

不動産証券化

～私募ファンドからJ-REIT、そしてインフラファンドへ

平成25年12月3日



株式会社資本市場研究所きずな

投資資産としての不動産と最近の動向

不動産という言葉が市場の中で目立ってきている。アベノミクスや2020年の東京オリンピック決定で、20年以上に及ぶ資産デフレが終わるかも知れない。そのような期待が投資家の間に高まっているが、その中核にあるのは勿論不動産だ。ただし、バブル期のように土地そのものの値上がりを期待するというよりは、建物などの設備も含めて収益性を重視するのが不動産投資の常識となっており、この考え方の普及に不動産の証券化が果たした役割は大きい。また、不動産証券化は投資単位を少額化したり、流動性を与えることで不動産の投資家層を拡大している。

最近の動向を見てみると、国土交通省が毎年実施している調査では、2012年度に証券化の為に取得された不動産は総額で3兆3,450億円で、前年度比42.9%の増加となっている。3年連続の増加ではあるが、私募ファンド・バブルと言われた2006、7年度の取得額8兆円超には遠く及んでいないし、2012年度に各種証券化スキームより売却された不動産は、4兆450億円となっているので、

7,000億円の売り越した。この証券化スキーム自体売り越しも3年度連続となる。ただ、本年度はJ-REITのファイナンスやIPOが相次いでいるし、海外の金融機関や業者による大型の私募REITの組成も伝えられているので、証券化スキームによる不動産取得は、更に大幅な増加が見込めそうだ。なお、J-REITに限っては不動産の取得超過が続いており、2012年度は1兆5,550億円と取得金額全体の46%を占めている。

一方、投資家動向に関しては、不動産証券化協会が年金基金や金融・保険などの機関投資家対象に毎年調査を実施しており、年金の43%、機関投資家の87%が何らかの不動産投資を行っている。(本年度調査、9月27日公表分)同調査によると、各投資スキーム毎の機関投資家の投資スタンス概要は次の様なものだ。(期待投資利回りは、中心値)

【実物不動産】=実物不動産もしくは不動産信託受益権への直接投資(機関投資家の22%が投資済み)

・期待投資利回り=5.0%、主な投資期間=7年以上

・主な機関投資家＝生損保、主なネガティブ要因＝流動性が低い

【J-REIT】＝投資口への直接投資。または、投資信託を通じたJ-REITへの間接投資（機関投資家の73%が投資済み）

・期待投資利回り＝4.8%（本年10月末：実勢価格に基づく全J-REIT平均予想利回りは3.7%）、主な投資期間＝特定せず

・主な機関投資家＝地銀・第二地銀、主なネガティブ要因＝投資口価格のボラティリティが高い

【海外REIT】＝海外上場の投資口への直接投資。または、投資信託を通じた海外REITへの間接投資（機関投資家の9%が投資済み）

・期待投資利回り＝6.0%、主な投資期間＝1～3年未満

・主な機関投資家＝都市銀行、主なネガティブ要因＝個別銘柄や商品特性に関する情報が少ない

【私募REIT】＝非上場の投資法人投資口への直接投資。または、投資信託を通じた私募REITへの間接投資（機関投資家の22%が投資済み）

・期待投資利回り＝5.0%、主な投資期間＝特定せず

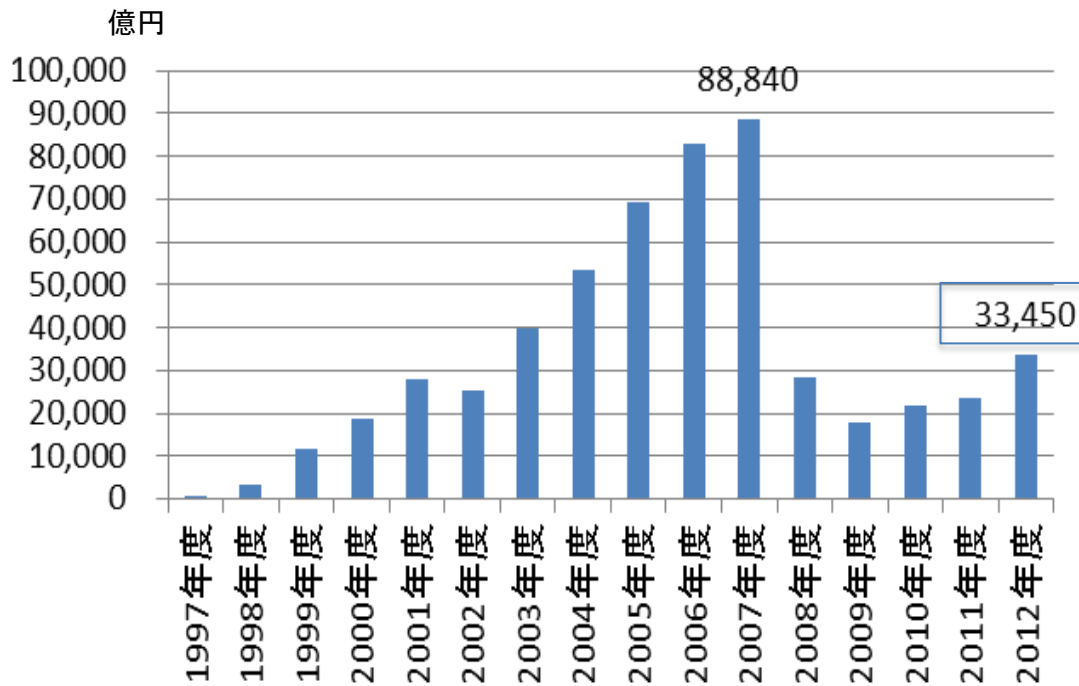
・主な機関投資家＝都市銀行、主なネガティブ要因＝流動性が低く、個別銘柄情報が少ない

【私募ファンド】＝合同会社や特定目的会社を使った証券化スキームへの出資による直接投資。または、投資信託を通じた私募ファンドへの間接投資（機関投資家の24%が投資済み）

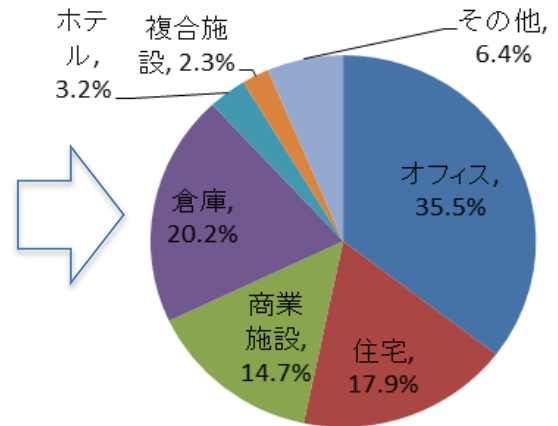
・期待投資利回り＝8.0%、主な投資期間＝3～5年未満

・主な機関投資家＝都市銀行、主なネガティブ要因＝個別銘柄や商品特性に関する情報が少ない

証券化の対象不動産の取得実績推移



2012年度取得不動産の用途別



※国土交通省調べ

証券化スキームとそのポイント

不動産が生み出す収益をベースに、より幅広い投資家から資金を集める為に不動産の証券化が行われるが、出資リスクも負うエクイティ型の投資スキームは、現在の日本では次の4つあげられる。

【不動産投資法人(REIT=Real Estate Investment Trust)】←投資信託及び投資法人に関する法律

- ・資産運用のために設立された投資法人が、不動産等の取得、譲渡、賃貸等を行い、その収益を分配する仕組み。

- ・投資口(株式に相当)を上場することで幅広い投資家から資金調達を行うほか、年金など機関投資家の資金を集める。非上場の私募REITも2010年11月から組成されている。

- ・金融機関などからの借入や投資法人債の発行を利用することで、投資口の配当利回りを上昇させることも行う。J-REIT全体の負債比率(LTV=Loan To Value)は本年6月時点で5割弱程度。

【特別目的会社(TMK)】←資産の流動化に関する法律

- ・資産の流動化のために設立された特定目的会社(TMK)を利用して、予め定められた「資産流動化計画」に基づき、投資家・金融機関から資金を集めて資産を取得し、資産から生じる収益を分配する。

- ・実際の事業者などが特定出資(劣後部分)を行い、他の投資家からは優先出資を募る。また、投資レバレッジを上げる為に、特定社債の発行や金融機関からの借入が行われる。

【合同会社(GK)－匿名組合(TK)スキーム】←会社法及び商法、投資家への販売は集団投資スキームとして金融商品取引法

- ・証券化のために設立された合同会社(GK)が、投資家から匿名組合(TK)出資を調達し、金融機関のローンと併せて不動産信託受益権を取得する仕組み。なお、実際の事業者が劣後出資(合同会社出資など)を行う場合が多い。

- ・TMKスキームと合わせ私募ファンドとするが、これらの負債比率はファンド毎に広い範囲に分散して平均すると6割程度。最近では、日銀緩和策の推進などの経済環境好転

で、負債比率が上昇している。

【不動産特定共同事業】←不動産特定共同事業法

・主務大臣・知事の許可を受けた事業者(不動産会社等)が投資家から資金を集めて不動産の取得、譲渡、賃貸等を行う仕組み。

・許可制度により不動産投資に関する能力(資本金要件、業務管理者の設置等)をチェックした上で、事業者が機動的に不動産取引を実施。

以上の4つのスキームから、実物不動産若しくは不動産受益信託権への投資が行われるが、本年3月末時点での各スキーム投資残高は以下の通り(国土交通省調べ)

◎J-REIT=9兆1,600億円、(別に、私募REITは本年4月で3,281億円の資産残高、三井住友トラスト基礎研究所調べ)

◎TMKスキーム=10兆160億円

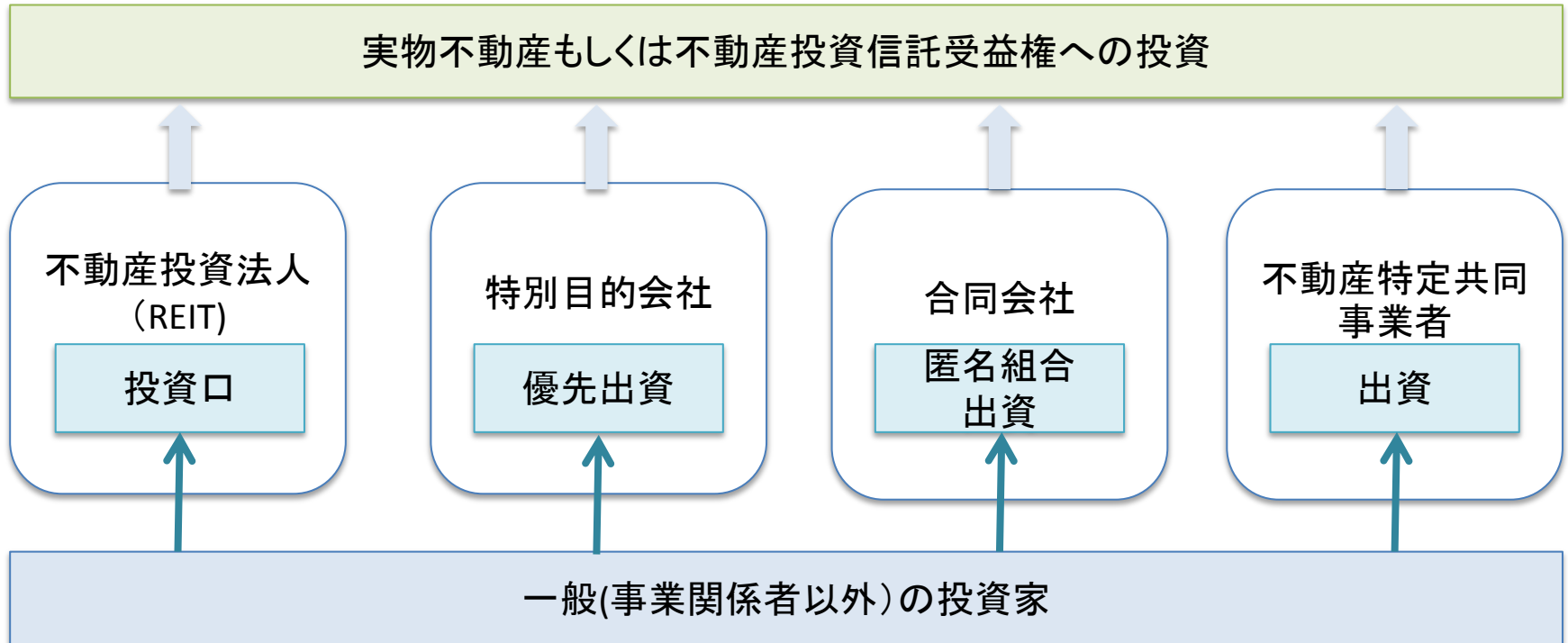
◎GK-TKスキーム=11兆2,300億円

◎不動産特定共同事業=5,400億円

各スキームとも、投資家からのエクイティ部分の投資効率を上げるため借入を行うが、借入の方が出資部分より返済順位が優先するので、投資家保護の為に、REITなどのケースでは負債比率に上限を設けることもある。また、TMKスキームやGK-TKスキームの私募ファンドは運用期間があるが、REITは制度上無期限の運用期間であるので、流動性の確保が重要になる。J-REITは、取引所に上場することで流動性を得るが、私募REITは、一定期間経過後に年2回程度の鑑定評価に基づく時価評価により、投資口の払戻しに応じる。

この流動性を維持する為には投資家への情報開示が必須だが、各スキームは其々の根拠法に基づき資産内容の開示を行い、J-REITは加えて東証の適時開示も加わる。なお、保有者500名以下の私募ファンドであれば、GK-TKスキームが、最も開示負担が軽いので、その為、小口の証券化スキームにも利用されやすい。

不動産証券化の各スキーム



不動産証券化への支援

今後期待できる証券化の新たな潮流として、インフラファンドの環境整備への動きがある。政府による成長戦略(JAPAN is BACK)では、日本の立地競争力の更なる向上の為に、PPP(Public-Private Partnership)やPFI(Private Finance Initiative)の活用を拡大して、空港や道路・上下水道など社会インフラの運営を民間開放を推進することがうたわれている。その為に、国の資金を呼び水に、民間資金導入を促進する目的で、官民連携インフラファンドの設立が政策目標の一つとなっており、更に東京証券取引所においても2015年度を目途に上場インフラファンド制度導入の検討が始まっている。上場インフラファンドに関しては、既に米国や豪州を中心に取引が活発化しているが、本年1月末時点で約50ファンド、時価総額10.4兆円(東証調べ)まで市場が成長しており、アジアにおいてもシンガポールやタイ、マレーシアでファンドが上場されている。アジアのコア・マーケットを目指す日本取引所グループとしても、インフラファンドの上場制度整備は必須と見られており、必要な法制度整備や政策支援の動向を確認

しながら進めることとなるだろう。

一方、運用期間のないREITは、他の証券化スキームなどからの受け皿としても機能しており、不動産証券化スキームの中で、更なる市場拡大が期待されている。その為、次の様なREIT投資拡大に向けた支援が行われている。

【日銀によるリスク資産の買入れ】

日銀によるJ-REITに対する買入れは、日本株指数ETFとともに実施が続けられているが、その買入残高は、既に本年度の目標(日銀によると上限ではないとのこと)の1,400億円に殆ど達している。来年度目標は、300億円上積みされて1,700億円とされているものの、本年6月以降の1日当たりの買入額が1億円と、4月の異次元緩和以前の1日当たり10~20億円程度の買入額から大きく減少している。今後、このJ-REITの買入額増額の可能性が注目されているが、実際の買入水準(J-REIT利回り)や買い方なども日銀の今後の政策を占うものとして機関投資家などが気にするところだ。いずれにしても、資産デフレの中心にある不動産投資に対して、日銀によるJ-REIT買入れが支援策

となることを期待されている。

【市場からの公募増資によるファイナンス】

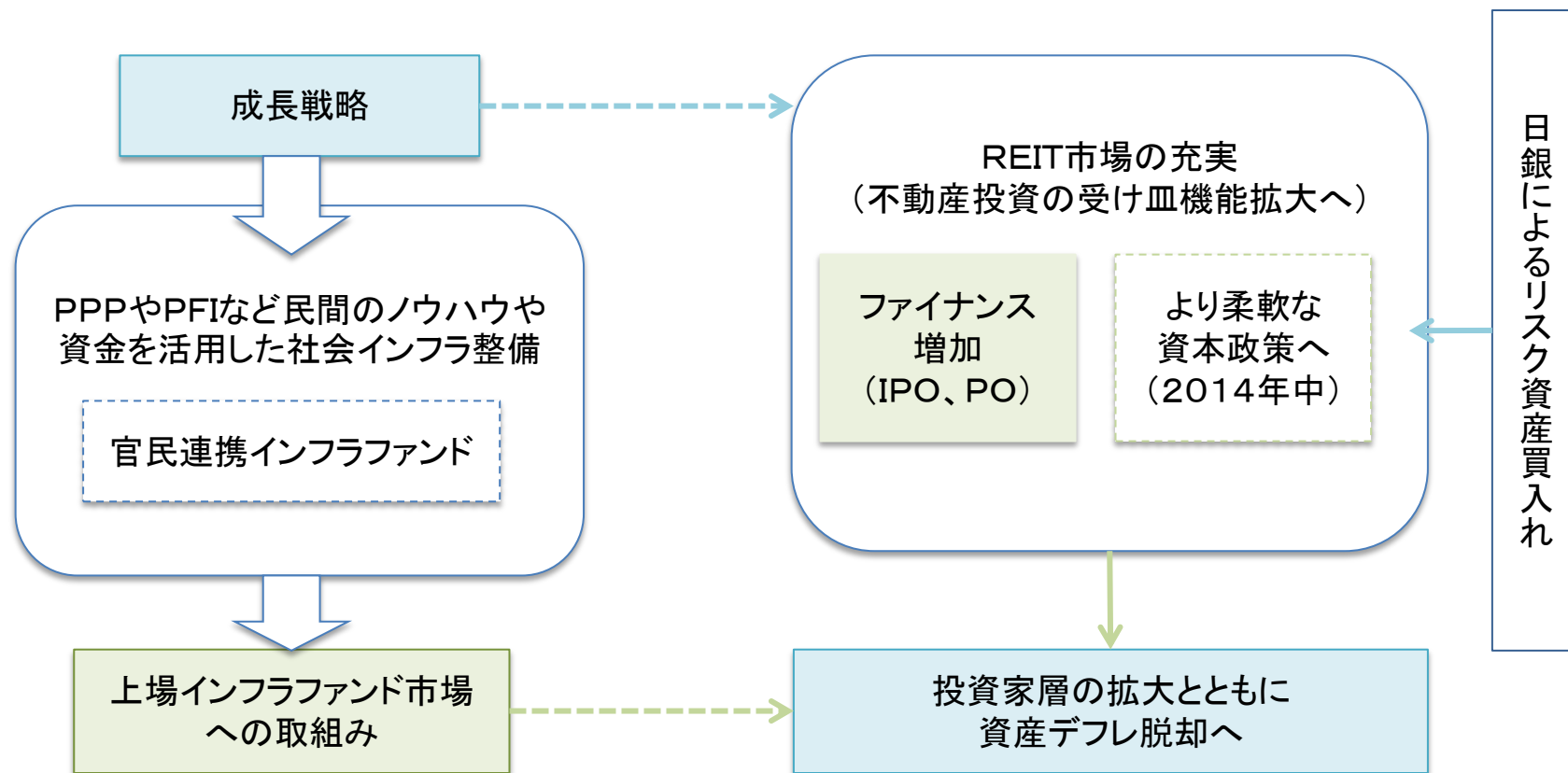
株式市場の回復によりファイナンスなどの発行市場も活況となっている。公募増資や海外CB(新株予約権付社債)・社債の発行ともファイナンスを実施する企業数が大きく増加して発行企業の裾野が拡大している。J-REITによる公募増資も、本年は10月末までに28件あり、公募増資全体数の3割程度を占め、調達金額は1.1兆円を超えている。また、J-REITの新規公開も、既に6銘柄あり約6,800億円(上場時価ベース)の資金を市場より調達している。

【投資法人法改正による資本政策の多様化】

本年6月の通常国会で成立した投資信託及び投資法人に関する法律の見直しで、REITのファイナンス方法としては、現在行われている投資口の公募増資以外に、上場企業のようなライツ・オフリングや、新株予約権付社債のように新しい出資口に転換可能な社債の発行が認められる。また、自社が既に発行した出資口を市場から買い上げることも可能になり、上場企業並みの多様で柔軟性のある資本充実策が可能となる。更に、海外不動産を特別目的会社(SPC)を通じて間接的に所有することも出来る。これらは来年

12月までに、関係府令等の制度整備が行われる予定だ。

不動産証券化への支援



個人投資家の投資拡大の可能性について

年金基金や金融機関などの機関投資家が証券化不動産への投資を行うのは、債券や株式など主要な運用資産に対する代替投資という目的の場合が多い。例えば、日本国債の利回りより3%程度(11月上旬)良ければJ-REITへの投資ニーズが高まってくるし、株式の様な市場価格変動リスクを避けて、安定的な運用を目指す金融商品として私募REITへの関心も高い。個人も、国債などの低い利回りに不満だったり、株式市場の大きな変動についていけないような投資ニーズがあるが、証券化不動産がその有力な受け皿となることが期待されている。個人投資家による証券化不動産への投資拡大について、次の2つ取組みが効果を上げる可能性がある。

一つ目は、利回り商品としての個人への周知徹底である。不動産証券化商品の個人による現状の認知度は、例えば上場商品であるJ-REITをみても低い状況が続いていた。不動産証券化協会が昨年12月に実際に金融商品を保有している個人投資家を対象に実施した調査では、J-REITの認知度は約3割(実際の保有は約9%程度)となっており過去数年と変わらない。株式の約9割、投信や公社債の約6割に

比べて認知度は大きく落ちていて、金やプラチナ(約5割)やFX取引(3割強)よりも低い水準だった。この認知度が、本年のJ-REIT公募増資の増加やNISA開始の影響で今後上昇していく可能性がある。J-REITのファイナンスに関しては前章で紹介したが、PO(公募増資)やIPO(新規公開)の増加によって、証券会社の営業部員から行われるJ-REITの勧誘活動が増加し、結果として利回り商品としての周知が進む。また、NISAによって、幅広い個人投資家が定められた上限枠を利用して非課税投資を行うが、同口座の特性により中長期的な運用利回りを目指すのであれば、J-REITを始めとする不動産証券化商品は有力な投資対象となる可能性もある。勿論、不動産証券化商品に投資する投資信託でも良いのだが、NISA口座獲得競争を行う証券会社では、NISA専用として投資信託の募集手数料を引き下げたり無料化(ノーロード)する動きが強まっている。その様な販売会社サイドの競争環境下にあつて、既に上場されて適時開示も行われているJ-REITの見直しが進んでいる。

二つ目は、証券化対象の不動産の利用目的の多様化が進み、個人にとっても分かり易いテーマと身近な物件の証券化が進むことだ。例えば、11月22日にイオンのショッピング・センターなどの商業施設を証券化したJ-REITが上場され

話題となったが、政府による成長戦略においても介護・医療施設専門REITのガイドラインを整備する方針が示され、来年度の解禁に向け介護・医療REITの組成を準備する金融機関などの動きが伝えられている。ショッピング・センターや医療施設は、個人にとっては生活に密着した施設であり、特別養護老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅などは、今後の需要増加の為に社会的対策が求められてもいる。また、東日本大震災後に太陽光や風力などの再生可能エネルギー推進政策が進められているが、各地に建設されるメガソーラー施設や大規模な風力発電などの施設を証券化(ファンド化)して、個人から資金を集める動きも増えてきた。これらは、大企業により1物件数十億円単位の大規模な施設建設とその証券化が行われることもあるが、1物件数億円単位のヘルスケア施設(病院から有料老人ホームまで医療・介護施設の総称)やメガソーラなど再生可能エネルギー施設もあり、地元事業者などによる比較的小規模の証券化ニーズも多い。これら小規模証券化に対応するには、第二章で紹介したGK-TK(合同会社-匿名組合出資)スキームが、組成後の開示負担や組成コストを押さえられるので有望である。ただし、個人投資家にとって分かりやすい不動産証券化テーマであっても、事業者や運営方針などを個人にも分かり易く説明することが必須だ。

上記の2つの取組みにより、不動産証券化商品が個人にとって有効な投資対象となることが、日本の成長戦略に必要なことではないだろうか。

個人の投資拡大へ

