

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	保証人になるな？なるなら…、東芝の場合	1
● Deal Information	地所の物流リートが 708 億円で 9 月に上場	2
● J-REIT Benchmark	全体のトータルRは引き続き緩やかに低下、個別分析：SHR	4
● Interview	山田純男 ワイズ不動産投資顧問 社長	8
● Topics	三井不が大型物流施設の開発加速/ナインアワーズが昭和リースと業務提携	11
● Focus	販売期間が長期化するなかで一年後半の首都圏マンション市場を見る	12
● Fund of Funds	総資産額は 2.1%減の 5 兆 6955 億円	14

Opinion

保証人になるな？ なるなら…、 東芝の場合

森平 爽一郎
慶應義塾大学名誉教授

昔、親に言われたことがある。「保証人にはなるな、なるなら全額負担するつもりでなれ」と。東芝が苦境に陥っている。債務超過に陥ることになるも決算報告書すら出せない。何でこんなになったのだろう。それは保証人になったからだ。ファイナンス理論でいうと様々な「プットオプションの売り手」になり、保証の大安売りをしたからである。ここでは子会社だった原子炉の設計・保守・建設会社だったウェスティングハウス (WH) 社に対する保証に限って考えてみよう。WH 社はアメリカの 2 つの電力会社、2008 年にスキャナ電力 (南カロライナ州) とサザン電力 (ジョージア州) からそれぞれ 2 つの原子炉を受注した。ところが WH 社は 3.11 大震災に伴う福島第一の原発事故やそれを契機とする 9.11 テロ対策の厳格化などにより追加工事が必要になり工期を守れなかった。工期が延びればコストが膨らみ、違約金も取られる。不動産業界の人であれば承知のことであろう。アメリカの電力会社はリスク管理に長けている。そうした可能性をあらかじめ考えて手を打っていた。

それが、スキャナ電力が WH 社から取得した「固定価格オプション」である。「固定価格オプション」と言うと難しいが要は債務保証である。スキャナ電力は 5 億 500 万ドル (約 570 億円) (のオプション料) を払えば、原発工事代金の上限を 76 億 7900 万ドル (約 8600 億円) に留めることができる。これ以上の損失は WH 社が負担する訳だ。東芝は WH 社を完全子会社化していたので「連帯保証人」になったわけである。東芝はたまらない。そこで打った手が WH 社を米連邦破産法 11 条 (日本の民事再生法に相当) させることであった。だからといって保証は残っている。でも倒産すれば原子炉は完成しない。そこでスキャナ電力と東芝との根比べが始まった。最終合意は 7 月 28 日になされた。その内容は「東芝は WH 社が工事撤退するかスキャナ電力が建設工事の中止を決定した場合、最大で 21 億 6800 万ドル (約 2400 億円) を支払う」ということで決着した。

長々と説明したが言いたいことは簡単である。なぜ東芝はこの「固定価格オプション」のコスト、つまりオプション料がいくらであるかを、工事を受注した時、あるいは福島第一事故後であってもよいから随時に計算し、株主に開示しなかったのか？当時の監査法人の責任も免れないだろう。

東芝も監査法人もこの債務保証をプットオプションと認識できていなかったのだろう。当然のことであるがそのコストであるオプション料の計算もしなかった。なぜ認識していなかったのか、なぜ計算できなかったのか？

それは「無知」だからである。米国では企業のトップあるいはそれを支えるスタッフは、MBA 資格を持っている場合が多い。MBA の 1 年目の授業でオプションとは何かを学ぶし、2 年目になれば対象が金融資産でなく実物であるリアルオプション理論を学ぶ機会もある。東芝は幕末「からくり儀衛門」と呼ばれた当代随一の技術者が創設した企業である。今の東芝はオプションという「からくり」を見破れなかった。この悲劇はこれからも続く。



販売期間が長期化するなかで ——年後半の首都圏マンション市場を見る

2017年前半における首都圏の新築マンション市場は、3年連続供給減少からようやく増加に転じた。ただ、23区と前年大幅減の都下が増加に転じたため、その他エリアは減少しており二極化は進んでいる。継続販売物件も増加する中で、市況はどうか推移するのか。2017年前半のマーケットを振り返るとともに、後半と今後の可能性を検証する。

■ 上半期供給は23区と都下が全体をけん引 1次取得層向は価格上昇で販売スピード鈍化

不動産経済研究所の調査では、首都圏における2017年上半年の新築分譲マンションの供給戸数は、1万4730戸で、前年同期を276戸、1.91%増にとどまった。前年上半期は前年比19.8%下回り、近年で最も供給が少なかった2009年(年間供給3万6376戸)時の1万5898戸をも下回るなど、3年連続して供給が減少していたが、ようやく供給が増加に転じた。エリアごとの戸数を見ると、23区が7008戸(359戸、5.39%増)、都下が2154戸(472戸、28.06%増)と前年同期に大幅減少した2エリアが増加に転じたことで全体をけん引した。一方、神奈川県が2832戸(115戸、3.90%減)、千葉が1432戸(250戸、14.86%減)、埼玉が1304戸(190戸、12.71%減)と、郊外部での供給減がはつきりとわかる。

平均価格は5884万円で7.2%上昇、エリア別では、23区が7159万円(630万円、7.99%上昇)で7000万円台に乗せた。都下も5083万円(98万円、1.96%上昇)で5000万円台に。埼玉も4352万円(97万円、2.27%上昇)となったが、上昇を続けてきた神奈川県は4982万円(57万円、1.13%低下)と4000万円台に落ちた。近年のマンション販売価格の底である2011～2012年の平均価格と2017年前半を比較すると、首都圏全体では平均価格は1325万円・29.1%上昇。23区が1848万円・34.8%であるのに対し、千葉は337万円・9.2%下落しており、

都内と郊外では温度差がある。初月成約率は、1～6月の平均は67.2%で、昨年の年間成約率である68.8%から1.5Pダウンした。地域別で見ると、23区が70.4%、神奈川県が74.1%で好調を維持するものの、都下、埼玉、千葉など郊外部での販売が苦戦傾向にある。特に価格が上昇した都下と埼玉が50%台と厳しい。販売在庫数は、6月末時点で6210戸と前年比2.9%増。2014年6月末の3718戸を底に、2015年、2016年、2017年と3年連続して販売在庫が増加している。特に、2016年6月は6130戸で前年比1194戸も急増し、同年12月末時点では7160戸へさらに1030戸積み増した。しかし、その後、半年間で950戸減らした形だ。

首都圏の分譲マンション市場は、昨年から引き続き、投資家や富裕層、相続対策層等の需要、アッパー・サテライト層やワーカークラスなど資金に余裕のある層をターゲットとした商品の動きは比較的堅調に推移している。しかし、マーケットの主力である一次取得アミアリ層の動きは相変わらず停滞し、価格上昇による販売スピードの鈍化も続いている。マンションコンサルティングのトータルブレインが、首都圏で販売中の226物件に対して売れ行きをヒアリングしたところ、「好調」とする回答が64で回答比率を落とし、たのに対して、「まずまず」が114で比率を伸ばした。ところが、同社ではこの「まずまず」の判断基準のハードルが下がっている傾向があると指摘する。ブレ活

動の反応を見て、苦戦が予想される物件が、ざりざり苦戦しないレベルまで価格を調整している結果と見ており、すでに価格調整が始まっているという。また、同社がヒアリング対象とした新規販売物件数は昨年の344物件から281物件へ63物件も減少しているにもかかわらず、販売戸数は増加している。つまり、継続販売物件が増加していることであり、マーケットでは販売期間の長期化が懸念されている。

■ 都心好立地物件はマーケットに過剰感なし デベ各社はメリハリの利いた取り組みが必要

年後半の供給見通しは、前半のペースが続けば年間3万6000～7000戸程度となるが、デベ各社は秋以降に販売を開始する物件がたまっているという。なかでも郊外の大型物件の材料を多く抱える中で、それらが売れる値段への価格調整である程度進捗すれば、供給戸数は上げられる可能性がある。住毛ローン金利もや上昇傾向が予想される中で、上昇し過ぎない限りは、販売にマイナスの影響を与えず、むしろ効果狙えることも考えられる。

こうした市場状況にあって、トータルブレインが、年後半の課題と展望についてレポートをまとめている。現在、総戸数200戸以上の大型物件の販売材料がどれくらいあるのか。トータルブレインによると、建築看板ペースの物件の推計戸数まで加えると63物件・約3万5000戸あるという。マンション用地の取得情報も加えれば、さらに多くの大型物件が計画されていると推察される。例年、全体の販売戸数に占める200戸以上物件の戸数割合は約35%であり、3万5000戸が35%と仮定すれば10万戸の供給となり、すでに今後2～3年分の供給材料が確保されていることになる。

ただ、200戸以上といった大型物件は、2013年以降、大幅に販売期間が長期化している。平均販売

日数は、200～400戸未満が2010年～2012年に617日だったが2013～2017年に761日、400戸以上は、901日から1138日へ物件規模が大きくなるほど販売期間が伸びている。販売の長期化は新規販売物件と継続販売物件の比率の推移を見ても明らかだ。2013年前半が新規販売物件の割合が59.0%だったのに対して、2017年前半は39.9%。継続販売物件が新規市場の過半数を占めている。2017年は新規販売物件数が減少しているにもかかわらず総販売戸数が増加しており、販売長期化による継続販売物件が増加していることがわかる。

レポートでは、集客量の減少で大型物件の事業リスクが高まる中、好立地の小規模物件には積極的に取り組みが必要であると強調する。小規模物件の集客・販売リスクは相対的に低い。また、価格調整も必要最小限で済むからだ。また、高値の市場水準下で販売のターゲットを資金に余裕があり、購入意欲も高いバンダラ、DINKS、アッパー・サテライト、アタディブ・ニア、富裕層などをメインに変える必要性を強調。当然、3LDK中心の間数志向の商品企画から、コストをかけてでも商品を作り込むことで差別化が必要とした。都心好立地のハイグレード商品はニーズが強い。富裕層のボリュームを考えた時、需給バランス的にも過剰感はないとしている。

足元では、やや苦戦が予想される物件でも価格が調整されれば売れ行きは回復する状況が続いている。ただ、この価格調整も自ずと限界値はある。中古マーケットにおいても、成約価格の頭打ち感が出てきており、首都圏マンション市場は、厳しい時代に入ったことは間違いない。しかし、好立地物件はもとより、郊外物件でも好調を維持する物件は存在する。デベロパーにとつて、年後半以降は、ますますメリハリの利いたマンション事業への取り組み姿勢が必要になってきていることは間違いない。