

「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と新規組成に関する考察

2014年4月14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＞

非上場オープン・エンド型不動産投資法人は現在8銘柄が運用を行っており、合計の資産規模は6,700億円に達していると思われる。この8銘柄を組成した設立母体(スポンサー)の多くは、既にJ-REIT運用も行っている。設立母体(スポンサー)にとって、非上場オープン・エンド型不動産投資法人とJ-REITの2つのビークルを運用するメリットの1つとして、特に景況感が良好でない時期での物件抛出が検討しやすいという点が挙げられる。

他方、私募REITの投資家属性は、適格機関投資家以外の投資家が増加してくる可能性があり、これらの設立母体(スポンサー)には、情報開示を中心としてJ-REIT運用で培ったノウハウを十分に活用することが望まれる。

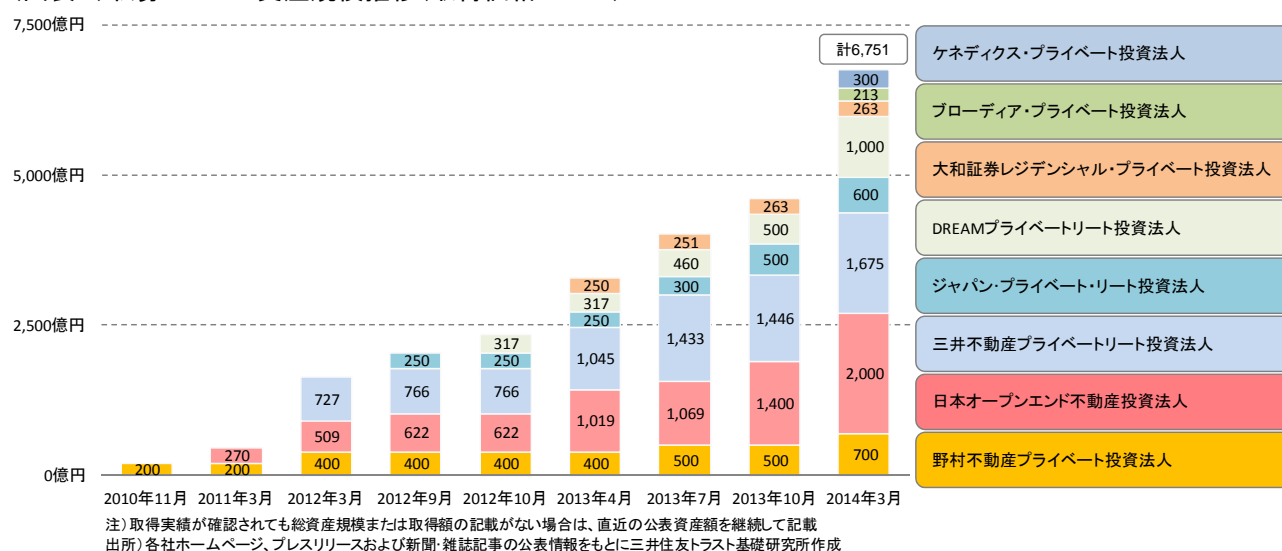
1.「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」の現状

非上場オープン・エンド型不動産投資法人(以下、「私募REIT」)は、2010年11月に国内で初めての運用が開始されて以降、現在では8銘柄が運用を行っており、これら8銘柄の資産規模の合計は6,700億円に達しているものと思われる(2014年3月末時点、取得価格ベース、公表情報をもとに当社推計)(図表1)。そして、これらの私募REITの多くは、LTV水準を40%程度、年間分配金利回りを4%程度と想定し、運用を行っているという状況である。

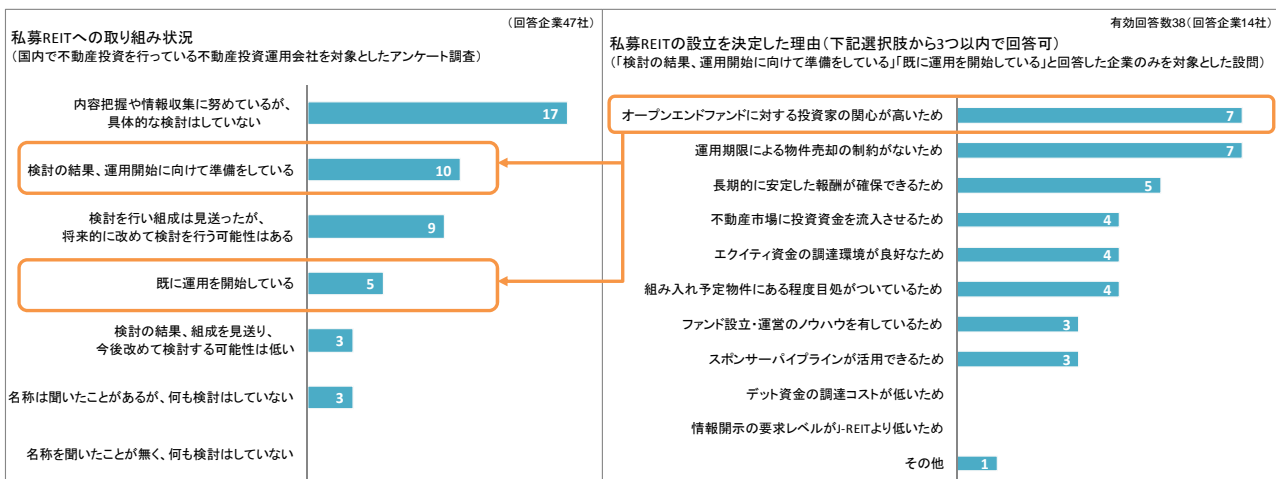
私募REITは非上場であるためにJ-REIT(東京証券取引所に上場の投資法人。以降も同様。)との比較において、相対的に投資口の流動性が乏しいと指摘される一方、私募REITの投資口価格は決算期毎に取得する不動産鑑定評価額に基づき算出されるため、資本市場の変動による影響を受けにくく、J-REITの投資口価格に比較して価格変動リスクが低いと考えられている。J-REITの投資口と比較して流動性は低い、投資口価格の価格変動リスクが低く、保守的なLTV水準でファイナンスリスクを極小化させ安定的なリターンを志向する私募REITは、特に長期安定運用を 선호する投資家の投資ニーズに合致しているといえる。

現状、多くの投資家が私募REITに対して強い関心を有していると思われ、今後も新たな私募REITの登場が予想される(図表2)。

(図表1) 私募REITの資産規模推移(取得価格ベース)



(図表2) 私募 REIT への取り組み状況およびその理由



出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査 2014年1月～調査結果～」

2.各設立母体(スポンサー)が設立・運用する私募 REIT と J-REIT

既述のとおり、現在私募 REIT は 8 銘柄が運用を行っているが、これらの私募 REIT を設立した母体(スポンサー)の多くは、私募 REIT に先行して J-REIT を運用している。また、私募 REIT と先行する J-REIT それぞれの投資対象を見ると、多くの銘柄で重複していることがわかる(図表 3)。投資対象が重複する場合であっても物件規模・所在地等で両者の差別化を図る銘柄も存在していると思われるが、J-REIT の開示資料等をみると、投資対象となる物件規模・所在地に関してはある程度柔軟な設定を行うことで物件の多様性に対応しており、既に J-REIT による広範な投資が可能となっている。この点のみを考慮すると、設立母体(スポンサー)には敢えて私募 REIT を設立する意義は少ないとも思われる。

本稿では、私募 REIT の現状整理(前頁)に加えて、以降では、既に J-REIT を運用する設立母体(スポンサー)が新たに私募 REIT を設立し、運用を開始しているという状況について、その意義等について考察する。

(図表 3) 各設立母体(スポンサー)が運用する私募 REIT と J-REIT

【設立母体(スポンサー)】	野村不動産 ホールディングス 株式会社	三菱地所 株式会社	三井不動産 株式会社	ゴールドマン・サックス・ アセット・マネジメント・ エル・ビー ザ・ゴールドマン・サックス グループ・インク	三菱商事 株式会社	株式会社 大和証券 グループ本社	東急不動産 株式会社	ケネディクス 株式会社
↓								
【運用する私募 REIT】	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	ブローディア・ プライベート投資法人	ケネディクス・ プライベート投資法人
投資対象	オフィス・賃貸住宅・ 物流施設・商業施設	オフィス・賃貸住宅・ 商業施設	オフィス・賃貸住宅・ 商業施設・物流施設	オフィス・賃貸住宅・ 商業施設	商業施設・物流施設・ 賃貸住宅・オフィス	賃貸住宅	オフィス・賃貸住宅・ 商業施設・ホテル・ 物流施設	オフィス・商業施設・ ホテル
【運用する J-REIT】	野村不動産オフィス ファンド投資法人	ジャパンリアル エステイト投資法人	日本ビルファンド 投資法人		日本リテールファンド 投資法人	大和証券オフィス 投資法人	アクティビア・ プロパティーズ 投資法人	ケネディクス・オフィス 投資法人
投資対象	オフィス	オフィス	オフィス		商業施設	オフィス	商業施設・オフィス	オフィス
J-REIT 名称	野村不動産 レジデンシャル 投資法人		フロンティア不動産 投資法人		産業ファンド 投資法人		コンフォリア・ レジデンシャル 投資法人	ケネディクス・ レジデンシャル 投資法人
投資対象	賃貸住宅		商業施設		物流施設 工場・研究開発施設 インフラ施設		賃貸住宅	賃貸住宅
J-REIT 名称	野村不動産 マスターファンド 投資法人		日本アコモデーション ファンド投資法人					
投資対象	物流施設・商業施設		賃貸住宅					

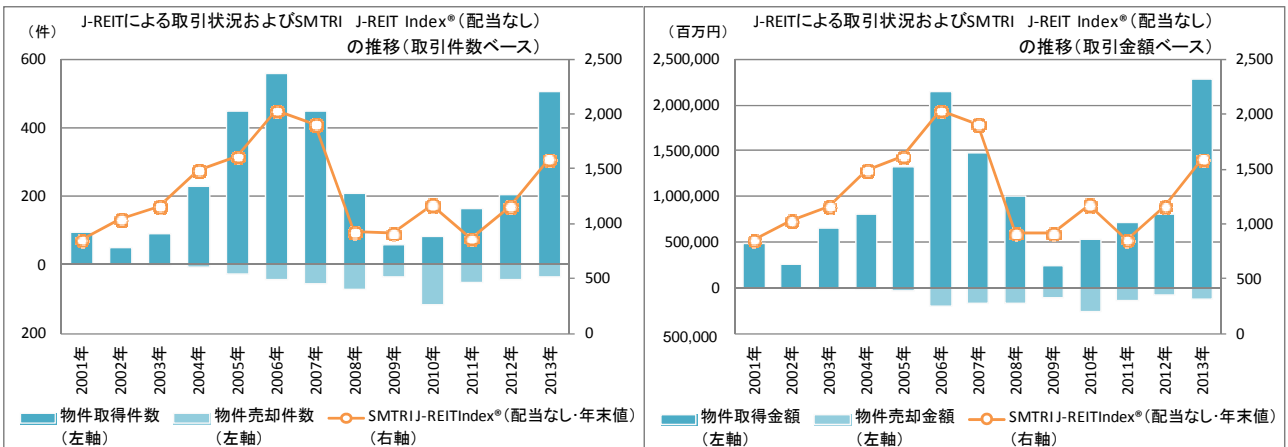
注) 私募 REIT の設立順に、左から表記

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

J-REIT が物件取得を行う際の資金調達手法としては、主に借入、起債または増資が挙げられる。景況感の良好な時期における増資は、底堅く推移する投資口価格と投資家の旺盛な投資意欲により効率的な資金調達が可能となる反面、景況感の良好でない時期では、低迷する投資口価格と投資家の投資意欲の減退により、効率的な資金調達が困難となる。結果として、景況感が良好な時期では J-REIT による物件取引件数は増加することとなるが、景況感の良好でない時期では J-REIT による物件取引件数は減少することとなる(図表 4 左(取引金額ベースのグラフを参考として右に掲載))。

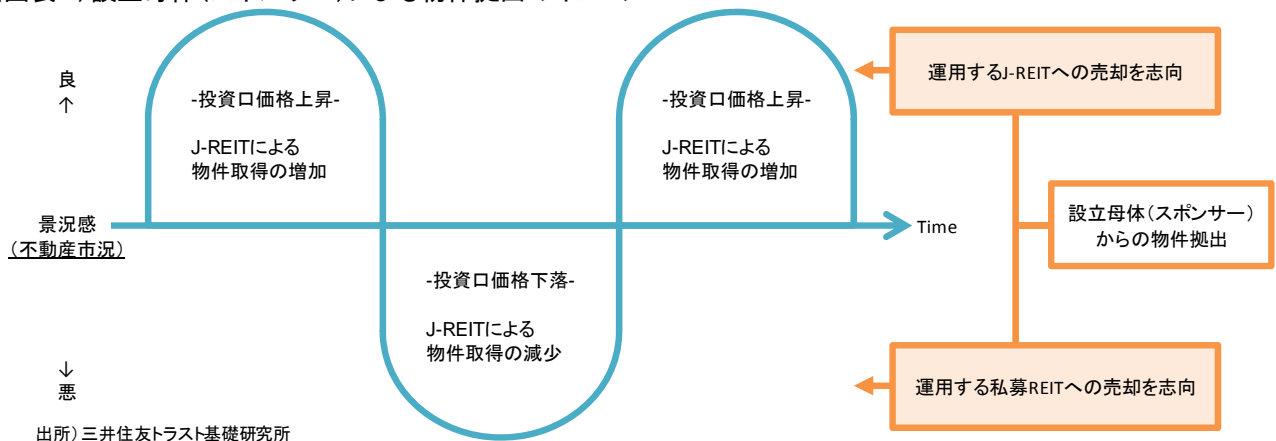
他方、保有/運用物件または開発物件を J-REIT へ売却することで換価を企図する設立母体(スポンサー)としては、物件売却時期が景況感に左右されることを可及的に避ける方策を検討するものと思われる。既述のとおり、私募 REIT の投資口価格は不動産鑑定評価額に基づき算出されることから、J-REIT の投資口価格との比較において相対的に資本市場の変動による影響を受けにくく、J-REIT の投資口価格に比較して価格変動リスクが低いと考えられている。したがって、保有/運用物件または開発物件の売却を企図する設立母体(スポンサー)としては、景況感が良好でない時期であり、当該 J-REIT が物件取得に際して増資による資金調達を必要とする状況においては特に、J-REIT よりも私募 REIT への物件売却を志向する可能性が高くなるとと思われる。このような景況感に左右されることなく保有/運用物件または開発物件を適正価格にて換価しうる私募 REIT の存在は、設立母体(スポンサー)にとって大きな魅力だと思われる(図表 5)。

(図表 4) J-REIT による物件取引状況および SMTRI J-REIT Index(配当なし)の推移



注1) 物件取得件数・物件取得金額は取得日、物件売却件数・物件売却金額は譲渡日で集計
 注2) 物件取得件数・物件取得金額は、不動産または不動産信託受益権への投資のみであり、匿名組合や特定目的会社への出資は含めていない。
 また、物件取得件数では、既保有物件の持分を追加取得する場合も件数として計上。
 物件売却件数・物件売却金額は、不動産または不動産信託受益権の売却のみであり、匿名組合や特定目的会社への出資金の償還を含まない。
 また、REIT間の合併による譲渡は計上していない。物件売却件数には、バブルによる売却は1件とし、既保有物件の持分が一部譲渡・売却された場合は件数として計上
 出所) 公表情報およびSMTRI J-REIT Index®(配当なし)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(図表 5) 設立母体(スポンサー)による物件抛出のイメージ



3. 考 察

ここまでは、私募 REIT を設立した母体(スポンサー)の多くが当該私募 REIT の運用に先行して J-REIT の運用を行っていることについて、設立母体(スポンサー)による物件抛出の観点から、2 つのビークルを運用することの有意性を考察した。私見であるが、先行して J-REIT 運用を行っている設立母体(スポンサー)が、投資対象の重複する私募 REIT を新たに設立し運用を開始することについて、特段の違和感はないと感じている。というのは、周知のとおり、J-REIT は決算期毎に各種の資料(決算短信・決算説明資料・資産運用報告書・有価証券報告書等)を開示し、またホームページ上でのタイムリーな情報発信等も実施しており、その情報開示の水準は非常に高いといえる。投資家の立場からすれば、先行する J-REIT のこれらの公表資料は、新規に設立される私募 REIT への投資を検討する際に、極めて有益な前提情報になると考えられるためである。また、設立母体(スポンサー)の立場からすると、先行する J-REIT 運用において蓄積されたファンドマネジメントや物件運用をはじめとした様々な知見を、私募 REIT 運用に活用できる点においても有益な側面が多いと考える。

もともと、私募 REIT はこれまで適格機関投資家のみを対象として投資勧誘を行ってきたため、運用開始後は有価証券報告書の作成・開示が不要(金融商品取引法第2条、同法第4条および同法第24条)である等、J-REIT との比較において情報開示の点で格差が存在する。確かに、私募 REIT の投資家である適格機関投資家は専門的な知識や経験を有しているため、かかる投資家に対して情報開示等を丁重に行う意義は少ないとも思われる。しかし、投資口を保有している投資家数が50人以上になると、当該私募 REIT は(専門的な知識や経験に乏しい)機関投資家以外に対する投資口の募集が可能となる(租税特別措置法第67条の15)。そして、現在運用中の私募 REIT においても適格機関投資家以外が投資家として私募 REIT の投資口を保有しているという状況は、既に存在しているものと思われる。

J-REIT 運用を行っている私募 REIT の設立母体(スポンサー)には、これら2つのビークルをもつことにより得られるメリットを享受するのみならず、情報開示をはじめとした多くの項目で、先行する J-REIT 運用にて蓄積されたノウハウ(例えば、決算説明資料の作成)を私募 REIT 運用に活用し、増加の予測される適格機関投資家以外の投資家も意識した運用を期待したい。

【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 ヒューリック神谷町ビル 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。
5. SMTRI J-REIT Index は当社が独自に開発した J-REIT インデックスです。SMTRI J-REIT Index は当社の知的財産であり、SMTRI J-REIT Index の算出、数値の公表、利用など SMTRI J-REIT Index に関する権利は当社が所有しております。「SMTRI J-REIT Index®」は当社の登録商標です。