

NEWS RELEASE

不動産私募ファンドに関する実態調査 2009年7月

～ 調査結果 ～

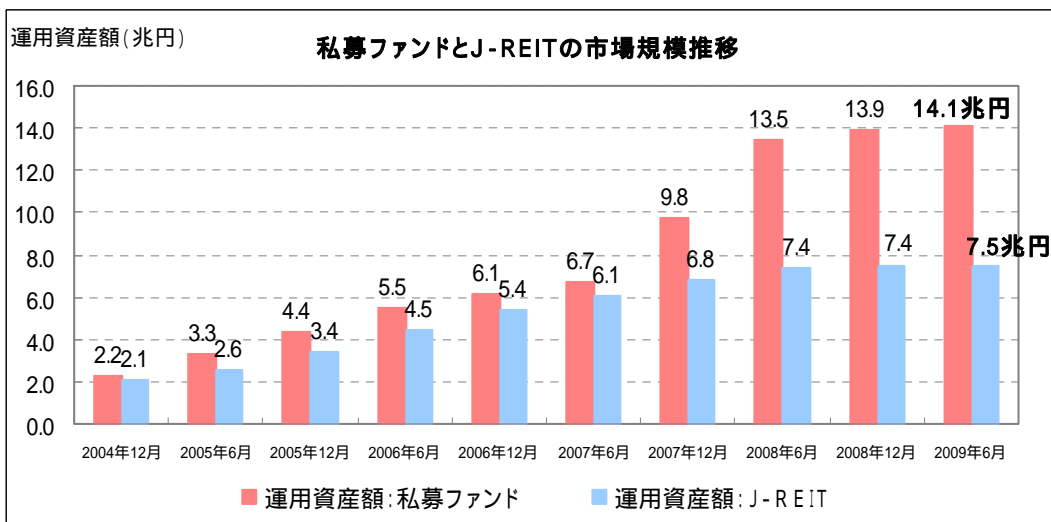
2009年8月25日

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、今回で8回目となり、67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：175社
 - 回答会社数：67社（有効回答率：38.3%）
 - 調査時期：2009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では、2009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14.1兆円と推計した。なお、この数値には現在民事再生法・会社更生法の適用を受け再建中の不動産運用会社の運用資産額（1,768億円）が含まれている。また、再建策が実施され既にスポンサーが確定している場合や後継運用会社が確定し運用継続している場合も運用資産額に含まれている。

<不動産私募ファンドの市場規模は14.1兆円、グローバルファンドを含むと17.2兆円>

- 当社では、2003年より不動産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2009年6月末時点の市場規模を運用資産額ベースで約14.1兆円と推計した。前回調査における2008年12月末時点の運用資産額は13.9兆円（アンケート調査対象の拡大による増加分を2009年2月リリース時点から修正した数値）であり、半年で2,570億円（1.4%）の増加となった。
- 金融市場低迷による資金調達状況は引き続き厳しいものの、個別運用会社の運用資産額の増加と新規ファンド組成により、不動産私募ファンドの市場規模はわずかではあるが拡大した。
- なお、不動産私募ファンド市場規模（運用資産額ベース）14.1兆円には、グローバルファンド(*)を含めていない。本調査により当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17.2兆円となる。これは、前回調査（2008年12月末）の15.8兆円から1.4兆円増加した数値である。この要因として、把握できるグローバルファンド運用会社数の増加によるところが大きいものの、アジア地域を対象としたファンド組成が活発化してきている傾向もうかがえる。



＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2009年7月～アンケート調査結果の概要～＞

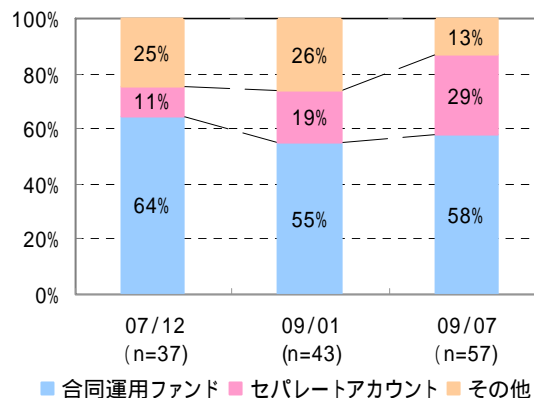
グラフ中の「n」は有効回答数を示します。

1. 不動産運用会社の現在の状況について

運用資産残高における合同運用ファンドとセパレートアカウントの内訳

本調査では、不動産私募ファンドを複数の投資家向けの「合同運用ファンド」と単一の投資家向けの「セパレートアカウント」に分類して、運用資産残高を調査した。合同運用ファンドは回答企業の合計残高ベースで5.9兆円(58%)、セパレートアカウントが3.0兆円(29%)となった。合同運用ファンドが主要な投資形態ではあるが、セパレートアカウントも一定の規模を持ち、2007年12月調査時点の11%から継続して割合が増加してきている。比較的資金規模の大きい投資家からの個別運用委託が増加傾向にあるものと思われる。

＜図表 1: 合同運用ファンドとセパレートアカウントの内訳＞



2009年1月～6月のファンド組成状況

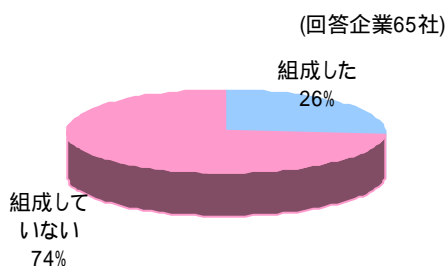
～組成の有無、ファンドの種類～

2009年に入り、6月末までにファンドを組成したと回答した運用会社は回答企業65社のうち17社(26%)であった。資金調達状況が厳しいとされる状況にあっても、一部には不動産エクイティ投資のニーズがあり、それに対応してファンド組成がなされていたことが明らかとなった。

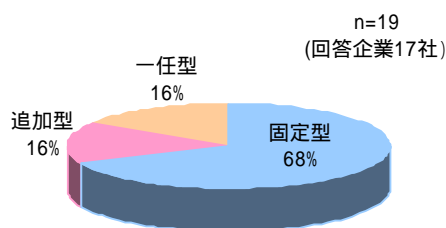
組成されたファンドうち、68%が運用開始時点から物件が確定している固定型であった。また、インカム収入を重視したコア型が83%を占め、リスクの比較的低いタイプのファンド組成が多くを占める結果となった。

ファンドの運用期間については、1年～5年の合計が64%、5年～7年およびそれ以上の合計が36%となった。5年以上の長期運用のファンドが一定の割合を占め、存在感を高めてきている。

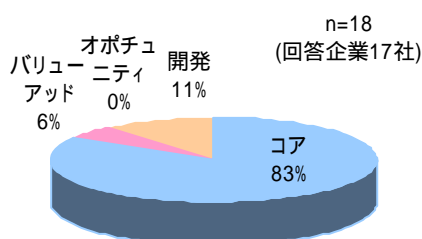
＜図表 2: ファンド組成の有無＞



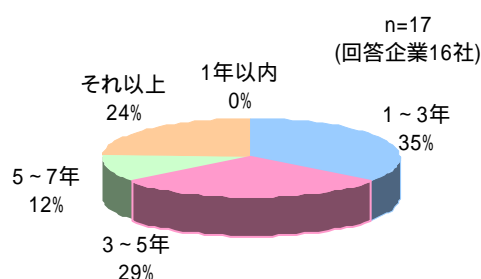
＜図表 3: 組成されたファンドの種類(1)＞



＜図表 4: 組成されたファンドの種類(2)＞



＜図表 5: 組成されたファンドの予定運用期間＞

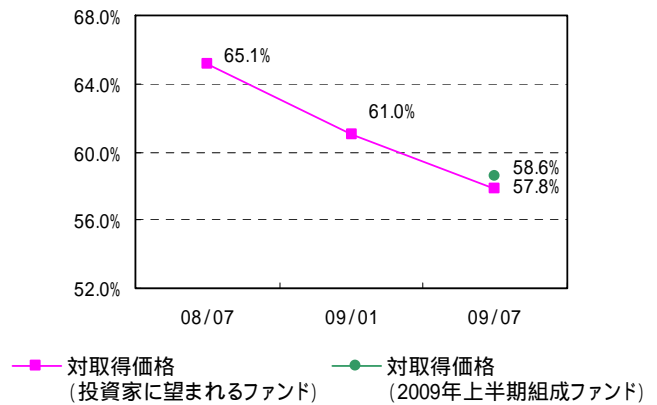


固定型、追加型、一任型、コア、バリューアッド、オポチュニティについては8頁の「用語の定義」をご参照ください。

～LTV水準～

「2009年1月～6月に組成されたファンド」のLTV水準（取得価格ベース、以下LTVについては取得価格ベースについて記載）で、回答平均58.6%であった。これに対し、「エクイティ投資家に望まれるファンド」のLTV水準の回答平均は57.8%となり、両者はほぼ同水準となった。「エクイティ投資家に望まれるファンド」について時系列でみると、2008年7月調査におけるLTV水準の回答平均は65.1%であり、低下傾向が明らかとなった。LTV水準の低下は、組成側のデット資金調達状況が厳しいことを要因としているが、投資家側も高いLTVのリスクを認識してきていることがうかがわれる。

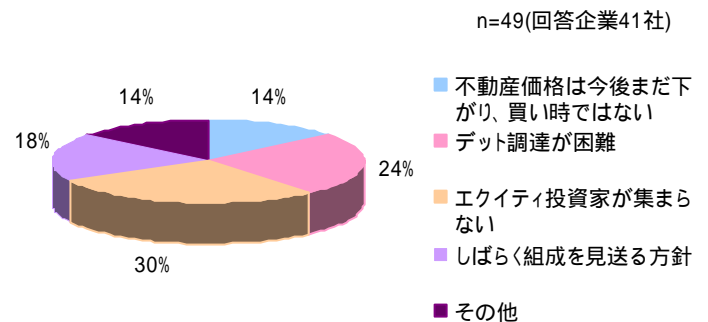
<図表 6: LTV 水準>



～ファンドを組成しなかった理由～

一方、74%が期間中にファンドの組成はなかったと回答しているが、その理由については「エクイティ投資家が集まらない」「デット調達が困難」「しばらく組成を見送る方針」の順に多くを占めた。14%が「不動産価格は今後まだ下がり、買い時ではない」としており、マーケットタイミングをうかがっている状況にある運用会社もあることが確認できた。

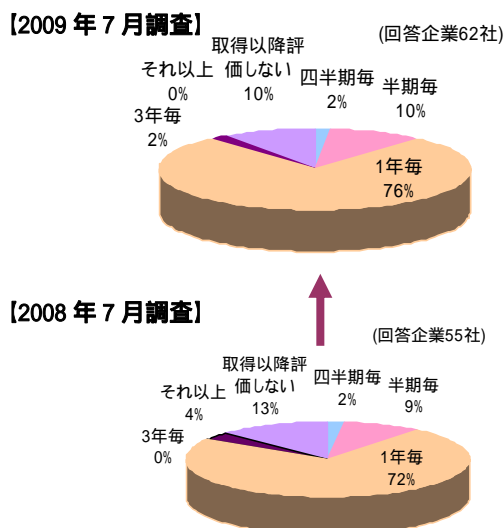
<図表 7: ファンドを組成しなかった理由>



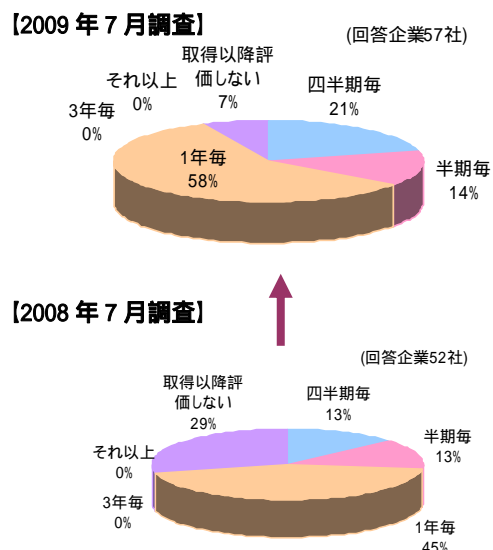
ファンド保有不動産の評価について

ファンドが不動産を取得後に外部の鑑定を実施する頻度としては、1年毎が76%を占め、年次の外部鑑定評価がある程度一般化していることが分かった。また、社内で時価評価を行う(内部評価)頻度については、1年毎が最も多く58%を占めたが、四半期毎に内部評価を行うとの回答も21%を占め、2008年7月調査の13%を上回った。現状、不動産マーケットの変動期であるとの判断から評価頻度を高めているとも考えられる。

<図表 8: 外部鑑定評価を行う頻度>



<図表 9: 社内で時価評価を行う頻度>



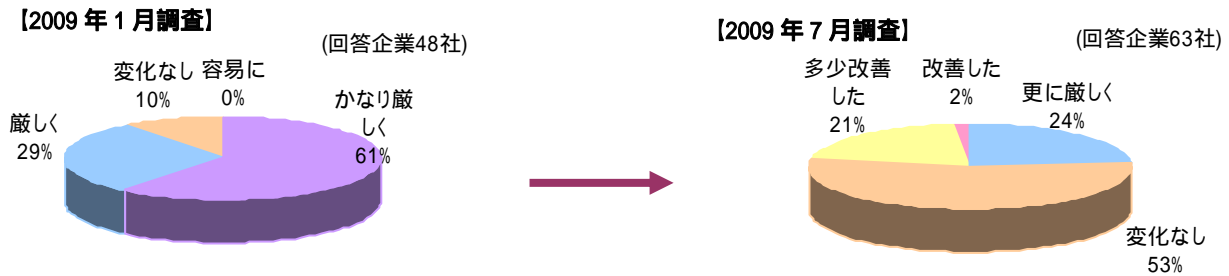
2. 不動産投資運用ビジネスを取り巻く環境と今後の展望

デット資金調達状況

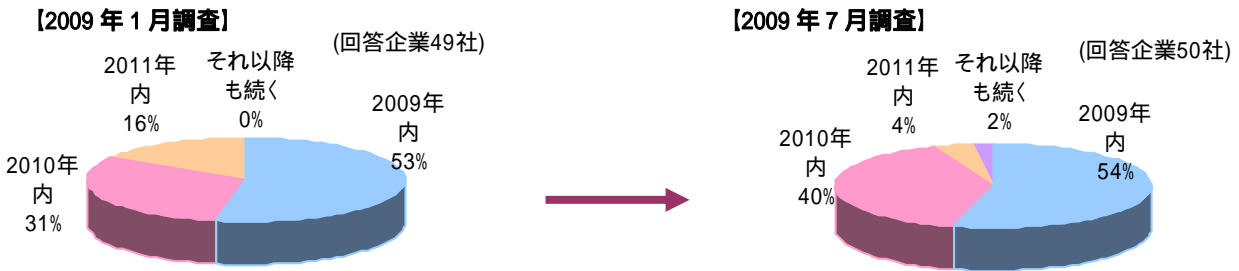
「更に厳しくなった」との回答が24%であり、過半数は「変化なし」と回答していることから、引き続き厳しい状況を反映した結果となっている。しかしながら、「多少改善した」「改善した」を合わせると23%を占め、回復の兆しが見取れる結果となった。

厳しいデット資金調達状況が何時まで続くかについては、「2009年以内」が54%を占め2009年1月調査とほぼ同じ水準であったが、「2010年以内」の割合が増え(31% → 40%)、「2011年以内」の割合が減っている(16% → 4%)ことから、改善時期をやや早く見る回答割合が高まっていることが分かる。

<図表 10: デットの資金調達状況>



<図表 11: 厳しいデット資金調達状況が続く期間>



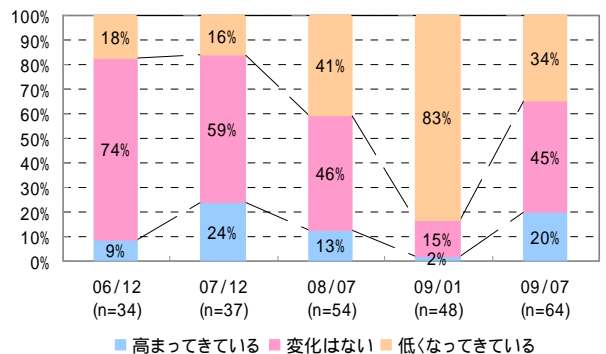
デットの資金調達状況が「更に厳しく」「変化なし」と回答した方のみ質問

エクイティ資金調達状況

～エクイティ投資家の投資意欲～

エクイティ投資家の投資意欲が「高まってきている」とした回答が2009年1月調査の2%から増加し20%となったこと、「低くなってきている」との回答が83%から34%に大幅に減少したことから、エクイティ資金調達環境が改善してきていることが示される結果となった。

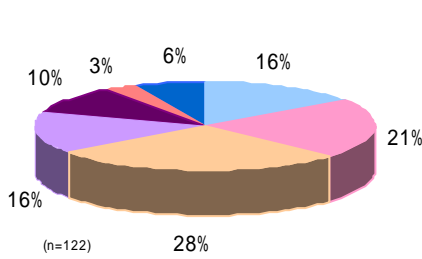
<図表 12: エクイティ投資家の投資意欲>



～エクイティ投資家の取り組み状況～

実際の投資取り組み状況としては、「投資意欲はあるが不動産価格の下げ止まりを待っている」との回答が28%と最も高い回答割合となった。次いで現在のマーケットは投資の好機であり、「積極的に投資を検討している」21%、「既に投資を開始している」16%と、不動産投資に前向きな回答が合計で37%を占めた。エクイティ投資家がマーケット状況を注視しながら、投資機会を模索している状況がうかがえる結果となった。

<図表 13: エクイティ投資家の取り組み状況>



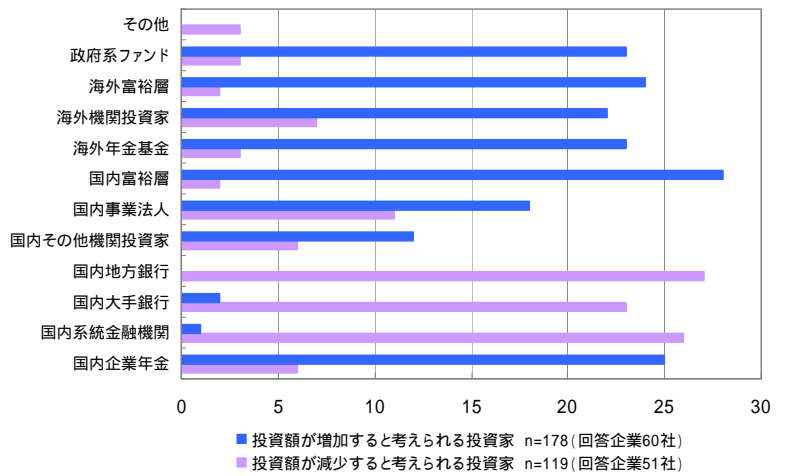
- 現在のマーケットは投資の好機であり、既に投資を開始している
- 現在のマーケットは投資の好機であり、積極的に投資を検討している
- 投資意欲はあるが、不動産価格の下げ止まりを待っている
- 株安の影響により、投資を控えている
- 過去のパフォーマンスが悪いため、当面投資しない
- 不動産はリスクが高いため、今後は投資しない
- その他

~投資額が増加/減少するエクイティ投資家層~

今後、不動産投資額が増加すると考えられる投資家層としては、「国内富裕層」、「国内年金基金」の順で回答が多かったが、海外投資家(海外富裕層、海外機関投資家、政府系ファンド)にも多くの回答が集まった。一方、「国内地方銀行」、「国内系統金融機関」については、投資額が減少するとの回答が多かった。

デット資金調達が厳しく、不動産売買取引市場が停滞している状況にあっても、資金余力のある国内富裕層は割安感から投資に積極的と見ている運用会社が多い(ただし、国内富裕層の投資対象は比較的小額な物件に限られる)。また、国内年金基金については、これまでもREIT運用や不動産私募ファンドへの投資を既に実施している基金もあったが、一方で不動産投資未実行な基金も数多くあることから、今後投資額が増加する投資家層として期待されている。

<図表 14: 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層>

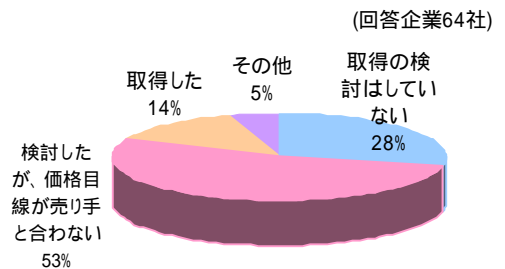


物件取得/売却状況

2009年に入ってから物件取得状況については、「検討したが価格目線が売り手と合わない」との回答が最も多く53%を占めた。

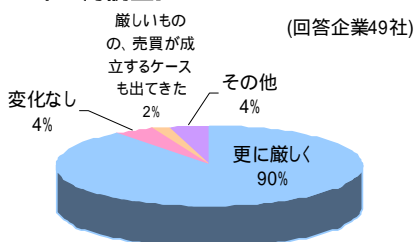
物件売却状況については、「変化なし」「更に厳しく」が合計で75%を占め、厳しい状況が見てとれる一方で、22%が「多少改善」と回答し、状況が改善していると見る運用会社は2009年1月調査時点に比較して増加した。

<図表 15: 2009年の物件取得状況>

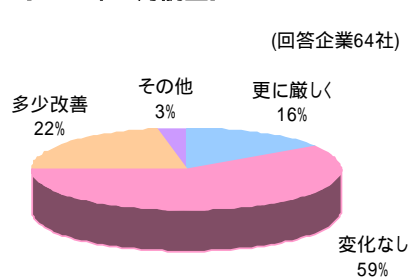


<図表 16: 物件売却状況>

【2009年1月調査】



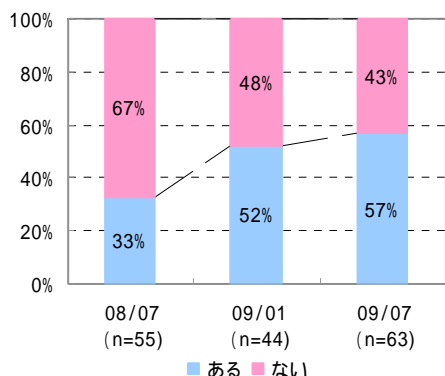
【2009年7月調査】



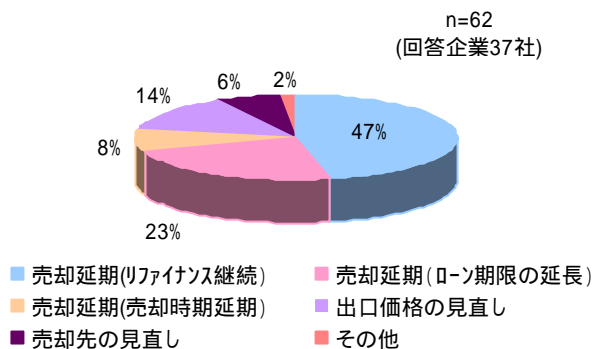
出口戦略

2009年1月～6月において、「出口戦略を変更したケースがある」との回答が57%を占め、2009年1月調査の52%に比べ増加した。変更内容については、「売却延期」が78%を占めた。「売却延期」の内訳は、「リファイナンスによる継続」47%、「ローン期限の延長」23%、「売却時期延期」8%となり、リファイナンスによる継続が過半近くを占めた。今後1年間のファンド出口としても「リファイナンスによる継続」が40%の回答割合となっており、運用中の不動産私募ファンドにおいては、引き続きリファイナンスが多く行われる状況が予想される。

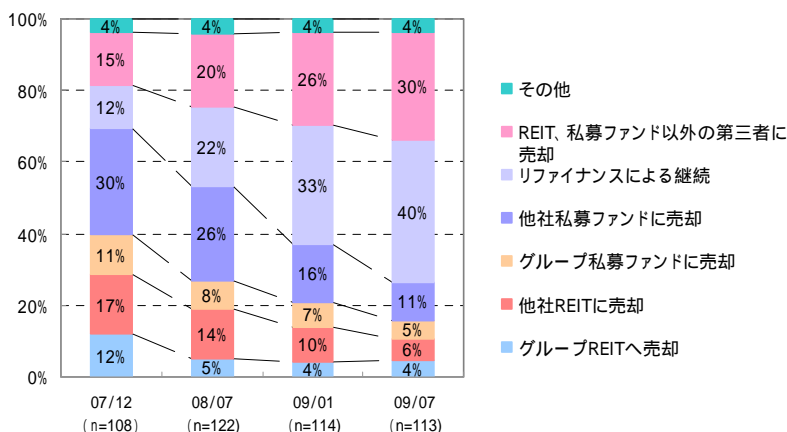
<図表 17: 出口戦略の変更有無>



<図表 18: 出口戦略の変更内容>



<図表 19: 今後1年間のファンド出口として可能性が高い方法>

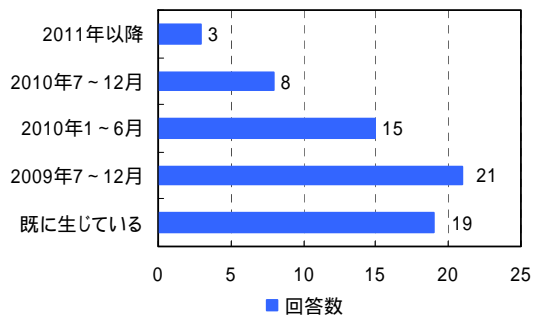


キャップレートの上げ止まり時期/賃料の下げ止まり時期

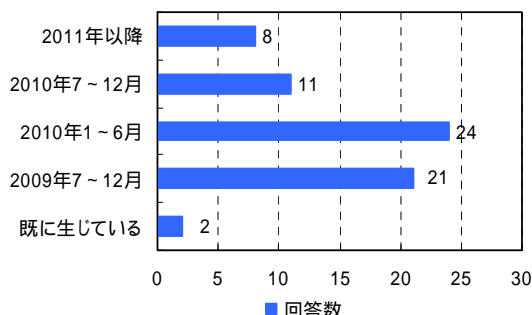
キャップレートの上げ止まり(上昇ピーク)については、「2009年7月～12月」とする回答数が最も多く、次いで「既に生じている」となり、上げ止まり時期が近いと考える運用会社が多いことが分かった。

一方、賃料の底が何時かについては、最も回答が多いのが「2010年1月～6月」、ついで「2009年7月～12月」であり、キャップレートの上げ止まり時期より遅れて賃料の下げ止まり時期がくるとした回答が過半を占めた。

<図表 20: キャップレートの上げ止まり時期>



<図表 21: 賃料の下げ止まり時期>



J-REIT市場の影響

不動産私募ファンドの出口機能として、J-REIT市場回復を望む意見が最も多かったが、一方で「取引の活性化」や「投資マインドの改善」など、不動産投資取引全般への影響、投資心理への影響をあげる回答も多く、J-REITの回復が不動産投資市場全般において影響力を持つことを認識させられる結果となった。

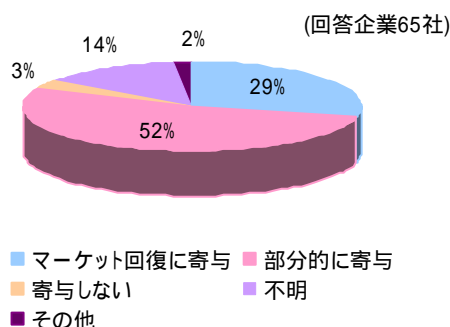
<図表 22: J-REIT 市場の回復が私募ファンド市場に与える影響>

| | |
|-------------------------------|----|
| 私募ファンドの出口機能として、J-REIT市場の回復が重要 | 25 |
| 流動性の改善・取引の活性化 | 10 |
| 不動産投資マインドの改善、向上 | 7 |
| REITの回復が私募ファンド市場の回復につながる | 6 |

官民ファンド(不動産市場安定化ファンド)について

主にJ-REIT市場の支援策として議論がなされている官民ファンドについて、「マーケットの回復に部分的に寄与する」「回復に寄与する」との回答が合計で81%を占め、概ね不動産投資市場に好影響を与えると位置づけられていることを示す結果となった。また、記述回答では「資金供給者としての柔軟な対応」や「透明性の高い運用」を求める意見などがあげられた。

<図表 23: 官民ファンドの設立について>

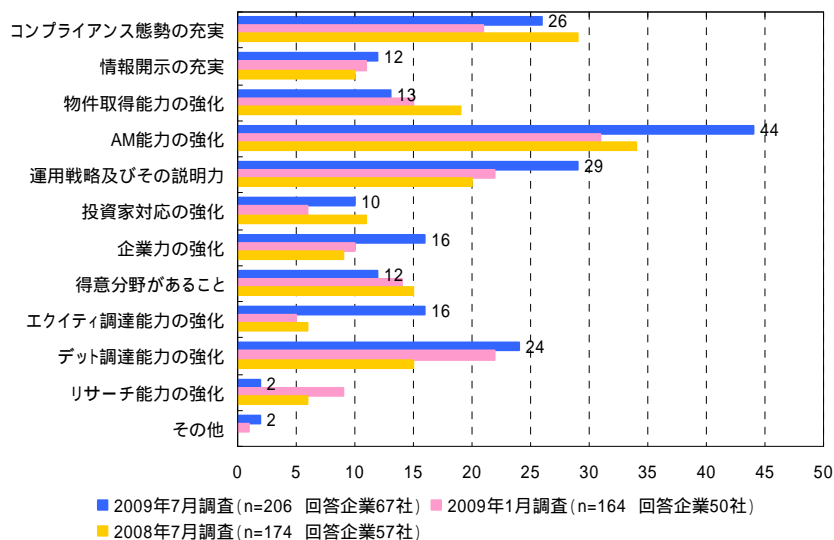


運用会社として存続・成長するための条件・戦略

最も多かった回答は、「AM能力の強化」、次いで「運用戦略およびその説明能力」となった。2009年1月調査でも同様にこれらの項目は上位であり、今後、運用会社として存続・成長するために、運用会社としての能力を高めることを重要とする姿勢がうかがえる。

<図表 24: 運用会社として存続・成長するための条件・戦略>

特に重要と思われる条件、戦略を3つ回答していただいた。



用語の定義

本調査における用語の定義は以下の通りとします。

不動産私募ファンド : 不動産を投資対象として投資家の資金を運用する仕組み。本調査では、複数投資家向けの合同運用ファンドに加え、単一投資家向けの投資プログラム(セパレートアカウント)についても私募ファンドに分類する。

<ファンドタイプ>

固定型 : ファンド組成前に取得物件が確定しているタイプをいう。
追加型 : ファンド組成前に一部の物件が確定しているものの、ファンド組成後に追加取得を行うタイプをいう。
一任型 : ファンド組成前に取得物件は確定しておらず、一定の取得方針や基準に基づき、マネジャーの裁量により物件取得が行われるタイプをいう。ブラインドプール型ともいう。

<運用スタイル>

コア : 優良な物件に投資して、インカムゲインを重視した長期安定運用を行う。
オポチュニティ : 主として収益性の低い不動産を投資対象とし、問題点を改善し価値を高めた上で売却することでキャピタルゲインの獲得を目指す。投資対象の一部に開発型案件や企業投資を含むファンドも含める。
バリューアッド : コアとオポチュニティの中間的なタイプであり、インカムゲインおよびキャピタルゲイン双方の獲得を目指す。
開発 : 開発利益の獲得に特化したファンド。

<投資エリア>

首都圏 : 東京 23 区を除く東京都・埼玉県・千葉県・神奈川県
大阪圏 : 大阪府・京都府・兵庫県・奈良県・和歌山県・滋賀県
名古屋圏 : 岐阜県・愛知県・三重県

LTV(Loan To Value) : 資産価値に対する借入額の割合をいうが、実務上は資産価値として不動産取得額を用いる場合、総投資額を用いる場合などがある。本調査においては、不動産取得額、総投資額のいずれを用いたかも含めて回答いただき、総投資額を用いている場合は、一般的な事例の平均値から算出した総投資額に占める取得費用以外の費用が占める割合を用いて、不動産取得額ベースに値を調整している。

IRR(グロス) : 当初出資額と投資期間中のキャッシュフローの現在価値を等しくさせる割引率をいい、投資に対する収益性を表す指標として用いられる。本調査においては、運用会社報酬控除前および源泉徴収税控除前の数値をIRR(グロス)としている。

【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

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。