



ユニ総合計画の グリーンレポート

1級建築士 不動産コンサルタント 秋山英樹

11月号

発行日2008年11月

株価下落とJ-REIT

10月10日に世界的に株の大暴落がありました。そのきっかけはサブプライムローンということですがその真意はさておき、株と連動してJ-REIT（ジェイリート）が大暴落しているのが不思議に思えるのは私だけではないはずです。

企業の株はその会社の現在の実績というよりも、将来実績を上げるのかな下がるのかなという、投資家の思惑（おもわく）で買われ上がったり下がったりしています。大企業では実績の変動が少ないためローリスク・ローリターンですが、中堅企業ではその変動が大きいハイリスク・ハイリターンという考え方が株投資の一般的な考え方です。

一方、J-REITは日本版不動産投資信託と訳されていますが、不動産投資を証券化しそれが株式市場に上場したものを指します。投資用不動産の小口化されたものと考えればよいので、本来は株価（投資口価格）の上下によるキャピタルゲインを狙うのではなく、決算期（半期の6ヶ月が一般的）の配当を目的に株（投資口）を購入するはずだったのです。そのためミドルリスク・ミドルリターンの金融商品ということで、年金の運用に最適といわれ、アメリカでも年金の投資先として活用されているのです。

ところがこの数年の都心地価高騰等による不動産バブルに伴い、企業の株価と同じくJ-REITがキャピタルゲイン狙いの投資家の標的になり、株価の上昇に伴い配当利回りは本来6%程度を目標にしていたはずのものが3%台まで下がってしまいました。

そして、都心地価のバブル崩壊と相まって不動産業界の業績不振から、横文字の上場新興デベロッパーの倒産が相次ぎました。その結果、不動産という名のつくものに対して、金融機関の融資基準が相当厳しくなり、不動産価格が下落したから購入しようとしても融資が下りないから購入できない、購入先が見つからないので更に下がるといった下落の悪循環スパイラルにはまってしまうました。

さらに、建築基準法の改正でこれまで1ヶ月そこそこの申請期間が3~5ヶ月もかかるようになってしまい、デベロッパーの土地購入リスクが高まったことも原因のひとつとされています。

J-REITも不動産会社と同種とされ、リファイナ

ンス（再融資）が受けられなかったという理由で、10月8日にはニューシティ・レジデンス投資法人が破綻し、民事再生法適用申請を行いました。日本で初めてのJ-REITの破綻です。私から見ればホント？どうして？という感じでした。

J-REITの多くは自らが設定する基準として、総資産の60%前後が借入額の限度としており、株式（投資口）の発行でまかなえきれなかった分は、金融機関からの融資によって構成されています。非上場のプライベートファンドといわれる不動産投資ファンドでは総資産の80~90%を融資によるなど、レバレッジ（てこの作用=増加力）を大きく効かせているものも少なくありません。

レバレッジというのは、次のように考えるとよく分かります。

1000万円を投資して6%の利回りがある投資用マンションがあるとします。Aさんが1000万円ですべてそのマンションを購入すれば毎年60万円ずつ現金を手に入れることができます。

そこで、金融機関から9000万円を3%で借りることができれば、今度は1億円分の投資用マンションを購入することが可能になります。そのマンションもすべて6%の利回りがあるとすれば、Aさんは600万円の現金を手に入れることができます。しかし、金融機関から9000万円の借り入れがあるために、金利分として3%の270万円を金融機関に支払わなければなりません。そうすると、差し引き330万円の現金を得ることができます。これでAさんは1000万円の元手に対して330万円の利益ですから33%の利回りになりました。

このような仕組みのことをレバレッジと呼ばれ、多くの金融商品で使われているのです。レバレッジを極端に効かせて、99%の融資になれば前述のAさんは10億円の投資用マンションを購入して、6千万の収入で金利が2970万円ですから3千30万円の現金を手に入れ、元手に対してなんと303%の利回りに！！という非現実的な皮算用ができてしまいます。

要するに、金融機関から融資金額イコール担保不動産価額という、担保不動産に対する掛け目

(安全率)が高く、金利の低い融資を受けることができれば、高利回りの不動産投資が可能だということになるのです。

しかし、このスキームどおりに運ぶかどうかは、次の3つの条件が必要になります。

- ①賃料が安定して受け取ることができる
- ②金利が低金利のまま継続する
- ③建物の評価額が変わらない(購入時と近い金額で売却できる)

①に対しては、不動産賃料の大暴落の話は、わが国ではこれまでは少なく、島国で土地が限られている日本では、今後もそのようなことは起こりにくい環境にあると考えられます。

20年前のバブル時でさえ、バブル崩壊後に地価が10分の1になりましたが、オフィスビルの賃料はバブル崩壊の前後で半分程度で済んでいます。しかも、その後かなり戻しました。住宅に至っては1~2割程度の賃料下落で済みました。

②に対しては、法人に対する事業用不動産には個人住宅ローンのような30年固定ローンという融資はしません。特にJ-REITをはじめとする不動産投資ファンドはノンリコースローンで短いもので1年未満、長期でも1~3年程度の融資期間が一般的で、期間満了時にその都度再融資の可否と融資条件の見直しが行われます。

③に対しては、きちんとした建物調査のもとに、きちんとした評価で購入され、きちんと建物が維持管理されていれば、社会変化がなければ10年程度の年月では変わりません。しかし、購入時に正常な市場価格より高額であった場合には、時価評価では下がる可能性が大きいといえます。

ニューシティ・レジデンスの場合は、上記の①はクリアしているものの、③の評価が下がった結果、これまではJ-REITを始めとする不動産融資に積極的だった金融機関が一気に引き締めにかかったため、②の融資期間満了時に再融資がさずに破綻したと言われていました。

他のJ-REITも多かれ少なかれ同様な状況であるため、引きずられるように全てのJ-REITが1/2~1/5に下落しました。

しかし、よく考えればJ-REITの対象となっている賃貸建物の収益が悪化しているかといえば、そのような事態は起きてはいないはずですが、賃貸不動産市場は決してよいとはいえないもの破綻するほど悪い状況ではありません。

また、J-REITに融資している金利はほとんどが年1~2%程度の低金利融資なのです。1~2%程度で貸すということは優良融資先だからこそ受け入れられる金利なのです。そのような、優

良融資先に貸さないというのは、いささか金融機関に対して疑問を感じるころでもあります。

土地の下落による不動産価格の下落により、評価額そのものが金融機関の融資基準に合わなくなったというのが理由なのだと思います。

金融機関がJ-REITに融資している債権は優先順位の高い優先債権であり、さらに不動産に担保もつけていると考えられるので、不動産評価が融資範囲の6割まで下がらなければ取りはぐれはないはずですが、不動産評価額下落と風評評価の下落で、融資を断念したのでしょうか。

しかし、今回破綻したニューシティ・レジデンスは民事再生適用申請を急いでしなくともよかったのではないのでしょうか。時間をかければ所有物件の売却により損切りをしてでも返済の可能性はあったはずですが、不可解な部分も残ります。

民事再生になったニューシティ・レジデンスは、M&Aによる吸収合併されて生き残っていくか、精算するかを選択になると思われます。どちらにしても所有不動産の売却により金融機関へ返済後にどのくらい残るかが、投資家の気になるところです。そのときの売却額が融資残高より低ければ精算配当金は無しになってしまいます。投資家側からみればどうしてそんなに低いのかという疑問の目が向けられることとなるでしょう。

なぜ低いのかの裏側にはなぜ高く購入したのかが問われます。そのことをひも解いていくと、関連グループから高く購入していることが判明する可能性も否めません。鑑定評価をしているにもかかわらず高額で購入しているかもしれません。

その原因として、賃料が現実では考えられないような高額になっている(意図して賃料が高く設定されていると、評価額は専門の不動産鑑定会社が収益還元法と呼ばれる評価方法【年間の純賃料収入÷5%程度(都心物件の場合)の割引率】を中心に評価するため、実勢価格より高く評価され、意図して高額で購入してもその意図が表面化されにくい)ことが露呈するかもしれません。

このように考えると、J-REITを購入する際にはオープンにされている所有物件の情報から、①借入金の比率は多くないか、②金利は多くないか、③相場賃料の設定になっているのか、④テナント等に問題はないか、⑤建物はどうなのか(最近ではグーグルのストリートビューで建物を確認することができますね!)など自分自身の目で確認することも必要なのだと思います。

内容が問題なさそうであれば、J-REITは企業の株のような風評による信用不安での株価の下落があっても、倒産により株券が紙くずになってしまう企業株とは全く違うものとして、自信を持って所有して配当が得られる投資商品だと思います。