

【質疑応答】

<質問者A>

(質問A-1) 資産運用報酬の変更について適時開示されているが、変更の考え方、見通しについて教えて頂きたい。

(回答) 資産運用報酬の体系は変えないが、料率を変更する予定である。当初、資産評価額に連動する基本報酬1と、キャッシュフローに連動する基本報酬2が同程度の額になるように設計したが、現状そのバランスが崩れている。日本の不動産市場の透明度や、流動性の向上等により構造的にキャップレートが下がり、不動産価格が上昇した。これによって、基本報酬1の金額が多くなってしまっている。また、投資口価格に連動するインセンティブ報酬についても、変更する考えである。これは、過去の投資口価格の各期平均の最高値(ハイウォーターマーク)が248,307円と達成が現実的でない水準にあり、インセンティブとして機能していないのではないかという投資家の声に応えるという背景がある。

(質問A-2) 「100年REITを目指して」という文言が決算説明資料の表紙にあるが、100年REITに向けて、現状足りていない部分を教えて頂きたい。

(回答) 足りていない部分は、資産規模であろう。かねてよりポートフォリオの安定運営には、少なくとも資産規模3,000億円が必要と申し上げてきた。加えて、100年REITを目指していく上で大事なことは、人材育成だと考えている。運用哲学を受け継ぐ次の世代、さらにその次の世代の育成に力を入れていきたい。

<質問者B>

(質問B-1) 巡航ベースの分配金水準は幾らなのか。また、いつまでに目標として掲げている分配金2,600円を達成出来るのか。達成するための今後の内部成長、外部成長等の割合についても教えて頂きたい。

(回答) 現時点の巡航ベースの分配金は、2,300円を若干切る水準である。これは、第23期・第24期業績予想において、減額バッファのプラス差額部分は、予想収支に計算していない影響も大きい。分配金2,600円達成のためには、良い物件を買って外部成長もしていきたいが、内部成長が主になると考える。

《補足》業績予想における賃料収入は、基準日時点の約定賃料をベースに、一定の減額バッファを織込んで作成する。減額バッファとは、将来の業績の下振れを担保する

ことを目的として設定した収益の減算項目である。これは、賃料減額とテナント退去によるマイナス要素に、賃料増額とテナント入居によるプラス要素を加えたもので構成される。収益の下振れを担保するという性格上、上限はゼロとしている。これまでの業績予想においては、将来のマイナス要素がプラス要素を上回っていたため、約定賃料ベースの収入に一定のマイナス額を織込んでいるが、今回の第23期・第24期業績予想では、不動産市況の好転によりプラス要素がマイナス要素を上回る状況となった。しかし、これまでの原則通り、上回ったプラス差額部分については、業績予想には加算していない。

(質問B-2) 前回の不動産市場のピーク時とは不動産市場における投資家の数などの諸条件が異なるが、今後ピーク時の水準までキャップレートは下がると考えているのかを教えてください。

(回答) (決算説明資料 51 ページ) まず、キャップレートは2007年(前回の不動産市場のピーク時)の水準までは下がっていない。東急REITのポートフォリオのキャップレート(期末算定価額ベース)で見ても、現状は4.42%であるが、2007年には4.20%まで低下しており、未だ低下余地がある。キャップレートは、2007年の水準、場合によってはさらに下がると考えている。確かに、価格を吊上げていくようなある種の無謀な投資家がいなくなったことで、不動産市場は成熟した。キャップレートの先行指標と考えている現状の金融機関の貸出態度DIは2007年の水準程度まで達しているが、キャッシュフローの先行指標を示す稼働率は当時の水準までは上がっていない。2007年は、貸出態度と、稼働率が同じペースで競うように上昇し、不動産価格が上昇した。しかし、現状はキャッシュフローがそこまで戻っておらず、キャップレートとキャッシュフローの回復度合いにはギャップが存在している。キャッシュフローにはまだ上昇余地があるものの、賃料ギャップがあることから、バリュエーション(価格査定)上、キャッシュフローの右肩上がりの回復を強く見込めないでいる。しかしながら、投資家の不動産に対する投資意欲は高いことから、バリュエーション上、キャップレートで調整せざるを得ない。その結果キャップレートが2007年の水準を超えて低下することになるというシナリオは考えられる。

また、一部の投資家においては、不動産を売買する際に収益価格ではなく、積算価格(土地価格に建物建築コストを加えた価格)にて価格決定するという考え方が出てくるのではないかと。これまで東急REITが投資しているような物件では、収益価格は積算価格の120~130%程度の価格だったが、建設工事費の上昇により建物建築コストが上昇し、積算価格が収益価格を上回る局面が出て来る可能性がある。そのような局面で、収益還元法で当該価格を説明するにはキャップレートを低く見積もる以外にないのではないかと。

これまで、キャップレートは2007年の水準まで下がらないと申し上げていたが、

金融機関の貸出態度と稼働率の間にはギャップが存在していること、未曾有の金融緩和による不動産取引利廻りと負債コストとの間に依然として厚いスプレッド差が存在していること、建設工事費の上昇などから、様々なタイプの投資家が参入する可能性がある。加えて、日本よりもキャップレートが低い国々からの資金流入期待も想定されることから、キャップレートは2007年の水準、場合によってはさらに低下する可能性があると考えている。

<質問者C>

(質問 C-1) 分配金 2,600 円達成に向けては内部成長が主になるということだが、外部成長は積極的に行っていく方針なのかを改めて教えて頂きたい。

(回答) 競争環境は厳しいが、積極的に優良な物件を取得していきたい。内部成長が主になるが、長期投資運用戦略（サーフプラン）に沿って、物件の入替も進めていきたい。

(質問 C-2) 保守的な業績予想を作成しているのは良いが、減額バッファがあると、内部成長で将来の分配金を上げていく予想をすることが難しいと感じる。業績予想の作成についてももう少しポジティブに見ても良いのではないかと感じるが、ご意見を頂きたい。

(回答) これまでの「契約ベースと減額バッファ」の考え方を変えるには、抵抗がある。不動産市況の好転により、減額バッファの役割が終わりつつあるとも思うが、基準日時点の約定賃料をベースに業績予想を作成するというのがこれまでの作成前提であり、このタイミングで増額バッファを入れていくことには戸惑いがある。よって、今回の業績予想には含めなかった。今後の作成方針については、改めて検討していきたい。

以上