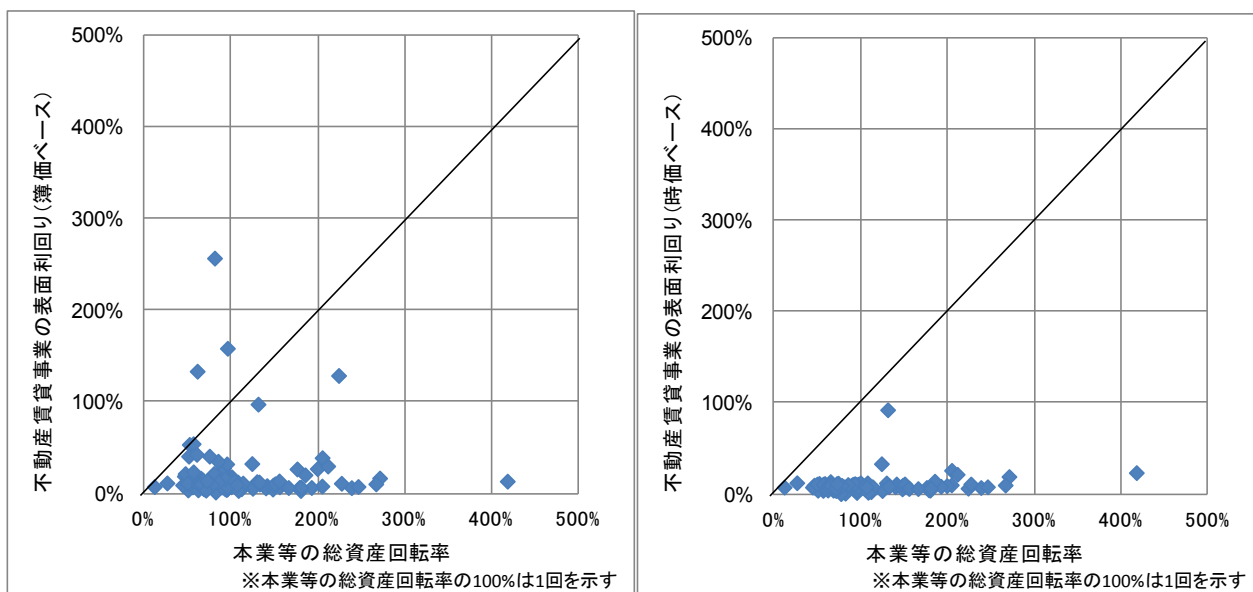


資料：J-REIT：本文注記の投資法人の決算データ

業種別：法人企業統計（過去10年間平均値。金融業・保険業および時系列データが極端に少ない業種は除く）

[図表 1-2-3] 時価開示事例による不動産賃貸事業と本業等の総資産回転率の比較

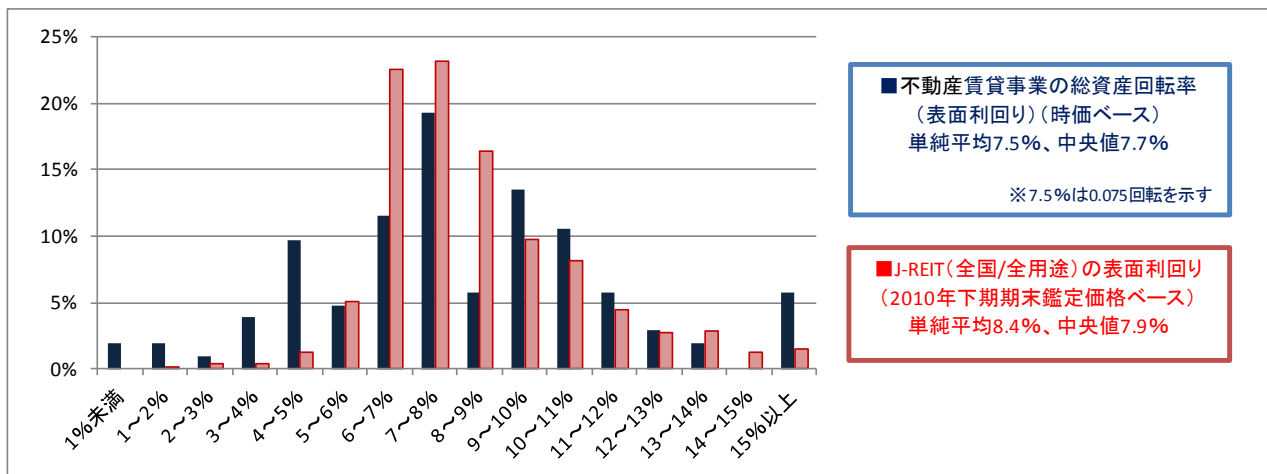
(左図：不動産賃貸事業：簿価ベース、右図：同：時価ベース)



資料：2011年3月決算における賃貸等不動産の時価開示事例

[図表 1-2-4] 時価開示事例における不動産賃貸事業の総資産回転率（表面利回り）（時価ベース）

とJ-REIT 物件の表面利回り（時価ベース）の分布



資料：J-REIT 物件データは都市未来総合研究所「ReiTREDA」。

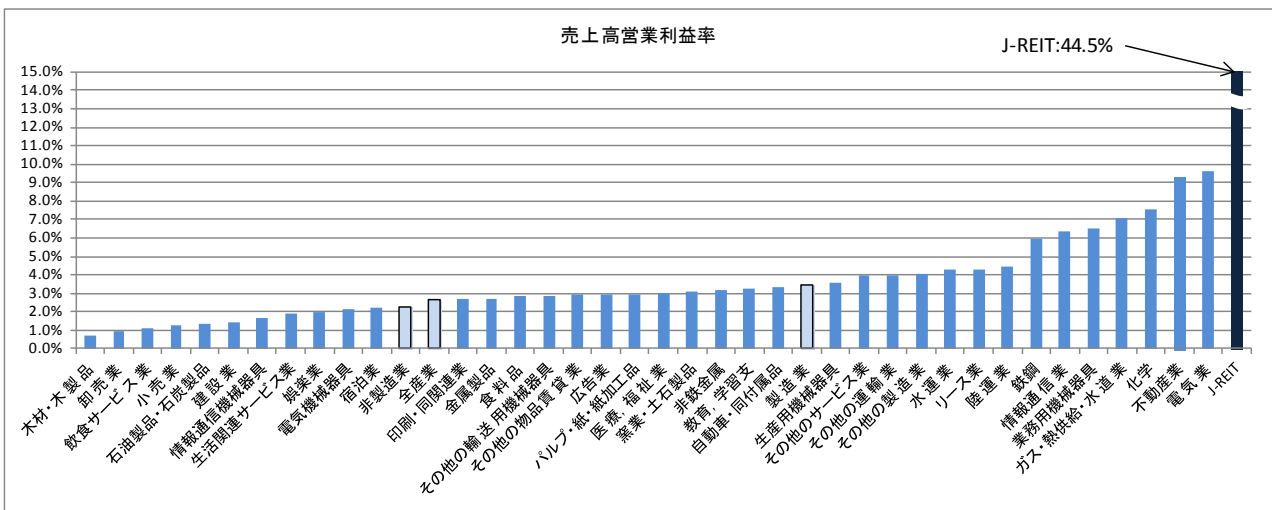
2007 年下期以降の継続して賃料等のデータが入手できる 586 物件（全国・全用途）を対象。

●売上高営業利益率

不動産賃貸事業を代替するデータとしてJ-REITの売上高営業利益率を法人企業統計から算出した業種別の売上高営業利益率と比較すると、不動産賃貸事業（J-REIT）は他業種と比べて売上高営業利益率が非常に高い。また、時価開示事例においても、不動産賃貸事業は本業等より非常に高い。

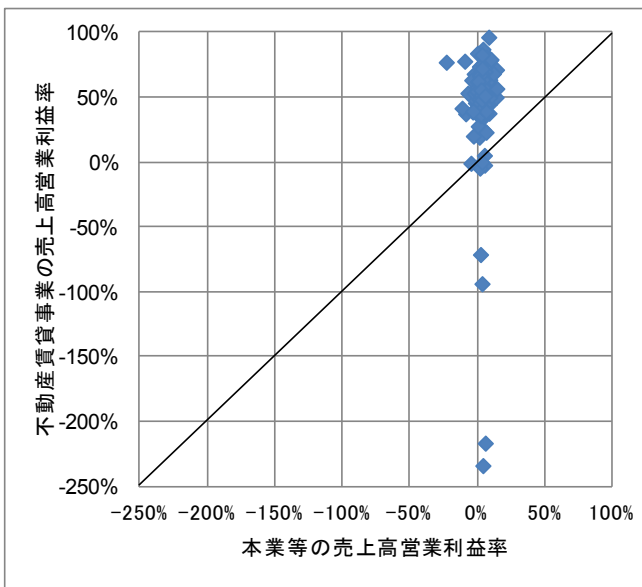
なお、不動産賃貸事業は規模拡大を図るために賃貸不動産を追加取得しても、規模の経済（資産規模の増加に伴い利益率が向上する）の作用は働きにくいと考えられる。

[図表 1-2-5] 売上高営業利益率の業種別平均値



資料：図表 1-2-2 に同じ

[図表 1-2-6] 時価開示事例による不動産賃貸事業と本業等の売上高営業利益率の比較



資料：図表 1-2-3 に同じ

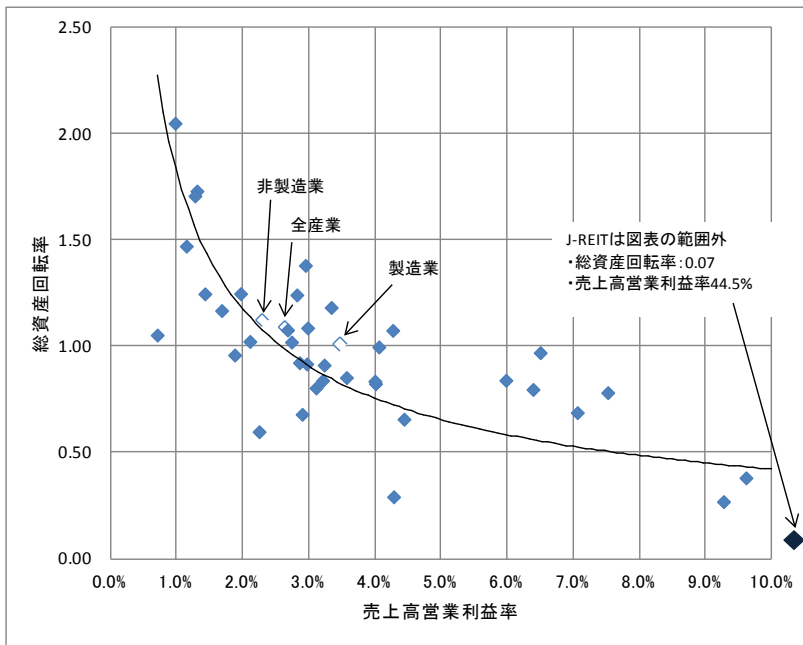
● ROA（総資産営業利益率）

総資産回転率と売上高営業利益率はおおむね負の相関がみられ、結果、両者を乗じて算出される業種別の総資産営業利益率は2～4%程度のレンジに集中している。

不動産賃貸事業を代替するデータとしてJ-REITの総資産営業利益率を法人企業統計から算出した業種別の総資産営業利益率と比較すると、全産業平均よりやや高く、約4割の業種では不動産賃貸事業の方が利益率が低い。また、時価開示事例でも、3～4割（※）の企業では本業等より不動産賃貸事業の方が利益率が低く、本業等より不動産賃貸事業の利益率が低い企業は少なくないと考えられる。

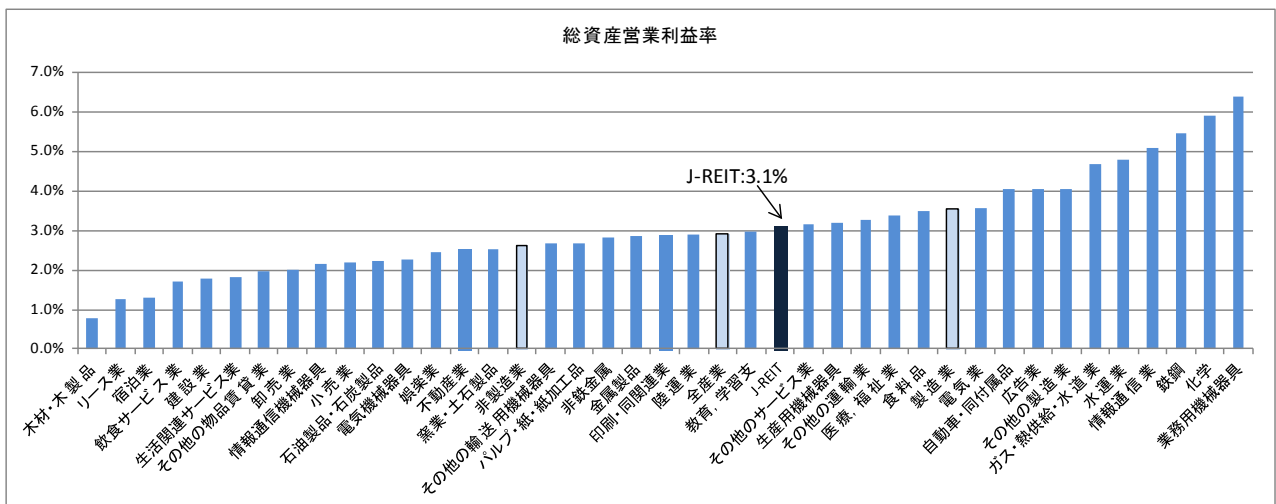
※ 不動産賃貸事業を簿価ベースとして比較した場合、104社中31社で本業等より不動産賃貸事業の方が利益率が低く、時価ベースとして比較した場合は42社で本業等より不動産賃貸事業の方が利益率が低い。

[図表 1-2-7] 総資産回転率と売上高営業利益率の関係



資料：図表 1-2-2 に同じ

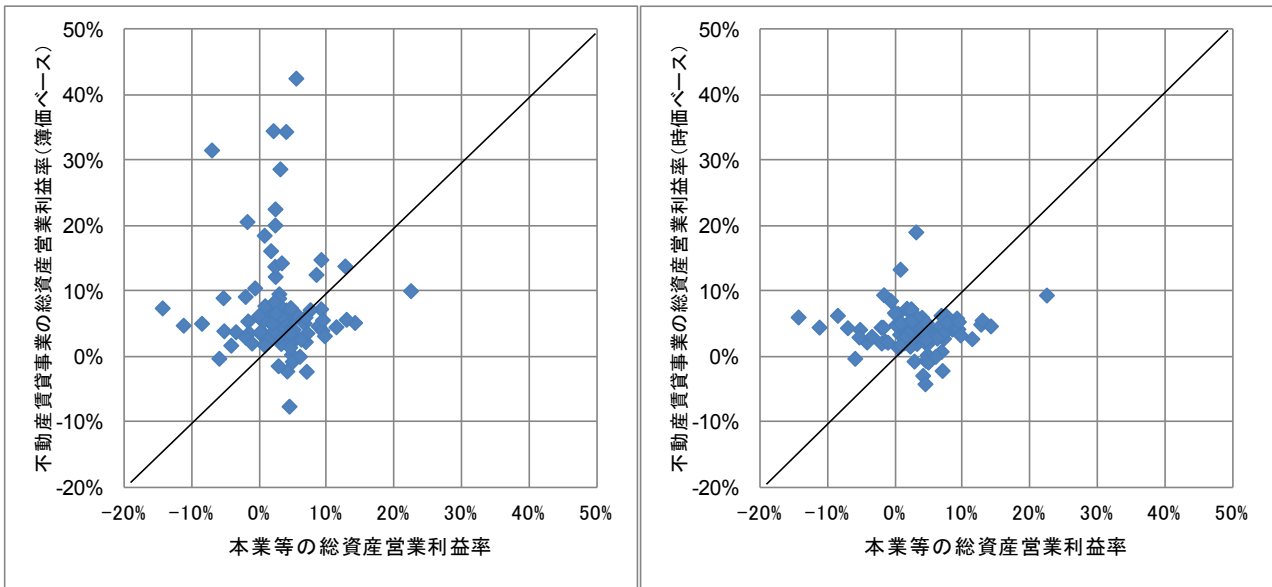
[図表 1-2-8] 総資産営業利益率の業種別平均値



資料：図表 1-2-2 に同じ

[図表 1-2-9] 時価開示事例による不動産賃貸事業と本業等の総資産営業利益率の比較

(左図：不動産賃貸事業：簿価ベース、右図：同：時価ベース)



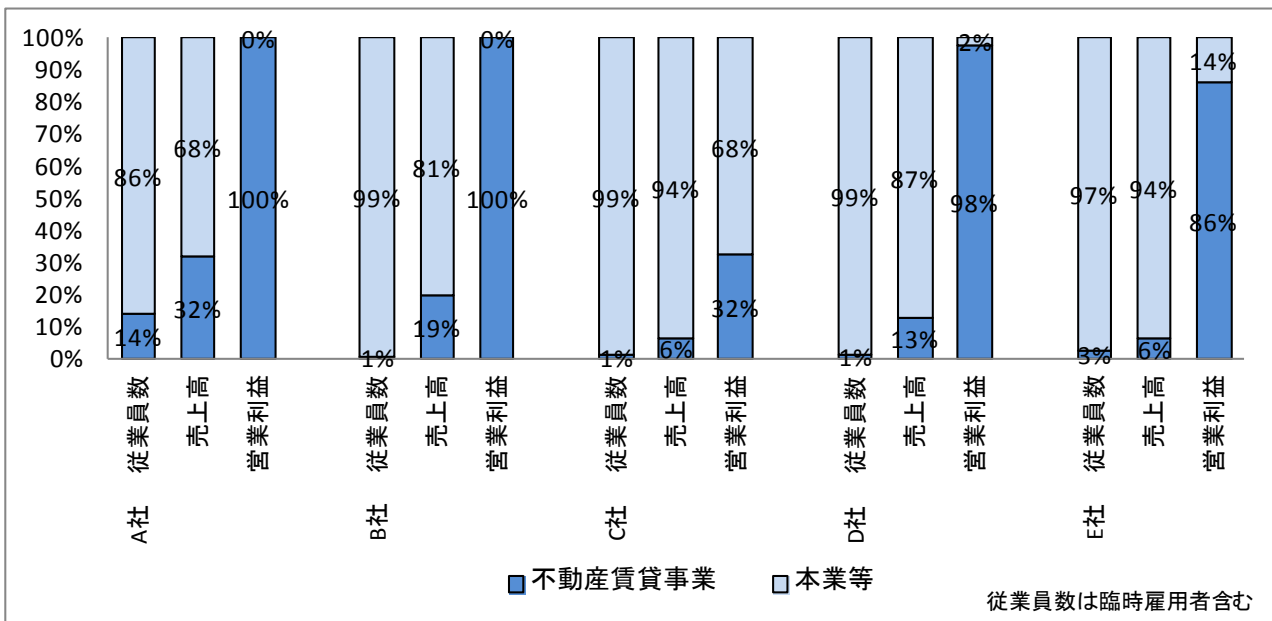
資料：図表 1-2-3 に同じ

(2) 生産性（労働生産性）

不動産賃貸事業はアウトソース可能な業務が多く、労働生産性は高いと考えられる。時価開示事例において、不動産賃貸事業と本業等の事業別の従業員数、売上高、営業利益を比較（※）すると、不動産賃貸事業の労働生産性が高い様子がうかがえる。

※ 賃貸等不動産の時価開示事例を対象に、総売上高に占める不動産賃貸事業のシェアが高い企業（有価証券報告書の事業セグメント情報から不動産賃貸事業のデータが得られる企業を対象）から順に業種が異なる企業（5業種）を機械的に抽出。なお、有価証券報告書の賃貸等不動産の時価開示情報と事業セグメント情報は必ずしも一致しない。

[図表 1-2-10] 不動産賃貸事業と本業等の労働生産性の比較



資料：本文注記の対象企業の有価証券報告書

(3) 成長性

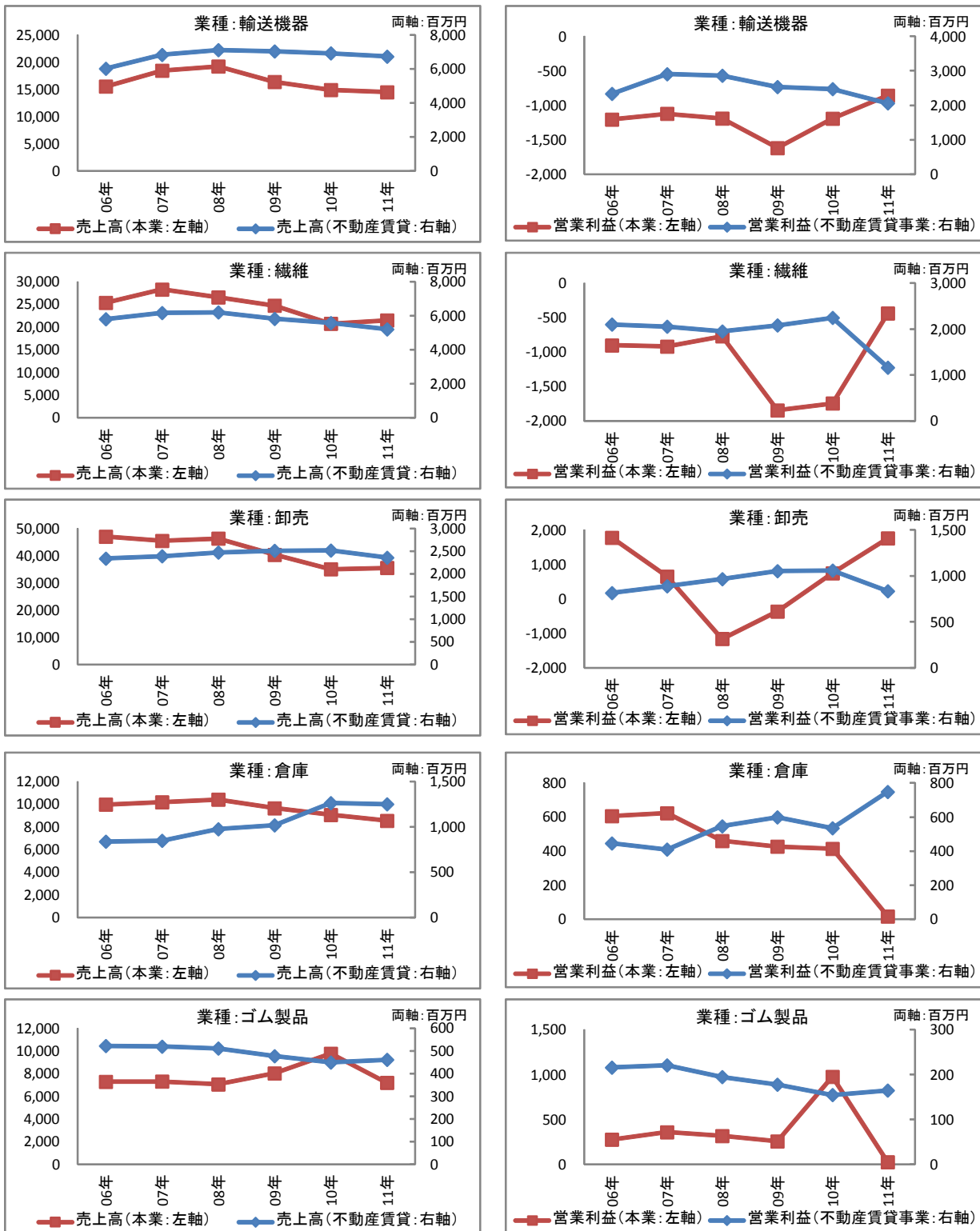
本業等では、顧客開拓や商品開発等、企業側の努力により、売上や利益を大きく伸ばせる（逆に顧客を奪われたり、商品の競争力が低下し、売上や利益が大きく低迷する）ケースや、景気の影響を受けやすい業種では景気低迷により大幅な赤字となるように、収益変動が大きい事業も存在する。

一方、不動産賃貸事業の収益は、不動産マーケットの需給バランス等の外的要因により決定される面が強く、テナントの大幅な入れ替えなどのイベントがなければ、国内景気に遅行する形で比較的安定して推移すると言える。言い換えれば、極端なダウンサイドリスクもないが大幅なアップサイドも見込めないと捉えられる。

時価開示事例において、不動産賃貸事業と本業等の売上高と営業利益の推移をそれぞれ比較（※）すると、営業利益ベースでは、不動産賃貸事業は本業等と比較し、相対的に安定推移しているケースが見られる。

※ 対象企業の抽出は（2）生産性（労働生産性）の注記に同じ。

[図表 1-2-11] 不動産賃貸事業と本業等の売上高と営業利益の推移の比較



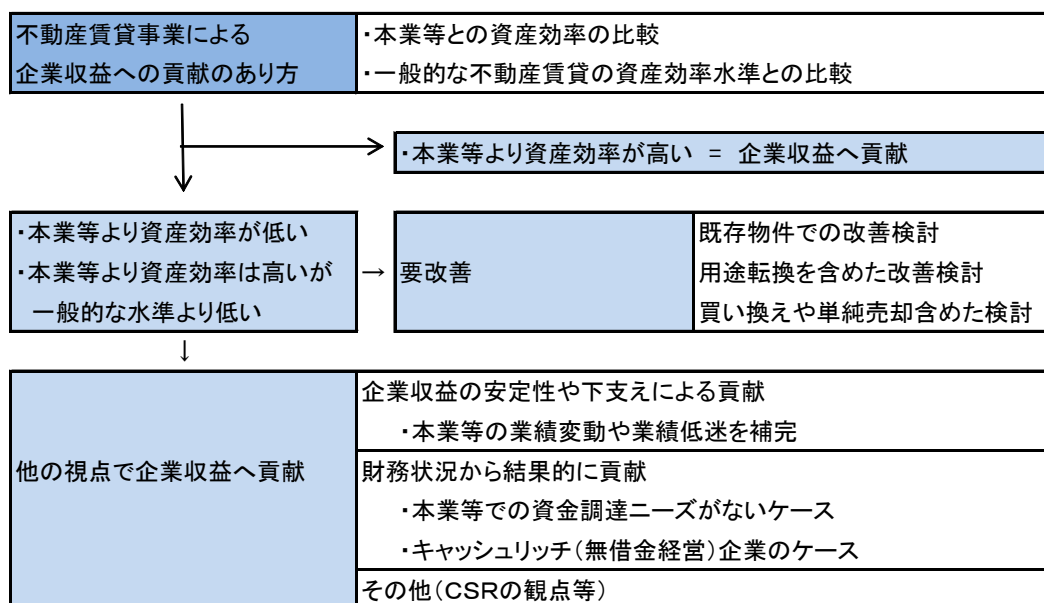
資料：図表 1-2-10 に同じ

3 不動産賃貸事業による企業収益への貢献のあり方

例えば、資産効率を軸として、不動産賃貸事業による企業収益への貢献のあり方を考える場合、不動産賃貸事業の資産効率が本業等の資産効率を上回っていることが企業収益への貢献の条件となり、もし、不動産賃貸事業の資産効率が本業等より低くければ、賃貸不動産を売却し、債務返済や本業等への投下資金に充てる等の方策をとった方が企業収益に貢献すると考えられる。

しかし、資産効率が本業等を下回っていても、企業が行う事業の収益特性や財務状況等、他の視点で企業収益に貢献するケースも考えられ、貢献のあり方は様々である。

[図表 1-2-12] 不動産賃貸事業による企業収益への貢献のあり方



(1) 資産効率の観点で企業収益への貢献

不動産賃貸事業の資産効率 (ROI, ROA等) が本業等より高ければ、資産効率の観点で企業収益へ貢献していると言える。不動産賃貸事業の資産効率が本業等より低い場合は、改善余地がないか検討するが、改善策としては、まずは現状の大幅な変更は行わず、外部ノウハウの活用等により運用改善を行うことが考えられる。次に、当該不動産の適正用途、立地エリアでの賃貸需給バランス等をふまえ、最有効使用の賃貸形態に用途転換する (青空駐車場から賃貸店舗へ等) ことが考えられる。こうした検討においても、低収益にとどまる場合は他資産 (不動産そのもののほか J-REIT の投資口等、不動産の収益を原資とする商品も含む) への買い換えや単純売却により不動産賃貸事業から撤退することも選択肢となる。

また、不動産賃貸事業の資産効率が本業等より高い場合でも、一般的な不動産賃貸の資産効率より水準が低い場合は、上記と同様、改善策の検討が必要となる。

なお、以下の (2) (3) も含め、賃貸住宅や賃貸オフィス等では経年に伴う競争力低下 (収益低下) が起きるため、競争力維持のための追加的な資本的支出や修繕費の負担が発生することや、不動産の売却を念頭に置く場合は売却時期により投資収益が大きく変動する可能性があることにも留意する必要がある。

(2) 企業収益の安定性や下支えによる貢献

(1) で本業等より資産効率が低いケースでも、収益変動が大きい事業を行っている場合や本業等の業績が低迷している企業では、安定した収益が得られる不動産賃貸事業を行うことにより、企業収益の安定性や下支えに貢献することが考えられる。

不動産賃貸事業は賃料が変動する契約スキームでも、比較的、収益が安定しているが、一層、収益の安定性を求める場合は長期固定契約を締結する等、運用面での工夫も重要となる。

なお、不動産賃貸事業の投下資本利益率が資本コストを上回っていることが前提となる。

(3) 財務状況から結果的に貢献

同様に (1) で本業等より資産効率が低いケースでも、本業等で資金調達ニーズがないケースや、キャッシュリッチ（無借金経営）企業では不動産売却により余剰資金を積み上げるよりは不動産賃貸事業を行う方が企業収益に貢献すると考えられる。

なお、不動産賃貸事業の投下資本利益率が資本コストを上回っていることが前提となる。

4 おわりに

2010年3月期から賃貸等不動産の時価開示が開始され、賃貸不動産を保有する合理的な説明が一層求められる状況となっており、企業には自社の賃貸不動産の収益性や運用パフォーマンス等から、自社の不動産賃貸事業がどのように企業収益に貢献しているのかを明確にしておくことが求められるのではなかろうか。

本稿では、不動産賃貸事業の収益面での貢献に着目したが、不動産を保有することで生じるリスク（市場リスク（価格変動、流動性）、権利関係に関するリスク（区分所有、借地物件）、所有者管理リスク（土壌汚染・アスベスト等の有害物質の管理、災害発生時の対応、その他日常業務における管理責任）、法的リスク（遵法性、法制度改正への対応等）等）もふまえた検討を行うこと、また、不動産賃貸事業の運用には一定のノウハウやスキルを要するため、必要に応じて、外部へのアウトソーシング等を含めた組織・人員体制の検討も課題と考えられる。