

見直される不動産投資

～海外投資家の評価は個人まで広まるか



令和4年11月29日
株式会社資本市場研究所きずな

見直される日本での不動産投資と証券化動向

日本の不動産投資が見直されている。特に海外投資家から見て注目するポイントは2つあって、一つは世界的なインフレ懸念で各国金融当局による金利引き上げが続いている環境で、先進国の中では唯一金融緩和姿勢を継続していること、もう一つは大幅な円安が大幅に進行しているドル建てで見た場合の不動産価格が割安になっていることが上げられる。

不動産投資は、投資利回りにレバレッジを掛ける為、自己資金以上の借入を行うことが多いが、他の先進国での不動産に比べて、日本の持続している低金利を利用すれば比較的高い投資利回りが期待できる。また、拡大してるESG投資においては、機関投資家にとって利用目的や運営方法が明確な不動産投資は、ESGの視点から選別しやすい利点がある。

国土交通省が2021年3月に行った令和2年度海外投資家アンケート(2020年の投資額85%を占める海外投資家上位10社対象)では、資金調達環境や流動性・取得

機会は評価していたが、統計データ等に関する充実度や個別情報の入手容易性に対しては不満が示されている。また、不動産投資先として検討可能なエリアについては、過去は東京・大阪・名古屋圏に偏っていたが、札幌・仙台・広島・福岡などにも広がっている。

適正な不動産取引を増加させ、不動産の利用価値を向上させる為に、国土交通省はリートや不動産特定共同事業(ファンド利用)などの不動産証券化推進政策を進めており、毎年「不動産証券化の実態調査」を実施してる。

2021年度末時点における市場規模は46.8兆円となっており、前年度比6.3%増加している。また、リート及び不動産特定共同事業の対象として取得された不動産・信託受益権の資産額は約2.4兆円で、譲渡された資産額の方は約0.9兆円で、取得・譲渡とも過去5年間では最も多い数値となっており、特に売却の方は例年の2~3倍となった。

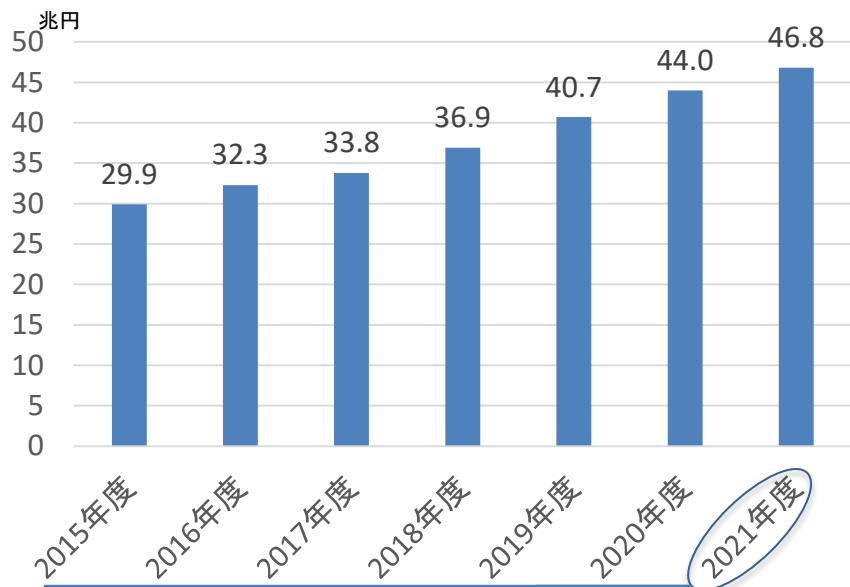
取得された不動産等の用途別内訳は、2021年度分は下の円グラフ(金額ベース)となるが、新型コロナ禍の影響も

あつて宿泊施設が2年連続1%台と極端に落ち込んでおり、物流施設については毎年5千億円程度の取得が続いている。また、地方物件への投資が増えているようで、取得された927件の内、3大都市圏以外の物件が270件と件数ベースだが約29%を占めている。

不動産証券化の中で、開発型の案件についてはJ-RIET（公募される上場リート）は制度的に投資出来ないが、不動産特定共同事業で投資される分は実態調査で集計されており、2021年度は75件約830億円が投資されている。

これ以外の不動産証券化については、不動産クラウドファンディング（不動産CF）やデジタル証券（STO）が注目されるが、不動産CFは不動産関連業者などが金融庁が示した不動産特定共同事業法の電子取引業務ガイドラインにしたがって行っており、STOの方はまた実証実験段階に近い。

証券化の対象となった不動産の資産総額推移



海外投資家の日本の不動産に対する注目(現状)

低い資金調達コスト

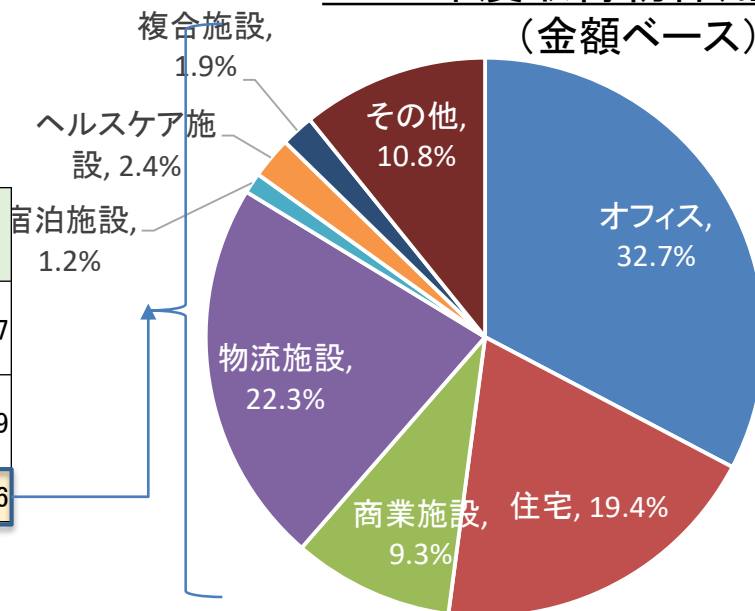
円安進行

【処分】

【取得】

	【処分】			【取得】		
	実物	信託受益権等	計	実物	信託受益権等	計
リート(私募を含む)	264	7,940	8,204	3,139	18,468	21,607
不動産特定共同事業	1,085	-	1,085	2,199	-	2,199
合計	1,349	7,940	9,289	5,338	18,468	23,806

2021年度取得物件用途内訳 (金額ベース)



※令和3年度不動産証券化実態調査より作成

リートの機能とJ-REITの状況について

不動産証券化において相当部分を占めているのがリートだが、その仕組みは投資法人(根拠法:投資信託及び投資法人に関する法律)をビークルとして、実質的な運営は不動産を取扱う資格を保有する資産運用会社(金商法上の投資運用会社)が、投資戦略・物件の売買、投資家からの出資口の募集などのエクイティ調達、借入や社債などのデット調達などを行う。

一般の投資信託とは異なり、投資法人間の利益相反を避ける為に資産運用会社は一つの投資法人しか管理できない。その為、リートに関しては資産運用会社を運営するに足るだけの一定の規模(例えば、200億円以上)が必要で、かつ投資資産拡大への圧力は掛かり易い。

リートの直近に状況については、不動産証券化協会と三井住友トラスト基礎研究所が共同で実施した「不動産私募ファンドに関する実態調査」によると、市場規模について2022年6月時点では公募で東証に上場されているJ-REITの21.5兆円に対して、私募リートを含む私募ファンドは26.5兆円と推計されている。私募リートは、J-REITと同じ仕組みだ

が上場されていないことで、J-REITとは異なり時価評価しないため株式市場の急変などの影響を受け難いことが機関投資家・海外投資家などに評価されることもあり、最近増加傾向が目立っている。

J-REITの状況についてみると、JPXのREIT投資主情報調査では、J-REITの出資口総金額は2022年2月時点で15兆5,479億円となり、半年前の2021年8月の17兆5,622億円に比べ約2兆円11.5%の減少となっている。

2017年からの推移は下左グラフで、最近は株式市況などの影響で規模は少し伸び悩んでいる。

それでも、毎年5千~6千億円程度の新規エクイティ調達(J-REITの公募やIPOなど)が行われているが、本年については調達ペースが鈍っている。

直近の投資家別保有については下左円グラフによるが、投資信託での保有が最も多く三分の一を占めているが、海外投資家が25%程度、金融機関が2割程度となっている。

個人投資家とJ-REITの関係を見ると、2022年2月には

全体の7.2%を占めているが、これは統計のある2014年8月の10.2%から漸減傾向が続いている。また、下右上グラフは個人の保有人数推移だが、80万人を超えたところで頭打ちになっているように見える。

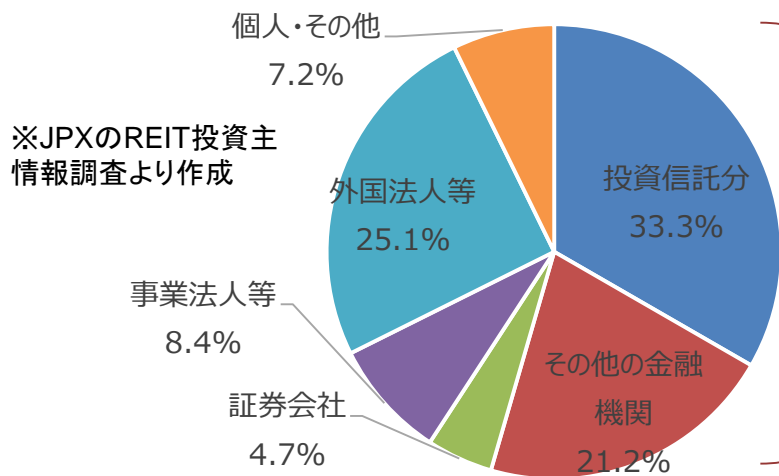
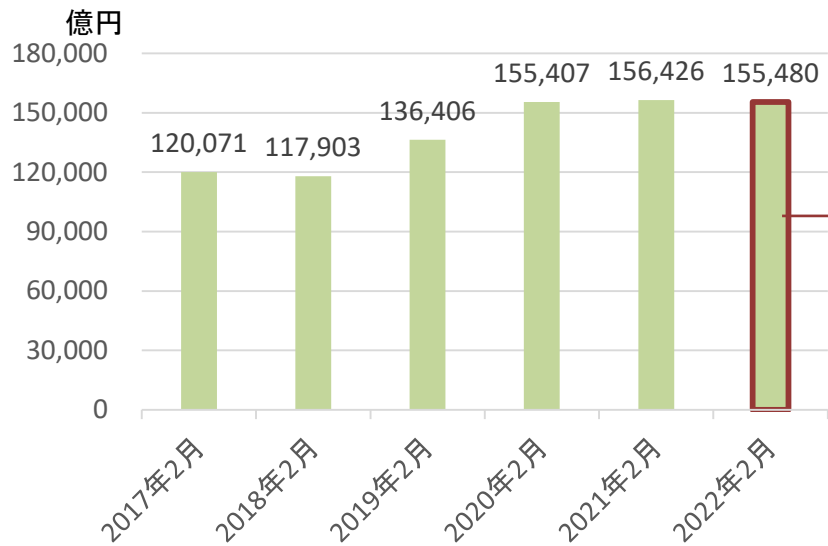
また、2021年年間では、個人投資家は2,158億円を売り越していて反対に海外投資家は2,605億円の買い越しとなっている。

個人にとってのJ-REITは、投資対象の不動産が明らかになっており、投資利回りも4~5%程度あるので、資産形成の為に金融商品としては有効だという意見も金融業界内にはある。しかし、現状はJ-REITのファイナンス時に募集に応募して、多少高くなったら売却してしまう個人も多く、またそのファイナンス募集も大手証券に限られており、個人の資産形成や資産運用における有効性が浸透するまで、まだ時間がかかりそうだ。

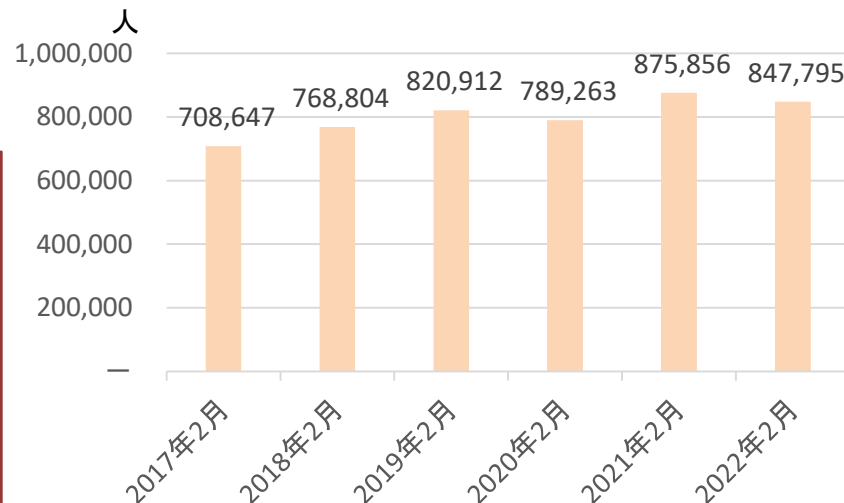
不動産証券化全体の中で、リートは下流に位置しているが、これはリートが仕組み上で規模を追求しようとすることや、運用の透明性が確保されてるので、海外投資家や機関投資家などの大口の投資ニーズを集めやすことで、

現物不動産や私募の不動産流動化ファンドなどの売却ニーズの受け皿になっている為で、本来は個人の資産運用層のポートフォリオにも有効な投資効果があるはずだ。

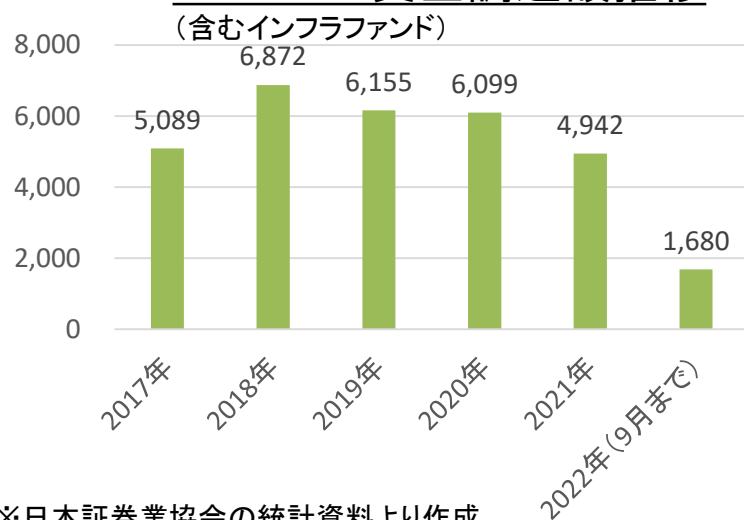
J-REITの出資口総額の推移と直近の投資家別保有



個人のJ-REIT保有人数推移



J-REITの資金調達額推移



※日本証券業協会の統計資料より作成

デジタル証券等に関する動向

不動産の証券化においてもデジタル化が進んでおり、その中心では大手金融機関や商社・事業会社が取組むデジタル証券がある。デジタル証券はブロックチェーン上で保管・決済されるもので、既存の有価証券と異なり暗号資産の様に持分を細分化することや即時の決済が可能とされている。

デジタル化の対象は、不動産証券化スキームだけではなく既存の社債や株式・出資証券などにも及ぶが、その取組みが先行しているのは不動産証券化に関係したものだ。

このデジタル証券は、金商法上は「電子記録移転有価証券表示権利等」として定義されセキュリティトークン (Security Token、以下ST)とも呼称されているが、STでの資金調達にはSTOと言われており、自主規制団体としては2020年5月に金融庁より認定を受けた日本STO協会がある。

STOは一時的に米国等で流行ったICO (Initial Coin Offering: 新たな暗号資産の資金調達)を意識して名称が使われているが、既に実行されている不動産を投資対象としたSTOでは、同じブロックチェーン基盤で動く暗号資産

が払込資金として利用されている。これは、既存の暗号資産から不動産証券化商品への資金シフトを促す目的もあると見られている。

デジタル証券に係る各社の動向だが、STOに注力しているSBIホールディングスは三井住友フィナンシャルグループと組んで設立したPTSの大阪デジタルエクステンジにおいて、2023年を目途にデジタル証券の取扱いを目指している。

また、三井物産がLayerX と組んで2020年4月に設立した投資運用会社の三井物産デジタル・アセットマネジメントでは、都内3カ所のマンションを証券化したデジタル証券を6月に17億円分組成して、SBI証券で50万円単位で販売した。同社は、デジタル証券の為に用意しているパイプライン案件は約1,000億円あるとしている。

不動産STOで先行するケネディクスは、2022年8月に厚木の物流センターをデジタル証券化したものとして100万円単位で69.15億円のSTを大和証券を通じて販売している。

このSTはブロックチェーン基盤Progmaticを利用しており、管理は三菱UFJ信託銀行が行う。

STOの概要イメージは下図のようなものだが、STは金商法の公募金融商品となるので第一種金商業の証券会社が募集を行うことになる。

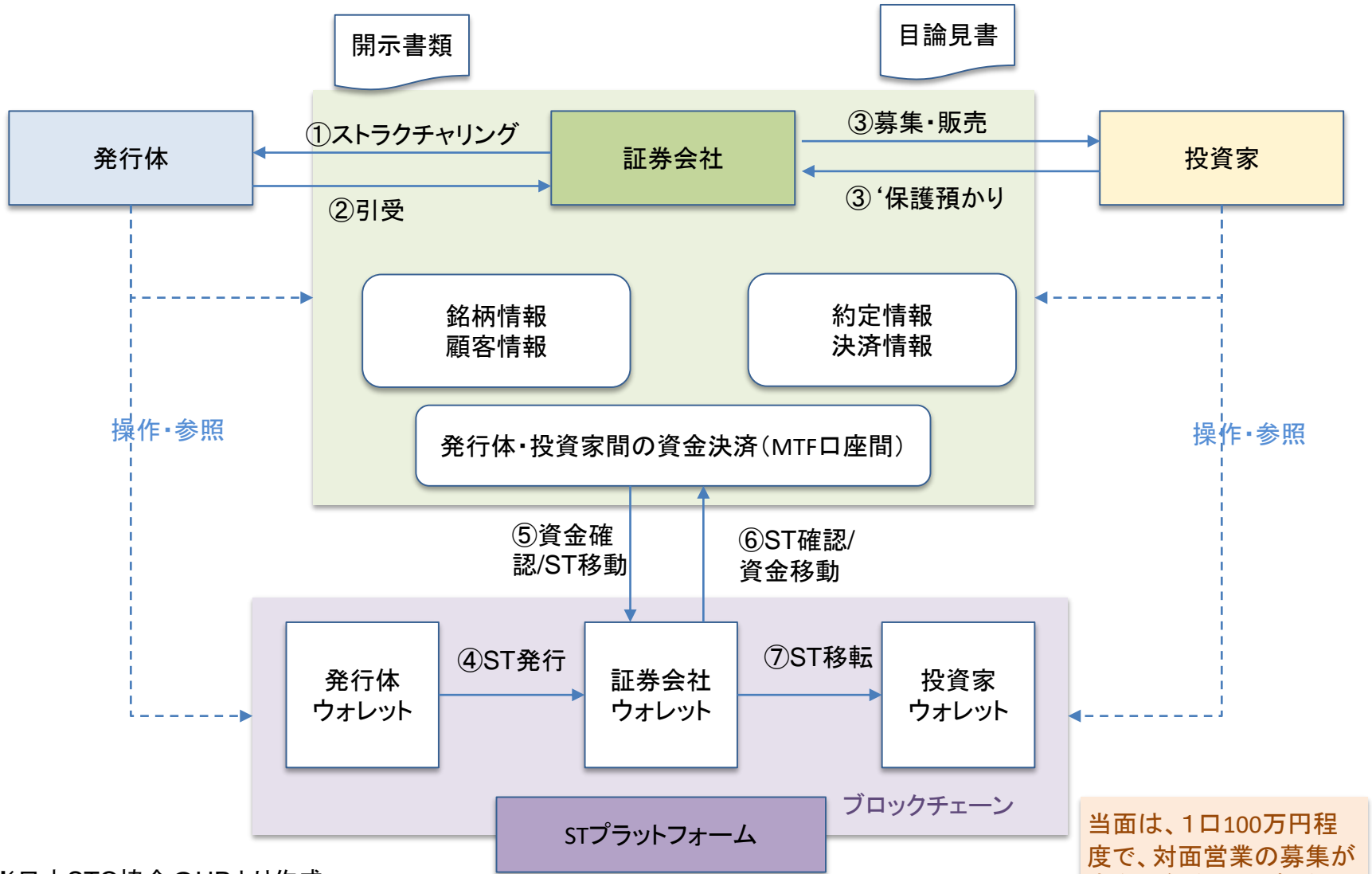
決済・保管の方法が、通常の有価証券での証券保管振替機構(ほふり)とは異なり、ブロックチェーン基盤やウォレットの利用・証券会社内のMRF口座間における発行会社や投資家との資金決済など、個人投資家へは当面丁寧な説明が必要とみられ、現状では対面営業に限った募集活動になっている。

STがデジタル証券としての特性である細分化や決済の即時性を活用していくためには、投資家のもう一段の理解や募集したり売買したりする証券会社の体制が変わっていく必要があるが、その方法としてはSTのインターネットを利用した募集やSTの情報提供の在り方に工夫が必要ではないかと考えるか、今少し時間がかかりそうだ。

なお、不動産STOを中心にデジタル証券を専門に取り扱う証券会社設立の動きが複数あり、丸紅やフィンテックVCが出資するデジタル証券準備株式会社(設立2020年11月)や、ケネディクス100%出資のKDX証券準備株式会社

(2021年8月)、岡三証券やおぞら銀行などが出資する岡三デジタル証券準備株式会社(2022年4月)などがある。

STOの概要



※日本STO協会のHPより作成

当面は、1口100万円程度で、対面営業の募集が中心になると見られる

個人の投資活動の中で、不動産投資をどう扱うか

個人の投資活動の中で、不動産は賃料収入などで本来投資収益が予想しやすい投資対象だが、実物への投資は纏まった資金が必要で、管理などにコストも掛かる。しかし不動産証券化商品であれば、数十万円からの投資が可能で、かつ不動産の運用・管理は専門家に任せることが出来る。また、株式などと異なり短期間で倍以上に上昇することもないが、個人にとっては、ミドルリスク・ミドルリターン
の投資商品とみることも出来る。

但し問題はいくつかあって、市場がある他の金融商品に比べて個人投資家にとって価格が分かり難く、不動産資産の運用状況や管理状況も外部からは見えにくい。

つまり、個人が取得できる不動産投資関連情報は限られているのだが、この問題に対してJ-REITにおいては、それぞれの有価証券報告書で保有する不動産物件に関する相当の情報提供を行っている。ピークルである投資法人や運用者の資産運用会社の財務・運営状況、リートとしての運用方針、投資を行う場合のデューデリジェンス(審査)

の基準や方法などは勿論、個別不動産物件に関しては、取得価格や期末の評価額(不動産鑑定士による毎期の評価)、物件の利用状況や物件別の収益状況、実施・計画を含む補修や管理コストなどの物件の保全状況、必要に応じて地震リスク分析や保険の状況など多様な情報が開示されている。

私募も含めた直近のリート状況(2022年9月末)は、不動産証券化協会によるとJ-REITが61本で保有資産21兆6,294億円、私募リートが43本で同、4兆8,917億円で、合計5,813の不動産物件に投資しているが、この分について上記の様な個別物件情報が情報開示されていることになる。これ等の個別案件情報を分析することで、個人投資家の他の不動産証券化商品へ投資に活用出来れば、個人投資の幅も広がっていくのではないかと考える。

下図は、不動産証券化のエコシステムを個人投資家の視点で簡略化して見直したものだが、リートは不動産証券化の中で中核に位置している。つまり、既に私募ファンドや私募債(事業型が組成した物件をリートが購入する場合があるが、私募ファンドなどの売却側では、リートが購入する

前提で組成・運用するのが望ましい。

その為、リートが有報で提供する情報は私募ファンド等の組成の際も参考になるし、また、この私募ファンド・私募債を個人投資家に仲介する証券会社などが自主規制ルールで求められる私募ファンド等に対する審査やモニタリング、投資家への情報提供においても、有効に活用できる可能性もある。

個人にとっての不動産証券化商品は、物件や利用される事業が明確で、かつ地域や事業内容の特性も分かり易いので個人のESG投資にも対応しやすい。

J-REITについては上場商品で個人にとって最も身近な不動産証券化商品だが、需給関係や株式市況全体の影響を受けやすい特性を上手に利用すれば、個人も良いタイミングでの投資が可能になる。また、私募ファンドは地域に必要な事業に不動産を提供する機能を果たすこともあり、同じ地域の個人のリスクマネーを利用するのは一つの理想形だ。

今後、個人投資家の投資仲介者である証券会社などの不動産証券化商品の取扱い拡大で、不動産投資の裾野が拡大していくことに期待したい。

不動産証券化のエコシステムと個人への 情報提供について

