

不動産投資ファンドのマネジメント手法の洗練

株式会社住信基礎研究所
研究部部長 北村 邦夫

1 不動産投資ファンドを巡る外部環境

J-REIT は誕生から3年目を迎え8銘柄と着実な歩みを示している。プライベートファンドも運用対象とするプロパティタイプ、資産規模と多様な商品性を伴って拡大している。これらの不動産投資ファンドは揺籃期を経て、定着・成長プロセスへ移行している。

一方、投資家サイドも運用リスクの分散と所定のリターンを得るために、アセットアロケーションの見直しや独自の運用スタイルを模索する中で、不動産投資に対して関心を強めている。一方、金利上昇や株価回復の兆しが見えるなど資本市場の本格的回復への期待感も高まっている。そういった環境下、J-REITを含む不動産投資ファンドの商品性や投資価値の差別化、運用能力に対する信頼と評価の獲得といった競争・淘汰が今後本格的に進行していくとみられる。

2 ファンドマネジメント手法の高度化

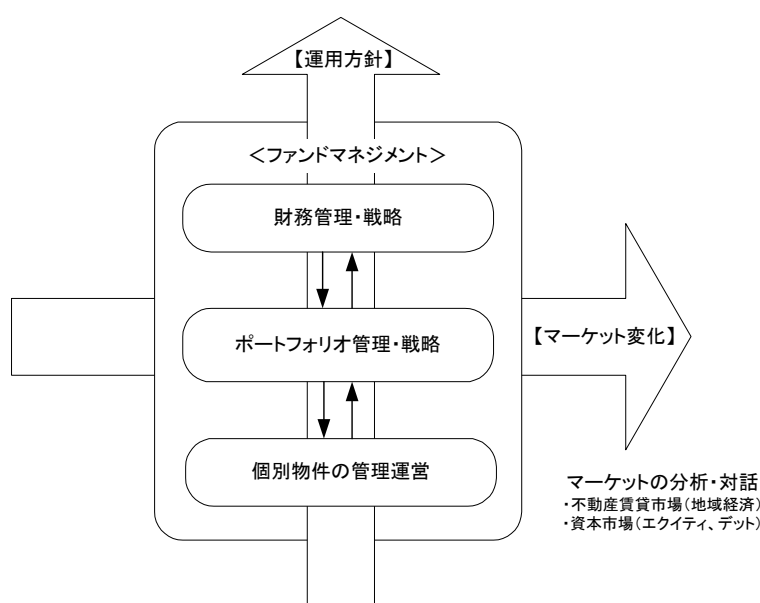
各投資運用会社では、マーケット予測、投資運用ポートフォリオの管理、新規取得物件のプライシング、運用物件のPM管理など、アセットマネジメントの各業務において合理性、客観性を重視した分析の実施や管理ツール整備を始めている。各社のこういった取組みは、投資運用資産が内包するリスクを客観的に把握・管理して運用目標実現に向けて戦略的運用体制を構築・強化していくことを狙いとしている。さらに、投資家やアナリストに向けて商品の優位性や評価を高める説明材料としても有効であり、結果として他の商品との差別化を図って投資家の支持を獲得していくことが可能と考えられる。

さて、関連制度に眼を転じると、米国の会計基準では不動産投資における資産価値下落リスクの計量方法が標準化されて指針となっている等、不動産投資マネジメントの戦略や手法に対して、客観性を伴った検証・裏付けへの要請が強まりつつある。

3 マネジメントの具体的な手法・ツール

不動産投資ファンドのマネジメントの骨格は下図のように、定めた投資運用方針・スタイルを縦軸に、市場の変化という横軸に対して、投資価値を最大化させる最適な交点を位置取りしていく構図として描ける。マネジメントの各業務は、マーケットの分析と対話、財務管理、ポートフォリオ管理、物件ごとの管理に区分され、相互が連携して最適なバランス点を実現しようとしている。

図表1 ファンドマネジメントの骨格



これらの各業務が連携するためには、運用体制の内部で市場や物件に対する評価が共有されていることが必要であり、同時に投資家に対して投資運用方針の的確性と実際のポートフォリオとの整合性について説明可能である必要がある。そのためには、運用判断の分析及び業務管理の方法において合理性と客観性を高める取組みが不可欠となる。

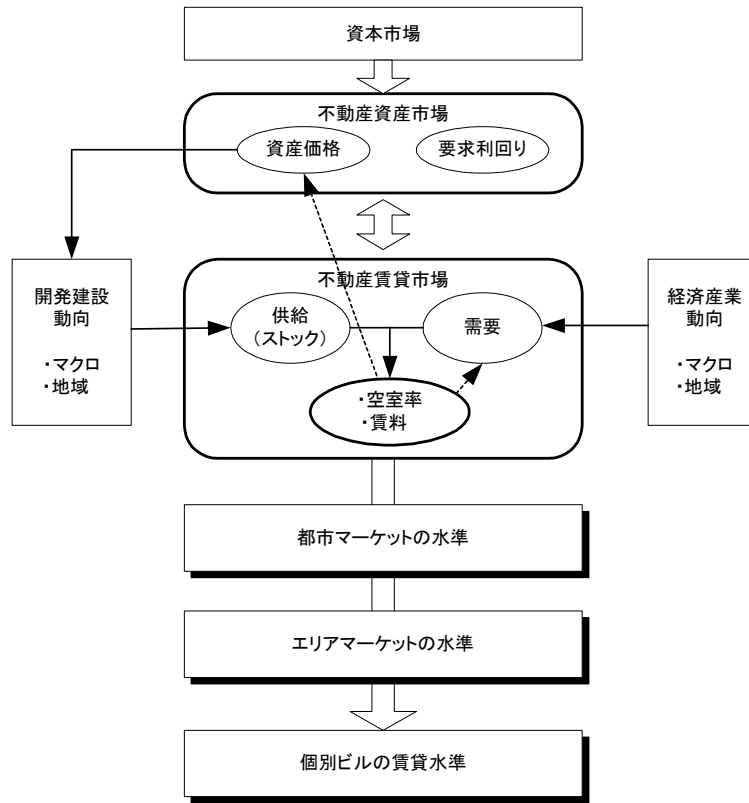
1) 不動産賃貸マーケットの予測

ポートフォリオ運用にあたって先ず市場に対する的確な分析と見直しを行うことが求められる。投資運用に直接関係する不動産市場、ファイナンスの最適化を図るための金融市場、市場での評価をチェックし対話を継続していく投資市場が主な対象となる。

特に2)以下で述べるリスク管理、プライシング、PM管理においてベースとなる不動産賃貸マーケットの将来について客観的な予測が試行されている。具体的には予測モデルの構築であったり、不動産賃貸マーケットの変化の兆しを予見するインジケータの特定などである。これは、不動産投資ファンドに限らず不動産を多く保有する一般事業会社にとっても資産リスク管理において不可欠なツールである。

実際のマーケット予測は、不動産の賃貸市場と資産市場に区分して、背景のマクロ及び地域の経済動向を外挿した構造モデルを構築することが一般化している。その基本フレームは下図の通りである。都市レベルのマーケットモデルを用いて、サブマーケット、個別不動産の賃貸水準まで、その将来の変化を不確実性を考慮して予測することが可能である。

図表2 マーケット予測のフレーム

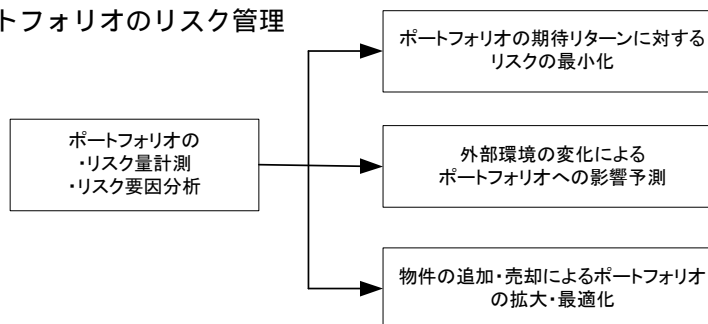


このような定量モデルにより将来のマーケット変化の分析を行うことは、将来の賃貸収益キャッシュフローの期待値の水準を見通すと共に、マーケット変化のリスク要因を把握することができることから、マーケット変化に対する機動的対応を図るマネジメントのプラットフォームと位置付けることができる。

2) 個別資産・ポートフォリオのリスク管理

ポートフォリオ運用では、目標とする期待リターンに対して抱えているリスクが最小化されているか、新たな資産の追加や資産の入れ替えによりリスクがどのように変化するか、外部環境の変化によるポートフォリオへの影響等、現状と将来にわたるリスク量とリスク要因を管理することが重要となる。そこで、個々の保有物件のリスクとポートフォリオ全体としてのリスクを把握してマネジメントすることが取り組まれている。

図表3 ポートフォリオのリスク管理



具体的には、マーケット分析に基づいて、ポートフォリオの構成単位ごとにキャッシュフロー及び資産価格の将来推移を予測し、収益率を確率的に捉えてリスク量を計測する。構成単位として個別物件とするか物件の立地するエリア及びプロパティタイプによるセクターとするかはポートフォリオの特性により最適な方法が選択される。

リスク管理の指標としては、目標リターンに対してとり得るリスク量を管理するために単位リスク量あたりのリターンを用いることが有効である。この指標を基準にすることで、新たな物件の取得あるいは組み入れ物件の売却によりポートフォリオ全体のリスク-リターン特性が好転するかを合理的に判断することが可能となる。また、ポートフォリオ全体で保有するリスク総量を管理するために、資産価値の下落リスクを表す指標として VaR（想定した信頼水準の基で生じ得る最大損失額）や期待ショートフォール（資産価格の平均下落額）が用いられる。

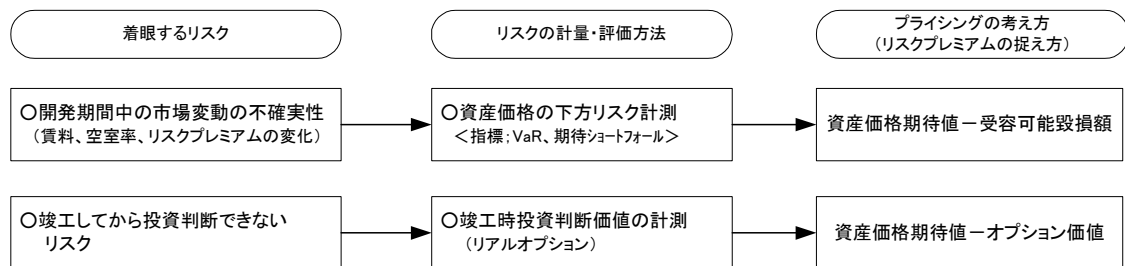
これらは金融分野で実用されているリスク管理手法であるが、不動産についてはデータストックの制約などのために、代替的なデータや手法を用いて計量・推定する工夫が必要となる。将来の資産価格やリターンに関するリスクを現時点での最善の方法で定量化して管理ツールとしていくことが、マネジメントの要であり、市場から適切な評価を獲得する上でも不可欠であろう。

3) 新規取得物件のプライシング

資産規模拡大に向けての物件取得は、既存物件だけでは投資クライテリアとの合致、狙い通りの利回り価格等の面で限界がある。そこで、開発物件を未竣工時点で適切な価格で取得する取組みが始まっている。その際に竣工までの開発期間中のマーケット変動によるリスクを客観的に評価する、あるいは未稼働状態で投資判断することのマイナス価値を計量化してプライシングに反映させるアプローチが行われている。

視点を変えて開発事業の推進サイドからみると、J-REIT 等のファンドは開発物件のファイナンスの重要な担い手になりつつあり、開発事業に対するファイナンスを円滑に進める上で有用な評価手法でもある。

図表 4 未稼働物件の資産価格評価のフレーム



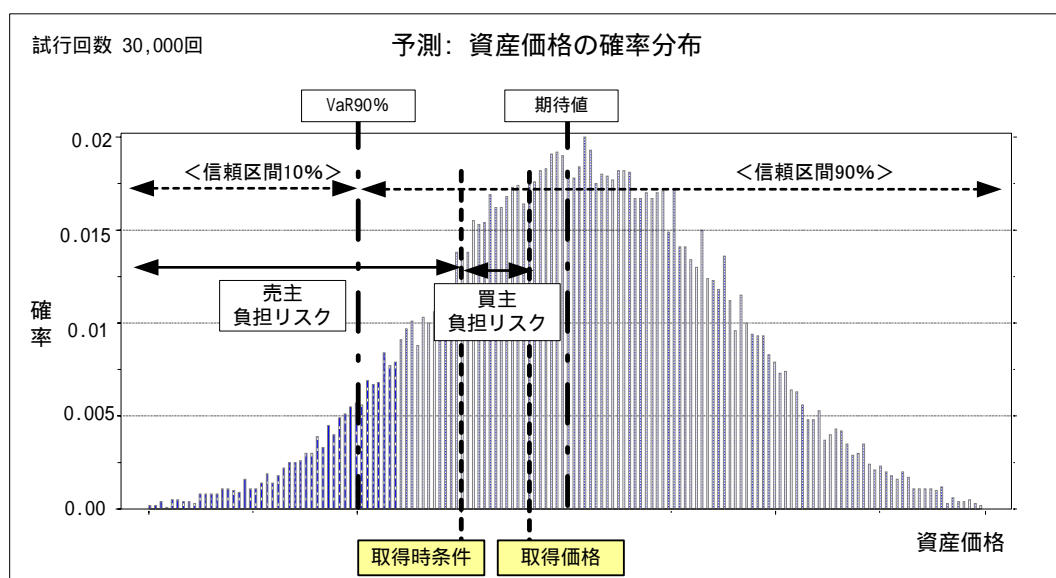
開発物件の開発期間中のリスクを計量すると、マーケットリスクのパラメータとなる賃料水準や空室率等が不安定（ボラティリティが大きい）であればリスク量は大きくなり、竣工までの期間については期間の平方根に比例してリスク量が増大する。プロパティタイ

別では、一般に市場変動が安定している住宅の方がオフィスよりリスクは小さくなり、未竣工であるために要求するリスクプレミアムも小さくなると考えられる。

開発期間中の市場変動に起因する資産価格の変動リスクを計測した結果をプライシングに反映させる方法は、運用サイドのリスク受容度及び取得に係る競争環境により個別的になる。試算された資産価格の確率分布において、「資産価格の期待値 - 平均損失額（期待ショートフォール）」で取得すれば、下方サイドに振れる確率を考慮した平均下方資産価額となる。また、VaR90%点の価格で取得すれば、開発期間中の市場変動リスクの10%を負担する取得となる。また、契約に取得時のリース条件（入居率など）を付帯して、マーケット変動の最悪シナリオを一定程度回避する等、買主と売主のリスク負担シェアを確率的に明示することも可能である。

リアルオプションの考え方をを用いる場合は、竣工してから投資判断できることの価値を将来の竣工時点での資産価格の確率分布を基に投資による平均期待損益額として算出し、その価格相当をリスクプレミアムとみなして取得価格を検討することができる。

図表5 未竣工物件の取得価格とリスク負担

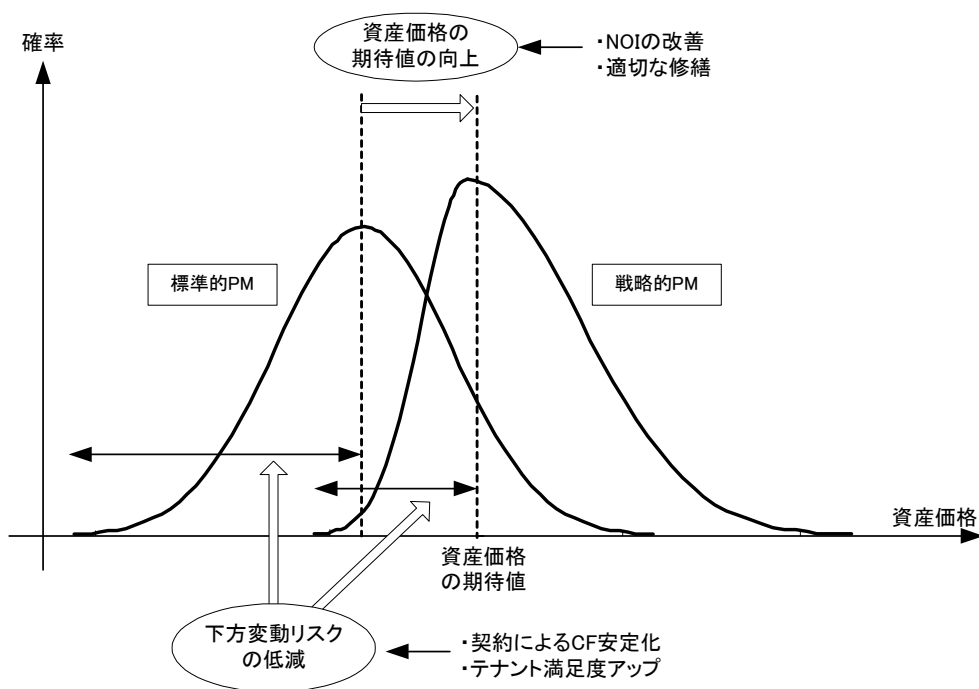


4) PM 管理

企図したポートフォリオ構築から、実際に目標通りのキャッシュフローを生み出していくためには個別物件のプロパティマネジメント（PM）を的確に管理することが重要となる。PMの良否は最終的に物件の資産価値を決定していくことになる。

物件の資産価値は、不動産金融工学的にみると合理的な市場評価のもとで期待される資産価格を中心にしてある幅を持った確率分布を形成していると解せる。能力の高いPMは、分布の軸となる期待資産価格を上方に移動させ、さらに資産価格が下方サイドにふれるリスクを縮小することが期待される。

図表6 資産価値に与えるPM能力の影響



PM業務の中で、リーシング力による高稼働率や賃料水準の維持、コストパフォーマンスの高いビルメンテナンスの実施により NOI の改善を行い、的確な修繕・更新の計画的実施による建物競争力の維持により、期待資産価格は向上する。あわせて、優良テナントとの長期契約、解約禁止特約の付帯等によりキャッシュフローの安定化を図ることや、テナント満足度向上を意識したサービス提供によるテナント退去防止等により、NOI の下方変動リスクを縮減して不動産マーケット要因による資産価格の下落リスクを低減することができる。

さて、このようにキャッシュフローを安定的に生み出し、資産価値を向上させるためのPMを有効に機能させる管理手法として、下記の取組みが行われている。

物件ごとのPM各業務を網羅的にチェックして課題を改善・補強

PM各業務の成果を代表的に示すデータにより評価して管理

PM業務の成果をパフォーマンス評価により管理

は、各ビルごとにPM業務別（会社としての業務管理体制、リーシング・テナント管理業務、ビルメンテナンス業務、修繕維持業務等）に業務遂行状況をチェックするものであり、定性的な評価・管理の方法である。運用の初期段階やPM会社が複数の場合に、運用サイドが求める業務水準への底上げ・統一を図っていく上で有効な手法と考えられる。

は、PMの業務別に業務成果を代表的に示しうるデータを用いて、客観的にその遂行状況を管理していくものである。上記と併用することで、業務の結果と業務体制の両面からPMを管理していくことが可能となる。

は、決算期ごとの NOI と資産価格の推移に対して、マーケット変動に起因する部分を除いて PM 業務の成果による寄与度を定量的に評価して管理していく方法である。投資家の評価に直結すると共に、PM 会社にとっても成果に見合うフィーを合理的に要求していくことも可能と考えられる。

4 おわりに

本稿は、パブリック及びプライベートの不動産投資ファンドの運用サイドから委託を受けて行っている個々のリサーチの内容を主に、ファンドのマネジメント手法というシナリオで構成したものである。紙幅の制約もあり体系化には至っていないが、これらの手法・ツールは洗練・高度化の途上にあるが、投資ファンド商品間の競争・淘汰が進行していく中で投資家からの的確な評価と理解を得られるよう、今後一層加速的に進化していくと考えられる。

<参考文献>

- ・ D・ディパスケル/W・C・ウィートン「都市と不動産の経済学」創文社 2001
- ・ 刈屋武昭「不動産金融工学とは何か」東洋経済新報社 2003
- ・ 篠塚正宣、中村孝明「アセットマネジメント」鹿島出版会 2003

「リアルエステート マネジメント ジャーナル」2003年11月号（株式会社BMJ発行）掲載