

「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と将来動向に関する考察

2015年6月22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

<要約・概要>

非上場オープン・エンド型不動産投資法人(以下、「私募 REIT」)は、2015年3月時点において13銘柄が運用を行っており、これらの資産規模合計は1兆1,400億円を超過したものと推計される。現状までの推移をみると、新規銘柄の運用開始に加えて、既存銘柄による堅調な外部成長の結果が私募 REIT 市場の拡大要因といえる。

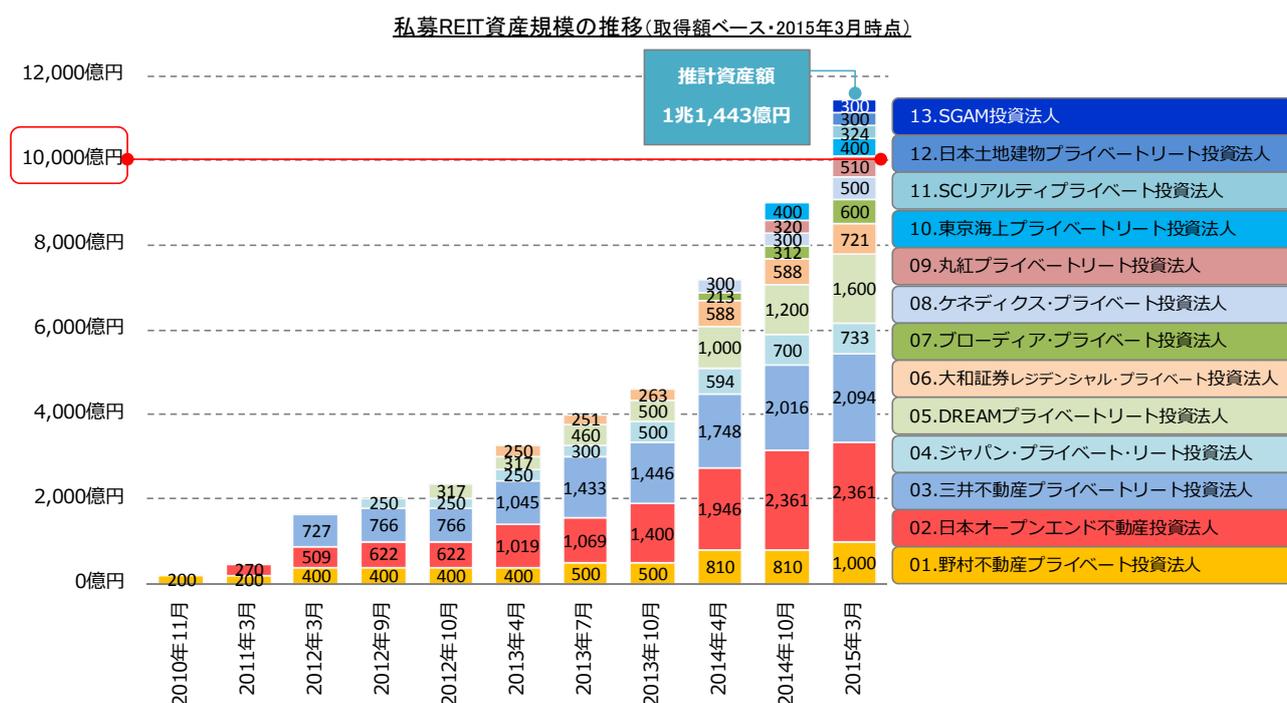
このような、新規銘柄の運用開始および既存銘柄の外部成長という「両輪」での市場規模の拡大は今後も継続すると考えられるのかについて、当社が実施する運用会社(毎年2回)および投資家(毎年1回)それぞれを対象としたアンケート調査の結果をもとに考察を行った。結果として、本稿では、今後の私募 REIT 市場は、「既存銘柄を中心に形成されていく段階」に入っていくものと結論付けた。

1. 私募 REIT 市場の現状整理 ①

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13銘柄が運用を行っており、これら13銘柄の資産規模の合計は1兆1,400億円を超過したものと推計される(2015年3月時点、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3つの銘柄が運用を開始させているが、これらに加えて、既存銘柄も借入および増資による資金調達にて外部成長を実行しており、結果的に新規銘柄の運用開始だけでなく、既存銘柄による外部成長という新規・既存それぞれの銘柄による堅調な運用状況を背景に、私募 REIT 全体の資産規模は着実な増加を継続させている。

(図表1) 私募 REIT 資産規模の推移(取得額ベース・2015年3月時点)



注1) 現時点(2015年3月時点)において、運用の開始が公表されている銘柄のみを集計対象

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(プレスリリース等)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

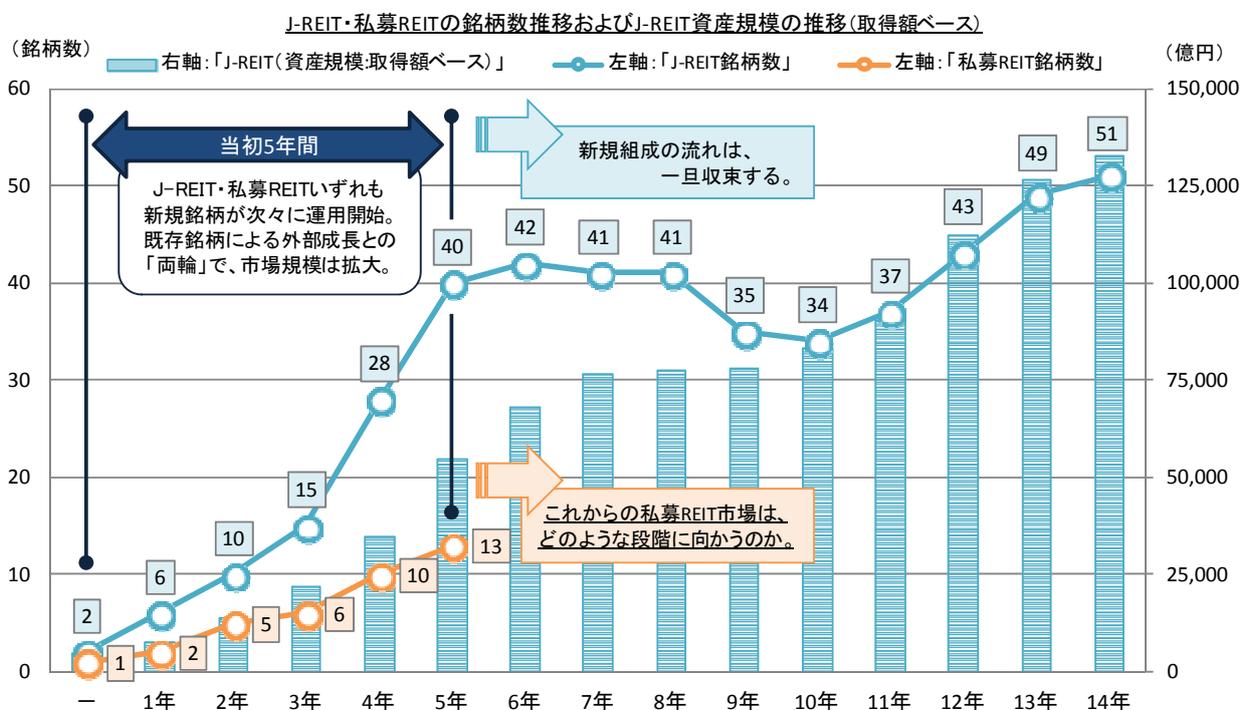
2. 私募 REIT 市場の現状整理 ②

私募 REIT 市場は、国内で初の銘柄が運用を開始して以降、2015年5月末までに4.5年が経過したが、現状までの推移をみると、(図表1)からもわかるように、新規銘柄の運用開始に加えて既存銘柄による外部成長という、新規・既存それぞれの銘柄による「両輪」によって私募 REIT 市場は拡大してきたといえる。

同様の流れは、過去の J-REIT 市場においても確認することができる。J-REIT 市場も国内で初の銘柄が運用を開始した2001年以降の5年間で銘柄数は40まで増加し、また既存銘柄は着実に外部成長を実施するという新規・既存それぞれの銘柄による「両輪」によって、市場規模を拡大させていた(図表2)。J-REIT 市場はその後、新規銘柄が運用を開始するという流れが一旦収束し、既存銘柄が市場を形成する段階に入ることとなる。

それでは、もう間もなく国内で初の銘柄が運用を開始して5年が経過する私募 REIT 市場についても、J-REIT 市場と同様、今後は新規銘柄が運用を開始するという流れが一旦収束することとなるのだろうか。本稿後半では、当社が毎年実施している「投資家」および「不動産私募ファンド運用会社」それぞれを対象としたアンケート調査の結果をもとに、私募 REIT 市場の将来動向について考察することとしたい。

(図表2) J-REIT・私募 REIT の銘柄数推移および J-REIT 資産規模の推移(取得額ベース)



注1) J-REITの起算年は2001年、私募 REITの起算年は2010年

注2) 運用を開始している銘柄のみを集計対象としたうえで、最終年の数値は J-REIT は2015年4月末日時点、私募 REIT は2015年5月末時点の数値を記載

出所) 投資法人開示資料および各社ホームページ(プレスリリース等)、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. 私募 REIT 市場の将来動向予測 ①

下記掲載の(図表3)(左側)は、当社が毎年1回(10月)投資家(年金基金および機関投資家)に対して実施するアンケート調査の結果の一部である。本アンケート調査では、不動産投資を実施している投資家を対象に投資家が望む不動産私募ファンドの条件や水準等に関する調査を行っているが、直近のアンケート調査では投資家の選択した不動産私募ファンドの具体的な条件や水準等は、非常に多くの項目において私募 REIT の運用スタイルに合致する結果となった。

他方、下記掲載の(図表3)(右側)は、当社が毎年2回(6月および12月)不動産私募ファンド運用会社に対して実施するアンケート調査の結果の一部である。本アンケート調査では、不動産私募ファンドの運用会社に対して、今後一年以内に組成を予定しているファンドについて、その条件や水準等に関する調査を行っているが、設問項目は投資家へのアンケート調査における投資家が望む不動産私募ファンドの条件や水準等に近似した内容とされている。そして、直近のそれぞれのアンケート調査の調査結果を突合すると、投資対象として望まれる不動産私募ファンドの条件や水準等という投資家への設問の回答結果と今後一年以内に組成を予定する不動産私募ファンドの条件や水準等という不動産私募ファンド運用会社への設問の回答結果の間には若干の齟齬があり、不動産私募ファンド運用会社では私募 REIT の運用スタイルに合致する回答は多くはないことが確認できた。

(図表3) 「投資家」および「運用会社」それぞれがイメージする不動産私募ファンドの条件・水準等

	「投資家」のイメージ 注1) (2014年10月期)			「運用会社」のイメージ 注2) (2014年12月期)	
ファンドタイプ	年金基金 機関投資家	①:「オープン・エンド型(59%)」②:「追加型(クローズドエンド型)(21%)」 ①:「オープン・エンド型(50%)」②:「固定型(クローズドエンド型)(29%)」	不整合	①:「固定型(54%)」②:「一任型(23%)」 参考:「オープン・エンド型(11%)」	
運用スタイル	年金基金 機関投資家	①:「コア(77%)」②:「バリュー・アッド(19%)」 ①:「コア(55%)」②:「バリュー・アッド(25%)」	整合的	①:「コア(58%)」 ②:「オポチュニティ(16%)」	
投資期間	年金基金 機関投資家	①:「5年以上7年未満(33%)」②:「3年以上5年未満(19%)」③:「10年以上(19%)」 ①:「10年以上(38%)」②:「3年以上5年未満(31%)」	整合的	①:「5年以上7年未満(48%)」 ②:「7年以上10年未満(24%)」	
レバレッジ水準	年金基金 機関投資家	①:「40%以上50%未満(31%)」②:「50%以上60%未満(19%)」 ①:「レバレッジ不要(43%)」②:「30%以上40%未満(38%)」	不整合	①:「60%以上70%未満(45%)」 ②:「70%以上80%未満(32%)」	
投資対象タイプ	年金基金 機関投資家	①:「商業施設(23%)」②:「オフィスビル(20%)」③:「賃貸住宅(20%)」 ①:「オフィスビル(21%)」②:「賃貸住宅(17%)」③:「商業施設(17%)」	整合的	①:「オフィスビル(20%)」 ①:「賃貸住宅(20%)」	
投資対象エリア	年金基金 機関投資家	①:「東京23区(27%)」②:「(東京23区を除く)首都圏(27%)」 ①:「東京23区(31%)」②:「(東京23区を除く)首都圏(25%)」	不整合	①:「(東京23区を除く)首都圏(30%)」 ②:「近畿圏(18%)」	
リターン水準	年金基金 機関投資家	単年度利回り:「4.93%」 単年度利回り:「3.96%」	不整合	Cash On Cash 「6.88%」	

「オープン・エンド型(私募REIT)」に
合致する回答が極めて多い

「オープン・エンド型(私募REIT)」に
合致する回答は多くはない

注1) 当社が毎年1回実施する「投資家」を対象としたアンケート調査において、不動産私募ファンドへの投資を行うに際してどのような水準や条件を望むかという設問に対する上位2肢の回答内容を記載

注2) 当社が毎年2回実施する「不動産私募ファンド運用会社」を対象としたアンケート調査において、今後1年以内に組成を予定する不動産私募ファンドの内容についてという設問に対する上位2肢の回答内容を記載

注3) 括弧内の数値は、回答比率

注4) それぞれのアンケート調査結果を突合し、回答内容が合致しているものは太字

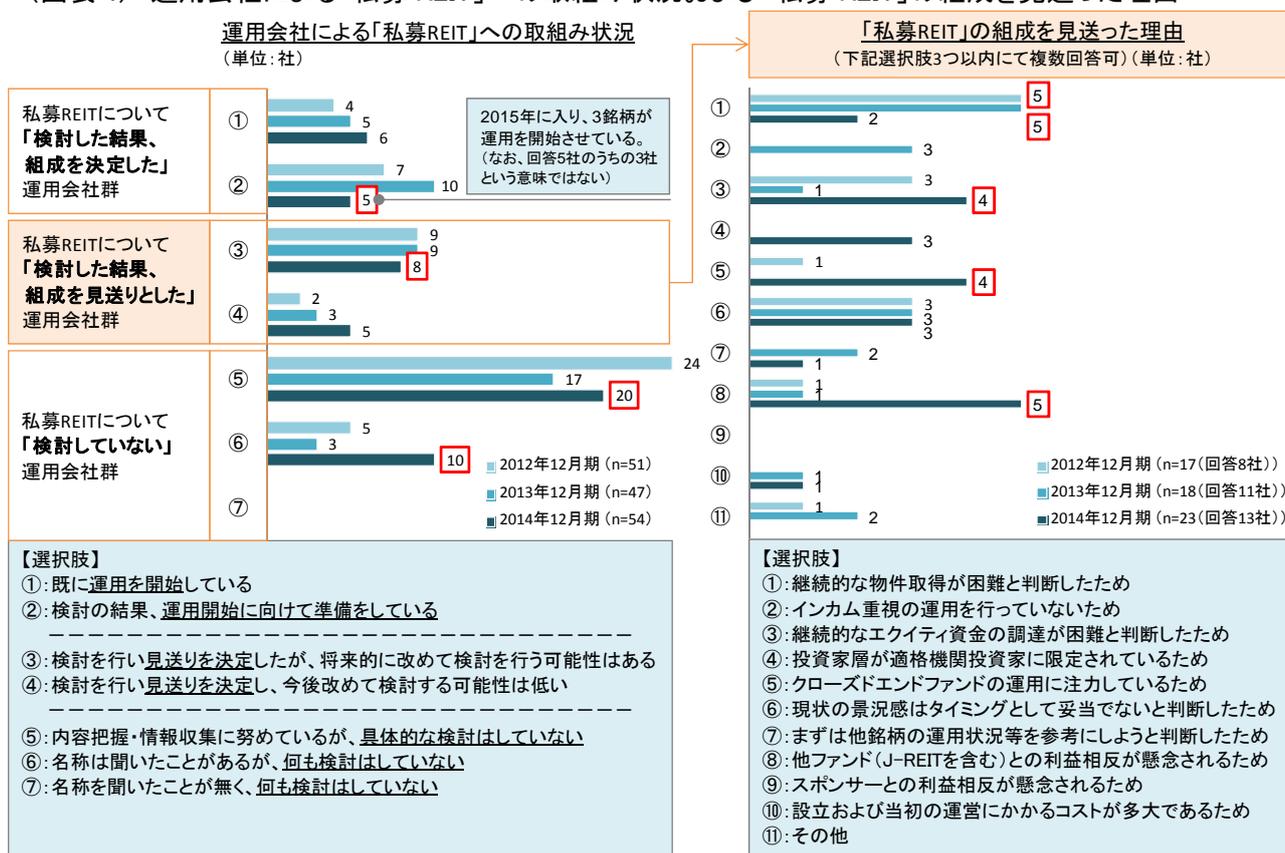
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産投資に関する調査」および「不動産私募ファンド実態調査」

4. 私募 REIT 市場の将来動向予測 ②

前ページにおいても記載している不動産私募ファンド運用会社を対象とした当社アンケート調査では、運用会社に対して「私募 REIT に対する取組み状況」についても調査を行っており、下記掲載の(図表 4) (左側)は、その結果である。そして、私募 REIT への取組み状況について、「検討した結果、組成を見送りとした」とする回答先のみを対象として、その理由について調査した結果が(図表 4) (右側)である。

まず、運用会社に対する私募 REIT への取組み状況に関しては、運用開始に向け準備をしているとする回答は減少しており、また検討を行っていないという回答が前回調査結果より増加している点からすると、私募 REIT の新規組成にはある程度一服感・一巡感が出てきていると思われる。これに加えて、私募 REIT について検討の結果、組成を見送りとしたとする回答先に対してその理由を調査した結果をみると、継続的な物件取得やエクイティ資金調達の高コスト・困難性、クローズドエンドファンド運用への注力および(J-REITを含む)他ファンドとの利益相反懸念等が選択されており、見送りを決定した理由の内容は多岐に渡っていることがわかった。仮に、運用会社がこれら各種の課題・懸念を解消したうえで私募 REIT を新規に組成しようとする場合であっても相当程度の時間が必要になると思われ、運用開始に向け準備をしているとする運用会社の減少と相俟って、今後私募 REIT の新規組成については、低調化していく可能性が高くなると思われる。

(図表 4) 運用会社による「私募 REIT」への取組み状況および「私募 REIT」の組成を見送った理由



注 1) n は有効回答数

注 2) 「「私募 REIT」の組成を見送った理由」という設問(右)は、「運用会社による「私募 REIT」への取組み状況」という設問(左)に対して、選択肢③もしくは選択肢④という回答を行った回答先のみを対象(出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンド実態調査」

5. 考察

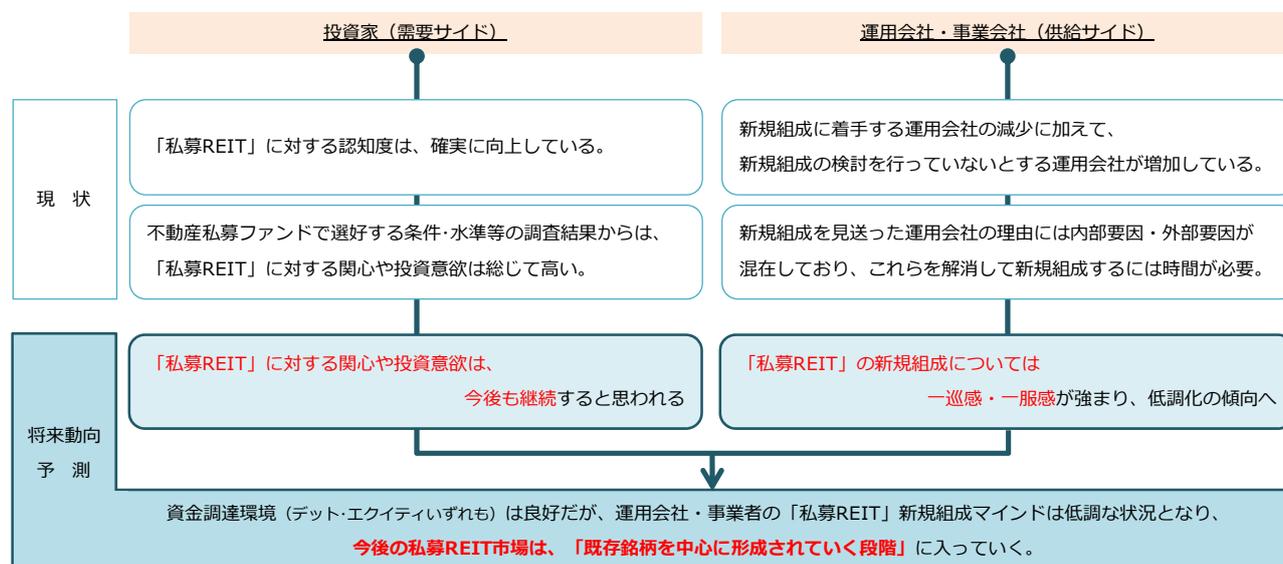
2010年11月において国内で初めての運用が開始されて以降、現在(2015年5月時点)の私募REITの資産規模の総計は1兆1,400億円を超過したものと推計されるが、これまでの資産規模の増加推移をみると、新規銘柄の運用開始に加えて既存銘柄による外部成長という、新規・既存それぞれの銘柄が「両輪」として私募REIT市場は拡大してきたといえる。国内初の銘柄が運用を開始させて以降、現在(2015年5月時点)までに4.5年が経過している私募REIT市場は、先行するJ-REIT市場と同様、5年経過後に新規銘柄組成の流れが一旦は収束し、以降は既存銘柄により市場が形成される段階へ入っていくこととなるかについて、本稿では投資家および運用会社それぞれの現状を踏まえた考察を行っている。

当社が実施する投資家を対象とした直近アンケート調査では、投資家が望む不動産私募ファンドの条件や水準等に関して、多くの投資家が私募REITの運用スタイルに合致する項目を選好する結果となったが、これは不動産投資を行う投資家の多くが長期安定的なインカムゲインの収受を志向していることの証左とも捉えられ、今後も投資家の私募REITへの関心や投資意欲は高い状況が継続することが推察される結果となった。

他方、当社が実施する運用会社を対象とした直近アンケート調査における私募REITへの取組み状況に関する調査からは、クローズドエンド型ファンドの組成が旺盛になる傾向が看取されたばかりで無く、私募REITの新規組成に向けて準備を行う運用会社の減少、私募REITに関する検討を行っていないとする運用会社の増加が確認された。加えて、私募REITの組成を検討した結果、見送ったとする運用会社の理由の内容は多岐に渡っており、これら各種の課題・懸念を解消したうえで私募REITを組成するためには、相当程度の時間が必要になると考えられることから、結果として、運用会社や事業会社による私募REITの新規組成マインドは、今後低調化するものと予測した。

以上のような状況を踏まえ、本稿では、私募REITの将来動向について、J-REIT市場と同様、5年経過後に新規銘柄組成の流れは一旦収束する結果、市場は既存銘柄を中心に形成されていく段階に至るものと結論付けた。J-REIT市場では運用開始後5年間を経過して一旦新規組成の流れが収束した段階を経て、現在では50を超過する銘柄が運用を行っている。今後、私募REIT市場が既存銘柄を中心に形成されていくとした場合、上記J-REIT市場のように、更にその先の段階において私募REIT市場が拡大できるのか否かは、既存私募REIT銘柄による今後の運用が重要になるといえる。本稿では投資家の私募REITへの関心や投資意欲は高い状況が継続すると予測しているが、これは換言すれば、投資家の私募REITへの期待の高さとも捉えられる。既存私募REITの運用会社は、このような投資家の期待を意識した運用を堅実に実行することで、その先にある私募REIT市場拡大の段階を目指してもらいたい。

(図表5) 私募REITの将来動向予測



出所) 三井住友トラスト基礎研究所作成

【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、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。