

不動産特定共同事業（FTK）のすべて（17）

FTKファンドのマーケティング⑨ ポジショニング（前編）

石井 くるみ

日本橋くるみ行政書士事務所代表

先月号までは、不動産特定共同事業（FTK）ファンドのSTP（S：セグメンテーション、T：ターゲティング、P：ポジショニング）分析のうち、ターゲティングとスキーム選択について解説しました。本稿では、自社のFTKファンドを競合商品と差別するためのポジショニングについて解説します。

1. ポジショニングの目標

FTKファンドのポジショニング（競合商品との差別化）にあたり「ファンドの利回りを高めること」を目標にしてしまうケースが多々あります。自社ファンドの利回りを競合商品よりも高くすれば売やすくなることは確かです。しかし、ファンドの利回りを高く（商品の価格を安く）することは、事業者の資金調達コストの増加や、事業者からファンドへの不動産売却収入の減少を招き、ファンド事業のメリットを損ねることを意味します。

ファンド事業を成功させるために事業者が掲げるべきポジショニングの目標は、「できるだけ低い利回りで投資家に買ってもらえるよう、ファンド商品の魅力を高めること」となります。現物不動産を販売する場合と同様、ファンド商品の利回りを高くする（販売価格を下げる）のは、商品の魅力を高める工夫を尽くし、あらゆる販売促進策を講じた

【いい・くるみ】日本橋くるみ行政書士事務所代表。不動産及び金融分野の法務を専門とし、国土交通省が設置する「不動産特定共同事業（FTK）の多様な活用法検討会」総括会の委員を務める。主な著書に『民泊のすべて』（大成出版社、2017年度日本不動産学会・著作賞（実務部門）受賞）、共著に『行政書士の業務展開』（成文堂）など。

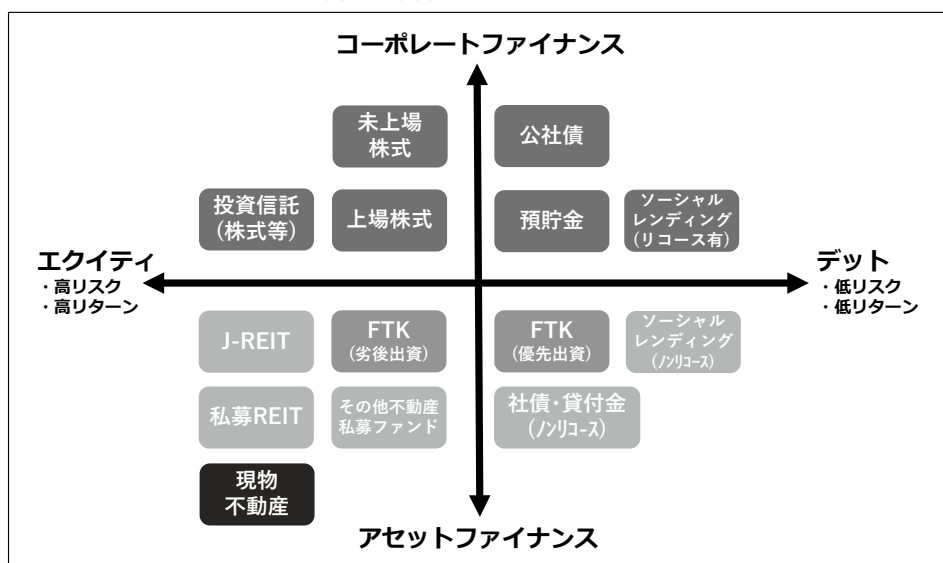
うえでの最後の手段であることを肝に銘じましょう。

2. 競合商品は何か？

FTKファンドの競合商品は、他社のFTKファンドだけではなくありません。証券口座を通じて購入できるJ-REITはもちろん、投資家の運用目的によっては、上場株式、預金、ソーシャルレンディング、現物不動産といったあらゆる投資商品が競合となり得ます。

図表1は、弁済順位が最も劣後する代わりに投資成果の残余が帰属する「エクイティ」か弁済順位がエクイティよりも優先する「デット」かを横軸に、企業が生み出すキャッシュフローを裏付けとする「コーポレートファイナンス」か資産が生み出すキャッシュフローを裏付けとする「アセットファイナンス」かを縦軸にして、FTKファンドの競合商品の例を表したものとなります。

図表1 FTKファンドの競合商品の例示



出所：日本橋くるみ行政書士事務所作成

図表1に示されるように、FTKファンドには、①エクイティ・デットのいずれも選択できる、②アセットファイナンスに属するといった特徴があります。

特徴① エクイティ・デットいずれも選択可

FTKファンドの第1の特徴は、商品設計によりエクイティとデットのいずれも選択できる点にあります。例えば、匿名組合型のFTKファンドにおいて、弁済順位が劣後する代わりに投資成果の残余が帰属する「劣後出資」と、劣後出資よりも弁済順位が優先して固定リターンが帰属する「優先出資」の2つの質的に異なる出資持分を発行する「優先劣後構造」を採用した場合、劣後出資はエクイティに、優先出資はデットにそれぞれ該当します。なお、優先劣後構造を採用しない場合の出資持分はエクイティに該当します。

同じFTKファンドであっても、エクイティに属する出資持分の競合商品はJ-REITや現物不動産等になるのに対し、デットに属する出資持分の競合商品はソーシャルレンディングや預貯金等となり、ポジショニングの方向性が大きく異なります。

特徴② アセットファイナンスに属する

FTKファンドの第2の特徴は、不動産という資産（モノ）が生み出すキャッシュフローを裏付けとする商品であり、アセットファイナンスに属する点にあります。

従来、銀行や年金基金といった機関投資家は、上場株式や公社債などコーポレートファイナンスに属する商品を中心に投資を行ってきました。しかし、更なる分散投資とリターン追求のためのオルタナティブ（代替的な）投資として、不動産に代表されるアセットファイナンスに属する商品への投資を増やしています。今後、個人投資家においても同様の傾向が強まっていくことが予想されます。

エクイティ投資家とデット投資家の違い

エクイティに属するFTKファンド（劣後出資）のポジショニングの観点からは、アセットファイナンスに属する競合商品（J-REIT、私募-REIT、現物不動産等）との差別化が重要となります。なぜなら、投資成果の残余が投資家に帰属するエクイティ商品の投資家

は、従前のコーポレートファイナンスに属する商品（上場株式等）と異なる投資成果をもたらす商品を求めているためです。

他方、デットに属するFTKファンド（優先出資）のポジショニングの観点からは、コーポレートファイナンス・アセットファイナンスを問わず、あらゆるデット商品との差別化が必要となります。なぜなら、投資成果の残余が帰属しないデット商品の投資家は、固定リターンと元本全額が支払われる限りは最終的な投資成果には関心がなく、単純に固定リターンが高く、元本返済の安全性と換金可能性（流動性）が高い投資商品を求めているためです。

3. ポジショニングの要素

FTKファンドのポジショニングを行う上で特に重要となる要素は、(1) 対象不動産、(2) 流動性、(3) 事業者のネーム、(4) 利回りの4つです。これら要素毎に差別化の方法をまとめると図表2のとおり整理されます。

(1) 対象不動産

FTKファンドにおいて、キャッシュフローの源泉である対象不動産は、最も重要なポジショニングの要素となります。対象不動産の選定に関しては、アセットクラス、物件スペック、テナント、ESG/SDGs等による差別化を図ることが可能です。

アセットクラス

対象不動産の代表的なアセットクラス（用途）として、住居、事務所、商業施設、物流施設、ホテル、ヘルスケア施設の6つが挙げられます。適切なポジショニング（差別化）のためには、ターゲットとした投資家に人気のあるアセットクラスを選択することが重要です。

物件スペック

現物不動産の場合と同様に、物件のスペックは、ファンドの売れ行きに大きな影響を与えます。住居を例にとると、①駅に近い立地、②RC構造、③築年数が浅いといった条件を満たすほど差別化を図ることができます。

図表2 ポジショニングの要素と差別化の方法

要素	差別化の方法	
対象不動産	・アセットクラス ・物件スペック ・テナント ・ESG/SDGs	・投資家に人気のあるアセットクラスとする ・立地、構造等が優れた不動産を対象とする ・優良テナントを確保する／自ら運営者となる ・地域や環境に配慮した不動産を対象とする
流動性	・運用期間 ・持分払戻し ・持分買取り ・持分譲渡	・運用期間を短くする ・解約請求に応じてファンド財産を払い戻す ・買取請求に応じてファンド持分を買い取る ・投資家間の売買を可能とする仕組みを作る
事業者のネーム	・知名度、評判 ・信用力	・ネームの良い他の企業／行政と連携する ・ファンド商品に保証会社からの保証を付す
利回り	・レバレッジ ・コスト低減	・対象不動産を担保とする借入を行う ・運営コストの低いスキームを選択する

出所：日本橋くろみ行政書士事務所作成

テナント

前述のアセットクラスのうち、住居及び事務所は、テナントである最終顧客が直接施設を利用する「ノンオペレーショナルアセット」に分類される一方、商業施設、物流施設、ホテル及びヘルスケア施設は、テナントである事業者が最終顧客に財やサービスを提供するために利用する「オペレーショナルアセット」に分類されます。このうち、オペレーショナルアセットに分類される不動産は、テナントの事業運営が失敗して施設から撤退した場合に、代わりのテナントが見つからずに空室になってしまうという「テナント退出リスク」が高い傾向にあります。

オペレーショナルアセットを対象不動産とする場合は、①優良テナントとの長期契約を結ぶ、②代替テナントを確保できる立地や物件仕様を選択するといった工夫を行うことが重要です。

また、不動産特定共同事業者がホテルやヘルスケア施設の運営事業に進出し、自らが組成したファンドの対象不動産の運営者（オペレーター）となることで、他社テナントの退出リスクを回避することができます。

ESG/SDGs

ESG（Environment：環境、Social：社会、Governance：統治）やSDGs（Sustainable Development Goals：持続可能な開発目標、図表3を参照）

に資する対象不動産を選択することで差別化を図ることも可能です。

ESGやSDGsに資する不動産の例として、地域の健康と福祉の向上を目的とするヘルスケア施設や、ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス（ZEH）とした賃貸住宅、未活用の廃棄物を燃料とするバイオマス発電所施設等が挙げられます。

(2) 流動性

FTKファンドを含む不動産私募ファンドは、一般的に、その流動性の低さ（ファンド持分の中途換金が困難であり投下資金が拘束されてしまうこと）が最大の弱点と言われています。FTKファンドの流動性を高める方法として、運用期間の短期化、持分払戻し、持分譲渡、持分買取りの4つがあります。

運用期間の短期化

FTKファンドの運用期間を短くすれば、投下資金の拘束期間が短くなり流動性が高まります。しかし、ファンドの運用期間は事業者の資金調達等の目的により決まるものであって、むやみに短くすることはできません。よって、通常は運用期間の短縮化以外の方法によりファンドの流動性を高めることを検討することとなります。

図表3 SDGsの17の目標



出所：国際連合広報センターHPより

参考：集客目的ファンドの事例

一部の不動産特定共同事業者が提供するFTKファンドの中には、事業者の資金調達等のニーズを満たすためではなく、単に集客・広告宣伝を目的として組成されたものが存在します。このような「集客目的ファンド」については、「運用期間3カ月、予定利回り5%」などと、運用期間を短くして、競合商品との差別化を図ることが行われています。

持分払戻し

FTKファンドの投資家に一定の流動性を供給する仕組みとして、投資家から解除請求を受け付けて、持分の払戻しを行う方法があります。私募REITなど、いわゆるオープン・エンド型のファンドに設けられる仕組みであり、FTKファンドの中では、運用期間が無期限である対象不動産変更型契約のモデル約款にも採用されています^(注1)。ただし、解除請求に無制限に応じると不動産特定共同事業の遂行が困難となるため、払戻額には一定の上限（例：出資総額の2.5%）を設けなければなりません。払戻額の上限を超える解除請求があった場合には全額の払戻しに応じることができず、次のような按分計算が行われることとなります。

払戻しの按分計算の例

払戻額上限200で、5人の投資家から各100（総額500）の解除請求を受けた場合
 …各投資家は、解除請求額100×上限200／解除請求総額500＝40の払戻しを受ける。

払戻額の上限があるものの、ファンド財産の流出をもたらす払戻しの多発はファンドの事業運営を不安定とし、投資を継続する投資家の不利益につながるため、解除を希望する投資家の利益と流動性を損なわない範囲で、一定のロックアップ期間（解除不能期間）や解除留保金（解除手数料）を設けることを検討する必要があります。

（注1）国土交通省作成（令和元年度）第一号事業・対象不動産変更型契約（匿名組合契約型）モデル約款12条、特例事業・対象不動産変更型契約（匿名組合契約型）モデル約款13条を参照。

持分買取り

持分買取りは、不動産特定共同事業者が投資家のファンド持分を買い取ることで流動性を供給する方法です。持分払戻しは、ファンド自身の財産の一部を投資家に払い戻すものであり事業者はリスクを負わないのに対し、持分買取りは、不動産特定共同事業者が投資家から出資持分を買い取る結果、出資のリスクを負う

などの違いがあります（図表4）。

持分買取りには、不動産特定共同事業者が「契約上の買取義務を負う」方法と、「任意で買取請求に応じる」方法の2つがあります。

前者の方法を採用する場合には、市況が悪化した際に買取請求が殺到して事業者の資金繰りが悪化するリスクを負う点に留意が必要です（注2）。

また、いずれの方法を採用する場合でも、ファンド持分に損失が生じている状況において、ファンド持分の時価を超える買取価格を設定することはできません。そのような価格でファンド持分を買い取ることや買い取る約束をすることは、法令にて禁止される損失補填ないし損失保証に該当するためです（FTK法21条の2、金融商品取引法39条1項を参照）。

（注2）このようなリスクを回避するため、買取請求が多発した際に、対象不動産の全部又は一部の売却等が完了するまで買取りの請求に応じないことができるとする条項を設けることも考えられる。ただし、投資家は市況が悪化して買取請求が多発するような状況こそ資金を必要とする可能性が高く、そのような状況下において当該条項に基づき買取請求に応じない判断をした場合には企業評判を損なうリスク（レピュテーションリスク）がある点に留意が必要である。

持分譲渡

自社が持分買取りを行わずにFTKファンドの投資家に流動性を供給する仕組みとして、投資家が持分譲渡を行いやすい環境を整える方法があります。

典型的な持分譲渡の方法としては、不動産特定共同事業者（2号事業又は4号事業の許可を受けた事業者に限る。）が投資家からの持分譲渡の媒介の依頼を受けた後、買い手となる投資家を探してマッチングさせる方法が挙げられます。

また、近年では、FTKファンドを含む不動産私募ファンド全般について、出資持分の売り手と買い手を

直接マッチングさせる流通市場（セカンダリーマーケット）を創設しようとする動きが見られます。今のところ出資持分が活発に売買されるFTKファンドは存在しませんが、今後、運用期間の定めのない「対象不動産変更型契約」に基づくFTKファンドを組成するような場合には、投資家に流動性を供給するためのセカンダリーマーケットを創設することが不可欠になると考えられます（注3）。

（注3）FTKファンドはJ-REITの諸銘柄よりも規模が小さく参加投資家数も少ないため、J-REITのような価格調整機能を伴うセカンダリーマーケットを機能させることが困難となる可能性が考えられる。この点、FTKファンドの出資持分を流通させるには、価格調整機能を伴う仕組みではなく、例えば、価格が一定（額面）となるように設計された優先部分のファンド出資の売り注文と買い注文をマッチングさせるシンプルな仕組みを用いることが現実的であろう。なお、J-REITの流通市場（セカンダリーマーケット）について、全J-REIT銘柄の2021年1月末の時価総額は14.9兆円、最も時価の小さい大江戸温泉リート投資法人の時価総額は164億円、2020年12月の月間売買代金は2.9兆円である。他方、発行市場（プライマリーマーケット）について、2019年のREIT（私募REITを含む）の新規取得額1.72兆円に比べ、FTKファンドによる不動産の年間新規取得額は0.18兆円である。

（3）事業者のネーム

投資家がFTKファンドへの投資意思決定をする際において、不動産特定共同事業者のネーム（知名度、評判、ブランド）や信用力は極めて重要な検討要素です。しかし、会社の評判や信用力は、一朝一夕で高めることはできません。

自社のネームの低さを補う手段として、ネームの良い他の企業や行政機関と連携（コラボレーション）を行う方法があります。また、自社の信用力を補う手段として、自社が提供するファンド商品に保証会社の保証を付す方法があります。

図表4 持分払戻しと持分買取りの違い

比較項目	持分払戻し	持分買取り
投資家からの請求	解除請求	買取請求
支払の原資	ファンドの財産	事業者の財産
ファンド財産の変動	減少する	変わらない
事業者の出資リスク負担	なし	あり

出所：日本橋くるみ行政書士事務所作成

（4）利回り

冒頭でも説明したとおり、ポジショニングの目的は「できるだけ低い利回りで投資家に買ってもらえるよう、ファンド商品の魅力を高めること」です。対象不動産、流動性、事業者のネームといった差別化の要素を総合的に勘案して、投資家が投資してもよいと思う最低水準を見極め

て利回りを決定します。

なお、事業者の利益を損ねずに利回りを向上させることができる手段として、レバレッジとコスト低減の2つの方法があります。

レバレッジ

レバレッジは、ファンド事業のために対象不動産を担保とする借入を行うことで、ファンド持分の利回りを向上させる方法です。特に、投資家に投資成果の残余が帰属するエクイティ型のファンドでは、レバレッジの有無が商品の魅力を大きく左右します。

レバレッジの有無と利回りの関係（図表5参照）

対象不動産を100で取得して、110で売却することを目指すファンドを想定します。
対象不動産を担保とする借入を行わずにファンド出資（エクイティ）100を投資家から集めた場合、当該ファンド（レバレッジなし）の予定利回りは、売却益10÷ファンド出資100＝10%となります。他方、対象不動産を担保とする借入50を金利年2%で調達し、ファンド出資（エクイティ）50を投資家から集めた場合、当該ファンド（レバレッジあり）の予定利回りは、（売却益10－利息費用1）÷ファンド出資50＝18%となります。

借入によるレバレッジを効かせた場合はリスク（対

図表5 レバレッジ有無の比較

ファンドのバランスシート (レバレッジなし)		ファンドのバランスシート (レバレッジあり)	
資産	負債・純資産	資産	負債・純資産
 対象不動産 取得価格100 売却価格110 ↓ 売却益10	ファンド出資 (エクイティ) 100	 対象不動産 取得価格100 売却価格110 ↓ 売却益10	借入金 (年利年2%) 50 ↓ 利息費用1 ファンド出資 (エクイティ) 50
エクイティのリターン $\text{売却益10} \div 100 = 10\%$		エクイティのリターン $(\text{売却益10} - \text{利息費用1}) \div 50 = 18\%$	

出所：日本橋くるみ行政書士事務所作成

象不動産の売却価格が取得価格を下回った場合の損失額）も増大しますが、エクイティに投資する投資家は一般的に資金効率を重視するため、レバレッジの効いたファンドに魅力を感じるのが通常です。対象不動産を担保とする借入の可否は、対象不動産のスペックはもちろん、金融機関のファンドに関する理解度に左右されますので、予め借入候補の金融機関と協議しておくことが重要です。

コスト低減

ファンドの運営コストの低いスキームを選択することによっても、ファンド持分の利回りを高めることができます。

例えば、私募REITや特定目的会社（TMK）を使った不動産私募ファンドよりも運営コストを低くできるスキームとして、FTK法に基づく適格特例投資家限定事業スキームが挙げられます（注4）。

（注4）適格特例投資家限定事業スキームの詳細は、石井くるみ「不動産特定共同事業（FTK）のすべて（15）ターゲティングとスキーム選択（中編）」『月刊不動産フォーラム21』2021年1月号（公益財団法人不動産流通推進センター）を参照。

今回は、FTKファンドタイプごとのポジショニングの具体例について、本稿で解説したポジショニング要素と差別化方法を踏まえながら解説します。