

不動産私募ファンドに関する実態調査 2015年1月 ～調査結果～

2015年3月17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19回目となり、56社の不動産運用会社から回答を得た。

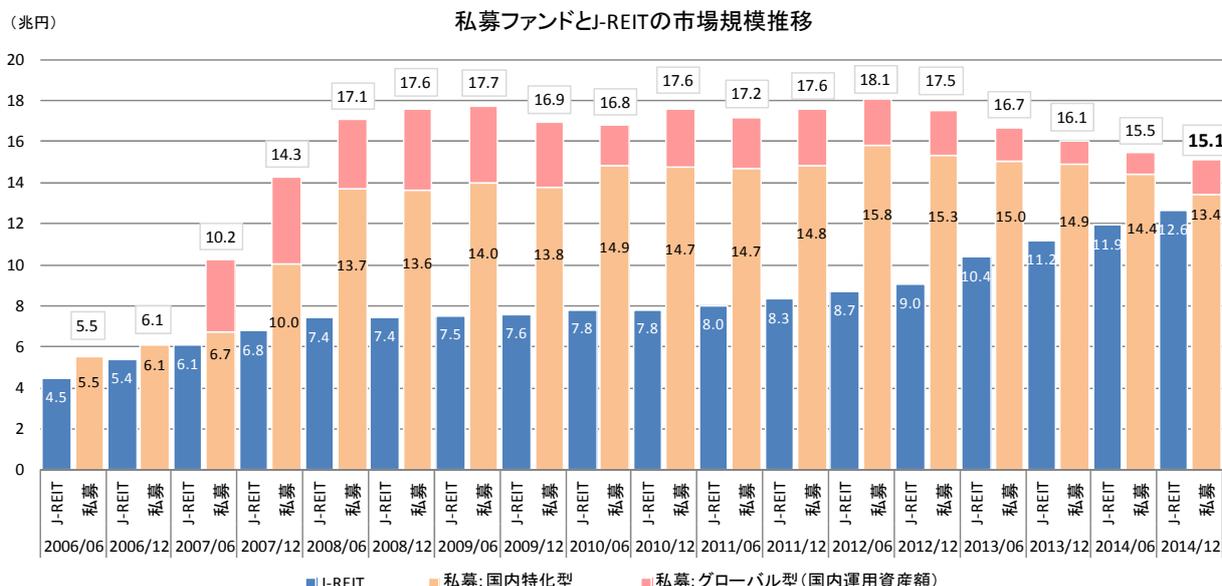
- 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数:110社
- 回答社数:56社(回収率:50.9%)
- 調査時期:2015年1月
- 調査方法:郵送およびEメールによる調査票の送付・回収

・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、2014年12月末時点での不動産私募ファンドの市場規模(運用資産額ベース)を15.1兆円と推計した。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(2014年6月末時点)での運用資産額は15.5兆円であり、半年間で約3,600億円(2.3%)減少した。

(※) 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

＜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15.1兆円＞

- ・2014年12月末時点での不動産私募ファンドの市場規模を、運用資産額ベースで約15.1兆円と推計した(グローバルファンド(※)による国内運用資産額を含む)。前回調査(2014年6月末時点)からの半年間で約3,600億円(2.3%)の減少という結果となった。
- ・国内特化型私募ファンドの縮小がやや大きく、海外資金を中心としたグローバル型私募ファンドの増加が下支えている状況となっている。また、その背景として、日本の不動産におけるイールドギャップに魅力を感じている海外投資家やグローバルポートフォリオの中で日本の不動産をアロケーションしたいと考えている海外投資家が多いことがわかった。
- ・2012年12月末時点での調査以降、私募ファンドの市場規模は減少が続いている。不動産取引市場では物件の取得が困難な状況が継続しているが、今後1年以内の物件取得やファンド組成を計画している運用会社も多いことから、今後における私募ファンド市場の成長が期待される。



出所)三井住友トラスト基礎研究所

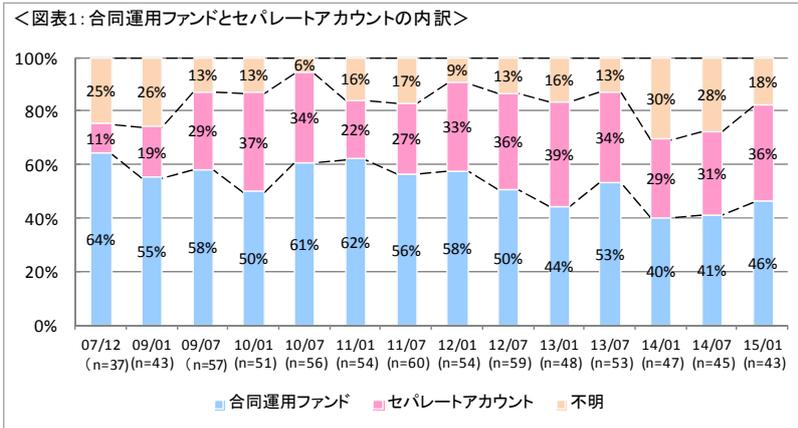
〈不動産私募ファンドに関する実態調査 2015年1月 ～アンケート調査結果の概要～〉

(※) 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

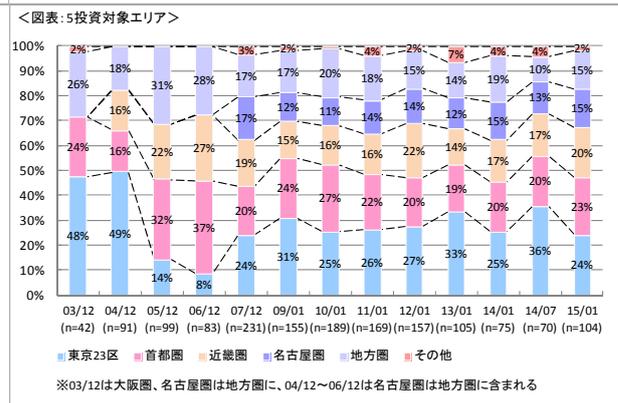
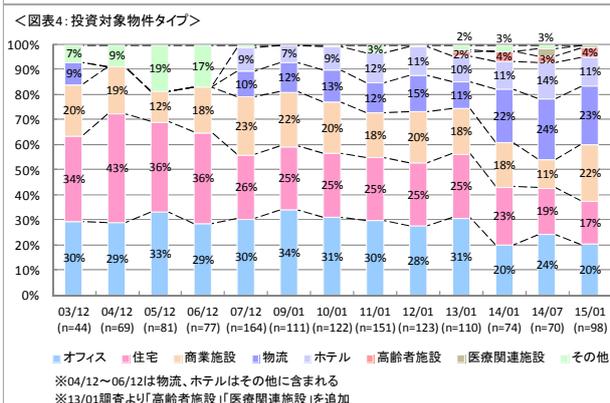
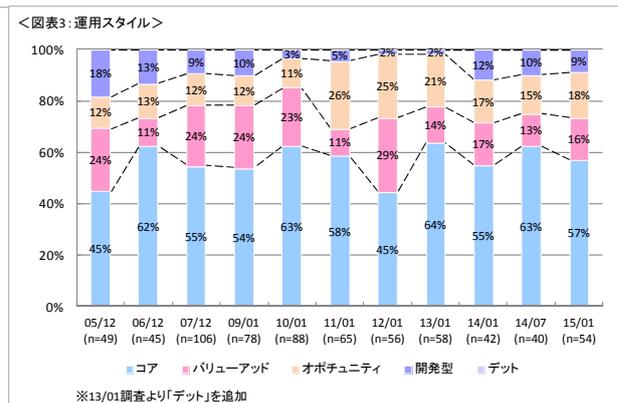
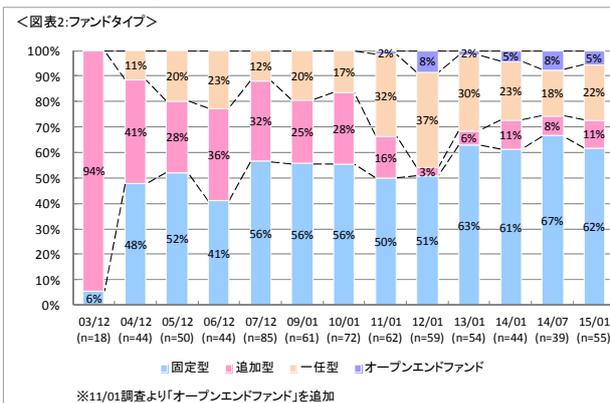
① 運用資産残高における合同運用ファンドとセパレートアカウントの内訳

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」に分けて質問したところ、回答先の合計残高ベースで、合同運用ファンドは3兆1,649億円(46%)、セパレートアカウントは2兆4,680億円(36%)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「固定型」や運用スタイルにおける「コア」の回答割合が高位で安定している状況に変化はない(図表2、図表3)。一方、「投資対象物件タイプ」では主要プロパティである「オフィス」や「住宅」の回答割合が縮小しており(図表4)、投資対象エリアでは「東京23区」の回答割合が縮小している(図表5)。今回調査結果を総合的に勘案すると、運用会社は想定通りのキャッシュフローを確度高く得られるファンドを志向する一方で、このようなファンドの対象となる物件は限定されているうえ取得競争が過熱しているため、オペレーショナルアセットや地方物件などへも投資対象を拡大しているものと推察される。

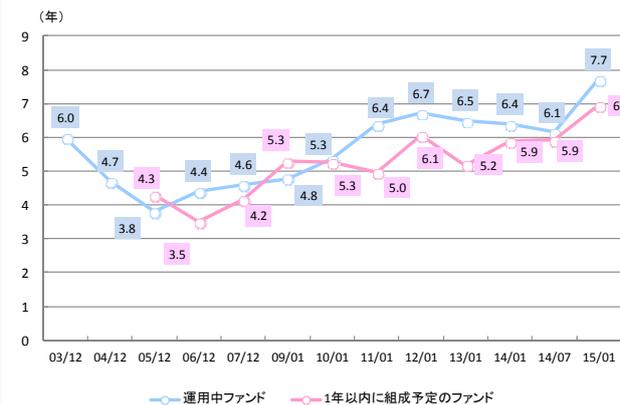


現在運用中のファンドの平均運用期間に関しては7.7年、1年以内に組成予定のファンドの運用期間に関しては6.9年という調査結果となっており(図表6)、運用期間の長期化が確認された。

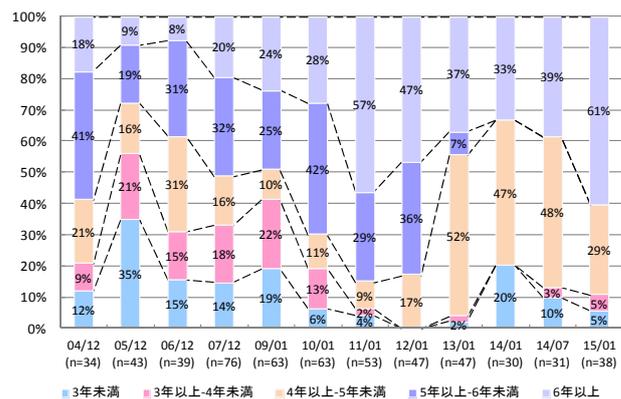
平均目標運用資産額に関しては511億円という調査結果となっており、前回調査結果(332億円)から増加した(図表8)。前回調査時(2014年7月調査)に比べて、「追加型」や「一任型」のファンド比率が増加(図表2)しており、平均目標運用資産額増加の一因になっているものと推察される。

LTVに関しては、取得価格ベースでここ数年65%をやや超える水準で推移しており(図表9)、今回調査においても大きな変化はみられない。また、前回調査結果と同様、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確認された。現状、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、安定したLTV水準を意識した運用は当面継続されるものと思われる。

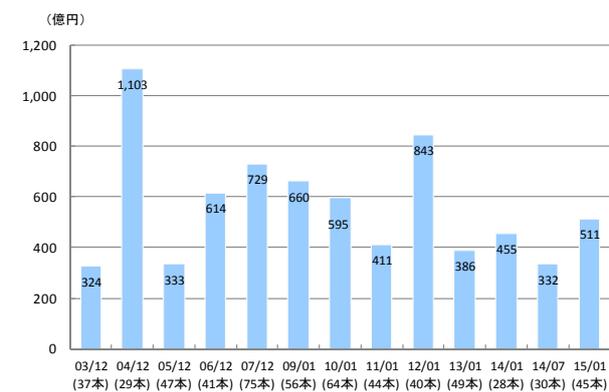
<図表6:平均運用期間の推移>



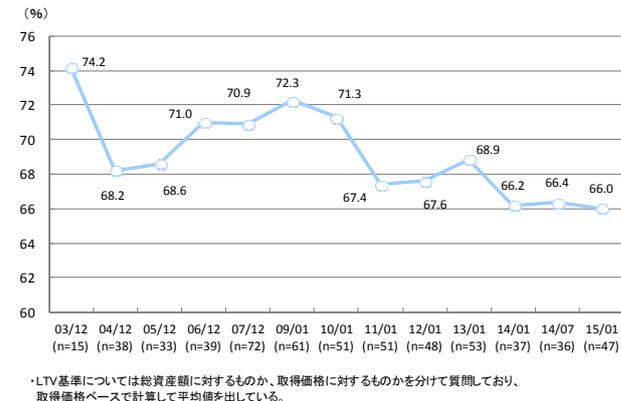
<図表7:運用期間別の推移>



<図表8:平均目標運用資産額の推移>

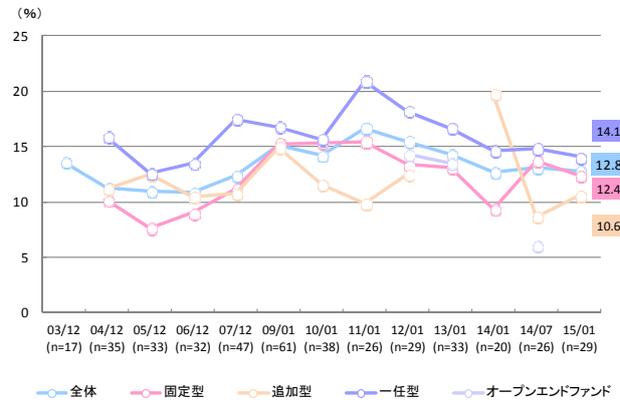


<図表9:平均LTVの推移>



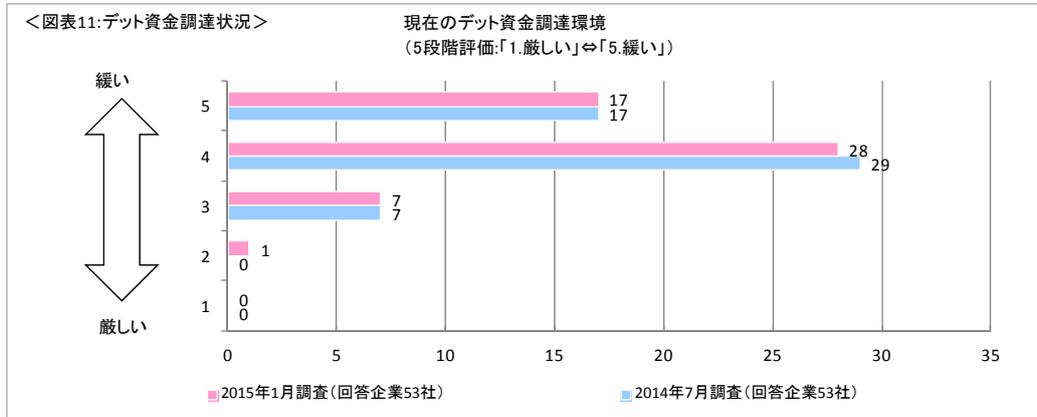
*LTV基準については総資産額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースで計算して平均値を出している。

<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(53社のうち45社)が「4」または「5」と回答している。前回調査時(2014年7月調査)と回答の分布もほぼ同じであり、良好なデット資金調達環境が継続しているものと思われる(図表11)。

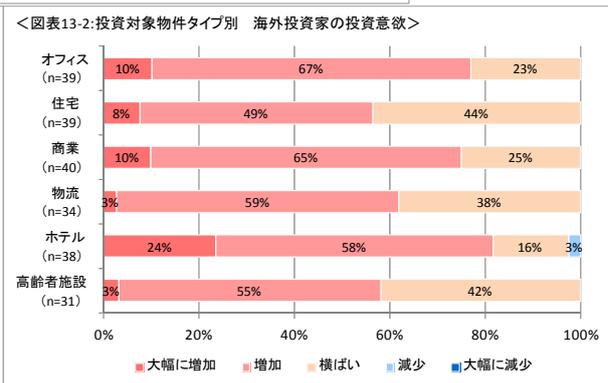
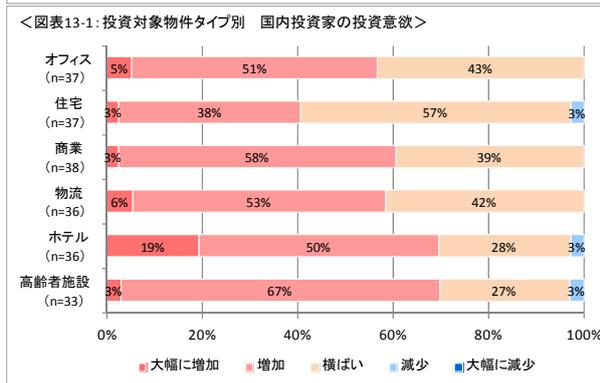
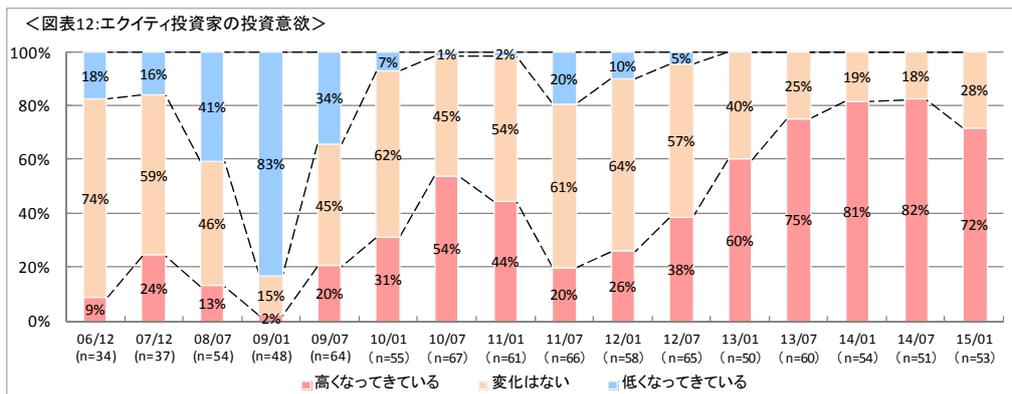


④ エクイティ資金調達状況

a. エクイティ投資家の投資意欲

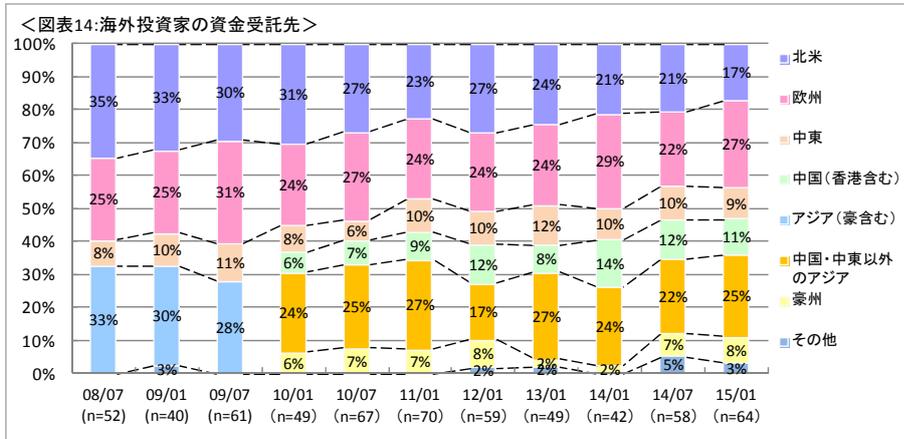
エクイティ投資家の投資意欲について運用会社に調査した結果、「低くなってきている」との回答はなく、「変化はない」の回答が増加している。ただ、「変化はない」と回答した運用会社においても、投資家の投資意欲は高い状態で継続していると考えている運用会社が多いものと推察される(図表12)。

エクイティ投資家が選好すると思われる投資対象物件タイプに関して、国内投資家、海外投資家ともに「大幅に増加」の回答割合が最も多かったのは「ホテル」であり、国内外の投資家の関心が高まっていることがうかがえる(図表13-1、図表13-2)。前回調査時(2014年7月調査)では国内・海外投資家ともに「大幅に増加」と「増加」の回答割合がトップであった「オフィス」は、海外投資家では依然として77%(前回:88%)を占めるものの、国内投資家では56%(前回:83%)となった。「オフィス」や「住宅」といった主要なプロパティタイプの取得競争が過熱する中で、ホテルや高齢者施設などのプロパティタイプに注目する投資家が増加しているものと考えられる。



b. 海外投資家の資金受託先

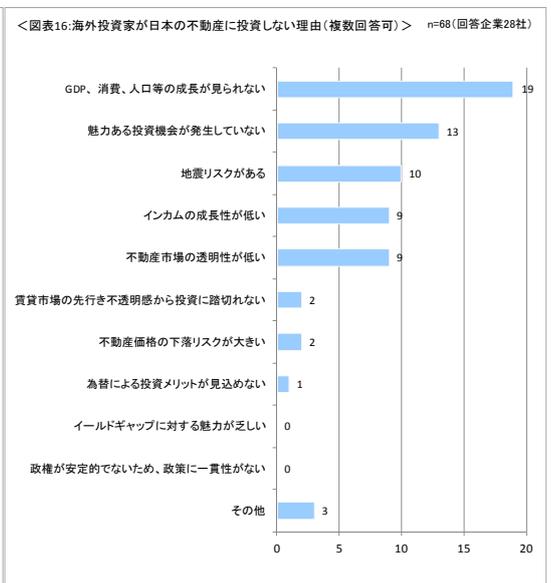
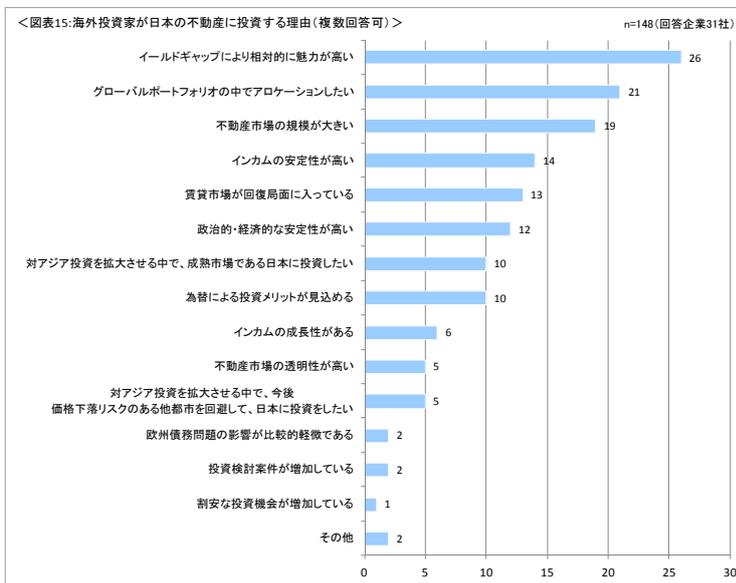
海外投資家の資金を運用している運用会社のみを対象として、その運用資金の受託先に関する調査を行ったところ、2012年1月調査以降、「北米」の割合が減少傾向にあり、今回調査では初めて20%を下回った(17%)。一方、「欧州」については、多少の増減はあるものの概ね25%前後で一定の割合を維持している(図表14)。



c. 海外投資家による日本への投資実行/不実行の理由(複数回答可)

海外投資家が日本の不動産に投資を行う理由の上位には、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」、「グローバルなポートフォリオの中でアロケーションしたい」との回答が挙げられている。このような海外投資家の意向が日本の不動産を含むグローバルファンドの増加の一因になっているものと推察される(図表15)。

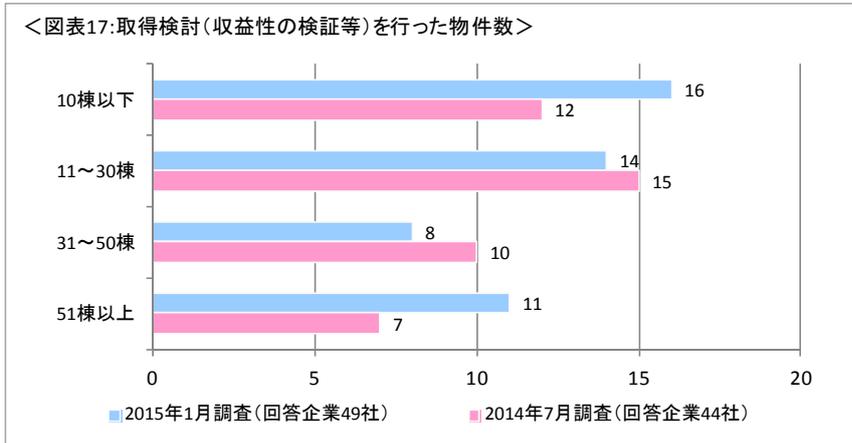
他方、海外投資家が日本の不動産に投資を行わない理由としては、「GDP、消費、人口等の成長が見られない」や「地震リスクがある」など、カントリーリスクが上位に挙げられている(図表16)。



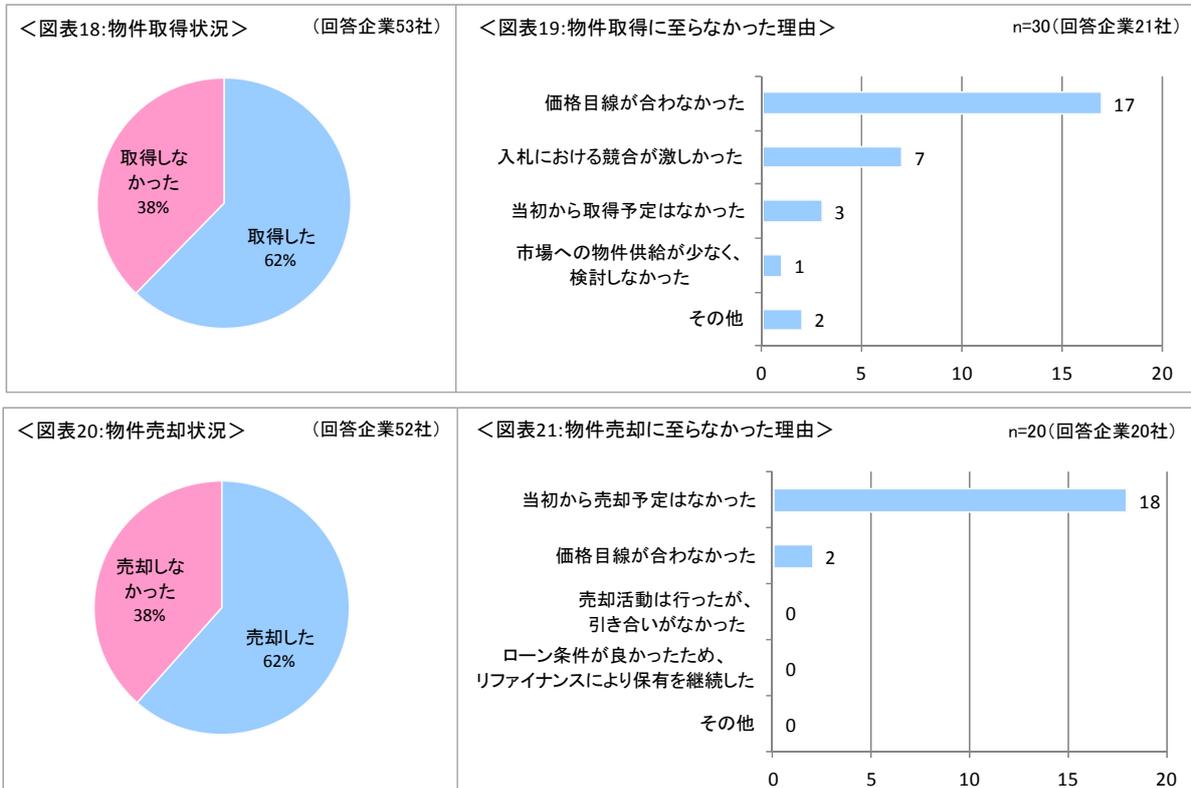
2. マーケット市況および将来的な取り組みについて

① 物件取得/物件売却状況(2014年7月～12月)

運用会社に対して、2014年7月～12月の期間にて取得を検討した物件数(収益性の検証等)の調査を行ったところ、「10棟以下」とする回答と「51棟以上」とする回答が前回調査時(2014年7月調査)から増加した(図表17)。確度の高い案件に検討対象を絞った運用会社が多かった反面、物件の取得競争が加熱する中で、検討対象を拡大して数多くの物件を検討した運用会社も増加したものと推察される。



2014年7月～12月における物件の取得実績等に関する調査結果では、6割以上の運用会社が物件を取得したと回答する結果となった(図表18)。ただし、物件取得を行わなかった運用会社に関しては、その理由として「価格目線が合わなかった」、「入札における競争が激しかった」が多く挙げられており(図表19)、物件の取得環境は厳しい状況が継続しているものと推察される。また、2014年7月～12月における物件の売却実績等に関する調査結果においても、6割以上の運用会社が売却を実行したと回答している(図表20)。物件売却に至らなかったほとんどの運用会社が、その理由を「当初から売却予定はなかった」と回答しており(図表21)、現在の不動産取引市場は売手優位なマーケット状況であると思われる。



② 今後の不動産運用における取り組み

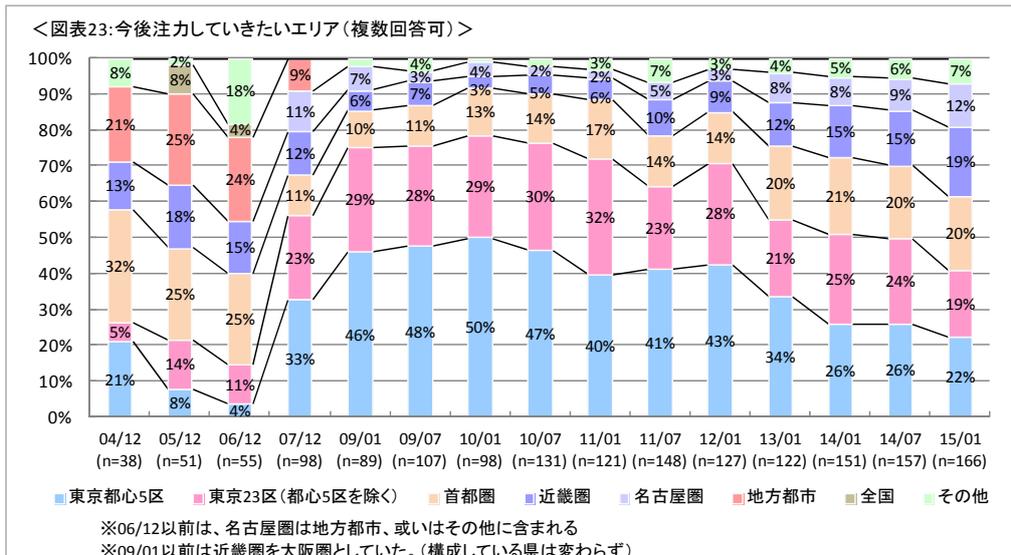
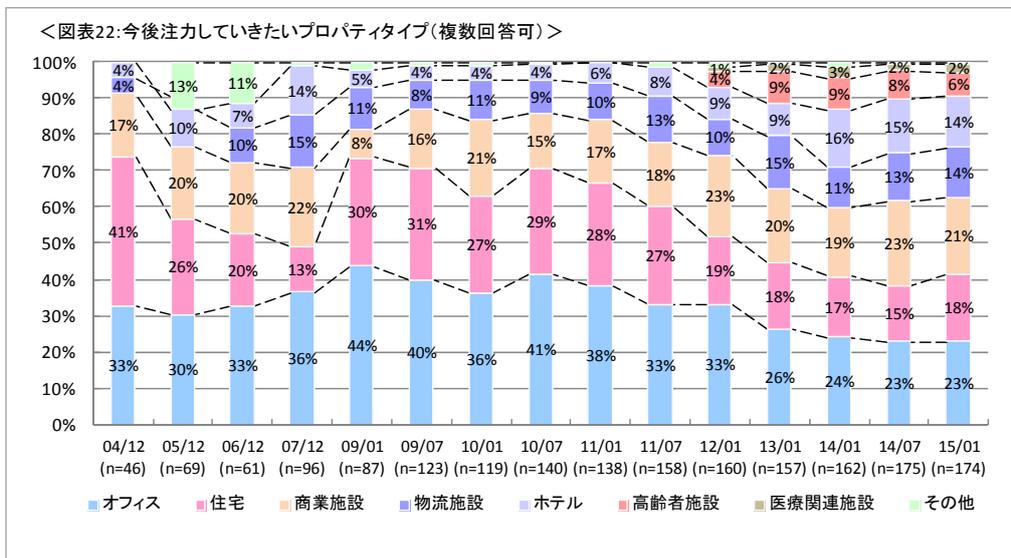
a. 今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)

今後注力していきたい物件タイプについての調査では「オフィス」、「商業施設」、「住宅」という回答割合が相対的に多い結果となった。一方で、時系列的にみると「オフィス」、「住宅」の回答割合は縮小してきており、オフィスや住宅における取得競争の過熱感を踏まえて投資対象とするプロパティタイプを拡大しているものと推察される(図表 22)。

b. 今後注力していきたいエリア(複数回答可)

今後注力していきたいエリアについての調査では、2007年12月期以降一貫して50%以上をキープしていた「東京都心5区」および「東京23区(都市5区を除く)」の回答割合合計が41%と50%を下回る結果となった(図表 23)。

東京都心部における取得競争の過熱感を踏まえて投資対象エリアを近畿圏や名古屋圏などを中心に拡大しているものと推察される。

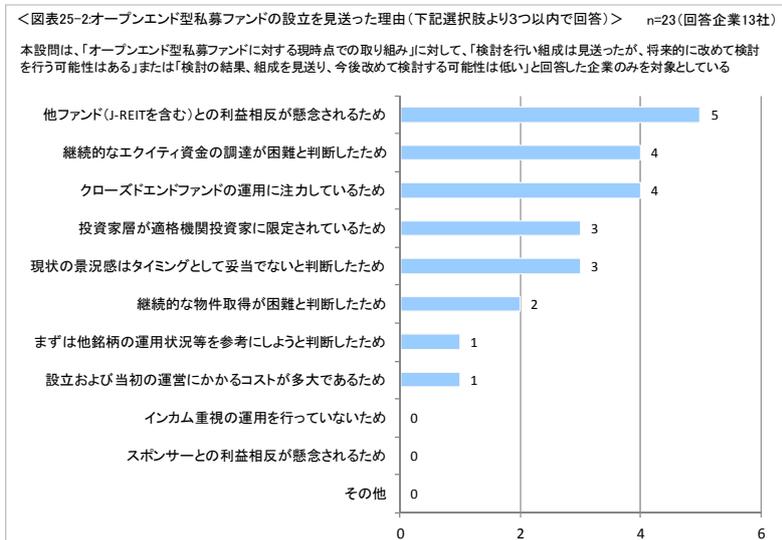
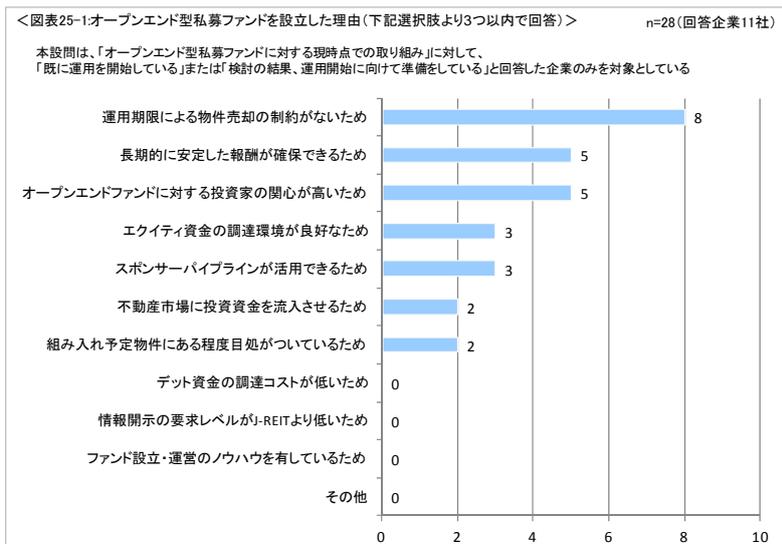
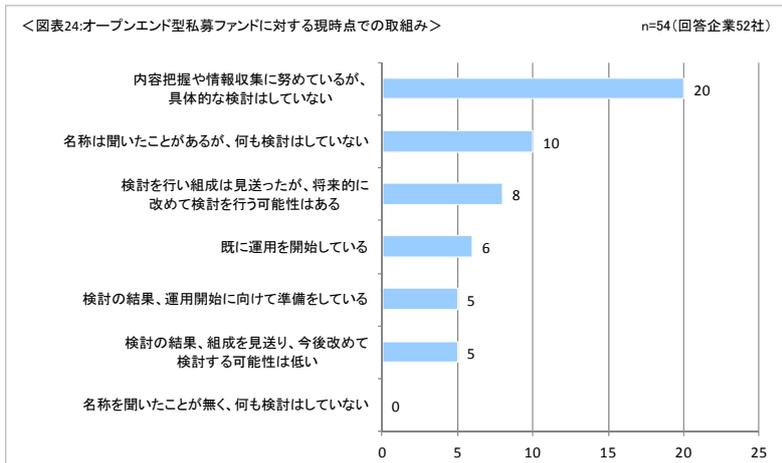


3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

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

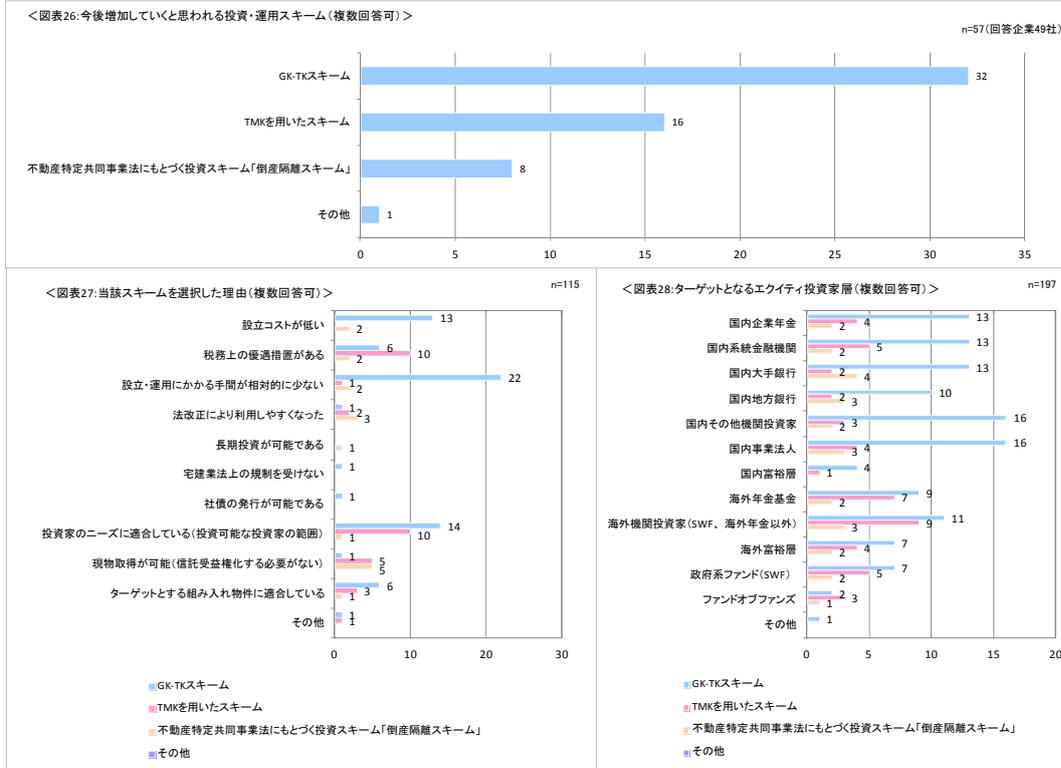
オープンエンド型私募ファンド(いわゆる私募 REIT)への取り組み状況についての調査では、「内容把握や情報収集に努めているが、具体的な検討はしていない」という回答が 20 社で最多となった(図表 24)。

一方で、「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」との回答も 5 社あり、今後もエクイティ投資家の旺盛な投資意欲を背景とした私募 REIT の銘柄増加が予測される(図表 25-1)。他方、私募 REIT の設立を見送った理由としては、「他ファンド(J-REIT を含む)との利益相反が懸念されるため」という回答が最多となった(図表 25-2)。



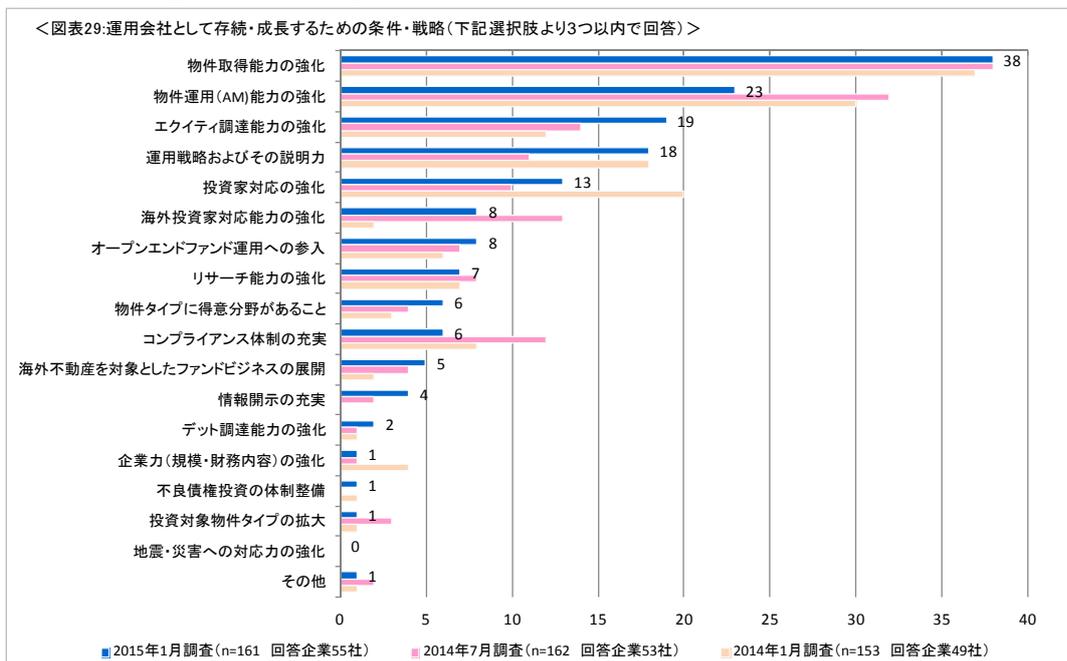
② 今後のクローズドエンド型私募ファンド

今後増加していくと思われる投資・運用スキームについての調査では、設立や運用にかかる手間やコスト面から「GK-TK スキーム」と回答する運用会社が多い結果となった(図表 26-27)。一方、「TMK を用いたスキーム」については、ターゲットとなるエクイティ投資家層として海外投資家を挙げる運用会社が相対的に多く(図表 28)、「TMK を用いたスキーム」へのニーズも一定程度確認された。



③ 運用会社として持続・成長するための条件(複数回答可)

運用会社として持続・成長するための条件についての調査では、「物件取得能力の強化」という回答が最多であった一方で、「エクイティ調達能力の強化」との回答が前回調査時(2014年7月調査)から増加した(図表 29)。物件取得において厳しいマーケット状況が継続するなか、エクイティ投資家のニーズに合ったファンド組成を重視している運用会社が多いものと推察される。



別紙 <用語の定義>

本調査における用語の定義は以下のとおりとします。

- 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: 03-6430-1349

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。