

それでも不動産証券化は進む

～期待される地方案件とクラウドファンディング、そしてESG投資へ



令和3年6月29日

株式会社資本市場研究所きずな

不動産証券化の現状

不動産証券化は、事業者にとっては事業資金の効率化や資金繰り改善となり、投資家にとっては投資対象の多様化に繋がる。いずれにおいても都市や地方における経済の活性化の為に不動産証券化の推進は欠かせないとして、国土交通省は勿論、政府の未来投資戦略2017(2017年6月閣議決定)では2020年頃までにリート等の資産総額を約30兆円とする目標が掲げられている。

証券化の対象となる賃貸オフィス、賃貸商業施設等の収益不動産は約224兆円とされており、投資家の参加が可能なリートやファンドでの残高は2020年3月末で約26.6兆円まで増えている。また証券化に絡んだ売買では、2019年度の証券化の対象不動産の取得は約4.12兆円、譲渡が約3.87兆円となっている。(内訳は、下右表。数値は国土交通省の令和元年度「不動産証券化の実態調査」の結果より)

不動産証券化の中核を担っているリートの現状を見て

みると、リートのピークル(資産の受け皿)となる投資法人数は、2021年4月末ベースで110法人で、その内61法人が取引所に上場するJリートとなっている。そのJリートの2020年の状況は、物件の取得が1兆39百億円で内訳は物流施設が45.0%、オフィスが24.5%、住宅が10.0%、商業施設が7.4%、ヘルスケアが5.2%、ホテルが3.6%となっている。過去5年間の推移比較でみると、新型コロナ禍の影響もあってホテルの購入が大きく落ち込んだ分、物流施設が伸びた。なお、同年の売却分は28百億円で例年と同程度だった。Jリートの資金調達では、投資口で63百億円、投資法人債で16百億円になった。

Jリートによる物件の取得傾向については、三大都市圏だけでなく、2010年度以降、着実に地方都市における物件取得が増加し、全体に占める地方シェアも拡大、近年は2~3割程度まで上昇している。

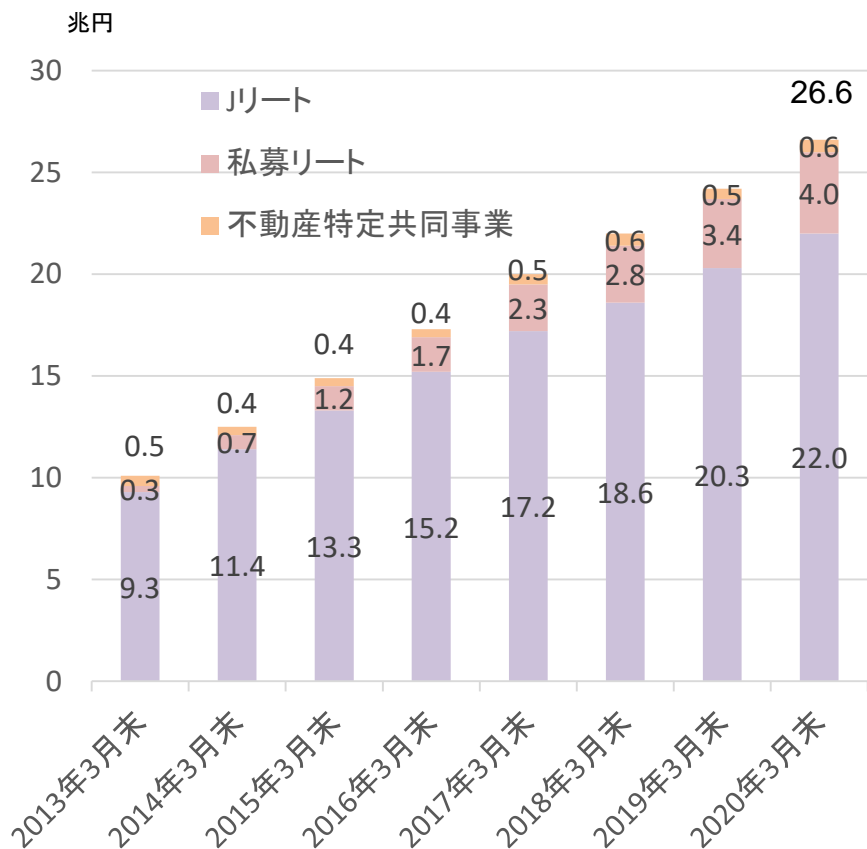
一方、地方における不動産証券化手法としては、1物件当たりの規模が比較的小規模(数十億規模)な物件の開発・再生に適していると言われる不動産特定共同事業法

(以下、不特法)の特例事業が利用されていることが多い。同制度は倒産隔離スキームとして平成25年の不特法改正で整備され、平成29年改正では出資総額1億円未満、1投資家100万円以下の小規模不動産特定共同事業制度を創設、クラウドファンディングに適応した制度も整備された。

不特法特例業務で不動産を取扱うものは第3号事業者、投資家との出資契約の代理・媒介を行うものが第4号事業者となっている。なお、同法第4号事業者について、国土交通省は第2種金融商品取引業の登録を事業者に求めている。現在、第2種金商業を兼業する第4号事業者は50社ある。この内、2社(マリオン、トーセイ)はクラウドファンディングに対応する為の電子取引業務の登録も行っている。

また、第2種金商業として不動産証券化商品としての私募ファンドを一般投資家に販売する場合、第2種金融商品取引業協会の自主規制による審査・モニタリングや投資家への情報提供が求められる。

リート等の資産総額推移



2019年度スキーム別の取得・譲渡実績

取得（単位：兆円）	実物	信託受益権	計
リート	0.22	1.5	1.72
不動産特定共同事業	0.18	-	0.18
私募ファンド	-	-	2.22
計	0.4	1.5	4.12

譲渡（単位：兆円）	実物	信託受益権	計
リート	0.03	0.23	0.26
不動産特定共同事業	0.07	-	0.07
私募ファンド	-	-	3.53
計	0.1	0.23	3.87

※国土交通省「持続可能な地方創生に資する不動産証券化」2020年9月、同 令和元年度「不動産証券化の実態調査」の結果より

※私募ファンドは国土交通省の推計値で内訳は算出されていない

証券化スキームの基本要素と買い手としてのリート

不動産証券化において、投資家サイドから見て最も重要な点是对象となる不動産が将来に渡って安定的収益を生むことが出来るかどうかだ。また、その不動産からの投資利回りを想定する為に、不動産価値が客観的に評価されたものであるかも重要だ。実際に事業を行う者の業務遂行能力や財務状況のチェックも当然も求められる。

加えて、対象となる不動産の管理や事業のリスク管理についても確認しておく必要がある。これらの確認は、私募基金からリートまで基本的に同じで、投資の勧誘や取次ぎを行うファンド業者や証券会社において行うチェックについては、各自主規制で具体的な審査・モニタリング項目が定められている。

なお、不動産証券化投資商品においては、不動産物件の建設から行う開発型と、出来上がった物件を対象とする運用型があるが、開発型は比較的短期間の運用期間で開発リスク(天災の影響や建設計画の遅延など)もあるので、運用利回りは高い。なお、リートでは開発型の投資を行うことは出来ない。

各不動産証券化においては、EXIT(将来の売却)も想定されるが、現時点ではリートによる大幅な買い越しが続いており、例えば私募基金などが将来のリートに購入されることを想定して商品設計されることもある。下左上図は、直近(2021年4月末)のJリート全体のポートフォリオで、購入金額ベース20兆7,654億円4,326件の物件が運用されている。また、下左下図はJリートにおいて運用されている物件の過去5年間の用途別物件数の増加率を示したものだが、サービス付き高齢者向け住宅などのヘルスケア施設が倍増しており、物流施設なども7割以上の増加となっている。また、2019年までの増加傾向が著しかったホテルが5割強、太陽光施設などのその他が4割強増えている。

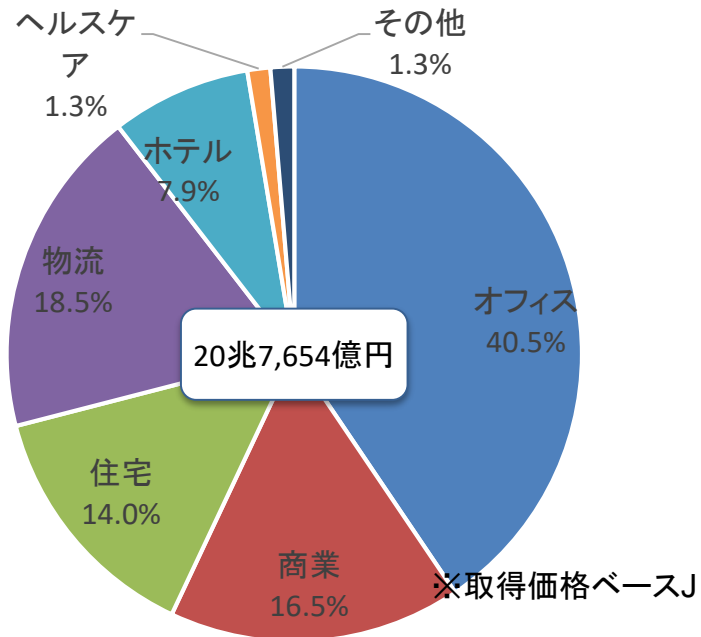
リートの実際の運用を行うのは、宅建業法に規程する取引一任代理等の認可を受けた投資運用業(金商法)の資産運用会社だが、複数のリートを運用することがリート間の利益相反を避ける為に出来ない。その為、資産運用会社は、リートの規模を大きくして運用コスト比率を引下げ、リート利回りを向上させたいというニーズを潜在的に持っている。

また、リートの規模が大きくなれば、運用リスクを減じる為にポートフォリオを多様化させたり、運用物件の地域を分散させることも行われる。つまり、大型のオフィスビルや商業施設を運用しているリートにおいても、地方でのヘルスケア施設や太陽光など再生可能エネルギー施設へと投資需要はあると言える。特に、最近ではリートにもESG投資の考え方が持ち込まれてきており、かつ地方に多い太陽光施設への投資は期待されるどころだ。例えば、不動産証券化の段階的成長モデルとして、以下の様なケースも考えられる。

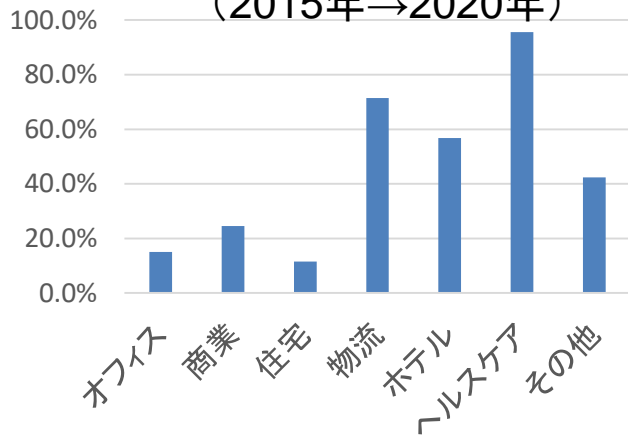
まず、数億円～数十億円のヘルスケア施設や再生可能エネルギー施設の開発そのものを開発型私募ファンドを使って行う。次に開発型私募ファンドは運用型私募ファンドに物件を売却、ヘルスケア事業者との長期の賃貸契約や電力会社との売電契約を前提に運用型私募ファンドは運用される。この物件が値上がりしたと評価された場合、運用型私募ファンドはリートに売却してその物件は長期の運用となっていく。リートでは個人投資家まで想定して流動性が必要な場合はJリート、機関投資家などを想定して時価評価が不要で流動性が不要でない場合は私募リートで

運用されていく。

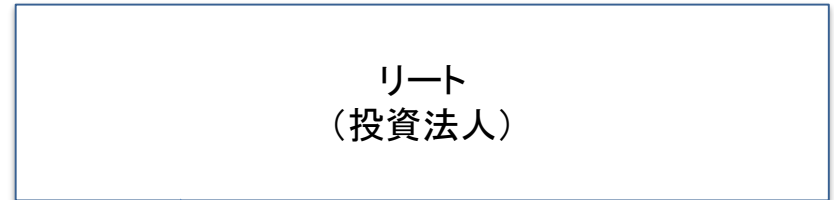
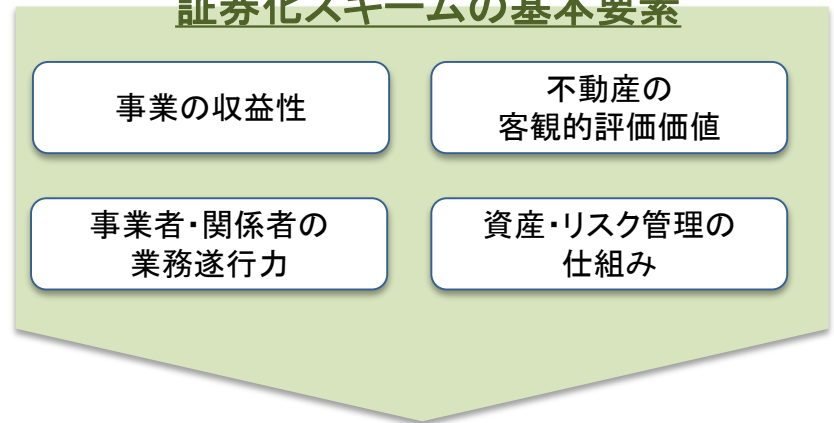
Jリートのパートフォリオ(2021年4月末)



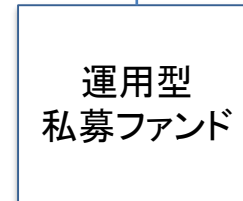
Jリート物件取得件数の用途別伸び率 (2015年→2020年)



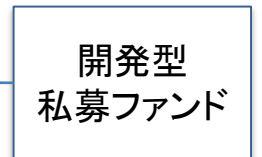
証券化スキームの基本要素



物件の売却



物件の売却



不動産クラウドファンディングとソーシャルレンディング

個人投資家が不動産証券化商品に投資する場合、J-REITを市場で購入するのが一般的だ。また、主幹事証券会社中心に募集が行われるIPOや公募増資に応じる方法もある。この募集方法は、比較的短期間に纏まった資金を集める為、主に大手主幹事証券による対面営業の募集活動に頼っている。一方、不動産業界や行政の期待するインターネットを利用する募集方法として不動産クラウドファンディングがあるが、不特法による電子取扱業務は2021年5月時点で6社が実績があり、2020年度は下左グラフの通り165件、98億円で前年度から募集金額が倍増している。この電子募集取扱業務に関して、金融庁がガイドライン（2019年4月15日施行）を示して、顧客情報管理を厳格に行うことや適切な審査・モニタリング、投資家への定期的な情報提供、分別管理の徹底などについて業者に求めている。

また、実質的に不動産クラウドファンディングに近いものとしてソーシャルレンディング（融資型クラウドファンディング）があるが、これは事業者が貸金業として第三者の

借り手に資金を貸し、第2種金商業のファンドで資金を投資家から集めるものだ。類似点は、インターネットを使って資金を個人投資家から集め、資金の借手が実質的には不動産関連事業が多い点だ。ソーシャルレンディングは、貸金業法により借手の匿名性が守られているとされ、当初は誰がどの物件の為に借りているか投資家からは分かり難かったが、2019年3月には借手情報は投資家に開示すべきとの金融庁の見解が出されている。

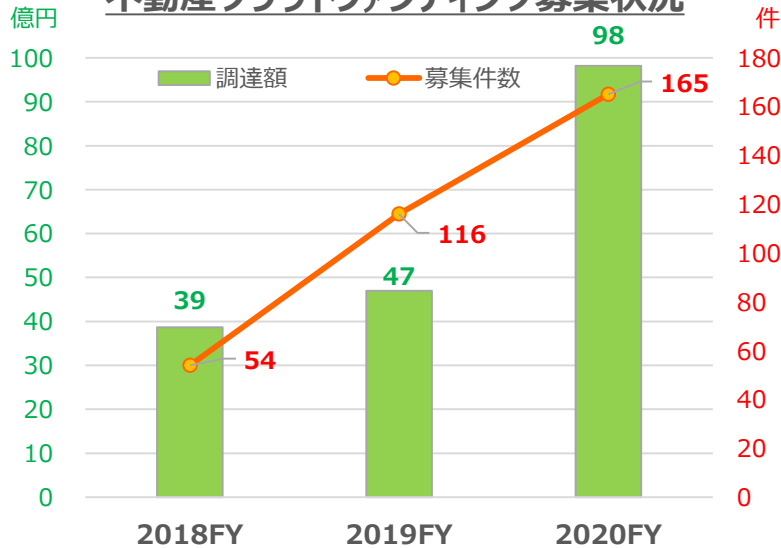
ソーシャルレンディングの現状は、2020年9月末時点で運用残高総額が2,283億円、延べ出資者数が52万人まで増加しているが、2018年頃から問題も顕在化している。例えば、ファンド資産毎の分別管理が出来ていなかったり、貸付先の審査やモニタリングが徹底されていなかったり、投資家への情報提供に虚偽があったケースが明らかになっている。嘗ての最大手であるmaneoは、再生可能エネルギー施設の開発・運営会社などへの貸付金が回収できず、現状は回収業務と延滞ファンドの返済業務だけを行っており、最近ではSBIソーシャルレンディングが太陽光施設運営業者への貸付金が回収できず、加えてファンド業者としての審査・投資家への情報提供に問題（詳細は、同社

第三者委員会調査報告書(2021年4月28日公表)があり、同業務から撤退する方向が示されている。

インターネットを使って必要な事業資金を募集する投資型クラウドファンディングで、単独のビジネスとして成立(収益 \geq コスト)しているのは、現時点ではソーシャルレンディングだけで、新たな業者の参入もみられる。しかし、太陽光施設の開発や運営を始め不動産関係事業の資金需要への貸付が多いのも事実であり、自主規制に沿った審査・モニタリング・投資家への情報提供を行っていく為には、対象事業に対する知見が必要となる。その為、グループ内で不動産業務を行う者が多い、不動産クラウドファンディングに一部シフトしていく可能性もある。また、不動産クラウドファンディング業者も、現状では不慣れな投資家管理などを慎重に進めている。この様な状況を考え合わせると、ソーシャルレンディングを行う金商業者と不動産クラウドファンディングを目指す不動産関連業者が今後協働を進めていくことが望ましいかも知れない。

ソーシャルレンディングの一部が、不動産クラウドファンディングにシフトするか？

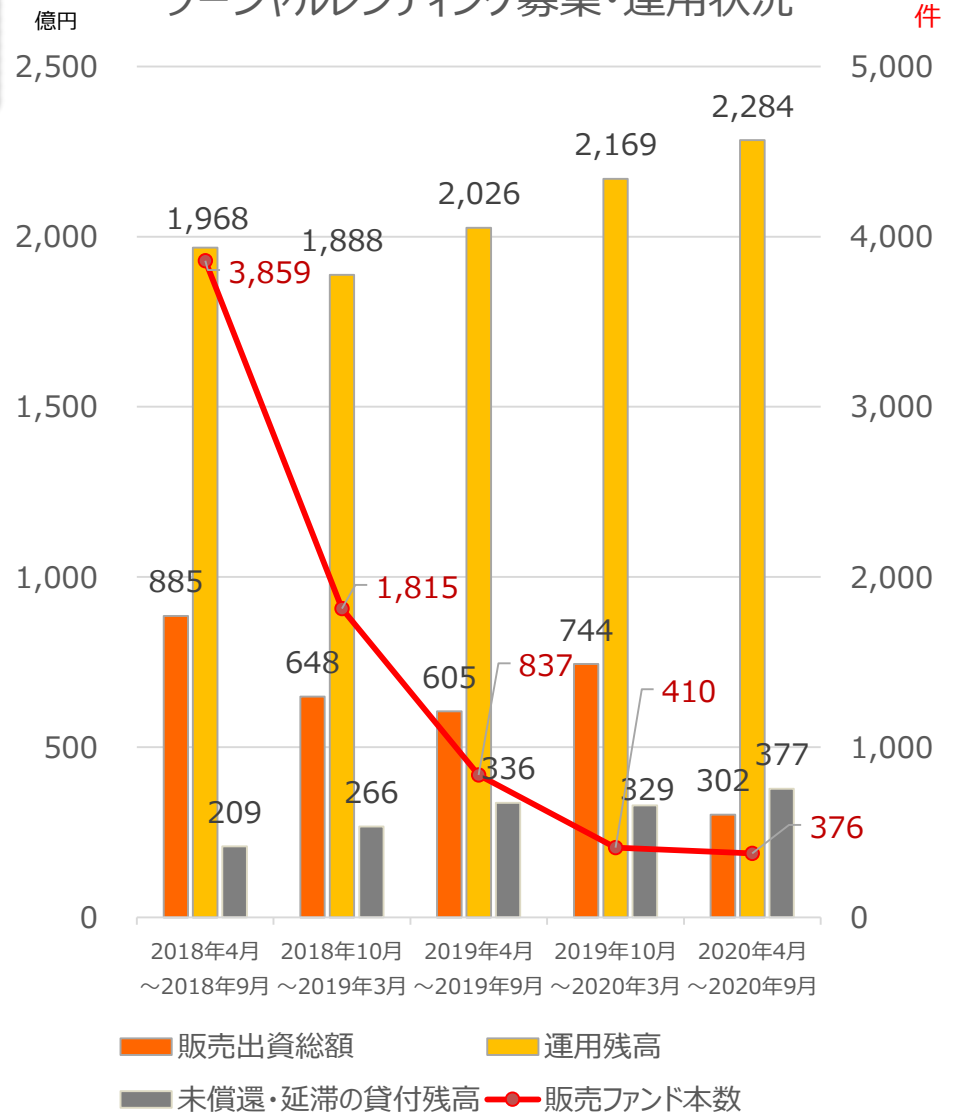
不動産クラウドファンディング募集状況



事業者の投資家管理や情報提供体制強化の課題も

(※各社HPより)

ソーシャルレンディング募集・運用状況



(※第2種金融商品取引業協会統計資料より)

個人投資家から見た不動産証券化

個人投資家にとっての不動産証券化を考えてみたい。先ず、Jリート保有者数は84.8万人(上場不動産投資信託証券投資主情報調査(2020年8月時点))で、1年間で4%の増加に留まっている。約1,300万人強の個人株主数に比べて6%程度を占めるに過ぎないので、現状では個人にJリート投資が浸透しているとは言いがたい。しかし、不動産証券化において地方案件への広がりが期待されている中、その投資家としての個人も役割も注目される所だ。それは、地域で行われる不動産開発や不動産を利用した事業について、地元住民がその目的の必要性や運営実態を身近で知っていることによる。

下図は、「持続可能な地方創生に資する不動産証券化」(国土交通省 2020年9月)より作成した証券化による地域ファイナンスの構図だが、国土交通省は地方での不動産証券化メリットについて、次のことを上げている。

◇地元企業や住民等から出資を集める(地域出資SPC)設立により、個別の投資対象プロジェクトが特定され、

受益と負担の関係が明確になる。

◇対象が明確になった「地域ファイナンス」により、公的金融等による支援が期待できる。

◇不動産証券化手法により、SPCへ課税される法人税(二重課税)の回避や不動産流通税の軽減も可能。

なお、地域出資SPCについては、50億円未満の案件についてはコスト面から不特法特例事業を使い合同会社をビークルに利用し、匿名組合契約への出資(私募ファンド)方式が望ましいとしている。

この様な「地域ファイナンス」を推進していく為には、単独の事業者の取り組みより、各役割を分担した証券化コンソーシアムの組成が適しているのではないかと考える。地域に必要な不動産開発・改修を実行する不動産業者、実際に地域で事業を行う事業者、投資家から出資金を募る地域の証券会社やファンド業者がそれぞれの役割を担う方式だ。特に一般投資家を前提にした証券化であれば、証券会社等の役割は重要だ。

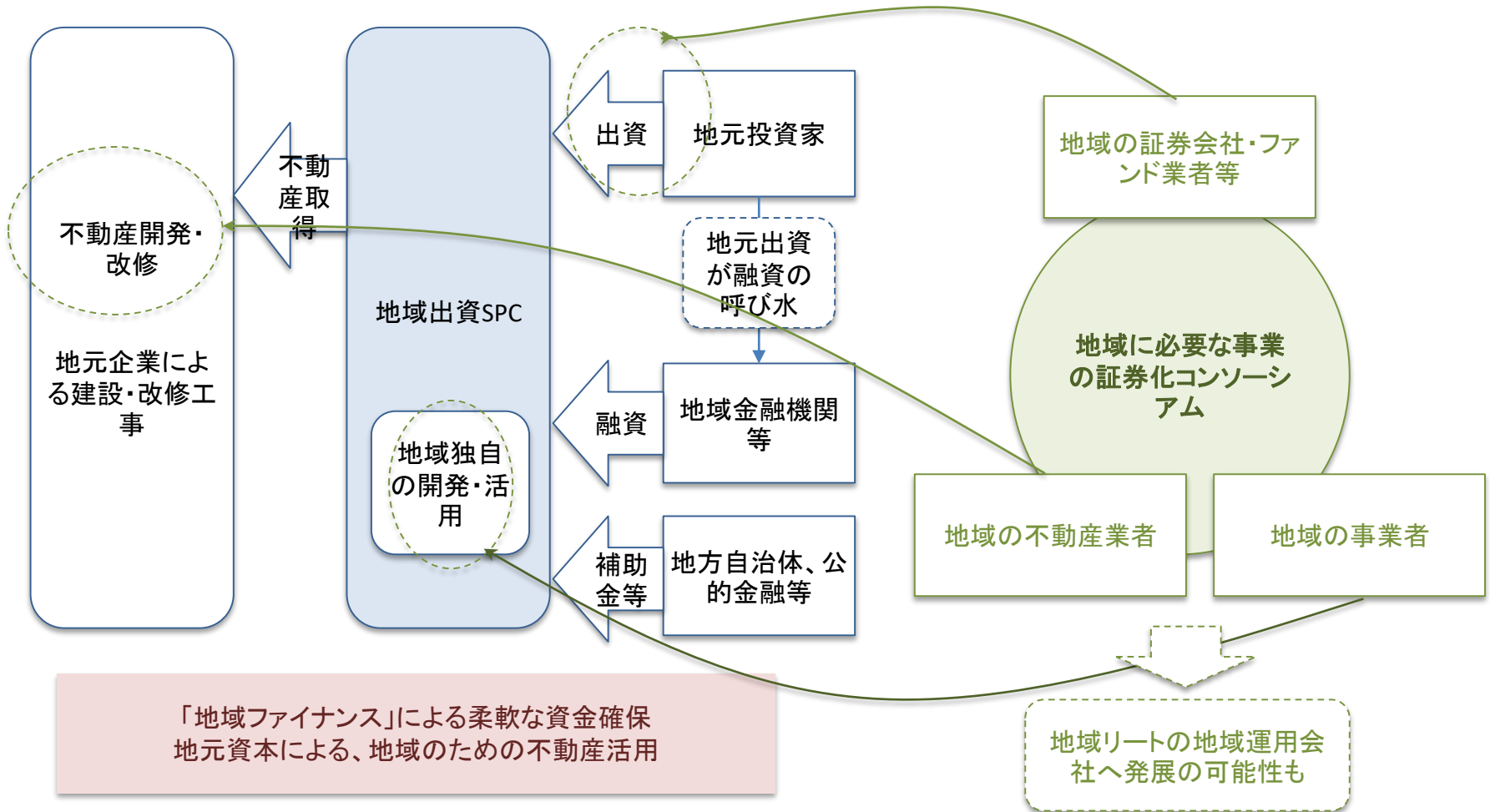
それは、投資家保護の目的で、不動産流動化商品の

審査・モニタリング・投資家への情報提供を行う為だが、本稿第2章で触れた証券化スキームの4つの基本要素の確認を投資家視点で行うことが求められているからだ。また、証券会社等が扱う不動産証券化商品は私募ファンドとして設計が基本的に自由で、出資部分をシニア・メザニン・劣後と出資リスクに応じて分けることが実際に行われ、最もリスクの高い劣後出資部分は事業者や不動産業者などが保有し、一般投資家へはシニア若しくはメザニン部分を販売するスキームが一般的だ。

今後、不動産証券化による地域ファイナンスが進めば、個人にとって温暖化対策事業や地域活性化、地域に密着したヘルスケア事業など身近な事業でESG投資に繋がっていくことも期待される。既存の公募商品などの販売手数料依存からの脱却が課題となっている証券会社にとって、地域の投資家のリスクマネーをその地域の事業へ仲介していくことで、地域密着型の新たなビジネスモデルに繋がる可能性もあるが、投資家保護に精通し、投資ニーズ把握に長けていることを利用して、地域ファイナンスでの役割を担う事も望まれる。

証券化による地域ファイナンス

地域における証券化 コンソーシアムの組成



※「持続可能な地方創生に資する不動産証券化」より作成

※上記部分(緑)は筆者が作成