

## NEWS RELEASE

## 不動産私募ファンドに関する実態調査 2010年1月

～調査結果～

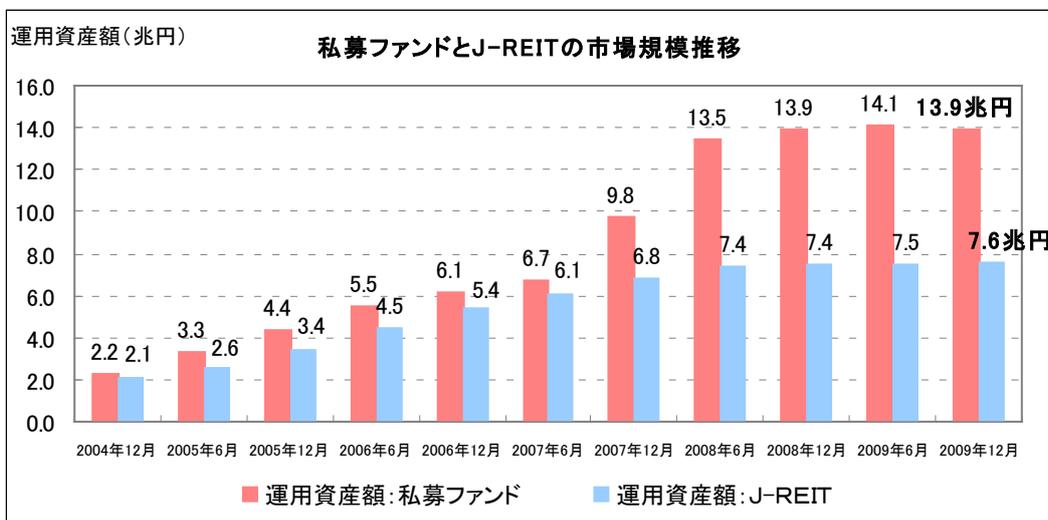
2010年3月5日

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9回目となり、61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:157社
  - 回答会社数:61社(回収率:38.9%)
  - 調査時期:2010年1月
  - 調査方法:郵送および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12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13.9兆円と推計した。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(920億円)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13.9兆円、グローバルファンドを含むと16.2兆円>

- 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基づいて、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12月末時点の市場規模を運用資産額ベースで約13.9兆円と推計した。前回調査における2009年6月末時点の運用資産額は14.1兆円であり、半年で1,965億円(1.4%)の減少となった。2008年12月末時点の運用資産額も13.9兆円であり、この1年間は概ね横ばいで推移している。
- 既保有不動産の評価額が減少した影響もあり、運用資産額を減少させる運用会社が多かったものの、新規組成ファンドによる物件取得により運用資産額を増加させたと思われる運用会社もあり、不動産私募ファンドの市場規模は微減にとどまった。
- なお、不動産私募ファンド市場規模(運用資産額ベース)13.9兆円には、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16.2兆円となる。これは、前回調査(2009年6月末)の17.2兆円から1.0兆円減少した数値である。一部のグローバルファンドにおいて運用資産額の大幅な減少があったことがこの要因である。



(\*)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、当社が定義

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 2010年1月 ～アンケート調査結果の概要～

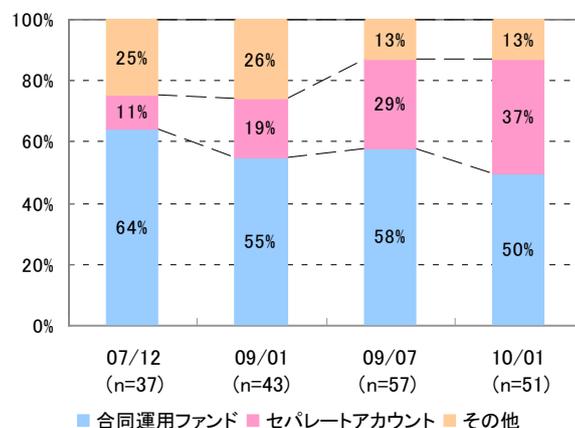
※グラフ中の「n」は有効回答数を示します。

### 1. 不動産投資運用ビジネスの現在の状況について

#### ① 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3.6兆円(50%)、セパレートアカウントが2.7兆円(37%)となった。回答企業数がやや減少した影響もあり、合同運用ファンドの合計残高は2009年7月調査時点の5.9兆円から減少しているものの、引き続き最も多くを占める投資形態である。一方、セパレートアカウントも2007年12月調査時点の11%から継続して毎年8%以上増加した。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考えられる。

＜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＞

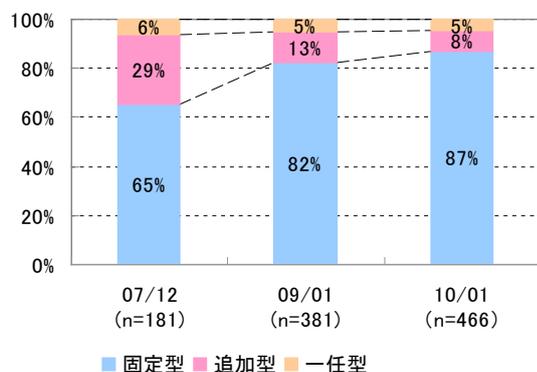


#### ② 現在運用中のファンドのファンドタイプ・運用スタイル別内訳

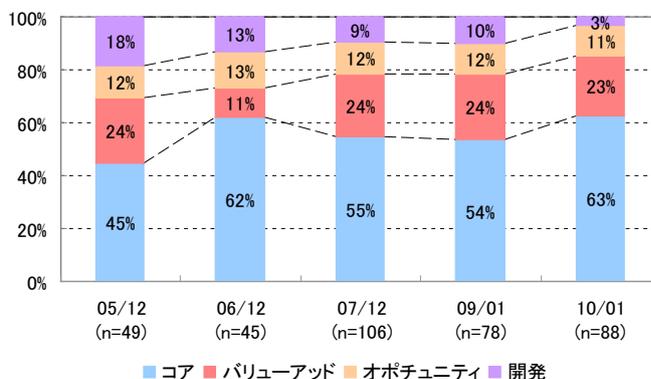
運用中ファンドの総数をファンドタイプ別に分類すると、ファンド数ベースで固定型が87%を占め、追加型8%、一任型5%であった。国内では、これまでも運用開始時点から物件が確定している固定型が不動産私募ファンドの多くを占めているが、2007年7月調査の65%から、2009年1月調査では82%、2010年1月調査では87%とその傾向が年々強まっている。この要因として、新興独立系の不動産運用会社が複数破綻したことで、物件取得の判断を運用会社に委ねて投資資金をコミットするタイプの一任型や追加型に対して投資家が慎重になっていること、投資家が投資対象の質を重視し、当初から物件が確定している固定型を嗜好する傾向が高まっていること、等が考えられる。

運用スタイル別では、インカム収入を重視したコア型が63%を占め、バリューアッド型23%、オポチュニティ型11%、開発型3%であった。2009年1月調査と比較すると、コア型が9%増加し、開発型が7%減少した。急激な市場の低迷を経て不動産投資のリスクが改めて認識されたことから、リスクの高い開発型が敬遠され、リスクの比較的低いコア型の組成が多かったものと考えられる。また、運用会社としては、キャピタルゲインを得るシナリオは描きにくいいため、インカム重視のコア型の組成を増加させたものと考えられる。

＜図表 2: ファンドタイプ別内訳＞



＜図表 3: 運用スタイル別内訳＞



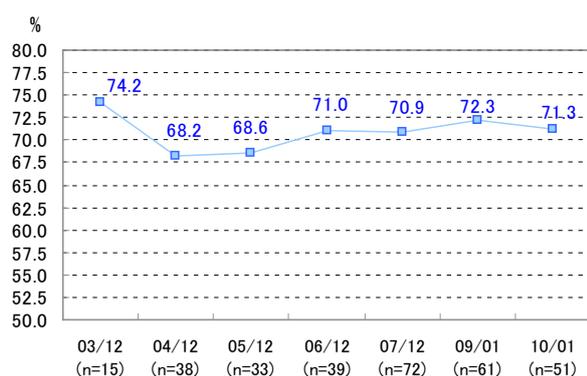
※固定型、追加型、一任型、コア、バリューアッド、オポチュニティについては10頁の「用語の定義」をご参照ください。

### ③ LTV水準

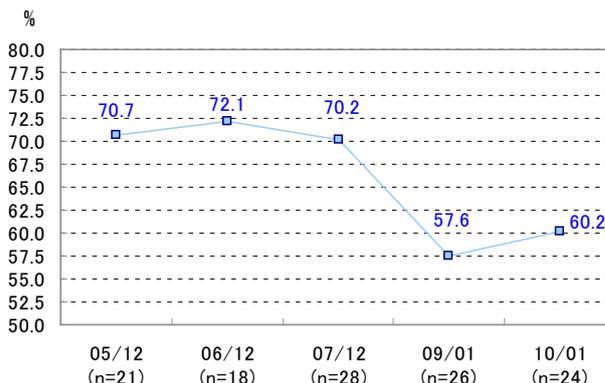
運用中ファンドの1ファンドあたり平均LTVは71.3%となり、2009年1月調査よりもやや低下したが、ほぼ横ばいであった。今後1年以内に組成予定ファンドの平均LTVは60.2%となり、前年から大幅に低下した2009年1月調査の57.6%よりも増加したものの、これまで70%前後で推移していた状況と比べると低い水準である。レンダーの貸出姿勢、エクイティ投資家の要請等から、現在のLTV水準は60%前後に収束しているものと考えられる。

また、現在運用中のファンドと今後組成予定のファンドのLTV水準に10%以上の差があることから、運用中ファンドの保有物件のリファイナンス時においても、レンダーからリファイナンス前と同額のローンは提供されず、エクイティの追加出資が必要になる、リファイナンスができないといった状況が想定される。

〈図表 4: 平均 LTV の推移 (現在運用中のファンド)〉



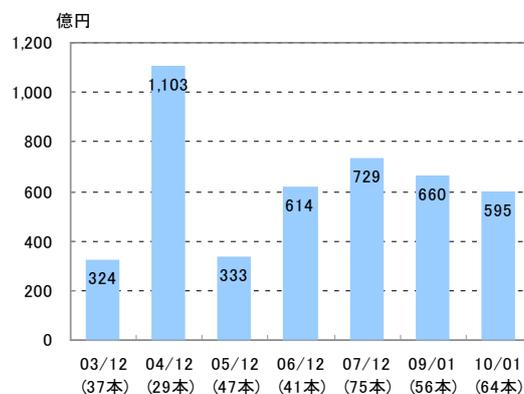
〈図表 5: 平均 LTV の推移 (今後組成予定ファンド)〉



### ④ 目標運用資産規模

運用中ファンドの1ファンドあたり平均目標運用資産規模は、2009年1月調査の660億円から、595億円に減少した。2009年1月調査に続き減少し、2006年12月調査を下回る水準となった。厳しい資金調達環境が継続する中、比較的风险が低く安定したインカムを見込める物件に貸し出しが絞られ、投資対象が限定されるため大型ファンドの組成に至らないこと等が要因として考えられる。

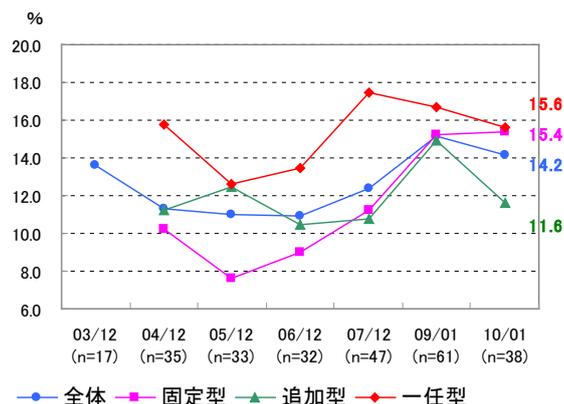
〈図表 6: 平均目標運用資産額の推移〉



### ⑤ 目標IRR水準

目標IRRの全体平均は、2009年1月調査まで2年連続で上昇したが、2010年1月調査では平均目標IRR(グロス、運用報酬控除前)が14.2%となり、一転して低下した。ファンドタイプ別に見てみると、固定型は15.4%で2009年1月調査から横ばい、追加型は11.6%で低下、一任型は15.6%で低下となった。

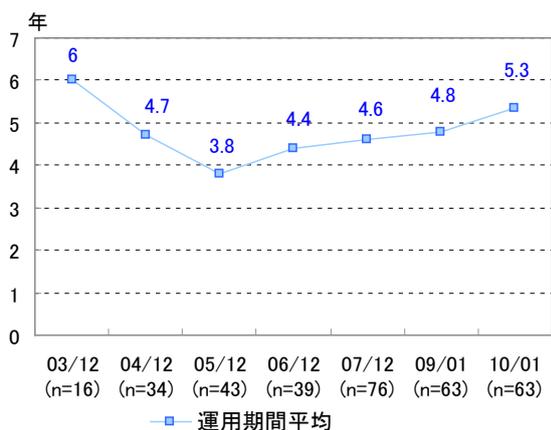
〈図表 7: 平均目標IRRの推移〉



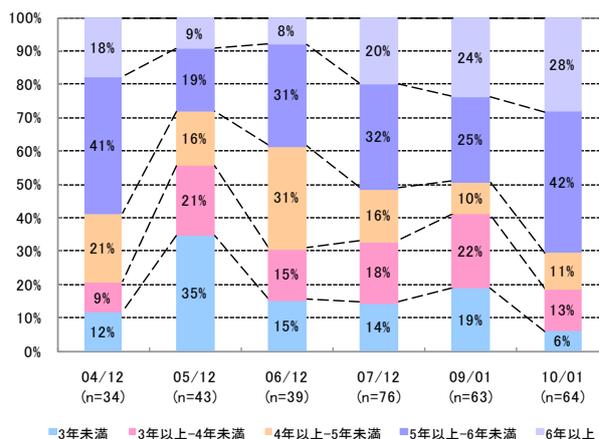
⑥ 目標運用期間

目標運用期間は2005年12月調査の3.8年を底に長期化傾向にあり、今回調査では5.3年と、2009年1月調査と比較して0.5年長期化した。目標運用期間別に見てみると、「5年以上－6年未満」が42%となり、2009年1月調査から大幅に増加したが、「3年未満」が6%、「3年以上－4年未満」が13%と2009年1月調査から大幅に減少した。キャピタルゲインを重視した短期投資を行えるマーケット環境ではないこと、インカムを重視した比較的投資期間が長いファンド組成を行っていること、等がこの要因として考えられる。

〈図表 8: 平均目標運用期間の推移〉



〈図表 9: 目標運用期間別の推移〉



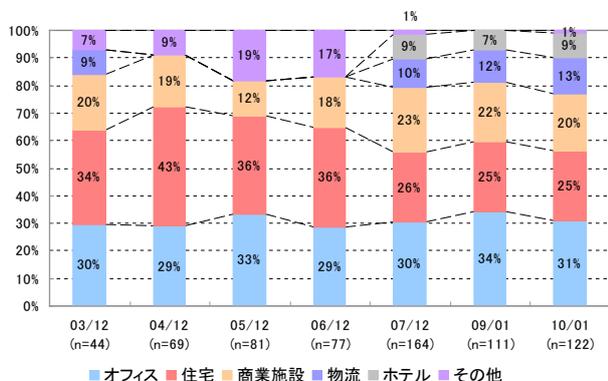
⑦ 運用対象物件タイプ・エリア

運用対象物件タイプは、2010年1月の調査では、「オフィス」「商業施設」の割合がやや低下し、「住宅」の割合は横ばいであった。2007年12月の調査以降、物件タイプごとの割合にほとんど変化はない。

運用対象エリアは、2009年1月調査において、「東京23区」「首都圏」の割合が高まり、「近畿圏」「名古屋圏」の割合が低下した。今回は大幅な変動は見られなかったものの、「東京23区」の割合が低下し、「首都圏」「地方圏」の割合がやや高まった。

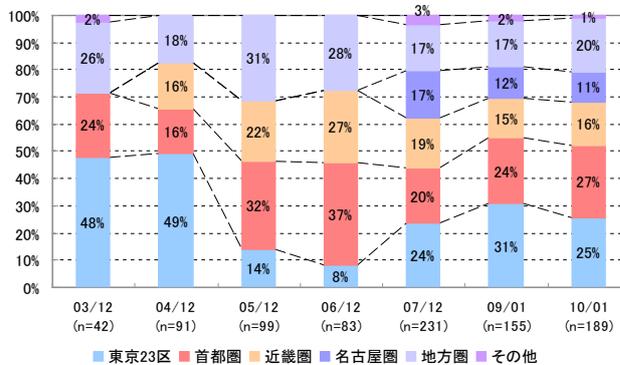
※ 本項目は、1ファンドごとの対象物件タイプ・エリアを複数回答可能な方式で質問し集計したものです。

〈図表 10: 運用対象物件タイプの推移〉



※ 04/12～06/12は「物流」「ホテル」は「その他」に含まれる

〈図表 11: 運用対象エリアの推移〉



※ 03/12は「近畿圏」「名古屋圏」は「地方圏」に、04/12～06/12は「名古屋圏」は「地方圏」に含まれる

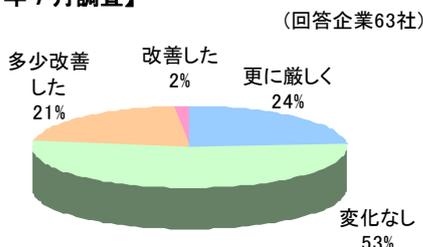
※ 09/01以前は「近畿圏」を「大阪圏」としていた。(構成している県は変わらず)

⑧ デット資金調達状況

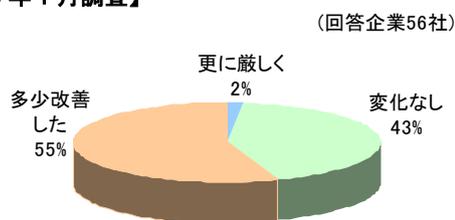
2010年1月調査においては、「多少改善した」が55%と過半を占め、「変化なし」が43%、「更に厳しく」はわずか2%となった。「改善した」、「多少改善した」が合わせて23%であった2009年7月調査より、「改善」の回答割合は大幅に増加した。デット資金調達状況は最悪期を脱し、改善に向かっていることが鮮明になった。

＜図表 12: デットの資金調達状況＞

【2009年7月調査】



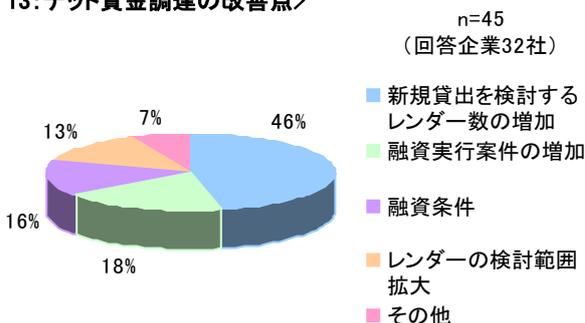
【2010年1月調査】



デット資金調達状況で改善された点としては、「新規貸出を検討するレンダー数の増加」との回答が46%を占め、次いで、「融資実行案件の増加」が18%、「融資条件」が16%、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)拡大」が13%となった。

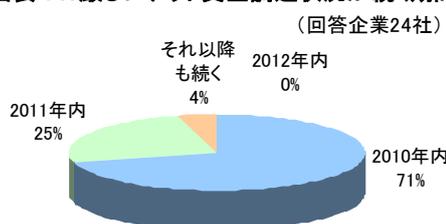
このような厳しいデット資金調達状況が続く期間は、「2010年内」との回答が71%を占め、年内には資金調達環境が改善に向かうと考えている運用会社が多いことが分かった。

＜図表 13: デット資金調達の改善点＞



※ デットの資金調達状況が「多少改善した」「改善した」と回答した方のみ質問

＜図表 14: 厳しいデット資金調達状況が続く期間＞



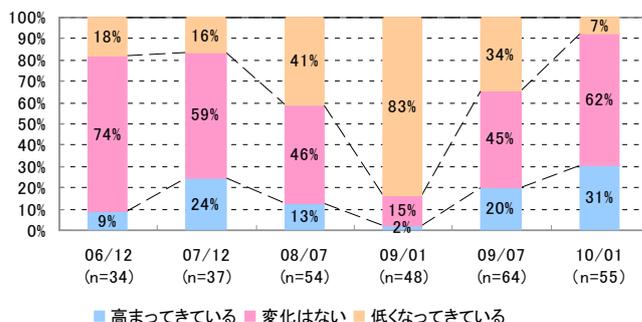
※ デットの資金調達状況が「更に厳しく」「変化なし」と回答した方のみ質問

⑨ 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は「変化なし」との回答が62%と最も多かった。2009年1月調査において83%を占めた「低くなってきている」との回答は7%まで減少し、2009年1月調査においてはわずか2%であった「高まってきている」との回答は、2009年7月調査では20%、2010年1月調査では31%まで増加していることから、エクイティ投資家の投資意欲は引き続き改善していることが示される結果となった。

＜図表 15: エクイティ投資家の投資意欲＞

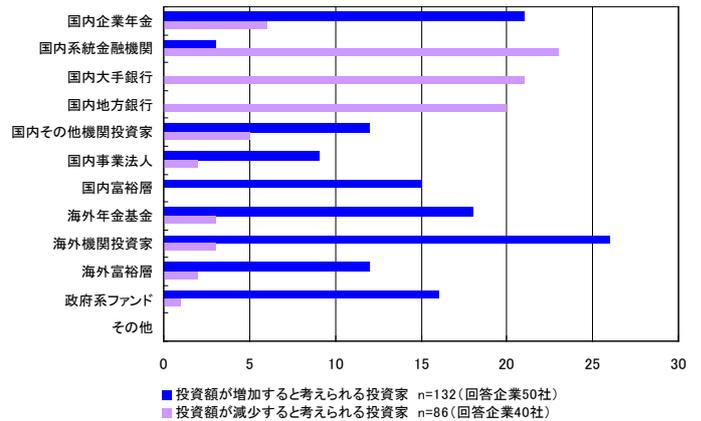


～投資額が増加/減少するエクイティ投資家層～

運用会社が今後増加すると見ている投資家層を国内・海外別に集計すると、国内が45%、海外が55%の回答数割合となっており、引き続き海外投資家の割合が50%を超えた。

海外投資家の中では、「海外機関投資家」、「海外年金基金」、「政府系ファンド」に対して多くの回答が集まった。国内投資家の中では、「国内年金基金」、「国内富裕層」との回答が多く、一方で、国内の金融機関については、引き続き投資額が減少するとの回答が多かった。外貨準備金の増加により今後投資の拡大が見込まれる新興国の政府系ファンドなどを含む海外投資家や、オルタナティブ投資を増やす可能性のある「国内年金基金」への運用会社からの期待が高いものと考えられる。

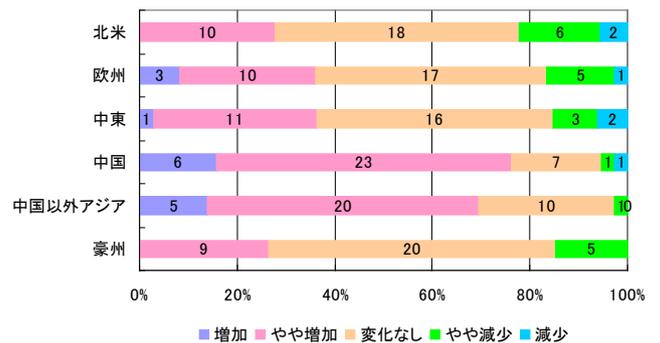
＜図表 16: 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層＞



～海外投資家の日本への投資見通し～

今後の海外投資家の日本への投資見通しは、「北米」、「欧州」、「中東」、「豪州」は「変化なし」との回答がほぼ半数または半数以上と最も多いが、「中国」、「中国以外のアジア」については、「増加する」、「やや増加する」との回答が70%以上を占め、アジアの投資家への期待の大きさがうかがえる。

＜図表 17: 海外投資家の日本への投資見通し＞

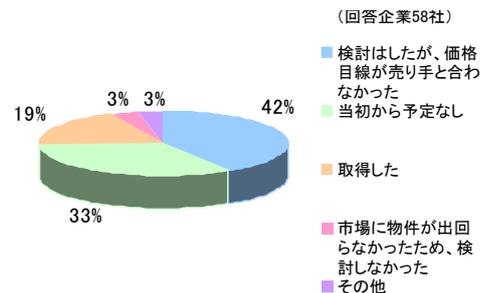


⑩ 物件取得/売却状況

物件取得状況については、「検討はしたが、価格目線が売り手と合わなかった」との回答が最も多く42%を占め、次いで「当初から予定なし」との回答が33%となった。依然として取引が成立しづらい環境であることが明らかになった。

物件売却状況については、「厳しい状況に変化なし」との回答が70%を占め、「厳しい状況は多少改善した」との回答が21%となった。一方で、「更に厳しく」との回答は4%と、2009年7月調査の16%から大きく減少した。厳しい状況は継続しているものの、改善の兆しが見えつつあることがうかがえる結果となった。

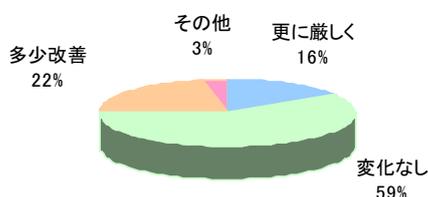
＜図表 18: 物件取得状況＞



＜図表 19: 物件売却状況＞

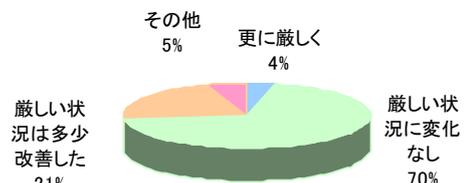
【2009年7月調査】

(回答企業64社)



【2010年1月調査】

(回答企業56社)

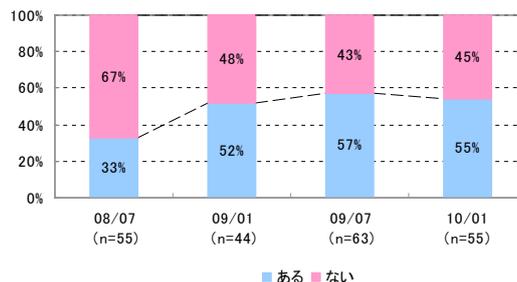


⑪ 出口戦略

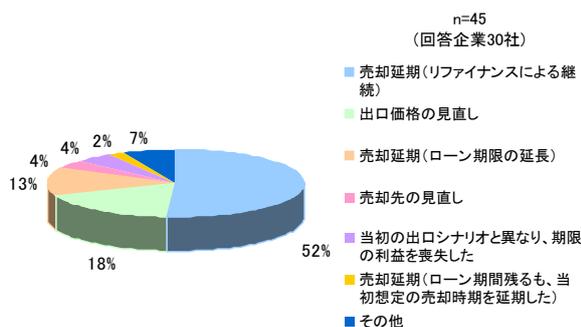
2010年1月調査でファンドの出口戦略を「変更したことがある」との回答は55%を占め、2009年7月調査と概ね横ばいとなった。変更内容については、「売却延期(リファイナンスによる継続)」との回答が最も多く52%となり、「出口価格の見直し」が18%、「売却延期(ローン期限の延長)」が13%となった。今後1年間のファンド出口として可能性の高い方法としても、「リファイナンスによる継続」との回答が36%を占めた。2006年、2007年に組成したファンドは2009年、2010年にローン期限を迎える物件を多く保有すると考えられるため、2010年も引き続きリファイナンスが多く行われる状況が予想される。

一方で、「他社私募ファンドに売却」が14%と2009年7月調査から3%、「他社REITに売却」が11%と5%増加しており、売却先の選択肢が広がる兆しも見え始めている。

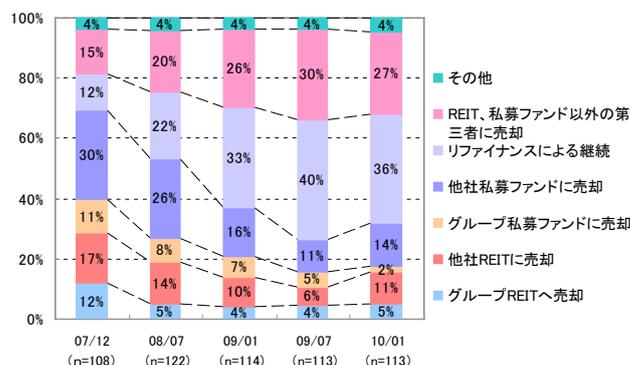
<図表 20: 出口戦略の変更有無>



<図表 21: 出口戦略の変更内容>



<図表 22: 今後1年間のファンド出口として可能性の高い方法>



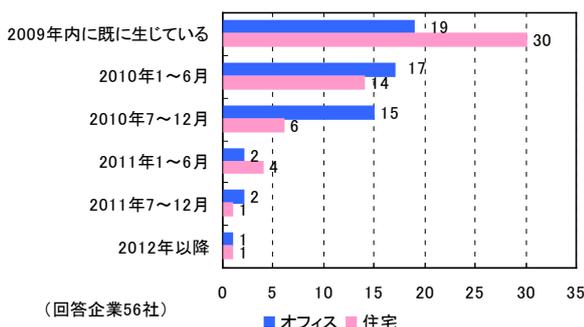
2. 不動産投資運用ビジネスを取り巻く環境と今後の展望

① 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

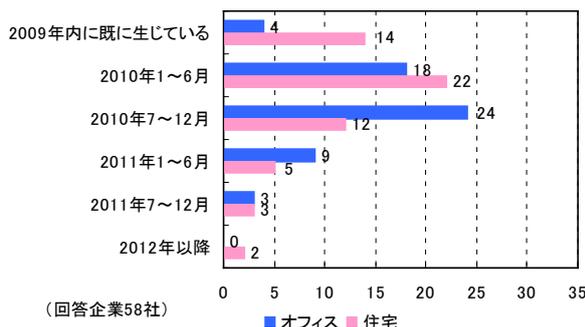
キャップレートの上げ止まり時期(上昇ピーク)については、オフィス、住宅とも「2009年内に既に生じている」との回答が最も多かった。オフィスについては「2010年1~6月」、「2010年7~12月」との回答も拮抗しており、多くの運用会社は2010年には上げ止まると考えていることが分かった。住宅については、運用会社の過半が既に上昇ピークを迎えたと見ていることが分かった。

賃料の下げ止まり時期(下落ピーク)については、オフィスは「2010年7~12月」との回答が最も多く、住宅は「2010年1~6月」との回答が最も多かった。オフィスよりも住宅の賃料が早く底入れすると見ている傾向がうかがえる。

<図表 23: キャップレートの上げ止まり時期>



<図表 24: 賃料の下げ止まり時期>



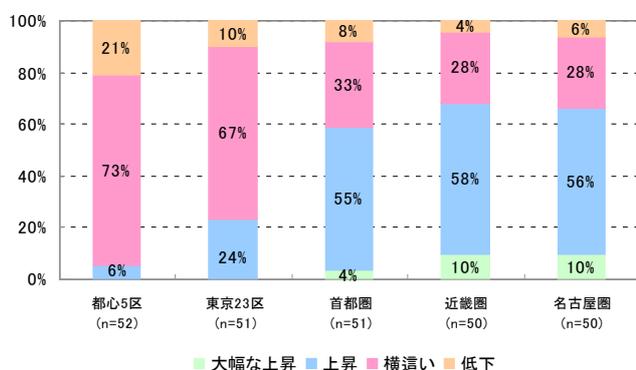
## ② 今後1年間における各都市圏のオフィス/住宅キャップレート見通し

今後1年間における各都市圏のオフィスキャップレート見通しは、都心5区、東京23区(都心5区除く)は「横ばい」との回答が約7割を占めた。また、都心5区は、「低下する」との回答が21%見られた。一方で、首都圏、近畿圏、名古屋圏は「上昇」との回答が過半を占めた。

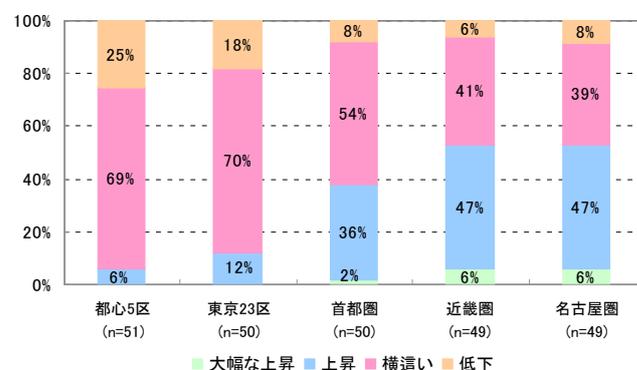
また、住宅キャップレートの見通しは、都心5区、東京23区(都心5区除く)は「横ばい」との回答が約7割を占め、首都圏は過半を占めた。また、都心5区、東京23区(都心5区除く)は「低下する」との回答がそれぞれ25%、18%見られた。一方で、近畿圏、名古屋圏は「横ばい」が約4割であるのに対し、「上昇」が5割近くを占めた。

前頁においてキャップレートの上げ止まり時期は「2009年内に既に生じている」との回答が多かったが、各都市圏ごとのキャップレート見通しの集計結果から、これは主に東京都区部においての見解であると考えられる。

〈図表 25: オフィスキャップレート見通し〉



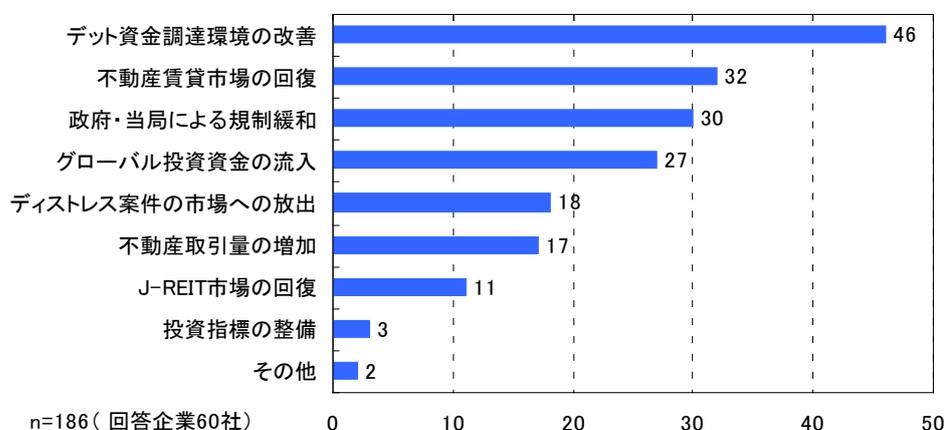
〈図表 26: 住宅キャップレート見通し〉



## ③ 必要な施策・変化

不動産私募ファンドを取り巻く状況が改善するためには、どのような施策・変化が必要かについては、「デット資金調達環境の改善」との回答が最も多く、次いで「不動産賃貸市場の回復」、「政府・当局による規制緩和」、「グローバル投資資金の流入」と続いた。主に資金調達環境と賃貸市況の改善が求められていることが分かった。

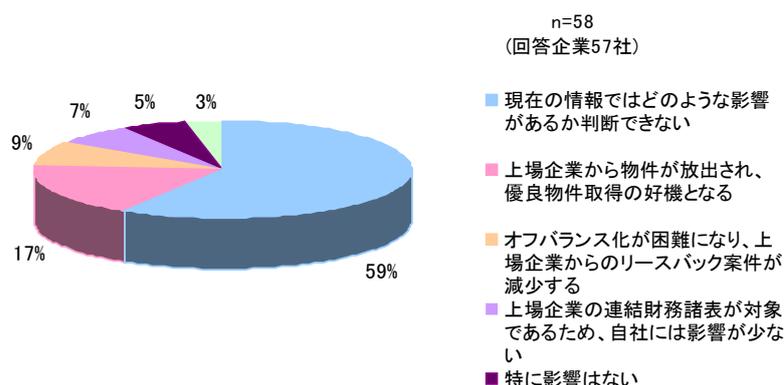
〈図表 27: どのような施策・変化が必要か〉



#### ④ 国際財務報告基準(IFRS)の影響

今後上場企業への導入が見込まれる国際財務報告基準(IFRS)のファンド運営への影響については、「現在の情報ではどのような影響があるか判断できない」との回答が59%を占め、多くの運用会社が、今後の動向をうかがっている状況である。また、投資用不動産の公正価値による時価評価が行われると「上場企業から物件が放出され、優良物件取得の好機となる」との回答が17%と、IFRS導入をビジネスチャンスと捉えている運用会社もあることが分かった。一方で、「オフバランス化が困難になり、上場企業からのリースバック案件が減少する」として、流動化型の不動産投資運用のビジネスモデルに対する懸念を示す運用会社も見られた。

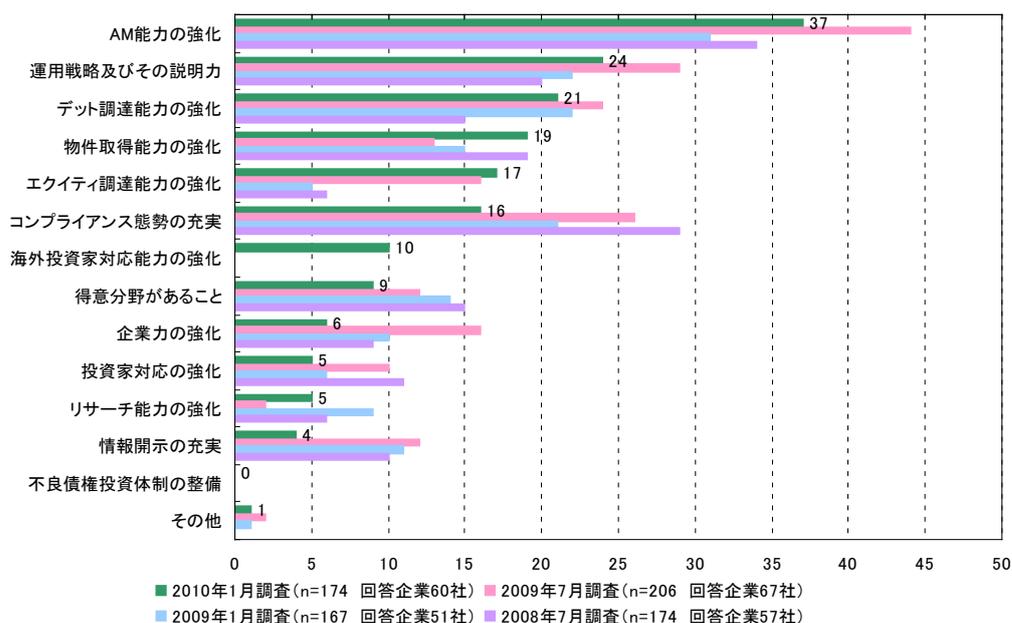
〈図表 28: 国際財務報告基準(IFRS)の影響〉



#### ⑤ 運用会社として存続・成長するための条件

運用会社として存続・成長するための条件として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力」となった。2009年1月調査、2009年7月調査でも同様の結果であり、運用会社としての基本的力量を強化することを重視している姿勢がうかがえる。また、「デット調達能力の強化」や「エクイティ調達能力の強化」も上位に入っており、資金調達難が続く状況を乗り切るために、主要な課題と位置付けられている。

〈図表 29: 運用会社として存続・成長するための条件〉



## 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

近畿圏 : 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](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。