



J-REIT View

～ J-REITの3年間を振り返って～



調査研究部

主任調査役 **澤田 考士**

2001年9月にJ-REIT先行2社が上場してから3年が経過した。

当初2銘柄、時価総額約2,600億円でスタートしたが、現在14銘柄、(13銘柄が東京証券取引所に上場、1銘柄が大阪証券取引所に上場)時価総額は1兆5,000億円を超える状況となった。この3年間でJ-REITの市場規模は5倍以上に拡大したことになる。

(現在の市場に上場している14銘柄は、次頁図表1に示すとおりである。)

図表2、図表3はJ-REIT時価総額の推移、J-REIT時価総額のTOPIX時価総額に対する比率の推移、J-REIT時価総額の東証1部不動産業株式時価総額に対する比率の推移を示している。現在まで、J-REIT市場が一貫して拡大傾向にあったことが確認できる。2004年8月26日時点で、TOPIX時価総額に対する割合は0.431%、東証1部不動産業時価総額に対する割合は27.71%であった。

TOPIXに対する比率はまだ低いといえるが、東証1部不動産業時価総額に対するJ-REIT時価総額の割合が27.71%であり、J-REITの存在感は3年間で大きく高まっている。

また、各J-REITの時価総額拡大も著しい。図表4は、不動産セクター時価総額の上位20銘柄を示しており、そのうちJ-REITの8銘柄がランクインしている。各J-REITの時価総額は、不動産業株の時価総額と遜色ない程度に拡大していることを確認できる。J-REITは、商品としての安定性が増しているといえる。

市場規模に着目すると、J-REIT市場全体および個別のJ-REITは順調に成長を遂げてきたように見える。だが、現実には必ずしも平坦な道のりではなかったように思える。

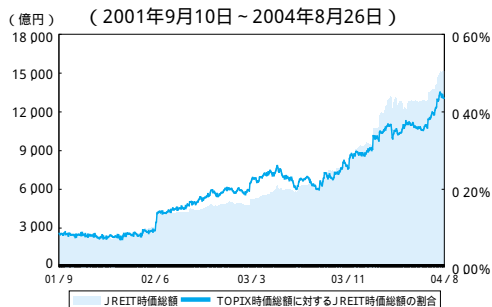
そこで、本レポートではJ-REITの3年間における成長を振り返り、今後の展望を考えるとしたい。

図表1 上場J-REIT一覧

名称	日本ビルファンド投資法人	ジャパンリアルエステイト投資法人	日本リテールファンド投資法人	オリックス不動産投資法人	日本プライムリアルティ投資法人	プレミア投資法人	東急リアル・エステート投資法人
略称	NBF	JRE	JRF	OJR	JPR	PIC	東急RE
証券コード	8951(東証)	8952(東証)	8953(東証)	8954(東証)	8955(東証)	8956(東証)	8957(東証)
特色	オフィスビル運用型	オフィスビル運用型	商業施設運用型	首都圏特化型(運用資産は総合型)	全国分散型(運用資産はオフィス・商業施設)	首都圏特化型(運用資産はオフィスビル・住居の複合型)	首都圏特化型(運用資産はオフィスビル・商業施設)
所在地	中央区八重洲二丁目7番2号	千代田区丸の内三丁目3番1号	千代田区紀尾井町4番3号 泉館紀尾井町ビルディング	港区浜松町二丁目4番1号	中央区八重洲一丁目9番9号	港区西麻布一丁目2番7号	渋谷区道玄坂一丁目12番1号
運用会社	日本ビルファンドマネジメント(株)	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント(株)	三菱商事・ユービーエス・リアルティ(株)	オリックス・アセットマネジメント(株)	(株)東京リアルティ・インベストメント・マネジメント	プレミア・リート・アドバイザーズ(株)	東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント(株)
設立年月日	2001年3月16日	2001年5月11日	2001年9月14日	2001年9月10日	2001年9月14日	2002年5月2日	2003年6月20日
上場年月日	2001年9月10日	2001年9月10日	2002年3月12日	2002年6月12日	2002年6月14日	2002年9月10日	2003年9月10日
運用会社の主要株主	三井不動産(株)、住友生命保険(相)	三菱地所(株)、東京海上火災保険(株)、第一生命保険(相)、三井物産(株)	三菱商事(株)、ユービーエス・エイ・ジー	オリックス(株)	東京建物(株)、明治安田生命保険(相)、大成建設(株)、安田不動産(株)、(株)損害保険ジャパン	(株)ケン・コーポレーション、日興ビルディング(株)、中央三井アセットマネジメント(株)、三井住友海上火災保険(株)	東京急行電鉄(株)、東急不動産(株)

不動産証券化協会ウェブサイト「J-REIT View」よりARES作成。

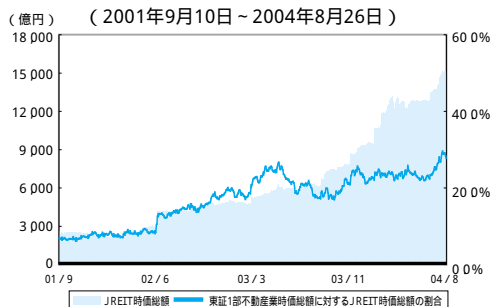
図表2 J-REIT時価総額の推移とTOPIX時価総額との比較



(備考) J-REIT時価総額は、J-REIT既上場銘柄(東証・大証含む)の時価総額を合計して算出。

不動産証券化協会ウェブサイト「J-REIT View」よりARES作成。

図表3 J-REIT時価総額の推移と東証1部不動産業時価総額との比較



(備考) J-REIT時価総額は、J-REIT既上場銘柄(東証・大証含む)の時価総額を合計して算出。

不動産証券化協会ウェブサイト「J-REIT View」よりARES作成。

J-REIT市場拡大の過程

現在までのJ-REIT市場拡大の過程を振り返ると、2001年9月～2002年8月(1年目)、2002年9月～2003年8月(2年目)、2003年9月～2004年8月(3年目)のそれぞれにおいて、J-REITをめぐる環境が変化してきたと考えられる。そこで、以下ではこれら各期間におけるJ-REITの成長過程を振り返ることと

したい。

1. 2001年9月～2002年8月(1年目)

J-REIT2銘柄が上場した当初、投資口価格が低迷し、それがこの時期最初の試練であった。図表5は日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人の投資口価格純資産倍率PBRの推移を示している。

グローバル・ワン不動産投資法人	野村不動産オフィスファンド投資法人	ユナイテッド・アーバン投資法人	森トラスト総合リート投資法人	日本レジデンシャル投資法人	東京グロースリート投資法人	フロンティア不動産投資法人
GO	NOF	UUR	森トラスト	日レジデンス	TGR	FRI
8958(東証)	8959(東証)	8960(東証)	8961(東証)	8962(東証)	8963(大証)	8964(東証)
オフィスビル運用型(3大都市圏)	オフィスビル運用型(東京都心、首都圏等)	総合型(商業、ホテル、オフィスビル、住居)	総合型(商業、ホテル、オフィスビル、住居)	住居特化型	首都圏特化型(運用資産はオフィスビル・住居の複合型)	商業施設運用型
千代田区麹町四丁目1番地	新宿区西新宿八丁目5番1号	港区虎ノ門四丁目1番20号	港区虎ノ門一丁目25番5号	千代田区永田町二丁目11番1号	新宿区西新宿六丁目8番1号	港区赤坂二丁目17番22号
グローバル・アライアンス・リアルティ(株)	野村不動産投信(株)	ジャパン・リート・アドバイザーズ(株)	森トラスト・アセットマネジメント(株)	パシフィック・インベストメント・アドバイザーズ(株)	(株)パワー・インベストメント	フロンティア・リート・マネジメント(株)
2003年4月16日	2003年8月7日	2003年11月4日	2001年10月2日	2002年12月6日	2002年1月18日	2004年5月12日
2003年9月25日	2003年12月4日	2003年12月22日	2004年2月13日	2004年3月2日	2004年5月17日	2004年8月9日
日本ジーエムエーシー・コマーシャル・モーゲージ(株)、近畿日本鉄道(株)、明治安田生命保険(株)、(株)東京三菱銀行、三菱信託銀行(株)	野村不動産(株)	トリニティ・インベストメント・トラスト・エル・シー、丸紅(株)、アンプロウズ・キャピタル・リミテッド東京支店、大和生命保険(株)、極東証券(株)	森トラスト(株)、(株)パルコ、(株)損害保険ジャパン、(株)三井住友銀行、(株)UFJ銀行、(株)みずほコーポレート銀行	パシフィック・マネジメント(株)、第一生命保険(株)、(株)モルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパン、(株)東京三菱銀行、三菱信託銀行(株)、住友商事(株)、小田急不動産(株)	(株)東京リート、エイチ・エス証券(株)、(株)パワー・マネージメント	日本たばこ産業(株)

図表4 不動産セクター・J-REIT時価総額上位20社
(2004年8月27日終値ベース)

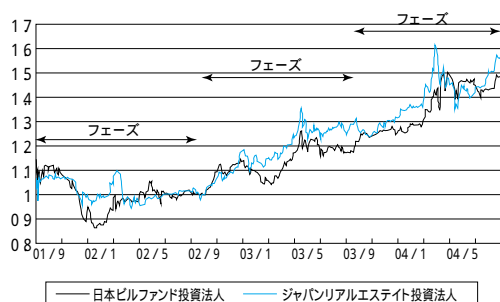
順位	証券コード	市場	名称	価格(円)	時価総額(百万円)
1	8802	東証1部	三菱地所	1,202	1,561,620
2	8801	東証1部	三井不動産	1,172	965,014
3	8830	東証1部	住友不動産	1,141	543,214
4	8951	東証	日本ビルファンド投資法人	807,000	294,313
5	8848	東証1部	レオパレス21	1,942	270,994
6	8952	東証	ジャパンリアルエステイト投資法人	823,000	214,309
7	8953	東証	日本リートリアルエステイト投資法人	796,000	174,724
8	8905	東証1部	イオンモール	5,320	159,630
9	8815	東証1部	東急不動産	300	137,753
10	8804	東証1部	東京建物	526	133,678
11	8961	東証	森トラスト総合リート投資法人	817,000	130,720
12	8959	東証	野村不動産オフィスファンド投資法人	672,000	124,085
13	8955	東証	日本プライムリアルティ投資法人	284,000	122,120
14	8871	東証1部	ゴールドクレスト	6,680	119,519
15	8870	東証1部	住友不動産販売	4,150	118,690
16	8954	東証	オリックス不動産投資法人	647,000	113,466
17	8880	東証1部	飯田産業	3,120	97,831
18	8853	東証1部	ダイヤモンドシティ	4,170	97,536
19	8957	東証	東急リアル・エステイト投資法人	660,000	92,400
20	8895	東証2部	アーネストワン	3,010	90,300

1年目の時期ではPBRが概ね1.1を下回っており、期間によってはPBRが1を下回る期間もあった。これは、実物不動産と比較してJ-REITの評価が低かったことを意味する。この時期には、2003年に大量の大型ビルが

一斉に竣工することによるオフィス市況の悪化懸念(いわゆる2003年問題)等によって不動産市況に対して悲観的な観測があり、J-REITにとって不利に働いた可能性がある。加えて、J-REITが全く新しい商品であるがゆえに、特に第1期決算すら発表されていない時期においては認知されにくい側面があったともいえる。第1期の決算発表がされたのは、日本ビルファンド投資法人においては2002年3月(第1期2001年12月期の実績を公表)、ジャパンリアルエステイト投資法人においては2002年5月(第1期2002年3月期の実績を公表)であったわけであり、それまでの間にはJ-REITが実際にどのような決算を迎えるのか不安視されたとしても不思議ではない。

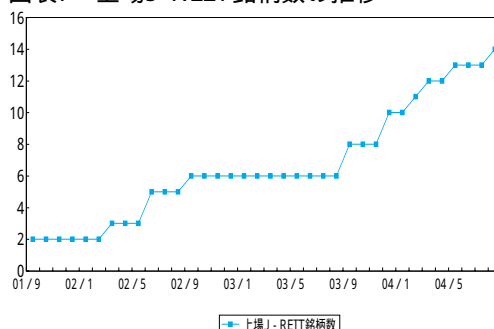
図表6は、日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人の第1期の

図表5 NBF、JREのPBR推移



投資法人リリースおよびブルームバーグ提供情報よりARES作成。

図表7 上場J-REIT銘柄数の推移



図表6 NBF、JREの第1期決算結果

投資法人名称		日本ビルファンド投資法人	ジャパンリアルエステイト投資法人
決算期		H13年12月期	H14年3月期
		第1期	第1期
当期利益 (百万円)	当期実績	5,340	2,403
	上場時予想	4,560	2,100
総資産額(百万円)		256,847	161,809
純資産額(百万円)		154,239	83,663
一口当たり純資産(円)		549,482	521,591
一口当たり	当期実績	19,026	14,983
分配金(円)	上場時予想	16,200	13,000

決算結果を示している。

図表6からわかるように、日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人ともに、第1期決算における当期利益および一口当たり分配金の実績が、上場時の予想を上回った。この決算結果は、投資家に対しJ-REITへの安心感を与えたはずである。図表5を見ると、日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人の双方において、第1期決算内容が公表されてからPBRが1未満の水準から1に近い値に上昇していることが確認できる。これは、J-REITの決算発表以前に抱かれていたJ-REITパフォーマンスに対する不安感が、決算発表によって払拭されたためだと考えられる

続いて、日本ビルファンド投資法人の第1期決算発表の直後、2002年3月に日本リートファンドが上場した。また、ジャパンリアルエステイト投資法人の第1期決算発表後まもない2003年6月には、オリックス不動産投資法人、日本プライムリアルティ投資法人が上場した。これら3銘柄の上場時期は、先行2銘柄の決算結果によってJ-REITへの不安感がある程度解消された時期であり、比較的上場しやすい環境であったと考えられる。図表7でこれまでの上場銘柄数の推移を振り返ると、この時期には比較的順調に新規上場が継続した時期であったといえる。2002年8月末においては5銘柄、時価総額約4,200億円に達した。

2. 2002年9月～2003年8月（2年目）

2年目に入るとすぐ、2002年9月にプレミア投資法人が上場して6銘柄に達した。だが図表7が示すとおり、その後1年間は新規上場がない状況が継続した。2年目は、実物不動産市場あるいはJ-REIT市場に何らかの要因があり、新規上場が困難な時期であったのだろう。

その一方、この時期においてはJ-REITの価格が一貫して上昇傾向にあった。また、

図表5から、この時期における日本ビルファンド投資法人およびジャパンリアルエステイト投資法人のPBRの上昇が確認できる。このような傾向は、J-REITの評価が高まったことを示しているといえる。J-REIT各社の努力によって予想以上の配当が実現し、それが決算発表によって公表されていったことで、J-REITに対する評価が高まったのだろう。

また、この時期にはJ-REITを後押しする外的要因もあった。例えば2003年4月1日からJ-REIT配当課税の税率が20%から10%に軽減され、J-REIT譲渡益課税の税率も20%から10%へ軽減された。この税制改正は、J-REIT投資家が受け取る配当の額を増やす効果を与えることとなり、J-REIT価格上昇を期待させたはずである（この税制改正は2002年12月に税制改正大綱において公表されており、その時点で投資口価格にポジティブな影響を与えたと考えられる）。また、2003年4月に東京証券取引所によって東証REIT指数の公表が始まったことや、2003年5月のモルガンスタンレーインターナショナル社が公表するMSCI日本指数構成銘柄の見直しにより、J-REIT2銘柄（日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人）が指数公表銘柄に組み入れられることになったのもJ-REITにとってポジティブなニュースであった。さらに、2003年7月には投資信託協会の自主ルールが変更され、REITに投資するファンド・オブ・ファンズが組成可能になった。ファンド・オブ・ファンズに組み込むことができるREITとして、日本のJ-REITだけでなく海外のREITも認められているため、投資家はファンド・オブ・ファンズで世界中のREITへの

分散投資が容易に行えるとともに、1万円単位でREITに投資できることとなった。ファンド・オブ・ファンズの解禁は、特に個人投資家のJ-REIT投資を促す要因になったはずである。

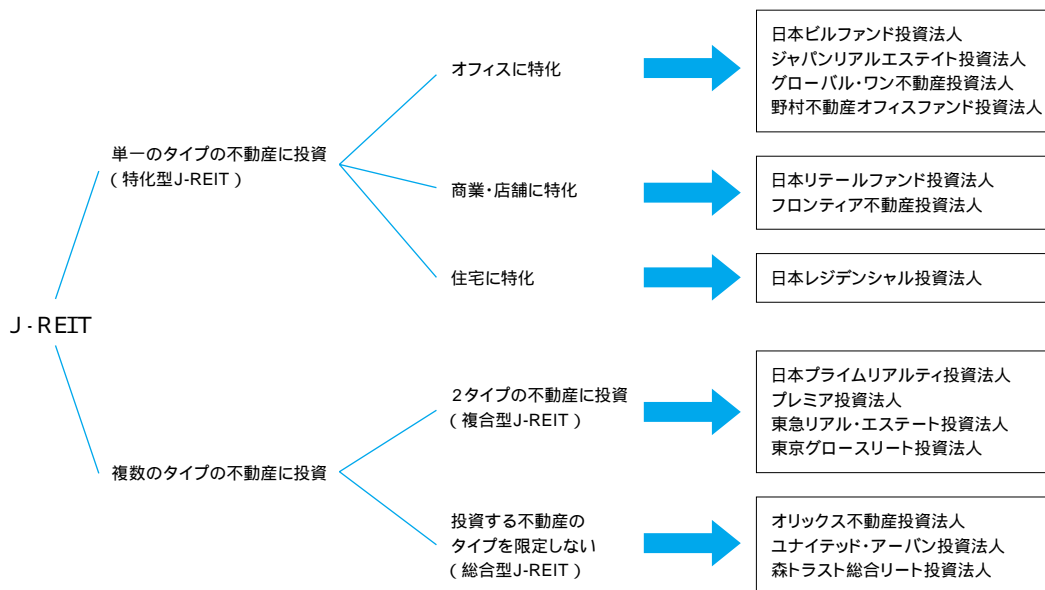
つまり、この時期においては銘柄数はほとんど増加しなかったものの、各J-REITの努力やJ-REITの成長を促進させるような外的要因によって、J-REITに対する評価が高まり、J-REITの価格が上昇傾向にあったのだといえる。2004年8月末時点での銘柄数は6、時価総額は約6,200億円であった。

3. 2003年9月～2004年8月（3年目）

3年目に入るとすぐ、2003年9月に東急リアルエステート投資法人、グローバル・ワン不動産投資法人が上場した。1年ぶりの上場である。図表7が示すとおり、その後上場が早いペースで続いた。その結果、2004年3月末には12銘柄、2004年8月末には14銘柄に達した。銘柄数の増加に加え、住宅に特化した初のJ-REITである日本レジデンスリアル投資法人が2003年3月に上場し、商業・店舗に特化したJ-REITとしては2番目の銘柄であるフロンティア不動産投資法人が上場する等、銘柄の多様化が進展した（図表8）。さらに、大阪証券取引所では2003年12月に、福岡証券取引所においては2004年8月にJ-REIT市場が創設され、J-REIT市場自体が多様化する動きも生じ始めた（2004年5月17日に上場した東京グロースリート投資法人は、大阪証券取引所に初めて上場したJ-REITである。福岡証券取引所には今のところ上場銘柄はないが、今後上場銘柄が登場することが期待される）。

また、この時期は銘柄増加に加え、価格

図表8 上場J-REITの不動産プロパティタイプの分類



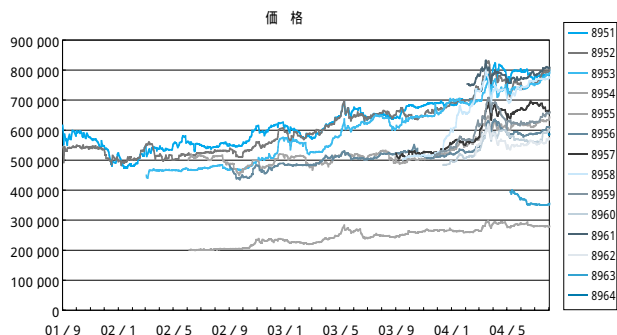
上昇も顕著であった。図表9は、J-REITの投資口価格の推移を示しており、3年目における価格上昇傾向が確認できる。なかでも2004年1月～2004年3月の間にはその傾向が強いことがわかる（2004年4月に入り価格がやや調整されたものの、その後も価格上昇傾向が継続している）。

図表10は、2004年8月27日時点のPBRを示す。PBRが高いほど、帳簿上の純資産に比

べて投資口が市場でより割高に評価されているといえる。最近1年間の価格上昇傾向を受け、各J-REITのPBRは、1.2～1.6の水準に達している。この点から現在の市況は、J-REITが初めて上場した当初にPBRが1を下回っていた状況とは大きく変わったといえるであろう。ただし、この水準が割安であるか割高であるかの判断は難しい。今後J-REIT市場がさらに成熟していく過程で妥当な水準が明らかになっていくものと思われる。

この時期においては、価格上昇を伴いながら銘柄数が増加しており、結果として市場規模が急拡大したといえる。これが一時的なものなのか、J-REITが成長過程に入ったのかについては十分な検討がされる必要がある。ただし、現在、J-REIT上場の計画が10以上報道されており、当面は銘柄の増加、多様化が進展すること

図表9 J-REITの投資口価格の推移



図表10 J-REITの株価純資産倍率(PBR)

証券コード	投資法人名	1口当たり純資産(A) (決算発表ベース)	投資口価格(B) (2004年8月27日終値)	株価純資産倍率 (A)/(B)(PBR)
8951	日本ビルファンド投資法人	545,640(2004/6/30時点)	813,000	1.49
8952	ジャパンリアルエステイト投資法人	527,077(2004/3/31時点)	832,000	1.58
8953	日本リートリアルファンド投資法人	501,639(2004/2/29時点)	784,000	1.56
8954	オリックス不動産投資法人	503,535(2004/2/29時点)	632,000	1.26
8955	日本プライムリアルティ投資法人	213,321(2004/6/30時点)	293,000	1.37
8956	プレミアム投資法人	481,278(2004/4/30時点)	627,000	1.30
8957	東急リアル・エステート投資法人	520,888(2004/1/31時点)	666,000	1.28
8958	グローバル・ワン投資法人	510,331(2004/3/31時点)	811,000	1.59
8959	野村不動産オフィスファンド投資法人	492,820(2004/4/30時点)	690,000	1.40
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	473,202(2004/5/31時点)	615,000	1.30
8961	森トラスト総合リート投資法人	515,238(2004/3/31時点)	829,000	1.61
8962	日本レジデンシャル投資法人	485,437(2004/5/31時点)	593,000	1.22

(注)1口あたり純資産は、決算発表ベースの数値

(注)東京グロースリート投資法人、フロンティア不動産投資法人はまだ初回の決算発表時期が到来していないため、表中に記載はしていない。

が期待される。

J-REITが果たした役割

J-REITがこの3年間で取得した不動産は、8月末時点において取得価格ベース累計で1兆7,000億円を超える水準に達している。J-REITが買い手としての役割を果たすことで、元々の不動産保有者は売却のニーズを果たすことができたと考えられる。加えて、投資家はJ-REITへの投資を通じて流動性を失わずに不動産へ投資をする機会を得たはずである。以下では、J-REITのこのような役割を振り返ってみたい。

1. 実物不動産市場でJ-REITが果たした役割

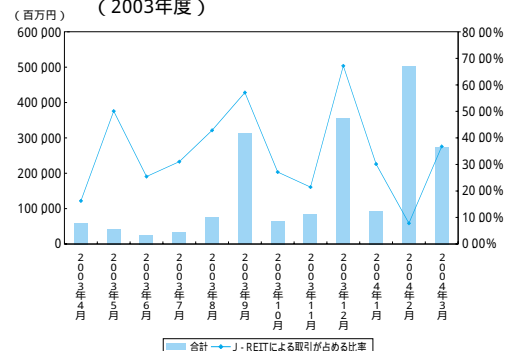
図表11は、2003年度における上場企業による不動産売買額の推移とJ-REITによる取引が占める割合の月次推移を示したものである。J-REITの取引が占める割合は10%～70%で推移しており、2003年度全体で見ると、上場企業による不動産売買額の総額は

約1兆9,160億円であり、J-REITが買い手となったケースの不動産売買額は総額の約36.5%に相当する約6,990億円であった。J-REITは、実物不動産市場で非常に大きな役割を果たしていると考えられる。

図表12は、2003年度の上場企業による不動産取引で譲渡価格上位20を示す。

図表12に登場する物件は、すべて取引価格が100億円を超えているが、このなかにJ-

図表11 上場企業による不動産売買額の推移とJ-REITによる取引が占める割合 (2003年度)



住宅新報社提供データによりARES作成。

図表12 上場企業による不動産取引の譲渡価格

順位	譲渡人	譲受人	種類	所在	敷地規模	譲渡価格	発表月
1	みずほ銀行	東京プライムステージ	信託受益権	千代田区大手町1丁目	8,495	112,000	2004年2月
2	みずほ銀行	ファースト・ユー	信託受益権	千代田区内幸町1丁目	13,269	105,000	2004年2月
3	大成建設	マーレ	信託受益権	港区海岸1丁目	10,776	58,675	2004年3月
4	東京急行電鉄	CTリアルティ	信託受益権	渋谷区桜丘町	9,395	40,200	2004年2月
5	野村不動産	野村不動産オフィスファンド投資法人	信託受益権	新宿区西新宿1丁目	4,658	38,730	2003年12月
6	太平洋セメント	全国共済農業協同組合連合会	土地、建物	江東区豊洲		37,200	2003年12月
7	東武百貨店	東武鉄道	土地、建物	台東区花川戸1丁目	85,748	35,772	2004年2月
8	都市基盤整備公団	高島屋	土地、建物	立川市曙町2丁目	3,579	35,600	2004年2月
9	損害保険ジャパン	東京プライムステージ	信託受益権	千代田区大手町1丁目	2,539	33,000	2004年2月
10	石川島播磨重工業	TCBファンディング	土地、建物	江東区豊洲3丁目		30,000	2004年2月
11	ブラチナインベストメント	日本ビルファンド投資法人	信託受益権	港区白金1丁目	4,373	27,600	2003年9月
12	エム・エス・グローバルインベストメント・ジャパン	グローバル・ワン不動産投資法人	信託受益権	千代田区大手町1丁目	1,088	23,495	2003年12月
13	ジャスト・キャピタル	東急リアル・エステート投資法人	信託受益権	千代田区大手町1丁目	1,861	23,260	2003年12月
14	ニチモ、ニチモコミュニティ、ニチモ開発	ウラノアセット特定目的会社	信託受益権	渋谷区、横浜市、さいたま市		23,100	2004年1月
15	エス・ピー・エス・アセットファンディング	東急リアル・エステート投資法人	信託受益権	世田谷区用賀4丁目	21,315	22,400	2003年9月
16	ケンブラスエイト、ケンブラスツー	ユナイテッド・アーバン投資法人	信託受益権	新宿区西新宿3丁目	6,215	21,100	2003年12月
17	クレオ日本橋本町	野村不動産オフィスファンド投資法人	信託受益権	中央区日本橋本町2丁目	3,196	20,600	2003年12月
18	ティー・シー・アセットマネジメント	西友	土地、建物	練馬区、世田谷区ほか	14,050	19,000	2003年8月
19	日本電気	職屋プロパティーズ、MET横浜職屋開発	信託受益権	横浜市都筑区池辺町	131,625	18,400	2003年11月
20	ティー・エヌ・オー・インベストメント	グローバル・ワン投資法人	信託受益権	品川区東品川2丁目	6,106	18,082	2003年9月

(単位:敷地規模m²、譲渡価格は百万円、-は未公表)

住宅新報社提供データよりARES作成。

REITが買い手となった取引が8含まれており、J-REITは大規模な不動産取引において、強力な買い手となっていることがうかがえる。

J-REITによって取得された物件は、あらかじめ定められたJ-REITの投資基準に合致する物件であるため、ある程度の基準をクリアした比較的優良な物件だといえる。バブル崩壊後に不動産のリスクが顕在化するなか、そうした不動産の原保有者である一般事業会社等は、比較的優良な物件ですら売却し、その保有リスクから自身を解放しようとしている様子が見られる。

では、一般事業会社がこのような不動産を手放そうとするなかで、なぜJ-REITが買い手になり得たのか。それは、一般事業会社が不動産を購入しようとする、銀行から借入れるか、他の事業に使えるはずの資金を購入資金に当てる等の手段で資金調達をしなければならぬのに対して、J-REIT

は多くの投資家から多額の資金を集めることが可能だからである。J-REITは、優良物件で投資採算に合うものであれば、たとえ規模が大きくとも購入できる。一方、現在の経済状況では、一般の事業者等が100億円を超える不動産を取得するための資金を調達することは容易ではない。加えて、不動産のリスクが顕在化している現状では、リスクコントロールのノウハウがなければ不動産の保有は困難である。その点、高度な運用ノウハウと豊富な資金力を有するJ-REITゆえ高額な物件でも取得できるといえる。

もし、J-REITが存在しなければ、それらの物件はより低い価格でしか売却されなかったはずであり、場合によっては売却が実現しなかった可能性もある。この点を踏まえると、J-REITは停滞していた不動産市場に「不動産の強力な買い手」として登場し、不動産市場の活性化に貢献してきたといえ

る。

2. 金融商品としてのJ-REIT

J-REITは、不動産から生じるキャッシュフローを分配する商品であるという意味で、不動産の特性をもつ資産である。上場された商品である点等を踏まえると、J-REITの特性は不動産の特性と同一ではない。つまりJ-REITは不動産やこれまでに存在した金融商品とは異なる性質を持つ新たな金融商品を投資家に提供し、投資対象の選択肢を広げる役割を果たすものである。J-REITがどのようなリスク、リターン特性を有するのかという情報は投資家にとって重要な意味を持つ。

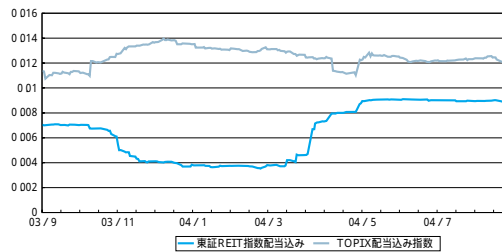
J-REITは、不動産の賃料を原資として配当を得る商品である。したがって、賃料が企業収益に比べて平均的には安定しているという経験則と、各J-REITのレバレッジ水準が比較的低い点を踏まえると、株式よりもリスクが低い商品であると推察できる。現に、J-REITはミドルリスクミドルリターンの特性を持つ商品として登場した側面もある。

しかし、実際に市場においてそのような性質を示すかどうかは、市場の取引データによる実証分析に頼らざるを得ない。

図表13は、東証REIT指数（配当込み）の日次収益率、TOPIX配当込み指数の日次収益率の直近120営業日（約6カ月）における標準偏差の推移を示している。

図表13から、東証REIT指数配当込みの日次収益率の標準偏差は、TOPIX配当込み指数の日次収益率標準偏差に比べて一貫して低いことが読み取れる。標準偏差はリスクを測る指標であるから、J-REITは株式より

図表13 日次収益率の過去120営業日の標準偏差の推移



(注)これらの図表における日次収益率は、連続複利ベース日率表示を指す。具体的には、以下の方法で算出した。
 (当営業日の前営業日に対する日次収益率)
 $= \log(\text{当営業日の価格}) - \log(\text{前営業日の価格})$
 ここで、logは自然対数を示す。
 以下、本レポートにおいて、日次収益率の定義はここでの定義と同一とする。

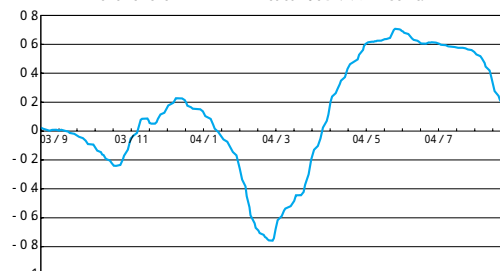
ブルームバーグ提供データより作成。

もリスクが低い商品であることが実証されたことになる。

J-REITが株式よりもリスクが低いという性質は、実証分析によらずとも推察することができた。しかしながら、実証分析によらずに把握し得るJ-REITの商品特性は限られている。例えば、J-REITは株式とどのような関係を持つ商品なのか、J-REITは債券とどのような関係を持つのかといった特性を把握するためには、実証分析に頼らざるを得ない。しかしながら、市場の創成期には取引データが少ないため、実証的な分析には限界がある。現在、3年間にわたる日々の取引データの蓄積によって、ようやくJ-REITの商品特性に関する実証分析が行われている状況である。

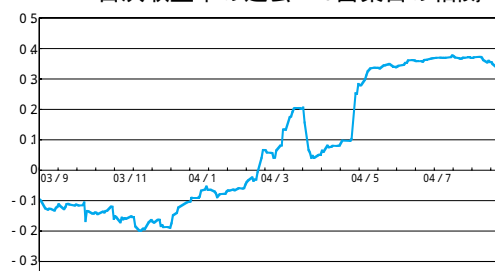
図表14は、東証REIT指数（配当無し）と10年国債最長期物利回りの過去120営業日（約6カ月間）における相関係数の推移を示し、図表15は東証REIT指数配当込み指数の日次収益率、TOPIX配当込み指数の日次収益率の過去120営業日（約6カ月）における両者の相関を示している。

図表14 東証REIT指数(配当無し)と
国債10年最長期物利回りの過去120
営業日における相関係数の推移



ブルームバーグ提供データよりARES作成。

図表15 東証REIT指数配当込み指数の
日次収益率、TOPIX配当込み指数の
日次収益率の過去120営業日の相関



— 過去120営業日の相関

ブルームバーグ提供データよりARES作成。

図表14、図表15からはJ-REIT価格と国債利回りの相関や、J-REIT収益率とTOPIX収益率の相関が時期によって大きく変動していることがわかる。したがって、少なくとも現在までの間、J-REITは株式や債券との間に安定した相関関係があったとはいえない。これは、市場の創成期においてJ-REITが確たる評価を受けていないことを示すことによる可能性があるとともに、相関を変動させる外的要因による可能性もある。いずれにしても、J-REITの商品特性を把握するためにはより長期的かつ詳細な分析が必要だといえる。

不動産証券化協会では、「J-REIT商品特性研究会」において、J-REITが金融商品としてどのような特性を持つのかをファイナンスの手法を用いて明らかにしようと試みているところである。現在までの分析としては、週次データを用いてJ-REITと株式・債券の超過リターンの関係を、同時点における影響および異時点の波及効果という観点で行った分析があげられる。その結果、同時点の関係については、東証指数（二部）で表わせる小型・低流動性株式の超過リターンの変動がJ-REITの超過リターンに強く

有意な影響を与えることが確認された。異時点間の関係については、小型・低流動性株式はJ-REITに対して説明力を持たず、代わりに債券や電力・ガス株式の超過リターンの変動がその次週のJ-REITの超過リターンの変動に有意に影響を与えていることが確認されている。さらに、時間の経過とともに、J-REITに影響力を持つものが、電力・ガス株式から債券に変化したことも確認されている。

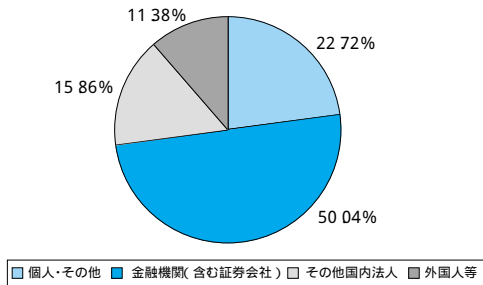
2002年度の研究会成果については、一橋大学大学院の大橋和彦助教授他の論文として、国土交通政策研究所の成果論文にまとめられている。2003年度の研究会成果についても同様な形式で論文としてまとめられる予定である。

今後、市場データが蓄積されていくにつれ、より多様な精度の高い実証分析が可能となり、金融商品としてのJ-REITの特性が明らかになっていけば、J-REITの魅力はより一層高まるものと考えられる。

今後の課題

今後は、J-REIT市場は規模の拡大とファンドタイプの多様化が同時に進行し、その

図表16 J-REIT14銘柄の投資主構成
(単純口数)



なかで各J-REITの優劣が明確になってくると思われる。各J-REITは、不動産に投資するという点では同じであるが、投資対象物件の基準や財務戦略に違いがあり、仮に投資対象や財務戦略が似通っていたとしても、実際のマネジメント能力には差があるはずだからである。各J-REITがリスクをとった運用を行っている限り、運用結果の優劣に差がつくのは自然な現象といえる。

そのような状況では、各J-REITが正当に評価されるような市場の形成が一層求められる。

現状では、各J-REITによる開示情報は、豊富で正確である。しかしながら、J-REITが多様化し、情報が複雑化する現状においては、開示情報が投資家に誤って理解される場合や、理解が不十分である場合があり得る。また、開示情報を理解しにくいために投資をためらう投資家も出てくるかもしれない。その意味で、J-REITの開示情報がよりわかりやすい形で投資家に伝達される仕組みの充実が必要となるはずである。

図表16は、J-REIT14銘柄の投資家の構成比を示している。現状ではまだ個人投資家の比率は低いといえる。J-REITの開示情報がよりわかりやすい形で投資家に伝達されれば、個人投資家の比率の上昇につながる可能性がある。その意味で、今後アナリストやFPの活躍が期待されるところでもあるが、われわれ不動産証券化協会においても、J-REITの商品特性の分析に努めるとともに、J-REITに関する情報を公益法人としての中立的な立場から発信していきたい。

Click!

J-REITの“現在”がわかる
J-REIT Viewを
ご活用ください

<http://www.ares.or.jp/>にアクセス

トップページの「J-REIT View」をクリック

ARESウェブサイトでは、J-REIT市場の概況や各上場投資法人の詳細を紹介した「J-REIT View」をご覧ください。時価総額、売買高、売買回転率、投資口価格の推移など、最新のデータをもとに、情報を毎週更新しております。ぜひ、ご活用ください。

J-REIT市場の概況(東証REIT指数の推移と主要指標の比較 / J-REIT時価総額の推移 / J-REITの売買代金 / 売買代金回転率の推移 / J-REIT保有資産のプロパティタイプ別構成比 / J-REIT全体の稼働率の推移)

上場J-REIT銘柄の紹介

上場J-REIT銘柄別決算情報の一覧

上場J-REIT銘柄別投資口価格および時価総額など