

拡大する私募型不動産ファンド市場

—そのビジネスモデルと市場展望—

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門
不動産投資分析チーム
上席主任研究員 松村 徹
omatsu@nli-research.co.jp

要 旨

配当利回りの高さや安定した価格推移が評価されて JREIT に投資家の注目が集まっているが、特定少数の投資家を対象にした私募形態の不動産ファンド市場も急速に拡大し、外資系、日系合わせて様々なファンドが組成されている。その運用資産規模は日系だけでも公表ベースで 4,000 億円以上にのぼる。

私募ファンドは、少数の投資家とファンド組成者による共同投資的な側面が強く、パートナーシップ型の不動産ファンドともいえる。投資対象は JREIT と競合しない物件タイプや独自の取得ルートからの不動産で、イールド・ギャップといわれる借入金利と不動産投資利回りの格差を背景に、レバレッジの効いたエクイティ投資で高い利回りを期待する。最近では、海外の大口投資家だけでなく、有利な運用先を求める国内機関投資家や個人富裕層も関心を高めている。私募ファンドの最終的な出口は、インカム・ゲインを目的として長期運用する JREIT などの投資家か、個人や事業法人などの最終利用者である。

私募ファンド事業者の収益は、ファンド運用に関わる報酬と、投資家とのリスク共有を目的とした出資に対する収益、ファンド運用の周辺分野からの収益で構成される。ファンド運用の周辺分野とは、自己勘定での投資やデュー・ディリジェンス、売買仲介、プロパティ・マネジメント、投資アドバイザーなどで、利益相反リスクがある反面、ファンド事業遂行との相乗効果も狙える事業構造となっている。

私募ファンド市場の持続的成長のためには、不動産供給の増加、投資家層の拡大、不動産税制の見直し、経済の先行き不透明感の払拭が欠かせない。これは、JREIT 市場成長の条件とも重なる。私募ファンドの出口戦略において JREIT の存在は不可欠だけに、私募ファンド市場と JREIT 市場の成長は相互に関係し合っている。しかし、外部環境がどうあっても、まずは投資家が期待する運用実績をきちんと出し続けて、幅広い投資家の信認を得られるよう最大限努力することが、既存の私募ファンド事業者にとっての大きな課題である。

1. これまでの市場動向

配当利回りの高さや安定した価格推移が評価されて、上場1年を迎えたJREIT(不動産投資信託)に投資家の注目が集まっている。個人を中心に不特定多数の投資家から資金を募るJREITは、高い透明性と流動性を持つこれまでになかった不動産投資商品である上、所有と経営が分離された新しい不動産事業のビジネスモデルともいえることから、今後の成長が期待される。

一方、特定少数の投資家を対象にした私募形態の不動産ファンド(以下私募ファンドと略す)は、1998年に、外資系ファンドによる邦銀の不動産担保付不良債権の一括購入(バルクセール)や大型の実物不動産投資の陰に隠れて、ダヴィンチ・アドバイザーズや野村不動産などの国内企業も運用を開始した。現在では外資系、日系合わせて様々なファンドが組成され、その運用資産規模は日系だけでも公表ベースで4,000億円以上に拡大している(図表-1)。

このような私募ファンド市場成長の背景として、第一に、投資対象となる不動産供給の増加がある。景気低迷が長期化し資産デフレが進展する中で、金融機関の不良債権処理が続き、バブル期の過剰投資などによる事業法人の経営破たん、財務リストラ圧力もあって不動産や不動産担保付債権の売却が増加している。

都心部の大型オフィスビルなど、長期安定運用を目指すJREITの投資基準に合うような優良物件はそれほど市場には出てこないが、多くの私募ファンドが対象とするのはJREITと競合しない物件タイプや独自の取得ルートからの不動産である。

たとえば、金融機関の自己競落物件や事業撤退予定企業の保有物件など、何らかの理由で最低限の運営管理しか実施されずに劣悪な状態で放置されている不動産や、競売案件や不動産担保付の不良債権のように、不動産価値の再生に大きな負荷がかかったり特別なノウハウが求められる不動産である。

第二に、未曾有の低金利状態が続き、イールド・ギャップといわれる借入金利と不動産投資利回りの格差が依然として大きいため、借入によるレバレッジの効いたエクイティ投資で高い利回りを期待できるためである。最近では、海外の大口投資家だけでなく、有利な運用先を求める国内機関投資家も関心を高めており、生損保などの投資実績も出てきた。また、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もかなり多いとみられている。

第三に、外資系投資家によって持ち込まれた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(担保とする不動産価値のみを裏付けとし、その他の資産からの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ストラクチャーが短期間に整備されたことがあげられる。特にノンリコース・ローンは、私募ファンドのスキーム上欠かせない要素である。また、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立ち上げている側面もある。

第四に、私募ファンドが運用する物件の最終的な出口(売却先)として期待されるJREIT市場が立ち上がったことである。

2. ビジネスモデル

(1) スキーム

一般にファンドとは、投資家から預かった資金プールをいう。不動産に投資す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。

ファンド組成のための投資ヴィークルは、法的にファンド組成者の信用力や他の財産から切り離され、二重課税回避のための導管性が求められる。現状では商法上の匿名組合と有限会社を組み合わせたスキームが用いられることが多いが、資産流動化法に基づく特定目的会社を用いて優先出資証券に投資させるスキームも増えている(図表-2)。

具体的には、ファンド組成者からの倒産隔離のため、海外の特別目的会社(海外 SPC)が日本に設立した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・マネージャー(ファンド・マネージャーともいう)となって資産を運用する。

レバレッジを効かせるため、金融機関から投資総額の 50~70%程度のノンリコース・ローン調達して、残りを投資家が出資する。このとき、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して信用補完を行うのが一般的である。

また、信託受益権の形で不動産を取得することが多いのは、不動産取得時の税金を軽減するためと、事業者規制法である不動産特定共同事業法の適用を受けないようにするためである。

なお、特定された物件やポートフォリオでファンドを組成するのが一般的だが、多数のマンション住戸を一戸単位で購入し、短期で転売して継続的に売却益を分配するファンドもある。

(2) 投資戦略

私募ファンドの基本的な投資戦略は、①様々な投資機会を巧みに捉えて、②本来の収益力が発揮できていない物件を割安な価格で取得し、③建物・設備の修繕・機能更新、管理業務見直しによる管理コストの圧縮、テナント誘致による稼働率引上げなど適切なプロパティ・マネジメントを行い、④物件のキャッシュフロー改善と投資リスク軽減で市場価値を高め、⑤インカム・ゲインを投資家に配当するとともに、価値が最大化した時点で物件を売却してキャピタル・ゲインを投資家に分配する、というものである。

平均的なファンドの資産規模は 10~100 億円程度、投資対象は東京都内のマンションや中小規模のオフィスビル、商業ビルなどである。

想定する投資期間は、長くても 3~5 年程度である。平均 7 年ともいわれる米国のファンドに比べて投資期間が短いのは、現在のダウトレンドがしばらく続くと予想されるわが国の不動産市場では、市場回復による賃料や価格の上昇に期待することが難しく、価値を再生した物件はできるだけ早く処分するのが得策なためである(図表-3)。

借入比率は 50~70%と比較的高いレバレッジを効かせ、最終的なキャピタル・ゲインを考慮した出資者の期待利回りは年 10~20%程度(IRR ベース)を目標とする。

また、投資口が市場で日々取引される JREIT と異なり、私募ファンドは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を分配する必要がある。このため、出口戦略は非常に重要で、その巧拙がファンドの成否を左右するといっても過言ではない。私募ファンドの運用物件もしくはファンド自体の出口としては、①他の投資家や私募ファンドに売却する、②JREIT に売却する、③ファンドそのものをJREITに転換する(JREIT 成り)、④自己利用目的の個人や事業法人などに売却する、ことが想定される。物件価値を高めた後に売却するため、キャピタル・ゲインを狙う投資家への売却は難しい。このため、JREIT や個人のようにインカム・ゲインを目的として長期保有する投資家か、最終利用者が主要な売却先になる。

このような投資戦略を実現するには、①投資機会や売却のタイミングを逃さない情報力やマーケティング力、②物件の潜在的な価値と正常化コスト等を適切かつ迅速に評価する能力、③物件の価値を短期間で再生したり、維持・向上させる能力、④資金調達を有利に行い、最適な投資家を確保する信用力や営業力、が私募ファンドの事業者(ファンド組成者でアセット・マネージャーを兼ねることが多い)に求められる。なお、ここでいう私募ファンド事業者とは、ファンドを組成する事業者のことで、アセット・マネージャーと一体であることが多い。

(3) 収益構造

通常、私募ファンド事業者の収益は、①ファンド運用に関わる報酬と、②投資家とのリスク共有を目的とした出資に対する収益、③ファンド運用の周辺分野からの収益、で構成される。

運用報酬は、運用資産の金額に比例して支払われる基本報酬(アセット・マネジメント・フィー)と、運用実績が一定の基準ラインを上回った場合に支払われるインセンティブ・フィーに分かれる。このほかに、物件取得報酬(アキュジション・フィー)と物件売却報酬(ディスポジション・フィー)を徴収するケースも一般的だが、これらの報酬体系や料率は個々のファンドにより様々である。

エクイティ投資からの収益は、投資期間中に得られる毎年のインカム・ゲインと、物件売却による投資終了時のキャピタル・ゲインである。借入によるレバレッジを効かせながら、物件価値を高めて売却するのが私募ファンドの投資戦略であるため、リスクが大きい反面、高い出資者利益も期待できる(図表-4)。

また通常、私募ファンド事業者は、自己勘定での投資を行ったり、デュー・ディリジェンスや売買仲介、プロパティ・マネジメント、投資アドバイザーなどファンド運用の周辺分野でも独立して収益を上げる部門を持っており、利益相反リスクがある反面、ファンド事業遂行との相乗効果も狙える事業構造となっている。最近では、ファンド運用に適した物件の開発や、不良債権評価や担保不動産の管理・売却を通じて企業再建に進出するファンド事業者もみられる。

なお、参考までに私募ファンドのビジネスモデルを JREIT と比較した(図表-5)。

3. 今後の成長シナリオ

私募ファンド市場の持続的な成長のためには、不動産供給の増加、投資家層の拡大、不動産税制の見直し、経済の先行き不透明感の払拭が欠かせない。

今後、不良債権の集中処理や減損会計の導入などにより、金融機関や事業法人からの不動産

売却がこれまで以上に増加する可能性が高い。ただし、JREIT、私募ファンドともに新規参入が増えている上、各ファンドは運用資産規模を拡大する方向にあるため、市場は拡大してもファンド間の物件取得競争が緩和されるかどうかはわからない。

また、不良債権の集中処理と産業再生過程では、長期金利は低水準で推移するとみられるため、現在のイールドギャップが大幅に縮小する可能性は低い。そのような状況下で、出口戦略に成功した既存ファンドのトラックレコードが蓄積していけば、生保や年金基金などの国内機関投資家から大口のリスクマネーが流入する可能性もある。国内機関投資家の参加は、ファンドへの要求利回りの低下や運用の長期化・安定化をもたらすため、ファンド市場のさらなる拡大につながるという二次的効果もある。

現在、資産デフレ対策として不動産関連税制の見直しが検討されているが、不動産取得税と登録免許税の大幅な減免措置が行われれば、ファンドの運用成果の向上が期待できる。

当面は、不良債権の集中処理で経済活動がさらに減速する局面が予想されるが、その後、企業活動の活性化によって経済環境が好転する展望が開けるかどうか重要である。経済の先行き不透明感が払拭されれば、不動産価格の上昇も予想され、マネジメントによる価値増加に市場上昇による価値の上乗せが期待できるようになるためである。

このような私募ファンド市場成長の条件は、そのままJREIT市場成長の条件とも重なる。私募ファンドの出口戦略においてJREITの存在は不可欠であるだけに、私募ファンド市場とJREIT市場の成長は相互に関係し合っているといえる。

しかし、外部環境がどうあっても、まずは投資家が期待する運用実績をきちんと出し続けて、幅広い投資家の信認を得られるよう最大限努力することが、既存の私募ファンド事業者にとっての大きな課題である。

以上

図表-1 私募型不動産ファンドの組成事例

ファンド組成会社／運用会社	対象資産種類、『ファンド名称』、(特徴)	資産規模 (億円)
クリード／クリード不動産投資顧問	オフィスビル、マンション、商業店舗ビルなど(複数のファンドを組成・運用)	300
パシフィックマネジメント	マンション『PMC1号ファンド』等	130
	(事業系投資不動産ファンド)	50
	(不良債権ファンド)	100
ケネディ・ウィルソン・ジャパン	オフィスビル	500
	オフィスビル、マンション(国内年金向けファンド)	300
マウンテントラスト不動産投資顧問	マンション	100
	オフィスビル	130
レーサムリサーチ	マンション	50
ダヴィンチ・アドバイザーズ	(不良債権ファンド)	100
アセット・マネージャーズ	オフィスビル(複数のファンドを組成・運用)	610
野村不動産／野村不動産インベストメント・マネジメント	マンションなど(複数のファンドを組成・運用)	300
	オフィスビル『日本不動産オポティニティファンド』など	1,600
アトリウム	マンション『PURE ファンド』	500
エイチ・エス・ランドマークアセットマネジメント	(競売物件ファンド)	150
丸紅	マンション	100
エンライト リアルエステート ジャパン	オフィス、マンション	100
プロスペクト	オフィスビル	100
ディックスクロキ	マンション	35
東誠不動産	マンション	27
ダイナシティ	マンション『アルゴ・ファンド』	20
ヒューネット	商業店舗併設型マンション	10
プロロジス・ジャパン	マンション、アパート『ニュー・フロンティア・ファンド』	10
ラサール インベストメント マネジメント	大型物流施設	1,200
	オフィスビル(アジア主要都市に投資)	1,600

(注)1.計画含む

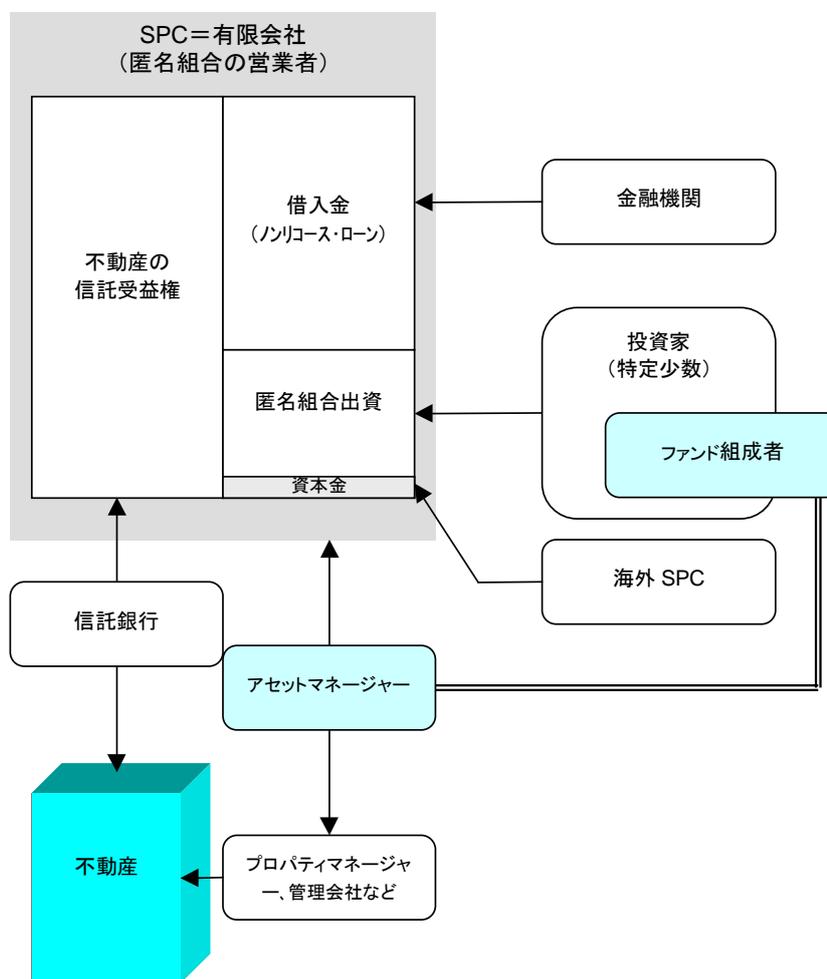
2.パシフィックマネジメントは上記以外に JREIT 上場を予定したマンションファンドを組成中

3.上記以外にもモルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスなど米国投資銀行系の大型不動産ファンドがあるが、投資対象や資産規模などの内容が公表されていない

4.ジョイント・コーポレーションが組成した『ジェイ・インカム・ファンド』は公募型のため除く

(出所)各社ホームページや公表資料(2001年11月～2002年10月)を基にニッセイ基礎研究所が作成

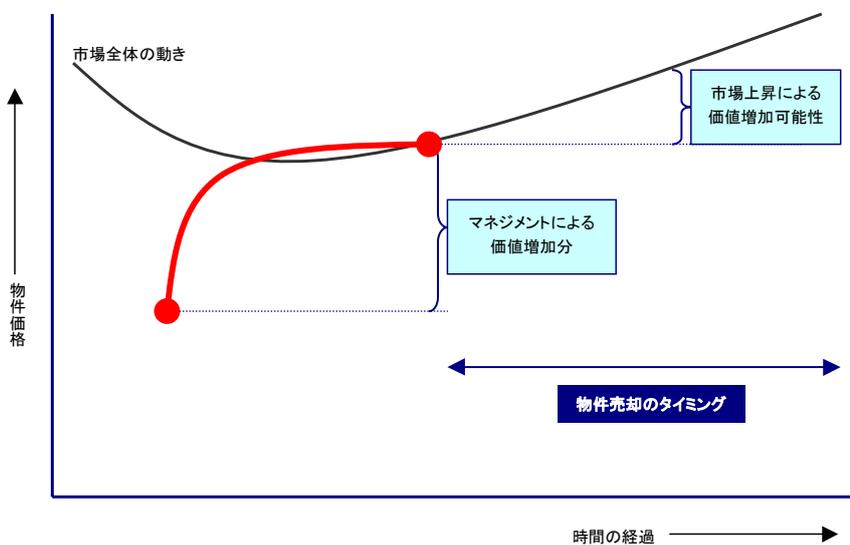
図表-2 私募型不動産ファンドの仕組み



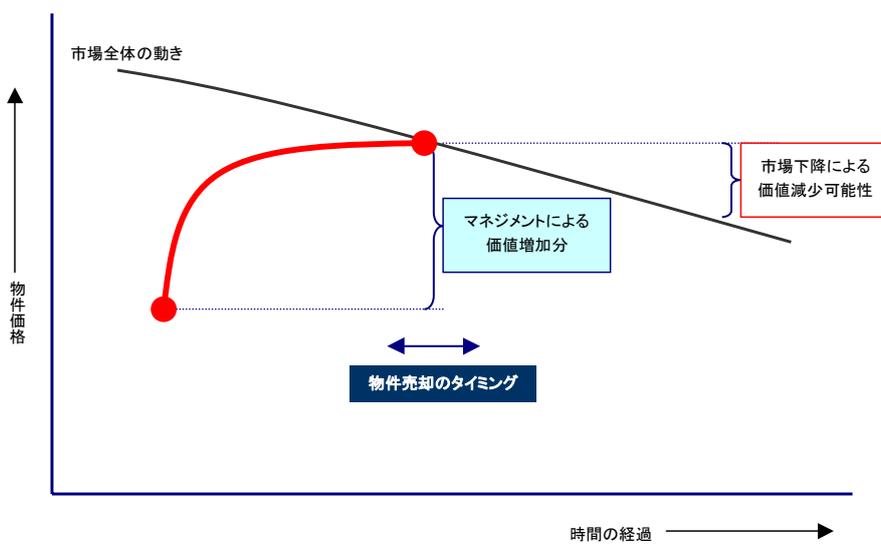
(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-3 ファンドにおける物件価値増加イメージ

(市場上昇局面)

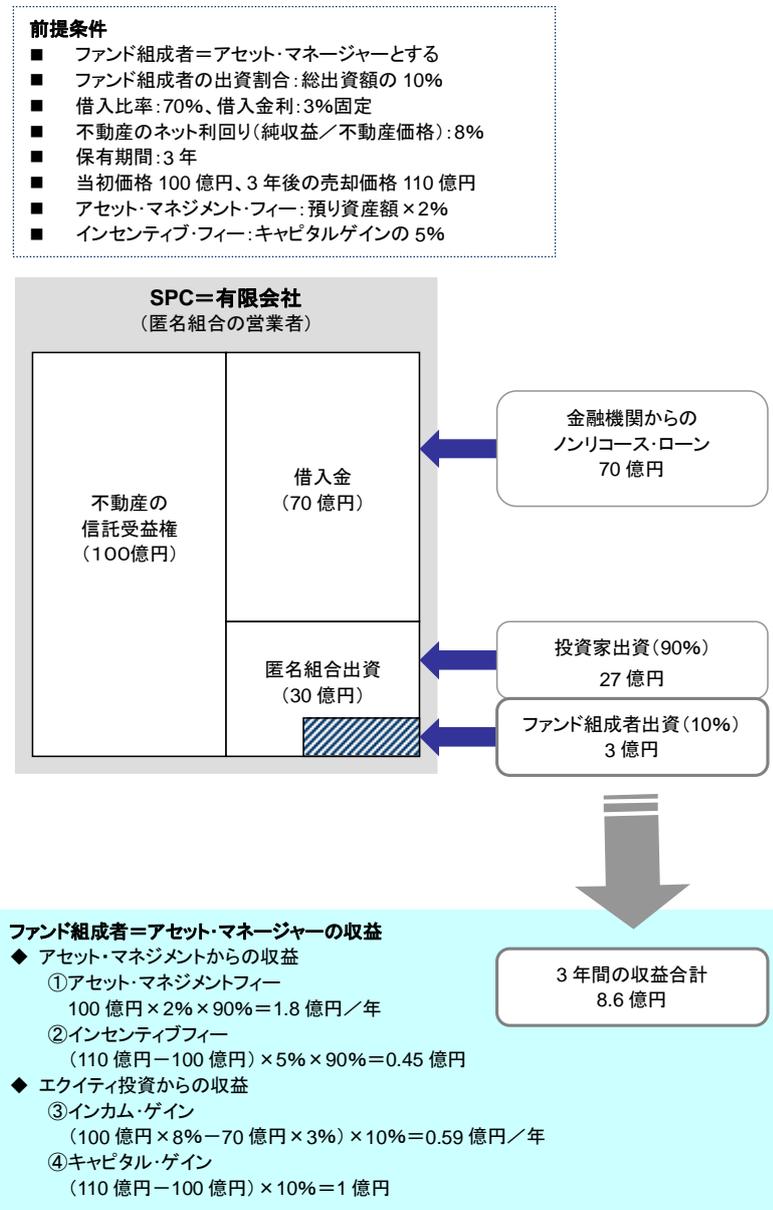


(市場下降局面)



(注) 価値増減とは、キャッシュフロー増減と物件価格増減の合計をいう
 (出所) ニッセイ基礎研究所

図表-4 私募型不動産ファンドの収益モデル



(注) 1. 物件売買に関わる報酬は省略した。2. インセンティブ・フィーは、ファンドの運用実績が一定の基準ライン(たとえば、期待利回り＝IRR)を上回った場合、超過分に対して一定のパーセンテージで支払われることが多いが、ここでは簡略化した。

(出所) クリード作成資料 (<http://www.creed.co.jp/>) を基にニッセイ基礎研究所が加筆修正

