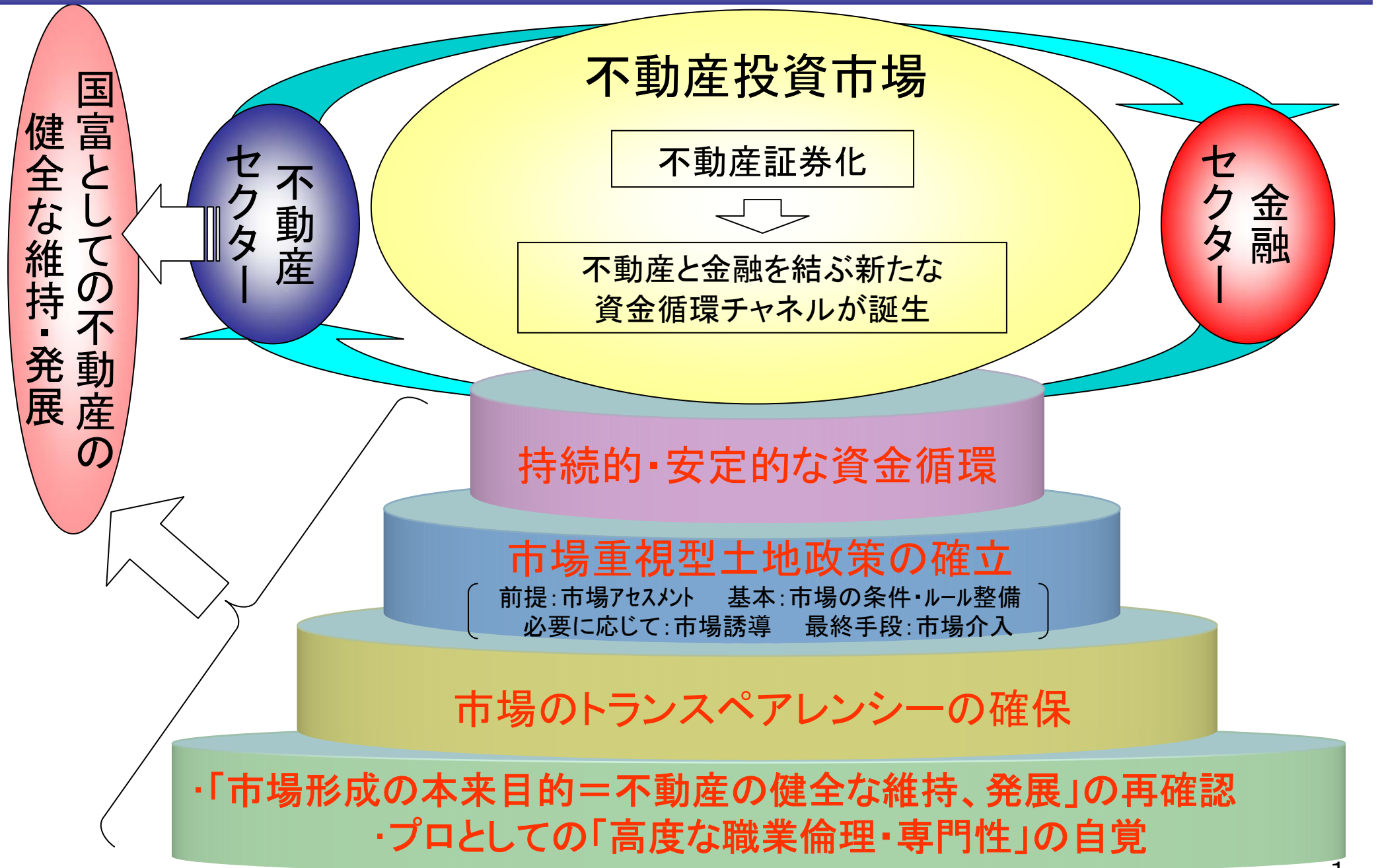


国土審議会土地政策分科会企画部会  
不動産投資市場検討小委員会  
最終報告

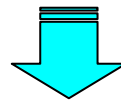
～参考資料～

# 不動産投資市場の検討を行うに当たっての基本スタンス



# 目指すべき資金循環のイメージ

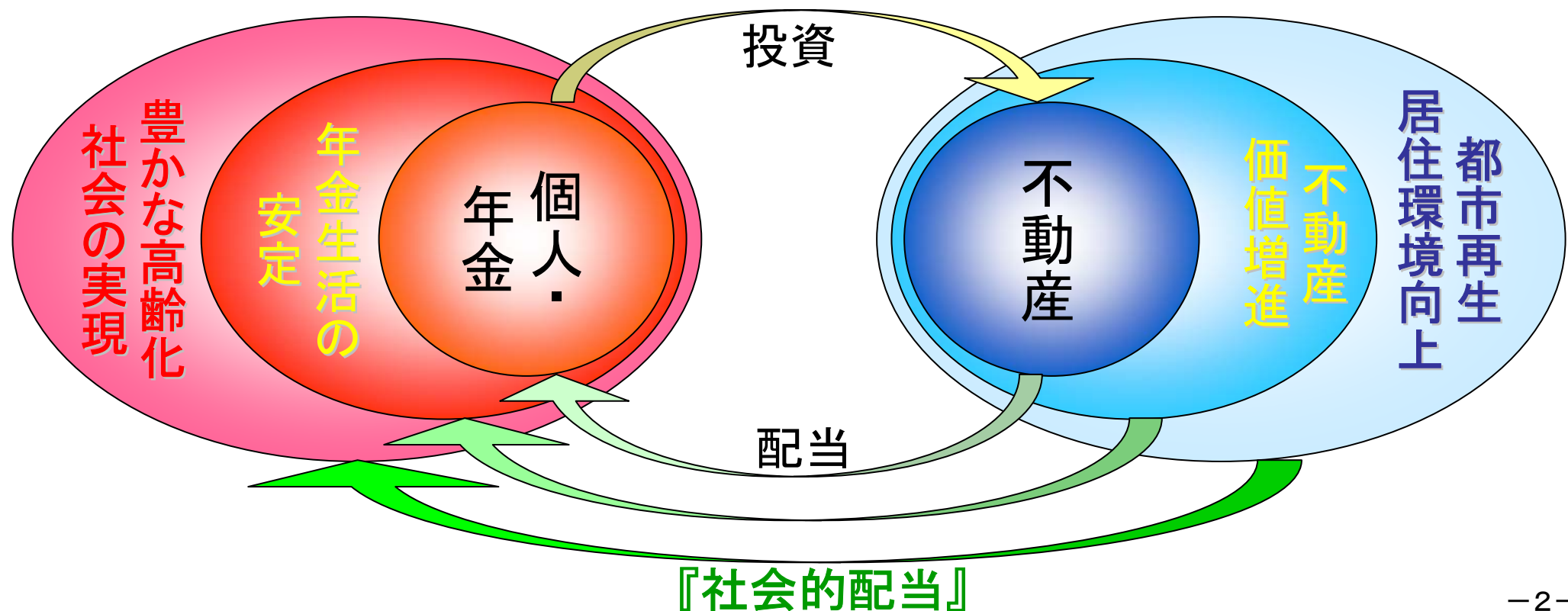
◇『個人・年金資金の不動産への流入』⇒『個人・年金の安定収入確保』という単純なサイクルだけでなく・・・



不動産の価値増進⇒配当拡大⇒年金生活の安定

+

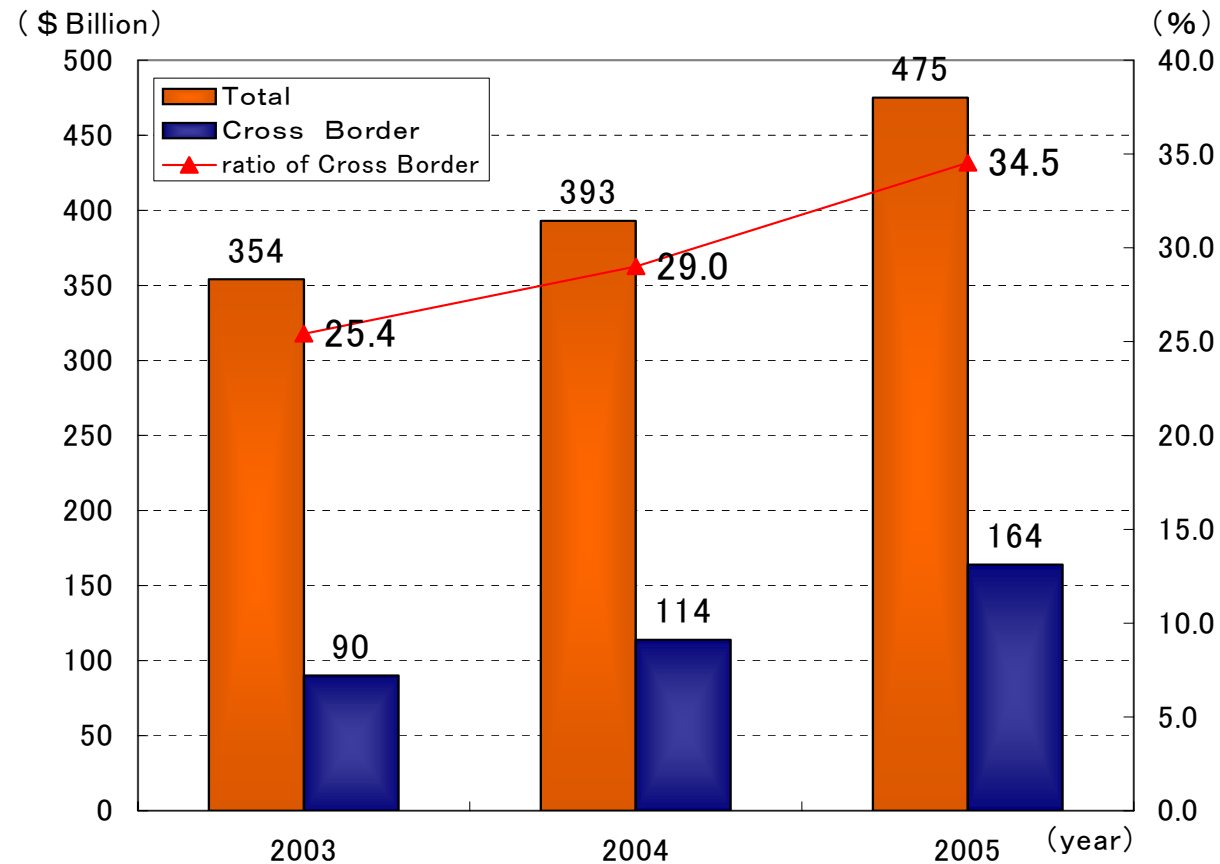
都市再生・居住環境向上⇒『社会的配当』の拡大⇒豊かな高齢化社会の実現



# 資金のクロスボーダー化

◇世界でクロスボーダー投資の占める割合は、2003年から2005年まで、**25.4%→29.0%→34.5%**と増加傾向

◇なお、2005年のアジア地域の商業用不動産投資は、前年比**46%増**、約**675億ドル**  
特に、クロスオーバー投資は前年比**56%増**と急増し、約**200億ドル**



出所: Jones Lang LaSalle, The Wall Street Journal (March 22, 2006)



# 不動産の国際化

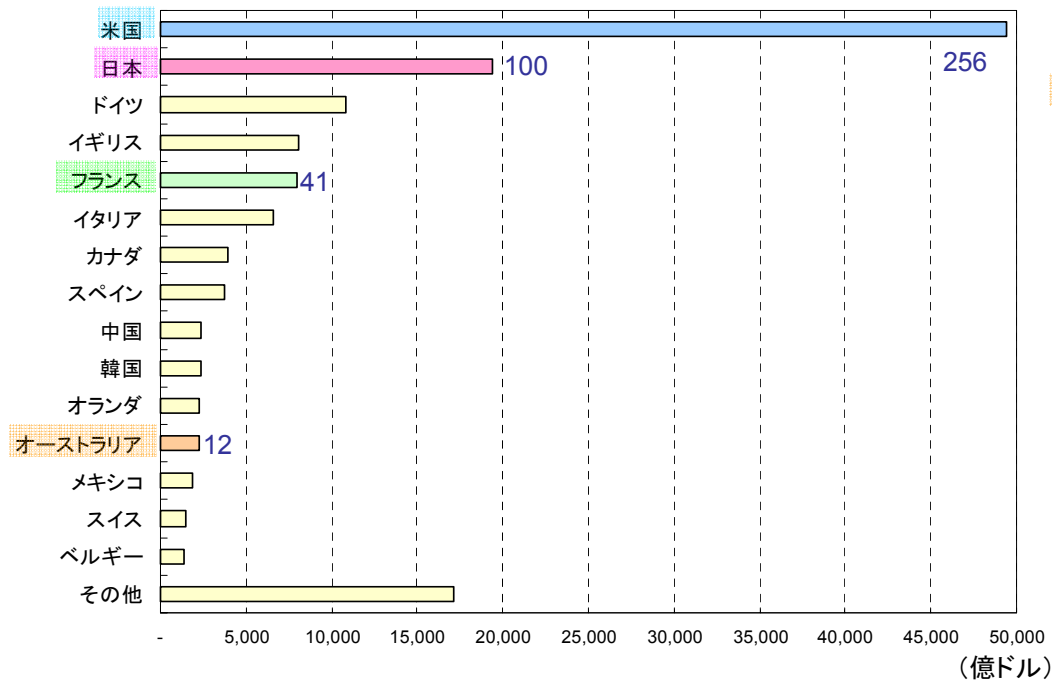
## ◇日本は世界に冠たる不動産資源大国

(日本の不動産市場は、フランスの約2.5倍、オーストラリアの約10倍)

## ◇しかし、その資源を十分活かし切れていない

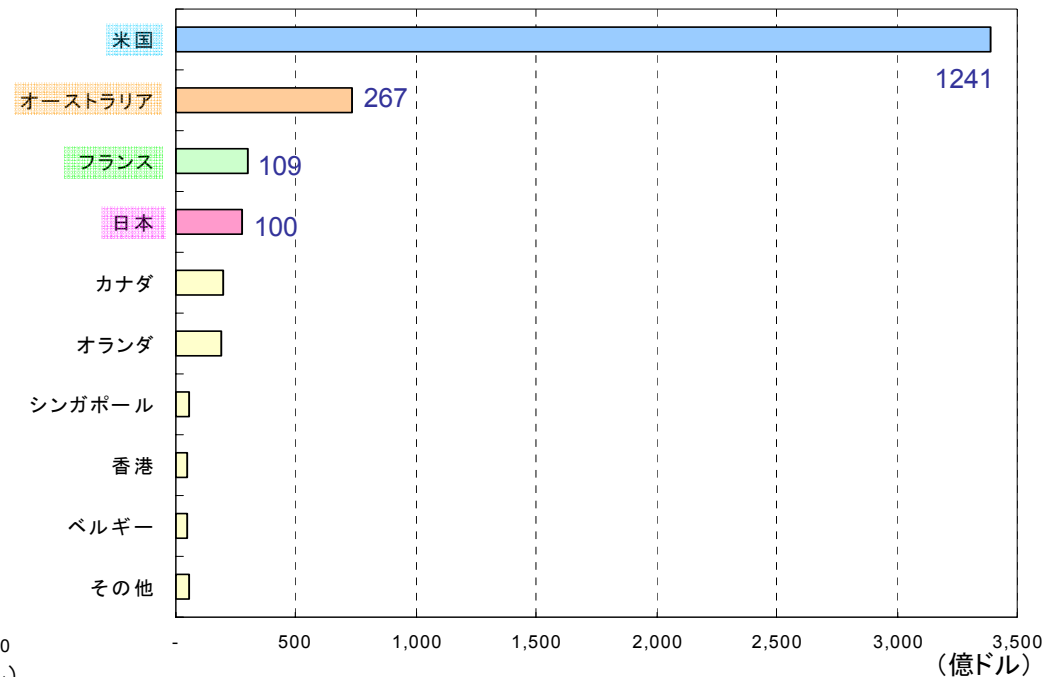
(日本のREIT市場は、フランスより小さく、オーストラリアの半分以下)

世界の不動産市場の規模



出所: Prudential Real Estate Investors, "Global REITs: A New Platform of Ownership," 2005/1/26を  
もとに国土交通省作成

世界のREIT市場の規模



※青字の数値は日本の市場規模を100とした時の指数

出所: Standard and Poor's, Global REIT Index(Closing USD weights)2006年5月31日時点のデータを  
もとに国土交通省作成

# 地域活性化における証券化の意義

## ◇ストック活用型

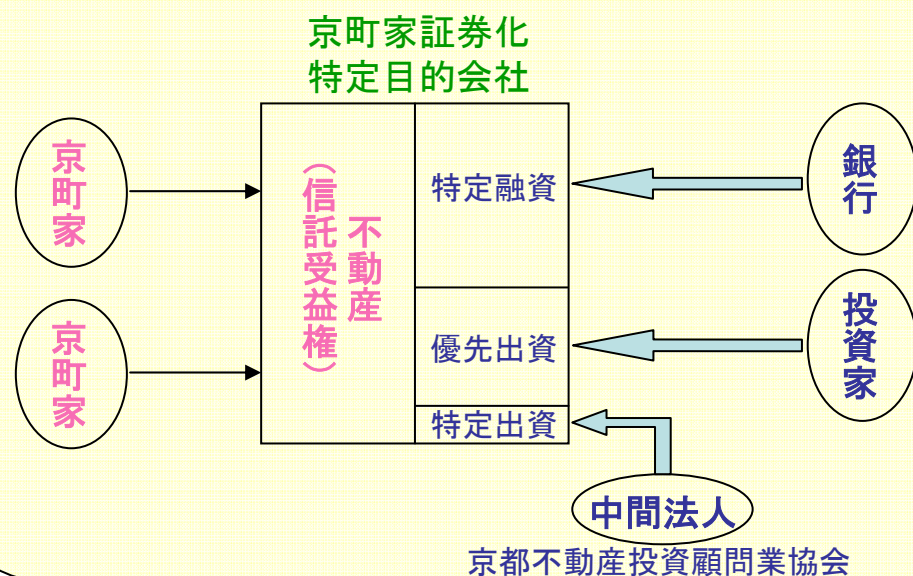
- ・証券化は、スクラップ&ビルドを前提としないもの
- ・古い町並みを活かしたまちづくりに活用可能

## ◇所有と経営の分離

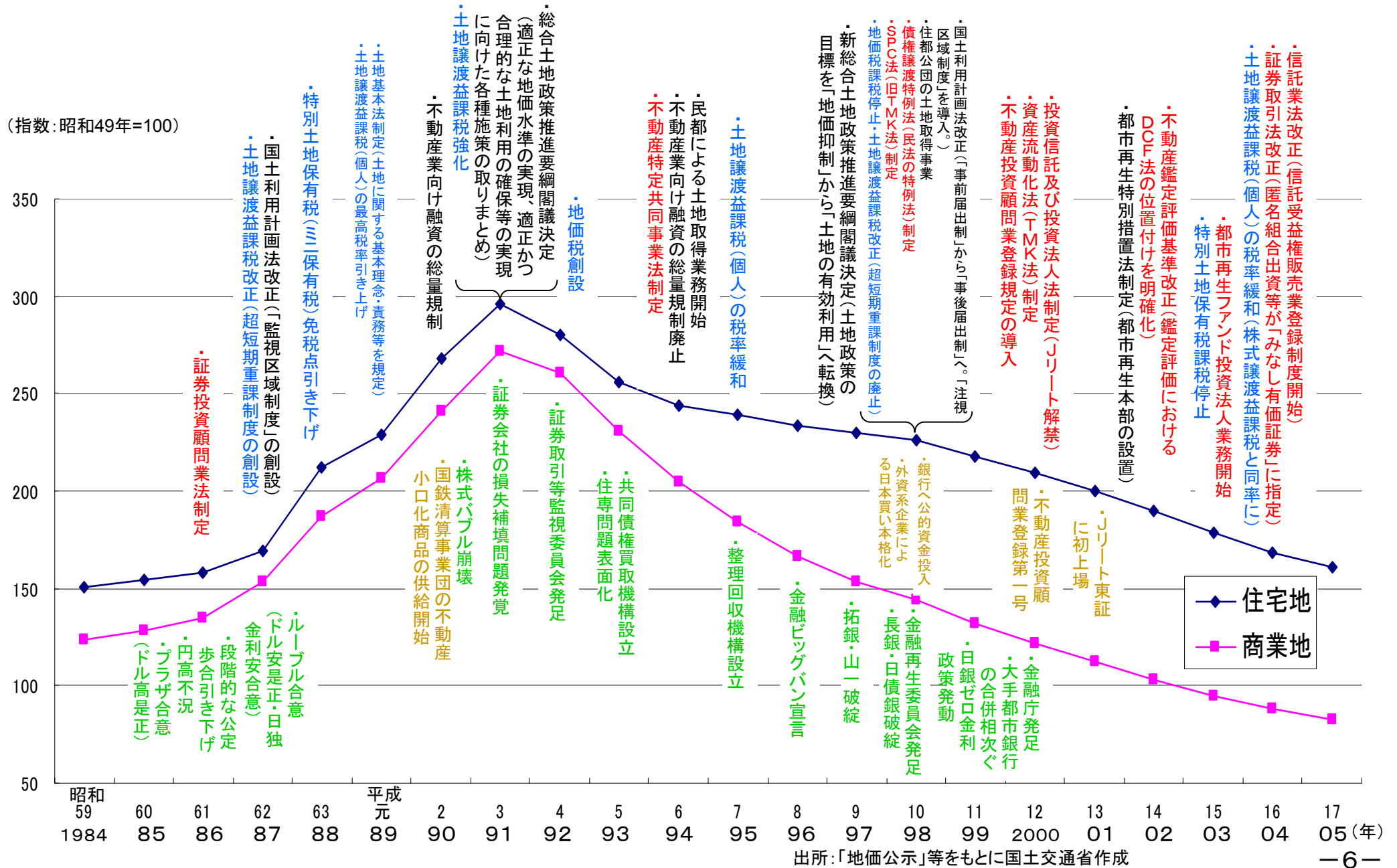
- ・土地利用の流動化→土地の有効利用、中心市街地活性化(鬼怒川温泉等)
- ・やる気と能力のある者の地域での活躍の受け皿

### <京町家証券化の事例>

京町家の造りを残したまま(マンションなどへの建て替えを防いで) 飲食店、衣料品店等として賃貸



# バブルの発生・崩壊と不動産市場



- 信託業法改正(信託受益権販売業登録制度開始)
- 証券取引法改正(匿名組合出資等が「みなし有価証券」に指定)
- 土地譲渡益課税(個人)の税率緩和(株式譲渡益課税と同率)
- 都市再生ファンド投資法人業務開始
- 特別土地保有税課税停止

- 不動産鑑定評価基準改正(鑑定評価におけるDCF法の位置付けを明確化)
- 都市再生特別措置法制定(都市再生本部の設置)

- 投資信託及び投資法人法制定(Jリート解禁)
- 資産流動化法(TMK法)制定
- 不動産投資顧問業登録規定の導入

- 国土利用計画法改正(事前届出制から「事後届出制」へ。「注視区域制度」を導入)
- 住都公団の土地取得事業
- 債権譲渡特例法(民法の特例法)制定
- SPOC法(旧TMK法)制定
- 地価課税停止・土地譲渡益課税改正(超短期重課制度の廃止)
- 新総合土地政策推進要綱閣議決定(土地政策の目標を「地価抑制」から「土地の有効利用」へ転換)

- 土地譲渡益課税(個人)の税率緩和
- 民都による土地取得業務開始
- 不動産業向け融資の総量規制廃止
- 不動産特定共同事業法制定

- 総合土地政策推進要綱閣議決定(適正な地価水準の実現、適正かつ合理的な土地利用の確保等の実現に向けた各種施策の取りまとめ)
- 土地譲渡益課税強化
- 不動産業向け融資の総量規制

- 国土利用計画法改正(「監視区域制度」の創設)
- 土地譲渡益課税改正(超短期重課制度の創設)

- 証券投資顧問業法制定

- ループル合意(ドル安是正・日独金利安合意)
- 段階的な公定歩合引き下げ
- 円高不況
- プラザ合意(ドル高是正)

- 株式バブル崩壊
- 国鉄清算事業団の不動産小口化商品の供給開始

- 証券取引等監視委員会発足
- 共同債権買取機構設立
- 住専問題表面化

- 整理回収機構設立
- 金融ビッグバン宣言

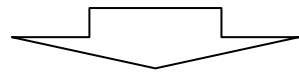
- 銀行への資金投入
- 外資系企業による日本買い本格化
- 金融再生委員会発足
- 長銀・日債銀破綻
- 拓銀・山一破綻

- 不動産投資顧問業登録第一号
- Jリート東証に初上場
- 金融庁発足
- 大手都市銀行の合併相次ぐ
- 日銀ゼロ金利政策発動

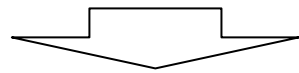
# 不稼働不動産の稼働化

倒産隔離、リスクの細分化により、リスクの大きい不稼働不動産に資金が流入

◇リスクの区分け、リスクの小口化によるリスクのランニング(細分化)が可能となり、実物不動産のままであればリスクの大きかった不稼働不動産に投資を振り向けることが容易に



◇不稼働不動産に資金流入がもたらされ、不稼働不動産の稼働化に重要な役割を發揮



対象不動産の効用が發揮されることとなり、**適正な土地利用の確保に貢献**

## JT工場跡地の活用

### 商業施設型REIT「フロンティア不動産投資法人」

- ・JTの全額出資により設立された「フロンティア・リート・マネジメント株式会社」により、平成16年に設立
- ・JTが保有する遊休地及び将来遊休化が見込まれる土地について、賃貸用商業施設の建築等による有効活用及びその資産価値の向上を図っている
- ・JTとのパイプライン契約によりJT閉鎖工場跡地の開発計画と連携して工場跡地を開発



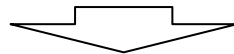
### <ジョイフルタウン岡山>

JT岡山工場跡地を商業施設とアミューズメントテーマパークに転用し、都市再生を行った事例

# 不動産経営効率化による価値の増進

競争の活発化により、不動産経営の効率化が促され、不動産の価値増進にも寄与

◇投資家からの投資を獲得するためには、基本的な経営方針やデータに基づいた経営上の数値目標、そこに至る戦略、さらには実際の運用状況、結果などが投資家に明示されることが必要



◇数値目標に基づくPLAN・DO・SEE・ACTION型のビジネスモデルが必要とされるとともに、常に多くの市場関係者の目にさらされる中で、経営の効率化が検証されることとなった

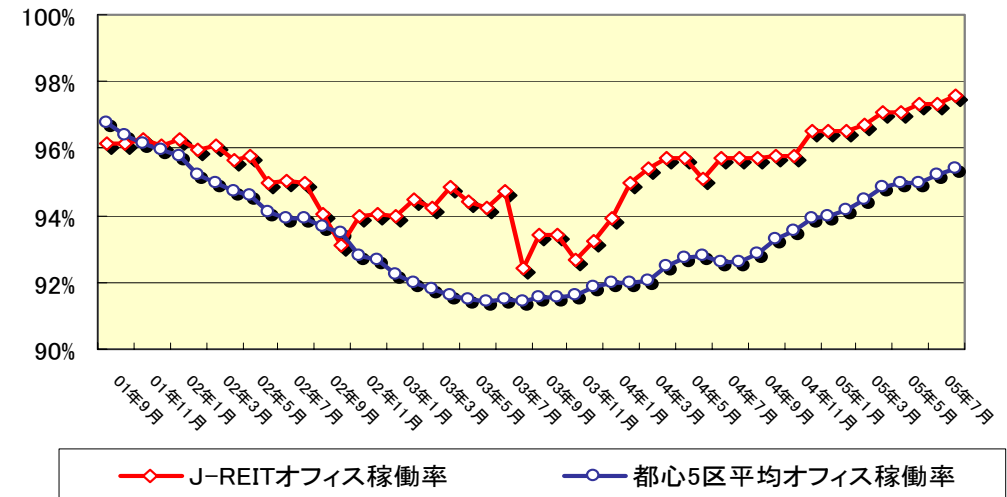


◇不動産市場全体での競争が活発化し、不動産の管理主体による合理化、効率化努力が促進されるとともに、不動産経営の専門分化の促進による不動産ビジネスの活発化が図られるようになった



**不動産そのものの価値増進がもたらされることから、土地の経済的な有効高度利用が促進され、適正な土地利用の確保に貢献**

J-REITオフィスと都心5区オフィスの稼働率の推移



出所) 投資信託協会「投資信託」、三鬼商事データをもとに住信基礎研究所作成

注1) 都心5区平均オフィス稼働率=1-都心5区平均オフィス空室率

注2) J-REITオフィス稼働率には、都心5区以外に所在するオフィスビルも含まれている

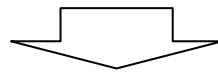
(注) Jリートオフィスの稼働率が高い水準で推移している背景には、もともとJリートに組み込まれるビルの稼働率が高いなどの指摘もあるが、ビルオーナーに対するヒアリング調査結果(「不動産証券化市場の拡大とその影響に関する調査」(平成17年3月住信基礎研究所)のヒアリング調査)によれば、「ビル競争力を高めるため、1~2年前倒しでリニューアルを実施した」、「建物の維持管理に対する意識が向上した」などと指摘するビルオーナーも多く、Jリート保有ビルの登場は、オフィスビル市場での競争を活発化させているといえる。



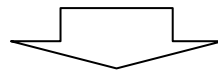
# 資産デフレの歯止め

間接金融システムと切り離されたスキームにより、市場に自律的な回復力が発生

◇バブル崩壊以降の金融機関、企業、家計それぞれの保有資産の資産価値の下落は、逆資産効果として消費を減退させ、資産デフレとして景気に重くのしかかってきた

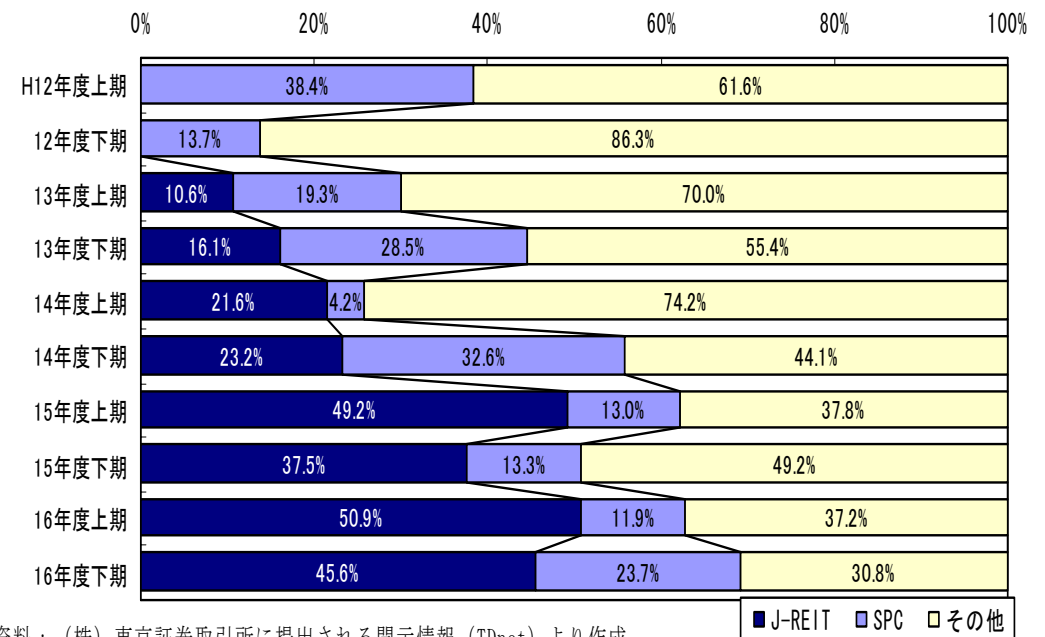


◇不動産証券化は、間接金融システムと切り離され、倒産隔離を前提としたスキームであるため、間接金融にかかわりなく不動産に投資資金を流入させ、投資ビークルを不動産の買い手として機能させる新たな手法となった



土地市場に自律的な回復力が生じることによって、価格が下げ止まり、土地についての正常な需給関係と適正な地価の形成に大きく寄与

＜土地取引における売主・買主の形態(売買価格ベース)＞



資料：(株)東京証券取引所に提出される開示情報(TDnet)より作成。

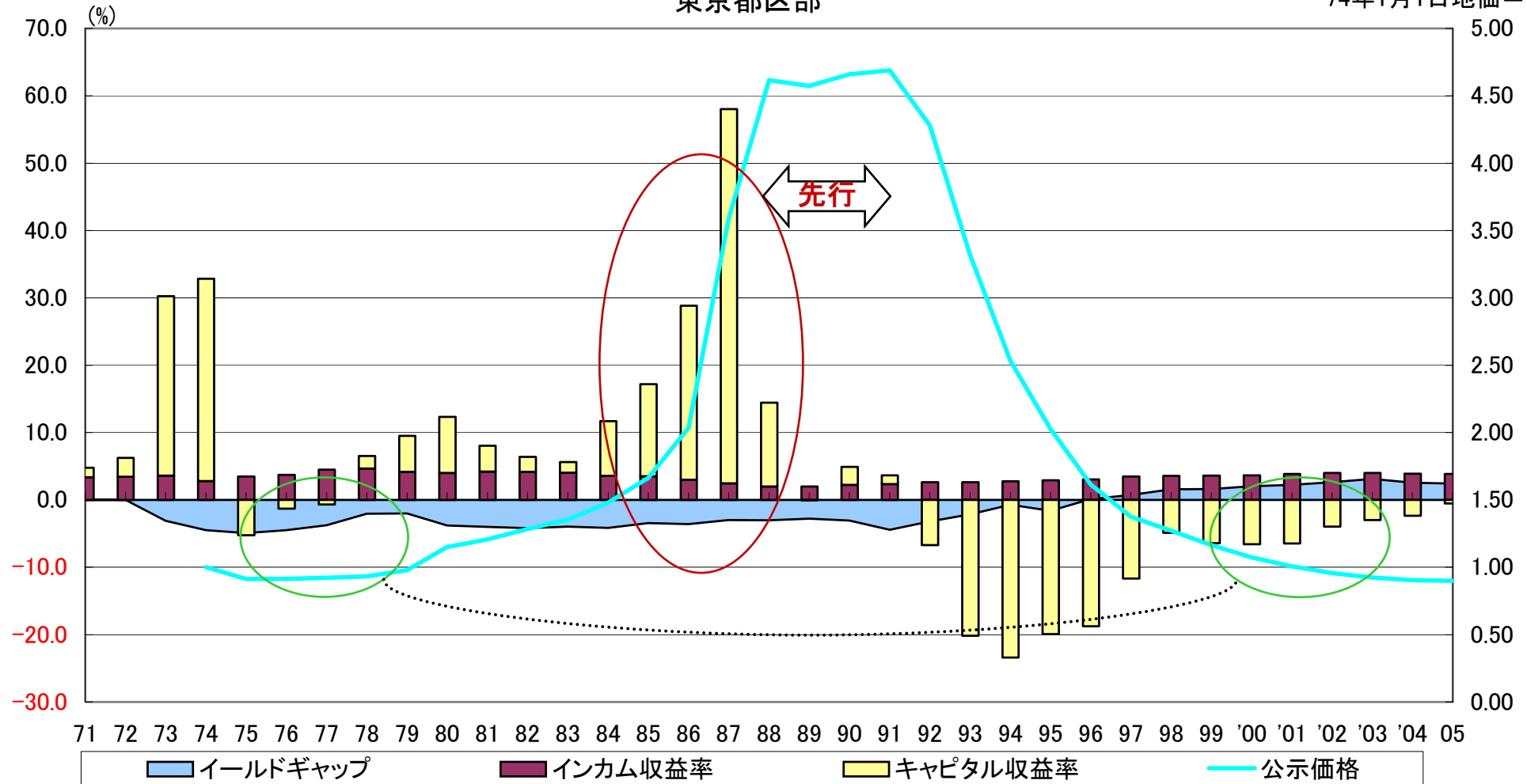
注1：東証、名証、札証、福証及びJASDAQの全上場企業並びに大証単独上場でTDnetでの開示を希望した一部の企業を含む。

注2：「SPC」は広義のSPCを指し、特定目的会社(TMK)等も含む。

# イールドギャップの推移

収益率及び公示価格  
東京都区部

74年1月1日地価=1.00



資料: MTB-IKOMA不動産投資インデックス(三菱UFJ信託銀行株式会社および株式会社生駒データサービスシステムによる共同開発)資料を基に国土交通省作成  
 注: イールドギャップ=インカム収益率-10年物国債利回り  
 インカム収益率=純収益 / 期首資産価格  
 キャピタル収益率=(期末資産価格-期首資産価格) / 期首資産価格  
 期首資産価格: 当該前年1月1日現在価格、期末資産価格: 当該年1月1日現在価格

# 不動産価格形成上の問題

## 東証REIT指数とイールドギャップの関係

$$\text{○(イールドギャップ)} = (\text{J-REIT予想配当利回り}) - (\text{10年国債利回り})$$

- ・2002年9月末頃をピークに、イールドギャップは長期的には縮小傾向にある<上図>
- ・東証REIT指数は、今年の7月11日にピークとなり、イールドギャップの反転を伴いながら、一旦価格安定化機能が働いたとする見方もありうるところ<下図>

→しかしながら、長期的にはイールドギャップが縮小傾向にある中で不動産価格が上昇し続けていることから、直ちに価格安定化機能の健全性を判断することは適当とは言えない

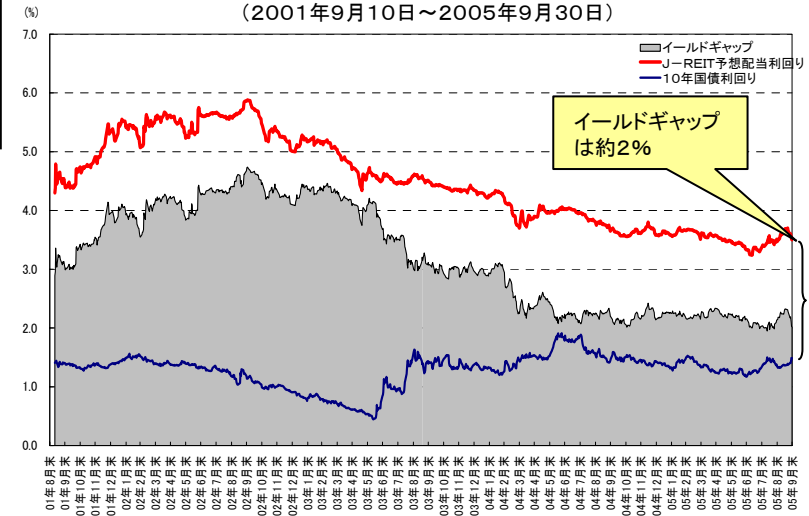
・また、東京都心部での物件取得等について一部過熱傾向の懸念もみうけられるところ



- ◆価格安定化機能が正常に働くか否かについて、モニタリングを行うことなどより十分見極める必要がある
- ◆情報開示や不動産投資インデックスの整備等市場の環境整備が重要

J-REIT予想配当利回りと10年国債利回りの比較

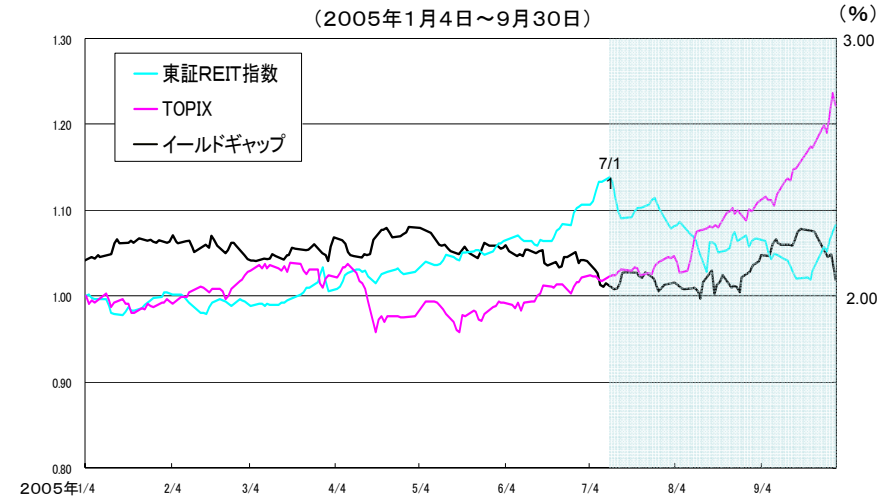
(2001年9月10日～2005年9月30日)



(住信基礎研究所調べ)

東証REIT指数、TOPIX、イールドギャップの比較

(2005年1月4日～9月30日)



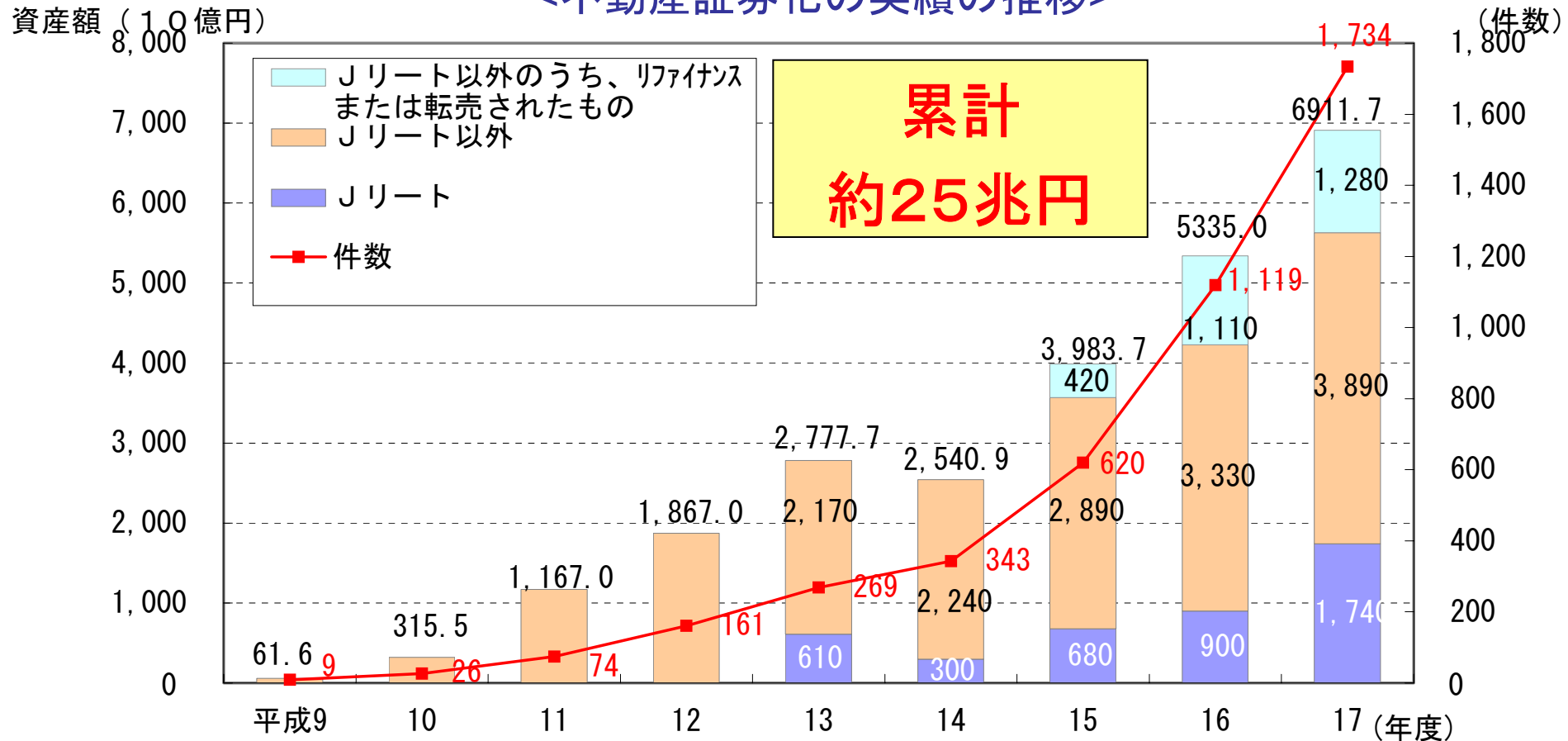
※東証REIT指数、TOPIXは、2005年1月4日時点を一として指数化

(住信基礎研究所、東京証券取引所データより作成)



# 不動産投資市場の拡大

## <不動産証券化の実績の推移>



出所:国土交通省「不動産の証券化実態調査」

注1:ここでは、不動産流動化の全体的なボリュームを把握する観点から、証券を発行したもの(狭義の証券化)に限定せず、借入れ等により資金調達を行ったもの(広義の証券化)も対象としている。

注2:「Jリート以外のうち、リファイナンスまたは転売されたもの」

Jリート以外での信託受益権の証券化のうち、リファイナンスまたは転売との報告等があった物件の資産額である。

そのため、実際の額はこれより大きい可能性がある。なお、平成14年度以前についてはこの項目は調査していない。

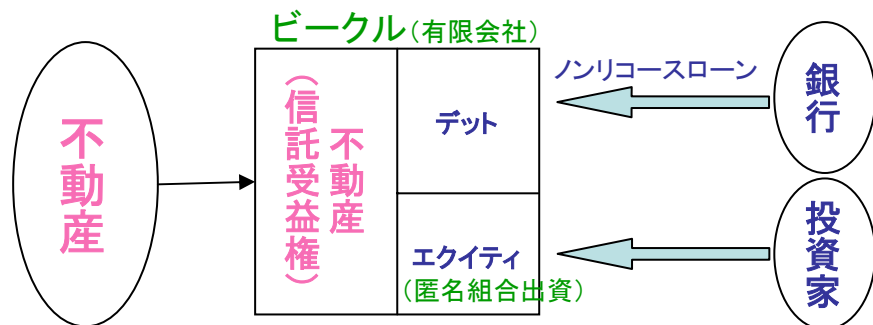
注3:Jリートについては、投資法人を1件としている。

注4:内訳については四捨五入をしているため総額とは一致しない。

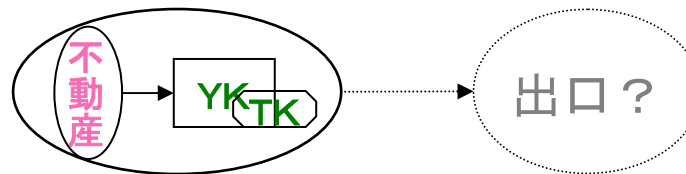
注5:平成17年度分の値は速報値

# プライベートファンドとJリートの相互補完的成長・発展①

## ① 不良債権処理のための資産流動化

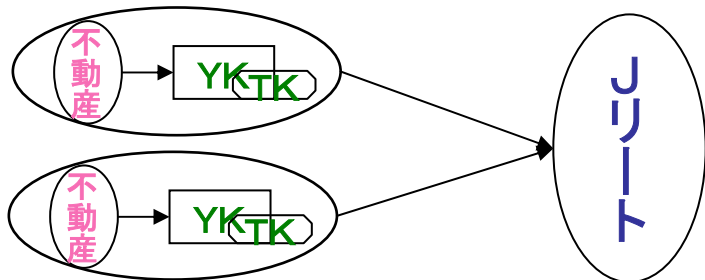


## <ファンド組成上の課題>



運用期間経過後の対象不動産の処分先が必要

## ② Jリートの出現



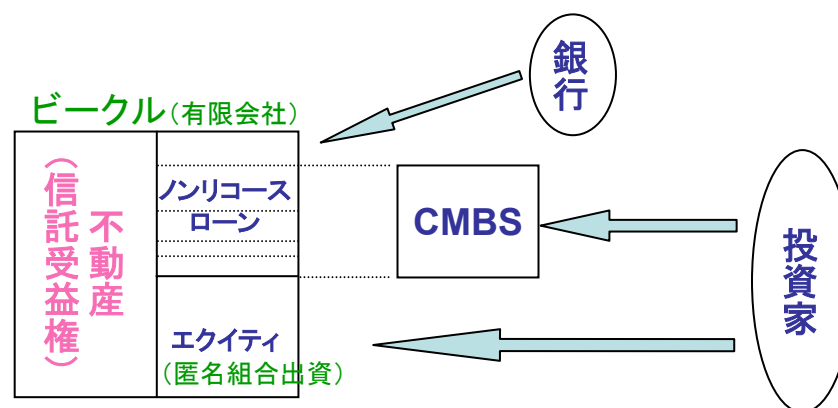
### Jリートの出現

- ・金融側の求める流動性の確保
- ・不動産側の求める長期保有が可能に

プライベートファンド: 出口の確保  
Jリート: 物件の確保

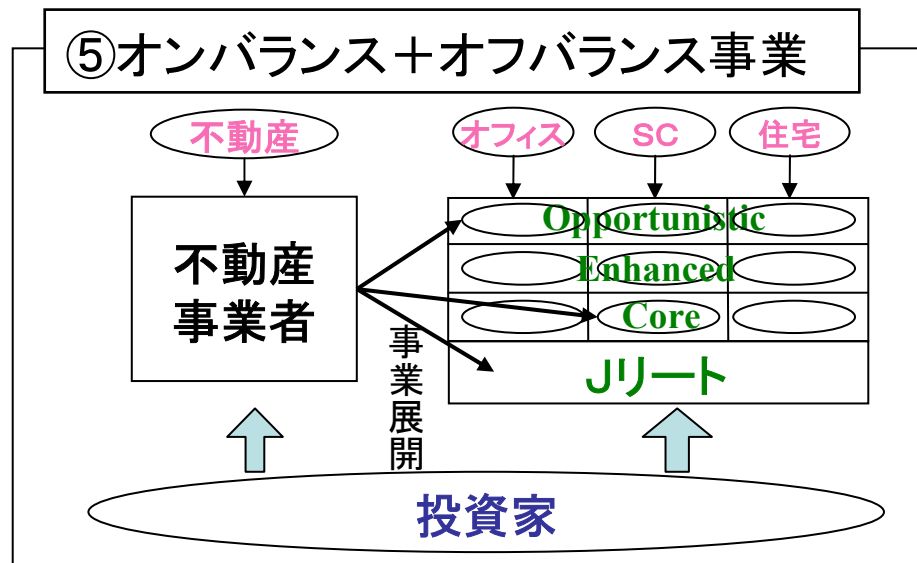
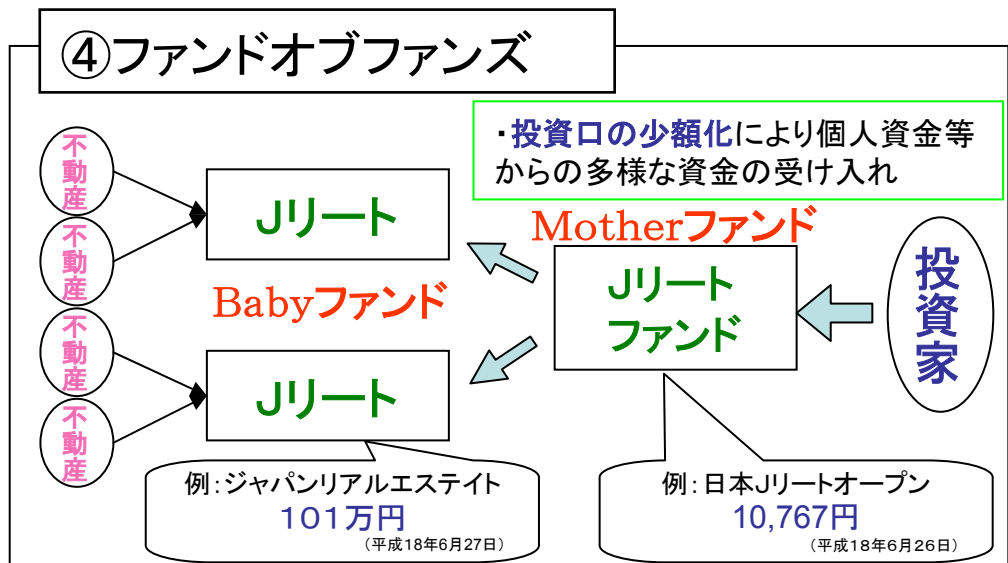
**相互補完的な  
成長メカニズム**

## ③ ノンリコースローン借入れの活発化



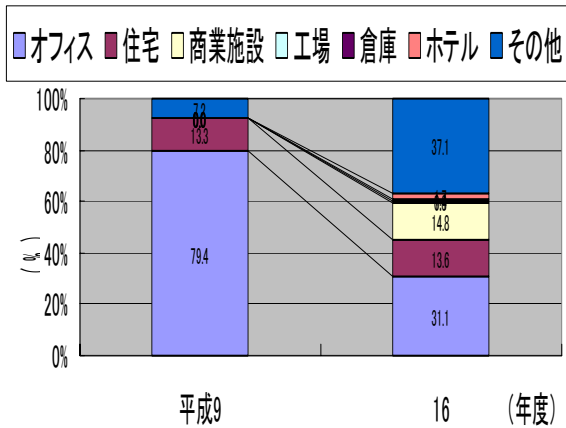
- ・歴史的な低金利を背景としたレバレッジ
- ・CMBS組成により、特定の金融機関に依存しない形で資本市場を通じた資金調達が可能に

# プライベートファンドとJリークの相互補完的成長・発展②



## 受け入れリスクの多様化と用途の多様化

＜証券化された不動産の用途別資産額の割合＞

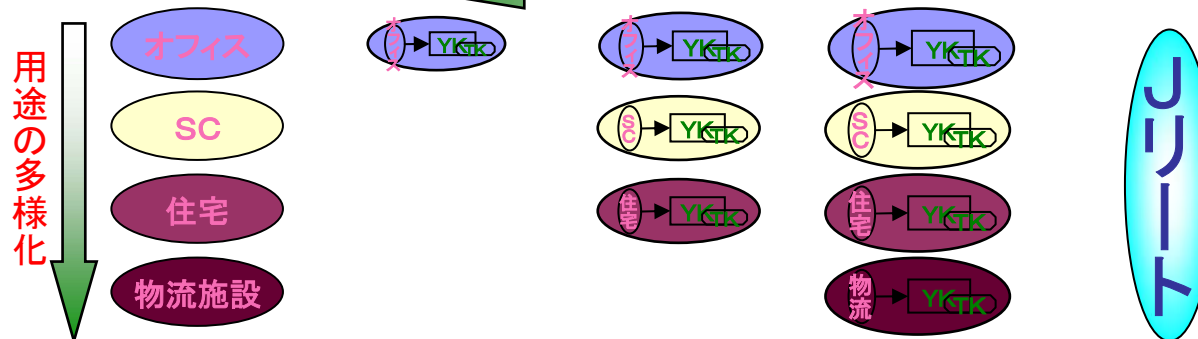


資料:国土交通省「不動産の証券化実態調査」  
 注1:「その他」に含まれるものは以下のとおり。  
 ・オフィス、住宅、商業施設、工場、倉庫、ホテル以外の用途のもの(駐車場、研修所等)  
 ・対象となる不動産が複数の用途に使用されているもの  
 ・用途の異なる複数の不動産を対象としているもの  
 注2:平成13年度以降は、SPC法に基づく実物不動産の証券化について、内訳が不明のため除いてある。

	Opportunistic	Enhanced	Core	Jリート
投資家	海外機関投資家 海外ファンド	国内事業法人 海外年金	国内機関投資家 国内年金	個人投資家
LTV	70%以上	60~70%	50~60%	50%以下
物件運用期間	2年以内	3~4年	5~10年	10年以上
目標配当利回り	9~12%	7~9%	6~7%	4~6%
目標IRR	20%以上	15%以上	10%以上	5%以上

出所:「不動産プライベートファンドの実態と不動産投資市場における役割」住信基礎研究所をもとに国土交通省作成

### 受け入れリスクの多様化



# インフラストラクチャーの証券化事例①



## <空港>

### ●シドニー国際空港

2002年7月、豪州連邦政府はシドニー国際空港を民間投資銀行グループに売却し、民営化同グループは空港を証券化することにより資金調達を行った(2005年31億豪ドルをリファイナンス済)



## <火力発電所>

### ●レッドバンク火力発電所

2005年5月、豪州New South Wales州Hunter Valleyのレッドバンク火力発電所の持分の50%が民間投資銀行により証券化された  
同所で発電された電気は、Energy Australiaとの長期電力引取契約により、住民に対し安定的に供給されている



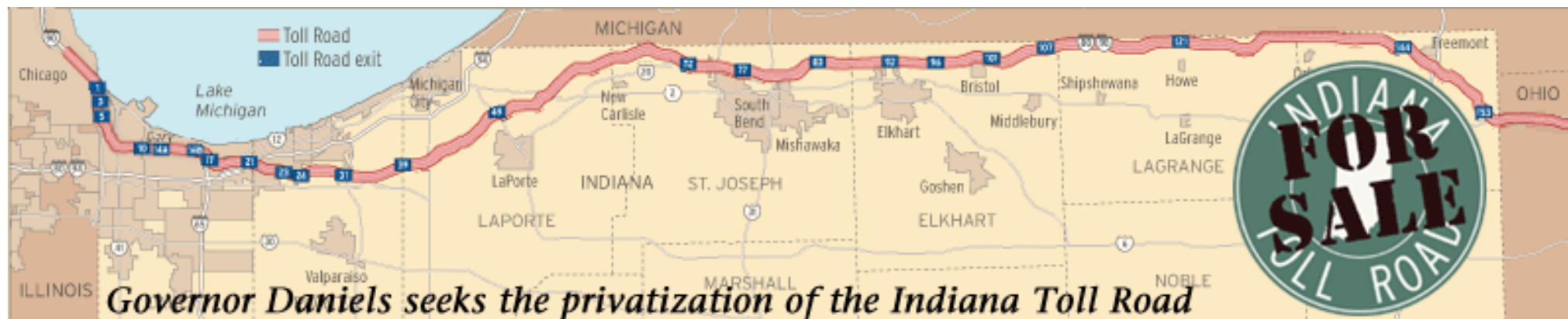
## インフラストラクチャーの証券化事例②



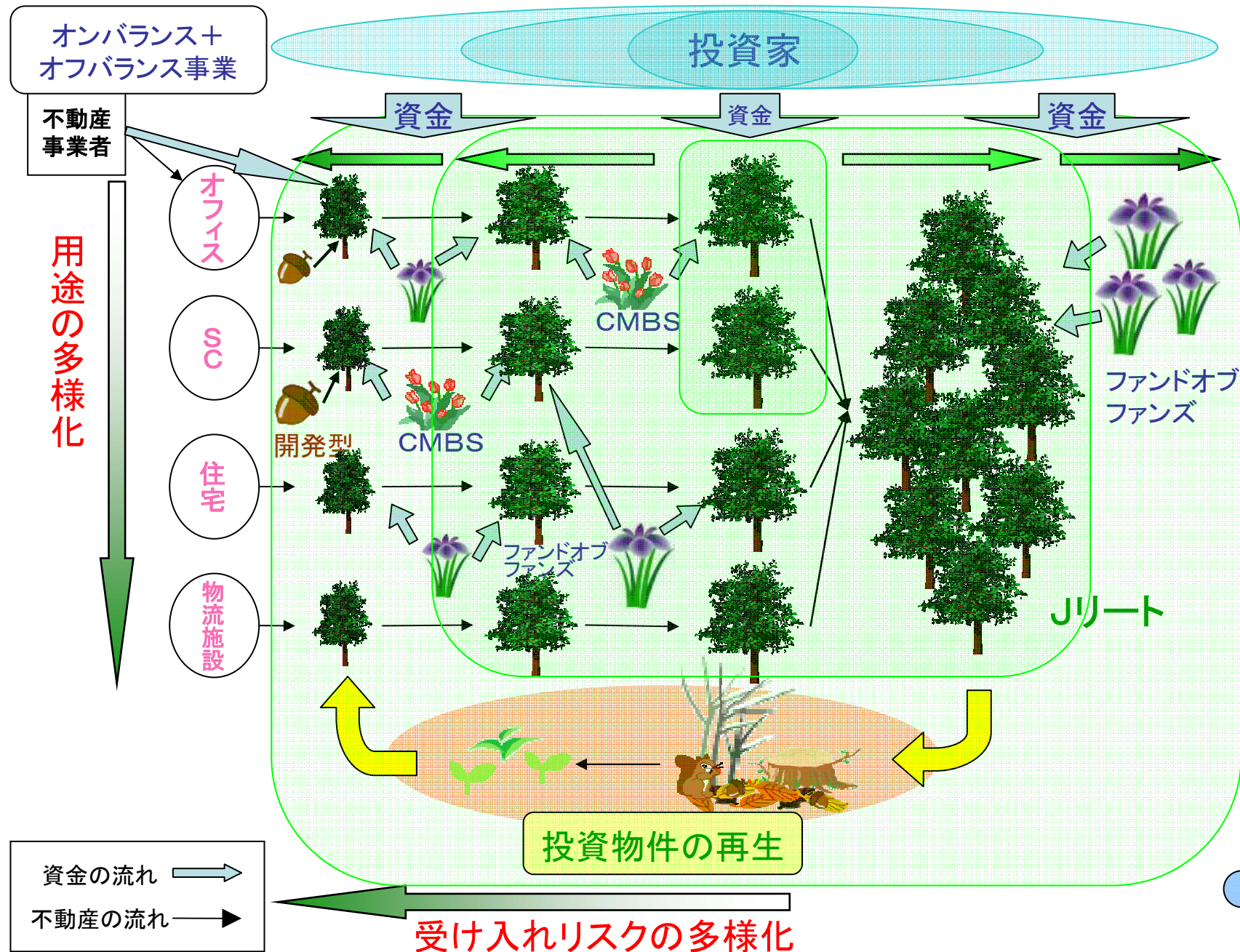
### <有料道路>

#### ● Indiana Toll Road

米国インディアナ運送局によって所有、運営されていた同州北部の16キロにわたる有料道路  
2006年1月、民営化にあたり証券化されることとなり、スペインと豪州のコンソーシアムが期間75年、38億5千万米ドルで落札した



# 「ファンドの森」の形成



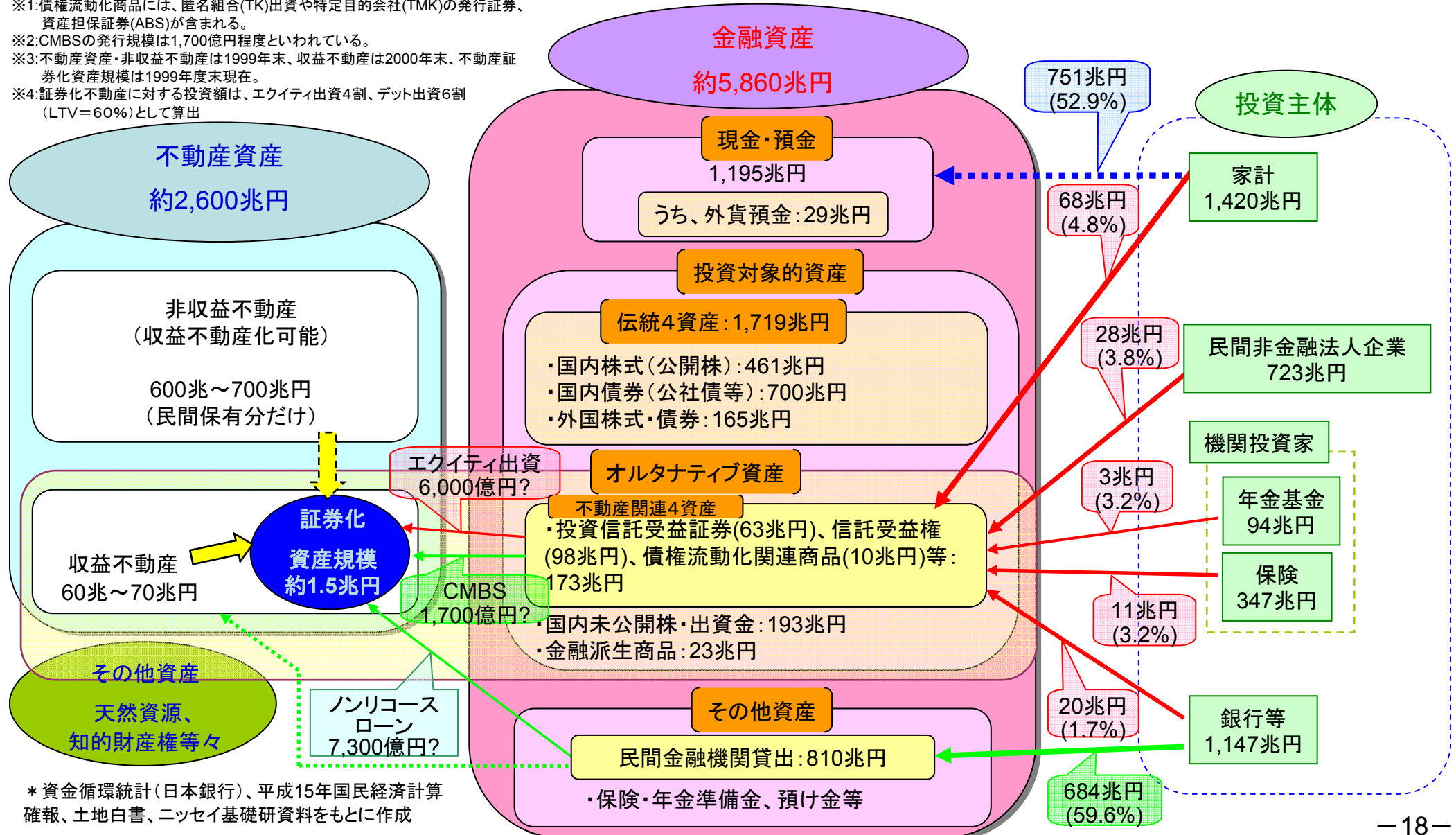
- ◆ 多様な資金の受け皿 森の保水機能
- ◆ 不動産と金融のミスマッチの解消
- ・ 投資期間のミスマッチの解消
- ・ 投資のタイミングのミスマッチの解消
- ◆ 開発型不動産証券化、再生型不動産証券化の拡大

# 経済資金循環の一セクターとしての不動産投資市場

- ◆ 証券化によって、金融資産と不動産資産がリンク。
- ◆ しかし、不動産証券化市場の規模は約1.5兆円と小さく、未成熟。

～2000年第2四半期～

- ※1:債権流動化商品には、匿名組合(TK)出資や特定目的会社(TMK)の発行証券、資産担保証券(ABS)が含まれる。
- ※2:CMBSの発行規模は1,700億円程度といわれている。
- ※3:不動産資産・非収益不動産は1999年末、収益不動産は2000年末、不動産証券化資産規模は1999年度末現在。
- ※4:証券化不動産に対する投資額は、エクイティ出資4割、デット出資6割(LTV=60%)として算出



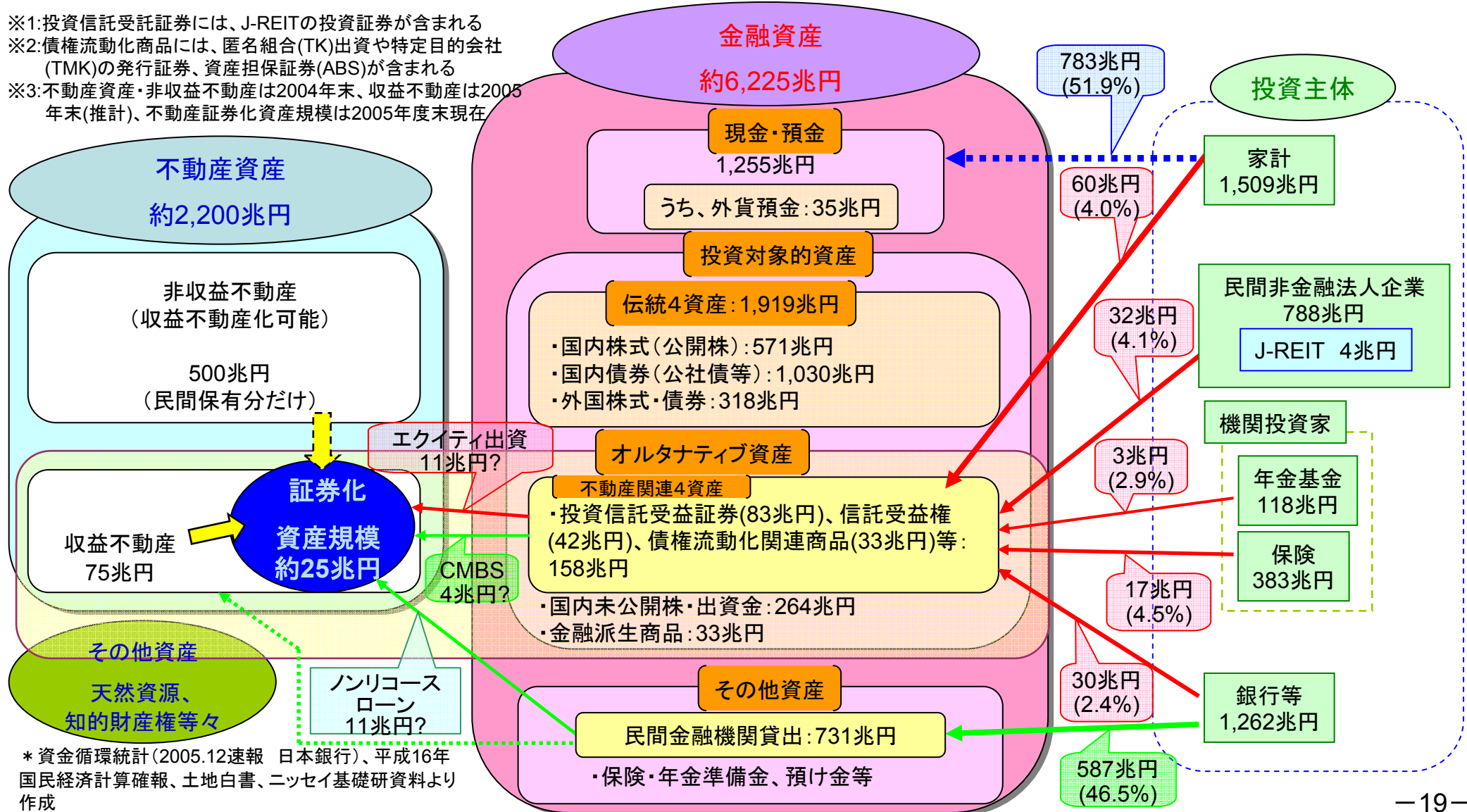


# 経済資金循環の一セクターとしての不動産投資市場

- ◆ 不動産投資市場は急速に成長しているが、まだまだ小さい規模→今後さらなる成長の可能性
- ◆ 金融、実物不動産の巨大な市場が存在する中、資金のパイプはまだ細い
- ◆ 最も大口の投資主体は家計であり、この資金をどう取り込むかが課題
- ◆ しかしながら、不動産投資市場が資金循環の一セクターを構成するようになったことも事実

～2005年第4四半期～

※1:投資信託受託証券には、J-REITの投資証券が含まれる  
 ※2:債権流動化商品には、匿名組合(TK)出資や特定目的会社(TMK)の発行証券、資産担保証券(ABS)が含まれる  
 ※3:不動産資産・非収益不動産は2004年末、収益不動産は2005年末(推計)、不動産証券化資産規模は2005年度末現在

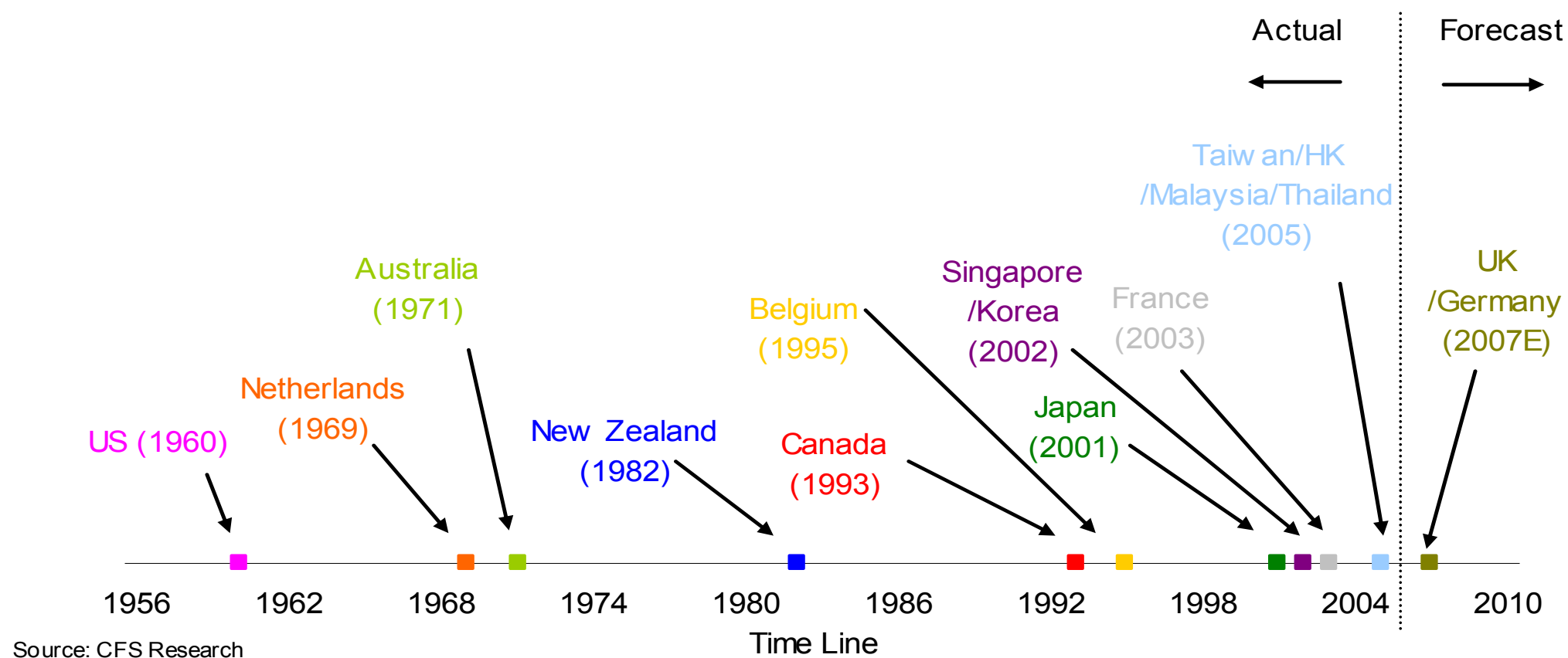


\* 資金循環統計(2005.12速報 日本銀行)、平成16年国民経済計算確報、土地白書、ニッセイ基礎研資料より作成



# 世界のリート市場

◇近年、世界各国でリート市場が創設され、活発化している



# インドの不動産市場の特徴

世界の投資家は、インドの不動産市場に注目

◇投資収益が先進諸国に比べて格段に高い

例えば、住宅開発におけるデベロッパーの投資収益は

- ・アメリカ→5～6%
- ・インド→20%

◇2006年2月には不動産分野への外資の直接投資が原則自由に

＜アジアの不動産投資期待度トップ10＞

1位	ムンバイ
2位	バンガロール
3位	台北
4位	ニューデリー
5位	東京
6位	ソウル
7位	シンガポール
8位	クアラルンプール
9位	バンコク
10位	上海
11位以下	香港／ジャカルタ／北京／マニラ

出所: Jones Lang LaSalle「アジアの不動産市場に関する 投資家マインド調査2005年度版」

＜有力外資系企業による対インド不動産事業の概要＞

企業名	本社	進出年月	計画投資額 (百万ドル)	備考
アセンダス	シンガポール	2000年	350	バンガロールでITパーク建設、ハイデラバード、チェンナイでITパーク用ファンド
IJM	マレーシア	2003年	5	ハイデラバードで合弁タウンシップ、チャンディガルにも進出計画中
リー・キム・ター	シンガポール	2003年	5	チェンナイでコンドミニアム型タウンシップ開発
ロイヤル・ラーズ・インターナショナル	カナダ	2004年11月	3000	バンガロールで民間タウンシップ「ロイヤルガーデンシティ」開発
セーラム・シプトウラ	インドネシア	2004年12月	350	コルタカ・ウエスト・インターナショナル・シティ開発
エマール・プロパティーズ	ドバイ	2005年4月	500	デリーMGFと共同開発、アンドラ州政府とタウンシップ開発
ケペル・ランド	シンガポール	2005年7月	6	バンガロールでプルバンカラ社と合弁によるコンドミニアムを2件開発

出所: 週刊エコノミスト臨時増刊4/10号

# 物件管理がおろそかになる懸念

価格算定の根拠が十分に示されず、物件の管理がおろそかになる懸念がある

## ＜修繕更新が物件価格に与える影響シミュレーション＞

- ・想定物件：2005年新築の10階建て事務所ビル（一部店舗及び駐車場含む）
- ・以下の2ケースの場合における物件価格を直接還元法により算出

ケース1：当初3年の運営期間中にはほとんど修繕更新をしない  
（年間修繕更新費＝建築費の0.25%）

ケース2：30年間に渡る修繕更新費の総額を各年に平準化  
（年間修繕更新費＝建築費の3.20%）

- 算出物件の価格差は14.1%に
- 修繕更新費の計上について統一的なルールがないため、維持管理の良否の違いが投資家に十分示されない

健全な社会整備を図るためには、**建築物のライフサイクルを適切に判断し、修繕更新費等を不動産価格に適切に反映させるべき**

＜算定結果抜粋＞ (千円)

	ケース1	ケース2
経常収入	386,946	
経常支出	95,068	136,368
維持管理費	42,900	
修繕更新費	3,500	44,800
PMフィー	11,608	
損害保険料	1,400	
土地公租公課	19,000	
建物公租公課	16,660	
Net Operating Income (NOI)	291,878	250,578
物件価格	5,507,132	4,727,887
キャップ・レート	5.3%	
物件価格差	-779,245	
	-14.1%	

＜想定物件の概要＞

土地 : 750 m<sup>2</sup> (5,445千円/㎡で取得)  
 建物 : 6600 m<sup>2</sup> (2000坪) (建築費 700,000/坪)  
 事務所貸室: 4500 m<sup>2</sup> (1350坪) (23千円/月坪で賃貸、入居率95%)  
 店舗貸室 : 260 m<sup>2</sup> (80坪) (23千円/月坪で賃貸、入居率95%)  
 駐車場 : 25台 (50千円/月台で賃貸、稼働率80%)  
 竣工 : 2005年



＜想定物件のイメージ＞

# 良好な都市形成への責任の希薄化

## 不動産の金融商品化

- ・ 投資家には、外部経済性の高い支出の意義が見えにくい

## 証券化スキーム

- ・ 投資ビークルの行動に制約を課すことで投資の安全性を高めるもの
- ↓
- ・ ビークルの判断は硬直的になる傾向

## 不動産の特性

- ・ 立地特性が資産価値の決定に大きく影響する財
  - ・ 立地特性は、地域の利便性、景観、にぎわい等外部経済要因によって形成
  - ・ 都市や街への貢献といった外部経済性のある活動は、中長期的には資産価値に反映され、投資家利益に跳ね返ってくる
- ↓
- ・ 長期的視点に立った柔軟な対応が求められる



丸ビル：新装後の1年間で2,400万人の来訪者を記録。現在でも一日に5～6万人の来訪者が全国から訪れる名所に。

良好な都市形成への責任が希薄化される可能性



“東京ミレナリオ”：2004年12月24日～31日で、延べ209万7,000人の来訪者

## 今後予想されるリート成りの規模

◇ 現在までのリート成りの累計：約2兆円（平成17年度末現在）

※ Jリート市場規模（累計約4兆円）の約半分

◇ 5年後のリート成りの累計（トレンド予想）：約10兆円

私募ファンドの運用期間が最低3年と仮定すると、現在のリート成りに関係しているのは、3年前の私募ファンド累計であるから、

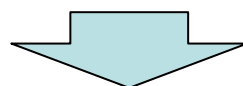
① 現在のリート成りの割合：私募ファンド累計の約3割

現在の私募ファンド累計は約21兆円であるから、3年後のリート成りの累計は、

② 約21兆×0.3＝約6兆

5年後のリート成りに関係してくるのは、2年後の新規私募ファンドまでであり、現在のトレンドから、今後約10兆円が新たに私募ファンドになるとすると、

③ 5年後のリート成り残高（トレンド予想）：（約10兆×0.3）＋約6兆＝約10兆



今後予想されるリート成りは、これまでの5倍の規模になる可能性

→ **リート成りの健全性確保が急務**

# 資金循環上の問題

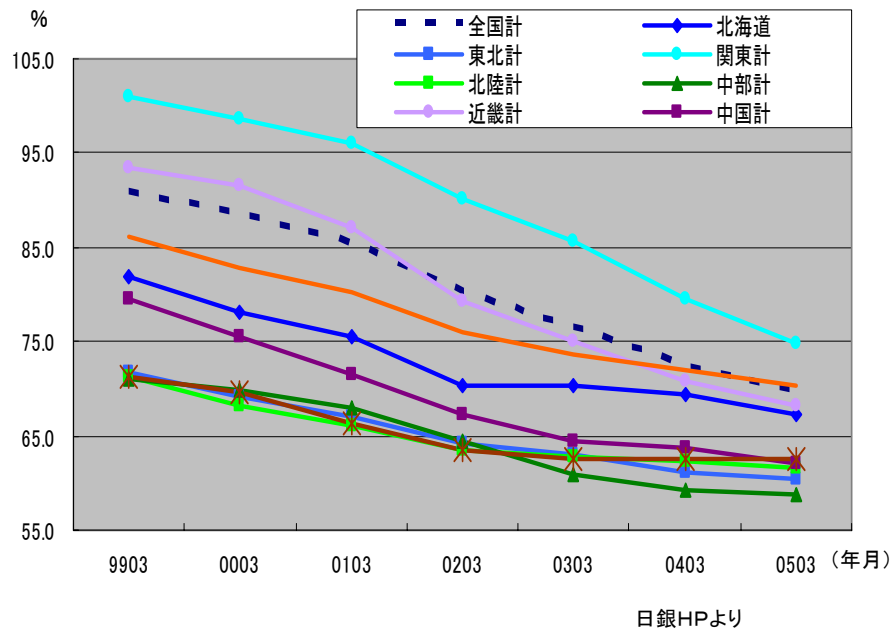
年金や個人資金の流入、地域内での健全な資金循環の形成が課題

◇年金や個人資金等の流入は進展途上

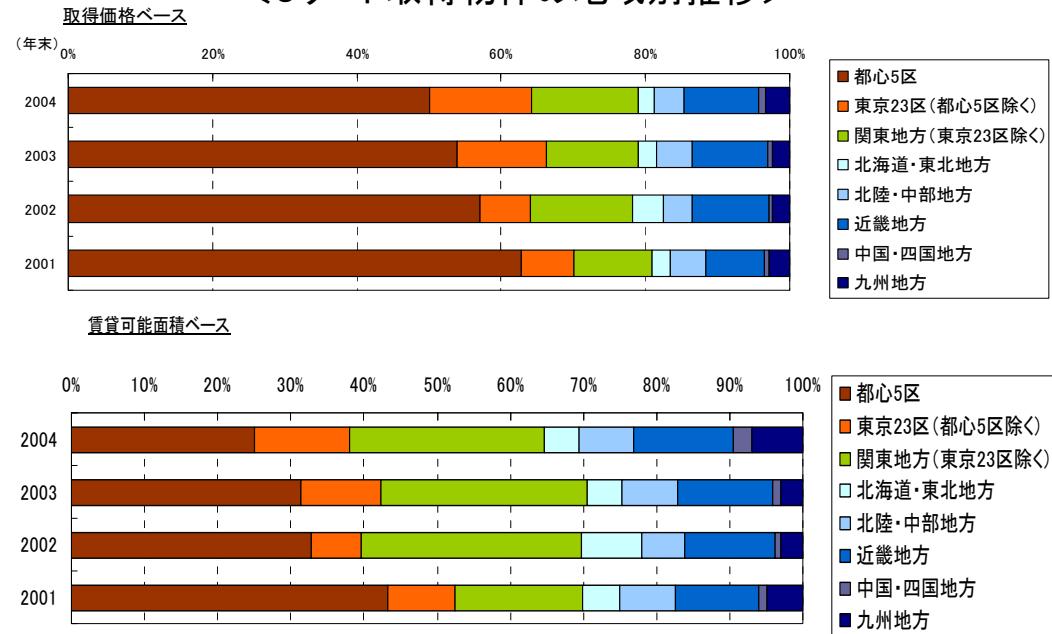
◇銀行の預貸率は低下傾向にあり、その資金の一部が不動産投資市場に流入し始めているとみられるが、不動産投資の対象は首都圏に集中

→ **地域レベルでも健全な資金循環が形成されるよう検討が必要**

＜銀行の預貸率推移(ブロック別)＞



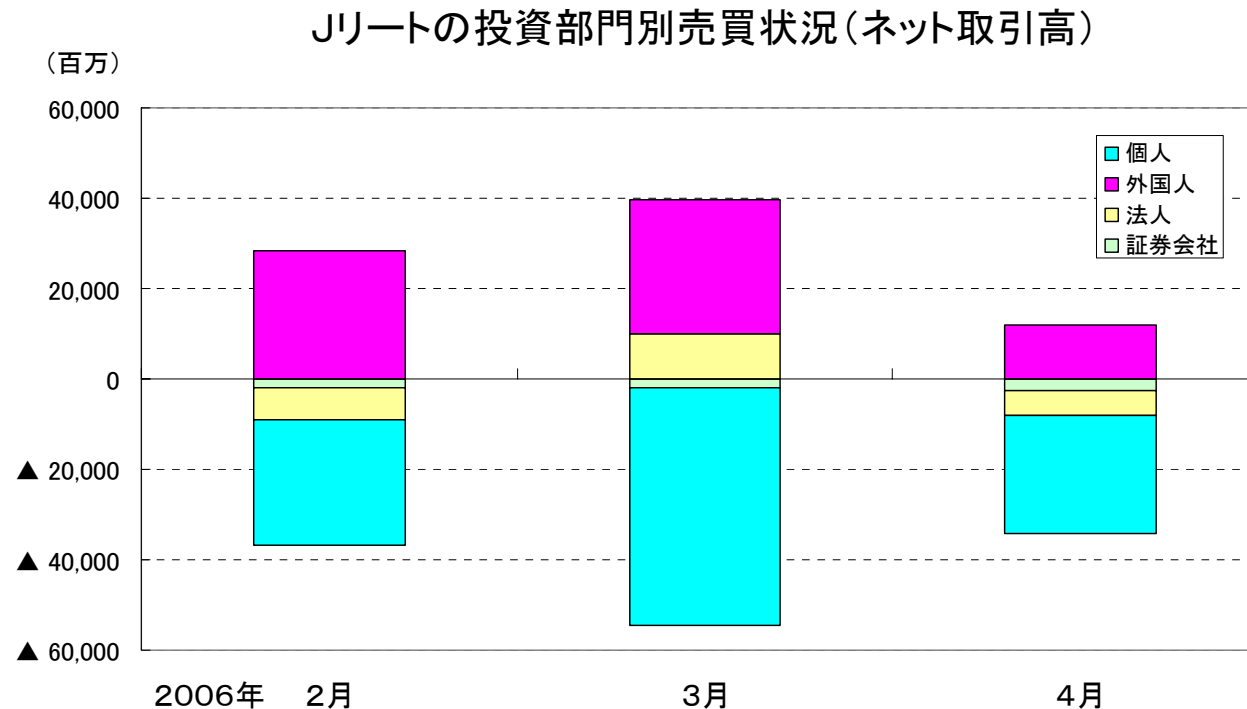
＜Jリート取得物件の地域別推移＞



# 最近のJリート取引状況

◇最近のJリートは、**個人売越し・外国人買越し**  
⇒外国人がJリートを買支えている状況

◇しかし、外資系の短期資金は、金融市場の変化に敏感に反応し、  
香港・シンガポール等の他の市場に短期に一斉に移動してしまう  
おそれ



出所:東京証券取引所公表データをもとに国土交通省作成

# 世界のトランスペアレンシーの現状

◇日本のトランスペアレンシーは、**世界で26位**

◇アジア・パシフィック地域においては、**香港7位、シンガポール9位、マレーシア20位**

→**今後、長期かつ安定的な資金を流入させるためには、トランスペアレンシーを高める必要**

＜世界の不動産市場のトランスペアレンシー比較＞

	2004年	2001年
1 オーストラリア	1.19	1
2 ニュージーランド	1.19	1
3 アメリカ	1.24	1
4 イギリス	1.24	1
5 カナダ	1.37	1
6 オランダ	1.37	2
7 香港	1.50	2
8 スウェーデン	1.51	3
9 シンガポール	1.55	2
10 ドイツ	1.60	2
11 フランス	1.62	2
12 フィンランド	1.64	3
13 スイス	1.68	3
14 アイルランド	1.82	2
15 ベルギー	1.92	2
16 デンマーク	2.01	3
17 オーストリア	2.08	3
18 ノルウェー	2.15	3
19 スペイン	2.19	3
20 マレーシア	2.30	3
21 南アフリカ	2.37	3
22 イタリア	2.73	3
23 ポルトガル	2.85	4
24 チェコ共和国	2.88	4
25 ハンガリー	2.88	4

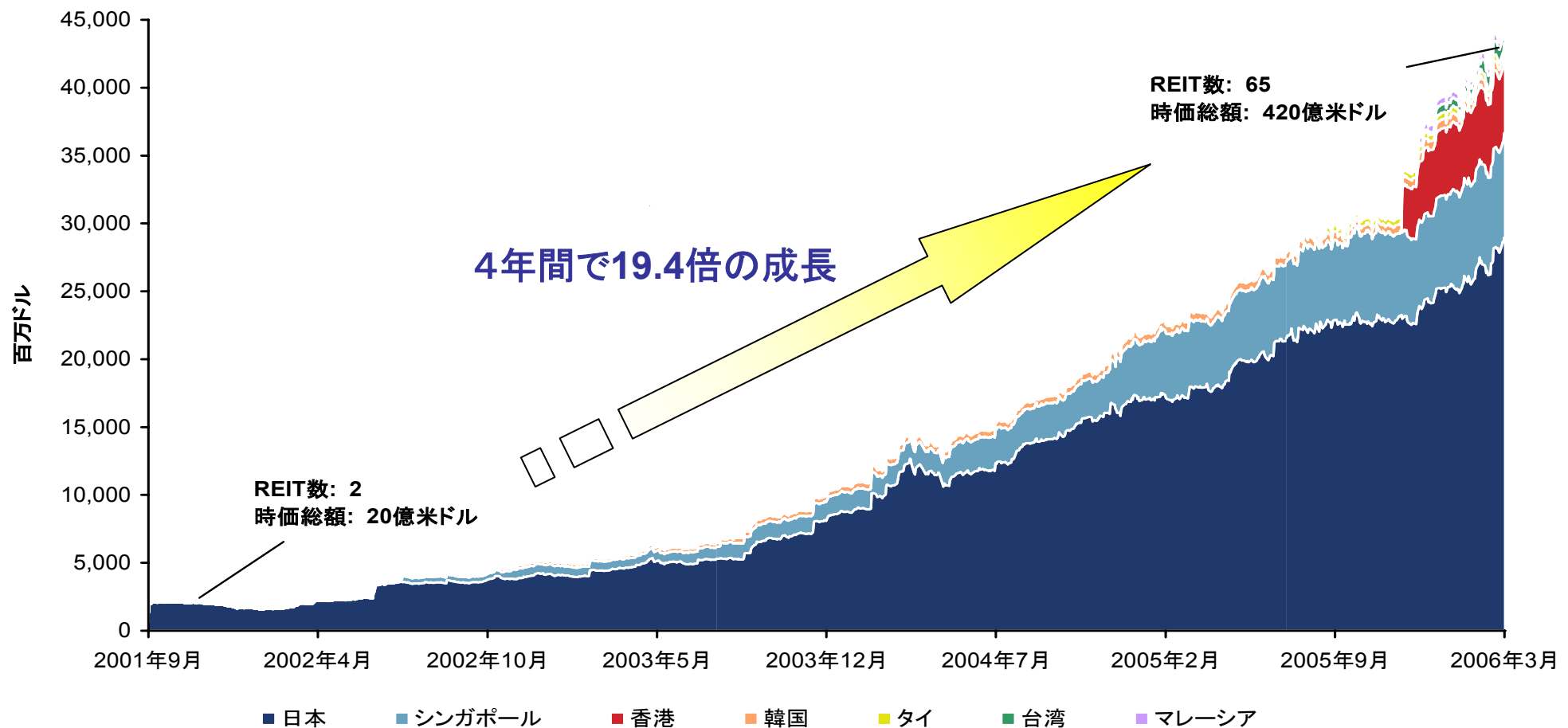
	2004年	2001年
26 日本	3.08	3
27 台湾	3.10	N/A
28 ポーランド	3.12	4
29 メキシコ	3.14	4
30 イスラエル	3.21	4
31 チリ	3.24	5
32 ギリシャ	3.31	5
33 エストニア	3.36	N/A
34 韓国	3.36	3
35 フィリピン	3.43	4
36 タイ	3.44	3
37 ブラジル	3.62	4
38 ロシア	3.64	5
39 中国	3.71	4
40 アルゼンチン	3.76	5
41 インド	3.90	5
42 コスタリカ	4.00	N/A
43 コロンビア	4.10	5
44 インドネシア	4.11	5
45 UAE	4.31	N/A
46 トルコ	4.50	5
47 ベトナム	4.60	5
48 エジプト	4.67	5
49 サウジアラビア	4.67	5
50 ルーマニア	4.71	5
51 ウクライナ	4.86	5



# 激化するアジアREIT市場競争

◇2001年に2つしかなかったREITの数は、現在では65となり、時価総額は19.4倍の成長を遂げている

- シンガポール、香港の両市場では、多数のデベロッパー・不動産会社・不動産ファンドがREIT上場を検討中であり、今後更なる急成長をとげる可能性がある



# 不動産投資市場の今後の成長戦略

＜基本的考え方＞

持続成長期に向けた「国民市場」としての不動産投資市場の構築

## 三大成長戦略

本来的長期安定  
資金の持続的流入















我が国不動産投資  
市場の国際的地位  
の確立

全国不動産投資  
市場の底上げ

相互密接に関連する課題

- 三位一体の解決が必要
- 特に、トランスペアレンシー向上が重要

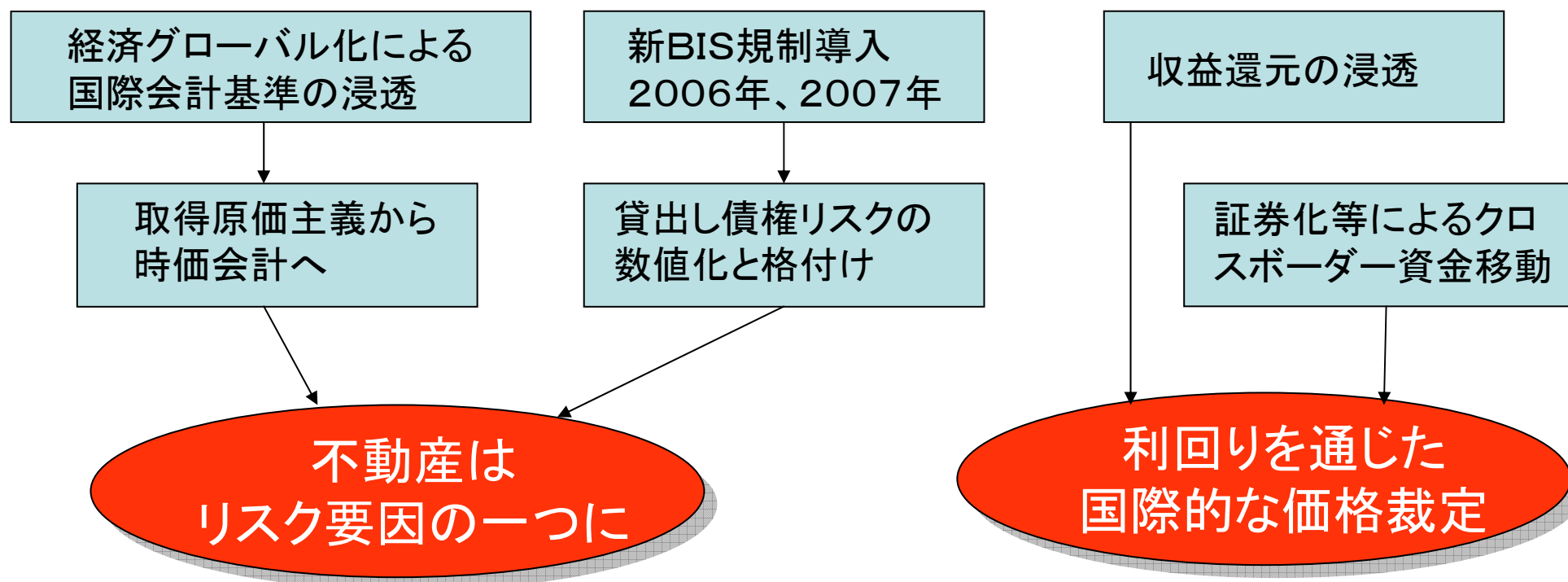
# 各国リートにおける外国不動産投資の可否について

														
	US	Netherlands	Australia	New Zealand	Canada	Belgium	Japan*	Korea*	Singapore*	France	Taiwan*	Hong Kong*	Malaysia*	Thailand
Year Est.	1960	1969	1971	1982	1993	1995	2001	2001	2002	2003	2005	2005	2005	2005
No of REITs**	138	7	31	5	20	7	28	7	7	10	3	3	3	n.a
REIT Mkt Cap US\$bn (February 2006)**	\$312.8	\$13.7	\$68.2	\$1.4	\$9.5	\$3.5	\$25.1	\$0.5	\$7.2	\$15.4	\$1.0	\$5.1	\$0.5	n.a
Management	Internal/External	Internal	Internal/External	n.a	Internal	Internal/External	External	Internal/External	External	Internal/External	Internal/External	Internal/External	External	External
Legal Structure			Trust	Trust			Trust or Corporation currently formed as Corporation	Trust or Corporation. Predominantly corporate. Trust law not enacted until 2004.	Trust or Corporation currently formed as Corporation		Trust	Trust	Property Trust Funds	Mutual fund
Location of Investments			Unrestricted. Currently holding mainly in Aust, NZ, US, UK and Continental Europe	Unrestricted, current holdings mainly in NZ.			Unrestricted. Currently holdings mainly in Japan.	Unrestricted. Currently holdings solely in Korea.	Unrestricted. Currently holdings mainly in Singapore and HK.		Unrestricted, current holdings in Taiwan only.	Unrestricted. Holdings of assets expected to be mainly in Hong Kong and China.	Unrestricted, current holdings in Malaysia only.	Thailand only
Min number of shareholders	min 100 shareholders, any 5 certificate holders < 50% of total value		min 500 before listing	n/a	min 150 shareholders		min 1,000 before listing	n/a	min 500 before listing		min 50 holders, any 5 certificate holders < 50% of total value	n/a	n/a	No less than 250 holders
Mandatory listing							JPY 5bn (USD45m) in total assets before listing	KRW50bn (circa USD50m) before listing	SGD20m or 25% of units held by >500 public holders					
Minimum initial investment			No requirement	No minimum requirement	No less than \$500						No minimum requirement	No minimum requirement	RM100m (circa USD26m)	Bt500m (circa USD 12.5m)
Investment Restrictions														
Real Estate Investment	75%+	100%	> 50% of revenue must be from passive income	n.a	80%+	100%	75%+	70%+	70%+	Flexible	75%+	100%	50-75%	75%+
Overseas Assets	OK	OK	OK	n.a	OK	Prohibited	No official restrictions	OK	OK	OK	OK (With approval from Central Bank)	OK	OK, but approvals required	Restricted
Development	OK	Minimal	OK	n.a	OK	Minimal	Restricted	OK (limit to 30% of equity)	20% of total assets	OK	Prohibited	Prohibited	Prohibited (unless approved by Securities commission)	Prohibited
Gearing Limit	No restrictions	60% of property assets	No restrictions	n.a	No restrictions	50% of total assets	No official restrictions	Limit to 20% of equity	35% of total assets	No restrictions	35% of total assets	45% of total assets	35% of total assets	Prohibited
Payout	>90% of taxable income (post depreciation)	100% of fiscal earnings	100% of taxable income (post depreciation)	n.a	85% of distributable cash (pre-depreciation)	80% of taxable income and net debt paydown	>90% of taxable income (post depreciation)	>90% of equity less capital and reserve	100% of taxable income (no depreciation)	85% of taxable income from rentals, 50% of capital gains	Up to 100% taxable income	>90% of net income after tax (no depreciation)	No restrictions but undistributed earnings taxed at 28%	>90% of profit
Closed ended	Yes	Yes	Yes		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Listed/ Unlisted	Both	Both	Both		Listed	Listed	Listed	Both	Listed	Listed	Listed	Listed	Both	Both
Foreign Ownership restrictions	Allowed	Allowed but taxed at source	Allowed				No limit	No limit	No limit	Allowed but possibly taxed at source	Approval required	No limit	Allowed but possibly taxed at source	Rest to LH49%
Tax Transparency	Yes	Yes	Yes	n.a	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No**	Yes	Yes
Tax Treatment = Distribution at Trust level														
Individuals							Tax free	n.a	Tax free		Tax free	17.5%	Tax free	Tax free
Local institution							Tax free	n.a	Tax free		Tax free	17.5%	Tax free	Tax free
Foreign institution	Partial exemption	25% may be reduced pursuant to a double taxation treaty.	Partial exemption		25% withholding tax on income paid to non-resident unit holder.	15% dividend withholding tax, may be reduced with tax treaty.	Partial	n.a	10%; 0% stamp duty (lowest)	25% dividend withholding tax, may be reduced with tax treaty.	Tax free	17.5% (corp tax)/ 16% property tax	28% (corp tax); 15% withholding tax on offshore interest payments.	Tax free
Tax Treatment = At recipient level														
Individuals	Income tax	deemed income basis - effective income tax burden 1.2% of avg value	imputation system		Income tax	withholding tax 15%	Income tax	n.a	Tax free	subject to diff treatment if paid out of exempt or taxable profit and gain	6.0%	Net of above	Marginal tax	Tax free
Local Institution		25% dividend withholding tax.				dividends taxed at 33.99%	Corp tax	n.a	20.0%	capital gains taxed at standard income tax rate.	6.0%	Net of above	Corp tax	Corp tax
Foreign institution							Net of above		10% - 5 years		20.0%	Net of above	Corp tax	Withholding tax
Other taxes and duties	Overseas withholding tax of 15%+	Overseas withholding tax 15%, but not on stock dividend	Listed trust: no stamp duty; overseas withholding tax.				Acquisition, registration and various surtaxes are levied, although at a reduced rate.	Reduced tax and duty on acquisition of properties	Remission of stamp duty on acquisition of real estate assets for the period 2005-2010	Overseas withholding tax of 15%.	Stamp duty of up to 3.75% in transfer of real estate into a REIT		RPG tax on regressive scale	

Source: Macquarie, UBS, Merrill Lynch, EPRA, PREA, S&P/Citigroup Equity Indices and CFS Research.

Note:  
 \* Denotes REIT market cap as at mid February 2006 sourced from Colliers.  
 \*\* Based on S&P/Citigroup Global Equities Indices - BMI-REIT  
 \*\*\* Based on S&P/Citigroup Global Equities Indices - BMI

# 地方も逃れることのできない不動産国際化



稚内から石垣まで「戦略的不動産所有」が必要

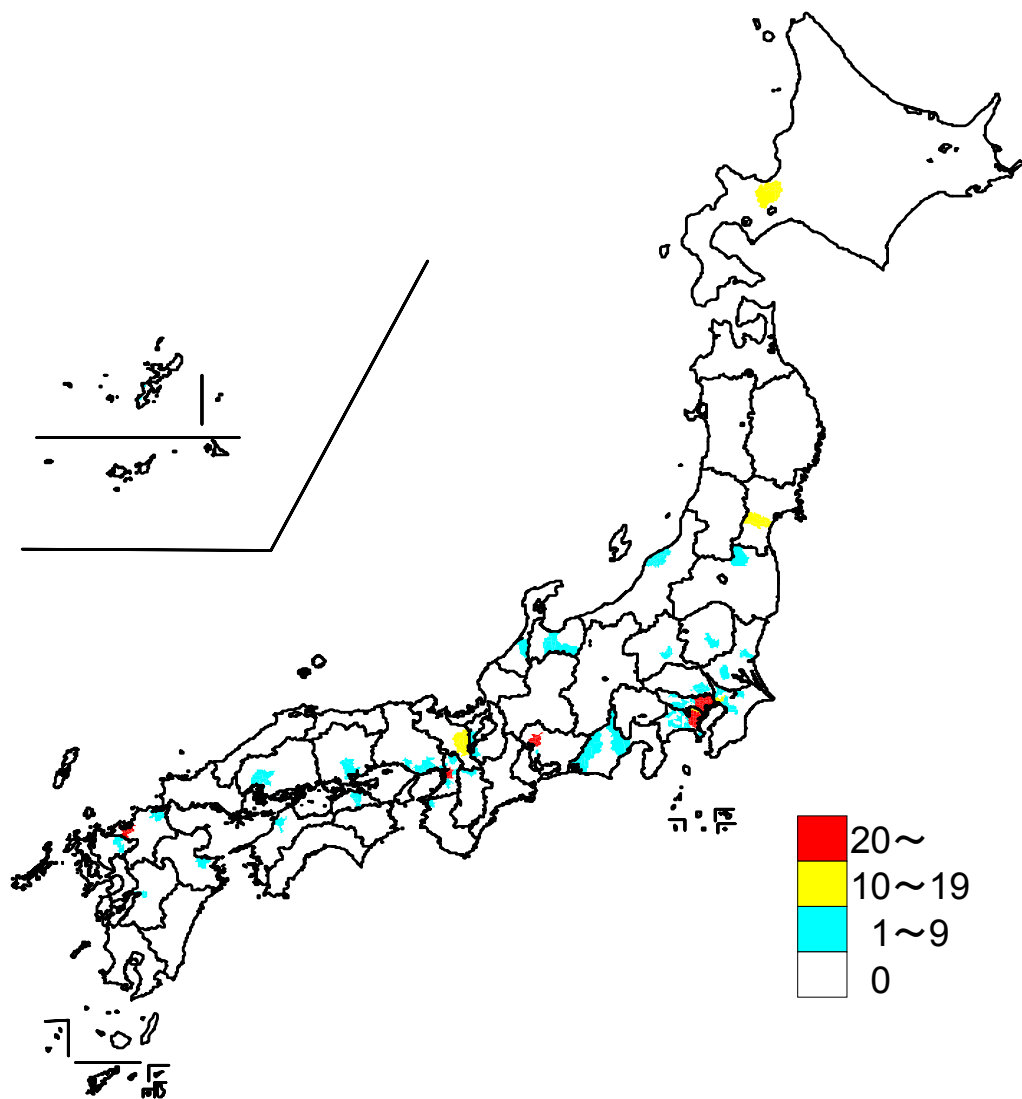
オンバランス⇔オフバランスがスムーズに転換できるシステム＝証券化の必要

不動産価値増進による  
キャッシュフロー増加の必要

それ無しには資金流出

資金流入のための情報発信

# 取り残される地方



## <Jリート保有物件の分布>

出所:各投資法人の有価証券報告書等をもとに国土交通省作成

◇Jリート保有物件が**1物件も存在しない**  
都道府県数

→**17県**

◇Jリート保有物件が存在する市町村数

→**84市町村**(全市町村の**4.6%**)

うち、**1物件しかない**市町村数

→**42市町村**

(全市町村数=1,820 ※平成18年4月1日)

# 取引価格情報の提供イメージ

平成18年4月27日より提供開始

**土地取引価格情報(市区町村)**  
 名称 東京都大田区  
 平成17年第4四半期 住宅地 更地+建付地  
 取引件数: 1,323 件  
 のうち 住宅地建付地

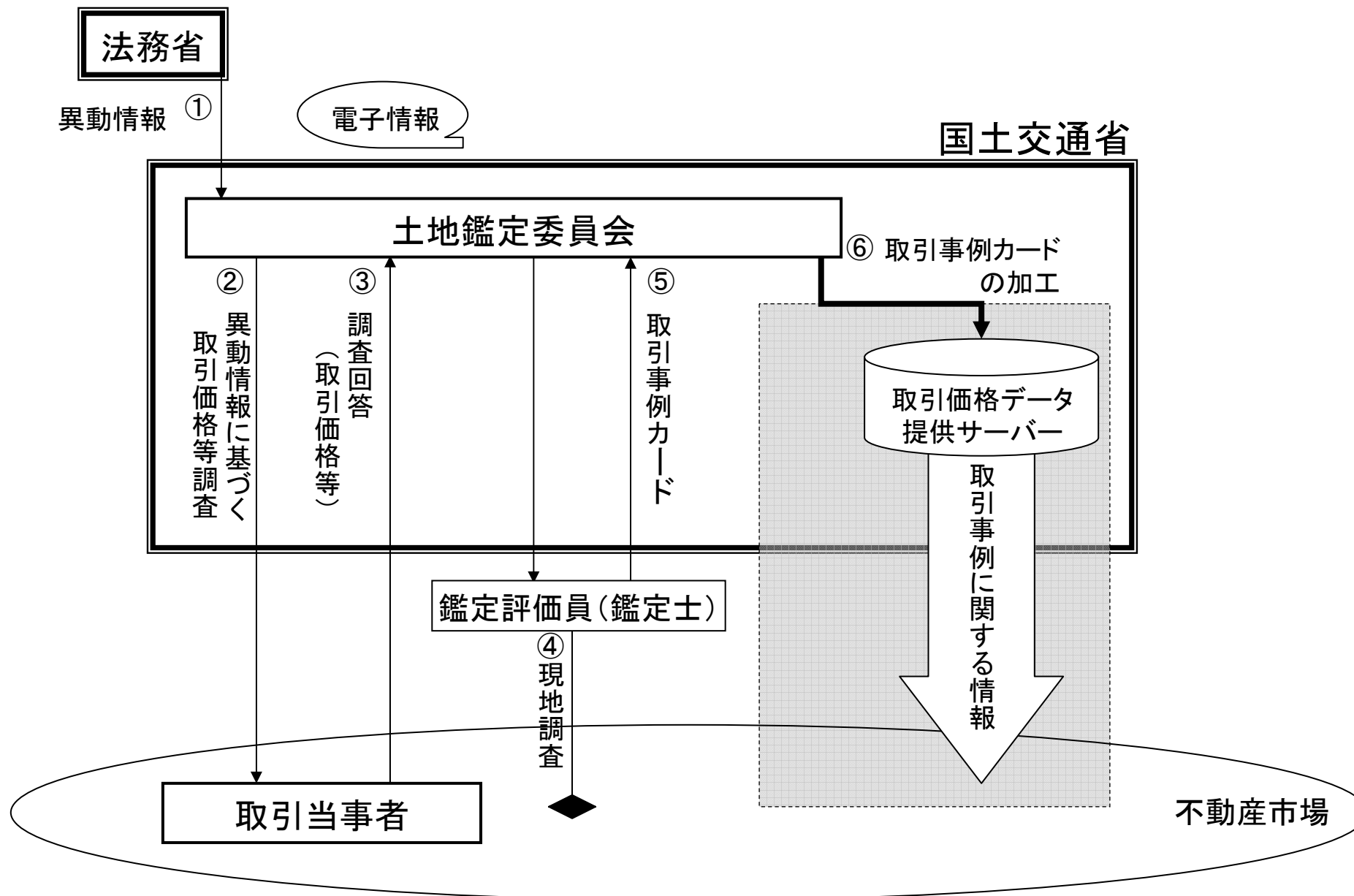
No	住所	取引価格(総額)	取引価格(m <sup>2</sup> 単価)	面積(m <sup>2</sup> )	土地の形状	建物の用途	建物の構造	間取り	延床面積(m <sup>2</sup> )	建築年	用途地域
61	大田区北千束	¥62,000,000		65	長方形	住宅	W		80	平成13年以降	1中専
62	大田区久が原	¥73,000,000		95	ほぼ長方形	住宅	W		95	平成13年以降	1低専
63	大田区中央	¥45,000,000		60	長方形	住宅	W		95	平成13年以降	1住居
64	大田区中央	¥43,000,000		75	ほぼ長方形	住宅	W		90	平成13年以降	1住居
65	大田区中央	¥41,000,000		70	ほぼ長方形	住宅	W		85	平成13年以降	1住居
66	大田区中央	¥40,000,000		45	長方形	住宅	W		65	平成13年以降	1住居
67	大田区中央	¥35,000,000		40	不整形	住宅・車庫	W		70	平成13年以降	1住居
68	大田区中央	¥62,000,000		90	長方形	住宅	W		90	平成13年以降	1低専
69	大田区中央	¥51,000,000		105	長方形	住宅	W		70	平成3~7年	1住居
70	大田区田園調布	¥50,000,000		70	長方形	住宅	W		65	平成13年以降	1低専
71	大田区田園調布	¥80,000,000		70	長方形	住宅	RC		105	平成13年以降	1低専
72	大田区田園調布	¥72,000,000		65	長方形	住宅	RC		95	平成13年以降	1低専
73	大田区田園調布	¥54,000,000		50	ほぼ長方形	住宅	RC		70	平成13年以降	1低専
74	大田区田園調布	¥440,000,000		490	ほぼ長方形	住宅	RC		500	平成3~7年	1低専
75	大田区田園調布	¥62,000,000		80	不整形	住宅	W		100	平成13年以降	1低専
76	大田区田園調布本町	¥60,000,000		180	不整形	住宅	W		105	昭和56~60年	1低専
77	大田区仲池上	¥42,000,000		75	長方形	作業所	S		130	昭和51~平成2年	準住居
78	大田区仲池上	¥62,000,000		175	正方形	共同住宅	S		260	昭和11~平成2年	1中専
79	大田区西馬込	¥380,000,000		600	不整形	事務所、寄宿舎、倉庫	RC		2,000以上	昭和46~55年	準住居
80	大田区西馬込町	¥140,000,000		400	不整形	事務所	S		200	昭和56~60年	準住居

データの選択  
 ・土地の種類 : 住宅地  
 ・取引の内容 : 建付地

●住所で検索  
 ・都道府県: ○東京都  
 ・市区町村: ○大田区

この地図の作成に当たっては、国土地理院長の承認を得て、同院発行の数値地図 25000(空間データ基盤)及び数値地図 2500(空間データ基盤)を使用したものである。(承認番号 平成17総保第62号)  
 この地図の作成に当たっては、国土地理院長の承認を得て、同院発行の数値地図 20000(地図画像)、数値地図 5000(地図画像)及び数値地図 25000(地図画像)を複製したものである。(承認番号 平成17総保第65号)  
 この背景地図は平成7年度~平成15年度の国土地理院発行の地図を使用しているため、現状と異なる場合があります。

# 取引価格情報の収集・提供スキーム





# マーケットインデックスとベンチマークインデックス①

## マーケットインデックス

市場全体の趨勢(トレンド)を表す指標。債券や株式など他の金融商品と不動産の利回りの比較に用いることが可能である。地価公示にもこの性格がある。

## ベンチマークインデックス

個々の物件やファンド毎の不動産投資の成績を比較・評価することが可能となる指標。同一地域の物件や同種のファンドなどの収益率の平均値で表されるのが一般的である。

## 現在早急に必要とされているのは「ベンチマークインデックス」

(理由)

### ① 年金等資金の流入に不可欠

年金等資金を不動産投資市場で運用する際には、①不動産と他の資産の利回りの比較のみならず不動産の種類等の違いによる利回りの比較を行うことが不可欠であるとともに、②年金加入者への投資パフォーマンスの説明、③年金運用者のフィーの決定を正確かつ公正に行うことが必要であり、ベンチマークインデックスがなければこれらを正確に行うことができない。

### ② 不動産投資市場への安定的資金流入に不可欠

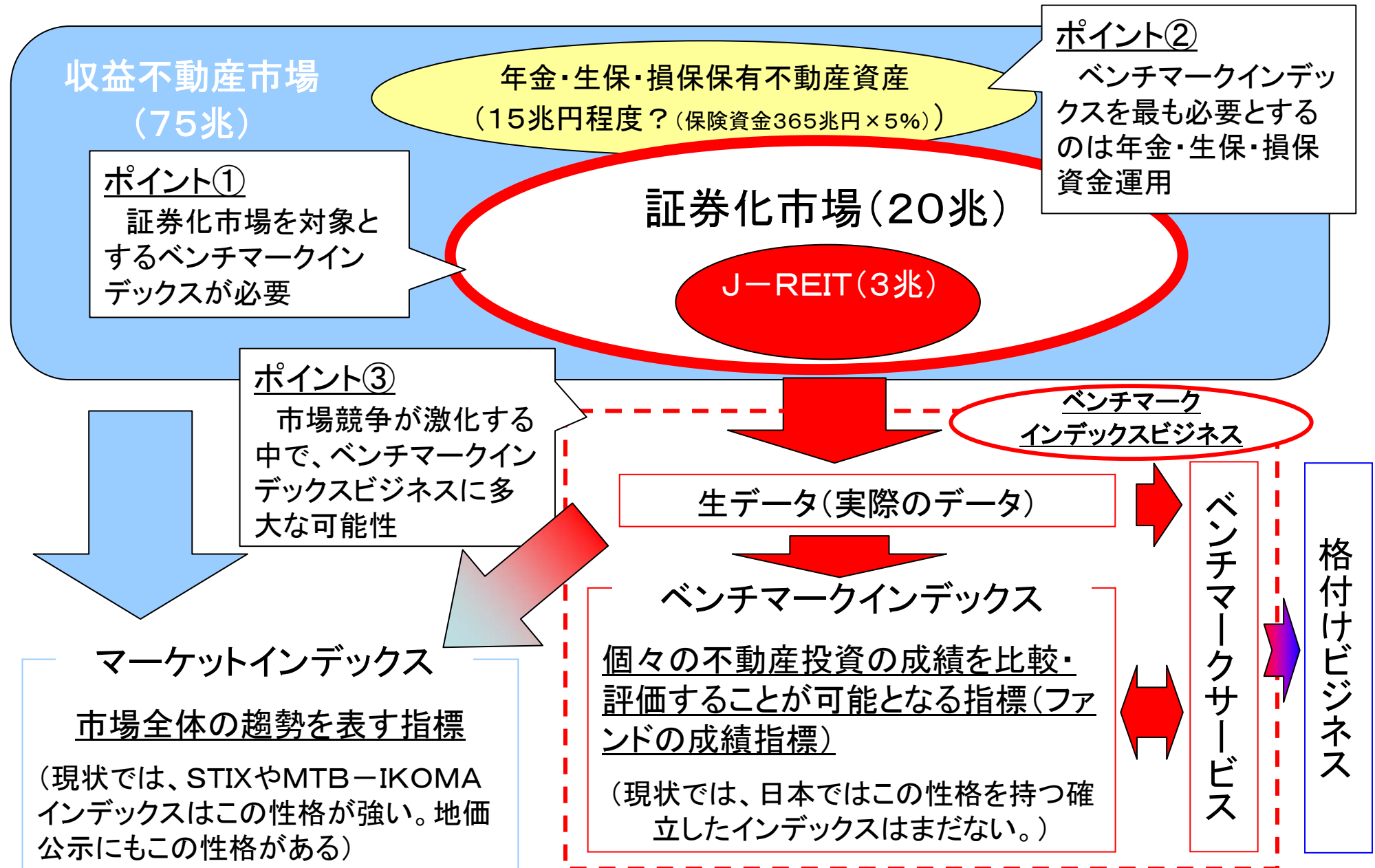
市場全体及び同種の不動産運用等との利回りの比較ができる指標があれば、市場が下げ局面の場合でも、パフォーマンスの適正な認識を前提に急激な資金流出が抑制され、不動産投資市場への安定的資金流入が図られる。

### ③ 国際的に認められた不動産投資市場の形成に不可欠

海外からも安定的に資金が流入するためには、国際基準の不動産投資市場が形成されていることが必要。投資パフォーマンスの投資家への開示基準については、国際基準として世界25カ国以上で採用されている「投資パフォーマンス基準(GIPS)」があり、この中では、不動産ベンチマーク(インデックス)について、投資家に提示しなければならない基準(必須基準)とされている(日本も証券アナリスト協会がGIPS基準を採用しているが、基準に合致する不動産ベンチマークについては作成されていないため、基準に従い、提示しない理由を開示することとなっている。)



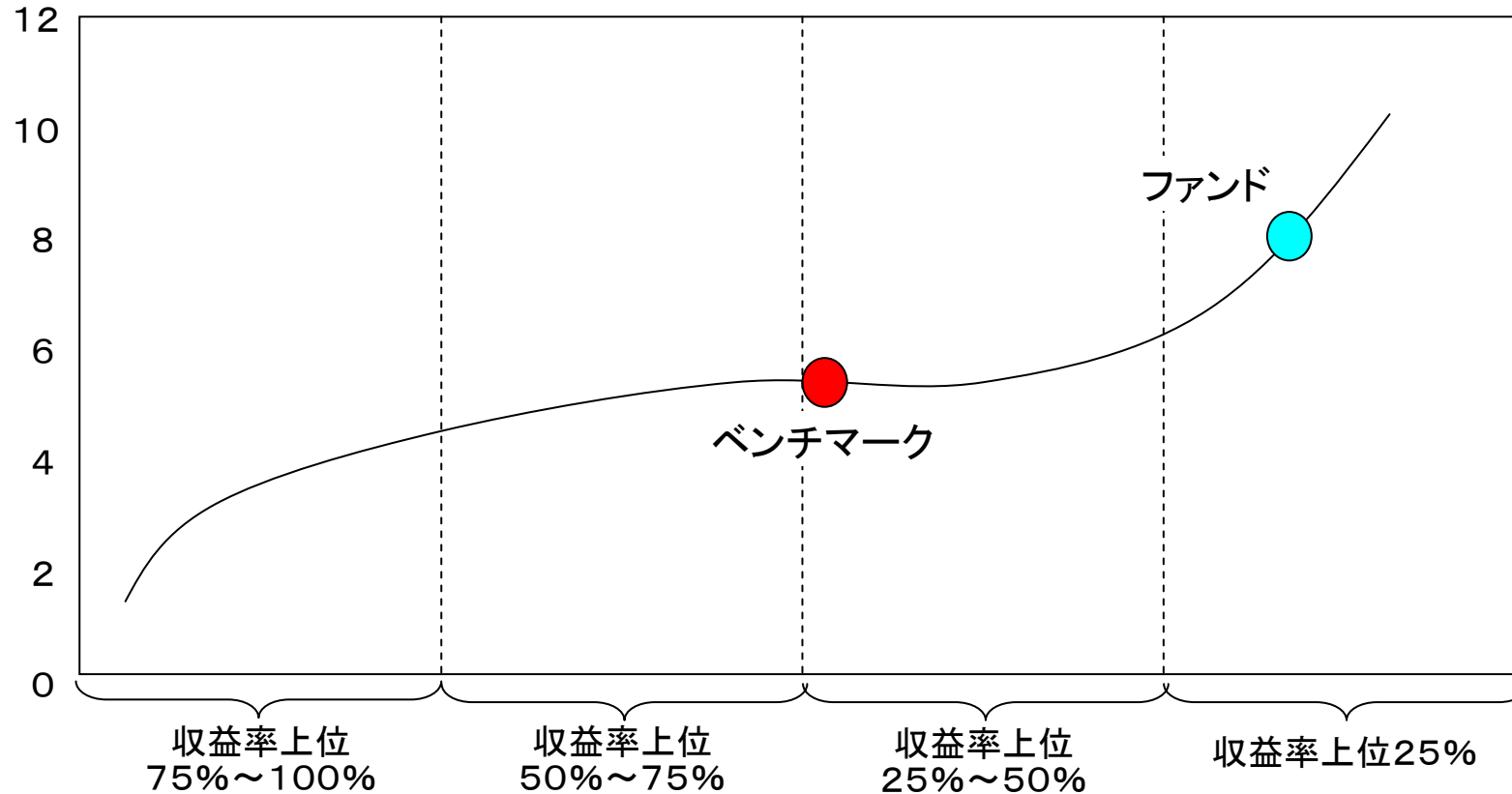
# マーケットインデックスとベンチマークインデックス②



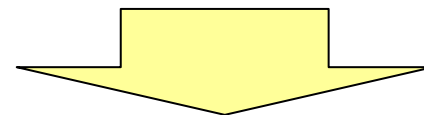
# ベンチマークインデックス活用の具体的イメージ①

## ＜ファンドの順位表＞

収益率(%)



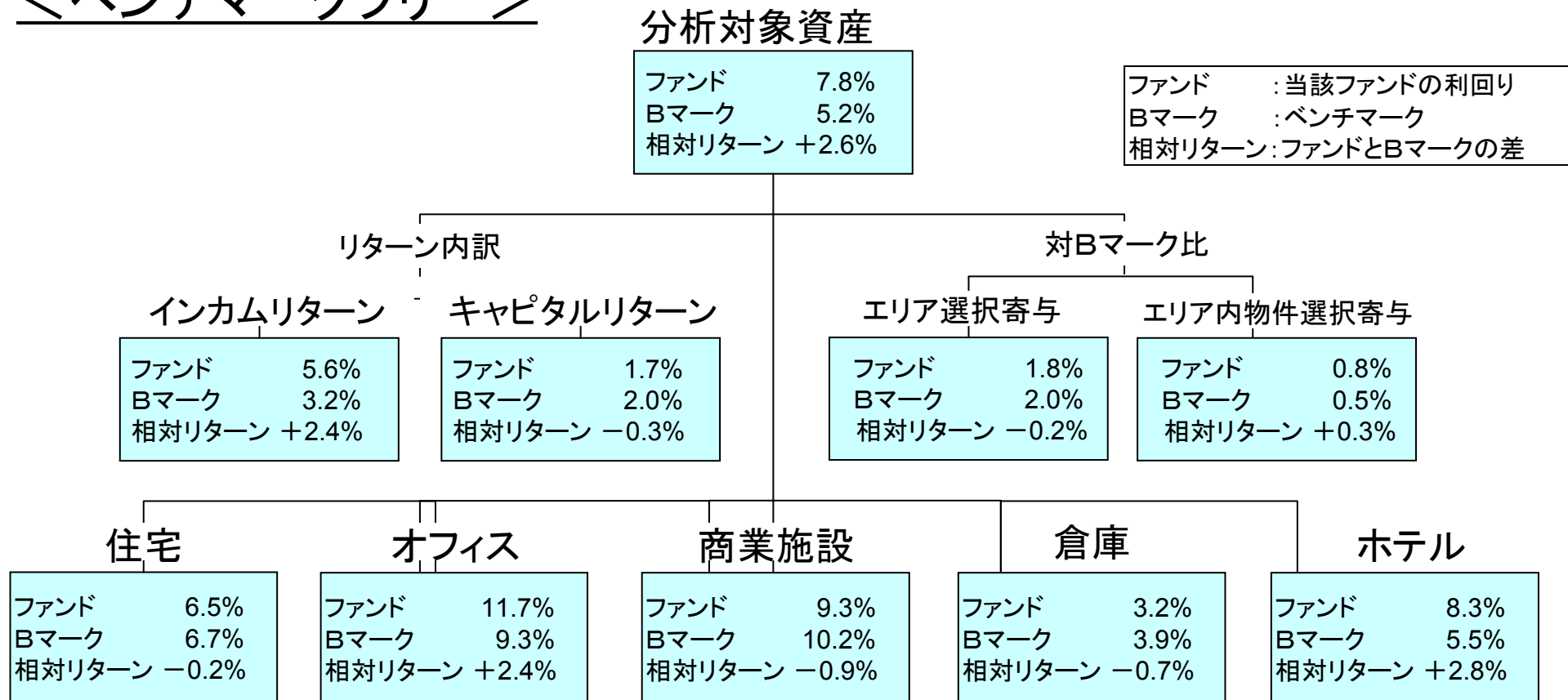
(IPD作成資料を基に国交省で独自にイメージを作成)



すべてのファンドと比較した自分のファンドの順位がわかる

# ベンチマークインデックス活用の具体的イメージ②

## <ベンチマークツリー>



(IPD作成資料を基に国交省で独自にイメージを作成)

自分のファンドの収益率について、対象エリアや対象不動産別のベンチマークとの比較ができる

# グローバル投資パフォーマンス基準 (GIPS)

## GIPS基準

「グローバル投資パフォーマンス基準」のこと。「投資パフォーマンス基準」とは、資産運用会社が投資パフォーマンスを計算し、所定の開示項目とともに、投資家に対して過去の投資パフォーマンスを提示するための基準。

最初のGIPS基準はCFA協会(証券アナリスト協会)がスポンサーとなってGIPS委員会(後のIPC(投資パフォーマンス協会))を設置し、1999年に策定された。日本においても日本証券アナリスト協会がIPCの認証を得た基準を2002年に策定したが、2005年のGIPS基準見直しで各国独自基準は原則認められないこととなったことから、2006年より改訂後のGIPS基準(日本語版)を採用した。

## GIPS基準(日本語版)の不動産ベンチマーク関係部分(抜粋)

### 5. A. 6(必須基準)

コンポジットの投資戦略または投資制約を反映したベンチマークのトータル・リターンを、各年度について提示しなければならない。ベンチマークを提示しないときは、その理由を開示しなければならない。(以下、略)

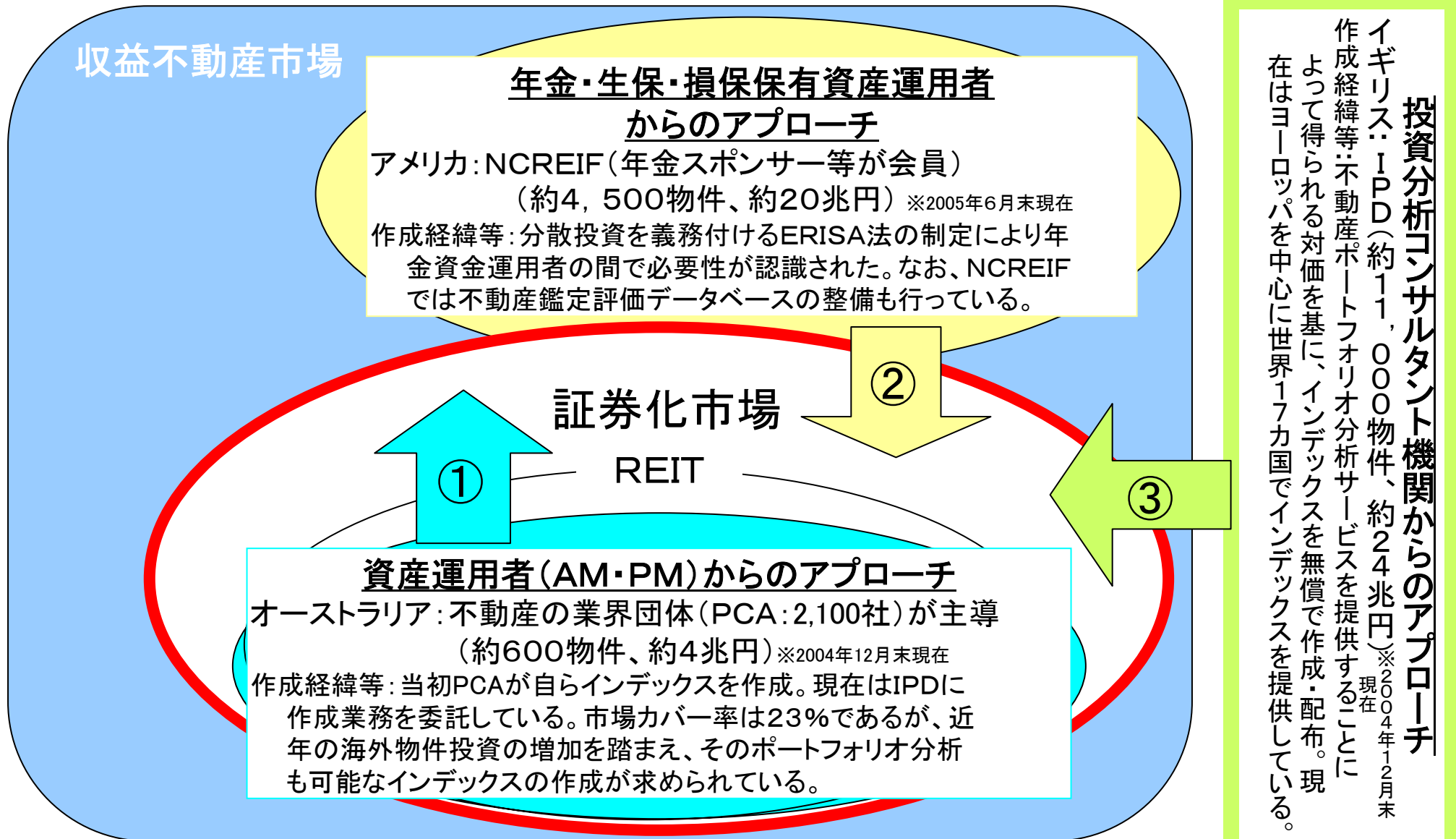
### 6. B. 5(勧奨基準)

提示可能なときは、適切な不動産ベンチマークの構成リターンであるインカム・リターンおよびキャピタルリターンを提示すべきである。

(注)コンポジット:特定の投資目的または投資戦略を有する1つ以上のポートフォリオを1つのグループにまとめたもの。

# ベンチマークインデックスを作成する3つのアプローチ

◆ 世界的には、ベンチマークインデックス作成に向けた3つのアプローチがある。



## 不動産の管理履歴情報

◇不動産証券化においては、不動産の金融商品化に伴い、不動産の特性が見えにくくなる  
→物件管理がおろそかになる懸念

◇的確な不動産管理を実現するためには、  
〔建物や設備の点検・修繕等について、いつ、どの程度行ったのか等の  
管理履歴情報が的確に投資家を開示され、流通していくことが極めて重要

### <オーストラリア>

豪州不動産評議会 (Property Council of Australia, 略称PCA) が会員企業から建物履歴情報を収集し、一般投資家は、一定条件の下、修繕履歴や空室率等の賃料以外の建物管理に関する詳細な履歴情報が入手可能

### <日本>

近年、プロパティ・マネジメントを目的としたASPサービスが提供され、不動産管理に関する詳細な電子情報が急速に蓄積されるようになってきているところ

# オーストラリアにおけるビルの建物履歴情報項目

## ◇豪州不動産評議会 (PCA) の建物履歴情報データフォームサンプル

Property Name (物件名)	
Address (住所)	
Unit / Suite No (部屋数)	
Street No (Range)	
(Single)	
Street No for sort	
Street Name (立地している通りの名称)	
Street Type (通りの態様)	

Period (賃貸期間)		Comment:	
ANLA			
NANLA			
DVAC			
SVAC			TVAC% (空室率)
INCLUSION STAT			
QGRADE (ビルのグレード)			
CTK			
Complier			

Con Status (建築の状況)			
Office NLA (事務所用途)		Floor plate (階数表示)	
Retail (小売用途)		Office Lvs (事務所等級)	
Whouse/Ind (倉庫・産業用用途)		Carspaces (駐車場)	
Bank (銀行店舗用途)		Lifts (昇降機)	
Other (その他用途)		Other Area Description	

Partial Refurb Details (部分改築の詳細)						
Period (実施時期)	#Levels	Refurb- Area (改築場所)	Owner - Take Up (費用負担)	Precommitted Area	Est Comp Date (完工予定日)	Construction Stage (建築の段階)



# PMソフトの普及と物件管理情報の蓄積

◇2001年1月より、完全Web対応のASPサービス「@プロパティ」の提供を開始

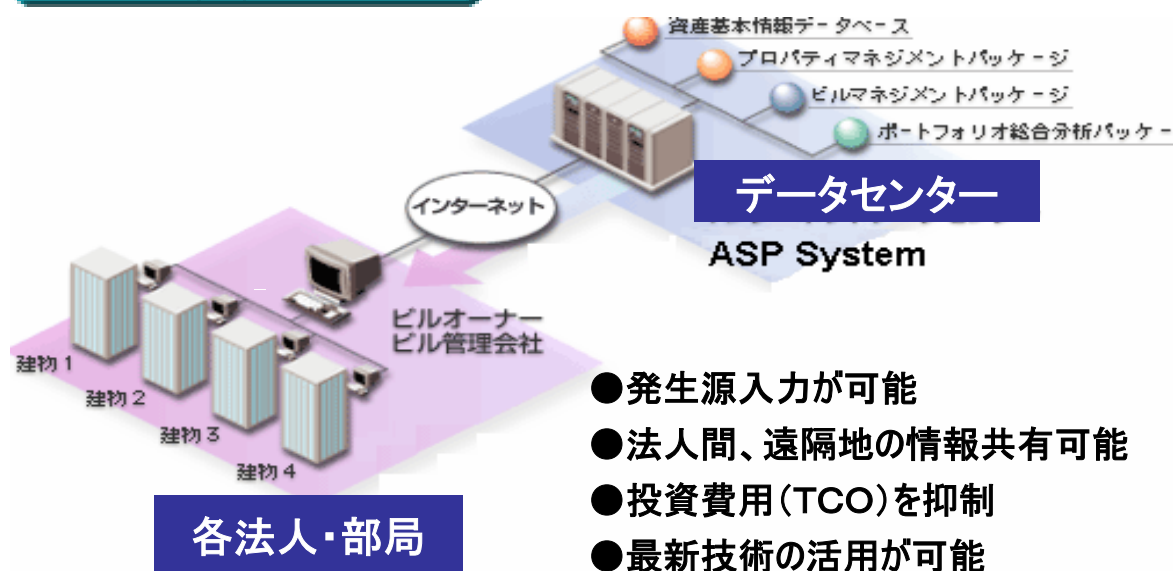
◇2005年11月には、日本語、中国語、英語の3カ国語に対応可能

◇利用推移

- ・2006年3月末、ASPサービスの契約法人は、約200社で利用棟数は約5,800棟
- ・ユーザーは、生損保などの機関投資家、Jリートや私募型のファンド運用会社、不動産業、ビル管理業、行政など

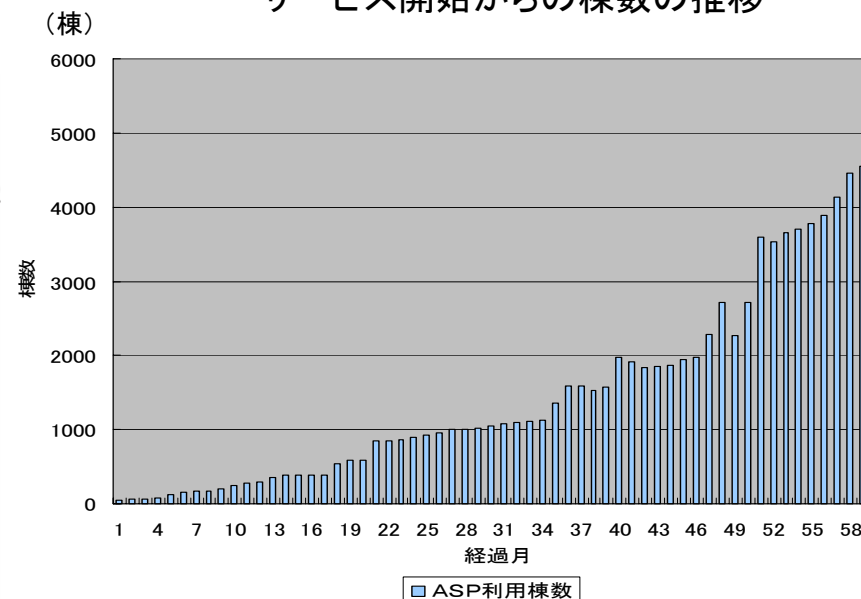
注1 ASP (アプリケーションサービスプロバイダ)  
Webを通してソフトウェアを提供するビジネスで米国で発展し日本でも急成長。顧客はソフトやデータベースを保有する必要がなく、投資負担がなく数々のサービスを楽しむことができる

## ASP利用のメリット



- 発生源入力が可能
- 法人間、遠隔地の情報共有可能
- 投資費用(TCO)を抑制
- 最新技術の活用が可能

サービス開始からの棟数の推移



\*2006年2月末時点、ASP実績  
\*ソフトウェア販売では約100,000施設

# 物件管理の項目

## ■ポートフォリオ総合分析機能

複数資産の基本情報から運用情報分析  
複数資産のクレーム情報、発注情報、資産情報の集約



## ■プロパティマネジメント

- (賃貸/自用)面積管理
- レントロール管理
- 予算/実績管理
- 請求/入金管理
- 長期運営計画
- 事業所税管理



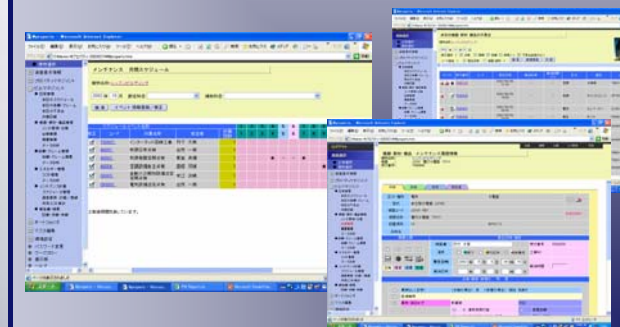
## ■基本情報管理

- 土地・建築情報管理
- 建物工事履歴管理
- 劣化診断評価
- 電子書庫(書類、図面)
- 地図情報



## ■ビルマネジメント

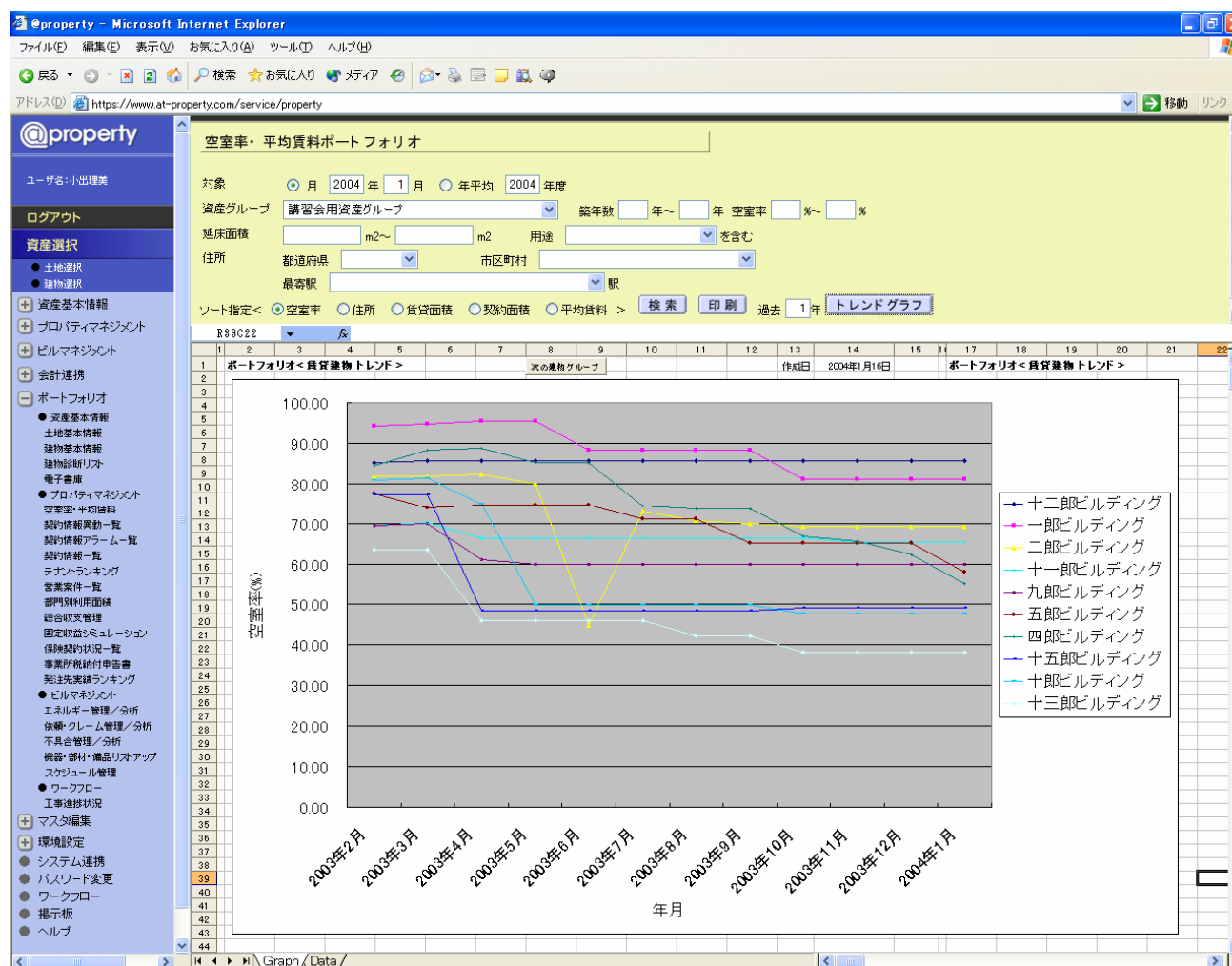
- 日常業務管理  
保守・点検・メンテナンス管理  
修繕更新管理  
不具合・トラブル管理
- 機器・部材管理
- クレーム管理
- エネルギー管理
- スケジュール管理



# PMソフトの利用によるトラックレコードの蓄積

- ①例えば、物件ごとの賃料情報、空室率等のトラックレコードが自動的に作成
- ②トラックレコードをソーティングして運用実績の比較を行うことが可能

例: PM会社別の空室率推移等



# 不動産データ交換の標準化の動向

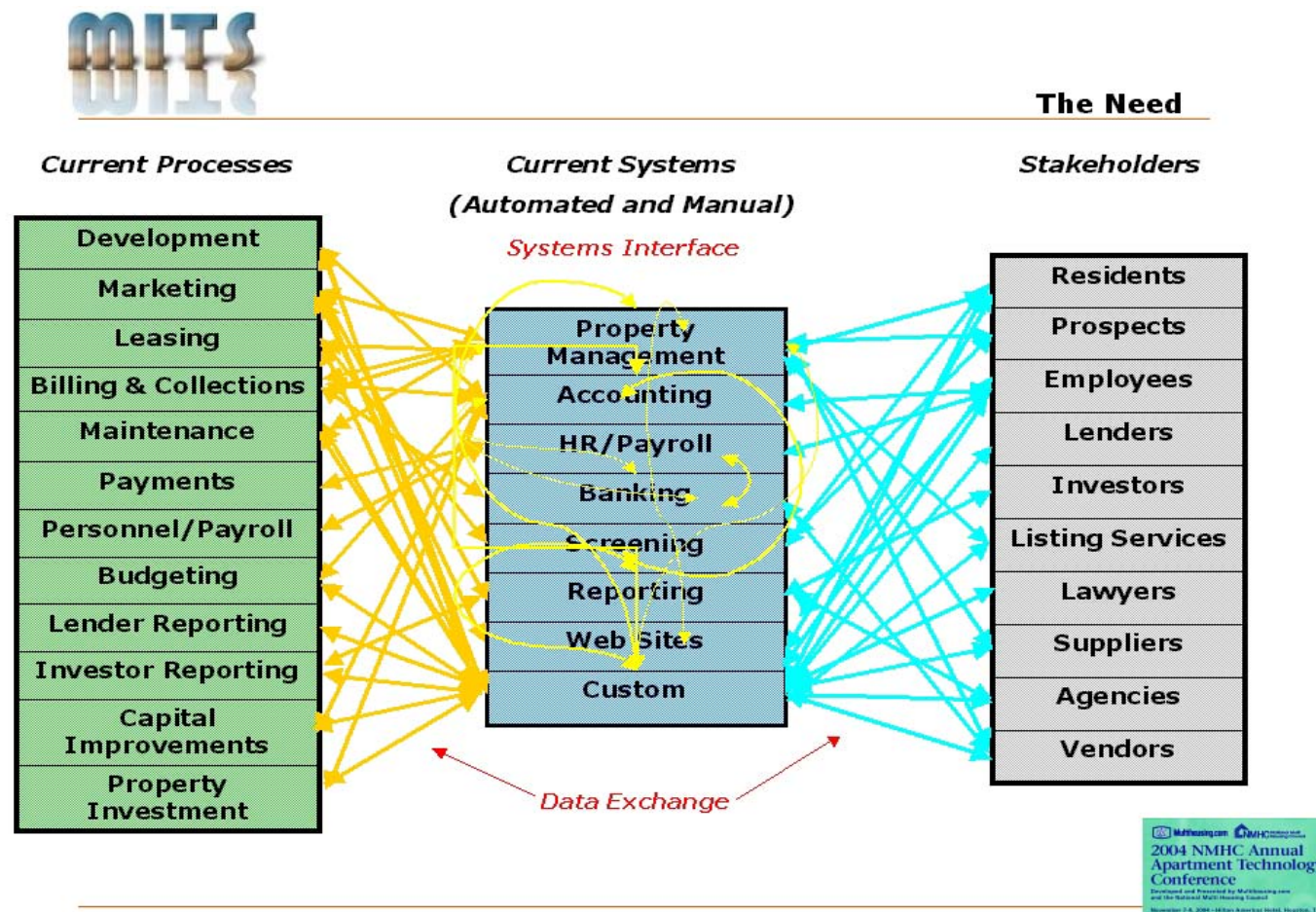
- ◇**米国**: **OSCRE** (Open Standards Consortium for Real Estate)  
**欧州**: **PISCES** (Property Information Systems Common Exchange Standard)  
がそれぞれ不動産データ交換標準を作成
- ◇2004年に、**両機関が提携**  
今後、**アジアパシフィックセクターの設立を予定**





# 不動産データ交換の標準化の動向

◇ 法律、ファイナンスも含む幅広い不動産関連データコード作成を目指す



# 日本とオーストラリアのリートの情報開示比較

◇リートの開示情報は日本とオーストラリアでほとんど差がない

## I. 不動産特性情報

	日本	豪州
1 所在地	○	○
2 地籍	○	x
3 建物構造	○	x
4 延床面積	○	○
5 階数	○	○
6 建築時期	○	○
7 賃貸可能面積	○	○
8 駐車スペース数	x	○

## II. 取得関連情報

	日本	豪州
1 取得年月日	○	○
2 取得価格	○	○ (取得費用込み)
3 所有形態	○	○

## III. 資産額関連

	日本	豪州
1 資産評価額	○	○
2 単位面積当りの資産額	x (計算可能)	○
3 物件毎の資本的支出額	○ (期中の支出額のみ記載)	○ (鑑定評価前、後に分けて記載)
4 鑑定日	○	○
5 鑑定評価額	○	○
6 鑑定評価会社名	○	○

## IV. 運用関連情報

	日本	豪州
1 稼働率	○	○
2 主要テナント名	(マスターリース先は記載)	○
3 テナント数	○	x
4 物件毎の賃貸事業収入	○	○
5 テナント毎の賃料	x	x
6 賃料見直し方法	x	○

※主として「日本ビルファンド投資法人の第9期決算・運用状況のご報告」と「MACQUAIE OFRFICE TRUST ANNUAL REPORT 2005」を比較の上、国土交通省作成

# Jリートにおける鑑定評価の情報開示

概 要	A法人	B法人	C法人	D法人	32法人 合計
投資口募集時 開示事項					
新規取得(予定)物件の鑑定評価額	○	○	○	○	32
既存物件の期末評価額	○	○	○	○	20
既存物件の取得時評価額					2
鑑定会社名	○	○	○	○	32
直接還元法での価格	○	○	○		29
総収益					
賃料収入等	○	○			17
空室損失	○	賃料収入に含む			14
総費用					
公租公課	○	○			20
修繕費					6
損害保険料	○	○			15
NOI	○	○			20
大規模修繕費積立額	○	○			8
減価償却費					1
キャップレート	○	○	○		29
収益還元法での価格	○	○	○		29
割引率	○	○	○		29
ターミナルキャップレート	○	○	○		29
鑑定結果利回り(NCF/評価額)					6
原価法での価格	○	○	○		29
上記の土地・建物の比率・価格		○	○		19
セカンドオピニオン					1

有価証券届出書等の直近の開示資料を元に国土交通省作成(平成18年4月20日現在)



# オーストラリアにおけるプライベートファンドの情報開示

◇商業用不動産の75%が証券化されており、内訳は以下のとおり



・REITとRetail(※非上場のプライベートファンド)→格付け対象

・Wholesale→格付け要請なし(専門家同士の取引のため)

◇オーストラリアの格付け機関であるProperty Investment Research(PIR)がRetailの8割-9割から格付けの依頼を受け、投資家向け格付けレポートを発行

◇一般的に、PIRの格付けがないと商品が売れない

→ファンドがPIRに情報を開示

→フィーを支払って格付けを依頼

Retail

10%

Wholesale

20%

この部分の情報開示が  
日本では遅れている

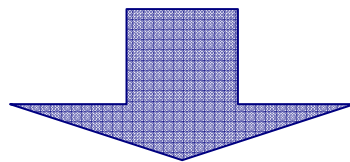
## 鑑定評価における収支項目の取扱いの不統一

◇収益還元法の収支項目は、例えば以下のように、  
項目の名称及びその扱いが鑑定業者により異なる

- 例：○維持管理費：(小規模)修繕費、建物管理費、物件管理費  
○大規模修繕費(資本的支出)  
○空室損失相当額  
○テナント募集費  
○一時金運用益(敷金運用益)

※文字の色は次ページ対照表に対応。

例えば「維持管理費」について、その内訳に小規模修繕費、水道光熱費、PMフィーを含める場合、これらを別項目とする場合等がある。



投資家等による複数の評価書の比較が困難

# 鑑定評価における収支項目の取扱いの不統一

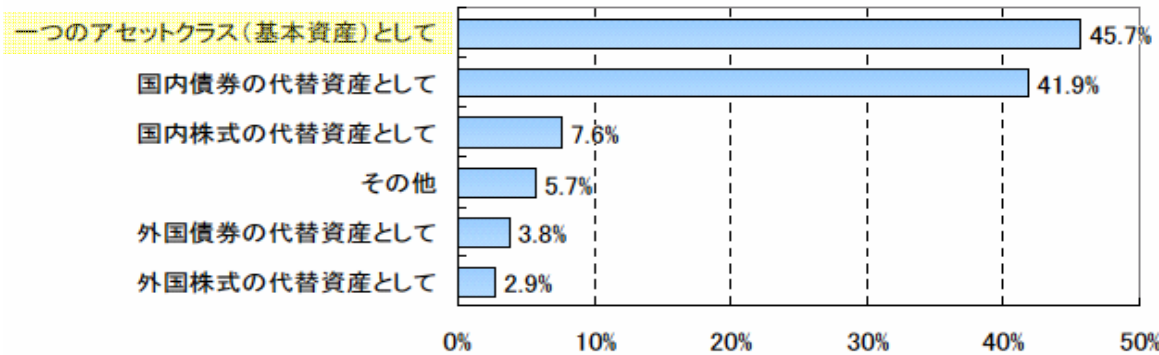
## <鑑定機関による収益還元法の収支項目の違い>

	A社	B社	C社	D社
<b>A</b>	<b>有効総収益</b>	<b>総収益</b>	<b>有効総収入</b>	<b>有効総収入</b>
	賃料収入（共益費・倉庫・駐車場等を含む。）	賃料収入（共益費・倉庫・駐車場等を含む。）	賃料収入（共益費等を含む。）	賃料収入（共益費込） （*空室損失を見込む。）
	その他収入（付加使用料収入等）	その他収入（付加使用料収入等）	一時金の運用益	駐車場収入
	潜在総収益	空室損失	可能総収入	その他収入等
	空室損失相当額	貸倒損失	空室損失相当額	
	貸倒損失相当額	敷金運用益	その他収入（水道光熱費等）	
<b>B</b>	<b>総費用</b>	<b>総費用</b>	<b>総費用</b>	<b>運営経費（定常化年度）</b>
	維持・管理費	維持管理費	修繕費	公租公課（土地）
	（建物管理費）	水光熱費	維持管理費	公租公課（建物）
	（水道光熱費）	運営管理費	PMフィー	損害保険料
	（PMフィー）	修繕費	公租公課（土地）	水道光熱費（共用部分）
	公租公課	公租公課	公租公課（建物）	PMフィー
	損害保険料	損害保険料	損害保険料	物件管理費
	その他費用	テナント募集費	テナント募集費用	消耗費等その他費用
		その他費用		
		資本的支出		
<b>A - B = C</b>	<b>賃貸純収益</b>		<b>賃貸純収益</b>	<b>純収益</b>
a	一時金運用益		資本的支出（長期修繕費等）	長期計画修繕費用
b	資本的支出			敷金運用益
c				賃借人募集費用
<b>C + (a + b + c)</b>	<b>正味純収益</b>	<b>標準化純収益</b>	<b>純収益</b>	<b>正味純収益</b>

# 日本の年金の不動産投資状況

- ◇ 年金は、不動産投資をオルタナティブ投資としてではなく、**独立したアセットクラス投資**として捉えられている
- ◇ しかしながら、海外では不動産がポートフォリオに組み込まれているが、**日本ではまだ不動産がポートフォリオに組み込まれていない**

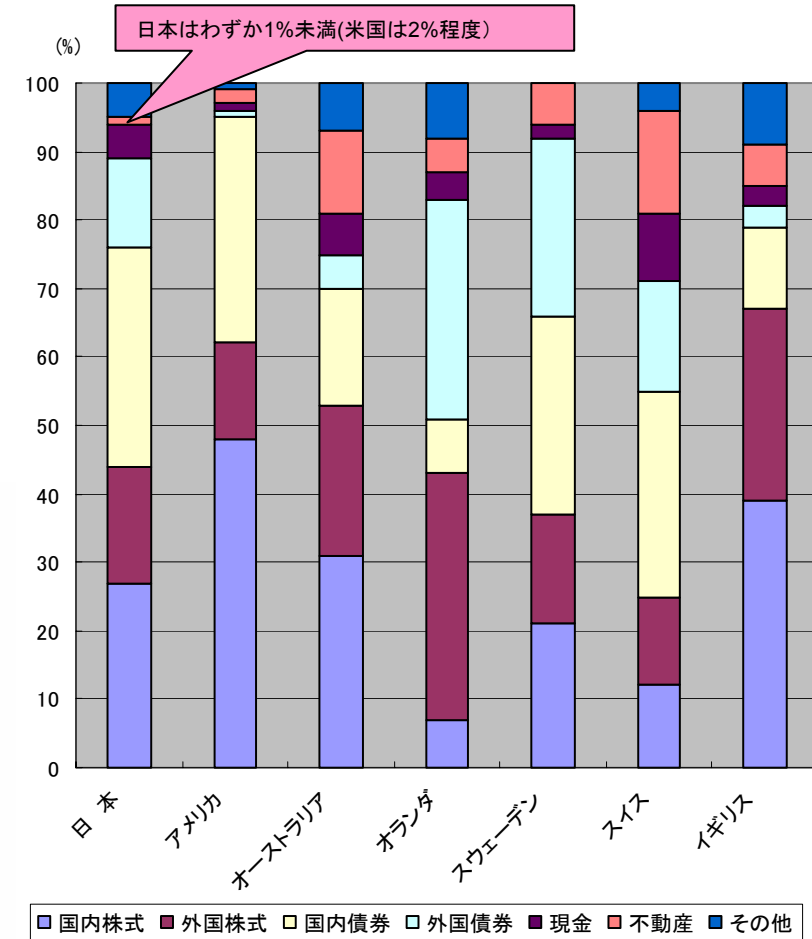
＜不動産投資の位置付けについて(全体)＞



※不動産投資を実施もしくは検討中と回答した 110 スポンサーのうち、105 スポンサーが回答。

2005年7月大和総研「年金基金における不動産投資状況」より抜粋

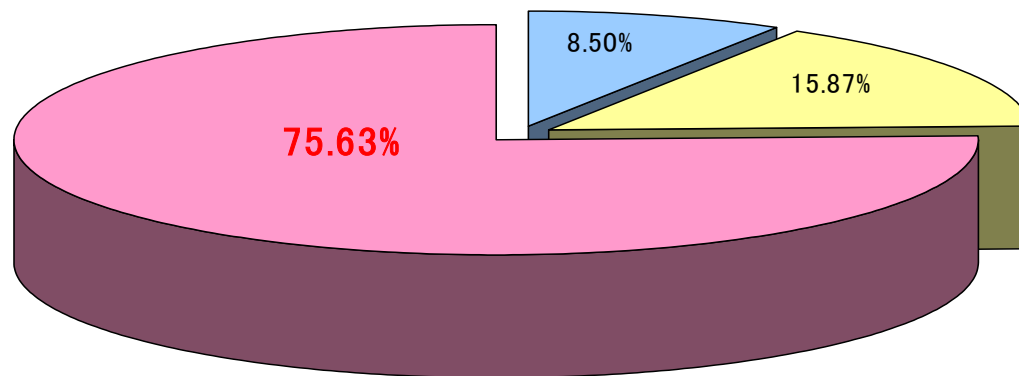
＜年金基金のアセットアロケーションにおける国際比較＞



(注)年金資産額は、オーストラリア、日本は2003年3月末データ、オランダは2003年9月末データ、スウェーデンは2002年12月末データ、スイス、イギリス、アメリカは2003年12月末データ。  
出所:不動産証券化協会

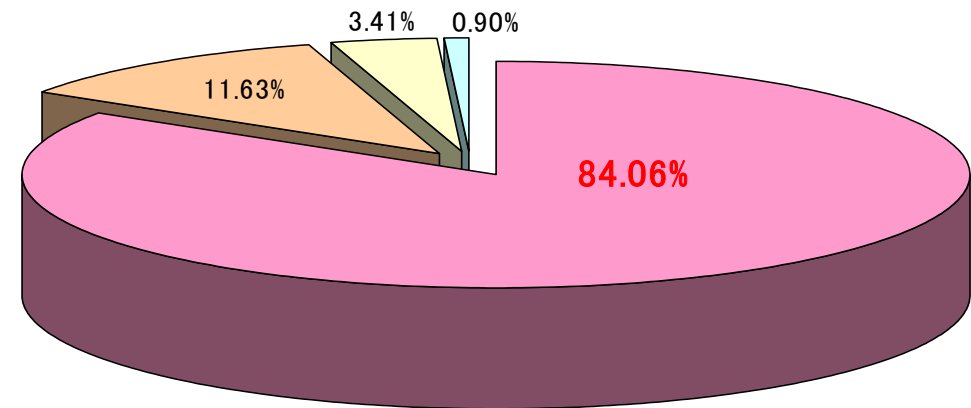
# 個人のJリートに対する意識

あなたはREITについてご存じですか？



- 名前も内容もよく知っている
- 名前は知っている
- 名前も含めて初めて聞いた

REITの購入意向



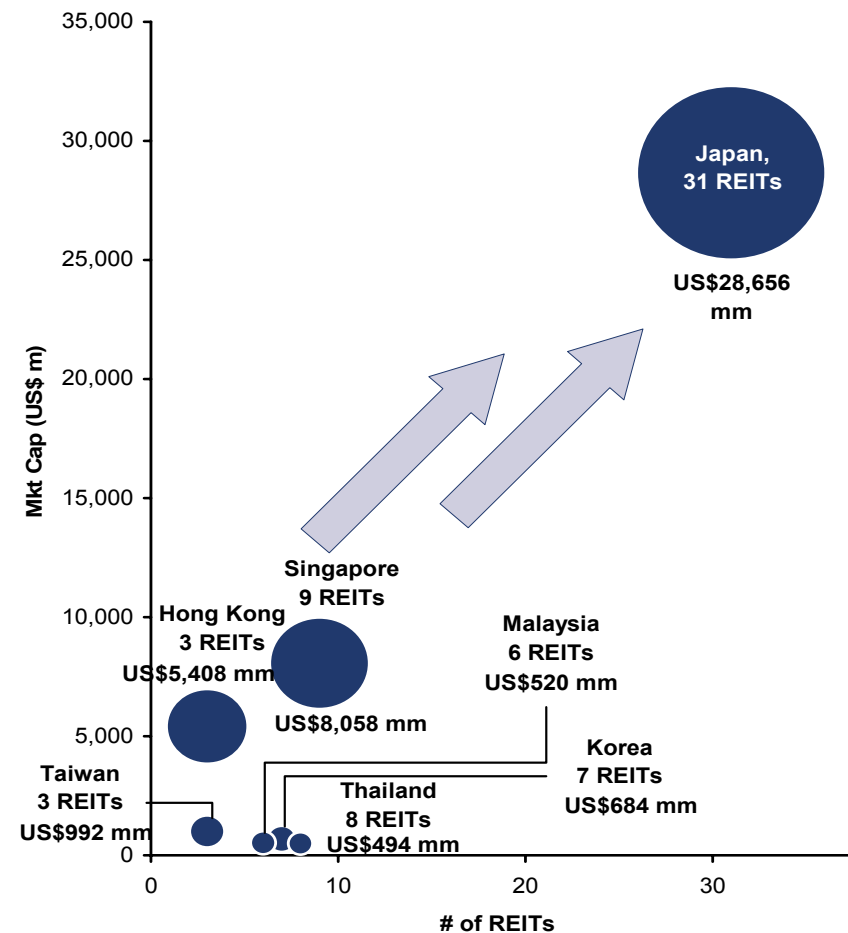
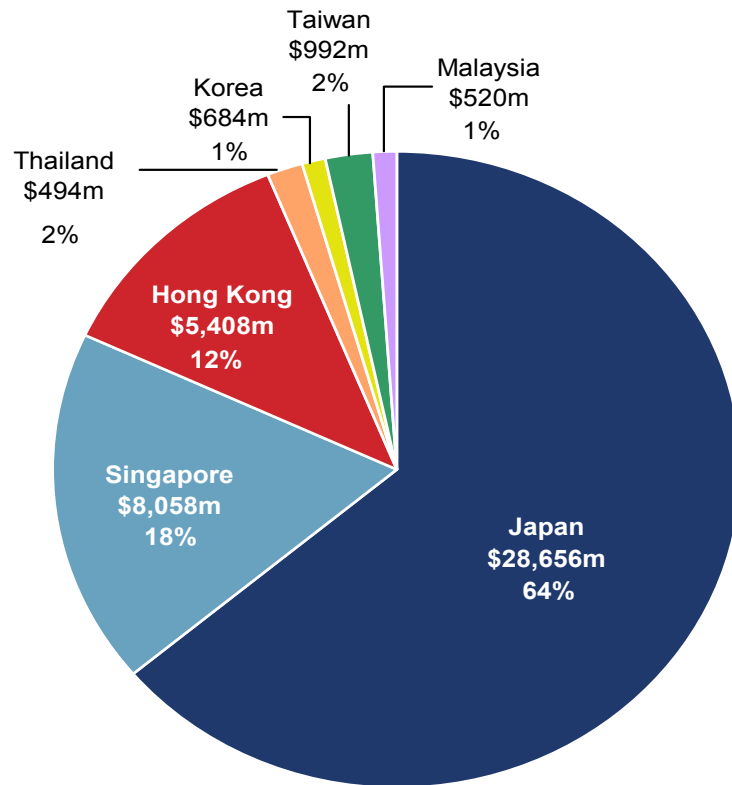
- 購入することは考えていない
- 現在のところ検討してはいないが、将来の価格や相場次第では購入するかもしれない
- 保有する金融資産の選択肢の一つとして検討している
- 購入する予定がある

※平成18年1月～2月に個人投資家を対象とした  
インターネットによるアンケート調査(大阪大学沓澤助教授実施)  
回収サンプル数は4,316件

出所:国土交通省「証券化による収益不動産市場への投資分析と証券化を活用した  
土地利用方策の検討(最終報告)」

# アジアREITのマーケットシェア

- ◇現在のアジアのREIT市場では、J-REITが最大の市場規模
- ◇今後、シンガポール、香港の両市場がJ-REIT市場に匹敵する規模に拡大する可能性



※2006年3月末現在



## Jリートの海外不動産投資ニーズ～ホテル・リゾート～

◇日本のホテル特化型リートの場合、国際的な景気動向等により、

– 円高→海外への旅行増→売上げは、国内ホテル↘・海外ホテル↗

– 円安→国内への旅行増→売上げは、国内ホテル↗・海外ホテル↘

◇投資家への安定的な配当を行うためには、海外物件をポートフォリオに組み込む必要

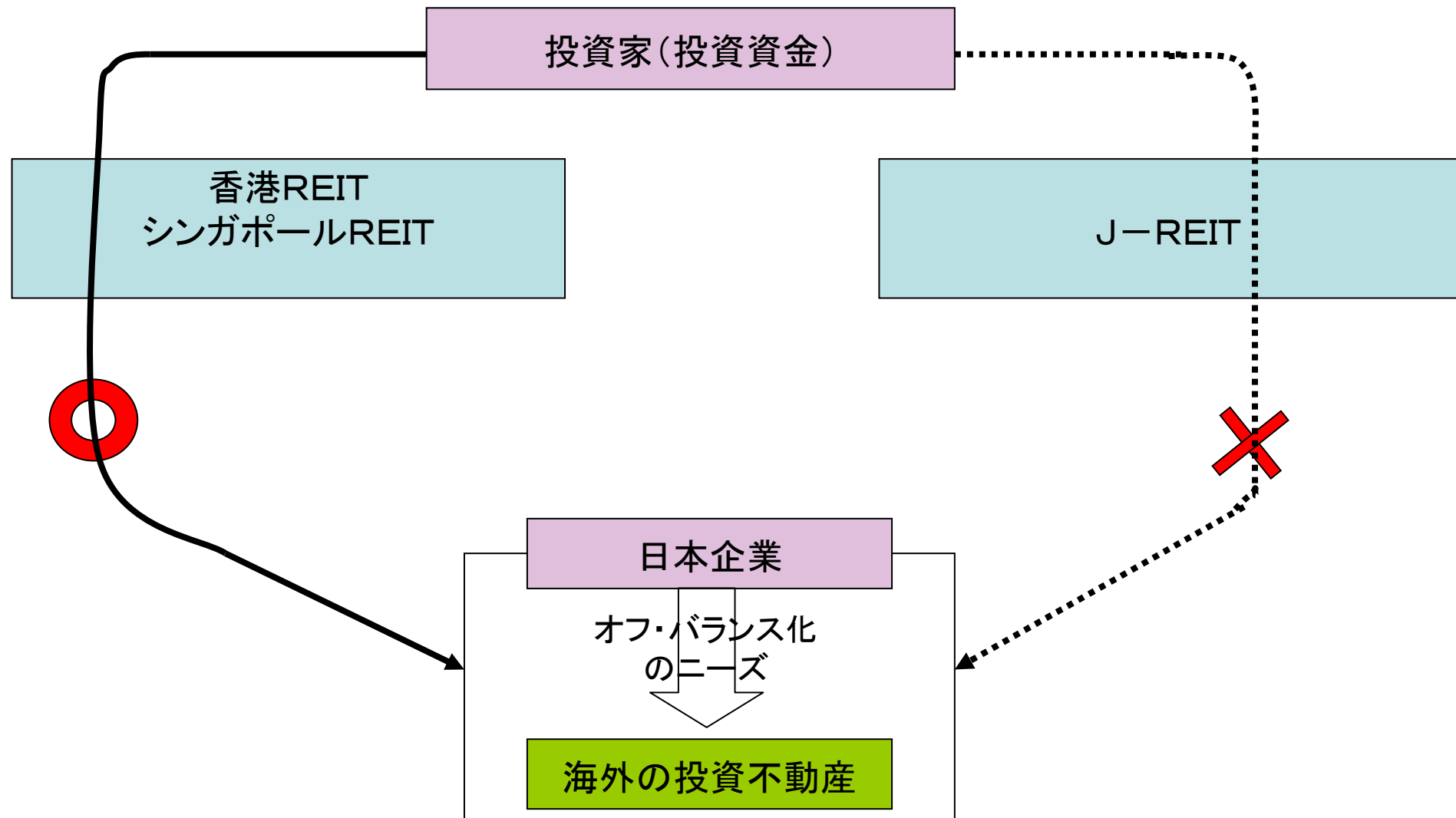


出所: ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人



# J-REITの海外投資

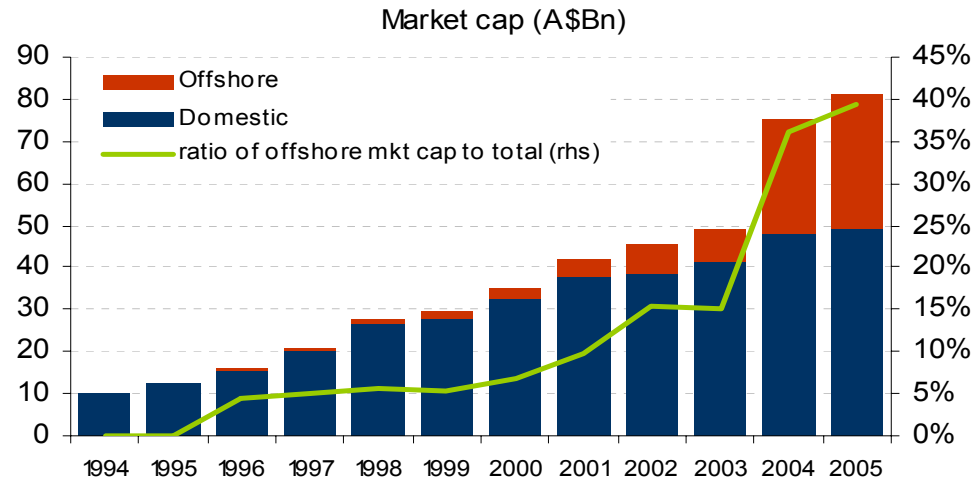
J-REITが海外不動産を運用資産に組み入れられないことは、他国のREITとの間での資金獲得競争におけるハンディキャップに



# オーストラリアの海外投資

- ◇オーストラリアでは、国内物件はほぼすべて証券化しつくされているといわれており、  
LPT(オーストラリア上場リート)の約40%、2005年で300億豪ドル(約2兆6000億円)  
は、海外投資
- ◇日本の不動産に特化した銘柄も上場
- ◇このため、LPTへの米国年金投資拡大は、日本への資金流入がLPT経由となることを  
意味するもの

Domestic versus international AUS REITs



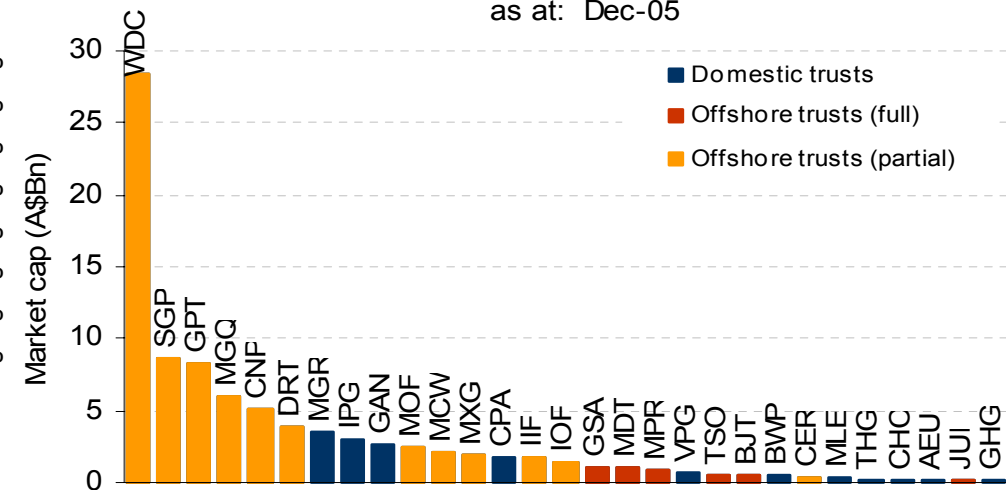
Note: only includes the following trusts; WDC, MCW, MDT, MPR, GSA, TSO & BJT.

Source: UBS and CFS Research

Source: UBS and CFS Research

Domestic versus international AUS REITs

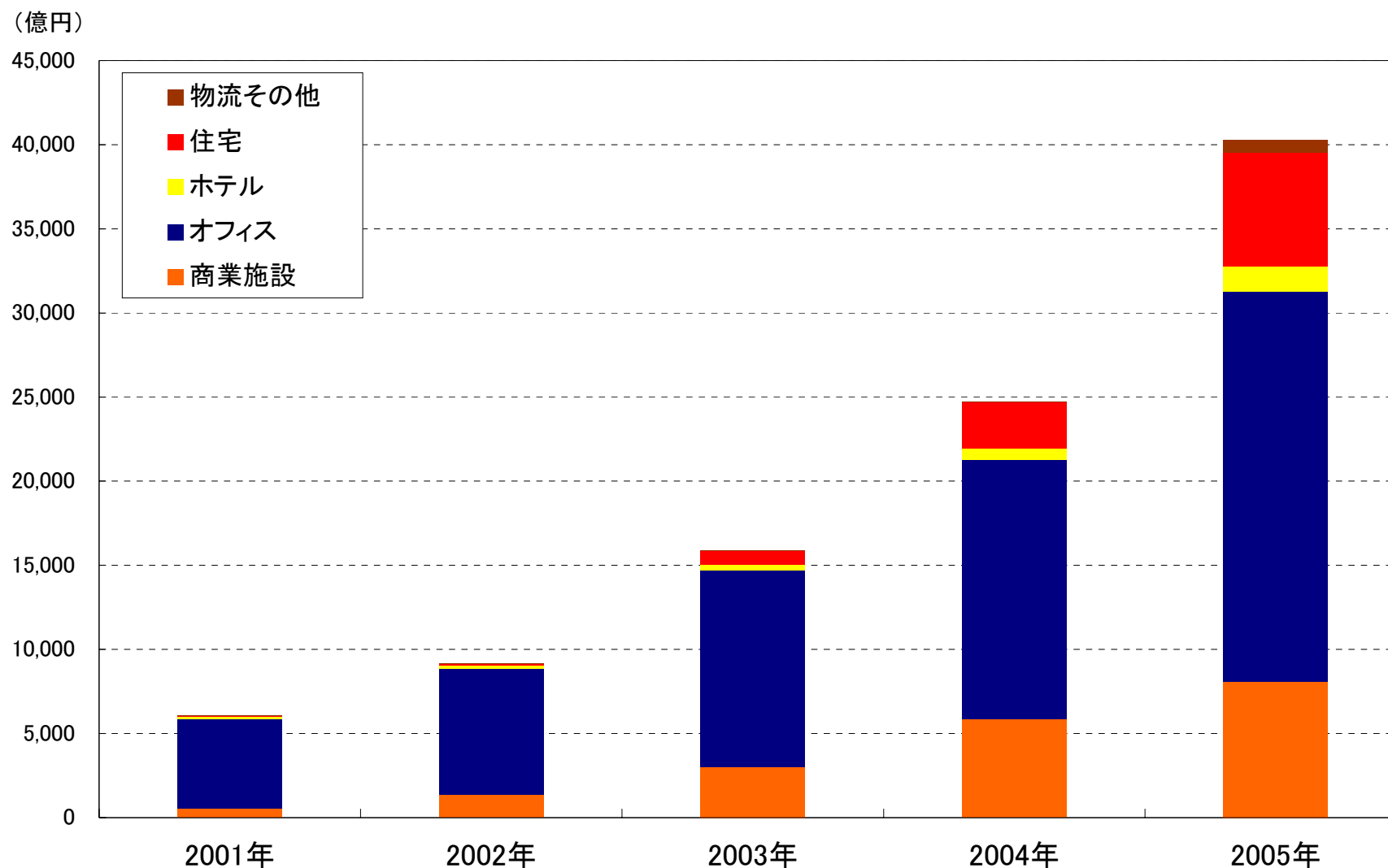
as at: Dec-05



Source: UBS and CFS Research.

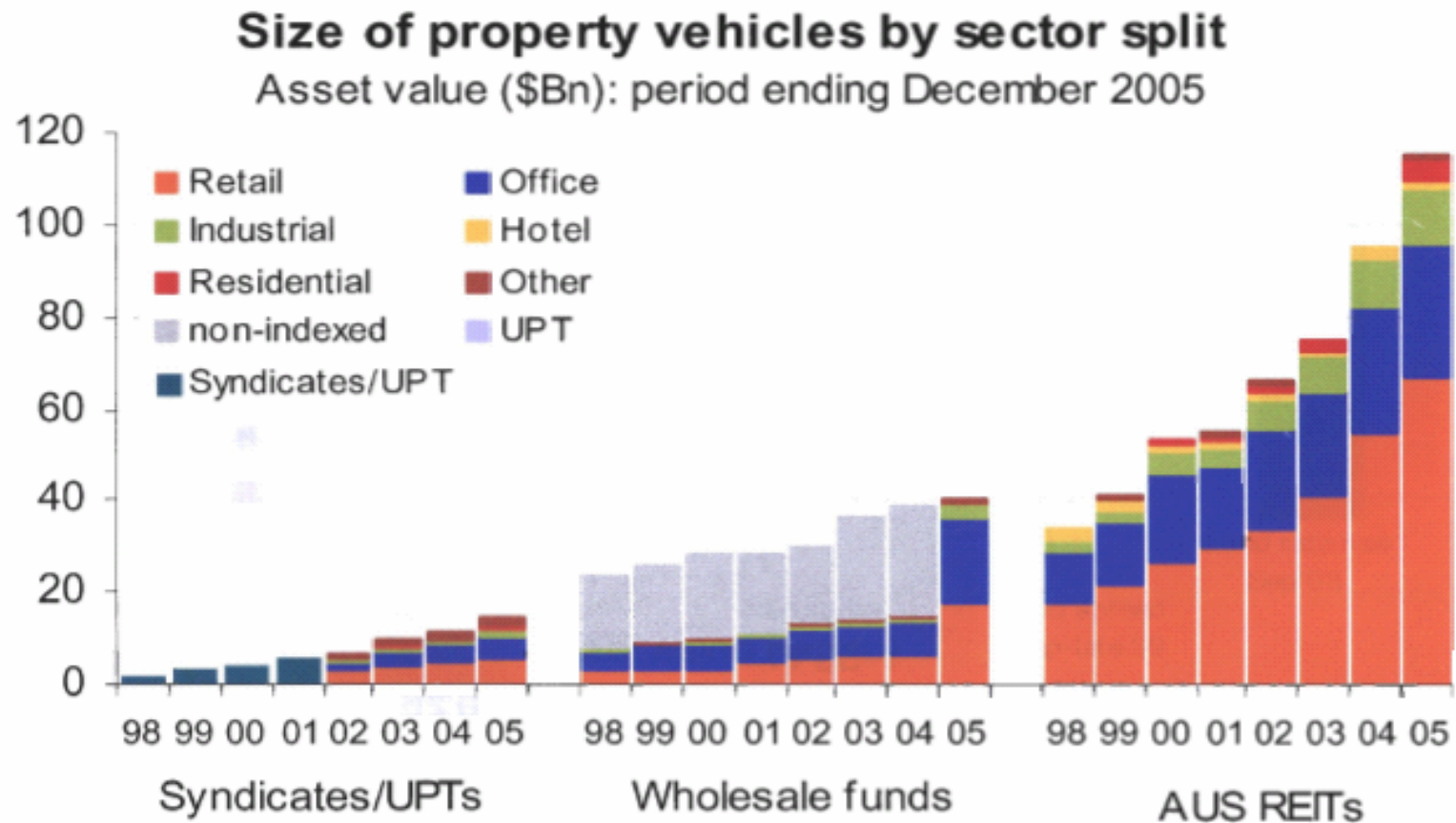
# 日本における投資対象不動産の用途の多様化

Jリート保有物件の用途別推移(取得価格)



出所:国土交通省「平成17年度不動産証券化市場の拡大とその影響に関する調査」

# オーストラリアにおける投資対象不動産の用途の多様化



Source: UBS and CFS Research

# オーストラリアにおける証券化事例(その1)

## ～Retail Chain Stores (KFC他)～



◇ 銀行系の運用会社によって組成された証券化案件で、KFC等のリテールチェーンが賃借中の35物件に投資したもの

○資産規模 総資産 5,000万豪ドル

○対象物件 オーストラリアにある

・ケンタッキー・フライドチキン

・Hungry Jacks(ハンバーガー店)

計35店舗



## オーストラリアにおける証券化事例(その2)

### ～トレーラーハウスキャンプ場～



- ◇ 旅行者向けトレーラーハウスキャンプ場も証券化の対象となっている
- ◇ いくつかのキャンプ場(1件4千万豪ドル以内)がまとめられ、非上場のファンドに組成される場合が多い。写真は豪州南部アポロベイのキャンプ場



# 地方の不動産証券化～東京から地方への進出～

## －地方の中規模ショッピングセンターの証券化－

- ◇ロックタウン大館西(秋田県大館市)
  - ◇パワーセンター大津(滋賀県大津市)
- 合計で約80億円

米投資会社大手のカーライル・グループ(本社:ワシントン)と不動産や証券化のコンサルティングを手掛けるエス・オー・ダブリュー(本社:東京)が共同で両物件を約80億円で取得

- ・食品スーパー、衣料品店など、生活必需品を扱うテナントから安定的に賃料が得られる
- ・地方の物件は、首都圏対比の地価水準が低く物件取得価格が安い



物件の商圈(人口、競合物件等)、テナントの財務状況等を詳細に調査すれば、  
地方にも証券化対象物件は多数存在



### <ロックタウン大館西>

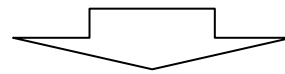
敷地面積: 38,867.34  
規模: 地上1階  
延床面積: 11,238.72㎡  
竣工: 平成7年8月8日

# 地方の不動産証券化事例～地方の自主的取組み～

## 学生用アパートを証券化(新潟県K社)

### <経緯>

- 不動産の賃貸業等を収益源とするK社は、新たな収益源を目指して、不動産証券化の分野に進出



- 証券化による収益性はほとんどないが、事業リスク、人材育成という観点も考慮し、資産規模数千万円の自社所有の賃貸物件(学生用アパート)を証券化
- 構想から事業化までは一年程度
- 不動産鑑定等は手数料等の関係から、新分野への進出に積極的な地元の業者に依頼

### <物件概要>

- 地元大学近隣の学生用賃貸アパート
- 木造2階建て
- 資産規模:約3千万

### <証券化関連データ>

- スキーム:TMK
- 出資:一口10万
- 利回り:6~7%程度
- 運用期間:7年



# 不動産投資情報提供会社

- ◇アメリカでは、各都市の投資家向け不動産情報を提供する会社が存在し、英文であるため、世界の投資家が不動産情報を入手できる
- ◇しかし、日本では、英文による各都市の投資家向け不動産情報はほとんど存在せず、**海外の投資家に日本の不動産投資情報が発信されていない**

## ◇Property & Portfolio Research, Inc. (PPR)

米国の独立系不動産情報提供会社

- 44名の職員のうち33名がエコノミスト
- オーストラリアの投資銀行Macquarieは同社よりFundamentals Serviceの供給を受け、これを基に米国不動産投資市場に関する投資家向け説明を実施

### Fundamentals Servicesによりどのような情報が得られるか？

- 米国主要54都市(次ページ参照)における不動産資産別(アパート、事務所、店舗、倉庫、ホテル)の**空室率、需給の状況、賃料の変遷等**広範な市場動向を示す**四半期毎のデータ**が得られる
- 当該地域における**業界別の雇用状況、人口の伸び、年齢別人口構成等の経済基本情報**も併せて閲覧可能

# PPRのカバーする米国都市

◇ほとんどが州都で、全米の主要な都市はすべて含まれている

- Atlanta
- Austin
- Baltimore
- Boston
- Charlotte
- Chicago
- Cincinnati
- Cleveland
- Columbus
- Dallas—Fort Worth
- Denver
- Detroit
- East Bay
- Fort Lauderdale
- Hartford
- Honolulu
- Houston
- Indianapolis
- Inland Empire
- Jacksonville
- Kansas City
- Las Vegas
- Long Island
- Los Angeles
- Memphis
- Miami
- Milwaukee
- Minneapolis
- Nashville
- New Orleans
- New York
- Norfolk
- Northern New Jersey
- Oklahoma City
- Orange County
- Orlando
- Palm Beach County
- Philadelphia
- Phoenix
- Pittsburgh
- Portland
- Raleigh
- Richmond
- Sacramento
- Salt Lake City
- San Antonio
- San Diego
- San Francisco
- San Jose
- Seattle
- Stamford
- St. Louis
- Tampa
- Washington DC



# J-REITの海外投資

## —「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン(仮称)」の作成を検討—

### J-REITの海外不動産投資に関する制約

「投資信託及び投資法人に関する法律(投資法人法)」に関する金融庁の見解

『J-REITの運用対象資産(特定資産)にいう「不動産」は、日本国内の不動産に限られない』 → そうであれば、…

制度的制約はない → 実務上の問題は？

投資法人法16条の2の価格調査が可能か？

#### 投資法人法第16条の2

投資信託委託業者が特定資産の価格等を調査させる際、当該特定資産が『不動産(土地若しくは建物又はこれらに関する所有権以外の権利をいう。)である時は、不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて調査しなければならない。』

J-REITの海外投資のため、海外不動産に対する鑑定評価手法を検討し、ボトルネック解消する必要

### J-REITの海外投資に向けた鑑定評価手法の検討

不動産鑑定評価法に関する考え方

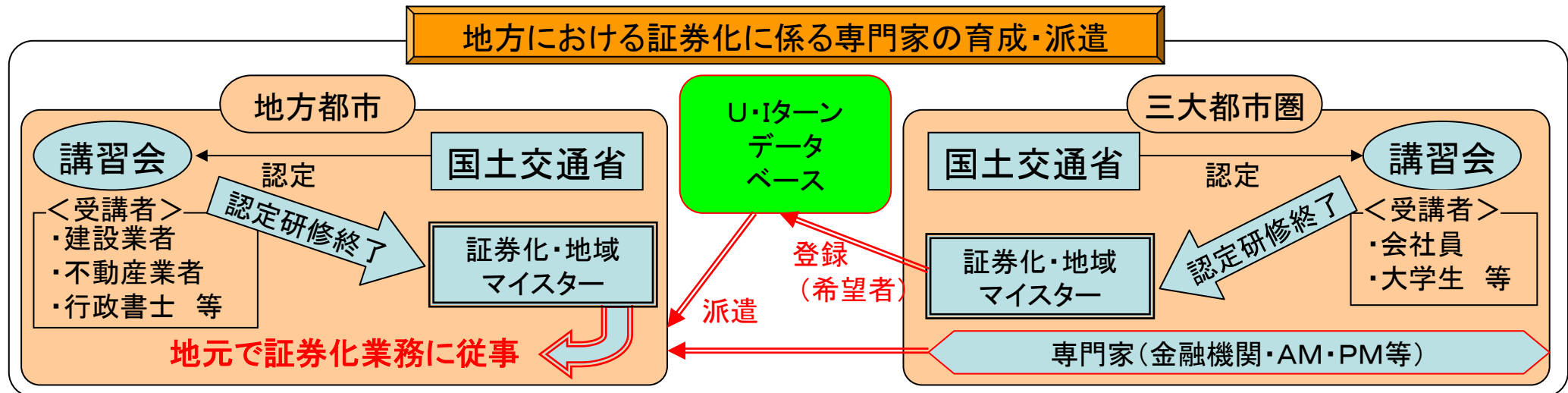
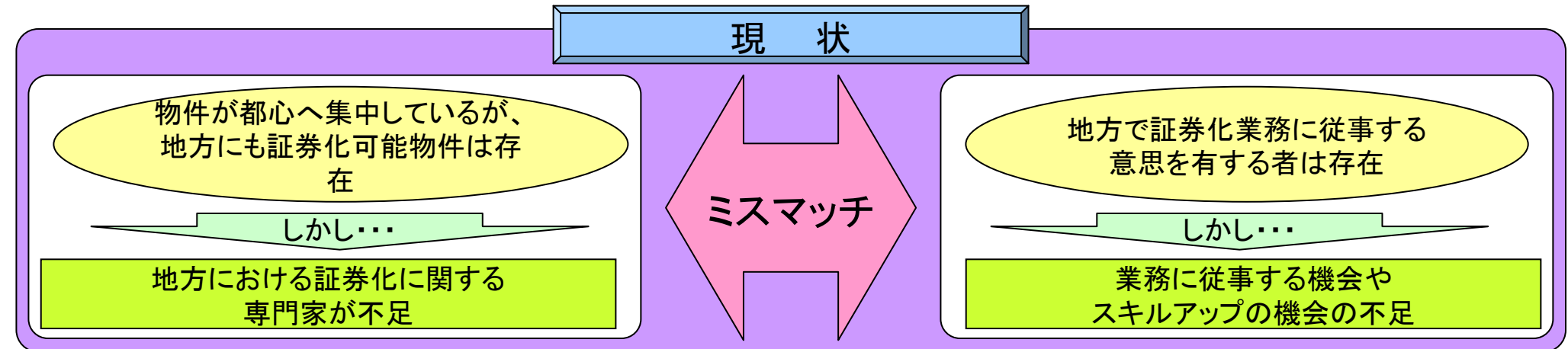
海外不動産に対する鑑定評価も、日本国内において評価し、鑑定評価書を交付するのであれば、同法の対象

法的には可能 → 課題解決がむしる実務上の必要

#### 『海外投資不動産鑑定評価ガイドライン(仮称)』の作成の検討

- <ガイドラインの検討事項イメージ>
- ・ 現地の不動産鑑定人等を補助員とした現地評価態勢の整備
  - ・ 対象物件所在地国に関する法制度・経済社会情勢等の情報の収集、蓄積 等

# 証券化・地域マイスター育成プログラム(仮称)



5年で約10,000人の就業機会を創出 → 地方においても6兆円規模の物件が証券化可能

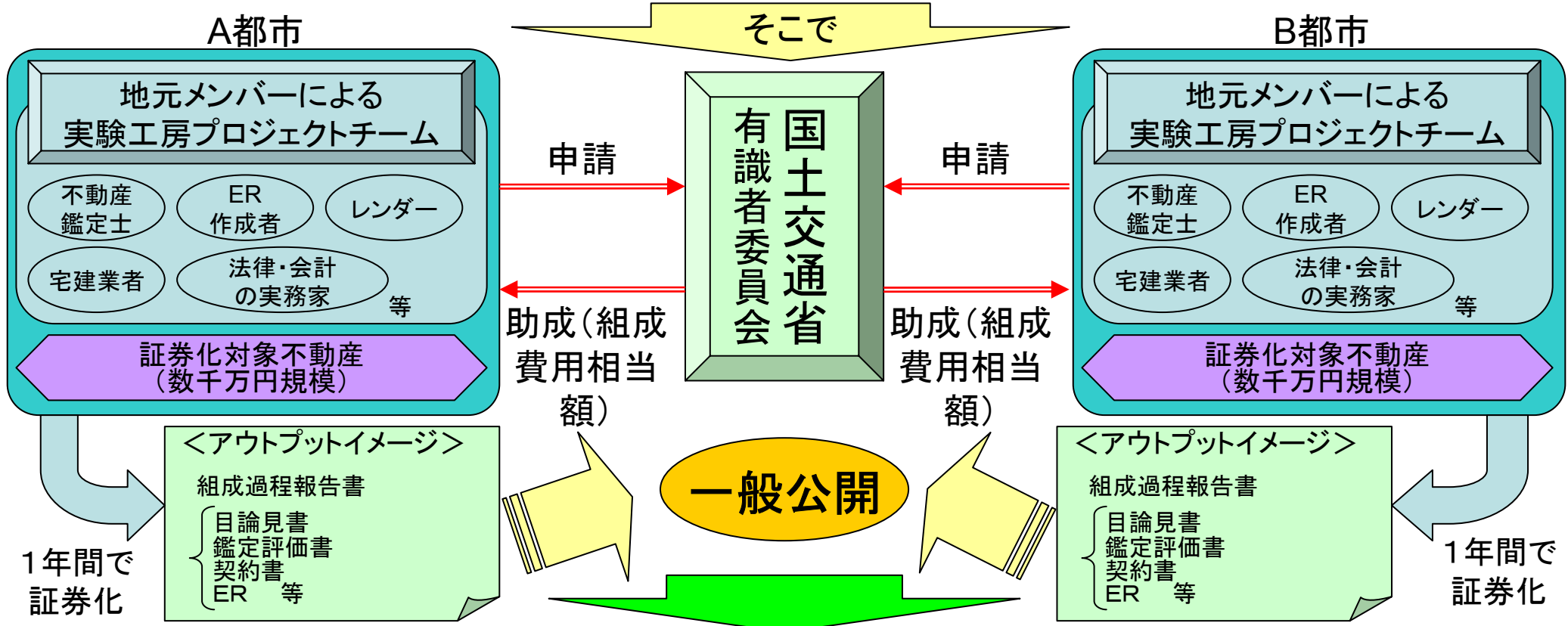


# 不動産証券化チャレンジ実験工房プロジェクト(仮称)

不動産証券化の運用にはOJTが必要  
 →実際の工程を体得しなければアレンジは困難  
 { ex. 地方都市では  
 ・ノンリコースローンの契約書、特約条項の意味がわからない  
 ・DCF法による収益還元価格を実際に算定したことがない etc.  
 →基礎的な経験値が足りない }

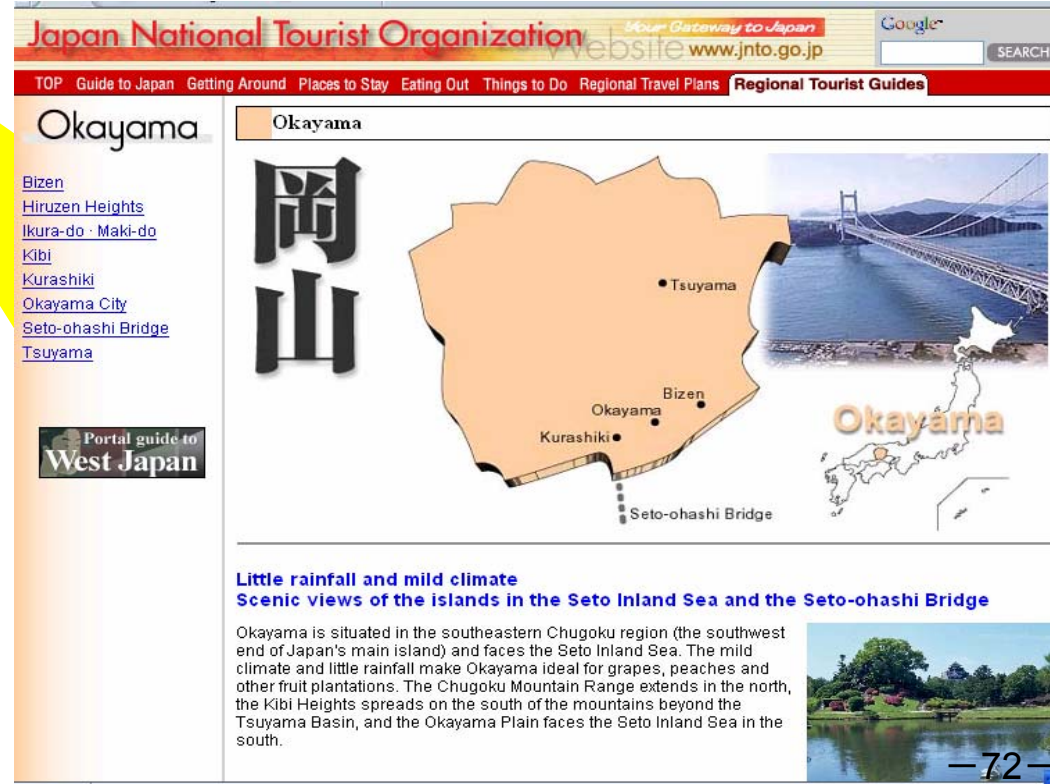
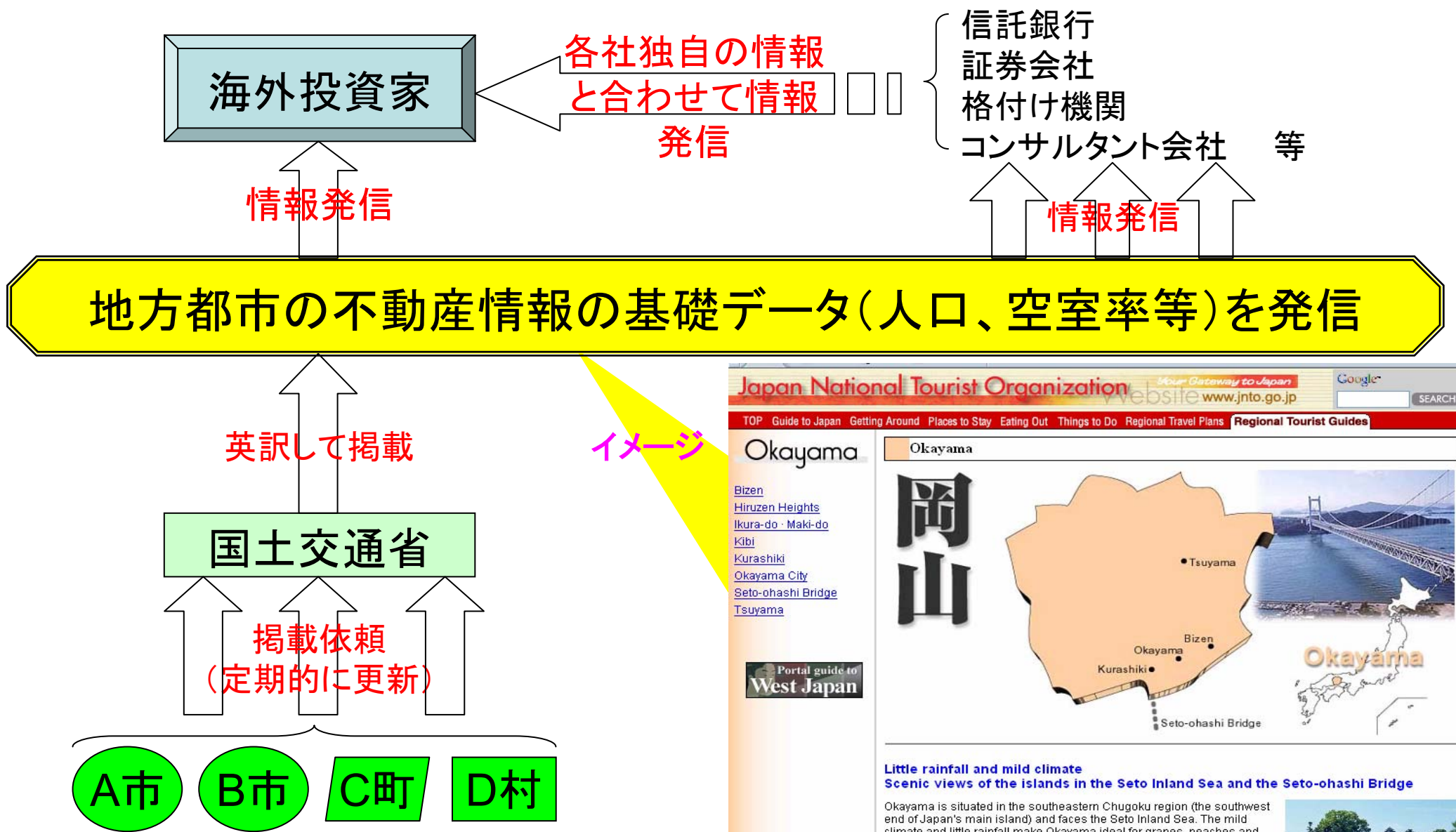
最初から高額物件により証券化を行うことはリスクが高い

不動産証券化の組成コストは高額  
 →一定規模(5~10億円)程度の物件でないと組成コストを吸収できない



☆全国各地でプロジェクトチームが組成されることにより、地方にも人材が拡大  
 ☆一般公開することにより、全国各地で証券化のノウハウとして活用

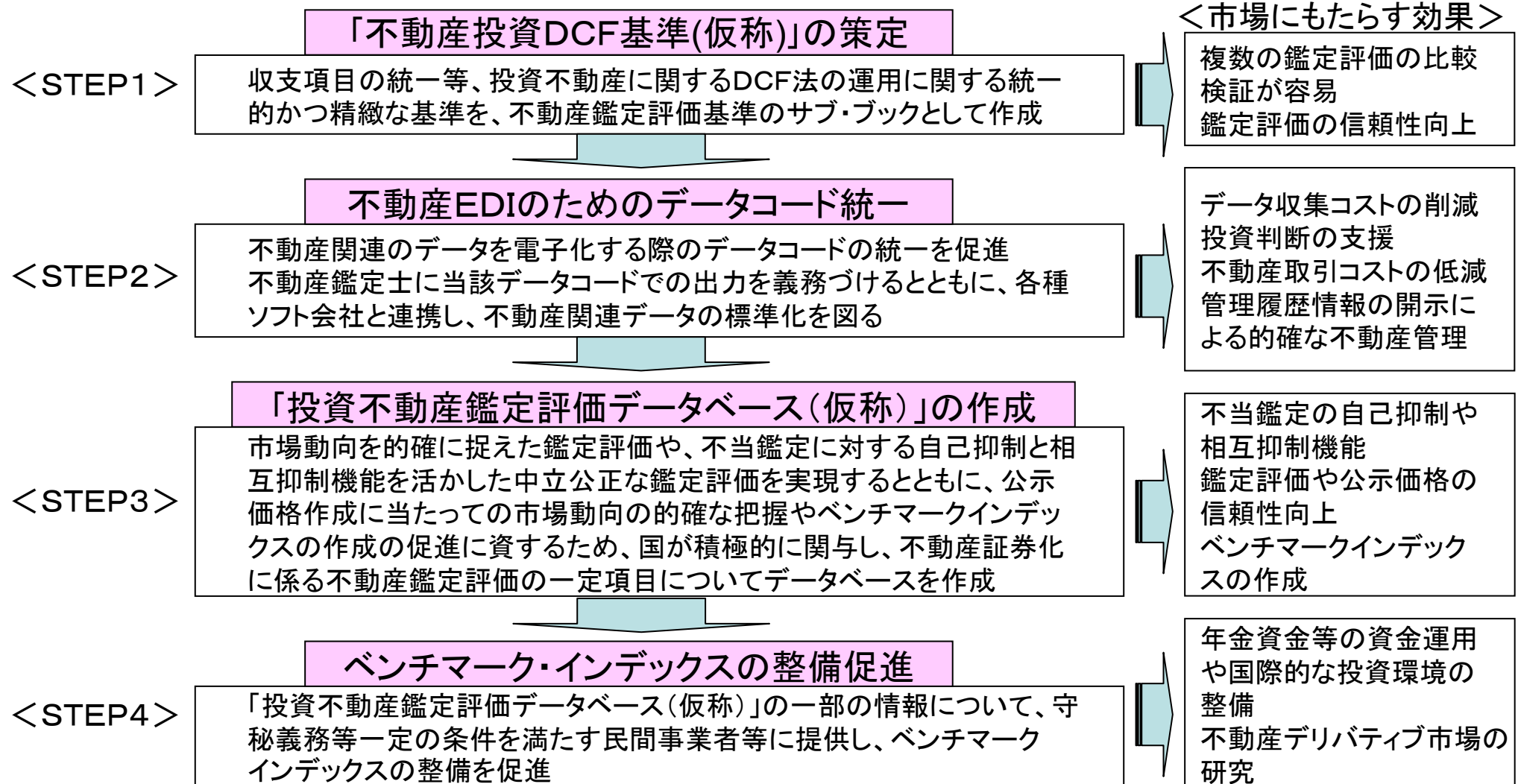
# 地方都市不動産情報国際発信事業(仮称)の創設



国際観光振興機構(JNTO)ホームページより

# 不動産市場のトランスペアレンシー(透明性)向上

不動産投資市場のトランスペアレンシー(透明性)の向上に向けて、投資不動産に関して、①収支項目の統一等DCF法の運用に関する統一的基準の策定、②不動産関連のデータコードの統一化、③鑑定評価データベースの整備、④ベンチマークインデックスの整備を、戦略的・段階的に実施

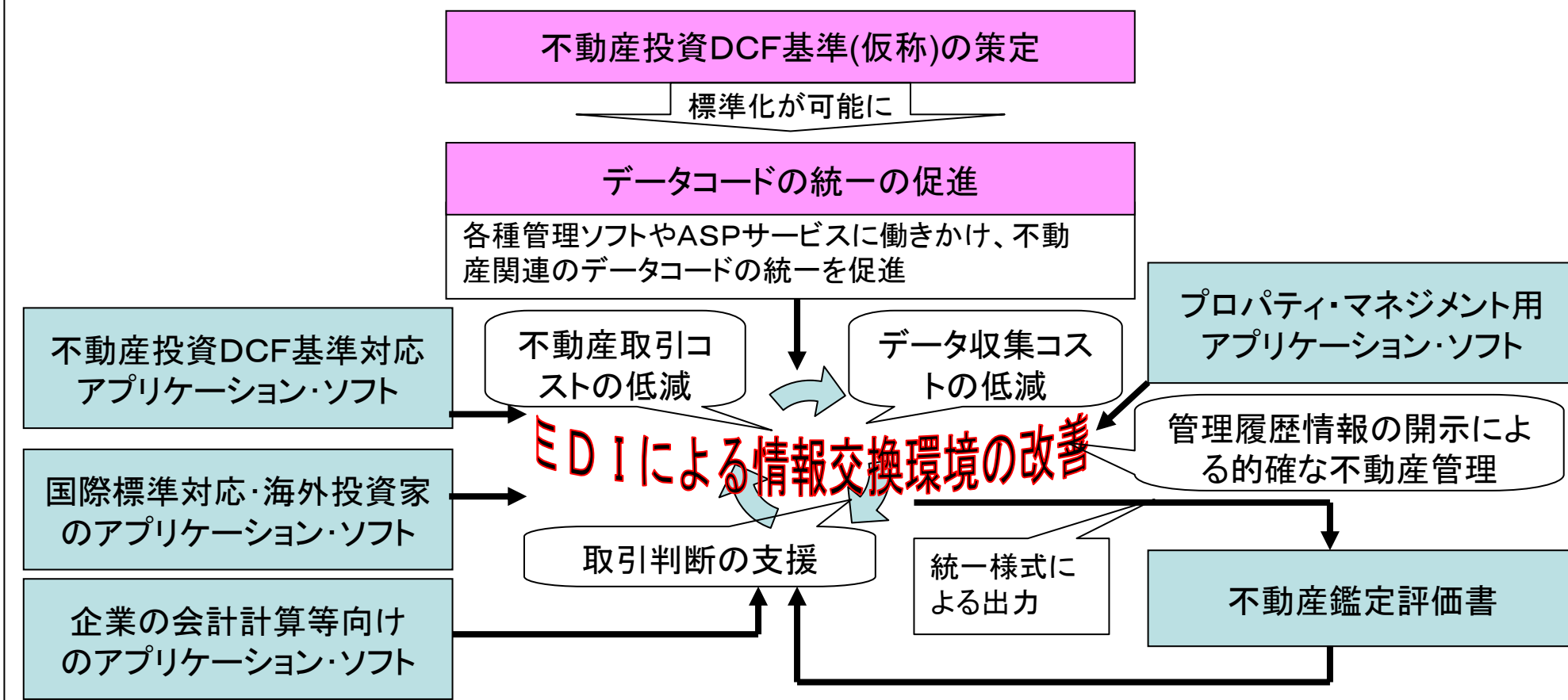


# 不動産投資DCF基準(仮称)策定を通じた不動産EDIの整備促進

## 不動産EDIとは

不動産EDI(Electronic Data Interchange)とは、投資不動産に関する情報を、標準的電子コード、フォーマットに統一し、業種・業界の枠を超えて、当該情報を電子的に交換できるようにする仕組み。

## 不動産投資DCF基準(仮称)の策定を通じた不動産EDIの整備



# 鑑定評価情報を活用したデータベース・インデックス作成

