

J-REIT を中心にした我が国の不動産投資マーケット概況と不動産投資ストラクチャーの紹介

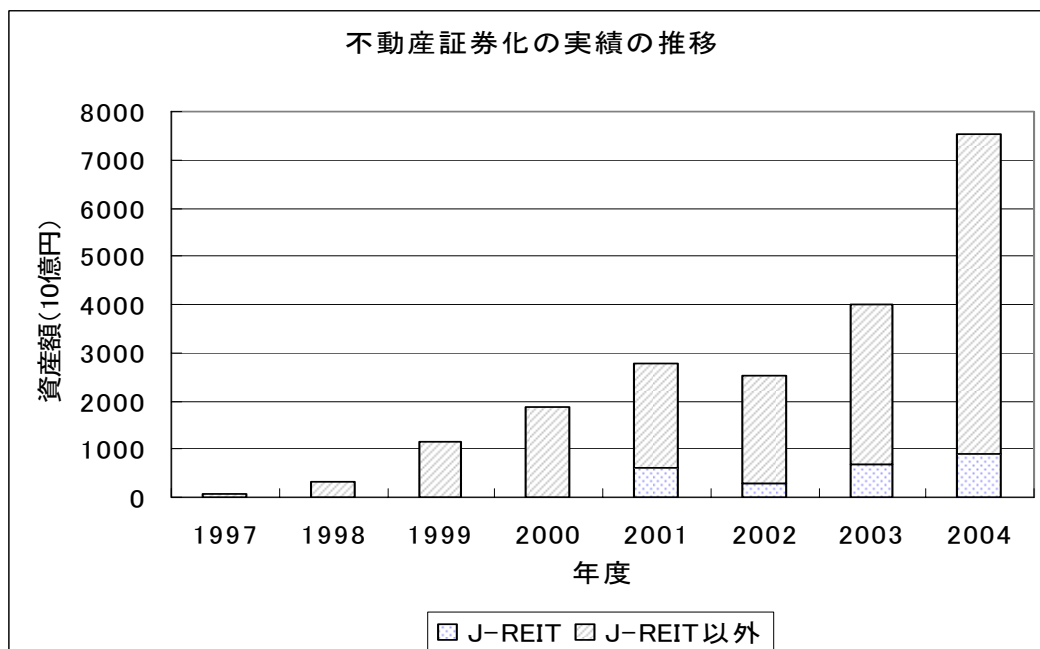
近年我が国の不動産に対する投資において、証券化が利用されるケースが急増しています。また、2001 年に登場した不動産投資法人(J-REIT)については、2005 年 11 月 18 日までに 26 法人が上場しました。これらの投資資金が不動産マーケットに投下されたこともあり、東京の一部の地区では、バブル期以降不動産価格が初めて上昇に転じています。本稿においては、J-REIT マーケットを中心として我が国の不動産マーケットの概況及び外国人投資家が我が国の不動産投資を行う際のストラクチャーについて簡単にご紹介いたします。

I J-REIT を中心にした我が国の不動産投資マーケット概況

1. 不動産証券化の実績

2005 年 6 月に国土交通省が公表した「不動産の証券化実態調査」によると、不動産証券化の実績は図 1 のように推移しています。

図 1 不動産証券化の実績の推移



2004 年度の不動産証券化の実績は、総額で約 7 兆 5 千億円となり、2000 年度に比べて約 4 倍、2003 年と比べても 2 倍近くに増加しています。このうち、約 5,800 億円が開発型案件であり、開発型案件の資金調達手法としても証券化が定着してきたといえます。東証に上場している J-REIT の時価総額は 2005 年 9 月末には、約 2.6 兆円までに成長しました。

2. J-REIT の登場

2001 年に登場した不動産投資法人(J-REIT)は、通常の法人と違い課税所得の 90%超を配当する等の一定の要件を満たすことで、課税所得の計算上支払配当金の損金算入が認められる法人です。前述のとおり、2005 年 11 月 18 日までに 26 法人が上場していますが、今後 1 年間でさらに 10 法人以上の新規上場が企画されています。

3. J-REIT の急速な成長の要因

J-REIT は証券市場において急速に存在感を高めつつあります。新商品でありながら、機関投資家から個人に至るまで、幅広い投資家によって投資商品として受け入れられた理由は、1)J-REIT のスポンサーの信頼性、2)債券利回りと比較して比較的高利回りな配当、3)法令遵守の徹底に対する信頼性、4)安定した配当に対する期待、5)多様な不動産への投資チャンス等をあげることができます。

4. J-REIT に対する主な投資家

J-REIT に対する主な投資家は、地方銀行、個人投資家、外人投資家等です。J-REIT へ投資する証券投資信託も数多く組成されており(ファンド・オブ・ファンズ)、さらに世界各国の REIT へ投資するファンドも組成されています(グローバル REIT ファンド)。J-REIT は引き続き不動産マーケットでアグレッシブなバイヤーであることが見込まれており、ここ数年目立ったバリュウアップ型のファンド、再生ファンド等の出口戦略の取引相手方となっています。

5. J-REIT 運用対象資産

当初はオフィスビル、商業系施設を中心に運用が開始されましたが、現在では住居系、物流系、ホテル系またはこれらの複合型の運用が開始されています。

6. 世界の REIT

世界の REIT 市場をみると、資産規模が最大な国は、1960 年に REIT が導入されたアメリカで、約 30 兆円です。以下、1971 年に導入されたオーストラリアが約 6.5 兆円、次いで日本が 2004 年時点で約 2 兆円とつづいています(図2)。

図2 世界の REIT

| | 導入年 | 資産規模 |
|--------------|------|----------|
| アメリカ(REIT) | 1960 | 約 30 兆円 |
| オーストラリア(LPT) | 1971 | 約 6.5 兆円 |
| 日本(J-REIT) | 2000 | 約 2 兆円 |
| オランダ(FBI) | 1969 | 約 1.7 兆円 |
| カナダ(C-REIT) | 1993 | 約 1.5 兆円 |

(社団法人不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック 2005」)

7. J-REIT の株価推移

代表的な J-REIT 銘柄である日本ビルファンド投資法人(NBF)、ジャパンリアルエステイト投資法人(JRE)、日本リテールファンド投資法人(JRF)の株価は、3年で約2倍になっています(図3)。その間の配当金額は安定していたので、配当利回りは2分の1近くまで低下しています(図4)。

図3 3社の株価推移

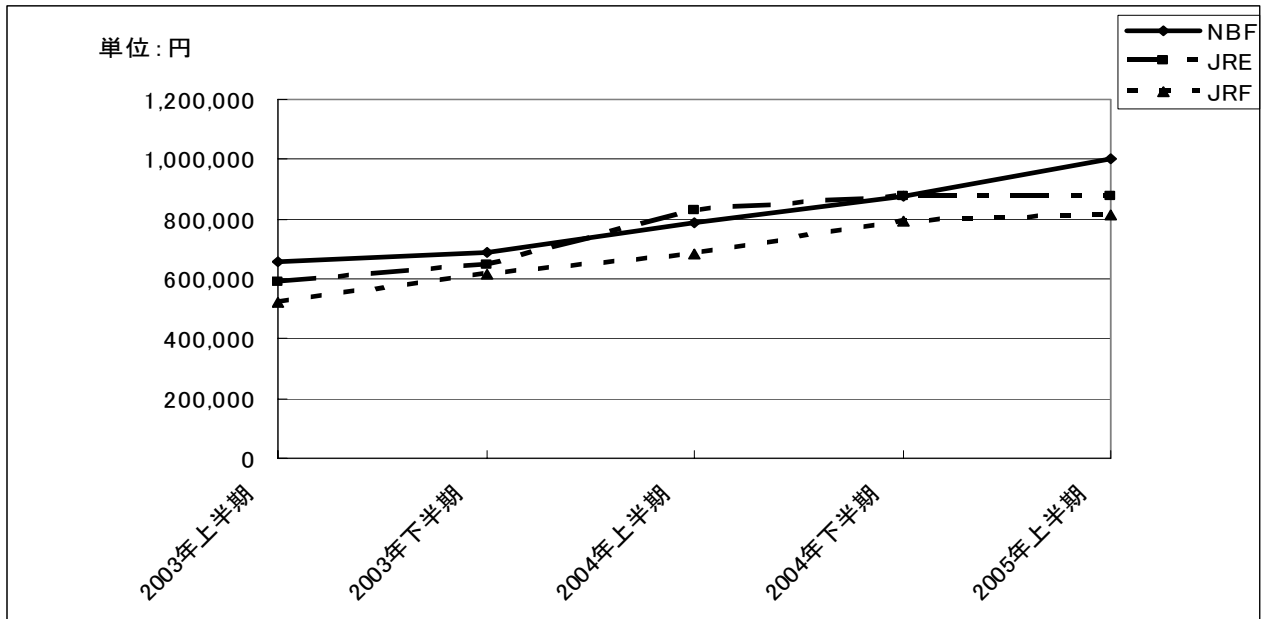
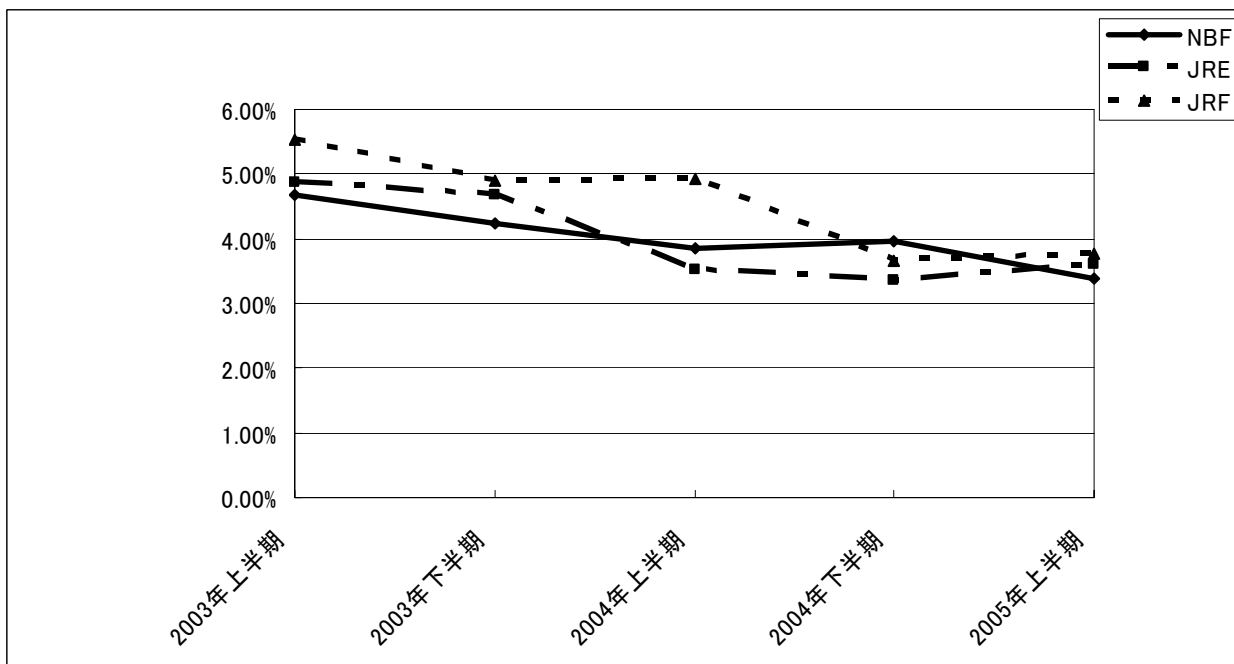


図4 3社の配当利回り



8. J-REIT3社の時価ベースの貸借対照表

3社のバランスシートの平均を時価ベースで計算すると、図5のようになります(NBFは2005年6月期、JREは2005年3月期、JRFは2005年2月期)。

図5 3社の平均時価貸借対照表

| | | |
|----------------|-------------------|-----------------|
| 含み益・流動性プレミアム → | 不動産時価 3,200億円 | 借入金等 1,800億円 |
| | 現預金等 270億円 | 株価総額 2,570億円 |
| | プレミアム 差引 900億円 | |

(不動産は資産運用報告書の鑑定評価額を採用。資本勘定は2005年上半期の株価を採用。その他の資産、負債は簿価で評価)

約900億円のプレミアムは、分散投資によるリスク低減、流動性プレミアムが主因と考えられますが、すでに保有資産に対する含み益を織り込んでいるという見方もあります。

9. J-REITの加重平均資本コスト

J-REITが物件を購入するに際して割引率で考えたとき、どの程度まで買い進むことができるかに関しては、J-REITの加重平均資本コスト(WACC)が重要な指標になると思われます。J-REITのWACCを単純なモデルで検討すると、図6のようになります。

図6 J-REIT WACCのイメージ

| 2001年 | | 2005年 | |
|-----------|-----------|---------------------|----------------|
| 不動産 4% | 借入金 2% | 不動産 4% → 2.5% | 借入金 2% |
| | 出資金 6% | | 出資金 6% → 3% |

借入と株主資本の比率は1:1とされています。2001年中に借入金の金利が2%、配当利回りが6%と仮定すると、その平均であるWACCは4%になります。2005年中に配当利回りが3%程度まで低下したため、借入金利が引き続き2%程度であると仮定するとWACCは2.5%程度まで低下したことになります。

10. 物件取得価額に対するWACC低下の影響

J-REITがWACCを物件取得の際の収益の割引率として採用したならば、WACCが4%から2.5%まで低下した場合に、J-REITが取得できる価額の上限がどの程度増加するか、簡単な例を使って説明します。

典型的な収益ビルの例

総床面積: 約 3,000 坪

坪当たりの純利益: 20,000 円 / 月坪

年間純利益: 20,000 円 × 3,000 坪 × 12 か月 = 720,000,000 円

収益還元価格:

割引率 4% のケース: $720,000,000 \text{ 円} \div 4\% = 18,000,000,000 \text{ 円}$

割引率 2.5% のケース: $720,000,000 \text{ 円} \div 2.5\% = 28,800,000,000 \text{ 円}$

上記の計算例のように、割引率が4%から1.5%低下することにより、不動産の収益還元価格は1.6倍になります。J-REITの株価が上昇したことにより加重平均資本コストが低下したことは、J-REITがさらにアグレッシブなバイヤーとして活動できる購買力を与えたといえます

II 外国法人による対日不動産投資ストラクチャー

外国法人(日本に恒久的施設(PE)がないことを前提とします)が日本の不動産に投資する際の代表的なストラクチャーには、直接投資、匿名組合ストラクチャー、特定目的会社ストラクチャー、J-REITがあげられます。以下において、それぞれのストラクチャーの特徴を紹介します。

1. 直接投資

もっとも簡単なストラクチャーですが、家賃収入及び譲渡益等の所得に関して法人税の申告が必要であり、税率は30%(ただし、恒久的施設が存在するとみなされた場合は、実効税率が約42%)となります。

2. 匿名組合ストラクチャー

匿名組合を用いたストラクチャーは、有限会社などのSPCに対して投資家が匿名組合出資を行い、SPCが匿名組合営業者としてその資金を使って不動産投資を行った後、その投資によって得られた利益を匿名組合員に対して出資持分に基づいて利益分配をする仕組みです。その特徴としては、スキーム組成が容易であること、低コストで組成できること、追加取得が容易であることがあげられますが、税務リスクに関しては比較的高く(例えばPEの認定)、ストラクチャー組成には細心の注意が必要です。匿名組合利益の分配に対しては、租税条約の軽減がないことを前提に20%の源泉税が課せられます。

3. 特定目的会社ストラクチャー

特定目的会社を用いたストラクチャーは、不動産を保有している特定目的会社が発行する社債（特定社債）もしくはエクイティー（優先出資）を取得するものです。特定目的会社は、資産の管理及び処分に係る業務を外部のプロフェッショナルに委託する必要があります。配当を課税所得の 90%超支払う等の一定の要件を満たすことで支払配当金を課税所得の計算上損金に算入することができます。匿名組合ストラクチャーに比べて設立コストはかかりますが、法的な安定性がより確保されていること、受取配当に対して租税条約の適用があり得ることなどがメリットです。反面、物件の追加取得が困難であること、一件当たりの設立コストが高いことがデメリットです。配当に対しては、原則として配当所得に対する源泉税が 20%課されます。ただし、租税条約の適用により、税率が最大 0%まで軽減される可能性があります。

4. J-REIT に対する投資

外国法人自らが J-REIT を組成すると、かなりの時間と費用を要します。上場 J-REIT の投資口を外国法人が保有している場合の分配利益に対して課せられる源泉税率は 7%となります（平成 20 年 3 月まで）。J-REIT の投資口を売却した場合のキャピタルゲインについては、国内法において上場 REIT は、不動産化体株式として取り扱われますから、5%超保有している場合には、法人税 30%が課せられますが、上場 REIT を 5%以下保有しているケースであれば、免税となります。これらの取り扱いは、租税条約が適用されることにより変更される可能性があります。

© 2006 PricewaterhouseCoopers. All rights reserved. "PricewaterhouseCoopers" refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited, each of which is a separate and independent legal entity.

この記事に関するお問い合わせは、以下までお願いいたします。

E-mail: pwcjapan.taxpr@jp.pwc.com Tel:03-5251-2400（代表） 広報担当：高橋、中村