

# Jリート創設の経緯と市場概況

2009年10月2日

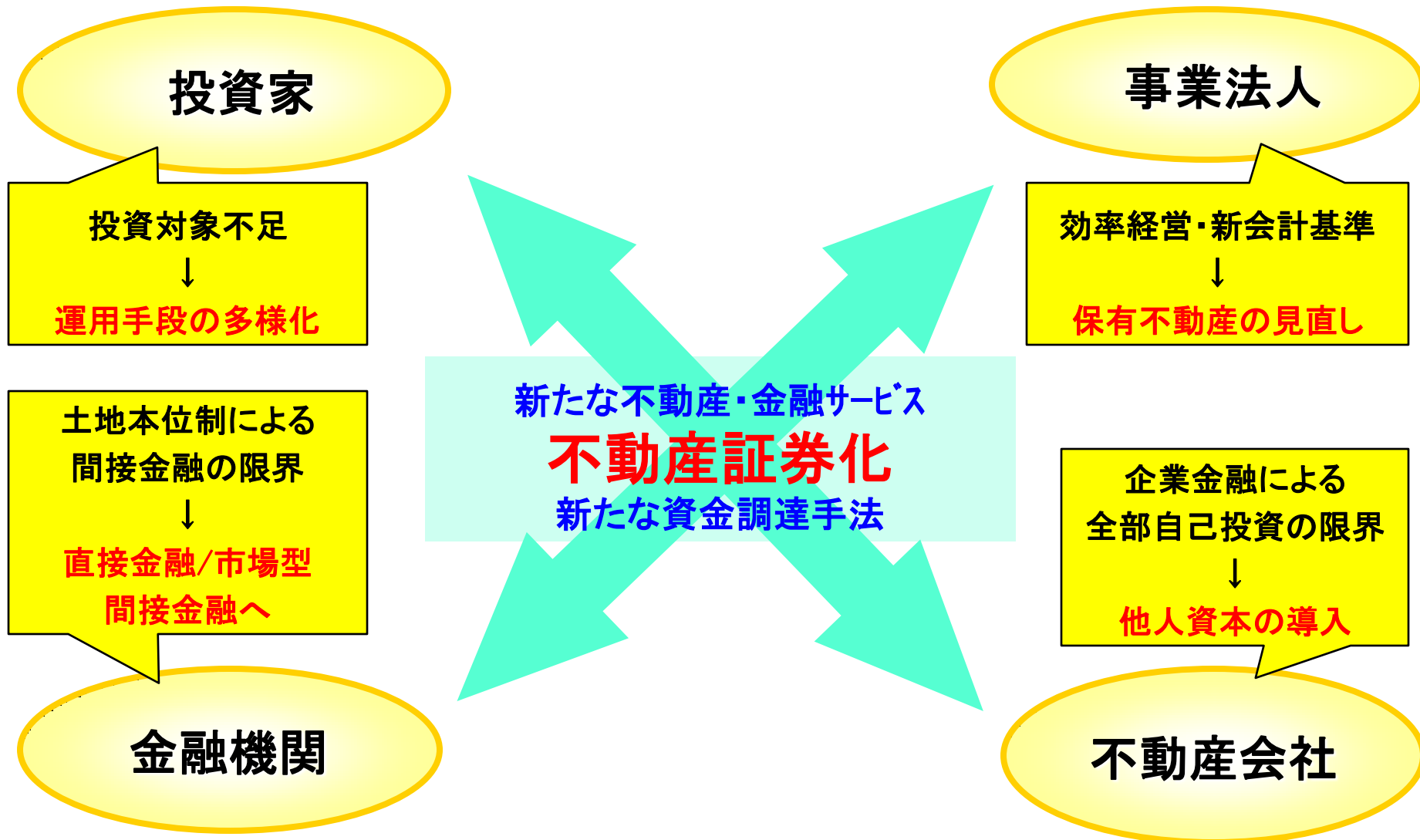
不動産証券化協会 上席主任研究員  
(東京大学公共政策大学院 特任教授)

内藤伸浩

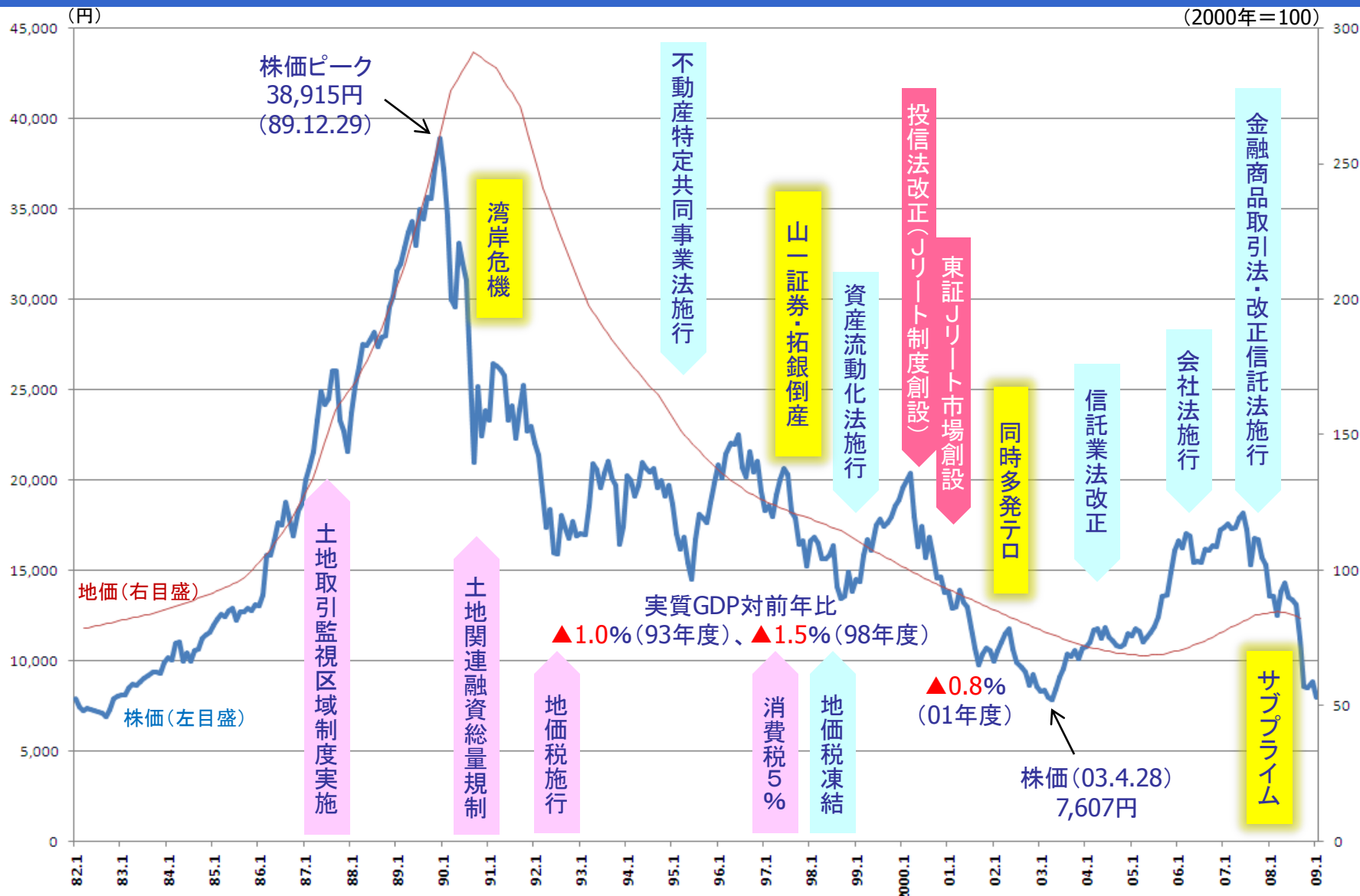
# 目次

1. **Jリート創設の背景と市場の概要**
2. **Jリートの仕組み**
3. **Jリートの特徴と意義**

# リスク資産となった不動産への適応

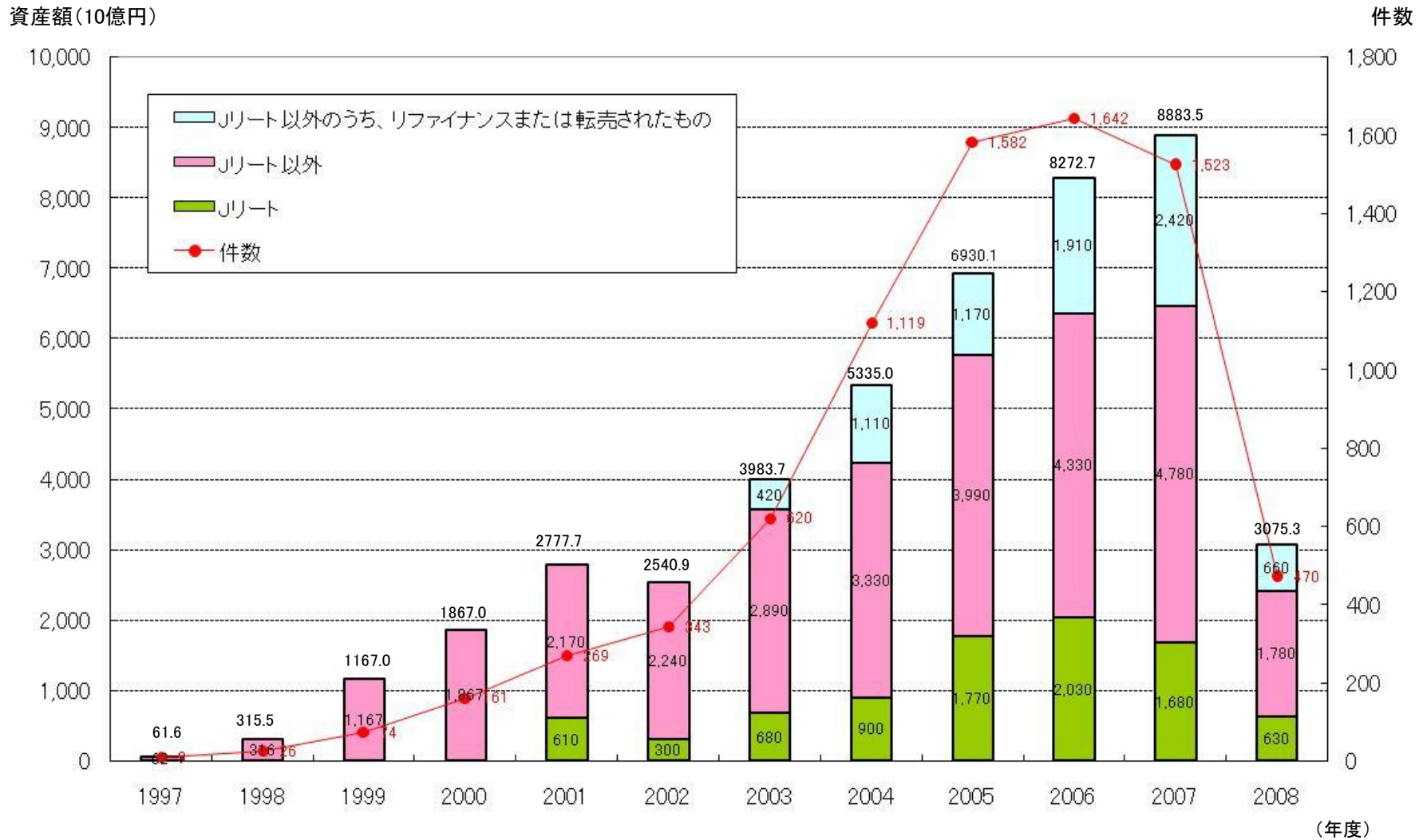


# 不動産証券化関連政策（Jリート創設）と経済動向



注: 株価は日経平均株価(日経225)、地価は(財)日本不動産研究所による市街地価格指数の六大都市全用途平均

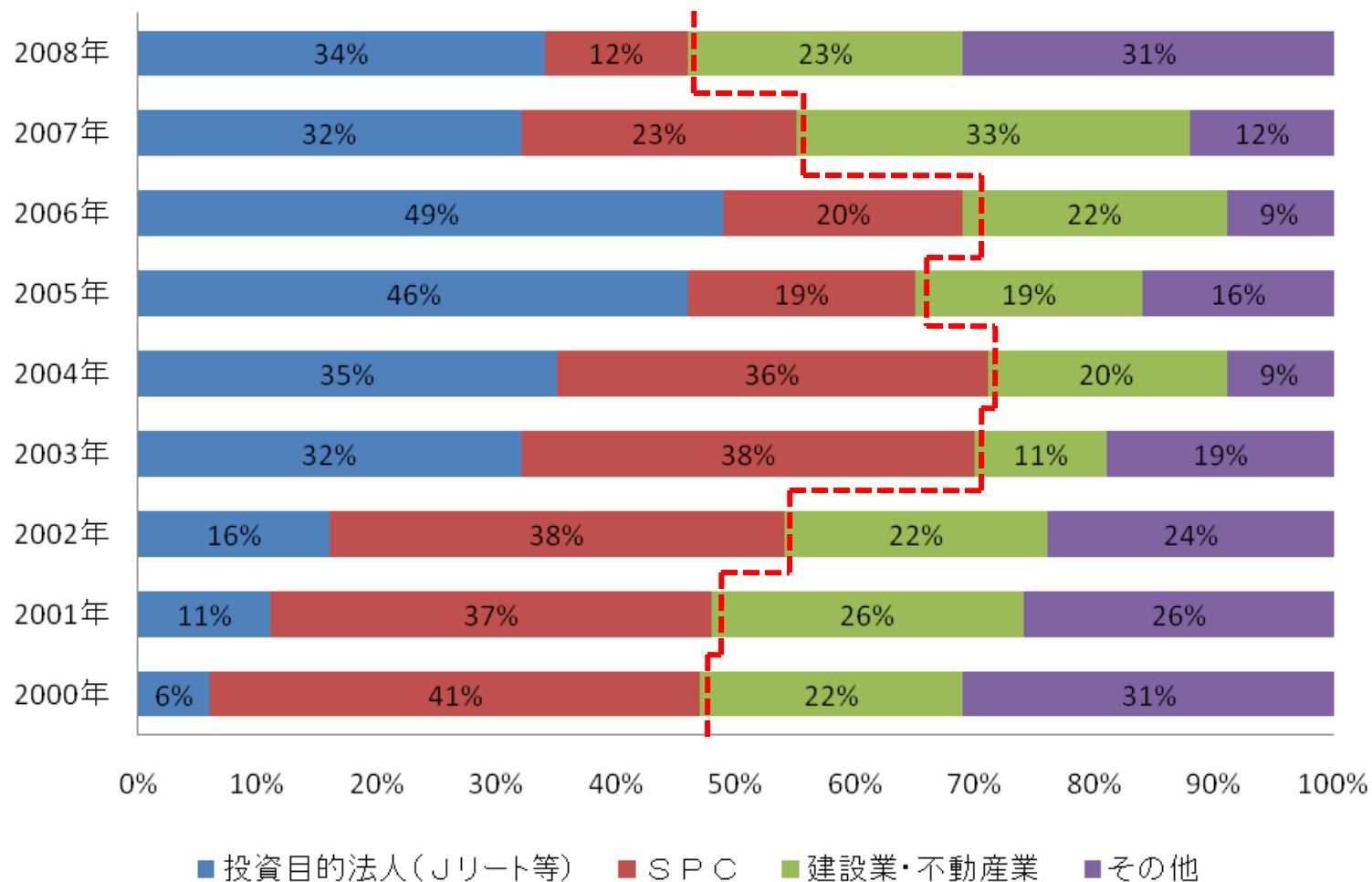
# 不動産証券化の実績(対象不動産額ベース)



出所:国土交通省「不動産の証券化実態調査」の公表データをもとにARES作成

# 上場企業等の不動産取引に占める証券化の割合

## 買主業種別取得額割合の推移(系列企業からの取得は除く)

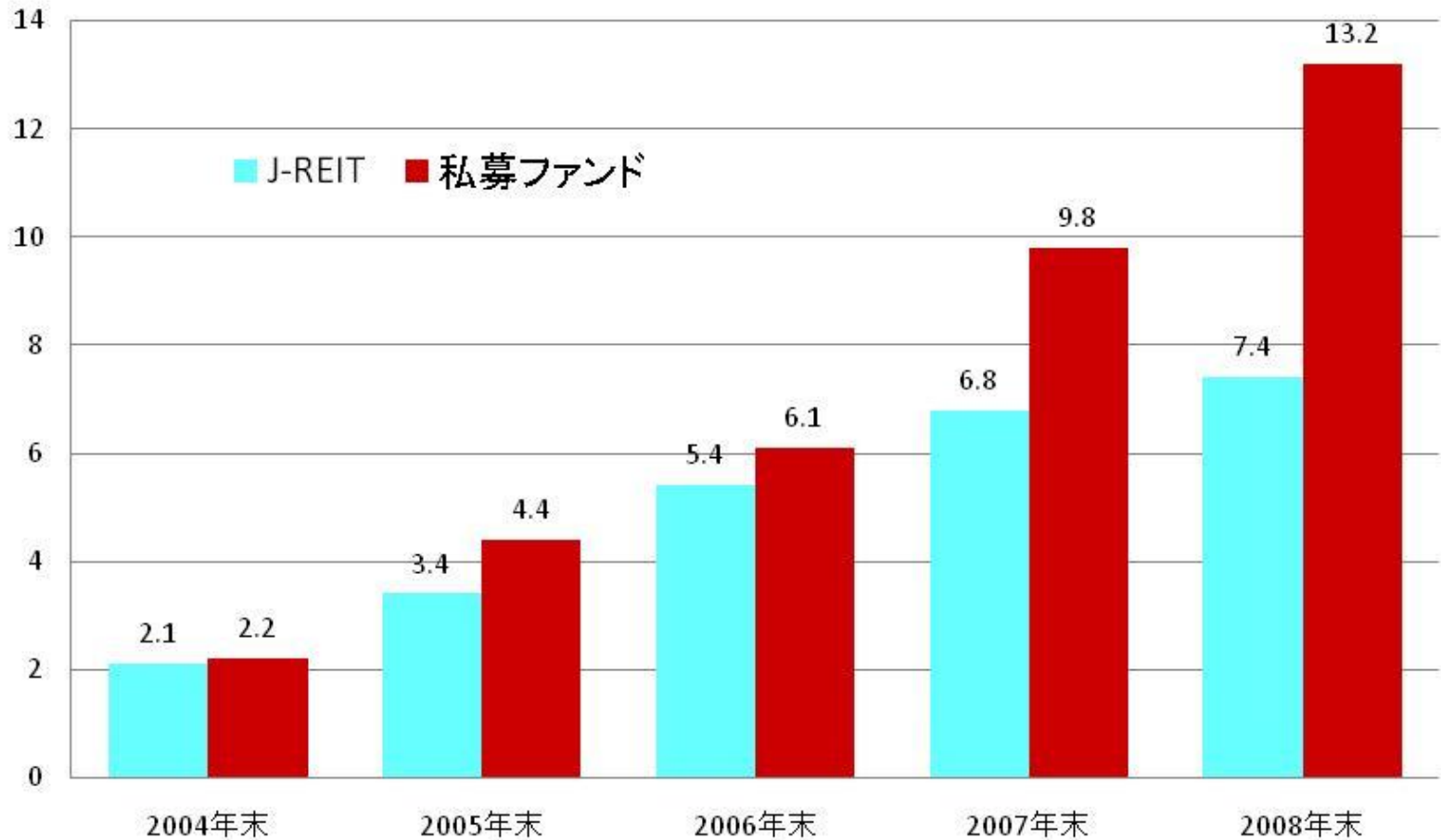


出所:都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」よりARES作成

# 不動産ファンドの運用資産総額

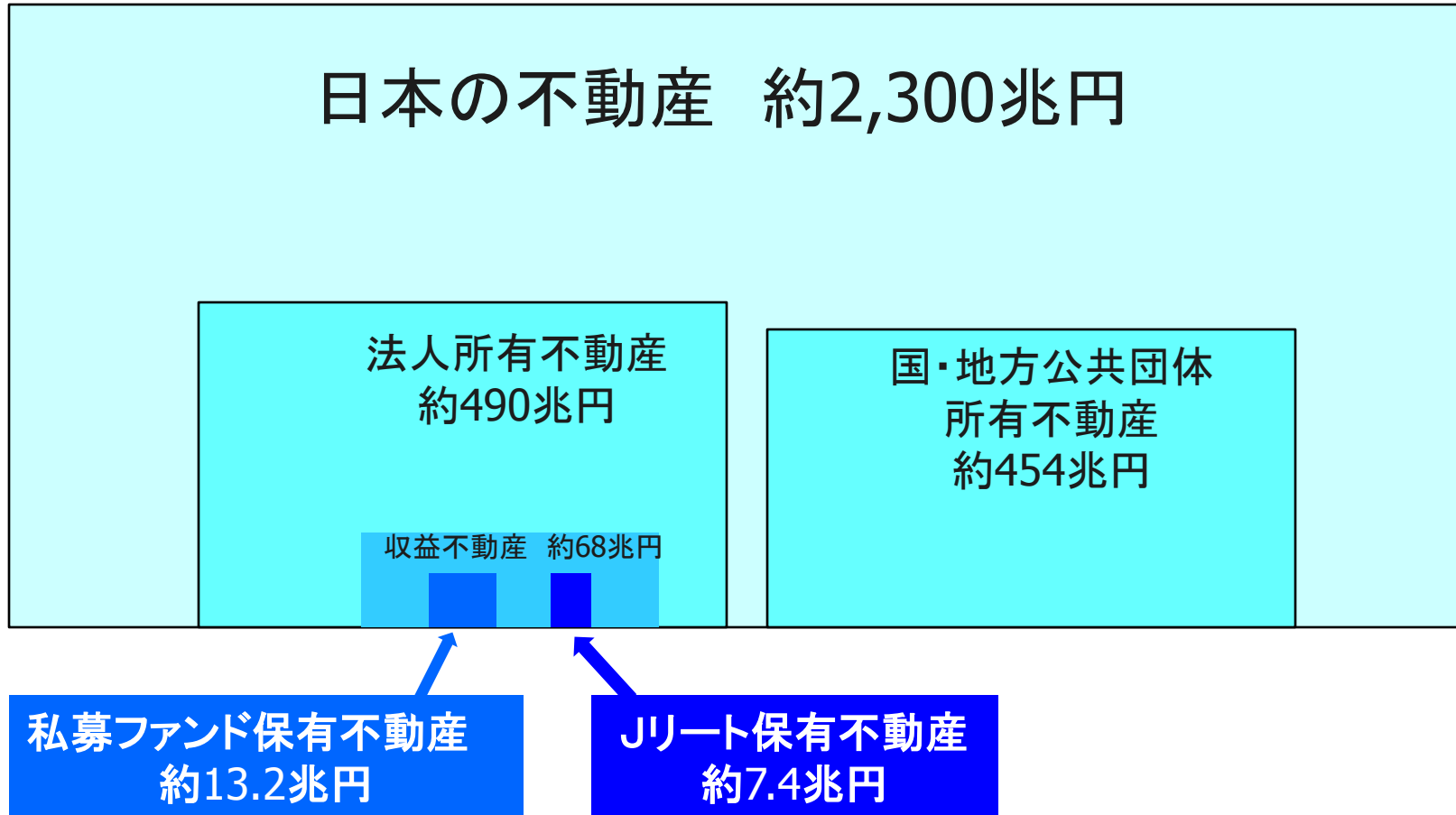
## 2008年末で合計約21兆円

(兆円)



出所:住信基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査 2009年1月 調査結果」よりARES作成

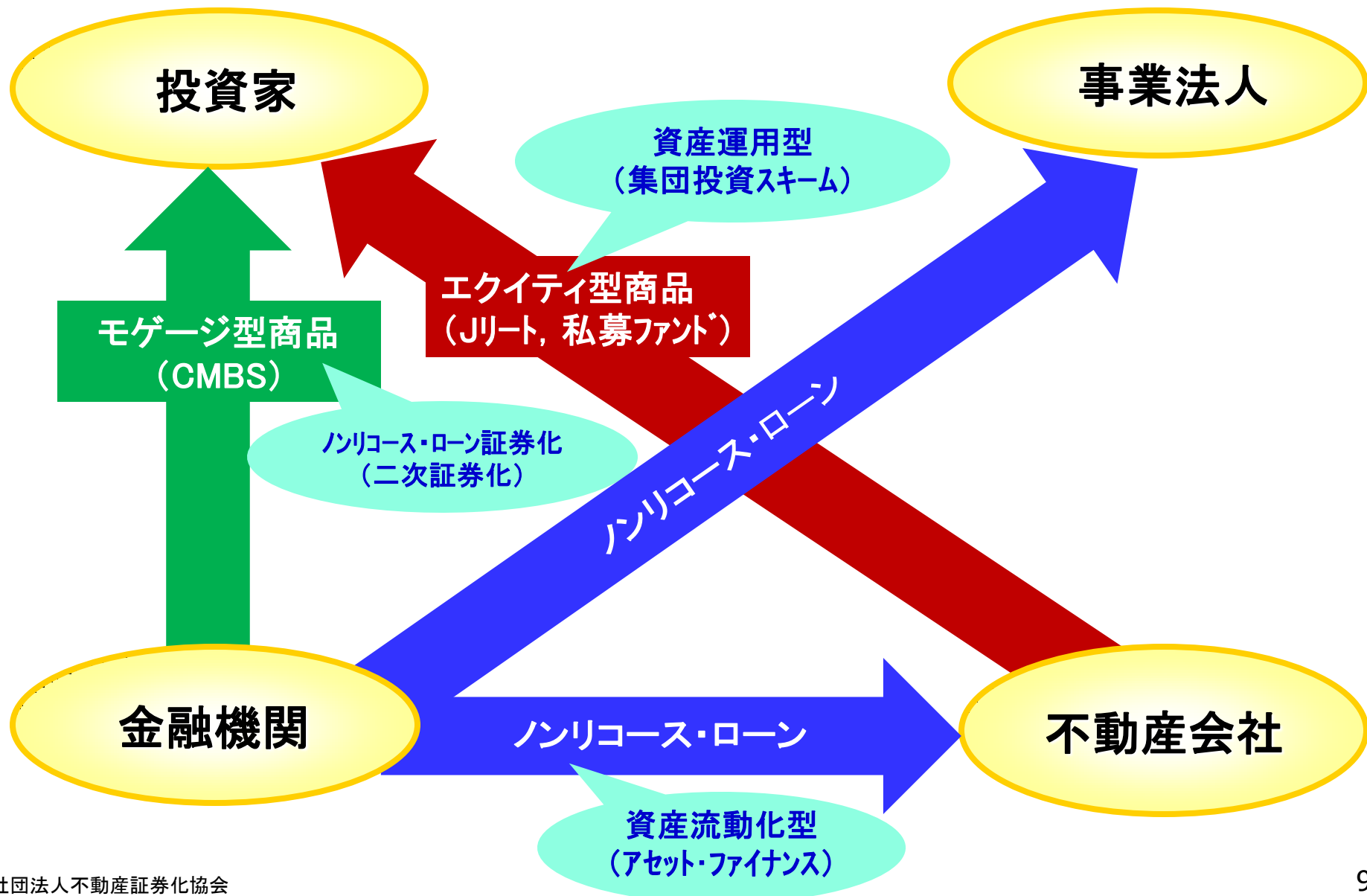
# 不動産と不動産証券化市場の規模



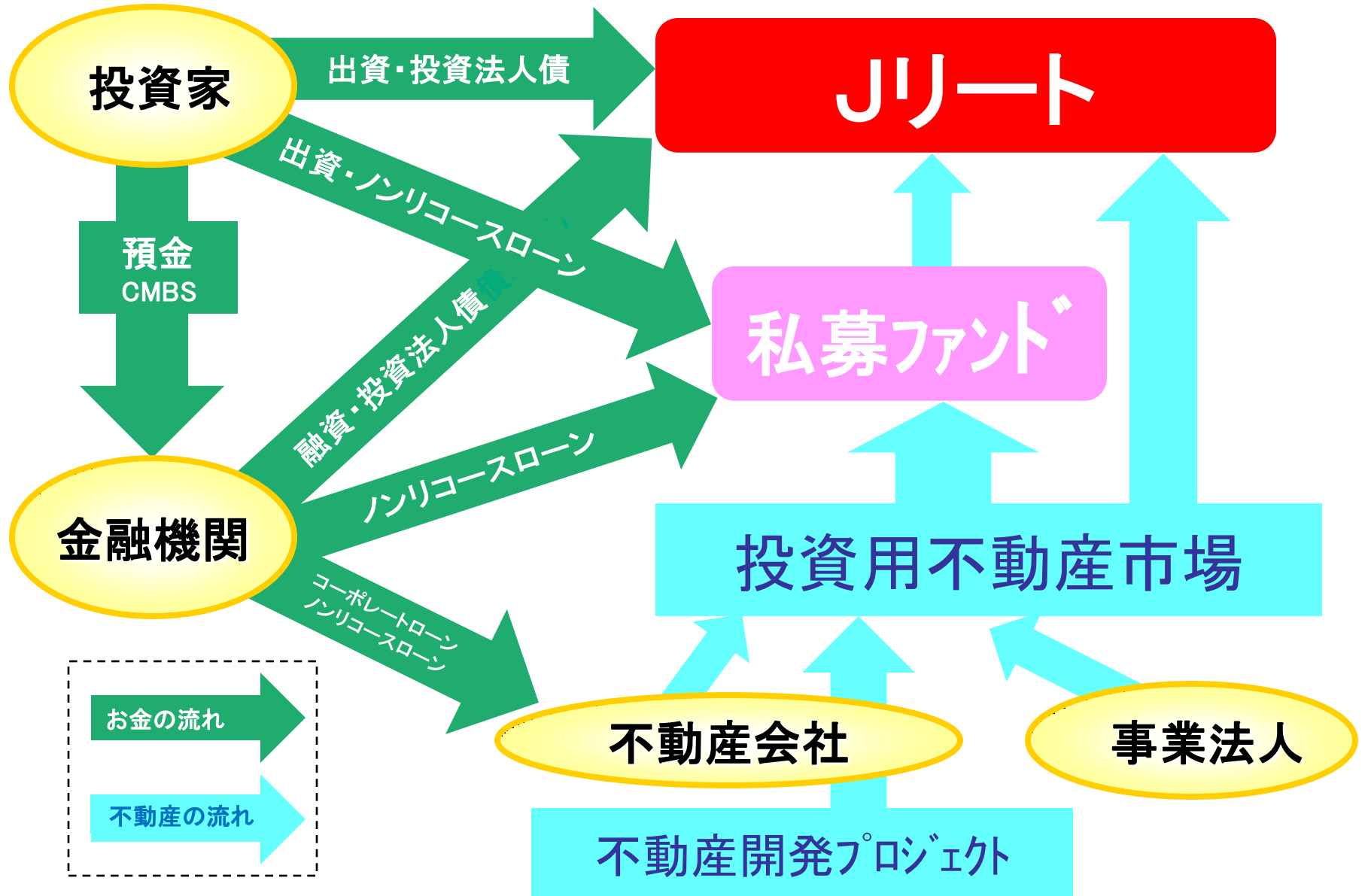
\* 国土交通省資料をもとにARES作成。「日本の不動産」、「法人所有不動産」、「国・地方公共団体所有不動産」、「収益不動産」の資産額は2003年1月1日時点、「私募ファンド保有不動産」、「Jリート保有不動産」の資産額は2008年末時点。



# 日本における「不動産証券化」の3類型



# 不動産証券化における不動産と資金の流れ



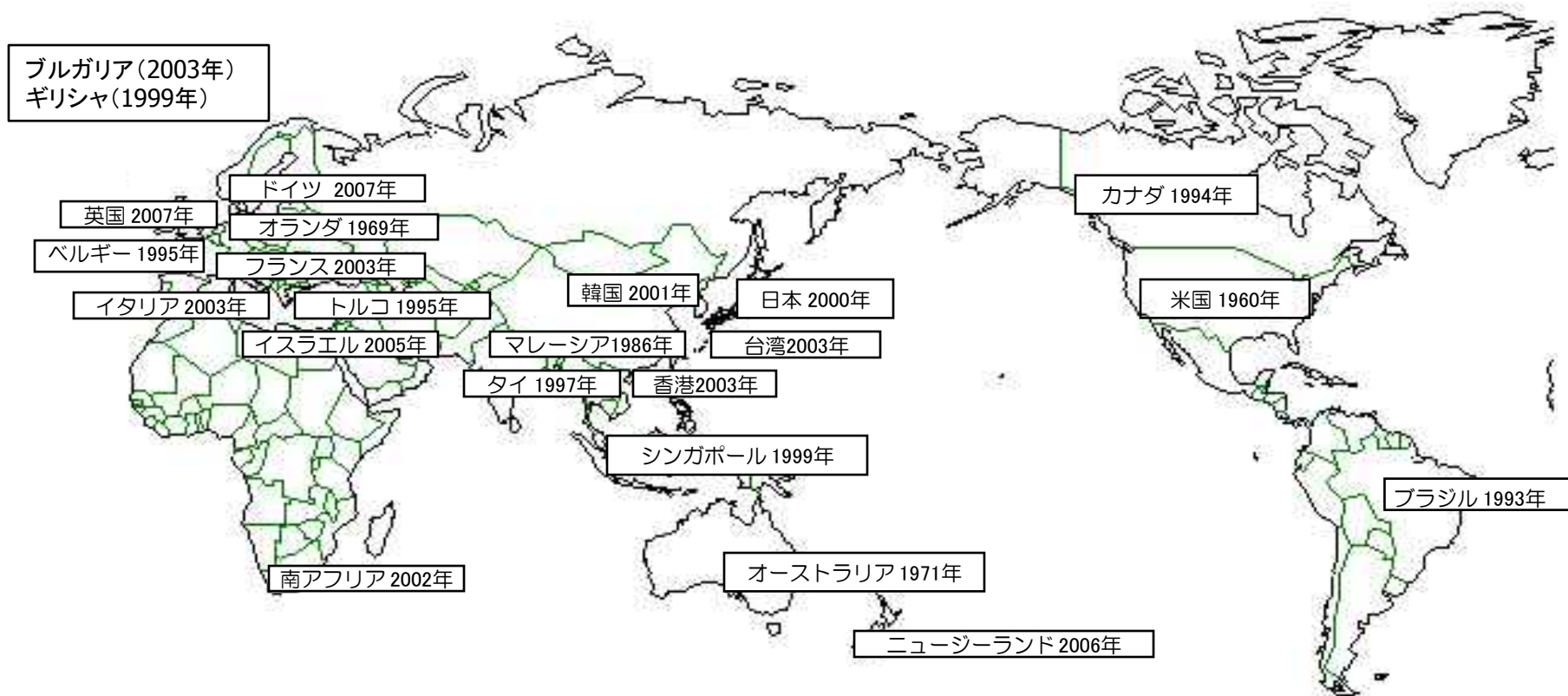
# 「Jリート」、「不動産投資信託」の由来

➤ Jリートという呼称は、米国の上場型不動産ファンドである **Real Estate Investment Trust**の略称**REIT**(「リート」と発音される)に由来し、**Japan REIT**の意味でこう呼ばれている。\* 米国では、実際には複数形でREITs(リーツ)といわれる。

➤ Jリートは「不動産投資信託」ないし「不動産投信」とも呼ばれるが、上場Jリートは、法的枠組みとしてはすべて、「投資信託」ではなく「投資法人」を採用している。

➤ にもかかわらず不動産投資信託と呼ばれるのは、「投資信託」という言葉が「大口小口の資金を広く集めて運用する金融商品」という意味合いで使われているから。

# REIT制度の世界的拡大(23カ国)

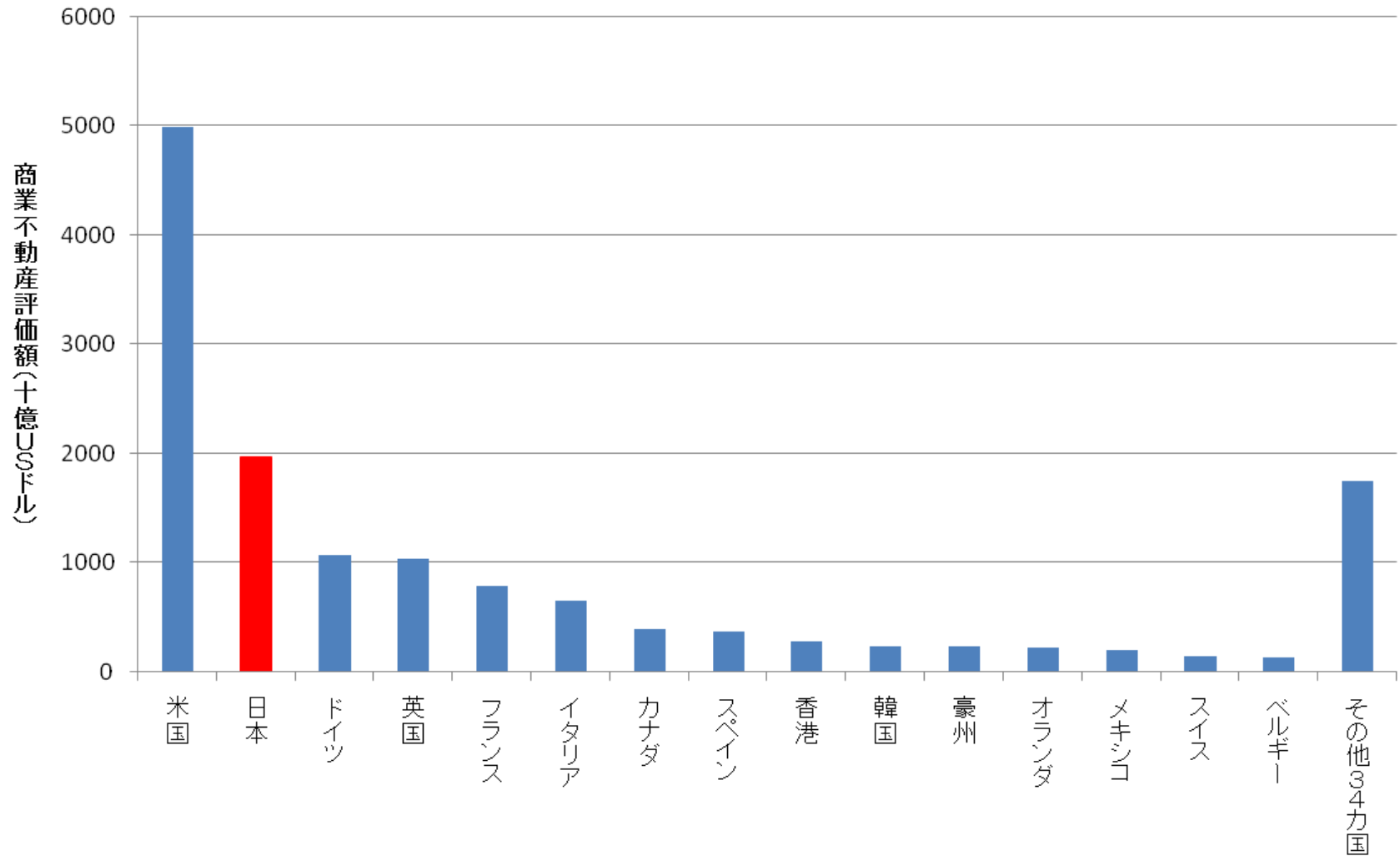


# REIT市場規模の上位10カ国

国	2008年3月末 時価総額	2009年3月末 時価総額	2009年3月末 上場銘柄数
米国	30.7兆円	13.0兆円	134
フランス	8.2兆円	3.5兆円	45
豪州	9.0兆円	3.1兆円	66
日本	4.1兆円	2.5兆円	41
英国	5.3兆円	1.7兆円	19
カナダ	2.5兆円	1.0兆円	30
シンガポール	1.8兆円	0.9兆円	21
オランダ	2.6兆円	0.7兆円	7
香港	0.8兆円	0.6兆円	7
ベルギー	0.8兆円	0.5兆円	15

出所：『不動産証券化ハンドブック』（各国資料よりARES作成）

# 世界の商業不動産市場規模



注: The Prudential Formula (GDPと商業不動産市場規模の調査に基づく推計式)により、European Public Real Estate Association, World Bank Organization, FTSE Groupが試算したもの

出所: 不動産協会『グローバル経済下における不動産のあり方について』

(原典) European Public Real Estate Association “Global Real Estate Securities-Where do They fit in the broader market?” Sep.2005

# Jリートのタイプ(主たる投資対象)

Jリートのタイプ

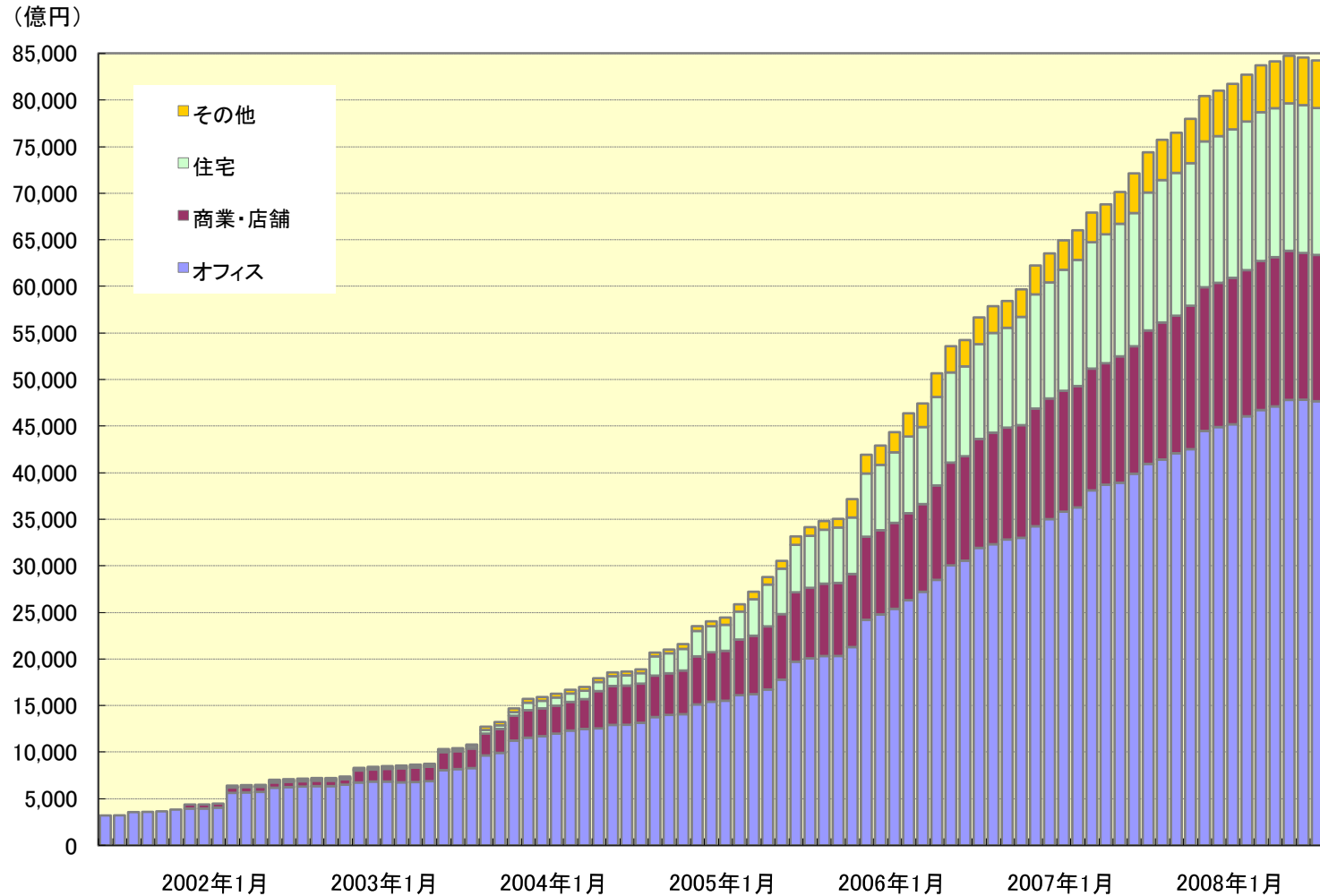
特化型(オフィス・商業・物流・住宅・ホテル)

複合型／総合型

	証券コード・取引所	投資法人名	投資対象(ポートフォリオ)				
			オフィス	商業・ 物流用施設	住居	ホテル	その他
1	8951/東証	日本ビルファンド投資法人					
2	8952/東証	ジャパニリアルエステイト投資法人					
3	8953/東証	日本リテールファンド投資法人					
4	8954/東証	オリックス不動産投資法人					
5	8955/東証	日本プライムリアルティ投資法人					
6	8956/東証	プレミア投資法人					
7	8957/東証	東急リアル・エステート投資法人					
8	8958/東証	グローバル・ワン不動産投資法人					
9	8959/東証	野村不動産オフィスファンド投資法人					
10	8960/東証	ユナイテッド・アーバン投資法人					
11	8961/東証	森トラスト総合リート投資法人					
12	8962/東証	日本レジデンシャル投資法人					
13	8963/東証	東京グロースリート投資法人					
14	8964/東証	フロンティア不動産投資法人					
15	8966/東証	クレッシェンド投資法人					
16	8967/東証	日本ロジスティクスファンド投資法人					
17	8968/東証・福証	福岡リート投資法人					
18	8969/東証	プロスペクト・レジデンシャル投資法人					
19	8970/東証	ジャパン・シングルレジデンス投資法人					
20	8972/東証	ケネディクス不動産投資法人					

	証券コード・取引所	投資法人名	投資対象(ポートフォリオ)				
			オフィス	商業・ 物流用施設	住居	ホテル	その他
21	8973/東証	ジョイント・リート投資法人					
22	8974/東証	ラサール ジャパン投資法人					
23	8975/東証	FCレジデンシャル投資法人					
24	8976/東証	DAオフィス投資法人					
25	8977/東証	阪急リート投資法人					
26	8978/東証	アドバンス・レジデンス投資法人					
27	8979/ジャスダック	スターツプロシード投資法人					
28	8980/東証	エルシービー投資法人					
29	8981/東証	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人					
30	8982/東証	トップリート投資法人					
31	8983/東証	クリード・オフィス投資法人					
32	8984/東証	ビ・ライフ投資法人					
33	8985/東証	日本ホテルファンド投資法人					
34	8986/東証	日本賃貸住宅投資法人					
35	8987/東証	ジャパンエクセレント投資法人					
36	3226/東証	日本アコモデーションファンド投資法人					
37	3227/東証	MIDリート投資法人					
38	3229/東証	日本コマース投資法人					
39	3234/東証	森ヒルズリート投資法人					
40	3240/東証	野村不動産レジデンシャル投資法人					
41	3249/東証	産業ファンド投資法人					

# 用途別保有資産評価額



出所: (社)投資信託協会の公表データをもとにARES作成



# 地域別保有物件(取得価格ベース)

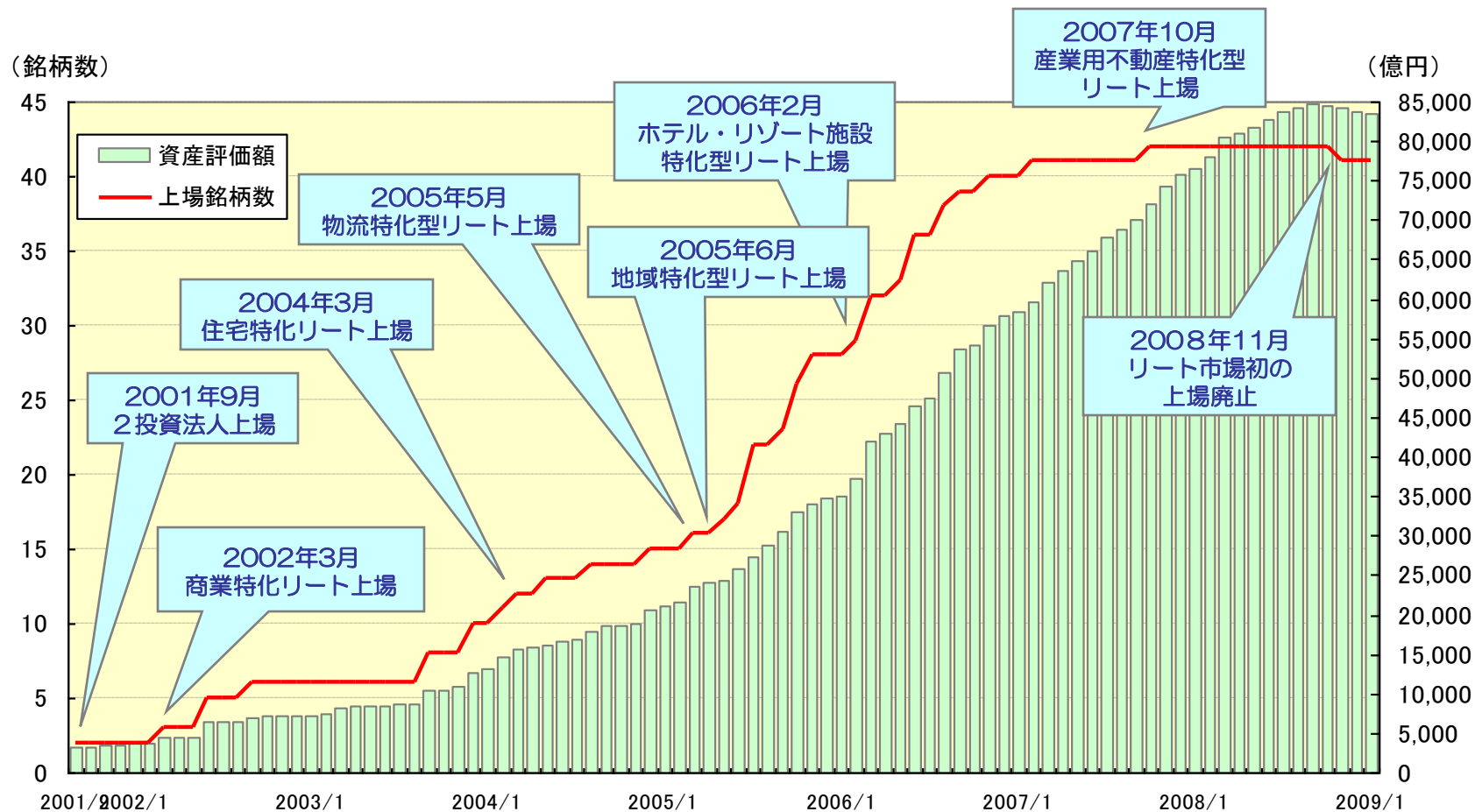
関東地方		北陸・中部地方		中国・四国地方	
東京都	46,433	新潟県	144	岡山県	179
神奈川県	6,131	富山県	31	広島県	519
千葉県	2,937	石川県	57	香川県	32
埼玉県	1,780	福井県	0	鳥取県	0
茨城県	112	長野県	108	山口県	12
栃木県	177	静岡県	154	香川県	32
群馬県	20	愛知県	2,426	愛媛県	14
山梨県	0	岐阜県	50	徳島県	0
北海道・東北地方		三重県	26	高知県	0
北海道	1,028	近畿地方		九州・沖縄地方	
青森県	7	滋賀県	169	福岡県	2,138
秋田県	32	京都府	779	佐賀県	44
岩手県	5	大阪府	7,529	長崎県	0
宮城県	757	兵庫県	1,333	熊本県	180
山形県	0	奈良県	396	大分県	176
福島県	67	和歌山県	17	宮崎県	0
単位:億円				鹿児島県	89
合計	76,494			沖縄県	408

◆2008年12月末時点  
◆取得価格ベース

出所:各投資法人の公開情報をもとにARES作成

# J-REITの上場銘柄数と運用資産評価額

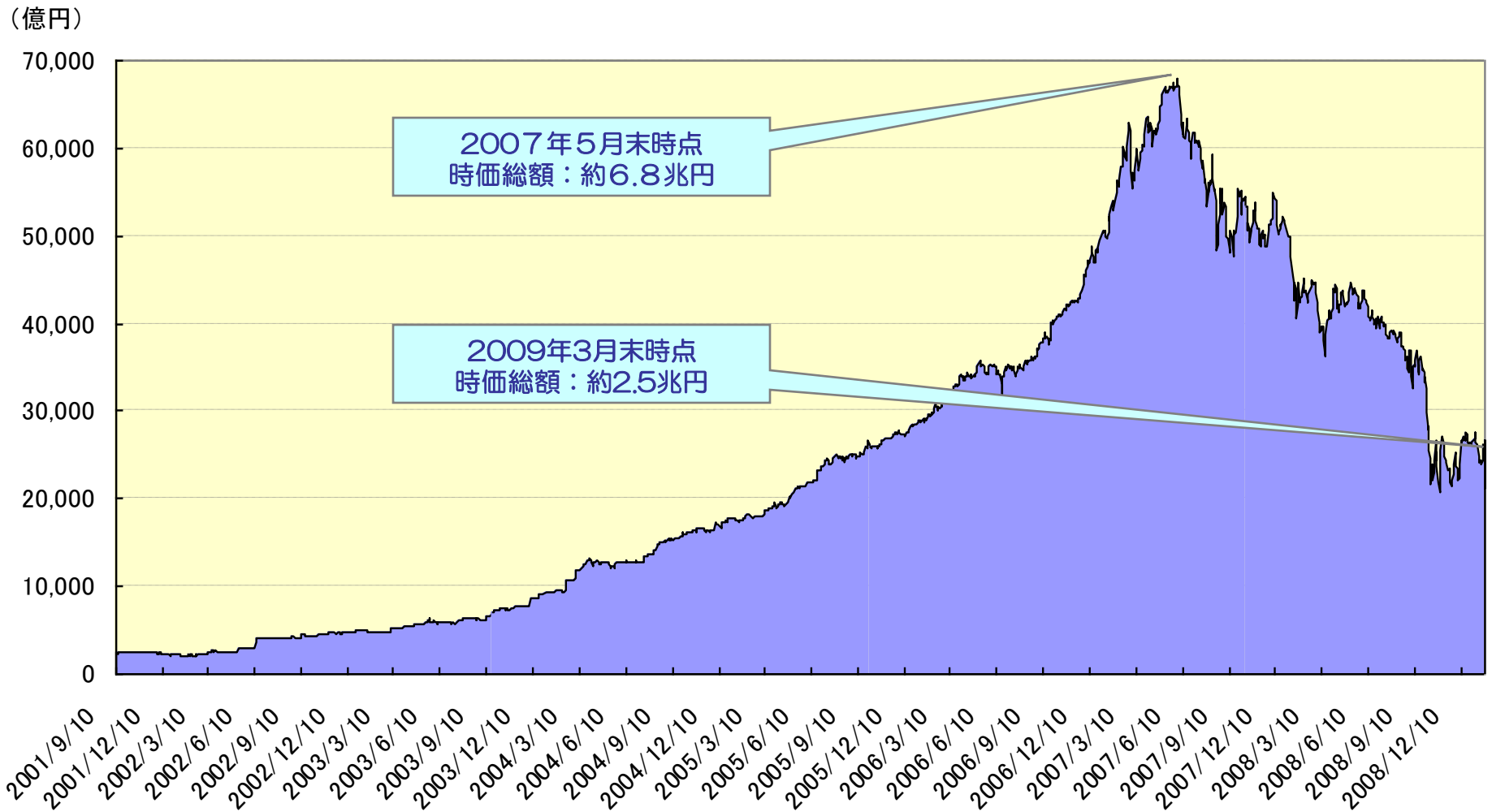
■ J-REITは、2009年1月末現在41の投資法人(※1)が上場しており、運用資産評価額は約8.4兆円(2008年10月より減少傾向)



※1: ニューシティ・レジデンス投資法人は2008年11月10日付で上場廃止

出所: 各投資法人の公開情報及び(社)投資信託協会の公表データ(2009年1月末)をもとにARES作成

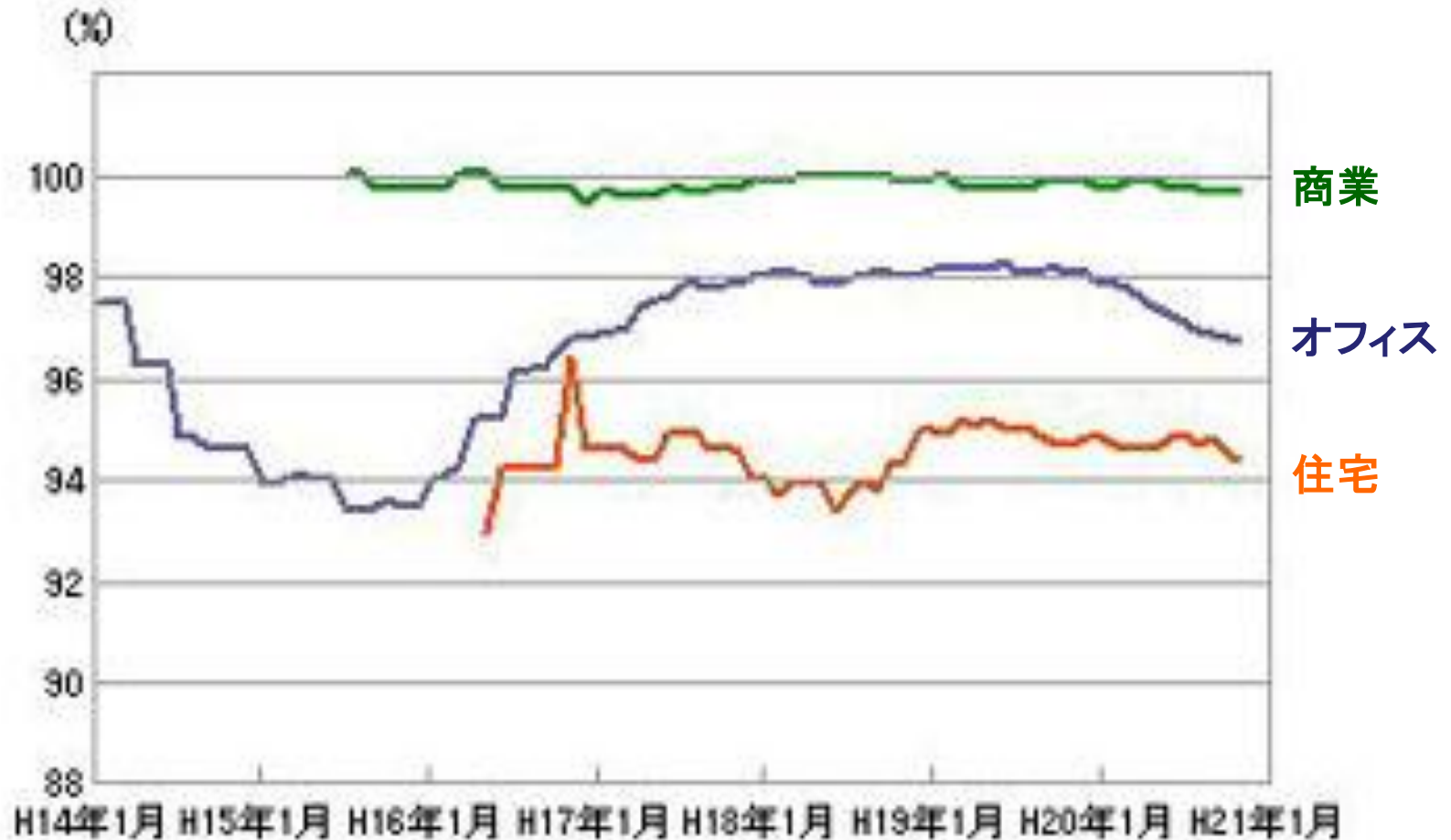
# Jリート投資口時価総額の推移



出所：各投資法人の公表データをもとにARES作成

# Jリートの平均稼働率の推移

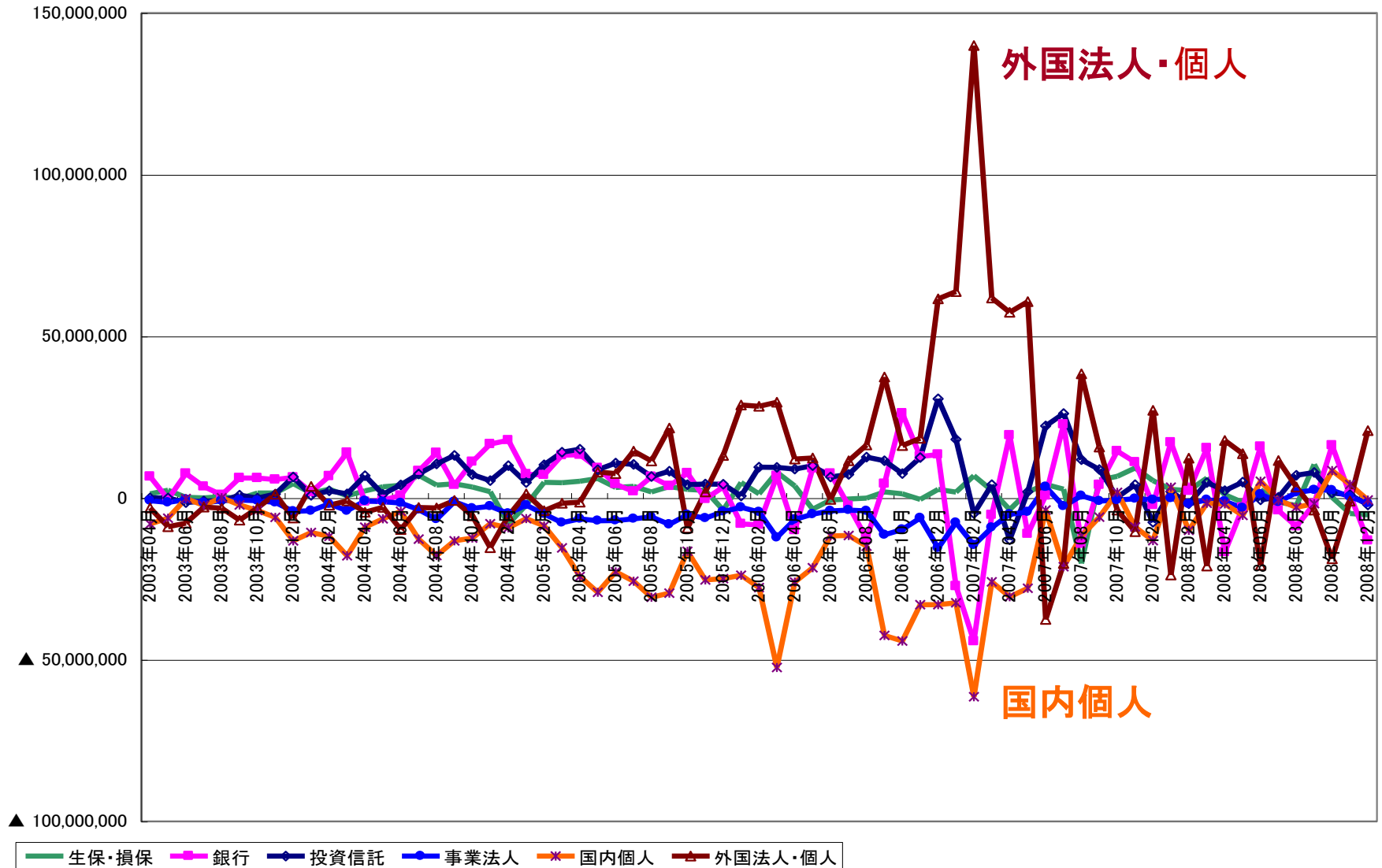
(02年01月～08年11月)



出所:不動産証券化協会「ARES J-REIT Property Database」より

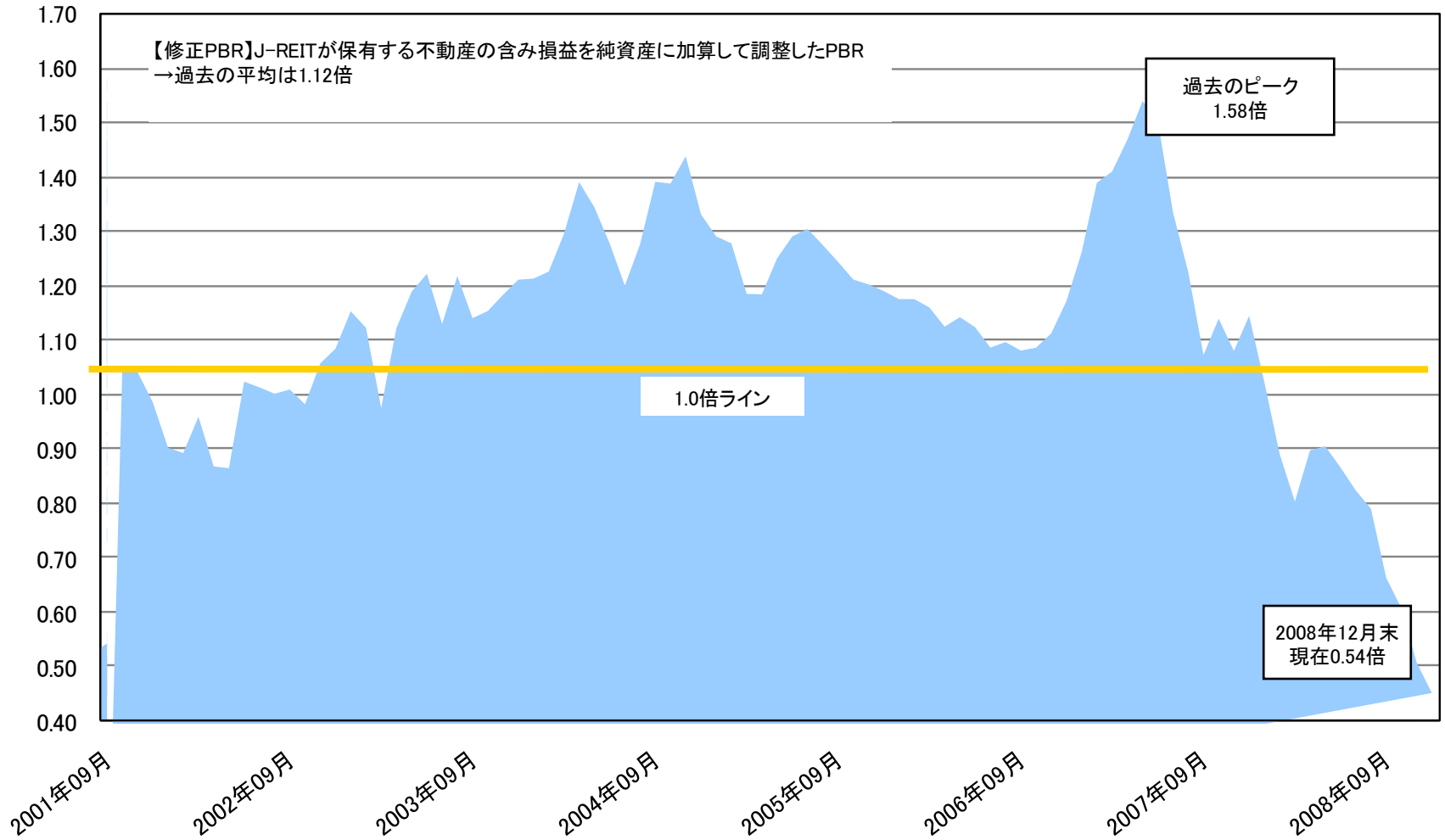
# 投資部門別売買状況(東京証券取引所)

## J-REIT投資部門別売買状況(東京証券取引所)



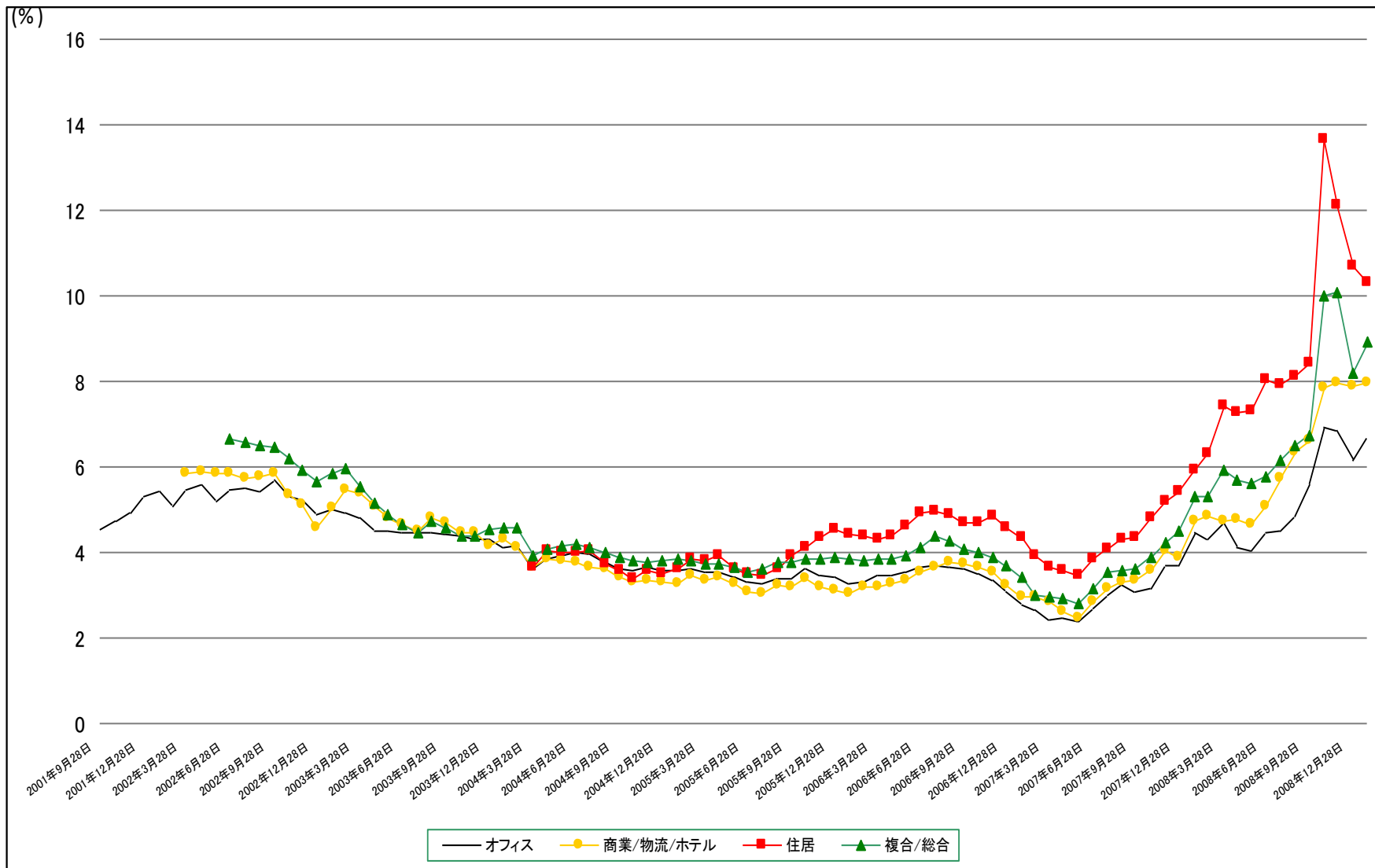
# 修正PBR

J-REIT時価総額加重平均修正PBR(左目盛)



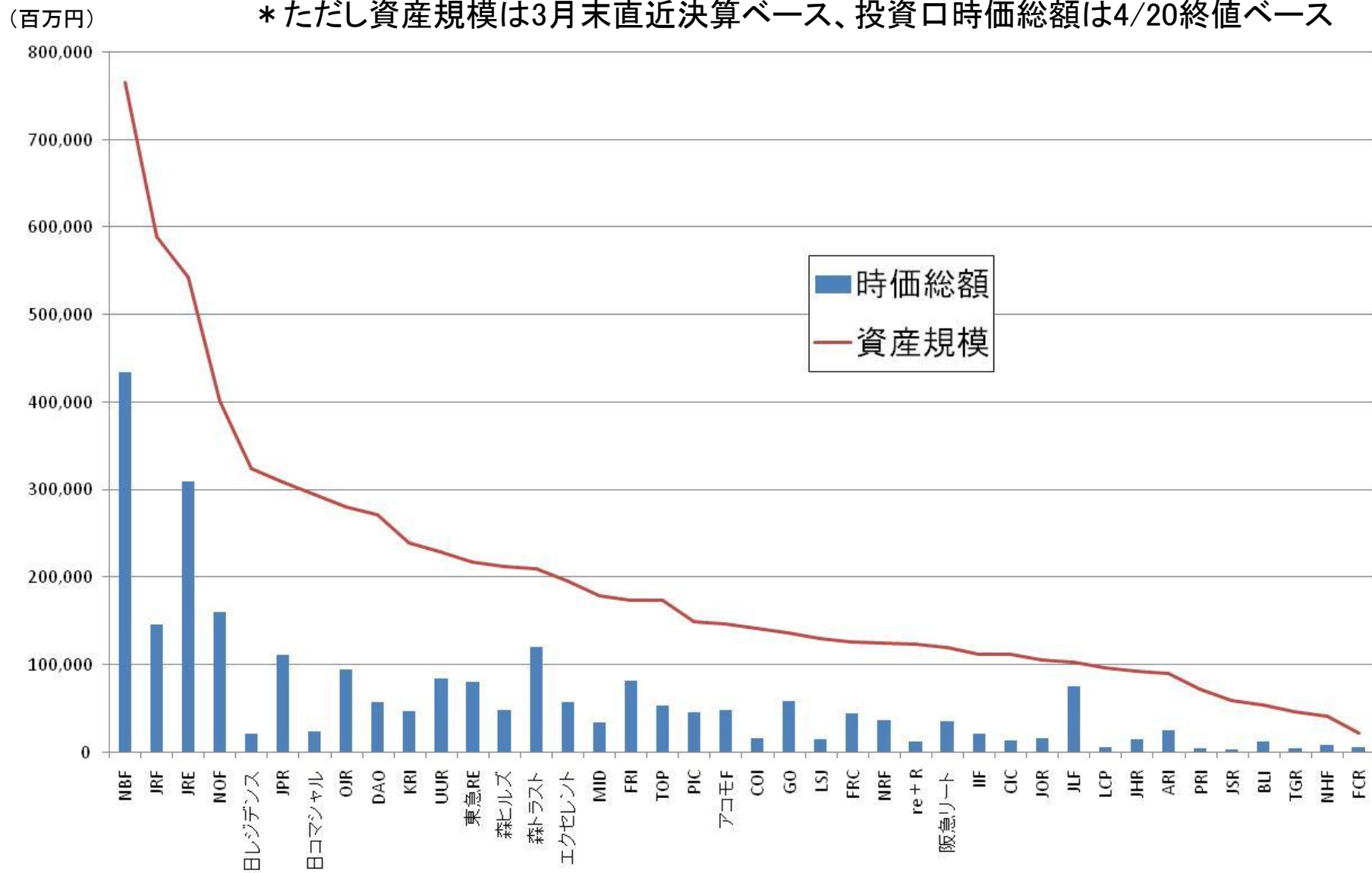
出所:野村證券 金融経済研究所作成

# Jリート銘柄タイプ別配当利回り推移



# Jリート(東証上場)の資産規模と投資口時価総額

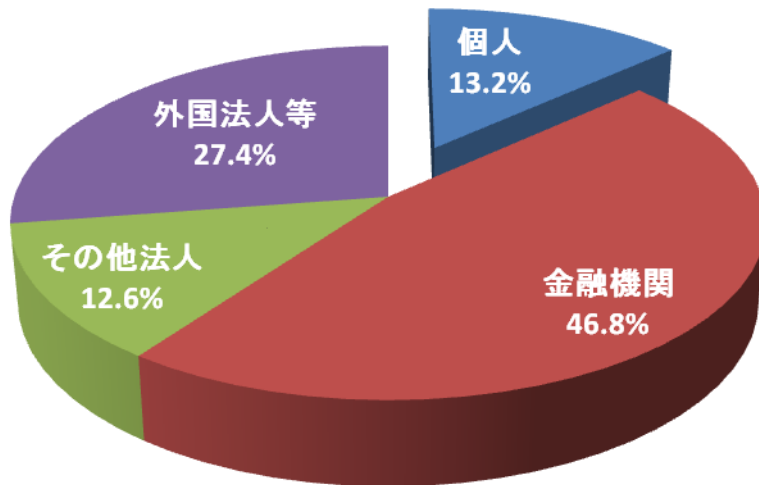
\*ただし資産規模は3月末直近決算ベース、投資口時価総額は4/20終値ベース



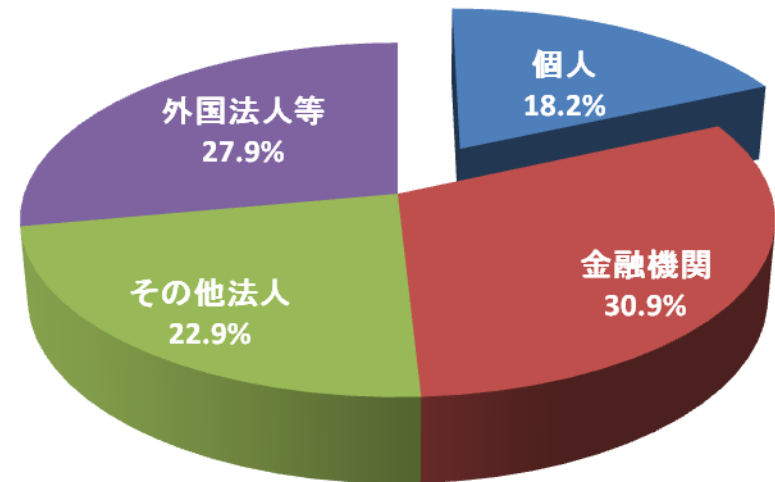


# Jリートと上場株式の投資家

## Jリートの投資主体別シェア(08/11)



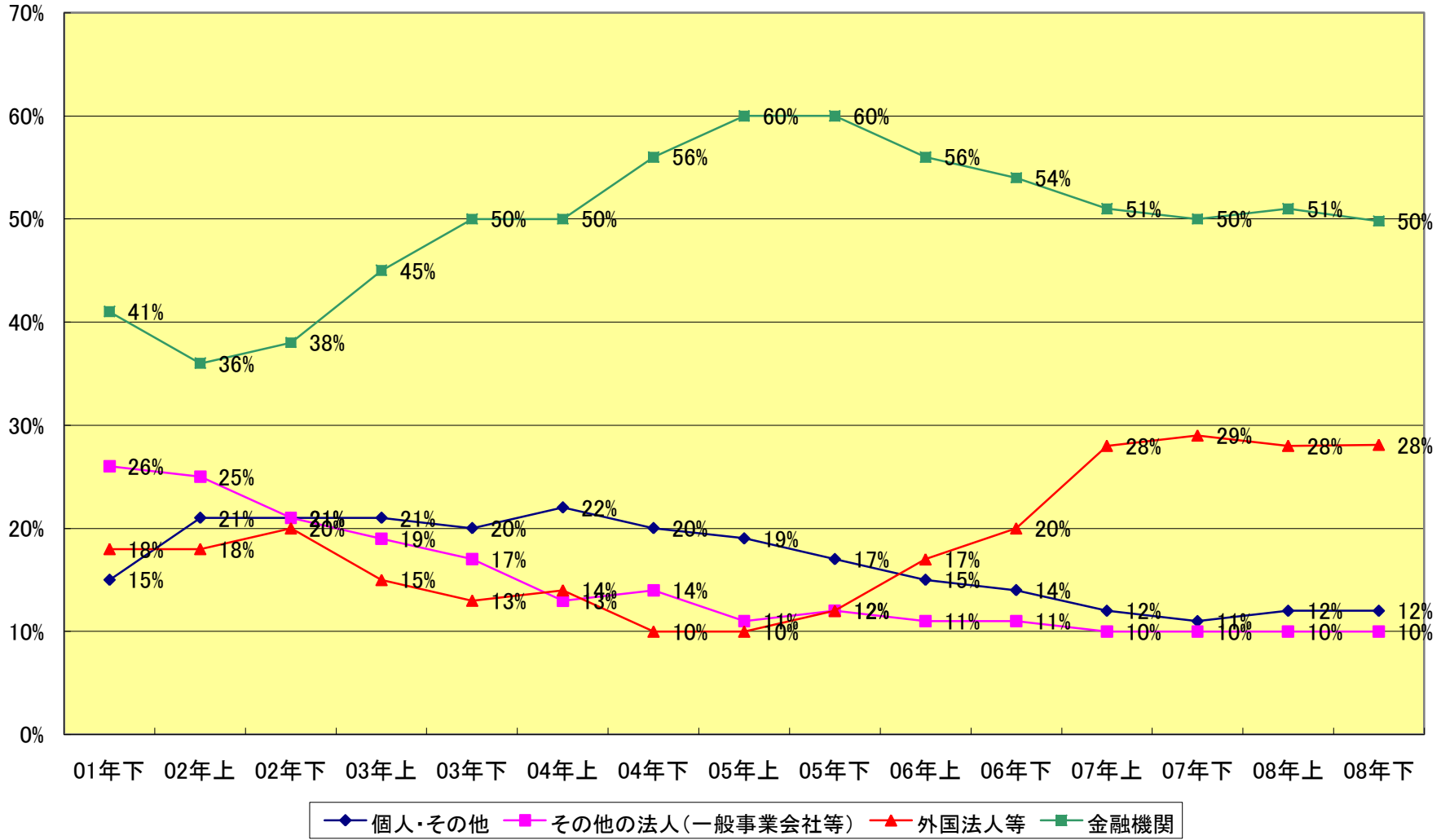
## 上場株式の投資主体別シェア(07年度)



注: 上場株式は「平成19年度株式分布状況調査の調査結果について」(東京・大阪・名古屋・福岡・札幌証券取引所)よりARES作成

# 投資主構成比率の推移

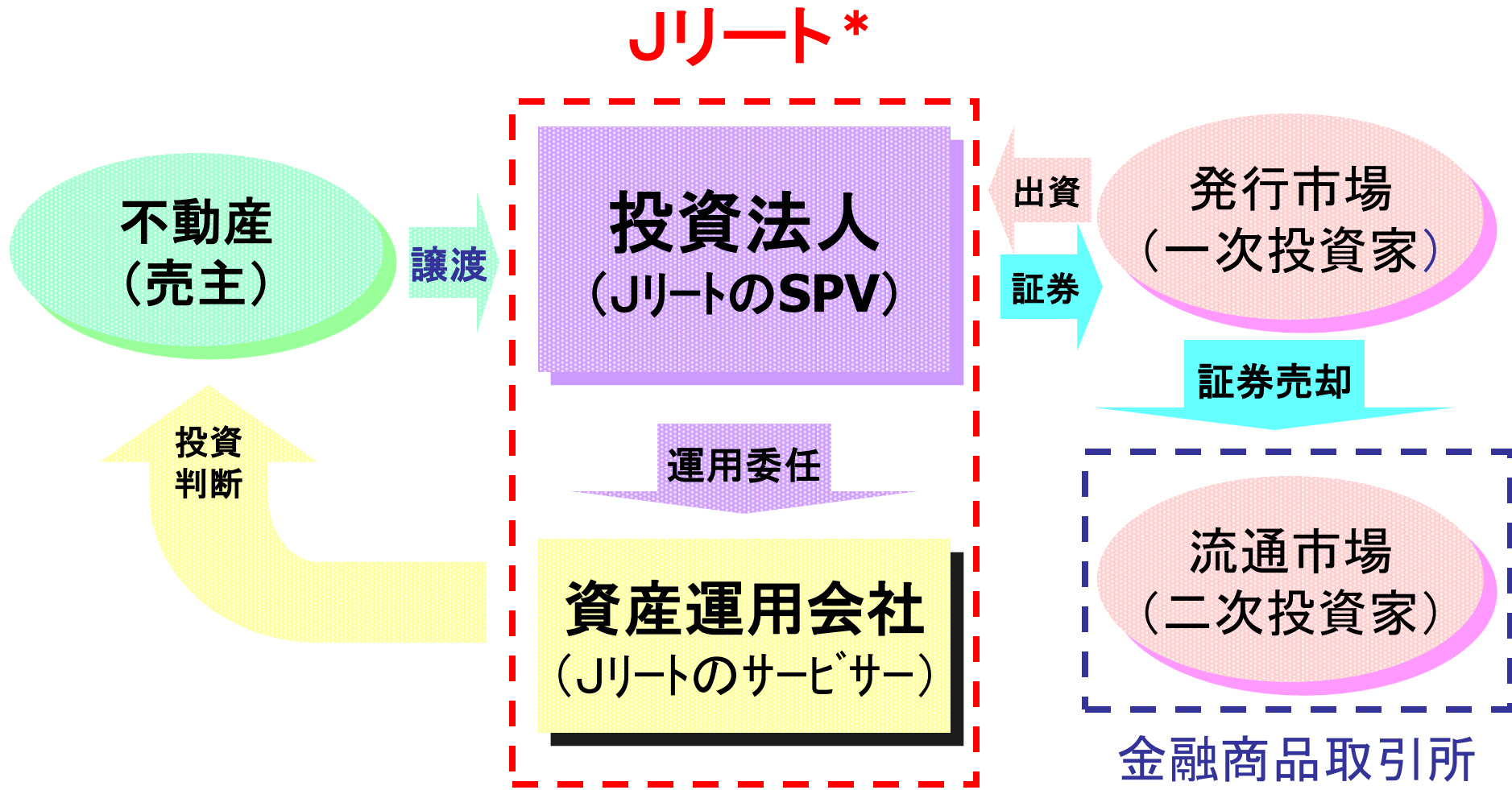
Jリート 投資主体別 投資主構成比率(金額ベース)



# 目次

1. Jリート創設の背景と市場の概要
2. Jリーートの仕組み
3. Jリーートの特徴と意義

# Jリートの基本構造



\* 外部運用型 (⇔ 内部運用型)

# Jリート制度(投資法人・資産運用会社)の基本

## ➤ 投資法人の専業義務

投資法人は、資産運用以外の営業が禁止されており、本店以外の営業所を設けたり、使用人を雇用することができない。

## ➤ 投資法人の運用者

投資法人は「資産運用会社」にその資産の運用にかかる業務を委託しなければならない。

## ➤ 「投資運用業」の登録と「取引一任代理」の認可

主として不動産を運用対象とする投資法人の資産運用会社となるには、金融商品取引業(投資運用業)の登録(金商法)と取引一任代理の認可(宅建業法)が必要。

## ➤ 投資法人の「導管性」

配当可能利益の90%以上を配当する等一定の要件を満たせば、法人税が実質非課税となり、運用益を法人段階で課税されることなく投資家に分配できる。

# 参考：主なSPVの種類

## 【法人型】

① 投資法人

② 特定目的会社 (TMK)

## 【契約型】

③ 信託

④ 任意組合 (不動産特定共同事業)

## 【混合型】\*

⑤ 株式会社 + 匿名組合 (不動産特定共同事業)

⑥ 信託 + 合同会社 + 匿名組合 (信託 + GK-TKスキーム)

\* 会社法施行前は 信託 + 有限会社 + 匿名組合 (信託 + YK-TKスキーム)

**\* 株式会社や合同会社には、単独では導管性がないので、匿名組合と組み合わせることで証券化のSPVになりうる。**

# 参考：SPVの導管性の違い

## ○パス・スルー型

ビークルは非課税であり，出資者（投資家）に損益が直接帰属する（構成員課税）

ex. 信託、任意組合

## ○ペイ・スルー型

ビークルそれ自体には課税されるが，出資者への支払配当金（分配利益）がビークルにおいて損金算入が認められることにより実質的に非課税となるもの

ex. 特定目的会社（TMK），投資法人，  
株式会社＋匿名組合、信託＋合同会社＋匿名組合

# 参考：投資法人と株式会社

株式会社との比較では、以下のように考えるとわかりやすい

「投資口」 = 株式：法人の出資者たる地位

「投資証券」 = 株券：出資者たる地位を表章する有価証券

「投資主」 = 株主：法人の出資者

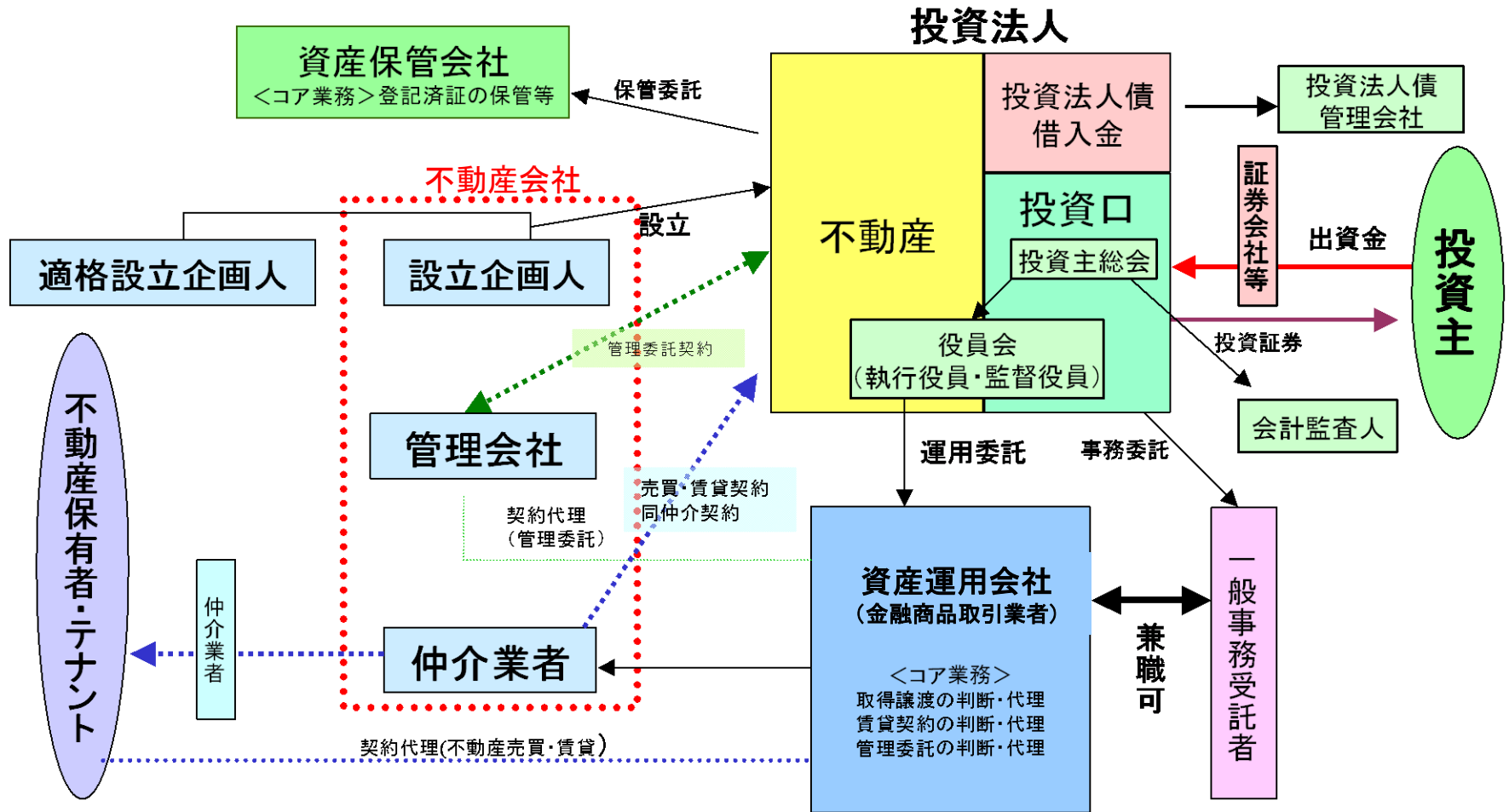
「執行役員」 = 代表取締役：法人の代表者\*

「監督役員」 = 監査役兼社外取締役：執行役員のお目付け役

\*ただし、運用会社の選任・解任はできるが、個別の資産運用行為は行えない。



# 参考：Jリート運用スキームの実際



# 参考：不動産を有価証券化することの効用②

## 不動産直接投資の欠点

- 投資単位が高額（特にポータル系）
- 運営管理に手間がかかる
- 不動産リスクを丸ごと抱える
- 取引時に当事者間のみの情報開示
- 相対取引

専門知識のある大手投資家  
情報の非対称性(売手 > 買手)

**低い流動性**  
**高いリスク・プレミアム**

## 有価証券化による欠点の克服

- 少額化
- パッケージ化/運用一任
- 間接有限責任
- 継続的な情報公開
- 証券発行/取引所取引

個人や中小年金も投資可能に  
情報の非対称性の縮減

**流動性の向上**  
**リスク・プレミアム低下**

# 目次

1. Jリート創設の背景と市場の概要
2. Jリーートの仕組み
3. Jリーートの特徴と意義

# 透明性の高い情報開示 ①個別物件賃貸収支

## 日本ビルファンド投資法人第7期(2004年12月期)決算説明補足資料からの抜粋

	JFE	芝 NBF	日本橋 室町 センター	新宿 2号館	中目黒 GT タワー	ダイヤ 虎ノ門
賃貸事業収入	2,175	981	405	626	577	537
その他賃貸事業収入	-	83	22	69	90	40
賃貸事業収入	2,175	1,064	427	696	667	577
公租公課	280	78	43	70	59	0
諸経費	120	302	87	208	202	97
水道光熱費	-	50	22	47	67	24
建物管理委託費	-	88	36	50	131	36
オフィスマネジメントフィー	110	49	20	32	3	29
修繕費	-	27	4	53	-	4
借地借家料	-	78	-	-	-	-
保険料・信託報酬	9	5	3	9	-1	1
その他諸経費	0	1	0	15	0	0
減価償却費	145	328	35	77	166	62
賃貸事業費用	545	709	167	357	428	159
賃貸事業利益	1,629	354	260	339	239	418
減価償却費控除前賃貸事業利益(NOI)	1,774	683	296	416	406	480

# 透明性の高い情報開示 ②個別物件の評価額

日本ビルファンド投資法人第7期(2004年12月期)決算説明補足資料からの抜粋

取得期	物件名	取得時 評価額	投資 比率	第7期末 評価額	投資 比率	第8期末 評価額	投資 比率	当期末 評価額	投資 比率
第1期	JFEビルディング	74,149	13.7%	75,700	19.0%	77,800	18.1%	87,300	15.0%
	芝NBFタワー	32,210	5.9%	24,800	6.2%	24,900	5.8%	26,500	4.5%
	GSKビル	16,050	3.0%	17,800	4.5%	18,300	4.3%	18,700	3.2%
	新宿三井ビルディング二号館	16,390	3.0%	16,500	4.1%	16,900	3.9%	18,700	3.2%
	興和西新橋ビルB棟	13,300	2.5%	13,600	3.4%	14,200	3.3%	14,900	2.6%
	NBF高輪ビル	6,711	1.2%	7,140	1.8%	7,350	1.7%	7,800	1.3%
	日本橋室町センタービル(注3)	23,520	4.3%	24,320	6.1%	25,300	5.9%	26,300	4.5%
	住友電設ビル	5,370	1.0%	5,160	1.3%	5,270	1.2%	5,310	0.9%
	新宿余丁町ビル(注4)	2,351	0.4%	—	0.0%	—	0.0%	—	0.0%
<b>東京都心部 9棟計</b>		<b>190,051</b>	<b>35.0%</b>	<b>185,020</b>	<b>46.5%</b>	<b>190,020</b>	<b>44.1%</b>	<b>205,510</b>	<b>35.2%</b>
第3期	第2新日鐵ビル	12,830	2.4%	13,100	3.3%	13,310	3.1%	13,830	2.4%
	西新宿三井ビルディング	1,610	0.3%	1,690	0.4%	1,740	0.4%	1,970	0.3%
<b>東京都心部11棟計</b>		<b>204,491</b>	<b>37.7%</b>	<b>199,810</b>	<b>50.2%</b>	<b>205,070</b>	<b>47.6%</b>	<b>221,310</b>	<b>37.9%</b>
第4期	中目黒GTタワー(注1)	23,126	4.3%	14,300	3.6%	14,800	3.4%	23,900	4.1%
<b>東京都心部12棟計</b>		<b>227,617</b>	<b>42.0%</b>	<b>214,110</b>	<b>53.7%</b>	<b>219,870</b>	<b>51.1%</b>	<b>245,210</b>	<b>42.0%</b>
第5期	NBF須田町ヴェルデビル	2,380	0.4%	2,410	0.6%	2,460	0.6%	2,490	0.4%
<b>東京都心部13棟計</b>		<b>229,997</b>	<b>42.4%</b>	<b>216,520</b>	<b>54.4%</b>	<b>222,330</b>	<b>51.7%</b>	<b>247,700</b>	<b>42.5%</b>

# 100%に近い配当性向

**Jリート**の配当性向は、ほぼ100%

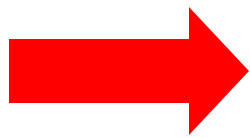
**<参考>**

**東証上場企業(金融業を除く)の連結配当性向**

**平成19年3月期 約24.5%**

**平成20年3月期 約28.0%**

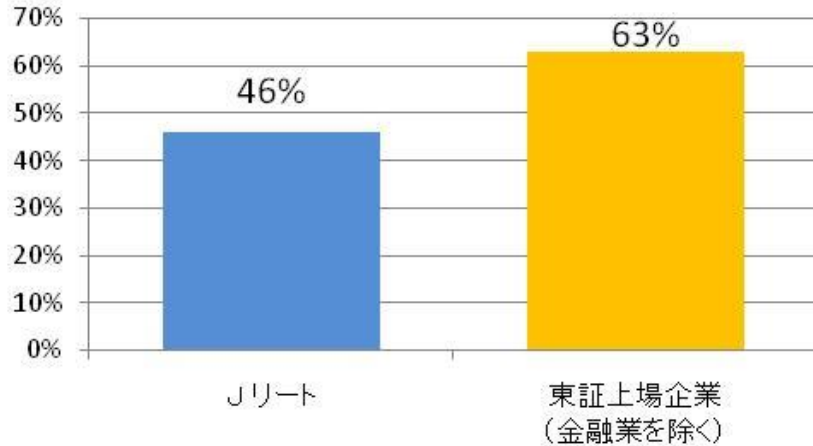
(出所:東証『平成20年3月期年度決算短信集計【連結】<<合計>>』)



**内部留保による追加取得は不可能  
不動産の追加取得には増資・借入増が必須**

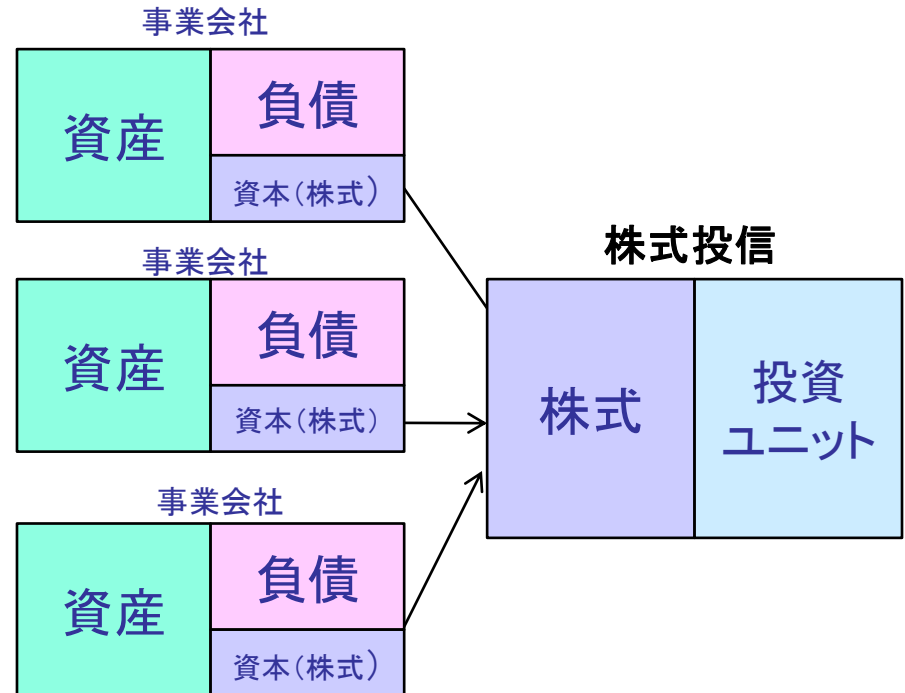
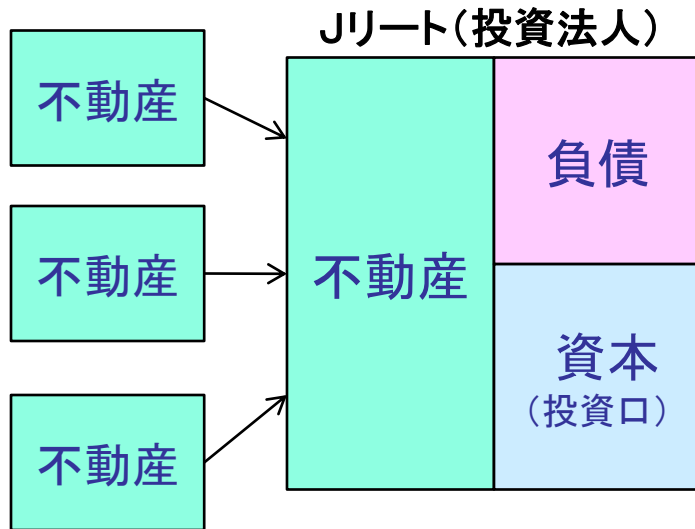
# J-REITの負債比率(レバレッジ)と株式投信

【平均負債比率(レバレッジ比率)】



J-REITの負債比率は発行体定義のLTV平均[nikko-citi『J-REITセクター有利子負債の状況』(2009年4月14日)より]。

東証上場企業(金融業を除く)の負債比率は、東証『平成20年3月期年度決算短信集計【連結】《合計》』の全産業の自己資本比率より計算(負債比率=1-自己資本比率)。



# Jリート在意義

## ①個人投資家等に大型・優良不動産への投資機会を提供

有価証券化による小口化と取引所取引の利用により、個人や中小年金基金にも大型・優良不動産への直接的な投資機会を提供する。

## ②不動産投資市場の活性化と不動産の透明性向上

Jリートの収益不動産投資により不動産投資市場が活性化するとともに、取引を通じた価格形成機能や情報開示により不動産の透明性が向上する。

## ③直接金融・市場型間接金融の拡大

Jリートへの投融資は、不動産(オリジネーター)への直接金融ないしは市場型間接金融であり、間接金融に偏した日本の金融仲介機能の幅を広げる。

## ④国内金融ストックを国内社会資本形成に振り向ける

高齢化社会と財政逼迫状況の下で、個人金融資産を良質な社会資本形成に振り向ける。ただし地域再生や環境対策など幅広い社会資本の充実には税額控除など公的資金補助を組み合わせた「社会投資ファンド」\*的工夫が必要。

\* 西村清彦・山下明男編『社会投資ファンド』有斐閣, 2004年