

## 不動産プライベートファンドに関する実態調査 2006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。今回で第四回目となり、34 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：121 社

有効回答数：34 社（有効回答率：28.1%）

調査時期：2006 年 11 月～2006 年 12 月

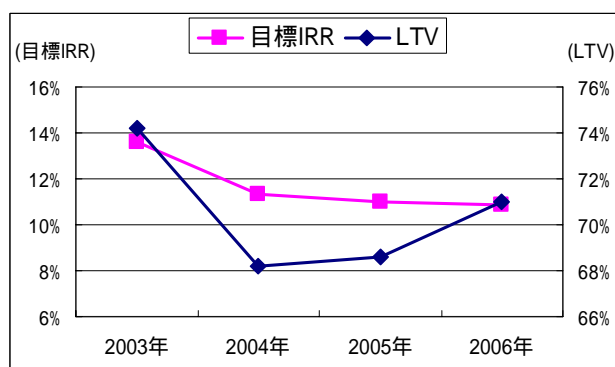
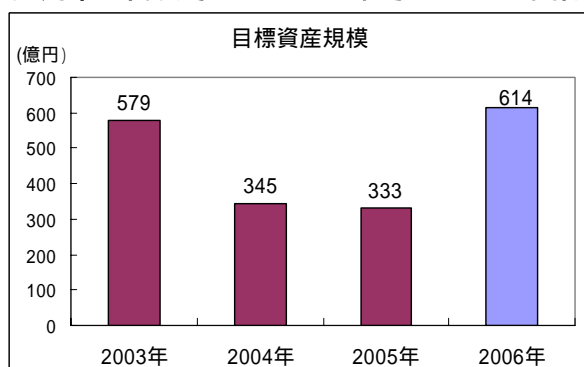
調査手法：郵送による調査票の送付・回収

### < 現在運用中の代表的ファンドの内容と今後の組成動向 >

～超大型ファンドの組成により目標資産規模が再び拡大。「更なる投資エリアの拡大」と「コアファンドの増加」がみられた

- 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 2005 年の調査結果と比較すると、LTV の平均は 68.6% から 71.0% と上昇をみせたにも関わらず、目標 IRR の平均は 11.0% から 10.9% と横這いとどまり、依然として利回りの確保は厳しい市場環境にあることが示唆される。また、目標資産規模の平均は 614 億円と前回から反転して大幅に拡大したが、これは 2006 年に数本組成された 1,000 億円を超える超大型の一任型ファンドによる影響が大きいとみられる。

### 運用中の代表的なファンドの平均スペックの変化



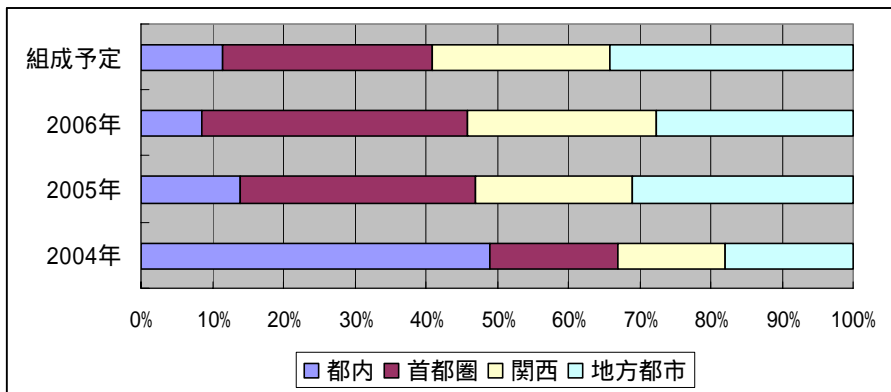
注：LTV (loan to value; 負債比率) = 借入金 / 不動産価格、目標 IRR (internal rate of return; 内部収益率)

- 今回の調査で顕著な傾向として確認されたのは、「更なる投資対象エリアの拡大」と「コアファンドの増加」であった。投資対象エリアは前回の調査に引き続き「都内」が減少し、8%まで縮小した一方で、「首都圏」、「関西」が共に拡大している。「関西」と「地方都市」の合計は全体の 55% となり、昨年に続き地方が東京圏を上回る結果となった。今後 1 年

以内に組成が予定・検討されているファンドにおいては、さらにその割合が増加しており、地方圏への投資が一段と加速することが示唆される。

- ファンドタイプでは、「コア」ファンドが全体の63%を占め、前回過半数を占めた「ノンコア」ファンド、特に「バリュアード」ファンドの減少が目立った。一方、ファンドの組成スタイルをみると、ファンド組成時に全ての組込み物件が確定されている「固定型」ファンドが減少し、「追加型」および「一任型」ファンドが増加している。従来、コアファンドは固定型が多く、優良立地物件の安定運用によるローリスク・ローリターン商品と位置付けられていたが、プライベートファンド市場が成熟して一任型ファンドが定着し、地方圏への投資も一般的となったことから、コアファンドの範疇も広がりつつあると考えられる。また今後1年以内に組成が予定・検討されているファンドでも、「コア」ファンドが過半数を占めた。

投資エリアの拡大



注：ファンド数ベースの内訳

<今後の不動産市況の見通し>

～賃料上昇期待は引き続き「大阪」、「名古屋」、「福岡」の三都市に集中。大勢の運用会社がキャップレートの下げ止まりを予測

- 今後、東京圏以外で賃料上昇が予想される都市としては「大阪」「名古屋」を挙げる運用会社が最も多く、次いで「福岡」が続き、これら三都市に全回答の9割強が集中しており、その割合は昨年の調査から更に高まっている。投資対象エリアは地方圏へ広がりをみせているが、引き続きこれら特定の大都市がその中心となると考えられる。
- 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7割弱に達し、キャップレートの下げ止まりを予想する運用会社が大半を占めている。また、初めて「上昇する」との回答が「低下する」との回答を上回り、更なる価格上昇を見通す運用会社は限定的となり、価格低下を見込む運用会社が増加している状況にある。しかし、今後のキャップレートの水準としては、平均が3.0%となり、昨年平均の3.5%から更に下落している。

## <今後の不動産プライベートファンドを取り巻く事業環境と運用会社の戦略>

### ～急激な金利上昇は見込んでいないが、資金調達環境は厳しくなるとの見方が大勢

- ファンドのパフォーマンスに大きな影響を与える金利の見通しについては、今後3年間で2%未満の上昇を見込んでいる運用会社が全体の8割を占めており、さほど急激な金利上昇は想定されていない。こうした緩やかな金利上昇に対して、「金利の長期固定化」や「金利キャップ・ヘッジ取引」といったファイナンス面での対応を挙げる企業が多い一方で、付加価値の高い物件や賃料上昇が見込める物件への投資や迅速な売却判断といった「物件の取得・売却戦略」上での対応を進めるとした企業も目立った。
- また、金融機関からのデット資金（ノンリコースローン）の調達については、新聞等で報じられる当局の懸念を反映してか、すでに厳しくなっているとする企業が3割に上っており、さらに過半数の企業が今後はより厳しくなるとの見方を示している。一方、機関投資家からのエクイティ資金の調達（匿名組合出資）については、現在、それほど厳しい状況にあるとの認識はみられず、今後については厳しくなるという見方を示す回答が増加するものの、それでも過半数の運用会社は現在の状況が持続すると考えている。

### ～最大の出口であったJ-REITとの関係に変化の兆し

- これまでプライベートファンドの最も有力な出口戦略とされてきたのは「J-REIT 成り・自社 REIT への売却」であるが、利益相反という点から厳しい目が向けられていることもあって、今回の調査では上位から姿を消し、代わって「外部のファンドに売却」を最も有力な出口戦略とする企業が最も多く、次いで「自社の後続ファンドに売却」が続いている。
- ただし、J-REIT 市場自体についてはほとんどの運用会社が「拡大する」とみており、また質的な変化として「二極化が進む」や「合併が起こる」とする回答も多くみられた。こうした J-REIT 市場の変化はプライベートファンド市場に対して「市場の拡大」や「ファンドの差別化・質的向上」を促したり、あるいは逆に「REIT への売却困難」や「取得競争の激化」を招いたりなど、プラスとマイナス両面の影響を及ぼすことが想定されており、「J-REIT = プライベートファンドの出口」という単純な図式ではなく、二つの市場はより複雑に影響し合う新たな関係を構築していくものと考えられる。

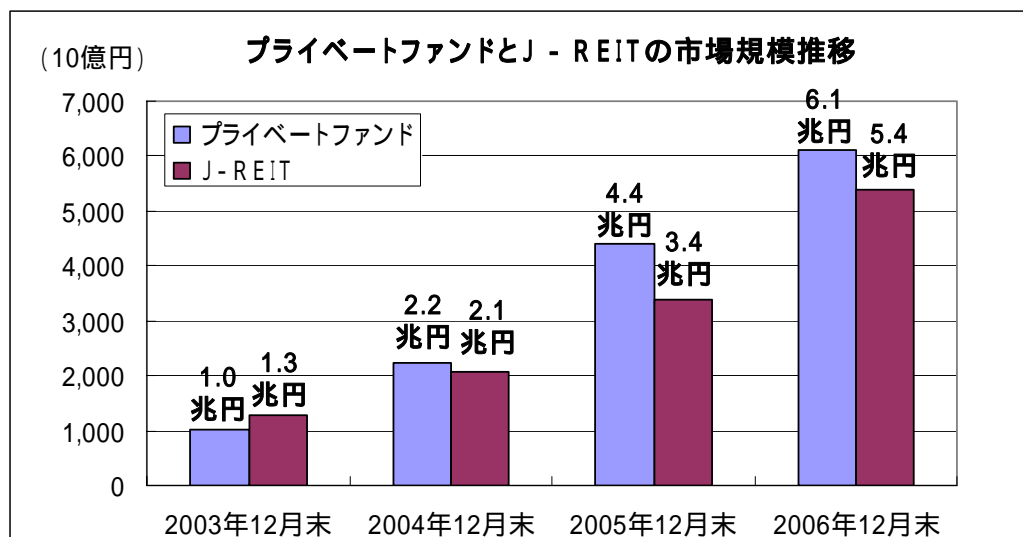
### ～生き残りの鍵は「コンプライアンスの充実」、「物件取得力、運用能力の強化」

- 今後運用会社が生き残っていくために必要な戦略として「コンプライアンスの充実」、「物件取得力の強化」、「運用能力の向上」の三つが並んで最も多く挙げられ、その他「他社との差別化」、「投資家対応の強化」、「企業力・運用規模の拡大」といった回答がみられた。
- 現在、金融商品取引法に代表されるように、プライベートファンドに関わる法的規制の整備が進められており、また資金調達や物件取得といった面でもファンドビジネスを取り巻く環境は今後さらに厳しさを増すことが予想されている。このような事業環境の中で生き残っていくためには、各社とも上掲のような正攻法での取り組みを地道に進めていく他に戦略はないと考えている。

### <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、2006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6兆1千億円と推計した。
- ・ 下図に示す通り、前年同期から約1.7兆円増加したものの、市場拡大のペースは大きく後退している。また同時期のJ-REITの資産規模との差も前年同期の約1.0兆円から約0.7兆円に縮まった。

### 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: 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-private/private\\_investment.html](https://.stbri.co.jp/contact/form-private/private_investment.html)