

2010/11/26

株式会社福岡リアルティ

「不動産投資市場戦略会議」への意見書

はじめに

福岡リート投資法人(以下、「本投資法人」という。)は、日本の不動産投資信託市場においてユニークな地位を占める地域特化型リートである。本投資法人は”Act Local, Think Global”を基本理念とし、投資対象エリアを福岡・九州地域に限定する一方、グローバルな発想で世界の資本市場への説明責任を果たしていきたいと日々運用を行っている。

具体的には、投資対象エリアにおいて優良な収益不動産の所有者や不動産業界関係者と密接な接触を持つ一方、エクイティ投資家への IR 活動において首都圏の大手機関投資家のみならず地域金融機関や海外投資家に頻繁に接し、またデットの資金調達においては13の地方銀行を含む22の金融機関と幅広く取引を行っている。以下は、そのような活動を通じて得られた知見をもとに、提言を行うものである。

1. 不動産投資市場における情報インフラと還元利回り

わが国の不動産投資市場の課題として、不動産投資の情報インフラ等の整備の必要性はつとに認識されているところであり、国土交通省におかれても、不動産取引価格情報等の整備に向けた取組みがなされているところである。これら情報インフラについての整備については、例えば募集賃料ではなく成約賃料のデータベースの蓄積等が、投資家のより精度の高い投資判断に資するものと思われ、当投資法人も引続きその進展を期待するものである。

しかしながら、特に還元利回りについては、日本不動産研究所の投資家調査等が指標となっており、例えば米国等と比べると、売買時の利回りの情報蓄積そのものが非常に乏しいことから早急な整備は見込みがたいと予想される。従って、鑑定評価における還元利回りを理論的により精緻化することで投資家に提供できる情報を増やすことを提言したい。

提言1:「証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価の実務指針」の改定

「証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価の実務指針」(以下、「実務指針」という。)においては、還元利回りを「純収益の不確実性の格差(リスクプレミアム)を加減して求める場合は、(中略)単純にそれぞれのリスクプレミアムを足し上げていくと過大になることがある」(第5章2-②-ii)と指摘されている。しかしながら、実務においては取引事例の少ない地方の物件について主として物件の流動性・処分性を念頭においた「地域性リスク」が加算されていることが通常である。

このようにして算出される還元利回りが、「実務指針」の懸念するように結果として過大になることのないよう、より明確かつ具体的な指針が望ましいと考える。

改定内容①

還元利回りの算定においては、曖昧な「地域性リスク」という概念を排して「流動性・処分性にかかるリスク」(以下、「流動性リスク」という。)&「キャッシュフローの安定性にかかるリスク」(以下、「CF リスク」という。)を峻別し、還元利回りの算定に当たってそれぞれをどう評価したかを鑑定評価書において明示する。所在地の経済状況が純収益の不確実性に影響する場合は CF リスクとして評価すべきであるが、これは当然ながら契約条件やテナントの信用力等により緩和可能であることに留意する。

また、以上の区別は、不動産投資を検討する投資家の投資戦略(短期保有・キャピタルゲイン重視か、長期保有・インカムゲイン重視か)に応じた物件の選定のための有益な情報を提供すると考えられるため、さらに以下の改定が望ましい。

改定内容②

流動性リスクは、保有主体の投資戦略に応じて許容度が大きく異なることから、これを流動性リスクの評価に反映する。例えば、リートは長期に亘って資産を保有し続けることが想定されているため、Jリートの保有資産の評価に当たっては、上記の流動性リスクに基づいたプレミアムを軽減した還元利回りを用いた評価額を算出する。

2. UP-REITの仕組みを応用した地方物件への流動性付与策

上記の提言1で示唆しているとおり、現状、地方物件については流動性リスクが過度に重視されている嫌いがあるが、地方物件であっても CF が十分に安定している物件は存在する。そのような物件を投資市場に引き込むことは、市場の成長と地方の活性化の二つの点で大いに意義のあることと考えられる。以上の観点から、従来から提言されている UP-REIT 制度について、特に地方物件への流動性付与という観点から捉えなおし、限定的に実施することを以下のとおり提言したい。

提言2: (地域)金融機関を対象とした DES 型 UP-REIT 制度の創設

UP-REIT 制度については、法人税制上のハードルが高い点に加えて、優良な収益不動産を保有する主体が、譲渡益課税の繰り延べ程度の誘因では物件を市場に放出しないであろう、といった指摘がなされてきた。しかしながら、金融機関が融資の期限の到来等により物件への実質的な支配権を有した場合、かかる金融機関は、デベロッパー等と異なり、物件の長期保有は望まず、早期の物件処分により回収を図るのが通常であろうと考えられる。他方で、市場が低迷している場合には、市況の回復により回収額が増えることを期待し、必ずしも意に沿わないリファイナンスに応じて時を待つ、という対応をすることもまた予想される。このような金融機関の行動がかえって不動産の流動性を下げ、結果市況の回復を遅らせてしまう側面もある。このようなディレンマは、それだけでなく流動性の低い地方物件においてはより深刻であると思われる。

以上により、金融機関の不良債権処理の過程を想定した DES 型 UP-REIT 制度の創設を提言したい。この制度のポイントは、オペレーティング・パートナーシップ (OP) の持分にリートの株式転換権を付与するという UP-REIT 制度における仕組みを利用しつつ、デット・エクイティ・スワップの考え方を組み合わせることである。この仕組みで想定されるケースでは、将来投資口へ転換された際の値上がり益は誘因としているが、譲渡益課税の繰り延べは不要である。従って、本来の UP-REIT 制度よりも導入のハードルは低いと思われるが、OP 持分に投資口転換権が付与できるような制度改正は必要となる。

この提言の前提となる問題点の認識、期待される効果、並びにスキームのイメージは別添のとおりである。

3. Jリート市場の一層の透明性の確保

近時実施された幾つかの Jリートの増資の直前において、投資口価格の急落、取引量とボラティリティの増大といった異常な動きが観察されている。このような動きは、狼狽売り等を招いて既存投資主(特に個人)に損害を与えている可能性があるだけでなく、リートのガバナンスの問題と並んで、海外投資家からの Jリート市場に対する不信感を招く、重大な要因となっている。

このような動きを封じ込め、市場の透明性を担保する仕組みを早急に確立することが必要であると思料する。具体的な仕組みについては、規制当局や市場関係者に委ねたいが、一案として以下を提言する。

提言3: Jリートへのインサイダー取引規制適用と「レギュレーション M」に類似した規制の導入

4. 税制上の優遇措置の改善

沖縄県においては、沖縄振興特別措置法に定める観光振興地域制度に基づき、「特定民間観光関連施設」に対する税制上の優遇措置が既に制度化されている。しかしながら、対象施設の認定要件が厳格過ぎること等により、適用を受ける施設がまだ極めて少ないとのことである。かかる制度は、地域振興の観点だけでなく、優良な不動産の開発を通して不動産投資市場の活性化にも貢献すると期待されるので、より実効性が高い制度に改善するのが望ましいと思料する。具体的な改善の一案として、以下を提言する。

提言4: ①観光振興地域制度における特定民間観光関連施設の要件緩和
②同制度における固定資産税優遇の国の財政措置による恒久化(現状の優遇は5年間)

なお、上記は一例であり、他地域でも似た事例があれば、同様に改善するのが望ましい。

以上

(地域)金融機関を対象としたDES型UP-REIT制度の創設:サマリーイメージ

地方物件でもキャッシュフローは十分に安定

【J-REITの問題】

- 投資口流動性の欠如
- 規模拡大の遅れ
- LTV高止まり(新規借入のハードル)
- エクイティ調達の高直性
- 地方への画一的な見方

地方の流動性
欠如に拍車

【地方証券化案件の問題】

- 不動産の流動性欠如
- LTV高止まり
- 実力あるAMの不存在
- 地方への画一的な見方
- 「已む無し」としてのリファイナンス

同時に解決する方策としての
(日本版UP-REIT)

従来のUP-REITに加えて日本特有の効果

【J-REITへの効果】

- 投資口流動性UP
- 規模UP
- LTVに影響なく物件組入可能
- エクイティ調達の多様性

【地方証券化案件への効果】

- 流動性に劣る不動産を投資口転換権に付与し
EXITストレス軽減
- 実力あるAMを地方銀行主導で立ち上げ
→地域特化型リート勃興促進、地銀の地域コミット促進

地方で有効なUP-REIT制度は当然首都圏でも活用可能→不動産投資市場全体の活性化に寄与

スキームイメージ

