

不動産私募ファンドに関する実態調査 2014年1月 ～調査結果～

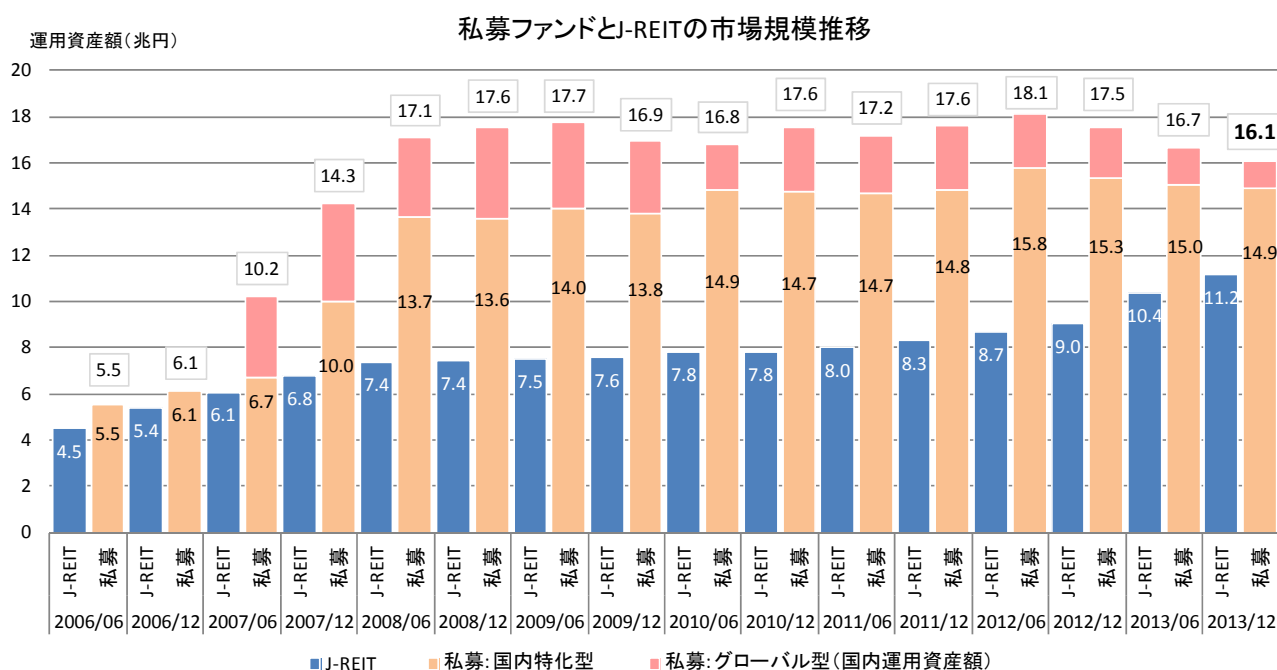
2014年3月31日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

- ・株式会社三井住友トラスト基礎研究所では、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17回目となり、55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:114社
  - 回答社数:55社(回収率:48.2%)
  - 調査時期:2014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、2013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16.1兆円と推計した。この数値には、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を含めている。前回調査における2013年6月末時点での運用資産額は16.7兆円であり、半年で約6,000億円(3.7%)減少した。

<不動産私募ファンドの市場規模は、グローバルファンドを含めて16.1兆円>

- ・2013年12月末時点での運用資産額は16.1兆円となり、前回調査時から半年で約6,000億円(3.7%)の減少という結果となった。前回に引き続き、好調な不動産市況のもと、J-REIT等への物件売却(上場を含む)を実行したため、資産額を減少させた運用会社が多かったことが要因として挙げられる。
  - ・デット、エクイティいずれについても、引き続き良好な資金調達環境にあると感じている運用会社が大半であり、良好な資金調達環境を背景として、オープンエンドファンドを含めた新規のファンド組成を企図する運用会社が多いことが確認された。
  - ・次回以降の調査では、物件売却による私募ファンド市場の縮小傾向が継続するのか、私募ファンドの新規組成によって縮小傾向に歯止めがかかるのかについて注目したい。
- (※)グローバルファンド…日本以外の国も投資対象とするファンドとして、当社が定義



出所:三井住友トラスト基礎研究所

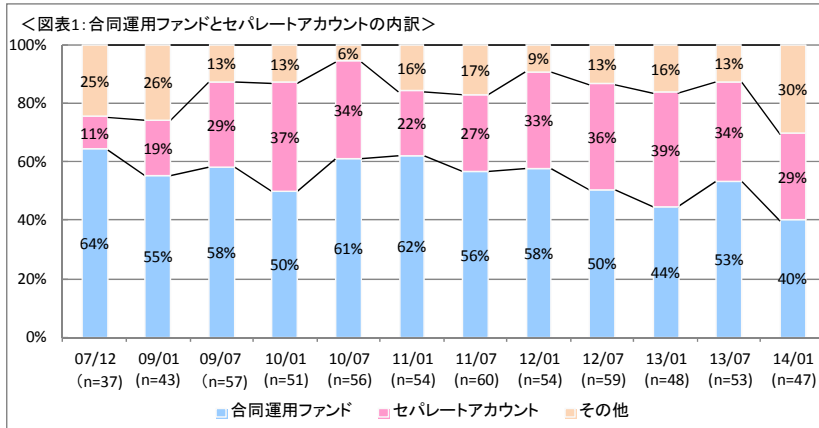
〈不動産私募ファンドに関する実態調査 2014年1月 ～アンケート調査結果の概要～〉

(※) 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

不動産私募ファンドの運用資産残高について、複数の投資家向け「合同運用ファンド」と単一の投資家向け「セパレートアカウント」に分類して質問したところ、合同運用ファンドは、回答先の合計残高ベースで3兆2,772億円(40%)であり、セパレートアカウントが2兆3,994億円(29%)となった(図表1)。

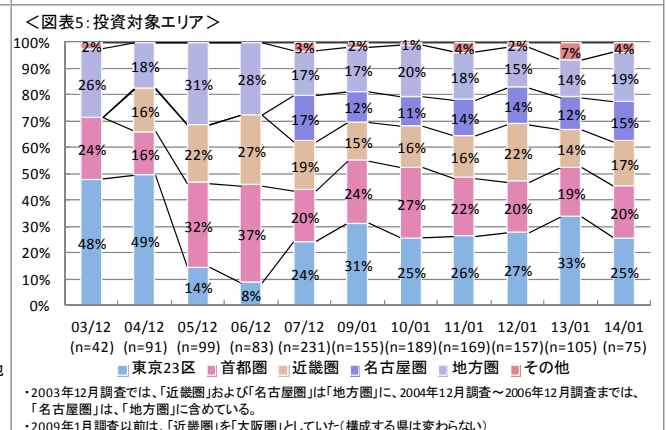
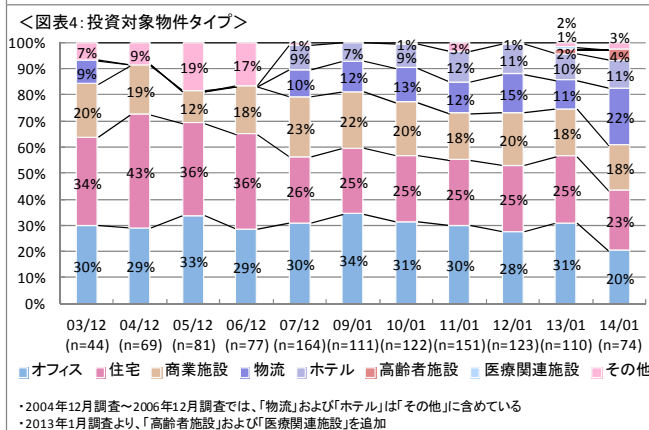
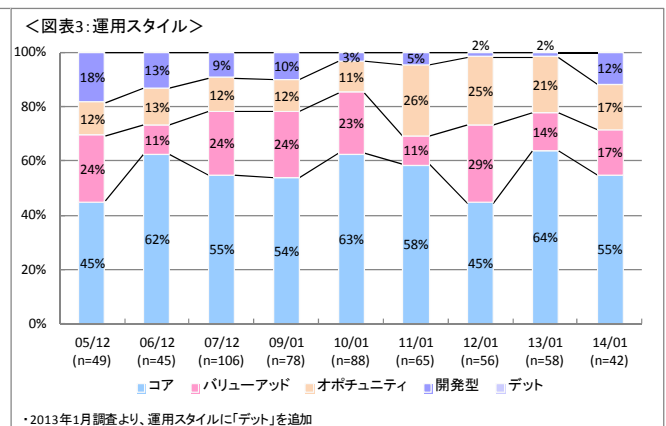
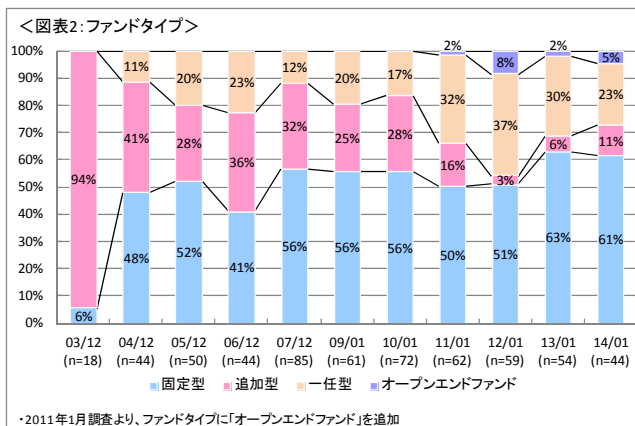


② 現在運用中のファンドの概要(現在運用中で、アンケートにおいてデータ記載可能なファンドの集計結果)

現在運用中のファンド内容について回答を集計したところ、ファンドタイプにおける「追加型」や運用スタイルにおける「開発型」の比率が増加しており、投資家のリスクオン姿勢が反映される結果となった(図表2、図表3)。

投資対象物件タイプについては、「オフィス」の比率が減少した一方で、「物流」の比率が大きく伸長している(図表4)。また、若干ではあるが、「高齢者施設」への投資も確認され、投資対象エリアに関しては、「その他」を除いた「東京23区」以外の全エリアの比率が増加していることが確認された(図表4、図表5)。

物件取得の困難な「東京23区」から他のエリアへと投資エリアを拡大させる傾向や、投資採算性の観点から、「オフィス」「住宅」以外の物件へと投資対象を拡大させる傾向を看取することができた。

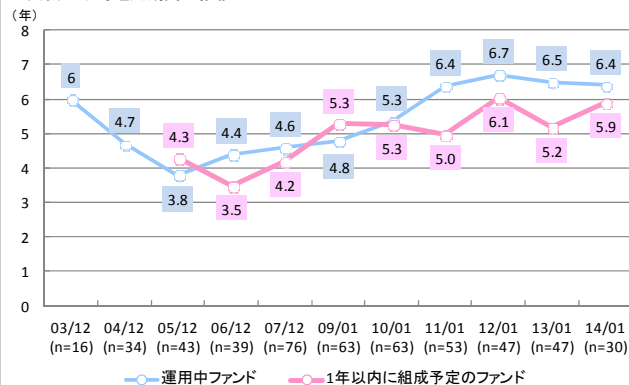


現在運用中のファンドの平均運用期間は6.4年という集計結果となっており、前回調査結果の6.5年と同水準となっている(図表6)。回答内容(図表7)を見ると、「3年未満」という比率が大きく伸長しているにもかかわらず、前回調査結果と同水準となっているのは、15年または20年といった長期間の運用設定をしているファンドが複数存在していたためである(集計上は「6年以上」に算入)。また、「5年以上-6年未満」という回答がなくなり、「3年未満」という回答比率が大きく増加している。結果として、ファンドの特性に応じて運用期間の設定を多様化させる傾向が確認された。

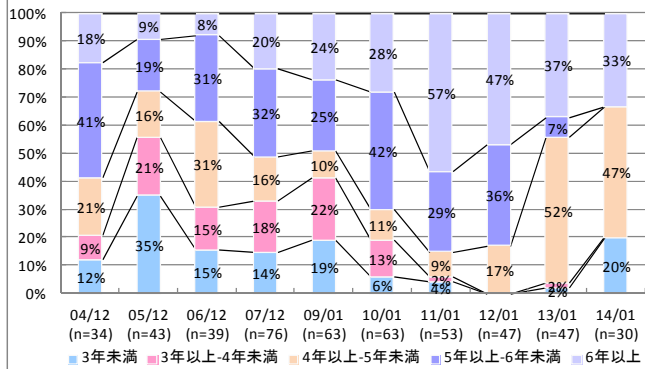
LTVについては、取得価格ベースで概ね65%をやや超える水準で推移している(図表9)。回答内容としては75%という数値が最も高く、現状ではこれを超える水準にて大きくレバレッジをかけたファンドは少ないものと推察された。なかには銀行からの資金調達を行わず、フルエクイティで運用しているというファンドも複数確認された。

結果として、良好な資金調達環境下においてもLTV水準は安定的に推移しているものと思われる。

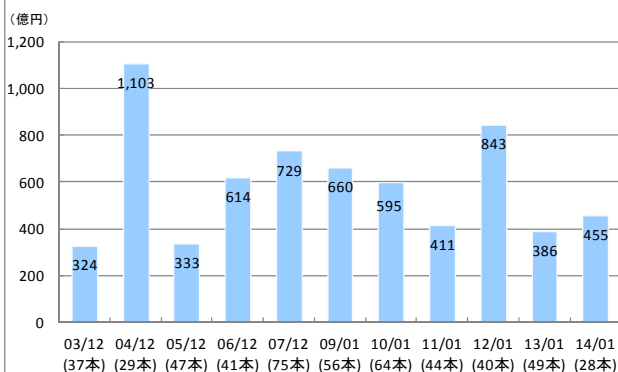
<図表6: 平均運用期間の推移>



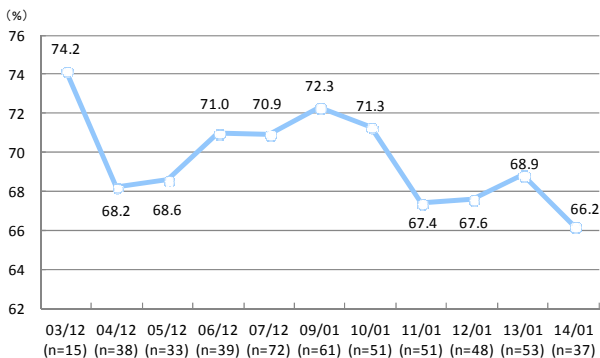
<図表7: 運用期間別の推移>



<図表8: 平均目標運用資産額の推移>

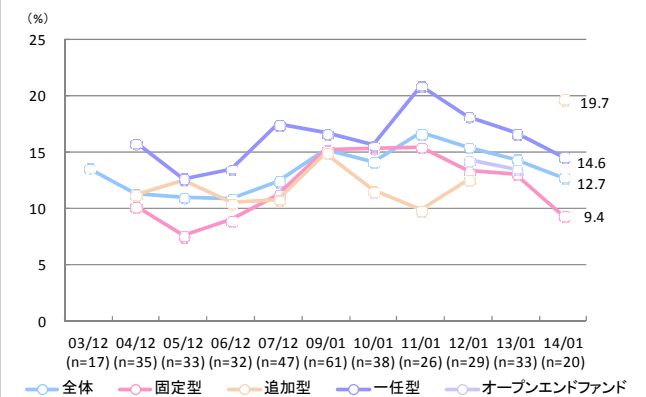


<図表9: 平均LTVの推移>



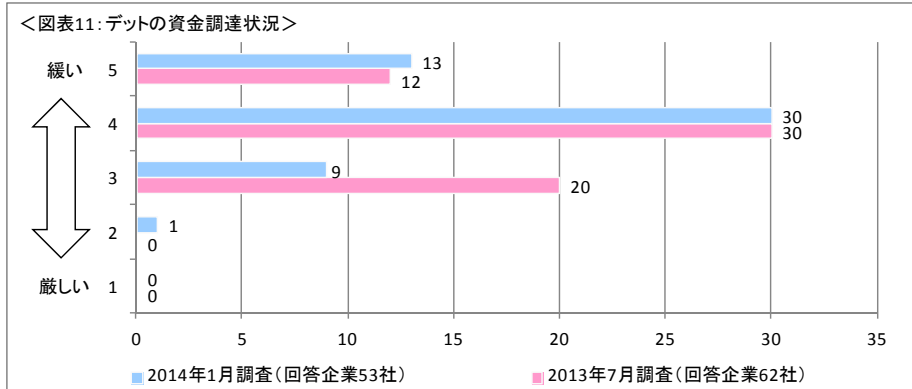
・LTV基準については総投資額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースの回答が多数を占めていたため、取得価格ベースで計算して平均値を算出している

<図表10: 平均目標IRRの推移>



### ③ デット資金調達状況

デット資金の調達環境についての調査結果では、大半の運用会社が「4」または「5」と回答(53社のうち43社)しており、前回調査時(2013年7月)よりもデット資金の調達環境がより緩和していると認識する運用会社が増加したとも考えられる(図表11)。



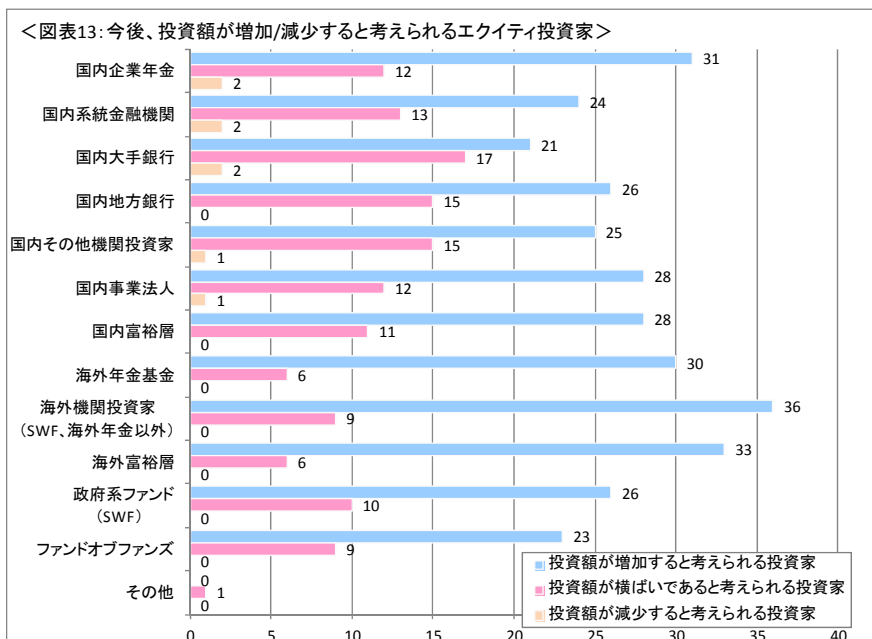
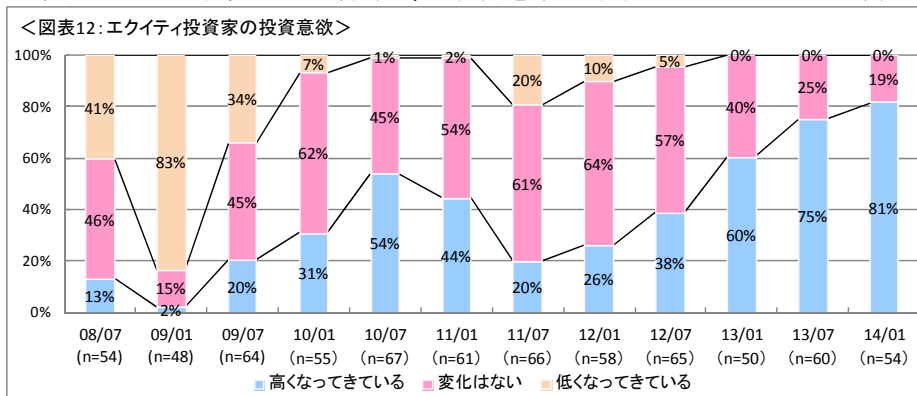
### ④ エクイティ資金調達状況

#### a. 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については、「低くなってきている」とする回答は今回の調査においても無く、「高くなってきている」という回答比率が堅調に増加している(図表12)。

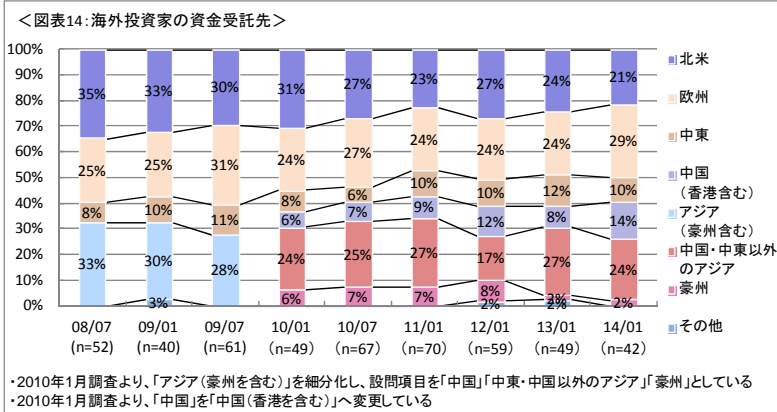
今後、投資額の増加または減少が考えられるエクイティの投資家についての調査結果が図表13であるが、エクイティ投資家の全ての属性で、投資額が増加するという回答が大半を占める結果となっている。

国内外を問わず、エクイティ投資家の投資意欲が非常に旺盛であることが確認された。



**b. 海外投資家の資金受託先**

海外投資家の資金を運用している運用会社を対象として、その運用資金の受託先についての調査結果では、前回調査から、「北米」比率が減少し、「欧州」からの投資資金を運用しているとの回答比率が最も大きいという結果となっている(図表 14)。

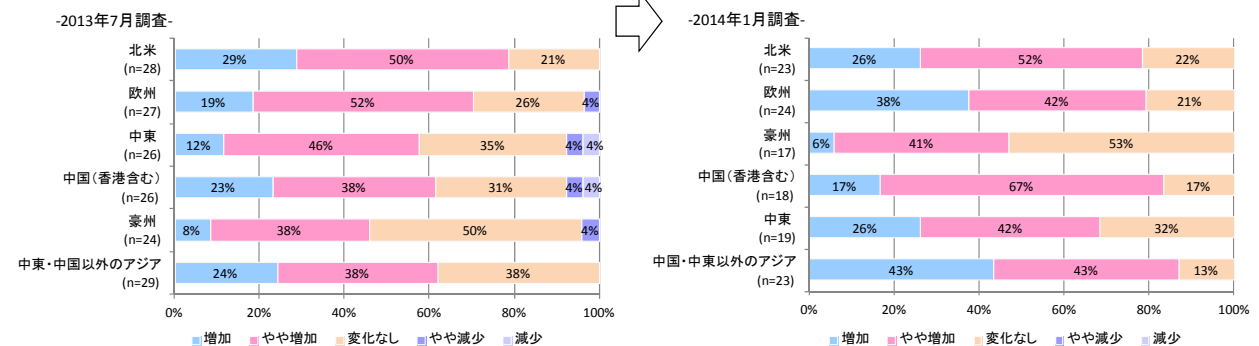


**c. 海外投資家の日本への投資見通しおよび日本への投資実行/不実行の理由(複数回答可)**

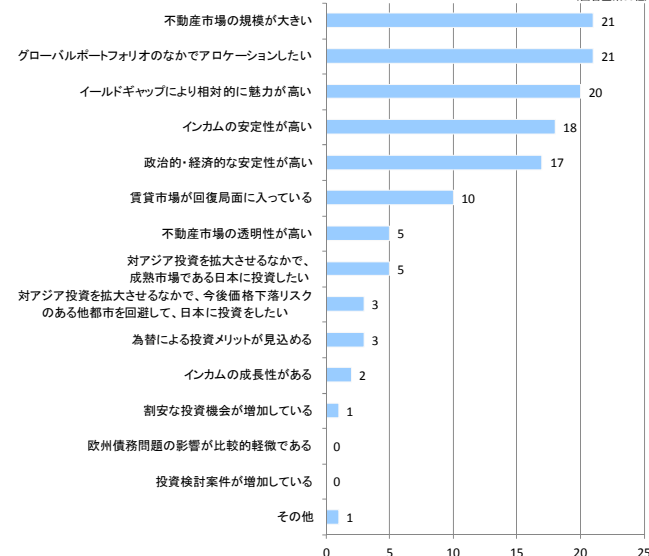
今後の海外投資家の日本への投資の見通しについては、前回調査時(2013年7月)では、「やや減少」および「減少」という回答結果も散見されたが、今回調査では、これらの回答は無くなっている。いずれの地域における海外投資家も、日本への不動産投資には前向きな姿勢であると捉える運用会社が、前回調査以上に多い結果となった(図表 15)。

海外投資家が日本への投資を行う理由の上位には、不動産市場規模の大きさ、グローバルなポートフォリオのなかでのアロケーションやイールドギャップによる魅力の高さといった、経済的なメリットを挙げる回答が多かった(図表 16)。他方、海外投資家が日本への投資を行わない理由としても、経済的な理由が多く挙げられるなかで、「言語の違い」といった、経済的ではない要因を挙げる回答もあった(集計上は「その他」に算入)(図表 17)。

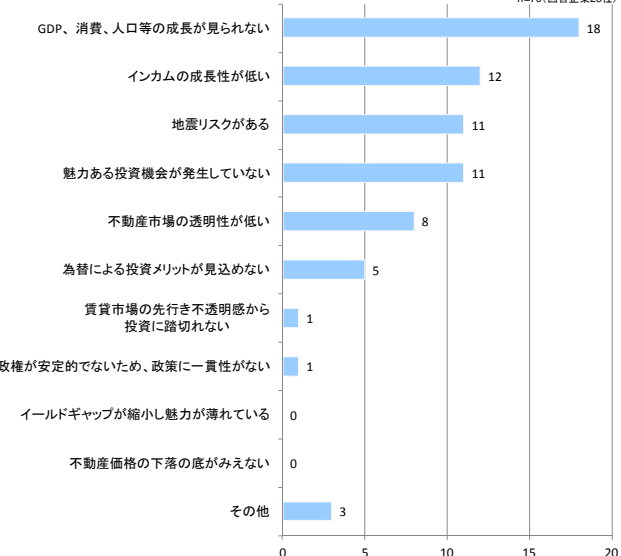
＜図表15: 海外投資家の日本への投資見通し＞



＜図表16: 海外投資家が日本へ投資する理由(複数回答可)＞



＜図表17: 海外投資家が日本へ投資しない理由(複数回答可)＞



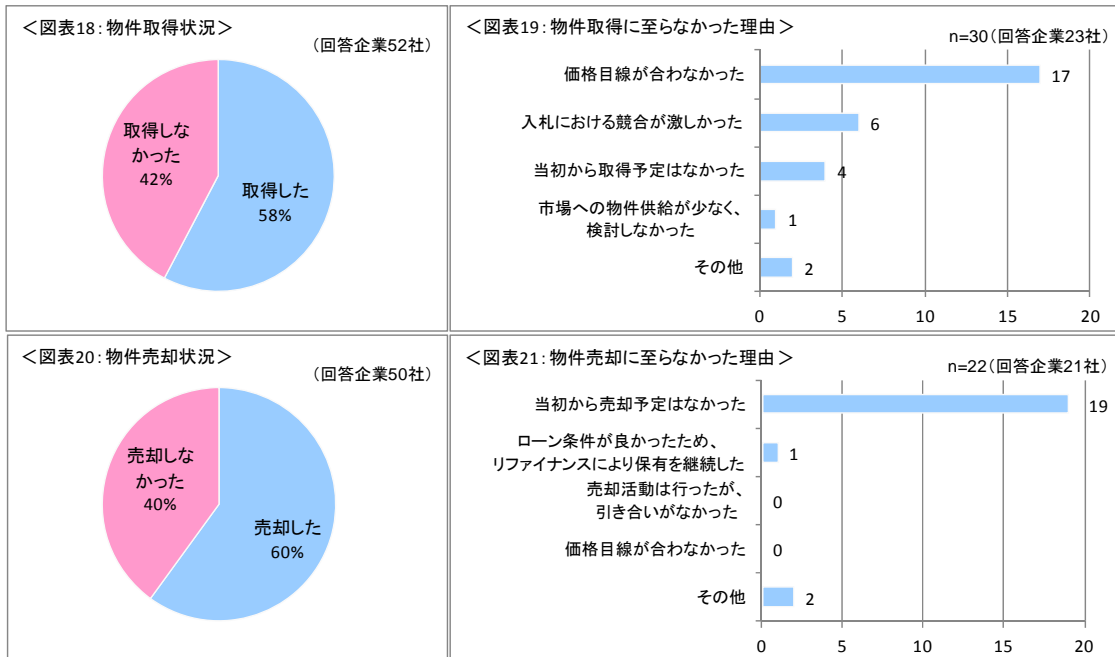
⑤ 物件取得/物件売却状況(2013年7月~12月)

a. 物件取得/売却の状況(2013年7月~12月)

2013年7月~12月における物件の取得および売却についての調査結果は、以下のとおりである(図表18、図表20)。

取得を行わなかった理由としては、価格目線の不一致というものが多く、次いで、入札での競合が激しかったというものであり、各運用会社が物件取得において困難な環境下にあったとしている(図表19)。

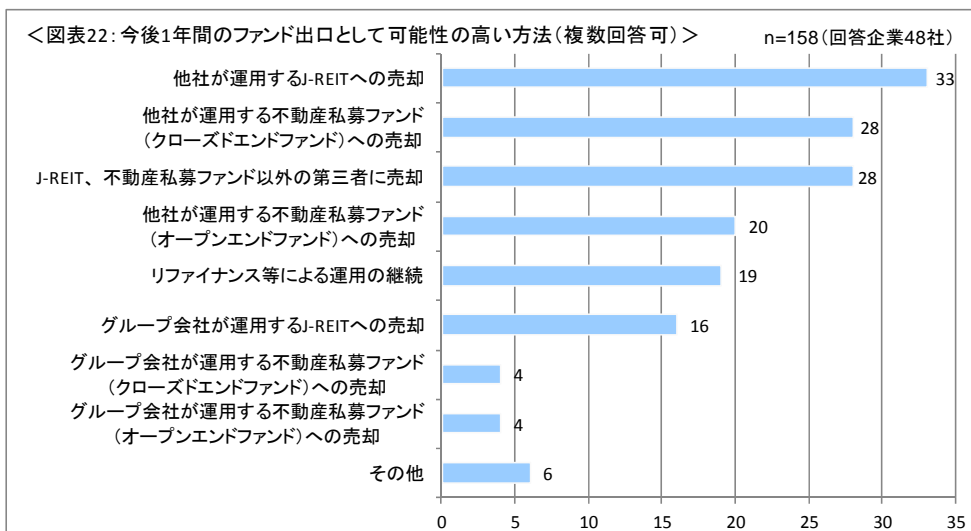
売却を行わなかった理由としては、当初から売却予定がなかったというものが多かったが、ローン資金調達の環境が良好なことを受け、リファイナンスによる保有継続を行ったという回答もあり、機動的な運用を行うファンドの存在が印象的であった(図表21)。



b. 今後1年間のファンド出口として可能性の高い方法(複数回答可)

今後1年間において、ファンド出口戦略としてどのような選択を行う可能性が高いかについての調査では、「他社が運用するJ-REITへの売却」が最多の回答であり、現状の旺盛なJ-REITによる物件取得力を受け皿と想定する運用会社の多いことが確認された(図表22)。

J-REIT以外にも私募ファンドやこれら以外の第三者への売却という回答も一定程度存在しており、運用会社は、現状の環境下では、物件売却先として様々な候補が存在していると考えていることがわかる。



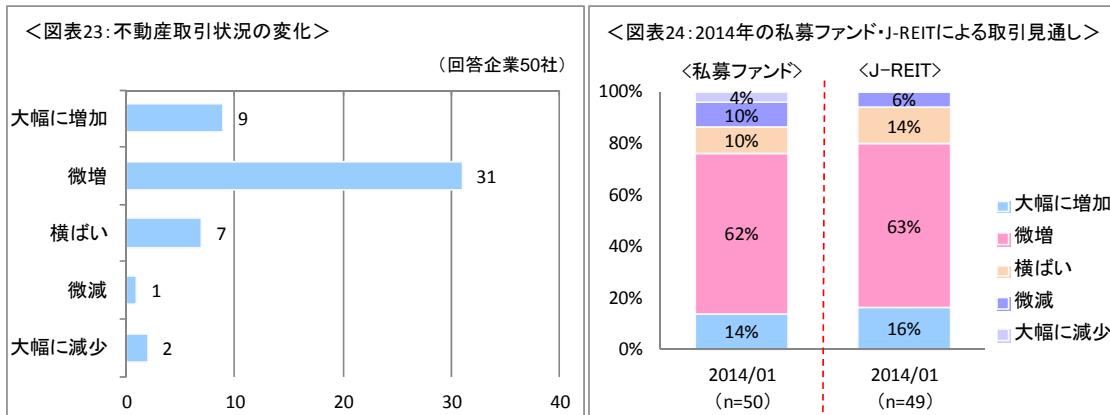
## 2. 投資用不動産マーケットの状況と各社の取り組みについて

### ① 2013年7月～12月での不動産取引状況と今後の見通し

2013年7月～12月における不動産取引量についての調査結果では、「大幅に増加」および「微増」という回答が全体の80%となっており、不動産取引量が増加したとする運用会社が大半を占めている(図表23)。

また、2014年における私募ファンド・J-REITそれぞれの不動産取引量の見通しに関する調査では、多くの運用会社が、私募ファンド・J-REITのいずれも不動産取引が活発化すると予測している(図表24)。

2014年も私募ファンド、J-REITを中心とした活発な不動産取引が展開されると思われる、特に物件取得の場面では、各プレイヤーによる厳しい競争状況が継続するものと思われる。



### ② 今後の不動産運用における取り組み

#### a. 今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)

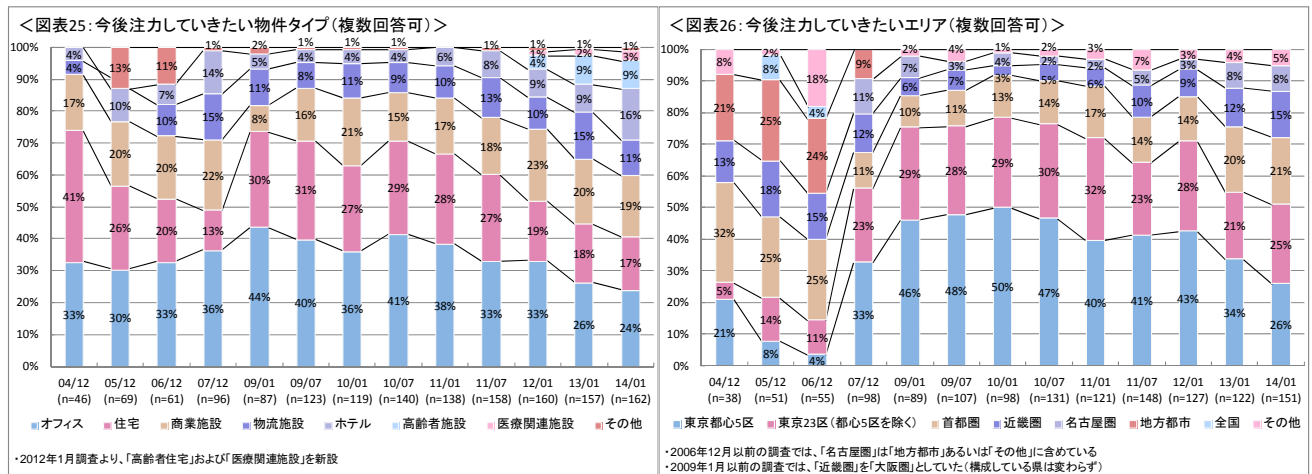
不動産運用における取り組みとして、今後注力していきたい物件タイプについての調査では、「ホテル」という回答比率が伸長する結果となっており、また、「商業施設」という回答比率も「住宅」を上回り、「オフィス」に次いで2番目に多い結果となった(図表25)。景況感に連動しやすい「ホテル」や「商業施設」といった不動産タイプが、運用会社によって選好されたものと考えられる。

また、前回調査同様、将来的な需要増加を見込んで「高齢者施設」と回答する運用会社も一定比率を占めており、引き続きヘルスケアアセットへの関心を有する運用会社の存在が確認された。

#### b. 今後注力していきたいエリア(複数回答可)

不動産運用における取り組みとして、今後注力していきたいエリアについての調査では、「東京都心5区」や「東京23区(都心5区を除く)」以外のエリアと回答した運用会社が複数存在しており、投資採算性を確保するため、多くの運用会社が投資エリアをこれまで以上に拡大させている傾向がうかがえた(図表26)。

また、「その他」という回答のなかで、その具体的なエリアを「福岡」とする運用会社が複数存在しており、同エリアに対する注目度や期待度の高さが表われる結果となった。

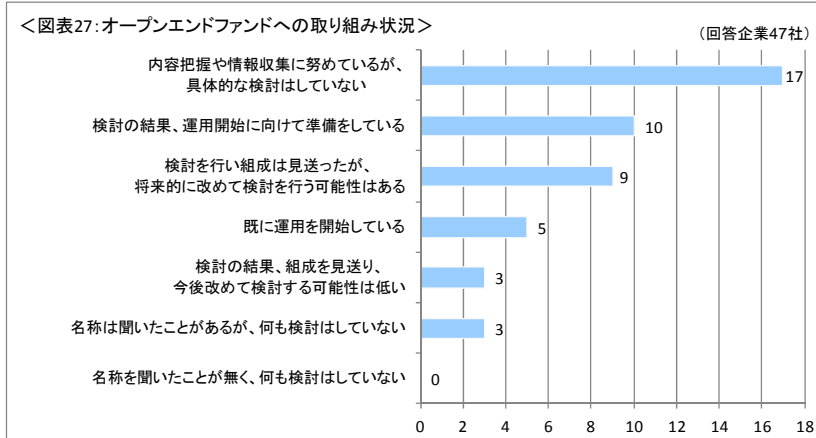


3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

① オープンエンド型私募ファンド(いわゆる私募 REIT)への取り組み状況

オープンエンド型私募ファンド(いわゆる私募 REIT)への取り組み状況についての調査では、「内容把握や情報収集に努めているが、具体的な検討はしていない」という回答が 17 社と最多となっているが、「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」という回答が 10 社となっており、引き続き私募 REIT への関心の高さもうかがえた(図表 27)。

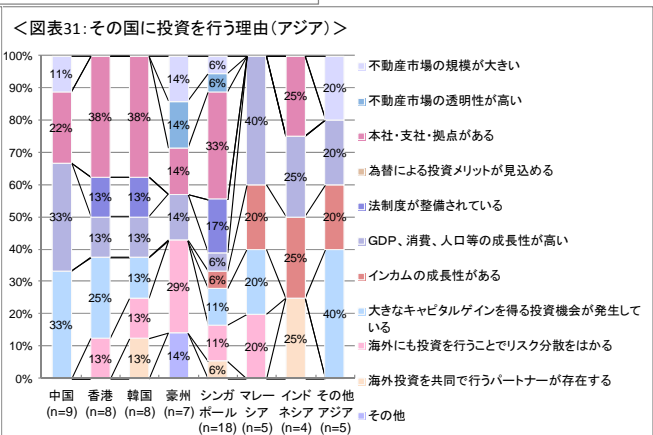
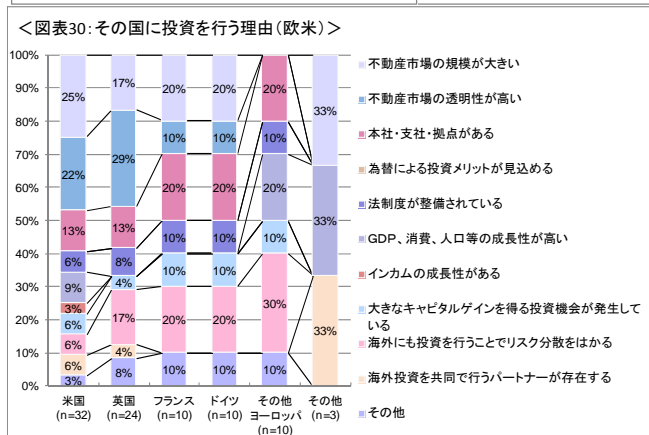
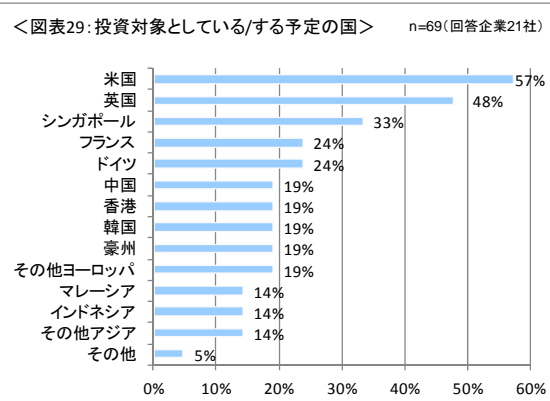
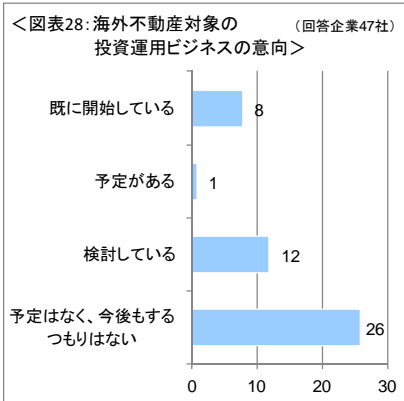
ファンド運用期限の定めがなく、機動的な運用が可能であるという点以外にも、投資家の関心が高い点を組成/組成に向け準備を開始した理由に挙げる運用会社が多く、前述のとおり(1④a.エクイティ投資家の投資意欲参照)、エクイティ投資家の旺盛な投資意欲が、私募 REIT 組成/検討に向けた契機となっている。



② 海外不動産を対象とした不動産運用ビジネス

海外不動産を対象とした不動産運用ビジネスへの取り組み状況についての調査結果は、以下のとおりである(図表 28)。

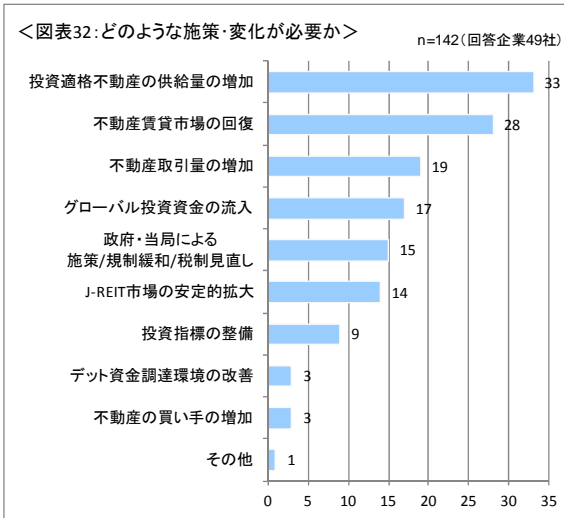
海外不動産投資を行っている/予定がある/検討していると回答した運用会社が選定した投資先は、「米国」が最も多い比率となった(図表 29)。なお、欧米への投資理由では、市場規模、透明性といった投資環境の要因が挙げられていたのに対して、アジアへの投資理由では、インカムゲインやキャピタルゲインの獲得という経済的な要因が挙げられている点で、対照的な結果となっている(図表 30、図表 31)。





③ 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況の改善に必要な施策・変化(複数回答可)

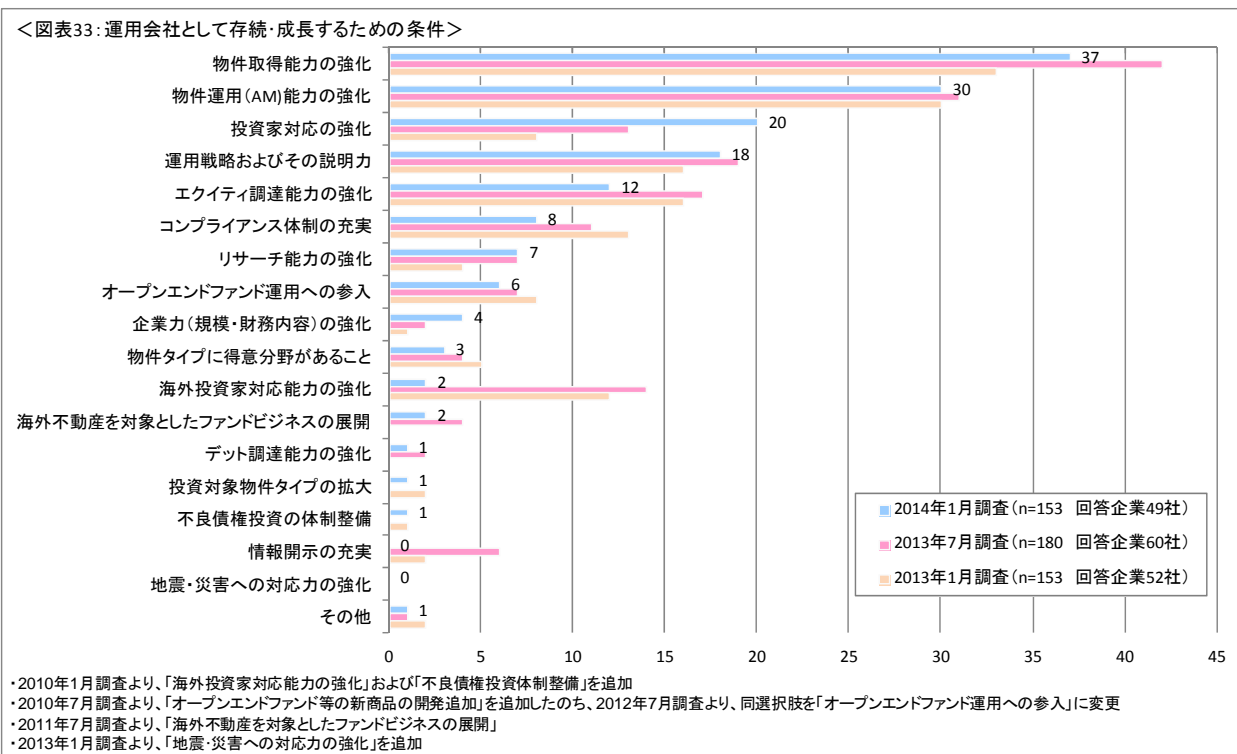
今後、私募ファンド市場を取り巻く環境が改善するため必要な施策・変化についての調査では、「投資適格不動産の供給量の増加」が最も多く、次いで、「不動産賃貸市場の回復」という回答結果となった(図表 32)。



④ 運用会社として存続・成長するための条件(複数回答可)

運用会社として存続・成長するための条件についての調査では、これまでの調査結果と同様、「物件取得能力の強化」という回答が最多という結果となっている(図表 33)。

前述のとおり(2①2013年7月～12月での不動産取引状況と今後の見通し参照)、2014年も私募ファンド、J-REITを中心とした活発な不動産取引が展開されると思われ、これまで以上に各運用会社の物件取得能力が重視されるものと思われる。



## 別紙 &lt;用語の定義&gt;

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、不動産私募ファンドに分類する。なお、不動産特定共同事業法商品は含まない。  
AM受託のみとは、他社の組成したファンドにおいて、ファンドマネジメントを行わず、アセットマネジメントのみを受託する場合をいう。
- 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・基準に基づき、マネー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。
- クローズドエンドファンド** : 不動産私募ファンドのうち、運用期間の定めがあり、原則運用期間中の換金ができないファンドをいう。
- オープンエンドファンド** : 不動産私募ファンドのうち、運用期間の定めがなく、運用期間中に解約・換金・追加投資が可能なファンドをいう。その際の持分価格は鑑定評価額を基に算出される。現在国内で運用されているオープンエンド型ファンドは、私募REITの形態をとっている。
- エクイティコミットメント型** : 不動産私募ファンドのうち、出資契約において予め出資上限額を約し、ファンドの資金需要に応じ出資上限額の範囲内で一括または分割にて出資が行われるタイプをいう。キャピタルコール型ともいう。
- 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** : 主に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うえ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。
- 開発型** : 開発利益の獲得に特化したファンド。
- デット** : 不動産あるいは不動産信託受益権の収益から元利払いがなされるローンへの投資をいう。エクイティ投資に比べて、一般的にローリスク・ローリターンである。
- 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価格を用いる場合と総投資額を用いる場合がある。
- Cash on Cash利回り** : 出資総額に対する単年度キャッシュフローの利回りをいう。
- 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。

## 【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部  
TEL: 03-6430-1332

[https://www.smtri.jp/contact/form-private/private\\_fund.html](https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html)

**株式会社三井住友トラスト基礎研究所**

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 ヒューリック神谷町ビル 3F

<http://www.smtri.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。また、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。