

## Market Summary

### ➤ J-REIT 1-3月に2,300億円超の不動産を取得 <昨年1年間の9割を上回る>

停滞していたJ-REITの資産取得が再び力強さを取り戻しつつある。2010年1月から3月にREITが取得した不動産(含む不動産信託受益権)は2,312億円となり、2009年1年間の取得総額(2,467億円)の93.7%に相当する資産をこの3ヶ月間で取得した(前年同期比では213.3%、図表S-1)。

- ✓ 2009年一年間の取得総額の9割超を3ヶ月で取得
- ✓ 資産入替により収益力向上を狙う  
(底地物件の積極取得など新しい投資戦略も)
- ✓ J-REIT間の売買が急増

資産取得が増加した背景には、REITを取り巻く資金調達環境が一時の厳しさを脱し、公募増資や投資法人債の発行が再開されたこと、借入れの調達環境も改善されたこと、ポートフォリオの収益性を向上させるため資産の入替えを行う必要が高まっていること、スポンサー変更等によって信用力が高いREITが増加したこと等があるとみられる。

また、近時は、商業・物流系REITを中心に、減価償却の負担がなく償却後利回りの高い「底地」を積極的に取得して配金増加に繋げようとする投資戦略を打ち出すREITが複数社現れている。従来ほとんどみられなかったJ-REIT間の取引事例が急増していることも特徴だ。

【→ 詳細は [TOPIC「近時の不動産取得動向」](#) 参照】

### ➤ ビ・ライフとニューシティ・レジデンスの合併が成立 < J-REIT初の民事再生手続に区切り >

ビ・ライフ投資法人(BLI、8984)とニューシティ・レジデンス投資法人(NCR)の合併が、4月1日に成立した。BLIを存続法人とする吸収合併で、合併後の資産規模は約1,905億円(住宅127件、商業施設2件)となる。NCRは、2008年10月、J-REITでは初めて民事再生手続開始を申立て、翌月上場廃止となった。新スポンサーの選定における曲折を経て、2009年11月にBLIとの合併契約を締結していた。

BLIは本合併によって、保有資産額が約3.7倍に、純資産も約2.9倍に増加した。また、合併によって収益力が向上することによる配金増加、投資口の流動性向上などのメリットが見込まれている。

NCRの投資主には、NCR投資口1口につきBLI投資口0.23口が割当交付された。なお、NCRの民事再生手続は3月30日付で終結決定がなされている。

### ➤ 不動産市場安定化ファンド 初の融資利用 < プロスペクト・リート >

プロスペクト・リート投資法人(PRI、8969)は3月15日、不動産市場安定化ファンドによる100億円の融資の実行を受けた(最終元本返済期日:2012年9月、当初利率:TIBOR+4.98368%、有担保)。

不動産市場安定化ファンドは、キャッシュフローが安定し損益面も黒字が確保されているにもかかわらず、金融危機による信用収縮等のため資金繰りが逼迫したJ-REITに対して資金供給を行う目的で2009年9月に設立された。不動産会社等の業界各社による出資、日本政策投資銀行のメザニン・ローン(劣後借入れ)、その他金融機関のシニア・ローン(優先借入れ)を貸付原資とする。今回のPRIへの融資が初の貸付であり、PRIは同ファンドからの借入れにより、投資法人債償還のためのつなぎ融資等のリファイナンスを行う。

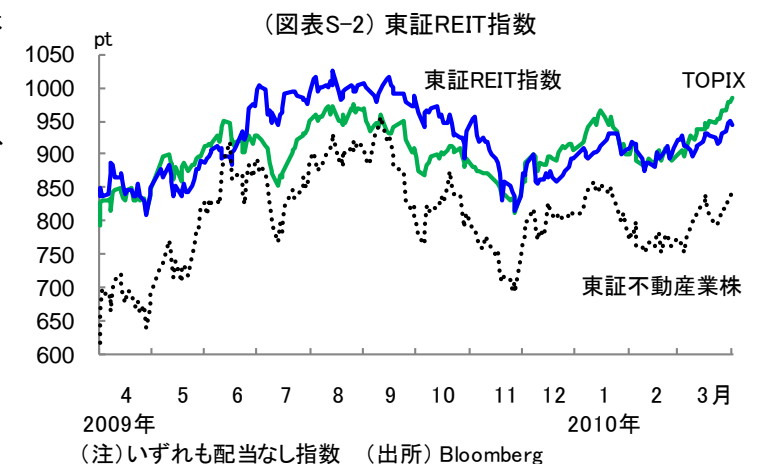
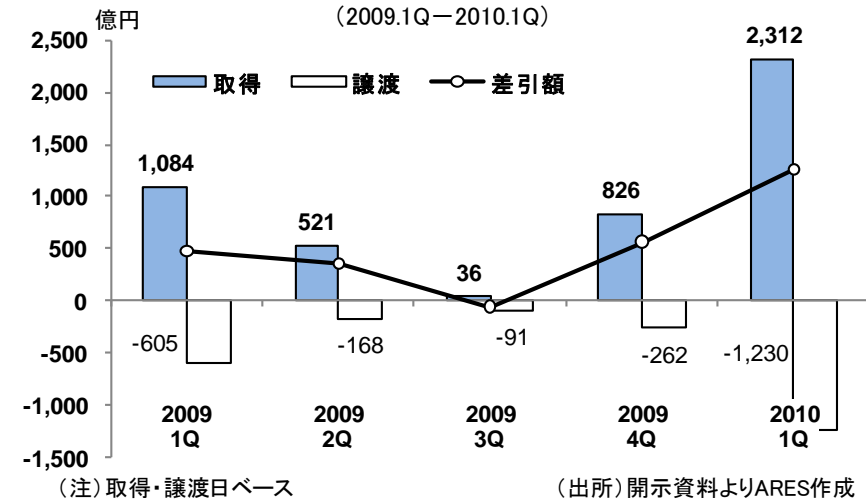
なお、PRIは、今年7月に日本賃貸住宅投資法人(JRH、8986)と合併する予定だ(3月26日合併契約締結)。

(図表S-3) マーケット主要指標

	2010年3月末	1ヶ月	6ヶ月	1年
東証REIT指数(配当無)	948.9	+4.5%	-3.9%	+12.2%
時価総額(億円)	29,517	(注) 分配金利回りは各社予想配金をもとに時価総額加重平均		
平均予想分配金利回り	5.6%			

(出所) 東京証券取引所、各社開示資料よりARES作成

(図表S-1) J-REITの資産売買額  
(2009.1Q-2010.1Q)



## 《決算発表》

(図表S-4) 決算ハイライト(2010年1月期)

( )内は前期比増減,%

コード	投資法人	決算期	営業収益		営業利益		経常利益		当期純利益		1口当たり分配金(円)	
			(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	当期(確)	翌期(予)
8967	日本ロジスティクスファンド	第9期	4,576	(1.2)	2,353	(10.2)	2,108	(8.0)	2,107	(8.0)	17,234	17,200
8969	プロスペクト・リート	第9期	2,191	(△2.0)	878	(4.2)	194	(△46.4)	193	(△46.6)	2,577	(*1) 406
8957	東急リアル・エステート	第13期	25,359	(239.0)	14,374	(313.5)	13,457	(412.2)	13,456	(412.4)	79,446	(*2) 11,900
8970	ジャパン・シングルレジデンス	第9期	1,766	(△0.6)	721	(△5.0)	237	(△6.0)	236	(△6.1)	4,206	750
3234	森ヒルズリート	第7期	5,520	(△4.6)	2,821	(△6.1)	1,729	(△14.7)	1,728	(△14.7)	10,857	6,550

(\*1) 合併までのみなし事業期間(5ヶ月) (\*2) 3月25日付修正後の数値

(出所)開示資料よりARES作成

## 《ファイナンス》

### 森ヒルズリートが公募増資で約 149 億円を調達 / ジャパンエクセレント、日本プライムリアルティは投資法人債(各 120 億円、60 億円)を発行

- ✓ 森ヒルズリート(MHR、3234)は、3月5日、公募増資の実施を発表した。新発行投資口数は73,700口(オーバーアロットメント分を含む上限)、調達金額は約149億円(同)。調達資金は新規物件の取得(六本木ヒルズ森タワー・アーク森ビル 計102億円)および借入金の返済に充てる。
- ✓ ジャパンエクセレント(JEI、8987)は、3月11日、投資法人債を公募発行した(発行総額120億円/期間4年/利率年1.52%)。資金使途は借入金返済で、有利子負債の長期化および固定金利比率の上昇を図る。
- ✓ 日本プライムリアルティ(JPR、8955)は、3月12日、投資法人債を公募発行した(発行総額60億円/期間5年/利率年1.68%)。資金使途は借入金返済で、有利子負債の長期比率を高める。

## 《資産売買》

### 3月は1,400億円超の取得

#### ① 主な取得事例

- ✓ 東急リアル・エステート 「オリックス新宿ビル」90億円 ※オリックス不動産投資法人より取得
- ✓ オリックス不動産 物流施設1件・オフィス2件・商業施設3件(うち1件底地) 計315億円
- ✓ 日本リートファンド 商業施設6件 計227億円
- ✓ 森ヒルズリート 「六本木ヒルズ森タワー」・「アーク森ビル」計102億円
- ✓ 日本プライムリアルティ 「TK堀留ビル」51億円

#### ② 主な譲渡事例

- ✓ 日本リートファンド 「さいたま浦和8953ビル」(浦和パルコ)をテナントのパルコに売却 261億円
- ✓ 日本ビルファンド 「NBF博多祇園ビル」・「NBF恵比寿南ビル」計35億円
- ✓ オリックス不動産 「オリックス新宿ビル」(①参照)・「オリックス神保町ビル」計131億円
- ✓ 産業ファンド 「IIF 船橋ロジスティクスセンター」90億円

(図表S-5) 2010年3月の取得資産

網掛け部分は3月発表分。

取得日	コード	投資法人	物件名称	所在	種別	取得価格 (百万円)	取得先
03/01	8953	日本リテールファンド	イオン札幌発寒ショッピングセンター／隣地	札幌市西区	商業	384	関野木工品製作所
03/02	3967	日本ロジスティクスファンド	習志野物流センターⅡ	千葉県習志野市	物流	7,875	習志野3特定目的会社
03/05	8954	オリックス不動産	神戸桃山台ショッピングセンター(底地)	神戸市垂水区	商業	3,260	オーエム・ワン有限会社
03/10	8976	DAオフィス	オリックス神保町ビル	東京都千代田区	オフィス	4,150	オリックス不動産投資法人
03/10	8954	オリックス不動産	aune港北	横浜市都筑区	商業	4,000	合同会社ジョイントアーク・X01
03/10	8954	オリックス不動産	aune幕張	千葉市美浜区	商業	3,600	合同会社ジョイントアーク・X01
03/19	8957	東急リアル・エステート	麴町スクエア	東京都千代田区	オフィス	9,030	ベルデ・インベストメント有限会社
03/23	8953	日本リテールファンド	Gビル新宿01	東京都新宿区	商業	6,600	合同会社大江戸リアルティ
03/24	8952	ジャパンリアルエステイト	東京オペラシティビル(追加取得)	東京都新宿区	オフィス	22,426	小田急電鉄
03/25	3234	森ヒルズリート	六本木ヒルズ森タワー(1フロアの区分所有権50%)	東京都港区	オフィス	6,810	森ビル
03/25	3234	森ヒルズリート	アーク森ビル(1フロアの区分所有権50%)	東京都港区	オフィス	3,400	森ビル
03/25	8953	日本リテールファンド	ライフ太平寺店(底地)	大阪府東大阪市	商業	1,282	日本商業開発
03/25	8953	日本リテールファンド	ライフ下寺店(底地)	大阪市浪速区	商業	1,683	新日本商業開発
03/25	8953	日本リテールファンド	ライフ岸部店(底地)	大阪府吹田市	商業	1,910	日本商業開発
03/25	8986	日本賃貸住宅	レキシントン・スクエア新宿御苑	東京都新宿区	住居	1,010	インヴィンシブル投資法人
03/25	8986	日本賃貸住宅	ザ・パームス代々木上原コスモテラス	東京都渋谷区	住居	1,250	インヴィンシブル投資法人
03/25	8986	日本賃貸住宅	サンテラス代々木上原	東京都渋谷区	住居	1,180	インヴィンシブル投資法人
03/26	8957	東急リアル・エステート	オリックス新宿ビル	東京都新宿区	オフィス	9,000	オリックス不動産投資法人
03/29	8954	オリックス不動産	オーエックス田町ビル	東京都港区	オフィス	6,730	合同会社ジョイントアーク01
03/29	8954	オリックス不動産	大宮下町1丁目ビル	さいたま市大宮区	オフィス	3,750	オリックス不動産株式会社
03/29	8954	オリックス不動産	堺ロジスティクスセンター北棟	堺市堺区	物流	10,200	オリックス不動産株式会社
03/29	8966	クレッシェンド	茅場町平和ビル	東京都中央区	オフィス	4,798	平和不動産
03/29	8953	日本リテールファンド	Gビル神宮前03	東京都渋谷区	商業	5,520	三菱商事
03/30	8953	日本リテールファンド	Gビル南池袋01	東京都豊島区	商業	5,800	有限会社南池袋アセットホールディング、合同会社エムアイインベストメント
03/30	3226	日本アコモデーションファンド	パークキューブ四谷三丁目	東京都新宿区	住居	2,749	合同会社ティーエヌセカンド
03/31	3249	産業ファンド	IIF 戸塚テクノロジーセンター(底地)	横浜市戸塚区	その他	4,500	大成建設
03/31	8975	FC レジデンシャル	フォレシティ富ヶ谷	東京都渋谷区	住居	1,341	有限会社カルデア・プロパティアー
03/31	8975	FC レジデンシャル	フォレシティ豊洲	東京都江東区	住居	1,349	ポイヤック・プロパティアー合同会社
03/31	8975	FC レジデンシャル	フォレシティ西本町	大阪市西区	住居	927	オーブリヨン・プロパティアー合同会社
03/31	8955	日本プライムリアルティ	TK堀留ビル	東京都中央区	オフィス	5,100	国内の特別目的会社
						TOTAL	141,614 百万円

(参考) 投資有価証券の取得

03/11	8968	福岡リート	有限会社シーシーエイチブリッジ(キャナルシティ博多) 優先匿名組合出資持分(追加出資)	福岡市博多区	商業	3,000	(出資先)有限会社シーシーエイチブリッジ
-------	------	-------	--	--------	----	-------	----------------------

(注) 2010年3月末時点 (出所) 各社開示資料

(図表S-6) 2010年4月以降の取得予定資産

網掛け部分は3月発表分.

取得 予定日	コード	投資法人	物件名称	所在	種別	取得価格 (百万円)	取得先
04/02	8953	日本リテールファンド	Gビル心齋橋01	大阪府中央区	商業	1,582	心齋橋TWINS特定目的会社
04/30	8951	日本ビルファンド	NBF上野ビル	東京都台東区	オフィス	11,175	清水建設
5月	8955	日本プライムリアルティ	JPR千駄ヶ谷ビル	東京都渋谷区	オフィス	15,050	千駄ヶ谷開発特定目的会社
						TOTAL	27,807 百万円

(図表S-7) 2010年3月の譲渡資産

譲渡日	コード	投資法人	物件名称	所在	種別	譲渡価格 (百万円)	譲渡先
03/02	8963	インヴェンシブル	PEIT 内神田	東京都千代田区	駐車場	114	個人
03/05	8951	日本ビルファンド	NBF恵比寿南ビル	東京都渋谷区	オフィス	1,350	国内の一般事業会社
03/08	8951	日本ビルファンド	NBF博多祇園ビル	福岡市博多区	オフィス	2,200	国内の一般事業会社
03/08	8963	インヴェンシブル	PEIT 駒形第一	東京都台東区	駐車場	62	ヤオキン商事
03/10	8963	インヴェンシブル	モンセラート四谷	東京都新宿区	住居	356	国内法人
03/10	8954	オリックス不動産	オリックス神保町ビル	東京都千代田区	オフィス	4,150	DAオフィス投資法人
03/11	8963	インヴェンシブル	ホメスト池尻	東京都世田谷区	住居	552	国内法人
03/16	8963	インヴェンシブル	レキシントン・スクエア北堀江	大阪市西区	住居	436	国内法人
03/16	8963	インヴェンシブル	レキシントン・スクエア新町	大阪市西区	住居	300	国内法人
03/16	8963	インヴェンシブル	ルナコート塚本	大阪市西淀川区	住居	399	国内法人
03/17	8953	日本リテールファンド	さいたま浦和8953 ビル(浦和パルコ)	さいたま市浦和区	商業	26,100	パルコ
03/19	3249	産業ファンド	IIF 船橋ロジスティクスセンター	千葉県船橋市	物流	9,020	特定目的会社ドリーム・ロジスティクス・ファンド
03/24	8955	日本プライムリアルティ	JPR名古屋栄ビル	名古屋市中区	オフィス	4,937	国内の一般事業会社
03/25	8963	インヴェンシブル	レキシントン・スクエア新宿御苑	東京都新宿区	住居	1,010	日本賃貸住宅投資法人
03/25	8963	インヴェンシブル	ザ・パームス代々木上原コスモテラス	東京都渋谷区	住居	1,250	日本賃貸住宅投資法人
03/25	8963	インヴェンシブル	サンテラス代々木上原	東京都渋谷区	住居	1,180	日本賃貸住宅投資法人
03/26	8954	オリックス不動産	オリックス新宿ビル	東京都新宿区	オフィス	9,000	東急リアル・エステート投資法人
03/29	8963	インヴェンシブル	C03 ストップパーキング徳山駅前	山口県周南市	駐車場	175	個人
03/31	8963	インヴェンシブル	レキシントン・スクエア下北沢	東京都世田谷区	住居	2,370	国内法人
03/31	8963	インヴェンシブル	レキシントン・スクエア白金高輪	東京都港区高輪	住居	5,370	国内法人
						TOTAL	70,331 百万円

(図表S-8) 2010年4月以降の譲渡予定資産

譲渡 予定日	コード	投資法人	物件名称	所在	種別	譲渡価格 (百万円)	譲渡先
04/01	8963	インヴェンシブル	パークビラ八雲他住居11件、オフィスビル・商業施設5件 及び駐車場7件	-	-	12,970	国内法人
06/30	8955	日本プライムリアルティ	JPR神宮前432の土地の一部	東京都渋谷区	その他	301	東京都
						TOTAL	13,271 百万円

(注)2010年3月末時点 (出所)各社開示資料



## TOPIC 近時の不動産取得動向

### 1. 積極的な資産取得の背景

#### ① 資本市場からの資金調達再開

2010年第1四半期は、J-REITによる資産取得が活況を取り戻した(「Market Summary」参照)。その端緒となったのが、公募増資の再開だった。2009年夏にかけて投資口価格が一定の回復をみせたことを背景に、10月に1年3ヶ月ぶりとなる公募増資が実施され、2010年3月末までに約1,000億円(計7件)の資金が調達された(図表T-1)。また、新スポンサー決定等に伴う第三者割当増資も含めると、2009年7月以降、約1,200億円の増資が行われた。さらに、2010年1月には、1年8ヶ月ぶりに公募の投資法人債が発行され、3月末までの発行額は400億円に上る(図表T-2)。

これら資本市場を通じた資金調達が可能となったことと、金融機関の融資姿勢が緩和されたことが相俟って、資産取得のための資金面での環境が整ってきたといえる。実際に、1-3月に不動産(含む不動産信託受益権)を取得したREITの多くが、近時増資や投資法人債の発行を行っている(図表T-3 備考欄参照)。

#### ② 資産入替

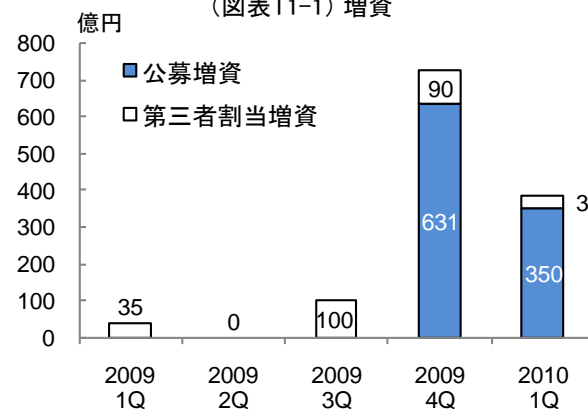
資金調達環境の改善と並んで、あるいはそれ以上に大きく影響したと考えられるのが、ポートフォリオの再構築を図るREITが増加したことだ。2010年1-3月の資産取得額が多いREITをみると、保有資産の売却も併せて行っているREITが目立つ(図表T-3)。この期間には、資産取得額が約2,300億円に上る一方、資産譲渡額も約1,200億円と大きく増加している(図表T-5、Market Summary 図表S-1)。これには、財務上の理由からの売却もあるが、それ以上に、収益性の低い資産を売却し、代わりに新規の物件を取得してポートフォリオの質と収益性向上を狙う「資産入替」を目的とするものが大きな比率を占めている。

(図表T-5) 投資法人別 資産譲渡額 (2010年1-3月)

投資法人	譲渡価格 (百万円)
1 東急リアル・エステート	42,000
2 日本リテールファンド	26,100
3 インヴァンシブル	14,369
4 オリックス不動産	13,150
5 産業ファンド	9,020
6 日本コマースナル	6,800
7 日本プライムリアルティ	4,937
8 日本ビルファンド	3,550
9 日本アコモデーションファンド	3,100
TOTAL	123,026

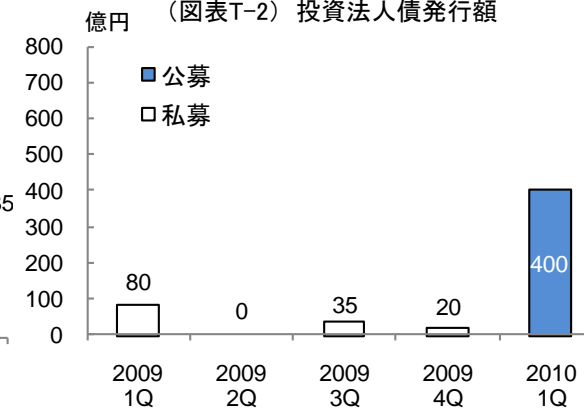
資産入替を行うREITが増えた背景には、国内景気の弱さに起因するファンダメンタルズの悪化により、空室増や賃料下落を通じて保有不動産が生み出すキャッシュフローに下落圧力が強まるとともに、不動産価格が低水準を推移し売却益も見込みにくい中で、分配金の水準を維持・向上させるための対応が求められていることがある。また、不動産価格の低迷は買い手の側からみると優良な不動産を従来よりも高い利回りで取得できる好機でもある。下落トレンドが続いた国内不動産価格も、底を打ちつつあるとの認識が徐々に広がっており、この機を捉えて積極的な資産の入替に打って出るREITが増えているとみられる。

(図表T-1) 増資



(注) 公募増資にはオーバーアロットメントを含む  
(出所) 開示資料よりARES作成

(図表T-2) 投資法人債発行額



(出所) 開示資料よりARES作成

(図表T-3) 投資法人別 資産取得額

(2010年1-3月)

投資法人	取得価格 (百万円)	備考 (09年7月以降の資金調達等)
1 ジャパンリアルエステイト	77,026	増資
2 オリックス不動産	31,540	資産入替・投資法人債
3 日本リテールファンド	23,179	資産入替
4 東急リアル・エステート	18,030	資産入替
5 日本プライムリアルティ	15,600	増資・資産入替・投資法人債
6 トップリート	12,700	
7 森ヒルズリート	10,210	増資
8 日本ロジスティクスファンド	7,875	増資
9 ケネディクス不動産	6,800	増資
10 日本アコモデーションファンド	6,502	増資
11 産業ファンド	5,690	資産入替
12 クレッシュェンド	4,798	増資(第三者割当)
13 DAオフィス	4,150	増資(第三者割当)・投資法人債(私募)
14 FC レジデンシャル	3,617	
15 日本賃貸住宅	3,440	増資(第三者割当)
TOTAL	231,157	

(図表T-4) 大型取得物件

(2010年1-3月)

物件名称	取得価格 (百万円)	投資法人	取得日
1 汐留ビルディング(追加取得)	54,600	ジャパンリアルエステイト	1/15
2 東京オペラシティビル(追加取得)	22,426	ジャパンリアルエステイト	3/24
3 住友商事錦町ビル	12,700	トップリート	1/13

この資産入替戦略を明確に表明したのが、ともに三菱商事 UBS リアルティが資産運用を行う日本リートファンド(JRF、8953)と産業ファンド(IIF、3249)だ。JRFは、「さいたま浦和8953ビル」を261億円で売却する代わりに、8物件を約243億円で取得した(うち1件は4月2日付取得)。JRFはこの資産入替により、償却後利回りが2.5%(売却資産)から3.7%(取得資産)に改善するとしている。また、IIFは、「IIF船橋ロジスティクスセンター」を約90億円で売却し、償却後利回りの高い2件の底地を約57億円で取得した。

この2社以外にも、オリックス不動産(OJR、8954)も資産入替を表明し、2件のオフィスビルを約132億円で売却する代わりに6物件を約315億円で取得している。

## 2. 取引の特徴

### ① 償却後利回りの高い「底地」の取得で、分配金増を狙う

近時の資産入替戦略の中で、取得資産として目立つのが「底地」(右記 Words 参照)だ。これまでも、REITが底地を取得するケースはあったが、2010年入り後その数が増加している(図表T1-7)。

底地を取得する利点として挙げられているのが、償却後利回り(Words 参照)の高さだ。底地の場合、建物を所有しないため減価償却が発生しない。NOI利回りがそのまま償却後利回りとなるため、同じNOI利回りの場合、非底地物件より底地物件の方が償却後利回りが高くなり、より多くの分配金原資を生むことができる。また、底地物件は一般にNOI利回り自体も比較的高い(図表T1-7)。

(図表T-6) 大型譲渡物件

(2010年1-3月)

	物件名称	譲渡価格 (百万円)	投資法人	譲渡日
1	りそな・マルハビル	42,000	東急リアル・エステート	1/15
2	さいたま浦和8953ビル(浦和パルコ)	26,100	日本リートファンド	3/17
3	IIF船橋ロジスティクスセンター	9,020	産業ファンド	3/19

### Words

- ・底地(敷地) … 借地権(主に賃借権)の設定された土地(の所有権)。土地賃借人(テナント)が店舗や倉庫などの建物を自ら所有し、底地権者(底地所有者)はその敷地をテナントに賃貸する。商業店舗や物流施設に多い。
- ・減価償却 …… 長期間にわたって使用される固定資産の取得(建物や設備投資)に要した支出金額を、その資産が使用できる期間(耐用年数)にわたって費用配分する手続き。この配分された費用を「減価償却費」という。「底地」の場合、建物を保有しないことから、減価償却は発生しない。
- ・償却後 NOI … NOI(年間収入から年間費用を控除した純収益)から減価償却費を引いたものを償却後 NOI という。分配金は、償却後 NOI を原資としているため、償却後 NOI の増減により影響を受ける。

(参考)JRF「国内資産の譲渡・取得に関するお知らせに関する補足説明資料」

(図表T1-7) J-REITが保有する「底地」物件

(網掛け部分は2010年2月以降の取得物件)

投資法人	物件名(底地)	所在	用途	テナント	設定借地権	契約満了	取得時期	取得価格 (百万円)	NOI利回り (対取得価格)
東急リアル・エステート	湘南モールフィル	神奈川県藤沢市	商業	大和ハウス工業	事業用借地権	2023年	2006/04	6,810	4.4%
ユナイテッド・アーバン	maricom-ISOGO・システムプラザ横浜	横浜市磯子区	商業他	BHKビジネス他	普通借地権	—	2008/02	11,904	4.6%
森トラスト総合リート	フレスポ稲毛	千葉市稲毛区	商業	大和リース	事業用借地権	2023年	2002/03	4,200	10.4%
フロンティア不動産	フレスポ鳥栖	佐賀県鳥栖市	商業	大和リース	事業用借地権	2027年	2007/11	3,178	5.9%
フロンティア不動産	コストコホールセール入間倉庫店	埼玉県入間市	商業	コストコホールセールジャパン	事業用借地権	2038年	2008/07	2,600	5.5%
日本ロジスティクスファンド	中部春日物流センター	愛知県清須市	物流	リョーショクリカー	事業用借地権	2015年	2006/12	685	3.8%
ジョイント・リート	りんくう羽倉崎プラザ	大阪府泉南郡	商業	コーナン商事, コジマ, イオン	事業用借地権	2014-24年	2005/07	4,697	7.3%
阪急リート	ニトリ茨木北店	大阪府茨木市	商業	ニトリ	事業用借地権	2024年	2006/03	1,318	9.2%
阪急リート	コーナン広島中野東店	広島市安芸区	商業	コーナン商事	事業用借地権	2026年	2006/10	2,175	6.3%
阪急リート	ららぽーと甲子園	兵庫県西宮市	商業	三井不動産	事業用借地権	2024年	2009/01	7,350	7.8%
オリックス不動産	神戸桃山台ショッピングセンター	神戸市垂水区	商業	カインズ, ヤマダ電機他	事業用借地権	2020年	2010/03	3,260	(9.6%)
産業ファンド	IIF習志野ロジスティクスセンター	千葉県習志野市	物流	鹿島リース, JA三井リース建物	事業用借地権	2021年	2010/02	1,190	6.3%
産業ファンド	IIF戸塚テクノロジーセンター	横浜市戸塚区	その他	大成建設	事業用借地権	2040年	2010/03	4,500	6.1%
日本リートファンド	ライフ太平寺店	大阪府東大阪市	商業	ライフ	事業用借地権	2028年	2010/03	1,282	7.1%
日本リートファンド	ライフ下寺店	大阪市浪速区	商業	ライフ	事業用借地権	2029年	2010/03	1,683	6.1%
日本リートファンド	ライフ岸部店	大阪府吹田市	商業	ライフ	事業用借地権	2031年	2010/03	1,910	6.7%

(注) NOI利回りは直近2期の実績NOIより算出。

TOTAL 58,742 百万円

「神戸桃山台ショッピングセンター」の年間NOIは非開示のため、開示されている鑑定評価書記載の収益還元法(DCF法)上の初年度運営収益から算出したグロス利回りを記載。

その他2010年2-3月取得物件のNOI利回りは会社想定NOIから算出。

(出所)開示資料よりARES作成

さらに、REIT が取得する底地は、設定されている借地権が事業用借地権(右記 Words 参照)である場合が多い。契約満了までの期間が長く(図表 T1-7)、中途解約や賃料減額改定を制限する契約内容であることが多いため、安定的な賃料収入を期待できる。また、契約満了時には、契約更新の必要がなく、更地での返還が法律上規定されている。

これらのメリットがあることから、今後も商業・物流系 REIT を中心に、底地の取得が増加する可能性がある。

#### Words

・事業用借地権 … 定期借地権の一。事業目的で土地を一定期間(10年以上50年未満。平成20年1月1日以前は20年以下)賃借する権利。契約の更新は認められず、契約満了時には賃借人は建物を解体し、更地にして賃貸人に返還する。

## ② REIT 間の取引事例が急増

近時の資産売買のもう一つの大きな特徴が、REIT 間での取引が急増していることだ。2009年11月以前は僅か2件を数えるのみであったのが、12月以降、2010年3月末までに7物件(約318億円)の取引が成立した(図表 T1-8)。

東急リアル・エステート(TRE、8957)が「菱進原宿ビル」を84億円で日本プライムリアルティ(JPR、8955)に譲渡した2009年12月の取引を皮切りに、数十億～100億円前後の取引が相次いでいる。

売り手側は、資産入替目的の他、会計・財務上の理由から譲渡を決めており、REIT は資金調達などの点で確実性が高い買い手として評価される。また、(REIT の保有資産であるから)当然のことではあるが、REIT はこの価格帯の商業用不動産のメインプレイヤーであり、REIT が受け皿となるのは自然の成り行きともいえる。

買い手側としても、優良な不動産を取得することができ、双方にとってメリットがある。

(図表 T1-8) J-REIT 間の資産売買事例

(網掛け部分は2009年12月以降の取引)

取引時期	物件名称	種別	取引価格 (百万円)	買主	売主
2007/10	スフィアタワー天王洲(持分33%)	オフィス	9,405	阪急リート	グローバル・ワン不動産
2008/04	和光学生ハイツ	住宅	675	アドバンス・レジデンス	クレッシェンド
2009/12	菱進原宿ビル	オフィス	8,400	日本プライムリアルティ	東急リアル・エステート
2010/02	パンフィックマークス西新宿	オフィス	6,800	ケネディクス不動産	日本コママーシャル
2010/03	オリックス神保町ビル	オフィス	4,150	DAオフィス	オリックス不動産
2010/03	レキシントン・スクエア新宿御苑	住宅	1,010	日本賃貸住宅	インヴェンシブル
2010/03	ザ・パームス代々木上原コスモテラス	住宅	1,250	日本賃貸住宅	インヴェンシブル
2010/03	サンテラス代々木上原	住宅	1,180	日本賃貸住宅	インヴェンシブル
2010/03	オリックス新宿ビル	オフィス	9,000	東急リアル・エステート	オリックス不動産
(出所) 開示資料よりARES作成			TOTAL	41,870	百万円

## 3. 今後の見通し — 不動産取得の勢いは続くか —

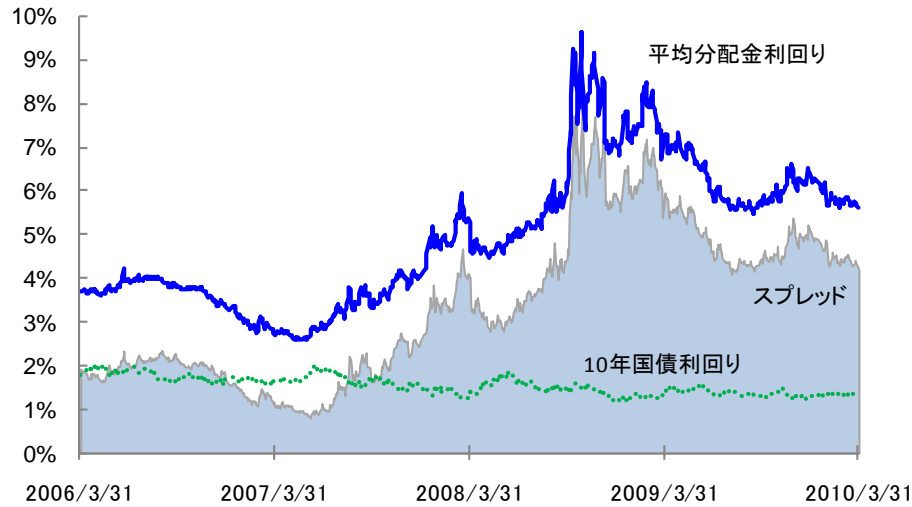
2010年第1四半期にみられた旺盛な不動産取得は、今後も継続するのであろうか(なお、4月以降に取得が予定されている資産は、3月末の時点で3物件278億円(前掲図表 S-6))。

公募増資は2009年第4四半期には多くみられたものの、投資口価格の下落から2010年入り後はそのペースが鈍った(前掲図表 T-2)。しかし2月以降、投資口価格は再び回復基調にある(前掲図表 S-2)。投資口価格がさらに回復すれば、再び増資を実施できる REIT は増えてくるものと思われる。投資法人債に関しても、発行の環境は次第に改善している。また、合併やスポンサー変更など再編が着実に進展しており、信用力の向上などを通じて物件取得余力を高める REIT も増えてくる。

その一方で、保有資産の評価額が低迷し、有利子負債比率が必ずしも十分低下していない現状で、かつてのような「新規取得一辺倒」は想定しにくい。そのため、資産入替など、保有物件の譲渡と上手く組み合わせる形で新規に資産を取得し、ポートフォリオ全体の改善を図っていくことを通じて、資産取得再開の流れは継続するものと思われる。もっとも、そのペースが1-3月の水準を上回るまでのものになると推測させる要素は必ずしも多くはない。しかし、いずれにせよ、不動産投資市場が再始動の段階に入ったことは確実であるように思われる。

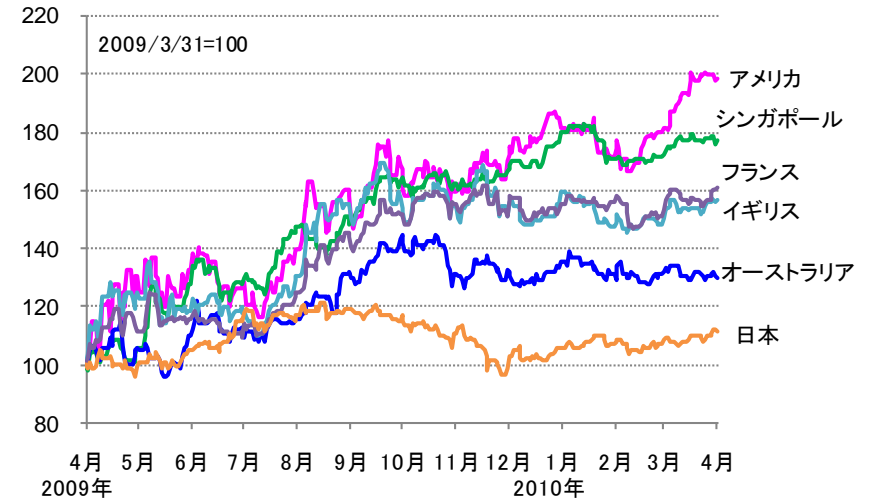
# Appendix

(A-1) J-REIT 平均分配金利回り



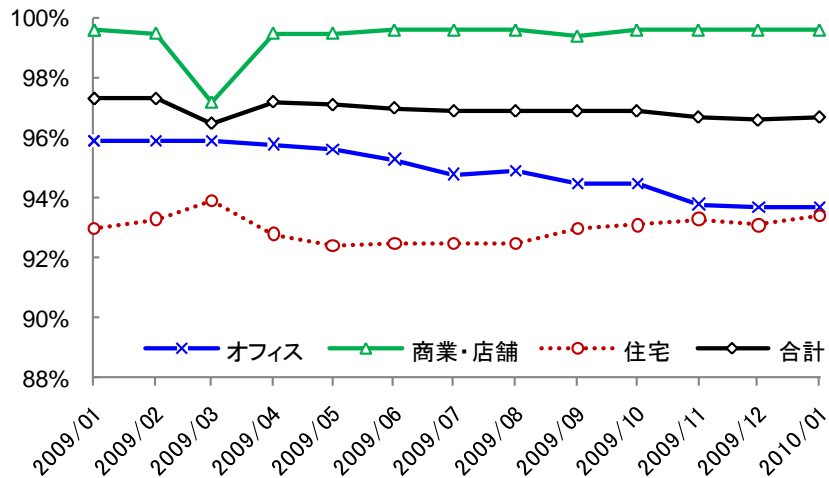
(注) 会社予想分配金に基づく分配金利回りを時価総額加重平均

(A-2) 主要国 REIT 指数の推移



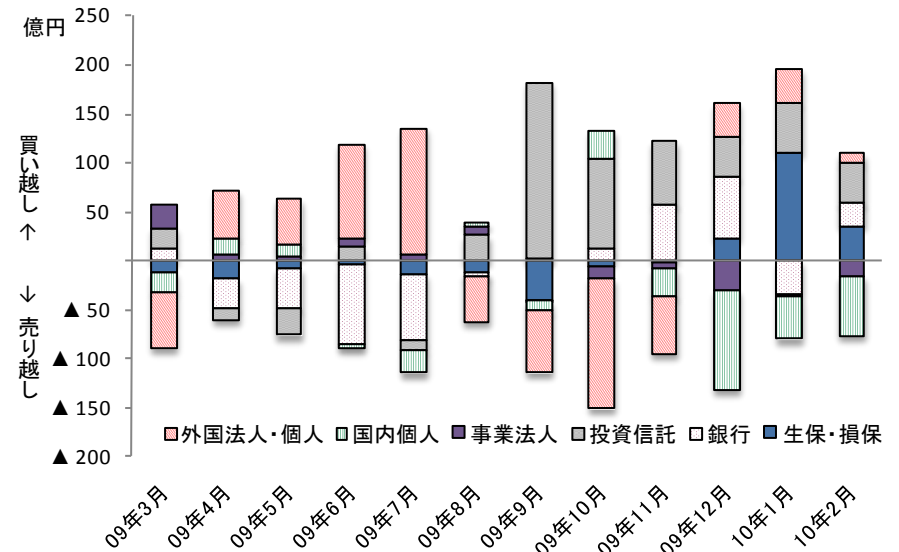
(注) 日本: 東証REIT指数, アメリカ: FTSE NAREIT Equity REIT Index  
フランス: FTSE EPRA/NAREIT France Index, オーストラリア: S&P/ASX 200 A-REIT Index  
イギリス: FTSE EPRA/NAREIT UK Index, シンガポール: FTSE ST REIT Index  
(出所) Bloomberg

(A-3) J-REIT 保有不動産の稼働率



(出所) 投資信託協会

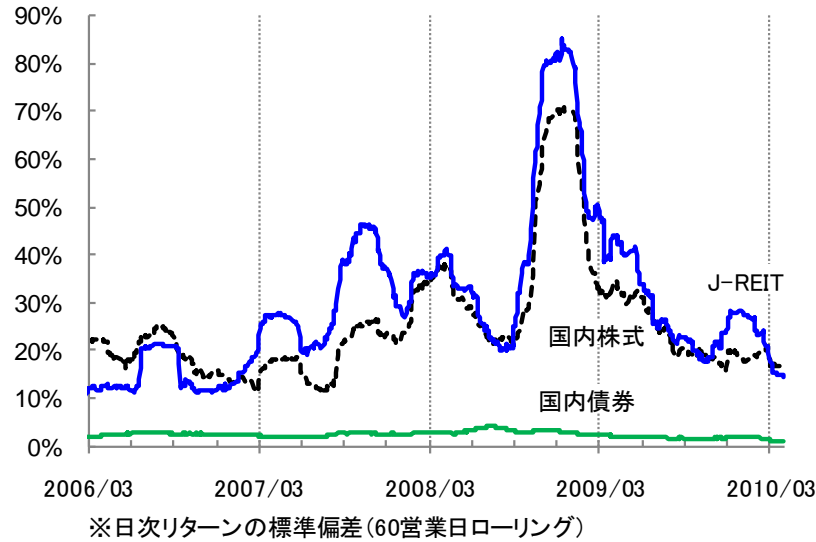
(A-4) 投資部門別投資口売買代金(東証)



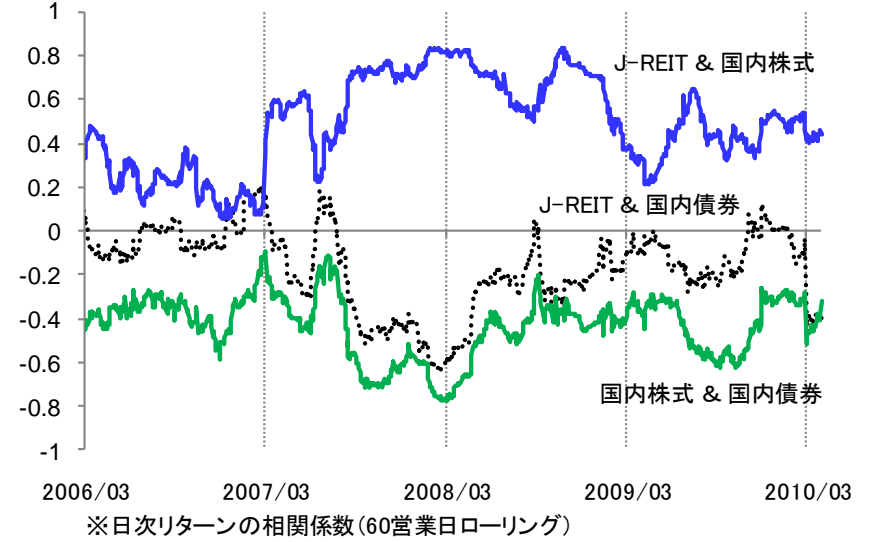
(注) 委託取引の一部を抜粋 (出所) 東京証券取引所



(A-5) J-REIT と他資産(国内株式・国内債券)のボラティリティ

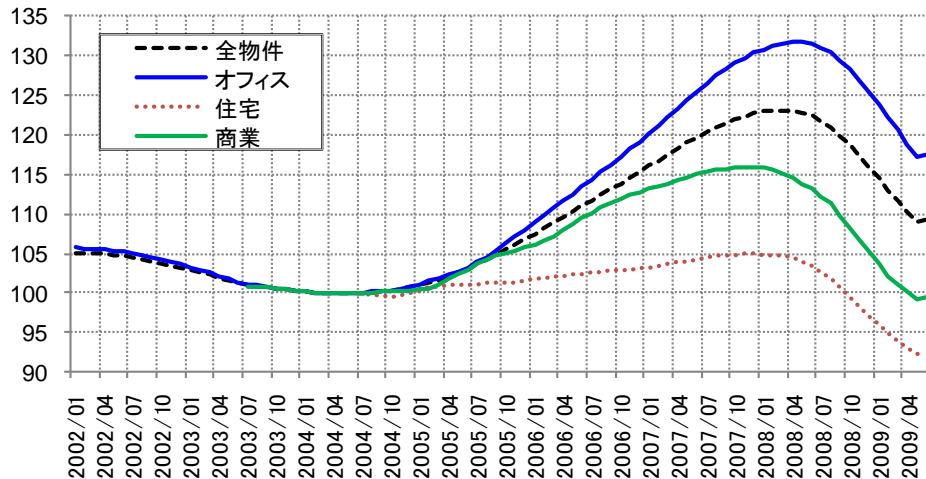


(A-6) J-REIT と他資産(国内株式・国内債券)の相関係数



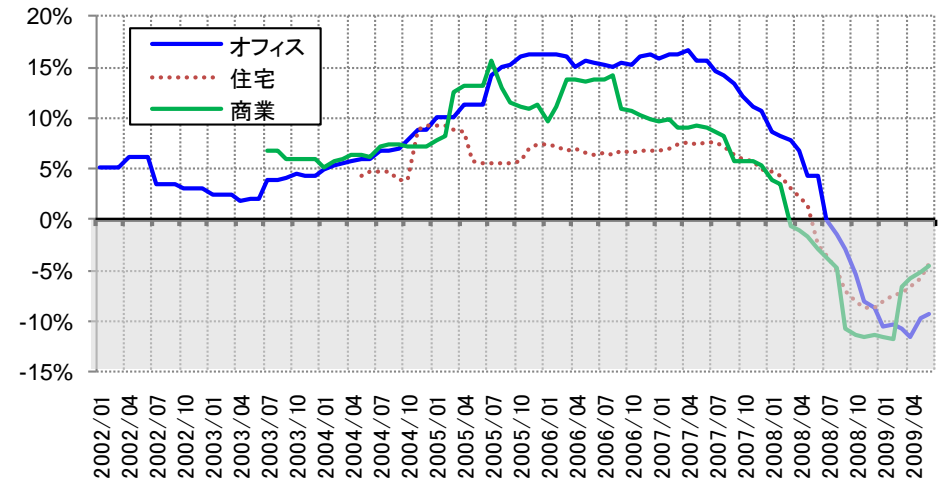
(注) J-REIT:東証 REIT 指数(配当込) / 国内株式:TOPIX(配当込) / 国内債券(NOMURA-BPI 総合) (出所)Bloomberg

(A-7) ARES J-REIT Property Price Index (AJPPi)  
(キャピタル収益率ベース/全国/2002.1-2009.6)



(注) 2004年5月=100 (出所)ARES

(A-8) ARES J-REIT Property Index (AJPI)  
(総合収益率/全国/2002.1-2009.6)



(出所)ARES

コード	投資法人	略称	投資口価格 (3/31)	前月 末比	時価総額	1口当たり予想分配金(円)			分配金 利回り	運用不動産(直近決算資料より)		
						今期	次期	年換算		取得価格	物件数	種別
8951	日本ビルファンド	NBF	805,000 円	+ 2.3%	4,363 億円	16,300	15,100	31,400	3.9%	7,831 億円	61	オフィス
8952	ジャパンリアルエステイト	JRE	797,000 円	+ 3.9%	3,899 億円	16,240		32,480	4.1%	5,642 億円	55	オフィス
8953	日本リートファンド	JRF	110,000 円	+ 4.4%	1,857 億円	3,523		7,046	6.4%	6,590 億円	71	商業他
8959	野村不動産オフィスファンド	NOF	525,000 円	+ 0.8%	1,602 億円	16,100		32,200	6.1%	3,745 億円	50	オフィス
8961	森トラスト総合リート	MTR	820,000 円	+ 4.6%	1,492 億円	20,000		40,000	4.9%	2,089 億円	13	オフィス/商業他
8955	日本プライムリアルティ	JPR	208,100 円	+ 6.3%	1,488 億円	6,600		13,200	6.3%	3,106 億円	53	オフィス/商業
8964	フロンティア不動産	FRI	726,000 円	+ 9.3%	1,162 億円	18,500		37,000	5.1%	1,780 億円	20	商業
8960	ユナイテッド・アーバン	UUR	538,000 円	+ 12.6%	1,083 億円	16,800	16,100	32,900	6.1%	2,157 億円	45	商業/オフィス他
8954	オリックス不動産	OJR	423,500 円	- 0.8%	1,066 億円	15,094		30,188	7.1%	2,776 億円	49	オフィス/物流他
8967	日本ロジスティクスファンド	JLF	749,000 円	+ 14.4%	983 億円	17,200	17,200	34,400	4.6%	1,158 億円	26	物流
3269	アドバンス・レジデンス	ADR	115,900 円	-	837 億円	(8,250)		(9,000)	7.8%	3,490 億円	188	住宅
8957	東急リアル・エステート	TRI	491,500 円	+ 12.7%	833 億円	11,900	11,200	23,100	4.7%	1,680 億円	21	商業/オフィス
8976	DAオフィス	DAO	199,700 円	+ 7.7%	790 億円	4,696	3,176	7,872	3.9%	2,650 億円	30	オフィス
3226	日本アコモデーションファンド	NAF	481,000 円	+ 4.3%	751 億円	13,000		26,000	5.4%	1,400 億円	44	住宅
8987	ジャパンエクセレント	JEI	446,000 円	+ 13.1%	689 億円	15,000	14,000	29,000	6.5%	1,810 億円	18	オフィス
8982	トップリート	TOP	423,000 円	+ 4.2%	656 億円	13,400	14,000	27,400	6.5%	1,623 億円	14	オフィス/商業他
8958	グローバル・ワン不動産	GOR	654,000 円	- 0.5%	634 億円	20,500	13,500	34,000	5.2%	1,303 億円	7	オフィス
8972	ケネディクス不動産	KRI	251,100 円	+ 3.5%	586 億円	10,300		20,600	8.2%	2,202 億円	65	オフィス/商業他
8968	福岡リート	FRC	498,500 円	+ 1.5%	534 億円	16,700		33,400	6.7%	1,209 億円	16	商業/オフィス他
3240	野村不動産レジデンシャル	NRF	375,500 円	+ 3.3%	471 億円	11,529	12,152	23,681	6.3%	1,215 億円	139	住宅
3234	森ヒルズリート	MHR	205,300 円	- 21.9%	464 億円	6,550		13,100	6.4%	2,017 億円	10	オフィス/住宅
8956	プレミア	PIC	307,500 円	+ 4.6%	404 億円	13,160	11,300	24,460	8.0%	1,394 億円	45	オフィス/住宅
3227	MIDリート	MID	191,400 円	+ 3.2%	351 億円	8,716	9,023	17,739	9.3%	1,612 億円	12	オフィス/商業
3229	日本コマースシャル	NCI	126,200 円	+ 12.6%	325 億円	7,850		15,700	12.4%	2,495 億円	38	オフィス/商業
8977	阪急リート	HRI	369,000 円	+ 6.2%	315 億円	13,000		26,000	7.0%	1,213 億円	15	商業/オフィス他
8986	日本賃貸住宅	JRH	114,300 円	- 11.5%	267 億円	2,800		5,600	4.9%	1,020 億円	131	住宅
8973	ジョイント・リート	JOR	235,000 円	+ 0.7%	246 億円	8,010		16,020	6.8%	999 億円	53	住宅/商業
3249	産業ファンド	IIF	310,000 円	+ 34.4%	245 億円	15,893		31,786	10.3%	991 億円	9	物流/インフラ
8984	ビ・ライフ	BLI	406,500 円	- 7.5%	200 億円	14,700		19,600	4.8%	511 億円	24	住宅
8983	ジャパン・オフィス	JOI	83,900 円	- 2.7%	172 億円	2,400	2,200	4,600	5.5%	1,174 億円	54	オフィス等
8966	クレッシェンド	CIC	127,000 円	+ 6.3%	168 億円	4,950		9,900	7.8%	921 億円	46	オフィス/住宅
8981	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート	JHR	132,500 円	+ 1.8%	140 億円	10,072		10,072	7.6%	851 億円	8	ホテル
8979	スターツプロシード	SPI	94,100 円	+ 12.7%	102 億円	3,641	4,020	7,661	8.1%	364 億円	73	住宅
8963	インヴァンシブル	INV	14,400 円	- 8.9%	92 億円	(300)		(300)	2.1%	1,306 億円	104	住宅/オフィス他
8975	FCレジデンシャル	FCR	240,000 円	+ 31.1%	78 億円	5,044		10,088	4.2%	198 億円	16	住宅
8969	プロスペクト・リート	PRI	84,500 円	+ 15.8%	63 億円	(406)		(974)	1.2%	680 億円	53	住宅
8985	日本ホテルファンド	NHF	142,200 円	- 2.5%	60 億円	7,110		14,220	10.0%	374 億円	17	ホテル
8970	ジャパン・シングルレジデンス	JSR	86,700 円	- 6.7%	49 億円	750		1,500	1.7%	566 億円	43	住宅/ホテル

TOTAL 29,517 億円

(注) 3月決算銘柄の今期予想分配金欄には、翌期(9ヶ月)予想分配金を記載。ADRの今期予想分配金の計算期間は11ヶ月。

PRIの今期予想分配金は合併までのみなし事業期間(5ヶ月)の予想分配金。ADR、JRF、INVの運用不動産は合併成立時の数値。

(出所)東京証券取引所、各社開示資料

## 《問合せ先》

## 社団法人不動産証券化協会 調査部(担当:村上)

〒107-0052 東京都港区赤坂 1-9-20 第16興和ビル 北館1階

TEL: 03-3505-8001 E-mail: [research@ares.or.jp](mailto:research@ares.or.jp)URL: <http://www.ares.or.jp/>

本レポートは、J-REIT 市場についての情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を意図するものではありません。また、レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。