

不動産プライベートファンドに関する実態調査 2004 年 = 調査結果 =

< 調査概要 >

株式会社住信基礎研究所は 2003 年より不動産市場調査の一環として、『不動産プライベートファンドに関する実態調査』を行っている。今回の調査は第二回目の実施となり、36 社の不動産プライベートファンドの組成・運用会社から回答を得た。調査の概要は以下の通りである。

調査対象：国内で不動産プライベートファンドを組成・運用している企業

対象数：93 社

回答企業数：36 社（回答率：38.7%）

調査時期：2004 年 11 月～2004 年 12 月

調査手法：郵送による調査票の送付・回収

< 市場拡大の背景 >

- ・ 回答企業が不動産プライベートファンド事業に参入した時期としては「2003 年」という回答が最も多く、ファンドの組成が活発化し、市場が本格的な拡大期に入ったのは、この年からであることが示唆される。
- ・ さらに前回の 2003 年調査では、不動産プライベートファンドへの投資家として「国内機関投資家」と「海外機関投資家」のウェイトはほぼ均衡していたが、今回の調査では「国内機関投資家」が全体の約半数を占め、「海外機関投資家」のウェイトは 1 割程度に下がっている。不動産プライベートファンド市場が、運用難にある国内資金の新たな投資先として認知され、投資が加速したのは 2004 年であるとみられ、こうした投資家サイドの動きがさらに市場の拡大を促していったものと考えられる。
- ・ また運用会社が最も有力な出口戦略として挙げているのは「J-REIT への移行」、次いで「J-REIT への売却」であり、プライベートファンドの出口としての J-REIT 市場の重要性が浮き彫りとなった。今後さらに不動産プライベートファンド市場が拡大を続ける上では、主要な出口となる J-REIT 市場の成長が欠かすことができないものと考えられる。

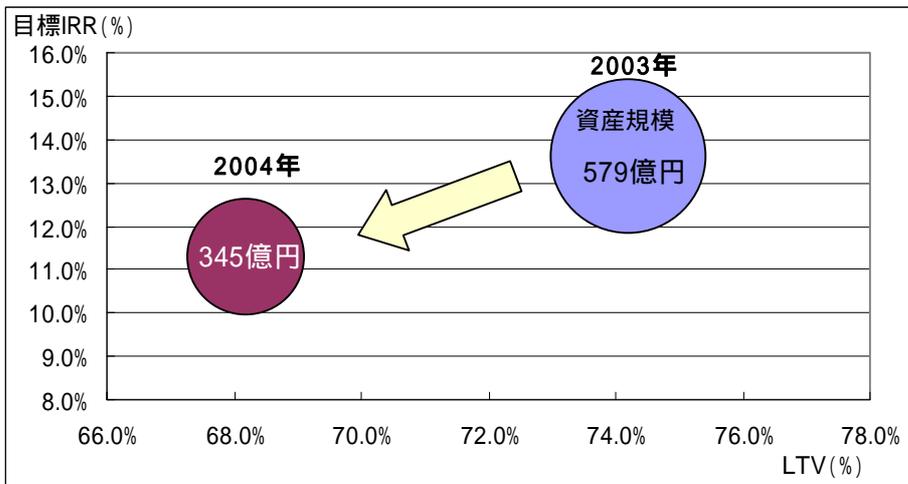
< ファンドの設定内容の変化 >

- ・ 資産規模や利回りといったファンドのスペックについて前回の調査結果と比較すると、「目標資産規模の小型化」と「LTV および目標 IRR の低下」が顕著な傾向としてみられた。
- ・ 「目標資産規模の小型化」の背景の一つとして、従来は東京に集中していたファンドの組成が地方圏へ波及していったことが挙げられる。具体的には、地方のマンションデベロッパーなどが自社で開発した物件を複数集めて組成した小型のファンドが増加しており、こ

れによってファンドの平均規模が引き下げられている。また一方で、ブラインドプール型の大型ファンドも台頭しており、この結果、ファンドの規模は二極化する傾向もみられる。

- ・ 「LTV および目標 IRR の低下」については、増加する国内機関投資家の中でも特にプレゼンスを増している年金基金の保守的な投資ニーズに応じて、低めのレバレッジで金利リスクを低減し、より安定的な IRR を確保するといった運用戦略への志向が強まった結果ではないかと考えられる。またこれに加えて利回りの低下については、現在、東京都心の一部で不動産の取得競争が激化し、取引価格が高まっていることによる影響もあるとみられる。

現在運用中の代表的なファンドの平均スペックの変化

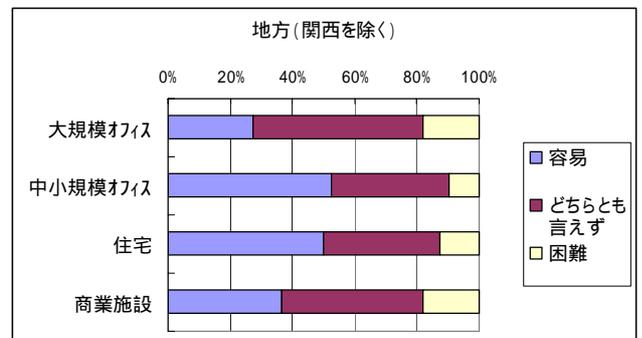
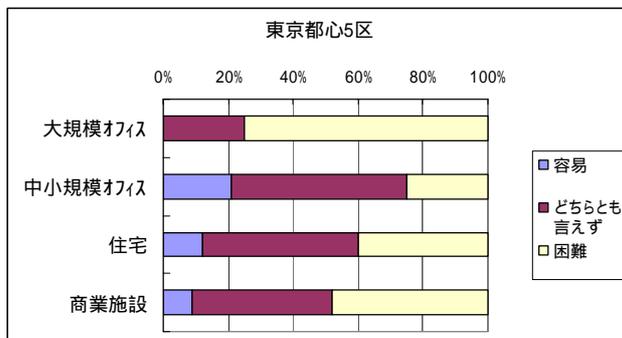


注：LTV (loan to value; 負債比率) = 借入金 / 不動産価格
 目標 IRR (internal rate of return; 内部収益率)
 資産規模は目標資産額。

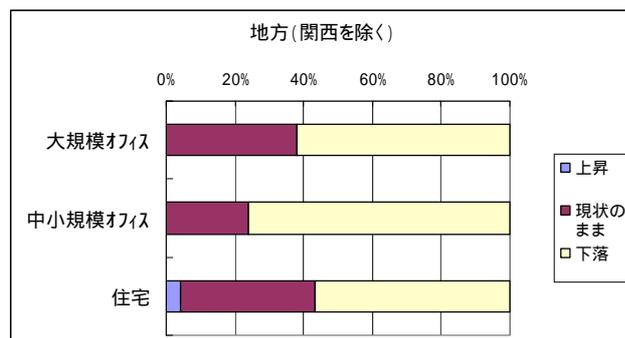
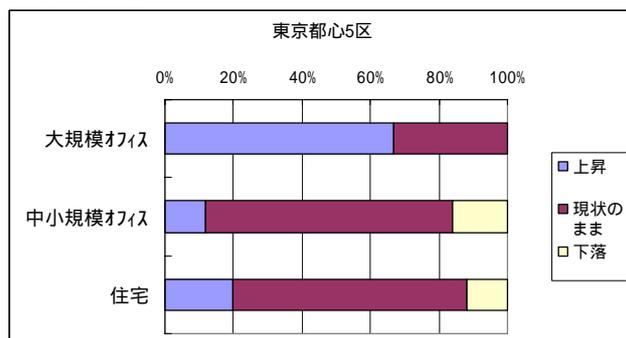
< 不動産市況についての見通し >

- ・ 以下の表は、今後の東京都心5区および地方（関西を除く）における不動産市況（物件の取得および賃料水準）に関する運用会社の見通しを集計した結果である。

物件取得の見通し



賃料の見通し



- グラフにみるとおり、東京都心5区では、大規模オフィスビルの「取得が困難」となり、「賃料が上昇する」と予想している運用会社が大半を占めている。またその他のタイプについても東京都心5区では「取得が困難になる」との回答が、「容易になる」とする回答を上回っており、賃料については「現状のまま」とする回答が過半数を占めている。
- 一方、地方(関西を除く)に関しては、中小規模オフィスや住宅について「取得が容易になる」と考える運用会社が半数を超えており、また全てのタイプにおいて、「賃料が下落する」と予想する運用会社が過半数を占めている。
- こうした不動産市況の見通しの下、今後注目する投資対象エリアとしては、前回調査と同じく「東京都心5区」を挙げる運用会社が最も多い。しかし、「関西」や「地方(関西を除く)」などをターゲットに含める運用会社もほぼ半数に上っており、対象エリアの範囲を拡大しつつある企業が多いことを窺わせる。

<不動産プライベートファンドの今後の課題と展望>

- 今後の運用会社における課題としては「利益相反への対応」という回答が最も多く、次いで「投資家への情報開示」が挙げられている。利益相反の問題に対しては、すでに多くの運用会社で「自己投資枠の設定」や「運用体制・ルールの厳格化」といった対策が採られており、また投資家への情報開示についても「レポート等の充実・工夫」によって対応しているとする運用会社が多いが、こうした点をさらに強化することによって、投資家の一層の信任を得ようとする運用会社の姿勢が窺われる。
- また、不動産プライベートファンド事業全般に関わる懸念としては「金利の上昇」や「取得競争の過熱」が多く指摘されており、それによって利回りの低下やファンドの組成自体が困難となるといった事態が生じることを憂慮する声が聞かれた。前述の通り、東京都心部などの一部の収益不動産については、既に取得競争が過熱状況にあるとの指摘があり、中期的には金利の上昇も予想されることから、懸念されるような事態が生起する可能性はある。したがって、今後、投資家サイドにおいては運用会社の能力やファンドの商品特性を十分に見極めた上で、より慎重な投資判断を行う必要があると考えられる。
- さらに市場全体の課題としては「法律・制度の整備充実」を指摘する意見が最も多く、「市場での認知度の向上」がそれに次いでいる。つまり運用者サイドでは、その急激な拡大が

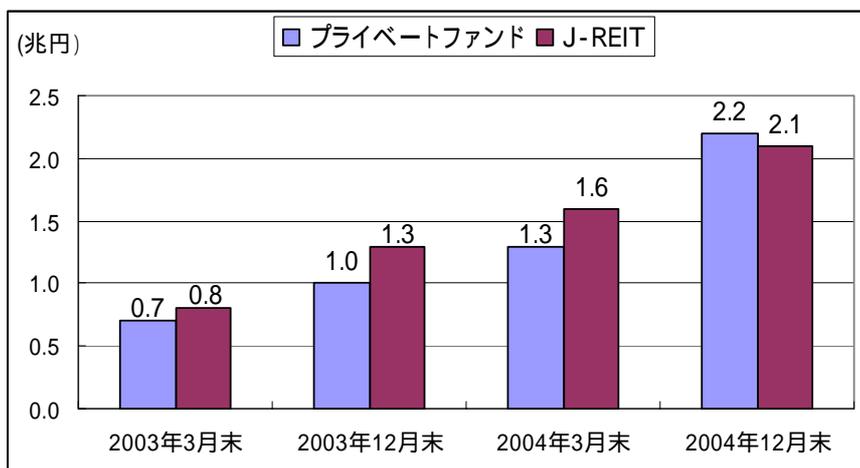
りに比べて、不動産プライベートファンド市場の基盤はまだまだ脆弱であるとの認識が強く、現在急ピッチで進んでいる証券取引法や信託業法の改正といった法制度の整備の動向が、今後の健全な市場発展を左右することを示唆していると考えられる。

- 上記のように不動産プライベートファンドには様々な課題が残されているものの、現在の投資環境の下では魅力的な投資対象の一つであることは事実である。今後、運用会社における利益相反への対応や投資家に対する情報開示への取り組みがさらに充実し、法制度などインフラ面の整備が進むことによって安定的な投資商品として市場の認知度が高まれば、オルタナティブ投資の選択肢の一つという現在の位置づけを脱し、J-REIT など他の不動産投資商品と一体となって、一つのアセットクラスを確立していくものと期待される。

参考資料:不動産プライベートファンドの市場規模の推計

- 当社では、2003年より運用会社へのアンケート、ヒアリング、公表データに基づいて、不動産プライベートファンドの市場規模（当該時点で運用中のファンドによる取得不動産の資産額合計）の試算を行っており、今回の調査結果を踏まえ、2004年12月末時点の不動産プライベートファンドの市場規模を約2兆2千億円と推計した。
- 下図に示す通り、2003年3月末以降、不動産プライベートファンド市場はJ-REIT市場とほぼ同じペースで拡大を続けてきたが、2004年3月から12月にかけてはプライベートファンドの成長ペースがJ-REITを大きくしのぎ、初めてJ-REITの市場規模を超えた。

J-REITおよび不動産プライベートファンドの市場規模(取得資産額ベース)の推移



出所：プライベートファンドは調査、ヒアリングおよび公表データに基づく住信基礎研究所の試算・推計による。同数値は、外資系金融機関・投資会社等が運用する外国籍ファンドの日本での不動産投資額は含んでいない。

当調査の結果につきましては、本リリースのみを公表しております。ご了承ください。

【お問い合わせ】 https://www.stbri.co.jp/contact/form-private/private_investment.html