

J-REIT View

～リーマン・ショックによる J-REIT市場環境の激変と今後の展望～



社団法人不動産証券化協会
調査部 上席研究員

澤田 考士

1. 初の価格下落局面に入り成熟途上にあつたJ-REIT市場を襲ったリーマン・ショック

(1) オーバーパフォーマンスから転じて、2007年6月以降、調整過程に入ったJ-REIT市場

2001年9月にスタートしたJ-REIT市場は、2007年5月をピークに価格下落局面に転じた。図表1に示すとおり、J-REIT価格がピークを迎える以前の2006年後半において、不動産株式指数や東証REIT指数は東証市場第一部に上場している全ての日本企業（内国普通株式全銘柄）を対象とした株式指数であるTOPIXや新興株式市場である東証マザーズに上場している全ての銘柄を対象とする東証マザーズ指数を大幅にオーバーパフォーマンスしていた。当時、日本の不動産市場のファンダメンタルズの改善を示す指標

が数多く示されており、それが一因となつてJ-REIT価格が上昇したとしても不思議ではない状況にあつた。だが、図表1に示すとおり、東証REIT指数は、公表が開始された2003年3月末から3年以上なだらかな上昇を続け、2006年後半以降は一層顕著に上昇した。当時のJ-REIT価格の上昇がファンダメンタルズの改善のみで説明できるか否かは意見が分かれるかもしれない。だが、長

図表1 日本の株価指数とJ-REIT価格指数の推移(配当込みベース)



Bloomberg提供データよりARES作成

く継続した大幅な価格上昇は永続するわけではなく、やがて終焉するはずである。実際には、米国のサブプライムローン問題の顕在化によって、外国人投資家のJ-REITへの投資態度が、図表2に示すように大幅な買い越しから大幅な売り越しに急に転じたことをきっかけとして、J-REIT価格は下落局面に転じた。だが、もし仮にこのような問題がなかったとしても、J-REIT価格はいずれ下落局面に転じていた可能性が高い。

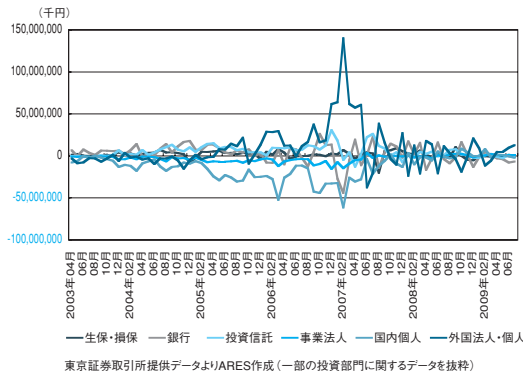
J-REITの価格下落局面においては、投資パフォーマンスは悪化し、投資家は損失を被る。また、J-REITにとっては、資金調達コストが上昇し、資産取得が行いにくい状況となる。よって、J-REIT価格の下落は、投資家、J-REIT運営者の双方にとって歓迎されないことが多い。しかし一方で、市場の調整機能を通じ、価格が適正な水準へと調整される過程で価格が下落するのであれば、そのようなJ-REITの価格下落には歓迎すべき面もある。結果として適正な価格形成が実現すれば、効率的な資源配分が実現するなど、社会的なメリットが大きいから

である。そしてJ-REIT価格の動向を振り返ると、少なくとも2008年9月のリーマン・ショック以前におけるJ-REIT価格の下落は、適正水準への調整の過程で生じた側面があったように思われる。

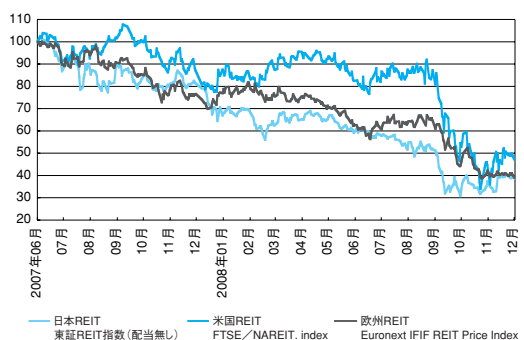
(2) 成熟過程にあったJ-REIT市場を襲ったリーマン・ショック

2007年半ば以降のREIT価格の下落は、図表3に示すとおり、日本のみならず世界的に共通の傾向であった。この時期には、金融環境の変化をきっかけとして、REIT市場は世界的な調整過程に入ったといえる。これは、J-REITが経験したはじめての本格的な価格調整であった。一方、市場の歴史が長い米国REITは、過去にいくつもの価格調整を経験してきた。そのため、米国REITは過去のデータの蓄積が十分にあり、REIT価格がどの程度まで下がると割安であるか、それぞれの投資家が判断を下しやすい環境にあった。リーマン・ショック以前の米国REITの価格変動を見ると、ある程度下落すると比較的早い時期に反発しながら推移し

図表2 J-REIT投資部門別売買状況(東京証券取引所)



図表3 日本、米国、欧州のREIT価格(配当無しインデックス)推移(2007年6月末=100と基準化) 2007年6月~2008年12月



ている。これは、米国において、投資家が過去の経験を踏まえながら適正価格を冷静に判断し、割安と判断した段階で買い入れるような市場環境が整っていたからであろうと推察される。

一方、J-REITは価格下落局面に転じて以降、リーマン・ショックまでの間、あまり反発せず下落し続けた。もちろん、下落局面に入る前の2006年後半にJ-REIT価格は大きく上昇した反動から、大きな調整が必要とされ、なかなか価格が反発しなかった面もある。だが、J-REITには、①保有資産の大半が実態のはっきりした不動産である、②開発事業などのリスク・期待リターンの高い事業が行われることはない、③概して負債比率が低い、といった特性があり、将来キャッシュフローの不確実性はそれほど高くはない。また当時は、日本の不動産市場のファンダメンタルズは依然として堅調に推移していた。したがって比較的早期に割安と判断する投資家が現れ、価格が大きく反発する局面があってもよさそうであったようにも思える。しかし実際には、J-REITへの買い圧力がなかなか高まらない状況にあった。

J-REIT価格の下落が続く中、価格の下げ止まりに対する期待感が高まっていたのは確かであろう。しかしながらJ-REIT市場の歴史はまだ長くはなく、価格局面を迎えること自体初めてのことであった。そのため過去の情報の蓄積がなく、どの程度の下落が妥当なのか、その判断が難しく、多くの

投資家が様子見の状況であったものと推察される。このような状況下においては、J-REIT価格の調整が円滑に機能せず、J-REIT価格が一時的に下がりすぎる可能性はある。しかし、少なくともリーマン・ショック以前においては、ある程度価格が下落した時点で、J-REIT価格はやがて価格上昇局面に転じてゆくことが多くの市場関係者に期待されていたように思われる。

2007年6月以降初めて本格的な価格調整局面を迎えたJ-REITは、まさに、様々な経済環境を経験しながら、投資家の間に相場観が形成されてゆく過程にあった。そのような状況下、2008年9月のリーマン・ショックは、世界的な金融市場を大きく混乱させ、J-REIT市場に多大な影響を与えた。これは、まさに想定外の事態であり、その結果、成熟途上にあったJ-REITを巡る環境は激変することになったのである。

2. リーマン・ショックがJ-REIT市場に与えたインパクト

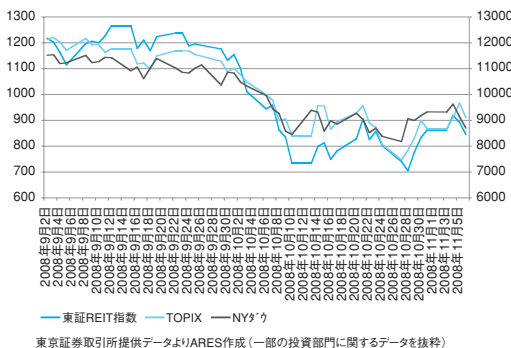
(1) 下落傾向にあったJ-REIT価格の更なる急落と初のJ-REIT破綻

2008年9月15日の米国証券大手のリーマン・ブラザーズの破綻によって、金融市場は、100年に1度の危機ともいわれる世界的な大混乱に陥った。J-REIT市場もこの大混乱の影響を強く受け、2008年10月上旬には、既に下落傾向に転じていた東証REIT指数（配当無し）が一層急激に下落して、2008年

10月6日に公表以来、初めて終値ベースで1000ポイントを下回ることとなった。更に、2008年10月9日にニューシティ・レジデンス投資法人がJ-REITとして初めて民事再生法の適用を申請したことで、市場に激震が走り、破綻翌日の10月10日には、東証REIT指数の日次収益率は過去最悪の約-12%にも達した。J-REITは保有資産の大半を不動産が占め、かつ保守的な財務戦略を採る安定的な商品であり、J-REITの破綻自体全く想定されていなかった。そのため、ニューシティ・レジデンス投資法人の破綻は、市場に大きな衝撃を与えたのであった。

この時期には、J-REIT価格は、図表4に示すとおり、日本の株価、米国の株価推移と大きく連動して推移した。J-REIT価格が、このように株価と高い連動性を示しながら下落したことは、J-REIT価格の下落が、金融市場の世界的な混乱の影響を受けた現象であり、J-REITの保有資産等のファンダメンタルズ悪化による現象ではない可能性を示唆しているといえよう。

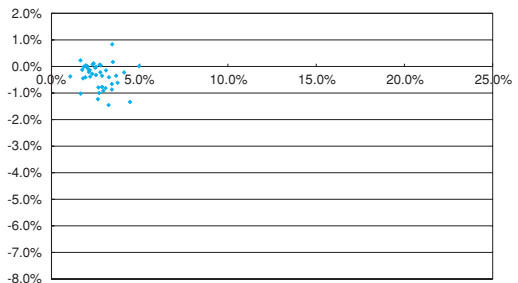
図表4 リーマンブラザーズ破綻前後の米国株価と東証REIT指数の推移
(左縦軸は、TOPIX及び東証REIT指数の水準を、右縦軸はNYダウの水準をそれぞれ示す。)



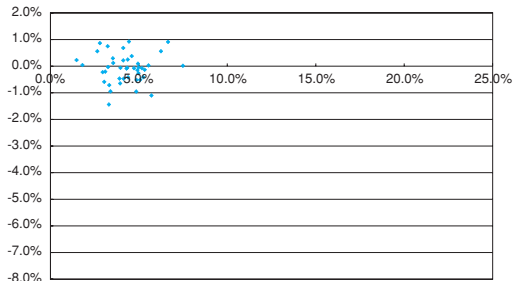
(2) J-REIT銘柄間のリターン特性の差異拡大

リーマン・ショックは、また、J-REIT各銘柄のリターン特性に格差を生じさせた。図表5、図表6、図表7はそれぞれ、2008年8月、9月、10月におけるJ-REIT各銘柄の

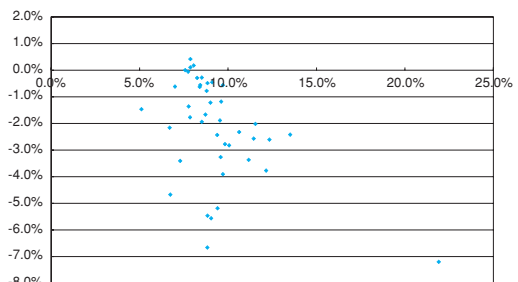
図表5 2008年8月J-REIT各銘柄のリターン・リスク
(ニューシティ・レジデンス投資法人含む)
縦軸:2008年8月における日次キャピタルリターンの平均値
横軸:2008年8月における日次キャピタルリターン標準偏差



図表6 2008年9月J-REIT各銘柄のリターン・リスク
(ニューシティ・レジデンス投資法人含む)
縦軸:2008年9月における日次キャピタルリターン平均値
横軸:2008年9月における日次キャピタル収益率標準偏差



図表7 2008年10月J-REIT各銘柄のリターン・リスク
(ニューシティ・レジデンス投資法人含む)
縦軸:2008年10月における日次キャピタルリターン平均値
横軸:2008年10月における日次キャピタルリターン標準偏差



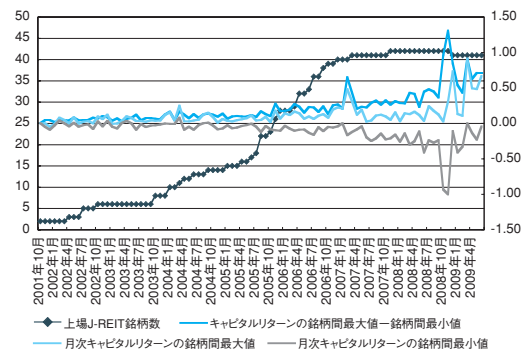
日次リターンの月間平均値と標準偏差（リスク）の水準のプロットを示している。2008年8月と9月を比較すると、9月の方がリターンの平均値及び標準偏差が若干高いように見える。しかし、2008年8月から9月にかけて生じたこの差異は、J-REIT銘柄の格付け引き下げや不動産流動化事業で業績を伸ばしてきたアーバンコーポレーション等の大規模破綻、などのネガティブなニュースや、J-REIT運用会社あるいはそのスポンサーへの新たな資本参加参画、などのポジティブなニュースのJ-REIT双方に反応した価格調整の結果であり、市場に大きな構造変化が生じた差異であるとはいえない。これに対し、2008年10月においては、各銘柄のリスク・リターンは、それ以前の2008年8月、9月と比べ大きく異なる状況となった。2008年10月には、J-REIT価格が、国内外の株式と強く連動して大きく下落した事情を反映し、それ以前の期間と比較して、全銘柄に渡ってリターンが低下し、ボラティリティ上昇する傾向が見られた。このような傾向に加え、リターンの低下の度合いに、それ以前と比較して銘柄間に大きな差異が見られた点が、2008年10月に観察された極めて顕著な特徴であったといえる。このようなJ-REIT銘柄間のリスク・リターン特性の差異を大きく拡大させたこともまたリーマン・ショックがJ-REIT市場に与えた大きな影響だったわけである。

3. リターン特性の差と信用リスク

(1) 上場J-REIT銘柄数とリターン差異の推移

既に述べたとおり、リーマン・ショックの影響で、2008年10月におけるJ-REIT銘柄間のリターン差異は極めて大きなものとなった。だが、銘柄間のリターンの差異は、それ以前の期間においても概ね上昇傾向にあった。図表8は、J-REITの月次キャピタルリターンの銘柄間最大値、銘柄間最小値、および銘柄間最大値と銘柄間最小値の差の推移を、上場J-REIT銘柄数の推移と合わせて示している。J-REITの上場銘柄は市場創設以来、時期によってペースに差はあるものの、2007年11月まで増加してきた。特に、2005年度には銘柄数が16から32へと倍増するなど、上場ラッシュの様相を呈していた。従来は銘柄数の増加とともにJ-REITの多様化が進展し、その結果、リターンの格差が若干ながらも拡大傾向にあったことがわかる。

図表8 上場J-REITの銘柄数と銘柄間月次キャピタルリターン格差



Bloomberg提供データ及びその他公表データよりARES作成

図表9 J-REITの新規上場の取りやめ・延期の事例

年月日	事例
2007年12月 3日	米保険大手AIG系のジェイリート投資法人、東京証券取引所への上場取りやめを発表。
2007年12月11日	エイブル系のエイブルリート投資法人、東京証券取引所への上場取りやめを発表。
2007年12月26日	長谷工コーポレーションが、明豊エンタープライズなどと東京証券取引所への上場準備を進めていたエコロジー・リート投資法人の解散を発表。
2008年 1月25日	トーセイが、トーセイ・リート投資法人の解散を発表。
2008年 2月 5日	日本レップが上場準備を進めていたジェイ・レップ・ロジスティクス投資法人の解散を発表。
2008年 6月10日	大和ハウス工業が大和ハウスリート投資法人の新投資口の発行と投資口の売り出し中止を発表。

Bloomberg提供データよりARES作成

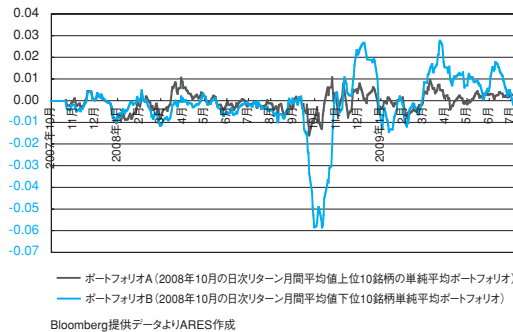
だがその後、図表9に示すとおりJ-REITの新規上場の計画が相次いで中止・延期となり、破綻したニューシティ・レジデンス投資法人が上場廃止となったことから、上場J-REITの銘柄数は伸び悩んだ。しかし、そのような状況にあってもJ-REIT銘柄間のリターン格差は拡大を続け、リーマン・ショックによってその格差は一層拡大したのである。

この時期には、上場J-REITの銘柄数が伸び悩んでいるとはいえ、既に40銘柄以上の上場J-REITが存在していた。よって、当然ながら、J-REIT各銘柄間に運用方針・運用ノウハウの違いが見られたはずである、そのため、銘柄数が伸び悩む状況下にあってもJ-REITが様々な経済局面を経験する中、銘柄間の差異が、リターンの差となって表れたものと考えられる。そして、リーマン・ショックの影響は極めて大きかったことから、2008年10月には、その影響を受け、銘柄間のリターンの差異が大きく拡大したものである。

(2) J-REIT銘柄間で二極化したパフォーマンス動向

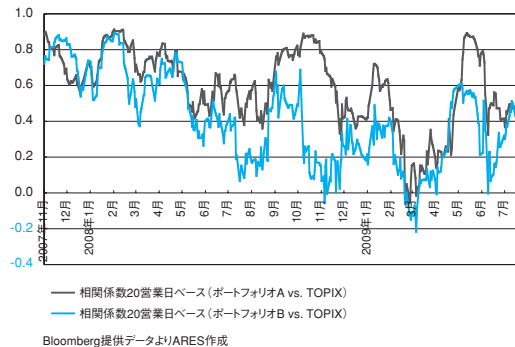
ただし、2008年10月において日次リターンの平均値が相対的に高かったJ-REIT銘柄群と、日次リターンの平均値が相対的に低かったJ-REIT銘柄群の間には、2008年10月の一期間において、一方の銘柄群が他方の銘柄群をリターンの点で凌駕した、という単純な現象以上の差異が観察される。例えば、①2008年10月の日次リターン月間平均値の上位10銘柄からなる単純平均ポートフォリオ（以下、「ポートフォリオA」という。）、②2008年10月の日次リターン月間平均値の下位10銘柄（2008年10月に破綻したニューシティ・レジデンス投資法人を除く）からなる単純平均ポートフォリオ（以下、「ポートフォリオB」という。）、の2つのポートフォリオを構築し、両ポートフォリオの日次リターンの動向を見ると、両ポートフォリオの日次リターン20営業日平均値のローリングデータは、図表10のとおり推移しており、両者動向には大きな差が認められる。2008年10月の日次リターン月間平均値の高い10銘柄からポートフォリオA、2008年10月の日次リターン月間平均値の低

図表10 2008年10月の日次リターン月間平均値上位10銘柄の単純平均ポートフォリオリターン平均値と下位10銘柄の単純平均ポートフォリオリターン平均値(20営業日ベース)(ただし、破綻した、ニューシティ・レジデンス投資法人を除く)



い10銘柄からポートフォリオBを構築したわけであるから、リーマン・ショック直後の時期でポートフォリオAがポートフォリオBを日次リターンの20営業日平均値の点で大幅に上回っているのは当然の現象である。だが、その後の期間で、両者の関係が逆転し、ポートフォリオBの日次リターン平均値がポートフォリオAの日次リターン平均値を上回る時期がつついた。ポートフォリオAの日次リターン平均値の推移は比較的安定的に推移する一方、ポートフォリオBの日次リターン平均値の推移は大きく変動したことから、両ポートフォリオの日次リターン平均値の関係は、時期によって大きく変化したのである。また、図表11は、ポートフォリオAのリターンとTOPIXのリターンの相関係数、ポートフォリオBのリターンとTOPIXのリターンの相関係数を示している。J-REITとTOPIXとの相関の高まりについてはしばしば指摘されてきたが、ポートフォリオBについていえば、TOPIXとの相関が相対的に低かったことを確認で

図表11 TOPIXリターンとの相関係数(ポートフォリオA、ポートフォリオB、20営業日ベース)



きる。

このように、リーマン・ショック以降、異なるリスク・リターン特性を示す2つの銘柄群が出現したのである。

4. リーマン・ショック後のJ-REIT価格低迷の背景 ～リファイナンスリスクの顕在化と再編への障壁～

(1) リファイナンスの顕在化と価格の低迷

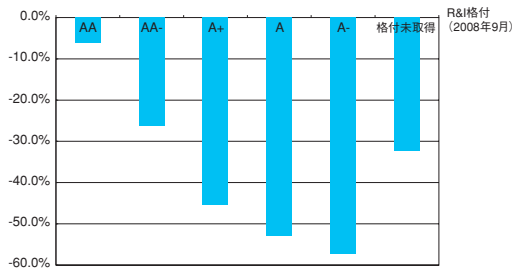
J-REIT価格の水準は、リーマン・ショックによってJ-REITの純資産と比較して著しく低い水準にまで急落した後、すぐには回復せず、1口当たり純資産時価を大幅に下回る水準で推移した。この時期には、不動産賃貸市場の大幅な落ち込みは見られず、J-REITのキャッシュフローに大きな毀損は認められない状況にあった。リーマン・ショックとそれ以降の時期におけるJ-REIT価格の低迷は、信用収縮下でJ-REITが厳しい資金調達環境に直面する中、J-REITのリファ

インンスリスクに対する懸念が高まったことによる部分が大きいように思われる。例えば2008年9月末の格付けと2008年10月のJ-REIT価格の上昇率についてみると、図表12、図表13が示すとおり、2008年9月末の格付けが低いほど2008年10月におけるJ-REIT価格上昇率が低く（価格下落率が高く）なる明瞭な関係が見られる。また、破綻したニューシティ・レジデンス投資法人の投資口価格は、図表14に示すとおり、上場廃止までの間に大幅に下落した。このように、J-REITのデフォルトリスクが顕在化する中、他のJ-REIT銘柄についても、破綻の可能性が折り込まれ、価格がディスカウントされ

た面もあろう。

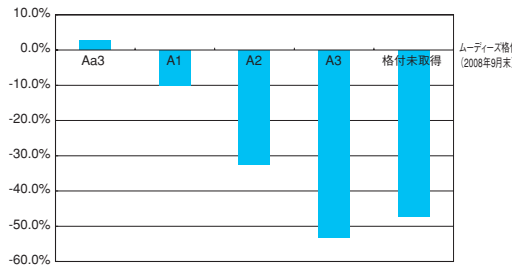
さらに、このようなJ-REIT価格の大幅なディスカウントの結果、J-REITは更に厳しい資金調達環境に直面し、その結果一層のデフォルトリスクへの懸念が高まる、といった負のスパイラルに陥った面もあった。図表15は、J-REIT上場後増資額の推移および第三者割当増資額が占める割合を示しているが、2008年後半以降、資金調達額は大きく低下するとともに、第三者割当増資に頼らざるを得ない状況であったことを示している。

図表12 2008年9月末格付(R&I)と2008年10月のJ-REIT価格上昇率(格付ノッチ別の平均値)



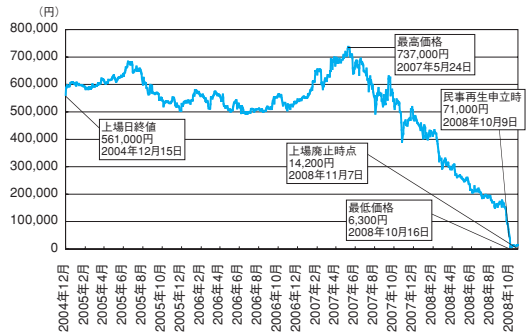
公表データよりARES作成

図表13 2008年9月末格付(ムーディーズ)と2008年10月価格上昇率(格付ノッチ別の平均値)



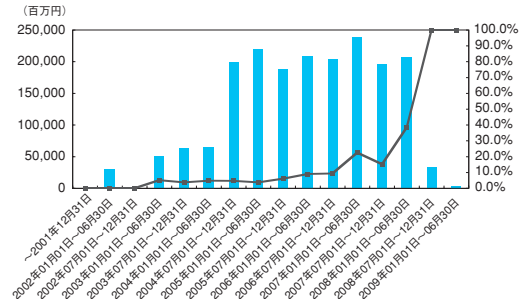
公表データよりARES作成

図表14 ニューシティ・レジデンス投資法人 投資口価格の推移



Bloomberg提供データよりARES作成

図表15 J-REIT上場後増資額の推移と第三者割当増資額が占める割合



■ 上場後増資額合計(百万円) ■ 第三者割当増資額が占める割合

公表データよりARES作成

(2) 市場再編への期待の高まりと実務上の障壁

リーマン・ショック以降のJ-REIT価格のように、上場エクイティ商品の価格が、純資産価値を下回る現象は、金融危機下においてはもちろん、それ以外の場合もしばしば起こりうる。このような場合、特に一時的なショックによって上場エクイティ商品の価格が大幅に下落する局面においては、短期的な価格調整が働き、価格は適正水準に回復傾向がある。だが、株式については、非効率な経営が改善される見込みがない場合や、市場や制度等に短期的には解決し得ない構造上の問題がある場合には、価格が低迷し続ける可能性がある。このような場合、M&Aによって企業価値を高めようとする圧力が次第に高まる。そして、M&Aの実現によって、株価が回復するシナリオが想定されるのである。

リーマン・ショック後のJ-REITは、まさに過度の信用収縮下にあり、投資口価格が1口当たり純資産を大幅に下回る水準で長らく推移した。そのため株式と同様、J-REITについてもM&Aによる市場再編への期待が高まっていった。J-REITはパッシブな不動産投資を目的とした特殊な会社であって、株式会社と異なり、J-REITには事業性があまりない。よって、J-REITのM&Aを株式のM&Aと同列に論じることができない面は当然であろうが、J-REIT価格が下落するにつれ、より少ない資金でJ-REITを買収し、J-REITの保有資産を手に入れることが可能と

なるのは確かである。J-REIT価格が大幅に低迷する市場環境において、J-REITの買収を通じた規模の拡大は、資産拡大を目指すJ-REITにとって有望な戦略の一つになり得る。M&Aによる有利な条件での資産規模の拡大は、投資家にも歓迎されるばかりか、市場活性化を通じた市場全体に対するポジティブな影響を期待されるはずである。

ところが、J-REITのM&Aについては、法律上認められてはいるものの、制度上いくつもの実務上の課題に直面せざるを得ず、その実現が困難な状況にあった。そのためJ-REIT市場の再編は、図表16に示すようなJ-REITのスポンサー（J-REITの運用会社の株主）の変更にとどまった。格付機関が発行するJ-REITの格付けレポートの一部では、J-REITがスポンサーから独立した存在であること認める一方で、「スポンサーがJ-REITの運営に密接に関連している実態を根拠に、スポンサーの破綻がJ-REITの運営、特に資金調達に影響を及ぼす可能性がある」との見方が示されている。このような見方がJ-REITの格付けに強く反映されているとすれば、スポンサーが交代することによって、J-REITに対する評価が高まる可能性を期待できる面があるのは確かである。だがスポンサーの変更は、M&Aによる本格的な市場再編と比較すれば軽微な調整であり、市場の本格的な再編はうまく進展しているとはいえない状況にあった。

図表16 J-REITのスポンサー（運用会社の主要株主）の主な変更事例

時点	運用会社名称(新名称)	変更前メインスポンサー	変更後メインスポンサー	備考
2007年11月	アセット・リアルティ・マネジャーズ (ラサールインベストメントアドバイザーズ)	アセットマネジャーズ	ラサールインベストメントマネージメント	運用会社の全株式をラサールインベストメントマネージメントに譲渡
2008年3月	フロンティア・リート・マネジメント (三井三井不動産フロンティアリートマネジメント)	日本たばこ産業	三井不動産	運用会社の全株式を三井不動産へ譲渡
2008年10月	リプラス・リート・マネジメント (ミカサ・アセット・マネジメント)	リプラス	アップルリコHD (オークツリー)	アップルリコHD(オークツリー)が投資法人に対してTOB、運用会社の株式をリプラスから35%取得、リプラス破綻後、リプラスの運用会社の株式持分を追加取得 (アップルリコHD(オークツリー)の持分は90%へ上昇)
2008年11月	モリモトアセットマネジメント (大和ハウス・モリモト・アセットマネジメント)	モリモト	大和ハウス工業	大和ハウス工業がメインスポンサーのモリモト及びキャピタルランドの運用会社の保有株式を取得。(大和ハウス工業の運用会社の株式持分を10.0%から73.5%へ上昇)
2008年12月	クリード・リート・アドバイザーズ (ジャパン・オフィス・アドバイザーズ)	クリード	いちごアセットトラスト	運用会社の全株式をいちごアセットトラストへ譲渡
2009年7月	ダヴィンチ・セレクト (大和リアル・エステート・アセット・マネジメント)	ダヴィンチ・ホールディングス	大和証券グループ本社	運用会社の全株式を大和証券グループ本社に譲渡 大和証券グループは、同日付で投資法人の第三者割当増資を引き受ける(発行新投資口数は51,893口で、発行総額は100億円)

公表データよりARES作成

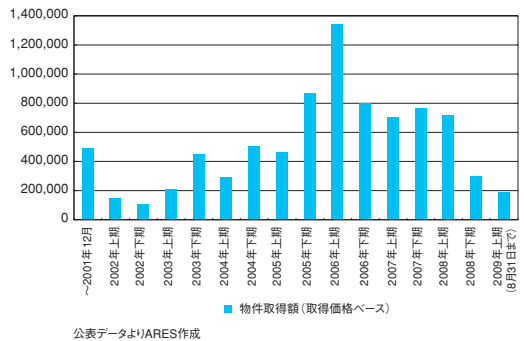
5. J-REIT低迷からの脱却に向けた政策の実現

(1) J-REIT市場低迷が不動産市場や経済全般に及ぼす影響と政策の必要性

リーマン・ショックの影響によって混乱する金融市場環境下、J-REITは困難な資金調達環境に直面したことから、図表17に示すとおり、J-REITによる不動産の取得は大幅に減少し、実物不動産市場における不動産価格の下落要因となった。結果として、図表18に示すとおり、J-REITの保有不動産の価格は下落した。

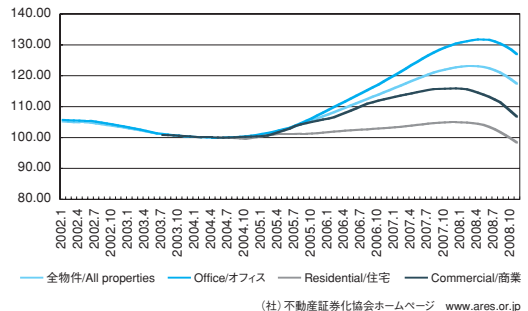
一般に、証券市場においてJ-REIT価格が下落する過程では、投資家の要求利回りが上昇することによって不動産の取得が抑制され、実物不動産市場において不動産価格に下げ圧力が生じる傾向にある。もし仮に、不動産市場のファンダメンタルズの変化が情報効率的な証券市場で早期に察知され、そして、証券市場においてその変化を反映

図表17 上場J-REITによる物件取得額の推移(単位:百万円)



図表18 AJPPPI(ARES J-REIT Property Price Index)(キャピタル収益率ベース)の推移

以下のグラフに示すAJPPPI(キャピタル収益率ベース)は、上場J-REIT(不動産投資信託)が保有する不動産の収益率を元に算出した価格インデックスであり、日本の不動産価格の平均的な動向を2004年5月の水準を100として示した指標です。AJPPPIの算出に用いられる不動産の収益率の算出方法は、米国で広く普及しているNCREIF Property Indexの算出方法に準じております。米国のNCREIF Property Indexについては、<http://www.ncreif.com/>にて閲覧可能です。



され、J-REITの投資口価格が適正水準へと調整されれば、その影響が不動産市場に伝播し、不動産市場における適正価格が早期に実現するメリットを期待できる。すなわち、市場メカニズムが円滑に機能する環境下では、J-REIT市場の価格発見機能により、実物不動産市場における不動産の価格調整が円滑に進むことが期待されるのである。

しかしながら、リーマン・ショック後のJ-REIT市場は、世界的な金融危機の影響を強く受け、証券市場において市場メカニズムの円滑な働きによる自律的な価格調整が短期的には実現しにくい状況下にあった。そのため、J-REIT価格は過度に低い水準で推移したことから、J-REITによる不動産の取得意欲は過度に抑制され、不動産価格が適正水準を大幅に下回る水準にまで下落する可能性が懸念された。不動産価格の過度な下落は、既に、バブル経済崩壊後の1990年代に日本が経験したとおり、不動産業界や不動産への投資家のみならず、経済全般に深刻な悪影響を与えかねない。J-REIT市場や不動産市場のみならず、日本経済の更なる悪化を軽減させるためにも、J-REITの信用リスクを解消し、市場の正常化に寄与する政策の早期実現が必要とされる状況にあった。

(2) 政策の実現とJ-REIT市況の改善

このような状況を受け、リーマン・ショック後には、平成21年度税制改正によって、J-REITの導管性が破綻するリスクが大きく

軽減したことや、内閣府令及び監督指針の改正によって合併交付金の活用可能性について明確化されたことなど、J-REITのM&Aに関連する制度改正が急速に進展した。その結果、J-REITのM&Aにおける実務上の障壁の多くが取り除かれ、J-REIT市場における市場再編の実現性は大きく高まった。

そして、2009年8月には、アドバンス・レジデンス投資法人と日本レジデンシャル投資法人が合併する旨の基本合意書が締結されることが公表され、J-REIT初の合併が具体化した。これは、従来からアドバンス・レジデンス投資法人のスポンサーであった伊藤忠商事が、2009年3月にスポンサーのパシフィックホールディングズが破綻して新スポンサー選定を行ってきた日本レジデンシャル投資法人の新スポンサーとなった上で、両投資法人を合併させる運びとなったものである。図表19に示すとおり、J-REITにはすでにいくつかのスポンサー破綻事例がある。J-REITスポンサーが破綻した場合、新スポンサーが選定され、新たな体制が敷かれることになるわけだが、新スポンサーの選定プロセスの過程においてM&Aも含めた再編も選択肢に含めた検討が可能となったことで、スポンサーが破綻したJ-REITの将来に対する不安感は相当程度解消された。

加えて、J-REITの困難な資金調達環境の改善につながる政策が、策定・実施された。例えば、2008年度には、日本政策金融公庫の「危機対応円滑化業務」を活用して日本

図表19 J-REITのスポンサー（運用会社の主要株主）の破綻事例

日付	破綻したJ-REITスポンサー (運用会社の主要株主)	証券コード J-REIT名称
2008年9月24日	リプラス	8986 リプラス・レジデンシャル投資法人
2008年11月28日	モリモト	8984 ビ・ライフ投資法人
2009年1月9日	クリード	8983 クリード・オフィス投資法人
2009年3月10日	パシフィックホールディングス	8962 日本レジデンシャル投資法人 3229 日本コマース投資法人
2009年5月29日	ジョイント・コーポレーション	8973 ジョイント・リート投資法人

公表データよりARES作成

政策投資銀行を窓口 to 運転資金を供給する枠組みの策定や、J-REITが発行する投資法人債の適格担保（金融機関に資金を供給する担保）への追加などの施策が実施された。また、2009年4月10日の経済危機対策（「経済危機対策」に関する政府・与党会議、経済対策閣僚会議合同会議）の中で、J-REITを銀行等保有株式取得機構の買取対象に加える旨、官民一体となったファンドの創設や日本政策投資銀行等によるJ-REITへの資金供給の充実が盛り込まれるなど、J-REITの資金調達環境の改善に向けた政策が実現・策定された。官民一体となったファンドの創設については、2009年6月末から「不動産市場安定化ファンドの設立・運営に関する検討委員会」が国土交通省によって4回にわたり開催され、構想が具体化され、9月5日にはファンドが実際に立ち上がることになった。

このような政策の具体的進捗によって、J-REITの資金繰りに対する投資家の不安感は軽減した。図表10のポートフォリオBの日

図表20 リーマン・ショック以降の東証REIT指数（配当無し）の推移



次リターン平均値の動向が示すとおり、これらの制度改正や政策の議論の過程で、2008年10月の日次リターン平均値が低かった銘柄群のリターンが大幅に改善した。この動きは、信用リスクが懸念され、リーマン・ショックの影響を大きく受けた銘柄が、その後に制度改正や政策の議論に反応して大幅な価格上昇に転じたことを示唆している。

また、市場全般の動きについてみると、リーマン・ショック後の東証REIT指数（配当無し）は、図表20に示すとおり、2008年

10月に大きく下落した後、長らく700ポイント台から900ポイント台の間で推移したが、2009年度に入り回復傾向を示している。2009年7月2日、同指数は2008年10月3日以来終値ベースで初めて1000ポイントを上回り、それ以降1000ポイント前後で推移している。このように、J-REIT市況に全般的な改善の兆しが見られるのが2009年度前半の状況である。

6. 今後の展望

最近のREIT価格の上昇は、図表21に示すとおり、日本のみならず各国共通の現象である。世界各国は、リーマン・ショックに端を発する深刻な金融経済危機から一刻も早く脱却すべく、財政・金融政策をはじめとする広範な政策を積極的に打ち出してきた。その甲斐があつてか、まだ将来の不確実性は高い状況にはあるものの、金融市場の混乱による短期的な影響の懸念は以前と

比べ解消されつつあるように見える。そのような状況下、資産構成や仕組み上、リスクが相対的に低い商品であるREITが、魅力を取り戻しているのかもしれない。もしそうであれば、リーマン・ショックによる混乱から脱し、REITが世界的に本来の商品性を取り戻す新たなステージに入るシナリオが実現することも想定されよう。

しかしながら、日本ではJ-REITのM&Aについて、制度改革等によって実務上の障壁は大幅に解消され、J-REITの初のM&A案件が具体化したものの、その実現はこれからである。また、破綻したニューシティ・レジデンス投資法人の処理の過程で、米ローンスターを支援先とする再建計画が債権者集会で否決されるとともに、大和ハウス工業をスポンサーとするビ・ライフ投資法人との合併に向け再度、民事再生手続きを申請する方向にある。今後、M&Aによるニューシティ・レジデンス投資法人の再生が実現する可能性が高まっているが、まだ不確定な部分がある。市場を通じたJ-REITの資金調達については、図表15のとおり低迷しているのが実情である。日本においては、M&Aによる市場再編やREITの資金調達環境の改善が、海外ほど具体的な形で進展していないものの、制度改革や政策の実現や進捗によって将来への期待感が高まったことを反映して、J-REIT価格の上昇が実現しているというのが最近の状況だといえる。

一方、海外ではREITのM&Aの実務上の

図表21 日本、米国、欧州のREIT価格(配当無しインデックス)推移
(2009年3月末=100と基準化)



障壁が元々存在せず、市況の変化に合わせてREIT市場の再編が行われてきた。また、最近では、米国等のREITによる市場からの資金調達には活発化しており、REITの資金調達環境の改善が目に見える形で明らかになっている。

米国等のREIT価格は、資金調達環境の改善や市場再編が具体的に進展している状況を踏まえ、2009年3月以降大きく上昇している。これに対しJ-REIT価格は、一時800ポイントを下回る水準にまで下落した東証REIT指数が、1000ポイント程度にまで大幅に回復しているが、欧米REITと比較すると、2009年3月以降のJ-REIT価格の上昇は、図表15に示すとおり低調である。今後、日本においても、欧米と同様にJ-REITの資金調達環境の改善やJ-REITの市場再編が具体的に進展すれば、それらはJ-REIT価格の大きな上昇要因になることが期待される。

とはいえ、既に賃料下落や空室率の上昇といった不動産市場のファンダメンタルズ悪化を示す統計が公表されるようになっており、REITのキャッシュフロー上昇要因が見込まれる状況にはない点には注意を要する。キャッシュフロー上昇要因が見込まれる状況にはないにも関わらず、資金調達環境の改善や市場再編の進展への期待によってJ-REIT価格が上昇している、というのが最近の状況である。よって、中長期視点に立てば、市場が正常化されるにつれ、景気後退局面において悪化した不動産市場のファンダメンタルズの影響がより注目される可

能性もある。そうなれば、厳しい市場環境下、投資家の利益を如何に確保できるかが問われることになり、J-REIT各銘柄の不動産運用の巧拙への関心が、今以上に高まるように思われる。