

# いまこそ学ぶべき地方投資戦略 失敗の研究 無理なCFを想定した計画は危険

—— 諫山哲史氏 [スパークス・アセット・トラスト&マネジメント] に聞く

## スパークス傘下のAM・FM会社

### 50案件を超えるレスキューAM実績

当社は設立以来、J-REITを含むプロ投資家に向けてAMやデューデリジェンス機能を提供してきた。リーマンショック以前はファンド組成支援やデューデリジェンスを中心に手がけ、2008年以降はAM会社の破綻やリファイナンス失敗などで、運営継続が困難となったファンドの再生、あるいは清算による資金回収業務などを推進してきた。いわゆるレスキューAMだけでも50案件を超える実績を重ねている。設立以来現在に至るまでのAM受託実績は延べ約60棟・1,100億円超を数える。

リーマンショックから金融危機という厳しい時代を経て、不動産マーケットは再び活況を取り戻してきた。都心部の不動産価格高騰により、投資家の資金はより高い利回りを求めて地方都市へと向かっている。地方でもすでに過熱感がささやかれるまでになっている状況だ。今回は、いまの地方マーケットの状況について過去とも比較しながら、“またぞろ”の憂き目を避けるため私たちが留意しておくべきことについて考えてみたいと思う。

## 地方のレジ高騰は実需要因もあり

### オフィスは優勝劣敗が鮮明

地方の不動産マーケットがいまや高値水準にあることは誰もが認めるところだ。例えば大阪、福岡など主要地方都市の賃貸マンションは足下で表面5～6%程度の利回りで取引されている。しかし以前とは異なり、今回の価格上昇には実需要因もあるようだ。それは富裕層の相続対策の取得需要、あるいは地方金融機関の力強い融資に後押しされたローカル投資家の実需の買い需要などである。地方投資を考えている投資家は、その都市の相場が東京の投資家の論理で形成されているのか、それとも地元投資家などの実需も含まれているのか、注意深く分析するこ

とが必要だ。

オフィスはエリアや物件によって優勝劣敗が非常にはっきりとしている。需要の見込めないエリアでは空室の解消は一向に進んでいない。キャッシュフローが先細るなかではリノベーションという選択肢もとりにくくなるだろう。単に利回りが高いからという理由で投資することは避けねばならない。

オフィスばかりではなく、これは先の住宅にもいえることだが、地方では特にエンドのテナント需要が十分見込める立地に投資することが重要だ。立地さえしっかりとしていれば、仮に投資市場がクラッシュしても自社利用目的の事業会社など、買い手はなんとかつくものである。リーマンショック後に地方物件の売却を進めていた際、オフィスにしろ賃貸住宅にしろ、地場系の一般事業会社が「今までずっと物件を取得したいと思っていたが、高すぎて全く手が出なかった。このタイミングならばようやく購入できる」と言いながら購入していたことをよく覚えている。

当たり前のことのように聞こえるかもしれないが、市況が過熱してくると利回りを求めて資金は中心部から郊外、大都市から中小都市へと外へと向かい、結果として“前線孤立”する投資家が生まれることとなる。地方投資をする際は「いざという時に地場の事業者が取得したいと思える立地・アセットタイプ・価格か」ということを考慮することは重要である。

## ローン期間、LTVは余裕をもって

### REIT以外の出口戦略も想定を

どのような投資物件を選ぶのかということのほか、ファイナンス面にも十分注意すべきだ。具体的には、レバレッジとローンタームの2点に尽きる。

リーマンショック前後に、新興系のAM会社やデベロッパーが数多く破綻した。なぜ破綻したのかといえば、経済環境の急変動に伴う不動産価格の下落があったからだが、LTVやローンタームにもっと余裕をもった投資をしていれば、防げたデフォルトも数多く

【図表】諫山氏が指摘する、地方投資の注意点

1	オフィスや住宅は、地元事業者や富裕層の需要が見込めるか	テナント需要が見込めるかどうかを見定めるのは当然だが、投資市場がクラッシュした際の「最後の買い手」となるのは地元事業者や富裕層。取得時に地場の事業者が取得したいと思える立地・アセットタイプ・価格かを想定することも非常に重要
2	レバレッジやローンタームは余裕を持って設定できているか	リーマンショック後のデフォルト案件の多くは、LTVを保守的に見積もり、ローン期間を長期に設定していれば、再びやってくる市場回復によって失われずに済んだはず。市場が好調な時期ほど慎重に設定したい
3	CFを無理矢理ひねり出すバリューアップ計画になっていないか	サービスアパートメントやカプセルホテルなど、オペレーションが成功すれば高い利益を得られる業態を狙うのも良いが、それが高い取得価格を説明するための無理矢理なアイデアでは本末転倒だ。こうしたアセットは市場が下落傾向に転じると運用力に乏しいオペレーター案件ほどキャッシュフローが急速に低下する

あったのも事実だ。

後出しの議論かもしれないが、LTVや物件評価額を保守的に見積り、かつローン期間を5年から7年、10年など長期に設定していれば、いまごろ物件価格はほぼ回復していただろう。エクイティやローンはその大半が失われずに済んだはずだ。投資家はもとよりレンダー側も、もっと余裕をもってマーケットに臨む姿勢が期待されよう。

金融危機の時代を含めさまざまな案件に関わってくるなかで、この“余裕”ということが投資をするうえでもっとも重要なのではないかと感じている。

例えばいま都心や一部の地方都市では、高い不動産の取得価格を説明する手段として、利用単価の高いサービスアパートメントや、ユニットを増やすことで収益アップを狙えるカプセルホテルなどを開発する事例がみられる。無論、こうした業態自体を否定する気はない。インバウンド需要が増加するなかであってはまさに時流に合った投資対象といえるだろう。

しかし指摘したいことは、キャッシュフローを絞り出すために、あるいは高い投資簿価を説明するために無理矢理そうしたアイデアをひねり出しているのであれば、それは黄色信号ということだ。そうしたアセットは、相場が一旦下落に転じると運用力に乏しいオペレーターほどキャッシュフローが急速に低下する。賃料固定型のマスターリース契約でも、オペレーターが破綻してしまえば同じことだ。同様に、鑑定会社がマーケットの現状を鑑みて高い価格を出してくれたと



諫山哲史 氏  
スパークス・アセット・  
トラスト&マネジメン  
取締役副社長

投資商品の組成・運用を手がけるスパークス・グループ傘下のAM・ファンドマネジメント会社。前身は2006年設立のジャパンアセットトラストで2014年にスパークス・グループとの株式交換などで傘下に入り、現在の社名に変更している。

しても、それに依存しすぎるのは良くないだろう。

今後の不動産マーケットを占ううえで、いまもっとも注目している点はJ-REITの動向である。東証REIT指数は2,000ポイントを直近の高値としてジリジリと下落している。REITはゴーイングコンサーンが前提であり、最後の買い手ともいえる。

いざというときの備えのために、プレイヤーは単にREITへの出口を後ろ盾とするだけでなく、開発であれば竣工後の市況次第で自社保有に切り替えるなど、柔軟な投資シナリオを用意しておくことが望ましいといえる。投資はチキンレースではない。そのことを私たちは十分肝に銘じておくべきだろう。