

不動産開発事業に関わるリスクについて

昨今の厳しい経済情勢の中、不動産業界においては、今年に入ってから大手マンションデベロッパーの倒産が続いています。今回の豆知識では、マンションデベロッパーのような開発事業者の行う不動産開発事業に関わるリスクとはそもそも何であるか、不動産鑑定との関わりにも留意しながらまとめました。

1、「不動産開発事業」について

不動産鑑定においては、「開発法」という鑑定評価の手法があり、「開発法」はデベロッパー等の開発事業者の投資採算性に着目した手法です。具体的には、更地の鑑定評価に際して、土地の一体利用（分譲マンション等）または分割利用（戸建住宅の分譲等）を行う開発計画を想定して更地価格を求める方法です。今回はこれら2つのうち、特に一体利用のマンション開発事業 に関わるリスクについて取り上げました。

2、開発事業者の行動

不動産鑑定評価基準では、市場参加者の属性、行動、及び市場の需給動向等について市場分析を行った上で、鑑定評価の手法にその結果を反映することを求めています。

そこで、「開発法」でもこの市場分析を行うわけですが、開発法で想定している市場参加者はデベロッパーであり、ここでは高層分譲マンションデベロッパーを想定して、素地取得から販売完了までのプロセスと行動を概観します。

<デベロッパーの素地取得から販売までのプロセス>

分譲マンションデベロッパーの素地取得から販売までの行動は、概ね以下のとおりと考えられます。

- 素地の売り情報の入手
- 机上調査、現地調査、デューデリジェンス、ラフプランの作成
- 投資採算性の検討、購入価格の査定
- 土地売買契約、測量、設計、詳細市場調査
- 建築確認、近隣対策、モデルルーム工事
- 工事着工
- 販売活動
- 全体工期の管理（内覧、竣工、引渡し）
- 資金回収

3、マンション開発事業におけるリスク

上記2、のデベロッパーの行動の中では、様々なリスクが介在しますが、以下の表にその一覧をまとめました。ここでは、最後の運用段階で、賃貸経営を想定する場合のリスクも付け加えています。

＜マンション開発事業に関わる主なリスク＞

<p>①企画段階</p> <ul style="list-style-type: none"> ○土地選定… 立地判断・投資規模の誤り ○フィジビリティスタディ（※）… FSの誤り（見通しの甘いFS） ○資金調達… 資金調達の不調、調達スキームの変更 ○用地買収… 必要な土地が取得できない、 土地取得費の増大、用地買収のタイムオーバーラン、土地売買契約の不備、敷地に関わる不備（土壌汚染・地盤沈下・埋蔵文化財・敷地境界未確定・借地権、借家権の付着、処理・抵当権、地役権等の用益権付着、処理）
<p>②設計段階</p> <ul style="list-style-type: none"> ○許認可取得… 許認可取得の不調、許認可の恣意的運用、許認可制度・規制の強化・変更、許認可の指導に伴う開発コストの増大、許認可取得のタイムオーバーラン、近隣同意・業界等の同意 ○施設の設計… 設計ミス、設定条件の誤り、不完全な設計図書 ○工事の発注… 適正な競争の阻害、発注額の増大、施工者の選定ミス、発注条件・工事請負契約の曖昧さ ○フィジビリティスタディ（※）… マーケット条件（金利・販売価格等）の変化、競合条件の変化 ○事業スキームの確定… スキーム参加者の財務能力・実施能力、スキーム契約の不備、資金調達の不調、調達スキームの変更
<p>③建設段階</p> <ul style="list-style-type: none"> ○建設… 施工会社のデフォルト、信用不安等、施工品質の不良 工事ストップ、工期の遅延（タイムオーバーラン）、施工中の災害（火災、地震、人身事故等）、近隣とのトラブル、工事費の増大（コストオーバーラン） ○販売活動… 販売会社の販売能力・デフォルト・信用不安等、販売活動の遅延・延長・売れ残り、販売コストの増大、販売契約のキャンセル、金利上昇等によるエンドユーザー購入コストの増大、地価下落、経済恐慌等による販売環境の悪化

④運用段階

○資金回収・利益確定… 物件の売れ残り、値引き販売

○瑕疵担保… 顧客からのクレーム、販売物件の瑕疵

○賃貸運用（賃貸物件の場合）…

賃料の低下、空室率の上昇、借入金の金利上昇、返済不能、賃料の不払い等の賃貸借契約の債務不履行、テナント企業の倒産・撤退、無断転貸・無断増改築等、債務不履行のテナントの立ち退き、市場慣行の変化と税制・会計制度の改変、建物の老朽化・機能低下・陳腐化、維持管理コストの増大、リニューアルコストの増大、市場価値の低下

⑤共通

○事業主体（デベロッパー）のデフォルト、信用不安等

※「フィジビリティ・スタディ」

フィジビリティ・スタディとは、事業可能性調査、採算性調査のことです。

ある事業・プロジェクトを成功させようとする場合、その成立の可能性を考え、採算性など様々な観点からの検討を行います。

①②段階に関しては、デューデリジェンスの実施、規制がかかる法令の内容を十分に把握しておくこと、また行政側との折衝を十分に重ねることで、工事着工の遅れを防ぎますが、着工の遅れは追加的なコストを発生させます。③段階の建設に関しては、建設請負会社の信用悪化リスク、遅延リスク、近隣反対リスクが挙げられますが、建築確認を受けても、階数の高い大型マンションの建設には近隣住民が反対し、工期の遅延・規模縮小を迫られることもあり、景観の問題による高さ規制などに関しても法令が近年変わっているので、その変化にも対応しなければいけません。販売活動に関しては、対象物件の周辺の競合マンションの出現に留意し、売れ筋マンションの商品性や価格帯のデータを持つことが重要です。また、販売代理業者の信用悪化に備え、バックアップのために別の販売代理業者を選定しておくことが安全と言えます。

不動産市況の変動によっては、完成期に対象物件のマンション価格自体が下落することもありますので、経済・金融情勢の変化、地域および対象物件の競争力（地域性と個別性）等を分析し、長期の工期にわたる場合には、計画の中でマンション分譲総額の評価を保守的に設定しておくことも必要と考えられます。

これらを予測するためには、法律関係に関する資料（不動産売買契約書、工事請負契約書等）、開発用地のデューデリジェンスに関する資料（環境調査報告書、近隣説明に関する資料等）、建設予定建物の設計図面等、マンション販売予想に関する資料、スキーム概要の資料（販売の筋書き、費用の明細等）、財務資料（デベロッパー、建設会社他）を用いて精査することにより、リスク分析を行います。

4、不動産鑑定評価におけるリスクの取り扱いとその対応について

不動産鑑定評価手法の「開発法」の基本式は、

$$P = \frac{S}{(1+r)^{n1}} - \frac{B}{(1+r)^{n2}} - \frac{M}{(1+r)^{n3}}$$

で表されます。

P：開発法による土地価格
S：分譲販売総額
B：建物の建築費又は土地の造成費
M：付帯費用（販売費および一般管理費など）
n1：価格時点から販売時点までの期間
n2：価格時点から建築代金の支払い時点までの期間
n3：価格時点から付帯費用の支払い時点までの期間
r：投下資本収益率

このうち、rの「投下資本収益率」とは、開発事業者の投資採算性に基礎を置いた率として定義されますが、その構成要素は以下の通りです。

「投下資本収益率 = 借入金利率 + 開発利潤率 + 危険負担率」

不動産開発事業に関わるリスクについては、この危険負担率を高める要素となるので、リスクが高まるほど、rが高まります。

不動産開発事業においては、「不動産そのものに関するリスク（地理的位置の固定性、不動性（非移動性）、永続性（不変性）、不増性、個別性（非同質性、非代替性）等）」と「開発事業固有のリスク」が発生し、不確実性が高まります。具体的には、投資対象としてリスクがほとんどないとされているリスクフリーレート（例えば10年物の国債利回り）に、この2つのリスクプレミアムが加算されるのです。

不動産開発事業におけるリスクへの対応策としては、下記のような回避・移転・縮減といった手法があり、近年は変動の限界までシミュレーションする分析法や確率、統計等を活用する手法が普及しています。また、昨今の開発型の証券化によりリスクを低減させる案件が増加していることは確かです。しかし、元々の不動産開発事業におけるリスクが何たるかを理解しなければ、今後も多くのプロジェクトの成功はありえません。我々不動産鑑定士も、不動産に関わるリスク分析等の面でお役に立てるように努力いたします。

<リスクマネジメントの例>

回避	変動金利での借り入れは行わない。 ノンリコースローン（※）を使う。
移転	自然災害などは保険で損失をカバーする。 契約の工夫、オプションや先渡し取引でリスクをヘッジする。
縮減	投資成果の相関が低い多様な物件に分散投資するポートフォリオの活用。 初期投資の抑制（資金調達のローコスト化、建築コストを下げる）。

（※ノンリコースローンとは、事業から発生するキャッシュフロー（不動産の場合は賃貸収入及び売却代金）のみを返済原資とする融資。貸出人が求償できる範囲が、賃貸収入や売却代金に限定される。）