

J-REIT View

～4年間でJ-REIT時価総額はどのように拡大したか～



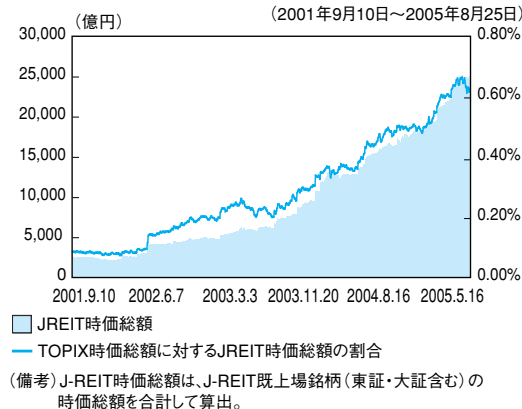
調査研究部 主任調査役 澤田 考士

J-REIT2銘柄が初めて上場した2001年9月10日時点で、J-REITの時価総額は、約2,600億円であった。その後、約4年間で時価総額は約9.6倍に拡大し、2005年8月末には約2兆5,000億円に達した。2005年8月末においてJ-REIT時価総額のTOPIX時価総額に対する割合は約0.6%、東証1部不動産業時価総額に対する割合は約34%に達しており（図表1、図表2）、市場での存在感が増している。

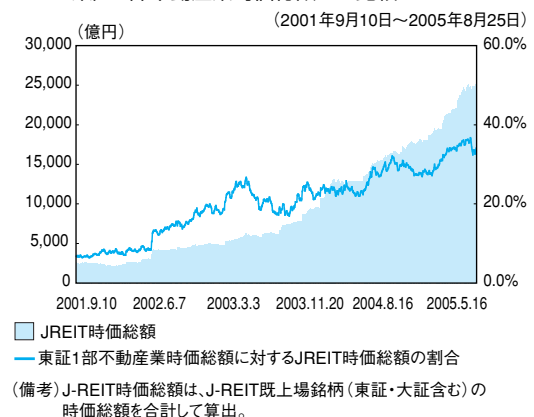
だが、図表3に示す通り、時価総額の増加額及び増加率はいずれも、時期によって大きな差が生じており、時価総額の拡大の仕方は時期によって異なる。

そこで、本レポートでは、時価総額の拡大は、時期によってどのような差異が見られるのかを調べることで、この4年間でJ-REIT時価総額がどのように拡大したかを探る。そのために、J-REIT時価総額の増加要因を①新規銘柄の上場、②各銘柄の上場後の資産規模拡大、③投資口価格の上昇の3つに分けて考え、それぞれが時価総額の増加にどのように寄与したのか検討する。

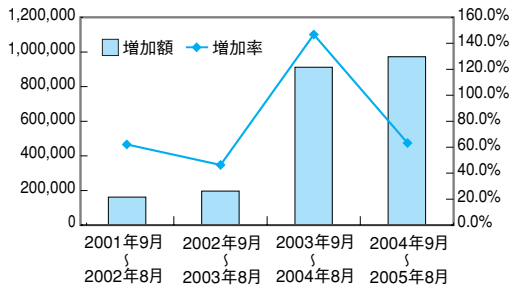
図表1 J-REIT時価総額の推移とTOPIX時価総額との比較



図表2 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



図表3 J-REIT時価総額の増加額及び増加率の推移



1. 新規銘柄上場が時価総額の増加に与えた影響

(1) 1年毎の推移

図表4は、各銘柄の新規上場時の時価総額を上場時期ごとに集計した結果を示している。

2002年9月から2003年8月において新規上場による時価総額の増加額が著しく落ち込んでいる。そして、2004年9月から2005年8月にもその前の1年間に比べて新規上場による時価総額の増加額が落ち込んでいる。新規銘柄上場による時価総額の増加には、時期によって大きなバラツキが生じている。

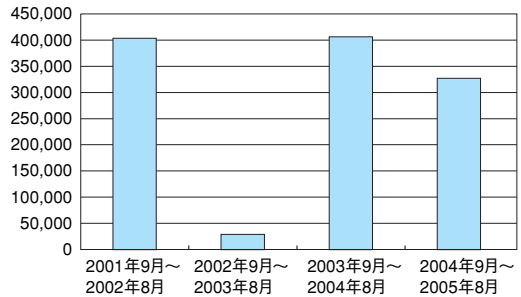
このようなバラツキは、新規上場銘柄数及び新規上場銘柄の上場時における1銘柄当たりの時価総額の変動によって説明される。そこで、以下ではそれぞれの推移について検討する。

(2) 上場銘柄数及び新規銘柄の上場時における時価総額の推移

J-REITは、2001年9月10日に2銘柄でスタートし、2005年8月末には22銘柄に達している(図表5)。

図表6は上場銘柄数の推移を示している。

図表4 新規上場銘柄の上場時時価総額(集計値)の推移 単位:百万円



2002年9月からの1年間には上場銘柄は6銘柄で推移しており新規上場がなかった点と、2003年9月以降において上場銘柄数の増加が続き、2005年7月中には、1カ月間の上場銘柄数としては最多の4銘柄が上場した点が特徴的である。新規上場銘柄数は大きく変動しており、その結果、新規銘柄上場による時価総額の増加が時期によって異なっているといえるだろう。

図表7では、1年単位で見た場合の差異を明確に示すために、新規上場銘柄数及び新規上場銘柄の上場時における時価総額(1銘柄当たり平均値)の1年毎の推移を示している。

2002年9月から2003年8月には、新規上場が1銘柄のみへと大幅に減少していると同時に、1銘柄当たりの上場時の時価総額も縮小している。この2つの要因が重なって、新規上場による時価総額の増加は大幅に落ち込んだといえる。

一方、2004年9月から2005年8月の間には、新規上場銘柄数は8銘柄であり前年と同様であった。一方、1銘柄当たりの上場時の時価総額が縮小した。この時期には、銘柄数の減少ではなく、J-REITがより小さな時価総額で上場したことによって、新規上場による

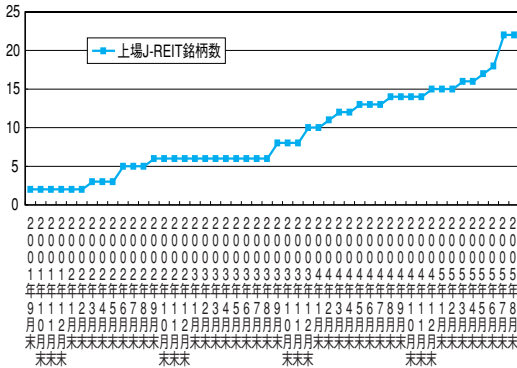
図表5 上場J-REIT銘柄一覧

名称	略称	証券コード	特色	所在地	運用会社	設立年月日	上場年月日	決算期	主要物件	運用会社の主要株主
日本ビルファンド投資法人	NBF	8951 (東証)	オフィスビル運用型(都心5区中心)	東京都中央区八重洲二丁目7番2号	日本ビルファンドマネジメント株式会社	2001年3月16日	2001年9月10日	6月末、12月末	JFEビルディング、芝NBFタワー、日本橋室町センタービル	三井不動産(株)、住友生命保険(相)
ジャパンリアルエステイト投資法人	JRE	8952 (東証)	オフィスビル運用型	東京都千代田区丸の内三丁目3番1号	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社	2001年5月11日	2001年9月10日	3月末、9月末	渋谷クロスタワー、三菱総合研究所ビルディング、銀座三和ビル	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)
日本リテールファンド投資法人	JRF	8953 (東証)	商業施設運用型	東京都千代田区紀尾井町4番3号泉館紀尾井町ビルディング	三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社	2001年9月14日	2002年3月12日	2月末、8月末	ならファミリー、イオン大和ショッピングセンター、エスキス表参道	三菱商事(株)、ユービーエス・エイ・ジー
オリックス不動産投資法人	OJR	8954 (東証)	首都圏特化型(運用資産は総合型)	東京都港区浜松町二丁目4番1号	オリックス・アセットマネジメント株式会社	2001年9月10日	2002年6月12日	2月末、8月末	クロスゲート、ランディック赤坂ビル、オリックス池袋ビル	オリックス(株)
日本プライムリアルティ投資法人	JPR	8955 (東証)	全国分散型(運用資産はオフィス・商業施設)	東京都中央区丸の内一丁目9番9号	株式会社東京リアルティ・インベストメント・マネジメント	2001年9月14日	2002年6月14日	6月末、12月末	兼松ビル、JPR梅田ロフトビル、JPR渋谷タワーレコードビル	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
プレミア投資法人	PIC	8956 (東証)	首都圏特化型(運用資産はオフィスビル・住宅の複合型)	東京都港区西麻布一丁目2番7号	プレミア・リート・アドバイザーズ株式会社	2002年5月2日	2002年9月10日	4月末、10月末	六番町ビル、ランディック第2新橋ビル、かながわサイエンスパークR&D棟	(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)
東急リアル・エステート投資法人	東急RE	8957 (東証)	首都圏特化型(運用資産はオフィスビル・商業施設)	東京都渋谷区道玄坂一丁目12番1号	東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社	2003年6月20日	2003年9月10日	1月末、7月末	りそな・マルハビル、世田谷ビジネススクエア、GFRONT(キューフロント)	東京急行電鉄(株)、東急不動産(株)
グローバル・ワン不動産投資法人	GO	8958 (東証)	オフィスビル運用型(3大都市圏)	東京都千代田区麹町四丁目1番地	グローバル・アライアンス・リアルティ株式会社	2003年4月16日	2003年9月25日	3月末、9月末	大手町ファーストスクエア、スフィアタワー天王洲、近鉄新名古屋ビル	日本ジーエムエーシー・コマース・モーゲージ(株)、近畿日本鉄道(株)、明治安田生命保険(相)、(株)東京三菱銀行、三菱信託銀行(株)
野村不動産オフィスファンド投資法人	NOF	8959 (東証)	オフィスビル運用型(東京都心、首都圏等)	東京都新宿区西新宿八丁目5番1号	野村不動産投信株式会社	2003年8月7日	2003年12月4日	4月末、10月末	新宿野村ビル、JALビルディングイートーピア日本橋本町ビル	野村不動産(株)
ユナイテッド・アーバン投資法人	UUR	8960 (東証)	総合型(商業、ホテル、オフィスビル、住宅)	東京都港区虎ノ門四丁目3番1号	ジャパン・リート・アドバイザーズ株式会社	2003年11月4日	2003年12月22日	5月末、11月末	新大阪セントラルタワー、新宿ワシントンホテル本館、川崎東芝ビル	トリニティ・インベストメント・トラスト・エル・エル・シー、丸紅(株)、クレディ・スイス・ファースト・ポスト・プリンスビル・インベストメント・リミテッド、東京支店、極東証券(株)、大和生命保険(株)
森トラスト総合リート投資法人	森トラスト	8961 (東証)	総合型(商業、ホテル、オフィスビル、住宅)	東京都港区虎ノ門一丁目25番5号	森トラスト・アセットマネジメント株式会社	2001年10月22日	2004年2月13日	3月末、9月末	日立本社ビル、日産自動車本社ビル新館、三田MTビル	森・ラスト(株)、(株)リノビ、(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
日本レジデンシャル投資法人	日レジデンス	8962 (東証)	住宅特化型	東京都千代田区永田町二丁目11番1号	パシフィック・インベストメント・アドバイザーズ株式会社	2002年12月6日	2004年3月2日	5月末、11月末	元麻布ブレイス、アパートメント西麻布、ソルシェ白	パシフィック・インベストメント・トラスト・エル・エル・シー、(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)
東京グロースリート投資法人	TGR	8963 (大証)	首都圏特化型(運用資産はオフィスビル・住宅の複合型)	東京都新宿区西新宿六丁目8番1号	株式会社パワーインベストメント	2002年1月18日	2004年5月17日	6月末、12月末	日本橋第二ビル、パークヒラ8雲、上野東相ビル	(株)東京リート、エイチ・エス証券(株)、(株)パワーマネジメント
フロンティア不動産投資法人	FRI	8964 (東証)	商業施設運用型	東京都港区赤坂二丁目17番22号	フロンティア・リート・マネジメント株式会社	2004年5月12日	2004年8月9日	6月末、12月末	イオン品川シーサイドショッピングセンター、マイカル茨木、ジョイフルタウン岡山	日本たばこ産業(株)
ニューシティ・レジデンス投資法人	NCR	8965 (東証)	住宅特化型(首都圏中心)	東京都港区六本木一丁目10番6号	シービー・アーリー・レジデンシャル・マネジメント株式会社	2004年9月27日	2004年12月15日	2月末、8月末	NCR横浜イースト、NCR目黒三田、NCR南青山	シービー・リチャード・エリス・インベスターズ(株)、エヌシー・ホールディングス・デラウェア・エルエルシー、(株)CSK
クレッシェンド投資法人	CIC	8956 (東証)	首都圏複合型(オフィス、住宅)	東京都港区愛宕二丁目5番1号	カナル投信株式会社	2002年1月31日	2005年3月8日	5月末、11月末	恵比寿スクエア、エムス原宿、ミルーム若林公園	轉充宏(カナル投信(株)代表取締役)、平和不動産(株)、AKIYAMA HOLDINGS & FINANCE S.A. (株)イノボイス、伊藤忠フィナンサーズ
日本ロジスティクスファンド投資法人	JLF	8967 (東証)	物流施設特化型	東京都千代田区神田錦町三丁目5番地1	三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社	2005年2月22日	2005年5月9日	1月末、7月末	船橋物流センター、大東物流センター、大阪福岡物流センター	三井物産(株)、中央三井信託銀行(株)、三信リース(株)、ケネディクス(株)
福岡リート投資法人	FRC	8968 (東証 福証)	福岡・九州地域特化型(商業施設中心の総合型)	福岡市博多区住吉一丁目2番25号	株式会社福岡リアルティ	2004年7月2日	2005年6月21日	2月末、8月末	キャナルシティ博多、パークプレイス大分、キャナルシティ・ビジネスセンタービル	福岡地所(株)、エフ・ジェイ都市開発(株)、九州電力(株)、ロイヤル(株)
プロスペクト・レジデンシャル投資法人	PRC	8969 (東証)	住宅特化型(首都圏中心)	東京都千代田区丸の内二丁目2番1号	プロスペクト・レジデンシャル・アドバイザーズ株式会社	2005年4月22日	2005年7月12日	1月末、7月末	TKフラッツ渋谷、プロスペクト東雲橋、プロスペクト清澄庭園	(株)プロスペクト

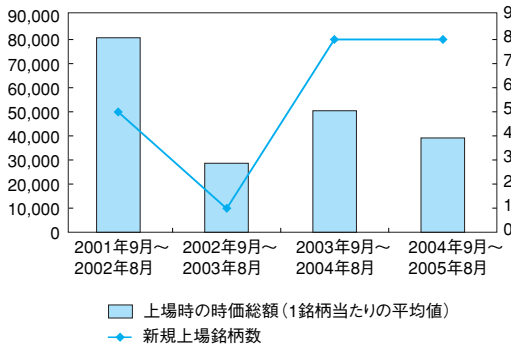
ジャパン・シングルレジデンス投資法人	JSR	8970 (東証)	住宅(単身者向け)特化型(宿泊特化型ホテル含む)	東京都港区麻布台一丁目7番2号 神谷町サンケイビル9階	ジャパン・シングルレジデンス・アセットマネジメント株式会社	2005年2月16日	2005年7月13日	1月末、7月末	トールジョーヌ駒沢公園、メゾン・ド・ヴィレ梅田、グラッフルー平尾	(株)ダーウィン、リーマン・ブラザーズ・インベストメンツ・ジャパン・インク、(株)クリード
ケネディクス不動産投資法人	KRI	8972 (東証)	総合型(オフィス・住宅中心、首都圏中心)	東京都千代田区丸の内二丁目6番2号	ケネディクス・リート・マネジメント株式会社	2005年5月6日	2005年7月21日	4月末、10月末	神南坂フレーム、日本橋313ビル、相互河町ビル	ケネディクス(株)
ジョイント・リート投資法人	JOR	8973 (東証)	総合型(住宅・商業中心、首都圏中心)	東京都目黒区目黒二丁目10番11号	株式会社ジョイント・キャピタル・パートナーズ	2005年4月20日	2005年7月28日	3月末、9月末	浜松プラザ、スベシア銀座、りんくう羽倉崎プラザ	(株)ジョイント・アセットマネジメント、(株)ジョイント・コーポレーション

(備考) 上表は、各投資法人の直近決算時点の決算情報(決算短信、有価証券報告書、資産運用報告書等)に基づいて作成している。
 ただし、ニューシティ・レジデンス投資法人、日本ロジスティクスファンド投資法人、福岡リート投資法人、プロスペクト・レジデンス投資法人、ジャパン・シングルレジデンス投資法人、ケネディクス不動産投資法人、ジョイント・リート投資法人は目録見書を基に作成し、資産規模は物件取得価格又は物件取得予定価格とし、保有物件、テナント数は上場時の状況を表す。(福岡リート投資法人は取得予定資産のサンリブシティ小倉を含む)

図表6 上場J-REIT銘柄数の推移



図表7 新規上場銘柄数と上場時の時価総額(1銘柄当たりの平均値)の推移



時価総額の増加が落ち込んだといえる。

報道等によれば、2005年度中に今後更に10程度の銘柄が新規上場を目指しているとのことである。それらの銘柄について、上場時の資産規模(目標値)を積み上げると5,000億円~6,000億円程度である。

1銘柄あたりの資産規模は平均で500億円~600億円となり、その半分をEquity(投資口の発行)で資金調達したと仮定すると1銘柄あたりの上場時の時価総額は250億円~300億円程度になる。これは、図表7でみた過去における上場時の1銘柄あたりの時価総額に比べて小規模である。報道されているJ-REIT上場計画によれば、今後は比較的小規模での上場が続くことになる。

一方、新規銘柄の上場は、必ずしも当初予定通りのスケジュールで実現するとは限

らないため、新規上場銘柄数を予測することは困難である。しかしながら、上場計画数が非常に多い現状を踏まえると、今後1年間の新規上場銘柄数が過去最多になる可能性が高い。

2. 各銘柄の上場後の資産規模拡大が時価総額増加に及ぼした影響

(1) 資産規模拡大がJ-REIT時価総額の増加をもたらす理由

上場後におけるJ-REIT保有資産規模拡大はJ-REIT時価総額の増加をもたらす。なぜなら、J-REITが資産取得を継続して行うためには、外部資金調達に依存せざるを得ず、その結果一定期間内に投資口を追加発行しなければならないからである。

外部資金調達に依存せざるを得ないのは、決算毎に配当可能利益の90%超を分配しなければ、分配金の損金算入による法人税の軽減の対象にならないためである。J-REITは配当可能利益のほぼすべてを分配金として決算期ごとに支払っており、内部留保はごくわずかである。それゆえ、資産取得の原資として内部留保に頼るのは難しい状況である。

一方、各J-REITは財務戦略上、負債比率におおむねの上限を定めているため、借入れが増えて負債比率が高くなりすぎた場合、それを調整するため投資口を発行して負債比率を低下させなければならない。

すなわち、資金調達の原資として、負債及び内部留保に多くを頼れない状況のため、投資口の追加発行が不可欠となる。投資口が追加発行されれば、その分時価総額は増加することになる。

(2) 投資口の追加発行によるJ-REIT時価総額増加の推移

図表8は、これまで追加発行された投資口の発行時の時価を時期別に集計した結果を示している。

投資口の追加発行による時価総額の増加額は、毎年着実に拡大したことがわかる。これは、図表4に示した新規上場による時価総額の増加額の推移と対照的である。特に、2004年9月から2005年8月の最近1年間では、投資口の追加発行にほる時価総額の増加が、新規上場による時価総額の増加を上回っているのが大きな特徴である（図表4、図表8）。2004年9月から2005年8月の最近1年間におい

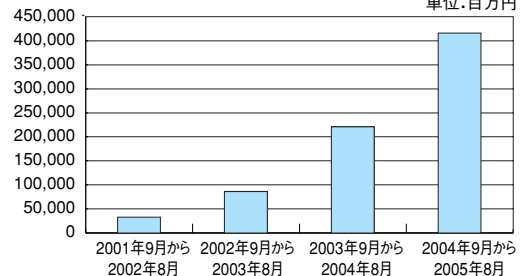
ては、新規銘柄の上場よりも上場後における投資口の追加発行が、J-REIT時価総額の増加により一層大きく寄与したのである。

(3) 資産規模拡大の状況

図表8で示した通り、投資口の追加発行による時価総額の増加が年々拡大している。上場後における投資口の追加発行は、J-REITの資産取得における資金調達のためであるから、これは、J-REITの上場後における資産取得が年々増加したことを意味している。

資産規模拡大には、ポートフォリオ全体の収益の変動リスクの低減や物件当たりのコスト削減などのメリットが見込まれる。このようなメリットから、J-REITの多くは、上場後における資産規模拡大計画を早期に定め、その計画に沿う形で資産取得を取得してきた。例えば、日本ビルファンド投資法人は2006年3月末までに資産額5,000億円、ジャパンリアルエステイト投資法人は2006年3月までに資産額3,000億円、日本リテールファンド投資法人は2007年3月末までに4,000億円、にそれぞれ資産規模を拡大させる目標をたてて、資産取得を行ってきた。（ジャ

図表8 新規上場銘柄の上場時時価総額（集計値）の推移
単位：百万円



パンリアルエステイト投資法人は、2005年3月末に資産規模が3,000億円に達し、計画を1年間前倒しで達成した。)。投資家に対して資産規模の目標を予め示し、その目標に沿って資産規模を拡大することが行いやすい時期であったといえる。

(4) 取得目標に対する対応の変化

しかしながら、近年においてはJ-REITの取得目標に対する対応が変化している。例えば、予め定めた時期までに、実際に取得した資産額が資産取得目標額に到達しないケースが出てきた。また、当初の資産取得目標に達した後、さらにどの程度の資産規模拡大を目指すのかが明示されないケースも多い。これは、資産規模の拡大の好機ではないとの判断によるものであろう。

この背景には、多くのプライベートファンドやJ-REITの市場参入によって優良不動産の取得競争が激化している状況がある。J-REITは、予め投資家に示した投資方針に合う物件のみを取得しなければならない。また、投資方針に合う物件でも、将来見込まれるキャッシュフローから一定の根拠をもって算出された価格を超えた価格水準では物件を取得することはできない。なぜなら、割高な物件や将来競争力の保てない可能性が高い物件を取得した場合、不動産ポートフォリオの質が劣化し、J-REITに投資する投資家の利益を損なうからである。

物件の取得競争が激化している現状では、優良不動産は、需要の集中によって割高になりがちである。そして、仮に割高ではない物件があったとしてもその物件は、投資

方針に合わない物件である場合や将来競争力の保てない可能性が高い物件である場合が多い。不動産ポートフォリオの質を劣化させずに資産規模拡大を実現することが困難になっているといえる。

そのような状況下、資産取得競争に巻き込まれないための方策として、物件の竣工前に取得を決定するケースが増えている(図表9)。

このような動きによって、資産取得目標を達成しようとしているのは事実である。しかしながら、あくまでも資産規模の目標達成よりも不動産ポートフォリオの質の確保の方をより重視しているのが最近の状況だと考えられる。

また、図表10に示すように、最近ではJ-REITが物件を売却する動きが出始めている。このような動きも、J-REITが規模拡大よりもポートフォリオの質を重視していることを示唆している。

資産規模の目標に対するJ-REITの態度が変わりつつある現状を踏まえれば、資産取得のために行われてきた投資口の追加発行が今後も拡大しつづけるとは限らない。実物不動産の市況がどのように変化し、その変化に応じてJ-REITがどのような物件取得方針を採るのかによって、今後の動向は、大きく左右されるといえる。

3. J-REITの価格がJ-REIT時価総額に及ぼした影響

(1) J-REIT価格の推移

図表11は、J-REITの価格水準の推移を示

図表9 J-REITが竣工前に物件取得をプレス公表した事例

投資法人名称	ビル名	建物構造	築年月日	取得価格 (百万円)	取得日	用途	プレス 公表日
日本ビルファンド投資法人	虎ノ門琴平タワー	鉄骨・鉄骨鉄筋コンクリート造 陸屋根	H16.11.30	6,043.00	H16.11.30	事務所・神社 (取得する専 有部分の用途 は事務所)	H16.9.17
日本ビルファンド投資法人	NBF東銀座スクエア	鉄骨・鉄骨鉄筋コンクリート造 陸屋根	H17.2.28	5,200.00	H17.3.28	事務所・店舗・ 駐車場	H16.8.12
日本ビルファンド投資法人	札幌エルプラザ	鉄骨・鉄骨鉄筋コンクリート造 陸屋根	H15.3.7	3,434.41	H15.11.5 H16.3.5 H16.11.30	事務所・店舗・ 複合公共施設	H14.12.24
日本ビルファンド投資法人	NBFブラチナタワー(白金一丁 目東地区第一種市街地再開発 事業 業務棟) (H18.3.31取得予定)	鉄骨造一部鉄骨鉄筋コンクリ ート造	H17.11月 予定	27,600.00	H18.3.31 (予定)	事務所・店舗	H15.9.29
ジャパンリアルエステイト投資法人	東五反田1丁目ビル	鉄骨造	H16.7.30	5,500	H16.11.1	事務所・店舗	H16.6.30
ジャパンリアルエステイト投資法人	代々木1丁目ビル	鉄骨・鉄筋コンクリート造陸屋 根	H15.10.31	8,700	H16.4.1	事務所	H15.9.9
ジャパンリアルエステイト投資法人	(仮称)晴海センタービル	鉄骨造	H18.11 竣工予定	1,270	H17.3.29 H17.11.24 H18.11.24	事務所・店舗・ 駐車場	H17.3.23
日本リートファンド投資法人	北青山8953ビル (H17.2.1取得)	鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋 根	H17.1.1	989	H17.2.1	店舗	H16.12.24
日本リートファンド投資法人	(仮称)ダイヤモンドシティ鶴見 ショッピングセンター		H18.12 竣工予定	840	H17.3.28	店舗・駐車場	H17.3.24
日本リートファンド投資法人	自由が丘8953ビル NEXT館	鉄筋コンクリート造	H17.3.1	2,100	H17.3.31	店舗	H17.2.1
日本リートファンド投資法人	(仮称)浦和PARCO (H19.12.25取得予定)	鉄骨鉄筋コンクリート造	H19.9 竣工予定	27,320	H19.12.25 取得予定	店舗・駐車場・ 映画館	H16.12.24
オリックス不動産投資法人	ラウンドクロス新宿 (H18.4下旬取得予定)	鉄骨造一部鉄骨鉄筋コンクリ ート造	H17.10.31 竣工予定	8,020	H18.4下旬 取得予定	事務所・店舗・ 車庫	H17.3.22
日本プライムリアルティ投資法人	川口1丁目1番第一種市街地再 開発事業 公益・商業施設棟(キ ュボ・ラ本館棟)(H18.3取得 予定)	鉄骨造	H18.3.1	2,100	H18.3末	店舗・公共・ 公益施設	H16.11.24
プレミア投資法人	プレミアステージ日本橋茅場町	鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋 根	H16.2.1	2,430	H16.3.26	共同住宅	H15.9.29
プレミア投資法人	プレミアステージ三田慶大前 (H18.3.26名称変更)	鉄骨鉄筋コンクリート造・鉄筋 コンクリート造陸屋根	H16.11.1	1,580	H16.11.30	店舗・共同住 宅	H16.3.26
プレミア投資法人	プレミアプラン代々木公園	鉄筋コンクリート造陸屋 根	H17.6.1	2,330	H17.7.15	共同住宅	H17.1.31
プレミア投資法人	プレミアステージ市ヶ谷河田町	鉄筋コンクリート造陸屋 根	H17.7.1	1,460	H17.7.21	共同住宅・店 舗	H17.4.15
プレミア投資法人	プレミアステージ内神田 (H17.9.30取得予定)	鉄骨鉄筋コンクリート造	H17.9 竣工予定	1,724	H17.9.30 (予定)	共同住宅・店 舗・飲食店	H17.3.23
東急リアル・エステート投資法人	(追加取得)PICASSO347 (H17.8.2取得予定)			9,800	H17.8.2 (予定)	店舗・映画館・ 飲食店・スポ ーツジム	H17.7.6
日本レジデンシャル投資法人	パシフィックタワー乃木坂(旧 エクセレントタワー乃木坂、 H16.9.30変更)	鉄筋コンクリート造陸屋 根	H16.8.1	3,900	H16.9.30	共同住宅	H16.6.28
日本レジデンシャル投資法人	パシフィックレジデンス水道橋 (旧水道橋マンション、 H16.10.28変更)	鉄骨鉄筋コンクリート造	H16.12.1	2,330	H17.2.25	共同住宅	H16.6.16
日本レジデンシャル投資法人	パシフィックレジデンス文京千 石	鉄骨鉄筋コンクリート造	H17.4.1	1,558	H17.5.18	共同住宅・自 動車庫庫・自 転車駐機場	H17.2.28
日本レジデンシャル投資法人	パシフィックレジデンス三宮東 (H18.3.31までの間)	鉄筋コンクリート造	H17.12 竣工予定	2,247	H18.3.31 までの間	共同住宅	H17.3.31
日本レジデンシャル投資法人	パシフィックレジデンス築地 (H18.3.31までの間)	鉄筋コンクリート造	H17.12 予定	1,320	H18.3.31 までの間	共同住宅	H17.2.28
日本レジデンシャル投資法人	パシフィックタワー六本木 (H18.3.31までの間)	鉄筋コンクリート造(一部鉄骨造)	H18.2 竣工予定	8,443	H18.3.31 までの間	共同住宅	H17.4.12
日本レジデンシャル投資法人	パシフィックタワー目黒山手 (H19.3.31までの間)	鉄筋コンクリート造	H19.2 竣工予定	14,508	H19.3.31 までの間	共同住宅	H17.3.31
フロンティア不動産投資法人	ベルタウン丹波口駅前店(H17.9 取得予定)	A敷地:鉄骨造 B敷地:鉄骨造	H17.9 (竣工予定)	2,130.00	H17.9 (予定)	店舗・駐車場	H17.4.1
フロンティア不動産投資法人	(仮称)旧名古屋工場開発建物 (H18.3取得予定)	鉄筋コンクリート造、鉄骨造陸 屋根	H18.3 (竣工予定)	24,100.00	H18.3 (予定)	店舗・駐車場	H17.2.18
クレッシェンド投資法人	エルミターージュ練馬	鉄筋コンクリート造陸屋 根	H17.5.25	690	H17.6.30	共同住宅・ 駐車場	H17.3.28
クレッシェンド投資法人	エルミターージュ東日本橋	鉄筋コンクリート造陸屋 根	H17.6.2	1,210	H17.6.30	共同住宅	H17.3.28
クレッシェンド投資法人	エルミターージュ東神田	鉄筋コンクリート造陸屋 根	H17.6.7	1,100	H17.6.30	共同住宅・ 駐車場	H17.3.28
クレッシェンド投資法人	(仮称)ランドステージ白金高 輪(H17.9.13取得予定)	鉄骨鉄筋コンクリート造	H17.8.30	4,030	H17.9.13 予定	共同住宅	H17.7.26

図表10 J-REITが物件を売却した事例

投資法人名称	ビル名	用途	所在地	売却日	売却価格 (百万円)	売却先	取得日	取得価格 (百万円)
日本ビルファンド投資法人	新宿余丁町ビル	事務所・駐車場	東京都新宿区余丁町10番10号	H16.7.30	2,700	(株) シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズ	H13.5.29	2,347.50
日本ビルファンド投資法人	稲毛海岸ビル	事務所・体育館・店舗・駐車場	千葉県千葉市美浜区高洲3丁目23番2号	H16.7.30	2,100	(株) シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズ	H13.5.29	1,941.20
日本ビルファンド投資法人	浜松シティビル	事務所	静岡県浜松市伝馬町312番地の32	H16.7.30	1,400	(株) シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズ	H13.5.29	1,377.00
日本ビルファンド投資法人	京町堀センタービルディング	事務所	大阪府大阪市西区京町堀1丁目17番16号	H16.7.30	900	(株) シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズ	H13.5.29	749.00
オリックス不動産投資法人	日交神楽坂ビル	事務所・駐車場	東京都新宿区岩戸町18番地	H16.12.17	1,627	AIGエジソン生命保険(株)	H13.12.1	1,600
オリックス不動産投資法人	ウエストサイド五反田	事務所	東京都品川区西五反田6丁目2番7号	H16.12.17	578	AIGエジソン生命保険(株)	H13.12.21	587
オリックス不動産投資法人	ランディック五反田ビル	事務所・駐車場	東京都品川区東五反田1丁目21番13号	H16.12.17	2,135	AIGエジソン生命保険(株)	H14.1.10	2,113
オリックス不動産投資法人	オー・エックス岐阜ビル	事務所	岐阜県岐阜市長住町3丁目3番1号	H17.6.15	620	(株) アクロス	H13.12.1	528
オリックス不動産投資法人	VX茅場町ビル	事務所・車庫	東京都中央区日本橋茅場町2丁目16番3号	H17.6.16	1,040	タクト医療(株)、山岸桂市(個人)	H13.12.1	880
日本プライムリアルティ投資法人	安田生命天六ビル	事務所	大阪府大阪市北区浪花町12番24号	H15.9.3	600	(株) 創建	H13.11.16	418.00
日本プライムリアルティ投資法人	JPRスクエア博多 イースト・ウエスト	事務所	福岡県福岡市博多区住吉2丁目2番1号	H17.3.16	2,923	護国寺ホールディング 特定目的会社	H13.11.16	2,873
日本プライムリアルティ投資法人	JPR池袋ビル	事務所	東京都豊島区東池袋1丁目34番5号	H17.3.16	3,345	護国寺ホールディング 特定目的会社	H14.8.21	2,040
日本プライムリアルティ投資法人	JPRパークウエスト高松	事務所	香川県高松市寿町1丁目2番5号	H17.3.16	842	護国寺ホールディング 特定目的会社	H13.11.16	872
グローバル・ワン不動産投資法人	近鉄大森ビル	事務所	東京都品川区南大井6丁目21番12号	H16.10.1	5,600	ビッグフォレスト・キャピタル(有)	H15.9.28	4,819
日本レジデンシャル投資法人	マノア鷺沼	居宅・駐車場	神奈川県川崎市宮前区鷺沼1丁目3番23号	H17.1.28	450	山田建設(株)	H16.3.2	346
日本レジデンシャル投資法人	ヴェール小日向	共同住宅	東京都文京区小日向2丁目30番6号	H17.1.28	345	-	H16.3.2	273
東京グロースリート投資法人	ジェイドハウス	共同住宅・車庫	東京都杉並区高円寺南1丁目20番16号	H17.1.7	282	-	H16.5.18	205
東京グロースリート投資法人	ターキーズ田園調布第二	共同住宅	東京都大田区田園調布本町57番8号	H17.3.15	263	-	H16.5.18	236
東京グロースリート投資法人	マンション白陽	共同住宅・車庫	東京都北区東田端2丁目9番14号	H17.4.22	740	-	H16.5.18	663
東京グロースリート投資法人	セジュール田町	共同住宅・事務所・駐車場	東京都港区芝浦2丁目14番13号	H17.5.26	667	-	H16.4.23	524

している。これは、2001年9月10日(J-REIT2銘柄が初めて上場した日)の水準を1,000とした場合のJ-REIT価格水準をインデックス化した数値の推移を示したものである。

J-REIT価格水準をインデックス化する際、当営業日の指数値を、以下の算式で算出した。

$$\langle \text{当営業日の指数値} \rangle = [\text{前営業日の指数値}] \times [\text{各銘柄の前営業日から当営業日までの変化率を、前営業日の各銘柄の時価総額によって加重平均した値}]$$

図表11 J-REIT価格インデックスの推移



図表11から、当初2002年2月まで、価格水準が下落しつづけた後、2002年11月に最初の水準に達し、それ以降、J-REITの価格水

準の上昇傾向が続いたことがわかる。

図表11で示したJ-REIT価格インデックスの約1年毎の上昇率の推移は、図表12のようになる。

そして、図表12で示したJ-REIT価格インデックスの上昇率は、価格上昇がJ-REIT時価総額に寄与した効果に相当する。なぜなら、一般に時価総額 = 投資口価格 × 発行済み投資口数であり、投資口の価格水準がx%上昇した場合には、他の条件を不変であると仮定すると、時価総額も同様にx%上昇するはずだからである。J-REIT価格の大幅な上昇は、J-REIT時価総額を大幅に増加させたといえる。ではなぜ、J-REITの価格は上昇を続けたのか。以下では、いくつかの観点で考察する。

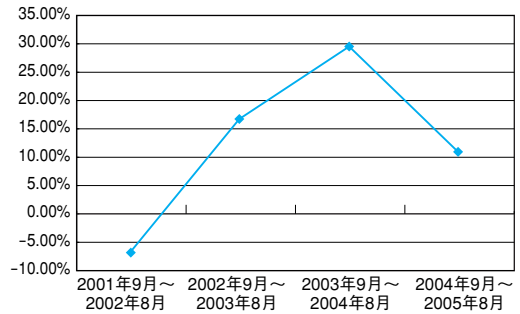
(2) J-REITへの投資から得られるキャッシュフロー

J-REITの価格を分析する際にまず検討すべきことは、J-REITへの投資によって得られるキャッシュフローの推移である。なぜなら、J-REITへの投資は、将来のキャッシュフローを得る権利の獲得を意味し、J-REITの価値は将来キャッシュフローの価値だと考えられるからである。

仮にJ-REITへの投資から得られるであろうと期待されるキャッシュフローが増大すれば、他の条件を一定とすると理論上J-REITの価格は上昇することになる。J-REITの価格上昇は、J-REITへの投資から得られる期待キャッシュフローの増大によるもののだろうか、以下で具体的に検討したい。

J-REITへの投資から得られるキャッシュ

図表12 J-REIT価格インデックス増加率の推移

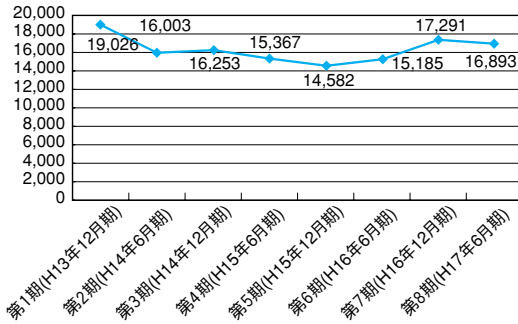


フローは、決算毎に支払われる分配金である。従って、将来得られると期待される分配金が増大したのが問題となる。図表13、図表14、図表15、図表16、図表17、図表18は、上場後に5期以上の決算を経たJ-REITの1口当たり分配金の推移を示している。

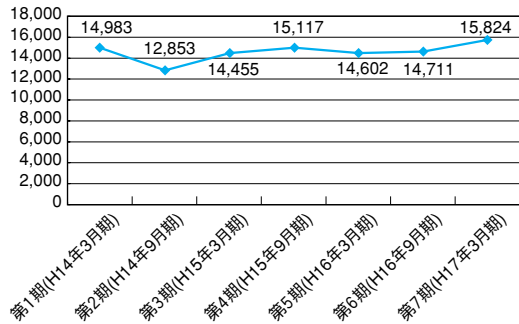
一般に、第1期の分配金の水準は運用日数が通常と異なるなどの特殊要因によって実績が特異になる。そこで、第2期以降の推移に着目すると、どの銘柄も概ね安定的な分配金を実現していることがわかる。少なくとも、現在までの間、分配金の大幅な増加はなかったことがわかる。

そして、将来において、分配金が急増するという予想は行にくい。それは、現在の市場環境下では賃料の大幅な上昇は見込まれず、さらに、管理費等の削減にも限度があるからである。また、現在が超低金利であることを踏まえると、将来においては金利が上がる可能性があり、それは分配金をむしろ減少させる要因である。すなわち、現在までの間分配金が大幅に上昇したことはなく、今後、大幅に上昇する可能性は低い。つまり、キャッシュフロー増加期待と

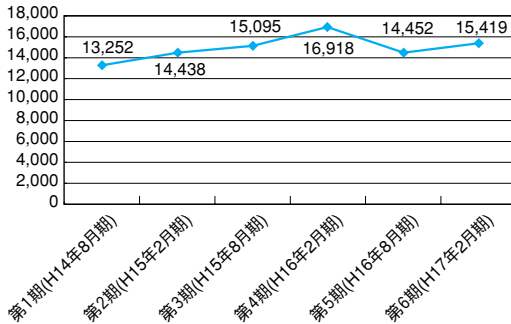
図表13 1口当たり分配金の推移
(日本ビルファンド投資法人)



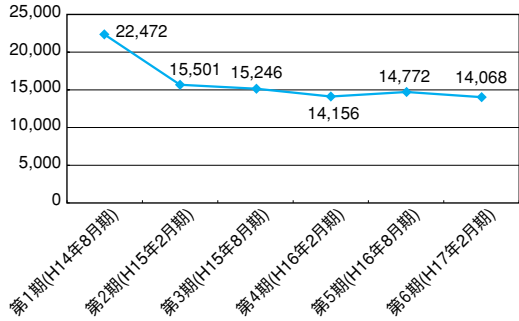
図表14 1口当たり分配金の推移
(ジャパンリアルエステイト投資法人)



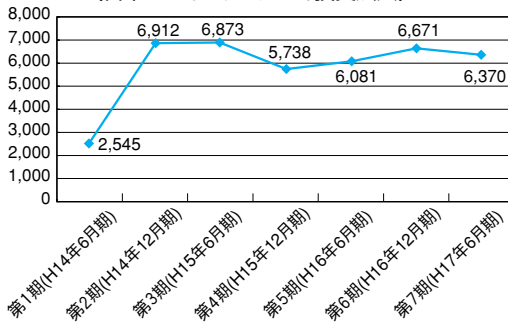
図表15 1口当たり分配金の推移
(日本リテールファンド投資法人)



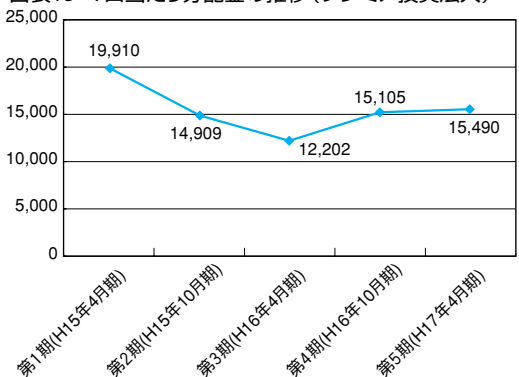
図表16 1口当たり分配金の推移(オリックス不動産投資法人)



図表17 一口あたり分配金の推移
(日本プライムリアルティ投資法人)



図表18 1口当たり分配金の推移(プレミア投資法人)



は関係なく、J-REITの価格は上昇したと考えられる。

(3) J-REITへの投資リスクに対する過大評価の解消による価格上昇

では、なぜキャッシュフローの増加が期待されない中でJ-REITの価格は上昇したのだろうか。第1の理由は、J-REITが登場して間もない時期において、J-REITへの投資リスクが過大評価されていたためだと推測

できる。J-REITが新たに登場した当初は、決算実績も少なく、J-REITの分配金の将来推移を裏付ける根拠が乏しかったのは事実である。また、2003年に大型ビルが多数竣工することによる不動産市況の悪化が懸念されていた時期でもあった。J-REITの将来キャッシュフロー推移が不安視されたことも十分考えられる。

その後、J-REITが決算を重ねる中で、分配金実績が継続して予想値を上回った。そして、分配金は安定した水準を保持しており、結果としてJ-REITへの投資リスクに対する過大評価が解消されたと考えるのである。これは、J-REITの価格が上昇した要因の一つとして、「J-REITがより安全な資産であると認識されるようになった」と言い換えられる。

そこで、J-REITが登場した当初、J-REITへの投資リスクが過大評価されていたことを、J-REITのリスク・リターンの観点から検討する。ファイナンス理論の一般的な手法に従い、配当込み指数の日次収益率を以下の式で算出し、日次収益率の標準偏差を

リスク、平均値を平均リターンとして扱うものとする。

〈日次収益率の算出方法〉

$$[\text{当営業日の前営業日に対する日次収益率}] = \log(\text{当営業日指数値}) - \log(\text{前営業日の指数値})$$

注1 logは自然対数を示す。

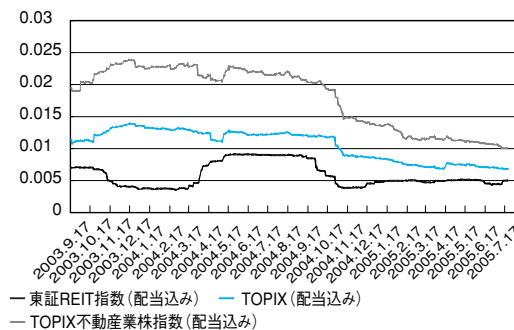
注2 指数値は、配当込み指数の値を指す。

注3 上記算式で算出した日次収益率は、連続複利ベースの収益率を日率表示した値に相当する。

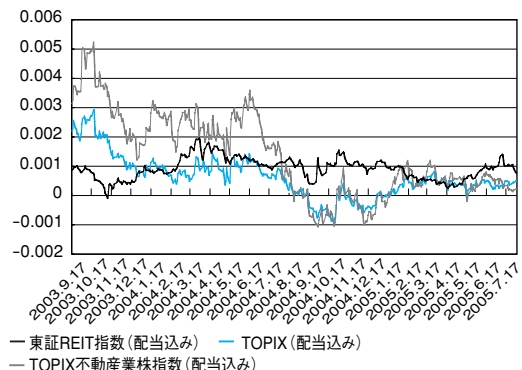
図表18は、東証REIT指数（配当込み）、TOPIX（配当込み）、TOPIX不動産業株指数（配当込み）の日次収益率の過去120営業日分のデータから算出した標準偏差（ローリングデータ）の推移を示している。これは、上述したリスクに対応している。

図表19は、東証REIT指数（配当込み）、TOPIX（配当込み）、TOPIX不動産業株指数（配当込み）の日次収益率の過去120営業

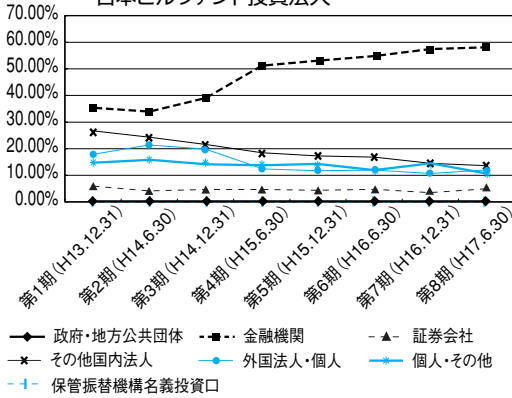
図表19 日次収益率120営業日標準偏差



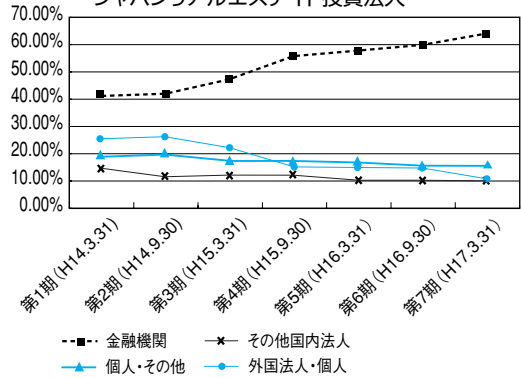
図表20 日次収益率120営業日平均値



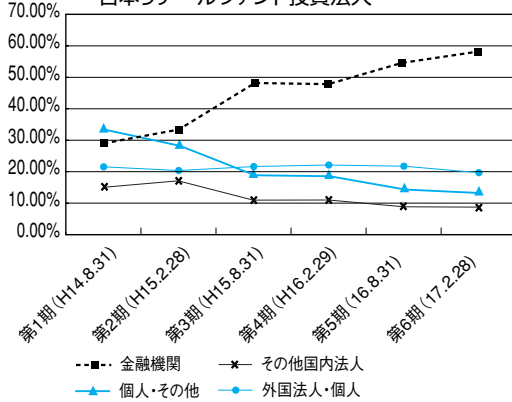
図表21 投資家構成比率(投資口数ベース)の推移
日本ビルファンド投資法人



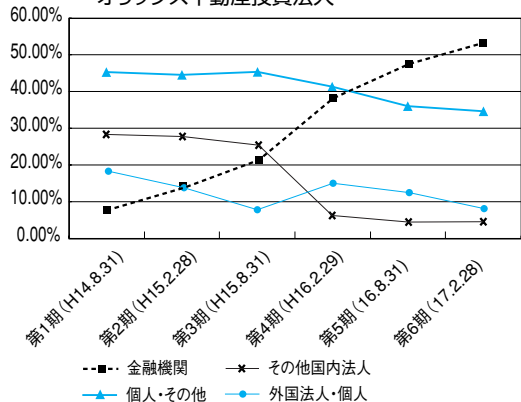
図表22 投資主構成比率(投資口数ベース)の推移
ジャパンリアルエステイト投資法人



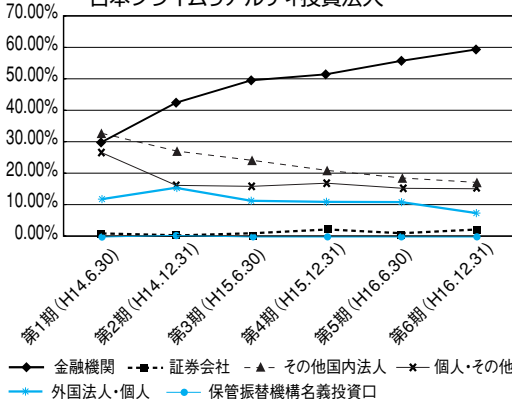
図表23 投資主構成比率(投資口数ベース)の推移
日本リテールファンド投資法人



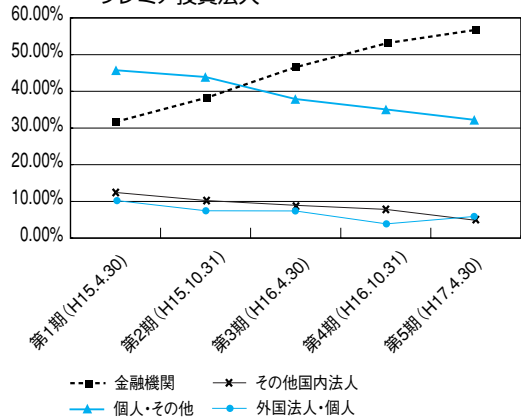
図表24 投資主構成比率(投資口数ベース)の推移
オリックス不動産投資法人



図表25 投資主構成比率(投資口数ベース)の推移
日本プライムリアルティ投資法人



図表26 投資主構成比率(投資口数ベース)の推移
プレミア投資法人



日分のデータから算出した平均値（ローリングデータ）の推移を示している。これは、上述した平均リターンに対応している。

図表19から、東証REIT指数（配当込み）の標準偏差が最も低く、従ってTOPIXに含まれる株式やTOPX不動産業株に含まれる株式のリスクと比較してJ-REITのリスクが一貫して最も低かったことが確認できる。一般に、リスクとリターンには正の相関があり、リスクが低いほどリターンも低いはずだが、図表20を見ると東証REIT指数（配当込み）のリターンが最も低い時期は、ごくわずかな期間に限られることがわかる。つまり、大部分の期間で、J-REITはリスクが低く、リターンが高かったといえるのである。

J-REITは他の金融商品と比べた場合、リスクに比較して高いリターンを得ていたことになる。これは、J-REITへの投資リスクが過大評価されており、当初、J-REIT価格が割安に推移したことによると考えられる。

(4) 金融機関のJ-REIT買い入れ意欲の高まりによる価格上昇

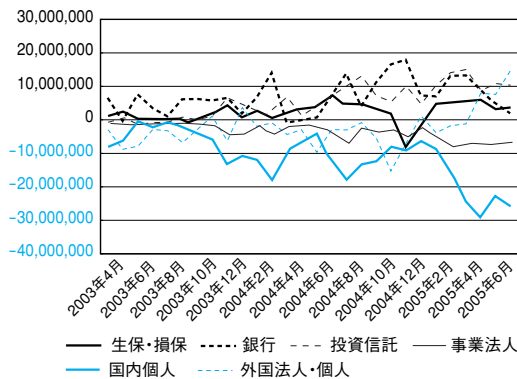
J-REITの価格が上昇した第2の理由は、金融機関のJ-REIT買い入れ意欲が高まったことだと考えられる。なぜなら、J-REITの価格が上昇しつづける状況下、金融機関による買い入れが続いているからである。

例えば、図表21、図表22、図表23、図表24、図表25、図表26は、上場後に5期以上の決算を経たJ-REITについて、投資口数ベースの投資主構成比率の推移（各決算報告で示された数値に基づく）を示しているが、2003年以降、個人や外国法人・外国人の占率が一貫して下落する一方、金融機関の占率が上昇していることがわかる。

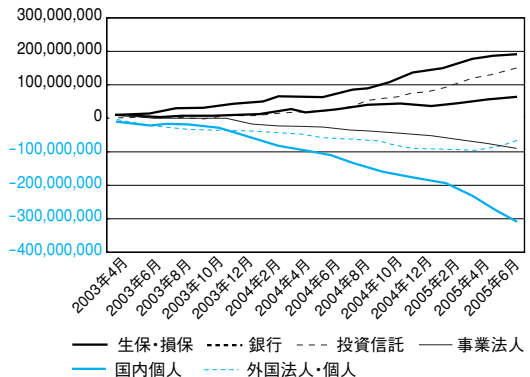
また、東京証券取引所が毎月公表している投資部門別不動産投資信託証券売買状況〔金額〕のデータからも同様の傾向を読み取ることができる（図表27、図表28）。

金融機関がJ-REITに投資するのは、他の運用先に比べてJ-REITが魅力的であると考

図表27 投資部門別売買状況 (NET買入額金額ベース) の推移



図表28 投資部門別売買状況 (NET買入額金額ベース) 累計額の推移



図表29 J-REITを投資対とするファンド・オブ・ファンズのリスト

	名称	投信会社	設定日 信託期間開始日	信託終了年月日	基準価額 [8月1日](円)	純資産総額 [8月1日] (百万円)	決算回数 (回/年)	信託報酬 (税込)	購入時手数料 (参考) (税込)
1	ワールド・リート・セレクション(米国)	日本投信	2003年9月30日	---	11,171	26,240	12	1.90%	3.15%
2	GS 米国REITファンドA(毎月分配ヘッジあり)	ゴールドマン・サックス・アセット	2003年10月27日	---	13,110	22,300	12	1.55%	2.10%
3	GS 米国REITファンドB(毎月分配ヘッジなし)	ゴールドマン・サックス・アセット	2003年10月27日	---	13,874	81,288	12	1.55%	2.10%
4	DKA J-REITインデックスF(毎月決算型)	第一勧業アセット	2003年10月30日	---	14,346	37,017	12	0.69%	1.05%
5	ダイワ J-REITオープン	大和投信	2003年11月14日	2013年12月16日	13,684	15,796	4	0.76%	1.05%
6	フィデリティ・USリートA(為替ヘッジあり)	フィデリティ投信	2003年12月9日	---	13,413	2,117	12	1.58%	2.10%
7	フィデリティ・USリートB(為替ヘッジなし)	フィデリティ投信	2003年12月9日	---	14,399	7,559	12	1.58%	2.10%
8	みずほJ-REITファンド	第一勧業アセット	2003年12月18日	---	13,874	30,284	12	1.06%	2.10%
9	DIAM J-REITオープン(毎月決算コース)	興銀第一ライフ・アセット	2003年12月25日	---	12,985	6,762	12	1.05%	1.05%
10	日興・AMP グローバルREIT(毎月分配型)	日興アセット	2004年1月27日	---	12,852	145,865	12	1.58%	3.15%
11	日興・AMP グローバルREIT(毎月分配型)	日興アセット	2004年1月27日	---	12,867	146,285	12	1.58%	3.15%
12	野村 US-REITオープンAコース	野村アセット	2004年1月29日	2014年3月5日	13,225	1,007	2	1.58%	2.10%
13	野村 US-REITオープンBコース	野村アセット	2004年1月29日	2014年3月5日	14,136	2,625	2	1.58%	2.10%
14	野村 US-REITオープンCコース(毎月分配型)	野村アセット	2004年1月29日	2014年3月5日	11,029	462	12	1.58%	2.10%
15	野村 US-REITオープンDコース(毎月分配型)	野村アセット	2004年1月29日	2014年3月5日	11,099	3,616	12	1.58%	2.10%
16	三井住友・グローバル・リート・オープン	三井住友アセット	2004年1月30日	---	13,590	88,141	12	1.67%	3.15%
17	AIG 米国REITインカムファンドAコース	エイアジーズ投信	2004年2月23日	---	11,183	2,528	12	1.84%	2.10%
18	AIG 米国REITインカムファンドBコース	エイアジーズ投信	2004年2月23日	---	11,749	1,423	12	1.84%	2.10%
19	DIAM J-REITオープン(2ヵ月決算コース)	興銀第一ライフ・アセット	2004年2月27日	---	12,467	3,811	6	1.05%	2.63%
20	ラザール・グローバルREIT(毎月分配型)	日興アセット	2004年3月26日	---	12,747	31,212	12	1.58%	3.15%
21	J-REITパッケージ	新光投信	2004年4月12日	---	11,755	1,120	12	0.69%	2.10%
22	J-REITパッケージ	新光投信	2004年4月12日	---	11,707	1,116	12	0.69%	2.10%
23	DIAM ワールド・リート・インカム(毎月決算)	興銀第一ライフ・アセット	2004年4月23日	---	11,463	70,734	12	1.66%	2.10%
24	新光 J-REITオープン	新光投信	2004年4月23日	---	11,936	19,638	12	0.69%	1.05%
25	ノムラ 日米REITファンド(毎月分配型)	野村アセット	2004年4月30日	2014年4月6日	13,501	5,314	12	1.58%	2.10%
26	日興 ワールドREITファンド	日興アセット	2004年5月11日	---	14,039	3,641	2	1.37%	2.63%
27	ダイワ J-REITオープン(毎月分配型)	大和投信	2004年5月18日	2014年5月15日	12,287	33,206	12	0.76%	1.58%
28	ダイワ 米国リート・ファンド(毎月分配型)	大和投信	2004年5月20日	2014年5月15日	13,120	8,498	12	1.60%	3.15%
29	J-REITアクティブオープン 毎月決算コース	富士投信	2004年6月4日	---	12,910	5,743	12	1.05%	2.10%
30	三井住友・グローバル・リート(3ヵ月決算型)	三井住友アセット	2004年6月18日	---	13,368	5,124	4	1.68%	3.15%
31	DKA J-REITインデックスファンド	第一勧業アセット	2004年6月21日	---	12,531	264	1	0.69%	---
32	三菱 Jリートオープン(3ヵ月決算型)	三菱投信	2004年6月22日	---	11,525	109,632	4	1.05%	2.10%
33	ニッセイ(AEW・米国リートAコースヘッジあり)	ニッセイアセット	2004年6月30日	2014年4月15日	13,149	778	12	1.75%	2.63%
34	ニッセイ(AEW・米国リートBコースヘッジなし)	ニッセイアセット	2004年6月30日	2014年4月15日	13,887	959	12	1.75%	2.63%
35	日興・ING グローバル・インカムREITファンド	日興アセット	2004年6月30日	---	11,851	2,160	2	1.04%	1.05%
36	日興・AMP グローバルREIT(6ヵ月決算型)	日興アセット	2004年7月1日	---	13,304	1,015	2	1.58%	3.15%
37	日興・AMP グローバルREIT(6ヵ月決算型)	日興アセット	2004年7月1日	---	13,319	1,016	2	1.58%	3.15%
38	ワールド・リート・オープン(毎月決算型)	国際投信	2004年7月2日	---	12,662	69,463	12	1.64%	2.63%
39	ダイワ・US-REIT(毎月決算)A為替ヘッジあり	大和投信	2004年7月21日	---	12,163	1,678	12	1.60%	3.15%
40	ダイワ・US-REIT(毎月決算)B為替ヘッジなし	大和投信	2004年7月21日	---	12,610	9,410	12	1.60%	3.15%
41	中央三井 Jリートファンド	中央三井アセット	2004年8月31日	---	11,521	8,493	12	0.79%	2.63%
42	DC・ダイワ J-REITオープン	大和投信	2004年8月31日	---	11,672	296	1	0.76%	---
43	米国不動産投信ハイ・インカム(毎月分配型)	野村アセット	2004年9月1日	2014年9月12日	11,132	30,246	12	1.63%	2.63%
44	新光 US-REITオープン	新光投信	2004年9月30日	2014年9月30日	12,028	23,467	12	1.61%	3.15%
45	インデックスファンドJリート	日興アセット	2004年10月22日	---	10,812	2,730	4	0.69%	2.10%
46	オーストラリア・リート・オープン(毎月決算)	UFJパートナーズ投信	2004年11月19日	---	11,017	15,983	12	1.05%	2.63%
47	日本 Jリートオープン(毎月分配型)	日本投信	2004年12月16日	---	11,275	6,541	12	1.00%	3.15%
48	J-REITアクティブファンド	富士投信	2004年12月30日	---	11,136	71	1	1.05%	---
49	住信 J-REIT・リサーチ(毎月決算型)	住信アセット	2005年1月17日	---	11,081	4,080	12	1.05%	3.15%
50	グローバル・リート・セレクション	日本投信	2005年1月27日	---	10,651	23,302	12	1.89%	3.15%
51	しんきん Jリートオープン(毎月決算型)	しんきんアセット	2005年2月1日	---	10,915	2,958	12	1.00%	2.10%
52	グローバルREITオープン	野村アセット	2005年2月21日	---	11,212	62,852	12	1.42%	3.15%
53	グローバルREITオープン	野村アセット	2005年2月21日	---	11,214	63,761	12	1.42%	3.15%
54	J-REITオープン	野村アセット	2005年2月21日	---	10,953	14,046	4	1.05%	2.63%
55	ワールド・リート・セレクション(米国)ヘッジ	日本投信	2005年4月1日	---	11,734	68	12	1.90%	3.15%
56	野村 J-REITファンド(確定拠出年金)	野村アセット	2005年4月11日	---	10,811	1	1	1.00%	---
57	グローバルREITボートフォリオ	日興アセット	2005年4月22日	2011年7月5日	11,643	313	2	1.58%	---
58	ダイワ・グローバルREIT(毎月分配型)	大和投信	2005年6月24日	2015年7月15日	10,357	7,525	12	1.55%	2.63%

えたためであろう。そして、2002年12月に全国銀行協会が会員の銀行に対してJ-REITの運用益の経理処理に関する方針が示され、業務純益への計上が明確化されたことが契機となり、その後、金融機関による買い入れが大幅に増加した。

ただし、金融機関によるJ-REITの買い入れには、ファンド・オブ・ファンズの運用のための買い入れが含まれるので注意が必要である。2003年7月に投資信託協会の自主ルールの解禁によって、大部分をREITに投資するファンド・オブ・ファンズが設定可能となって以来、ファンド・オブ・ファンズの銘柄は急増した。ファンド・オブ・ファンズによる投資対象はJ-REITだけでなく世界中のREITを投資対象にすることができ、非常に多様な商品が組成されているのが特徴的である（図表29）。

ファンド・オブ・ファンズのJ-REITへの投資額は、J-REIT全体の時価総額の1割程度である。これは、直接的には金融機関による買い入れとなるが、元々は個人が小口化・分散化されたファンド・オブ・ファンズへの投資に対して魅力を感じるようになったためである。個人のJ-REITへのファンド・オブ・ファンズを通じた需要の高まりが、金融機関による買い入れとして現れ、結果としてJ-REITの価格水準を高めたと考えられる。

4. おわりに

本レポートでは、J-REIT時価総額の増加

要因を①新規銘柄の上場、②各銘柄の上場後の資産規模拡大、③投資口価格の上昇の3つに分けて考え、それぞれが時価総額の増加にどのように寄与したのか検討し、いくつかの観点からその効果を示した。

以上は結論として、①新規銘柄の上場、②各銘柄の上場後の資産規模拡大、③投資口価格の上昇のそれぞれが、各期間にどれほど時価総額を増加させたのかを推計した結果を示す。（推計方法は、本レポート末尾参照）

推計の結果は、図表30、図表31を得た。

図表30は、各要因がもたらした時価総額の増加額の推計値を示しており、図表3に示した各期間における時価総額の増加額を要因ごとに3つに分解したものである。また、図表31は、各時期に生じた時価総額の増加に占める各要因によってもたらされた時価総額の比率を示したものである。

まず、第1の特徴は、1年目は価格はやや下落したが、2年目以降一貫して価格が上昇を続け、時価総額の増加に大きく寄与している点である。特に、2年目は、新規銘柄の上場がほとんどなかったことが時価総額の増加を鈍化させたと考えられるが、価格水準の上昇によってその鈍化の程度が緩和されたことがわかる。3年目、4年目は価格上昇の時価総額増加への寄与率は低下したものの、依然として時価総額増加の20%超を価格上昇が説明する計算となり、価格上昇による影響は依然として大きいということである。このような価格上昇が生じた要因は、図表11から図表29を通じて前述した通り、キャッシュフローの増大が見込まれた

ことによるのではなく、J-REITが登場した当初におけるリスクへの過大評価が見直され安全な資産だと認識されるようになったことや、金融機関や個人投資家にとってJ-REITが他の金融商品に比べて魅力的だと考えられるようになったことによるものだと考えられる。

第2の特徴は、価格の上昇効果を取り除いた効果、即ち投資口の追加発行による効果及び新規銘柄上場による効果による時価総額の増加が、2年目に大きく減少し、その後、増加を続けているという点である。この点については、新規銘柄の上場による効果と、投資口の追加発行による効果に分けて検討した。

新規銘柄の上場による効果については、図表4に示すとおり毎年大きく変動している。この変動の要因、新規上場銘柄数と1銘柄当たりの上場時時価総額の変動によって説明される。両者の推移は、図表7で示した通りである。そして、報道によって今後上場が見込まれる計画を踏まえると、1銘柄当たりの上場時の時価総額は小さくなり、

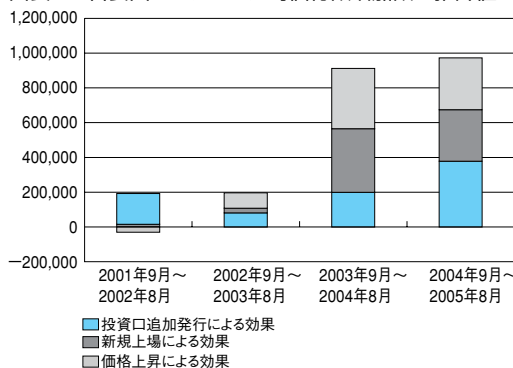
上場銘柄数は5年目において過去最多となる可能性がある点についても指摘している。

一方、投資口の追加発行による時価総額の増加については、図表8に示す通り着実に増加した。これは、各J-REITが資産規模の拡大を目標し、かつ投資口発行による資金調達によって資産を着実に拡大したことによる。ただし、現在では市場への参入者が増え、資産規模拡大の目標に対する態度が変わっているのは前述した通りである。投資口の追加発行による時価総額の増加の推移は、各J-REITの今後物件の取得戦略によって大きく左右されるといえる。

本レポートでは、J-REITの時価総額はどのように拡大したのかを検討することを目的に、その要因について考察した。その結果、過去の時価総額拡大がそれぞれ異なる要因で生じたことが確認できた。

J-REITの市場がどのように拡大するのか、また、時価総額の拡大はどのような要因によって実現していくのか、引き続き注目していきたいと考えている。

図表30 各要因がもたらした時価総額増加額の推計値



図表31 各要因の時価総額の増加への寄与度(推計値)

	価格上昇による効果	新規上場による効果	投資口の追加発行による効果	合計
2001年9月～2002年8月	-10.2%	102.0%	8.2%	100.0%
2002年9月～2003年8月	39.6%	15.1%	45.2%	100.0%
2003年9月～2004年8月	24.3%	49.0%	26.7%	100.0%
2004年9月～2005年8月	23.5%	33.7%	42.8%	100.0%

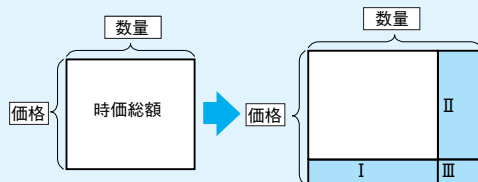
3つの要因がもたらした時価総額の増加額の推計方法

本レポートで示した3つの要因がもたらした時価総額の増加額の推計値の算出方法は、以下のとおりです。これは、一定の想定に基づくものであり、推計方法の1つに過ぎない旨、予めお伝え申し上げます。

(1) 価格上昇による時価総額の増加と数量の増加による時価総額の増加の算出

時価総額は価格×数量で算出される。

したがって、時価総額の増加は以下のように図示できる。



数量の増加は、新規銘柄上場による時価総額の増加と投資口の追加発行による時価総額の増加の合計である。

時価総額の増分は、I、II、IIIに分けられる。

- I：価格上昇による時価総額の増加
- II：数量の増加による時価総額の増加
- III：価格上昇と数量の増加双方による時価総額の増加

と考えられる。

- I = 前期末時価総額×価格の上昇率
- II = 前期末時価総額×数量の増加率
- III = 当期末時価総額-前期末時価総額-(I+II)

で算出される。

但し、価格の上昇率としては、J-REIT価格インデックスの増加率(図表12参照)を用い、数量の増加率については以下の算式で算出した。

$$(1 + \text{時価総額の増加率}) = (1 + \text{価格の上昇率}) \times (1 + \text{数量の増加率})$$

ここで、便宜上、

価格上昇による時価総額の増加：数量の増加による時価総額の増加 = I : II

と考える。すると、

$$\text{価格上昇による時価総額の増加額} = \text{時価総額の増加額(合計)} \times \frac{I}{I + II} \dots \text{①}$$

$$\text{数量の増加による時価総額の増加額} = \text{時価総額の増加額(合計)} \times \frac{II}{I + II} \dots \text{②}$$

となる。

(2) 新規銘柄上場による時価総額の増加額と投資口の追加発行による時価総額の増加額の算出

新規銘柄上場による時価総額の増加額と投資口の追加発行による時価総額の増加額は、上で算出した数量の増加による時価総額の増加額に相当する。

また、新規銘柄上場による時価総額の増加額、投資口の追加発行による時価総額の増加額はそれぞれ図表4、図表8に示す実績値であることに注意すると、

$$\begin{aligned} \text{新規銘柄上場による時価総額の増加額} &= \text{数量の増加による時価総額の増加額} \\ &\times \frac{\text{図表4に示す実績値}}{\text{図表4に示す実績値} + \text{図表8に示す実績値}} \dots \text{③} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{投資口の追加発行による時価総額の増加額} &= \text{数量の増加による時価総額の増加額} \\ &\times \frac{\text{図表8に示す実績値}}{\text{図表4に示す実績値} + \text{図表8に示す実績値}} \dots \text{④} \end{aligned}$$

と算出される。

(注1) 数量の増加による時価総額の増加額は、上記②式で算出した額である。

(注2) ①及び③、④で算出した金額をグラフ化したものが、図表30であり、比率を示したものが図表31である。