

(不動産投資)：私募 REIT の特徴と投資上の留意点

不動産投資によるインカム収益獲得を重視する投資家ニーズを背景に、オープン・エンド型の非上場私募 REIT の運用が拡大し、注目を集めている。以下では、取引所に上場する J-REIT と比較し、私募 REIT の特徴や投資上の留意事項について確認する。

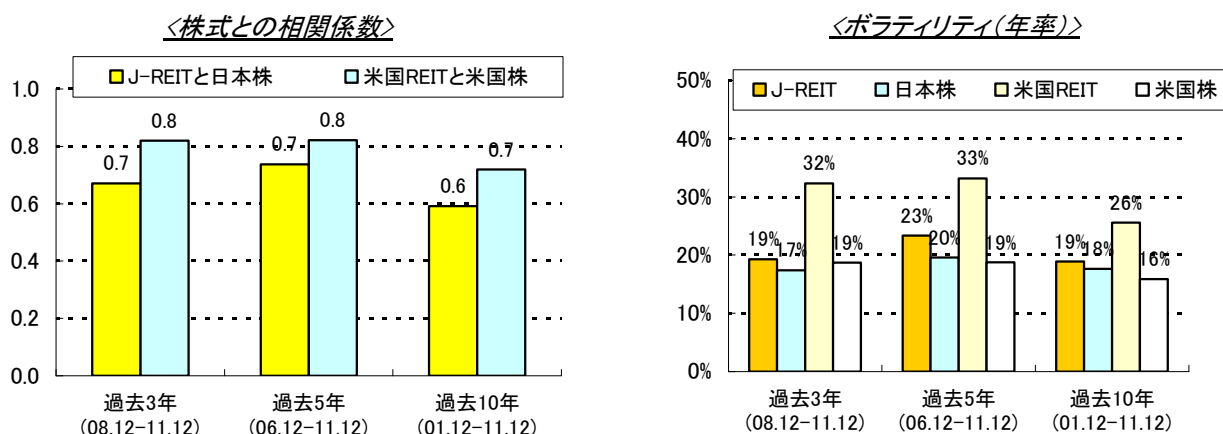
一般に、賃貸借契約に基づくテナントからの支払賃料を収益の源泉とする不動産投資は、株式や債券で構成されたポートフォリオにリスク分散効果をもたらし、長期安定運用を目標に掲げる年金資金との親和性も高いとされる。

こうした不動産キャッシュフローにアクセスする手段として、J-REIT(不動産投資信託)投資が考えられる。J-REIT は証券取引所に上場し、多数の投資家から集めた資金をオフィスビルやマンション、商業施設など賃貸不動産に投資し、運用益のほぼ全額を分配することで法人税免除の優遇措置を受ける金融商品である。2001 年 9 月の運用開始以来、約 8 兆円の不動産を取得し、1.2 兆円の分配金を投資家に還元してきた。過去 10 年間の総合収益率は年率 4.7% (うちインカムリターンが 4.9%、キャピタルリターンが▲0.2%) で、不動産の稼ぎ出す 5% 程度の安定したインカム収益が投資口価格の下落を補い、日本株を上回る収益率を確保している。

しかし、年金による J-REIT 投資はあまり活発ではない。不動産証券化協会 (ARES) の「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」によると、年金が J-REIT に投資しない理由として、「株式との高い相関」、「流動性の低さ」、「投資口価格の高い価格変動性 (ボラティリティ)」を上位に回答している。

実際、過去の J-REIT と日本株の相関は 0.6~0.7 と高く、J-REIT 価格のボラティリティは約 20% (年率) でハイリスク資産である日本株を上回っている。しかし、こうした資産特性は J-REIT 限定の話ではない。J-REIT 市場の 10 倍以上の規模があり世界最大の米国 REIT 市場においても、米国株との相関 (0.7~0.8) 及び価格のボラティリティ (約 30%) は、近年、J-REIT さえも凌駕する高い数値を示している (図表 1)。

図表 1: J-REIT 及び米国 REIT の株式との相関係数及びボラティリティ



(出所)ニッセイ基礎研究所が作成

取引所で日々売買される上場 REIT は、不動産ファンダメンタルズを反映するだけではなく、短期的な株式の値動きやグローバルな資金フローの影響が過度に強まっており、上場金融商品であるがゆえの課題に直面している。

そこで、インカム収益をより重視する投資家ニーズを背景に、2010年11月からオープン・エンド型の非上場私募 REIT (以下、私募 REIT) の運用が始まり、新たな資金の受け皿として注目を集めている。図表 2 のとおり、J-REIT と私募 REIT を比較すると、私募 REIT は投信法に基づく投資法人スキームをベースに、上場しないことで金融市場の影響から逃れて投資口価格の変動を抑えるとともに、一定の条件下で不動産鑑定評価額を基準に出資金の払戻しを認めて流動性を確保している。また、運用期間の定めがなく、従来の不動産私募ファンドで見られた、償還時の市況により収益率が左右される「出口リスク」を回避し、長期の安定運用を投資家に提供できるとしている。

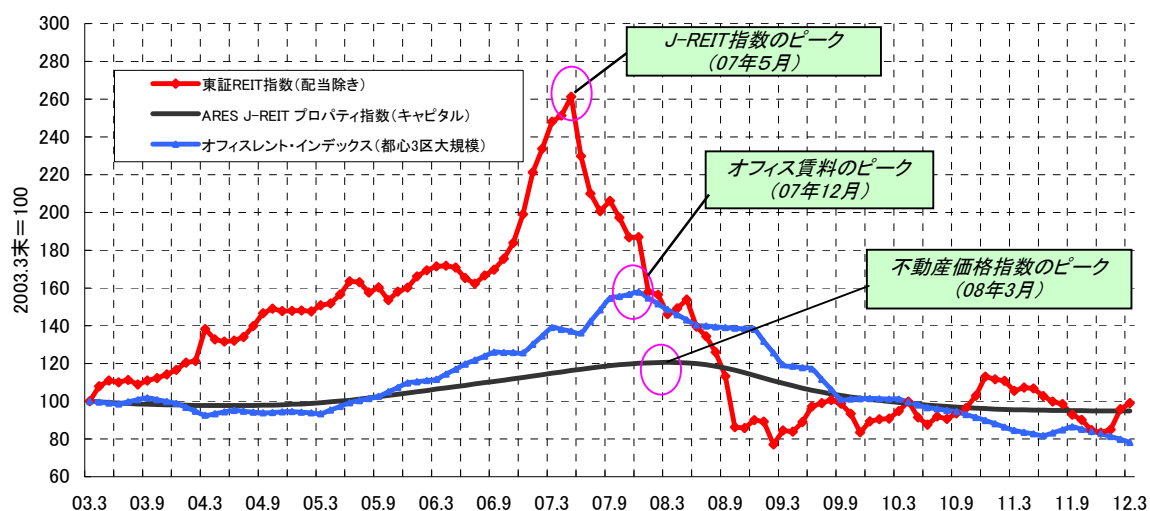
図表 2: J-REIT と私募 REIT の比較

	J-REIT	私募 REIT
スキーム(根拠法)	投資法人(投信法)	投資法人(投信法)
運用期間	無期限	無期限
上場/非上場	上場	非上場
出資金の調達	公募	私募
出資金の払戻し	不可(クロス・エント)	可(オープン・エント)
投資口の価格	取引所価格	鑑定評価額(NAV)
売却頻度	日々	定期

(出所)ニッセイ基礎研究所が作成

一方、私募 REIT の留意事項として、鑑定評価の遅効性に起因する解約集中リスクが挙げられる。例えば、07 年後半から現在に至る不動産サイクルの下降局面において、J-REIT 指数は 07 年 5 月に、オフィス賃料は 07 年 12 月にピークを迎えて急落したが、鑑定評価をもとにした不動産価格指数はこれらより遅い 08 年 3 月にピークを付け、その後の下落も緩やかだ(図表 3)。これは、平時はともかく、不動産市況の潮目が大きく変化する際に、私募 REIT では将来の損失を回避し資金回収を急ぎたい投資家からの払戻し請求が集中する可能性を示している。そのため、運用者はこうした事態に備えて、ポートフォリオの流動化対策や払戻し金額の制限、解約価格の妥当性確保など、解約投資家と継続投資家間の公平性を担保する仕組みを用意し、投資家に対する説明責任と実際に発生した場合の運営手腕が問われることになる。

図表 3: J-REIT 指数、オフィス賃料指数、不動産価格指数の推移 (2003年3月末=100)



(出所)東京証券取引所、ARES、三幸エステートよりニッセイ基礎研究所が作成

(岩佐 浩人)