

# 不動産投資市場の活力を沖縄に

安倍政権発足以降、株価上昇が続く株式市場だが、東京証券取引所などには、上場不動産投資信託市場（東証 REIT 市場）があることをご存じだろうか。日本の上場不動産投資信託は Jリートと呼ばれ、オフィスビルや商業施設、住宅など様々な不動産に投資を行っている。Jリートは、県内の物件にも投資を行っている。本稿では、Jリートが沖縄にもたらす効果や今後の見通しなどについて概観したい。

## Jリートの時価総額は7兆9百億円

Jリート (J-REIT) とは、Japan Real Estate Investment Trust の略で、不動産投資信託のことを指す。Jリートは投資家から集めた投資資金を、不動産に投資する。主な収益は、投資した不動産の賃料収入だ。賃料収入から物件管理に要する費用などを除いた配当可能額の 90%以上を投資家に配当することで、投資法人の法人税は非課税となる。投資口価格に対する期末の予想配当見込額をもとに算出される予想配当利回りは、2～5%程度となっている。2001年9月に、東京証券取引所が東証 REIT 市場を創設し、三井不動産系の日本ビルファンド投資法人と三菱地所系のジャパンリアルエステイト投資法人が上場した。上場したJリートが発行する投資口は、上場株式と同様に市場での取引が可能で、投資家の需要により投資口価格は日々変動する。2013年4月30日現在、39銘柄が上場し、時価総額はおよそ7兆9百億円にのぼる。

## Jリートの仕組み

Jリートは、主に金融機関からの借入および投資法人債発行によるデットファイナンスと、上場時および増資時の投資口発行によるエクイティファイナンスを通じて資金調達を行う。これらの資金をもとに、運用対象となる不動産などの資産を取得し、不動産物件の管理・運用を行い、テナ

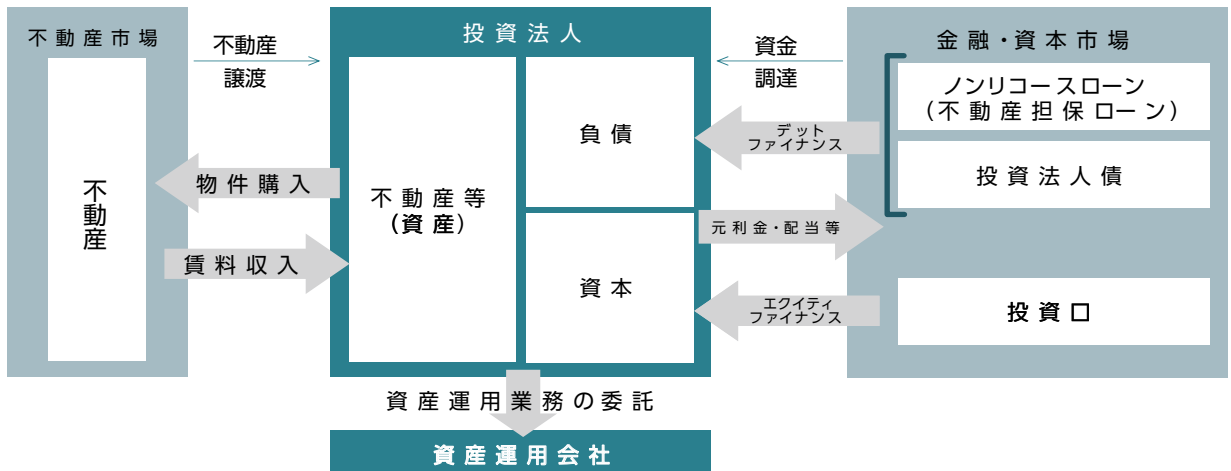
ントから賃料収入を得る。投資法人は資産の運用を資産運用会社に委託し、運用資産の保有と収益の分配のみを行うヴィークル（器）としての機能に特化している。これは導管体とよばれ、配当可能額の中の 90%超を配当金として分配するなどの一定の要件を充足すれば、配当金の損金算入が認められている。

図表 1：投資法人一覧

投資法人名	運用資産タイプ	時価総額 (億円) 2013.4.30時点	保有資産額 (億円) 2013.4.30時点	主な投資物件
日本ビルファンド	オフィスビル特化型	9,702	9,216	NBF日比谷ビル
ジャパンリアルエステイト	オフィスビル特化型	7,759	7,407	北の丸スクエア
日本リートリアルファンド	商業施設特化型	4,803	6,676	東戸塚オーロラシティ
オリックス不動産	総合型	2,094	3,510	オリックス赤坂21目ビル
日本プライムリアルティ	複合型	2,954	3,920	オリエントタワー
プレミア	複合型	888	1,822	アーバンネット三田ビル
東急リアル・エステート	複合型	1,050	1,997	cocoti
グローバル・ワン不動産	オフィスビル特化型	638	1,485	TK南青山ビル
野村不動産オフィスファンド	オフィスビル特化型	1,898	3,754	新宿野村ビル
ユナイテッド・アーバン	総合型	3,700	4,290	新大阪セントラルタワー
森トラスト総合リート	総合型	2,292	2,878	東京汐留ビルディング
インヴェンシブル	総合型	174	771	スペース恵比寿
フロンティア不動産	商業施設特化型	2,470	2,458	イオンモールナゴヤドーム前
平和不動産リート	複合型	638	1,322	トータルジョーズ駒沢公園
日本ロジスティクスファンド	物流施設特化型	1,560	1,496	市川物流センターⅡ
福岡リート	総合型	1,137	1,537	キャナルシティ博多
ケネディクス不動産	総合型	1,311	2,931	KDX日本橋兜町ビル
積水ハウス・SI	総合型	789	1,102	浜松プラザ
いちご不動産	総合型	538	1,061	CRD丸の内
大和証券オフィス	オフィスビル特化型	1,835	3,149	新宿メインスタワー
阪急リート	総合型	550	1,213	HEPファイブ
スターツプロシード	住居特化型	200	383	プロシード西新井
トップリート	総合型	809	1,843	日本電気本社ビル
大和ハウス・レジデンシャル	住居特化型	1,460	2,110	クイズ恵比寿
ジャパン・ホテル・リート	ホテル特化型	1,080	1,309	オリエンタルホテル東京ベイ
日本賃貸住宅	住居特化型	1,014	1,569	willDo清澄
ジャパンエクスレセント	総合型	1,494	2,171	興和川崎西口ビル
日本アコモデーションファンド	住居特化型	1,742	2,319	大川端賃貸棟
MIDリート	総合型	477	1,600	ツイン21
森ビルズリート	総合型	1,724	2,108	アーク森ビル
野村不動産レジデンシャル	住居特化型	910	1,506	プライムアーバン目黒大橋ビルズ
産業ファンド	複合型	1,619	1,473	IF羽田空港メッセテラスセンター
アドバンス・レジデンス	住居特化型	2,890	3,679	レジディアタワー目黒不動前
ケネディクス・レジデンシャル	住居特化型	165	305	KDX代官山レジデンス
アクティビア・プロパティーズ	複合型	1,714	1,704	東急プラザ 表参道原宿
大和ハウスリート	複合型	895	1,171	Dプロジェクト浦安 II
GLP	物流施設特化型	1,845	2,213	GLP 尼崎
コンフォリア・レジデンシャル	住居特化型	484	712	コンフォリア東池袋WEST
日本プロロジスリート	物流施設特化型	1,647	1,730	プロロジスパーク市川11

(出所) 各社公表資料より作成

図表 2：不動産証券化の基本構造



### 投資対象となる不動産

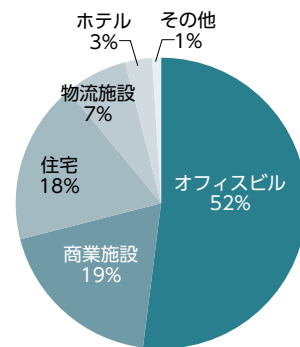
Jリートによる不動産などの保有額は、各投資法人の直近の決算数値の合計で、約9兆3,900億円にのぼる。投資対象となる不動産のタイプはオフィス、商業施設、住宅、物流施設、ホテルなど多岐にわたる（図表3）。各リートは、資産運用会社の設立母体となるスポンサー会社のネットワークを活用し物件取得することが多く、スポンサー会社の物件供給力が運用対象に反映される傾向にある。

### 直近の市況

Jリートの投資口価格は、一般的に株式市場と一定の相関があるとみられている（図表4）。相場は昨秋から回復傾向にあるが、足もとの東京都内のオフィス空室率の改善に加え、安倍政権発足の金融緩和への期待を背景としてさらに大きく上昇した。投資家別の売買動向をみると、相場が軟調に推移した2011年後半や2012年半ばにおいては、日銀による買い支えが行われていた（図表5）。直近の上昇は、投資信託を中心とする個人投資家資金の流入が背景となっていることがわかる。

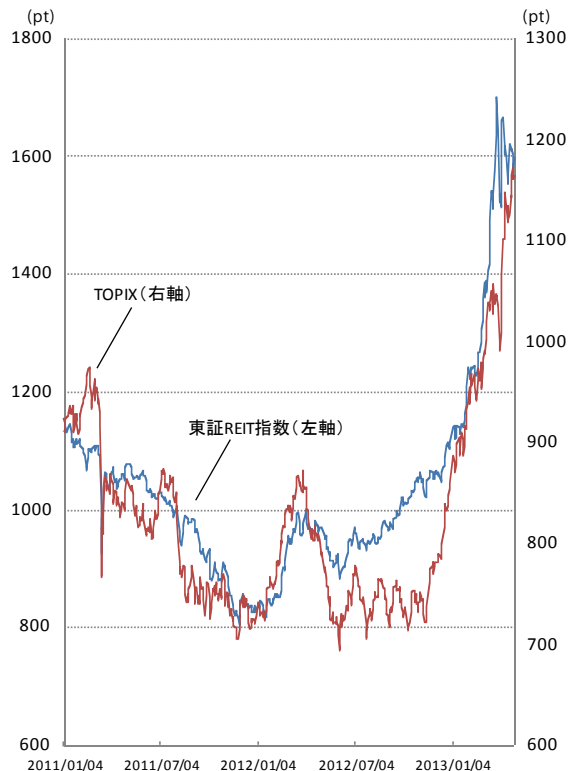
1～3月の相場上昇は、Jリートにとっては資金調達環境の好転も意味した。この3カ月で2つの投資法人が新規上場し、11の投資法人が公募増資を実施した。そして、調達した資金を裏付けとした物件取得も進み、5,600億円の物件取得が行われた。

図表 3：Jリートの運用対象資産内訳



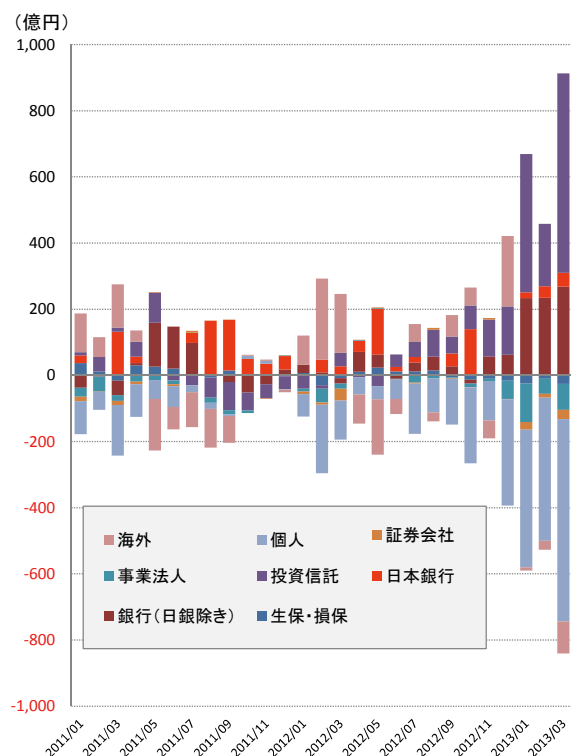
（出所）各社公表資料より作成

図表 4：東証REIT指数の推移



（出所）東京証券取引所

図表 5：東投資家別の Jリート売買状況



(出所) 東京証券取引所

### 沖縄の Jリート物件

ここまで Jリーートの仕組みや市況について概観してきたが、沖縄県内に Jリーートの投資物件は、どのような物件がどのくらい存在するだろうか。

4月30日現在、県内の Jリート投資物件は5物件、取得額ベースで約466億円の投資が行われている。物件タイプとしては、ホテルが3物件と最多で、商業施設、オフィスビルには1件ずつ投資が行われている。沖縄県の「宿泊施設実態調査」によると、県内には、2011年12月末時点で、大規模宿泊施設（収容人数300人以上）が75軒、中規模宿泊施設（同100人以上300人未満）が114軒所在している。過日、旅館再生およびリゾート運営を手掛ける星野リゾートの Jリート市場への参入が報じられたように、ホテルおよび旅館業にとって、運営対象の不動産を所有することは必須ではない。それどころか、企業としては、不動産の売却代金を新たな投資に向けるなど新たな資金調達手段ともなりうる。こうした「所有と経営の分離」にメリットを見出すオペレーター（運営者）がさらに出てくれば、沖縄における Jリート物件はさらに増えるとみられる。

図表 6：沖縄県内の Jリート投資物件

物件名	物件タイプ	投資法人名	取得価格(億円)
イオン那覇ショッピングセンター	商業施設	日本リテールファンド投資法人	108
JPR那覇ビル	オフィスビル	日本プライムリアルティ投資法人	16
ホテルJALシティ那覇	ホテル	ユナイテッド・アーバン投資法人	77
ザ・ピーチタワー沖縄	ホテル	ジャパン・ホテル・リート投資法人	76
ホテル日航アリビラ	ホテル	ジャパン・ホテル・リート投資法人	189

(出所) 各社公表資料より作成

### Jリーートの社会的役割

続いて、Jリーートの社会的存在意義について考察したい。投資家にとっての Jリーートの意義は、株や債券に続く新たな分散投資先としての存在だ。Jリートが、上場市場で取引可能な投資口を発行することにより、投資ロットが大きく個性の強い不動産という投資対象資産を小口化することが可能となった。これにより、投資信託などを通じた個人マネーの流入が促され、Jリートは新たな分散投資先としての地位を確立したといえよう。また、Jリートという投資ヴィークルが、複数の不動産に対して分散投資し、ポートフォリオを構築することで、Jリート自体も不動産リスクの分散が可能となった。さらに、資産運用会社が物件管理などの資産の運用を不動産の専門家に委託することにより、効率的かつ高度な運用が可能となる点も意義深い。

企業などの不動産保有者にとっては、Jリートが強力な不動産の買い手として機能することで、企業がバランスシートから不動産をオフバランスすることが可能となる。このように Jリートは、間接的に企業の財務健全化に資することができる。

不動産市場にとっての Jリートは、新たに開発した不動産の最終的買い手としての役割を担っている。Jリーートの投資口は市場で広く流通するため、情報の透明性確保が求められている。不動産物件の取得にあたって、Jリートは、デューデリジェンスおよび不動産鑑定士が実施した不動産鑑定についての鑑定評価書の取得を行っており、その結果の公表を実施している。Jリートはこうした事前調査情報をもとに不動産の取得価格を決定していることから、不動産市場の価格の適正化にも貢献しているといえそうだ。

## Jリート市場の活力を沖縄へ

順調に資産を積み上げてきたJリート市場の今後の展開としては、運用対象の物件タイプがさらに多様化していくことが考えられる。例えば、介護施設や高齢者向け賃貸住宅、病院などを主な投資対象とするヘルスケアリートの誕生だ。既に組成に向けた動きも報じられているが、ヘルスケアリートは、社会にとってどのようなメリットがあり、また沖縄にどのような影響が考えられるだろうか。

国立社会保障・人口問題研究所によれば2010年現在の日本の65歳以上人口は約2,900万人で、人口全体に占める割合は約23%（沖縄県は約17%）だ。2020年には約29%（沖縄県は約23%）に達するとみられている。現在、国内に有料老人ホームは約7,500施設（定員約32万人）、サービス付高齢者向け住宅は約2,900施設（戸数約93,000戸）存在する。介護老人福祉施設への入所待ちは、約42万人といわれ、今後、さらなる高齢者人口の増加が見込まれる中、高齢者向け住宅の供給は社会的な課題として認識されている。

運用対象資産としてのヘルスケア施設は、オフィスビルなどに比べ、景気の影響を受けにくく、賃料収入の長期安定的な支払が見込まれる。国土交通省においては、「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」が開催され、ヘルスケアリートの特性を以下のように整理している。

図表7：ヘルスケアリートの特性

(1) 民間資金を直接活用した多様なヘルスケア施設の供給の促進 (2) ヘルスケア施設の所有と運営の分離 (3) ヘルスケア施設にかかる不動産市場の形成 (4) 不動産の長期安定保有 (5) 施設経営の透明化の確保 (6) 資金調達手段及び運用手段の多様化
---

(出所) 国土交通省

上記の通り、まとまった投資資金を活用することで、多様な規模の施設の供給が可能となる。また、利用者の長期利用が見込まれるヘルスケア施設において、所有と経営が分離される場合、施設の所有者には長期的な保有が求められるが、長期保有を前提とするJリートには、ヘルスケア施設への投資適性があるとみられる。また、オペレー

ターの資金調達手段においても、借入に加えJリートを活用すれば、物件売却による資金調達が可能となる。

ヘルスケア施設は、オフィスビルなどと異なり、特定の都市部だけでなく全国的に必要とされるものだ。沖縄は、他都道府県に比べ若年者比率が高いとはいえ、今後の高齢化の大きな流れとしては全国と同様の動きをたどるだろう。沖縄県内においてもJリートの活力を活用することは有効であるとみられる。

現在の沖縄への投資物件タイプの中で最も多いホテルへの投資については、今後、どうか。足もとの沖縄への観光入域客数は、LCCの新規就航などを背景に増加傾向にある。ホテルの新規開業など競争の激化も予想されるが、ホテルにとっては必ずしもホテルの所有権を保持する必要はない。サービス向上の観点から、新規投資を行うことを優先するために不動産を売却して資金調達し、オペレーターに特化するという選択肢もありうる。

また、一般にホテル投資型リートは、賃貸借契約において、賃料をホテル運営の業績に連動する変動賃料と固定賃料を組み合わせ、安定的収益確保とホテルの収益性向上の結果を享受している。リゾートホテルにおいては、季節により収益の変動が大きくなることになるが、現在Jリート39銘柄のうち唯一のホテル特化型リートのジャパンホテルリート投資法人は、配当を年に1回にすることで、配当額のばらつきを防いでおり、Jリートにとってはさらなるリゾートホテルの取得も可能とみられる。

## まとめ

Jリートは、不動産投資の世界に個人の資金を集めることに成功した。永続的運用を前提としているため、継続的かつ強力な不動産の買い手として存在している。沖縄においては、ホテルやヘルスケア施設が投資先として有望で、オペレーターの不動産オフバランス化による財務の健全化に寄与することが可能だ。

(海邦総研経営企画部研究員／堀家盛司)