



## 海外投資家のニーズは短期の回転重視から長期安定型へと移っています

ナカノ 直樹 平野 直久

当社では、海外投資家を主な顧客として、長期のAMMであるパブリック・プライベート・パートナーシップ基金を推進する業務に特化するマルチマネジアーファンドの運用業務に加え、自らAMMとして運用に参画する投資案件の募集も行っています。これらのファンドは投資家の要望に沿ってその意思付けが異なるのです。3つ目は3年間の期間で人口は半島口までを伸ばせるため、不動産を有利な条件で取得し、レバレッジを効かせつつ業績向上のため、比較的短期間のうちに売却することで利益を上げようとするファンドで、資金の確保は100%基準とするオプティム・キャピタル・パートナーシップ基金が中心となります。2つ目は十分なレバレッジは必ずしも必要ないが、長期的に成長とバリューが図れる物件に投資をして、3年または5年のタイムスケールでRPMを稼働させたいという投資意向向けのファンドです。3つ目は3〜5年間のロングタームで常にハイ・リターンを安定したリターンを求めます。これは海外年金基金などが投資しています。比較的ハイ・リターンはオプティム・キャピタル・パートナーシップ基金が中心ですが、近年はロングタームで安定志向の基金が中心になっています。

それぞれ別のファンドで求められる要件やAMM機能のことも違ってくるが、全般的に海外投資家が見るポイントには、もちろん国中の利回りも異なることから、自分が投資したプロジェクトが本当に価値を持っているのか、元本割れしていないかという点です。その判断基準が国内投資家よりも厳しく厳立されているように、例えば全体の投資額を20%とすると、日本においては大型案件でなければ一般的に物件の購入価格が90%以下で、あとは10%ほどコストです。このほかには市場と相違、アカウンティングの諸費用や税金手数料、AMMのフィードバック、レバレッジ・ローンコストなど多くの要素が含まれているのですが、海外投資家はこのコストが日本の場合は高すぎるかと考えています。言い換えると、購入価格が評価額を何割にとすると、購入した時点で既に1割の損傷が発生しているとも捉えているのです。

また、AMMに対する見方も非常に厳しく、物々書や競争入札になる一方ですが、かなり熟慮した物件で取得しているようなAMMは評価されにくいです。実際の価格よりも高く買われAMMの2つ〜3つの大きな評価ポイントとい

ふえ方を求めているので「普通に買っているAMMが、かなり高いフィードバックを要求しているケースがあるのはおかしい」という意見も多く寄せられます。確かにRPMの稼働率が高いことのためにフィードバックを要求するのは投資家には納得がいかないかもしれませんが、投資期間が短いにもかかわらず、投資をはじめから出口までの各過程で高いフィードバックを要求するのは回転重視型の体系といえ、これは正しくなるにつれてAMMの投資業務には合致していません。

そしてもう一つ海外投資家が見ている要素のひとつとして、ユティリティ・マルチプルとハイ・リターンがあります。これは買す前に、投資したユティリティが期間中に10%増えたかという考え方です。例えば仮定として10%のユティリティ増強が10%以上ある見込みか、すなわち、単純に2年間で20%増強になるという点にだけ目を向けた見方です。オプティム・キャピタル・パートナーシップ基金には長期重視型が多い傾向がありますが、長期運用志向の機関投資家には投資期間なども多く、長期投資をするにあたり、総戻り率が重要だとどれだけ増えるのかというところをしっかりと見てほしいのです。長期運用での利得で対比しての短期的に高い利得もこのユティリティ・マルチプルが大きく異なる点、直ぐ大きな利得されたことにはならないわけですが、

あとは当該プロジェクトがAMMに運営にあたってAMMに求めている点ですが、運用そのものの見方に加え、やはりポートがしっかりとしているかどうかという点です。これは単に見聞きの問題ではなく、説明を求めた時にすぐ答えが返ってくるようになって欲しい。そうすれば信頼感も高くなります。不動産市場の上昇により利益率やレバレッジ・レートが低下し、投資実行の早期においては、以前より利回りやレバレッジに比べて低下します。そのなかで不動産AMMの数は増えています。上記のように短期重視で評価のつかないハイ・リターン系も、説明がつかず、むしろハイ・リターン・プロジェクトのAMMは選ばれにくくなっていくでしょう。そういった意味では国内のAMMは海外投資家の求める投資基準にはまだ間に合っていないですね。今こそ各社がそこに向かって競争的に行かざるを得ない時期に差し掛かっているのではないのでしょうか。