

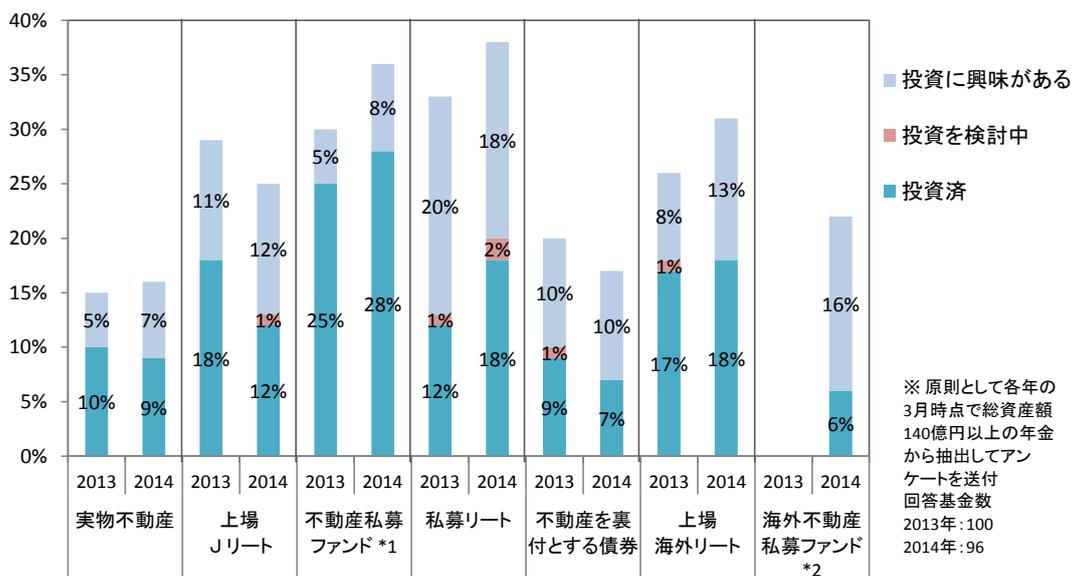
## (不動産投資)：年金基金の投資対象として存在感を増す私募リート

年金基金による不動産投資では、2000年代後半以降、上場リートや私募ファンドなどの投資商品が普及し、最近では私募リートへの投資が増えている。換金性を持つなどの特徴がある私募リートだが、今後市場の低迷期においても実績を積むことで商品性が確立するだろう。

最近の国内年金基金によるオルタナティブ投資では、不動産投資への関心が高まっている。その背景には2010年に運用が始まった私募リート市場の拡大がある。14年夏に「年金情報」が行った年金顧客満足度調査で「戦略別に見たオルタナティブ商品の運用能力に対する満足度」が最も高かったのが私募リートであった。前年の調査から回答件数も倍増したという。他の不動産商品については、7位に上場リート（前年は4位）、12位に不動産私募ファンドが入っている。

国内年金基金の不動産投資の歴史を振り返ると、90年代前半に始まる不動産価格の急落以前には、信託銀行を運用機関として実物不動産に投資する形態が多く見られた。その後不動産市場の低迷で年金基金による不動産投資は一旦途絶えたが、2000年代に入り、上場リート、不動産私募ファンドなどが浸透し始めた。さらに金融商品取引法などによる法規制も整備される中で、年金による不動産投資は実物不動産ではなく投資商品に投資する形態が普及していった。不動産商品の種類と年金による投資実績については、不動産証券化協会が調査をしている（図表1）。これによれば、年金基金の全般が不動産投資を実行している状況にはないものの、比較的規模の大きい年金基金を中心に各不動産商品に投資実績がある。投資済の回答割合が最も高いのが「不動産私募ファンド」で、14年調査ではアンケート参加基金の28%が投資済みとなっている。また、13年から14年にかけて投資済みの割合が最も増加しているのが、「私募リート」で、投資済・検討中・興味があるとした回答の合計割合は最も高い商品となっている。

図表1：国内年金による形態別不動産投資実績と検討状況(2013年、2014年)



\*1: 従来からあるクローズドエンド型不動産私募ファンドを指す。2014年は国内不動産を対象としたファンドのみを含む

\*2: 2013年は海外不動産プライベートファンドの項目がなかったためグラフ未記載

※「不動産私募ファンド」を不動産証券化協会では「不動産プライベートファンド」としているが、本稿では「不動産私募ファンド」に統一した

(出所) 一般社団法人不動産証券化協会データよりニッセイ基礎研究所が作成

私募リートの特徴として、払戻し請求等による換金が可能であること<sup>1</sup>、運用期限は設けず永続的な運用がされることがまず挙げられるが、この特性は、私募リートに限らずオープンエンド型不動産私募ファンドに共通のものである。不動産私募ファンドには、私募リートを含むオープンエンド型と、国内で先行して普及した有期限で原則換金できないクローズドエンド型がある。米国では、オープンエンド型不動産私募ファンドは私募リート形態の場合もあるが、リミテッドパートナーシップや LLC<sup>II</sup>の形態の場合もある。また欧州では、フランスの投資信託等で使われている SICAV<sup>III</sup>などの形態を用いることが多い。国内で公表されているオープンエンド型不動産私募ファンドはすべて私募リートの形態をとっている。ガバナンスの確保や資金調達柔軟性などの理由があるようだが、投資口という証券形態で統一されているため、今後の二次市場形成に寄与する可能性もある。

換金性を持つ私募リートは、常時価格付けがなされていなければ機能しない。私募リートの投資口価格は、対象不動産の鑑定評価額に基づきファンドの借入等を差し引いて算出される評価額ベースの価格となる。この点が上場リートと大きく異なり、価格変動幅が相対的に小さいことが年金基金の投資動機の一つになっている。ただし、実物不動産市場が大きく動く局面では評価額と取引価格は乖離する可能性もある。このような市況において物件売却によって換金請求に対応するケースが発生した場合には、換金していない投資家の持分価格に取引価格がどのように影響するかなどの論点がある。価格の急変や換金集中によって商品性が損なわれることを防ぐため、各私募リートでは、換金対応額の上限を定めるなどの対応措置を設けている。

現在運用されている私募リートの運用会社は、大手不動産会社や商社など比較的信用力の高い企業がスポンサーとなっていることが多い。このような私募リートでは親会社が開発あるいは保有した物件を取得するケースなどもある。この場合、投資家との利益相反が懸念されるが、優良な投資物件が希少となってきている昨今の取引市場では、グループ会社からの物件供給に投資家が期待している面もある。当然、このケースでは取引価格の公正性が求められる。

金融危機前に組成された不動産私募ファンドには、投資物件がまだ確定していない段階で、投資家が投資額を先に確約し、物件取得実行時に順次資金を拠出していくブラインドプール型も多い。これらは一任型ファンドとも呼ばれ、運用会社の裁量で投資が実行されるため運用者リスクを取るファンドといえる。翻って私募リートは、投資家は投資実行時に取得済物件は確認できるものの、投資実行後の物件取得については運用会社に一任している。各私募リートが資産規模拡大を目指して物件取得に注力する局面にある中で、こうしたブラインドプール型と共通の特性を持つことも念頭に入れておきたい。

2015年2月現在、運用中の国内私募リートは10銘柄を超え、年金、金融機関以外にも事業法人が投資している。不動産市場には中長期のサイクルがあるとされるが、今後いつか来るだろう低迷期を経て換金対応などの実績を積むことで私募リートの商品性が確立するだろう。

(加藤 えり子)

<sup>1</sup> 現在国内で運用される私募リートは、換金時期は年2回。米国のオープンエンドファンドは、四半期毎が多い

<sup>II</sup> LLCは Limited Liability Company

<sup>III</sup> SICAVは Societe d'investissement a Capital Variable