

月刊 プロパティマネジメント

# Property management

No.204  
JULY  
2017

7

全22銘柄の運用戦略を総力取材  
私募REIT総覧



## 投資家に選ばれる私募REITのポイント 信頼関係構築と運用安定性が要

——小川剛宏氏<sup>[みずほ信託銀行]</sup>に聞く

私募REIT市場が活況である。2010年に登場以来、7年弱で銘柄数は22銘柄、資産総額は約2.2兆円にまで成長した。年金や機関投資家の高まる期待を背景に新規銘柄も続々登場予定である。本稿は、年金・機関投資家のゲートキーパーとして、各投資法人の選定・モニタリングを行っているみずほ信託銀行の小川剛宏氏に“選ばれる私募REIT”となるためのポイントをうかがった。

### 一般的な投資商品として認知 需給ひっ迫で機会確保が関心事に

年金基金の私募REITへの投資ニーズが本格化し始めたのは2014年あたりから。債券利回り低下を受けたインカム商品へのニーズ拡大に加え、先行組により運用トラックレコードが整備されてきたことが背景にある。このときの投資家は中央金融機関、規模の大きい年金基金や地方金融機関が主体であった。

これを「第一次ブーム」とすれば、2016年～現在は「第二次ブーム」といえる。投資家層は生損保会社のほか、より規模の小さな年金基金や地方金融機関、事業会社まで幅広い。私募REITはすでに機関投資家のなかで一般的な投資商品となったといっても過言ではない。

むしろいま投資家の関心は、私募REITに投資するか否かではなくかに投資機会を確保できるかに移っている感がある。

需給がひっ迫しているのは、超低金利の長期化を背景に高まる投資需要に

対して、供給つまり投資法人の増資ペースが鈍っているためである。不動産市場が高値圏で推移するなか新規の物件取得に慎重姿勢を取る運用会社は少なくない。かつては年金基金で1ショット5～10億円の投資機会があったところが、いまでは3～5億円へと縮小している。既存投資家に優先して増資割り当てを行う銘柄では、新規投資家への募集が行われないケースもある。

### 先行大手銘柄と後発中小銘柄 異なる外部成長の意欲

ただしこの外部成長への意欲は銘柄ごとに異なる。すでに2,000億円台後半～3,000億円の運用資産規模を積み上げている先行銘柄は、ポートフォリオの安定性は相当程度高まってきており、いまの市況下で物件取得を急ぐ必要性に乏しい。先行組の増資が抑制的になる背景には既存投資家の利益重視という側面もある。既存投資家からすれば、増資によりいまのポートフォリオの平均利回りより低い利回りの物件を組み

入れられれば、一口当たりの分配金は希薄化する。私募REITの基準価額はNAV（純資産価値）を基に決定されており、この点プレミアム増資により物件取得力が高まる上場REITとは大きな違いがある。

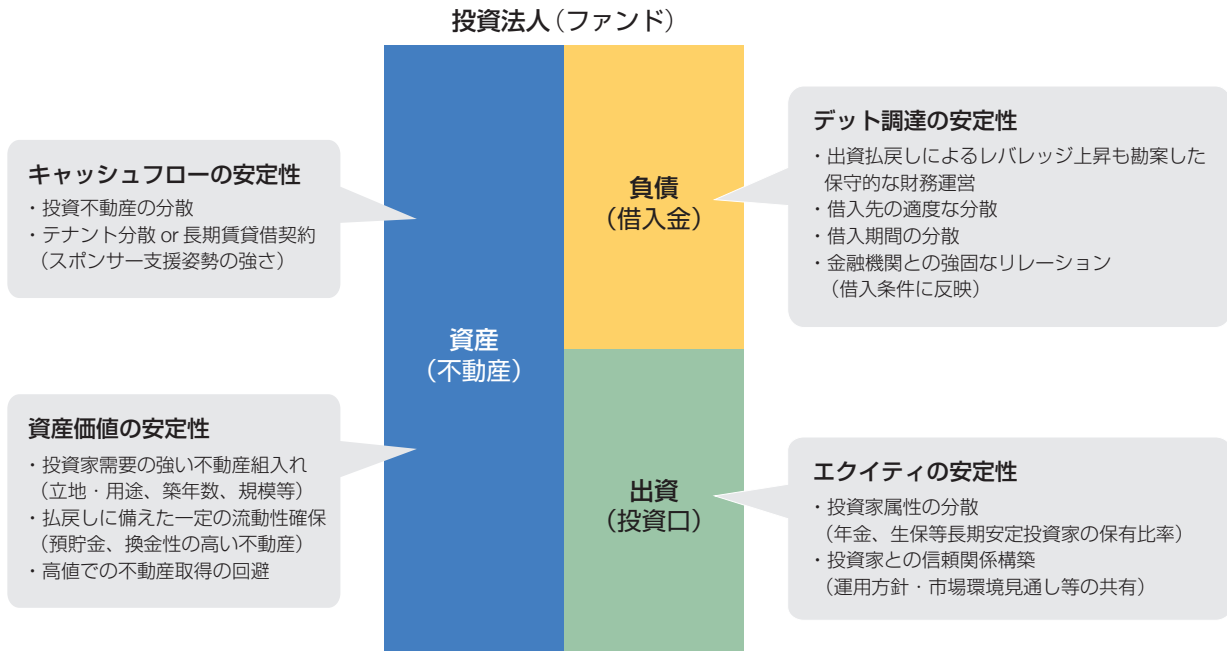
ポートフォリオ利回りを確保するため、利回りの高い地方物件や築古物件を組み入れるという選択肢もあるが、ポートフォリオの質の低下につながる可能性があり、投資家の積極的な賛同は得にくいだろう。

一方、運用資産が数百億円規模の新規参入組の増資スタンスは積極的である。ポートフォリオ分散や運用体制を維持できる報酬水準確保を目的に物件を積み増す意欲が働きやすい。既存物件と追加取得物件の利回り差が小さく、分配金の希薄化が生じにくいことも増資へのハードルを低くしている。ただし、ポートフォリオの平均利回りが低いため、同じレバレッジ水準で比較した場合の配当利回りが先行大手を下回るケースもある。

このようにみると、先行大手銘柄と



[図表] 私募REITにおけるファンド選定・モニタリングのポイント



後発中小銘柄で優勝劣敗が分かると誤解されかねないが、必ずしもそうではない。後発中小銘柄でも優良なスポンサーが控えている、あるいは物件取得や運用面で独自の成長戦略があるなど、高いポテンシャルが見込める場合、大手機関投資家が率先して増資に応えるケースは十分にある。

### 資産+負債+エクイティ 私募REIT評価の3要素

機関投資家やゲートキーパーなどが私募REITを選定・モニタリングする際のポイントを図表にまとめた。資産そして負債・エクイティの3つに分けて考えると、まず資産については、組み入れた物件価値の安定性とキャッシュフローの安定性が重要になる。これには不動産の属性や流動性、ポートフォリオの分散状況、賃貸借契約の内容などがある。負債についてはLTVの水準やレンダーの分散、エクイティでは年金基金や生損

保といった長期安定投資家の比率や投資家属性の分散などが重視される。

このバランスシートの3要素はどれも重要なことであるが、今回はまずもってエクイティの重要性について指摘しておきたい。組み入れ資産が一定水準のクオリティにあることを前提におけば、過去何度か訪れたマーケットのクラッシュ局面においてエクイティの安定性こそが投資ストラクチャーの破たんを免れるポイントになったと考えられるからである。

エクイティが安定していればレンダーの融資姿勢もまた安定しやすい。それには投資家との信頼関係の構築が不可欠である。市場環境や運用方針に関する説明を尽くし、コンセンサスをあらかじめとっておくことが不可欠となる。あるいは先にふれたように分配金を希薄化させる増資を行わず、既存投資家の利益を守ることも信頼関係の醸成につながるであろう。

過去20年、日本の不動産市場がどのような道のりを辿ってきたのかは各事

業者がまさに身をもって経験したところである。投資家とレンダーが両輪となってバランスシートを支えることで、市況の調整局面にこそ出資を募り、かつ好条件で借入れ調達することが可能になる。優良な投資機会を捉える外部成長のタイミングは好況期ではなく、優良物件が安値で取引される調整局面にこそある。この"逆張り投資"のサイクルに入れるかどうかは勝ち組とそうでない私募REITの分水嶺である。

### 調整局面に備え保守的運用を 銘柄増加で差別化も重要に

負債とそれに関連して配当利回りについても考えてみよう。負債についてはレンダーの分散のほか、LTVの水準がポイントになる。

LTVの適正水準は、ポートフォリオの組み入れ資産によっても異なることから一概に何パーセントとは定めにくい。ただし私募REITは、上場REITとは異

なり払い戻し請求により減資が起り得る投資商品である。LTVはより保守的な方が好ましい。少なくとも上場REITと同じ土俵では考えにくいことは明らかである。

過去の不動産市況のサイクルを振り返れば、NAVの成長が止まり、鑑定LTVが低下したタイミングが要注意である。一般に下落局面では不動産の流動性が失われやすく、鑑定価格を下回る水準での売却も想定しておくべきだ。こうしたことから年金基金など長期安定的な運用を望む投資家ほど低いレバレッジ水準を嗜好しやすい。

配当利回りについてはどうか。近年の不動産価格の上昇により基準価額は強含みの傾向にある。そこで近年では基準価額に対してではなく、当初発行価格に対して配当利回り4%という説明をする銘柄も増加してきた。ただしいまの基準価額に対して4%にこだわり運用を続けているところもある。ある銘柄では、利益超過配当により基準価額の上昇を抑え、既存投資家と新規投資家との格差を少なくしようとする試みもみられる。

最後の資産については、キャッシュフローの安定性を第一に考えたとき、景気変動への耐性のある物件タイプが望ましい。年金基金では、賃貸住宅や都心部の優良立地にあるオフィスビルなどが好まれる。一方でオペレーションリスクのある商業施設やホテルなどは敬遠されがちとなるが、ポートフォリオの一部であれば問題なく、長期の賃貸借契約



## 小川剛宏 氏

投資プロダクツ開発部 不動産投資チーム 参事役。1986年安田信託銀行（現みずほ信託銀行）入行。資本市場部、コンサルティング部などを経て、97年より運用部門に在席し、主に企業年金の資金による不動産投資に携わる。2003年にJ-REIT運用を開始したのち、04年にグローバルREITファンド、09年にフルエクイティ型私募ファンドを立ち上げるなど不動産運用商品の開発を手掛け、近年は私募REITに注目。効率的な不動産投資の方法を探求するとともに、不動産投資市場の健全な発展に向けての意見提言を行っている。

でキャッシュフローの安定性を高めている場合は年金基金にも好まれる。

安定性の観点からポートフォリオは分散の効きやすい総合型や住宅特化型が有利であることは言うまでもない。一方で特定の企業の成長やクレジットに依存するオフバランス型やCRE型のポートフォリオは、とくに年金投資家を想定した場合、投資決定のハードルが高くなりやすい。

ただしオフバランス型であっても、物件の汎用性を一定程度確保し、かつリースバックの賃料をあえて低く、取得キャップレートは高めに設定することで投資家の安心感を高める工夫もみられる。こうした銘柄は年金基金にとっても投資対象にしやすいといえる。

いま私募REITの銘柄数は22まで増加した。今後、各投資法人はどのよう

な特徴・強みがあるかを投資家へ積極的に打ち出すことが重要になる。

デベロッパー系であればスポンサーからの安定したパイプライン、金融系であれば独立性の高い運用、あるいは事業会社であればCRE型による着実な成長戦略などさまざまな方向性が考えられる。私募REITの中には、投資家との対話の場として諮問委員会を設置、信頼関係を高める努力を続けることで、安定的な成長につなげようとしているところもある。

今後、公的年金など巨大な資金も私募REITへの投資を検討しているとされる。マーケットの規模とともに特徴ある銘柄が増えていくことで、その魅力は一層増大するはずである。各投資法人が切磋琢磨しながら市場が着実に発展・成熟していくことを期待している。

