

# 新たな成長への道筋をつけるために

2010年11月8日

社団法人不動産証券化協会

# 目次

---

1. 現状認識
2. あるべき姿
3. 国民的コンセンサスの欠如
4. 必要な意識改革
5. 必要な具体策(例)
6. 不動産証券化スキームにかかる改善点(例)

# 現状認識

1. Jリート、不動産私募ファンドのエクイティ型の不動産証券化商品は、新しく導入された市場型間接金融の仕組み(集団投資スキーム)のなかでは、ほとんど唯一の成功した投資商品である。現在の市場規模は約22兆円程度。
2. 成功要因は、(1)不動産の家賃収入から生じるキャッシュフローは安定していること、(2)不動産・銀行・証券などの関係業界が、業種の壁を超え結束して取り組み、新しい産業セクター(不動産投資運用業)を形成したことにある。金融は「不動産の浮揚力」として作用し、本来の役割を果たした。
3. しかし、世界金融危機による信用収縮で、不動産投資運用業の中核である不動産アセットマネジメント会社の倒産が相次いだ。これにより、都市再開発プロジェクトの出口が失われ、都市の更新もスローダウンしている。

# あるべき姿

1. 不動産投資運用業が、すでに稼働している賃貸不動産やインフラ施設が生み出す安定したキャッシュフローを、つぎつぎと投資商品の形で製造し、投資家に販売する。
2. これにより、個人、年金、ゆうちょ、かんぽ等、国内に滞留している投資資金が、投資商品を媒介に不動産やインフラ施設に供給される。投資家は、都市再生の支え手としての役割を担うとともに、安定したキャッシュフローを享受する。
3. デベロッパーには、稼働不動産・インフラ施設の投資商品化により、新たな開発に取り組む資金的余裕が生まれる。同時に、都市開発の規制緩和がなされることで、より高いリスク負担が可能な資金の供給も行われ、再開発プロジェクトが活発化する。新たに創られた不動産やインフラ施設は、新たな投資商品の原資産になる。
4. 上記のような好循環が生じることで、不動産・インフラ施設を原資産とする投資商品がさらに大量かつ多様に発行され、その果実を広く国民が分かち合う。
5. 東京をはじめとする大都市が、耐震性能が高く、よりエネルギー効率の高い環境都市に進化する。
6. この結果、東京は、アジア統括拠点として高い国際競争力を有することになり、期待収益率が高まるため、国内のみならず、海外からの投資資金も流入する。

# 国民的コンセンサスの欠如

「日本経済を成長させるためには、不動産投資市場の活性化が不可欠である。」との国民的コンセンサスが、未だ欠如しているのではないか？

コンセンサスの欠如がもたらしているものは？

- (1) 東京の長期的な成長戦略の不在。グローバルシティとしては地盤沈下。
- (2) 日本の金融業の具体的な成長プランの不在。
- (3) Jリート市場の停滞。リーマンショックからの回復に立ち遅れ。
- (4) 年金等の投資資金の性格(長期・安定運用を志向)が正しく理解されていない。「不動産投資運用業の役割は長期・安定運用にマッチした投資商品を提供すること」との理解も進まない。デベロッパーと不動産投資運用業の共生モデルに対する正しい理解が不十分。
- (5) 投資関連の制度設計に関して、一貫した思想が不在。国際水準との比較において制度格差も。
- (6) 国内長期資金(公的年金、企業年金、かんぽ、ゆうちょ)の不動産・インフラ投資への参入の遅れ。

# 必要な意識改革

## 1. 都市再生の国是化

✓ 大都市圏戦略の策定、特区制度の活用

## 2. 不動産投資運用業の役割の再評価

✓ 金融立国の視点からの競争力の強化への取組み

## 3. 不動産・インフラへの資金供給に係る発想の転換

✓ 資金の出し手の多様化

✓ 金融立国にふさわしい舞台装置や道具の整備

➤ 実効性の高い具体的な改革をパッケージ化して、次々とすみやかに実行して欲しい。

# 必要な具体策(例)

	海外事例
(1) リート市場の成長促進策	米国、豪州、シンガポール等における、リート信用収縮への対抗策 ⇒ファイナンス手法の多様化、一定の内部留保の確保等により、柔軟な財務戦略をとることが可能。
(2) 年金制度における分散投資の確保	米国エリサ法、豪州スーパーアニュエーションインダストリー法による合理的な分散投資の要請 ⇒投資理論に基づく運用(分散投資・プルーデントな運用に関する説明責任、善管注意義務)が、制度の中に組み入れられており、事実上不動産投資が必須となっている。
(3) 安定性の高い投資ビークル制度	米国のLPS・LLC、英・仏のリート ⇒投資先進国では、パススルービークルとして、安定性の高いスキームが存在しており、柔軟性やコスト面の優位性が市場の発展に寄与。
(4) PPP/PFIに民間資金を呼び込む制度の整備	英・豪におけるPFI、韓国PPI法 ⇒国策として、不動産証券化スキームを活用し、民間資金によるインフラ整備を図る仕組みが導入されている。(コンセッション方式等)
(5) 国策的な投資主体の確立	GIC(シンガポール)、CIC(中国)、国民年金公団(韓国) ⇒巨大かつ積極的な運用を行う投資主体があることで、これに対してサービスを提供する投資サービス業の集積や機能の高度化を促す効果がある。

# 不動産証券化スキームにかかる改善点(例)

- 投信法(J-REIT)
  - ✓ 投資法人における「減資」制度の導入
- 資産流動化法(TMK)
  - ✓ TMKスキームの利便性の向上を図るための措置
    - ・建設予定建物と敷地を特定資産とする業務開始届出
    - ・特定資産の譲受けの契約要件緩和
- 不動産特定共同事業法
  - ✓ 倒産隔離型のスキームの創設
- 不動産証券化スキーム関連税制
  - ✓ 投資法人及び資産流動化法上のSPC等に対する登録免許税の軽減措置の延長
  - ✓ 投資法人及び資産流動化法上のSPC等の不動産取得の際に設けられている不動産取得税の軽減措置の延長
  - ✓ 投資法人の導管性要件における投資口の国内募集割合を50%超とする要件の明確化
  - ✓ 投資法人及び資産流動化法上のSPC等の税務と会計との取扱いの差異に基因する税負担を防止する手法の導入
  - ✓ 投資法人及び資産流動化法上のSPC等の一定程度の内部留保を可能とするための積立金の損金算入措置等の導入

新たな成長への道筋をつけるために

【参考資料編】

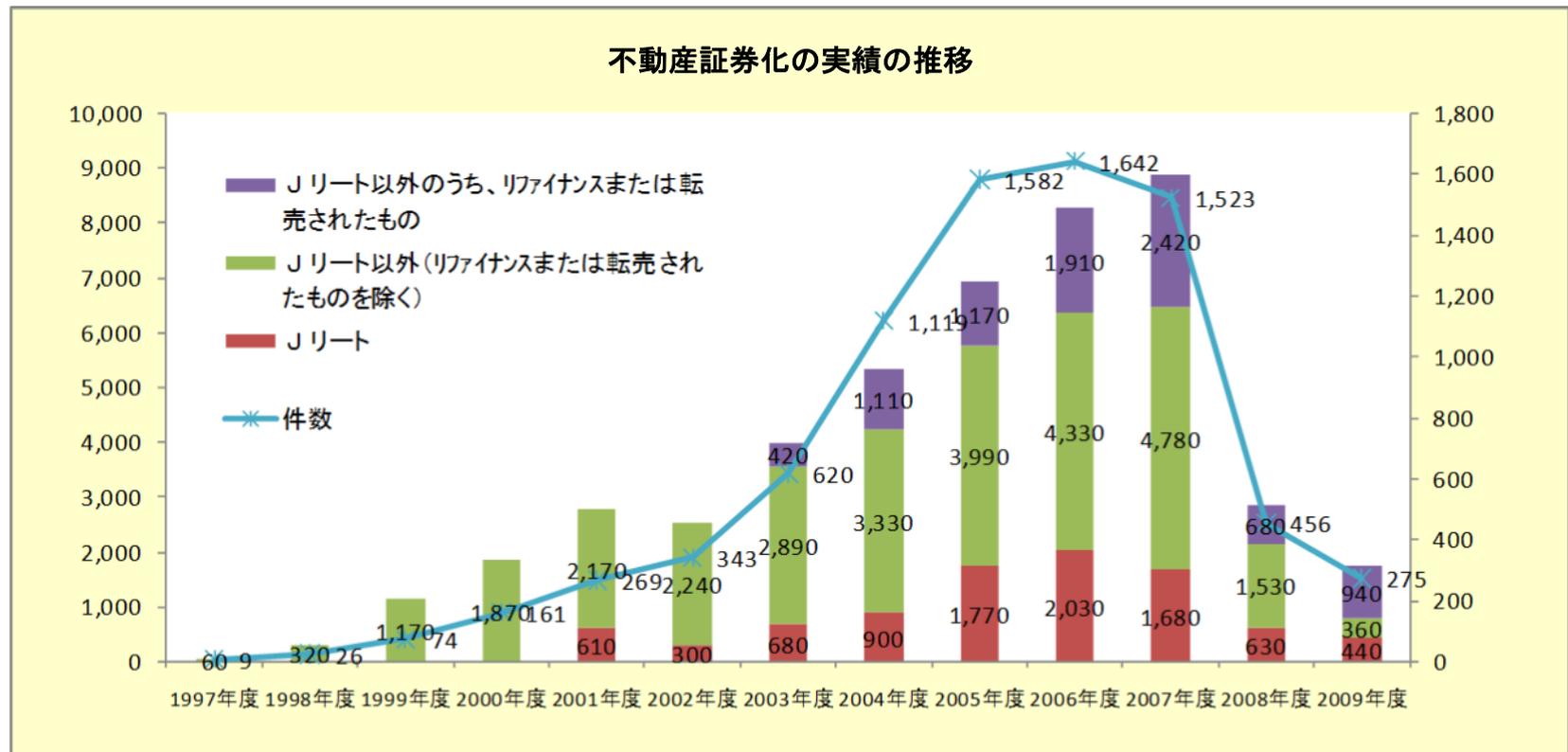
2010年11月8日

社団法人不動産証券化協会

# 現状認識①

## ●不動産証券化の実績推移

- ✓ 2003年度以降、2007年度に至るまで証券化市場の規模は一貫して前年を上回るペースで増加
- ✓ 一方、2008年度に証券化された資産額は約2.8兆円と前年度(約8.9兆円)の3分の1以下に減少
- ✓ 2009年度も引き続き減少。特に新規(リファイナンス等以外)の減少が顕著



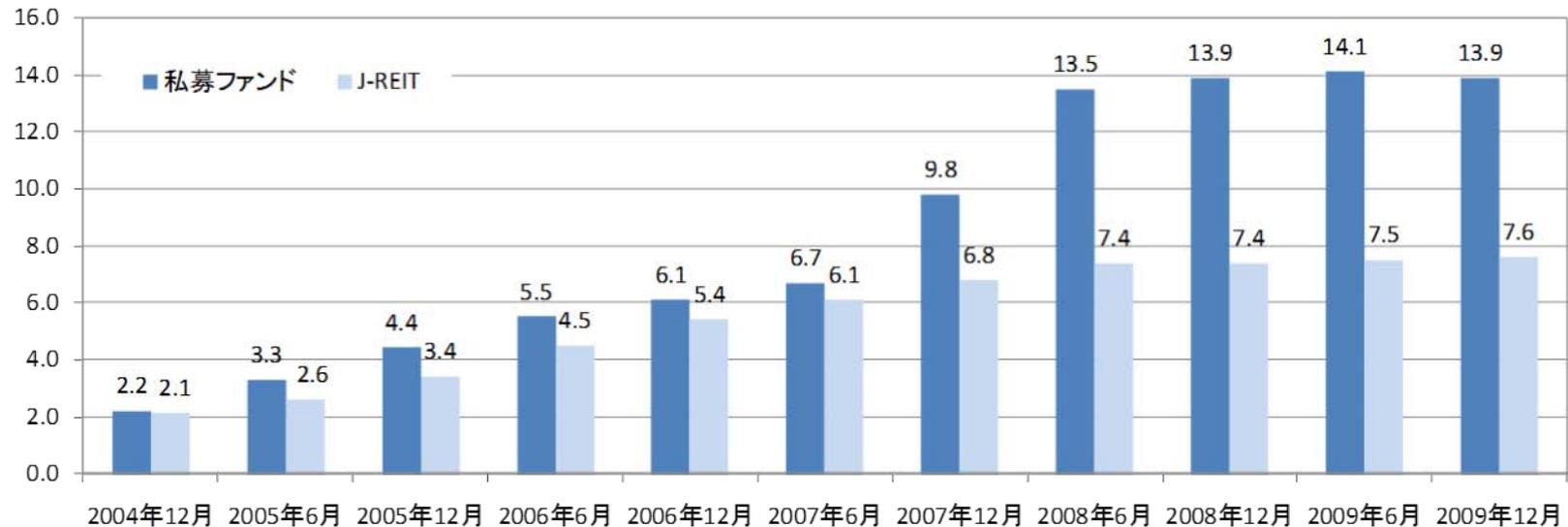
※ 国土交通省「不動産の証券化実態調査」に基づきARES作成

# 現状認識②

## ●市場規模推移

- ✓ J-REIT市場の成長とともに、不動産私募ファンドの市場規模も急激に成長
- ✓ 直近1年間(2008年6月以降)は、ほぼ横ばいで推移  
(ストックベースで規模が縮小している訳ではないが、成長が止まった状態)

■私募ファンドとJ-REITの市場規模推移(運用資産額ベース)



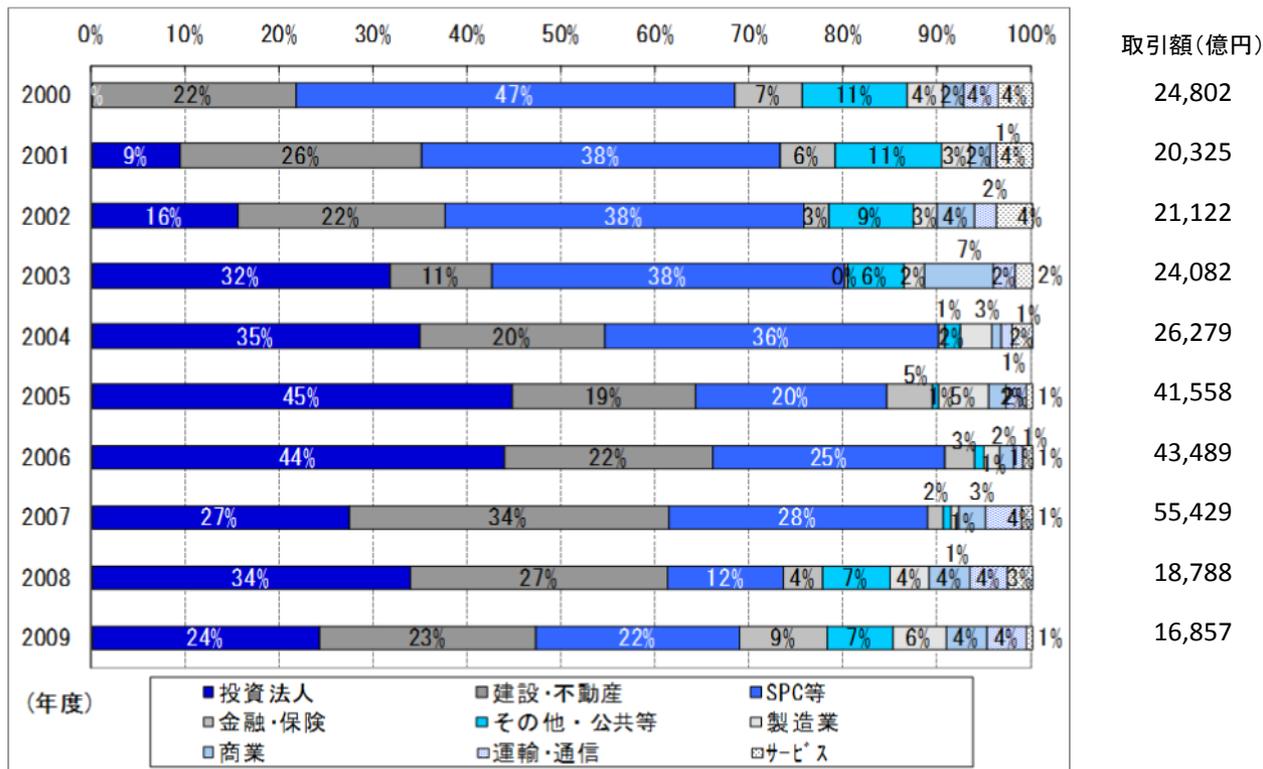
※(株)住信基礎研究所開示資料に基づきARES作成

# 現状認識③

## ●不動産証券化にともなう不動産取引の動向

- ✓ J-REITは、物件の取得・保有主体としての役割を担い、2006年頃まで拡大
- ✓ 物件価格の上昇による取得難、及び、その後の資金調達環境の変化により、やや比率を低下させているが、依然として一定の役割を担っている。

買主業種別取得額割合の推移(系列企業からの取得は除く)



※(株)都市未来総合研究所開示資料に基づきARES作成

# 現状認識④

## ●不動産投資運用業の成長とその頓挫

- ✓ 2008年のリーマンショック前後の時期を中心に、不動産投資運用業において、東証一部上場企業を含む多くの倒産が発生。
- ✓ これらの企業は、バブル崩壊以降に、創業、若しくは、ビジネスモデルを転換し、新たな産業を担ってきた企業群である。産業構造の転換促進と雇用創出の面においても、不動産投資運用業が一定の役割を果たしてきたが、こうした動きも停滞。

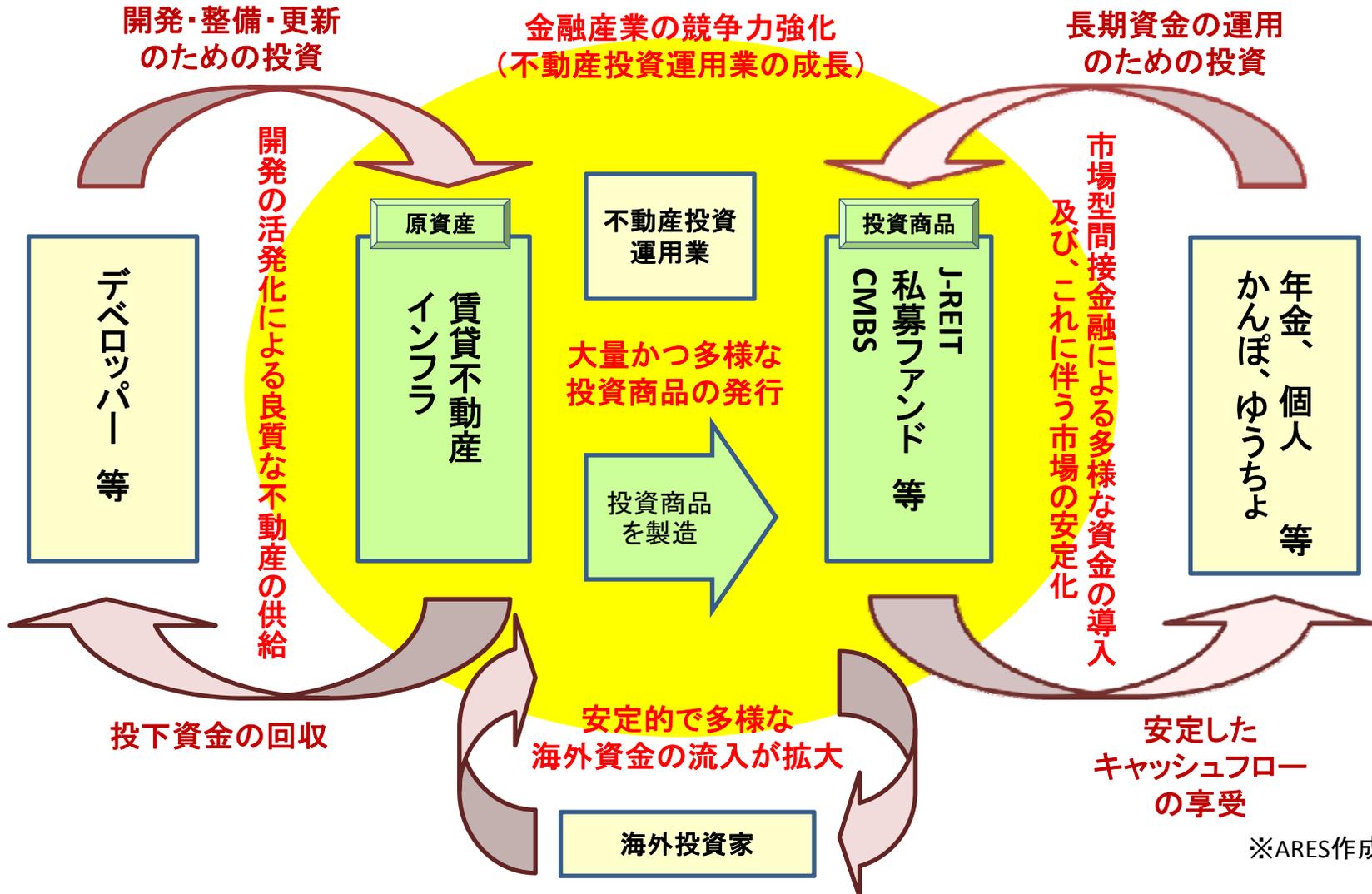
### 不動産投資運用業の倒産の事例

会社名	設立	資本金 (M)	売上高又は営業利益	上場市場	倒産状況		業種
					年月	態様	
レイコフ	H11.8.14	2,166	585百万円(H18年8月期)	ヘラクレス	H20.3.21	民事再生法の適用を申請	不動産投資ファンド
グローバンス	H15.3	35	1,443百万円(18年3月期)	非上場	H20.5.26	民事再生法の適用を申請	不動産投資ファンド
ダイトー住販	H11.1	350	24,505百万円(18年3月期)	非上場	H20.7.15	民事再生法の適用を申請	不動産開発・販売
ゼファー	H6.2.21	13,385	90,263百万円(18年3月期)	東証一部	H20.7.18	民事再生法の適用を申請	不動産投資ファンド
マツヤハウジング	S51.4.1	1,497	2,335百万円(19年3月期)	非上場	H20.7.29	民事再生法の適用を申請	マンションデベロッパー
アーバンコーホレイション	H2.5	18,496	48,969百万円(18年3月期)	東証一部	H20.8.13	民事再生法の適用を申請	AM
リプラス	H14.9.3	3,269	123,07百万円(19年3月期)	東証マザーズ	H20.9.24	破産手続きの開始を申立	AM
ニューシティレジデンス投資法人	H16.9.27	85,791	6,252百万円(20年8月期)	東証一部	H20.10.9	民事再生法の適用を申請	投資法人
ディックスクワ	H3.3	35	26,801百万円(20年3月期)	ジャスダック	H20.11.14	民事再生法の適用を申請	マンションデベロッパー
モリト	S58.7	100	115,058百万円(20年3月期)	東証二部	H20.11.18	民事再生法の適用を申請	マンションデベロッパー
フレックインターナショナル	H5.1	570	24,783百万円(19年9月期)	非上場	H20.12.18	民事再生法の適用を申請	AM
グリード	H8.6.11	4,334	42,300百万円(20年5月期)	東証一部	H21.1.9	会社更生法の適用を申請	不動産投資ファンド
東新住建	S51.7.20	637	104,467百万円(19年6月期)	ジャスダック	H21.1.9	民事再生法の適用を申請	建設会社
パシフィック・ホールディングス	H7.4.19	10,041	127,707百万円(20年11月期)	東証一部	H21.3.10	会社更生法の適用を申請	不動産投資ファンド
ジョイント・コーポレーション	H51.9	15,800	99,709百万円(20年3月期)	東証一部	H21.5.30	会社更生法の適用を申請	不動産流動化事業
コマース・アル・イー	S55.6.7	3,182	46,545百万円(20年3月期)	ジャスダック	H22.5.6	民事再生法の適用を申請	不動産投資ファンド

注) 資本金額は倒産時もしくはその直近

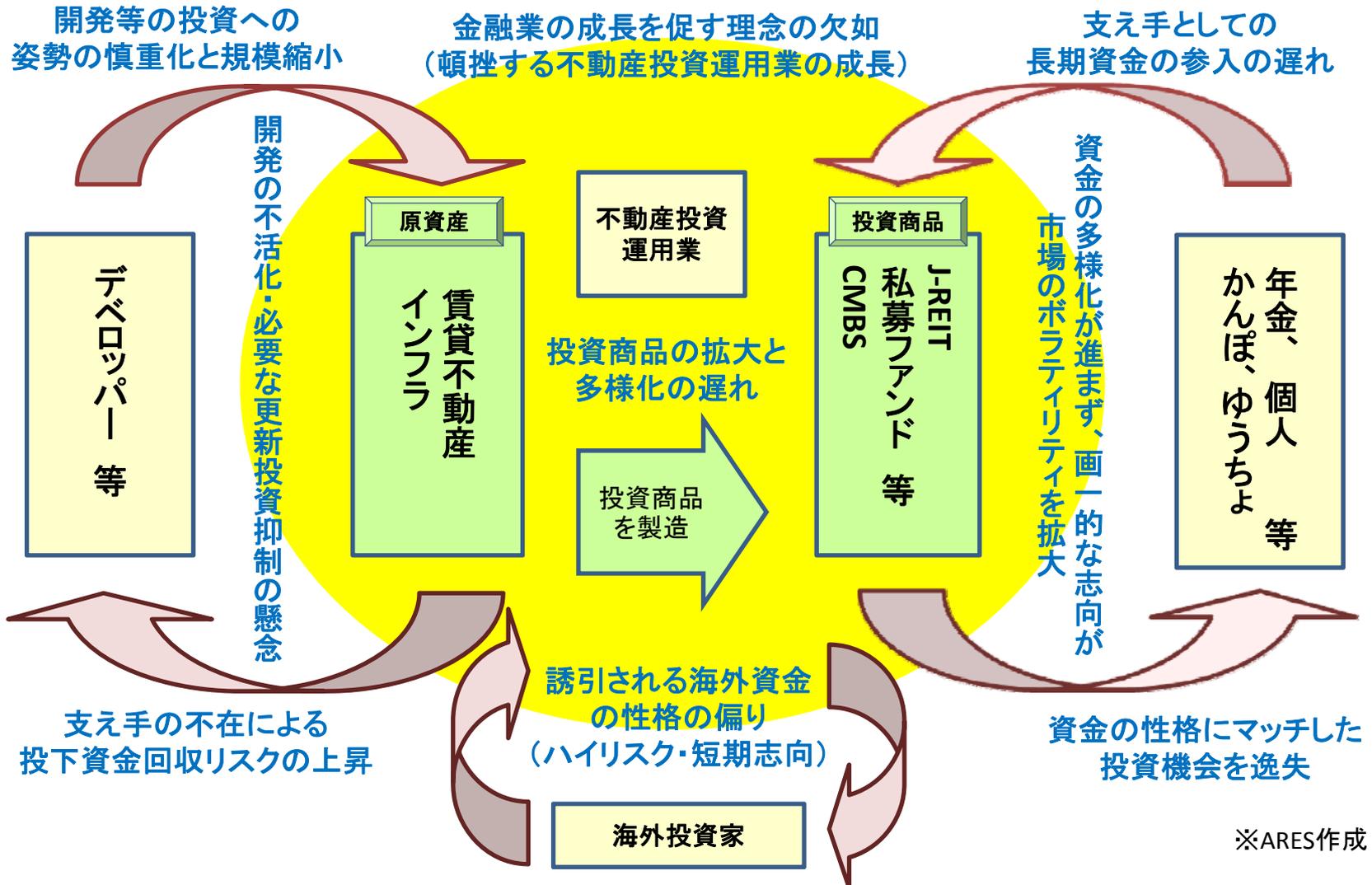
※公表資料よりARES作成

## 高い国際競争力を有し、成長する大都市



# 国民的コンセンサスの欠如①

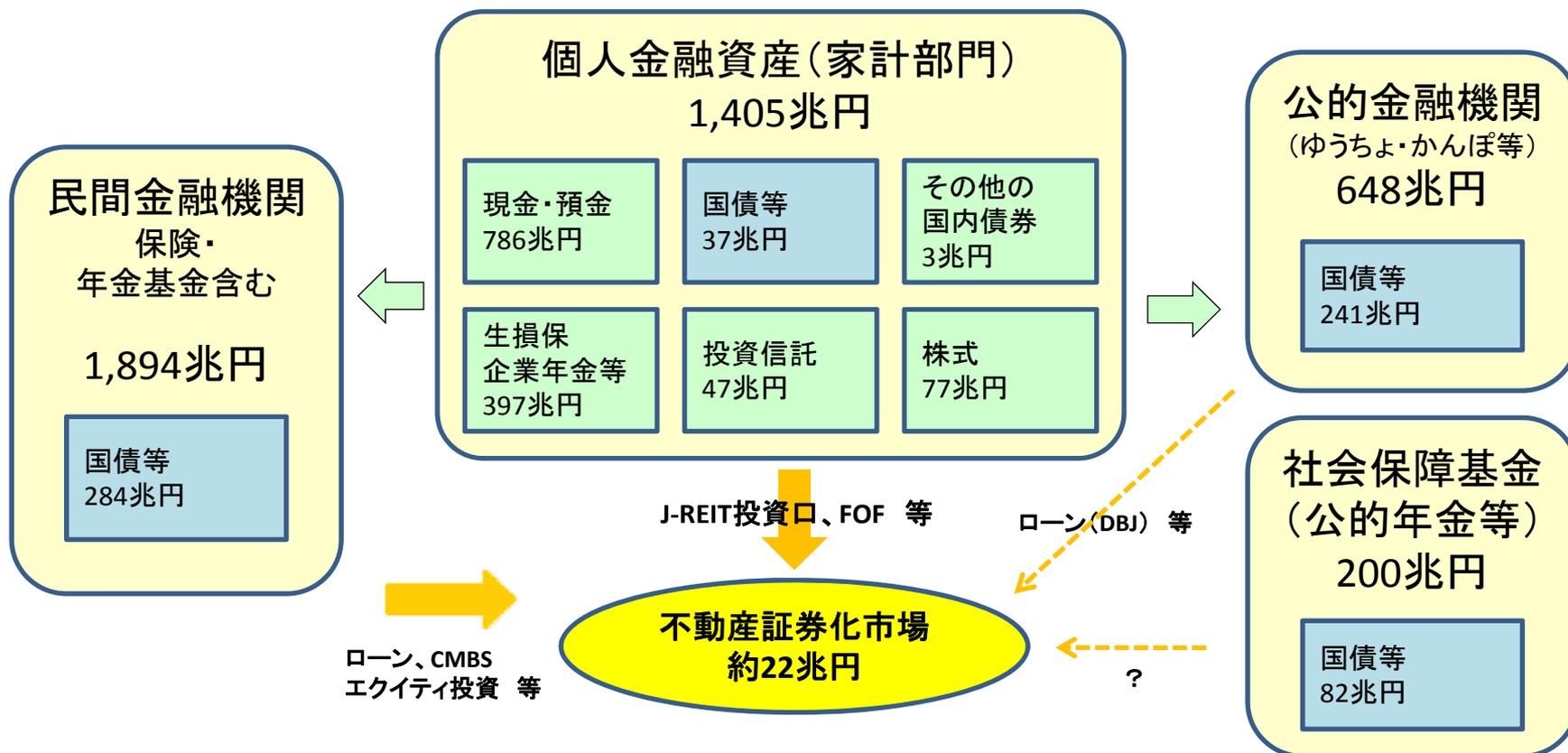
## 大都市の長期的な成長戦略の不在



# 国民的コンセンサスの欠如②

## ●国内滞留資金のゆくえ

- ✓個人金融資産のうち、8割以上は金融機関(保険・年金基金含む)を通じて運用。  
これらの部門では、総額500兆円以上の国債を保有。(国債総額798兆円の約65%)
- ✓公的年金等でも、80兆円以上の国債を保有。(国債総額の約10%)
- ✓金融資産全体の規模と比して、不動産証券化市場の規模は依然として小さい。



※内閣府資料(平成20年度 国民経済計算)、(株)住信基礎研究所資料、等に基づきARES作成

# 国民的コンセンサスの欠如③

## ●長期資金によるエクイティ投資は何故進まないのか

プレイヤー	現状、及び、投資が進みにくい理由
①企業年金	<ul style="list-style-type: none"><li>・大規模基金ではある程度普及してきたが、依然として投資比率は低い。</li><li>・中規模以下では浸透動向に弱さ(資産が多くなければ分散投資の拡大は困難。不動産投資に取り組めるノウハウや人材の不足。)</li></ul>
②公的年金 (GPIF、共済年金)	<ul style="list-style-type: none"><li>・不動産を投資対象資産と位置付けていない。(実質的に制度・政府が投資を制約)</li><li>・(日本の企業年金との比較において)投資対象資産の拡大による運用の向上に対するインセンティブが弱い。</li><li>・(エリサ法等の規制を受ける米国企業年金との比較において)運用者の責務の一環としての分散投資への法的なプレッシャーが弱い。</li></ul>
③生命保険会社	<ul style="list-style-type: none"><li>・慎重な資金であるため、開発等には資金が出にくい傾向はあるが、実物不動産投資は相当程度実施している。</li><li>・スキームを通じた投資(私募ファンド等)は、有価証券投資の一環という位置付けで行っているケースがある。</li></ul>
④個人	<ul style="list-style-type: none"><li>・(直接のアクセスはほぼリートに限られる中で)リートに関する認知度が低迷。</li><li>・ただし、海外リートを含めたFOF投資は昨今かなり人気が高まっており、それらも含めればある程度は浸透しつつある。</li></ul>
⑤外資	<ul style="list-style-type: none"><li>・近年の不動産市場の活性化に一定の役割を果たしていたが、リーマンショック前後の金融不安を機に撤退・縮小。</li><li>・長期資金とは性格が異なるが、多様な資金の導入という観点から重要なプレイヤー。</li></ul>

# 国民的コンセンサスの欠如④

## ● ノンリコースローン (NRL) は何故出ないのか

プレイヤー	現状、及び、投資が進みにくい理由
①メガバンク	<ul style="list-style-type: none"><li>・統合で減少。リスク管理の観点から、NRLの拡大に制約。</li><li>・バーゼルⅢにかかる検討の中で、証券化(特に再証券化)に関するリスクウェイトも高まる。</li></ul>
②地方銀行	<ul style="list-style-type: none"><li>・NRLを手掛けるためのノウハウや人材の不足。</li><li>・一方で、地方経済の弱さから優良な貸出先が少なく、資金の運用に苦慮している状況。</li><li>・J-REIT投資口へのエクイティ投資は比較的活発。</li></ul>
③ゆうちょ	<ul style="list-style-type: none"><li>・制度的にNRLに参入できない。(現状ではノウハウや人材も無い。)</li></ul>
④年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)	<ul style="list-style-type: none"><li>・直接的にはNRLに参入できない。(この点は企業年金等も同様。)</li><li>・したがって、CMBSを通じた投資が考えられるが、現状、原則としてABSを投資対象から除外。(ベンチマークとしてABSを除いたインデックスを利用)</li></ul>
⑤外資	<ul style="list-style-type: none"><li>・市場全体に占めるCMBSの規模はそれほど大きくは無いものの、CMBSレンダーとして一定の役割を果たしていたが、撤退・縮小。</li></ul>

⇒長期資金によるエクイティ投資とNRLに共通の課題として、従来型の金融の仕組みが日本のプレイヤーの投資や融資に対する姿勢や規制に色濃く残っており、市場型間接金融導入の趣旨であった資金の出し手の多様化(間接金融一辺倒(銀行一極集中)の緩和)が実現できていない。また、リスク許容度の高い投資家も育っていない。こうしたことが、必要な資金循環を妨げる原因になっているのではないか。

# 必要な意識改革

＜課題の再確認＞ ※関連するテーマについて、既出のとりまとめ等より抜粋

## ○新成長戦略（2010年6月）

(4) 観光立国・地域活性化戦略

大都市の再生、社会資本ストックの戦略的維持管理等(PFI、PPPの積極的な活用)

(7) 金融戦略

…金融自身も成長産業として発展できるよう、市場や取引所の整備、金融法制の改革等を進め…

…我が国がアジアの金融センターとして大いに関与しつつ、国民の金融資産の運用を可能とする「新金融立国」を目指し…

## ○国土交通省政策集2010（2010年6月）

PPP/PFIの推進、大都市の国際競争力の強化、不動産投資市場の活性化

## ○年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会 中間とりまとめ（2010年6月）

＜検討会で出された主な意見＞

- ・諸外国における運用手法については、株式・債券以外にも、不動産商品等は一般的に見られるが、最近ではインフレ対応資産としてインフラ投資が目立ってきている。
- ・インフレヘッジという観点からは、株式や不動産など、価値の裏付けがある「リアル」なものに投資することが必要であり、また、オルタナティブ投資は、債券とも株式とも連動しない、本当の意味でのリスク分散として行うことが考えられる。
- ・仮にリスクがあまり取れないとすると、株式に変わる新たなミドルリスク・ミドルリターン資産を探し、運用する必要がある。例えば、不動産、インフラファンド、低格付け社債等が検討される必要がある。

## ○成長戦略としての大都市の再生・地域活性化に関する提言（2010年4月）【ARES】

・長期資金(年金等)の導入

年金等の長期資金に不動産投資市場への参加を促し、市場の拡大を促進

・不動産証券化スキームの安定性の向上

市場の信認を高めるため、スキームの安定性を向上させる下記の仕組等を研究し、長期的に実現

・不動産証券化を活用したインフラ施設等の整備の促進(PPP/PFI等)

PFI事業によるインフラ施設等の整備に不動産証券化スキームを活用可能にする制度改正

# 必要な具体策(例)

- ✓ 日本の金融市場や活用できる道具に、国際的に見て劣後する部分が存在
- ✓ 金融立国を目指す上での産業育成、あるいは、海外投資の導入の観点において一貫した思想が不在していることにより、投資関連の諸制度が十分な効果を発揮できていないのではないか。

	海外事例
(1) リート市場の成長促進策	米国、豪州、シンガポール等における、リート信用収縮への対抗策 ⇒ファイナンス手法の多様化、一定の内部留保の確保等により、柔軟な財務戦略をとることが可能。
(2) 年金制度における分散投資の確保	米国エリサ法、豪州スーパーアニュエーションインダストリー法による合理的な分散投資の要請 ⇒投資理論に基づく運用(分散投資・プルーデントな運用に関する説明責任、善管注意義務)が、制度の中に組み入れられており、事実上不動産投資が必須となっている。
(3) 安定性の高い投資ビークル制度	米国のLPS・LLC、英・仏のリート ⇒投資先進国では、パススルービークルとして、安定性の高いスキームが存在しており、柔軟性やコスト面の優位性が市場の発展に寄与。
(4) PPP/PFIに民間資金を呼び込む制度の整備	英・豪におけるPFI、韓国PPI法 ⇒国策として、不動産証券化スキームを活用し、民間資金によるインフラ整備を図る仕組みが導入されている。(コンセッション方式等)
(5) 国策的な投資主体の確立	GIC(シンガポール)、CIC(中国)、国民年金公団(韓国) ⇒巨大かつ積極的な運用を行う投資主体があることで、これに対してサービスを提供する投資サービス業の集積や機能の高度化を促す効果がある。