

# J-REIT における公募増資の現状と課題

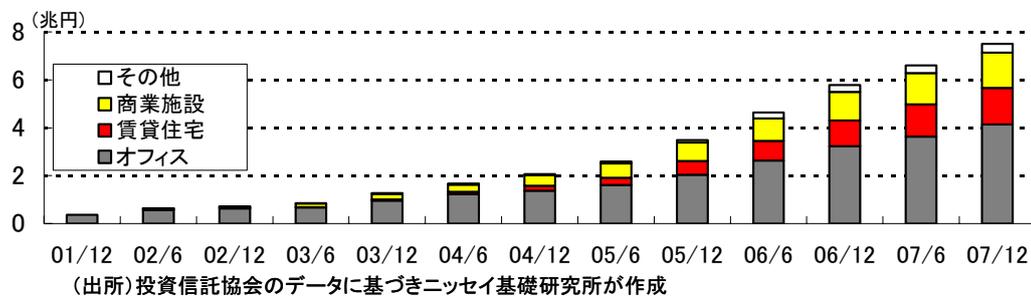
## — 求められるエクイティ・ファイナンスの要件緩和 —

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門  
 不動産投資分析チーム  
 副主任研究員 岩佐 浩人  
[hiwasa@nli-research.co.jp](mailto:hiwasa@nli-research.co.jp)

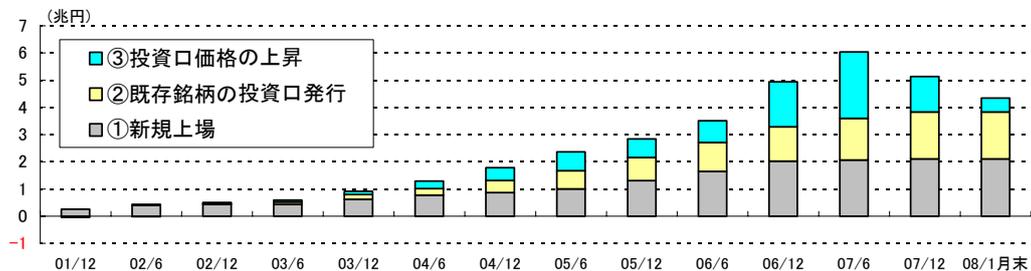
### 1. はじめに

市場創設から7年目を迎えたJ-REIT（不動産投資信託）市場では、用途タイプがオフィスから商業施設・賃貸住宅・ホテルなどへ広がり、運用不動産が7兆円を超えた。しかし、市場時価総額は、米国サブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）問題を契機とした投資家のリスク回避度の高まりとリスク性資産圧縮の動きなどから投資口価格が急落<sup>1</sup>した結果、2008年1月末時点で4.3兆円に減少している。（図表-1、2）。

図表-1 J-REIT の運用不動産残高



図表-2 J-REIT の市場時価総額



(注) ①上場時発行済投資口数×発行価格、②新規発行投資口数×発行価格で計算

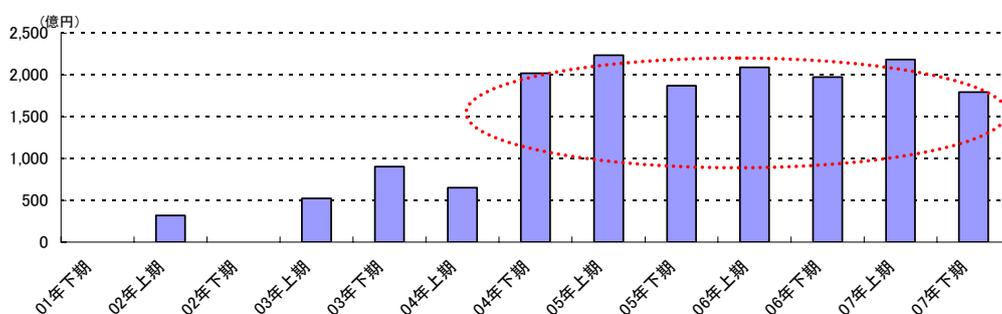
(出所) 開示データに基づきニッセイ基礎研究所が作成

<sup>1</sup> 東証REIT指数（配当除き）の最高値(2007.5月末)からの下落率は2008年1月末で▲39.5%に達する。

市場時価総額の増加要因を、①新規上場、②既存銘柄の投資口発行（以下、増資という）、③投資口価格の上昇の3つに大別して、この1年間の動きを振り返ると、2007年の「①新規上場」は2銘柄にとどまったため金額はほぼ横ばいに、2007年6月末には2.4兆円あった「③投資口価格の上昇」は、昨年後半からの市場下落を受けて0.5兆円に大きく縮小した。一方、「②増資」はこれまで通りの発行金額を維持し、J-REIT市場の成長を下支えしている。

J-REITの増資には、広く一般に投資主を募集する公募増資と、ある特定の第三者に対し投資口を発行する第三者割当増資があるが、これまでのところ公募増資が主流で、昨年の公募増資は約4,000億円と、J-REIT市場規模から見て非常に大きな金額となっている<sup>2</sup>（図表-3）。

図表-3 J-REITの公募増資



(注) 公募増資時に発表された第三者割当増資分を含む、金額は発行価格ベース

(出所) 開示データに基づきニッセイ基礎研究所が作成

J-REITは、通常、利益の全額を投資主に還元し内部留保しない<sup>3</sup>ため、物件取得資金を借り入れ（投資法人債を含む）で調達する。その後、負債比率（以下、LTV（Loan to Value））が上昇し予め定めて開示している財務方針を上回ってLTVの上限に近づくと、増資によりLTVを引き下げる。このため、物件取得による外部成長を通じてポートフォリオの収益拡大とリスク分散を図るJ-REITにとって、増資は不可欠で宿命的なものと言える。

しかし、最近の市場低迷は、公募増資にも影響を及ぼし始めている。すなわち、物件の追加取得でLTVが財務方針に定めた上限に近づいても、投資口価格の下落により、公募増資が困難な状態に陥る銘柄が少なくない。また、市場の下落局面で公募増資を実施した銘柄に対する市場の評価は厳しく、想定していた発行価格を大きく下回るケースも増えている。

そこで、以下では、これまでに行われたJ-REITの公募増資の内容と投資口価格への影響を確認するとともに、J-REITのエクイティ・ファイナンスが抱える課題について検討したい。

<sup>2</sup> 市場規模が約100倍ある国内株式の公募増資は、昨年約4,400億円であった（出所：日本証券業協会）。

<sup>3</sup> J-REITは利益（配当可能所得）の90%以上を配当することで法人税を免除（配当損金算入）されるが、実際には会計上の利益のほぼ100%を分配している。

2. 増資とDPSの関係

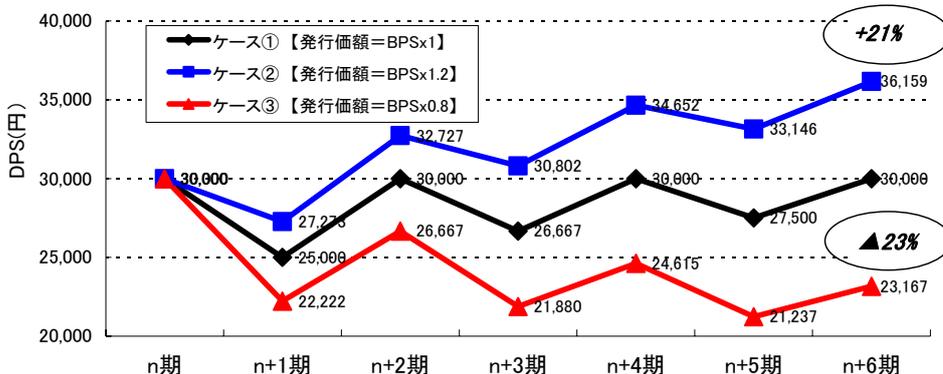
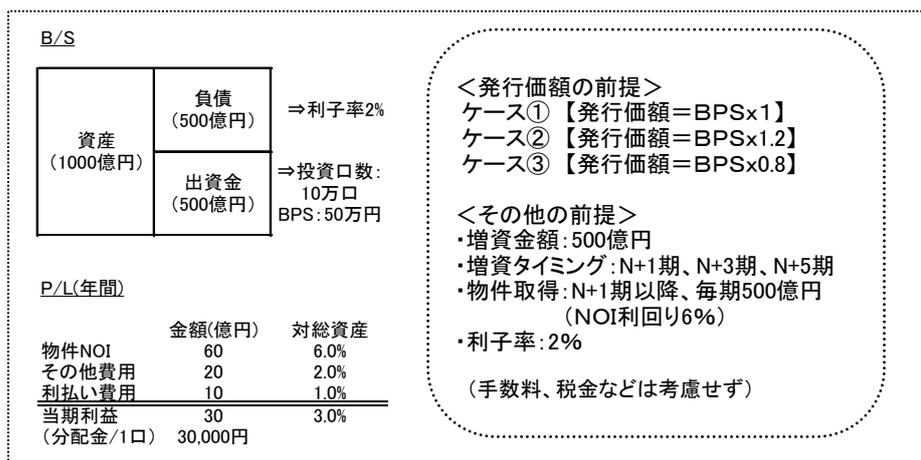
J-REITにおける公募増資の現状を振り返る前に、増資と一口当たり分配金（以下、DPSという）の関係について整理する。利益のほぼ100%が分配金となるため、DPSは、総資産利益率と一口当たり純資産（以下、BPSという）、レバレッジ比率に分解できる（図表-4）。

図表-4 DPSの計算式

$$\text{DPS (一口当たり分配金)} = \text{ROA (総資産利益率)} \times \text{BPS (一口当たり純資産)} \times \frac{1}{1-\text{LTV (レバレッジ比率)}}$$

具体例として、資産1,000億円のJ-REITが500億円の物件取得（毎年）と500億円の増資（2年毎、計3回）を前提に、増資時の発行価額（ケース①～③）によって、将来のDPSがどのように推移するかを試算した（図表-5）。

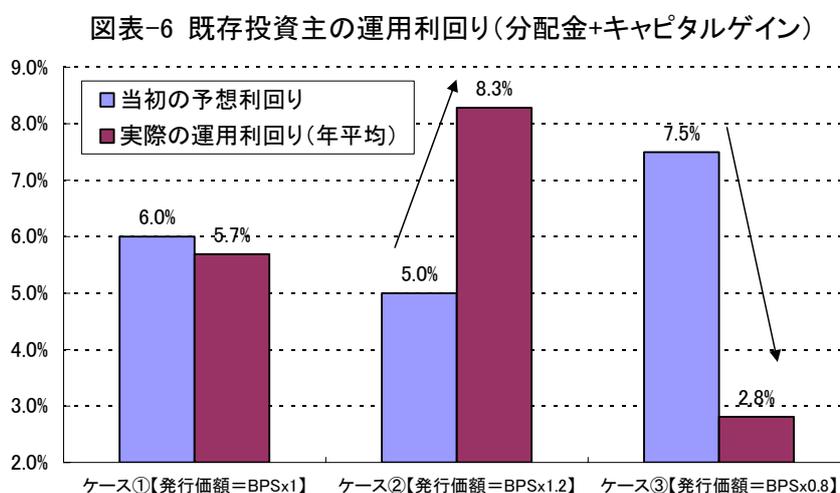
図表-5 発行価額がDPSに与える影響の試算



(出所)ニッセイ基礎研究所

発行価額とBPSが同じであるケース①では、DPSは一時的に希薄化するものの、後の物件取得によって元の水準である3万円を回復する。また、発行価額がBPSを上回るケース②（以下、プレミアム増資という）、発行価額がBPSを下回るケース③（以下、ディスカウント増資という）を比較すると、プレミアム増資によってDPSの希薄化が抑制されるとともに将来のDPSが21%増加するのに対し、ディスカウント増資では、DPSの希薄化が拡大し将来のDPSは▲23%減少する。

これを、既存投資主の運用利回り（分配金+キャピタル損益）に換算すると、当初の予想利回りが最も高かったケース③の運用利回りは、7.5%から2.8%へ大幅に悪化することになる（図表-6）。



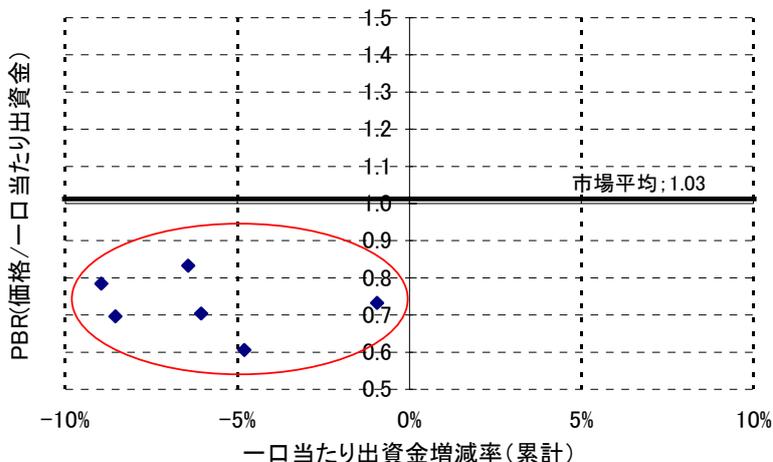
(出所)ニッセイ基礎研究所

つまり、同じ物件利回り・収益構造を持つJ-REITであっても、プレミアム増資（ディスカウント増資）によってBPSが上昇（低下）すれば、その分、将来のDPSと投資口価格が上昇（低下）し、既存投資主の運用利回りに影響を及ぼす可能性がある。J-REITの資産運用会社が資産規模の拡大と投資主利益の最大化を図り、市場の信認を高めながら事業を継続（ゴーイングコンサーン）していくには、ディスカウント増資を回避することが極めて重要であることがわかる<sup>4</sup>。

図表-7 は、昨年までの公募増資において一口当たり出資金を累計で毀損してしまった6銘柄の市場評価を示しているが、一度低下した投資家の信頼を回復することは、容易でないと言えよう。

<sup>4</sup> 投資主利益の最大化には、J-REITに適した優良物件の取得や賃料収入拡大など長期的な視点での取り組みが重要であることは言うまでもない。

図表-7 一口当たり出資金の減少率とPBR (2008年2月末)



(注) 市場平均: 上場 42 銘柄の単純平均

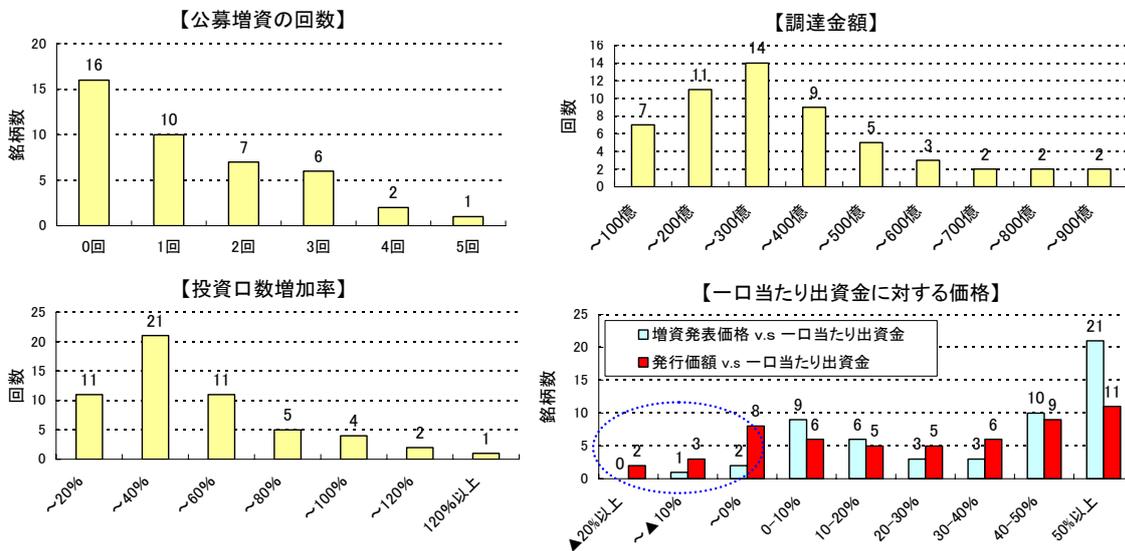
(出所) 開示データに基づきニッセイ基礎研究所が作成

### 3. J-REIT における公募増資の現状

#### ①これまでの公募増資の実績

それでは、昨年までに 55 回行われた公募増資の実績を確認したい (図表-8)。

図表-8 これまでの公募増資の実績



(出所) 開示データに基づきニッセイ基礎研究所が作成

公募増資の回数は、全体の約 4 割に相当する 16 銘柄が未実施の一方、既に 5 回を数える銘柄もあり、銘柄間で上場後の外部成長スピードに差が生じている。平均的な公募増資の

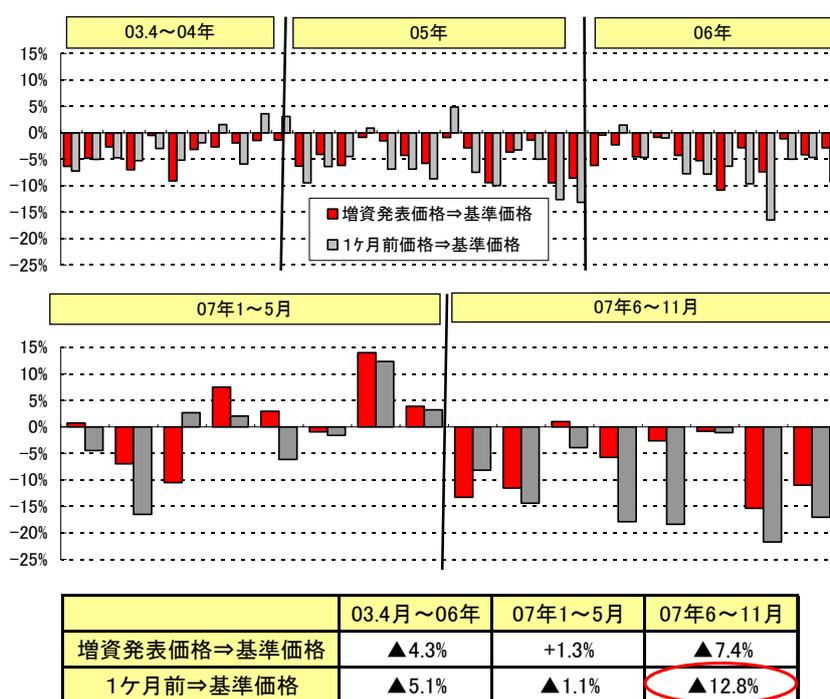
内容は、約2年に1回公募増資を行い<sup>5</sup>、1回の調達金額は約300億円、投資口数の増加率は約43%であった。

また、「発行価額」が「一口当たり出資金」を下回るディスカウント増資の回数は、全体の約1/4にあたる13回、このうち、増資発表時の市場終値<sup>6</sup>（以下、「増資発表価格」）が既に「一口当たり出資金」を下回っていた回数は3回のため、これまでのディスカウント増資の多くは、増資発表後の投資口価格下落が原因と言える。

## ②投資口価格へのインパクト

次に、投資口価格へのインパクトを確認する。一般に、上場企業が公募増資を発表すると、株数増加によるEPSの希薄化や需給悪化が懸念され、株価は一時的に下落する傾向にある。そこで、J-REITの「増資発表価格」から「基準価格」までの騰落率<sup>7</sup>、ならびに「増資発表1ヶ月前の価格」から「基準価格」までの騰落率を、東証REIT指数算出以降の03年4月～06年、07年1～5月(市場急騰時)、07年6～11月(市場急落時)に期間を分けて集計した(図表-9)。

図表-9 公募増資による投資口価格へのインパクト



(出所)開示データに基づきニッセイ基礎研究所が作成

増資発表時点からの騰落率は、2003年4月～2006年の期間は、全てのケースで下落し平均▲4.3%、2007年前半は上昇する銘柄も散見され平均+1.3%、2007年後半は平均▲7.4%

<sup>5</sup> 2007年10月期決算までの222回を対象

<sup>6</sup> 増資発表時の市場終値を「増資発表価格」、発行価格の算定根拠となる市場終値を「基準価格」、投資家の募集価格を「発行価格」、投資法人が受け取る価格を「発行価額」とする。

<sup>7</sup> 騰落率は、すべて東証REIT指数(配当込)調整後の数値で、市場騰落率との差をあらわす

であった。また、「増資発表1ヶ月前の価格」からの騰落率は、07年後半のマイナス幅が大きく、平均▲12.8%であった。

増資発表による投資口価格へのインパクトをまとめると、①増資発表から発行価格決定までの期間、投資口価格は市場インデックスを下回る傾向がある、②騰落率は市場のセンチメントに影響されやすい、③昨年後半では、増資発表以前から投資口価格が市場インデックスを下回る傾向がある、といった点が指摘できる。特に③については、J-REITは物件の売買情報やLTVの管理・運営方針など情報を適時開示しており、投資家は増資時期を概ね予測できることから、増資後の価格下落を予め織り込んだ動きである可能性もありそうだ。

#### 4. J-REITにおける公募増資の課題 ～求められるエクイティ・ファイナンスの要件緩和～

J-REITの実際の調達金額は、「発行価額」が「基準価格」に対して5～6%程度割り引かれるため、増資発表時の想定金額を約10%、「増資発表1ヶ月前の価格」を基準にすると、昨年後半は約20%<sup>8</sup>も下回ったことになる(図表-10)。

図表-10 J-REITの受け取り金額 (公募増資発表価格=100)

(東証REIT指数調整後)	03.4～06年	07年前半	07年後半	全期間
「増資発表 1ヶ月前の価格」	101	102	107	102
「公募増資発表価格」	100	100	100	100
「基準価格」	96	101	93	96
「発行価格」	94	99	90	94
「発行価額」	90	95	87	91

(出所)ニッセイ基礎研究所

仮に、ディスカウント増資を回避し、投資主利益に適った公募増資のためのハードル(PBR、投資口価格/一口当たり出資金)を1.1倍とすると、2008年2月末時点で増資可能な銘柄は14社、ハードルを1.2倍に引き上げると10社しか該当しない(図表-11)。

公募増資には相応の準備期間とコストがかかること、また、増資後の物件取得余力をある程度確保したいことから、J-REITでは1回あたりの新規発行口数がどうしても大きくなり、需給悪化懸念<sup>9</sup>が強まることで、本来価値<sup>10</sup>から乖離した価格(ミス・プライス)での増資になりやすい。図表-12の例では、こうした増資において、新規投資主と資産運用会社は利

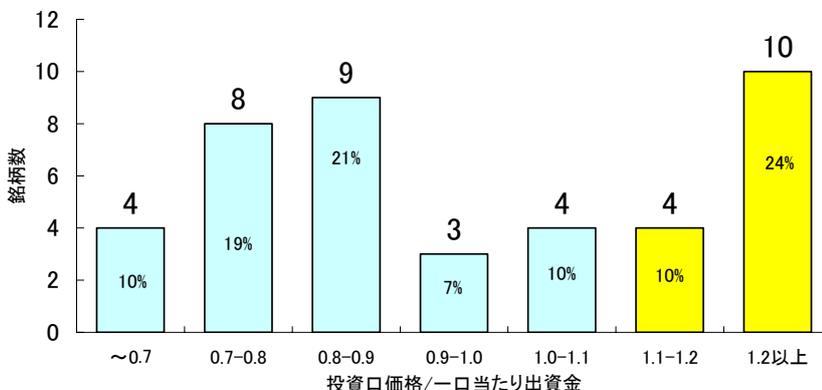
<sup>8</sup> 東証REIT指数調整前では▲24%下回る。

<sup>9</sup> 前述の通り、投資口数の平均増加率は43%であった。また、J-REIT市場では外人投資家の売買比率が60%近くを占め、グローバルな資金フロー・短期的な需給動向の影響が、より強まっている。

<sup>10</sup> あらゆる投資家の期待が反映される投資口価格は、中長期的にはJ-REITの本来価値(資産運用会社の運用能力を含む)に一致するが、需給の影響を強く受けた一時点での価格でしかない基準価格が、既存投資主にとって公正な価格かどうか疑問があろう。

益を享受できる反面、既存投資主のみがその損失を負担することを表している。

図表-11 J-REIT のPBR(投資口価格/一口当たり出資金) (2008年2月末)



(出所)開示データに基づきニッセイ基礎研究所が作成

図表-12 ミスプライスでの増資による損益状況

<前提>  
 ・投資口数:1口→2口、・PBR=1倍、・LTV:50%、資産運用報酬:資産×0.5%

価格		損益(②-①)	①出資金 ②投資口価格		
増資発表価格	100		既存投資主	▲5.0	100
基準価格	95	新規投資主	+2.0	93	95
発行価格	93				
発行価額	90				
(新)投資口価格	95				
		運用報酬増減			
		資産運用会社	+0.9		

(出所)ニッセイ基礎研究所

資産運用会社は、増資により調達する資金で物件を取得したり、物件売却益を計上したりすることで、DPSの希薄化を抑制することはできるが、需給に基づく投資口価格の下落をコントロールすることは出来ない。既存投資主にしても、結果的に自分達の利益に反する増資の責任を、全て資産運用会社に求めることは難しいであろう。

投資主(プリンシパル)と資産運用会社(エージェント)の利害が対立し両者の信頼関係が崩れることをエージェンシー問題と言うが、そのコストは、リスクプレミアムの上昇を通じた投資口価格の下落である。昨今の投資口価格低迷の1つの要因に、こうしたJ-REITに内在する増資リスクが含まれるとすれば、外部成長のためには「LTV上昇→大規模増資」を繰り返すしか術がないJ-REITのエクイティ・ファイナンスについて、投資主利益保護の観点からも、投資信託法(投資信託及び投資法人に関する法律)に定められた要件の緩和が検討されるべき時期ではなかろうか。

例えば、一口当たり出資金を転換価額の下限とした新株予約権付社債(CB)の発行、物件取得の対価とした投資口の発行(現物出資)、既存投資主を割当対象とした投資口の発行などが認められ、ファイナンス手段の選択肢が広がれば、新規の投資口発行量の平準化や投資主と資産運用会社間の利害対立の解消(リスクプレミアム低下)が期待できると思われる。

J-REITは不動産の集合体である器でしかなく、法人税も免除されているため、一般事業法人と同等のファイナンス手段を認めることで、J-REIT本来の商品性や役割を歪める可能性もある。また、スポンサー利益を優先した資産運用会社の安易な拡大志向は、十分戒められるべきだが、資産運用会社が真に受託者責任を全うするには、現在の運用報酬体系<sup>11</sup>からして、一定の資産規模も必要と思われる。PBRが1倍を大きく上回る銘柄のみが生き残り、平均的な市場評価を受ける銘柄が資産規模拡大に窮するならば、J-REIT市場の発展<sup>12</sup>は望めない。

J-REITの商品魅力度を高め、国内外のファンドとの競争力を強化するには、資本市場の変化にあわせて法律・制度など不断に変えていくことが重要ではないだろうか。

以上

---

<sup>11</sup> 基本的には運用残高に連動しており、残高に対する平均的な報酬率は0.5%を下回っている。

<sup>12</sup> 07年12月以降、市況低迷を理由に2銘柄が東証の上場承認後に上場延期を決定したほか、上場準備中の3銘柄が投資法人の解散を発表するなど、当面、上場銘柄数の頭打ちが予想される。また、投資口価格の低迷が続けば、上場REITの非上場化の可能性も考えられる。