

## 米国機関投資家の不動産投資と私募不動産ファンド

関 雄太

### 要 約

1. 好調な市場環境を背景に、米国機関投資家は不動産投資をますます積極化している。主な投資手法には①個別勘定もしくはジョイントベンチャー、②私募不動産ファンド（コミングルフアンド）、③REIT など公開証券があり、複数の方法を同時並行的に活用するのが主流である。
2. またリスク・リターンによる戦略・スタイルの分散（コア、バリュアアッデッド、オポチュニスティック）、市場サイクルによる分散（地域、セクター）などが投資管理のポイントとなっている。
3. クローズドエンド型とオープンエンド型がある私募不動産ファンドを運用するマネージャーは、こうした機関投資家の投資方針を実践する役割を担っている。専門性・経験・情報が蓄積されるにつれ、不動産が有していた投資対象としての妥当性の問題は、かなり解消されつつある。
4. さらに最近では、不動産評価情報の標準化、グローバル化などの潮流も見られ始めている。日本においても私募不動産ファンド市場が急拡大しつつあるが、年金基金はまだそれほど積極的に参入していない。米国の機関投資家の経験と考え方が今後、参考になると思われる。

### I. 米国機関投資家の不動産投資

好調な市場環境を背景に、米国機関投資家は不動産投資をますます積極化している。リスク・リターン分析や市場サイクル分析の洗練化、グローバル化などが最近の傾向だが、機関投資家の不動産投資を担っているのは、専門マネージャーが運用する私募不動産ファンドである。本稿では、私募不動産ファンドとその主たる投資家層である年金基金に焦点をあて、最近の潮流と動向を概観する<sup>1)</sup>。

#### 1. 特性

不動産は、伝統的な有価証券以外では最も

市場規模の大きいアセットクラスであり、また低流動性・循環性など、長期投資に適する性格を有している。イーストマン・コダック社の年金運用担当者を長年務めたラッセル・オルソン氏は、「不動産は世界最大の（オルタナティブ）アセットクラスであり、株式・債券ポートフォリオに加えると分散効果を高めることが可能である。流動性の低いプライベート投資商品の中で、不動産ファンドは最も広範に取引されているアセットクラスである」と指摘している<sup>2)</sup>。

機関投資家から見た不動産への投資目的には、主として①インフレヘッジ、②分散投資効果の追求、③収益性といったことがあげられる。図表1のように、不動産と他資産との

図表 1 アセットクラス間の年次リターン相関（1978-2004年）

	NCREIF	NAREIT	S&P500	MSCI EAFE	ハイイールド社債	米国財務省証券30年債	米国インフレ
NCREIF	1.00						
NAREIT	0.07	1.00					
S&P500	0.11	0.30	1.00				
MSCI EAFE	0.19	0.17	0.53	1.00			
ハイイールド社債	-0.35	0.54	0.52	0.35	1.00		
米国財務省証券30年債	0.44	0.00	0.12	-0.04	-0.01	1.00	
米国インフレ	0.50	0.12	0.00	-0.05	-0.28	0.67	1.00

(注) NCREIF は機関投資家が直接もしくはファンド経由で投資する投資用不動産の価格インデックス（詳細は後述）。NAREIT は公開のエクイティ REIT 全銘柄を対象にした株価指数。

(出所) ブラックロック・リアルティ、イボットソン・アソシエイツ、NCREIF

相関を長期的にみると、インフレとの連動性が高く、株式との相関が低いことがわかる。また、プライベート投資と公開 REIT との間の相関も低く、両方を保有することで、分散効果はより高まると考えられる。

一方で、不動産が持つ流動性、透明性、特殊性などの特性から、多くの投資家にとってはリソースの整備やリスク管理がついてまわるといふ事情があった。言ってみれば、「投資の意義」を十分に認めたとしても、「投資対象としての妥当性」をどのようにクリアするかが課題だったわけである。しかし、米国では、長い間に不動産投資に専門性を持つ多くのマネージャーが育ち、直接投資や私募不動産ファンドを通じた投資機会を提供するようになったことに加え、90年代に証券化が進んだことなどから、この問題はかなり改善されてきた。後述するように、不動産投資の手法や管理の考え方は、10～15年前と比較して、より緻密に、より洗練されたものになってきているといえよう。

## 2. アロケーション

米国年金不動産協会（PREA：Pension Real Estate Association）が、約 1,100 社のプランスポンサーに対して実施している実態調査によれば、米国の機関投資家における不動産へのアロケーションは 2000 年をボトムに上昇し、現在、5%を超えている（図表 2）。機関投資家の中でも、基金・財団など非営利団体における不動産へのアロケーションが高く、9%弱に達している一方で、企業年金は依然として 3%強にとどまるなど、タイプ別に格差が大きい。

一般的に、米国では資産規模の大きな機関投資家ほど、より大きなアロケーションを不動産にあてている例が多い。例えば、米国最大の年金基金であるカリフォルニア州公務員退職年金基金（CALPERS）の場合、不動産の目標配分比率は現在 8%となっている（2004 年末まで 9%）。ちなみに、同基金は、2006 年 4 月末現在 108 億ドル（約 1.2 兆円）相当の不動産を保有しているものの、実際の

アロケーションは 5.1%と 8%をかなり下回っている（図表 3）。この状況は、数年継続しており、CALPERS が不動産に関して、選択的に投資している様子がうかがえる。

### 3. 投資手法・ストラクチャー

実務的な側面から年金基金の不動産投資をみると、主な手法は下記のように分かれている。

第一に、基金として直接不動産に投資する方法である。実際には①セパレート・アカウント（個別勘定）を作って、実際の運営は専門のマネージャーに委託する方法と、②ジョイントベンチャーを作ってアセットマネージャーや共同投資者にもリスクを負担させる

方法とがあるが、いずれにせよ、基金は投資対象となる不動産のオーナーとして、買収・管理・売却という投資プロセスに相当程度のコントロールを持つことができるのが特徴となる。

第二に、私募ファンド（コミングルファンド）に投資する手法である。コミングルファンド（Commingled Fund）は、通常はリミテッド・パートナーシップ、信託、保険会社特別勘定などの形態で、適格機関投資家を対象に組成される。ファンドのマネージャーとなるジェネラルパートナーが、投資プロセスのほとんどをコントロールし、複数の基金・機関投資家がリミテッドパートナー、すなわち有限責任の投資家としてファンドに出資す

図表 2 米国機関投資家のアセットアロケーションと不動産（1996-2004年）

		(単位: %)									
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
全プランスポンサー	不動産エクイティ	4.7	4.7	4.4	4.4	4.3	4.6	5.3	5.5	5.5	
	キャッシュ	3.7	3.7	3.8	2.9	2.8	2.6	3.2	3.4	2.7	
	株式	53.6	56.2	57.7	59.5	60.9	62.2	59.4	57.4	60.2	
	債券	32.4	29.4	28.0	27.0	26.0	24.6	25.2	25.5	24.5	
	その他	5.6	6.0	6.2	6.1	6.0	6.0	7.0	8.2	7.1	

		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
スポンサータイプ別 不動産エクイティ比率	全プランスポンサー	4.7	4.7	4.4	4.4	4.3	4.6	5.3	5.5	5.5
	公的年金	4.7	4.8	4.4	4.6	4.5	5.1	5.8	6.0	6.0
	企業年金	4.3	4.0	3.6	3.3	3.1	2.8	3.1	3.4	3.2
	基金・財団	6.9	7.0	6.9	7.8	7.2	7.3	8.6	8.9	8.7
	労働組合	5.7	5.7	6.0	5.5	5.2	6.2	6.8	7.0	7.3

(出所) PREA “Plan Sponsor Research Report”, March 2005 より野村資本市場研究所作成

図表 3 カリフォルニア州公務員退職年金基金（CALPERS）の運用資産構成

(2006年4月末)

資産	市場価値 (10億ドル)	構成比	目標配分比率 (2005年1月以降)	※変更前の 目標配分比率
現預金	\$1.4	0.7%	0%	0%
AIM(オルタナティブ)	\$10.5	5.0	6.0	7.0
グローバル債券	\$50.2	23.8	26.0	26.0
株式				
米国	\$85.9	40.7	40.0	39.0
国外	52.1	27.7	20.0	19.0
株式計	138.1	65.4	60.0	58.0
不動産	\$10.8	5.1	8.0	9.0
資産総額	\$211.1	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) CALPERS 資料より野村資本市場研究所作成

ることになる。

第三の方法が、市場性のある普通株またはその他の証券の形式で、不動産投資会社もしくは不動産証券化商品に投資する方法である。この方法においては、投資対象は導管体（法人所得税の免除される投資スキーム）であった方が、直接利回りが高くなり望ましいため、通常は米国、日本などの REIT（Real Estate Investment Trust）、豪州の上場プロパティトラストなどのエクイティ証券に投資することになる<sup>3</sup>。

上記の手法のうちどれを使うのが最適かと

いう点については、定説はなく、資産規模や運用方針、不動産運用に対する知識・経験などに応じて、年金基金ごとにそれぞれ異なるのが実態である。ただし、傾向としては、大規模な年金基金はなるべく多くの手法を採用して分散を図り、同時に良質な投資案件に関する情報ソースを常に確保しようとしていると言われている。実際、図表 5 をみると、不動産投資残高の大きな米国公的年金のほとんどが、直接投資と私募ファンドの両方を活用していることがわかる。また、カリフォルニア州教職員年金基金（CALSTRS）のように

図表 4 米国機関投資家の不動産投資ストラクチャー

		不動産全体での 構成比(%)	総資産額250億 ドル以上のスポンサー	総資産額250億 ドル未満のスポンサー
プライベート	コミングルファンド	20.3	15.1	35.6
	直接投資	43.9	46.1	37.7
	オペレーティングカンパニー	8.3	11.0	0.6
	ジョイントベンチャー	6.8	7.2	5.8
	モーゲージ	1.4	1.8	0.3
	REIT	2.7	0.1	10.3
	その他	1.5	1.9	0.7
	<b>計</b>	<b>84.9</b>	<b>83.2</b>	<b>91.0</b>
パブリック	REIT	14.4	16.4	8.5
	REOC	0.2	0.2	0.1
	CMBS	0.3	0.3	0.5
	<b>計</b>	<b>14.9</b>	<b>16.9</b>	<b>9.1</b>

(注) 「オペレーティングカンパニー」は、非公開の不動産会社（開発・賃貸・仲介などを行う）。  
REOC は Real Estate Operating Company のことで、株式を公開しているオペレーティングカンパニー、税制上 REIT としての適格要件を満たさなくなった不動産投資会社などを指す。

(出所) PREA “Plan Sponsor Research Report”, March 2005 より野村資本市場研究所作成

図表 5 不動産投資残高の多い米国の公的年金

	不動産投資残高(百万ドル)			総資産 (百万ドル)	不動産への アロケーション(%)		2004年末時点 投資手法	
	(REIT株除く)				現状	目標	特別勘定 もしくはJV	コミングル ファンド
	03年末	04年末	04年末					
1 Calpers	11,049	11,667	11,184	182,900	6.4%	8.0%	○	○
2 California State Teachers Retirement System	4,927	5,535	5,535	126,091	4.4%	6.0%	○	○
3 Florida State Board	5,487	6,566	4,768	109,800	6.0%	7.0%	○	○
4 Ohio State Teachers	4,951	4,848	4,408	58,238	8.3%	9.0%	○	○
5 NY State Common Retirement Fund	4,746	4,070	4,070	117,200	3.5%	5.0%	○	○
6 Washington State Board	3,600	4,064	4,064	46,197	8.8%	12.0%	○	○
7 Illinois Teachers	2,610	3,199	3,199	33,589	9.5%	14.0%	○	○
8 Michigan Retirement	3,650	3,114	3,114	49,138	6.3%	9.0%	○	○
9 Los Angeles County Employees	3,004	2,869	2,869	29,134	9.8%	10.0%	○	○
10 Ohio Public Employees	3,502	3,500	2,753	64,500	5.4%	9.0%	○	○
11 Pennsylvania Public School Employees	3,094	3,468	2,563	51,700	6.7%	7.0%	○	○
12 NY State Teachers Retirement Fund	3,800	3,800	2,400	85,000	4.5%	8.0%	○	○
13 Oregon Public Employees	2,510	2,540	1,920	47,046	5.4%	8.0%	○	○
14 Colorado Public Employees	1,998	2,178	1,853	31,400	6.9%	7.0%	○	○
15 North Carolina Public Employees	1,637	1,845	1,845	64,510	2.9%	3.5%	○	○

(出所) Real Estate Alert, March 9, 2005 より野村資本市場研究所作成

不動産投資残高が大きく積極的な投資家になると、非常に多くのマニデートおよびファンドに運用委託を行っている（図表 6）。

PREA の調査によれば、米国機関投資家が不動産投資で活用している手法・ストラクチャーは、2005 年時点では直接投資が多く（ジョイントベンチャーと合わせると不動産全体の約 50%）、次に私募ファンド、パブリック REIT となる（図表 4）。

なお、プライベート REIT は、非公開の REIT で、税制上の取り扱いが簡素であることなどから、私募ファンドのピークルとして

活用されたり、ファンドの投資対象となっている個別不動産を保有する法的主体として設置されたりすることが多い。

#### 4. ベンチマークと不動産評価の標準化

不動産ポートフォリオのベンチマークとなるインデックスについては、NCREIF プロパティインデックス（NPI）が最も一般的に使われ、PREA によれば 92%の基金が同指数をベンチマークとしているという（複数のインデックスをベンチマークに活用している基金もある）。ちなみに、NCREIF はプライ

図表 6 カリフォルニア州教職員年金基金の不動産投資の状況

カリフォルニア州教職員年金基金 (CalSTRS)		
コンサルタント: Pension Consulting Alliance		
直接投資 (セパレートアカウントもしくはJV)	コミングルファンド	
マネージャー名	マネージャー名	ファンド名
BlackRock Realty Advisors	Aetos Capital	Asia Fund (1)(2)
Canyon Capital Realty	ARCap	High-Yield CMBS (1)(2)
CB Richard Ellis	Beacon Capital Partners	Strategic Partners (2)(3)
Center Oak Properties	Black Creek Group	Mexico Retail Partners
Community Retail Development Fund	Blackacre Capital	Institutional Partners
Fairfield Residential	Canyon Capital Realty	Canyon Johnson Urban Fund (1)(2)
Federal Acquisitions Partners	CB Richard Ellis	Strategic Partners (4)
First Industrial Realty Trust	CB Richard Ellis	Strategic Partners Europe(2)
Heitman	CB Richard Ellis	Strategic Partners UK (2)
ING Clarion Partners	Cherokee Investment Partners	Fund (3)(4)
Kennedy Associates Real Estate	CIM Group	Urban Real Estate (2)
LCOR/Lehman Brothers	Colony Capital	Investors (2)
Levcor Properties	Divco West Properties	Page Mill Properties
Lowe Enterprises Investment	Fortress Investment	Residential Investment Deutschland
Pacific Coast Capital Partners	Grove International Partners	Cypress Grove International
Principal Global	Heitman	Value Partners
Putnam Waterfront	Heitman	Central European Property Partners (3)
Pyramid Hotel Partners	ING Clarion Partners	Lion Industrial Trust
Regency Centers	Lazard Freres	Strategic Realty Investors
Rockpoint Group	Lone Star Partners	Fund (4)(5)
Thomas Properties	Macquarie Global Property Advisors	MGP Asia (2), MGP Europe (2)
Waterton Associates	Moorfield	Moorfield Real Estate Fund
	Morgan Stanley	MSREF (1), MSREF (2)
	Morgan Stanley	MSREF (4) Domestic
	Morgan Stanley	MSREF (4) International
	Morgan Stanley	MSREF (5) International
	New Sec Group	Nordic Investment (3)
	Pacific Coast Capital	California Smart Growth (4)
	Pacific Coast Capital	Southern California Smart Growth
	Prudential Real Estate	PLA Industrial (2)
	Prudential Real Estate	PLA Residential (2)
	Prudential Real Estate	Latin America Retail (1)
	RLJ Capital Partners	Urban Lodging Fund
	Rockpoint Group	Real Estate Fund (1)(2)
	RREEF	DB Global Opportunities (1A)(1B)
	RREEF	RREEF Global Opportunites (2)
	RREEF	RREEF Structured Debt Fund
	Soros Real Estate Partners	Alberta Fund
	Starwood Capital	Hospitality Fund (1)
	Stockbridge Real Estate Partners	Real Estate Fund (2)
	Thor Equities	Thor Urban Retail Fund
	True North Management	Mezzanine Investment Fund
	William E. Simon & Sons	Realty Partners (1)

(出所) Real Estate Alert, April 26, 2005 より野村資本市場研究所作成

ベート投資のベンチマークであり、パブリック REIT のベンチマークには NAREIT 指数かウィルシャーREIT 指数を使うことが多い。

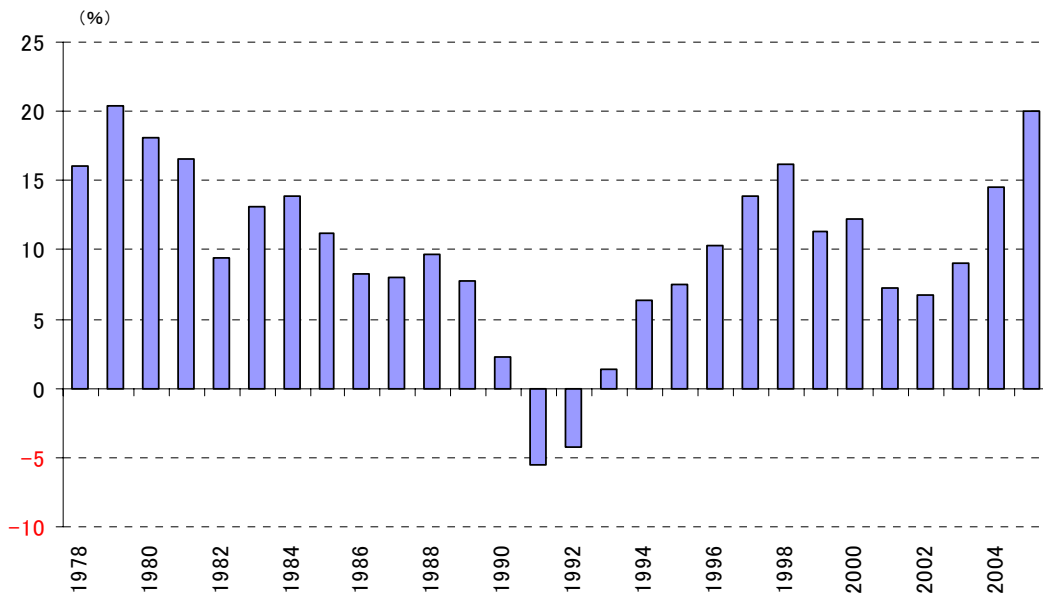
NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciary) は、不動産投資を行う投資顧問会社などが会員となり、会員から提供されるデータを元に NPI などを作成・公表している非営利団体である。NPI は 1982 年に正式に公表され始め、2006 年 3 月末時点で対象不動産の時価総額は約 2,018 億ドルに達している (カバーする不動産物件は 4,756 件)。

NPI をベンチマークとして活用する場合、留意すべき点としてよく指摘されるのが、NPI のリターンが①インカム・リターン (前期末の不動産時価に対するインカムの比率)、②キャピタル・リターン (前期末の不動産時価に対する今期中の不動産価値増減分の比率) の合計によって計算されるということである。しかも、キャピタル・リターンは、取引事例からだけでなく、ユニバースに含まれ

る各物件の再評価に基づくことから、鑑定の影響を受けやすく、売買事例などで把握される現実の市場動向に比べ、指数の動きはかなり緩やかになると指摘されている (図表 7)。

ここで興味深いのは、まず NCREIF という業界団体がデータ収集で重要な役割を果たしていることである<sup>4</sup>。もうひとつ、注目されるのは、NCREIF 会員がキャピタル・リターンのベースとなる再評価損益を計算する際に、「アーガス (ARGUS)」もしくは「ダイナ (DYNA)」という不動産評価ソフトウェアを使って鑑定を行い、しかもこのソフトによるフォーマットでファイル提出を求められているという事実である<sup>5</sup>。もともと米国の不動産投資関係者は、不動産の評価において割引キャッシュフロー (DCF) 法を重視してきたわけだが、さらなる不動産評価の標準化が進んでいるということがいえる。こうした動きは、非公開市場における価格形成の不透明性をひとつの問題ととらえてきた機関投資家にとっては朗報であろう。

図表 7 NCREIF プロパティインデックスでみた不動産投資のリターン (年次、全米)



(出所) NCREIF より野村資本市場研究所作成

## 5. リスク・リターン特性による投資戦略

また、米国の大手機関投資家においては、リスク・リターン特性を基にして不動産ポートフォリオあるいは投資戦略を「コア（Core）」「バリューアッド（Value-Added）」「オポチュニスティック（Opportunistic）」に分けて投資管理をしており、後述する私募不動産ファンドも、ほとんどがこの3戦略のどれを目指すのかを明示したうえで組成されるという実態がある。

コア戦略もしくはコア・ファンドとは、国内の良質な商業用不動産に長期投資することを意味している。具体的な資産としては、大都市のオフィス、賃貸住宅、大消費地に近い倉庫・物流施設、近隣商業施設、パワーセンターなどが相当する。毎年の純収入と長期的な価値向上が期待され、出口戦略（売却）の策定と実行も比較的容易である。一方で、期待収益率はそれほど高くはない。

バリューアッド戦略もしくはバリューアッド・ファンドでは、不動産物件を購入後、増改築をしたり、リース契約もしくは財務をリストラすることによって、付加価値を大きく高めるような投資が期待される。具体的な資産としては、例えばリース契約の満期が近づいているようなオフィス、業態の修正・変化が必要な商業施設などがあげられる。通常は、取得した資産になんらかの付加価値を付与した後、コア不動産として購入したい投資家等に売却することになる。そのリスクの分、コア戦略よりもやや高めの収益率が期待される。

オポチュニスティック戦略もしくはオポチュニスティック・ファンドでは、投資対象を空室率が非常に高いオフィス、宅地開発プロジェクト、不良債権の抵当であった不動産など、リスクが高い、あるいは価値が劣化した不動産とし、権利関係の調整、大規模な修繕・再開発などによって価値を高めた後、売

却することを目指す。コア、バリューアッドとは異なり、主としてキャピタルゲインを狙う投資戦略となる。また最近では、国外の不動産に投資するファンドが組成されているが、これらの多くはリスク・リターンの高いオポチュニスティック戦略に分類される。

図表8は、上記の3戦略に公開不動産証券を加えて、期待リターン・リスクの関係を見たものである。米国の機関投資家の多くは、不動産へのアロケーションの中で戦略を分散させることによって、コア戦略やREITの期待リターンを上回る成果を得ようとしている。

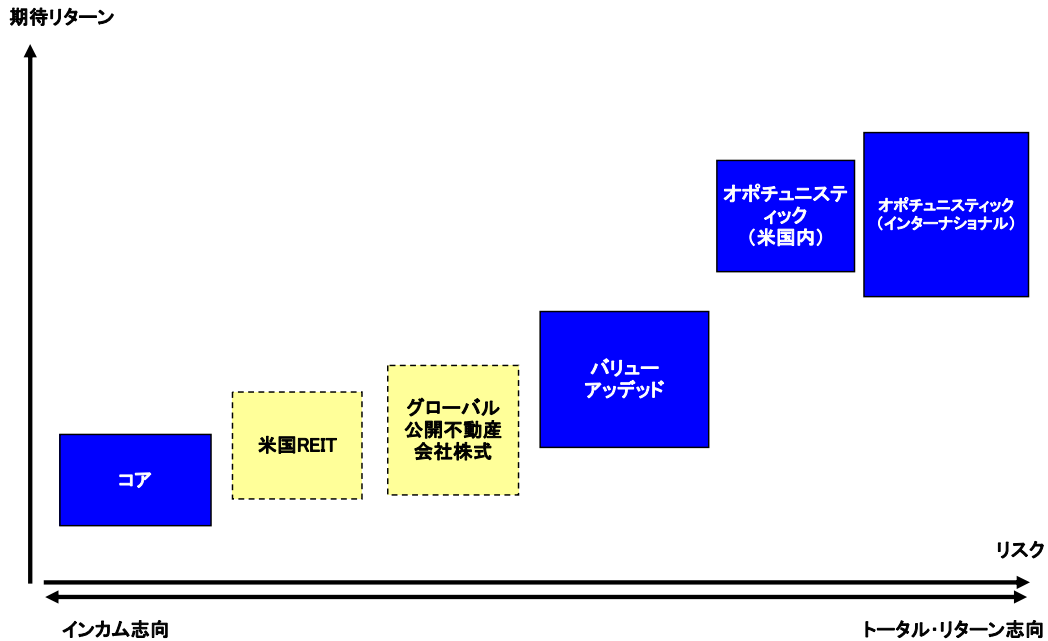
## 6. 市場サイクルによる投資判断と分散投資

証券化を前提にしなければ、不動産はもともと、伝統的な金融資産とは異なる特性を多く持っている。例えば、個別性が強く、分割が困難なため、取引を一元化・集中化することができない（相対取引が基本となる）。また投資単位が巨額になることから、通常、不動産への投資家は資本制約に直面しており、外部からの資金調達を必要としている（金利変動の影響を受けやすい）。また例えば、新たに投資対象となる資産を供給するには、長期にわたる建設期間が必要となるため、完成するまでに需要が変化してしまう場合がある（タイムラグの発生）。こうした特性は、不動産市場におけるブームとその崩壊をもたらす背景と考えられている。

実際、米国の学界では、こうした不動産の特性を、空間（床）に対する需給（空間市場）と投資資産としての不動産に対する需給（資産市場）とに二分して、相互の関係を分析しようとする試み・研究が活発に行われてきた<sup>6</sup>。

米国の投資用不動産市場の関係者は、現実にも多くのブーム・崩壊を経験してきたこと、都市・地域構造が多極分散型であることから、上記のような理論や仮説に強い影響を受けて行動している面がある。特に投資家は、不動

図表 8 リスク・リターン特性でみた不動産投資戦略イメージ



(出所) モルガンスタンレー資料より野村資本市場研究所作成1

産のアロケーションを構築する時に、資産タイプ（サブカテゴリー）分散と地域分散を心がけるのが通常だが、その際、拡大（Expansion）・ピーク・減速（Slowing）・ボトムといった市場サイクルの分析を非常に重視しており、同じサイクルにある資産ばかりに投資しないようにする努力が行われている。また、直接投資やコミングルファンドの場合、ポートフォリオ不動産の売却タイミングをはかる上で、市場サイクルの評価分析がきわめて重要なものとなっている。

## II. 米国の私募不動産ファンド市場

### 1. 米国の不動産投資とプライベートエクイティの重要性

米国の投資用不動産に流れ込む資本の構成をみると、90年代以降、REIT・CMBSを中心に証券化・市場化が急激に進展してきたが、依然としてプライベート（私募・非公開）の資本市場が主たる位置づけを占めていることがわかる（図表 9）。エクイティだけを見て

も、プライベートエクイティの規模は、REIT など公開エクイティの 2.3 倍近くの水準となっている。

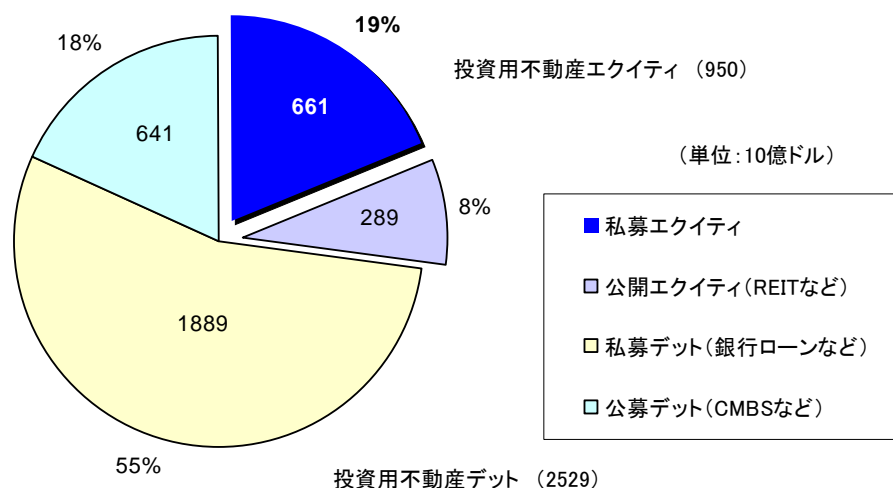
このプライベートエクイティを不動産投資と結びつける役割を担う主要なビークルが、年金基金による直接投資と私募不動産ファンド（コミングルファンド）である。

### 2. コンサルタント及びマネージャーの状況

米国において、不動産のプライベート投資市場が大きく発展した理由のひとつは、直接投資および私募不動産ファンドを通じて機関投資家の資産運用を担う、専門のコンサルタントおよびファンドマネージャーがいたからである。



図表 9 資本の種類別にみた米国不動産投資市場



(出所) 各種資料を基に Urban Land Institute, PriceWaterhouseCoopers が推計 (2005年第2四半期時点)

図表 10 米国の主な不動産投資顧問会社 (預かり資産ランキング)

マネージャー	不動産関連総資産	エクイティ持分	森林資産	ハイブリッド・デット	メザニン	モーゲージ資産	一任勘定
1 TIAA-CREF	41,564	17,248				24,316	41,564
2 Prudential Real Estate	26,285	14,475	671			11,139	26,249
3 J.P. Morgan Fleming	21,002	17,007		8	146	3,841	18,129
4 Principal Capital	20,904	8,815			13	12,076	15,388
5 RREEF/ DB Real Estate	13,814	13,769			45		13,170
6 UBS Realty Investors	11,284	10,545		739			11,284
7 ING Clarion/ING Real Estate	10,761	10,761					5,802
8 Morgan Stanley	8,579	8,579					6,628
9 INVESCO Realty	7,570	7,570					4,655
10 Heitman	7,501	5,347				2,154	1,449
11 CB Richard Ellis Investors	7,491	7,491					6,130
12 BlackRock Realty Advisors	7,446	7,446					6,560
13 Kennedy Associates	6,612	6,612					6,002
14 General Motors Asset Mgmt.	5,989	5,619	134			236	5,989
15 LaSalle Investment	5,054	5,054					3,395
16 New York Life Invest. Mgmt.	4,516	1,356			219	2,941	1,230
17 AEW Capital	3,988	3,988					2,116
18 Starwood Capital	3,750	3,750					3,750
19 Sentinel Real Estate	2,819	2,819					1,473
20 GE Asset Management	2,727	2,640			83	4	2,727

(注) 「一任勘定」は米国機関投資家からの受託分。データは 2005年6月末時点。

(出所) Pension & Investment, December 26, 2005 より野村資本市場研究所作成

不動産投資顧問会社とでも呼ぶべき専門のマネージャーの顔ぶれには、図表 10 のように、多彩なプレイヤーがそろっている。中には、100 億ドルを超える預かり資産を有するマネージャーもいるが、バックグラウンドあ

るいは親会社が多様なのが特徴で、保険会社 (プルデンシャル、プリンシパルなど)、投資銀行 (UBS、モルガンスタンレーなど)、不動産仲介 (CB リチャードエリスなど)、資産運用会社 (インベスコ、ブラックロック

など)、事業法人(GM、GEなど)、プライベートエクイティ投資会社(スターウッドなど)から発展した会社などがある。M&Aによる再編や大型化の例も多く、INGによるクラリオン・パートナーズ買収(1998年)、オールド・ミューチュアルによるハイトマン買収(1998年)、ドイツ銀行によるRREEFの買収(2002年、蘭ロダムコグループから)、ブラックロックによるSSRリアルティ買収(2005年、メットライフグループから)が有名である。

一方、コンサルタントについては、タウンゼント・グループ、キャラン・アソシエイツ、PCA(ペンション・コンサルティング・アライアンス)、ラッセル・リアルエステート・アドバイザーズという4社が主要な会社として知られている。このうち、タウンゼント・グループは、不動産のみを専門とするユニークな年金コンサルティング会社であり、フロリダ州年金、オハイオ州公務員年金などとコンサルティング契約を結んでいる。

### 3. 私募不動産ファンドのストラクチャー

私募不動産ファンドには、大別するとクローズドエンド・ファンドとオープンエンド・ファンドとの2種類がある。

クローズドエンド・ファンドは、一定の満期(期間)が設定され、当初にファンドを組成したあとは、容易に投資家の追加・退出を認めない私募不動産ファンドである。クローズドエンド・ファンドは、通常の場合、いったんポートフォリオに組み込んだ不動産をファンドの残りの期間中も保有しつづけ、仮に売却を行ってもその収入(Proceeds)を再投資することはない。現在、米国に400~500本あるとみられる私募不動産ファンドのうち、8~9割はクローズドエンド型と考えられる。

オープンエンド・ファンドとは、満期(期間)を持たず、継続的に投資家の買い付けと

解約を認めていく一方、投資サイドでも継続的に購入・売却を行っていく私募不動産ファンドである。継続的な買い付け(Contribution)・解約(Withdrawal)といっても、四半期に一回、定められた期間に買い付け・解約が可能という程度であって、投資信託のシェアのように毎日売買が可能ということではない。最小投資単位は1,000万~2,000万ドル程度に設定され、また税制上の理由などから、米国外の投資家からは出資を受け付けないファンドもある。ちなみに、オープンエンドで組成される私募不動産ファンドのほとんどがコア戦略かバリュアード戦略で、オポチュニスティック戦略によるオープンエンド・ファンドはあまりない。

米国におけるオープンエンド型の私募不動産ファンドは、実は歴史が長く、例えばプルデンシャル・リアルエステート・インベスターズの「PRISA」は1970年7月の運用に開始しており、30年以上のトラックレコードを持っていることになる<sup>7)</sup>。

最近では、NCREIFが、コア戦略を採用する分散型のオープンエンド・ファンド26本をユニバースにしたパフォーマンス・インデックス(NFI-ODCE: NCREIF Fund Index - Open End Diversified Core Equity)を開発し、2006年7月に集計途中の速報値ながら初めてリターンを公表した(図表11)<sup>8)</sup>。魅力的なリターン水準に加え、情報の共有化・標準化が進展していることで、オープンエンド・ファンドに対する投資家の信頼はより高まっているといえよう。

### 4. 私募不動産ファンドの投資管理と実践

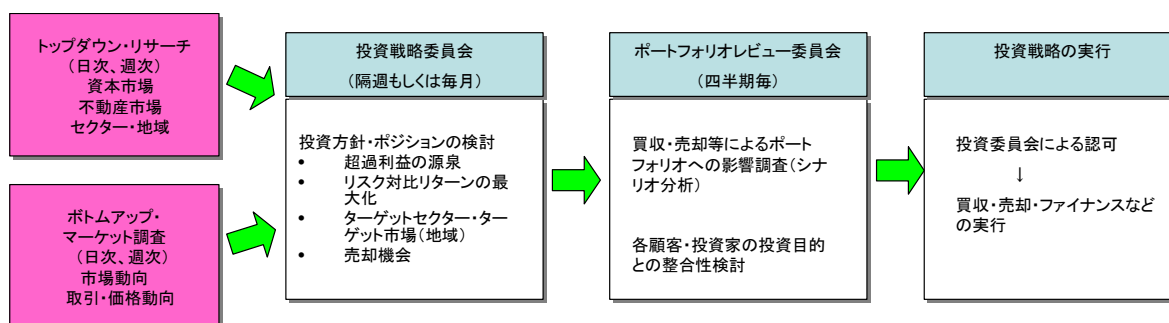
米国の私募不動産ファンドは非公開の投資ビークルだが、年金基金の資産運用を受託するマネージャーは、説明責任を貫徹するために、投資に関わる意思決定(取得・運営・売却)のプロセスを明確化することにつとめている。

図表 11 NCREIF オープンエンド・ファンド指数 (NFI-ODCE)

	2006年	過去			
	YTD(6月まで)	1年	3年	5年	10年
オープンエンド・ファンド指数(NFI-ODCE)	7.8%	19.1%	15.7%	11.6%	12.7%
インカム	2.9%	6.2%	6.7%	7.3%	8.1%
アプリケーション(評価益)	4.8%	12.3%	8.5%	4.1%	4.3%
リーマン債券指数	-0.9%	-1.2%	1.3%	4.7%	5.8%
エクイティREIT指数(NAREIT)	12.9%	19.1%	26.1%	19.4%	15.1%
S&P500株価指数	2.7%	8.6%	11.2%	2.5%	8.3%
短期財務省証券(3ヶ月)	2.2%	3.9%	2.3%	2.2%	3.7%

(出所) NCREIF より野村資本市場研究所作成

図表 12 不動産投資顧問会社におけるポートフォリオ・マネジメント (イメージ)



(出所) ブラックロック・リアルティ資料を基に野村資本市場研究所作成

図表 12 は、私募不動産ファンドのポートフォリオ・マネジメントに関わる一般的なプロセスを示している。前述したように、不動産投資には実物不動産の市場動向と金融資本市場の動きが相互に関係するため、有力なマネージャーは各社ともリサーチに力を入れている。毎日のように移り変わる市場環境はデータベース化され、それを投資戦略委員会などの名称で呼ばれる会議体を通じて議論・共有化する。自分たちのファンドが関係しているセクターや地域で発生した取引事例の情報は、ブローカーや調査会社を通じて、かなりの程度、把握されているのが実状のようである。

ファンドや顧客のポートフォリオは、定期的に、通常の場合には四半期ごとにレビューされる。また、取引が発生する際には、ポートフォリオのリスク・リターン特性がどのような影響を受けるかをシナリオ分析し、投資

委員会に諮ったうえで実行される。ファイナンスについては、負債レバレッジに関する意思決定が重要であり、投資方針に定められた範囲で、できる限り低コストとなる調達手段が追求される。

こうした一連の意思決定・運用管理プロセスによって、コア、バリューアジッドなどの投資戦略が実現されている。株式ファンドが、バリューグロースなどの投資スタイルに従って運用されることにも少し似ており、不動産と証券が運用管理の面でも、似通ってきていることは注目すべきであろう。

### Ⅲ. 私募不動産ファンドに関する今後の注目点

#### 1. 好調な市場環境と今後への注目

NPI でみた米国投資用不動産の 2005 年の年間リターンは 20.06% となり、1979 年の

20.46%に次ぐ指数計測開始以来 2 番目に高いリターンを記録した（図表 7）。このリターン水準は S&P 指数の 4.91%を大きく上回り、過去数年、高騰しつづけてきた NAREIT エクイティ REIT 指数の 12.16%をも上回るものであった。

好調な市場環境を反映して、投資用不動産への資金流入は活発化している。米国の大手公的年金 125 プランの 2006 年上半期における不動産新規投資（コミットメント）は、77 億ドルに達し（前年同期は 65 億ドル）、過去に例をみないハイペースとなっている<sup>9</sup>。ブラックストーン・グループが、オポチュニスティック・ファンドとしては史上最大と見られる 52.5 億ドル「リアルエステート・パートナーズ 5 号」の調達に成功するなど、ファンドの大型化も目立っている<sup>10</sup>。

今後は、ややオーバーフロー気味ともいえる資金を集めた私募不動産ファンドが、十分なパフォーマンスをあげられるのかという点について、関心が高まっていこう。この点に関連して注目を集めているのが、キャップレート（Capitalization Rate もしくは資本還元利回り）の動向である。キャップレートとは、純営業収益（NOI：賃貸収入－維持管理コスト）を不動産価格で割ったものであり、売買事例などから観察され、不動産に対する期待利回りを示す指標のひとつである。

図表 13 にみられるように、最近数年の間に、米国の投資用不動産のキャップレートは総じて大幅に低下しており、負債コストとのギャップ縮小（キャップレート・コンプレッション）が指摘されるようになっている。この現象は、不動産取引の過熱を示すとの指摘もあるが、一方で、米国の主要都市における投資用不動産においては、2001 年の同時多発テロなどの頃から NOI が悪化もしくは停滞していた事実を考慮すれば、キャップレートがドラスチックに反転上昇する（不動産価格の急落）という可能性はあまり考えられな

いのではないかとの見方も多い。

## 2. グローバル化と投資機会

公開証券である REIT 市場においては、欧・米・アジアにまたがって運用する年金基金や投資信託が目立ちはじめたが、私募不動産ファンドの市場でも、オポチュニスティック・ファンドなどを通じたグローバルな投資資金の流れが見られるようになってきている。図表 6 などをみても、米国の大手機関投資家がアジア・中東欧・メキシコなどにすでに投資を開始している様子がわかる。また、筆者が 2005 年冬に行った不動産投資顧問会社・コンサルティング会社に対するヒアリングでも、中国・インドの不動産市場を調査中という専門家が多かった。

今後は、私募不動産ファンド市場においても、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドと同様に、米国投資家による海外への投資、グローバル投資家による米国への投資が加速していくものと考えられよう。こうした潮流は、日本の投資家にとっても重要な示唆がある。世界の投資用不動産を地域・国別にみると、日本の世界市場におけるシェアは 15%弱にすぎず、海外の市場を加えることで、投資機会を格段に広げることが可能になるからである<sup>11</sup>。さらには、グローバル化に伴って、本稿でみたような不動産の評価方法あるいは投資管理手法が一種のグローバル・スタンダードになっていくのかも、注目される場所である。

一方、日本における私募不動産ファンドは、歴史は短い、最近、急激に市場拡大しており、2005 年 12 月末時点の推計市場規模（取得資産額ベース）は約 4.4 兆円と、J-REIT の市場規模（約 3.4 兆円）を 1 兆円前後も上回るとい調査結果もでてくる<sup>12</sup>。

これだけの急成長が見られた理由は、ひとつには J-REIT 市場の拡大によって、投資目的で取得した不動産を売却する出口（エグジット）が広がり、投資戦略がたてやすくなったことがあげられる。ここで、投資目的

といった場合、80 年代後半のような開発利益、地価上昇を見込んだ取引ではなく、稼働不動産のキャッシュフローおよび付加価値の上昇を期待する行動であることが重要である。米国においては、私募ファンドのエグジットは必ずしも REIT への売却ばかりではなく、相乗効果が市場拡大の理由だったわけではないが、日本においても投資用不動産の市場が本格的に形成されつつあるといえよう。

ファンド拡大のもうひとつの理由は、積極的に不動産投資のリスクをとる投資家が増えたことだが、米国と違い、国内の年金基金はやや出遅れ気味とされ、不動産投資を牽引する投資家層にはなっていない。リスク分散度を高めたファンド・オブ・ファンズなど、わが国の年金基金のニーズに対応できるアイデア、専門家の登場が期待されよう。その際、本稿でみたような、米国の機関投資家における不動産の投資管理手法やグローバルな投資機会へのアクセスの状況などは、投資家・マネージャーの双方に参考になると思われる。

<sup>1</sup> 本稿の執筆にあたり、野村ファンド・リサーチ&テクノロジー・アメリカ (NFR&TA) の川原淳次社長と太田篤アナリストから多くの示唆を得た。

<sup>2</sup> ラッセル・L・オルソン『企業年金運用の成功条件』（東洋経済新報社）第 7 章

<sup>3</sup> 機関投資家による REIT 投資の意義と実態について、関雄太「機関投資家の資産運用と不動産投資信託」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号参照。

<sup>4</sup> 日本でも、社団法人不動産証券化協会（ARES）が、NPI の算定式に準じる形で、J-REIT が保有する実物不動産のリターンを指数化する試みを開始している。

[http://www.ares.or.jp/jreit\\_pdb/jreit\\_pd002.html#01](http://www.ares.or.jp/jreit_pdb/jreit_pd002.html#01) など参照。

<sup>5</sup> ジェフリー・フィッシャー「日米不動産市場における不動産インデックスの進化と動向」『ARES』2006 年 5-6 月号参照。フィッシャー氏はインディアナ大学教授。ちなみに ARGUS、DYNA とともにレルム社 (Realm) が開発した不動産評価ソフトウェアである。

<sup>6</sup> Denise DiPasquale and William C. Wheaton, "Urban Economics and Real Estate Markets", Prentice Hall

(1995)などが有名。

- 7 PRISA は、オフィス・商業・住宅など多様な不動産に投資するファンドで、コア戦略をとっている。2005年6月末時点の純資産は約79億ドルである。
- 8 [http://www.ncreif.org/pdf/NFI\\_ODCE\\_Snapshot\\_First\\_Release\\_2q06.pdf](http://www.ncreif.org/pdf/NFI_ODCE_Snapshot_First_Release_2q06.pdf)
- 9 “Pensions Keep Up Fast Pace of Commitments”, Real Estate Alert, 7/5/2006
- 10 リアルエステート・パートナーズ5号には、ペンシルバニア州教職員年金、テキサス教職員年金などの公的年金も出資した。またブラックストーン・グループは、プライベート・エクイティ・ファンドでも、史上最大となる156億ドルの「ブラックストーン・キャピタル・パートナーズ5号」を2006年7月にクロージングしている。
- 11 世界の投資用不動産市場の規模については Prudential Real Estate Investors, “Global REITs: New Platform of Ownership” (2005年1月) など参照。
- 12 住信基礎研究所「不動産プライベートファンドに関する実態調査 2005年」2006年1月。同調査によれば、私募不動産ファンドの市場規模は、2004年末時点で J-REIT の市場規模を追い抜いた形となっている。また不動産証券化協会も、2006年に初の私募ファンド実態調査を実施し、協会員(194社)が運用する私募ファンドの総数430、運用資産総額約6.1兆円とする結果を発表している(2006年5月31日)。