

<J-REIT annual report 2008>

2008年の市場回顧と自律的回復への期待

2009年2月6日

株式会社 住信基礎研究所

REIT 投資顧問部 研究員 堀明希子

2008年 J-REIT 市場は世界的な金融不安と景気後退懸念の中で時価総額半減という大幅な縮小に見舞われた。J-REIT の商品特性は株式との高相関・高ボラティリティが継続し、利回り商品という本来期待された商品特性を失った。また、ファンダメンタルでは 2008 年に入って J-REIT を含む不動産投資市場の資金調達力が急激に悪化、J-REIT の破綻やスポンサー破綻に伴って一部銘柄には継続運用 (Going Concern) に対する懸念が強まっている。J-REIT は市場創設から 7 年が経過し、銘柄数の増加や外部成長によってここ数年急激な市場拡大を遂げてきたが、2008 年は大きな転換点を迎えた。

2009 年は、政府による資金繰り支援に加えて、自律的回復と持続的成長に向けた業界再編などの早期対応が J-REIT 市場には強く求められている。

1. 2008 年 J-REIT 市場の総括

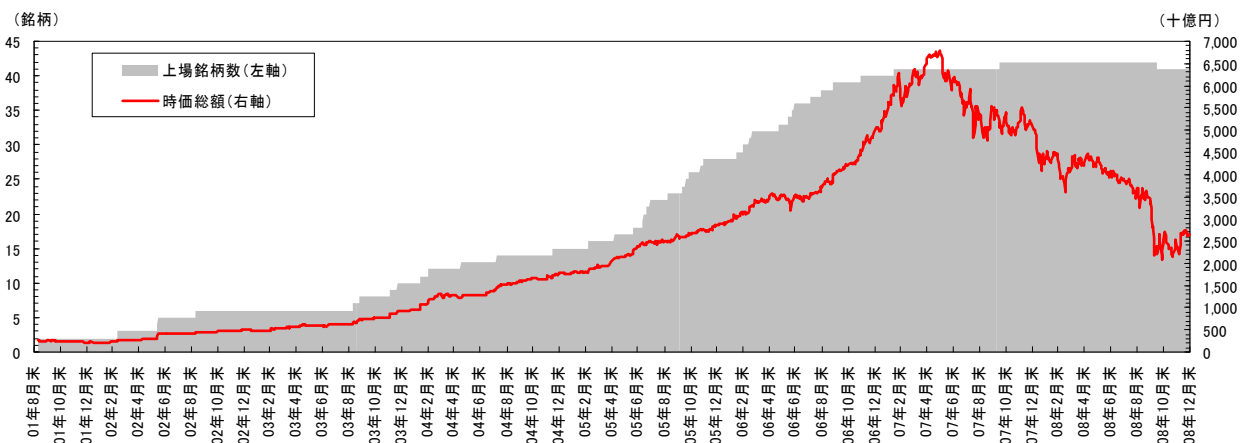
<市場規模>

● 経営破綻で 1 銘柄減少、時価総額は半分に

2008 年の J-REIT 市場は新規上場が皆無となる一方、10 月にニューシティ・レジデンス投資法人が J-REIT 初の経営破綻となり、12 月末の銘柄数は 41 (前年末比-1) に減少した。時価総額は株価急落により 2 兆 6,553 億円 (同-48.4%) と前年末の半分にまで縮小した。

J-REIT 市場は 2001 年 9 月に第 1 号が東京証券取引所に上場して以来、7 年が経過した。当初 2 銘柄 (時価総額 2,600 億円) でスタートした市場は、2006 年まで銘柄数も時価総額も順調に成長し、2007 年 5 月末のピーク時には時価総額 6 兆 8,024 億円まで達したが、その後、世界的な金融不安と景気後退懸念に加え、日本の不動産市況の悪化及び金融機関の不動産向け融資態度の厳格化等を背景に、2008 年末の時価総額はピーク比 61% 減と大幅に減少した。

図表： J-REIT 時価総額と銘柄数の推移



(期間) 2001年9月10日～2008年12月30日

(注) ニューシティレジデンス投資法人は、東証による整理銘柄指定日である2008年10月10日の翌々営業日(10月15日)から除外している。

(出所) 住信基礎研究所

<パフォーマンスと商品特性>

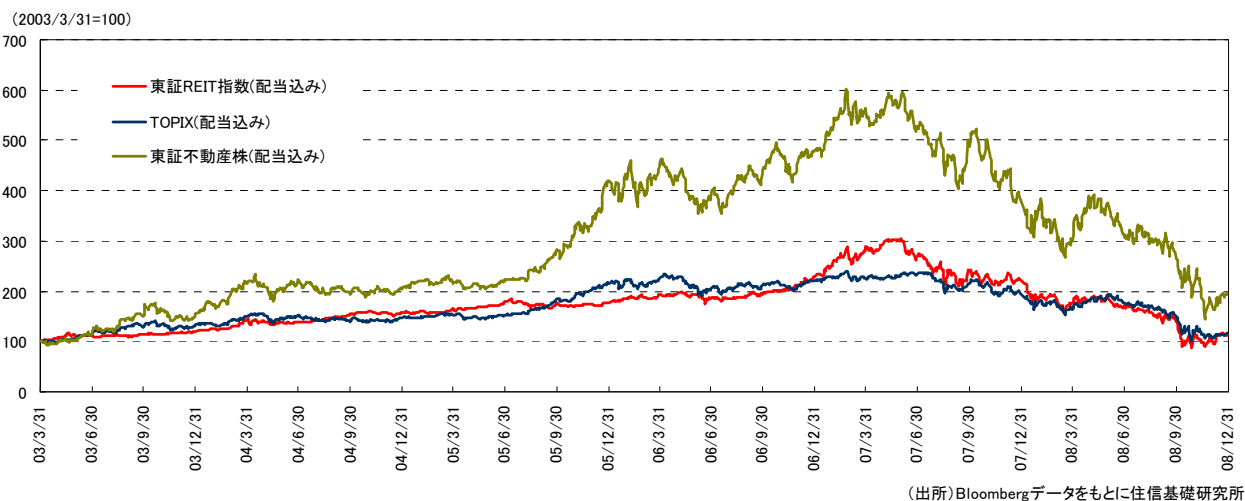
● 2008年トータルリターンは-48.6%

2008年の東証REIT指数(配当込み)は、世界的な金融不安を背景に下落の一途を辿り、年間収益率は-48.6%となった(2007年-3.1%)。東証不動産株(-49.9%)を若干上回ったものの、TOPIX(-40.6%)はアンダーパフォームした。

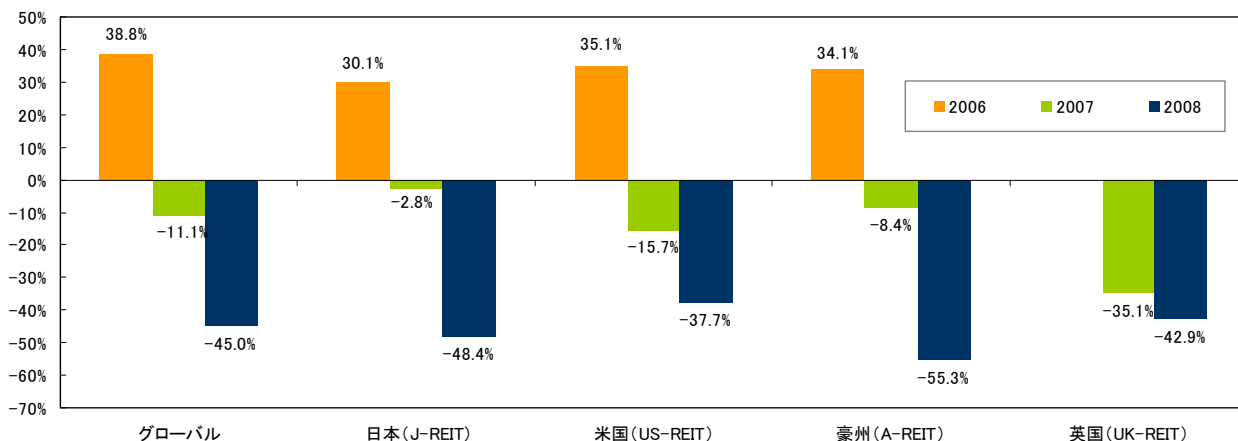
年前半の東証REIT指数のパフォーマンスは(-23.4%)と、増資発表に対する市場の厳しい反応や資金調達環境の急激な悪化に対する懸念によって、TOPIX(-9.6%)、東証不動産株(-18.4%)を下回った。後半に入っても、リプラス・レジデンシャル投資法人(現日本賃貸住宅投資法人)のスポンサー破綻やニューシティ・レジデンス投資法人の経営破綻などJ-REITの継続運用に不安が生じる悪材料が相次ぎ、10月28日に最安値879.02を記録。11月以降は収益率がプラスに転じ、やや持ち直したものの、年後半の東証REIT指数のパフォーマンス(-33.0%)はTOPIX(-34.3%)、東証不動産株(-38.6%)並みに止まった。

海外REITのパフォーマンスも総じて悪化した。グローバルREIT指数のS&P Global REIT Index (Total Return、USDベース)は、2008年年間のパフォーマンスが-45.0%、主要REIT市場も米国-37.7%、豪州-55.3%、英国-42.9%とそれぞれJ-REIT同様大幅なマイナスとなっている。

図表： J-REIT と株式とのパフォーマンス比較



図表： 主要 REIT 市場の年次トータルリターンの比較



注) グローバルはS&P global REIT TR Indexより算出、日本(J-REIT)はSTBRI J-REIT総合インデックス(配当込み)より算出、米国(US-REIT)はFTSE NAREIT Equity REITs Total Return Indexより算出、豪州(A-REIT)はS&P/ASX 300 A-REIT Accumulation Indexより算出、英国(UK-REIT)はFTSE EPRA NAREIT UK REIT TR Index(Local Currency)より算出

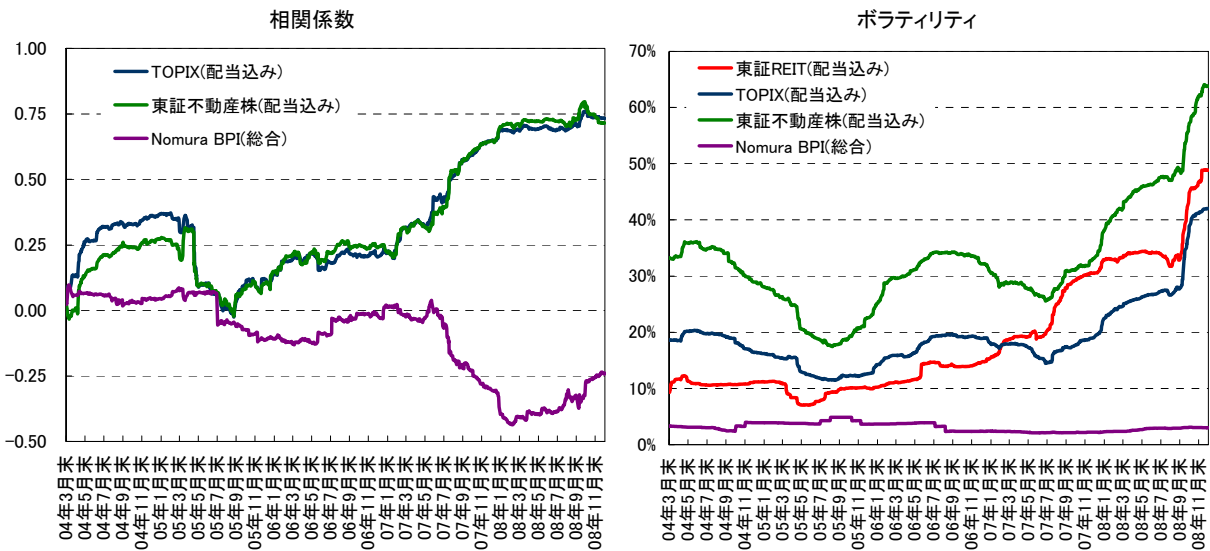
(出所) 住信基礎研究所

● 株式との高相関、不動産株並みのボラティリティ

J-REIT のリスク・リターン特性は、2007 年以降劇的に変化している。J-REIT のパフォーマンスは 2006 年末まで株式 (TOPIX) との相関が概ね 0.2 程度で推移していたが、2007 年以降徐々に株式との連動性を強め、2008 年 12 月末の相関係数 (日次収益率、250 日ローリング) は 0.69 に達する。株式との相関が高まるにつれ、ボラティリティも急上昇しており、J-REIT のボラティリティ (日次収益率年換算、250 日ローリング) は 2007 年以降 TOPIX を上回り、2008 年 12 月末で 48.9% となった。株式との高相関、ボラティリティの上昇が顕著になり、仕組みや資産・財務内容から元来 J-REIT に想定されたミドルリスク・ミドルリターン、伝統的アセットクラスとの低相関性という特性からは大きく乖離する状況が続いている。

2007 年以降に起きた J-REIT のリスク・リターン特性の変化は、投資家層および投資行動の変化が一因として考えられる。2006 年まで J-REIT の取引主体は債券代替的な位置付けで J-REIT 投資を捉えてきた国内金融機関・個人投資家が中心であったが、2007 年以降、キャピタルゲイン重視の外国人投資家層が台頭した。総売買代金に占める外国人比率は 40% を超え、東証 1 部に近い水準まで高まっている。

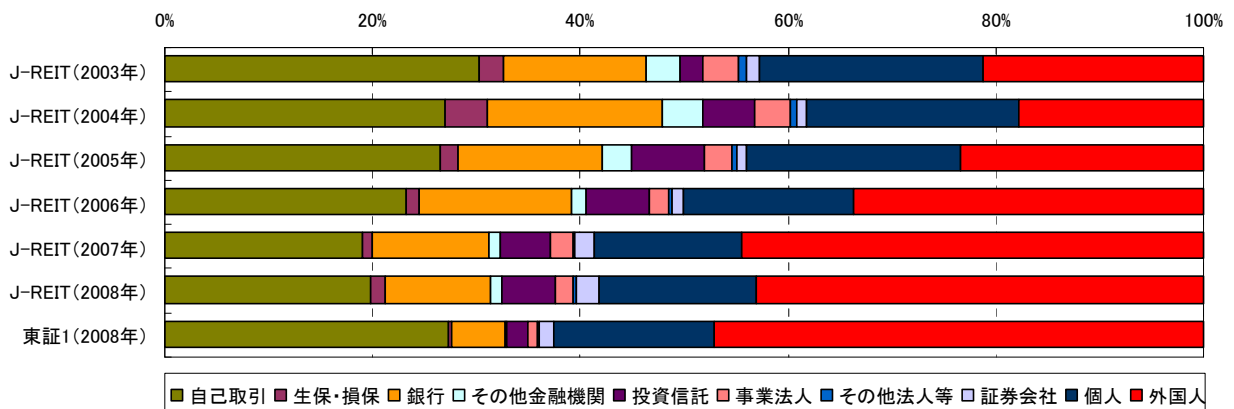
図表: J-REIT の他資産との相関及び J-REIT と他資産のボラティリティの比較



(注) 1.東証REIT指数とTOPIX,東証不動産株, Nomura BPIとの相関係数 (日次収益率、250日ローリング)
 2.ボラティリティは日次収益率より年換算 (250日ローリング)

(出所)住信基礎研究所

図表: J-REIT 及び東証 1 部の総売買代金の投資部門別構成比



(出所)東京証券取引所データをもとに住信基礎研究所

<市場評価(バリュエーション指標)>

- 配当利回りは 7.0%、イールドスプレッドは 5.9%

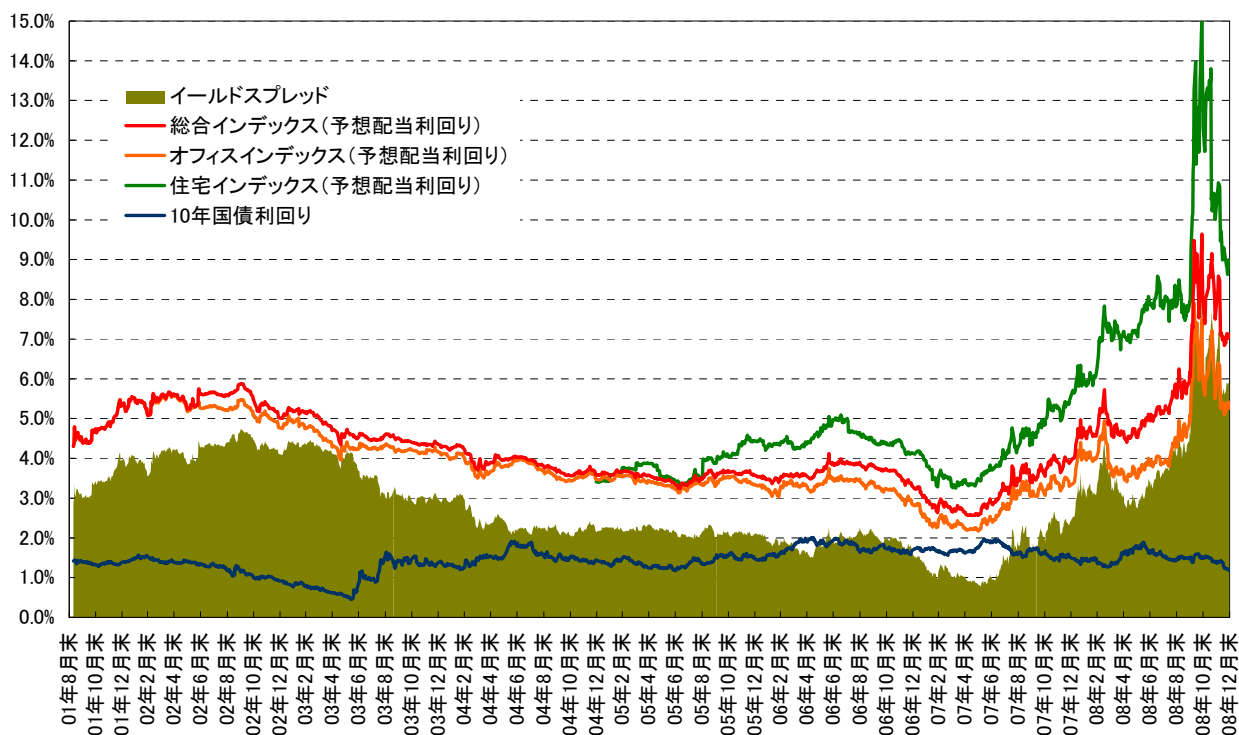
投資口価格急落の結果、2008 年末の STBRI J-REIT Index 予想配当利回りは 7.03%へ上昇(2007 年末 3.89%)、10 年国債利回りとのイールドスプレッドは 5.86%(2007 年末 2.38%)まで拡大した。

J-REIT のイールドスプレッドは 2006 年秋以降の株価急騰・調整局面において信用リスクに大きな影響を受けている面がある。例えば J-REIT イールドスプレッドと日本の信用リスク指標である iTraxx Japan との相関は、スプレッドが比較的安定していた 2004 年 3 月～2006 年 8 月では 0.15 だったが、その後の 2006 年 9 月～2008 年 12 月の期間では 0.49 と高まった。

セクター別の予想配当利回りはオフィスが 5.26%(2007 年末 3.31%)、住宅が 8.94%(同 5.47%)。住宅セクターは相対的にスポンサー信用力や財務基盤といった面で劣後すると見られており、セクター間の利回り格差は 2005 年末 110bp、2006 年末 130bp と推移していたが、2007 年末 216bp、2008 年末 368bp と拡大が続く。

さらに、銘柄別では、先行 2 銘柄(日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人)が配当利回り 4% 台を維持する一方、配当利回りが 10% を超える銘柄は 18 を数え、うち 5 銘柄で配当利回りが 20% を超えるなど、リスクフリーレートに対するリスクプレミアムという観点からは説明困難な状況にあると言える。

図表： STBRI J-REIT Index 予想配当利回りと 10 年国債利回りとの比較

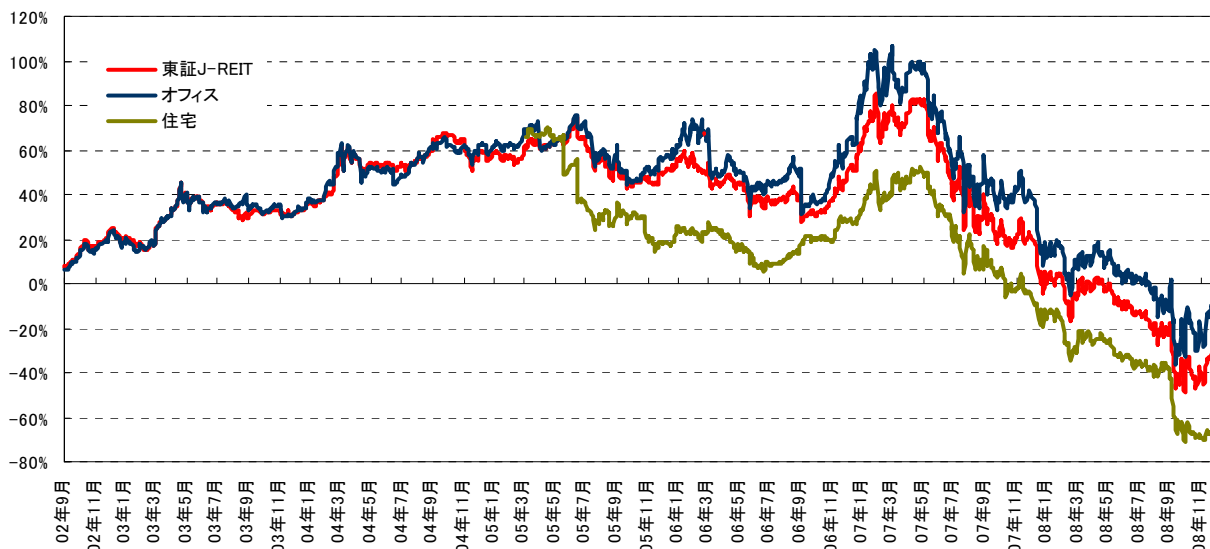


(出所)住信基礎研究所

- 投資口価格は NAV に対して 34%ディスカウント

2008 年末の東証 J-REIT 時価総額は、NAV (住信基礎研究所による算定) に対して平均 34%ディスカウントとなった(2007 年末は平均 21%プレミアムにあった)。セクター別にはオフィスが平均 14%、住宅が平均 66%それぞれディスカウントの状態にあり、NAV に対してプレミアムにある銘柄は 1 銘柄のみであった。一方、約半数の 19 銘柄が 50%以上ディスカウントと、多くの銘柄で株価が運用資産価値を大きく割り込んでいる。

図表： 東証J-REITのNAVに対するプレミアム・ディスカウント

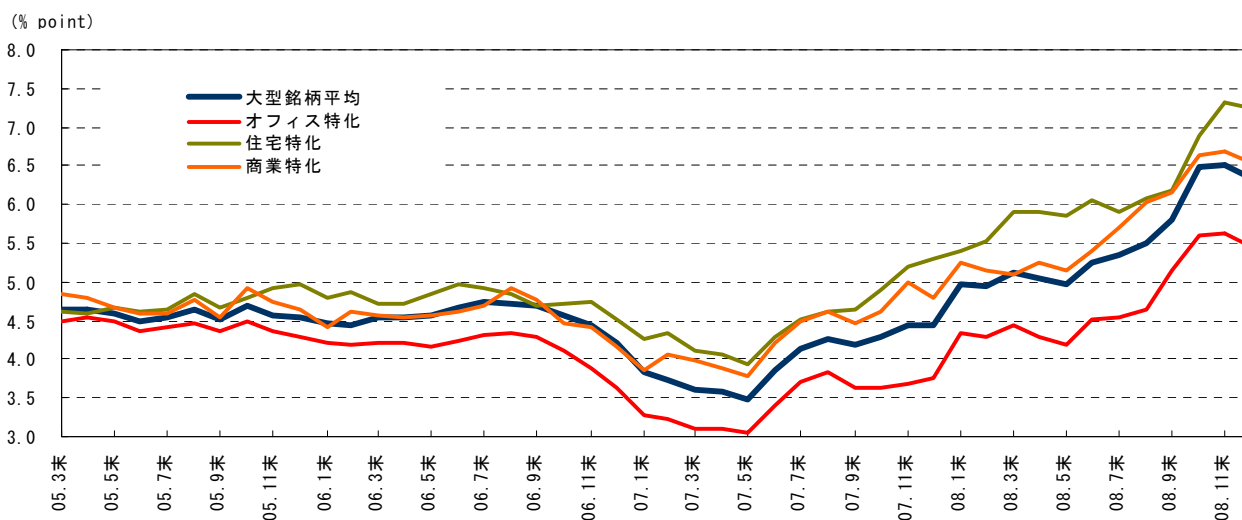


(注) NAV評価は住信基礎研究所による
(出所) 住信基礎研究所

● インプライド・キャップレートがNOI利回りを下回る

このような状況は、J-REIT 市場が要求する不動産投資利回りであるインプライド・キャップレートにも表れている。インプライド・キャップレートは2007年6月以降の株価調整により総じて反転上昇しており、2008年に入っても、J-REIT に対する信用不安が一段と高まるなか上昇傾向にある。これをJ-REIT が運用する不動産ポートフォリオの平均 NOI 利回りとの比較でみると、2008年末には3銘柄を除き、インプライド・キャップレートが上回っている。通常は、上場による流動性の付与、不動産ポートフォリオのリスク分散といった要因により、インプライド・キャップレートは実物不動産の NOI 利回りよりも低くなるが、現在の市場では、J-REIT の方が実物不動産よりも高いリスクプレミアムを要求される状況にある。

図表： インプライド・キャップレートの推移(主要大型銘柄)

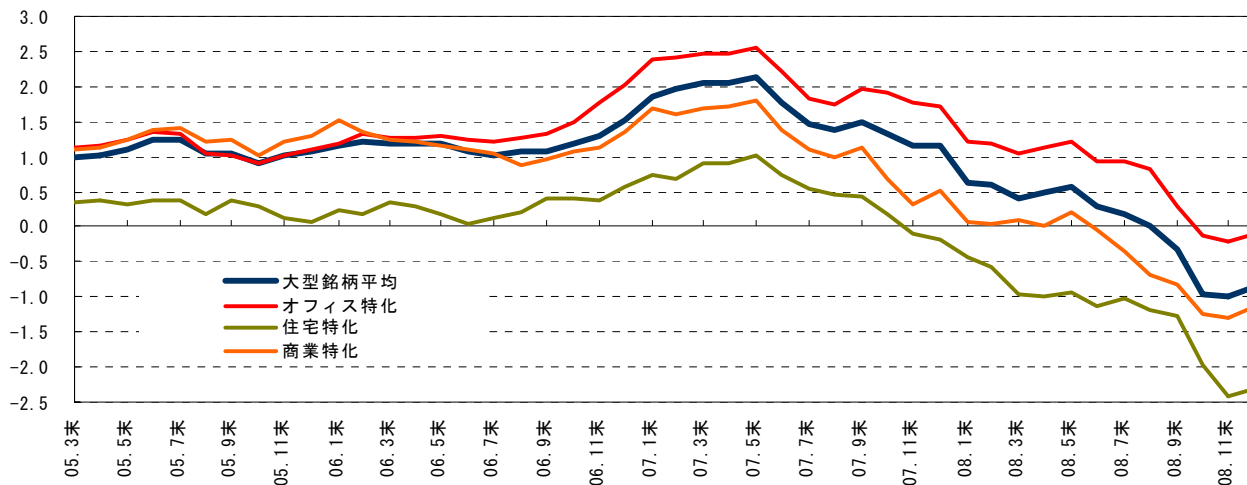


(注) 1. インプライド・キャップレート = 年間NOI ÷ (時価総額 + ネット有利子負債 + 預かり敷金・保証金)
2. 各REITの年間NOI及びB/Sは、各時点における住信基礎研究所予想に基づく。
年間NOIは固定資産税費用化調整後の標準NOI (取得予定含む)

(出所) 住信基礎研究所

図表：不動産 NOI 利回りとインプライド・キャップレートとの乖離(主要大型銘柄)

(% point) 不動産NOI利回り-インプライド・キャップレート



(注) 1. インプライド・キャップレート = 年間NOI ÷ (時価総額 + ネット有利子負債 + 預かり敷金・保証金)
 2. 不動産NOI利回り = 年間NOI ÷ 不動産取得価格合計
 3. 各REITの年間NOI及びB/Sは、各時点における住信基礎研究所予想に基づく。
 年間NOIは固定資産税費用化調整後の標準NOI (取得予定含む)

(出所) 住信基礎研究所

2. 資金調達環境の著しい悪化で、外部成長が中断

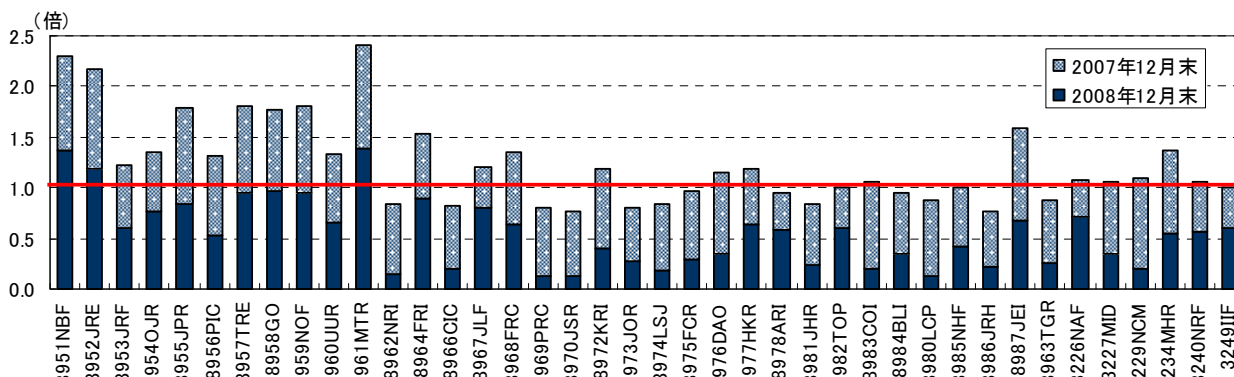
● 株価下落でエクイティ調達が困難に。増資銘柄に厳しい評価も

東証J-REITのうちPBRが1倍を越える銘柄は2007年末時点で24銘柄あったが、2008年末時点ではわずか3銘柄となり、大半の銘柄で増資困難な株価水準となっている。公募増資は2007年が18銘柄で総額約4,400億円に対して、2008年が6銘柄で総額約1,500億円に止まった。

増資に対する市場の反応は厳しく、産業ファンド投資法人で初の増資中止が起きた。特に、PBR水準が1に近い株価水準で増資発表した銘柄や、投資口増加率(希薄化率)が大きい銘柄では、増資発表後にパフォーマンスが悪化するケースも見られた。

公募増資の減少に対して、第三者割当増資は総額約1,200億円と2007年より5割多かった。調達環境が悪化し、物件取得や借入返済の資金調達が困難となった一部銘柄では、既存スポンサー、あるいはスポンサー変更時に新規スポンサーから100億円超のまとまった調達が行われた。

図表：J-REIT 銘柄別の PBR 水準の変化



(出所) 住信基礎研究所

● LTV 高止まりで外部成長が中断。物件売却で分配金捻出・借入返済する銘柄も

J-REIT の運用不動産の取得価格合計は 2008 年末で 7 兆 4,425 億円と、外部成長の停滞と銘柄数の減少によって 2007 年末と比較して 6,699 億円の増加 (+9.9%) に止まった。運用資産増加額のうち用途別にはオフィスが 85%、地域別には関東地方が 75% を占める。

J-REIT の運用資産が急速に積み上がった 2005 年～2007 年は、金融機関の不動産向け貸出態度が緩和された時期であった。また、この時期、世界的な過剰流動性を背景に内外の投資資金が流入し、不動産価格の上昇、利回りの低下が東京都心から地方へ波及していった。J-REIT 市場では、多くの銘柄がこうした極めて良好な資金調達環境の下で上場し、不動産価格の上昇局面で積極的に物件を取得し、ポートフォリオの拡大を目指した。

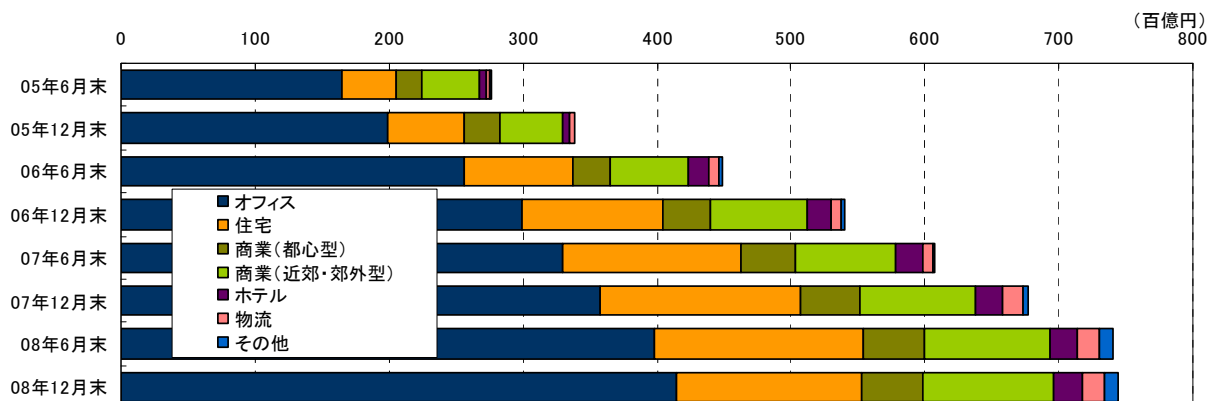
しかしながら、2008 年に入り、多くの銘柄でエクイティ調達ストップし、物件取得のための資金調達を借入に依存せざるを得なくなった結果、J-REIT の LTV は上昇し、高止まりすることとなった。それまで過熱気味だった取得競争が緩和し、取得機会が到来しつつあるものの、多くの銘柄でエクイティ・デット双方の調達力が低下しており、2008 年の物件取得額は約 1 兆円と 2007 年に比べて 3 割減少した。特に 10～12 月の物件取得は前年同期の 1 割に止まっている。

2008 年下期に発表された取得物件の取得時鑑定キャップレートの平均は、都心 5 区のオフィスビルが 4.1%、周辺 18 区のオフィスビルが 4.5%、大阪市・名古屋市のオフィスビルが 4.5%、その他政令指定都市のオフィスビルが 5.4% となった。住宅は都心 5 区が上期 4.5%、周辺 18 区が上期 4.7% で、2008 年後半に入り、東京 23 区の住宅取得発表が無くなった。

一方、2008 年の物件譲渡は 1,700 億円強と前年を 5% 弱上回る。外部成長の中断どころか、物件売却による分配金捻出や売却資金による負債弁済でポートフォリオの縮小を余儀なくされている銘柄も少なくない。不動産向け融資の厳格化で不動産流動性が急速に低下している昨今では、物件が思うように売却できない、あるいは売却ができたとしても、売却損を伴うケースも見られた。

2008 年に譲渡発表がされた 43 物件のうち、譲渡価格が直近簿価とほぼ同額、あるいは直近簿価を下回った物件は 12 物件、譲渡価格が直近鑑定評価額を下回った物件は 11 物件であった。特に、不動産の流動性と REIT の運営状況が相対的に劣化する住宅では、譲渡条件に厳しさが伺える。

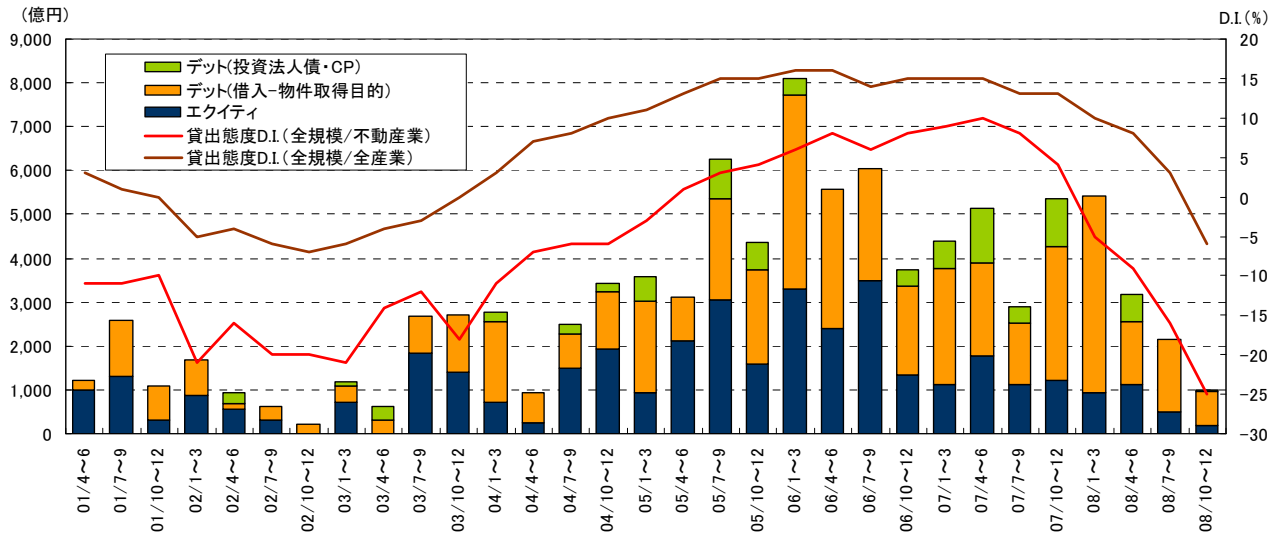
図表： J-REIT 運用資産額の推移(用途別)



運用資産額合計(2008年12月末現在)								7兆4,425億円		
用途別構成比	オフィス	住宅	商業(都心型)	商業(近郊・郊外型)	ホテル	物流	その他			
	55.8%	18.6%	6.1%	13.0%	2.9%	2.3%	1.3%			
地域別構成比	都心主要5区	東京23区(都心主要5区を除く)	関東地方(東京23区を除く)	北海道・東北地方	北陸・中部地方	近畿地方	中国・四国地方	九州地方		
	42.7%	15.9%	16.7%	2.5%	4.0%	13.2%	1.0%	4.0%		

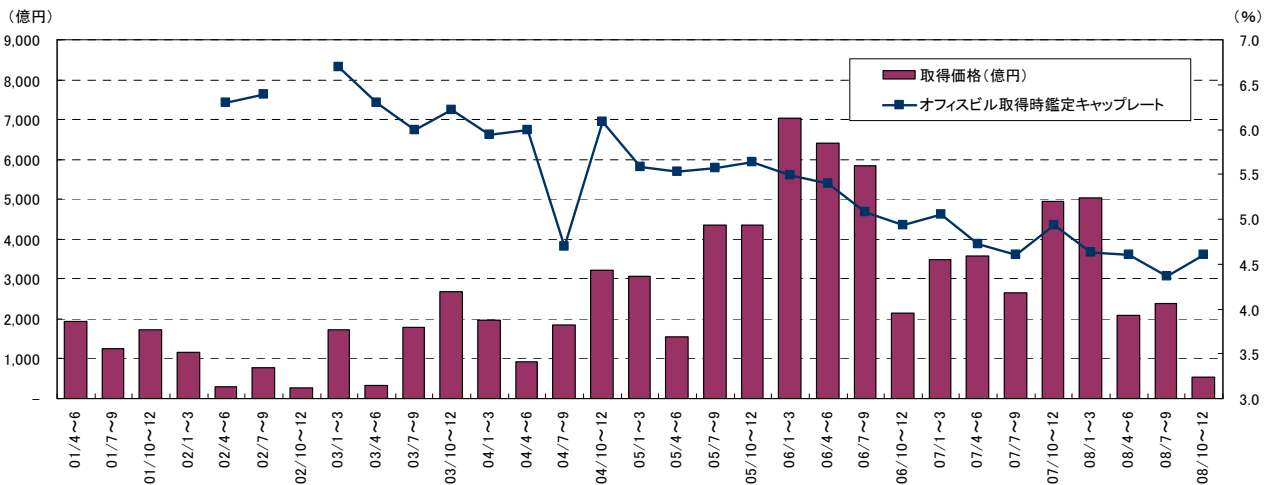
(出所)住信基礎研究所

図表： J-REIT の資金調達額と金融機関の貸出態度 D.I.の推移



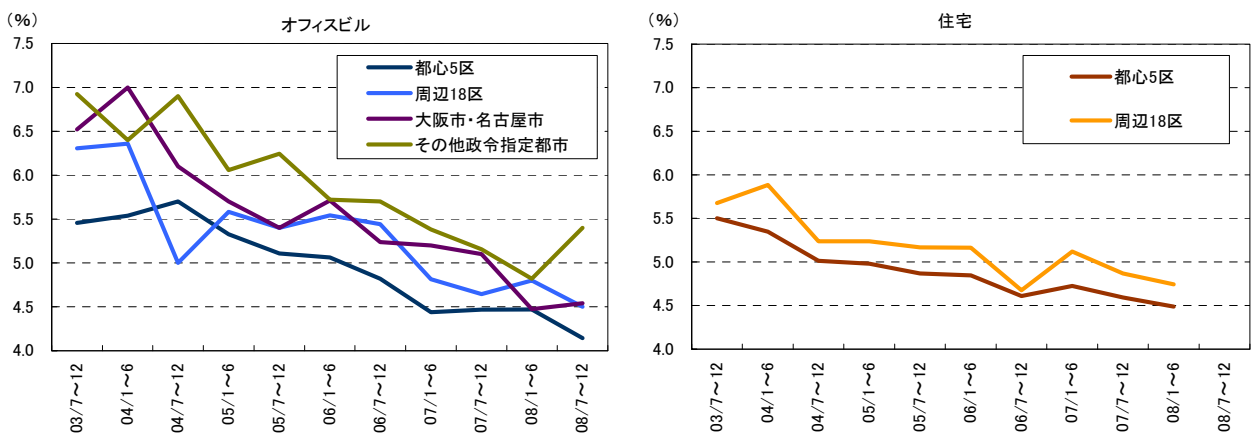
(注)エクイティ調達額は上場前を含む
(出所)住信基礎研究所

図表： J-REIT の物件取得額とオフィスビル取得時鑑定キャップレートの推移



(注)取得時鑑定キャップレートは、取得発表時に開示された取得時直近の鑑定キャップレート(直接還元利回り)を、取得発表時期で集計し、平均値を算出
(出所)住信基礎研究所

図表： J-REIT の取得時鑑定キャップレートの推移(用途別・エリア別)



(注)1.取得発表時に開示された取得時直近の鑑定キャップレート(直接還元利回り)を、取得発表時期で集計し、平均値を算出
2.鑑定キャップレートの開示が無い物件は集計から除外

(出所)住信基礎研究所

図表： J-REIT 物件取得事例 (2008 年発表分 / オフィス・発表順)

資産タイプ	取得発表日	銘柄	物件名称	所在地	建築時期	取得日	取得価格 (百万円)	直接還元利回り (取得時鑑定)	取得価格 / 直近鑑定評価額
オフィス	H20.1.8	8972KRI	KDX六本木228ビル	東京都港区	H1.4.28	H20.1.10	3,300	4.1	99.1%
オフィス	H20.1.29	8952JRE	武蔵小杉STMビル	神奈川県川崎市	H2.10	H20.3.25	4,000	5.3	100.0%
オフィス	H20.2.7	8959NOF	JCB札幌東ビル	北海道札幌市	S41.10.26	H20.2.8	3,700	4.6	98.9%
オフィス	H20.2.20	8966CIG	CIG虎ノ門ビル	東京都港区	H2.11.26	H20.3.7	1,675	4.4	99.7%
オフィス	H20.2.20	8966CIG	CIG湯島ビル	東京都文京区	H1.7.26	H20.3.7	1,434	4.5	98.2%
オフィス	H20.2.20	8966CIG	アリア池袋	東京都豊島区	H5.12.3	H20.3.7	1,314	4.8	97.3%
オフィス	H20.2.21	8952JRE	MMパークビル	神奈川県横浜市	H19.12.1	H20.3.24	37,400	4.8	100.0%
オフィス	H20.2.27	8972KRI	新都心丸善ビル	東京都新宿区	H2.7.13	H20.2.29	2,110	4.8	99.1%
オフィス	H20.3.12	8982TOP	芝公園ビル	東京都港区	H3.5	H20.3.19	5,770	4.4	102.1%
オフィス	H20.3.13	8983COI	TK吉祥寺ビル	東京都武蔵野市	H1.8.1	H20.3.31	3,480	4.9	100.0%
オフィス	H20.3.13	8983COI	DSM神保町ビル	東京都千代田区	H6.3.30	H20.3.31	2,630	4.4	100.0%
オフィス	H20.3.13	8983COI	DSM日本橋蛸殻町ビル	東京都中央区	S63.7.5	H20.3.31	1,930	4.7	100.0%
オフィス	H20.3.13	8983COI	COI九段三丁目ビル	東京都千代田区	H3.11.25	H20.3.31	1,227	4.7	99.8%
オフィス	H20.3.13	8983COI	COI九段二丁目ビル	東京都千代田区	H9.11.6	H20.3.31	1,137	4.6	99.7%
オフィス	H20.3.17	8954OJR	エス・ティー・ワールドビル	東京都渋谷区	H19.3.19	H20.3.28	3,500	4.1	100.0%
オフィス	H20.3.17	8954OJR	オリックス水道橋ビル	東京都千代田区	H17.10.27	H20.3.28	3,000	4.2	100.0%
オフィス	H20.3.18	8982TOP	晴海アイランドトリトンスクエア オフィスタワーZ	東京都中央区	H13.10	H20.3.27	20,000	4.2	100.0%
オフィス	H20.3.24	8951NBF	NBF熊本ビル	熊本県熊本市	H20.2.18	H20.3.24	4,500	5.9	98.5%
オフィス	H20.3.24	8956PIC	上野THビル	東京都文京区	S60.12	H20.3.27	4,380	4.9	100.0%
オフィス	H20.3.24	8956PIC	五反田NTビル	東京都品川区	S62.11	H20.3.27	4,100	4.8	99.8%
オフィス	H20.3.25	8957TRE	東急池尻大橋ビル	東京都目黒区	H1.10	H20.3.28	5,480	5.0	99.6%
オフィス	H20.3.25	8983COI	CRD丸の内	愛知県名古屋	H19.12.21	H20.3.27	9,520	4.7	99.9%
オフィス	H20.3.25	3227MID	北浜MIDビル	大阪府大阪市	H20.2.22	H20.4.24	10,800	4.5	100.0%
オフィス	H20.3.26	8955JPR	新宿センタービル	東京都新宿区	S54.10.31	H20.3.27	21,000	4.3	100.5%
オフィス	H20.3.27	8951NBF	新浦安センタービルディング(業務棟)	千葉県浦安市	H2.10.17	H20.3.27	15,700	5.0	98.1%
オフィス	H20.3.27	8959NOF	東宝江戸川橋ビル	東京都文京区	H5.3.16	H20.3.28	2,080	4.7	100.0%
オフィス	H20.3.27	8972KRI	KDX神保町ビル	東京都千代田区	H6.5.30	H20.3.31	2,760	4.7	99.6%
オフィス	H20.3.27	8972KRI	KDX五番町ビル	東京都千代田区	H12.8.7	H20.3.31	1,951	4.6	99.0%
オフィス	H20.3.28	8951NBF	(仮称)駿河台プロジェクト	東京都千代田区	H21.4.30(予)	H21.4.30	20,840	3.8	117.1%
オフィス	H20.3.28	8959NOF	SORA新大阪21	大阪府大阪市	H6.7.26	H20.4.25	19,251	4.3	103.5%
オフィス	H20.4.18	8959NOF	NOF天神南ビル	福岡県福岡市	H20.2.18	H21.3.27	3,925	4.7	99.4%
オフィス	H20.4.23	8972KRI	(仮称)栄4丁目事務所ビル/土地	愛知県名古屋	-	H20.4.25	4,000	-	95.7%
オフィス	H20.4.28	8972KRI	KDX岩本町ビル	東京都千代田区	H20.3.18	H20.5.1	1,865	4.8	98.1%
オフィス	H20.5.13	8977HKR	阪急電鉄本社ビル	大阪府大阪市	H4.9	H20.5.16	11,200	4.4	100.0%
オフィス	H20.5.15	8972KRI	KDX晴海ビル	東京都中央区	H20.2.22	H20.6.30	10,250	4.5	97.6%
オフィス	H20.6.2	8960UUR	長谷薫ビル東陽町	東京都江東区	H2.11	H20.6.30	8,500	4.7	94.7%
オフィス	H20.6.16	8954OJR	オリックス品川ビル	東京都港区	H18.6.14	H20.6.27	15,200	4.0	99.3%
オフィス	H20.6.20	8959NOF	新宿三信ビル	東京都渋谷区	S49.4.16	H20.6.25	12,300	4.4	100.0%
オフィス	H20.6.20	8959NOF	岩本町東洋ビル	東京都千代田区	H5.6.30	H20.6.25	6,020	4.4	100.0%
オフィス	H20.6.20	8959NOF	セントラル京橋ビル	東京都中央区	H10.9.18	H20.6.25	2,550	4.9	100.0%
オフィス	H20.6.20	8959NOF	セントラル新富町ビル	東京都中央区	H2.3.31	H20.6.25	1,750	5.1	100.0%
オフィス	H20.6.20	8959NOF	東信目黒ビル	東京都目黒区	H1.9.30	H20.6.25	1,340	5.0	100.0%
オフィス	H20.6.20	8959NOF	サンワールド四谷ビル	東京都新宿区	H3.11.6	H20.6.25	778	5.5	100.0%
オフィス	H20.6.25	8957TRE	菱進原宿ビル	東京都渋谷区	H1.3	H20.6.27	14,160	4.1	105.7%
オフィス	H20.6.25	8972KRI	KDX浜松町第2ビル	東京都港区	H4.4.2	H20.9.1	2,200	4.5	98.7%
オフィス	H20.6.26	8959NOF	EME博多駅前ビル	福岡県福岡市	S58.7.15	H20.6.27	6,750	4.7	103.8%
オフィス	H20.6.30	8955JPR	(仮称)千駄ヶ谷4丁目ビル	東京都渋谷区	H21.5(予)	H22.5(予)	15,050	4.0	99.7%
オフィス	H20.7.4	8959NOF	(仮称)NOF名古屋伏見ビル	愛知県名古屋	H21.10(予)	H21.10.30	4,050	4.3	99.5%
オフィス	H20.7.7	8951NBF	芝公園高橋ビル	東京都港区	H3.3.29	H20.7.7	6,100	4.5	98.4%
オフィス	H20.7.7	8955JPR	南麻布ビル	東京都港区	H4.6	H20.7.14	3,760	4.6	100.0%
オフィス	H20.7.31	8951NBF	NBF南青山ビル	東京都港区	H7.1.31	H20.8.1	31,000	3.7	105.8%
オフィス	H20.8.8	8952JRE	新藤田ビル	大阪府大阪市	H7.4	H20.9.1	24,000	4.7	95.2%
オフィス	H20.8.27	8961MTR	ONビル	東京都品川区	H2.11	H20.8.29	39,900	4.3	97.3%
オフィス	H20.8.29	8951NBF	(仮称)東上野四丁目ビル	東京都台東区	H22.1.31(予)	H22.4.30	11,175	4.7	99.8%
オフィス	H20.9.10	3227MID	MID西本町ビル	大阪府大阪市	H1.3.15	H20.10.30	3,550	4.8	103.5%
オフィス	H20.9.16	8954OJR	オリックス名古屋錦ビル	愛知県名古屋	H19.1.22	H20.9.29	12,500	4.5	100.0%
オフィス	H20.9.16	3234MHR	赤坂溜池タワー	東京都港区	H12.8	H20.9.30	37,200	3.7	104.5%
オフィス	H20.9.22	8959NOF	野村不動産渋谷道玄坂ビル	東京都渋谷区	H11.3.12	H20.9.26	7,660	4.1	100.0%
オフィス	H20.9.22	8959NOF	野村不動産西梅田ビル	大阪府大阪市	H5.6.28	H20.9.26	5,660	4.4	100.0%
オフィス	H20.10.30	8959NOF	野村不動産札幌ビル	北海道札幌市	H20.7.11	H20.11.5	5,300	5.4	100.0%
オフィス	H20.10.30	8959NOF	PMO日本橋本町	東京都中央区	H20.6.17	H20.11.5	5,000	4.4	100.0%
オフィス	H20.12.15	8952JRE	汐留ビルディング	東京都港区	H19.12	H20.12.19	21,250	4.0	96.2%

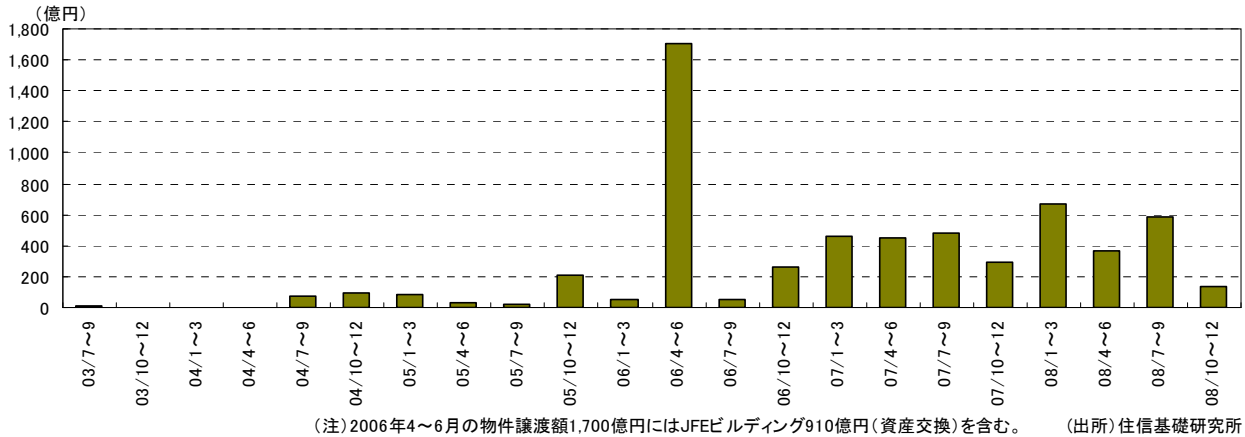
(出所)住信基礎研究所

図表： J-REIT 物件取得事例 (2008 年発表分 / 住宅他・発表順)

資産タイプ	取得発表日	銘柄	物件名称	所在地	建築時期	取得日	取得価格 (百万円)	直接還元率 (取得時鑑定)	取得価格 / 直近鑑定評価額
住宅	H20.1.10	8970JSR	シングルレジデンス早稲田First Square	東京都新宿区	H19.5.18	H20.1.17	3,018	4.4	99.6%
住宅	H20.1.10	8970JSR	シングルレジデンス早稲田Second Square	東京都新宿区	H19.5.18	H20.1.17	1,275	4.4	99.6%
住宅	H20.1.16	8962NRI	パークタワー芝浦ベイワード アーバンウイング	東京都港区	H17.5	H20.2.29	14,510	4.3	105.9%
住宅	H20.1.22	8978ARI	GRASS HOPPER	大阪府大阪市	H9.4.28	H20.1.25	1,330	5.5	97.8%
住宅	H20.1.25	3226NAF	パークキューブ代々木富ヶ谷	東京都渋谷区	H19.7.31	H20.3.11	1,975	4.6	99.7%
住宅	H20.2.12	8962NRI	コスモグラシア錦糸町アクヴェル	東京都墨田区	H20.1.29	H20.6.27	2,908	4.8	102.0%
住宅	H20.2.19	8978ARI	アルティス神戸ポートアイランド	兵庫県神戸市	H19.3.20	H20.2.22	1,896	5.4	98.2%
住宅	H20.2.19	8978ARI	プレイアデ調布	東京都調布市	H19.3.7	H20.2.29	1,143	5.2	99.4%
住宅	H20.2.19	8978ARI	プレイアデ代々木の杜	東京都渋谷区	H19.3.8	H20.2.29	732	4.7	100.0%
住宅	H20.2.19	8978ARI	プレイアデ川崎元木	神奈川県川崎市	H19.3.9	H20.2.29	668	5.6	100.0%
住宅	H20.2.19	8978ARI	プレイアデ国立	東京都国立市	H19.4.27	H20.2.29	635	5.3	99.2%
住宅	H20.2.21	3226NAF	パークキューブ大井町	東京都品川区	H20.3.14	H20.5.21	1,440	4.7	100.0%
住宅	H20.2.26	3240NRF	アーバンステージ川崎	神奈川県川崎市	H10.3.12	H20.2.26	1,150	4.8	100.0%
住宅	H20.2.28	8966CIC	アドバンス亀戸	東京都江東区	H20.1.24	H20.2.29	1,050	4.9	93.8%
住宅	H20.2.28	8986JRH	スチューデントハイツ九条	大阪府大阪市	H12.2.4	H20.2.29	537	5.6	94.7%
住宅	H20.3.11	8956PIC	ルネ新宿御苑タワー	東京都新宿区	H14.12	H20.5.22	6,500	4.3	100.0%
住宅	H20.3.11	8956PIC	ストーリア赤坂	東京都港区	H14.12	H20.5.22	3,930	4.5	100.0%
住宅	H20.3.11	3226NAF	パークアクシス日本橋浜町	東京都中央区	H18.7.14	H20.3.11	5,540	4.7	99.8%
住宅	H20.3.11	3226NAF	パークアクシス西船橋	千葉県船橋市	H19.9.21	H20.3.11	1,020	5.2	99.0%
住宅	H20.3.24	8978ARI	プレイアデ国領	東京都調布市	H20.3.12	H20.5.26	930	5.1	99.6%
住宅	H20.3.26	3240NRF	プライムアーバン川口	埼玉県川口市	H20.2.19	H20.4.1	2,170	5.3	100.0%
住宅	H20.3.27	3226NAF	パークアクシス門前仲町	東京都江東区	H19.2.28	H20.3.27	1,700	4.7	100.0%
住宅	H20.3.28	3240NRF	クラウドフラット河原町	宮城県仙台市	H20.11.14	H20.12.19	724	5.5	100.0%
住宅	H20.4.8	3240NRF	(仮称)プライムアーバン千歳船橋	東京都世田谷区	H21.2(予)	H21.2.28	885	4.6	100.0%
住宅	H20.4.23	3240NRF	プライムアーバン江坂Ⅲ	大阪府吹田市	H20.8.5	H20.12.4	1,535	5.0	99.7%
住宅	H20.4.24	8978ARI	和光学生ハイツ	埼玉県和光市	H24.3.0	H20.4.25	675	6.0	98.7%
住宅	H20.5.26	8986JRH	willDo岡山大供	岡山県岡山市	H20.3.11	H20.5.28	1,040	6.0	100.0%
住宅	H20.5.26	8986JRH	willDo代官町	愛知県名古屋	H20.3.6	H20.5.28	655	5.5	100.0%
住宅	H20.5.27	8982TOP	エコロジー豊洲プロセンチュリー	東京都江東区	H17.1	H20.5.30	5,160	4.6	97.5%
住宅	H20.5.29	8966CIC	ヴァンテ田無	東京都西東京市	H1.3.15	H20.6.12	911	5.0	95.1%
住宅	H20.5.30	8956PIC	プレミアステージ両国	東京都墨田区	H20.3	H20.6.30	1,496	4.9	95.9%
住宅	H20.5.30	8969PRC	プロスベクト武蔵新城	神奈川県川崎市	H20.5	H20.5.30	1,230	5.2	99.2%
住宅	H20.6.2	8960UUR	MA仙台ビル	宮城県仙台市	H20.2	H20.9.24	3,440	6.2	99.4%
住宅	H20.6.2	8960UUR	パークサイト泉	愛知県名古屋	H14.9	H20.11.21	900	5.2	90.0%
住宅	H20.6.10	3240NRF	(仮称)プライムアーバン新百合ヶ丘	神奈川県川崎市	H21.2(予)	H21.3.18	1,210	4.9	99.2%
住宅	H20.6.27	8986JRH	willDo高畑	愛知県名古屋	H20.3.8	H20.6.27	494	5.9	98.6%
住宅	H20.7.1	3240NRF	アーバンステージ堤通雨宮	宮城県仙台市	H7.8.25	H20.7.1	969	5.6	97.3%
住宅	H20.7.30	8960UUR	UURコート十三本町	大阪府大阪市	H21.2(予)	H21.2.26	1,790	5.2	98.9%
商業	H20.1.28	8960UUR	ダイエー宝塚中山店	兵庫県宝塚市	H9.11	H20.1.30	4,284	5.0	98.3%
商業	H20.1.28	8968FRC	久留米東横原SC	福岡県久留米市	H19.12.3	H20.2.1	2,500	5.7	96.2%
商業	H20.2.19	8983COI	大名バルコニー	福岡県福岡市	H19.6.4	H20.3.28	798	5.2	99.6%
商業	H20.3.24	8968FRC	ケーズデンキ鹿児島本店	鹿児島県鹿児島市	H19.11.17	H20.3.27	3,550	5.6	98.6%
商業	H20.3.28	8953JRF	イオン札幌発寒ショッピングセンター	北海道札幌市	H18.10.3	H20.3.31	18,440	4.7	96.5%
商業	H20.3.31	8957TRE	代官山フォーラム	東京都渋谷区	H5.2	H20.4.22	4,136	4.0	99.4%
商業	H20.6.2	8960UUR	アクティオーレ関内	神奈川県横浜市	H19.9	H20.6.30	2,410	5.8	100.0%
商業	H20.6.30	8955JPR	有楽町駅前ビルディング	東京都千代田区	H19.10.7	H20.8.27	3,400	3.4	100.0%
商業	H20.7.1	8964FRI	WV SAKAE	愛知県名古屋	H19.1.4	H20.7.4	7,300	4.8	100.0%
商業	H20.7.1	8964FRI	クイーンズ伊勢丹杉並桃井店	東京都杉並区	H16.12.9	H20.7.4	3,560	5.7	100.0%
商業	H20.7.1	8964FRI	三井アウトレットパーク入間	埼玉県入間市	H20.2.28	H20.7.10	19,900	5.7	100.0%
商業	H20.10.10	8964FRI	UT STORE HARAJUKU	東京都渋谷区	H10.10.28	H20.10.15	3,100	3.8	84.2%
商業	H20.12.12	8964FRI	イトーヨーカドー東大和店	東京都東大和市	H15.11.13	H21.1.13	11,600	5.0	92.1%
物流	H20.1.21	8967JLF	浦安千鳥物流センターⅡ	千葉県浦安市	H13.1.16	H20.2.8	1,640	5.1	97.6%
物流	H20.3.17	8954OJR	戸田ロジスティクスセンター	埼玉県戸田市	H17.3.3	H20.3.28	9,600	4.9	99.9%
物流	H20.3.19	8967JLF	市川物流センター	千葉県市川市	H20.2.25	H20.3.26	4,550	4.9	95.4%
物流	H20.9.18	8967JLF	小牧物流センターⅡ	愛知県小牧市	H4.3.27	H20.10.10	1,800	5.3	98.4%
物流	H20.9.19	8954OJR	市川ロジスティクスセンター	千葉県市川市	H20.6.17	H20.9.29	8,300	5.0	100.0%
ホテル	H20.1.17	8985NHF	松山NHビル	愛媛県松山市	H3.3.27	H20.2.20	1,352	6.0	99.4%
ホテル	H20.2.28	8985NHF	呉NHビル	広島県呉市	H21.4.1	H21.5中旬	1,000	6.0	92.6%
ホテル	H20.4.7	8960UUR	MZビル	東京都八王子市	H19.4	H20.4.10	3,800	5.5	99.7%
ホテル	H20.6.2	8960UUR	ホテルルートイン横浜馬車道	神奈川県横浜市	H19.7	H20.6.30	4,720	5.2	99.6%
ホテル	H20.12.18	8977HKR	ホテルグレイスリー田町	東京都港区	H20.9	H20.12.25	4,160	4.9	100.0%
その他	H20.2.12	8960UUR	maricom-ISOGO・システムプラザ(敷地)	神奈川県横浜市	-	H20.2.18	11,904	5.2	96.8%
その他	H20.2.14	3249IIF	IIF羽田空港メインテナンスセンター	東京都大田区	H5.6.30	H20.2.29	41,110	4.3	99.1%
その他	H20.5.23	8963TGR	PEIT内神田	東京都千代田区	-	H20.5.30	176	-	96.2%
その他	H20.5.23	8963TGR	PEIT池上	東京都大田区	-	H20.5.30	133	-	94.3%
その他	H20.7.1	8964FRI	コストコホールセール入間倉庫店(底地)	埼玉県入間市	-	H20.7.10	2,600	-	100.0%
その他	H20.9.29	8963TGR	PEIT上野三丁目第一	東京都台東区	-	H20.9.30	98	-	99.0%
その他	H20.9.29	8963TGR	PEIT駒形第一	東京都台東区	-	H20.9.30	87	-	98.9%
その他	H20.9.29	8963TGR	PEIT福島陣場町第一	福島県福島市	-	H20.9.30	83	-	98.8%
その他	H20.9.29	8963TGR	ストップパーキング久里浜第一	神奈川県横浜須賀野市	-	H20.9.30	57	-	98.3%
その他	H20.9.29	8963TGR	ストップパーキング新所沢第一	埼玉県所沢市	-	H20.9.30	50	-	98.0%
その他	H20.9.29	8963TGR	ストップパーキング新所沢第二	埼玉県所沢市	-	H20.9.30	48	-	98.0%
その他	H20.9.29	8963TGR	PEIT中服町第一	福岡県福岡市	-	H20.9.30	28	-	96.6%

(出所)住信基礎研究所

図表： J-REIT の物件譲渡額の推移



図表： J-REIT 物件譲渡事例(2008年発表分/用途別・発表順)

資産タイプ	譲渡発表日	銘柄	物件名称	所在地	建築時期	譲渡日	譲渡価格(百万円)	NOI(直近実績年換算)/譲渡価格	譲渡価格/直近鑑定評価額	譲渡価格/直近簿価
オフィス	H20.1.11	8976DAO	ダヴィンチ新横浜214	神奈川県横浜市	H11.11.15	H20.3.7	3,200	5.3%	107.4%	152.5%
オフィス	H20.1.11	8976DAO	ピリーヴ大森	東京都品川区	H4.7.29	H20.7.17	4,480	4.5%	111.7%	141.5%
オフィス	H20.2.28	3229NCM	パシフィックシティ浜松町	東京都港区	H4.5.29	H20.3.3	2,538	3.7%	124.4%	141.7%
オフィス	H20.2.28	3229NCM	五反田メタリオンビル	東京都品川区	H3.8.23	H20.3.3	2,012	4.5%	105.9%	155.3%
オフィス	H20.3.25	3227MID	京橋MIDビル	東京都中央区	S56.5.28	H20.4.17	7,100	4.0%	104.6%	123.6%
オフィス	H20.4.7	8980LCP	上野フジタエステート1	東京都台東区	S61.9.8	H20.4.9	2,180	4.7%	115.3%	113.3%
オフィス	H20.5.14	8976DAO	ダヴィンチ三田	東京都港区	H5.3.31	H20.6.30	4,760	4.1%	101.5%	149.3%
オフィス	H20.6.19	8951NBF	大同生命大宮ビル	埼玉県さいたま市	H3.10.31	H20.6.20	2,707	5.2%	104.9%	123.6%
オフィス	H20.6.19	8951NBF	NBF谷町ビル	大阪府大阪市	H5.4.12	H20.6.20	2,400	5.0%	108.6%	126.8%
オフィス	H20.6.25	8972KRI	博多駅前第2ビル	福岡県福岡市	S59.9.11	H20.7.30	1,470	7.7%	85.5%	101.7%
オフィス	H20.6.27	8963TGR	IWATAビル	神奈川県横浜市	H3.9	H20.7.31	1,026	9.2%	80.1%	122.1%
オフィス	H20.6.27	8987JEI	秀和飯田橋ビル	東京都文京区	S63.10.31	H20.7.4	4,580	4.1%	92.7%	113.1%
オフィス	H20.7.10	8987JEI	仙台興和ビル	宮城県仙台市	S54.8.20	H20.8.29	4,815	6.6%	114.4%	113.4%
オフィス	H20.8.15	8976DAO	ダヴィンチ神谷町	東京都港区	H1.11.1	H20.9.2	17,000	3.1%	114.1%	141.4%
オフィス	H20.8.28	8983COI	COI本郷ビル	東京都文京区	H3.1.31	H20.10.20	1,550	6.2%	102.6%	140.4%
オフィス	H20.8.29	8963TGR	アサヒビル	東京都中央区	S63.6	H20.8.29	617	5.4%	104.5%	135.8%
オフィス	H20.9.16	8954OJR	ラウンドクロス心齋橋	大阪府大阪市	S61.4	H20.9.25	14,500	4.7%	105.8%	101.9%
オフィス	H20.10.30	8955JPR	NORTH33ビル	北海道札幌市	H4.2.17	H20.10.30	3,520	5.3%	118.9%	100.1%
オフィス	H20.12.17	8983COI	COI東日本橋ビル	東京都中央区	H8.11.5	H20.12.18	3,000	7.0%	84.3%	132.4%
住宅	H20.1.16	8962NRI	梅田エクセルハイツ	大阪府大阪市	H14.2	H20.1.25	6,200	5.1%	115.2%	112.7%
住宅	H20.1.16	8962NRI	SOHO北青山	東京都港区	H16.3	H20.1.25	1,500	3.6%	122.0%	123.7%
住宅	H20.1.22	8966CIG	和光学生ハイツ	埼玉県和光市	H2.4.30	H20.4.25	675	7.1%	113.6%	127.8%
住宅	H20.1.22	8986JRH	ルネ神戸北町Ⅱセンターコート	兵庫県神戸市	H4.3.3	H20.2.1	919	7.8%	115.9%	101.1%
住宅	H20.2.15	8969PRC	メゾン・ド・ヴィレ麻布台	東京都港区	H13.5	H20.4.23	2,956	3.7%	108.7%	108.6%
住宅	H20.2.29	8965NCR	NCR三田	東京都港区	H15.2.20	H20.3.25	1,060	4.4%	100.4%	106.5%
住宅	H20.2.29	8975FCR	ピーサイト日本橋人形町	東京都中央区	H14.9	H20.6.10	2,415	4.5%	128.5%	127.7%
住宅	H20.2.29	8975FCR	テラス乃木坂	東京都港区	H17.1.11	H20.6.10	1,696	4.3%	121.1%	119.6%
住宅	H20.2.29	8975FCR	フォレスト尾山台	東京都世田谷区	H15.2	H20.6.10	720	4.9%	103.9%	102.9%
住宅	H20.3.21	8973JOR	スペース麻布十番 I	東京都港区	H15.12.16	H20.3.31	1,320	4.3%	100.0%	138.3%
住宅	H20.3.28	8963TGR	ベルメゾン池上	東京都大田区	H5.9	H20.3.28	308	7.1%	87.9%	105.9%
住宅	H20.4.22	8965NCR	NCR学芸大学	東京都世田谷区	H17.4.14	H20.5.13	1,350	5.1%	100.0%	107.8%
住宅	H20.4.22	8965NCR	NCR洗足公園	東京都大田区	H7.4.12	H20.5.13	860	5.2%	96.8%	92.2%
住宅	H20.7.4	8966CIC	マイア渋谷桜丘	東京都渋谷区	H15.12.17	H20.7.28	920	4.9%	101.4%	113.2%
住宅	H20.7.24	8965NCR	NCR静岡鷹匠	静岡県静岡市	H18.2.22	H20.7.29	860	6.1%	104.0%	104.8%
住宅	H20.9.25	8965NCR	NCR横浜イースト	神奈川県横浜市	H15.3.13	H20.9.26	5,840	6.5%	81.5%	87.7%
住宅	H20.9.25	8965NCR	NCR戸越銀座	東京都品川区	H18.5.17	H20.9.26	1,800	6.3%	87.4%	87.8%
住宅	H20.9.25	8965NCR	NCR南麻布イースト	東京都港区	H17.9.28	H20.9.26	1,150	5.5%	86.1%	89.3%
住宅	H20.10.30	8969PRC	TKフラッツ田園調布アネックス	東京都大田区	H11.3	H20.10.30	225	4.5%	104.2%	91.9%
住宅	H20.10.31	8962NRI	パークハピオ京橋	東京都中央区	H16.8	H20.11.6	2,620	5.9%	87.9%	93.0%
住宅	H20.12.26	8980LCP	コスモ西大島グランステージ	東京都江東区	H8.2.22	H21.1.20	710	7.8%	78.2%	76.0%
商業	H20.6.11	8972KRI	ZARA天神西通	福岡県福岡市	H17.11.30	H20.6.25	4,109	4.6%	107.8%	112.0%
商業	H20.12.26	8953JRF	ジャスコ茅ヶ崎ショッピングセンター	神奈川県茅ヶ崎市	H12.10.13	H21.1.8	7,750	5.9%	100.3%	101.3%
物流	H20.12.18	8967JLF	加古川物流センター	兵庫県加古川市	H19.8.10	H20.12.25	2,200	5.6%	102.8%	106.7%

(注) 1.NOIは直近の通期稼働期の実績値×2を使用
 2.直近鑑定評価額、直近簿価は譲渡時プレスリリースに記載の数値を使用
 (出所) 住信基礎研究所

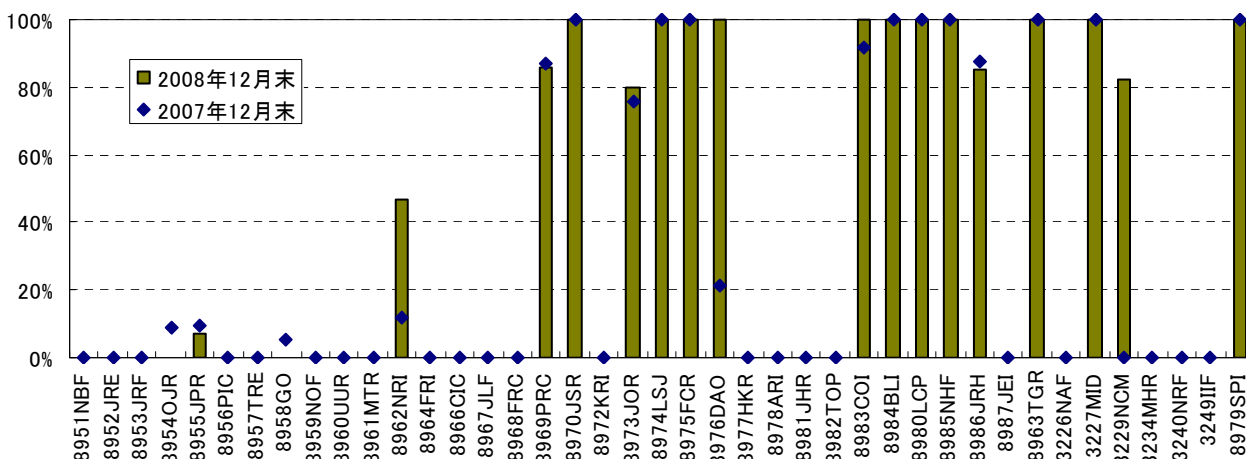
3. デット調達力の格差拡大。調達コストの負担がEPSを圧迫

● 銘柄格差が広がる負債調達構造

信用リスクの増大で金融機関の融資姿勢が慎重になり、J-REITを含む不動産投資市場のデットファイナンス環境が急激に厳しくなった。担保の有無、借入期間の長短、返済期限の分散、借入先の分散、借入スプレッド、融資関連費用といった借入条件、コミットメントラインの設定状況など財務内容は予てより銘柄間で異なっていたが、融資環境の変化とともに、特にスポンサーを含めた信用力が低く、財務基盤の脆弱な銘柄では条件悪化が顕著に見られ、銘柄間の財務内容の格差がさらに拡大している。

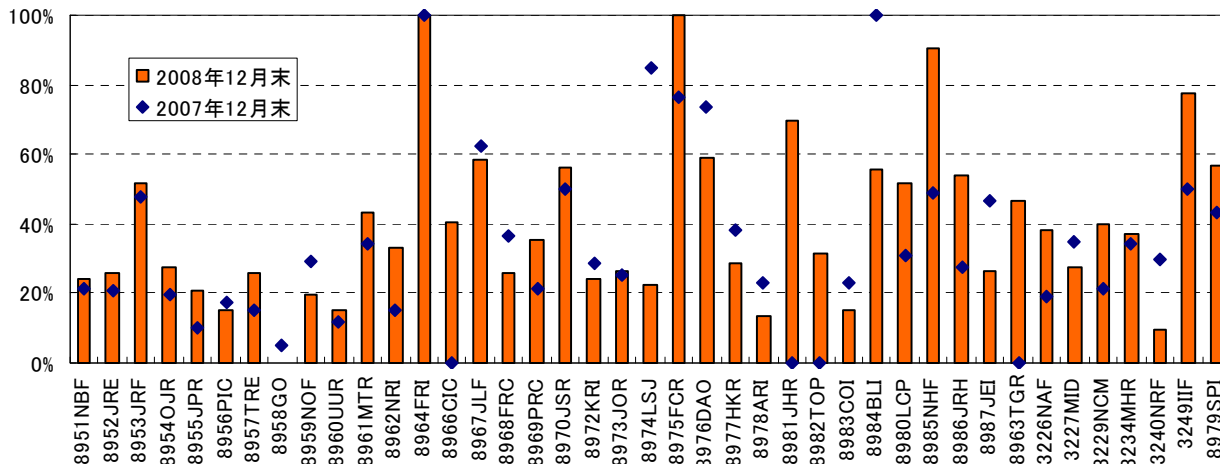
まず、有担保比率は15銘柄が80%以上となっており、この1年間で、日本コマーシャル投資法人、DAオフィス投資法人、日本レジデンシャル投資法人の有担保比率が大幅に上昇した。1年以内返済予定有利子負債比率が50%以上の銘柄は13銘柄で、2007年末に比べて倍増している。また、長期有利子負債の平均残存年数は全体で3.8年から3.3年に短縮、同年数が2年以下の銘柄は4銘柄から11銘柄へ増加した。借入期間の長期化は財務の安定性を確保するために重要であるが、投資法人債による調達が実質不可能となり、借入コストも嵩むなかで、なかなか実現が困難となっている。

図表： J-REIT 銘柄別の有担保比率の変化



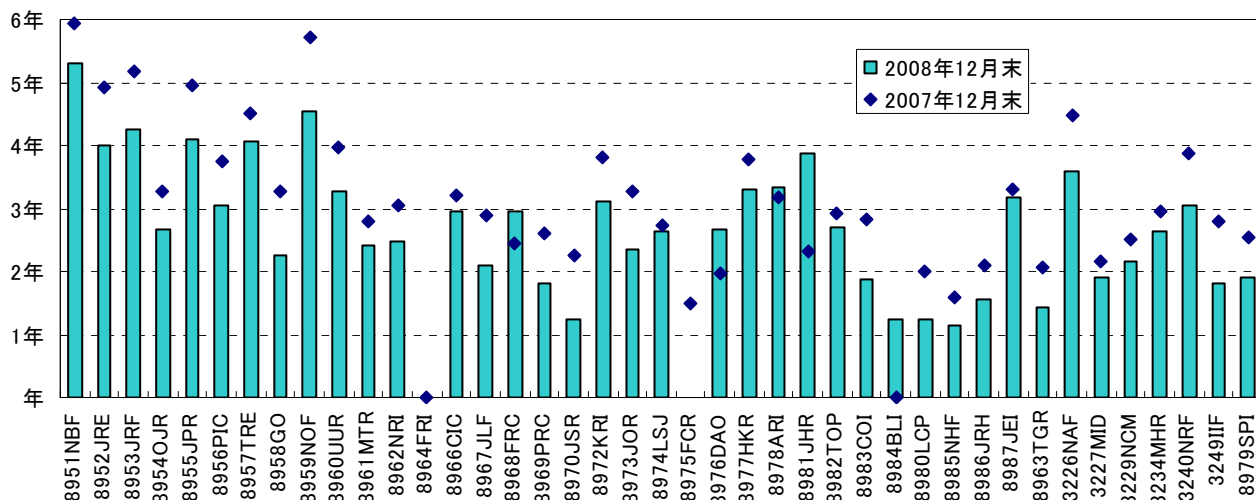
(注)1.有担保比率=有担保有利子負債/有利子負債総額。2.データは各時点までに公表された内容を反映している (出所)住信基礎研究所

図表： J-REIT 銘柄別の1年以内返済予定有利子負債比率の変化



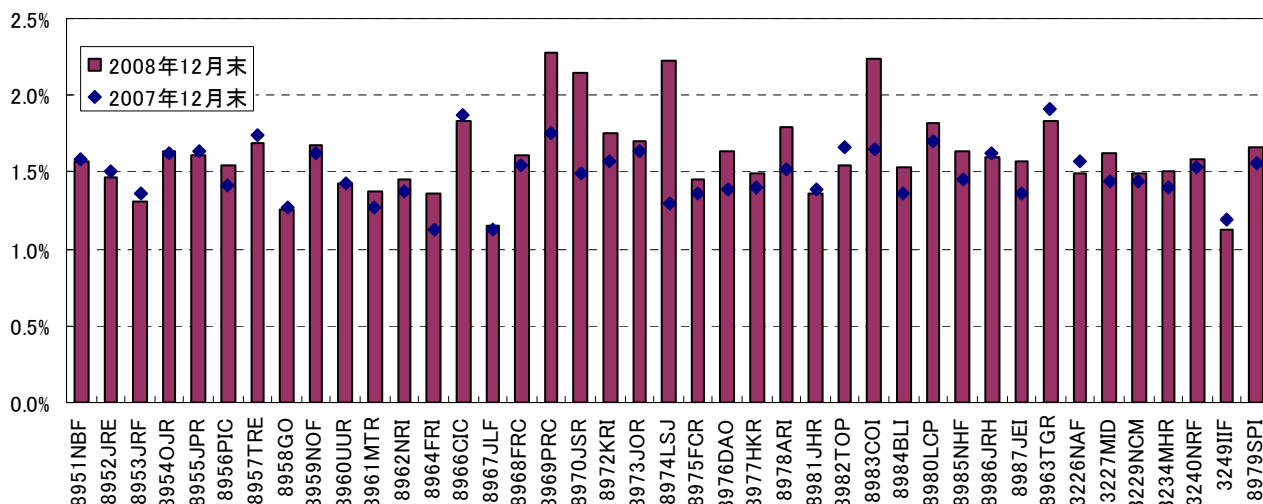
(注).データは各時点までに公表された内容を反映している (出所)住信基礎研究所

図表： J-REIT 銘柄別の長期有利子負債残存年数の変化



(注) データは各時点までに公表された内容を反映している
(出所) 住信基礎研究所

図表： J-REIT 銘柄別の有利子負債平均利率の変化



(注) データは各時点までに公表された内容を反映している
(出所) 住信基礎研究所

● 賃貸事業利益は安定推移するも、デット調達コストの負担増が EPS を圧迫

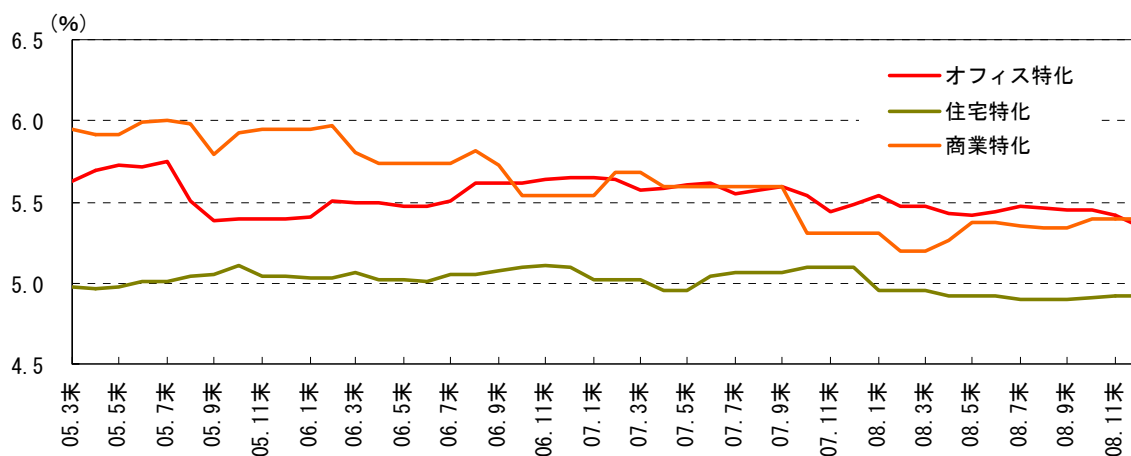
J-REIT 保有資産は概ね高稼働率を維持しており、NOI 利回りは 2008 年末でオフィス特化型 5.4%、住宅特化 4.9%、商業特化 5.4%と、2007 年と比較してもさほど大きな変化はない。1 口当たりの平均賃貸事業利益も過去 2 期は微増で推移し、21,000 円強の水準にある。

しかしながら、デット調達コスト(支払金利のほか、融資関連費用などを含む)の負担増により営業外収支が著しく悪化。借入金の有担保化、借入期間の短期化と条件が悪化するにも関わらず、多くの銘柄で有利子負債平均利率が上昇し、一部銘柄では借入時に多額の融資関連費用を要求されるケースが散見される。1 口当たりの平均デット調達コストは過去 2 期間で 3 割弱増加し、約 4,600 円となった。特に、住宅特化型、全額有担保借入の銘柄では 1 口当たりのデット調達コストが増加し、平均 5,500 円程度と負担が重くなっている。また、商業特化型のデット調達コストも負担自体は小さいが、急増している。これには、LTV の上昇や借入利率の上昇のほか、従来、金融コストの抑制につながってきたテナントからの預かり金・保証金の漸減、一部利払いを伴う既存保証金の償還開始といった商業 REIT 特有の要因も影響している。

デット調達コストの負担度合いは銘柄間でさらに大きな違いがあり、EPS の格差拡大を助長している。直近期実績(08.6期~08.11期)で比較すると、1口当たりのデット調達コストが売却益抜き EPS の2割程度に止まるものから、それがEPSを上回るものまである。

このように想定を上回るデット調達コストの増加によって、J-REIT の魅力である安定したインカムゲイン=分配金に対する懸念が急速に強まった。2008年のJ-REITの株価急落は投資家層の変化や世界的な金融不安、景気後退懸念といった外部要因の影響もあるが、J-REITにおける財務リスク・信用リスクの顕在化にも起因すると思われる。

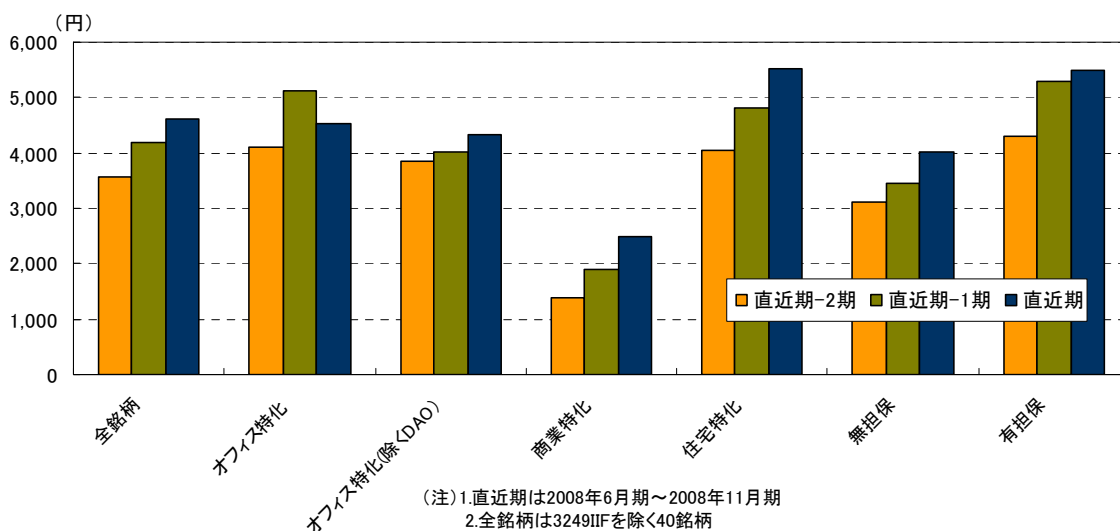
図表:セクター別不動産 NOI 利回りの推移(主要大型銘柄)



(注) 1. 不動産NOI利回り = 年間NOI ÷ 不動産取得価格合計
 2. 各REITの年間NOIは、各時点における住信基礎研究所予想に基づく。
 年間NOIは固定資産税費用化調整後の標準NOI (取得予定含む)

(出所) 住信基礎研究所

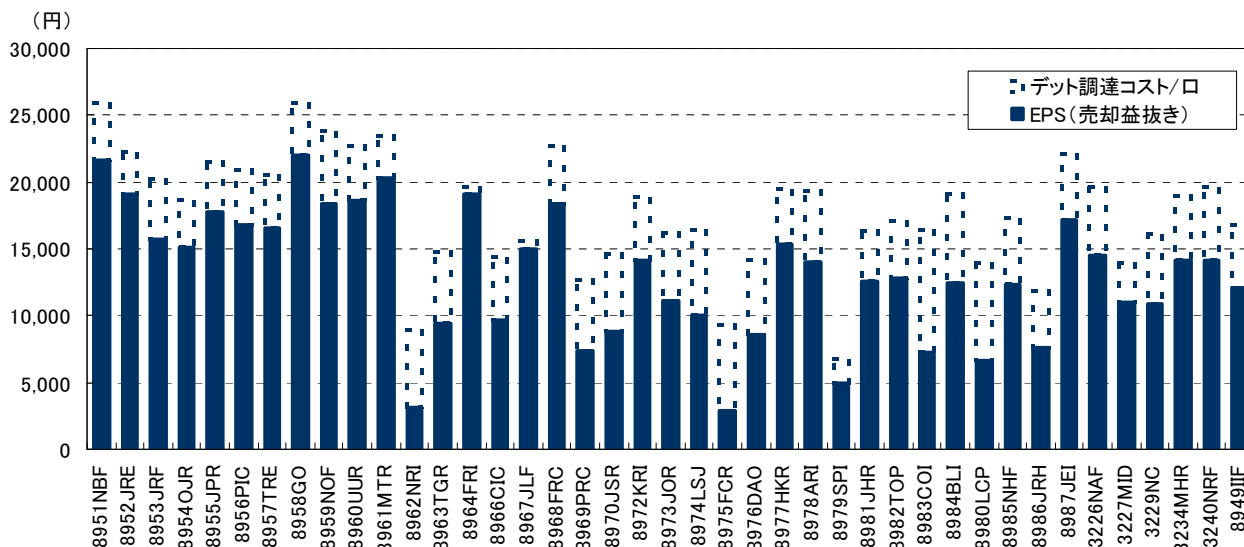
図表:セクター別1口当たりデット調達コストの推移



(注) 1. 直近期は2008年6月期~2008年11月期
 2. 全銘柄は3249IIFを除く40銘柄
 オフィス特化は8951NBF、8952JRE、8958GO、8959NOF、8976DAO、8987JEI、
 商業特化は8953JRF、8964FRI、住宅特化は8962NRI、3226NAF
 有担保は2008年末で借入金金額が有担保の16銘柄、無担保はそれ以外。
 3. デット調達コスト=支払利息+投資法人債利息+融資関連費用+投資法人債発行費償却

(出所) 住信基礎研究所

図表：売却益抜き EPS と 1 口当たりデット調達コストの銘柄比較 (直近期)

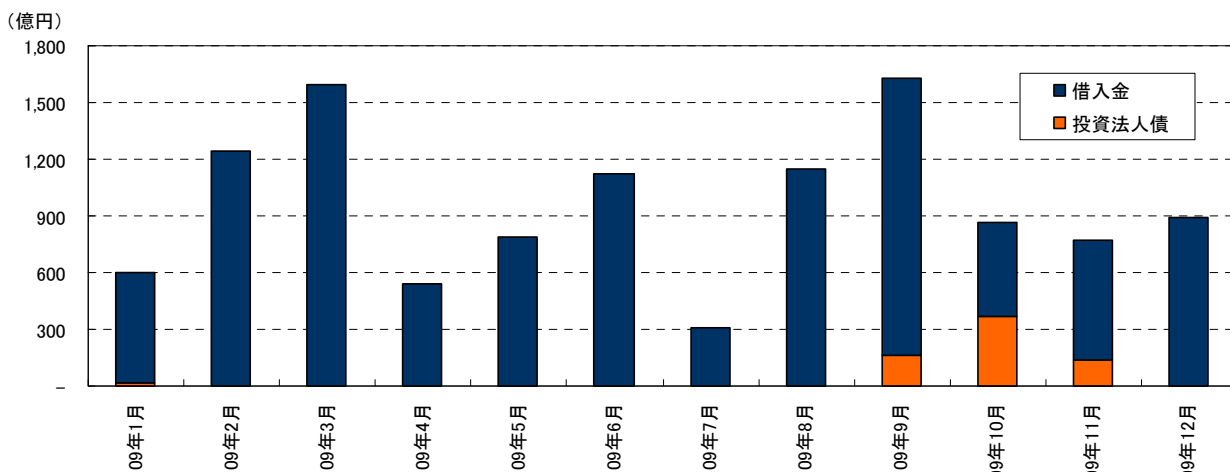


(注) 8955JPR、8981JHRは他銘柄との比較のため調整値を使用
(出所) 住信基礎研究所

● 一部銘柄ではリファイナンスが経営の最重要課題に

現状、先行銘柄の借入スプレッドが低位を維持する一方、リファイナンスが経営の最優先課題とする銘柄もあり、財務運営の環境には銘柄間でかなりの温度差がある。2008年12月末時点で2009年中に返済予定が到来する有利子負債は総額1兆1,500億円程度。当面はリファイナンスの確実な実行とリファイナンスの際の借入条件の変化が焦点となる。特に、今秋には総額670億円の投資法人債の償還が予定されており、償還原資調達が行方が注目される。

図表：2009年の有利子負債返済スケジュール(J-REIT 全銘柄合計)



(注) 2008年12月末時点 (出所) 住信基礎研究所

4. 業界再編の動き

● J-REITスポンサー企業の破綻が相次ぐ～スポンサー破綻リスクの整理

9月末、リプラス・レジデンシャル投資法人(現・日本賃貸住宅投資法人)のスポンサーであるリプラスが破産し、J-REITの主要スポンサー(資産運用会社の主要株主)が初めて経営破綻した。

投信法上、投資法人は資産運用会社に資産運用業務を委託しなければならず、主要株主が破綻した場合、資産運用会社の業務遂行に与える影響が問題となる。法令では、資産運用会社は金融商品取引業者でなければならないと規定されている。一方、金融商品取引業(投資運用業)の登録取消し要件には人的要件、資産要件があり、主要株主の破綻によって資産運用会社の経営状態が悪化するような事態に陥れば登録取消しとなる可能性がある。

資産運用会社が金融商品取引業者でなくなった場合、投資法人は当該資産運用会社との資産運用委託契約を解約し、資産運用会社を変更しなければならない。ただ、他の資産運用会社と新たな資産運用委託契約を締結できる保証は無く、新たな資産運用会社に業務が承継されない場合には、投資法人の登録が取り消される可能性がある。その場合、投資証券は上場廃止となり、投資法人は解散に至り、清算手続が開始される。

リプラス・レジデンシャル投資法人の場合は、直前に新規参画したスポンサーであるアップルリンゴホールディングスがリプラス破綻後に資産運用会社の株式を承継した。その後、メインスポンサー破綻はビ・ライフ投資法人のモリモト、クリード・オフィス投資法人のクリードと続いたが、いずれも破綻前にメインスポンサーが交代しており、資産運用会社の業務が継続されている。

ただし、スポンサー交代で投資法人の継続性に支障が無くとも、スポンサーが物件取得や物件運営管理で重要なサポートを担っている場合には、外部成長の停滞や物件運営管理の質低下・効率悪化が生じる恐れがある。

● ニューシティ・レジデンスがJ-REIT初の破綻～資金繰りで破綻の異常事態

2008年10月9日、ニューシティ・レジデンス投資法人が民事再生法の適用を申請、J-REITとして初めての経営破綻となった。破綻理由は、10月末までに取得予定の物件の決済資金や借入の返済資金が調達できなかったためと説明された。

ニューシティ・レジデンス投資法人の破綻は、金融機関の不動産向け融資姿勢や不動産の流動性低下の厳しさを改めて認識させた一方、特にJ-REITの投資家心理に多大な影響を与えた。破綻を契機に、リファイナンスリスクを再認識した格付け会社はJ-REITの格付けを相次いで引き下げ、J-REITの中でいわゆる「質への逃避」が加速した。選別投資の結果、信用リスクが高い銘柄に対しては、継続企業(going concern)を前提としたバリュエーションでは説明できず、非常に高いリスクプレミアムが要求されることとなっている。

ニューシティ・レジデンス投資法人の場合、資金調達の保証がないにもかかわらず、大型物件をファイナンスに係る停止条件が無い内容でフォワード・コミットメントしていたのは、資産運用会社のリスク認識が甘かったと言わざるをえない。これを受けて、金融庁の金融商品取引業者等向けの監督指針にも、投資法人によるフォワード・コミットメントについて留意事項が盛り込まれた。

ただ、ニューシティ・レジデンス投資法人は直近期まで保有資産のキャッシュフローが概ね安定的で黒字を計上、債務超過ではなかった。リークの資金繰り破綻はグローバルに見ても珍しく、運用会社の想定を超えた異常事態だったと言える。

● スポンサー交代の動きとその評価

閉塞したJ-REIT市場において再編期待は高まっている。J-REIT同士のM&Aはまだ実現していないが、資金調達力が著しく低下している銘柄についてはスポンサーを含めた信用力向上が急務であり、前年に引き続き2008年も新たなスポンサーの参画・交代といった形での再編事例がいくつか見られた。

ただ、2007年との違いは、スポンサー変更目的が外部成長力補完から信用力回復・財務体質の強化に変化した点である。2008年にスポンサー交代したうち、フロンティア不動産投資法人を除く3銘柄では、スポンサー交代直後に、既存メインスポンサーが破綻に陥っている。

しかしながら、これらスポンサー変更に対する市場評価は一部を除き必ずしも高くない。評価が得られない要因としては、①新スポンサーへの第三者割当増資でBPSが低下、②新スポンサーの参画意図が不明瞭・関与の継続性に疑問、③新スポンサーからの物件取得でポートフォリオ利回りが低下、④新スポンサーによる信用補完の効果が不透明、などがあげられる。

図表： J-REIT の提携、スポンサー交代の事例(2007年)

投資法人名	ビ・ライフ投資法人	エルシーピー投資法人	クレッシェンド投資法人	ラサールジャパン投資法人 (旧イーアセット)
新規提携先	キャピタランド・ジャパン	GEリアル・エステート	モルガン・スタンレー・グループ等	ジョーンズ ラング ラサール
リリース日	2007/2/13	2007/3/13	2007/5/21	2007/11/8
新規提携先に期待される役割	物件情報、ノウハウ提供による運用力補完	パイプラインサポートによる外部成長力補完	パイプラインサポートによる外部成長力補完	物件情報・ノウハウ提供による運用力強化
新規提携先の事業内容	上場不動産会社(シカホールGIC)。 不動産開発・運営・ファンド組成事業をグローバル展開。 アジアで複数REITを組成・運用。	不動産投融資事業(米GE社不動産部門の日本法人)	不動産投資関連事業(アドハイザリー、AM、私募ファンド)(モルスタの主要グループ会社)	不動産投資事業(公募・私募ファンド)運用、開発案件をグローバル展開。
業務提携内容	パイプラインサポート 人員派遣	パイプラインサポート 人員派遣	パイプラインサポート	パイプラインサポート 人員派遣
新規提携先の資産運用会社への出資状況(上位3位株主)	モリモト(50.1%) キャピタランド・ジャパン(33.4%) 大和ハウス工業(10.0%)	—	—	ラサール インベストメント マネジメント(100%)
新規提携先等への第三者割当	8,000口 希薄化率19.4%	32,500口 希薄化率54.8%	48,161口 希薄化率79.6%	57,000口 希薄化率89.8%
第三者割当後のBPS変化率	0.7%	-0.6%	10.5%	-7.9%

(出所)住信基礎研究所

図表： J-REIT の提携、スポンサー交代の事例(2008年)

投資法人名	フロンティア不動産投資法人	日本賃貸住宅投資法人 (旧リプラス・レジデンシャル)	ビ・ライフ投資法人	クリード・オフィス投資法人
新規提携先	三井不動産	アップルリンゴ・ホールディングス・ビー・ヴィ	大和ハウス工業	いちごアセットトラスト
リリース日	2008/2/18	2008/8/12	2008/11/28	2008/12/9
新規提携先に期待される役割	外部成長力確保、J-REIT運用・商業運営ノウハウの活用	資本増強による財務体質回復	既存スポンサー破綻後の運用継続性の確保、信用力強化	ファイナンス面における体制強化
新規提携先の事業内容	不動産開発・運用。 従前より商業施設特化リートの上場を検討。NBF・NAF運用実績。	オークツリーは米投資会社。オルタナティブ投資分野中心。デット・エクイティ、不動産、新興市場、日本株等の運用助言。	主要事業は建築(住宅、商業施設、物流施設他)、都市開発。 大和ハウスリート投資法人の上場を準備したが断念。	日本株投資特化の独立系投資顧問・投資信託。 いちごアセットトラストはアセットマネージャーズHD(持株比率48.3%)、クリード(同12.9%)の筆頭株主。
業務提携内容	パイプラインサポート 人員派遣	人員派遣	パイプラインサポート	人員派遣
新規提携先の資産運用会社への出資状況(上位3位株主)	三井不動産(100%)	アップルリンゴ・ホールディングス・ビー・ヴィ等マスター会社グループ(90%) 三菱東京UFJ銀行(5%) 三井住友銀行(5%)	大和ハウス工業(73.5%) モリモト(20.0%) モルガン・スタンレー・キャピタル(2.0%)	いちごアセットトラスト(100%)
新規提携先等への第三者割当	14,600口 希薄化率13.2%	70,000口 希薄化率71.8%	—	—
第三者割当後のBPS変化率	2.9%	-26.7%	—	—

(出所)住信基礎研究所

- J-REIT 市場の回復・成長のために期待されること

J-REIT 市場が再度浮揚するためには、まずデット調達環境の極端な悪化を早急に是正し、ニューシティ・レジデンス投資法人のような資金繰り破綻を回避することで、市場の信頼を取り戻すことが必要である。その意味でも、日本政策金融公庫の危機対応業務を活用した資金繰り支援、日銀による投資法人債の適格担保化といった緊急支援策が J-REIT の資金繰り改善にもたらす効果が期待される。実際、一連の緊急支援策への期待から、2008 年 12 月以降、J-REIT のパフォーマンスは比較的安定的に推移している。

ただし、政府の緊急支援策はあくまで時限措置であり、投資法人債の適格担保化を例にとっても支援対象が全てに及ぶとは限らない。今回の信用収縮下で、構造上リスクが抑制された J-REIT を、スポンサーと一体評価するレンダーの実態を踏まえると、資金調達に窮する銘柄が中長期的な継続性を確保するためには、やはりスポンサーを含めた信用力向上が不可欠とせざるを得ない。

業界からの予てよりの要請や昨今の J-REIT 市場の行き詰まりを受け、負ののれん発生時の調整措置や合併交付金の取扱い明確化など一連の制度改正が進み、投資法人の合併環境が急速に整ってきている。これにより、従来からのスポンサー交代だけでなく、信用力の高い J-REIT と合併することで信用力向上を図ることも可能となってきた。規模の経済性が働き難い J-REIT にとって救済合併をするインセンティブは乏しいかもしれないが、約半数の銘柄が NAV に対して 50%以上ディスカウントされた状態は、投資効率の観点からも合併の好機と言える。市場創設以来積み上げてきた質の高い不動産ポートフォリオを法的整理によって安易に流出させないためにも、2009 年は政府の資金繰り支援による運用継続性のサポートに加えて、自律的回復と持続的成長に向けた合併による再編などの早期対応が J-REIT 市場には強く求められる。

以上

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-jreit/jreit.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の一切の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。
5. STBRI J-REIT Index は当社が独自に開発した J-REIT インデックスです。STBRI J-REIT Index は当社の知的財産であり、STBRI J-REIT Index の算出、数値の公表、利用など STBRI J-REIT Index に関する権利は当社が所有しております。「STBRI J-REIT Index®」は当社の登録商標です。