

# J-REIT におけるインデックス運用増加とその影響

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門  
不動産投資分析チーム

副主任研究員 岩佐 浩人

[hiwasa@nli-research.co.jp](mailto:hiwasa@nli-research.co.jp)

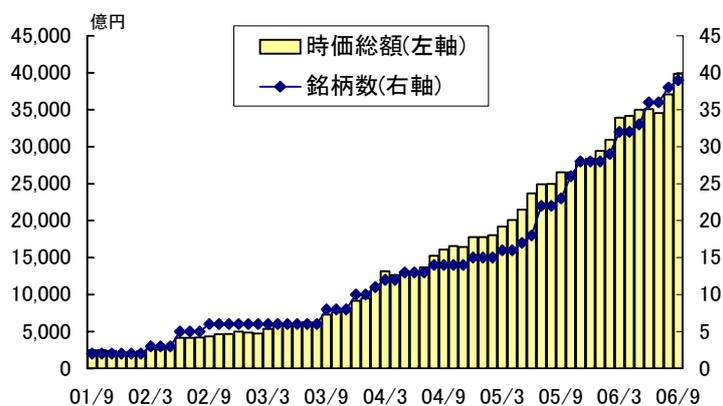
## 1. はじめに

2001年9月に2銘柄・時価総額2千億円余りでスタートしたJ-REIT(不動産投資信託)市場は、2006年9月末現在、ファンド数39銘柄・時価総額で当初の16倍となる4兆円に拡大している(図表-1)。

運用不動産の取得価額は5兆円となり、投資対象は当初のオフィスから商業施設・賃貸住宅・ホテル・物流施設へ、また投資地域は都心5区を中心とした東京圏が圧倒的に多いものの、地方主要都市へと徐々に拡がりを見せている(図表-2)。

これは、九州圏や関西圏の投資に特化したJ-REITの登場に加え、東京都心を中心とした不動産価格の高騰や投資ファンド間での取得競争激化を受けて、より高い利回りを期待できる地方主要都市に資金が向かっているためと考えられる。この先上場を計画するJ-REITも数多く存在<sup>1</sup>しており、さらなる市場拡大とともに、不動産市場と金融市場を結びつけるJ-REIT市場の役割は、ますます高まっていくと予想される。

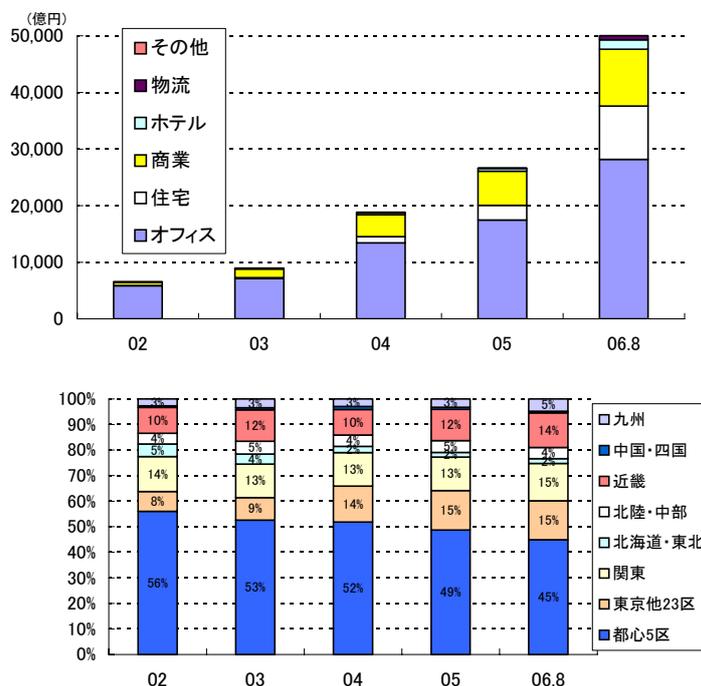
図表-1 銘柄数と時価総額



(出所)ニッセイ基礎研究所が作成

<sup>1</sup> 2006年11月30日上場の森ヒルズリート投資法人を含め、今後2、3年で20社以上、運用資産額で1兆円を超えるJ-REITが上場を計画している。

図表-2 運用不動産のタイプと地域別占率



(出所)不動産証券化協会の資料等をもとにニッセイ基礎研究所が作成

当レポートでは、創設から5年が経過したJ-REIT市場について、これまでの拡大の背景や市場参加者の動向を振り返るとともに、J-REIT市場で増加しているインデックス運用が市場にどのような影響を与えているか確認していきたい。

## 2. 市場拡大の背景

J-REITは、高い配当利回りと原則年2回の安定した分配金、導管性(法人税の実質免除)や情報開示による透明性の高さなどの商品特性を持つ。これらの特性への評価に加え、不動産市況の回復、全国銀行協会通達「J-REIT損益は業務純益計上」や東証REIT指数公表開始などの投資を促す市場環境の整備が、J-REIT市場の拡大に寄与したといえる。

### (1) 高い配当利回り

J-REIT投資の大きな魅力は何より、高い配当利回りにある。長期にわたり安定的に賃料収入を生む賃貸不動産事業に加え、利益の90%超の配当還元を条件に法人税免除となる特典を活かし、高い配当利回りを実現している。J-REITの利回りを10年国債利回りと比較した場合、そのスプレッド(J-REITのリスクプレミアム)は2006年9月末時点で2.2%である(図表-3)。

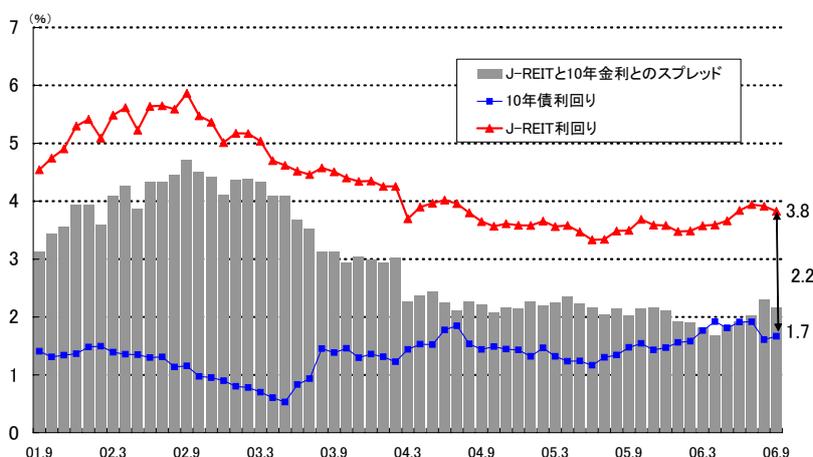
また、J-REITは上場時や決算発表時に半年後の1口当たり予想分配金を公表するが、これまで延べ118回の決算<sup>2</sup>において、実績分配金が全て予想を上回っており、予想分配金に対する乖離率は+0.2%から+46.9%と幅広いものの、平均で+8.7%であった(図表-4)。

<sup>2</sup> 日本ビルファンド投資法人の2001年12月決算からニューシティ・レジデンス投資法人の2006年8月決算を対象

これは、一般に賃貸契約の更改は2年以上であり、テナントの退去は6ヶ月前に解約予告する必要があること、またテナントの入居期間を確定する定期借家契約や長期契約を導入しているJ-REITが多いことなどから、J-REITでは半年先の収益見通しが立てやすいことが理由と考えられる。

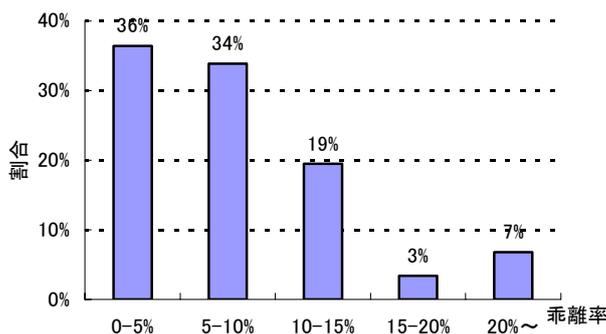
さらに、新規物件取得（外部成長）や稼働率向上・不動産管理コスト削減といった保有物件の収益向上（内部成長）が加わり、分配金を押し上げている。こうした実績の積み重ねが投資家の信頼を高め、一時4%後半に拡大した10年国債利回りとのスプレッドは縮小傾向にあり、2004年4月以降は概ね2%前後で推移している。

図表-3 配当利回りと10年国債利回り



(出所)不動産証券化協会、日本証券業協会よりニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 実績分配金と予想分配金の乖離率

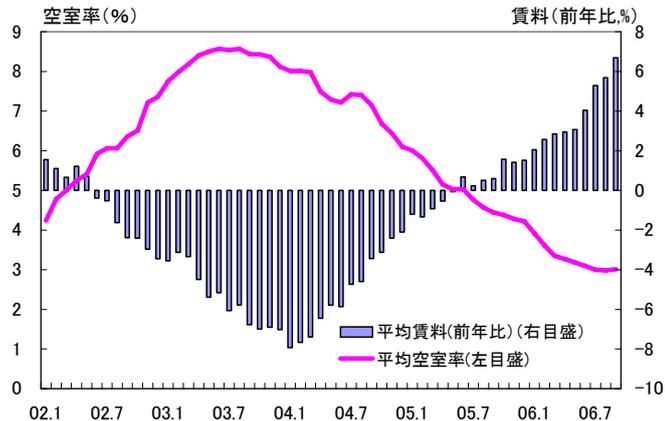


(出所)開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

(2) 不動産市況の回復

景気回復を背景に、主要都市の賃貸オフィス市場では空室率が低下し、オフィス賃料も東京や名古屋など一部の大都市では上昇傾向が強まっている。東京ビジネス地区(千代田・中央・港・新宿・渋谷)の賃料を見ると、昨年6月から前年比で上昇に転じている(図表-5)。

図表-5 東京ビジネス地区の空室率とオフィス賃料



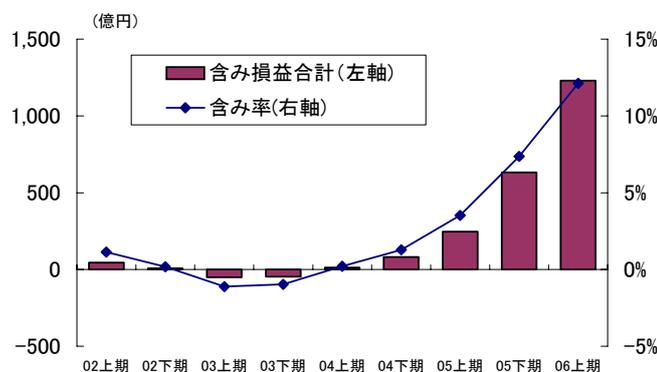
(出所)三鬼商事資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

こうした好調な不動産市況を受けて、J-REITの保有物件の評価はここ2年で高まっており、多くのJ-REITにおいて含み益(鑑定評価額>帳簿価格)が生じている<sup>3</sup>。

市場創設時からの上場銘柄で、オフィスビル投資に特化する「日本ビルファンド投資法人(NBF)」と「ジャパンリアルエステイト投資法人(JRE)」は、2003年下期は両社含み損を抱えていたが、直近では含み益が2社合計で1,000億円を超え、含み率も10%を超えている(図表-6)。

鑑定評価額は担当鑑定会社の意見であり、統一された基準による評価額でない点に留意する必要はあるが、含み益拡大は将来の賃料収入減少や保有不動産の減損処理などへの備えとして、J-REITの安定運用へのリスクバッファとなる。

図表-6 NBF・JREの含み損益



(出所)開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

<sup>3</sup> 2006年8月末の直近決算におけるJ-REIT全体の含み益は3,000億円を超える(決算発表済の30銘柄を対象)。

### (3) 投資を促す市場環境の整備

投資を促す市場環境の整備が、投資家の裾野をひろげ市場拡大を牽引した面もある（図表-7）。2002年12月の全国銀行協会通達では、会計上、J-REITから生じる損益を本業の儲けを示す業務純益に算入できることが明示され、主に地方銀行による投資が拡大した。また2003年7月には、投資信託協会が運用ルールを改定しファンド・オブ・ファンズ(FOFS)<sup>4</sup>の投資対象にREITを解禁したことで、投資信託によるJ-REIT投資がスタートした。加えて、来年に予定されているREIT指数先物上場や大量保有報告の義務付けは、流動性・透明性をさらに向上させるものと期待される。

図表-7 主な市場環境の整備

年月	出来事	影響
02.12月	全国銀行協会の通達	地方銀行の資金流入
03.1・4月	譲渡税、配当課税率引き下げ(10%)	個人投資家の課税負担軽減
03.4月	東証REIT指数公表	市場環境整備・透明性向上
03.5月	J-REIT2銘柄のMSCI指数組み入れ	外人投資家の資金流入
03.7月	J-REITのファンド・オブ・ファンズ解禁	投資信託の資金流入
06.10月	REITの上場審査基準を改正し、適時開示や利益相反の規定を強化	市場環境整備・透明性向上
07年夏	J-REIT指数先物の上場(予定) 大量保有報告義務付け(予定)	市場環境整備・透明性向上

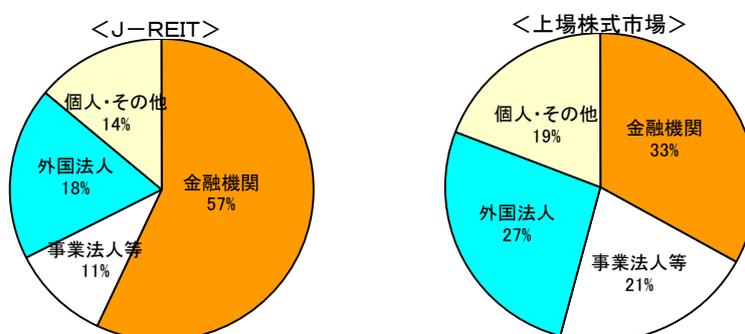
(出所)開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

### 3. 投資信託によるインデックス運用の増加

J-REITの投資家の構成比率は、金融機関が57%と最も高く、国内の上場株式市場の平均(33%)を大きく上回っている(図表-8)。

中でも昨今の「貯蓄から投資へ」の流れを受けて、市場における投資信託の存在感が高まっている。時価総額が最大である「日本ビルファンド投資法人(NBF)」の投資主構成をみると、投資信託が含まれる信託銀行の比率が急上昇し、最大の投資主体になっていることがわかる(図表-9)。

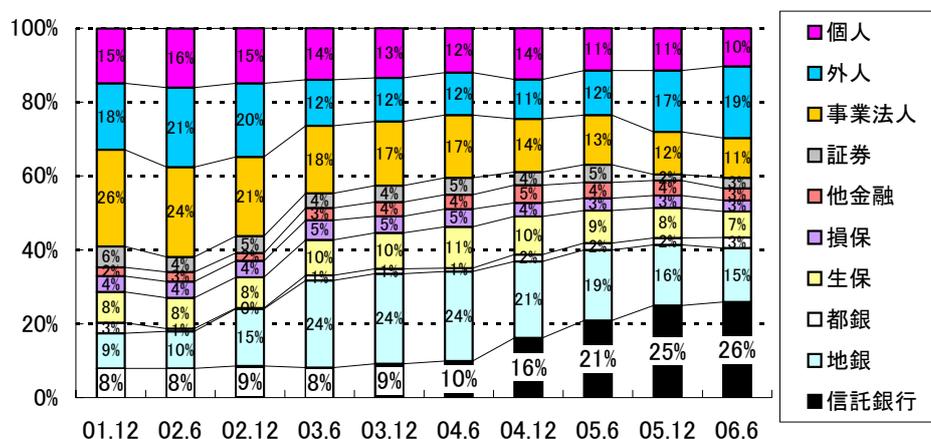
図表-8 投資家構成の比較



(注)J-REITは06.8末の直近決算における投資口数より算出(対象:29銘柄)、株式市場は05年度末時点(出所)開示資料、東京証券取引所HPよりニッセイ基礎研究所が作成

<sup>4</sup> ファンド・オブ・ファンズ(FOFS)とは、運用対象を個々の株式や債券ではなく投資信託にした商品。

図表-9 NBFの投資主構成



(出所) 開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

J-REITに投資する主要 40 ファンド<sup>5</sup>の残高を見ると、J-REITのみを対象とするファンドに加え、最近では国内外の株式・債券・REIT等へ分散投資するファンドが増えており、2006年9月末時点で、7千億円超がJ-REIT市場に投資されている。また、これを運用スタイル別<sup>6</sup>（アクティブ運用／インデックス運用）に分類すると東証REIT指数への連動を目指すインデックス運用がここ1年でアクティブ運用を上回り、市場の10%を占めるに至っている（図表-10）。

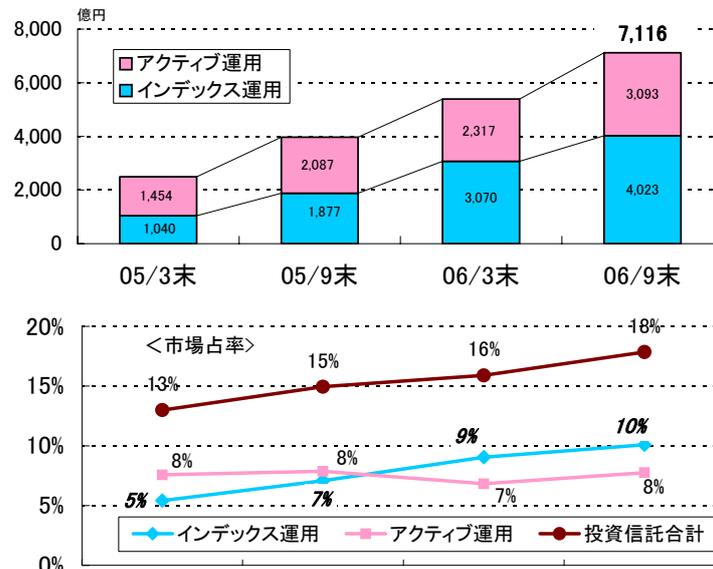
国内株式のインデックス運用（東証株価指数連動型）の占率が4%程度<sup>7</sup>であることからみて、J-REIT市場においてインデックス運用の影響力が徐々に高まっているといえよう。

<sup>5</sup> (株)不動産経済研究所の「不動産経済ファンドレビュー(2006.10.25)」を参照した。

<sup>6</sup> 運用スタイルは大別して、TOPIXなど市場の動きに連動した投資収益を目指すインデックス運用と、市場を上回る投資収益を目指すアクティブ運用がある。

<sup>7</sup> インデックス運用（TOPIX連動型）の残高は、年金積立金管理運用独立行政法人の運用額（「日株P」の運用手法に分類）、投資信託協会が「インデックス型TOPIX連動型」に分類する投資信託（ETFを含む）、格付投資情報センターの「年金情報」に掲載された信託銀行年金運用合同口のうち、運用内容がTOPIX連動に分類されるファンドを対象とした。いずれも2006年3月末残高。

図表-10 投資信託のJ-REIT投資残高



(出所)「不動産経済ファンドレビュー」、各投資信託の目論見書よりニッセイ基礎研究所が作成

#### 4. インデックス運用が市場に与える影響

一般に、インデックス運用が市場に与える影響として、アブノーマルリターンの発生や、市場の効率性低下の可能性が挙げられる。

##### (1) アブノーマルリターンの発生

アブノーマルリターンとは、インデックス構成銘柄が追加・削除される場合、インデックスファンドがこれにあわせてポートフォリオを変更する際に生じる対象銘柄とインデックスとのリターン差を指す。例えば東証2部から1部へ昇格する銘柄等に、東証株価指数(TOPIX)算入日前後にアブノーマルリターンが観測されるが、同様の事象がJ-REIT市場において新規上場銘柄や上場後の公募増資実施時に発生している。

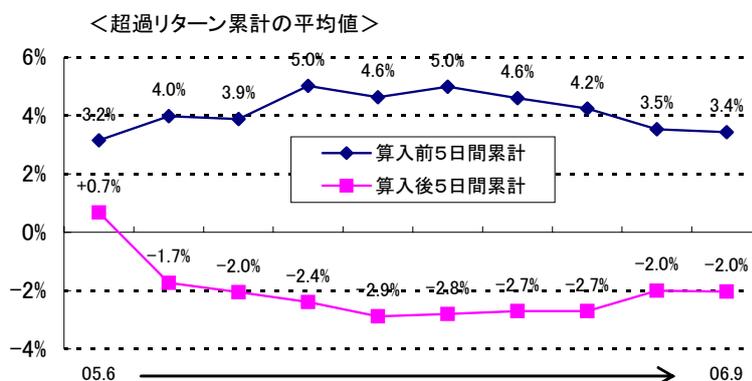
東証REIT指数は、2005年6月以降、新規上場銘柄の指数への算入日をTOPIXと同様「新規上場日の翌月末」としている。そこで、2005年6月から2006年9月までに新規上場した22銘柄について、REIT指数算入日前後の値動きを確認すると、REIT指数に対する超過リターンは算入前日までの5日間で平均+3.4%、算入後5日間で平均▲2.0%となっている(図表-11)。

また、同期間に公募増資を実施した16銘柄の超過リターンは、算入前日(払込期日)で平均+2.0%、算入日で▲2.3%であった。

こうした変動は、理論的にはインデックス運用が算入前日(引け値近辺)に対象銘柄を一斉購入することに加え、この動きを見越した一部投資家の先行売買により発生すると考えられる。もっとも、アブノーマルリターンが市場で認識されるのに伴い、ファンド構築側の工夫や一部投資家の早めのポジション解消の動きもあり、ピーク時より超過リターンが縮小する傾向も見受けられる(図表-11)。

図表-11 新規上場銘柄の指数算入日前後の超過リターン

期間	超過リターン
算入前5日間累計	+3.4%
(T-5)~(T-2)	+2.0%
T-1(算入前日)	+1.4%
T(算入当日)	▲1.0%
(T+1)~(T+4)	▲1.0%
算入後5日間累計	▲2.0%



(注)東証REIT指数(配当込み)に対する超過リターン  
(出所)ニッセイ基礎研究所が作成

## (2) 市場の効率性低下

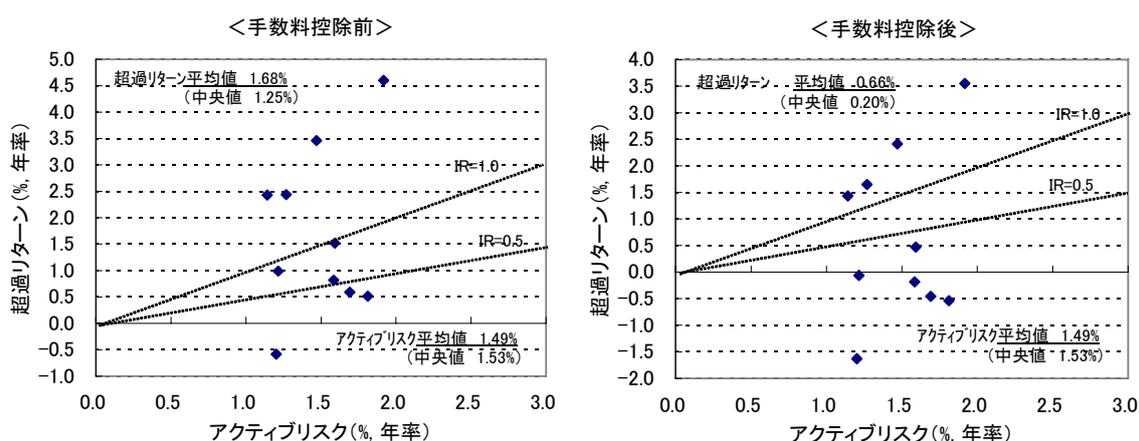
インデックス運用は、銘柄選択を行わずインデックス構成銘柄をウェイト通りに売買し、市場全体を保有し続ける。そのためインデックス運用に対し、アクティブ運用にかかる情報収集や銘柄分析の費用を負担せずに、アクティブ運用者が作り出す市場価格にただ乗りしている（フリーライダー）との指摘がある。また、インデックス運用の市場占率が過大になると、投資に値しない銘柄への資金配分等を通じて価格形成が歪められ、市場の効率性が低下するのではないかと懸念がある。これに対し、インデックス運用の増加により市場の効率性が低下すれば、アクティブ運用者にとって市場を上回る超過リターン獲得の機会が生じるともいえよう。

そこで、J-REIT市場におけるアクティブファンドのパフォーマンスを確認してみたい。対象は、2004年3月末から2006年9月末までの期間で、6四半期以上の実績データがある10本のアクティブファンドの四半期データを基に、東証REIT指数（配当込み）に対する超過リターン（年率）と、アクティブリスクであるその超過リターンのぶれ（標準偏差）を計算した。超過リターンは、手数料控除前（手数料控除後リターンに各ファンドの信託報酬を加算）と手数料控除後の両方の数値を用いた（図表-12）。

手数料控除前の超過リターンは、10ファンド中9ファンドがプラスを獲得、その幅は

-0.6%~+4.6%とファンド間で大きな格差があるものの、平均値は+1.68%であった。一方、アクティブリスクは、1.1%~1.9%の比較的狭い範囲に散らばり、平均値は1.49%であった。また「超過リターン獲得の効率性」を示す運用評価指標であるインフォメーションレシオ（超過リターン/アクティブリスク）は、一般に「良い成績」とされる「0.5」超のファンドが7ファンドと全体の7割を占めており、「極めて優秀な成績」とされる「1.0」超のファンドも4ファンドあった。

図表-12 アクティブ運用のリスク・リターン



(出所) Bloomberg、投資信託の目論見書よりニッセイ基礎研究所が作成

これに対し、手数料控除後の超過リターンは、10本中5ファンドがマイナスであった。しかし、一般的なインデックスファンドの信託報酬は概ね0.5%であるので、インデックス運用の手数料控除後の超過リターンを▲0.5%と仮定した場合、5本中2ファンドは▲0.5%を上回り、その他2ファンドはほぼインデックス運用に近い超過リターンで、1ファンドのみ大幅なマイナスであった。

これらの結果をまとめると、J-REIT市場では現在のところ、多くのアクティブファンドが超過リターンを効率よく獲得しており、手数料控除後のパフォーマンスにおいても、インデックス運用に対し優位性を確保しているようだ。

投資信託によるJ-REIT投資はスタートして間がなく、ファンド数や計測期間データが少ないこと、またアクティブ運用が超過リターンを獲得できることを理由に市場の効率性が低いとは必ずしも言えないものの、今後J-REIT市場の効率性を考える上で、主要投資家である投資信託、とりわけインデックス運用の動向は目が離せないと思われる。

## 5. おわりに

不動産市場には各国固有の事情があって単純比較はできないものの、40年以上の歴史がある米国のREIT市場は40兆円の規模があり、日本の収益不動産の規模が70~80兆円と推定されることから、J-REIT市場の潜在成長力は十分高いと考えられる。

一方、順調に拡大を続けてきた J-REIT 市場も、2006 年度に入り J-REIT(投資法人)や資産運用会社の法令違反が相次いで発覚している。役員会の虚偽開催や不適切な物件審査などに対し、当局の行政処分を受けるなど投資家の信頼を損ねかねない事態を招いた。

今後、J-REIT市場が次なる成長段階に入り、年金運用をはじめ多くの投資家に認知された資産運用商品となるためには、J-REITが公募商品で、投資家の利益保護が第一であるとの原点に立ち返る必要がある。法令順守といった内部統制をはじめ、不動産取引における鑑定評価の信頼性確保や利害関係者との利益相反の防止など、投資家が安心して投資できる市場の構築に向け、関係者全員の真摯な取り組みが望まれる<sup>8</sup>。

---

<sup>8</sup> 東京証券取引所は、J-REITの上場審査基準を改正し2006年10月1日から施行した。新たな基準では、投資法人(J-REIT)に加え資産運用会社にも適時開示を義務付けた他、利益相反防止の体制や利益相反取引への対応方針等について、上場申請時の提出書類に記載する。また、日本証券業協会は、証券会社によるREITの新規公開や公募増資の引き受け審査に関し、審査項目を新たに追加する(2007年2月予定)。具体的には、スポンサー企業や資産運用会社に対する「公開適格性」・「健全性」・「コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況」や組み入れ物件に係る「物件の調査」・「投資法人及び物件の収益見通し」など。

## (参考)不動産投資分析チーム 公表レポート一覧

2002/06/06	東京オフィス市場の「2010年問題」ーオフィス需要純減で2003年より深刻な局面も
2002/09/12	オフィスビル大競争時代の幕開けー需要縮小局面における勝ち組の条件
2002/10/08	本当に有利か?ワンルームマンション投資ー投資リスクを誤解させる利回り表示
2002/11/12	拡大する私募型不動産ファンド市場ーそのビジネスモデルと市場展望
2003/03/25	日銀の不動産投資信託(REIT)購入効果に疑問ー健全な市場形成を阻害するおそれも
2003/05/09	大規模開発は日本経済を再生するかー都市再生プロジェクトへの期待とその限界
2003/07/08	新時代を担う世代のための都心居住政策をー求められる多様な賃貸マンション供給
2003/08/28	都市再生は不良債権問題を解決するかー的外れな地価反転待望論
2003/10/14	マンションの事務所利用に注目するー小規模オフィスビルにおける需要創造の新たな視点
2003/11/10	地方オフィス市場の現状と展望ー東京ー極集中で高まる縮小均衡の可能性
2003/12/16	情報通信技術が支える新しいワークスタイルーテレワーク増加とオフィス需要への影響
2004/03/02	大型オフィスビルが牽引するフロア利用効率の改善ー2003年問題の陰で進んだオフィス改革
2004/03/19	投資家が求めるビル管理コストのベンチマークー適正な管理仕様に基づくコスト評価のために
2004/05/28	今後の金利上昇がJ-REIT価格に与える影響ー米国REITからのインプリケーション
2004/06/21	住宅市場に2010年問題はあるかー団塊世代の住行動と定年退職の影響を読む
2004/07/27	市場の二極化、実は階層化ー平均値では把握できないオフィスビル市場
2004/09/27	不動産投資ブームと投資教育の不在ー人生最大のマイホーム投資こそ重視すべきテーマ
2004/10/21	オフィス市況アンケートのまとめー実務家・専門家がみる今後のオフィス市場
2004/11/11	東京のオフィス市場動向ー不透明な賃貸市場と過熱する投資市場
2005/01/31	注目される新築アッパーミドルクラスビルー中型ビル市場で勝ち組になる巧みなマーケティング
2005/03/14	J-REITにおける不動産投資利回りの動向
2005/04/27	再考/東京オフィス市場の「2010年問題」ービル需要の多様化がオフィスワーカー減少の緩衝材に
2005/05/19	求められる不動産価格の妥当性検証の仕組みーJ-REIT,私募ファンド市場の健全な成長のために
2005/07/05	不動産投資立国で人口減少でも豊かな生活を
2005/09/25	Aクラスビルの付加価値とは何かービルスペック高度化の現状と展望
2005/11/08	熱を帯びる不動産投資市場の行方ー不動産市況アンケート結果より
2005/12/27	再々考/東京オフィス市場の「2010年問題」ー成長業種が牽引する賃貸オフィス需要
2006/01/26	耐震強度偽装問題 不動産投資市場への影響ーJ-REIT 銘柄や私募ファンド運用会社の選別化加速
2006/03/10	賃貸住宅市場の概況と投資ポイント
2006/03/31	不動産投資市場拡大で問われる投資家の情報リテラシー
2006/06/20	オフィスビル事業のブランド戦略ー大競争時代における勝ち組の条件
2006/07/10	地方賃貸オフィス市場と投資市場ー改善する賃貸市況と流入する投資資金
2006/10/06	急上昇する東京のオフィス賃料ーバブル超えの可能性を検討する
2006/11/02	現状肯定派が増えた不動産投資市場ー第3回不動産市況アンケート結果より
2006/12/05	雌雄を争う六本木ヒルズと東京ミッドタウンー変貌する六本木エリア、真のライバルは丸の内

(注)ニッセイ基礎研究所のホームページからダウンロード可能です。