



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

アトラス・パートナーズ 代表取締役社長 平井幹久

当社では、海外投資家を主な顧客として、外部のAMあるいは自らがアセットマネジメント業務を提供する案件に投資するマルチマネジャーファンドの運營業務に加え、自らAMとして個別に組成する投資案件の提供も行っています。これらのファンドは投資家の要望に沿ってその性格付けが異なります。1つ目は3年程の期間で入口から出口までを終わらせるタイプ。不動産を有利な条件で取得し、レバレッジを効かせつつ価値向上のうえ、比較的短期間のうちに売却することで利回りを上げようとするファンドで、資金の性格はIRRを基準とするオポチュニティスティックなものになります。2つ目はいきなり高いリターンは必ずしも要求しないが、長期的にきちんとバリューが出る物件に投資をして、3年から5年のタームでいいキャピタルゲインを取りたいという投資家向けのファンドです。3つ目は5～7年というロングタームで常にいい水準の安定したリターンを求めたいタイプ。これは海外年金基金などが投資しています。比率でいうと従前はオポチュニティな資金が多かったですが、近年はロングタームで安定志向の資金が中心になっています。

それぞれのファンドで求められる案件やAM像というのも変わってきますが、全般的に海外投資家が見るポイントは、もちろん期中の利回りもさることながら、自分が投資したポジションが本当に価値を伴っているのか、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確立されているようです。例えば全体の投資額を100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ぐらいで、あとの10は諸コストです。このなかには弁護士や鑑定、アカウントティングの諸費用や仲介手数料、AMのアップフロントフィー、レンダーローンコストなど多くの要素が含まれているのですが、海外投資家はこれらの諸コストが日本の場合は高すぎると考えています。言い換えれば、購入価格が評価額を同じとすると、購入した時点で既に1割の毀損が発生しているとも捉えているのです。

また、AMに対する見方も非常に厳しい。物件取得競争は激しくなる一方ですが、かなり無理した価格で取得しているようなAMは評価されにくい。実際の価値よりも安く買う力がAMのひとつの大きな評価ポイントという

考え方を持っている。「普通に買っているAMが、かなり高いアップフロントフィー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。確かにコンペの結果高く買ってしまったのにアップフロントを要求するのは投資家には納得がいけないかもしれません。投資期間が短いにもかかわらず、投資のはじめから出口までの各過程で高いフィーを要求するのは回転重視型の体系といえ、いま主流になりつつあるロングタームの資金需要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、エクイティ・マルチプルという概念があります。これは要するに、投資したエクイティが期間中にいくら増えたかという考え方です。例えば30でスタートしたエクイティが最後にいくらになる見込みか、すなわち、単純に5年間で30が50や60になるところだけを抜き出した見方です。オポチュニスティックな投資家にはIRR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国家機関なども多く、長期投資をするにあたり、結局最後に資金がどれだけ増えるのかというところをしっかりと見ておきたいわけです。短期間での回転でIRRとしての利回りは高くなってもこのエクイティ・マルチプルが大きくなると、富が大きく蓄積されたことにはならないわけです。

あとは当社がマルチマネジャーファンド運営にあたってAMに求めている点ですが、運用そのものの実力に加え、やはりレポートがしっかりしているかどうかということです。これは単に見栄えの問題ではなく、説明を求めた時にすぐ答えが返ってくるようであって欲しい。そうすれば信頼感も生じてきます。不動産価格の上昇により利益率やキャップレートが低下し、投資実行の早期においては、以前より利回りが低いマーケットになりつつあります。そのなかで不動産AM会社は増えていますが、上記のように回転重視で価値の伴わないフィー体系や、説明がつかず、わかりにくいレポートのAM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AMは海外投資家の求める世界標準にはまだまだ届いてはいません。今こそ各社がそこに向かって動き始めなければならない時期にさしかかっているのではないのでしょうか。