

J-REITの新領域を開拓し、全国に投資機会を拡大 商業施設や産業用不動産など、

三菱商事・ユービーエス・リアルティ(株)は、2000年、日本の総合商社と欧州の金融機関が合併で設立した、成り立ちも発想も独創的な不動産投資信託(リート)の資産運用会社である。2002年3月に日本初の商業施設特化型リート「日本リートファンド投資法人」を、2007年10月には物流施設や工場・研究所、インフラ施設などに投資する日本初の「産業ファンド投資法人」を上場させるなど、リートの新領域を切り開いてきた廣本社長にお話をうかがう。

Y u i c h i H i r o m o t o



今号のゲスト 三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社 代表取締役社長

廣本裕一氏

PROFILE

1957年 東京生まれ	1998年 三菱商事株式会社財務部で不動産証券化・不動産投資業務を担当
1980年 東京大学法学部卒業後、三菱商事株式会社入社	1999年 同社金融企画部で不動産証券化・不動産投資業務を担当
1990年 米国ペンシルバニア大学ウォートンスクール留学(MBA取得)	2000年 三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社代表取締役社長(現任)
1992年 三菱商事株式会社資本市場部で国内社債発行業務を担当	
1994年 三菱コーポレーション・ファイナンス・ビエールシー出向	

聞き手 シービー・リチャードエリス株式会社 代表取締役社長・CEO 秋山 隆英

撮影：柴野利彦

秋山 産業構造も不動産業界の構造も大きく変わっております。この対談でも、リートの分野で活躍していらっしゃる方々にもご登場願いたいと考えておりました。今回はその第1弾に、廣本社長をお迎えすることができ、大変光栄です。

廣本 恐縮です。

秋山 三菱商事・ユービーエス・リアルティさんは、日本を代表する総合商社と、グローバルに事業を展開する欧州系金融機関の合併というユニークな企業。まず、誕生のきっかけや背景からお聞かせください。

廣本 もともとこの事業は、三菱商事の新しい金融事業として企画していました。三菱商事には開発建設本部があり、天王洲や品川東口などの開発実績もありましたから。しかし、経営委員会の意見は、こうした事業は全部自分でやるべきではない、外部にパートナーを求めよ、というものでした。今、考えてみれば正しい判断であったと思います。それで、パートナーを求めて多くの外資系企業さんをまわりました。

秋山 そのなかで、ユービーエス・エイ・ジーさんと組まれた理由は。

廣本 ユービーエス・グローバル・アセット・マネジメントの不動産部門は世界で幅広く活動していましたが、アジア、特に日本には、当時、まだ進出されていませんでした。長期的視点で判断する社風は、三菱商事と相性が合いました。リスペクト(尊敬)し合えるベスト・パートナーと巡り会えた、という思いは今も変わりません。

欧米投資家のアドバイスは「ベスト・アップルを売れ」

秋山 成り立ちも大変ユニークですが、対象とする不動

産セクターもまたユニークですね。

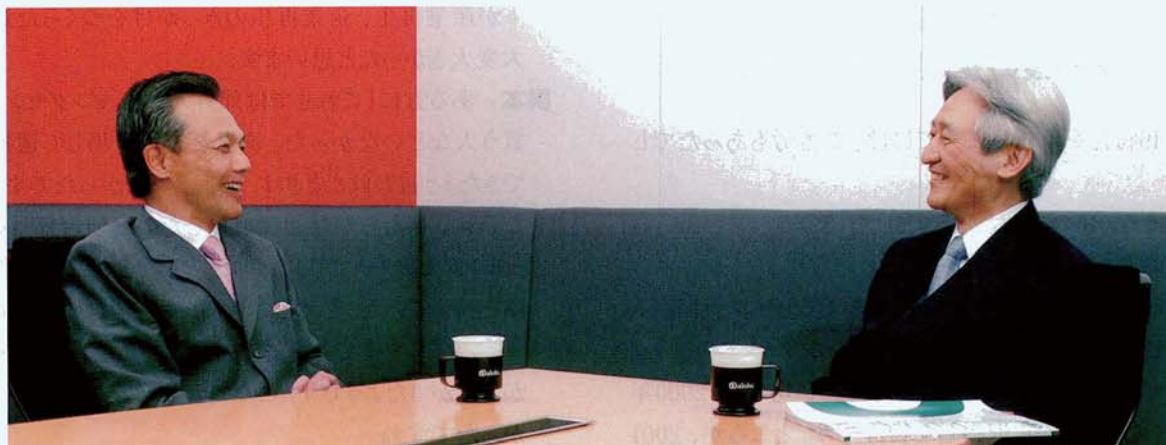
廣本 これにはエピソードがあります。2000年に紀尾井町にオフィスを構え、社員がまだ7~8名の頃(2008年1月1日現在78名)、欧米の大手機関投資家がわざわざ私たちの小さなオフィスを訪ねてきました。当時はまだ、私のなかでも「商業施設だけでいこう」という意思是固まっていませんでしたが、彼は、果物に例えてこんなアドバイスをしてくれたのです。「アップルとかバナナとかオレンジとか、果物全部を取り揃えて売ろうとしてはいけない。君はアップルならアップルだけを売ればいい。それもベスト・アップルを売いなさい。(ポートフォリオを)取り揃えるのは、我々機関投資家の仕事なのだから」と。それで吹っ切れました。今でもそれは正しいと思います。

秋山 そして2002年に、日本初の商業施設特化型リート「日本リテールファンド投資法人」を上場された。上場時は4物件、総資産440億円だったのが、今や全国に46物件、総資産約5500億円に成長されました。大変な成長力ですね。

廣本 やはり商業施設に特化したことがよかったと思います。たとえば、内部成長していくためには、専門的なノウハウや人材が不可欠です。商業施設に特化した当社のリートでさえ、さまざまなバックグラウンドを持ったメンバーが知恵を絞って取り組んでいるのですから、すべてのアセットタイプを揃えて内部成長を図るのは、相当に大変なことではないかと思えますね。

秋山 リートといっても、内部成長は事業力次第ということですね。

廣本 おっしゃる通りです。百貨店でも、主要フロアにどのようなテナントを集めるかで収益は大きく左右されます。商業施設の運用は、限りなく小売業に近づいてきます。





秋山 三菱商事さんのノウハウが活かされる分野ですね。

廣本 何よりもありがたいのは、業界のメインプレーヤーにスムーズにアプローチできることです。

秋山 日本リテールファンド急成長の軌跡をお聞かせください。

廣本 ステージはいくつかに大別できます。第1段階は規模の拡大。私はよく学校のクラスに喩えるのですが、1クラス10人では1~2人の欠席が大きく影響する。でも、1クラス40人ならそれほど大きな影響はない。ファンドも同じです。40物件くらいの規模になれば、そのうちの1~2件がリニューアルなどで休業しても、全体としては安定した収益をあげることができます。次の段階は分散と多様化。さまざまなパターンの物件を取り混ぜたポートフォリオを構築する段階です。そして、現在は、贅肉を削ぎ落とし、より筋肉質なポートフォリオの構築を目指しています。マーケットは調整局面に入っていますから、どんな状況下でもきちんと利益をあげ、長期安定した運用ができるように、現在の46物件の中で入れ替えを進めながら収益性を高めていきます。

46物件には46のドラマ V字回復の企業復活ドラマも

秋山 46物件を取得するまでには、ご苦労もあったでしょう。

廣本 そう、46のドラマがありました(笑)。

秋山 お聞かせ願えますか。

廣本 印象深い案件としては、「表参道ジャイル」(旧名：原宿ビブレ)があります。日本リテールファンドのフラッグシップにしようと、社内の反対を押し切って、2000年にマイカルさんから取得した物件です。ところが、2001

年、9.11テロの3日後の9月14日に、マイカルさんが民事再生法を申請された(その後、会社更生法適用)。この売買自体が債権者によって取り消されるリスクがあったので、リートに上場する際、この物件を組み込むことを断念したのです。今は法制度も整備されて大きなリスク要因ではありませんが、当時はこうした事例がありませんでしたからね。その1週間は今でも忘れられません。新しいことに取り組もうとすると、こんなにもいろいろなことがあるのかと身をもって体験しました。

秋山 そうしたご経験が、次の飛躍につながったのではないかと思います。郊外型ショッピングセンターの取得にも、いろいろドラマがあったのでは。

廣本 郊外型の物件はメーカーさんの発祥の地であることが多く、強い愛着をお持ちなので、売却の意思決定までに時間がかかりました。しかし、決断をされた後は、売却資金で海外展開をされて世界に飛躍したり、生産拠点の統合を図られて生産効率を高めたりして、V字回復されたドラマを見せていただきました。関わった私たちにとっても、我が事のようにうれしかったですね。

秋山 当時は大変厳しい経営環境。そうしたなかでリートが産業再生、企業再生のきっかけをつくった意義は大変大きかったと思います。

廣本 ある方に「これまでは郊外のショッピングセンターを買う人などいなかった。あなた方が登場して選択肢ができた」と言われたときは、心底うれしかったですよ。ちなみに、私たちが最初に取得したのは仙台郊外のショッピングセンターです。調べてみますと、大変良質な商圏を持っていた。しかし、世間では「仙台の郊外のショッピングセンターでも売買の対象になるのか」という驚きが大きかったようです。このアナウンスメント効果は大きかったですね。

産業再生、地方再生にも 寄与する「産業ファンド」

秋山 2007年には、第2弾として「産業ファンド投資法人」を上場されました。この経緯や狙いは。

廣本 リート市場には大手プレイヤーが出揃いましたが、一方で、今後の成長モデルが見えにくくなっています。上場リート構成を見ますと、6割弱がオフィス、2割弱が住宅、それ以外がリテールやホテルという構成で、特に都心のオフィスビルに特化したリートが多い。投資方針は大変分かりやすく、物件の流動性も高いのですが、物件の取得競争は激しくなっています。このままでは、セクター全体の成長が止まってしまうのではないかと懸念を持ちました。不動産については若輩者ですが、不動産は都心3区だけではない、もっと幅広く、全国を投資対象にできないだろうかと思ったのです。日本の人口は約1億2700万人。東京、神奈川、千葉、埼玉の1都3県はその約3割にすぎません。また、日本のGDPは製造業の生産現場が生み出してきました。そこに投資していこう、というのが産業ファンドの狙いです。投資機会は全国に広がり、成長のネックがひとつ取り除かれるのではないかと、そうした変わったところがひとつくらいあってもいいのではないかと(笑)。

秋山 変わったどころか、大変先見性のある発想ですよ。

廣本 こうした考え方がどこまで受け入れていただけるかは、これからですが。

秋山 産業ファンドは投資機会を全国に広げただけでなく、「産業再生」という観点からも意義深い。

廣本 「地方再生」という観点もあります。地方の巨額の借金は、まさに政治的課題でもあり、2007年には地方自治体財政健全化法が成立するなど、待ったなしの状況です。そこで、インフラを不動産の観点から捉えようというのが、産業ファンドを組成したもうひとつの観点です。空港や道路、鉄道、水道事業など地方自治体は膨大な不動産を抱えています。しかし、地方は財政難からインフラの更新投資もままならない。財政投融資も期待



できない。そうしたなかで、民間資金を活用する方法としてリートの仕組みが役立つのではないかと思いました。誤解を恐れずに言うならば、返済期限のない良質なエクイティを資本市場から取り入れて、日本全国に還流させることができるからです。

公的セクターの債務処理は 今度こそ日本人の手で

秋山 財務のご出身で、金融に精通されている廣本さんならではの、発想ですね。

廣本 なぜ、そんなことを考えたのかといえば、バブル崩壊で金融機関の破綻が相次ぐなか、外資系ファンドが不良債権処理に乗り込み、結果として美味しいところをすべて持っていかれた。これには内心、忸怩たる思いがあります。民間サイドの不良債権処理はほぼ終わりましたが、まだ、公的セクターには膨大な債務が残っている。これもまた外資系ファンドの手を借りるのか、それは日本人としてあまりにも情けないじゃないか。1500兆円の個人金融資産がありながら、どうして自分でつくった債務を自分で解決できないのかと思ったのです。秋山さんも金融ご出身ですので、この気持ちはお分かりいただけるのではないのでしょうか。

秋山 分かります、私も全く同感です。

廣本 今では書店に行けば、解決する手法や理論を書いた本はたくさんある。それを実践して形にするのが、私たち事業サイドの役割ではないかと思っています。

秋山 2000年頃にPFIの仕組みが導入され、地方財政を立て直す仕組みとして注目を集めました。しかし、金融機関が30年の融資を出すのはやはり無理がある。それは本来エクイティの分野ではないか、と思いました。



廣本 日本企業は過度にデットに依存してきました。長期間かかる大規模再開発などは、本来エクイティに支えられた事業であるべきです。リートなどの登場で、健全なエクイティが入ってくる仕組みができたことは、非常に大きな変化だと思います。

秋山 おっしゃる通りですね。産業ファンドへの地方の期待は大きいでしょう。

廣本 ところが、残念なことに、地方自治体にはまだ「補助金や財政投融资が本流、民間資金は傍流」という発想が根強く残っています。「もう構造は変わりました。所有から利用へ、考えを切り替えていただきたい」と申し上げているのですが。

秋山 産業ファンドの成功が、地方自治体の意識を変える大きなステップになるものと期待しています。ところで、この産業ファンドには、飛行機の格納庫まで組み入れられているのですか。

廣本 ええ、羽田空港の格納庫も入っています。この物件の鑑定評価に際しては、御社の不動産鑑定部に大変お世話になりました。日本にはこうした特殊な施設の鑑定事例がありませんので、海外に豊富な事例をお持ちの御社にお願いして助かりました。私たちの頭には「困ったときにはシービー・リチャードエリスさん」と刷り込まれています。これからも、日本では事例のない案件やパターンにも取り組みますので、ご協力をお願いいたします。

秋山 当社の海外ネットワークを最大限活かせるご依頼をいただき、感謝しています。私たちにとっても大変勉強になりました。こうしたお話はいつでも大歓迎です。

海外投資解禁は朗報だが 不測のリスクに要注意

秋山 海外のお話が出たところで、5月からJリートの海外投資が解禁になりましたね。

廣本 関係者のご努力で、諸外国のリートと対等に競争するうえでのハンディがひとつなくなりました。ただ、サブプライム問題などの影響で、海外の不動産投資は非常に難しい局面を迎えています。欧米市場の谷は予想以上に深いかもしれません。アジア圏の一部にもまだチャンスはありますが、中国を例にとると、不動産鑑定の問題や法制度、税制など、予測しがたいリスクもあります。そんなわけで「一気に海外へ」という状況ではありません。

秋山 「途は開かれたものの、慎重に検討して」というところでしょうか。

廣本 そのように感じます。逆に、日本の不動産ファンド運用会社が海外リート市場に上場する動きもあります。ただ、為替変動リスクなど、コントロールが効かないリスクを取り込むことになりますので、自らの体力や体制も含めて、慎重にリスクを見極めなければならないでしょう。

秋山 手前味噌になりますが、海外投資に関してお手伝いできる部分がいろいろあるかと思います。

廣本 もちろんです。よろしくお願いします。

短絡的なサブプライム報道が 日本市場の萎縮を招く

秋山 サブプライム問題とJリート市場については、どうご覧になっていますか。

廣本 言いたいことは山ほどあります。同業他社の投資主総会の話ですが、個人投資家の方が「どのくらいサブプライム関連の投資があるのか、直ちに答えよ」と詰問したそうです。メディアが「米国のサブプライム問題でJリート暴落」などと短絡的な報道を繰り返したために、リートがサブプライム関連に投資していると誤解されている方が多いようです。サブプライム問題は米国のデッ



トサイドで起こった問題です。これが、日本の、しかもエクイティを扱うリートに影響を与えるにはたくさんの過程があります。このプロセスを一気に飛ばして、短絡的かつ過剰に報道するメディアの姿勢には疑問を感じています。

秋山 全く同感です。ただ、この影響は広がりそうですね。

廣本 私が今一番懸念していることは、金融当局の検査が行き過ぎ、金融機関も当局の考え方を付度(そんたく)しすぎた結果、市場が萎縮してしまうことです。実態は決して悪くないのに、日本人は自ら萎縮してしまがちです。欧米人は逆。「こんなに下がったのだから買いのチャンス」と考える人が結構多い。サイモン・プロパティ(米国ショッピングセンター開発大手)の社長デヴィッド・サイモン氏は、「CMBSが安くなったから投資する」と宣言し、「業績面で影響が出るかもしれないが、これはアカウント・ロス。そんなことで騒ぐなよ」とアナリストに釘を刺したそうです。残念ながら、日本にはそういう投資家や事業家が少なくなっている。

秋山 外資の投資家も、日本は投資市場として安定していると考えていますが、サブプライム問題へのオーバーリアクションを警戒して様子を見ているようです。

廣本 私どものリートの大株主であるGICさんも、「今はJリートに投資するチャンス」と明言しています。ただ、マクロ環境、特に金融環境の不測の事態を警戒されて踏み切れないでいるようです。

リート市場拡大の課題は 税制、権能付与、業界努力

秋山 Jリート市場が誕生して6年半。規模的にも地域的にもアセットタイプとしても、まだまだ成長の余地があると思いますが、いかがでしょうか。

廣本 まだ、5~6合目でしょう。少なくとも10兆円規模にはなると見えています。日本の株式市場の時価総額が約500兆円。不動産業のGDPへの寄与度は10%強。そこから考えますと、少なくとも不動産株とリートで500兆円の4%、20兆円くらいあってもおかしくない。その半分がリートとして10兆円くらいにはなるでしょう。

秋山 リートを国民経済にしっかりと根付かせ、投資家層を広げるためにはどんな課題があるとお考えですか。

廣本 ひとつは税制。金融商品に対する税制は複雑すぎる。すべての金融商品に対し、同じ税率をかける「金融一元課税」が本来の姿ではないかと私は思います。事業体としてのリートという観点でいいますと、投資法人に一般事業会社並みのガバナンスを求めるのであれば、



同等の権能も与えなくてはバランスが取れていないと思います。たとえば、自社株買いは、米国のリートでは当たり前に行われている。本来の価値より安ければ、物件を売って自社株を買うことは合理的な投資行動です。ところが、Jリートは自社株買いができない。法律で禁止されているからです。転換社債もそうです。こうした日本だけの縛りを外していただきたい。そうやって初めて、リート先進国と対等に競争ができるようになり、投資家層も広がるでしょう。後は、我々業界の努力です。調整局面になって改めて感じたのは、リートの商品特性がまだまだ理解されていないこと。これは業界としてきちんと広報していく必要があります。微力ながら私たちも専任者を置き、リートの広報活動に全国行脚しています。

秋山 機関投資家が多く、個人投資家がまだまだ少ない状況ですね。

廣本 ええ、残念ながら。「長期安定的に配当を享受できる」という商品特性からすると、年金ポートフォリオの一部として個人の方に適した金融商品なのですが。私自身、投資主名簿を見るたびに、個人へのアピールがまだまだ足りないなど痛感します。業界としても、一口当たりの単位を小さくしていくなどの努力が必要でしょう。Jリート市場拡大に向けてできることはまだまだあると思います。

秋山 御社の2つのファンドによる新領域の開拓も、Jリート市場の拡大にとって大きな役割を果たしたと思います。これらの順調な成長と、廣本社長の新たな挑戦に期待しております。

廣本 御社の力をお借りする場面も多くなると思いますので、よろしくお願ひします。

秋山 喜んでお手伝いさせていただきます。本日は、多岐にわたって興味深いお話をありがとうございました。