

## 運用会社へのアンケート調査にみる不動産プライベートファンドの実態

株式会社住信基礎研究所  
 研究部 不動産投資コンサルティンググループ  
 グループリーダー 井上 淳二

## アンケート調査の概要

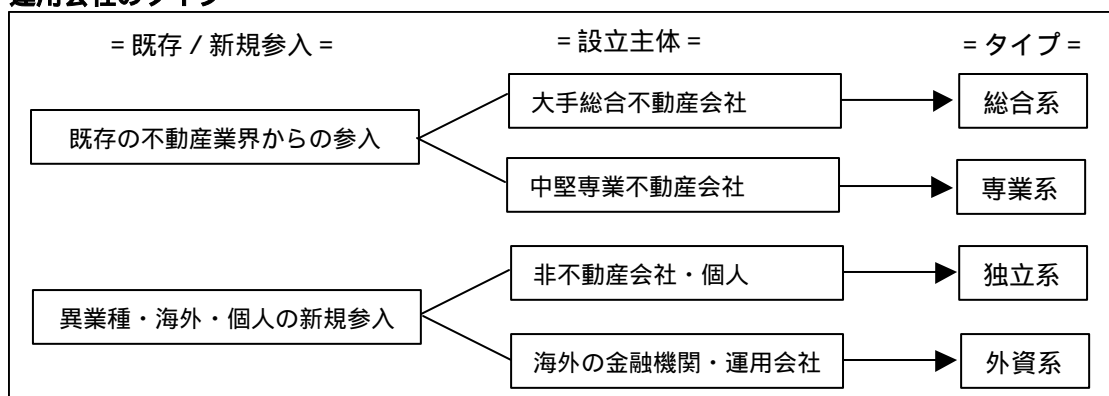
調査対象：国内で不動産プライベートファンドを組成・運用している企業（運用会社）  
 対象数：45社  
 回答数：20社（回答率：44.4%）  
 実施時期：2003年12月～2004年1月  
 調査手法：郵送による調査票の送付・回収（一部、ヒアリング調査を含む）

## 〔運用会社のタイプと強み〕

現在、日本国内で不動産プライベートファンドを組成・運用している企業を大別すると、大手総合不動産会社系列の「総合系」（3社 回答企業数、以下同じ。）特定の不動産業務あるいは地域に特化して事業を展開している中堅不動産会社系列の「専門系」（4社）、ノンバンクや商社など非不動産業系の企業や、あるいは個人等によって新たに設立された「独立系」（5社）、さらには海外の運用会社や金融機関による新規参入の「外資系」（8社）といった四つのタイプがみられる。

ファンドビジネスにおいて自社が最も強みを持つ業務分野として、「総合系」はその広範なネットワークを活かした「物件のソーシング」（2社）を、「専門系」や「独立系」は「物件の取得・売却」（計6社）を多く挙げており、また「外資系」では海外における豊富なファンドビジネスの経験を反映してか、全般的な「ファンドのアレンジメント」（4社）を挙げる企業が多いというように、それぞれの出自との関連から、業務上の強みが分かれる傾向がみられる。

## 運用会社のタイプ



## 最も強みを持つ業務分野

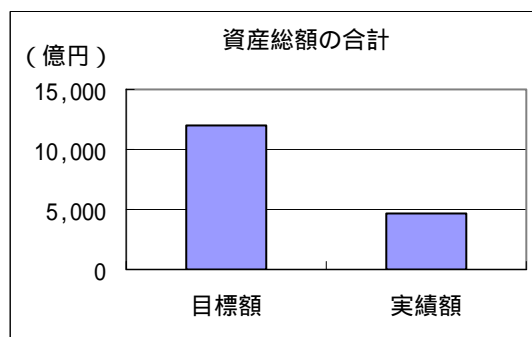
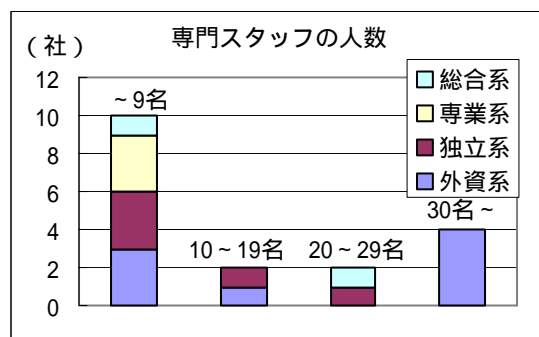
運用会社のタイプ	ファンドのアル ゴリズム	物件のソーシ ング	物件の取 得・売却	物件の デベロ ップ メント	プロパティ マネジメント	テナントリーシ ング	ファイナンス ハウ	インベ ス ション ス	合計
総合系	1	2							3
専門系			2		1	1			4
独立系			4	1					5
外資系	4		1	1			1	1	8
合計	5	2	7	2	1	1	1	1	20

## [ ファンドの運営体制と運用資産の規模 ]

各社でファンド運営に携わる専門スタッフの人数は、一社当たり平均 17 名となっているが、個々にみると「9 名以下」の企業が 10 社に及び一方で、「30 名以上」の企業も 4 社みられるなど、規模は二極化している。タイプ別にみると「9 名以下」の小規模な企業は「専門系」、「独立系」に多く（計 6 社）「30 名以上」の比較的大規模な運用会社はすべて「外資系」となっている。

少人数の「専門系」や「独立系」はもちろん、比較的多人数のスタッフを擁する「外資系」の中にも、法務や税務、会計といった管理的な業務は社外へアウトソースし、自社スタッフはファンドの組成や不動産の取得・売却・賃貸管理といった基幹的な業務に集中して、競争力を高めようとする傾向がみられる。

また、各社が現在運用中のファンドは総数で 37 本確認でき、資産総額の目標額を合計すると 1 兆 1,990 億円に達する。このうち、調査時点までに取得済みの資産の実績額は合計 4,681 億円に上り、これに未回答の運用会社の分を勘案すれば、不動産プライベートファンド全体の市場規模は J-REIT に匹敵する水準になると推定される（公表データ・資料に基づく試算では総額 1 兆円超）。

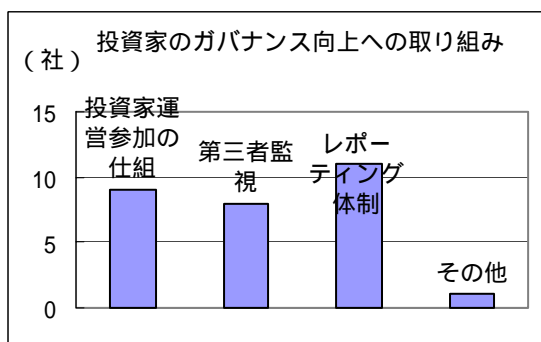
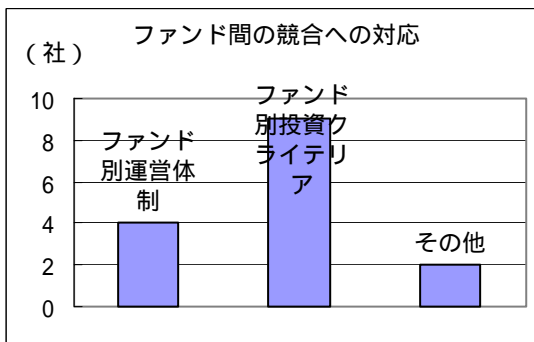
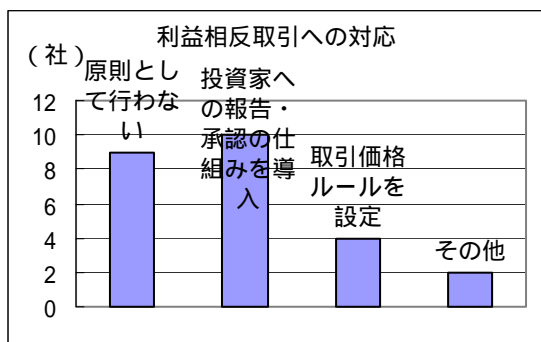


## [ ファンド運営上の課題への対応 ]

ファンドを運営する上で最も重要な課題の一つである利益相反の問題について、まずオリジネーターなど利害関係人との不動産取引（利益相反取引）に関する対応としては、「原則として（取引を）行わない」（9 社）もしくは「投資家への報告・承認の仕組みを導入する」（10 社）といった対応がとられている。さらにより厳格に、「利害関係人からの物件取得については鑑定評価よりも %低い価格で取得する」といった「取引価格ルールを設定」している企業も 4 社みられる《複数回答》。

また一つの運用会社が同時に複数のファンドを運営している場合に生じる、物件取得等に際してのファンド間の競合の問題については「ファンド別の投資クライテリアや運用方針を設定」することで回避するという回答が多い（9 社）。比較的人数の多い運用会社の中には「ファンド別の運営体制」を敷き、人的な面で情報の隔離を図っているところもみられる（4 社）《複数回答》。

その他、ファンド運営に対して投資家サイドからのガバナンスを高めるための取り組みとして、多くの運用会社で「投資家の運営参加の仕組み」(9社)や「第三者による監視体制」(8社)「投資家へのレポート体制」(11社)などが導入されている《複数回答》。このような投資家のガバナンス向上に向けた各社の取り組みは、不動産投資に対して投資家が抱きがちな不透明感を解消し、投資を促進するための重要な施策と位置付けられるが、一方で最近のストラクチャーの主流である匿名組合方式を採用するファンドでは、投資家の過度のガバナンスが匿名性を阻害する懸念もあり、「レポート体制の徹底により投資家の運営参加を回避したい」とする回答もみられた。



### 【不動産プライベートファンドの平均像】

各社の代表的なファンドのスペックから、現在の不動産プライベートファンドの標準的なストラクチャーをまとめると次の通りとなる。まず投資対象の資産は「実物不動産」よりも法的な規制やコストの面で有利とされる「信託受益権」(17社)が主流であり、投資スタイルは投資環境を反映して「物件取得型」(17社)が圧倒的に多い。投資ビークルには組成のし易さや機動性といった理由から主に「有限会社+匿名組合(YK+TK)」(18社)が採用されており、また倒産隔離の仕組みとしては、従来から利用されてきた「ケイマンSPC」を引き続き採用しているケースが多いが(13社)、コストや効率性といった実務上のメリットを評価して「中間法人」を採用しているファンドもみられ(5社)、今後は後者が増加してくることも予想される。

次にファンドの平均的な特性について、まず目標利回り(IRRベース)は「10~14%」(6社)という設定が多く、平均では「13.6%」となっている。また資産額に対する借入金の割合を示すLTVは「74.2%」、運用期間は「6年」がそれぞれ平均である。従来の一般的な不動産プライベートファンドに比べると、利回りは低下、レバレッジは上昇傾向にあり、運用期間については長期化する方向にあると見られる。

投資家の人数は「1~3名」のファンドが最も多いが(6社)、平均では「9.2名」となり、ごく少数の投資家を対象とするファンドと比較的多数の投資家を擁するファンドに二分される。また投資家層については「海外投資家」または「(国内の)生損保・銀行」がメジャー投資家(出資比率50%超)となっているケースが多い(計9社)。

ファンド規模の面では、資産総額の目標額が平均で「579億円」、すでに取得済みの資産の実績額の平均は「169億円」となっており、調査時点での目標到達率は「29%」にとどまっている。逆に言うと、残りの約7割の部分については、今後おおむね1~2年の間に取得が進められるものとみられ、物件の取得競争はさらに激しさを増していくことが予想される。

#### 不動産プライベートファンドの平均像

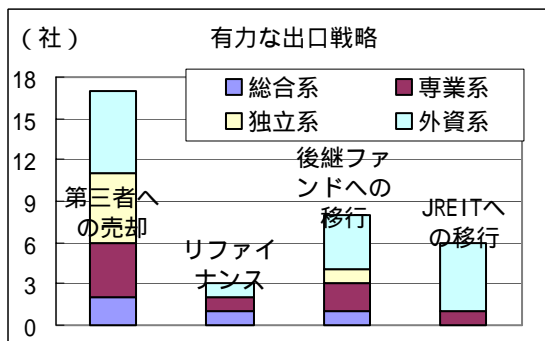
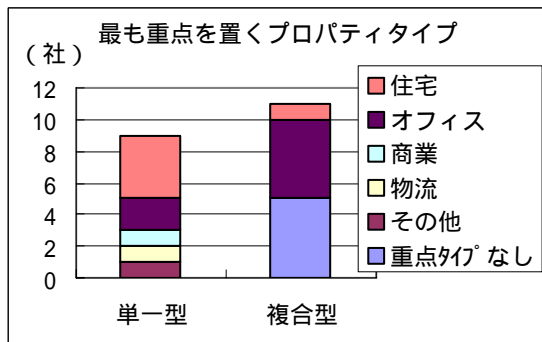
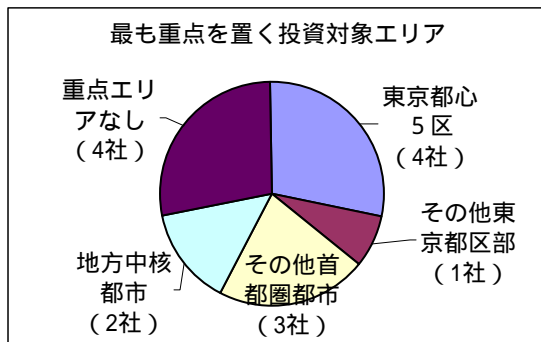
項目		標準的な設定または平均値
ストラクチャー	投資対象資産	信託受益権
	投資スタイル	物件取得型
	投資ビークル	有限会社+匿名組合
	倒産隔離の仕組み	ケイマンSPCまたは中間法人
ファンド特性	目標利回り(平均)	13.6%(IRRベース)
	LTV(平均)	74.2%
	運用期間(平均)	6年
	投資家数(平均)	9.2名
	投資家層	海外投資家または生損保・銀行
資産規模	目標額(平均)	579億円
	実績額(平均)	169億円
	目標到達率(平均)	29%

#### 【ファンドの投資戦略と出口戦略】

投資対象エリアとしては、首都圏のみを対象とするファンド(5社)と地方都市も対象に含むファンド(9社)がおおむね1:2の割合となっている。細かくみると、「東京都心5区」が全体の50%以上のウェイトを占める東京都心特化型のファンドが4社みられるのに対し、同じ首都圏でも「東京都区部を除いた首都圏都市」、あるいは「地方中核都市」に最もウェイトを置くファンドが合計5社に上り、より高いイールドを求めて郊外部や地方圏にターゲットを絞り込むといった動きが加速しているのではないかと思料される。また投資対象となるエリアはいくつかに特定しているものの、それぞれの構成比までは設定していないファンドもみられ(4社)、今後のマーケット動向が不透明なことから、できるだけ投資の自由度を確保しておきたいといった運用会社の意向も窺われる。

またターゲットとなるプロパティタイプについては、一種類のタイプに限定した「単一型」(9社)と複数のタイプを対象とする「複合型」(11社)がほぼ同数みられ、「単一型」では「住宅」を対象とするファンドが多く(4社)、「複合型」では「オフィス」をメインとするファンドが多くなっている(5社)。その他に「商業」や「物流」を投資対象に含むファンドも少数ながら出てきており、従来、単一型の住宅ファンドが多数を占めていたプロパティタイプは多様化する方向にあるとみられる。

またファンドの出口戦略としては、「第三者への売却」を有力な方法に掲げるファンドが圧倒的に多く(17社)、次いで「後継ファンドへの移行」(8社)、さらに「J-REITへの移行」(6社)が続いている《複数回答》。運用会社のタイプ別にみると、独立系はほぼ「第三者への売却」のみを出口戦略として想定しているのに対し(4社)、外資系では「J-REITへの移行」(5社)や「後継ファンドへの移行」(4社)などを有力視しているところも多く、運用会社のタイプによって出口戦略の設定に違いがあることがわかる。



**[ 総括 ~不動産プライベートファンドの現状と今後の展望]**

**<ファンドタイプの変化 ~短期ハイリターン型から中長期ミドルリターン型へ>**

不良債権絡みの不動産をうまく整理して割安に取得し、短期間で再生・売却して高利回りを獲得するといったハイリターンをねらったファンドはすでに少数派となっており、現在は中長期の保有を前提にプロパティマネジメントに注力してインカムゲインを着実に確保しながら、適切なCAPEX（資本的支出）を投じて資産価値を維持し、トータルでミドルリターンをねらうといったタイプのファンドが主流を占めている。

**<投資戦略の多様化と今後の懸念 ~取得競争による利回りへの影響と高まる金利リスク>**

J-REITの活況もあって東京都心部を中心に不動産の取得競争が一部過熱しており、プライベートファンドにおいても対象エリアを都心から地方へシフトしたり、物件タイプを住宅、オフィスから商業、物流などへも拡大するといった動きがみられる。また不動産需給の逼迫によって目標利回りが低下傾向にある中、固定費的な性格を持つ組成コストをカバーする必要もあって、ファンドの資産規模は拡大する方向にある。

しかしながら今後、物件の取得競争はさらに厳しさを増すとみられることから、結果的に目標資産額に到達しないファンドが出てくることも予想され、そうした事態が及ぼす利回りへの影響が懸念される状況にある。さらに一方で、利回り確保のためにLTVもより高い水準に設定される傾向がみられることから、金利リスクは確実に高まりつつある。

**<ファンドへの投資判断の難しさ ~高まるマネジャーセレクションの重要性>**

不動産プライベートファンドは、すでにスタンダードとなっている「物件取得型」が本来のスタイルであり、運用会社のマネジメント力が問われる投資商品である。そして、今後さらに投資対象の多様化や運用期間の長期化が進むとみられることから、ファンドの成否は、組成時に設定されるスペック（商品スキームや投資方針、資産規模等）以上に、運用会社の戦略性や投資運用能力といった目に見え難いノウハウの部分に依存する傾向が強まるものと考えられる。

したがってファンドへの投資判断も、個別ファンドの選別から運用会社の選別～マネジャーセレクション～へとさらに比重を移すことになり、従来にも増して難しいものとなる。

**<不動産プライベートファンドへの期待>**

不動産プライベートファンドの市場規模は急速に拡大しており、J-REIT に比肩する成長を続けている。しかしながら、投資家層は依然として国内外の金融機関がメインであり、投資家数もごく少数に限定されたケースが多いことなど、量的な拡大に比べて、質的な面でのマーケットの深化は十分には感じられない状況にある。

本来、不動産プライベートファンドは、レディメードのJ-REITとは異なり、投資家の意向がある程度反映されるイージーオーダー的な要素を持った不動産投資商品であり、年金基金や一般事業会社、個人の富裕層など、多様な運用ニーズを持った投資家をマーケットに誘引する上で重要な役割を担うことが期待されている。

しかし現状では、急速な市場拡大に法的な整備が追いついていない点もあり、スキームによっては会計上や税務上の取り扱いに不確定な要素が残るケースが少なくないことや、現行の税制あるいは業法上の規制などが新たな投資家に市場への参加を躊躇させている面があることは否定できない。今後、こうしたインフラ面での整備が、税負担の公平性や投資家保護の観点を損なうことなく、徐々に進んでいくとの期待に立てば、不動産プライベートファンドの投資家層は拡がり、J-REIT とともにその両輪として不動産投資市場の発展を牽引していくことになるものと思料される。

「リアルエステート マネジメント ジャーナル」2004年4月号（株式会社ビーエムジェー発行）掲載

【お問い合わせ】 [https://www.stbri.co.jp/contact/form-private/private\\_investment.html](https://www.stbri.co.jp/contact/form-private/private_investment.html)