

日本における 新たな不動産金融商品の登場

クローズドエンド型私募ファンド、J-REITに次ぐ新たな不動産金融商品として、オープンエンド型ファンドが日本にも登場した。流動性の低い不動産を投資対象とするため、他国の先例に見られるような、様々な設計上の工夫、法制度の整備が今後の発展には必要となるだろう。

昨年、日本において、新たな不動産金融商品であるオープンエンド型非上場REITの組成が発表された¹⁾。これまで不動産のエクイティに投資する主な金融商品は2種類しかなく、非上場商品ではクローズドエンド型の私募ファンド、そして同じくクローズドエンド型だが上場商品であるJ-REITと、投資家にとっては選択肢の幅が限られていた。今回のオープンエンド型ファンドの登場は、日本の不動産投資の幅を広げるものとして期待を集めている。

従来の不動産金融商品

クローズドエンド型私募ファンドは、バブル崩壊により膨らんだ不良債権処理のための施策の一環として、90年代の終わりに日本で普及するようになった。だが投資家にとっては、投資単位が最低でも数億円からと大きい上、解約できない期間も5~10年と長く、換金が自由には行えないといった大きなデメリットも含む金融商品だった。

次に登場した不動産金融商品がJ-REITである。2000年の投信法改正を経て2001年からJ-REIT市場が創設され、様々な銘柄が上場された。クローズドエンド型私募ファンドと違い、上場商品であるREITは流動性が確保されており、好きな時に売買が可能である。情報開示もより厳しく義務付けられているため、投資しやすい商品と期待された。さらに、小口投資が可能であるため、機関投資家だけでなく個人投資家にも不動産投資への道が開かれることとなった。しかし一方で、REITは上場商品であるために株式市場からの影響を強く受け、ボラティリティが高いという課題を持つ商品でもある。また、ク

ローズドエンド型私募ファンド、J-REITの中には、高いリターンを得るためレバレッジを高くかけるなど、積極的にリスクを取ろうとするファンドも見られる。

オープンエンド型ファンドの特徴

これら既存の2つの不動産金融商品に対して、新たに日本にも登場したオープンエンド型ファンドは、高いレバレッジをかけることによるリファイナンスリスクなど、不動産関連以外のリスクを抑え、空室率や賃料の変動といった不動産リスクを中心的にとっている点が特徴となっている。

クローズドエンド型私募ファンドとJ-REITは、既述のようにファンドによってはリファイナンスリスクが高い。さらに、クローズドエンド型は解約できない期間が長いという流動性リスク、J-REITは株式市場の影響を強く受ける価格変動リスクが、それぞれ特徴的なリスクとしてあげられる。これに比べると、オープンエンド型ファンドのリスクは不動産関連に集中している。非上場であるため上場による価格変動リスクは低く、レバレッ

図表 各不動産金融商品の比較

		REIT	CE	OE
リスク	資本市場の影響	大 (上場商品)	小 (非上場)	小 (非上場)
	流動性	○ (上場商品)	× (非上場)	△ (非上場だが 解約請求可)
	LTV	低~高	低~高	低~中
リターン		低~高	低~高	低~中

(注) CE：クローズドエンド型私募ファンド、OE：オープンエンド型ファンド
(出所) 野村総合研究所

NOTE

- 1) 2010年2月に野村不動産投信がオープンエンド型非上場REITの設立を発表、同年11月には運用を開始した。
- 2) 2009年時点。
- 3) 2010年時点。1ユーロ=110円で試算。
- 4) Loan to Valueの略。資産価値に対する負債比率を表す。

ジも低く設定されリファイナンスリスクが抑えられている。そして、持ち分の解約請求を行えるため、投資家にとっては流動性リスクも比較的低い。このように、オープンエンド型ファンドはリスクを極力抑え、長期の安定したリターンを不動産市場から得ることを目標とする金融商品である。

オープンエンド型ファンドと、J-REIT、クローズドエンド型私募ファンドとの特性を図表にまとめた。

諸外国における先進事例と日本での発展の可能性

日本では1号案件が産声をあげたばかりだが、他国ではオープンエンド型ファンドが既に広く親しまれている国もある。例えば英国では、不動産金融商品のうちファンド数ベースで約3割、NAVベースで約4割がオープンエンド型商品によって占められており²⁾、機関投資家だけでなく個人投資家向けにも組成されている。またドイツでは、個人投資家を主な対象とした商品として普及しており、オープンエンド型ファンド全体の投資規模は約10兆円に及んでいる³⁾。現地の個人投資家は年金と同じような感覚で、安定した長期リターンを期待できるオープンエンド型ファンドに投資を行っている。

これらの国々では、オープンエンド型ファンドに安定性を持たせ、投資対象を流動性の低い不動産としながらも日々生じる投資家からの解約請求に応じるため、様々な設計・運営上の工夫がなされている。例えばドイツでは、LTV⁴⁾は上限50%とされ、投資対象についても、最低でも51%の資産を不動産で所有すること、ユーロ建て以外の資産は30%以下でなければならないといったように、極力不動産以外のリスクを抑えるよう法律で

定めている。また、現金、及び現金等価物は最低5%は保持し流動性を残しておくよう義務付けられている。

こうした措置に加えて、金融危機などをきっかけに大規模な解約請求が起こった場合にどのような対処法を取るのかは、不動産を投資対象としたオープンエンド型ファンドに係る最大の懸念点だろう。投資対象が不動産であるため、現金化は株式等のように容易には行えない。解約請求の波に耐えきれず、破綻に至る可能性も否めない。そのような事態を免れるため、解約請求の凍結が許される期間が定められている国もある。豪州では、ファンドが流動性を欠いていると判断される状態が法律で定められている。大量の解約請求を受けその定義に当てはまるような事態に陥った場合、解約請求を凍結して良いとされる。その間に不動産の売却等を進め、解約のための現金の確保を行えるようになっている。

日本のオープンエンド型ファンドが今後展開し規模を広げていくためには、緊急時の対処もできるよう、上記のような法制度が整えられることが望まれる。市場環境の整備が進み、クローズドエンド型私募ファンド、J-REITとは全く異なるリスク・リターン特性を持つ3つ目の不動産金融商品が発展していくことにより、投資家にとっての不動産投資の幅が広げられ、日本の不動産商品がより発展していくことを期待したい。



Writer's Profile



小石川 祥子 Shoko Koishikawa

技術・産業コンサルティング部
コンサルタント
専門は不動産投資戦略、市場調査
focus@nri.co.jp