

株式会社 不動産経済研究所
〒160-0022 東京都新宿区新宿1-9-1 NEOX新宿7階
TEL 03-3225-5301(代表) FAX 03-3225-5330
URL <http://www.fudousankeizai.co.jp>
購読料:月額15,960円(税込、本体価格15,200円)
月3回発行

●Opinion	どういふ価格を求めているのか?	1
●Deal Information	「PCP丸の内」向けシニア1120億円デフォルト	2
●J-REIT Benchmark	全体のトータルRがマイナスに転落、個別分析:DAO, FRI	4
●Interview	久光龍彦—トータルブレイン社長	8
●Retail	スタバと大衆酒場の意外な繋がり—「手前みそ 御徒町店」	11
●Focus	空きテナントビルにビジネスチャンスあり—都心部で収益ビジネス、自販機置き飲食スペースも	12
●Fund of Funds	FOF純資産額が2.80兆円に拡大	14

Opinion

どういふ価格を
求めているのか?

小林 秀二

不動産金融工学研究所代表取締役 不動産鑑定士



昨今、アメリカ中心の市場主義、金融や金融工学への多くの批判がある。しかし、そのほとんどが無理解からきていて議論する気も起らない。犯人とされる証券化やレバレッジは金融技術と言えるような代物ではないが、批判者さえも恩恵を受けているはずだ。迷惑なアメリカ発の危機と言うが、冷静にデータを見れば日本がその遠因を作っていたのは明白である。市場や資本主義に欠点はあるが、それに代わるものは存在しないことは証明されている。こうした前提で議論せず、対案を出さない気晴らしのような感情論ばかりである。本来、金融工学やファイナンスは高度な価格付けやリスク管理をするものであり、今回はその活用レベルが低過ぎたのだ。後戻りすることなく技術革新し市場ルールを厳格化していくだけである。不動産に関して言えばまず価格概念の深い理解と分析が必要であるが、いまだに分類学に止まっている。いくつかの実務例を挙げて考えてみたい。今回の価格急落から(後知恵ではあるが)不動産評価が高過ぎたのではないか、あるいは歯止めをかけることで防げたのではないかという意見もある。これは古くからの論争の「評価の価格とはザイン(ある価格)なのかゾルレン(あるべき価格)なのか」という問題提議である。日本における収益還元法は、普及し始めた1990年頃までは行き過ぎる取引法の歯止めをかけるゾルレン的な役割が求められていた。当時のテキストにはそう書いてあるので今でもそう主張する人は少なくない。しかし、これは理論的にもおかしいし実務的にも無理が出る。将来CFの見通しやリスクプレミアムは市場が決めるものであって、賢人や何か別なところで決まるものではない。市場で活発に10億円で取引されている物件を保守的に8億円で評価することにどういふ意味があるのか。混乱するばかりであろう。求める価格は大きくザインの方に振れているのであって、バブルだったかどうかは後知恵になる以上、人為的な行為である不動産評価によってバブルを防ぐなどということは不可能であるし、賢人でさえ市場が間違っているなどとは言えないはずだ。話題のCREを理解する要諦は、市場価格と使用価格の違いにある。客観的と主観的、交換価値と本質価値と言ってもよいが、企業が不動産を賃借や売却を選択せず保有を続ける理由はこれしかない。違いは分母(利回り)よりもCF(分子)の方が大きい、使用価値の評価自体が主観的になりやすいから、CREを正当化するには本当に差がある(使用価値が市場価値を上回っている:編集部注)か、リスクを先延ばしにしているだけ(長期的に企業価値の毀損に繋がるリスクを取っている:同)かつねに疑ってみるべきである。成約事例主義もいま一度疑ってみるべきだ。取引事例として価格インデックスや利回りを知るために使われる。不動産売買は、数十年に一度で株式で言えば出来高が1に過ぎない稀な取引である。不成立や最初からあきらめる場合も多い。このような成約情報だけで市場を測定することに強いバイアスがないのであろうか? 100戸のマンションを売り出して50戸しか売れなかったときでも50の成約事例は立派な証拠に残ってしまっている。逆もしかりである。これによるインデックスは回収価値は正しく示せないから証券やデリバティブ評価、あるいは時価会計も違ってくるはずだ。つまり不動産はたとえ成約事例であっても株式のようなデータとは違ふ扱いが求められるのであって、こうした現実的な議論なら大歓迎である。

「一番の危惧は大手・準大手のみの寡占化 マンションは1次取得層の手の届かない商品に」

トータルブレイン・久光龍彦社長に聞く

分譲マンションの市況が回復しない。首都圏における供給戸数も年間3.5万戸程度まで落ち込むことが予想される。中堅・中小デベロッパーに対する金融機関の融資姿勢が厳しいため1次取得者向けのマンション供給が減ることに大きな問題があると指摘するトータルブレイン社長の久光龍彦氏にマンション市場の現状と必要な対策などを聞いた。



久光
龍彦

現在のマンション市況をどう見る？

久光氏——市況が良くなったという見方が一部にあるが、そうは思わない。数字だけで言えば、市場在庫も減っているのが、よくなっているように見えるが、とにかく供給量が少ない。極端に言えば売れる数しか供給がない。売れる物件とは2002～2004年に供給された、業界でいう旧価格まで下げた物件で、そうした物件には顧客、1次取得層はついてくる。ところが、旧価格より20～25%高いまま発売されている物件は、よほど希少価値がない限り売れない。その意味で売れる価格水準は決まった。その水準なら売れることが分かったが、その水準で売れるデベとやりたくてもできないデベがいる。供給量が少ないのは、物件が手元にないからではなく、売れる水準で供給できないからだ。2008年に着工した物件の内、年内に約3割、2009年に4割、3年目の2010年に2割が販売され、残り1割はエンド向けでなく1棟売りの対象になる。2008年は千葉、埼玉を除けば着工は多かった。だから、本来なら供給が増えなければならないのに、逆に首都圏は3.3万～3.5万戸まで落ち込みそうだ。これだけ供給が減っては1次取得層が買える物件は少ない。それまで売れなかった坪単価200万円の物件が売れ始めたら市況回復と言えるが、坪160万円で売れたと

いう状態では回復ではない。顧客ニーズに合わせて無理やり売値を下げているだけだ。

デベロッパーは相当の在庫を抱えている？

久光氏——大手・準大手は在庫処分の方向性がようやく見えたところではないか。すべてを事業化し換金化して棚卸資産を圧縮できたところまでは行ってない。大手・準大手で資金力のある会社は、すでにプロジェクト毎の方針が決まった。今後はこれをゆっくりと料理しながら新たな用地も買っていく。2010年には、それらが利益の取れる物件として市場に出る。一方、中堅・中小は、銀行の資金回収で貸しはがしにあり、大損でも売らざるを得ず棚卸資産が少ない。いまは売れるものがない上に、新規に用地を仕入れるお金もない。

中堅・中小デベの資金環境が悪い。

久光氏——一部を除いて、大半の中堅デベは長期資金が引けない。一般にプロジェクト資金は出ないが、仮に出たとしても土地代などの融資額は銀行評価の7掛けくらい。銀行の査定は厳しいので、その7掛けでは実際の購入金額の半分程度ではないか。建築費などは全然出ない。以前なら土地代は100%融資されて、建築費はゼネコンに立て替えていた。それが今はゼネコンが立て替えてくれない。融資機関6ヵ月～1年未満の短期資金は出るものの、それで

はマンション分譲事業はできないので、勢いアウトレットや工事中のマンションを買い取って転売するか、リノベーションや建売などに手を出さざるを得ない。これらはいずれも1年以内に資金が回転するので、中堅デベは命を繋ぐために手掛けている。ところが、これらの事業はいずれ材料が切れる。そもそもマンション業者が建売を手掛けるのは難しい。それでも苦し紛れにやっているのが現状だ。リストラして人件費も抑えて、長期資金の融資を受けるまでのつなぎとして短期資金で延命を図っているが、このままなら衰弱死すると見ている。

融資環境は回復しない？

久光氏——より厳格化されている。融資審査でデベから出される事業計画書を銀行は信用しない。コーポレートファイナンスの上に、融資対象となるプロジェクトの成算について第三者の意見を求める動きがある。実際、銀行の意向を受けたデベからの依頼が増えている。

対策はあるか？

久光氏——やはり、業界が積極的に声を上げて働きかけなければならない。不動協にしろ、日住協にしろ、これだけ各社が資金繰りに困っているのに、なぜ業界の大きな動きにならないのか。それは業界のことより、自社のことが頭にあるからだ。声を上げて銀行に睨まれたくないから、思っても声に出さない。

どうしたらいいの？

久光氏——中堅・中小デベに対して、銀行は事業内容主体で資金を出すべきだ。まず銀行の姿勢を変えさせる必要がある。今は完全にコーポレートファイナンスだけで、企業に対してお金を出している。しかもガチガチの担保主義



●プロフィール

1940年生まれ。1964年3月、中央大学卒業。同年3月、長谷川工務店（現長谷工コーポレーション）入社。1974年1月、同社取締役。1978年6月、常務取締役。1983年2月、専務取締役。1986年1月、長谷工不動産代表取締役社長に就任。1992年1月、長谷工アーベスト代表取締役社長。1998年6月、長谷工コミュニティ代表取締役社長を経て、1999年6月、同社顧問。退社後、1999年10月にトータルブレインを設立し、代表取締役に就任（現任）。

だ。いくら中堅デベが良いプロジェクトだと思っても、銀行はプロジェクトに対する与信は考えていないから金を出さない。プロジェクトを厳正に審査し、中堅・中小デベの育成に意識をおいた融資姿勢に改めるべきではないか。こうした指摘が業界の声にならないから銀行もテーマにしない。とは言え銀行も民間企業であり限界はある。その意味で、政府が融資にもっと踏み込むべきだとも考えている。

大手・準大手主導のマーケットになる？

久光氏——一番危惧しているのは、マンション業界が大手・準大手のみの寡占状態になることだ。そうなると供給量は首都圏で年間3万戸を切るかもしれない。中堅・中小は郊外エリアで2000万～3000万円台の価格帯を中心に供給している。一方、大手・準大手は都内近郊が中心で4000万～5000万円台を中心に供給している。両者にはエリアと価格帯で棲み分けができており、大手・準大手が中堅のエリアをカバーすることはない。首都圏の人口は毎年15万人の転入超過だ。マンションをいちはん欲しがっているのは、年収500万～700万円の1次取得層と賃貸脱出組。こうした層に対する商品供給は中堅・中小の持ち場だ。首都圏マンション市場は今後ざっと10年間は年間8万戸を供給しても、それを捌けるだけの規模があり、価格が安けれ



Interview

「一番の危惧は大手・準大手のみの寡占化
マンションは1次取得層の手の届かない商品に」
トータルブレイン・久光龍彦社長に聞く

ばそこに人が流れる。現状では、マンションは1次取得層などの手の届かない商品になっており、それが市況悪化の原因だ。これは国家的な問題であって、銀行とデベとのやり取りだけでは済まない話だ。

中堅・中小デベはどうすべき？

久光氏——短期資金でできる事業をやるしかない。とは言え座して死を待つだけではない。金融情勢の厳しさが続く限り、中堅・中小デベは全滅すると思われがちだが、銀行に代わる金主を見つけるなど知恵を絞っている。商社の資金を活用する動きがその1つ。商社は金を持っており資金効率を上げたいと考えている。たとえば、土地を買えるところまで話を詰めたが購入資金がないデベに商社が資金を出す。建築費はデベが出すが、商社がJVに乗れば、ゼネコンの安心感に繋がり、工事もすぐに受けられる。契約時10%、着工時10%、残り80%は手形という条件も受け入れられる。万一、デベが倒産しても、商社が土地代を出しているので用地を引き取って事業化することもできる。こうした方法で活路を見出している中堅デベが何社かある。商社にとっても、プロジェクトを探す手間が省ける。そのほか販社上りのデベならば、資金調達できるデベに情報を持ち込み、販売代理を受託する方法もある。

ゼネコンの請負姿勢について。

久光氏——ゼネコンが見るべきことは受注先の与信だけではなく事業そのものだ。もし企業の与信だけを見ていたら受注先が限られる。与信の高いデベにゼネコンが殺到すれば、結果的に請負額を叩かれてしまう。ゼネコンには事業性を精査する姿勢が欠けている。事業を精査

できていれば、万一、デベが倒産したときなど、自分で事業を継続して利益を取ることができる。もし事業性が高ければ、他のデベが同じ条件で事業を引き継いでくれる。銀行なども担保の金額をそのまま引き継いでもらえれば文句は言わない。デベが潰れた場合の二大債権者は銀行とゼネコンだ。事業主が変わっても、両者がOKならば、裁判所もOKのはずだ。いまはゼネコンとデベの共同事業の動きも増えている。

中堅企業にも明るさがある？

久光氏——生き残るデベもあれば、衰弱死を迎えるデベもある。いずれにしてもデベの数は減るだろう。第6次マンションブームを引っ張ってきたのは大手ではなくむしろ中堅・中小。その中堅・中小が消えていくのは悲しい。業界として大手、中堅、中小が切磋琢磨していくのが健全な姿だ。大手の寡占状態になると、単に4000万～5000万円台の価格帯が中心になるだけでなく、そこにブランド料が加わるのでさらに高くなる。エンドユーザーにとって何もいいことはない。中堅・中小が担っていた千葉、埼玉は極端に着工が減るため、巨大な空白地帯ができる。マンションデベが土地を買わなくなったため、そこでは戸建てに取って代わられており、パワービルダーの業績が急速に回復している。彼らは3000万円台の戸建てを供給するから顧客が流れている。パワービルダーにはいいが、マンションデベにとっては歪な状況だ。

市況回復はいつごろ？

久光氏——あと2年は無理だろう。景気が上向き、株価が回復して所得が増える手順を踏まなければならない。銀行から資金が出るのはその後。1年で良くなるとは思えない。