



2004年11月2日開催

不動産投資ファンドの新たな潮流 ～今注目される不動産プライベートファンドの実態と評価のポイント

株式会社 住信基礎研究所
上席主任研究員

井 上 淳 二

目 次

- | | |
|-----------------------|---------------------|
| 1. 不動産証券化市場の概要 | 3. 不動産プライベートファンドの評価 |
| 2. 不動産プライベートファンド市場の動向 | 4. 終わりに～各プレイヤーの課題 |

1. 不動産証券化市場の概要

(1) 不動産証券化の法的枠組み整備の変遷

まずはじめに、現在まで大きな発展を遂げてきた不動産証券化市場について、その法的な枠組み整備の変遷をレビューする（図表1-1）。

1987年ごろから、いわゆる“ワンルームマンション投資”といった不動産の権利を小口化した投資商品の供給がスタートし、従来は一部の富裕層や法人の余資運用の対象であった不動産投資が広く一般の個人投資家層へと拡大する契機となった。しかしその後のバブル崩壊を経て、不動産市況の急激な落ち込みや不動産事業者の倒産などによってこうした個人投資家に大きな損害が出たことから、投資家保護強化の要請が社会的に高まり、1995年には不動産への共同投資事業に対する一定の法的枠組みとして不動産特定共同事業法が施行された。これが現在に至

図表1-1 不動産証券化の法的枠組みの変遷

◇1987年 不動産小口化商品の供給開始 ⇒低い流動性・換金性、事業者の倒産
◇1995年 不動産特定共同事業法施行 ⇒「不動産共同投資商品」の供給増、証券化基盤拡大
◇1998年 S P C法（旧法）施行 ⇒倒産隔離、設立コスト等の課題
◇2000年 資産流動化法・改正投信法施行 ⇒J-R E I T上場（2001年9月）
◇2003年 REIT税制の改正／FOFs解禁 ⇒J-R E I T市場の活況

出所：住信基礎研究所作成

本稿は11月2日東京で行われた日本証券アナリスト協会主催の講演会の要旨を講師の了解を得て掲載するものです。
講師井上淳二氏は、神戸大学経済学部卒業、マンチェスター工科大学大学院修士課程修了（MSc）、1992年住信基礎研究所入社後、主に不動産投資に関する調査研究・コンサルティング業務に従事。

本稿は(社)日本証券アナリスト協会のホームページに掲載された講演要旨を、同協会の許可を得て転載するものです。

る不動産の集団投資スキームの原型をなすものである。

その後、1998年には金融機関の不良債権処理への活用を大きな目的とするSPC法（旧法）が施行され、SPCを利用した不動産証券化の基本スキームが確立された。しかしながら旧SPC法は手続きが煩雑で使い勝手が悪く、十分に利用が進まなかったため、2000年11月に、それらの点を改正した資産流動化法が新法として施行された。それと同時に従来の証券投資信託法についても、不動産を運用対象として明確に規定した投信法に改正され、これによって不動産証券化における資産流動化型と資産運用型という二つのスキームが法的に整備されることとなった。2001年9月にはその投信法に基づいて、日本ビルファンドとジャパンリアルエステイトの二つの投資法人が東証上場を果たし、以後のJ-REIT市場の活況は周知のところである。

(2) 不動産証券化商品の投資魅力と投資リスク

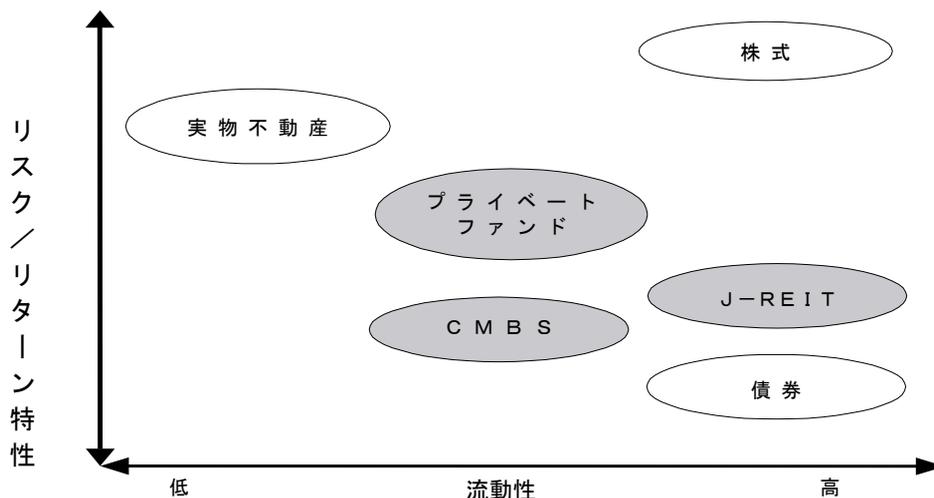
不動産証券化商品の投資魅力としては、賃貸契約に基づいた安定的なインカム収益やレバレッジ効果による高利回りが期待できる点、少額での分散投資が可能であり、運用は不動産のプロに任せられるなど不動産投資のピギナーにも比較的ハードルが低い点、さらには株や債券など他の投資商品との低い相関性やインフレヘッジ機能といった投資家のポートフォリオ構成上もメリットがあることなどが挙げられる。

一方、こうしたさまざまな魅力と裏腹に当然ながら投資に伴うリスクもある。具体的にはまず、賃貸マーケットと取引マーケットという二つの不動産マーケットの変動リスクを内包している点が挙げられる。つまり、これら二つのマーケットの変動が不動産証券化商品のインカムゲインとキャピタルゲインそれぞれに直接的な影響を及ぼすことになる。現在、商業不動産の取引価格は賃貸収入に基づく収益還元的な手法によって決定されるというのが市場でのコンセンサスとなっており、それに従えば賃貸マーケットと取引マーケットの変動のベクトルは中長期的には同じ方向に向かうと考えられる。しかしながら、まさに今の東京都心のオフィスマーケットに見られるように、賃貸市況は軟調であるにもかかわらず、取引市況は極めて活況を呈すというように、短期的にはこの二つのマーケットは大きく乖離することがあり、したがって不動産証券化商品は常に二種類の異なるマーケットリスクにさらされていることになる。

そのほかにも他の投資商品に比べて相対的に低い流動性や、運用者のモラルハザードの問題、また新しい商品であるが故に税制等の適用面や制度変更に伴うリーガルリスクも高く、さらには今後、特に懸念される金利上昇リスクなどが不動産証券化商品の投資リスクとして指摘できる。

このように多くのメリットとリスクを併せ持つ不動産証券化商品であるが、その投資特性を株や債券など一般的な他の投資商品と対比して表現するならば、「ミドルリスク＝ミドルリターン」ということになるとと思われる（図表1-2）。そしてこの中間的な性格が今の投資家ニーズにうまくマッチし、市場が拡大を続けている大きな要因になっていると考えられる。

図表1-2 不動産証券化商品の投資ポジションイメージ



出所：住信基礎研究所作成

(3) 不動産証券化市場の規模

不動産証券化市場全体の規模を正確にとらえることは難しいが、国土交通省が平成9年度から実施している「不動産の証券化実態調査」において、各年度ごとに証券化された不動産の資産価格を網羅的に積算しており、これをもって不動産証券化市場の規模とすると、直近の平成15年度の市場規模は約4兆円となる。620億円であった平成9年度と比較すると、6年で実に64倍以上の規模に拡大している（図表1-3）。

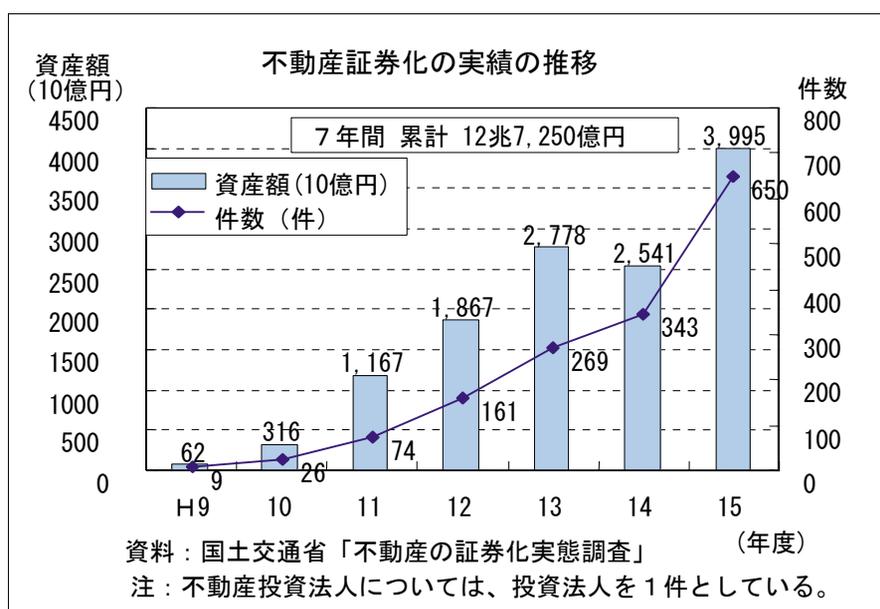
このような急速な市場拡大の背景には、不動産証券化市場に物件を供給する側と資金を供給する側の双方にそれぞれ事情がある。まず前者の物件供給サイドの事情としては、不動産を多数保有する一般事業法人が資産効率の向上や減損会計の実施をにらんで保有不動産をオフバランスする必要に迫られていること、また不動産事業者も自ら不動産を抱えず、フィービジネスへとビジネスモデルをシフトしていること、さらに金融機関でも不良債権の担保不動産処分ニーズが引き続き高いレベルにあることなどが挙げられる。一方、資金供給サイドの事情としては、伝統的資産の利回りが低迷しており、イールドギャップを追求する必要から代替的な投資対象が必要とされていること、金融機関においてノンリコースローンの拡大志向が急速に強まってきたこと、また収益還元法に基づく価格評価や欧米流のデュエリジェンス手法が市場に定着し、不動産投資のインフラ環境が充実してきたことなどが挙げられる。

(4) J-REIT市場の拡大

中でも不動産証券化市場の発展に大きなインパクトを与えたのは、J-REITの登場である。前述のように2001年9月に2銘柄でスタートしたJ-REITは、3年間で14銘柄に増加し、現時点（2004年9月末）での全銘柄の取得不動産の資産価格を合計すると約1.9兆円に上り、わずか3年で6倍に拡大している。ちなみにJ-REITが平成15年度に取得した不動産の資産価格は約7,600億円に上り、先の不動産証券化市場全体の規模（約4兆円）と比較すると、約2割程度に相当する。

J-REITの不動産証券化市場への貢献は、単にこうした数字上のものにとどまらない。それは、情報開示に積極的なJ-REITによって不動産取引にかかわるさまざまな情報がオープンにされたことを通じて、従来、不透明感が強かった不動産取引の実態に関する透明性が飛躍的に高まった点にある。このことがJ-REIT以外の証券化商品も含めた不動産投資全般の信頼回復につながったとともに、不動産投資における共通のベンチマーク的なデータを提供することになったと言える。

図表1-3 不動産証券化市場規模の推移



2. 不動産プライベートファンド市場の動向

(1) 不動産プライベートファンドの市場規模

J-REITとともに証券化市場を牽引する不動産プライベートファンドについては、私募であるために公にされる情報は限定的であり、その全容を正確に把握することは難しい。そこで当社では独自にアンケート調査やヒアリング調査等を行ってその実態の把握に努めている。このようにして集めた各種の情報を整理した結果、2004年3月末時点における不動産プライベートファンドの市場規模（当該時点で運用中のファンドが取得済みの不動産の合計資産額）は約1.3兆円となり、一年前（2003年3月末：約0.7兆円）に比べるとほぼ2倍の規模となると試算された。それぞれ同時期のJ-REITの市場規模（2003年3月末：0.8兆円、2004年3月末：1.6兆円）にほぼ匹敵する水準である（図表2-1）。

また2004年4月以降に新たに組成されたプライベートファンドについては現在調査中であるが、明らかになっているものだけでその目標資産額を合計すると約1兆円にも及び、不動産プライベートファンドの市場規模は更に拡大を続けているものと思料される。

(2) 参入企業の動向

これらの不動産プライベートファンドを組成・運用している企業については、当社が把握しているだけで約70社、未公表の企業等を含めると80～90社はあるとみられる。これらの参入企業をその参入の経緯を踏まえて分類してみると、大手総合不動産会社およびその系列会社（総合系）、マンションデベロッパーや仲介専門会社などの中堅専門不動産会社（專業系）といった既存の不動産事業者に加え、商社や金融機関（商社・金融系）などの異業種企業、独立系のファンド会社（独立系）、海外の金融機関や投資運用会社およびその系列会社（外資系）など、大きく分けて五つのタイプが見られる（図表2-2）。

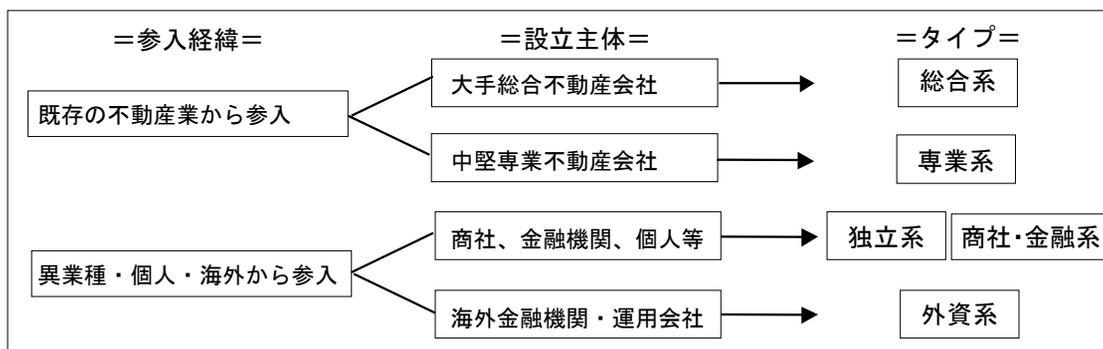
これらの企業による最近のファンド組成の動向として目立つのは、地方のマンション分譲事業者などが自社の保有物件や開発物件によってファンドを組成する動きが活発化していることや、独立系ファンド会社が大型ファンドを次々と組成し、業容を大きく拡大させていること、さらにまた金融機関と独立系ファンド会社、あるいは外資系

図表2-1 J-REITおよび不動産プライベートファンドの市場規模の推移

	2003年3月末	2003年12月末	2004年3月末
J-REIT	0.8兆円	1.3兆円	1.6兆円
プライベートファンド	0.7兆円	1.0兆円	1.3兆円

出所：J-REITは公表データ、プライベートファンドはアンケート、ヒアリングおよび公表データに基づく住信基礎研究所の試算・推計による

図表2-2 ファンド組成・運用会社のタイプ



出所：住信基礎研究所作成

企業と国内不動産会社というように異業種間で提携し、新たなファンドの組成に取り組んでいることなどが挙げられる。

(3) 新規組成ファンドの動向

2004年以降に新たに組成されたファンドのうち、当社で具体的な情報を把握しているものは全部で49本あり、そのうち判明している目標資産額を合計すると約1.3兆円に上る。これらのファンドの内容から、最近のプライベートファンドの組成の傾向をまとめるとおおむね以下ようになる（図表2-3）。

また目標利回りやLTV（ローントゥバリュー）といったファンドの数値的なスペックについて、2003年12月時点で運用中のファンドのデータと比較して見ると、以下に示すとおり、目標利回りやLTVの低下、運用期間の短縮化、目標資産額の減少といった変化がうかがわれる（図表2-4）。

こうした新規ファンドの組成傾向やスペックの変化は、取得競争の激化によって不動産価格が上昇し、特に都心部などで新たな不動産の取得が困難となってきたことや、年金基金をはじめとする機関投資家のプライベートファンドへの投資意欲が高まり、そうした投資家ニーズをより反映する形で組成が進んでいることによるものと考えられる。

3. 不動産プライベートファンドの評価

(1) 当社におけるプライベートファンドの評価体系

当社が行っている不動産プライベートファンドの評価業務には二つのフェーズがある。一つは投資判断時における評価、すなわち不動産プライベートファンドのデューデリジェンス業務であり、もう一つは投資を実行した後のファンドのパフォーマンス等を評価するモニタリング業務である。ここでは前者を対象として、当社における不動産プライベートファンドのデューデリ業務について説明する。

当社のプライベートファンドの評価体系は下図に示すとおりであり、評価対象となるフィールドは大きく五つにわたる（図表3-1）。まず一つ目は「スキーム」についての評価である。スキームとは言わばファンドのフレーム部分であり、その評価の主眼はファンドを構成するさまざまなプレイヤー（SPC、アセットマネジャー、投資家、レンダーなど）の関係がどのように規定されているかを精査することにある。二つ目の評価対象である「ファンドスペック」はファンドのタイプや特性を規定する部分であり、設定されている目標や数値基準から当該ファンドの内容を特定し、ファンド全体の整合性という視点からチェックすることになる。三つ目の「物件」については、組成時点で組み入れる不動産が確定している場合にそのバリュエーション（価格評価）を行うものである。四つ目の「投

図表2-3 最近のプライベートファンド組成の傾向

- ◇一任勘定型ファンドの台頭
- ◇バリューアップ型ファンドの増加
- ◇地方小型ファンドの増加
- ◇開発型ファンドの増加
- ◇年金向けファンドの増加

図表2-4 ファンドスペックの変化

スペック	2003年12月時点の運用中ファンド	2004年1月以降の組成ファンド
対象ファンド数	20本	49本
目標利回り（IRR）	13.6%	11.7%
負債比率（上限LTV）	74.2%	67.7%
運用期間	5.8年	5.2年
目標資産額	579億円	287億円

出所：アンケート・ヒアリングおよび公表データを基に住信基礎研究所にて集計

「投資運用戦略」は、そのファンドがどのような不動産ポートフォリオを構築するのか、あるいはまたその目標利回りをどのような方法によって達成するのかについて検証するものであり、最後の「運用会社」については、そうした投資運用戦略を実行していくのに必要な、業務実績やノウハウ、組織体制や人材等を運用会社が備えているかどうかといった点を中心に評価を行うものである。

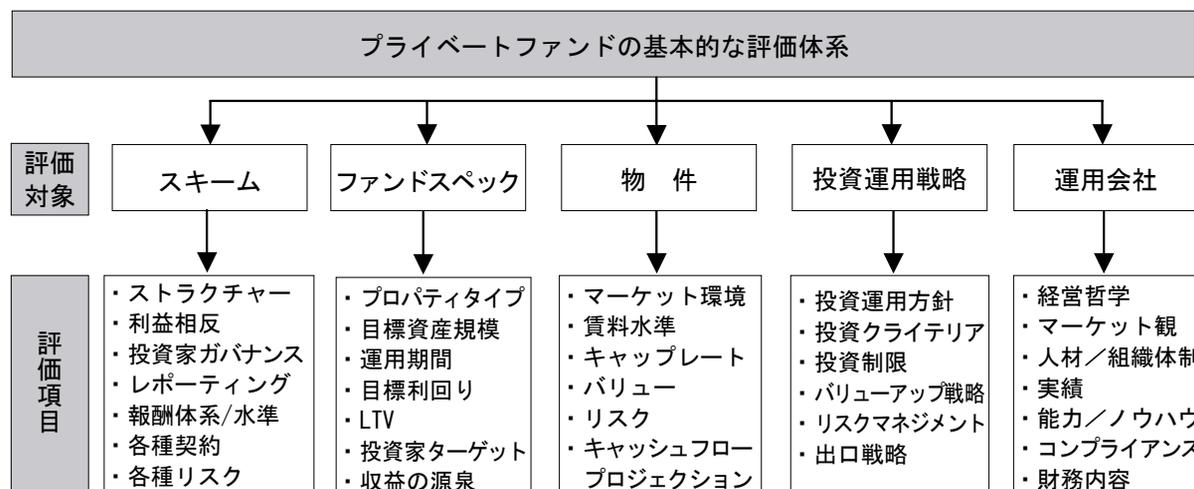
(2) 評価業務の内容

具体的な評価業務の内容としては、大きく四つに分けられる。まず最も基本的かつ中心的な業務となるのが「ドキュメントチェック」である。ファンドに関するさまざまな資料を精査していくものであるが、主なものを挙げるだけでも以下のようなドキュメントがあり、その精査には多大な時間を要する（図表3-2）。二つ目の業務としては「マネジャーインタビュー」がある。ドキュメントチェックを通じて把握したファンドの内容について、疑問点や問題点を質し、場合によってはファンドの設定内容について変更や修正を求めるといったこともある。同時にまた、会社全体としての経営方針や哲学、ファンドの運用能力やノウハウ、これまでの投資運用実績などについて詳細な聞き込みを行い、定性的なマネジャー評価を行う。三つ目の業務として「定量分析」がある。前述のように物件が確定している場合に、当社で独自に個別物件に関するマーケット分析とバリュエーションを行い、それに基づいてファンド全体のキャッシュフロープロジェクトを策定する。これと比較対照することにより、組成運用会社から提示されたファンドのプロスペクト（個別物件およびファンド全体のキャッシュフロープロジェクト、想定利回り等）について評価を行う。四つ目の業務である「実地調査」は個別物件に関する「定量分析」を補完するもので、必要に応じて実際に物件を見て定性的な観点から物件評価を行うものである。

(3) スキームの評価

スキームに関する評価としては、まずファンドの基本的なストラクチャーからみることになる。現在、不動産プライベートファンドの多くは、中間法人が設立した有限会社をSPCとし、そのSPCが投資家と匿名組合契約を結

図表3-1 不動産プライベートファンドの評価体系



出所：住信基礎研究所作成

図表3-2 ファンド評価に関する主なドキュメント

- ◇商品概要説明書
- ◇各種契約書（タームシート、ドラフト）
- ◇ビジネスプラン
- ◇キャッシュフローシート
- ◇不動産鑑定評価書/マーケットレポート
- ◇エンジニアリングレポート/地震リスク診断報告書

んで出資を受ける、いわゆるYK+TK方式のストラクチャーとなっており、これによって倒産隔離と二重課税の回避を図るのが一般的である（図表3-3）。これとは異なるストラクチャーを採用しているファンドや、あるいは海外投資家や年金基金などを対象とするファンドなど、より複雑なストラクチャーが採用されている場合には、その必然性や法的な有効性などを重点的にチェックする必要がある。

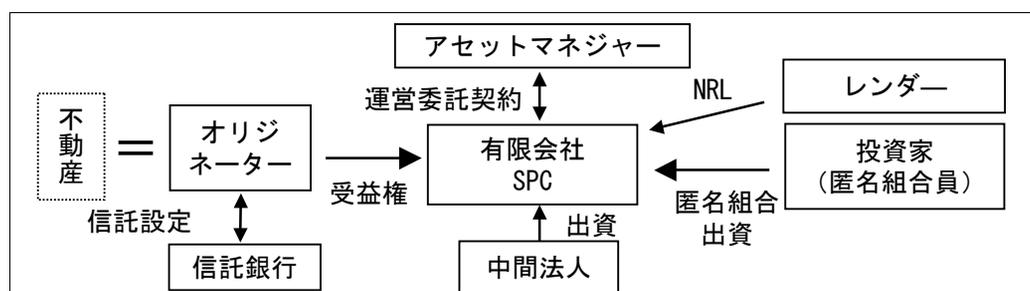
次に契約関係については、主なものとして上記の匿名組合契約、SPCとアセットマネジャー間の運営委託契約、レンダーとのローン契約などが挙げられる。これらの契約関係については、それぞれタームシートやドラフトを個別に精査していく必要があるが、投資家の立場から特に注視すべき点としては、アセットマネジャーの権限や報酬の体系・水準がどのように設定されているか、またスポンサー企業等の利益相反行為を排除ないしは回避するためにどのような仕組みが組みられ、そこに一定の投資家ガバナンスが確保されているのかどうか、あるいはレンダーの権限やローン条件などはどのような内容になっているのか、といった点が挙げられる。

(4) ファンドスペックの評価

a. ファンドタイプの把握

ファンドスペックについての評価プロセスとしては、まずファンドのタイプを把握することから始まる。ファンドタイプには幾つか分類の視点があるが、最も基本的なものとして、物件の取得スタイルに着目した「物件固定型」「追加取得型」「一任勘定型」といった分類がある。これはファンドが組成運用のどの段階で不動産を取得するかによって分類するものであり、組成時点で取得物件がすべて確定しているものが「物件固定型」、一部は確定しており運用開始後に追加的に取得していくものが「追加取得型」、組成時には全く物件は確定しておらず、運用がスタートした後、アセットマネジャーの裁量によってすべての物件を取得していく、いわゆるブラインドプールタイプが「一任勘定型」である。また取得物件のグレードないしは運用のスタイルから見たファンドのタイプ分けとしては「コア型」「バリューアッド型」「オポチュニティ型」といった分類がある。比較的優良な物件を取得し、インカム収益を重視して安定的な運用を目指すタイプのファンドを「コア型」、逆に取得対象を不良債権がらみなどの劣化不動産に絞り、権利関係の調整や大規模な修繕などによって問題点を改善して価値を高めた後、売却するといったキャピタルゲイン狙いのファンドを「オポチュニティ型」、その中間的なタイプを「バリューアッド型」と呼ぶのが一般的である。そのほかにも、投資対象不動産のプロパティタイプによって「オフィス系」「住宅系」「複合型」といった分類もできる（図表3-4）。

図表3-3 不動産プライベートファンドの基本ストラクチャー



出所：住信基礎研究所作成

図表3-4 ファンドのタイプ分類

取得スタイル	運用スタイル	プロパティタイプ
◇物件固定型 ◇追加取得型 ◇一任勘定型	◇コア型 ◇バリューアッド型 ◇オポチュニティ型	◇オフィス系 ◇住宅系 ◇複合型、etc

出所：住信基礎研究所作成

b. ファンドポジションの把握とユニバース比較

当社ではこうしたファンドタイプごとに標準的なスペックをある程度把握しており、それと対比することによって当該ファンドの基本的な特性を明らかにする。具体的には下に示すようなポジショニング表（内容はダミー）に、評価対象となるファンドのスペックをプロットすることにより同一タイプのファンドとのユニバース比較を行う（図表3-5）。表に示された標準的なスペックからはずれている場合には（LTVの水準が標準よりも高い、あるいは利回り水準が低い、など）、その理由や根拠などを明らかにする過程を通じてファンドの評価を行うことになる。

c. ファンド全体の整合性のチェック

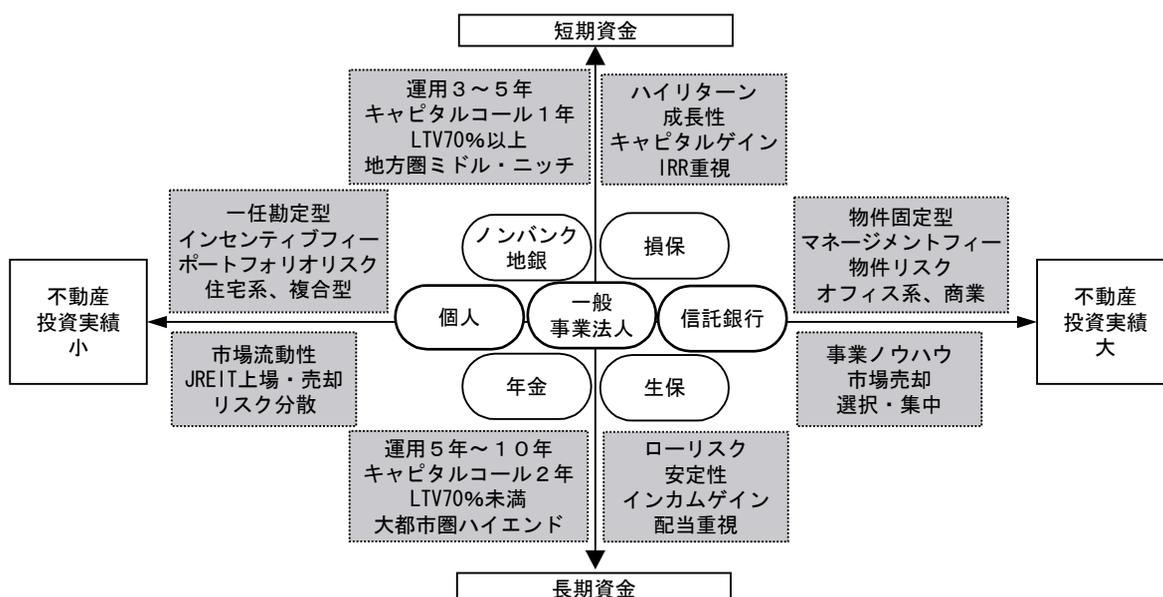
また前述したように、ファンドスペックについてはファンド全体としての整合性という観点からチェックすることが重要であり、次の評価ステップとしては、当該ファンドのスペックがターゲット投資家層のニーズに合致した内容となっているのかどうか、さらには当該ファンドにおいて設定されている投資運用戦略がそのファンドスペックと適合したものであるのかどうか、といった視点から評価することが必要となる。下表は、ファンドスペックと投資家ニーズ／投資運用戦略との一般的なマッチング傾向を示したものである（図表3-6）。

図表3-5 プライベートファンドのポジショニング（●評価対象ファンドをプロット）

=ミドルハイクラス=		オポチュニティ	←→	バリューアッド	←→	コア
主要な投資家ターゲット		海外機関投資家 海外ファンド		国内事業法人 海外年金		国内機関投資家 国内年金 ●
投資 スタ ンス	ファンドタイプ	物件取得型		物件追加取得型 ●		物件固定型
	プロパティタイプ	住宅（ユニット） バルク案件		オフィス（Bクラス） ●		住宅（棟単位） オフィス（Aクラス）
	収益の源泉	キャピタルゲイン		キャピタルゲイン ● インカムゲイン		インカムゲイン
ス ペ ック	LTV	70%~ ●		60~70%		50~60%
	運用期間	2年以内		3~4年 ●		5~10年
	目標IRR	20%~		15%~ ●		10%~
● ●
● ●	
● ●

出所：住信基礎研究所作成

図表3-6 ファンドスペックと投資家ニーズ／投資運用戦略とのマッチングの一般的傾向



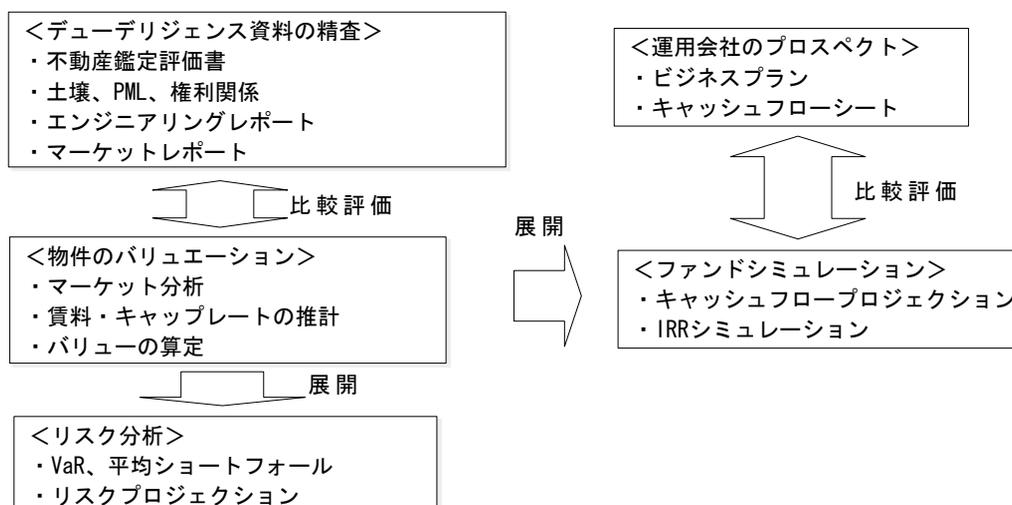
出所：住信基礎研究所作成

(5) 物件評価

物件評価については、ファンドの組成運用会社から提示される物件関係のデューデリ資料（不動産鑑定評価書、マーケットレポート、キャッシュフローシート、ビジネスプラン等）を精査する一方で、独自に個別物件のバリュエーションとそれに基づくファンド全体のシミュレーションを行い、その結果をデューデリ資料と突合し、比較評価するという形で進める。また各物件の価格下落リスクやファンドの利回り低下リスクを金融工学的な手法を用いて算出し、ファンドへの投資リスクを定量的に把握するといった試みも行っている（図表3-7）。

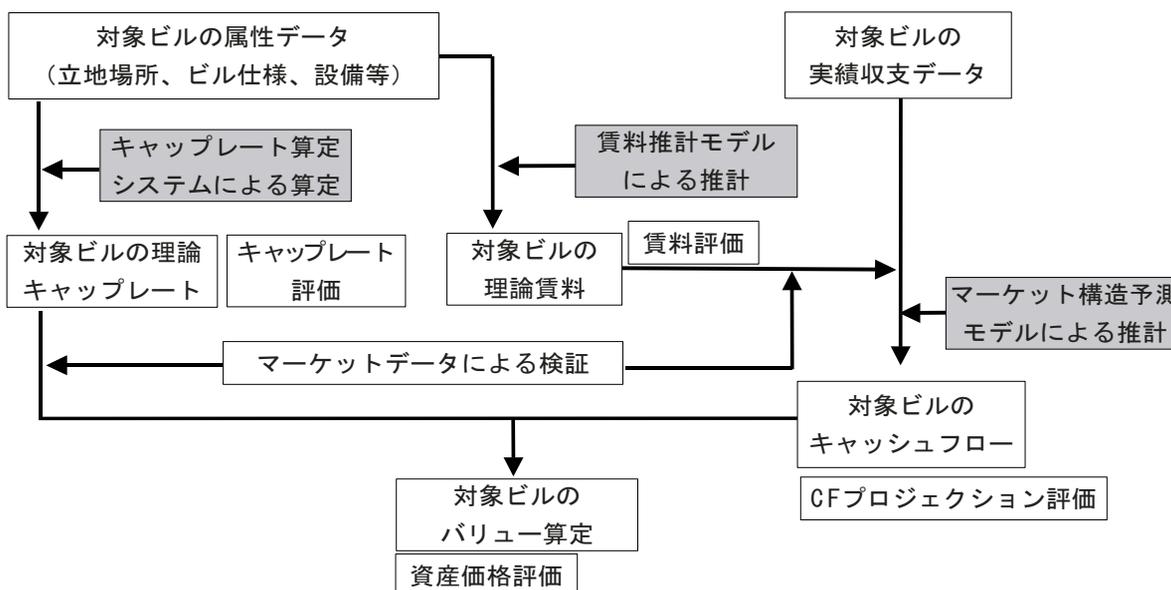
当社では、膨大なマーケットデータに基づいて不動産市況の将来予測ならびに個別物件の賃料水準やキャップレートを推計する理論モデルを各種構築しており、これらを駆使して対象物件のバリュエーションを算定する。これによって評価者の恣意性を排除し、不動産の価値を可能な限り合理的・客観的に導出している点が当社のバリュエーションの特徴である（図表3-8）。

図表3-7 物件評価のフローと展開



出所：住信基礎研究所作成

図表3-8 個別物件のバリュエーションのフロー（オフィスビルの例）



出所：住信基礎研究所作成

4. 終わりに～各プレイヤーの課題

最後に、今後不動産プライベートファンドのマーケットが更に拡大・発展していくために、各プレイヤーに求められる課題を幾つか提示して、本講演のむすびとしたい。

◇運用会社の課題

- ・トラックレコードを背景にした、精度の高いプロスペクトの提示
- ・投資運用戦略による成果の明示
- ・グループ内取引の透明性確保、利益相反の排除
- ・投資家へのレポート能力の向上

◇投資家の課題

- ・アセットマネジャーの運用能力に対する適正な評価
- ・投資家間の既存ファンドのパフォーマンス情報の共有化
- ・評価の基準となる、信頼性の高いベンチマークインデックスの整備
- ・第三者評価の活用

◇評価機関の課題

- ・セルサイド支援 → バイサイド支援
- ・物件評価 → マネジャー評価（戦略・能力）
- ・キャッシュフロープロジェクション → リスクプロジェクション