

スター・マイカ・ホールディングス株式会社
取締役会御中

2022年11月24日

企業価値向上施策提言書

1. はじめに

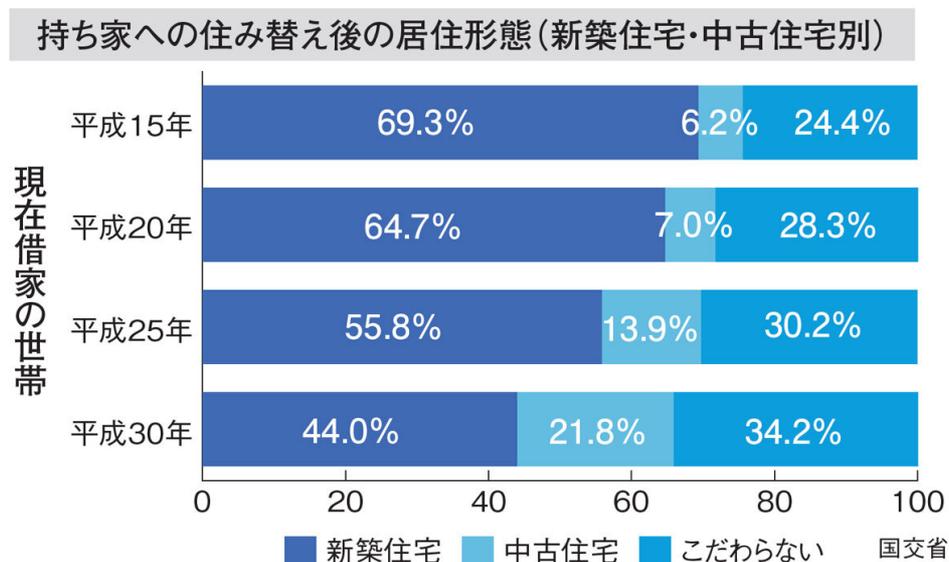
貴社は、1998年の創業、そして2019年の上場以来、水永社長の強力なリーダーシップの下、中古マンションの買取再販事業においてめざましい発展を遂げられて参りました。私、清水雄也も、以前の投資会社に在籍していた頃より水永様に何度もお目にかかり、説明会も何度もお邪魔してきました。

過去も株式を購入し長期保有させていただいたことがございますが、今年、何故また改めて株式を購入したのか、簡潔にご説明したいと存じます。貴社にとっては既知のことばかりかと存じますが、ご容赦いただきたく存じます。

(1) 購入理由① — 3つのマクロ的視点

先ず、市場の構造が明らかに変化した点です。国土交通省の調査（図表1）の通りですが、ここ10-20年程の間で日本人の住居選びにおける「新築」選好への神話が大きく変化してきており、遂に中古のマンションの取引が新築を上回る状況に至っております。新築のマンション価格が高騰しているという、現象面による消極的な選択の可能性もあろうかと存じますが、耐震基準に対する信頼が醸成されてきたこと、また国民生活全般に、中古で何かを取得することに対するそこはかとない忌避感がサステナブル消費、シェアリングエコノミーの台頭によって大きく変化してきたこと、さらには、コロナ禍でのリモートワークにより人々の自宅での生活時間が増え、同じ価格帯であれば、中古であっても生活し易い、広めの物件を選択する人々が増えているという時代性における前向きな背景も同時に大きいのであろうと存じます。

図表 1 : 住生活総合調査

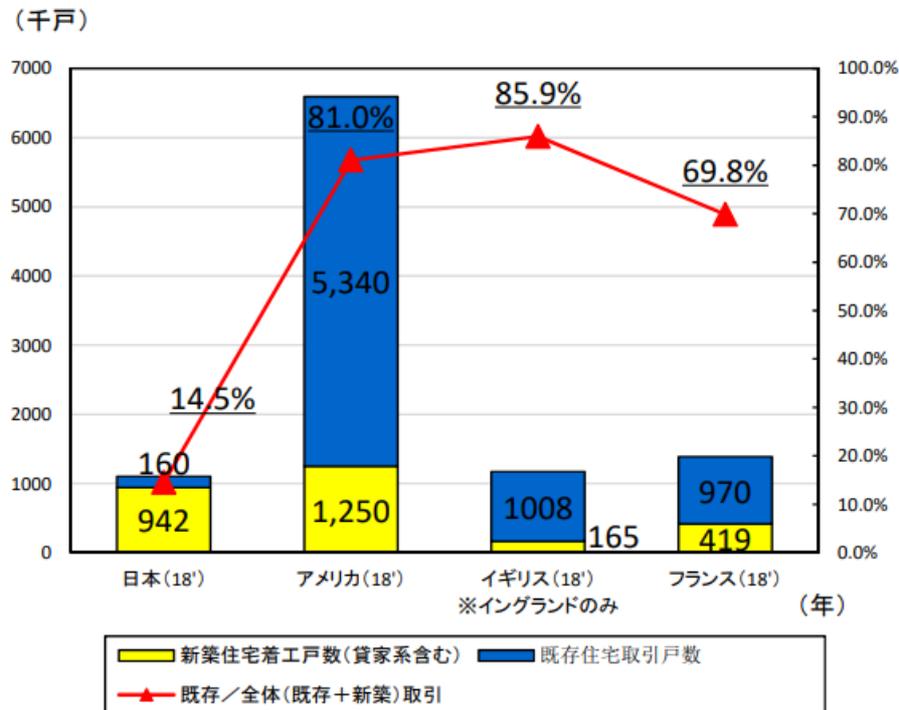


(出所) 平成 30 年国土交通省住生活総合調査、リフォーム産業新聞

次に、今後の潜在市場の大きさです。中古の住宅取引の現状は、貴社も度々引用される次頁各国比較の図表 2 にあります通り、日本はまだまだこれでも黎明期と言えます。既にマンションストックが積みあがっており、人々の生活スタイルや人生設計の多様化によりモビリティ（住み替えの頻度）が上がり、さらに、既に人口減少時代に入っていることで、ESGの観点からも、社会インフラの有効活用の観点からも、Co2排出が多い新築のマンション供給を無尽蔵に増やすより都市部の中古マンションを再生し、人流の再活性化を図ることは日本全体としても極めて望ましい方向性であるとのコンセンサスが醸成されつつあると考えております。

そのような市場と時代のニーズの接点におられるのが、貴社をはじめとする数社なのだと感じております。

図表 2 : 既存住宅流通シェアの国際比較

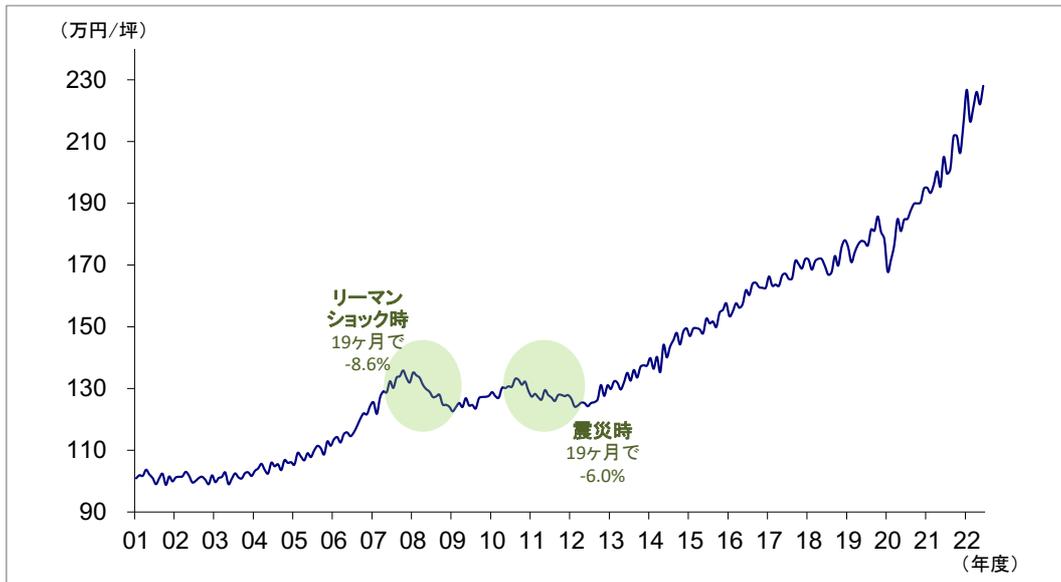


(出所) 国土交通省資料「既存住宅市場の活性化について」より

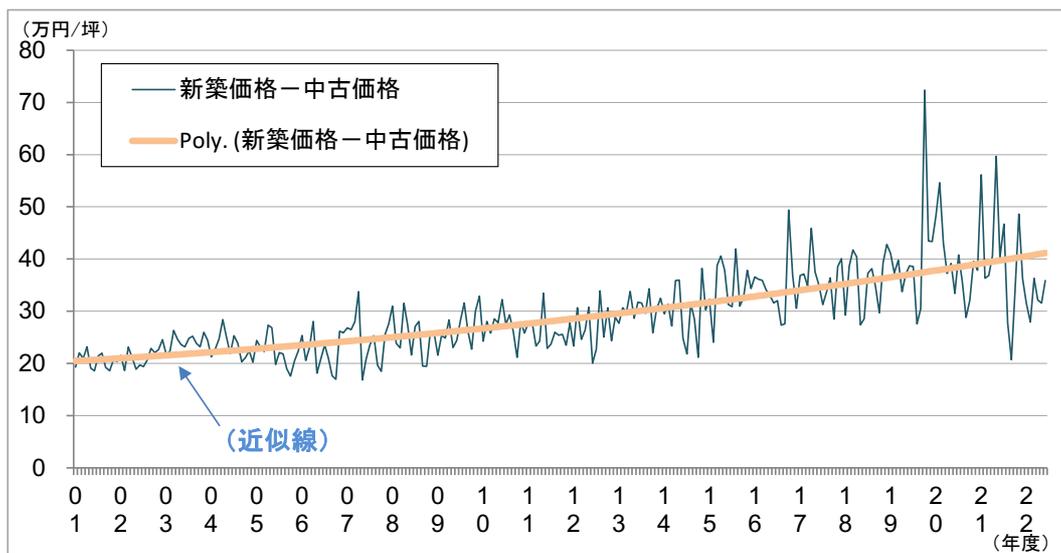
最後に、首都圏中古マンション市場の価格下方弾性値が高いという歴史的事実です。まずは次頁の図表 3-a をご覧ください。皆さま高覧の、中古マンションの取引価格の推移です。低金利の上に住宅優遇税政策もあり、活況な取引が続いており、新築価格が高騰している傍で、中古マンション価格も上昇を続けております。

しかし、図表 3-b でさらに興味深いことにその価格差は縮まるどころか、過去 20 年かけて坪当たり 20 万円からおおよそ 40 万円程度に広がっております。これは、新築の場合、今でも購入者のエモーショナルバリューが入り込む余地が大きく、プレミアムが付与される傾向が背景にあると推測しますが、中古マンションの価格付けが相対的に合理的である一つの査証であると考えます。

図表 3-a : 首都圏中古マンション成約価格推移



図表 3-b : 坪当たりマンション成約単価、新築と中古の差額推移



(出所) a, b 共に東日本不動産流通機構、野村證券、Hibiki 加工

また、図表 3-a 内の、定点観測 (●部分) から分かるのは、世界的な規模での景気悪化と資本市場の逆回転を引き起こしたリーマンショックの 2007 年~2008 年や震災時 (2011 年) においても中古マンション価格の下落は 10%未満と小ぶりにとどまっていることです。このように、市況が悪いときであっても実需による下支えが常に存在しているのが中古住宅市場の特徴であり、景況感のブレによる価格変動が激しい不動産市場の中でも安定性の面からみて良い面でもあると言えるでしょう。

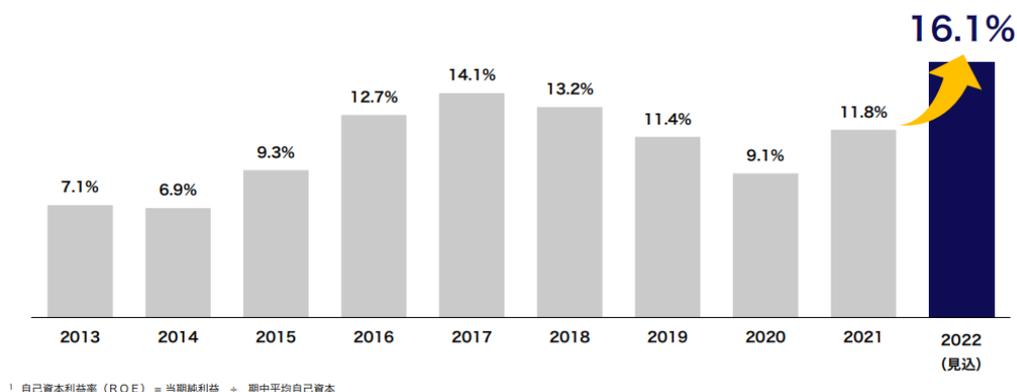
(2) 購入理由② — 個別要因

貴社は、水永創業社長の下、早くからマンションの買取再生販売事業を手掛けてきており、特に、同業他社が在庫回転を優先させるために敬遠しがちな、テナント入居中のマンション物件を積極的に仕入れるビジネスモデルは、極めてユニークで特筆に値し、ここ数年ではそのような物件からの賃貸収入が粗利益の30-40%を占めるようになっており、安定収入確保に寄与しております。入居中物件購入の上で銀行団から融資を受けられるトラックレコードがあることも貴社の差別化要因となっています。反面、テナントが退去するまでリフォームをできない期間が平均すると2-3年あり、在庫回転率を敢えて犠牲にする面があるのだと感じております。

とはいえ、そのような在庫リスクを負った上でも、仕入れの価格付けが適正であるが故に、リーマンショック時や、東日本大震災時に、中古不動産市況が前年比でマイナスになった時でも減益幅を20%以下に抑えたことは貴社の在庫マネジメントが極めて秀逸であることを現わしていると感じております。これまで、着実に在庫不動産の含み益を積み重ねてきており、2022年8月時点における3,707戸、金額ベースで803億円の販売用不動産在庫の含み益も多額に及んでいると推測されます。

ROEについては近年10%前後で推移してきています(図表4)が、2022年には利益の順調な積み上げのみならず、発行済み株式の10%程度の自己株買いと消却も行い、一株利益もその分増加することになりROEも一気に上昇する見込みとなっております。このように事業面に限らず、株主還元に関して意欲的な姿勢を示されてきており、株主として貴社の株価及び企業価値向上への強いコミットメントを感じさせていただいております。

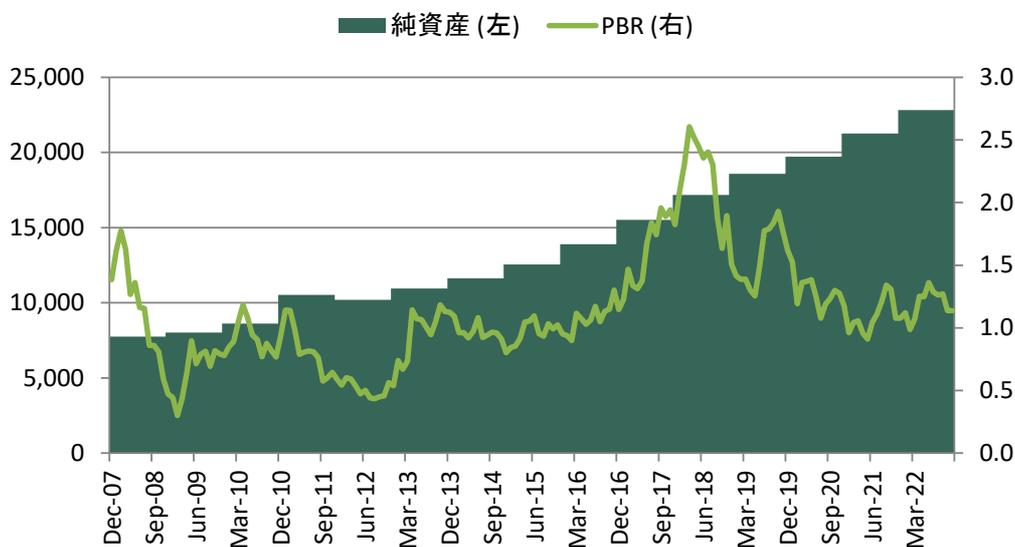
図表4：2013年からのROEの推移



(出所) 貴社説明会資料

しかしながら、このように同業他社には真似しにくい、ユニークな事業モデルと成長、そして適切なバランスシートマネジメントと高い ROE の実績にも関わらず、図表 5 の通り、市場による PBR の評価では、今現在でも 1 倍程度と、売上利益拡大局面と ROE 改善局面が同時に到来している足元の状況からすると、大変物足りなく私どもにとりましては割安に映る次第です。

図表 5：純資産と PBR の推移



(出所) Hibiki

(3) 購入理由③ — 個社の限界を超えた非連続な成長期待、もしくはMBO

貴社は、黎明期よりマンション買取再販事業を中心に営んでおり、通常の不動産売買業や投資業と異なり、事業は比較的安定しており、その特徴には安心感を持たせていただいております。そして、その特徴は実は同業と言われる、株式会社イーグランド（「イーグランド社」）や株式会社インテリックス（「インテリックス社」）、木造戸建ての再生事業である株式会社カチタス（「カチタス社」）、そして山口県、福岡県中心の株式会社東武住販（「東武住販社」）も同様です。今までニッチと考えられてきた住宅不動産再生市場が、サステナビリティの流れや、今後の国土交通省の住宅政策もあり、一躍不動産市場の中心に躍り出る可能性に対し期待を持っております。

そのような中で、今後多少不動産市況の悪化などあっても、貴社は事業拡大及び利益拡大が期待できると私ども踏んでおりますが、それをさらに業界全体の流れとして合従連衡が出来ないか、という期待をしております。また、そのような大きい流れを

生み出す上で、一旦非上場化などの戦略もありなのではないか、と感じておる次第です。詳しくは後述の「3. 3つのご提言」内で触れさせていただきます。

まずは、不動産関連株式全体を覆っているバリュエーションの低下の事実に関する私ども投資家から見た分析及び所感に関して綴らせていただきます。

2. 不動産・住宅関連株の市場における評価の全体的低迷

実は、日本の資本市場で不動産及び不動産や住宅に関連する事業を営む企業の株価が全体的に低迷し、地盤沈下を起こしております。東証株価指数における不動産・住宅セクターの比率を図表6に示しましたが、2000年代初頭の不良債権問題、リーマンショック、及び震災を乗り越え2013年4月に4%のピークを付けた後、ほぼ一貫して下落を続け、2022年9月末現在は2.0%となっております。

図表6：東証株価指数における不動産セクターのウェイト



(出所) ブルームバーグ

これは、この間の日本の不動産価格が、商業地も住宅地も「下落から上昇」に転換してきた追い風の環境下、私どもの直感に逆行する意外な傾向です。そこで、貴社の株価が何故私どもが割安と感じるレベルに放置されてしまうのか、という個別要素を考える前に、この市場を覆いつくす全体傾向について少し掘り下げていきたいと考えます。まず、「不動産関連企業」と言っても上場形態も様々な形がありますが、私どものような市場参加者がどのように頭の中で整理しているかということ、大手不動産賃貸業、J-REIT、その他不動産新興企業、という大きい3くくりとなります。

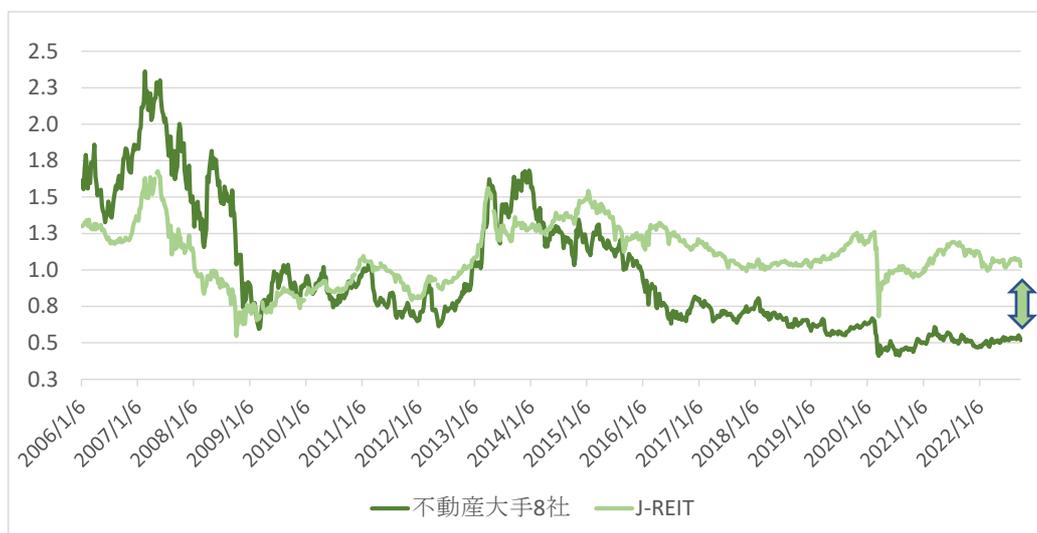
大手不動産賃貸業は、言わずと知れた三井、三菱、住友を筆頭とする「地主業」であり、投資家は概ね各社の資産の価値と含み益、そして今後の開発プロジェクトの価

値などを分析して評価を行います。そして、大手不動産会社をスポンサーに持つことが多い J-REIT（上場不動産投資信託）は、各社の物件価値、配当の安定性及び利回りの水準、賃料の内部成長、ポートフォリオを入れ替える外部成長の巧拙などに注目します。最後に、その他の不動産関連企業は、業務も多岐にわたるため、その事業（売上、及び利益）そのものの独自性、成長性、そして株価としては、通例の PER、ROE の水準及び方向性と PBR など総合的に株価を判断していくこととなります。

（1）大手不動産企業の評価の低迷

そこでご覧いただきたいのが、図表 7 です。これは、大手不動産賃貸業 8 社と J-REIT 市場の Price-to-NAV（税引き後株価純資産倍率、“P/NAV”）を比較したものです。P/NAV とは、各社の主要資産（不動産）を鑑定ベース評価などで実勢の価値に近く評価替えをし、税引き後での残余価値と時価総額を比較したものです。時価ベースの実質 PBR（株価純資産倍率）とご理解いただければ幸いです。

図表 7：大手不動産株と J-REIT の P/NAV 倍率

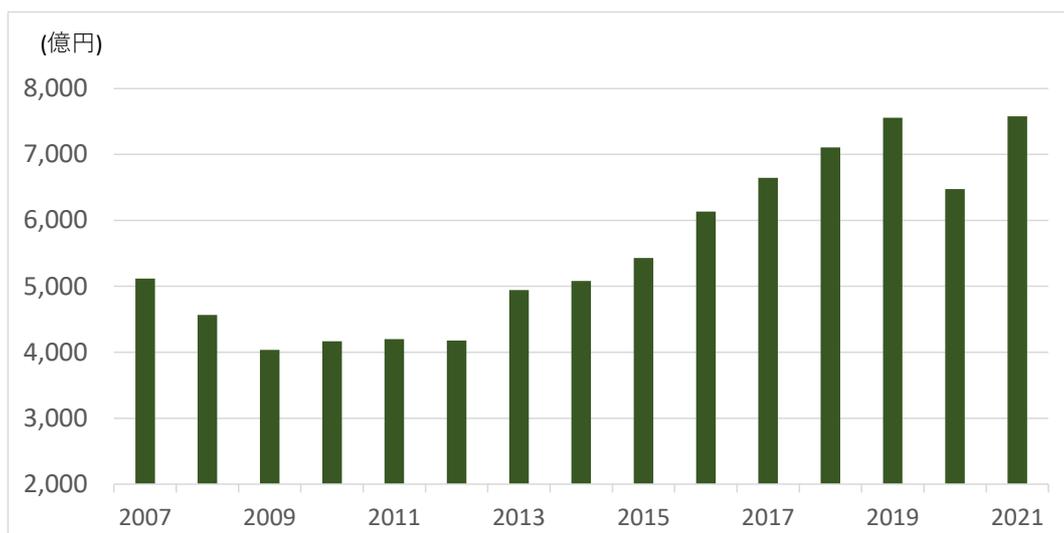


（出所） SMBC 日興証券、Hibiki 加工

丁度東証株価指数全体に対する比率がピークを打った 2013 年頃を境に、大手不動産賃貸業 8 社の P/NAV 倍率（濃い緑）がほぼ一貫して下落傾向にあり、足元では 0.5 倍程度（つまり修正純資産の半分でしか市場で評価されていない）という現実です。対照的に、J-REIT の P/NAV はコロナショックで一旦大きく低下したものの、過去 10 年間で概ね上場していることの意義を保持できると考えられる 1.0 倍を挟む動きとなっています。2013 年までは両者が上下動に関して並行して動くことが趨勢でしたが、それ以降関係性が変化しております。

2012 年の第二次安倍政権の発足と、2013 年の日銀の極端な金融緩和政策（いわゆる黒田バズーカ政策）により実物不動産市況が活性化したことにより大手不動産賃貸 3 社（三井、三菱、住友）の営業利益はこの 10 年で 4,000 億円強から 7,500 億円強まで大きく膨らみました（図表 8）。

図表 8：大手不動産賃貸 3 社の合計営業利益推移



（出所）ブルームバーグ、Hibiki 加工

それにも関わらず、J-REIT と大手不動産でこのような Valuation の開きにつながったことは大きな謎とも言えますが、市場価格を決定するのは投資家の動きとなるので、結果的に、投資家が（J-REIT との相対比較で）大手不動産株を購入しなかった、ということになります。何故購入しなかったのか、私どもの私見による仮説の域を出ませんが、2 点あげられると考えます。(i) J-REIT の税制優遇措置、そして、(ii) 投資家の不動産投資多様化、です。

先ず、(i)についてですが、ご高覧の通り、大手不動産賃貸業は、一般的な株式会社と同様で、配当原資が法人税支払い後の利益からとなり、元々原資が限られている上に、過去から蓄積した含み益を実現する（＝多額の税金が発生）ことを回避するインセンティブが働き、投資家が含み益をキャッシュの形で享受出来る機会が小さいと考えられているのですが、J-REIT は収益をほぼ全額配当することで法人税を免除される優遇措置があることから、賃料の上昇等の増益効果を税金を介さない配当の形で投資家がダイレクトに享受できる魅力が発足から 20 年を経て市場に浸透してきたことが挙げられます。

また、(ii)の投資家の手法の多様化ですが、個人投資家にとっては J-REIT 市場が発足し安定化したこと、そして私的・公的年金や大学基金といった大手投資機関にとっては、運用を高度化し、実物不動産や J-REIT、及び私募 REIT などのスキームを活用しつつ多額の資金を直接投下して利回りと資産価値の最大化を効率的に図ることが出来るようになったこと、等により、敢えて大手不動産「株」を購入すべき理由が減っていることが推測されます。

このように、株式市場における不動産セクターの頂点ともいえる立場を担ってきた不動産賃貸大手の株価も、東証株価指数の中での存在感を急速に失いつつあり、長期的にバリュエーションが低迷を続けているということは、上場不動産業界全体にとってもある意味不都合な真実とも言えましょう。

（2）新興不動産企業の株価評価の低迷

大手不動産会社の株価でさえこのような状況にある中、新興不動産企業の市場からの評価はどうでしょうか。大手不動産のような賃貸保有物件の価値との対比となる分析が適切ではないので、11月7日付株価にて単純な PBR と ROE を起点として分析してみました。尚、上場新興不動産会社の定義は様々ありますが、弊社では、以下のクライテリアで規模が比較的小さい 24 社をピックアップしています。

- ① 住宅、不動産の売買に係るビジネスを展開している
- ② 時価総額 2,000 億円以下、40 億円以上
- ③ 安定賃貸収入が収益の過半では「ない」

図表 9：新興 24 社の主要指標、及び株価逆算インプライド指標

	PBR(倍)	時価総額 (10億円)	ROE (%, 3年平均)	理論株主資本 コスト(%)	理論PBR (倍)	実勢PBR との差	インプライド 株主資本 コスト(%)	インプライド 永久成長率(%)
A社	0.31	20.0	6.1%	6.1%	1.00	-0.68	16.7%	-10.6%
B社	0.37	5.9	5.2%	4.6%	1.12	-0.75	14.1%	-9.5%
C社	0.40	4.9	6.8%	6.1%	1.12	-0.72	8.6%	-2.5%
D社	0.45	44.0	13.4%	6.3%	2.13	-1.68	26.3%	-20.0%
E社	0.46	11.3	5.2%	5.8%	0.90	-0.44	10.3%	-4.5%
F社	0.50	28.4	10.2%	5.9%	1.74	-1.24	19.6%	-13.7%
G社	0.48	8.0	4.4%	4.7%	0.94	-0.46	9.1%	-4.4%
H社	0.48	22.8	7.6%	6.5%	1.17	-0.69	15.3%	-8.8%
I社	0.54	15.2	7.7%	5.6%	1.38	-0.83	17.1%	-11.6%
J社	0.51	17.6	7.3%	7.1%	1.02	-0.51	10.9%	-3.8%
K社	0.58	12.6	14.0%	6.5%	2.18	-1.60	14.5%	-8.1%
L社	0.62	22.1	12.3%	5.4%	2.26	-1.64	18.6%	-13.2%
M社	0.69	46.5	10.2%	6.0%	1.70	-1.01	23.5%	-17.5%
N社	0.74	55.7	11.7%	6.5%	1.80	-1.06	13.1%	-6.7%
O社	0.78	4.5	12.2%	5.1%	2.39	-1.61	14.8%	-9.7%
P社	0.87	27.9	6.3%	6.9%	0.92	-0.05	9.7%	-2.8%
Q社	0.93	68.3	10.7%	5.8%	1.87	-0.93	10.2%	-4.5%
R社	0.92	103.5	9.4%	8.7%	1.09	-0.17	9.6%	-0.9%
S社	0.94	9.8	14.3%	7.7%	1.87	-0.93	19.5%	-11.8%
T社	1.12	23.6	10.7%	5.2%	2.06	-0.94	14.1%	-8.9%
貴社	1.07	44.7	10.6%	5.6%	1.89	-0.82	12.8%	-7.2%
V社	1.20	16.7	12.3%	6.7%	1.84	-0.64	11.7%	-5.1%
W社	1.55	69.6	33.4%	10.5%	3.17	-1.62	21.6%	-11.0%
X社	2.31	67.5	28.4%	7.2%	3.93	-1.63	12.5%	-5.2%
α社	0.97	750.9	13.9%	6.9%	2.00	-1.03	15.0%	-8.0%

(※)各用語の定義及びご説明は Appendix 1 に記載しております。尚、上記はあくまで弊社内の様々な係数前提による分析であり、相対的な評価及び特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨を行うものではありません。

(出所) ブルームバーグ、Hibiki 加工

各社に対するコメントはこちらでは差し控えますが、貴社の場合は、理論的な株主資本コスト（弊社想定）の 5.6%と過去 3 年平均 ROE10.6%から想定される「理論 PBR 倍率」は 1.89x (10.6/5.6) となりますが、実際 1.07x と、0.82 ものディスカウント状態にあります。

また、各社を時価総額の大きさにて加重平均の形でウェイト付けし、24社が1つの統合会社（α社）と少々荒っぽく仮定した場合、理論株主資本コスト 6.9%（6.9%部分）に対して ROE が 13.9%（13.9%部分）もあることから理論 PBR 倍率は 2.0x (13.9/6.9) あっても良いと想定されますが、実際は0.97xとなっており、1.03x相当も（1.03部分）の大きいディスカウントとなっております。大手不動産株式でも一定指標でディスカウント状態である中、新興不動産の株価となると ROE が資本コストより大幅に高い場合でも PBR が 1x を割り込んでいる状態が常態化してしまっています。

この仮想α社の PER 倍率の逆算として計算される、インプライド株主資本コストは 15.0%となり、投資家がα社に投資するにあたって要求すると示唆されるリターンが 15%になることが市場の数値から示されており、逆に言うと、理論的な資本コストの 6.9%が正しいと仮定した場合、-8.0%（四捨五入）の永久成長率（乃ち年間の成長率 -8% が永遠に続く）という前提になっております¹。

これは、常識的に考えるとおかしいと感じるようなレベルですが、こういった現象が実は現在の日本株式市場の、特に中小型株といわれる比較的時価総額の小さい企業のユニバースのいたるところで起こっているのです。このような、全体を俯瞰して厳しい、という現実が行間において指し示すのは「同業や似た業種を比べて他社より少しだけ良いこと、少しだけ差別化されていることをしていれば市場で評価される」ということが幻想であるということではないでしょうか。しかし、ではどうすれば良いのか？については、新興不動産企業の市場での評価を分析することによって多少の示唆（ヒント）が得られます。

（3）処方箋へのヒント—新興不動産セクター内の分析

ここでは、新興不動産セクター内で「実際何が評価の高低につながっているか」を特に PBR 倍率の高低を中心にして分析してみました。直近の株価（11月7日）を使い、①PBR、②PER（実績²）、③時価総額、④株主資本規模、⑤過去3か月取引金額、のそれぞれの相関係数を比較すると以下ようになります。尚、緑のセルは、相関係数が 0.5 以上と（正の）相関があると目される関係を示しております。

図表 10：様々な指標同志の相関係数

	PBR	PER	時価 総額	株主 資本額	3年平均 ROE	過去6か月 平均売買高
PBR	1.00	0.00	0.53	-0.07	0.80	0.87
PER		1.00	0.00	-0.17	-0.35	-0.07
時価総額			1.00	0.76	0.41	0.70
株主資本額				1.00	-0.01	0.18
3年平均ROE					1.00	0.74
過去6か月 平均売買高						1.00

（出所）ブルームバーグ、Hibiki 加工

¹ Appendix 1 にてこの計算式のご説明をしております

² 実績値に特殊要因（特益特損等）がある場合はその特殊要因を排除

PBR の高低に対して正の相関が認められているのは、ROE (0.80) と平均売買高 (0.87) となります。これは、想像通りかと存じます。しかし、その次に相関が高いのが時価総額 (0.53) というのは興味深い内容です。因果関係ははっきりしませんが、ROE と売買高及び時価総額は PBR に正の関係があるということです³。

つまり、このデータによると、PBR を実力に見合ったレベルに高める上で、①ROE をさらに向上させていく施策、②IR 戦術のみならず配当政策や自社株買い等で注目度を高め、売買高を促進する施策、などが有効であり、市場で注目を浴び、時価総額が増えることにより、相互作用として PBR も上昇する関係があることを示唆しているようです。

しかし、先ほどから申し上げているように、この新興不動産というセクターの内部で多少の優劣があろうと、実は全体的に水準が低く、株価がそのうちに正当に評価されるようになる可能性は決して高くはないということです。企業独自の配当施策や、目を見張る自社株買いの発表など、個別の施策で圧倒的に市場を驚かすことが肝要であり、そこには、一上場企業として、閑散としつつある日本の株式市場で、周りの目を気にせずに、独自路線で孤軍奮闘するような覚悟が必要となってくると考えます。反対に申し上げるとその覚悟でもって（言葉が悪いかもしれませんが）抜きんでて目立たないと上場している意義を享受できないリスクが大きくなっているということです。

3. 3つのご提言

このように、一上場企業として単独で高く評価されるのには、財務的、IR 的、そして時価総額をあげるハードルも含め、逆風の環境下です。しかしそれを達成する上での強い個別企業としてのアクションは勿論ですが、それとは別に、さらに是非ご検討いただきたい、3つの施策を掲げさせていただきます。

- (1) 「サステナブル住宅(マンション)」へブランディング変更
- (2) 合従連衡の検討
- (3) 単独もしくは共同による MBO の検討

各項目につき以下で少しご説明させていただきます。

³ 相関関係につき各社の位置を図式化したものを Appendix2 に記載しております

(1) サステナブル住宅（マンション）へ業界を挙げてブランディング変更

はじめに、で申し上げました通り、貴社の「中古マンション売買」領域は消費者からも注目が高まり、しかもサステナビリティと ESG の波に乗っており、単なる不動産セクターの一部という範疇を超えてチャンスであると一投資家として感じます。ご承知の通り、資産価格の上昇や職住近接志向、都市部への需要集中等を背景とした物件価格高騰、そして日本人の実質賃金の低迷がダブルパンチとなり日本の住宅価格の年収倍率は英米比でも高くなってしまっています（図表 1 1）。

図 1 1：住宅価格の年収倍率（米英仏との比較）

国名	年	単位	新築住宅 価格(A)	世帯年収 (B)	(A/B) 倍
アメリカ	2019	ドル	321,500	65,712	4.89
イギリス	2020	ポンド	251,500	47,856	5.26
フランス	2019	ユーロ	278,229	74,408	3.74
日本	2020	万円	4,971	741	6.71

(出所) 国土交通省『住宅経済関連データ』

これは、生活者にとっては厳しい環境ですが、反対に貴社や同業他社にとってはある種プル型ともいえるべき需要増加の環境が整ってきたとも言えます。今回ご提案したいのは、貴社の優れた再生型のマンションをもっと多くの人に届け、その暮らしを豊かにしていくには、個社のブランディングを超えてよりプッシュ型の打ち出し方法があるのではないかと、という点です。

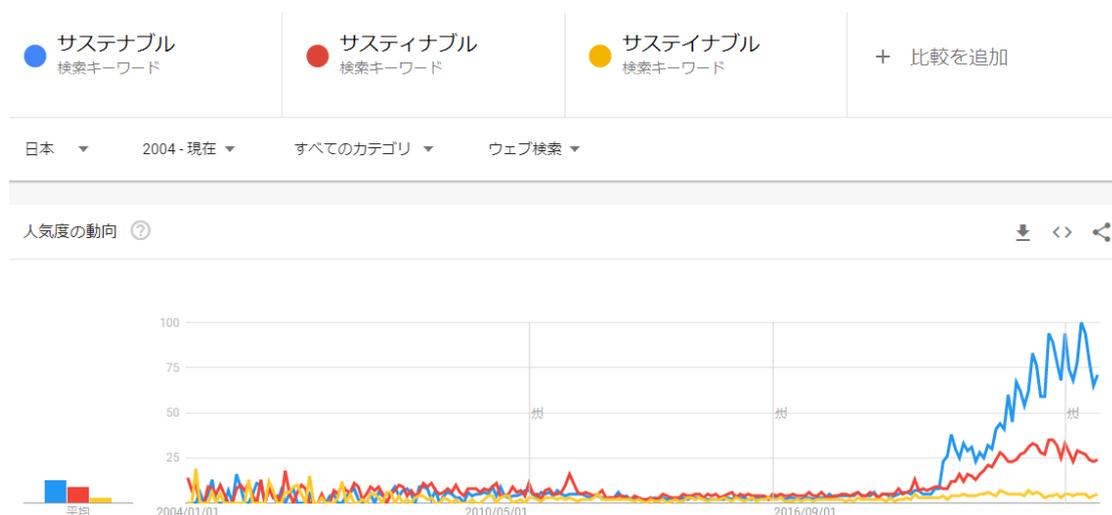
やや突拍子もない意見に聞こえるかもしれませんが、「中古マンション」「リノベーションマンション」「マンション買取再販」とあまり一般的に定義が定まっていない呼称を、業界全体で、ある一定の基準を設けた上で「サステナブル住宅(マンション)事業」に思い切って言い換えてしまうのはいかがでしょうか。実際に、貴社も参加されている一般社団法人リノベーション協議会という、多業種の 800 社を超える様々な企業が結集しリノベーション・リフォームの技術的側面を中心にして適合 R 住宅や安心 R 住宅という基準を策定して住宅の再生技術の普及活動を図っておられる団体があるかと存じますが、これは居住者の自身のマンションや戸建て住宅をリフォームする場合なども含み、施工の内容の適合性を主に監督するような協議会となっております

し、参加者も広範に及び、その参加主体の意図自体も大変広範にわたる団体となります。これに上乘せする形で、例えば、貴社を含む同業の上場トップ企業が何等かの基準を定め、皆さまの販売されるマンションそのものに対して「**サステナブル住宅(マンション)**」という呼称を使うことで、中古マンションの買取再販事業自体の社会的な意義、また ESG 的な意義により着目されると感じております。

私ども投資の仕事をしておりまして、サステナビリティにまつわるニュースフローを耳にしない日はありません。これは皆さま経営者も同じかと存じます。グローバルには特に脱炭素の文脈で語られることが多いですが、SDGs 達成に向けた目標設定や ESG の 3 要素から見た投資の切り口であったり、その利活用場面は多岐にわたります。ゴーイング・コンサーンである株式会社にとって、自社の事業、従業員、顧客、投資家…全てのステイクホルダーとの関係を持続・発展させていくことはその使命の主たるものであり、ステイクホルダーに私たちの暮らしがよって立つ自然環境が含まれることには異論の余地がありません。サステナビリティの推進は一過性のブームでは決してなく、これまでも追及されるべきであったテーマに、より多くの人と組織が気付く、強い関心を向けるようになったものと私どもは受け止めています。

図表 1 2 をご覧ください。こちらは Google トレンドで「サステナブル」「サスティナブル」「サステイナブル」のキーワードの人気度を比べたものです。数年前と比較にならないほどの関心が寄せられていることがわかります。

図表 1 2 : 「サステナブル」「サスティナブル」「サステイナブル」 検索



(出所) Google トレンド

新型コロナウイルスの感染拡大に先立つ 2019 年 6 月頃から、爆発的な検索インタレストを得ています。カタカナ表記では「サステナブル」が「サスティナブル」の 4 倍、

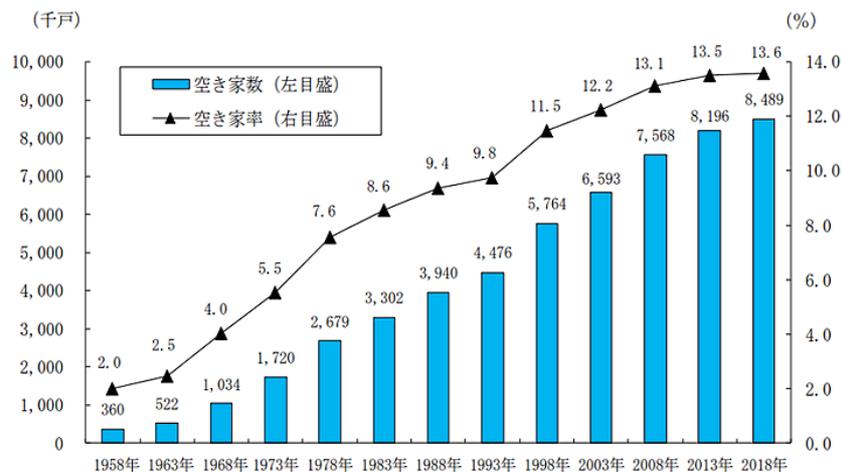
「サステナブル」の10倍程度の利用頻度であるようです。これからこの呼称を使うなら「サステナブルマンション」が良いと感じます。

貴社及び同業他社が過去から築き上げたユニークなビジネスモデルの呼び名を、同業一丸となり少し変えるだけで、資本市場や労働市場における貴社を見る目に変化を与え、「新興不動産会社」のワン・オブ・ゼムの評価から脱却するきっかけの一つにもなり得ます。未だに「中古」という響きに横たわる「セカンドライン」のニュアンスをなくし、長期にわたって価値を高めていける資産であるとの再定義は日本の新築至上主義に風穴を開けることにはなっていないのでしょうか。後に述べる空き家問題もそうですが、社会課題の解決にヒト・カネ・注目の集まる時代にあって、これをやらないのは勿体ないと考えます。

前述の図表2にある通り、現在15%に留まる中古住宅の全体の取引に対するシェアが、例えば米英水準の80-90%までとはいかずとも、その半分の40%になると仮定するといかがでしょうか。それだけでも流通戸数が約2.7倍に膨らむ計算になります。仮に全住宅流通量が横ばいで100万戸程度であると仮定すると、+25万戸の取引が未だ顕在化していない市場として試算できます。1戸当たりの平均取引単価が2,000万円であれば、実に5兆円規模の潜在的な市場となります。実際には首都圏・大都市圏とそれ以外でビジネスの進め方と難度が大いに異なることと理解しておりますが、それでもこの変数がもたらすインパクトは甚大なものであり、マーケットの裾野拡大は非常に重要な論点であると考えます。

また、サステナビリティの観点からでいうと、我が国の家余りは深刻であり、人口及び世帯数の減少が進む中、当面の間、歯止めがかからないであろうことが予測されます。取得可能な最新の調査で、空き家率こそ13.6%でほぼ横ばいの状況となりましたが、空き家数は過去最高の約850万戸に到達しました。

図表 1 3 : 全国の空き家数及び空き家率の推移



(出所) 総務省統計局『平成 30 年住宅・土地統計調査』

空き家問題の多くは戸建て住宅の問題ではありますが、マンションにもその足音は忍び寄っています。全国のマンションストック総数は 2017 年末時点で約 650 万戸あり、その内築 30 年以上のマンションは、およそ 185 万戸、そしてうち 40%にあたる 73 万戸は築 40 年以上となっています。管理組合の高齢化に伴って、大規模修繕や建て替えなどの意思決定に機能不全の発生するケースが今後増加していくことが予想されます。こうした機能不全を防ぐためにも住宅オーナーシップの流動化は大切です。1 戸から購入してリノベーションを実施する貴社のビジネスを領域を超えて、大規模修繕や建て替え（及びそれに伴う住み替え）など、マンション管理のサステナビリティ向上にも寄与していくそういった仕組みづくりは、すぐに収益化することが困難であると想定されるからこそ、個社の限界を超えて業界相乗りで開拓できる部分ではないでしょうか。

(2) 合従連衡の検討

貴社含め、マンション再生領域は、市場の将来性もあり、サステナビリティの流れの後押しもあり、単独企業として十分に生き残っていくことに疑念の余地はありません。しかし、それでいいのでしょうか？改めて上場している意味について考えた場合、合従連衡というシナリオも必要ではないか、というご提言です。経営権や事業運営の方針など、検討せねばならない沢山の問題もあり、容易ではないことを十分に存じ上

げており、少々荒っぽい表現になってしまうことを承知の上で敢えて申し上げております。

改めて、再生マンション領域をコア事業として掲げる3社（貴社、イーグランド社、インテリックス社）について前掲のバリュエーション一覧図表8で利用した同じ前提でのインプライド評価を再掲してみます（図表14）。

図表14：マンション再生販売3社バリュエーション等

	PBR	時価総額 (10億円)	ROE	時価総額 相対比率	理論 資本 コスト	理論 推計 PBR	実勢 PBR差	インプライド 資本コスト	インプライド 永久成長率
貴社	1.12	23.6	10.7	62%	5.2%	2.1	(0.64)	14.1%	-8.9%
イーグランド社	0.94	9.8	14.3	26%	7.7%	1.9	(0.93)	19.5%	-11.8%
インテリックス社	0.40	4.9	6.8	13%	6.1%	1.1	(0.72)	8.6%	-2.5%
加重平均評価	0.98	38.4	11.1	100%	5.9%	1.9	(0.89)	14.8%	-8.8%
カチタス社	6.40	237.1	28.9		8.7%	3.3	3.08	3.1%	5.6%

（出所）ブルームバーグ、Hibiki 加工（Appendix 1 参照）

3社の時価総額相対加重平均で見た場合、CAPMの理論から推計される資本コストは6.0%であるのに対して実際のPERによる株価評価から逆算されるインプライド資本コストでは14.8%となり、その差である永久成長率は-8.8%と計算されます。PBR評価で見ても理論推計評価の1.9xから0.9程度のディスカウントとなっており、本来得られるであろう評価の半分程度になってしまっております。それに比べ、木造戸建て再生ビジネスで独り勝ちを収めるカチタス社について同様の評価をすると、市場はカチタス社に対して極めて強気のインプライドの将来成長率(+5.6%)を付与しております。

カチタス社が一旦非上場化を挟み、ビジネスモデルを磨き上げた上で再上場し、驚異的な成長を遂げたことは称賛に価すると感じますが、再生マンション事業3社の合計売上高の984億円（実績）に対してカチタス社は1013億円とほぼ拮抗しており、営業利益も3社合計で82億円に対しカチタス社は131億円と若干差が大きいものの、3社合計時価総額の395億円に対しカチタス社の2,371億円と6倍近い差は、成長可能性だけでは説明が付きにくいことも事実です。

多くの機関投資家が投資対象とするのは、最低でも時価総額1,000億円以上、又は、一日当たりの売買代金が最低3~4億円以上の企業とするのが一般的で、昨今の東証の市場再編のこともあり、今後さらに機関投資家の投資対象要件が厳しくなっていく傾向があります。せっかく素晴らしいサステナブルマンションの市場拡大局面と、その恩恵をフルに享受できる立ち位置におられる皆様の会社が、その規模の要件だけで

多くの機関投資家にとり「投資不対象」になってしまっている現実には私どもとしても大変な忸怩たる思いがございます。

今年7月に私どもから東京証券取引所にお送りした[公開書簡](#)にも記述致しましたが、今、世界的に株式市場の構造自体が変化していると私どもは感じております。ただでさえ、ESGの方向性、開示の複雑化、TCFD、統合報告書等の上場していることによる業務量が指数関数的に増える中、上場しているといえども「目に留まらぬものに価値はなし」という極めて残酷で非合理的な流れが、市場で厳然として強くなっている中で、個社の取り組みは当然のことですが、それを越えた大きいインパクトを市場及び社会に残す上で、個社を超えた取り組み、さらには合従連衡も必要なのではないでしょうか。ある程度の企業規模があればこそ、ブランディング、IR、ESGなどへの予算や人材も潤沢に配分できる上に、社会により大きいインパクトをもたらすことが出来る企業にこそ、優秀な人材が集中していきます。特にミレニアル世代以降はそのような社会インパクトに対して極めて高い理想を持っていますことが様々な調査で明らかになっております。

先に述べさせていただいた通り、時価総額の大きい不動産大手企業の株価といえどもここ数年評価が下がってきているという議論もあり、そこに矛盾していると感じておられるかもしれません。そのようなご批判は甘んじて受ける所存です。しかし、私どもとしては、貴社を始めとしたマンション再生に関わる企業は「人の生活を創造する」サステナブル企業として人のライフスタイルに影響を与え、人生を豊かにする、**既定の不動産企業の枠にとらわれないブランディング**が可能と考えております。そのためには、個社のブランディングを業界で統一するといった試みは当然ながら、そこからさらに踏み込んだ規模の拡大というの視野に入れるべきではないか、と考えております。

(3) 単独もしくは共同によるMBOの検討

そのような合従連衡といったような意欲的な取り組みをすることで、よりサステナブルマンション販売の唯一無二のコアの企業として認知度が圧倒的に改善することは間違いありませんが、それにより即座に市場から評価されるという保証は今のところ残念ながらございません。

新興不動産企業内の分析で時価総額とPBRの評価に正の相関が確認されること（前掲の図表10及びAppendix2参照）は、大きい支援材料ですが、そのインパクトを最大化するためには、規模の拡大とブランド認知などを含めたパラダイムシフトに同時に取り組むことが肝要となり、敢えて申し上げるとそれくらいのご覚悟をもって上場

企業として成長を目指していただきたいということです。このまま過去からの延長線上の、線形な経営努力を継続して果たして永続的なサステナブル企業として数十年後も資本市場の一員としてやっていけているのか、改めて考えていただきたいと存じます。これは、貴社のみならず、時価総額が相対的に小さい企業全般考えていかねばならない問題でもあります。そして、そこにはオーナー持分の相続問題や機関化、分散化など難しい課題も存在します。

そこで、先述のカチタス社、元々は株式会社やすらぎ、がそうされたように、一旦非公開化をし、ビジネスモデルをさらに拡大、進化の後に上場という選択肢も検討する必要があるかと存じます。カチタス社の非公開化と再上場の軌跡を少しお話させていただきます。

カチタスの前身であるやすらぎは当初、競売市場より戸建て物件を仕入れ、再生して販売する事業を中心としておられました。不動産市況の活況もあり、収益物件投資や、金融補完機能含む様々な事業に拡大展開されておりました。しかしリーマンショックにより経営環境が悪化し、創業者による上場を維持した形の TOB を行い、事業の整理縮小から再生を図ったものの、事業の拡大への転換までには至らず、2011年の東日本大震災による追い打ちもあり 2012 年にはプライベートエクイティファンドのアドバンテッジパートナーズにより総額 130 億円で非公開化されました。この時の TOB 価格、一株 627 円は、その直前 1 か月の平均株価 362 円に対して 73%もの大きいプレミアムが付与されているのですが、そのような大きいプレミアムであったにも関わらず何と PBR 倍率は 0.87 倍と 1 倍以下だったのです。

その後、経営陣を大幅刷新し、市場からの継続利益創出のプレッシャーから解放された上で事業再構築を加速し、全国の戸建ての買取再販事業に経営資源を集中し、同業である株式会社リプライスを 2016 年に買収して規模も拡大しました。2017 年には、家具販売大手の株式会社ニトリ・ホールディングスを株主として迎え入れ、事業自体のみならず資本とブランディングを強力に補完した上で、2017 年 12 月 12 日に満を持して再上場したのです。

図表 15 : カチタス - 2017 年の IPO 情報

IPO情報			
初値	1,665円	初値の騰落率	1.52%
公開価格	1,640円	資金調達額	37,761,492,000円
初値のPER	17.35	公開価格PER(前期ベース)	17.09
初値のPBR	5.4	公開価格PBR(前期ベース)	5.32
時価総額(公開)	64,493 百万円	時価総額(初値)	65,476 百万円
公開株数合計	23,025,300	売買単位	100株
公募株数	0	売出株数	23,025,300 (OA含む)

(出所) みんかぶウェブサイト

その公募価格ベースで時価総額は 645 億円となり、非公開化後の再上場ケースとしては大成功の部類に入ります。再上場時に PER 倍率で 17 倍台、PBR で 5.3 倍を付け、貴社をはじめとする上場マンション再生事業者よりもその時点で既に高く評価されたこともさることながら、その後も PER は概ね 25-40 倍のレンジ評価されております。経営陣、そして企業イメージをも刷新し、ガバナンス強化も図り、まさしく生まれ変わったような高い評価となりました。

改めて木造戸建て再生事業を地方中心に展開するというニッチの分野に経営資源を集中投下、そして収益性も ROA20%台と高く、分かり易い成長ストーリーに加え、空き家問題という社会課題にも正面から取り組む姿勢に市場は好意的に反応し、現在でも時価総額で 2,500 億円以上と引き続き高い評価を継続しています。

カチタス社は、このように市場を味方につけることに成功し、引き続き事業成長と企業価値向上に邁進されております。翻って、貴社のケースに代表されるような、着実な実績を伴う優良な事業を営んでいながら、そして事業を行う市場自体も拡大しつつある中、資本市場で正当に評価されないような事態が今後改善するには、前述のように極めて強い覚悟で株主還元及び認知度向上を行わねばならないことが想定されます。また、合従連衡といった案も、力を合わせて市場をリードしていくという意味でプラスになると想像されますが、オーナー企業同士の経営統合の困難さもあろうかと存じます。そうなりますと、残された企業価値向上のための選択可能な究極なシナリオは MBO (マネジメントバイアウト) ということになります。

MBO はご承知の通り、上場している現在の株価に一定のプレミアムを付与した上で、現経営陣等が全株主から株式を買い取ってもう一度非公開化することを言います。カチタス社の場合は、ファンドがオーナー家から全株式を買い取る同族エグジット型であり、MBO ではないのですが、一旦非公開化する、という手段は同じです。これにより、上場したままでは容易ではない事業改革や事業転換など、時には痛みを伴うような変革を、短期的な利益推移や市場の関心及び一般株主の目を気にすることなくスピード感をもって実行することが出来るのです。

オーナー企業の場合は、MBO のタイミングで株主構成を大きく変化させ、経営戦略面やM&A 戦略面の補強を行うために、①PE 投資ファンドから出資を仰ぐのも一案ですし、他方、②将来を担うであろう次世代経営陣に持分やオプション等を付与し、経営と資本のサクセッションプランを同時にスムーズに実行することもできます。また、例えば、③カチタスが家具大手のニトリより出資を仰いだように、大手事業会社との資本業務提携交渉を高い自由度をもって進めることも可能となります。

しかしながら、この MBO に際しておそらく最も大事なことは、経営者皆さまにとっての苦労と成功の結晶である創業者利得を一定程度は現金化しつつ（そして再度一部投資することで MBO とする）、上記の様々なシナリオでのオーナーシッププランニングをし、世代を超えていく度に直面する、相続の問題をもクリアし、そして未来志向で、より大きく、より永続的な企業に発展させる道筋を練ることではないかと考えます。例えば業界内の合従連衡などの、様々な難しさを内包する取り組みについても、株主数が限られる未公開の状態の方が、実際には検討しやすいことは間違いありません。

4. おわりに

私どもは、貴社の発展を応援する気持ちで貴社に投資をさせていただいております。そこに曇りはございません。特に貴社の過去からの販売戸数の実績、そのビジネスモデルの独自性、さらに業界のリーダーとしてブランディングを図ってきたことには目を見張るものがあると感じております。しかしながら、同時に、現在の（世界の）株式市場で進行する、一部銘柄に集中化する認知バイアスについては、情報があふれる時代における人間の処理能力の限界から派生している構造的なトレンドであり、この現象に目を向けずに上場を維持して企業価値を最大化することの難易度が極めて高くなってきてしまったという強い危惧も抱いております。

経営努力をして売上と利益を伸ばしていれば「誰かが見ていてくれる」という期待は、少なくともここ数年の株式市場では当てはまりにくくなってきている現実はどう向き合っていくか？私どもも株主として、投資先の経営者の皆様と、日々こういった議論や意見交換を行っております。時価総額が数千億円の企業でも同様の「市場からの放置」現象は散見されており、実は時価総額が数百億円以下の企業だけの問題ではありません。

このような環境の下、事業拡大にまい進するだけでなく、資本市場/株式市場に上場している意義を改めて見つめなおし、本当の意味での持続性のある「企業価値最大化」をどう達成するか、取締役会にて社外取締役の皆様含めて徹底的に議論していただきたく、私見含む本提言書を叱咤激励の気持ちでお送りさせていただきました。

直接の意見交換の機会ございましたら喜んでさせていただきますが、株主平等の原則により、方向性及び見解をプレスリリース等の形で公表いただけることを強く期待しております。尚、ご参考までに、2022年初頭に投資先経営者の皆様にお送りさせていただいた年頭所感の[レター（「経営者の覚悟」）](#)も同封させていただきます。引き続きよろしくお願い致します。

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

代表取締役

清水雄也



本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。尚、本書簡は私どものウェブサイト等を通じ公開を予定しております。

Appendix 1: 図表9の用語定義について

理論株主資本コスト：

CAPM (Capital Asset Pricing Model、資本資産価格モデル) により当該株式の資本コストを理論的に導いたもの。尚、個別株式の資本コストは、①市場リスクプレミアム部分と②個別株式のリスク部分に分けられるが、①に関しての前提の係数である無リスク資産金利については1%、そして市場リスクプレミアム (MRP) については便宜上理論的に概ね認められている7%を利用した。また、②に関しての必要な係数である株式ベータ値はブルームバーグ社により提供される過去2年間の週間ベースの株価変動を調整したものを採用している。このように、効率的市場仮説に基づく計算を24社に平等に採用しており、このユニバース内での相対評価をする場合において一定の妥当性があると考え「理論」株主資本コストとした。

理論 PBR：

過去5年間の平均ROEを理論株主資本コストで割った値を理論PBRとした。つまり、計算上は過去5年のROE値と資本コストが同じ水準の場合に理論PBRは1倍となる。

実勢 PBR との差：

PBR (左端のPBR値) より理論PBRを差し引いた値。現在の市場株価によるPBR値が上記手法で導かれる理論PBRよりどの程度低いかを表している

インプライド株主資本コスト：

PER倍率の逆数として計算している (= 1 ÷ PER倍率)。PER倍率は計算式では、「株価/EPS」となるが、その逆数は「EPS/株価」となり、「1年分のEPSが所与として、市場が今つけている株価は会社が出せる利益に対して何%の利回りを求めていることになるか」ということになる。所謂債券利回り価値に近い表現である。言葉を変えると、「この株価であればこのEPSの会社に投資してもいいという投資家とそうでない投資家の要求利回りの需給が均衡する」ということで、市場 (今の株価) が、インプライ (暗示) している利回り、つまりインプライド資本コストとなる。

インプライド永久成長率：

計算式においては、「理論株主資本コスト - インプライド株主資本コスト」となる。市場による株価評価が理論値より低い (反対に、インプライド株主資本コスト > 理論株主資本コスト) 場合、この計算式の値がマイナスになる。背景として、簡易の理論株価評価は以下の計算式となるが、

$$\text{理論株価} = \frac{1}{\text{資本コスト} - \text{永久成長率}}$$

故に、インプライド株主資本コストが理論値より高い場合は、永久成長率がマイナスとして市場に織り込まれて (インプライされて) 評価されていることとなる。この計算式によりどの程度のマイナス成長を市場が織り込んでいるのかを計算式で提示したものとなる。

Appendix 2: 図表10の相関係数の個別グラフ

