

地域金融機関の不動産ファンドを利用した資金利回り向上に関するご提案

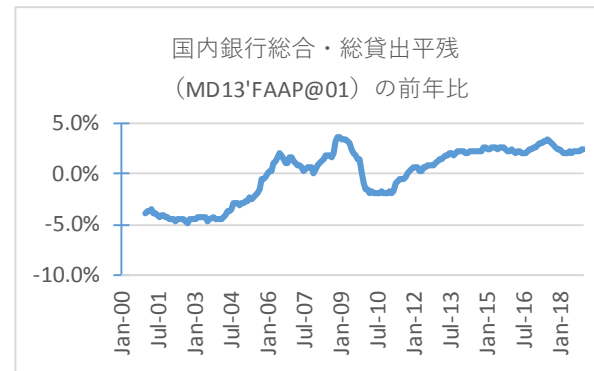
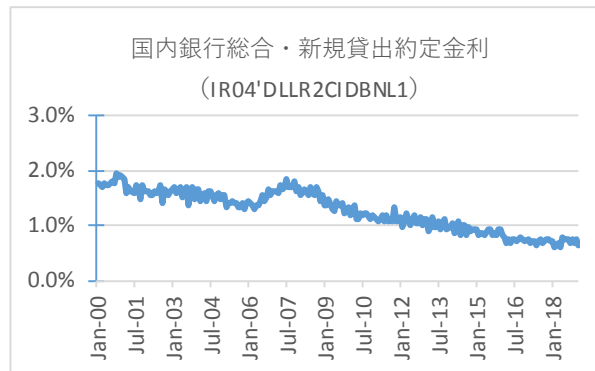
2019年5月

S P C アセットマネジメント株式会社

1. はじめに

- 貸出金利が長く低い水準に落ち込み、貸出金の伸びも弱い中、地域金融機関における収益力が低迷している。全銀協の資料によれば、2018年3月期の全国銀行（116行）ベースの総資金利鞘（＝資金運用利回り－資金調達原価）は、0.1%に満たない（注）。金融機関全体の収益力の向上を図るため、様々な手法が試みられているが、本業の貸出の低迷をカバーできる妙案はなかなか現れない。人口減少、高齢化、産業空洞化など、構造的要因があり、貸出金利が上向くという観測が出るような兆しもない。本資料は、このような時代背景を前提として、地域金融機関の資金利回り向上策の一助となるべく、地域金融機関による不動産ファンドへの投資スキームを紹介するものです。
- 東京のある銀行が、その支店の地元の事業法人への取組みを推進する際に、SPCを利用した投資案件を企画し、SPCに出資を行いました。当社グループは、このときファンドのアセットマネジメント（AM）業務を受託する機会を得ました。ファンドはGK-TKスキームで、不動産信託受益権に投資を行うものです。こうしたGK-TKスキームはそれ自体目新しいものではありませんが、金融機関が融資の代替としてその取組みを真剣に検討するというケースは少ないと感じています。

図 金融機関の貸出動向



(出所) 日本銀行の公表資料を基にSPCアセットマネジメント株式会社で作成

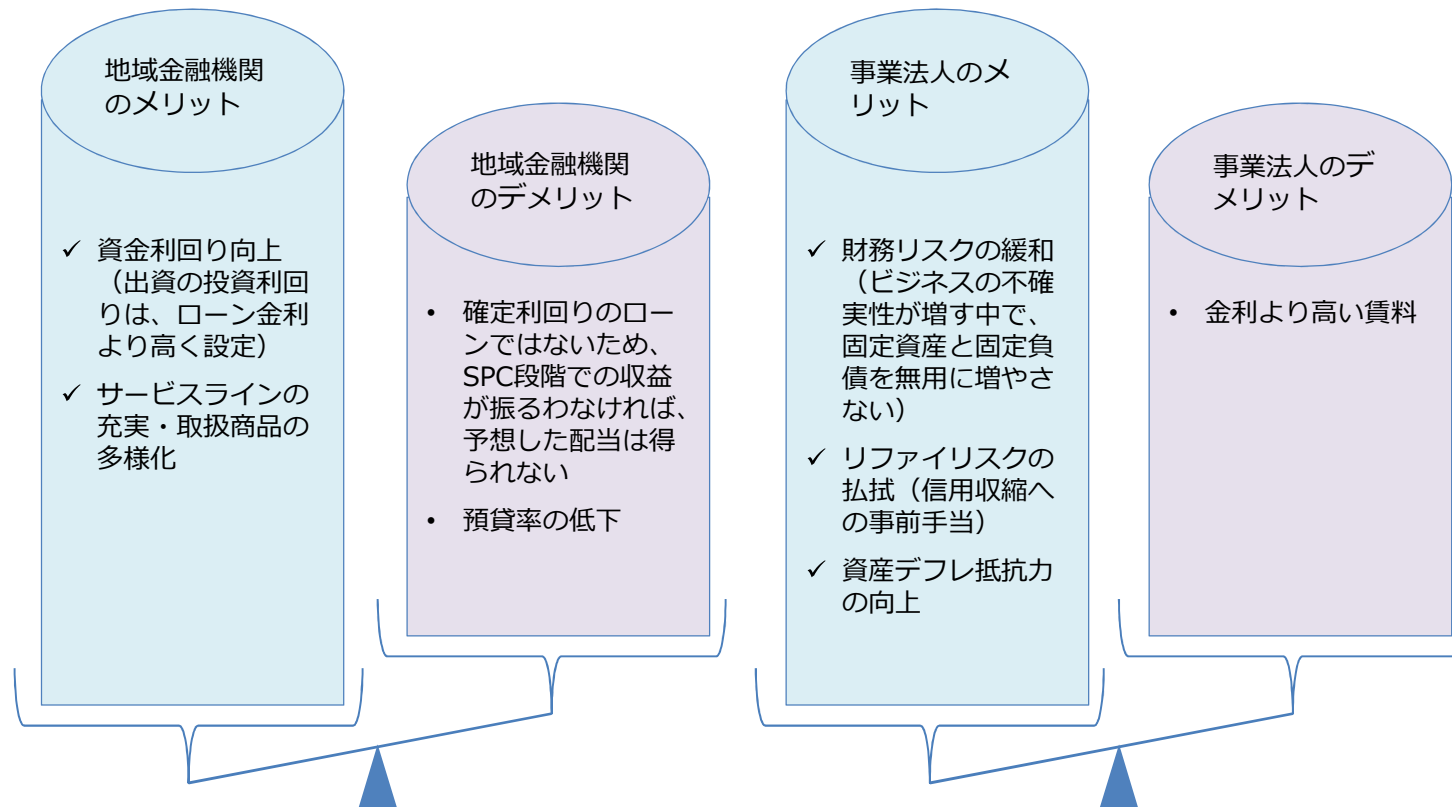


2. 不動産ファンドスキームのメリット

- 事業法人に対する融資や、不動産ファンドへの融資は一旦横におきます。不動産ファンドへ投資をした場合（詳細は後記します。）、不動産ファンドが取得する不動産が生み出す収益のみが、投資回収の裏付けになります。万が一のことを想定すればリスクが高いということになりますが、事業法人への融資も、事業法人の経営破たんリスクがあるという点で類似しています。大事な点は、事業法人と地域金融機関の双方にとってメリットがあるか、デメリットをこれが上回るかということでしょう。
- 本資料で想定するスキームは、事業法人が設備投資を行うとき必要となる土地・建物を、事業法人又は子法人が取得するのではなく、第三者としての特別目的会社（SPC）が取得します。SPCはローンではなく、地域金融機関の出資で資金調達を行います。このとき、出資の利回りは、ローン金利より高く設定することができます（地域金融機関のメリット）。ここは、より厳密に言えば、出来上がりとして高い投資利回りを得ることができる可能性がある、というべきでしょう。確定利回りのローンではないため、SPC段階での収益が振るわなければ、予想した配当は得られません（地域金融機関のデメリット）。
- 事業法人からみると、SPCから不動産を賃借し、賃料を支払います。賃借には様々なタイプがありますが、大事なものは長期で賃借することです。これで、事業法人は不動産を“持たない”形態で事業を推進することになります。ビジネスの不確実性が増す中で、固定資産と固定負債を無用に増やさない（事業法人のメリット）。SPCは単なる導管です。地域金融機関は出資者として、SPCが受け取るキャッシュを全て手に入れます。金利のように一定ではない可能性があります。この不確実性（収益変動リスク）を引受けることで、地域金融機関は、計算上金利より高い投資利回りを得ることになります。他方で、事業法人は金利より高い金額の賃料を支払うことになります（事業法人のデメリット）。
- 目先の金融情勢を前提とすると、金融緩和の浸透により、借り手にとって有利な状況にあります。しかし、いずれこのような情勢は変化するでしょう。変化に備えるか、目先の利益を最大限取りに行くか、これは難しい選択かもしれません。ただし、資金調達の基本に立ち返れば、必要な設備資金はその設備の使用年数を考慮した資金調達を行うべきであり、財務構成の変化を見ずして必要なリスク軽減策を講じなければ事業が成り立たないと考えるのが正当でしょう。

2. 不動産ファンドスキームのメリット

図 貸付けから不動産ファンドへの出資に変更したときのメリット・デメリット比較

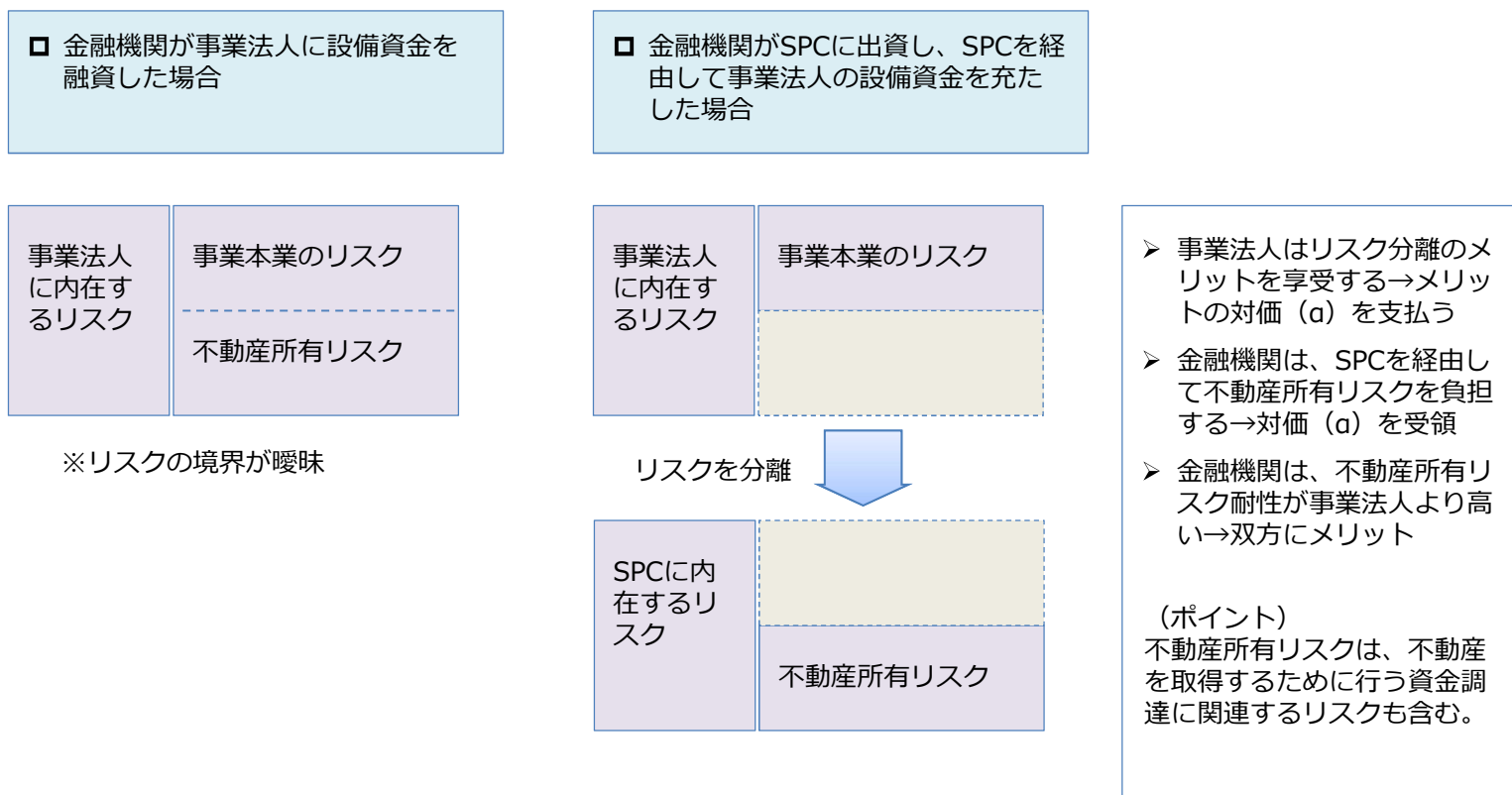


(出所) SPCアセットマネジメント株式会社作成



2. 不動産ファンドスキームのメリット

図 事業法人のリスクと不動産所有リスク分離の仕組み



(出所) SPCアセットマネジメント株式会社作成



3. 不動産ファンドスキームの概要

■ 不動産ファンドの関係者

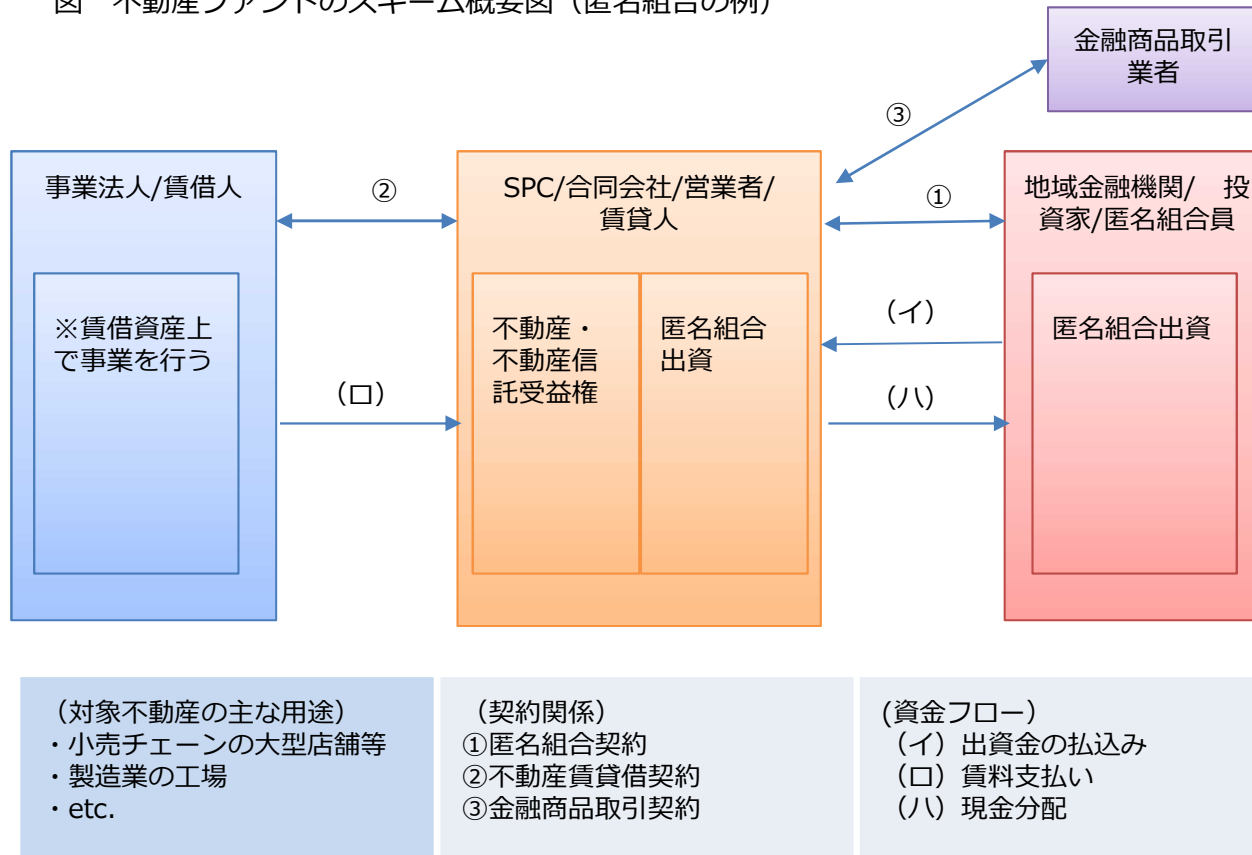
1. 不動産を事業の用に供するため、不動産を賃借する事業法人・・地域金融機関の実質的な顧客になります。
2. 不動産（不動産信託受益権）を取得・保有し、事業法人に賃貸するSPC・・通常、合同会社を使用します。
3. SPCと出資契約を締結し金銭出資する地域金融機関・・出資契約は、通常、匿名組合契約を採用します。
4. 不動産を信託財産とする信託契約の受託者として不動産の名義人となる信託会社・起用しない場合があります。
5. 不動産ファンドの組成、運用、投資家対応などファンドをコントロールする金融商品取引業者
6. 弁護士、会計士、税理士、不動産鑑定士、司法書士、建築士その他不動産ファンド関係者

■ 不動産ファンドの特性

1. 匿名組合スキームを採用する場合、SPC（匿名組合の営業者）の保有する運用財産に係る権利はSPCに帰属し、出資者は、匿名組合契約に基づいて、出資義務を負うほか、営業者の営業の成果を享受する権利を有します。
2. 出資者は、営業者の営業に関して基本的に口出しできません。
3. SPCは、合同会社（GK）を使用し、GKの社員は一般社団法人、職務執行者は名目役員をあてるのが一般的です。
4. SPCは、投資家の勧誘、不動産の運用その他の実務に関して、金商業者に業務を委託します。金商業者は不動産の管理その他の現場業務をプロパティマネージャー（PM）又はビルマネージャー（BM）に委託します。
5. 金商業者は、多数の案件関係者を取りまとめて、必要な調査、調整を行い、投資家にレポートを行います。
6. 不動産ファンド（コア型を除き。）は、一般に、ファンド組成後、高い売却価格により売り抜けてキャピタルゲインの最大化を目指しますが、本資料の対象とする不動産ファンドは、基本的に売り抜けてを予定しません。
7. それでも、最終的にはファンドは終期を迎えます。償却が進み簿価の落ちた水準で事業法人が買い取る道筋、物件の景況感が変わった場合には、他の用途に転換する道筋も検討するべきです。

3. 不動産ファンドスキームの概要

図 不動産ファンドのスキーム概要図（匿名組合の例）



(出所) SPCアセットマネジメント株式会社作成

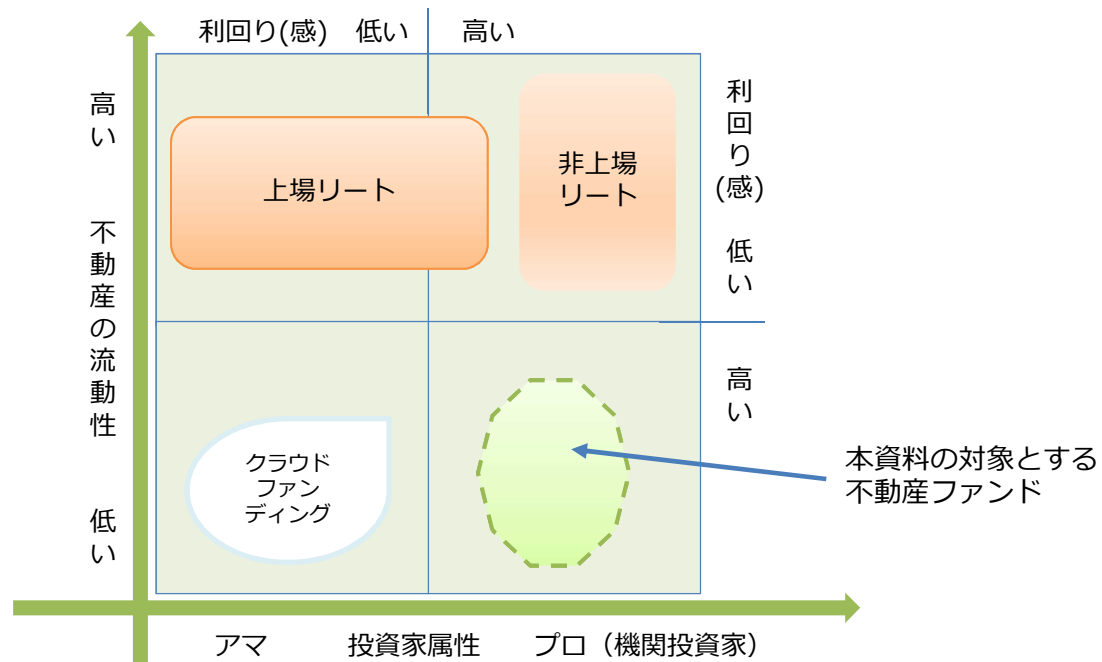


4. 不動産ファンドのポジション

- 本資料の対象とした不動産ファンドは、投資家としてプロの地域金融機関を想定します。また、投資対象とする不動産は比較的流動性（流通性）の低いものになります。他方で、不動産ファンドの1種である上場リートは、プロ以外の一般投資家を主要な対象として組成されています。投資対象とする不動産は流動性の高いものが中心です。そうした意味でこの2つは不動産ファンドであっても、真逆の性質を有します。また、上場リートは一般投資家を念頭に制度設計されたものであるため、投資家保護のための安全装置が幾重にも施されています。このような制度設計・コスト構造を考慮すると、プロ向きとは思われません。
 - 縦軸に不動産の流動性、横軸に投資家属性としたグラフを作成すると、本資料の対象とする不動産ファンドは、右下の象限に位置。ここは、これまで不動産ファンドの対象とされなかった領域です。不動産証券化のベネフィットが及んでいないフロンティアになります。国は、国民全体の重要な財産である不動産の価値を適正に維持するため、不動産投資マーケットの整備を推進しています。不動産ファンドや不動産証券化という手法は、この整備の一環として不動産投資マーケットを土台で支えるインフラになります。インフラの利用は、多数の不動産に関わる関係者としての権利であり義務であると思います。
 - また、この右下の象限は、投資不動産の価格を決定する重要な要素である「利回り」が最も高い（＝価格は低い）ところに位置します。縦方向で見ると、流動性の低い不動産は高い不動産より利回り(感)は高くなる傾向があり、横方向をみると、プロはアマよりも高い利回り(感)を要求する傾向があるためです。
 - 投資不動産マーケットにおける不動産市況は、1回転10年程度（あるいはもう少し長期）のサイクルで、好況期から不況期を循環することが観測されている（注）。好況期に仕入れた不動産の価格が、当該不動産の収益力以外の要因で下落することがあり、この価格変動リスクを事業法人が全面的に負うというのはときに無理がある。金融機関対事業法人の関係でも健全であるとはいえないように感じられる。事業法人が負担するリスクは事業法人の本業のビジネスに係るリスクに限定することができれば、地域経済の産業活性化、起業の促進に結び付くだろう。
- (注) 不動産投資サイクルに関する資料は別途作成しています。

4. 不動産ファンドのポジション

図 不動産投資マーケットと不動産ファンド（証券化）の状況



(注) 投資不動産の価格 (直接還元法) = 純収益 ÷ 利回り

(出所) SPCアセットマネジメント株式会社作成



5. おわりにかえて

- 地域金融機関は、融資を行う際にその目利き力が期待されています。また、その目利き力を蓄積しています。地域金融機関は、ファンド組成段階でしっかりデューディリジェンス（DD）を行うことで、不動産ファンドに投資する場合の投資リスク等を極小化できるはずです。あるいは、リスクにフォーカスした場合、融資と、本資料で取り扱う投資（出資）とで重要な差はほとんどないと気づくはずですが、目利き力は、融資の際にだけ活用するのではなく、投資の際にも最大限発揮してみたらどうでしょうか。
- 事業法人において複数又は多数の拠点を構えている場合、拠点毎に、賃料支払い能力としての収益力は様々です。これまで高い収益力を得た拠点・業態であっても、競争環境の変化等により、風向きが変わることもあるでしょう。ここは、地域金融機関の目利き力に期待します。また、取得した匿名組合出資持分については、長期で保有するのが原則ですが、一定以上のレベルに達したときは、ファンド等への譲渡も視野におくことになるでしょう。
- 事業法人の経営者には幾つかのタイプがあります。目先の金融緩和の恩恵を最大限に活かしたいと考えるタイプ、いずれ金融機関の融資姿勢は変化し、融資姿勢が正常化したとき（引き締め姿勢に転じたとき）にも安定的な財務体質を維持したいと考えるタイプなど。前者は、長期に必要な資金でも短期で調達し、これに違和感をあまり感じないタイプでしょう。こうしたタイプは、本資料で説明したスキームの採用に賛同しないかもしれません。後者は、持続的な利益成長を目指す堅実なタイプであり、本資料のスキームに対して理解が得られやすいものと考えています。
- 金融当局の金融機関に対する検査・監督スタンスが変化しています。金融検査・監督の考え方と進め方（検査・監督基本方針：平成30年6月・2頁）によると「従来の検査・監督・・・は、バブルの後始末はできたが、新しい課題に予め対処できないのではないか。金融機関による多様で主体的な創意工夫を妨げてきたのではないか。」と反省の弁が述べられています。新しい業務を行うとき、金融当局が掲げる6つの金融行政基本目標（金融システムの安定と金融仲介機能の発揮、利用者保護と利用者利便、市場の公正性・透明性と市場の活力）に照らして問題がないかではなく、むしろこれらとどのように調和しているかを見極めることが重要でしょう。

5. おわりにかえて

- 日本銀行が先に公表した金融システムレポート（2019年4月号・52頁～）に、不動産業に関して概ね以下の事項が述べられています。
 - ・近年の不動産業向け貸出のバブル期との違いは、大型の不動産取引業向けよりも、不動産賃貸業向けの貸出が増加していることである。REIT や不動産ファンドによるオフィスや商業・宿泊・物流施設、大型マンション等の取得、個人による貸家取得といった投資用資金の貸出がこれに該当する。バブル期に比べ、①貸家業を営む個人を含め、借り手が幅広い投資家に分散している。また、②借入期間が長期であることや物件の個別性・多様性から、不良債権化する場合でも時期的にある程度分散して発生すると考えられる。
 - ・わが国不動産市場については、バブル期のような過熱状態にはないとしても、貸出対象や期間等の面で、当時とは性質の異なるリスクが蓄積されている可能性には留意が必要と考えられる。景気後退等の下方リスクが生じた際の金融システムへの影響の出方も、バブル期とは異なるものとなる可能性がある。
 - ・不動産ファンド向け出資に関しては、エクイティ（資本）という投資対象の性質上、不動産市況の悪化局面では、貸出よりも大きく価値が毀損し得る。REIT 価格については、不動産市況に限らず、広く金融市場におけるリスクアペタイトの変化からも影響を受ける。私募ファンドや私募REIT は平時の価格変動は大きくないが、ストレス時に不動産市場の流動性低下により大幅な価格下落が発生する可能性も意識しておく必要がある。
- この中で一つ言及されているリスクアペタイト（フレームワーク）（RAF）に関しては、Financial Stability Board（FSB）が公表した“Principles for An Effective Risk Appetite Framework”（18 November 2013）あるいはそれ以前から、金融当局及び主要金融機関（Systemically important financial institutions（SIFIs））において活発な検討が推進されている。RAFは、金融機関が事業戦略遂行のために取るリスク水準（the aggregate level and types of risk that a financial institution is willing to accept, or to avoid, in order to achieve its business objectives.）をあらかじめ定義し、これをモニタリングする枠組みとされ、地域金融機関を含めて、この導入の有効性が認識されています。
- 日銀のレポートは、不動産市場にバブル期のような過熱感はない、今後については一応警鐘を鳴らしておくね、このように読むのでは足りない。RAFのアイデアを社内全部に浸透させるとの視点に立てば、個々の地域金融機関として進むべき方向性が見えてくるのではないか。不動産ファンド向け出資について、日銀は一定の状況におけるリスクを意識するように述べるが、ここは、持続的な収益を確保するには、収益の厚みを高めつつ想定外損失（Unexpected material risk）の発生を回避することが大事であり、この両者のため許容するリスクの程度（Risk limits）を明らかにするべきと読み替えてみたい。

本資料利用の留意事項

- 本資料は、地域金融機関の資金利回り向上策の一助となるべく、不動産ファンドへの投資に関する概要及びその考え方をご紹介するために作成したものです。個別の不動産ファンドへの投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料の意見に関する部分は作成者の個人見解です。本資料の内容は、予告なく変更する場合があります。本資料の著作権は当社グループに帰属します。無断で利用、複製等を行うことはできません。
- 当社は、不動産ファンドビジネスの健全な発展のために、これに資する情報収集・調査・コンサルティングを行っております。本資料の内容又は本資料が取り扱っているテーマに関するご意見、ご質問は、sumatsumoto@spc-asset.jp までお送りください。

商号	SPCアセットマネジメント株式会社
法人番号	9010001099915
所在地	東京都中央区明石町8番1号 聖路加タワー40階 〒104-6591
ライセンス	金融商品取引業（関東財務局長（金商）第618号）など
HP	http://www.spc-asset.jp/

