

見直されるJ-REIT

平成24年7月4日



株式会社資本市場研究所きずな

J-REITの果たした役割と変化

J-REITは、投資家から資金を集め、オフィスビルや商業施設などの複数の不動産を購入し、その賃貸収入や売買益を投資家に分配するが、東証に上場されてから、既に10年以上が経っている。

その間、約8兆円の商業用不動産の受け皿となり、投資家には約10年間で年率3.7%の運用利回りをもたらしている。約210兆円と言われる商業用不動産に規模からすると、まだ4%弱の規模だが、J-REITや約25兆円と言われる私募ファンドなどの不動産証券化の推進は、不動産市場の活性化のみならず、資産デフレからの脱却を目指す日本にとっては重要な政策になっている。

また、海外のREIT市場と比較しても、J-REITが更に拡大していく可能性が強く、私募ファンドや他の不動産投資案件の最大にして最終的な受け入れ先としての期待もされている。

J-REITのそのものの機能整備も、この10年間に進みつつあるが、2005年には最初の公募投資法人債(実質的

な社債)が発行できる環境が整い、それまで投資家の投資法人(株式と同等)と金融機関からの借入金に加え、債券という調達手段が可能となった。

2008年のリーマン・ショックは、J-REITにも大きな影響を及ぼしたが、同年11月ニューシティ・レジデンス投資法人がJ-REITとして初めて民事再生法の適用を申請、投資法人債の格下げにより、債券による資金調達が困難となるJ-REITが相次いだ。これに対して、2009年1月に日銀は投資法人債を適格担保化し、同年9月には投資法人債のリファイナンス資金供給を目的に、不動産市場安定化ファンドが設立されている。

一方、J-REIT同士の合併を可能とする次の様な税制改正等の制度改正措置も2009年に行われた。

○合併時に発生する“負ののれん”の配当可能利益からの控除＝J-REIT同士の合併比率は、純資産価値よりは市場価格をベースに算定される場合が多い。そうすると、存続する方のJ-REITに“負ののれん”が発生するが、利益の90%以上を配分しなければならないという規定が

ある為、この“負ののれん”で発生する評価上の利益を控除する必要があった。

○法人税法上の適格合併の適用＝J-REIT同士の合併が共同事業要件を満たしており、資産・負債を帳簿価格で引き継いだ場合、譲渡損益や課税関係が発生しないことが確認された。

○合併交付金の活用明確化＝吸収合併される側の投資家に対する過去の利益配分を可能にする為、合併交付金の活用を明確化するとともに、その課税関係が発生しないための損金算入も認められた。

これらの措置により、2010年にはJ-REIT同士の合併が相次ぐこととなった。

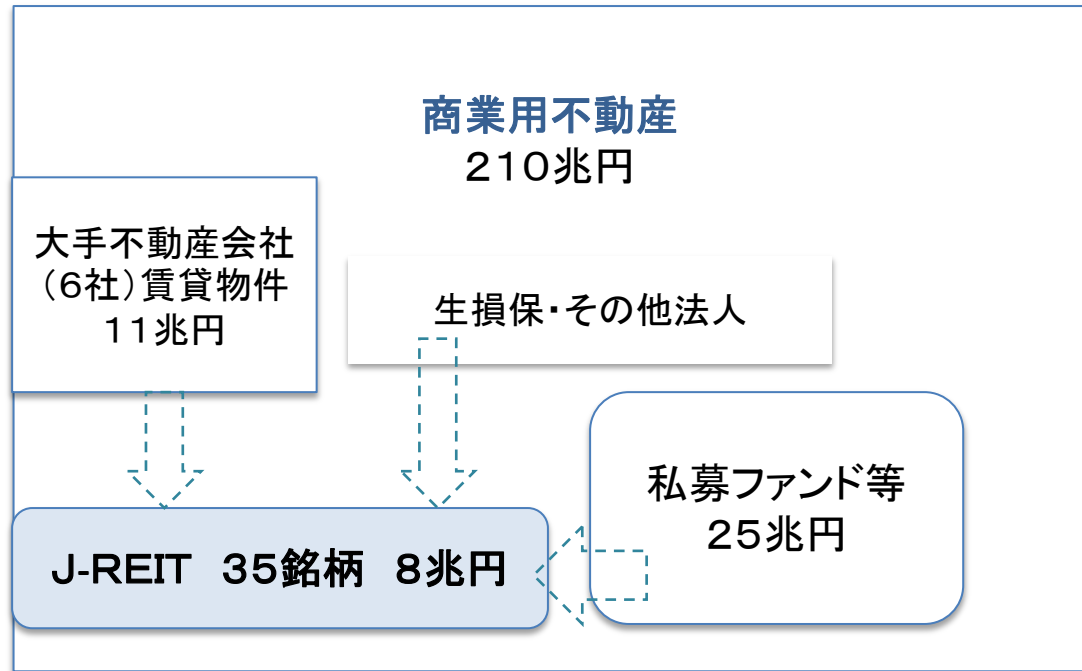
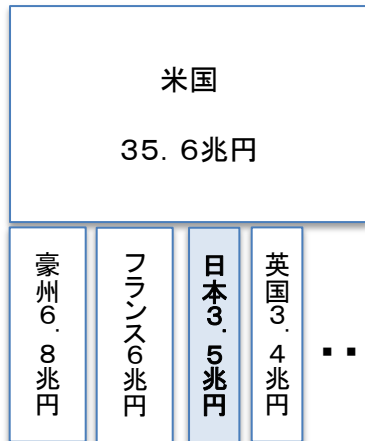
また、同年には日銀によるJ-REITテコ入れ策として買入基金が創設されており、以後追加緩和策の強化に沿って増額されている。(2010年12月:500億円→2011年3月:1000億円→同年8月:1100億円→2012年4月:1200億円)

今、J-REITには、投資家からすると比較的高い利回りの

分配金をもたらす不動産投資商品、不動産業界からは商業用不動産の細粒的な買い手、金融当局からは資産デフレからの脱却の糸口と、それぞれの期待が集まっている。

不動産市場におけるJ-REITの役割

世界のREIT市場規模
(2012年3月末時価総額)



※不動産証券化協会資料より作成

投資家にとってのJ-REIT

10年以上経って、J-REITは金融商品としてどの位浸透しているのだろうか。不動産証券化協会が昨年実施した調査によると、個人投資家のJ-REITに対する認知度は32%で、この数字はFX取引の37%より低い。またこの調査は過去4年間実施しているが、認知度の向上傾向も見られていない。もっともREIT先進国の米国では、約8割以上がファンドに保有されており、個人投資家保有は12%に留まっている。

投資家にとってREIT投資の意味は、いくつかの商業用不動産に対して小口で投資でき、かつその投資口(企業の株式に相当)が上場されることで流動性も確保できる。また、投資先の賃貸収入が分配金として投資家に支払われるが、上場されているJ-REIT全体の利回りは4月末時点で5.3%と、米国REITの3.4%に比べても高い水準を維持している。

過去10年間をみても、分配金の水準は平均で5%を維持しており、問題はREIT自体の市場での価格水準ということになる。こちらの方は、デフレ下の日本では致し方ないが平均で年率1.3%の下落となり、投資効率は差引きで3.7%となっている。(ニッセイ基礎研究所調べ)

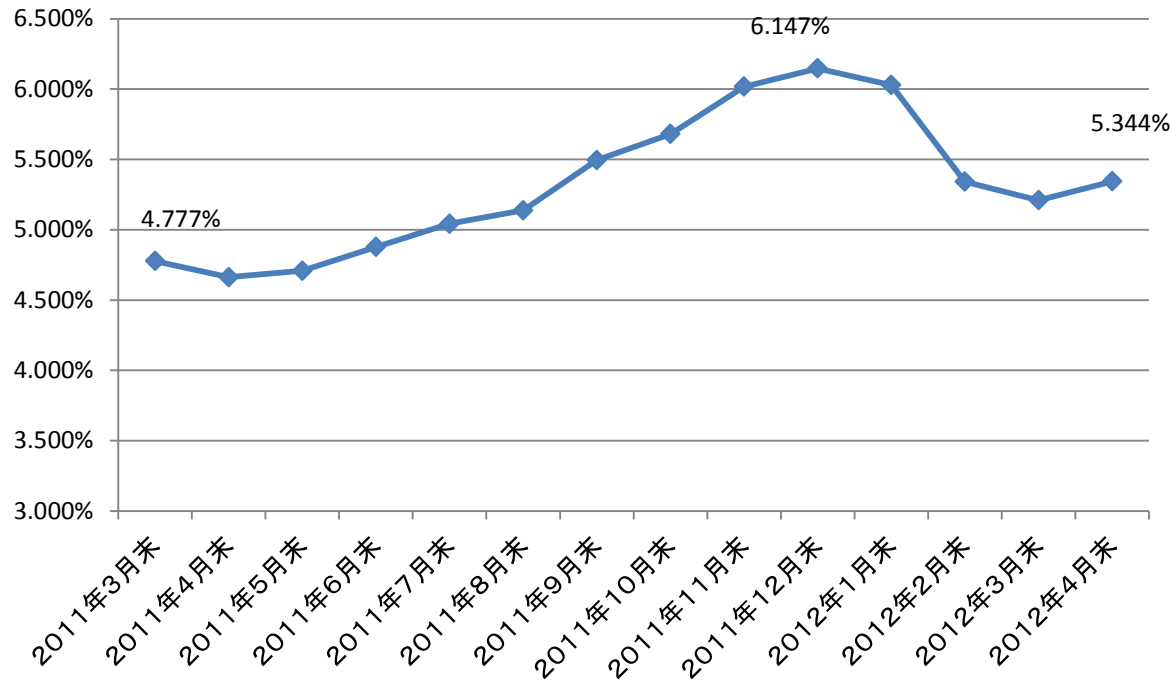
機関投資家のJ-REITに対する投資動向については、同協会が毎年実施している不動産投資に関するアンケート調査によると、年金基金の15%がJ-REITに対する投資を行っている。この数字は私募ファンドの23%や海外REIT20%に比べると低い。

J-REIT投資を行わない理由としては、株式市場との相関性を嫌っているとの回答が最も多い。一方、J-REIT投資を行う理由として上げられているのは、収益の安定や流動性が上げられており、一般の機関投資家の方は68%がJ-REIT投資を行っている。特に地銀・第二地銀は8割の高い比率となっている。

6月中旬時点で、最もリスクの低い安全資産と言われる日本国債の10年もの利回りは0.85%まで低下しており、一方欧州債務危機の影響を受けて低迷している株式市場の配当利回りは2.31%まで上昇している。

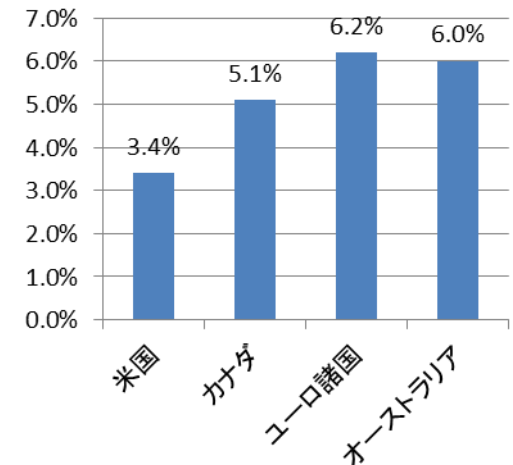
その様な経済環境であっても、J-REITは株式ほど外部要因の影響を受けず、国債の5倍以上の利回りとなっているので、投資家にとっての長期投資商品として見直しが進んでいる。

J-REITの利回り推移



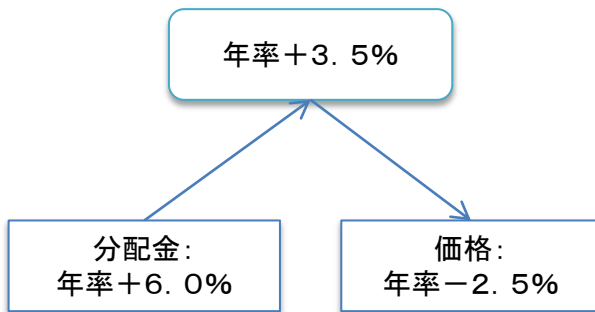
※不動産証券化協会データより弊社作成

海外REIT利回り(4月末)

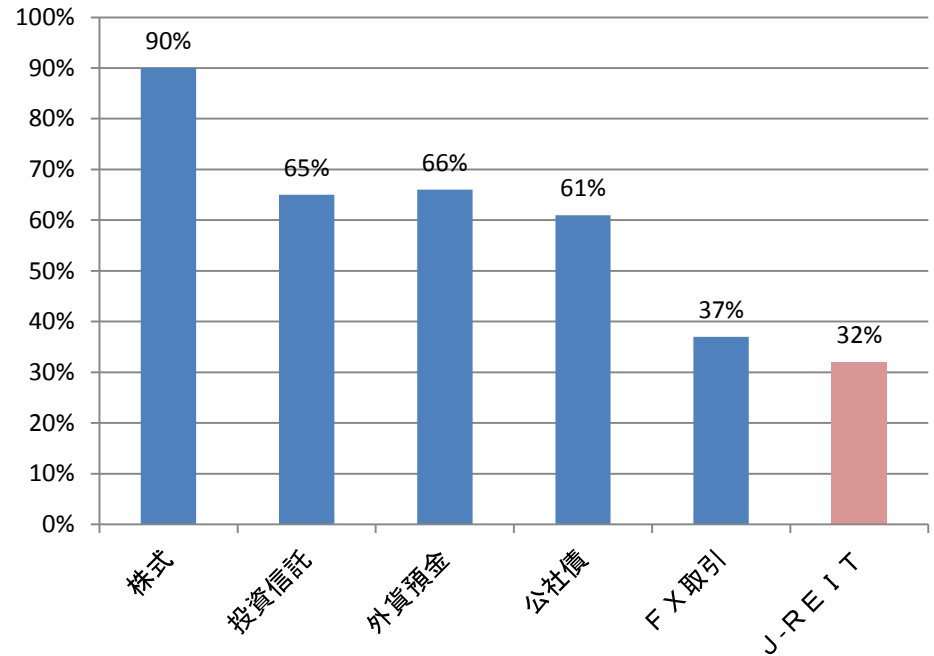


個人投資家の認知度

金融危機後、3年間のパフォーマンス
(2009~2011)



※ニッセイ基礎研究所“J-REIT市場10年の軌跡と今後の成長”より



※ARES「第4回個人投資家に対するJ-REIT認知度調査(2011)」より

※名称も内容も知っている回答した分

その基本構造とその問題点

J-REITは株式やETFと同じ市場に上場されている。ETFは指数連動の上場ファンドだが、その指数を構成する株式や資産内容は毎日公表される。上場している企業は金融商品取引法に基づいたディスクロージャーを行わなければならないが、J-REITも同様の対応が必要だ。但し、J-REITはファンドなので、その設立根拠法は投信法となっている為、以下の点が構造上の問題となっている。

○ガバナンスの有効性

J-REITは投資法人だが、その組織は概ね株式会社を模して構成されている。ただファンドである以上、最小限の人員で構成されており、実務的なことは殆ど外部に委託されている。その為、運用不動産を提供するスポンサー企業に相当の部分を頼ることになるが、反面、投資家や金融機関など資金の出し手に対して、スポンサーがJ-REITの信用補完を行うメリットも上げられている。

問題となるのは、スポンサーと投資家が利益相反する可能性があることで、それにどう対処していくか金融審議会などではガバナンス体制の強化が指摘されている。例えば、J-REITとスポンサーとの間での物件売買について、売買

価格の妥当性に関する説明責任の強化が求められている。また、投資法人人口当たりの収益性が低下してしまうような増資の実施、合併の際の合併比率の算定などについても、投資家に対してのその根拠等を解り易く説明していく必要がある。J-REITがこれに対処していくには、ディスクロージャーやIR活動の強化といった一般の上場企業と同じような取組みを行っていくこととなる。

○資本政策の制約

利益は殆ど分配金として配当するが、現行法だと利益を一定以上内部留保すると課税される。その為、上場企業のように配当可能利益を使って自社投資法人人口を取得することが出来ない。現状の様に市場価格が純資産額(NAV=Net Asset Value※資産は時価に修正)を割り込んでいる様な状況下で、自社投資口を取得することは、資本効率を上げるし、投資家に対してNAVを意識させるアナウンスメント効果もある。現在はJ-REITの市場価格のボラティリティ(変動率)が高いことが、一部の長期投資家の投資判断上の障害となっているが、自社投資口の取得がこのボラティリティを低下させる契機となっていくことも期待される。

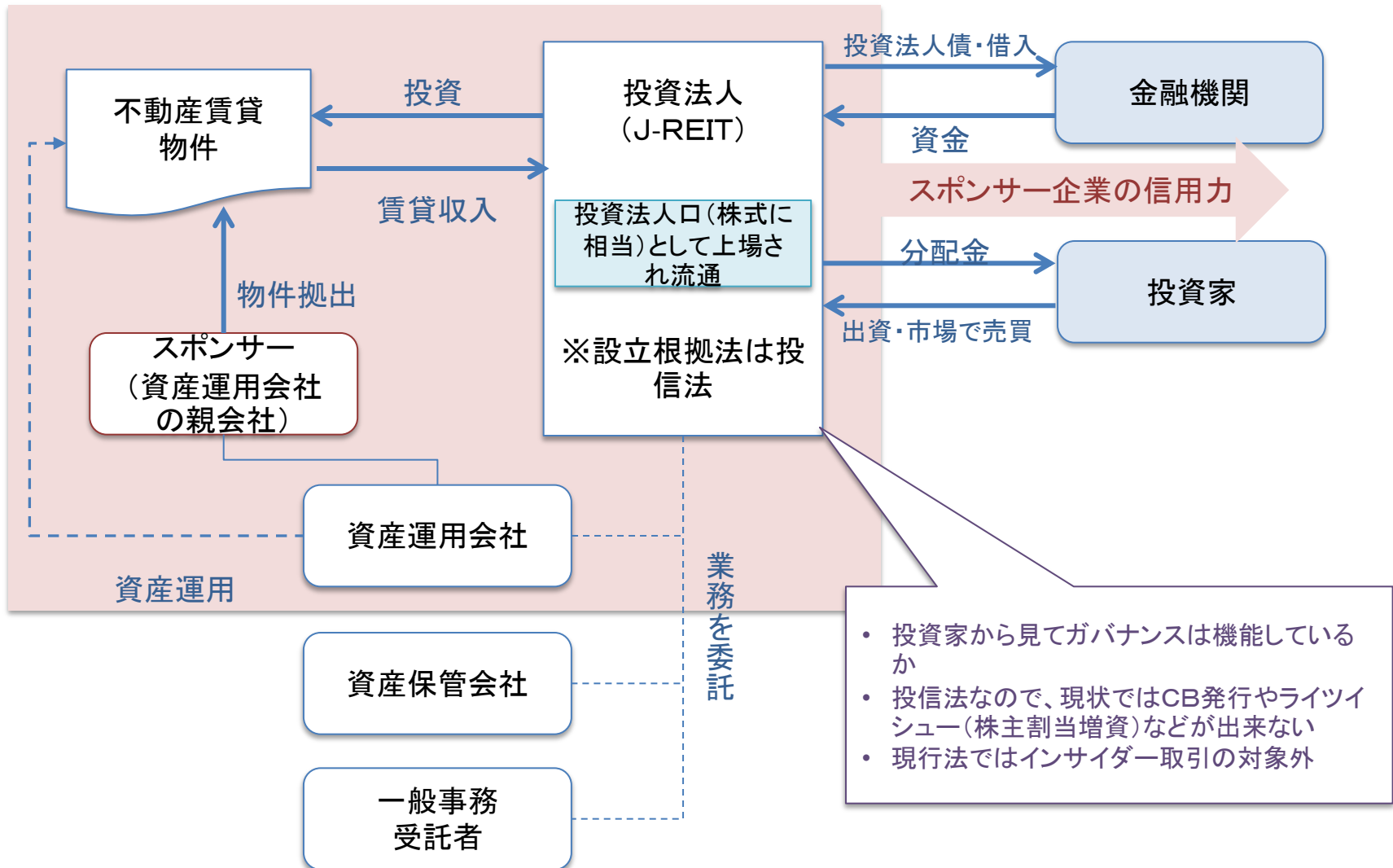
また、今後の資産規模を拡大していく為には、多様な資本調達方法が整備された方が良い。現在の法規制では社債

は発行できるが、転換社債発行に関しては規定がない。株主割当増資となるライツイシューが出来ないのも同様だ。J-REITの今後の拡大や発展を考えた時、投資法人としてのこの様な資本政策の柔軟性があつた方がベターだろうというのが行政や識者の考え方となっている。

○インサイダー取引規制の適用

現行法ではJ-REITはファンドであつて企業ではないのでインサイダー取引規制の適用除外だ。しかし、前段で示した様に、J-REITとしての多様な資本政策が取れるなら、市場で流通している以上、当然インサイダー情報を管理すべきだろう。

J-REITの基本的な仕組みと問題点



求められるJ-REITの拡大

欧州債務危機の長期化など現在の市場・投資環境は厳しい。しかし、全ての資金がリスクオフに走る訳ではなく、投資資金は長期の安定的でかつ比較的回りの高い投資先を求めている。その候補として、J-REITは有望な金融商品だが、その為には市場価格を安定させる仕組みとして、自社投資法人口の取得による効果が投資家サイドから期待されている。市場価格のボラティリティ低下により、年金資金や個人の長期投資の購入が増加すれば、投資家層が拡大し、市場でも流動性も向上していく好循環に入っていく可能性もある。

過去2年間の個人の売買動向をみれば、2年とも個人は売り越しており、その部分を一昨年は投信、昨年は日銀が買い支えているという形になっているが、逆に言えばJ-REITに対する個人の購入余力は多いとも言える。

J-REITが不動産市場に与えた影響として、年間の物件取得金額が1兆円を超えたり、上場企業の不動産購入の半数を占めた時期もあり、最大で最終的な商業用不動産の買い手として機能している。また、J-REITとしての取引内容の詳細なディスクロージャーにより、平均的な期待収益率

や賃料水準が分かり易くなって、不動産取引の透明性が向上したことも上げられる。今後、J-REITの更なる投資拡大が、不動産市場を活性化させ、日本経済のデフレ脱却に繋がるのが期待されているが、その為にもJ-REITとしての資本調達が多様化は必要だ。

例えばCB(転換投資法人債)による調達が可能になれば、現在の様に市場価格がNAVを割り込んでいる状況であっても、転換価格をNAV以上に設定することで、既存の投資法人口投資家の持分の希薄化は避けられる。また、ライツイシューは大規模な資本調達が必要な時に、有効な手段となることが予想されるが、実際に金融危機後の欧州などでは、この方法で増資が活発に行われている。

この10年、J-REITは金融危機を乗り越えながらも確実に発展している。しかし日本の経済規模に比べ、J-REITの時価総額が3.5兆円に留まっていること自体に問題があるようだ。新しいJ-REITの上場や、既存のJ-REITの増資によるファンドの資産規模の拡大が不動産業界などから期待されているが、投資家がそれを受け入れやすくするためには、現在金融審議会でも議論されている市場価格安定化の仕組みやJ-REIT自体のガバナンス強化が有効だろう。

しかし、それ以上にJ-REITが長期投資に適した投資商品であることを個人投資家に周知していくことや、高利回りのJ-REITを活用したファンド投資の活発化も必要ではないだろうか。

投資ニーズの拡大と、J-REITの供給が、相乗効果で拡大していくような良い循環での市場拡大が望まれている。

J-REIT次の成長段階へ

