

REPORT III

離陸したJREIT市場、その成長を展望

金融研究部門 不動産投資分析チーム 松村 徹

はじめに

登場したばかりの不動産投資信託（以下、日本版のREIT^(注1)の意でJREITという）が幅広い投資家の関心と理解を得るためには、市場規模の拡大が何よりも重要である。そこで、以下ではJREIT市場の成長を左右する大きなポイントに焦点を当て、今後の市場を展望する。

1. 離陸したJREIT市場

投信法（投資信託および投資法人に関する法律）が2000年5月に改正（11月施行）され、これまで主として有価証券に限定されていたファンドの運用対象が不動産その他の資産にまで拡大された。これによりJREITの組成が可能になり、2001年3月に東京証券取引所がJREIT専用の取引市場の上場審査基準や上場廃止基準等を制定したことで、個人も小口の証券投資の形で不動産投資に参加できる全く新しい不動産投資商品の制度的インフラストラクチャーがおおむね整備された。

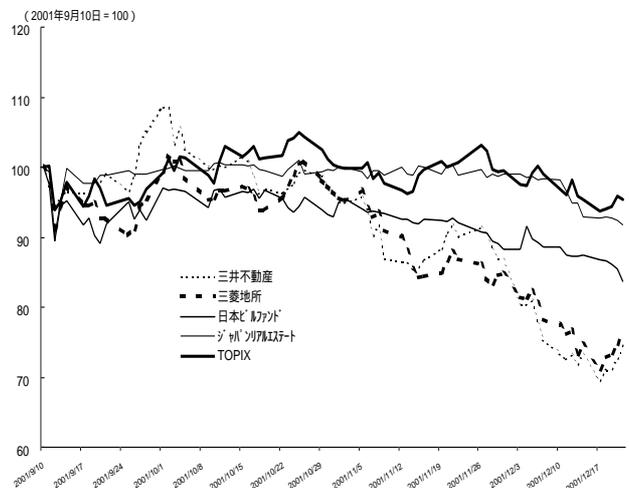
そして、2001年9月10日に日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人の2つのJREITが東証に上場され、米国に40年遅れて不動産ファンド市場がようやく離陸し

た。2001年度内には、三菱商事やオリックスなどが組成するファンドがあと3つ程度上場される予定であり、経済・金融環境の悪さにもかかわらず比較的順調といえる滑り出しとなった。

上場した2つのJREITの価格推移をみると、各ファンドの主たる組成者である三井不動産と三菱地所の株ほど値を下げておらず、価格変動も小さい（図表 - 1）。

また、これまでのところ、日本ビルファンドはTOPIX（東証株価指数）より三井不動産株との相関が強いが、ジャパンリアルエステイトはTOPIXや三菱地所株との相関はそれほど強くない。（注2）

図表 - 1 株価の推移（上場時を100とした指数）



（注）株価は2001年9月10日～12月21日の終値

上場JREITの時価総額は、2001年度末で3,000億～4,000億円になると予想されるが、2002年度以降も、20程度のJREITが上場を計画している。

これらのうち、不動産会社や金融機関など大企業が組成する数百億円以上の大規模なファンドの多くは、オフィスビルを運用の中心にしている。これに対し、独立系の新興企業では、大手との差別化を図るため賃貸マンションで運用するファンドが多く、資産規模も数十億～200

億円程度となっている。

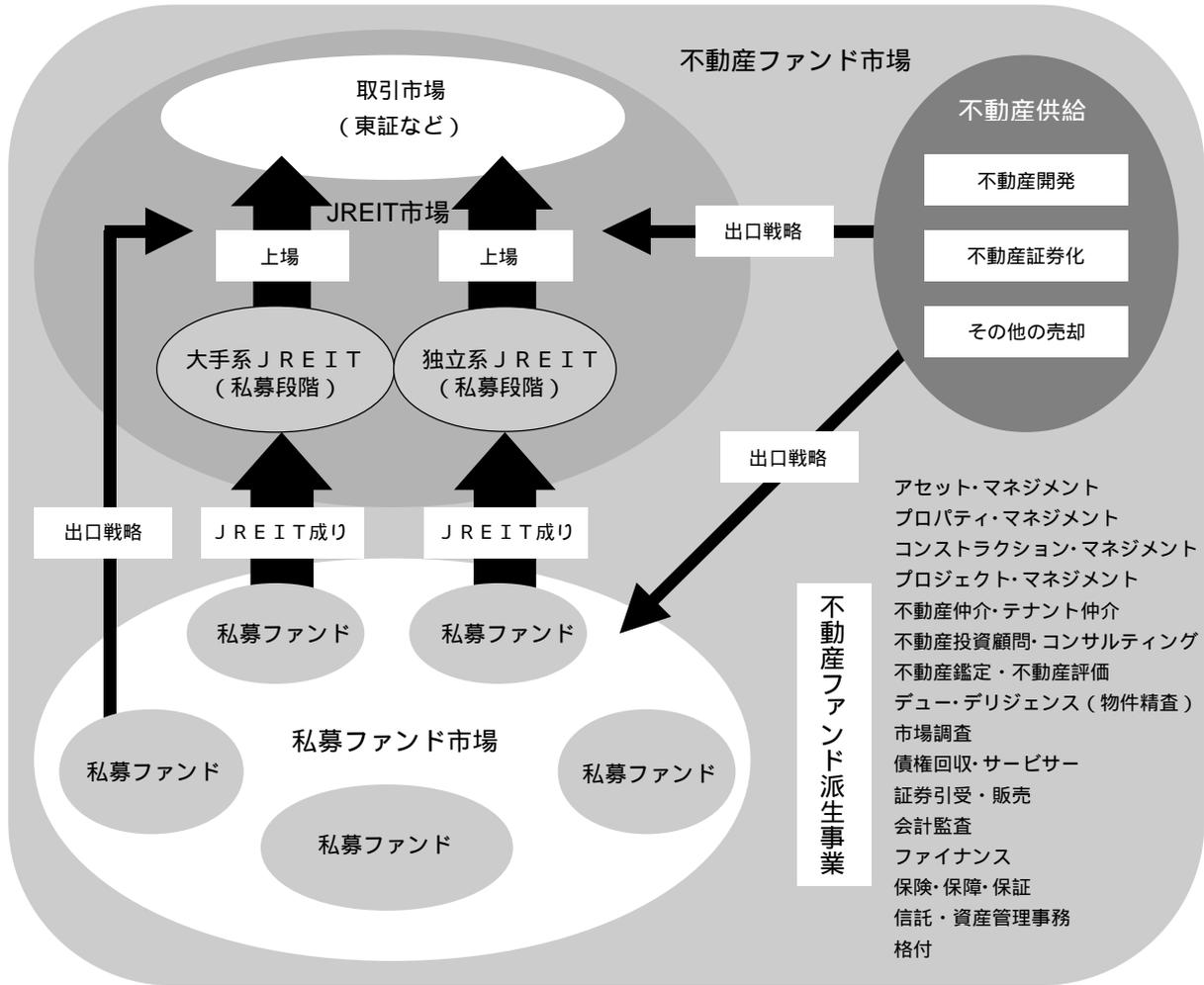
また、この他にも、特定少数の投資家を想定してJREITの形態をとらない私募ファンドも多数計画されている。これらの私募ファンドは、将来的にはJREITに転換（JREIT成り）して上場したり、ファンドの出口戦略としてJREITに不動産を売却する可能性もあるため、私募ファンド市場はJREIT市場となかば重層的な関係にあるといえる（図表 - 2、3）

図表 - 2 不動産ファンドの実績と計画

種類	組成企業	資産種類	資産規模
J R E I T	・三井不動産, 住友生命, 中央三井信託, 三井住友銀行他	オフィスビル	上場時2,570億円 (上場済み)
	・三菱地所, 第一生命, 東京海上	オフィスビル	上場時1,135億円 (上場済み)
	・三菱商事, UBSアセットマネジメント	商業施設	上場時350億円
	・リックス	オフィスビルの他マンション, 商業施設等も	上場時1,000億円
	・東京建物, 大成建設, 安田生命, 朝日生命, 安田不動産	オフィスビルの他商業施設も	上場時1,000億円
	・森トラスト, 大和証券グループ, 三菱信託, 消化ビル, パルコ他	オフィスビル, 商業施設, 倉庫, マンション	上場時500億円
	・ゴールドマン・サックス	オフィスビル	上場時1,000億円
	・東急電鉄, 東急不動産, レンドリース	オフィスビル, 商業施設, 倉庫, マンション	-
	・みずほグループ, 三井不動産	オフィスビルの他マンション, 商業施設等も	ファンド組成時数1,000億円
	・伊藤忠ファイナンス	中規模収益物件	ファンド組成時30～50億円
	・クリート	オフィスビル, マンション	ファンド組成時100～200億円
	・東京リート	マンションの他オフィスビル, 商業施設	ファンド組成時200億円
	・プロスペクト	マンション	ファンド組成時100億円
	・ケンコー・レシジョン, 中央三井アセットマネジメント他	オフィスビル, マンション, 商業施設	上場時400～500億円
	・レザムサーチ	オフィスビル, マンション, 商業施設	300億円
	・森ビル	オフィスビル	上場時2,000億円
	・野村不動産	オフィスビル	1,000億円
	・ダウ・インテグリティーズ	オフィスビル	-
・ディックス加計	ワルムマンション	ファンド組成時70～100億円	
・阪急電鉄, 阪急不動産, UFGグループ	商業施設	-	
・エイチ・エス証券, ランド・マーク・インベストメント	マンション	上場時100～200億円	
・真和エンタープライズ	ワルムマンション	-	
・菱和ライフクリエイト	ワルムマンション	-	
・パシフィックアセットマネジメント	マンション	120億円	
・アセット・マネージャーズ	商業施設, オフィスビル	ファンド組成時200億円	
私 募 フ ア ン ド	・クリート	オフィスビル, マンション	数10億円
	・野村不動産, スターウッド・キャピタル	オフィスビル	1,200億円
	・野村不動産	マンション	-
	・野村不動産	倉庫	-
	・アパマンショップネットワーク	マンション, アパートの他, 商業施設も	300億円
	・エスピー・アイ・リアルエステートマネジメント	マンション	-
	・アセット・マネージャーズ	マンション	数10億円
	・インシュアード・キャピタル	マンション	36億円
	・ジョーンズ・ラング・ラサール	オフィスビル	1,500～1,800億円
	・住友不動産販売	オフィスビル, マンション	ファンド組成時数10億円
	・ジョイント・コーポレーション, クレディスイス・ファースト・ボストン	マンション	3年後600～800億円
	・クネディ・ウィルソン・ジャパン	オフィスビル	500億円
	・アトリウム	競売物件	150億円
	・アディ・イーユー	分譲在庫マンション	20億円

(注) - 印は内容不明もしくは未定。私募ファンドでも将来JREITとして上場する場合がある
(資料) 2000年12月以降1年間の新聞報道その他公表資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表 - 3 不動産ファンド市場のイメージ



(資料)ニッセイ基礎研究所

JREIT市場や私募ファンド市場の周辺には、アセット・マネジメント（ファンド運用）やプロパティ・マネジメント（物件管理）、プロジェクト・マネジメント（開発企画・運営）などの各種不動産マネジメント、あるいは投資顧問・コンサルティング、不動産仲介・テナント仲介、信託・資産管理、格付などさまざまな関連ビジネスの機会が広がっている。

JREIT組成に関わる企業の多くが、自社のバランスシートの外に一定の影響力を行使できる不動産ポートフォリオを保有することで、このようなファンド関連事業機会の獲得を期待しているのも事実である。

それだけに、新商品に期待する投資家にとっ

てだけでなく、ポスト土地神話時代の新しいビジネスモデルを模索する不動産関連事業者にとっても、JREIT市場が順調に成長していくことは不可欠である。

2. JREIT市場成長のポイント
- 優良不動産の市場流通 -

このように期待されているJREIT市場において、その成長を左右する大きなポイントが2つある。

ひとつは、今後、優良不動産の市場流通が増加して、ファンドの外部成長^(注3)機会が拡大するかどうかである。

現在、長期安定運用を前提とする大型ファン

ドの場合、価格変動リスクの小さい優良なオフィスビルを主要な投資対象としているが、大型で新しい優良オフィスビルは供給が少なく、その確保は非常に難しい。

もちろん、収益性の低い不動産を安値で取得し、リフォームや管理会社の交代などにより高い内部成長を実現するファンドや、アクティブにポートフォリオを入れ替えるハイリスク・ハイリターンのファンドなど、多様なJREITが市場で流通することに異論はない。しかし、JREITという新しい金融商品が幅広い投資家の理解を得て定着するためには、安定的な配当が期待できる優良物件で構成されたポートフォリオを持つファンドができるだけ多く上場されることが最も望ましいと考える。

現在、大型ファンドの運用の中心となっている東京の賃貸オフィス市場は、近・新・大といわれるAクラスビルが大量供給される2003年問題を間近に控えて、景気低迷とプライスリーダーの外資系金融機関の需要冷え込みで、賃料、稼働率とも弱含み、優良物件といえども大幅な賃料上昇は期待できない。このため、大型オフィスビルファンドの場合、運用物件からの賃料減少リスクが大きく、管理の効率化に努力しても高い内部成長率を期待することは難しい。

そこでJREITの投資戦略として、当面は外部成長を重視せざるをえないことになる。しかし、賃貸オフィス市場ではAクラスビルが大量に供給されるものの、不動産投資市場（売買市場）では、多数のファンドや投資家が優良物件への投資機会を狙っているにもかかわらず、Aクラスビルが売却されることは非常に少なく、極端な供給不足状態となっている。

最初に上場した2つのJREITは、ともにオフィスビルに特化したファンドであるが、その不動産ポートフォリオ^(注4)をみると、ファンド組成

者である不動産会社に比べてはるかに規模が小さい。また、東京23区内で運用する物件にAクラスビルはほとんどなく、大型物件は築後20年以上の古いビルが多い。

しかし、不動産会社2社のポートフォリオにもAクラスビルはそれほど多くない上、売却が難しい共有や区分所有物件が半数以上を占める。このため、彼らがJREITにAクラス物件を売却しようにも、適当な物件はほとんどないといえる。

一方、1998年以降、証券化手法などを用いて大企業の本社ビルなどが売却された事例をみると、Aクラスビルが多く含まれていることがわかる（図表 - 4）。

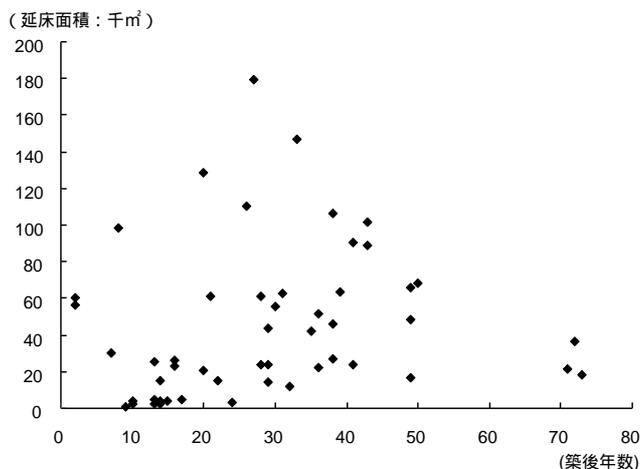
JREIT解禁以前は、本社ビルなど大型オフィスビルを購入できる資金力とリスク負担力のある投資家は少なかった。このため、企業が資金調達のために不動産を売却する場合、資産流動化型スキーム^(注5)といわれる証券化手法を用いて不動産リスクを切り分け、小口化した社債などの形で多くの投資家を募る必要があった。

ところが、JREITが大口の実物不動産の買手として登場した現在^(注6)でも、資産譲渡者の都合から、競争入札による市場売却を避けて、ストラクチャード・ファイナンス（仕組み金融）による証券化が少なくなく、特に本社ビルなど優良物件でそのような傾向が強い。

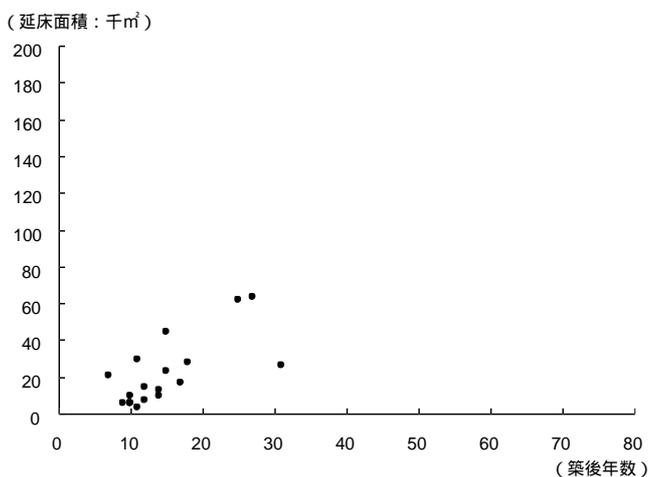
もっとも、このような証券化案件も、リファイナンスを迎える2004年以降に、出口戦略としてJREITなどへの不動産売却を選択する可能性も高い。

図表 - 4 所有者別のオフィスビル分布

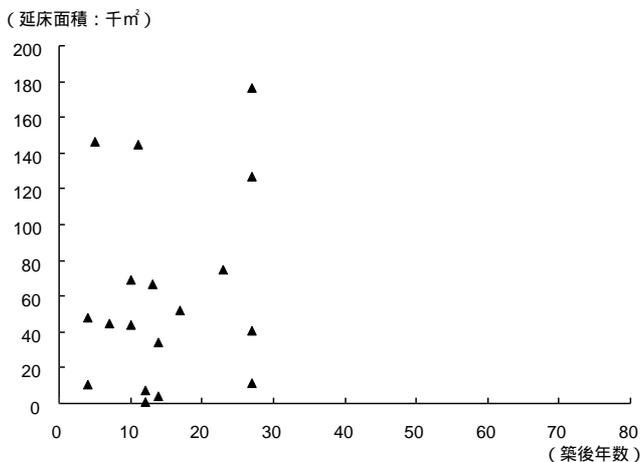
三井不動産・三菱地所のポートフォリオ（東京23区）



上場JREITのポートフォリオ（東京23区）



証券化その他流動化オフィスビル（東京23区）



(注)東京23区のオフィスビルのみを対象とし、共有権や区分所有権の場合も建物全体の延床面積をプロット

(資料) 有価証券報告書、目論見書、建築統計年報等公表資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

また、今後、金融機関の不良債権処理が最終局面を迎え、固定資産の減損会計が2004年3月期から実施される予定であるため、金融機関や企業などでのリストラが加速すると見込まれ、長期的な趨勢として、優良物件を含めた大量の不動産が市場に流出するものと予想される。

さらに、現在計画されている住宅系ファンドでは、最初からファンド向けに賃貸マンションを建設する仕組みが少なくないが、都市再生が重視される中、JREITへの売却を想定した優良なオフィスビル開発も今後は増加するとみられる。

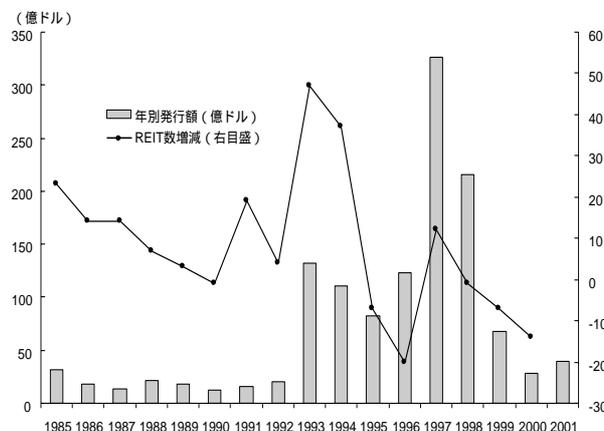
このように3～5年という期間で見れば、市場メカニズムを通じて優良物件の供給不足は徐々に解消に向かうものと考えられる。

3. JREIT市場成長のポイント - 経済・金融環境の見通し -

JREIT市場の成長を左右するもうひとつのポイントは、経済・金融環境が今後どのように変化するかであり、米国のREIT市場の推移を参考に考えてみたい。

米国でREITが急成長したのは1993年から1998年の6年間である（図表 - 5）

図表 - 5 REITの年別発行額REIT数の増減

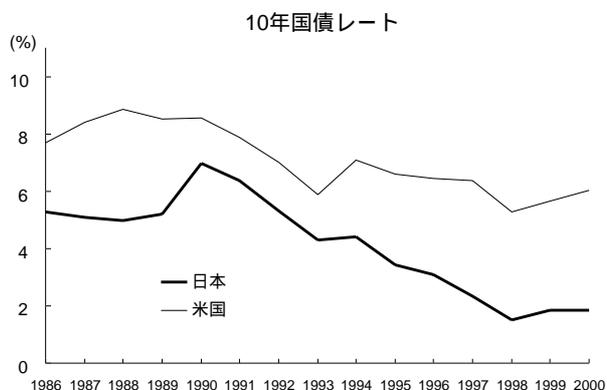
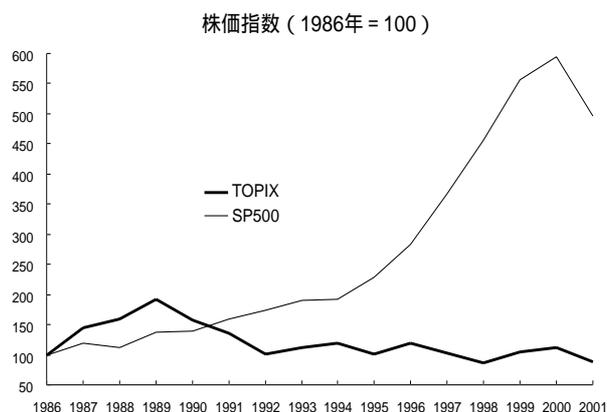
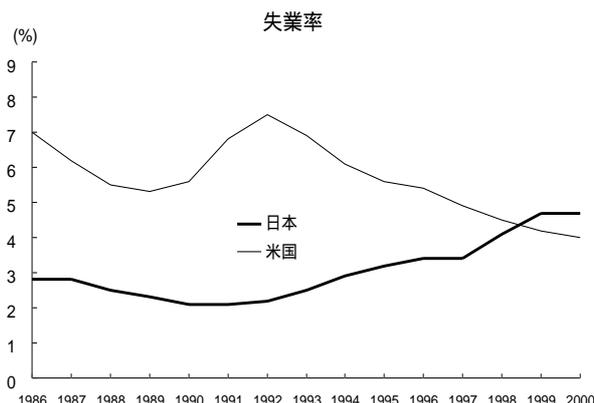


(注)2001年は第3四半期までの数値

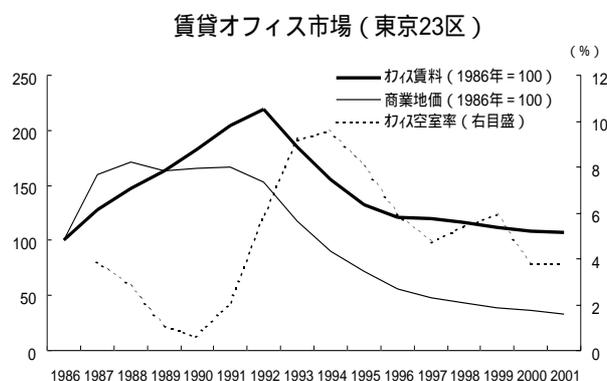
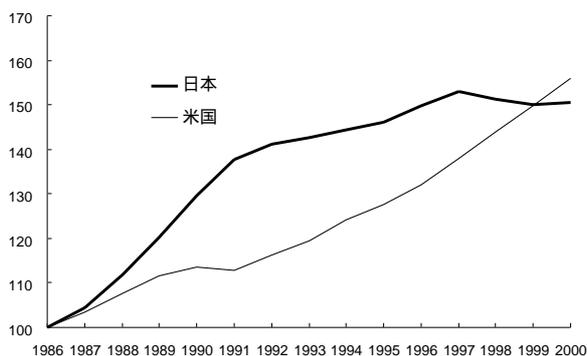
(資料) NAREIT

この期間の急成長の背景として、REITへの現物出資者の譲渡益課税を上場後の株券処分時まで繰延べできるUPREIT^(注7)という手法が1992年に考案されたことがあげられるが、1980年代後半から低迷していた経済・金融環境が1991～1992年を底に好転したことも大きな要因である。経済成長率の上昇に伴い失業率は1992年をピークに低下し、株価も1995年から急上昇した。長期金利は景気回復でいったん上昇するも低位安定し、賃貸オフィス市場は1993年を底に、賃料と価格は上昇局面に入った(図表 - 6)。

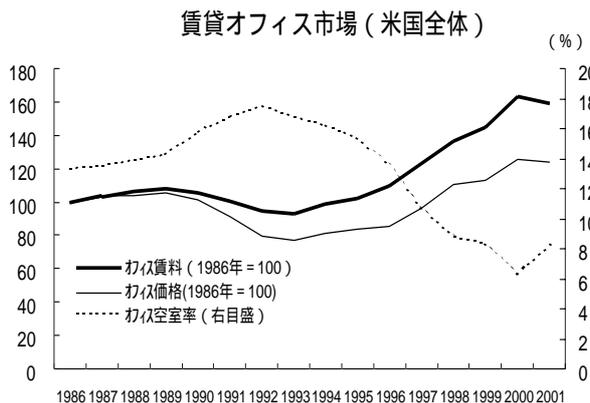
そもそも、1986年の税制改正で不動産の加速度償却制度などが見直された結果、パートナーシップ制度を用いた不動産投資が急速に冷え込んでいた。一方、資本市場からの資金調達手段を持つREITは、その後の金融危機と不動産不況の間底値圏にある多くの優良不動産を取得しつつあったが、1992年のUPREITと経済・金融環境の好転を背景に急拡大を遂げたのである。



図表 - 6 日米の経済環境比較
名目GDP成長率 (1986年 = 100)



(資料) 賃料と空室率は、生駒シービー・リチャードエリス、地価は日本不動産研究所。ただし、1991年以前の賃料は東京ビルディング協会資料を基にニッセイ基礎研究所が修正



(注) 各年第4四半期時点。ただし2001年は第2四半期
 (資料) National Real Estate Index (NREI)/CBD・Office

これに対し、JREIT元年といえる2000～2001年の日本では、経済はゼロ成長、失業率は上昇、株価は下落、長期金利は最低水準、賃貸オフィス市場は空室率が低水準でも、賃料や地価に底打ち感が出てこない状況にある。

これは、米国でREITが急成長する直前の1990年代初頭の経済・金融環境と似ている面もあるが、日本の場合、当面は景気や株価、不動産市場のV字回復がほとんど期待できない点が様相を異にする。

日本経済は、バブル崩壊後10年にわたりソフト・ランディングを模索したがかなわず、新しい時代に対応するための行政・財政制度の改革や経済・産業構造の転換に向けた取組がようやく緒に付いた段階にある。このような構造改革が進めば、当面は非効率な経済主体が淘汰されたり過剰な設備・施設が解消される過程で一段の景気落ち込みの可能性も高く、JREIT市場への追い風は期待できない。

しかし、経済環境の悪化は企業や公共団体などからの不動産流出を加速させる面もあるため、米国の1980年代後半と同様、JREITにとって大きな外部成長機会が到来しつつあるともいえる。

1960年に制度化された米国のREITが、1990年代初頭のUPREIT導入と景気回復を受けてよう

やく大きな成長を遂げたことを踏まえれば、JREIT組成者は、景気回復という追い風を待ちながら、当面は低金利を活かしながら市場に放出される優良不動産を確保しつつ運用技術を洗練させ、着実にファンドを育てていくべきであると思われる。また、投資家もJREIT市場の成長を長い目で見守る必要がある。

おわりに - 政策支援への期待 -

JREIT市場の成長により、日本の不動産投資市場の透明性と流動性を高め、不動産事業への資金フローを潤沢かつ円滑にすることが期待できる。そこで政策当局がこのような意義を認めるのであれば、優良不動産の流動化を加速させる直接・間接の積極的な支援策が求められる。

米国でREIT市場拡大の転機となったUPREITは、あくまで既存法制度の枠組み内で民間金融機関により考案された仕組みであるが、日本では税制改正による日本版UPREIT制度の導入や、企業が保有不動産をJREITに売却する場合に限り譲渡益課税を軽減するなどの税制優遇措置を講じることが考えられる。

また、JREITを受皿に想定した業務・商業系ビルの新規開発を促進するためには、各種開発規制の緩和や手続きの効率化も、間接的かつ長期的ではあるが優良不動産の流動化に繋がるものである。

しかし、JREIT市場の成長に最大の効果を発揮する政策は、日本の経済・社会システムを新しい時代に適応したものにできるだけ早く転換させ、景気を力強い回復軌道に乗せるための構造改革断行に他ならない。

今後も1990年代のような先送り政策を続けられれば、産業の世代交代や新陳代謝が進まず、早ければ2005年にも人口減少時代を迎える日本経済

の長期的な衰退シナリオが現実化しかねない。一時的な混乱を恐れず構造改革を進め、次世代を担う成長産業が多数登場して経済の期待成長率も高まってこそ、JREIT市場も1990年代の米国の隆盛を再現することが可能になるのである。

(注1) REIT (Real Estate Investment Trust / リートと発音) は米国を代表する不動産証券化商品で、1993年から急成長し、2001年9月末の時価総額は1,440億ドルに達している。株式同様に証券取引所に上場され高い流動性を持つことから、機関投資家だけでなく個人投資家にも広く浸透している。日本の不動産投資信託の基本的な仕組みはこのREITと同じであり、REITのように成長することを期待して、日本版REITもしくはJREIT (ジェイ・リート) といわれる。

(注2) 2001年9月10日～12月21日で相関係数をみると、日本ビルファンド (三井不動産中心にファンド組成) が対TOPIX 0.54、対三井不動産 0.84、ジャパンリアルエステイト (三菱地所や東京海上火災などがファンド組成) が対TOPIX 0.64、三菱地所 0.65となっている。ただし、今後データ数が増加 (対象期間が長期化) すれば、当然、相関係数が変化して相関関係が変わる可能性がある。

(注3) 投資家にとってJREITの成長とは、投資口1口当りのキャッシュフローの成長である。キャッシュフローの成長は、内部成長と外部成長により実現される。内部成長とは、ファンドが保有している不動産の収益性を高め、キャッシュフローを増加させることをいう。たとえば、賃料や稼働率を上げる一方、管理費や借入れコストを引下げたり、収入増加率よりコスト増加率を抑えるなど、マネジメントの改善により達成される。また、物件の市場競争力を高めるために、適切なコストをかけて設備を更新することも内部成長のための重要な手段である。これに対し、外部成長とは、不動産の追加取得により資産規模を拡大させたり、資本効率改善によりキャッシュフローを増加させることをいう。不動産の追加取得では、機動的な借入や社債発行とともに、投資口の追加発行 (増資) による資金調達も欠かせない。増資の場合には、投資口数の増加分だけキャッシュフローが増えなければ、1口当りのキャッシュフローは減り、既存の投資家が持つ投資口の価値や、全投資口に対する割合が低下する。このため、運用会社は、適切なタイミングで現在のファンドより収益性が高い物件を低い資金調達コストで追加取得する必要がある。(日経新聞ホームページ『不動産投資信託ABC』共同監修：不動産シンジケーション協議会 / ニッセイ基礎研究所 <http://www.nikkei.co.jp/money2/>より)

(注4) ポートフォリオとは、個人や機関投資家が株式や債券、不動産などの運用資産をどのように組み合わせる保有しているかを指すことが多いが、それぞれの運用資産について保有する銘柄や物件をどう組み合わせているかを示すときにも使う。ここでいう不動産ポートフォリオは後者の意味である。

(注5) 特定された不動産のキャッシュフローを基に、SPCなどの投資ヴィークルを使って行う証券化を資産流動化型スキームという。これに対し、多数の投資家からの資金をプールしたファンドが不動産に投資・運用するJREITのような仕組みを資産運用型スキームという。

(注6) バブル崩壊による不動産価格の下落で大きな損失を被ったため、企業年金は現時点で不動産をほとんど保有

していないうえ、大きな価格変動リスクと流動性リスクを持つ不動産投資を再開する可能性は低い。これは、米国の大規模年金が、不動産に運用資産の3%以上 (不動産貸付を合わせると4%以上) を配分しており、不動産は分散投資先のひとつとして確立しているのとは対照的である。また、バブル崩壊まで、オフィスビルなど大型賃貸不動産の主な投資家は不動産会社と生命保険会社だった。しかし、現在、不動産会社は、市場構造の変化に対応して事業戦略を見直しており、JREITや手数料ビジネスには積極的な反面、自己勘定による新たな投資には消極的である。資産規模の成長が止まった生保も、保有する不動産ポートフォリオの効率改善が大きな課題で、新規投資の余裕は乏しい。このため、多くの投資家から幅広く資金調達することができ、長期的にファンド規模の拡大を目指すJREITが、実物不動産の新たな買手として注目されている。米国では年金基金とREITが最大の不動産投資家となっており、両方で投資用不動産の4分の3を保有している。日本でも、JREIT市場が順調に拡大していけば、実物不動産の最大の買手になる可能性が高い。(日経新聞ホームページ『不動産投資信託ABC』共同監修：不動産シンジケーション協議会 / ニッセイ基礎研究所 <http://www.nikkei.co.jp/money2/>より)

(注7) REITが1993年代に有力な不動産を取得して急速に成長した要因のひとつとして、Umbrella Partnership REIT (UPREIT) という仕組みがあげられる。これは、1992年に既存法の枠組み内で民間金融機関により考案されたもので、REITに不動産を現物出資する場合に、元の所有者が負担するキャピタル・ゲイン課税を将来に繰り延べることができるのがポイントである。UPREITでは、REITの適格要件を得ようとする株式会社等が Limited Partnership (特に Operating Partnership: OP) の General Partner となり、不動産の所有者はこのOPに不動産を現物出資し、その見返りに将来REIT株に1:1で転換可能な当該OPの持ち分 (unit) を受け取る。その後、当該OPはREITの適格要件を前提に株式を公募 (Initial Public Offering: IPO) することによって資金を集め、現物出資した物件の債務に当該資金を充当することによって収益性を改善し、さらに株価の上昇を図ることができる。このunitは上場後1年以上経過しないと株券に転換できないが、転換時までキャピタル・ゲイン (現物出資時の含み益、IPO時のプレミアム、上場後の株価上昇による) に対する課税を繰り延べられる。現物出資者は、自らの判断でキャピタル・ゲインへの課税時期を調整でき、株式を公募することで所有するunitの株式との交換価値を高めることができることから、実物不動産を単純に譲渡する場合と比べ有利な取引が可能となる。UPREITの仕組みは、税法によって制度化されたものでなく、単に現物出資は譲渡益課税を受けず、キャピタル・ゲインが確定するまで課税されないという税制上の基本的考え方を利用したものである。(松村徹・篠原二三夫・岡正規著「不動産証券化入門」シグマベイスキャピタル社より)