

不動産ファイナンス、投資ビジネスにおける 2007年の市場環境と事業機会

佐藤明彦

Akihiko Sato

2006年は、国内外の新しい投資資金が多数、日本の不動産へ流入した1年だった。不動産投資関連ビジネスにおいては非常にいい環境となった。マーケットが拡大し、不動産が一層金融商品として扱われるなかで、コンプライアンスに対する厳しいチェックが求められるようになってきた。投資対象となる物件の不足感が高まっていることや、J-REITの二極化現象が進んでいることなどは、全般に良好な環境下でも留意すべき点である。

2006年のトピック、 市場環境・投資環境

デフレ経済が終焉

2006年は、マクロ経済面ではデフレ経済が終焉し、戦後最長の景気拡大という極めて良好な状態が続いた1年であったが、不動産マーケット全般からみても同様に良好な1年でした。とりわけ、大都市圏を中心としたオフィスビル市場では賃料が上昇し空室率が低下する傾向が顕著にみられ、純収入が非常に上昇しました。

不動産価格が上昇

アセットの種類や地域によって、必ずしも一様ではないものの、不動産価格は全般に非常に上昇した1年でした。純収入の増加と、キャップレートの低下が要因ですが、キャップレートの低下は、不動産に関するリスクプレミアム低下、投資対象物件の不足感、という2つの理由によるものと思われます。

金利上昇

継続していたゼロ金利が解除され、金融政策の転換によってついに金利の上昇局面に入りましたが、現時点においては長期金利の上昇にはつながっておらず、その影響は現実化していない状況です。ただし、追加利上げも当然ながら俎上には上っており、注意が必要です。

グローバルマネーのさらなる流入

海外資金の日本不動産への投資が継続・拡大しています。逆に、日本の投

資ファンドが海外不動産へ投資する動きもみられはじめています。日本の不動産を海外の上場REITに組み込むことや、J-REITが海外不動産を組み込むことが検討されている状況かと思えます。海外資金が日本への不動産投資を加速している根底には、いわゆる金余り、過剰流動性が世界的に続いているという背景がありますが、日本の不動産の流動性と透明性が、J-REIT創出をはじめとしたここ数年の各種制度改革等によって向上したことや、一定の市場規模であること、イールドギャップがまだ十分に確保できること、景気回復という経済情勢があること、カントリーリスク、などの諸点をグローバルで比較して不動産投資の配分を考えた場合、やはり日本が非常に魅力的な国であるという判断があると考えられます。

出遅れ組の参入

日本の不動産へ投資する海外資金は、大まかにいうと3段階を経て流入していると考えられます。90年代後半、不良債権処理のためのバルクセールを契機とする投資資金の流入がその第1段。そして2000年代初頭にJ-REIT市場等の制度が整備され、景気回復期待を背景に非常に高いIRRを目標とする資金が第2段として流入してきました。そして06年は続く第3段階として、今まで積極的に日本の不動産に投資してこなかった、いわゆる出遅れ組の参入が始まりました。先行して投資してきたファンドにおいても、これまでの順調なパフォーマ

ンスを背景に、2号ファンド・3号ファンドとして、規模を拡大し、あるいは新たな投資運用方針のもと、投資可能性を探るファンドも多くあります。

二極化現象とM&A

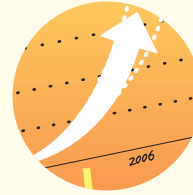
J-REITにおいては、従来から言われてきた通り、二極化現象がより明確に出てきたと思います。銘柄としても40銘柄の大打に乗り、株価上昇によって2%台の利回りとなる銘柄がある一方、レジデンシャル系銘柄を中心に公募割れも続出しており、こういった銘柄においては公募増資による外部成長が極めて困難となります。こうした外部成長のシナリオを見直さざるを得ないケースに関して、J-REIT自体のM&AやREIT運用会社のM&A、あるいは、まだREITビジネスに参入していない会社との共同事業の可能性を模索する動きも水面下で進行していると言われて

需給ギャップ

投資の対象となる物件の不足感が非常に強まっています。資金は流入しているが、運用するに見合うだけの物件がないという需給のギャップが見られます。流動性自体は向上し、要求される不動産のリスクプレミアムは低下しているので、キャップレートは引き続き低下傾向にあるということが言えます。

開発案件の増加

投資物件の不足感から、「ないのであれば開発して投資対象たり得る物件をつくる」ことをビジネスチャンスと捉える動きが当然あり、こういった開発



案件に対するノンリコース形態でのファイナンスも一般化しています。特に今後は大型の開発案件が非常に増加している傾向があると思います。

地方都市への投資

投資資金は、一部大都市圏だけでは吸収しきれないことから、地方に向かって一部流れていく様相があり、キャップレートは地方においても低下している状況がみられます。

新しいアセットクラス

特に「オペレーションもの」と言われる資産、中でも医療施設やシニア向け住宅といった資産に向けて積極的に資金が流れようとしており、引き続きこうしたタイプへの投資は拡大していくと考えられます。

懸念・注意事項

投資適格性の確保と受託の継続

投資対象不動産の投資適格性の確保に関する懸念。いわゆる姉齒問題やシンドラー社の事件を契機に、不動産そのものの投資適格性が本当に確保されているのかを非常に厳しく問われるようになりました。不動産における適法性(コンプライアンス)の問題、すなわち、必ずしも投資適格とは言えない不動産を対象とした商品が、証券化を通じ“金融商品”として資本市場に流通することへの懸念です。これは、一義的にはファンド運用者が、物件取得段階で十分なデューデリジェンスを行い、投資方針に照らして審査することで回避すべき問題と考えられ

ますが、金融当局は、加えて物件の所有者となる信託銀行にゲートキーパー役を強く期待しているようです。

信託銀行はこのゲートキーパー役としての機能を、新規物件の受託時のみならず、受託後も継続して(受益権の譲渡などの際も)果たすことを求められるため、従前受託していた物件を同一の受託者が継続して受託することが困難となる事例も出てきています。適法性確保のため、用途変更や大規模な工事を要する物件は、その段階を踏んだ上で、証券化の対象とされるべきというのが、当局のメッセージと言えそうです。

法令順守、コンプライアンス

ファンドの運用面でのコンプライアンスの問題があります。J-REITの運用会社に対して、適切でない物件審査の方法や、役員会の虚偽の開催に関して、金融庁の処分が出されている通り、運用受託者として他人の資金を運用している受託者としてのコンプライアンス意識が欠ける面があったようです。特にJ-REITはパブリック商品であり、その運用会社は、より厳格な受託者責任が求められますが、運用者という意味では、当然ながら私募ファンドの運用会社も同様であり、コンプライアンス意識の徹底が今後さらに求められていくと考えられます。

当局による不動産投資ビジネスに対する警戒感

これに関連して、当局の不動産投資ビジネスに対する警戒感が強まって

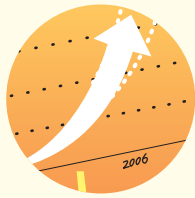
きた面があるかと思えます。

ファイナンス

当局の銀行向け検査において、ローン・ポートフォリオにおける不動産関連融資の割合の適正(残高ベース、純増ベース)が議論となった事例があったと言われています。これにより、ノンリコースローンの貸出戦略の見直しが行われた例もあるようです。当局としては、いわゆるバブル時期と同じ過ちは起こさないようにということなのだろうと思います。

不動産取引

不動産投資の取引に関連して、その取引自体があまりに過熱したものではないのか、あるいは異常な取引ではないのか、ということについて、融資する立場であるレンダーや、受託する立場である信託銀行に対して、取引の適切さのチェックを義務付ける動きが強まったようです。具体的には、取引価格の妥当性(取引の基礎となる鑑定評価書の前提条件に関するチェック等。信託については、受託者責任を果たすためには適切な価格で信託財産を受託すべきという観点のようです)や、流動化案件におけるオフ・バランスの会計処理の確認などです。こういった当局の牽制は、ともすると過熱しがちな現状のマーケットにおいては、不動産取引の当事者そのものではないレンダーや、信託受託者の動きを牽制することで、ある意味で適度なブレーキ機能を果たしているとして評価できる面もあると思います。



投資事業組合の連結制度

会計制度面では、匿名組合を含めた投資事業組合の連結制度が導入され、別途、SPCの連結の議論も進められています。こういった会計制度の変更で、不動産関連ビジネス自体がどれほど影響を受けるのか、未だ明確でない部分がありますが、引き続き注意していく必要があります。

金融商品取引法

金融商品取引法が、遅くとも07年末までには全面的に施行されることとなっています。これにより、金融商品(わけでも有価証券として取り扱われる領域が非常に広まって、不動産も基本的に金融商品であると認識する必要があります。これによって不動産ファンドビジネスあるいは流動化ビジネスと言われている領域は、包括的にこの金融商品取引法の適用対象になってくるということです。特に、従来、規制が緩やかであったプライベートファンドの運用業務においては、金融のルールに従った業務遂行が求められるようになることは留意が必要かと思われます。

アセットマネジメント会社の優劣が明確化?

現状ではマーケットが非常に順調であることから、アセットマネジャーの優劣は見えにくい部分があるかもしれませんが、運用のパフォーマンスを厳密に比較する情報が十分でなかったこともあって、投資リターンがよかったのは、運用者の能力によるものか、一般

的な投資環境が良かったからなのか、その他要因があったのか、を分析できる状況が整っていなかった。それが、情報が整備され、例えば投資インデックスのような指標が出てきてパフォーマンスの測定が可能となれば、マネジャーの能力の優劣が、かなり明確となってくる可能性はあるでしょう。

今後は、海外資金や年金資金も含めた強い投資需要があるなかで、大型資金を取り込める運用を行える体制・基盤をもつアセットマネジメント会社にとっては、差別化を図り、より大きいビジネスチャンスをつかえることが可能となってくると思われます。

今後の事業機会、展望

オペレーショナル・アセット

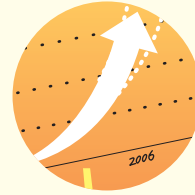
単に投資対象としての不動産の観点だけでなく、例えばM&Aなどを絡めて、不動産を利用したある事業全体の事業モデルを変革していくビジネスに、投資機会を見出そうとする動きが、さらに大規模に起きる可能性があります。例えば、外資系の先行者がゴルフ場再生ビジネスを始めた当初は、破綻したゴルフ場への投資効果を疑問視する見方が少なからずありました。破綻ゴルフ場をある程度のロットで購入し、オペレーションを統一して効率化するなどしてキャッシュフローを上げた後に、その運用ノウハウを含めた保有、運用から生ずる収益を事業価値の源泉に据えて、上場することにより投資回収するといった、結果から見るとそういう再

生ビジネスだったわけです。すなわち、単に収益不動産としてのみ不動産を見るのではなく、“あんなものを買ってどうするのか”と言われる不動産を利用して行う事業のやり方を変革したり、その周辺事業を広げたりすることによって、不動産を含めた事業価値を上げていくという考え方です。

そういう「不動産そのもの」というよりも、不動産を活用したビジネスを大幅に変革し、バリューアップを図る動きがさらに出てくる可能性があります。リゾートやヘルスケアの分野が代表的なものですが、一種のオペレーションに関連した様々なビジネスのやり方を変えることで収益性を高めることができる可能性がある分野にチャンスを見出す投資家があり、典型的にはプリンシパル投資によって資産を取得し、オペレーション会社も傘下におさめ、M&A等によってシナジー効果を高めたり、事業のやり方を変えていき、結果的にオペレーションと不動産そのものを再生(あるいはバリューアップ)する動きが、さらに広く、大規模に起きる可能性があると考えられます。

リバースモーゲージ

不動産に関連するリテール商品という意味では、住宅を担保にした生活資金の借り入れ、いわゆる「リバースモーゲージ」が着目されてもいいのかなと思います。この分野では、住宅ローンという大マーケットがありますが、リバースモーゲージに一部金融機関が再度取り組み始めたというニュー



スもあり、年金制度への不信と、特に都心部においては地価の上昇傾向から担保価値としての不動産価値が上がっていること、低金利である背景も手伝って、注目されてくると思います。高齢者の方が持つ不動産の担保価値をキャッシュ化し老後の生活資金に充当する、あるいは、そういう商品に使えるように資産の形を変えろということ、政策的にみても取り組む意義は非常に高いと思います。

CRE

企業の保有する不動産を単に減損でやむなく処分するというよりも、不動産価値を持つものを、より企業価値を高めるためにどう利用したらいいかを、積極的に戦略として捉える企業は今後も増えてくると思います。その場合、いろんな形態がありますが、自身ないしは子会社で保有・管理するものから、専門家に任せて自分はエクイティ部分を保有し、所有と管理を分けてしまおうか、あるいは、保有する不動産が企業価値のコア資産でなければ売却のほうがいいという判断もあるかもしれません。

メザンファイナンス

会計制度変更により、オフバランス性が問われる状況では、スポンサー会社が大量にエクイティを持ちにくい状況が背景にあり、よりLTVの深いところまでリスクを取ることができるメザンファイナンスへの需要は強まると思います。従前もメザンという概念は当然ありましたが、シニアローンがフロントバリュー

でかなり深いところまで突っ込んで出されていたこともあって、メザン部分はやや“付け足し”的機能としか認識されていませんでした。この認識が不動産ファイナンスの浸透により、例えばオペレーションの実権及び最大リスク)を当初はスポンサー(エクイティ投資家)が握り、一定度の価格の低下といったトリガーに引っ掛かると、次はメザン投資家がエクイティ投資家に代わって握る。さらに価格が低下すればシニアのレンダーがメザン投資家に代わって握るといふ、デット・メザン・エクイティの各投資家における権利義務が明確化しつつあります。特にそういう権利義務関係というものがより明確にキャッチできる環境になってくれば、リスク・リターンの観点から、オプション性を内在させたスキームなどの工夫の余地もあり、より大規模な金額でメザンファイナンスを仕掛けていく動きが出てくる可能性があります。

* * *

過去からこれまでの不動産ファイナンスの進展をみると、90年代後半、J-REITの制度導入を議論していた当時は、バブル崩壊に伴う不良債権問題を原因とした不況の真っ只中であり、不動産市場の流動性も極めて低い状態でした。この閉塞した状況を打開するための政策として提唱されていた1つが、J-REITの導入です。J-REITという「集団投資スキーム」を利用して、透明性が高く流動性のある市場を創り、ここに個人を含めた内外投資家の投

資資金を呼び込んで、不動産取引を活発化させ、さらには日本経済を活性化させる、というのが政策意図でした。そのJ-REITは、多少の停滞期はあったものの、この5年間で銘柄も40を超え、当時では誰一人予想もしていなかったほどの市場規模となっています。これと並行してプライベートファンドの市場規模も順調に拡大を続けており、関連するビジネスの広がりを合わせて考えると、総体として予想以上に制度導入の意図がうまく実現したといえるかと思えます。前述の通りいくつかの懸念事項も存在しますが、これを克服して、J-REITという新しく大きなパブリック市場を軸として、プライベートファンドや開発型ファイナンスをはじめとする流動化ビジネス全般が密接につながり、不動産に関連する資金やビジネスの流れがより一層うまく循環するようになる、と思っています。



Akihiko Sato

佐藤明彦

グラウンド・ファイナンシャル・アドバイザリー(株)
代表取締役

1984年京都大学法学部卒業後、日本興業銀行入社。ファイナンシャル・エンジニアリング部、ニューヨーク支店を経て興銀証券(現みずほ証券)へ出向し、ストラクチャードファイナンス部門にて不動産証券化に従事。国内唯一のサービスステーション証券化(コスモ石油)本社ビル証券化(マルハ)等の案件を手掛ける。2001年にアーバンコーポレーションに入社し、国内初の純粋開発型スキーム(松竹浪花座跡地商業ビル建築プロジェクト)を組成。2002年グラウンド・ファイナンシャル・アドバイザリーを設立。