

（はじめに）

不動産投資の分類方法はいろいろあるが、投資家が直接不動産を取得する直接投資と、投資法人、匿名組合、特定目的会社への出資等を通じて間接的に不動産に係る収益を享受する間接投資とを区分するのもその方法の一つである。ここでは間接投資の中心的な地位を占め、一般投資家にもなじみの深いJ-REIT（Japan Real Estate Investment Trustの略）との差異に留意しながら、同じエクイティ投資の範疇に入る私募REIT及び私募ファンドについてその概要を紹介しよう。J-REIT、私募REIT及び私募ファンドは、いずれも小口化、証券化の手法を用いることにより、自ら不動産を直接購入する投資に比べ少ない資金で不動産投資を行うことを可能にする投資商品であり、不動産は株式や債券とは異なる値動きを示す傾向をもつことから、これらの商品をポートフォリオに組み入れることで分散投資の効果を高めることが可能である。

（J-REITと私募REIT）

J-REIT、私募REITはともに、「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づく商品であり、J-REITは公募商品であるが、私募REITは、証券取引所には上場されておらず、機関投資家など特定の投資家だけを対象とした私的な募集によって販売されるリートである。不動産証券化協会では、①非上場（証券取引所に上場していない）であること、②投資信託協会規則で定める不動産投資信託であること、③投資信託協会規則で定める「オープン・エンド型の投資法人」であること、④運用期間の定めが無いこと、という4条件を満たす商品を私募REITと定義している。なお、金融商品取引法では、私募には、二類型があるとされ、一つは募集対象が2人以上50人未満のもの、今一つが募集対象を適格機関投資家に限っていること（いわゆる「プロ私募」）も私募の類型であるとされている。

J-REITは証券取引所に上場されており、市場で売買が行われるため、金利や経済、不動産市況など様々な外部的要因の影響を受けて、投資口価格が日々上下する一方、私募REITは、非上場であり市場で売買されることはない。このように換金のしやすさという点に関しては、証券取引所に上場されているJリートの方が有利であり、私募REITの換金は、投資口の払戻しと投資家間の相対の取引に限定され、流動性に関して大きなリスクを抱えている。しかし、私募REITの投資口の基準価格は各決算期に不動産鑑定評価による評価額をベースに算定されるため、Jリートのように日々増減するようなことはなく安定しており、また、通常の私募ファンドと異なり、運用期間が限定されないため、長期間の投資にも対応できる仕組みとなっている。

なお、投資家から集めた資金や金融機関からの借入金で不動産を購入し、そこから得られる賃貸料などの収入から費用を差し引いた利益を投資家に配当として還元するという仕組みはJ-REIT、私募REITに共通である。また、J-REITも私募REITも、「投資信託及び投資法人に関する法律」のルールにしたがって投資法人が資産を保有するものの、実際の運用はアセットマネージャー（AM）である資産運用会社によって行われる。

私募REITは、制度上確立しているJ-REITの仕組みを利用しているので、2001年以降は組成

が可能であったが、現実に初めて組成されたのはJ-REITよりも約10年遅れの2011年のことであった。REITニーズの多様化を背景に分岐したものと言えよう。

資産規模は2016年末現在で、J-REITが約12兆円(時価資産規模)、私募REITが約2兆円(保有資産総額)である。

(私募ファンド)

私募ファンドには明確な定義がないが、一般的には事業法人、機関投資家など少数の投資家から資金を募るタイプの不動産証券化等商品を言い、不動産証券化協会では、GK-TKスキームやTMKスキーム(資産の流動化に関する法律に基づく、図表の注参照)、不動産特定共同事業法に基づいて組成されているものも広く含めている。日本全体の組成状況は明確には把握されていない。J-REITのように市場での売買は想定されておらず、払戻しの請求が認められていないクローズエンド型の仕組みにより、短期間の運用で終結される場合が多い。投資家が限定されているので、その投資集団のニーズに従い、リスク回避的、リスク中立的、リスク選好的、いずれの投資方針もとれるが、多くは、賃貸収入等のインカムゲインだけでなく、不動産の売却によってキャピタルゲインを得ることも目的としたハイリスク・ハイリターンの性格を持つものが多く、REITに比して長期安定的な資産運用の観点からは必ずしも適切な投資商品とならない場合がある。資産運用残高は、三井住友トラスト基礎研究所の調査によると2016年末で15.6兆円(運用資産残高)に達している。

(私募REITと私募ファンド)

私募REITと私募ファンドの両者を比べてみると、いずれも不特定多数ではなく、特定少数の投資家を対象とした、非上場の投資商品であるため、証券市場の影響による価格変動リスクを免れる点で共通である。

両者の違いは、第一に、私募リートでは運用期間が限定されていないのに対して、私募ファンドでは比較的短い期間に限られていること、そのため、私募ファンドでは運用期間が終了する時期に、不動産市況が悪化すると運用資産の売却価格が購入価格を下回るおそれがあり、その結果、キャピタルロスが生じ、投資家に損害がもたらされる危険性がある。第二に、私募リートはオープンエンド型であり、投資口の払戻しが認められているのに対して、私募ファンドは先に述べたようにクローズドエンド型のものが多く、その場合は払戻しは原則として認められていないため、途中で投資をやめたい場合には、相対で買い手を見つけるしか手段がなく、私募リートに比べて、私募ファンドは換金しづらく、流動性に関するリスクが大きいといえる。

(図表) J-REIT、私募REIT及び不動産私募ファンドの比較

	J-REIT	私募REIT	不動産私募ファンド
根拠法	投資信託及び投資法人に関する法律	同左	商法、会社法、資産の流動化に関する法律、不動産特定共同事業法
不動産（不動産信託受益権）保有主体	投資法人	投資法人	多くは合同会社、匿名組合、特定目的会社(GK・TK スキーム TMK（特定目的会社）スキーム)
最少投資額	数万円程度	1億円程度	数億円程度
投資家	個人を含む幅広い投資家	機関投資家中心	機関投資家、事業法人
募集	随時（公募）	随時（非公募）	組成時、随時（非公募）
流動性	途中解約不可（流通市場有）	途中解約可（流通市場無⇒転売先を探す必要あり）	途中解約不可（流通市場無⇒転売先を探す必要あり）。償還時の不動産市場による影響を大きく受ける
運用期間	無期限	無期限	有期限（3～7年程度）が一般的
利回り	中位（ミドルリスク・ミドルリターン）	中位（ミドルリスク・ミドルリターン）	多様
株価変動性	相対的に大きい	相対的に小さい	相対的に小さい
レバレッジ（借入割合）目安	30～50%程度	30～50%程度	多様
時価	市場取引価格	年1回から4回不動産鑑定評価額による	年1回から4回不動産鑑定評価額による
市場規模（2016年末）	約12兆円（時価資産規模）（57法人）	2兆円（保有資産総額）（20法人）	三井住友トラスト基礎研究所調べでは約15.6兆円（運用資産残高）（組成数は不明）
市場動向	東商REIT指数2003.3.31=1000） 最高値：2612.98(2007.5.31) 最低値：704.46(2008.10.28)	市場規模は一貫して拡大	2008年まで運用資産残高が拡大後、低迷が続く
開始時期	2001年9月（第一号ファンドは「日本ビルファンド投資法人」と「ジャパンリアルエステイト投資法人」）	2010年11月（第一号ファンド「野村不動産プライベート投資法人」）	1988年頃
特徴	公募型の投資口を上場する不動産投資信託商品	J-REITの仕組みを利用しながら投資口を上場しない不動産投資信託商品	プロ投資家を相手とするため、個別性が強く、運用規制が緩い不動産投資信託商品。

(注) 1. 国土交通省資料、不動産証券化協会資料及び株式会社三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」(2017年1月)より土地総合研究所が作成。

2. GK・TK スキーム

ビークルとして合同会社が設立され、その合同会社が投資家との間で匿名組合契約を結び、その組合契約に基づいて資金を調達する仕組み。合同会社は「合同 (GODO)」の「G」、「会社 (KAISHA)」の「K」をとって「GK」と、匿名組合は「匿名 (TOKUMEI)」の「T」、「組合 (KUMIAI)」の「K」をとって「TK」と略称。

3. TMK (特定目的会社) スキーム

資産流動化法に基づくスキームで、特定目的会社をビークルとして利用。特定目的会社は「特定 (TOKUTEI)」の「T」、「目的 (MOKUTEKI)」の「M」、「会社 (KAISHA)」の「K」をとって「TMK」と略称。

(荒井 俊行)