

不動産投資の概要 ～私募ファンドについて～

目次

- I. はじめに
- II. 不動産投資スキームの概観
- III. 私募ファンドの仕組みについて
- IV. 終わりに

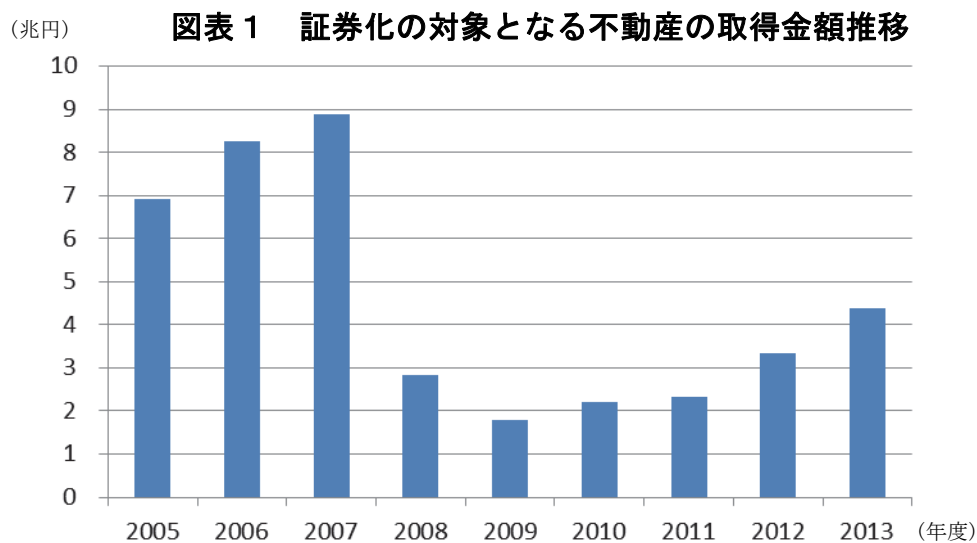
不動産アセットマネジメント部 投資企画グループ

調査役 石上 肇

調査役補 川口 直哉

I. はじめに

2008年の金融危機の影響を受け、不動産証券化市場の取引金額は急減した。その後、金融危機の終息を受けて、市場環境は好転し、取引金額は戻り基調である。(図表1)

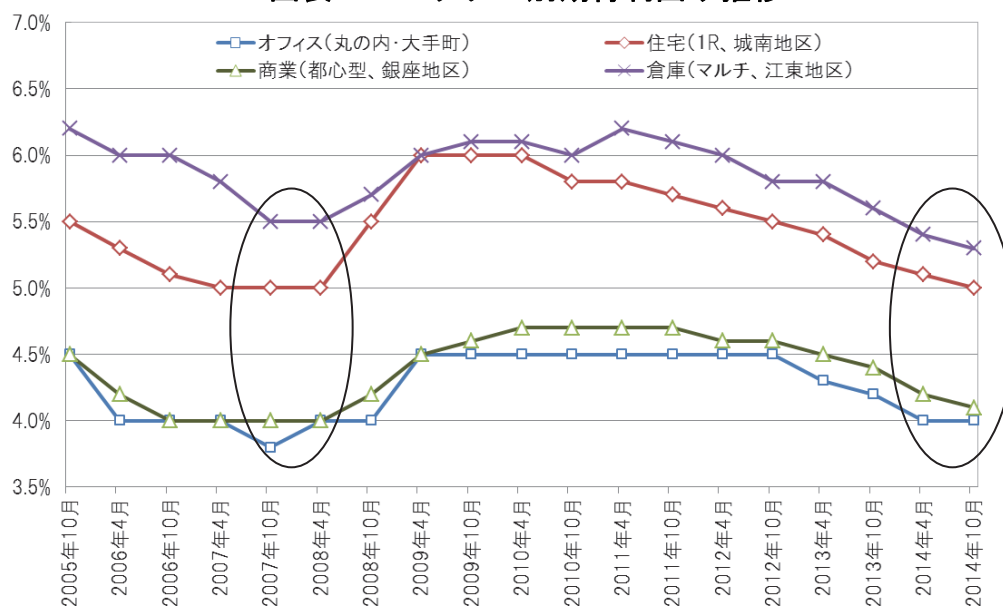


金融危機の終息後、暫く回復基調がみられなかった株式市場や債券市場の低リターンなど、他の資産クラスとの比較において魅力が高まった事、賃料上昇期待や金融緩和等を受けた良好なファイナンス環境を背景として都心オフィスを始めとした各セクターへの投資ニーズの高まりがみられた事等から、金融危機で上昇した期待利回り¹が金融危機前のレベル近くま

¹ 不動産から得られる収益(純収益、NOI(Net Operating Income))から当該不動産の価格を求める際に使用される利回りが還元利回り(キャップレート)であり(不動産価格=純収益÷還元利回り)、この還元利回りは期待利回りと同義である。純収益は賃料等の収入から経費(管理費、固定資産税など)を控除して求められる。

で低下した(図表2)。不動産価格の堅調な推移、投資対象の拡大²を伴い、不動産への投資資金の流入は続いている状況である。

図表2 セクター別期待利回り推移



出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査」

また、Jリートについても、継続的に公募増資や新規上場が行われている中、投資口価格は堅調な推移をみせ、2014年11月末で時価総額が初めて10兆円に到達する等、金融市場においても投資資金の流入は進んでいるといえる。

一方で、年金基金や機関投資家において、不動産投資の投資比率は平均では1%台前半程度であり、伝統的資産や他のオルタナティブ資産への投資と比較しても高いとはいえない³。

一般的に不動産は、株式や債券などの他資産との相関が低いという特性を持ち、ミドルリスク/ミドルリターンのアセットクラスであるといわれており、オルタナティブ資産としてではなく、個別アセットクラスとして分類する見方もある。実際、海外の一部大手年金等の中には、一アセットクラスとして一定の比率を維持している投資家もみられる⁴。

² セクターとしては、住宅、商業施設、物流施設、その他(ホテル、ヘルスケア(高齢者施設、医療施設など))があり、地域としては、東京中心部の他、大阪、名古屋、博多等、地方の物件にも投資が拡大している。

³ 不動産証券化協会(ARES)「第14回機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」結果によると、国内年金投資家のオルタナティブ投資比率は10%程度である。

⁴ CalPERSの他、ABP、Canada Pension Plan、California State Teachers等が代表的。各年金基金のHP等によると、運用資産の9%-12%程度を不動産に投資している。

これらの海外投資家と違い、日本の年金基金や機関投資家における不動産投資比率が低いのは、商品特性が分からない、個別ファンドの情報が少ない、不動産は個別性が強い、流動性が低い、というような認識があるためだと考えられる⁵。今般、このような状況を鑑み、次章以降で不動産投資の投資スキームについて改めて整理、解説したい。

II. 不動産投資スキームの概観

1. 不動産投資のスキームについて

不動産投資のスキームの分類基準としては主に以下の3つが考えられる。

(1) 直接投資と間接投資

直接投資とは、投資家が自ら不動産を所有する形態の投資であり、間接投資とは、投資家が、匿名組合への出資や特定目的会社の優先出資証券への投資等を通じて間接的に不動産に係る収益を享受する投資形態である⁶。

直接投資より複雑に見える間接投資の仕組みを採用する理由としては、

- ・直接投資では物件選定・運営管理にノウハウが必要であるため、投資家自ら対応するのはハードルが高いこと。
- ・間接投資の形態をとることにより、投資不動産を投資家本体のバランスシートから切り離し、リスクを出資金の範囲内に限定しながらレバレッジ効果により資金効率を向上させることも可能であること。

が主に挙げられる。

また、間接投資の中では、投資対象の性質、投資期間から以下の分類が出来る。

(2) エクイティ投資とデット投資

エクイティ投資とは、匿名組合出資や優先出資による投資が該当する。デット投資とは、不動産担保融資を裏づけとして発行された証券に対する投資、あるいは特定社債に対する投資である⁷。

(3) ファンド投資期間

投資期間について、対象ファンドに期間の定めのある場合(有期限の場合)とない場合(無期限の場合)とがある。

⁵ 不動産証券化協会(ARES)「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」の「不動産に投資を行わない理由」のアンケート結果による。

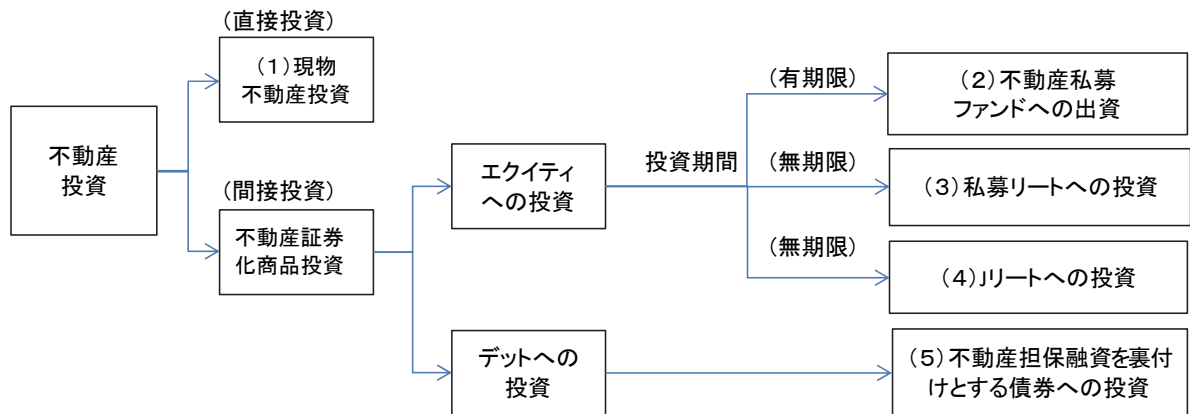
⁶ 投資家の投資方法については、不動産を保有する為の専用ビークル(特別目的会社(SPC) : Special Purpose Company) に対して匿名組合出資、優先出資証券への出資を行う場合と、匿名組合契約に基づき、事業会社本体に対して出資を行う場合(不動産特定共同事業法に基づく)とがある。後者については、今回割愛する。

⁷ 一般的に、ファンドを通じた不動産投資といえばエクイティ投資を指すことが多い。

2. 不動産投資のスキームによる分類と対応商品

前項で述べた基準に基づき投資方法を分類すると、以下フロー図の通りとなる。(図表3)

図表3 不動産投資のスキームによる分類と対応商品



出所：不動産証券化協会(ARES)資料より三菱UFJ信託銀行作成

(1) 現物不動産投資：

不動産そのもの、あるいは不動産信託受益権への直接投資。

(2) 不動産私募ファンドへの出資：

匿名組合出資や優先出資証券投資を通じた間接的な不動産への投資。通常、クローズド・エンド型、有期限で組成される。

(3) 私募リート(不動産投資信託：Real Estate Investment Trust)への投資：

投資信託及び投資法人に関する法律(投信法)に基づき設定される非上場オープンエンド型の不動産投資信託。投資口の売買を行う市場は無いが、基準価格に基づき一定の条件下で投資口の払戻しを受けることが出来る。

(4) Jリート(上場不動産投資信託)への投資：

証券取引所に上場しているクローズド・エンドの不動産投資信託。投資口が証券取引所を通じて随時売買出来る。

(5) 不動産担保融資を裏付けとする債券への投資：

商業不動産担保証券(CMBS)、住宅ローン債権担保証券(RMBS)を含む、不動産または不動産担保融資を裏付けとする債券型不動産証券化商品への投資⁸。これらの債券についてはセカンダリー市場での売買が可能であり、一定の流動性は確保されている。

3. 各投資スキームの比較

本節では、上述の不動産投資の各スキームについて、投資家の観点から項目毎に特徴を挙げ、比較する。(図表4)

⁸ 不動産証券化協会(ARES)の投資家アンケート(年1回実施)における「不動産担保融資を裏付けとする債券への投資」の定義による。本レポートはエクイティ投資の説明の為、以下では説明を割愛する。

図表4 投資対象別比較

	直接投資	間接投資		
	不動産	私募ファンド	私募リート	Jリート
投資金額	数億円から数百億円程度、あるいはそれ以上。金額投資物件の規模に応じて決まる。	数億円から数百億円台、あるいはそれ以上。顧客の投資規模のニーズに応じて対応可能。	最小投資金額が1億円程度から対応することが多い。(私募リートの募集条件による)	流動性を考慮すると1回の購入金額は数億円程度が上限となる。
投資方針 物件選択	投資家自身で物件内容を確認した上で投資する。	個別投資家の投資方針に合わせてAMが物件選択を実施し、オーダーメイドのファンド構築を行う。	保有物件内容や投資方針等を確認した上で、投資家が私募リートへの投資可否を判断する。	保有物件内容や投資方針等を確認した上で、投資家がJリートへの投資可否を判断する。
投資期間	任意で対応可能	クローズド・エンド/一般的に3-5年程度。リファイナンスにより延長されることもある。	オープンエンド/一定の条件の元で投資口の払戻しが可能であり、投資期間は投資家の意向で設定可能。	上場市場で売却出来、任意の期間で対応可能。
評価価格の変動	投資不動産の評価については、鑑定評価が反映され、ボラティリティは小さい。	出資部分の評価については、保有不動産の鑑定評価が反映され、ボラティリティは小さい。	投資口の評価については、保有不動産の鑑定評価が反映され、ボラティリティは小さい。	投資口価格については、保有不動産の評価の他、証券市場の動向に影響され、ボラティリティは大きい。
レバレッジ	-	借入比率は、投資家の要求利回りに応じて設定される。	借入は、LTV30-50%程度の水準で運営されている。	運用方針として、借入はLTV50%程度を上限とする投資法人が多い。
現金化	現物不動産の売却により、任意の時期に対応可能。	ファンド設定時に投資期間が決まっており、一般的に途中償還は難しい。	払戻し時期や1回の上限口数等の制限はあるが、投資持分の払戻しが出来る。	投資口を上場市場で任意のタイミングで売却可能であり、市場の流動性も高い。
運用残高/ 取引金額*	-	18.6兆円/2.1兆円	0.5兆円/-	11.8兆円/2.2兆円

出所：三菱UFJ信託銀行作成。運用残高は国土交通省、公表資料により作成

*証券化不動産の残高は2013年度末、取引金額は2013年度、私募リートは2013年末基準。(取得金額ベース)

上記表において、不動産直接投資では、投資家自らが投資判断または売却の判断を行うと共に、保有物件の運営管理についても投資家自らあるいは管理会社への委託等の対応が必要となる。

一方、間接投資の場合、私募ファンドでは、アセットマネジャー(以下、AM)⁹が物件の投資または売却の判断、投資期間中の運営管理につき対応する。投資家はAMの提案する物件について投資可否を判断し、投資物件の運営管理についてはAMが対応する。私募リート/Jリートでは、私募ファンド同様に投資物件、売却、運営管理についてAMが対応するが、投資家は個別物件への投資可否を直接判断することは出来ず、リートの保有物件、投資方針等を確認し、私募リート/Jリート自体への投資可否を判断することとなる。

また、私募ファンド、私募リート、Jリートについて、以下の観点から比較する。

(1) 投資期間

私募ファンドは運用期間が有期限である。クローズド・エンド型であり、期限到来時あるいはアセットマネジャーの判断により、不動産を売却して投資資金が回収される。

一方、私募リート、Jリートは運用期限を設定しておらず、私募リートは、一定の規定に基づく投資口の払戻しまたは投資家間の相対での取引、Jリートは市場での投資口の売却により投資資金が回収される。

⁹ ファンド運営の主要プレーヤーの1つでAMと略することが多い。III章以降にて説明する。

(2) 価格変動リスク

Jリートは流動性が高い反面、不動産そのものの価値だけではなく、金利動向、証券市場の動向等、証券市場の要因を受け易い。また、投資口の時価評価については株式市場との連動性が大きい。一方、私募ファンド・私募リートについては、保有不動産の評価額は証券市場の影響を受けないため、価格変動は不動産市場の要因に限定される。

(3) レバレッジ水準

私募ファンドについては、ファンド組成の際に目標利回りやリスクに応じて、投資家の意向を反映したレバレッジ水準を設定出来る。一方、私募リート、Jリートでは、投資家はレバレッジ水準の決定に関与出来ないが、30～50%程度のレバレッジ比率で運用しているリートが多い。

(4) 投資資金の現金化

Jリートは証券取引所に上場しており、投資口の売却は容易である。一方、私募リートについては、払戻し限度額や払戻し時期などの制限があるが、投資家の請求により投資口の払戻しが可能である。私募ファンドについては、出資持分の投資家間の相対での取引に限定されるため、現金化は難しいといえる。

(5) 運用資産残高、取引金額

私募ファンドの投資不動産残高は約19兆円と、証券化された不動産市場の60%程度を占める。これはJリート12兆円、私募リート約0.5兆円を大幅に上回る規模である¹⁰。私募ファンドの資産残高が大きい理由としては、投資金額、投資期間、リターン水準を投資家のニーズに応じて設定出来る為、不動産証券化ビジネスが始まった当初から広く利用されていることが挙げられる。

なお、証券化対象不動産において、2009年度では取得金額1.8兆円のうちJリートが約0.4兆円(約25%)であったが、2013年度では合計4.4兆円のうち2.2兆円(約50%)を占める規模に増加しており¹¹、Jリーートの物件取得ペースが拡大傾向であるといえる。

以上、不動産投資の各スキームの特徴について概観した。不動産証券化商品において、既存商品の内容を検討し投資する私募リート/Jリートと、投資家の投資方針に合わせてAMがスキームを組み立て運用する私募ファンドでは、投資家のニーズが直接反映出来るかどうかという点で異なる事が分かる。

¹⁰ 国土交通省「スキーム別 証券化の対象となる不動産の取得・譲渡実績の推移」による。図表4ご参照。

なお、各社プレスリリース等によると、私募リート残高の合計は2014年10月末現在、約0.9兆円まで拡大している。

¹¹ 国土交通省「スキーム別 証券化の対象となる不動産の取得・譲渡実績の推移」による。

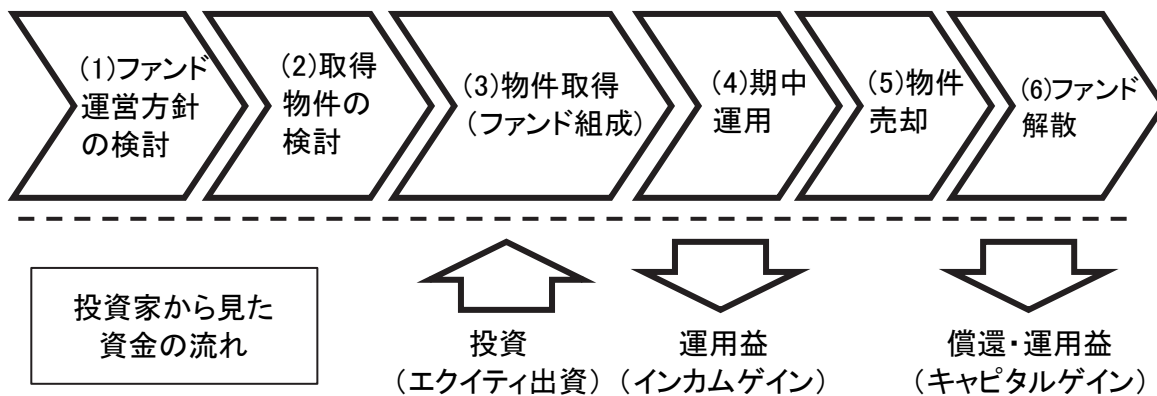
次章では、証券化市場の残高の半分以上を占める私募ファンドについて、ファンド組成の流れと基本的な仕組み、及びファンドに關与する各プレーヤーの役割について解説する。

Ⅲ. 私募ファンドの仕組みについて

1. 不動産私募ファンド組成についての一般的な流れ

投資家の立場からみた、不動産私募ファンドの組成を行う際の一般的な流れは、図表5のようになる。本節では、図表5における各段階の概要を述べる。

図表5：不動産私募ファンド投資を行う際の一般的な流れ



出所：三菱UFJ信託銀行作成

(1) ファンド運営方針の検討

投資家のニーズに基づいて、ファンドの運営方針を検討する段階。

投資家ニーズは、求めるリターンの水準、期中収入の安定性重視や値上がり益重視といったリスクリターンについての希望に加え、物件の用途・所在エリア・サイズ、運用期間、ローン利用の有無等¹²、投資家の資金の性質・規模も反映し個別性に富む。こうした個別のニーズに応じた投資を設計できることが、私募ファンド投資のメリットの一つといえる。

運営方針の検討に当たっては、実際に投資家ニーズを満たす物件カテゴリー、運用期間、資金調達計画、採用するスキーム等を具体化していく必要がある。これには、投資家との協議を行いながら、AMが主体となって取り組むこととなる。

(2) 取得物件の検討

ファンド運営方針に基づいて、投資対象物件を検討する段階。

¹² ローンの利用は必ずしも必要ではなく、自己資金のみで取得することも可能である。ローンを利用するメリットには、自己資金のみで取得可能な額より高額な物件を取得出来、またレバレッジ効果により資金効率を高める事も可能である。一方で、不動産価格下落時などには、収益の悪化を増幅してしまう効果が働く。こうした特性を踏まえ、投資家の許容可能なリスク水準及び求めるリターン水準等に応じて、ローン利用の有無・程度を検討することとなる。

AM等¹³は、対象物件の検討に当たって、必要なデューデリジェンスを実施する。デューデリジェンスには、物理的デューデリジェンス（建物、設備の遵法性土壌汚染・地震リスクなど）、法的デューデリジェンス（不動産の権利関係など）および経済的デューデリジェンス（市場動向、対象物件の収益性など）等があり、対象物件に係るリスクを的確に分析する力が求められる。デューデリジェンス結果を踏まえて、物件取得に向けた条件交渉を進めていく。

（3）物件取得（ファンド組成）

取得候補物件についての検討・条件交渉を経て、物件を取得することとなった段階で、物件の買主となるビークルを設立し¹⁴、ファンドの運営をAMに委託する為のアセットマネジメント契約、ビークルの事務委託契約等を締結した上で、物件売買契約や物件維持管理契約を締結する。

物件売買契約締結に合わせて、投資家との間で出資に係る契約を締結し、ビークルは投資家からのエクイティ出資を受ける。

ローンを利用する場合の条件は、元利払いの金額・タイミングが投資家収益に影響する他、取得物件の評価額下落時に配当を停止する条項等が盛り込まれることも多く、以後の運営に与える影響が大きい。ローン実施の際のレンダー探索、条件交渉も、AMが行う重要な業務の一つである。

（4）期中運用

取得した物件を運営管理し、ファンドを運営する段階。物件をテナントに賃貸して受領する賃貸収入から物件の維持管理に係る費用、ローン利払い、AM報酬等のファンド運営費用を控除した残余から投資家への分配がなされていくのが基本的な流れである。

期中運用に当たっては、投資家収益向上のため、AMが主体となって各種の収益向上策を検討していく。収益向上策としては、テナントリーシングの方針や既存テナントとの賃料交渉方針、建物リニューアル工事の実施検討といった収入の向上策や、建物維持管理に係る業務委託費の削減余地検討や水光熱費の削減余地検討といった支出の削減策が挙げられる。なお、物件維持管理やテナント管理の実務には、AMの監督の下、プロパティマネジャー（以下、PM）¹⁵が当たる。

（5）物件売却

不動産私募ファンドでは、取得物件の売却により運用を終えることが一般的である。

¹³ 必要に応じて、エンジニアリングレポート作成業者、不動産鑑定業者、マーケットレポート作成業者等の専門業者も活用の上、調査を実施する。

¹⁴ 必要なビークルの内容については、次節以降にて説明。

¹⁵ 私募ファンドの主要プレーヤー。次節以降にて説明。

ただし、不動産価格は不動産マーケットや金融市場の環境による変動も大きく、ファンド期限が最適な売却タイミングとは限らない。このため、ファンド運用期間中のどの時点で売却を実施するか、また売却方法(相対取引での売却、入札での売却等)やローンのリファイナンスを伴うファンド期間の延長の可能性等を検討することが必要となり、AMが主体となって、投資家ニーズを踏まえた出口戦略¹⁶を検討することとなる。

(6) ファンド解散

物件売却により得た収入から、借入の返済、諸費用の支払い等を行った残額が投資家に分配される。

2. 不動産私募ファンドにおけるスキームの概要

本節では、不動産私募ファンドにおいて使用されることが多いスキームの概要について述べる。

不動産私募ファンドにおける投資スキームとしてよく用いられるものには、投資家属性の違い等に応じていくつかの種類がある。中でもよく用いられるものとして、GK・TK(Godo Kaisha・Tokumei Kumiai)スキーム、TMK(Tokutei Mokuteki Kaisha)スキームがあり、それぞれの特徴は図表6のようにまとめられる。

図表6：GK・TKスキームとTMKスキームの特徴

	GK・TKスキーム	TMKスキーム
物件取得ビークル	合同会社	特定目的会社
根拠法	合同会社(GK):会社法 匿名組合(TK):商法	資産流動化法
出資の形態	匿名組合出資	優先出資
デットの形態	借入(ノンリコースローン)	特定借入(ノンリコースローン) 特定社債
取得不動産の形態	不動産信託受益権	不動産信託受益権 現物不動産
直近の概算資産額*	約9.1兆円	約9.9兆円
主な特徴	<ul style="list-style-type: none"> ・一般に、手続きが簡易。 ・実物不動産を取得した場合、不動産特定共同事業法の適用を受けるため、一般に不動産は信託受益権化される。ただし、この場合でも、信託受益権や匿名組合出資持分は金融商品取引法に規定されるみなし有価証券に当たり、金融商品取引法の適用を受ける。 	<ul style="list-style-type: none"> ・資産流動化計画の作成が義務付けられている。 ・業務開始に当たって、内閣総理大臣(具体的には財務局)に届出を行う必要がある。 ・導管性確保のために、特定社債発行等の一定の条件を満たす必要がある。

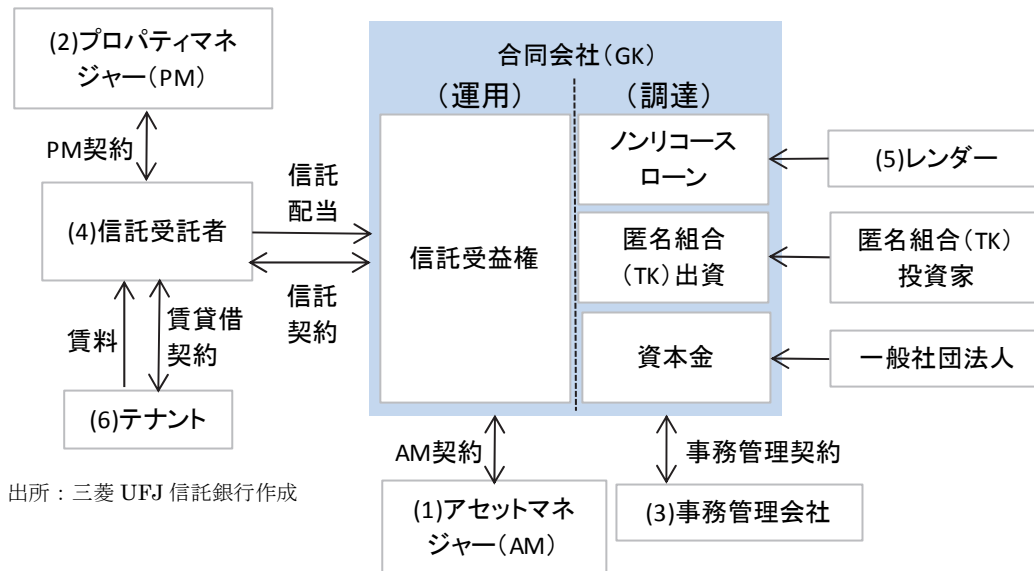
*「平成25年度不動産証券化の実態調査」(国土交通省)に基づいて記載。GK・TKスキームについては、同資料における「GK・TKスキーム等」の値。

出所：国土交通省データ等に基づき、三菱UFJ信託銀行作成

¹⁶ 出口戦略とは、投資期間満了時に保有物件をどのようにするかを指す。おおまかには物件売却とリファイナンスが選択肢となるが、物件売却までに物件をどのような状態に持っていくか(リニューアルの実施・不実施、賃貸借の状態のコントロール等)、物件が複数ある場合に各物件についてどう対応するか等も出口戦略検討時の要検討事項となる。

国内投資家が不動産私募ファンドへの投資を行う場合、手続きの簡易さ等から GK-TK スキームが用いられることが多い。以下では GK-TK スキームを題材として、不動産私募ファンドの仕組み・ポイントについて述べていく。

図表 7：一般的な GK-TK スキームの仕組み



一般的な GK-TK スキームは、図表 7 に示すような形となる。GK は合同会社 (Godo Kaisha)、TK は匿名組合 (Tokumei Kumiai)¹⁷ を指す。借入 (ノンリコースローン) と匿名組合出資によって調達した資金により、物件を取得するスキームである。

私募ファンド形式での不動産投資の大きな特徴として、投資ビークルとして特別目的会社 (SPC : Special Purpose Company) を利用することが挙げられる。

SPC の利用には、投資家が負うリスクを限定する意味がある。SPC が行う業務を当該不動産に対する投資に限定すると共に SPC の取締役等を独立した第三者 (ファンド関係者でない中立な立場の会計士等) とすることで後述の倒産隔離が果たされ、投資家が不動産投資とは関係のない意図しないリスクを負うことが防がれている。また、GK-TK スキームでエクイティ出資の形態として匿名組合出資を用いる理由の一つも、匿名組合出資者が営業者の事業に関与しないことを前提に、投資家の負担するリスクを出資額の範囲に限定するためである¹⁸。

なお、GK-TK スキームでは SPC として GK を用いるが、その理由としては、株式会社と

¹⁷ 匿名組合とは商法に規定され、当事者の一方が相手方 (営業者、GK-TK スキームでは合同会社) の営業のために出資をして、その営業によって生じた利益を分配することを約する契約を締結することで成立する組合である。投資家は、匿名組合 (TK) 出資者として不動産投資を行い、営業者が行う不動産事業の収益を、匿名組合出資の持分に応じて受ける。

¹⁸ 例えば、出資の手段として民法上の任意組合を用いると、後述する導管性の確保の点はクリアされるものの、組合員は無限責任を負う。事業への関与によって、匿名組合ではなく、例えば任意組合とみなされる可能性があるため、注意が必要である。

違い決算公告の義務が無いなど簡易な運用が可能で維持コストが低いこと、公証役場での定款認証手続きが不要であるなど設立手続きが簡略化されており設立コストが低いこと、会社更生法の適用がなく担保権への影響が相対的に小さいこと等がある。

3. スキームの中でなされている工夫

本節では、GK-TK スキームを念頭に、投資家にとってのリスクの限定や投資収益の向上のためになされている工夫を、主要な論点である倒産隔離・導管性の確保について試みる。

(1) 倒産隔離

倒産隔離とは、投資ビークルについて法的な倒産手続きが開始されることによって、契約に基づく投資家への分配やレンダー主導による物件の任意売却が制限される¹⁹こと等を回避することを意味する。倒産隔離のため、投資ビークルには、関係者との間で資本関係及び人的関係を遮断し、且つ投資ビークルをSPCとすることで投資ビークルに倒産状態が発生しないようにすること、及び倒産状態が発生してもその倒産手続きの開始を防止することが求められる。

具体的には、投資ビークルに対して以下の仕組みを取り入れることが一般的である。

- ① 一般社団法人を投資ビークルである合同会社の唯一の社員とし、当該一般社団法人の社員(合同会社の職務執行者となる)を会計士等の倒産隔離の目的達成に協力的な第三者のみとする。一般社団法人への基金拠出者に社員の地位を与えない仕組みとすることで、合同会社に特定のファンド関係者の意向が予期せず反映されることを防ぐ。また、同時に投資ビークルと関係者との資本関係及び人的関係を遮断することで、投資ビークルの関係者の倒産による影響の排除を狙う。
- ② 投資ビークルの実施する事業を対象不動産への投資に限定し、従業員の雇用等も厳しく制限することで、第三者の債権者から倒産申立が行われることを防ぐ。
- ③ 予め、レンダー、社員等から、倒産手続きの申し立てを行わない誓約を受けることにより意図しない投資ビークルへの倒産申立を予防する。

(2) 導管性の確保

導管性の確保とは、投資ビークルに対する法人税課税を回避する事で、投資ビークル段階での不動産収益に対する課税と投資家段階での配当に対する課税の二重課税が行われることのないようにすることを指す。

GK-TK スキームにおいては、まず匿名組合自体には法人格がないため、課税を受けることはない。また、匿名組合の営業者である合同会社は課税主体であるものの、法人税基本通達において、匿名組合の営業者は匿名組合契約に基づいて匿名組合員に支

¹⁹ 例えば会社更生手続では、投資ビークルが有する物件についての権利が更生担保権として扱われ、更生計画が認可されるまで弁済がなされず、また担保権の実行も制限され、投資家への収益分配が滞るといった事態が起こりうる。

払われるべき利益配当を損金算入することが定められている。これにより投資ビークルの課税所得を実質的にゼロとすることで、導管性の確保が図られている²⁰。

4. 私募ファンドにおけるプレーヤー

本節では、図表7に登場する各プレーヤーの概要について述べる。

(1) アセットマネジャー(AM)

AMは、投資ビークルと締結するアセットマネジメント契約に基づき、ファンド組成、ビークル運営等の各段階で、不動産運用に関する業務を総合的に担う。金融商品取引法では、投資家保護の一環として、運用の受託者であるAMは匿名組合出資者等のため忠実に運用業務を行わねばならない旨規定されている。

AMの業務範囲は広く、ファンドの運営方針立案や不動産の取得・売却に対する助言・判断、不動産取得に当たってのデット調達・レンダー交渉といった資金調達に係る業務、物件運営方針の立案・プロパティマネジャー(PM)への指示といった物件管理に関する業務等、ファンド運営全般に係る業務を行う。

(2) プロパティマネジャー(PM)

PMは、信託受託者(不動産信託受益権の受託者であり、形式的な不動産の所有者)と締結するプロパティマネジメント契約に基づき、AMからの指示によって取得した物件の管理を行う。

PMの行う主な業務としては、テナント管理(テナントの募集、賃料徴収、クレーム対応等)、建物管理(建物維持管理、清掃、警備等)、レポートニング等が挙げられる。

(3) 事務管理会社

事務管理会社(通常は会計税務事務所)は、投資ビークルと締結する事務委託契約に基づき、決算や税務申告といった不動産運営以外の業務を行う。

投資ビークルは通常単なる器であり、従業員を置かない。このため、事務管理会社への事務委託が必要となる。また、合同会社においては、社員の決議により意思決定が行われるため、社員も中立な第三者である事務管理会社から派遣されることが多い。

(4) 信託受託者

GK-TKスキームにおいては取得物件が信託受益権化されていることが必要となるが²¹、他のスキームを採用する場合でも、デューデリジェンスにおいて信託銀行のチェック

²⁰ もう一方の主要スキームであるTMKでは、ビークル段階での導管性確保の為に特定社債発行等の一定条件を満たす必要がある(図表6ご参照)。

²¹ 取得物件が信託受益権化されていない現物不動産であると、不動産特定共同事業法の適用を受け、合同会社に資本金1億円以上の法人であること、宅地建物取引業の免許を有すること等の要件が求められる可能性がある。通常、合同会社は単なる器であり、これらを満たすことを想定しないため、不動産を信託受益権化し、同法の適用を避けることが一般的である。

機能を活用できることや不動産取得税・登録免許税の軽減等の効果があるため、不動産を信託受益権化することが多い。

取得検討時点で不動産が実物である場合には、売主が当初委託者兼受益者(オリジネーターと呼ばれる)、信託銀行が受託者となり、信託受益権を売買する形となる。

(5) レンダー

レンダーは、投資ビークルへのローンの拠出を行う。ローン金額や金利、返済時期等の条件交渉には、AM が当たることとなる。

なお、不動産私募ファンドにおけるローンは、投資ビークルが単なる器であるため債務者の信用リスクを評価する通常のローンはそぐわず、取得不動産のみを返済原資とするノンリコースローンとされることが一般的である。

(6) テナント

取得物件の借主であるテナントは、形式上の不動産所有者である信託銀行と賃貸借契約を締結することとなる。

信託受託者から投資対象物件を一括して賃貸し(ここでの賃借人をマスターレシーと呼ぶ)、実際に投資対象物件を使用するテナントにはマスターレシーから転貸する形を取ることも多い(この場合、信託受託者とマスターレシーが賃貸借契約を締結し、さらに、テナントとマスターレシーが転貸借契約を締結する)。これには、テナントへの敷金返還債務をマスターレシーのみが負い信託受託者が負わないようにする意味や、信託受託者とテナントとのやり取りの手間削減といった効果がある。

IV. 終わりに

本稿においては、不動産投資における投資スキームを比較し、主要な投資手法である私募ファンドについて、投資プロセス、ストラクチャーの実務面での注意事項も踏まえて記述した。

投資に際しては、アセットマネジャーが投資家の投資目的や条件を理解し、投資家が商品スキーム毎の特徴、メリット・デメリットについて納得した上で、アセットマネジャーの提案するスキームを採用することが肝要であり、今回の解説がその一助になれば幸いである。

(平成 26 年 12 月 16 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

不動産証券化ハンドブック2014/不動産証券化協会(ARES)

H25年度不動産証券化実態調査(国土交通省/2014年6月)

不動産投資に関する投資家アンケート調査(不動産証券化協会(ARES)/2014年9月)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）