

【 寄 稿 】

的中した土地総研D I 値

不動産鑑定士
桐蔭横浜大学法学部
客員教授 田原拓治

1. はじめに

国土交通省の外郭研究機関である財団法人土地総合研究所が発表している不動産業業況調査のD I 値(以後「土地総研D I 値」と呼ぶ)が、不動産ファンダブルと呼ばれる今回の不動産バブル崩壊の時期を的確に指摘していたことについて述べてみたい。

2. 不動産業の倒産が続く

① 倒産の現状

2009年(平成21年)になって、

- 1月 (株)クリード
- 2月 日本総合地所(株)
- 3月 パシフィックホールディングス(株)

と大型の不動産会社の倒産が続く。

その倒産不動産会社は、株式上場している会社である。

株式の上場をしている企業は、それなりの企業経営の安定性があるからこそ、資本市場からの資金集めを許されている企業である。

そうした株式上場している不動産会社が倒産するのである。

不動産会社の倒産は、昨年も多かった。

昨年倒産した主な不動産会社は、

- 20年4月 ケイアール不動産(株)
- 20年5月 近藤産業(株)
- 20年6月 (株)スルガコーポレーション
- 20年7月 (株)ゼファー
マツヤハウジング(株)
- 20年8月 (株)アーバンコーポレイション
セボン(株)
創建ホームズ(株)
- 20年10月 ニューシティ・レジデンス投資法人
(株)ダイナシティ
(株)ノエル
- 20年11月 (株)モリモト
(株)ディクスクロキ
- 20年12月 ダイア建設(株)

等である。

(株)東京商工リサーチ調査による2008年(平成20年)1年間の企業倒産(負債総額1,000万円以上)は、下記の通りである。単位100万円。

月	倒産件数	負債総額	不動産業件数	不動産業負債額	占める件数割合	占める負債総額割合
1月	1,174	581,227	50	171,082	0.043	0.294
2月	1,194	365,220	35	39,933	0.029	0.109
3月	1,347	471,982	43	23,520	0.032	0.05
4月	1,215	718,085	54	225,960	0.044	0.315
5月	1,290	549,793	42	118,281	0.033	0.215
6月	1,324	492,370	52	142,633	0.039	0.29
7月	1,372	665,333	60	188,798	0.044	0.284
8月	1,254	867,979	42	438,972	0.033	0.506
9月	1,408	5,362,529	47	203,320	0.033	0.038
10月	1,429	1,007,715	56	143,950	0.039	0.143
11月	1,277	576,052	47	227,851	0.037	0.396
12月	1,362	6,326,689	47	154,952	0.035	0.024
計	15,646	17,984,974	575	2,079,252		
平均	1,304	1,498,748	48	173,271	0.037	0.222

2008年1年間の倒産件数と負債総額は

倒産件数	15,646件
負債総額	17,984,974百万円

である。

倒産件数約15,600件、負債総額18兆円である。

このうち、不動産業は、

件数	575件
負債額	2,079,252百万円

である。

即ち、倒産件数約580件、負債額2兆円である。月間平均48件、負債額1,732億円である。1件当りの倒産負債額は36億円である。

不動産業の全体倒産件数、負債総額で占める割合は、

件数の占める割合	3.7%
負債額の占める割合	22.2%

である。

不動産業は倒産件数の全体に占める割合は僅か、4%未

満にしか過ぎないが、負債総額に占める割合は約1/4弱を占める。1件当りの倒産負債額が甚だ大きいことが浮き彫りされる。

② 倒産の原因

倒産した不動産会社には、倒産するそれなりの理由がある。

倒産した幾つかの不動産会社は、民事再生法の適用申請を行い、企業の再生を行おうとしている。

その民事再生法適用申請に際して、倒産した企業経営者が、倒産した理由を述べている。

その倒産した幾つかの企業が述べる倒産理由を記す。

イ、日本総合地所

東証一部上場の不動産会社である日本総合地所が経営に行き詰まり、負債額2142億円を抱えて2009年2月5日、会社更生法の適用申請を東京地裁に行った。

2008年3月期の売上高は1189.33億円で、営業利益137.99億円稼いでいた好決算の会社が、10ヶ月後には倒産してしまった。

日本総合地所の会社更生法の申立理由の大意は、次のごとくである。

- a. 平成20年3月期には、過去最高益を計上した。
- b. 業容拡大のため、マンション用地を銀行からの借入れ金によって積極的に購入した。
- c. 平成20年9月末には、1465億円の棚卸資産を持つようになった。
- d. 予想に反して、平成20年10月ころから資金繰りが逼迫してきた。
- e. 平成20年11月11日の社債返済額に困り、銀行への追加担保提供で何とか返済したが、その後の銀行からの新規融資が絶望的な状態になってしまった。
- f. 平成21年2月上旬に期限の来る建築代金の返済目途が立たなくなり、会社更生法の申請となった。

ロ、ディックスクロキ

ディックスクロキは、九州の福岡を地盤にした不動産会社で、比較的早くから地方で不動産証券化に取り組んでいた会社であった。

ディックスクロキは、民事再生法による企業再生の申請をしたが、経営行き詰まりについて要約すると、下記の原因によるものである。

- a. サブプライムローン問題による金融の信用収縮が

生じた。

- b. 金融機関の不動産ファンドへの融資規制が厳しくなった。
- c. 売却予定物件の解約が生じた。
- d. 販売予定先の経営が破綻した。
- e. 物件売却による資金捻出が困難になった。
- f. サブリース物件の賃料の逆ザヤが拡大した。

ディックスクロキの平成20年3月期の売上高は、268億円である。

営業利益は19.2億円の黒字である。営業利益率7.2%である。

負債総額は181億円である。

信じがたい事であるが、黒字での倒産である。負債総額も年間売上高の約68%に過ぎない。

営業利益の10倍の借入金即ち負債は、健全企業の判断指標の一つである。

ディックスクロキの営業利益は、19.2億円であるから、営業利益の10倍の金額は、

$$19.2 \text{ 億円} \times 10 = 192 \text{ 億円}$$

である。

192億円の借入金・負債額は、健全企業としてみなされる許容の負債額である。

ディックスクロキの負債額は181億円であり、負債額は健全企業の許容範囲の金額である。それがどうして倒産企業になるのか。どうも私にはディックスクロキの倒産が分からない。原因はどこか別の処にありそうである。

ハ、ダイナシティ

マンション開発業者のダイナシティが、2008年10月31日民事再生法の申請を東京地裁に行った。

ダイナシティの負債総額は520億円である。

ダイナシティは、経営破綻の原因について、大意次の要因を挙げて株主に説明している。説明で挙げているa～dの要因は全て相互関係のあるものである。

- a. 昨年来のサブプライムローン問題で金融機関の融資姿勢が厳しくなった
- b. 不動産市況が大幅に悪化した。
- c. 保有物件の売却が全く進まなくなった。
- d. 決済資金の調達が目途がたたなくなった。

ニ、クリード

2009年1月9日不動産ファンド会社である株式会社クリードが、東京地裁に会社更生法の適用を申請した。

民事再生法の適用申請でなく、手続が複雑で適用が厳格な会社更生法の適用申請である。

何故、民事再生法の適用申請で無く、会社更生法なのだろう。

株式会社クリードの会社更生法の適用申請の理由の概要は下記のごとくである。

- a. 一昨年後半に不動産市況が悪化した。
- b. 保有不動産の処分、人員削減を行ってきたが、不動産の不況の悪化は予想をはるかに超えて急激に進行した。
- c. 平成20年12月下旬以降の返済期限のくる金融債務に対処出来なくなった。
- d. 関係者への迷惑を最小限に食い止めるため、会社更生法の適用を申請することになった。

上記4つの企業のいずれも、資金繰りの悪化を倒産原因に挙げる。その時期について次の時期をいう。

- | | |
|-----------|----------------|
| ・日本総合地所 | 平成20年10月以降 |
| ・ディックスクロキ | サブプライムローン問題発生後 |
| ・ダイナシティ | 同上 |
| ・クリード | 一昨年後半 |

サブプライムローン問題が表面化したのは、2007年2月にアメリカのサブプライムの取扱専門金融機関が、米連邦破産法11条による財産保全申請をして問題が明るみになった。

その当時、日本政府、日本銀行そして金融評論家達は、「日本にはサブプライムローンを購入した企業はいないことから、日本への影響はない。例えあっても微弱である。」

とか、或いは、

「日本の銀行等金融機関には、高度な金融商品であるサブプライムローンを作り上げる能力は無いことから、サブプライムローンの被害は無い。」

と発言していた。

しかし、2008年3月に東京の信用金庫として優良信用金庫の一つと思われていた滝野川信用金庫が、大量のサブプライムローンを購入していて、金融支援を仰ぐ状態になってきた。

これによって、日本の金融機関もサブプライムローン

問題が無関係に存在しているのではないことが分かってきた。

サブプライムローン問題は、日本の金融機関のみでなく、不動産会社にも大きな影響を与えることになる。

外国の金融機関から多くの資金を頼っていた不動産ファンド会社は、外国金融機関が本国のサブプライムローン問題で資金繰りに困って、日本より資金を急速に引き揚げだした影響を直に受けることになったのである。

それ故、最もサブプライムローン問題を早く身近な資金繰りの問題として感じたのは、不動産ファンド会社である。

不動産ファンド会社として、売上を急激に伸ばし、成功した会社の1つであるクリードは、そのことを実感している。

クリードは、「一昨年後半」に不動産市況が悪化したと述べる。

「一昨年後半」とは、2007年7月以降ということである。

不動産ファンドの倒産当事者の企業が述べていることから、2007年7月が不動産不況の始まり、それは不動産価格の下落の始まりと言うことになる。

3. 不動産業者への新規融資の状況と地価

不動産は、金融融資と密接な関係がある。

特に不動産業が業務拡大する場合には、銀行からの融資は不可欠である。

銀行からの融資を得て、不動産を購入し、不動産開発或いは不動産転売して利益を得、業務拡大を計る。

それを一つの不動産会社だけでなく、複数の不動産会社が行えば、土地は再生産出来ない性質のものであるから、土地購入獲得の競争が生じる。それによって、土地価格の上昇が引き起こされる。

不動産業への新規融資額がある限界を超すと、地価の暴走が生じ、不動産バブルが発生する。

その限界値について、私は、

- ・不動産業への資金流入量は年間3.5兆円
- ・総貸出額に対する割合は15%

の2条件であると分析する。

この2条件を越えた状態は、不動産バブルの域にあると判断する。

過去の不動産新規融資額の推移を見て、引き起こされた過去2回（今回の平成不動産ファンドバブルと平成元年の不動産バブル）の不動産バブルの状況を見てみる。

日本銀行発表のデータを下記に記す。単位は億円である。

年		総貸出額	不動産業	不動産業割合
1978	昭和53	147514	11293	0.077
1979	昭和54	165786	12354	0.075
1980	昭和55	157122	10403	0.066
1981	昭和56	176726	13712	0.078
1982	昭和57	181451	15837	0.087
1983	昭和58	188184	18876	0.1
1984	昭和59	209778	24870	0.119
1985	昭和60	252614	35091	0.139
1986	昭和61	302316	48843	0.162
1987	昭和62	428904	76770	0.179
1988	昭和63	436590	81271	0.186
1989	平成1	571904	104419	0.183
1990	平成2	570564	93840	0.164
1991	平成3	521730	70774	0.136
1992	平成4	490583	67180	0.137
1993	平成5	461673	67152	0.145
1994	平成6	462029	68813	0.149
1995	平成7	523964	77110	0.147
1996	平成8	502280	73448	0.146
1997	平成9	488257	73995	0.152
1998	平成10	466354	80178	0.172
1999	平成11	425689	69958	0.164
2000	平成12	431777	79064	0.183
2001	平成13	450316	86183	0.191
2002	平成14	435869	80647	0.185
2003	平成15	418798	68132	0.163
2004	平成16	407634	77841	0.191
2005	平成17	446204	93978	0.211
2006	平成18	418873	91591	0.219
2007	平成19	415501	100859	0.243
2008	平成20	402968	84072	0.209

最初の「平成不動産バブル」経済といわれるのは、昭和62年～平成2年(1987年～1990年)である。

その時の不動産業への新規貸出額と総貸出額に占める割合は、再記すると、次の通りである。千億円未満切り捨て。

1987年(昭和62年)	7.6兆円	17.9%
1988年(昭和63年)	8.1兆円	18.6%
1989年(平成元年)	10.4兆円	18.3%
1990年(平成2年)	9.3兆円	16.4%

昭和57年(1982年)の不動産業への新規貸出額は、1.5

兆円でしかなかった。総貸出額に占める割合も8.7%でしかない。

それが昭和63年(1988年)になると、5.4倍の8.1兆円の金が不動産業に流れ、翌年の平成元年(1989年)には2.3兆円増加されて、10.4兆円になるのである。

これが、土地価格高騰が引き起こした平成不動産バブル経済の原因となった金融の超過剰流動性の具体的な数値である。

銀行をつぶし、証券会社をつぶし、多くの大中小の企業をつぶし、その後15年間に及ぶ平成のデフレ大不況を作り出した元凶の証拠の数値である。

昭和60年までは製造業への貸出額が、不動産業の貸出額を上回っていた。

それが、昭和61年に逆転し、製造業への貸出額よりも不動産業の貸出額が上回ってきた。

平成バブル経済崩壊後、製造業への貸出額は減る一方であるにもかかわらず、不動産業の貸出額は、平成4年に6.7兆円まで下がったが、それ以後は傾向的に増加にある。

不動産業への貸出額割合は、平成13年には、バブル経済時の最高割合である18.6%を超え、19.1%になってしまった。

下がり続けていた渋谷の商業地の地価が底を打つのは、平成14年(2002年)である。それ以後上昇に転じる。

ゼロ金利政策と超金融緩和政策が、低迷する不動産の土地価格に、いよいよ影響し始めて来たのである。

平成17年では、製造業への貸出額はわずかに2.1兆円で、総貸出額に占める割合は4.8%であるのに比し、不動産業の貸出額は9.3兆円で、割合は21.1%である。製造業の4.4倍の金が、不動産業に流れているのである。

銀行の新規貸出額の20%を越える金額が、不動産業に流れている経済・金融状況は、異常とすべきでは無からうか。

平成16年(2004年)頃より、再び不動産業への新規貸出額が増加し始めた。

平成15年(2003年)	6.81兆円
平成16年(2004年)	7.78兆円
平成17年(2005年)	9.39兆円
平成18年(2006年)	9.15兆円
平成19年(2007年)	10.08兆円
平成20年(2008年)	8.40兆円

平成15年以降、不動産業への新規貸出額が増加し始めると、それに歩調を合わせるごとく東京の土地価格は上

昇し始めた。

平成17年から平成19年の前半までは、暴騰といえる地価上昇を示した。

それにより、一部東京の商業地の一等地は、平成元年のバブルの地価を越える価格水準までになった。

しかし、平成19年7月を境にして、地価は値下がりし、現在は暴落の状態にある。

平成19年の地価暴騰そして暴落現象を何と呼ぶか定かでないが、「平成不動産ファンドバブル」という名称で仮に呼ぶことにする。

平成不動産ファンドバブルは、平成17年(2005年)から生じ、平成19年7月に崩壊に向かう。

その平成19年の不動産業への国内銀行の新規貸出額は、10.08兆円である。翌平成20年の新規貸出額は8.4兆円と急激してしまった。

平成元年のバブルの時は10.4兆円であり、平成不動産バブルもいみじくも同じ10兆円と云う金額は同じである。

両バブルである平成元年のバブルは10.4兆円、平成不動産ファンドバブルは10.08兆円と、10兆円と云う貸出額の金額を記録して土地価格は暴落に向かった。

経済行為の自律能力か、不動産業年間新規貸出額「10兆円」という金額は、不動産業及び不動産価格にとって無関係では無く、大きな変動を与える数値ということを、2つの経済現象が教えてくれた。

4. 不動産価格の状況

① 東京の高級住宅地の地価はピークは2007年7月だった

野村不動産アーバンネットが、2007年7月27日に、2007年7月1日現在の東京区部51地点の住宅地の価格を発表した。

3ヶ月毎に、同社が調査して発表している住宅地価格動向である。

それによれば、2006年7月1日～2007年7月1日までの1年間で、上昇した場所と上昇率は次のごとくである。

1位	文京区千駄木2丁目(千駄木駅)	55.6%
2位	豊島区南長崎1丁目(駒込駅)	50.0%
2位	渋谷区神宮前4丁目(表参道駅)	50.0%
3位	港区南麻布5丁目(広尾駅)	46.6%
4位	新宿区矢来町(神楽坂駅)	44.7%
5位	渋谷区大山町(代々木上原駅)	42.9%

上記上昇率を見ると、都内の住宅地は依然として年率50%程度の上昇を示しているのかと思われるかもしれないが、表参道、広尾を除けば、上記地域は住宅地としては都内にあつては超高級住宅地の地域ではない。

つまり番町、青山、麻布、松涛、田園調布等の都内の超高級住宅地の価格は、上がるだけ上がり、その後追いつくごとき2番手、3番手の住宅地の価格が上がっていると考えられる。

直近の3ヶ月、6ヶ月の変動率を見ると、価格が同じもの、つまり変動率0%のものが増えている。

変動率0%の地点数を数えると下記のごとくである。

1年前	1件
6ヶ月前	8件
3ヶ月前	30件

1年前には変動率0%のものが、51地点の中で、1箇所しかなかった。

それが3ヶ月前、即ち2007年4月1日の調査の価格と2007年7月1日の調査の価格が同じものが30地点となったのである。

前記上昇率上位5位までの地点のものですら、その内の3地点は、直前3ヶ月前からの変動率は0%である。

これらの状況を見れば、東京区部の高級住宅地の価格は、2007年7月に天井を打ったか、或いは打ちつつあると考えられる。

② 地価の暴落

同じ野村アーバンネット調査による2007年7月時点と、2009年1月時点のいくつかの土地価格を下記に記す。

右端の率は変動率である。単位坪当たり万円

所在	2007年7月	2009年1月	変動率%
中央区明石町	500	360	▲28
港区赤坂8丁目	900	450	▲50
港区南麻布5丁目	850	560	▲34
渋谷区松涛1丁目	800	350	▲56
渋谷区神宮前4丁目	1,200	400	▲67
目黒区上目黒3丁目	500	300	▲40
大田区田園調布3丁目	420	310	▲26

2007年7月のピークの価格より2009年1月までの土地価格の下落は▲26%～▲67%で、凄まじい地価の下落である。

5. 土地総研・不動産業業況指数は的中した

財団法人土地総合研究所が、不動産業業況調査を国土交通省の委託を受け平成5年より開始し、平成15年からは同研究所の単独事業として行っている。

四半期ごとの不動産業業況DI値である。

不動産業業況DI値は、不動産業の経営状況の良いという回答から、悪いと言う回答を差し引いた値である。

良いという回答と悪いという回答が同数ならば、DI値は0ということである。

但し、土地総合研究所の場合「良い」・「悪い」の他に「やや良い」・「やや悪い」という回答項目があるため、DI値は下記のごとくで求められている。

$$\{(\text{良いとする回答数} \times 2 + \text{やや良いとする回答数}) - (\text{やや悪いとする回答数} + \text{悪いとする回答数} \times 2)\} \div 2 \div \text{全回答数} \times 100$$

このDI値調査は当初は住宅地だけであったが、平成13年7月より商業地(1月、7月のみ)も調査されるようになった。

その調査の最近のDI値は、下記のごとくである。

			住宅地	商業地
平成18年	(2006年)	1月	8.8	65.0
平成18年	(2006年)	4月	15.6	-
平成18年	(2006年)	7月	10.4	37.5
平成18年	(2006年)	10月	9.5	-
平成19年	(2007年)	1月	10.8	50.0
平成19年	(2007年)	4月	3.3	-
平成19年	(2007年)	7月	-4.1	13.6
平成19年	(2007年)	10月	-4.1	-
平成20年	(2008年)	1月	-27.5	-40.0
平成20年	(2008年)	4月	-33.6	-
平成20年	(2008年)	7月	-51.4	-72.2
平成20年	(2008年)	10月	-59.2	-

DI値が右下がり0をきる個所が、不動産業の経営状況が悪化に突入した時である。

不動産業の経営が悪化したということは、土地が売れなくなって収益が悪化し始めたということである。

土地が売れなくなるということは、土地を売主側の値

段で買う人が居ないことを示す。

そして、それは地価が下落する兆候を意味する。

上記のDI値を見ると、住宅地のDI値が右下がり0に突入するのは、平成19年4月～7月の間である。

商業地は、平成19年7月～平成20年1月の間である。

DI値が0を切る直前が、不動産業の経営の絶頂期と考えられる。

それは、

住宅地 平成19年4月

商業地 平成19年7月

である。

平成19年7月には遅くとも絶頂期にあり、それ以降不動産業経営は坂を転げ落ちるごとく急激に悪化する。

それは、平成20年7月の住宅地のDI値-51.4、商業地のDI値-72.2を見れば、その凄まじさが分かる。

リーマン・ブラザーズの経営破綻は、平成20年9月15日であるから、それ以前に日本の不動産業は、凄まじい経営悪化に突入していたのである。

人は、リーマン・ブラザーズの経営破綻から不動産業がおかしくなり、土地価格の暴落が始まったと言うが、そうでは無い。それ以前に既に不動産ファンダブブルははじけ、土地価格は暴落過程に入っていたのである。

平成20年9月15日以降、リーマン・ブラザーズの経営破綻が土地価格の暴落により拍車をかけることになるのである。

東京の土地価格は、2002年(平成14年)頃より少し上昇を始め、2007年(平成19年)7月に不動産ファンダブブルによる地価の異常な高値をつけると、そのあと急激に下落した。

この地価の動向と不動産業業況DI値とは無関係ではない。

不動産業の経営状況の分水嶺は、平成19年7月であり、また土地価格の不動産ファンダブブルの破裂も、その時期である。

不動産業業況DI値が0を切る時と、不動産ファンダブブルによる地価異常高値の時期とが、ぴたりと一致する。

不動産業業況DI値は、世界金融・経済の崩壊に起因する近い将来の不動産業の不況をちゃんと事前に教えてくれていた。

では、今後を予想するのにDI値の動きをどう見ておれば良いのか。



DI 値が右上がりでも0になった時が、不動産価格の下落の底と推定される。その時土地価格は下落から反転して上昇に転じる。

住宅地のDI 値-51.4、商業地のDI 値-72.2が、V字型カーブでそれぞれ右上がりでも0に急回復する事は考え難いことから、不動産の価格の下落は当分続くものと思われる。

DI 値がマイナスの数値が少なくなって上向き、右上がりでも0を切るのを注視している事だ。

下記に1998年(平成10年)からの住宅地のDI 値、2001年(平成13年)からの商業地のDI 値のグラフを記す。

グラフで見ると、不動産業の業況状況がはっきりと分かるであろう。

6. 結び

平成不動産ファンドバブルは、平成17年から始まって、平成19年7月で終わった。

平成19年7月を過ぎて、土地価格の暴落、不動産会社の倒産ラッシュが始まる。

リーマン・ブラザーズの平成20年9月の倒産が追いつちをかけて、日本経済、世界経済は大不況に突入してしまった。

土地価格の暴落、もしくは不動産業業況悪化がいつはじまるのが事前に把握出来るならば、経営者も全く異なった舵取りが出来たのではないかと推定される。

その土地価格の暴落、不動産業の業況悪化の時期を、

財団法人土地総合研究所が調査発表している不動産業業況のDI 値は予測していた。そしてその予測は的中した。

不動産業を営む経営者が、この土地総研DI 値を知って、経営判断にとり入れ、資金繰りの対応等を早めにとらなかつたことが惜まれる。

今回の不動産ファンドバブルによって、土地総研DI 値は、不動産業の業況状況を的確に反映していることが実証され、そのDI 値が有益であることがわかった。

今後は、経営者がこのDI 値を水先案内とすることによって、より良い不動産業経営が可能となるのではなかろうか。