

【研究ノート】

不動産投資信託（JREIT）の特性に関する一考察 —ミドルリスクだって誰が言った？—

小山 陽一郎

1. はじめに

「激変」と「不安定性」こそが、市場のルールだとケインズは言う。現実の「不確実」な状況下で意思決定し、行動しなければならない人々は、①状況が激変する可能性を無視して、過去と同じような状態が将来も続くと考え、②市場は将来を正しく予見していると考え、③多数意見、平均的な見方に付和雷同すれば良いと考えて行動する。こうして大勢の無知な個人の群集心理によって打ち立てられた慣習の評価は、期待収益にはほとんど影響のない諸要因によって大きく変わりやすく、「不確実性」を処理してもらえなかった市場の安定性は脆く、市場は突然激しく変動する。

2008年の金融市場・経済の混乱も、市場に内在する不可避の性質からこれまで歴史上繰り返された、市場の過熱と崩壊の一発現形態に過ぎない。

ミドルリスク・ミドルリターンの商品として期待された不動産投資信託（以下、JREIT）も例外ではなく、経済の混乱の中で大混乱の体を示した。現在、様々な政策対応とスポンサー企業との倒産隔離の実績の蓄積等により、JREITに対する信頼が回復し混乱が収束しつつあるように見える。

これまででも様々な場面で、関連業界の専門家等からJREITがミドルリスク・ミドルリターンの商品であるとの情報が発信され、そして、今また「JREITは、現在、失われた特徴を取り戻す過程・構造的な転換点にある」との論調もみられる。しかし、この「JREITの特徴」が、比較的安定した高水準の配当（分配）と比較的安定した投資口価格を意味するのであれば、それは、幻想に終わるのであろう。そもそもその根拠自体が極めて曖昧であり、一種の「都市伝説」の類でしかないように考えられるからである。

本稿では、これまでのJREITの価格変動を中心として概観し、「JREITの特徴」がどのようなものであるのかについて考察する。

2. これまでの経緯等

JREITは2001年9月に2銘柄、時価総額約2,600億円

でスタートし、当初は投資口価格の低迷など市場は伸び悩んだが、その後、投資口価格の上昇、銘柄数の増加、多数の物件取得等を通じた資産規模拡大など順調に成長したかに見えた。しかし、JREIT時価総額¹は、2007年5月末にピーク（約6.8兆円）を迎え、米国発のサブプライム問題の発生を契機とした世界的な信用収縮と金融機関の融資態度の厳格化等により投資口価格は下落基調に転じ、物件取得数も急減するなど時価総額も大きく減少した²。また、新規上場も2007年10月以降途絶え、上場の準備をしていた複数の投資法人では、上場計画の中止、法人の解散が行われた。

更に、2008年9月のリーマンショック後には、2008年10月に住宅系2位の資産規模のニューシティレジデンス投資法人が、フォワードコミットメントの物件取得の決済資金の目途が立たずに民事再生法の適用申請したのを始めとして、いくつものJREITのスポンサー企業の破綻が相次いだ。このため、投資法人債のリファイナンスリスクや、スポンサー企業の脆弱なJREITに対する継続企業体（ゴーイングコンサーン）としての信頼性の失墜が表面化し、一時は配当利回りが50%を超える銘柄も散見されるほどに、JREIT市場は大混乱に陥った。

こうした、JREITの混乱に対応するため、JREITへの資金供給等に関する様々な政策が2008年末より打ち出され、2009年9月には不動産業界が出資し、日本政策投資銀行及び民間金融機関が融資する不動産市場安定化ファンド（官民ファンド）が設立された。また、スポンサー企業が破綻したJREITの円滑なスポンサー交代が行われ、JREIT同士の合併が合意されるなどにより、JREIT制度に対する信頼が回復しつつある。

（表1参照）

¹ 時価総額は、一時点において市場で成立した各銘柄の価格に投資口数を乗じ、それらを合計した数値である。存在する投資口全てが、一時点にごく少数の需給の一致した価格で売買できるはずはなく、時価総額という概念自体全く空虚なものであると筆者は考えるが、よく用いられる数値概念なので、ここでは引用する。

² 2009年10月時点で約2.8兆円程度。

2001年9月	JREITがスタート
2003年4月	東証REIT指数算出開始 (06半～07半: イールドスプレッドに注目海外投資家の大幅買い越し)
2007年5月	東証REIT指数最高値
2007年8月	BNBバリュバシヨック (07夏～: サブプライムローン問題に端を発する世界的信用収縮、海外投資家の損失穴埋めのための売却)
2007年12月	米保険大手系投資法人の上場取りやめ
2008年9月	リーマンショック
2008年9月	リプラス・レジデンシャル投資法人のスポンサー(リプラス)破綻(10月新スポンサー決定)
2008年10月	ニューシティ・レジデンス投資法人破綻
2008年11月	ピラティ投資法人のスポンサー変更、直後に旧スポンサー(モリエ)破綻
2008年12月	JREITが日本政策金融公庫の危機対応業務を活用した資金繰り対策の対象になる。
2008年12月	グランド・オフィス投資法人のスポンサー変更、直後に旧スポンサー(グランド)破綻
2009年1月	投資法人債が金融機関向け融資の適格担保となる。
2009年3月	日本レジデンシャル投資法人及び日本コマーシャル投資法人のスポンサー(パンフィクHD)破綻
2009年4月	JREITが銀行等保有株式取得機構の買い取り対象となる。
2009年4月	09年度税制改正(合併による負ののれん代の扱い)等、合併に関する制度が整う。
2009年5月	ジョイント・リート投資法人のスポンサー(ジョイント・コーポレーション)破綻
2009年9月	不動産安定化ファンド設立

3. 価格指数を用いた市場動向の考察

3-1. 「都市伝説」JREITの商品特性

一般的には、リスクとリターンのトレードオフ関係と投資間の相関係数を顧慮して、最小のリスクで最大のリターンを得るためのポートフォリオを組成することが、投資家にとって合理的な行動となる。

こうした中で、JREITは以下の二つの特性を有すると想定され、投資家の資産運用において、リスク軽減のための分散投資の受け皿となることが期待された。

- ①長期保有による不動産賃貸が主たる事業であり、裏付けとなる所有不動産の価格変動の影響を受けるリスクはあるものの、安定した賃料収入を裏付けとしており、配当、投資口価格は安定的な、ミドルリスク・ミドルリターンの商品である。
- ②不動産の賃料は粘着性を持ち経済動向に遅行するため、経済動向に敏感に反応する株式との相関が低い特性を持った商品である。

しかし、これまでに観察されたデータは、想定された上記のJREITの特性とは全く異なる様相を示す。以下の4項では、東証REIT指数が算出されてから現在(2003年4月1日から2009年10月26日)までの約6年7カ月の期間の、JREIT、株式、国債³の価格変動(配当含まず)についてみる。

3-2. JREIT、株式、国債の価格指数の推移

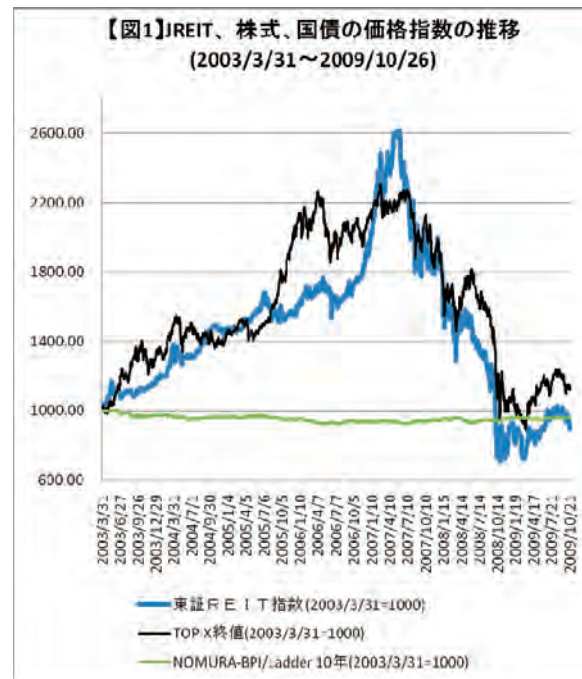
図1は、2003年3月31日=1,000とした、JREIT、株式、国債の価格指数の推移である。2003年4月より算出された東証REIT指数は、2007年5月31日史上最高値(2,612)、2008年10月28日に最安値(704)を記録し、2009年夏以降は概ね900～1,000程度

のボックス圏を推移している。

東証株価指数は、2007年2月26日に期間内の最高値(2,305)、2009年3月12日に最安値(889)を記録し、2009年夏以降は概ね1,100～1,200程度で推移している。国債指

数(NOMURA-BPI)は、2003年6月12日に期間内の最高値(1,004)、2007年6月13日に最安値(923)を記録し、2009年夏以降は概ね960前後で推移している。

この期間の最高値の最安値に対する倍率により価格変動の振幅をみると、JREITが3.7倍(2,612÷704)、株式が2.6倍(2,305÷889)、国債が1.1倍(1,004÷923)であり、価格変動のうねりはJREITが一番大きかったこととなる。



3-3. JREIT、株式、国債の価格変動率

図2は、各指数の対前日価格変動率を示す。JREITは、2006年夏ごろから大きな変動率を示すことが多くなり、2007年夏ごろまで徐々にその変動幅が大きくなり、2008年秋には急激に激しく変動し、2009年春ごろまで比較的大きな変動率をみせる。また、株式は、断続的に大きな変動率を示していたが、2007年夏ごろから大

³ JREITについては東証REIT指数終値、株式については東証株価指数(TOPIX)終値、国債についてはNOMURA-BPI/Ladder 10年(元本)を用いる。なお、「配当込」のデータを用いた場合には、JREITのインカムゲインが他の二者に比べ相対的に若干高いものの、以下の分析には影響しない。

きな変動率を示す頻度が高くなり、2008年秋に振幅が急拡大し、その後徐々に変動率の幅が縮小してきている。国債については、前二者に比べると極めて小さな変動率が継続している。

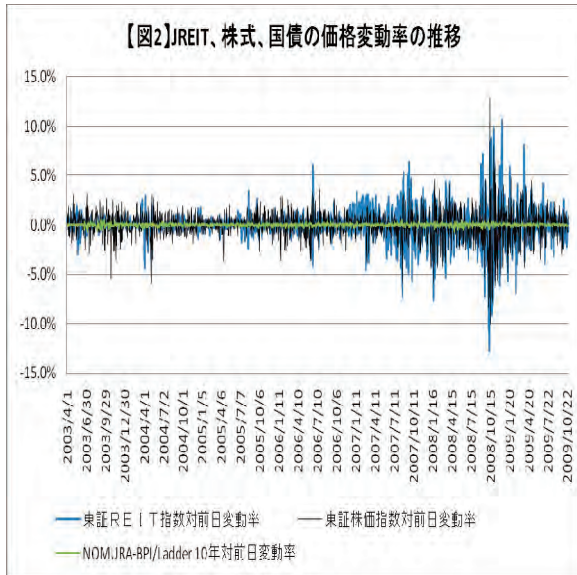


表2には各指数の価格変動率の基本統計量を示す⁴。

【表2】 JREIT、株式、国債の価格変動の基本統計量

	東証REIT指数 (前日比対数)	東証株価指数 (前日比対数)	NOMURA- BPI/Ladder 10年 (前日比対数)
平均	-4.72E-05	8.96E-05	-2.87E-05
中央値	5.81E-04	6.86E-04	2.10E-05
標準偏差	1.68E-02	1.52E-02	1.39E-03
最小	-1.28E-01	-1.00E-01	-6.89E-03
最大	1.06E-01	1.29E-01	5.48E-03
合計	-7.62E-02	1.45E-01	-4.63E-02
標本数	1615	1615	1615

JREITの価格変動率の平均値は-0.00472%、標準偏差は1.68%、最大値10.6%、最小値-12.8%である。株式は、平均値0.00896%、標準偏差1.52%、最大値12.9%、最小値-10.0%、国債は、平均値-0.00287%、標準偏差0.14%、最大値0.5%、最小値-0.7%であった。

標準偏差で価格変動率のばらつきを比較すると、JREITが株式より若干大きく、国債は両者の十分の一以下程度である。

表3は、各指数の日々の価格変動率の発現の分布を正規分布と比較したものである。

実際の市場変数は正規分布よりも両端が厚くなる傾向

(ファットテール)があることが経験上知られている。実際、約6年7カ月1,615営業日のうち、日次の変動率が標準偏差の4倍を超えた日数は、JREITでは19日(4+7+4+4)、株式では9日(4+3+0+2)、国債では3日(0+3+0+0)となっている。仮にこれらの市場の変動が正規分布に従うとした場合には0.1日程度(0.00634%×1,615)、すなわち、60年に1度程度しか発生しないわけであるから、JREITの場合、約190倍も極端な変動が発生する確率が高かったこととなる。なお、株式、国債と比較しても、JREITはそれぞれ約2倍、約6倍も極端な市場変動が発生する確率が高かったこととなる。

3-4. JREIT、株式、国債のボラティリティ

JREIT、株式、国債の不確実性をみるために、過去の変動率から年率換算したヒストリカル・ボラティリティ(HV)を求めて比較する。ここでは、125営業日(約半年)分のデータをローリングして(移動平均的に)用いてHVの変化について確認する。

$$HV = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (\ln \frac{St}{St-1} - \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \ln \frac{St}{St-1})^2} \times \sqrt{250}$$

St:t日における観測値、n:観測値数(ここでは、125)

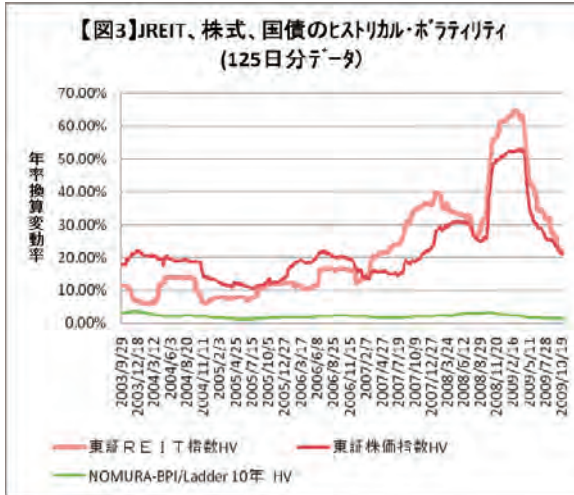
	REIT指数変動率		TOPIX指数変動率		NOMURA-BPI指数変動率		正規分布	
	発現件数	発現割合	発現件数	発現割合	発現件数	発現割合	発現件数	発現割合
$x \leq \mu - 5s$	4	0.24768%	4	0.24768%	0	0.00000%	0	0.00003%
$\mu - 5s < x \leq \mu - 4s$	7	0.43344%	3	0.18576%	3	0.18576%	3	0.00314%
$\mu - 4s < x \leq \mu - 3s$	8	0.49536%	9	0.55728%	10	0.61920%	10	0.13182%
$\mu - 3s < x \leq \mu - 2s$	39	2.41486%	27	1.67183%	40	2.47678%	40	2.14002%
$\mu - 2s < x \leq \mu - s$	91	5.63467%	149	9.22601%	153	9.47368%	153	13.59051%
$\mu - s < x \leq \mu$	603	37.33746%	566	35.04644%	580	35.91331%	580	34.13447%
$\mu < x \leq \mu + s$	730	45.20124%	689	42.66254%	622	38.51393%	622	34.13447%
$\mu + s < x \leq \mu + 2s$	99	6.13003%	139	8.60681%	166	10.27864%	166	13.59051%
$\mu + 2s < x \leq \mu + 3s$	17	1.05263%	20	1.23839%	35	2.16718%	35	2.14002%
$\mu + 3s < x \leq \mu + 4s$	9	0.55728%	7	0.43344%	6	0.37152%	6	0.13182%
$\mu + 4s < x \leq \mu + 5s$	4	0.24768%	0	0.00000%	0	0.00000%	0	0.00314%
$\mu + 5s < x$	4	0.24768%	2	0.12384%	0	0.00000%	0	0.00003%
計	1615	100.00%	1615	100.00%	1615	100.00%	1615	100.00%

μ :平均値、s:標準偏差

図3はボラティリティの推移である、JREITのHVは、2006年半ばまでは概ね10%前後で推移していたが、その後徐々に増大し、2007年3月に20%に達し、2007年夏以降急拡大した。そして、2008年12月には60%を超えたが、2009年春以降急速に縮小し、2009年10月には概ね20%の水準に戻っている。株式のHVは、2007年までは概ね10%~20%の範囲で上下動を繰り返していたが、2008年に入ると急拡大し、2008年12月には50%を超えたが、2009年春以降急速に縮小し、2009年10月には概ね20%の水準に戻っている。国債のHVは、2003年中は概ね3%程度で

⁴ 表2の数値の読み方の例：-4.72E-05は、-4.72に10の-5乗をかけた数値-0.0000472を表わす。

推移していたが、その後徐々に縮小し2005年夏ごろには1.3%程度となり、その後また緩やかに増大し2008年夏ごろに3%に達した。そして、2008年終わり頃から縮小傾向をみせ、2009年10月には概ね1.3%の水準となっている。



上述のように、市場変数の将来の不確実性の程度を測る尺度であるボラティリティ自体も大きく変化するものにはある。国債が、JREIT及び株式と比べリスクが小さいことは、ある意味当然であるが⁵、JREITと株式のボラティリティを比べても、そのリスクの大小については明確な解はみいだせないようである。

なお、図4にJREITと株式のボラティリティの比率の推移を示す。2007年初頭までは株式のHVの方が大きく、その後約1年間JREITのHVが大きく上回り、2008年春以降はJREITのHVがやや大きい傾向が続いているが、直近では両者のHVはほとんど同程度になっている。



3-5. JREIT、株式、国債の相関係数

投資家が二つの市場に投資をする際、両市場の変動に正の大きな相関があれば、リスクは大きく、負の相関があれば、一方の市場による損失が他方の市場における利益で相殺されるためポートフォリオ全体としてのリスクは小さくなる。前項では、JREITと株式の間で将来の不確実性（リスク）についての大小は一概には判断できないことをみた。ここではJREIT、株式、国債の相関係数をみることにより、それぞれの、分散投資の受け皿としての有効性をみる。

表4は2003年4月～2009年10月までの、JREIT、株式、国債の相関係数である。JREITと株式の相関係数は0.54であり、やや弱い正の相関がみられる。JREITと国債の相関係数は-0.14であり、ほとんど相関関係はみられない。株式と国債の相関係数は-0.41であり、非常に弱い負の相関がみられる。

以上からは、国債は、JREIT及び株式の分散投資の対象として望ましい特性を持つと言えるが、JREITと株式については明確に分散投資の受け皿として望ましい特性を有しているとは言い切れないと思われる。

【表4】JREIT、株価、国債の価格変動の相関関係 (2003/4/1～2009/10/26)

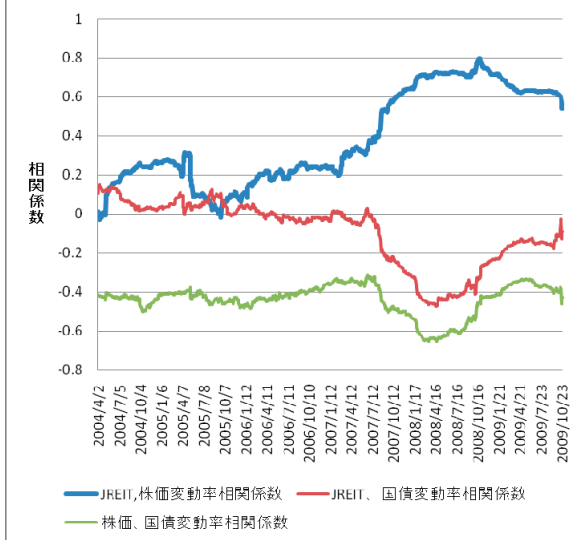
	東証REIT 指数前日比	東証株価指 数前日比	NOMURA- BPI/Ladder 10年前日比
東証REIT指数前日比	1.00	0.54	-0.14
東証株価指数前日比	-	1.00	-0.41
NOMURA-BPI/Ladder 10年前日比	-	-	1.00

図5は、250営業日（約一年）分のデータをローリングして（移動平均的に）用いた各相関係数の変化を示している。

JREITと株式の相関係数は、2007年の後半以降急激に上昇し連動性が高まり、2008年の1年間にはほぼ0.7を超える水準で推移し、2009年春以降0.6前後の水準で安定している。JREITと国債の相関係数は、2007年前半まではほとんど無相関であったが、2007年夏以降負の相関係数をとりはじめ、2008年中は概ね-0.4程度の非常に弱い負の相関をみせた後、2009年に入り再びほとんど無相関となっている。株式と国債の相関係数は、2007年前半までは概ね-0.4程度の非常に弱い負の相関であったが、2007年夏以降負の相関関係を高め、2008年中は概ね-0.6程度のやや弱い負の相関をみせた後、2009年に入り再び非常に弱い負の相関となっている。

⁵ 国債は流動性を犠牲にする面以外は、日本国内の投資家にとっては、ほとんど通貨と同様な無リスク資産と考えられる。但し、国外投資家の観点からドル建て等で為替レートの変動も考慮に入れるとかなり異なった様相を示すが、本稿では考慮しない。

【図5】各指数変動率の相関係数の変化
(250日分データ)



3-6. 本節のまとめ

前4項の価格指数の分析から、JREITの商品特性は、①ミドルリスクではなく、②株式との連動性も低くなく、当初期待されたものとは全く異なるものであったことが判明した。それではなぜ、JREITの特性に関する「都市伝説」が発生したのであるか？

その理由の根本は、JREITが、ミドルリスクであると考えられる不動産賃貸管理に事業が特化し、裏付け資産として不動産に関する権利を保有する導管体であることから、その投資口が不特定多数の投資家の血気（アニマル・スピリット）により支配される公開の市場においても、安定的に取引されるとの、極めて不確実で非現実的な前提を置いていることにあると考えられる。次節においては、JREITの真のリスク特性の背景について考察する。

4. JREITのリスク特性の背景

4-1. 三つの理由

JREITがハイリスク商品であり株式の価格変動と連動性が高い理由としては、以下の三つが考えられる。

理由1：公開の証券市場で取引される商品であること。

理由2：レバレッジ運用がされていること。

理由3：運用と調達にミスマッチがあること。

なお、理由2及び理由3は実物不動産とも共通する点である。

4-2. 公開市場の商品であることについて

今回のJREIT市場の混乱・大変動に対して、「賃貸事業収入は比較的安定的に推移しているが、不動産購入予約の解約による多額の違約金の発生、借入等返済のための所有不動産売却による損失の発生、借入費用の増大等により、分配金を大幅に減額するJREITも続出したため不安を拡大した」というように、運用の失敗や特異な状況下で運悪く発生したかのように説明する向きもみられる。確かに、JREITの所有不動産等の賃貸事業収入に基づく将来の分配金の期待値に基づいて、JREITの市場取引が行われるとの大前提を置き、発生した現象を後から解説する場合にはこのような捉え方も可能であろう。しかし、この説明では市場大変動の一側面を述べたに過ぎない。外国人をはじめとする投資口保有者の換金売りや利幅取りによる乱高下と株価との高い連関性がなぜ生じるのか。

そもそも仲介業者を通じて売り手と買い手が相対してプライベート市場で取引される実物の不動産と、公開証券市場で取引されるJREITは全く異なるものである。不動産売買の取引コストは証券市場と比べものにならない程大きい。すなわち、物件の品質・状況は千差万別であるのでデューデリジェンスを含めた情報収集のコスト、不動産取得税等の税負担コスト、仲介コストを含めた取引コストは不動産価格の10%以上かかるのが通常であるが、証券市場でのJREITの取引コストはコンマ数%以下である。このような資産の特性により、不動産の売買は通常は長期保有が前提となり、基本的には将来の期待収益を反映して価格変化が緩慢な市場が形成される。一方、こうした不動産を裏付け資産としているとはいえども、JREIT市場は移り気で他人を出し抜くことを目的に「美人コンテスト」を行う投資家により支配され、一瞬一瞬で取引の意思決定がなされ取引が成立する。一般大衆より僅かばかり先んじて予測しようとするに過ぎない大多数の投資家にとって、株式市場とJREIT市場は無差別であり、両市場が同じように動くのは当然であろう。

4-3. レバレッジについて

不動産投資の資金調達は一般的には自己資本と負債により行われる。JREITにおいても、41銘柄の約9割が借入資産価値比率(LTV)40%以上であり、レバレッジにより自己資本の収益率を高めようとしている。

負債を併用することにより、負債の金利が不動産の収益率より低い場合は正のレバレッジが働き自己資本に対する利回りが高まる。一方、負債金利が上昇するか、賃料下落または空室率増加等により不動産の収益率が低下し、負のレバレッジが働き出すと自己資本に対する利回

りが急落する。

表5に簡単な数値例を用いてレバレッジの効果を示す。ケース①はレバレッジを使わずに全額自己資本で不動産投資を行った場合であり、不動産の収益率と同じ4%が自己資本の収益率となる。ケース②は半分を負債（金利

合は所有不動産を市況が悪い状況下でも急いで売却する必要が生じた。また、信用力の低い一部のJREITでは、負債の借り換え時に金利の引き上げや多額の手数料を要求されるケースが発生したため、レバレッジの逆回転の懸念が一挙に高まった。こうして、負債・資本の両面か

【表5】レバレッジの効果

	投資不動産価	自己資本	負債	不動産収益	負債利子	自己資金収益 (インカム)	期末不動産価	自己資金総合収益
ケース①	100	100	0	4	0	4	100	4
ケース②	100	50	50	4	1	3	100	3
ケース③	100	50	50	4	2	2	100	2
ケース④	100	100	0	3	0	3	75	-22
ケース⑤	100	50	50	3	2	1	75	-24

2%)により調達した場合で、正のレバレッジにより自己資本に対する収益率は6% (1.5倍)に高まる。ケース③は②の場合に金利が4%に上昇した場合で、レバレッジの効果は消滅する。ケース④、⑤は①、③の場合に賃料下落や空室率の上昇等により不動産収益が減少し、25%のキャピタルロスが生じた場合に自己資本がいかにか棄損されるかを示す。

不動産は一般的にミドルリスクの投資と位置づけられるが、負債による資金調達でレバレッジをかける場合には、不動産賃貸市場及び金利市場の変化にさらされた、極めてハイリスクな投資となるものであるが、そうした運用を行うJREITがハイリスクとなる大きな要因ともなる。

4-4. 調達と運用のミスマッチについて

不動産賃貸事業は基本的には中長期(少なくとも5年以上が通常)で行われるため、負債により資金調達する場合はその運用期間をカバーする中長期の借入れ⁶で行われることが望ましいであろう。短期で調達した場合は、経済状況や経営が順調な局面では比較的容易にリファイナンスができ、一般的に短期借入は低利調達が可能であるためレバレッジ効果を高めるが、経済状況又は経営が悪化した場合には途端に資金繰りに窮することとなる。今回の混乱期には、投資口の大幅下落でPBRが1未満(解散価値以下の評価)となり、増資も困難となった中で、投資法人債の償還、リファイナンスがうまくいかない場

ら資金調達リスクが顕在化した。

5. おわりに

JREITは投資の導管体と見られるため、企業レベルでの免税措置によりJREIT投資口保有者は株式の特徴である二重課税から逃れる、一方、内部留保ができない⁷ため新規投資や借換のため資本市場から調達が常に必要であり、一般の株式よりも脆弱な側面を持つ。今回の一連の政策対応がとられる以前は、JREIT制度自体が証券市場という時折嵐が吹き荒れる大海を、何ら救命具も備えずに船出したようなものであった。資金のパイプが細れば急に行き詰る危険性を孕んだ極めて脆弱な制度枠組みであった。

不動産安定化ファンドはその融資金利がかなり高い(東京銀行間取引金利+1.5~5.5%)ことから実際に利用するJREITはないのではないかと意見も多い。しかし、世界大不況で銀行取り付け等により顕在化した、運用と調達のミスマッチ(長期の貸付、短期の預金)等による銀行制度の脆弱性を、中央銀行による銀行貸付の制度により是正したのと同様に制度の根幹的なものと言えよう。すなわち、JREITの資金繰りに対するセーフティネットが形成されたというアナウンスメント効果があればその役割を果たしているのであり、JREIT制度の欠点を補うのに非常に有効な仕組みである。最後の貸し手という救命具は使わないで済むのであればそれに越したことはないであろうから。

これまでの官民ファンドを含めた政策対応と、JREIT自らの資金調達方法の改善努力により、前節の理由2及

⁶ 金融・会計上は期間が1年を超える場合は長期と分類されるが、不動産投資の世界ではその運用期間との兼ね合いから借入れの期間を考える必要がある。

⁷ 減価償却の自己金融効果を除く。

び理由3は解消されうることである。つまり、借入割合を低め、運用期間をカバーする長期の借入を用いるといった、堅い経営を行うことにより、リスクは軽減されうる。(各JREITの運用主体の責任と判断で、高いリターンを求めて、高レバレッジ、短期借入れによる低金利の活用も依然可能であり、各投資家は自己責任で投資判断を今後とも行っていくこととなる。)

しかし、投資を左右するのは人々の理屈を超えた活動、血気に駆り立てられた衝動である。可能な場合は数学的期待値に依拠して計算を行うが、資本資産の将来収益に関する合理的な評価よりは、むしろ市場心理がこの先どのように移り変わるかを予測することに腐心する投機家の影響下にJREIT市場はあり、前節の理由1はJREITの本質に備わる性質そのものである。

市場の不確実性をリスクと呼ぶのであれば、JREITは株式と同程度にハイリスクな商品であり続けることは今後も変わらないであろう⁸。

【参考文献】

- ・「不動産投資分析」 David Geltner, Norman G. Miller 著 川口有一郎監訳 (株)ロクス (2006)
- ・「フィナンシャルリスクマネジメント」 John C. Hull 著 竹谷仁宏訳 (株)アソシエーション (2008)
- ・「雇用、利子および貨幣の一般理論 (上)(下)」 John Maynard Keynes 著 間宮陽介訳 岩波書店 (2008)
- ・「アニマルスピリット」 George A. Akerlof, Robert J. Shiller 著 山形浩生訳 東洋経済新報社 (2009)
- ・「いまこそ、ケインズとシュンペーターに学べ」 吉川洋 著 ダイアモンド社 (2009)
- ・「不動産証券化ハンドブック 2009-2010」 (社)不動産証券化協会 (2009)

【こやま よういちろう】
【(財)土地総合研究所 研究部次長】

⁸ 2009年10月ニューシティレジデンス投資法人の二度目の民事再生手続きが開始されたが、今回はビ・ライフ投資法人との0.23の合併比率の見込みであり、現在の投資口価格で換算すると10万円強の価値となる。上場廃止時の投資口価格の約7倍であり、破綻しても実物資産を確保しているため、価値が残る可能性が高いという意味では、リスクが低いといえよう。