

成長す J-REIT

ジャパンリアルエステイト投資法人

新投資口発行届出目論見書 平成13年8月



JPR

日本プライムリアルティ投資法人
新投資口発行及び投資口売出届出書
平成14年2月

オリックス不動産投資法人

ORIX REIT, Inc.
投資口発行届出目論見書 平成14年5月



日本リテールファンド投資法人

新投資口発行届出目論見書 平成14年2月

新投資口発行届出目論見書
平成13年8月

日本ビルファンド投資法人

日本初の不動産投資信託・J-REIT。
その、誕生から1年を経た現状と、今後の展開を徹底検証。
不動産アナリストの目から見た概況判断と、さらなる拡大に向けた課題、
そして、上場各社による成長戦略への取組みを紹介する。

すべてが新しい不動産投資

昨年9月に誕生した、日本で初めての本格的な不動産投資商品である“J-REIT(日本版不動産投資信託)”。上場当初から、盛んにマスコミ等で取り上げられており、その内容についてはすでにご承知のことと思うが、まず、この不動産投資信託の仕組みについて簡単に説明してみたい。

J-REITの基本的なスキームは、投資家からの資金によりファンド(投資

法人)を設立し、その資金により複数の収益不動産を購入。そして、これら不動産、つまりオフィスビルや店舗、マンション等の施設を運営することで、そこから得られる事業収益を投資家に分配(配当)していくといったものだ。古くは投機目的の土地購入から、デベロッパーの発行するプライベートファンドや不動産小口化商品、個人向けにはワンルームマンション投資等、これまでも不動産への投資手法は多数存在していた。

では、これらの投資とJ-REITとの違いはいったいどこにあるのか。もちろん仕組みの違いを挙げたらキリがないが、その最大の違いは、ファンドが東京証券取引所に上場され、広く一般に投資家を募っているところにある。つまり、売りたい人も買いたい人も、いつでも自由に売買できる、日本で初めての不動産投資が誕生したということなのである。

一般にも馴染みのある株式市場で取引され、日々、新聞やテレビで知

る

新投資口発行届出目論見書

T

8月



プレミア投資法人

ることができる株価 (J-REITでは投資口の価格と呼ばれるが株価と同義)。収益 (配当可能所得) の90%以上が投資家に分配されるという、構造的にシンプルかつ高配当を生み出す仕組み。6ヵ月ごとに得られる定期的かつ安定的な配当。目論見書や資産運用報告書等による充実した情報開示。そして、気軽にスタートできる比較的低廉な最低投資額。いずれのJ-REITの特徴も、今までの、一度投資すると転売や払い戻しがで

きず、高額でハイリスク・ハイリターン、個人では投資しにくいといった不動産投資の常識からかけ離れている。事実、この経済不況のさなか、上場J-REIT各社が今まで行った配当は、軒並み利回り5~6% (年換算) の好実績を示していることや、一般事業会社の株価が大きく低下する一方で、J-REIT各社の株価は極めて堅調に推移していることなど、その高い収益性と安定性、そして注目度の高まりを読み取ることができる。

個人投資家の尻込みはむしろ当然

J-REITの誕生から1年が経過。上場銘柄は6社、総資産規模は7,000億円近くにまで達し、その成長に疑問を狭む余地はないかに見える。しかし一方、当初の目論みほどには個人投資家の参入が見られない点や、株式に比べ日々の取引高 (出来高) が少ない点、加えて新聞・雑誌等のメディアでは、上場を予定していたファンドの撤退や上場延期から「苦戦」「低迷」と報道されているのもまた事実。はたしてJ-REITの成長は順調なのか。みずほ証券投資戦略部シニア不動産アナリストの石澤卓志氏は、J-REITが現在置かれている状況について、次のように語っている。

「スタートからこれまでのJ-REITの展開は、多くの課題が残されているとはいえ、全体として順調に拡大していると言えます。なんとといっても、J-REITは日本初の本格的な公募の不動産金融商品です。購入する投資家側にとっても、また販売する証券会社側にとっても、慣れていない部分があったのは仕方がないことです。情報開示が進んでいるだけに目論見書は厚く、内容もなかなか理解できない専門用語が溢れています。証券会社による個人投資家への販売努力が足りないとの声も聞かれますが、『わからないものは売らない』とする証券会社のスタンスは、ある意味、良心的と言えるかも知れませ

ん。この結果、現在のJ-REITへの投資は、機関投資家が多くを占めていますが、これは決して悪い状況ではないと考えています。国内機関投資家の多くは、不動産で運用するプライベートファンドを購入した経験がありますし、社内に不動産の専門家もいる。J-REIT自体は、投資のプロでなければ購入できないといった難しいものではありませんが、現在、個人が自己責任で購入するには、市場や情報ルートの整備が立ち後れているのは確かです。今後、不動産投資のプロである機関投資家の評価に採られ、さらに数期にわたって安定した配当を実施し、株価の推移など誰にでもわかりやすい評価基準が築かれた後に、その高収益と安全性が個人投資家にも浸透していくといった流れが、J-REITの進展には有利に作用すると思います」。

個人投資家にとってみれば、バブル崩壊以降これまでに生じた、不動産投資の「怖い」イメージは、そう簡単に払拭できるものではないだろう。過去、被害を被った苦い経験があり、また残念なことに、J-REITを作った不動産会社も、それを売る証券会社も、今、信用されているとは言い難い状況にある。いかにJ-REITの有利性をうたってみても、個人投資家が不動産投資に尻込みしてしまうのは当然だ。しかし石澤氏は、その心配は、市場の成熟とともに薄らいでいくものであると語る。一般の株式と比べて、オフィスビルにテナントが入っているか、また、ショッピングセンターで売上げが上がっているかという身近な指標で判断できるJ-REITは、いったん市場に認知され、その性格に馴染んでしまえば、株式以上に気軽に投資できる金融商品である。また、シンプルな仕組みと各種法律で義務付けられた情報開示により、裏帳簿や会計上の不正が入り込む余地のない公明正大な金融商品であることも、今後、認知・評価さ

公正性と財務の健全性を掲げ J-REITのパイオニア的存在

トップ・リートとして、この1年間で資産倍増

ジャパンリアルエステイト投資法人(JRE)は2001年9月10日、日本ビルファンド投資法人とともに不動産投資信託の第一号として、東京証券取引所に上場を果たしたJ-REITのパイオニアだ。オフィスビルを主な投資対象とする不動産投資信託である同社は、トップ・リートとして市場を開拓し拡大する、先導的役割を期待されている。上場以来1年で、物件の取得(約1年間で資産規模が倍増という、着実な成長をみせている)、格付の取得(2002年2月S&PのA+、3月ムーディーズのA2と、オフィスREITとしては世界最高の発行体格付を取得)、投資口の追加発行、投資法人債の発行、そして決算と、REITとして経験する1サイクルを一通り実践してきた。しかもすべてが、J-REITとして初めてのことであった。

「上場当初の取得物件数はオフィスビル20棟で、取得価格は約930億円でした。1周年を迎えた2002年9月の決算発表では、8月末までの発表ベースで取得物件数28棟、取得価格は約1,700億円と倍近くに増えています。この成長は、公正性と財務の健全性、そして、それをもとに安定した成長を実現する強い意志を持つことをポリシーとした経営方針が導いたのだと思います。今後も、この1年で蓄積されたノウハウを生かし、我が社の信念を貫いていけば、必ずいい結果につながると考えています」(ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社 企画部長 山中拓郎氏)。

中長期的に安定したキャッシュフローの確保

一般にREITの成長には、内部成長と外部成長の二つの戦略がある。内部成長とは、既存物件からのキャッシュフローの増加を表し、外部成長は、既存物件以外の追加投資によるキャッシュフローの増加を意味する。この二つの成長をバランスよくこなしていくことにより、安定したキャッシュフローを確保することができる。

「内部成長について言えば、現在のようなデフレ下におい

て収入面を増やすのは非常に難しいことです。安定収入の確保のため、テナントを維持し続けることが第一でしょう。その上で、契約の長期化を推し進め、収入の安定をより確かなものにしていきます。支出面では、管理業務費と水道光熱費の5%コストダウンを目指します。しかし、デフレ下では価格が安くなるわけですから、むしろ外部成長がしやすくなります。そして、外部成長の結果として、資産規模に合わせた増資をしていくことになるでしょう」。

通常企業の増資と異なり、不動産を手に入れられれば、その瞬間から賃貸損益が上がるので、不動産投資信託の増資は希薄化からの回復が早い。同社の強みは、確実性の高い有利な物件の情報を入手することによる不動産取得スケジュールの確かな読みと、発行する増資額をいかにバランスさせるかという戦略がうまく実践できている点だろう。その成果として、今年5月に増資をしたにもかかわらず、来年3月の第三期の配当金は、今年3月の第一期(203日)の決算である配当金一口当たり14,983円を通常の決算日数(半年)に換算した13,507円を超える、13,600円になると見込んでいる。

実績を積み重ねて次なるステップへ

JREの投資口価格は、TOPIXが下落するなかで発行価格より高いラインを保っている。この実績には、相場に強い影響力を持つ機関投資家なども注目しているようだ。J-REITの動向をうかがう投資家たちの信頼は、決算を積み重ね、実績を確かにしていくことでさらに得られるだろう。

「成長規模という点では、2006年の3月末までに、毎年500億円ほど物件を購入し、ポートフォリオの総額を3,000億円まで拡大したいと考えています。先ほど述べた当社のポリシーで、このまま成長を続けていき、他のREITとの差別化を図っていきたいと思います。不動産は本来、長期的な資産ですから、長いスパンで見てもらえる投資家の皆様に買っていただきたいですね」。

戦略面では、現在は不動産を取得する方向の動きだけだが、

れていくことに期待したい。

実力が試される2003年問題

さらに石澤氏は、昨今、不動産業界のみならず、その危険性がささやかれている2003年問題についても、J-REIT市場には追い風の面が大きいと解説する。

「現在のところ、上場したJ-REIT、また上場予定のファンドも、オフィスビル市況が悪化するなかで、賃料水

準や稼働率を向上させること(内部成長)は不可能ではないが困難だと考えています。当面の間、J-REITの成長は、不動産の追加購入によるキャッシュフローの増加(外部成長)が中心になるでしょう。大型ビルの新規供給が相次ぎ、優良不動産であっても苦戦を強いられる2003年は、ビルを購入する絶好のチャンスと言えます。各社ともに『今、買えなければ、もうビルを購入する時期はない』と

まで考えているようです。上場を延期するファンドが増え、銘柄数の増加テンポが鈍ってきていることも、単純に2003年問題や市況低迷への危機感の現れというより、むしろ慎重にファンドの育成に取り組む設立母体が多いことを示しているもの。中長期的にみれば、市場の成熟にプラスに働くものと考えられます」。

もちろん、短期的な大量供給による需給バランスの崩れが、J-REITに

る

ジャパンリアルエステイト投資法人

今後、状況によっては譲渡をして、資産の入れ替えを進めていく可能性も考えられる。ただし譲渡をする場合、当初の段階においては、損益への影響が大きいことも予想される。

「譲渡による影響を最小限にとどめるためにも、2006年を目処に、ファンドの資産規模を3,000億円まで成長させておきたいのです。取得の実績をあげることで、仲介業者からの情報も増えていきますし、売主本人と直接交渉ができるようにもなっています」。

実績をあげ、信頼に基づく有利な取引を可能にしていく。そうすることで物件の価格自体も柔軟になり、手ごろな価格で売買ができる可能性も出てくるという。「実際、当社の物件取得ペース自体が当初予測していたものより早まっていますから、この目標も前倒して実現できてしまうかもしれません」。

戦略のもとで臨機応変に対応する実践力が決め手

J-REITでは、良質なポートフォリオの構築、不動産の管理・運用を委託するプロパティマネジメント会社(PM)の選定が成功の鍵を握ると言っても過言ではない。JREは、母体4社(三菱地所株式会社、東京海上火災保険株式会社、第一生命保険相互会社、三井物産株式会社)が保有する物件を中心とすることで、優良で地理的分散にも優れたポートフォリオを実現している。全体の割合の60~70%を首都圏で占め、残りを地方都市で構成するのがポートフォリオ上の戦略だ。ポートフォリオを安定的に成長させるには、情報量が一番多く、最も売人・買う人の多い首都圏の物件を多くするのが好ましい。しかし地震などの天災が起きたときに受けるリスクや、首都圏に比べて地方都市は投資額に対する利回りが高くなるという点において、この地域分散の割合はうまくバランスが取れているといえる。同社のポートフォリオ戦略の正当性は、同社の収益等の実績が安定していることから証明できるだろう。

PMに関しては、同社では原則として前任者が管理を続ける方針を取っている。物件取得とは、テナント側にすれば、今までのオーナーから投資法人という馴染みの薄いオーナーに変

わるということだ。そのうえ日頃接しているPM会社まで変えてしまうと、テナントに大きな衝撃を与えてしまうおそれがあると考えているからである。その結果として、当初株主から購入した20棟については、株主の会社に関連するPM会社に管理・運営を任せている。

「ただし、よりよいパフォーマンスを引き出すことを考え、外部のPM会社とも委託契約を結び、切磋琢磨を促しています」。

快適な管理を提供することが、既存テナントの定着率を高め、安定した賃料収入を確保していくことにもつながる。PM会社の管理が将来悪化すれば、変える必要もあり得るし、今後、外部のPM会社に委託することも検討するという。

2003年は買いのチャンスである

「2003年問題」は、J-REITの中でも、とりわけオフィスビル中心の同社には少なからず影響があるのではないかと懸念されている。しかし同社は、物件の過剰供給により、管理の善し悪しを基準とした差別化が膨らみ二極化が進むと予測し、大きな影響は受けまいだろうと考えている。逆に、近年のデフレ経済による物件価格の低下とあいまって、大規模な新築ビルが建つ2003年は、新たな物件取得のチャンスになると見込んでいるのだ。これは、熟慮したポートフォリオを構築してきた自信の表れでもある。大規模なビルを供給しているデベロッパーがターゲットとするのは、東京に巨大な本社を置くような規模の大きい企業だろう。同社の所有するビルで、地域的にも規模的にも新築ビルへの誘致ターゲットに当てはまるテナントに、三菱総合研究所が挙げられる。

「三菱総研とは10年間の定期借家契約を結んでいますので、移転はまずないと考えてよいでしょう。もちろん、1次波の影響はないとしても2次波、3次波の影響はあるかもしれません。そのための、キメ細やかな対応をしていくことが重要になってきます。社内の意見を聞きながら営業体制の見直しをしたり、無理のない範囲で契約の長期化や、定期借家契約を進めたりすることで対処できると考えています」。

とって不安材料であるのは確かなことである。しかし、仮に大口テナントが退去したとしても、ポートフォリオ全体から見ればわずか数%の影響でしかなく、またファンドにとっては、退去そのものが問題なのではなく、その後、テナントをすぐさま決められるだけのビルのポテンシャル、および運営能力があるか否かが実力を示す指標といえる。2003年問題は、ビルを購入し資産規模を増やすと

いった外部成長の好機であるとともに、優秀な運営マネジメントにより、所有不動産の資産価値を高める内部成長の面でもその実力が試される、まさに“腕の見せ所”といったところであるようだ。

過剰な期待や急成長は厳禁

着々と、しかも地道な成長をみせるJ-REIT。個人投資家への浸透度の低さも、上場銘柄の増加スピードの

鈍化も、そして2003年問題も、現在のところ杞憂でしかない。しかし、その落とし穴は、実に意外なところに潜んでいる。

「J-REITを取り巻く状況において、今、最も注意しなければならないのは、過剰な期待や間違った評価により市場が過熱してしまうことです。そういう意味で、昨今の株価低迷のなか、堅調な推移をみせるJ-REITの動向に市場の注目が集まってきたい

商業店舗に特化したREIT戦 投資価値の拡大を狙う

今後の活性化が期待される商業店舗REIT

オフィスビルを中心としたファンドが大部分を占める国内のREITマーケットにあって、唯一、商業小売店舗に特化した戦略をとっているのが、今年3月に上場した日本リテールファンド投資法人(JRF)である。

「すでに30年以上の歴史を持つ米国のREIT市場では、商業店舗が全体の21%を占めており、オフィス/工場の27%に次ぐ規模を占めています。オーストラリアでは35%と、分散型と並んで最もシェアが大きいですし、今後、日本もこれに近づくことは間違いないでしょう。他社に先駆けて商業施設に特化することで、優位性を確保したいと考えています」。資産運用会社である三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社の代表取締役副社長である浅井秀則氏はこう語る。

商業施設をポートフォリオに、ファンドを組むメリットはいくつもある。ショッピングセンターで商品を購入する顧客は、この10年、確実に増加しているうえ、1990年の大規模小売店舗法に起因して続いたオーバーストア状態は徐々に解消されつつある。また、大型物件を新規に造りにくい状況になっている一方、小売業者や小売商業施設のオーナーは、膨らんだ借入金、収益性の悪化、さらには収益に対する減価償却負担の増加、近づく減損会計の導入により、店舗の売却か長期のセール・アンド・リースバック方式で所有と運営の分離を望む傾向にある。そのため、商業施設の優良物件を購入しやすい環境が整い始めているのだ。

さらに、2年ごとの更新が一般的なオフィスと違い、賃貸借期間が10~20年の長期契約が結ばれるため、経済環境の変化による賃料収入の増減が少ない。テナントからの多額の預かり金制度により、無利息または低利での資金調達が可能といった特徴もある。

「小売業者とオーナー、双方の抱える課題を一举に解決して、メリットを生み出すのが我々の仕事です。親会社が不動産系ではないことで、純粋に不動産をいかに有価証券に導くか

という観点でファンドを立ち上げることができました。そのためにREITに適したアセットクラスとして商業ビルの選択が可能になったのです」。

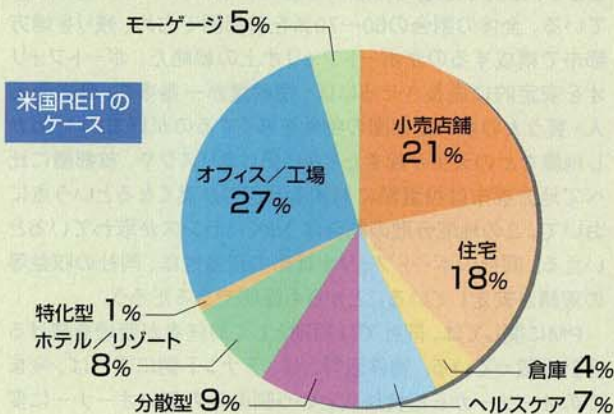
非不動産系ならではのマネジメント戦略

同社は総合商社である三菱商事と、世界的金融サービス分野で最大手の資産運用会社であるUBSとの合併により2000年11月に不動産投資信託委託会社として設立された。授權資本、払込資本金は5億円。発行済株式総数は1万株(持株比率は三菱商事51%、UBS49%)。両親会社の強みを生かした世界基準の不動産運用ノウハウを利用するのが設立の目的だ。

親会社に不動産系企業がないということは、手持ちのオフィスビルをファンドに組み込んだり、プロパティマネジメント(以下PM)に関連の管理会社に任せるといった利益相反の心配が極端に少ないということを意味する。

だが商業施設を運営し、ファンドとして総体的な利益をあげるためには、不動産だけでなく小売業の運用ノウハウも必要とされる。投資家にとっては不安の要因になるところだろう。だが浅井氏は、この懸念を言下に否定する。現在の13名の従

■海外ファンド市場におけるポートフォリオの比率



る状況は、喜ばしい反面、大きな問題をはらんでいると言えます。J-REITは投資信託と債券、株式の性格を併せ持つ全く新しい金融商品。ユニークで前例がない商品だけに、注意しなければならない点も多いのです。バブル崩壊以降、不動産投資にはマイナスイメージが付きまっており、今度信頼を失ってしまったら、再び立ち直ることは不可能かもしれません。過熱の後には、必ず反動が

あります。J-REIT市場には、それを受け入れるだけの市場規模や実績が、まだ備わっておらず、商品の特性がしっかりと市場に周知されるまで、急成長はかえって逆効果なのです。J-REITの関係者の中には、急テンポの成長を望む声もありますが、最低でも3年程度は、あくまで堅実な成長を目指すべきだと思います」。

J-REITは将来的に、年金基金の受け皿としての可能性が期待されてい

る。確かに、年金運用は長期投資が前提であり、収入が安定している不動産投資に適した資金である。また、REITが成熟しているアメリカにおいて、主な投資家として年金基金が挙げられる点や、逆に、現在の日本では、年金基金による不動産投資が全く行われていない点などから、J-REITのプレイヤーサイドには、この莫大な資金流入による市場拡大に期待する向きもある。しかし、先の石

略で、

日本リテールファンド投資法人

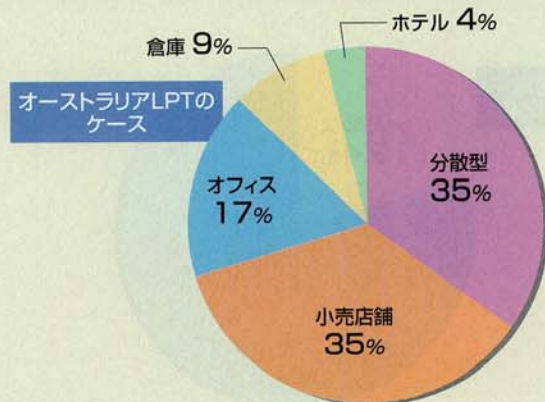
業員は、社長を含め不動産業務、テナントとの賃貸借業務、物件の取得・売却、財務、営業、税務、運用報告、リスク管理、その他資産運用業務の経験者を揃えているからだ。

「特にPMを管理する業務には、不動産の管理業務で20年以上の経験がある人材を外部から招聘しました。一人は住友不動産で10年以上、アメリカの商業施設の運用管理をしていたし、もう一人は三越でテナント付けや管理の経験がある。こうした人材を親掛かりでなく独自に揃えることで、資産運用会社としての競争力を高めています」。

PMの決定についても、いわゆるビューティーコンテスト方式で、より安く、パフォーマンスに優れた外部の企業にアウトソーシングしている。しかも業務契約期間を1年間とし、3カ月の事前通告で解約も可能という厳しい内容だ。こうすることで高い成果が期待できる。

「消費のトレンドを的確につかむセンスがあり、しかも管理の専門性が高いPMを使えることが強みのひとつです。実際、他の資産運用会社と比較してもPMに払っている報酬は格段に低い。こうした選択が可能なのが、運営を最適化するキポイントになっています」。

日本リテールファンド投資法人バンフレットより



澤氏の解説にあるとおり、急速な成長は、今のJ-REIT市場の整備にとってマイナスな面も多い。資産規模約260兆円と言われる日本の年金基金で、仮にアメリカと同程度の資金がJ-REITに流入したとすると、そのボリュームは1兆円を超える。もちろん、総資産規模7,000億円弱というJ-REITの現状で、このような極端な事態になる可能性は低いのだが、年金基金が一時期に集中して流入す

ることに問題があるのは、容易に理解できよう。同じ意味で、大量な資金が一時期に出入りする可能性があるTOPIXへの組み込みなども、現在のところJ-REITにとってマイナス面を含んでいると言えるだろう。

多様化と差別化の進むJ-REIT

これから将来に向け、J-REITはどのように進展していくのだろうか。設立サイドでは撤退や延期が相次いで

グロス型資産の拡大でファンド価値の向上を図る

現在、同社が抱える物件は、いずれも都心型商業店舗ビルや郊外型ショッピングセンターで、信用力のあるテナントに対する中長期のマスターリースにより、安定したキャッシュフローが期待できる「インカム型資産」である。これらの商業施設では、平均17年の賃貸借契約を結んでおり、リスクが少ない反面、売上連動型でないためファンドとしての成長性に多くを期待できないというデメリットもある。しかも、資産価値を考えると精緻を極めたとはいえ、わずか4物件では少なすぎるという懸念もある。

「現状では唯一の商業施設ファンドということで、上場時は5～6%と仮定した収益率を前提にポートフォリオを組み、投資市場にどう評価されるかを見極める必要がありました。物件数、資産規模ともに小振りでスタートしたのはそのためです。結果として株価がきわめて安定し、評価されていることがわかりましたので、今後は、グロス型の資産を増やし、一口当たりの投資口の価値を高めていきたいと考えています」。

グロス型とは、テナントの入れ替え等によりキャッシュフローの成長が期待できる資産のことだ。より収益性の高い優良テナントを数多く集め、PMと連携して細かいテナント管理を行うことでバリューアップを図り、賃料収入を上げることを目指している。目標とするポートフォリオは、インカム型6～7割に対してグロス型3～4割。同時に、現在の固定の賃料設定から、グロス型の物件に関しては売上連動の賃料も取り入れていく予定となっている。

「商業施設のREITはテナントとの運命共同体と言えます。一緒に商業施設を営み、ともにビルの価値を上げることで売上を向上させ、一部を賃料として還元してもらう。これは両者の信頼関係があってはじめて成り立つものでしょう。3年後に2,000億、5年後に4,000億円の資産規模を目標に掲げていますが、これを実現するのはそう難しいことではないと思っています」。

いるとはいえ、それはごく一部の企業に限ったこと。上場を検討するファンドは今でも数多く存在し、その数はさらに増える傾向にある。上場銘柄がさらに増加することで、ファンドの特徴や性格も多様化し、投資家サイドは、様々な基準によりJ-REITを選定することが可能となるだろう。そして、このファンド多様化の傾向は、上場6社という現時点でも確実に現れている。

「東京圏集中」を基本戦略に、 唯一の「レジデンス複合型」を

東京に集中してこそリスクの軽減が可能

現在、J-REITに参画している6社の中では最後発となる、2002年9月に上場したばかりのプレミア投資法人。その基本方針となっているのは、投資エリアを東京経済圏に特化した「一極集中型」であることと、現存するファンドでは唯一の「オフィスとレジデンスの複合型」の投資対象タイプを取っていることの2点が挙げられる。

ここでいう東京経済圏とは東京23区、および都下、神奈川県横浜市、川崎市、埼玉県のさいたま市周辺、千葉県の千葉市周辺などの、1都3県にまたがる周辺都心部を指す。東京のオフィスビル市場における大幅な供給過剰が懸念される、いわゆる「2003年問題」を目前に控えた現在、なぜこの東京経済圏に集中しファンドを組み、そしてこの時期に上場するのか。投資家ならずとも疑問に思うところだろう。

「不動産マーケットの総論から言えば、2003年問題は、あらゆる不動産投資行為に関わる問題であり、どういった手立てを講じようかという影響はあるでしょう。そこで発生するリスクを、投資方針や投資物件でどれだけ軽減できるかがアセットマネジメントの巧拙と言えるところです。東京経済圏に集中するのは、収益面から見れば割安になるかもしれませんが、資産価値から見れば地方中核都市を含む分散投資よりも、むしろメリットがあると考えています」。こう説明するのは、資産運用会社であるプレミア・リート・アドバイザーズ株式会社の執行役員であり、投資運用部の部長を務める安武文宏氏だ。

事実、地価調査価格、地価公示価格を見ても、大阪や名古屋のような東京に次ぐ大都市圏でも地価の下落は収まっておらず、今後も下落する可能性が高いと言われている。一方、東京に限っては、一部の商業地やその背景にある高級住宅地は下げ止まりの傾向にある。物件の資産価値として見れば、現状から判断すると、確かに東京経済圏に集中したほうがメリットは大きいだろう。

「ポートフォリオの収益性だけでなく、いわば積算のアップ

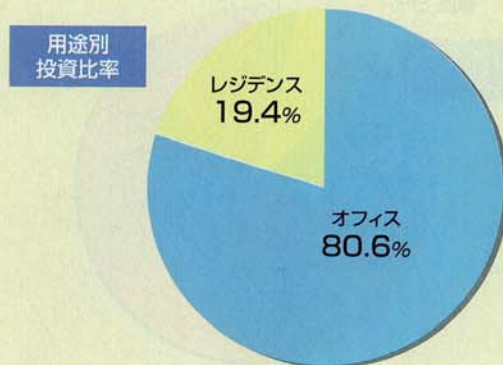
ローチで東京経済圏への一極集中を決めています。投資家からの受託資産を運用する以上、資産価値の高い地域への投資が、REITの本道だと考えているからです」。

リスクの少ないレジデンスへの投資で安定性を強調

オフィスビルだけでなく、レジデンスを投資対象に加えた複合型のファンド構成も、他社と異なる戦略だ。同社の定義するレジデンスとは、分譲マンションの仕様と設備を備えたいうで、賃貸として運用されている物件であり、グレード感のある付加価値の高いものを投資対象にしている。景気の変化に連動して上下するオフィス賃料と比較して、賃料動向が圧倒的に安定しているマンションをファンドに加えることで、不動産投資のリスクを軽減するのが狙いである。他社が地方分散投資によるリスクヘッジというエリア戦略を用いているのに対して、東京一極集中を謳っている同社では、投資対象である不動産でリスクヘッジを図っているとも言える。

「現在、保有する物件数は11物件で、オフィス8割に対してレジデンス2割ですが、今後は6:4の比率にまで移行させる予定です。レジデンスの比率を高めることで、ポートフォリオの安

■プレミア投資法人のポートフォリオ



「運用対象を店舗に限定している日本リートファンドの違いは一目で明らかですが、それ以外の5社についても、ポートフォリオ、財務・運営面、成長戦略と、多くの点で自社の特徴を打ち出しています。全6社と数こそ少ないですが、J-REIT全体としては、非常にバラエティに富んだ展開といえるでしょう。また、今までは大型で質の高い不動産でファンドを構成し、安定性と堅実さを前面

に打ち出したものが比較的多かったのですが、日本プライムリアルティの『バリューアップ戦略』に代表されるように、取得した不動産の収益性向上を重視した運用方針を打ち出している例もあります。もともと不動産投資の「王道」は、“やや難あり”の物件を購入し、その資産価値をプロのノウハウで高めていくところにあります。J-REITにおいても、これからは収益のコアを固め、リスクを極力軽減し

た上で、自らの強みを生かした外部成長・内部成長の戦略が取られていくものと思います」。

ポートフォリオの多様性は、今でも立地や築年数、規模の違いから、オフィスビル、駅前店舗や郊外型ショッピングセンター、マンション、ホテル等種別の違いと、様々な形で実現されている。加えて今後は、今まで日本の不動産投資の対象には上ってこなかった倉庫や配送センターを中心

プレミア投資法人

展開

定性を強調したファンドにすることができるでしょう」と自信をのぞかせる。また、資産規模の当面の目標は、現在の500億円から、2005年4月までに1,000億円に成長させることだという。

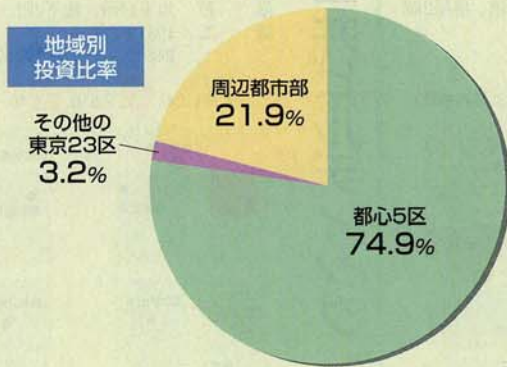
だが、オフィスビルと比較して、レジデンスは優良物件がマーケットに出回っていない。また、設備の革新スピードが速いため、投資家からみると目減り感があるようにも思われる。

「先行する他社がレジデンスに手を出さないのは、オフィスのほうが市場が整備されておりファンド規模を成長させやすい点が主な要因でしょう。物件の価値は相対的なものですから、マンションは売りが少ないので、価値が判断しづらいと感じるかもしれません。ですが、J-REITが成長すれば確実にレジデンス分野にも広がってくるでしょうし、物件の評価もしやすくなる。加えて、良質な物件も市場に出回ってくると思われれます。そのなかで弊社では、新築からせいぜい2〜3年の築浅の物件に多く投資することで、ファンドの付加価値を高めていくつもりです」。

スポンサーからの独立性を高め、価格の透明性を重視

2001年7月に11社の出資を得て設立されたプレミア・リー

プレミア投資法人目録見書より



としたファンド組成や、他ファンドとの差別化から超有名ビルの組み込み、また、ハイリスク・ハイリターンな開発型物件なども対象となっていくのは、まず間違いないだろう。ファンドのバリエーションはさらに広がり、多様化や差別化の波は、確実にJ-REITを進化させていくこととなる。

※ ※ ※

J-REITの成長は、不動産業界全体の進展にとっても重要なファクターと

なる。もともと不動産業は、不動産という器を有効に運営し、そのノウハウやマネジメント能力で収益を得るサービス業といえるものだ。しかし現在は、その巨大な資産ゆえに、業界内でも、また世間一般にも、ハードに依存したビジネスだと誤解されている一面がある。昨今、声高に叫ばれている不動産業界のノンアセットビジネス化は、新ビジネスへの挑戦というより、むしろ本業への回帰・J-

ト・アドバイザーズ。主要株主にはケン・コーポレーションや三井トラストフィナンシャルグループの顔が並んでいる。東京集中やレジデンス複合型といった戦略には、もともと都市開発型不動産ビジネスに長けたケン・コーポレーションというスポンサーのカラーが反映しているという印象は否めない。だが、一般に難しいとされる賃貸マンションの運営について、高級レジデンスの管理に極めて強い同社のノウハウを、PM業務に運用できるというアドバンテージがあるのも事実だろう。

「レジデンスをファンドに加える以上、管理の問題は重要なポイントでPMの巧拙が問われるところ。その点の基盤を持っていることが優位性につながっていると自負しています」。

一方で、部長以上の人材は出向ではなく、親会社を離職してきている。さらに代表取締役専務には、伊藤忠商事の建設部門長で30年間マンション建設に携わってきた人材を招聘し、不動産、特にマンション購入にあたっての目利きの役割を果たしている。

「親会社は不動産を持たない会社ばかりですが、利益相反など投資家から疑いを持たれないよう、スポンサーからの独立性を高めるようにしています。物件の取得にも様々な見地から検討したうえで、価格等の透明性を重視しています」。

投資家サイドからすれば、物件の資産価値を見極めるのはなかなか難しい。ファンドにある物件が、はたしてどういふものなのかという履歴を知りたいのが人情だろう。この点についても守秘義務に触れない範囲で、積極的に公表することを検討中だという。

「J-REITは誕生してまだ1年。30年かかってやっと20兆円規模となったアメリカと比較して、よくやっているという印象を持っています。今後、J-REIT全体が成長していくためには、良質な物件が豊富にマーケットに出てくるのが条件になるでしょう。その意味で、減損会計は大きな追い風です。不動産を持たないことのインセンティブがはっきりしてくるこれからが本番なので、投資家を含めたJ-REITに関与するプレーヤーは、マーケット育成のため長期的視野を持ち続けて欲しいですね」。

REITという不動産の所有に特化した形態の誕生により、この流れがさらに大きな潮流となっていくのは想像に難くない。もちろん、J-REITの現在の規模は、不動産業全体から見れば微々たるもの。しかし、不動産を所有するJ-REITと、その運営・マネジメントに力を発揮するデベロッパーとの棲み分けは確実に浸透し、今後、業界内におけるポジションは、さらに確立されていくことだろう。