

## 非上場オープン・エンド型不動産投資法人(私募 REIT)の市場規模拡大に向けて ～利害関係人等からの物件取得の適正性～

2013年10月9日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 副主任研究員 米倉勝弘

2010年11月の運用開始以来、非上場オープン・エンド型不動産投資法人(以下、「私募 REIT」)は、物件取得を積極的に進めている。一方で、私募 REIT のスポンサーにはデベロッパーや商社が名を連ねており、利害関係人等からの物件取得にあたっては利益相反を懸念する投資家もいるのではないだろうか。

本稿では、上場 J-REIT の取引データを利用して利害関係人等からの物件取得と第三者からの物件取得を比較し、利益相反の有無に関する検証を試みた。その結果、立地やビルのスペック等、他の要因を補正した取得価格水準での比較において、むしろ利害関係人等からの物件取得の方が第三者からの物件取得よりも相対的に低い価格で取得できているとの統計的結果が得られた。

### 1.はじめに

私募 REIT は、2013年9月末時点で運用中6銘柄、運用開始予定1銘柄の計7銘柄の組成が公表されている。各私募 REIT とも3～5年を目途に資産規模を2,000～3,000億円へ拡大させる予定であり、物件取得を積極的に進めている。

一方で、各私募 REIT のスポンサー<sup>i</sup>に目を向けるとデベロッパーや商社が名を連ねており、物件の取得にあたってはスポンサーとのパイプラインを活用した取引が増えるものと予想される。

スポンサーとの連携は強い武器になると同時に、投資家サイドからすると利益相反に関する懸念を抱かせる。万一、スポンサーからの取得等によって投資家が不利益を被るようなことがあれば、投資家の投資意欲は減退し、これまで順調に推移してきた市場規模の拡大基調を阻害しかねない。

そこで、本稿では、利害関係人等<sup>ii</sup>からの物件取得と第三者からの物件取得を比較した場合に利益相反が見られるかどうかを取得価格水準の観点から検証する。なお、今回は分析するプロパティタイプをオフィスに限定した。

### 2.モデルの設定とデータ

本稿では物件取得価格の代替指標として取得時キャップレート(以下、「CR」)<sup>iii</sup>を採用し、CRを被説明変数とする推計モデルを構築した。そして、当該モデルの説明変数として「利害関係人等取引の有無(利害関係人等取引に該当する場合には1を、そうでない場合には0を取る変数)」を入れることにより、利害関係人等からの物件取得と第三者からの物件取得の違いを分析した。具体的には、本変数が統計的に有意に働くのか否か、有意に働くとすれば、CRを押し下げる(取得価格を押し上げる)効果があるのか、もしくはCRを押し上げる(取得価格を押し下げ

<sup>i</sup> スポンサーとは私募 REIT の資産運用会社の株主等をいう。

<sup>ii</sup> 利害関係人等とは資産運用会社およびその役員等、投信法第201条第1項に定める利害関係人等、ならびにこれらの者がその資産の運用を行っている、または運用もしくは管理にかかる助言を行っている相手方をいう。

<sup>iii</sup> 取得時点における資産運用会社想定 Net Operating Income (NOI) を取得価格で除した値(公表されていない場合にはその後の実績値を用いて当社にて推計した値を採用)。

る)効果があるのか、等を確認した。

なお、本稿の目的は私募REITにおける今後の動向を示唆することであり、本来は分析に用いるサンプルデータとして私募REITの取引データを採用すべきであるが、私募REITの取引情報は公開されていないため、運用中あるいは運用開始を表明している私募REITと同じデベロッパー系をスポンサーに持つ上場J-REIT<sup>iv</sup>におけるオフィス203棟<sup>v</sup>に関する取引データを利用した。

また、モデルによって結果が左右されないかを確認するため、3つのモデルを構築した。説明変数の候補としては、「市況」・「ビルスペック」・「立地」・「築年」・「時点」の категорияに属する変数を挙げた。

<仮説:その他の各変数における係数の符号条件(マイナス=CR↓取得価格↑、プラス=CR↑取得価格↓)>

#### 【市況】

「マーケットレント」:マーケットレントが高いほど不動産市況が好調であると考えられ、  
(図表1※1) 符号条件はマイナス

#### 【ビルスペック】

「延床面積」:延床面積が大きい物件ほどビルスペックが高い傾向があると考えられ、  
符号条件はマイナス

「PML値」:PML値が高いほど巨大地震が発生したときの損失が大きくなるため、  
(図表1※2) 符号条件はプラス

「マーケットレントとの賃料乖離率」:対象ビルの賃料が上方に乖離するほどビルスペックが高いと考えられ、  
(図表1※3) 符号条件はマイナス

#### 【立地】

「最寄駅までの距離」:最寄駅から遠いほど交通利便性が劣るものと考えられ、  
符号条件はプラス

「400m内利用可能駅数」:利用可能駅が多いほど交通利便性が高いものと考えられ、  
符号条件はマイナス

「○○エリアダミー」:東京23区を基準とすると、その他のエリアは相対的に期待利回りが高い  
(図表1※4) 傾向があると考えられ、符号条件はプラス

#### 【築年】

「築年数」:築古になるにつれて経年相応の劣化を伴うため、  
符号条件はプラス

#### 【時点】

「○○年取得ダミー」:2001年を基準としているため、その後の不動産市況の動向により  
(図表1※5) 符号条件はプラスとマイナスのどちらも取り得る

<sup>iv</sup> 日本ビルファンド(8951)、ジャパンリアルエステイト(8952)、野村不動産オフィスファンド(8959)、アクティビア・プロパティーズ(3279)

<sup>v</sup> 2013年9月末時点における取得事例を対象とする。また、既に取得済みの物件の持分等を追加取得した場合には特殊事情が介在するためサンプルから除外している。

図表 1 各モデルの採用変数

カテゴリー	説明変数の候補	モデル1 採用変数	モデル2 採用変数	モデル3 採用変数
市況	マーケットレント	●	●	●
ビルスペック	延床面積	●		●
	PML値		●	
	マーケットレントとの賃料乖離率	●	●	●
立地	最寄駅までの距離	●		
	400m内利用可能駅数		●	
	東京23区エリアダミー			
	札幌・仙台エリアダミー	●	●	
	名古屋・大阪・福岡エリアダミー	●	●	
	その他エリアダミー	●	●	●
築年	ln(築年数)	●	●	●
時点	2001年取得ダミー			
	2002年、2003年取得ダミー	●	●	●
	2004年、2005年取得ダミー	●	●	●
	2006年、2007年取得ダミー	●	●	●
	2008年、2009年取得ダミー	●	●	●
	2010年、2011年取得ダミー	●	●	●
	2012年、2013年取得ダミー	●	●	●
その他	利害関係人等取引ダミー	●	●	●

- ※1 「マーケットレント」とは、対象不動産が属するエリアの取得時点における平均稼働賃料(平均募集賃料×平均稼働率)である。
  - ※2 「PML値」とは、50年間に10%を超える確率(475年に一度)で起こる大地震が発生した場合の復旧工事費の建物価格(再調達価格)に対する割合である。
  - ※3 「マーケットレントとの賃料乖離率」とは、マーケットレントに対する対象不動産の賃料坪単価(継続賃料含む)の割合である。
  - ※4 「〇〇エリアダミー」とは、立地属性の差異を表し、それぞれ対象不動産が所在する場合に1、そうでない場合に0を取る変数である。
  - ※5 「〇〇年取得ダミー」とは、それぞれ該当年に対象不動産が取得した場合に1、そうでない場合に0を取る変数である。
  - ※6 「利害関係人等取引ダミー」とは、スポンサーなど、利害関係者からの取得(スポンサーが出資するSPCなどを含む)を表し、対象不動産が該当する場合に1、そうでない場合に0を取る変数である。
- 出所)各モデルに利用したデータは、マーケットレントについてはCBRE、その他は各投資法人による公表資料

モデル1では、CRと関係性が高いと考えられる変数を筆者の過去の経験をもとに選択した。モデル2では、多重共線性(マルチコ)viを避けるため、モデル1で用いた変数のうち同カテゴリーの中から一部変数を入れ替えた。モデル3ではモデル1で用いた変数のうち、説明力が弱い変数を除外した。

各変数の基本統計量を図表2に掲げる。変数によってはバラツキの大きい変数も見受けられるが、本稿では、恣意性を排除し客観性を重視する観点から、あえて外れ値と考えられるサンプルの削除などを行わなかった。

図表 2 各変数の基本統計量

	CR	延床面積 (㎡)	PML値	マーケット レントとの賃料 乖離率(倍)	マーケット レント (円/月・坪)	最寄駅までの 距離(m)	400m内 利用可能駅数	東京23区 エリアダミー	札幌・仙台 エリアダミー	名古屋・ 大阪・福岡 エリアダミー
平均	6.0%	25,654	6.7%	1.9	11,370	292	2	0.6	0.1	0.1
標準偏差	1.5%	39,963	4.5%	0.6	4,044	225	2	0.5	0.2	0.4
最小	2.3%	1,595	0.1%	0.6	5,525	80	0	0	0	0
最大	13.8%	287,350	19.0%	4.1	32,201	1,360	18	1	1	1
標本数	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203

	その他 エリアダミー	築年数 (年)	2001年 取得ダミー	2002年 2003年 取得ダミー	2004年 2005年 取得ダミー	2006年 2007年 取得ダミー	2008年 2009年 取得ダミー	2010年 2011年 取得ダミー	2012年 2013年 取得ダミー	利害関係人等 取引ダミー
平均	0.2	12	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4
標準偏差	0.4	9	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.2	0.3	0.5
最小	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
最大	1	46	1	1	1	1	1	1	1	1
標本数	203	203	203	203	203	203	203	203	203	203

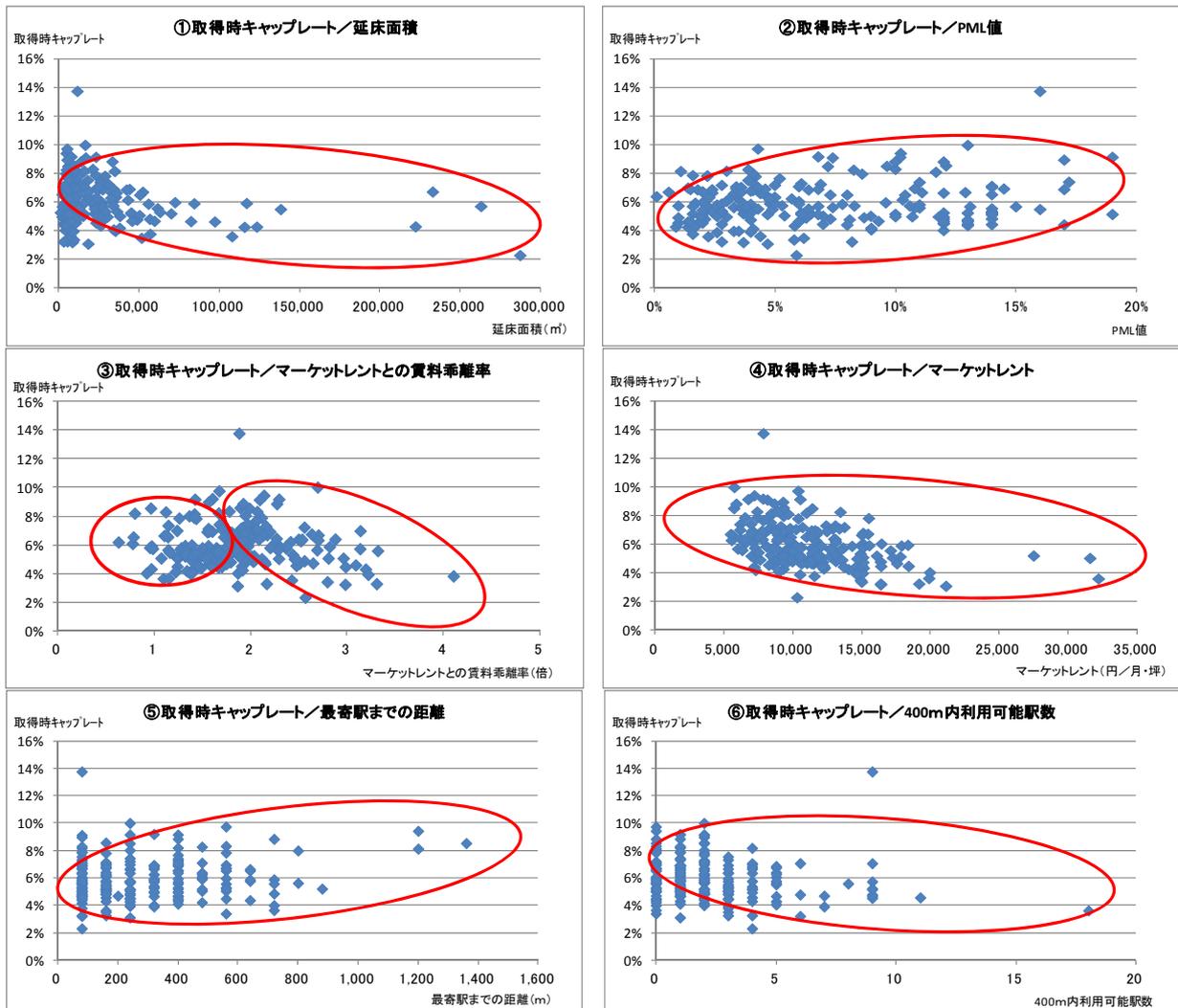
出所)各モデルに利用したデータは、マーケットレントについてはCBRE、その他は各投資法人による公表資料

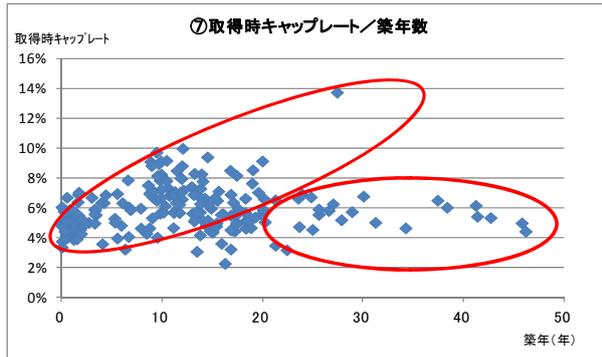
vi 多重共線性とは、回帰分析の結果に悪影響を及ぼす問題の一つで、説明変数の間に強い相関関係が存在する場合に発生する。

以下に、仮説を検証する観点から被説明変数(CR)と各説明変数の関係を確認しておく。

- 延床面積については、50,000 m<sup>2</sup>以下の物件ではCRレンジが広いものの、僅かながら右下りの傾向があり、仮説と一致している(図表3①)。
- PML値については、全体的にCRレンジが広いものの、概ね右上りの傾向があり仮説と一致している(図表3②)。
- マーケットレントおよびマーケットレントとの賃料乖離率については、概ね右下りの傾向があり仮説と一致している(図表3③④)。ただし、マーケットレントとの賃料乖離率が小さい物件についてはその傾向が弱い。
- 最寄駅までの距離については、CRレンジが広いものの、概ね右上りの傾向があり仮説と一致している(図表3⑤)。
- 400m内利用可能駅数については、CRレンジが広いものの、概ね右下りの傾向があり仮説と一致している(図表3⑥)。
- 築年数については、築浅の物件において右上りの傾向があり仮説と一致しているが、築古の物件ではリノベーションを行っている物件が多いものと推察され、フラットな形状となっている(図表3⑦)。

図表3 被説明変数(CR)と各説明変数の関係





### 3.モデルの推計結果

各モデルの推計結果を図表4に掲げる。計測方法は、最小二乗法(OLS)を適用した。自由度修正済み決定係数は約0.62~0.64となっており、いずれのモデルも6割強の説明力を有する。また、利害関係人等取引の有無を示す「利害関係人等取引ダミー」が1%水準で有意に効いており、係数の符号条件はプラスとなっている。つまり、利害関係人等からの物件取得の方が第三者からの物件取得よりも、立地やビルのスペック等、他の要因を補正した価格水準での比較において相対的に低い価格(高いCR)で取得できていることが統計的に認められた。

図表4 モデルの推計結果

被説明変数 説明変数	log(取得時キャブレート)		
	モデル1	モデル2	モデル3
延床面積	( - )		( - )*
PML値		( + )	
マーケットレントとの賃料乖離率	( - )*	( - )*	( - )*
マーケットレント	( - )***	( - )***	( - )***
最寄駅までの距離	( + )		
400m内利用可能駅数		( + )	
札幌・仙台エリアダミー	( + )*	( + )**	
名古屋・大阪・福岡エリアダミー	( + )*	( + )*	
その他エリアダミー	( + )**	( + )**	( + )
log(築年数)	( + )*	( + )	( + )*
2002年、2003年取得ダミー	( - )*	( - )**	( - )**
2004年、2005年取得ダミー	( - )***	( - )***	( - )***
2006年、2007年取得ダミー	( - )***	( - )***	( - )***
2008年、2009年取得ダミー	( - )***	( - )***	( - )***
2010年、2011年取得ダミー	( - )***	( - )***	( - )***
2012年、2013年取得ダミー	( - )***	( - )***	( - )***
利害関係人等取引ダミー	( + )**	( + )**	( + )**
Adjusted R-squared	<b>0.6376</b>	<b>0.6301</b>	<b>0.6242</b>

注1)カッコ内はCRへの影響力。(－)はCRを押し下げる。(＋)はCRを押し上げる。  
 注2)＊はt値の有意水準を表す(\*\*\*は0.1%有意水準、\*\*は1%有意水準、\*は5%有意水準)。  
 注3)Adjusted R-squaredは自由度修正済み決定係数を表す。

#### 4.考察

上場 J-REIT における利害関係人等との取引制限については、投資信託及び投資法人に関する法律や金融商品取引法等による規制に加えて、資産運用会社が独自の社内規程等を定めているケースが一般的であり、モデルの推計結果からは投資家に対する利益相反対応が機能しているものと解釈できる。

ファンド間売買<sup>vii</sup>に該当する取引については、金商法第 42 条の 2 第 2 号および金融商品取引業等に関する内閣府令第 129 条第 1 項第 2 号の定めに従い、投資法人の全ての投資主に取引の内容および取引を行う理由を説明したうえで、当該全ての投資主の同意が必要とされている。

また、各上場 J-REIT における資産運用会社独自の社内規程に定める利害関係人等との重要な取引に該当する場合には、コンプライアンス・オフィサーによる法令・諸規則の遵守の確認、さらにはコンプライアンス委員会や投資委員会による審議および承認・決定などの手続きを課している。

現状、上場 J-REIT と同一のスポンサーを持つ銘柄が多い私募 REIT (投資法人スキームを利用) でも、同様の取引制限に関する規程が設けられているものと推察され、本分析結果は私募 REIT にも一定程度当てはまるもの(投資家に対する利益相反対応が機能するもの)と考えられる。ただし、あくまでも上場 J-REIT の過去の実績についての分析であることに留意されたい。

市場規模拡大に向けた流れの中で、コア物件がなかなか供給されない不動産取引市場においては、資産運用会社と投資家の双方がスポンサーからの物件供給に対する期待を持つと思われる。資産運用会社にとっては外部成長を後押しするものであり、適正な価格で取得できるという前提に立てば、投資家にとっても分散投資効果やパフォーマンスの向上が期待できる。今後も、資産運用会社が利益相反に対する十分な対応を継続し、投資家の安心感を維持していくことが、私募 REIT の市場規模拡大、延いては不動産市場全体の発展につながることに期待したい。

以上

vii 運用財産相互間において取引を行うこと

本稿に関するお問い合わせはこちら

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

[https://www.smtri.jp/contact/form-private/private\\_fund.html](https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html)

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。