

2013年5月9日 全9頁

私募 REIT は新たな投資対象になりうるのか

私募 REIT 投資ガイドラインの試案

金融調査部 研究員 佐川 あぐり
ロンドンリサーチセンター 主任研究員 菅野 泰夫

[要約]

- 近年、私募 REIT は、年金基金や金融機関の間で注目されており、積極的な投資への機運が高まっている。この要因として、私募 REIT は、オープンエンド型で投資口の払戻しができるなど流動性が確保されていること、非上場であるため価格変動リスクが限定的であること、などが挙げられるだろう。
- 本稿では、いまだ商品数が少ない私募 REIT に対して、投資判断の基準となるガイドラインの作成を試みている。ガイドラインでは、ファンドの基本的な項目、組み入れ不動産などを4つのカテゴリーに分類し、チェックすべき項目を抽出している。また、利益相反やリファイナンスリスク低減の観点からの対策、不動産固有リスクにおける把握なども、特に重要なチェック項目として挙げた。
- 私募 REIT への注目が高まっている要因としては、昨今の「アベノミクス」政策による影響もあるだろう。日銀の J-REIT (上場 REIT) 買入れを通じた不動産価格の上昇期待、また、長期国債利回りの低下を通じた銀行貸出金利の低下によるリファイナンスリスクの低減など、現状の日銀の金融政策の影響により、私募 REIT においてはより安定したファンド運営が実現できる期待が高まっている。
- 私募 REIT の市場規模はまだ小さく、将来の姿は不透明と判断する投資家も多い。しかし、価格変動リスク、出口リスクを低減した商品であることへの期待感は強く、今後は市場が拡大する可能性もあるだろう。

1. 高まる私募 REIT ブーム

近年、年金基金や金融機関などの間では、私募 REIT (オープンエンド型私募投資法人) への注目が急速に高まっている。日本での私募 REIT は、2010年11月に第一段となる野村不動産プライベート投資法人が誕生したのをはじめとして、合計6本が組成されており、資産総額は約

3,000億円超と推計される。上場REIT（J-REIT）の時価総額（約7兆円¹）と比較すればまだまだ小規模ではあるが、先行して組成されたファンドにおいては既に追加募集（増資）が行われており、資産規模は徐々に拡大しているといえる。

2. 私募REITの商品性（特徴と注意点）

私募REITは、上場REIT同様に「投資法人²」のスキームで設計されているため、基本的なファンドの構造は同じといえる。また、不動産私募ファンドとはスキームが異なるものの、共に非上場でかつ私募形式であり、類似する点も多いといえる（図表1参照）。一方、私募REITが他のスキームと異なる点は、非上場で市場での売買はできないが、オープンエンド型のため解約請求による投資口の払戻しが認められている点であろう。上場REITと比べて流動性は劣るが、期中解約が認められていない私募ファンドと比較すると、一定の流動性が確保されているともいえる。投資口の払戻しについては、運用会社の手元流動性資金や、必要に応じて保有不動産を売却するなどの対応が考えられる。また、上場REITや私募ファンドと比較して、私募REITのレバレッジは低めに設定されており、財務安全性は相対的に高い。

図表1 私募REITの特徴

	上場REIT	私募REIT	私募ファンド
スキーム (根拠法)	投信法人 (投信法)	投信法人 (投信法)	特定目的会社(資産流動化法) 合同会社(会社法) 匿名組合(商法)
	クローズドエンド型	オープンエンド型	クローズドエンド型
上場の有無	上場	非上場	非上場
投資期間	無期限	無期限	有期限
レバレッジ	中(LTV:平均50%程度)	低(LTV:30~40%)	高(LTV:0~80%)
流動性	高	中	低
	(市場で売買可能)	(投資口の払戻し、制約有)	(原則、期中解約できない)
評価額の変動性	市場価格による変動 (毎日)	鑑定評価に基づく時価評価 (年2回程度)	鑑定評価に基づく時価評価 (年1~2回程度)
情報開示	東証による適時開示	投信法に基づき適時開示	適宜情報開示
主な投資家	機関投資家/個人投資家	機関投資家	機関投資家(特定少数)
株式市場との相関	高	低	低
その他の特徴	最低売買単位が小さい 情報の透明性が高い	最低売買単位が大きい 情報の透明性が中程度	最低売買単位が大きい 情報の透明性が低い 多様なリスクリターン特性に 適応する商品組成が可能

(注) LTV (Loan to Value: 負債比率) = 有利子負債残高 ÷ 総資産。

(出所) 各種資料を基に、大和総研作成

¹ 東京証券取引所「月間REIT（リート）レポート（2013年4月末時点）」を参照。

<http://www.tse.or.jp/rules/reit/b7gje6000002xx2z-att/b7gje6000003bt3d.pdf>

² 投資信託には、契約型と会社型があり、日本の公社債投信、株式投信は契約型による形式が主流。投資法人（会社型投資信託）とは、資産運用を目的として設立される会社のような形態であり、「投資信託及び投資法人に関する法律」を根拠法としている。

しかし、オープンエンド型であるがゆえ、投資口の払戻しによって自己資本が減少すると、一時的にレバレッジが高まることが懸念される。特に解約請求が集中したときには、そのリスクがさらに高まる可能性が高い。これに対しては、解約請求を受け付けないクローズド期間を設ける、一定割合以上の解約は認めない、など、解約に対して制限をつけることで、解約請求の集中を回避する対応策がとられている。つまり、一定の流動性は確保されているものの、いつでも解約ができるわけではないという点には注意が必要といえる。一方で、私募 REIT の時価は不動産鑑定に基づいた評価額であり、上場 REIT のように株式市場と連動し価格が大きく変動することはなく、価格推移は相対的に安定しているといえる。また、投信法に準拠した形での情報開示となるので、私募ファンドと比べ透明性の高い情報に基づいた投資が可能といえるだろう。

3. 私募 REIT の投資ガイドライン案の作成

超低金利下での運用難にある機関投資家にとって、現在の私募 REIT は、ある程度の金利収益が期待できるプロダクトとしてメリットがあることは事実であろう。ただし、私募 REIT は組成本数も少なく、現段階では、大口の機関投資家以外では、慎重な姿勢とみられる。日々の時価変動がない分、運用の中身がブラックボックスになるのではないかという懸念も存在する。今後、機関投資家からの資金拠出が増加する条件として、私募 REIT 投資にかかる標準的な基準の策定が求められているともいえる。

そこで本稿では、私募 REIT の商品性を踏まえた上で投資ガイドラインの作成を試みることにした。主な項目としては、(1) ファンドの基本的情報、(2) 運用内容、(3) 組み入れ不動産の概要、(4) スクリーニングポイント及び投資決定後に定期的にチェックが必要とされる項目、の4つのカテゴリーに分類した。(4) については、さらに①安全性、②収益性、③流動性、の3つの観点から分類している。目論見書ないしは商品説明書で確認し、比較した上で、投資適格か否かを判断する基準とした。以下では、主な4つの項目の概要について解説をしている。

(1) 基本的な項目 ～ファンドの基本的情報～

ここでは、運用会社の概要や実際に運用している商品の基本的な項目を確認する箇所となる。中でもポイントとなるのは、運用会社のファンド運営能力（資金調達力、物件調達力、物件マネジメント能力、など）を定性的に判断する部分といえよう。さらに、ファンド運営能力では、運用会社に出資する親会社や大株主といったスポンサー企業の信用力が大きく影響する。運用会社の設立母体、資本関係などを把握し、運用資産の規模、財務内容等も確認することが重要と思われる。特に同族グループ内で運営を行うファンドの場合には、利害関係者との間で利益相反取引が行われないよう、コンプライアンス体制が敷かれているかどうかを確認すべき項目といえよう。

<チェックポイント>

- ◆運用会社のファンド運営能力：運用会社の設立母体や、資本関係、運用資産規模、財務内容
- ◆利益相反チェック体制：ファンド運営に関わる関係各社の組織図等

(2) 運用内容・目標に関する項目

ファンドの運用内容・目標については、目論見書や商品説明書等に記載されている内容が、実際に守られているのか、また、投資家サイドにおける運用ガイドラインに沿うものかどうか、という観点が重要な点となる。

運用方針や収益源泉、また、投資対象となる不動産の用途や地域における分散状況などが、コア投資などの運用戦略を前提とした内容と相違がないかを確認していく。また、運用体制、リスク管理体制における確認も必要となる。案件ベースのものを精査して、実際に取得、売却等を行うまでの意思決定プロセスの中で、十分な精査が行われるような組織体制になっているかなどが、具体的に確認すべき部分といえる。さらに、外部専門家との連携体制や、内部管理体制、利益相反対策ルールについて貧弱な内容となっていないか、など、リスク管理上の観点から確認すべきポイントとなる。

<チェックポイント>

- ◆運用戦略：運用方針、収益源泉、投資対象が内容に沿うものかどうか
- ◆運用体制、リスク管理体制：ファンド運営に関わる関係各社の関連性を概念図等で確認し、意思決定プロセス、外部専門家との連携体制、コンプライアンス体制の確認

(3) 組み入れ不動産に関する項目

ここでは、組み入れ不動産の概要について、詳しくチェックすべき項目を挙げている。

ファンドの主なキャッシュフローの源泉は物件から得られる賃貸料収入である。各物件の基本項目（所有形態、賃貸可能面積、不動産鑑定に基づく評価額、簿価）のほか、物件の質（築年数や立地、建物の質など）や、テナント状況（賃貸契約期間、テナント数、テナント業種の分散状況、信用力など）について十分に確認し、安定的な賃貸料収入が期待できるかどうかを評価する必要がある。稼働状況においても高い水準を維持できているか、空室が出た場合のリーシング活動における取り組みはどうかなどの点についても、収益性の観点から評価の対象となる。また、不動産固有のリスクとして、地震や津波といった自然災害による被害も考えら

れる。新耐震基準を満たしているか、PML³値の水準は低いか、また、地盤の液状化、土壤汚染といった土地の個別的要因における対策についても、可能な限り詳細な確認が望ましいといえる。

<チェックポイント>

- ◆安定した賃貸料収入：各物件の基本項目、物件の質、テナント状況、稼働率
- ◆不動産固有のリスクの把握：新耐震基準を満たしているか、PML 値、地盤の液状化、土壤汚染における対策についての確認

(4) スクリーニングポイント及び投資決定後に定期的にチェックが必要とされる項目

①安全性

私募 REIT が継続的な成長を続けるためには、レバレッジをコントロールしながら資金調達を行っていくことが財務戦略上で最も重要となる。一般的にレバレッジの評価には、簿価ベース LTV⁴（下記(A)）が代表的な指標として利用されているが、例えば、格付投資情報センター（R&I）では、より実態に近いレバレッジ水準を確認するためには、加えて時価ベース LTV（下記(B)）、敷金保証金考慮後 LTV（下記(C)）、の3つの指標を利用して評価することを推奨している⁵。本投資ガイドラインにおいても、同様に3つの LTV で評価することを有効としている。

(A) 簿価ベース LTV＝有利子負債残高／総資産<簿価>

(B) 時価ベース LTV＝有利子負債残高／総資産<時価>

(C) 敷金保証金考慮後 LTV＝（有利子負債残高＋敷金相当額）／総資産

また、借入状況（借入先金融機関、借入金額、期間、適用金利等）については詳細な確認が必要であるといえる。私募 REIT は、中長期での安定運用を目的としており、将来の金利上昇リスク低減の観点からも、長期固定金利での借入による資金調達が望ましい。また、リファイナンスリスク低減の観点から、返済期日の分散や、機動的な資金調達を目的とした短期借入の状況、加えて、コミットメントラインの活用についても、必ず確認したい項目といえよう。その際、運用会社やスポンサー企業の信用力によっては、有利な条件での借入が可能となるため、リファイナンスリスク低減の効果が高まることについても認識しておくべきだろう。長期固定金利での借り入れ比率を示す、長期固定金利比率⁶、借入金返済の余裕度を示す DSCR⁷等を参考指

³ PML (Probable Maximum Loss) とは、地震による被害を予想する指標である。475 年に一度の周期で起こると予想される最大規模の地震による建物の損害額が、当該建物の再調達価格に対してどの程度になるかを示す数値である。数値が低いと、地震が起きたときのリスクが低いと考えられる。

⁴ 2 ページ図表 1 (注) を参照。

⁵ 格付投資情報センター（2012）を参照。

⁶ 長期固定金利比率＝長期固定金利の有利子負債残高÷有利子負債総額。

⁷ DSCR＝（減価償却費＋支払利息＋当期利益）÷支払利息。

標とし、評価することができるだろう。（優先劣後の別、金利スワップ・キャップなどの項目についても、可能な限り確認する。）

② 収益性

収益性については、必要経費を意識した上で、それを上回るキャッシュフロー水準を確保していることが重要な評価基準といえる。収益性を判断する指標としては営業純収益（NOI⁸）利回り、インタレストカバレッジレシオ⁹、などが重視される。経費については、賃貸事業費用を除いたベースでみると、支払利息と資産運用報酬が7～8割を占めるファンドが多いようだ。金利動向による支払利息の増加についてはコントロールが難しいと思われるが、資産運用報酬については各ファンドによって報酬体系が異なるため、総資産残高に対する比率の比較が、一つの評価基準となりうるであろう。

また、物件取得価格の妥当性については、不動産鑑定評価額との比較だけでは不十分と思われる。不動産価格は、NOI（建物修繕のための費用である資本的支出¹⁰（CAPEX）を控除した純収益を利用するケースもある）とキャップレート¹¹から算出されるため、不動産証券化協会（ARES）が提供する ARES Japan Property Index から算出されるインカムリターンや、不動産証券化協会（2012）で定期的に発表されるキャップレートなどを使い、各ファンド内での運用資産のキャップレート水準との乖離を評価する方法が有効といえるだろう。

③ 流動性

前述のように、オープンエンド型の私募 REIT においては、大量の解約請求が集中した場合には、流動性リスクが顕在化する恐れがある。さらに、税務上の導管性¹²を喪失する場合や、コベナンツ¹³抵触時には、払戻しを停止するケースもある。投資口の払戻しにおける具体的方法や条件等についての詳細、また払戻しにかかるスケジュールについても、詳細な確認が望ましいといえる。また、リファイナンスリスクの低減という観点から、手元流動性（現預金、コミットメントラインなど）の確保などはさることながら、換金性の高い物件を保有しているなど、有効な流動性対策がとられているかどうかも、確認すべきであろう。

⁸ NOI（Net Operating Income）＝賃貸事業収入－賃貸事業費用＋減価償却費。NOI 利回り＝NOI÷物件取得価格。

⁹ インタレストカバレッジレシオ＝EBITDA（営業利益＋減価償却費）÷支払利息。

¹⁰ 単なる不動産を維持するための修繕費用ではなく、不動産の価値や耐久年数を延ばすための経費を意味する。通常の修繕費が費用扱いされるのに対して、CAPEX は資産計上され、減価償却の対象となる。

¹¹ キャップレート（Capitalization Rate の略）は、還元利回りとも呼ばれている。不動産価格は、NOI とキャップレートを算定して求められるのが、一般的である。

¹² 導管性とは、不動産の証券化をする SPC（特別目的会社）や投資法人において、賃貸料収入などの所得に法人税が課税されないようにするための税務上の基準である。投資家への二重課税を防ぐための措置であり、投資法人では、配当可能利益の 90%超を分配するという導管性要件を満たす必要がある。

¹³ コベナンツとは、債権者と債務者の間で結ばれる一定の特約条項。銀行融資や社債において、債権者側に不利益が生じた場合に、契約の解除や条件変更などができるよう、契約書等の書面上に記載されている約束事項である。

5. まとめにかえて

一般財団法人日本不動産研究所の「不動産投資家調査」によれば、(J-REIT 市場が誕生した) 2001 年から 2007 年までのキャップレート水準は一貫して低下傾向にあった。その後、2008 年のリーマン・ショック等の影響によって反転し上昇したが、2010 年 10 月の日銀による「資産買入等の基金¹⁴⁾」の導入以降は、横ばいからやや低下傾向にあるようだ¹⁵⁾。

現在、私募 REIT の注目が高まっている要因として、昨今の「アベノミクス」政策による影響もあるといわれており、私募 REIT が適切な投資対象として判断できる側面もあるとみられる。2013 年 4 月の日銀金融政策決定会合では、J-REIT (上場 REIT) の買入れについて、年間約 300 億円に相当するペースで増加するように買入れを行うことが決定された。異次元緩和政策により、不動産価格の上昇期待が呼び込まれているといえよう。さらに、金融緩和のもう一つの狙いである長期金利の低下を促すことは、私募 REIT にとって追い風となる面もあるだろう。長期金利の低下を通じて銀行の貸出金利が低水準で推移すると、レバレッジが掛かる不動産ファンド全体においてリファイナンスリスクが低減される。レバレッジ水準が高い上場 REIT ほどではないが、私募 REIT にとってもリスクが抑制され、より安定したファンド運営の実現が期待できる。

私募 REIT は、中長期での安定運用を目的とした商品であるが、市場規模はまだ小さく、将来の姿は不透明と判断する投資家も多い。しかしながら、従来、他の不動産プロダクトで課題とされていた、価格変動リスク、出口リスクを低減した商品であることへの評価は高く、今後は市場が拡大する可能性もある。次ページに、私募 REIT の投資の際に参考とすべきガイドラインの試案を示しているが、今後の市場動向を予想する上でも、当該ガイドラインで提示した項目の評価は有効といえるだろう。

¹⁴⁾ 中央銀行としては異例のリスク性資産買入れの狙いは、リスク・プレミアムの縮小である。ここで、不動産市場におけるリスク・プレミアムを「内部収益率-10年物国債利回り(リスクフリーレート)」とし、キャップレートを「内部収益率-成長率」とすると、リスク・プレミアムはキャップレートと類似の関係といえる。

¹⁵⁾ デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社「ビジネスキーワード 2013. 04. 18 不動産キャップレート」参照。

http://www.tohatsu.com/view/ja_JP/jp/knowledge/fa/51f92bbcf4b1e310VgnVCM3000003456f70aRCRD.html

図表2 私募REITの投資ガイドライン試案

項目		内容	
基本項目	カテゴリー	コア、バリューアッド、オポチュニティ等の投資戦略。	
	ファンド名	目論見書に記載の名称を正式名称とする。	
	総資産規模	発行時の総資産総額（発行見込み額でも可）。さらに可能であれば中長期目標額も確認。	
	運用会社の概要		
	運用会社名	実質的に運用を主導する会社の正式名称。	
	設立母体	独立系の場合、沿革を確認（十分な業歴はあるか）。	
	本店、支店	複数個所ある場合は全て確認。	
	運用資産規模	運用会社（全体）の運用資産規模。	
	販売会社名	海外金融機関の場合、販売拠点が日本国内にあるかどうかも確認。	
	監査法人名	聞き慣れない会社の場合には概要を確認。	
関係者の不正行為等のチェック体制	利害関係人、及び主要株主等との取引状況、利益相反に対するチェック体制を確認。		
運用開始時期	ファンド組成時期等を確認。		
運用内容・目標	運用方針・運用哲学	運用戦略を前提とした内容と相違がないかを確認。	
	収益の源泉	運用戦略を前提とした内容と相違がないかを確認。	
	投資対象		
	(1) 資産別比率	オフィス・住宅などの用途別、さらに細かい分類別（物件別）の資産比率【実質、目標】。	
	(2) 地域	地域別（都道府県別、東京・大阪などの都市圏と地方別）の資産比率【実質、目標】。	
	運用体制・リスク管理体制	ファンド運営に関わる関係各社の関連性を概念図等で確認し、不動産の取得や売却時の意思決定プロセス、外部専門家との連携体制、コンプライアンス体制（内部管理、利益相反対策ルールなど）の確認。	
	投資家情報	属性、投資家数、主要投資家の投資額などを確認。	
	目標リターン（年率）	目論見書等に明確に定められているか、運用会社の考え方や複数リターン値についても詳細を確認。	
投資口の払戻し方法	具体的な手段、条件（払戻し制限、解約手数料等）、スケジュール等についての詳細な明記。		
レバレッジを考慮した上での収益性	レバレッジ水準を考慮に入れた上での他ファンドとの収益性や上位デットのコスト（スプレッド）の妥当性について検証する。		
組み入れ不動産	物件の質	築年数、立地、建物の質について確認。修繕費増加の可能性について検証。	
	テナント状況	賃貸契約期間、テナント数、テナント業種の分散状況、信用力など。	
	稼働状況	稼働率と、稼働率向上に向けた対策等について検証。	
	耐震基準、PML値	新耐震基準を満たしているかどうか。PML値については、物件単位、またはポートフォリオ単位で20%以下を基準とする。	
	土地の個別的要因	地盤の液状化、土壌汚染についての対策について確認。	
スクリーニング項目	安全性	リスク管理上の制約事項	地域・ジャンル・個別物件等の投資制約並びに運用スタイル、出口戦略・売却ルールが商品内容説明書・ガイドライン等に明確に定められ、現時点において守られているか。
		LTV水準	複数のLTV（時価ベース、簿価ベース、敷金補償金考慮後ベース）から、レバレッジ水準を評価。
		借入状況	借入先金融機関、借入金額、期間、適用金利、コミットメントラインの活用、長期固定金利比率、DSCR等について確認。
	収益性	組入不動産の収益性	NOI利回り、インタレストカバレッジレシオ等を確認。
		物件取得価格の妥当性	不動産鑑定評価額との比較。不動産インデックス等から算出されるキャップレートを使って、運用資産のキャップレート水準を比較。
		投資法人の格付（調達コスト）	外部格付会社による投資法人の発行体格付について確認。
		運用会社へ支払う報酬	総資産残高に占める資産管理報酬の割合を比較。
	流動性	投資口の換金方法	具体的な換金方法について確認。
		主な払戻し条件	払戻しにかかる条件（払戻し制限、解約手数料等）、スケジュール等について確認。

(出所) 一般社団法人不動産証券化協会 (ARES) 「ARES 私募不動産ファンドガイドライン」等を参考に大和総研作成

【参考文献】

一般財団法人不動産証券化協会(2012)「不動産投資短期観測調査 第 15 回調査結果の概要」、
2012 年 12 月

格付投資情報センター(2012)「私募 REIT の格付方法」、2012 年 9 月 25 日

格付投資情報センター(2010)「J-REIT の格付方法」、2010 年 8 月 24 日

三菱 UFJ 信託銀行不動産コンサルティング部(2008)『不動産マーケットはこうなる』、日経 BP 社