

不動産私募ファンドに関する実態調査 2014年7月 ～調査結果～

2014年9月16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18回目となり、56社の不動産運用会社から回答を得た。

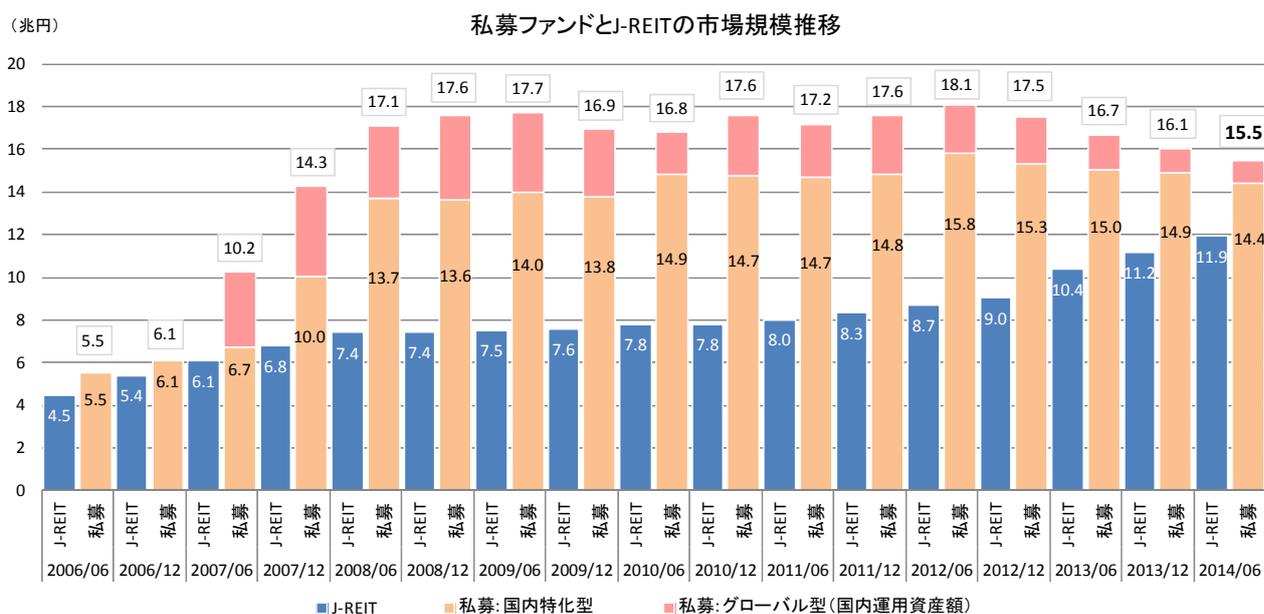
- 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数:111社
- 回答社数:56社(回収率:50.5%)
- 調査時期:2014年7月
- 調査方法:郵送およびEメールによる調査票の送付・回収

・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6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15.5兆円と推計した。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(2013年12月末時点)での運用資産額は16.1兆円であり、半年間で約5,700億円(3.6%)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15.5兆円>

- ・2014年6月末時点での運用資産額は約15.5兆円となり、前回調査時からの半年間で約5,700億円(3.6%)の減少という結果となった。これは前回に引き続き好調な不動産市況のもと、多くのファンドが物件売却を実行したことが要因と思われる。
- ・2014年1月～6月における不動産売買実績に関しては、物件を取得していないと回答した運用会社の大半が、価格目線の不一致や入札における競合の激化を理由として挙げており、依然として物件取得が困難な環境下にあることがわかった。
- ・今後も物件取得の環境は困難な状況が継続すると思われるが、このような環境下でも各運用会社が自社の強みを最大限に活用することで、適正価格での物件取得を実行していくことが期待される。



出所)三井住友トラスト基礎研究所

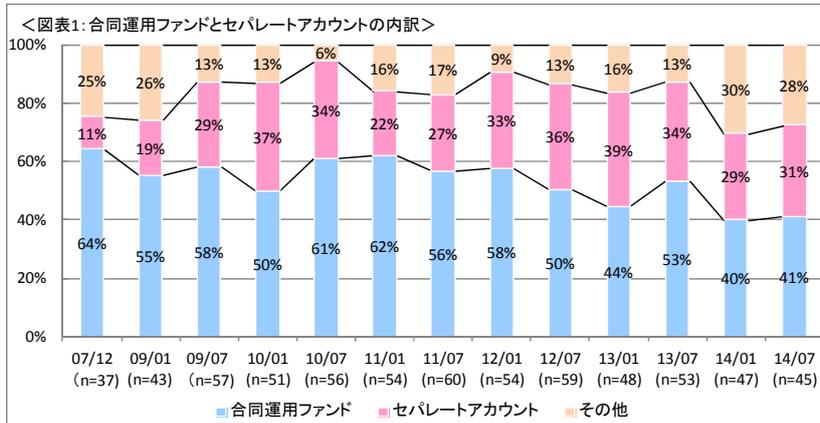
〈不動産私募ファンドに関する実態調査 2014年7月 ～アンケート調査結果の概要～〉

(※) 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

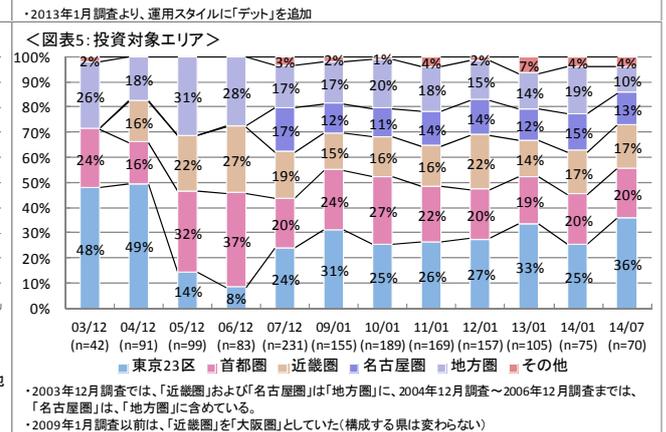
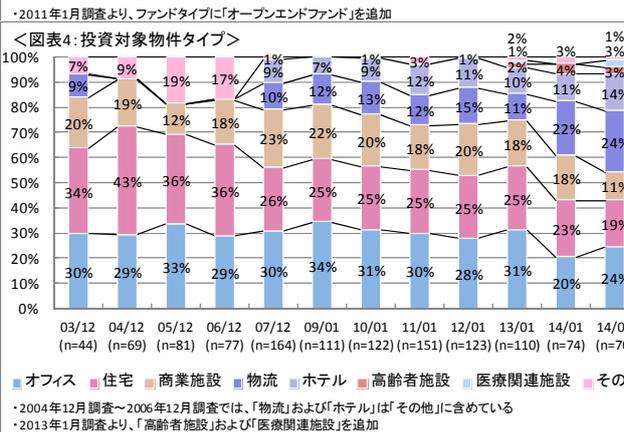
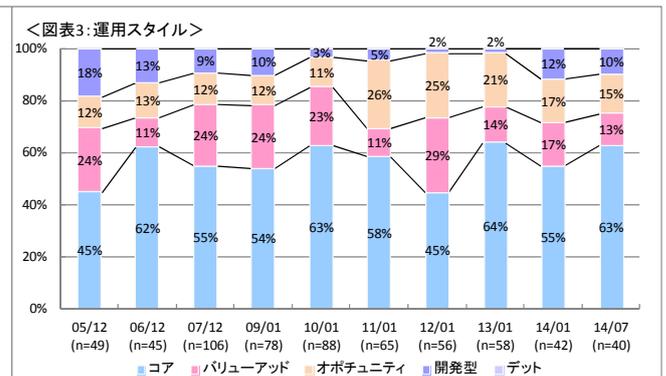
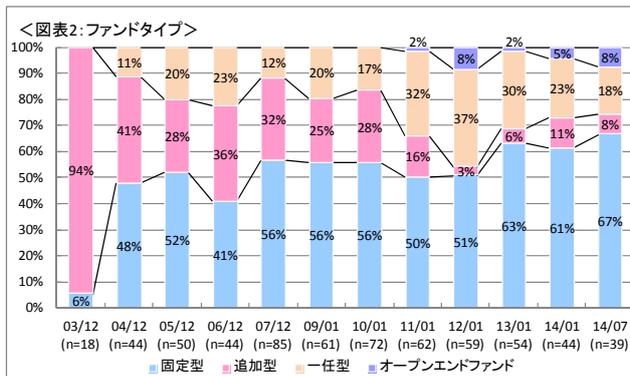
不動産私募ファンドの運用資産残高について、複数の投資家向け「合同運用ファンド」と単一の投資家向け「セパレートアカウント」に分類して質問したところ、合同運用ファンドは、回答先の合計残高ベースで3兆1,315億円(41%)であり、セパレートアカウントが2兆4,081億円(31%)となった(図表1)。



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」の比率が増加している(図表2、図表3)。また、「投資対象物件タイプ」では「オフィス」比率が高まり(図表4)、投資対象エリアにおいても「東京23区」が伸長する結果となった(図表5)。今回調査結果を総合的に勘案すると、前回調査にて鮮明となった投資家のリスクオン姿勢に若干の変化が生じる結果となった。

投資対象物件タイプについては、「オフィス」以外では「物流」、「ホテル」の比率も若干ではあるが伸長しており、現状の景況感や将来的なオリンピック等による観光客増加等の需要を見込んだ選好がなされていると思われる。また、比率は少ないものの、「高齢者施設」「医療関連施設」への投資実績も確認された。

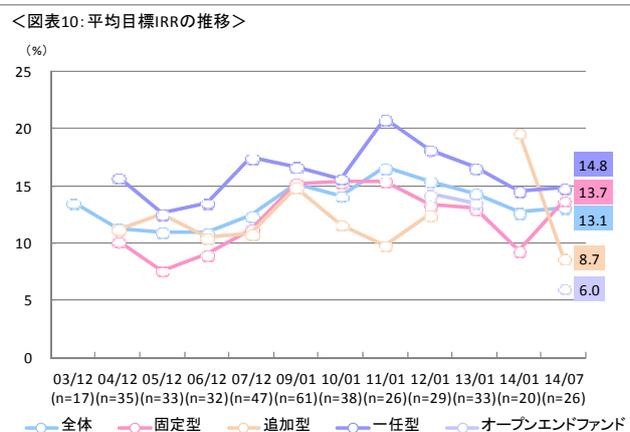
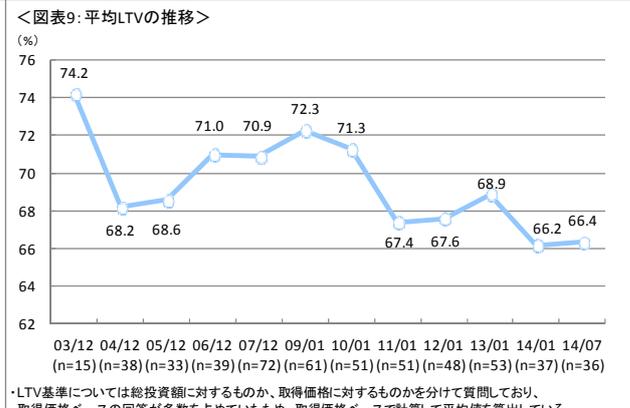
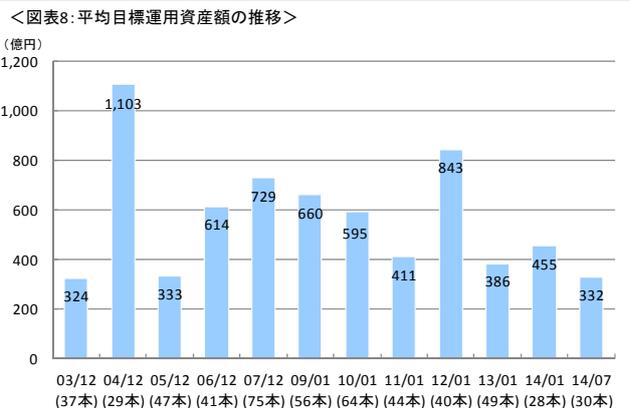
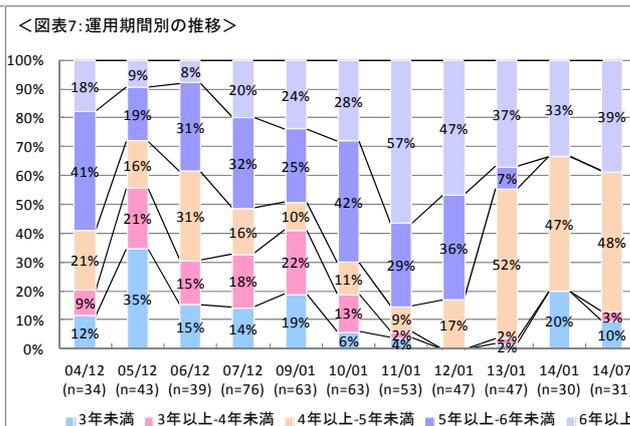
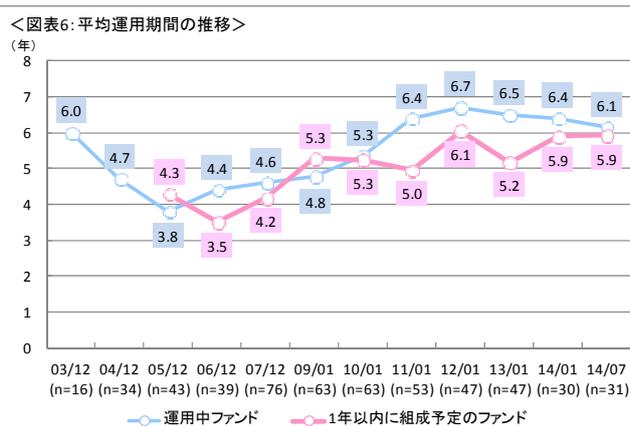


・2011年1月調査より、ファンドタイプに「オープンエンドファンド」を追加
 ・2013年1月調査より、運用スタイルに「デット」を追加
 ・2004年12月調査～2006年12月調査では、「物流」および「ホテル」は「その他」に含めている
 ・2009年1月調査以前は、「近畿圏」を「大阪圏」としていた(構成する県は変わらない)

現在運用中のファンドの平均運用期間に関しては6.1年という調査結果となっており、1年以内に組成予定のファンドは5.9年という調査結果となっている(図表6)。現状の傾向としては、いずれも6年という運用期間に収斂されつつある。

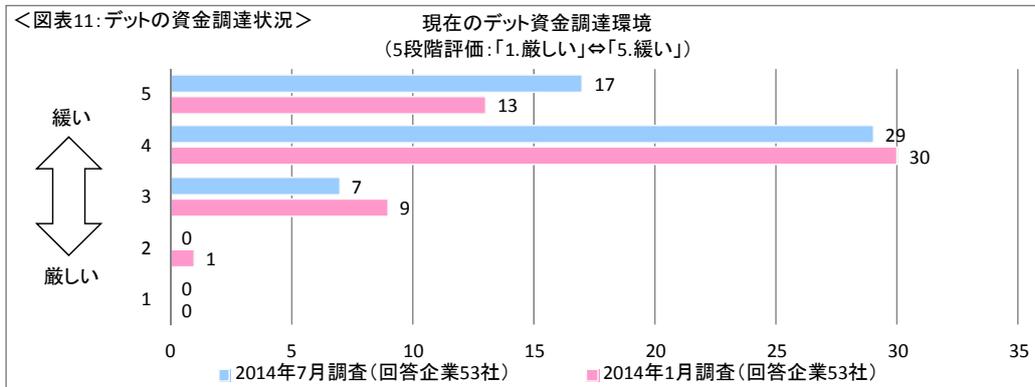
平均目標運用資産額に関しては332億円という調査結果となっており、前回調査結果から減少した(図表8)。既述のとおり、物件固定型でのファンド比率が増加しており(図表2)、かつこれらのファンドの対象物件が比較的小規模であることが要因になっているものと推察される。

LTVに関しては、取得価格ベースで65%をやや超える水準で推移しており(図表9)、ここ数年70%を下回る水準での推移に変化はない。回答内容としては、前回調査と同様、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。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。良好な資金調達環境にあってもLTV水準は安定的に推移しており、今後も同様の水準での推移が継続するものと思われる。



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46社)が「4」または「5」と回答している。また、前回調査時(2014年1月)と比較して、「5:緩い」と回答した運用会社が増加しており、デット資金の調達環境がより緩和したと認識する運用会社が増加していることがわかった(図表11)。



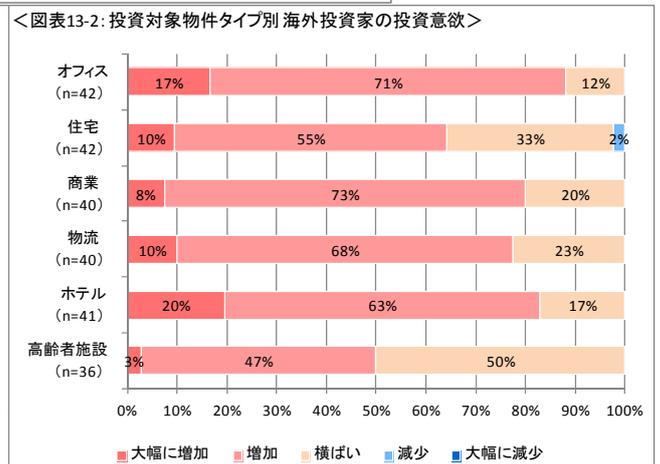
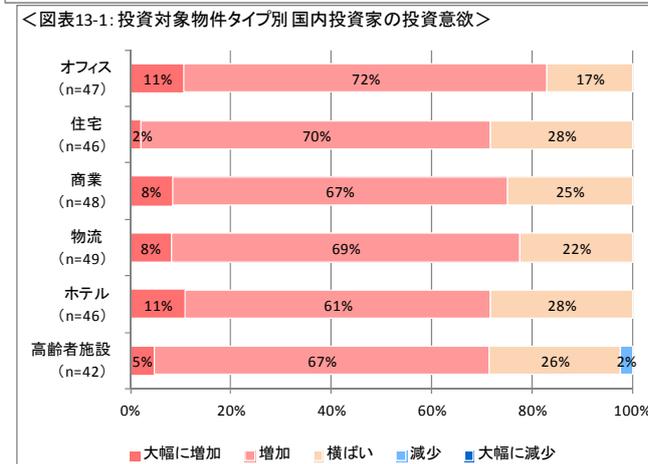
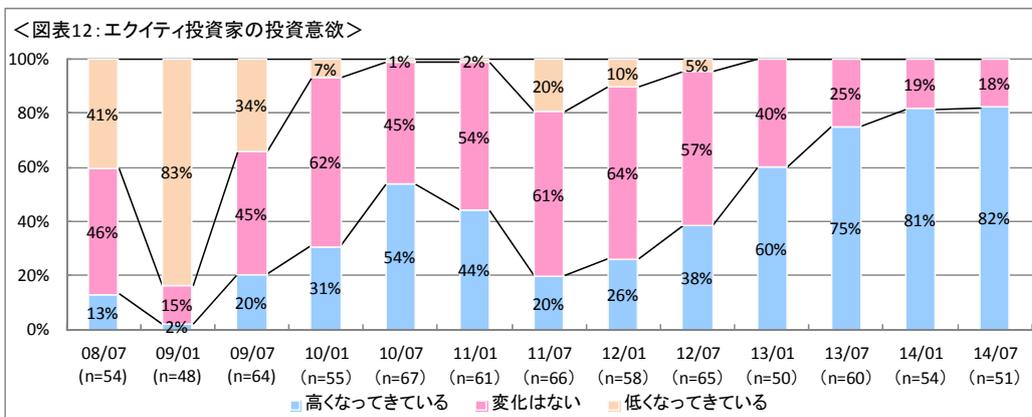
④ エクイティ資金調達状況

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に関して、「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)。

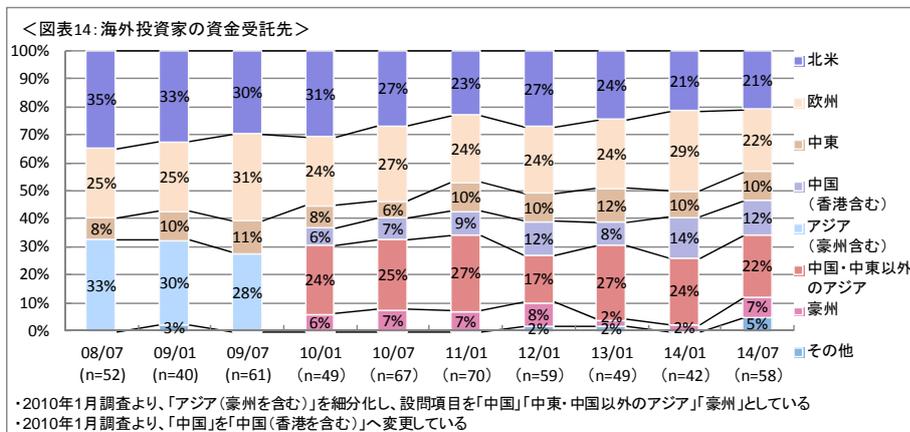
エクイティ投資家を選好すると思われる投資対象物件タイプに関して、「大幅に増加」および「増加」という回答比率を合計すると、国内投資家では「オフィス」83%、次いで「物流」78%、「商業」75%となったのに対して、海外投資家では「オフィス」88%、次いで「ホテル」83%、「商業」81%という結果となった(図表13-1、図表13-2)。

「ホテル」への投資意欲が高まっているのは海外観光客の増加等の状況を勘案した結果だと思われる一方で、現状の消費増税後の消費動向等を考慮した場合、今後、「商業」への投資意欲がどのように変化していくのかについて注視したい。



b. 海外投資家の資金受託先

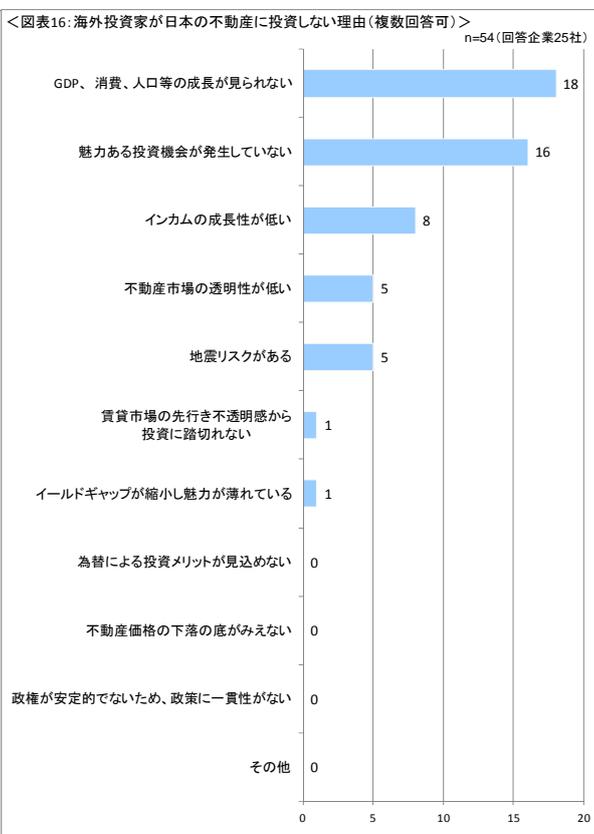
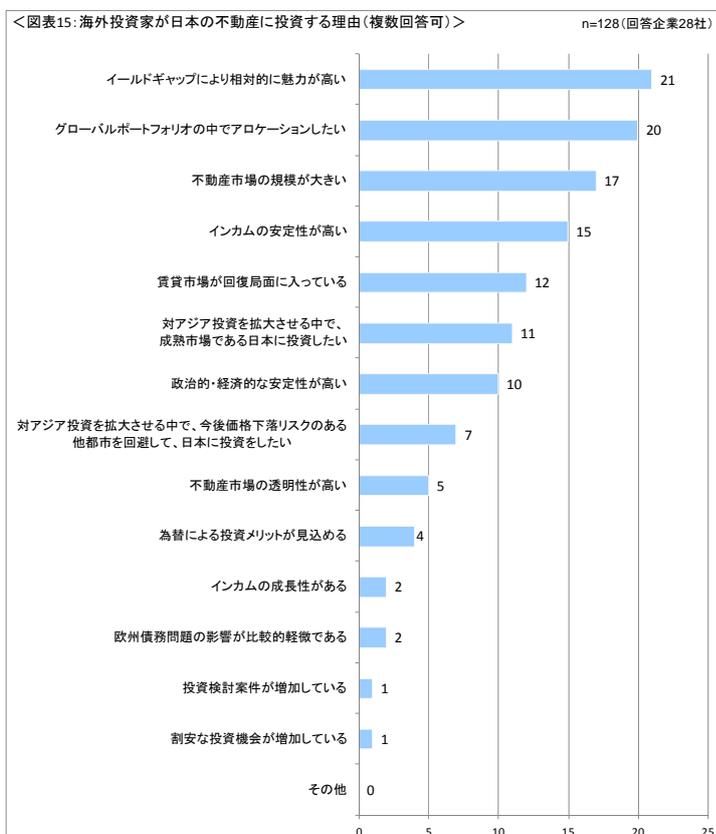
海外投資家の資金を運用している運用会社のみを対象として、その運用資金の受託先に関する調査を行ったところ、前回調査から「欧州」比率がやや減少したが、それ以外の比率に関しては概ね変化は生じていない結果となった(図表 14)。



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」、「不動産市場の規模が大きい」、「インカムの安定性が高い」といった内容が選択されており、経済的要因や投資環境に関する要因が挙げられている(図表 15)。

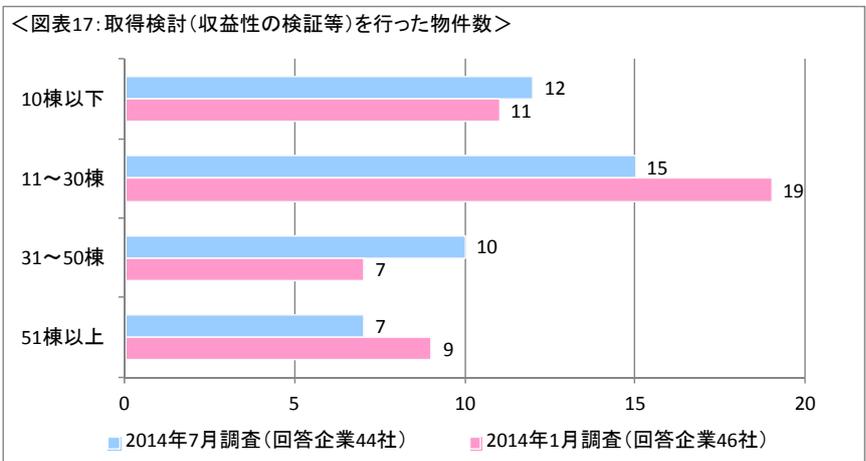
他方、海外投資家が日本の不動産に投資を行わない理由としては、多くの運用会社が「GDP、消費、人口等の成長が見られない」、「魅力ある投資機会が発生していない」という内容が挙げられている(図表 16)。



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1月~6月)

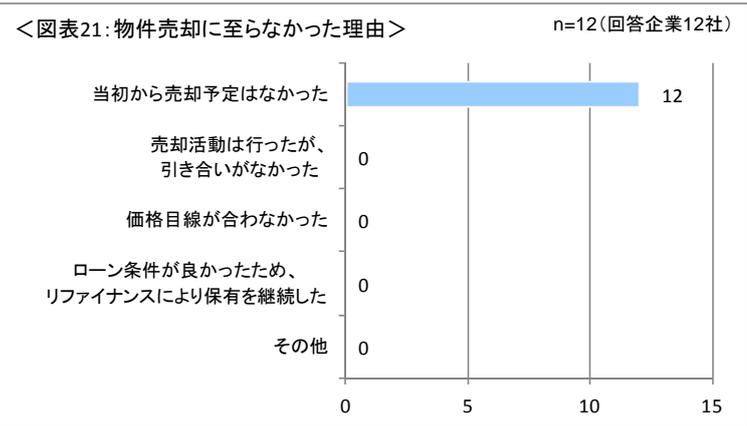
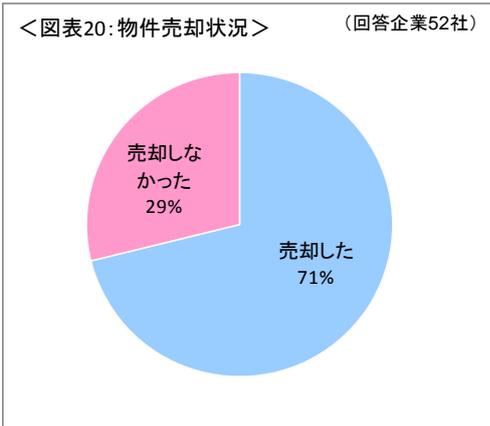
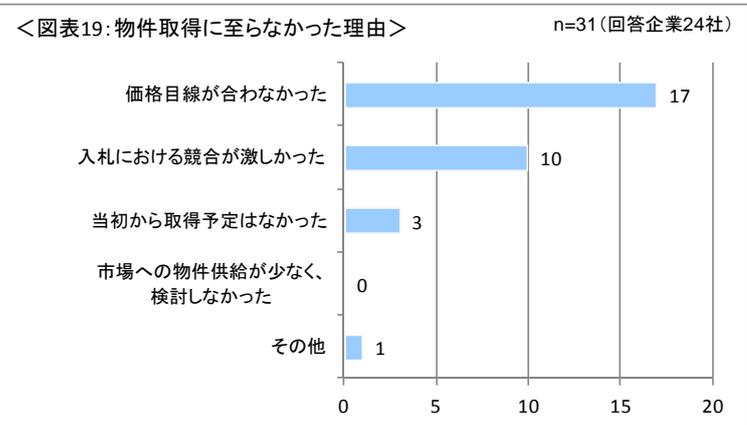
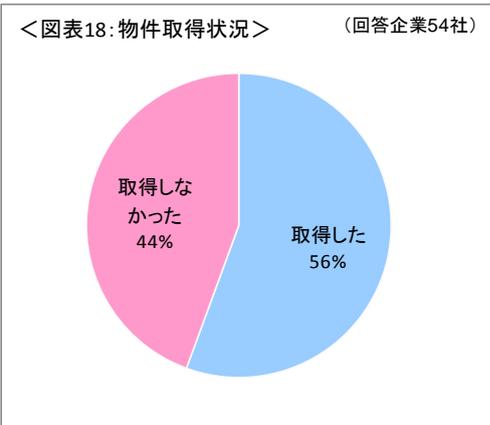
運用会社に対して、2014年1月~6月の期間にて取得を検討した物件数(収益性の検証等)の調査を行った結果は、以下のとおりである(図表17)。前回調査結果と同様に、最多の回答は「11~30棟」、次いで「10棟以下」という内容となっており、それ以外に関しても大きな変化はなかった。



次に、2014年1月~6月における物件の取得・売却実績等に関する調査結果は、以下のとおりである(図表18~図表21)。

半数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ており(図表18)、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」が最も多く、次に、「入札における競合が激しかった」が選択された(図表19)。前回調査と同様に、物件取得に至らなかった多くの運用会社が、物件取得が困難な環境下にあったとしている。他方で、物件の売却状況に関しては、多くの運用会社が売却を実行したという結果となった(図表20)。物件売却に至らなかった運用会社については、その理由を全社が「当初から売却予定はなかった」と回答している(図表21)。

物件の売買に関しては、今後も物件売却は行いやすく、物件取得は困難な状況が継続する可能性が高い。



② 今後の不動産運用における取り組み

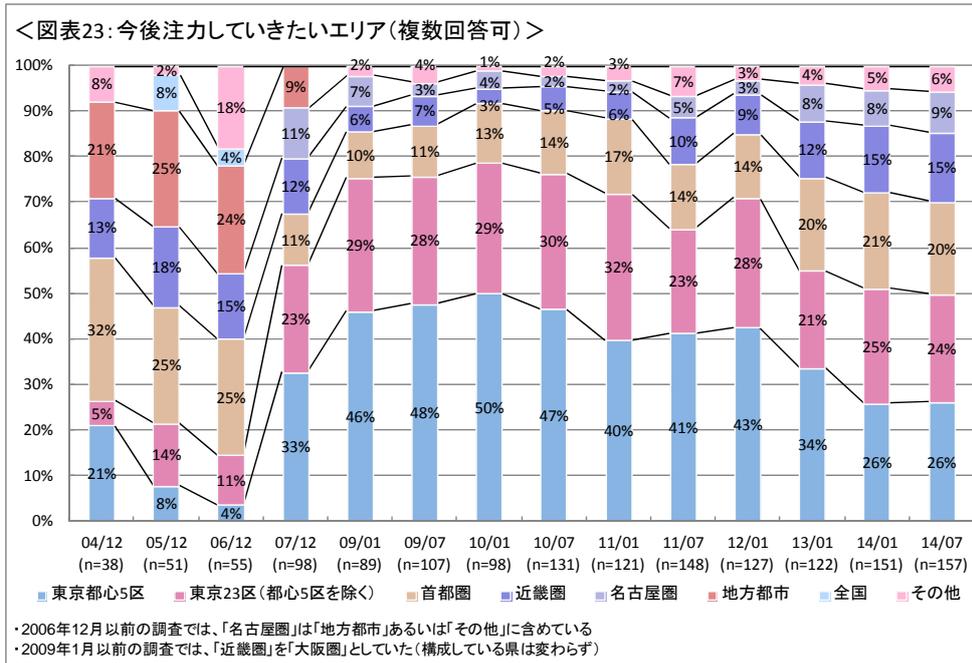
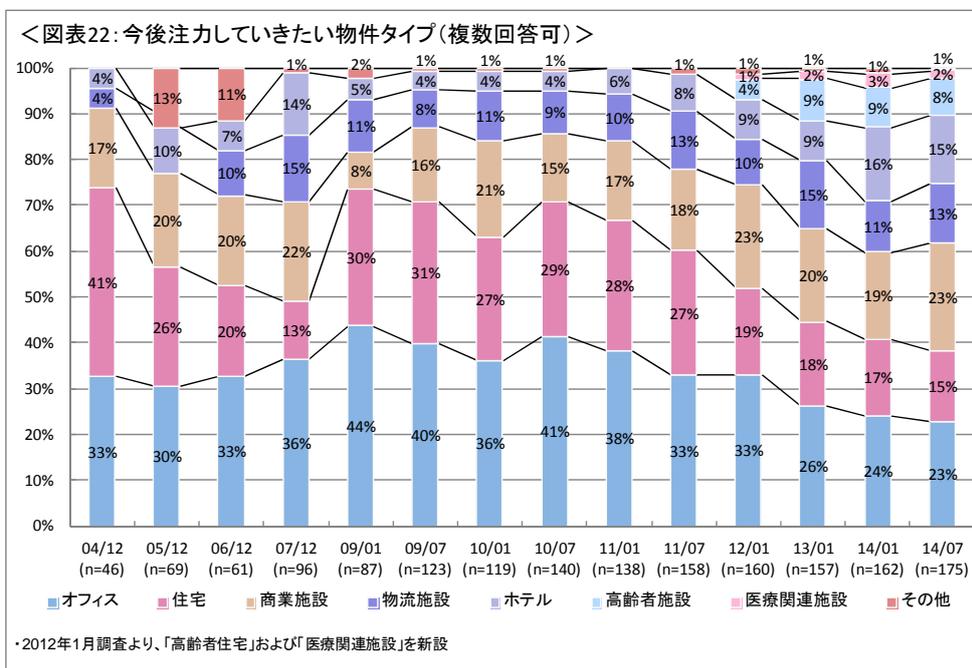
a. 今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)

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「オフィス」および「住宅」という回答比率が引き続き減少しており、「商業施設」、「物流施設」が伸長する結果となった。また、前回と同様、「ホテル」、「高齢者施設」という回答も一定比率を占めており、前回調査結果から大きな変化は見受けられなかった(図表 22)。

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」および「東京23区(都心5区を除く)」の合計が依然として50%相当を占めているなど、前回調査結果との比較において全体的に大きな変化は見受けられなかった(図表 23)。

しかし、2012年1月期からの推移を見ると、「東京都心5区」および「東京23区(都心5区を除く)」の合計比率は減少し、その他のエリアの比率は増加していることがわかる。徐々にではあるが、投資採算性の確保等を要因として、地方不動産への投資が注目されていく傾向がうかがえる。

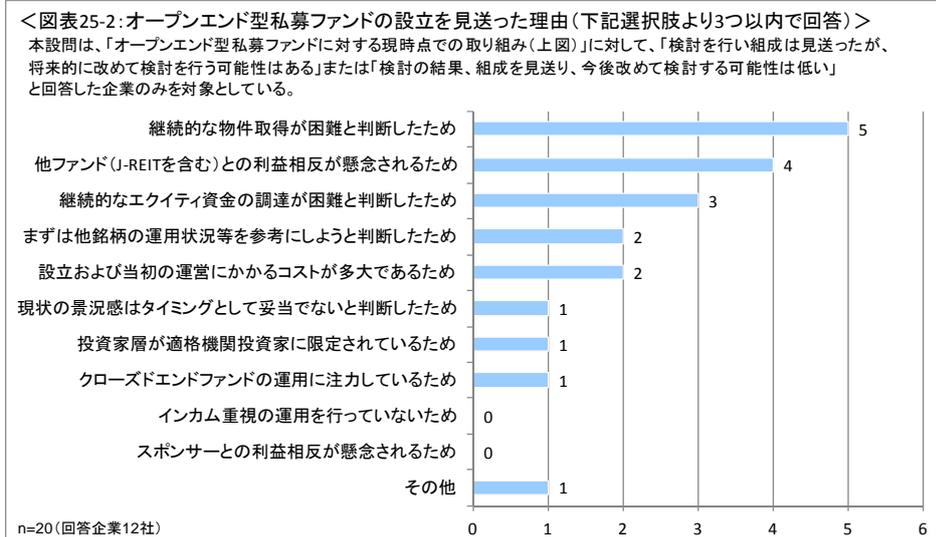
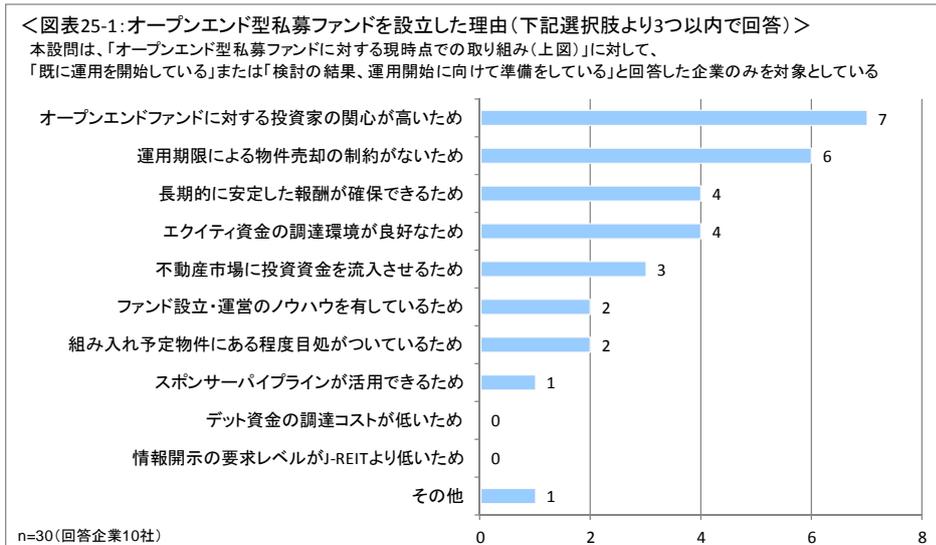
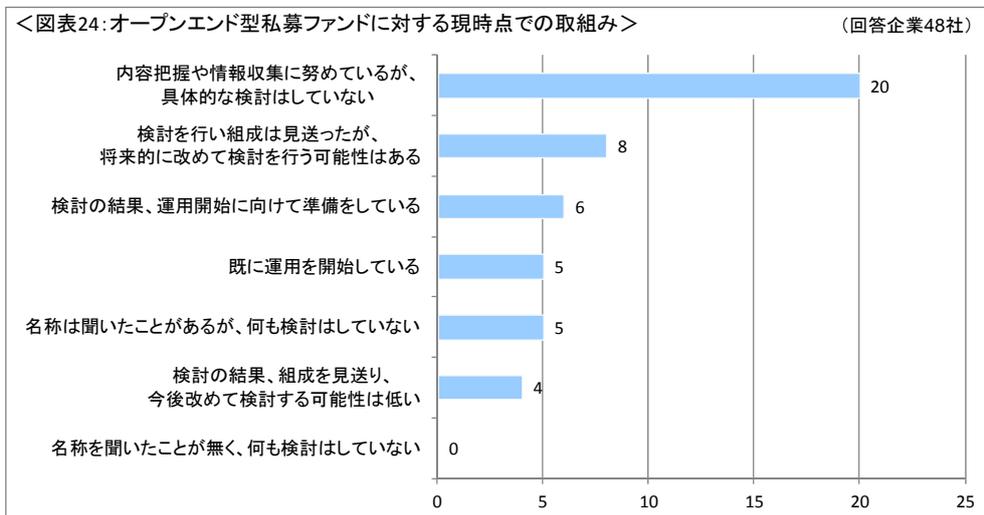


3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

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

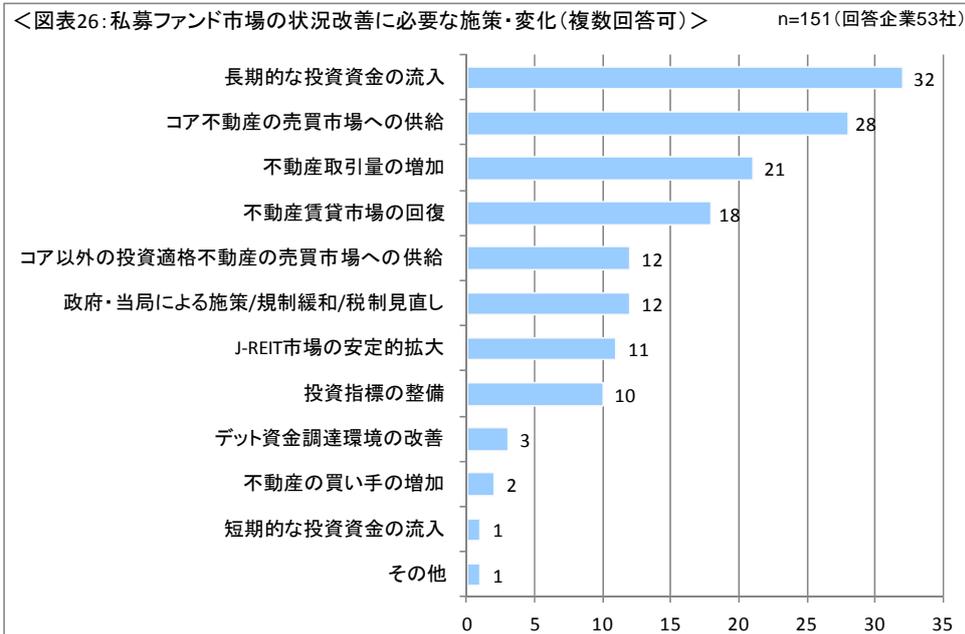
オープンエンド型私募ファンド(いわゆる私募 REIT)への取り組み状況についての調査では、「内容把握や情報収集に努めているが、具体的な検討はしていない」という回答が 20 社と最多となっている(図表 24)。

なお、「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」との回答が 6 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、「継続的な物件取得が困難と判断したため」という回答が最多となっている(図表 25-2)。



② 不動産私募ファンド市場の状況改善に必要な施策・変化(複数回答可)

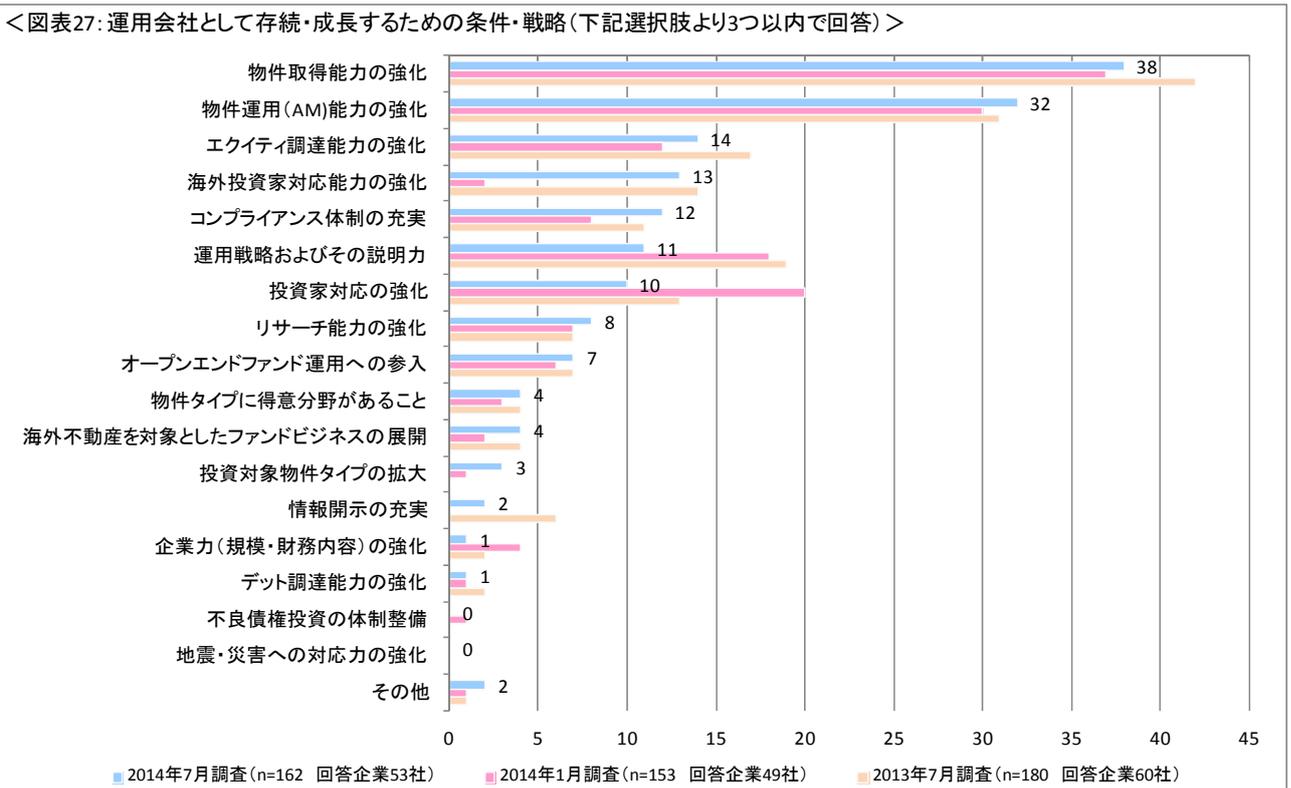
今後、私募ファンド市場を取り巻く状況が改善するために必要な施策・変化についての調査では、「長期的な投資資金の流入」が最も多く、次に「コア不動産の売買市場への供給」、「不動産取引量の増加」という回答結果となった(図表 26)。



③ 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 27)。

既述のとおり(2.①物件取得/物件売却状況(2014年1月~6月)参照)、今後も物件取得の環境は困難な状況が継続すると思われるが、このような環境下でも各運用会社が自社の強みを最大限に活用することで、適正価格での物件取得を実行していくことが期待される。



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: 03-6430-1332

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。