あおぞら私募REIT ファンドオブファンズ設立の背景と使命

対　談

本年８月、あおぞら不動産投資顧問は同社がファンド運営および投資家募集を担う私募リート市場で初となるファンドオブファンズを立ち上げました。

本ファンドは、複数の私募リート投資口を投資対象とする投資事業有限責任組合（LPS）であり、無限責任組合員（GP）はあおぞら不動産投資顧問が務め、投資家である有限責任組合員（LP）は本ファンドを通じて間接的に私募リートへ投資します。これにより、投資家は少額からでも分散効果の高い私募リートのポートフォリオに投資することが可能となります。

本対談では、私募リート市場に通じる土岐氏が、ファンドオブファンズを手がけた岡田氏に、その誕生の背景や狙いを聞きました。

日　時：2025 年 10 月 24 日

会　場：不動産証券化協会 会議室

土岐 好隆氏
合同会社レブサム
代表社員

岡田 直美氏
あおぞら不動産投資顧問株式会社
常務取締役

土岐　あおぞら不動産投資顧問は本年８月、同社がファンド運営と投資家募集を担う私募リート市場初のファンドオブファンズ（以下、FOFs）を立ち上げました。岡田さんとは長年この市場をともに築き支えてきたという自負がありますが、今回私募リート市場がしっかり機能するための素晴らしい仕組みができたことを心から喜んでいます。

2010年に最初の私募リート銘柄が登場して以来、順調に成長を続け、2020年末には36だった銘柄がコロナ禍を経て一気に膨らみ、現在は61銘柄（2025年9月末現在）に達しています。足元では需要を集めるのに苦労する銘柄もあるようですが、全体では旺盛な状況が継続していることに変わりはありません。そして商品としては機関投資家に完全に認知されました。しかし全銘柄を把握することが困難な状況のなかで、プロがそれを分析して、新しい投資商品として提供することは時代のニーズであろうと思います。私募リートの受け皿としても本FOFsは意義があると思っています。まずは本FOFsをいつ頃から構想しここに至ったのか、経緯をお聞きします。

岡田　これまであおぞら銀行で投資家として私募リート市場を見てきましたが、銘柄数が20を超えた2017年頃に「銘柄数はどこまで増えていくのだろう」と、モニタリング等管理体制を重視する金融機関の投資家として違和感を覚えました。その後、あおぞら不動産投資顧問に出向し、多くの金融機関投資家の声を聴く中で同様の問題認識を抱く投資家が多数いることを感じました。銘柄の合併という対応策は弊社で推進することは難しく、FOFs組成が最適だとの考えに至ったのが今から３～４年前です。しかし日常業務に追われ具体的な検討には至らず、ファ

土岐 好隆氏

合同会社レブサム
代表社員

PROFILE

どき　よしたか

1990年４月大和証券株式会社入社、同年証券化専門部署として新設された証券開発部に配属。1998年４月住友海上火災保険株式会社入社、1999年９月株式会社東京三菱銀行入行、2002年10月三菱証券株式会社（現三菱UFJモルガン・スタンレー証券）入社、2025年７月合同会社レブサム設立、代表社員。これまで立場変われども、本邦証券化黎明期から、共にその道一筋に歩く最古参、証券化取扱い実績は1500件を越え本邦トップ。セミナー講師や協会の委員なども多数つとめる。東京大学経済学部卒。

ンド構想に本格的に着手したのは昨年の2月頃のことです。

土岐　3～4年前はちょうど市場が下り坂に入り始めた頃です。

岡田　その頃、まだ設立間もない私募リートの運用会社やそのスポンサーからも、銘柄数も多いなか、投資家層を拡げることが難しいとの声も聞かれました。需給バランスが変化し始めた頃ですが、不動産の市況としては投資家にとって安定配当の得られる良い投資機会であることは大きく変わっていないと思っていました。そこで双方に課題を感じている投資家と運用サイドの架け橋となり、潜在的な投資家需要を引き出すことに繋がればよいと思い、FOFsの組成を検討しました。

土岐　金融機関がこうした新しい枠組みを作るにあたっては、行内でもいろいろな声があったと推察します。私の前職の証券会社ではこの種のハードルが大変高くなっており、私募リートを取り扱うための社内整理に1年かかりました。新商品では対象となる投資家の属性や顧客保護に関する確認事項も多く、手続きにミスが出ないよう多くの観点でチェックが必要になりますね。

岡田　どういった仕組みや商品性が最適かを検討する過程で、弁護士や会計士、業界関係者などから幅広く意見を伺いながら議論を重ねました。最終的には銀行グループとして新商品を開発する際に必要となる、法制度・税務・会計・資金の流れ・事務フローなど、あらゆる観点からのリスクチェックについて、各担当部署による精査を受けるプロセスを2度繰り返して、論点を明確にして対処することとなりました。

土岐　FOFsには呼び水としてあおぞら銀行が自らの保有していた投資口を入れていますね。

岡田 直美氏

あおぞら不動産投資顧問株式会社
常務取締役

PROFILE

おかだ　なおみ

日本債券信用銀行(現あおぞら銀行)入行後、調査部等を経て、不動産シンジケーション協議会(現不動産証券化協会)に出向し、Jリート市場創設準備に関わる。その後、25年以上にわたり不動産ファイナンス業務に従事し、特に不動産証券化エクイティ投資に関して豊富な経験を有する。2017年6月より当社社長。2022年6月より現職。

岡田　多くの投資家と事前に意見交換するなかで、具体的な銘柄やポートフォリオのイメージがないと、理解し判断することができないという声がありました。我々も利回りはどの程度になるか、事務量はどうなのかなどをチェックする必要があり、あおぞら銀行から投資口を譲り受けて 50 億円程度でシードアセットをつくり運用を開始しました。これによりポートフォリオ分散のイメージや我々の掲げる投資方針のイメージを掴んでもらいやすくなりました。

土岐　チェリーピックではなく、綺麗にポートフォリオを分散して提供してもらったのでしょうか。

岡田　銘柄やアセットタイプの分散を示し、ファンドのコンセプトを投資家に理解していただくポートフォリオとする必要がありましたので、1銘柄あたり 10%前後とするために 10銘柄の譲渡を受けることとしました。現在の市況では賃貸レジ中心のポートフォリオが投資家に受け入れられやすいと考えたため、市場平均に比べて賃貸レジが多めです。今後は賃料上昇が期待される都心オフィスを増やし、金利上昇時には以前より警戒感が出ている物流施設は少し控えるなど、その時々の市場環境に応じて投資家が保有すべきアセットにするよう組入銘柄を緩やかに入れ替えます。こうした運用方針をお伝えするため私募リート市場全体の平均値ではなく「今立ち上げるならこうあるべき」というコンセプトを示せるポートフォリオと致しました。

土岐　あおぞら銀行のポートフォリオに投資したい投資家は多いと思いますが、利回りが 4%超えから 3%前半のものまであるなかで、今後の外部成長の戦略はどのように考えているのでしょうか。

岡田　利回りが高めのものを多く組み込む発想もありますが、リスクリターンは利回りだけでなく物件のパフォーマンスに関するスポンサー協力のスタンスにも影響を受けます。長期・安定的なインカム狙いの位置付けである本FOFsには、利回りが低くても当然に組み込むべき銘柄は入れていきたいと思います。事前のヒアリングでは、初期に立ち上がり資産規模が大きくトラックレコードもスポンサーネームもあり安心して保有できる銘柄は持っているが、新しい銘柄は取り上げるのが難しいと話す投資家が多くいました。既往投資家が保有する銘柄構成に寄せて本FOFsを組成してしまうと、本来の趣旨を損ないかねません。資産規模が十分でなく、トラックレコードが短い銘柄であっても、物件に競争力があり、スポンサーに私募リートを育成する体制が整い、保有物件が良好なパフォーマンスを維持できる場合には、積極的に組入れ対象としています。あわせて実績のある銘柄も一定程度組み入れることで分散を図っています。また、不動産市況の変化に応じて、より望ましいリスクリターンを備えた銘柄に入替えを行うとともに、スポンサー協力の継続性にも注視し、その時々の環境変化やメリットを反映したポートフォリオの構築を目指します。こうして長期安定で、単に私募リートの平均値に沿うだけでなく我々が選択する方針が反映される商品を目指しているのです。

土岐　61銘柄全てを将来的に受け入れるお考えはあるのでしょうか。

岡田　今後もなるべく多くの中身を理解して銘柄数を増やしていきたいと思っていますが、全銘柄を取得するというスタンスではありません。上場リートのFOFsの中には資産規模に応じて全て入れるものもありますが、そこは意図せずに物件に注目しつつ、分散効果のあるポー

トフォリオを構成できるように銘柄を選定する方針です。

世の中で初めての商品のため、本FOFsが市場によくない影響を与えないか、プラスの影響はあるのか、どんな効果やデメリットが生じるかを事前にヒアリングして商品組成に活かしたつもりです。そしてコンセプトのご理解と共感を得られた20以上の銘柄のAMやスポンサーに、潜在的投資家の立場として情報を開示していただきました。市場の発展のためとしてご協力いただいた皆様には、大変感謝しております。運用会社のご理解は不可欠でここに多くの時間を費やしましたが、これを全銘柄で行うには相当なエネルギーが必要です。組込銘柄数はいずれ20を超える予定ですし、弊社が理解する銘柄を増やしていくことは責務と考えますが、コストも膨らむので配当を痛めない範囲となります。

ファンドが掲げる基本理念

土岐　銘柄選定ではある程度ターゲットを絞り、順位付けをして購入されるのでしょうか。ポリシーを教えていただけますか。

岡田　我々の取得したい候補銘柄は前期に投資委員会で目途をつけますが、増資に参加する機会は概ね年に1回しかありません。このFOFsの特徴の一つとして、キャピタルコール方式で資金を調達するため、増資での投資口取得のほかにセカンダリー取引の機会も十分活用したいと考えています。幅広に銘柄候補と金額の目途をつけながら、増資に参加しても予定額の割当を受けるとは限らないので時々の事情での対応となります。

土岐　利回りの目線はどうでしょうか。

岡田　現在の私募リート個別銘柄の利回りは3%台前半～4%乗せたあたりまでです。FOFsとはいえ諸コスト差引後にこのレンジに収まらないのは投資家ニーズに合いません。現在の市場であれば4%程度のポートフォリオのベースを作り、投資家への配当は3%半ばを維持できる構成を目指します。ただ利回りを高くするだけでは我々の理想的なポートフォリオにはなりません。リスクリターンの見合う構成にしていきたいと思います。シードアセットも私募リートの平均値近辺に収まっています。

土岐　私募リートのターゲット利回りに正解はないと思いますが、Jリートと比べると資産価値をより直接的に反映していますね。

岡田　基本的にはNAV/1倍であり資産価値そのものですが、今の不動産市況で4%の配当を出すのは容易ではないはずで、不動産からの安定したインカムを相対的に高い利回りで得られる私募リート投資は、運用に組み込むメリットはあるはずとお伝えしています。

土岐　個人的には私募リートFOFsは投資家の運用資金としてパッシブでいいと考えますし、利回りも加重平均のど真ん中にいれば合格点です。投資家にとっては管理コスト等を削減できる点が主目的だと思っています。自前での管理は人件費や労力がかかるので、そのコスト削減効果を考えれば、利回りは低くなることを許容してもらってもいいと思いますが。

岡田　その理解にはもう少し時間がかかると思います。人件費と比べれば問題ないコストだと捉える投資家もいれば、直接取得して少しでも利回りが高い方を選ぶ投資家もいます。

土岐　各金融機関も人件費の高まりを肌で感じているはずです。若手の育成コストや、戦力になった頃に引抜きがあるという話も聞くので、

それを考えるとFOFsに任せた方が運用ポートフォリオにコストをかけずに目的を達成できます。最小限のコストで最大限のパフォーマンスを上げる手段として、FOFsという選択肢ができるのはすごいいいことです。誤解を恐れずに申し上げると、規模が小さい信用金庫はFOFsに買い替えるのが得策だと思います。

岡田　投資経験が長く安定したインカムを享受しながらも一銘柄の上限額を抑えて分散を図っていた投資家にとっては、銘柄数の増加に伴って管理負担や人件費が増加する一方で、コスト削減のための売却による銘柄整理はインカムの減少を招くというジレンマがあります。その解決策として残高の一部をFOFsに置き換えることで、インカム水準を維持しつつ運用効率を高めることができます。さらにPEや未上場株投資などに人員を充てたい、あるいは少数の私募リート担当者の経験に頼ったモニタリング方法では残高の維持が難しくなるという課題を持つ投資家には、FOFsを活用することで属人性によらずサステナブルな管理体制が可能となります。自前で全て管理できる投資家はグループ内に不動産に絡んでいるビジネスも多く、負荷以上のメリットもありますが、多くの投資家にとって61銘柄から選んで分散して投資するのは負担が大きすぎます。自前では難しい投資家のお役に立ちたいと思っています。

土岐　FOFsの活用によるメリットは管理コストの削減以外にどういったことが想定できますか。

岡田　今回、投資家回りをして聞こえてきたなかには、未上場株を発掘するような感覚でFOFsを通じて最近の銘柄を知りたいといった方もいましたし、新規の投資家が情報を得にくい私募リートを学ぶためや、分散効果で市場の平均値を取る目的に叶うという方もいます。さらに巷間で不動産に関するネガティブな情報が広がり、上層部から「流動性の低い私募リートは大丈夫なのか」と問われる場面もありますが、そのようなときには、我々がFOFsの投資家に対して行う市況のレポーティングで情報ギャップを埋めたいという方もいます。市場全体として捉える情報があまりないなかで安心して残高を維持し、リスクを感じたときに短期的な売却以外の方法で対応が可能となることは投資家にとって意味があると思います。

土岐　地域金融機関を訪問すると「他の金融機関はどこまでモニタリングしているのか」、「今の方法でいいか」とよく聞かれます。そして、どの金融機関も5銘柄程度が限界だと言います。日本の不動産は妙に手触り感があるので本来は気にする必要のないことも気にしてしまう。私募リートは投資法人に対して投資しているので個別物件を見に行ったりキャッシュフローを精査したりする必要はないはずですが。株式のFOFsならば個別の株全部チェックすることはないでしょうし、海外不動産なら誰もモニタリングしに現地に行かないですよね。国内だと行けるので根性論になってしまうんですね。

岡田　保有物件数が増えていく私募リートでは、全物件のデータを追うよりも、リスクを感じた点について運用会社の対応方法・見通し等を確認することの方がモニタリングとして有意義なこともあります。多くの銘柄を見て市況情報も得ている弊社は、こうしたリスクポイントのチェックを行うことができ、それをFOFsの投資家へフィードバック致します。今まで個別にモニタリングしてきたのにFOFsだから不要という理屈にならないと考える投資家もいます。普及に伴いここも理解が進むものと期待しています。

私募リート市場拡大がもたらしたプラス作用

土岐　ところで上場リートは金融商品ですが、私募リートは不動産金融商品のエクイティのど真ん中で、投資家は不動産のエクスポージャーに直接投資できるので、この市場が大きくなって本当に良かった。証券会社時代にデフレ期に賃料上昇が見込めないなかで「債券代替投資」に位置付けて私募リートを販売していました。その後、超長期国債の利回りが大きく上昇した局面では、より有利と判断された投資家の多くがそちらへシフトしましたが、足元では再び、不動産本来の特性であるインフレヘッジ効果に注目が集まり資金が戻りつつあります。

岡田　流動性のない不動産向けの投資に依然として慎重な姿勢がある一方で、今回の対話で、私募リートを通して不動産のインカムの安定性を評価する投資家が増えていることを実感しました。金利が上昇し株価の変動も激しかったので不安が先行しましたが、多くの地域金融機関が最近の私募リートの決算説明を聞いて金利コストを上回る賃料の増額を得られていることに安堵しているようです。ひと昔前は不動産アレルギーを持つ経営陣が多く、少しでもリスクが報じられるとすぐ不動産の評価や賃料が下がるのではと不安視されたものですが、私募リートを通して、不動産価格や賃料収入が短期的に大きく変動しているわけではないことが理解され、不動産証券化商品への投資に安心感が増しました。これは私募リート市場の拡大がもたらした功績です。

世界の年金運用者に利回りが低い不動産をあえてポートフォリオに組み入れる理由を尋ねると、最初に挙がるのはインフレヘッジの効果です。日本は金利のない世界が長期間続いたので、不動産にインフレヘッジ機能があるという意識がほぼなくなっていましたが、昨今の市況で認識が変化したのだと思います。

土岐　これまで土地コストに対して賃料が低すぎましたから。安すぎたモノやサービスに対する価格修正が行われて上昇しています。絶対に上がらないと言われていた賃貸住宅の賃料も今はものすごい勢いで上がっていますね。

岡田　不動産市況は東京五輪までがピークでその後落ちるというシナリオがあったので、流動性のないものは五輪前に売り切るか半減させるという長期計画のもと私募リートの残高を減らした投資家もいました。金融機関の運用方針として一度決めたことをきちんと守った結果ですが、五輪後も上昇していたので今もう少し増やしてもいいと考え始めている方もいます。

土岐　不動産価格は「10年サイクル」で調整が起こりますが、2011年頃から上昇し続けており2021年頃には東京五輪の反動で下落が始まってもおかしくなかった。それがコロナ後のインバウンド需要の影響でインフレになっています。

岡田　上場リートの様に価格ボラティリティの高い市場では、資金の流出入によって価格が大きく動くこともありますが、私募リートは投資家に純粋に不動産の実態を見直してもらう良い機会になったと思います。

運用力の真価が試される時代へ

土岐　昨今の建築コストの高騰で新規の供給が細るなか賃貸市場はタイトになっています。

岡田　新規供給が減るなか、既存物件をリニューアルして賃料上昇の実績を示すリートも

出てきています。不動産業界では当然のことでも投資商品を通じて知る投資家には今まで目にする機会が少なかった。ましてや地方ではそういった現象が起こるのは後になります。不動産の物件周りに手を加えると価値が高まることを実感し、それに触発された地元の不動産も価値向上に向けた取組みがなされて良い循環ができています。

土岐　今は「近・新・大」が評価される時代ではなくなり、今後は同じようなビルでも内装や手の入れ方で賃料水準が大きく変わり、アセットマネジメントの力量が従来以上に問われてきます。これまではアクイジションでスポンサーが協力的なリートが評価されましたが、今後は金融系のAM会社もスポンサーの意向に左右されず賃料や中身の入替えをある程度自由度を持って行えるようになり、力量を発揮できるチャンスではないでしょうか。その点は、銘柄選択の際にどうでしょうか。

岡田　いろいろなノウハウや豊富な経験を持つ運営者はデベロッパー出身とは限らず、投資法人のローン調達で巧拙の差が出ることもあるでしょうし、それぞれの特徴を見極めて銘柄選定や組込比率を変えていくつもりです。

土岐　投資家は全銘柄が見られるわけではないので、唯一横比較ができる立場にいる岡田さんには門番としてしっかり見ていただき、内部成長が停滞しているリートにはもの申していただきたいですね。

岡田　そういう役割を期待され応えられる存在にならなければ長期的にこのファンドは存続しないと思います。まだ立ち上げたばかりですが、これまでの経験を活かして「投資家のために」を主題に鋭意努力します。

投資家の期待に応えるために

土岐　3～4年前までは、「今買わないともう買えない」という雰囲気でしたが、その後はなぎ状態に入り、無理して買いすぎた分一部を売却する金融機関が多かった。その場合、POを行わない銘柄を売るパターンと、少額でも大きく利益が出る古い銘柄を売るパターンがあって、最初は利益が出る銘柄を売っていたのが、今はより慎重な銘柄選別をするようになっていますね。

岡田　金融機関の運用の中で含み益が貯められる投資はあまりないので、私募リートで貯まった含み益を経営上の理由で吐き出すのはやむを得ないことです。しかし諸事情で投資口を売却する投資家も市場から完全に去るのではなく、再度インカムを取り戻す方法として個別銘柄の増資に参加するだけでなく、早期に残高を戻しやすいFOFsも選択肢の一つになれば、結果的に市場参加者の減少を抑えることができると思っています。毎日取得可能な上場リートに残高を振り向ける方法もありますが、リスクカテゴリが異なります。

土岐　投資家のなかには、金融商品あるいは代替として位置付けて購入する事業法人・大学等と、不動産投資の代替として位置付ける層が存在します。後者は、もともと不動産価格にレバレッジをかけて高リターンを狙う傾向が強く、単純利回り4%程度では満足しません。7～8割程度のローンを活用して10%水準への利回りを志向することが多い。こうした層に対しては、ダブルレバレッジを活用することで十分な投資妙味を提供できますし、分散投資の中でこれほどの高利回りを実現できる商品は希少であり、魅力度は高いといえますが、いかがでしょうか。

岡田　当初からレバレッジを活用した商品を求める声もありました。しかし今回はノンレバで立ち上げました。金融機関投資家の場合、ファンドにレバレッジがかかると二重レバレッジ構造となり、リスク管理上投資対象外となるケースが多いこと、また金利上昇局面においてリスク許容度が低下していることが理由です。一方で、バーゼルルールの制約を受けない事業法人の中には、高リターン志向の投資家も存在するため、将来的にはレバレッジ型ファンドを兄弟シリーズとして検討しています。一方で、レンダーにとってこうした商品へのローンは容易ではないため、ローンコストが上昇し、結果的に想定リターンを十分に確保できない可能性もあります。また個別のファンドでローンを付ける場合も同様ですが、商品のリスクは増えますし、さらに、ベース金利の上昇といったコントロール不能な要因によってコストが増大する可能性もあるため、運用面で考慮すべき点は多岐にわたります。こうした状況を踏まえ、採算性とリスクのバランスを慎重に見極めながら検討を進めていく考えです。

土岐　金利が上昇局面に入り競合する他の金融商品も出てきているので、私募リート市場の残高が縮小されてジリ貧にならないように、AM会社に内部成長の努力をお願いしたいですね。

現状では私募リートFOFsの競合相手が次々に出てくる状況にはならないと思っています。昔から不動産をきちんと理解して、スポンサーもエクイティを持って協力する御社は稀有な存在ではないでしょうか。

岡田　FOFsの組成者が銘柄や主幹事証券などの立場で私募リートに関わっていると売れ残りや利益誘導を疑われるので非常に難しい、「あおぞら銀行は中立でいいよね」と言われたことがあります。また、我々のような立場で銘柄を選べるAMは世の中に多く存在しますが私募リートへの投資家経験を持つAMはあまりいません。我々は、投資家としての経験値である銘柄の選び方やモニタリングなどのノウハウを、多くの投資家のために活かして運用を担うことができます。ただ複数のAMが同じものを作っても市場のためにはならないので、他が始めるなら我々は撤退するので教えてほしいと言って回りました（笑）。

土岐　投資家から預かった資金を適切に運用することは、運用ビジネスの基本中の基本です。あおぞら銀行は特殊な立場にありますが、本来あるべき姿として、欧米と同様の立ち位置でFOFsを組成し、投資家からも支持・推奨される流れが生まれることを強く期待しています。

今後に向けて

土岐　現在は次のステージに向けて全国行脚しているところでしょうか。

岡田　8月末に立ち上げて9月半ばから投資家への紹介を始めていますが、決算期が11月末でご案内の時間が短いため、まずは来年5月頃までに検討いただく予定です。特に金融機関は新商品に対して検討に時間を要し、年度途中で新商品を扱えない投資家も多いので、まずは理解してもらうことです。金融機関が流動性の少ない投資を取り込む苦労がよくわかるので、投資家が必要とする情報を意識して臨んでいます。またこれまで投資家要件等の制約から私募リート投資の機会があまりなかった金融機関以外の投資家にもFOFsを通して市場に参加する機会

を提供したい、潜在的な投資家需要を引き出し、金融機関に偏りがちな私募リートの投資家層の厚みを増したいと考えています。ただ、そういった場合は「私募リートとは」から説明が必要なこともあります。証券会社にも手伝っていただきたいのですが、フィーの支払いによって投資家へのリターンが大分減ってしまうので、しばらくは自己募集で頑張ります。

土岐　単純に仲介を行うだけの業として考えると、金融仲介フィーは高すぎますね。特にエクイティの手数料は高い。リスク説明や販売体制、人件費などの要素があるにせよ、エクイティだから高いというのは合理的な説明ではないと私は思っています。

本日お伺いした投資家へのレポーティングも私募リート市場において素晴らしい機能を果たすものと思います。数字だけではない本質的な不動産の良さを理解している岡田さんのような方が投資家と私募リートの各銘柄とを仲立ちしてもらえるのは心強いことです。

本日はありがとうございました。