

「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と流動性に関する考察

2013年5月31日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 副主任研究員 清原 龍彦

kiyohara@smtri.jp

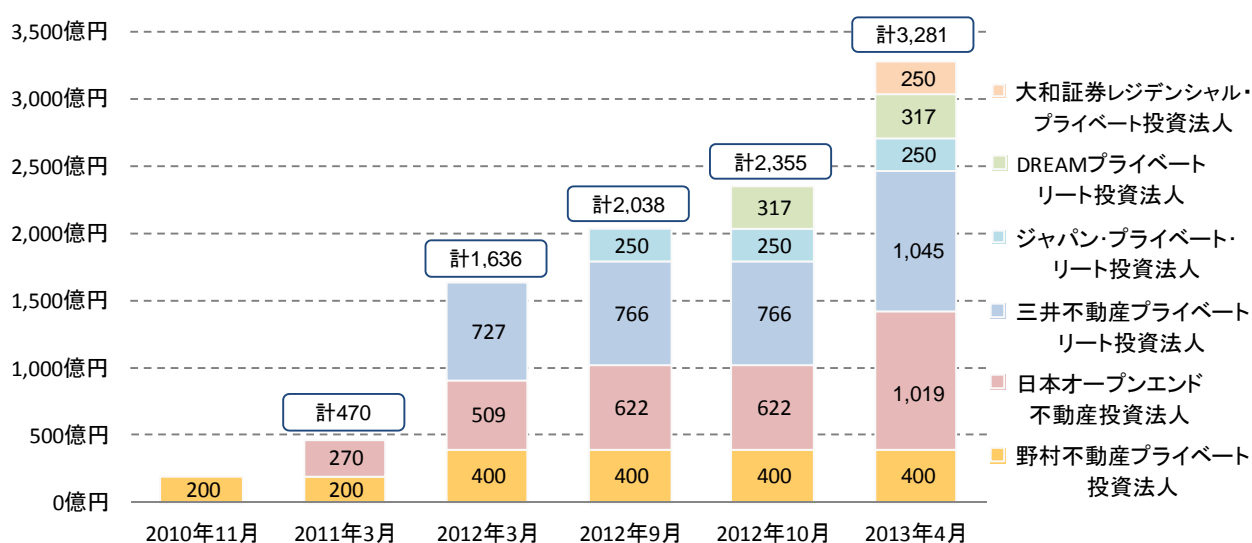
<要約・概要>

本稿では、非上場オープン・エンド型不動産投資法人に関して、現時点までの状況を公表情報に基づき整理した。国内初の非上場オープン・エンド型不動産投資法人が2010年11月に運用を開始して以降、現時点（2013年4月末）までに6銘柄が運用を開始し、運用資産額は約3,000億円（取得価格ベース）を超過していると推計する。また、当社が昨年実施した投資家へのアンケート調査によれば、非上場オープン・エンド型不動産投資法人の流動性については、投資家により流動性への認識が異なることが伺われる。

1.「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」の現状

2010年11月に国内初となる非上場オープン・エンド型不動産投資法人（以下、「私募REIT」）の運用が開始されて以降、私募REITは現在6銘柄が運用されており、全体での資産規模は、2013年4月末時点において3,000億円を超える程度（取得価格ベース、公表情報をもとに当社推計）にまで拡大している（図表1）。6銘柄のうち当初3銘柄は、設立母体を不動産会社とするものであったが、その後、投資銀行や総合商社を設立母体とする3銘柄が加わり、私募REIT市場への参入プレイヤーは多様化し始めている。運用開始時点での資産規模は比較的小規模（約200億円～約300億円）な銘柄が多く、LTV水準を概ね30%～40%として分配金利回りを年間4%程度に設定している点は共通しているが、直近では住宅特化型私募REITが登場するなど、投資対象については銘柄間での差別化も見られ始めている（図表2）。とはいえ、J-REIT（東京証券取引所に上場の不動産投資法人を指す。以降も同様）に比較すると資産規模は小さく、各私募REITは3年～5年を目途として、資産規模を2,000億円～3,000億円へ拡大させることを標榜している状況である。

(図表1) 私募REITの資産規模推移(取得価格ベース)



(出所) 各社ホームページ、プレスリリースおよび新聞・雑誌記事の公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(図表 2) 私募 REIT の銘柄比較

名称	野村不動産プライベート 投資法人	日本オープンエンド 不動産投資法人	三井不動産プライベート リート投資法人	ジャパン・プライベート・ リート投資法人	DREAMプライベートリート 投資法人	大和証券レジデンシャル・ プライベート投資法人
資産運用会社	野村不動産投資顧問㈱	三菱地所投資顧問㈱	三井不動産投資顧問㈱	ゴールドマン・サックス・ アセット・マネジメント㈱	ダイヤモンド・リアルティ・ マネジメント㈱	大和リアル・エステート・ アセット・マネジメント㈱
運用開始時期	2010年11月	2011年3月	2012年3月	2012年9月	2012年10月	2013年3月
投資対象	総合型 (オフィス・住宅・物流・商業等)	総合型 (オフィス・住宅・商業)	総合型 (オフィス・住宅・商業・物流)	総合型 (オフィス・住宅・商業)	総合型 (商業・物流・住宅・オフィス)	住宅特化型
設立時運用資産額 (取得価格ベース)	約200億円	約300億円	約727億円	約250億円	約317億円	約250億円
資産規模(注) (取得価格ベース)	約400億円	1,019億円	約1,045億円	250億円規模	約317億円	250億円程度
想定LTV水準	30%程度	35%~45%	40%程度	50%未満	40%程度	40%程度
想定分配金利回り (年間)	4%程度	4%程度	4%程度	4%~5%程度	4%前半	4%超
外部成長の想定 (取得価格ベース)	早急に 1,000億円	2015年頃に 2,000億円	5年程度を目途に 3,000億円	2年から3年以内に 1,000億円	3年間で1,500億円規模 5年間で2,500億円規模	5年後に2,000億円規模

(注) 資産規模は、公表情報をもとにしたものであり、各銘柄の時点は異なる

(出所) 各社ホームページ、プレスリリースおよび新聞・雑誌記事の公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2. 私募 REIT の概要

私募 REIT および J-REIT は、いずれも「投資信託及び投資法人に関する法律(以下、「投信法」)」を根拠法として設立されるビークルであり、借入および増資により資金調達を行ったうえで不動産を取得し、決算期ごとに投資家に対して分配金を支払うという一連のフローは共通している。投信法において制度化されている投資法人をビークルとすることで、投資家に対して法定の情報開示を満たすことが要求される点や投資主総会を通じた投資家ガバナンス態勢を構築することが可能となる点において、投資家保護に適したスキームと言える。これに加え、従来のクローズド・エンド型不動産私募ファンドは運用期間が定められていたため、保有不動産を売却しファンドを終了させるタイミングでの市況が当該ファンドの運用結果に大きな影響を与えていたが、私募 REIT には運用期間による制約がないため、保有不動産の売却を行う場合、運用会社はその時機を柔軟にうかがうことが可能となる。

投資家保護に適したスキームという点や期間を定めない運用という点は、私募 REIT および J-REIT の主な共通点だが、投資口価格の決定方法には両者に大きな相違点がある。これまで J-REIT は上場市場での取引により投資口価格が決定されるため、投資口価格の推移をみると株式市場との相関性が高く、価格変動の大きい点が投資家から懸念されてきた。これに対して私募 REIT の場合は、決算期ごとに取得する不動産鑑定評価額に基づいて算出された基準価額から投資口価格が決定される。よって、私募 REIT の投資口価額は資本市場の変動による影響を相対的に受けにくいと考えられており、私募 REIT の運用会社はこの点を投資家に訴求している。

投資口の基準価額が資本市場の変動による影響を相対的に受けにくいと考えられている点は、私募 REIT 投資のメリットの 1 つに挙げられ、投資分散効果を企図する年金基金や機関投資家のニーズに合致していると考えられるが、他方で、投資口の基準価額が資本市場の動向でなく、不動産鑑定評価額に基づき決定されることとなるため、私募 REIT 投資に際しては、不動産市場に対する十分なモニタリングがより不可欠になると思われる。

3.流動性に関する考察

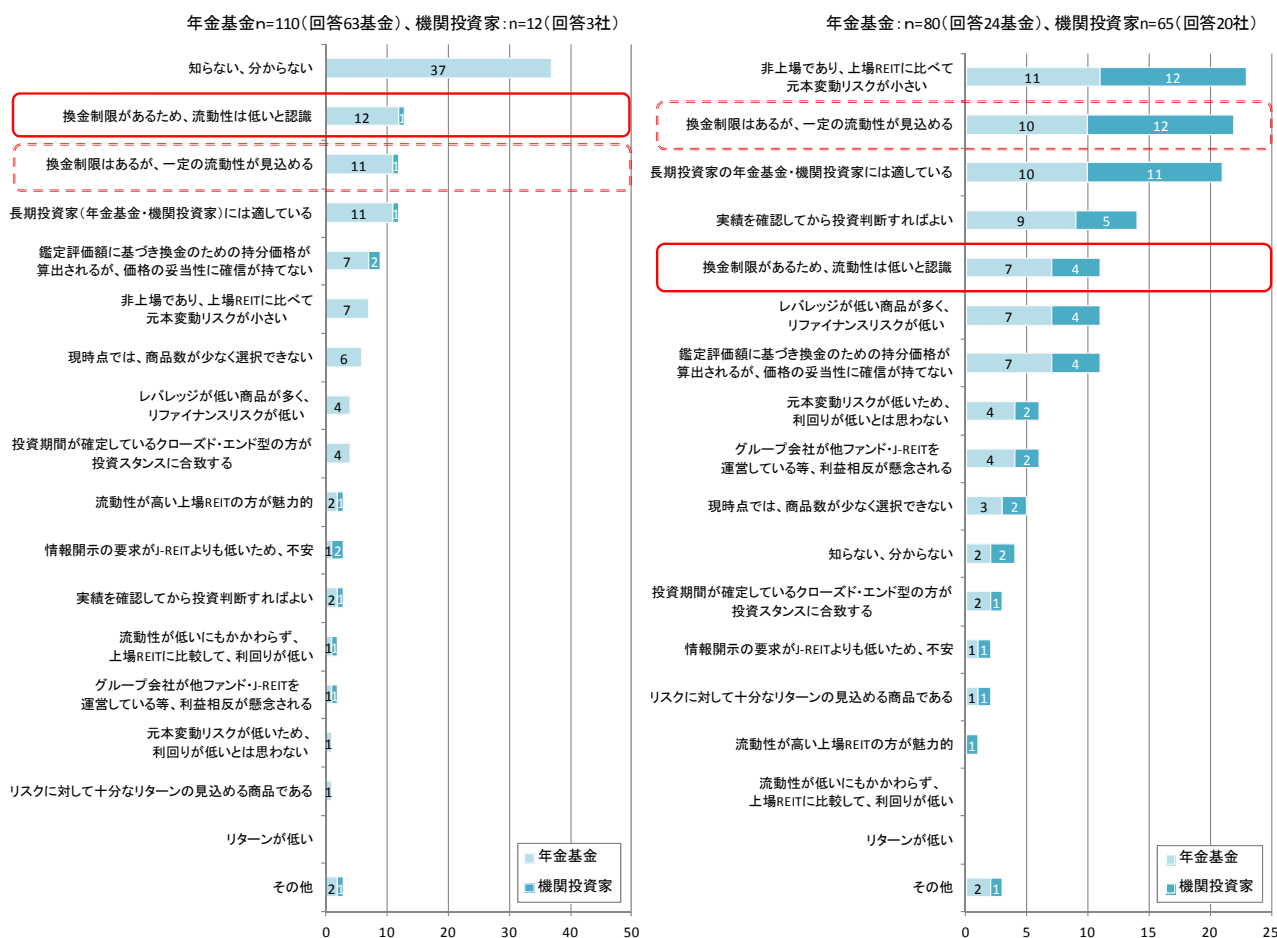
私募 REIT に対しては、既述のような非上場であることによる投資口価格の安定というメリットの一方、流動性の低さを指摘されることがある。当社は、2012年の9月から10月にかけて、不動産投資に関するアンケート調査を年金基金およびその他機関投資家に対して実施した。同アンケートにおいて、オープン・エンド型不動産私募ファンドに対する認識を「現在、不動産投資残高の無い投資家」および「現在、不動産投資残高のある投資家」のそれぞれに大別したうえで調査をしたところ、いずれも同様に流動性の低さを指摘する投資家の存在が確認された(図表 3:実線部分)。私募 REIT は非上場であり、流動性が J-REIT との比較において低いこと、投資法人に対する払戻請求により投資口を換価する場合も制約が設けられていることが一般的であること(注)等が要因となり、流動性の低さが指摘されたと推察される。

一方で、「換金制限はあるが、一定の流動性が見込める」という回答も一定割合を占めている(図表 3:点線部分)。「現在、不動産投資残高のある投資家」では、この回答数が「換金制限があるため、流動性は低いと認識」との回答数を上回った。クローズド・エンド型不動産私募ファンドに投資している投資家の約 67%が「換金制限はあるが、一定の流動性が見込める」と回答しており、これらの投資家が、これまでに普及したクローズド・エンド型不動産私募ファンドとの比較において、私募 REIT はある程度流動性を有していると捉えていることが分かる。

(図表 3)オープン・エンド型不動産私募ファンドに対する認識(2012年10月末)(nは有効回答数)

(「現在、不動産投資残高の無い投資家」からの回答)

(「現在、不動産投資残高のある投資家」からの回答)



(出所) 三井住友トラスト基礎研究所
「不動産投資に関する投資家アンケート調査2012年」～調査結果～

(注)ここでは既存投資家が発行体である投資法人に対して払戻請求を行う場合、一定の制限が設けられていることが一般的であるとしており、既存投資家が保有投資口を他投資家に対して譲渡することは、要件や手続きを満たしていれば、原則として可能である点には留意が必要。

私募 REIT の流動性については投資家によって捉え方が異なっていると考えられるが、いずれの私募 REIT も運用を開始したばかりである。したがって、これまでに払戻の事例は多くは生じていないと思われ、現段階で投資家が私募 REIT の流動性に対して明確な問題意識を有していない可能性もある。

私募 REIT において流動性を担保する仕組みには、投資家同士で投資口売買を行う方法と投資法人に対して払戻請求を行う方法の 2 つが存在する。前者が有効に機能していくにはセカンダリーマーケットの形成が必要であり、その前提として各私募 REIT については私募 REIT 市場の更なる拡大が求められる。他方、投資法人に対して払戻請求を行う方法に関しては、私募 REIT も J-REIT 同様、減価償却費相当を内部留保することが可能であり、この内部留保が払戻の原資に充てられる可能性がある。通常、J-REIT や不動産私募ファンドにおける内部留保資金は、保有物件の修繕・更新費、新規物件の取得資金および利益超過分配金としての配当等様々な使途に用いられる。私募 REIT の場合、これらの資金使途に加えて払戻の原資という非常に重要な使途が加わることになる点で、私募 REIT 運用会社にはより高いキャッシュマネジメント能力が求められると考える。

いずれにせよ、私募 REIT の流動性については、既述のような運用会社のキャッシュマネジメントを踏まえた払戻が実績として行われていくことで、より精緻な議論が可能になるとと思われる。

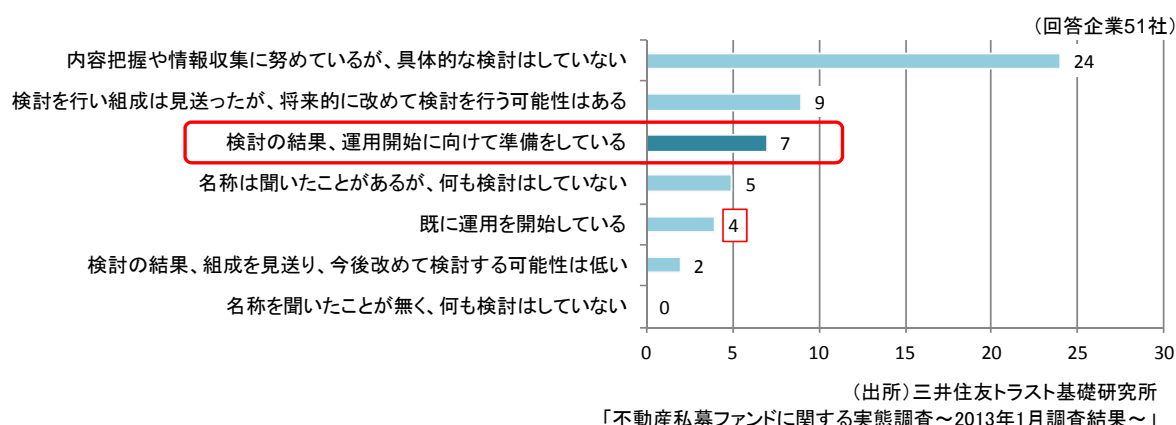
4.今後の私募 REIT 市場

本稿では、私募 REIT 市場の現状整理に加えて、投資口の流動性に主眼を置いた内容を記載しているが、現状の私募 REIT 市場は草創期であり、運用会社にとっては流動性への対応のみならず、投資適格不動産の適正価格での取得や標榜する分配金利回りの実現等を実績として積上げていくことで、投資家に総合的な安心感を与えていくことが重要と考える。

当社では、毎年 2 回(1 月および 7 月)、国内不動産を対象として不動産私募ファンドを組成・運用する運用会社に対してアンケート調査を実施している。直近のアンケート調査結果(2013 年 1 月末)では、私募 REIT への取組み状況について、7 社が「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」と回答しており、今後も新たな私募 REIT が登場する可能性があると思えている(図表 4)。今後、新規に組成される私募 REIT も含め、各運用会社が投資家に対して総合的な安心感を醸成する運用をより一層志向することで、私募 REIT 市場が更に発展していくことを期待したい。

(図表 4) 私募 REIT への取組み状況(2013 年 1 月末)

(国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社を対象とした当社アンケート調査)



(補記)

「不動産私募ファンドに関する実態調査」は、調査時期を 1 月および 7 月として、年 2 回実施。アンケート結果の摘要は当社ホームページに掲載。アンケート結果の詳細は、回答をいただいた運用会社に対して、フィードバックを行っている。

平素より当社アンケート調査にご協力いただいております運用会社の皆様には、厚く御礼申し上げます。

【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部

TEL:03-6430-1332

https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html**株式会社三井住友トラスト基礎研究所**

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 神谷町セントラルプレイス 3F

<http://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の一切の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。