

演題:「大手ゼネコン 3 月末決算をこう読む。『アナリスト流フカヨミ』はこうだ！」—大震災対策……『東京一極集中の是正』が急務！ ESG、SDGs は今後のコストの波乱要因？」

講師:水谷 敏也氏(一般社団法人不動産総合戦略協会 客員研究員)

〈佐藤一雄氏(主宰者)から〉

- ①南海トラフ大地震が 2030 年プラスマイナス 5 年以内に発生するとの予測がある。東日本大震災のときの津波は地震発生から約 1 時間後に到達したが、南海トラフ地震ではなんと 5 分後らしい。日本列島はまさに災害大国だ。ゼネコンがしっかりとした経営基盤を持っていなければ、いざというときの日本の復旧・復興が危ぶまれる。
- ②災害の甚大化が進み、東京一極集中のリスクが指摘される一方で、都内では工事用クレーンの林立が目立つ。たとえば、日本橋のたもとの野村証券本館から「コレド日本橋」にかけての一带では 27 棟のビルが再開発される。防災対策としては、これからの都市のありかたを一極集中ではなく、自立分散の地方拠点型に変えていくことが有効だ。
- ③そこで人口や生産拠点など東京のこれまでの集積効果を損なわずに、地方に東京の「ミニチュア版」ではない、自立型都市を建設することは可能なのかも議論しなければならない。
- ④最後に付録として、最近やたらに ESG、SDGs が叫ばれているが、これには問題点はないのだろうか。

〈講演〉

証券アナリストとは何か

私は証券アナリストの仕事をや約 30 年してきた。証券アナリストの仕事は何かといえば、株価を当てること。いつ上がるか、上がったらいつ売ればいいのかということだが、ほとんど当たらない。ではなんのために存在しているのか。証券市場の投資家は 80%が機関投資家で、個人は 20%しかいない。機関投資家は自分のお金ではなく、他人のお金を運用しているので、その売買にはそれなりの根拠が必要になる。自分の勘で投資したというわけにはいかない。そこで証券アナリストの分析を参考にしたいというか、「助言」が必要になる。

大手ゼネコンの決算状況

鹿島と大成建設 2 社の 21 年 3 月期はコロナによる着工延期や工事中断で両社

とも減益となったが、今期(22年3月期)は民間工事の受注が回復する見通し。しかし、ゼネコンの収益計上は発注から2年は遅れるため、両社とも今期は最終減益となる見込みだ。

清水、大林を加えた大手4社でも採算性を示す完成工事総利益率(単体)は今期は6年ぶりの低水準となる見通し。コロナで落ち込んだ民間工事の受注は回復するが、東京五輪や東日本大震災の復興需要がなくなって競争が激化しているためだ。オリンピックは3~4カ月延期するのがベターだろう。スポンサーが強く要求すれば実現すると見ている。

もっとも4社の受注高そのものは上向いている。今年3月末時点での手持ち工事繰越高(単体ベース)の合計は前年比7%増の8兆1,600億円となる。このように、直近工事が潤沢な背景には首都圏での大型再開発案件が次々に始動していることがある。ただ、同時に大手同士の価格争いも激化している。労務費や建設資材費の上昇も懸念材料だ。

特に最近話題になっているのが輸入木材価格の上昇「ウッドショック」。4月頃から顕著になっていて、年内までは厳しいという見方もある。原因は主に米国と中国の景気回復によって住宅需要が急増しているためだ。コロナ対策で世界中に金融緩和が起きていて、特にアメリカは住宅ローンの金利が歴史的低水準にある。更にテレワークの普及もあって、より広い家を求める傾向が強まっている。中国もいち早く経済が持ち直したため、高値で木材調達を行っていることが価格高騰に拍車をかけている。

一方、準大手ゼネコンの中には今期増益予想もチラホラある。準大手は公共工事(土木)が収益を下支えしている。大手ゼネコンの土木の比率は20~30%程度だが、準大手は40~50%を占めている。

大手ゼネコン4社の長期業績推移

大手ゼネコン4社の連結営業利益は91年度に1社当たり平均で1,200億円とバブル期最高を記録した。日経平均株価が史上最高値を付けたのは89年12月だが、前述のようにゼネコンの場合、受注してから2年程度遅れて収益に反映される。その後はバブル崩壊と共に94年~2014年までは長期低迷局面に入る。この間には民主党政権の「コンクリートから人へ」の政策転換もあって、わが国の建設投資額は10年度の41兆円まで落ち込んだ(ピークは92年度の84兆円)。14年以降はアベノミクスにより業績は劇的に好転したが、20年度からはコロナで下方に転じている。

やや話は脱線するが、不動産業もバブル崩壊で苦しんだわけだが、2000年以降を見ると三井、住友、三菱大手3社の1社当たり営業利益はゼネコンの2倍にもなっている。これには01年に登場したリートが大きく影響している。自社系のリートをうまく使って利益を調整することができるようになった。ゼネコンも16年度から19年度まではバブル期の利益を超えるまでになったが、不動産大手はバブルの頃の2倍の利益を上げている。ディベロッパーと建設業は産業的にコインの表と裏のようなものだから、お互いが一緒に業績が好くなっていくことが望ましい。そうしないと、手抜き工事などの問題も発生しやすくな

る。

建設投資額の推移

言うまでもなく、建設投資額はその国の成長率との相関が高い。途上国の建設投資額は GDP 比で 20~30%だが、先進国は 10%程度となる。我が国の建設投資額推移をみると、バブルの頃には GDP 比で 16~19%程度だったが、現在は 10%程度になっている。ヨーロッパの先進国が 7~8%なのに比べると 2、3%高いが、それは日本が地震大国、災害の多さを考えれば妥当な水準だと思う。

建設投資額というのは公共投資と民間住宅投資と民間非住宅投資の 3本で構成されるが、近年はこれに民間改修工事（リフォームなど）を加えるようになった。21 年度の見通し額（建設経済研究所調査）でいうと、名目建設投資額 62兆 1,000 億円のうち 5兆 5,900 億円だから全体の 9%にも達するようになっている。

新設住宅着工投資額は建設経済研究所の見通しだと前年比で 20 年度 8.6%減、21 年度 0.5%減となっているが、持ち家も貸家も足元足ではプラスになっているのではずれの公算が高い。特に傾向としては地方圏で駅前に高層マンションが建ったりして地方がよくなってきている。

ゼネコン業界の特性

ここでゼネコン業界の特性と今後の見通しについて述べる。最大の特徴はよく言われる「重層下請け構造と労働集約的産業」であることだ。そのため、よくも悪しくも 20 世紀型産業と言われてきたが、今後 21 世紀型産業になるために必要なのは低収益性と、財務体質の改善である。

低収益率であるのは確かで、売上高利益率は 22 年 3 月期予想で 5%程度の会社が多い。ただ、直近では 6~8%と改善してきている。財務体質はバブル時に苦しんだ反省からキャッシュリッチ（現金保有）を志向しており、好財務体質に変貌してきている。バブル時の反省というのは、当時は「造注活動」が活発で、土地持ち込みによる受注を増やすため土地を持ち込む会社の債務保証をしたり、自ら土地を購入したりしていた。その結果バブルが崩壊すると、倒れるゼネコンが現れ、そこに融資していた銀行が危なくなり、大掛かりな銀行再編につながった。ただ、収益を生まない現金の保有を増やしていることは投資家からは不評である。

重層下請け構造は何かと批判的に見られがちだが、ゼネコン→サブコン→専門工事業者という流れにはそれなりの合理性があるわけで、どこかの業界にあったような「丸投げ」を繰り返して利益だけをかすめ取るのとはわけが違う。また、工事で何かミスを犯したときのリスク分散というメリットもある。

労働集約的にならざるを得ないという業界特性もあるが、生産性アップのために今後成し遂げなければならないこととしては、技術者の高齢化問題・職人技への依存解消、賃金アップなどの処遇改善、更に近年は働き方改革と絡んだ IT 化の推進などがある。働き方改革の一環でこれまで週 1 日だった休みを 2 日にするよう求められているが、工事現場では作業員の多くが日給制なので、

現場を閉めて休日を増やせばそれが収入減に直結してしまう。それを解決するためには発注者に単価を上げてもらうしかないが、その交渉は難しい。

工事作業のIT化、無人化施工は大事なテーマで、国土交通省も「i-Construction」を推進している。ダム工事などの大規模工事での測量はドローンを飛ばすようになってきたし、災害復興での危険な場所での作業は離れた場所から遠隔で工事ロボットを動かすようになりつつある。

注目される首都圏再開発

ビジネスあるところに再開発あり——これはいつの時代も変わらない。中でも今最も注目されているのが日本橋再開発で、首都高速の地下化計画も進んでいる。そもそも江戸時代の日本橋界限には約16万人住んでいたというから、現在（約4万人）の約4倍である。その意味で、この日本橋再開発ではいかに住民を増やすかということも大きなテーマになってくる。富裕層向けの住宅だけでなく、普通の人たちが住める住宅も供給していくべきだろう。

昨年11月から解体工事が始まったのが「日本橋一丁目中地区」（約1.9ヘクタール）。野村グループのビルや日本橋西川ビル（ふとん店）など大小27のビルを取り壊し、再開発ビルを建設する。完成は25年度予定。中心となるのが地上52階、高さ284メートルの超高層ビル。三井不動産は昨年10月、このビルの上層階にはアメリカのホテル大手、ヒルトンの最上級ブランド「ウォルドーフ・アストリア」が進出すると発表した。

国民的にも最大の注目は日本橋の上を通る高速道路の地下化で、神田辺りから地下に入り、茅場町の先で地上に出て来る計画だ。川岸には広場などを整備し、水際を楽しめる空間にする。すべてが完成するのはおよそ20年後と見られている。

このほかにも東京駅周辺では、三菱地所が高さ390メートルの日本一高いビルを27年度に完成させる「常盤橋プロジェクト」も注目されている。

また、JR東日本による「品川開発プロジェクト」は空港や新幹線とのアクセスが高いポテンシャルを生むとして注目されている。一方、渋谷・青山地区はIT企業の聖地として人気を集めたが、コロナ禍ではIT企業の多くがテレワークを加速させ、オフィスの縮小や床返還（契約解除）も増えていて大変なことになっている。

ESG経営、SDGsとは何か

ESG経営は、もともとは上場会社に対する“お約束事”だった。従来、企業は業績を上げ、配当を増やすことが最優先とされてきた（株主第一主義）。これが環境問題などを背景に、あらゆる関係者を重視すべきという「マルチステークホルダー主義」に変化した。従来の優先順位は株主>従業員>顧客>取引先>地域社会だったが、これが株主≒従業員≒顧客≒取引先≒地域社会≒次世代と変わった。

次世代が加わったが、これは企業はサステイナブル社会の実現にも取り組まなければならないとなったという意味である。つまり、ESG経営の根幹にあるのが次世代に引き継ぐSDGs（Sustainable Development Goals）思考である。

持続可能な開発目標には 17 ゴール、169 のターゲットがあつて、16 年から 30 年までの人類と地球の目標として国連が定めている。

しばしば「企業は誰のものか」という議論があるが、企業が株主にものであることは事実で、「企業は誰のためのものか」ということになれば株主だけではなく、あらゆるステークホルダーのためのものというのが正しい。そして企業にとっての究極のステークホルダーは「次世代」ということではないか。

しかし、今でもアメリカでは企業収益のほぼ 100% が株主に還元されている。日本では 40% ぐらいだろう。日本企業のこうした傾向が安定した社会を生んでいる。たとえば、コロナ禍で航空業界は大変なことになっていて、アメリカでは破綻する航空会社が続出しているが、日本の JAL も ANA も頑張っているし、しかも従業員のリストラもやっていない。

とこで、SDGs の本質をどう理解すればいいのか。確かにコストアップではあるが、それだけではない。SDGs の趣旨は前文から読み取ることができる。つまり「より大きな自由」「誰一人取り残さない」というメッセージは何を意味しているのか。企業にとって SDGs は「ビジネスの宝庫」となるということだ。例えば、交通事故死亡者を半減させるという目標を達成するためには自動運転化システム、スマート信号機、更にはテレワークの推進もすべきということだ。

〈質問コーナー〉

Q：佐藤一雄氏；日本が災害大国であることを踏まえれば災害防止も含めて公共工事が増えるのは当然で、建設業が公共投資で安穩としているという批判だけは払しょくすべきだ。ところで、先ほどリートが登場することによって不動産会社が安定的に利益を出せるようになったという指摘があつた。リートは決算上連結ではないので、自社系のリートに不動産を買わせれば簡単に利益を出すことができるからだ。では、ゼネコンは投資の仕方も含めてどうやればリスクを回避しながら安定的に利益が出せるのか。

A：水谷氏；ゼネコンにとってのリスクは土木工事だ。トンネル工事は常に崩落のリスクを抱えている。しかし採算性が高いのも土木工事。工事期間も長い。だから最近は機械化などでなるべく人命のリスク軽減を図ろうとしているわけだが、最大プロジェクトのリニアは、ある知事が環境問題を指摘したことから中断している。技術以外のところから政治的な横やりが入った格好だ。

それはともかく、土木部門の比率を高めれば収益が安定することは確かだ。先ほど話したように準大手は土木工事の比率が大手よりも高いから増益予想も出始めている。大手ゼネコンの戦略はできるだけ大きな民間建築（ビルなど）を受注することだ。規模が大きいほど造れる会社や人材は限られる。ただし、民間建築でも規模が大きければ造ったあとのリスク（欠陥の発見など）も大きくなる。横浜の「傾きマンション」は結局全部ゼネコンが建て替え費用を負担した。

Q：佐藤氏；日本では重層下請け構造でリスク分散を図っているということだが、アメリカでは分離発注でコスト削減を図っていると聞く。どちらがよいの

か。

A：水谷氏；どちらもメリット、デメリットがあるが、発注者側から見れば重層下請け構造のほうがメリットは大きいと思う。なにしろ、請け負いというのは「請け負け」と書くぐらいだから、施主様には頭が上がらない。その証拠に、横浜の傾きマンションでは結局、施主様にはかなわないということで、入居していた人たちの保証も含めてすべてゼネコンが負担した。一方の分離発注は工事ごとに各工事会社に発注するので、その中の一社がやった工事に問題があったら、発注者はそれぞれの会社と交渉しなければならない。

Q：平山泰造氏（平和不動産）；当社は資料にも取り上げていただいた「日本橋兜町7地区再開発」に取り組んでいる。その地区にはある神社があつて、そこも巻き込んだ再開発になるが、その神社と親しいS建設との交渉を考えているので、アドバイスをお願いしたい。

A：水谷氏；S建設はそんなに難しいことを言うことはない。まじめに考えてくれる相手だ。確かに、Sさんは奈良東大寺も手掛けたように神社仏閣の世界とは縁が深い。ただし、どれぐらいのビルをお考えかにもよるが200~300メートル以上になるとあまり実績はないと思う。それと、あそこは先ほどのESG経営に熱心で一昨年と昨年、ESG経営の説明会を開いている。説明会を開いたのはゼネコンの中ではあそこだけだ。

費用については、2年後ではなく、今からアタックしていったほうが良いように思う。というのは先ほども述べたように、今は大手同士の受注価格競争が激しくなっているので、今が交渉するチャンスとなる。

Q：米津正五氏（澄川工務店）；UR団地の改修や建て替え工事で一番下のほうの下請け工事をやっている。最近の悩みは昭和40年代初頭の工事があまりにずさんで、返って壊してしまったほうが安上がりというものが多いことだ。何か、いい知恵はないだろうか。

A：水谷氏；70年代から80年代にかけての工事の質は確かに今と比べれば問題は多い。ただ、民間分譲マンションの建て替えや改修に比べると、URの賃貸団地であればハードルはそんなに高くはないのではないかな。もちろん、権利関係や引っ越しなどの問題はあるだろうが、そのへんはURがうまく調整して、入居者の高齢化問題についても周辺に高齢者施設や病院を誘致するなどしながらやっていけばいいのではないかな。それと、行政をどううまく動かすかもポイントになる。

Q：北川登士彦氏（東急不動産ホールディングス）；今、外資系ファンドがものすごい勢いで日本の不動産に投資をしている。1兆円単位のお金をもって投資するために、既存の不動産を買うだけでなく開発も自らやろうとしている。ただノウハウはないから日本のディベロッパーと一緒にやるしかないだろうが、日本の建設市場を今後活発化させていくうえでは、そうした巨額の海外マネーをどう呼び込んでいけばいいのだろうか。

A：水谷氏；大変大きなテーマだ。世界的に金融緩和が起こっていて、余ったお

金の向かい先は一つは株式だが、もう一つはどうしても不動産になる。そして日本の不動産は世界的に見て質がいいし、利回りもいい。それから注目すべきは中国マネー。中国の富裕層は香港がああなっているし、台湾もどうなるか分からないということで、日本に投資しようと考えている。つまり、欧米だけでなく中国マネーも日本市場に興味を示している。

インバウンドが今は止まっているがコロナが収束すれば一気に4,000万人ぐらいは日本に押し寄せるという見方もある。東京の再開発でも高層ビルの上のほうには必ず外資系高級ホテルが入る。それも、22年ぐらいに自由な往来ができるようになれば、日本には多くの観光客が再びやって来るようになることを見込んでいるのだと思う。

＜参加者の声＞ アンケート(印象に残った点)より

★就業者500万人という大きな業界が20世紀型産業から21世紀型産業に変革できれば、社会的なインパクトが大きい。

(東急不動産ホールディングス株式会社 顧問)

★不動産とゼネコンは表裏一体である。

★現在、URの団地(古い建築年数)の改修工事中心に業務を行っている会社です。日本全国の再改修再開発を30年先から見て、今やるべき方向性を示すべきだと考えます。早急に、切り込むべき国の計画策定が必要です。

(株式会社澄川工務店 顧問)

★「株主第一主義」から「ステークホルダー重視主義」への変化

★「SDGs」について、カードゲームをやってみたいと思いました(笑)。

★ものすごくわかりやすい資料で、ご説明もわかりやすく、大変勉強になりました! 誠にありがとうございました!

(株式会社ジーク 代表取締役)

★ゼネコン業界の話がよくわかりました。また、最近耳にする「SDGs」についても、とてもわかりやすかった。

★再開発の話も、不動産に携わる中で、とても興味深かったです。

(株式会社ジーク 不動産事業部)

★ゼネコンの今後の状況等がよくわかった。

(平和不動産株式会社 開発推進部)

以上