

良いREIT、悪いREITが ネット上のデータで分かる

暴騰・暴落したREIT

昨年10月に発表された日銀の包括的な金融緩和策でETF（上場投資信託）と並んでREIT（不動産投資信託）も日銀の購入対象になった。欧米の金融危機の影響と景気後退で暴落、低迷していたREIT価格もこれを契機に息を吹き返しつつある。いつでも市場で換金できる流動性の高さと3%台から6%前後という配当利回り水準に引かれる一方で、いつまた急落するかと不安を感じる個人投資家も少なくないだろう。そこで筆者が実践しているREITの選び方と投資方針をご紹介します。東京証券取引所に上場されて

いるREIT銘柄は現在35あり、文末に掲載した東証のサイトで概要を見ることができる。

まずREITの収益源である商業ビルなどの賃料収入の利回りは、比較的安定しているという事実が重要である。図1の通り、賃料収入（経費差し引き後）をREITの保有する不動産の資産価値（鑑定評価額ベイス）で割ったREITのインカムリターンは、おおむね5%から6%前後で安定的に推移してきた。

ところが、東証REIT指数が示す市場価格（株価）は、2003年から07年のピーク時までになんと2・5倍も高騰した。そして07年夏のサブプライム危機の勃発で外資を含む投資家の買いが退くと、09年に



は高値から3分の1の水準まで暴落したのだ。株式市場全体の値動きを示すTOPIXよりも激しい乱高下である。

合理的に考える限り、一般に資産の価値とはその資産が将来生み出す純収益キャッシュフローを割引率（金利）で割って求めた現在価値の総

商業ビルの収益は比較的安定している

商品別 上昇マーケット 下落マーケット

図1 東証REIT指数とREITのインカムリターン



表 REITの見分け方 このチェックが必要

チェック項目		好ましい	好ましくない
定量指標	NOI率	高い	低い
	自己資本比率	高い	低い
	短期負債比率	低い	高い
	変動負債比率	低い	高い
	PBR(簿価)	1より高い: 割高 1より低い: 割安、悪材料の可能性	
	P/NAV(鑑定時価)	1より高い: 割高 1より低い: 割安	
予想配当利回り	必ずしも高いほどよいわけではない		
評判	増資予想	なし	あり
	含み損益	含み益	含み損

(出所) 筆者作成

しかしこうした市場の非合理性は、冷静な眼を持つ長期投資家にとっては絶好のチャンスである。暴落で買い、ブームでは売ればよいのだから。筆者自身は長期投資目的で保有していた都心の中古マンションの1つ(1戸)を07年に売り払い、09年からREIT購入を開始した。

額だ。従って、収益の源泉である賃料のインカムリターンが安定している限り、市場のREIT相場も安定しているはずだ。そのためREITは一般企業の株式よりも、ミドルリスク・ミドルリターンの金融資産と期待されて日本では01年から始まった。ところが市場の現実はそうではなかったということだ。

03年から07年までに2・5倍になったREIT価格は高騰は、この時期に賃料の期待上昇率が上がったこととで説明できるだろうか。確かにこの時期は景気の回復が持続した結果、商業ビルなどの賃料も回復、上昇基調だった。REITの保有する資産(商業ビルなど)の平均寿命を30年、将来の純収益キャッシュフローの割引率を4%という想定で計算してみよう。仮に03年に0%だった賃料の期待上昇率(年率)が6・4%にまで上昇しないと、2・5倍の資産価値の上昇は合理化できない。資産の平均寿命を40年に延ばしても、賃料の期待上昇率が0%から5・1%に上がる必要がある。

REIT投資に群がった
投資家の非合理性

06年から07年は、日本経済がようやくデフレから脱却し、実質2%台の経済成長を回復していた時期だった。それでも当時このような賃料相場の長期にわたる大幅な上昇が一般に期待できる状況ではなかった。ところが期待賃料上昇率を無理やり年率5%以上に想定することで、投資を強行する「不動産投資のプロ」がこの時期に続出する。モルガン・ス

タンレーが全日空グループから2800億円というホテルの大買収を実行したのもこの時期である。もちろん大失敗だった。不動産ファンドブームでREIT市場の価格形成も非合理的だったということだ。その後の暴落は「正気」に戻る過程にすぎなかった。

株価は企業の将来にわたる期待利益の増減を反映して形成される。しかし、一般企業の利益構造は複雑だから、その将来利益の予想は難しく、的確な長期予想は事実上不可能だ。だから一般企業の株価は将来の利益予想の大きな変動に伴い、大きく変動する。

ところが収益源が不動産の賃料のみに特化し、配当可能利益の90%を配当することで法人税を免除されているREITの収益構造は極めて単純だ。にもかかわらず、これだけの暴騰と暴落をやってしまうということは、投資家サイドの集合的な合理性に致命的な欠陥があるということだろう。

個人投資家にもできる REIT選別法

ではどのようなREITを選んだらよいのだろうか。不動産投資専門のプロなら、REITの不動産物件を实地調査し、財務諸表も綿密に分析するだろう。しかし個人投資家にはそんなことはできない。筆者自身もマクロ経済のエコノミストが本業であり、そこまではできない。そこで個人投資家でもできるREIT選別のチェック項目を表にまとめた(4頁)。項目を順番に説明しよう。

おそらく配当利回りが一番気になるという方が多いであろう。文末に掲載したサイトでREITの配当利回りが一覧できる。しかし配当利回りのみに目を奪われて選ぶならば、それは「毎月分配型高配当」の投資信託に群がるのと同じで、あまりすじの良くないREIT業者の思うつぼだ。

日本のREITの多くは事実上母体企業によって組成、運営されている。問題は母体企業が必ずしもREIT投資家の利益を最優先にしているかないことだ。一般企業の場合でも経営者が株主の長期的な利益を最優先にせずに、逆に損なう可能性があり、これは経営者の分野で「エージェンツ問題」として知られている。

REITのエージェンツ問題とし

て代表的なリスクは3つであろう。第1にREIT組成時に資産買い取り価格が割高に設定されているリスクがある。母体企業にとっては自社保有の収益不動産をREITに譲渡する場合、価格が高いに越したことはないが、REIT投資家の得るリターンは下がる。第2に管理運営の経費が過剰であるリスクがある。

第3に増資により1株の株式価値が希薄化されてしまいうりリスクがある。もちろん増資によって新しい収益不動産が購入されるのならよいのだが、資金繰りが苦しくなると新規資産購入の見合いなしに増資されるのでは、株式価値の希薄化で投資家の利益が損なわれる。

まず第1と第2のリスクを見抜くにはどうしたらよいだろうか。筆者が1つの手掛かりにしているのは、NOI (Net Operating Income) のリターン(以下NOI率)だ。NOIというのは不動産投資の基本尺度であり、要するに経費を差し引いた純賃料収入を物件の取得価格で割ったものだ。NOI率が低過ぎるといふことは、不動産の取得価格が割高か、あるいは設定賃料が低過ぎることと意味する。

ただし不動産は個別性の高い資産なので、杓子定規にNOI率が高ければよいというわけでもなからう。対象不動産の種類(商業ビル、住宅、

その他)によってある程度の水準の相違もあろう。筆者は他のREITと比較し、NOI率が目立って低いREITは投資の対象にしない目安として使っている。各REITのNOI率は文末のサイトで見ることが

REITに施された化粧を見抜くには

NOI率が低いということは、不動産投資としては低リターンで「細工」ということになる。NOI率が低い分、配当利回りを下げれば、投資家からはそっぽを向かれる。そこでNOI率が低い場合でも配当利回りを上げるための化粧が施される。主要な手口は2つだろう。

1つは自己資本比率を少し下げる(負債比率を上げる)ことだ。大半のREITの自己資本比率は50%前後に分布しているが、微妙に異なる。図2に典型的なREITのバランスシート例を示した。資産からのリターンが6%で、負債(借入)コストが3%の場合、自己資本比率が50%ならば、資本に対するリターンは9%(経費差し引き前グロスリターン)となる。自己資本とREITの時価総額が同じで、経費率が50%ならばリターン配当利回りは4・5%となる。

もし資産リターンが6%ではな

図2 REITのバランスシート例

資産 商業ビル 住宅 その他不動産	負債 銀行借入 債券発行
	資本金

資産リターン：a%
負債コスト：b%
自己資本比率：c%

資本金に対するリターン：
資本収益率(%) =
 $a + (a - b) \times (1 - c) \div c$

(出所)筆者作成

く、5・4%のファンダであったとしても、自己資本比率を40%に下げると自己資本に対するリターンは9%になる。これなら経費率50%として4・5%の配当利回りを実現できる。つまりNOI率が低くても、自己資本比率を少し下げる(借入を増やす)ことで、他のREITと遜色のない配当利回りを実現できる。ただしその代償として、ファンドの財務内容は脆弱となり、資産価値の下落でより大きなキャピタルロス(損失)が生じる。つまり投資家の負うリスクは高くなる。

もう1つの手口は、借入金を長期固定金利ではなく、金利の低い短期

借入、あるいは変動金利にシフトすることだ。金利が低い分だけ、やはり資本収益率は上昇する。その代償として、資産価値の下落などによって財務内容が悪化した場合、短期借入の借り換えに銀行が応じないリスクが生じ、その場合REITは破綻せざるを得ない。また長期約定の借入でも変動金利の場合は、金利が将来上がれば、資産と負債の利回りが縮小、あるいは逆転して、収益が悪化する。

いずれもこうしたリスクを負うのはREITを購入した投資家である。従って筆者は短期負債比率、または変動負債比率の目立って高いREITは投資対象から外す。こうした財務データも文末のサイトで一覧できる。

第3のリスクである、増資しても新規資産を購入する計画がなく、株式価値が希薄化するリスクにはどう対応したらよいだろうか。これについては財務データのみでは判断が難しい。業界の評判などを頼りにするしかない。文末に掲載した「雪風ファンドのJ-REIT研究室」のREIT一覧情報は参考になるかもしれない(筆者はこのサイトを運営している方の素性を全く知らない)。その信憑性については他のサイトも含めて一切責任を負わないことをお断りしておく。

いま割高か割安かを判断する指標

さて、こうした指標、情報を頼りに財務内容の良さそうなREITを絞り込んでも、REIT価格が既に割高では期待できるリターンは低くなってしまおうし、将来の価格下落リスクも高くなる。株価が純資産価値に対して割高か割安を見る指標としてPBR(価格純資産倍率=株価/1株当たり純資産額)がある。PBRが1を超えれば割高、1以下は割安である。これでREITを評価できればよいのだが、紹介した東証サイトを含め一般に公表されているPBRの純資産額は「簿価」であり、「時価」ではない。このため指標性としては不十分である。

各期の鑑定時価評価に基づいた純資産価値はNAV(Net Asset Value)と呼ばれている。NAVを見るためには、各REITの決算報告書に基づいて鑑定評価額と簿価の差額(含み益損)を簿価ベースの純資産に加減する必要がある、ちょっと厄介だ。ただしREIT全体のNAVとREIT価格(投資口当たり)の比較による割高・割安指標は、文末掲載のTMAXという不動産鑑定・情報会社がP/NAV指標として提供している。この時系列グラフを見ると、08年後半から09年にかけて

REIT価格全体は大きく割安に傾斜し、10年11月にはおおむね過去の平均値に戻った。やはり「リスク資産は不況・危機時に買え」という方針の正しさを示唆している。

REIT投資をしていなかった方は、「平均値に戻ったのなら、買いそびれたのか」と諦める必要は必ずしもあるまい。平均的な水準で投資を開始できるなら、合理的なリターンを実現できるチャンスは十分にある。

REITの利点

こうした点検を経て、最後に予想配当利回りをチェックする。結果として、予想配当利回りはあまり高くなくとも、財務内容が相対的に良く、信頼度の高そうな銘柄を選んで筆者は09年に投資した。つまり、REIT本来のミドルリスク・ミドルリターンが期待できる銘柄である。

筆者が09年に買ったREIT4銘柄のうち、財務内容が良く、信頼度が高いと言われている2銘柄は、買った時点では予想配当利回りで4%台から5%前後だったが、その後価格が上昇して配当利回りは既に3%台に下がり、割高感が出る領域に入ってきたようだ。さらに価格が上がって、低利回りになるようだったら売ってしまうだけのことだ。

REITの配当利回りは個別物件への不動産投資の経費差し引き後のインカムリターンに比べると低い。とりわけ、自己資金に借入を加えて、つまりレバレッジを利かせて自分自身で個別物件に投資する場合に比べると3~6%程度のREITの配当利回りは低い。その代わりに、小口で投資でき、いつでも換金できる流動性と多数の不動産物件への投資分散効果を得ることができる。

結論を要約すると小口個人投資家としては、P/NAV指標を見ながら、REIT市況が大きく割高に傾いている時は投資を控え、平均的か割安の時期に財務内容が比較的優良なREITを選んで毎月均等額を投資する積み立て方式が、合理的で賢い資産形成の方法だろう。



▽東京証券取引所REIT銘柄一覧

<http://www.tse.or.jp/rules/reit/>

[meigara.html](http://www.meigara.html)

▽ヤフーファイナンス、REIT一覧画面

<http://yahoo.japan-reit.com/page/top3234.html>

▽ヤフーファイナンス、REITのセグメント比較

<http://www.japan-reit.com/hikaku/hikaku05.php>

▽雪風ファンドのJ-REIT研究室

<http://homepage2.nifty.com/ykf/>

▽TMAX P/NAVインデックス

http://www.tmaxv.co.jp/service-solutions/fund_forecast_latest1.html