

市況変動下での収益不動産業経営 ～企業は歴史の教訓を活かせるか～

<要旨>

不動産を1棟売りする企業(以下、収益不動産販売企業)の業績をみると、一部で減益ないし利益率低下の先がみられる。足下では、東京都心オフィスの価格にピーク感が見られること等から、収益不動産販売市場の先行きは、やや不透明感が増している。

こうした中、2008年のリーマンショックを乗り越えた企業は、当時の事業方針をほぼ180度転換し、財務規律では例えば「自己資本比率50%以上」を掲げる等、全体として堅実な経営スタンスとなっている。一方で、新興の急成長企業の中には、リーマンショック前の企業と似通った取組みスタンスの先がみられる。

何れ、市況調整が本格化する局面において、歴史の教訓を活かしている企業とそうではない企業との間で、経営状態に相応の格差が生じるものと考えられる。

1. 収益不動産販売企業の業績変動

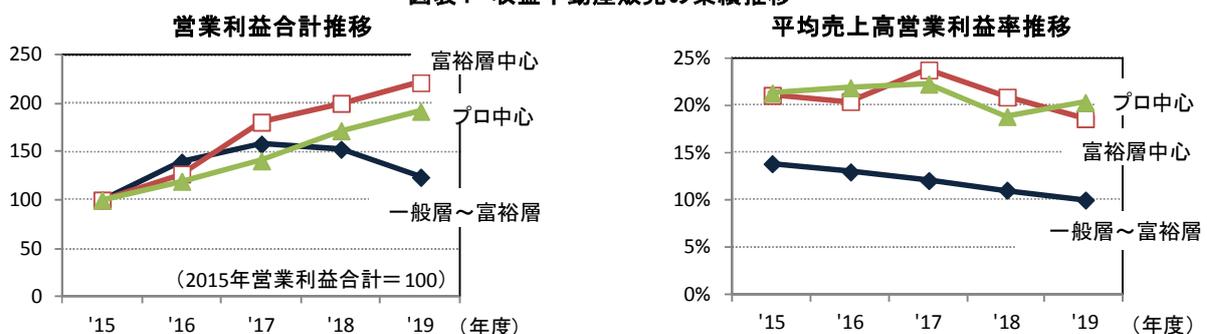
土地や中古物件を仕入れ、新築・リノベーションの上、様々な投資家へ販売する「収益不動産販売企業」は、アベノミクスによる景気回復局面で、業績を大きく拡大してきた。しかし近年は、減益または利益率が低下している先が散見される。

一般に、収益不動産を購入する投資家は、公務員やサラリーマン等の「一般層」、収入や保有資産が豊富な「富裕層」、ファンド・J-REIT・不動産会社等の「プロ」と幅が広い。収益不動産販売企業は、これら顧客層に応じて概ね区分され、販売する物件の価格帯も異なる。具体的には、販売先が「一般層～富裕層」の場合、物件価格は数千万円～数億円であり、販売先が「富裕層中心」あるいは「プロ中心」の場合、物件価格も数億円～数十億円になると考えられる。

図表1は、各グループの代表的企業の営業利益合計推移(2015年を100としたもの)と平均売上高営業利益率推移を示したものである。

業績悪化の傾向は、投資家が一般層～富裕層の先で確認できる。営業利益が2017年をピークに減少、売上高営業利益率も低下傾向である。また富裕層中心の先については、増益を維持しているが、売上高営業利益率はやや低下している。

図表1 収益不動産販売の業績推移

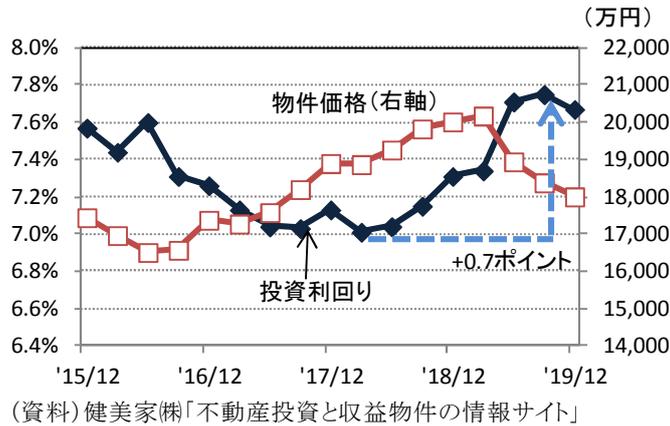


(資料)各社決算資料より三井住友信託銀行調査部作成

これは、「収益不動産販売市場」が調整局面に入りつつある兆しと考えられる。

実際に、1棟売りマンションの物件価格は低下に転じている。図表2は、不動産投資の個人向け情報サイト「健美家(けんびや)」に登録されている、首都圏の1棟マンションの想定利回りと物件価格を示したものである。平均価格が1～2億円であるため、一般層のアップークラスから富裕層が取得する物件と考えられる。2016年のマイナス金利適用後から利回りは急低下したが、この2年で約0.7ポイントも上昇している。これに伴い想定価格も1～2割は下落していると推測される。

図表2 首都圏1棟マンションの想定利回り・物件価格推移



2. 融資慎重化を一因に収益不動産販売市場が調整

収益不動産販売市場が調整し始めている一因として、一部金融機関の融資慎重化が挙げられる。

日本銀行短観から、不動産業に対する「貸出態度判断 D.I.」を確認すると(図表3)、大企業・中堅企業共に 2017 年前半頃をピークに低下している(つまり融資姿勢が厳しくなっている)。同 D.I. は企業を対象としたものであるため、個人向けの融資はより厳しいとみられる。

図表3 不動産業への貸出態度判断 D.I.推移



2018 年半ばに不正融資問題が発覚したこと等で、金融機関の一部で融資姿勢がより慎重になったと考えられる。これに伴い、投資家は自己資金積み増しや借入減額を迫られている模様である。その結果、投資家は物件購入を諦めたり、収益不動産販売企業は物件を何とか販売しようと、販売価格を引き下げたりしている。これが先述の物件価格の下落に繋がっているとみられる。

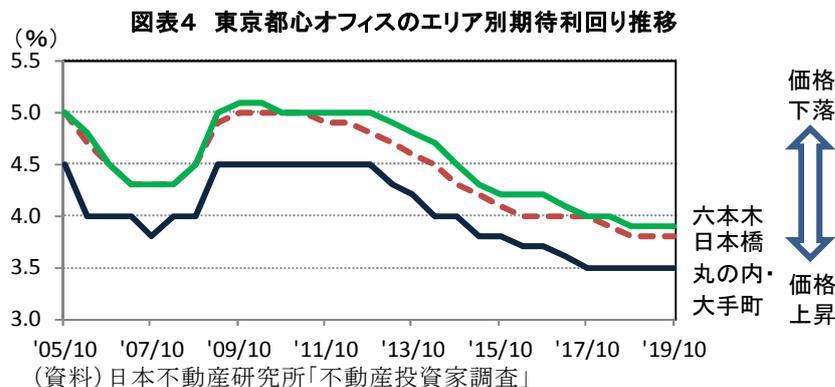
3. 市場の先行きがやや不透明に

収益不動産販売市場の先行きは、全体的にやや不透明感を増している。理由は以下の諸点である。

(1) もう一段の不動産価格上昇を見込み難くなっている

図表4は、日本不動産研究所の「不動産投資家調査」における、都心オフィスの期待利回り推移を示したものである。いわゆるプロの投資家に、物件のアセット・エリア別に期待する利回りをアンケートしている。一般に、不動産に対する期待利回りは、不動産市況に対する投資家の見方が強気であれば低下し、弱気になると上昇する。

この利回りが近年下げ止まり状態であり、物件価格に天井感がみられる。具体的にはオフィスエリアで最も利回りが低い「丸の内・大手町」は、2年間も利回りの変動しておらず、リーマンショック前の概ね横這いだった期間(2006/4月～2008/10月の2年半)に迫っている。またオフィス立地では「丸の内・大手町」に次ぐ「日本橋」や「六本木」も、横這いとなっている。つまりオフィスの中心エリアにおいて、利回りの更なる低下、すなわち価格上昇への期待を持ち難くなっている。



(2) 私募ファンドに対する融資姿勢も慎重化している

不動産の私募ファンドとは、機関投資家や富裕層等から出資を募り、借入によって資金量を膨らませた上で不動産に投資するプレーヤーであり、プロ投資家の一種である。その私募ファンドも資金調達のハードルが徐々に高くなっている模様である。

不動産証券化協会の不動産私募ファンド実態調査では、私募ファンドの運営企業に資金調達が容易か否かをアンケートしている(短観の貸出態度判断D.I.と同様)。これによれば、D.I.が2014年をピークに低下しており、そのペースが2016年からやや加速している。

プロの収益不動産販売市場において、私募ファンドは重要なプレーヤーであり、2019年は不動産投資額の約30%を占めた(J-REITや不動産会社も同程度)。私募ファンドの物件取得が滞れば、収益不動産販売市場の需給バランスが悪化する恐れがある。

4. リーマンショックを乗り切った企業の現在の経営スタンス

こうした環境を想定すると、収益不動産販売企業は、市況悪化にも耐えうる経営方針を持つことが望ましい。この観点でリーマンショックを乗り越えた企業の経営スタンスは参考となる。当時の反省を活かして、事業方針を大幅に修正し、財務規律を高めている。

(1) 事業スタンス

図表5は、リーマンショック前後の事業スタンスについて、破綻を免れた各社の事例を示したものである。以下で、其々説明する。

図表5 リーマンショック前後の事業スタンス

ポイント	リーマンショック【前】	リーマンショック【後】
開発手法	新規開発への傾倒	バリューアップに注力
物件の規模	大規模物件(数十億円以上)の取扱い拡大	中小物件(数千万円～数十億円)を重視
物件の立地	積極的な地方展開	都内ないし首都圏が中心

(資料)各社開示資料などから三井住友信託銀行調査部作成

① 既存物件のバリューアップに注力

リーマンショック前は物件の新規開発(土地から仕込む開発)に傾倒する先もみられたが、現在は既存物件のバリューアップ(リノベーション等による価値向上)に注力している。新規開発の事業期間は通常2年以上を要するが、バリューアップでは躯体が完成しているため半年から長くて2年以内に回転させられることが多い。このため、市況リスクに晒される期間が短くなり、また資金が長期に亘り寝ることもない。

② 中小物件を重視

リーマンショック前は大規模物件(数十億円以上)の取扱いを拡大する先もいたが、現在は中小物件(数千万円～数十億円)を重視している。大規模物件は買い手が限られ市況悪化時に流動性が低下しやすく、リスクが大きい。一方、中小物件は、投資家層がプロから富裕層まで幅広く、物件の流動性は高い。

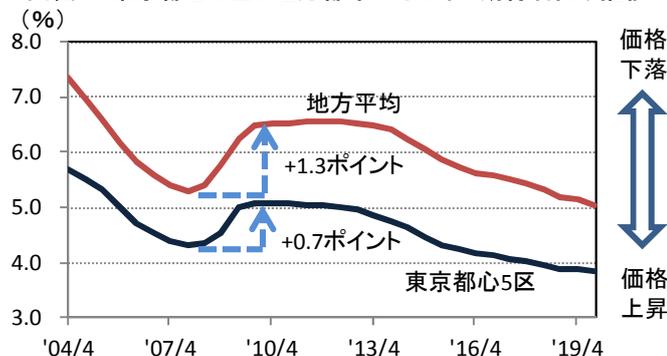
一般に、富裕層は本格的な市況悪化時にも物件を取得する層が存在するため、販売落ち込みを多少和らげることにつながる。また棚卸資産を中小物件の集合体とすることで、1物件への集中リスクを避けることができる。

③ 立地は都内ないし首都圏

リーマンショック時に大きな減価に見舞われた地方物件を敬遠し、都内ないし首都圏の物件に集中している。

リーマンショック時、地方物件の価格下落幅は、都内物件よりも相対的に大きかった模様である。実際、図表6の通り、地方都市(札幌・仙台・横浜・名古屋・大阪・福岡の平均値)のオフィス期待利回り推移は東京都心5区よりも変動が大きかった(価格の変動が大きかった)。

図表6 東京都心5区と地方都市のオフィス期待利回り推移



(資料)日本不動産研究所「不動産投資家調査」

(2) 財務運営方針

事業スタンスと同様に、リーマンショック前後の財務運営方針を図表7に示した。各ポイントの詳細を以下で説明する。

図表7 リーマンショック前後の財務運営方針

ポイント	リーマンショック【前】	リーマンショック【後】
資金調達	借入期間3年以内が多かった	借入期間10年以上が多い
自己資本の厚さ	自己資本比率30%以下が多かった	自己資本比率50%以上
棚卸資産と自己資本のバランス (棚卸資産/自己資本の比率)	2倍以上が多かった	1倍以内(自己資本の範囲内)

(資料) 各社開示資料などから三井住友信託銀行調査部作成

① 資金調達の長期化・分散化・均等化

市況悪化時に物件売却が滞った場合、借入期間が短く設定されていると(例えばリーマンショック時のように3年程度など)、借入金が次々と返済期限を迎え、資金繰りに窮することになる。

この危険を避けるため、各資金調達の借入期間を極力10年以上とし、返済期限を分散させ、期限の返済額を出来る限り均すことで、資金繰りの安定化を図ろうとしている。企業によっては、短期借入依存度(=短期借入/全借入)を概ね10%以下に抑制している例もある。リーマンショック前は、この数値が40%以上に達する先が多かった。

② 十分な自己資本を確保しておく

市況悪化時には、保有している棚卸資産の価値が下がり、含み損を抱えることは避けられない。その場合でも、ある程度の自己資本を維持することで、ステークホルダーの信頼を保つことが重要である。

リーマンショック時は自己資本比率30%以下の先が殆どであり、破綻を免れても棚卸資産評価損(棚卸資産の時価が簿価を下回った時に計上される損失)により自己資本比率は1桁台に低下する先もみられた。このような先は、元の経営状態に戻すのに相当の時間を要した。

この観点から、予め十分な自己資本を確保しておくことが重要と言える。例えば、もっとも高い目標を掲げている先では「自己資本比率は50%以上」といった財務運営がみられる。これだけ高ければ、市況悪化により損失が発生しても、相応の自己資本比率を維持できると考えられる。

③ 過大な棚卸資産を保有しない

棚卸資産の減価に伴う自己資本の喪失を避ける観点では、自己資本に対して過大な棚卸資産を保有しないことも有効である。

リーマンショック時に破綻を免れた企業であっても、棚卸資産を自己資本の3~4倍保有していたため、自己資本の6~8割程度を失った先もある。

このような事態を防ぐために、例えば、棚卸資産の保有額を「自己資本の範囲内に抑える」という方針の企業がある。これは、仮に棚卸資産を全損しても、債務超過に陥ることはない水準である。リーマンショック級の危機に備えるためには、東京都心物件でも2~3割の減価は想定しておく必要がある。この場合でも、棚卸資産/自己資本を1倍以内とすれば、自己資本の毀損も同程度におさまリ、深刻な資本不足に陥ることは避けられる。

5. 今後の見通し

リーマンショックの教訓を活かし、経営スタンスを堅実化させた企業は、経営安定度が格段に高まっている。今後、市況調整が長引き、また調整幅が深くなった場合でも、しのぎ切れる経営体制が構築されていると考えられる。一方で、リーマンショック前後に創業され、(当時の危機的な状況をあまり経験せず)近年の不動産ブームに乗って急拡大してきた企業の中には、財務運営方針等でリーマンショック前の企業と似ている先もみられる。

何れ、歴史の教訓を活かしている企業とそうではない企業の間で、経営状態に相応の格差が生まれるものと考えている。

(調査部 産業調査第一チーム 深山 敬大 : Miyama_Takahiro@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。