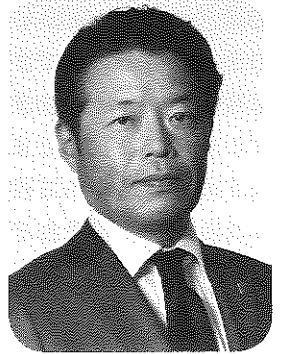


不動産投資マーケット 動向と今後の運用戦略 ～ J-REIT および インフラードコ (YieldCo)～



いちご投資顧問
社長
織井 渉

好調の裏に危機感持ち事業 昨年はインフラ市場上場

いちご投資顧問の織井でございます。本日はこのようなお時間をいただきましたので、現在われわれがやっている事業の内容を絡めながら、現時点での不動産マーケットについて、また、どんなことを目指しているのかということをご説明させていただければと思っています。

講師の方々からは、現状、不動産は非常に調子が良く前向きなお話が多いのだろうと思います。ところで、唐突ですが、皆さん、10年前の2006年、2007年はどうだったか覚えていらっしゃいますか。

当時、私はパシフィックホールディングスという会社で不動産投資の責任者をしていました。2006年に最高益を出し、運用資産も1兆円ということで、会社の状況や収益性を見たら、当時本当に絶好調という状況でした。このような言い方は適切では

ないかもしれませんが、何となく浮かれた感じがあり、調子に乗っていた。そんな感じだったと思います。2年後に悲劇が起るとは、そのときまったく思っていませんでした。不動産を買ってリートに移して、開発してリートに移して、それをやることによって収益がしっかり出せるというビジネスモデルにより、継続して成長していけると思っていたのが2006年です。

2016年を振り返ってみますと、ちょうど同じように、不動産の価格が上がり、ファンドもリートも好調という中で物件が動いて収益が上がっている状況でした。ただ、その中で、10年前に得た教訓や経験は、絶対に生かされなければいけないと思います。ですので、われわれがいま、いちごとして取り組んでいる事業において、2008年のリーマンショックのような悲劇的なことが起こるとは思いませんが、何かしらの危機感を感じながら、この先2017年、2018年と事業を推進していかなければい

けないと思っています。

では、いったいどういうことをやっているのかということところです。いちごという会社は複数のグループ企業から成り立っています。簡単にご案内しますと、私が社長を務めておりますいちご投資顧問、ここはオフィスとホテルのそれぞれに特化した二つのリートと、昨年12月に東証インフラ市場に上場したいちごグリーンインフラ投資法人という、主として太陽光発電施設を対象にしたインフラ投資法人を運用しています。ですから、いま三つの上場投資法人を運用し、また一部私募ファンドを運用しており、アセットマネジメントフィーをベースに収益を得ている会社です。

それからいちご地所。こちらはバランスシートを使い不動産投資をしています。後ほどご説明しますが、ここでは収益性、不動産の価値向上といったものが実現できるかどうかということに着目して、不動産投資をしている会社になります。

太陽光に不動産のノウハウ インフラ市場で安定、高収益

もう一つ代表的な事業がいちごECOエナジー。こちら後ほどご説明しますが、太陽光発電施設の開発をしています。2012年にメガソーラー事業を全国で計画していたベンチャー企業をM&Aしてクリーンエネルギー事業に参画しました。そこから新しく着工したものも含めて、現在グループ全体で、37発電所、約116MWを売電開始もしくは開発確定して進めています。こちらはいちごグリーンインフラ投資法人のプロパティマネジメントや、売電

事業を行っております。

他にも数社ありますが、このようにアセットマネジメント事業、既存不動産に価値向上し収益をしっかりとっていく事業、それからクリーンエネルギー事業といった、3つの事業を柱にして構成されているのがいちごという企業体になります。

昨年、いちごグリーンインフラ投資法人が、東証インフラ市場に2号目の銘柄として上場いたしました。インフラファンドという言葉が先行していますが、社内的にも対外的にもインフラ「イールドコ (YieldCo)」という名称で訴求しています。「イールドコ (YieldCo)」というのは、イールドカンパニーの略で、アメリカで上場している、再生可能エネルギー等を投資対象とし、投資家に対して高い配当分配をコミットメントしていくというコンセプトの下に上場している仕組みです。われわれはこのインフラ市場で、長期にわたり安定的で、かつ収益性の高い配当をし、市場にしっかりと評価していただくという中で、グローバルに広く認知されている新しいタイプの上場投資商品「イールドコ (YieldCo)」として展開しております。

インフラについてですが、ご存じのように、2015年に東証インフラ市場という上場市場が創設されました。われわれがインフラ市場に参入した2012年当時は、こういった東証の上場市場ができるかどうかということはまだわかっておりませんでした。ただ、東日本大震災があり、間違いなくエネルギー供給の仕組みが変わっていくだろうという中で、不動産会社として何かできることはあるのだろうかと考えたときに、太陽光発電事業は、不動産の新たな有効活用として、いちごのビジネスとシナ

ジーを生むと考えました。太陽光発電というのは、土地を使いそこに太陽光パネルを敷いて開発していくので、非常に不動産的なノウハウ、たとえば土地の権利調整や、土地に賃借権を設定していくとか、地主さんや自治体との協議といった、不動産的な、まず土壤や場所をつくるということが重要な第一歩になります。太陽光なので、日当たりや地形の良し悪し、地盤がしっかりしているかどうか、それらを一つ一つ見ていかなければならないとしっかりした太陽光発電所を建設することはできません。そういう中で、不動産ノウハウ、強いては土木的なノウハウを生かせる、ないしは生かしていかないとできない事業だと考えました。クリーンエネルギー事業に参入する前までは不動産投資事業とアセットマネジメント事業が中心でしたが、われわれの不動産ノウハウや知識を生かし太陽光発電を含めたインフラ市場にも参入できるチャンスがあるだろうということでスタートを切りました。

おかげさまで太陽光発電施設を複数つくることに成功し、一方で、資産運用の多様化の観点から、経済動向などの影響を受けにくい安定的な資産への投資ができるという、市場のニーズとして東証インフラ市場が創設されました。われわれとしては、アセットマネジメント事業ですでにリートを2本運用している実績もありましたので、インフラにおいても投資家の方々にしっかりと安定的な供給ができる商品として、またリートとは違う収益性のモデルをつくれる商品として提供していこうということで上場を目指し、昨年プロジェクトがスタートしました。

当初インフラ市場に関しては、税制の関係で10年間しか導管性を認められないと

いうことがありましたが、2016年の税制大綱変更によって、20年間導管性が認められることになりました。国が定めた、いわゆる固定価格買取制度 (FIT) の保証期間である20年という期間ともマッチする中で、投資家の方々に十分収益を出している金融商品になると判断し、上場に踏み切ったということです。

リートと違う収益モデルを 固定買取価格で配当も安定

残念ながら、株価からすると公募価格10万円で募集したのですが、いま公募価格を下回り9万1000円か2000円あたりで推移しています。皆さんにご紹介しておくと、本投資法人は現時点における試算で、6000円ちょっとくらい分配金をお出しできるので、利回りでいうと6%後半ぐらいで回っています。なので、個人の方々を含めて、投資家の方々には高い利回りを供給できる商品になっていると思います。

太陽光発電のいいところは、不動産と違いテナントが抜けることもないですし、価格が変わることもない。固定買取価格がありますので、そこは非常に安定的で、かつ過去30年間ぐらいの日射量のデータを取っていくと、年間で非常に安定している。収益のトップラインはほぼほぼ変わらず投資家の方々に供給できるということです。

ただ、一方でインフレに関してはヘッジできない。景気がよくなると、不動産の場合は賃料が上がったりすることもあるかと思いますが、太陽光の場合はそういうことはないで、どちらかというデフレに強い商品だと思います。

リートとインフラでは、収益が違う構造体ですが、うまく組み合わせて持っていたら、個人の方々にとっては長期運用するのにいい商品になるのではないかと考えています。ここに参入して、われわれとしてはアセットマネジメント事業を継続しながら、長期にわたって安定的なビジネスモデルを継続していきたいと思っています。

オフィスリートは中規模 日本企業の95%は中小企業

次に、オフィスリートとホテルリートについて説明させていただきます。まずオフィスリートに関してわれわれは、いわゆる中規模オフィスをターゲットにしています。だいたい延床面積で1万平米ぐらいまでの中規模オフィスを中心にいま現在投資運用をしています。

なぜここに注目しているかということですが、日本のオフィス市場において、延床面積が1万平米以下の中小規模オフィスは、9割以上を占めています。

また、テナント属性から見ると、日本の場合は圧倒的に中小テナント、中小企業が多い。従業員数が50人未満の企業が全体の95%を占めているということなので、対象となるテナントが非常に多いだろうと考えております。

ここをうまく開拓し、テナントの状況がよくなればしっかりした収益を上げていけるし、稼働率も維持することが出来ます。いま現時点、われわれのビルは98%ぐらいの稼働率で稼働しており、テナントも1000テナントぐらいいます。テナント分散が利いて、かつ多くのテナントニーズも

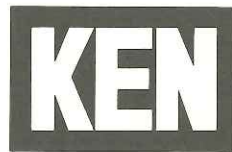
あるということです。

不動産で重要なのはやはり需要と供給というところだと思いますから、まず需要がしっかりあるのがこの中規模オフィスであると考えております。

次に、中規模オフィスはどういう特徴があるか。これはある会社のデータを取らせていただいておりますが、圧倒的に供給されたのが1980年後半ぐらい、いわゆる不動産バブルのころですね。

私は新卒で東急不動産に入りましたが、当時は、開発が非常に頻繁にされておりました。そのころ、私が入った東急不動産ではデュエット事業というのをやっておりました。他の大手不動産会社も同様の事業をやっておりました。いわゆる地権者さんの土地を有効活用しましょうと。不動産会社がサブリースをするので、それを収入源にして銀行からお金を借りていただいてオフィスビルを建てましょうということで、都心を中心に昔からの地主さんの土地を有効活用する提案をしておりました。恐らくそのような背景もあり、この時代にそういった中規模の、個人オーナーのオフィスビルがたくさんできたのではないかと思います。

高級不動産のシンクタンク



Ken Corporation Ltd.

ケン・コーポレーション

〒106-8640 東京都港区西麻布1-2-7

<http://www.kencorp.co.jp> ☎0120-315200

リートで長期運用、修繕を 中規模ビルは価値の改善も

資料のグラフを見ていただいても、築年数でいうと25～30年を経過しているものが圧倒的に多い。逆に言うと、新しく開発されたものがほとんどないという状況です。大規模ビルはまんべんなく供給されて、特にこれから2018年問題とも言われていますが、大規模なものがこれから新しく出てくる。しかし、われわれがターゲットにした部分はまさに25～30年、これから手を入れていかなければならなくなるような不動産、逆に言うと手を入れられていない不動産ですね。プロの手が入っていない、個人の方が所有されていて、大規模修繕をかけなければいけないのにできていない。サブリースをやっていたはずなのにもうはずれてしまっていて、収入も安定していない。お任せ状態で自分たちで価値向上できていないようなビル。こういったようなビルは、われわれや皆さんのような、プロの方々が見ると、ものすごく価値改善できる可能性があると思っています。だからここに注目しました。

テナントがいる、需要がある、現時点で供給がない、過去に供給されたものがたくさんある。だったら、そこにわれわれとしてビジネスチャンスがあるのではないかと。かつ、それをいったん買ってすぐ売却とか、そういうビジネスではなくて、リートという長く運営できる、かつ長期で修繕も含めた計画をつくっていくことができる。そういう器で運営することが、アセットマネジメント事業としても非常に安定的で成長性のあるビジネスだと考えて、この中規模オフィスというところをターゲットにしてい

ます。

もう一つ、いちごホテルリートを一昨年の11月に上場いたしました。こちらは宿泊特化型ホテルを中心にやっています。なぜホテルに着目したのか。先ほど10年前の話をしていましたが、15年ぐらい前、リートが市場に初めて出てきて、不動産証券化市場が非常に活性化され始めたころ、証券化のスキームに乗って来た不動産は主にオフィスビルと住宅です。オフィスビルと住宅は法的な是正もされて、信託受益権化されて、SPCに載せられて、投資家が投資をする。そういったいわゆる証券化市場に大量に出てきました。

これもオフィスと住宅の話になってしまっていますが、リーマンショックが起こる前、投資家の方々はそのすぐハイレバレッジをかけ、高い借入をして、しかもそれをノンリコースローンという仕組みで借りて運営していましたので、リーマンショックにより、薄いエクイティはすぐに飛んでしまっていて、レンダー主導で物件の売却が進んだり、一部銀行の方々も担保としてホールドしている期間がありました。

2010年～2012年の取引はまさにそういったもの、負のレガシーアセットみたいになっていて、すでに証券化されていたものが出はじめ、2013年以降それを一気にリートなどが買いました。オフィスビルや住宅は、おそらくですがリーマンショック前に証券化されたものの多くはリートに入っていると思います。なので、いま出てきているオフィスや住宅の案件は新しくできたものか、もしくはファンドなどが持っていなかった物件、証券化されていなかった物件。先ほど申し上げたように、現物不動産として個人の方が持っていたり、事業

会社さんが持っているようなものが出てきています。だから、取引量がすごく減っている。そもそもそういった証券化でどっとうたものがなくなっているの減っている感じはします。

ホテルは価値向上の余地も ビジネスチャンスある資産

一方で、ホテルというのは、証券化市場にリーマンショック前はほとんど出てきませんでした。これはオペレーショナルアセットということで毛嫌いされたのか、もっと言うと、ホテルというのが当時オペレーターのオペレーションの仕方だとか、遵法性の問題だとか、いろいろな理由で証券化市場に出にくい環境にあったのかもしれない。ということで、リートが直接取得したり、証券化しなければ買えないような金融プレーヤーが買うには難しいアセットタイプであるが、現物不動産で買って、しっかり価値の是正ができる、つまり、法的な是正ができたり、オペレーターを入れ替えたり、そういういわゆる不動産プレーヤーができるプレーヤーにとっては投資チャンスがあるのではないかと思います。

実際、いまわれわれのところに入ってきているアセットというのはほとんどがそういう状態のホテルです。なので、その部分を、何をどう是正したらいいかというチャンスがたくさんあるということが、不動産価値の向上という意味でいうと、まだ十分に余地があって、そういったものを直せばリートや証券化市場に入れることができる。ここはわれわれ不動産投資事業をやっているサイドからすると、非常にビジ

ネスチャンスのあるアセットタイプなのではないかと思っております。なので、ここに注目しているというところです。

いちごでは昨年12月の状況ですが、2016年3月から12月にかけて、新たに670億ほどの物件を取得いたしました。リートのスポンサーであるいちごが、リート以外の外部も含めて譲渡した合計が860億ほどあり、そのうちの665億ぐらいは資料にありますようにオフィスリート、ホテルリート、それからグリーンインフラ、「イールドコ (YieldCo)」に物件として入れています。われわれが注目しているものを何かしらの価値向上することによって、今度は長期的、安定的運用ができる仕組みに入れ替えて、運用ビジネスにつなげていく、拡大していくということが実現できているというのが、この2016年の1年間でした。

これを今後も継続していくというところなんです。先ほども言いましたように、過去10年間のことを考えると、2016年はよかった、物件も仕入れることができた。それと同じように2017年、物件が仕入れられていくかどうかということに関して言うと、非常に慎重かつしっかりした目利きを持ってやらないといけないのではないかと考えています。何となくマーケットの中に踊らされたような状態で、投資をしていくということは避けたほうがいいと思っています。会社のメンバーともいろいろ話をしていますが、そのような環境下で、大胆かつわれわれが収益を取っていただけるものにチャレンジしていかなければいけない。そういうバランスを見てオペレーションしていかなければいけないのがこの2017年ではないかと思えます。

その中で、われわれとしてどこにさらに強みを生かしていこうかということに関して言うと、われわれの信条として掲げている事業ですが、心で築く、心を築くと書いて「心築 (しんちく)」と書いています。これはまさに、さきほどのオフィスやホテル、ほかにもあると思いますが、現時点の価値よりも自分たちのアイデアを入れることによって、ないしは手間をかけることによって、お金をかけることによって、何かしら新しい価値の向上ができるものがあるのではないかと考えています。いちごの技術とノウハウを活用して、建物改修や修繕、遵法性や耐震性の適正化、環境・省エネ化といった、ソフトとハードの両面において、一つ一つの不動産に対して心をこめた丁寧な価値向上を図る。その事業の総称を「心築」と呼んでいます。

本当に考えないといけないですね。私も投資をするサイドから、週に何回かのロールアップのミーティング、不動産の価値、価格がどれぐらいになるのかということをやっています。キャッシュフローだけで、収益性がこうだからいいねというような見方は、そういう物件もありますけどあまり考えていません。たとえばいまのキャッシュフローはこうなのだけど、どこに何をどれだけ手を加えたらどれぐらい向上していくのだろうかというようなところに着目し、結果バリュエーションしていかないと、いい投資ができないのではないかと考えています。逆に言うと、傷んでいて、壊れていて、でもそれは直せるよね、ないしはちゃんとしたオペレーションができていない、でもそれは入れ替えたらもっとよくなるというようなこと。単純ですけど、細かく見ていったらそういったところはど

こにあるのかというのを見極めていくのが非常に重要だと思っています。

リートを主語にすると、リートの中に入れるには不適格、そのまま入りませんというようなものが多いし、あえてそういうものを買っています。時間をかけて、手間をかけて、リート適格、結果的にはそこに価値が出ますので、適格案件になったときにリートに移します。そうすると、価値向上分というは正された分は、手間暇かけた分、キャピタルゲインというカタチで実現しますので、いちご本体にとってみれば、そこで収益を上げていくことができる。

客室化や間取りなどを変更 ホテルのNOIは6%後半

一方で、中規模オフィスやホテルというのは、長く運用し、計画的修繕をかけながらやっていくことによって、さらにその上の収益性の向上を図っていただける可能性がある、ないしは図ってきているというふうに考えています。

たとえばホテルなどは、一昨年上場したときの利回りがポートフォリオでいうと5%後半ぐらいでしたが、いま6%の後半ぐらいまでNOIが向上してきています。その間にいろいろなことをやっていますが、NOIを向上させるためには、トップラインの部分の収益を上げることが必要です。ホテルだとよく言われているのが、ADRと稼働率が上がって、どれぐらいRevPARが上がったか。結果的に変動賃料がプラスになったからこれぐらい上がりましたというような、いわゆるマーケットの話。これも非常に重要なことです。しかし、たとえ

ば使っていない部屋が会議室や倉庫になってしまっている。この部屋を客室化する。こういうこともやります。それから、いままではシングルでしか使っていなかった部屋。でも、インバウンドの人たちが来たら、2人や3人、そこに泊まりたいですよ。そうすることで単価を上げることができるのであれば、部屋のレイアウトを変更してそこにダブルベッドを入れたり、ツインルームに変える。いわゆるレイアウト変更をして取る客層を変えていく。こんなことは当たり前と考えられるかもしれませんが、リートという器の中で考えると、比較的長く計画的にやることのできる、しっかりした収益構造につながっているところなんです。

いまはそのビジネスモデルの形態でうまく回していくことができているし、案件も、こういう難しい環境下ではあるものの、おかげさまでしっかりしたキャッシュフローのある、ないしは是正ができる物件が入ってきているという状況があります。また、もう少し中長期的にビジネスを見ても、リートという器は間違いなく魅力的です。

さっき言ったように、オフィスビルの築年はだいたい平均すると20年、25年ぐらいなんです。経済耐用年数でいうとまだまだ全然使えます。なので、手を加えながら、この先10年、20年という運用はできるとは思います。必ずいつか、かけた資本コストよりもリターンが劣ってくる、回らない状況が来ます。そのときにリートはこういうことができるのかと考えると、リート自体では再開発はできない。あくまで賃貸事業をやっている器ということなので、ここで自分たちのビルを建て替えていくのはいろいろな制約があるので簡単では

ないでしょう。

開発後に再びリートに戻す 中長期で捉えて面白い「器」

そこで資産がどんどん目減りしていったり、リートが終わりになるというモデルではなく、いったんそれを外に出して、それがよくわかっているスポンサー、われわれだといちご本体のような不動産事業をやっている会社を買って、たとえば建て替え、その後再びリートに戻す。そういうことが必要になってくるだろうと思っています。

だから、リート事業をやっている会社はデベロッパーが多いですね。たぶんデベロッパーはそういうことができるし、新しい開発ができるというところを期待されているので、そういうことも含めて投資家さんが判断されて、評価されているところもあるかもしれません。ただ、いま57～58銘柄のリートが上場していますが、本当にそういう機能を持っているリートがどれぐらいあるのかと考えると、そんなに多くないですね。われわれはそれができる事業。ここで書いてある、もう1回戻して、開発し直して入れるという、この機能が長期的なところでいうと非常にビジネスとしての可能性があるのではないかと。

言い方は悪いですが、リートはものすごい不動産ストックになっているのではないかと思います。企業が継続してビジネスをやっていかなければならないとすると、こういう長くストックしていける器を持っていて、運用ができていけば、いずれそれから得られる不動産の事業性というのがまたお互いのためにいい環境の中でつくってい

けるビジネスモデルではないかと思っています。

リートに関して言うと、いま目の前にあるアセットマネジメント事業は当然ながら、先々の中長期で考えたときに、ビジネスとしての展開が非常に面白い器なのではないかと思っています。この辺りが、いちごの事業力というか、持っている仕組みやノウハウを十分に生かして展開できる、継続性のあるビジネスなのではないかと思っています。

不動産投資に関して言いますと、いま非常に難しい状況に来ているのも事実だと思います。価格だけ見たら本当に高いものも多いと思いますので、何度も言いますが、過去に得た教訓や経験を生かしつつ、自分たちが得意としている分野のところでチャンスをしっかり捕まえて、チャレンジしていくしかないのではないかと。そういった中で継続性のあるビジネスモデルをつくっ

ていくことが非常に重要ではないかと思っています。

皆さん、不動産をやられている中で、不動産事業はどういうふうに見られているか。いろいろな人の見方があるので一概に言えませんが、必ず波はあると思います。いいとき、悪いとき、それが10年サイクルで来るのか、もっと長期的に来るのかわかりませんが、前は本当にいいときも享受したけれど、悪いときは思い切り落ち込んでしまって、苦しい思いをしました。だけど、そこでもビジネスができた方々は大勢いらっしゃるって、そこでしっかり収益を上げた方々もいらっしゃるって、不動産の波の中でいいときも悪いときも自分たちの強みを生かしてやっていけば、いずれ訪れるだろう下降局面でもいいビジネスが展開できるのではないかと考えています。

いちごの強みを活かした「収益向上サイクル」

「心築」(しんちく)による独自の取得優位性と取得後のアップサイド獲得

