

個人投資家のための

## 【JREIT早わかり講座】

JREIT（不動産投資信託）という言葉を目にしたことがあるけど、内容がわからないという方が多いと思います。本書ではJREITを初心者向けに解説することを目的として出来るだけ平易に説明していきます。

### 《ご注意》

本資料は情報の提供のみを目的としており、取引の勧誘を目的としておりません。  
投資の最終判断は投資家自身でなされる事をお願い致します。

## ～ はじめに ～

日本にJREITが初めて登場したのが2001年の9月です。

その後6年間で、組成するのも運用するのも難しいJREITという仕組みにも拘わらず、既に41銘柄が上場され、資産規模合計も6兆円に迫りつつあります。

JREITファンドは、SPC等を利用した私募ファンド等と比べても、組成も運用も格段に難しい仕組みだけに、6年間で41銘柄も登場した事は関連業界の強い意欲が伺えると言えます。

JREITが難しいというのは、証券化の対象となる良質な不動産を一定規模まで集めなくてはならないという組成までの労苦と、組成後にそれらの不動産を運用出来る高い質を持った体制をスタート時点から構築しなくてはならないという点が挙げられます。

更に、上場後は常に市場監視下にあって、様々な投資家への適切な情報開示も求められており、上場している銘柄の情報開示内容を見ても、通常の株式会社とは比較にならない程の詳細な内部情報も発信しており、投資家重視の姿勢もより徹底していると言えます。

JREITは投資商品の中では、ミドルリスク・ミドルリターン型と言われていますが、それは、株価の動きや配当という現象的な面での表現だけではなく、従来の株式会社とは異なった業務遂行と情報開示姿勢がもたらすものだとも言えるのです。

デマンドサイドの投資家にとっては、サプライサイドであるファンド側の投入する労力が多いと言う事は歓迎すべき事であり、投資口証券を購入するだけで、これだけの質の商品と配当を得られるというのは、不動産投資ではベストとも言えるのではないかとも思われます。

勿論、全てのJREITファンドがベストという訳ではありませんが、投資家にとっては、投資商品の選択肢の中に、新しいジャンルの商品が加わった事は、大変、大きな意義があると言えます。

REIT アナリスト 山崎成人  
2007.04

～ 目次 ～

第 1 章	JREIT 基礎知識
第 2 章	JREIT 投資 Q&A
第 3 章	投資家別 JREIT 活用術
第 4 条	JREIT 6 銘柄の比較
第 5 章	アナリストによる各銘柄評価
第 6 章	JREIT 投資の準備

## 第1章 《 J R E I T基礎知識 》

### ◆ J R E I T (ジェイ・リット)とは？

Japan Real Estate Investment Trust の頭文字をとった略称で、邦訳としては「日本版不動産投資信託」という事になります。

何故、日本版と断るのかと言うと、米国では、既に、R E I Tという不動産証券化商品は40年以上の歴史があり、今日では株式や債権と並ぶ投資商品の一つとして定着しています。

日本で、この米国R E I Tを模して、日本風アレンジしたという事で、敢えて、Japanを付けて呼んでいるのです。

このJ R E I Tは株式と同じように東京証券取引所又は大阪証券取引所等の株式市場で取引されていますが、株式と違う点は、株主への配当金が一定の条件の下（課税所得の90%以上を投資家に配当する）に損金算入される事です。

株式配当の場合、税引き後の利益から配当金を支払いますが、J R E I Tの配当金は、経費として見なされ、法人税が掛かりません。

これが、J R E I Tが株式に比べると高配当が出来る仕組みです。

この低金利の時代に2~5%前後の年間配当利率に驚く人も居るとは思いますが、J R E I Tはその仕組みによって、投資法人の利益には税金を掛けずに、投資家への配当収入に税金を課する仕組みになっているのです。（二重課税の回避）

簡単に言えば、J R E I Tは法人が支払うべき法人税が免除されている分、高配当を実現出来るという事なのです。

### ◆ J R E I T = 不動産投資信託とは？

言葉の意味を余り追わずに、J R E I Tとは不動産から生じる収益を投資家に配当する仕組みのファンドだと単純に考えて下さい。

### ◆ 投資法人とは？

J R E I Tでは、投資法人（投資法人という名称になります）という組織体が投資口証券（株式に相当する出資口）を発行し、出資金を集めます。

従って、投資家は投資法人へ出資することで投資を行うこととなりますが、この投資法人は出資金を集めるだけの機能を有した導管体なので、複雑な組織体制は持っていません。

実態としては、役員3~5名だけで構成されていて、規制によって社員を雇用したり、支店・営業所を開設したり、又、J R E I T以外の業務も行えなくなっています。

即ち、実体を伴わないペーパー・カンパニーに近い組織ですので、実際の業務遂行は資産運用会社と呼ばれる組織体に委託されています。（従って、J R E I Tの実体は資産運用会社だとも言えます）

## ◆ 資産運用会社とは？

JREITの設立母体（スポンサ - 又はオリジネーターと呼びます）となった企業が、人材と資本金を提供して資産運用の新会社を作りますが、設立には金融庁の認可が必要であり、かなり厳しい審査を受けます。

JREITの資産運用会社は、どのファンドも不動産運用に熟達した人材を少なくとも15名前後集めていますが、この人員を確保するのが大変なのです。

スポンサ - 企業が大手総合不動産会社であれば、自らの社員を選抜して出向派遣出来ますが、スポンサ - が不動産系企業でない場合は、不動産業界等からスカウトして人材を集めています。

従って、JREITの運用の巧拙はこの資産運用会社に居る15名前後の人材の質に関わっており、特に、運用会社の社長と投資運用責任者の力量に負う所が大きいのです。言うなれば、投資家は、資産運用会社の社長と投資運用責任者の能力を信じて投資している形になりますから、本来は資産運用会社の能力レベルをチェック出来なければいけないとも言えます。

### ・資産運用会社の業務実態

JREITの設立時点で保有する不動産の選別から実質的購入可否の判断は資産運用会社が行っていますし、上場後に追加取得する不動産の選別と購入も資産運用会社が行っています。

勿論、保有している不動産の運用も資産運用会社の主要業務ですので、購入と運用を一手に行っているというのが資産運用会社の業務実態です。

資産運用会社の収益は投資法人からの資産運用報酬ですので、社員数や会社の規模は運用報酬額によって決まります。

もっと簡単にいうと、投資家にとっては、無駄の無い体制と高い質を持った資産運用会社に合理的な運用報酬を払っているJREITファンドがベストと考える事が出来ます。

### ・資産運用会社の人材と体制

資産運用会社の社員数は、概ね、15名前後～40名程度で構成されていますので、社員数だけを見れば中小企業の範疇に入ります。

この人数で、日々の運用や情報開示・広告活動、不動産物件の取得の為の調査や情報収集活動を行っていますから、全員がフル稼働していなくては業務をこなせません。

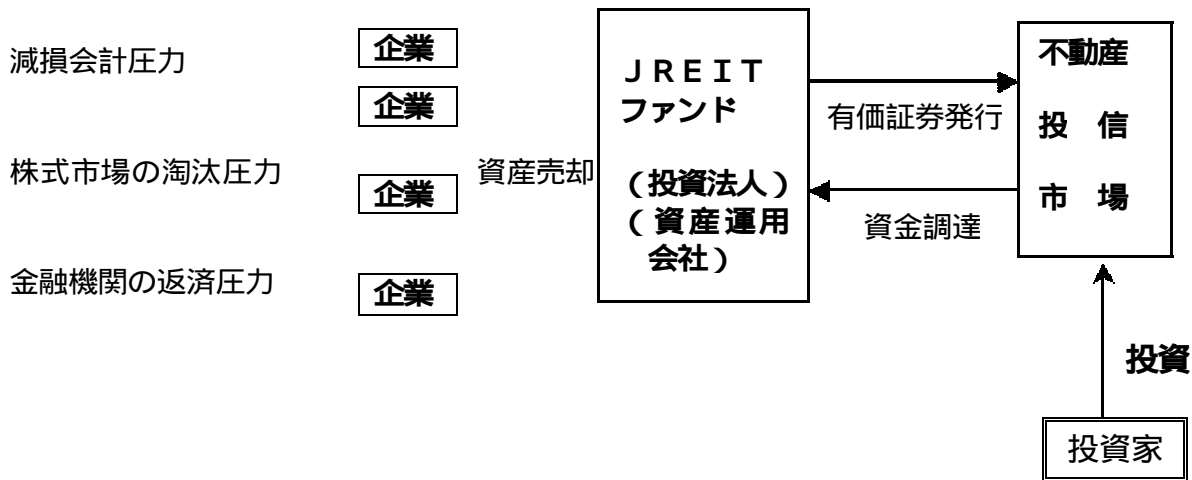
従って、幹部は重要な戦力になりますから、経営者と言えども実際の戦力でなければなりません。

そうは言っても、この人数で全ての業務を消化する事は無理がありますので、資産運用会社から再委託という形で、必要に応じて、業務を外部発注しています。

人材面を見ると、どの資産運用会社も投資運用責任者には不動産に詳しい人材を登用していますが、その責任は非常に重く、且つ、日々の厳しい投資家からのプレッシャー - を受けていますので苦勞が絶えないポストだとも言えます。

## ◆ JREITはどんな仕組み？（その1）

JREITを専門的に理解しようとする大変です。従って、ここでは、基本的な形を説明しますので、下の図を見ながら読み進んで下さい。



今日、企業は外からの色々な圧力によって、保有している不動産の処分又は換金化を迫られています。

これは、必ずしも不動産を保有しているメリットが無くなったという訳ではなく、企業経営の方向が変わりつつあるという事と、不動産を単に保有しているだけではメリットが少なくなってしまうという事だと言えます。

このような企業にとって、売却先としてJREITファンドの存在が大きいのです。

JREITファンドが買ってくれるのは、稼働資産だけ（利用されていないかたり、収益のない不動産は対象とならない）ですが、その価格算定に統一した合理的な基準があるので、企業にとっては客観的合理性のある売却先となるのです。

又、JREITは不動産取得の為の資金調達力が一般事業会社より高いので、100億円単位の不動産でも楽々購入してくれる買い手ですから、売却先としては魅力があります。

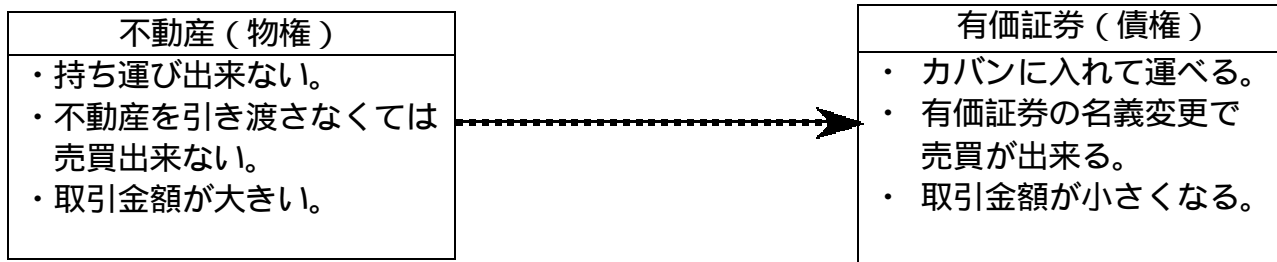
一方、JREITファンドは不動産の取得資金を、不動産投資信託市場を通じて投資家からの投資を募りますので、売買の透明性や価格算定の妥当性がなければ、資金を集められません。

このようにJREITの仕組みは、不動産取引の公開性や客観的妥当性を必要としますので、従来の不動産取引に付き物の不透明性が払拭されているのです。

一口に投資家言っても、個人投資家、一般企業の財務部門（手元資金の運用）、機関投資家、年金、金融機関、そして海外投資家と多様ですので、それぞれの視点で投資の是非を判断したり、市場の株価を動かしたりしますので、JREITファンド側で恣意的な操作は出来ないのです。

## ◆ JREITはどんな仕組み？（その2）

次は、少し専門的になりますが、JREITの仕組みによる不動産の変換手法について説明します。



不動産という民法上、物権に分類されるものを、JREITという証券化手法を使って、有価証券という民法上の債権に分類されるものに変換するのが、不動産の証券化です。このように物権を債権化すると、取引は債権取引の簡便性を持つ事が出来ますが、内容を詳細に見ると、物権としての不動産の側面と、債権としての有価証券側面の両方を併せ持つようになり、今までにない、ハイ・ブリット型の商品となったのです。

## ◆ JREITと実物不動産投資との違い

不動産から生じる収益を受け取る仕組みだとすれば、実物不動産への投資と変わりませんが、JREITと実物不動産投資との相違点は以下のようになっています。

### (1) 流動性の違いに注目

JREITへの投資は有価証券投資ですので、投資した権利は株式市場で、いつでも売買が出来ます。

一方、実物不動産への投資は、所有権等の取得ですので、売買は買い手を探して所有権の譲渡を行う事になりますので、売買（換金化）に関する容易性は、格段にJREITが優れています。（これを流動性が優れていると言います。）

### (2) 最低投資金額

JREITの投資単位は小口化されていて、1口20万円程度～200万円程度で、証券会社を通じて、誰でも、株式市場から買う事が出来ます。

一方の実物不動産投資では、1千万円以上の投資という大口投資になりますし、又、所有権を共有持分に分割して小口化する方法を採ったとしても、JREITのような小口投資と同じようなメリットが得られません。

又、JREITを対象にしたファンド・オブ・ファンズであれば、1万円から投資出来るようになっていますので、手軽な金額から始められるというメリットもあります。

### (3) 投資分散

JREITファンドは、不動産を5～100物件集めて、数百億円単位から数千億円単位のファンドを作り、投資リスクの分散化を図っています。

そして、この投資リスク分散は、全ての投資家に対して機能する仕組みになっています。

一方の実物不動産投資では、このような大規模な分散は出来ませんので、リスクコントロールという点でも、JREITは遥かに有効です。

#### (4) 不動産の運用

JREITへの投資は、有価証券を保有しているだけで配当金が得られますので、投資家は、不動産の運用や維持管理から解放されます。(運営費用や維持管理費は投資法人の方で支出しているため、投資家の別途負担はありません。)

一方の、実物不動産投資は、投資家自らの責任と負担で、運用と維持管理を考えなくてはなりません。

専門家によって運用維持されるJREITと投資家自らで行う実物不動産投資とは、投資した後の負担と業務の面でも、比べられない程JREITが有利です。

以上のように、JREITは不動産投資を証券化という方法を使って、株式投資等と同じような簡便性を持たせたものですから、誰でも投資する事が出来ます。

一方の実物不動産投資は、不動産業を専門としている人以外には向いていない投資ですので、本来の、投資商品とは言えないのです。

最近では、不動産直接投資以外の類似の商品もありますが、上記の4つ全て備えている商品はJREIT以外ありません。

一般の方にとっては、不動産を投資対象とした商品では、JREITがベストなのです。

#### ◆ JREIT投資にはプロとアマの条件の差がない

投資商品の中には、大口投資家や機関投資家と個人投資家では条件に差がある場合があります。

例えば、国債投資の利回りを見ると、個人が買える国債は機関投資家等が売買する債権市場の実勢相場より低い利率になっています。

株式でも、その会社の業績動向や業績予想を事前にチェックするのはプロの方に利があります。

JREITの場合では、情報開示は全ての投資家の均一に行き渡るようになっています(Web上のHPを通じて行われています)し、売買も同じ条件です。

又、JREIT情報の分析についてもプロと言われる人は少なく、機関投資家等が特別な情報や分析データを持っているとも言えません。

この意味でも、個人投資家と機関投資家は同じ土俵に居ると言えるのです。

#### ◆ JREITの専門情報は・・・？

個人の方でも、徹底的に調べなくては気が済まないという人もいるでしょうし、十分に理解出来なくては投資しないという人もいます。

これは投資姿勢としては、至極、健全ですが、今の所、JREIT専門情報を提供している所は限られています。

筆者が主宰しているWebサイト

「REIT DATA サイト」(URL ; <http://www4.plala.or.jp/real-estate/>)

は、既に開設から5年経過した有料会員制専門サイトで、JREITの大口投資家やJREIT関係プレイヤー等の専門家が会員になっていて、JREITの詳細なデータや



各銘柄の評価等が掲載されています。(但し、一部のコンテンツは無料で誰でもご覧になれます)

その他に無料で情報が入手出来るのは、

「不動産証券化協会(略称; ARES)」のHP(<http://www.ares.or.jp/>)

「Japan Reit Com」(<http://www.japan-reit.com/news/index.html>)

等がありますが、ここだけの情報では不満という方は、「REIT DATA サイト」のトレンドニュース会員という制度があります。

こちらは月額1500円で月2回のメール配信でJREIT情報が得られますので、試しに、半年程度加入してみる方法もあります。

## 第2章 《 JREIT投資 Q&A 》

### ~ 配当編 ~

#### ● 配当率はどうなっているのか？

配当率は、出資口(JREITでは株式と呼ばず出資口と言います)の購入金額によって変わりますが、大凡、年間2~5%前後の配当率になっています。

この配当率の差は銘柄の人気度や安定感等によって上下していますが、一般的に配当率の低い銘柄は投資リスクが小さく、高い配当率の銘柄は投資リスクが高いと考えておく必要があります。

#### ● 予想配当金は変化するのか？

今までの配当実績を見ていると、発表される予想配当金と実際の配当金は小幅ながら変化しています。

予想配当金は、投資法人の決算期に次の期の収益予測を元にして発表されますが、やや保守的な予測が多い為か、実際の配当金がわずかながら増加するケースが多いようです。

又、配当率は投資口の購入金額によって変わりますので、投資家はファンド側から発表される予想配当金を見ながら、どの時点で買うか(公募時又は市場取引)を決めれば良いと思います。

#### ● 配当金の原資は？

投資法人が所有している不動産からの収益で、ほとんどが賃貸収入です。

従って、賃貸借契約に基いた賃料収入から賃貸費用(建物管理費用等)等の資産運用報酬・支払利息等の経費を差し引いた収益から配当金が支払われます。

#### ● 賃料収入・・・？

オフィスビルであれば、企業などのテナントが支払う毎月の賃料です。

賃貸借契約は通常2年契約で、賃料は毎月払いになっていますから変動する要素があまりありません。

言うなれば家賃と同じで、人間にとって住む所の確保が最優先するように、企業にとっても事務所の確保は最優先ですから安定度が高いのです。

- **配当金が減るのはどういう場合？**

空室率が増加して、期待していた賃料が入らなくなる場合が一番大きな原因です。但し、賃貸借契約条項では、テナントが退去するには6ヶ月前に貸主に通告しないとペナルティを取られますので、テナント移転が事前に分ります。そこで、テナントからの退去の通告があってから半年の間に新しいテナントを見つければ、空室率は増加しませんので、ある日突然に賃料収入が減ってしまうという事はないのです。

- **テナントが賃料を払えなくなったら？**

JREITが保有しているビル等は比較的大きいビルが多いですし、テナントにも大企業がかなり入っていますから、オフィスビルとしては標準以上の物件になっていると言えます。従って、極端な事例を想定しなくても良いですし、又、敷金・保証金という形で貸主側で賃料の半年～1年以上の金額を預かっていますので、突然の賃料不払いでも賃料は確保されます。

- **配当金は何時貰えるの？**

年2回の配当支払があって、決算月の3ヶ月以内に投資家に支払われます。又、銘柄によって決算月が異なっていますから、6銘柄を組み合わせれば毎月配当金を得る事も出来ます。

どうでしょうか？

ここ迄で、JREITの配当については理解出来たでしょうか。

## ～元本編～

- **元本保証は？**

株式と同じように元本保証はありません。又、クロ・ズドエンドと言って、投資法人が投資家の購入した出資口の払い戻しを致しませんので、不動産投資信託市場での取引価格によって元本の市場価値が変動します。この点は株式と同じ仕組みになっています。

- **元本が変動するとは？**

これも株式と同じで、日々、東京証券取引所の不動産投資信託市場で売買されていますから、毎日、市場価格が変わります。

- **何故毎日変わるの？**

出資口への配当金は、決算月の月末時点（月末ではなく数日前の権利日）での出資証券の保有名義人に支払われますので、その時点までは、売買しても配当金を受け取る権利には関係がありませんので、売買による売却益狙いの取引があるのです。

元々、3%前後の配当率ならば充分なのかも知れませんが、更に、売買による売却益が得られれば、5%以上の総合収益（配当利益+売買利益）も可能なので、日々の売買が起こるのです。

- **JREITへの投資元本価値は何によって決まるの？**

一寸、難しい説明になりますが、

一つの考え方として、NAV（Net Asset Value）という見方があります。

NAVとはファンドの総資産価値から負債等を差し引いた純資産価値の事ですが、JREITの場合、投資口価格との差は銘柄によって大きく違ってきますので、必ずしも投資基準になり得ませんが、参考として抑えておきたい見方です。

純資産価値とは解散価値とも言われ、投資法人が解散した時に投資家に支払われる可能性のある金額を表しています。

ここが株式とは異なる点で、株式の場合では、企業が倒産すれば紙切れ同然になってしまいますが、JREIT投資法人は、不動産を保有していますから、万一、倒産しても不動産を売却し、負債等を返済した後の金額が投資家へ戻されるのです。

更に、投資法人の保有する不動産等は、資産保管会社という第三者が管理していますから、投資家が知らない内に処分されたりする事はありません。

- **元本は、NAV（純資産価値）によって保証されているの？**

保証とは言えません。

純資産価値と言っても、必ず、その金額（総資産価値）で売却出来るとは限りませんから、目安としては、NAVは希望売却価格の上限で売れた場合に投資家に戻ってくる金額を表していると考えるべきだと思います。

元本について分りましたか？

元本保証はありませんが、株式と違って、万一の場合にも紙切れにならない所が安心です。

次は、実際の投資について説明します。

- **地震のリスクについては？**

大半の銘柄が、メインの投資対象地域を東京圏としているので、程度の差はあっても関東大震災のような大地震リスクは全てのファンドにあります。保有している建物のグレードを見る限り倒壊したり全壊したりするという恐れはなく、一般に心配される程のリスクはないと言えます。

但し、大地震によって、仮に、建物被害が軽微であっても、ガス・水道・電気等のインフラが復旧するまでは、賃料収入が得られない可能性もありますので、全く、リス

クがない訳ではありません。

### ● 素人投資に危険はないのか？

投資ですからリスクはありますが、株式と違って、最悪の場合でも紙切れにはなりませんから、リスクの程度が株式より格段に小さくなります。

但し、いくら配当率が高くても、それを上回る株価の値下がりがあれば、損をしますので、株価が安定している銘柄に投資する必要があります。

そこで、大事なのは、JREITの各銘柄の特徴を大掴みにでも良いですから、理解してから投資する事が重要です。

### ◆ JREITは比較的新しい商品だが、これからも人気は出るのか？

JREITの高配当率と安定した株価は、年金資金の投資先として有力視されていますし、一般の事業会社の財務運用手段としても魅力があります。

又、今日では海外投資家の注目も浴びていて、既に、需要(投資意欲)過多の傾向もありますが、一般への浸透度はそれほど高くはないので、未だ、ピークとは言えません。

但し、一部の銘柄に人気が集中していて、一時は投資口価格が200万円/口近くに上昇してしまった銘柄もあり、これらは、上限だとも言えますので、銘柄毎に判断する必要があります。

### ◆ 本当にJREIT投資で利益は出るのか？

私は投資を煽るような言い方は好みませんので、事実だけを述べます。

住信基礎研究所(HP; <http://www.stbri.co.jp/>)発表した「STBRJ-REIT Index」によると、直近1年間(2006.03.01~2007.02.28)でのトータル・リターンは株式市場が6.7%、JREITが44.6%と、JREITのパフォーマンスが株式を大きく上回ったとされています。

この1年間は、JREITは追い風の中にあっただからだとも言えますが、投資商品としての魅力が充分高い事も確かです。

## ◆ JREIT投資の個人税制はどうなっているのか？

有価証券税制が改正されて、個人税制は特に有利なっていますので以下の表をご覧ください。

### 「JREITの配当金と売却益等に対する課税」

区分	課税方法等	税率	備考
配当金	源泉徴収（総合課税での申告も可能）	10% (2008年4月以降は20%)	配当控除なし
売却益	申告分離（特定口座利用の場合申告不要）	10% (2008年4月以降は20%)	
売却損	株式等の値上がり益との損益通算が出来る		
売却損の繰越	翌年以降3年間繰り越して、値上り益と通算できる。		

## ◆ JREITに社会的意義や価値はあるのか？

JREITには大きな可能性がありますが、簡単に言うと、次のようになります。

- 不動産の価値を計る新たな合理的物差を提供しますので、不動産価格の安定化に寄与します。
- 利用されていない不動産や利用度の低い不動産の再利用や高度利用化を促進します。
- 資本市場の本来の形である、投資家主体の仕組みを持っていますので健全な投資市場の育成に寄与します。
- 行政の護送船団方式が崩れた後に創出された商品ですので、最も、市場原理が働く可能性があります。
- 新しい商品なので、既得権等が存在しませんし、過度な行政側の介入もありませんので、自由な市場下で発達する可能性があります。
- 客観的・中立的評価の提供が維持されるならば、デマンドサイド（需要側）重視の市場が形成され、日本の資本市場の構造改革にも繋がります。
- JREITは、何よりも戦略・戦術・行動力等の実力・能力によって差が生じますので新しい時代の商品であるとも言えます。

又、JREITの発達によって良質な不動産の開発が促進されますので、都市の形成や街並みにも好影響を与えます。

既に、JREITのCSR（社会的責任）という視点も論議され始めましたので、投資家の理解が得られれば社会的に有用な資産の取得も考えられます。

JREITは投資家主体の仕組みですから、社会的意義や価値を高めるのは、正に、投資家次第とも言えるのです。

#### ◆ プロ集団と言われる資産運用会社は信用出来るのか？

40の資産運用会社は新しく設立された会社でもあり、少人数で構成されている為に、何処も真剣でなければ、日々の業務が消化出来ません。

資産運用責任者へは海外投資家より容赦のない質問も多く、気を抜ける状態ではありませんし、筆者のような厳しい存在も居て、常に緊張感があります。

投資家の不利益になる事や、設立母体の便宜を図るような利益相反にもチェックが入りますので、資産運用業務は大変です。

勿論、各資産運用会社の人的資源の相異によって、運用の巧拙もありますが、時を経れば、全体の技術レベルも向上していきますので、投資家側の内容を見る目が衰えない限り信用出来る状態だと言えます。

#### ◆ 今までの説明を読んでも理解出来ないがどうしたら良いか？

理解出来ないまま、単に配当率が高いと言うだけで投資するのは考えものです。

投資をする時は、先ず、基本的な仕組みやリスクが分ってからに致しましょう。

基本的な事が分るまで投資を控えるのが賢明です。

投資は自己責任ですから、自らが納得出来るまでは、投資行動に移らず、じっくりと検討される事をお勧め致します。

#### ◆ 他にJREITをやさしく説明したり、各銘柄の比較したりしている資料はないのか？

JREITの基礎知識は、前述した無料サイトでも得られますが、投資判断に寄与する銘柄比較等については、この「REIT DATA サイト」に掲載されているだけのようです。

この他には各銘柄を詳しく解説している資料は見当たりませんし、各銘柄を比較した資料も一般には存在していない状態です。

JREITに関する解説書も出版されていますが、こちらは仕組み等の専門的知識が主体なので、個人投資家にとっては必要ないかもしれません。

### 第3章 《投資家別JREIT活用術》

JREITへの投資の準備が出来た事で、いよいよ、投資について説明致しますが、なるべく分かり易い内容とする為に、投資家別に解説致します。

#### ● 「個人投資家」から見たJREITへの投資姿勢と動機

##### (1) 長期貯蓄型投資

自らでJREITの出資口を購入する場合の最低投資単位は約20万円～150万円/口程度ですが、なるべく市場価格の安定している銘柄を選んで投資を行うべきです。

現在、配当金に対する税率が軽減されていますので、年3%前後の配当を半年毎に受け取りながら長期保有という形がお勧めです。

例えば、子供の将来の進学資金等をJREITに投資しておき、配当金を小遣い等に回すという方法もあります。

そして進学時には市場価格の推移を見ながら売却して元本部分を回収すれば良いと思います。

##### (2) 年金型投資

JREITを複数銘柄購入すれば、年4回～12回の配当金を受け取れますので、シニアの方は、年金的な投資運用効果が期待出来ます。

仮に、1000万円をJREITの複数銘柄に分散して投資すれば、年間20～40万円程度の配当金が受領出来ますので、年金のプラス分にもなります。

当分の間、元本回収の予定のない方は、比較的配当率の高い銘柄を中心に分散投資をし、元本回収の予定のある方は、市場価格が安定している銘柄中心に投資をすると良いと思います。

##### (3) アクティブ運用型投資

株式に比べると、JREITの値動きは小さいですが、それでも、配当利益+売買利益を追求したい方は、配当金の受領権利のある決算月末まで保有し、それ以後に売買を行うという方法があります。

因みに、値上がりが期待出来るケースは、

増資か新規上場の公募で購入して、市場価格が上昇するのを待つ。

市場株価がNAVに対して20%以内の価格になっている銘柄を購入して、上昇するのを待つ。

という投資姿勢が一般的ですが、他にもファンドが追加取得する物件によって、市場価格が上下しますので、追加取得物件の良否が分ればアクティブ運用の参考になると思います。

##### (4) ファンド・オブ・ファンズの購入による積立型投資

一度に数10万円を投資出来ないと考えている方には、ファンド・オブ・ファンズというJREITの大半の銘柄を組み合わせで作った投資信託商品があります。これは、どの銘柄を幾らで何時買うかは投資運用会社のファンド・マネジャーが行い、投資家はその投資信託商品を購入する形になります。

最低購入金額は、1万円からとなっていて、毎月積立の形も取れますので初心者にとっては入り易いかもかもしれません。

## 『購入のタイミング』

JREITの場合、今後も新しい銘柄の上場が予定されていますし、既存銘柄も増資を行いますから、新規上場又は増資の際の公募（ブックビルディング方式）の時に買うか、又は、上場後に取引市場で買うかの選択になります。

今までの推移を見ていると、公募価格は上場されてから徐々に上がっていくという値動きが多くなっていますので出来れば公募時の購入が無難ですが、最近のJREITの公募は人気が高く、中々当たらないかもしれません。

### (1) 長期貯蓄型投資の場合

この場合は、募集時に発表される予想配当率を見ながら、公募で購入するのが分り易いと思います。

ファンド側も、公募価格に対する予想配当率を意識しながら運用しますので、比較的安定した配当率が期待出来るのです。

但し、最近のJREITの公募は人気が高く中々買えないという事もありますので、公募後のなるべく早い時期に公募価格に近い価格で市場から購入するという代替策も考えておく必要があります。

### (2) 年金型投資の場合

配当率を重視する場合は、配当金受領権利日以降に市場価格が下がった時点で購入するのが配当率は高くなりますが、最近では、余り下がらない事もありますので、予め期待配当率を決めておいて、少し気長に待ってその配当率に達した株価の所で市場から購入する方法が良いと思います。

### (3) アクティブ運用型投資の場合

基本的には、公募ではなく市場で買うのが一般的だと思いますが、公募時の目論見書を見て、優良と思える新規銘柄を購入するのも方法です。

但し、既に41銘柄が上場されていますので、既存銘柄との比較で判断しなくてはなりませんから、それだけの知識と判断力が必要となります。

## ● 「法人投資家」から見たJREITへの投資姿勢と動機

考え方は個人投資家の場合と同じですが、動機と投資金額が違いますので、この点について説明致します。

### (1) 手元現預金（流動資金）での投資の場合

短期運用となるので、市場での取引額の大きい銘柄で、且つ、安定銘柄を選択する必要があります。

但し、JREIT市場の流動性はまだ規模が小さいので、1銘柄当りの投資金額は、現状では1億円程度になりますので、それ以上大きな資金の運用先としては適当ではないと思います。

### (2) 長期資金での運用の場合

長期運用を前提とすれば、個人の場合と同様に公募時に購入するのも一つの方法ですが、運用益も求めるのであれば、配当受領権が落ちる、権利落ち日直後に購入するのも良いと思います。

又、長期運用なので、極力、市場価格の変動幅が小さい銘柄を選ぶ方が良いと思います。



### (3) アクティブ運用を行う場合

長短運用を組み合わせる財務運用を行う場合、米国のようにJREIT投資を専門に扱う不動産投資マネジャーが存在しませんので、自らで運用しなくてはなりません。

従って、投資運用知識に加えて、JREITファンドの比較評価能力も必要となりますので、現状では、難しいかもしれませんが、一つの方法としては、

投資姿勢に合わせて、複数銘柄を組み合わせ、銘柄毎に売買価格のガイドラインを設定して、購入・売却・保有を判断する事になります。

この際に、注意する事は、市場価格の短期的変動は、必ずしも、ファンドの質だけの問題ではなく、他の投資家の思惑や事情の影響を受け易い事です。

これはJREIT市場が発展途上という事も原因ですが、それだけに、リスクとメリットが混在しているとも言えます。

## ● 401K年金の運用先として

元々、JREITは個人年金運用先の有力候補の一つですから、確定拠出型年金の401Kにとってはメインの投資先になり得るとも言えます。

日本の将来を考えた場合、かつての高度成長が再び訪れるとは考え難いですから、株式や土地を保有して、キャピタルゲインを狙うという運用姿勢よりは、投資商品の配当金を積み立てて、元本を増やすという投資姿勢が賢明です。

仮に、年5%の配当があれば、単純計算では、20年で元本が2倍になりますので、若い時から、JREITを中心にして積み立てておけば、定年退職時には投資額の4倍近くまで増える可能性があるのです。

401Kについては、まだ、制度も未整備で規制もありますが、何れは、緩和されるでしょうから、JREITは今後の注目商品と言えます。

そこで、本項では、年金運用先として見た場合、投資家の疑問点等について説明致します。

### 「JREITはインフレヘッジするのか？」

インフレは経済成長の進展によって生じるだけでなく、スタグフレーションと言って、景気減速の局面でもインフレが生じる事もあります。

日本の将来を予測した場合、景気好転によるインフレの他にスタグフレーションの懸念とデフレ過進行による反転インフレが考えられますので、これらのインフレ・レーションに対してJREITはどのような反応を見せるかを簡単に解説致します。

JREITの配当金とファンドの資産価値は、不動産から生じる賃貸収益に依存しています、そして賃料はテナントである企業等が負担しています。

従って、景気回復によるインフレでは、過去の例で見ると、不動産賃料の上昇はかなり遅れますが、追従する事が分っています。

スタグフレーションでは企業収益も芳しくありませんので、賃料の上昇は期待出来ません。

又、デフレ過進行による反転インフレでは、現行の賃料がもっと下がらないと上昇する可能性も少ないと言えます。

こう考えると、今後、可能性の高い反転（調整）インフレでは、ヘッジ効果はあ

まり期待出来ませんが、5年スパンぐらいの長期で見ればJREITはインフレヘッジ効果が不動産投資の中では一番高いと言えます。

### 「デフレ下ではどうなのか？」

デフレの場合もインフレと同じで、遅れて影響が出て、やはり追従します。

但し、不動産賃料の変動は、インフレやデフレというマクロ経済の影響も受けませんが、最も大きな要因は、賃貸市場の需給動向になります。

事務所需要や住宅需要が地域的な集中等により増大すれば、その地域での賃料は上昇しますので、マクロ経済の動きと一致しない事もあります。

全てのJREITが東京を中心として投資しているのは、日本全体で東京への一極集中が続くと見ているからであり、又、海外からの事務所需要も東京へ集まるであろうと考えているからです。

特に、国内での東京集中には一定の限度がありますが、海外からの需要はアジア全体で見ても、東京は最有力候補地の一つですから、東京への集中傾向は長期に亙る可能性があります。

又、JREITは国内投資家よりも海外投資家の注目度が高いとも言われていますから、JREITの拡大と共に、外資の事務所需要も呼び込む可能性もあります。

従って、デフレ進行が続いたとしても、需要の絶対量以下には賃料が下がらないので、デフレ進行に対しては、JREITはヘッジ力が大きいとも考えられます。

以上が「JREIT早分り解説」ですが、実際のJREITに投資しようとする方にとって、どの銘柄を選べば良いかと言う最後の問題がありますので、次編で、上場JREIT 41銘柄の簡単な紹介と見方について解説を行います。

## 第4章 《 J R E I T 上場銘柄一覧 》

このHPの「JREIT銘柄一覧」の項目に掲載してある表をご覧ください。

### ◆ 上場銘柄の分類は？

JREITの分類としては、先ず、投資対象としている不動産の用途で分類するのが一般的です。

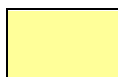
何故ならば、不動産投資でのリスク分散では、地域分散より用途分散の方が有効に働くからです。(不動産は用途によって収益特性が異なっている)

(銘柄一覧表の投資法人名欄の色で判別して下さい。)

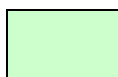
a. オフィスビル専門銘柄  
< 6 銘柄 >



b. 商業施設専門銘柄  
< 2 銘柄 >



c. 住宅専門銘柄  
< 8 銘柄 >



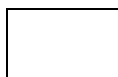
d. 物流倉庫専門銘柄  
< 1 銘柄 >



e. ホテル専門銘柄  
< 2 銘柄 >



f. 複合型銘柄  
< 22 銘柄 >



以上のように、最も多いのが、複数の用途に投資している複合型銘柄になっています。何故このような分布になっているのかは単純ではありませんが、投資家にとって不動産投資の基本である用途分散を図りやすいように銘柄側で予め分散しているという事も言えます。

### ◆ 用途分散の効果は？

不動産は用途によって収益特性が変わると書きましたが、その一般的な違いは以下のようになります。

### 「賃料収入の長期安定性」

長期で賃料の安定性を見ると住宅が最も高いと考えられます。(±が小さい)  
逆に、最も変動するのは、売上歩合賃料を導入している商業施設になります。(但し、商業施設の全てが売上歩合賃料を導入している訳ではありません)

### 「テナントの安定性」

テナント(賃料負担者)の異動が少なく最も安定しているのはオフィスビルですが、スーパー等が入っているショッピングセンターも比較的安定してはいますが、一旦、テナントが退去すると後継テナントが、中々、見つからないというのが欠点です。

### 「景気への即応性」

ホテルが最も高くなりますが、その分、変動性が高いとも言えます。

### 「不動産価値の安定性」

不動産価値が最も安定しているのは、収益安定性のある住宅ですが、好立地にある大規模オフィスビルも比較的安定していると言えます。

## ◆ 市場での用途の違いによる評価は？

現在のJREIT市場の傾向を見ると、大規模オフィスビルを保有している銘柄の評価が高くなっていて、住宅に対しては比較的厳しい見方がなされています。  
これは用途だけの判断ではなく、スポンサーとなった企業の信用力も関係していると言えます。

商業施設に対しては、大規模オフィスビルに次ぐ評価を得ていて、商業施設専門銘柄も比較的人気があります。

又、物流施設に投資している銘柄が少ない為、物流施設専門銘柄(日本ロジスティクスファンド投資法人)への評価も高くなっています。

更に、用途以外でも市場評価に差がありますので、これらの大掴みの傾向は以下のようになっています。

### 「人気度ランク」

(用途別ランキング)

- 1位 大規模オフィスビル保有銘柄
- 2位 大規模商業施設保有銘柄
- 3位 築浅住宅保有銘柄
- 4位 ホテル保有銘柄

(スポンサー別ランキング)

- 1位 老舗大企業
- 2位 新興企業
- 3位 外資系企業
- 4位 私募ファンド

(スポンサー業種別ランキング)

- 1位 大手不動産企業
- 2位 金融機関系及び電鉄系企業
- 3位 総合商社及びメーカー系企業
- 4位 中堅デベロッパー企業及び外資系企業

## ◆ J R E I T投資の最もお勧めは？

現在の市場評価が今後も不変だとは言えませんので、不動産投資の原点で考えれば、筆者は不動産投資で最も理想的な組み合わせは、大規模オフィスビルと住宅だと考えています。

この考え方に立てば、大規模オフィスビルと住宅に投資している複合型銘柄か、又は、大規模オフィスビル専門銘柄と住宅専門銘柄を組み合わせる投資するのがベストではないかと言えます。

## ◆ J R E I T銘柄選びの注意点は？

J R E I T投資は間接的な不動産投資ですので、何よりも保有している不動産の質が問題になります。

従って、銘柄選びに際しては、保有不動産の質を吟味する必要がありますが、これは容易ではありませんので、銘柄選別の基本をいくつか挙げますので参考にしてください。

### 建物築年数をチェック

オフィスビルであれば、保有物件の平均築年数が15年以下になっているか否か。

住宅であれば、同じく10年以下になっているか否か。

尚、商業施設の場合、建物築年数はあまり参考にはなりません。

### 立地をチェック

オフィスビルであれば、オフィス街に立地しているか否か。(大規模オフィス街がベスト)

都心型商業店舗では、商業施設の集積度の高い地区に立地しているか否か。

住宅では、住環境と最寄商業施設の集積度と交通立地をチェック。

次に、少し視点を変えた見方としては、

### 情報開示の遅れている銘柄は要注意

各銘柄ともWeb上にHPを開設していて、そこで、様々な情報を開示していますがその開示情報が少ない銘柄は要注意です。(情報開示項目には任意になっているものもかなりあります)

例えば、物件取得時の予想収益等は、銘柄によって差があります。

### 高値で取得する銘柄は要注意

J R E I Tでは保有不動産の規模を大きくするのが一つの目標になっていますので、上場後も次々と不動産を取得していきます。

この際、平凡な物件を高値で買い漁る銘柄は要注意です。

J R E I Tのような仕組みでは、資産運用会社は慎重に吟味して不動産を取得するのが原則ですので、慎重さの欠けた銘柄は要チェックです。

### スポンサーとの関係をチェック

J R E I Tを設立するにはオリジネーターと呼ばれるスポンサー企業が必要ですが、設立後もスポンサーの利益を重視するような銘柄は避けるべきです。

スポンサーが売りたい物件を高値で取得したり、買う必然性のない物件を取得したりするケースもあります。

従って、スポンサーからの取得については厳しい目でチェックする必要があります。

以上が、JREIT上場銘柄の簡単な紹介と見方ですが、これを読んでも、どの銘柄に絞れば直ぐには分からないという方も多いと思いますので、参考として以下の例を紹介し

筆者は、2年前より個人投資家を対象にした投資家説明会を定期的を開催しておりますが、この説明会では、銘柄の資産運用会社を招き、その責任者の方に出席された個人投資家への説明を行ってもらっています。

既に、過去7回開催しておりますが、この投資家セミナーに参加して頂いた銘柄は以下の通りです。(順不動、複数回出席銘柄もあります)

オリックス不動産投資法人  
日本プライムリアルティ投資法人、  
グローバル・ワン不動産投資法人  
ユナイテッド・アーバン投資法人  
日本レジデンシャル投資法人  
ニューシティ・レジデンス投資法人  
ケネディクス不動産投資法人  
ジョイント・リート投資法人  
阪急リート投資法人  
トップリート投資法人  
アドバンス・レジデンス投資法人

投資家説明会への出席依頼の基準は、

- ・一定の実績を重ねた銘柄であること。
- ・JREITとして一定の質が保たれている銘柄であること。
- ・個人投資家重視の姿勢があること。

等になっております。

今後も、この考え方で新興銘柄にも参加を呼びかけていくつもりですが、ここに参加した銘柄を候補として絞り込むというのも一つの方法だと思います。

以上が個人投資家のための「早分かり講座」ですが、これをご覧になった後で、本サイトに掲載されているコラムをお読み下されば、JREITに対する理解も深まるのではないかと思いますので、是非、時間のある時に過去のコラムもご一読下さい。

以上

REITアナリスト 山崎成人  
(2007.04作成)