

私募 REIT に求められる流動性とは

2016年6月20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 主任研究員 米倉勝弘

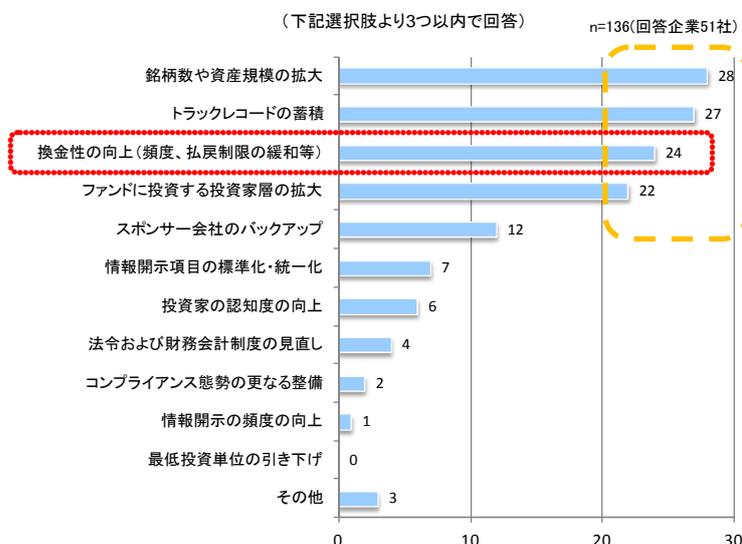
- ▶ 私募 REIT の換金方法として、払戻請求に加えて、一部ではマッチング取引(セカンダリーマーケット)が導入されている。
- ▶ 私募 REIT の運用サイド・投資家サイドのどちらにとっても、セカンダリーマーケットの拡大は望ましい。
- ▶ 不動産マーケットサイクルに左右されず私募 REIT がさらに拡大していくためには、セカンダリーマーケットにて譲渡制限の緩和機能と譲渡価格における柔軟性を確保する枠組みが必要。

1. はじめに

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から早くも5年半が経過した。私募 REIT は投資口価格の安定性と一定の流動性を兼ね備えた商品として注目を集めているが、この5年半の間、不動産投資市場の推移が堅調であったため、不動産マーケットサイクルを経験していないという懸念材料がある。

図表1は「私募 REIT 市場拡大のために必要な項目」についてアンケートを実施した結果である。上位グループとして、「銘柄数や資産規模の拡大」、「トラックレコードの蓄積」、「換金性の向上(頻度、払戻制限の緩和等)」、「ファンドに投資する投資家層の拡大」が挙げられているが、仕組上の要因という意味で「換金性の向上(頻度、払戻制限の緩和等)」という項目は他の項目とやや性質が異なっている。そこで、本稿では、私募 REIT の換金性(流動性)に焦点を当てて考察する。

図表1 私募 REIT 市場拡大のために必要な項目



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(2016年1月調査)」

2. 私募 REIT 先行銘柄にみる換金制度の概要

ここではまず、私募 REIT における換金制度について概要を把握する。図表 2 は私募 REIT 先行 8 銘柄を対象に換金制度の概要をまとめたものである。これによれば、一定のロックアップ期間ⁱを設けたうえで、払戻請求できる上限(1 決算期あたり発行済み投資口数の 2.5%程度)を設定している投資法人が多いことがみてとれる。また、払戻の実施により導管性要件が満たされなくなるおそれがある場合などについては払戻を行わない可能性を示唆している。

図表 2 私募 REIT 先行 8 銘柄における換金制度概要

項目/名称	野村不動産プライベート投資法人	日本オープンシード不動産投資法人	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
ロックアップの有無およびロックアップ期間	設定無し	投資口取得後、6決算期を経過するまで	設定無し	設定無し
払戻手数料(解約留保金)	基準価額の5%	基準価額の1%	保有期間3年以下:基準価額の5% // 3年超5年以下:基準価額の3% // 5年超:基準価額の1%	保有期間により手数料が異なる
払戻の限度額やその他制限事項	投資口の払戻請求に対しては、上限を設定していないとする銘柄もあるが、多くの銘柄が1決算期あたり総発行済み投資口数の2.5%相当の額を上限と設定している。 なお、保有する投資主数が50以下となることで、導管性要件を充足しない可能性があると判断される場合は払戻を行わない可能性があるとする点は、いずれの銘柄も共通している。			
項目/名称	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	フローディア・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
ロックアップの有無およびロックアップ期間	投資口取得後、3年経過または取得価格総額が1,500億円に達するまで	2015年2月期まで	2015年2月期まで	非開示
払戻手数料(解約留保金)	固定料率の払戻手数料が課される	保有期間3年以下:基準価額の5% // 3年超5年以下:基準価額の3% // 5年超:基準価額の1%	保有期間に応じて基準価額の1~5%が課される	保有期間に応じて基準価額の1~5%が課される
払戻の限度額やその他制限事項	投資口の払戻請求に対しては、上限を設定していないとする銘柄もあるが、多くの銘柄が1決算期あたり総発行済み投資口数の2.5%相当の額を上限と設定している。 なお、保有する投資主数が50以下となることで、導管性要件を充足しない可能性があると判断される場合は払戻を行わない可能性があるとする点は、いずれの銘柄も共通している。			

出所)公益財団法人 トラスト未来フォーラム「私募 REIT 市場発展に向けた投資リスク評価手法に関する調査」

払戻請求の上限 2.5%程度という設定が投資家にとって十分であるかどうかの判断は難しいが、払戻の原資として想定される不動産の耐用年数から逆算した減価償却費の額や現金化対応不動産(組入割合が低く相対的に売りやすい物件)の売却額などを考えれば、少なくとも払戻の対応に無理がある水準ではない。

だからといって、払戻制限を緩和すべきだというつもりはない。むしろ払戻請求の緩和には慎重になるべきであると考えている。払戻請求制度に一定の流動性を求めている投資家にとってはやや意に反することかもしれないが、払戻請求制度は不動産投資戦略の一環として利用するのではなく、不動産投資環境の変化とは切り離された特殊な事情により払戻の必要性が生じた場合など、やむを得ず換金が必要となった場合に限定されることが望ましいのではないだろうか。

そもそも、私募 REIT はゴーイング・コンサーンを前提としつつ、安定的なインカムゲインが期待できる金融商品であり、長期投資を目的とした投資家向けの商品なのである。

都度、過剰な払戻請求に対応しているのは、保有物件の売却(現金化)にあたって売り急ぎによる譲渡が避けられないケースなど、長期投資を目的とした投資家(既存投資家)に不利益を及ぼしかねない。

ⁱ 投資口取得後、払戻請求ができない期間

3.セカンダリーマーケットへの期待

前章では、私募 REIT の投資家は長期投資を目的とした投資家で構成され、払戻請求が不動産投資市場の環境に影響を受けない状況が理想的ではないかと申し上げた。とはいえ実際は、不動産投資市場の悪化に伴って投資口を換金したいと考える投資家が存在しても不思議ではない。

いくつかの投資法人では、払戻請求以外の換金方法として「マッチング取引」の導入を公表している。マッチング取引とは、フィナンシャルアドバイザー等が投資口の譲渡の媒介をする制度であり、投資口の換金にあたって、内部留保している現金の支出や保有物件の売却を伴わないで済む。

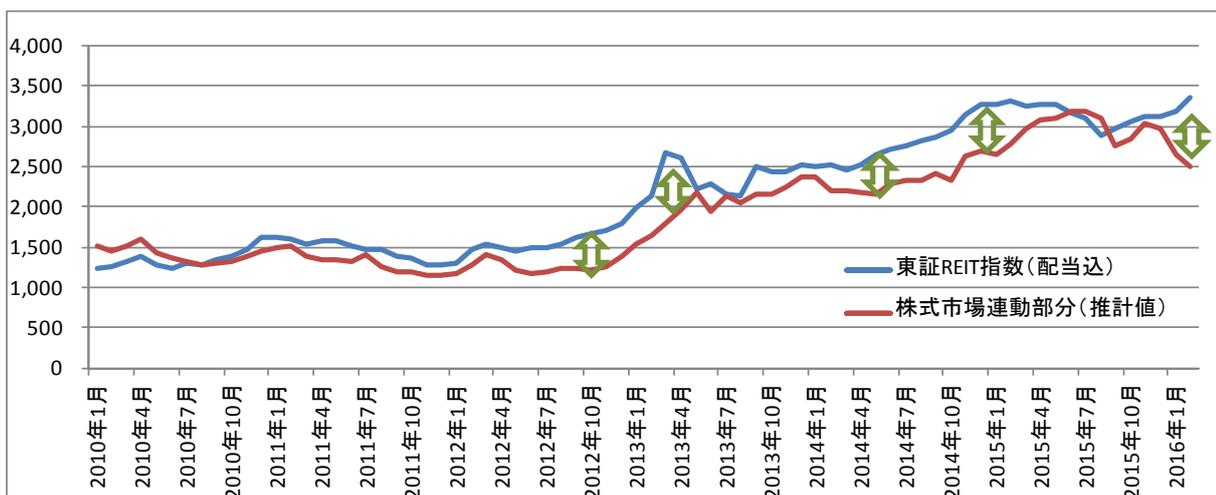
「マッチング取引」の方法や手順などに関する詳細は公表されていないが、意図せざる投資の継続(換金したくてもできない投資家の存在)を回避するためにも、このような制度の拡充が求められるのではないだろうか。マッチング取引において、どのように投資口の譲渡価格が設定されているかは明らかにされていないが、セカンダリーマーケットの発展という観点からは、当該譲渡価格の設定技術の向上または自由度の向上が重要であると考えられる。仮に投資口の譲渡価格が自動的に決められた価格ということになれば、不動産投資市場が悪化した時にマッチングが成立する可能性は極めて低く、当該スキームが機能しなくなると予想されるからである。

私募 REIT における投資口の基準価額(払戻請求が認められた場合の換金価格)は、長期的な観点から価格付けされた不動産鑑定評価額を裏付けとしているため、瞬間風速的な不動産投資市場の悪化であれば、その影響は限定的であると考えられる。一方で、不動産投資市場の悪化に伴って不動産投資から撤退したいと考える投資家に対しては、たとえ基準価額を下回るような水準になろうとも、投資口を譲渡する機会を与えることが望ましいのではないだろうか。

逆に不動産投資市場が堅調な場合においては、基準価額以上で換金できる可能性がある。そもそも、私募 REIT における投資口基準価額の裏付けとなっている不動産鑑定評価額は個別物件それぞれの時価を表すものであり、ポートフォリオとしてのプレミアム(増分価値)を反映していない。そのため、組入不動産全体を見たときに用途別、地域別等の分散効果が認められる場合には、過小評価されている可能性も考えられる。

図表 3 は東証 REIT 指数を時系列で示したグラフである。東証 REIT 指数は日経平均との相関が高く金融市場の影響を多分に受けているものと思われる。そこで、日経平均の動きによって東証 REIT 指数の水準を説明する単純なモデルにより東証 REIT 指数を推計し、実績値との比較を行った。当該推計値は東証 REIT 指数の株式市場(日経平均)連動部分と言い換えることができ、グラフの二つのラインの差は、不動産固有の要因により東証 REIT 指数が押し上げられている部分であると解釈することができる。この要因の構成要素を正確に把握することは難しいが、組入不動産における用途別、地域別等の分散効果による影響が少なくないものと考えられる。

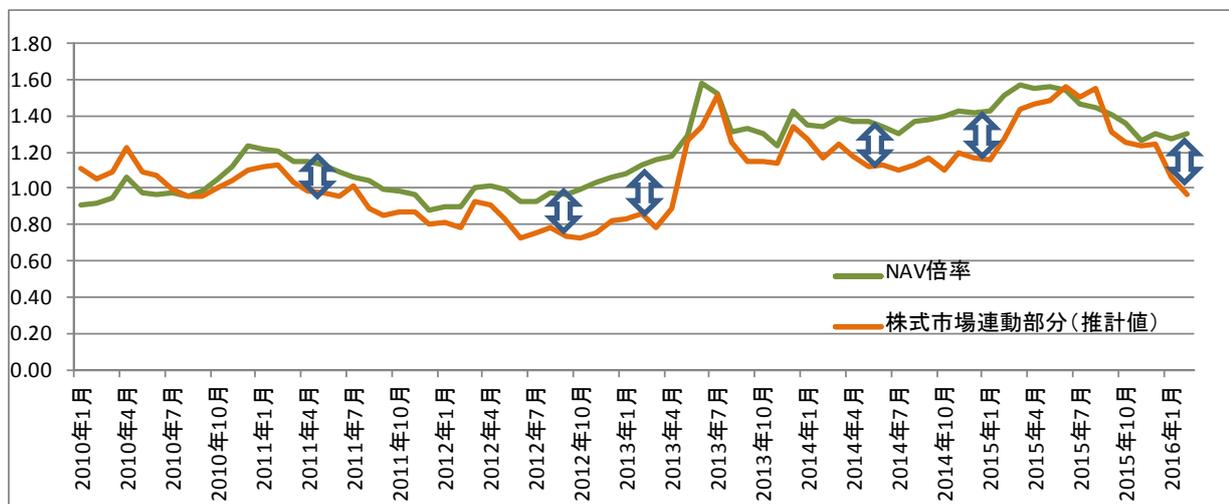
図表 3 東証 REIT 指数



出所)東京証券取引所および日本経済新聞社のデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表4はJ-REITのNAV倍率を示したグラフである。NAV倍率とは投資口価格を1口当たりのNAVⁱⁱで除して求めた指標である。東証REIT指数の構成要素に不動産固有の要因が含まれているという仮説が正しいとして、不動産鑑定評価額にその要因が適切に反映されている(株式市場の影響を除いた東証REIT指数の上昇に伴って不動産鑑定評価額も上昇している)とすれば、NAV倍率は1.00を上回らない。図表4の株式市場連動部分(推計値)は図表3の推計値を用いて株式市場の影響を簡便的に排除(図表3の推計値をNAVで除して算出)したNAV倍率である。NAV倍率で見ても分散効果を含む不動産固有の要因によっておよそ10%前後嵩上げされていることが確認でき、かつ不動産鑑定評価額にはこれら不動産固有の要因が反映されていない可能性が確認できた。また、J-REITが2012年頃8兆円程度であった資産規模(J-REITの保有不動産の取得価格合計)を2016年には14兆円程度まで拡大させていることと照らし合わせても、10%前後の嵩上げ部分のうち分散効果が占める割合は少ないものと推測される。

図表4 J-REITのNAV倍率



出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

4.最後に

今後、私募REITが私募ファンド市場の牽引役としてさらに拡大していくためには、マッチング取引などのセカンダリーマーケットの拡充が不可欠である。

私募REITの運用サイドからすれば、意図しない物件売却を強いられる可能性がある払戻請求は極力回避したいであろうし、投資家サイドにとっても不動産投資市場が悪化した場合に流動性を確保でき、不動産投資市場が堅調な場合には譲渡価格のアップサイドを狙えるという枠組みがあれば、セカンダリーマーケットでの譲渡にインセンティブが働くであろう。

私募REITは長期投資が大前提ではあるが、譲渡制限の緩和機能および譲渡価格における柔軟性を確保する枠組みを作っておくことが投資家の安心感につながり、延いては不動産マーケットサイクルに左右されない私募REIT市場の拡大・発展に繋がるのではないだろうか。

以上

ⁱⁱ Net Asset Value の略であり、純資産に保有不動産の簿価と鑑定評価額の差額(含み損益)を加えた額

本稿に関するお問い合わせはこちら

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

[https:// www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html](https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html)

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。また、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。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料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。