

REPORT

不動産私募ファンド市場の動向 ～2009年1月調査結果を踏まえて～

2009年4月25日

株式会社住信基礎研究所

私募投資顧問部 副主任研究員 室 剛朗

リサーチャー 三武 真知子

はじめに

1990年代終盤以降、実物不動産市場は貸貸市場、取引市場ともに概ね回復基調にあり、不動産私募ファンド（以下、私募ファンド）市場は順調に拡大を続けてきた。2008年に入りベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズの破綻に代表される世界的な信用収縮の影響により、不動産取引市場はもとより、不動産ファンドの運用会社（以下、運用会社）の経営自体が厳しい環境に晒され、2009年も引き続き私募ファンド市場は停滞している状況にある。

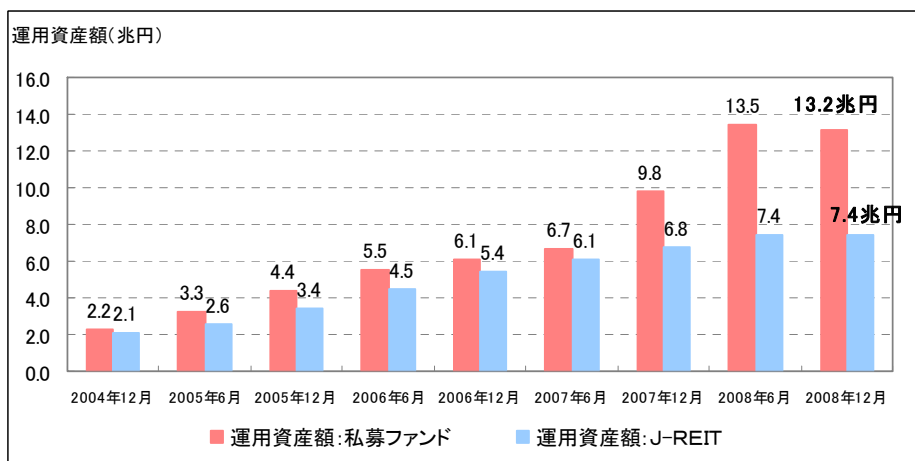
このように不動産投資市場が調整期間にある中、運用会社は現状をどう捉え、今後どのような戦略を描いていくのか。2009年1月に(株)住信基礎研究所（以下、弊社）が運用会社に対して実施したアンケート調査である「不動産私募ファンド実態調査」（過去5年間実施）の結果に基づき、私募ファンド市場の現状と今後の展望を考察してみたい。

また、執筆段階（2009年3月末）では、アメリカ財務省により公共民間投資プログラムの具体案が公表され、その政策への期待から株式市場が世界的に上昇に転じている。まだ予断を許さない状況に変わりはないが、世界経済の低迷を払拭しようと各国が協調して動き始めている。このような直近の動向を本アンケート調査においては反映していない点に留意いただきたい。

1. 私募ファンドの市場規模

私募ファンドの運用資産額は調査開始後初めて減少に転じる

(図表1) 私募ファンドの市場規模



出所)住信基礎研究所

2009年1月に実施したアンケート調査、公表情報、ヒアリングにより、2008年12月末時点の市場規模(運用資産額)を、グローバルファンドを除いて13.2兆円と推計した。前回調査(2008年7月調査)における2008年6月末の市場規模13.5兆円から0.3兆円減少し、2004年12月に同調査を開始して以降初めて減少に転じたことになる。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運用会社の運用資産額(7,347億円—2008年2月中旬時点)も含まれているため、これらの会社の動向次第では、さらに運用資産額が減少する可能性がある。また、同時期のJ-REITの運用資産額(取得価格ベース)は7.4兆円と、2008年6月末時点と同様の数値となり、拡大傾向に歯止めがかかっている。

2008年9月のリーマンショック以後の世界的な金融市場の悪化の影響が、私募ファンドの運用資産額の数値上にも反映された形となった。一方で、後述する実物不動産市場において取引が著しく減少しているのに対し、数値だけをみれば私募ファンドの運用資産額の減少幅が小さい理由は、主に以下の3点と考えられる。

- ①従来は私募ファンド物件の出口はJ-REITというのがメインシナリオであったが、J-REITの投資口価格の低迷と資金調達難から物件取得能力が低下し、出口としての機能が著しく低下している。ヒアリングによれば、個人富裕層に売却されるケースなどはあるものの私募ファンド市場から出ていく物件は限定されている。
- ②金融市場の収縮により不動産の買い手にファイナンスがつかない状況が継続しているため、利益を確保できる価格で物件を売却することが困難になっている。そのため、ファンドを終了せずリファイナンスにより継続する傾向があり、運用資産額の大きな減少には繋がらない。
- ③運用会社の民事再生法適用等のケースが昨年前半から増え始め、2009年に入っても運用会社の破綻が散見されるが、他の運用会社によりAM業務ごと引き継がれる場合等は、市場全体の運用資産額の減少には繋がらない。

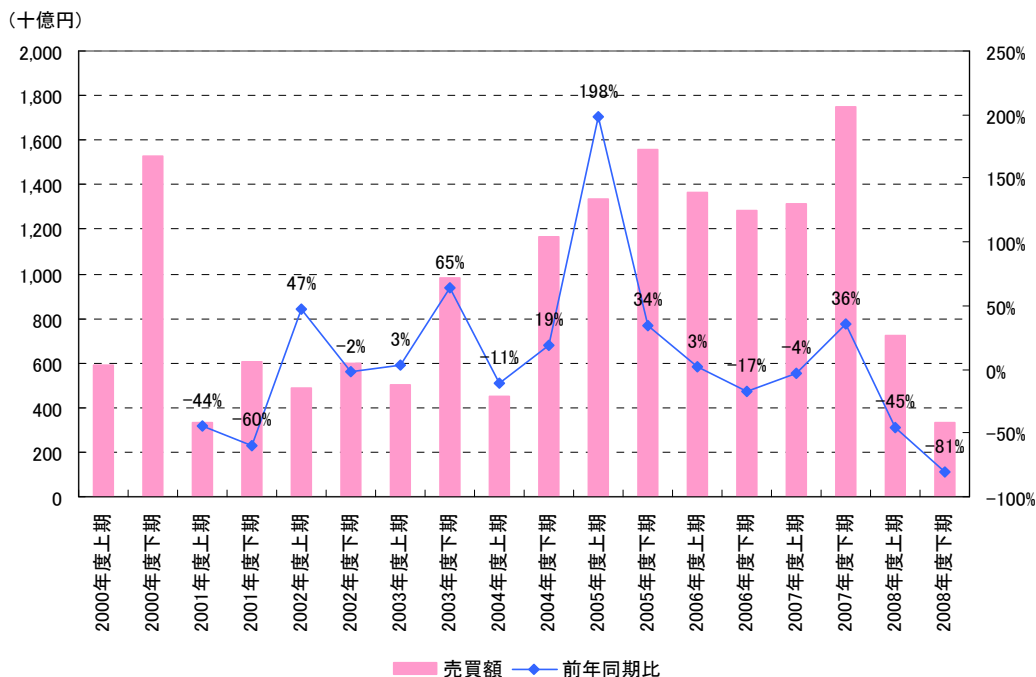
なお、個々の運用会社を見ると、2008年6月末時点と比較して、運用資産額が減少している会社がある一方、増加している会社も多い。また今回のアンケート調査では、回答会社1社あたりの平均運用資産額は、2008年7月調査よりも僅かに増加したものの増加率は著しく鈍化した。

実物不動産取引額は減少

実物不動産取引の減少傾向はさらに鮮明になってきた。(図表2)は東京証券取引所「TD-net」に登録・開示された上場会社(グリーンシート銘柄を含む)の適時開示情報より、不動産の売買額を集計したものである。これによれば、2008年度下期(10~2月)の全国での売買額は前年同期(6ヶ月間)比マイナス81%となっている。実物不動産取引額は2期連続で減少傾向が継続し、売買市場の停滞が本格化していることを示している。

弊社調査による私募ファンド運用資産額は全てのファンドのものではないという制約があり、この売買額も全ての取引額ではなく、またカバー範囲も私募ファンドの投資対象に限定されていない。このようなデータソースの制約を考慮しなければならないが、(図表2)に示されている売買市場の低迷が、ファンドの新規組成や物件の追加取得の減少および前期①~③にあるような運用資産額の減少抑制に繋がったと考えられる。

(図表 2) 実物不動産取引における売買額の推移



出所) 東京証券取引所「TD net」をもとに住信基礎研究所が作成
(備考)

- ・企業開示情報「固定資産の譲渡又は取得」を集計。
- ・上期は4~9月、下期は10~3月を示す。
- ・ただし2008年度下期は10~2月分であり、3月分集計を含まない。
- ・物件単位の価格が不明な取引は含まない(バルク買い)。

※既に開示されたデータに変更(詳細決定、取引中止等)が公表された場合、都度データ更新を行っている。

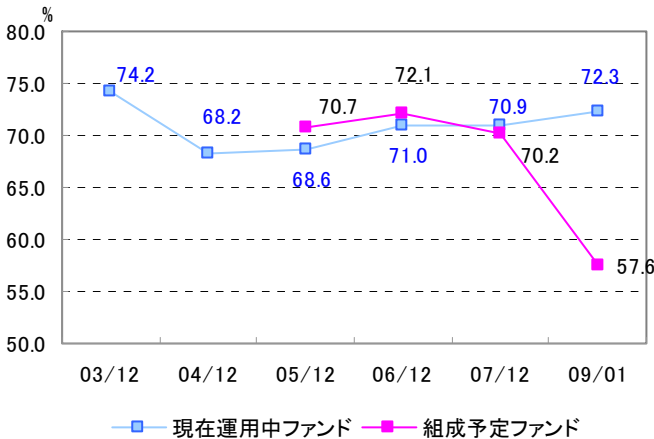
2. 私募ファンドにおける資金調達環境

LTV水準、デット資金調達状況

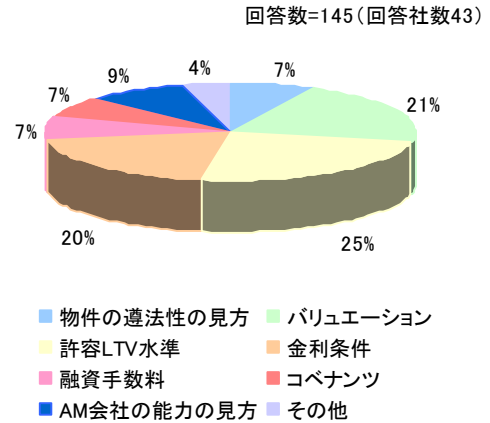
ファンド組成が活発化した2005年、2006年の調査では、組成予定ファンドの平均LTVが運用中ファンドの平均LTVを上回っており、レバレッジ効果によりリターンを高める狙いがあったことがうかがえた。今回のアンケート調査では、資金調達環境の厳しさが増している現状を反映する結果が出ている。(図表3)は、現在運用中のファンドと今後1年以内に組成予定のファンドのLTV水準の平均値の推移である。現在運用中のファンドの平均LTVは、回答中にハイレバレッジのファンドが多く含まれていたため前年を上回る結果となった。一方、今後1年に組成予定のファンドの平均LTV57.6%は、過去3年の70%超の数値から約13%低い水準であり、運用会社がLTVを低下させざるを得ない状況がうかがえる。

また、デット調達において厳しくなった点についての設問でも、「許容LTV水準」が回答数の25%、「バリュエーション」が21%を占め、レンダーの物件評価が厳しくなり、許容水準を低下させていることがわかる(図表4)。

(図表 3) 平均 LTV の推移
(現在運用中ファンドと今後 1 年以内に組成予定のファンド)



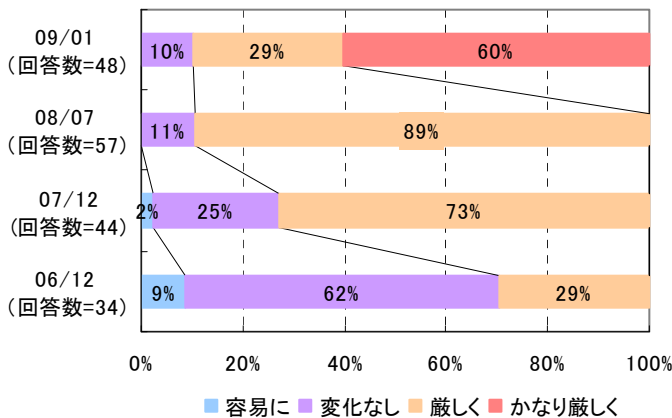
(図表 4) デット資金調達において厳しくなった点



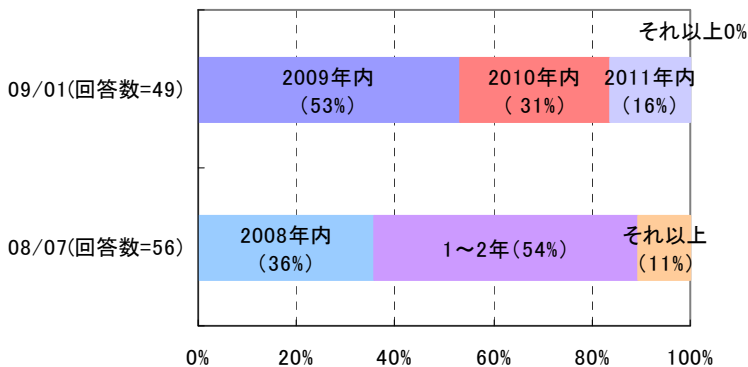
出所)住信基礎研究所

今回調査では従来よりも回答の選択肢を増やした影響もあるが、デット資金調達難が表面化した 2007 年 12 月調査時点からさらに厳しさを増している現状が示された(図表 5)。また、現在のような融資姿勢がどの程度続くのかに対しては、「2009 年内」が 53%、「2010 年内」が 31%となった。2008 年 7 月調査では、36%が「2008 年内」としていたが、資金調達が困難な状況が、運用会社の当初の想定よりも長期化していることを示している(図表 6)。

(図表 5) デット資金調達状況の推移



(図表 6) 現在のような融資姿勢が続くと思われる期間



出所)住信基礎研究所

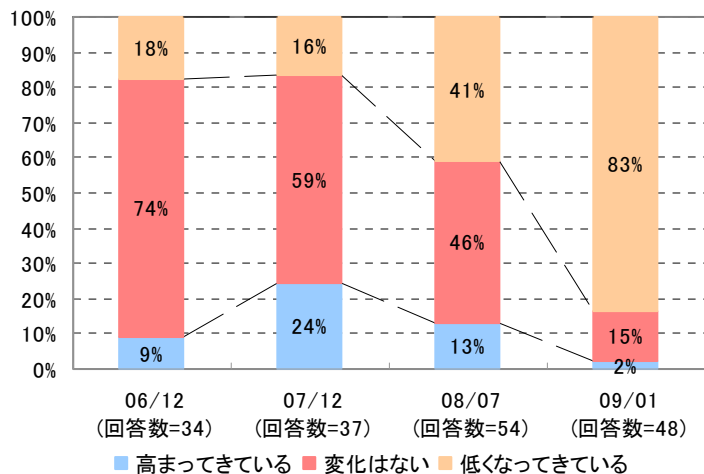
エクイティ調達環境も厳しく

運用会社へのアンケート結果からエクイティ投資家の投資意欲の推移をみると、2007年12月調査では16%だった「低くなってきている」の割合が、2008年7月調査で41%、今回調査では83%となり、それまで好調だったエクイティ調達環境がこの1年で急変している(図表7)。2007年12月調査では、レンダーの融資姿勢が消極的になってきたことが明らかになった一方で、エクイティ投資家の投資意欲は高まってきているとの回答が前年調査よりも増加していたが、リーマンショック後加速度的に悪化した経済情勢の中、エクイティ投資家も慎重にならざるを得ない状況となっていると考えられる。

投資意欲低下の主な理由としては、「マーケットの悪化、先行き不透明感」を挙げる回答が多く、次いで「既投資案件の毀損」、「リスク許容度の低下、投資基準の厳格化」などが挙げられ、エクイティ投資家のリスク回避性向が高まり、以前と比較して不動産投資への投資意欲が低下していることが示された。

また、為替水準や、世界的な株安により年金のポートフォリオの総額が縮小し、これに占める不動産の比率が上がってきているため、不動産に追加的な投資ができない状況となっていること、世界的な金利低下により日本の不動産のイールドスプレッド(=不動産利回り-リスクフリーレート)は相対的に魅力が減少しており、海外投資家に対する投資対象国としての日本の魅力が以前と比べ低下してきていることもエクイティ投資家の投資意欲減退の理由と考えられる。

(図表7) エクイティ投資家の投資意欲の推移

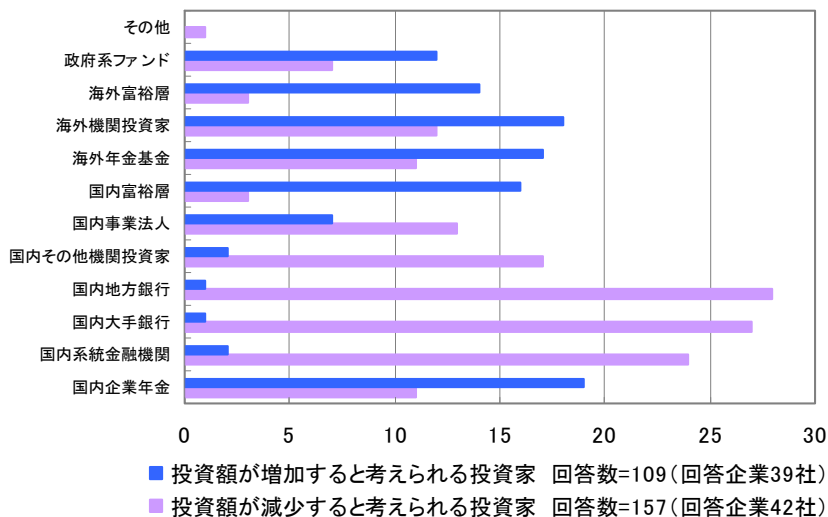


出所)住信基礎研究所

投資額が増加するとみられる投資家層

運用会社が今後投資額が増加するとみている投資家層として、海外投資家とする回答数は、2008年7月調査(前回調査)の69%から56%に減少した。回答数割合が減少してはいるが、今回調査において回答数が最も多かった「国内企業年金」に次いで「海外機関投資家」、「海外年金基金」への回答が多く、これら投資家が有望なエクイティ調達先として認知されていることを表わしている。それに次いで、国内、海外ともに富裕層が増加するとの回答が多く、特に前回調査では8件であった「国内富裕層」は16件と倍増した。

(図表 8) 今後、投資額が増加／減少すると考えられる投資家



出所)住信基礎研究所

3. 私募ファンドを取り巻く環境

不動産ファンド関連企業の破綻

2008年に入り、不動産ファンド運用会社あるいは不動産ファンド向けに開発業務を行っていた不動産会社の破綻が相次ぎ、2009年に入ってもなお、その傾向は継続している(図表9)。

資金調達は困難な状況が続いていること、自己勘定投資の損失が拡大したことがこれらの破綻の主因となっている。さらにリーマンショック以降、株式市場が低迷する中、不動産業の株価は相対的に下落幅が大きく私募ファンド関連業務を行っている上場会社の経営を圧迫する状況が続いている。

(図表9) 2008年度に破綻した上場企業(建設・不動産業)

企業名	負債総額(億円)	業種	日付(法的手続き)
スルガコーポ(1880)	620	建設	08/06/24(民事再生法)
真柄建設(1839)	348	建設	08/07/05(民事再生法)
ゼファー(8882)	949	不動産	08/07/18(民事再生法)
キョーエイ産業(1744)	87	建設	08/07/18(民事再生法)
三平建設(1908)	168	建設	08/07/24(民事再生法)
アバンコーポ(8868)	2558	不動産	08/08/13(民事再生法)
創建ホームズ(8911)	339	不動産	08/08/26(民事再生法)
Human21(8937)	464	不動産	08/09/19(民事再生法)
リプラス(8936)	326	不動産	08/09/24(破産手続き)
シーズクリエイト(8921)	114	不動産	08/09/26(民事再生法)
ランドコム(8948)	309	不動産	08/09/29(民事再生法)
エルクリエイト(3247)	61	不動産	08/10/02(破産手続き)
新井組(1854)	450	建設	08/10/08(民事再生法)
ニューシティ(8965)	1124	REIT	08/10/09(民事再生法)
井上工業(1858)	125	建設	08/10/16(破産手続き)
山崎建設(1902)	200	建設	08/10/30(会社更生法)
ノエル(8947)	414	不動産	08/10/30(破産手続き)
ダイナシティ(8901)	521	不動産	08/10/31(民事再生法)
ディックスクロキ(8884)	181	不動産	08/11/14(民事再生法)
オリエンタル白石(1786)	605	建設	08/11/26(会社更生法)
モリモト(8899)	1615	不動産	08/11/28(民事再生法)
松本建工(1779)	135	建設	08/12/15(民事再生法)
ダイア建設(8858)	300	不動産	08/12/19(民事再生法)
クリード(8888)	651	不動産	09/01/09(会社更生法)
東新住建(1754)	492	建設	09/01/09(民事再生法)
日本総合地所(8878)	1975	不動産	09/02/05(会社更生法)
ニチモ(8839)	757	不動産	09/02/13(民事再生法)
あおみ建設(1889)	396	建設	09/02/19(会社更生法)
パンフィH(8902)	1636	不動産	09/03/10(会社更生法)
エスグラC(8943)	191	不動産	09/03/12(民事再生法)

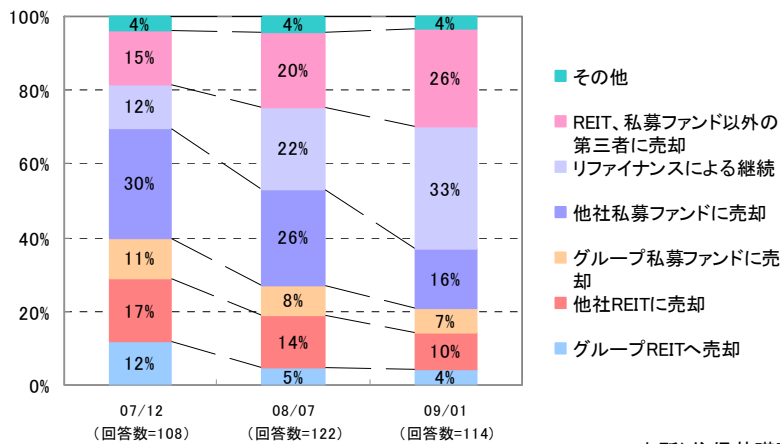
出所)ブルームバーグ資料に基づき住信基礎研究所作成

デット資金不足がもたらす問題点

アンケート結果にも明確に表れているように、現在の不動産投資市場における最大の問題はデット資金の調達難の長期化によって売買取引が低迷していることにある。出口を迎えた案件については物件を売却する相手が見つからずリファイナンスを選択するケースが増えていると考えられるが(図表10)、案件によってはローンがつかず、エクイティの追加出資によりLTVを下げ継続保有するか、デフォルトを選択するケースなどもあると思われる。

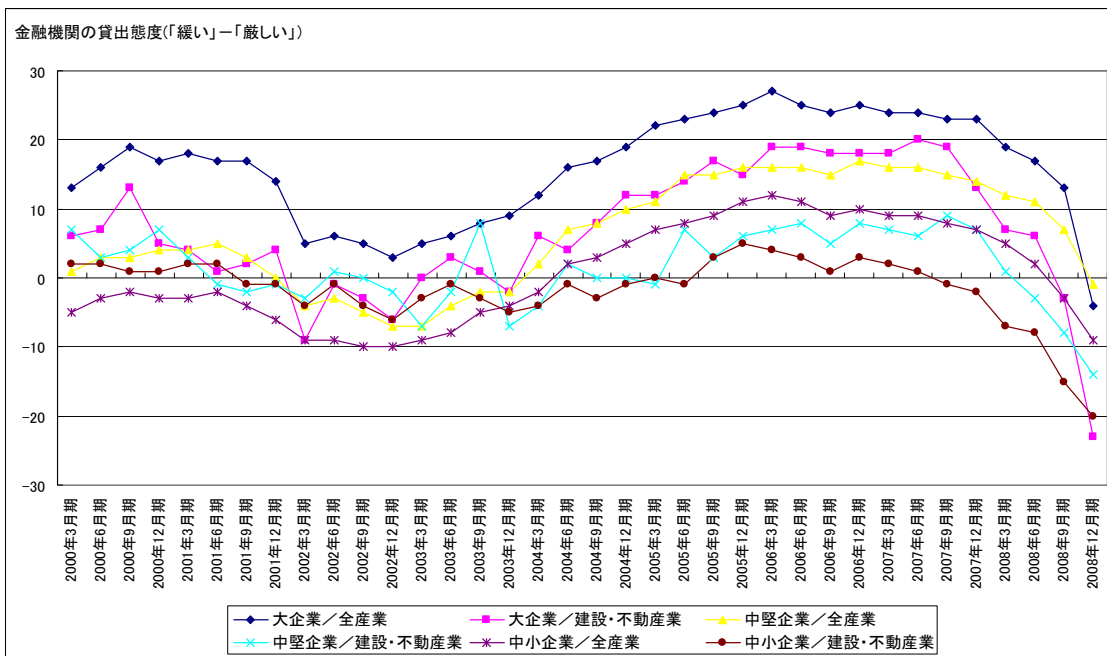
世界的な金融危機の中で、BIS規制の対象となる銀行は新規貸出を縮小せざるを得ない状況にあると推察される(図表11)。このような状況下、不動産投資における資金調達環境を根本的に改善するために、CMBSに替わるプライベートデットビジネスの担い手が必要であり、優れたリスク・リターン評価力を持ち、それを投資家に説明できる新たなデットビジネスプレーヤーの参入が望まれるところである。

(図表 10) ファンドの出口として可能性が高い方法



出所) 住信基礎研究所

(図表 11) 金融機関貸出態度(DI)

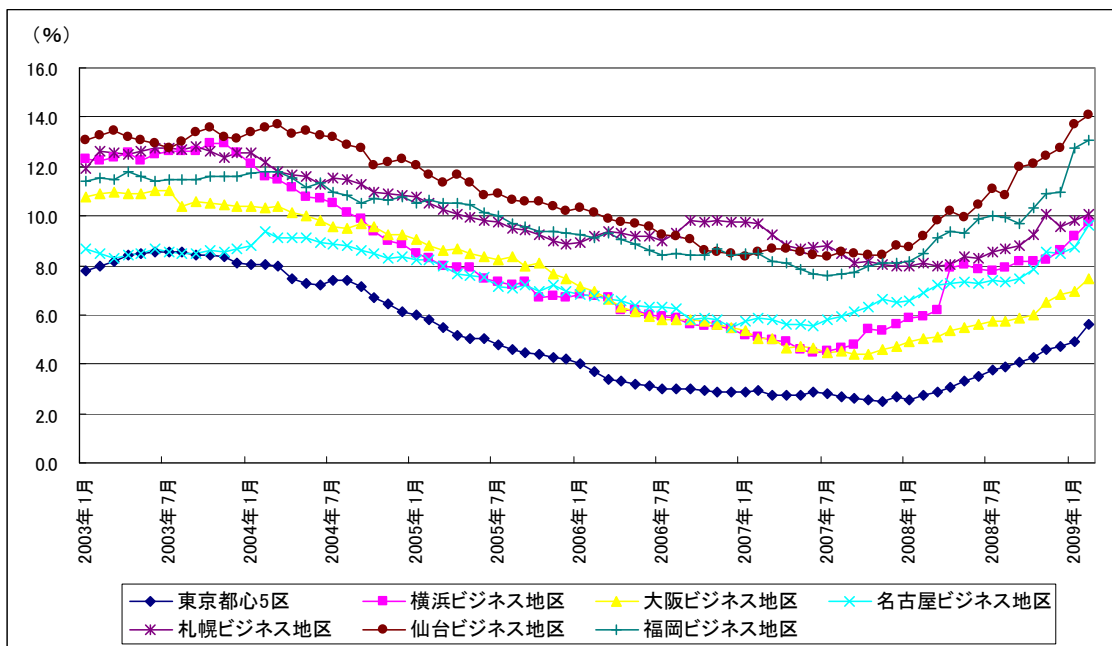


出所) 日本銀行「金融機関貸出態度」

実体経済悪化による賃貸市場への影響

金融市場の混乱のみならず、世界景気後退の影響が日本の実体経済にも波及したことから、企業業績の落ち込みが本格化しており、企業のコストカット、経済の先行き不安からテナントの増床ニーズが減少し、不動産賃貸市場（不動産のファンダメンタル）が低迷している。特に、新築ビルへの入居が進まず、低稼働で竣工を余儀なくされる物件が少なくない。また、支店経済の性格が強く、賃貸床ストックが小さい中で、近年開発による供給が増加した地方都市の賃貸市場の悪化はより深刻化すると推測され、調整期間がさらに長期化することが懸念される。

(図表 12) 都市別平均空室率の推移



出所)三鬼商事

4.今後の課題

私募ファンドの戦略再構築の機会

現在は、不動産投資市場のピークアウト後の調整期間であり、ファンド運用者が戦略を再構築するための期間ともいえよう。アンケート結果においても、LTVを低下させていくことや、開発型案件を減らすこと、対象タイプ、エリアをより選別的にすることなどが必要と考えている運用会社は多い。また、これまではマーケットが上昇トレンドにあつたため、運用会社の能力に差異は生じにくかったが、今後は運用会社の取得、運営、説明能力による選別が進むと予想される。現在の私募ファンド市場の停滞は金融危機に加え、出口時点のNOI、キャップレートの想定が楽観的過ぎた為に市場が高騰したことが要因となった側面もあり、運用会社のシナリオをより論理的なものとし、精度を高めることも今後の課題と思われる。

また、エクイティ投資家の投資意欲が減退しているというアンケート結果ではあるものの、今後投資額が増加する投資家として、年金を含めた海外投資家への回答数が引き続き多い。海外年金基金の多くは、長期的な視点で不動産に投資しており、四半期毎のパフォーマンス評価を必須としている基金もあるため、これら投資家に対しては各期毎のバリュエーションを含めたディスクロージャーが求められるだろう。

新たな局面を見据えた動き

国内私募ファンド市場は、1990年代終わりの黎明期から市場が拡大する中で短期的にキャピタルゲインを得るファンド運営がメインストリームであったともいえる。そして市場規模が減少に転じた2009年以降、長期的な戦略が改めて問われている状況にある。新たな動向としては、賃貸住宅が割安であること、不況時にも賃料変動幅が小さいことに注目する運用会社が多いなど、次の展開を見据えた動きもみられる。不動産を投資対象とする以上、ファンドのライフサイクルは不動産サイクルを見通した上で選択されるべきであり、様々な局面で、適したタイプ、エリア、戦略でのファンド運営が望まれる。このような動きが再び市場を動かす原動力となることを期待したい。

※「リアルエステートマネジメントジャーナル 2009年5月号(第121号)(発行:株ビーエムジェー) 寄稿原稿

【お問い合わせ】 https://www.stbri.co.jp/contact/form-private/private_investment.html

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。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
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。