

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

2024 年 8 月号

不動産小口化商品の最新動向

- I. 注目される不動産小口化商品
- II. 不動産 ST
- III. 信託型不動産小口化商品
- IV. 不動産クラウドファンディング
- V. おわりに

森・濱田松本法律事務所
弁護士 内津 冬樹
TEL. 03 6266 8947
fuyuki.uchitsu@mhm-global.com

I. 注目される不動産小口化商品

近年、個人の投資マネーの受け皿として、不動産小口化商品が注目されています。不動産セキュリティ・トークン（不動産 ST）はその代表例ですが、その他にも信託型不動産小口化商品や不動産クラウドファンディングも注目を集めており、商品の多様化が進んでいるところです。

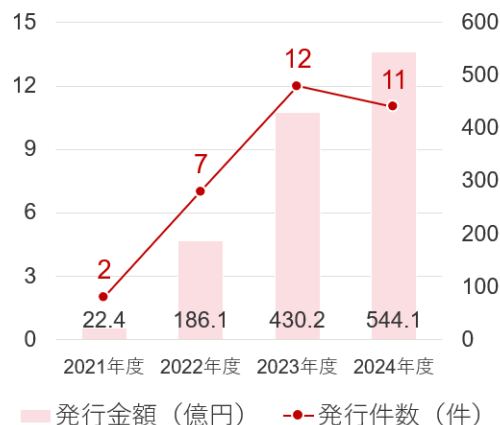
本稿では、これらの不動産小口化商品について、最新動向をご紹介します。

II. 不動産 ST

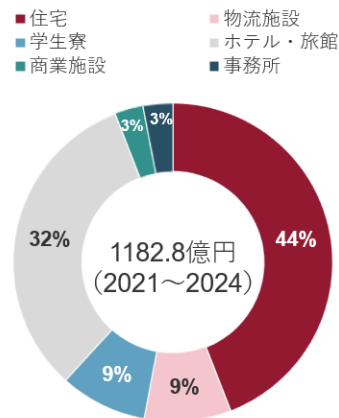
1. 不動産 ST のマーケット動向

不動産 ST とは、不動産を裏付けとするデジタル証券（＝セキュリティ・トークン）を発行し、個人を含む投資家に販売される不動産小口化商品です。2019 年の金融商品取引法の改正以降、公募型の不動産 ST の発行件数・発行金額は着実に増加しており、裏付け不動産の種類・規模も多様化している状況です。

JS信託型STの発行金額・件数の推移



裏付不動産のタイプ



（注）公開情報をもとに筆者作成

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

現在、不動産 ST において最も多く用いられているスキームは、受益証券発行信託（JS 信託）を利用した JS 信託スキームです。この他に、匿名組合契約を用いた GK-TK スキームの不動産 ST も実例はあるものの、主に税務上の取り扱いと第三者対抗要件の具備の方法に課題が残されており¹、発行件数は少ない状況です。

以下 2. では、現在の主流である JS 信託スキームの法的実務について、その概要を説明します。

2. JS 信託スキームの法的実務

（1）JS 信託の設定・資金調達の方法

受益証券発行信託とは、信託行為（信託契約等）において、受益証券（一又は二以上の受益権を表示する証券）を発行する旨が定められている信託（信託法 185 条）をいいます。信託は、信託設定時の財産の種類等に応じていくつか分類がなされますが、不動産 ST の実務においては、通常、以下の方法で JS 信託が設定され、資金調達が行われています。

- ① 委託者、JS 受託者及び受益者代理人²の三者間で JS 信託契約を締結する。実務上は、委託者として新設 SPC が用いられることが多く³、委託者 SPC は、実行日において、物件の売主から JS 信託に組み入れる不動産信託受益権を取得する。
- ② 委託者 SPC は、JS 信託契約の規定に従い、実行日に売主から取得した不動産信託受益権を即時に JS 受託者に対して信託譲渡する。これにより、委託者 SPC は、JS 信託の受益権（通常、(i)ローン受益権、(ii)一般受益権、(iii)精算受益権の 3 種類）を取得する。
- ③ 上記②で委託者 SPC が取得した受益権のうち一般受益権は、証券会社を通じて、セキュリティ・トークン⁴として投資家に販売される。委託者 SPC は、セキュリティ・トークンの販売による払込金を受領する。（エクイティ資金の調達）

¹ 税務上の課題として、JS 信託スキームであれば認められる申告分離課税、損益通算、繰越控除及び特定口座での受入等が、GK-TK スキームでは認められないという点が挙げられます。また、法的にも、匿名組合出資持分の譲渡に係る第三者対抗要件は、確定日付ある証書による営業者の承諾により具備されると解されており、これをデジタル上で完結させることができない点が GK-TK スキームの課題となっている状況です。

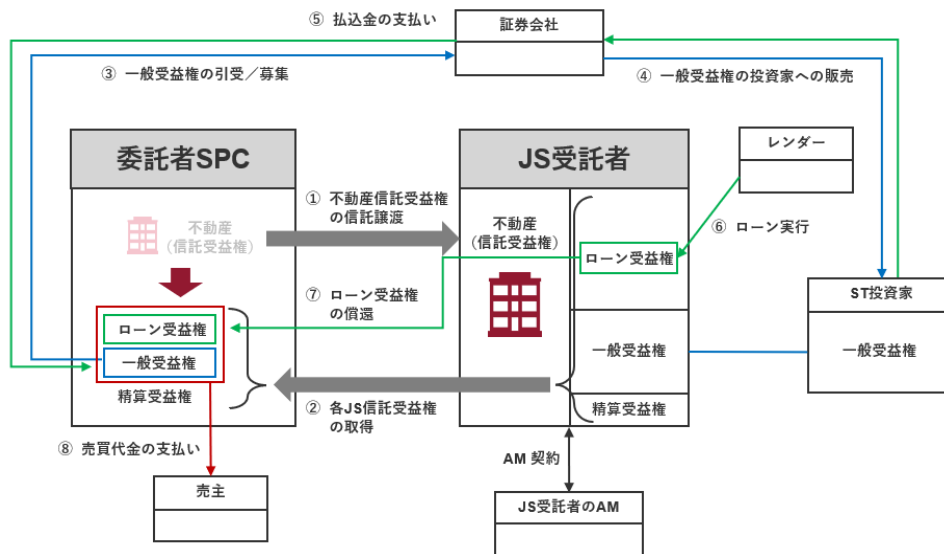
² 不動産 ST は、個人を含む多数の投資家による保有が想定されるため、期中運用における窓口集約等の観点から、デジタル証券（一般受益権）の保有者の代理人として、受益者代理人を設置することが一般的です。受益者代理人には、弁護士等が就任しています。

³ 仮に、物件の売主が委託者になると、売主が有価証券届出書の発行者となり、虚偽記載責任等の責任まで負うことになってしまうため、実務上は新設 SPC を委託者とするアレンジがなされています。

⁴ JS 信託契約上、所定の手続きに従ったトークンの移転（＝ブロックチェーン上の記録の書き換え）がシステム上で行われることにより、一般受益権の移転について JS 受託者が承認したものと「みなす」旨が規定されます。これにより、トークンの移転と一般受益権の移転が「一連として」行われる仕組みが確保され、金融商品取引法上の「電子記録移転有価証券表示権利等」（＝セキュリティ・トークン）に該当することとなります。

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

- ④ 上記②で委託者 SPC が取得する受益権のうちローン受益権は、JS 受託者が調達する不動産ノンリコースローン⁵の借入金により、即時に元本償還される。これにより、委託者 SPC は、ローン受益権の償還金を受領する。(デット資金の調達)
- ⑤ 委託者 SPC は、上記③及び④で調達したエクイティ資金及びデット資金をもって、上記①の物件の売主に対して取得代金を支払う。なお、上記②から⑤は、同日中にほぼ同時に決済される。



(2) 期中運用・アセット・マネージャーのライセンス

JS 信託の期中の運用 (JS 信託の信託財産である不動産信託受益権の管理・運用、投資家への情報開示、レンダー対応等) は、基本的にアセット・マネージャーが担うことになります。

不動産 ST の実務上、JS 受託者とアセット・マネージャーが締結するアセット・マネジメント契約は、投資一任契約として締結されることが一般的です。そのため、不動産 ST ファンドのアセット・マネージャーとしては、投資運用業 (金融商品取引法 28 条 4 項) の登録が必要となります。この点、既に投資運用業の登録をしており、不動産ファンド (REIT、TMK、GK-TK) の投資一任業務を行っているアセット・マネージャーであれば、新たなライセンス等を取得することなく、不動産 ST ファンドのアセット・マネジメント業務を行うことが可能です。

⁵ 不動産 ST において JS 受託者が調達する不動産ノンリコースローンは、一般的な不動産私募ファンド (TMK、GK-TK) におけるノンリコースローンの条件と基本的には同一で、財務コベナントの設定や担保 (信託受益権質権) の設定が行われています。

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

(3) ファンドの終了・物件売却

不動産 ST ファンドの運用期間は5~7年程度に設定されることが実務の傾向です。この点、不動産 ST ファンドは物件特定型・実績配当型であることが一般的なので、投資家への分配金額に直結する売却価格は非常に重要となります。そこで、実務上は、アセット・マネージャーの裁量によりファンドの運用期間を例えば2年間程度延長できるようにしておく工夫等がなされています。

物件売却の完了後、JS 受託者は、売却代金からローンの弁済を行い、デジタル証券（一般受益者）を保有する投資家に対する最終分配を行います。かかる清算の完了により、JS 信託は終了します⁶。

3. 不動産 ST を巡るその他の動向

(1) セカンダリー市場の進展

セキュリティ・トークンの売買取引を行う私設取引システム「START」が2023年12月25日から運営を開始しています。STARTでは、競争売買方式が採用され、1日2回の各セッションの付け合わせ時刻に板寄せが行われ、取引が成立する仕組みとなっています。現在、STARTで取り扱われている不動産 ST は3銘柄⁷にとどまりますが、今後、取扱銘柄が増加し、不動産 ST のセカンダリー市場がより充実することが期待されます。

また、私設取引システム（PTS）の開設には原則として認可が必要であるところ、取引規模が限定的な場合には、認可を必要とせず、第一種金融商品取引業の登録により運営可能とする金融商品取引法の改正が2024年5月15日に成立しました⁸。今後は、不動産 ST を取り扱う私設取引システム（PTS）の増加も期待できます。

(2) GK-TK スキームの活用状況

前述のとおり、現状、不動産 ST の主流は JS 信託スキームであるものの、GK-TK スキームを活用する動きもみられ、特に、産業競争力強化法に基づく債権譲渡の通知等に係る特例の認定を受けたシステムを利用した取り組みが注目されます。かかる認定を受けたシステムを利用すれば、システム上の通知等のみで第三者対抗要件を具備することが可能となり（つまり、確定日付ある証書が不要）、GK-TK スキームの課題のうち、第三者対抗要件の具備に係る課題が解消されることになります。現状、プロ向け私募商品のみではありますが、実際に産業競争力強化法の認定を受けたシステムを利用した GK-TK スキームの不動産 ST 商品も提供が開始されており⁹、

⁶ 不動産（信託受益権）の売買においては、物件売却の完了後も、一定の期間、買主との間で債権債務が残る場合もありますが、不動産 ST の実務では、かかる残債権債務は精算受益者に承継させることを想定しています。なお、委託者 SPC は、JS 信託の組成後すぐに解散・清算することが多く、精算受益権は、実務上は、アセット・マネージャーやスポンサーに譲渡されています。

⁷ 大阪デジタルエクスチェンジ株式会社のウェブサイト：https://www.odx.co.jp/st/ja/securities_info/securities_list/

⁸ 金融庁のウェブサイト：<https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/index.html>

⁹ デジタル証券準備株式会社のウェブサイト：<https://digitalsecurities.jp/>

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

今後の更なる進展が注目されます。

Ⅲ. 信託型不動産小口化商品

信託型不動産小口化商品とは、不動産を裏付けとした信託の受益権を小口化し、投資家に販売する商品をいいます。近時、六本木ヒルズ森タワーや GINZA SIX の一部がこの類型の商品として販売されたこともあり、特に注目を集めている不動産小口化商品の一つといえます。

信託型不動産小口化商品は、信託を利用する点で JS 信託スキームの不動産 ST と似ているようにも思われますが、主に中小企業の経営者や個人富裕層の資産運用や資産承継（相続）のニーズをターゲットとした商品となっており、不動産 ST と比較すると、以下のような特徴が挙げられます。

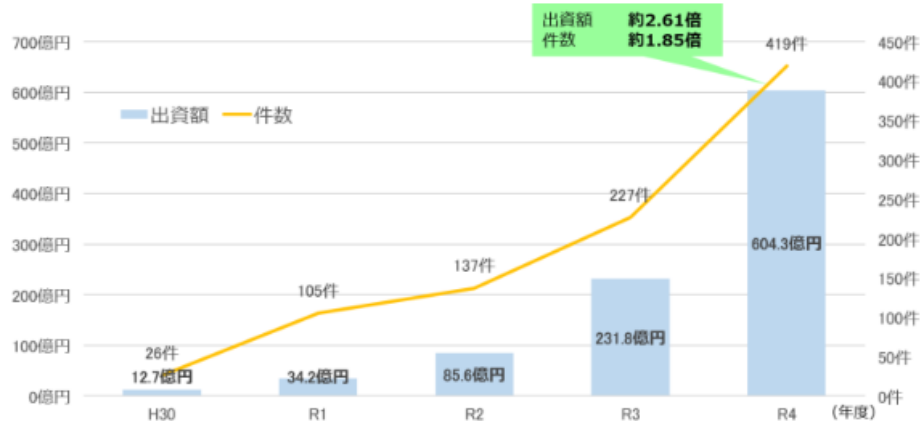
	信託型不動産小口化商品	不動産 ST (JS 信託スキーム)
販売される権利	受益権	トークン化された受益権 (受益証券不発行)
金商法上の取り扱い	二項有価証券	一項有価証券
税法上の取り扱い	不動産所得	配当所得
信託の類型	(一般的な) 信託	受益証券発行信託
信託財産	(主に) 不動産	(主に) 不動産信託受益権
1口あたりの金額	1,000 万円以上	10 万円～100 万円程度
取得勧誘の方法	私募	公募
流動性	高くはない(受託者の承諾を得た個別譲渡は可能)	(仕組み上) 高い
信託の期間	長期	5～10 年程度

Ⅳ. 不動産クラウドファンディング

インターネット上で不動産を裏付けとした権利への投資を募る商品を、一般に不動産クラウドファンディングといいます。このうち、不動産特定共同事業法（以下「不特法」といいます。）に基づいて行われるものを不特法クラウドファンディングといい、次頁の図のとおり件数・出資額を伸ばしている状況です。

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

(参考) 不動産特定共同事業法に基づく不動産クラウドファンディングの件数・出資額の推移



(出典) 国土交通省のウェブサイト

不特法クラウドファンディングにはいくつかタイプがありますが、実務上最も多く利用されているのは、事業者が自らインターネット上で投資家を勧誘し、自らのバランスシート上で投資家から受け入れた匿名組合出資金を用いて不動産を取得し、運用する類型（いわゆる第1号事業スキーム）です。この類型の不特法クラウドファンディングを行うには、事業者は「電子取引業務」を行う前提で「第1号事業」（不特法2条4項1号の事業）に係る許可を受ける必要があります。

不特法クラウドファンディングの更なる活用促進に向けて、国土交通省は、2023年9月に「クラウドファンディングを活用した不動産特定共同事業に係る実務手引書」¹⁰（以下「実務手引書」といいます。）を公表しています。不特法クラウドファンディングを検討・実施する事業者は、実務手引書の内容も参考に、業務管理体制の整備等を進めていくことが重要となります。

V. おわりに

本稿で紹介した不動産小口化商品以外にも、ここ最近では、別荘を共有持分の形態により小口化して販売する商品等も注目されています。不動産小口化商品の開発・提供にあたっては、関連する法令が多岐に渡る場合もあり、法的・税務的な観点から慎重な検証が必要となりますが、従来は個人投資家による投資が難しかった規模やタイプの不動産まで投資対象を広げることができる点で不動産小口化商品は魅力的といえ、今後も更なる発展が期待されます。

¹⁰ <https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/const/content/001633203.pdf>

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

セミナー情報

- セミナー 『第 5406 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「事業性融資の推進等に関する法律」と「企業価値担保権」の要諦－立案当事者が 2 時間で押さえておくべきポイントを解説します－』
開催日時 2024 年 8 月 28 日（水）9:30～11:30
講師 飯島 隆博、高倉 佑介
主催 株式会社 FN コミュニケーションズ
- セミナー 『企業価値担保権・事業性融資推進法の解説～立案当事者による新たな法律・担保制度の解説～』
開催日時 2024 年 9 月 12 日（木）10:00～12:00
講師 飯島 隆博、高倉 佑介
主催 株式会社金融財務研究会
- セミナー 『データセンターの関連法務と契約事項・交渉上の留意点』
開催日時 2024 年 10 月 2 日（水）13:30～17:00
講師 蓮本 哲
主催 総合ユニコム株式会社

文献情報

- 論文 「Chambers Global Practice Guides Real Estate 2024 - Japan Chapter」
掲載誌 Chambers Global Practice Guides Real Estate 2024
著者 小澤 絵里子、蓮本 哲、佐藤 喬洋、内津 冬樹（共著）
- 論文 「Lexology In-Depth: Lending and Secured Finance Edition 10 - Japan Chapter」
掲載誌 Lexology In-Depth: Lending and Secured Finance Edition 10
著者 青山 大樹、松田 悠希、高石 脩平（共著）
- 論文 「Chambers Global Practice Guides Construction Law 2024 - Japan Chapter」
掲載誌 Chambers Global Practice Guides Construction Law 2024
著者 蓮本 哲、内津 冬樹、田中 洋比古、富永 勇樹（共著）

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

- 論文 「事業性融資の推進等に関する法律の概要（上）—企業価値担保権を中心に」
- 掲載誌 NBL No.1270
- 著者 飯島 隆博（共著）

NEWS

- 【重要】当事務所または当事務所の弁護士・スタッフ名を騙った詐欺にご注意ください

当事務所を騙り著作権侵害通知に関するメールを送信している事例や、出会い系詐欺などの被害相談を受けると宣伝するウェブサイトが確認されました。当事務所は、このようなメールやウェブサイトは一切関係がございません。メールやウェブサイト記載の連絡先に連絡することのないようお願い申し上げます。

また、当事務所の弁護士名を騙り被害弁償をする等の電話やメール、SNS のメッセージを送っている事例が確認されました。当事務所は、このような事件には一切関係がございません。

当事務所または当事務所の弁護士・スタッフ名を名乗る者からのお心当たりのない連絡を受けた場合は、すぐには応じず、相手の身元を十分にご確認ください。また、併せて下記連絡先までお知らせくださいますようお願い申し上げます。

なお、当事務所の弁護士が、連絡を差上げた事案について、当事務所の他の弁護士・秘書・スタッフ、他のオフィスなどには連絡しないように伝えることはありません。

そのようなことを伝えられた場合は、基本的に詐欺であるご理解下さい。

森・濱田松本法律事務所

Tel: 03-5220-1800（総合案内）（9 時 00 分～17 時 00 分）

E-mail: mhm_info@mhm-global.com