



# 2011年のJ-REIT市場回顧と 2012年の展望

SMBC日興証券 株式調査部 シニアアナリスト

鳥井 裕史

## 1. 2011年のJ-REIT市場概要

2011年の東証REIT指数は26.2%下落、配当込みのトータルリターンで22.2%下落した。2010年の東証REIT指数は26.6%上昇、配当込みベースで34.1%上昇したことから一転、大幅反落となった。

2011年初はJ-REIT特化型投信（通貨選択型）の新規設定等もあり、好調な需給環境を

背景に堅調なスタートを切った。一方、1月後半から日本ビルファンド投資法人やジャパンエクセレント投資法人の公募増資もあり、需給環境は次第に緩和傾向となり、東証REIT指数の上昇傾向には一服感が出てきた。それでも3月前半までの東証REIT指数は1,100ポイント前後を安定して維持した。しかしながら、3月11日に発生した東日本大震災の影響により3月15日の取引時間中に一時838.90ポイントまで下落。一方、3月11日から3月23日にかけて5営業日で日本銀行がJ-REITを合計96億円買い入れたこと等もあり急反発。3月25日の取引時間中に一時1,076.63ポイントまで回復した。

4月から5月にかけてはREIT投信への資金流入が継続したことや日本銀行による買入れ政策への期待から東証REIT指数は安定的に推移。一方、6月から7月にかけてはユナイテッド・アーバン投資法人が576億円と比較的大規模な公募増資を実施したこと、ケネ

### 〈目次〉

1. 2011年のJ-REIT市場概要
2. 2011年のJ-REIT市場における需給動向
3. J-REITによる物件取得
4. J-REITによるエクイティファイナンス状況
5. 2012年は投信法改正に向けた重要な年

デイクス不動産投資法人が一口当たり収益性を希薄化させる公募増資に踏み切ったこと等を嫌気し、東証REIT指数は軟調な展開となった。8月に入ると欧米の政府債務問題等を背景としてグローバルマーケットが混乱する中、J-REIT市場にもその影響が波及し、8月11日の終値ベースで東証REIT指数は950ポイントを割り込んだ。一方、日本銀行によるJ-REIT買入れによるサポートが機能し、8月後半には東証REIT指数は1,000ポイント近辺にまで回復した。

しかしながら、9月以降も欧州の政府債務問題を発端としてグローバルマーケットが混乱する中、日本のクレジット市場の悪化懸念からJ-REIT市場に対するリスクプレミアムも上昇、東証REIT指数は軟調に推移した。J-REITによる公募増資が引き続き実施されたことやREIT投信からの資金流出、日本銀行による買入れが細る中でJ-REIT市場の需給環境は悪化した。11月28日には東証REIT指数は終値ベースで805.64ポイントまで下落し、2009年3月以来の安値水準となった。11月終盤からは落ち着きを取り戻したことで若干反発したものの、12月30日の東証REIT指数は834.36ポイントで終えた。

2011年12月末時点のJ-REIT市場全体における平均分配金利回りは6.3%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドは5.3%である。2010年末時点の同分配金利回りは4.6%、分配金利回りスプレッドは3.5%であったが、投資口価格の下落により大きく上昇した。国

内クレジットスプレッドは低位で安定しているものの、欧州の政府債務問題を発端としてリスク資産に対するリスクプレミアムが上昇し、2011年後半以降のiTraxx JapanのCDSスプレッドは大きく上昇。2011年6月末時点のCDSスプレッドは130bps程度であったものが2011年12月末時点では186bpsにまで上昇している。同CDSスプレッドに連動するように、J-REITの分配金利回りスプレッドも大きく拡大した。資産価値の観点では、2011年12月末時点のJ-REIT市場全体におけるNAV倍率（鑑定評価額ベース）は0.80倍、インプライド・キャップレートは5.8%（実績NOIベース）である。

## ■ 2. 2011年のJ-REIT市場における需給動向

東京証券取引所が公表している2011年1月から11月までの累計投資部門別売買状況によると、外国人が178億円の売り越し、投信が86億円の売り越し、銀行が783億円の買い越し、個人が553億円の売り越しであった。

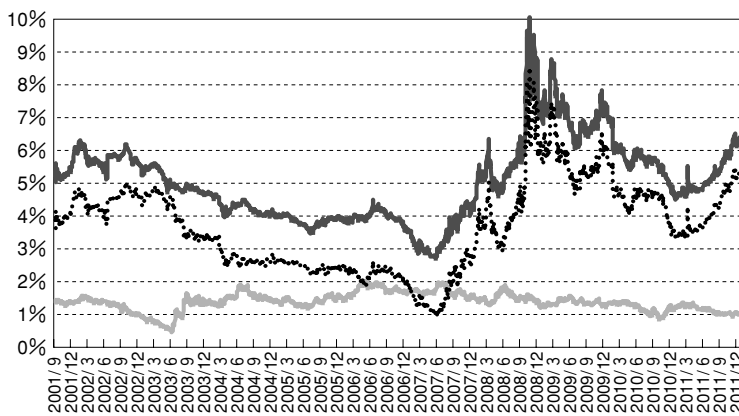
外国人は1月から4月までは341億円の買い越しであったものの、5月から9月にかけては売り越しとなり、同5か月間における累計売り越し額は526億円に上った。これはブラジル・リアル建て等をはじめとする通貨選択型J-REIT投信が外国人に分類され、同投信からの資金流出が主な要因であったと考えられる。一方、10月以降は円高傾向に歯止め

(図1) 東証REIT指数、TOPIX、東証不動産業指数のパフォーマンス推移(2009年12月30日=100)



(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

(図2) J-REIT市場全体の分配金利回りと長期金利に対する分配金利回りスプレッドの推移



— J-REIT市場分配金利回り — 国債利回り(10年) ..... J-REIT分配金利回りスプレッド

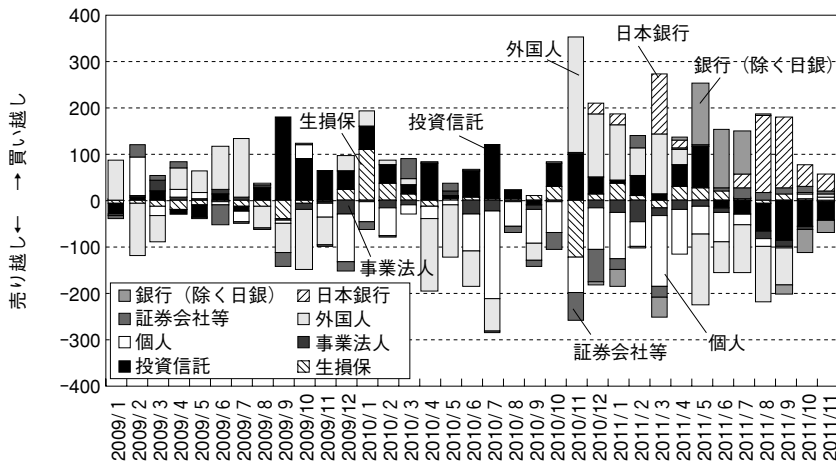
(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

がかかったことや同投信の残高減少により、同投信からの資金流出は一段落している。

円貨建ての一般的なJ-REITファンドをはじめとする投信も6月以降売り越しに転じ、6月から11月までの累計売り越し額は288億

円となった。個人投資家のリスク回避姿勢によって資金流出傾向となる中、J-REITによる公募増資が相次いだことや同投信による分配金原資のための換金売りが大きな売り圧力となった。これらの動きは弊社が集計してい

(図3) 投資部門別売買動向 (単位: 億円)



(出所) 東京証券取引所よりSMBC日興証券作成

るREIT特化型投信の純資産残高の状況からも読み取れる。日本国内で販売されているJ-REIT特化型投信の残高は2011年5月末に7,967億円のピークを打ち、その後は減少に転じ、12月末時点では5,532億円と5月末比30.6%減少した。同期間における東証REIT指数(配当込み)のパフォーマンスが-19.1%であったことと比較しても流出超過であったことが読み取れる。

銀行(除く日本銀行)に関しては5月から7月の3か月間で累計355億円の買い越しであったが、9月から11月の3か月間は97億円を売り越しており、2011年後半は様子見姿勢となった。一方、2011年後半以降、各主体の買い意欲が弱まる中、日本銀行は2011年7月から12月にかけて累計468億円を買い入れた。

2012年の需給改善のポイントは、J-REIT投信への資金流入と地方銀行をはじめとする

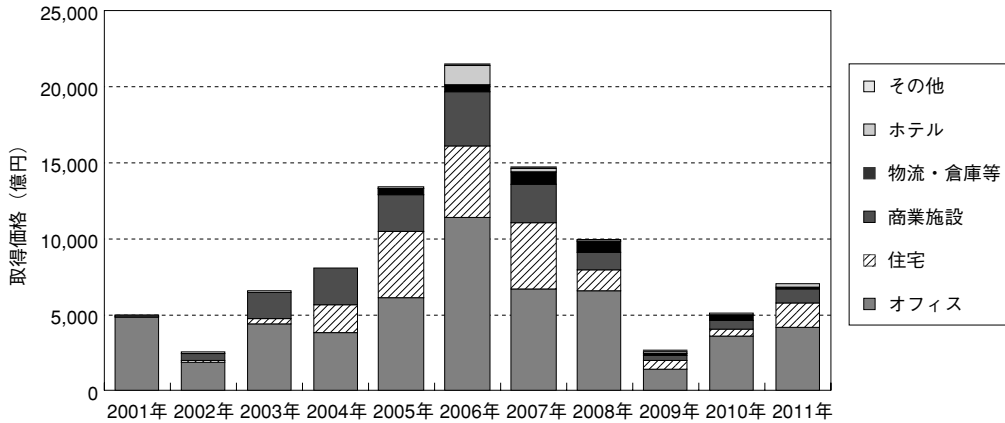
銀行による投資姿勢の改善、個人投資家の投資拡大が挙げられよう。

### 3. J-REITによる物件取得

2011年のJ-REITによる物件取得実績は161物件で7,109億円(優先出資証券等は除く、追加取得は含む)。2010年の取得実績である5,245億円に比較して36%増加した。うち、2011年1~3月の物件取得額が2,291億円、4~6月が796億円、7~9月が2,033億円、10~12月が1,988億円であった。2011年の用途別の取得実績に関しては、オフィスが51物件(4,043億円)、住宅が78物件(1,651億円)、商業施設が15物件(891億円)、物流・倉庫等が6物件(140億円)、ホテルが5物件(220億円)、その他が6物件(163億円)であった。

3月11日に発生した東日本大震災の影響が

(図4) J-REITによる物件取得実績



(注) 優先出資証券等は除く  
(出所) 各投資法人資料よりSMBC日興証券作成

ら4～6月のJ-REITによる物件取得額は低水準にとどまった一方、7月以降は徐々に物件取得は回復した。4～6月を除いた9か月間での物件取得額は6,312億円であり、年率換算で8,416億円に相当する。2011年はJ-REITによる公募増資も活発化し、収益の拡大に貢献した。

また、東京23区及び首都圏地域における2011年平均取得キャップレート（鑑定評価上のNCF／取得価格、単純平均）はオフィスが5.2%、住宅が5.8%、商業施設が6.1%、物流・倉庫等が6.5%、ホテルが6.7%であった。2010年の平均取得キャップレートはオフィスが5.3%、住宅が6.2%であったため、オフィスはほぼ同水準、住宅は低下傾向であった（2010年の商業施設、物流・倉庫等、ホテルの売買事例は少ないため比較が難しい）。一方、直近決算期ベースのJ-REIT市場全体の

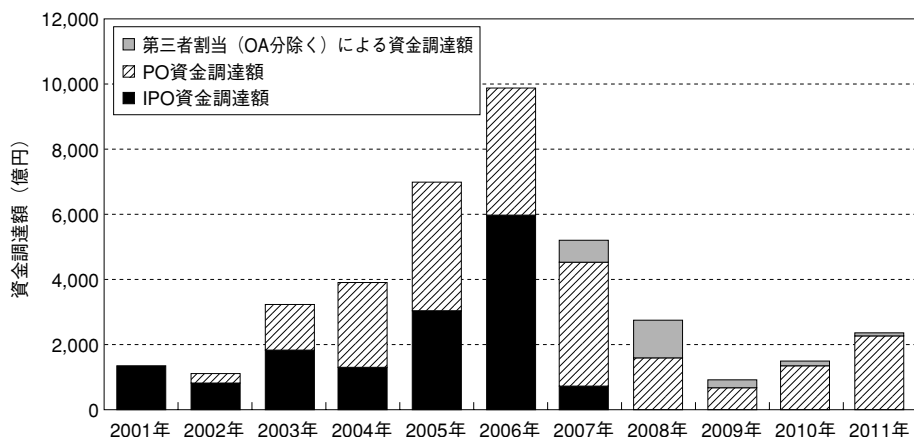
NOI利回りは5.0%であったことから、2011年の取得実績はポートフォリオの収益性向上に貢献したものと考えられる。

#### 4. J-REITによる エクイティファイナンス状況

2011年のJ-REIT市場におけるエクイティファイナンスは合計14件で2,344億円。うち公募増資（OAによる第三者割当増資含む）は12件で2,238億円、第三者割当増資は2件で106億円であった。2009年、2010年の公募増資の実績がそれぞれ631億円、1,316億円であったことと比較すると、J-REIT市場における公募増資は回復傾向にある。

2011年の各公募増資の内容を見るといずれのケースでも物件取得と同時に実施しており、外部成長を目的とした前向きな増資であ

(図5) J-REITによるエクイティファイナンス実績



(注) PO (公募増資) 資金調達にはOA (オーバーアロットメント) による第三者割当増資分を含む  
(出所) 各投資法人資料よりSMBC日興証券作成

った。特に、3月に実施した産業ファンド投資法人や9月に実施した日本リテールファンド投資法人の公募増資では既存ポートフォリオよりも高い利回りで物件を取得することにより一口当たり収益性を高めた結果、増資発表後もしくは増資実施後の投資口価格は大きく上昇した。

2012年に関してもマーケットが回復すれば物件取得を進めるために引き続きエクイティファイナンスは継続するだろう。一方、物件取得による外部成長は「一口当たり収益性」を高めることが重要であるため、一口当たり収益性を希薄化させる増資はせっかくの物件取得を台無しにしてしまう。そのため、今後のJ-REIT市場の回復のためには「一口当たり収益性」を高める増資ができるかが引き続き重要であると考え。

## 5. 2012年は投信法改正に向けた重要な年

2012年は2013年度の投信法改正に向けた重要な年であると考えられる。2001年にJ-REIT市場が発足して10年が経過し、J-REIT市場をより発展させていくためには制度改善をしていくことが必要である。2010年12月に金融庁から発表された「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」で「投資信託・投資法人法制の課題の把握・見直しの検討」という項目が取り上げられている。同項目には「近年の投資信託商品の多様化及びREIT市場を巡る諸問題を踏まえた様々な論点について、投資信託・投資法人法制にかかる実態及び課題等の把握を進め、有識者等の意見も踏まえつつ、幅広い

---

観点から見直しの検討を行い、平成25年度までに制度整備の実施を行う」とある。同プランによると、同項目は2012年度中までにJ-REIT市場の実態や課題等の把握を実施し、2013年度に制度整備が実施されると思われる。

また、2011年12月22日での国家戦略会議で配布された「日本再生の基本戦略」においても「不動産投資市場の活性化による資産デフレの脱却」という項目が掲げられており、「不動産投資市場に資金を呼び込み、取引の流動性を高めて不動産価値、さらには都市機能の向上を図るため、市場の透明性の向上、J-REIT市場の活性化や不動産証券化手法の拡充のための制度の整備を推進する」と記載されている。

2009年7月にとりまとめられた「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」や2010年12月に発表された「不動産投資市場戦略会議報告書」等を勘案すると、J-REIT市場をより良い市場に発展させるためには資金調達手段の多様化と資本市場での透明性の拡充を実現していくことが重要と思われる。これらの具体的な項目に関しては、「自社投資口買いの解禁」、「インサイダー取引規制の明文化」、「転換投資法人債（CB）の発行解禁」、「既存投資主への新投資口予約権の付与（ライツ・イシュー）の導入」等が挙げられる。

まず、「自社投資口買いの解禁」に関してはぜひとも実現してほしいと筆者は望んでいる。前述したように、2011年末時点のJ-REIT市場全体の平均NAV倍率は0.8倍と、1

倍を大きく下回っている状況である。NAV倍率が1倍を大きく下回っている状況であると、各REITが増資を実施した場合、一口当たり収益性を毀損させるリスクが大きく、REITの成長の源泉である外部成長が期待しにくい状況となる。一方、NAV倍率が1倍を下回っている状況、もしくはインプライド・キャップレートが実物不動産市場のキャップレートよりも高い状況で自社投資口買いを実現できた場合、物件取得を実施するよりも収益性を向上させることができる。また、自社投資口買いをするというメッセージが市場に発信されれば、そのアナウンスメント効果により投資口価格が1倍のラインにまで上昇するインセンティブが働く。NAV倍率が1倍に達した時点でREITが増資を実行できれば一口当たり収益性を毀損させないで資金調達をすることができ、既存投資主の利益を傷めることもない。投資家、REIT双方にとってメリットが大きい上に、資金調達環境の改善を通じてJ-REIT市場の拡大に貢献することができる。なお、主要REIT市場である米国、オーストラリア、カナダ、香港等では自社投資口買いは可能である。

例えば最近のオーストラリアREIT市場では、GPT Groupが2011年7月から12月にかけて自社株買いを実施。0.7倍台にNTA倍率（NAV倍率）が一時低下していたが、自社株買いの効果もあり株価が上昇し、12月には0.9倍程度にまで回復した。また、同REIT市場のStocklandは9月から12月にかけて自社

株買いを実施。このREITに関しても0.7倍台から0.9倍台に回復した。

「インサイダー取引規制の明文化」に関して、現在のJ-REITは投信法上の商品であるため、不公正取引を一般的に禁止する「金融商品取引法第157条」では規制対象となる可能性はあるものの、「金融商品取引法第166条」でインサイダー取引規制の対象となる「特定有価証券等」ではない。この点に関しては、今後のJ-REIT市場の透明性の向上、市場参加者の拡大を目指すためには法整備をしていくことが必要であると言えよう。

「転換投資法人債（CB）の発行解禁」に関しては、例えば投資口への転換価格を現在の一口当たり純資産額に設定した場合、投資口価格が同水準を上回り、投資口へと転換されていけば、一口当たり純資産を毀損させずに増資を実行したことと同じ効果を持つ。また、投資口価格の上昇局面で投資口へと転換されていくことが予想されていくことから、需給悪化を要因とした投資口価格の下落を懸念せずすむと思われ、有効な資金調達手段と考えられる。一方、現在のJ-REIT市場における主要な投資家はREIT特化型投信や地方銀行等である。現在のREIT特化型投信は東証REIT指数をベンチマークとし、投資口への投資に特化しているケースが多い。そのため、これまでのJ-REIT市場でのメインプレーヤーがCBに投資できるかは不透明である。投資家側の運用体制も抜本的に見直す必要がある点を課題として挙げることができよう。

「既存投資主への新投資口予約権（ライツ・イシュー）の導入」に関しては、一口当たり純資産を下回る水準で増資を実行する場合、既存投資主の立場からすると一口当たり収益性が希薄化してしまうため許容しづらい。一方、REIT側の立場からすると、財務健全性を高めるためにLTVを引き下げること等を目的として増資が必要な場合がある。筆者は既存投資主の利益を毀損するようなディスカウント増資は極力回避すべきと考えているが、やむを得ないこともあろう。そこで有効な資金調達手段の一つとして考えられるのがライツ・イシューである。既存投資主がライツ・イシューの行使によりディスカウント増資に対して従来持分相当分を応じることができれば、実質的な利益の希薄化を回避することができる。2009～2010年にかけてシンガポールや欧州のREIT市場ではライツ・イシューを導入した増資が活発であった。一方、ライツ・イシューが付与された増資に対して既存投資主が応じなければ、もちろん既存投資主は利益を希薄化されてしまう。ライツ・イシューが横行すれば、REIT側の都合が優先されてしまい、投資家側は自身の持分を希薄させないために増資に「応じざるを得ない」という状況に陥る可能性がある。したがって、ライツ・イシューは「増資をしなければ財務健全性が著しく損なわれてしまう」という緊急事態の時にだけ導入されるような倫理観も必要である。

以上のことを勘案すると、「自社投資口買



---

いの解禁」と「インサイダー取引規制の明文化」は2013年度の制度改善の際に最重要項目として取り上げていただくことを望む。「自社投資口買いの解禁」が実現した際にJ-REIT市場に及ぼすインパクトとして、まずはそのアナウンスメント効果も期待され、NAV倍率が1倍近辺にまで上昇することが期待される。東証REIT指数で換算すると、1,050ポイントが鑑定評価ベースのNAV倍率1倍のラインである。



鳥井 裕史 (とりい ひろし)

大和総研及び大和証券SMBC (現・大和証券CM)において年金運用コンサルティング業務の一環として不動産投資分析業務に従事した後、2006年よりREIT専門のアナリスト業務に従事。2010年10月より現職。

(社) 日本証券アナリスト協会検定会員

(社) 不動産証券化協会認定マスター