

「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」

基準価額の推移と投資家マインドに関する考察

2018年5月7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>

投資家の旺盛な投資意欲に支えられ、非上場オープン・エンド型不動産投資法人(私募 REIT)市場は拡大を継続している。私募 REIT に対する投資家の旺盛な投資意欲の背景には、基準価額の堅調な上昇が要因として挙げられるが、昨今の投資家マインドは、2005 年から 2006 年において、J-REIT 投資家の多くが外部成長性を重視したマインドとは異なっている。私募 REIT 運用会社には、物件取得能力の向上のみならず、投資家の意向を汲んだファンド運用という手腕がより一層求められている。

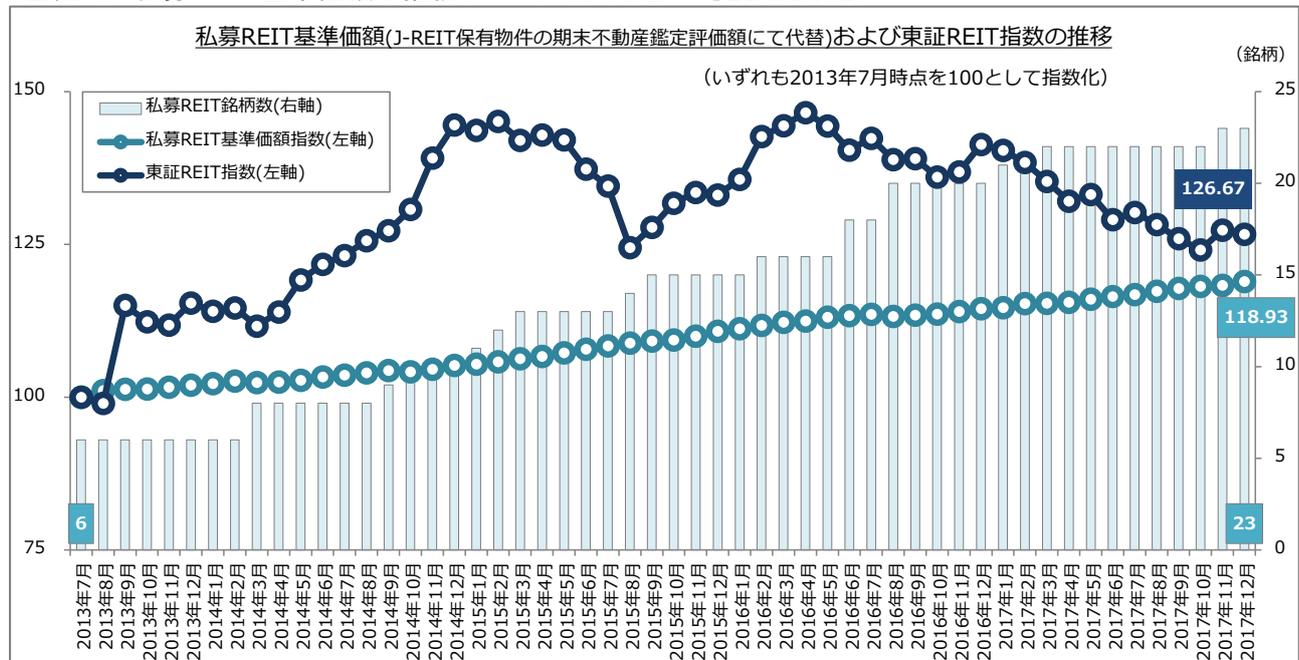
1. 私募 REIT 基準価額の推移

非上場オープン・エンド型不動産投資法人(以下、「私募 REIT」)市場は、2010 年 11 月における国内初銘柄の運用開始以降、2017 年 12 月までに 23 銘柄が運用を行っており(2018 年 4 月時点では 25 銘柄)、資産規模・銘柄数いずれも増加することにより、市場規模を拡大させている。

銘柄数の堅調な増加の背景には、私募 REIT という金融商品が、昨今のマイナス金利政策の導入等とも相俟って、投資家の資金運用ニーズを汲んでいるという側面が大きいと考えられるが、なかでも基準価額(J-REIT において投資家が取得を検討する際の投資口価格に同義)の安定性が高いとされる点の大きいと思われる。

(図表 1)は、2013 年 7 月時点(*)を 100 として、拙稿が推計した私募 REIT の基準価額の推移を時系列でグラフ化したものであるが、東証 REIT 指数との比較において、安定的に推移していることが看取できる。

(図表 1) 私募 REIT 基準価額の推移(2013 年 7 月時点を「100」として指数化)



注)「私募 REIT 基準価額」は、J-REIT 保有物件の期末鑑定評価額を加加重平均した増減比率で代替しており、2013 年 7 月時点でのこの増減比率を 100 として指数化(*), 但し、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、2013 年 7 月以降に運用を開始させた銘柄については、運用開始から半年経過後に当該銘柄の市場規模に占める割合に応じて上記増減比率に反映

また、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、上記指数の推移に加味

「東証 REIT 指数」は、2013 年 7 月末の数値を 100 として、各月末時点の数値を指数化(*)

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

2. 基準価額の安定的上昇と私募 REIT 市場の拡大

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しており、今後も市場規模は堅調に拡大していくものと思われる。拙稿の推計によると、2023 年上期には既存私募 REIT 銘柄のみにより、約 5 兆 7,130 億円まで成長すると予測される(図表 2)。

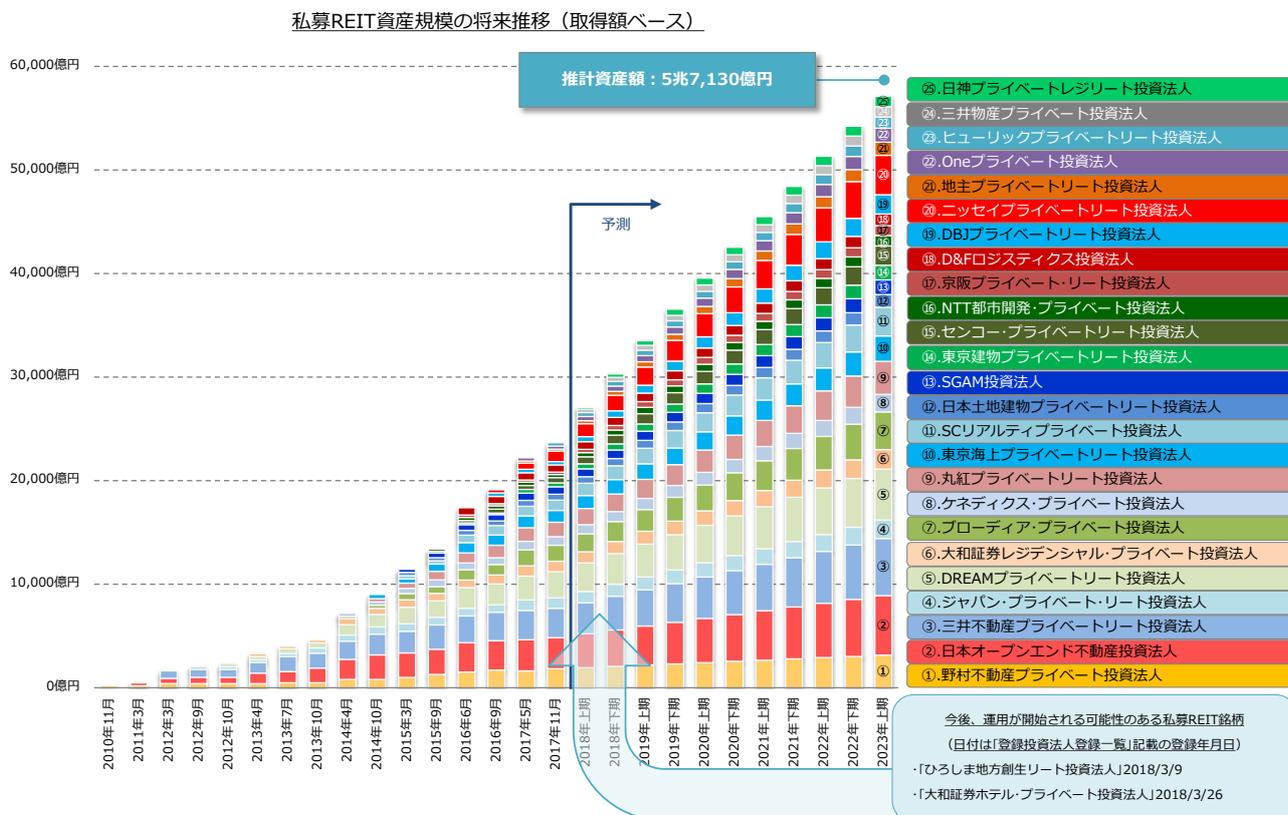
今後も私募 REIT 市場が拡大すると見込まれる背景としては、私募 REIT が投資家の資金運用ニーズに合致している点が挙げられるわけだが、より具体的には、前掲(図表 1)のとおり、私募 REIT の基準価額が安定的に上昇推移していると推察される点が根本的な要因になっていると考えられる。

基準価額の堅調な上昇は、投資元本の上昇を意味する点で投資家が安心感を醸成しうると考えられるだけで無く(キャピタルリターン)、ファンドにおいては増資における効率的な資金調達が可能となるため、結果的に分配金の向上に資する(インカムリターン)こととなる。

つまり、私募 REIT 基準価額の安定的な上昇推移に基づき、上記のような好循環が創出されることにより、これが投資家の投資意欲を喚起することで、私募 REIT 市場は拡大してきたと言える。

かつて J-REIT 市場では、2005 年から 2006 年にかけて次々と新規銘柄が上場・運用を開始させた時期があったが、この時期の投資家の多くは、投資の検討に際して、当該 J-REIT 銘柄の外部成長性に対する関心が非常に高かった。個人投資家による投資が認められない等により、私募 REIT 銘柄の増加速度は J-REIT 銘柄数との比較において緩やかではあるが、既述のとおり、今後も私募 REIT 市場は銘柄数および資産規模の拡大を継続することが見込まれている。そこで、本稿後段では、現状の私募 REIT 投資家が、2005 年から 2006 年での J-REIT 投資家と同様、私募 REIT に外部成長性を強く求めていると考えられるか否かについて考察することとしたい。

(図表 2) 私募 REIT 資産規模の将来推移(取得額ベース)



注 1) 現時点(2018 年 4 月時点)において運用を実行している銘柄が集計の対象、「上期」は 1 月～6 月を指し、「下期」は 7 月～12 月を指す
注 2) 各銘柄が標榜する運用資産規模とその時期は、当該私募 REIT の運用開始時点を取算月として推計、例えば、3 年後と 5 年後における運用資産額を標榜している銘柄であれば、4 年後は等分で運用資産を積み上げている、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

(*)「私募 REIT 基準価額指数」「東証 REIT 指数」それぞれを指数化するに際して、2013 年 7 月時点を取算月としている点については、2017 年 10 月 11 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」現状整理と基準価額の推移に関する考察」を参照

3. 投資家マインド

当社は、毎年1回(10月)、年金基金および機関投資家を対象として、「不動産投資に関するアンケート調査」を実施しており、他方で、毎年2回(6月/12月)、私募REITを含めた不動産私募ファンドの運用会社を対象として、「不動産私募ファンドに関する実態調査」を実施している。前者の調査では、投資家が運用会社の選定において注視する項目、後者の調査では、運用会社が運用会社の成長に重要と捉える項目をいずれも選択形式で質問しており、2015年から2017年におけるそれぞれの調査結果をグラフ化したものが(図表3)である。

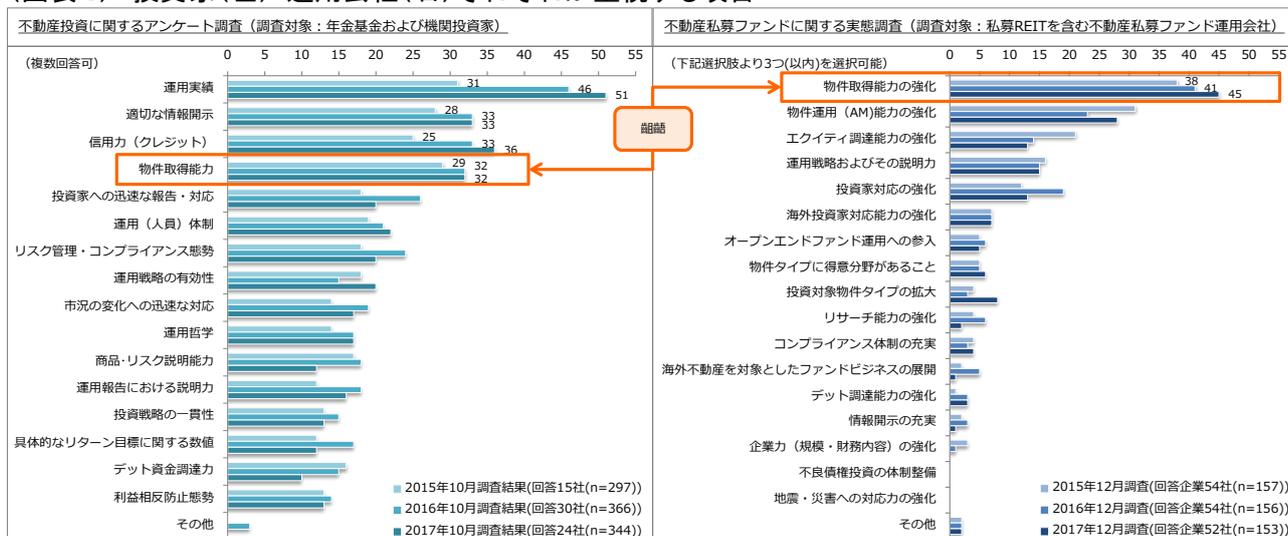
投資家からの回答結果(図表3:左)を見ると、投資家が運用会社の選定において「物件取得能力」より「運用実績」を重視している点は明確である。また、同様に「適切な情報開示」や「信用力(クレジット)」という項目も若干ではあるが、「物件取得能力」を上回っている。他方で、運用会社からの回答結果(図表3:右)を見ると、運用会社の「物件取得能力の強化」を重視する傾向が年々強まっていることが分かる。

昨今の調査結果からすると、運用会社が物件取得能力を特に重視しているのに対して、投資家では運用会社の物件取得能力以上に運用実績を重視しており、両者のマインドには齟齬が生じていると言える。このような状況は、既述の2005年から2006年にかけてのJ-REIT市場において、投資家の多くが当該J-REIT銘柄の外部成長性に強い関心を示していた状況とは異なっている。

私募REITの基準価額が堅調に上昇していると推察される点は既述のとおりであるが、基準価額の上昇が継続するなかで、ファンドが増資による資金調達に基づき物件取得を実行すれば、取得物件の利回りが当該ファンドのポートフォリオ利回りと同様かこれを上回っている場合、他に大きな要因が無ければ、分配金の上昇に資することとなる。現状、景況感に大きな変動をもたらす特段のリスク要因はあまり見受けられず、当面は概ね安定的な不動産市況が継続するものと思われ、今後も私募REITの基準価額は横ばいもしくは微増での推移が予想される。かかる市況観を前提とすれば、2005年から2006年においてJ-REIT投資家の多くが外部成長性へ強い関心を示したのと同様、私募REIT投資家の多くが、リターンを極大化を図るべく、当該私募REIT銘柄に対して、外部成長性に強い関心を示していても違和感はないはずである。

昨今、投資家の多くが運用会社の物件取得能力以上に運用実績を重視する背景には、マイナス金利下における資金運用難といった要素等も存していると考えられるが、それ以上に、外部成長に偏重することで物件の質や物件キャッシュフロー、売買価格の適正性に対する評価が蔑ろにされることを嫌気しているものと考えられる。特に、現在のような不動産価格が高騰している時期における投資家は、運用会社に対して、物件取得能力以上に長期安定的なインカムリターンが享受できるファンド運用に対して、より期待をしていると考えられる。

(図表3) 投資家(左)・運用会社(右)それぞれが重視する項目



注1)nは有効回答数、なお、各選択肢の合計値は、年金基金および機関投資家からの回答数の合計

注2)グラフの枝は、3年間の選択合計が多い順に記載(ただし、同数の場合は、直近結果で選択の多い順)

出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産投資に関するアンケート調査」および「不動産私募ファンドに関する実態調査」

4. 考察

本稿は、私募 REIT の基準価額の推移を推測したうえで、この推移と私募 REIT 市場の拡大を支えている投資家マインドとの関係性について、2005 年から 2006 年における J-REIT 投資家との違いを踏まえて考察したものである。

私募 REIT の基準価額の堅調な上昇は、投資家にとってはリターンの向上に繋がる点においてメリットと考えられるが、他方で、かかる上昇が、増資時において私募 REIT 投資を新規に検討する投資家にとって、嫌気される可能性も存する。私募 REIT は、J-REIT との比較において、価格の安定性が高いと言える一方で、投資口の流動性が劣るという点に加えて、基準価額が、例えば J-REIT の分配金利回り水準を下回る程度にまで上昇した銘柄が増資を企図した場合、これらをもって当該私募 REIT 銘柄への投資を控える投資家も現れると考えられるためである。そのような銘柄の外部成長の速度は鈍化する可能性があるが、取得を予定する物件の質、物件キャッシュフローの確度や売買価格の適正性が訴求できる増資であれば、既存・新規にかかわらず、投資家からの資金調達が可能であると考えられ、基準価額の上昇が、私募 REIT 全銘柄の外部成長の速度を一様に鈍化させる結果にはならないと思われる。結果的に、外部成長の速度が鈍化する銘柄とそうでない銘柄の差異、換言すると、投資家からの資金調達が行いやすい銘柄とそうでない銘柄の差異は、今後、一層当該銘柄が増資により取得を予定する物件への評価に帰着するものと思われる。

(図表 3:左)で確認したとおり、投資家が運用会社において重視する項目として、物件取得能力ではなく、運用実績が最多とされている点において、昨今の私募 REIT の投資家マインドは、2005 年から 2006 年において外部成長性を重視していた多くの J-REIT 投資家とは異なっているといえる。もともと、物件取得能力に対しても一定の回答数があることに鑑みれば、外部成長を行う必要性は依然として高いといえるため、私募 REIT の運用会社は、物件取得能力の向上のみに偏重するのではなく、今後は、いかに投資家の投資マインドを汲んだファンドの運用を実行していくべきか、という点についても手腕が問われているといえる。

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。