

REPORT III

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 -

金融研究部門 松村 徹
omatsu@nli-research.co.jp

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

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
	マンション	100
マウンテントラスト不動産投資顧問	オフィスビル	130
	マンション	50
レーサムリサーチ	(不良債権ファンド)	100
ダヴィンチ・アドバイザーズ	オフィスビル (複数のファンドを組成・運用)	610
アセット・マネージャーズ	マンションなど (複数のファンドを組成・運用)	300
野村不動産 / 野村不動産インベストメントマネジメント	オフィスビル『日本不動産オプティニティファンド』など	1,600
	マンション『PUREファンド』	500
アトリウム	(競売物件ファンド)	150
エイチ・エス・ランドマークアセットマネジメント	マンション	100
丸紅	オフィス、マンション	100
エンライトリアルエステート ジャパン	オフィスビル	100
プロスペクト	マンション	35
ディックスクロキ	マンション	27
東誠不動産	マンション『アルゴ・ファンド』	20
ダイナシティ	商業店舗併設型マンション	10
ヒューネット	マンション、アパート『ニュー・フロンティア・ファンド』	10
プロロジス・ジャパン	大型物流施設	1,200
ラサール インベストメント マネジメント	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
(資料) 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

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。

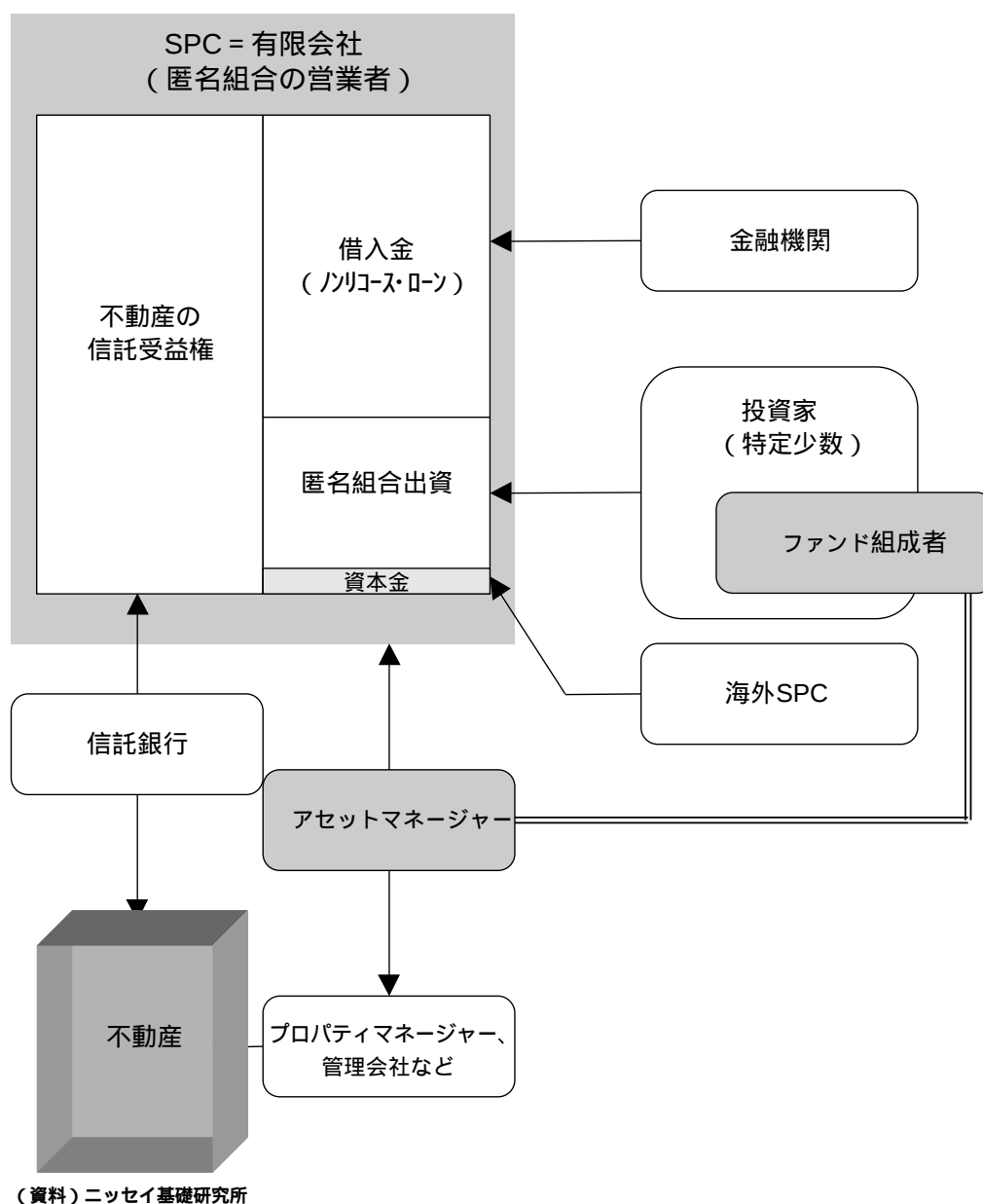
ファンド組成のための投資ヴィークルは、法的にファンド組成者の信用力や他の財産から切り離され、二重課税回避のための導管性が求められる。現状では商法上の匿名組合と有限会社を組み合わせたスキームが用いられることが多いが、資産流動化法に基づく特定目的会社を用いて優先出資証券に投資させるスキームも増え

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

図表 - 2 私募型不動産ファンドの仕組み



資総額の50～70%程度のノンリコース・ローン
を調達して、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ためである。

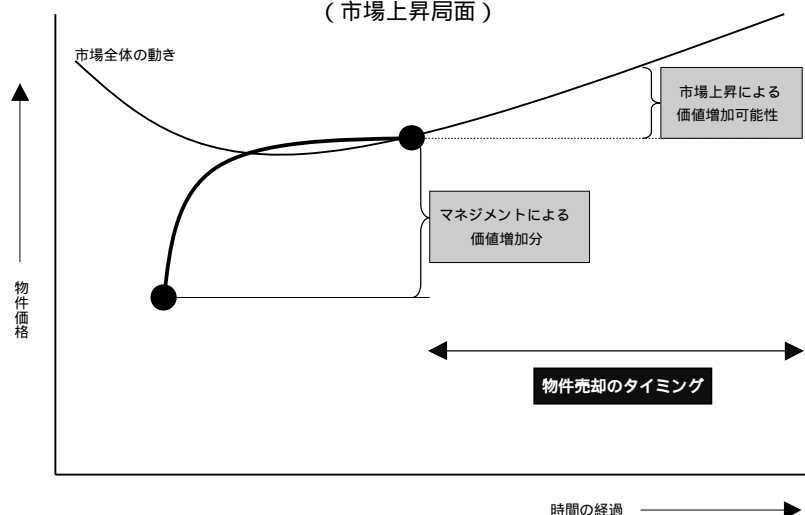
なお、特定された物件やポートフォリオ単位
でファンドを組成するのが一般的だが、多数の

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。

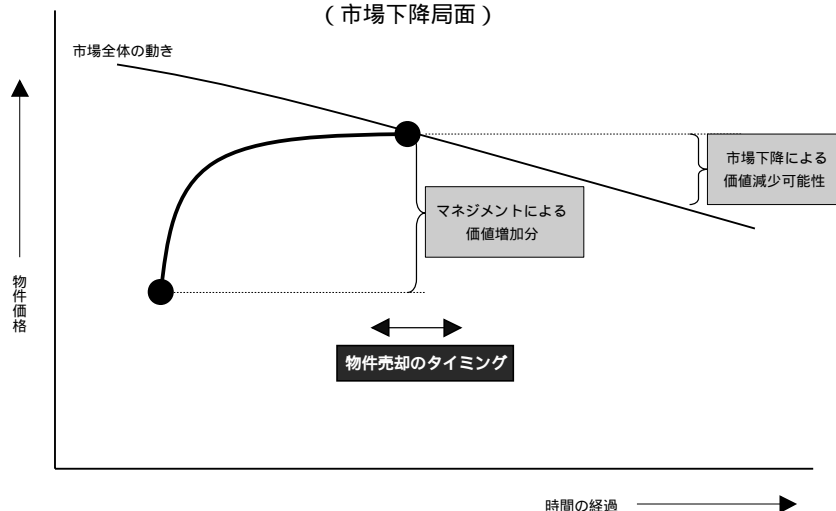
(2) 投資戦略

私募ファンドの基本的な投資戦略は、様々
な投資機会を巧みに捉えて、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、
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

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
(資料) ニッセイ基礎研究所

ントを行い、 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、 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、現在のダウン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、他の投資家や私募ファンドに売却する、

JREITに売却する、ファンドそのものをJREITに転換する（JREIT成り）、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が、

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、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、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、物件の価値を短期間で再生したり、維持・向上させる能力、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、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（図表 - 4）。

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。

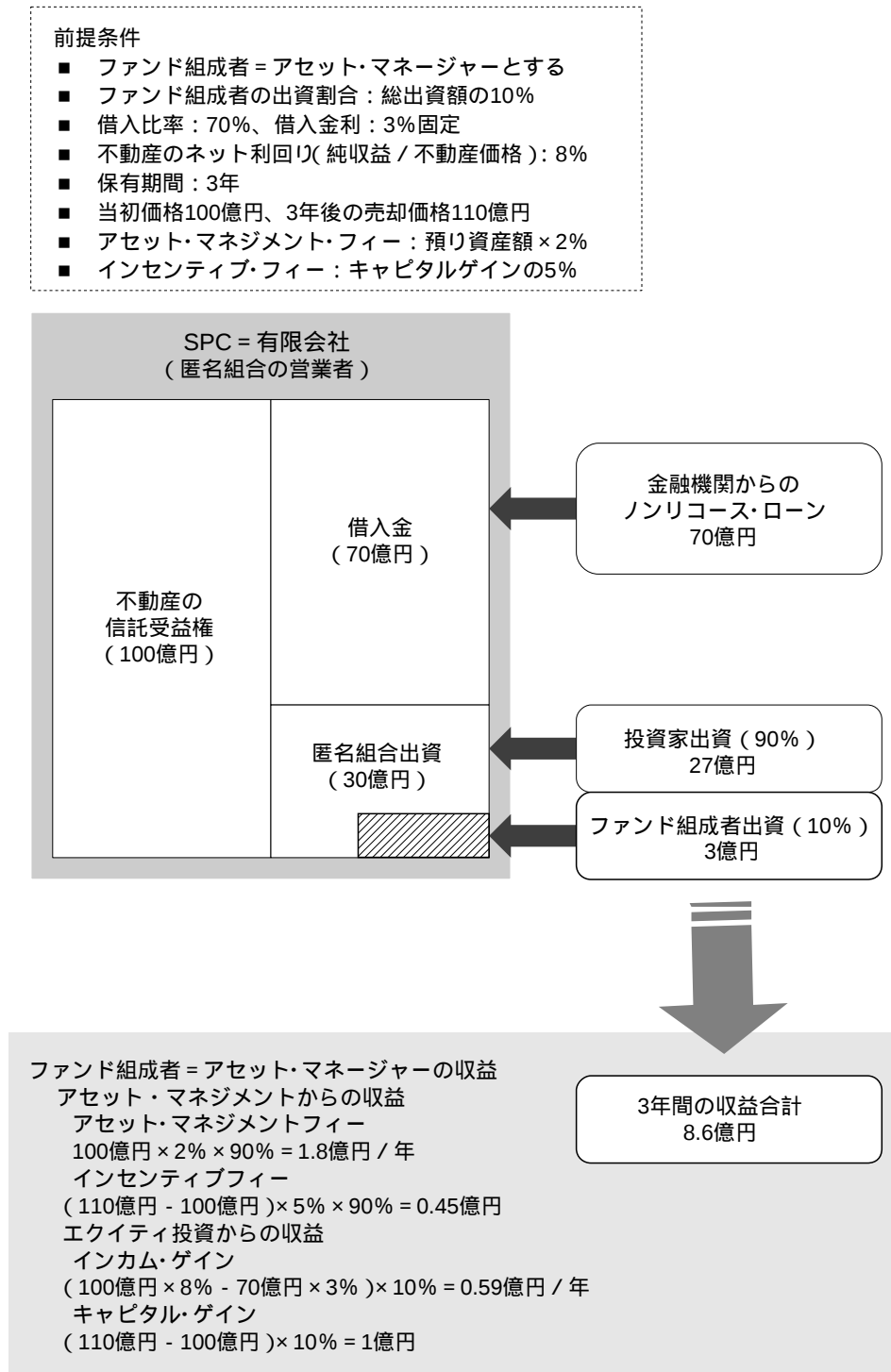
エクイティ投資からの収益は、投資期間中に得られる毎年のインカム・ゲインと、物件売却による投資終了時のキャピタル・ゲインである。借入によるレバレッジを効かせながら、物件価値を高めて売却するのが私募ファンドの投資戦略であるため、リスクが大きい反面、高い出資者利益も期待できる。

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
アドバイザーなど不動産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

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。

(資料) 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

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。

図表 - 5 JREITと私募型不動産ファンド

		JREIT	独立系私募型不動産ファンド
規模	ファンド運用資産総額	500～3,000億円	10～100億円が中心
投資対象	種類	大型オフィスビルが中心 商業施設、マンションも	マンション、中小ビル等
	分散	首都圏中心に地方主要都市にも分散 多数の物件に分散	東京都内 単独もしくは少数の特定物件
投資構造	投資ヴィークル	投資法人	有限会社×匿名組合（YKTK）が主流 特定目的会社（TMK）も増加
	投資期間	永続的	3～5年が中心
	出口 （物件、ファンドの売却先）	資産入替え想定するも 現時点では売却実績無し	JREIT、個人等の長期投資家、 最終利用者（事業法人、個人） 今後はJREITへの転換も
	投資家の 期待利回り	インカム・ゲイン重視	IRRベースで10～20%
資金調達	エクイティ	投資家	特定少数 （海外投資家を中心に、個人富裕層、事業法人、国内機関投資家など）
		募集方法	公募（IPO、PO）
		分配参加権形態	投資口（有価証券）
		最低投資単位	一口20～60万円
		流通市場	東京証券取引所
	デット	借入比率（LTV）	50～70%
運用会社	設立スポンサー	ファンド組成企業（複数）	ファンド組成企業 （運用会社と同一のケース多い）
	信用補完としての ファンド出資	行わない	出資額の10～50%
	収益源	・ 運用報酬 ・ 物件売買報酬	・ 運用報酬 ・ 運用実績に対するインセンティブフィー ・ 物件売買報酬 ファンド組成者＝運用会社の場合、 上記以外に出資者利益や運用周辺業務からの収益あり

（注）私募型不動産ファンドは日系で独立系の平均的なイメージ。米国系投資銀行や野村不動産などの大型ファンドは対象外。
（資料）ニッセイ基礎研究所

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が重要である。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大きな課題である。