

海外不動産への投資解禁、

今年5月、東京証券取引所はJ-REITの海外不動産投資を解禁。これに先立って1月には、国土交通省から海外不動産の鑑定評価手法を示した「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」が公表され、海外不動産への投資環境が整備されることとなった。

しかし、昨今の世界的な金融不安を受け、金融機関に融資見直しの動きが広がっており、さらに投資口価格(株価)も低迷が続くなど、ファイナンス環境は厳しい状況が続いている。事実、解禁から約2ヵ月後の7月時点でも、J-REITの海外投資実績は一例もない。

ただ、投資対象が海外にまで広がったことで市場としての厚みを増し、J-REITがより魅力的な商品へと成長する機会を得たことに違いはない。今号では、国内REIT各社の海外不動産投資に関するアンケート結果を踏まえ、J-REITの資産運用会社、不動産鑑定士、格付機関の3者へインタビューし、J-REITにおける海外不動産投資の可能性と現状の課題についてレポートする。

J-REIT全42社の資産運用会社に対し、海外不動産投資に対する考え方と今後の取り組みにつき、当誌編集部にてアンケートを実施。右ページのグラフはこれをまとめたものである。

まず問1は、海外不動産への投資に対する現在のスタンスについての設問。結果は28社が「考えていない/予定なし」と回答、8社が「検討中」としており、「積極的に行う」との回答は1社もなかった。海外の不動産取得で外部成長を図ろうにも、現在のファイナンス環境が厳しい上、いまだ投資実績が一例もないこともあり、各社様子見の状況が続いているようだ。その他のコメントとしては、「別ピークルで検討」「引き続きスタディを継続」「海外物件とのミックスは投資家が敬遠」といったものが見られた。

問2の、投資対象となる地域・国については、アジア地域が最も多く、北米、ヨーロッパと続いた。確かにアジア市場の成長性の高さは瞠目に値するものの、一部の国では、情報の不透明性や、制度的な不備も指摘されており、投資家に対する説明責任等、情報開示の点で疑問が残るとの指摘もある。

問3のアセットタイプに関する回答については、各社とも基本的には現在のポ

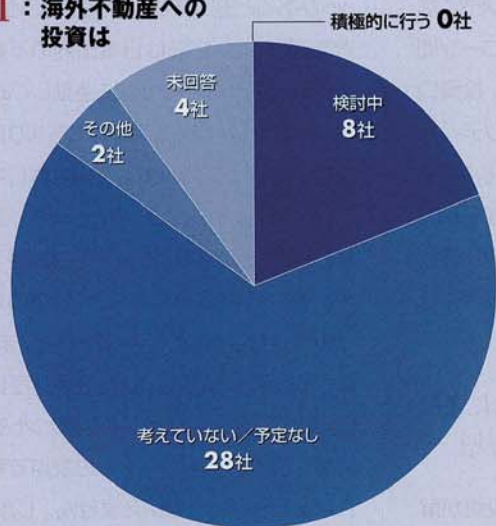
ートフォリオにおける投資比率に従ったアセットを対象としている。ただ、「その国の商慣習を考慮して決める」といった意見も一部に見られた。

海外不動産投資のメリットに関する問4では、「投資機会・資産規模の拡大」が20社と最も回答が多く、次点に「リスク分散」、「ポートフォリオ収益力の向上」と続く。問1で投資の予定はないとしながらも、海外投資に対するメリットを感じている企業は多く、この他にも「海外不動産事業を展開するスポンサー企業との連携により、他社との差別化を図る」「既存物件とのシナジー効果」といった積極的な意見も見られた。

問5は海外不動産投資における課題や懸案事項についてだが、最多回答は「資産運用会社における体制構築」、次点に「資産の投資価値の見極めと取得方法」が続き、いずれも20社を超える企業が選択した。また、商慣習や税務・法務面、管理体制における課題を指摘する回答も多く、対象国マーケットに関する情報収集はもちろん、実務面をネックと感じている企業が多いことがうかがえる。その他「為替リスクへの対応」「国債とのスプレッド」「投資口価格が回復してから」といったコメントが寄せられている。

転機を迎えるJ-REIT市場

問1：海外不動産への投資は

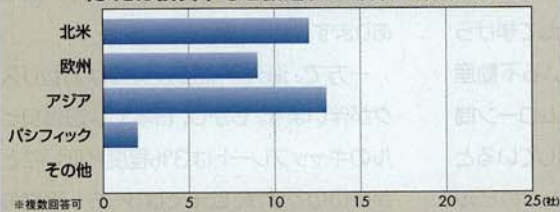


J-REIT各社へのアンケートに見る 海外不動産投資に対する マインド

※対象：J-REIT42社(回答数38社) 実施期間：2008年6月30日～7月31日

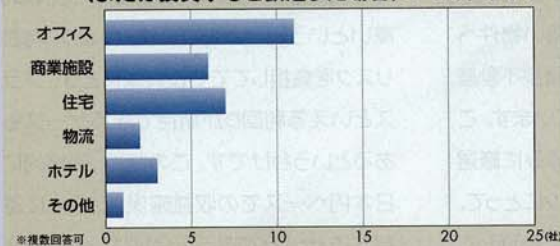
問2：投資を考えている

(または投資すると仮定した場合) 対象地域・国

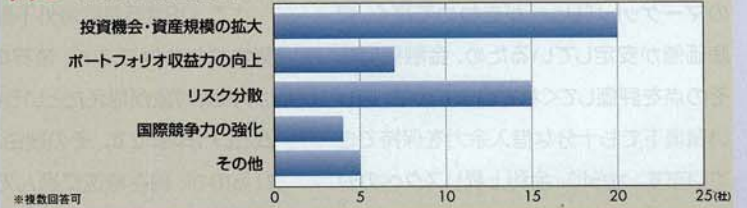


問3：投資を考えている

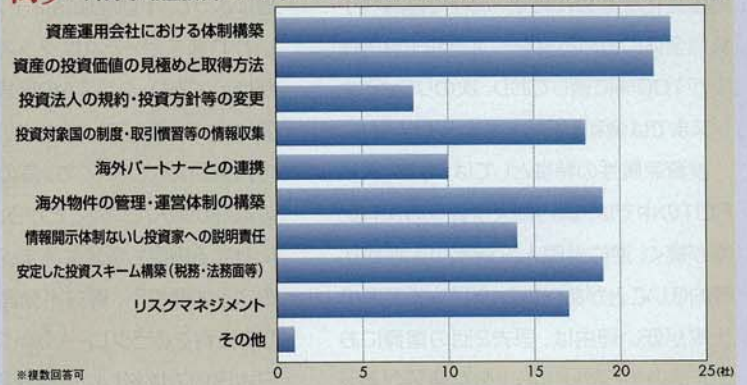
(または投資すると仮定した場合) アセットタイプ



問4：海外不動産投資のメリット



問5：海外不動産投資および組み入れにおいて、課題・懸念事項とされていること



法務・税務をはじめとする実務レベルでの課題解消が、海外不動産投資成功の鍵

グローバル・アライアンス・リアルティ株式会社

代表取締役 社長

山内 正教 氏



「近・新・大」をキーワードに発展するグローバル・ワン

グローバル・ワン不動産投資法人(以下「グローバル・ワン」)の特徴は、設立以来、物件のクオリティを重視した「近・新・大」の大型オフィスビルに厳選して投資を行っていることです。これにより景気の影響を受けにくく、グローバル・ワンの資産価値の安定性は高いといえます。資金調達の間でも、昨年4月に高条件で増資を行っており、不動産の期末評価額ベースでのLTV水準では2008年3月期で30%を切る非常に低い水準となっています。保有物件のマーケットバリューがきわめて高く、資産価値が安定しているため、金融機関もその点を評価してくれていますので、厳しい環境下でも十分な借入余力を保持できています。さらに、金利上昇リスクへの対策として、3年前から戦略的に借入金の長期固定化を進めた結果、現在では有利子負債全体に占める長期固定有利子負債比率が100%に達しており、次のリファイナンスまでは金利上昇の影響は受けません。

投資家属性の特徴としては、オフィス系REITの中では、国内個人投資家の保有比率が高く、逆に外国人投資家の比率が比較的低いことがあります。外国人投資家の比率が低い理由は、過去2回の増資において国内からだけでも十分な需要があっ

たため、あえてグローバル・オフリング等を実施しなかったことにあるでしょう。外国人投資家の保有割合が過度に大きくなり過ぎると、昨年のサブプライムローン問題のような事態が発生した際に、投資口価格の相対的な値動き(ボラティリティ)が極端に大きくなるとの指摘があります。その点、外国人投資家の保有比率が低いレベルにあることは、グローバル・ワンの投資口のボラティリティが他銘柄と比べて低くなっている一因と思われる。

海外不動産投資の解禁により分散投資効果への期待増

さて、08年5月に海外不動産投資が解禁されたわけですが、業界の反応としては、投資対象が増えたという点でウェルカムという印象です。その理由として挙げられるのが、現在急速に進んでいる不動産の質への逃避です。サブプライムローン問題によって、不動産価格は下落しているといわれますが、それはクラスB・Cのビルが中心であり、クラスAの優良不動産の評価は逆に上昇しています。加えて、投資家の投資目線についても、質の高い物件への選好が進んでいることから、優良不動産に対する需要も急速に高まっています。このような環境下、優良不動産のみに厳選して投資を行うグローバル・ワンにとって、日本国内では厳しい取得競争に直面して

いるという現状があります。

また、分散投資の観点から見ても、メリットがあると思います。日本国内で地域分散を図っても、結局は日本国内の不動産市況は東京のマーケットに連動しており、地震リスク分散の観点以外にあまり意味がないといえます。その点、例えば日本の不動産市況が下降気味のときでも、欧米など別の経済圏にある海外不動産が下支えすることも考えられるなど、本当の意味での投資分散効果が期待できます。また、取引慣習についても、国内の不動産賃貸借契約では法体系上、極めてテナント有利になっており、ビルオーナーの視点で考えればあまり有利とはいえません。しかし、海外ではテナントとオーナーの関係が対等、あるいはオーナーのほうが強い国もあります。

一方で、海外不動産投資には為替リスクが伴います。しかし、日本では超優良ビルのキャップレートは3%程度と低いことが多いのですが、欧米では5~6%程度の高い水準にある物件もあり、クラスAのビルで見ると、日本の利回りよりも比較的高いという現状があります。つまり、為替リスクを負担してでも投資家にとってプラスといえる利回りが期待できるケースもあるというわけです。このため、最終的に日本円ベースでの収益確保・安定化に寄与すると判断できる場合には、保有資産

の一部を海外資産とすることを妨げるべきではないと考えます。

実務レベルでの課題解消が海外不動産投資における最大の焦点

とはいえ、海外不動産投資に課題がないわけではありません。先に触れた為替リスクにしても、例えばビルそのものがクラスAでも、その国の通貨価値が暴落する危険性をはらんでいるようでは、投資対象とはなりません。また、投資法人が海外不動産投資を行う際には、投信法上の投資制限や、投資法人に法人税を実質課税しないという「税務導管性」要件充足の観点からも、難しい問題点があります。その1つが外国税額控除の問題です。海外投資に伴う外国税額は、従来の税制では、投資法人の段階で全額控除が可能でしたが、税制改正によりそれができなくなりました。REITにとっては現地での税金という追加コスト発生により、配当金が減少してしまう問題が生じます。投資家にとっても、外国税額の控除を行うためには複雑な確定申告の手続きをして頂く必要があるのですが、その場合も税務上不明瞭な部分があるため、全額控除できるかはっきりしていません。さらに、投資対象国における課税・納税方法如何によっては、投資法人における税務上と会計上の利益に違いが生じる可能性があり、「税務導管性」要件充足の問題が生じます。やむを得ない事情があった場合等に適用を認める「宥恕規定」導入の必要性も、一部で指摘されているようです。

投資スキームに関しても、海外不動産を直接取得する「直接投資」と、海外不動産を保有する事業体への「間接投資」の2つの方法がありますが、それぞれに課題が

存在します。まず、直接投資の場合、現地で発生するすべての収益・費用を、外貨換算した上で、円ベースで帳簿記帳を行う必要があります。これは、為替変動があることから、大変に煩雑な作業であるといえます。また、間接投資の場合、投信法194条の規制により、事業体の50%超の株式投資ができないとされており、使い勝手が悪いものになっています。

つまり、制度的には海外不動産投資は可能ですが、実務上のこれらの課題がクリアできないと実際の投資にはなりにくいといえるのです。

ネットワークや体制の構築が海外不動産投資成功のキーファクター

次に、海外不動産の鑑定評価についてですが、今年1月に国土交通省が策定した「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」に明記された鑑定方式は、その所要時間が課題の1つとして挙げられます。欧米の不動産市場について言えば、売買の話があってから決着までが約1ヵ月というケースが多いのに対し、同ガイドラインに基づく鑑定評価作業は、やや時間を要する可能性が高く、物件購入におけるスケジュール管理を慎重に行う必要があると考えます。また、鑑定評価やデューデリジェンスについては、手順や方法等が国内と海外とで異なる部分が多いのも事実。例えば、英国では地震がほとんど起こらないため、日本で通常に行われているPML値の算出を行っていません。エンジニアリング・レポート自体は、日本以上にしっかりしているものの、情報の一部が提供できないことが問題とされると投資自体できないこととなります。

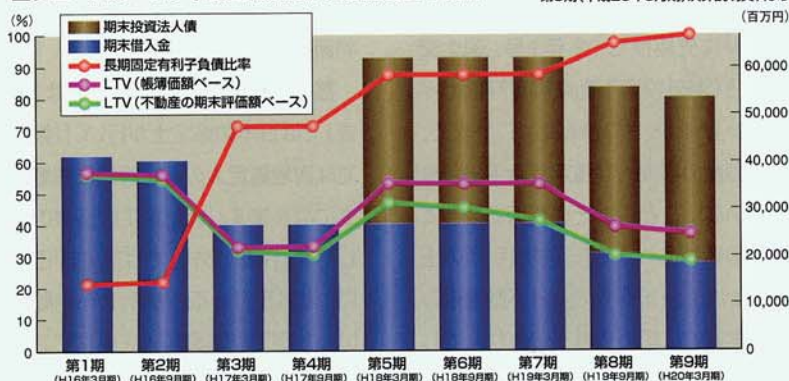
そして、海外不動産投資に際して、もっと1つ重要なポイントが人脈構築と情報収集。例えば、英国ではエージェントの力が強く、コンサルタント的な役割も担ってくれますし、入札にも彼らの力が必要です。また、投資家の信頼を得ることを重視し、そのために必要となる詳細なデータベースを持っており、クライアントには細かいマーケット情報を提供してくれます。このため、多くの優秀なエージェントと信頼関係を構築するには、自社での語学力を含めた人材育成が課題となるでしょう。当社では、このような理由もあって、昨年7月から1年間、社員1名をロンドンに派遣し、人的ネットワークの構築と情報収集等を行っています。

REITの信頼向上に不可欠な投資家の利益代表としての意識

今後、海外不動産投資を検討していくうえで、まず、投資対象国の通貨の安定性が重要であり、グローバル経済においてすでに揺るぎ無い地位を築いている通貨の国への投資を検討することになるでしょう。具体的にはドル、ポンド、ユーロです。さらに、透明性、流動性の高いマーケットにおけるクラスA以上のオフィスビルで、国内よりも利回りが高く、収益、資産価値も安定している物件を総合的に判断して、それが国内投資よりも有利であれば、検討していくことになります。また、実際の運用業務では現地の業者任せにせず、駐在員を派遣して、万一の時に対応できる体制を整えるべきでしょう。プロパティマネージャーの選定に際しても、国内同様、海外投資家との取引実績の有無を含めた実績を勘案し、決定する必要があると認識しています。

いずれにしても運用会社は、投資家の方々からフィーをいただく「投資家の利益代表」であることを忘れるべきではありません。その姿勢を明確にすることが、J-REITの信頼を維持・向上させる最善の方法であり、今後は、それを実践している運用会社のみが生き残っていくといえるでしょう。当社は、今後もこの姿勢を堅持していきたいと考えています。

■グローバル・ワン不動産投資法人/財務運営の軌跡



クロスボーダー取引の拡大に伴い、 新たなスキルと経験が求められる 不動産鑑定士

シービー・リチャードエリス株式会社

バリュエーション&アドバイザー・サービス部 部長
不動産鑑定士

矢島 祥裕



不動産市場の変化に対応して 改正される鑑定評価基準

REITは1960年に米国で誕生し、その後世界各国へと広がり、日本では2001年にJ-REITとして創設されました。そして、不動産証券化市場の拡大に伴い、それに即したかたちで不動産鑑定評価基準の改正も行われてきています。J-REIT誕生後、同基準の最初の改正となったのは02年7月。この改正で特筆すべき点としては、DCF法が導入されたことでしょうか。また、投信法・資産流動化法にからむ資産の取得・保有時の鑑定評価においては、投資採算価値を表す特定価格を求めること、また、収益還元法で収益価格を求める際に必要となる、DCF法と直接還元法の2つの方法が明記されました。さらに07年4月には、「証券化対象不動産に関わる鑑定評価」が同基準にて創設され、さらにこれを補足する「鑑定評価実務指針」が公表されています。これにより、DCF法の適用のあり方がより具体的かつ明確に示されました。日本の不動産証券化による投資マーケットの変化に基づき、投資家にとってわかりやすく、より透明性の高い情報が求められるようになったわけです。

そして、以上の法改正の背景には、市場ニーズの変化が大きく影響しています。

不動産証券化の本格化に伴い、それまで一般事業会社であるオリジネーターが保有していた不動産が、証券化対象資産として相次いでオフバランス化されていきました。その過程において、投資家が適正に判断できるよう、必要があれば会計士や建築士といった専門家との連携により、対象不動産が生み出すキャッシュフローや、耐震性・土壌汚染といったリスクを明確化し、それを鑑定士が評価して価格を決定してきました。

投資家の方々へ、こうした情報がないと投資すべきかどうかの判断ができませんし、鑑定士にとっても、評価する上で必要な情報と考えていたのです。つまり、投資家の見ると鑑定士の目線が重なっていたからこそ行われてきたことであり、それが広くルール化されたというわけです。

2つの方式が示された 海外不動産鑑定評価

さて、今回のJ-REITによる海外不動産投資解禁に先駆けて、今年1月、国土交通省から「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」が公表されました。これまで、海外不動産の標準的な鑑定評価手法が確立していないこと等がその要因となっているとの声もあり、東京証券取引所の上場規定では、J-REITへの海外不動産組み入れは実質的に認められていませんし

た。同ガイドラインは、これを可能にするために、投資家保護および鑑定評価の信頼性向上の観点から、適正な鑑定評価が行われるよう、現地鑑定人との連携・共同作業のあり方、鑑定評価の手法等を示したものです。

同ガイドラインにおいては、現地鑑定人については海外現地において専門職業家として認定、または公認された不動産鑑定人を選任する必要があるとしています。また、日本の不動産鑑定士と現地鑑定人の連携・共同作業について「現地鑑定補助方式(以下、補助方式)」と「現地鑑定検証方式(以下、検証方式)」の2つの方式が示されています。どちらの方式でも、日本の鑑定士が現地へ赴き、実地調査による対象不動産の確認をする点は同じです。大きな違いとしては「補助方式」では現地鑑定人の情報提供を受けて日本の鑑定士が鑑定評価を行うのに対し、「検証方式」では、鑑定は現地鑑定人に依頼し、その結果を日本の鑑定士が検証して判断する点です。

鑑定評価額の決定については「補助方式」では日本の鑑定士が行い、「検証方式」では現地鑑定人の鑑定評価に同意する形式になります。また鑑定評価書の構成としては、「補助方式」では鑑定評価報告書に、海外現地の取引事例や市場動向等といった現地基礎資料等を原文で添付する

のに対し、「検証方式」では鑑定評価検証報告書に加え、現地鑑定報告書の原文と、その日本語訳を添付することが義務付けられています。

コスト面では、どちらの方式も日本と現地の鑑定士で2つの報酬が発生するため、それほど変わりはないと思われませんが、時間的には「検証方式」の方が早いと推測されます。その理由としては、「補助方式」のように、いかに現地の情報の提供を受けるとは言え、日本の鑑定士が税務や法務等の面から現地の市場動向までを理解するには、間違いなく時間がかかると考えられるからです。その点、これらを理解している現地のプロに鑑定してもらい、その内容を判断する「検証方式」の方が、「補助方式」に比べて、求められる知識・スキルの範囲が限定され、所要時間も軽減されると言えるでしょう。逆に「検証方式」では、鑑定を依頼する現地鑑定人の能力をどれだけ正確に把握できるか、ということが求められるとも言えるかもしれません。ただ、いずれの方式でも、予め契約書等で現地鑑定人の責任の範囲を明確にしておく必要があるでしょう。

日本と各国のREITにおける制度上の違い

また、制度面については、日本ではJ-

REITが海外不動産を取得するためには、日本の鑑定評価基準に基づく鑑定評価が義務付けられています。これに対して他国のREITでは、不動産の取得や保有、または処分等において、外部の鑑定人による鑑定評価書が自主的な任意規制となっているところもあると聞きます。これは、日本では投資家保護の側面が強いのに対し、投資家の自己判断に委ねている部分が多いためではないでしょうか。そのような国には、投資判断に必要なデータが一般に公開されており、投資家自身の判断がしやすい環境が整っています。

ちなみに、私自身の経験なのですが、オーストラリアのLPTに関わる不動産の鑑定評価に当たっては、我々の評価結果がそのまま投資家に開示されており、現地の鑑定士は関わっていません。また、日本では1業者の鑑定でかまいませんが、シンガポールのREITでは2社の鑑定評価が必要とされる場合があるなど、国によってその制度に違いがあります。

日本の鑑定士に求められる海外市場への眼と柔軟な対応力

08年1月1日現在、日本には1万人弱の鑑定士(鑑定士補を含む)がいますが、今回の海外不動産投資解禁により、私を含めたほぼ全ての鑑定士が新しい局面を

迎えたこととなります。

今後、クロスボーダーの取引が進む中では、企業としてグローバルなネットワークを持っていることがより活かされるでしょう。また、鑑定士個人に求められる資質としては、より多くの国や地域に目を向けて、世界のマーケットを熟知する必要があります。各ローカルマーケットにおける不動産価格のレベル感だけでなく、鑑定の上では、現地を生で感じないと掴み取れないものも多いはずですので、積極的に海外に赴くことが求められてくるでしょう。

そして、不動産が一国の中でしか存在し得ないものである以上、その国の制度や市場について知識を深めていくことは非常に重要ですが、それだけで正しい鑑定評価に結びつくとは限りません。海外の鑑定士の実務に対する考え方や姿勢を柔軟に理解する能力、コミュニケーション能力や語学力なども同時に求められてくると言えます。そのためには、鑑定分野において国際的に高い評価を得ている不動産鑑定士資格、米国の「MAI」や英国「MRICS」等のライセンス取得を目指すのも、1つの選択肢かもしれません。いずれにせよ、日本の不動産鑑定士はこれまで以上に精度の高い評価と、新たなスキルが求められてきていると言えるでしょう。

■表1 依頼人に対する不動産鑑定業者・不動産鑑定士及び現地鑑定人の責任分担

	現地鑑定補助方式	現地鑑定検証方式
不動産鑑定業者	①現地鑑定人の選任 ②鑑定評価書全体(品質管理)	①現地鑑定人の選任 ②鑑定評価書全体(品質管理)
不動産鑑定士	①現地基礎資料等の検証 ②鑑定評価書全体	①現地鑑定報告書の検証 ②現地鑑定報告書の鑑定評価検証報告書 ③現地鑑定報告書の日本語による翻訳文
現地鑑定人	①現地基礎資料等	①現地鑑定報告書

※国土交通省「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」より

■表2 不動産鑑定士制度を有する国又は地域の例示

	資格・称号	人数	鑑定評価基準(基準作成団体)
アメリカ合衆国	①州公証・公認鑑定人 ②MAI(商・住・工)、SRPA(商・住・工)、SRA(住)	①約95,000人 ②約6,000人	USPAP (Appraisal Foundation)
英国	MRICS(member)、FRICS(fellow)	約130,000人(121カ国)	RICS Appraisal and Valuation Standards(RICS)
オーストラリア	CPV(Certified Practising Valuer)	約7,500人	Professional Practice Standards (API/PINZ)
シンガポール	SIV(Singapore Institute Of Valuers)	約18,000人	SISV Valuation Standards and Guidelines(SISV)
台湾	不動産估價師	約200人	不動産估價技術規則 (中央政府内政部地政司)
大韓民国	鑑定評価士	約2,500人	不動産価格公示および鑑定評価に関する 法令鑑定評価に関する規則(建設交通部)
ドイツ	Property Valuation Expert	約1,000人	WERTV(IfS-ZERT)
香港	MHKIS(member)、FHKIS(fellow)	約1,400人	the HKIS Valuation Standards on Properties (HKIS)

※国土交通省「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」別表より抜粋

海外不動産取得REITの格付けでは 専門性の有無が重要ポイント

ムーディーズ ジャパン株式会社

ストラクチャードファイナンス
ヴァイス プレジデント・シニア クレジット オフィサー

増子 卓爾 氏



資産価値や時価総額の 鈍化が懸念されるJ-REIT市場

ムーディーズ ジャパン(以下、当社)は1985年の設立以来、世界の資本市場で活動する機関投資家および債券の発行体を対象に、国内外市場の社債、CP、証券化債券、預金、ファンド、その他債務に関する最新の信用情報を提供し、日本の国内金融市場の発展に貢献しています。現在、国内大手銀行・証券・保険会社をはじめ、一般事業会社、公益事業会社、政府系機関を含む300を超える国内発行体の債券・債務に当社の格付けが付されており、その中にはJ-REIT会社も含まれています。

さて、そのJ-REIT市場ですが、2001年の創設以来、06年までは資産総額、上場数、時価総額ともに、順調に拡大してきました。しかし、07年には資産総額では前年比1兆円超の拡大を見たものの、伸び率は鈍化し、新規上場数も2社にとどまっています。また資産総額が拡大しているにもかかわらず、時価総額は前年並みの水準を保ったままでした。この傾向は08年に入ってさらに顕著となり、4月末現在の資産総額は昨年末比約6000億円増加したものの、時価総額は9000億円近く下落しています。07年以降の投資口市場が変調をきたしている中、今後は資産総額の伸びについても、頭打ちとなる可能性があると言えます。

依然として堅調を保つ 東京の不動産賃貸市場

J-REIT会社を取り巻く不動産業界の動向を見ましょう。まず、東京23区におけるオフィス賃貸市場については、結論から言うと、安定していると見ています。07年には比較的大型の新規供給がみられましたが、現在では需要が供給を上回り、年

初における空室率は約2%と、ほぼ満室状態を享受していました。現時点での空室率は若干上昇していますが、今後2~3年先を見ても、大規模な供給は限定的と予測されており、オフィス需要も底堅いことから、タイトな需給バランスが続くと想定されます。こうした状況を背景に、賃料も05年頃から上昇傾向にあります。特に都心の大型オフィスの新規賃料ではこの傾向が顕著に表れています。現在は賃料の上昇スピードは鈍化していますが、基本的にはマーケットの需給は逼迫し、安定的と見ています。

反面、東京以外では大阪の梅田・御堂筋など、賃貸需要が強い一部地域を除く地方都市では、新規供給の増加や需要の減退から、賃料は横ばい、あるいは下落基調のエリアもあるようです。

一方、東京都内における賃貸住宅市場のファンダメンタルズも堅調といえます。一般的に東京のマーケットは、テナント数や賃貸住宅戸数といったストックが大きいために需給が安定し、賃料収入などのキャッシュフローは、景気変動の影響を受けにくいという特性があります。加えて、近年は人口流入の傾向が顕著であり、世帯数の増加が近時の賃貸住宅の供給を十分に吸収していると考えられるからです。今後のリスク要因として、分譲住宅への大量の住み替えが考えられますが、当社格付け対象REIT会社は、都心部近く等、賃貸ニーズの強いエリアをターゲットに、主に少人数世帯を重視していることから、キャッシュフローへの影響は限定的と考えています。他方、地方都市においては、過大な新規供給の影響から空室率が上昇している物件も散見されます。

商業施設については、都市部では売上が好調に推移しており、賃料を増額しているケースがある反面、郊外型施設では、消費低迷によって賃料引き下げを余儀なくされた事例もありました。しかし、こうした状況は、すぐに格付けに影響を及ぼすものと

はいえませんが、格付けは中長期的視点で判断しているため、目先の空室率や賃料の上げ下げの影響は限定的です。当社では、07年に新たに2社の格付けを公表し、格付けを行った企業は、国内REIT会社全42社中、22社となりました。そのうち2007年には4社の格付けを格上げ、2008年には、1社の格付けを格上げし、1社の格付けを方向未定で見直しの対象としました。また1社の格付け見直しをネガティブとしました。8月15日現在22社中20社の格付け見直しは安定的です。

金融市場低迷の影響により 不動産売買市場に変化の兆し

次に、外部成長の源泉である不動産売買市場ですが、結論から言うと、これまでの上昇局面から弱い変化が起きている。希少性の高い都心の大型オフィスは、引き続き取得競争が激しく、要求利回りが4%を切る低い水準で取引される事例がみられます。しかし、競争力の低い地方のオフィスや、東京圏以外の賃貸住宅では売り物件が増加し、要求利回りの上昇、取引価格の低下がみられます。これは、昨年以降の地価上昇を警戒した金融機関が、不動産融資に慎重な姿勢で臨んでいることや、外資系金融機関の、サブプライムローン問題によるローン・オリジネーションの停滞によって、不動産市場全般への資金供与が縮小傾向にあり、資本コストが上昇していることが原因でしょう。しかし、現時点では、当社の格付け対象REIT会社については、こうした不動産売買市場の変化の影響は少ないと考えています。その理由として、REIT各社が保有するオフィス、賃貸住宅は東京圏が中心で、高い競争力を有している物件が多いことが挙げられます。

一方、上場REIT会社の中には、リファイナンス時に取引金融機関から従来より高いスプレッドを要求されたり、一部減額での折り返しの申し出を受けるといった事例が見られます。また各REITの投資口価格は、配当利回りの国債利回りとの格差縮小や金利上昇懸念の台頭、サブプライムローン問題に起因する世界的な信用収縮の影響を受け、2007年6月を境に低迷しています。このため、エクイティによる資金調達も難しくなったREIT会社が増えています。

資金量が逼迫すると、各REIT会社の資金調達力の差は鮮明になり、ひいてはそれがREIT会社間の信用力の格差につながりかねません。しかし、ムーディーズの格付け対象REIT会社においては、従来からの保守的なレバレッジマネジメントの実践、債務の長期化と返済期日の分散化、金利の固定化の実践、調達手段の多様化、主要取引金融機関と深耕な取引関係の構築が行われてきており、現在の金融・資本市場変動の格付けへの影響は限定的と考えています。ただし、この状況が長期化すれば、金利上昇に伴うデット調達コストの上昇、ひいては配当の減少に

よる投資口価格の下落といった悪循環により、成長戦略の見直しを迫られる可能性も考えられます。金融機関の融資も、以前の無担保・長期から、現在は長くて3年が主流と短くなっており、一部の金融機関ではリファイナンスを手控えるなどの問題もあります。

J-REIT各社には、この局面を乗り切る備えがあると見ていますが、今後財務の柔軟性を維持できるか、REIT各社の動向を注視していきます。

海外不動産投資において 大きな影響を与える専門性の有無

さて、これまで述べてきたように、外部成長が困難な中でのJ-REITの海外不動産投資解禁となったわけですが、今のところ、国内REITで海外不動産投資を取得した実績はないようです。

海外不動産投資の最大のメリットは、教科書的にいえば、地理的な分散ができることでしょう。海外のアナリストから見ると、J-REITの投資対象は、特にオフィスでは8割程度が東京にあることから、東京圏に集中しすぎているという指摘があります。しかし、日本の場合は東京のマーケットが安定しているため必ずしも悪いとはいえず、分散なら地方にも取得すればいい、なぜ海外に行く必要があるのか、という考え方があっても当然です。また、為替リスクの問題もあります。その国の通貨が強くなれば潤いますが、物件がどれだけ良くても、通貨下落時の影響は、資産価値の下落以上に大きな打撃となることは必定であり、為替リスクをいかにヘッジできるかが問題となります。言い換えれば、分散の効果以上に東京のマーケットが安定しているのです。その意味で、海外不動産を取得するにしても、東京と同等程度の安定したマーケットであることが必要といえるでしょう。

J-REIT企業が海外物件を取得するとなった場合、当社が重視するのは専門性です。その企業が、投資国のカントリーリスクやそのサブ・マーケット、経済の動向、リーガル面、商慣行、物件自体の質などといった領域について、どれくらい精通しているか。さらには、物件管理や景気変動のモニタリング体制の確立など、日本と同等か、それに近いレベルのインフラ構築・整備が必要でしょう。ポートフォリオの分散を考えれば、海外投資はメリットがありますが、一方で、多数の国や地域に拠点を持つと、それだけコストも上昇することになり、その点にジレンマがあると思います。

どの企業でもこれらの点については模索中のことと思いますが、オフィス系や住宅系よりも、商業施設やホテル、物流系REITであれば、これまで蓄積してきた専門性を海外不動産投資に活かせるかもしれません。いずれにせよ、こうした点がクリアされて、何社もの実績が出てくることで、格付け上の議論も深まっていくと思われます。