

Jリート市場拡大策を巡る議論

NOMURA



関 雄太

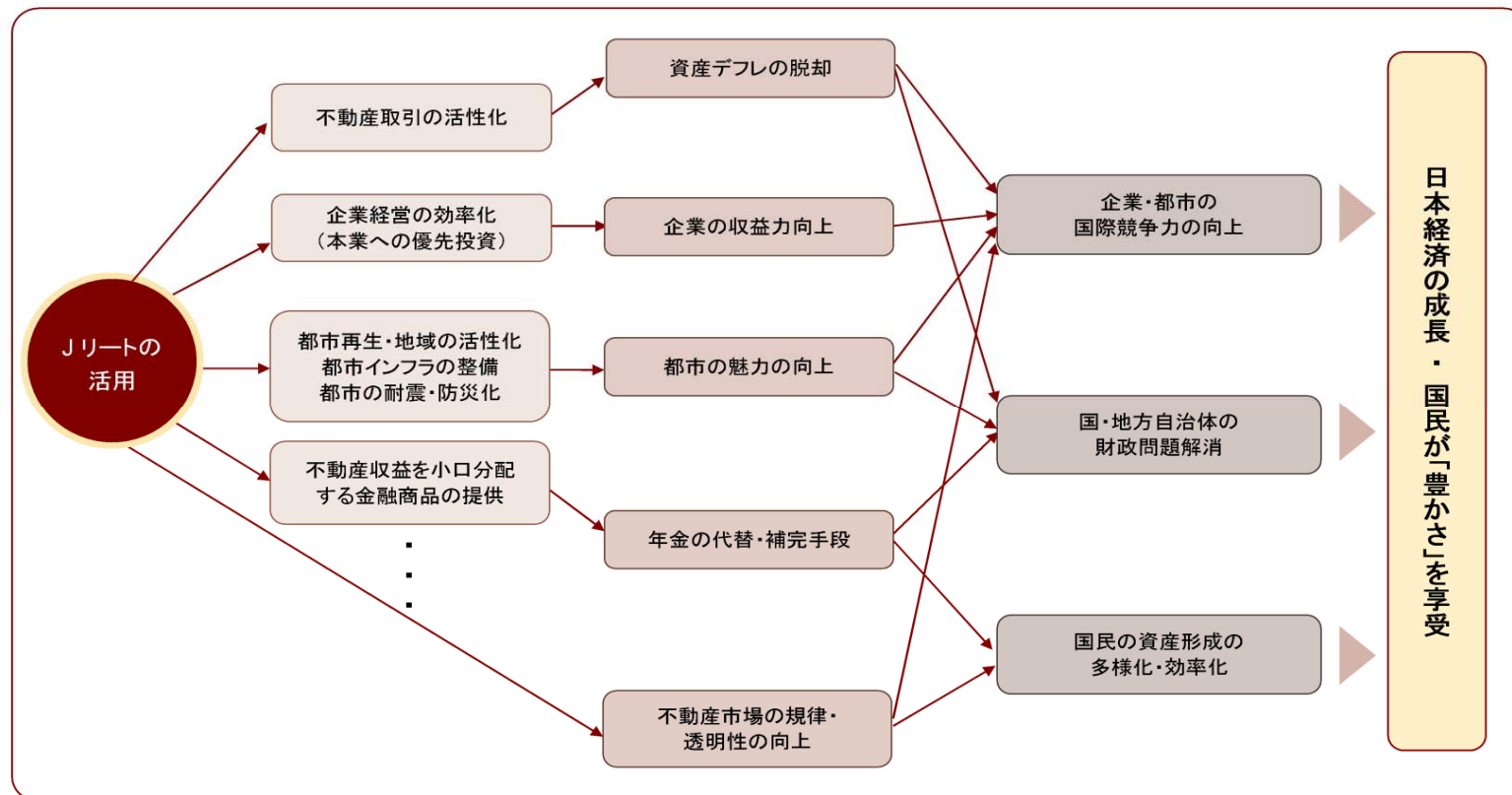
野村資本市場研究所 研究部長

2012年11月16日

年	関連イベント
2000年	投資信託及び投資法人に関する法律改正(11月)
2001年	東京証券取引所がJ-REIT市場を創設(3月)、9月に2銘柄の上場取引開始
2003年	東証REIT指数公表(4月から)、MSCIがJ-REIT2社を指数算出銘柄に採用
同	投資信託協会「投資信託等の運用に関する規則」改正により、REITのファンド・オブ・ファンズが組成可能に(7月)
2004年	東証「投資法人等の資産に関する基準の見直し」: 上場前の第三者割当等に関する規則を導入
2005年	初の公募型投資法人債発行
2006年	会社法施行(5月)
2007年	金融商品取引法施行(9月)、信託法施行(9月)
2008年	東証: J-REITの海外不動産投資を解禁(5月)
同	リーマン・ショック(9月)、ニューシティ・レジデンス投資法人がJ-REIT初の経営破たん(10月)、J-REIT運用会社の主要株主変更が相次ぐ
2009年	日銀が不動産投資法人債を適格担保化(1月)、投資法人債のリファイナンス資金供給を目的に不動産市場安定化ファンド設立(9月)
2010年	J-REIT投資法人の合併が相次ぐ
同	日銀が資産買入等の基金を創設(J-REITは当初500億円、12月から購入)
2011年	東日本大震災、日銀がJ-REIT買入金額を総額1000億円に増額(3月、8月に1100億円へ)
2012年	日銀が金融緩和の強化を発表(4月、J-REIT買入は総額1200億円へ)

(出所) 不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」などを基に野村資本市場研究所作成

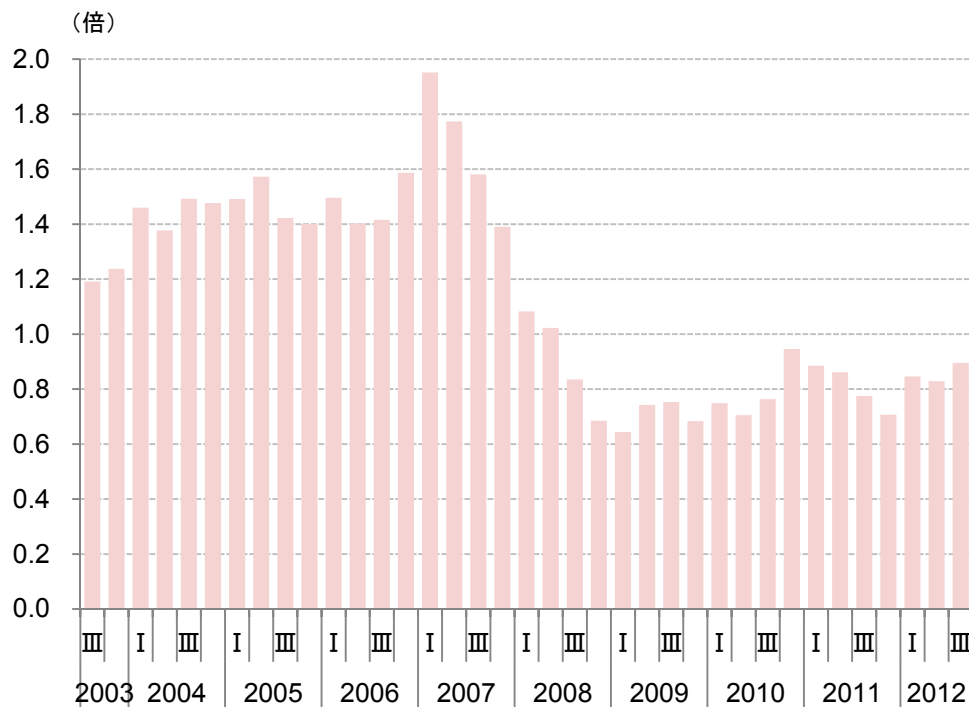
- (1) 民間資金を不動産市場に流入させるためのエンジン
- (2) 高齢化社会における個人資産運用の中核
- (3) 国際金融センター整備への貢献



(出所) Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会報告書より

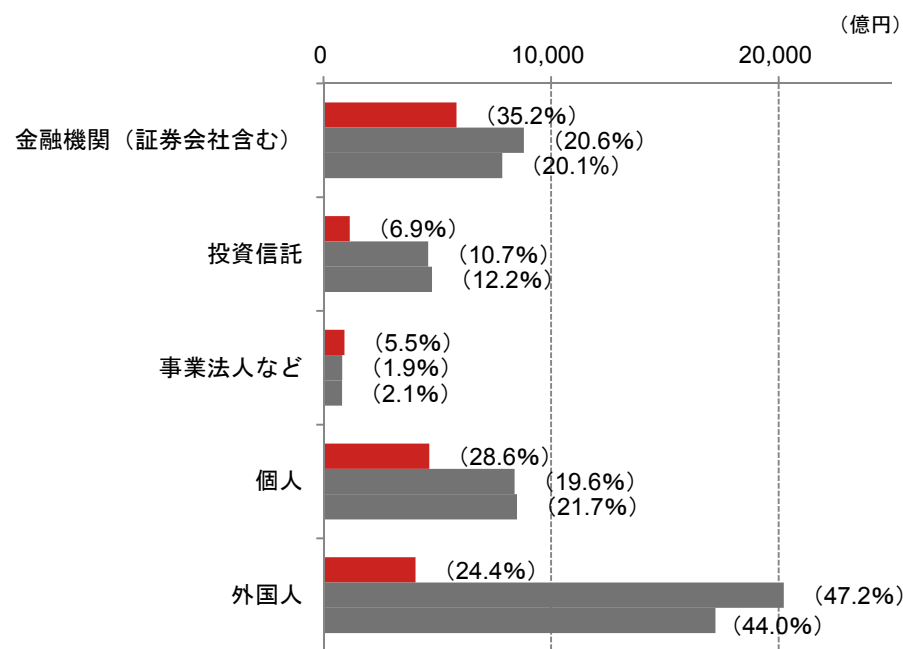
- 時間のかかる信頼性回復（信用危機の影響、欧米金融不安＋大震災の影響）
 - 継続する資産デフレ
 - 厚みに欠ける投資家層
- 純資産価値に対して割安な評価。資本調達が停滞し外部成長が実現しにくい状況。

東証REIT指数：株価純資産倍率（PBR）（四半期）



（出所）Bloombergより野村資本市場研究所作成

投資部門別不動産投資信託証券売買状況（金額）：2004年対11-12年

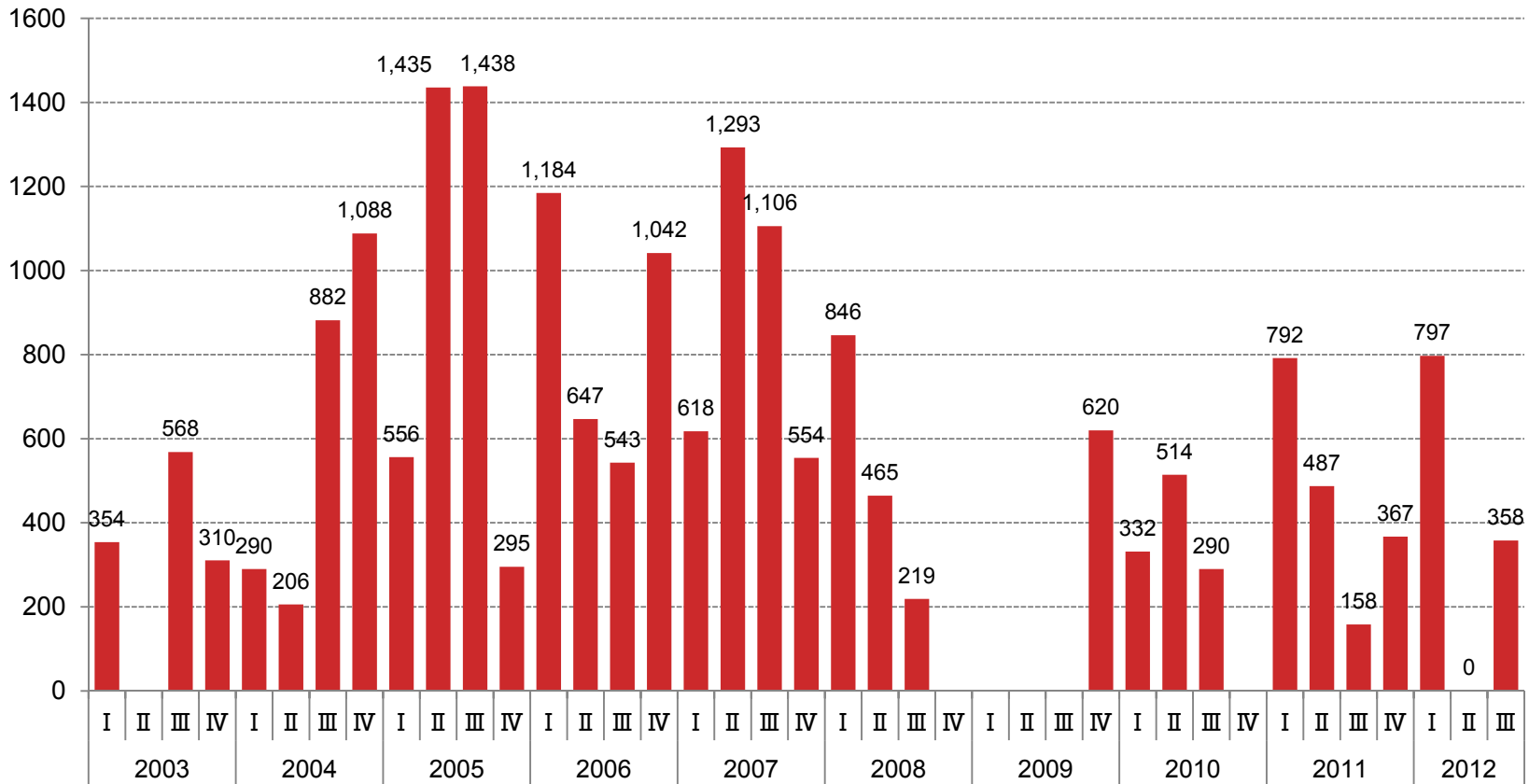


（注）カッコ内は売買代金（委託取引合計）に占めるシェア。2012年は1-10月累計
（出所）東証資料より野村資本市場研究所作成

金融危機後、停滞が続くJリートの資金調達

J-REIT:エクイティファイナンスの状況(四半期)

公募等調達額(国内、新規公開以外、払込日ベース):億円

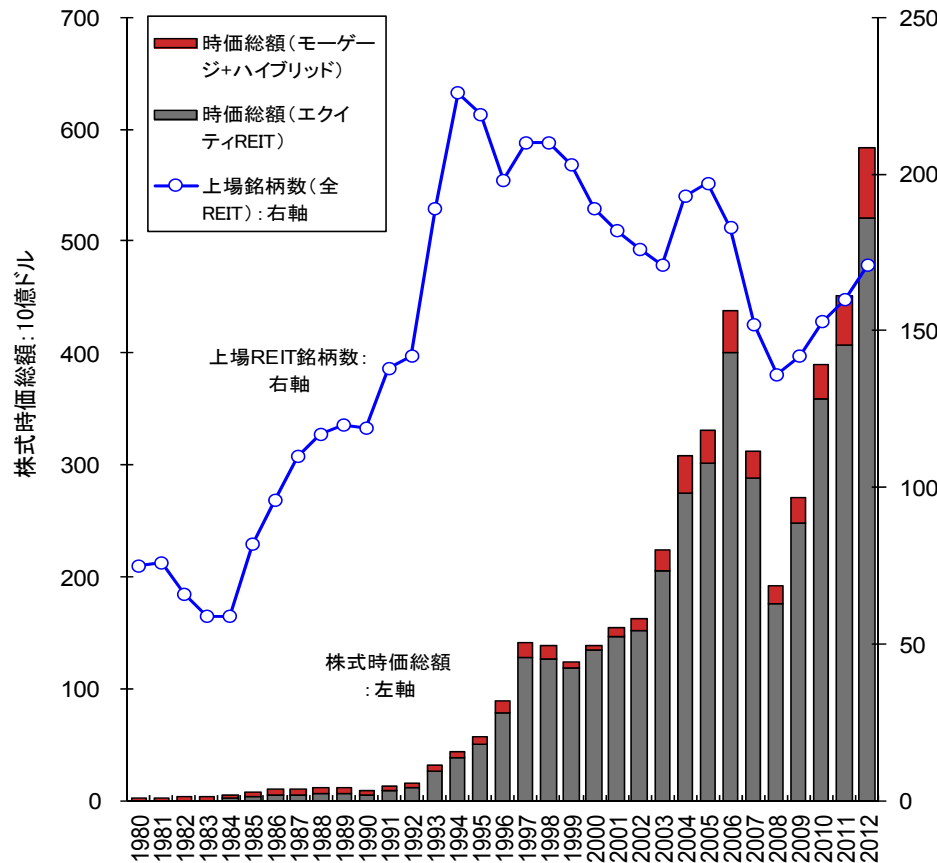


(出所)日本証券業協会資料より野村資本市場研究所作成

海外動向～米国REITの復活

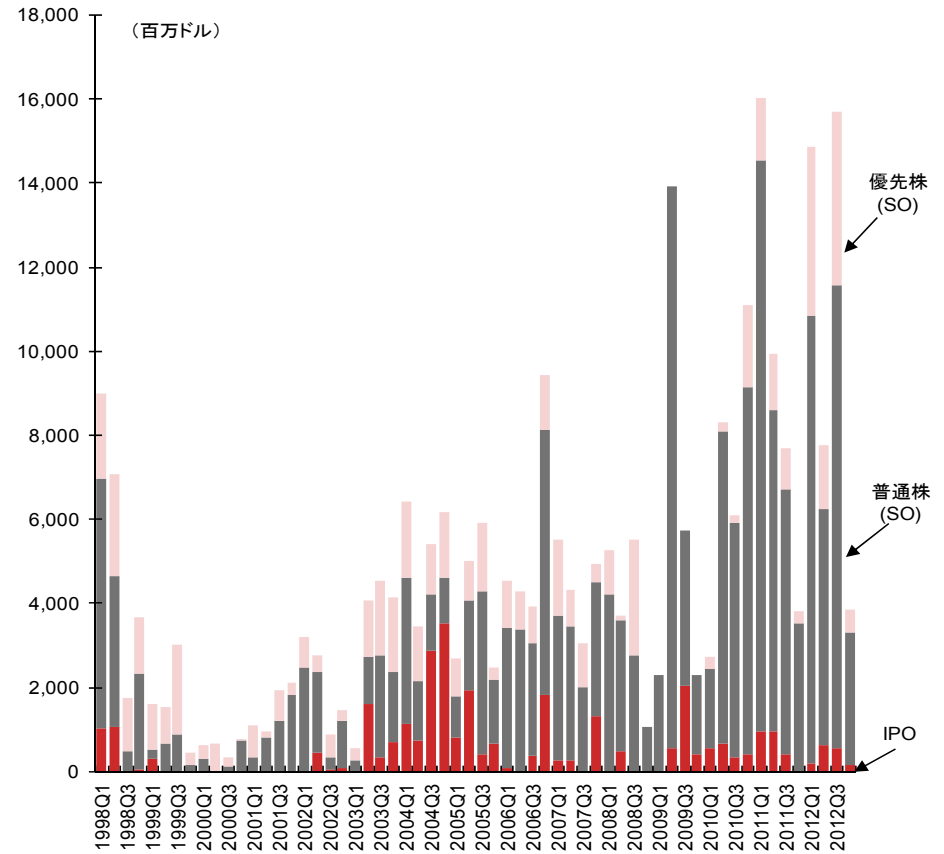
- 米国REIT:活発な資本増強によって信用力を回復し、成長の原資も確保
- 世界各国でREIT市場が創設される中で、プレゼンスを維持

米国REIT市場: 上場REIT数及び株式時価総額の推移



(注)ハイブリッドREITの分類は2010年12月より廃止。2012年データは10月末時点
(出所)NAREIT資料より野村資本市場研究所作成

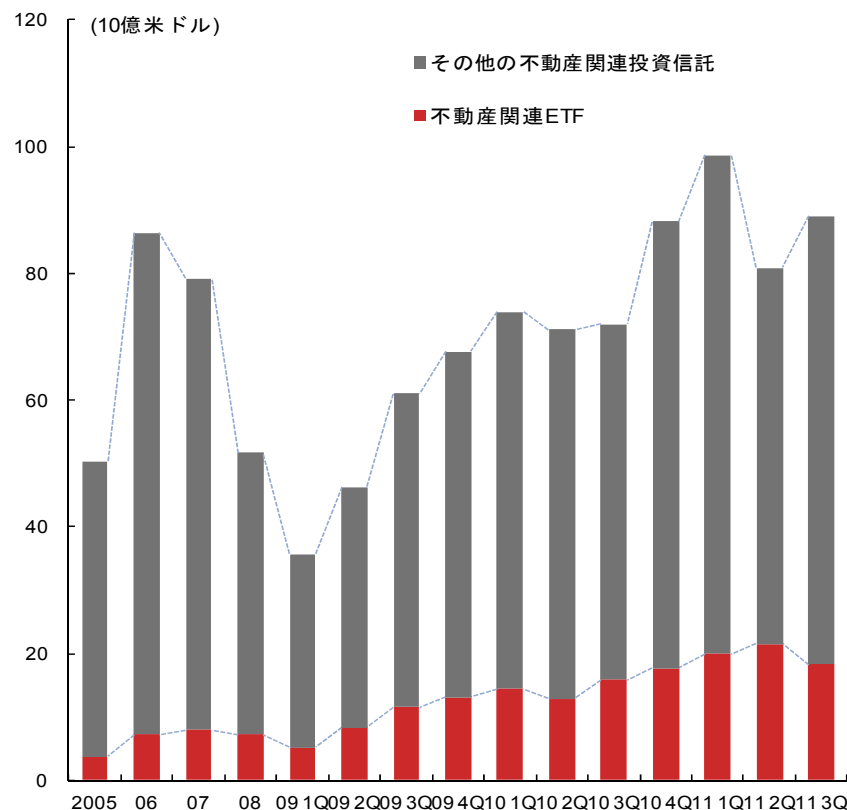
米国REIT:エクイティファイナンスの推移(四半期データ)



(注)2012年第4四半期データは10月末まで
(出所)NAREIT資料より野村資本市場研究所作成

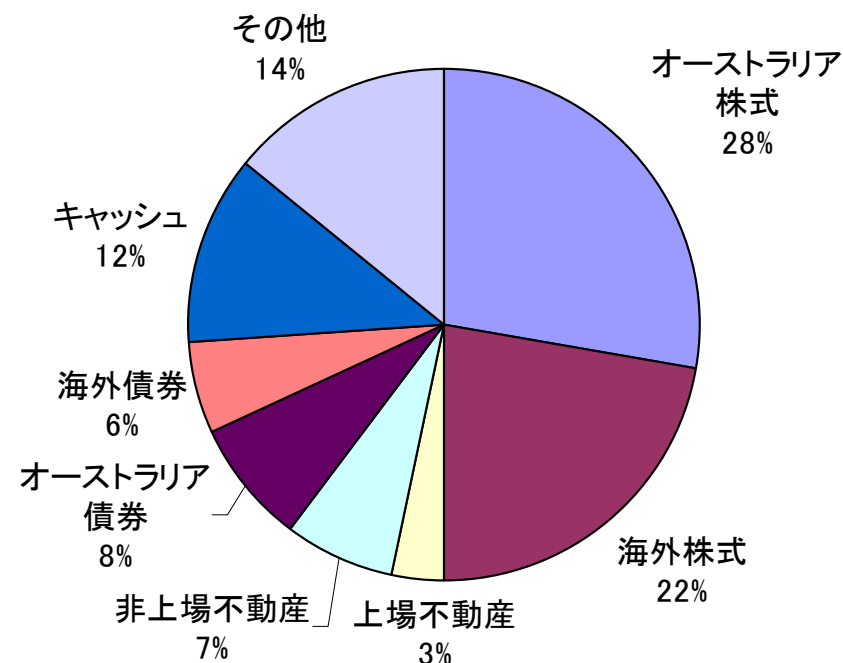
- 投資信託を通じた家計セクターのREIT投資：プロによる運用、インカムゲインの安定性、他資産との低相関
- 確定拠出年金（例：米国401kプラン、豪州スーパーアニュエーション）とREIT

米国ミューチュアルファンド(不動産関連)：純資産額の推移



(注) 2008年まで年末、2009年以降四半期末
 (出所)モーニングスター資料より野村資本市場研究所作成

豪州スーパーアニュエーションのデフォルト商品の運用内容



(注) 2009年6月時点
 (出所)APRA, Annual Superannuation Bulletin

Jリートの社会的役割：創設10年を経て新たな役割が期待される

- 不動産取引の活性化
- 民間資金の導入
- 企業経営の効率化
- 都市・地域の活性化
- インフラ更新・防災機能強化
- 資産運用手段の提供
- 資産運用業界の活性化
- 資産デフレからの脱却
- 財政不安解消への寄与
- 企業収益性の向上
- 都市・地域の魅力向上
- 都市・地域の利便性・安全性向上
- 運用の多様化、資産形成の効率化
- 関連産業への波及
- 金融市場の安定性向上
- 日本経済・企業の競争力向上
- アジアにおける国際金融センターとしての地位向上

Jリート市場の現状：再評価が求められる

- マクロ要因、日本経済の競争力や成長性に対する懸念
- 収益不動産の「最大の買い手」「最後の買い手」としての評価
- 財務政策の柔軟性が欠如
- 市場激変時の対応策（資本調達、M&Aなど）と制度安定性（会計、税など）確保が必要

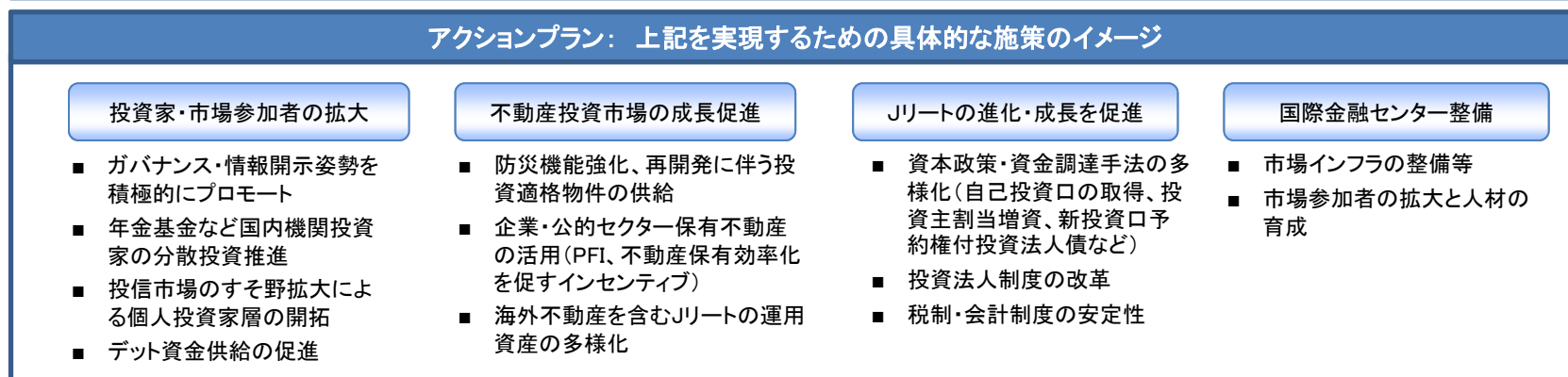
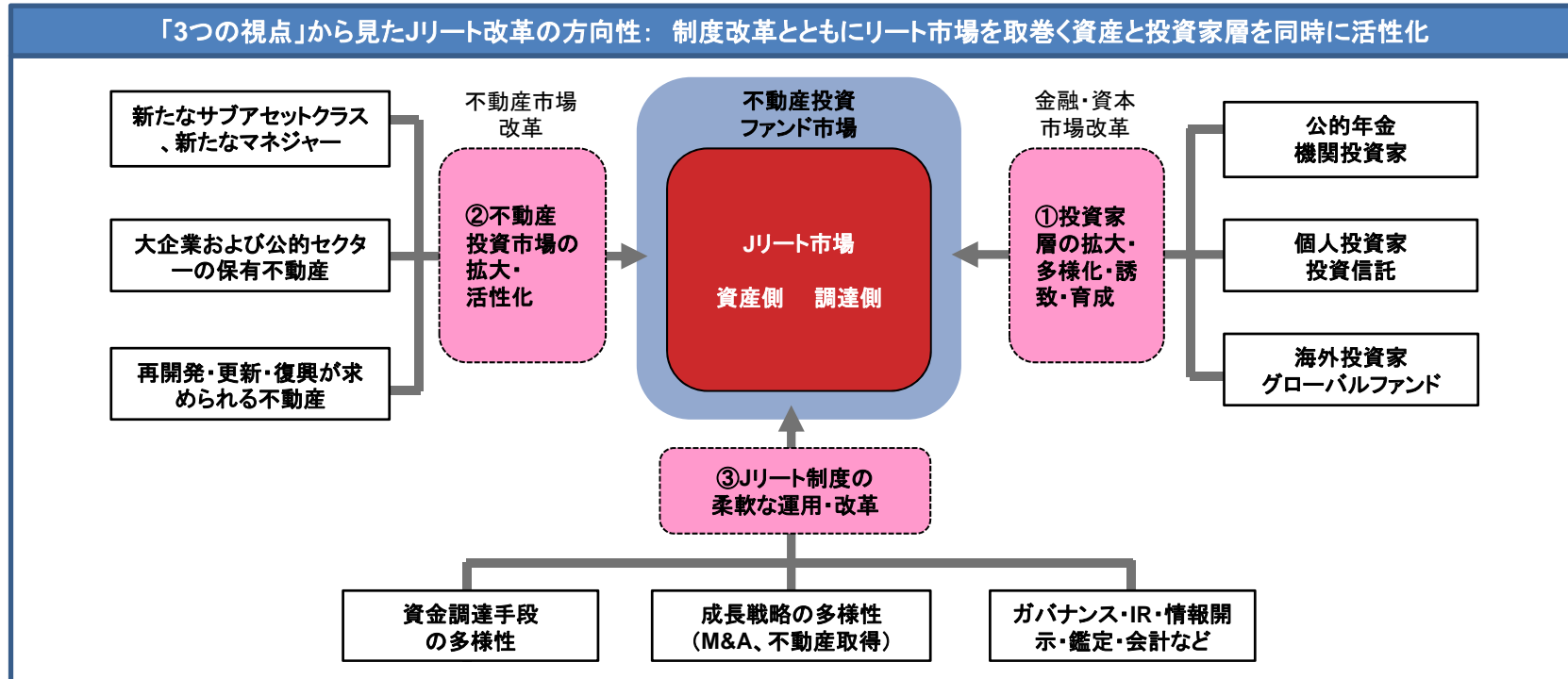
海外リート市場：グローバル競争へ

- 積極的な資本調達と多様なM&A・財務戦略で金融危機を克服
- 先進国：高齢化によって投信資産の蓄積が進む
- 機関投資家の資産分散・グローバル運用によるメリットを享受するために制度改革

「Jリート改革の方向性：制度改革とともにリート市場を取巻く資産と投資家層を同時に活性化

（出所）Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会報告書より

「3つの視点」から見たJリート市場改革の方向性



(出所)Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会報告書より

- REITの本質 = 不動産所有 + 賃貸収益の分配
 - 平時は安定的な資産、業務、キャッシュフロー
 - 経営効率化は付加価値とはなるが内部成長では収益拡大の余地が限られる
 - 増資・外部成長の必要性
 - 信用危機・不動産価格下落の際にリファイナンスリスクが急上昇する
 - 信用力維持が重要

- 投資主保護とガバナンス： インベスター・リレーションズ活動の重要性

- 財務マネジメント手法の柔軟化
 - 自己投資口の取得
 - 投資主割当増資（ライツ・オファリング）
 - 無償減資
 - 内部留保

- 税制・会計的安定性の確立も重要

- REIT制度のグローバル化と投資家の視点
 - 先進国の人口高齢化、経済成熟化が背景か
 - REIT市場の整備が国際金融センターの条件になりつつある
 - 機関投資家、投資信託マネージャーはグローバルな観点での分散投資を目指す
 - Jリート of 海外不動産投資に対する視点

- アセットクラスの多様化
 - 資産クラスは多様であるほど良い
 - 米国REIT市場のアセットクラスの多様化は、資本市場のアクセスを背景にしたベンチャーの成長、M&Aや課税法人化(DeREIT)を通じた再編・淘汰によって進展

(参考)世界の上場REIT市場規模

国名		上場REIT数		時価総額(10億円)		
		(Mar 2011)	(Mar 2012)	(Mar 2011)	(Mar 2012)	
1	米国	US-REIT	157	164	35,559	43,800
2	オーストラリア	A-REIT	56	54	6,753	6,627
3	フランス	SIIC	43	41	6,044	4,949
4	日本	J-REIT	35	35	3,537	3,579
5	カナダ	C-REIT	34	33	3,035	3,537
6	英国	UK-REIT	25	24	3,436	3,165
7	シンガポール	S-REIT	24	26	2,413	2,570
8	香港	HK-REIT	7	8	1,038	1,325
9	オランダ	FBI	6	5	1,093	813
10	トルコ	REIC	21	24	688	640
11	ベルギー	SICAFI	15	15	648	614
12	ブラジル	FII	50	70	378	605
13	マレーシア	M-REIT	14	15	297	453
14	南アフリカ	PUT	5	5	448	447
15	タイ	PFPO	31	37	238	337
16	ニュージーランド	PIE	9	9	255	307
17	台湾	T-REIT	8	6	173	193
18	ドイツ	G-REIT	3	4	116	131
19	メキシコ	FIBRAS	1	1	55	130
20	イタリア	SIIQ	2	2	220	129
21	ブルガリア	SPIC	60	62	84	92
22	ギリシャ	REIC	3	3	55	30
23	イスラエル	REIF	2	2	22	21
24	韓国	K-REIT	6	8	17	17
合計			617	653	66,600	74,466

(出所) 不動産証券化協会 『不動産証券化ハンドブック2012』

(参考)アセットクラスが多様化に牽引された米国REIT市場の拡大

NOMURA

米国REIT市場:セクター別上場REIT数及び株式時価総額(2時点比較)

2003年11月28日時点

REIT 社数	セクター／サブセクター	株式時価総額 (セクター 構成比%) (百万ドル)	
37	オフィス／産業用施設	57,693	26.4
21	オフィス	34,505	15.8
9	産業用施設 (Industrial)	12,469	5.7
7	オフィス・産業用施設混合	10,719	4.9
34	商業施設	57,095	26.1
19	近隣ショッピングセンター	25,894	11.8
8	リージョナルモール	27,075	12.4
7	ロードサイド商業施設 (Free Standing)	4,126	1.9
24	賃貸住宅	34,979	16.0
20	賃貸アパート	33,115	15.1
4	プレハブ住宅 (Manufactured Homes)	1,863	0.9
18	複合 (Diversified)	18,141	8.3
15	ホテル／リゾート	9,173	4.2
3	レンタル倉庫 (Self Storage)	7,788	3.6
13	ヘルスケア	11,723	5.4
7	特殊施設 (Specialty)	7,877	3.6
20	モーゲージREIT	14,155	6.5
12	住宅ローン (Home Financing)	8,419	3.9
8	商業不動産ローン (Commercial Financing)	5,736	2.6
171	セクター全体	218,625	100.0

2012年10月31日時点

REIT 社数	セクター／サブセクター	株式時価総額 (セクター 構成比%) (百万ドル)	
31	オフィス／産業用施設	86,238	14.9
19	オフィス	54,345	9.4
7	産業用施設 (Industrial)	21,209	3.7
5	オフィス・産業用施設混合	10,685	1.8
33	商業施設	139,278	24.0
18	近隣ショッピングセンター	41,427	7.1
8	リージョナルモール	86,163	14.8
5	ロードサイド商業施設 (Free Standing)	11,688	2.0
19	賃貸住宅	77,998	13.4
16	賃貸アパート	73,766	12.7
3	プレハブ住宅 (Manufactured Homes)	4,232	0.7
15	複合 (Diversified)	36,209	6.2
16	ホテル／リゾート	27,152	4.7
4	レンタル倉庫 (Self Storage)	31,515	5.4
11	ヘルスケア	64,093	11.0
4	森林 (Timber)	27,460	4.7
2	インフラストラクチャー	27,935	4.8
32	モーゲージREIT	62,744	10.8
18	住宅ローン (Home Financing)	54,257	9.3
14	商業不動産ローン (Commercial Financing)	8,487	1.5
167	セクター全体	580,622	100.0

(出所) NAREIT資料より野村資本市場研究所作成