

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

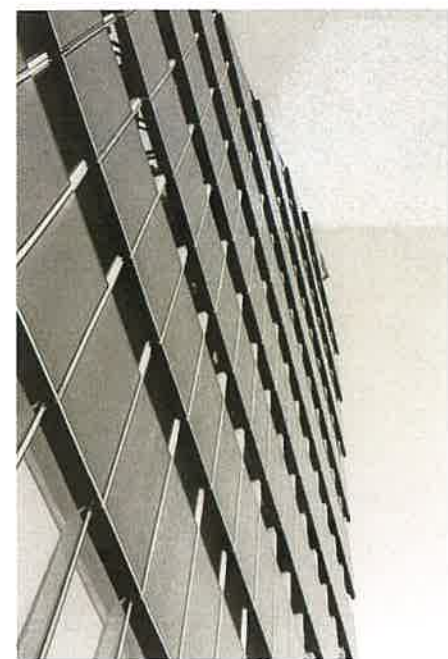
●Opinion	自社株買いで株価は上がる?	1
●Deal Information	TSIHD がレジ「新宿」で譲渡益 178.5 億円を確保	2
●Lenders List	三菱UFJ 銀行など 46 機関、業務粗利益ランキング	4
●Interview	松田淳一-KPMG ヘルスケアジャパン代表取締役・パートナー	8
●Global Report	日本の不動産投資市場：2021 年も投資家の意欲は旺盛	11
●Focus	問われるアフターコロナの想像力—2021 年首都圏分譲M市場の先行きを見る	12
●Insiders Discussion	コロナで物流需要が顕在化、ミックス型の施設供給に期待	14
●Inside Story	変わるホテルの「売り方」とは、ポストコロナの戸建て住宅市場	16

Opinion

自社株買いで 株価は上がる?

小林 秀二

早稲田大学国際不動産研究所招聘研究員
不動産金融工学研究所代表



自社株取得の本質は、負の時価増資あるいは配当ペイアウト政策である。株価への影響は複雑で単純に上昇はしない。簡単な数値例で確認しよう。

ある会社の B/S が表のとおりで、営業利益 300、事業利益 90、発行株数 50、割引率 5%、成長率 3%、利子率 3%、法人税率 50%とする。このとき事業価値は 4500 (= 90 ÷ (5% - 3%)) で、金融資産を足し 5000 が株主価値で 1 株 100 となる。

ここで全金融資産を使って 1 株 100 で自社株取得し消却すると、株主価値 4500 株数 45 となる。ポートフォリオのリターンが上昇し EPS、ROE、PBR も上昇するが、リスクも上昇するから相殺され株価は 100 で不変である。BPS、PER は下落する。このように将来の外部資金を考えず、またファンダメンタル価値 100 で買う限り、株価への影響は中立である。

対して全金融資産を配当した場合は、株主価値 4500 で 1 株 90 になる。しかし、株主にとって配当 10 を足せば変化はない。このとき ROE、PBR は上昇し、EPS、BPS、PER は下がる。しかし、株主にとって課税を繰延べした方がよい場合があり、もし配当税率より譲渡税率が低ければ自社株取得が有利である。会社としても配当の一時の増減は避けたい。

金融資産がなく 450 借入して 1 株 100 で自社株取得すると、純資産は 1550 株数 40.5 となる。事業価値 4,500、借入金▲450、節税効果 225 (= 450 × 税率 50%) の合計 4275 が株主価値となる。よって 1 株 105.6 に上昇する。これは自社株取得というより財務レバレッジによる節税効果である。ただし、この政策を市場が知れば株価は瞬時に上昇し、会社はもはや 100 では買えない。結局、節税効果 5.6 を平等に分け合う 105 に落ち着く。

以上から、株価への影響は、EPS や ROE が上昇するかに関係なく、元のファンダメンタル価値に対して自社株をいくらで購入できたかに帰着する。なお、REIT の場合、実質的に法人税がなく節税効果がないので、借入金による自社株取得も株価は不変と修正する。また、将来の外部資本調達と外部成長のシナリオの妥当性でも変わり得る。

自社株取得は、エクイティポジションの微調整という目的以外に市場に「シグナリング効果」を与える手段でもある。自社株が割安で放置されているならばそれを買うことが最良の投資となる。市場が事業価値を正しく評価していないとき、詳細な内部情報を持つ企業経営者が自ら行動することで修正を促す。

他にもストックオプションや M&A の手当もある。金庫株の場合、消却せずとも法的・経済的権利を失う。配当や 1 株計算からは除外され、税務上も「資本の払戻し」で消えるが授権権だけ残る。会計処理は、資産計上する場合と資本取引として株式資本から控除する方法がある。なお、会社法上「自己株式の消却」と「資本金の額の減少」は別である。

金融資産	500	借入金	0
事業資産	2,000	純資産	2,500
総資産	2,500	総資本	2,500

表 B/S 例

問われるアフターコロナの想像力

—2021年首都圏分譲M市場の先行きを見る

2020年はコロナに翻弄された1年だったとはいえ、首都圏分譲マンション市場では賃貸脱出志向が高まり、割安感のある郊外のマンション販売が好転するなど、マイナスの影響は比較的小さかった。ただ、不安定要素が漂うことも確かだ。2021年はどうなり何が求められるのか。首都圏マンション市場の足元と展望を見る。

コロナを機に「買える価格」に1次取得層が反応
デベは安定感の高い実需向けの住宅事業に回帰

2020年の首都圏マンション市場は、緊急事態宣言での前半の販売自粛が大きく響き、新規発売戸数が2万7228戸で、昨年から12.8%減だった。2020年は1～6月の新規発売戸数が前年比44%減となったが、7～12月は同10.8%増と、後半の市場の急回復により、年間の発売戸数は12.8%減にとどまった。3～4月に販売がストップした影響がなければ、5%程度の供給減にとどまっていたと考えられるため、マンション市場自体は、他業種と比べてコロナの影響は最小限に抑えられたと見られている。

2020年も引き続き都内・都心の好立地物件や、近郊・郊外でも駅近・好立地のクロス圧縮物件の売れ行きが好調だったが、一方で沿線力・駅力が弱い、駅遠立地等、立地力の低い商品でも販売の好転が見られた。外出自粛やテレワークの普及により在宅時間が大幅に増加、今の賃貸アパート・マンションに対する不満が高まり、コロナをきっかけにマンション購入に踏み出す1次取得層が増加した。こうした層は元々、購入予定が無かったため、予算が少なく、駅力や駅距離といった立地条件は多少妥協してでも「買える価格」を重視。その結果割安なパワービルダー系の建売戸建てや、3000万円台の割安なファミリーマンションの売れ行きが好転した。コロナ禍でも価格がさらに上昇するなか、一部でこれまでの「広さ・価格より立地優先」から「立地・広さより価格優先」

への変化が起こったと考えられ、「買える価格」のクロス圧縮商品が販売好調となった。「コロナ特需」と言われる所以でもある。

近年、土地高騰で、デベロッパーは分譲マンション用地の取得が出来ず、高値の土地代でも事業採算の合うホテル、収益商業・事務所ビルなどポートフォリオの転換や多角化が進められていたが、コロナが直撃。当面は投資用ワンルームや一棟収益賃貸マンション開発、物流施設等以外はコロナの影響が大きいため、再び安定感の高い実需向けの住宅事業、すなわち分譲マンション事業への回帰が始まっている。

こうしたことを踏まえて、2021年のマーケットはどのようなのか。マンション市場調査のトータルブレインが、11の課題と展望を打ち出している。

まずは着工見通しについて、コロナの影響で前半は前年並み、後半回復と見る。1月に緊急事態宣言が1都3県に発出されたが、今年も前半は、昨年同様、感染拡大の厳しい状況が続くと予想されるため、前年並みの2万戸台後半のペース、夏前頃からは一服感も考えられるため、後半は3万戸台前半に回復、トータルでは今年度の首都圏のマンション着工戸数は5.7～5.9万戸程度と予想。エリア的には、販売が順調な郊外で着工数の伸びが期待される。しかし、昨年着工済み未発売の販売材料も滞っているため、着工調整の可能性があることに加え、コロナの状況次第の面もあり、不確定要素は大きい。

着工戸数を5.8万戸程度と仮定すると、供給材

料は4万戸程度と予想される。昨年4～5月のような販売自粛が無かったとして、昨年並みの販売状況を予想すれば、4万戸に対して75%程度＝3万戸前後が販売に回る。今後コロナが落ち着いてきて、価格の高止まりによる販売の長期化傾向は続くため、当面は3万戸程度の供給が巡航速度となると見ている。

駅距離リカバー要因あれば販売は好調に推移
先行き郊外も価格上昇必至で立地次第で苦戦

2020年は、神奈川、埼玉、千葉の3県から東京への転出数が東京からの転入数を上回り、転入超過に転じた。そのため、価格高騰で23区に住宅を買えない賃貸層が、地元で購入するケースが増えていることも考えられる。実際に2020年は、郊外部のマーケットで売れ行きが好転した。千葉では苦戦物件がほとんどなく、都下も一部の激戦エリアを除けば苦戦は少ない。神奈川・埼玉も苦戦物件は2割程度だった。苦戦原因は基本的に需給バランスか価格の割高感がほとんどであり、適正な価格設定の物件はほとんど順調に販売が進捗している。

ここへきて郊外エリアで見られる変化は、立地競争力がやや劣る物件でも販売状況が好転していること。「コロナで在宅時間が増加する中、今住む賃貸住宅への不満から、賃貸脱出・持ち家志向が高まっているものの、予算は限られるため、エリアや駅距離は多少妥協しても、買える価格を重視する傾向が強まっている」(杉原禎之執行役員副社長)。テレワークの普及やサテライトオフィスの整備等による都心への通勤機会の減少期待もあり、近隣に大型スーパーがあり、公園に近いなど、駅距離をリカバーする要因があって買える価格ならば販売は好調に推移する。ただし、たとえ割安でも需給バランスは外せない条件だ。JR横浜線橋本駅から徒歩17分・坪単価146万円、東急田園都市線つきみ野駅から徒歩12分・175万円など、2～3年前にライバルがほとんどいな

い状態で用地を仕入れられたこともあり、割安で供給できている。

トータルブレインは郊外マーケットのプラス面とマイナス面を指摘している。プラス面は、まず需給バランスが良好なこと。近年は交通利便性重視傾向を反映して供給エリアの都心シフトが鮮明、デベロッパー各社も郊外部での供給を敬遠する傾向が強かったため郊外部での供給が減少し、郊外は需給バランスが良好なエリアが多い。2点目は、1次取得者が買える価格での供給が可能。23区の価格急騰に比べ、比較的価格上昇が緩やかだった郊外部は価格割安感が強まっている。マイナス面は、子育てファミリーの絶対数の減少、共働きが増加し、郊外マーケットにおける消化能力が低下していること。共働きでも子育てが出来るエリアは、利便性が重視される。もう1つの懸念は、郊外部も今後は価格が上昇する。郊外の売れ行き好調を背景に仕入れた、やや高値で販売する物件がスタートする。価格が上昇しても駅近・好立地物件は販売が好調でも、通常立地で価格だけ上がれば苦戦も必至と見られる。

2021年のマンション市場を予測するには、今後のコロナの動きがどうなるのかが鍵を握る。「デベにはアフターコロナ時代をイメージする想像力が問われている」(杉原副社長)。コロナ禍にもかかわらず、土地は潤沢な緩和マネーを背景に上昇を続け、マンション価格も上昇を続けている。また所得が減少局面であるにもかかわらず、都心では1億円超のハイグレード商品があふれ、郊外でも価格が上昇し始めている。年初に見られていた脱分譲マンション化にはブレーキがかかり、コロナによる賃貸脱出志向の高まりで売れ行きが好転した。2021年はそうした動きと、コロナによって止められた2019年の市場基調が再び復活する可能性も考えられる。抑制されていた消費意欲が反動増することが、分譲マンション業界にとってベストシナリオだ。