

不動産投資市場戦略会議 資料

J-REITがリードする不動産投資市場に向けて

2010年11月5日

ダルトン・インベストメンツLLCグループ

ダルトン・アドバイザリー株式会社

代表取締役

清水雄也



ディスクレームー

- ▶ 本資料は法令に基づく開示資料ではありません。
- ▶ 本資料は不動産投資市場戦略会議におけるディスカッションの目的のために作成されたものであります。
- ▶ 本資料に掲載された内容の様々な施策・私案は2010年11月時点での弊社の「見解」であり、その正確性、有効性については何ら保証するものではありません。
- ▶ 本資料において、ダルトン・インベストメンツと記載の場合、ダルトン・インベストメンツLLC(米国)を指します。

サマリー

- ▶ 問題提起： J-REITの役割と現状の問題点
- ▶ 1. 魅力的な投資商品としてのJ-REIT
- ▶ 2. いびつな成長を遂げたJ-REIT
- ▶ 3. J-REITがリードする不動産投資市場に向けて

J-REITは不動産市場の活性剤

不動産市場

- ・取引の活発化⇒流動性の向上
- ・データの蓄積(鑑定、賃料、等)

金融市場

- ・銀行にとり新たな融資先
- ・証券会社にとり新たな金融商品

J-REIT

不動産に係わる法人

- ・不動産サービスの供与
- ・取引活発化に伴う事業機会増大

個人

- ・新しい投資商品
- ・小口不動産投資

J-REITの発展が何をもたらすか？

- ▶ 個人投資家にとっての魅力的な利回り商品の拡大
- ▶ 不動産取引の透明性向上
- ▶ 賃料、cap rateなどの公表を通じた不動産データの蓄積と、それによるリスクプレミアム低下
- ▶ 不動産市場への新規資金の流入の促進と流動性の向上
- ▶ 国際比較において日本の不動産市場のプレゼンスの向上

J-REITが直面する様々な足かせ

- ▶ 不動産開発は不可
- ▶ 資金調達が、原則増資、銀行融資(と一部高格付け投資法人債発行)のみ
- ▶ アセットと調達ローンのデュレーションのミスマッチ
- ▶ スポンサー“クレジット”が今でも市場では重視されている
- ▶ 運用会社はスポンサーの完全子会社であることが多い
- ▶ 運用会社の役員はスポンサーからの派遣のことが多い
- ▶ Property Managementはスポンサーグループ会社に委託されているケースが多い

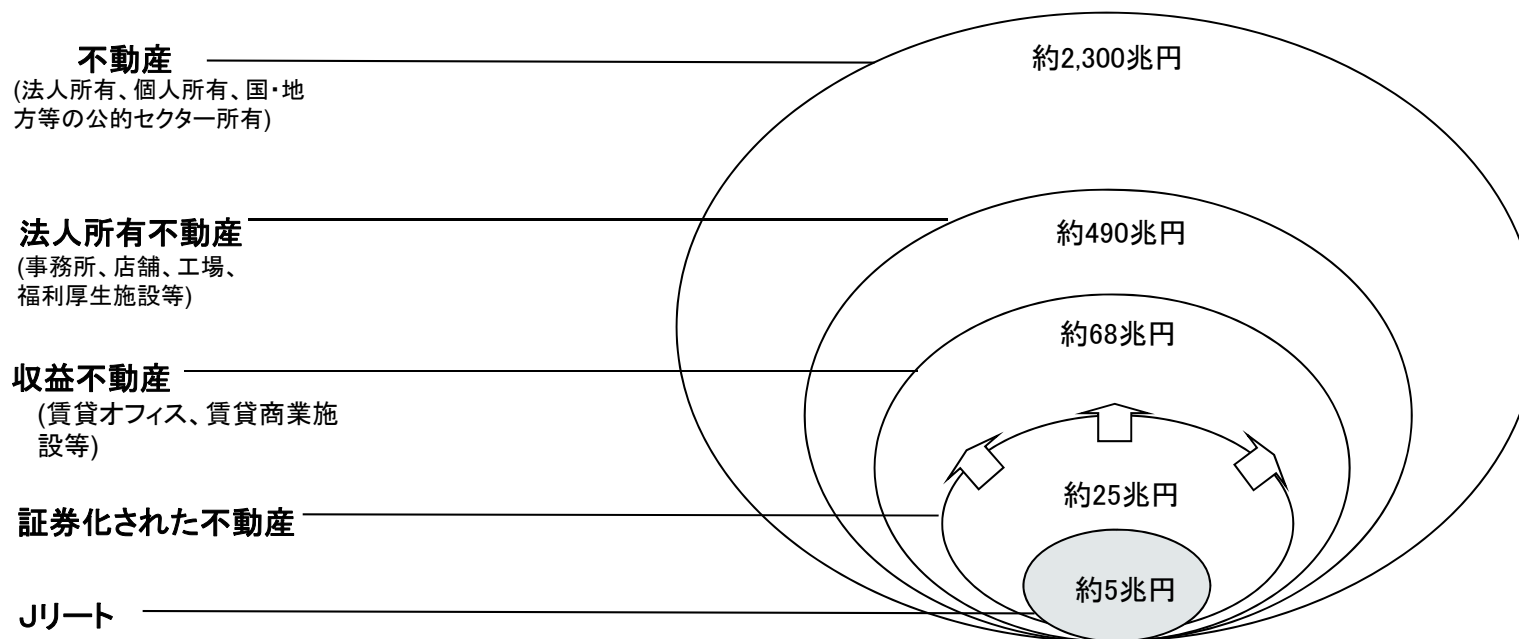
Saving Capitalism from Capitalists (2003) より

(日本語訳)セイヴィング・キャピタリズム 慶應義塾大学出版会、2006年

- ▶ 原著p.14～p.15に日本の社債市場の例。1980年代初頭、日本の社債市場は1兆円程度であり、国力から比べ非常に小さかったがその原因について考察。
- ▶ 起債懇談会、起債会⇒日本の管理型資本主義の典型としての一例。日銀、大手銀行、大手証券によって起債のクオリティが投資家保護の名の下に厳格に管理された。例えば、大手企業である日立でさえも起債が出来ずに銀行借入への依存を余儀なくされた。
- ▶ 結果的にユーロでの起債が一般的になり、1970年代にはユーロでの起債が全債券発行額の1.7%だったものが、1984年には36.2%にまで拡大した。当時は、「成長する国、日本」への強い関心もあり国際市場でも歓迎された。
- ▶ 誰のための管理か？投資家のため？
- ▶ 市場が完全競争に近づくことによってデメリットを受けるのは誰なのか？

1. 魅力的な投資商品としてのJ-REIT

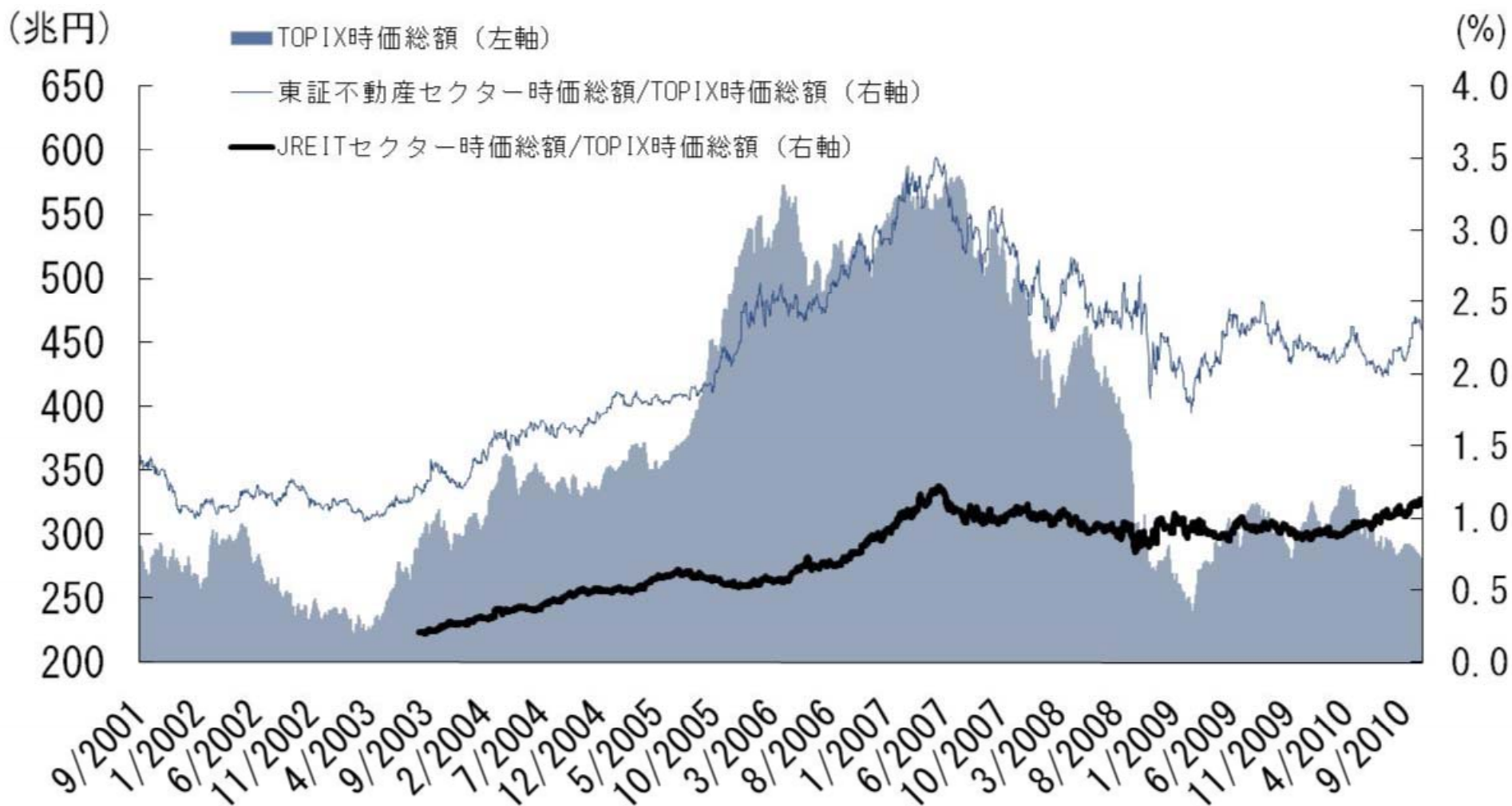
一目で見る日本の不動産市場



出所：国民経済計算年報(2005年版)、土地基本調査総合報告書(2006年)、不動産の証券化実態調査(2006年)

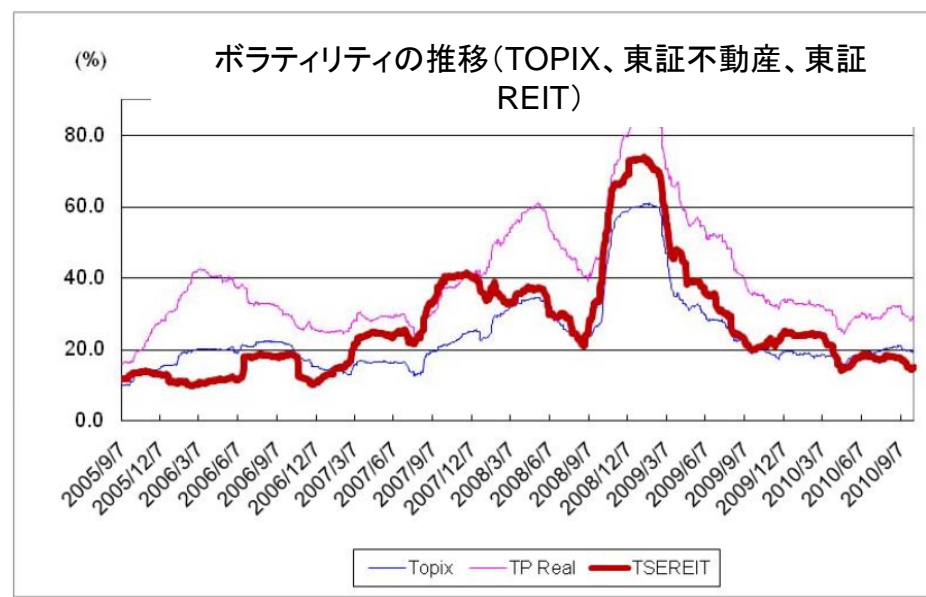
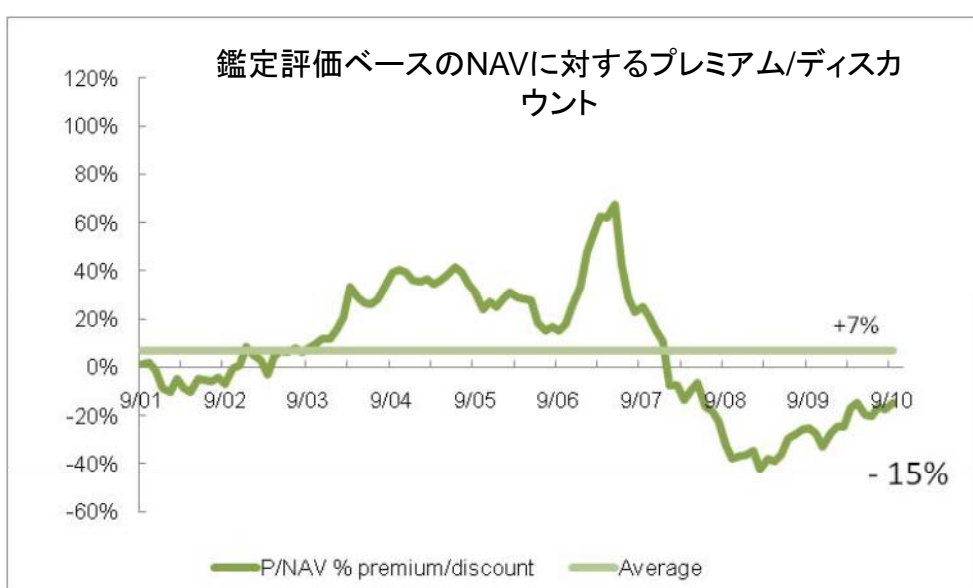
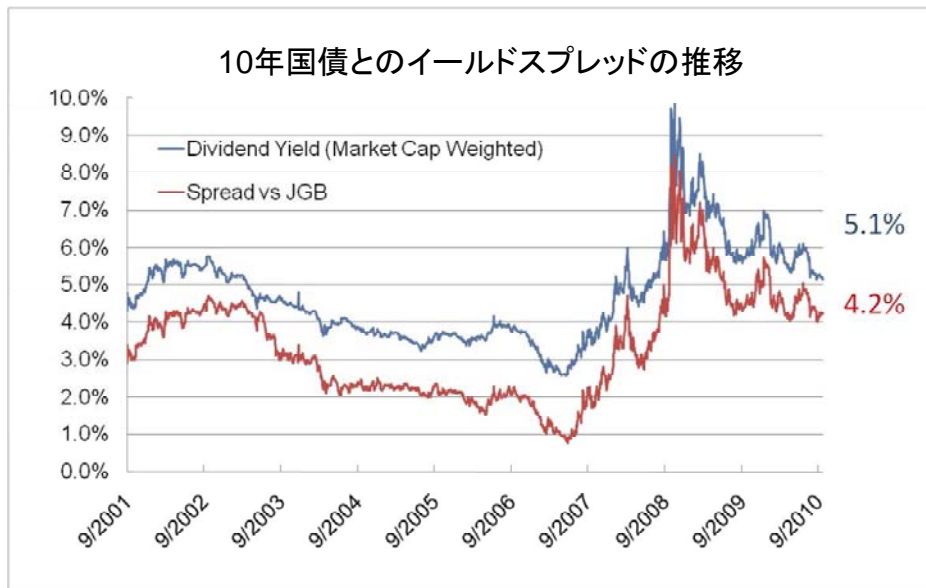
出所：シティグループ証券、ダルトンインベストメンツ

TOPIX, 不動産株, J-REITの時価総額推移



出所: シティグループ証券、ダルトンインベストメンツ

市場データから見てとれるその魅力

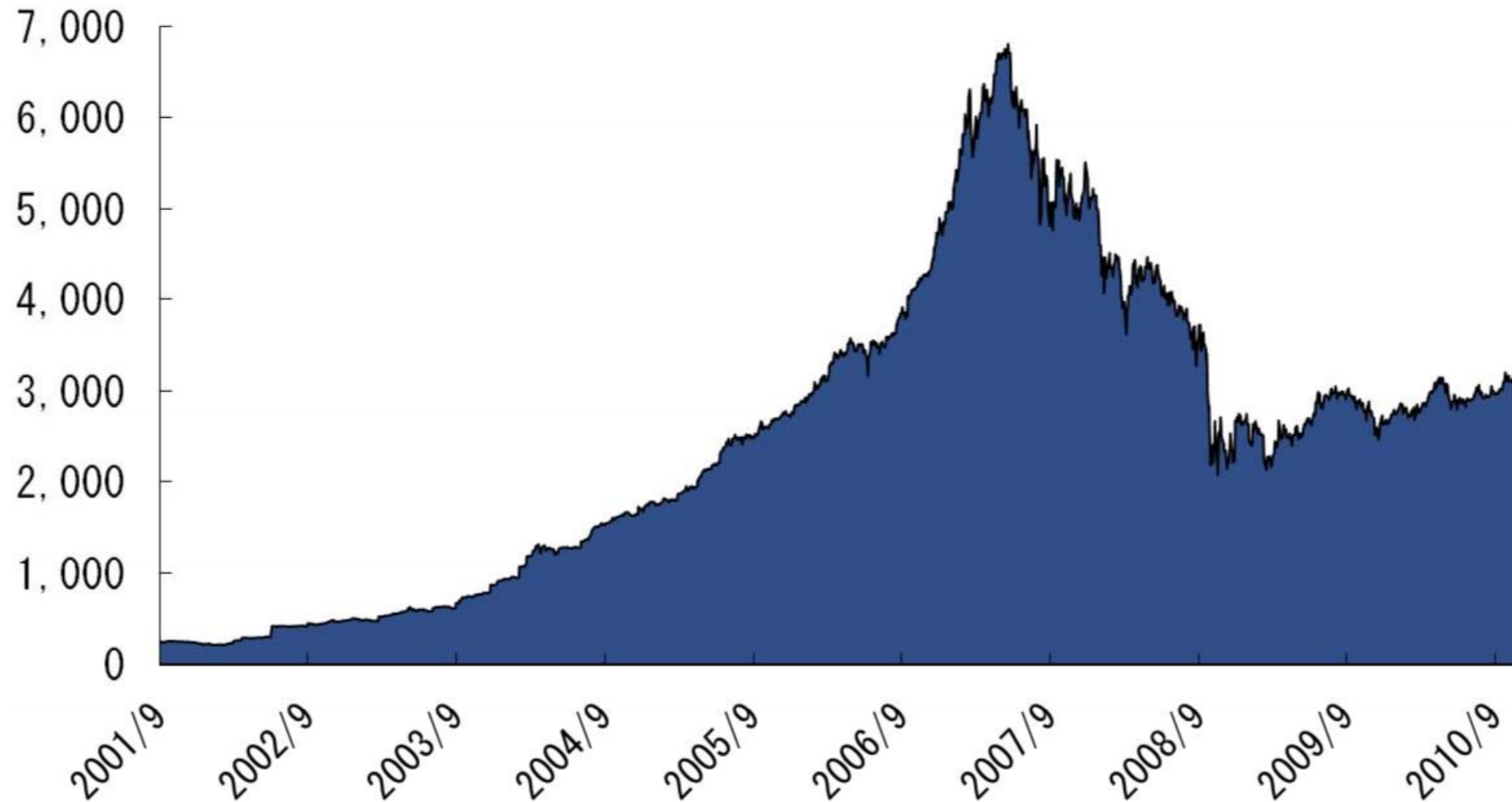


出所: ブルンバーグ、シティグループ証券、ダルトンインベストメンツ

2. いびつな成長を遂げたJ-REIT

J-REIT時価総額の推移

(10億円)



出所：シティグループ証券、ダルトンインベストメンツ

イールドスプレッドの謎

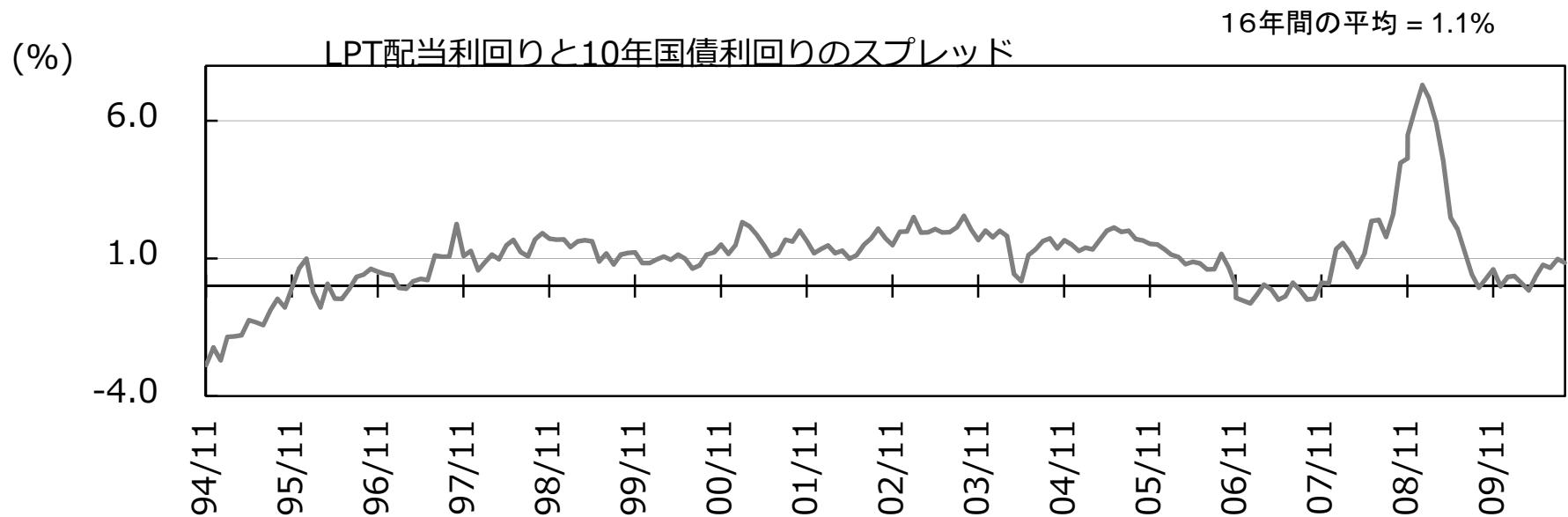
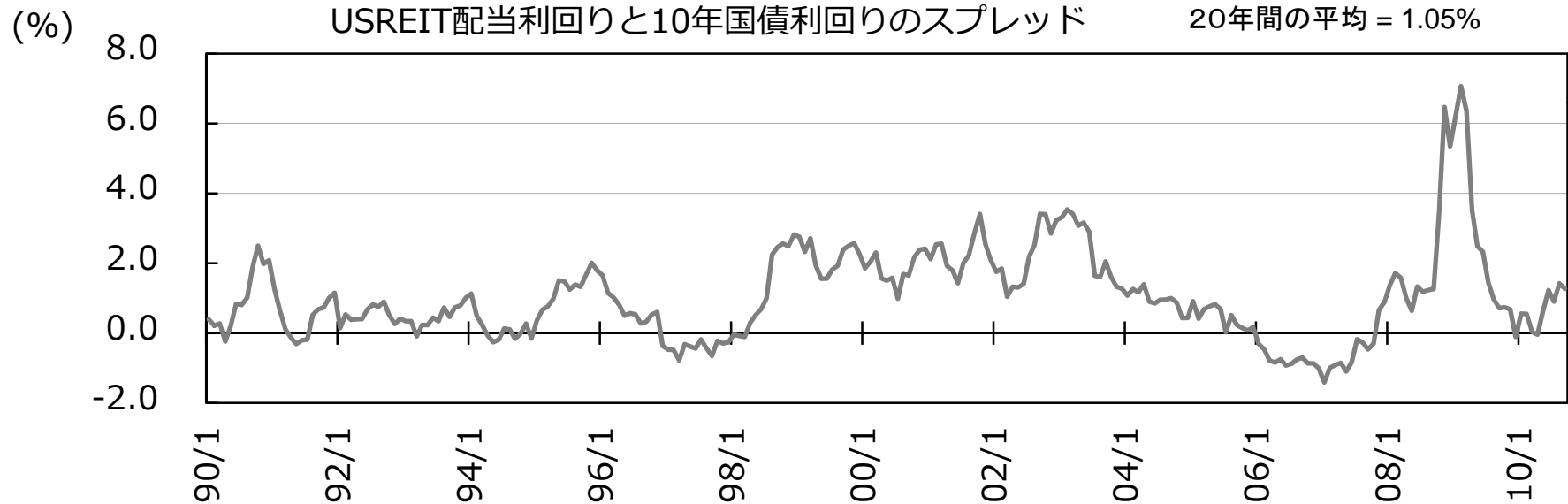
※イールドスプレッド＝配当利回り－国債利回り

- ▶ J-REITの10年国債利回りに対するイールドスプレッド: 333bp (3.33%)
(期間: 2001/9 ~ 2010/9)
- ▶ USREITの30年国債利回りに対するイールドスプレッド: -47bp (-0.47%)
(期間: 1977/2 ~ 2010/9)
- ▶ 現在のJ-REITのスプレッドは 420bp (4.2%)、USREITは 10bp (0.1%)...

どちらが魅力的に見えるでしょう？

出所: ブルンバーク、ダルトンインベストメンツ

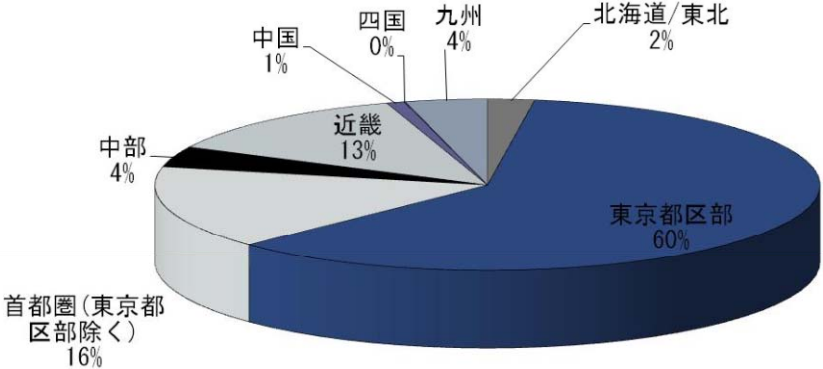
USREITとAustralian LPTのイールドスプレッド



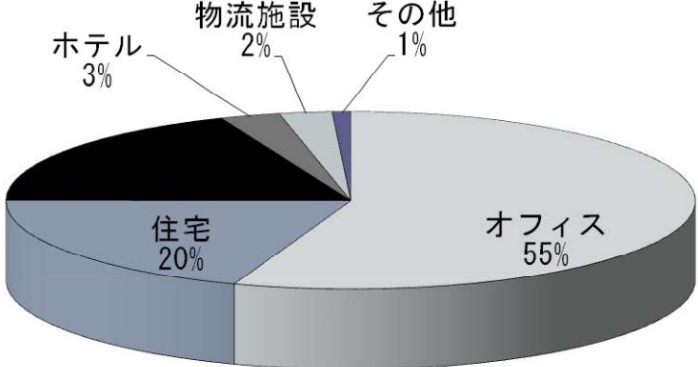
出所: シティグループ証券、ダルトンインベストメンツ

東京都区部、そしてオフィスに偏るJ-REITの資産特性

エリア別構成



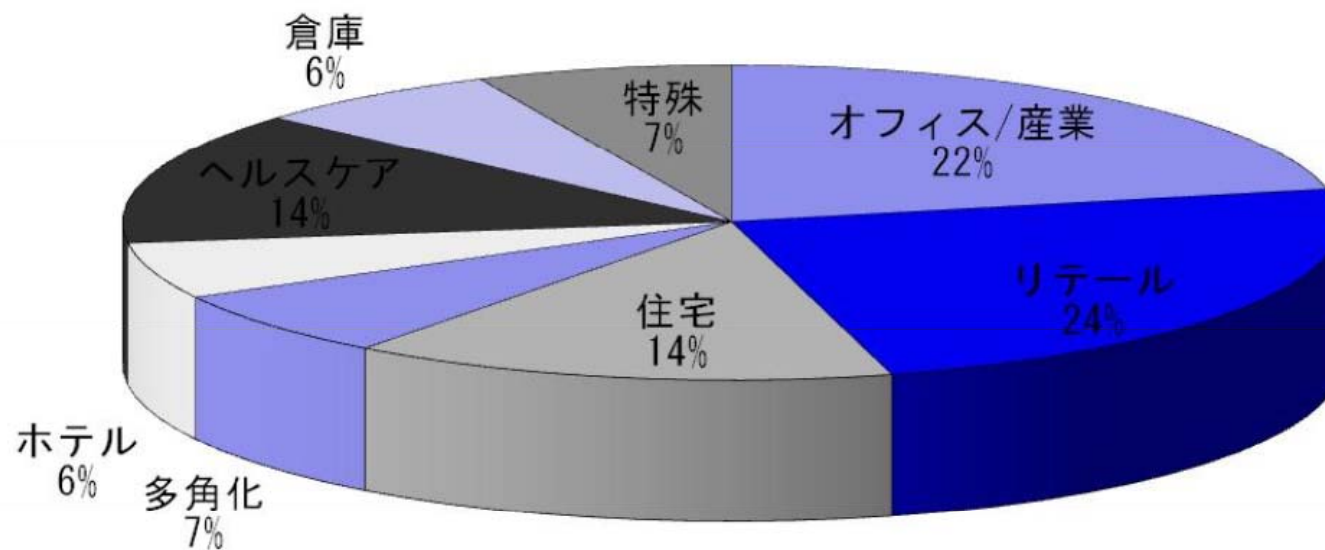
物件用途別構成



出所: シティグループ証券、ダルトンインベストメンツ

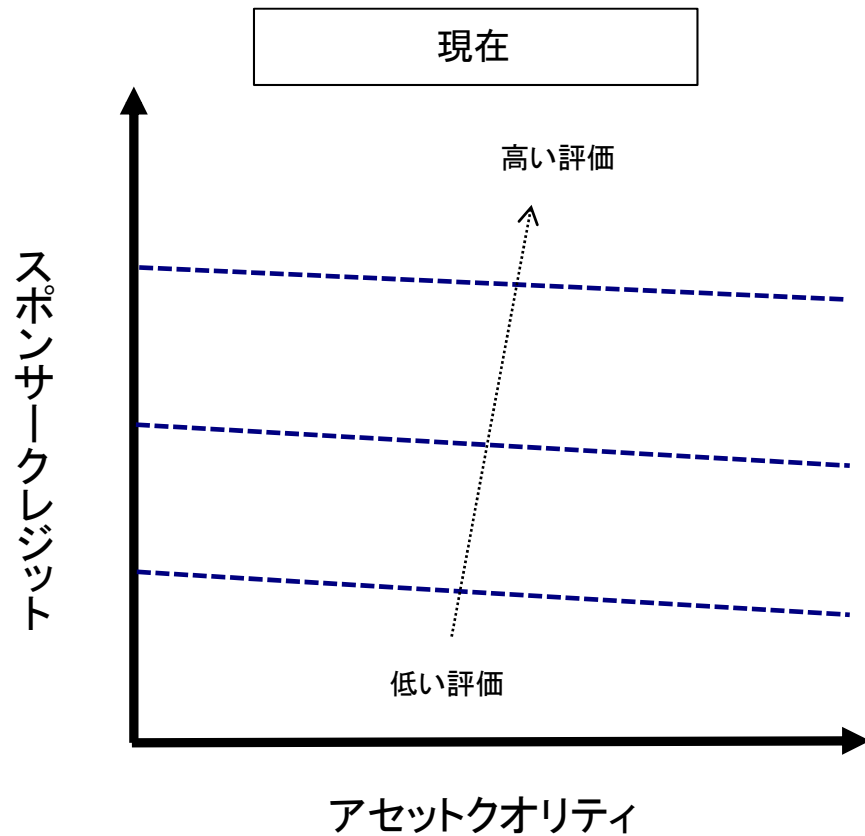
US-REITの多様性

エクイティREIT時価総額
(約2,477億ドル:セクター別内訳)

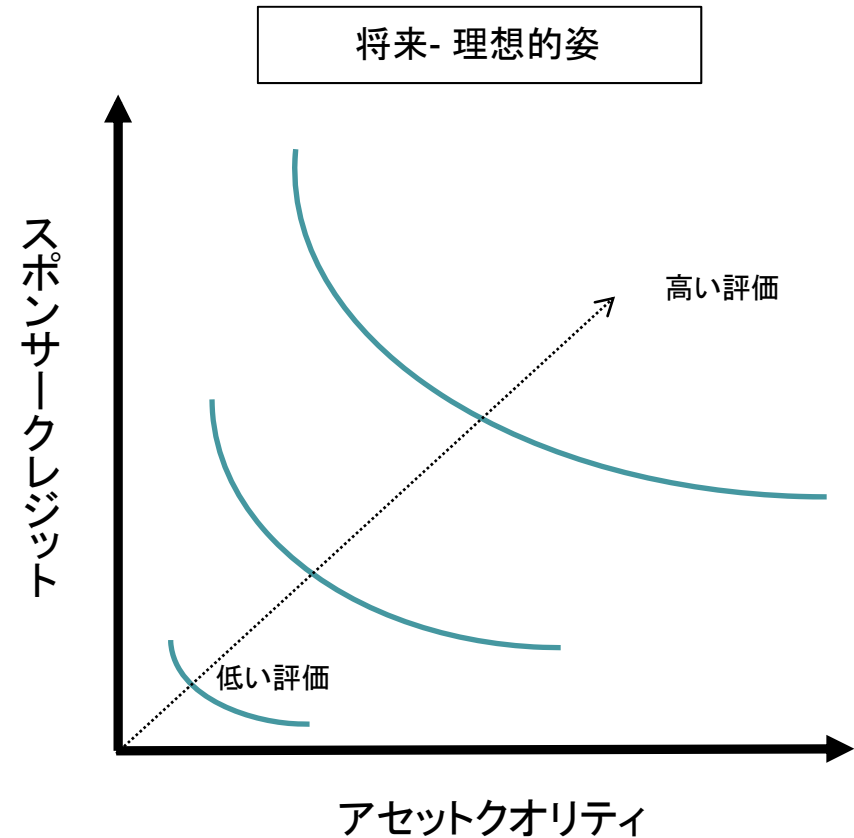


出所: シティグループ証券、ダルトンインベストメンツ

無差別曲線 – JREIT バージョン



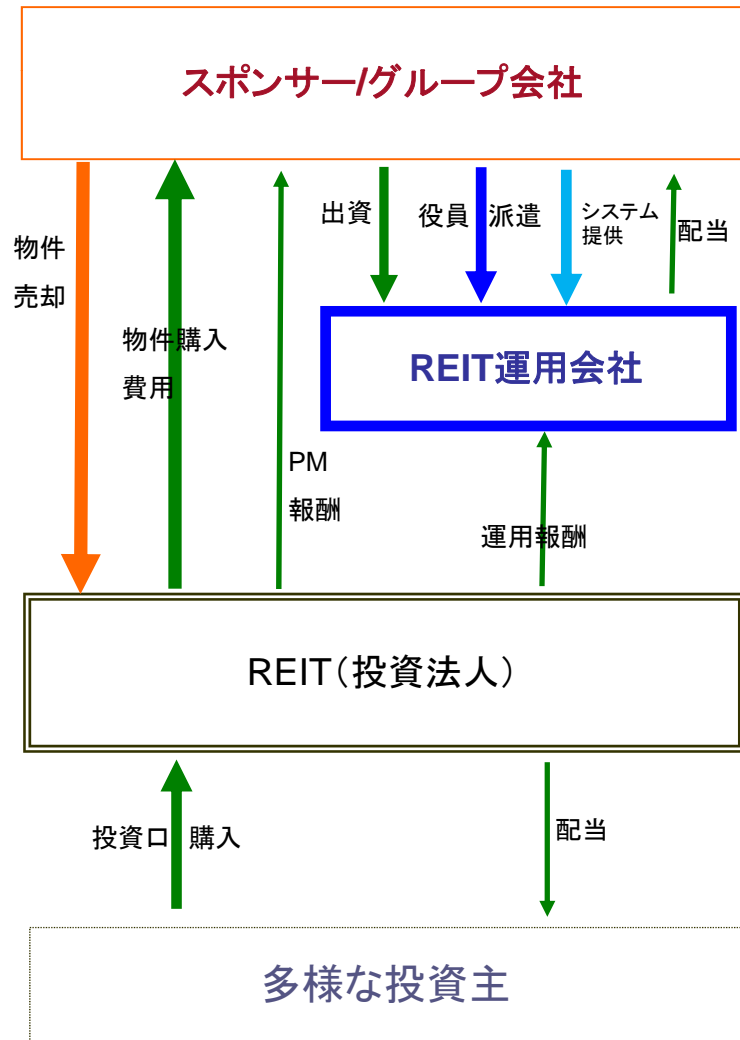
- ▶ 現在の市場はアセットクオリティに対して評価の弾性値小さい
- ▶ スポンサーこそ価値の源泉、評価の基準
- ▶ アセットクオリティを向上させる意味はあまりない



- ▶ USREITなどの市場の状況(スポンサーは存在せず)
- ▶ アセットクオリティとスポンサークレジットは同列
- ▶ アセットクオリティを向上させるドライバーはマネジメント能力
- ▶ 資本戦略なども含めマネジメント能力は重要な評価軸

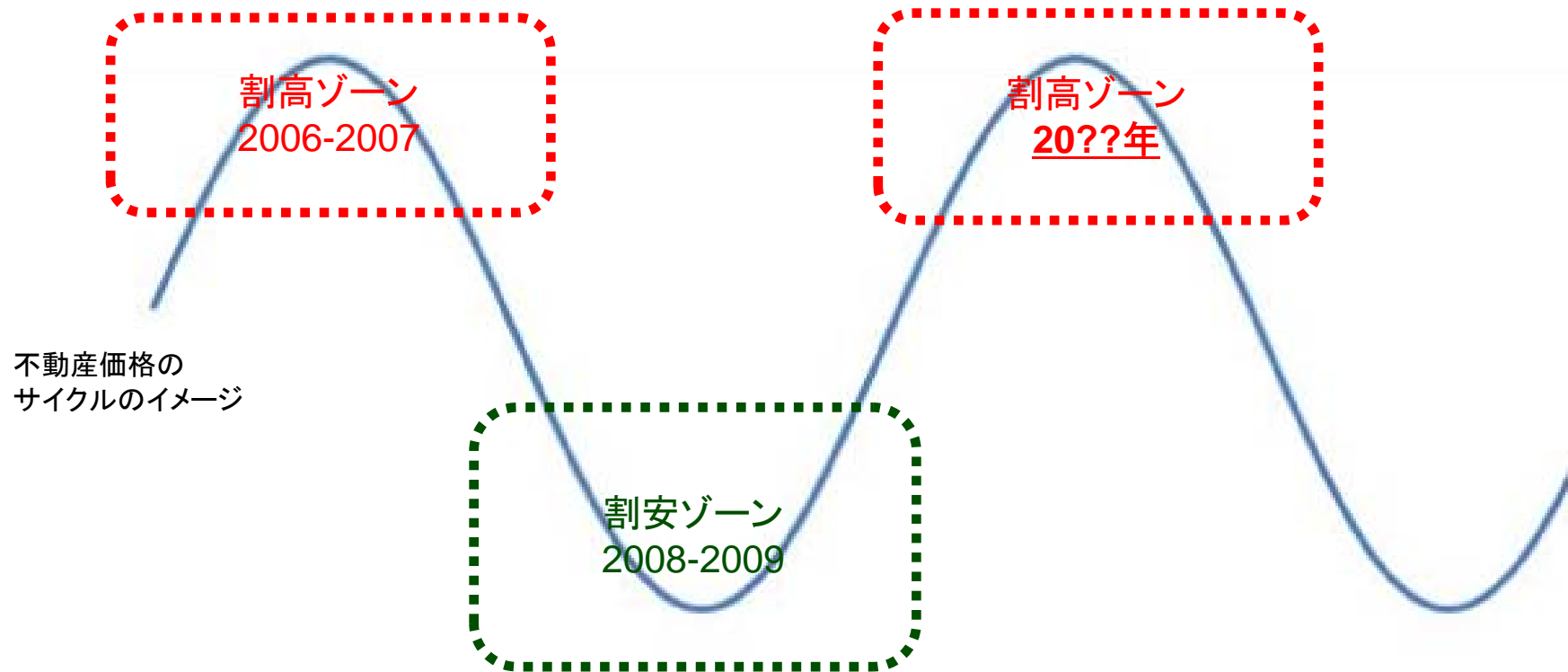
3. J-REITがリードする不動産投資市場に向けて

外部運用方式とスポンサーとの関係



- ▶ J-REITの運用の外部運用の仕組みと運営のスタイルのミスマッチによる構造的問題が現在の市場でのJ-REIT全体の評価に影響を与えている可能性は否定できない。
- ▶ J-REITは一般的には、
 - (1)スポンサーから物件を購入するケースが多い
 - (2)スポンサー子会社の運用会社により運営されているケースが多い
 - (3)運用手数料では、スポンサーからの取得に対しても取得手数料を徴収するケースもあり
 - (4)運用会社役員はスポンサーからの出向が多い
- ▶ 外部運用のメリットも存在
 - (1)ホールドアップ問題の未然防止
 - (2)運営者自身の利益追求に根ざす利己的な運営を防止
- ▶ 外部運用でもガバナンスを担保する方法はある
 - (1)運用会社の取締役機能の強化
 - (2)投資法人の機能拡充
 - (3)投資法人から運用会社に出資

割安、割高の定義 — 鑑定より安く買う意味とは



REITは果たして現在のストラクチャで逆張り投資が出来るのか？投資主のよりどころは性善説か？

REITの問題はスポンサーの問題

▶ スポンサーから見たREITビジネス

- 安定的な物件の売却(エグジット)先
- グループの不動産サービスビジネスの供与先(手数料の徴収先)
- 運用子会社は一つの優良子会社

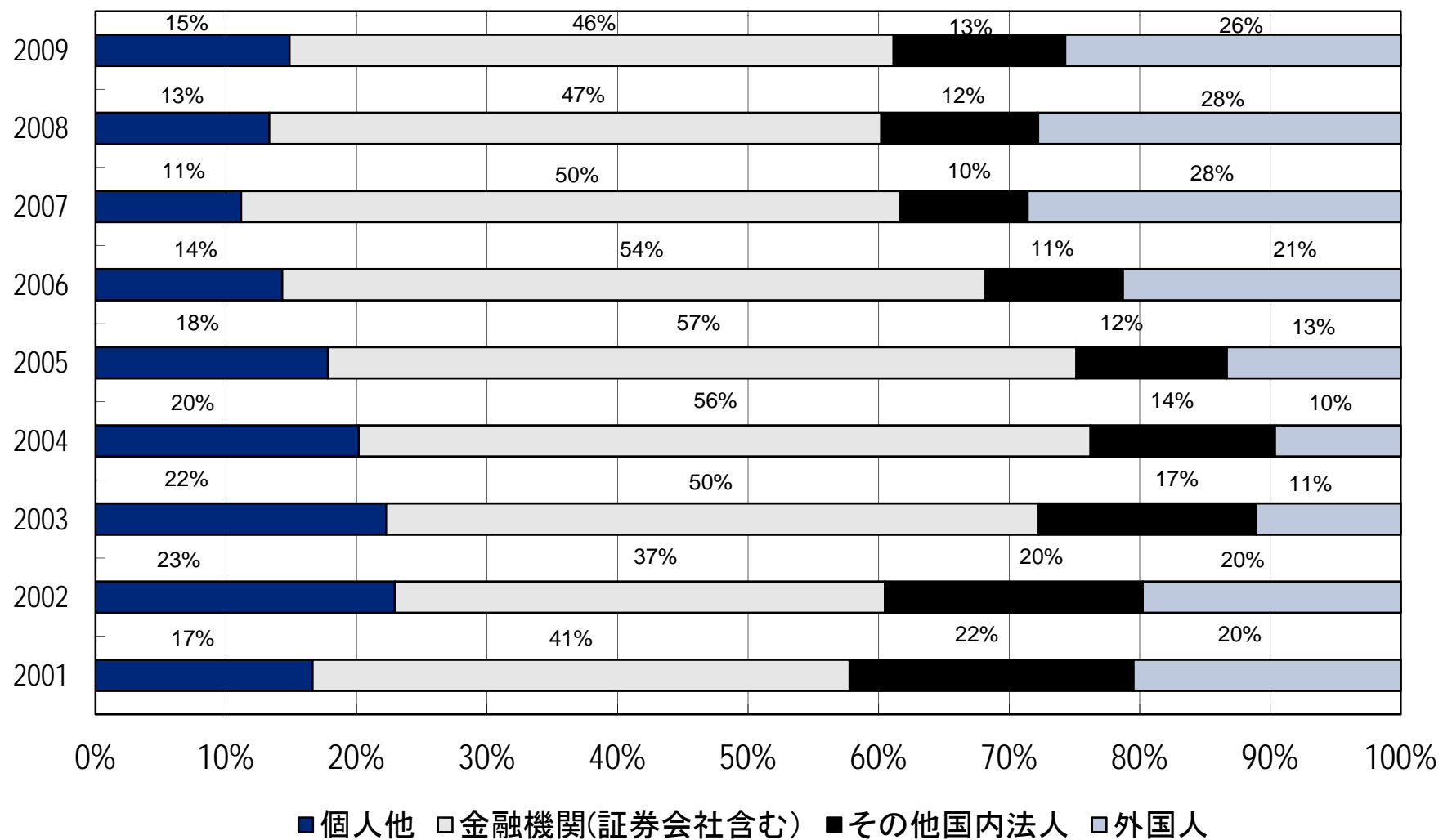
▶ REIT運用会社から見たREITビジネス - 経営者がスポンサーから派遣されている場合 -

- スポンサーが株主の場合、スポンサーの意向を鑑みることが株主価値最大化
- REITは安定した収入を得られるVehicle⇒大きな失敗をしない限り収入は入る
- REITの投資主価値最大化 ⇔ 運用会社の評価最大化 --- 必ずしも一致しない

▶ REIT投資主から見た疑問点/不明点

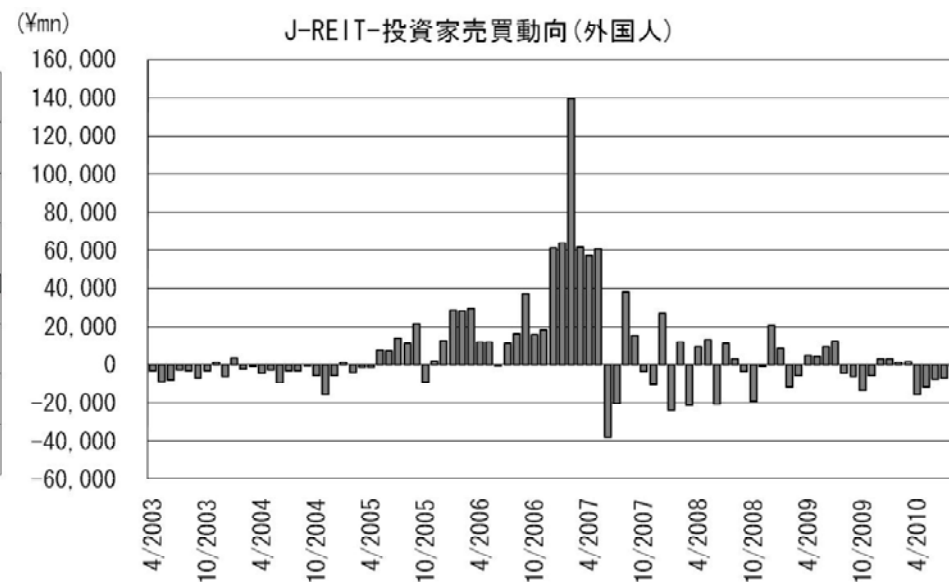
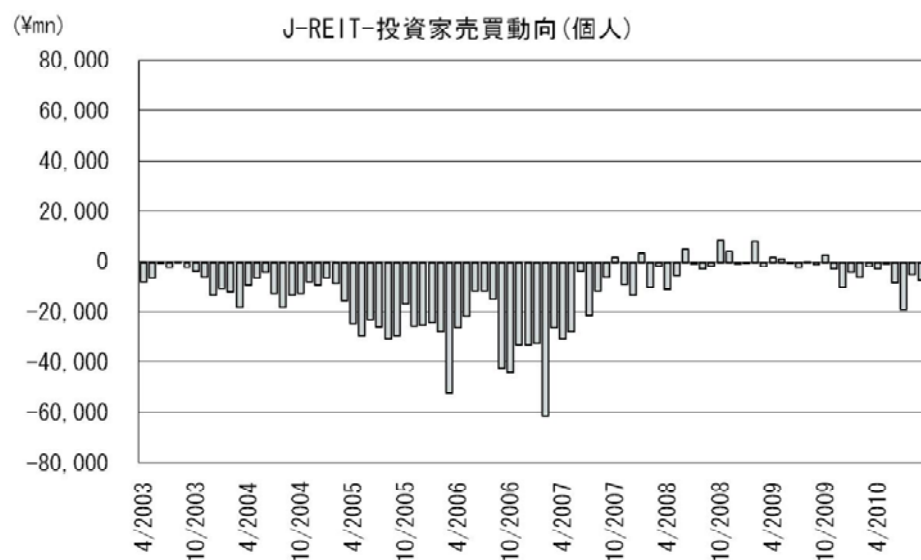
- スポンサー以外からの物件購入は難しいのか
- スポンサーはどの程度REITを育てようという気があるのか
- 銀行はJ-REITを融資の供与先として重要視しているのか
- 監督官庁は、JREIT市場を成長、発展させる気があるのか
- 運営に不満がある場合、少数投資主として「売却」以外にどのような権利を行使できるのか

J-REITの投資主推移 - 実は機関化が進行



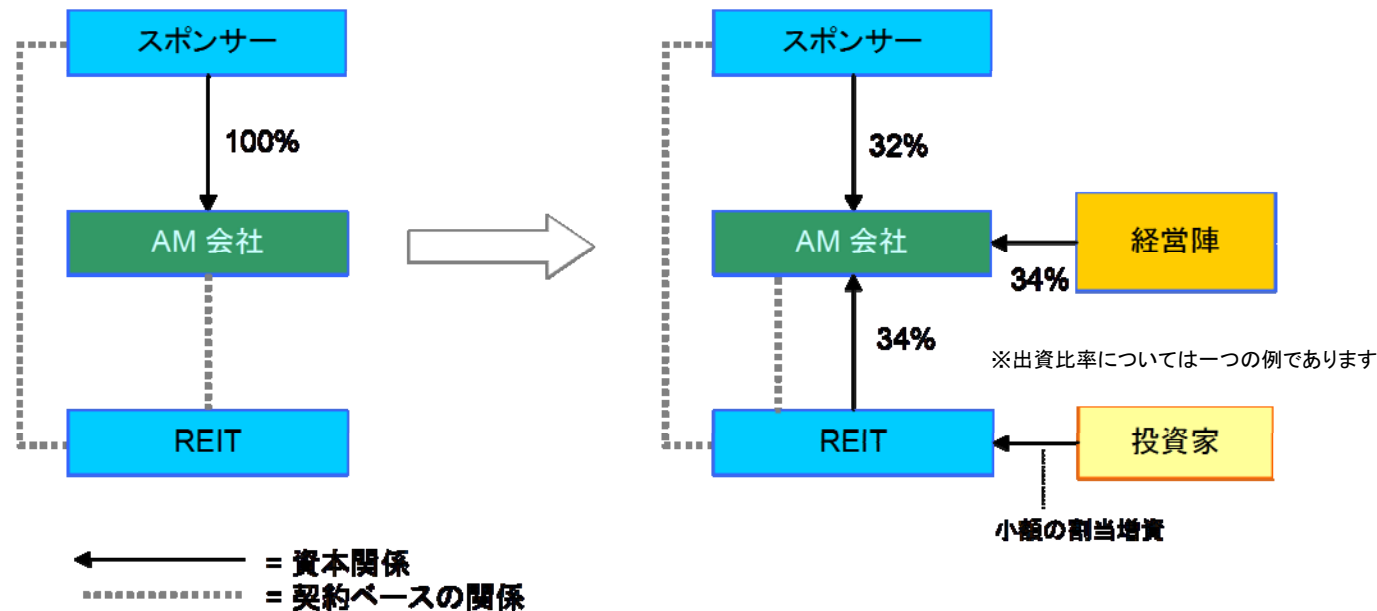
出所：シティグループ証券、ダルトンインベストメンツ

細る売買高、薄れる関心



出所：シティグループ証券、ダルトンインベストメンツ

複数の施策の組み合わせによるガバナンス強化(私案)



- ▶ スポンサーの存在の重要性は否定せず。但し
- ▶ REITに独立執行役員を配置し、REITから運用会社に出資
- ▶ 運用会社経営陣は全て転籍、または第三者の独立取締役を運用会社に招聘し拒否権を与える
- ▶ 投資主総会の頻度を最低一年に一度に規約を改正する(現在投資信託法に則り最低2年に一度)
- ▶ 技術的問題を克服する必要があるが、投資口主に原則Veto(1/3以上の議決権)を与えることが効果的
- ▶ 運用報酬形態の機動的な決定⇒シンガポールでは運用報酬を投資口発行で支払うケースもあり、運用会社と投資主のベクトルを一致させる努力をしている(次ページ参照)

Capitamall Trust ホームページより

CapitaMall Trust Management Limited (the “Company”), as manager of CapitaMall Trust (“CMT”, and manager of CMT, the “Manager”), wishes to announce that 608,484 units in CMT (“Units”) have been issued at an issue price of S\$2.0275 per Unit to the Company today.

608,484 Units have been issued to the Company as payment of the base component and performance component of the management fee for the period from 1 July 2010 to 30 September 2010 (both dates inclusive) in relation to CMT’s 40.0% interest in Raffles City Singapore through RCS Trust.

With the above-mentioned issue of Units, the Company holds an aggregate of 38,022,936 Units and the total number of Units in issue is 3,184,258,715.

BY ORDER OF THE BOARD
CapitaMall Trust Management Limited
(Company registration no. 200106159R)
As manager of CapitaMall Trust
Kannan Malini
Company Secretary
Singapore
2 November 2010

検討課題の整理(私案)

- ▶ **投資法人： スポンサーからの独立を促進するためのREITの投資法人サイドの機能の拡大**
 - 執行役員にはスポンサーから独立した人材を登用する
 - 物件購入に際して、投資法人の執行役員が拒否権を有する

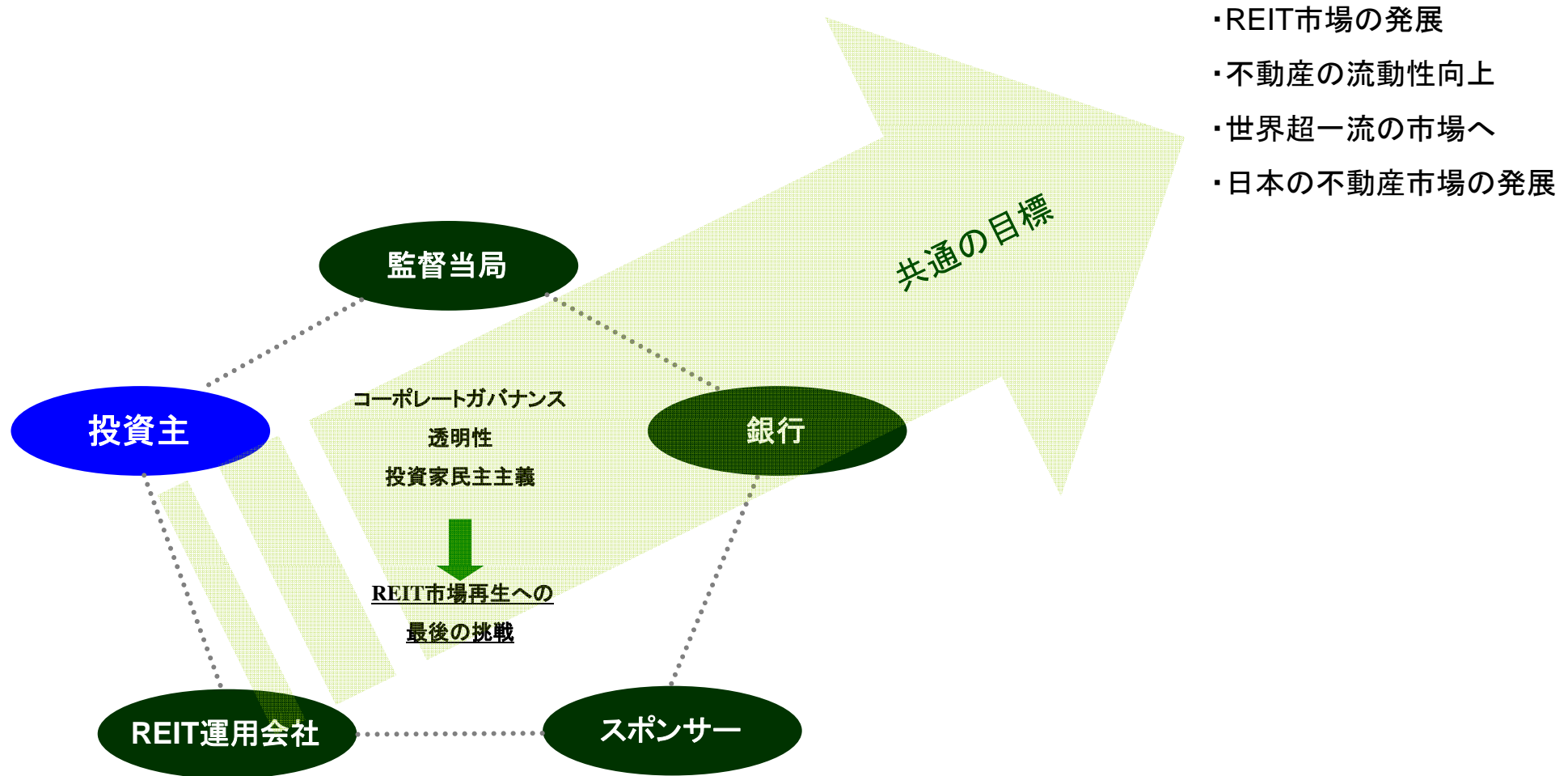
- ▶ **運用会社： 運用会社への独立取締役登用の義務化/報酬を投資口にて支払う等**
 - 独立取締役は物件購入や増資の可否に際して、拒否権を有する
 - 新規投資口発行、オプションの発行を柔軟化し、取締役報酬を投資口や投資口オプションなどで支払う

- ▶ **自主規制団体： REITの運用会社による独立した自主規制団体の創設**
 - 曖昧である資産、費用(減価償却)の会計基準の一本化を提唱
 - 曖昧である開示基準の一本化(ローンコベナンツ、融資手数料、物件毎の平均賃料)を提唱
 - REITの機能改善に必要な規制緩和など(自己投資口買い、CB発行、オプション発行等)独自要望を監督官庁に提出
 - J-REIT運用会社のみにより構成された独立した主体の確立が大事

- ▶ **資金調達の柔軟化**
 - ライツ・イシュー、CB発行、ワラント発行などを可能にし、資金調達の足かせから解放する

- ▶ **UPREITの仕組みの創設**
 - REIT vs Non-REITの議論を超越し、全ての不動産保有会社がREITに転換出来る道筋を示す

REITの五角形と各プレイヤーのベクトル



御清聴有難うございました