

私募 REIT 投資のリスク・リターン特性

2013 年 5 月 13 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 研究員 川村 康人

本稿は、オープンエンド型の非上場私募 REIT(以下、「私募 REIT」)へ投資を行う際のリスク・リターン特性について、J-REIT の開示情報を活用することで私募 REIT 投資のリターン指標を推計する方法について提案する。さらに、推計された私募 REIT 投資のリターン指標に基づき、他の主要資産(株式・債券)との比較分析を通じて、資産運用における不動産投資の意義について整理する。最後に、私募 REIT の制度上のリスクに焦点を当て、投資上の留意点についての私見を述べる。

1. 私募 REIT 運用実績の不在と J-REIT 開示情報の利用可能性

日本で私募 REIT の第 1 号が誕生して以来 2 年以上が経過し、2013 年 3 月末時点での銘柄数は 6 銘柄となった。今後も私募 REIT 市場の規模拡大や、機関投資家の資産運用における投資対象としての確立・普及が期待される場所である。一方で、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や、非上場であるため一般への情報開示が限られていることから、私募 REIT 投資のリスク・リターン特性について定量的な把握が困難と考えられており、それが今後の市場規模拡大や投資対象としての普及の阻害要因となりかねない。

そこで、本稿では J-REIT 開示情報を活用することで、私募 REIT 投資のリターン指標を仮想的に推計する方法について提案するとともに、得られた結果に基づき、他の主要資産(株式・債券)との比較分析を行う。これらを通じて、資産運用における不動産投資の意義について、とくにポートフォリオ全体のリスク量低減の観点から整理を行う。最後に、私募 REIT の制度上のリスクに焦点を当て、不動産取引市場と私募 REIT の関連性および私募 REIT への投資上の留意点についての私見を述べる。

2. J-REIT 開示情報を活用した私募 REIT 投資のリターン推計

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 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経費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経費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。

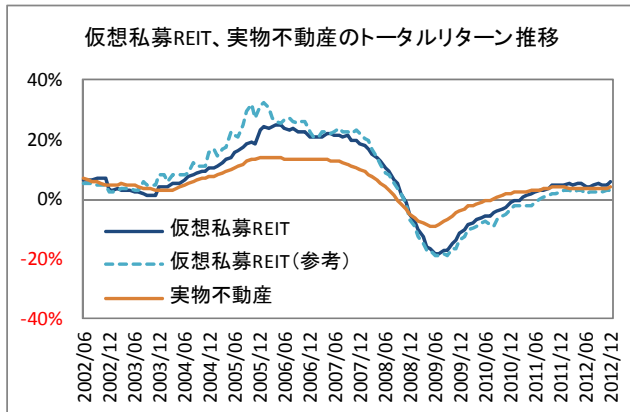
このような投資リターン指標を、J-REIT 開示情報を利用して仮想的に推計する方法は大きく 2 通りが考えられる。一つ目の方法は、J-REIT の決算期末時点における貸借対照表・損益計算書・不動産鑑定評価額の総額・発行済投資口数を用いて、J-REIT が非上場であったと見なした場合の 1 口当たり期末純資産額(NAV)・分配金総額に基づきリターンを推計する方法である。ただし、この方法では、J-REIT が 1 口当たり出資簿価よりも高い(低い)水準で公募増資を行う、いわゆるプレミアム(ディスカウント)増資を行った場合に、増資後の 1 口当たり出資簿価の増加(減少)分が私募 REIT 投資におけ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。

そこで、二つ目の方法として、J-REIT 保有不動産すべてを「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)・配金総額に基づきリターンを仮想的に推計する方法が考えられる¹⁾。この方法によって算出された投資リターン指標は、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一定程度排除できるとともに、用途・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。(以下、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する。)

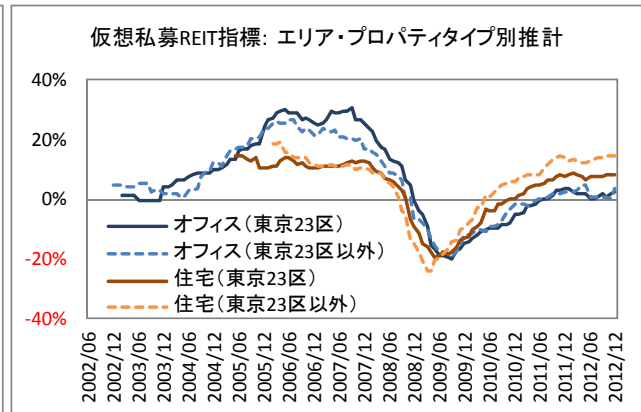
仮想私募 REIT と実物不動産のトータルリターンの推移をまとめたものが図表 1 である。仮想私募 REIT のトータルリターンは、レバレッジ効果等によって実物不動産よりも平均的に高くなり、また振れ幅(標準偏差)も実物不動産に比べて約 2 倍程度に大きくなることを確認できる。これは、私募 REIT 投資のリスク・リターン特性を定量的に把握しようとした場合に、実物不動産の投資リターン指標を用いると、リスク量を約半分程度に過小評価してしまうことを意味する。

また、仮想私募 REIT のトータルリターンをエリア別・プロパティタイプ別に推計した結果の一例として、オフィス・住宅それぞれについて東京 23 区内・外別に推計した結果が図表 2 である。実際の私募 REIT は、銘柄ごとに投資対象となるエリア・プロパティタイプの比率が異なるなど多様な商品性を有しているため、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平均化したトータルリターン指標などを用いて、リスク量の推定を行うことが望ましいと考えられる。

図表 1. 仮想私募 REIT、実物不動産のトータルリターン推移



図表 2. エリア・プロパティタイプ別のトータルリターン推計



出所) 実物不動産は IPD Japan Monthly Property Index (2012 年 7~12 月は速報値)、他は三井住友トラスト基礎研究所

注1) トータルリターンは半年間の収益率(年率換算)

注2) 「仮想私募 REIT (参考)」は前ページ記載の、J-REIT を非上場と見なした場合の投資リターン推計結果

3. 仮想私募 REIT と株式・債券・J-REIT の投資リターン比較分析

仮想私募 REIT の投資リターン指標を用いて、株式・債券・J-REIT など他資産の投資リターンとの比較分析を行う。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 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)が可能かについて明らかにしたい。

まず、国内株式・国内債券・J-REIT・仮想私募 REIT の各資産のトータルリターン推移を見ると(図表 3)、国内株式や J-REIT の変動幅は仮想私募 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わかる。また、国内株式と J-REIT は相関が強い一方で、仮想私募 REIT はそれら資産との相関が低いことが確認できる。その他、国内債券は他の 3 資産すべてとの相関が低いことが確認できる。これら 4 資産のリスク・リターン分布をプロットし、

¹⁾ ファンド経費・借入比率等は、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。

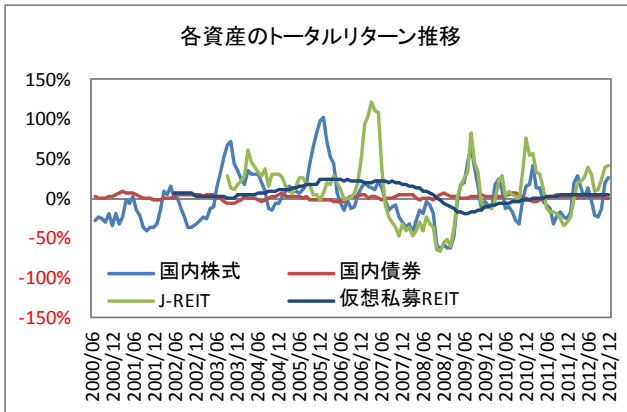
現代ポートフォリオ理論に基づき効率的フロンティアを描いたものが図表 4 である。国内債券を低リスク資産、国内株式や J-REIT を高リスク資産とすると、仮想私募 REIT は中程度以下のリスク量を有した資産であることがわかる。

これら 4 資産の相関関係に基づき、以下では国内株式、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 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リスク量のシミュレーションを行う^{2) 3)}。

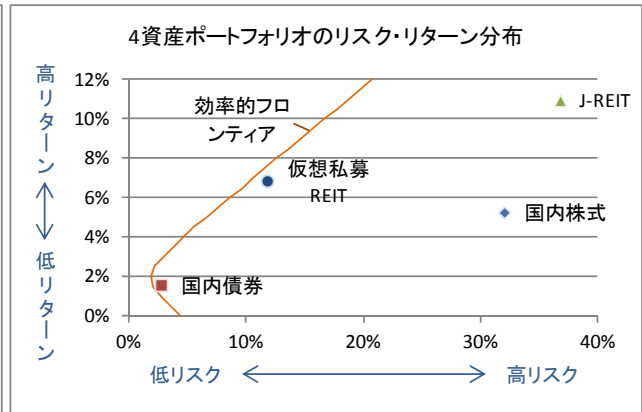
得られた結果を見ると(図表 5)、J-REIT への投資比率を 1%ずつ増加させ国内株式への投資比率を 1%ずつ減少させた場合は、ポートフォリオ全体のリスク量を若干低下させる程度にとどまる。これは、国内株式と J-REIT の相関関係が強いいため、分散投資効果を十分に発揮できていないことを意味する。一方で、仮想私募 REIT への投資比率を 1%ずつ増加させ国内株式への投資比率を 1%ずつ減少させた場合は、J-REIT の場合と比べてポートフォリオ全体のリスク量を一定程度低下させることが定量的に確認できる。

以上の分析結果より、国内株式と相関性の低い私募 REIT 等への投資は、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(注)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 3. 各資産のトータルリターン推移



図表 4. 4資産ポートフォリオのリスク・リターン分布

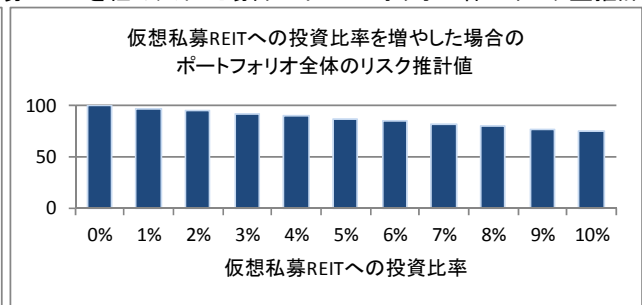
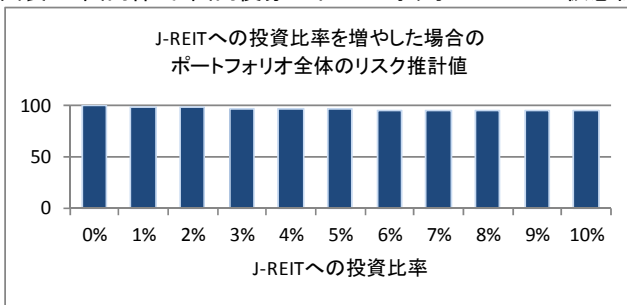


出所) 国内株式は東証株価指数(配当込)、国内債券は NOMURA-BPI(総合)(Bloomberg データ)、J-REIT は東証 REIT 指数(配当込)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成、その他は三井住友トラスト基礎研究所

注1) トータルリターンは半年間の収益率(年率換算)

注2) リターン(期待収益率)、リスク(標準偏差)、各資産間の相関関係は、2003年9月~2012年12月のデータより推計

図表 5. 国内株式・国内債券のポートフォリオに J-REIT・仮想私募 REIT を組み入れた場合のポートフォリオ全体のリスク量推計



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

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、J-REIT または仮想私募 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のリスク量を推計

²⁾ 現代ポートフォリオ理論(平均・分散アプローチ)では、収益率系列が正規分布すると仮定した上で、期待収益率を下回る部分だけでなく上回る部分についても「リスク」と捉えてしまう考え方である。本稿で用いた手法ではなく、下方リスクのみに焦点を当てた手法等によって、より現実的なシミュレーションが可能となる。

³⁾ 標準偏差推計値が期待収益率推計値を上回り、データ期間も短いことから、期待収益率の推計には大きな推計誤差を伴うと考えられるため、ポートフォリオ収益率のシミュレーションを行う場合には、同推計誤差を縮小するための工夫が必要と考えられる。

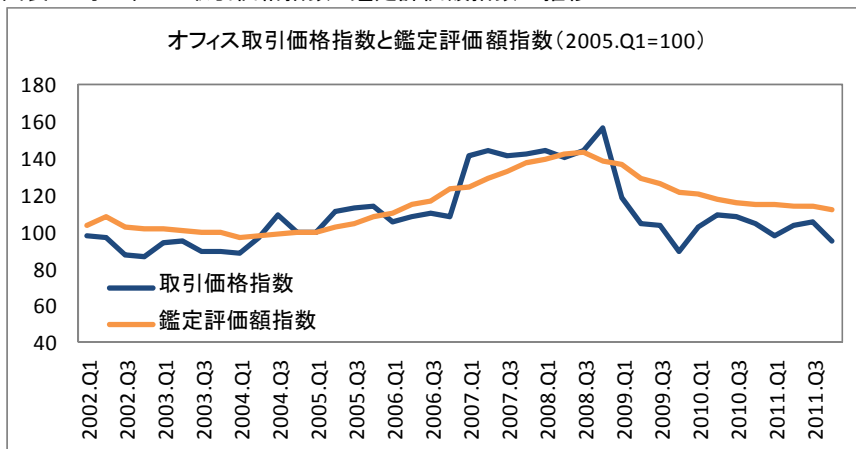
4. 不動産取引市場と私募 REIT

これまでの一連の分析は、私募 REIT 投資のリスク・リターン特性に関する定量的な把握に過ぎず、実際の私募 REIT 投資においては、制度上のリスク(払戻制限による流動性リスク等)を含めた各種のリスク特性を十分に把握することが求められる。本稿では最後に、投資口の基準価額に関する留意点について考察を行う。

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を行えるが、投資口の基準価額の算定にあたっては、不動産の時価評価として継続鑑定評価額が用いられる。前節までの仮想私募 REIT の投資リターン分析は、J-REIT 保有物件の継続鑑定評価額に基づき算出された数値を用いたものであるが、継続鑑定評価額はどのような変動特性を有するものであろうか。ここで、J-REIT 保有オフィスビルの取引価格および継続鑑定評価額の品質調整済価格指数の推移を見ると(図表 6)、価格下落局面において両者に乖離が生じるなど、いくつかの特徴が読み取れる⁴⁾。これは、不動産の価格下落局面に私募 REIT において投資家からの払戻請求が集中し、払戻への対応として保有不動産の売却を行った際に売却損が生じた場合には、投資口の払戻を行った投資家と保有を続ける投資家との間で公平性が担保されない可能性があることを意味する。また、このような事態を避けるため、実際の私募 REIT では一定の払戻制限が定められているが、一方で払戻制限が厳しいほど流動性は失われることに留意が必要となる。

私募 REIT は、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、不動産取引市場動向の十分なモニタリングが不可欠と考えられる。

図表 6. オフィスの取引価格指数と鑑定評価額指数の推移



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

注) J-REIT 保有オフィスビルの取引価格および継続鑑定評価額を対象とし、不動産の立地・建物属性等による価格形成要因を統計モデルにより排除し、取引価格・継続鑑定評価額の時系列変化のみを抽出した指数(品質調整済価格指数)である

5. 私募 REIT 市場の発展に向けて

私募 REIT は一定の借入比率の下で年 4% 程度の分配金利回りを目標とし、長期で運用を行うコア投資家にとって親和性の高い商品とされ、今後の私募 REIT 市場の規模拡大および資産運用における投資対象としての普及が期待される。不動産取引価格が中長期で上昇・下落のサイクルを描く中で、一定の借入比率の下で年 4% 程度の分配金利回りを確保しながら私募 REIT が持続的な外部成長を達成するためには、不動産取引市場の動向および不動産取得利回りの見極め能力が重要な要素の一つとして運用会社に求められるであろう。

⁴⁾ 不動産取引価格と継続鑑定評価額の変動特性に関する分析は以下拙稿でより詳細に行っている
http://www.smtri.jp/report_column/report/pdf/report_20111111.pdf

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

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。