

拡大する私募型不動産ファンドの仕組みとリスク

投資家から集めた資金を不動産で運用するファンドビジネスが活発化してきている。年金基金がこうしたファンドに投資した例はまだ少ないが、運用の多様化と高い利回りを狙って投資へ向かう可能性は高い。ただし、目先の利回りの高さだけでなく、将来の不動産価値を左右する様々なリスク（金利リスク・市場リスク等）も考慮した投資が求められる。

不動産投資信託（以下、JREIT）が運用規模を着実に拡大させていく中、私募型の不動産投資ファンド（以下、私募ファンド）の市場規模も拡大してきている。JREITの株式時価総額が7,000億円に対し、私募ファンドは日系だけで公表ベース4,000億円以上の規模になる。ファンドの資産規模は10～100億円程度で、マンションや中小規模のオフィスビル、商業ビルなどに投資しているが、今後は、倉庫などにも投資対象が広がる可能性がある。

私募ファンド成長の背景には、①景気低迷の長期化、資産デフレ進展の中、金融機関の不良債権処理などにより、事業法人を中心に不動産の売却が増加していること、②未曾有の低金利状態で借入金利と不動産投資利回りに大きな格差が生じており、レバレッジの効いたエクイティ投資で高い利回りが期待できること、③収益還元法による不動産評価やデュー・ディリジェンス（物件精査）手法、ノンリコース・ローン（担保とする不動産からしか返済を求めない融資形態）、証券化スキームなど、不動産投資に関わるインフラが短期間に整備されたことがある。

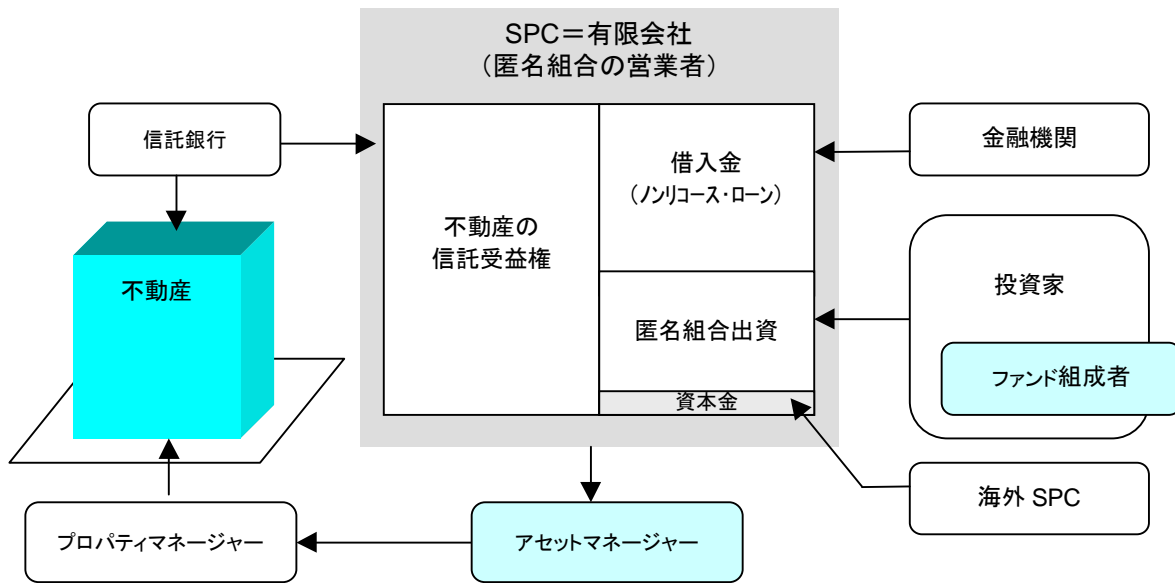
加えて、④海外の大口投資家だけでなく、ペイオフ解禁対策や有利な資産運用策として関心を示す個人富裕層や、有利な運用先を求める国内機関投資家の関心が高まってきていること、⑤外資による不良債権のバルクセールや不動産の証券化に携わってスキルを磨いた人材が、私募ファンド事業を支えていること、⑥私募ファンドが運用する物件の最終的な出口（売却先）として期待できるJREIT市場が順調に成長していること、が挙げられる。

私募ファンドの仕組みは図表1の通り、投資家から資金を集めて不動産で運用する事業である。具体的には、ファンド組成者から倒産隔離するために、海外の特別目的会社（海外SPC）が日本に設立したSPC（＝有限会社）が匿名組合の営業者となり、ファンド組成者自ら、もしくはその子会社がアセット（ファンド）マネージャーとなって資産を運用するスキームが多い。

不動産を信託受益権の形で取得するのは、不動産取得時の税金軽減と、事業者規制法（不動産特定共同事業法）の適用回避が目的である。また、投資家の出資に加えて、金融機関から投資総額の50～70%程度のノンリコース・ローンを調達し、レバレッジを効かせる。これにより、出資者の期待利回りは、10～20%程度（IRRベース）を目標とする。

なお、投資家とのリスク共有のため、ファンド組成者が出資金の一部を出資するのが一般的である。私募ファンドの多くは、少数の投資家とファンド組成者による共同投資事業（ジョイント・ベンチャー）的な側面が強く、パートナーシップ型の不動産ファンドともいえる。

図表 1 私募型不動産ファンドの仕組



(注)ファンド組成者=アセットマネージャーであることが多い。

年金資金による私募ファンド投資はまだ少ないが、運用の多様化と高利回りを狙って投資へ向かう可能性はある。ただし、私募ファンドは、投資口が市場で日々取引される JREIT と異なり、一定期間を経過した段階で不動産を処分・換金して投資家に収益分配する必要があるため、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの総合収益性を見通す必要がある。

この総合収益率は、不動産から得られる賃貸事業収入と、将来の収益還元価格算定に用いる割引率に関係する。前者は、不動産市場の需給の影響を受ける。都心で大型ビルの建設が相次ぎ、ビル市況の悪化が懸念される「2003 年問題」が現実化しているが、さらに今後は都心のオフィスワーカーが減少する「2010 年問題」も予想される中、キャピタル・ゲインが期待しにくい状況にあることをリスクとして認識すべきである。

また、売却価格を左右する割引率は、数年後の市場金利水準にある程度依存する。長期的な金利先高感と市場リスクを考慮すれば、割引率の低下 (= 物件価値の上昇) は見込みにくいであろう。

運用の巧拙が私募ファンドの成否を左右するが、その根幹は、不動産の仕込み (入り口)、不動産価値の再生、出口戦略にある。目先の高利回りだけに目を奪われることなく、様々なリスクを踏まえた投資が求められる。