

変化する資金と入れ替わる投資家層

宮内 誠—— ビーロット

9月のリーマン・ブラザーズの破綻後、不動産投資市場は極端に取引数が減っている。不動産ファイナンスの収縮もあって、これまでハイレバレッジで大きな利益をあげてきた投資家はまったく身動きできない状況だ。しかし、一方でレバレッジに頼らない、従来から不動産投資に親しんできた個人富裕層、資産管理会社、あるいはビル賃貸会社(ビルオーナー)といったような投資家(以下「エンド投資家」)は、ようやく不動産価格が自身の目線にあってきたと改めて目を向け始めている。今後の不動産投資の方向性を、新たな不動産金融ビジネスを目指し新会社を立ち上げた宮内誠氏に伺った。

不動産価格下落は、 エンド投資家の大きなチャンス

先日国土交通省から発表された「地価LOOKレポート」によると、2008年第3四半期(7月1日~10月1日)の主要都市150地区の地価動向は、上昇地区が姿を消し、横ばいが22地区で残る128地区は下落となっています。07年第4四半期では87地区が上昇、08年第1四半期も41地区で上昇していますから、この半年で急激に市場が悪化したことがわかります。空室率の上昇に加え、都心の優良立地を除いて賃料相場も下落を始めています。

また、不動産関連企業の大型倒産が相次ぎ、J-REITの投資口価格もピーク時の3分の1以下になるなど、不動産市場は変調をきたしており、不動産価格暴落への不安もあって投資資金も極端に収縮している状態です。しかし、私はここで、批判を頂戴することを恐れず、敢えて「不動産投資市場のあるべき姿」についての議論を展開したいと思います。投資商品としての不動産の魅力がなくなっているわけではないと思っています。

そもそも不動産投資は、他の投資商品と比較して考えるべきものです。株式のように価値がゼロになるリスクはほとんどないけれどリターンはそこそこ得られる、あるいは投資先企業の営業成績を予想するよりも個別物

件の収益性のほうが把握しやすいといったものです。短期的に収益力が落ちたり取引価格が下落しても、長期的な目で見て、「悪い時もあれば良い時もあり、平均すればそれなりの利回りが得られる」ミドルリスク・ミドルリターンの投資商品であるわけです。

従って、インカムに注目する投資家であれば、例えば20%の利回りが得られる物件なら5年後の価格が半値以下になるリスクがあっても投資したいと考えるでしょう。その意味では、現在の不動産投資市場の収縮は、あくまで金融の問題であって、不動産の問題ではないことをまずは理解しておくべきでしょう。

実際、ファイナンスなしでは取得できない大型物件はともかく、数億~20億、30億円程度までの物件に対しては、リスクをとってでも投資したいと考えるレバレッジを必要としないエンド投資家は、改めて不動産に目を向け始めています。この数年の不動産価格の急騰のため、自身の投資基準に合わず投資できなかった投資家は、「ようやく不動産投資のチャンスが巡って来た」と考えているのではないのでしょうか。

売却益を収益の根幹とする 不動産ビジネスには限界がある

今日の不動産業界の不況は、不動産そのものの問題ではありませんが、

一方で不動産証券化の手法、不動産ファンドのビジネスのあり方は謙虚に反省しなければならないでしょう。不動産証券化は不動産と金融の融合といわれますが、現実には金融が不動産を取り込み、主要な投資対象のひとつとしたことで、大量の資金が不動産に流れ込むようになりました。その中で不動産市況の過熱感が高まり、バブル崩壊の教訓を忘れたような状況になっていったわけです。

考えてみれば10年ほど前、不動産証券化が始まった頃には、不動産価格は基本的に下落することを前提に投資が考えられており、ファイナンスも「ノンリコース」とはいつても、旧来と同様に約定弁済付きが一般的でした。それが不動産価格が上がると、結果的に償還時に大きな利益が出ることになり、やがて不動産も金融もその利益を目指すようになっていました。今では、約定弁済が付かないファイナンスのほうが普通になっています。

不動産AM会社も本来は、投資家から預かった資金をミドルリスク・ミドルリターンの不動産で運用し、運用報酬を得る安定的なビジネスモデルのはずです。それが、売却益から得られる成功報酬や自らの資金を投じて売却益を得ることで急成長していったわけです。不動産ファンドだけでなく、「不動産流動化事業」と称するビジネスを行っている不動産会

社も同様ですが、売却益が成長の根幹になったのでは、バブル期の転売ビジネスと同じで、やがて立ち行かなくなることは必然だったわけです。

株主などの一般投資家もまた、不動産投資の性格を理解し不動産に投資するというよりも、急成長する不動産証券化／不動産ファンドや不動産流動化といったビジネスそのものに投資していたわけです。我々不動産証券化に携わってきたものも、不動産という投資商品の特性をきちんと説明することを怠り、単純に儲かるからとか、中には不動産金融の技術を悪用したりしながら投資資金を集めてしまった。

つまり、本当は資金がストップしたことが今日の市況の主因であるにも関わらず、不安定なビジネスモデルへの依存や新たな金融手法の市場への説明不足といった業界の怠慢があったために、あたかも不動産証券化／不動産ファンドのビジネスそのものが「悪の根源」と見なされてしまっているのです。

本当のプロのみが活躍できる 投資マーケット

しかし私自身は、多少時間がかかるとしても不動産証券化／不動産ファンドビジネスは必ず回復すると思っています。冷静に考えれば、今日の市況の原因が不動産証券化／不動産ファンドでないことはすぐにわかるはずで、むしろ、「不動産投資資金を集めるための非常に便利なツールである」ことが再認識されるでしょう。また、冒頭述べたように、エンド投資家はすでに投資に対して前向きになっていますし、こうしたエンド投資家の信頼を勝ち得ているプロの不動産会社は、むしろ今の市況を「自分の出番が来た」と喜んでいるはずで

すでに多くのAM会社は、売却益に依存することをやめ、投資家の利益を追求する中で、安定した運用報酬を得る本来のビジネスに回帰しようとしています。そのためには、不動産は、長期間、安定利回りを得る投資商品だということを投資家に理解してもらわないといけない。そして、そのことに気付いてもらえば資金を預かることができるというのが不動産証券化／不動産ファンドビジネスです。

例えば、都心のそこそこの不動産なら、もちろん価格の変動はありますが、長期間の平均では、せいぜい5～8%程度のキャップレートで収束することをプロならば知っているわけです。そのうえで長期の投資期間の中で、収益はどこまで伸びるか、あるいは下落するのか、精緻な情報に基づく洗練された手法にてきちんと予測して投資家に説明し、その範囲でキャッシュフローファイナンスを行うことで、機関投資家も不動産ファイナンスも必ず帰ってくると思っています。

見方を変えると、現在はプロが活躍しやすい状況だといえます。不動産価格の上昇局面では、むしろ度胸だけはある素人のほうが大きな利益を得るものです。しかし、現在のような価格の下落局面では、本当に不動産の価値を見極められる、競争力を高めることのできる、利益の落ち込みを抑えることのできるプロだけが利益を得ることができるわけです。

不動産マーケットは今、かつてないほどダイナミックに動いていると感じています。ほんの数年前まではまったく想像できなかったような企業の民事再生やM&Aが現実となりました。売買市場が停滞していることもあり、ビルオーナーやファンドは内部成長に力を入れています。賃貸市場は、不況型ではあるものの確実に動いています。また、エンド投資家は、

不動産投資に意欲を見せ始めています。時間はかかるでしょうが、これらは不動産投資市場が回復に向かう一つの兆しだと思います。

私は長い目でみれば、確実に不動産投資市場は良い方向に向かっていくと確信しています。永遠に価格が上がり続けるという不動産神話はすでに過去のものになりました。理屈で価格を付け、資金を集める仕組みはできています。また、その仕組みのために、不動産のリスクの計量化が進み、法律・会計・税務面も整備されました。今後は、今回の反省を踏まえて、更に新しい制度も生まれると思います。バブル崩壊の教訓を活かすことはできなかったものの、投資家も不動産投資のリスクとリターンをしっかりと把握したうえで徐々に洗練された投資を行うようになるはずで、そうした大きな転換点の中で、プロの力量が活かせる今の不動産マーケットは、2度と経験できるかわからないほどエキサイティングなものではないでしょうか。

宮内 誠

ピーロット
代表取締役社長



1969年2月生まれ。慶應義塾大学卒業。米国 University of Washington 経営学修士 (MBA)。三和銀行(現三菱東京UFJ銀行)に入行後、97年からは一貫してキャッシュフローファイナンス業務に従事。00年に三和証券(現三菱UFJ証券)に出向し、不動産証券化アレンジメント業務に従事。06年よりサンフロンティア不動産(株)に勤務し、取締役投資企画部長として新規業務の企画及び実践を担当。08年に新たな不動産金融ビジネスに取り組むべく(株)ピーロットを設立、代表取締役社長に就任。