



ニッポンの不動産金融ものがたり

# ニッポンの 不動産金融 ものがたり

【ファンドレビューインタビュー集】

ファンドレビューインタビュー集



# ニッポンの 不動産金融 ものがたり

【ファンドレビューインタビュー集】

株式会社不動産経済研究所

REAL ESTATE  
FundReview

## はじめに

不良債権処理に端を発し、資産流動化の動きを受けて2001年にJリート市場が創設。リートも市民権を得て、不動産業に対する金融機関の貸出態度も改善する中、2005年3月、不動産証券化・投資ビジネスに特化した媒体である「不動産経済ファンドレビュー」が創刊しました。創刊後約13年間、不動産金融・証券化のプレーヤー、機関投資家の方々のみならず、デベロッパー、不動産流通会社、建設会社の皆さまに情報を提供し続けております。弊誌では提供コンテンツの1つとして「インタビュー」を毎号掲載しており、2017年12月までに450名を超える時代をけん引する方々にご登場いただきました。マーケットを見通した事業戦略などをお話しいただき、事象に最も近い“今”の声をお届けできたと自負しております。

本インタビュー集は、「国内系」「外資系」「Jリート」「新興アセット、その他」「ファイナンス」にカテゴリーを分け、厳選した111本を再編集しました。Jリート市場創成期からファンドバブル期を経て、リーマン・ショック前後の事業戦略、東日本大震災からの復興、新興アセットの台頭、Jリート・私募リーートの戦略、金融機関が見る不動産証券化マーケットなど、その時何が起こっていたのか、どういう考えだったのかを再確認するために、本インタビュー集は格好の資料になると確信しております。

不動産証券化市場は、GPIFをはじめ、年金基金もオルタナティブ投資に向かいつつあり、新たなステージを迎えています。ぜひ、本インタビュー集を一読いただき、今後のビジネスの一助にご活用いただくとともに、時代を継承するツールの1つに位置付けていただけたら幸いです。

株式会社不動産経済研究所  
ファンドレビュー編集部

# 目次

---

はじめに	i	
<b>I. 不動産関連年表</b>	vii	
<b>II. インタビュー</b>		
(i) 国内系		
金子 修	ダヴィンチ・アドバイザーズ社長	3
宗吉 敏彦	クリード社長	6
杉本 茂	さくら萌和監査法人代表社員	9
前原 仁司	東急不動産キャピタル・マネジメント社長	12
木村 恵司	三菱地所社長	15
森 稔	森ビル社長	18
植松 丘	東京海上不動産投資顧問社長	21
緒方 敦	野村不動産投信社長	24
森 章	森トラスト社長	27
中井 省吾	三井不動産投資顧問社長	30
賣間 正人	タッチストーン・キャピタル・マネジメント社長	33
宮島 大祐	ケネディクス社長	36
山口 誠一郎	トーセイ社長	39
後藤 伸樹	東京海上不動産投資顧問社長	42
森本 紀行	HC アセットマネジメント社長	45
中嶋 康雄	ラサール不動産投資顧問代表取締役兼 CEO	48
有田 明浩	アヴァルセック社長	51
宰田 哲男	丸紅アセットマネジメント社長	54
松尾 正俊	玄海キャピタルマネジメント社長	57
永井 幹人	新日鉄興和不動産社長	60
長谷川 拓磨	いちごグループホールディングス社長	63
黒田 恵吾	クロスパス・アドバイザーズ社長	66
青山 健	サムライ・キャピタル社長	69
梅本 勝久	日土地アセットマネジメント社長	72
矢野 秀樹	住商リアルティ・マネジメント社長	75
織井 渉	いちご投資顧問社長	78
辻 貴史	ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント社長	81

仲條 彰規	三菱地所投資顧問社長	84
小山 努	LC パートナーズ社長	87
穂積 輝明	カンデオ・ホスピタリティ・マネジメント会長兼社長	90
千野 和俊	ウェルス・マネジメント社長	93

## (ii) 外資系

小安 健志	モルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパン社長	99
キム・チョーホー	日本GMAC コマーシャルモーゲージ・エグゼクティブ・ヴァイス・プレジデント	102
レオナード・マイヤー	ハイポ・リアル・エステート・キャピタル・ジャパン社長	105
ダニエル H. クリープス	エートスジャパン LLC チーフインベストメントオフィサー	108
陳 来勝 (タン・ライセン)	キャピタランド・ジャパン日本支社長	111
クリスチャン マンシーニ	サヴィルズ・ジャパン CEO	114
木浦 尊之	ハイトマン マネージング・ディレクター	117
カール・N・エヴァレット	キャピタル・サービス・グループ CEO	120
内山 裕敬	CLSA キャピタルパートナーズフドー マネージング・ディレクター	123
ジェレミー・ヘルスビー	サヴィルズ plc チーフエグゼクティブ	126
増井 利夫	コロニー・キャピタル駐日代表	129
平井 幹久	イデラ キャピタルマネジメント会長	132
スクワイヤーズ・タロー	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント不動産運用部長	135
南 亮一	ブラックロック・ジャパン ヘッド・オブ・キャピタル・トランザクションズ-リアルエステート	138
ケック・チーハウ	キャピタモールズ・ジャパン社長	141
A. バリー・ハーシュフェルド, Jr.	エイ・アイ・ピー・ジャパン合同会社社長	144
スキップ・シュウォーツ	ハイトマン インターナショナル マネージングディレクター	147
モーガン A ラフリン	ブルデンシャル・リアルエステート・インベスターズ・ジャパン シニア・マネージングディレクター	150
林 大介	フェニックス・プロパティ・インベスターズ日本代表	153
橘田 大輔	ブラックストーン・グループ・ジャパン マネージングディレクター	156
谷本 啓一	PAG インベストメント・マネジメント マネージングディレクター	159
セス・サルキン	パシフィカ・キャピタル社長	162
エリック・ツァイ	ダイナスティ・ホールディング・インターナショナル創業者	165
タッド オルソン	クッシュマン・アンド・ウエイクフィールド社長	168
ジョン・田中	アンジェロ・ゴードン・インターナショナル・エルエルシー東京支店 代表	171
坂口 英治	CBRE 社長兼 CEO	174
スチュアート・ギブソン	ESR 共同創設者兼 CEO	177

## (iii) Jリート

西山 晃一	日本ビルファンドマネジメント社長	183
山川 亮	三井物産ロジスティクス・パートナーズ社長	186

平出 和也	スターツアセットマネジメント投信（現スターツアセットマネジメント）社長 …	189
久我 卓也	三菱商事・ユービーエス・リアルティ社長 ……………	192
堀江 正博	東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント社長 ……………	195
比留田 雅哉	ファンドクリエーション不動産投信社長 ……………	198
〈Jリート 10周年記念対談〉（上）……………		201
	（下）……………	204
	西山 晃一 日本ビルファンドマネジメント社長 片山 浩 ジャパンリアルエステイトマネジメント社長	
田中 晃	ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ社長 ……………	207
秋本 憲二	星野リゾート・アセットマネジメント社長 ……………	210
亀本 由高	オリックス・アセットマネジメント社長 ……………	213
時田 榮治	ビューリックリートマネジメント社長 ……………	216
辻 徹	三菱商事・ユービーエス・リアルティ社長 ……………	219
篠塚 裕司	大和リアル・エステート・アセット・マネジメント副社長 ……………	222
中村 博	トーセイ・アセット・アドバイザーズ会長兼社長 ……………	225
浅野 晃弘	ケネディクス商業リート投資法人執行役員 ……………	228
黒川 洋	野村不動産投資顧問専務執行役員 CSO ……………	231
関子 智衆	三井不動産ロジスティクスリートマネジメント社長 ……………	234
今西 文則	大江戸温泉アセットマネジメント社長 ……………	237
土田 耕一	大和ハウス・アセットマネジメント社長 ……………	240

#### (IV) 新興アセット、その他

福田 敏朗	グリーンアース社長 ……………	245
川目 正良	日本中央地所アセットマネジメント社長 ……………	248
ロバート・ウィルソン	パノラマ・ホスピタリティ社長 ……………	251
村山 浩	ヘルスケア マネジメント パートナーズ社長 ……………	254
田村 耕太郎	参議院議員 ……………	257
水島 藤一郎	年金・健康保険福祉施設整理機構理事長 ……………	260
大久保 勉	参議院議員 ……………	263
福永 健二郎	フィールド・パートナーズ社長 ……………	266
橋本 武寛	日本インフラストラクチャーパートナーズ社長 ……………	269
牧野 知弘	オラガ HSC 社長 ……………	272
廣本 裕一	三菱商事執行役員産業金融事業本部長 ……………	275
緒方 瑞穂	日本不動産鑑定協会会長 ……………	278
森 肇	リプロジェクト・パートナーズ代表取締役 ……………	281
星野 佳路	星野リゾート社長 ……………	284
梶原 文生	UDS 会長 ……………	287

山下 明男	フォートレス・インベストメント・グループ・ジャパン GK 日本首席……………	290
澤田 竜次	PwC コンサルティング リアルエステート&ホスピタリティ パートナー ……	293
沢柳 知彦	JLL 取締役執行役員ホテルズ&ホスピタリティ事業部マネージングディレクター ……	296
谷山 智彦	野村総合研究所 デジタル事業推進室上級研究員 ……	299
松田 淳	KPMG ヘルスケアジャパン 代表取締役・パートナー ……	302

## (V) ファイナンス

大都 保幸	三菱 UFJ 証券執行役員不動産投資銀行部長……………	307
大野 直志	日本政策投資銀行プロジェクトファイナンス部長 ……	310
小抜 祐一	ドイツ銀行東京支店マネージングディレクター……………	313
荒川 三郎	東京建築設計厚生年金基金常務理事……………	316
青木 剛	オリックス債権回収執行役員 CMBS サービスング本部長……………	319
山本 武成	スタンダード&プアーズ マネージング・ディレクター ……	322
井上 徹	ゴールドマン・サックス証券ストラクチャードファイナンス部長……………	325
江川 由紀雄	新生証券調査部長……………	328
工藤 英之	新生銀行社長……………	331
久保田 勇夫	西日本シティ銀行会長……………	334
日下部 裕文	新生信託銀行社長……………	337
寺澤 辰磨	コンコルディア・フィナンシャルグループ 社長……………	340
味岡 桂三	東京 TY フィナンシャルグループ社長 ……	343

不動産証券化関連年表		インタビュー	
2004年	3月	初の住居特化型REIT日本レジデンシャル投資法人が上場	
	5月	大阪証券取引所初のREIT東京グロースリート投資法人上場	
	12月	証券取引法改正（匿名組合出資等が「みなし有価証券」に指定）	
		信託業法改正（信託受益権販売登録制度がスタート）	
2005年	4月	固定資産の減損会計強制適用	日本ビルファンドマネジメント社長 西山 晃一（183 P） モルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパン 社長 小安 健司（99 P）
	5月	初の物流施設特化型REIT日本ロジスティクスファンド投資法人が上場	日本GMACコマーシャルモーゲージ・エグゼクティブ・ ヴァイス・プレジデント キム・チョーホー（102 P）
	6月	福岡証券取引所初のREIT福岡リート投資法人上場	ハイポ・リアル・エステート・キャピタル・ジャパン社長 レオナード・マイヤー（105 P）
	7月	会社法成立（株式会社制度と有限会社制度の統合、合同会社制度の新設 等）	三井物産ロジスティクス・パートナーズ社長 山川 亮（186 P）
		J-REITの上場銘柄数20を越える	ダヴィンチ・アドバイザーズ社長 金子 修（3 P） クリード社長 宗吉 敏彦（6 P）
	8月	有限責任事業組合契約に関する法律（LLP法）施行	スターツアセットマネジメント投信社長 平出 和也（189 P）
	9月	日本公認会計士協会が「特別目的会社を利用した取引」に関する監査上の留意点についてのQ&A」などを公表	
	11月	ジャズダック初のREITスターツプロシード投資法人上場	
2006年	2月	初のホテル特化型REITジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人が上場	三菱UFJ証券・執行役員不動産投資銀行部長 大都 保幸（307 P）
	3月	J-REITの上場銘柄数30を越える	エートスジャパンLLCチーフインベストメントオフィサー ダニエル H. クリーブス（108 P）
	5月	会社法施行	グリーンアース社長 福田 敏朗（245 P）
	6月	金融商品取引法（金商法）成立	日本中央地所アセットマネジメント社長 川目 正良（248 P）
	12月	信託法改正	
2007年	9月	金商法施行	日本政策投資銀行プロジェクトファイナンス部長 大野 直志（310 P）
	10月	信託法施行	さくら萌和監査法人代表社員 杉本 茂（9 P）
		初の産業インフラ特化型REIT産業ファンド投資法人が上場	キャピタランド・ジャパン日本支社長 陳 来勝（タン・ライセン）（111 P）
		J-REITの上場銘柄数42に	パノラマ・ホスピタリティ社長 ロバート・ウィルソン（251 P） 東急不動産キャピタル・マネジメント社長 前原 仁司（12 P） 三菱商事・ユービーエス・リアルティ社長 廣本 裕一（275 P） ヘルスケアマネジメントパートナーズ社長 村山 浩（254 P）
2008年	5月	東証がJ-REITの海外不動産投資を解禁	参議員議員 田村耕太郎（257 P）
	9月	ニューシティ・レジデンス投資法人がJ-REIT初の経営破綻	ドイツ銀行東京支店マネージングディレクター 小坂 祐一（313 P）
		野村アセットマネジメントが東証REIT指数連動型のETFを上場	年金・健康保険福祉施設整理機構理事長 水島藤一郎（260 P）
	10月	日興アセットマネジメントが東証REIT指数連動型のETFを上場2008年10月	サヴィルズ・ジャパンCEO クリスチャン マンシーニ（114 P）
	12月	政府「住宅・不動産市場活性化のための緊急対策」発表	東京建築設計厚生年金基金常務理事 荒川 三郎（316 P）
		平成21年度税制改正大綱（導管性要件判定式の改正、負のれんの措置等）	三菱地所社長 木村 恵司（15 P）



不動産証券化関連年表		インタビュー	
2015年	1月	J-REIT分配金累計額 2兆円到達	トーセイ・アセット・アドバイザーズ会長兼社長 中村 博 (225 P)
	2月	J-REITの上場銘柄数50に	フェニックス・プロパティ・インベスターズ日本代表 林 大介 (153 P)
	3月	J-REITが時価総額世界第2位の市場に	ケネディクス商業リート投資法人執行役員 浅野 晃弘 (228 P)
	6月	病院不動産を対象とするリートに係るガイドラインの公表	ブラックストーン・グループ・ジャパン マネージングディレクター 橘田 大輔 (156 P)
	10月	野村不動産マスターファンド投資法人、野村不動産オフィスファンド投資法人、野村不動産レジデンシャル投資法人が合併	玄海キャピタルマネジメント社長 松尾 正俊 ( 57 P) 新日鉄興和不動産社長 永井 幹人 ( 60 P)
	12月	日銀 銘柄別のREIT買入上限を発行済投資口数の5%から10%に拡大	いちごグループホールディングス社長 長谷川拓磨 ( 63 P)
			新生銀行社長 工藤 英之 (331 P) PAGインベストメント・マネジメント マネージングディレクター 谷本 啓一 (159 P) パシフィカ・キャピタル社長 セス・サルキン (162 P) ダイナスティ・ホールディング・インターナショナル創業者 エリック・ツァイ (165 P) クロスパス・アドバイザーズ社長 黒田 恵吾 ( 66 P) UDS会長 梶原 文生 (287 P) 野村不動産投資顧問専務執行役員CSO 黒川 洋 (231 P)
2016年	1月	NISA非課税投資枠拡大、ジュニアNISA受付開始 (投資は4月から)	クッシュマン・アンド・ウエイクフィールド社長 タッド オルソン (168 P)
	5月	日銀「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入	サムライ・キャピタル社長 青山 健 ( 69 P)
		日銀 初めてJ-REITに関する大量保有報告書を提出	日土地アセットマネジメント社長 梅本 勝久 ( 72 P)
	6月	J-REIT分配金累計額 2.5兆円到達	フォートレス・インベストメント・グループ・ジャパンGK 日本首席 山下 明男 (290 P)
	9月	大和ハウス・レジデンシャル投資法人と大和ハウスリート投資法人が合併	西日本シティ銀行会長 久保田勇夫 (334 P)
		野村不動産マスターファンド投資法人とトップリート投資法人が合併	アンジェロ・ゴードン・インターナショナル・エルエルシー 東京支店代表 ジョン・田中 (171 P)
	11月	米国大統領選挙でドナルド・トランプ氏が勝利	新生信託銀行社長 日下部 裕文 (337 P)
			三井不動産ロジスティクスリートマネジメント社長 関子 智衆 (234 P)
	12月	米FRBが利上げを決定	コンコルディア・フィナンシャルグループ 社長 寺澤 辰磨 (340 P)
			大江戸温泉アセットマネジメント社長 今西 文則 (237 P)
		東京TYフィナンシャルグループ社長 味岡 桂三 (343 P) PwCコンサルティング リアルエステート&ホスピタリティ パートナー 澤田 竜次 (293 P) 住商リアルティ・マネジメント社長 矢野 秀樹 ( 75 P) いちご投資顧問社長 織井 渉 ( 78 P)	

不動産証券化関連年表		インタビュー
2017年 1月	米国トランプ大統領就任	JLLホテルズ&ホスピタリティ事業部マネージングディレクター
	東証が東証REIT指数の浮動株時価総額加重型への段階的な移行を開始	沢柳 知彦 (293 P) CBRE 社長兼CEO 坂口 英治 (174 P)
4月	インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人の運用会社であるインベスコ・グローバル・リアルエステート・アジアパシフィック・インクが運用ガイドラインにJリート初となる自己投資口の取得・消却に関する規定を追加	ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント社長 辻 貴史 ( 81 P) 野村総合研究所 デジタル事業推進室上級研究員 谷山 智彦 (299 P)
	東証が東証REIT指数の浮動株時価総額加重型への移行を完了	ESR 共同創設者兼CEO スチュアート・ギブソン (177 P) 大和ハウス・アセットマネジメント社長
6月	インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人がJリート初となる自己投資口取得の実施を公表	土田 耕一 (240 P) 三菱地所投資顧問社長 仲條 彰規 ( 84 P) LCパートナーズ社長 小山 努 ( 87 P)
	国土交通省が「不動産投資市場の成長に向けたアクションプラン」を公表	カンデオ・ホスピタリティ・マネジメント 会長兼社長 穂積 輝明 ( 90 P)
7月	年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が日本株の3つのESG指数を選定し、同指数に連動したパッシブ運用を開始したことを発表 (選定指数の1つにおいて、Jリートの一部が構成銘柄として採用)	ウェルス・マネジメント社長 千野 和俊 ( 93 P) KPMGヘルスケアジャパン代表取締役・パートナー 松田 淳 (302 P)
	8月	フロンティア不動産投資法人が三井住友銀行のREIT向け「SMBC環境配慮型融資」の実施を受け、Jリート初の取り組みとして「AA」の評価を取得
10月	ジャパンリアルエステイト投資法人がJリート初となる外貨建投資法人債と通貨スワップを組み合わせたスキームによる資金調達を公表	
	スターアジア不動産投資法人がJリート初となるメザンローン債権の取得を公表	

不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック2017」不動産証券化関連年表をもとに作成

---

# 1. 国内系

(31名)

---

Interview

## 「相場の中で運用するのがファンド 市場、場にに合わせて戦略を変えていく」

ダヴィンチ・アドバイザーズ 金子社長に運用戦略聞く



金子  
修

国内でいち早く収益不動産投資を開始し、いまや国内トップレベルのファンドマネージャーとなったダヴィンチ・アドバイザーズ。ファンドの運用残高は3500億円に達しており、この秋には後発リートでは例のない2000億円規模での上場を目指している。金子修社長に不動産投資戦略を聞いた。

不動産投資のスタートはいつですか。

金子氏——98年に第1号ファンド「レオナルド」を組成しました。当時は誰も収益不動産を買わないときで、キャップレート（NOI利回り）は7%ぐらい。ノンリコースローンの金利が約4%でした。もともと市場が壊れた状態「ディストレス・マーケット」での戦略を得意としていますが、物件を安く買える状態だったというのが投資を始めた理由です。

当時の運用戦略は？

金子氏——7年ホールドでインカムを楽しむという戦略です。まだ収益不動産の再販市場がありませんでしたから。主目的はインカムゲインで、そのためには安く買わなければならないわけです。イールドギャップが3%近くあって、キャッシュベースのIRRは年15%程度。7年保有すればかなりいい投資になります。当時のイグジットはリファイナンスです。第1号は運用開始から3年半後にリファイナンスしてエクイティはほぼすべて回収しました。買った当初よりも経営効率を少し良くしてNOIを上げる。そこで（当初のエクイティ部分を含めた）リファイナンスをしてしまうというやり方です。これは不動産価格がダウントレンドにあるときの戦略で、まず安く買うことが前提になります。

バリューアップ戦略とは違う？

金子氏——バリューアップ戦略は、安く買えなくなったときの戦略で、その次の第2ステージの戦略です。ちょうどJリートが出てきた2001年辺りからです。不動産を安く買うことが難しくなるので、買ってきて賃料や稼働率アップ、コストダウンなどで付加価値を作ります。安く買えないということは、逆にイグジットはしやすくなるということですから、買ってから3～5年ホールドという戦略に変えて、売却の時期を狙うというやり方です。実際この時期にJリートに20物件くらい売却しました。このころから財団、年金などのプロの投資家が主に投資してきました。

現在の投資戦略を教えてください。

金子氏——2004年から不動産価格が底打ちし、底離れし始めています。これが第3ステージです。少しずつ価格が上がってきますから、戦略をガラッと変えなければなりません。市場はリクイディティのある状態、つまり不動産の流動性が出てきましたから、長期保有しても仕方がない。ここでは不動産の所有期間を2～3年に短縮します。バリューアップはしますが、より売りやすいため「買って売る」という作業に入るわけです。プロの不動産投資家が活躍するところで、今現在そういう状態が続いて

---

## 2. 外 資 系

(27名)

---

Interview

## 「世界の資金が日本に向くのは自然な動き 減損処理後も企業の不動産売却は続く」

### 「メズレフ」運用する小安MSPJ社長に戦略聞く

米大手投資銀行、モルガン・スタンレーがグローバルに不動産を運用する「モルガン・スタンレー・リアル・エステート・ファンド(通称メズレフ)」。日本では、昨年春以降、「大京紀尾井町ビル」「ウエスティンホテル東京」「品川三菱ビル(三菱自動車本社ビル)」を相次いで取得し資産規模を拡大した。同ファンドが日本国内で取得した物件のアセット・マネジメントを一括で行うモルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパン(MSPJ)の小安健志社長に運用方針などを聞いた。



# 小安健志

メズレフについて教えてください。

小安社長——米国の年金基金を中心とした投資家の資金を、不動産や不動産関連商品に投資します。その後、バリュアアップを行い、ある時点で売却することにより投資家に提示した利回り以上のリターンの実現を図る私募不動産ファンドです。スタートしたのは1991年。メズレフ・ワンおよびツーは、米国内だけでの運用でしたが、スリーの段階で、ヨーロッパやアジアに拡大展開したグローバル運用ファンドとなり、現在は、4本目となるメズレフ・フォーに取り組んでいます。現在、日本においてメズレフは、約3000物件超に投資しています。物件タイプは、オフィスビルやマンションはもちろん、商業施設、ホテル、社宅、倉庫、ゴルフ場、住宅、駐車場、更地等々、あらゆるタイプに投資しています。投資・運用関連業務は、モルガン・スタンレー証券の不動産投資銀行部と不動産アセット・マネジメント会社である当社MSPJが行っています。不動産投資銀行部が物件の購入に関するアドバイスを行い、MSPJは購入時の物件精査から取得後、出口までの運用を行うという役割分担です。

MSPJ社についてご紹介ください。

小安社長——不動産運用を行うMSPJおよび、サービサー会社のロンバート債権回収、商業施設専門の運用会社プロメナの3社でグループ構成しています。従業員は約170名です。事務所は、本社(東京・恵比寿の恵比寿ガーデンプレイスタワー内)のみですが、運用物件のテナント営業活動を重視しており、地方主要都市(札幌、仙台、千葉、新潟、名古屋、大阪、広島、福岡)に人員を配置しています。これは、ビルの運用者として、テナントニーズを吸い上げ、テナントの満足度を高めることが極めて重要と判断しているためです。設立は98年。当初、カーニー・グローバル・インベスターズ社として、不良債権ビジネスに着手しました。ハードアセット投資を本格化したのは、旧・第百生命(現マニユライフ生命)の不動産をバルクで取得した01年からです。それから、2002年に、現在のMSPJに社名変更し、メズレフのハードアセット投資の加速に伴って業務を拡大していきました。同じくロンバート債権回収は、不良債権を回収する法務省認可のサービサー会社で、MSPJのアセット・マネジメント業務拡大とともに不良債権回収業務も増えていきました。両社は、いわ

---

# 3. Jリート

(20編)

---

Interview

## 「全員が高値のポジションではない 波が引けば戻るのも早いのではないか」

### NBF運用する西山社長に戦略聞く

Jリートの草分けとして、2001年9月の東証上場から3年半。契約ベースの資産規模が約4300億円に達した我が国最大規模のリート、日本ビルファンド投資法人(NBF)は、5000億円という節目の目標が目前に見えてきた。ブランドイメージを確実なものにするため、さらなる安定性を目指している。運用会社である日本ビルファンドマネジメントの西山晃一社長に今後の運用方針やマーケットの見通しなどを聞いた。



# 西山晃一

今後の金利動向をどう見ますか。

西山社長——我々が最も懸念しているのは金利状況の急激な変化です。ただ、今後1年ほどは、仮に政策的に金利を上げる局面になったとしても、それほど大きな変動はないと見ています。

実際に金利の上昇局面になった場合の対策はありますか。

西山社長——短期金利の方が安いのですが、できるだけ長期の借入にシフトしています。借入の長短比率は長期の方が非常に高くなっており、現時点で当面打てる手だてとしては、十分対応できていると思います。それ以上の対策はないのが現状かもしれません。

リートの投資口価格は順調に推移していますが、いずれ好不調の波がくるのではないのでしょうか。

西山社長——長い期間で見れば、循環が起きるのですが、今の価格が上の方で貼りついている局面かどうかはわかりません。まだ上がる余地はあるかもしれません。長期的には、景気が良くなれば金利が上昇し、タイムラグがあって賃料も上がるので、金利の上昇に対しては感応度を低くして、賃料の上昇を配当のアップに反映させてい

くという見通しを持っています。

具体的にはそのタイムラグの間をどうやって埋めていくのですか。

西山社長——今金利が上昇したとしても長期の借入比率が高いので、1～2年は一株当たりの配当に対する金利上昇の影響はほとんどないと思います。金利の上昇に耐える財務体質をつくることによって、その間に賃料が上がれば、一株当たりの利益は上がってくるということです。

金利が上がれば、賃料も必ず上昇しますか。

西山社長——当然、需給バランスが関係しますが、直近のケースでは、景気の上昇局面が空室率の改善や賃料の上昇に与える影響が大きかったし、長期のトレンドを見ても、空室率や賃料水準は景気に連動しています。

地銀やファンド・オブ・ファンズ(FOFs)など投資は想定しましたか。

西山社長——マーケット自体の動きとして、今のFOFsや地銀などが投資口価格を支えていると思いますが、我々としては、その部分はあまり想定していません。むしろ、我々のパフォーマンスの結果として投資口価格が上昇したと捉えています。

FOFs投資が活発ですが、投資口の分



---

## 4. 新興アセット、 その他

(20名)

---

## 「一般投資家が投資できる観光インフラ少ない LCC普及と休日分散で生産性は劇的に変わる」

星野リゾート・星野佳路社長に聞く



# 星野 佳路

国内30カ所に拠点をもちリゾート施設・旅館を展開する星野リゾート。所有せず運営に特化することで生産性と顧客満足度を高め、業績を伸ばしてきた。12日には星野リゾート・リート投資法人が上場したことで、投資家を観光産業へ呼び込む投資環境が整いつつある。こうした中、星野リゾートは、運営力の更なる強化と施設数拡大を図る考えだ。今後の戦略と観光政策のあり方などについて星野佳路社長に聞いた。

リート上場の狙いについて。

**星野氏**——政府が観光立国を打ち出し、観光を成長産業と位置付け、世界から訪日者を集めるとしているが、一般投資家が観光産業に対して投資できるインフラは少ない。「投資してよかった」と言ってもらえる状態を一般の方々にも提供出来れば、観光立国という政府の取り組みや弊社の取り組みをもっと応援してもらえるのではないかという気持ちがある。これからは製造業だけでなく観光産業も地域を活性化し、地方の基幹産業になると位置付けてもらっている。例えば、引退後の退職金が分散投資されている中で、他の株式に投資されている資金の一部でもいいので、観光に投資してみようと応援してもらえる観光産業にしていきたい。こうした発想は5～6年前から持っており、どう実現したらいいかを考え、星野リゾートそのものの上場も含めて検討してきた中で、リートの上場が一番ふさわしいと判断した。

なぜそう考えたのか。

**星野氏**——たとえば東京のオフィスは、立地で9割価値が決まってしまう。ところが、観光の不動産施設の場合は、どこに建っているのかも大事だが、誰がどういう運営をしてサービスを提供しているのかの方が大事だ。不動産の価値と運営ノウハウが生み出している価値

が相乗効果となって観光施設の収益力、競争力につながっている。リートでは星野リゾートが持つ情報と運営力から生まれる収益を享受することで保有資産の着実な成長と安定性を確保する。施設保有はリートに委ね、星野リゾートは運営ノウハウの蓄積にさらに特化していく。一方、リートの上場ではなく星野リゾートが上場することを選択した時の問題点は、投資家が不動産の価値に対して投資しているのか、それとも運営会社のノウハウに投資しているのかがあいまいになることだ。それぞれの企業体が自分の価値は何なのか、周りから見ても明確になるような形態のほうがいいと考えた。

所有と運営の分離は一般的なのか。

**星野氏**——所有と運営の分離を日本で本格的に始めたのは星野リゾートが初めてだが、世界のホテル業界では新しいことではない。1970～80年代に、運営専門会社が現れて、有名なホテルで分離が進んだ。所有と運営のそれぞれの役割を明確にし、コアな競争力に特化するためには有効だった。所有と運営が一体化したままだと、運営ノウハウの蓄積にはどうしても半分の力しか注げない。ホテル業界で運営を切り離して投資ができるようになったため、世界のホテル投資に対する総額が大きくなった背景もある。

---

## 5. ファイナンス

(13名)

---

Interview

## 「不動産価格はおおむね長期の均衡水準にある 持続可能な収益の安定化を図りたい」

新生銀行 工藤英之社長に聞く



工藤英之

新生銀行の社長に6月17日付で就任した工藤英之氏。前社長の当麻茂樹氏は、在任5年間でリーマン・ショック後に発生した不良債権の圧縮を進めたが、公的資金返済は道半ば。工藤新社長は、足元の業績好調をいかに持続的な成長につなげ、公的資金完済の目途をつけていくか、その手腕が問われている。同行入行以前は不動産分野で実績を挙げてきた経歴を持つ工藤新社長に、同行の基幹ビジネスである不動産関連ファイナンスを中心に、事業環境や戦略について聞いた。

### 銀行経営の現状は？

**工藤氏**——前期(2015年3月期)は連結純利益が前々期比63%増の678億円となり、想定以上の良い決算が出た。リーマン・ショック後の2年間で、海外の証券化商品への投資や国内の不動産ファイナンスを中心に2800億円という手痛い損失を出し、しばらくは不良債権処理に追われていた。しかし、日本経済が回復基調にあるここ2年はアベノミクスの恩恵を受けながら、業績は良い水準にある。法人ビジネスでは事業法人の顧客基盤が広がり、不動産ファイナンスはポートフォリオの入れ替えが進んだ。国内のメガソーラーを中心としたプロジェクトファイナンスや、M&A融資のLBOファイナンスなど付加価値の高いスペシャルティファイナンスもかなり伸びている。足元は調子が良いが、課題もある。一時的な要因による利益が多いことだ。たとえば、過去のクレジットトレーディング(不良債権投資)やエクイティ投資がイグジットのタイミングを迎えて大きなキャピタルゲインが出たこと、不良債権処理が想定より良い条件で進み保守的に積んでいた引当金が戻ってきたことなどがそれに当たる。今後は、もう少し着実に継続・反復するビジネスの比率を高め、持続可能な収益の安定化を図りたい。

第二次中計で位置付ける「不動産ポートフォリオの再構築」の進捗は？

**工藤氏**——当行はリーマン・ショック以後抱えた不良債権の多くが不動産のノンリコースファイナンス(NRF)が占めていたという点で、例外的な銀行だ。その不良債権比率はピーク時に7%近くまで高まった。一方、不動産は循環性の高いマーケットであり、悪化して底を打つプロセスで逆に新規ビジネスに取り組むべきではないのかという問題意識も持っていたため、不良債権処理と新規案件への実行を両方進めた。結果としてNRFの残高はネットでは漸減していったが、ポートフォリオの中身は大幅に入れ替わり、足元の2015年6月末時点の不良債権比率は1%を大きく切る水準まで低下している。今期末で再構築作業は終わる見込みだ。

### 現在の不動産投資マーケットをどう見る？

**工藤氏**——投資マーケットを見ると、現行の賃料に対するCapレートは相当下がっている。2020年に向けて賃料は上がるだろうという漠とした期待感が市場にあることが逆に懸念材料と思っているが、ものすごく割高な価格水準にはない。不動産の循環サイクルで見れば、おおむね長期の均衡水準にあるのではないかと。たまに驚くような価格での取引が散見されるものの、全体として過熱しているとは思わない。

### 貸出スプレッドのタイト化が激しいが。

**工藤氏**——今回のスプレッド縮小は、リーマン・ショック前とは少なからず異なる。日銀の異