

○短期投資法人債の発行実績

投資法人名	期間	金額	資金使途
野村不動産オフィスファンド 投資法人	H20.4.24～H20.6.6	200億円	物件取得
	H20.6.24～H20.9.24	150億円	物件取得
日本リテールファンド投資法 人	H19.12.25～H20.3.23	250億円	物件取得
	H20.3.24～H20.6.23	250億円	既存短期投資法人債の償還
	H20.6.24～H20.9.23	250億円	既存短期投資法人債の償還
	H20.9.24～H20.12.24	250億円	既存短期投資法人債の償還

○投信法

(短期投資法人債に係る特例)

第百三十九条の十二「第百三十九条の七において準用する会社法第六百八十一条の規定にかかわらず、次に掲げる要件のいずれにも該当する投資法人債(次項及び次条において「短期投資法人債」という。)については、これを発行した投資法人は、投資法人債原簿を作成することを要しない。

- 一 各投資法人債の金額が一億円を下回らないこと。
- 二 元本の償還について、投資法人債の総額の払込みのあつた日から一年未満の日とする旨の定めがあること。
- 三 利息の支払期限を、前号の元本の償還期限と同じ日とする旨の定めがないこと。
- 四 担保付社債信託法の規定により担保が付けられるものでないこと。

2 短期投資法人債については、第百三十九条の八から第百三十九条の十までの規定は、適用しない。

(短期投資法人債の発行)

第百三十九条の十三 投資法人は、短期投資法人債については、次に掲げる場合を除き、これを発行することができない。

- 一 次に掲げるすべての要件を満たすものである場合
 - イ 特定資産(不動産その他の政令で定める資産に限る。)の取得に必要な資金の調達その他の内閣府令で定める目的のために発行するものであること。
 - ロ 規約においてその発行の限度額が定められていること。
 - ハ イ及びロに掲げるもののほか、投資主の保護のため必要なものとして内閣府令で定める要件
- 二 短期投資法人債の償還のための資金を調達する場合(内閣府令で定める場合に限る。)

○投信法施行令

(短期投資法人債の発行の要件)

第九十八条の二 法第百三十九条の十三第一号 イに規定する政令で定める資産は、次に掲げるものとする。

- 一 第三条第二号から第五号までに掲げるもの
- 二 前号に掲げる資産のみを信託する信託の受益権
- 三 当事者の一方が相手方の行う前二号に掲げる資産の運用のために出資を行い、相手方がその出資された財産を当該資産のみに対する投資として運用し、当該運用から生ずる利益の分配を行うことを約する契約に係る出資の持分
- 四 資産流動化法第二条第三項に規定する特定目的会社(同条第一項に規定する特定資産が第一号又は第二号に掲げる資産であるものに限る。)が発行をした同条第九項に規定する優先出資証券

○投信法施行規則

(短期投資法人債の発行の要件)

第百九十二条 法第百三十九条の十三第一号イに規定する内閣府令で定める目的は、次に掲げるものとする。

- 一 特定資産(令第九十八条の二各号に掲げる資産に限る。次項第二号において同じ。)の取得に必要な資金の調達
- 二 次に掲げる不動産の修繕(事故、災害その他の事由により緊急に必要となったものに限る。)に必要な資金の調達

イ 投資法人が有する不動産

ロ 投資法人が有する令第九十八条の二第二号に規定する信託の受益権に係る信託財産に属する不動産

三 前号イ又はロに掲げる不動産の賃借人に対する敷金又は保証金の返還に必要な資金の調達

四 投資証券又は投資法人債の発行により資金の調達がしようとする場合における当該発行までの間に必要な資金の調達

2 法第百三十九条の十三第一号ハに規定する内閣府令で定める要件は、次に掲げるものとする。

- 一 発行を予定する短期投資法人債について指定格付機関(企業内容等の開示に関する内閣府令第一条第十三号の二に規定する指定格付機関をいう。次項第一号において同じ。)から同令第九条の五に規定する格付を取得していること。
- 二 前項第一号の目的により短期投資法人債を発行する場合には、同号の特定資産の取得に係る契約を締結し、又は当該契約の締結の見込みが確実であること。
- 三 前項第二号の目的により短期投資法人債を発行する場合には、同号の不動産の修繕に係る契約を締結し、又は当該契約の締結の見込みが確実であること。
- 四 前項第三号の目的により短期投資法人債を発行する場合には、借借契約の終了の見込みが確実であること。
- 五 前項第四号の目的により短期投資法人債を発行する場合には、元本の償還について、当該短期投資法人債の総額の払込みのあった日から六月未満の日とする確定期限の定めがあること。

3 法第百三十九条の十三第二号に規定する内閣府令で定める場合は、次に掲げるすべての要件を満たす場合とする。

- 一 発行を予定する短期投資法人債について指定格付機関から企業内容等の開示に関する内閣府令第九条の五に規定する格付を取得していること。
- 二 次のいずれかに該当すること。

イ いずれかの特定短期投資法人債(発行を予定する短期投資法人債の発行により調達した資金をもって償還が行われる短期投資法人債をいう。口及び次項において同じ。)が第一項第一号から第三号までに掲げる目的により発行された場合であって、発行を予定する短期投資法人債の元本の償還について、当該特定短期投資法人債の総額の払込みのあった日から一年未満の日とする確定期限の定めがあること。

ロ いずれかの特定短期投資法人債が第一項第四号に掲げる目的により発行された場合であって、発行を予定する短期投資法人債の元本の償還について、当該特定短期投資法人債の総額の払込みのあった日から六月未満の日とする確定期限の定めがあること。

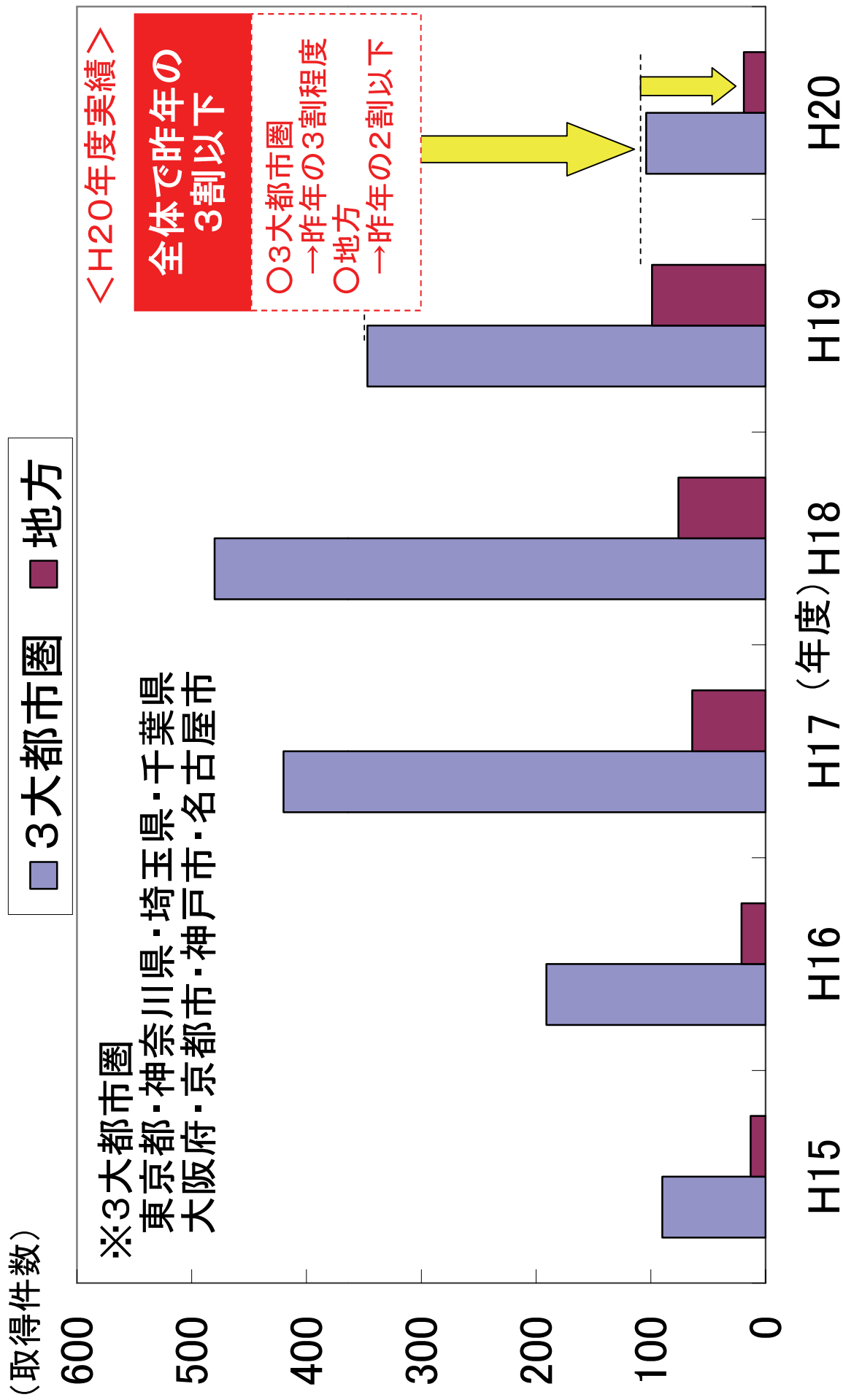
4 前項第二号イ及びロにおいて、特定短期投資法人債(この項の規定により特定短期投資法人債とみなされる短期投資法人債を含む。)の発行により調達した資金をもって償還が行われる短期投資法人債は、特定短期投資法人債とみなす。

資金用途の制限

※資金用途が、物件取得や修繕、敷金等の返還、投資法人債の発行までのつなぎ資金に制限されていないため、新規融資を調達するまでの短期資金などの目的で短期投資法人債を利用することはできない。

Jリートの物件取得実績

Jリートは、昨年度大きく下落しており、不動産市場に大きな影響を与えている。



H15 H16 H17 (年度) H18 H19 H20 P53

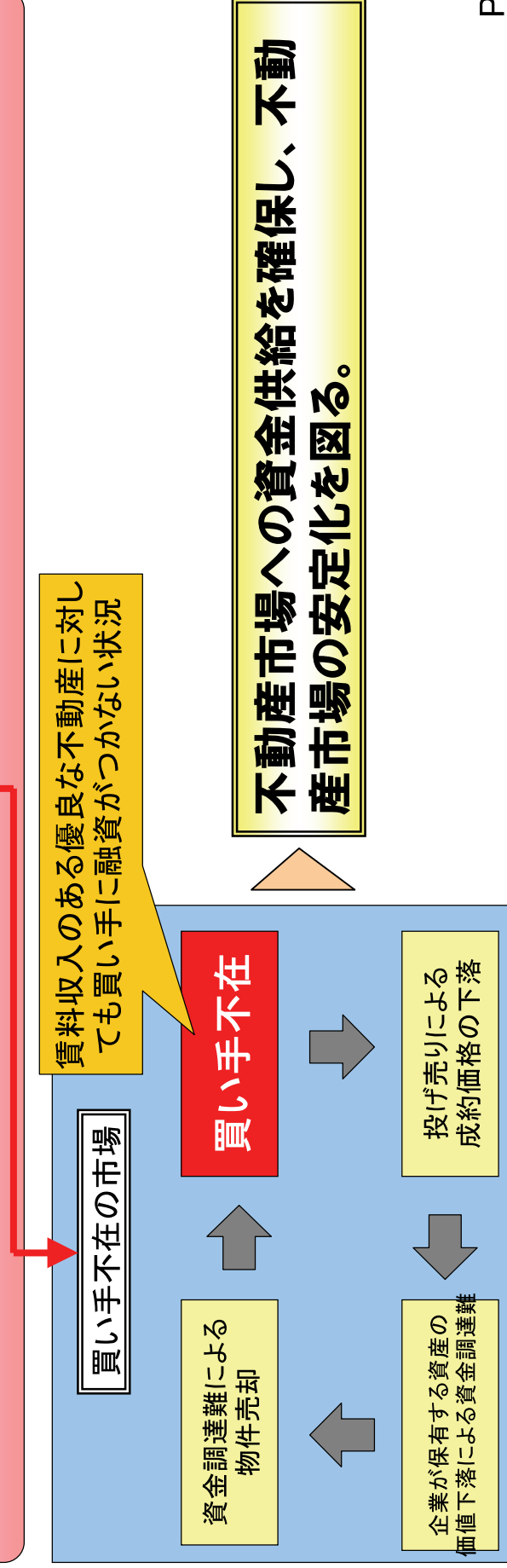
資料：公表データをもとにARESとりまとめ(2009年3月末時点)

不動産市場の安定化の必要性

- 現在の不動産市場においては、買い手に対する資金供給が著しく減少。加えて、資金調達を行うための投げ売りが続出することにより、成約価格が著しく下落するおそれがある。
- これまでの有力な買手のリートも、最近の株価の低迷、信用収縮等により、金融機関等の資金の出し手が不足し、これ以上の不動産取得は困難な状況。
※ H19年度上場企業等の不動産売却総額 約3.3兆円中 約1.5兆円をリートが取得。
- このため、リート等について、幅広い資金を活用した取得方策を検討し、不動産取得資金の拡充による不動産市場の安定化を図る。

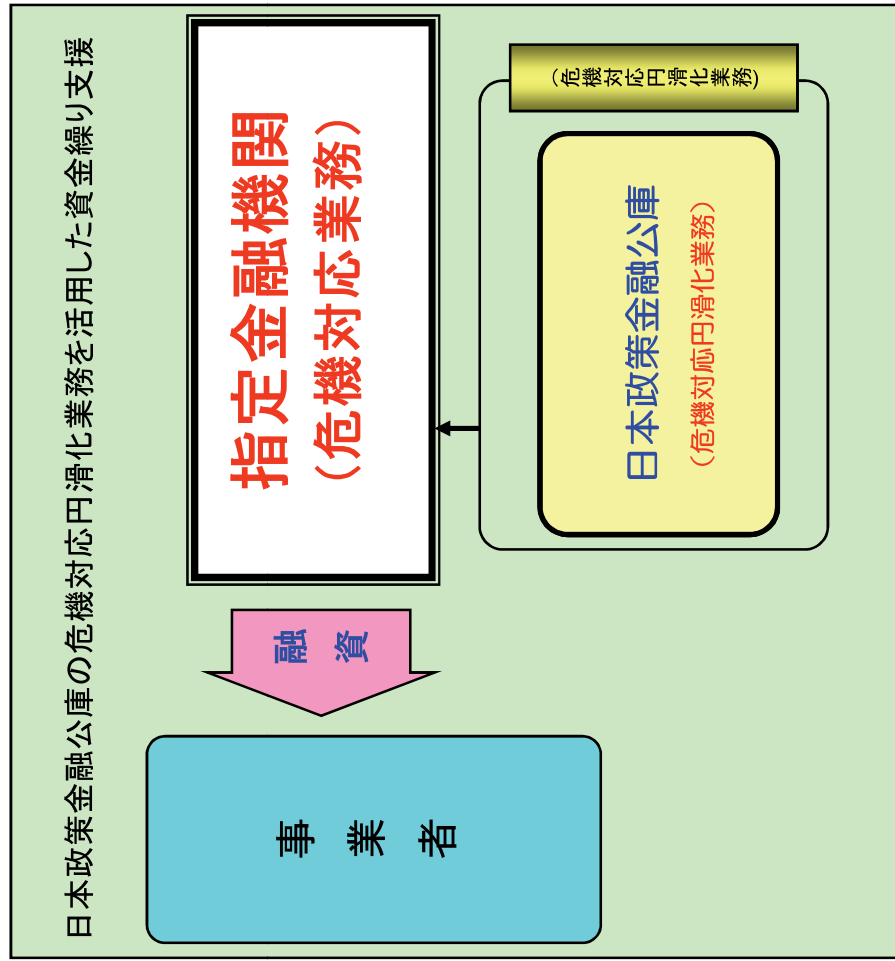
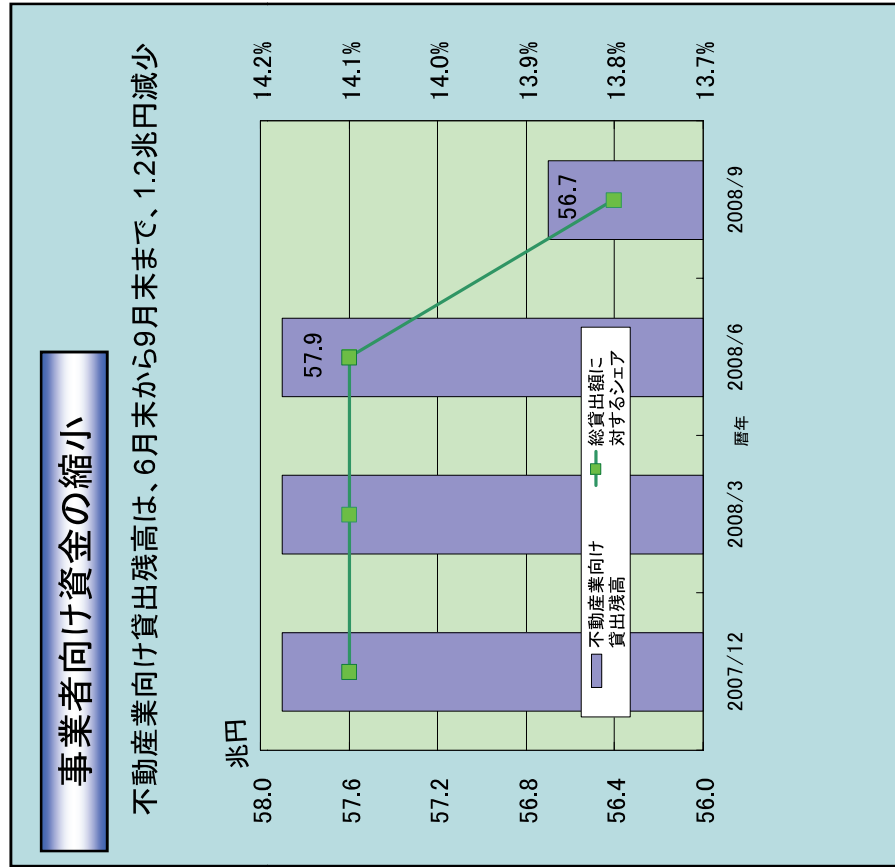
<現在の不動産市場が直面する問題点>

- ・現在の金融環境下において、不動産市場は売り一辺倒で買い手不在の状態であり、そのまま放置すれば、不動産市場は適正な価格形成がなされない“負のスパイラル”に陥ることになる。



日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した資金繰り支援

サブプライムローン問題に端を発した世界的な金融市場の混乱の影響を受け、国内金融機関が不動産業に対する融資姿勢を厳格化している。こうした急激な信用収縮への対応として、健全な事業を営む住宅・不動産事業者等に対し、日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した資金繰り支援を図る。(2008.12.15国土交通省発表)



Jリートへの資金供給を目的とする官民一体となったファンドの設立

【ファンドの設立意義】

国際的な金融秩序の混乱による急速な信用収縮によって、これまで有力な買い手だったJリートは、キャッシュフローが安定し損益面も黒字が確保されているにもかかわらず資金調達に弱っており、不動産市場は適正に価格が形成されない「負のスパイラル」に陥っている。

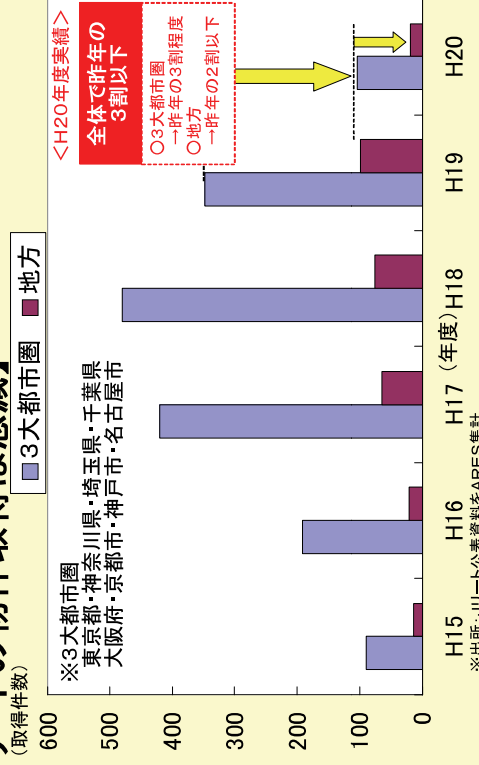
Jリートに対する新たな資金供給を行い、買い手としての機能を回復させるファンドを官民一体となって組成し、Jリエートの活動を通じて市場における価格形成機能を回復させることにより、不動産市場の安定化と資産デフレスの防止を図る。

【有力な買い手であるJリート】

H19年度上場企業等の不動産売却総額
→ 約3.3兆円中 約1.5兆円をJリートが取得

※出所：不動産証券化ハンドブック2008-2009

【Jリエートの物件取得は急減】



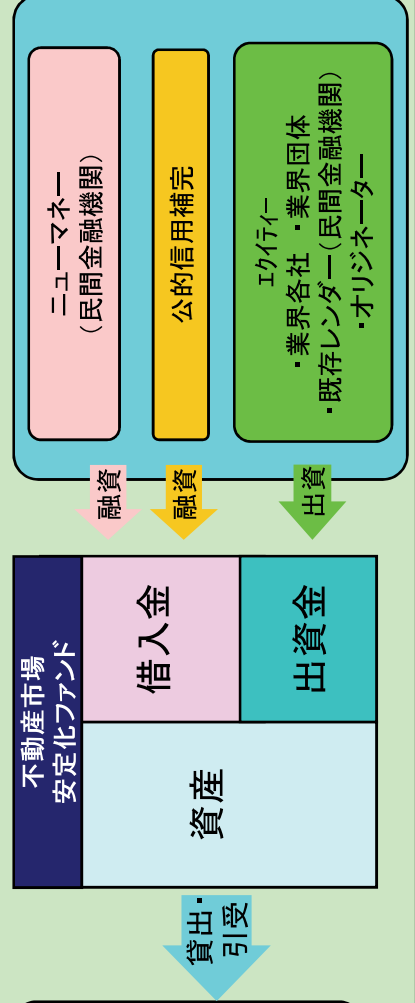
【ファンドの設立】

○Jリートへの資金供給を目的とする官民一体となったファンドの設立に向けて、関係業界（不動産業、リート、金融機関）、行政、有識者、実務家等により、出資・融資など設立に関するルールを明確化。

Jリート

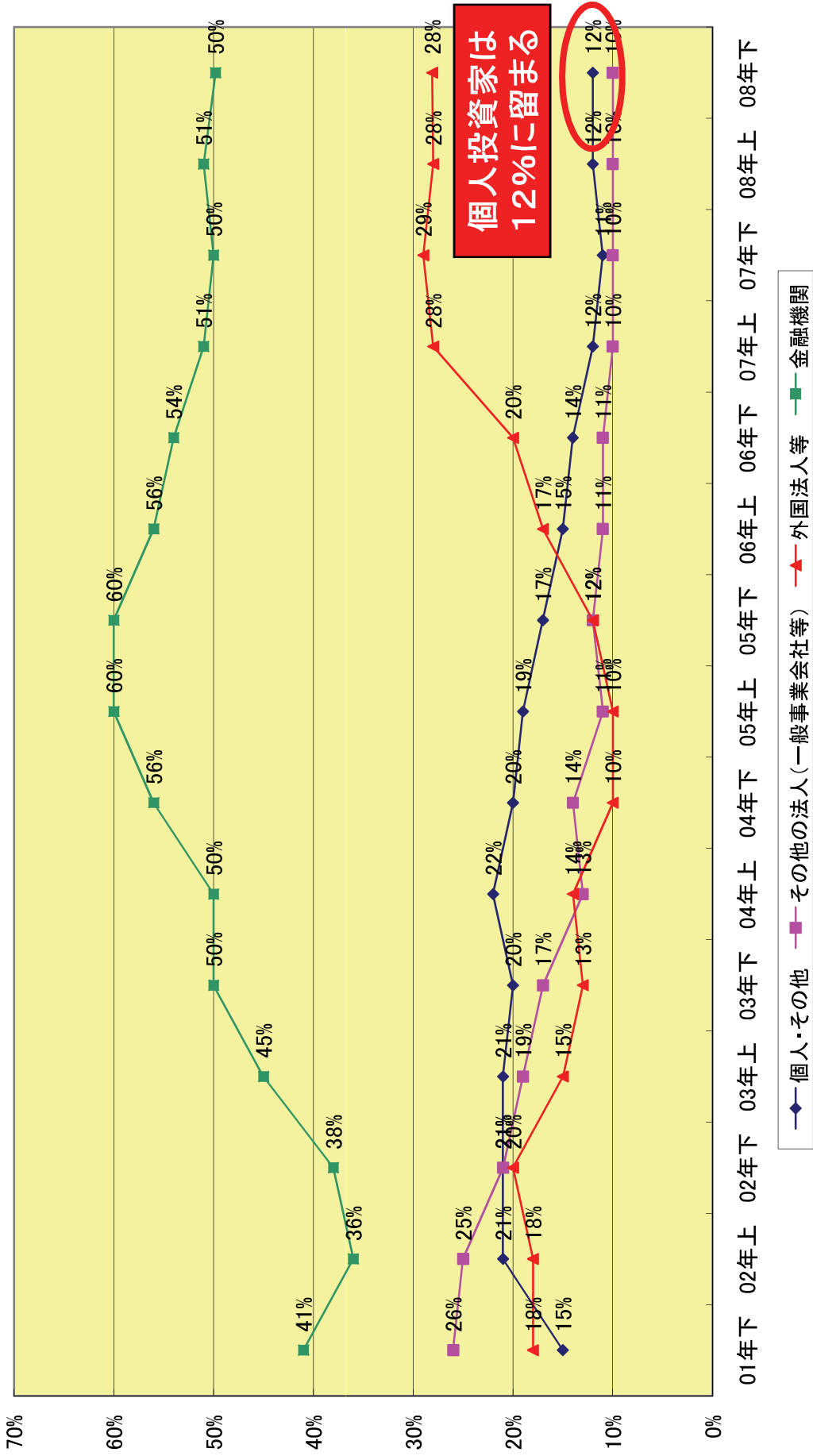
【貸付等が想定される事例】

- Jリエートの新規の物件取得
- 合併等の再編に必要な資金
- 投資法人債の借換等



個人投資家の割合

J-REIT 投資主体別 投資主構成比率(金額ベース)



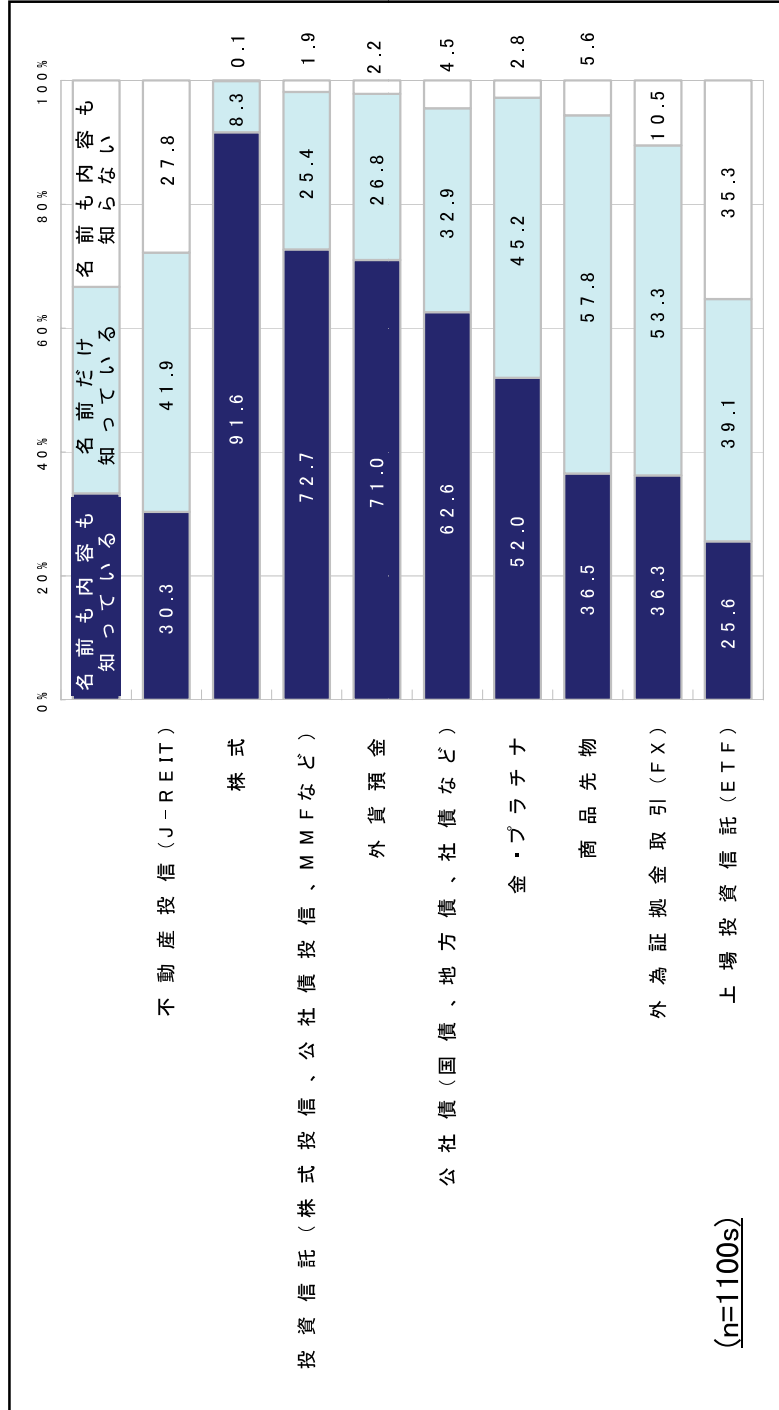
個人投資家は
12%に留まる

※資料:ARES

個人投資家のJ-REITの認知度

○認知度

J-REITの認知度は、株式の1/3程度で、商品先物、外為証拠金取引等より低く、名前も知らない個人投資家が相当程度存在する。



「J-REIT認知度調査」概要

- ◇実施期間: 2008年12月
- ◇調査方法: インターネット
- ◇サンプリング: 日経リサーチ保有のインターネットモニター
- ◇対象地域: 全国
- ◇対象者: 個人投資家(貯蓄と保険以外の金融商品の保有者)
- ◇回答数: 1100件

※資料:ARES

Jリートを含む投資信託の銀行窓販での販売状況等

○大手銀行の銀行窓口で販売しているJリートを投資対象とした投資信託

銀行名	銀行の窓口で販売している商品
三菱東京UFJ銀行	ニッセイJ-REITファンド(2カ月決算型) ワールド・リート・オープン(毎月決算型)
みずほ銀行	みずほJ-REITファンド
三井住友銀行	J-REITオープン
住友信託銀行	住信J-REIT・リサーチ・オープン(毎月決算型)
三菱UFJ信託銀行	三菱UFJ Jリートオープン(3カ月決算型)
	ニッセイJ-REITファンド(2カ月決算型)
	ノムラ日米REITファンド(毎月分配型)
	ワールド・リート・オープン(毎月決算型)
中央三井信託銀行	中央三井J-REITファンド
ゆうちょ銀行	野村世界6資産分散投資 野村資産設計ファンド DIAM世界リートインデックスファンド(毎月分配型)

※各銀行のHPで公表されているもの(H21.5.20時点)

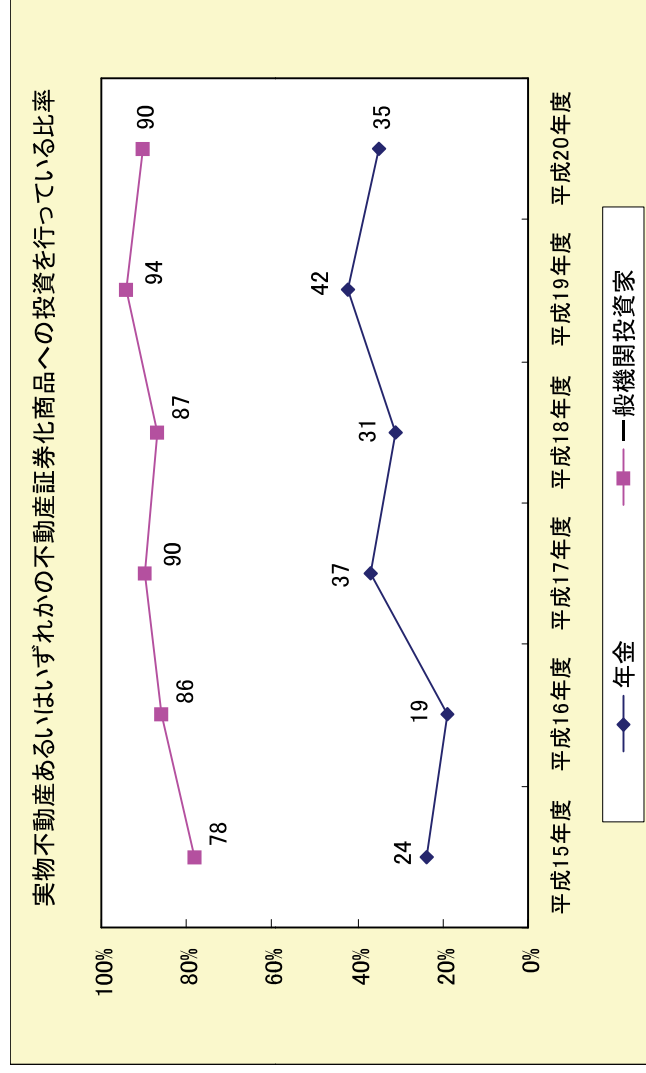
○東京証券取引所に上場している東証REIT指数に連動したETF

名称	管理会社
NEXT FUNDS 東証REIT指数連動型上場投信	野村アセットマネジメント
上場インデックスファンドJリート(東証REIT指数)隔月分配型	日興アセットマネジメント

年金の不動産投資について

○不動産投資を行っている年金の比率の推移

不動産投資を行っている年金の比率は上昇傾向にあるが、一般機関連投資家（生命保険会社、損害保険会社、銀行、信託銀行等）と比較すると、その比率は低い。



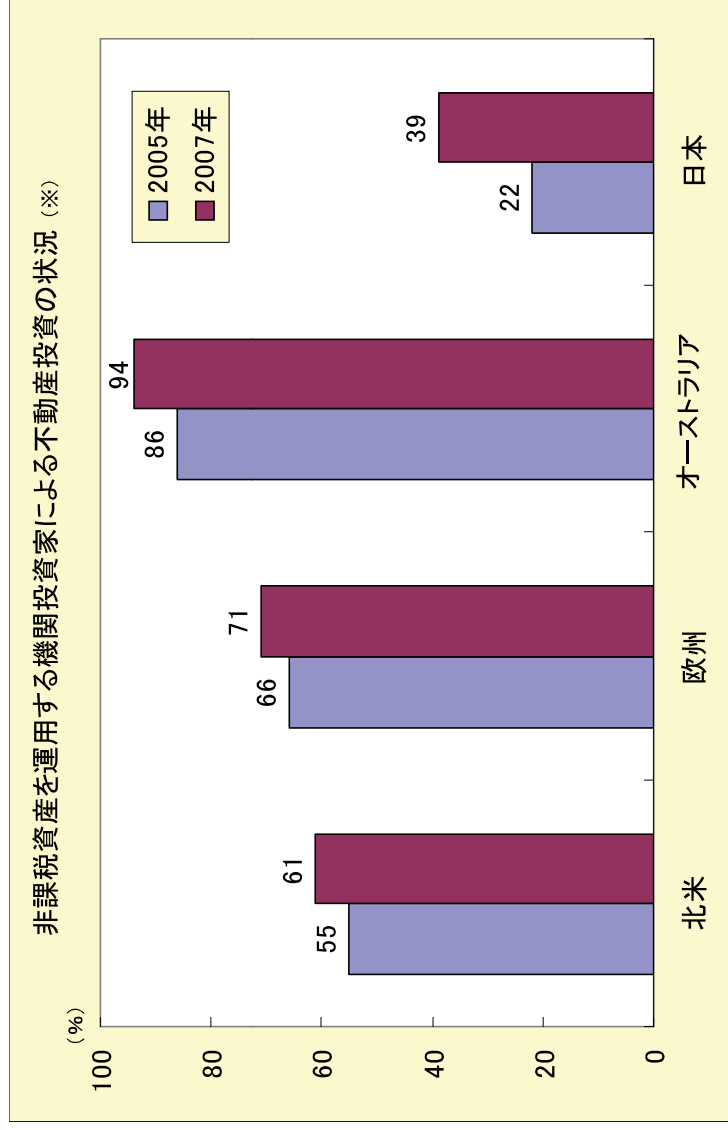
※資料：『第8回 機関連投資家の不動産投資に関するアンケート調査報告書』（社）不動産証券化協会（2008年7月）より

※なお、ARESのアンケート調査（機関連投資家の不動産投資に関するアンケート）への回答者は、アンケート項目の性質上、不動産投資に関心が高い傾向がある可能性について留意が必要である。例えば、大和ファンド・コンサルティングの実施しているアンケート調査によれば、年金による不動産投資の実施比率は以下のように推移している。
2005年：16.8%、2006年：17.0%、2007年：20.1%

年金の不動産投資について

○各国における年金の不動産投資の状況

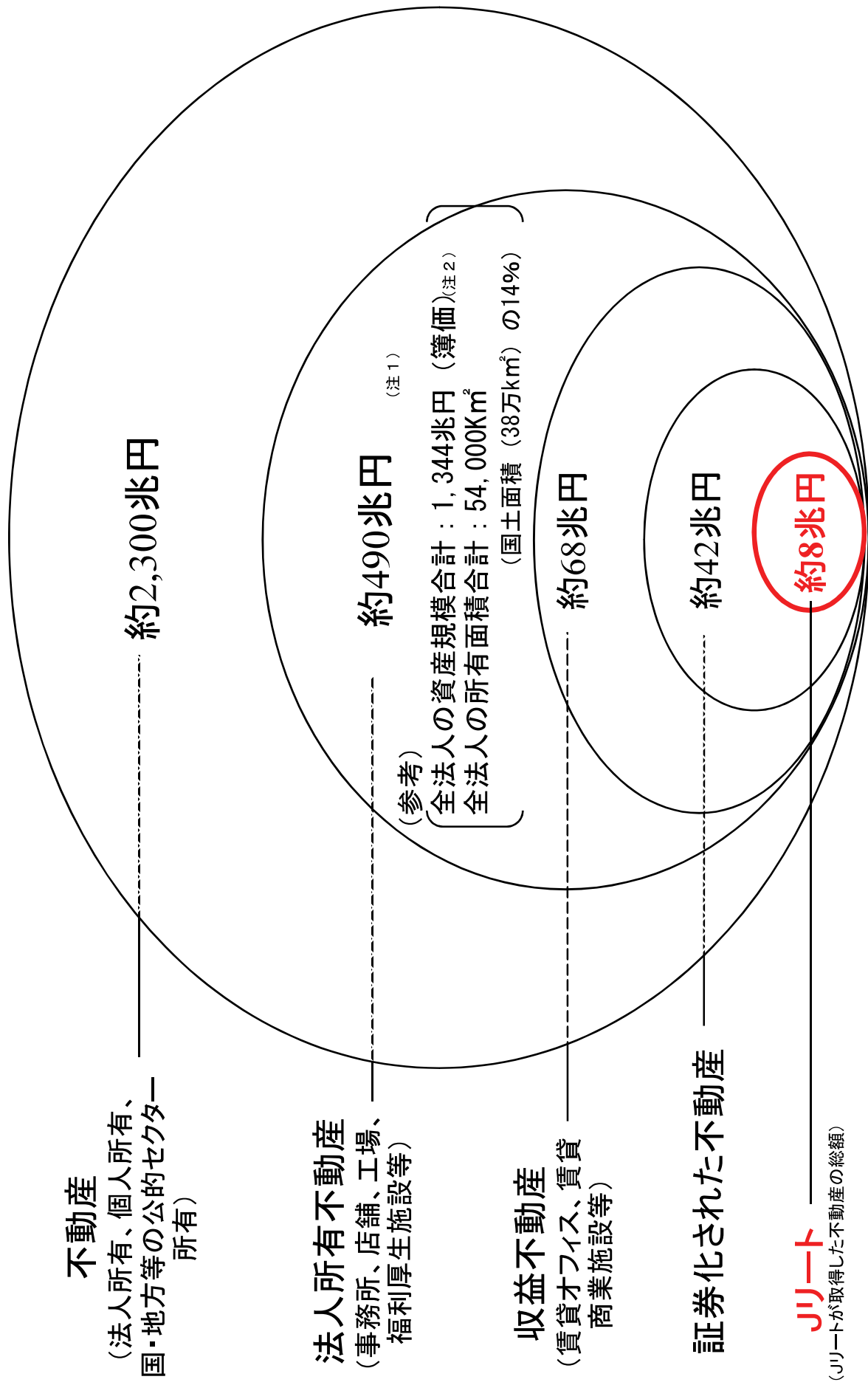
年金基金を始めとする非課税機関投資家の不動産投資について、北米、欧州、オーストラリアの状況と日本の状況を比較すると、日本においても拡大傾向にはあるものの、依然として、その水準には大きな開きがある。



※ アンケート調査において、不動産投資を利用していると回答した回答者の比率

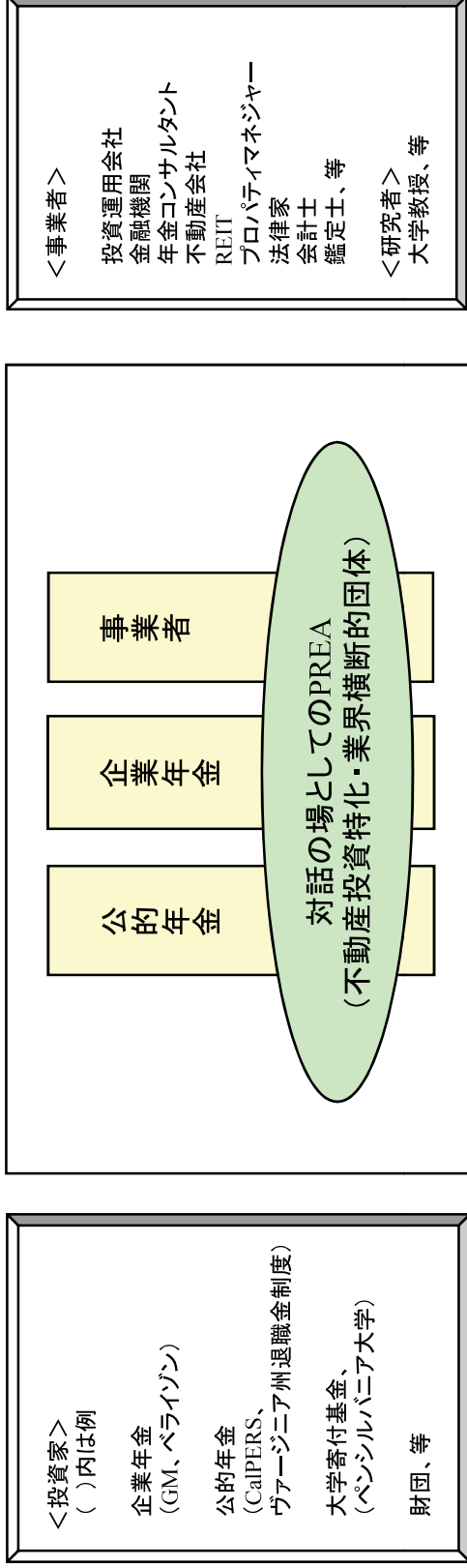
※資料:『2007-2008年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査』ラッセル・インベストメント公表資料 より ARES 作成

我が国の不動産の資産規模



資料: 国民経済計算年報(平成17年版)、土地基本調査総合報告書(平成18年)、不動産の証券化実態調査(平成19年)
 (「不動産」、「法人不動産」、「収益不動産」の資産額は平成15年1月1日時点、「Jリート」の資産額は平成19年度末時点)
 (注1) 土地基本調査に基づく時価ベースの金額(平成15年1月1日現在) (注2) 法人企業統計に基づく簿価ベースの金額(平成17年度末時点)
 (注3) 証券化された不動産については、累計の実績規模(平成19年度末時点)(注4) 平成19年度末時点 (注5) 道路・水路等の面積を含む

OPREA(米国年金不動産協会)とは



米国においては、公的年金・企業年金・事業者・研究者と幅広い会員組織であるPREAが存在し、不動産投資に特化して、業界横断的な対話の場を提供している。

PREA(米国年金不動産協会:Pension Real Estate Association)とは？

1979年に投資家、運用機関、不動産サービス提供機関のコミュニケーションの場を提供することを目的に設立
 会員への教育・啓蒙に焦点をあてており、カンファレンスや会報誌等を通じて情報提供を実施。
 学術リサーチに係る研究者へのスポンサー、研究機関の運営等、不動産投資に関する学術研究に資金を提供。
 不動産情報開示スタンダード(Real Estate Information Standard)の策定に参画。

○社会的責任投資(SRI: Socially Responsible Investment)

社会的責任投資とは、企業への投資にあたって、収益や成長の見通しだけでなく、倫理性や環境問題への取組などの評価を取り入れること。

○責任投資原則(PRI: The Principles for Responsible Investment)

「責任投資原則」は、2005年、当時の国連事務総長が世界の大手機関投資家を招き、これら投資家等が投資の分析・評価に“持続可能な発展”の考え方を組み込む世界共通のガイドラインを策定したものである。“環境上の問題(Environmental)・社会の問題(Social)・企業統治の問題(Corporate governance)(=ESG)”が投資パフォーマン스에影響を及ぼすとの前提に立ち、世界の大手年金基金や運用機関等の機関投資家が投資判断の意思決定プロセスにおいて受託者責任の範囲内で、これら「ESG」の視点を取り入れることを目的として策定。

「責任投資原則」の策定作業は、国連環境計画・金融イニシアティブ(United Nations Environment Programme Finance Initiative: UNEP FI)並びに国連グローバル・コンパクト(UN Global Compact)によって推進され、2006年に公表された。

○責任不動産投資の着目点

UNEP FIの中のワーキンググループの1つであるUNEP FI不動産ワーキンググループ(UNEP FI-PWG)は、世界の金融機関が協働し持続可能な開発を促進する不動産ファイナンスを推進する取組を行っており、責任不動産投資の着目点を発表している。

	視点	内容
1	省エネルギー	エネルギー消費の節約
2	交通アクセス	公共交通機関の利用促進、自動車利用の減少
3	居住環境、動線環境	室内環境・共用スペース整備、障害者対応
4	環境保護	地球温暖化対策、水資源の節約、環境配慮資材の活用
5	資格認証・ブランディング	省エネ、グリーンビル(環境配慮物件)に関する各種認証
6	公共性	法令順守・ディスクロージャーなど
7	公平性	公平な労働環境・雇用機会・低所得者用住居など
8	安全・セキュリティ	セキュリティ整備
9	都市再生	都市活性化への貢献

※資料: UNEP FI PWG, Responsible Property Investment Center

DCF (Discount Cash Flow) 法とは

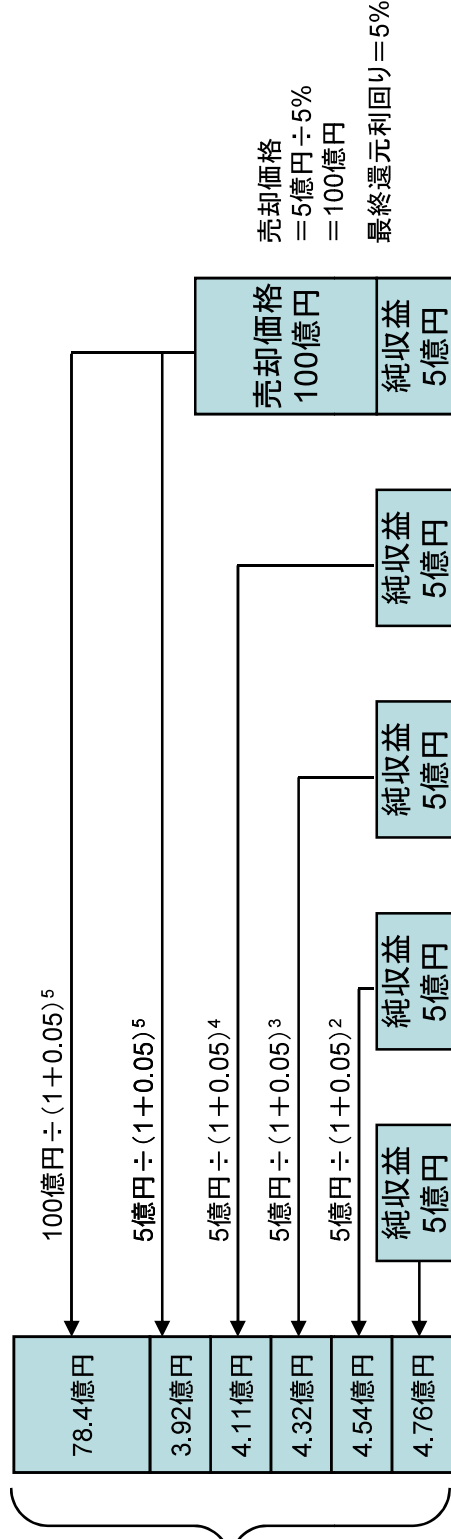
ODCF法

DCF法とは、対象不動産が将来生み出す一定期間の純収益と一定期間後の売却価格の合計を現在価値に割り引くことで、現在の不動産価格を求める手法。

100億円規模の物件では割引率が1%違うと不動産価格が約20億円違ってくる。

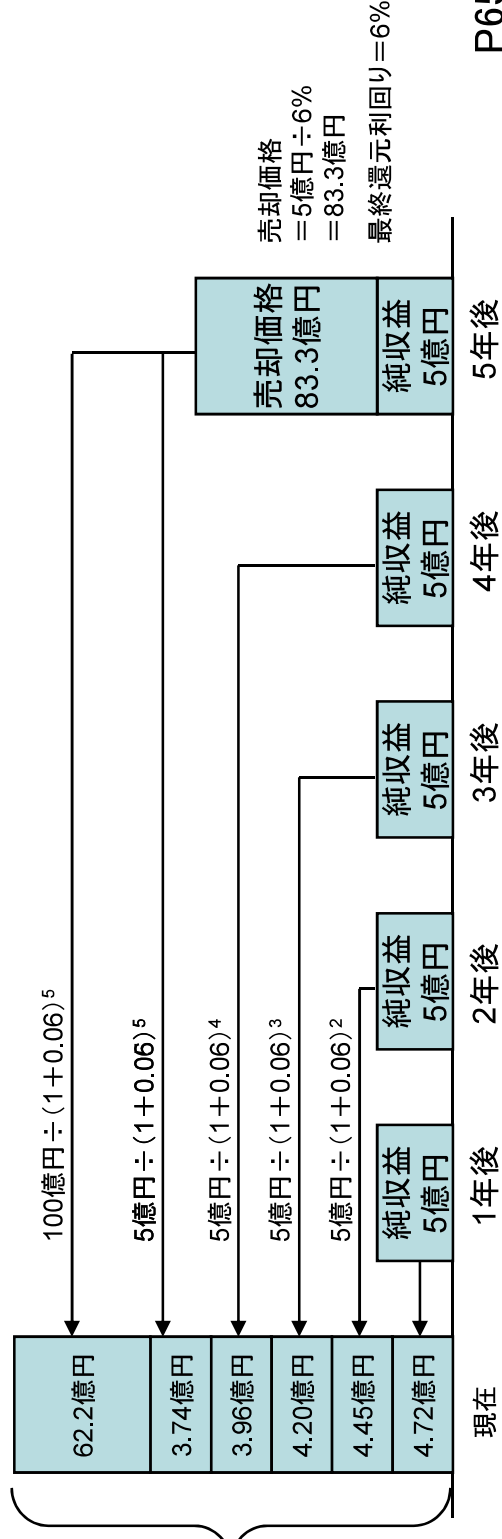
割引率 = 5%

不動産価格
= 100億円



割引率 = 6%

不動産価格
= 83.3億円



キャップレートの上昇による価格変動の例

○キャップレートの上昇による価格変動の例

リリートが期末に行っている保有物件の鑑定評価において、将来の想定賃料の下落ではなく、キャップレートの上昇によって鑑定評価額が低下している事例も見られる。

	Aビル			Bビル		
	H19.12末	H20.12末	変動率	H19.12末	H20.12末	変動率
鑑定評価額(調査価格)	6280	5260	▲16.2%	5730	5190	▲9.4%
NCF(鑑定)	227	228	0.4%	232	238	2.6%
直接還元法	3.6%	4.3%	▲16.3%	4.0%	4.50%	▲11.1%
DCF法	3.5%	4.2%	▲16.7%	3.8%	4.30%	▲11.6%
	3.6%	4.3%	▲16.3%	4.0%	4.50%	▲11.1%

※NCF: ネットキャッシュフロー(=賃料-費用+敷金等の運用益-資本的支出)

○国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会報告書

本年4月に発表された「国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会報告書」において、鑑定評価の信頼性向上のための内部統制体制の強化等の方向性が示されているところである。

■国民に広く利用される証券化対象不動産等の鑑定評価業務の信頼性の向上

不動産証券化や企業会計上の不動産の鑑定評価は、投資家等に広く大きな影響を与える可能性があるため、従来の鑑定評価以上に透明性や客観性、依頼者等からの独立性・中立性を確保することが必要となる。

1. 鑑定業者の内部統制体制の整備

鑑定評価書の審査体制、鑑定部門と営業部門等他部門とのファイアーウォールの確立、依頼者に対する評価額に関する経過報告のあり方、インサイダー取引の防止等の内部統制体制の整備等が必要

2. 複数不動産鑑定士による関与／鑑定評価書の審査体制の充実

鑑定評価の質を維持・向上させるため、一つの鑑定評価に対し複数の鑑定士が関与することが望ましく、作業を担当した鑑定士以外の鑑定士が鑑定評価書を審査する体制の整備等が必要。

3. 関係者からの依頼の透明化と受注の見合わせ

鑑定士・鑑定業者の独立性や中立性が目に見える形で明らかであることが望ましく、対象不動産の利害関係者等、特別の関係者を有する者からの鑑定評価の依頼について、依頼者にあらかじめ当該関係の存否を伝えるとともに、より詳細に鑑定評価書に記載することにより、その透明化を図るべきである。

○情報開示が望まれる項目の例

例えば、以下の項目等について、リポート各社は市場関係者と協議し、鋭意改善していくことが望まれる。

(リポートによっては、既に開示しているリポートもある)

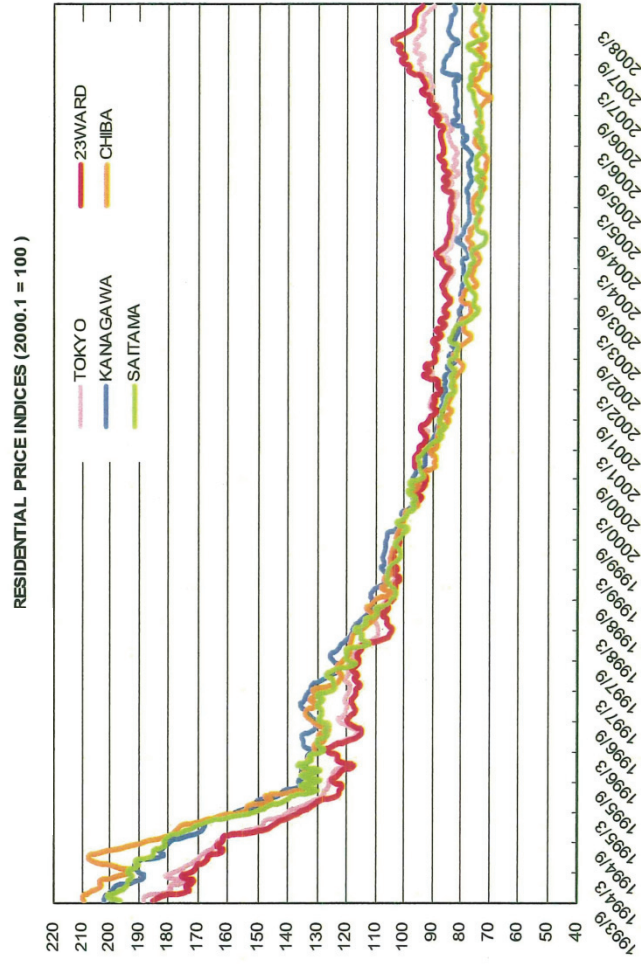
要望項目の例	各社の現状
海外投資家のための英文開示(英文ホームページを含む)	上場リート41社中、35社が英文開示実施
鑑定評価時の前提条件となるNOI*や 直接還元利回り等の開示	上場リート41社中、39社が開示実施
物件取得時の長期修繕費用の開示	上場リート41社中、17社が開示実施
その他 <ul style="list-style-type: none"> ・フォワードコミットメントの場合の資金の裏付等の開示 ・確定していない売却物件の売却益を業績予想に反映させない。 ・大口テナントの契約期間等の情報の開示 ・融資関連費用の開示 ・物件取得時の想定キャップレート等の開示 等 	/

* NOI:Net Operating Incomeの略で、純営業収益のこと
 ※各社発表のプレスリリース、資産運用報告書等から集計(2009.5.20時点)

住宅価格指数について

- 米国では、S&Pケース・シラー住宅価格指数※など、住宅販売の成約価格に基づく指数が公表されている。
- これにより、米国では、広範な地域の住宅価格動向の把握が可能であり、投資家、事業者、中古住宅の購入者等にとって重要な情報となっている。
- 日本では、上記に相当する指数はなく、このことが住宅市場が本来価値以下に見られる一因との指摘も存在。

住宅価格指数のイメージ



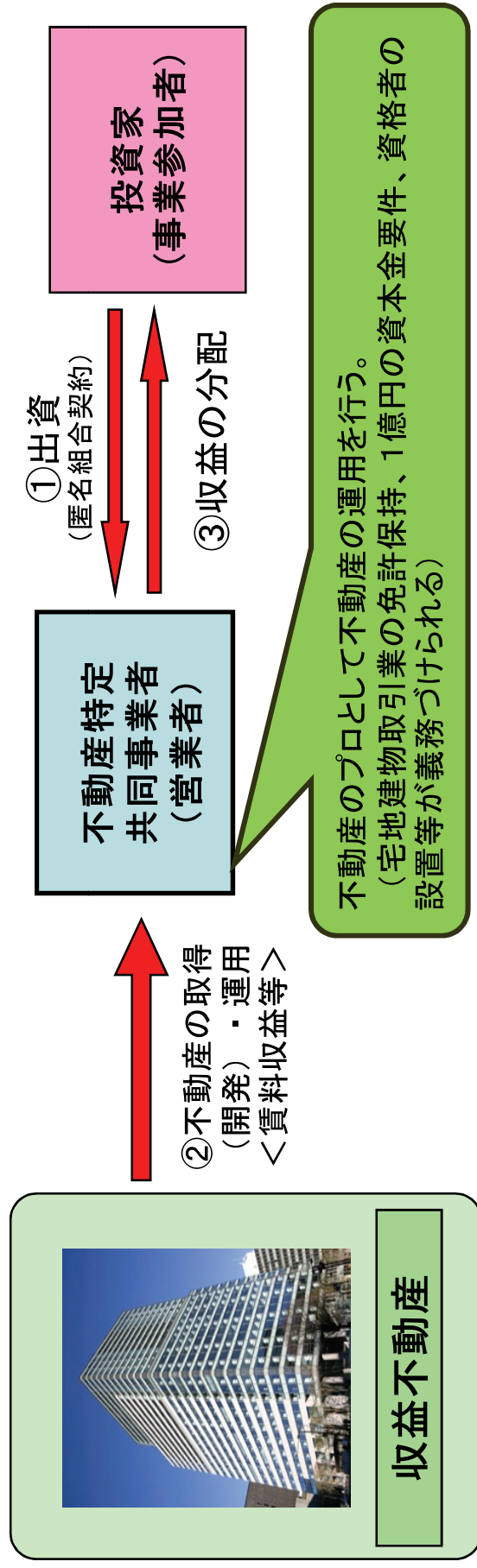
我が国でも、成約価格に基づく住宅価格指数の開発、普及が必要。

→ 不動産投資市場の透明性の向上、市場の活性化に貢献。

※ S&Pケース・シラー住宅価格指数とは、米国の住宅用不動産を対象として、格付会社であるスタンダード&プアーズが提供する価格指数のことであり、最も広く利用されている。

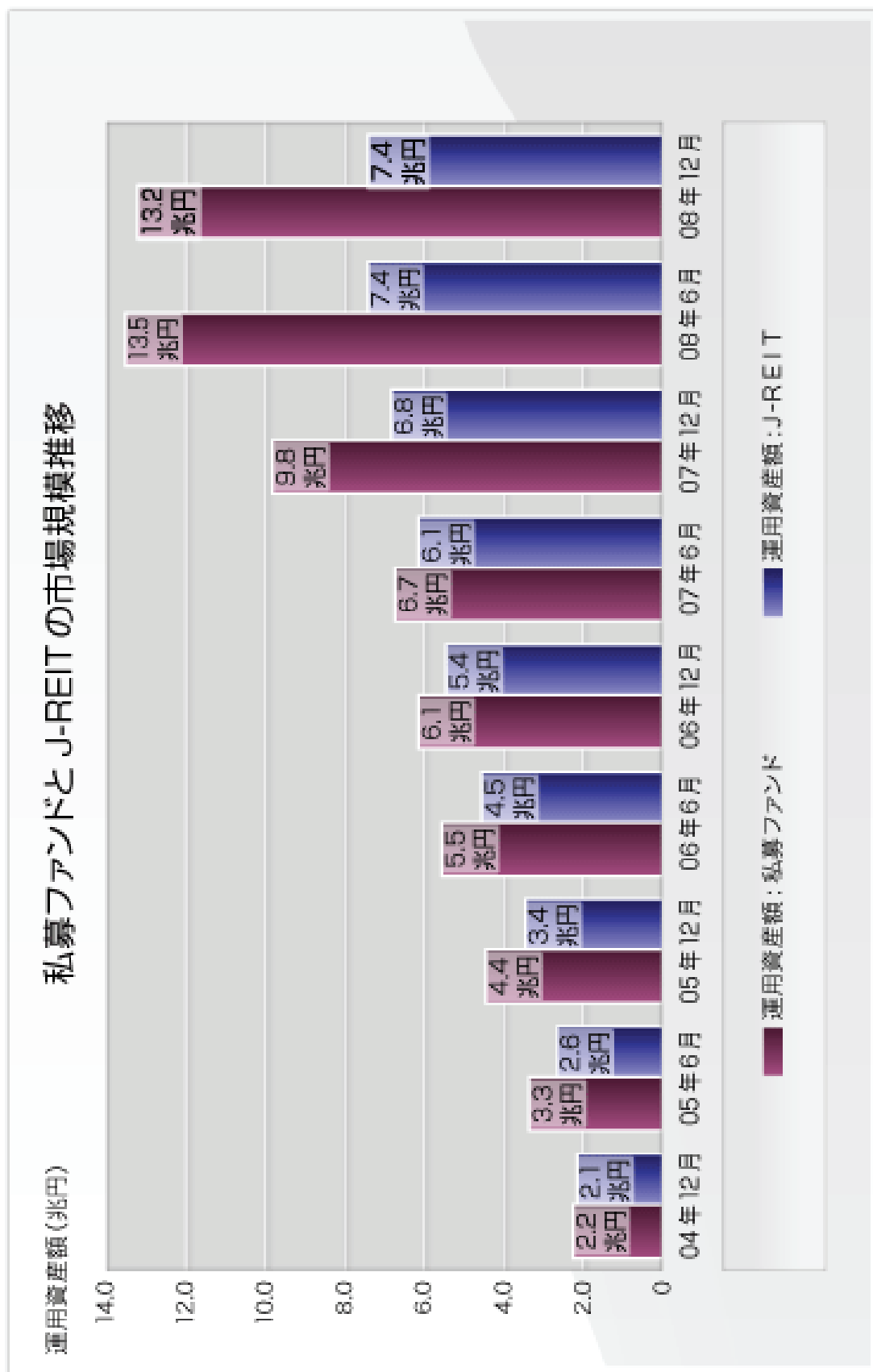
多様な事業手法の整備（ニーズの一例）

- 実物不動産の証券化スキームの1つである不動産特定共同事業については、出資契約（匿名組合契約）の当事者である営業者（不動産特定共同事業者）について、1億円の資本金要件や業務管理者と呼ばれる資格者の設置等が義務づけられており、一般的なSPCのような、いわゆるペーパーカンパニーとして使にくい。
- このため、デベロッパーや不動産投資のプロのみで構成された共同事業者が、本スキームを用いて開発事業を行うに当たって、ペーパーカンパニーを利用したノンリコースローンの調達が困難との意見がある。



→ 上記のようなニーズへの対応も含め、**市場のニーズに応じた多様な事業を可能とする手法の検討が、継続的に必要。**

私募ファンドの市場規模



※資料：住信基礎研究所