

誕生!

にわかに活気を帯びてきた
物流施設投資市場の、
エポックメイキングな存在。
満を持して登場した、
日本ロジスティクスファンドとは。

物流施設に 特化した

J-REIT

国内初の物流特化型J-REIT、
その誕生の背景と特徴

三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社
取締役 投資運用部長 青柳 努 氏

物流業界のパラダイム転換と J-REIT市場拡大を 背景に誕生

今年5月、日本ロジスティクスファンド投資法人（JLF）が東京証券取引所不動産投資信託証券市場に上場しました。JLFは国内初の物流施設特化型REITとして注目を浴びており、運用会社である当社には、投資家や物流業界から多くの反響や情報が寄せられています。

JLFは、物流業界のパラダイム転換とJ-REIT市場の拡大を背景に、新たなアセットタイプの投資商品を求める投資家の期待に応えて誕生したものです。物流業界は、今、大きな事業変革期の渦中にあります。規模の大小に関係なく、多くの企業が物流効率化や物流コストの削減、サプライチェーンマネジメントの浸透などの環境変化に対応するため、戦略上適切なアセット規模を考え、物流網の見直しや拠点の統廃合を進め



急速に進展する不動産証券化・流動化マーケットにおいて、倉庫や配送センターといった物流施設が、今一歩取り残されていたのは紛れもない事実だ。しかし、今、そこに大きな転機が訪れている。物流ファンドの上場は、物流不動産、J-REITの各市場に、いったい何をもたらすのか。運用会社、格付機関、そして入居テナントへの取材をもとに探る。

新投資口発行及び投資口売出届出目論見書 平成17年4月
日本ロジスティクスファンド投資法人

ているといえるでしょう。そうした流れのなかで、保有にこだわらず事業戦略上必要な施設を確保したいと考える企業は、確実に増えています。一方、J-REITは2001年に誕生して以来順調に規模を拡大しており、時価総額は2兆円を超え、投資家は分散投資への意欲を高めていました。

当社はこうした状況を踏まえ、物流施設特化型ファンドの上場を企図し、2004年7月、三井物産（株式保有51%）、中央三井信託銀行グループ（同29%）、ケネディクス（同20%）の出資で設立されました。

ビジネスモデルを支える 三つの ポイント

最大の特徴はJ-REIT市場において唯一の物流施設特化型であることです。このビジネスモデルを支えるポイントとして以下の3点が挙げられます。

第一は市場のポテンシャル。物流施設はオフィスやレジデンス、商業施設に比べ、一般に馴染みが薄くマイナーな存在ですが、経済活動や日常生活の要であり、将来的にも安定した需要が見込めます。ちなみに2002年時点で物流施設のストックの時価総額は26兆円で、商業不動産全体の約12%を占めるとされています（野村不動産インベストメント・マネジメント推計）。

物流施設は、需要に裏づけられて供給されることが多いという特性から、オフィス市場と比べて好不況の影響や需給ギャップが少なく、賃料水準も比較的安定しています。また、物流機能は一瞬の停滞も許されない上に、構内機器などテナントの初期投資額が大きく、オフィスビルと比べてテナントの定着率が高いという傾向があります。これも安定した収益構造を生み出す要素といえるでしょう。

さらに冒頭で述べたように、伝統的で保守的といわれる物流業界にも保有と利用の分離が進んでおり、物流施設保有者としてのJLFへの需要は今後ますます高まるものと期待さ

信託不動産（物件名称）	所在地	取得予定金額 (百万円)	比率(%)	総賃貸可能面積 (㎡)	建築時期
船橋物流センター	千葉県船橋市浜町	8,675	33.4	30,939.27	平成5年10月27日
大東物流センター	大阪府大東市緑が丘	7,617	29.3	82,322.88	平成元年7月31日他
大阪福崎物流センター	大阪府大阪市港区福崎	4,096	15.8	23,726.80	平成16年10月28日
前橋物流センター	群馬県前橋市上増田町	1,230	4.7	5,416.42	平成17年2月16日
浦安物流センター	千葉県浦安市港	2,902	11.2	9,543.72	昭和61年10月8日他
平塚物流センター	神奈川県平塚市長瀬	1,466	5.6	11,420.53	平成2年9月21日
合計		25,986	100.0	163,369.6	

れます。

第二は設立母体3社のノウハウ。三井物産、中央三井信託銀行グループ、ケネディクスは、それぞれ物流・金融・不動産に対して高い専門性と知見を有しており、それらの“遺伝子”を受け継いだ当社は、物流・金融・不動産の専門的能力が融合した資産運用会社として、投資家とテナントの両者の期待に応えることができるものと自負しています。例えばアセットを取得する際も、個々の物流施設を正しく評価するには高い専門性と経験が不可欠です。立地やスペックはもちろんですが、接道条件、天井高、柱の間隔、トラックヤードなどによっても大きく使い勝手が異なります。運用者に物流に関する豊富な知識と経験がなければアセットの質は保てず、長期安定したファンド運営はできません。

第三はスポンサー各社との協働体制。三井物産の物流部門は総合商社のなかでも最大の組織と事業規模を誇り、豊富な物流施設運営ノウハウやソリューション機能と広範な情報ネットワークを有しています。また、既存J-REITであるジャパンリアルエステイト投資法人の運用会社に参画するなどの経験もあります。当社は、三井物産から主として物流ファンドの“魂”ともいべき、物流全般におけるノウハウや物件取得に関するバックアップを、また、中央三井信託銀行グループからはREIT、不動産、金融にかかわる総合的なバックアップを、ケネディクスからは私募ファンドの組成やアセットマネジメント業務に関するバックアップを受けて運営しています。

3社で協定を結び強力な協働体制を構築したのは、中長期安定的に投資家の期待に応えていくためです。そ

の点、3年、5年といった短期的な利回りに重点を置いた私募ファンドとは、基本的なスタンスが違います。当社は、あくまでも長期安定運用を第一に考えており、優良なテナントと、できるだけ長期の契約を結ぶことによって、安定した収益構造を実現していきます。

今後も、テナントの物流戦略・拠点戦略まで見極め、それに合致するような物流施設を厳選しながら地道にポートフォリオを拡大していきます。運用面においてもテナントリレーションを密にし、各社の物流戦略をサポートしていくことが当ファンドの価値と独自性を高め、ひいては長期安定した収益を望む投資家の期待に応えることに繋がると考えています。

物件を厳選取得し、 3年後 1000億円規模に

JLFは上場時6物件、約260億円（テナント10社）でスタートしましたが、3年後には1000億円規模を目指し、外部成長、内部成長を図っていきます。量的拡大だけでなく質的にも物件を厳選することで、好不況の波にも揺るがない安定した成長力と競争力を備えたファンドにしたいと考えています。

成長戦略としては以下の通りです。

最も基本的なスタンスとしては、当社の評価基準に合った物件を厳選取得することで、外部成長を図っていくということです。昨今、物流施設の取得においても、ファンド間の競合による価格高騰という話を耳にしますが、これはあくまで市場に出た案件に限ったことで、先述した物流施設の市場規模から見ればほんの一部のケースです。当社は、スポンサー

各社の広範なネットワークや、三井物産の物流コンサルティング業務などを通じて早期に情報入手し、相手先の物流・経営戦略を実現する方向で交渉を進めることができるのが大きな強みになります。そのため、物件の取得は、競合の多い入札より相対取引が中心になっていくでしょう。

また、テナントリレーションの構築と満足度の向上を重視することが、JLFの成長に大きく関わってくるポイントです。テナントとできるだけ長期の契約を結び、物流戦略や拠点戦略を“話し込める”ような深い関係を構築し、長いお付き合いをしていきます。物流は1施設単体で完結するものではなく、ネットワークで展開するものですから、ご入居いただいているテナントとの関係を起点に、その物流戦略をお手伝いする上で、JLFにとっても様々な成長展開が考えられるといえます。

加えて、既存テナントが退去しても遅滞なく後継テナントを確保できるよう、早期に情報入手できる関係を築くと共に、スポンサーとの緊密なリーシングネットワークを組んでいきます。また、立地や施設に関しても、物件取得時に汎用性を重視してリスクヘッジを図ります。

成長戦略に欠かせない財務戦略については無借金体制でスタートして

いますから、十分な成長余力があります。なお、今後も負債割合はできるだけ低く抑えていく方針です。

トラックレコードの蓄積と情報開示で投資家の理解促進

米国REIT市場では物流ファンドはすでに投資家に認識されていますが、日本ではJLFが初の上場であり、投資商品としての物流施設の優位性や特性はまだ十分に認識されているとはいえません。当社では積極的なIR活動を通じて、物流ファンドの優位性やビジネスモデルの特徴、成長戦略などを投資家に理解していただくと同時に、トラックレコードを積み重ね、運用実績などを積極的に情報開示していくことによって、JLFの優位性を実証していきたいと考えています。

また、一定の規模とスペックを備えた物流施設をアセットに加えて、JLFのポートフォリオを拡大していくことにより、物流業界に不可欠な事業インフラとしての地位を確立していきたいと考えています。さらに、スポンサーとのネットワークを介し、アセットの受け皿としてJLFを利用していただくなど、アセットソリューションを提供し、物流各社の全体最適化を支援していきます。

不動産市場、そして投資家サイドから見た 日本ロジスティクスファンド上場の意味合い

スタンダード・アンド・プアーズ

ストラクチャードファイナンス部 主席アナリスト

大室 友良 氏

物流ファンド上場を市場&投資家は歓迎

J-REIT市場が誕生して4年半を迎え、7月中旬には22銘柄、時価総額は約2.5兆円に達しています。不動産市場はややオーバーヒート気味であり、ファンド間の物件取得競争の激化による購入価格の高騰などから、利回りの低下が懸念されています。そうしたなかで、今年5月に上場した日本ロジスティクスファンド投資法人は、“物流施設”という新たなアセットタイプに特化したファンドであり、市場や投資家が待ち望んでいた展開といえるでしょう。

船橋物流センター



先行するオフィス系のJ-REITが、外部成長を達成しセカンドフェーズを迎えつつあることや、市場の過熱感が周知の事実となっていることも、初の物流施設特化型J-REITへの投資を促すインセンティブになりそうです。その意味で、非常にいいタイミングの上場だったと思います。

また、その背景としてあるのが、物流業界における3PL（サードパーティロジスティクス）の潮流でしょう。これは、今後加速することはあっても減速するとは考えられません。物流の構造改革に伴って、物流不動産が投資家の手に移っていくことは必然的な流れであり、課題の一つである市場データ等の整備も、物流ファンドの増加と共に進んでいくものと思われる。

米国では、1980年代終わり頃から物流施設に特化した REIT（インダストリアルREIT）が登場しました。今ではインダストリアルREITは米国REIT市場の10～15%を占めるまでになっており、機関投資家に認知されています。日本においても、今後複数のファンドが上場して情報が開示されていけば、透明性も高まり、市場で十分な割合を占めるアセットクラスになるものと思われる。

物件自体の 評価が難しい アセットクラス

ただし、これまでのオフィスやレジデンスといったアセットクラスとは、扱うプレーヤーがまったく異なりますし、一般投資家にはまだ馴染みの薄い市場です。また、物流業界には独特の商慣習が残っていることから、運用会社には物流に対する高いスキルやノウハウ、物流業界に対する広範なネットワークが求められるでしょう。物流ファンドではオフィスやレジデンス以上に運用会社の運用能力が重要になります。また、オフィスやレジデンス以上にテナントの信用力やその物流戦略に左右される面もあり、ファンドの判断に不可欠な物件そのものの評価がなかなか難しい

といえます。その点では参入障壁が高いアセットクラスという側面を有しています。

テナントとなるメーカー各社において、物流はビジネス戦略上のコアであり、業種・業態、企業によっても物流戦略上の最適立地や物流施設のスペックが異なります。特にBTS（ビルド・トゥ・スーツ）型の物流施設の場合、キャッシュフローの安定性や競争力を評価するには、テナントの中長期経営計画や物流拠点戦略上、対象施設がどう位置づけられているのかといった点まで把握する必要があります。

こうしたことから、日本において物流業界に精通する総合商社をスポンサーとするファンドが、トップを切ってJ-REITに上場したことは、当然の流れではなかったかと思います。米国では3PLを前提にした汎用性の高いマルチクライアント型の物流施設がREITの中心になっていますが、BTS型でシングルテナントだからリスクが高いとは必ずしも言い切れません。運用会社のスキルやノウハウによることはもちろんですが、その施設がテナントの物流戦略のコアとなっており、テナント自体にも信用力があり、長期契約を結んでいるならば比較的风险は少ないと見ることができます。また、BTS型でシングルテナントであっても、ファンド全体として物件数が多ければポートフォリオ全体のリスクは下がります。日本ロジスティクスファンドの場合、上場時の物件数は6物件と少ないですが、無借金でスタートしており、今後物件を増やすことでリスクヘッジを図っていくものと思われる。

すでに物流不動産の賃料データなどが整備され、投資家にも投資対象として認知されている米国と、市場データが未整備で物流改革も道半ばの日本とでは、投資家を惹きつける戦略が異なっても不思議ではありません。日本の場合、物流不動産の市場データが少ない上、商業施設のように売上高や坪効率といった賃料の妥当性を判断する基準も定まって



大東物流センター

いませんから、運用会社の能力やテナントの信用力をアピールしたほうが投資家には分かりやすいという面があるのは事実といえます。

運用会社の運用能力と 物流施設の質が 決め手に

今後、J-REIT市場における物流特化型REITの割合が米国並みになるかどうかは分かりませんが、第二、第三のファンドが上場する可能性は高いものと思います。J-REITの中心が今後もオフィスやレジデンスであることは変わりませんが、これらのアセットクラスは競争が激しく差別化も難しくなっていますから、補完的な存在としてリテール（商業施設）や物流施設、また、それ以外のアセットクラスが投資対象として登場し、選択肢が増えることは投資家にとっても望ましいことでしょう。

J-REIT市場全体では、今後5年間で40ファンド程度、時価総額にして5兆円規模になるのではないかと予測しています。その後は、米国で起こっているように上場ファンド間における統廃合が起こるでしょう。投資家の選別の目は厳しくなり、投資家本位のつくり込みや十分な情報開示をしていないものは淘汰されていくと思われます。物流不動産セクターでは、運用会社の運用能力と物件自体のクオリティが最大の決め手となりますが、加えて、それをいかに投資家に分かりやすく伝えるかもポイントになってくるに違いありません。

リコーロジスティクス株式会社
常務執行役員 松本秀雄氏に聞く

日本ロジスティクスファンドの ポートフォリオ 「大阪福崎物流センター」 選択の理由



まず最初に、御社の事業概要と、大阪福崎物流センターに設立された「物流センター関西（BCK）」の位置づけとその特徴を教えてください。

●松本●当社はリコーの物流部門が独立する形で1964年に創設されました。現在、売上は537億円、社員数842人、全国に大小合わせて約110の物流施設があり、そのほとんどが賃貸です。

全国6カ所に関連子会社（三愛ロジスティクス）があるほか、香港、中国、アメリカなどにも拠点を置き、リコーグループの国内外の物流戦略を担っています。事業の内訳としては、売上の約7割がリコーグループ、約3割がそれ以外の企業さんからの受注です。今後はリコーグループ以外からの受注を拡大していきたいと思っています。

BCKは関西地区の中核となる物流施設として位置づけされており、機器からサプライ品まで幅広く扱っています。また、この施設には回収品の解体作業や分別作業用のスペースも約400坪確保しており、回収品は種類別に16～21に分別してリサイクルするなど、ゼロエミッション（ごみゼロ）を実現した環境保全型の施設となっています。また、情報セキュリティにおいても最先端の設備を導入しています。

当社にとって、環境配慮と情報管理は施設選択において譲れない必須条件であり、この点でBCKは、当社の特徴である「循環型ロジスティクス」（※後述）を支えるものとなっています。

「大阪福崎物流センター」にBCKを置いた背景と経緯は。

●松本●BCKに統合するまでは大阪市内に4拠点、棟数にして15棟を借りていました。当社では、オフィスサプライ品は半日配送の体制を採っており、お客さまのオフィスの近くに営業拠点を設置する必要があったのです。しかし、半日配送が可能な範囲に集約できる施設があるならば、集約した方が経営資源（人、モノ、金）を効率よく使えますし、環境、情報管理やセキュリティの面でも望ましい。しかし、これまで大阪では、当社の希望する条件を満たし、機能を

集約できる賃貸物件はなかなかありませんでした。

そうしたところにお話を受けたのが、大和ハウスさんからのご提案でした。大和ハウスさんが用地を購入し、当社が一括借りすることを前提に、SPC（特別目的会社）を組成して物流施設を建設するというもの。当初、ファンドへの売却は決まっていなかったのですが、汎用性が高く、環境や情報管理において最先端施設にするという点で大和ハウスさんと意見が一致したため、入居を決断したわけです。

ここを関西の拠点となる「物流センター関西（BCK）」と位置づけ、従来の15棟のうち13棟の機能を集約しましたが、立地・規模・スペック共に満足しています。EMS（環境マネジメントシステム）、ISMS（情報セキュリティマネジメントシステム）の観点からも、最先端の施設となっていますし、CSR（企業の社会的責任）の面からも十分な配慮がなされています。一例を挙げれば、10トントラックが余裕をもって48台駐車できるスペースがありますから、入庫するトラックが道路に待機して、近隣に迷惑をかけるようなこともありません。

経営戦略におけるBCK設立の狙いは、具体的に言うとういった点なのでしょう。

●松本●まとめますと次の六つです。第一は集約による作業効率アップ、第二に大規模・高機能拠点化による市場価格対応力アップ、第三はITS、LTを駆使したSCM（サプライチェーンマネジメント）対応物流サービスの提供、第四はマネジメント力強化によるLCO（ローコストオペレーション）力、技術力、CS（顧客満足）のアップ、第五は国際物流、国内物流の一元化、第六はEMS、ISMSの充実による信頼性向上です。

拠点施設がJ-REITの所有になることへの抵抗はありませんでしたか。

●松本●特にありませんでした。もともと当社は、固定資産を極力保有しない方針で事業を進めており、これまで



も施設のほとんどが賃貸でした。物流を取り巻く環境は急激に変化していますから、これだけの規模の施設を自社で保有するのは非常にリスクです。ファンドが物流施設を保有するスキームができたことは、逆に我々にとってはありがたいことです。今回のケースについても、大和ハウスさんが開発し、J-REITが長期安定的に保有して、私どもが利用する。それぞれのニーズが巧みに合致する優れたスキームだと思います。

また、ファンドを運営される三井物産ロジスティクス・パートナーズさんは物流事業に精通しており、加えて、契約期間などについても当初の条件を遵守してくれました。資産管理能力や透明性、提案力、情報力、コンプライアンスという面からも望ましいオーナーさんではないかと思います。これまでのおつき合いで、「話せばわかる」大家さんであることが分かりましたし、今後、当社が拠点戦略を進めていく上でも、有益なご提案や情報を提供して下さるものと期待しています。共存共栄の関係を構築していきたいですね。

一般的な倉庫オーナーと比較して、条件や契約面での違いや問題は。

●松本●ありません。当社はコンプライアンスを含めて厳密な契約主義なので、かえって波長が合ったといえます。こちらとしては、むしろそうした部分を曖昧にする相手のほうがやりにくい(笑)。

契約期間が5年というのは、物流施設にしては短期ですが……

●松本●確かにこの規模の施設ですと、普通は15~20年契約でしょうね。当社では、契約期間は短期、実際の運用は中長期的に考えています。5年契約にしたのは「いろいろな可能性を残す」という意味であり、全国4ヵ所の在庫拠点の一つであるBCKを、そう短い期間で動かすつもりはありません。こうした当社の考え方を十分に理解し、開発当初の

条件を受け入れてくれたのも、交渉相手がファンドを運営される三井物産ロジスティクス・パートナーズさんだったからでしょう。一般の地主さんでは、今回のような大型開発、大規模面積の利用に際して、このような契約というのは困難だったと思います。

リコーグループは、環境や情報管理に対して先進的な企業として知られていますが、御社は物流部門において、どのような取り組みをされていますか。

●松本●当社では、環境に配慮した「循環型ロジスティクス」を構築しています。部品や資源を調達し、生産物(商品)をお客さまに届ける動脈物流はどの物流企業もできますが、使用済みの商品を随時回収し、分解・分別して再資源化する静脈物流まで行っている企業はまだ少数です。当社は全国98の地方自治体において産業廃棄物収集運搬免許を取得し、動脈物流と静脈物流を融合させた循環型ロジスティクスを実現していることが大きな特徴であり、強みです。

また、当社は89事業所でEMSを構築し、ISO14001を取得しています。今後、企業にとって環境への取り組みは非常に重要になることは間違いなく、物流においても環境に配慮した施設や仕組みが求められるものと思います。新規受注を拡大するに当たって、BCKのような環境保全型の物流施設を構築していることがインセンティブになるでしょう。環境に対して高い意識を持つ企業は、物流においても高いレベルを要求しますからね。私どもも環境意識の高い企業さんに利用していただきたいと願っています。

その戦略に沿って、これからも物流施設を拡大もしくは統合していかれるのでしょうか。

●松本●国内の物流施設網は、ほぼ完成に近い状況です。ただ、個々の見直しやリニューアルなどがありますし、配送拠点は若干拡大していきます。

その時、物流施設を選択する条件とは。

●松本●一つの条件というわけではなく、それぞれの規模ごとに、立地、スペックなどについて詳細なチェックリスト(ポイント制)を用い、検証していくことでしょう。必須条件が10項目、希望条件はその倍以上の項目があり、必須条件を満たさなければその時点で除外。必須条件をクリアしたものは、希望条件の各項目のポイントを合計し、総合ポイントの比較で選定するわけです。

BCKへの統合によって物流コストはどのくらい削減できると試算されていますか。

●松本●大体10%程度の削減効果を見込んでいます。しかし、BCKに統合した効果としてもっとも大きいのは社員の志気が高まることでしょう。皆が同じよい環境で仕事ができるわけですし、管理する側も同じ目線で作業を管理し評価できます。これを作業効率や作業品質の向上に繋げ、ひいてはCS(顧客満足)を高めていきたいと考えています。