

不動産鑑定士制度推進議員連盟 証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関する プロジェクトチーム（第3回）

平成二十七年二月十七日（火）
八時 党本部8階リバティ4号室

一、開 会 不動産鑑定士制度推進議員連盟事務局次長 山下 貴 司

二、挨 拶 不動産鑑定士制度推進議員連盟会長 保岡 興 治

証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関する
プロジェクトチーム座長 山 本 幸 三

三、議 事
議題…REIT市場の問題点について

○J-REIT市場の現状と課題について

大和証券株式会社 不動産・REITセクター担当部長 植 田 陽 二

○J-REIT市場の見通しについて

みずほ投信投資顧問株式会社 チーフファンドマネージャー 伊 藤 昌 哉

○グローバル化する資産評価制度と機械設備・インフラの評価

一般社団法人日本資産評価士協会 専務理事 若 山 和 夫

○ホテル等のオペレーショナルアセットREITの問題点

立教大学ビジネスデザイン研究科 特任教授 平 浩 一 郎

四、質 疑

五、閉 会

不動産鑑定士制度推進議員連盟

証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関する

プロジェクトチーム（第3回）出席者

国土交通省 土地・建設産業局

毛利 信二 局長

長谷川 博章 次長

瀬口 芳広 地価調査課長

小林 靖 不動産市場整備課長

高橋 友昭 鑑定評価指導室長

小林 正典 不動産投資市場整備室長

金融庁 監督局

井上 俊剛 証券課長

公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会

熊倉 隆治 副会長

奥田 かつ枝 常務理事

門脇 英穂 鑑定評価基準委員会
副委員長

日本不動産鑑定士政治連盟

神戸 富吉 会長

八杉 茂樹 副会長

後藤 計 幹事長

磯尾 隆光 副幹事長

一般社団法人不動産証券化協会

内藤 伸浩 総括参与

立教大学大学院ビジネスデザイン研究科

久恒 新 教授

証券化対象不動産の鑑定評価のあり方に関するPT 【第3回会合】

PASSION
FOR THE
BEST

J-REIT市場の現状と課題について

2015年2月17日

大和証券株式会社

Daiwa
Securities

サマリー

1 J-REITの平均利回り、対国債スプレッドは着実に低下

- 2014年で利回りは約0.9%低下
- 用途毎に格差、中でも大型オフィスビルのパフォーマンスが最も低い

2 不動産鑑定に対する開示、チェック体制は進化

- 東証は不動産鑑定に対する適時開示内容を改善
- 資産運用会社には不動産鑑定士資格を持った人間が重要な使用人であると同時に、投資委員会に外部の不動産鑑定士が参加しチェック体制も充実
- REIT各社も積極的なIR活動により投資家との対話を年中実施

3 今後の課題

- 利回りの更なる低下のためには、投資家の参加者が増えることが必要
- GPIFの参加は既に大きなインパクト
- かんぽ生命、ゆうちょ銀行の参加可能性

J-REIT市場の動き

- 東証REIT指数はTOPIXをアウトパフォーム。特に、2014年秋以降、日銀の追加金融緩和、10年国債利回りの低下を背景に、相対的に利回りの厚いJ-REITへ投資家の注目が集まった。
- J-REITの平均分配金利回りについては3%程度まで低下。一方で、分配金利回リスプレッド(分配金利回り-10年国債利回り)は、2%半ばから後半で推移しており、過去の水準を鑑みると利回り低下余地は未だあるものと考えられる。

(出所) Bloombergより大和証券作成

(注) 分配金利回りは予想値を当該日終値で除したものを、時価総額で加重平均

東証REIT指数の推移
(2013/12/30 ~ 2015/2/9)



J-REITの分配金利回りの推移
(2002/1/ ~ 2015/2/6)

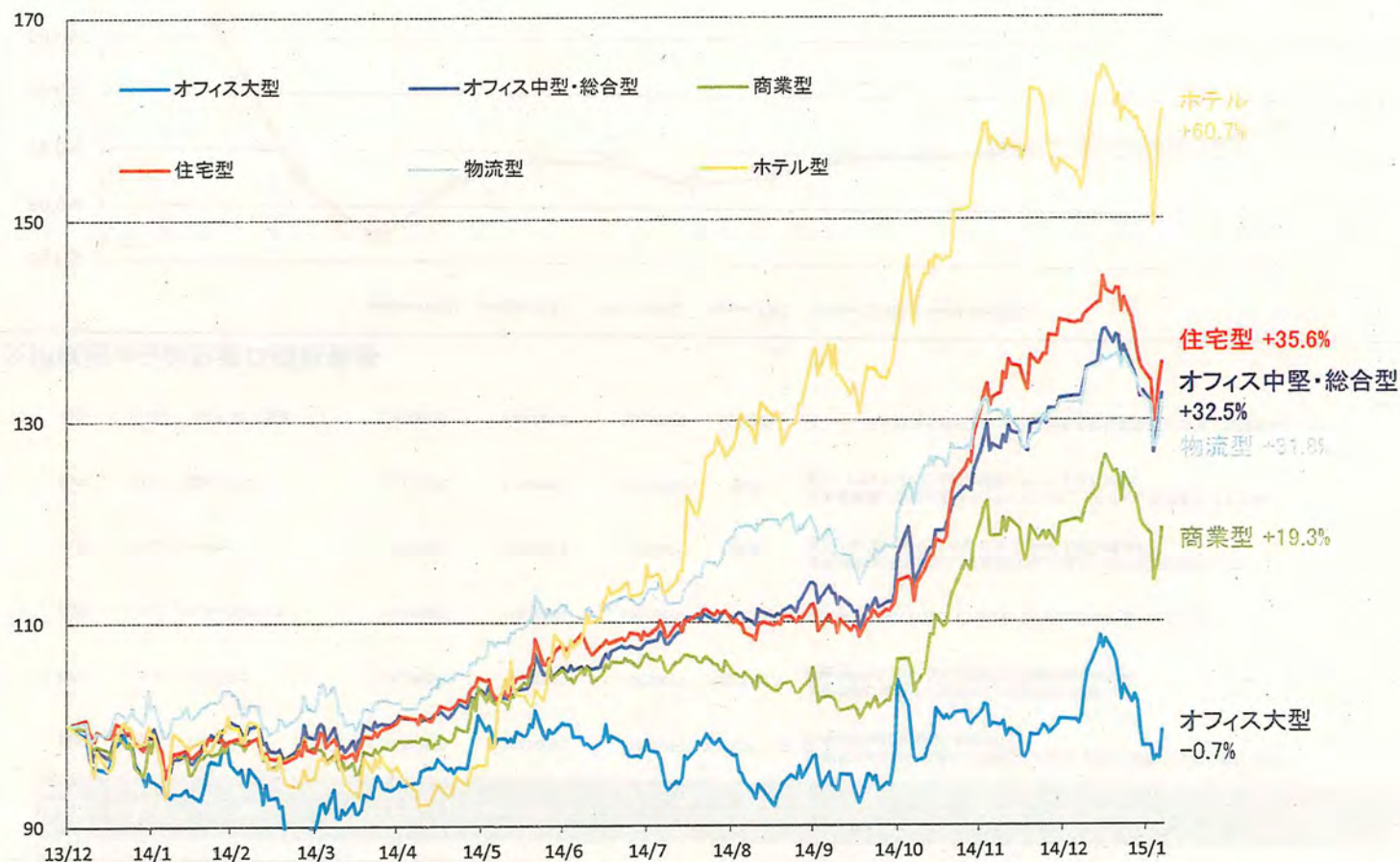


セクター別の投資口の動向

- 足元1年間において、成長期待の高いホテルREITが好調に推移
- 一方で、オフィス大型REITについては、既に利回りが低く、オフィス賃料の回復がスローなため、軟調に推移
- オフィス大型の時価総額は全体の14.9%を占めるため、当該セクターのパフォーマンスが市場に与える影響大（2015年2月12日現在）

アセットタイプ別のJ-REITパフォーマンス

(2013年末=100)



(出所) Bloombergより大和証券作成
(注) 2013/12/30を100として指数化

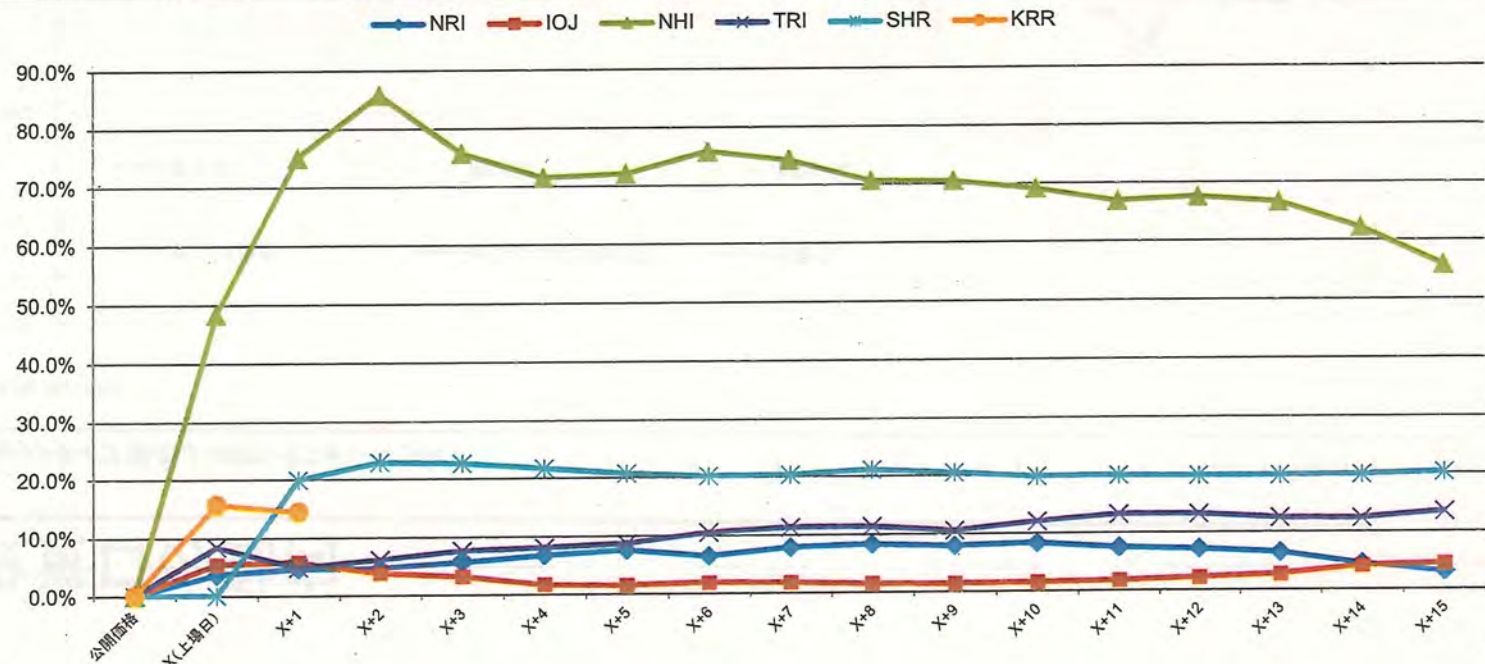
直近のIPO事例における投資口パフォーマンス

直近のIPO事例

- 直近、IPOを公表した6銘柄を比較。6銘柄全て初値が公開価格を上回り、REITのIPO市場は非常に好調。
- 日本ヘルスケア、トーセイリートの投資口価格が公開価格を大きく上回って推移していることから、投資家の投資対象がヘルスケアや中小型オフィスにまで広がっているものと思料。

銘柄名	上場日	銘柄	募集総額	公開価格	初値	タイプ	ポイント
国内	3/20	日本リート	381.55億円	252,000円	262,000円	中小型オフィス	双日がスポンサーを努め、中小オフィスを主な投資対象とする総合型リート。物件の平均取得価格は約30億円。
国内	5/1	インベスコ	444.12億円	103,000円	108,900円	大型オフィス	大都市圏に位置する大型オフィスを中心に投資。現在5物件保有しており、取得合計価格は約786億円。
国内	10/1	日本ヘルスケア	61.50億円	150,000円	222,200円	ヘルスケア	老人ホーム等のヘルスケア施設に特化した日本で初めてのリート。
国内	10/28	トーセイ	93.44億円	103,000円	115,000円	総合	取得競争相手の少ない、東京都心部より離れた郊外部・辺縁部エリア、あるいは、相対的に築年数の高い物件を投資対象とする。
国内	10/31	積水ハウス	693.00億円	110,000円	135,000円	総合	三大都市圏に位置するハイクラスオフィスビルを中心に取得を目指す方針。また、オフィス以外にも商業施設、ホテルも投資対象。
GO	1/6	ケネディクス商業	598.00億円	230,000円	260,500円	地方商業	スーパーや小型商業施設といった「生活密着型商業施設」に特化した商業系リート。

公開価格からの投資口価格推移



(出所)各投資法人の開示資料、キャピタルアイ及びBloombergより大和証券作成

鑑定評価書に関する適時開示内容の充実

- 東証は、一層の投資家保護を実現するために、東証は昨年12月付けで、「鑑定評価書の概要」を、開示事項と定めるとともに、開示内容について明確化

※東証の定めた開示内容

- ・物件の名称、鑑定評価額、鑑定評価機関の名称及び価格時点
- ・鑑定評価に当たって試算した収益価格及び積算価格
- ・収益価格に関して、各算定方式の算定結果の数値及び算定に当たって用いた収益費用項目等
- ・積算価格に関して、当該積算価格における土地比率と建物比率の内訳
- ・その他、鑑定評価機関が鑑定評価に当たって留意した事項がある場合は、その内容

(出所)東京証券取引所「運用資産に係る資産の譲渡又は取得時における鑑定評価書に関する適時開示内容の充実について」(2014年11月4日)

適用前

※コンフォリア・レジデンシャル投資法人
「資産の取得に関するお知らせ(コンフォリア新大阪) 2013年8月30日

(単位：千円)	
物件名	コンフォリア新大阪
鑑定評価機関	森洋総合鑑定株式会社
価格時点	平成25年6月30日
鑑定評価額	2,430,000

取得原資産による収益価格 (①+②)	2,430,000
① 賃貸収益	175,759
都市収収	184,136
賃貸収益(賃貸収入)収入	172,675
水電光熱費収入	2,613
駐車場等収入	1,176
修繕費・更新料等	1,445
その他の収入	227
空室等損失相当額	▲ 18,377
貸倒損失相当額	0
② 運営費用	34,284
維持管理費	5,492
水電光熱費	4,356
修繕費	5,753
プロパティマネジメントフィー	4,245
ポイント管理費用等	4,326
公設公園	9,239
損害保険料	924
その他の費用	0
③ 運営収益 (①①-①②)	139,375
④ 税金等の運用費	292
⑤ 資本的支出	5,653
⑥ 減価 (NCF: ③+④-⑤)	124,014
⑦ 還元利回り	5.4%
DCF法による収益価格	2,430,000
割引率	5.1%
最終還元利回り	5.7%
積算価格	1,789,000
土地・建物の不動産価格	1,750,000
土地価格	560,000
建物価格	1,220,000
積算価格	100%

(注) 割引率は、森洋総合鑑定株式会社が評価対象不動産に関して採用した割引率の算定を基に算定しています。

適用後

※コンフォリア・レジデンシャル投資法人
「資産の取得及び貸借に関するお知らせ
(コンフォリア神田神保町他11物件) 2015年1月7日

(単位：千円)	
物件名	コンフォリア神田神保町
鑑定評価機関	森洋総合鑑定株式会社
価格時点	平成25年10月31日
鑑定評価額	1,920,000
取得原資産による収益価格 (①+②)	1,245,000
① 賃貸収益	78,102
都市収収	82,082
賃貸収益(賃貸収入)収入	78,005
水電光熱費収入	0
駐車場等収入	0
修繕費・更新料等	2,447
その他の収入	35
空室等損失相当額	▲ 2,500
貸倒損失相当額	0
② 運営費用	15,908
維持管理費	5,192
水電光熱費	12
修繕費	1,727
プロパティマネジメントフィー	2,117
ポイント管理費用等	2,843
公設公園	3,741
損害保険料	273
その他の費用	0
③ 運営収益 (①①-①②)	62,196
④ 税金等の運用費	177
⑤ 資本的支出	2,006
⑥ 減価 (NCF: ③+④-⑤)	60,257
⑦ 還元利回り	4.5%
DCF法による収益価格	1,200,000
割引率	4.3%
最終還元利回り	4.7%
積算価格	1,190,000
土地・建物の不動産価格	1,200,000
土地価格	1,020,000
建物価格	237,000
増減価償却	100%
処分率	0.0463
修正率	100%

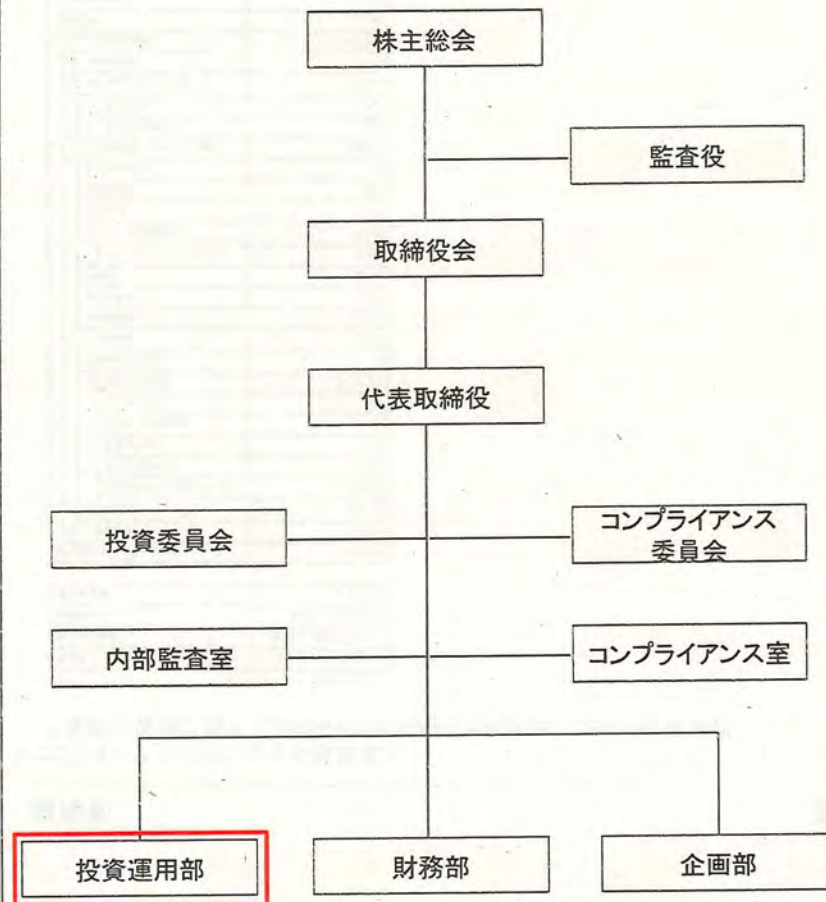
その他、鑑定評価機関が鑑定評価に当たって留意した事項

記載項目・内容の明確化

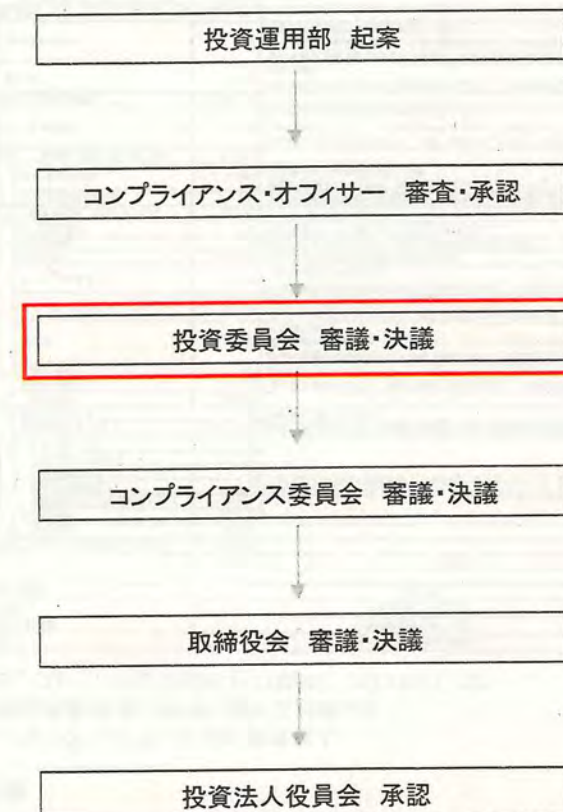
運用会社の公正な取引への取り組み

- 運用会社において、公正な取引を担保する為に、投資委員会及びコンプライアンス委員会を設置し、意思決定フローを明確に規定
- 運用責任者には不動産鑑定士もしくは同等の資格を要請
- 投資委員会には外部の独立した立場の不動産鑑定士が参加

運用会社の一般的な組織体制



利益相反取引に係る一般的な意思決定フロー



※投資委員会並びにコンプライアンス委員会については、1名以上の外部専門家を委員として加え、その出席がない場合には開催ができないものとし、決議は外部委員の賛成を含む出席委員の全員一致を要件とすることが一般的

(出所)各投資法人の開示資料より
大和証券作成

最近上場したREIT各社のガバナンス体制

- 前述の不動産鑑定士に加え、弁護士、公認会計士等の専門家のチェックが行われる体制
- J-REITのスポンサーは、一定額の出資や物件の共同保有などを通じて、投資家と損益を共有

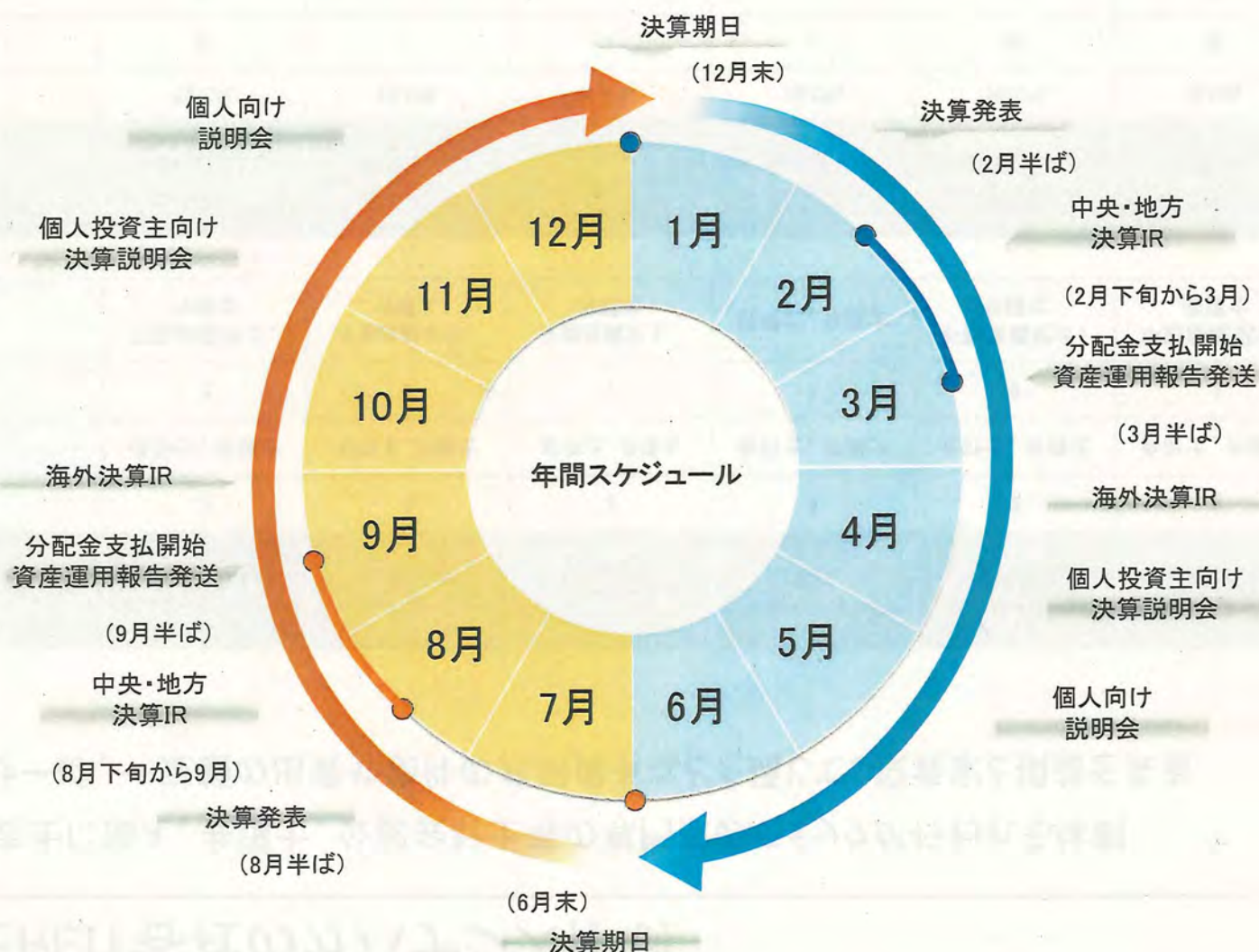
ガバナンス体制			ヒューリックリート 投資法人	日本リート 投資法人	インベスコ・オフィス・ ジェイリート 投資法人	日本ヘルスケア 投資法人	トーセイリート 投資法人	積水ハウス・リート 投資法人
外部人員	監督役員 (投資法人)	人数	2	2	2	2	2	2
		属性	会計士、弁護士	税理士、弁護士	税理士、弁護士	会計士、弁護士	会計士、弁護士	会計士、弁護士
	外部委員 (運用会社)	人数	2	2	2	2	2	2
		属性	不動産鑑定士、 弁護士	不動産鑑定士、 弁護士	不動産鑑定士、 弁護士	税理士、弁護士	不動産鑑定士、 弁護士	不動産鑑定士、 弁護士

スポンサーサポート		ヒューリックリート 投資法人	日本リート 投資法人	インベスコ・オフィス・ ジェイリート 投資法人	日本ヘルスケア 投資法人	トーセイリート 投資法人	積水ハウス・リート 投資法人
スポンサー コミットメント	セイムポート出資	12.5%	10.0%	4.6%	10.0%	10.0%	9.5%
	マスターリース契約(固定)	●	-	-	-	●	●
	物件の共同取得・共同保有	●	-	-	-	-	●
	人的サポート・ノウハウの提供	●	●	-	●	●	●
	マーケット情報の提供	●	-	-	●	●	-
	商標の無償供与	●	●	-	-	●	●

(出所)各投資法人の開示資料より大和証券作成

IRを通じ定期的な投資家への説明

- 年間2回の決算に合わせて、多くのJ-REITが中央や地方及び海外の機関投資家向けにIRを実施
- また個人向けIRとして首都圏のみならず、地方におけるIR活動を行うJ-REITも近年増加
- これらを通じ、不動産の取引価格を含め投資家と十分な議論を実施

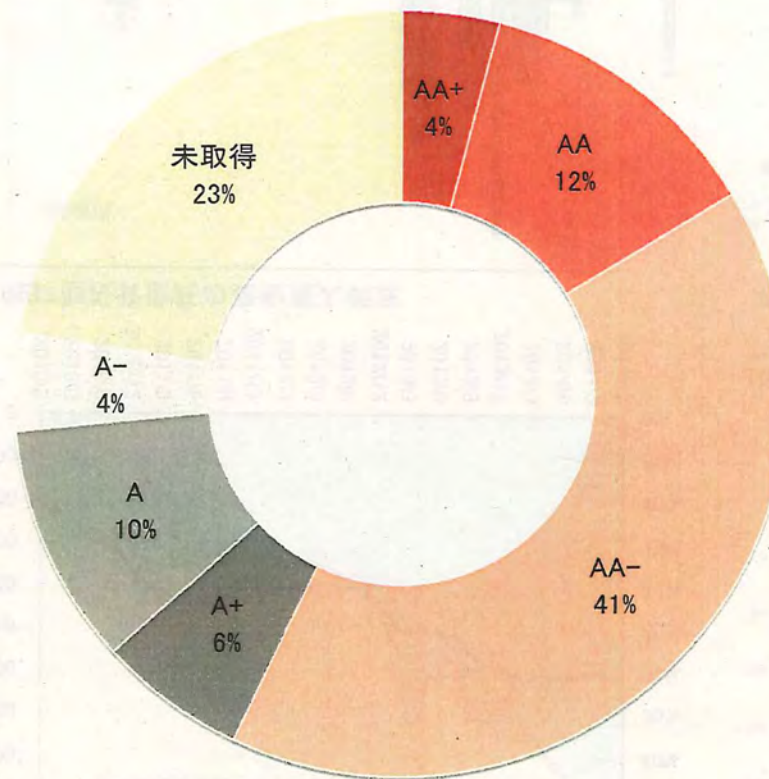


(出所) 各投資法人の開示資料より
大和証券作成

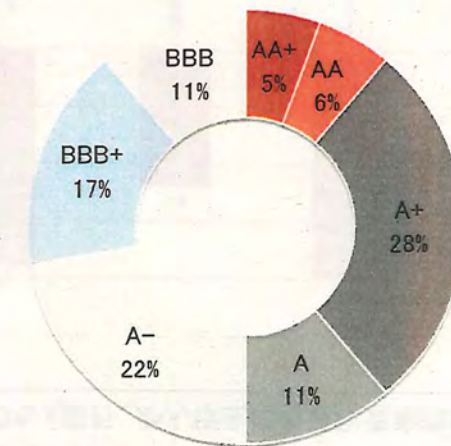
格付機関によるモニタリング

- 現在上場している
J-REIT49社中38社が
格付け機関より格付
を取得しており、半数
以上がAA-格以上の
格付取得
- 投資家や外部専門家
に加え、格付け機関
も定期的に不動産価
値のレビューを行って
いる状況

J-REITの格付け取得状況(JCR、R&I採用銘柄)



不動産事業会社の格付け取得状況(JCR採用銘柄)



(出所)各投資法人の開示資料より大和証券作成

(注)日本格付研究所及び格付投資情報センターから格付けを付与されている投資法人の格付けをJCRの基準に基づき集計。不動産事業会社については、日本格付研究所の格付けを採用している銘柄のみ採用

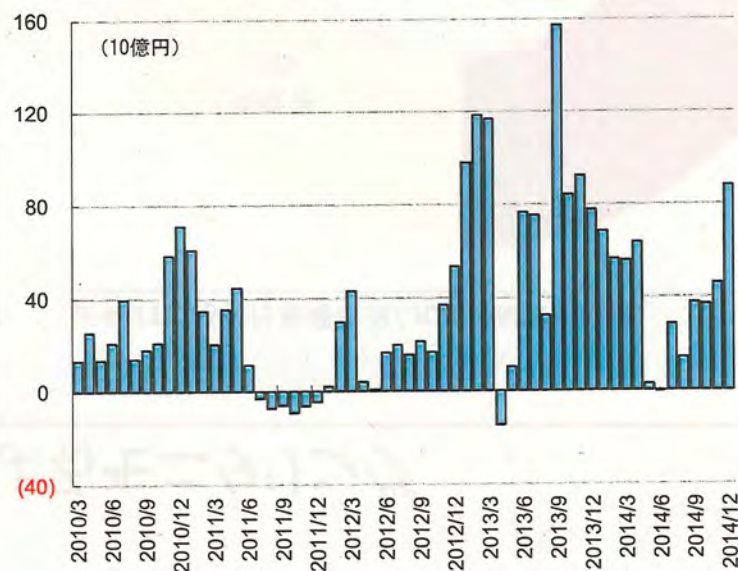
今後の課題－投資家層の拡大

- J-REITの主要な投資家の一つが投資信託、資金は継続して流入
- 今後の更なる利回り低下には、大手投資家の新規参入が必要
- GPIFの運用対象が拡大された中、残るは、ゆうちょ銀行、かんぽ生命

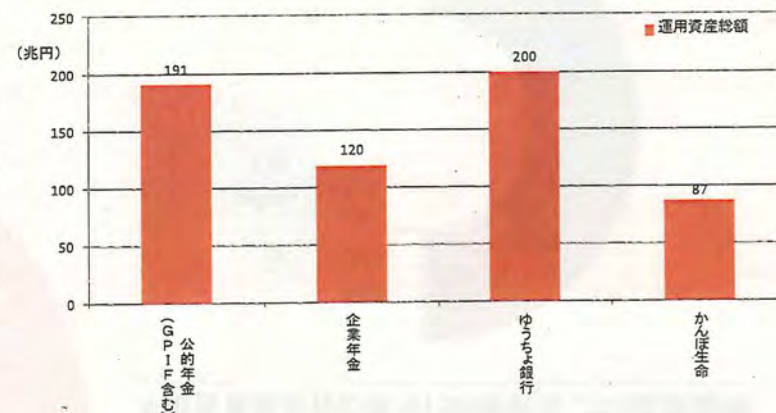
J-REIT市場規模に対する投資信託シェア



J-REIT型投資信託の資金流入状況

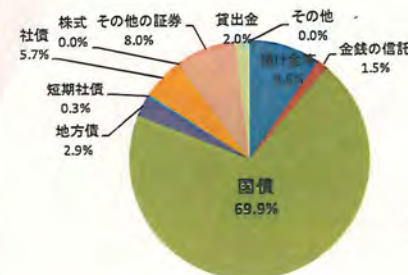


年金、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の運用資産総額

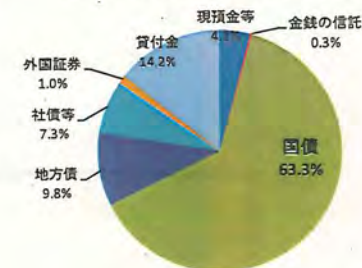


ゆうちょ銀行、かんぽ生命の運用状況

ゆうちょ銀行 (平成24年度末)



かんぽ生命 (平成24年度末)



(出所) Bloomberg、日銀「資金循環統計」、GPIF及び各社ディスクロージャー資料より大和証券作成

本資料ご利用にあたってのご注意事項

- 本資料は、金融商品取引法上の広告等ではありません。本資料は弊社の引受業務・投資銀行業務に係るご提案資料として、お客様の現況に即して作成され、情報の提供を目的に使用されるものです。(金融庁作成「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方(平成19年7月31日公表)」のP234、No.53を参照)
- したがいまして、本資料は資料を提供されましたお客様限りでお使いいただくよう、お願い申し上げます。また、本資料は、お客様に提供されました形態を唯一のものとして作成されておりますので、本資料の一部をお使いいただくような使い方、もしくは分解・変造等を行っての御使用は、厳に慎んでいただきますようお願い申し上げます。本資料の一部または全部をいかなる手段において、いかなる目的であれ複製または転送等を行わないようお願い申し上げます。
- 本資料は、弊社が、お客様の状況に基づきご提案申し上げますが、その内容につきましては、お客様のご判断に基づき、ご活用いただきますようお願いいたします。
- 本資料は、弊社が信頼できると判断した情報源に基づいて作成していますが、その確実性・完全性に関して保証するものではありません。お客様におきましては、弁護士・会計士、または格付け機関等と、事前に十分にご相談頂くようお願い申し上げます。
- 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社もしくは執筆者の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

Daiwa

Deutsche Securities

情報提供資料

証券化対象不動産の鑑定評価のあり方 に関するPT(第3回)

～ J-REIT市場の見通しについて ～
2015年2月17日

みずほ投信投資顧問

商号等 / みずほ投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第398号

加入協会 / 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会





J-REITの市場動向

- 東証REIT指数は、2009年以降は、政府による支援など外部環境の改善を受け、回復傾向となりました。特に2014年以降はオフィス市況改善やデフレ脱却への期待などを背景に、上昇基調で推移しています。

東証REIT指数と予想配当利回りの推移



東証REIT指数直近推移

	2015年1月末	2014年12月末	月次騰落率
東証REIT指数	1,886.51	1,897.92	-0.60%
東証REIT指数（配当込み）	3,260.64	3,273.60	-0.40%
J-REIT予想配当利回り	3.01%	3.00%	-

出所：ブルームバーグ等が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記グラフは、将来における東証REIT指数およびJ-REITの予想配当利回りの推移を示唆、保証するものではありません。

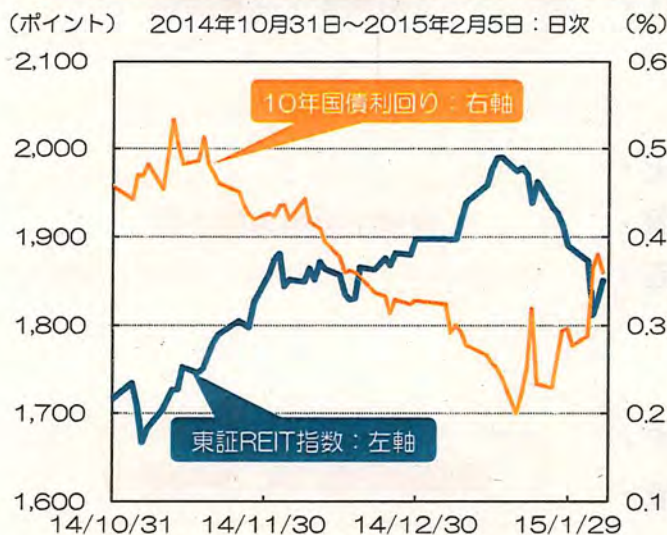


足元のJ-REITの市場動向

●東証REIT指数は、足元、2015年に入り、調整しています。
要因は、以下3点と推測されます。

- ①これまでの指数上昇ペースが速かったことで、損益確定目的とみられる売りに押されたこと
- ②相次ぐ増資発表で短期的な需給軟化が意識されたこと
- ③日本の長期金利が低下傾向で推移していたものの調整が入ったこと

東証REIT指数と10年国債利回りの推移



出所：ブルームバーグが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

年初来のJ-REITの増資動向

発表日	J-REIT名	調達予定額 (億円)
1/5	プレミア投資法人	263
1/6	ケネディクス商業リート 投資法人(新規上場)	598
1/7	コンフォリア・レジデンシャル 投資法人	189
1/9	ジャパン・ホテル・リート 投資法人	157
1/15	ケネディクス・レジデンシャル 投資法人	230
1/19	日本リート投資法人	484
1/22	イオンリート投資法人	201
合計		2,122

※調達予定額は、公募増資と第三者割当増資を含めた額。
各J-REITの当初発表ベース(2月5日時点)。

出所：各投資法人が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における東証REIT指数と時価総額の推移を示唆、保証するものではありません。



J-REIT市場の見通し

●東証REIT指数は、今後、底堅い展開を想定。要因は、以下4点。

①相対的に高い配当利回り

- ・相対的に高い配当利回り
- ・J-REITの増配傾向

②不動産市況の改善

- ・空室率の低下、賃料上昇
- ・都市部を中心とした地価の上昇
- ・不動産市況の改善によるJ-REITの収益力向上

③政策による後押し

- ・日銀によるJ-REIT購入など

④バリュエーション

- ・利回り格差（リスクプレミアム）の縮小期待

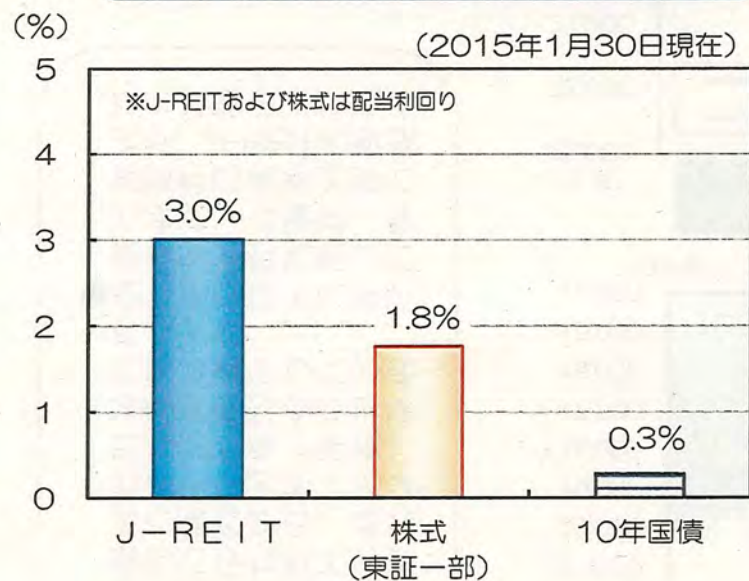
※上記は、将来における東証REIT指数の推移を保証するものではありません。



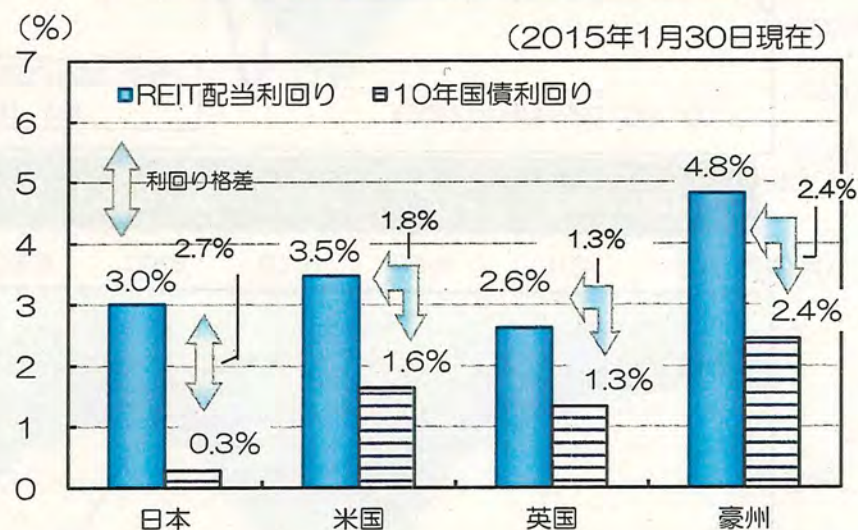
ポイント① 相対的に高い配当利回り

- 東証REIT指数は、主な国内資産の利回りに比べ、相対的に高く、魅力的な水準と考えられます。
- 主要国REITと比較しても、10年国債の利回りとの利回り格差は大きく、今後、現状の水準より利回り格差が縮小する余地があると考えられます。

主な国内資産の利回り比較



主要国REITと10年国債の利回り比較



出所：ブルームバーグ、一般社団法人投資信託協会、S&P、各投資法人が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※主要国REITの利回りで用いた指数は次のとおり。日本：東証REIT指数、米国：FTSE/NAREITエクイティREIT指数、英国：FTSE EPRA/NAREIT UK指数、豪州：S&P/ASX200REIT指数。利回りは、指数構成銘柄の変更などにより、大きく変動することがあります。

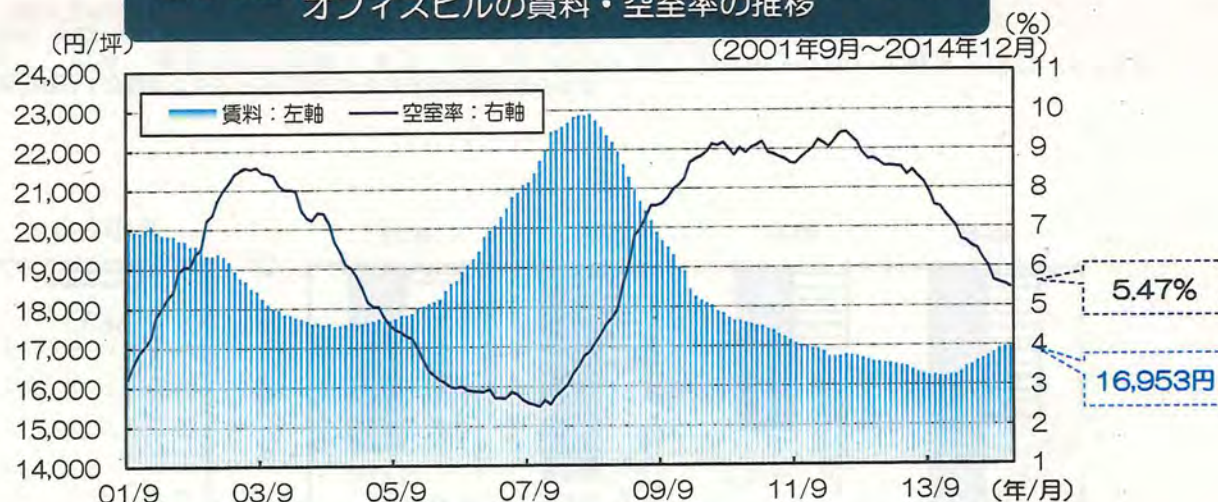
※上記グラフは、将来におけるJ-REIT市場等の動向を示唆、保証するものではありません。



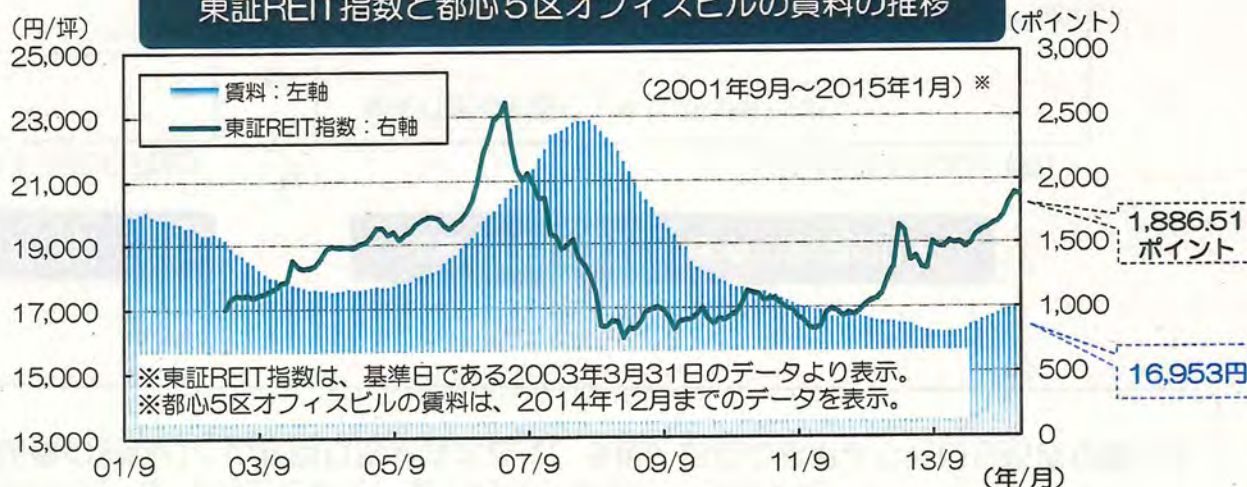
ポイント② 不動産市況の改善

- 景気回復を背景に、企業の本社機能の統合や移転、拡張が積極的に行われていることなどから、足元の都心5区オフィスビル空室率（平均）は約6年ぶりの水準にまで低下しています。
- 空室率の低下に伴い、賃料は上昇に転じています。今後は、保有物件の賃料上昇により、J-REITの収益拡大が期待されます。

都心5区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）
オフィスビルの賃料・空室率の推移



東証REIT指数と都心5区オフィスビルの賃料の推移



出所：ブルームバーグ等が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における東証REIT指数と時価総額の推移を示唆、保証するものではありません。

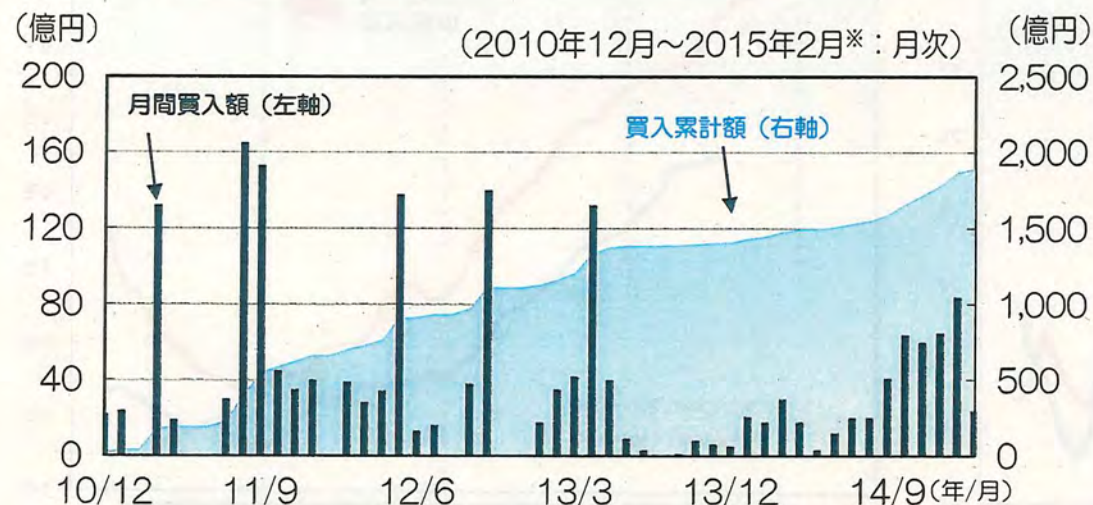


ポイント③ 政策による後押し

- 日銀による今後の日銀買入予定額は900億円（2014年の年間買入れ予定額（300億円）の3倍）に拡大されています。金融政策に変更がない場合、2015年末までに2,700億円になることが想定されます。日銀によるJ-REITの買入は、引き続きJ-REIT市場の下支え要因となることが期待されます。

日銀によるJ-REITの買入状況

（2015年2月3日現在）



※2015年2月は3日現在。

J-REIT 日銀買入予定額

買入予定額	2,700億円
買入実績	1,890億円

※買入予定額
2014年末まで：1,800億円
2015年末まで：2,700億円

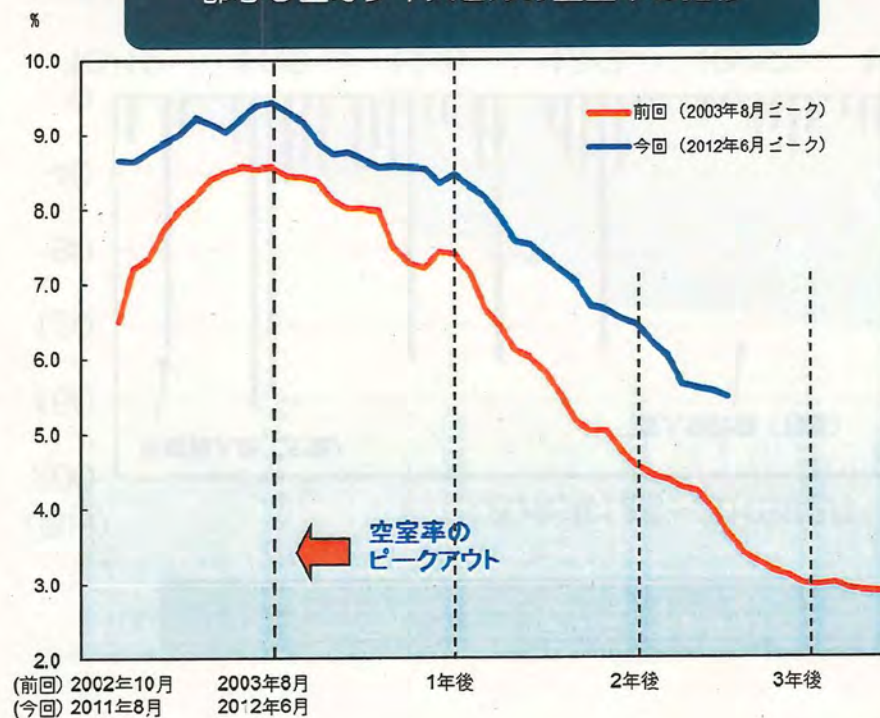
出所：ブルームバーグ等が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における東証REIT指数と時価総額の推移を示唆、保証するものではありません。

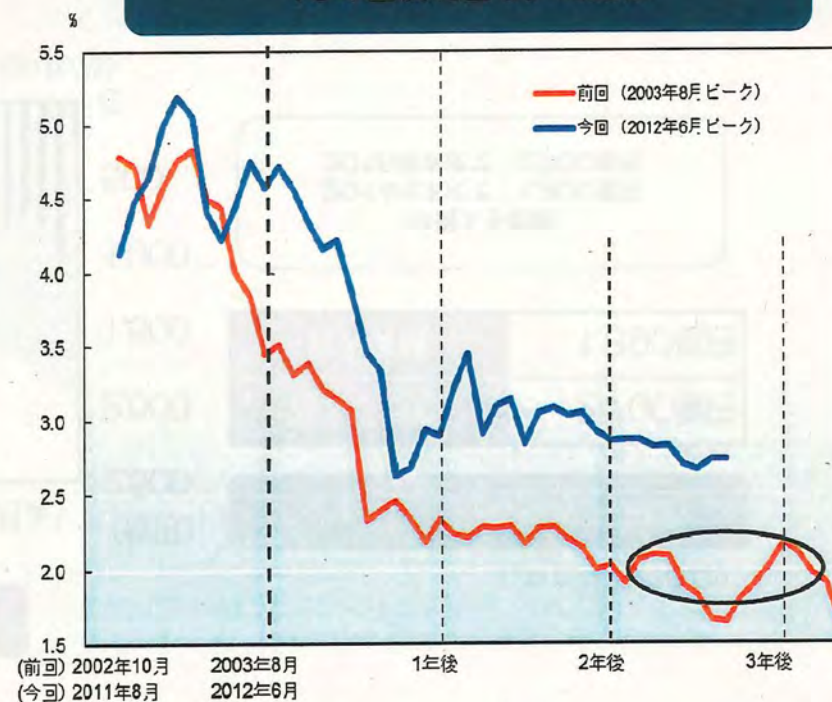


注目ポイント④ バリュエーション 過去との比較

都心5区オフィスビルの空室率の推移



利回り格差（予想配当利回り－10年国債利回り）の推移



出所: ブルームバーグ等が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における東証REIT指数とスプレッドの推移及び都心5区の空室率の推移を保証するものではありません。

(ご参考資料)

不動産投資信託(J-REIT)について ～ J-REITの市場動向 ～

2015年1月

みずほ投信投資顧問

商号等 / みずほ投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第398号

加入協会 / 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会





目次

(ご参考資料)

J-REITの市場動向	P.10	政策の後押し ～日銀買入れ、年金資金によるJ-REIT投資～	P.19
J-REITの投資部門別売買動向	P.11		
J-REITの増資および投資法人債の発行	P.12	政策の後押し ～国家戦略特区の創設、ヘルスケアリートの上場～	P.20
J-REITの資金調達と物件取得	P.13		
不動産市況 ～空室率と賃料～	P.14	ご参考:オリンピック開催に伴い期待されるメリット	P.21
不動産市況 ～地価動向～	P.15	ご参考:インフレヘッジ手段としてのJ-REIT投資	P.22
配当利回り、REITと国債の利回り格差	P.16	まとめ:J-REIT市場のポイント	P.23
価格水準 ～REIT指数の値動き～	P.17	投資信託のお申込みに際しての一般的な留意事項	P.24
海外投資家からみたJ-REIT	P.18		



J-REITの市場動向

(ご参考資料)

- 東証REIT指数は、2003年3月の公表開始以来堅調に推移してきましたが、2007年5月31日に最高値を付けた後、一部のJ-REITに対する信用不安や、リーマン・ショックなどを受けて大きく下落しました。
- 2009年以降は、政府による支援など外部環境の改善を受け、東証REIT指数は回復傾向となりました。足元では**オフィス市況改善やデフレ脱却への期待などを背景に、東証REIT指数は上昇基調で推移**しています。

■ 東証REIT指数と時価総額の推移



- I**
- ① 国内金融機関の配当利回りに着目した、J-REITに対する強い需要。
 - ② 不動産市況の改善傾向。
 - ③ 景気回復期待。
 - ④ 他資産に比べて相対的に高い配当利回りの魅力。

- II**
- ① 利益確定売り・需要悪化懸念・金利上昇により一時下落。
 - ② J-REITの予想配当利回りの高さや不動産市況の改善に着目した外国人投資家の買いが膨らみ大幅に上昇。
 - ③ 東証REIT指数最高値を更新。

- III**
- ① 米国サブプライムローン(信用度の低い個人向け住宅ローン)問題を発端とした信用収縮を背景に下落。
 - ② 一部J-REITスポンサー企業およびJ-REITに対する信用不安が増大し、財務内容と信用力の面で各J-REITのパフォーマンスの格差が大きく進展。

- IV**
- ① 政府による支援や、世界的な景気底入れの期待感の高まり等によって反発。
 - ② 2010年10月、日銀がJ-REITを500億円程度買い入れることを決定(買入予定額は2014年10月に2,700億円まで引上げ)。
 - ③ 2013年4月に日銀が「量的・質的金融緩和」を導入。その後、2014年10月には追加金融緩和を実施。
 - ④ 2014年12月、上場銘柄数は過去最大の49銘柄、時価総額は過去最大の約10.6兆円へ。

出所:ブルームバーグ等が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における東証REIT指数と時価総額の推移を示唆、保証するものではありません。

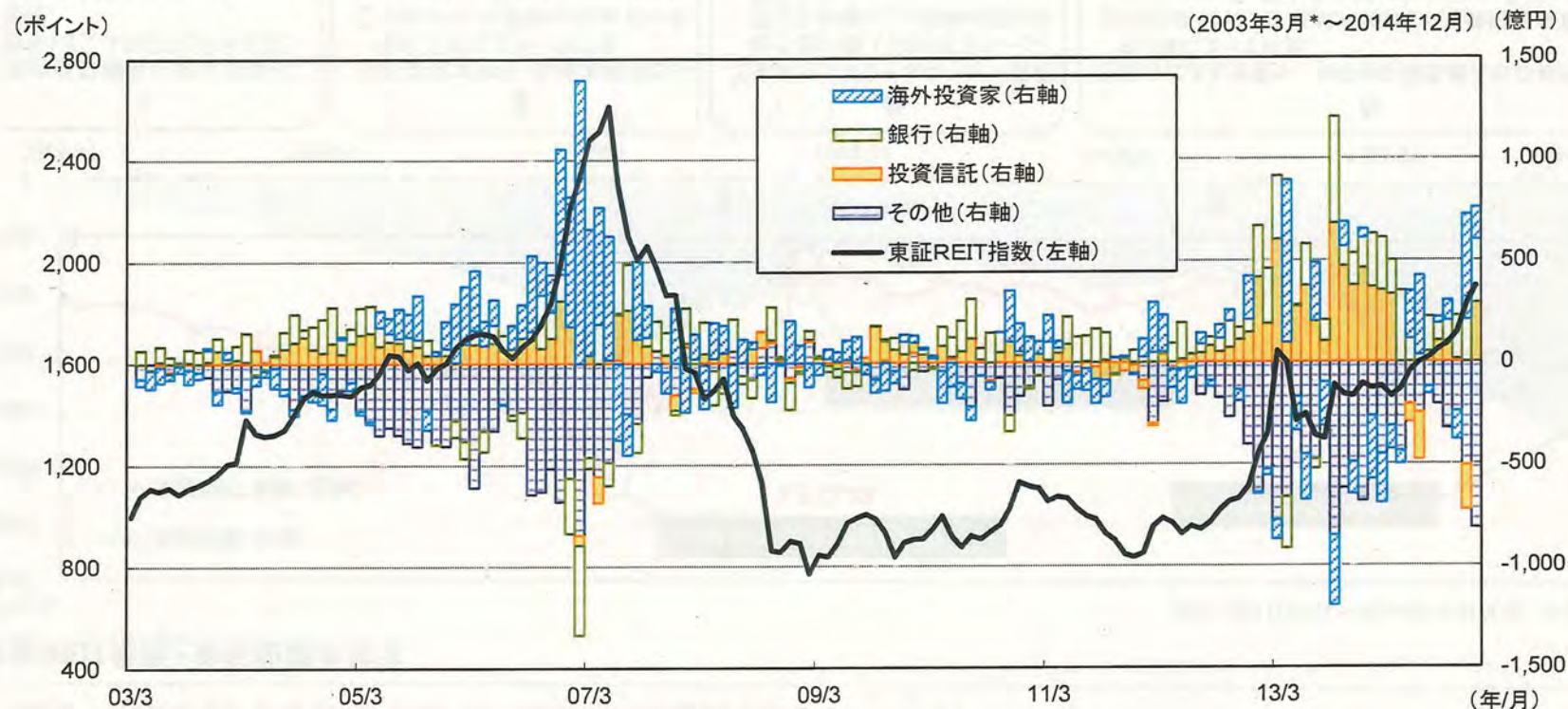


J-REITの投資部門別売買動向

(ご参考資料)

- J-REITの売買動向を投資部門別に比較すると、2014年12月は**銀行、投資信託および海外投資家が買い越し**となっています。
- 銀行は17ヵ月連続、海外投資家は2ヵ月連続の買い越しとなっています。低金利下での配当利回り面での魅力、デフレ脱却や本格的な賃料上昇等への期待から、資金が流入しているとみられます。

■ J-REITの投資部門別売買動向と東証REIT指数の推移



* 投資部門別売買動向は2003年4月以降の値。

出所: 東京証券取引所およびブルームバーグが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※ 上記グラフは、将来におけるJ-REITの投資部門別売買動向と東証REIT指数の推移を示唆、保証するものではありません。

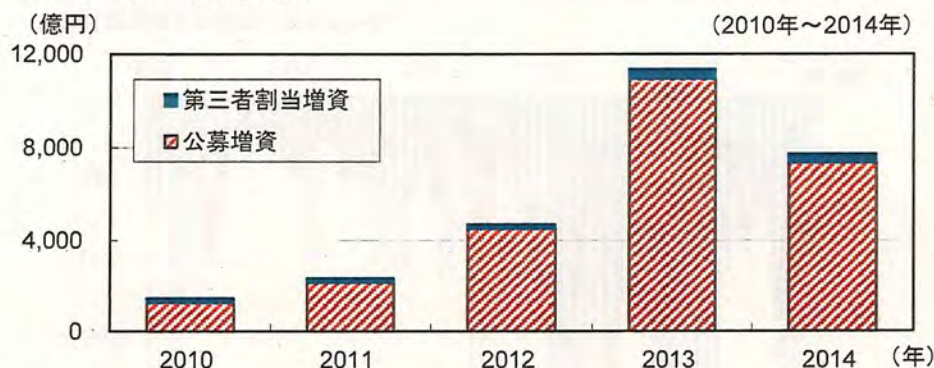


J-REITの増資および投資法人債の発行

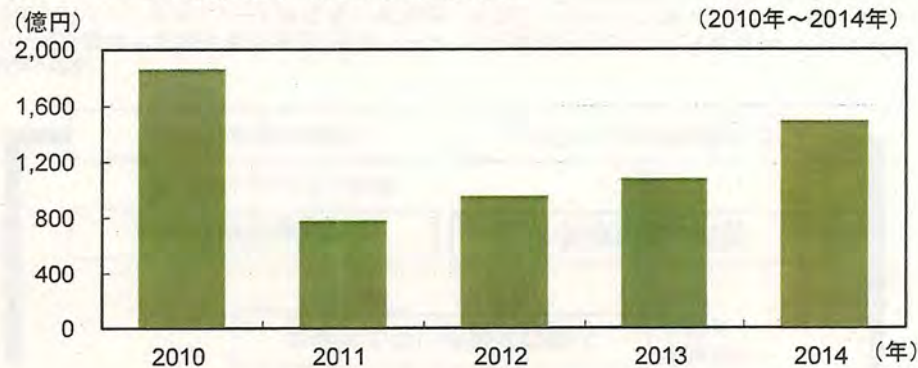
(ご参考資料)

- 公募増資や投資法人債の発行等により調達した資金で新たな優良資産を選別して取得していることが、J-REITの**収益力向上や財務体質の改善・強化**につながっています。
- 低金利を背景に、借入金の金利負担を削減するための投資法人債の発行を通じた資金調達が増加しています。

■ J-REITの増資状況



■ J-REITの投資法人債の起債状況



2014年10月以降(払込期日)の主な*公募増資

(2014年12月30日現在)

投資法人	発表日	発行額 (億円)	主な 資金用途
ヒューリックリート投資法人	14/10/14	178	物件取得
積水ハウス・リート投資法人	14/10/31	637	物件取得 (新規上場)
ケネディクス・オフィス投資法人	14/11/6	283	物件取得
ユナイテッド・アーバン投資法人	14/11/20	219	借入金返済
アクティビア・プロパティーズ投資法人	14/11/27	228	物件取得

* 払込金額(発行価額)が100億円以上のもの

出所:ブルームバーグおよび各投資法人が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。
 ※上記および右記は、将来におけるJ-REITの増資および投資法人債の起債状況を示唆、保証するものではありません。

2014年10月以降(借入日)の公募投資法人債

(2014年12月30日現在)

投資法人	発行日	発行額 (億円)	主な 資金用途
ユナイテッド・アーバン投資法人	14/10/30	30	借入金返済
野村不動産マスターファンド投資法人	14/10/30	30	借入金返済
野村不動産オフィスファンド投資法人	14/11/25	60	投資法人債の償還資金
森ヒルズリート投資法人	14/11/27	20	投資法人債の償還資金
日本プロロジスリート投資法人	14/11/27	50	借入金返済
日本プライムリアルティ投資法人	14/12/4	30	借入金返済
オリックス不動産投資法人	14/12/19	20	物件取得
ジャパン・ホテル・リート投資法人	14/12/19	15	借入金返済
大和ハウスリート投資法人	14/12/24	20	借入金返済
GLP投資法人	14/12/26	90	借入金返済

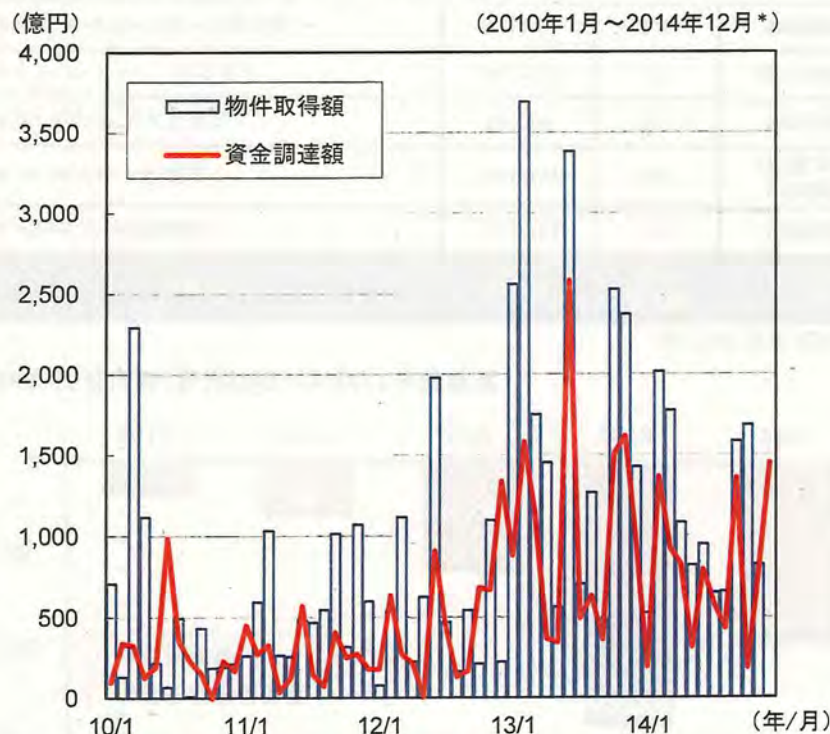


J-REITの資金調達と物件取得

(ご参考資料)

- 投資口価格の上昇などによる資金調達環境の改善を背景として、2013年以降、**資金調達および物件取得が活発化**しています。
- **分配金の増加につながる資産の取得**が広がることで、J-REIT市場は先行きも堅調な展開が期待されます。

■ J-REITの資金調達額と物件取得額の推移



* 物件取得額は2014年11月までの値。

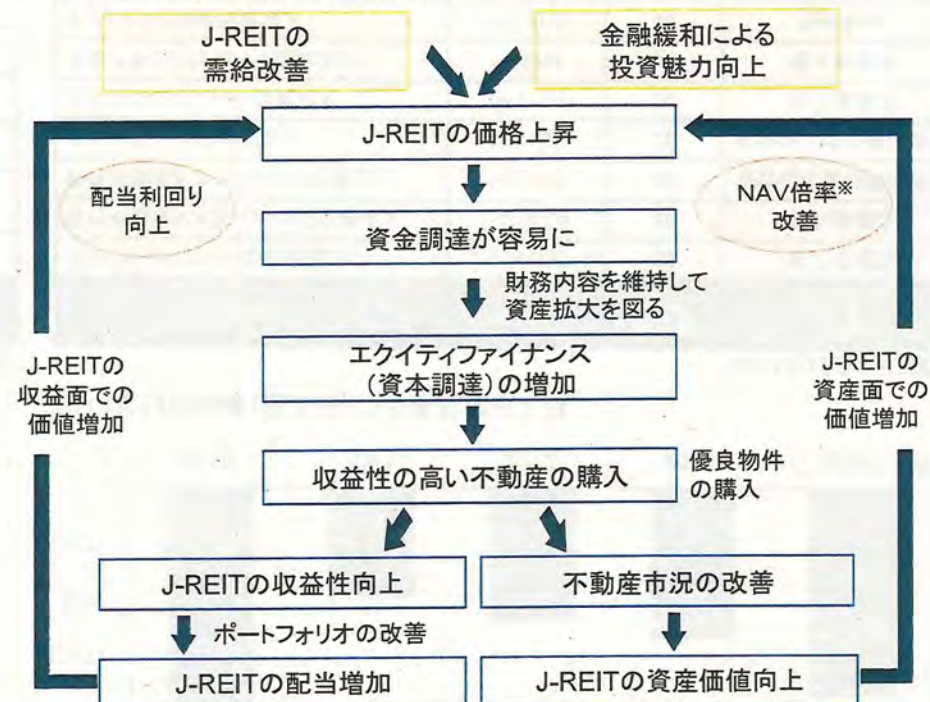
※ J-REITの資金調達額は、募集(公募増資および第三者割当増資)と投資法人債の合算。
物件取得額は、当該物件の引渡日で算出。

出所: 一般社団法人投資信託協会および各投資法人が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来におけるJ-REITの資金調達額と物件取得額の推移を示唆、保証するものではありません。

※右上図は、J-REIT市場の循環の仕組みを投資家の皆さまにご理解いただくためにイメージ化したものであり、必ず上記の通りになるとは限りません。

■ J-REIT市場の循環の仕組み(イメージ図)



※NAV倍率

リートが保有する物件等の資産(時価ベース)から負債を差し引いたものをNAV(Net Asset Value)といいます。リートの投資口価格を1口当たりのNAVで割ったものを「NAV倍率」といい、リートの資産価値の割安度、割高度を計る目安として利用されています。事業会社における「PBR(株価純資産倍率)」とほぼ同様の意味となります。

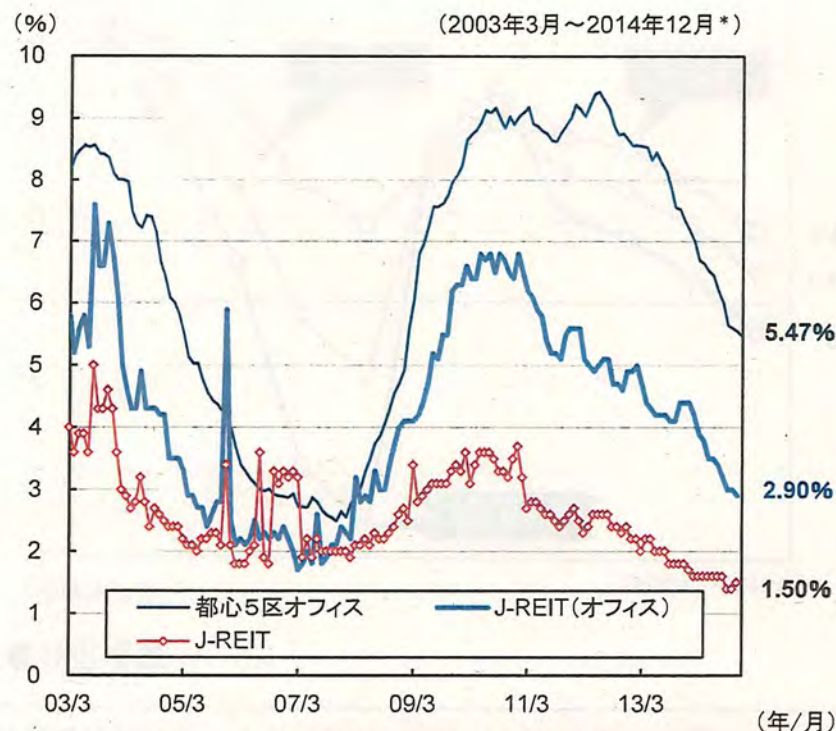


不動産市況 ～空室率と賃料～

(ご参考資料)

- 景気回復を背景に、企業の本社機能の統合や移転、拡張が積極的に行われていることなどから、足元の**都心5区オフィスビル空室率(平均)**は約6年ぶりの水準まで低下しています。
- 空室率の低下に伴い、**賃料は上昇に転じています**。今後は、保有物件の賃料上昇により、J-REITの収益拡大が期待されます。

■ J-REITと都心5区オフィスビル空室率の推移



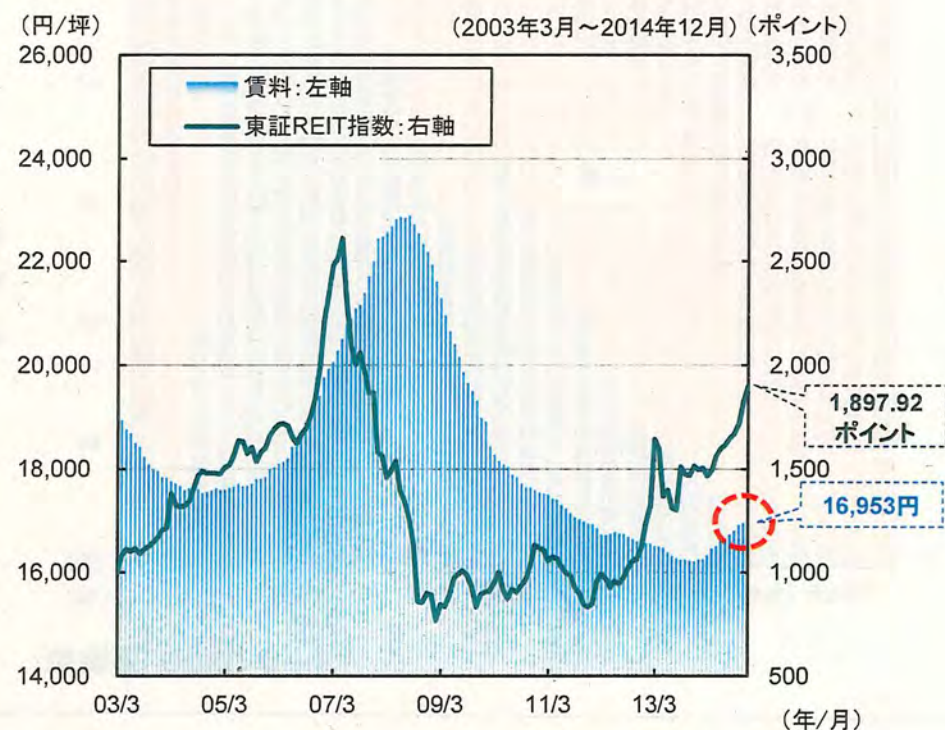
* J-REITおよびJ-REIT(オフィス)空室率は2014年11月までの値。

出所:ブルームバーグが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※都心5区:千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

※上記は、将来における空室率と賃料および東証REIT指数の推移を示唆、保証するものではありません。

■ 東証REIT指数と都心5区オフィスビル賃料の推移



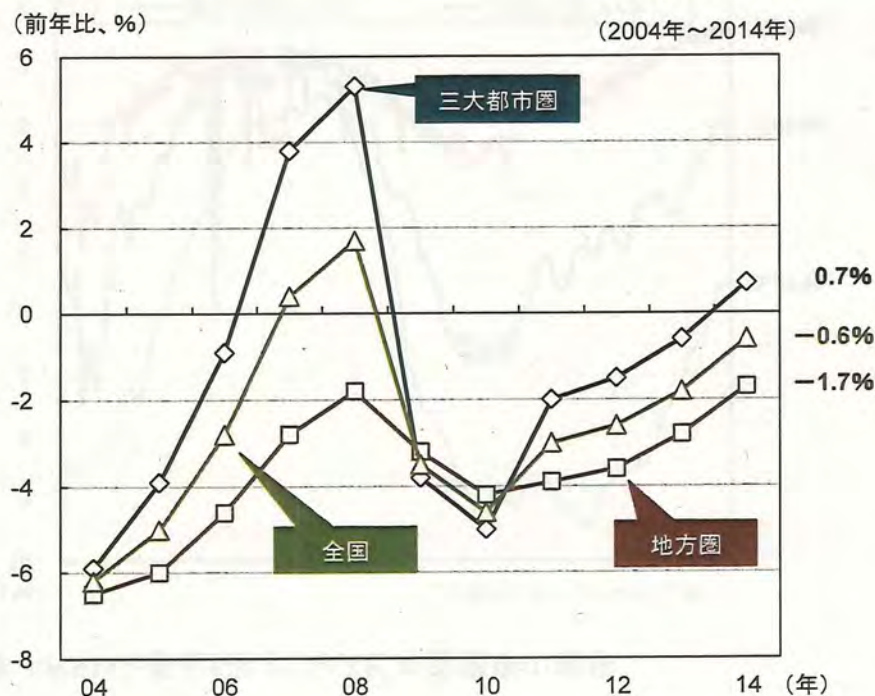


不動産市況 ～地価動向～

(ご参考資料)

- 2014年1月1日時点の公示地価は、安倍政権下の大胆な金融緩和や景気改善で、不動産投資や住宅取得需要が高まっていることもあり、**三大都市圏(東京、大阪、名古屋)**で6年ぶりに**プラス**に転じました。全国でも、地価上昇をうかがう水準まで回復しています。
- 日本の主要都市の地価は、2014年7-9月期において約80%の地区で前期と比べ上昇しています。
- 地価上昇に伴い、**J-REIT**が保有する**不動産の価値向上**が期待されます。

■ 公示地価

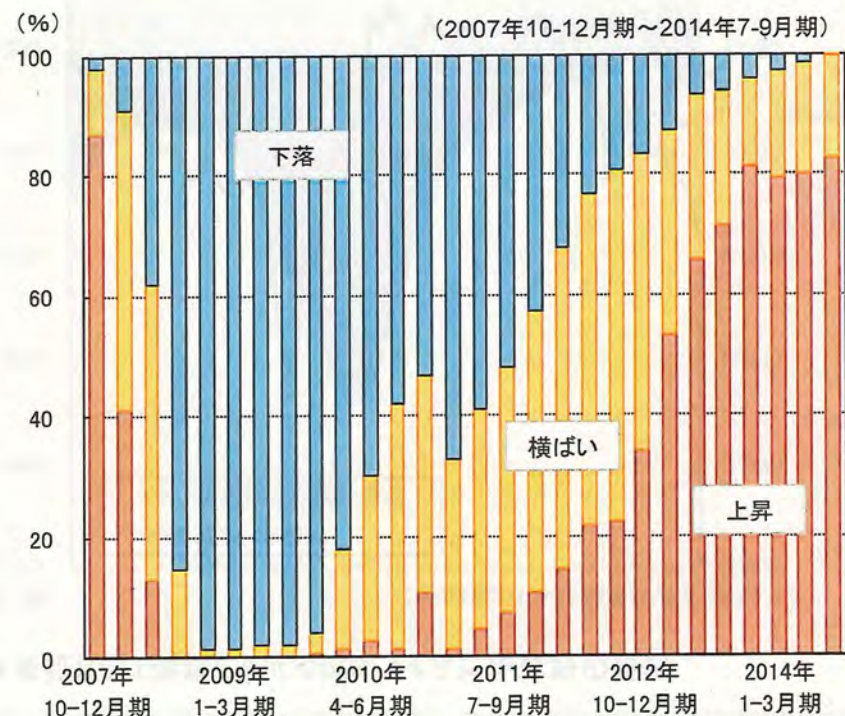


* 全用途平均

出所: 国土交通省が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記グラフは、将来における地価動向を示唆、保証するものではありません。

■ 地価LOOKレポート



※「地価LOOKレポート」は、地価動向を先行的に表しやすい高度利用地等の地区(三大都市圏、地方中心都市等:計150地区)における地価動向を国土交通省が四半期ごとに集約するものです。前期と比較した地価動向を上昇・横ばい・下落で表しています。



配当利回り、REITと国債の利回り格差

(ご参考資料)

- 足元のJ-REITと10年国債の利回り格差は2%台半ば～後半で推移しています。
 - 米国や英国と比較してREITと10年国債の利回り格差が大きい日本では、現在の水準より利回り格差が縮小(J-REIT価格が上昇)する余地があると考えられます。
- ※J-REITの配当利回りの算出は、市場における価格の変動による損益は考慮されません。J-REITは、一般的な債券とは異なり元本での償還を目指すものではなく、利回りがあらかじめ定められているものではありません。

■ J-REITと10年国債の利回り推移



出所：ブルームバーグが提供するデータ等を基にみずほ投信投資顧問が作成。

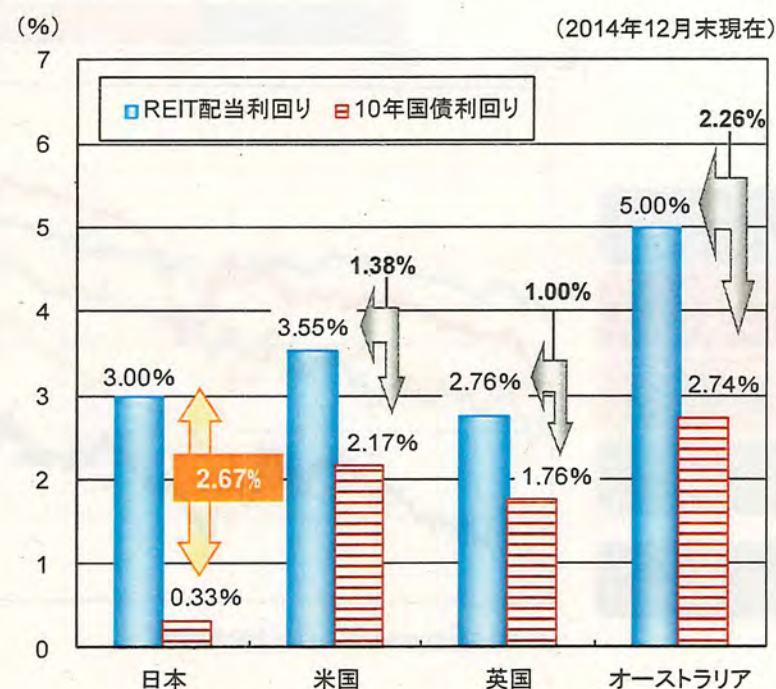
※主要国REITの利回りで用いた指数は次のとおり。

日本：東証REIT指数、米国：FTSE/NAREITエクイティREIT指数、英国：FTSE EPRA/NAREIT UK指数、オーストラリア：S&P/ASX200REIT指数。

利回りは、指数構成銘柄の変更などにより、大きく変動することがあります。

※上記は、将来における各国のREITと10年国債利回りを示唆、保証するものではありません。

■ 主要国REITと10年国債利回りの比較



* 日本は、2014年12月30日、その他は2014年12月31日の値。



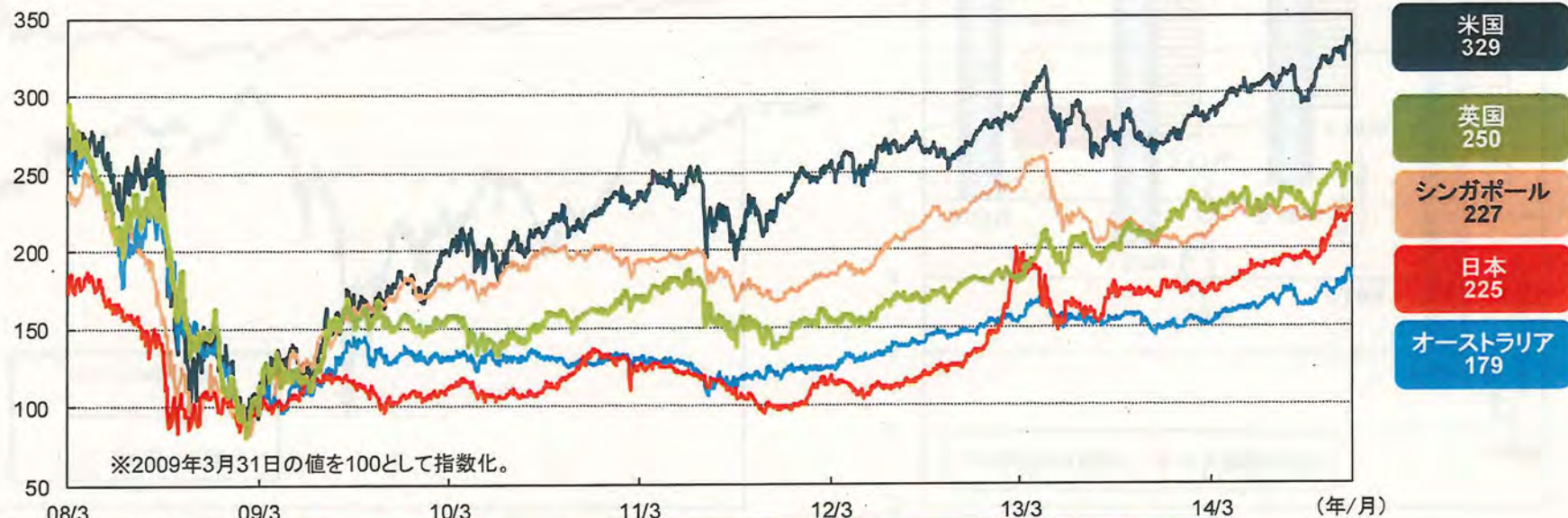
価格水準 ～REIT指数の値動き～

(ご参考資料)

- 主要各国のREITは、世界的な金融不安やリーマン・ショックの影響を受け大きく下落しましたが、その後回復し、足元では**世界景気の回復等を背景とした不動産ファンダメンタルズの改善傾向から底堅く推移しています。**
- 足元のJ-REITは底堅く推移していますが、長期的にみると、米国と比較して、依然として上昇余地がある状況です。

■ 主要各国のREIT指数の推移と期間別騰落率

(2008年3月31日～2014年12月31日*)



	日本	米国	英国	シンガポール	オーストラリア
2014年12月31日*現在					
1ヵ月(2014/11/28)	3.9%	0.8%	-1.1%	0.2%	2.9%
3ヵ月(2014/9/30)	13.6%	11.9%	9.2%	3.9%	9.8%
6ヵ月(2014/6/30)	18.7%	8.1%	10.3%	1.7%	10.9%
1年(2013/12/31*)	25.3%	23.4%	17.7%	9.2%	20.4%

* 日本は、2014年12月30日まで。1年前は2013年12月30日との比較。

出所：ブルームバーグが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※主要各国のREIT指数の推移で用いた指数は次のとおり。

日本：東証REIT指数、米国：FTSE/NAREITエクイティREIT指数、英国：FTSE EPRA/NAREIT UK指数、シンガポール：FTSE ST RE INVEST TRUST指数、オーストラリア：S&P/ASX200REIT指数。

※上記は、将来における主要各国のREIT指数の推移を示唆、保証するものではありません。

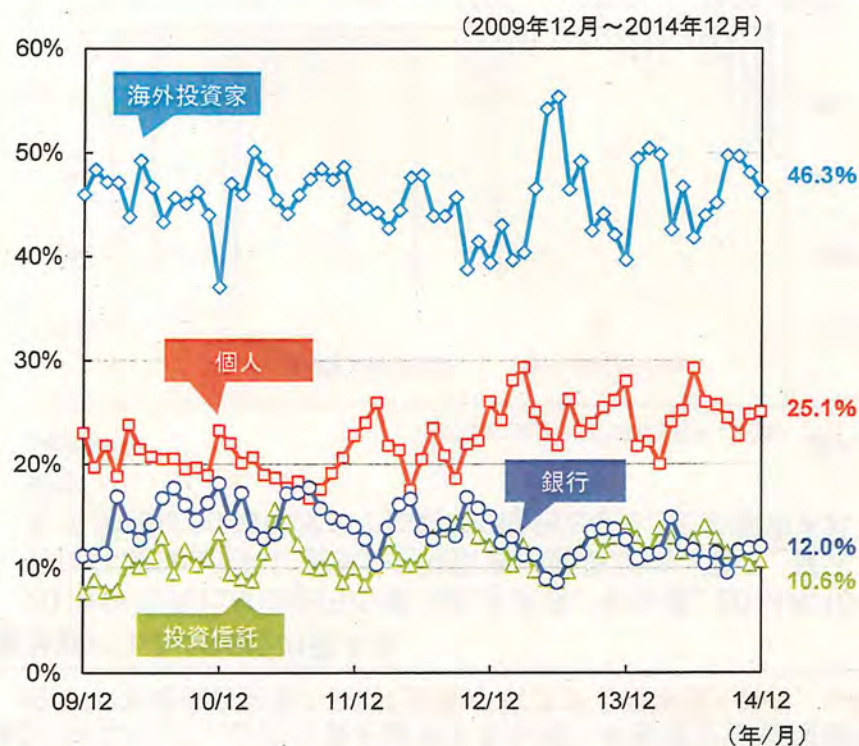


海外投資家からみたJ-REIT

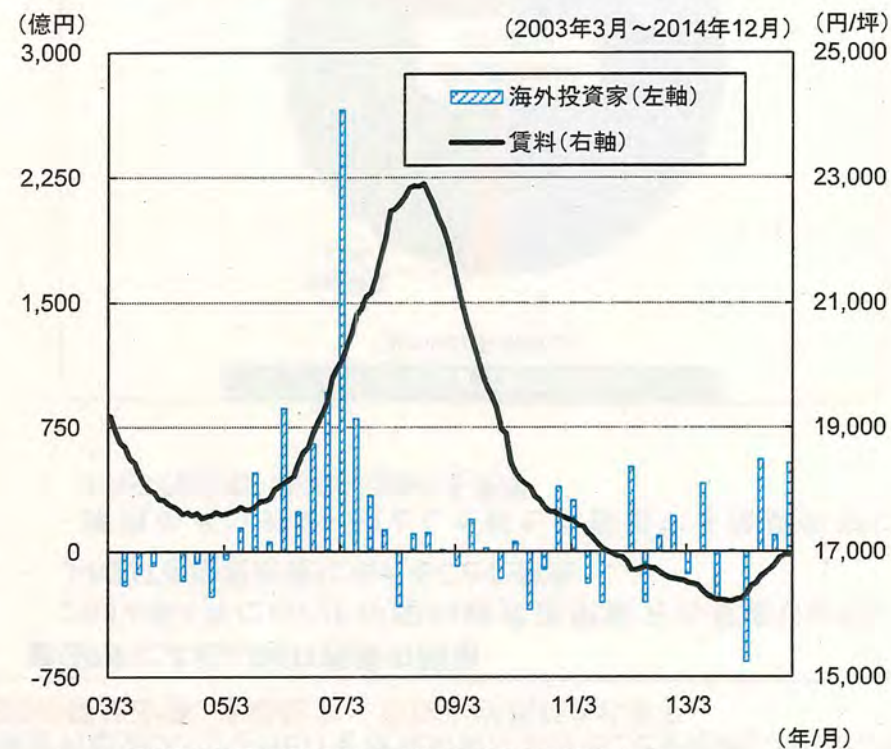
(ご参考資料)

- J-REITの委託売買代金全体に占める海外投資家の割合は40～50%程度と高く、市場に与える影響も相対的に大きくなっています。
- 過去において、**オフィスビル賃料の上昇に伴い、海外投資家の買越額が増加**しました。2014年に入り、オフィスビル賃料は上昇傾向にあることから、今後、海外投資家からの資金流入が定着してくれば、J-REIT市場のさらなる上昇も期待されます。

■委託売買代金全体に占める主要投資部門別の割合推移



■海外投資家の売買動向と都心5区オフィスビル賃料の推移



* 売買動向は2003年4-6月～2014年10-12月の四半期データ。

出所:東京証券取引所およびブルームバーグが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における委託売買代金全体に占める主要投資部門別の割合および海外投資家の売買動向と都心5区オフィスビル賃料の推移を示唆、保証するものではありません。



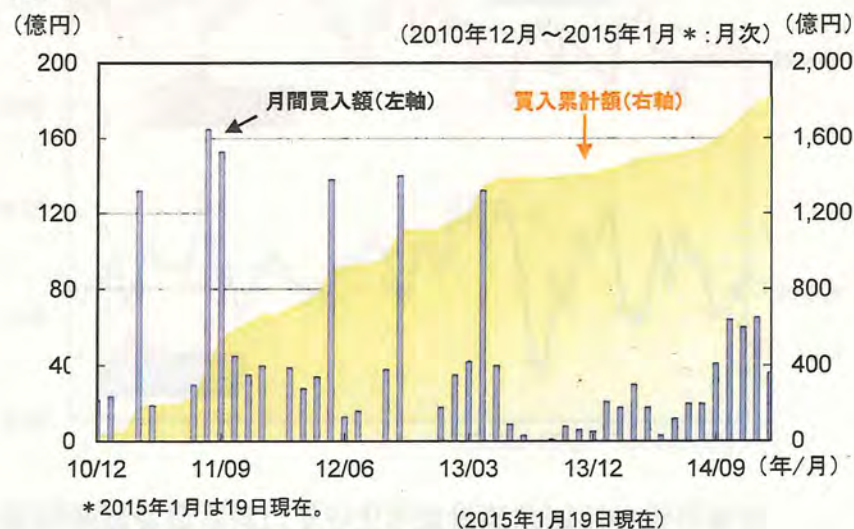
政策の後押し ～日銀買入れ、年金資金によるJ-REIT投資～

(ご参考資料)

- 日銀による今後の年間買入れ予定額は**900億円(2014年の年間買入れ予定額(300億円)の3倍)**に拡大されました。金融政策に変更がない場合、2015年末までに2,700億円となることが想定されます。日銀によるJ-REITの買入れは、引き続きJ-REIT市場の下支え要因となることが期待されます。
- 2014年4月に、公的年金を運用するGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)がJ-REITを投資対象に加えることを発表しました。今後、他の年金資金を含め**J-REIT投資が拡大する可能性もあり、J-REITの需給改善、市場拡大・活性化**が期待されます。

■日銀によるJ-REITの買入れ

2010年10月に500億円の買入れを決定。その後、2014年10月に年間900億円に拡大(金融政策に変更がない場合、買入れ予定額は2015年末までに2,700億円となることが想定されます)



買入予定額 (2015年末まで)	2,700億円
買入実績	1,818億円

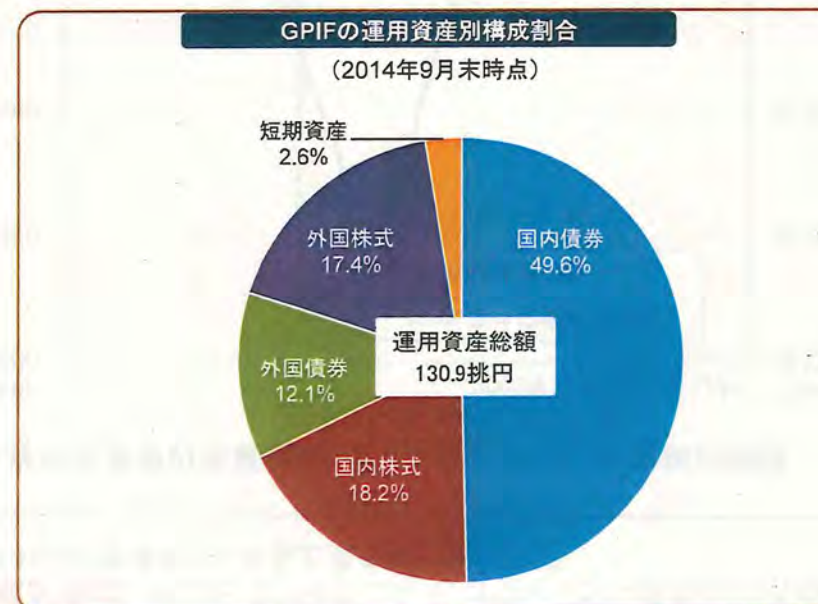
出所: 日銀およびGPIFが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における日銀によるJ-REITの買入状況およびGPIFの運用資産別構成割合を示唆、保証するものではありません。

■GPIFによるJ-REIT投資の開始

2014年4月にGPIFが国内株式運用部分の見直しを行い、J-REITを投資対象に加えることを発表

- ・運用のベンチマークとして新たに採用する指数の中に、J-REITを含む「MSCI Japan」を採用





政策の後押し ～国家戦略特区の創設、ヘルスケアリートの上場～

(ご参考資料)

- 政府は成長戦略の目玉として「国家戦略特区」を創設し、都市再生・雇用・医療・教育などの各分野で官邸主導による規制緩和を進めています。規制緩和を受けて、オフィスビルの空室率の一段の改善効果等が期待されます。
- 2014年11月には日本初となるヘルスケアリートが上場しました。高齢化が進む日本においては、今後、J-REITを通じたヘルスケア施設への投資が拡大していくものと予想されます。

■国家戦略特区の創設

〈基本方針〉

- 国の成長戦略・大胆な規制改革等を実行するための突破口とする
 - ・産業の国際競争力の強化
 - ・国際的な経済活動の拠点形成の推進

〈施策(例)〉

- 都市再生・まちづくり
 - ・国際的ビジネス拠点の形成に資する建築物の整備
(容積率・用途等土地利用規制の見直し)
 - ・外国人の滞在に対応した宿泊施設の提供
- 雇用・労働
 - ・ベンチャー企業やグローバル企業等に対する雇用条件の整備
 - ・多様な外国人受け入れのための在留資格の見直し
- 教育
 - ・国際ビジネスを支える人材の育成
(公立学校運営の民間への開放)

日本経済の中長期的な成長

経済成長への構想(イメージ図)



出所: 首相官邸ホームページおよび各種報道等を基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における政策の効果およびヘルスケアリートの上場動向を保証するものではありません。

■ヘルスケアリート上場に向けた取り組み

ヘルスケアリート

・・・投資対象をヘルスケア施設(有料老人ホーム等)に特化したリート

〈特徴(リートにとってのメリット)〉

- ・良質なヘルスケア施設の供給拡大
- ・新たな投資機会の創出による収益獲得期待
- ・公共性の高い施設の所有による社会的責任の遂行

〈足元の動向〉

2013年6月	「日本再興戦略」において、ヘルスケアリートの活用に向けたガイドラインの整備等の促進を決定
2013年10月	三井住友銀行など3社が資産保有会社を設立
2014年3月	大和証券グループが「日本ヘルスケア投資法人」の運用を開始
2014年4月	新生銀行など6社が運用会社を設立
2014年6月	国土交通省が運用会社向けのガイドラインを公表
2014年11月	「日本ヘルスケアリート」投資法人が上場

〈2015年以降のヘルスケアリート上場予定〉

J-REIT名	当初資産規模(億円)
(スポンサー: 三井住友銀行等)	—
(スポンサー: 新生銀行等)	—



ご参考:オリンピック開催に伴い期待されるメリット

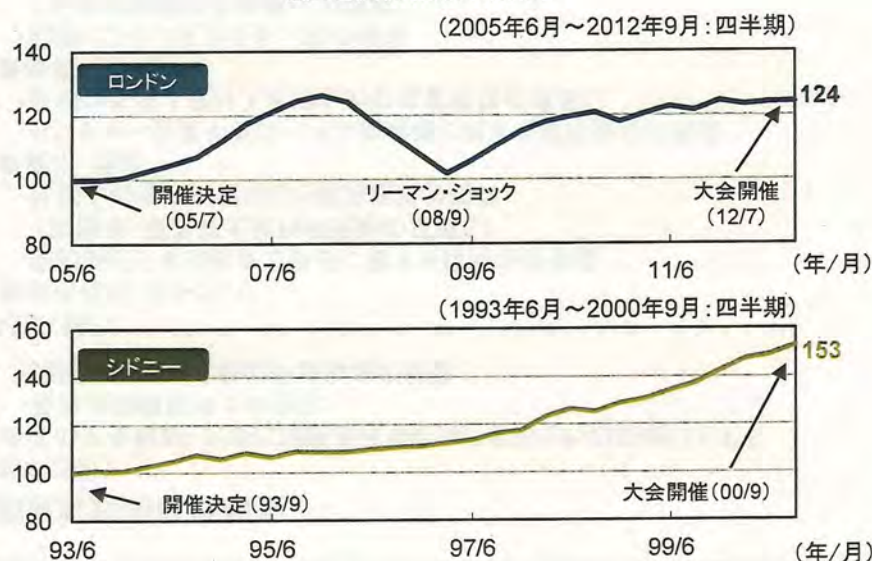
(ご参考資料)

- 過去、先進国で開催されたオリンピック(ロンドン、シドニー)において、不動産価格は上昇しました。
- 東京オリンピックの開催に当たっては、選手村やオリンピックスタジアムをはじめとする大規模施設の新設、既存施設の整備・改修が予定されています。オリンピック開催による経済効果が幅広い分野に波及することで、**不動産価格の上昇**に加え、**さまざまな用途の不動産への需要が拡大**し、J-REITは収益拡大等の恩恵を受けることが期待されます。

■不動産価格の上昇

- ・インフラ投資の推進による都市としての魅力向上に伴う不動産価値の上昇
- ・国際都市としてのイメージアップによる世界の都市における東京の相対的地位の向上
- ・海外企業からの投資促進

【住宅価格指数の推移】



* 2005年6月(ロンドン)、1993年6月(シドニー)の値を100として指数化。

出所:ブルームバーグおよび一般社団法人不動産証券化協会が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における英国との豪州の住宅価格指数の推移およびJ-REIT保有物件の所在地別保有額の割合を示唆、保証するものではありません。

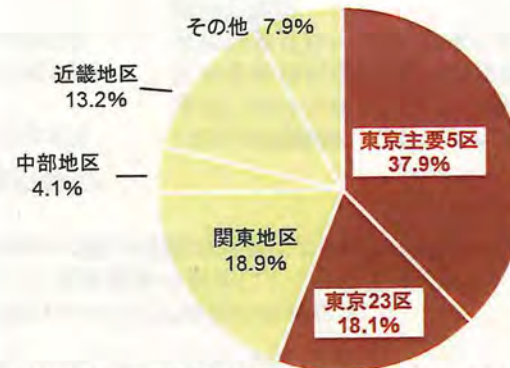
また、オリンピック開催による経済効果等を保証するものではありません。

■経済効果に伴う好影響(さまざまな用途の不動産への需要拡大)

- ・オリンピックに関連した消費支出の増加や外国人観光客の増加によるホテル需要の増加
- ・株式市場や不動産市場への好影響

【J-REIT保有物件の所在地別保有額の割合】

(2014年12月末現在)



* 東京主要5区: 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区
 東京23区: 東京主要5区以外
 関東地区: 東京都(東京23区以外)、茨城県、栃木県、群馬県、埼玉県、千葉県、神奈川県
 中部地区: 岐阜県、静岡県、愛知県、三重県
 近畿地区: 滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県

■REITの物件取得の拡大

- ・J-REITの優良物件取得による収益力の向上

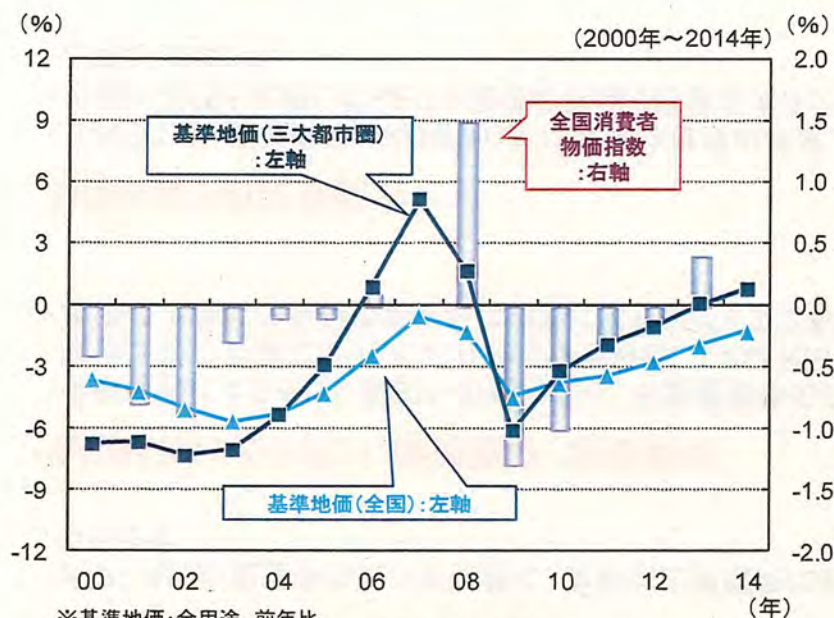


ご参考：インフレヘッジ手段としてのJ-REIT投資

(ご参考資料)

- 2013年の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は、前年比+0.4%となり、2008年以来5年ぶりにプラスに転じました。足元2014年11月の同指数は前年同月比+2.7%と物価上昇が定着しており、**デフレ脱却が展望**されつつあります。
- 過去において、**物価と不動産価格(地価)には相関**がみられており、物価上昇の定着とともに、不動産価格の上昇期待から不動産やJ-REITへの投資に注目が集まることが想定されます。

■基準地価と消費者物価指数の推移



※基準地価: 全用途、前年比

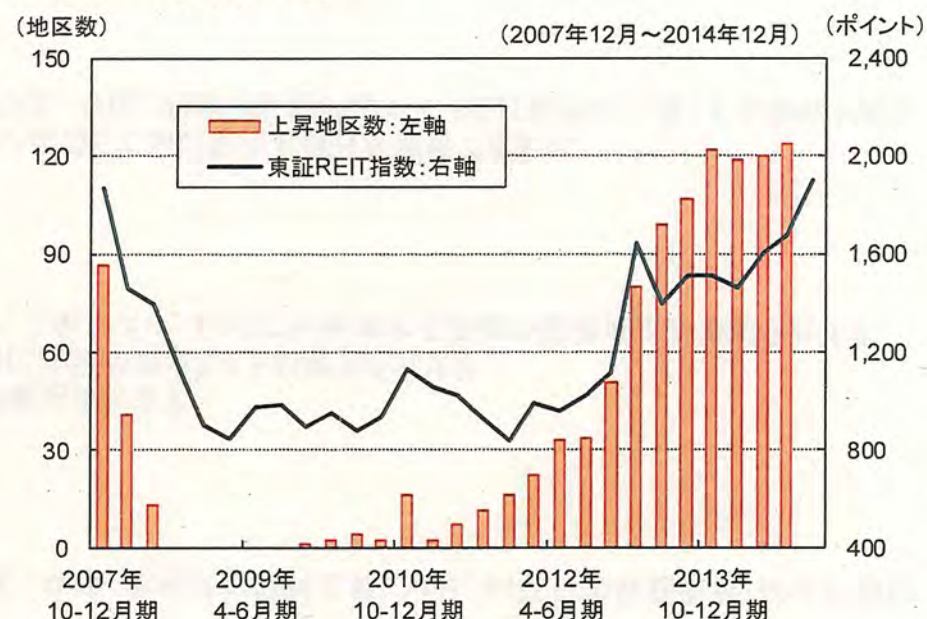
※全国消費者物価指数: 生鮮食品を除く総合(年平均、前年比)。2013年までのデータ。

《ご参考》

足元の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)(前年同月比)の推移

2014年7月	8月	9月	10月	11月
3.3%	3.1%	3.0%	2.9%	2.7%

■地価LOOKレポートによる地価の上昇地区数と東証REIT指数の推移



※地価LOOKレポートは合計150地区における地価動向を表します。

※地価LOOKレポートでの上昇地区は2007年10-12月期～2014年7-9月期、

東証REIT指数は2007年12月～2014年12月までの四半期データ。

出所: 総務省統計局、国土交通省およびブルームバーグが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記および左記は、将来における基準地価と消費者物価指数および地価動向と東証REIT指数の推移を示唆、保証するものではありません。



まとめ：J-REIT市場のポイント

(ご参考資料)

優良物件取得による分配金の増加期待

- ・良好な資金調達環境を背景として、積極的な物件取得が進んでいます。優良物件の取得により、J-REITの収益改善・分配金の増加が期待されます。

オフィスビル市況の改善継続期待

- ・オフィスビル空室率の低下を背景に、賃料は上昇傾向にあります。今後、本格的な賃料上昇により、J-REITの収益改善・拡大が期待されます。

金融緩和によるデフレ脱却期待、地価動向

- ・金融緩和によるデフレ脱却への期待から、不動産価格の改善が見込まれます。
- ・物価上昇の定着により、インフレヘッジ手段としてのJ-REIT投資に注目が集まることが想定されます。
- ・地価の上昇は主要都市を中心に地方にまで広がりつつあります。これにより、J-REITが保有する資産の価値向上が期待されます。

利回り面での投資魅力

- ・J-REITは、為替変動リスクをとらずに米国や世界の株式、債券と比較して高い配当利回りが期待できます。
- ・米国や英国と比較してREITと国債の利回り格差が大きい日本では、今後、利回り格差が縮小(J-REIT価格が上昇)する余地があると考えられます。

政策による後押し

- ・日銀による買入れは、引き続き相場の下支え要因になることが見込まれます。また、NISAや年金資金によるJ-REIT投資の拡大とともに、需給の改善が期待されます。
- ・ヘルスケアリートの上場により、J-REITの投資対象のさらなる拡大が期待されます。

※上記は2014年12月末現在におけるJ-REIT市場のポイントを記載したものであり、将来の相場動向を保証するものではありません。



投資信託のお申込みに際しての一般的な留意事項

(ご参考資料)

●投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主として国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券(リート)などの値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合には為替変動リスクもあります。)に投資しますので、ファンドの基準価額は変動します。したがって、**投資者の皆さまの投資元金は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元金を大きく割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金と異なります。**

投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、お申込みの際は投資信託説明書(交付目論見書)を必ずお読みください。

●投資信託に係る費用について

みずほ投信投資顧問株式会社が運用する投資信託については、ご投資いただくお客さまに以下の費用をご負担いただきます。

■直接ご負担いただく費用

購入時手数料 : **上限3.78%(税抜3.50%)**

換金時手数料 : 換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額 : **上限0.5%**

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

運用管理費用(信託報酬)※ : **上限 年2.16%(税抜2.00%)**

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■その他の費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)等でご確認ください。

●投資信託は、預金商品、保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。登録金融機関が取り扱う投資信託は、投資者保護基金の対象ではありません。投資信託の設定・運用は、投資信託委託会社が行います。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用の項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、みずほ投信投資顧問株式会社が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

投資信託をお申込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡しいたしますので、必ずお受け取りになり、投資信託説明書(交付目論見書)の内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

<本資料で使用している指数について>

※東証REIT指数は、株式会社東京証券取引所(株東京証券取引所)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウは、(株東京証券取引所)が有しています。

※FTSE®は、London Stock Exchange Groupの会社が所有する商標であり、ライセンス契約に基づき、FTSE International Limitedが使用します。NAREIT®はNAREITが所有する商標です。

※「Standard & Poor's®」「S&P®」「スタンダード・プアーズ」は、スタンダード・プアーズ ファイナンシャル サービスズ エル エル シーが所有する登録商標です。



- 本資料は、みずほ投信投資顧問(以下、当社といいます。)が投資家の皆さまに情報提供を行う目的で作成したものであり、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。
- 本資料は法令に基づく開示書類ではありません。
- 本資料の作成にあたり、当社は情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載した当社の見通し、予測、予想、意見等(以下、見通し等)は、本資料の作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、本資料に記載した当社の見通し等は、将来の景気や株価等の動きを保証するものではありません。

証券化対象不動産の
鑑定評価のあり方に関するPT 御中

グローバル化する資産評価制度と
機械設備・インフラの評価

平成27年2月17日

日本資産評価士協会
専務理事 若山 和夫



論 点

- IFRS (国際会計基準) の導入に合わせ、その対を成す資産評価においても、IVS (国際評価基準) をベースとしたグローバルな統合が進んでいる。
- 時価会計で先行し長年の実績と豊富なノウハウを有する欧米では、機械設備等の動産、知財等の時価・市場価値評価に係る評価基準や資格制度が古くから整備されている。
- 対し、わが国はこれまで確定決算主義のもと会計と課税所得との連動性を重視し、機械・設備等の動産評価は税法上の簿価の使用が一般的で、不動産以外の資産の評価に係る国内インフラの整備は専門家の育成を含めて不在に近い状態にある。
- 1999年のレジェンド問題を契機にわが国の会計制度はグローバル化されたが、その両輪の一方となる評価のインフラの整備は極めて限定的といわざるを得ない。

・ この結果：

- 1) 米国では企業融資の25% (農業分野では50%超) を占めるABL等、不動産以外のアセットファイナンスの発展・定着が進展していない。(評価インフラが無いことからオープンな流通市場も整備されず、会社整理、破産等において、わが国では機械設備は正当に評価されることが殆ど無い。)
- 2) M&Aやその他投融资の場面では、その評価を海外の評価人(外資系評価会社)に頼らざるを得ないのが状況 (JAL,エルピーダメモリー, 映画等)
- 3) 加速化が進むグローバル環境の中、今後のわが国企業の企業活動等への影響も懸念される。



JaSIA

Japanese Society of Independent Appraisers
日本資産評価士協会

上記問題に対するご提言

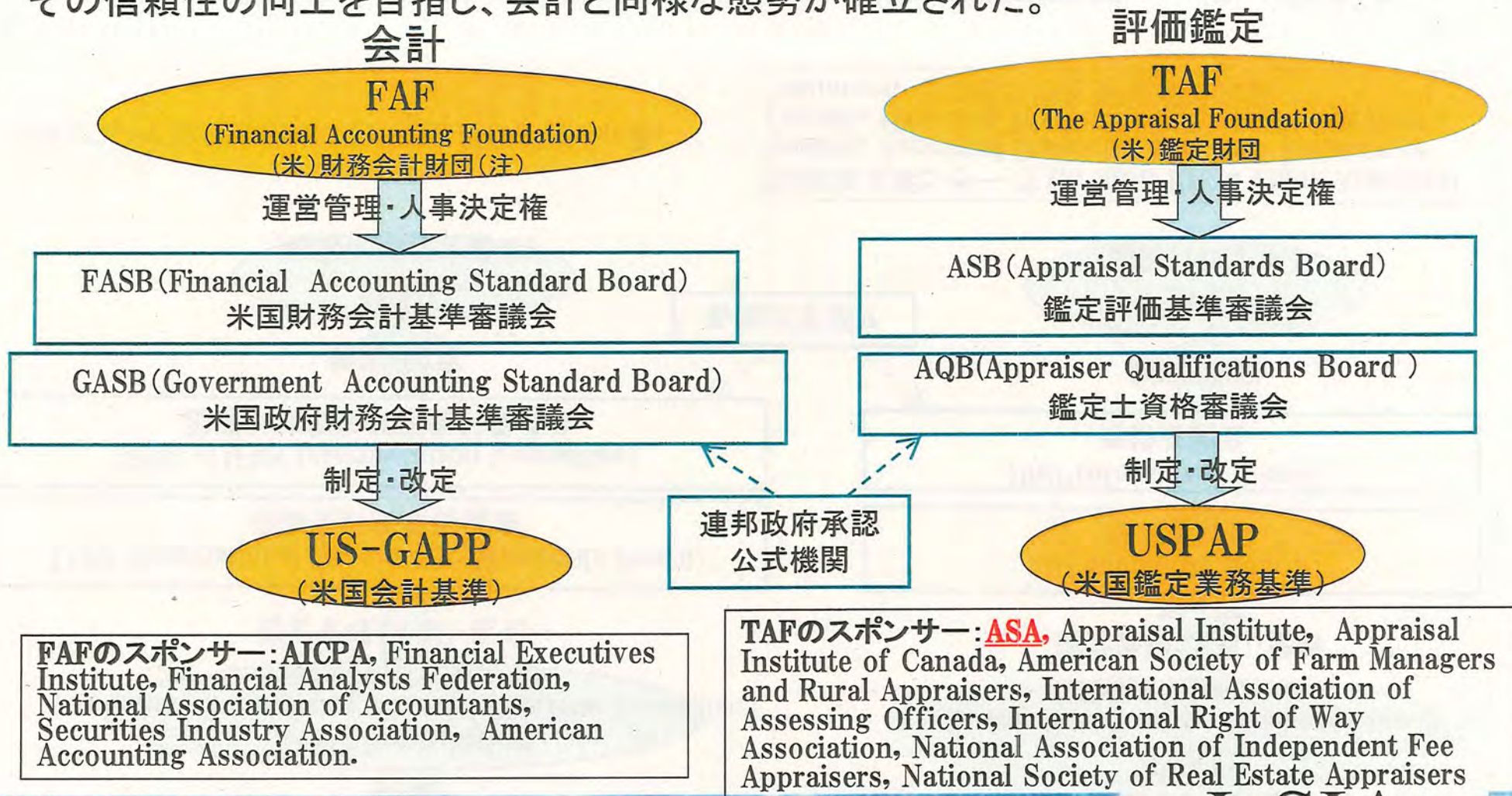
1. わが国で早期に機械・設備評価に向けた態勢を確立するには、時価会計で先行し、評価制度・人材育成の面で確立されている欧米のノウハウや手法を導入するのが最も効率的である。
2. ディスクロージャー等において海外投資家の存在も念頭に、グローバルスタンダードに準拠し、国際的な信任に耐えうる国内の評価態勢の整備が早急に必要。
3. 海外の豊富な事例・ノウハウを積極活用すべきである。

JaSIA

Japanese Society of Independent Appraisers
日本資産評価士協会

1. 米国の資産評価基準・制度について

1980年代に発生したS/L危機に対する反省から、評価業務に対する見直しが行われ、その信頼性の向上を目指し、会計と同様な態勢が確立された。

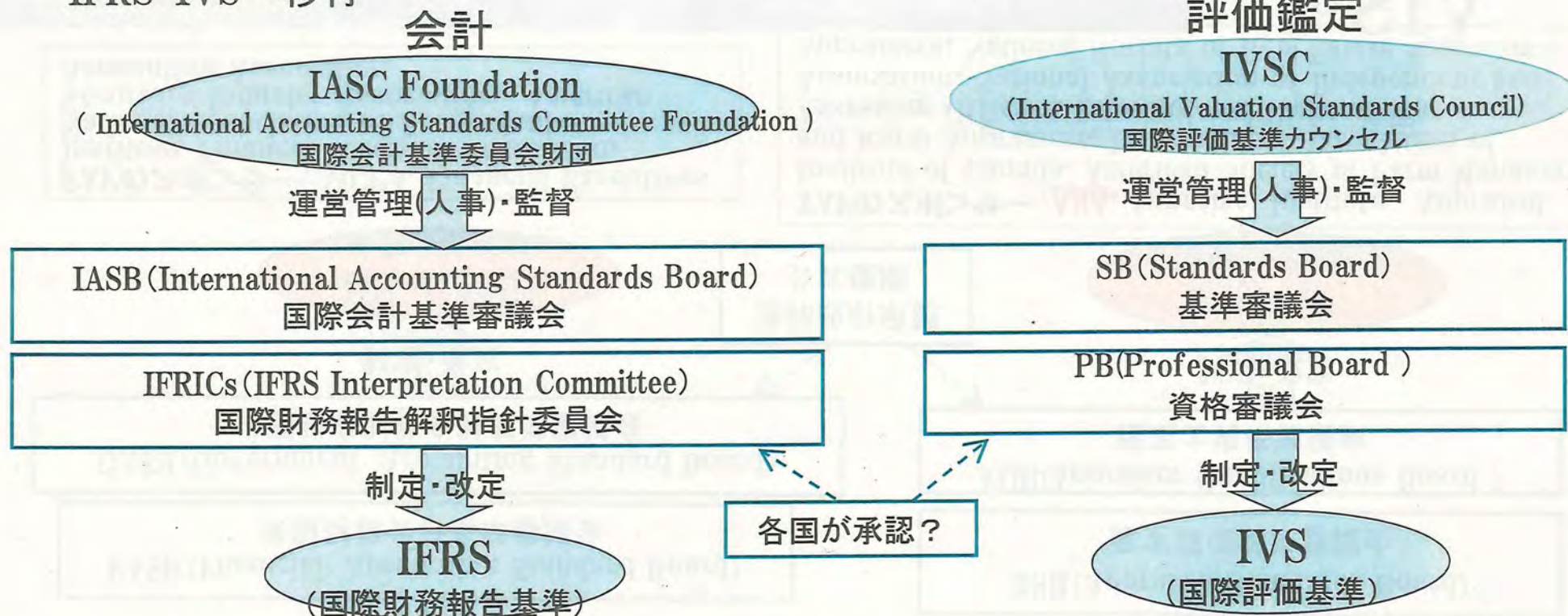


JaSIA

Japanese Society of Independent Appraisers
日本資産評価士協会

2, グローバルレベルの統合が進む世界の資産評価基準

IFRS・IVSへ移行



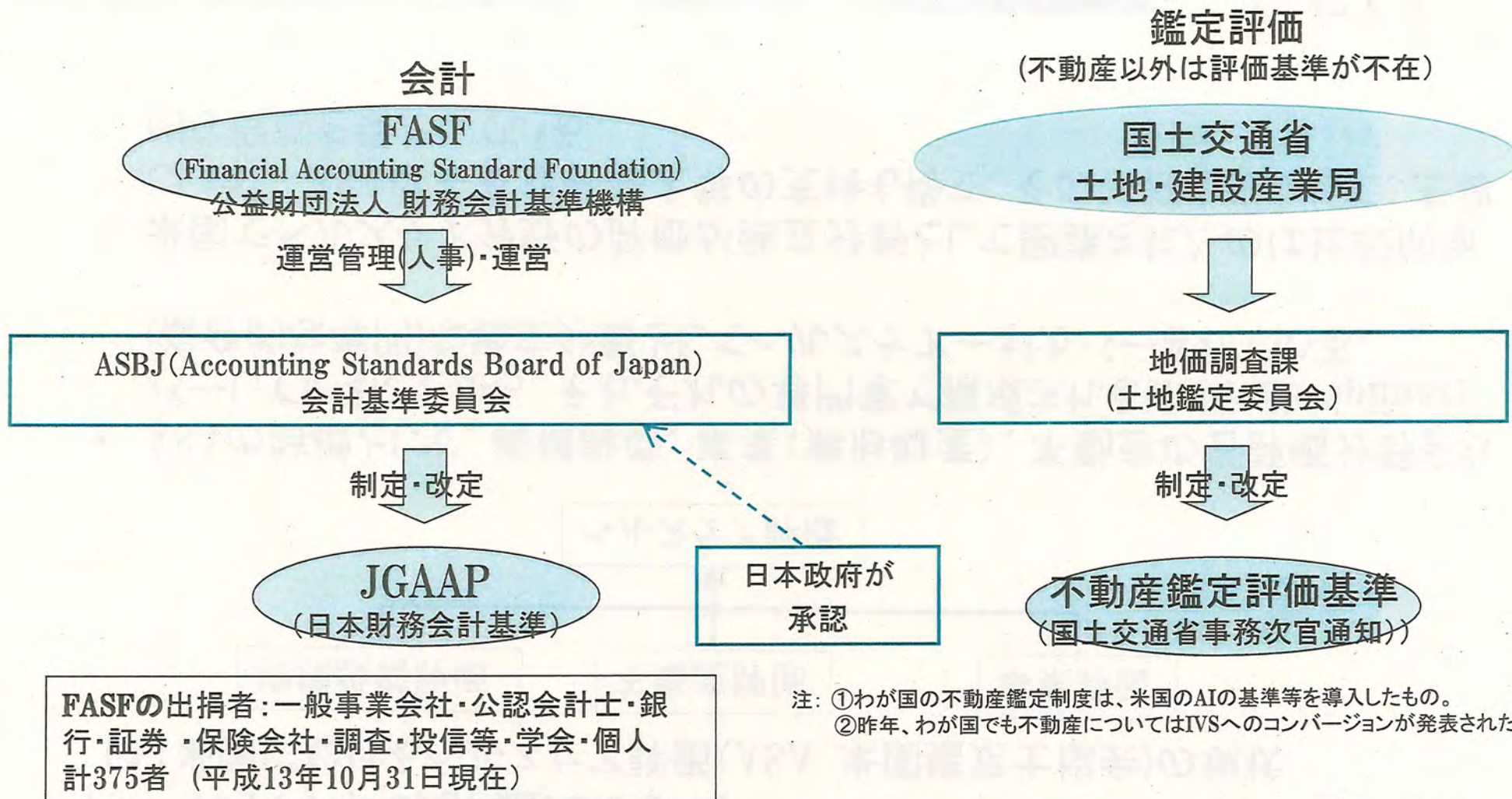
IVSについては先のG20にてIFRSと並び認識される。

IVSCのスポンサー: TAF, ASA, RICS, China Appraisal Society, Appraisal Institute, Appraisal Institute of Canada, Canadian Institute of Chartered Business Valuators, その他世界主要監査法人等

JaSIA

Japanese Society of Independent Appraisers
日本資産評価士協会

ご参考 わが国(日本)の状況



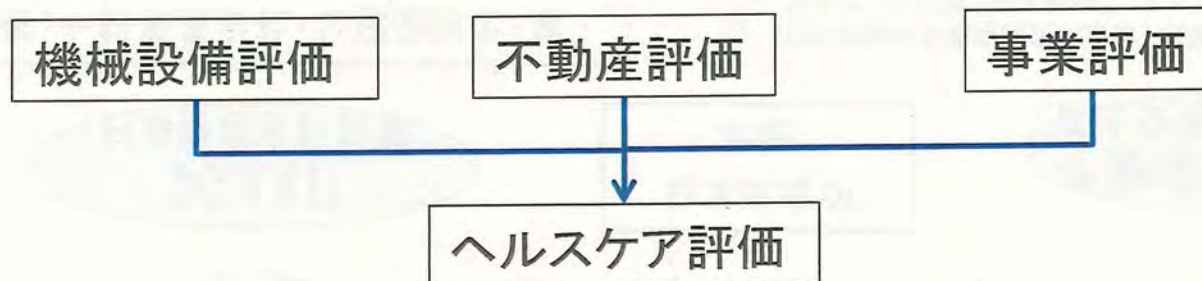
JaSIA

Japanese Society of Independent Appraisers
日本資産評価士協会

ヘルスケア・インフラ分野に於ける米国での評価の状況

1. ヘルスケアの評価について

(1) 米国に於けるヘルスケア評価(ASA: 米国鑑定士協会)の現状



- ASAの特徴として、機械設備、事業(無形財産)、不動産の各評価分野をカバーしていることから、それぞれの専門家で構成されるMulti-disciplinary(複合的な専門)な独立分野としてヘルスケアーがカバーされている。
- 米国でヘルスケア分野の評価が独立分野として認識されたのは比較的新しいが、ASAは主要監査法人等の支持も得て、その特性を生かして、主導的な役割を果たしている。

JaSIA

Japanese Society of Independent Appraisers
日本資産評価士協会

(2)ヘルスケアリート組成に於ける機械設備評価の重要性

- ヘルスケア・リートの場合、医療機械等の設備をリート法人か設備を使用する医療法人のどちらが保有するかという問題がある。
- 先端医療設備・機械の有無が医療施設の収益に大きな影響を与える事、また施設の重要な差別化要因となることを考えると、リート側がこれら資産を保有する方が望ましい。
- 投資対象となる医療施設の収益はリート法人の収入の安定性等、投資家にとって重要な情報であることから、その設備機械の状況が対するディスクロージャーにおいて、その評価に関する情報の提供は不可欠だと考えられる。



JaSIA

Japanese Society of Independent Appraisers
日本資産評価士協会

2. インフラ設備の評価について

(1) 海外に於けるインフラ評価の現状

- インフラ設備の評価は、機械設備分野に属し、パイプライン、ユーティリティー（電力、水道、ガス、通信等）、鉄道等の評価の専門家が海外（ロシア等の東欧、北南米）では数多く存在する。
- 米国では水道設備等は地方公共団体の重要資産であることから、公共債の発行に絡む発行体の財務状況の投資家へのディスクロージャーの一部として定期的に評価が実施されている。また、コンセッション方式(Enterprise Zone)や、レベニューボンド(特定財源債)の発行に絡み、評価されることも多い。
- 例えば、ドイツでミュンヘン市はじめとして地方公共団体が資金調達のため保有する水道設備のセル&リースを実施し、米国の評価人が出向いて多数評価を行ったとの報告がある。

(2) インフラ・リート組成に於ける機械設備評価の重要性

- キャッシュフロー分析を中心に考えた場合、それを支える設備の実態が十分に把握できていない場合が多く、これを補完するディスロージャーの拡充が重要。
- エンジニアリングレポートは施設維持の観点から作成された情報であり、技術革新等による設備の陳腐化、競争力の低下等、対象設備の比較優位性といった投資家にとって重要な投資判断材料が提供されない。
- 機械設備評価に於いては、上記のような情報が加味された上で、当該設備の実質的な経済価値として報告されることから、投資家としても有用、且つ不可欠な判断材料となると考えられる。



JaSIA

Japanese Society of Independent Appraisers
日本資産評価士協会

若山 和夫
日本資産評価士協会 専務理事

職歴：伊藤忠商事、大和証券、三井住友海上火災保険（MS&AD）

- 伊藤忠商事では、国際法務部、情報機器部（東京・ロンドン）に所属
- 大和証券では、引受・M&A（ロンドン）、各種資産担保、証券化商品の開発に従事 同社、初代不動産証券化課長を務める
- 住友海上、三井住友海上では、財務企画部にてリスク管理、ファイナンシャルソリューション部（兼務）及び資産担保証券の保証業務を企画担当
- 米国の中立総合資産評価会社であるAmerican Appraisal Associateとの日本での合弁で、日本初の中立評価専門会社であるあるアメリカン・アプレ-ザル・ジャパン(AAJ) の設立を企画・立ち上げを担当／JaSIA設立を支援
- MS&AD基礎研究所上席研究員を経て、三井住友海上のCSRの一環として、JaSIAへ同専務理事として出向。ASAの機械設備・在庫等講座の講師歴多数。
- 京都大学・経営管理大学院講師（リスク管理及びファイナンス）兼務

その他：ICU(国際基督教大学)教養学部卒

米国ペンシルバニア大学ウォートンスクール修士課程卒（MBA）

JaSIA

Japanese Society of Independent Appraisers
日本資産評価士協会

不動産鑑定士制度推進議員連盟PJチーム御中

“ホテル等のオペレーショナルアセットREITの問題点”

立教大学ビジネスデザイン科特任教授 平 浩一郎

February 17, 2014

アジェンダ

1．ホテル等のオペレーショナルアセットREITにおける問題点

- ①鑑定評価の高難易度
- ②ハイリスク＆ローリターン
- ③市場規模小
- ④その他

2．今後の課題

- ①ホテル＆周辺ビジネスの課題
- ②オペレーショナルアセットREITの課題

1 . 問題点① : 鑑定評価の高難易度

①-1 . 市場の賃料評価ではなくビジネス自体の評価

- 1) 他アセットクラスと異なり、賃料相場がない(宿泊主体型除く)
現ホテルREITの大半のアセット賃料は売上/利益連動
- 2) 複合ビジネス (宿泊、レストラン、宴会、温泉スパ他) の評価
- 3) ホテルコンサルの市場レポートに鑑定が依拠 (人材不足)

①-2 . オペレーターの経営・運営形態の違いにより評価法が異なる

- 1) 賃料 : “直営” = 固定 vs “運営委託” = 売上・利益変動
- 2) 財産区分 : “直営” = FFE所有 vs “運営委託” = FFE所有せず
- 3) Cap Rate : “直営” < “運営委託”

1．問題点②③④：ハイリスク＆ローリターン、市場規模小、他

②．ハイリスク＆ローリターン＝“儲からない”

- 1) 装置産業（特に高い再投資vs低い内部留保）
- 2) 労働集約産業（高い固定費&損益分岐点）
- 3) 高い季節変動性（季節、月、時間帯によっても需要が変動）
- 4) 景気・災害の影響は甚大

③．市場規模小：

- 1) “REITABLE（高品質&安定利益）”なアセットが市場に不足
- 2) スケールメリット追求が困難

④．その他

- 1) 年1回配当（2回でも格差大）でプロ投資家は敬遠
- 2) 宿泊優待券等で個人投資家の嗜好性は比較的高い

2 . 今後の課題 :

ホテル : 投資不動産としては高難易度も「地方創生」等の成長戦略の中核となり
得る不可欠なセクター→更なる成長へ資本市場アクセスを拡大

1 . ホテル&周辺ビジネスの課題

- ①鑑定評価、DDコンサル、経営力の更なるステップアップ
- ②季節変動リスクの解消 (教育旅行・インバウンド活用等)
- ③海外からも含めた優秀な労働人材の確保

2 . オペレーショナルアセットREITの課題

- ④オペレーショナルアセットの流動性UP (不動産保有/流通税の更なる軽減)
- ⑤資本的支出用内部留保の確保 (90%配当ルールの見直し)
- ⑥コンフリクトの解消→運営・経営の一体化 (" Paired Share REIT")
- ⑦建築基準の緩和 (例 : 都内5スターホテル)

参考資料1：ホテル部門別収益構造(各部門売上＝100)

	宿泊	レストラン	婚礼宴会	一般宴会
原価	5	30	60	25
営業直接費	10	5	2	5
人件・業務委託費	20	50	10	30
その他・配賦	15	15	15	15
部門GOP	50	0	13	25

※G O P =Gross Operating Profit：固定資産に係る経費（固都税・保険料等）控除前の営業利益

出所：日本観光研究学会「観光研究21 Vol1(2009年)」

参考資料 2 : ホテルタイプ別ROI&収益構造(延床坪当・千円)

	ビジネスホテル	シティホテル	リゾートホテル
ロケーション	駅前	大都市中心地	リゾート、テーマパーク
客室売上割合	65% 以上	50% 以下	-
延床坪当売上	250-500	300-800	600 以下
GOP %	40% -60%	10%-30%	マイナス - 40%
延床坪当GOP	100-250	50-250	300 以下
延床坪当土地代	100 以上	500-5,000 以上	200 以下
延床坪当建設費	400 以上	700-2,000 以上	400-1,500
延床坪当総事業費	500-3,000	1,200-7,000 以上	500-1,500
延床坪当NOI	50-150	マイナス - 170	マイナス - 150
ROI (=NOI / 総事業費)	5%-10%	マイナス - 5%	マイナス - 10%

※NOI=Net Operating Income : GOPから固定資産に係る経費やホテル会社/AM手数料等控除後の利益。
金利・減価償却費・法人税・資本的支出は控除前

出所：日本観光研究学会「観光研究21 Vol1(2009年)」(一部改訂)

参考資料 3 : アセットタイプ別特徴

	立地	テナント	賃料体系
オフィス	都心 (CBD)	企業	長期固定
住宅	住宅地	個人	中期固定
商業	郊外	量販店等	売上歩合
倉庫	湾岸、高速インタ、工専地	企業	長期固定
ホテル	CBD、駅前、リゾート	(ホテル会社)	運営収益

参考資料4：アセットタイプ別ROI&収益構造(延床坪当・千円)

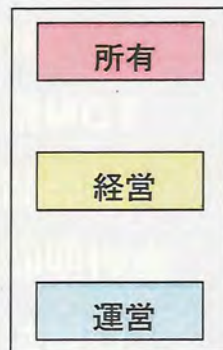
	オフィス	住宅	商業	物流	ホテル
	都心Aクラス	都区内賃貸	郊外型モール	首都圏湾岸	ビジネス
土地代	4,000	1,000	400	200	900
建設費	1,200	960	360	360	600
合計	5,200	1,960	760	560	1,500
月坪賃料	45	20	5	4	8
有効面積率	65%	70%	70%	80%	100%
年間賃料	350	168	42	38	96
坪当NOI	250	117	42	32	75
ROI	4.8%	6.0%	5.5%	5.7%	5.0%
テナント契約期間	2 - 5年	2 - 3年	5年以上	5年以上	10年以上
賃料変動リスク	◎	○	△	◎	×

出所：日本観光研究学会「観光研究21 Vol1(2009年)」(一部改訂)

参考資料5：ホテルのビジネスモデル

所有・経営・運営一体型

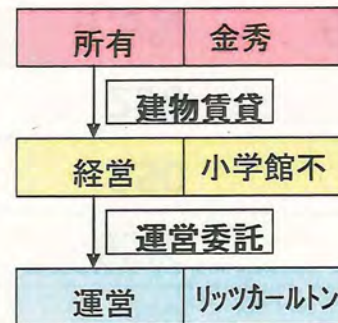
帝国ホテル



所有・経営・運営が一企業または同一資本によって為されます。

完全分離型

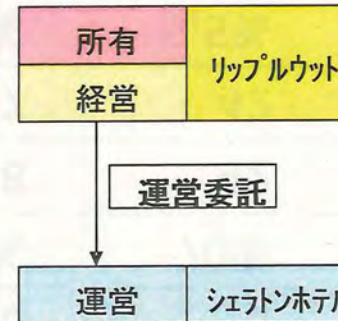
リッツカールトン沖縄



所有・経営・運営がそれぞれ別々の企業によって為されます。“所有”は土地・建物を所有し、“経営”に建物を賃貸します。“経営”は“運営”に対してホテルの運営を手数料ベースにて委託します。

運営受託型

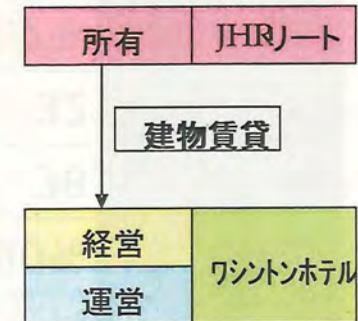
宮崎シーガイア



所有・経営を営む同一企業が運営会社運営委託。

賃貸型

博多中洲ワシントンホテル



所有・経営・運営が一企業によって為される為、特に契約等なし