

(公益財団法人トラスト未来フォーラム 委託研究)

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

2014 年 10 月
三井住友トラスト基礎研究所

【目次】

I	本調査の目的と意義および本調査の構成.....	3
1	本調査の目的と意義.....	3
2	本調査の構成.....	3
II	私募 REIT の概要.....	5
1	私募 REIT とは.....	5
2	私募 REIT における資産規模の推移.....	10
3	私募 REIT の銘柄一覧.....	10
4	私募 REIT 市場の今後.....	12
5	米国不動産オープンエンドファンドと私募 REIT との特性比較.....	14
III	私募 REIT 投資におけるリスク特性の整理.....	19
1	私募 REIT 投資における主なリスク.....	19
2	私募 REIT 投資におけるリターンの特性およびリスク評価手法.....	27
IV	運用資産の配分決定におけるリスク評価手法の検討.....	37
1	下方リスクを重視した個別資産のリスク量推定.....	37
2	ポートフォリオのリスク量推定および運用資産配分.....	39
V	おわりに ～私募 REIT への投資にあたって～.....	42
1	私募 REIT への投資における魅力と留意点.....	42
2	私募 REIT へ投資する際のデューデリジェンスとモニタリング.....	43

I 本調査の目的と意義および本調査の構成

本報告書は、公益財団法人トラスト未来フォーラムによる「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」を株式会社三井住友トラスト基礎研究所が受託し、調査した結果をとりまとめたものである。

ここで、対面インタビューにご協力いただいた運用会社のご担当者様に心から感謝申し上げます。

1 本調査の目的と意義

2010年11月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以来4年近くが経過し、2014年9月1日現在で運用開始が公表されている銘柄数は8銘柄、2014年4月末時点における資産規模は7,199億円となっている。このほかにも立ち上げの予定を公表している事業者が2014年9月1日現在で6社あるなど、私募 REIT は着実な資産規模の拡大が見込まれており、不動産私募ファンド市場の成長を牽引する主体となっている。

一方で、私募 REIT は非上場であるため一般への情報開示が限られており、ファンドのスキームや特徴などにおける定性的なリスク特性の把握が上場 J-REIT に比べて困難となっている。加えて、運用開始から歴史が浅く私募 REIT の運用実績(トラックレコード)の蓄積が少ないことから、エクイティ投資のリスク・リターン特性について定量的な把握も困難となっており、それらが今後の市場拡大や不動産投資商品としての普及の阻害要因となりかねない。

そこで、本調査では、入手可能な私募 REIT の情報や私募 REIT 運用会社へのヒアリング等に基づくリスク特性の定性的な評価に加えて、上場 J-REIT の開示情報等を活用することで私募 REIT 投資のリターン指標を仮想的に推計することを通じて、エクイティ投資のリスク・リターン特性を定量的に評価する手法について提案する。また、エクイティ投資家の視点に立てば、リスク・リターン特性の定量的評価は私募 REIT という単一の資産区分にとどまらず、他の主要資産(株式・債券等)との相対比較が重要と考えられるため、本調査では、株式・債券等の主要資産および上場 J-REIT との比較分析を通じて、私募 REIT の不動産投資商品としての位置付けを明らかにするとともに、資産運用における不動産投資の意義をポートフォリオのリスク低減効果(分散投資効果)の観点から整理したい。

これら私募 REIT 投資のリスク特性が明らかにされることで、エクイティ投資家が私募 REIT への投資判断をより適切に行えるようになることが期待され、今後の私募 REIT 市場の発展、ひいては不動産投資市場全般の発展、これに伴う不動産信託の更なる普及に資するものと考えられる。また、これまで上場 J-REIT が不動産デベロッパーや商社等のオリジネーターによる、新たな不動産開発のための資金調達手段としての役割を果たしてきたことを踏まえると、年金基金のような長期資金が不動産投資市場に流入することによって、今後、民間資金の循環を活用した都市・不動産の開発がより一層進展することが期待されるなど、不動産投資市場の発展による経済・社会への貢献も極めて大きいものと考えられる。

2 本調査の構成

本調査では、第II章でまず私募 REIT の概要についての整理を行う。私募 REIT の商品特性や投資方針を整理し、上場 J-REIT と比較することにより私募 REIT の位置付けを明確にする。また、資産規模の推移や見通しを示すことにより不動産投資商品としての将来像を把握する。

次に第Ⅲ章では、私募 REIT 投資におけるリスク特性の整理を行う。私募 REIT において想定されるリスク要因を把握するとともに、当該リスクの及ぼす影響等について上場 J-REIT の開示情報等を活用し、数値例を用いた解説を行う。

更に、第Ⅳ章では、株式・債券・上場 J-REIT と私募 REIT との比較分析を通じて、私募 REIT などの不動産投資商品へ投資することの意義について、とくに資産運用ポートフォリオ全体のリスク評価を踏まえた解説を行う。

最後に第Ⅴ章にて、各章で整理・分析したリスク特性を前提とする私募 REIT への投資判断時点におけるデューデリジェンスや投資実行後のモニタリングにおいて、どのような視点を重視すべきか、またどのような点に留意すべきか、等について考察を加えるものとする。

II 私募 REIT の概要

1 私募 REIT とは

1-1 私募 REIT 登場の背景

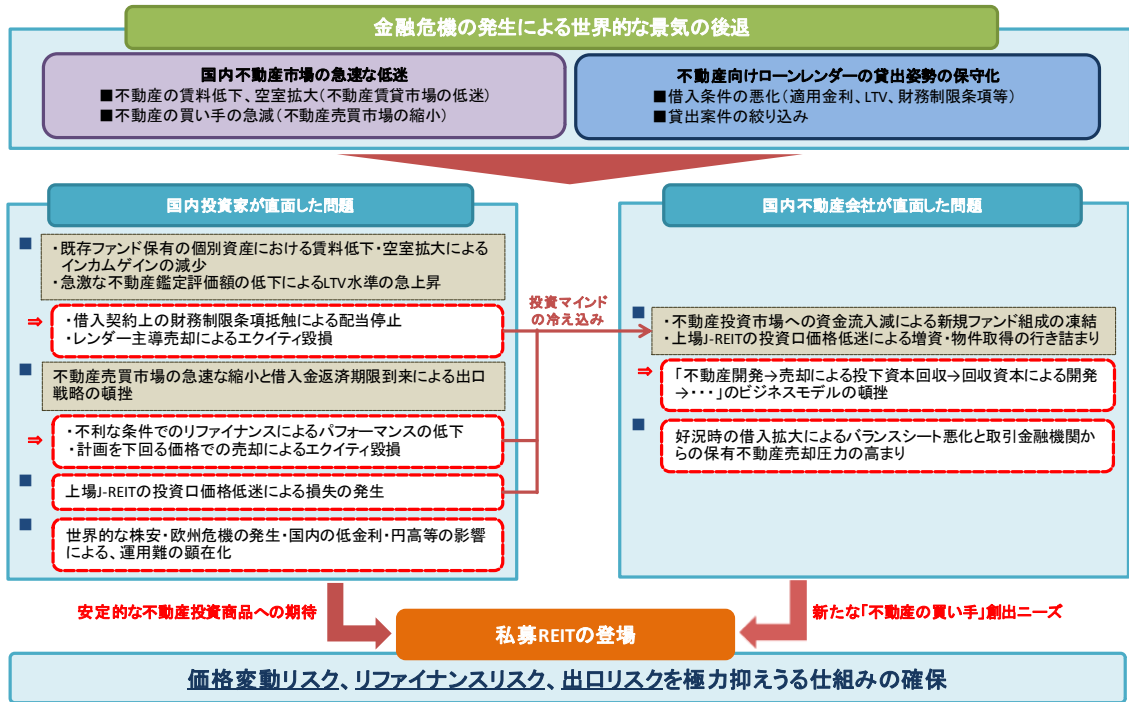
世界的な金融危機の発生により、国内不動産投資市場は主に二つの大きな環境変化を経験した。すなわち、①一部の不動産の空室率拡大・賃料低下および不動産の買い手が急速に姿を消したことによる不動産価格の急落・低迷と、②不動産向けローンレンダーの貸出姿勢の急激な保守化である。

不動産私募ファンドの多くは運用期間の定めがあることから、不動産価格の急激かつ大幅な低下と不動産向けローンレンダーの貸出姿勢の保守化によって、取得価格よりも下回る価格での保有不動産の売却を迫られ(以下、「出口リスク」)、あるいは、リファイナンスの道が閉ざされたことで、借入金がいわゆる「期限の利益」を喪失し、エクイティ投資家への配当が停止されたままの状態での不動産の保有を継続すること(以下、「リファイナンスリスク」)を余儀なくされたのである。このことは、投資家の不動産投資意欲を大きく減退させ、それまで不動産デベロッパーにとっての開発事業の出口機能を提供し続けてきた不動産私募ファンドの新規組成の大幅な減少をもたらしたのである。

一方、世界的な金融危機は、危機以前において不動産投資商品の一角として確固たる地位を確立しつつあった上場 J-REIT にも変調をもたらした。上場 J-REIT 市場は、金融危機の主因となったサブプライム問題が顕在化する前後から投資口価格の下落が始まり、2007 年 5 月に約 2,613 ポイントであった東証 REIT 指数(配当なし)は 2008 年 10 月までの約 1 年半の間に約 704 ポイントにまで低下(▲73.1%)した。このことは、投資家の多くに、上場 J-REIT 市場と(株式市場等の)金融・資本市場との相関の高さや価格変動幅の大きさ(以下、「価格変動リスク」)を強く印象付けたのである。また、投資口価格の下落によって上場 J-REIT が資金調達力と不動産取得力を著しく低下させたことで、それまで上場 J-REIT が担っていた不動産デベロッパーにとってのもう一つの出口機能も機能不全に陥ったのである。

このような環境下で、国内不動産投資市場における①価格変動リスク、②リファイナンスリスク、③出口リスクに対する反省と、「安定的な不動産投資商品への期待」あるいは「新たな不動産の買い手創出」という投資家・運用者(不動産デベロッパー)双方のニーズへの対応の機運が高まり、その結果、リスク抑制のためのスキーム上のいくつかの工夫(詳細は「1-2 私募 REIT の仕組み」を参照。)を取り入れ、「安定的な不動産投資商品」と「新たな不動産の買い手」を提供しうる新たな不動産私募ファンドとして、2010 年 11 月に私募 REIT の国内第 1 号ファンドが登場するに至ったのである。

図表 II-1-1 私募 REIT 登場の背景



出所)三井住友トラスト基礎研究所

1-2 私募 REIT の仕組み

(1) 私募 REIT の基本スキーム

私募 REIT とは、「投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」)」に規定される投資法人を投資ビークルとした非上場でオープンエンド型(投資口の払戻しが可能)の不動産私募ファンドの通称名である。したがって、スキーム面では上場 J-REIT と大きな差異はなく、投資法人が投資家から募った出資金と金融機関等からの借入金とをあわせた資金で複数の不動産や不動産信託受益権を取得し、保有不動産から得られる賃料収入等の賃貸事業収入から賃貸事業に係る費用、一般事務や資産保管業務、資産運用業務等外部委託に係る費用、借入金の利息等を支払って残った利益を投資家に配当する仕組みとなっている。また、投資法人は租税特別措置法第 67 条の 15 他の規定により、事業年度の配当可能利益の 90% 超を配当すること等の要件(いわゆる導管性要件)を満たすことで、税務上当該配当額を損金に算入することが可能となり、事実上法人税が非課税となっている。

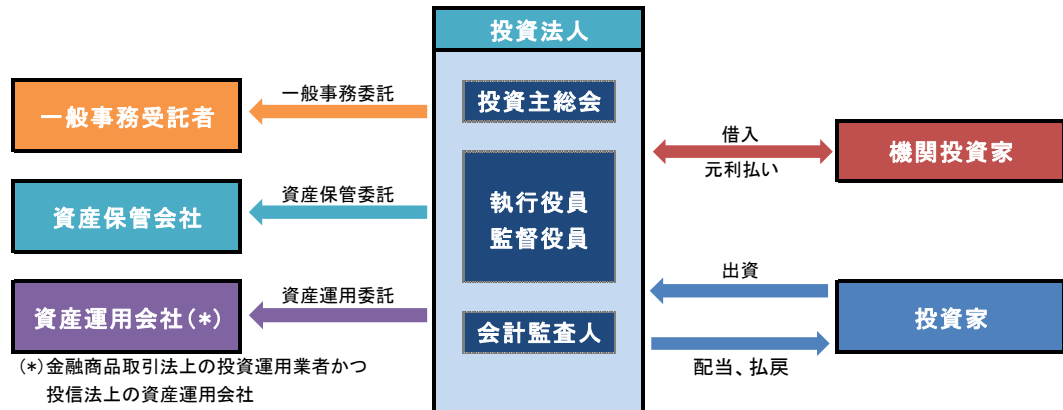
さらに、投資法人スキームは、①運用期間の定めがなく、無期限での運用が可能であり、②投資家ガバナンスや情報開示が法令によって整備・担保されているなどの特性があり、上場 J-REIT の 10 年以上にわたる運用実績によってスキームの安定性も実証されている。特に、私募 REIT は運用期間の定めがない投資法人スキームを選択することで長期運用を可能とし、出口リスクやリファイナンスリスクを抑制しうる仕組みを整えることが可能となっている(詳細は「(3)リファイナンスリスクへの対応」および「(4)出口リスクへの対応」を参照。)

なお、私募 REIT と上場 J-REIT の大きな違いは、投資口の払戻しに応じるか否かの違いにある。一般に上場 J-REIT は東京証券取引所に上場しており、同取引所「有価証券上場規程(不動産投資信託証券)」における上場審査の形式要件(第 1205 条)に適合する投資法人のみが上場を認められている。当該「上場規程」によると、「投資法人の規約・・・において、投資主の請求による投資口の払戻

し・・・をしない」投資法人のみが上場可能であり、上場しないことで価格変動リスクを抑制する私募 REIT (詳細は「(2) 価格変動リスクへの対応」を参照。)は、投資口の払戻しによって投資口の流動性を確保している。

ただし、私募 REIT では払戻請求後の投資口基準価額(半期毎に算出されることが多い)にて払戻金額が決定するものと考えられ、結果として払戻請求時に期待していた払戻金額とは異なるケースも想定される。

図表 II-1-2 私募 REIT の基本スキーム



出所)一般社団法人不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(2) 価格変動リスクへの対応

私募 REIT の投資口は非上場であり、上場 J-REIT と異なり市場時価が存在しないため、金融・資本市場のセンチメント(市場心理)や相場変動の影響を受けにくい。上場 J-REIT の投資口価格が上場市場での需給によって決定されるのに対し、私募 REIT の投資口価格は、保有不動産の不動産鑑定評価額に基づき決算期毎に算定されることから、私募 REIT の投資口価格は安定的に推移することが期待される。

(3) リファイナンスリスクへの対応

私募 REIT は、総資産に占める借入の比率(LTV)を、クローズドエンド型私募ファンド(以下、「従来の不動産私募ファンド」)の LTV(一般に 60%以上、当時は高いもので 80%以上のファンドも存在した。)と比較して低水準(30~50%)に維持する方針である。また、主に保有不動産の収益力や管理・維持状況のみによって決定されていた従来の不動産私募ファンドの借入条件と異なり、私募 REIT のローン条件は、保有不動産の収益力に加え、資産運用会社の親会社(いわゆるスポンサー企業)の信用力も考慮にいたった適用金利や財務制限条項、担保条件となることが一般的であることから、借入のリファイナンスの際に、これら借入条件が金融市場環境の変化の影響を受けにくく、安定した財務基盤の構築が期待できるものと考えられる。

(4) 出口リスクへの対応

従来の不動産私募ファンド投資においては、最終的な投資リターンはファンド終了時点(出口時点)の保有不動産売却価格(売買市場)の影響を強く受ける。私募 REIT は、運用期間を定めないファンド

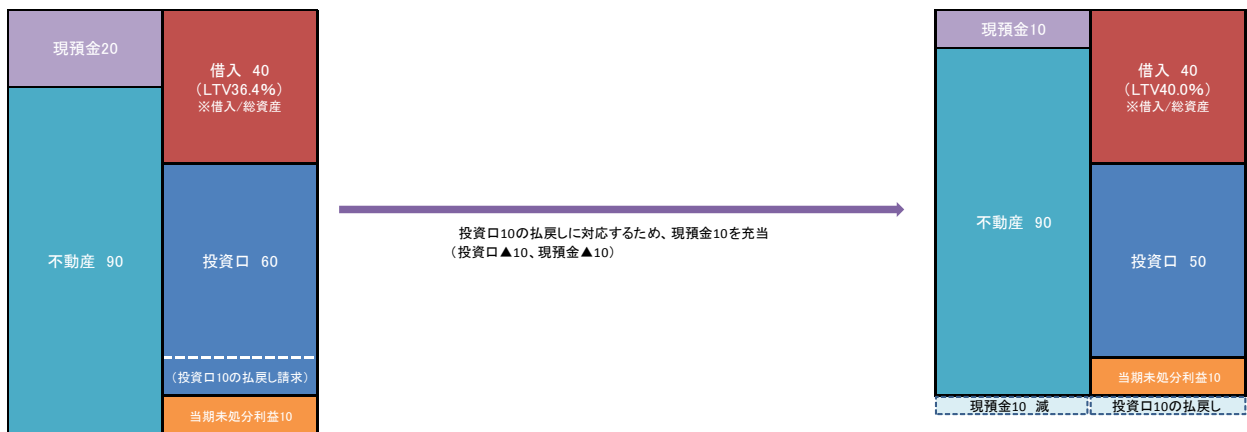
であり(保有不動産の入替を除き)不動産の継続保有が前提となることから、出口リスクを抑制することが可能である。なお、運用期間を定めないファンドであることから、期中の増資や投資口の払戻しが可能な仕組み(オープンエンド型)となっている。

(5) スキーム上の留意点

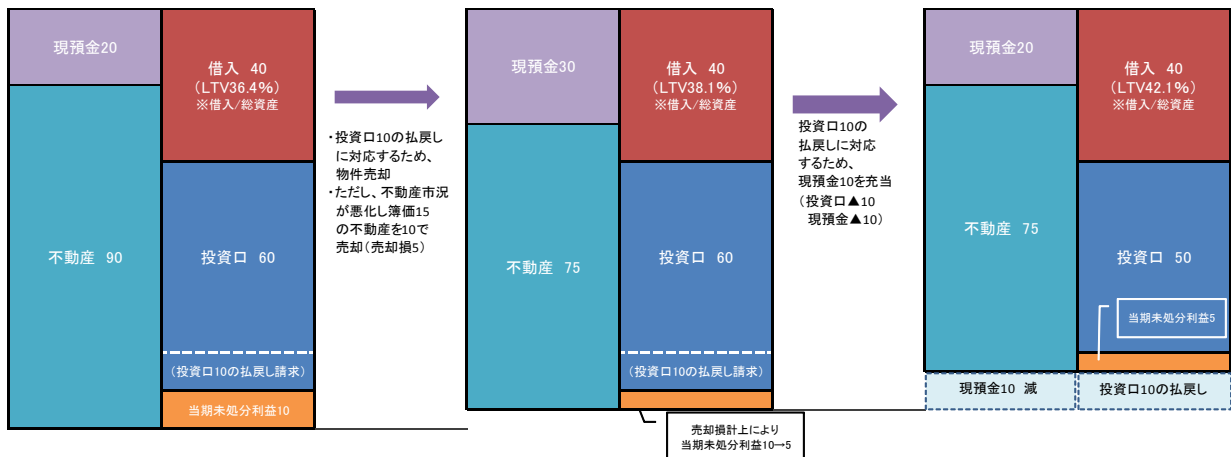
私募 REIT は非上場であるがゆえ、前述のとおり投資口の払戻しを行うことが予定される投資法人であり、投資口の払戻しによって総資産および自己資本が減少し、LTV が上昇する可能性がある点には留意が必要である。また、投資口の払戻しに応じるために保有不動産の一部を売却する必要がある場合には、LTV が更に上昇する可能性に加え、売却損の発生により期中の分配金額が減少する可能性がある点には留意が必要である(図表 II-1-3)。

図表 II-1-3 投資口の払戻しに伴う影響

【投資口の払戻しにより LTV が上昇するケース】



【投資口の払戻しに応じるために保有不動産を一部売却することにより、LTV が上昇・分配金額が減少するケース】



注) 本図は概念をご説明するためのイメージ図です。実際に売却損が発生した場合の投資法人における会計処理、税務処理および基準価額の算出等に関しましては資産運用会社または専門家に別途ご確認ください。

出所)三井住友トラスト基礎研究所

＜参考：私募 REIT 投資証券の金融商品取引法上の位置付けと取得勧誘＞

私募 REIT の投資法人が発行する投資証券(投資口)は、金融商品取引法(以下、「金商法」)第 2 条第 1 項により「有価証券」と位置付けられている。

投資口取得の申し込みの勧誘においては、私募 REIT が非上場を前提としていることから「有価証券の私募」と分類される。また、「有価証券の私募」としては、金商法上の適格機関投資家のみを勧誘対象とするケース(いわゆる「プロ私募」)と、50 名未満の投資家を勧誘対象とするケース(いわゆる「少人数私募」)が形態として考えられるが、私募 REIT は運用期間の定めのないゴーイングコンサーン商品であり、投資主の数は 50 名以上に増加していくことが予想されることから、金商法第 2 条第 3 項第 2 号イに規定される、いわゆる「プロ私募」(金商法上の適格機関投資家のみを勧誘対象とし、適格機関投資家以外に譲渡される恐れが少ない場合)の形態をとっているものと思われる。

なお、募集に関しては、登録済みの金融商品取引業者(証券会社等)に私募の取扱いを委託しているケースや証券会社が引受を行っているケースなどがあるものと思われる。

図表 II-1-4 金融商品取引法上位置付けと取得勧誘

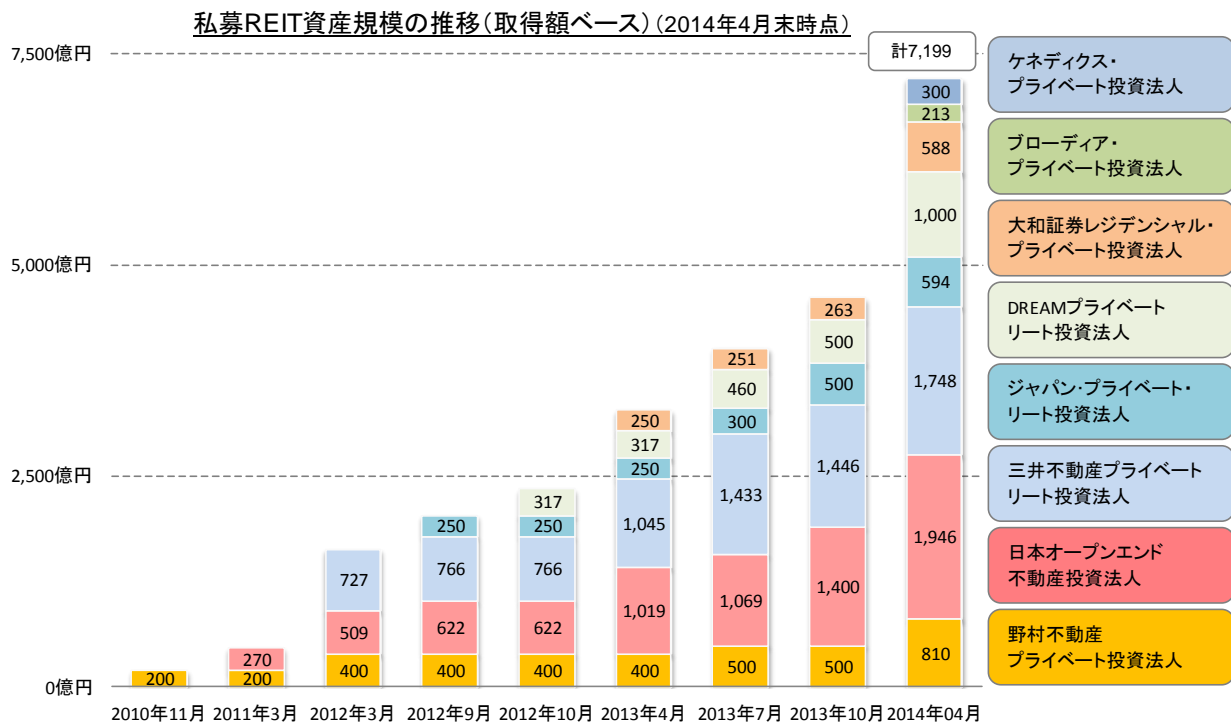
	従来の不動産 私募ファンド (クローズドエンド型)	私募REIT (オープンエンド型)	上場J-REIT (クローズドエンド型)
金商法上の 位置付け	<p>＜有価証券＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆特定目的会社の発行する資産対応証券である優先出資証券(金商法第2条第1項) <p>＜みなし有価証券＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆商法第535条に規定する匿名組合契約に基づく匿名組合出資持分等(いわゆる「集団投資スキーム持分」)(金商法第2条第2項5号) 	<p>＜有価証券＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆投資法人が発行する投資証券(金商法第2条第1項) 	<p>＜有価証券＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆投資法人が発行する投資証券 ◆投資法人が発行する投資法人債(金商法第2条第1項)
取得勧誘	<p>＜有価証券の私募＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆金商法上の適格機関投資家のみを勧誘対象とし、適格機関投資家以外に譲渡される恐れが少ない場合(いわゆる「プロ私募」)(金商法第2条第3項第2号イ) <ul style="list-style-type: none"> ◆勧誘する対象が50名未満であり、多数の者に所有されるおそれが少ない場合(いわゆる「少人数私募」)(金商法第2条第3項第2号ハ) <p>＜みなし有価証券の私募＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆取得勧誘に応じることにより500名以上の者が所有することとならない場合(金商法第2条第3項第3号) 	<p>＜有価証券の私募＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆金商法上の適格機関投資家のみを勧誘対象とし、適格機関投資家以外に譲渡される恐れが少ない場合(いわゆる「プロ私募」)(金商法第2条第3項第2号イ) 	<p>＜有価証券の募集＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆金商法上の適格機関投資家を除いても勧誘する対象が50名以上の場合(金商法第2条第3項)

出所)三井住友トラスト基礎研究所

2 私募 REIT における資産規模の推移

2010年11月に国内初となる私募 REIT の運用が資産規模 200 億円で開始された。その後、国内年金基金や地方金融機関を中心とした安定運用に対するニーズを取り込みつつ、2014年9月1日現在で8銘柄が運用を行っている。一部の先行銘柄ではすでに複数回の増資と不動産の追加取得を行っており、8銘柄全体での資産規模は、2014年4月末時点において7,000億円を超える水準(取得価格ベース、公表情報をもとに当社推計)にまで拡大している(図表 II-2-1)。

図表 II-2-1 私募 REIT 資産規模の推移(取得額ベース)



注 1) 現在(2014年4月末時点)において、運用開始が公表されている銘柄のみを集計の対象としている

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

3 私募 REIT の銘柄一覧

2014年9月1日現在で運用を行っている私募 REIT 8銘柄(公表ベース)については、運用会社もしくはそのグループにおいて上場 J-REIT や従来の不動産私募ファンドで運用実績があり、当該ノウハウを活用していることがうかがえる。例えば、各委員会または会議体の整備、利益相反取引に関する対応、コンプライアンス態勢やリスク管理体制等に対する部分に関しては、先行する上場 J-REIT や従来の不動産私募ファンドで培われた知見が活用されているといえる。

投資口の払戻請求に関しては、これに対する過度な制限の設定は、流動性を低下させる結果につながりかねず、払戻請求を禁止する期間(ロックアップ期間)と払戻手数料(解約留保金)の料率との兼ね合いを意識した内容になっているといえる。投資家としては、投資口の払戻請求について各銘柄の異同を把握することが重要である。

図表 II-3-1 私募 REIT 一覧

項目/名称	野村不動産プライベート 投資法人	日本オーブエント 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	DREAMPプライベートリート 投資法人	大和証券レジデンスチャ 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
投資法人の概要								
運用会社名称	野村不動産投資顧問 株式会社	三井不動産投資顧問 株式会社	三井不動産投資顧問 株式会社	ゴードマン・サックス・ アセット・マネジメント株式会社	ダイヤモンドリアルティ・ マネジメント株式会社	大和リアル・エステート・ アセット・マネジメント株式会社	東急不動産キャピタル・ マネジメント株式会社	ケネディクス不動産投資顧問 株式会社
スポンサー名称	野村不動産ホールディングス 株式会社	三井地所株式会社	三井不動産株式会社	ゴードマン・サックス・グループ	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
運用開始時期	2010年11月	2011年3月	2012年3月	2012年9月	2012年10月	2013年3月	2014年3月	2014年9月
資産規模の拡大イメージ (取得価格ベース)	1,000億円(短期的) 2,000~3,000億円(中長期的)	3,000億円(中期的) 5,000億円(長期的)	3,000億円 (運用開始から5年程度)	3,000億円(中長期的)	1,500億円(9年後)2,500億円(6年後) ※1,000億円の到達は、 1年単位で実現予定	1,000億円(2~3年)	1,000億円(2~3年)	1,000億円(早期に)
投資戦略の概要								
投資対象および投資比率	総合型 オフィス・住宅・物流・商業等 (目標投資比率は定めていない)	オフィス:50%以上 住宅:10~30% 商業:10~30%	オフィス:60%以下 アコモデーション施設:50%以下 商業・物流:50%以下	オフィス(上限100%) 住宅(上限50%) 商業(上限5%)	商業・物流:50~80% 住宅:オフィス40%以下 その他:10%以下	住宅:100%	オフィス・商業・住宅:70%以上 その他(ホテル・物流・ヘルスケア・ インフラ等)も投資対象	本拠拠オフィス:50~100% 長期リース付ホテル・商業:0~40% その他(住宅・中規模オフィス等)~10%
投資基準(PML)	投資対象とする物件のPMLは、原則として、15%以下または15%未満であることを基準とする物件が多い。 ただし、個別物件が基準を超えるPMLであっても、ポートフォリオ全体のPML基準の範囲内にあれば例外的に投資可能とする銘柄やこのような物件への投資を行う場合には、地震保険を付保することで対応するという銘柄もある。							
投資エリア	東京エリアに関しては、原則として、15%以下または15%未満であることを基準とする物件が多い。 ただし、個別物件が基準を超えるPMLであっても、ポートフォリオ全体のPML基準の範囲内にあれば例外的に投資可能とする銘柄やこのような物件への投資を行う場合には、地震保険を付保することで対応するという銘柄もある。							
ハイブリッドタイプポート契約	スポンサーとのあいだにおいて、物件情報開示の提供に関するハイブリッドタイプポート契約を締結している銘柄は少ないが、将来的にスポンサーからの物件提出等が相当程度見込まれるという銘柄は複数ある。 また、スポンサーではなく、デベロッパー等とのあいだにおいてハイブリッドタイプポート契約を締結している銘柄も存在する。							
財務戦略の概要								
LTV水準	LTV水準に関しては、上限を40%としたうえで、原則として30%程度で運用を行うことも保守的な水準であった。 なお、一時的に上限を超える可能性があるとしても、概ね50%を上限とした銘柄が多い。							
リターン水準の概要								
基準額の算出方法	基準額については、全ての銘柄がNAV(Net Asset Value)に準拠したもので算出されることとなっている。 また、基準額は、毎決算期末に取得される不動産鑑定評価書に基づき算出される点も共通している。							
目標リターン	対簿価資産+現金金回り 4%程度(年率)	1決算期1口あたり20,000円 (当初発行価格に対して年4%)	1口あたりリターン20,000円程度 (半年)	当初の投資口発行価格に対し 分配金利回り14~5%程度	1口あたり20,000円程度 (1決算期)	当初の投資口発行価格に対し 分配金利回り14~4%半程度	当初の投資口発行価格に対し 分配金利回り4%程度	
利益超過配当について	全ての銘柄において利益超過配当を行うこと自体は可能であるが、(過去実績も含めて)現段階において、利益超過配当の実績を想定している銘柄はない。							
運用報酬について								
運用報酬体系	J-REITと同様に、基本的にはNOQや当期利益もしくは不動産鑑定評価額に基づく報酬および物件取得価格もしくは物件譲渡価格に基づく報酬を設定する運用会社が大半である。 なお、上記の報酬体系に加えて、インセンティブ報酬を設定している運用会社も数社見受けられた。							
投資口の換金性	設定無し	設定無し	設定無し	設定無し	投資口取得後、3年経過または取得 価総額が1500億円に達するまで	2015年2月期まで	2015年2月期まで	非開示
ロングアップの有無および ロングアップ期間		投資口取得後、6決算期を経過まで (但し、一定の条件の下で短縮は可能)						
払戻手数料 (解約留保金)	基準額の5%	基準額の1%	保有期間に応じて 基準額の1~5%が課される	保有期間により 解約留保金率が異なる	固定利率の払戻手数料が 課される	発行期間3年以下:基準額の5% 3年超5年以下:基準額の3% 5年超:基準額の1%	保有期間に応じて 基準額の1~5%が課される	保有期間に応じて 基準額の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投資口数の25%相当の口数を上限と設定している。 なお、保有する投資口数が50以下となること、導管要件を充足しない可能性があることと判断される場合は払戻は行かない可能性がある点も、いずれの銘柄も共通している。							
投資家の保有状況								
セムポート出資の有無 (2014.07時点)	有	有	有	有	有	有	有	有
投資家属性								

出所)三井住友トラスト基礎研究所

4 私募 REIT 市場の今後

4-1 私募 REIT の組成を公表している事業者について

既述のとおり、既に運用を開始している私募 REIT は 8 銘柄(公表ベース)となっているが、今後も銘柄数は堅調に増加していくものと思われる。

2014 年 9 月 1 日現在において、私募 REIT の組成・運用を公表している事業者は 6 社存在(図表 II-4-1)している。そして、これら 6 社について見てみると、運輸会社・電鉄会社・保険会社・総合商社・不動産会社というように、多様な業種が私募 REIT の組成・運用を企図している点が特徴的である。

私募 REIT の組成・運用を公表しているこれら 6 社および今後私募 REIT を立ち上げる後発組の各社が、先行する私募 REIT との比較において、リターンや払戻しに関する内容等で、どのような差別化を図り、当該私募 REIT の運用を行っていくのかについて、今後注視していきたい。

図表 II-4-1 私募 REIT の組成・運用を公表している事業会社

- 【1.佐川急便・ザイマックス】(出所:2013年10月07日付SGリアルティ株式会社「News Release」以下、抜粋)
SGリアルティ株式会社と株式会社ザイマックスは、非上場オープンエンド型不動産投資法人の運用を目的とした資産運用会社として SGアセットマックス株式会社を設立いたしました。
- 【2.京阪電鉄】(出所:2014年04月28日付京阪電気鉄道株式会社「News Release」以下、抜粋)
一京阪アセットマネジメント株式会社の設立について一(以下、抜粋)
平成26年4月1日 新会社の設立登記、投資助言・投資運用業に必要な事業登録
平成26年上期目処 投資助言業務および投資運用業開始
- 【3.東京海上日動火災保険】(出所:2014年05月30日付東京海上不動産投資顧問株式会社「News Release」以下、抜粋)
一オープンエンド型私募不動産投資法人の設立にかかる届け出に関するお知らせ
ファンド規模は今後3年間で1,000億円、中期的には3,000億円を目指して参ります。
設立予定日2014年6月18日
- 【4.丸紅】(出所:2014年06月23日付丸紅株式会社「News Release」以下、抜粋)
丸紅株式会社は、100%子会社である丸紅アセットマネジメント株式会社(以下「MAM」)を設立企画人として、非上場オープンエンド型不動産投資法人の組成に着手します。
本私募リート資産の運用は、MAMが受託し年内を目処に運用を開始する予定です。
- 【5.住友商事】(出所:2014年07月23日付住友商事株式会社「News Release」以下、抜粋)
住友商事株式会社は、100パーセント子会社の住商リアルティ・マネジメント株式会社を通じ、非上場オープンエンド型私募不動産投資法人の組成に向けて、「SCリアルティプライベート投資法人」を2014年8月に設立いたします。
- 【6.日本エスコン】(出所:2014年02月25日付「日刊不動産経済通信」および2014年7月29日付日本エスコン「News Release」以下、抜粋)
・今後は、「当社が組成する私募リートや私募ファンドにその物件を供給していきたい。私募リートなどの組成時期や組成時の資産規模については現時点では目標設定せず、市況をみながら物件ありきの姿勢で準備を進める。(同社社長コメント)
・投資顧問会社(株式会社エスコンアセットマネジメント)設立に関するお知らせ

出所)各社ホームページ News Release 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

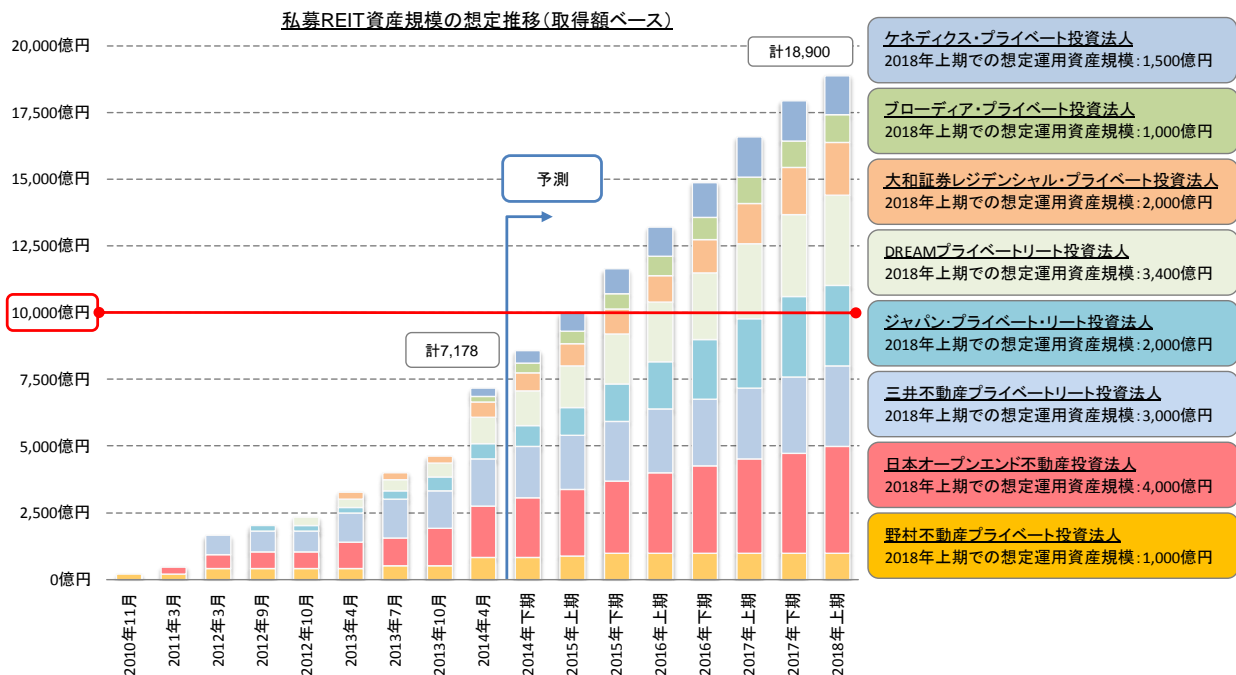
4-2 私募 REIT の資産規模(将来推計)

既に運用を開始している私募 REIT8 銘柄は、それぞれ将来的な資産規模の拡大イメージを標榜している。各銘柄の標榜する資産規模の拡大イメージを時系列にしたものが、図表 II-4-2 である。

これによると、私募 REIT の資産規模が 1 兆円を超える時期は概ね 2015 年下期と思われる、2018 年上期での資産規模は、約 1 兆 8,900 億円と推計される。もともと、本推計は、2014 年 9 月 1 日現在において運用を開始し、将来的な資産規模の拡大イメージを標榜している 8 銘柄のみが対象であり、既述のとおり、今後私募 REIT の組成・運用を検討している 6 銘柄等は算出の前提としていないため、これらを含めた場合、私募 REIT の資産規模が 1 兆円を超える水準に達するのは、2015 年下期よりも前倒しとなる可能性が高い。

現状、私募 REIT の多くが、当面の資産規模の目標額を 1,000 億円と設定している。投資家としては、資産規模の拡大のみを追求し、やみくもな不動産取得を実行する銘柄ではなく、適正な価格にて不動産取得を実行する銘柄を選定することが極めて重要である。

図表 II-4-2 私募 REIT 資産規模の想定推移(取得額ベース)



注 1) 現在(2014 年 4 月末時点)において、運用開始が公表されている銘柄のみを集計対象としている

注 2) 各銘柄が目標とする資産規模およびその時期を、投資法人の運営開始時点を起算月として作成

また、例えば、3 年後および 5 年後の資産額を目標設定している銘柄であれば、4 年後は等分で資産が積み上がる前提で推計
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

5 米国不動産オープンエンドファンドと私募 REIT との特性比較

海外では、古くからオープンエンドファンドが不動産金融商品として認知されている。本節では先進事例として米国不動産オープンエンドファンドの商品特性を概観するとともに、米国不動産オープンエンドと私募 REIT との比較を行った。

図表 II -5-1 米国不動産オープンエンドファンドと私募 REIT との特性比較

	不動産オープンエンドファンド(米国)	私募REIT
ファンドの設定時期 (最初に運用を開始した時期)	1970年	2010年11月
ファンド規模	10億ドル～100億ドル超 (約1000億円～1兆円超)	200億円～2,000億円弱
投資対象物件タイプ	複合型が多い (主要タイプはオフィス、商業、住宅、物流 +ホテル、セルフストレージ)	総合型(7銘柄) (主要タイプはオフィス、商業、住宅、物流) 住宅特化型(1銘柄)
投資エリア	米国内 主要ゲートウェイ都市中心	東京圏もしくは首都圏を中心とする
リスクプロフィール	コア/コアプラス型が中心 バリュアード型もある	コア型
レバレッジ(上限値)	コア型: 30%程度 コアプラス型: 40%程度 バリュアード型: 60～65%程度	コア型: 原則30%程度(上限50%程度)
ストラクチャー	LP、LLCを通じた投資形態、 非上場REITに直接投資する形態など	投資法人
ベンチマーク	NCREIF Fund Index - Open End Diversified Core Equity (NFI-ODCE)	現状ではベンチマークを設定しているファンドはない ※インデックスとしてARES Japan Fund Index(AJFI)が開発された
設定・解約頻度	四半期ごとが多い	半期ごとが多い
鑑定評価頻度	年次と四半期に大別される	半期ごとが多い
運用戦略の変更の有無	内部のリサーチにもとづき、 機動的に見直しをする会社が多い	当初の運用戦略に幅を持たせているため、現状では変更を予定 している運用会社はないものと見られる

出所) 三井住友トラスト基礎研究所

(1) 歴史(ファンドの設定時期)、ファンド規模、投資件数、最低投資単位

① 米国不動産オープンエンドファンド

米国不動産オープンエンドファンドの歴史は長く、プルデンシャル・リアルエステート・インベスターズ(PREI)は1970年に最初のオープンエンドの合同運用不動産ファンドを設定した。PREIを始めとして、草創期のファンドの多くは保険会社系列であり、保険契約の形態やセパレートアカウントで運用を開始したようである。これらのファンドについては、2000年代に入り保険業法等の規制強化を背景に、不動産運用チームごと買収され名称を変更する形でファンドの運用が引き継がれているケースが多い。また、不動産に特化した運用会社等が2000年代に入り新たに参入し運用を開始している。30年以上のトラックレコードを持つ商品はファンドサイズも大規模であり、投資件数で200件超、アセットサイズで100億ドル超となっているものも複数ある一方で、小規模なファンドでは十数件、10億~20億ドル程度のものもある。最低投資単位も100万ドル~1,000万ドルとファンドによって幅がある。

なお、米国の不動産私募ファンドは非公開の投資ビークルであり、また、アメリカ証券取引委員会(SEC)の情報開示の規制対象であることから、個別銘柄の商品内容など大部分は非公表である。そのため、米国不動産オープンエンドファンド全体の運用資産規模の把握は困難であった。

② 私募 REIT

国内初の非上場不動産オープンエンドファンドとして私募 REIT の運用が開始されたのは2010年11月である。2014年9月1日現在で8銘柄が運用されており、2014年4月末時点における資産規模は7,000億円を超える水準にまで拡大している。米国では生保系会社が草創期のプレーヤーであったのに対し、日本では大手不動産会社系列の運用会社が先行する形となった。その後、投資銀行や総合商社系列の運用会社などが参入し、日本市場においてもプレーヤーが多様化し始めている。

運用資産額は、2014年4月末時点で日本オープンエンド投資法人が約1,946億円、三井不動産プライベートリート投資法人が約1,748億円、DREAMプライベートリート投資法人が約1,000億円の規模を有しているが、その他のファンドは現段階では数百億円規模であり、トラックレコードを積んでいる米国の1兆円超の大型ファンドと比べるとまだ小規模である。

(2) 投資対象(投資対象プロパティタイプ、投資エリア)

① 米国不動産オープンエンドファンド

投資対象プロパティタイプは、複合型(オフィス、商業、住宅、物流)がほとんどであり、ホテルやセルフストレージ(個人用倉庫)を加えたファンドもある。

投資エリアは、米国内の主要ゲートウェイ都市(NY、ワシントン D.C、ロサンゼルス、ボストン、サンフランシスコ、シカゴ等)を中心に地域分散を図っているファンドが多い。

② 私募 REIT

投資対象プロパティタイプは7銘柄が総合型であり、オフィス、住宅、商業を中心として、物流施設を加えているファンドもある。現在のところ1銘柄が住宅特化型である。現段階でファンド資

金により開発を手掛けているファンドはないと思われるが、将来的に含まれる可能性はある。

投資エリアは全ての銘柄が東京圏もしくは首都圏を投資エリアの中心としている。日本では東京の経済規模が突出しており、他の主要都市との差が大きいため、実際の組入れにおいては首都圏の不動産のウェイトが高くなっている。

(3) リスクプロファイル、レバレッジ

① 米国不動産オープンエンドファンド

コア型(コアプラス型含む)かバリューアッド型がほとんどであり、オポチュニスティック型は希である。これは、長期無期限で安定的に運用するオープンエンドファンドの性質上、ハイリスク・ハイリターンを狙うオポチュニスティック型はなじまないためである。歴史がある大規模ファンドのほとんどはコア型と見られる。なお、コア型の中に一部ノンコア型を取り入れているファンドも多く、中には優良不動産を長期保有する目的での開発案件への投資枠を設けているものもある。

レバレッジについては、コア型のファンドでは上限値を 30%程度とするファンドが多く、コア・コアプラス型で 40%、バリューアッド型で 60~65%程度である。実績値を見るとコア型では 20%以下のファンドもあり、高いものでも 30%程度と総じてレバレッジを低めに抑えているファンドが多い。バリューアッド型では 50%程度のファンドが確認できる。

② 私募 REIT

国内で運用されている私募 REIT は全てコア型の戦略をとっている。米国や欧州で見られるバリューアッド型のファンドはまだ登場していない。レバレッジの上限を 40%としたうえで、原則として 30%程度にて運用を行うとする銘柄が最も保守的な水準となっており、その他の銘柄でも上限値を 50%程度とする銘柄が多い。

一方、米国ファンドではコア型ファンドの上限値が概ね 30%程度に設定されていることと比較すると、国内ファンドのレバレッジ水準は米国ファンドと同水準か、やや高めであるといえる。現在の日本では借入金利が米国と比較しても非常に低い水準にあるため、リスクレバルの低いコア型ファンドにおいても、パフォーマンスを確保する目的で一定程度のレバレッジをかけることが許容されていることが、両国においてレバレッジ水準が異なる理由の一つとして考えられる。

(4) ストラクチャー

① 米国不動産オープンエンドファンド

投資ファンドとして二重課税の回避と投資家の有限責任性の確保を可能とするための構造として、米国ではパートナーシップ等が利用されている。不動産オープンエンドファンドで利用されている代表的なものとしてはリミテッド・パートナーシップ(LP: 1名以上の無限責任パートナーと、1名以上の有限責任パートナーからなる組織)、リミテッド・ライアビリティ・カンパニー(LLC: 出資者全員が有限責任)が挙げられるが、LPの形態をとるものが多いようである。なお、不動産を保有するビークルは非上場 REIT であるケースが多く、投資家はこれらのパートナーシップを通じて非上場 REIT に投資を行う。また、投資家が直接非上場 REIT に投資するケースもある。

② 私募 REIT

上場 REIT と同様に、投信法を根拠法として、投資法人のスキームで設計されている。複数の

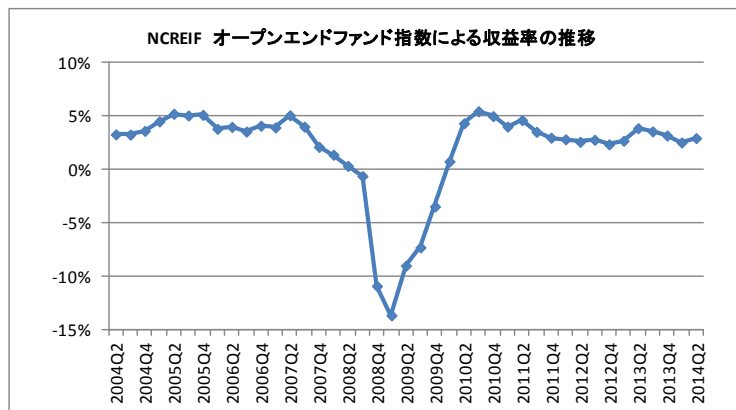
ストラクチャーが選択的に使用されている米国と比較すると、現在までのところストラクチャー面でファンドによる違いはない。投信法に基づいたピークルを使用することにより、投資家に対する法定の情報開示と投資主総会を通じたガバナンス体制の構築がなされている。

(5) ベンチマーク

① 米国不動産オープンエンドファンド

米国では、米国不動産投資受託者協会 (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries, :NCREIF) が作成している不動産インデックスが普及しており、不動産投資成果を評価するための指標として広く利用されている。全米の地域別・プロパティタイプ別に四半期毎のデータが蓄積されており、2006 年には、コア戦略を採用する分散型のオープンエンドファンドをユニバース(母集団)にしたパフォーマンス・インデックス(NCREIF Fund Index - Open End Diversified Core Equity :NFI-ODCE) が公表された。NCREIF のホームページによれば、33 本のファンドがユニバースとして使用されている。コアあるいはバリューアッド戦略をとる運用会社の多くが、目標リターンを「NFI-ODCE と同等」、あるいは「NFI-ODCE + 100bp」などのようにベンチマークとして利用しており、ファンドのリターンの実績や資産配分状況の評価にあたっては当該インデックスとの比較を行っているケースがほとんどである。

図表 II -5-2 NCREIF オープンエンドファンド指数(NFI-ODCE)による収益率の推移



※四半期ベースの時間加重平均収益率(報酬控除前)
出所)NCREIF の HP をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 II -5-3 NCREIF オープンエンドファンド指数(NFI-ODCE)による期間収益率

	直近1年間	直近3年間	直近5年間	直近10年間
総合収益率※	12.74%	12.45%	10.00%	7.14%

※四半期ベースの時間加重収益率(報酬控除前)を年率換算(直近=2014 年第 2 四半期)
出所)NCREIF の HP をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

② 私募 REIT

2012 年 10 月に一般社団法人不動産証券化協会 (ARES) が、J-REIT の保有不動産データから作成したインデックスに新たに私募・非上場不動産ファンドのデータを加え、ARES Japan Property Index (新 AJPI) の提供を開始し、同時にコア・ファンドのインデックスとして国内初とな

る ARES Japan Fund Index (AJFI) の提供も開始した。現状、各ファンドにおける目標リターンの設定やパフォーマンス評価にあたっては具体的な数値を使用しており、インデックスによるベンチマークの設定やパフォーマンス比較は行っていないようであるが、今後 AJFI のユニバースへの参加ファンドが増加し、トラックレコードが蓄積されていくことにより、米国と同様に市場インフラとして定着していくことが期待される。

(6) 設定・解約頻度、不動産鑑定評価の頻度、運用戦略の変更

① 米国不動産オープンエンドファンド

募集の形態には、常時募集型と随時募集型とがある。随時募集型はファンドのエクイティ資金が必要なときに一定期間のみ募集を行う形式であり、常時募集型は定期的に募集を行う形式をとる。常時募集型のファンドの設定・解約頻度としては四半期毎が多いが、設定・解約いずれの場合も募集時に申し込み／解約通知を行い、Queue (列) に並んでファンドに入退出する仕組みである。Queue (列) の規模はファンドにより異なり、また不動産市場全体の影響も強く受ける。

外部の不動産鑑定士による不動産鑑定評価の頻度は、年次・四半期毎に大別される。年次の場合でも四半期毎に運用会社内部でバリュエーションを行い、その際に外部のコンサルタントや不動産鑑定士のレビューを入れているケースが多い。いずれの場合もグローバル投資パフォーマンス基準 (GIPS) に準拠した評価プロセスとなっている。不動産鑑定業者の選定にあたっては、自社で行うのみではなく第三者機関の意見を取り入れている運用会社もみられ、不動産鑑定業者を数年に一度変更するルールを定めている運用会社もある。

運用会社の中には、自社内や関連会社でリサーチ機能を有し、それにもとづきアロケーション等の運用戦略を機動的に見直している会社が多い。

② 私募 REIT

募集の形態としては 8 銘柄全て随時募集型であり、設定・解約頻度、不動産鑑定評価の頻度は半期毎とするファンドが多い。この点で四半期毎の出入りが可能な米国ファンドと異なる。また、米国および欧州のファンドでは、Queue (列) に並んだ上で運用会社の裁量によりファンドへの投資実行のタイミングが決まるため、投資家のファンドへの申込みとファンドによる不動産取得のタイミングは切り離されているといえる。一方、日本ではファンドの規模拡大期にあたるため増資の際に不動産を取得することが多く、投資家のファンドへの申込みと不動産取得がセットとなっているケースが多い。

不動産鑑定評価にあたっては、日本では継続鑑定が主流であると思われるが、米国では数年に一度不動産鑑定業者を変更する独自のルールを設けている会社もあり、継続鑑定が重視されている訳ではない。また、米国では内部のリサーチに基づく運用戦略の変更を機動的に行う運用会社が多いのに対し、日本ではプロパティタイプ・地域配分等の投資戦略にあらかじめ幅を持たせており、市況に対応した戦略の機動的な変更を予定している運用会社は、現状ではないものと見られる。

III 私募 REIT 投資におけるリスク特性の整理

1 私募 REIT 投資における主なリスク

本節では、まず私募 REIT への投資を行う際に想定される主なリスクを抽出し、その概要と留意点について整理する。なお、ここで抽出したリスクはすべてのリスクを網羅したものではなく、抽出した項目以外のリスクも存在すること、また、当該リスクが発生する頻度や確率等については言及しておらず、当該リスクの発生可能性や投資主への影響度がそれぞれ異なること、には特に留意されたい。

1-1 制度上想定されるリスク

(1) 投資法人を用いることに伴うリスク

① 外部運用リスク

私募 REIT も上場 J-REIT と同様に投資ビークルとして投資法人を用いていることから、投信法第 198 条第 1 項により資産運用会社にその資産の運用に係る業務を委託しなければならないとされている。したがって、投資法人の資産運用パフォーマンスは資産運用会社の運用能力に依存する部分が多く、その運用能力如何によって結果が左右されるリスクがある。この点は上場 J-REIT および従来の不動産私募ファンドにも共通しており、実際の投資にあたっては資産運用会社の評価が求められる。なお、同様に資産保管会社および一般事務受託者についても、それぞれ投信法第 208 条第 1 項および投信法第 117 条により業務委託が義務付けられている。

② 投資法人の解散リスク

私募 REIT は投信法第 143 条により下記事由が発生した場合等に解散することとなる。この場合、意図せざるタイミングによる清算の発生により投資金額が回収できないリスクがある。

- 投資主総会の決議
- 合併(合併により本投資法人が消滅する場合)
- 破産手続開始の決定
- 解散を命ずる裁判
- 投信法第 187 条の登録の取り消し

(2) 投資口の基準価額に関連するリスク

① 不動産鑑定評価額の変動リスク

私募 REIT の投資口基準価額は、期末時点の総資産額に保有不動産の評価損益(≒保有不動産における不動産鑑定評価額から保有不動産の帳簿価格を控除した額)を加減した額から負債および投資主に分配する金銭等の額を控除し、発行済み投資口数で除して算出されるため、不動産鑑定評価額の変動に影響を受ける。

市場時価の存在する上場 J-REIT と比べると市場環境による影響が小さく、投資口基準価額の変動は相対的に安定しているものの、一般的要因(自然的要因、社会的要因、経済的要因および行政的要因)、地域要因、個別的要因の変化による不動産鑑定評価額の変化に伴って

投資口の基準価額も変動するリスクがある。

また、不動産鑑定評価額が投資口の価値に直接影響する点で上場 J-REIT や従来の不動産私募ファンドよりも不動産鑑定評価の重要性は相対的に高いといえる。なお、不動産鑑定評価は、専門職業家としての不動産鑑定士等の判断・意見であり、評価手法や調査時点の違いによって異なる可能性があること、実際の売買価格を保証するものではないこと、等には留意すべきである。

② 保有不動産の帳簿価格の変動リスク

一般的に帳簿価格は、不動産の取得時帳簿価格から減価償却を考慮して算出されるが、建物(定額法による)および償却資産(定率法または定額法による)の耐用年数の算出方法、建物価格の算定方法(土地・建物割合の算定方法)等により帳簿価格への影響が異なる。既述のとおり帳簿価格も投資口の基準価額算出上で用いられることから、基準価額の変動リスクを構成する一要素といえる。

(3) 分配金に関連するリスク

① 投資口の希薄化リスク

不動産の新規取得等に伴い投資口が追加発行される場合があり、当該追加発行により既存投資主の保有する投資口の持分割合は減少する。払込金額や追加発行の時期等によっては分配金の減少を招き、新投資主と既存投資主との間で不均衡が生じるリスクがある。なお、従来の不動産私募ファンドにおいては、追加取得型(運用期間中に追加で不動産取得を行う形態)とする場合であっても運用開始時にコミットメント額および出資割合が決められている場合が多い。

② 収入の減少とコストの増加リスク

上場 J-REIT や従来の不動産私募ファンドにも共通しているが、保有不動産から得られる賃料収入の減少(保有不動産における賃料の低下、稼働率の低下等)、テナントの賃料不払いや遅延、公租公課・建物の維持管理費・保険料等の増大、突発的な修繕の発生、借入利息の増加などによりキャッシュフローが低下し、予想されていた分配が行われないリスクがある。

③ 減損会計の適用リスク

不動産鑑定評価額が帳簿価格から概ね 50%程度下落した場合や、売却の決定により将来のキャッシュフローが帳簿価格を下回ることが確定した場合などにおいては、当該不動産の帳簿価格にその価値の下落を反映させる必要がある。このように減損会計が適用された結果、分配可能利益の減少による分配金減少リスクや税務上のコストが増加するリスク等が考えられる。

(4) 投資口の払戻しに関連するリスク

① 払戻制限リスク

私募 REIT では、投資口の払戻しに際して、払戻請求の時期や払戻請求口数の上限などを設定している投資法人が見られ、希望する時期に希望する投資口数の払戻しを受けられないリスクがある。また、当該制限が無い場合もしくは要件を満たしている場合でも、投資口を保有す

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など、払戻しが行われない場合がある。当該リスクはオープンエンド型である私募 REIT 特有のリスクである。

② みなし配当に関するリスク

払戻金額が払戻投資口に対応する資本金等の額を上回る場合には、当該超過分は税務上みなし配当とされる。みなし配当も当該事業年度の配当として損金算入が認められているが、なんらかの理由により税務上の課税所得が発生しなかった場合には、当該損金の繰り越し等が認められていないため、その後の事業年度における法人税等の負担が増大するリスクがある。

(5) 借入金に関連するリスク

① 借入金における保全措置の付加リスク

借入にあたっては、財務制限条項の付加をはじめ、担保の提供やキャッシュリザーブ積立額の付加、追加借入制限、資産取得制限、分配金に関する制限、規約変更の制限、等さまざまな保全措置がとられるリスクがある。

また、私募 REIT は投信法第 139 条の 2 により投資法人債を発行することができず、上場 J-REIT に比べて資金調達手法が限定されている。

② LTV水準(レバレッジ・コントロール)に関するリスク

一般的にLTVの水準が高くなればなるほど、金利変動の影響が大きくなり、分配金額への影響は大きくなる。私募 REIT では払戻請求が認められているため、当該払戻しにより自己資本が減少する可能性があることから、上場 J-REIT に比べて LTV 水準の上昇リスクが相対的に高い。

③ 借入にかかる導管性要件不備リスク

投資法人の借入先については、租税特別措置法第 67 条の 15 に規定する機関投資家に限定されており、何らかの事情により当該機関投資家以外の者からの借入を行わざるを得なくなった場合には、導管性要件を満たせなくなるリスクがある。

(6) その他のリスク

① 流動性リスク

私募 REIT は非上場のオープンエンド型ファンドであり、従来の不動産私募ファンドと比べれば払戻請求が可能な点で一定の流動性が付与されているものといえる。一方で、払戻請求以外の方法による投資口の譲渡を考えた場合には、上場 J-REIT のような上場市場は存在せず、セカンダリーでの相対取引に限られるため、流動性リスクがある。

② 利益相反リスク

スポンサー企業との不動産取引や賃貸借、グループのプロパティマネジメント会社への管理委託、等自己または第三者の利益を図るため、本投資法人の利益を害することとなる取引または行為(いわゆる利益相反取引)が行われることにより投資主の利益が損なわれるリスクがある。ただし、当該リスクを完全に排除できる保証はないが、利益相反対策として社内規程を設けてい

る投資法人の資産運用会社も多い。また、私募 REIT の資産運用会社では、グループで上場 J-REIT の運用を行っているケースも多く、ファンド間売買やスポンサーからの供給不動産をどのファンドが取得するのか等について着目される。この点に関しては、投資対象とする不動産のプロパティタイプや規模等によりファンド間の差別化を図り、上場 J-REIT 等との棲み分けを行って公平性を確保しているケース等が見られる。

③ 敷金および保証金等によるリスク

保有不動産の賃貸人から受領した敷金および保証金については、投資資金として利用される場合があり、想定外の時期に返還義務が集中した場合には、より高い調達コストによる借入を余儀なくされるリスクがある。私募 REIT は上場 J-REIT よりも歴史が浅く、資産規模が相対的に小さいため、当該リスクによる影響が相対的に大きいといえる。

④ 税務処理と会計処理の不一致に関するリスク

減損会計(ただし、会計上の税引き前利益から減損損失の 70%に相当する金額が控除される)や資産除去債務、貸倒引当金、貸倒損失、等税務上損金算入が認められない費用が発生した場合には、税務処理と会計処理の取り扱いの差異により過大な税負担が発生し、配当可利益の 90%超を配当に回さなければならないという支払配当要件を満たすことができず、導管性が失われるリスクがある。なお、定期借地権の償却等についても税務処理と会計処理の不一致が発生する可能性がある要因として挙げることができる。上場 J-REIT と共通したリスクであり、今後税制改正等が求められる項目である。

⑤ トラックレコードの蓄積が相対的に少ないことによるリスク

私募 REIT は 上場 J-REIT に比べて相対的に運用実績が乏しく、不動産および金融市場が悪化した場合における影響が未知数であることがリスクとして挙げられる。また、上場 J-REIT に見られる東証 REIT 指数等の不動産投資インデックスも未整備であり、パフォーマンス分析が難しい状況にある。

⑥ 情報開示に伴うリスク

私募 REIT も上場 J-REIT と同様に投信法にて資産運用報告書、財務諸表等の作成や会計監査等を義務付けられているが、その他の情報については開示内容が各投資法人で異なるリスクがある。この場合、投資法人間での比較にあたって、上場 J-REIT よりもやや使い勝手が劣る可能性がある。

⑦ 最低投資金額が嵩むリスク

私募 REIT は 上場 J-REIT と比べて、最低投資金額の設定が高くなっている。上場 J-REIT であれば総合型 REIT に投資しなくても投資家が自ら複数の各プロパティタイプ特化型の投資法人に投資し、最適なポートフォリオを選択することが可能であるが、私募 REIT で同様のことを考えた場合には、投資金額が嵩み理想とするポートフォリオを構築しにくいリスクがある。

1-2 制度上想定可能であるが将来を予測できないリスク

(1) 経済情勢(主要な経済指標)の変化に伴うリスク

① 実質GDPの見通しに関するリスク

実質 GDP はオフィス、住宅、商業施設、物流施設、ホテル等のすべてのプロパティタイプの賃貸市場、不動産投資市場に影響する要因として捉えることができる。我が国の実質 GDP は、個人消費や住宅投資といった家計部門、および公共投資や政府支出からなる公的部門の寄与が大半を占め、内需主導型の様相が極めて強い経済成長を示す状況にあるが、二度の消費税率引き上げを経て個人消費の落ち込み、海外、特に中国や ASEAN 諸国の更なる景気減速など、実質 GDP の下振れリスクが懸念される。

② 消費者物価(CPI)の見通しに関するリスク

消費者物価は主に住宅や商業施設等の賃貸市場、不動産投資市場に影響する要因として捉えることができる。日本銀行の経済・物価情勢の展望によれば、政策委員は概ね2016年度にはインフレ目標として掲げた2%に収束する見通しとしている。一方、国際競争の激化や規制緩和の遅れなどから企業の生産性が高まらず、賃金上昇が小幅にとどまる場合等、CPI の下振れリスクが懸念される。

③ 為替(ex.円ドル)の見通しに関するリスク

為替は主に海外投資家の資金が入り出る不動産投資市場に影響する要因として捉えることができる。足元の円ドル為替レートは1ドル=100円台前半で推移しているが、米国の金融引締めが想定より早まる場合には、米ドル金利の上昇を通じて一層の円安が起こる可能性がある。一方、中国を含むアジア新興国の景気減速の深刻化や東欧・南アジアの地政学的リスク等、世界経済のリスク要因が顕在化する場合には、安全通貨とみなされる円に資金が流入し、円高が進むことも考えられる。

④ 長期金利の見通しに関するリスク

長期金利は主にオフィスや住宅などの賃貸市場、不動産投資市場に影響する要因として捉えることができる。長期金利は、日本銀行による強力な金融緩和を背景に、低位で比較的安定的に推移しているが、日本銀行による見通しでは、早くも2016年度にはコアCPI(消費増税の影響を除く)が+2%を上回るとされ、このシナリオが実現する場合には、金融政策の引き締め転換を織り込んだ長期金利の上昇がより早い時期に生じるリスクもある。

⑤ 失業率の見通しに関するリスク

失業率は主に各プロパティの賃貸市場に影響する要因として捉えることができる。失業率は緩やかな低下基調にあり、今後は高齢世代の定年退職によって労働需給が引き締まることで、失業率が想定以上に低下する可能性もある。一方で、求人企業と求職者の間の職種の不マッチが失業率の低下を妨げるリスクなども懸念される。

(2) 不動産賃貸市場の変化に伴うリスク

① 新規供給面積の見通しに関するリスク

保有不動産が存する周辺エリアで新規供給が増加した場合には、業務集積や繁華性の向上という観点から相乗効果も期待されるが、競合不動産の増加によるテナントの引き抜きや空室率の悪化、賃料の下落要因になりかねない。足元では金融危機後の景気後退と賃貸市場の悪化を受けて開発が抑制されてきたため、新規供給動向は抑制傾向が強い状況にあるが、今後の新規供給においては、建築費コストの水準、金利の水準、開発計画の有無、開発用地となり得る未利用地が多い都市・エリアであるか、等によりリスクが異なることに留意すべきである。

② 新規需要面積の見通しに関するリスク

保有不動産が存する周辺エリアで新規需要が低下した場合には、空室率の悪化、賃料の下落要因になりかねない。また、新規需要は景況感や企業業績による影響を受けやすい項目である。各企業における労働需要の拡大状況、各都市・エリアに立地する企業(業種)の成長性、新規供給が新規需要を喚起するエリアであるか等に留意すべきである。

③ 空室率の見通しに関するリスク

一般的に空室率は、新規供給面積の増加、景況感の悪化による賃貸面積の縮小、自己所有不動産への移転、等により悪化するリスクがある。また、不動産の特性・スペックにより賃貸市場から受ける影響度が異なるものと考えられ、募集賃料の水準や周辺競合不動産における位置付け等に留意すべきである。

④ 平均成約賃料の見通しに関するリスク

平均成約賃料は空室率の水準と概ね逆相関の関係が認められ、空室率の見通しで挙げた事項は平均成約賃料の見通しを立てる上でも重要となる。加えて、平均成約賃料の見通しにあたっては、フリーレントの有無や一時金の有無など賃貸借契約を精査し、実質的な平均成約賃料の動向を把握する必要がある。また、商業施設をはじめとするオペレーショナルアセットについては、一部歩合賃料を採用しているケースも見られるため、売上予測や賃料負担力の分析が必要となることに留意すべきである。

(3) 不動産取引市場の変化に伴うリスク

① 不動産投資環境の見通しに関するリスク

政府系ファンド(SWF)や海外年金基金をはじめとする海外投資資金における日本への配分比率の縮小、国内・海外を問わず大規模機関投資家における不動産へのアロケーションの縮小見直し、等を招く事態が発生した場合にはエクイティ投資資金が不足し、私募 REIT の外部成長を阻害するリスクとなり得る。ただし、現状では私募 REIT への投資資金はほぼ国内資金で占められているおり、海外資金の影響は小さい状況にある。

② 不動産融資環境の見通しに関するリスク

アベノミクスと日銀異次元金融緩和のもとで、不動産業を含め融資市場全般は引き続き緩和

的な環境が継続している。一方で、金融機関の貸出態度は、金利上昇をきっかけに緩和の度合いが縮小傾向に転じるリスクもある。私募 REIT のLTV基準は非常に低く設定されているものの、借入条件の悪化によるリファイナンスリスクは一定程度存在している。

③ 期待利回りの見通しに関するリスク

不動産の価格水準に影響を与える不動産の期待利回りは、株や債券などの他の金融商品との比較感から決定されるものであり可変的である。不動産に対するリスクプレミアムの増加、賃料を源泉とするキャッシュフローの成長率の鈍化、等により不動産の期待利回りは上昇するリスクがある。

(4) その他のリスク

その他のリスクとして、保有不動産における建物の欠陥・瑕疵、土壌汚染やアスベスト等の有害物質の存在、賃貸借契約等に関するリスク、所有形態(区分所有、共有、借地、借家、底地等)に関するリスク等が挙げられる。また、不動産の取得にあたりフォワードコミットメント¹⁾が行われた場合、何らかの事情により取得を見送る場合もしくは取得資金を調達できない場合等においては違約金が発生するリスクがあることに留意すべきである。

1-3 想定不可能な未知のリスク

(1) 経済・金融危機の発生リスク

国内外における政治・経済情勢の変化等により金融市場および不動産市場に混乱が生じた場合には、不動産価格が著しく下落し、投資口の基準価額下落による含み損もしくはキャピタルロスの発生、更には払戻請求が集中し、請求通りの払戻しが行われないリスクがある。

(2) 経済・社会構造の変化に伴うリスク

経済・社会構造の変化により不動産投資に対するリスクプレミアムが変化することが考えられる。これにより不動産投資に対する期待利回りおよび貸付金利が上振れした場合には不動産価格が下落し、(1)と同様に払戻しが行われないリスクがある。

(3) 法律・税制・会計基準等の新設および改正に伴うリスク

法律・税制・会計基準等の新設や改正により、当該変化に対応するために各種コストが増加するリスクがある。法律面では、投信法や金商法などの規制強化によるファンドコスト増加リスク、都市計画法の見直しに伴って保有不動産が既存不適格建築物となり流動性が低下するリスク、環境関連諸法令への対応コストの増加リスクなどが挙げられる。

税制・会計基準等としては、過大な税負担等の発生により支払配当要件が満たされなくなるリスク、税務と会計の差異による税負担の増加リスク、これまで適用されていた登録免許税、不動産取得税等

¹⁾ 先日付での売買契約であって、契約締結から1ヶ月以上経過した後に決済・物件引渡しを行うこととしているもの、その他これに類する契約をいう。

の各種軽減税率の廃止による税負担の増加リスク、等が挙げられる。

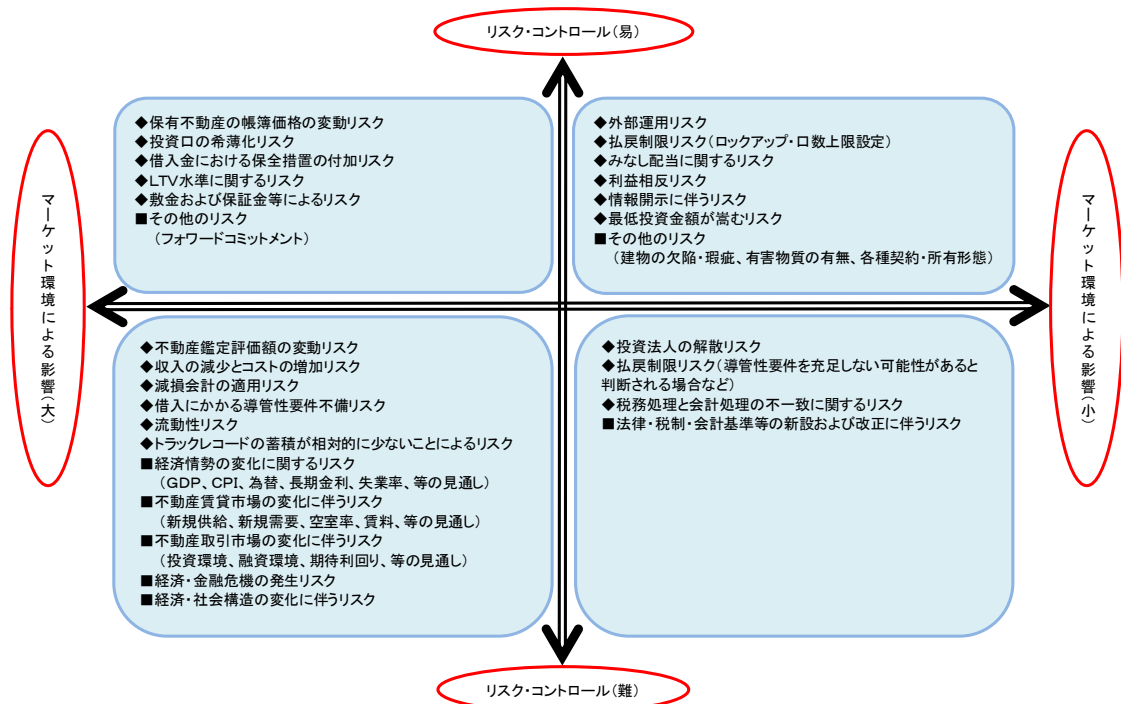
(4) その他のリスク

地震・風水害等の天災、テロ行為や戦争等の天変地異や不動産取引に対して信用低下を招くような社会的現象等が発生した場合にも(1)と同様に払戻しが行われないリスクがある。特にテロ行為や戦争等による損害については建物の保険でカバーされない場合があることに留意すべきである。

1-4 主なリスクの分類

図表Ⅲ-1-1 は、本節にて挙げたリスクについて①リスク・コントロール、②マーケット環境による影響の二軸を尺度として四象限に分類した場合の位置付けを示したものである。右上のグループに位置するリスクは、投資にあたって所与となる要因に基づくリスクであり、事前の調査により回避可能なリスクである。左上のグループに位置するリスクは、運用内容の運用能力やマーケット環境に左右されるリスクであるが、投資実行時における適切なデューデリジェンスおよび投資実行後のモニタリングにより一定程度リスク・コントロールが可能なリスクである。右下のグループに位置するリスクは制度上のリスクとして認識は可能であるが事前に予測することが難しく、リスクが顕在化した場合には回避が困難なリスクである。特に払戻制限リスクについては、ロックアップや払戻口数上限設定等の取り決めに基づく制限はリスク・コントロールが可能であるが、投資口を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、払戻しが行われないケースなどについては、リスク・コントロールが難しい。左下のグループに位置するリスクは、不動産市場(賃貸市場・取引市場)、金融・資本市場、等マーケット環境に大きく左右され、かつ予測が極めて困難でリスク・コントロールが難しいリスクである。当該リスクのリスク管理においては、過去データおよび各予測機関の将来予測等が活用できる場合がある。

図表Ⅲ-1-1 私募 REIT 投資における主なリスクの分類



2 私募 REIT 投資におけるリターンの特性およびリスク評価手法

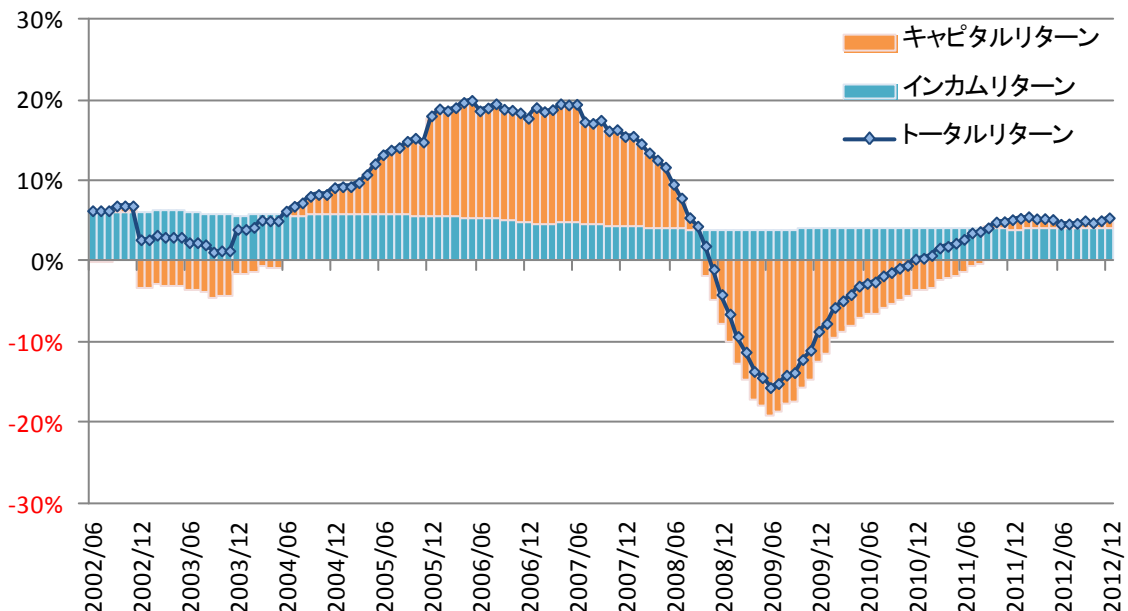
前節では、私募 REIT 投資に伴う各種リスクについて定性的な整理を行った。本節では、各種リスクの定量的な把握およびリスクマネジメント、モニタリングの手法について考えたい。

私募 REIT 投資における各種リスクを定量的に把握するためには、各銘柄の物件・ファンド収支等に関する情報や、それら個別の情報を集計した「投資リターン指標」が不可欠となる。しかしながら、私募 REIT に関するそれらの情報は、非上場であるため一般への開示は限られており、また仮に開示されたとしても、運用開始から歴史が浅く運用実績（トラックレコード）の蓄積が十分でないことから、(1)市況変動のサイクルを十分に網羅したデータとは言い難い、(2)定量的な分析を行えるほどのデータ件数がクロスセクション方向・時系列方向で確保できない、といった点が懸念される。

このようなデータの制約を踏まえ、本調査では、上場 J-REIT による約 10 年分の開示情報を活用し、私募 REIT の投資リターン指標を仮想的に構築し（図表 III-2-1）、各種リスクを定量的に分析することとした。本指標は、上場 J-REIT の保有物件が私募 REIT によって保有されているとみなし、エクイティ投資を行った場合のリターンとして算出された指標である。以下では、この方法で算出された指標を「仮想私募 REIT」の投資リターン指標と呼ぶ（詳細な作成方法については、後述の「補論 仮想私募 REIT の投資リターン指標作成方法」を参照）。

仮想私募 REIT のトータルリターン（＝インカムリターン＋キャピタルリターン）を見ると、約-16%～+20%と、広いレンジの中で推移していることがわかるが、その変動の大部分はキャピタルリターンによってもたらされており、インカムリターンは安定的に推移していることが確認できる。

図表 III-2-1 仮想私募 REIT の投資リターン指標



注) インカムリターン、キャピタルリターン、トータルリターンは 6 ヶ月間の収益率(年率換算)

用途別の投資割合は、オフィス:住宅:商業施設:物流施設=4:3:2:1とした

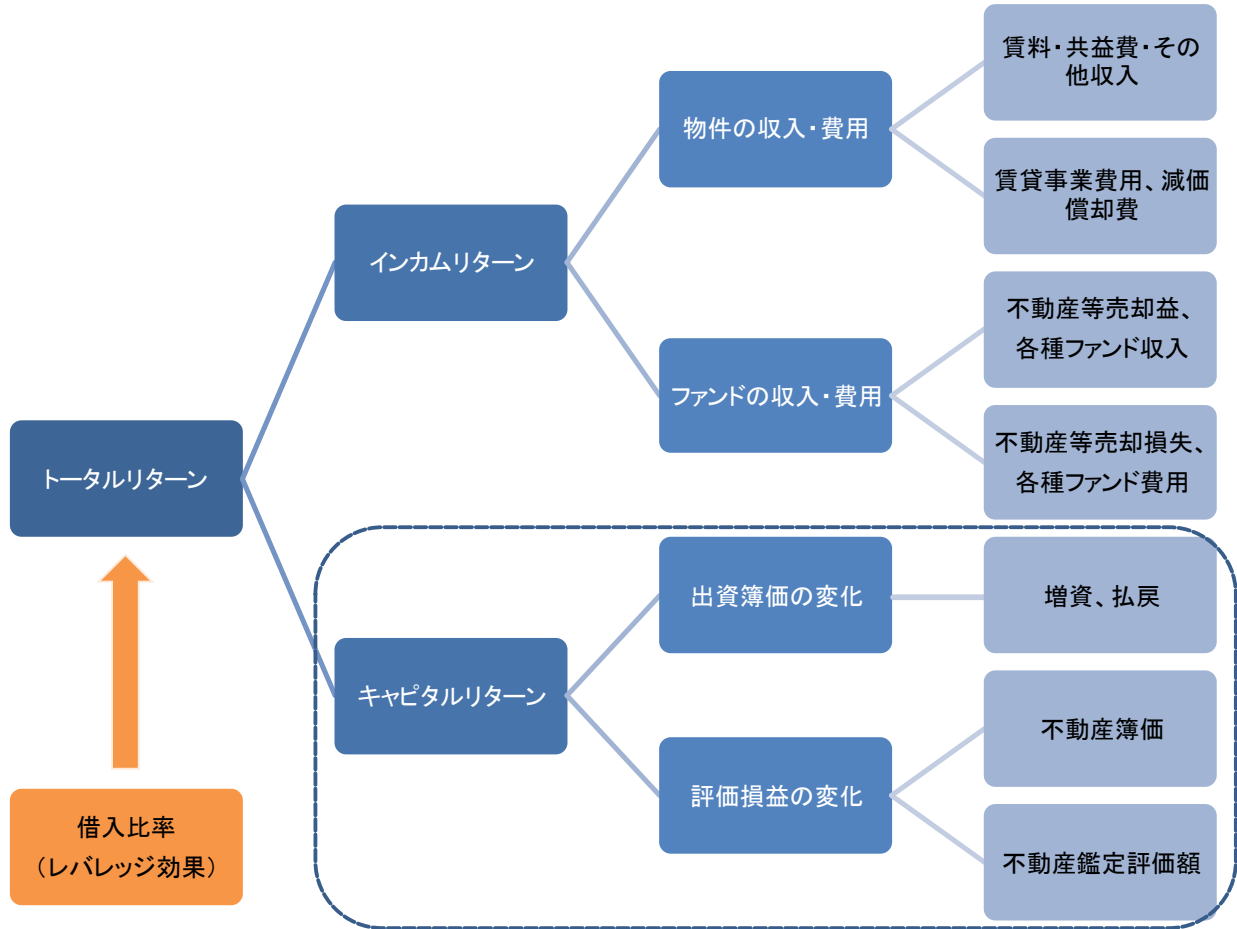
地域別の投資割合は、オフィス・住宅が東京 23 区内:それ以外=8:2、商業施設は都心型:郊外型=5:5とした

想定 LTV 比率は 40%とした

その他、指標作成方法についての詳細は、後述の「補論 仮想私募 REIT の投資リターン指標作成方法」を参照

出所) 三井住友トラスト基礎研究所

図表Ⅲ-2-2 仮想私募 REIT の投資リターン率の主要要因分解



注) 図表は、トータルリターン率の主要な変動要因を整理したものであり、すべての変動要因を網羅したものではない
出所) 三井住友トラスト基礎研究所

それでは、仮想私募 REIT のトータルリターン率は、どのような要因によって変動がもたらされるであろうか。主な変動要因について分解したのが、図表Ⅲ-2-2 である。インカムリターン率の構成要素や借入比率(レバレッジ効果)といった要因は、上場 J-REIT の場合と大きく異ならない一方で、キャピタルリターン率の構成要素(図表枠線内)は、上場 J-REIT と私募 REIT とでは大きく異なる。

以下では、(1)インカムリターン率、(2)キャピタルリターン率の各構成要素別の要因や、(3)借入比率による要因について、その特性を整理し、各種リスクの定量的な把握およびリスクマネジメント、モニタリングの手法について考察を行う。

(1) インカムリターン率の構成要素

インカムリターン率の水準・変動を左右する主要な要因は、上場 J-REIT の場合と同様に、物件およびファンドの収入・費用に大別される。

物件の収入は賃貸事業収入(貸室賃料・共益費収入、その他収入)、物件の費用は賃貸事業費用(各種外部委託報酬、水光熱費、修繕費、公租公課、損害保険料、その他費用)および会計上の費用である減価償却費によって、それぞれ構成される。ファンドの収入は、不動産等の売却益や、その他のファンド収入(受取利息等)によって構成される。ファンドの費用は、不動産等の売却損や、その他のファンド費用(資産運用報酬、役員報酬、資産保管手数料、一般事務委託手数料、支払利息等)によって構成される。

これら各項目の構成割合(ある要因に変化が生じた場合の分配金への影響度)を定量的に把握するため、上場 J-REIT による 2002 年～2012 年末の開示資料を用いて、典型的な REIT の分配金算出過程イメージを示したものが、図表Ⅲ-2-3 である²⁾。

営業収益合計(賃貸事業収入および不動産等売却益など)を 100 とした場合、営業費用合計は 53、営業利益は 47 となる。営業費用の内訳としては、賃貸事業費用が 27 と最も大きく、続いて減価償却費が 17、各種の報酬・手数料などが 8、不動産等売却損などが 1 となっている。

営業外収益(受取利息等)は微小であり、営業外費用(支払利息、融資関連費用など)は 11 である。営業利益にこれらを加減し、経常利益は 37 となる。その他、特別損益や各種税金、前期繰越利益等が加減されるが、平均的に見ればそれら各要因による影響度はきわめて微小である。このようにして算出された当期末処分利益 37 が、その期の分配原資(配当可能利益)となる。

同様の計算を、図表Ⅲ-2-2 の分類に従い行くと、営業収益合計を同じく 100 とした場合、物件の収支である不動産 NOI(償却後)は 53、ファンド収支(ファンド収入－ファンド費用)は－16 となり、当期末処分利益は 37、当期末処分利益／不動産 NOI(償却後)の比率は約 70% であることが確認できる。

上記で整理したインカムリターン水準・変動を左右する主な要因について、リスクマネジメント、モニタリングの観点を以下に整理する。

・ 物件の収入

個別物件の賃料収入は、賃料単価および稼働率によって決定される。

契約賃料単価は、入居中テナントの契約賃料単価だけでなく、テナントの入替時あるいは入居中テナントの賃料改定時における新規賃料単価の水準も重要と考えられる。これは、図表Ⅲ-2-4 に示すように、プロパティタイプによっては新規成約賃料の変動特性が大きく異なるためである。

稼働率は、テナントの契約期間、退去率、空室発生時のダウンタイム期間によって決まるものであるため、入居中テナントの平均契約期間や契約満了時の退去確率、空室発生時のテナント吸引力(エリアにおける需給バランス、物件の立地・建物条件等)の要因が重要と考えられる。

入居中テナントに関する情報は、各種開示資料より確認できるものと考えられるが³⁾、用途別・地域別の新規賃料や需給バランス(稼働率、フリーレント期間)といった賃貸市場については、足元の動向のモニタリングのみならず、短期・中長期の将来見通しのモニタリング(大量供給予定による需給バランス悪化等の変動リスクの点検)も重要となるであろう。

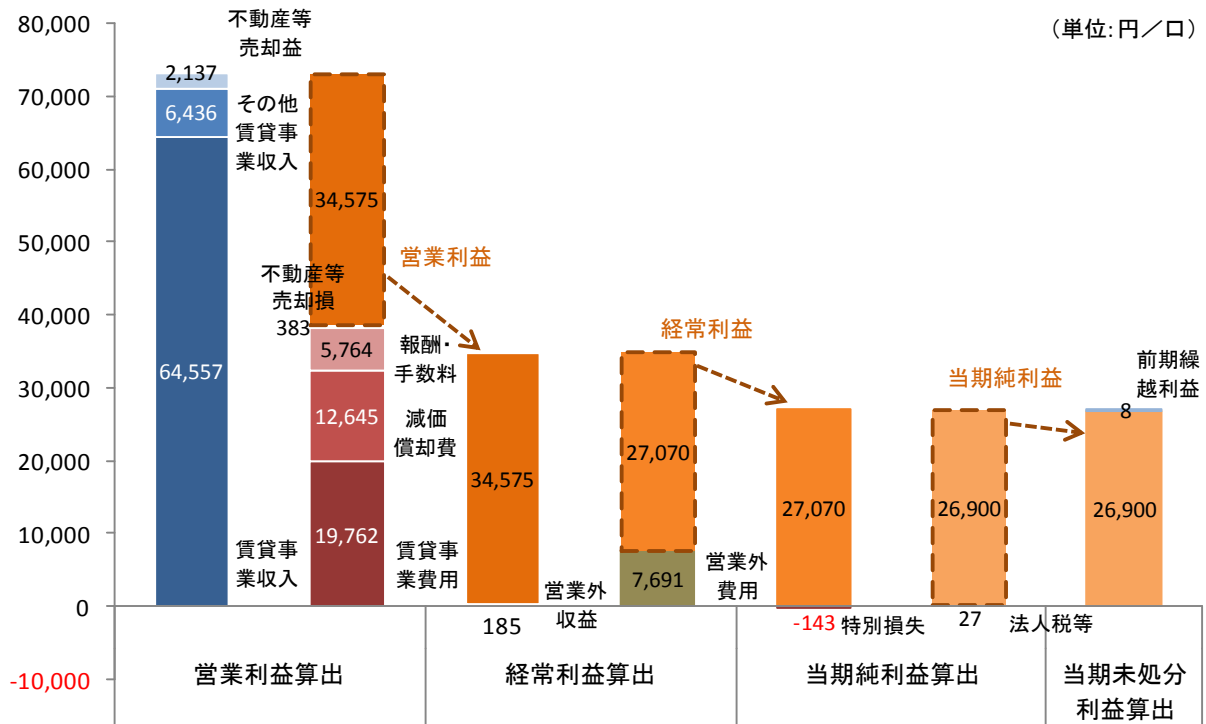
また、個別物件の賃料収入ではなく、ファンドレベルの賃料収入といった観点では、用途間・地域間の分散度合いや、エンドテナントの分散度合いによって、賃料収入の減収リスクがどの程度ヘッジされているかといった点も重要と考えられる。これらについては、ファンドの投資方針の事前確認、投資方針との適合性の確認、ファンドの規模・投資状況などの投資期中のモニタリングが求められるであろう。

²⁾ 各期の運用日数に基づき、個別銘柄の「損益計算書」記載の数値を年額換算し、時点別・銘柄別の期末発行済投資口数を用いて、1 口当たり金額の加重平均値として算出した。

あくまで、2002 年～2012 年末のデータを用いた平均的な数値例を示したものであり(分析に用いたデータによる LTV 比率の平均値は約 49.6%、固定資産額／総資産額比率の平均値は約 93.5%)、実際には時点や個別銘柄の運用資産構成等の差によって、構成割合は変化する点に留意が必要である。

³⁾ 開示される情報量については、私募 REIT と上場 J-REIT との間、また私募 REIT の中でも銘柄間で差異がある可能性に留意が必要である。

図表Ⅲ-2-3 REITの分配金算出過程イメージ



	全銘柄平均 (単位: 円/口)	営業収益合計を 100とした場合	備考
営業収益			
賃貸事業収入	64,557	88	貸室賃料・共益費収入など
その他賃貸事業収入	6,436	9	駐車場・看板収入など
不動産等売却益など	2,137	3	
営業収益合計	73,131	100	
営業費用			
賃貸事業費用(減価償却費除く)	19,762	27	各種委託報酬、水光熱費、修繕費、公租公課など
減価償却費	12,645	17	
報酬・手数料など	5,764	8	資産運用報酬、資産保管・一般事務委託手数料など
不動産等売却損など	383	1	
営業費用合計	38,556	53	
営業利益	34,575	47	
営業外収益	185	0	
営業外費用	7,691	11	支払利息、融資関連費用など
経常利益	27,070	37	
特別損益	-143	-0	
税引前当期利益	26,927	37	
法人税等	27	0	
当期純利益	26,900	37	
前期繰越利益	8	0	
当期未処分利益	26,908	37	

(参考)

不動産NOI(償却前)	51,231	70
不動産NOI(償却後)	38,586	53
ファンド収支(収入-費用)	-11,677	-16

注)記載単位以下の四捨五入の影響により、各項目間での合計が記載数値と一致しない場合がある
出所)三井住友トラスト基礎研究所

また、賃料収入の水準ではなく、分配金利回りといった観点では、個別資産の取得価格(取得利回り)の適正性に関する見極め能力が求められると考えられる。

・ 物件の費用

賃貸事業費用については、固定的に発生する費用が大部分を占めることが一般的と考えられる。各種の費用水準(単価、報酬料率等)について、同種の他物件の平均的な水準との乖離が認められないかなど、各種開示資料を通じた確認が有用と考えられる。

減価償却費については、各ファンドの会計方針において、固定資産の耐用年数としてどのような数値を採用しているか、運用物件(ポートフォリオ)の平均建築後年数、土地・建物比率がどのような分布となっているか、ポートフォリオ全体での減価償却費・資本的支出の平準化が図られているかなどの確認が求められるであろう。

また、「物件の費用」という観点からやや離れるが、減価償却費は会計上の費用であり、実際の現金支出は伴わないため、その分の資金がファンド内に留保されることとなる。この資金について、物件の収益力向上のための支出以外に、どのようなキャッシュ・マネジメントを行うかといった財務戦略も、とくに商業施設や物流施設など、不動産に占める建物の割合が高いプロパティタイプを中心に運用するファンドの場合、重要性が増すものと考えられる。

・ ファンドの収入・費用

ファンドの収入・費用項目としては、大きく不動産等売却損益、各種の報酬・手数料、有利子負債に対する支払利息・融資関連費用の3点について考える。

不動産等の売却損益については、図表Ⅲ-2-3 で見たように、継続保有を前提とする上場 J-REIT のデータを長期で平均して見た場合には、影響度はさほど大きくないものの、ある一時点で不動産等売却損益が発生した場合には一定の影響度を持つと考えられる。私募 REIT では、投資主からの払戻請求が複数期連続して行われ、内部留保資金・借入金による資金確保が困難な場合には、売却損を伴う不動産売却が行われる可能性も考えられる。そのような不動産売却損が発生した場合、損益計算上は、払戻しを行わなかった投資家への分配可能利益に影響が生じることとなる。

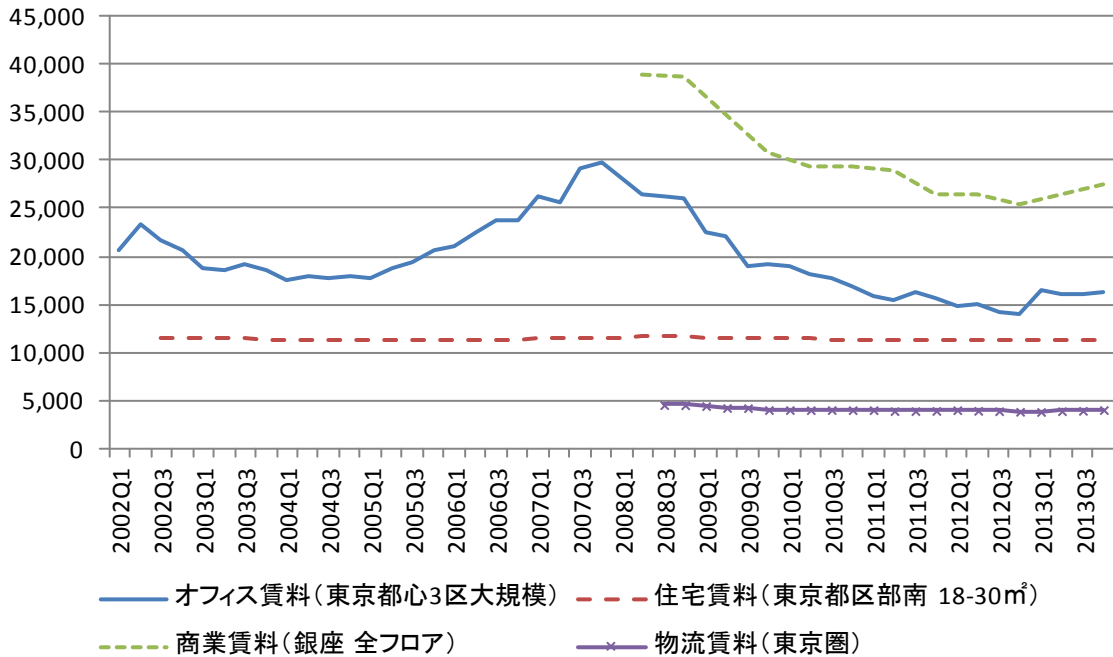
不動産取引価格は、図表Ⅲ-2-5 に示すように、中長期で上昇・下落のサイクルを描き、また、不動産鑑定評価額とは異なる変動特性を有するため、各種開示資料における継続不動産鑑定評価額の確認のみならず、不動産取引市場の動向等のモニタリングが重要と考えられる。

各種の報酬・手数料については、上場 J-REIT と同様に、銘柄間でその体系が大きく異なる可能性が考えられるため、投資実行前における報酬・手数料の水準・料率の算定方法の確認や、上場 J-REIT 等との比較分析が求められるであろう。

有利子負債に対する支払利息・融資関連費用は、平均借入利率・期間等の負債調達能力・戦略に加え、金利上昇が生じた場合には、借入比率が高いファンドほど影響を受けやすくなると考えられる点などに留意が必要である。図表Ⅲ-2-3 で示した長期データを用いた分析では、支払利息・融資関連費用等(営業外費用の約 95%を占める)／有利子負債総額の比率(負債コスト)の平均値は約 1.64%(うち借入金・投資法人債への支払利息のみで見ると 1.42%)である。分配金への影響度を一定程度有することから、将来の金利上昇に伴う分配金の減少リスク等、経済環境のモニタリングが重要と考えられる。

図表Ⅲ-2-4 プロパティタイプ別の賃料動向の推移

(円/月・坪)



注) オフィス賃料および住宅賃料は成約賃料ベース、商業賃料および物流賃料は募集賃料ベース

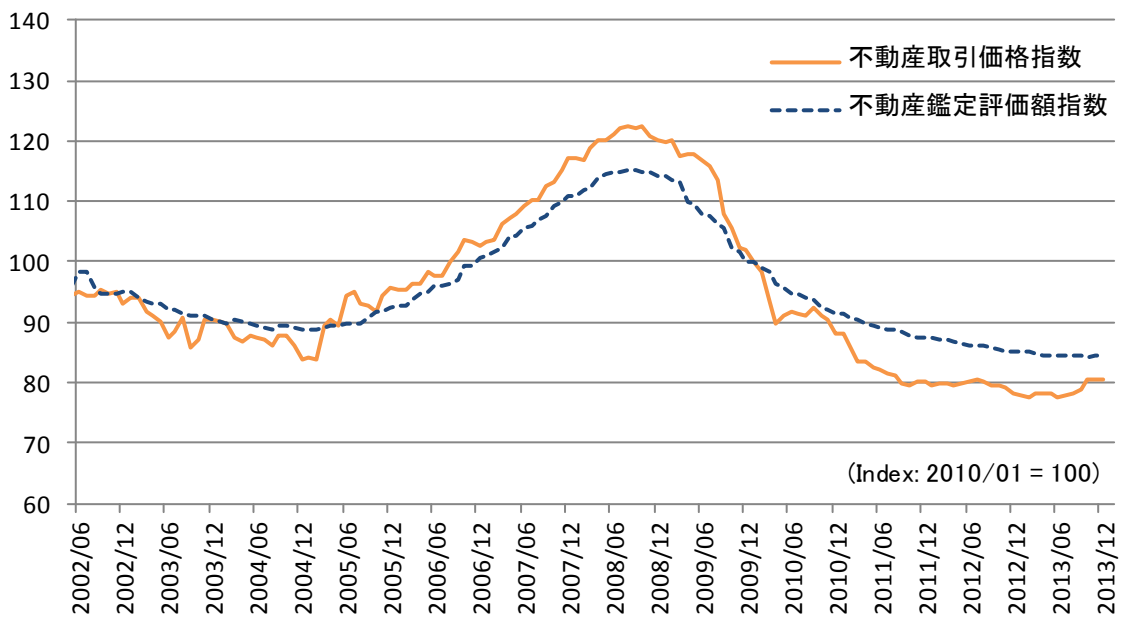
出所) オフィス賃料: 三幸エステート株式会社・株式会社ニッセイ基礎研究所「オフィスレントインデックス」

住宅賃料: 三井住友トラスト基礎研究所

商業賃料: 一般財団法人日本不動産研究所、株式会社ピーエーシー・アーバンプロジェクト、スタイルアクト株式会社「店舗賃料トレンド」

物流賃料: 株式会社一五不動産情報サービス「物流施設の賃貸マーケットに関する調査・データ集」

図表Ⅲ-2-5 不動産取引価格指数と不動産鑑定評価額指数(上場 J-REIT 保有オフィス物件)



注) 上場 J-REIT が 2014 年 6 月末時点で保有する全国のオフィス物件を対象とし、Rolling Window 型の SPAR 法 (Sale Price Appraisal Ratio Method) により、品質調整済価格指数を算出した

出所) 三井住友トラスト基礎研究所

(2) キャピタルリターンの構成要素

上場 J-REIT の投資口は、金融市場で価格形成が行われ、市場にて売却が可能である。一方、私募 REIT は投資口の基準価額に基づき一定の条件下で払戻しが行われるが、投資口の基準価額は不動産鑑定評価額等より計算される評価損益によって算定される⁴⁾。この点において、私募 REIT と上場 J-REIT とではキャピタルリターンの変動を左右する要因が大きく異なり、私募 REIT は金融・資本市場のリスクを受けにくい商品とされている。

なお、不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則では、基準価額の算定方法として「総資産額に保有資産の評価損益を加減した額から負債を控除した額を投資口数で除した商」とされているが、これは別の側面で、純資産額(出資簿価等)と評価損益に分解して捉えることができる。以下では、この観点で各変動要因の解説を行う。

・ 出資簿価の変化

私募 REIT は、上場 J-REIT 同様に投資口の追加発行(増資)を行うほか、私募 REIT の場合には投資口の払戻しが行われる。ここで、増資実行前の1口当たり出資簿価(=出資簿価総額/発行済投資口数)を上回る(下回る)価額にて増資が行われた場合、増資実行後の1口当たり出資簿価は、実行前と比較して高く(低く)なる。同様に、払戻し前の1口当たり出資簿価を上回る(下回る)価額にて払戻しが行われた場合、払戻し後の1口当たり出資簿価は、払戻し前と比較して低く(高く)なる。

上場 J-REIT では金融市場で形成される価格等に基づき増資が行われるため、増資に伴い1口当たり出資簿価が10~20%程度増減するようなケースも見られる。一方で、私募 REIT の場合、前述の方法で不動産鑑定評価額等より計算される評価損益によって基準価額が算定されるため、上場 J-REIT と同程度の変動が生じる可能性は低いものと考えられる。

・ 評価損益の変化

前述の通り、私募 REIT の基準価額を構成する評価損益は、不動産の帳簿価格(簿価)と鑑定評価額によって算定される。保有する不動産の簿価は、不動産取得簿価から各期中の減価償却費・資本的支出額を加減することで求められる。これに対し、不動産鑑定評価額は、図表 III-2-5 で示したように、不動産取引価格と比較して緩やかな変動幅をもって推移し、価格下落局面において両者に乖離が生じるなどの特徴が読み取れる。

不動産鑑定評価額については、取得時の鑑定評価額やその後の継続鑑定評価額について、評価額の形成・変動要因(収益還元法で用いられた収益見通し、割引率等)を、各種開示資料より確認するなどのモニタリングが重要と考えられる。

また、前述の通り、不動産鑑定評価額の変動は、実際に取引市場で成立しうる価格動向からは乖離する可能性が考えられる。私募 REIT は、上場 J-REIT と異なり金融・資本市場のリスクを受けにくいとされる一方で、投資口の基準価額は市場メカニズムによって決定されるものではないため、私募 REIT 投資にあたっては、継続鑑定評価額のモニタリングのみならず、不動産取引市場動向の十分なモニタリングが求められるであろう。

⁴⁾ 不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則 第5条、第36条、第40条、第47条、第48条。

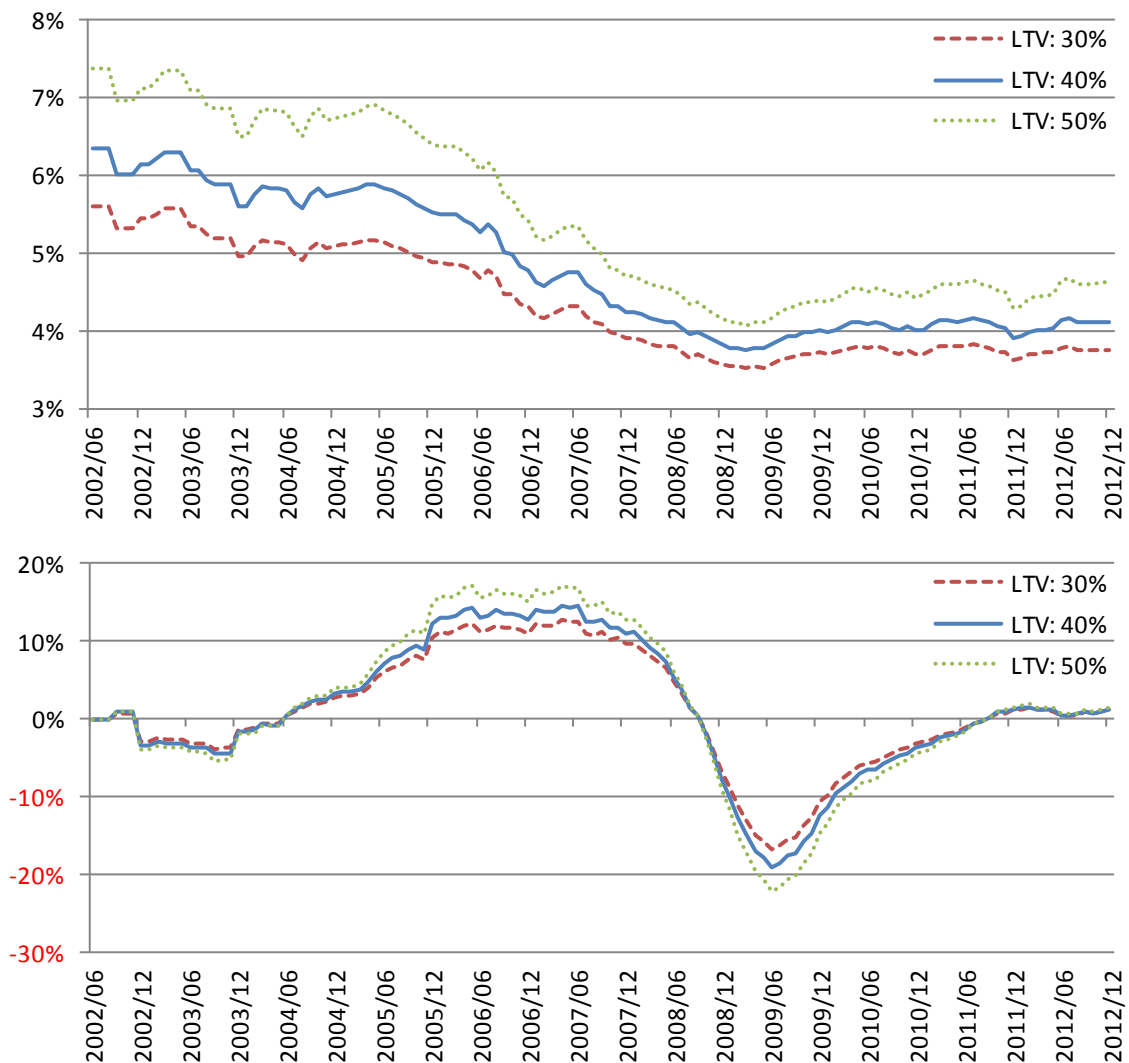
(3) 借入比率(レバレッジ効果)による影響

上記で説明した要因以外では、借入比率(レバレッジ効果)による影響によっても、インカムリターン、キャピタルリターン、およびそれらの合計であるトータルリターンの変動幅は変化する。

図表Ⅲ-2-6 は、仮想私募 REIT のインカムリターンおよびキャピタルリターン指標について、借入比率をそれぞれ 30%, 40%, 50%と変化させた場合の指標である。借入比率が高くなるほど、レバレッジ効果によってインカムリターンの水準が高く、またキャピタルリターンの変動幅が大きくなることが確認できる。キャピタルリターンの変動幅の大きさとして標準偏差を計算すると、借入比率 40%を 100とした場合、借入比率 30%では約 87、借入比率 50%では約 118 となる。

借入比率を低く設定することで、借入金返済時のリファイナンスリスクを低減し、またキャピタルリターンの変動幅を小さく抑えることができるが、インカムリターンの水準も低くなってしまい、目標リターンを下回ってしまう可能性等に留意が必要である。私募 REIT 投資においては、ファンドの借入比率の設定方針の事前確認や、増資・払戻しおよび物件取得・譲渡の際の借入比率の変動等について、期中モニタリングが求められるであろう。

図表Ⅲ-2-6 仮想私募 REIT の借入比率別投資リターン指標(上:インカムリターン、下:キャピタルリターン)



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

補論 仮想私募 REIT の投資リターン指標作成方法

本調査で使用した仮想私募 REIT の投資リターン指標の作成方法の概要を以下に整理する。

本指標は、上場 J-REIT 開示情報を活用し、上場 J-REIT の保有物件が私募 REIT によって保有されていると見なし、エクイティ投資を行った場合のリターンとして算出された指標である。

・ ファンド費用・レバレッジ効果を考慮

私募 REIT 投資のリスク・リターン特性を定量的に把握しようとした場合、代替指標として実物不動産の投資リターン指標（インカムリターン、キャピタルリターン、およびそれらの合計であるトータルリターン）を用いるだけでは不十分である。私募 REIT は上場 J-REIT と同様に、エクイティ投資家の出資以外に負債を調達し不動産投資を行うことが一般的であり、また、各種のファンド費用等を控除した上で分配金が決定されるため、私募 REIT の投資リターンは、実物不動産の投資リターンに比べて振れ幅が大きくなる。つまり、私募 REIT の投資リターンを把握するためには、レバレッジ効果および各種ファンド費用等を考慮した指標を用いることが望ましいと考えられる。

このような観点で、上場 J-REIT の開示情報を活用し、各決算期末時点における貸借対照表・損益計算書・不動産鑑定評価額の総額・発行済投資口数を用いて、上場 J-REIT が非上場であったと見なした場合の 1 口当たり期末純資産額 (NAV) ・分配金総額に基づき、以下の算定式でリターンを計算した結果が、図表 III-2-7 に示す「(1)ファンドデータ」である。

<算定式>

インカムリターン = 期中の 1 口当たり分配金 / 期首の 1 口当たり NAV

キャピタルリターン = (期末の 1 口当たり NAV - 期首の 1 口当たり NAV) / 期首の 1 口当たり NAV

ただし、この方法では、上場 J-REIT が 1 口当たり出資簿価よりも高い(低い)水準で公募増資を行う、いわゆるプレミアム(ディスカウント)増資を行った場合に、増資後の 1 口当たり出資簿価の増加(減少)分が私募 REIT 投資におけるキャピタルゲイン(ロス)として計算されてしまう問題が残される。

・ 上場 J-REIT が保有する各不動産を「1 物件からなるファンド」と見なし推計

上記の問題を踏まえ、上場 J-REIT が保有する各不動産を「1 物件からなるファンド」と見なし、外部成長を行わない想定のもとで 1 口当たり期末純資産額 (NAV) ・分配金総額に基づきリターンを仮想的に計算した結果が、図表 III-2-7 に示す「(2)個別物件データ+ファンドデータ」である⁵⁾。この方法によって算出された投資リターン指標は、ファンドが外部成長を行わない想定のため、前述のプレミアム(ディスカウント)増資による投資リターンへの影響を排除できることが、図表から確認できる。

また、前述の方法では、ある用途に特化した指標を作成しようとした場合、「商業施設特化型銘柄」等に限定して指標を作成するなどの方法が可能であるが、いわゆる総合型 REIT が保有する商業施設のデータは利用できないといった制約に直面する。これに対し、上場 J-REIT が保有する各不動産を「1 物件からなるファンド」と見なし指標を作成した場合、用途別だけでなく、地域・竣工年・面積帯別等にサンプルを分割して仮想投資リターンを推計することが可能といった利点を有する。

⁵⁾ ファンド費用等は、各物件を保有する投資法人の実績値を個別物件に按分または設定し、資産の追加取得・部分譲渡を行った物件はサンプルから除外するなどの想定のもとで算出される仮想投資リターン指標である。

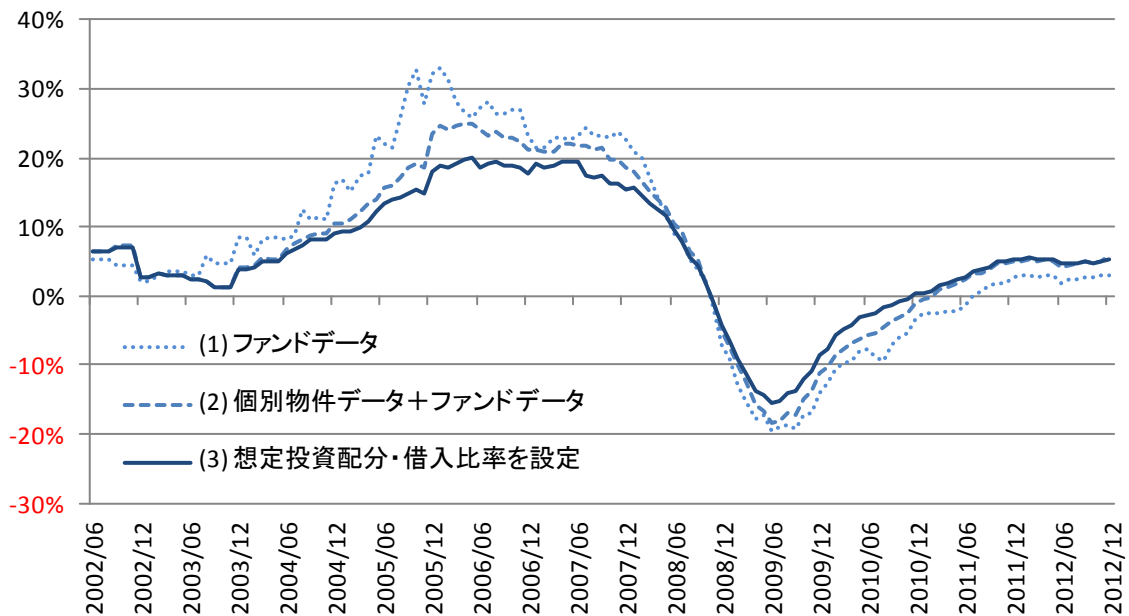
・ 想定投資配分、借入比率を設定

図表Ⅲ-2-7 に示す(1), (2)の指標は、上場 J-REIT が保有するすべての不動産データを用いて算出された指標であり、これらには、ホテル・シニア住宅・インフラ施設・底地など多様な用途の不動産データが含まれている。私募 REIT 投資のリスク・リターン特性を定量的に把握しようとする場合には、検討対象となる私募 REIT の投資方針に近い比率で作成されたトータルリターン指標(用途別・地域別等の各指標を投資配分によって平均化した指標)を用いることが望ましいと考えられる。

そこで、本調査では、モデルファンドの投資配分として図表Ⅲ-2-8 に示す数値を設定した。用途別には、オフィス:住宅:商業施設:物流施設=4:3:2:1とし、オフィスと住宅については東京 23 区内:東京 23 区以外=8:2、商業施設については都心型:郊外型=5:5の比率を設定した。

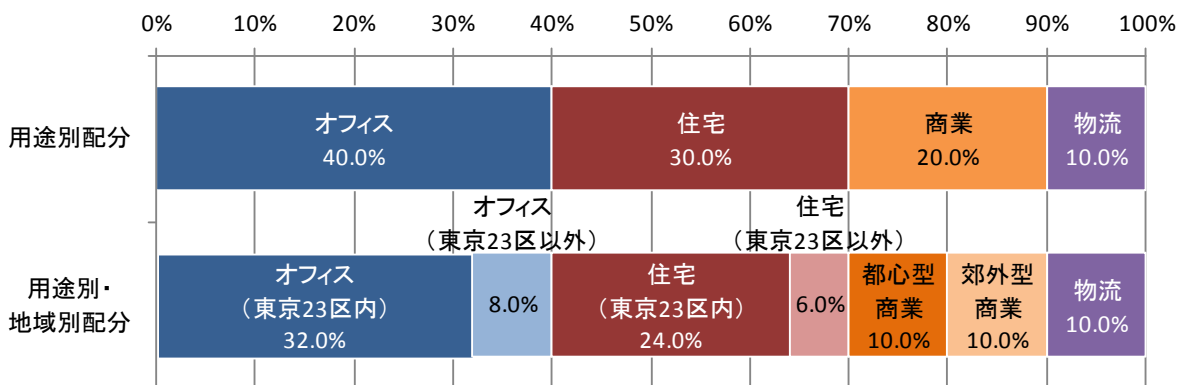
また、本モデルファンドの想定借入比率として 40%を設定した。この方法で算出された指標が、図表Ⅲ-2-7 に示す(3)の指標であり、本調査ではこの指標を用いている。

図表Ⅲ-2-7 仮想私募 REIT の投資リターン指標



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

図表Ⅲ-2-8 想定投資配分の設定



注) 上記投資配分を原則とするが、物流特化型指標が算出できない2006年以前の時期は、物流施設への投資比率を0%とし、残りの90%を各用途・地域へ按分した(他の時期・用途についても同様)

出所) 三井住友トラスト基礎研究所

IV 運用資産の配分決定におけるリスク評価手法の検討

前章までは、私募 REIT という単一の商品に着目し、そのリスク・リターン特性について定性的・定量的な評価手法の考察を行った。しかしながら、エクイティ投資家の視点に立てば、リスク・リターン特性の評価は私募 REIT という単一の資産区分にとどまらず、他の主要資産(株式・債券等)との相対比較を行うことが重要と考えられる。そこで、本調査では、株式・債券等の主要資産および上場 J-REIT との比較分析を通じて、私募 REIT の不動産投資商品としての位置付けを明らかにするとともに、資産運用における不動産投資の意義をポートフォリオのリスク低減効果(分散投資効果)の観点から整理する。

1 下方リスクを重視した個別資産のリスク量推定

現代ポートフォリオ理論(MPT: Modern Portfolio Theory)における平均・分散モデルでは、ある資産のリスク量の尺度として、期待リターンからのぶれの大きさ(分散)が用いられる。これは、期待リターンを下回る部分をリスクと見なすと同時に、期待リターンを上回る部分についても同様にリスクと見なしてしまう考え方である。これは、ある資産のリターンについて、期待リターンを上回る部分と下回る部分とがランダムかつ対称的に発生するなど、いくつかの仮定に基づく考え方であるが、現実の世界では、リーマンショックのような金融危機や、量的金融緩和政策の影響によって各種資産のリターンは大きく変動し、また、その変動の大きさもばらばらであるなど、現実にはこのような仮定が成立することは稀と考えられる。

実際の資産運用においても、期待リターンを下回る部分をリスクと捉えることはあっても、上回る部分をもリスクと捉えることは実感に合いにくいであろう。そこで、本調査では、ある資産が期待リターンを下回る部分のみに焦点を当てた「下方リスクモデル」の考え方をを用いて個別資産のリスク量を推定し、資産運用におけるポートフォリオのリスク評価を行う。

本調査では、主要資産として国内株式・国内債券の 2 種類、また、不動産投資商品として上場 J-REIT および私募 REIT (前章で提示した仮想私募 REIT のリターン指標)の 2 種類をそれぞれ用いる。各資産のトータルリターンの推移を表したものが図表 IV-1-1 である。国内株式や上場 J-REIT のリターン変動幅は仮想私募 REIT よりも大きく、国内債券は仮想私募 REIT よりも小さいことが確認できる。また、各資産のリターンは、プラス・マイナスに振れる大きさがそれぞれ異なっており、プラスに振れた部分の影響を排除し、下方リスクに焦点を当てたリスク量を推定する工夫が求められることが確認できる。

これら各資産について、次の 3 通りの手法によりリスク量の推定を試みた。(1)平均・分散モデルによるリスク量「分散(Variance)」は、期待リターンの周りでのばらつき度合いを表す指標であり、期待リターンを下回る部分だけでなく、上回る部分についてもリスクと捉える考え方である。これに対して、(2)平均・下方半分散モデルによるリスク量「下方半分散(Semi-Variance)」は、期待リターンを下回る部分の大きさを表す指標、(3)平均・下方部分積率モデルによるリスク量「下方部分積率(LPM: Lower Partial Moments)」は、ある目標リターンを下回る部分の大きさを表す指標⁶⁾と、それぞれ下方リスクに焦点を当てたリスク量指標である。

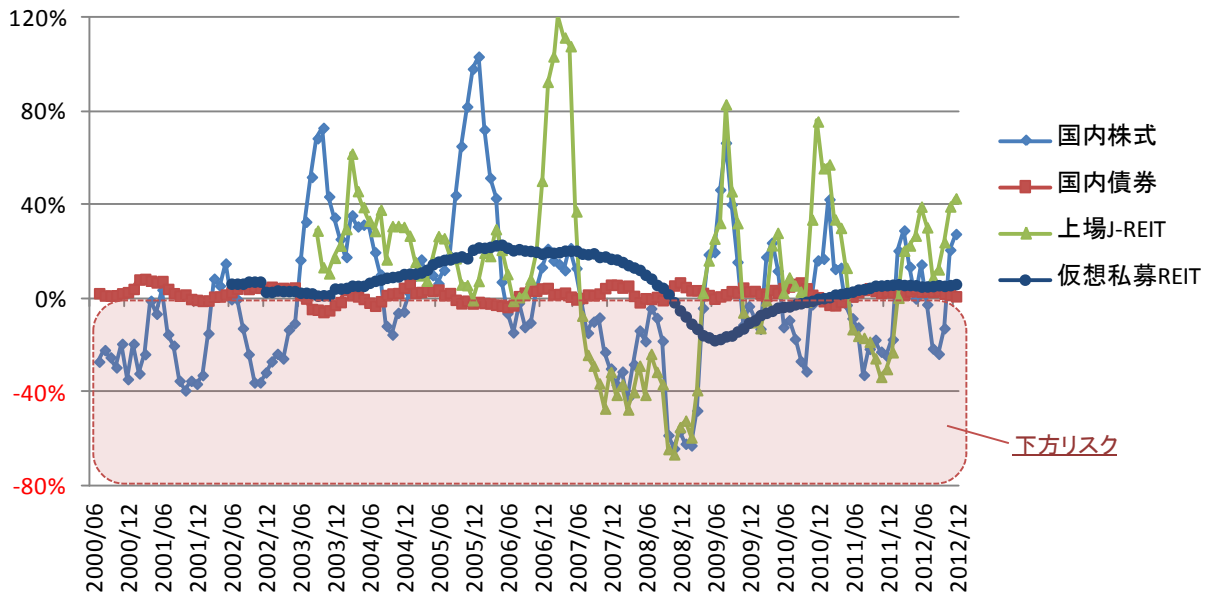
⁶⁾ 目標リターンを 0% とし、トータルリターンがマイナスとなる部分すべてをリスクと捉える方法により計算を行った。なお、下方部分積率の計算(以下)に用いる次数 k は 2 とした(ただし x は目標リターン、 r_t は事象 t の収益率)。

$$LPM_k(x) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T [\max(x - r_t, 0)]^k$$

各リスク量の推定結果をまとめたものが図表IV-1-2 である。(1)分散を用いた国内債券のリスク量を100として、各資産についてそれぞれの手法で推定したリスク量を整理している。下方リスク推定量との比較においては、分散基準ではリスク量が過剰に推定されていることが確認できる。また、資産間の比較においては、国内債券を低リスク資産、国内株式および上場 J-REIT を高リスク資産とした場合、仮想私募 REIT は中程度以下のリスク量を有した資産であることが確認できる。

なお、下方リスク量を推定する手法としては、(2)下方半分分散より(3)下方部分積率のほうが、目標リターンを任意に設定できるなど計算上の利点を有すると考えられるため、以下では(3)下方部分積率を用いた各種のリスク量推定を行う。

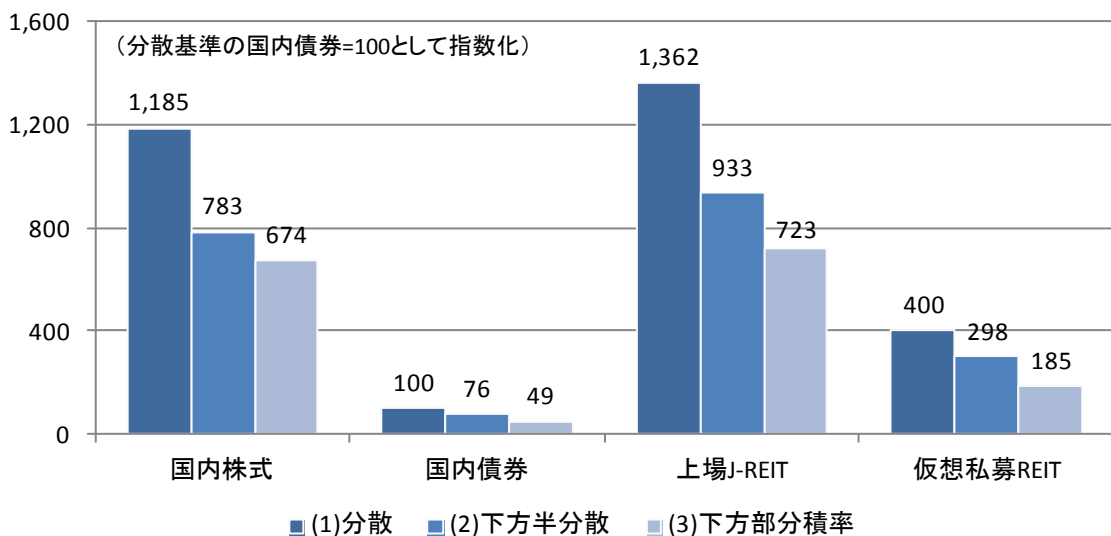
図表IV-1-1 各資産のトータルリターン推移



注)トータルリターンは6ヶ月間の収益率(年率換算)

出所)国内株式は東証株価指数(配当込)、国内債券は NOMURA-BPI(総合)(Bloomberg データ)、J-REIT は東証 REIT 指数(配当込)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成、その他は三井住友トラスト基礎研究所

図表IV-1-2 各資産のリスク量推定値



注)各リスク量推定値の次元を統一させたうえで、分散基準における国内債券のリスク量推定値を100として指数化
 リスク量の推定には、それぞれの資産について2003年9月~2012年12月の時系列データを用いた
 下方部分積率のリスク量は、目標リターンを0%とし、次数 k=2 として推定した結果である

出所)三井住友トラスト基礎研究所

2 ポートフォリオのリスク量推定および運用資産配分

前節で行った各資産の下方リスク量の推定を踏まえ、本節では、資産間の相関関係・分散投資効果を加味したポートフォリオのリスク量推定および運用資産の配分決定について考えたい。

前述の4資産のデータについて、トータルリターンとの相関係数を整理したものが図表IV-2-1である。国内株式は国内債券と一定の負の相関関係にあり、上場 J-REIT とは一定の正の相関関係、仮想私募 REIT とは緩やかな正の相関関係にある。また、国内債券は上場 J-REIT や仮想私募 REIT と緩やかな負の相関関係にあり、上場 J-REIT と仮想私募 REIT は緩やかな正の相関関係にある。

これら各資産のリスク・リターン分布をプロットしたものが図表IV-2-2である。

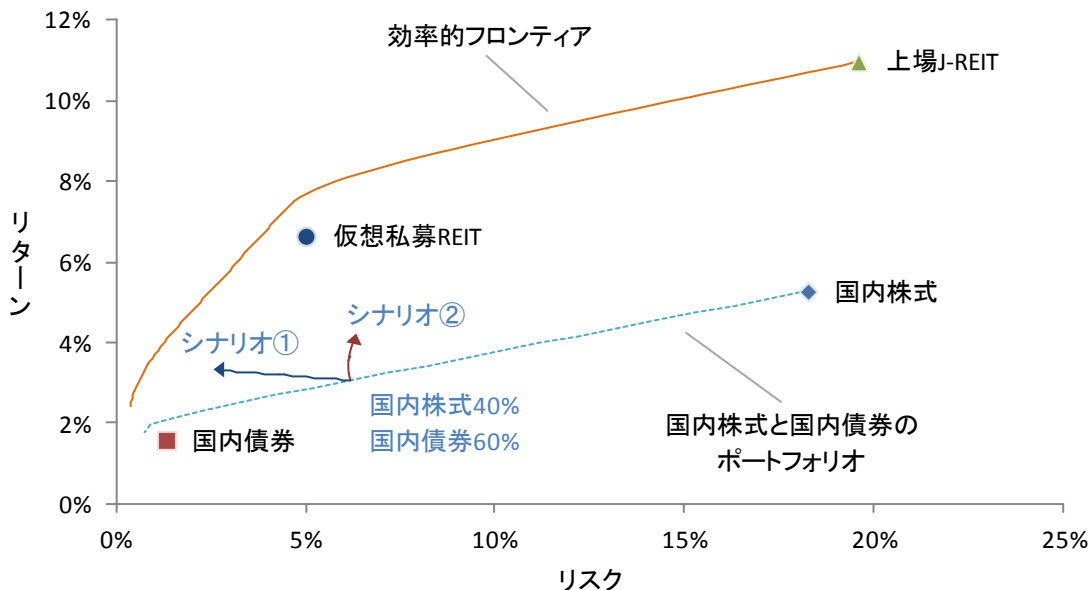
ここでは、主要資産タイプである株式・債券で構築されたポートフォリオに、仮想私募 REIT や上場 J-REIT といった不動産投資商品を組み入れた場合に、ポートフォリオ全体のリスク量をどの程度低減させること(分散投資効果を発揮すること)が可能かについて検証する。具体的には、国内株式、国内債券への投資比率をそれぞれ 40%、60%としたポートフォリオを基準として、仮想私募 REIT あるいは上場 J-REIT への投資比率を1%ずつ増加させ、国内株式への投資比率を1%ずつ減少させた場合のポートフォリオ全体の下方リスク量のシミュレーションを行う。

図表IV-2-1 各資産間の相関係数

	国内株式	国内債券	上場J-REIT	仮想私募REIT
国内株式	1.000	-0.621	0.577	0.152
国内債券		1.000	-0.239	-0.194
上場J-REIT			1.000	0.103
仮想私募REIT				1.000

注)相関係数の推定には、それぞれの資産について2003年9月～2012年12月の時系列データを用いた(出所)三井住友トラスト基礎研究所

図表IV-2-2 各資産のリスク・リターン分布、効率的フロンティア



注)リターン推定は2003年9月～2012年12月の時系列データの平均値により行った。ただし、上記のリターン推定には一定の推定誤差を伴うことが想定されるため、以下ではリスク量の推定に焦点を当てて議論を進める

(出所)三井住友トラスト基礎研究所

上記枠組みでのシミュレーション分析について、仮想私募 REIT を組み入れた場合を「シナリオ①」、上場 J-REIT を組み入れた場合を「シナリオ②」とした。各シナリオにおけるポートフォリオ全体のリスク量推定結果を整理したものが図表IV-2-2内の矢印および図表IV-2-3である。なお、ここでのリスク量は「ポートフォリオ収益率が0%を下回る大きさ」として、下方部分積率により計算されたものである。

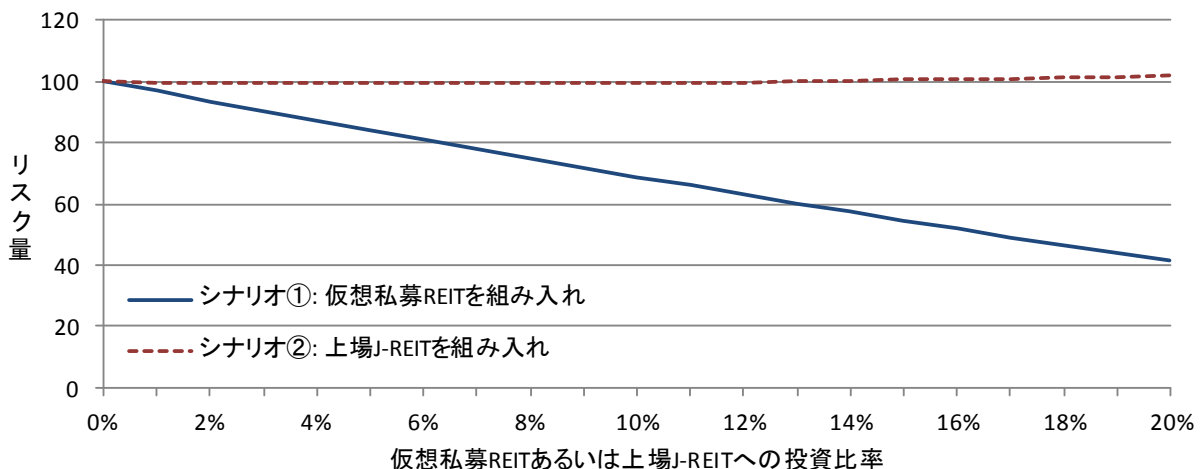
得られた結果を見ると、上場 J-REIT への投資比率を1%ずつ増加させ国内株式への投資比率を1%ずつ減少させた場合(シナリオ②)は、ポートフォリオ全体のリスク量をほとんど低下させず、むしろ上場 J-REIT への投資比率6%付近を境に、ポートフォリオリスク量を微小ながら押し上げる結果となっている。これは、国内株式と上場 J-REIT の相関関係が強く、また、上場 J-REIT は国内株式よりも下方リスク量が大きい(図表IV-1-2)、両資産間の相関係数が0.58程度であったとしても、下方リスクを重視した場合においては分散投資効果を十分に発揮できていないことを意味する。

一方で、仮想私募 REIT への投資比率を1%ずつ増加させ国内株式への投資比率を1%ずつ減少させた場合(シナリオ①)では、ポートフォリオ全体のリスク量を一定程度押し下げることが定量的に確認できる。これは、国内株式と仮想私募 REIT の相関係数が0.15と低く、また、仮想私募 REIT は国内株式よりも下方リスク量が小さい(図表IV-1-2)、下方リスクに焦点を当てた場合においては分散投資効果を一定程度発揮できることを意味する。

このシミュレーション結果をよりわかりやすく確認するために、シナリオ①および②それぞれについて、仮想私募 REIT あるいは上場 J-REIT への投資比率を20%まで引き上げ、国内株式への投資比率を20%まで引き下げたポートフォリオのトータルリターン推移を見たものが、図表IV-2-4である。基準となるポートフォリオ(国内株式40%、国内債券60%)のリターンと比較して、ポートフォリオ収益率が0%を下回る部分の大きさは、シナリオ①(国内株式20%、国内債券60%、仮想私募 REIT20%)では一定程度抑制できているのに対し、シナリオ②(国内株式20%、国内債券60%、上場 J-REIT20%)ではその効果が限定的であることが視覚的に確認できる。また、図表IV-2-2に示したシナリオ①の矢印の先端(国内株式20%、国内債券60%、仮想私募 REIT20%)は、効率的フロンティア(ある期待リターンに対応した最小リスク量の集合)に一定程度近付けることが確認できる。

以上の分析結果より、国内株式と相関性が低く、また、国内株式と比べて下方リスク量の小さい仮想私募 REIT への投資は、ポートフォリオ全体のリスク量を低減させる、つまりリターンの安定性を高める可能性を有することが、定量的に確認された。

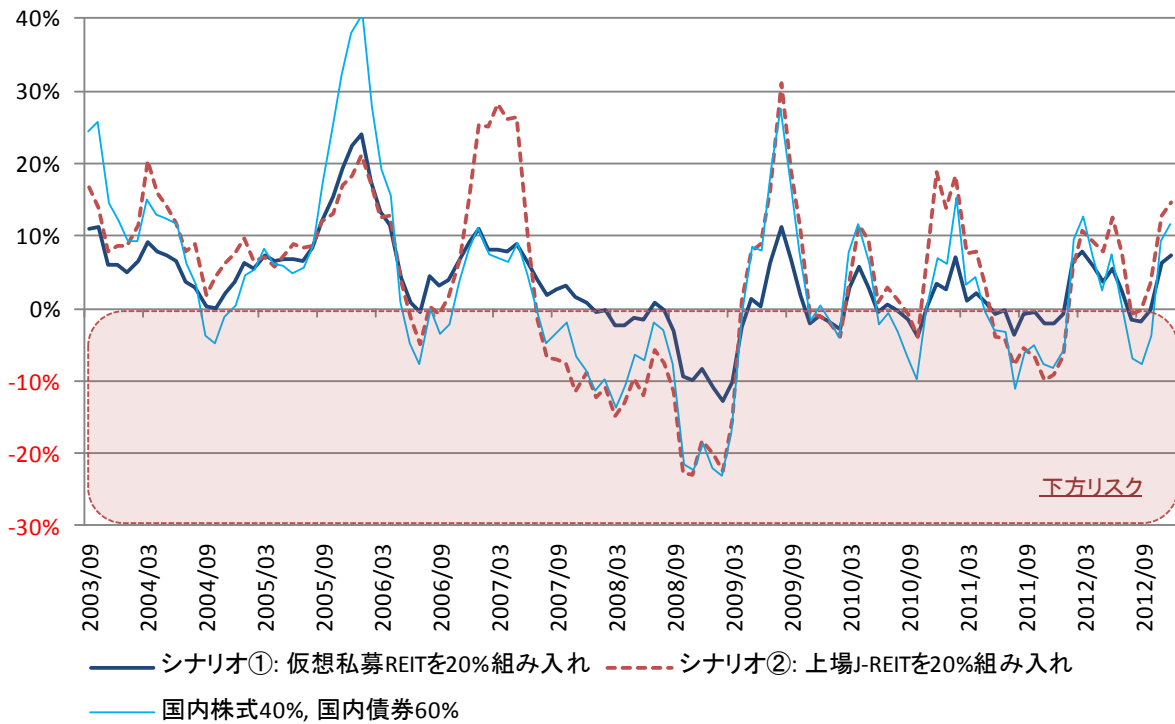
図表IV-2-3 国内株式・国内債券のポートフォリオに仮想私募 REIT/上場 J-REIT を組み入れた場合のポートフォリオリスク量



注)国内株式、国内債券への投資比率をそれぞれ40%、60%とした場合のポートフォリオ全体のリスク量を100とし、仮想私募 REIT または上場 J-REIT への投資比率を1%ずつ増加させ、国内株式への投資比率を1%ずつ減少させた場合のリスク量を推計

出所)三井住友トラスト基礎研究所

図表IV-2-4 仮想ポートフォリオのトータルリターン推移



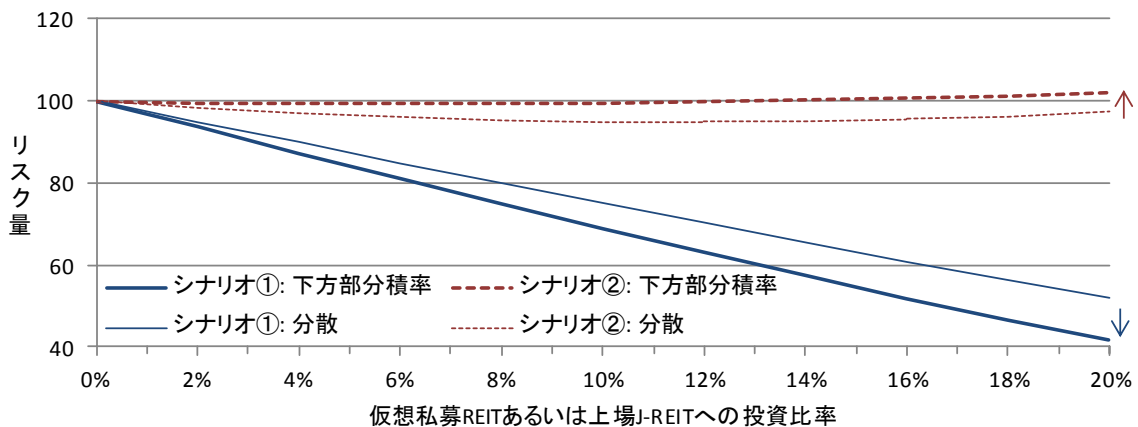
出所)三井住友トラスト基礎研究所

<参考資料: 平均・分散モデルおよび平均・下方部分積率モデルによる結果の比較>

本調査では、各資産の下方リスクに焦点を当て、平均・下方部分積率モデルにより前述のようなシミュレーション分析を行った。図表IV-2-5 では、下方リスクに焦点を当てず、平均・分散モデルによって同様のシミュレーションを行った結果である。

仮想私募 REIT への投資(シナリオ①)では、下方リスクに焦点を当てることで、ポートフォリオリスク量がより低下する(平均・分散モデルではリスクを過剰に推定してしまっている)ことが確認できる。また、上場 J-REIT への投資(シナリオ②)では、下方リスクが高まるような投資配分の変更であっても、平均・分散モデルでは国内株式と上場 J-REIT のリターンの相関係数が 1.0 未満である限り、ポートフォリオリスク量が低くなる(過小に推定してしまっている)との結果が確認できる。

図表IV-2-5 (参考)平均・分散モデルと平均・下方部分積率モデルによるシミュレーション結果の比較



注)国内株式、国内債券への投資比率をそれぞれ 40%、60%とした場合のポートフォリオ全体のリスク量を 100 とした推定値

出所)三井住友トラスト基礎研究所

V おわりに ～私募 REIT への投資にあたって～

本章では、第Ⅱ章から第Ⅳ章までの内容を踏まえ、私募 REIT への投資における魅力と留意点についてまとめるとともに、当該留意点に対する懸念を軽減するための投資実行時のデューデリジェンスおよび投資実行後のモニタリングについて重視すべき視点を紹介するものとする。

1 私募 REIT への投資における魅力と留意点

1-1 私募 REIT 投資の魅力

これまで、私募 REIT の概要整理、そこに内在する定性的なリスクの把握および定量的なリスク評価手法の検討について触れてきた。これらを総合してみると、私募 REIT 投資における魅力は、上場 J-REIT および従来の不動産私募ファンドが直面していた課題をカバーしているところではないだろうか。上場 J-REIT は、ミドルリスク・ミドルリターンといわれながらも、金融・証券市場の影響を受けて投資口の価額がボラティルな動きをする点が懸念されてきたが、私募 REIT では投資口の基準価額の算定に際して、現時点における中・長期的な見通しに基づいた不動産鑑定評価額を用いているため、投資口の基準価額の安定的な推移が期待できる。また、従来の不動産私募ファンドは、有期で運用期間が定められており、出口時点における不動産市場・金融市場の環境によっては、不動産価格の下落によるキャピタルロス(投資額の毀損)やリファイナンスリスク(借入条件の悪化やリファイナンスできないリスク)が顕在化する点、運用期間中の払戻しが認められていない(流動性リスク)点などが懸念されてきたが、私募 REIT はゴーイング・コンサーンであり、かつ払戻請求が認められているため、ファンド期限やファイナンス期限に縛られた不動産売却を行う必要もなく、一定の流動性も確保されている。

また、私募 REIT が上場 J-REIT の保有物件を保有しているものとみなして作成した仮想私募 REIT の投資リターン指標を分析する限りにおいては、不動産以外の主要資産である国内株式や国内債券との相関が低く、各投資家が自らのポートフォリオに私募 REIT を組み入れることにより、リスク低減効果が期待できる不動産投資商品であることが確認できた。更に、国内株式や上場 J-REIT に比べてトータルリターンの下方リスクが相対的に小さく、ミドルリスク・ミドルリターンというリスク・リターン特性が期待できる。

以上より、私募 REIT は、長期安定的な運用を志向する年金基金や、リスク許容範囲内において日本国債から少しでも高利回りの投資先への運用シフトを模索している地方銀行などの投資ニーズを満たす不動産金融商品であると言えるのではないだろうか。なお、私募 REIT の運用会社へのヒアリングによれば、現在の投資家属性としても、年金基金、金融機関(リース会社や保険会社を含む)などが挙げられている。

1-2 私募 REIT 投資における留意点

不動産鑑定評価額が投資口の基準価額算定上で用いられていることや払戻請求が認められていることが私募 REIT の特徴である一方で、不動産鑑定評価額は現在および将来における不動産売却価格を保証するものではない点や、払戻請求をしても投資口を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ると判断され、当該請求が認められない場合がある点には留意する必要がある。また、私募 REIT について定量的なリスク評価手法を取り入れるにあたっては、IV 章に示したとおり、私募 REIT ではデータ収集における制約が厳しく、上場 J-REIT のデータ等、代替的なデータを用いた分析にとどまる可能性があることに留意すべきである。なお、仮に私募 REIT のデータが制約なく利用可能であったとしても、私募 REIT の歴史は浅くトラックレコードが限られている点、私募 REIT は運用開始以来、不動産市場の回復局面しか経験しておらず、不動産市場の悪化局面による影響は未知数である点に留意が必要となる。

以上を総合的に勘案すると、私募 REIT への投資にあたっては、投資主の権利として払戻請求権が存在するものの、あくまで長期投資を前提としたスタンスが必要となる。そのためには、ファンドを運用する運用会社の評価やファンドの裏付けとなる個別不動産のマーケットバリューの把握と将来予測、ファンド全体のパフォーマンス分析等、投資判断を行う時点におけるデューデリジェンスが重要となる。更に、投資実行後においても、当初の投資姿勢、投資方針等に適合しているか否かのチェックや、エクイティ資金の毀損可能性等をモニタリングしていくことが求められるのではないだろうか。

2 私募 REIT へ投資する際のデューデリジェンスとモニタリング

図表 V-2-1 に私募 REIT におけるデューデリジェンスおよびモニタリングの項目イメージを示した。当該イメージは従来の不動産私募ファンドにおけるデューデリジェンスおよびモニタリングの内容と概ね一致しているが、以下では私募 REIT 特有の視点や留意点を取り上げる。

図表 V-2-1 デューデリジェンスおよびモニタリングの項目イメージ

デューデリジェンス 投資判断・投資実行時	1. 運用会社評価	2. ファンド評価	3. 個別不動産評価
	<ul style="list-style-type: none"> ① 会社概要・業績 ② 不動産運用会社としての強み ③ 運用実績 ④ 資産運用ビジネスへのコミットメント ⑤ 組織体制・運用体制 ⑥ 顧客・投資家層 ⑦ 運用哲学 ⑧ リサーチ能力 ⑨ コンプライアンス・リスク管理態勢 	<ul style="list-style-type: none"> ① ファンド概要 ② 投資運用戦略 <ul style="list-style-type: none"> ・運用方針 ・投資クライテリア ・投資制限 ③ 投資運用戦略と投資不動産の整合性 ④ 報酬体系と目標利回り ⑤ 利益相反への対応 ⑥ ガバナンス・コンプライアンス態勢 ⑦ 投資家対応 	<ul style="list-style-type: none"> ① 組入資産概要（ポートフォリオ構成） ② 個別不動産評価 <ul style="list-style-type: none"> ・賃料水準検証 ・NOI検証 ・マーケット評価 ・キャップレート評価 ・取得価格検証
モニタリング 運用期間中	1. 運用会社評価	2. ファンド評価	3. 個別不動産評価
	<ul style="list-style-type: none"> ① 組織体制・運用体制 <ul style="list-style-type: none"> ・組織変更 ・人員変更 ・ファンド運用における影響の検証 ② 顧客・投資家層の変化 ③ コンプライアンス・リスク管理状況 	<ul style="list-style-type: none"> ① マーケット状況と投資運用の整合性 ② ポートフォリオと投資方針の整合性 ③ 利益相反への対応状況 ④ 借入状況 	<ul style="list-style-type: none"> ① 個別不動産評価 <ul style="list-style-type: none"> ・賃料水準検証 ・NOI検証 ・マーケット評価 ・キャップレート評価 ・取得価格検証 ・売却価格検証とタイミングの妥当性 ・ファンドIRR検証 ② 投資口の毀損リスク検証

出所)三井住友トラスト基礎研究所

2-1 デューデリジェンスの視点

(1) 運用会社評価

私募 REIT は、投信法第 198 条第 1 項により資産運用会社にその資産の運用に係る業務を委託しなければならないとされており、投資法人の資産運用パフォーマンスは資産運用会社の運用能力に依存する部分が多いことから、特に運用会社の組織体制および人員体制、運用哲学・運用実績、コンプライアンス態勢等の確認が求められる。

具体的には、スポンサー企業によるパイプラインサポートなどの運用会社としての強み、グループ内における運用会社の位置付け、従来の不動産私募ファンドにおける運用実績(プロパティタイプ、ファンドタイプ、パフォーマンス)、資産規模や保有不動産数と人員のバランス、ファンド運用に携わる主要メンバーの経歴、コンプライアンス・マニュアルや規定の策定の程度、等が確認事項として挙げられる。

(2) ファンド評価

ファンド評価においては、ファンドストラクチャー、投資運用戦略、報酬体系や目標利回り、利益相反への対応等の確認が求められる。ファンドストラクチャーとしては、スポンサー企業の位置付け、パイプラインサポート契約の有無、等。投資運用戦略では、不動産選定基準(プロパティタイプ、築年数、立地、投資規模、耐震性、等)、ポートフォリオイメージ(組入比率)、等が確認事項として挙げられる。

また、報酬体系については、運営純収益(NOI)や当期純利益もしくは不動産鑑定評価額に基づく報酬および不動産取得価格もしくは不動産譲渡価格に基づく報酬など一律ではないため、総合的な比較が必要となる。更に目標利回りは、保有または取得候補不動産のリスクの程度(立地やプロパティタイプ等)によって異なるものと考えられることから、絶対水準だけに着目するのではなく、リスクに見合ったリターン水準であるか等に留意すべきである。

利益相反対応については、利害関係者との取引に関する手続や投資主が意見を表明できる機会などの確認が求められる。

(3) 個別不動産評価

私募 REIT では、決算の都度、不動産鑑定評価を取得するケースが一般的であるが、取得価格の妥当性、将来の価格変動予測(保有不動産における賃料水準やキャップレートの将来予測)等について投資家独自のオピニオンを持つておくことが望ましい。私募 REIT における分配金の源泉も従来の不動産私募ファンドと同様に保有不動産から得られるキャッシュフローであり、将来の見通しを持つてはじめて投資判断が可能になるものと思料される。特に私募 REIT はゴーイング・コンサーンを前提としていることから、その必要性は相対的に高い。

2-2 モニタリングの視点

(1) 運用会社評価

私募 REIT への投資実行後においても、投資法人の資産運用パフォーマンスが資産運用会社の運用能力に大きく依存していることに変わりはない。特にモニタリングとしては、組織体制における変更点、人員体制における変更点、当該変更点がファンド運用に与える影響について注視していくことが求められる。

(2) ファンド評価

ファンドに関する項目としては、マーケット状況の変化と投資運用の整合性、ポートフォリオと投資方針の整合性、借入状況、等について注視していくことが求められる。特に投資運用戦略設定時からマーケットが急変している場合には戦略の変更や見直しが検討される可能性があり、期中において不動産の取得があった場合には、当該不動産のプロパティタイプや立地、規模等が投資基準に適合しているか、更にはポートフォリオ基準に適合しているか、について確認が求められる。また、借入に関してはLTVの状況やコベナントへの抵触可能性等について確認が求められる。

(3) 個別不動産評価

個別不動産に関する項目としては、マーケットにおける賃料水準およびキャップレート水準等の検証・将来予測の見直し、保有不動産における賃料水準およびキャップレート水準等の検証・将来予測の見直し、等が挙げられる。また、私募 REIT がゴーイング・コンサーンを前提としていることを理解しつつも、便宜的に一定期間経過後の投資口払戻しを想定したパフォーマンス検証(内部収益率(IRR)の算出や投資口の正味現在価値(NPV)算出など)や保有不動産における将来予測に基づく投資口の毀損リスク検証、等を行うことも有用であると考えられる。

以上

1. 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。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認されますようお願いいたします。
2. 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改変等してご使用されないようお願いいたします。

調査統括者	主任研究員	米倉 勝弘
担当者	主任研究員	菊地 暁
	主任研究員	前田 清能
	副主任研究員	清原 龍彦
	副主任研究員	吉田 資
	研究員	川村 康人

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 3階
TEL: 03-6430-1300(代) FAX: 03-6430-1301
www.smtri.jp