

非上場オープンエンド型不動産投資法人(私募リート)の概要 と論点

はじめに

非上場オープンエンド型不動産投資法人(以下、私募リート)とは、投資法人の仕組みを利用して、不動産または不動産信託受益権(以下、不動産など)の運用を行う不動産ファンドのひとつであり、近年日本でも運用が開始されています。今回は不動産市場の活性化につながる可能性のある私募リートについて説明します。

私募リート登場の背景

すでに、日本においては、上場不動産投資法人(Jリート)、特定目的会社、匿名組合などの不動産ファンドを利用した不動産への投資が行われています。しかし、Jリートに関しては、投資口の売買や評価が市場価格に基づいて行われるため、投資口価格が不動産そのものの価値だけではなく証券市場の要因(たとえば、金利動向、証券市場の動向など)の影響を受けてしまう、また、特定目的会社に関しては投資期間が限られている、といった点から、長期安定運用を目指す年金基金等の投資家からは、これらの不動産ファンドを通じた不動産への投資を投資対象とすることは難しいとの意見がありました。これに対し、私募リートは、投資の評価に不動産そのものの評価に基づく基準価格を用いることで証券市場の要因を排除できる特徴や、投資期間が無期限であるという特徴もっているため、年金基金などの長期安定運用というニーズを満たすことができる不動産ファンドとして注目されはじめています。

アメリカ、イギリス、ドイツなどの海外ではオープンエンド型の不動産ファンドが多数組成されており、公的年金基金をはじめ、年金運用を目的とした個人にも販売されています。一方、日本では、年金基金の運用資産のうち、不動産が占める比率は海外と比べ低い水準に留まっています。年金基金は長期安定運用を投資スタンスとしていることから、私募リートという新たな不動産ファンドの登場により、運用資産に占める不動産投資割合が拡大することが期待されています。

私募リートの特徴

Jリート、私募リート、特定目的会社の三者を比較したものが下記の表です。

	Jリート	私募リート	特定目的会社
根拠法	投資信託及び投資法人に関する法律(投信法)	投資信託及び投資法人に関する法律(投信法)	資産の流動化に関する法律(資産流動化法)
主な投資家	上場されているため、個人を含む幅広い層から投資されている。	適格機関投資家(年金、保険など)	事業会社など
投資の評価	上場されているため、投資口価格の形成に保有不動産などの評価以外に証券市場の要因が反映される。	非上場のため、投資の評価は保有不動産などの評価が直接的に反映される。	非上場のため、投資の評価は保有不動産などの評価が直接的に反映される。
期間	会社型であるため無期限	会社型であるため無期限	一般的には3年から5年が多い。
レバレッジ	LTV50%程度が平均的である。私募リートよりもLTVが高いため、リファイナンスリスクも高い場合が多い。	一般的にLTV30～40%程度を想定している。低LTVを前提としているため、リファイナンスリスクは低い場合が多い。	会社によるがLTV70%以上のケースもあり、リファイナンスリスクが高い場合が多い。
情報開示	上場されているため、投信法による資産運用報告などの作成のほか、金融商品取引法、東証の規制による開示が必要になる。	投信法による資産運用報告などの作成が必要になる。	資産流動化法による計算書類などの作成が必要になる。

上記の比較表のとおり、Jリートと私募リートは根拠法を投信法としていることから、期間や投信法に基づく開示の点で共通点はありますが、一方、上場しているJリートでは、投資口価格が証券市場の要因で変動する点や、金融商品取引法、東証の規制による開示が必要になる点で異なります。また、私募リートと特定目的会社は、非上場であり、適格機関投資家による投資の点で共通点はありますが、一方、特定目的会社では、運用期間を比較的短期で想定しているケースが多く、また、高レバレッジのためリファイナンスリスクが高い傾向にある点で異なります。以上のとおり、私募リートは、Jリートと特定目的会社の中間的な特徴を有しており、長期的、安定的な不動産への投資が可能であるとされています。

私募リートの主な論点

1. 投資家への払戻の仕組み

Jリートであれば上場しているため、投資家は容易に市場で売買が可能ですが、私募リートは非上場であるため、容易に売買が可能な市場がありません。また、投資対象が不動産であることから、投資家からの払戻要求金額が余剰資金を上回る際には、物件を売却して資金を捻出しなければならない事態も想定され、払戻の要求から払戻金額の支払いまでに相当の期間を要することになると考えられます。私募リートの主な投資家は長期安定運用を望む年金などであるため、高い流動性は求められていないと考えられますが、スキームを検討するに当たっては、投資家の換金性の確保を制度上どのように担保するかが論点になります。払戻要求から払戻金額の支払いまでの期間、払戻金額の基礎となる基準価額の算定方法、多額の払戻要求を制限する払戻限度額の決定方法、投資家間の投資口売買の仕組み、投資家間の公平性の確保などを検討し、投資家の払戻要求から払戻金額の支払いまでの仕組みを作りこむ必要があります。

2. 導管性要件

私募リートは、投資法人を利用したスキームであるため、支払配当金の損金算入による税制上のメリットを得るためには、いわゆる導管性要件を確保することが必要になります。支払配当金の損金算入の要件は、租税特別措置法 67 条の 15 に定められており、事業年度終了時において、その発行投資口が 50 人以上の者によって所有されているか、または、機関投資家¹のみによって所有されていることが導管性要件のひとつとして求められています。投資運用期間に渡って税制上のメリットが得られるように、私募リートの投資家は募集の段階などで制限する必要があります。また、ほかの導管性要件²についても、十分に検討する必要があります。

おわりに

私募リートという新たな不動産ファンドの登場は、長期安定運用を指向する投資家の投資戦略に合致した不動産ファンドの組成を可能にするため、不動産市場の活性化につながる可能性は高いと考えられます。しかし、現時点では運用の本数は多くなく、実務において検討が必要な事項はまだ多いようです。また、組成段階においては、投資家への払戻の仕組みの構築、導管性要件の確保などのテクニカルな制度設計が要求されますので、円滑な運用を行うためには法律、会計、税務の専門家と協議が必要なケースが多いと思われます。

本冊子は概略的な内容を紹介する目的で作成されたもので、プロフェッショナルとしてのアドバイスは含まれていません。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本冊子の情報を基に判断し行動されないようお願いします。本冊子に含まれる情報は正確性または完全性を、(明示的にも暗示的にも)表明あるいは保証するものではありません。また、本冊子に含まれる情報に基づき、意思決定し何らかの行動を起こされたり、起こされなかったことによって発生した結果について、あらた監査法人、およびメンバーファーム、職員、代理人は、法律によって認められる範囲においていかなる賠償責任、責任、義務も負いません。

© 2012 PricewaterhouseCoopers Aarata. All rights reserved. In this document, "PwC" refers to PricewaterhouseCoopers Aarata, which is a member firm of PricewaterhouseCoopers International Limited, each member firm of which is a separate legal entity 2011 PricewaterhouseCoopers Aarata. All rights reserved. In this document, "PwC" refers to PricewaterhouseCoopers Aarata, which is a member firm of PricewaterhouseCoopers International Limited, each member firm of which is a separate legal entity.

¹ 税法上の「機関投資家」の概念は法律上の「適格機関投資家」とは異なっており、対象となる投資家が税法上の機関投資家に該当するかどうかの検討が必要です。

² 90%超配当の要件、国内募集の要件等