

J-REIT 市場の活性化に向けた取り組み

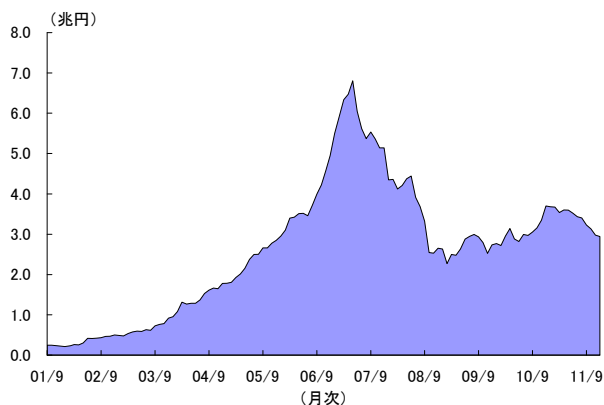
【ポイント】

1. 市場の立ち上げ期に行われた多数の環境整備が、市場活性化への重要な転機となった。
2. リーマンショック後の信用収縮期には、投信法による資金調達の制約が J-REIT 市場の低迷に拍車を掛けた。しかし、その後導入された政府・日銀による市場基盤強化策が市場の信用不安沈静化に大きな効果を発揮した。
3. J-REIT 市場がさらに発展するために、さらなる規制緩和が待望される。

2001年9月に J-REIT（上場不動産投資信託）が東京証券取引所に上場して約 10 年が経過した。時価総額約 2,500 億円で誕生した J-REIT 市場は、その後順調な発展を遂げ、2007年5月末の時価総額は約 27 倍（約 6.8 兆円）に達した。

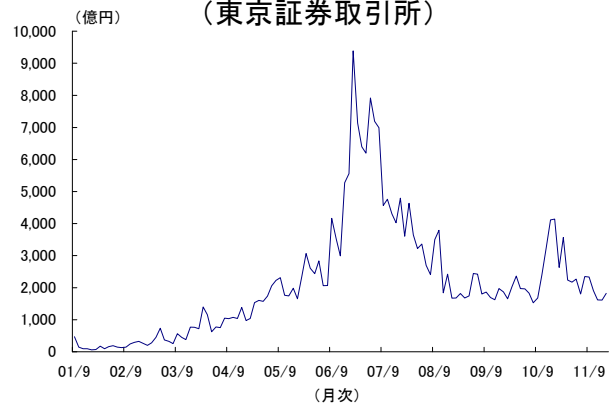
しかし、その後はサブプライムローン問題に端を発したグローバルな信用収縮により、株式市場と同様に J-REIT 市場は低迷し、市場規模はピーク時の約半分に縮小している。（図表 1、2）。

図表1. J-REIT市場の時価総額推移



（資料）不動産証券化協会(ARES)のホームページデータより富国生命作成

図表2. J-REITの月間売買高推移
(東京証券取引所)



（資料）東京証券取引所公表データより富国生命作成

J-REIT 市場の活性化に向けて、これまで様々な制度整備が行われてきたが、急激な信用収縮期には、J-REIT の構造的な問題から資金調達リスクが顕在化する事態も発生している。

こうした点を踏まえて、本稿では J-REIT 市場のこれまで対応された市場環境の整備と今後待望される制度改正等について触れたい。

1. J-REIT 投資を活性化させた市場環境の整備

2000 年の投信法改正に伴い J-REIT の組成が可能になった訳であるが、2001 年 9 月の市場設立当初は投資に慎重な投資家が多く、投資口価格は暫く低迷を続けた。

市場拡大に向けて転機になったのが、2002 年以降実施された様々な制度整備である。

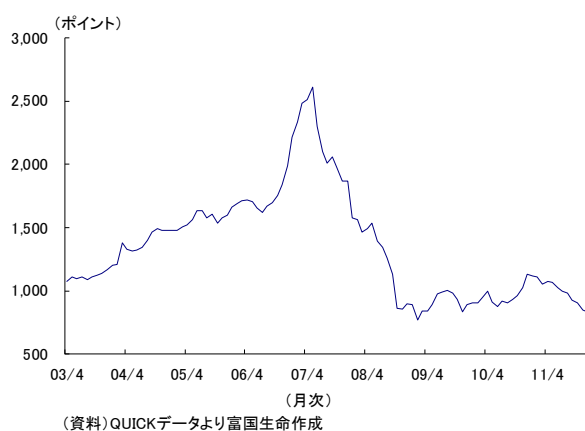
2002年12月の全国銀行協会通達でJ-REITの収益を銀行本業の営業成果である業務純益に計上する旨の経理処理が通知され、銀行のJ-REIT投資を積極化させるきっかけとなった。

2003年4月の東証REIT指数の公表開始(図表3)、同年5月にはMSCIインデックス指数構成銘柄にJ-REIT(2銘柄)が採用された。当該指数は国際的な証券投資パフォーマンスを測定する指数で世界中の投資家に利用されているため、国内外の機関投資家や年金基金等に対する認知度を高めることになった。

また、同年7月には投資信託協会が「投資信託等の運用に関する規則」を改正し、J-REITのファンド・オブ・ファンズの組成が可能になったことがさらなる投資家層の拡大、J-REITへの新規参入を活発化させた。

この他にも時限的な譲渡益・分配金に対する課税率の引下げ、東京証券取引所の上場基準改定(上場審査基準緩和、適時開示等)、大量保有報告の義務付けなど投資環境の整備が次々と行われ、J-REIT市場を急速に拡大させる重要な転機となった。

図表3. 東証REIT指数(月末)の推移



2. 顕在化した資金調達リスク

J-REITが事業収益を拡大して成長するには、既存保有物件の賃料引上げや稼働率向上による内部成長に加えて、新規物件を追加取得して賃料収入の増額を図る外部成長が不可欠である。物件取得に際して、手元資金で賄えない部分について資金調達が必要になるが、投信法の制約があるため、資金調達は主に投資口発行、投資法人債発行、金融機関等からの借入れに限定されている。

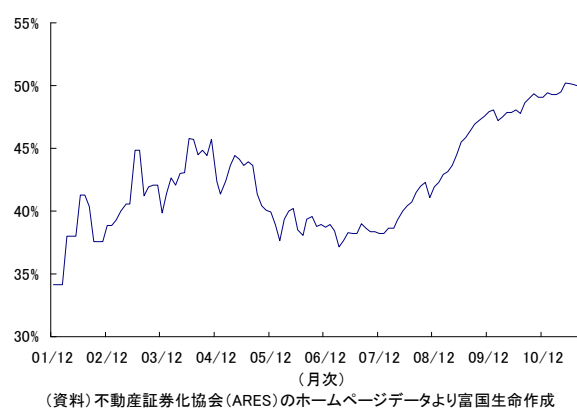
一方、J-REITは税法上の導管性要件を満たすため内部留保がほとんど出来ず、財務基盤は決して安定していない。

これまで投資口価格の上昇と金融機関の貸出態度が緩い良好な資金調達環境下で、J-REIT各社はエクイティとデッドによる調達をバランスよく実行し、LTV(負債比率)を一定水準以下に保ちながら事業収益を拡大出来た(図表4)。

しかし、リーマンショック後のグローバルな信用収縮の状況下では、これまでのようなバランスの取れた資金調達は困難になった。

J-REITの投資口価格が、一口NAV¹を大幅に下回る水準まで下落し、当該価格水準で増資を実行すると大幅な希薄化により、既存投資主の利益を大きく毀損するため、実質的に増資が出来なくなったのである(図表5)。また、投資家のリスク回避姿勢が強く投資法人債の発行も難

図表4. J-REIT市場のLTV推移



図表5. J-REIT市場の投資口価格/一口NAV倍率の推移



¹ 保有不動産の時価を反映した修正純資産価値

しいことから、実質的な資金調達には金融機関等の借入れに限定される状況になった。金融機関の貸出態度に J-REIT の資金繰りが左右されるリスクが顕在化し、財務基盤の脆弱性が露呈したのである。

一般に J-REIT の信用力は資産運用会社の信用力に連動する。J-REIT の発行主体である投資法人は形式的なビークルで、実質的に不動産取得や運営を行うのは投資法人から委託された資産運用会社であり、物件取得、人材、資金面でスポンサー企業に依存しているためである。

金融機関の貸出態度が厳格化する中で、スポンサーの信用力が低い銘柄は資金調達が困難になり、2008年10月には誕生後初めて J-REIT が民事再生法を申請する事例が発生した。こうした事態を受けて、投資家は J-REIT のファイナンスリスクを強く意識するようになり、市場の低迷に拍車を掛けることになった。

3. 市場の信用不安沈静化に向けた安全網の整備

J-REIT の破綻を受けて、政府や日銀による安全網の整備が早期に実現した。

資金繰り支援策として、日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した融資制度の創設、不動産安定化ファンド（官民ファンド）の設立、金融庁による資金繰りモニタリング強化等が実施された。

また、基盤強化に向けて、「導管性要件の判定方法の変更」、「日本銀行による投資法人債の適格担保化（格付け AA 格以上）」、「合併交付金の取扱いの明確化」、「負ののれん代の取扱い明確化」などの対応がなされた。

こうした対応が功を奏し、J-REIT の資金調達環境は徐々に改善し、2008年7月以降途絶えていた公募増資は2009年10月に再開された。また、これまで複数の J-REIT の合併やスポンサー変更が実現しており、業界再編による市場基盤の安定化が進んでいる。

4. 市場基盤強化に向けた規制緩和の動き

一部の新聞報道で、金融庁が J-REIT の資金調達手段の拡充に向けて検討に入ったと報じられている。具体的には既存投資主に対する割当増資や転換社債の発行解禁を検討しているとの内容であるが、これらの資金調達手段は通常の公募増資と比較して、投資口価格の下落圧力が少なく、既存投資主の利益毀損を和らげることから市場基盤強化に効果が期待される。

「自己投資口の買入消却」解禁も検討されている模様である。投資口のインプライド・キャップレート²が保有不動産のキャップレート³より高い場合、当該不動産を売却し、その資金で自社投資口を買入消却することにより投資口価格の上昇が見込まれる。

また、不動産証券化協会（ARES）は「減資」制度導入、「二重課税を防止する措置」、「内部留保を可能にする措置」等の導入を提言しており、J-REIT 市場の基盤強化に向けて規制緩和の動きが強まっている。

5. おわりに

野田首相が座長を務める国家戦略会議が「日本再生の基本戦略」において、不動産投資市場の活性化による資産デフレ脱却に触れている。その中に J-REIT 市場の活性化を拡充する制度を推進するとした記載が盛り込まれ、政府が市場活性化に向けて取り組む姿勢を鮮明にしている。こうした動きに呼応して関係各庁の協力姿勢も強まっており、規制緩和に向けた動きは進みつつある。J-REIT 市場のさらなる活性化に期待したい

（株式会社グループ 筒井 薫）

² 賃貸事業収益（減価償却前）÷（時価総額＋有利子負債－現預金＋テナントからの預かり敷金・保証金）

³ 賃貸事業収益（減価償却前）÷不動産価額