

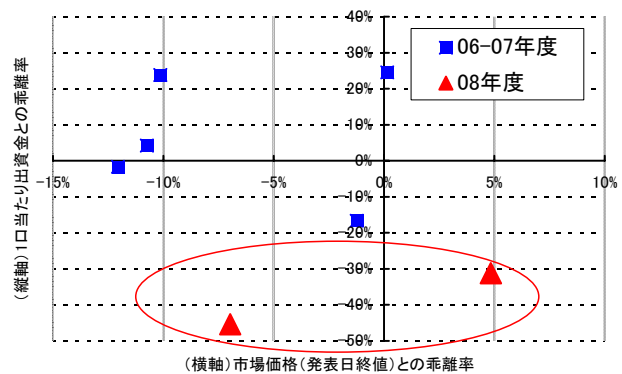
## (不動産投資)：J-REIT のディスカウント増資を考える

J-REIT 市場では、1口当たり出資金を大幅に下回る第三者割当増資が発表され、投資主利益の希薄化への懸念が強まっている。投資家との信頼を高め、市場の規律ある発展には、資金調達手段の多様化や M&A 環境の整備など、制度改革を検討すべき時期を迎えていると思われる。

J-REIT(不動産投資信託)の資金調達は、制度上、借入れ(投資法人債を含む)もしくは投資口の新規発行(以下、増資)に限定されている。そのため、運用ガイドラインに負債比率(以下、LTV)の上限を定め保守的な財務運営を図りつつ、物件取得によるポートフォリオの収益拡大とリスク分散を通じて成長を目指す J-REIT にとって、増資は不可欠なものと言える。

この J-REIT の増資に際して、発行価格は市場価格を基準としつつ、投資主利益の観点から、既存の1口当たり出資金を上回ることが重要とされてきた。しかし、08年度に入り、1口当たり出資金を大幅に下回る価格での第三者割当増資(以下、ディスカウント増資)が相次ぎ発表され(図表1)、これまでの市場の共通認識や投資家と資産運用会社間の信頼が崩れかねないとの懸念が強まっている。

図表1:発行価格v.s1口当たり出資金、v.s市場価格



(出所)開示データよりニッセイ基礎研究所作成が作成

昨年度までの J-REIT の第三者割当増資は、運用力や物件取得パイプラインの強化を目的とした新たなスポンサー企業に対する割当であった。今年度の事例は、借入金のリファイナンスや取得予定物件の借入等が困難となり増資に踏み切った点が異なっており、一般に、情報開示の透明性や安定したキャッシュフローから信用力が高いとされる J-REIT にも、世界的な信用収縮の影響が及んでいることが判明した。

投資家が、増資の発行価格につき1口当たり出資金を目安とするのは、発行価格と1口当たり分配金(以下、DPS)の関係にある。J-REITは、利益のほぼ全額を投資主に還元するため、DPSは、総資産利益率と1口当たり純資産(以下、BPS)、とレバレッジ比率に分解できる。

$$\begin{array}{c} \text{DPS} \\ \text{(一口当たり} \\ \text{分配金)} \end{array} = \begin{array}{c} \text{ROA} \\ \text{(総資産} \\ \text{利益率)} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{BPS} \\ \text{(一口当たり} \\ \text{純資産)} \end{array} \times \frac{1}{1-\text{LTV}} \quad \begin{array}{c} \text{(レバレッジ} \\ \text{比率)} \end{array}$$

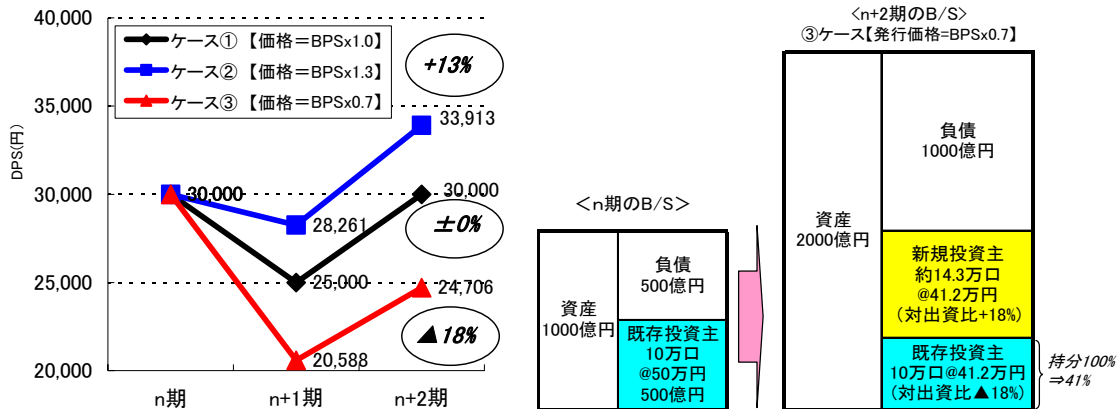
図表2は、資産1,000億円のREITが500億円の増資と毎年500億円の物件取得を行う前提で、発行価格(ケース①; BPS×1.0、ケース②; BPS×1.3、ケース③; BPS×0.7)毎のDPS推移、及びケース③における投資主持分の毀損度合いを表している。発行価格がBPSに等しい「ケース①」(DPSの希薄化が一時的でその後は3万円を回復)に比べて、発行価格がBPSを下回る

「ケース③」では、既存投資主の持分が希薄化する分、将来のDPSが減少することになる。これは、投資主利益の最大化を使命とするREITの資産運用会社が、増資によって投資主利益を大きく毀損することを意味する。

図表2: 発行価格がDPS、投資主持分に与える影響

<発行価格の前提>  
 ケース①【発行価格=BPSx1.0】  
 ケース②【発行価格=BPSx1.3】  
 ケース③【発行価格=BPSx0.7】

<その他の前提>  
 ・物件NOI利回り:6%、利子率:2%、その他運用費用:2%  
 ・当初投資口数:10万口、BPS:50万円、LTV50%



(出所)ニッセイ基礎研究所作成

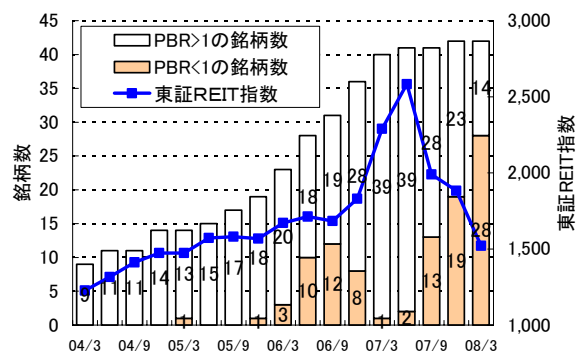
もちろん、全てのディスカウント増資が否定されるわけではない。保有不動産の価値や経済環境などの変動にあわせて、出資金の価値も時間とともに増減する。投信法や投資法人の規約で「募集投資口の払込金額は保有する資産の内容に照らし公正な金額とする」と定めるように、結局、資産運用会社は、市場価格だけを基準にするのではなく、自らが開示し評価するポートフォリオ価値に対して増資の発行価格が公正かどうか、投資家に対し明確に説明する責任を求められている。

東京証券取引所では、既存株主の権利・利益を侵害しかねない大規模な第三者割当増資等の増加を問題視しており、こうした企業行動が市場の透明性・効率性を低下させるとして、上場規則に定めている「企業行動規範」の拡充などを進めることで、企業に改善を求める方針だ。

これまで順調に拡大してきたJ-REIT市場だが、昨年以降、投資口価格が低迷しPBR（株価純資産倍率）1倍を下回る（PBR<1）銘柄数が増加するなど、J-REITに対するリスクプレミアムは拡大傾向にある（図表3）。

投資家との信頼を高め、市場の規律ある発展には、現行制度で十分かどうか。J-REITの資金調達手段の多様化やM&A環境の整備など、制度改正を検討すべき時期を迎えていると思われる。

図表3: 東証REIT指数とPBR1倍を下回る銘柄数の推移



(出所)開示データよりニッセイ基礎研究所作成が作成

(岩佐 浩人)