

日本の不動産市場は引き続き成長するも、 一種の成熟した市場に

佐藤明彦 Akibiko Sato

不動産ファイナンス・証券化市場は、急激な規模拡大が続く時期は終焉しようとしている。市場が縮小することはないが、増加率は鈍化する傾向が明白となってきた。拡大の一途だった市場が懸念材料を抱えながら転換点を迎えるなか、一本調子で成長する市場を前提に事業展開してきたプレーヤーは今こそ見直しの時期だ。今後は真の意味で、それぞれの業務において付加価値を提供できる企業が生き残るだろう。

転換期を迎えた 不動産証券化・ファイナンス市場

新たな投資家参入や1,000億円を超える大規模取引、開発案件が連日のように報道されるなど、日本不動産への投資意欲は引き続き強いものと思われまふ。一方、06年に50%以上であった不動産ファンド規模の成長率は、07年は20%以下となり、また予定されていたJ-REITの上場が取り止めとなる事例も現れました。価格面から見ると、東証J-REIT指数は07年5月に最高値をつけた後に下落基調が強まり、現在は年初以下の水準です。このように、2007年は、不動産投資市場の従来の急激な規模拡大速度が鈍化した1年でした。ただし市場自体が縮小していることではなく、総体としての成長トレンドは維持している。不動産証券化・ファイナンス事業に携わるプレーヤーは一部に懸念材料を抱えながら「転換期」を迎えているとみています。

投資市場に影響を及ぼす三要素

投資市場に影響を及ぼした主要因としては、3つを挙げることができます。

1. 金利上昇

影響を及ぼしたというより、影響を及ぼすと従来から予想されていたが、結果的にはほとんど見られなかったのが金利上昇要因です。07年は

年初から利上げ局面と言われ、実際2月に日銀による利上げが実行されました。以降も夏頃には追加利上げもあると予測されましたが、米国サブプライム問題から金融市場が混乱、現在まで見送られています。次回利上げは08年の夏頃のしかるべき時期と予測するエコノミストが多いものの、具体的なタイミングは不透明です。長期金利も、07年の夏場頃までは上昇傾向がみられましたが、これも同様の問題で景況感の悪化や安全資産への回避行動から、その後は逆に金利低下傾向となりました。

2. 金融商品取引法の完全施行

従来からその影響が予想され、実際にも影響がみられたのが金商法の施行によるものです。不動産ファイナンスに関連する制度改正は、匿名組合出資のみなし有価証券化や会計制度の変更など従前にありましたが、それら障壁を乗り越えることで市場は一層の成長をみせてきました。しかし今回の金商法の完全施行は、従来以上に広範囲で、かつ深い影響を与えるものでした。不動産ファイナンスに関連する事項では、信託受益権全般が有価証券とされ、集団投資スキームが規制対象となり、これに係る各プレーヤーにおいて、極めて多岐にわたる対応が必要となりました。なかでも一番大きな影響があったのは、不動産ファンドのアセットマネジメント(AM)会社です。AM会社において、従来規制の対象外とされていた業務

も規制枠内となり、金融商品取引業となることで、ルールに対応する相応の体制整備と業務フローの確立が求められるようになりました。AM会社が投資家に対し忠実義務を負う金融商品取引業者と位置づけられ、ルール化がなされること自体は正しい方向性のはずですが、金商法施行に伴い混乱が見られるのは、業務運営の適正さをどこまで確保すればよいか明確化されていないためです。具体的にはAM業務を「投資運用業」として行うのか「投資助言業」で行うのか、という選択がひとつの焦点となっています。金融庁のパブリックコメントやQ&Aをみても「個別事例ごとに実態に即して対応する」とされているケースがほとんどで、結局は「検査を受けてみないと分からない」というグレーな状況です。弁護士事務所のアドバイスも回答に幅があり明確な判断がしにくい。このような状況下でAM各社は対応に注力していますが、現段階では業務運営の適正さに確信の持てない点があるだけに様子見や取引が停滞する様子が窺えます。これは不動産ファンド形態での取引に限らず、いわゆる流動化のような事例で、スキームをどう組成するかを検討・選択する場面でも影響しています。こうした事情からTMK利用のスキームなど、金商法が適用される射程(あるいは適用されない射程)が比較的明確なスキームを志向する事例が増えています。また、従来から指摘されてい

たが必ずしも参加者全員が強く意識してきたとは言えない利益相反に繋がりがねない取引への行為規制で、どの程度の影響があるかという点も今後の不透明要因です。

3. サブプライム問題

さほど影響があるとは予想されていなかったが、実際には大きな影響をもたらしたのがサブプライム問題です。同問題が日本の不動産投資市場に影響を与えている事情は、一部外資系金融機関が損失を受けて不動産投融資における資産積み上げペースを落とす、あるいは停止しているところがありますし、メジャーなプレーヤーが投資資金を出せなくなったことで融資がつきにくい状況が見られます。また金融市場全般に不安感が生じたことの影響からか、さほど大きな損失を被っていない邦銀も不動産関連融資に慎重姿勢となるところがあります。もちろん、全案件に慎重ということではありませんが、例えば特殊なタイプの不動産や地方不動産案件、あるいはノンリコースローンでも不動産よりはスポンサー企業のネームから案件を選別する動きがあります。こうした動きから、案件により、特にメザニン部分に関して、従来条件でのファイナンスが付かず取引が成立しない、あるいは延期となる事例もみられます。またサブプライム問題に端を発し証券化手法や格付手法への懸念から投資商品の需要が減退、日本のCMBS市場においてはスプレッドが上昇、これがノンリコースローンのスプレッドに影響しノンリコースローンによる調達コストの上昇につながってくるわけですが、先ほどお話した通り、ベースとなる金利水準自体の低下で

影響が相殺し絶対的水準でみた調達コスト自体への影響は限定的です。

2008年のトレンド/ 事業戦略の再構築

以上、挙げたように、足元では一時的な停滞要因は確かにあります。このうち金商法関連の影響に関しては現状ではクリアすべきハードルが不明確な事項もいずれ明確化し、それらは克服されていくと考えます。サブプライム問題については現時点でもその深刻度合いが未だははっきりとしませんが、金融市場での突発的危機などが起きない限り、やがては沈静化すると思います。不動産投資にかかる事業環境は、ここ数年来、低金利の持続、景気回復に伴う賃料上昇と不動産価格の上昇、投資資金の流入による市場拡大、とある意味でかなり恵まれたものでした。そのため、この事業に関与する参加者は、それぞれに業績を拡大したわけですが、金商法、サブプライム問題という停滞要因が出てくるなか、今後は急拡大する市場を前提に事業方向性や投資対象を決定するのではなく、中・長期的にどのような付加価値を提供できるかという観点で事業のあり方を見つめ直す必要があると思われますし、真の意味で付加価値を提供できるプレーヤーが勝ち残るのではないのでしょうか。すなわち、事業の再構築や投資対象などの再検討をすべき時期に入っていると思います。これまで不動産投資に関連する各業務への新規参入はあるが撤退する事例は極めて稀でしたが、今後は珍しくなくなると思われます。たとえば金商法の

施行で制度対応に負担感が強いとみた事業会社が組成したファンドで保有不動産を売却し、AM業務からの撤退を考える例も見られますし、自身で必ずしも手掛ける必要のないAM業務については第三者に任せ、自らは投資家やデベロッパーとしてのコア事業に集中していく事例もあります。事業戦略の中で、コア事業に集中するため、その他の事業を売却したり、あるいは逆に積極的なM&A等による事業拡大や、業務再構築を図る動きがより表面化してくるでしょう。これまで、業界全体として拡大志向一辺倒だった事業戦略に変化が起ってくるという意味で、2008年は大きな転換期となることが予想されます。



グラウンド・ファイナンシャル・アドバイザー
代表取締役

佐藤明彦
Akihiko Sato

1984年京都大学法学部卒業後、日本興業銀行(現みずほコーポレート銀行)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。2001年にアーバンコーポレイションに入社し、開発型案件の組成業務を掌握。2002年グラウンド・ファイナンシャル・アドバイザーを設立。