

「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と基準価額の推移

に関する考察

2017年10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 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、2017年5月時点において22銘柄が運用を行っており、これらの資産規模の合計は2兆2,200億円を超過したものと推計される。

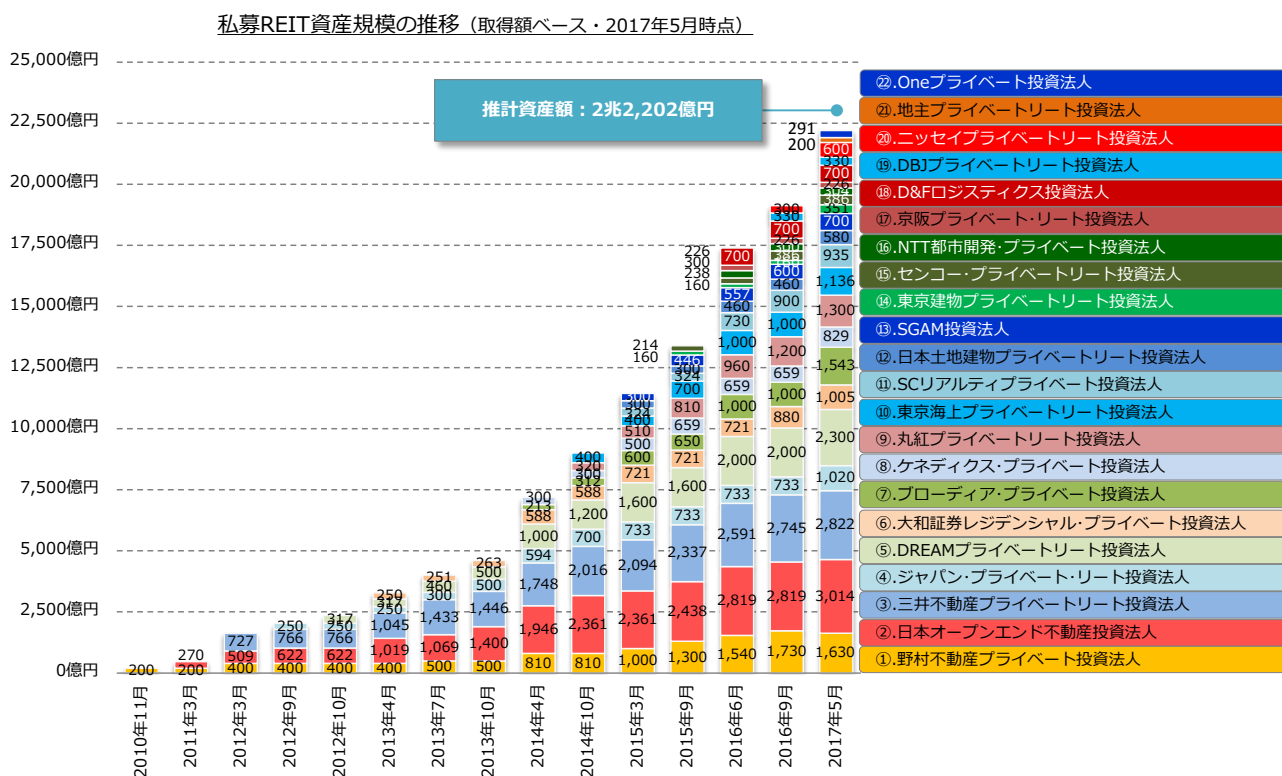
半期毎に開示されるJ-REIT保有物件の不動産鑑定評価額での代替により、私募 REITの基準価額(J-REITにおける投資口価格に同義)の推移について検証したところ、直近4年間において、20%弱(19.79%)の上昇という推計結果となった。

1. 私募 REIT 市場の現状整理

非上場オープン・エンド型不動産投資法人(以下、「私募 REIT」)は、2017年5月において、国内初銘柄の運用が開始されて以降、現在では22銘柄が運用を行っており、これら22銘柄の資産規模の合計は2兆2,200億円を超過したものと推計される(2017年5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)。

私募 REIT市場は、既存銘柄の増資等に加えて、新規銘柄の運用開始という状況も相俟って拡大を継続させているが、その背景には2016年初来のマイナス金利政策の導入等を契機とした不動産市場への投資資金の流入増が要因の1つとして挙げられる。

(図表1) 私募 REIT 資産規模の推移(取得額ベース・2017年5月時点)



注1) 現時点(2017年9月時点)において、運用の開始が公表された銘柄が集計の対象

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

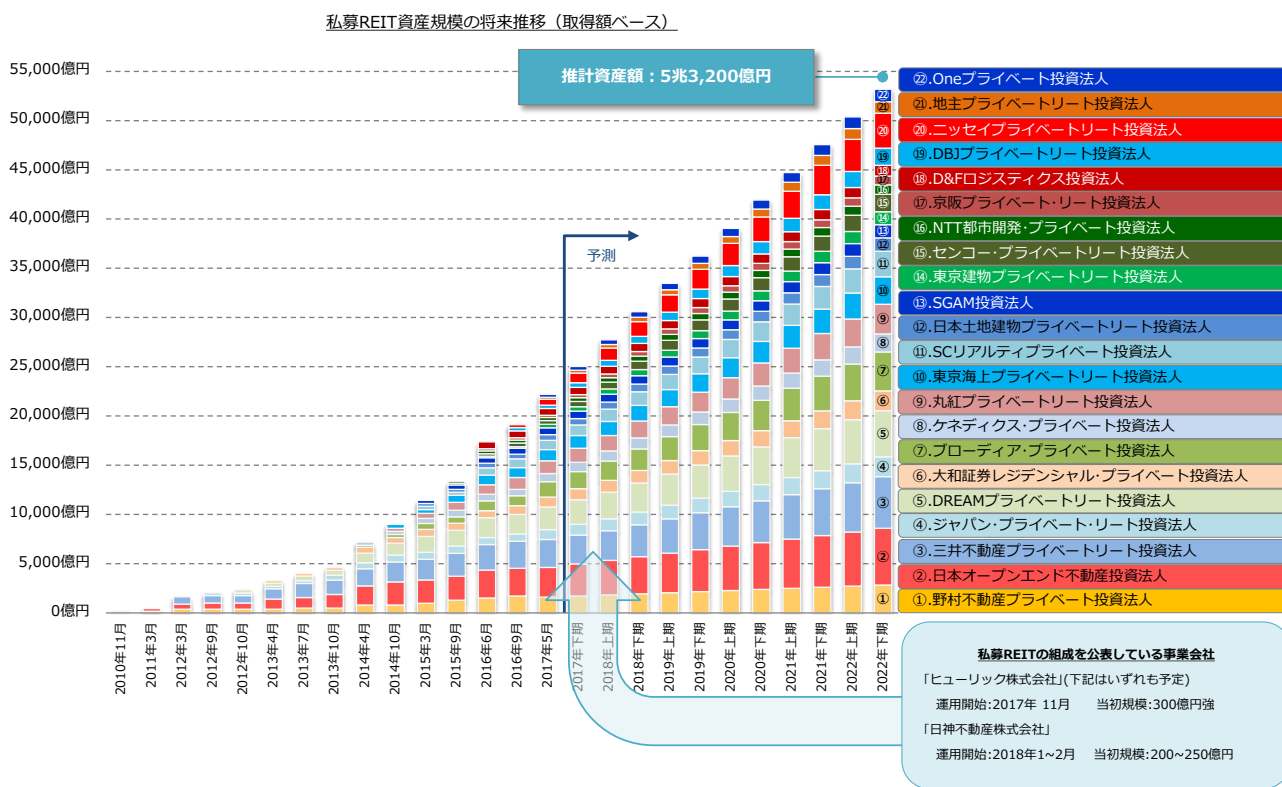
出所) 各社ホームページ(プレスリリース等)および新聞・雑誌記事の公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2. 私募 REIT 市場の拡大を牽引する要因

私募 REIT 市場は拡大を継続してきたが、現時点においても新たな私募 REIT の設立および運用開始を公表する事業会社が複数存在していることからすると、今後も市場規模は堅調に拡大していくものと思われ、2022 年下期には、現在運用中の私募 REIT 銘柄のみにて 5 兆 3,200 億円程度に成長すると予測される(図表 2)。

私募 REIT 市場の拡大は、言うまでも無く投資家による旺盛な投資意欲により支えられているわけだが、そもそも私募 REIT 市場自体は非上場市場であり、基本的に投資家以外の者が当該私募 REIT に関する情報、たとえば投資対象や投資エリアといった基本方針や保有物件の内容および当該私募 REIT の基準価額(J-REIT における投資口価格に同義)を把握することはできない。一般的に景況感が安定的に推移している場合、エクイティ資金の調達の上場市場において行うことが効率的とされるが、そのようななかでも既述のとおり、非上場の私募 REIT 市場が堅調な拡大を見せていることから、かかる私募 REIT のエクイティ資金の調達力について分析を行いたいと考え、その前提として、私募 REIT の基準価額の推移を把握する必要があると考えた。そこで、本稿後半では私募 REIT の基準価額の推移について考察することとした。

(図表 2) 私募 REIT 資産規模の将来推移(取得額ベース)



注 1) 「上期」は 1 月～6 月を指し、「下期」は 7 月～12 月を指す

注 2) 現時点(2017 年 9 月時点)において、運用を開始または将来的な運用の開始を公表している銘柄が集計の対象

注 3) 各銘柄が標榜する資産規模およびその時期は、投資法人の運用開始時点を起算月として推計

また、例えば、3 年後および 5 年後の資産額を設定している銘柄の場合、

4 年後は等分にて資産が積み上がる前提として推計、以降も等分での外部成長を前提として推計

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

3. 私募 REIT 基準価額の推移に関する考察

私募 REIT の基準価額は、期末時点における総資産から負債および支払予定分配金を控除したうえで、毎期末取得される不動産鑑定評価書をもとに算出される運用不動産の評価損益を加味して決定される。

たとえば、当期に物件取得や売却を行わず、保有物件のキャッシュフローに変化が生じていない場合、前期との比較において、当該私募 REIT の負債および分配金額に大きな変化はないといえる。この場合、私募 REIT の基準価額の算出に大きな影響を与えるのは運用不動産の評価損益額となるが、突き詰めると、この評価損益額を算出するために取得される期末時点での個別物件に関する不動産鑑定評価額こそが重要な要素となる。

既述のとおり、私募 REIT の基準価額の算出には期末時点での不動産鑑定評価額が大きく影響するといえる。そこで J-REIT が公表する期末時点での個別物件の不動産鑑定評価額の推移に、減価償却費・資本的支出および LTV 水準を加味して、私募 REIT の基準価額の推移を推計した結果が図表 3 である。私募 REIT の基準価額は、2017 年 6 月末時点において 119.79 (これは 2013 年 7 月末時点における私募 REIT の基準価額が、2017 年 6 月末時点で 19.79% 上昇したという内容と同義) という推計結果となった。なお、本推計結果は、2013 年 7 月末時点での数値を 100 として指数化しているが、本時点を起算月とした理由は、私募 REIT の多くが分配金利回りの目標を 4.0% 超 (年率) と標榜したうえでファンドの運用を開始させる一方で、本時点における J-REIT 分配金利回りの実績が 3.99% (年率) となっており、両者のリターンが概ね 4.0% (図表 4) となっていることから、この時点での私募 REIT および J-REIT それぞれの投資口を等価と捉えたことに起因する。

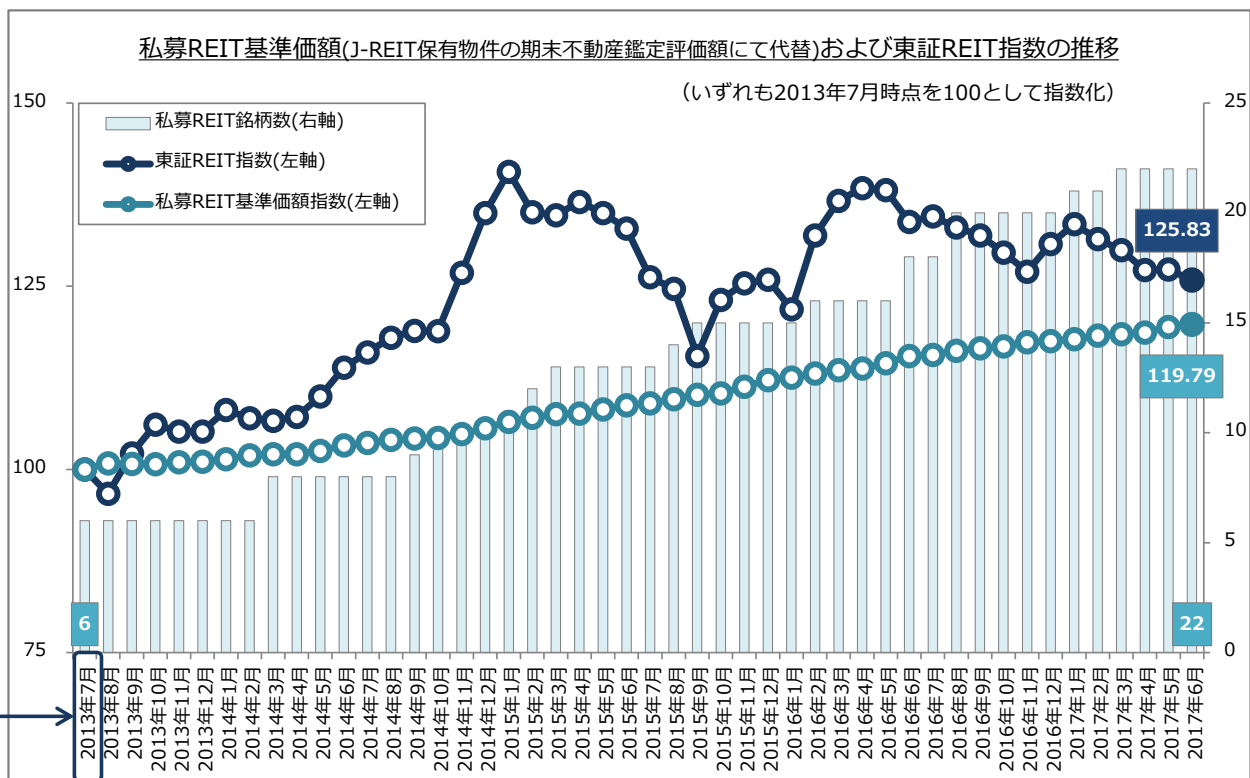
本推計からは、私募 REIT の基準価額は、2013 年 7 月以降 20% 弱の上昇という結果が読み取れるが、①実際の私募 REIT のリターンが 4.0% 超にあると思われる点および②(2013 年 7 月以降、)不動産価格の高騰が特に顕著なオフィスビルや賃貸住宅に特化した銘柄が J-REIT には多数存している点を考慮すると、119.79 という推計値自体は若干高い印象である。

私募 REIT 投資口は、J-REIT 投資口との比較において、金融市場の影響を受けにくく、投資口価値のボラティリティが相対的に低いと言われるが、図表 3 を見るとこれを端的に把握することが可能である。私募 REIT の基準価額の堅調な上昇の背景には、昨今の国内不動産価格の上昇等が要因として挙げられる。他方で、東証 REIT 指数 (同様に 2013 年 7 月末時点の数値を 100 として指数化) を見ると、ほぼ一貫して私募 REIT の基準価額をアウトパフォームしているが、国内外での政治的・経済的なイベントの発生により上昇・下落を繰り返しながら推移している。

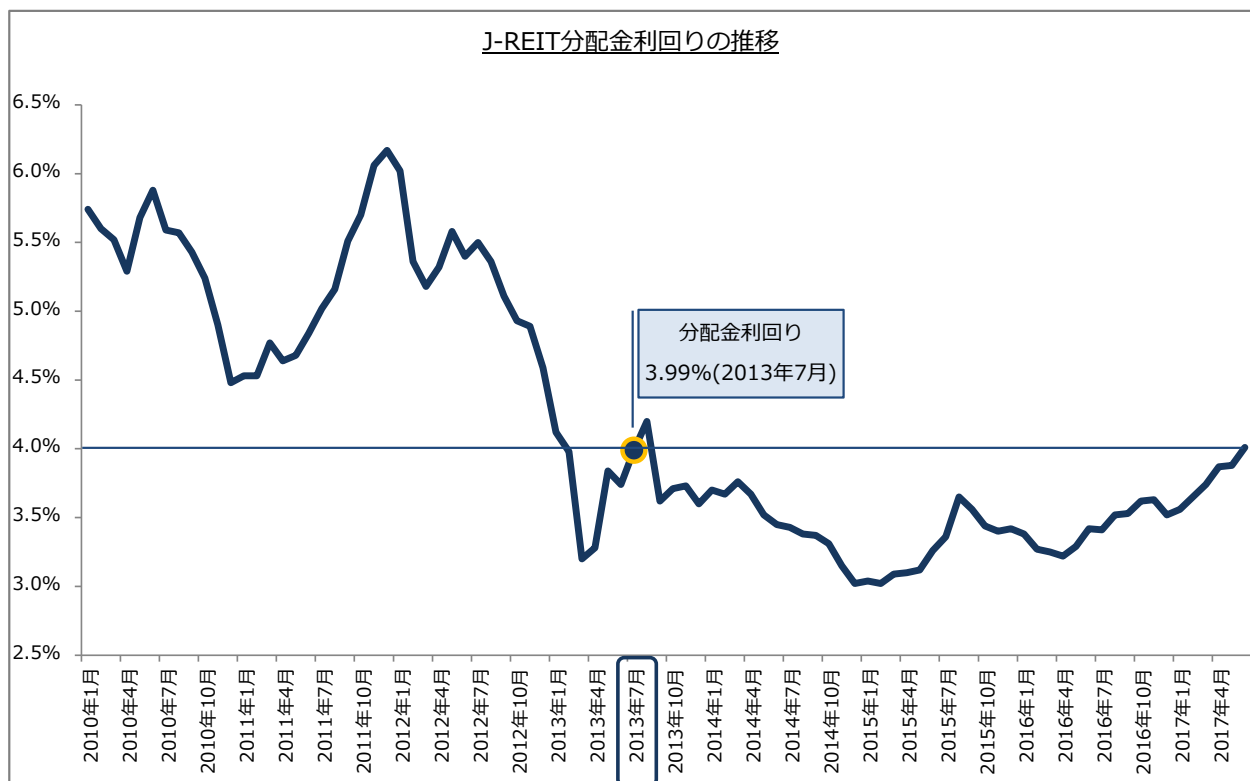
今後、景況感は安定的かつ物件自体のキャッシュフローにも大きな変化が無いとした場合、不動産鑑定評価額は横ばいもしくは微増にて推移し、結果的に私募 REIT の基準価額も堅調に推移すると考えられる。私募 REIT にとって、基準価額の堅調な上昇局面というのは効率的なエクイティ資金の調達に資する反面、物件取得に際しては通常以上に慎重になる必要性は高いといえる。というのも、既述のとおり、私募 REIT の基準価額を決定する要因の大部分は当該私募 REIT の運用不動産の評価損益額にあり、仮に不動産マーケットに変調が生じ、不動産価格が調整される局面へと至った場合、不動産価格の上昇局面で取得した物件の評価額は、他物件以上に下落する可能性があるといえる。かかる下落の影響は当該私募 REIT の基準価額の算出に直結することとなるわけだが、不動産価格の上昇局面において取得した物件の評価下落額が極めて大きいものとなれば、J-REIT との比較において、投資口価値のボラティリティが相対的に低いというロジックそのものが破綻することとなりかねない。したがって、私募 REIT は不動産価格の高騰する市況下における不動産取得については、より慎重な姿勢を取らなければならないといえるのである。

私募 REIT の基準価額のボラティリティが、J-REIT 投資口価格との比較において、低いかなどという点については、図表 3 からすると、景況感が安定的な時期においては低いものと推測することが可能だが、マーケットに変調が生じ、不動産価格が調整される局面に至った際、私募 REIT の基準価額がどのように推移するかについては判然としない。それは、現状のような不動産の上昇局面において取得した物件が将来の調整局面において、現状の評価額との間においてどの程度乖離するのか判然としないためである。要するに、どのような時期においても、当該物件の立地・規模・仕様・築年数およびキャッシュフロー等々を踏まえた適正な価格での物件取得を志向することが重要であり、終局的にはその積み重ねこそが私募 REIT 基準価額のボラティリティを極小化させる最良の方法と考えるべきである。

(図表 3: 上) 私募 REIT 基準価額(J-REIT 保有物件の期末鑑定評価額にて代替)および東証 REIT 指数の推移
 (図表 4: 下) J-REIT 分配金利回りの推移



注)「私募REIT基準価額」は、J-REITが保有する物件の期末鑑定評価額を加重平均した増減比にて代替しており、2013年7月時点の数値を100として指数化した。ただし、2期以上期末鑑定評価額の存しない物件、売却された物件、追加取得により期末鑑定評価額に連続性の認められない物件はサンプルから除外。なお、減価償却費から資本的支出を控除した金額を期末鑑定評価額の0.5%相当、LTV水準を35%として、私募REIT基準価額の推移に加味。「東証REIT指数」は、日次の終値に基づき月中平均値を算出のうえ、2013年7月の数値を100として指数化
 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



出所)一般社団法人不動産証券化協会の公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

4. 所感

2016年初来のマイナス金利政策導入を契機として、不動産市場には一段の資金流入が引き起こされたと実感しているが、そのような状況のなかで、私募 REIT は市場規模の拡大を継続している(図表 1 および図表 2)。一般的に景況感が堅調な時期においては上場資本市場での資金調達が効率的といわれるが、そのようななか私募 REIT 市場が銘柄数や資産規模において堅調な拡大を継続させているため、現状の私募 REIT によるエクイティ資金調達力を J-REIT と比較することで把握してみようと考えたのが本稿作成の端緒である。このエクイティ資金の調達力を把握する前提として、私募 REIT と J-REIT それぞれの投資口価格の推移を把握する必要があったため、これを図表 3 に掲載したように推測したわけだが、直言すると、J-REIT のエクイティ資金調達力はほぼ一貫して私募 REIT を上回っているといえるが、両者にそこまでの差異は生じていない、というのが拙稿の所感である。

本稿では J-REIT の半期毎に開示される不動産鑑定評価額を使用することで、私募 REIT の基準価額の推移を推測したわけだが、結果的に J-REIT との比較において、私募 REIT の投資口価値のボラティリティが相対的に低いと捉えられている点についてもある程度検証できた。

もっとも、繰り返しとなるが、私募 REIT 市場は J-REIT 市場のようにリーマンショック等の景気後退局面を経験していないため、不動産価格の調整局面においてどの程度投資口価格が影響を受けるのかにつき現状では判然としない点に十分な留意が必要である。不動産価格の調整局面において当該私募 REIT の運用する不動産鑑定評価額が下落した場合、その下落は当該私募 REIT の基準価額に反映されることによって顕在化する。既に私募 REIT 投資を行っている投資家またはこれから私募 REIT 投資を行おうという投資家は、当該私募 REIT が適正価格での物件取得を行っているといえるか否かを判断することが非常に重要であり、これを行うことで将来的に発生可能性がある基準価額の変動リスクを潜在的な段階で把握することができるかもしれない。換言すれば、適正価格での物件取得がなされていないと判断される場合、将来的な私募 REIT の基準価額の下落リスクは、現状において顕在化していないだけであり、潜在的には存しているとさえいえるわけである。

以上

【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/index.php>

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、ここに示した全ての内容は、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。