

「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と市場規模に関する考察

2014年12月3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](mailto: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は、2014年10月末時点において10銘柄が運用を行っており、その資産規模合計は8,600億円を超過したものと推計される。今後、経済環境に大きな変化が生じなければ、2015年上期までに私募REITの資産規模は1兆円の規模に到達するものと思われる。

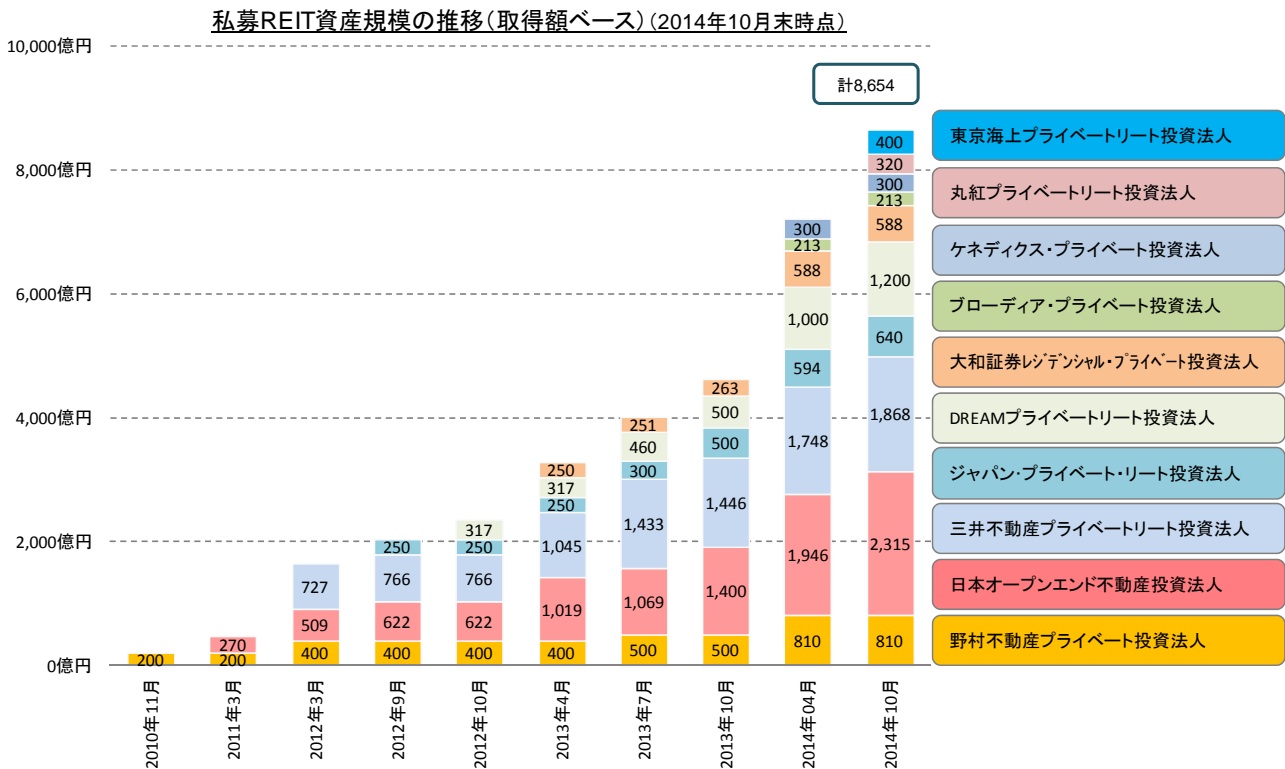
現在、将来的に私募REITの組成・運用を行うことを公表している事業会社は複数社存在するが、これらの事業会社による私募REITの設立は、結果として不動産証券化市場の規模を拡大させる効果があるといえる。

1. 「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」の現状

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月国内で初めての運用が開始されて以降、現在では10銘柄が運用を行っており、これら10銘柄の資産規模合計は8,600億円を超過しているものと思われる(2014年10月末時点、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に関しては、上場REIT(以下、「J-REIT」)との比較において、投資口流動性や払戻をはじめとした様々な議論はあるが、投資家の旺盛な投資意欲も背景にして、各銘柄はその資産規模を堅調に拡大させている状況にある(1)。

(図表1.) 私募REITの資産規模推移(現状推計(取得価格ベース))



注1) 現時点(2014年10月末時点)において、運用の開始が公表されている銘柄のみが集計の対象  
 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

(1) 私募REITの流動性に対する投資家の意識については、2013年5月31日付当社ホームページ掲載レポート「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と流動性に関する考察を参照されたい

## 2. 私募 REIT 資産規模の中期的イメージ

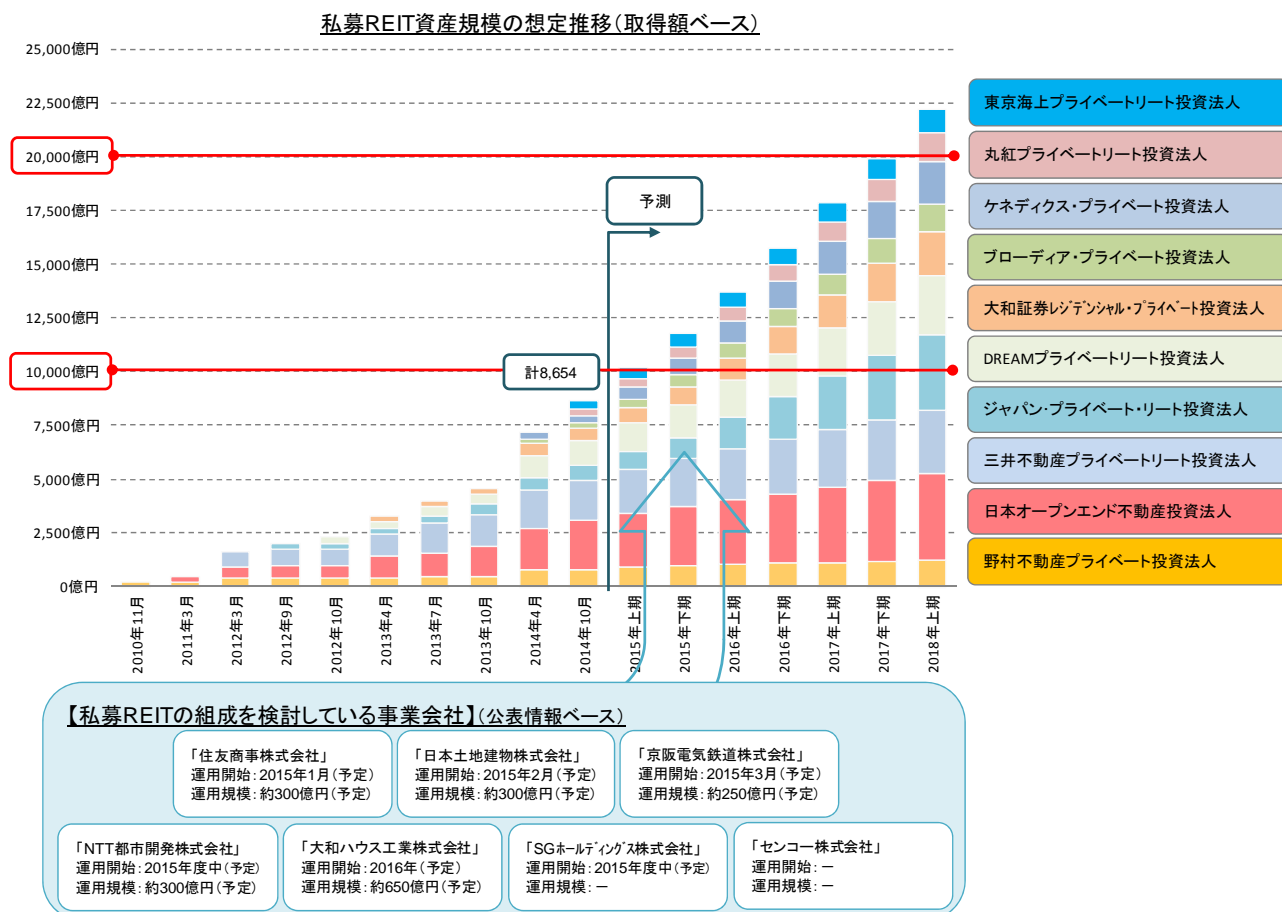
前ページでは、2014年10月末時点までに運用を公表している私募 REIT10 銘柄の資産規模の推移をグラフにして掲載した。これらの各銘柄は将来的な外部成長のイメージを標榜しており、それらをもとに推計してグラフにしたものが(図表 2.)である。

これについて見ると、私募 REIT の資産規模が1兆円に達するのは2015年上期になると推測される。もともと、本推計は、既述のとおり2014年10月末時点までに運用を公表している私募 REIT10 銘柄が前提となっており、私募 REIT の組成を公表し、今後運用を開始する銘柄は集計に含まれていない点には留意が必要である。今後運用を開始する私募 REIT を加味した場合、それらの運用開始時期にもよるが、私募 REIT の資産規模が1兆円に到達するタイミングはより早まる可能性があるためである。また、2014年10月末時点までに運用を公表している私募 REIT10 銘柄での推計を前提とした場合、私募 REIT の登場から資産規模が1兆円の規模に到達するまでには約4.5年の期間を要すると思われるが、資産規模が1兆円到達後2兆円の規模に到達するまでの期間は2.5年程度と予想され、今後経済環境に大きな変化がなければ、私募 REIT の資産規模はこれまで以上のペースで積み上がっていくことが予想される。

現時点(2014年10月末時点)において私募 REIT は10銘柄が存在しているが、これらの設立母体の大半は既にJ-REITを運用している事業会社である(2)。他方で、現在、将来的に私募 REIT の組成・運用を公表している事業会社は7社が存在している。これらの7社は不動産証券化に関する相応の知見を有すると思われるが、その大半がJ-REIT の組成・運用は行っていないという点において、既存の私募 REIT 銘柄とは対照的である。

本稿後半では、私募 REIT の組成・運用を企図する事業会社の変化と不動産証券化市場への効果につき考察することとしたい。

(図表 2.) 私募 REIT の資産規模推移(将来推計(取得価格ベース))



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(2014年10月末時点)において、運用の開始が公表されている銘柄のみが集計の対象

注3) 各銘柄が目標と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の場合、4年後は等分で資産が積み上がる前提で推計、以降も等分での外部成長を前提に推計(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

(2) J-REIT に加えて私募 REIT を新規組成することのメリットについては、2014年4月14日付当社ホームページ掲載レポート

「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と新規組成に関する考察を参照されたい

### 3. 新規設立私募 REIT の不動産証券化市場に対する効果

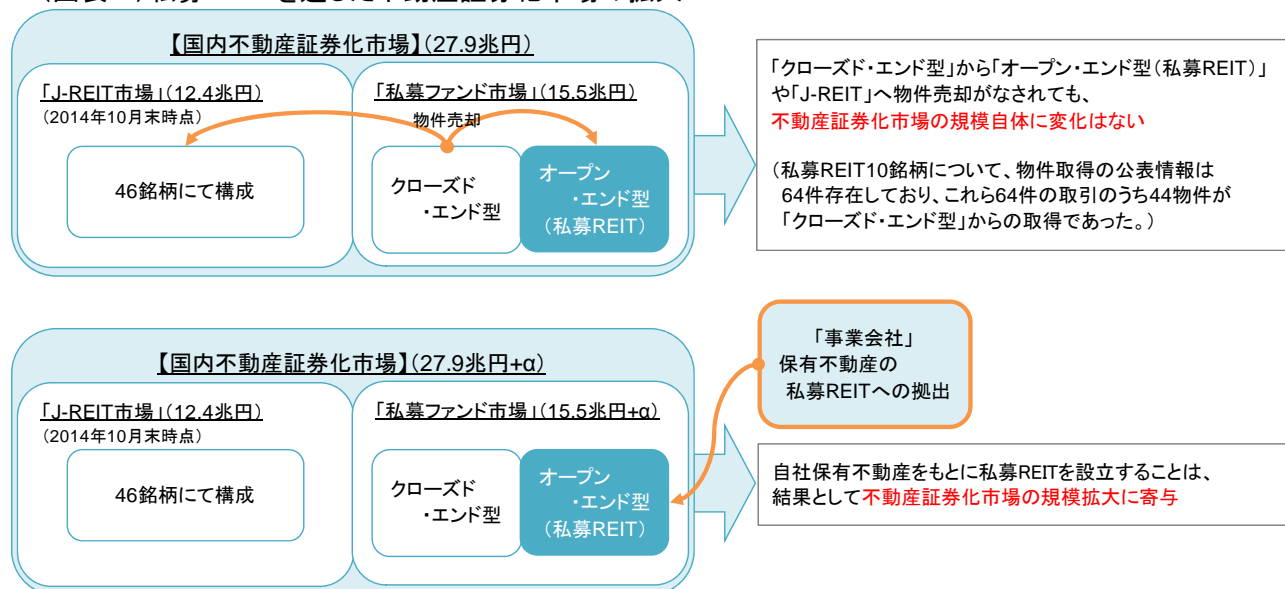
現在、将来的に私募 REIT の組成・運用を公表している事業会社の大半が J-REIT の運用を行っていない点で、既存の私募 REIT の設立母体とは異なり対照的である。このような私募 REIT 設立母体の変化は、不動産証券化市場に対してどのような効果を与えるか。

現在運用を行う私募 REIT10 銘柄について、物件取得に関する公表情報は 64 件確認されたが、この 64 物件のうち 44 物件がクローズド・エンド型私募ファンドからの取得であった。このような状況を踏まえると、私募 REIT の保有物件の多くは、クローズド・エンド型私募ファンドからの取得と推測される。クローズド・エンド型私募ファンドは運用期間に定めがあり、出口戦略として J-REIT への物件売却が行われることが多いのは周知のとおりであるが、上記のような状況に鑑みると、クローズド・エンド型私募ファンドの物件売却先として、従来からの J-REIT に加え、私募 REIT も出口戦略として活用されていることがわかる。

国内不動産証券化市場を「J-REIT 市場」とクローズド・エンド型とオープン・エンド型(私募 REIT)から構成される「私募ファンド市場」の 2 つの合計とした場合、上記のようなクローズド・エンド型私募ファンドの J-REIT や私募 REIT への物件売却は不動産証券化市場内部における取引といえ、大局的に見ると、証券化市場規模の総体に影響を及ぼさない(図表 3.上)。他方、現在、将来的に私募 REIT の組成・運用を公表している各社は、自社所有する不動産を新規設立する私募 REIT へ拠出することを企図していると思われるが、このような形態での私募 REIT の組成・運用は、これまで事業会社が自社で活用していた「不動産」を「収益不動産」へ転化させることとなり、不動産証券化市場の拡大に寄与する結果となる(図表 3.下)。

上記の流れは、換言すれば、私募 REIT というビークルを通じて、事業会社の所有する不動産が市場に流入し、不動産証券化市場の規模が拡大しているともいえる。自社所有の不動産を収益不動産に転化するのであれば、必ずしも私募 REIT というビークルを活用しなくとも J-REIT やクローズド・エンド型私募ファンドでも可能であるため、私募 REIT というビークルの存在が不動産証券化市場の拡大に寄与しているとはいえないと思われる。しかし、他社が運用する J-REIT への物件売却では、事後当該不動産に関連する収益獲得の機会を失うこととなり、また、J-REIT を自ら新規組成するとしても 200 億円～300 億円という資産規模では、他 J-REIT 銘柄との比較において見劣りするといえ、現実的にはやや困難と思われる。この点、私募 REIT の設立であれば、引き続き管理・運営等に関与することで当該不動産からの収益獲得機会を喪失する懸念がないことに加え、200 億円～300 億円という資産規模での新規組成が一般化しており(前掲(図表 1.)、(図表 2.)参照)、既存の私募 REIT との比較において、別段見劣りはしない。以上のような理由から、私募 REIT の存在は不動産証券化市場拡大の一助になっていると考えられるわけである。

(図表 3.) 私募 REIT を通じた不動産証券化市場の拡大



注1) 記載する各市場の総額について、「J-REIT市場」は取得額ベースに基づく運用資産額の集計であり、「私募ファンド市場」は当社推計

注2) 私募REIT10銘柄の物件取得情報は、日経不動産マーケット情報等をもとに当社集計(出所)三井住友トラスト基礎研究所

(3) 不動産私募ファンドの市場動向に関しては、当社ホームページ掲載レポートを参照されたい

[http://www.smtri.jp/market/pf\\_trend.html](http://www.smtri.jp/market/pf_trend.html)

#### 4. 考察

本稿では、昨今新規組成の相次ぐ私募 REIT の状況を踏まえ、設立母体の変化からこれによる不動産証券化市場に対する影響について論及した。現在、将来的に私募 REIT の新規設立を公表している事業会社が、J-REIT でなく私募 REIT の組成・運用を企図するのは、不動産の売却により当該不動産からの収益獲得機会を喪失するという懸念を回避しつつ、資産規模が比較的小規模であっても組成・運用を行いやすいという私募 REIT 特有のメリットに着目しているためと推察される。結果的にこれら事業会社による私募 REIT の組成・運用は、市場に対して収益不動産を流入させることとなり、不動産証券化市場の市場規模拡大に寄与していくと思われる。

事業会社は私募 REIT を新規組成することにより、不動産フィービジネス事業の強化を図ることができ、不動産所有に基づく管理等業務やリスクから解放されるため、本業へ特化することが可能となることに加え、オフバランスによる財務体質の健全化を図りうるという効果が生じる。これらの事業会社サイドにおける各種メリットは、不動産証券化スキームを活用することで得られる本来のメリットであり、私募 REIT の組成・運用に限定されたメリットではないが、私募 REIT の組成・運用を通じて不動産証券化スキームの活用による本来のメリットを事業会社が享受できるという流れ自体は、健全なものだと考えている。

私募 REIT の組成・運用を通じて、事業会社が不動産証券化スキームの活用メリットを享受できるという状況の背景には、良好な資金調達環境、なかでも投資家の旺盛な投資意欲の存在があることは言うまでもない。投資家サイドから見ると、銘柄数は10を超過し、各私募 REIT とも少しずつではあるが運用実績等の蓄積もなされてきているため、運用情報等が開示されている J-REIT の個別銘柄との比較は言うまでもなく、私募 REIT 銘柄相互での比較もある程度行きやすい状況となっている。より具体的には、他銘柄と比較することで、当該銘柄の運用体制、リスクおよびコンプライアンスに対する態勢についてはもちろん、払戻条項や運用報酬体系等の各項目について精緻に検証し、投資可否を判断することが可能となってきた。

2015年以降、資産規模は1兆円を超過し、銘柄数も増加することが予想される私募 REIT であるが、新規組成を企図する事業会社を含む私募 REIT の運用者サイドが、投資家のかかる状況を認識し、これまで以上に投資家を意識した運用を実行することで、この私募 REIT 市場の規模拡大が底堅い成長になることを期待したい。

## 【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](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。