

金融

不動産マーケット低迷下、 攻めるプレイヤー “次の一手”

「100年に一度の事態」といわれるほどまでに悪化した、昨今の世界的な金融不安。その引き金となった震源地・米国においては、官民合同による不良資産買収が検討されるなど、一刻も早い市場安定化に向け、待ったなしの状況が続いている。日本の不動産投資市場においても、マーケットの牽引役であった外資系金融機関が、本国での資本不足に伴って短期資金を引き上げ、不動産ノンリコースローンの出口であったCMBISマーケットはほぼ機能不全に陥っている。これと呼応するかのように、国内金融機関の融資姿勢も硬直。不動産取引にファイナンスがつかず、取引量は大きく低迷し、一昨年までの活況を呈したマーケットは、もはや見る影もない。

しかし、法人所有不動産だけで約490兆円もの規模を持つといわれる日本の不動産市場は、この市況低迷下にあってもファンダメンタルズはそれほど傷んでおらず、依然魅力的なマーケットであることに変わりないだろう。また、海外の不動産市場を見ても、一部のアジア諸国をはじめ、引き続き堅調な成長を見せる国もあると聞く。金融・不動産市場がかつてない混乱を迎えている現在だが、裏を返せば今だからこそ打てる方策があり、いずれ来るマーケット活況期に備えるための絶好の機会と捉えることもできるはずだ。

今号の不動産金融レポートでは、劇的な市場変化に柔軟に対応し、状況打開と新たな事業機会の創出を狙うデベロッパー、ノンリコースローンレンダー、プロパティマネジャーといった不動産プレイヤー各社にインタビュー。また、今シリーズの冒頭では、世界的な市場の混乱に対し、日本における国家レベルでの緊急対策として、自民党所属の田村耕太郎議員から「重要資産買取機構」の創設へ向けた取り組みについてうかがった。

※当シリーズにおける各社へのインタビューは2009年1、2月に実施しており、本誌発行の2009年3月時点における最新の不動産・金融市況に鑑み、記事の内容と一部そぐわないことも予想されますので、ご了承ください。

●日本の企業不動産の資産規模推計（出所：国土交通省）



●参考

全法人の資産規模合計：1,344兆円(簿価)(注2)

全法人の所有面積合計：54,000Km²(国土面積(38万km²)の14%)

資料：国民経済計算年報(平成17年版)、土地基本調査報告書(平成18年)、不動産の証券化実態調査(平成19年)

※「不動産」、「法人不動産」、「収益不動産」の資産額は平成15年1月1日時点。

「証券化された不動産」、「Jリート」の資産額は平成19年度末時点

(注1) 土地基本調査に基づく時価ベースの金額 (注2) 法人企業統計に基づく簿価ベースの金額(平成17年末時点)

国益を守り、日本経済の信認を回復させる 「重要資産買取機構」設立が急務

参議院議員

参議院国土交通委員長
自民党財金部会副会長

田村 耕太郎 氏



金融危機解消を目指した 「重要資産買取機構」構想

私が所属する、自民党若手議員による「金融・不動産緊急対策を実現する会」は2008年12月19日、麻生太郎首相に対して、現在の金融危機から日本の実体経済を守ることを目的とした「重要資産買取機構」の設立を提案しました。

2007年秋に発覚した「サブプライム問題」に端を発した、100年に一度ともいわれる世界規模の金融危機は、我が国にも多大な影響を与え、金融システムの健全性を損なわせ、ひいては経済界全体に危機的状況をもたらしています。そのため、国民の重要な財産である株、および不動産価格は継続的に下落し、それが信用収縮を引き起こし、結果的に日本経済は不当な苦境に陥っているのが現状です。この非常事態にあたって、こうした悪循環を解消し、株式市場の暴落を防ぎ、凍結した不動産市場の機能を回復し、株や不動産という国民の財産を守ること、さらには海外からの、我が国に対する投資を呼び込むというのが今回の機構設立の骨子です。

今回の提案に先立ち、フランスでは

2008年12月に25兆円規模の政府系ファンドを設立し、自国の不動産や株式を買い上げることを表明しました。また、他の欧米諸国でも緊急対策を実施しています。我が国においても金融市場、不動産市場を守るために、為替だけでなく資産市場に対する政府介入が重要であると考えています。

ファンダメンタルズは 堅調ながら、 パニック状態の 不動産売買市場

「重要資産買取機構」では、上場株式と不動産を対象資産としていますが、ここでは不動産についてお話ししましょう。ご承知のとおり、今回の金融危機による不動産価格の暴落に加え、投資銀行の融資撤退、J-REIT投資口の投売りなど、外資マネーの国内市場からの逃避が顕著になっています。また、株価低迷に伴う国内金融機関の不動産向け融資も滞り、不動産企業の黒字倒産が相次いでいます。そのため、冷静な投資ができないパニック状態に陥っているのが現状です。

しかし、現物不動産を見ると、東京都

内のAクラス、Sクラスのオフィス物件では、若干の賃料後退は見られるものの、立地や規模の優位性から資産価値のポテンシャルは維持されています。また、レジデンスやBクラスのオフィスビルについても、賃料水準は安定的であり、収益力自体は低下していないとみています。

つまり、こうした実物不動産への投資は安全で確実性が高く、危機が去ったあとには価格が上昇するであろうことは予想に難くありません。にもかかわらず、こうした物件が投売りされ、一部で反社会勢力等を買われている現状は国益に反することです。そのためにも、正当な買い手不在の状況を打破することが急務になっているのです。

50兆円規模の資金を調達、 対象は実物不動産と J-REIT

「重要資産買取機構」では、当初、20～50兆円の規模を予定しています。GDP(国内総生産)が日本の約3分の1のフランスに比べればもっと規模は大きくてもよいのですが、拡大は後からでもできます。規模は小さくとも、まずは

いかに迅速にスタートさせるかが重要でしょう。

資金は市中から調達することを考えています。具体的には国債や政府保証債を発行して、銀行や生保などの機関投資家を買っていただく、あるいは、特別会計の剰余金を担保にして、短期国債を発行するなど、いわゆる政府埋蔵金を利用するのも1つの方法です。また、その後の実績次第では外貨準備や公的年金、郵便貯金などに財源を広げていくことも考えられます。償還については5～10年をめどにしています。

そして、投資の対象となるのは現物不動産とREITです。不動産については東京都内のレジデンス物件、およびAクラス、Sクラスの物件を、収益還元法を用いて評価し、割安なものを不動産開発会社や保有会社から直接購入します。将来的には、全国政令指定都市の中心市街地の物件にまで投資対象を拡大できるでしょう。個人投資家の投資を妨げないよう、最初は一物件あたりの規模は10億円以上を目安とし、資産が積みあがれば大型物件も視野に入れていきます。REITに関しては、例えばディスクロージャーやインサイダー取引の規制強化など、市場の根本問題の改革は必要だと思います。ですが、現在のパニック状態を脱し、信認を回復させるためには、早急な投資口の買収が必要となってくるでしょう。

これらの資産の出口としては、景気回復後、マーケットの相場観を崩さない範囲で放出する予定です。また、実物不動産に関しては長期で保有し続け、例えば国営の有料老人ホームを運営したり、あるいは公務員宿舎に当てるといった活用も考えられます。

一部では、損失リスクを懸念する声もあるようですが、今日の危機を打開し、国富を防衛するためには、万一、多少の損失が発生してもやむを得ないと考えます。とはいっても、割安物件を購

入するわけですから、再生機構の例を出すまでもなく、長期的には大きな利益を上げる可能性の方が大きいのです。政府がプレーヤーとして市場に参加するのは、高い運用益を求めるというよりも、あくまで現在の金融危機解消、ひいては市場の活性化・安定化に資することが第一義であることをご理解いただくと必要があると考えています。

期待される 多大な経済波及効果、 年度内実現を目指して活動

「重要資産買取機構」を創設して施策を実行することで、さまざまな効果が期待できます。具体的には、不動産を買い取ることで内需型産業である建設・不動産業界が現在の危機を脱して活性化する、さらにはこれを起爆剤として経済界全体に効果が波及することが期待できます。不動産業者は資金を回収でき、融資銀行は既存ローンを回収、新規ローンが可能になるという図式です。これにより、不動産業だけでなく一般の中小企業に対しても新規融資が拡大することは、容易に想像できます。

また、運用利回りは5～10%程度を想定しています。これだけ高い運用益が得られれば、国民年金資金の捻出にも充てることができ、将来の年金への不安を解消することで、消費意欲の向上にもつながります。今後、さらなる危機の波が襲ってくる可能性は否定できませんが、その際にも同機構のような大きな規模を持つプレーヤーが存在することを知らしめるだけでも、その安心感から内外の投資家の信認を得ることができるでしょう。

本来ならば、経済市場は民間の活力によって回復されるのが一番ですが、残念ながら現在のところ機能不全の状態にあり、その意味からも、迅速に対応する必要があります。現在のねじれ国会の中では困難が予想されますが、同機構

の設立時期としては年度内の法案成立、および実施を目指しています。

同機構に関しては、財務省や国交省、金融庁、経産省といったさまざまな省庁が関係してくると思いますが、主管は財務省が妥当と考えます。ただし、機構運営の主体はあくまでも民間組織を想定しています。民間から広く人材を登用したプロフェッショナルによる運営が望ましいのです。実際に施策がスタートし、特に実物不動産の運用となると、さまざまな利害関係が発生し、課題も多いかと思います。ですから機構のトップとなる人物には、実務能力はもちろんですが、組織のまとめ役として各省庁に通じ、マネジメント能力に優れた人材が抜擢されるべきです。また、実働部隊には実績のある経験者の精鋭を起用したいところです。その観点から、今後の最大の課題は人的資本をいかに選出し、確保するかということですが、年齢は問わず、実績のある方々のスクリーニングをすでに開始しています。とにかく、現在考えられる最良の方法を、的確かつ迅速に遂行できる組織であることが求められるのです。

今後、国民の方々の理解を得るためには、施策の透明性を高めることはもちろん、現在の金融危機の解消と、流動性向上による企業倒産の抑止策としての有効性、そして何よりも国富を守るという強い姿勢を示していくことが不可欠です。そして、経済全体の活性化を促し、同機構による運用益を広く国民の方々へ還元することができるということをアナウンスすることで、そう遠くない時期に景況回復への好循環を生み出すことができるのではないのでしょうか。

ドイツのデカバンク、 柔軟性ある長期の不動産融資で 日本市場での業務拡大を目指す

デカ・リアルエステート・レンディング株式会社

代表取締役

根岸 憲一 氏



ドイツのデカバンク、 日本の不動産市場に 本格進出

当社は、ドイツに拠点を置くデカバンクの日本子会社として2008年6月に設立されました。デカバンクは、ドイツの地銀・州銀のそれぞれの複合体が出資して設立されており、ドイツ第二位のアセット・マネジメント会社で、各銀行の顧客にMMF、株、債権、不動産のオープンエンドファンドといった投資商品を提供しています。こうした商品により投資金を集め、運用し、配当を行いながら手数料をいただくというフィービジネスを主要業務として展開しています。

デカバンクはこれまで、ドイツ・フランクフルトから、主にセカンダリーマーケットにおいてアメリカやヨーロッパの一部で不動産融資を行ってきました。具体的には、シニア/メザニンレンダーとしてのノンリコースローンの提供、また、現在は優先順位を低くしておりますが、過去には開発ローンなども実施していました。しかし、2006年に新たな役員が来てから、ドイツ以外の地域でも自らローンを組成して、積極的に不動産

融資を行うという方針が打ち出され、2007年にはパリに駐在員事務所が、続いて2008年に日本・東京の拠点である当社と、ロンドンの駐在員事務所が創設されたのです。

デカバンクは以前から日本の市場に関心を持っていました。日本は、経済規模も不動産市場規模も世界第2位を誇り、グローバルでのファイナンスを展開する上で看過できないマーケットです。2002年以降、デカバンクでは東京のAクラスビルや商業施設など3~4物件に対して、セカンダリーマーケットにおいて融資を行いながら、トラックレコードを積み上げてきました。今度は自らローンをオリジネートし、プライマリーマーケットでビジネスを展開しようと考えたわけです。日本への進出時期は、ちょうど世界中が金融恐慌に揺れる時期と重なってしまったものの、サブプライムローン問題が起こる前から計画していたタイミングだったのです。

日本の、特に東京の不動産市場の魅力は、中核都市が地方各所に分散している米国やドイツ等と比較し、人口や産業が一極集中していることです。これはパリやロンドンとも共通しています。さ

らに、鉄道網の整備や行政窓口の近くに企業がいる必要があり、町の中心地が移動しない、すなわち比較的オフィスや住宅の稼働率が安定した市場といえます。しかし、これまで日本市場に対して積極的に融資していた外資系金融機関は、金融危機が本格化した昨年以降、日本の不動産への融資を見合わせており、国内金融機関についても、現在ではノンリコースローンよりもコーポレート・レンディングを優先する動きが見受けられます。つまり、日本の不動産ファンダメンタルズとは別の問題により、不動産そのものにローンがつかなくなったことでマーケットの減速に拍車がかかり、ボロワーにとって非常に厳しい環境になっているのです。

融資規模は 1物件あたり40~70億円

2008年の東京進出以降は、融資を行うためのインフラ整備を進め、2月中に1案件のクロージングを予定しております。春先までにあと数案件を融資決定までもっていきたいと考えています。

当社が融資させていただくのは投資のプロの方々と、具体的には国内外の

事業会社や不動産会社、J-REITが挙げられるでしょう。今のところ、開発ローンや不動産会社へのコーポレートローンは行う予定はありません。融資対象としては、オフィス、商業施設、倉庫、ホテル、レジデンスと幅広いプロパティタイプを想定しており、エリアについては、現在は東京をメインに考えていますが、テナントの代替性や物件の汎用性に優れていれば、地方の案件も対象となるでしょう。1案件ごとの融資規模としては、為替や物件そのものの特性によって多少の変動はありますが、40～70億円程度であれば、比較的スピーディーに融資の決定がしやすいといえます。LTVについては、現在のマーケットでは、最大で60～70%ほどの水準を想定しています。また、他のレンダーと協調して150億円超のファイナンスも進めております。当社は証券化を前提に融資しないため、他のレンダーと組んで、当社がシニアにも、劣後にもなれるので、ボロワーだけでなく他のレンダーのニーズも意識したさまざまなアレンジが可能となります。

ボロワーのニーズに柔軟に対応する融資スタンス

次に当社の融資の特徴をご説明しましょう。まず1つ目は、経済条件によりますが、比較的長めの融資期間にも対応できることです。不動産は本来、短期間に右から左に動かすのではなく、長期の投資に向けた資産です。しかしながら、ここ数年は支払い金利を抑えることを優先し、3年未満のローンを借りられる方が多くなっていました。その結果、ローンを借りられても、直ぐにリファイナンスを気に掛けなければならなくなり、また、今日のように金融市場が逼迫しているなかでは、場合によっては資産の売却を検討することも必要となるでしょう。当社では、案件によりますが、現在は3～5年の融資を提供することも

可能であり、使いやすいといえるのではないのでしょうか。

融資にあたっては、物件の汎用性や立地、テナントの代替性はもちろんですが、キャッシュフローをより詳細に検討しています。その意味では、平均で90%以上の高い稼働率を誇り、ポートフォリオに関する豊富な情報が定期的に公開されているJ-REIT等は、案件によっては優良なファイナンス対象となりうると考えています。また、不動産の特性や収益性のほかに、物件ごとのオペレーションや、マーケットの状況も重視しています。例えば、現在お話を進めている商業施設の案件では、テナントの誘致力、オペレーターの実力などを確認した上で進めています。ボロワーの投資戦略やマーケット観などを当社がしっかり納得することが、融資を行う際に一番重要だと考えています。どこにどのような種類のリスクがあり、それはどこまでコントロールできるのかを把握することが、景気が下降していく局面でも継続して融資業務を行うために必要となります。その上で、ボロワーのニーズを引き出し、案件の特性を踏まえたカスタムメイドでの融資を行うということがもう1つの特徴といえるでしょう。

バランス・シートレンダーとしてボロワーとの長期のお付き合いを

当社が行う融資としては次の3つに大別されます。まず、新規物件を購入するためのアキュイジション・ファイナンス。次に、満期を迎える既存ローンのリファイナンス。そして、3つ目には、他レンダーが、不動産向けの融資残高を減らすために売却するローンのセカンダリーマーケットでの債権取得があります。現在は、新規物件購入よりもリファイナンスのお話をいただくことが多く、しかも、3ヵ月後といった期限が迫ったものより、1年先くらいに満期が来るものを

前倒しで検討して欲しいというご要望がかなりの頻度で見受けられます。今後増えてくると予想されるのが、既存ローンを返済するために、所有者が担保不動産を売却し、それを購入される方向へのアキュイジション・ファイナンスです。ローンを返済する方法には、既存レンダーによるリファイナンスや期間延長、新しいレンダーからの借り替え、もしくは物件を売却して元本を返済する、等があります。しかし、周知のとおり、流動性の枯渇している現在では、既存レンダーからのリファイナンスや新規レンダーからの借入れが難しいケースも多く、その場合は、物件売却により既存ローンを返済することになります。こうした物件を新規に購入しようとする方々が、新規ローンを検討する。つまり、下降局面にあるマーケットのなかで、リファイナンスができないために、売却せざるを得なくなるケースが出現してくるのではないかと考えられます。昨年は売り手と買い手とが求める価格に大きな乖離がありましたが、今年は今申し上げた売却せざるを得ない理由により、価格調整が進むと思われます。サブプライムローン問題以降での新しい相場観が形成されれば、資金が市場に戻ってくるにつなげていくと思われるます。

当社の出資母体であるデカバンクは、サブプライムローン問題の影響をほとんど受けておらず、現在の市場でも健全性を維持したまま融資を実行することができます。また、当社はバランス・シートレンダーであるため、資本市場の影響もそれほど受けることなく、ローンを提供することが可能です。今後、当社は景気や不動産市況の良し悪しに関わらず、ボロワーとマーケットに対する目線を共有し、長期にコミットしながら、日本でも知名度を高め、少しずつ実績を積み上げていこうと考えています。

グループ力を活かした、 総合サービス拡大の触媒となる プロパティマネジメントを推進

シービー・リチャードエリス・アセットサービス株式会社

代表取締役社長

腰高 夏樹



この10年で 国内での市民権を得た 「プロパティマネジメント」

過去10年ほどの間に不動産業界、特に収益用物件に関連して「プロパティマネジメント (PM)」という言葉が広く使われるようになりました。もちろん、賃貸・商業用不動産が登場した当初から、所有者がマネジメントの役割機能をアウトソーシングするという形態は存在していました。ビルオーナーや事業会社が、テナント誘致なら仲介会社、日常の施設管理はビルメンテナンス会社、中長期の修繕計画はゼネコンや施工会社などといったように、その役割機能に合わせて別々にアウトソーシングするのが一般的でした。

バブル崩壊後、国内不動産のバリューが大幅下落したのを契機に、1990年代半ばから海外の投資家が市場に参入し、さらに、1998年に不動産の証券化・流動化法案が成立したことが、PMの浸透に拍車をかけました。その以前から、オーナーから運用を委託されるケースはありましたが、海外投資家という金融のプロがプレーヤーとして台頭

してきたことで、所有と経営の分離が加速し、運用のプロとしてのPMがクローズアップされるに至ったのです。

PM会社が得る収益は、不動産の管理・運営にかかるさまざまな業務に対して発生するフィーがその主なものです。基本となるのは、ビル施設管理などのメンテナンス、およびテナント対応といったマネジメント業務と、レポートティングやアカウンティングなどのオーナーサポートといった日常業務に対するフィーです。これは、物件の規模やテナント数に応じて一定金額を決める固定報酬型と、その物件から生み出される売上や利益に対する一定割合に応じて支払われる変動報酬型があります。ですが、PMサイドも受託のために業務にさまざまな工夫をこらしています。例えば、報酬の一部は固定で、空室率などの特定の条件を満たせば変動を加えるなど、いくつものパターンが存在します。こうした定常フィーがPM会社の収入の70~80%を占めているのです。この他に、新規テナントを誘致した際のリーシングマネジメント・フィーがあります。これにも変動要素が含まれていて、例えば賃料の増額交渉に対する成功報

酬や、全館空室の状態でもPMを受託し、一定期間内にある程度の入居テナントを確保した際にインセンティブをいただく、といったようなケースがあります。また、改修工事に際しての監修等を行うコンストラクションマネジメント(CM)については、工事業者の選定、価格交渉、スペック交渉といったサービスに対して、工事発注金額の一定割合をフィーとしていただくものです。これらに加えて、特に投資用物件では、例えば、新規受託における立上げ業務(テナントへの振込口座変更や貸主名義変更のアナウンス、新規管理体制の構築など)や、売却時のサポート業務など、さまざまなトランザクションがあり、その時々に応じて相応のフィーをいただくことがあります。

市場の変化と共に急成長、 コア型投資の増加で 多様化するPMニーズ

次に、PM会社と市場との関係を見てみましょう。PM会社の数は7~8年前には100社程度だったのに対し、現在は約500社といわれるほどまでに増大しています。なかには、業務範囲が自社

物件の管理のみ、設備管理と清掃業務のみといったネーミング先行の会社もあるとは思われますが、急拡大していることには間違いありません。その要因は2つありますが、1つはJ-REITをはじめ、国内でも不動産投資マーケットが成長してきたことです。先にも触れたとおり、外資の参入、さらには不動産証券化の加速により所有と経営の分離が進み、さらには所有形態そのものが多様化し、PMのニーズもそれに合わせて拡大していきました。もう1つは、バブル崩壊後まで不動産を所有・管理していた会社が、業績の悪化とともに自社での管理業務を断念し、アウトソーシングを活用し始めたことです。ちなみに、このような背景が現在のCRE（企業不動産）戦略につながってきています。PMは規模が拡大することで、体制の補強もしやすく効率もずっとよくなる、つまりスケールメリットが活かせる事業であり、どのPM会社も不動産投資市場の拡大と足並みをそろえるように拡大路線をとってきました。当社も2000年当時の管理棟数は70～80棟でしたが、現在（2009年1月時点）では約380棟へと事業規模を拡大しています。

近年のマーケット動向を見ると、2006年から2007年初頭にかけて、市場が上昇基調にあったなかでは、物件の短期転売が多く見られました。PMの立場から見ると、こうした状況は名義の変更手続きなどに忙殺されて、本来的中長期の展望に基づくビジネスにはならず、あまり歓迎すべき状況ではなかったというのが実情です。一転、2008年の初夏頃からは急速に市場が冷え込み、不動産売買が激減しました。PM会社は、物件の売買にともなう管理体制が変わるときが新規受託のチャンスなのですが、こうした機会は大幅に減ってしまったのです。ただ一方では、長期で安定したインカムゲインを求めコア型投資が増加し、長期保有を前

提としたテナントの入居率維持の施策や、中長期での修繕計画見直しという視点をオーナーサイドが持ち始めたことなど、PM会社にとっては喜ばしい側面も出てきたといえるでしょう。単純な賃料アップによる増収ではなく、物件のバリューアップで収益性を高めようというニーズの拡大は、我々にとってもその技量が最大限に発揮できる環境なのです。傾向として顕著なのはリノベーションや、工事監修サービスのウェイトの高まりです。2007年と2008年で比較すると、当社におけるCMフィーの実績は約2倍に増大しており、資産価値を長期でじっくり高めようというオーナーサイドの意向が明確になっていることがうかがえます。これに加えて、最近では省エネ対策による長期的なコストダウンにより物件の収益性を高めるとともに、環境対応をアピールするビルオーナーも増えてきています。ビルの新たな付加価値創造という点からも、PMのビジネスフィールドはこれまで以上に拡大してきているといえるでしょう。

グループ一丸となった、フルラインナップによる迅速なサービス提供

今後、景気が回復しても、事業会社が不動産管理業務を再び自社で行っていくことは考えにくく、その意味でも市場の変化に応じてPM会社にはいままですのトータルマネジメント力や商品設計力、アセットマネジメント会社との親密性、企業としての安定性など、さまざまな能力・資質が求められてくるでしょう。一部業務では資格も必要とされますので、それぞれの領域において高い専門性を持った組織を確立していくことが重要になってくるはずです。

こうしたなか、当社はグローバル企業のシービー・リチャードエリスを親会社とした、グループ会社のネットワークが大きな強みの1つだといえるでしょう。

具体例としては、リーシングにおけるオフィス仲介事業部門、不動産の目利きとしての鑑定評価部門などと連携した、フルラインナップによる迅速なサービスの提供が可能になります。また、当社は管理棟数約380棟中、地主や事業会社の保有型物件が約100棟、投資型が250～260棟という内訳になっていますが、不動産の所有形態が多様化するなか、さまざまな属性のオーナーに対応できることも強みの1つだといえます。こうしたストロング・ポイントを踏まえた今後の戦略を一言でいえば、「受託物件属性の多様化＝受託営業活動の属性の多様化」です。具体的には、まずは厳しい状況におかれている既存の投資ファンド系のクライアント情報を共有しながら、各事業部門がともに成長シナリオを描けるような対応力を養うことに注力していくことです。

政府が発表した国内の企業不動産の資産規模は、法人所有不動産で約490兆円、収益不動産だけでも約68兆円の規模（2003年1月時点）があります。言い換えればCREのマーケットは無尽蔵ともいえるほどの厚みを持っていますから、これを掘り起こしていくことも次の重要なミッションといえるでしょう。

また昨今、関連会社のシービー・アールイー・ジャパンを通して、日本への直接投資を志向する海外投資家からの引き合いが増えています。そこで当社では2009年1月、その窓口としてPM国際部を組織、シービー・アールイー・ジャパンと緊密な関係を保ちながら、日本への投資をコントロールするポジションも確立していきたいと考えています。さらに、100棟ほどある地場の有力企業や地主の物件については、シービー・リチャードエリスの仲介事業部門等と連携して、関係をさらに強めていくと同時に、新たな取引先顧客の開拓にも努力していく所存です。

総合商社ならではの グローバルネットワークと開発ノウハウで、 不動産事業を積極展開



丸紅株式会社

開発建設部門 都市開発部長

平澤 順 氏



丸紅株式会社

開発建設部門 海外不動産開発部長

鍛村 浩一 氏

専門デベロッパーとは一味違う 商社ならではの 不動産ビジネス展開

私ども開発建設部門では、国内における分譲マンションの開発事業、収益不動産の開発およびREITやファンドのアセットマネジメント事業、アジアを中心とした海外における住宅や収益不動産の開発事業という3つの領域において、積極的な不動産事業を展開しています。また部門全体としては、丸紅不動産をはじめとするビル保有会社、マンション管理会社、国内5つのゴルフ場の保有・運営などを手掛けています。

当社の開発の多くは、従前からの取引先企業における不動産財務戦略を踏まえた、保有土地などの有効活用コンサルテーションをベースとしてきました。例えば、工場跡地などにショッピングセンターをつくり、そこにテナントを誘致して安定的な賃貸不動産に切り替えるといった手法です。また、当社のビジネス

スキームにおける特徴としては、私ども開発建設部門と、金融・物流・情報・新機能部門（以下、金融部門）とで金融・情報・不動産グループを形成し、一体となって事業を展開していることです。開発建設部門は1999年にプライベートファンドを設立し、2000年からエクイティ投資を開始しました。その当時から、開発建設部門は目利きとして不動産の外部・内部成長を、金融部門はデットサイドスキームの組成をそれぞれ担い、今日のようにノンリコースローンが普及していない頃から、組織をまたがって互いに社内のリソースを活用してきた歴史があります。

また、他部門が企業へ出資する際にも、開発建設部門がアセットサイドの目利きをしています。例えば、大手小売業への投資において、不動産のリストラで1000億円近いセール&リースバックを実施する際、開発建設部門から不動産に精通した人間を出向させ、リストラクチャリングのプランニングを行いまし

た。一方、金融部門は自社のエクイティに加え、一部をプライベートファンドと組み、資金調達を実現しました。こうした相互の関係を活かしたビジネス展開は、まさに商社ならではの手法といえるでしょう。

近年の市場変化に伴い、 バリューアッド型からコア／ コアプラス型へと 事業方針を転換

2000年のファンドの運用開始当時は、例えば耐震性に問題のあるビルを購入してリニューアルし、テナントをリースアップして売却する、あるいは上棟時に資金回収したいマンションデベロッパーの物件を自社のファンドで購入し、賃貸用に仕立ててリースアップして売却する、といったバリューアッド型のビジネスが中心でした。

しかし、2006年から2007年初頭にかけてマーケットの潮目が変わり、競争が激化し始めたこともあって、こうし

た手法による新規の購入はストップしました。以降は稼働中の物件を売却し、新規の投資は控えていましたが、現在ではコア/コアプラス型、あるいはREITといった、長期保有で安定的な運用へと方針を転換しています。

開発スキームとしては、大型物件ではSPCを組成、ノンリコースローンをベースに取得・開発し、小規模物件については、フルエクイティでオンバランスする場合もあります。開発型案件におけるファイナンスでは、レンダーサイドが慎重になっている現状を踏まえ、金利が高いメザニンを調達することは避け、当社と付き合いのある都銀・信託銀行などよりシニアのノンリコースローンを50%～60%程度調達し、残りはエクイティを充当しています。ファンド仕立ての案件は2、3社と共同で投資する一方、開発型案件では開発過程でさまざまな意志決定が必要となるため、当社単独で実施するケースが多いといえます。

プロパティタイプに応じた 異なる手法で 早期にリースアップ

更地から開発する案件では、竣工後に所定のリースアップ期間を設けるわけですが、プロパティタイプに応じて、おおむね3つの手法を用いて売却を目指します。まず、商業施設については、プロジェクトの構想段階から、特定のキーテナントを想定するケースが多いといえます。代表的な例としては、現在開発中の大阪・心斎橋「KPOキリンプラザ大阪跡地開発」が挙げられます。心斎橋のランドマークとなる同ビルを衣替えするに当たり、その顔となるにふさわしいテナントとして、スウェーデンのカジュアル衣料専門店チェーン「Hennes & Mauritz (H&M)」の関西エリア第1号店を誘致しました。すでにオープンした銀座、原宿に加え、今秋オープン予定の渋谷、新宿に次ぐ国内5店目となります。

同社には、関西エリアにおいても東京の銀座・原宿に見劣りしない集客・売上高を上げていただけるのではないかと期待しています。

これに対してオフィスは、ある一定期間は保有するケースが多く、最低3年くらいのホールド期間が必要と考えています。横浜みなとみらい21を舞台に、2011年竣工予定で現在進行中の「(仮称)MM42プロジェクト」についてですが、すでに大手企業が続々と進出している同エリアは、当社でも以前から注目しており、2005年頃から調査を開始していました。今回、その中心の42街区を横浜市から譲り受け、地上約120mのオフィスビルを建設しています。また、私どもはすべてのプロジェクトにおいて、ベースケース、アップサイド、ダウンサイドと、それぞれの3つのシナリオを分析し、検討しています。「(仮称)MM42プロジェクト」は、調査段階において、羽田空港第4滑走路計画が決定し国際化が進むこと、羽田空港と横浜間の交通アクセスが向上すること、横浜市が開港150周年に合わせて積極的な企業誘致を行うための優遇措置を打ち出していることなどから、コア資産としてのポテンシャルが高い。ダウンサイドリスクを織り込んでも、十分投資価値に見合うと判断して開発に踏み切りました。

他方、新たな開発スタイルとして期待しているのが行政との連携によるもので、現在、大田区と進めている「大森北1丁目開発事業(仮称)」がその1つです。区の保有する土地を借り受けて建物を建設し、区の施設である特別出張所、図書館、駐輪場のスペースを区ヘリース、残ったスペースに日常性の高い物販・飲食店舗を誘致する予定です。当社は30数年前、越谷市と合同で、公会堂などの市の施設と商業テナントとの複合型ビル「越谷コミュニティプラザ」を開発した経験があります。公共部分はすでにBOT(Build Operate Transfer)で市に譲

渡しています。民間部分は現在でも保有・運営しており、地域の拠点づくりとして、第3セクターの数少ない成功例とご評価をいただいています。「大森北1丁目開発事業(仮称)」は、越谷市とのケースとは多少形態が異なりますが、過去の経験を活かして、より良いスキームを構築できるのではないかと考えています。これまで、自治体が民間の活力を利用するにあたってはPFI等がポピュラーでしたが、今後はこのような借地開発形態が1つの好事例となっていくのではないのでしょうか。また、当社の子会社ジャパン・リート・アドバイザーズが資産運用会社となっているユナイテッド・アーバン投資法人が、札幌市の市営住宅を資産として保有し、市にリースバックする方式をとっている事例もあり、これも官民連携の1つの特徴的な形態といえるでしょう。

現地パートナーとの 協調重視で展開する 海外不動産開発事業

さて、もう1つの柱である海外不動産開発事業ですが、現在は中国を中心とするアジア各国でビジネスを展開しています。プロパティタイプは住宅、オフィス、工業団地、ゴルフ場などさまざまですが、メインは住宅です。当社の中国投資の第1期は、1985年の上海における、日本人を含む中国で働く外国企業の駐在員および現地の中国人向け賃貸住宅の開発に端を発しています。さらに1998年の第2期が当社60%、現地企業40%の出資で設立した「上海ハウス」によるタウンハウス、コンドミニウム、戸建住宅の開発であり、これが当社における現在の中国展開のフラッグシップになっています。この時期に販売会社や管理会社も設立しており、事業拡大の大きな契機となりました。

そして第3期に当たる現在は、上記上海での展開に加えて天津市、瀋陽市にお



KPOキリンプラザ大阪跡地開発「Luz Shinsalbashi (ラズ心斎橋)」



天津市複合開発

いて住宅、オフィス、商業施設などの機能を兼ね備えた複合ビル開発が進行中です。天津市複合開発で10数万㎡、瀋陽複合開発は30万㎡の規模を持ち、天津は2013年、瀋陽も2016年までという長いスパンのプロジェクトになっています。特に瀋陽については、10万㎡を超える大規模商業スペースについて、商業施設開発で優れたノウハウを持つ東急不動産と、香港の財閥として許認可関連に強い新華集団との三社共同事業になっています。中国における事業は100%当社単独で行うことも可能ですが、海外で投資を行う場合は、出資制限があるだけでなく、難しい法規制・許認可・訴訟・労務問題といったさまざまな課題をクリアする必要があるため、現地パートナーとの連携は必要不可欠です。中国での両プロジェクトも同様の方法をとっていますが、現地のパートナーにドメスティックな問題への対応をお任せしつつ、当社は日本国内開発におけるノウハウを提供させていただくというスタンスを基本としています。中国市場については、情報の不透明性や制度的な不備が一部で指摘されていますが、あれだけの人口を擁し、経済も急速に成長していることに加え、天津、瀋陽、大連など日本の大阪より規模の大きい街がたくさんあ

ります。そのようなエリアを選んで開発していけば、今後の事業拡大は十二分に期待できると考えています。

コア/コアプラス型を メインとした国内事業、 拡大基調を打ち出した 海外事業展開

今後の戦略ですが、国内については3つの機軸があります。1つは「(仮称)MM42プロジェクト」や「KPOキリンプラザ大阪跡地開発」のようなコア/コアプラス型の開発を継続すること。2つ目は開発・投資にかかる期間リスクをできるだけ低減させることです。現在手掛けている自由が丘駅から至近の商業ビル開発は、ある企業が開発を進めていたが、当社が昨年11月頃に購入させていただいたものです。建設着工時に当社でデューデリジェンスし、テナントとコンタクトしていたこともあり、リースアップリスクと期間リスクをミニマイズでき、さらに、投資額に対して高いIRRが期待できる案件です。3つ目は、当然のことではありますが、今後2~3年の景気回復を待ちながら、既存物件できちんとインカムゲインを得られるよう管理運営を徹底し、いつでも売却できる準備を進めておくことです。

海外については、今後もこれまでの経験やノウハウが活かせる中国市場が中心となるでしょう。アジア地域では、他にもマレーシア、タイ、インドネシアなどに進出していますが、今後はベトナム市場の拡大にも期待しています。これに加え、もう1つ大きな目標としているのは、米国市場への再進出。すでに7ヵ月前からシカゴにあるアセットマネジメント会社に人材を派遣しており、いつでも投資を再開できる準備を整えています。海外投資については、現在、いずれも円建てを基本としていますが、必要に応じてSPCを介して現地通貨の調達を行い、為替リスクをヘッジしています。

また、金商法対応として丸紅アセットマネジメントを設立し、コンプライアンスおよびリスク管理体制を徹底するとともに、オイルマネーをはじめとする海外政府系ファンドや海外グローバルREITの日本国内進出における窓口としての機能を拡充していきます。さらに、今後も日系企業の海外進出の水先案内人として、不動産開発の側面からサポートするなど、商社ならではのノウハウとネットワークを最大限に活用したビジネスの拡大に注力したいと考えています。