

株式会社 不動産経済研究所
〒160-0022 東京都新宿区新宿1-9-1 NEOX新宿7階
TEL 03-3225-5301(代表) FAX 03-3225-5330
URL <http://www.fudousankeizai.co.jp>
購読料: 月額15,960円(税込、本体価格15,200円)
月3回発行

●Opinion	最近のJリート市場を巡る動向について	1
●Deal Information	小田急が「新宿」持分39%を110億円で取得	2
●Lenders List	三菱東京UFJ銀行など40金融機関、業務粗利益ランキング	4
●Interview	大塚雅一―クレオス社長	8
●Global Report	不動産市場激動の1年間を振り返って	11
●Focus	中堅デベロッパーの危機(下)―3千万円台が供給減し市場規模3.5万戸	12
●Insiders Discussion	民主党の怖さは両手取引禁止や減税見直しより98年の長銀潰し	14
●Inside Story	政権交代で政策推進体制が変わる、大和ハウスは業界再編のエンジン	16

Opinion

最近のJリート市場を巡る動向について

大橋 英樹

金融庁監督局証券課 課長補佐



冒頭から私事で恐縮であるが、小職は、投信法が改正されJリート制度が導入された当時に証券課に在籍しており、初めてJリートの運用会社2社に認可を行う事務にも携わらせていただいていた。Jリートには縁があるのだろうか、8年ぶりにJリートの監督事務に復職することになり、改めて最近のJリート市場を巡る様々な動向に触れ、その変化するスピードの速さを痛感しているところである。本稿では、最近のJリート市場を巡る動向について、その概要を記載することとしたい。なお、本稿において意見に関する部分があるとするれば、それは小職の個人的な見解である点を予めお断りしておきたい。2001年9月、2銘柄でスタートしたJリート市場は、その後、42銘柄まで増加し、現在は41銘柄となっている。昨年ごろから、投資証券価格の下落、増資や債券発行などによる資金調達困難化などの要因により、一部Jリートの資金繰りが困難化し、昨年10月にはニューシティ・レジデンス投資法人が東京地裁に民事再生手続開始を申し立て、Jリート初の破たん事例となり、上場廃止となったものである。昨年来、Jリートの資金調達環境の改善や投資家の信頼確保のための方策が必要との指摘があり、これまで関係者において、幅広い観点からの対応が採られてきたものと承知している。金融庁においても、①Jリートやその運用会社を監督する立場として、投資家保護の観点から、各Jリートの資金繰り等の状況把握に努めるとともに、②Jリート制度を所管する立場として、Jリート関係者が投資家の信頼を確保するための取組を念頭に、例えばJリートの合併に際して、合併比率の端数調整などのために支払われる「合併交付金」の利用可能性を明確化するために、関連する内閣府令や監督指針等の改正を行ってきたところである。合併交付金を活用するものかどうかは不明であるが、実際の動きとして、スポンサーが経営破たんしたことを受け、新しいスポンサーの選定作業を進めていた日本レジデンシャル投資法人が、アドバンス・レジデンス投資法人との間で本年8月に合併の基本合意書の締結に至った。合併が行われれば、Jリート同士の初の合併事例となる。また、ごく最近の動きとしては、本年4月に政府の経済危機対策を受け、国土交通省や有識者等からなる検討委員会における検討を経て、不動産市場安定化ファンドが9月5日に設立された。投資法人債の償還資金に対する貸付がメインとなっているが、Jリートの安全網的な機能が期待され、心理的な効果も小さくないとの指摘もある。こうした、Jリートに関する各般の取組が相まって、Jリートの投資家保護が図られ、Jリート市場が投資家の信頼を確保し、市場が健全な形で活性化し、ひいては、金融システムの安定確保に繋がっていくことを金融庁としては期待している。また、Jリート制度発足当初から担当していた小職の想いでもある。

中堅デベロッパーの危機(下) — 3千万円台が供給減し市場規模3.5万戸

中堅デベロッパーへの融資が絞られることにより、デベ自身が窮地に追い込まれることはもちろんだが、彼らのメインターゲットである一次取得者層のマンション需要も潜在化してしまう。中堅デベロッパーが相次いで市場から退場したことで業界構造の偏りに警鐘を鳴らす声もある。そうした中、金融機関の融資姿勢にも少しずつ変化が見え始めている。

借金返済と棚卸しの圧縮で総資産が激減 中堅に依然厳しい金融機関の融資姿勢

棚卸資産の減少と並ぶ中堅デベロッパーにとっての問題は、現金・預金の減少などを中心とする総資産の減少が続いていること。大手デベロッパーの直近の決算では、三井不動産、三菱地所、住友不動産、野村不動産、東急不動産、東京建物などは総資産を増やすか、減らしても前期比1%未満だったが、大京は借入金返済により現預金が252億円減少。日神不動産やコスモスイニシア、フージャースコーポレーションなどの中堅デベロッパーも資産を減らしている。プロバスト、セントラル総合開発、総和地所、アーバネットコーポなどは、前期比20%以上も資産が減った。セントラル総合開発と新日本建物、サンシティは自己資本比率を4%以下に落とし、コスモスイニシアとプロバスト、総和地所の3社は債務超過に陥ってしまった。

直近の上場デベロッパーの決算によると、主要38社だけでこの1年間以内に総資産は4084億円減少した。赤字販売などによる販売好調の裏側では、確実に販売用不動産、棚卸資産が減り、売上金の借金返済への充当という先細りの図式が定着している。別表は、日銀による不動産業向け融資残高の推移を見たものだ。これによ

ると、貸出残高そのものは、この3年間で約2兆9000億円増加して

いる。しかし、これを「中小企業」「中企業(中堅)」「大企業」の業態別に見ると、もともと残高が増えたのは中小企業向けで、3年間で計約2兆6000億円増。一方、中企業向けは2008年6月には前年同月比37.5%減(1237億円減少)。今年6月時点で18.8%増に持ち直したものの、3年前との比較では、まだ約800億円減った計算である。なお大企業は今年6月末時点では3年前より約4400億円増加している。

また、日銀による主要金融機関の貸出動向アンケートによると、今年6月の個人向け住宅ローン資金の需要判断は3カ月前の-5から-12に7ポイント悪化し、2000年4月の調査開始以来、最悪の水準になった。消費者ローンの資金需要判断についても前回の-8から-15に7ポイント悪化。企業向け融資の需要判断も前回の13から-14まで計27ポイントの急落となっており、6月時点では、金融機関の融資姿勢が依然として厳しいままであることが分かる。

これから中堅の衰弱死が始まる？ 条件付プロジェクト融資再開に回復期待

これまで見たように、金融機関の不動産開発向け融資の姿勢が変わらない限り、マンション市場では、大手不動産会社の市場シェアがますます高ま

	期末貸出残高	増減%	中小企業	増減%	中企業	増減%	大企業	増減%
2007年6月	589,461	11.30	525,760	13.53	3,300	20.65	50,400	▲5.29
2008年6月	596,293	1.33	531,493	1.09	2,063	▲37.48	62,735	5.01
2009年6月	617,657	3.56	551,396	3.74	2,451	18.81	63,825	1.74

り、千葉、埼玉などの郊外エリアの供給割合がさらに低下していくはずである。不動産流通経営協会(FRE)の試算によると、既存住宅流通量は2015年に年間49万~56万戸に達する。この流通量は新築住宅と拮抗するとしているが、このまま新築マンションの供給減が続けば、2015年以前に中古と新築の流通量が逆転してしまう可能性もある。

これから中堅、中小デベロッパーの衰弱死が始まるのではないかと。トータルブレインの久光龍彦社長は、現在の融資環境を見て、そう予測する。大手、準大手には一時期に比べて金融機関から資金が出てい

るのに対して、いまだに金が出ていないのは独立系の中堅、非上場の中小などである。しかも、プロジェクト資金は出ておらず、融資されているのは短期資金のみなので、アウトレットマンションや工事中のマンションを買って短期で販売する以外の事業は成り立たない。彼らはリノベーション事業や建売事業も手掛けるが、この商売は期間限定のビジネスであり、もともと資本回転率の高い建売事業では既存の専門業者には勝てない。パワービルダーは、マンション業者と用地仕入れで競合しなくなったため、ここに来て息を吹き返している。いま中堅・中小デベロッパーはとりあえず延命策を講じているさなかにあると見られ、かなり苦しい状況にあるのではないかと。

今後もこの状況が続くと、デベロッパーだけでなく、エンドユーザーにも影響が及ぶ。不動産経済研究所が発表した直近の首都圏マンション供給予測によると、今年2009年の年間供給は合計3万5000戸。1992年以來の4万戸割れである。じつは1都3県は、毎年15万人の転入超過が続いている。平均家族数を2.8人と仮定すると、単純に毎年5.35万世帯の住宅が必要になる。転入世帯に加えて賃貸脱出組のマンション購入も見込める。値段さえ合えば顧客

がいるのが首都圏マンション市場の強みであり、今後10年間、マンション供給が年間6万~7万戸続いても吸収できると言われる。ただし3万戸台では、顧客は選択肢そのものが減る。それ以上に、そもそも大手、準大手は都内近郊を中心に4000万~5000万円台の物件を中心に供給している。これに対して中堅・中小デベロッパーは埼玉、千葉、都下などの郊外を中心に2000万~3000万円台の価格帯を中心に供給している。つまり両者は棲み分けが実行されていた。ところが、いま中堅デベロッパーは用地が買えず、新築マンション市場から3000万円台のマンションが減っている。ユーザーの選択肢はそれだけ狭まり、1次取得者層が買える商品はどんどん減っている。「どんな業界でもそうだが、大手、中堅、中小が持ち味を出しながら切磋琢磨することで、健全な市場ができていく」(久光氏)。このバランスが偏ること

で市場に歪みが生じる懸念が出てきた。

金融機関の融資の現況は、コーポレートファイナンスに偏重しているが、それでも少しずつプロジェクトファイナンスも実行されつつある。BSが傷んでいる中堅企業にとって、それは朗報と言える。ただし、金融機関も不動産のプロではないので、プロジェクトの良し悪しを正確に判断できるわけではない。そこで両者に中立な立場の専門家を使った査定を求める動きが出ている。たとえば、最近では銀行がプロジェクトに融資する際、第三者の事業査定評価書や市場調査書を提出させるという。専門業者には銀行からのそうした依頼が増えている。

条件付きとは言え融資環境の先行きに、少し光が差してきた。ここに来て買取再販が好調に推移し、業績予想を引き上げ、新規仕入れを再開するデベロッパーも現れている。あとは市場の本格回復を待つばかりである。