参考資料 8

第 5 回研究会参考資料

「昨今の投資口価格形成と国民経済に資する REIT の役割
－不動産投資信託の運用の現場から－」

（東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社 堀江正博）

本資料は、第 5 回研究会における議論の参考のために作成・配布されたものであり、本資料に示された見解は当該メンバーの所属企業・団体の見解を示すものではないことをお断りしておく。

なお、本参考資料に掲載された内容の全部又は一部について、当協会及び本人の許諾なく複製又は転載することを一切禁ずる。

「昨今の投資口価格形成と国民経済に資するREITの役割」

ー不動産投資信託の運用の現場から ー

東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社
代表取締役執行役員社長　堀江 正博

1. 昨今の投資口価格形成について

昨今の投資口価格形成の疑問点

1. JREITの投資利廻水準は歴史的に見て非常に高い水準で推移

2. NAV倍率も0. 7程度の水準が継続

3. 不動産価格の底入れも観察され、裏付資産の価値から見た投資口価格は割安と判断される

★にも拘らず、デイープ・バリューに着目した投資意欲が盛り上がらないのは何故か

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

日本株への全体的投資判断材料（海外投資家 IRフィードバック）

1. 全般的なリスク資産回避傾向（安全通貨への現金投資）

2. 円資産投資の為替差損懸念（為替ヘッジコスト）

3. GDP第三位国への転落

①グローバルアロケーションと日本株専門家の減少

②ローカルルール（日本ルール）が通用しなくなる

③日本語というハザードがリスクプレミアムに

4. 日本の財政とガバナンス

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

JREIT投資判断材料（海外投資家 IRフィードバック）

1. CF	①空室率・市場賃料のアウトルック ②賃貸市場の需給 ③JREITのEPS／DPU減少傾向
2. 利廻	④事業会社配当利廻の高さ（低迷する株価）
3. 資産価値	⑤NAVへの疑問（継続鑑定・鑑定そのもの） ・資産価値（含む不動産）は株式市場が決めるという考え方
4. リスクプレミアム	⑥「大幅なNAV倍率＜1．0」公募増資への懸念 ⑦規制緩和・制度改革
5. 需給	⑧日銀買入の上限と売却タイミングへの不安 ⑨通貨選択型投信とロスカットルール ⑩出て来にくいNAV投資家

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

投資口価格のディスカウント要因（リスクプレミアム要因）

投資口の需給・流動性	CF・EPSの下落懸念	負債調達の難易度 2008-9リファイナンス問題
高いレバレッジ水準	NAVダイリューティブ公募増資のリスク	利害関係人取引のガバナンス
マネジメント 運用会社・戦略・実績	ディスクロージャー	制度・規制緩和 自社株消却等

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

２. 新たな成長に向けて

新たな成長に向けた取組み：再生と成長のシナリオ(1)

１．投資口価格の回復と公募増資の成功なくして成長なし

・投資家のJREIT投資意欲の回復の鍵を握るのは外部要因（賃貸市場・不動産売買市場・負債市場・為替市場・リスク選好度．．．）だけではない

・JREITのマネジメントが能動的にできることは何か？

２．拡大したリスクプレミアムの圧縮を図ること⇒前述したディスカウント要因の解消

（例えば．．．）

（1）NAV投資判断のロジックへの理解と投資家コミュニケーション

・NAV倍率ディープディスカウン時における具体的アクションへの丁寧な説明

・REIT以外の現物取引事例の開示と蓄積

★ 株式市場が示す不動産価格形成には、REIT市場の成熟が必須

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

新たな成長に向けた取組み：再生と成長のシナリオ(2)

（2）REITの商品性への投資家理解の促進

- REITは株式と債券のハイブリッドではなく株式に分類されるもの
- リスクリターン特性としてはミディアムリスク・ミディアムリターン
- 中小型の利廻株としての比較が有用

（3）上場会社に劣後する資本政策の柔軟性確保

- 公募増資が成長には不可欠であることから、投資口価格（株価）動向は経営（運用）にとって「事業会社以上に重要」
- にも拘らず現状許される資本政策は一方通行＝増資のみ
- 自己投資口取得、自己投資口消却、ライツイシュー、減資等の導入

⇒ 投資口価格の安値を売方が安心して売り込める状態をまず解消

不動産価格低迷期における「最後の買手」としての役割をREITに担わせるなら、資本政策の柔軟性確保は、取組むべき喫緊の課題

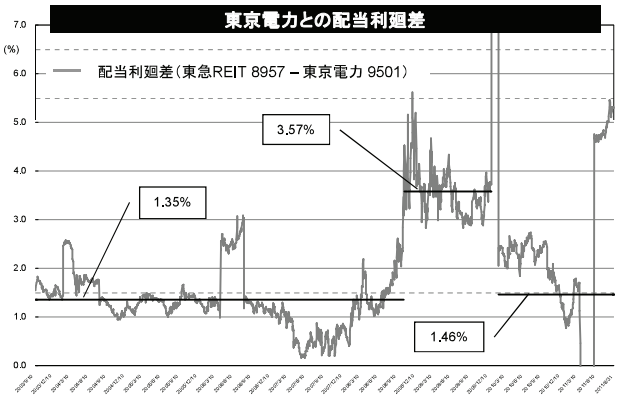
本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

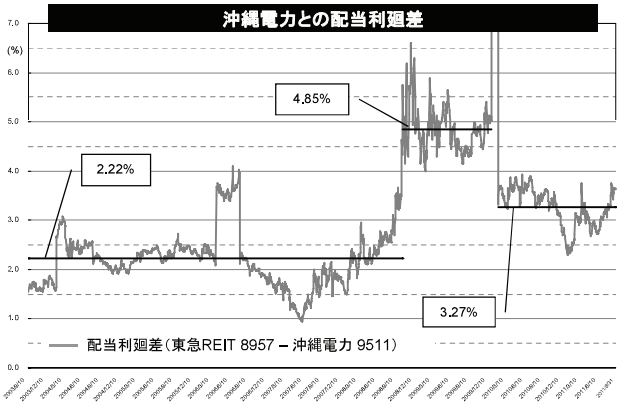
東証REIT指数、東証不動産指数、東証電力・ガス指数の推移

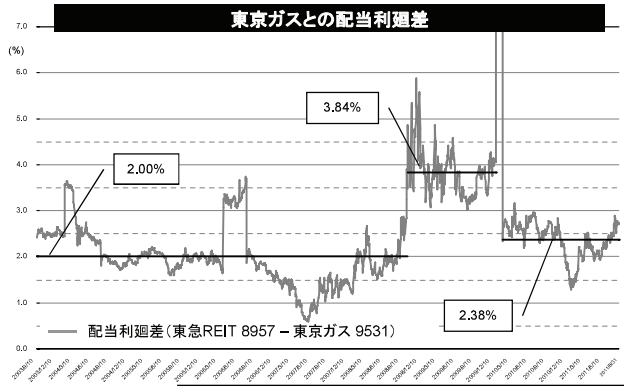
※東急REIT決算説明資料をもとに発表者が作成

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

東急REITと各種ユーティリティ銘柄との配当利廻差







※利廻株の代表的銘柄である東京電力と東京ガスと配当利廻を比較。
また、東日本大震災による影響を排除するため、
原子力発電設備を保有しない沖縄電力とも比較。

※各数値は対象期間の平均スプレッドであり、期間はそれぞれ
2003年9月10日～2008年10月9日、
2008年10月10日～2009年12月24日、
2010年1月27日～2011年8月31日である。

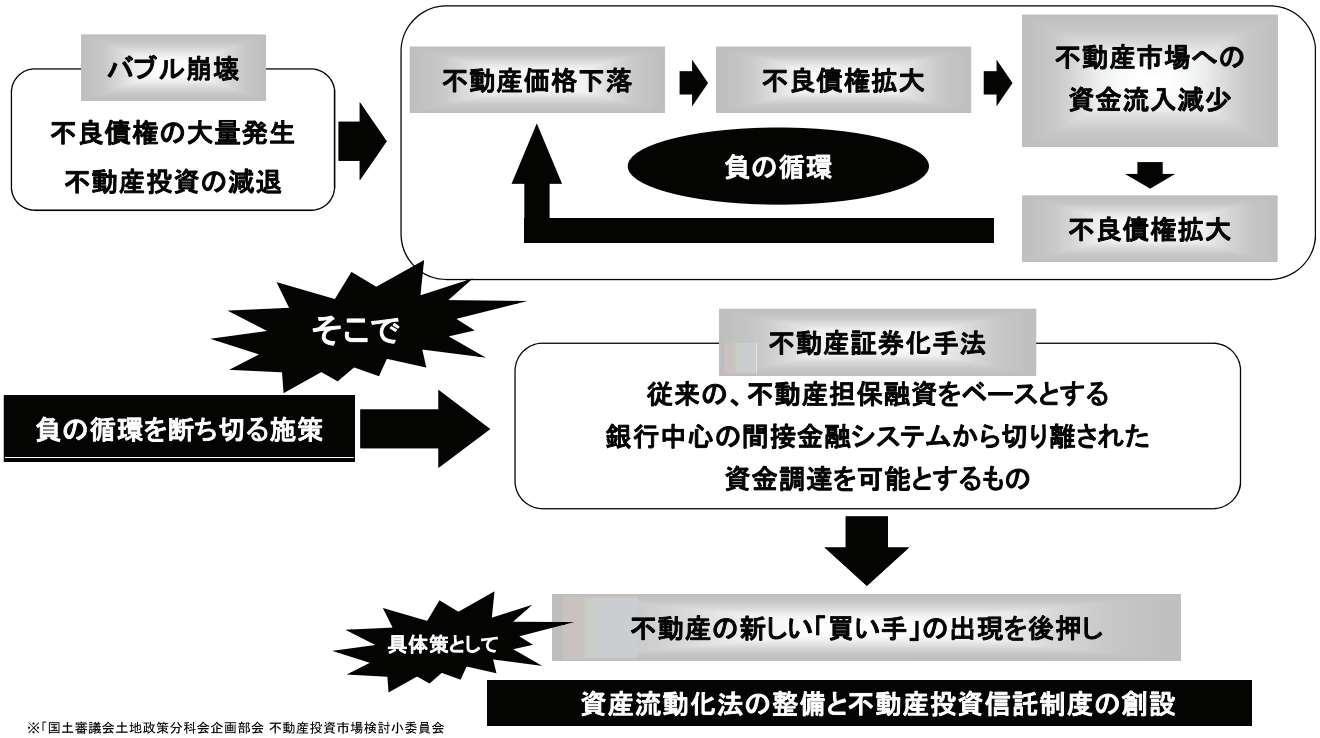
※2009年12月25日～2010年1月26日の利廻差が急上昇しているのは、
りそな・マルハビル及び菱進原宿ビル譲渡の公表に伴う予想分配金
上昇の影響である。

※東急REIT決算説明資料をもとに発表者が作成

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

3. REITの役割と社会的責任

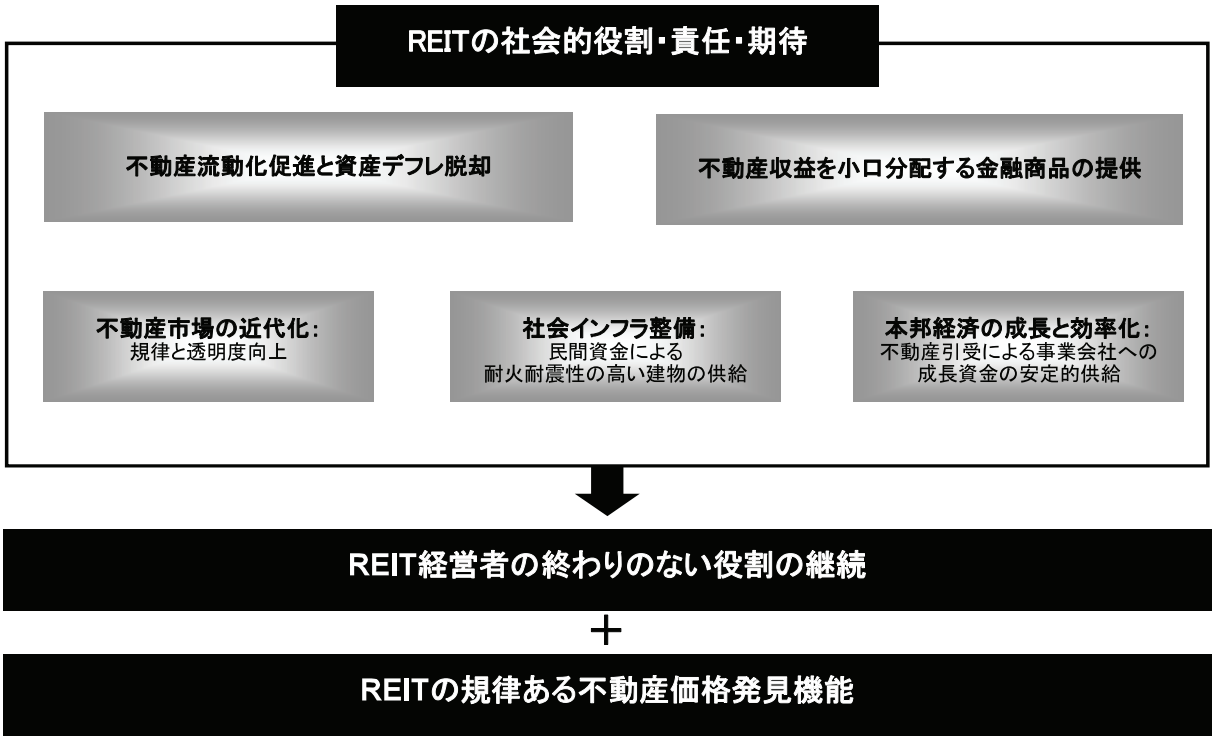
REITの制度導入の目的 ～ 資産デフレ脱却 ～



※「国土審議会土地政策分科会企画部会 不動産投資市場検討小委員会
中間整理（平成17年12月）」及び東急REIT決算説明資料をもとに発表者が作成

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

REITの社会経済的役割



※東急REIT決算説明資料をもとに発表者が作成

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

現物不動産売買市場の概況（1）

2010年不動産透明度インデックス

透明度レベル	2010年調査順位	国名	2010年スコア	2008年スコア
高	1	オーストラリア	1.22	1.20
	2	カナダ	1.23	1.17
	3	英国	1.24	1.31
	4	ニュージーランド	1.25	1.21
	4	スウェーデン	1.25	1.43
	6	米国	1.25	1.20
	7	アイルランド	1.27	1.52
	8	フランス	1.28	1.34
	9	オランダ	1.38	1.33
	10	ドイツ	1.38	1.58
中高	16	シンガポール	1.73	1.55
	18	香港	1.76	1.55
	25	マレーシア	2.30	2.25
	26	日本	2.30	2.39
中	33	台湾	2.71	3.07
	39	タイ	3.02	3.16
	41	インドTier1都市 （注1）	3.11	3.34
	42	韓国	3.11	3.15
	44	マカオ	3.13	3.54
	45	中国Tier1都市 （注2）	3.14	3.33
	48	フィリピン	3.15	3.23
	49	インドTier2都市 （注1）	3.17	3.38
	54	中国Tier2都市 （注2）	3.38	3.68
	55	インドTier3都市 （注1）	3.39	3.65
	57	インドネシア	3.46	3.51
中低	65	中国Tier3都市 （注2）	3.73	3.97
	76	ベトナム	4.25	4.29

「投資パフォーマンスの測定」、「マーケットの基礎的データ」、「上場ビークル」、「規制と法制度」、「取引プロセス」の項目について調査

出所：ジョーンズ ラング ラサール「不動産透明度インデックス2008」、「不動産透明度インデックス2010」掲載データ
※東急REIT決算説明資料をもとに、発表者が作成

（注1）インドTier1都市：デリー、ムンバイ、Tier2都市：コルカタ、ハイデラーバード、Tier3都市：アーメダバード、コチ
（注2）中国Tier1都市：上海、北京、Tier2都市：重慶、天津、Tier3都市：無錫、鄭州

透明度向上のメリット

本邦不動産市場への

- **内外投資資金が入り易くなる**
- **投資家要求リスクプレミアムが低下する**

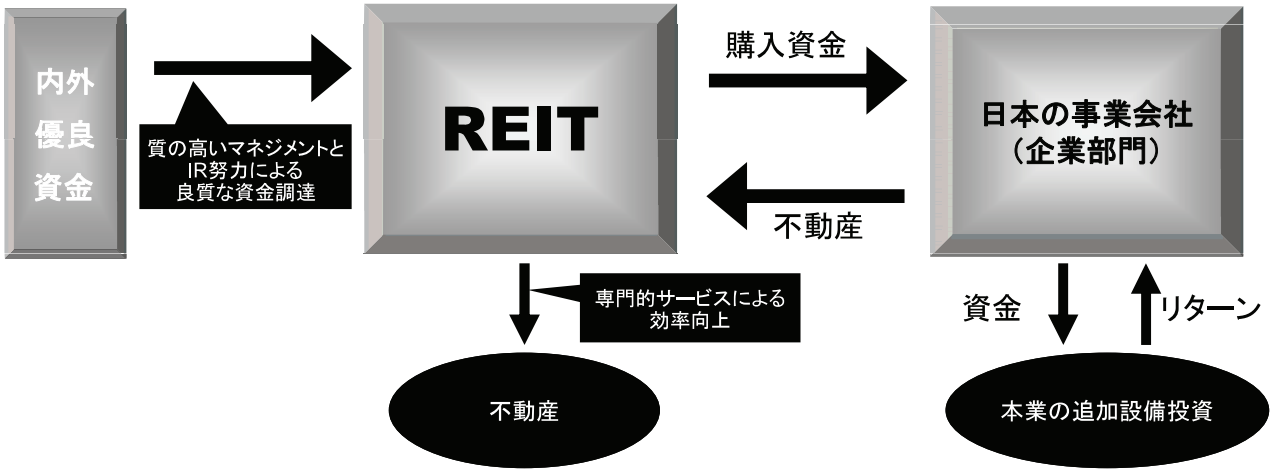
ここ数年のアジアにおける不動産投資信託（REIT）セクターの堅調な成長は透明度の早期改善に貢献したが、2008年以降市場は停滞。
日本における透明度の向上は、不動産投資市場の発展と、その結果としての所有者の多様化にかかっている。

（コメントは「不動産透明度インデックス2010」より発表者が作成）

2012年1月31日 作成
本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

日本経済の成長と効率化①

REITの投資活動を通して、日本の潜在成長を高めていく

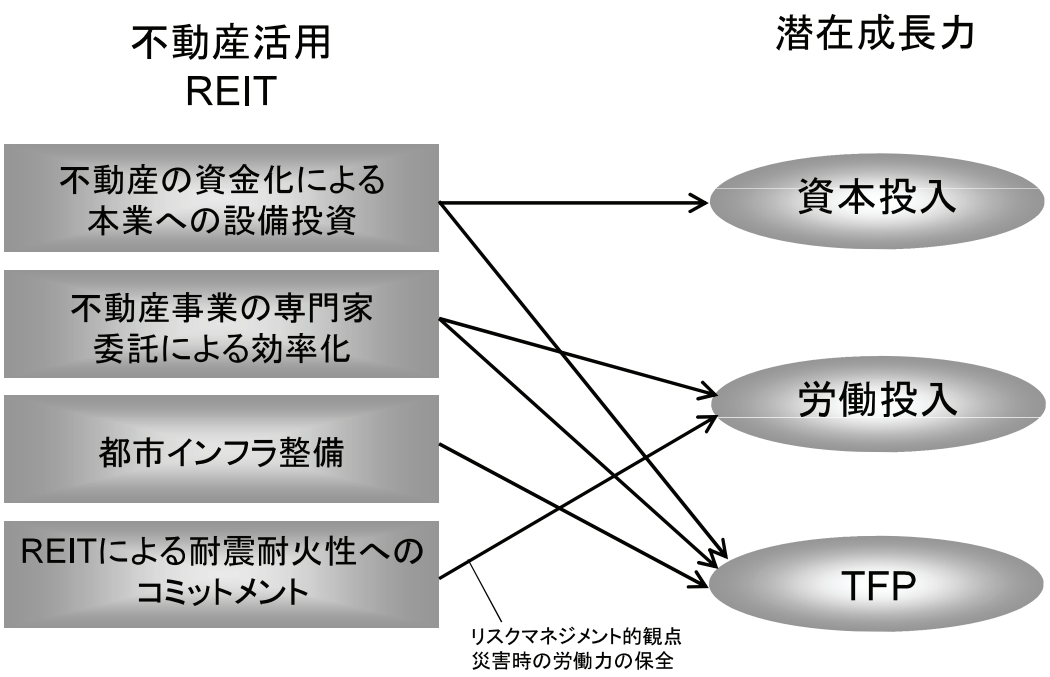


事業会社（企業部門）が保有する不動産（主に投資用）をREITが買受け、
企業部門の本業に対する設備投資資金を継続的に供給する。
これによって企業部門の生産性向上を図り、日本の潜在成長力を高めていこうとする考え

※東急REIT決算説明資料をもとに発表者が作成

2012年1月31日 作成
本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

日本経済の成長と効率化②



※東急REIT決算説明資料をもとに発表者が作成

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

社会都市インフラ整備：耐震耐火性の高い建物の供給支援

旧耐震時代に建設され現存する中規模以上のオフィスビルストック ⇒ **全都市で延床面積2，861万㎡（865万坪）＊**

＊日本不動産研究所　全国オフィスビル調査

建替再開発の経済計算

①旧耐震ビル用地価格　14．9兆円：収益価格から逆算、開発者利益10％

②建替コスト　6．9兆円：坪80万円の建築工事費換算

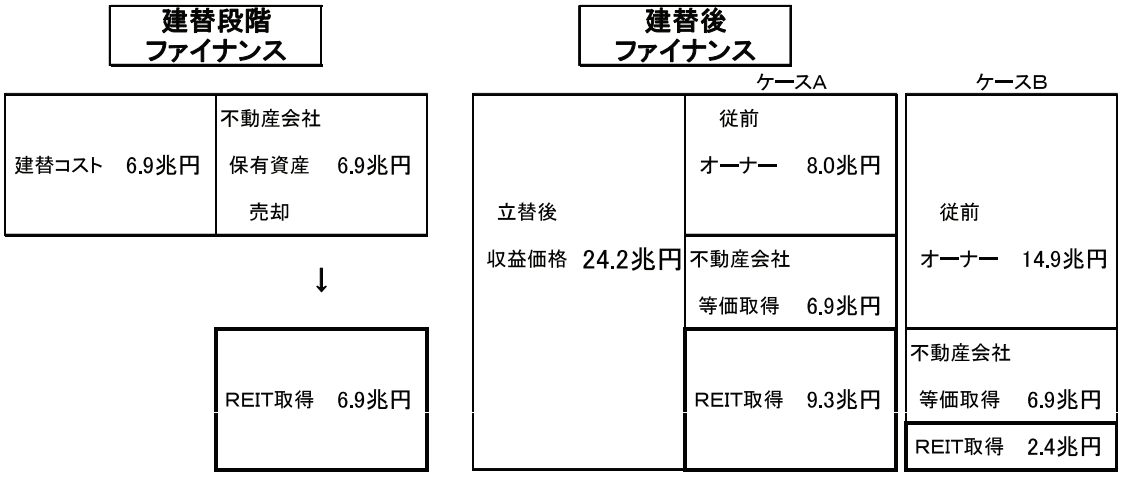
③収益還元価格　24．2兆円：賃貸有効率70％、賃貸面積当り収益価格4百万円換算

⇒東証一部不動産会社総資産合計　20．2兆円

建替コストを誰がファイナンスして、出来上がった耐震耐火性の高い物件を中長期的視点で誰が保有するのか？

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

耐震耐火性の高い建物の供給：REITの貢献余地



中規模以上オフィスだけでもREITの貢献余地は9．3兆円～

（従前オーナーと建替リスクを負う不動産会社のバランスシートが建替前後でニュートラルなケースB）

2012年1月31日 作成

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

耐震耐火性の高い建物の供給支援（東京）

1980年以前に建設され現存する東京都区部のオフィスビルストック ⇒ **全規模で延床面積2，562万㎡（775万坪）＊ 全体の28．4％**

＊東京都「東京の土地2011」

建替コスト　6．2兆円：坪80万円の建築工事費換算

1980年以前に建設され現存する東京都区部の住宅ストック ⇒ **全規模で延床面積9，907万㎡（2，997万坪）＊ 全体の30．4％**

＊東京都「東京の土地2011」

建替コスト　17．9兆円：坪60万円の建築工事費換算

1980年以前に建設され現存する東京都区部の店舗・工場倉庫等ストック ⇒ **全規模で延床面積2，364万㎡（715万坪）＊ 全体の38．9％**

＊東京都「東京の土地2011」

建替コスト　3．5兆円：坪50万円の建築工事費換算

建替コスト総計　27．6兆円

2011年度東京都一般歳出：4．9兆円

2012年1月31日 作成

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

旧耐震オフィスの行方と中期的オフィス需給予想（東京）

★ここ数年のオフィス大量供給は、証券化手法の開発・浸透による「開発特需」によるもの

1．オフィス開発収支の悪化により、オフィス開発事業は今後停滞方向へ

2．一方で旺盛な住宅需要、加えて急がれる住宅の耐震化

・木賃住宅密集地域の再開発には時間を要し、再開発規模の纏まる旧耐震オフィスが住宅供給目的の用地取得のターゲットに

3．旧耐震オフィスは、用地規模・ロケーションによっては、その再開発用途は「分譲・賃貸住宅」又は「商業・住宅の混合用途」に

・月坪賃料一万円は、有効率を考慮すると賃貸住宅でも成り立つ数字

・ロケーションにより、住宅目的の取得競争力がオフィス目的を凌駕することに

4．都心部の容積緩和は建替を促進するものの、一方でオフィスの追加供給要因に

旧耐震オフィスの再開発によるオフィス供給圧力は、現状の賃料空室率水準から判断して、当面限定的とも見られるが、容積緩和は需給面で両刃の剣に～建設コスト動向にも注視

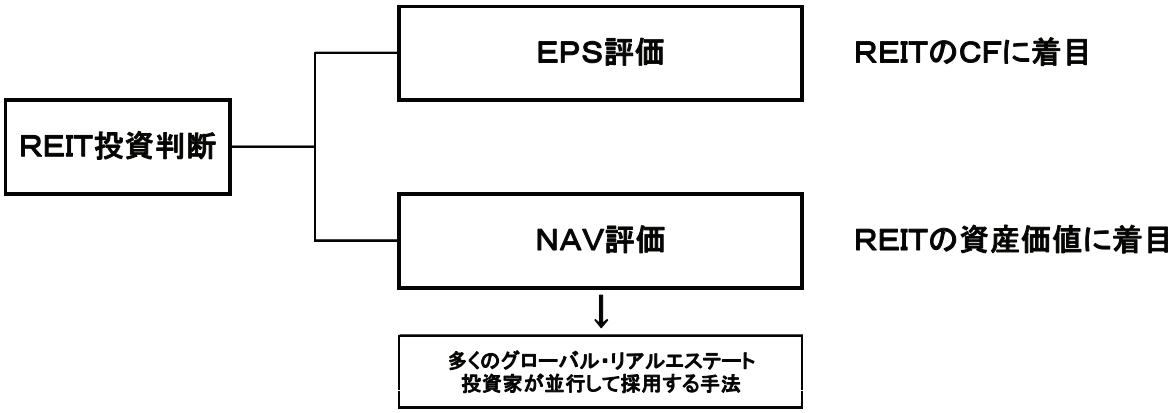
2012年1月31日 作成

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

（参考）

NAVにもとづく投資判断について

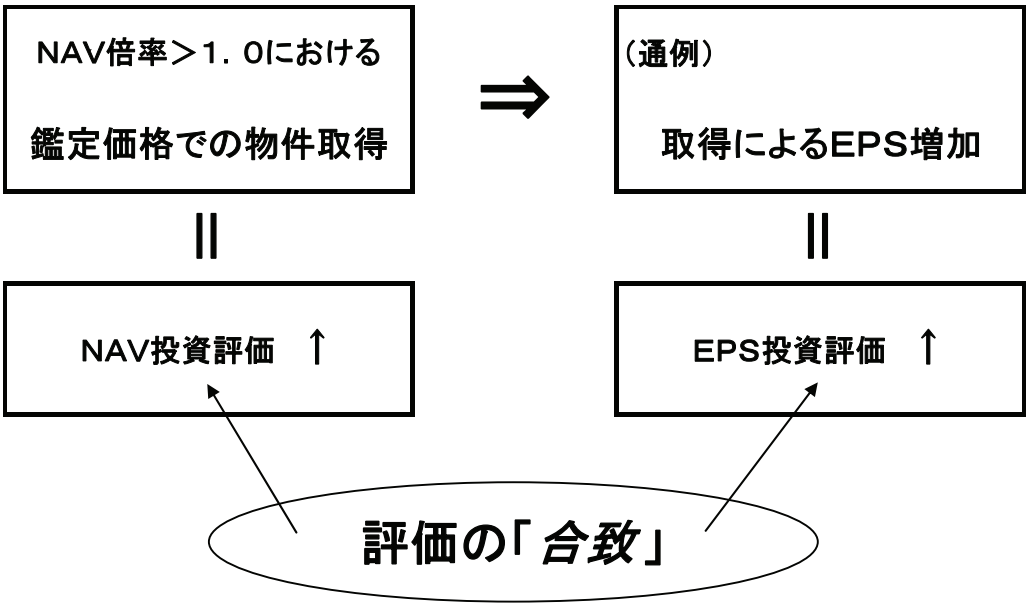
REIT投資家の投資判断



大多数のREIT投資家はEPS評価に基づく投資判断を行っていると見られるが、不動産専門ファンド等のNAV投資判断にも留意する必要がある

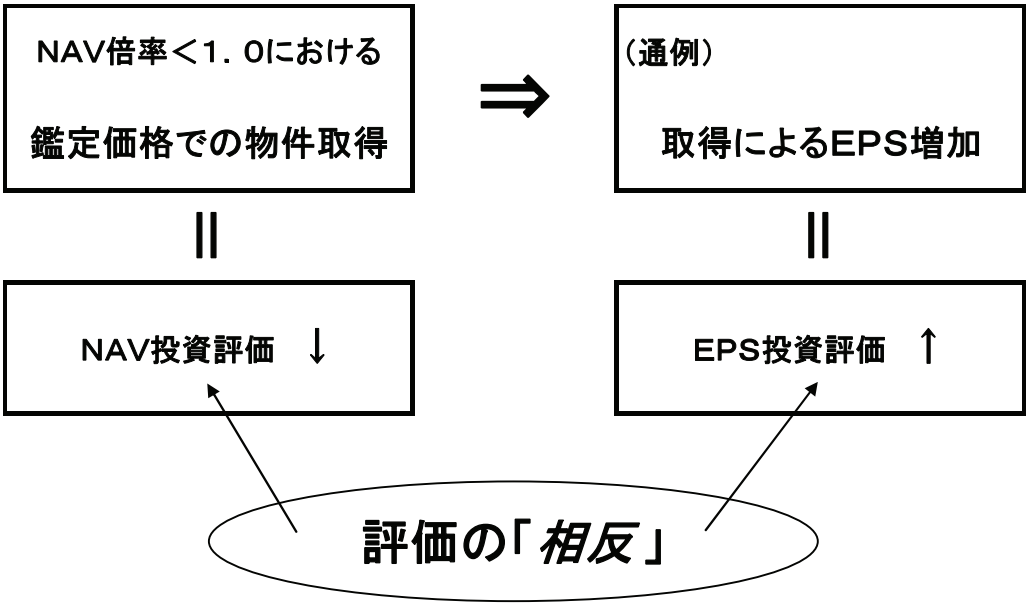
本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

物件取得による投資家評価の変化（NAV倍率＞1．0）



本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

物件取得による投資家評価の変化（NAV倍率＜1．0）



本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

不動産価格の算定手法

1．鑑定価格による手法

NAV計算上の ポートフォリオ価値 ＝ 個々の鑑定評価額の 総　和

2．株式市場が評価する一手法

株式市場が評価する ポートフォリオ価値 ＝ 投資口時価総額 ＋ 有利子負債

従って、 株式市場が評価する 個別不動産価値 ≠ 個別不動産の 鑑定価格

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

株式市場が評価する価格算定手法からの示唆(1)

ケース①

NAV倍率＞1．0の場合：

株式市場が評価する個別不動産価値	＞	個別不動産の鑑定価格

ケース②

NAV倍率＜1．0の場合：

株式市場が評価する個別不動産価値	＜	個別不動産の鑑定価格

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

株式市場が評価する価格算定手法からの示唆(2)

NAV倍率＜1．0の場合：

株式市場が評価する個別不動産価値	＜	個別不動産の鑑定価格

このケースにおける示唆：

「実勢の不動産価格は」	REIT投資口の投資判断
1．割安であり、鑑定価格並みに上方収斂する	買い判断
2．鑑定価格並みだが、投資口価格のディスカウント要因が別にある	要因次第
3．株式市場評価並であり、鑑定価格が市場評価に下方収斂する	売り判断

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。その他注意事項については、最終ページをご確認下さい。

注意事項

- 本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料中の意見又は分析等は、いずれも発表者の個人的見解であり、所属する組織又は団体（東急リアル・エステート投資法人及び東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社を含みます。）とは関係ありません。
- 本資料は、その内容の正確性及び確実性を保証するものではありません。
- 端数処理等の違いにより、同一の項目の数値が他の開示情報と一致しない場合があります。
- 本資料への掲載に当たっては注意を払っていますが、誤謬等が生じている可能性があり、予告なく訂正または修正する可能性があります。
- 第三者が公表するデータ・指標等の正確性については一切の責任を負いかねます。
- グラフ作成上の都合により、表示されている日付が営業日と異なる場合があります。