# J-REITの分析

#### はじめに

不動産の証券化といっても、J-REITは抵当証券が話題になったときとは少し違っている。

第一に購入者(投資家)にとって流動性が高いことである。投資信託の一つであるから売買が容易であることはもちろん、株式と同様に市場で価格が形成され、換金性が高い商品である。

第二に、不動産の証券化は抵当証券のほか投資組合等小口化商品もあったが、いずれも数千万円以上となり、一般の個人には手の出しにくいものであった。これに対し、J-REITは、数十万円から購入可能な商品であり、この点も個人投資家に身近に感じさせる要素であった。

第三に、供給者の違いがある。抵当証券の設定は、金融機関の融資が受けに〈い層に対し、金融機関から利用を働きかける動きがあった。一般的な不動産投資に対する金融機関の融資に変えて抵当証券の発行をさせ、抵当証券を売却することで資金化をする。金融機関にはリスクがな〈手数料が入ることになる。

したがって、抵当証券を利用するものは大企業ではなく、個人や中小企業であった。これに対して REITは、融資というよりも不動産そのものの証券化を図るものであるため、利用者は大企業が中心である。発行の際の信用力から考えても資金とノウハウを持つ大企業に限定される。

第四に、資産流動化だけではなく、投資行動の一種としても利用された。一般的に賃貸物件を取得するには土地を取得し、金融機関から融資を受けて建物を建築、賃貸に供する。その後借入金の返済は賃料収入から少しずつ行われる。借入金債務と土地建物の資産勘定は長期間固定的であるのが一般的である。

賃貸物件の場合には、安定的な賃料収益があるのだから、その収益を基に投資家に配当する仕組みさえ作れば、不動産を投資商品として小口化することは難しいことではない。現存し、賃借人からの安定的収入が確定している賃貸ビルを証券化することができれば、所有する企業にとっては固定化した資金を現金化することになり、その資金を他の投資に振り向けることができるようになる。

さらにJ-REITは、低金利状況という時代の追い風を受けた。金利の低い借入金を基にして不動産を購入すれば、不動産の高い運用益を得られる。借入金利との差があるから、少ない自己資金で運用益を割ると高い利回りを得ることができる。これがレバレッジ効果であり、運用利回りと借入金利の差がプラスである限り、投資は拡大をしていく。

三井不動産の社長でもある岩沙氏は記者会見で次のように述べている。 不動産証券化協会 (ARES)の岩沙弘道理事長は、J REIT誕生5周年となる2006年度中に、市場規模で5兆円を達成したい見通しを明らかにした。現在の市場規模は32投資法人、約3兆4000億円となっている。岩沙氏は、不動産の所有と経営と利用という構造の中で、不動産の流動化は今後更にスピード感を持って進展する、との見通しを明らかにした。

また、その流動化は、小さな政府や地方分権を掲げる現在の政策を考えるなら、今後、公的セクターから始まるだろう、としている。加えて、「都市再生や地域再生なども活発になっており、そのような中にはREITを念頭に置いたものがある」と言及。」 REITの市場規模が10兆円規模に成長すれば、年金基金などがアセットクラスの中で投資対象として考慮する、という調査結果もあるとして、市場規模拡大に期待している。民間調査機関の調べでは、2006年度内の上場を準備している投資法人はすでに10近〈あり、今年度内の目標5兆円は達成可能との声が高い。(朝日新聞2006年4月25日)

# 1. 首都圏のJ-REIT商品

現在(2006年4月)では、J-REITとして32の投資法人が上場をしている。

2001年に三井不動産、三菱地所が投資法人を作ってから、2003年までに12の投資法人が上場を果たした。J-REITは半年ごとの決算である。したがって、一年間の投資実績を比較するためにはこれまでに2期以上経過した投資法人だけが対象となる。その条件を首都圏で当てはめると18の投資法人となる。REITの投資法人は、それぞれ目論見書によって収益見通しを公表し、投資家はそれを見て投資をする。さらに半期ごとに決算結果を公表している。そのことは各社のホームページによって見ることができる。

ホームページでは、その投資法人の所有する不動産がどのようなものであるか、実際の収入、経費、テナントの状況、今後予想される修繕費、隣接地との境界が不明であるのか否かなど詳細な事項が記載されている。さらに各期末に不動産鑑定評価が行われ、物件の現在価値も明らかになっている。この決算短信を見ながらJ-REITのデータを整理してみた。

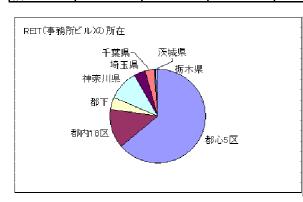
#### 2. J-REITの所在地

東京23区のうち、千代田、中央、港、新宿、渋谷の5区を都心5区として区分してみた。渋谷区や新宿区には繁華性の低い地域も多い。一方、大型ビルが並んだ品川駅や五反田駅周辺を擁する品川区、池袋のある豊島区、神田、本郷のある文京区にもビルが並んでいる。このように2区の個性は純化をしていないが、比較的都心の傾向を示すものとして、今回は渋谷区、新宿区を都心の扱いとしてみた。

J-REITの事務所物件のうち三分の二が都心5区にある。これを23区に拡大すると四分の三を上回ることになる。事務所ビルの場合には、都内、しかも都心部に偏っているということができる。これに対し、住宅の場合には東京23区で8割を占めるのは事務所と同様であるが、都心5区とそれ以外の18区とがほぼ拮抗している。居住に当たっては快適性とともに利便性が高いことが必要であるから、新宿、渋谷、品川、目黒、文教という都心に近い住宅地が好まれていることがわかる。長期間安定した収益性を重視するJ-REIT商品では地価の高い地域が好まれるのは当然の事務所と違い、住宅では千葉県のウェートも高い。市川、浦安のように都心に近い住宅地が対象とされている。

# 件数

11 ×^				
	事務所		住宅	
都心5区	120	63.5%	76	42.5%
都内18区	26	13.8%	65	36.3%
都下	8	4.2%	7	3.9%
神奈川県	20	10.6%	13	7.3%
埼玉県	7	3.7%	4	2.2%
千葉県	6	3.2%	14	7.8%
茨城県	1	0.5%	0	0.0%
栃木県	1	0.5%	0	0.0%
計	189		179	





# 3.築年数事務所

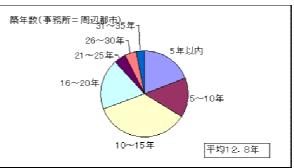
J-REITは、都心の事務所を商品化することから始まった。事務所の場合には、バブル期に建てられた物件がその後不良債権処理によりREIT物件に組み入れられたものも多い。そのため都心5区の平均築年数は16.3年。昭和61年から平成2年に建てられたものが3割を超え第1位を占めている。当初、REITへの人気を集められるように収益性の高い優良物件を集めたこともあって、ハイテク対応の中高層大型ビルが多い。結果として21年以上のものはご〈少な〈なった。新耐震基準以前に建てられたビルは数えるほどしかない。

これに対し、都心5区を除く地域では新しいものが多く、平均12.8年となっている。バブル崩壊後に建てられたものがほとんど。バブル崩壊の影響は都心部の賃料にはさほど影響をしなかった。しかし、外周部にはバブルの余波が色濃く残った。そのため、REITに組み込むことができたのは周辺部の地価、賃料が安定してから建てられたものに限られるのだろう。

#### 築年数

<u> </u>				
事務所	都心5区		首都圏	
5年以内	15	13.0%	13	19.1%
5~10年	13	11.3%	10	14.7%
10~15年	27	23.5%	24	35.3%
16~20年	35	30.4%	13	19.1%
21~25年	14	12.2%	3	4.4%
26~30年	6	5.2%	3	4.4%
31~35年	5	4.3%	2	2.9%
計	115		68	
平均	16.3		12.8	



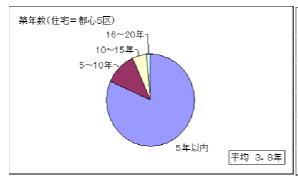


# 住宅

REIT物件の住宅は、既存の物件が少ない。REITに組み込むために企画をし、建築されたものが多いから5年以内のものが第一位である。このことは都心5区に顕著に表れる。住宅の場合には、都心5区の方が築淺物件が多いのである。なぜかと考えると、バブル崩壊後のリストラにより、企業の社宅はかなり処分された。その中にはREIT物件となっているものも多い。都心部の社宅は再開発されて、タワー型マンションに変身し分譲された。一方、周辺部の社宅はそのまま利用されたものも多いのではないだろうか。

築年数

<u>/\   \ /\                              </u>				
住宅	都心5区		首都圏	
5年以内	62	81.6%	44	42.3%
5~10年	9	11.8%	13	12.5%
10~15年	4	5.3%	28	26.9%
16~20年	1	1.3%	18	17.3%
21~25年	0	0.0%	1	1.0%
26~30年	0	0.0%	0	0.0%
31~35年	0	0.0%	0	0.0%
計	76		104	
平均	3.8		8.9	





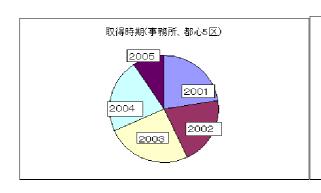
# 4. 取得時期

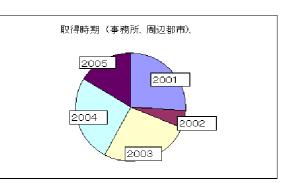
REITの歴史は浅い。2001年から始まったものであるから、それ以前に取得された物件はない。さらにこの2年〈らいに多〈の投資法人が上場されたために最近購入されている。REITは商品としての安定性を保つために、ファンドの規模は千億円以上が必要である。多数の物件を保有していなければ一つの物件に起こった事故等が収益に及ぼす影響が大き〈なる。そのため、各ファンドは追加投資を毎年行い、将来の収益向上を期待できない物件は売却するなど、資産の組替えに忙しい。

住宅が投資対象となったのは2004年からである。

取得時期(都心5区、	事務所)	(周辺都市、	事務所)
	サリカノハ /	·····································	サリカリハ /

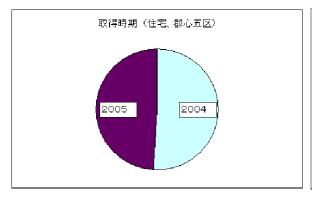
2001	17	22.7%	19	26.0%
2002	15	20.0%	4	5.5%
2003	19	25.3%	19	26.0%
2004	17	22.7%	19	26.0%
2005	7	9.3%	12	16.4%

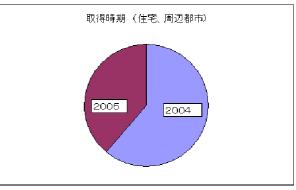




取得時期(都心5区、住宅) (周辺都市、住宅)

- IV 1.2 2 V42 /	H C C L	<del>- 0</del> /		<u> </u>
2001	0	0.0%	0	0.0%
2002	0	0.0%	0	0.0%
2003	0	0.0%	0	0.0%
2004	32	50.8%	60	61.2%
2005	31	49.2%	38	38.8%

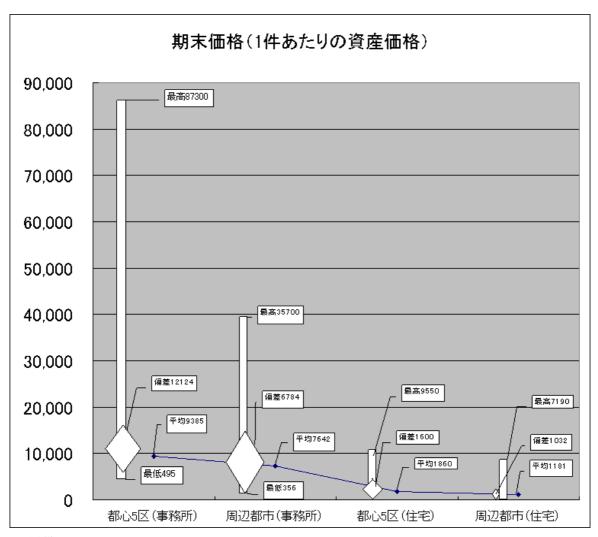




# 5. 期末価格

都心5区の事務所には超高層ビルをはじめとして大型物件が含まれる。1物件で千億円に近い物件もある。都心5区の事務所の場合には50億から200億円の物件がほとんどを占める。これに対して、周辺都市は35億から140億円の物件が中心となり、比較的小型である。土地代の差が現れているから、建物規模としてはさほど変わらない。池袋等のターミナル駅以外では70億円以上の物件は大型に分類される。REIT物件は、その意味でも地域の花形物件が選ばれているということができる。

住宅地の場合には、都心でも10~35億円の物件となる。都心になると、ファミリータイプよりもワンルームが多くなることもあり、都心と周辺部では事務所ほどには大きな差がなくなるのである。

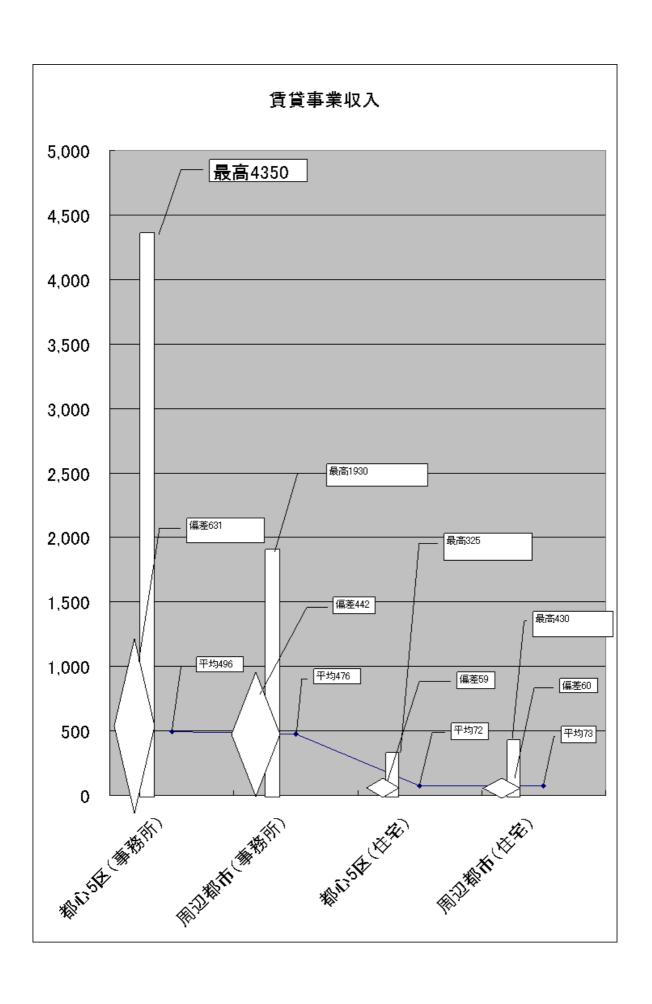


#### 6.賃貸事業収入

期末価格が大きければ、収益も同様に大きくなることが予定される。事務所ではそれがよく当てはまる。しかしながら、住宅地の場合には平均の収入は都心5区と周辺部でほとんど一致している。むしろ都心5区の方が収入が低くなっている。個別に見てみると、都心5区の中には赤坂の賃貸事業利回り1.7%をはじめ、稼働率が低いものが含まれている。

そもそも、賃料は価格ほどには都心と郊外の差がない。さらに郊外では稼働率100%近いものがほとんどであるが、都心部では空室のある物件も組み込まれている。当面の収益性よりも将来の価値上昇を見込んでいるのだろう。この点はインカムゲインを投資行動基準とする収益重視の考え方ではなく、将来の価格上昇を織り込むキャピタルゲイン狙いがあると言えるだろう。

賃貸事業収入	(百万円)
都心5区(事務所)	496
周辺都市(事務所)	476
都心5区(住宅)	72
周辺都市(住宅)	73



# 7.取引利回り

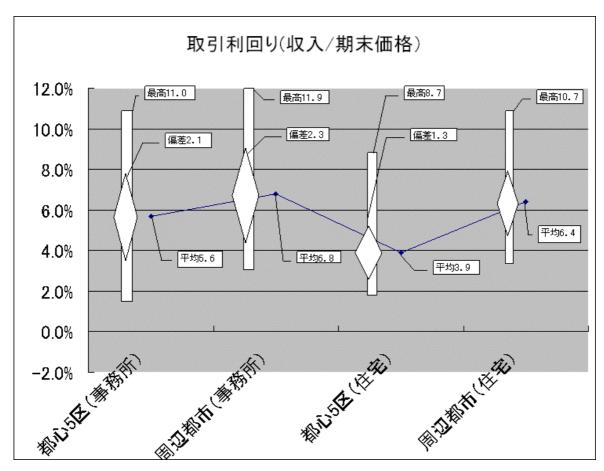
年間賃料百万円の物件が千万円で購入できれば、取引利回りは10%となる。百万円の収入の中から管理費等の経費を控除して利益が六十万円残れば償却前純賃料利回りが六%となる。総収入は年間賃貸収入がほとんどと言っていいだろう。これに対し取引価格は期末価格によって行われるか、あるいは敷金を引き継ぐのであれば預り金(敷金)相当額を控除した額が取引価格となる。発表された数値では、敷金(保証金)がない(あるいは不明)のものが多かった。ここでは敷金を考慮せずに計算してみた。

利回りを考えるときには、商業地ほど高収益であり、利回りは事務所>住宅が一般的である。ところが、取引利回りを見ると、事務所、住宅ともに都心<周辺都市となった。

事務所は都心が6%弱、周辺都市が7%弱、であるから取引利回りは六%前後と言えそうである。ところが住宅になると、周辺部の住宅が6%強であるのに、都心は4%弱と差が大きい。都心の場合には住宅の利回りの落ち込みが大きかった。住宅地の賃料は支払い側の所得に対応するため賃料の地域的な差が少ないから、利回りが低いということは、基礎となる期末価格が大きい(高い)ことを意味する。期末価格はそのまま取得価格となっているわけではないが、住宅は最近の取得が多いことを考えると、ファンドは高めの取引をしていることになる。

# 取引利回り(収入/期末価格)

-N 31 1 3 H 3 ( 1X) ( 1 X) 1	1 T I I I I I I
都心5区(事務所)	5.7%
周辺都市(事務所)	6.8%
都心5区(住宅)	3.9%
周辺都市(住宅)	6.4%

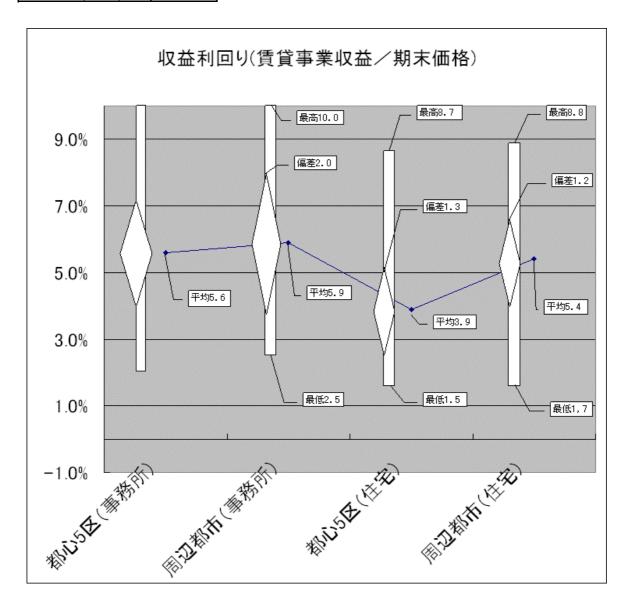


# 8. 収益利回り

年間の総収入から経費を差し引いた純収益を期末価格で割ったものである。これが明らかになれば還元利回りとして参考になる。ところが取引利回りとあまり差が出ない数値となった。経費についての考え方が一般とは違うためのようだ。というのは、J-REIT物件の多くはマスターリース契約を取っている。マスターリース契約は、投資法人が賃貸当事者として利用者と直接契約するのではなく、中間に転貸人が入り、その中間の業者がテナント(利用者)と契約をする形式である。その際、不動産に関する経費の多くは転貸人が負担することとし、投資法人の経費は管理の信託報酬だけ、あるいは信託報酬に加えて公租公課、損害保険料のみというのが見受けられる。

# 収益利回り(賃貸事業収益/期末価格)

都心5区(事務所)	5.6%
周辺都市(事務所)	5.9%
都心5区(住宅)	3.9%
周辺都市(住宅)	5.4%



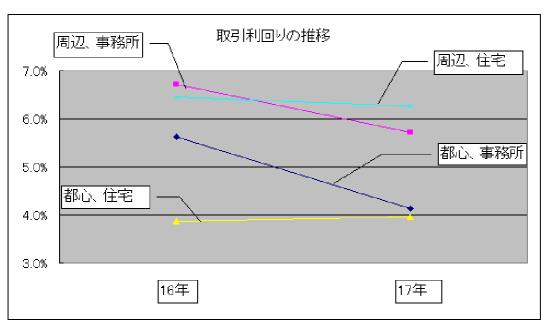
投資法人は不動産そのものの管理や賃貸にかかる経費は負担せず、その分賃料を低く設定しているのである。ファンドからすれば、不動産を賃貸運用するというよりも、投資した資金を運用するのであって、不動産物件のオーナーとはなるものの、面倒なことや実質的負担は転貸人が負担する契約となっているのである。「投資法人が器であり乗り物にすぎない」と言われるように投資法人は不動産の期末価格の上下にはリスクを負うものの、不動産の運営管理についてのリスクはほとんどない。その結果収入は純収益とほぼ一致することになる。そのために取引利回りと収益利回りもあまり変わらないことになった。当初、この調査を企画したときには、REIT物件の還元利回りとともに経費についての標準的な割合が得られないかと考えた。しかし、以上のような遺行が明らかになったため、経費率と純収益については参考とならないことが明らかである。

とはいっても、経費率を収入の25パーセント程度と仮定すると、純収益の利回り(総合還元利回り)は商業4.5%前後、住宅地2.5~4.5%となると考えられる。

#### 9. REITの動向

平成16年(2004年)と17年(2005年)に購入された物件を区分してみた

	16年購入			17年購入		
	平均築年		取引利回	平均築年		取引利回
	数	期末価格	I)	数	期末価格	IJ
都心5区(事務所)	16.2	7,968	5.6%	11.6	11,148	4.1%
周辺都市(事務所)	11.3	8,586	6.7%	11.7	7,470	5.7%
都心5区(住宅)	4.6	2,099	3.9%	2.9	1,598	4.0%
周辺都市(住宅)	9.9	1,145	6.5%	7.5	1,171	6.3%



#### 築年数

周辺都市の事務所が変化無しであるのを除き、3地区ともに築年数が浅くなっている。 とりわけ、都心5区の事務所は新しいものが増えている。2007年問題と言われるように都心部 の事務所ビルが大量に供給されることにも関連があるのだろう。

#### 期末価格

向辺都市切住もははは回規保である。KEIIの物件と9 aにめには官埋コ人ト(信託報酬寺)を考えると小さな物件ではコスト倒れになりかねない。数億円規模は必要であろう。これに対し、都心5区事務所の期末価格は4割の増加となっている。先に述べた大型ビルの取得を裏付けるものである。

#### 取引利回り

都心5区(住宅)を除き、下落をしている。都心5区の場合には16年当時に既に下落しきっていたから上昇に転じたとも言えよう。都心の事務所は住宅とほぼ同一水準にまで下落した。賃料はこの間にあまり変化をしないできたから、利回りの低下は期末価格の上昇がほとんどである。投資に当たって、4%前後の利回りであることは、経費率が低いとはいえ、長期プライムレートに近づいてしまった。と言うことは借入金との差が小さくなり、REITがこれまで伸びてきた理由の一つ、レバレッジ効果が極端に小さくなってしまった。今後金利の上昇が現実化すると、逆ざやにもなりかねない。利回りが低い物件を高値で売り逃げられればよいが、そうでないと配当にも影響しかねない。投資法人が保有資産を増加しているのは、テナントの解約リスクだけではなく、将来性を考え、資産保有リスクを分散させるためでもある。

# 10. 埼玉県のREIT物件

埼玉県内のREIT物件は次の通りである

			建築年月		購入時期 (平成 /		賃貸事業	
地域区分	物件名	所在	日	築年数	年)	期末価格	収入	利回り
日本ビル ファンド	シー/大 宮/ース ウィング	さいたま 市大宮区 桜木町	H16.2.1	2	16	18,400	1,436	7.8%
日本ビル ファンド	大同生命 大宮ビル	さいたま 市大宮区 吉敷町	H3.10.1	14	13	2,280	238	10.4%
日本ビル ファンド	NBF浦和 ビル	さいたま 市浦和区 東高砂町	H2.6.1	15	17	2,010	102	5.1%
日本リ テール ファンド	イトーヨー カ堂上福 岡東店	ふじみ野 市大原	H11.8.1	6	15	7,530	536	7.1%
日本リ テール ファンド	イトーヨー カ堂錦町 店	蕨市錦町	H15.8.1	2	15	14,500	888	6.1%
ジャパン リアルエ ステート	さいたま 浦和ビル	さいたま 市浦和区 高砂	H2.3.1	16	13	2,360	136	5.8%
プライム リアルティ		川口市本町	H6.2.1	12	16	9,650	498	5.2%
プロスペ クトレジデ ンシャル	和	さいたま 市浦和区 常盤	H5.2.1	13	17	860	60	6.9%
プロスペ クトレジデ ンシャル	ガーデン シティ北 戸田	戸田市笹 目	H5.6.1	12	17	651	59	9.1%
東京グ ロース リート	クラウン パレス(さ いたま市)	さいたま 市中央区 本町西	H2.6.1	15	16	304	32	10.7%
日本レジ デンシャ ル	Jステージ 南浦和	さいたま 市浦和区 南浦和	H4.8.1	13	16	623	66	10.5%

	事務所			住宅		
		賃貸事業	取引利回		賃貸事業	取引利回
	期末価格	収入	I)	期末価格	収入	I)
平均	8,104	548	6.8%	610	54	9.3%
標準偏差	6,502	478	1.9%	229	15	1.7%
最大値	18,400	1,436	10.4%	860	66	10.7%
最小値	2,010	102	5.1%	304	32	6.9%

埼玉県内のREIT物件は少ないが、取引利回りを求めてみると、事務所が6.8%、住宅地は9.3なった。 事務所の利回りは他県と遜色がない。住宅地の場合には、さいたま市と戸田市の物件条件の悪い地域ではない。しかしそれでも利回りが高いということは、建築年の古い物件が多いこ土地価格が依然として低位にあることを示しているだろう。

経費率を25%として計算してみると、還元利回りは次のようになる。

事務所 5.10% 住宅 7.00%

総合還元利回りとして考えるわけであるから、建物価格の比率の高い住宅地が商業地よりも高めにでるのは当然とも言えよう。