

# 不動産マーケットリサーチレポート

VOL.242

2024.3.19

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

## 保有資産の活用の幅を広げる不動産セキュリティトークン

- セキュリティトークンは、発行体にとって、運営の負荷が少なく、資金調達機会の拡大、本業の顧客拡大等のメリットがある
- 保有資産の効率的な活用を検討する企業にとって、資金調達手段としてだけでなく、投資対象資産の供給者としての役割や、施設来訪者による経済効果、地域の活性化等、企業の社会的役割・意義を果たす機会を創る手段としても捉えることができる

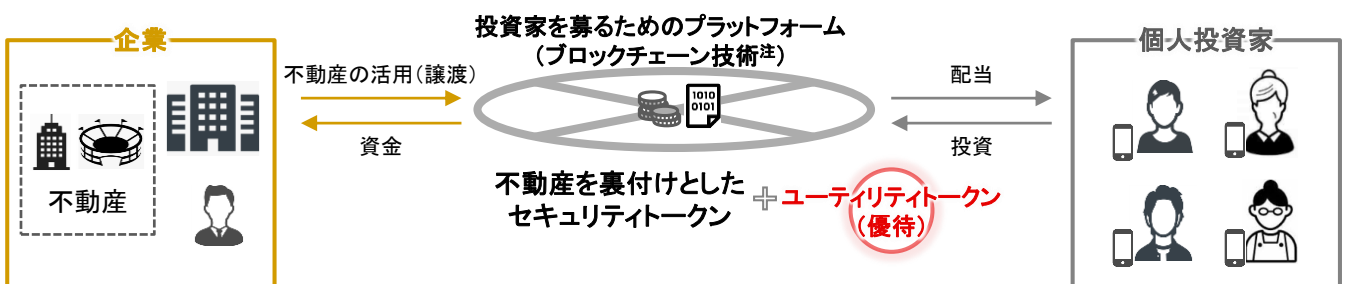
### セキュリティトークンとは

セキュリティトークンとは、キャッシュフローを生む資産を小口化して販売し、その収益を投資家に還元する商品で、従来からあるビジネスモデルだが、権利の移転や帳簿の記録がブロックチェーン技術により行われる点が新しい（図表 1）。2021年に販売がスタートし、2024年3月現在の市場規模は発行件数 37 件・発行総額約 1,600 億円（社債・ローン債権含む）である（図表 2）。収益の裏付けとなる資産は、現状は不動産が中心で、これまでの発行実績は一般の投資家にとって身近で分かりやすい共同住宅を対象としたものが過半数であるが、徐々に多様な用途に拡大している（図表 3・4）。

証券会社等の販売会社を通じて、投資家に対してはそのメリットが認知されつつあるが、対象資産の提供者である発行体の立場に立った解説がなされる例はまだ多くない。そのため、本稿では発行体の視点からセキュリティトークンのメリットや期待される役割について触れていく<sup>1</sup>。

注1 対象資産は不動産の他、社債、航空機、車、美術品等多様な可能性がありうるが、本稿では不動産を対象とする。

図表 1: セキュリティトークンの概要



出所 三菱UFJ信託銀行

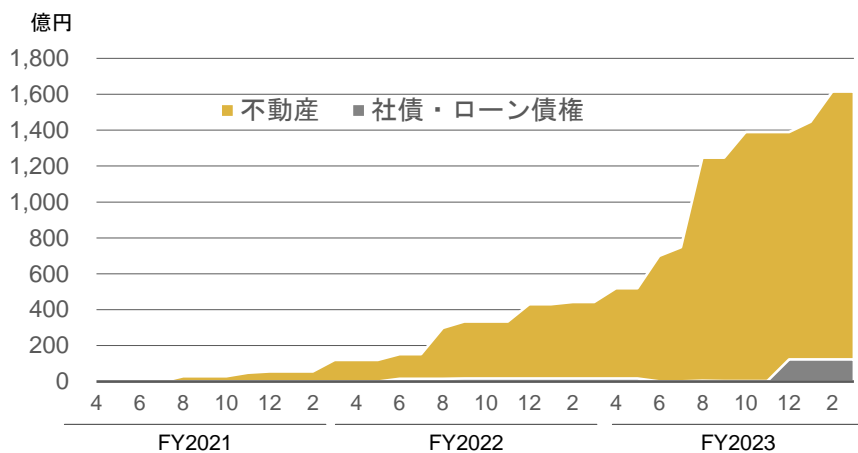
注 コンピュータに、取引データを暗号技術によってブロック単位でまとめて記録し、時系列順に1本の鎖のように繋げて保持する技術。同じブロック情報を複数のコンピュータで分散して管理するため、データの破壊・改ざんが極めて困難な特徴を持つ。

世界が進むチカラになる。

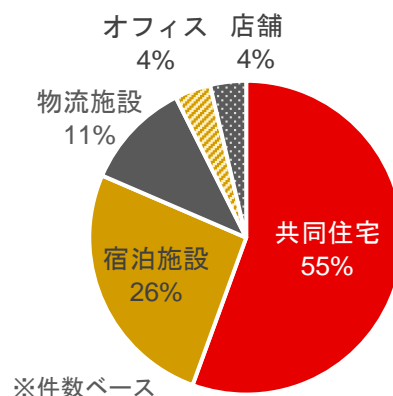
三菱UFJ信託銀行







図表 2: 市場規模の推移



図表 3: セキュリティトークン化された不動産の用途別割合



図表 4: これまでの発行事例

	事例①	事例②	事例③	事例④
発行時期	2023年6月	2023年7月	2023年8月	2023年8月
対象資産	ホテル 	オフィス(一部店舗) 	物流施設 	共同住宅 5物件 (写真はうち1物件) 
資産規模(鑑定評価額)	12,900百万円	4,830百万円	13,000百万円	7,401百万円
発行金額	5,577百万円	1,815百万円	5,208百万円	2,191百万円
想定利回り	約4.0%	約4.0%	約4.0%	約4.0%
運用期間	7年	7年	5年	7.1年
運用会社	ケネディクス・インベ ストメント・パートナーズ	トーセイ・アセット ・アドバイザーズ	ケネディクス・インベ ストメント・パートナーズ	いちご投資顧問

出所 図表 2~4 とも有価証券届出書を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

## 発行体におけるセキュリティトークンのメリット

主な既存商品との違いは図表 5 の通りである。既存商品と比較した際に、発行体のメリットとして挙げられる主な点について以下の通り整理した。

### ① 運営の負荷が少ない

セキュリティトークンは、有価証券の保管や受渡を行う振替機関に代わり、ブロックチェーン技術を用いたプラットフォームが用意されている。そこでは、帳簿の記録や権利移転の情報を、安全・高効率・低コストで、ペーパーレスかつリアルタイムにやり取りできるため、資産の小口化に伴い発生する運営・管理負担も軽減される。

また、既存商品の一つである J-REIT や私募 REIT では、複数物件のポートフォリオ運用が前提となり、発行体を含む関連会社のサプライチェーンの中で商品化を進めるのが一般的だ。一方、セキュリティトークンは 1 物件から組成が可能のため、発行体自身が新たに運用会社を立ち上げなくとも、既存の運用会社に組成・運用を委託することでも商品化が可能だ。

世界が進むチカラになる。

図表 5: 既存商品との違い

	セキュリティトークン	不動産特定共同事業 (クラウドファンディング)	私募REIT	J-REIT	
発行体の観点	募集金額の制約	制限なし	原則、上限1億円	制限なし	
	運営負荷	投資主総会 不要 <sup>1</sup> 開示義務 中程度 <sup>2</sup> 運用会社立上げ 不要	投資主総会 不要 開示義務 軽度 運用会社立上げ 不要	投資主総会 要 開示義務 中程度 運用会社立上げ 要	投資主総会 要 開示義務 あり 運用会社立上げ 要
	投資家層	主に個人投資家 将来的に機関投資家の可能性も有する	主に個人投資家	主に機関投資家	個人投資家～ 機関投資家
	対象資産の規模	現状は10億円程度～数百億円	概ね数千万円～	概ね数億円程度～	概ね10億円程度～
	対象資産の特性	右記に加え、個人投資家の目線で魅力的な物件は商品化が可能	安定配当が重視されるが、J-REITに比べ柔軟な物件選定が可能		安定配当を重視するため、一定以上の安定した利回りが見込めることが必要
	優待の付与	ユーティリティトークンとして付与可能	付与可能	無	株主優待
振替機関	不要	不要	不要	必要	
投資家の観点	最低投資額	少額～中程度 実績は10万円～500万円程度。設計の自由度大	少額 数万円～数十万円程度	高額 1億円程度～	少額 数万円～
	運用期間	5年程度～	数ヶ月～年程度	無期限	無期限
	流動性(換金性)	中 (2023年12月～セカンダリー市場開設)	低 (原則、譲渡禁止)	低 (譲渡又は払戻請求(一定の条件あり))	高 (市場での売却が可能)
	価格変動	小 鑑定評価ベース	小 鑑定評価ベース	小 鑑定評価ベース	大 市場の影響強い
	運用スタイル	個別物件運用が主流	個別物件運用が主流	ポートフォリオ運用 用途特化型・混合型あり	ポートフォリオ運用 用途特化型・混合型あり

出所 三菱 UFJ 信託銀行

注1 「受益者代理人」(受益者(ここでは個人投資家)の権利に関する行為を代わりに実施する権限を有する、弁護士等の第三者)を設置すること等で、投資主総会を不要とすることができる

注2 金融商品取引法に基づき、発行体には有価証券届出書等の提出等の開示が求められ、投資家の保護が図られている

## ②資金調達機会が拡大

セキュリティトークンは主要投資家層として個人を想定しているが、それは富裕層だけに限定されたものではない。個人投資家は、機関投資家が投資する際に考慮する物件の規模や立地、用途、築年数等の条件や、金融機関が融資する際の担保評価とは異なる目線で資産価値を判断することがある。例えば、個人の趣味・嗜好も含めた“愛着感”やシンボリックな物件に投資しているという“ステータス感”である。これまでの発行実績の過半数であった共同住宅に加え、多様なタイプの資産がセキュリティトークンとして魅力的な商品になり得る可能性があるため、発行体の立場から見れば資金調達の機会が拡大することになる。

## ③本業の顧客拡大

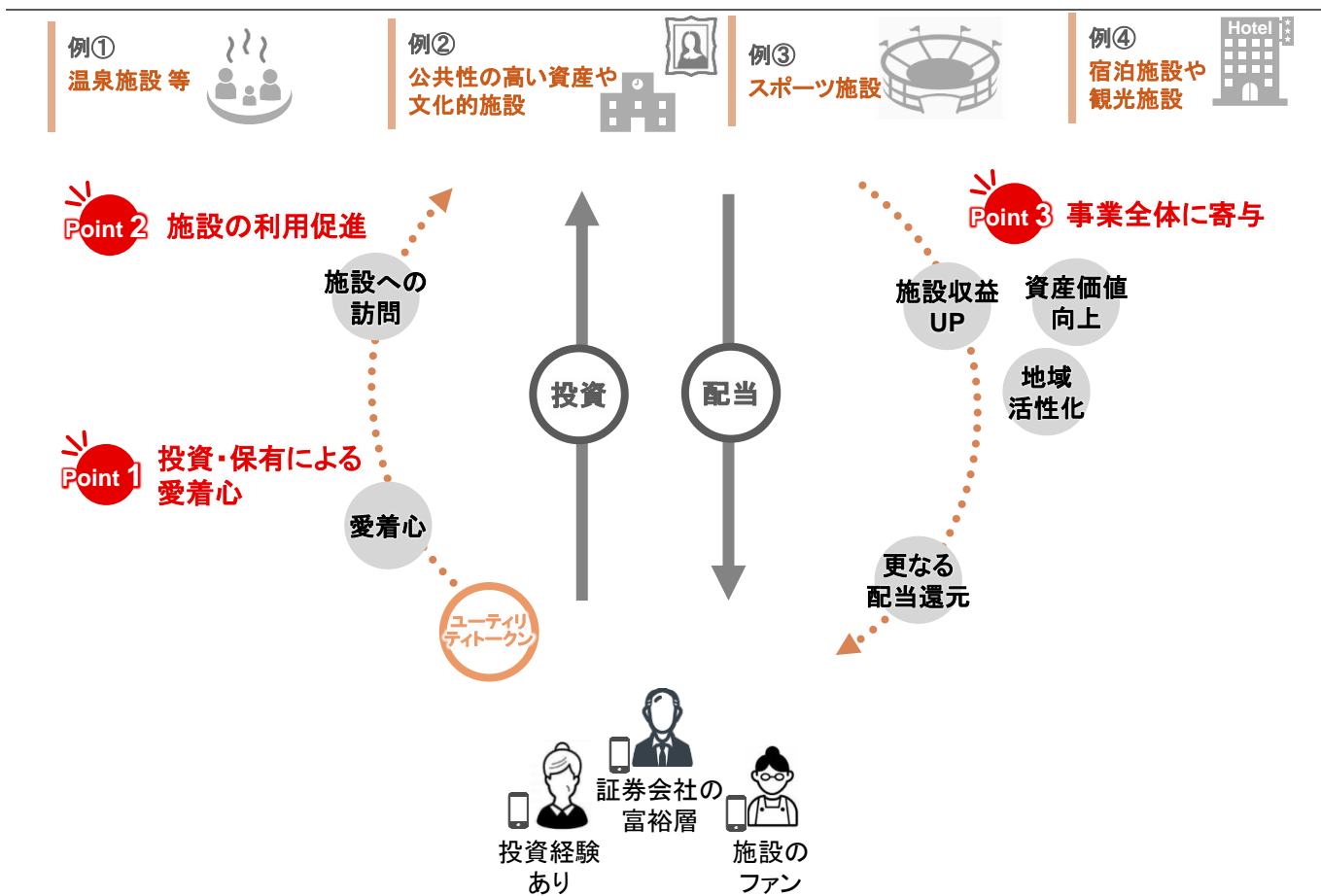
ブロックチェーンを用いたトークンの一つとして「ユーティリティトークン」がある。これは、特定のサービスを利用する権利や機能を持つ形態の一つで、従来の株主優待に類似する。例えば、小売店舗を展開する企業が保有資産をセキュリティトークン化すると共に、その投資家に店舗への来店を促す特典をユーティリティトークンとして付与することで、自社商品の購入機会を創出することができる。このように、付帯ユーティリティトークンを活用することにより、既存顧客とは異なる層にアプローチをして自社の本業の顧客を拡大することが可能だ。また、ブロックチェーン技術によりユーティリティトークンの利用状況をリアルタイムで把握できる点も、発行体にとってマーケティング機会の拡大に繋がるだろう。

世界が進むチカラになる。

## セキュリティトークンに期待される効果

図表6はセキュリティトークンに期待される効果を例示したものである。例えば、例①のように、温泉施設を対象としたセキュリティトークンの投資家に、施設内で販売されるお土産交換権を付帯ユーティリティトークンとして付与し、施設の利用を促す取組みがすでになされている。その他の可能性として、例②のように公共性の高い資産や文化的施設の場合、その資産による収益が、投資利回りを上昇させるためだけでなく、資産の適切な維持管理にもあてられる。また、例③のスポーツ施設の場合、イベント等を通じて各所から人が集まり、地域への経済効果をもたらす等の投資に対するリターン以外の効果も考えられる。例④は、法や制度の整備が前提とはなるが、宿泊施設や観光施設を対象として組成、ユーティリティトークンで施設への来訪を促すメリットを提供することで海外からの観光を目的とした個人投資家の誘致も期待できる。

図表6: セキュリティトークンに期待される効果



出所 三菱UFJ信託銀行が作成

## 発行体が果たす役割、社会的意義

2001年にスタートしたJ-REITの資産規模（取得価格ベース）は約20年で20兆円、2010年にスタートした私募REITは約10年で4兆円に拡大した。機関投資家や個人投資家の投資資金を背後に持つJ-REITや私募REITは、不動産の有力な買手の一つとなり、不動産市場活性化の一翼を担った。一方、セキュリティトークンの主要投資家層は個人であり、国内の個人が持つ金融資産は2,000兆円と言われる。セキュリティトークンの発行を検討する企業が増え、様々な不動産を対象とするセキュリティトークンが発行されれば、投資資金がセキュリティトークン市場に向かいやすくなることが期待される。その結果、不動産の買手が多様化することで

世界が進むチカラになる。



動産の流動性が向上し、資産を保有する企業にとって、資産活用の選択肢を拡大させることになるだろう。

国が掲げる資産運用立国の実現においては、個人資金の投資先として、様々な投資対象資産の供給が不可欠であり、多様な資産を投資対象とすることができるセキュリティトークンの活用が拡大していくものと予想される。その局面において、発行体は、セキュリティトークンを通じて投資資産の供給者としての役割をも担うことになる。さらに、前述の通り、ユーティリティトークンの付与を通じて施設来訪者による経済効果、地域の活性化等、地方創生、観光立国に繋がる社会的意義をももたらす可能性を持つ。

このように、セキュリティトークンは保有資産の効率的な活用を検討する企業にとって、資金調達手段としてだけでなく、企業の社会的役割・意義を果たす機会を創る手段としても捉えることができるのではないだろうか。

### 三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部 細山 恵子・黒澤 直子

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されており、弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

世界が進むチカラになる。