

2012年上期のJ-REIT市場と今後の展望

三井住友トラスト基礎研究所 REIT投資顧問部長

河合 延昭



1. 2012年上期のJ-REIT市場

(1) 市場概況

2012年6月末の東証REIT指数（配当込み）は1496.98で2011年末比+18.0%上昇、2011年下期とは対照的なパフォーマンスであった。特に1Q（1～3月）は2011年末比+20.3%と短期間で急上昇したが、株式市場同様、世界景気や欧州債務問題に対する過度な懸念が一時的に後退したことが背景にある。ただ外部環境だけでなく、J-REITの収益安定性や利回り魅力への評価も高まったものと考えられる。さらに1月27日に開催された金融審議会

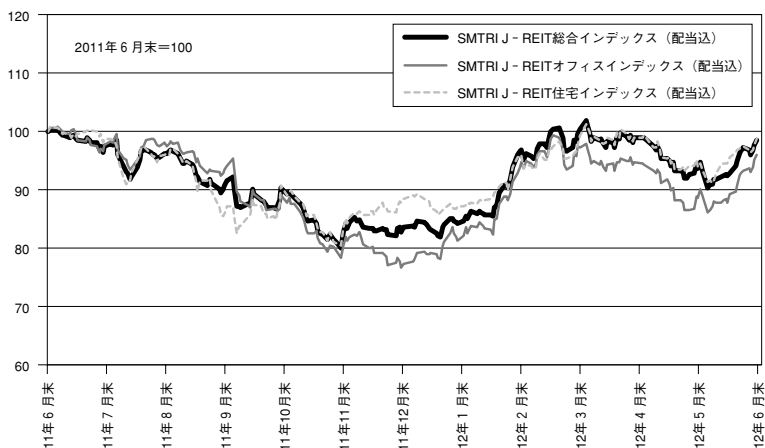
〈目次〉

1. 2012年上期のJ-REIT市場
2. 物件取得動向
3. 資金調達環境
4. 投資法人制度改正：J-REITに対するリスクプレミアム低下に期待

総会・金融分科会合同会合にて、「投資信託・投資法人法制の見直しについての検討」を求める諮問がなされ、J-REITの制度改正への期待も市場心理の改善につながったと思われる。

一方、4～5月は、1Qの急上昇から一転、欧州債務問題に依然として不透明感が残ることや円安傾向の一服などもあり、J-REITは株式市場と同様に下げる展開となった。しかしファンダメンタルズ面では、オフィス賃貸市場の底打ち期待や良好な資金調達環境の継続等から、引き続き安定した分配金が期待されること、あるいは日銀による買入れ等も下支え要因となり、株式に比べて小幅な下落に止まった。日銀によるJ-REIT買入れについては、4月27日の金融政策決定会合で、一連の金融緩和の強化措置として、資産買入れ等の基金によるJ-REITの買入枠の増額等を決定（1,200億円へ100億円増額）。買入れを行う期間は2012年末までと変更は無かったが、

(図1) SMTRI J-REIT Indexの推移 (直近1年) —セクター別



(注1) 2012年4月1日より、「STBRI J-REIT Index[®]」は、「SMTRI J-REIT Index」(商標登録出願中)に名称変更した。SMTRI J-REIT Indexは当社が独自に開発したJ-REITインデックスである。

(注2) セクター間の比較を可能にするため、全インデックスを再指数化している。

(出所) 三井住友トラスト基礎研究所

その後半年間残高を維持することが明確に示された。6月末時点の日銀によるJ-REIT買入額は累計で917億円となっている。

投資口価格上昇の結果、6月末の予想配当利回りは平均5.40%と2011年末の6.15%から低下、10年国債利回りとのイールドスプレッドは5.16%から4.56%へ縮小した。また平均PBRは0.88倍といまだ1倍を下回ってはいるが、2011年末の0.75倍からは大きく改善している。

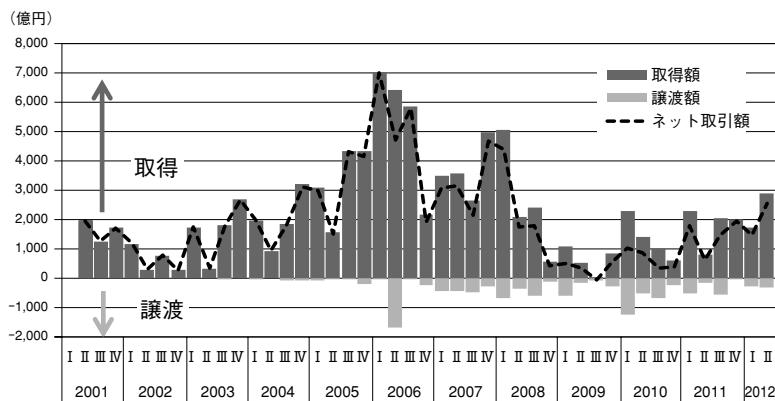
(2) 4年半ぶりの新規上場

このような環境下、4月にはケネディクス・レジデンシャル投資法人が東証REIT市場に新規上場した。住宅特化型リートで、上場時の運用資産は20物件、304億円。J-

REITの新規上場は2007年10月の産業ファンド投資法人以来、4年半ぶりである。さらに6月には東急不動産がスポンサーとなり設立したアクティビア・プロパティーズ投資法人も新規上場している。こちらは都市型商業施設、東京オフィス等で運用する総合型リートで、上場時の運用資産は18物件、1,703億円。2銘柄の新規上場に伴うエクイティ調達額は合計1,048億円で、特にアクティビアは942億円と大型増資であった。

2012年1Qは、欧州信用不安の一時的な後退や日銀の追加金融緩和を受けて、リスク資産に対する投資家の需要が回復、J-REITにとってエクイティ調達しやすい環境になりつつあったと思われる。1、2月には4件の公募増資が行われ約950億円が調達されており、

(図2) J-REIT物件売買額の推移



(注1) 取得価格は取得日、譲渡価格は譲渡日で集計。優先出資証券や匿名組合出資持分の取得は含まない。

(注2) 2006年4～6月の物件譲渡額1,700億円にはJFEビルディング910億円(資産交換)を含む。

(出所) 投資法人開示資料に基づき三井住友トラスト基礎研究所作成

短期的には需給悪化要因ではあるものの、新規上場の再開を通じて、投資家にとって市場規模の拡大や投資対象銘柄の多様化、分散化のメリットもあり、J-REIT市場全体の活性化及び投資家心理の改善につながる契機になる面も期待される。

2012年上期を振り返れば、投資口価格上昇に伴う公募増資や4年半ぶりの新規上場等、再び市場が活性化する期待が膨らむ半面、欧州債務問題の再燃や世界的な景気減速といった不安の高まりを受けて調整局面となる状況にあり、まだ不安定さが残る市況であったといえる。

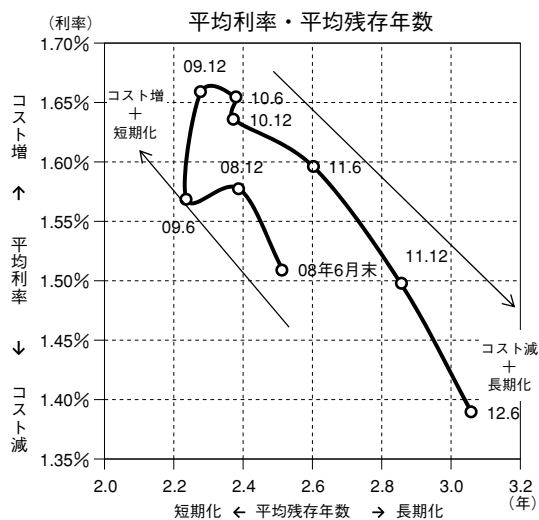
■ 2. 物件取得動向

2012年上期のJ-REITの取得額(発表日で集計)は約4,800億円と、2銘柄の新規上場に

よって前年同期の1.3倍となったが、既存銘柄だけをみれば前年同期の8割に止まる。下期も新規上場によってJ-REITの物件取得が押し上げられる可能性はあるものの、外部環境の影響で不安定な相場が長引けば、既存銘柄の増資のハードルが下がらず、物件取得が低調となることも考えられる。2012年6月末のJ-REITの保有資産は、8.7兆円に達している(取得価格ベース、2011年末は8.3兆円)。

2012年1QにJ-REITが取得発表した物件は合計2,077億円(54物件)。昨年後半に比べれば取引が増加したものの、取得が活発化した震災前の2011年1Q(前年同期)との比較では、大型物件の取引減少により取得額は7割に止まった(前年同期は59物件、2,808億円)。2Qに発表された取得物件は30物件、計2,451億円。このうち、6月13日に新規上場したアクティビア・プロパティーズによる上

(図3) J-REITの財務状況の変化



(注1) 各年6月末・12月末までに公表された内容を集計(各時点の実際の残高に基づく数値とは異なる)

(注2) LTV = 有利子負債 ÷ (有利子負債 + 出資総額 + 出資剰余金) として算出

(注3) 平均利率・平均残存年数は有利子負債の金額加重平均

(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

場時の物件取得を除くと、既存銘柄による取得は12物件、747億円と、震災影響で取引が減少した前年同期(18物件、774億円)と同程度に止まった。大型オフィスリートによる東京の大型オフィス(2物件で508億円)の取得等が目立ったが、10~20億円程度の住宅が中心であった。2Qは軟調な相場で公募増資の発表が途切れたこともあり物件取得が停滞した。

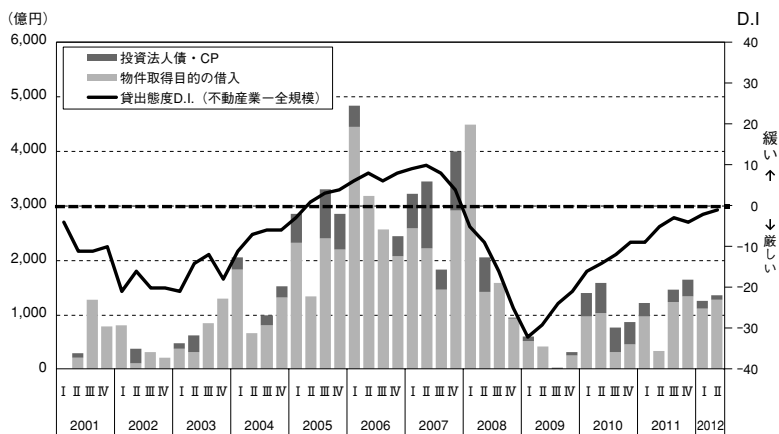
一方、J-REITによる物件譲渡は、増資や新規借入といった資金調達を必要としない資産入替が中心で、今後も不動産売買の一定量を占めるものと思われる。

3. 資金調達環境

(1) デット調達

J-REITに対する金融機関の融資姿勢は、2012年も引き続き良好な状態が継続している。今年6月末のJ-REITの有利子負債平均利率は1.4%弱、平均残存年数は3年超と、財務状況が最も悪化した2009年12月末から大幅にコスト低下かつ長期化した。また、リーマンショック前の水準と比較しても改善している(図3)。一部の財務基盤が強固なリートでは、5年~10年といった長期の固定金利ローンを調達できており、ローンスプレッドも5年で20~30bps程度、10年でも50bps前

(図4) J-REITのデット資金調達額



(注) 金融機関の貸出態度D.I. (「緩い」—「厳しい」)は日本銀行の各年3、6、9、12月調査結果
 (出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査(短観)」及び投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

後という好条件もみられる。物件取得時も良好な条件での新規借入が行われており、2012年上期は2,400億円を調達した(2011年通年3,875億円の62%相当額)。

(2) エクイティ調達

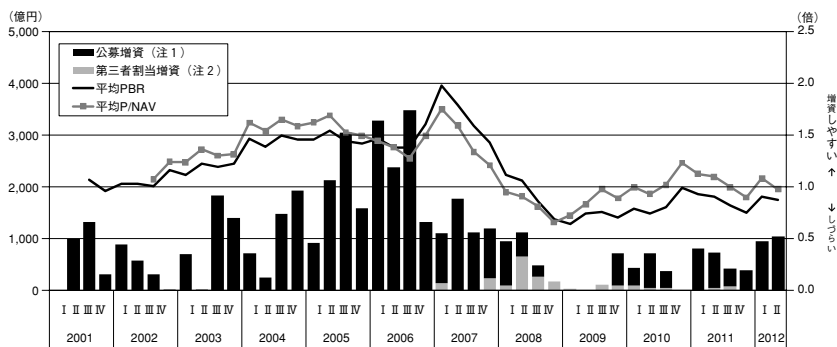
2012年1Qのエクイティ調達額は951億円と、公募増資が活発化した前年同期の調達額807億円を上回った。1～2月は円高の一服や金融緩和を背景とする投資口価格の上昇により、日本ビルファンド、アドバンス・レジデンス、ジャパンリアルエステイト、産業ファンドの4銘柄が公募増資を発表した。また、3月は公募増資の発表はなかったものの、4年半ぶりの新規上場の発表もあり、需要回復がうかがわれる。ただし、4月以降は米国の追加金融緩和観測の後退や円高の再燃、欧州債務問題への警戒感などで軟調な相場とな

り、再び増資のハードルが高くなった。

とはいえ2011年下期に比べれば公募増資のハードルは低下しており、良好な環境が続くデット資金調達とともに、市場には新たな物件取得による利益成長期待が出てきている。オフィス賃貸市場の見直しには大きな改善はみられないが、既存ポートフォリオの利益低下を補う物件取得への期待が膨らんでいる。今後の公募増資を見据え、借入余力による物件取得を行うことで分配金の維持向上を図る動きもみられた。

2011年には投資家のリスク許容度が低下する市況下で、低PBR(ないしP/NAV倍率)の投資口価格水準で増資を実行したことで、追加物件取得によって予想分配金は増資前の水準を維持したものの、BPSないしNAVを低下させてしまうケースもみられた。このようなケースに対しては市場からのネガティブ

(図5) J-REITエクイティ調達額とPBR、P/NAVの推移



(注1) 第三者割当増資はスポンサー等への第三者割当

(注2) $PBR = \text{投資口価格} \div 1 \text{口当たり純資産額}$ 。純資産額は出資総額と出資剰余金の合計値（負ののれん発生益を含まない）により算出

(注3) $P/NAV = \text{時価総額} \div NAV$ (Net Asset Value)。投資口価格・時価総額は3か月毎の月末値

(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成。NAVは三井住友トラスト基礎研究所による算定

な反応も目立った。一方、今年上期の4銘柄では、増資決議日のPBRは概ね0.9倍以上と比較的高い水準で、分配金だけでなくBPSないしNAVに対しても希薄化影響を極力回避した慎重なファイナンスだったといえる。

J-REITの外部成長を左右する増資環境は、相場に未だ不安定さが残るため、決して増資が容易な状況にはないが、J-REITの平均PBRは0.9倍近くで推移しており、調達資金での追加物件取得の貢献と合わせ、分配金やNAVの希薄化を回避しながら増資可能な銘柄は増えている。

4. 投資法人制度改正： J-REITに対する リスクプレミアム低下に期待

1月27日に開催された金融審議会総会・金融分科会合同会合にて、「投資信託・投資法人法制の見直しについての検討」を求める諮問がなされ、「投資法人については、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等」の観点から見直しについて検討が求められた。これを受けて3月に金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」第1回が開催された。

J-REIT（投資法人）に関しては、5月（第6回）と6月（第7回）に、資金調達手段

の多様化やガバナンス体制の強化、インサイダー取引規制に関する具体的議論が行われた。7月の第8回では、3月から行ってきた議論の整理と今後の方針をまとめた中間論点整理案を事務局が作成し、その内容がWGで確認された。今後、年末までにとりまとめる予定の最終報告に向けて、①「引き続き検討を行うべき事項」については、本年後半の会合において具体的な議論を行い、②「事務的に検討すべき事項」については、今回示された方向性に基づき事務局が検討を行い、本年後半の会合でその検討結果の報告を受けることになる。

投資法人の資金調達・資本政策手段の多様化に関しては、ライツ・オフリング、無償減資、自己投資口取得が、導入に向けて事務的に検討すべき事項とされた。ただし、転換投資法人債及び種類投資口については、投資主間の利益相反の可能性が高く、導入は慎重であるべきとしている。資金調達手段の多様化は望ましいが、具体的な手段の検討に際しては、あくまでみなし賛成制度の維持を前提に、投資家間の公平性を害さない手段を優先させる方向である。

一方、スポンサー等利害関係者取引に係るガバナンス強化策やインサイダー取引規制の導入については、引き続き検討を行うべきとされた。導入は必要だが、具体的方策については、実務や投資法人特有の事情から第7回WGでも様々な問題点が指摘されており、議論の余地を残している。なお、利害関係者取引については、役員会等による事前チェック

の強化には実務的に限界もあるため、市場の事後的なチェック機能の向上に向け、鑑定評価額の詳細公表も併せて検討すべきとされた。

その他、海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直しも、どのような規制が適切か事務的に検討すべきと位置付けられている。

2010年12月に金融庁が公表した「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」では、2013年度までに制度整備の実施を行うとされている。制度改正によるJ-REITの安定性・信頼性の向上は、金融危機時に顕在化したりファイナンス懸念や、利益相反取引に係る投資家の懸念に対応するリスクプレミアムの縮小へつながることが期待される。いまだデット資金に比べれば低下しているとはいえないJ-REITのエクイティ資金の調達コストが低下し、既存リートの新規物件取得や新規上場の増加を通じて、不動産取引の活発化、J-REIT市場の活性化につながり、J-REIT市場の一層の拡大へ展望が開けてくるものと期待したい。

