

## 「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と

## 賃貸住宅の取引流動性に関する考察

2015年3月11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

E-Mail: [kiyohara@smtri.jp](mailto: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、2015年2月末時点において12銘柄が運用を行っており、その資産規模合計は1兆円を超過したものと推計される。2015年度中に私募REITの新規組成・運用開始を公表する事業会社も複数存在しており、今後も銘柄数および資産規模(市場規模)の拡大が予想される。

現在運用を行う多くの銘柄のポートフォリオには、一定の比率で賃貸住宅が組み入れられていると思われるが、その理由の1つとして、これらの銘柄が、賃貸住宅の取引流動性の高さに着目し、賃貸住宅の売却資金が投資家からの投資口払戻請求に対する払戻原資に充当させやすいと捉えている点が挙げられる。

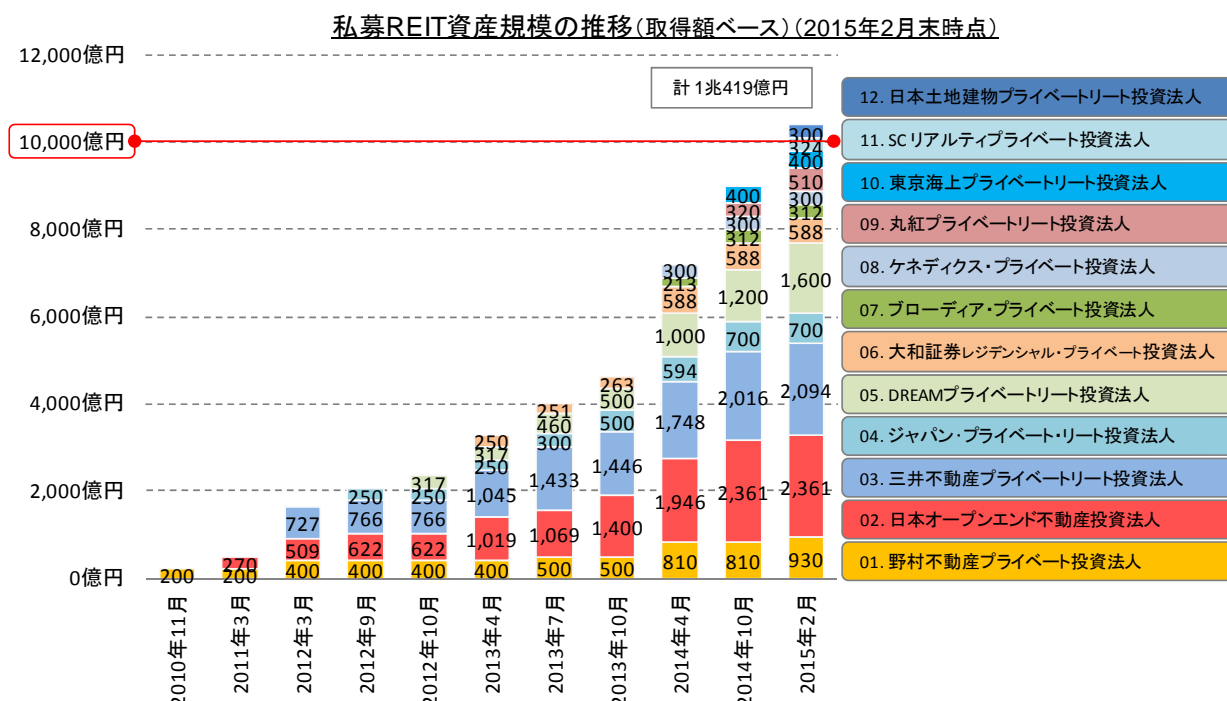
かかる現状を踏まえ、本稿後半では賃貸住宅の取引流動性について考察を行った。

## 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月国内で初めての運用が開始されて以降、現在では12銘柄が運用を行っており、これら12銘柄の資産規模の合計は1兆円を超過したものと推計される(2015年2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.)。

2015年から新たに2つの私募REITが運用を開始したが、この他にも2015年度中に私募REITの設立および運用開始を公表している事業会社は複数社存在しており、2015年度中には私募REIT銘柄数は15を超過すると思われ、近く私募REITの銘柄数は20程度まで増加することが予想される。

(図表1.) 私募REIT 資産規模の推移(取得額ベース・2015年2月末時点)



注1) 現時点(2015年2月末時点)において、運用の開始が公表されている銘柄のみが集計の対象

注2) 取得実績が確認されても総資産規模または取得額の記載がない場合は、直近の公表資産額を継続して記載(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 のポートフォリオ

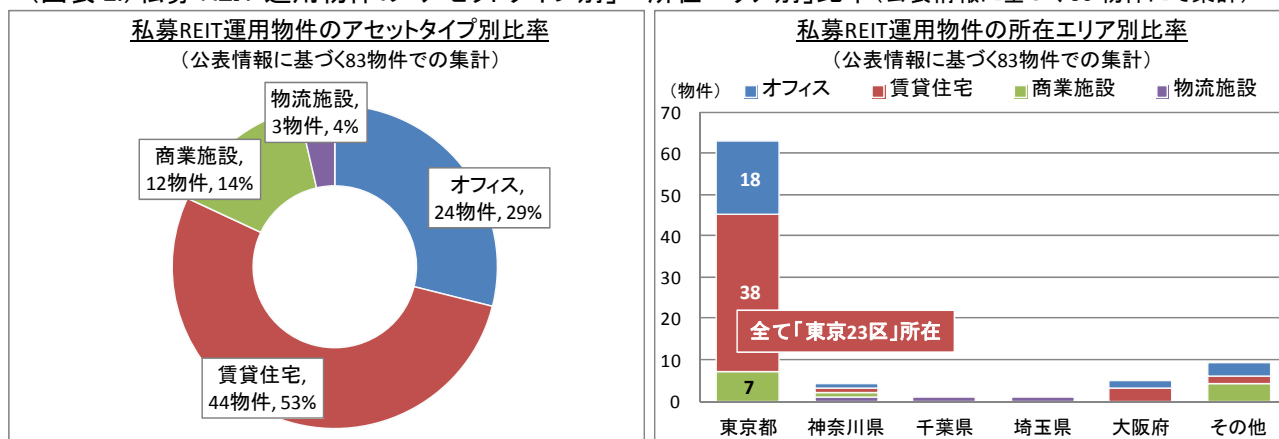
現状、私募 REIT の銘柄数は 12 となり、各私募 REIT による物件取得の記事等も散見されている。これら各私募 REIT の物件取得に関する公表情報を集計したところ、83 件の物件取得情報が収集できた。(図表 2.)は、これら 83 件の物件情報をアセットタイプ別(図表 2.左)・所在エリア別(図表 2.右)に集計したものである。本図表からは、現在運用を行っている私募 REIT の多くが、賃貸住宅を相当数取得している状況がうかがえる。確かに、私募 REIT の中には投資対象を賃貸住宅に特化させている銘柄もあり、当該私募 REIT による物件取得情報がかかる結果を牽引しているとも考えられるが、他方で賃貸住宅を投資対象としない私募 REIT も複数存在しており、そのような状況を勘案した場合、やはり現在運用を行っている多くの私募 REIT のポートフォリオのなかには、相当数の賃貸住宅が存在していると推察することができる。

現在運用を行っている多くの私募 REIT において、賃貸住宅への投資が一定の比率を占めていると考えられる理由の 1 つに、それらの私募 REIT が、賃貸住宅の取引流動性の高さに着目し、賃貸住宅の売却資金が投資家からの投資口払戻請求に対する払戻原資に充当させやすいと捉えている点が挙げられる。私募 REIT は非上場であり、投資家より投資口払戻請求がなされた場合、一定の条件等を満たしていれば、当該私募 REIT がこれに応じるといった場面が想定される。投資家からの投資口払戻請求に応じる場面では、当該私募 REIT は内部留保の活用や資金調達の実行ではなく、取引流動性が高いとされる賃貸住宅を売却することでかかる払戻請求に対応することも可能である。

投資家からの投資口払戻請求に応じる場面において、私募 REIT は様々な方法を選択することが可能であり、保有する賃貸住宅の売却によりその売却資金を投資口払戻の原資とする対応もその選択肢の 1 つである。

本稿後半では、かかる選択肢の実効性、即ち賃貸住宅の取引流動性について、J-REIT での売買事例をもとに他のアセットタイプ(特にオフィス)との比較を行うことで考察することとしたい。

(図表 2.) 私募 REIT 運用物件の「アセットタイプ別」・「所在エリア別」比率(公表情報に基づく 83 物件にて集計)

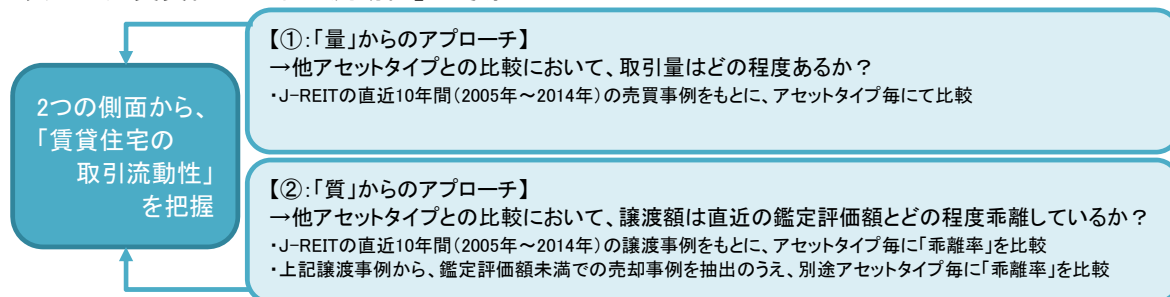


注)現時点(2015年2月末時点)において運用の開始を公表している私募REITの保有物件において、「物件名称」、「物件所在地」および「アセットタイプ」を把握することのできた83物件が集計の対象  
 なお、「底地」に関しては、当該底地上に建築されている建物の主要用途に基づき区分  
 出所)各社ホームページ、プレスリリースおよび新聞・雑誌記事の公表情報をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成

### 3-1. 賃貸住宅の取引流動性について(はじめに)

賃貸住宅の取引流動性については、過去10年間(2005年～2014年)でのJ-REITの取引事例をもとに2つの側面から考察することとした。具体的には、①:過去10年間におけるJ-REITによる賃貸住宅の売買事例件数を他のアセットタイプと比較するという「量」からのアプローチ、②:過去10年間におけるJ-REITによる保有物件の譲渡事例において、譲渡価格と当該物件の直近鑑定評価額の比較(両者の乖離率を算出)をアセットタイプ別に行うという「質」からのアプローチである。これら2つの側面の検証結果から、総合的に賃貸住宅の取引流動性を把握することとした。

(図表 3-1.)「賃貸住宅の取引流動性」の考察イメージ



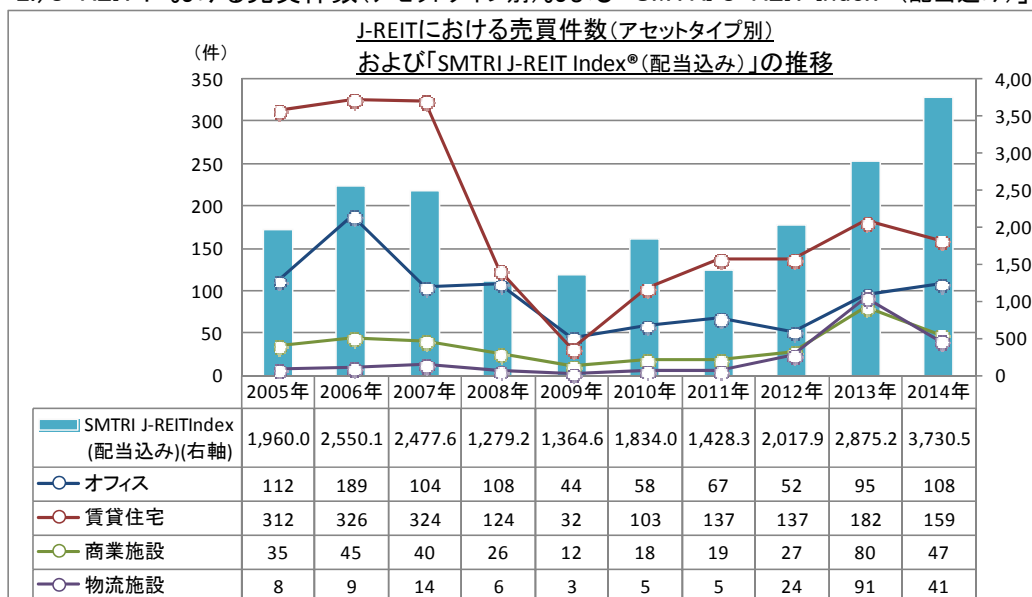
注)「乖離率」=「譲渡価格」÷「直近鑑定評価額」-1  
作成)三井住友トラスト基礎研究所

### 3-2. 賃貸住宅の取引流動性について(「量」からのアプローチ)

下表(図表 3-2.)は、J-REITの直近10年間における売買件数を4つの代表的なアセットタイプごとに集計したグラフである。賃貸住宅の売買件数は2009年にオフィスビルを若干下回っているが、それ以外ではいずれの年においても100を超過する水準にて最多となっており、「量」からのアプローチとして、賃貸住宅の取引流動性は他のアセットタイプとの比較において相対的に高いといえる。

2009年において賃貸住宅を含む全てのアセットタイプの売買件数が大幅に減少しているのは、リーマンショックによる不動産市況の悪化が要因である。賃貸住宅の売買件数がこのような不動産市況悪化時において急速に減少している点には留意が必要と考える。なぜなら、投資家からの投資口払戻請求は、不動産市況が悪化したタイミングにおいて多くなることが予想されるためである。とはいえ、不動産市況が悪化したタイミングにおいても売買件数自体は皆無となっておらず、仮にこのようなタイミングで私募REITが保有する賃貸住宅の売却を企図する場合、競争力ある物件であること等が重要な要素になると思われる。

(図表 3-2.) J-REITにおける売買件数(アセットタイプ別)および「SMTRI J-REIT Index®(配当込み)」の推移



注1)売買取引は引渡日を基準として、毎年1月～12月までの売買取引数の合計値を記載

「SMTRI J-REIT Index®(配当込み)」は、毎年12月最終営業日の数値

注2)追加取得もしくは部分譲渡による取引は集計に含めるが、投資法人の合併に伴う資産の引継ぎによる取引は集計から除外(出所)公表情報および「SMTRI J-REIT Index®」をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成

「SMTRI J-REIT Index®」は、三井住友トラスト基礎研究所の登録商標

### 3-3. 賃貸住宅の取引流動性について(「質」からのアプローチ)

既述のとおり、J-REITの直近10年間での売買件数からすると、「量」からのアプローチによれば、賃貸住宅の取引流動性は他のアセットタイプとの比較において相対的に高いことがわかった。次に、取引の内容、即ち「質」からのアプローチについての検証を行う。なお、私募REITが保有する賃貸住宅を売却することで投資家からの投資口の払戻請求に対応するという前提での検証であることに鑑み、ここではJ-REITによる譲渡取引のみをもとにして検証を行っている。具体的には、過去10年間(2005年～2014年)のJ-REITでのオフィスおよび賃貸住宅それぞれのアセットタイプの譲渡取引における「乖離率(=「譲渡価格」÷「直近の鑑定評価額」-1)」を算出することで、譲渡価格と直近の鑑定評価額との比較検証を行った(図表3-3.上)。

なお、この「質」からのアプローチに基づく検証は、当該物件の譲渡価格が投資家からの投資口の払戻請求の総額との比較においてだけでなく、保有を継続するその他の投資家の以降の分配金との関係においても重要性が高い。そこで、上記J-REITによるオフィスおよび賃貸住宅それぞれのアセットタイプの譲渡取引のうち、直近の鑑定評価額を下回る価格での譲渡取引のみを抽出したうえで、これについても同様に「乖離率」を算出して比較検証を行った(図表3-3.下)。

まず、譲渡取引を対象に集計した乖離率をみると、10年間全体の数値ではオフィス(全エリア)より賃貸住宅(全エリア)の方が低くなっているが、不動産市況が悪化していた2009年の乖離率はオフィス(全エリア)より賃貸住宅(全エリア)の方が高い結果となった。もっとも、私募REITのポートフォリオに存在している賃貸住宅は東京23区に所在しているものが多いと思われ(図表2.右参照)、東京23区のみを対象として算出した乖離率は、2009年においてもオフィスよりも賃貸住宅の方が低い結果となっている。また、直近の鑑定評価額を下回る価格での譲渡取引のみを抽出して集計した乖離率についても、10年間全体の数値ではオフィス(全エリア)よりも賃貸住宅(全エリア)の方が低くなっている。

過去10年間(2005年～2014年)のJ-REITにおけるオフィスおよび賃貸住宅それぞれのアセットタイプの譲渡取引からすると、直近の鑑定評価額との関係において、賃貸住宅の売却価格はオフィスの売却価格と比較して下方硬直性が高いことがわかった。なかでも東京23区に所在する賃貸住宅の場合、不動産市況が悪化している時期および2005年～2014年という10年間での乖離率のいずれについてもオフィスより低い乖離率となっており、取引の内容、即ち「質」からのアプローチに基づく検証においても、賃貸住宅(特に東京23区所在の賃貸住宅)の取引流動性はオフィスとの比較において高いことが把握できた。

(図表3-3.) J-REITの譲渡取引における「乖離率」の推移(オフィス・賃貸住宅)



注1) nは有効サンプル数(オフィスおよび賃貸住宅という2アセットタイプにての比較検証、商業施設および物流施設についてはサンプル不足と判断したため比較検証は行っていない)  
 注2) 「乖離率」=「譲渡価格」÷「直近鑑定評価額」-1、なお該当する取引が存在しない場合は「—」を記載  
 注3) 譲渡取引は引渡日を基準としており、投資法人の合併に伴う資産の引継ぎによる取引は集計から除外、譲渡日と決算日が同日の場合は、当該決算期の1期前の鑑定評価額を使用することで乖離率を算出  
 出所) 公表情報をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成

#### 4. 考察

本稿では、多くの私募 REIT が賃貸住宅を取得している理由の 1 つとして、それらの私募 REIT が、賃貸住宅の取引流動性の高さに着目し、賃貸住宅の売却資金が投資家からの投資口払戻請求に対する払戻原資に充当させやすいと捉えている点を踏まえ、賃貸住宅の取引流動性について量および質という 2 つの側面から検証した。賃貸住宅の取引流動性の検証を行うにつき量の側面からだけではなく、譲渡取引の事例に限定したうえで質の側面からも検証を行ったのは、私募 REIT が保有する賃貸住宅を売却することで投資家からの投資口払戻請求に対応するという前提であることに鑑み、物件の譲渡価格が重要な要素になると考えたためである。結果としては、賃貸住宅の取引流動量は他のアセットタイプよりも多く、かつ売却価格に関しては、オフィスとの比較において、特に東京 23 区所在の賃貸住宅の売却価格の下方硬直性が高いということがわかった。

既述のとおり、投資家からの投資口の払戻請求に対応する場面では、私募 REIT は様々な方法を選択することが可能であり、保有する賃貸住宅の売却によりその売却資金を投資口払戻の原資とするという対応もその選択肢の 1 つである。従来、私募 REIT は非上場の金融商品という性質上、投資口流動性が低いとされる点が懸念事項として取り挙げられてきた。かかる懸念事項を意識し、取引流動性の高い賃貸住宅をポートフォリオに組み入れることで投資口の換金性、ひいては投資口の流動性向上を図りたい、とする意図を多くの私募 REIT から汲み取ることができる。また繰り返しとなるが、投資家による投資口払戻請求は、不動産市況が悪化するタイミングにおいて多くなると思われる。これまで、私募 REIT は J-REIT のように不動産市況が悪化した状況を経験していないが、私募 REIT の各銘柄は J-REIT の過去の経験をもとに、不動産市況が悪化した状況を想定した運用を行っているといえ、多くの私募 REIT がポートフォリオに取引流動性の高い賃貸住宅を組み入れている点もその 1 つといえる。また、投資口の流動性の件とは別ではあるが、J-REIT との比較において、私募 REIT の借入水準(LTV)が概ね保守的な設定とされている点等についても、不動産市況が悪化した状況を意識した運用といえる。

1 兆円という大台を突破した私募 REIT が今後も堅調に市場規模を拡大させていくためには、先行する J-REIT の経験を活かしつつ、投資口の流動性への懸念といった私募 REIT 特有の事項に対しては、各銘柄による柔軟な運用方針(たとえば、資産規模が一定の水準となった場合には、投資口総数に対する払戻口数の上限比率を引き上げるといったような)が今後大きなポイントになると思われる。

## 【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](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、斡旋、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。