

不動産プライベートファンドの実態と不動産投資市場における役割」

株式会社住信基礎研究所 研究部

主任研究員

馬場高志

1.不動産投資市場と各種ファンド

国内の不動産投資信託市場（JREIT）における上場銘柄は2002年9月には6銘柄を数え、時価総額4,300億円、運用資産総額6,000億円の規模にまで拡大している。一方で上場断念や見直しを行う企業グループも散見され、JREITについては不動産投資市場全体の先行きについて不安感が強まっている。これに対し少数のエクイティ投資家を募り、ハイレバレッジを効かせた上で複数の不動産に投資し、結果として投資家に高配当を行う「不動産プライベートファンド」の組成が活発化している。さらに不良債権処理への圧力が強まる中、バルク売りされる担保不動産付き不良債権（NPL Non Performing Loan）を購入し、1～2年の間に権利の整理および債権回収を行い回収後に売却する、いわゆる不良債権ファンド（NPLF）が脚光を浴びている。

国内経済再生の切り札として、こうした各種ファンド（投資媒体）が組成され注目されているにもかかわらず、各企業・ファンドは独自のビジネスモデルを有するため一般に事業スキームを公開することは少なく、個別の実態のみならず全体像をつかむことも容易ではない。しかしながら不動産投資市場が未だ小規模にとどまっている現状において、各ファンドの特性を捉え不動産投資市場における役割やそのあり方を認識することは、市場の拡大・成長を促す方策についての基礎的な知見を提供してくれるものと考えられる。

住信基礎研究所においてはこうした認識に立ち、特に斬新なビジネスモデルに立脚する不動産プライベートファンド（以下REPFと呼ぶ）に注目し、その実態把握を行うことを通じて不動産投資市場全体の中でのREPFの役割を確認し、JREIT市場およびNPLF市場と一体となった不動産投資市場の拡大・発展の方向性を探った。具体的には多様な公開情報を収集・整理する一方で、主要REPFのファンドマネージャー企業への各種ヒアリング等を行った。

調査の結果、REPFは、多様で魅力的な商品を提供することで不動産投資市場全体のドライバーの役割を担う一方、不動産流通市場においては高度なプロパティマネジメント能力により既存物件のバリューアップセンターとしての役割を担っており、今後の不動産投資・流通両市場の発展に欠かすことのできない重要なセクターであることを指摘することができる。

2.不動産プライベートファンドの実態

1)定義

REPFの定義として確立されたものがあるわけではないが、弊社では調査実施に当たり以下の6つの視点によりREPFの定義を行った。すなわち 不動産、不動産関連商品および不動産事業等を運用対象とする投資信託商品、資産運用を目的とした商品（＝流動化・オフバランス等目的は対象外）、投資対象が非有価証券、運用者以外に1者以上のエクイティ投資家が存在、資産運用者のエクイティ投資額が全エクイティ投資額の半分以下、2002年中は未上場と想定される、等である。

2)市場規模

REPFは、情報開示の必要性が低いストラクチャーを利用することが多く、市場規模を把握することが難しい。弊社では代替的な方法として、ファンド運用会社の公表資料等をもとに、資産運用額ベースでの実態を推計した(図表1)。

2002年7月までの同公表資料によれば、既に運用中であつ実績額を公表しているREPFの資産運用総額(実績ベース)は合計で5,000億円を上回り、日系・外資系がほぼ同額で分け合う状況となっている。ただし外資系のREPFの場合、日本国内において株主への事業PRや国内投資家へのアピール等の必要性が小さく、未公開情報の比率が高いと考えられる。仮に外資系REPFのうち半分が情報公開をしていないと考えると、実際の市場規模は7,000~8,000億円程度と想定される。

一方、目標額ベースの資産運用総額では公開情報のみで2.3兆円に達している。特に外資系の場合には出口未定が8割弱と、多くが方針決定を保留しているのに対し、逆に日系の場合は可能ならば上場したいとするものが8割弱にのぼり、出口戦略の違いが際立つ結果となっている。不動産投資市場の循環サイクルを経験していない日系のファンドや投資家あるいはレンダー等は、売却時点でのマーケットに関する不安感が強いと、出資口等資産の流動性を担保する一つの方法としてJREIFへの上場・売却を目標に掲げたものと考えられる。

個別では運用実績額が500億円を超えるファンドは数件と少ない。目標額についてはファンドによって大きな差がみられるものの、大多数は200億円から2,000億円の範囲となっている。リスク分散のための規模拡大とファンドの効率的運営の面を勘案した結果として、暗示的にはあるが、こうした範囲が国内での個別REPFの適正規模と考えることができる。

3)ストラクチャー

ファンド運用の基本となるストラクチャーについては、大多数のREPFが、「有限会社を特別目的会社として設立し、資金をノンリコースローンおよび匿名組合出資により調達し、不動産を原資とする信託受益権に投資する」方式で、いわゆるTK(匿名組合)+YK(有限会社)を採用している。要因として、TMKのように一定のコスト負担により有価証券化を行っても、資産の流動性は大きくは向上しないことがあげられる。ただし長期運用資金の拠出元である年金や地銀等が、匿名組合営業者の信用リスクや出資口の流動性の低さを不安視しており、今後は、個人投資家はもとより機関投資家を主な対象とするファンドにおいても、流動性の向上が投資家層拡大に不可欠な要素と考えられる。

なおTK+YKの場合でも、単純に有限会社自身が実物不動産や信託受益権を直接取得するのではなく、有限会社が、信託受益権を保有する特別目的会社等の投資媒体に対して匿名組合出資するストラクチャーが散見される。これは物件ごとに最も有利なローンを引き出そうとするファンドの意向とともに、異なるリスクの物件は異なるビークルで管理し、各ローンに対する元本償還の可能性(リスク量)を固定しようとするレンダー側の意向にもよる。逆に信託受益権等を直接取得するファンド(TK+YK)は、単独物件やバルク案件、あるいは全て同一レンダーがローン全体を引き受ける場合のストラクチャーといえる。

4)投資基準(図表2)

プロパティタイプとしては住宅系物件への投資意向が強い。これは、購入単位が比較的小さく機動的な投資が可能なこと、テナントが多くリスクが分散されていること、ボラティリティが低いこと、等が理由で

ある。また複数のプロパティタイプをあつかうファンドでも、収益の安定性は住宅で、収益の高さは物流やオフィス、商業などの他プロパティで、それぞれ達成しようと考えている。特に日系大手ファンドや外資系ファンドには、多様な不動産に投資することでリスクを分散しつつ、マーケットの状況に応じて主要な対象やその比率を変える柔軟な姿勢のものが多く、なおデベロッパー系のファンドにおいては、リスクは小さなものの、高リターン 物件確保 ・グループ企業のノウハウを活かせる、等の理由により、開発型や未稼働物件を購入するファンドも散見される。

また日系大手ファンドは、これまで多様な不動産を開発・運営してきた経験から、バリューアップの可能性や長期間にわたる競争力など「ポテンシャル重視」の投資基準を有する。一方外資系ファンドの場合は、新規投資がなくとも現状維持が可能な現在時点で相応の競争力を有する物件や、ダウンサイド局面であっても一定の利回りを確保できるような低廉な価格で購入できる物件など、バリューダウンの回避性および「現状重視」の投資基準を有している。

5)資金調達

REPFの資金調達手法としては、大きくエクイティおよびデット・ローンに分けることができる。特にエクイティ投資家の構成をみると、REPFは大きく3つのタイプに分類できる。

特定の海外投資家を主要投資家とする外資系ファンドあるいは日系独立系ファンド

不特定多数の国内個人富裕層や国内小規模事業法人等を対象とした日系独立系ファンド

少数の国内機関投資家を対象とした日系大手ファンド

REPFの黎明期においては、投資家層・ファンドが中心であったが、徐々に、投資家およびファンドが増加しつつある。当初を運営していたファンドマネージャー自身も、長期運用で期待利回りの低い(=安定性への期待が高い)や、国内投資家層への商品供給にシフトをはじめている。今後のREPF市場で優位性を保つためには、こうした長期運用を志向する国内投資家層からの資金調達力と、当該資金ニーズに見合ったファンドの企画・運営等が不可欠といえる。

また大手ファンドについては、パートナー数が少ないこと、ノウハウの蓄積を目的としていること、自己資金による拠出が可能なこと、等の理由により、自己ポジションの対エクイティ総額比率が30~50%程度と高く、純粋なファンドとは言いがたい状況がみられる。各社ともこうしたリスクマネーの比率を下げ、一方でフィービジネスを強化したいと考えており、今後は、他の投資家に対する責任と自らのインセンティブによる自己資金拠出に限定し、理想的には5~10%程度、少なくとも20%程度にまで同比率を下げる意向にある。

LTV(Loan to Value(借入比率))については、アグレッシブなファンドの場合で物件別に最大75%程度であり、一方当初よりJREIT上場など個人資金の調達を指向する比較的コンサーバティブなファンドでも60%程度と比較的高い。こうしたハイレバレッジの背景には、近年の低金利のもとで有利なノンリコースローンが活用できることや、レンダー側にとっても他の金融商品に比べると比較的高金利で安定性が高いこと等を挙げることができる。ただし近年は、LTV80~90%を設定しRR30%超といった高利回りを追求するいわゆるはげたかファンド等が影を潜める一方で、国内の生損保や年金基金等が投資を検討しているが、これら国内機関投資家の期待RRが年10%からそれ以下と相対的に低く、金利リスクの負担を軽減するため各ファンドともLTVを小さくする傾向が見られる。

6)運用方針

収益目標をみると、概ね住宅系が中心のファンドではRR10%前後、オフィス系は同 20%前後を目標RRと定めている。ただし従来の実績をみると概ね目標を3～5ポイント上回っている。また運用期間については、購入期間は物流など特殊なものを除き1～2年とし、その後4～7年内で運用売却を行い、全体として5～8年をファンド運用期間と設定するものが多数にのぼる。ただしこれらはあくまで上限期間であり、実態としては、投資家はリスク回避および早期の利益確定を期待しており、より短い期間で目標達成 配当することが求められている。

出口戦略としては、大手ファンドは、自らのバイイングパワーを活用し資産運用額を500～1,000億円程度まで拡大した段階で上場を目指すものが多い。また通常は個別売却またはリファイナンスとなるが、オフィス系の場合はJREⅡが最も有力な売却先としてあげられている。一方住宅系はマーケット規模が大きく、JREⅡのほかにも他ファンドや個人投資家など多様な売却先があげられる。なお当初想定価格での売却が難しい場合には、一定値以上のキャップレートであれば、ファンドマネージャーの自己保有や他ファンドと合併するといった出口形態も模索されている。

7)収益構造

ファンド運営事業に関する主要な収益源は、収益の確定時期によって大きく以下の3つに分けることができる。

開始時 :アレンジメントフィー、アクイジッションフィー

運用時 :ファンドマネジメントフィー、アセットマネジメントフィー

終了時 :エグジットフィー、インセンティブフィー、自己ポジションに対する配当

取得価額に占めるフィー全体の比率は4～6%程度となっているが、そのフィー体系は、ファンドによって大きく異なっている(図表3)。

小規模のファンドほど、インセンティブフィーや売却金額連動型フィーなどの割合が大きい。ファンドマネージャーは投資家に対する責任を負うため自己ポジションも5～10%程度保有しており、運用実績が事業収益に直結している。ただしこうした成功報酬的で終了時報酬の比率の高い収益構造から、より安定的で期間平準的な収益構造への転換を図るため、資産残高の拡大によるAMフィー比率の拡大や、期中利回りに連動したフィー体系等を検討している。

大手ファンドの場合は、運用時に固定的な報酬が得られるフィー体系を採用している。例えばレポートリング費用として簿価の0.7%程度、あるいは投資額の1～1.75%などである。ただし各社とも自己ポジションの割合が大きいため、相対的に運用時の利益は低水準に抑えられ、結果としてインセンティブフィーや自己ポジションに対する配当の比率が大きくなっている。今後は、リスクマネーを投下せずにAMフィーを拡大できるよう、投資家数の増加、運用の一任、あるいは資産残高の拡大等を目指すとしている。

3.不動産流通市場における役割

REPFの購入対象物件は大きく、自社グループの開発・保有・管理物件、各種事業法人によるオフバランス対象物件、不良債権処理に伴うバルク案件、等に分類することができる。これら物件の共通点は、従来のオーナーにおいては効率的な管理運営が困難になっている点である。高い投資収益性を実現するためには、本来、高度な管理運営(プロパティマネジメント)能力を必要とするが、従来は地価の右肩上がりにもなうキャピタルゲインや担保価値の上昇等のため、オーナー自身にそうした能力

がなくても一定の収益性や費用対効果がもたらされていた。しかしながら現在、地価の下落および 2003 年問題や都心集合住宅の大量供給等から、管理運営が不十分な物件については、投資適格性や投資価値の大幅ダウンが避けられない状況となっており、こうした物件を再生する新たなセクターとして、REPF が注目されていると見ることができる (図表 4)。

ただし不良債権の場合は所有権のみならず抵当権等も含め権利が複雑であり、また不法占拠リスクや債権回収業務など、通常のプロパティマネジメントとは異なるいわゆるノートマネジメント能力が必要となる。これらノートマネジメント業務を内部化あるいはグループ企業で扱うファンドも散見されるが、基本的には異なるビジネススキームとして扱われる分野である。言い換えれば、REPF 自身に求められる本質的な役割は、不良債権ファンドをはじめ企業再生ファンド・買収ファンド等の処理により「生まれ変わった」物件を購入し、不動産管理運営業務をコアとして高度にバリューアップし物件を「成長」させることといえる。

また REPF 自身やその取扱物件は、一定期間運用後に JRE II への上場や個別売却および個別投資家への売却が想定されている。JRE II や個別投資家は、既に効率的な管理・運営体制が整い継続的な収益性を有する安全資産すなわち「成熟」した物件を求めており、REPF が「成長」させた物件の理想的な売却先と考えることができる。ただしポートフォリオの最適化 (アセットマネジメント) を至上命題とする JRE II や個別投資家にとっては、個別物件の管理運営のみに注力することは難しく、既存ポートフォリオ内から、相対的に収益性が劣る物件やポートフォリオ全体に対するリスク寄与物件の発生が見込まれる。REPF はこうした「衰退」しアセットマネジメント上不要と判断された物件の一部を受け入れ、自らのプロパティマネジメント能力を活かし収益性を高めた上で、再度 JRE II 等に売却することができる。今後、国内の不動産投資市場がサイクリカルな推移を示すようになれば、こうした REPF を核とする健全な不動産売買が一般的となり、都市の活力が継続的に維持されることになろう。

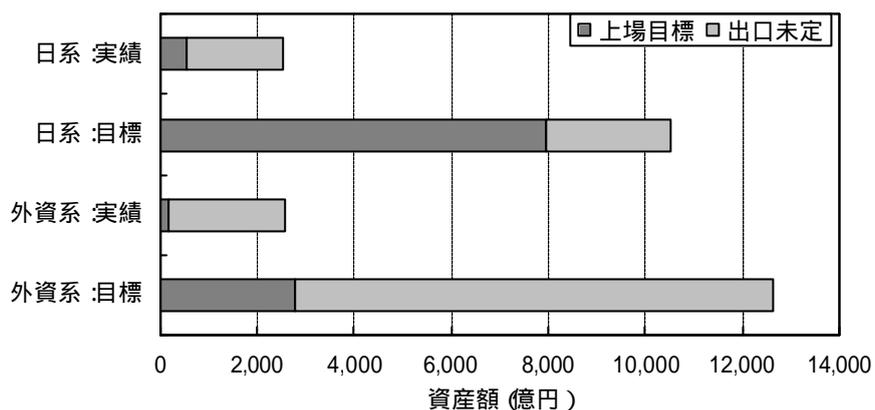
4. 不動産プライベートファンドへの期待

以上の REPF に関する実態調査と展望から今後の REPF の役割を整理すると、まず不動産投資市場においては、安定的な長期インカムゲインを狙う JRE II 等の安定型商品と、短期キャピタルゲイン狙いの投機の商品との、中間領域に位置づけられる商品の提供が可能である。売却時の価格変動リスクをとりながらも安定的な賃料収入・配当を得ることでリスクを軽減し、結果としてミドルリスク・ミドルリターンを実現する。こうした魅力的な商品を提供することで、不動産投資市場における投資家層の拡大への寄与が期待される。

また不動産流通市場においては、不良債権や収益性が低下した物件の受け皿となることで物件の再生を担い、さらに JRE II 等が購入できないような債権回収段階の物件やトラックレコードがないあるいは安定してない物件などについても、高度なプロパティマネジメント能力による継続的・安定的な運営体制の整備を図ることで、JRE II 等の購入対象候補にまでバリューアップさせることができる。

このように REPF は、不動産投資市場および不動産流通市場に不可欠な潤滑油としての役割が期待されており、不動産投資・不動産流通の両市場の拡大は、REPF の今後の動向に依拠しているといっても過言ではないであろう。

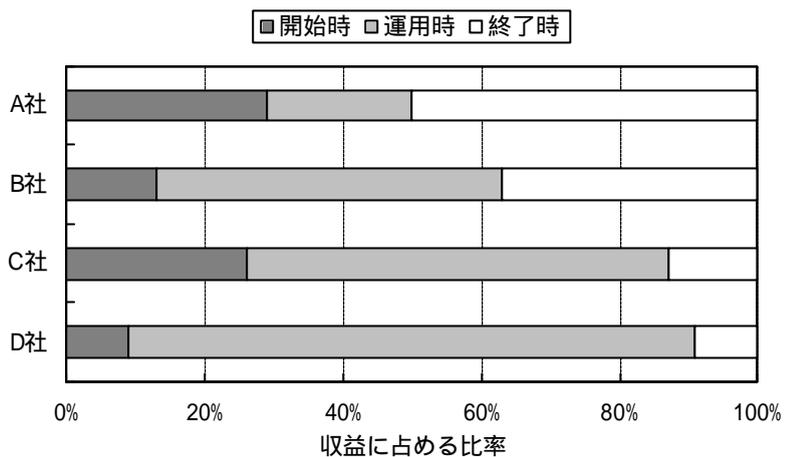
図表 1. REPF の資産額 (実績・目標)



図表 2. REPFのリスク許容度別特性

| リスク許容度 | (JREII) | 小 | 中 | 大 |
|---------|-----------|-----------------|---------------------|---------------------|
| 組成者 | 国内大手企業・連合 | 国内大手企業・単独 | 国内独立系 海外不動産業者 | 海外事業法人 海外投資銀行 |
| 投資家 | 個人投資家 | 国内機関投資家 国内年金 | 国内事業法人 海外年金 | 海外機関投資家 海外ファンド |
| 主な収益機会 | インカムゲイン | インカムゲイン | キャピタルゲイン インカムゲイン | キャピタルゲイン |
| 主要プロパティ | オフィス:Aクラス | 住宅:棟単位 | オフィス:Bクラス | 住宅:ユニット バルクセール案件 |
| LTV | 50%以下 | 50~60% | 60~70% | 70%以上 |
| 物件運用期間 | 10年以上 | 5~10年 | 3~4年 | 2年以内 |
| 目標配当利回り | 4~6% | 6~7% | 7~9% | 9~12% |
| 目標RR | 5%以上 | 10%以上 | 15%以上 | 20%以上 |
| 投資基準 | | バリュースタイル回避 | バリューアップ余地 | 低価格での購入 |
| シェア | 拡大 | 拡大 | 拡大 | 縮小 |

図表 3 . REPF運営者の収益構造例 (目標達成時)



図表 4 . 不動産投資ファンドの種類・コア技術と物件取引の流れ

