

---

## 不動産投資信託(REIT)をより良く理解するために

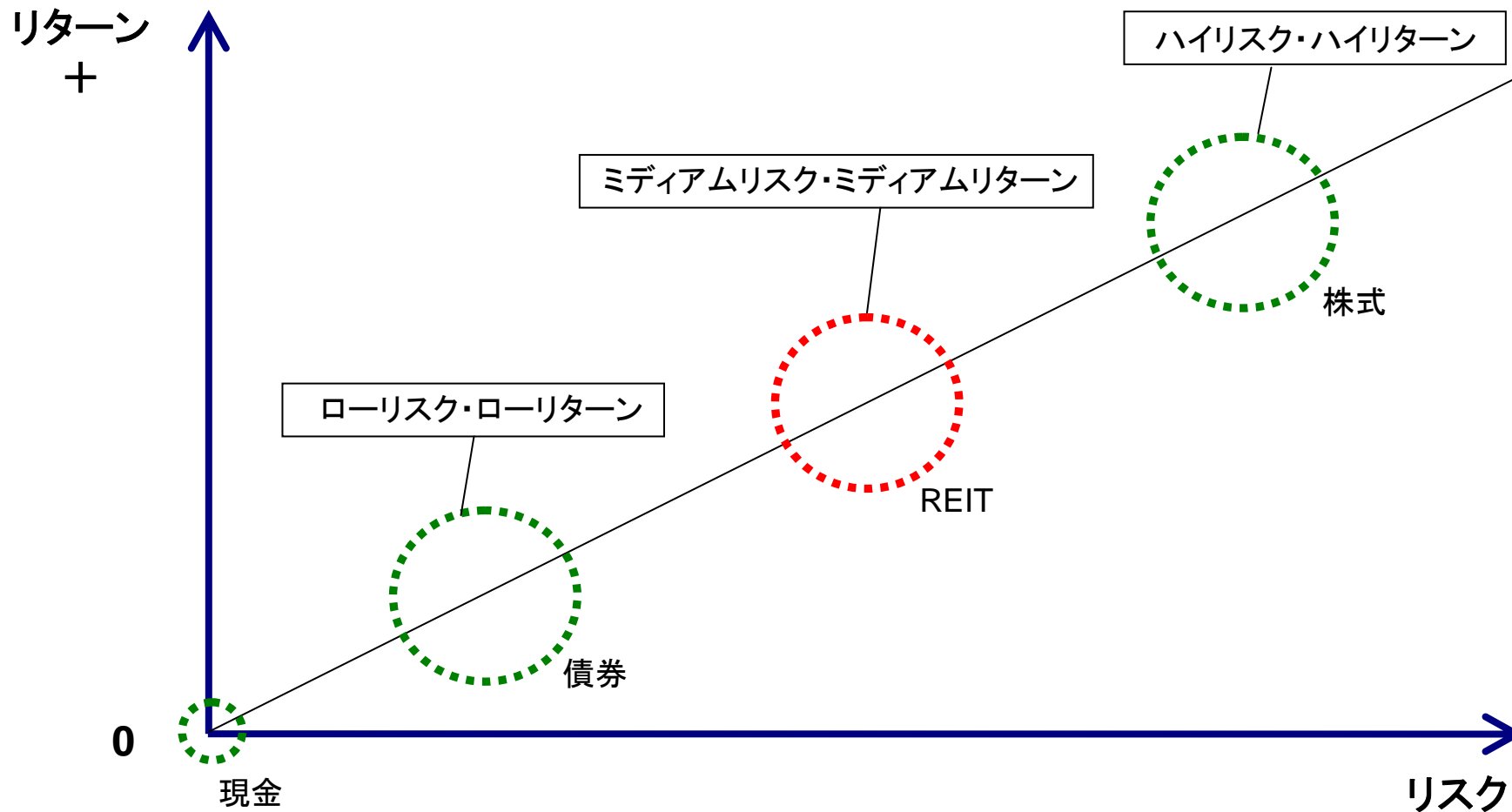


**TOKYU REIT**  
東急リアル・エステート投資法人

運用会社:東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社(以下、東急REIM)  
<http://www.tokyu-reit.co.jp/>

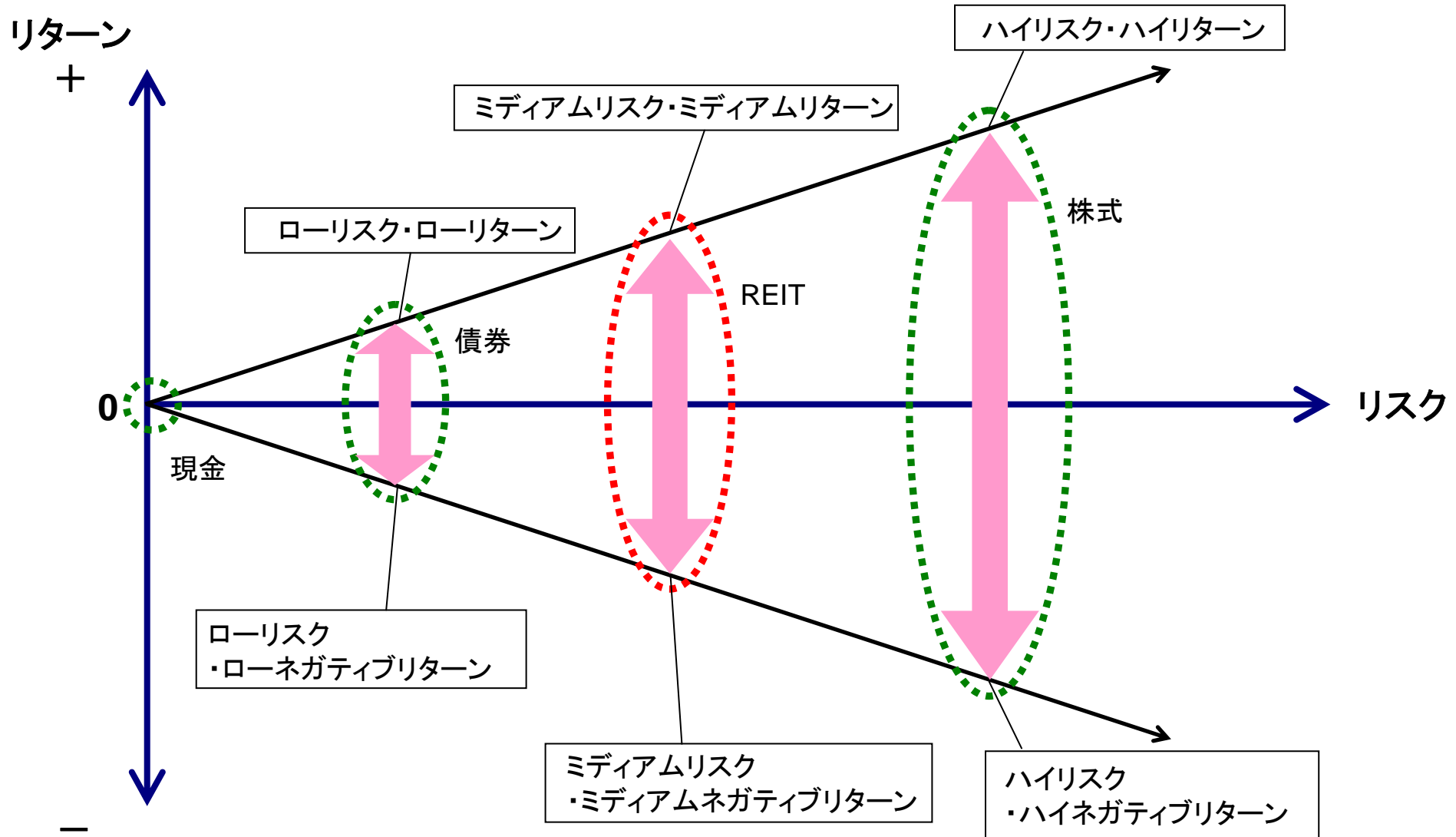
証券コード 8957

従来型のリスク・リターンの説明は「ポジティブ(+)」リターンのみが強調されていないか？



※このページでは、東急REIMの考えを紹介しています。

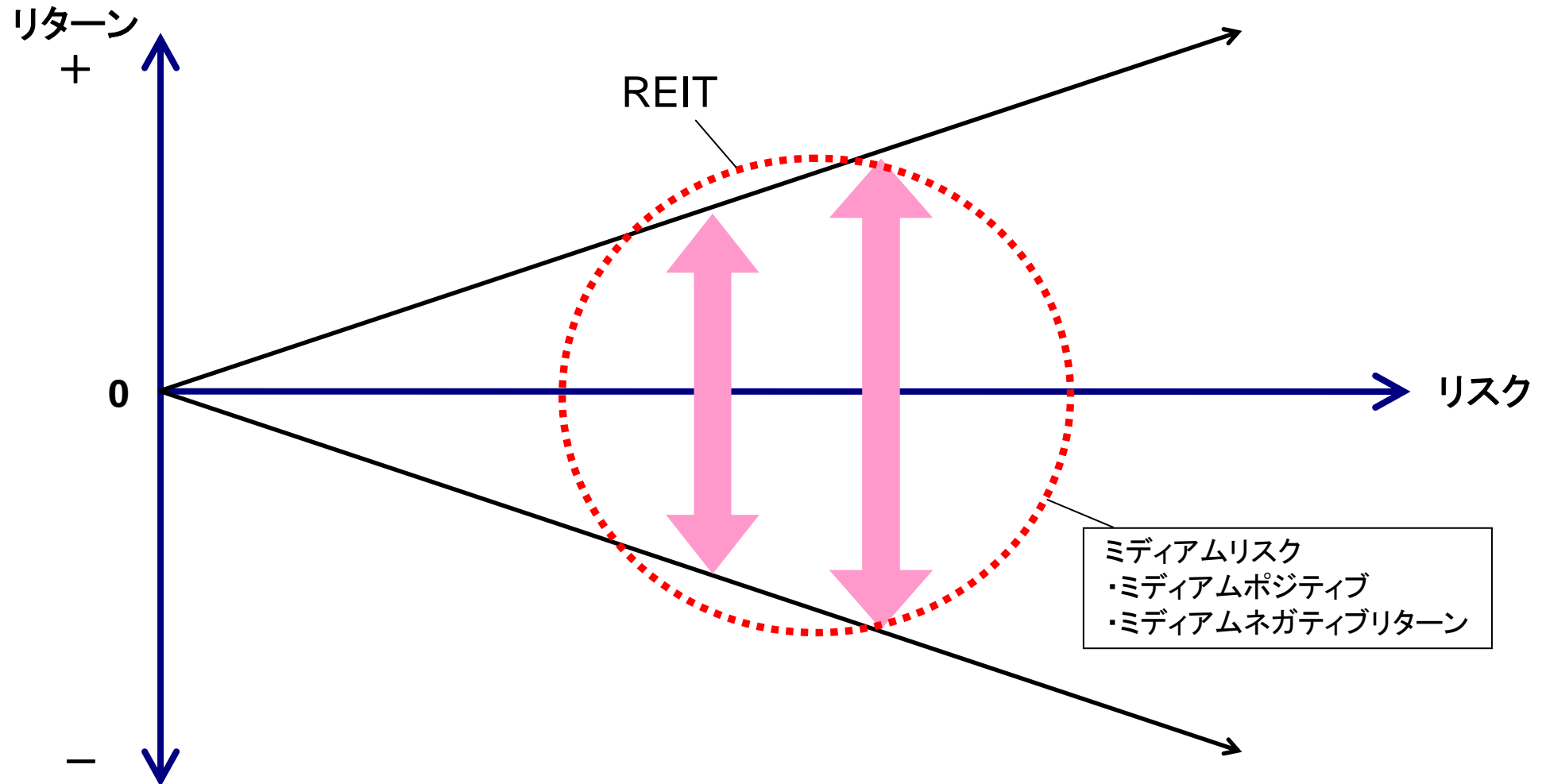
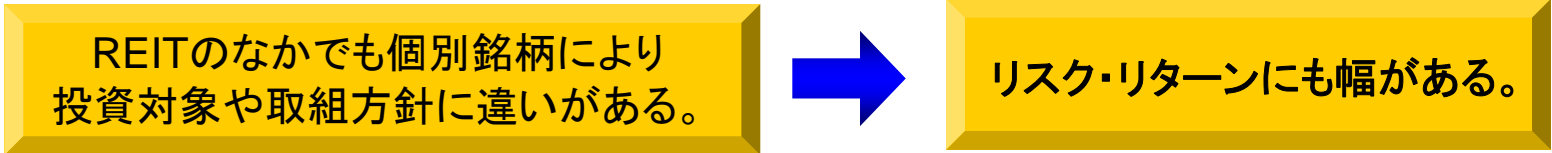
「ポジティブ(+」「ネガティブ(-)」の両方のリターンに着目した概念図への転換



※このページでは、東急REIMの考えを紹介しています。

1. REIT投資口の基本特性は「ミディアムリスク・ミディアムリターン」
2. 債券ではなくエクイティ商品の一種。従って、債券よりも価格変動が大きく元本保証はない。
3. クローズドエンド商品であり需給の影響を受ける。
4. エクイティ商品の分類上、「利廻株・高配当株」や「中小型株」と同じタイプ
5. 程度は違え、REITが取るリスクは株式会社と同様のリスク
6. 株式会社との違い
  - ⇒ 条件を満たせばREIT投資口を発行する投資法人に大きな税制上のメリット
    - ・ほぼ100%の配当性向(一方で利益の内部留保がないことに)
  - ⇒ 透明性の高い収支構造と財産評価
    - ・高い開示レベル、半年毎の外部鑑定評価の開示
  - ⇒ 優れたガバナンス(企業統治)ストラクチャー
    - ・外部役員の存在(投資法人役員会の構成メンバーの過半数を利害関係のない外部役員が占めている。)
    - ・スポンサー企業との利益相反対策
7. 新しい業態であり歴史が浅い。(市場創設後、ようやく10年が経過)
8. 個別銘柄により投資対象や取り組み方針に違いがある。

※このページでは、東急REIMの考えを紹介しています。



※このページでは、東急REIMの考えを紹介しています。

# 東証REIT指数、東証不動産指数、東証電力・ガス指数の推移

2003/3/31 = 100%

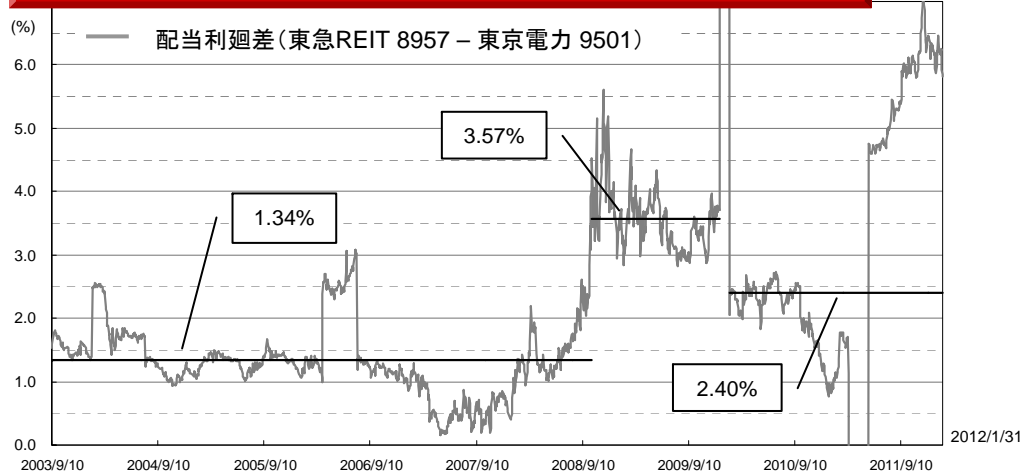


1. 外国人投資家を中心とする短期資金の流入・流出
2. REITは、そもそも債券ではなくエクイティ商品（利廻株・中小型株）である。
3. 中小型株（時価総額・流動性）としての性格が利廻株としての性格を凌駕
4. 事業会社の増配意欲（配当維持）
5. 予想外のリファイナンスリスクの顕在化（続いてコスト上昇）
6. 金融商品としての歴史が浅く、市場サイクルの一巡を経験していなかった。  
（価格形成上の経験則の蓄積がなかった。）
7. 貸借銘柄が少ない（REIT全体の約30%）

※このページでは、東急REIMの考えを紹介しています。

# 東急REITと各種エクイティ商品との配当利廻差

### 東京電力との配当利廻差



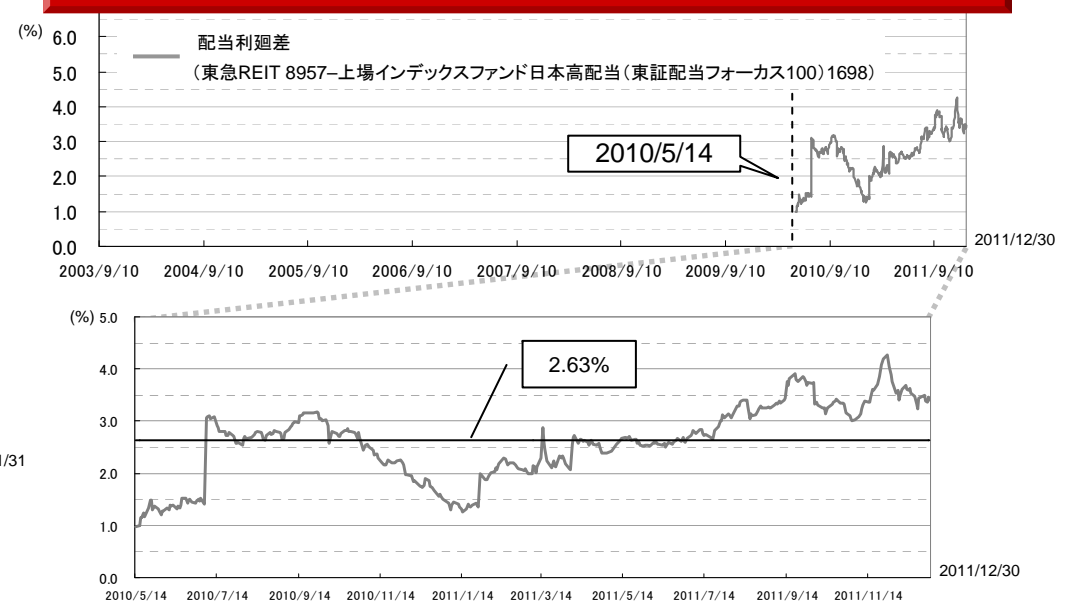
### 沖縄電力との配当利廻差



### 東京ガスとの配当利廻差



### 「上場インデックスファンド日本高配当(東証配当フォーカス100)」との配当利廻差

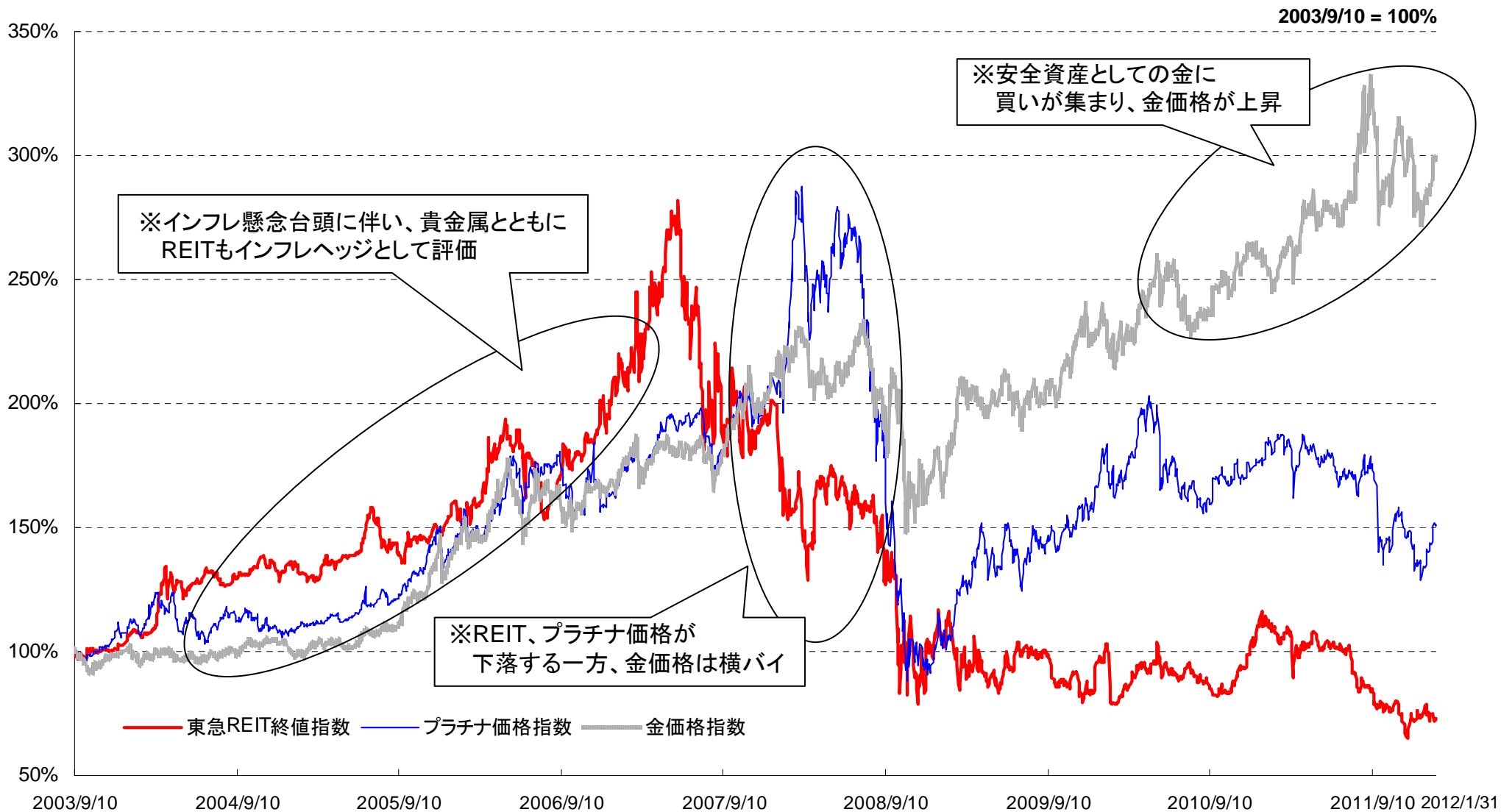


※東京電力、沖縄電力、東京ガスとの配当利廻差における利廻は、配当予想を用いて算出  
「上場インデックスファンド日本高配当(東証配当フォーカス100)」との配当利廻差における利廻は  
配当実績により算出



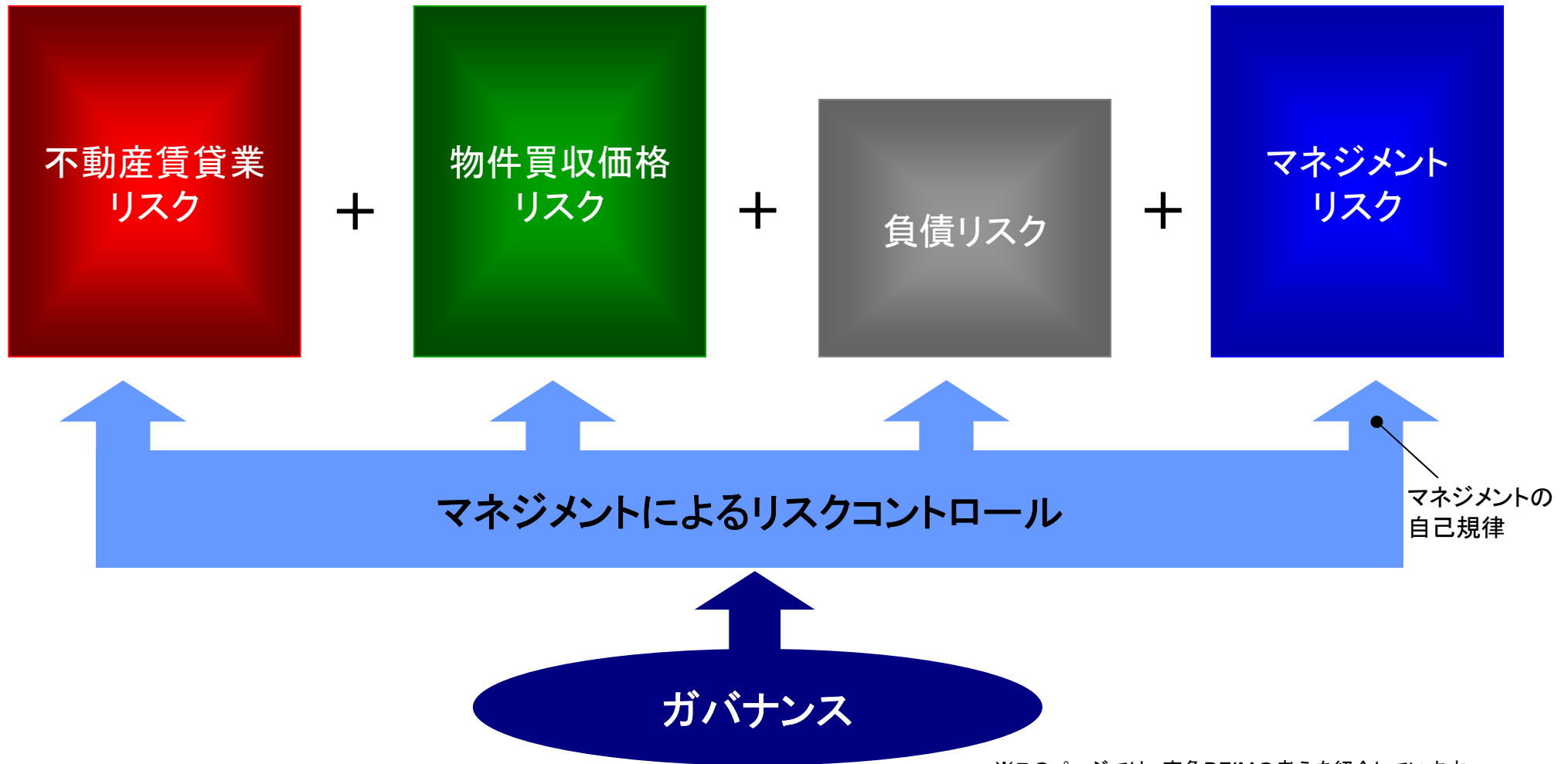
# インフレヘッジ商品比較(東急REIT 投資口価格と貴金属価格の比較)

※REITは配当収入を生み出すインフレヘッジ商品



※コメントは東急REIM

REITは4つのリスクを取っており、これをコントロールするのが、マネジメントとガバナンスである。



※このページでは、東急REIMの考えを紹介しています。

## 4つのリスク

例えば...

### 事業リスク

- 投資方針
- 投資物件
- 稼働状況  
空室率・賃料
- 評価額・含み損益

### 物件買取価格 リスク

- 買取時期
- 買取時投資利廻
- 取得戦略
- スポンサー  
抛出物件

### 負債リスク

- 負債比率LTV
- 長期比率  
平均金利  
平均償還年数
- 取引銀行
- 格付や  
投資法人債への  
依存度

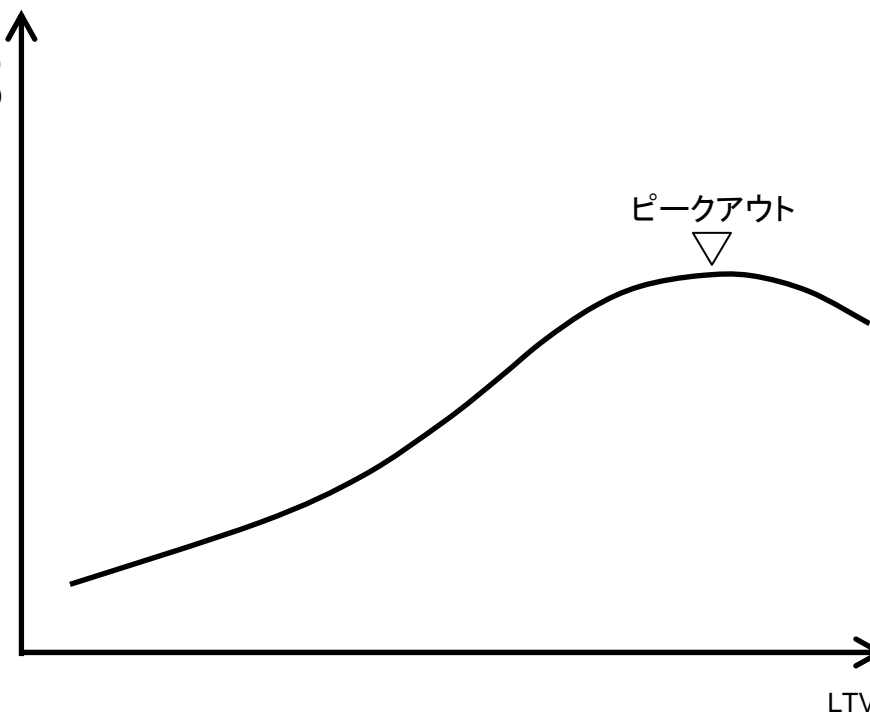
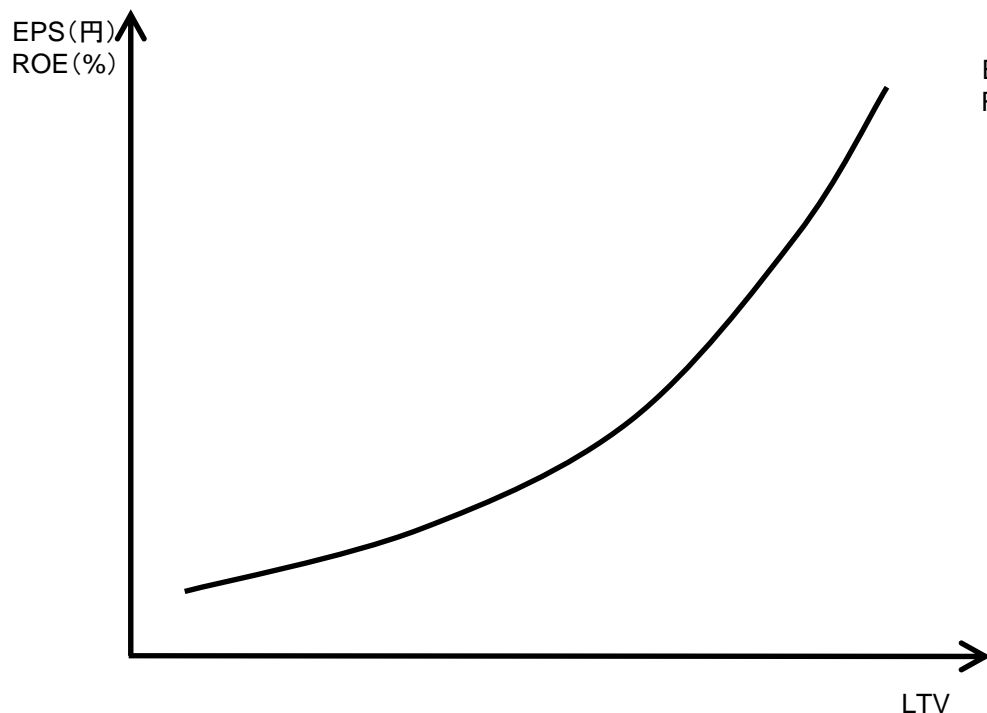
### マネジメントリスク

- 資産運用報酬
- スポンサー  
コラボレーションの  
方向性
- 利益相反対策
- 経営者

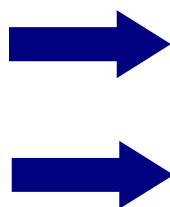
※このページでは、東急REIMの考えを紹介しています。

## LTV(負債依存率)とEPS・ROEとの関係

払込資本金が一定で負債のみ増加する場合



LTV上昇による負債調達コストが増加しなければ、EPS・ROEは右肩上がり



実際には負債調達コストが増加する。

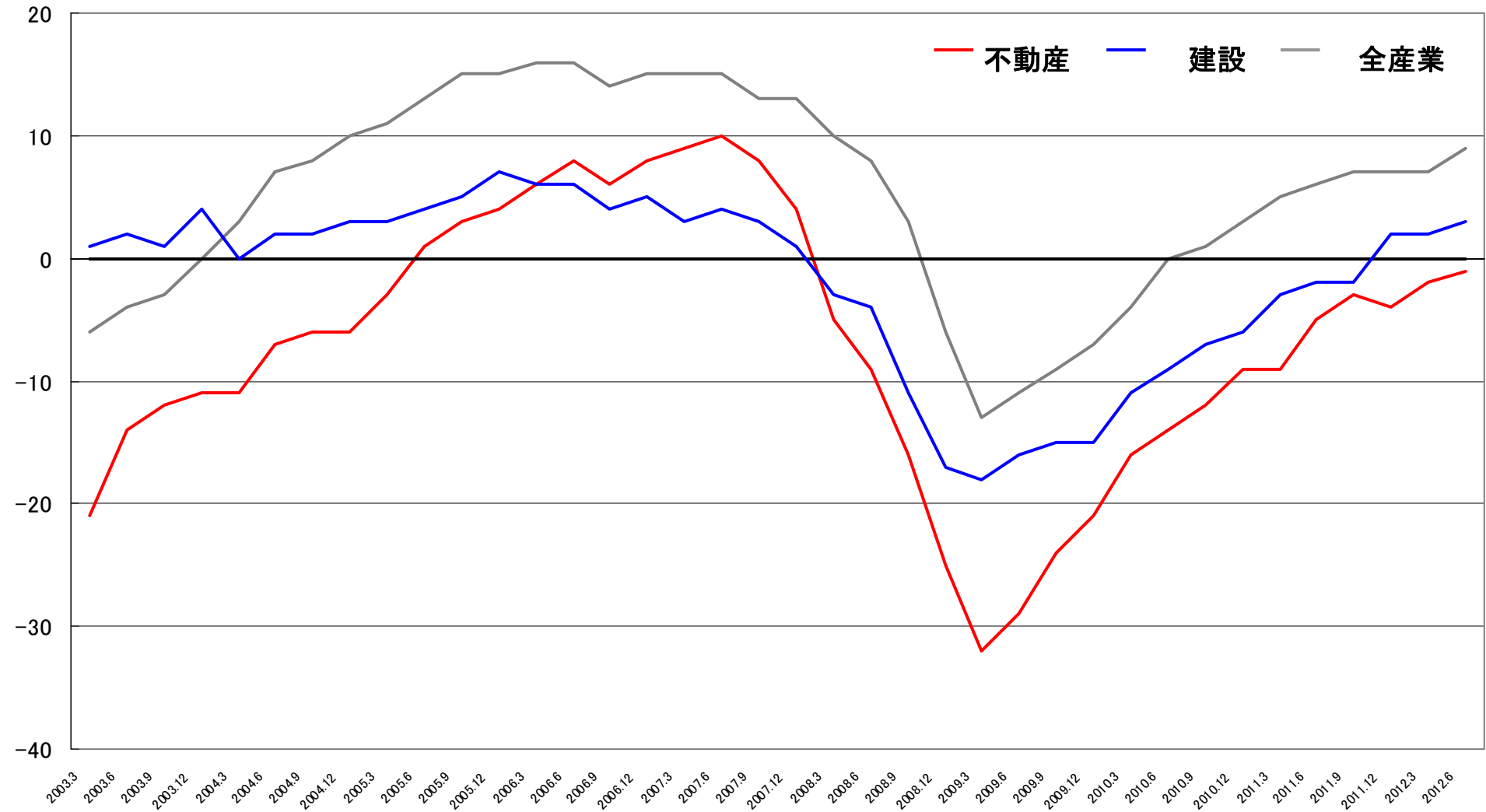
加えてアベイラビリティ(調達の容易さ)も低下するおそれ

※このページでは、東急REIMの考えを紹介しています。

# 本邦金融機関の貸出態度DIIにみる負債リスクマネジメントの重要性 TOKYU REIT

※不動産に対する金融機関の貸出態度は、大きくブレるのが特徴。従って、負債リスクマネジメントは重要

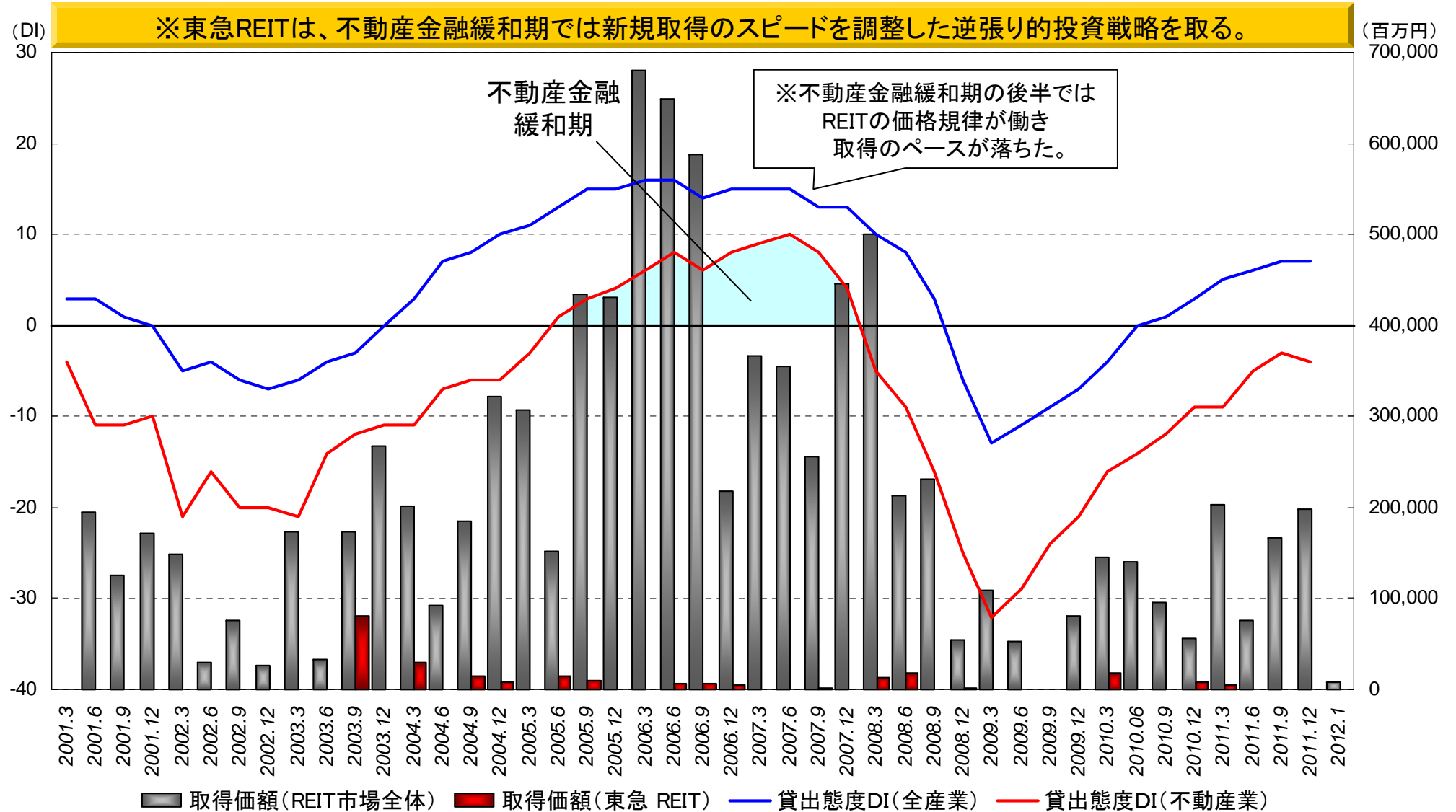
(貸出態度DII)



出所: 日本銀行「短観(業種別係数)」

※コメントは東急REIM

# 物件取得のタイミングとペース (REIT全体vs東急REIT)



※取得価額は、横軸に記載された月を含む前3ヶ月間 (例: “2008.6”→2008年4月～同6月) に取得した物件の取得価額合計を示す。

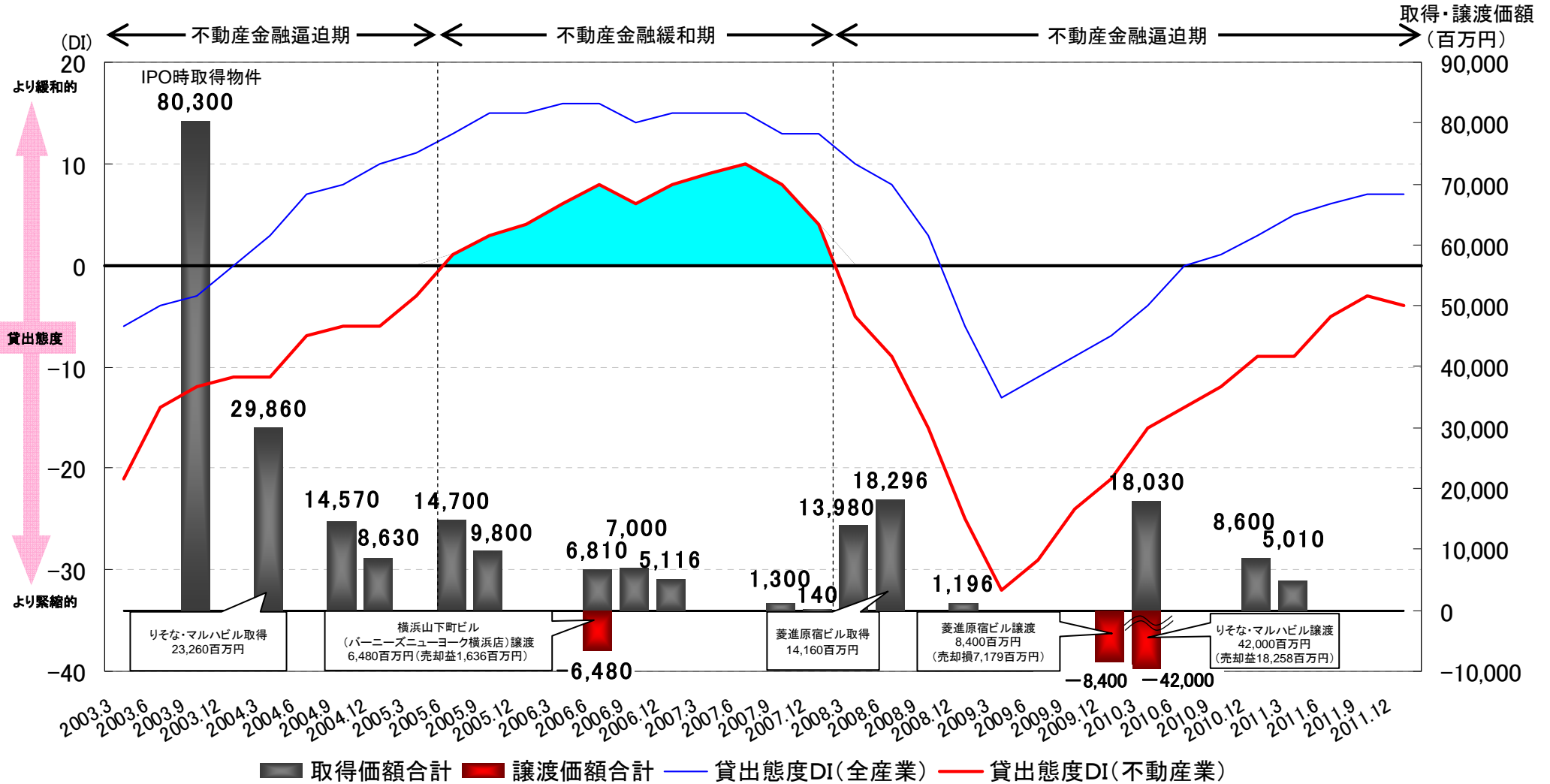
(ただし、“2012.1”は2012年1月1日～2012年1月31日までの実績)

出所: 日本銀行「短観(業種別計数)」

※コメントは東急REIM

# 金融機関の貸出態度DIと東急REITの物件取得タイミング

※東急REITは、不動産金融緩和期には取得のスピードをゆるめた。

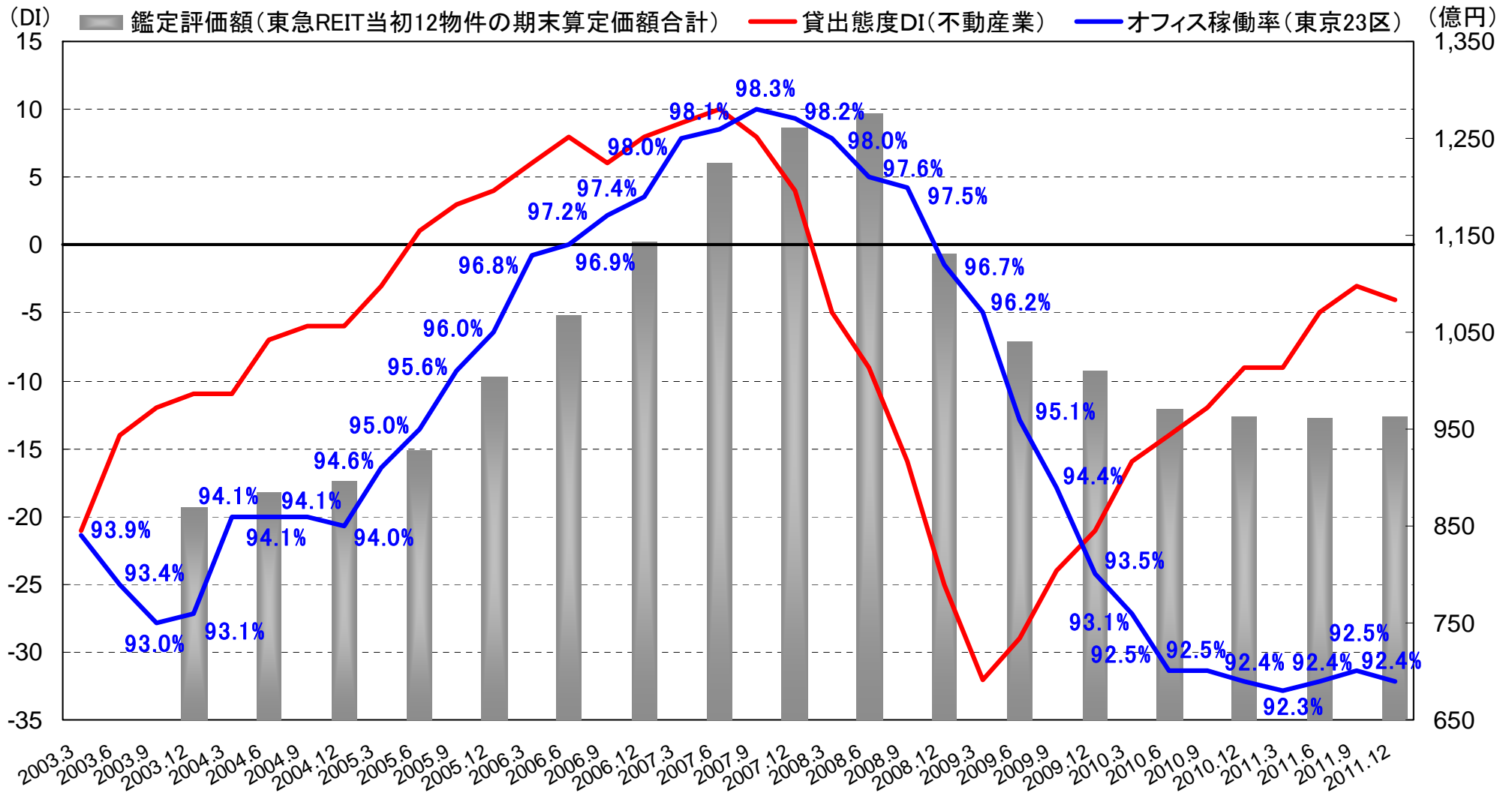


※取得価額は、横軸に記載された月を含む前3ヶ月間(例：“2008.6”→2008年4月～同6月)に取得した物件の取得価額合計を示す。

出所：日本銀行「短観(業種別計数)」

※コメントは東急REIM

# 貸出態度DI・稼働率・鑑定評価額の推移



\*「東急REIT当初12物件」とは、上場時に組み入れた11物件に、第2期に取得したTOKYU REIT渋谷宇田川町スクエアを加えた12物件

\* 2003年12月のTOKYU REIT渋谷宇田川町スクエアは2003年10月1日時点の鑑定評価額を用いている。

出所：日本銀行「短観(業種別計数)」、シービーアールイー株式会社



1. 予想分配金利廻 : 
$$\frac{\text{予想分配金} \times 2^{(注)}}{\text{投資口価格}}$$
  
2. 修正純資産倍率 : 
$$\frac{\text{1口当たり投資口価格}}{\text{1口当たり修正純資産価格}}$$
  
3. AFFO倍率 : 
$$\frac{\text{時価総額}}{\text{当期利益} + \text{減価償却費} - \text{資本的支出}}$$
  
4. ROE : 
$$\frac{\text{分配金} \times 2^{(注)}}{\text{出資総額}}$$

(注)ほとんどのREITの決算は6ヶ月であるため、ここでは簡便的に2倍している。  
 ※このページでは、東急REIMの考えを紹介しています。

- 本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の商品についての取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料には、東急リアル・エステート投資法人(以下、「投資法人」といいます)に関する記載の他、第三者が公表するデータ・指標等をもとに東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社(以下、「資産運用会社」といいます)が作成した図表・データ等が含まれています。また、これらに対する資産運用会社の現時点での分析・判断・その他の見解に関する記載が含まれています。
- 資産運用会社は、金融商品取引法に基づく金融商品取引業者です(関東財務局長(金商)第360号)。
- 本資料の内容に関しては未監査であり、その内容の正確性及び確実性を保証するものではありません。また、資産運用会社の分析・判断その他の事実でない見解については、資産運用会社の現在の見解を示したものにすぎず、異なった見解が存在し、または資産運用会社が将来その見解を変更する可能性があります。
- 端数処理等の違いにより、同一の項目の数値が他の開示情報と一致しない場合があります。
- 本資料への掲載に当たっては注意を払っていますが、誤謬等が生じている可能性があり、予告なく訂正または修正する可能性があります。
- 第三者が公表するデータ・指標等の正確性について、投資法人及び資産運用会社は一切の責任を負いかねます。
- 本資料には、投資法人の将来の業績に関する記述が含まれていますが、これらの記述は将来の業績を保証するものではありません。
- グラフ作成上の都合により、表示されている日付が営業日と異なる場合があります。