

## 「オフィスは全体の空室率を押し下げる局面に 出口価値を意識して投資する姿勢は変わらない」

東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント 堀江正博社長に聞く



# 堀江 正博

昨年8月に8年ぶりとなる公募増資を実施し、30物件・取得価格総額2296億円に拡大した東急リアル・エステート投資法人（TRE）。ポートフォリオの空室率が低下し、既存賃料も反転の兆しが見え始めたTREを運用する東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメントの堀江正博社長に、市場分析と戦略を聞いた。

### 前期（2014年1月期）を振り返って

堀江氏——昨年8月に2005年8月以来、8年ぶりに公募増資（P0）を実施し、3物件を254億2000万円、鑑定NCFキャップレート4.37%で取得した。P0発表時はちょうど、マーケットが賃料上昇や空室率低下への高まり過ぎた期待を修正する局面に入っていたため、9倍超の堅調な需要があったものの、投資口価格の反応は極めて良くなかった。しかし、この3物件は取得後、テナント入替による賃料増額や既存テナントの賃料維持を勝ち得てパフォーマンスが向上し、半年後の期末鑑定評価額の伸び率はポートフォリオ全体の1.8%増を大きく上回る3.4%増となった。3物件がポートフォリオに貢献できることを裏付けることができた。

### オフィス賃貸マーケットをどう見る？

堀江氏——回復基調にあるだろう。TREが保有するオフィス物件について、CBREが新規市場賃料を査定し、半年前と比較するTRE独自指標の「新規市場賃料DI」を見ると、2013年12月時点で上昇が9物件、変化なしが8物件、下落が0物件。リーマン・ショック直後の2008年12月から1年間はすべての物件が下落していたが、2012年6月頃から上昇物件がゼロからプラスに転じ、昨年末には半数以上の物件で新規市場賃料が上がった。今期も回復傾向が続いてい

る。新規市場賃料と既存契約賃料を比較した賃料ギャップの推移でも、新規市場賃料が既存賃料を下回るネガティブギャップの乖離幅がオフィスポートフォリオについては前期末には-14.2%となり、約2年前から15.2ポイント縮小している。あくまで経験則だが、乖離幅が-10%程度になると既存賃料は据え置きになってくるだろう。原状回復費や移転費など退去に掛かるコストと一連の財務的負担が、-10%程度の賃料ギャップの価値と一致してくるからだ。今はこうした状態に近づいている。ちなみに都心型商業施設ポートフォリオのネガティブギャップは-7.5%で、既存賃料の引き上げ実績も複数出てきた。

### 本格的に回復してきた？

堀江氏——総じて良いというわけではなく、都心5区を中心とする立地の良い物件など一部が良くなってきた段階だ。オフィスの回復には2つの局面があると考えている。フェーズ1は賃料下落により、都心の条件の良いオフィスに需要が集まっていく流れがけん引する。都心の良いオフィスが先行して下がり、条件の悪い小型オフィスは空室率が高止まったままの状態が継続するため、両者の空室率の差が開き二極分化が進んでいく。フェーズ2は経済が回復し、新卒採用の拡大や本社事務所の拡張、支店開設といった新しい実需が出てきて全体の空室率を押し下げる。

現状はフェイズ1からフェイズ2へ移行していく局面にあるのではないかと。オフィスの前期空室率は当初5.2%を予想していたが、実際は3.7%で着地した。消費税の影響は限定的だと思われるし、マーケットは良くなっている。経済がポジティブスパイラルに入った今、企業は将来の労働人口の減少を見据えて良い人材を確保しようとするだろう。そうなるとオフィス環境の整備が必要になる。特に新興企業が人を集めるには、綺麗で良い場所にオフィスを構えることが鍵になってくるはずだ。

#### 実際の賃料更改はどうか。

堀江氏——前期中、ポートフォリオ全体で継続テナントとの間で実施した約40件の賃料改定交渉は、7割が据え置き、2割が下落、1割が上昇だった。上昇した案件は一時的に下げている分を戻した格好だが、それでも8割方満足のいく結果を得られた。都心部の商業施設は、すでに1年半程度オフィスに先駆けて底打ち、反転しているため、賃料アップと空室率の埋戻しを同時に進めていけると見ている。

#### 内部成長戦略をどう描く？

堀江氏——新規契約賃料では、従前と比較して横ばいまたは上昇を増やし、既存賃料の改定は据え置きにもっていききたい。稼働率はオフィスで99%内外、都心商業で100%だったピーク時の水準を目安にそれぞれ3.5ポイント引き上げたいと考えている。TREは基本的に首都圏、実際には東京と神奈川の駅近の中規模以上の物件に投資しており、内部成長はそのポテンシャルをいかに引き出し、いかに掛かっている。テナントリレーションを活かし、うまくCAPEX(資本的支出)を使いながらバリューアップ工事を



設備系の建築費が本格的に上がる前に手当てしていきたい。

#### 共有持分55%を保有する旗艦物件の世田谷ビジネススクエア(SBS)の状況は？

堀江氏——取得当初は、オラクルに買収された旧サン・マイクロシステムズとオラクルで全体の約3分の1を占めていたが、両社は徐々に床を減らし、昨年に完全退去した。当社はこの床を着実に埋め戻しており、前期末には稼働率を89.1%までもってきた。2015年1月期中に入居する予定で申込受領済のテナントが入れば、稼働率は91.8%に高まる見込みだ。今年1月1日からは、SBSと直結する東急田園都市線用賀駅にSBSを副駅名として表示する取り組みを開始した。スポンサーの東急電鉄の連結子会社3社が昨年9月末、SBSの共有持分45%を取得したことに伴い、スポンサーグループと協働したバリューアップの一環だ。

#### 今後の賃貸市場の見通しは？

堀江氏——建設物価の上昇は注目しておかなければならない。2016年以降の新規供給にどのような影響を及ぼすのか。建築資材の値上がりや労務単価の上昇は一朝一夕に解決できるものではなく、民間工事は全体に後ずれしていくのではないかと。オリンピック関連の建設需要が本格化すれば尚更だ。そうなれば賃貸マーケット

#### ●プロフィール

1984年、東京急行電鉄株式会社入社。鷺沼駅で駅務、田園都市線で車掌業務に従事する。1985年、多摩田園都市の区画整理事業において宅地開発に従事する。1986年、海外不動産開発事業において北米西海岸やハワイのプロジェクトを国内にて後方支援。リゾート施設、商業施設、ホテル、オフィス、住宅の開発、運営、販売及び投資判断に関与。1989年、海外ホテル会社に出向。主に財務、法務及び開発プランニングに従事するにあたりホノルル駐在。あわせて信託管財人の補佐も務め信託受託者の責務にあたる。1994年、東京急行電鉄株式会社財務部に資本市場関連業務及び国内普通社債発行業務に携わる。1996年、グループ事業室にて東急グループ数社の再建計画の策定に参画。1999年、連結経営委員会にて東急グループ事業再編(財務健全性指標の提案、M&A、株式交換)及びIR業務に従事。2000年に発表した東急グループ経営方針においてREIT事業を提案し、事業性調査を開始。2001年、東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社設立と同時に出向。代表取締役副社長就任。2002年、同社代表取締役執行役員社長就任(現任)。2003年、金融庁長官の承認を得て、東急リアル・エステート投資法人執行役員就任(現任)。2009年6月、社団法人投資信託協会理事就任(～2011年6月)。

「オフィスは全体の空室率を押し下げる局面に  
出口価値を意識して投資する姿勢は変わらない」

東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント 堀江正博社長に聞く



の需給が逼迫して空室率が一段と低下し、賃料は標準シナリオより上がる可能性もあり得る。リートのような既存ビルオーナーにとっては内部成長機会になるが、修繕工事等のコストアップにつながる懸念もあり、我々も無傷ではられない。

売買マーケットと取得目線は？

堀江氏——TRE 全保有物件における期末算定価額ベースのNCF キャップレートの推移を見ると、2008年1月期末に4.20%まで低下し、その後2012年1月期末には4.82%まで上昇。以降は再び低下に転じ、直近の前期(2014年1月)末は4.49%まで戻している。ちょうど半値戻しの水準にある一方、新規市場賃料は既存賃料を下回ったままだ。2006～2007年当時のように強気な目線で賃料上昇を織り込んだキャッシュフローを想定できる段階にはない。従って価格の上昇はリーマン・ショック前と比べると緩やかだ。こうした状況下にあつて、取得の競争相手が増えてきていることは事実だが、我々の投資目線を維持しながらも突っ込まずに買える物件はまだある。リーマン・ショック後は物件売却情報が2003年当時と比較して倍近くあつたが、クオリティが悪く検討率は1割前後と少なかった。今は情報数自体は2003年の50～60%程度だが、その3割弱が検討対象になっている。リファイナンスでつないでいた良質な物件の価格が、シニアが毀損しない状態まで回復してきてようやく売りに出てくるタイミングに差し掛かっており、当社はここを狙っていきたい。不動産価格のサイクルを仮に7年で想定し、それを取得期・売却期・保全期の3つに当てはめた場合、今は取得期の7合目当たりだろう。我々はトータルリターンインベスターであり、インカムだけでなくター

ミナルバリュー(出口価値)を意識して投資する姿勢は変わらない。10年後に売却する時にも、流動性が確保できる好立地の物件を取得していきたい。

今期に投資法人債を2回発行した。

堀江氏——調達コストが安く、年限が取れるメリットがあるため、必要に応じて発行する。ただし、ローンと比較してリファイナンスリスクがあるため過度に依存するつもりはない。事業法人のファイナンスでも同じことが言えるが、直接調達はマーケットに左右されるので、ある日突然、マーケットにストレスが掛かって発行できなくなる懸念がある。ローンの出来上がり金利と投資法人債のオールインコストを比較した場合、ローンの方が数10～20bps高いが、これはリファイナンスに対する保険だと捉えている。

投資口分割を実施した狙いは？

堀江氏——投資口を直接購入する個人の“ご指名買い”を増やすためだ。投資口数ベースの実質個人保有比率は51.85%。ここ1年半で急速に伸びた投資信託が全体の37.54%を占める一方、個人の指名買いは14.31%に止まっている。「貯蓄から投資へ」という流れの中で、投信でリートの良さを知った個人投資家に、さらにもう一歩進んだ個別銘柄への投資先として、TREを選んでもらうための環境整備の一環が投資口分割だ。1口を5口に分割し、1口10万円程度から気軽に投資できるようにした。リートの分配金は、高齢者には年金代わりにしてもらいたいし、若年層には将来マンションや戸建てを購入する資金の頭金にってもらいたい。TREは長期保有する個人投資家が意外に多く、こうした長期視点の個人投資家の期待にも大いに応えたい。