

## NEWS RELEASE

## 不動産私募ファンドに関する実態調査 2008 年上半期 ～調査結果～

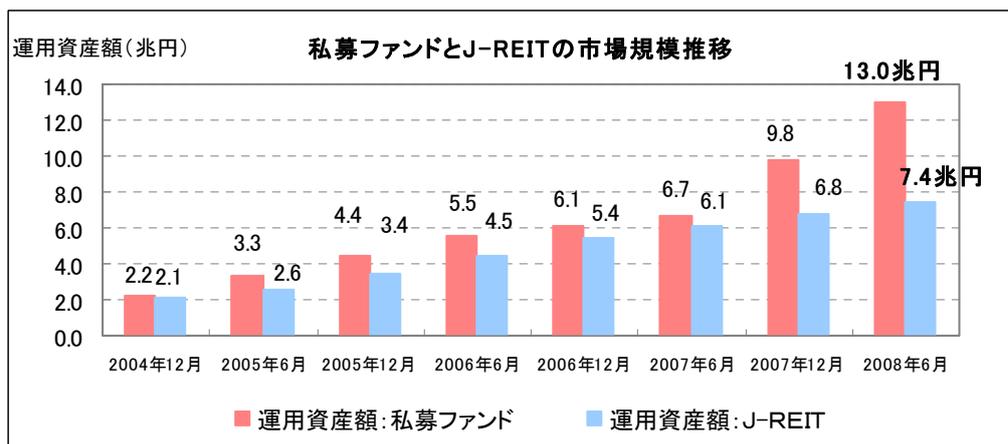
2008 年 8 月 15 日

株式会社 住信基礎研究所

- 株式会社住信基礎研究所では、2003 年より不動産投資市場調査の一環として「不動産私募ファンドに関する実態調査」を行っている。本調査は例年 12 月に実施しているが、現在転換期にある不動産私募ファンド市場の現状と今後の見通しを捉えるべく緊急にアンケートを実施し、57 社の不動産運用会社から回答を得た。
  - 調査対象: 国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
  - アンケート送付先数: 140 社 (うち 4 社はグループ会社に重複して送付)
  - 回答会社数: 57 社 (グループ会社重複分を差し引いた有効回答率: 41.9%)
  - 調査時期: 2008 年 7 月
  - 調査方法: 郵送及びEメールによる調査票の送付・回収
- 上記のアンケート結果およびヒアリング・公表情報をもとに当社は、2008 年 6 月末時点の不動産私募ファンドの市場規模 (運用資産額ベース) を 13.0 兆円と推計した。前回調査 (2007 年 12 月) から、3.2 兆円増加しており、大幅な増加となった要因として、外資系運用会社の運用によるグローバルファンドとみなしていたファンドのうち投資対象エリアを日本に限定しているファンドを運用資産残高に加算したこと、アンケート回答会社数の増加により調査対象が拡大したこと、が挙げられる。しかしながら、これらの要因 (前者は 0.67 兆円、後者は 0.27 兆円) を除いても前回調査からの増加額は 2.3 兆円 (前期比換算 23.3% 増) であり、2008 年上期は 2007 年下期とほぼ同じペースで市場規模が拡大している。

### ＜不動産私募ファンドの市場規模は 13.0 兆円、グローバルファンドを含むと 15.9 兆円に＞

- 当社では、2003 年より運用会社へのアンケート、ヒアリングおよび公表情報にもとづいて、不動産私募ファンドの市場規模の把握に努めており、今般 2008 年 6 月末時点の市場規模 (運用資産額ベース) を約 13.0 兆円と推計した。これは、同時期の J-REIT の市場規模 (運用資産額ベース) を 5.6 兆円上回る水準であり、J-REIT および私募ファンドの運用資産額合計は 20.4 兆円となった。
- J-REIT の運用資産残高の増加スピードが鈍化している一方、私募ファンドの運用資産残高は 2008 年上期は 13.0 兆円となり、資産増加率が 2007 年下期に引き続き高まった。この要因として J-REIT 市場の低迷から私募ファンドに注力する運用会社が増え、投資運用業の登録と共に私募ファンド事業に本格参入する運用会社が見られたこと、償還または期限前償還を迎えたファンドの物件売却先が別の私募ファンドとなるケースが多く、市場規模の縮小にはつながらなかったこと、などが考えられる。
- 市場規模 (運用資産額ベース) 13.0 兆円には、グローバルファンド (\*) を含めていない。本調査により弊社が把握しているグローバルファンドの国内不動産運用資産額も合計すると、市場規模は約 15.9 兆円となる。



(\*)グローバルファンド:  
外資系運用会社が運用し、日本以外の国も主要投資対象とするファンドとして、弊社が定義

出所:住信基礎研究所

<不動産私募ファンドに関する実態調査 2008 年上半期

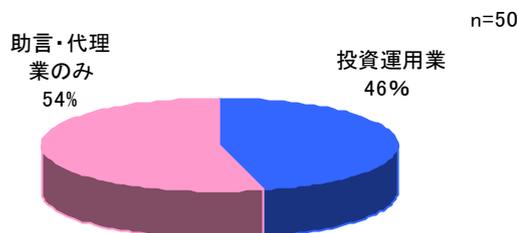
～アンケート調査結果の概要～

※グラフ中の「n」は有効回答数を示します。

1. 不動産投資運用ビジネスの現在の状況について

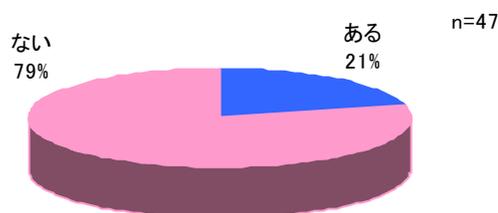
①**ライセンスの取得状況**:投資運用業の登録をした会社(投資運用業のみ登録した会社と、投資運用業および投資助言・代理業を登録した会社の合計)と投資助言・代理業の登録のみの会社を比較すると、投資助言・代理業のみの会社が54%となり投資運用業の登録をやや上回った。金融商品取引法に基づく事業者登録への対応はほぼ二分されたといえる。

<図表 1: 金融商品取引法上のライセンス>



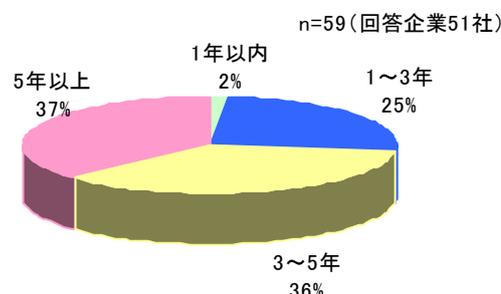
②**2008年1月～6月までに組成したファンドの状況**:2008年1月以降にファンドを組成した会社は16社・ファンド数は23本であった。一方で、組成を予定していたが、延期または中止になったケースがあると回答した会社は10社(21%)にのぼり、ファンドの組成が難しくなっている状況を反映する結果となった。

<図表 2: 延期または中止になったケース>

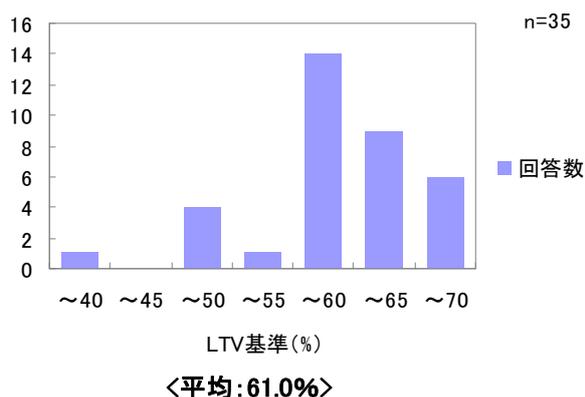


③**今後エクイティ投資家に望まれるファンド**:今後エクイティ投資家に望まれるファンドはどのようなものか調査したところ、運用期間については、「5年以上」が最も多く、それに次ぐ「3～5年」と合計で73%を占めた。2007年12月調査での現在運用中のファンドの平均目標運用期間は4.6年であったが、今後組成するファンドは投資家のニーズを踏まえ長期化するであろうと予想される。LTV基準については平均で総投資額の61%、取得価格の65.1%となり、2007年12月時点で調査した、今後1年間に組成予定のファンドにおける平均LTV70.2%と比較して低い水準となった。後述の融資環境の厳しさを反映する結果となった。

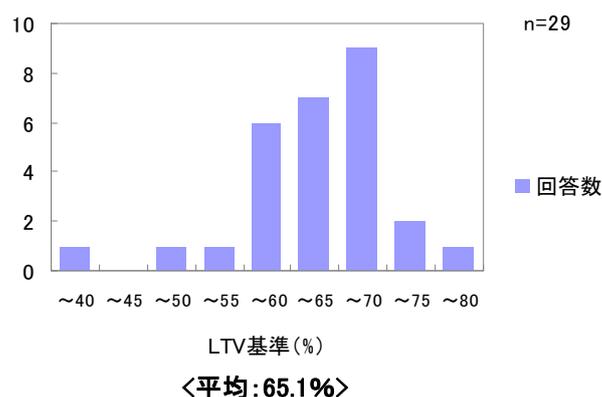
<図表 3: 投資家に望まれるファンド(運用期間)>



<図表 4: 投資家に望まれるファンド(LTV基準(対総投資額))>



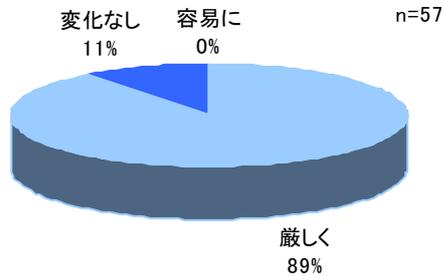
<図表 5: 投資家に望まれるファンド(LTV基準(対取得価格))>



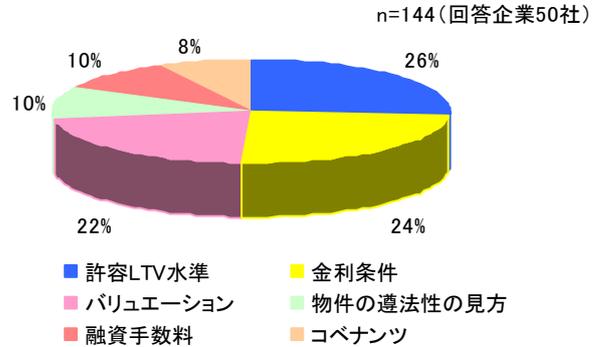
※対総投資額、対取得価格の双方について22社からご回答いただいております。合計回答数は、64件となっています。

④**デットの資金調達状況**:2008年以降のデット(ノンリコースローン)の調達状況については、「厳しくなった」が2007年12月調査の73%から89%に増え、資金調達状況の厳しさが増している現状を表している。厳しくなった点については、「許容LTV水準」、「金利条件」、「バリュエーション」がそれぞれ26%、24%、22%を占めた。

〈図表 6:2008年以降のデットの資金調達状況〉

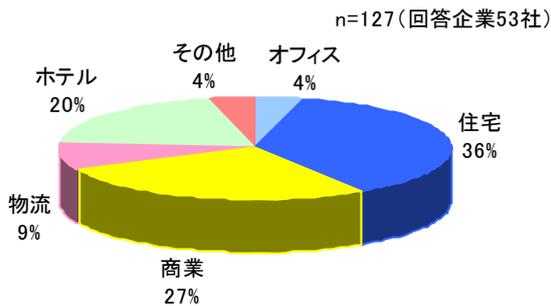


〈図表 7:厳しくなったのはどのような点か〉

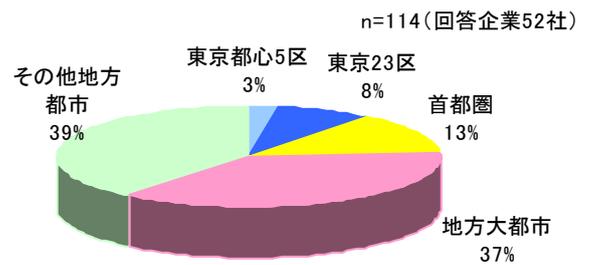


⑤**融資基準を厳格化させている物件タイプ・エリア**:物件タイプでは「住宅」・「商業」・「ホテル」、エリアでは大都市も含めた地方都市に対し、レンダーが融資基準を厳格化させているとの回答が目立った。その理由としては、不動産市況全般の不透明感、特にこれらのタイプ・エリアで出口の流動性を懸念する記述が多く見られた。

〈図表 8:融資基準を厳格化させている物件タイプ〉



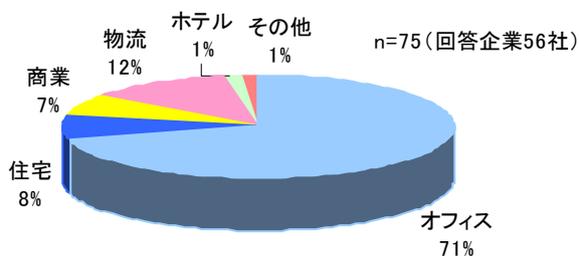
〈図表 9:融資基準を厳格化させているエリア〉



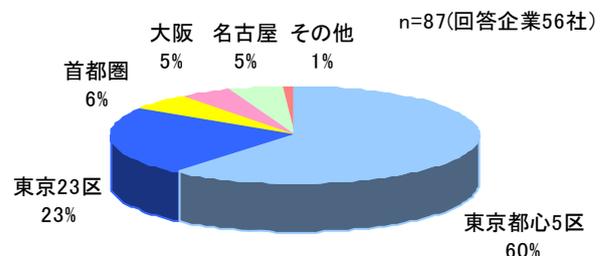
※東京23区は東京都心5区を除く。

⑥**レンダーから好まれる投資対象タイプ・エリア**:今後ノンリコースローンレンダーから融資を受ける際に好まれる物件タイプは「オフィス」が71%を占め、エリアは「東京都心5区」が60%、「東京23区」が23%と東京が合計で83%を占めた。ファンド組成において都心オフィスに対する集中は今後さらに高まるものと予想される。また、オフィスに次いで「物流」が12%となっている。図表8の融資基準を厳格化させているタイプで「物流」は9%にとどまっていることから、レンダーは、オフィスを除く他の物件タイプに比べ物流に対して肯定的にみていると考えられている。

〈図表 10:今後レンダーから好まれる物件タイプ〉



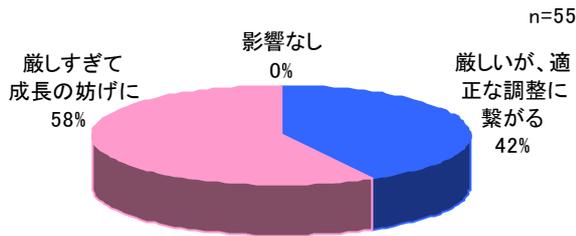
〈図表 11:今後レンダーから好まれるエリア〉



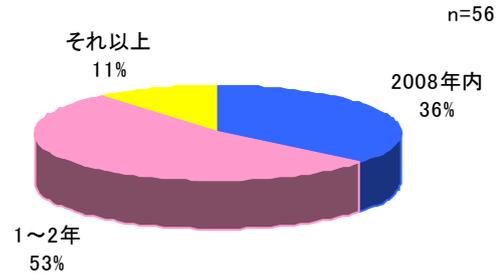
※東京23区は東京都心5区を除く。

⑦**レンダーの融資姿勢がマーケットに与える影響**:厳格化している融資姿勢がマーケットに対して「影響はない」という回答は無く、「厳しすぎてマーケットの健全な成長を妨げている」との回答が58%に上り、「厳しいが、適正なマーケット調整に繋がる」との回答を上回った。また、現在のような融資姿勢が続くのは2008年内との回答が36%であった一方で、53%が1~2年は続くとしており、融資環境の改善に対し慎重な見方が多い。

〈図表 12: レンダーの融資姿勢がマーケットに与える影響〉

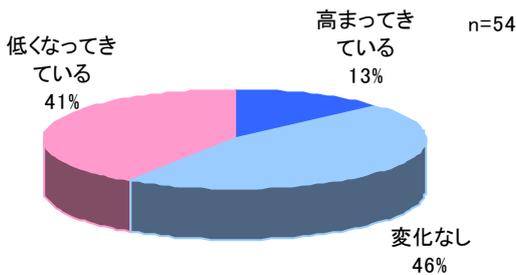


〈図表 13: 現在のような融資姿勢がどの程度続くか〉

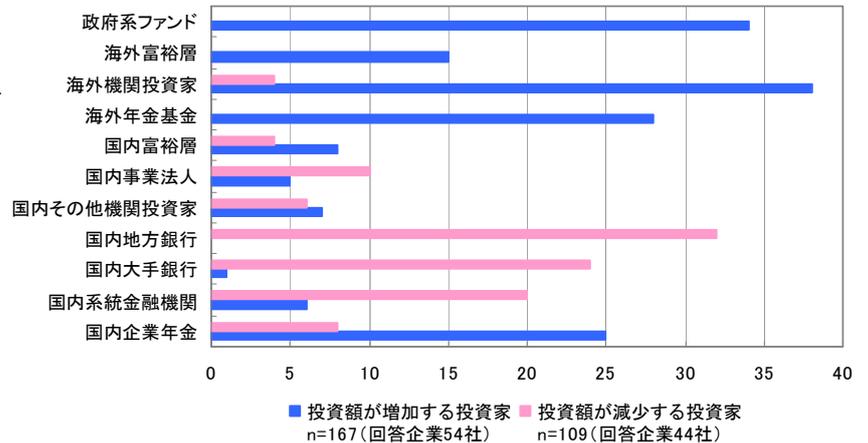


⑧エクイティ投資家の投資意欲と今後の動向: エクイティ投資家の投資意欲は、2007年12月調査では16%であった「低くなってきている」が41%に大きく増加した一方、2007年12月調査で24%であった「高まってきている」は13%に減少し、エクイティ投資家の投資意欲も減退してきている現状を示している。また、今後投資額が増加すると考えられる投資家の内訳は海外投資家が合計で69%を占め、一方投資額が減少すると考えられる投資家の内訳は国内投資家の合計で96%にのぼり、今後の海外投資家資金への期待が顕著に表れた結果となった。

〈図表 14: エクイティ投資家の投資意欲〉

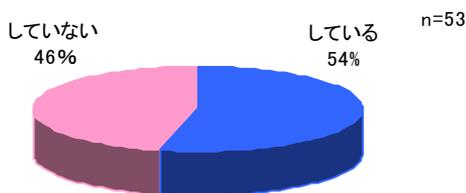


〈図表 15: 今後投資額が増加/減少すると考えられる投資家〉

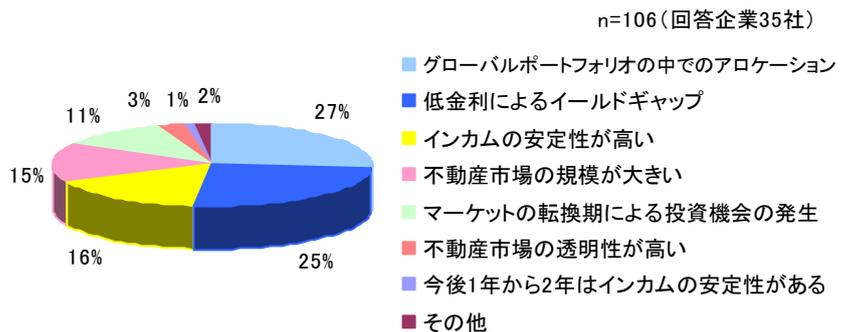


⑧海外投資家の資金運用: 海外投資家の資金を運用している会社数は、運用していない会社数を上回り、国内の不動産運用ビジネスにおいて海外投資家資金の存在感が高まっている。海外投資家が日本の不動産に投資する理由としては、「低金利によるイールドギャップから相対的に魅力が高い」が25%、「グローバルポートフォリオの中でアロケーションしたい」が27%となり、他国と比較してイールドギャップが相対的に大きいこと、投資家がアジアでの不動産アロケーションを望んでいることが、日本への不動産投資の主な動機となっていると考えられている。一方「不動産市場の透明性が高い」を理由とする回答は3%にとどまり、現段階では、金融商品取引法の施行により市場の透明性が高まったことが、海外投資家の日本への不動産投資の動機となっていると考えている運用会社は限定的であることも判明した。

〈図表 16: 海外投資家の投資資金の運用〉



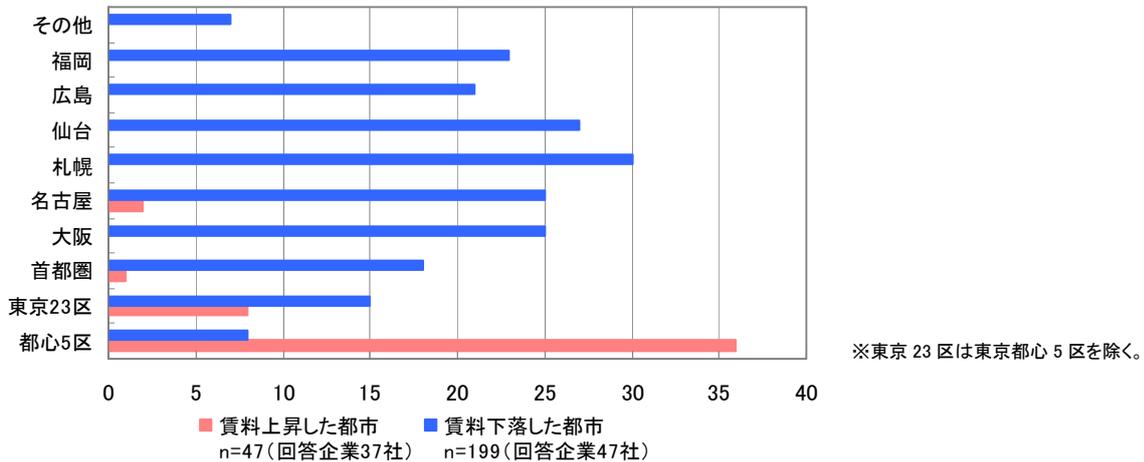
〈図表 17: 海外投資家が日本の不動産に投資する理由〉



2. マーケット状況と投資戦略について

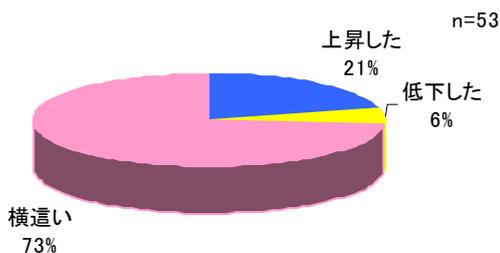
①直近半年間のオフィス賃料:賃料上昇した都市は、「東京都心5区」との回答が最も多く、「東京23区」と合計で94%を占めた。一方、下落したと思われる都市については、「札幌」の回答が最も多く、次いで「仙台」、「大阪」、「名古屋」となった。「東京23区」については、賃料上昇したとの回答が8社あった一方で下落したとの回答も15社あり、都心5区を除く全ての都市で、賃料が下落したとの回答が上昇したとの回答を上回った。

〈図表 18: 直近半年間のオフィス成約賃料 (上昇した都市・下落した都市)〉

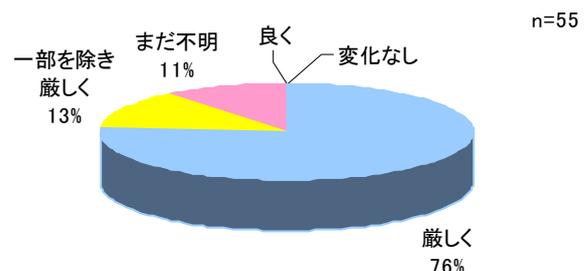


②直近半年間のキャップレート及び物件売却の状況:東京都心(丸の内)のAクラスオフィスのキャップレートについては、「上昇した」が21%、「低下した」は6%、「横這い」が73%を占めた。前回調査では、今後1年間のAクラスオフィスのキャップレート予想について「上昇する」が21%、「低下する」が16%、「横這い」が63%であり、年末時点での予想と比較すると、キャップレートは底を打ち、現状は横這いで推移しているとの考えが大勢を占めていることが分かる。一方、物件売却の状況は「良くなってきている」「変化はない」の割合はそれぞれ0%だったのに対し、「厳しくなっている」が76%にのぼり、出口での流動性の低下を顕著に示している。

〈図表 19: 直近半年間のAクラスオフィスのキャップレート〉

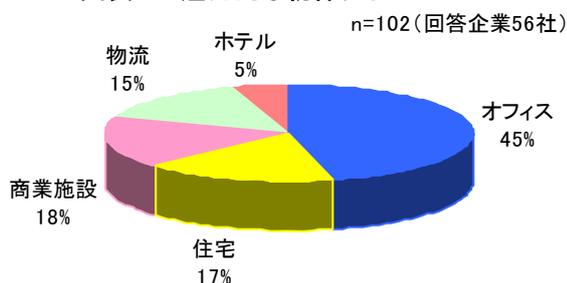


〈図表 20: 直近半年間の物件売却の状況〉

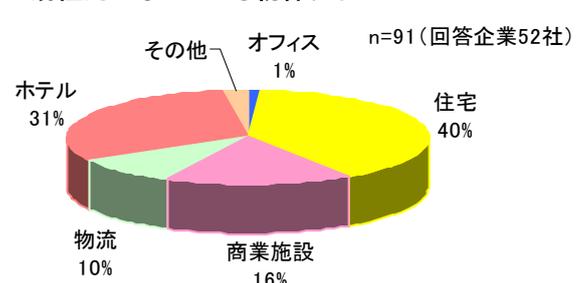


③投資対象として魅力的な/消極的になっている物件タイプ:オフィスが投資対象として「魅力的」とする回答は45%を占め、今後もオフィス投資への集中が予想される。一方ホテルに対しては「消極的」の割合が31%にのぼり、投資対象としてシェアを伸ばしていた昨年までの傾向から一転した。住宅に対しては「消極的」とする回答が40%あった一方で「魅力的」と17%が回答し見方が分かれている。商業・物流については「魅力的」が「消極的」とする割合をやや上回る結果となった。

〈図表 21: 魅力的な物件タイプ〉



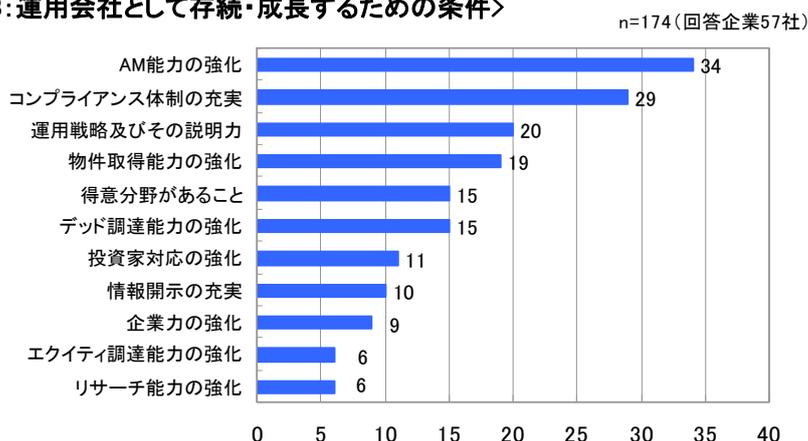
〈図表 22: 消極的になっている物件タイプ〉



### 3. 不動産私募ファンド市場の動向とビジネスの方向性について

・今後運用会社が投資家に求められること、存続・成長するために特に重要な条件・戦略：前回の調査では最も多くの回答があった「コンプライアンス体制の強化」（今回の設問では「充実」）は、引き続き重要と捉えられているものの「AM能力の強化」への回答がこれを上回った。これは金融商品取引法の施行に伴い、内部管理体制が整備されコンプライアンス体制を充実させることは当然の条件となり、実際に同法に対応した体制を構築してきたため、環境変化に応じたマネジメント力の強化が、より重要視されているのではないかと考えられる。次いで、「運用戦略及びその説明力」が挙げられた。

〈図表 23: 運用会社として存続・成長するための条件〉



### 4. 不動産私募ファンドのパフォーマンス表記およびファンド資産評価について

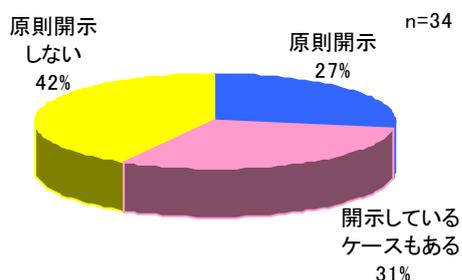
今回の調査では、これまでには実施していないパフォーマンス表記および資産評価に関する調査も実施した。

◇**ファンドのパフォーマンス開示について**：ファンド勧誘時および運用報告においてパフォーマンスを「原則開示している」と「開示しているケースもある」を合計すると半数を超え、指標としてはIRRが広く使用されていることが分かった。ただし、運用報告においては、時間加重収益率を使用しているケースも見られた。

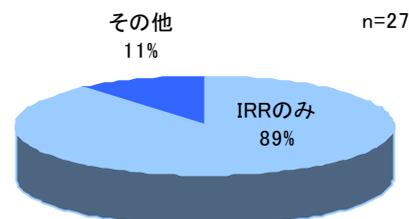
◇**ファンド保有不動産の評価について**：外部鑑定評価、内部時価評価ともに、「年次」で実施しているとの回答が最も多く、「年次」の外部鑑定評価を行っているとの回答は72%を占めた。「四半期毎」および「半期毎」に鑑定評価を行っているとの回答と合わせると、83%が年次あるいはそれより多い頻度で外部鑑定を行っている。内部時価評価については、「半期毎」および「四半期毎」がそれぞれ13%を占め、外部鑑定評価と比較すると頻度が高い傾向にある。

◇**GIPS 準拠検討状況**：社団法人日本証券アナリスト協会が2005年12月に採択したグローバル投資パフォーマンス基準 GIPS (Global Investment Performance Standards) への認識、準拠検討状況について調査したところ、「準拠を検討している」との回答は20%にとどまった。また「基準内容を把握していない」が20%を占め、不動産運用会社の中では、GIPS への認知はまだ低い状況にあることが確認された。GIPS 必須基準である「四半期ごとの市場価値による評価(内部評価でも可能)」については、「頻度が高く負担が重い」とした回答が最も多く46%であったが、一方で「妥当である」との回答も20%を占めた。GIPS 勧奨基準である「12ヶ月ごとの外部鑑定評価」については、71%が妥当であると回答した一方で、「負担が重い」とする回答も22%を占めた。

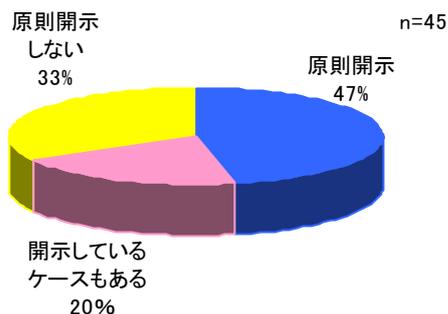
〈図表 24: 新規組成ファンドの勧誘時のパフォーマンス開示〉



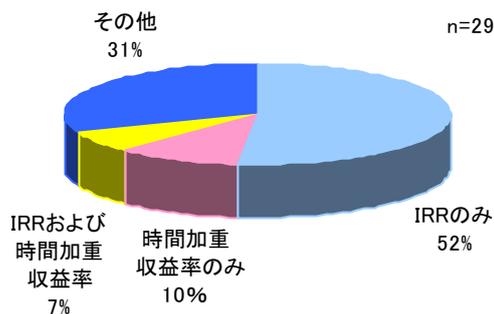
〈図表 25: 開示している場合の指標〉



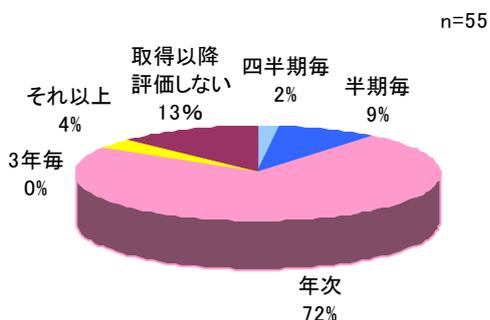
<図表 26: 運用報告時点におけるパフォーマンス開示>



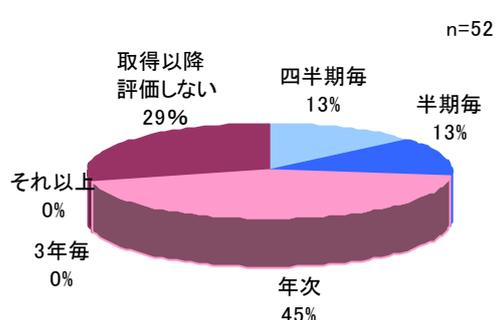
<図表 27: 開示している場合の指標>



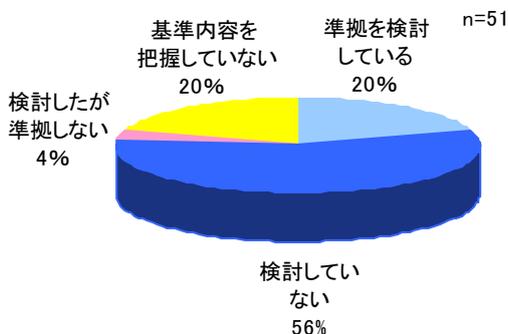
<図表 28: ファンド保有不動産の外部鑑定評価の頻度>



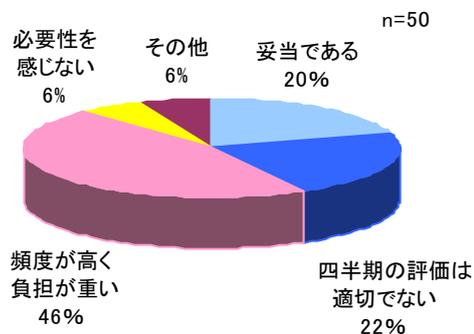
<図表 29: ファンド保有不動産の内部時価評価の頻度>



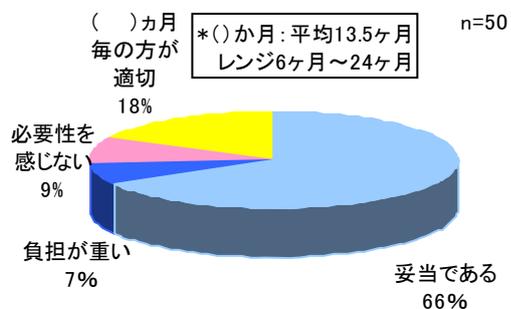
<図表 30: GIPS 準拠の検討状況>



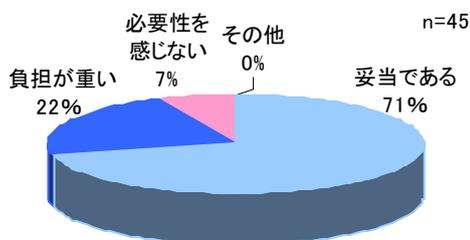
<図表 31: 四半期毎の市場価値による評価(GIPS 必須基準)>



<図表 32: 36ヶ月ごとの外部鑑定評価(GIPS 必須基準)>



<図表 33: 12ヶ月ごとの外部鑑定評価(GIPS 勸奨基準)>



【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部  
TEL: 03-5205-1411

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

株式会社 住信基礎研究所

〒104-0031 東京都中央区京橋 1-2-5  
<http://www.stbri.co.jp/>

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。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。
3. この資料の一切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。