

# 有形資産証券化商品の現状と今後の可能性

～金利上昇局面での不動産、拡大する航空機・船舶、そしてデジタル証券



令和8年5月1日

株式会社資本市場研究所きずな

## 有形資産に係る証券化商品の基本構造と 投資ポイントについて

資産を証券化することは、必要な有形資産を事業者のバランスシートから切り離すことで資金負担を軽減し、事業を拡大していくことを可能とする。また、投資家にとっては有形資産が小口化されるので、今まで対象ではなかった資産への投資が容易になり、流動性が確保できればポートフォリオ管理も可能になる。

広義の証券化商品は、金融機関や大手機関投資家などが金融取引として扱うことが多いローンやコマーシャルペーパーなどを証券化した商品も含む。これに対して有形資産の証券化商品は、投資家にとってオルタナティブ投資として期待されており、特に長期の運用を目指す年金基金や保険会社などの投資ニーズが強くなっており、社会的インフラを中心に投資資金が増加している。

有形資産の証券化に関する基本構造は下図に示したが、重要なことは有形資産を使って事業を行う者(事業者)

から資産が分離される(SPC)ことにより倒産隔離がされていることだ。ローンを提供する金融機関、メザニン・エクイティの投資家などの持ち分が担保されている。

有形資産は事業者に貸し出されて、その事業者が有形資産を使って行う事業より賃料が支払われ、ローンの利息やメザニン・エクイティ部分の分配金の原資となっている。また、有形資産が他の事業者等に売却された場合は、EXITとなりローンは返済され、メザニン・エクイティの投資家は元本返済と共に資産売却益の分配を受けることとなる。

投資の為の確認ポイントは、以下の事項がある。

### **投資スキームの正当性:**

証券化スキームの法的根拠と、関係者のリスク負担・収益分売の合理性が説明されているか、もしくは判断可能となっているかなど。

### **有形資産の評価:**

資産価値に関して第三者によって評価が行われていること。開発型案件においては、開発計画とともに施設稼働後の事業計画の蓋然性が説明できるか否か。また、長期の資産価値に影響する事業の施設等の減価償却の適正さ。

#### 事業内容の評価:

ESG投資などを旨とする機関投資家にとっては、事業内容の社会的評価。また、個人にとっては、事業や施設が社会や地域社会にもたらす貢献度。

事業者の評価:事業がある程度継続して行われることが前提になるので、関与する事業者の財務内容・事業実行に関する評価・実績など。

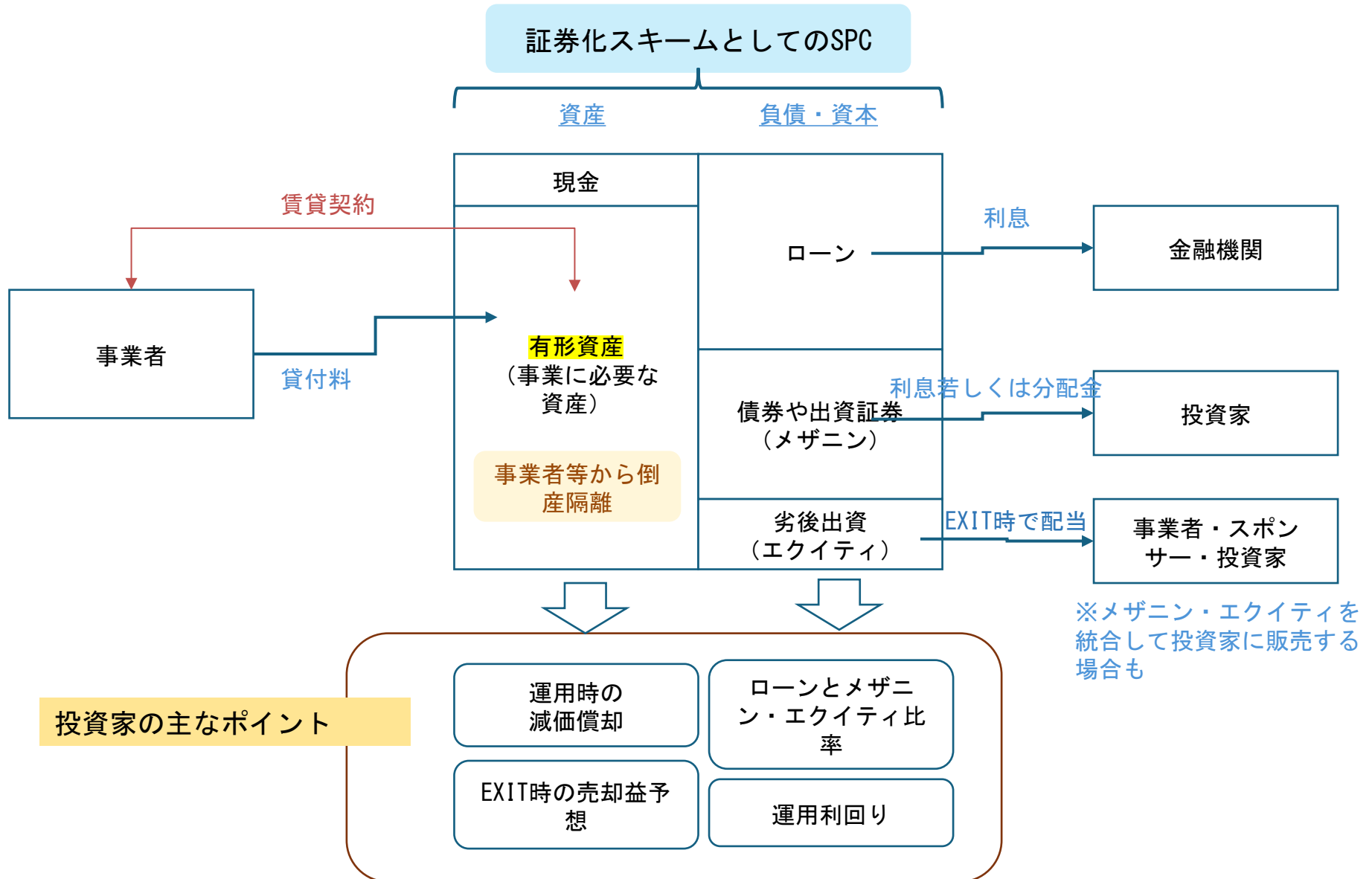
#### キャッシュマネジメントの透明性:

証券化は資産保有がSPCとなり、これは器だけなので実際はアレンジャーが投資家と約束した投資方針の内容と、売却するまでの資産維持を含むキャッシュマネジメントを示す資金フロー予定。また、資産運用状況を投資家に定期的に報告する体制。

#### 投資リスクの確認:

アレンジャーや販売者が示す対象の有形資産、スキーム、事業の実行(オペレーション)、法的・政治的規制などの投資リスク。

# 証券化商品の基本構造(投資家視点の概要)



## 拡大する不動産証券化の流れと各スキームの動向

証券化の中核になっている資産は不動産であるが、日本における不動産証券化は年々拡大しており、2024年度においては66.6兆円(国土交通省、不動産証券化の実態調査より)まで投資残高が積み上がっている。また同年度に取得された2.7兆円の不動産の内訳は住宅が0.6兆円、物流施設が0.5兆円で、どちらも近年は同水準を維持しており、宿泊施設が0.6兆円で前年度から倍増している。オフィスについては0.4兆円にとどまり全体としては減少傾向にある。

不動産の証券化スキーム別動向については、次の様になっている。

### ◇特別目的会社(TMK)スキーム【資産の流動化に関する法律】:

バブル崩壊後の不動産不良債権処理で普及した手法で、現在は大型の長期投資案件に利用されている。具体的には①大型オフィスの流動化案件②都市再開発

プロジェクト③空港施設やエネルギー関連施設などインフラ・公共性が高い資産、などの流動化に利用されている。投資家層は、機関投資家や海外投資家。

### ◇信託受益権GK-TK【会社法、金融商品取引法】:

主に大型案件で利用されており、合同会社(GK)をSPCとして設立し、海外投資家などが匿名組合(TK)出資を行い、不動産を信託受益権で取得する。事例としては①外資系ファンドによる大型取得案件②物流施設投資③インバウンド関連のホテル投資案件④企業のCRE戦略(資産オフバランス)などがある。

### ◇REIT【投資信託及び投資法人に関する法律】:

投資法人を設立して、投資目的(オフィスや住居、宿泊施設等の投資テーマ別投資なのか、或いは総合的な不動産投資を明確化)に従って複数の不動産を保有する。資金は金融機関からの借り入れと投資家からの出資(投資口)で、利息と分配金は不動産の賃料収入から賄われる。このうち、取引所に上場するものがJ-REITで、上場商品として

投資単位が小口化されるので、一般的な個人が不動産投資の導入商品として利用することが可能である。また、上場商品なので保有資産の状況(時価や資産利用内容)や資産の売買については透明性が高い。反面、株式市況等の市場全体が影響を受けるインシデントやトレンドに影響されやすい。

この為、長期の投資を行う機関投資家などは、市場価格のない私募リート投資を増加させてきた。資産運用業協会の統計資料によると、2025年末におけるJ-REITの資産規模は24.1兆円で、私募リートは8.1兆円となっている。また資産評価額の比率は、2025年末でオフィスが36%、物流施設が20%、住宅が16%、商業施設が13%、ホテルが11%となっている。

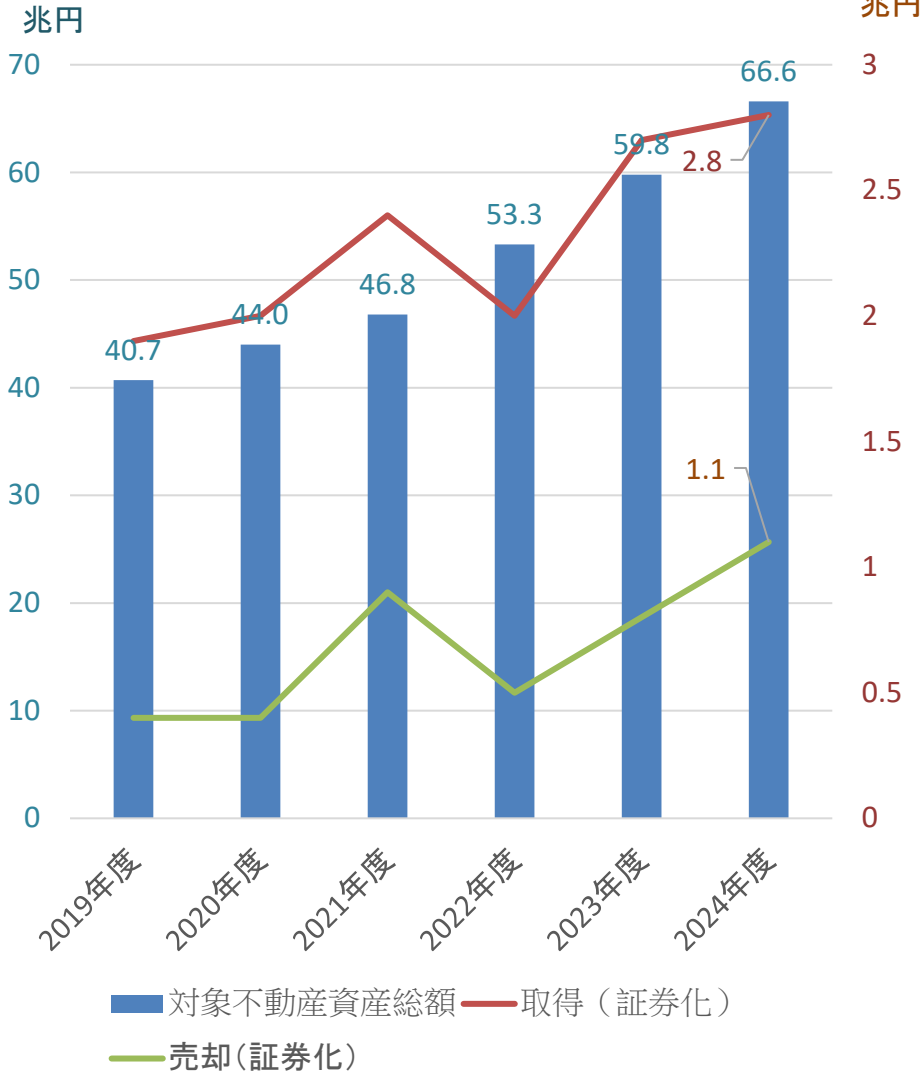
#### ◇不動産特定共同事業スキーム【不動産特定共同事業法】:

比較的小規模な不動産投資案件で利用される。特例事業はGK-TK方式を利用し倒産隔離が図られており、所謂不動産投資の為の私募ファンドとなるが、この部分は金融商品取引法の対象にもなっている。また少額の投資を可能とするために、小規模不動産特例共同事業や不動産

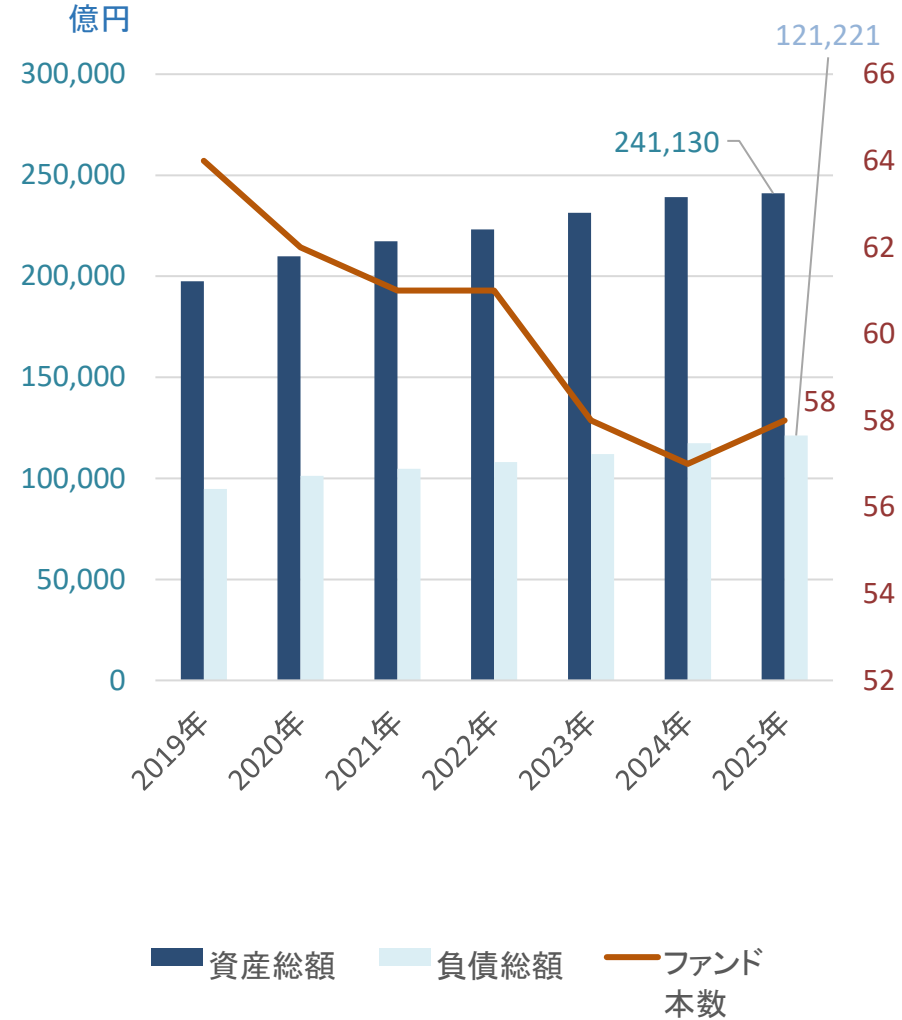
クラウドファンディングがあり、取引仲介者を拡げる目的による適格特例投資家限定事業がある。2024年度の投資実績として4,263億円となり、そのうち7割以上が匿名組合出資となっている。

なお、上記の各スキームにおける不動産売買において、信託法による不動産信託受益権が利用されることが多い。

## 日本における不動産証券化の推移



## J-REITの資産総額、負債総額、件数の推移



※国土交通省令和6年度不動産証券化の実態調査より

※資産運用業協会 統計資料より

## 注目される航空機・船舶などへの証券化の広がり

航空機や船舶は、リース会社などが物件のリース債権を資産担保証券(ABS)として機関投資家や金融機関から資金を集める手法が多かったが、近年は証券化手法を使ってより多くの投資家から資金を集める取組みが注目を集めている。投資家層の拡大については、従来の年金ファンドや保険会社から富裕層に広がっており、一般投資家を対象に三井物産が2026年度にも航空機や船舶の所有権を小口化したデジタル証券の販売を計画していることも伝えられている。

先ず航空機の日本における証券化商品組成実績については、年間3千億円程度(ABSを除く)と業界では推計されている。背景となる世界的な航空機需要は、新型コロナ後の旅客回復と機材近代化で短中期のリース需要が高止まりしており、加えて航空機メーカーによる新造機の製造が遅延しており、航空会社は購入よりリースで機材を調達する傾向が強まっている。なお、航空機リースの世界市場規模は約2兆ドル程度と推計され、今後8-12%程度の成長が予測されている。

航空機証券化のプロセスは、以下のとおり。

①**SPCの設立と資金調達:**リース事業を行う主体となるSPC(特別目的会社)を設立し、投資家から匿名組合出資(エクイティ:機体価格の20~30%)を募り、金融機関からノンリコースローン(デット:機体価格の70~80%)を借入れる。

②**機体の購入:**SPCが集めた資金で、航空機メーカー(ボーイングやエアバスなど)から直接、または航空会社からセール・アンド・リースバック方式で機体を購入する。

③**リース契約:**SPCは航空会社とオペレーティング・リース契約を結び、機体を貸し出す。

④**リース料の支払いと分配:**航空会社からSPCへ定期的なリース料が支払われ、SPCはそれを金融機関への元本返済・利息支払いに充てる。

⑤**出口戦略(売却):**リース期間終了時、航空会社が購入選択権(コールオプション)を行使して機体を買取るか、

中古市場で第三者に売却され、その売却代金が投資家に出資金として返還される。なお、ボーイングやエアバスなど規格が世界共通の為、中古市場の流動性が非常に高い。

船舶の証券化も資金調達の構造は航空機と似ているが、税制・規制上のメリットのある便宜置籍船(船主と船籍の国籍が異なる)の仕組みを利用するため、SPCがパナマやリベリアなどの海外に設立されることが多い点や、運用を海運会社に委託することなどの特徴がある。

船舶証券化のプロセスは、以下のとおり。

**①海外SPCの設立と資金調達:** パナマなどにSPCを設立して、国内の営業者が投資家から出資を募り、金融機関から融資を受けてSPCに資金を供給する。

**②船舶の建造・購入:** SPCが造船所に船舶を発注し、購入する。

**③傭船契約:** SPCは海運会社(オペレーター)と契約を

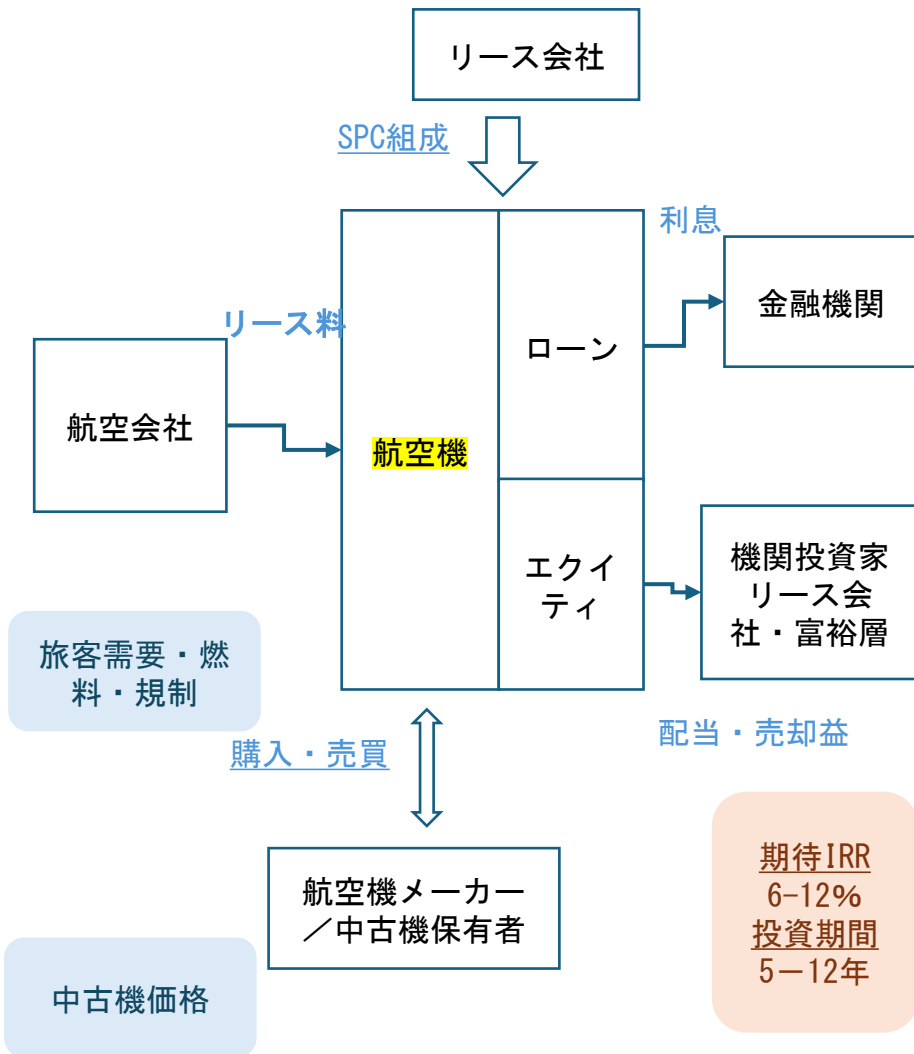
結び船を貸し出す。船舶特有の契約として、船員や運航を含めずに船体のみを貸し出す裸傭船契約(Bareboat Charter)や、期間を定めて貸し出す定期傭船契約(Time Charter)などが用いられる。

**④傭船料の支払いと分配:** 海運会社から定期的に支払われる傭船料を原資に、金融機関への元本返済・利息支払いに充てる。

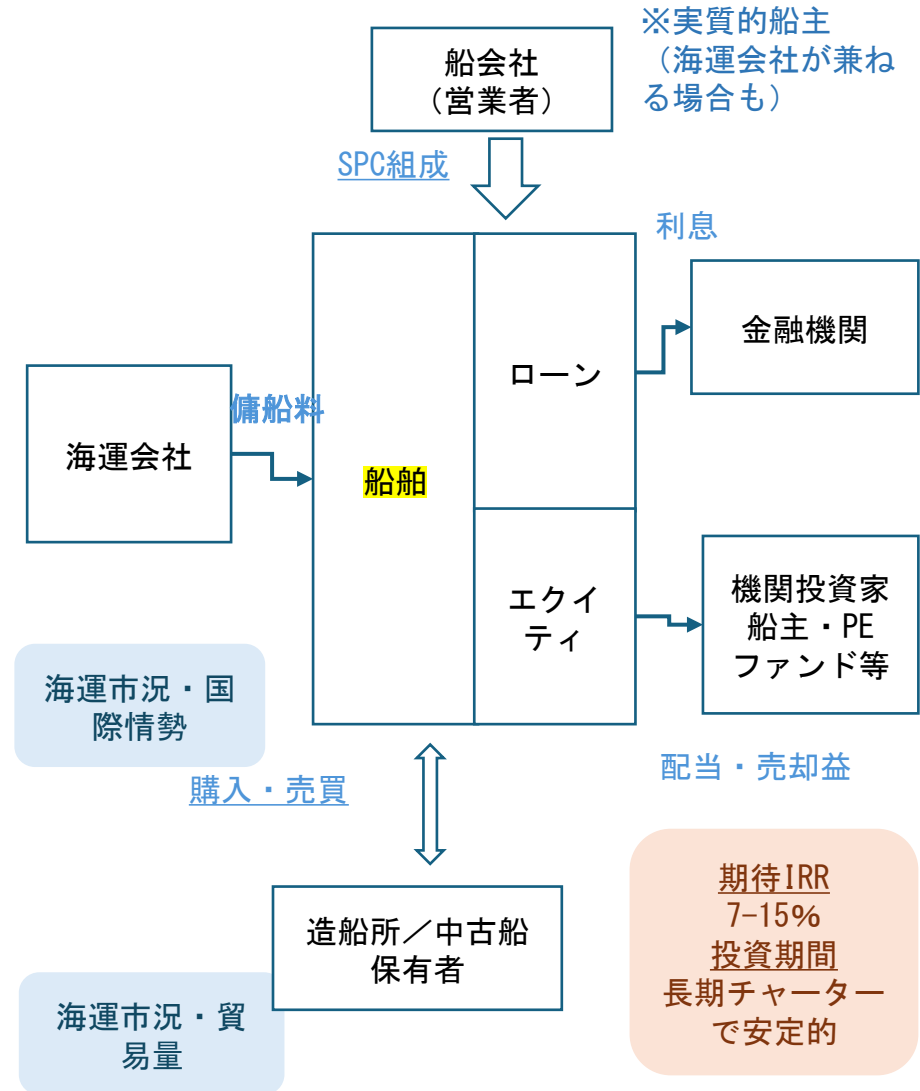
**⑤出口戦略(売却):** 傭船期間終了時(通常7~15年)に、海運会社買い取るか、中古船市場で売却し、キャピタルゲインを含めて投資家に分配される。なお船舶は、貨物の種類で仕様が異なるので流動性は限定的とされている。また、海運市況に依存して好不況のボラティリティが大きいので、長期チャーターでリスクヘッジを行うこともある。

なお、航空機や船舶の証券化商品は規制・税制面では解釈が複雑化することにも留意する必要がある。

# 航空機証券化商品の概要



# 船舶証券化商品の概要



## 今後の進化に係る課題について

有形資産の証券化拡大は経済活動面で重要であるものの、一般投資家への販売については、株式や債券・投信など既存の金融商品とは異なる投資リスクがあり、関係法令で整備されたREIT以外では、投資家への情報提供や販売体制が現状では充分とは言い難い。日本における証券化商品の動向や検討課題については、以下のとおり。

### **投資家層の拡大:**

証券化商品全般において長期投資の機関投資家が中心になっており、ファミリーオフィスや一部の富裕層にも広がっている。インフラや情報提供が整備されているJ-REITでは、個人投資家の保有が増えており、2025年8月末時点で投資口保有者は112万人(全体の94.9%)、保有金額ベースでは1.46兆円(全体の8.9%)となっている(数値は「REIT投資主情報調査(JPX)」より)。この他、主にインターネットで募集される不動産証券化のローン部分への投資は、2025年9月末時点で延べ投資家数46万人、運用残高5,532億円、クラウドファンディングの私募ファンドは延べ投資家数4.7万人、運用残高208億円となっている(数値は、

第2種金融商品取引業協会の統計資料より)。

### **流動性の検討:**

資産価値の透明性や管理の安全性から基本的に流動性はある方が望ましい。但し、一部機関投資家による私募REITや私募ファンドへの投資が増えており、市場変動を避ける目的が指摘されている。

なお、デジタル証券の現状は不動産流動化商品が先行しており、ODX(大阪デジタルエクスチェンジ)では現在7事業のセキュリティ・トークン(ST)がPTSに上場されている。

流動性の確保は、情報の公正さを仲介者が担保し、より多様な投資家層が取引に参加しなければ機能しない。また、証券化商品の投資スキームの中で早期償還選択が規定されているものもあり、流動性確保は投資家の選択次第である。

### **組成及び運営:**

証券化スキームでは有形資産の利用実態とEXITの想定が重要で、これは組成時にオリジネーターによって決定される運営方針に依拠する。また、将来の資産価値に影響があるプロパティマネジメントの役割を注視する必要もあり、

投資家のモニタリングが可能な情報提供が望まれる。

### 経済、政治環境の影響:

昨今の金利上昇や建築資材高騰の影響、海外投資家による日本の不動産物件への関心拡大など日本の不動産を取り巻く環境は変化している。また、AIの急速な普及によりデータセンターやそれに伴う電力需要も急増しており、新たな証券化対象資産として期待されている。

### 地方活性化における利用:

地方の遊休不動産や、古民家の再生プロジェクト、地域の再生可能エネルギー施設などを小口証券化(STなどを活用)することで、地域住民やその地域にゆかりのある人々から直接資金を集める「地域参加型ファンド」の拡大が期待されている。

以上を含めて、今後の日本における証券化商品については、

①証券化スキーム毎に、長期投資の機関投資家、個人投資家、ネット投資家それぞれを選択

②各スキームにおける対象資産の評価ルールを統一

③上記①の投資家選択を通じて流動性付与の検討

④オリジネーター及びプロパティマネジメントの評価データとして実績や案件データを整備⑤前述した①～④の内容は、証券会社等の市場仲介者を通じて投資家へ情報提供していくこと。

などが進化のプロセスとして重要になると考える。

# 日本の証券化商品の課題

## 現在の動向や検討課題

### 投資家層の拡大

- 長期投資の機関投資家や富裕層の一部（私募ファンド）
- 個人投資家（J-REIT）
- インターネット投資家（クラウドファンディング等）

### 流動性の要否

- 強まる市場評価のない大手機関投資家の私募選択
- デジタル証券では流動性への取組み（ODXのPTS）

### 組成及び運営について

- 組成の為にオリジネーターの役割は重要（運営方針等）
- プロパティマネジメントは将来の資産価値に大きく影響
- モニタリング及び投資家へは定期方向が必要

### 経済、政治環境の影響

- 金利上昇や建築資材高騰の影響
- エネルギー政策やどESGに係る政府・自治体の施策
- デジタル化・AIの普及による新たな投資対象としてのデータセンター・通信基地局

### 地方活性化における利用

- 地方における不動産の再生や、再生可能エネルギー施設で活用
- 地域住民や関係者などから小口化した証券化証券で資金集め

## 今後の進化ポイント

証券化スキーム毎の投資家選択

資産評価ルールの統一

流動性付与の検討

オリジネーター及びプロパティマネジメント評価

投資仲介者を通じた情報提供