

# 不動産証券化市場の現状とそれぞれの期待



平成30年9月5日  
株式会社資本市場研究所きずな

## 不動産証券化の概況

不動産投資は、昔は長期の運用を目指す保険会社や大規模開発を行う不動産会社など中心だったが、リートを始めとする不動産証券化スキームが整備されて、より小口の投資が可能となり、またファンド化が進むことで多様化不動産物件に投資するリスク分散もし易くなって、個人を始めとする投資家の裾野が広がったが、今月はその不動産証券化市場動向を取り上げたい。

東京証券取引所の上場商品であるJ-REITは、一般の投資家も参加できる不動産証券化スキームとして59銘柄運用資産総額17兆3,217億円(本年5月末)規模まで育っており、個人投資家を中心に2017年までの過去5年間で4.25兆円の資金調達(IPO、公募)を行っている。また、主に地方金融機関や保険会社などが投資する私募リートは、資産総額2兆7815億円(本年6月末、28投資法人)まで増加している。J-REITや私募リートは、投資法人が不動産を保有して、金融機関からローンを借り、残りの必要資金を投資口として投資家から集めるスキームだが、合わせると20兆円

規模までになってきている。これらリートの投資対象は取得価格ベースで、オフィスが8.62兆円、商業施設が3.54兆円、住宅が3.17兆円、物流施設が2.96兆円、ホテルが1.22兆円、ヘルスケア施設が0.1兆円となっている。(以上の数値は、不動産証券化協会)

また、不動産証券化全体の動向は国土交通省の「不動産証券化の実態調査」(平成29年度分、5月31日公表)が毎年公表しているが、平成29年度は4.76兆円の物件取得に対して、4.19兆円の物件譲渡が行われている。実際の取引は実物不動産か信託受益権で行われるが、平成29年度は取得の85%、譲渡の70%が信託受益権で取引されている。過去5年間の取得・譲渡状況は、不動産証券化スキーム別に下図左側に示したが、5年間の累計では取得が24.87兆円、譲渡が28.11兆円となっており、スキーム別に5年間の取得・譲渡差をみると、合同会社が物件を保有して投資家から匿名組合出資を募る方式(以下、GK-TK)が3.37兆円の売り越し、特定目的会社が物件を保有して投資家が優先出資を行う方式(以下、TMK)が9.2兆円の売り越し、不動産特定共同事業法(以下、不特法)による

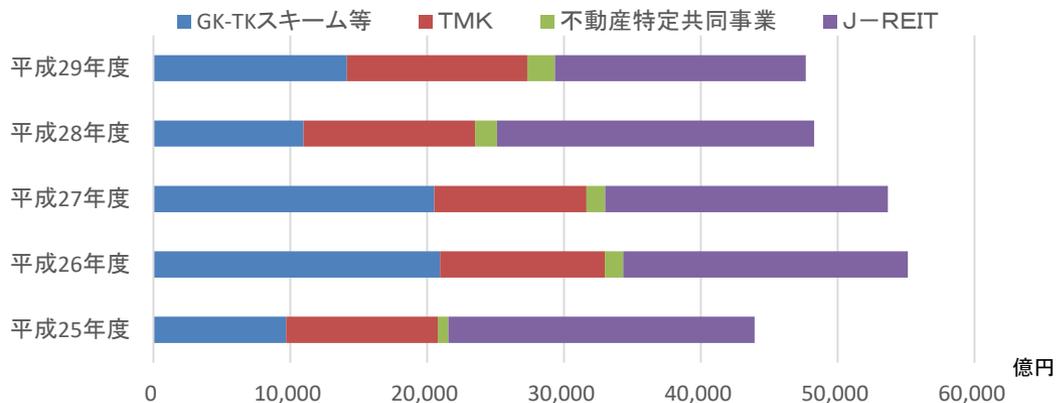
流動化スキームが0.06兆円の買い越し、J-REITが9.3兆円の買い越しとなっていて、取得の相手先を見ると全体の約65%が不動産流動化スキームから取得されている。

不動産証券化により過去5年間で取得された物件数は5,389件だが、地域別で見ると東京都が2,258件、大阪府が598件、神奈川県が461件、千葉県が319件、愛知県が290件、福岡県が208件、埼玉県が188件、北海道が185件、兵庫県が151件などとなっている。また、取得物件の用途別資産の割合は、平成29年度においては金額ベースで、オフィスが41.0%、住宅が12.4%、商業施設が12.4%、倉庫が17.9%、ホテル・旅館が12.1%、ヘルスケアが0.4%、複合施設が1.8%、その他が4.8%となっているが、過去5年間ににおいてはホテル・旅館の割合が大きく伸びている。

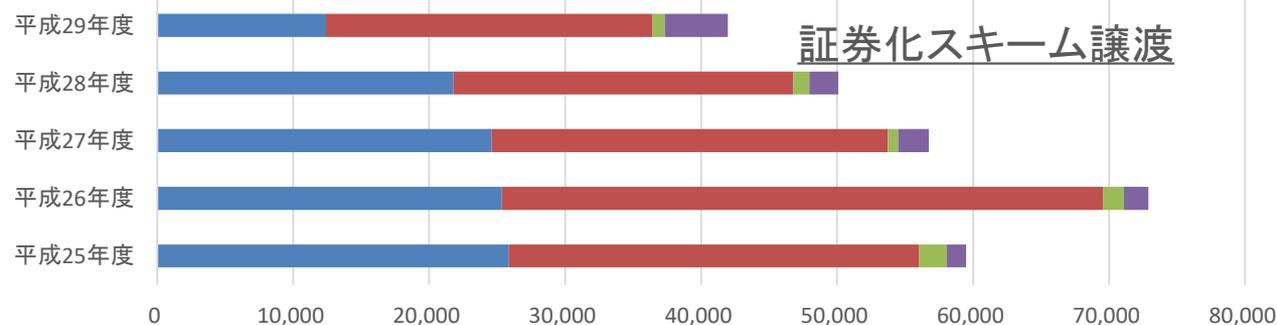
不動産証券化商品で個人投資家が投資するものとしてはJ-REITが中心になっているが、今年2月時点で保有者数では76.8万人と過去3年間で約23万人増加している。また、私募リートへの個人の投資としては、太陽光や風力

発電などの再生可能エネルギー施設を運営するものや、サービス付き高齢者向け住宅や有料老人ホームなどのヘルスケア施設を運営するものがあり、地元の証券会社などが私募リートの出資口メザニン部分の販売者として関与する事例が出ている。

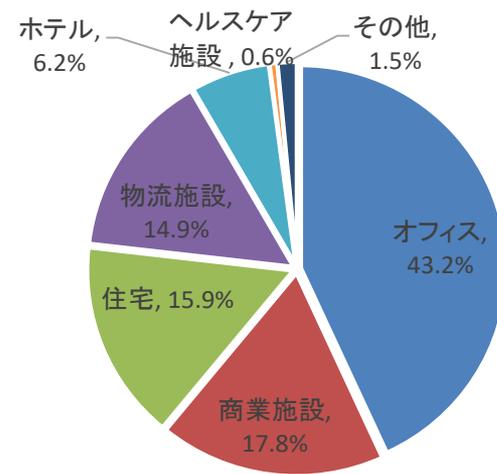
## 証券化スキーム取得



## 証券化スキーム譲渡



## リート保有資産(5月末)



物件総数: 4,394物件  
 保有不動産総額: 19兆  
 9,565億円



## 不動産証券化手法と改正不特法

不動産証券化スキームの基本型は下図に示したが、投資対象とする実物不動産をそのまま若しくは信託受益権化して保有するのは①ビークルだが、これはあくまでも不動産保有・運用の法的形式を整えることが目的で、実質的なスキームの構築や資産運用は、外部の②運用者に委託される。不動産保有の為の資金は、金融機関などからの③借入れや投資家からの④出資で充当されるが、③では銀行のローンに劣後して機関投資家等向けの社債が発行されることもある。また、④においては、対象不動産の利用目的によっては政策金融に関係したファンドの資金が優先出資として入ることもあるし、対象不動産を利用して事業を行う者が劣後出資を行うこともあり、出資の優先・劣後構造(事業終了時の元本リスク)により利益配当は異なる。①のビークル別に証券化内容を見ると、以下に類型化することができる。

### 【GK-TK】

①は合同会社で、②は投資運用会社(金商法業者)となり、③は銀行のノンリコースローン(非遡及融資)、④は

匿名組合出資となる。対象不動産の信託受益権化が基本だが、投資運用会社が不特法の特例事業における3号事業者である場合は実物不動産も合同会社で保有することが出来る。このスキームは、①や②に係るコストを他の証券化スキームに比べると低く抑えることが出来き、特に実物不動産保有であれば、信託受益権化のコストも負わないので、比較的小規模の不動産証券化案件に利用されている。なお、④の劣後出資者は最もリスクを負っているが、売却時には運用の成功によって他の出資者より配当収益が大きくなる。

### 【TMK】

①は資産流動化計画に基づいて関係者により設立された特定目的会社で不動産の運用(実物不動産、信託受益権)はここが行うが、物件の売却に関しては②特定資産管理処分受託者が特定資産の管理処分の委託を受けることが出来る。但し、前述の関係者全員の事前承諾が必要となっている。③では機関投資家が特定目的融資や特定社債(融資より劣後)で資金を提供する。④では投資家による優先出資とそれに劣後する特定出資により資金が出資される。

## 【リート】

①は投資法人で実物不動産、信託受益権を保有・運用する。但し実際の運用実態は資産運用の委託を受ける②の資産運用会社が行う。資産運用会社は宅建業法に規定する取引一任代理等の認可と金商法に基づく金融商品取引業者（投資運用業）の登録が必要で、投資法人の設立や運営も実務的に行う。なお、この資産運用会社のコストは相応に掛かるので、運用資産の拡大を目指す傾向がリートにおいては強い。③では銀行や機関投資家からの借入に加えて、最近では投資法人債が増えているが、J-REITの発行するものは格付が取得されているので個人投資家も投資することが可能だ。④は、投資口で投資法人における資本性の資金となるが、この部分が証券取引所に上場されればJ-REIT、上場されていないものは私募リートと呼称されている。

## 【不動産特定共同事業】

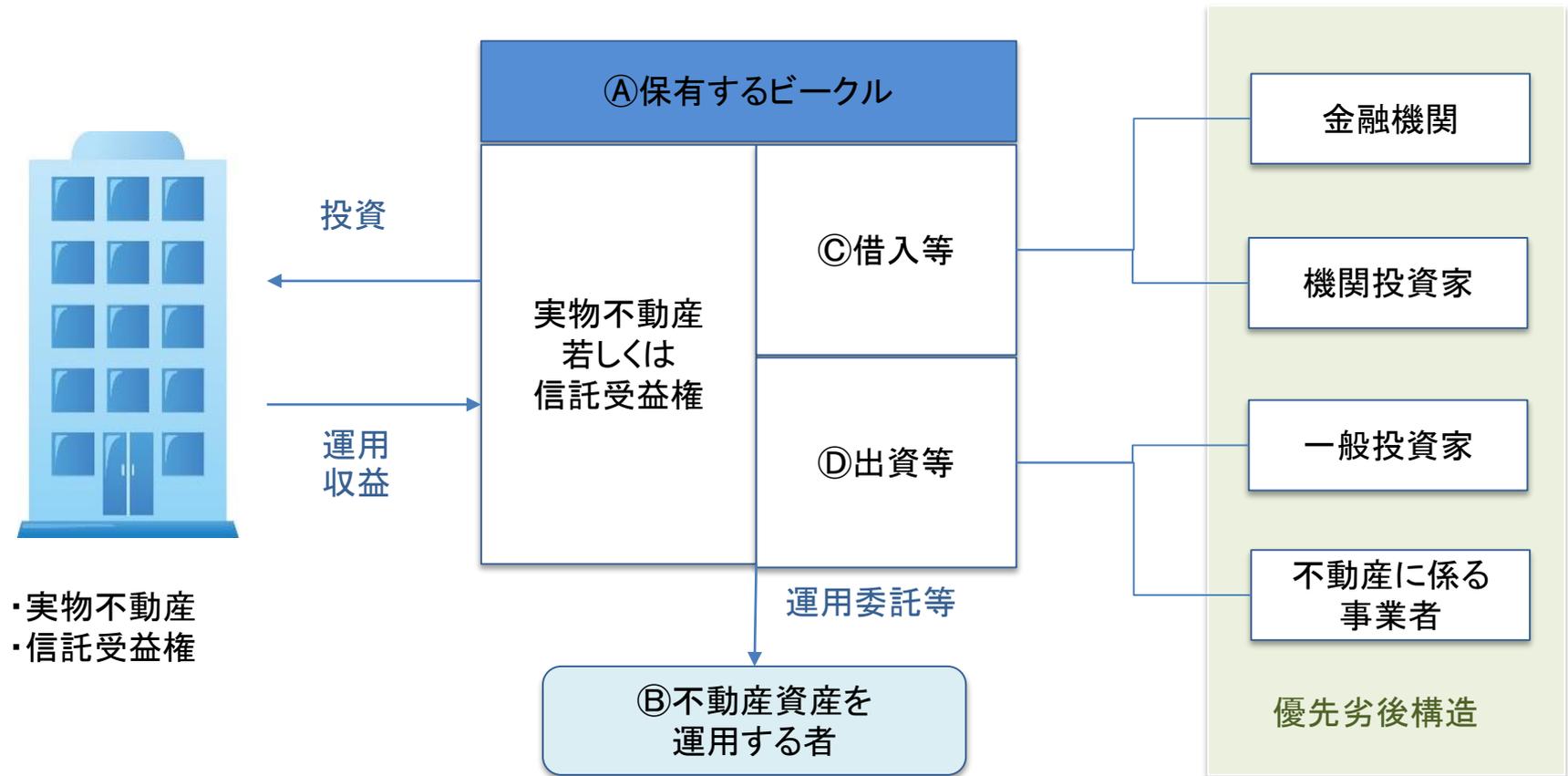
不特法は、現物不動産を資産とするファンドの運用を規制する法律だが、証券化ビークルでの利用の為に、平成25年に「特例事業」制度ができ、証券化を目的として他の不動産特定共同事業者（3号事業者）に運用を委託したり

出資勧誘の委託を4号事業者に行うことが出来るようになった。更に、平成29年の不特法改正（施行は同年12月）において、地方創生に資する事業での利用などを想定して次の制度整備が行われている。（国土交通省のKPI：2022年まで、地方の不動産会社等の新たな参入800社、空き家・空き店舗等の再生による新たな投資約500億円）

◇小規模不動産特定共同事業に係る特例の創設：空き家・空き店舗等の再生・活用事業に地域の不動産事業者等が幅広く参入できるよう事業者の資本金要件を緩和など

◇クラウドファンディングに対応した環境整備：投資家に交付する契約締結前の書面等について、インターネット上で  
の  
手  
続  
に  
関  
す  
る  
規  
定  
を  
整  
備 など

# 不動産証券化スキームの基本



## 投資商品としての不動産

投資商品として不動産を見た場合、投資家が注目するのは投資資金に対して物件が生み出すキャッシュ・フローがどの程度の利回りかということと、物件そのものの値上がり期待だろう。証券化された不動産では、ビークルの収入は物件の賃料だが、その根拠となる賃貸契約の内容、借り手の信用力と物件を利用する事業遂行力、事業そのものの成長力などが将来の賃料の上昇期待にも繋がっている。また、個人投資家にとって難しく感じるのは、物件の投資資産価値を判断する情報をどこまで取得するかだが、不動産鑑定評価額(不動産鑑定書による)、地域やその事業の成長性、物件のメンテナンスなど非常に多岐に渡っているし、物件や事業内容によって其々の重要性が異なることだろう。これらの判断は、プロの運用者に任せるとするのが一般的な個人投資家の在り方だが、例えばJ-REITの場合、実際に投資法人(物件を保有)を運営する資産運用会社が取得する物件(資産)の適正さを判断することになる。

J-REITの上場時の審査においては、主幹事証券は組入れ物件について、投資方針、組入物件の関係法令への

適応、物件に係る契約及びエンジニアリングレポート、取得価格及び取得の経緯、利益計画の策定根拠の妥当性などを審査することになっている。GK-TKにおいて、証券会社が私募債や私募ファンドを取り扱う場合は、自主規制ルールに合わせて商品審査として基本的には同様の確認及びその後のモニタリングをする必要がある。

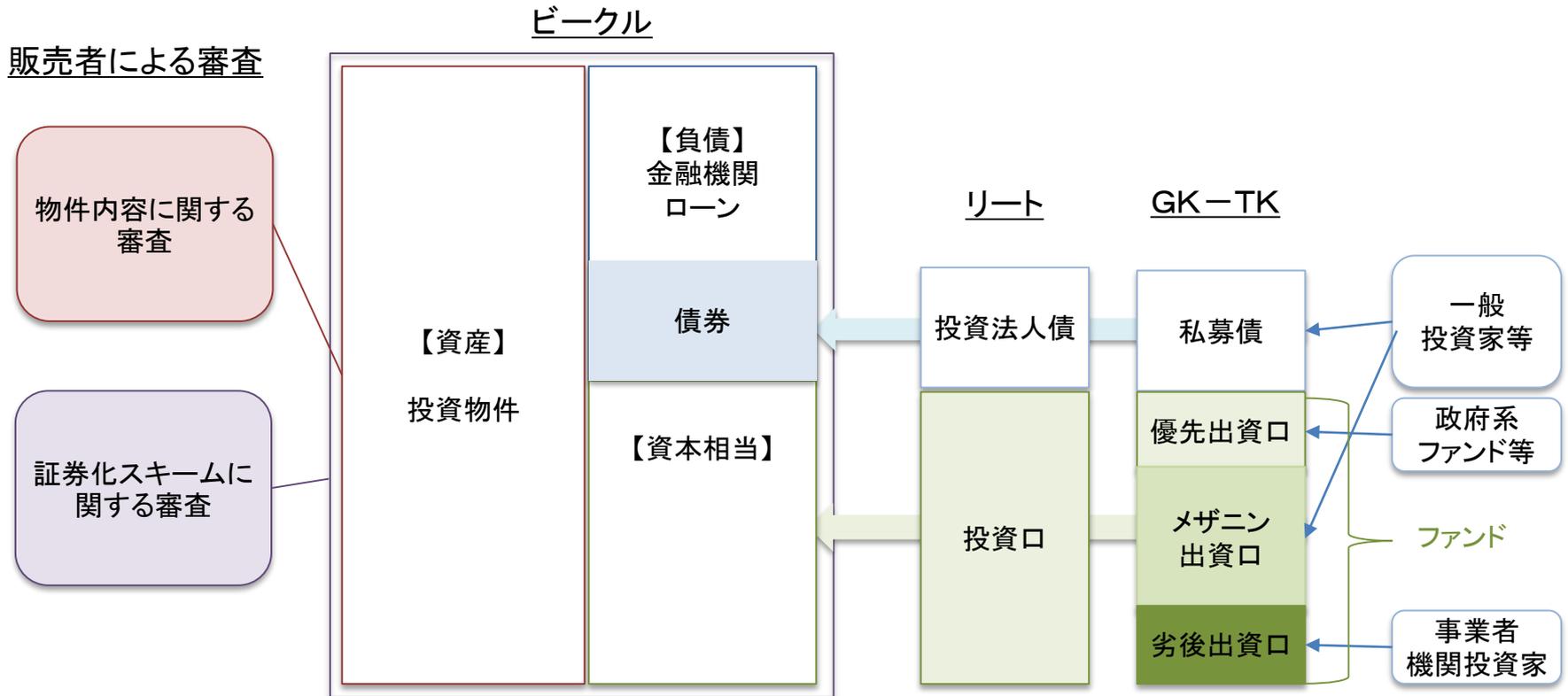
実際に一般の投資家が投資可能な不動産証券化商品としては、デット部分ではリート投資法人債やGK-TKの私募債、TMKの特定社債などがあるが、これ等は金融機関からのローンには劣後するものの、ある程度の利回り水準を提供することも出来る。また、エクイティ部分に関してはリートは投資口一本となるが、GK-TKでは、匿名組合出資部分を優先劣後に分けることも出来き、この部分で投資家から募集する部分は通常私募ファンドとも呼ばれており、販売者は第二種金融商品取引業協会の自主規制ルール”事業型ファンドの私募の取扱い等に関する規則”の適用を本年1月より受けている。このスキームは、比較的低コストで証券化することが可能なので、数億円～数十億円規模の証券化案件、例えばヘルスケア施設や再生可能エネルギー施設の証券化案件に利用されることが

多い。勿論、これらは規模が大きくなればJ-REIT化してヘルスケア・リートやインフラファンドとして証券取引所に上場することで、より調達手段を多様化することも出来る。

GK-TKにおける出資口部分で優先劣後構造を使うのは、各投資家のリスク負担と期待収益の関係を明確化する為で、例えば下図のGK-TK部分の優先出資口はその事業の目的に合わせた政府系ファンドの出資するケースがあり、その元本返済順位が高い代わりに配当利回りも低く、劣後出資口は最もリスクを負うべき事業者もしくはその関係者・証券化のアレンジャーなどが担うことが多い。この劣後出資口は、優先やメザニンの投資家に事業利益（対象不動産の）を配分した後に残った部分が配当され、売却した場合の元本部分の返済も最終となる。従って、物件への投資が成功した場合は劣後投資家が得る利益は大きいものの、運用失敗の場合の元本毀損リスクも大きい。メザニン部分は、ある程度配当利回りを高く設計することも出来、リスクもの限定できるので一般投資家に販売し易い。また、この部分に投資するローンファンド（一般投資家が出資したファンドから短期間このメザニン出資口で運用するファンドに貸し付ける）をソーシャルレンディングで

ネットで集めるということも行われているが、7月に行政処分を受けたmaneoの取扱い残高は、本年3月末で355億円（同社決算書より）まで急激に大きくなっている。

# 不動産証券化で投資家に販売する部分と販売者審査



## 証券化に対する証券会社と個人投資家の関与

不動産の証券化推進に係る推進役は国土交通省だが、本稿第1章でも取り上げた「不動産投資市場の成長に向けたアクションプラン」における具体的施策として、CRE (Corporate Real Estate) 等の改革(企業・団体不動産の活性化)では、①CRE戦略ガイドライン・手引きの拡充、②CREフォーラムの設置・運営等③老朽化不動産の更新・活用の促進④PRE (Public Real Estate) 戦略の一層の推進が上げられている。

これに対して不動産への長期投資を行う立場にある年金基金や生保などの機関投資家は、不動産証券化協会のアンケート調査(2018年1月公表)によると、不動産投資を行う為に必要なこととして次の項目を上げている。(※重複回答あり)①不動産に精通した運用者の育成42.6%、②不動産関連情報の標準化36.1%、③ベンチマークとなる不動産投資インデックス34.4%④個別の不動産投資情報開示の向上24.6%など。証券化商品への実際の投資は、年金基金の47%が私募リートへの投資を行っており、その他の機関投資家はJ-REITが67%、私募リートが52%、不動産

を裏付けとする債券が46%の実績となっている。

一方、不動産証券化と個人投資家の関係をみていくと、メリットとしては安定的で長期の投資収益が期待できる不動産投資を小口化して行うことが可能となり、またリートであればある程度の流動性を確保することも出来る。しかし、今まではJ-REITであれば大規模な資金調達と取引所への上場支援があるので、大手の証券会社など募集ルートが偏っており、小口不動産証券化であるGK-TKスキームの私募ファンドは、証券化を関係する事業会社や不動産会社の関係者が組成することが多く、これらは不特定多数の個人投資家への販売ルートが確保されていると状況ではなかった。

今後の不動産証券化拡大には、個人投資家への不動産証券化商品販売の増加が必須だが、その為に必要なことは、J-REITにおける投資対象多様化を目的とした新たな指数やその証券化ガイドライン(国土交通省、取引所)整備、ESG投資に対する対応などが上げられる。ただ、ビークルを投資法人を使い実質的な運用を資産運用会社で行うJ-REITは、運用組織のガバナンスや投資家への情報提供

体制が整備されているものの、その分、スキームを維持コストが高いので、大型化を目指す必要があるし、投資家からもそのリートとしての成長戦略を常に問われる。また募集以外の流通市場や保有でも個人投資家の比率を高めるためには、より多くの証券会社を募集時に関与させていくといった取組みも必要だ。

これに対してGK-TKスキームは証券化及びその運用コストを低く抑えることが可能なので小口の不動産証券化に向いており、またJ-REITが既存物件の組入れしかできないのに対して、GK-TKスキームでは施設の開発リスクを負う着工から施行までの期間の運用も可能となっている。その為、一旦GK-TKスキームで物件を流動化（開発を含む）しておいて、数物件を纏めてリートへ譲渡するといったことも行われている。また、小口不動産開発案件では、地域社会と関係が密接な再生可能エネルギー施設やヘルスケア施設など、地元住民の関心の高い事業で、その施設を使って事業を直接行うものも地元事業者である場合が多い。その為、地方証券会社にとっては地元が必要とする事業に対して、地元住民のリスクマネー供給を仲介する立場となることは、地方証券会社にとって新しい事業戦略にも

繋がっていく。投資商品としては、私募ファンドとなり本年1月からスタートしている自主規制に対応しなければならないが、今まで任意だった商品審査ルールが明確化されたので、既存審査機能の中でも対応可能で、地元関係者との連携によって、組成、販売、モニタリング、物件売却（EXIT）それぞれの段階での収益化も可能となっている。

今後、地方創成に向けた地元投資家のリスクマネー供給と地方証券会社によるその仲介機能に期待したい。

# 証券化に対する個人投資家の関与イメージ

