

「志ある資金」の受け皿として期待される 不動産デジタル証券

デジタル技術の発展と規制緩和に伴い、「不動産ファンド4.0」とも呼べる不動産のデジタル証券化商品が登場しつつある。現在は特定の賃貸住宅等の単一の不動産を対象とするファンドが多く見られるが、将来的には不動産の「手触り感」や「共感性」等を重視する「志ある資金」が不動産市場に向かう可能性もある。

不動産デジタル証券の登場

日本における不動産ファンドの仕組みは、概ね10年毎に大きなイノベーションが起きている。1990年代半ばの不良債権処理の進展とともに登場し、主に機関投資家向けとなるクローズエンド型の不動産私募ファンドを「不動産ファンド1.0」とすれば、2001年に登場して個人投資家への扉を開いた上場REIT（不動産投資信託）が2.0、2010年に登場してオープンエンド型を実現した私募REITが3.0と言えるだろう。そして2020年代初頭の今、まさに「不動産ファンド4.0」とも呼べる動きとして、投資型クラウドファンディング¹⁾やセキュリティ・トークン（ST）²⁾等、デジタル技術を活用した新たな不動産ファンドが登場しつつある。この不動産ファンド4.0は、従来は主にプロ向けの商品だった非上場の不動産ファンドを、少額の資金から投資できるよう小口化し、幅広い投資家に提供するものである。

不動産デジタル証券は、ブロックチェーン技術を用い、不動産を裏付けとして発行されるセキュリティ・トークンである。同じくブロックチェーン技術を用いたユーティリティ・トークン（UT）³⁾等を併用することで投資家限定のデジタル優待サービスの提供が可能となる他、資産運用業務の効率化やコスト削減、そして市場整備に伴う流動性の向上が見込まれている。また税制の面からも、総合課税となる投資型クラウドファンディングと異なり、不動産デジタル証券は申告分離課税となることから、個人の富裕層へ訴求できる金融商品になるのではないかと期待が高まっている⁴⁾。

ただし、これらの不動産ファンド4.0は、従来の不動

産ファンド1.0から3.0までとは大きく異なる点がある。それは幅広い資産に分散されたポートフォリオへの投資ではなく、主に特定の賃貸住宅やホテル、温泉旅館等の単一の不動産を投資対象としている点である。

個別不動産への投資の メリット・デメリット

「現代ポートフォリオ理論」に従えば、資産運用においてリスクを抑えながら一定のリターンを期待する上では、ポートフォリオとして複数の資産に分散投資することが推奨されている。特に不動産は全く同じ商品が複数存在しない「一点物」の世界であり、個性が極めて強い資産クラスの一つである。そのため、分散投資によって個別リスク（アンシステムティックリスク）を低減させ、他市場と比較的相関の低い不動産マーケット全体の市場リスクを引き受けることが基本とされてきた。例えば上場REITでは1投資法人で平均して約80物件がポートフォリオとして組み込まれている⁵⁾。

なお、不動産ファンド4.0も将来的に市場が拡大すれば、投資家が自ら複数の不動産ファンドを組み合わせて自分専用の不動産ポートフォリオを構築できるようになることも考えられるが、上場REITに匹敵するような分散ポートフォリオを個人で構築できるようになるのはかなり先だろう。

実際、これらのファンドでは、具体的な物件名に基づいて綺麗な写真や動画等が紹介され、その施設のオーナーシップ感を演出するような優待サービスを提供する等、投資先を身近に感じられるような「分かりやすさ」や「手触り感」を打ち出すことが多い⁶⁾。

投資家が従来のリスク・リターンだけでは測れない尺

NOTE

- 1) 不動産の投資型クラウドファンディングとは、インターネット上で個人が直接的に不動産ファンドへの匿名組合出資ができるものであり、例えばbitREALTY (<https://www.bit-realty.com/>) などがある。
- 2) セキュリティ・トークンとは、ブロックチェーン等の電子的技術を使用してデジタル化し発行される法令上の有価証券のことであり、金融商品取引法では「電子記録移転権利」と規定される。
- 3) ユーティリティ・トークンとは、特定のコミュニティやサービス等を利用する権利や機能を有する実用性のあるトークンを、ブロックチェーン等の電子的技術を使用してデジタル化し発行するもの。
- 4) デジタル証券の分配金等が申告分離課税になるのは、受益証券発行信託スキームを活用している場合のみとなることには留意が必要である。
- 5) 2023年5月時点の上場REITの銘柄数は60、保有物件数は4,622物件である。
- 6) 現時点においては、例えば三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社が運営するALTERNA (<https://alterna-z.com/>) や、ケネディクス株式会社 (<https://www.kenedix.com/>) などが積極的に不動産デジタル証券のビジネスを展開している。
- 7) 図表内のグラフは各項目に対して「とてもそう思う」「ややそう思う」と答えた割合を示している。対象は金融商品に興味がある日本全国の20～60代の男女(N=1,328)。

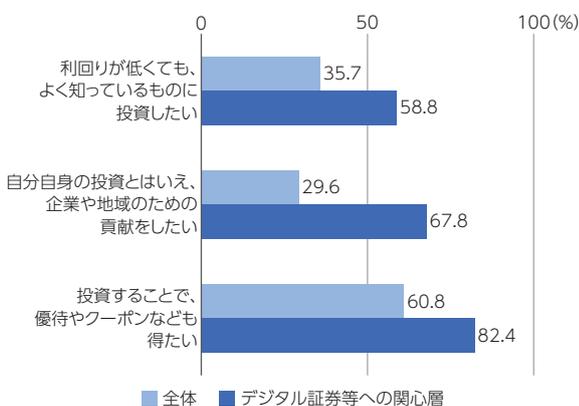
度によって、例えば自分が好きな地域の物件だから、あるいは応援したいと思っている施設だからなどといった理由で投資することが期待できる。

こうした単一の資産だからこそ感じる共感性や社会性の観点を拡張していけば、インパクト投資やESG投資のような「志ある資金」の受け皿になり得る。都市再生や地域活性化という分野での活用などがイメージしやすいかもしれない。金融機関が関与する地域再生ファンドはリスク・リターンが厳格に定められるが、その枠にはまらない投資も考えられるのではないか。

デジタル証券に興味を持つ投資家層との親和性

特にデジタル証券等に興味を持つ投資家の投資スタンスをみると、図表に示したように、経済メリットである優待やクーポン等に関心を持っているだけでなく、「よく知っているものへの投資」や「地域への貢献意欲」が高く⁷⁾、主に単一の不動産を投資対象とする不動産ファンド4.0との親和性を読み取ることができる。

図表 デジタル証券等に関心を持つ投資家の特徴



情報開示の徹底とサービスの高度化を

今まで分散効果によって消えてしまっていた不動産の手触り感を最大限に活かすことで、従来の不動産ファンドでは手の届かなかった地域や用途に対して、新たな資金供給を増やすことができれば、様々な効果が期待できる。多様な目線を持つ投資家が直接的に不動産市場に参入することで、単に証券化できる不動産の多様化だけではなく、不動産金融システム全体が複線化し、不動産市場そのものがレジリエントになるのである。

しかし、この手触り感を重視すれば、投資家は不動産に関わる市場リスクに加え、当該不動産が抱える固有の個別リスクを引き受けることになる。そのため、投資先に関する情報やデータは、経済的及び社会的リターンの両面から徹底して開示される必要がある。

さらに社会的リターンへの共感性等を高めることができれば、単なる金融商品のデジタル化だけではなく、金融サービスとしてのデジタル化も推進することで、投資家と資産運用会社とのダイレクト・コミュニケーションの高度化も可能になるだろう。不動産ファンド4.0が拡大し、インパクトを考慮した「志ある投資家」の参入や新たな資産がデジタル証券化されることで、不動産市場がさらに質的に向上し、活性化することを期待したい。

Writer's Profile



谷山 智彦 Tomohiko Taniyama

デジタルアセット研究室長
専門は不動産等のオルタナティブ資産に関する金融経済学、アナリティクス、デジタル戦略
focus@nri.co.jp