

不動産プライベートファンドに関する実態調査 2005年  
= 調査結果 =

< 調査概要 >

株式会社住信基礎研究所は 2003 年より不動産投資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。今回で第三回目となり、40 社の不動産プライベートファンドの組成・運用会社から有効回答を得た。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

対象企業数：119 社

有効回答数：40 社（有効回答率：33.6%）

調査時期：2005 年 11 月～2005 年 12 月

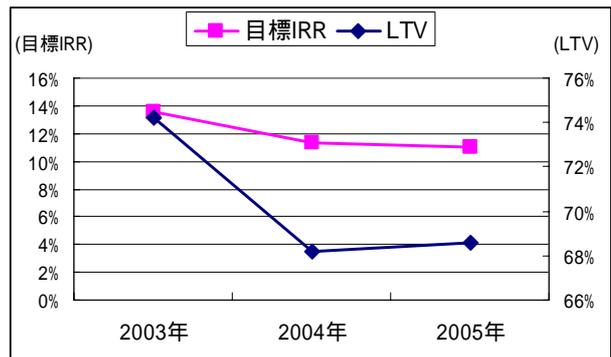
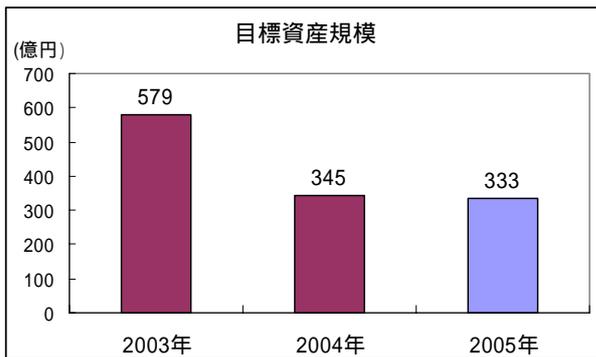
調査手法：郵送による調査票の送付・回収

< 現在運用中の代表的ファンドの内容 >

～スペックは昨年と変わらず、投資エリアが大きく拡大し、好調な不動産市況を反映して運用期間が短期化

- 回答各社が挙げた現在運用中の代表的なファンドのスペックについて前回の 2004 年の調査結果と比較すると、目標 IRR の平均は 11.3%から 11.0%に、LTV の平均も 68.2%から 68.6%とほぼ横這いの結果となった。また、前回の調査では前年比でファンドの小型化が顕著な結果として現れたが、今回の調査では目標資産規模の平均は 333 億円と前回は若干下回るに止まり、継続的なファンドの小型化はみられなかった。

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 / 動産価格、目標 IRR (internal rate of return; 内部収益率)

- 今回の調査で顕著な傾向として確認されたのは、ファンドの「投資エリアの拡大」と「運用期間の短期化」であった。前回は投資対象エリアとして全体の約半数を占めた「都内」が 14%に大きく減少し、「首都圏」、「関西」、「地方都市」がともに拡大している。「関西」と「地方都市」の合計では全体の過半数を占め、調査開始以来、初めて地方が東京圏を上回る結果となった。東京集中の傾向にあった投資エリアは今や全国へと拡散していること

が窺われる。

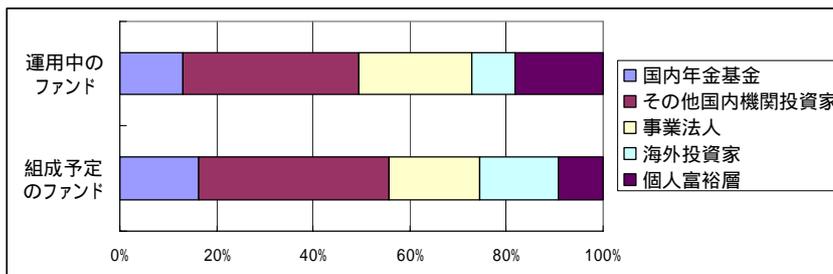
- また、2004年の調査では平均4.7年であった運用期間は、2005年は3.8年と約1年短くなっており、運用期間が3年未満に設定されたファンドが最も多かった。好調な不動産市況をふまえ、利回りを確保するために運用期間を短めに設定する運用会社が増えたことを反映した結果ではないかと考えられる。
- 利回りが圧縮されている市場環境において、投資エリアや運用期間といったファンドの建て付けを柔軟に変化させることで、LTVの水準を維持しつつ、利回りの確保を狙う運用会社の戦略が見受けられる。

< 予定される新規ファンドの組成傾向 >

～ ノンコアファンドの組成が拡大し、追加型・一任型の組成スタイルにシフト。ファンドの運用実績が着実に積み上げられたことで一任型ファンドが定着

- 現在運用中の代表的なファンドの半数弱を占める「コア」ファンドは、今後2年以内に組成を予定・検討するファンドでは全体の4分の1程度にとどまっており、よりリスクの高い「ノンコア」および「開発型」ファンドへとシフトする傾向がみられた。物件取得が厳しい環境において、特にコア物件はJ-REITとの競合により取引価格の上昇と物件不足が顕著であり、ファンドにおける開発やノンコア資産を対象とすることで利回りを確保したいとする運用会社の意向が窺われる。
- 組成スタイルでは、物件不足によりファンド組成時点で組込み物件を確定することが難しくなっている現状を反映し、運用中の代表的なファンドでは過半数を占めた「固定型」が3割まで低下する一方で、「追加型」と「一任型」が大きく増加している。「一任型」ファンドは前回の調査から継続して拡大基調にあり、ファンドの運用実績を着実に積み上げてきたことで、運用会社がファンド運用を一任されるスタイルが定着してきたと考えられる。
- ターゲットとなる投資家層は、「国内年金基金」および「海外投資家」が増加した一方で、「個人富裕層」が減少した。海外の不動産市場と比較して高いスプレッドが享受できる日本の市場を魅力的と見る海外投資家の資金が日本市場に向かっており、そうした資金の流れを受けて組成が予定される1千億円以上の超大型ファンドも少なくない。個人富裕層の減少は、同投資家層を対象としていた運用会社の一部に、効率性を重視して今後は年金基金や海外投資家等の大口の機関投資家に焦点を絞る動きがあることが反映されたものと考えられる。

投資家層の変化



**<今後の不動産市況の見通し>**

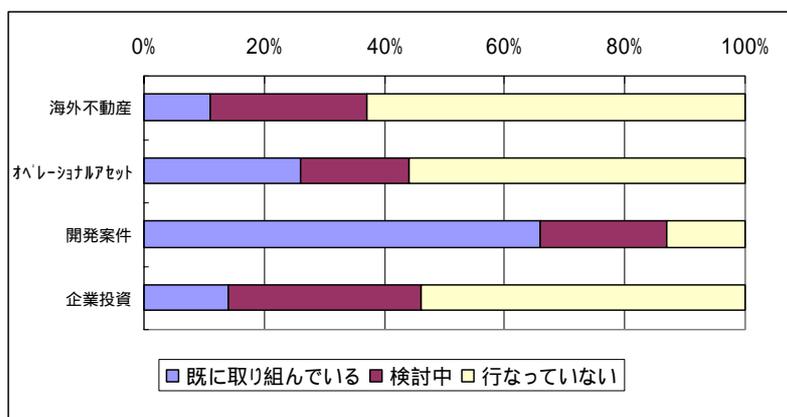
~今後賃料上昇が見込まれる都市は「名古屋」、「福岡」、「大阪」。東京都心Aクラスオフィスビルのキャップレートは3.5%へ

- 今後、東京圏以外で賃料上昇が予想される都市としては「名古屋」を挙げる運用会社が最も多く、次いで「福岡」「大阪」と続き、全回答の8割以上が三都市に集中している。地方圏へ広がりをみせる投資対象エリアの中でも、やはりこれら特定の大都市がまずその中心になるとみられる。
- また、東京・大手町に代表される都心Aクラスオフィスビルのキャップレートの今後の見通しについては、「現状のまま」とする回答が過半数を占め、「低下する」が3分の1、「上昇する」は1割に満たなかった。つまり運用会社の間では、東京都心Aクラスビルの価格上昇は天井に来ているという見方が大勢を占めるものの、さらに一段の上昇を予想する向きも少なからずみられ、逆に価格低下はほとんど見込まれていないという状況にある。今後のキャップレートの水準については3.0~4.0%とする回答がほとんどを占め、平均では3.5%となった。

**<新たな投資対象への取り組み>**

~開発案件やオペレーショナルアセットへの投資が拡大、さらに海外投資や企業投資への検討も進む

- 今後、不動産ファンドの新たな投資対象として有力視される“海外不動産”、“オペレーショナルアセット”、“開発案件”、“企業(証券)投資”の4分野への各社の取り組み状況をみると、“開発案件”には7割弱の企業が既に取り組んでおり、検討中という回答を合わせると9割に達する。また運用会社自らが事業運営を行なう、“オペレーショナルアセット(ホテル、シニアハウジング、駐車場など)”についても4分の1が既に投資を始めており、さらに約2割の企業が投資に積極的な姿勢を示している。一方、“海外不動産”や“企業(証券)投資”については、既に取り組んでいる運用会社は全体の1割程度と、まだ端緒に着いたところであるが、それぞれ3割前後の企業が投資の検討を始めている。

**今後の不動産プライベートファンド事業の展開**

<不動産プライベートファンド事業における今後の懸念点>

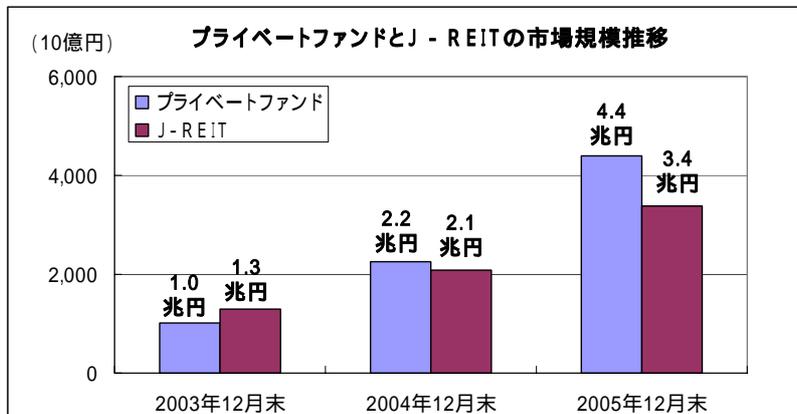
～一部運用会社の能力や姿勢を憂慮、また法制度や金利上昇などの外部環境変化が懸念点

- 今後の不動産プライベートファンド事業における問題や懸念点としては、「一部運用会社の未熟さやモラルハザードによるファンドの破綻や市場の混乱」を憂慮する意見が最も多かったほか、「各種関連法や制度の施行・改正に伴う影響」や「金利の上昇」など市場を取り巻く外部環境の変化による影響を懸念する声や、「インデックスやリスク/リターンの測定基準といった投資家のための評価指標がないこと」を問題視する声も複数の企業から聞かれた。

<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）の推計を行っており、今回の調査結果を踏まえ、2005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4兆4千億円と推計した。
- 下図に示す通り、同時期のJ-REITの資産規模を1兆円上回っており、依然として一年で二倍というハイペースでの市場拡大が続いている。

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: アンケート、ヒアリング、公表データを基に住信基礎研究所にて算出  
 プライベートファンドについては、外国籍のファンド、個人投資家を主な対象とする公募型のファンドおよび外部投資家がない流動化型の案件を除く。

本調査の結果につきましては、本リリース以外は公表いたしておりません。ご了承ください。  
 【本件のお問い合わせ先】 [https://.stbri.co.jp/contact/form-priate/priate\\_inestment.html](https://.stbri.co.jp/contact/form-priate/priate_inestment.html)