

## 不動産市場・トピックレポート

## 不動産クラウドファンディングの動向と不動産STOの普及に向けた動き

2022年8月16日

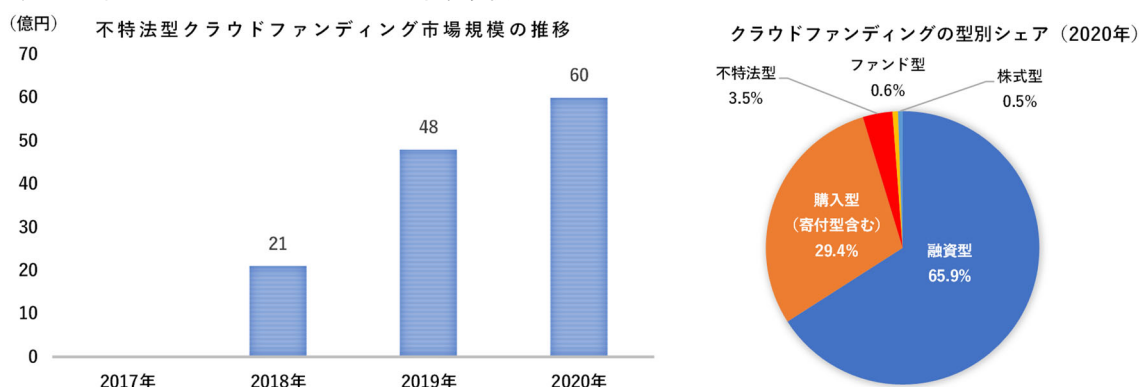
株式会社三井住友トラスト基礎研究所  
私募投資顧問部 上席主任研究員 米倉 勝弘

近年、少額から不動産投資に参加できることで不動産クラウドファンディングを利用する個人投資家が増加している。また、投資家間で売買される流通市場(セカンダリ市場)の形成も見据えて、不動産STO(Security Token Offering)を適用したファンドの事例も出てきている。本レポートでは、不動産クラウドファンディングの動向をまとめたうえで、不動産STOの適用が投資家に与えるメリットと今後の展望について考察する。

## ■不動産クラウドファンディングの動向

クラウドファンディングとは、インターネットを介して不特定多数の人から少額ずつ資金を調達する仕組みであり、「融資型」・「購入型(寄付型含む)」・「不特法型」・「ファンド型」・「株式型」に分けられる。そのうち、不動産を投資対象とする資金調達で、不動産特定共同事業法に則って運営されるものを「不特法型」クラウドファンディング(エクイティ型不動産クラウドファンディング)と呼び、そのシェアは全体の3.5%を占めている(図表1:右)。クラウドファンディング市場全体に占める割合は小さいものの、不特法型クラウドファンディングの市場規模は着実に拡大している(図表1:左)。

図表1 不特法型クラウドファンディングの市場規模



出所)一般社団法人 日本クラウドファンディング協会「クラウドファンディング市場調査報告書」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

不動産特定共同事業を使ったスキームには、倒産隔離<sup>2</sup>が手当されていない第1号事業と倒産隔離が手当されている特例事業(SPC[Special Purpose Company: 特別目的会社]方式)がある。また、平成29年改正により小規模不動産特定共同事業が創設され、「投資家一人あたりの出資額100万円以下、かつ出資総額1億円以下」と制約はあるものの、従来第1号事業者に求められた資本要件の10分の1の資本要件(資本金1,000万円以上)で小規模第1号事業が行えることとなった(図表2)。

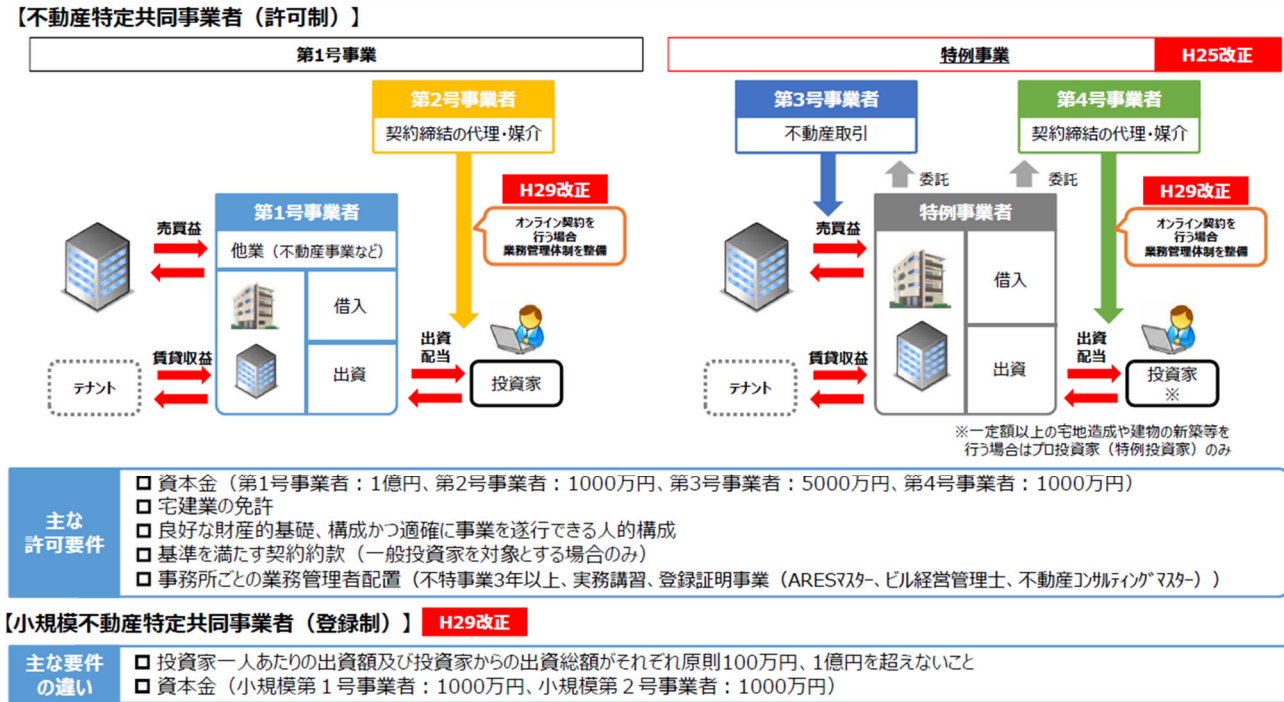
現在までに組成されている不特法型クラウドファンディングのほとんどが、第1号事業(小規模第1号事業を含む)によるファンドである。倒産隔離の観点からは特例事業スキームが望ましいと考えられるが、特例事業における不動産特定共同事業契約に基づく権利は「みなし有価証券」として規制が厳しい金融商品取引法(以下、「金商法」)の適用を受けるうえ、SPCを組成・管理する追加的なコストもかかるため、当該スキームを用いたファンドの組成はごく一部にとどまっている。不特法型クラウドファンディングの投資対象となる物件

<sup>1</sup> 購入型の一部として扱われる場合が多い。

<sup>2</sup> 営業者(ex.第1号事業における1号事業者)の倒産などに伴う営業者の債権者による債権回収行為から、投資対象資産や証券化スキームが影響を受けないようにすることを指す。

は、流動化を目的とする小型物件や地方物件であるケースが多く、ファンドのコスト増加が利回りに与える影響は大きい。また、倒産隔離を前提に不動産からのキャッシュフローのみを返済原資とする資金調達より、1号事業者の信用力に基づく資金調達の方が、コスト面で有利な場合が多いことも影響しているものと考えられる。ただし、第1号事業の不特法型クラウドファンディングへの投資は、1号事業者(小規模1号事業者を含む)の信用力に依存するため、投資対象となる不動産の精査に加えて事業者の選択が重要である。

図表2 不動産特定共同事業法の概要



出所)国土交通省「不動産特定共同事業(FTK)の利活用促進ハンドブック」

### ■不動産 STO の適用と投資家に与えるメリット

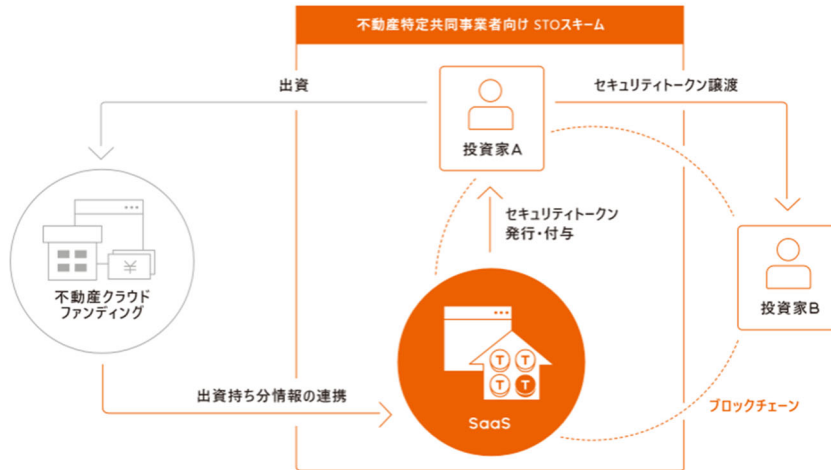
STO とは、株式や債券などといった有価証券と同等の法規制が適用されるセキュリティ・トークン(電子記録移転権利)を用いて資金調達を行う手法である。また、セキュリティ・トークンとは有価証券をブロックチェーン<sup>3</sup>上で発行するためにデジタル化したものである。不動産 STO では、ブロックチェーン上に構築された STO 関連サービスを提供する基盤におけるスマートコントラクト(契約を自動的に実行する規約・手順)により、KYC (Know Your Customer)<sup>4</sup>を受けた投資家間においてセキュリティ・トークンの譲渡が可能となる(図表3)。

一般的な不動産クラウドファンディングでは、最終的な運用期間である償還期限まで投資を続けることが前提(運用期間中の換金が原則不可)となっているケースが多い。また、運営事業者による途中換金が認められている場合でも手数料の料率が高く、実質的な制約となっている。そのため、現在組成されている不動産クラウドファンディングの投資期間は半年から2年程度までの短期のものがほとんどである。一般にファンドの運用期間を長期に設定すると出口時点における価格や賃料収入の不確実性が高くなり、投資家が集まりにくくなることも影響している。一方、不動産 STO は、投資家間で運用期間中の売買が可能となる。中長期投資を志向する投資家としては、運用期間中の売買のしやすさ(流動性)が向上することは大きなメリットである。また、流動性向上に伴い投資家層の拡大にも寄与する可能性があり、従来のような小型・地方物件だけでなく、J-REIT の投資基準を満たすような不動産がファンドの組み入れ対象となることも期待できる。さらに、J-REIT とは異なり特定の物件への投資が前提となることから、個人投資家においてはオーナー感を味わえる点も大きな魅力である。

<sup>3</sup> 情報を記録するデータベース技術の一種。ブロックという単位でデータを管理し、それを鎖(チェーン)のようにつなげデータを保管する技術。

<sup>4</sup> 金融機関や暗号資産取引所などで口座開設を行う際等に用いられる本人確認手法。

図表 3 STO スキームの導入



出所)株式会社 LIFULL ホームページ

注)図表内の「SaaS (Software as a Service)」とは、IT 関連事業者が提供するクラウドサーバーにあるソフトウェアを、インターネット経由してユーザーが利用できるサービスを指す。

### ■不動産 STO の取り組み事例と今後の展望

既に不動産 STO の事例は複数出てきており、普及に向けた動きは今後加速するものとする。不動産 STO 導入事例 1 (2020 年 12 月:図表 4)は、図表 3 のスキームを利用した事例である。予定していた出資募集総額 2 億円の資金調達達成率は 100%であり、国内における不動産 STO 導入事例の先駆けとなった。なお、本事例は不動産特定共同事業法第 1 号事業スキームのため倒産隔離は手当されていないが、当該スキームに基づく匿名組合出資は金商法上の有価証券の定義から除外されるため金商法の適用は受けない。

不動産 STO 導入事例 2 (2021 年 7 月:図表 5)および 3 (2021 年 11 月:図表 6)は、特定受益証券発行信託スキームと呼ばれるものである。不動産 STO においては、セキュリティトークンの移転のみをもって、その譲渡を売買当事者以外の第三者に主張できるわけではないといった問題点がある。一方、特定受益証券発行信託スキームでは、権利の移転をブロックチェーン上の記録に基づき受益権原簿と呼ばれる信託法に規定される帳簿へ記載することで売買当事者以外にも譲渡を主張できるため、活用されるケースが多くなっている。2022 年に入ってから、同スキームにて 2 月にケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社が学生マンション「エコールヴィレ赤羽志茂」を発行価額の総額 20 億 8,800 万円、運用期間約 6 年で、また、三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社が草津温泉宿「湯宿季の庭・お宿木の葉」を発行価額の総額 20 億 8,900 万円、運用期間約 5 年で組成している。三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社では、6 月にも共同住宅「ALTERNA 新宿中落合」、「ALTERNA 経堂」、「ALTERNA 門前仲町」の 3 棟を対象に発行価額の総額 17 億 6,400 万円、運用期間約 7 年で不動産 STO ファンドを組成している。このほかにも、譲渡を売買当事者以外の第三者に主張できるスキームは複数検討されており、さまざまなスキームによる不動産 STO のトラックレコードが今後積み上がるものとする。

さらに、2023 年には大阪デジタルエクスチェンジ株式会社 (SBI ホールディングス株式会社や株式会社三井住友フィナンシャルグループなどが共同出資)が運営する私設取引システム (PTS: Proprietary Trading System) でセキュリティトークンの取扱いが予定されている。セカンダリ市場の創設により、流動性確保に向けた仕組みづくりが益々加速することとなる。また、セカンダリ市場の存在自体が発行市場の活性化にも繋がるものと考えられる。なお、ブロックチェーン上で投資家間における権利の移転と対価の支払いを同時決済するためには暗号資産 (仮想通貨) を利用する必要があり、セカンダリ市場の拡大という観点からは法定通貨の代替機能を有する暗号資産の信頼性・安全性も不動産 STO の普及に不可欠な要素となる。

図表 4 不動産 STO 導入事例 1(2020 年 12 月)

名称	「大家.com」の第1号案件「Foresight南麻布」	物件名	Foresight南麻布（借地権付建物）
ファンド形態	不動産特定共同事業法第1号事業（匿名組合理型）	所在地	東京都港区南麻布4-5-48
事業者	株式会社グローベルス	構造	鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋根5階建
出資募集総額	2億円	用途	事務所及び住居
運用期間	12か月	建築時期	1992年3月
想定利回り	約4%	アクセス	東京メトロ日比谷線「広尾」駅 徒歩5分

出所)株式会社グローベルス公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 5 不動産 STO 導入事例 2(2021 年 7 月)

名称	ケネディクス・リアルティ・トークン 渋谷神南（譲渡制限付）	物件名	KDXレジデンス渋谷神南
ファンド形態	特定受益証券発行信託	所在地	東京都渋谷区神南1-8-10
AM	ケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社	構造	鉄筋コンクリート造10階建
運用期間	約4年半	用途	共同住宅
発行口数	1,453口（14.53億円）	建築時期	2016年10月
期間中の換金	2022年7月末日に終了する信託計算期間の終了後に最初に到来する決算発表日の翌営業日から中途換金が可能	総戸数	37戸（1LDK～2LDK）
売却方針	原則として信託計算期間である2024年7月期から2026年1月期が終了するまでの間に本件不動産受益権の売却を行う方針	アクセス	渋谷駅 徒歩8分、原宿駅 徒歩10分

出所)ケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 6 不動産 STO 導入事例 3(2021 年 11 月)

名称	不動産のデジタル証券 ～神戸六甲アイランドDC～（譲渡制限付）	物件名	六甲アイランドDC
ファンド形態	特定受益証券発行信託	所在地	神戸市東灘区向洋町西6-2-12
AM	三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社	構造	鉄骨造合金メッキ鋼板ぶき 2階建
運用期間	約5年	用途	倉庫
発行口数	未定（鑑定評価額は7.8億円）	建築時期	2016年5月
期間中の換金	2023年1月末日に終了する信託計算期間の終了後に最初に到来する決算発表日の翌営業日から中途換金が可能	延床面積	14,381.16㎡
売却方針	2027年1月期に本件不動産受益権の売却を行う方針	アクセス	阪神高速5号湾岸線「六甲アイランド北出入口（IC）」まで約2.5km

出所)三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部 担当: 米倉

TEL: 080-7207-5117(直)

<https://www.smtri.jp/contact/form-private/index.php>

**株式会社三井住友トラスト基礎研究所**

〒105-8574 東京都港区芝 3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル 11 階

<https://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。