

# 不動産投資市場戦略会議報告書

平成 22 年 12 月  
不動産投資市場戦略会議

# 不動産投資市場戦略会議報告書 目次

○委員名簿	1
○報告書（概要）	2
○報告書（本文）	5
1. わが国の「不動産と金融」の課題と不動産投資市場戦略会議の位置づけ	
（1）不動産と金融の課題	
（2）不動産投資市場戦略会議の位置づけ	
2. 不動産と金融市場の現状	
（1）不動産市場と不動産証券化市場の規模	
（2）不動産市場と金融市場	
（3）デフレマインドからの脱却	
3. 不動産と金融市場の課題そして対応策	
（1）デット市場の課題と対応策	
（2）Jリート市場の課題と対応策	
（3）私募ファンドの課題と対応策	
（4）不動産市場固有の課題と対応策	
（5）税・会計上の課題と対応策	
（6）不動産投資市場と金融の循環システムの課題と対応策	
（7）その他の課題への対応	
<b>別紙</b> 施策のイメージ	28
<b>参考資料1</b> 関連データ	35
<b>参考資料2</b> 不動産投資市場戦略会議におけるヒアリング関係者のご意見（要旨）	39

# 委員名簿

## 不動産投資市場戦略会議 委員名簿

座長	田村幸太郎	牛島総合法律事務所 弁護士
座長代理	赤井 厚雄	モルガン・スタンレー MUFG 証券(株) マネージングディレクター
委員	植松 丘	東京海上不動産投資顧問(株) 代表取締役兼執行役員社長
同	川口有一郎	早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授
同	杉本 茂	さくら総合事務所代表 公認会計士・税理士・不動産鑑定士
同	田形 敏己	(株)三井住友銀行 執行役員

# 報告書(概要)

## 不動産投資市場戦略会議報告書について(概要)

世界でも最大級の金融資産と不動産ストックを有する我が国において、不動産投資市場が、金融危機以降の状況を脱却し、「不動産と金融」を適正に結び付ける機能を構築できるよう(「Win-Win」の関係構築)、政策・業界・市場の縦割りを超えた議論を行い、その成果について、官民の関係者が一体となって取り組むべき戦略(グランドデザイン)として提言を行うもの。

### 不動産と金融市場をとりまく課題と対応策

【現状】 Jリートや私募ファンドの形で証券化されている資産は、約 33 兆円(不動産資産:約 2,286 兆円、収益不動産:少なくとも約 99 兆円)。

【対応】 不動産の再生や有効利用に活用でき、不動産・金融両市場の活性化を通じて国民の豊かさに貢献できる不動産投資市場として整備するため、対応策を検討すべき。

#### 1. デット市場の課題

- 不動産価格の上昇期に貸出姿勢が緩み、下落期には抑制されている。
- ノンリコースローン等の出し手が特定の主要銀行に大きく依存している。
- 従来は他業種に分類されていた「不動産を有するSPC向けの与信」が、「不動産業」に計上されている(不動産向け融資の形式的増加)。

##### <対応策>

- 不動産・金融当局による健全な市場発展へのコミットメントの発信
- 公的機関の関与による長期のデット商品の検討(フラット10)
- 金融機関における不動産証券化向け融資の業種区分の詳細化 等

#### 2. Jリートの課題

- Jリートの長期の資金需要と銀行等の融資期間にミスマッチが生じている。
- 資金調達手法が制約され、リファイナンスリスクへの対応が困難である。

##### <対応策>

- 資金調達手法の多様化(転換社債の発行、自己投資口の取得等)
- 内部留保の拡充 等

### 3. 私募ファンドの課題(Jリート以外の不動産証券化の仕組み)

- 投資適格不動産が市場に十分流通していない。
- 既存不適格不動産、地方の住居系不動産など、収益が安定しているにもかかわらず受け手がなく、証券化が停滞している。

#### <対応策>

- 不動産特定共同事業法への倒産隔離の仕組みの導入
- 不動産の開発・再生案件における資産流動化法の使い勝手の向上

### 4. 不動産市場固有の課題

- 国内外の投資家の投資判断に必要な不動産取引情報が不足している。
- 賃貸借契約の期間が2～3年と短く、キャッシュフローが不安定。
- 不動産鑑定評価の充実が必要。

#### <対応策>

- 不動産投資市場の透明性向上の観点から不動産取引情報の提供やインデックスの整備を推進
- テナントにインセンティブが働く定期借家契約の検討
- 鑑定評価手法の改善、地価公示に係る情報提供の充実

### 5. 税・会計上の課題（投資ビークルの税制・会計的安定性）

#### <対応策>

- 税制・会計制度改正の影響を受けにくいビークル制度の確立
- Jリート投資口の圧縮記帳制度(日本版アップリート)の創設の検討

### 6. 不動産投資市場と金融の循環システムの課題(取組の縦割りの改善)

#### <対応策>

- 国土交通省(不動産行政)と金融庁(金融行政)の検討の場の設置

### 7. その他の課題への対応策

- 年金資金等の導入(公的年金等へのトップセールス)
- 海外からの投資の促進(Jリート投資口の国内募集要件の明確化)

**＜別紙＞ 具体的な施策のイメージ（※報告書の別紙参照）**

- ①長期的な資金供給策の検討（銀行融資の業種区分の詳細化等）
- ②不動産の再生に向けた新たな証券化手法の創設（不特法の改正）
- ③投資用不動産に関する取引報告制度の創設
- ④テナントにインセンティブが働く長期定期借家契約のあり方検討
- ⑤日本版アップリート制度の創設（米国の UP-REIT 等に相応する制度）
- ⑥公的年金等の投資促進（関係機関へのトップセールス等）
- ⑦国土交通省・金融庁による検討会の開催

# 報告書(本文)

# 不動産投資市場戦略会議報告書

## 1. わが国の「不動産と金融」の課題と不動産投資市場戦略会議の位置づけ

### (1) 不動産と金融の課題

不動産投資市場は、本来わが国最大の資産市場である不動産市場と内外金融市場を適正につなぐ「場」として、わが国の経済社会において大きな役割を果たすことを期待されている。

不動産投資市場が、金融危機以降の状況から脱却し、「不動産と金融」を適正に結び付けてその本来の役割を果たすことで、民間資金を効率的に活用し、戦後・高度成長期を通じて今日までに蓄積されてきた官民の不動産ストックの更新を支え、その集合体としての都市の再生を通じて、わが国の未来に向けての国内産業構造の転換とアジアの成長を取り込む試みを側面から支援し、住生活環境の向上を図るなど「新成長戦略」を支える様々な取り組みが可能となる。そのことは一方で、1,400兆円ともいわれる国民の金融資産に対する安定的な投資機会を提供することで、国内金融産業に活力を与えることとなるとともに、国民生活の豊かさを生み出す源泉ともなるべきものである。

しかしながら、わが国の不動産投資市場は、市場参加者の努力によりその導入期から約10年の間にゼロから大きく成長したとはいえ、その規模においては金融市場・不動産市場のいかなる基準に照らしても十分な水準に達したとはいえ、「不動産と金融の融合」という掛け声が繰り返し唱えられる一方で、足踏みが続いている。これまでの数々の「市場対策」も「支援策」をこえた「成長戦略」に結びつくものとなりえていない。そしてそれは、2,300兆円の不動産ストックを有するわが国の様々な可能性を生かして、不動産業や金融業が成長していく上での多くの課題に対応できる広がりや奥行きを備えたものとなっていない。

不動産と金融は、いずれも国民経済のほとんどすべてと言ってもよい広範な分野と密接に結びついており、わが国経済における両者の関係は「相互に依存する双子の兄弟」とも呼ぶべきものである。平時において企業金融や個人金融の多くは直接間接に担保としての不動産の価値に依拠し、他方で不動産や都市の価値を維持し、機能を更新するためには金融が不可欠であることはいうまでもない。不動産の新陳代謝にとって金融は血液のようなものであり、これを欠いては都市の競争力は維持出来ず、不動産や都市は経済にとっての「重荷」になりかねない。さらに、不動産価格の急激な下落は金融システムの不安定要因ともなる。

これらの不動産と金融の関係が、わが国経済の高度成長期、バブル期、その後20年に及んだ経済の低迷期を通じ、国民の間で明確に認識されることはなかった。それは、高度成長期・バブル期においては、コーポレート・ファイナンスを通じた間接金融システムにより、不動産に対する短期資金の切れ目の無い供給があり、過去20年の経済低迷期においては景気対策として不動産流動化のための支援策が行われ

たからであり、同時にそれはバブル経済とその崩壊、公的債務の増加に結びついた。

わが国は今、いわば突如として、高度成長期からバブル期にかけて蓄積された官民の都市インフラなどの老朽化への対応、人口動態の変化にともなう都市のコンパクト化への要請、アジアの新興諸国の台頭をはじめとする新たな国際経済環境に対応するための都市機能更新等のニーズに直面させられているのであり、一方で金融システムにおける長期資金の媒介機能は低下し、それへの対応にはこれまでのような支援策を講ずることができない厳しい財政事情の制約の下にある。

他方で、その間に蓄積された国民の金融資産はこれまでにない巨額なものになり、銀行の預貸差額は平成 22 年（2010 年）10 月時点で 145 兆円に上る。長きにわたる低金利環境下で年金等の慢性的な運用難が叫ばれるなど、国民の有する金融資産の有効な活用がこれまでになく大きな課題となっている。また、わが国を支える都市型情報産業としての金融産業の国際競争力を強化する観点から、世界から資本を呼び込むことができる体制作りに取り組むことが喫緊の課題となっており、不動産市場の活性化に加え、金融市場の活性化に向けて、不動産投資市場が果たすべき役割には大きなものがあると言える。これらの課題を解決することにより、「成長戦略」を推進する取り組みが求められている。

## （2）不動産投資市場戦略会議の位置づけ

「不動産投資市場戦略会議」は、平成 22 年（2010 年）11 月に、上記の問題意識のもと、国土交通大臣の私的諮問機関として設置された。これまでの 10 回に及ぶ集中的な議論の中で、幅広い関係者からのヒアリング等も踏まえつつ、官民における取り組み課題と対応方策について、「デットとエクイティ」、「短期資金と中長期資金」、「国内資金と海外資金」等のアングルから重要な資金媒介経路としての不動産投資市場を総点検するとともに、併せて証券化手法や税務会計上の課題などを検討し、わが国不動産投資市場のビジョンと必要な政策対応について、戦略会議として独立した提案のとりまとめを行った。検討にあたっては、従来の「政策分野・業界の縦割り領域」にこだわらず、「不動産と金融」を結び付ける「場」としての機能の強化を念頭に議論を行った。

世界でも最大級の金融資産と不動産ストック市場を抱えるわが国が、それらを十分に活用して、不動産投資市場がその本来の役割を発揮するための戦略を持つことは重要であり、今こそ、わが国経済の活力を引き出すことができ、内外の金融システムとしっかり結びついた「信頼に足るシステム」として不動産投資市場を再構築することが求められている。本報告が、常に変化する市場環境への対応力を備えた、「不動産投資市場のグランドデザイン」として、不動産投資市場における様々な取り組みの骨太な指針となるとともに、官民・内外を問わず幅広い関係者において、不動産投資市場を通じた民間資金の活用によるわが国の都市再生・地域活性化の意義、不動産と金融の新たな「Win-Win」の関係構築に向けての取り組みの重要性についての認識共有の基点となることを強く期待する。

## 2. 不動産と金融市場の現状

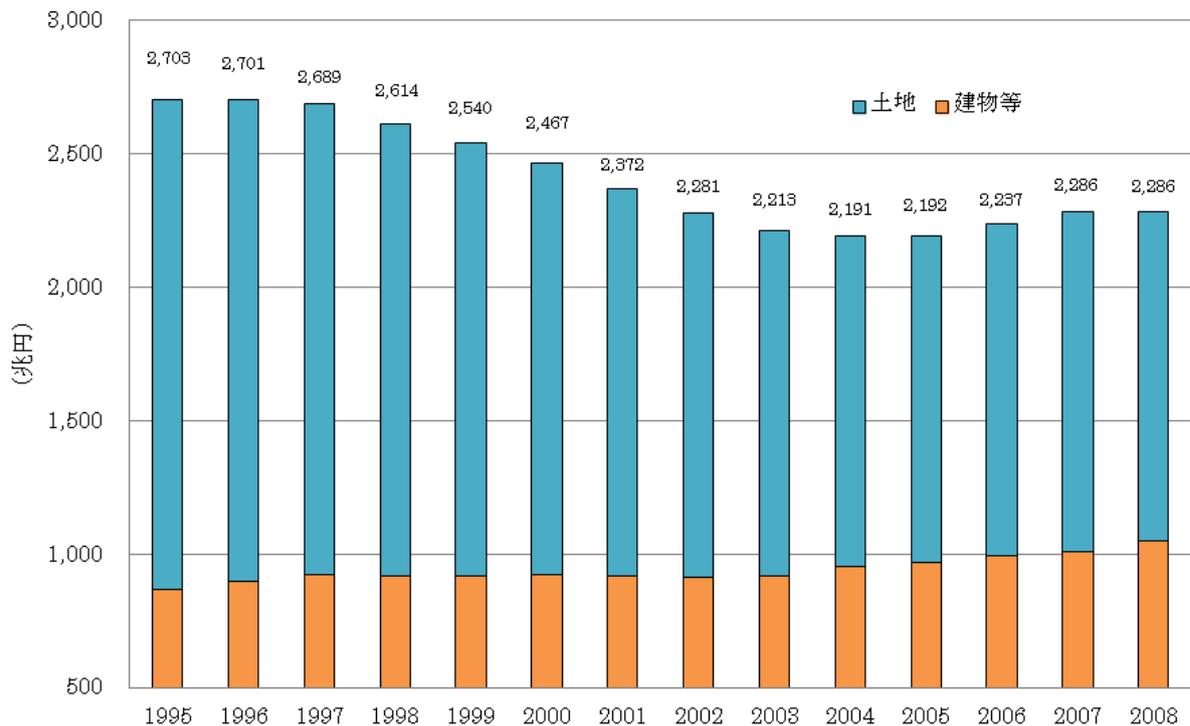
### (1) 不動産市場と不動産証券化市場の規模

わが国の不動産資産は不動産証券化に関する制度が本格的に整備された平成 12 年（2000 年）末時点で 2,500 兆円の規模を有していたが、全国的な地価下落の影響を受けて減少し、平成 20 年（2008 年）末時点の約 2,300 兆円の規模にまで縮小している（【図 1】参照）。これに対し、証券化された不動産資産の額をみると、平成 9 年（1997 年）当時 616 億円程度で始まったものが平成 21 年度（2009 年度）までのフローの累計で 46.7 兆円に達している（国土交通省「平成 21 年度不動産証券化の実態調査」より）。その累計は、資金の調達方法によって、①Jリートによるもの（上記平成 21 年度（2009 年度）、累計額 9 兆円。以下同じ。）、②特定目的会社（TMK）によるもの（11.4 兆円）、③GK-TKスキームとって通常の合同会社（GK）を利用して匿名組合（TK）出資の方式で資金調達をするもの（24.3 兆円）と、④不動産特定共同事業法上の匿名組合出資方式等によるもの（1.9 兆円）の 4 つの代表的タイプに分かれている（【図 2】参照）。

このような証券化の進展により、不動産証券化資産のストック額は、平成 12 年（2000 年）時に約 1 兆 5 千億円程度にすぎなかったものが、平成 20 年（2008 年）時には約 33 兆円に拡大してきていると見込まれる。しかしながら、わが国の約 2,300 兆円と見込まれる不動産資産額の規模や、少なくとも約 99 兆円と見込まれる賃貸収益をもたらす収益不動産の規模に比べると、未だに不十分なものとなっている。

そこで、次に、不動産証券化を支える金融サイドからどのような形で資金が流れているかを見てみよう。

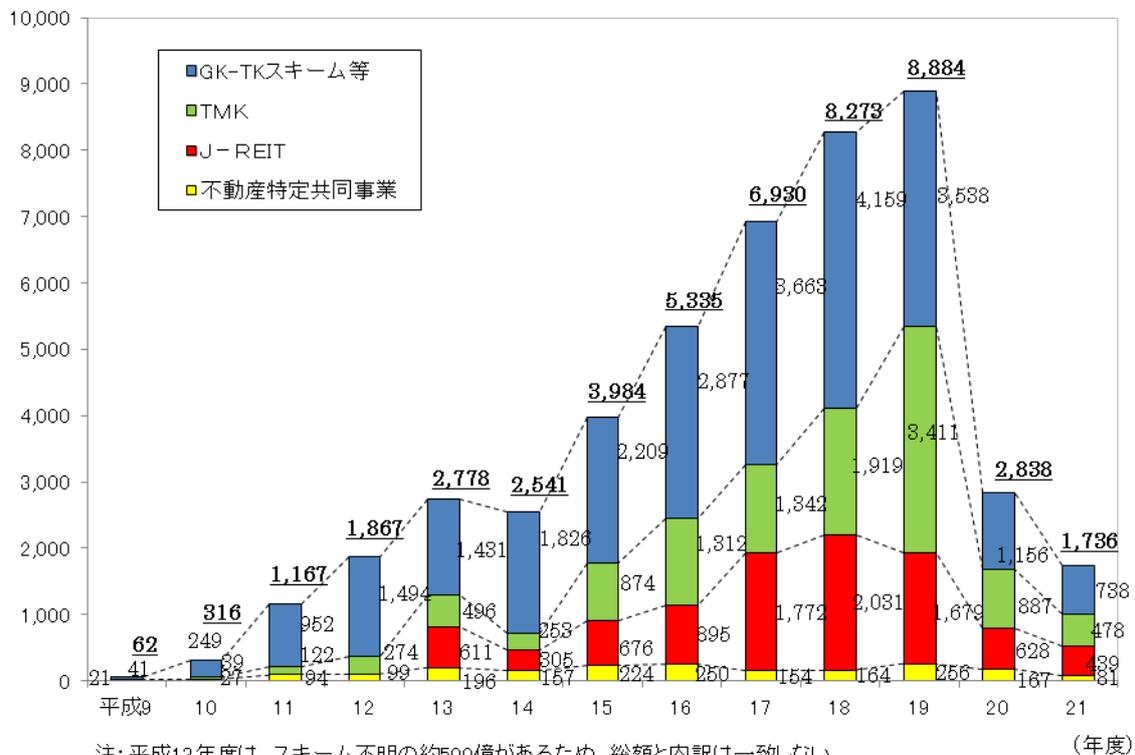
【図1】 わが国の不動産資産額の推移



出典：内閣府「国民経済計算」

【図2】 不動産証券化の実績の推移

資産額 (10億円)



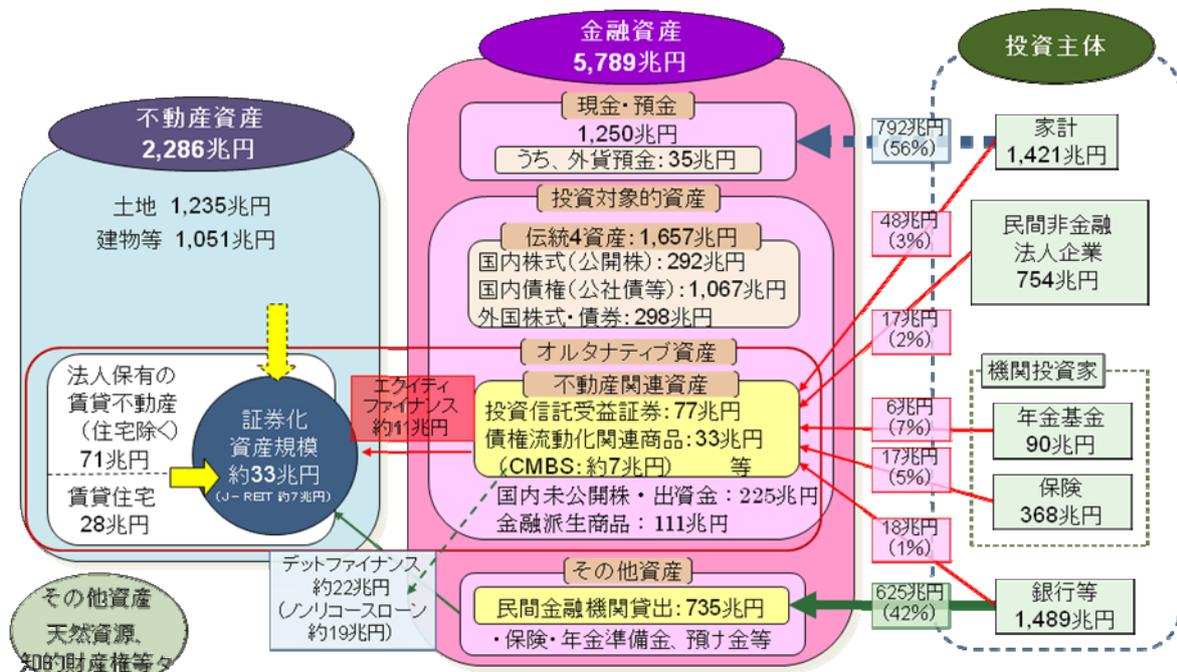
注：平成13年度は、スキーム不明の約500億があるため、総額と内訳は一致しない。

出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」

## (2) 不動産市場と金融市場

平成 20 年（2008 年）において、証券化資産約 33 兆円のファイナンスは、エクイティ資金が 11 兆円、デット資金が 22 兆円と見込まれ、金融資産総額 5,789 兆円と比較すると 1%にも満たない。金融資産のうち、不動産関連資産と考えられる投資信託受益証券は 77 兆円、債券流動化関連商品は 33 兆円となっているが、債権流動化関連商品のうち、CMB S は約 7 兆円程度と考えられる。また、ノンリコースローンについても約 19 兆円と金融機関の貸出額に占める割合は小さい。投資主体別に見ても、不動産関連資産への投資は数%程度にとどまっている。このように、不動産投資市場の規模は、不動産資産規模に比して過小であるだけでなく、金融資産規模に比しても不十分であると言える（【図 3】参照）。

【図 3】わが国の不動産・金融資産と不動産投資市場の概況（平成 20 年（2008 年））



※ 不動産: 『国民経済計算』、国土交通省『土地総合調査』、『不動産証券化中央調査会調査』、総務省『住宅・土地統計調査』、日本銀行『金融機関統計』、証券協会『証券の中央集約調査』貸付保持資料に基づき作成

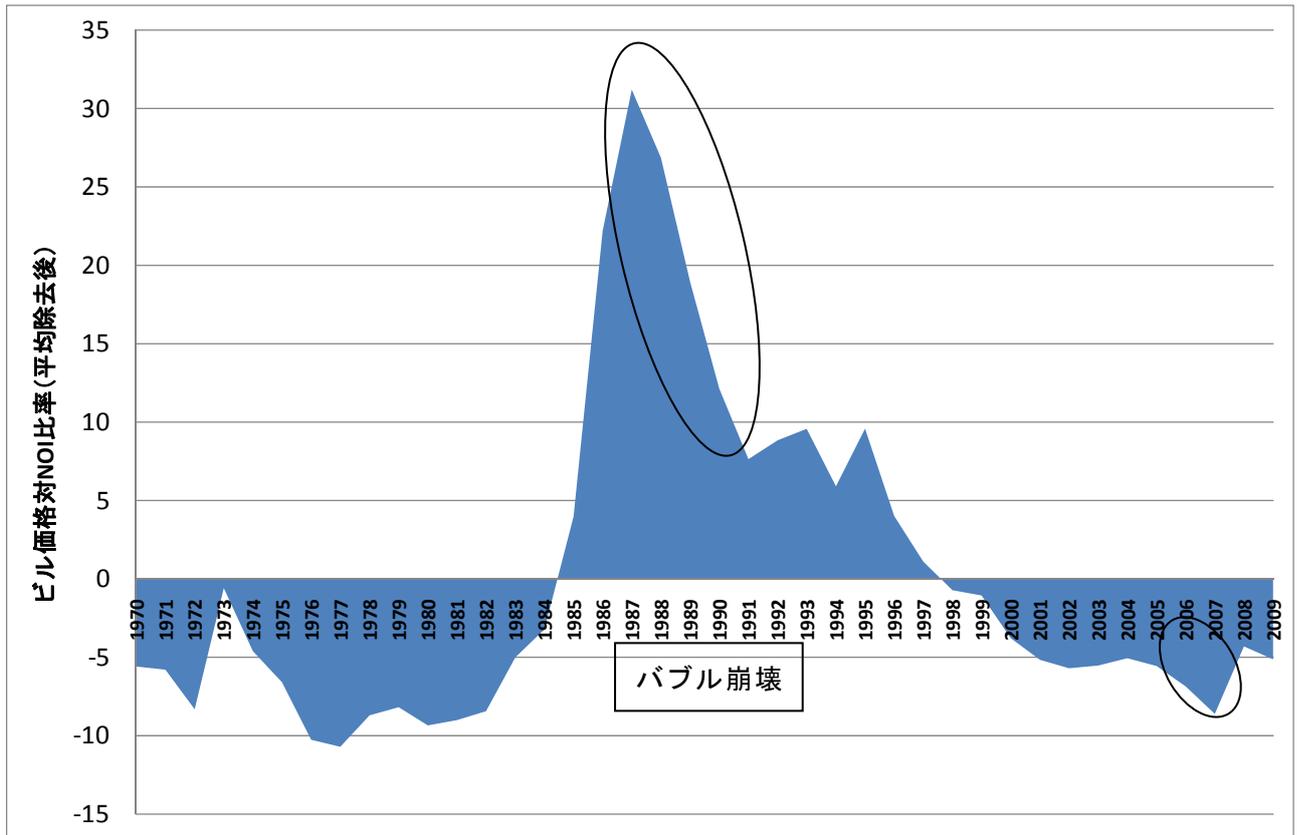
## (3) デフレマインドからの脱却

わが国の GDP の 20% を構成する金融と不動産がデフレマインドから脱却を図る契機を作り出すことは日本経済にとって極めて重要な課題である。例えば、リーマンショック直前（平成 16 年（2004 年）～平成 19 年（2007 年））に東京都心部の投資用不動産市場において「不動産ファンド・バブル」や「ミニバブル」が生じたという認識を持っている人は少なくない。しかしながら、従来その真偽について十分な検証が行われてきたとは言えない。

【図 4】は東京都心 3 区のオフィスビルの賃貸純収益（Net Operating Income,

NOI) に対するビルの価格の比率からその平均を差し引いた値の推移 (昭和 45 年 (1970 年) ~平成 21 年 (2009 年)) を示すものである。ここで示されているように、平成 16 年 (2004 年) ~平成 19 年 (2007 年) における価格対 NOI 比率の推移は 70 年代の第一次・第二次石油ショック後のパターンと類似している。少なくとも昭和 60 年 (1985 年) ~平成 2 年 (1990 年) のバブル期のパターンとは全く異なっているといえる。

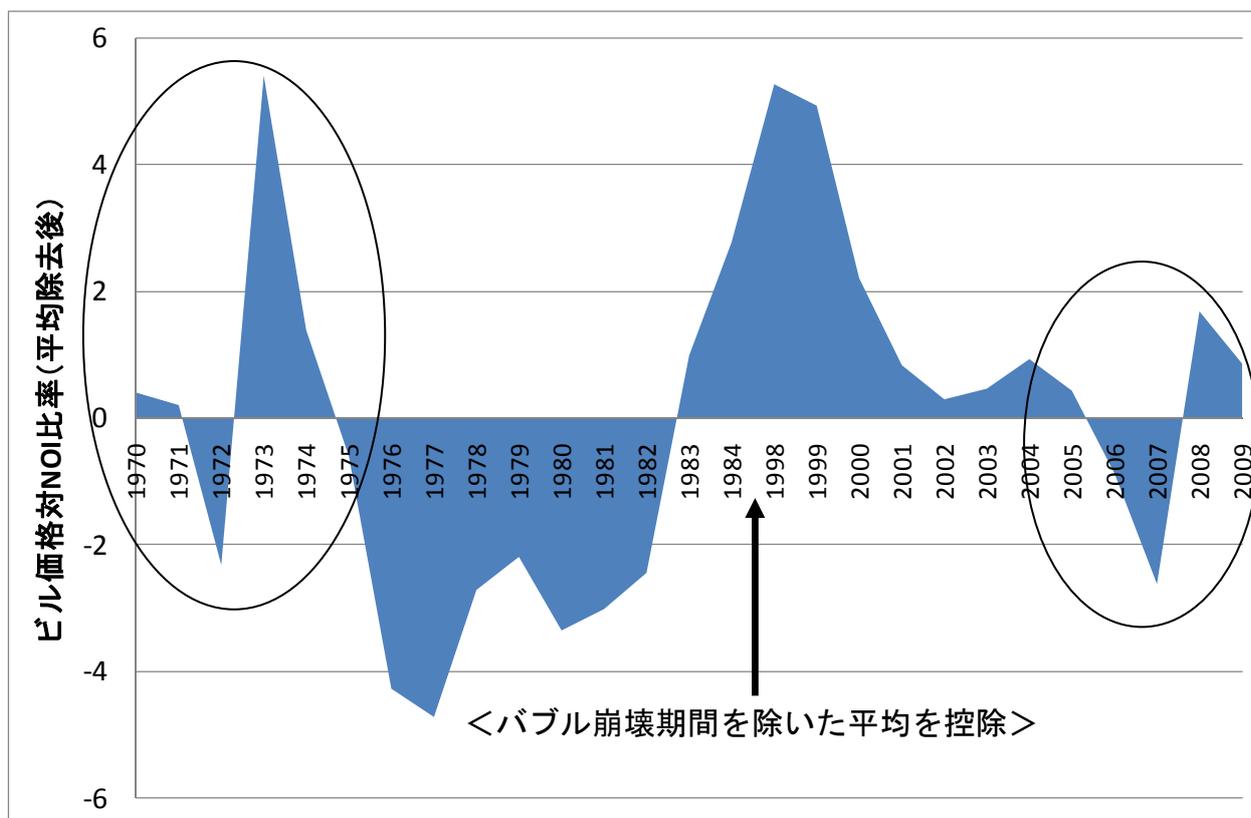
【図 4】 オフィスビル価格対賃貸純収入比率 (1970 年~2009 年)



このグラフは東京都心 3 区のオフィスビルの NOI に対する価格の比率からその平均 (29.9) を差し引いた値である ((株) シービーリチャードエリス社と三菱 UFJ 信託銀行のマクベス・オフィス投資指数から川口委員計算)

また、80 年代後半のバブル、90 年代のその崩壊の期間 (昭和 60 年 (1985 年) ~平成 9 年 (1997 年)) を除いてみても、【図 5】に示されるように、平成 16 年 (2004 年) ~平成 21 年 (2009 年) のビル価格対 NOI 比率 (当該期間の平均除去後) の変動パターン (プラス→マイナス→プラス) は昭和 45 年 (1970 年) ~昭和 50 年 (1975 年) のそれと類似のパターンを示している。この期間においては、ビルの価格の上昇がそのファンダメンタルズ (NOI) の成長に比べて著しく大きい (バブルが存在した) とは言えないことがわかる。

【図5】 オフィスビル価格対賃貸純収入比率（1970年～2009年（ただし、1985年～1997年を除く））



このグラフは1970年～2009年（1985年～1997年を除く）の東京都心3区のオフィスビルのNOIに対する価格の比率からその平均（23.9）を差し引いた値である（（株）シービーリチャードエリス社と三菱UFJ信託銀行のマクベス・オフィス投資指数から川口委員計算）

特に、平成17年（2005年）～平成19年（2007年）には、昭和46年（1971年）～昭和47年（1972年）と同様に、ビルの価格の成長がそのファンダメンタルズ（NOI）の成長についていけなかった。多くの人々がミニバブルと誤解するほどの価格上昇をみせたが、これを上回るNOIの増加があったということがわかる。このことから、この期間にビルの投資市場はデフレから一時的に脱却しマイルドなインフレーションのステージに入ったと考えるのが自然であろう。

少子高齢化や潜在成長率の低下などから、日本がデフレマインドから脱却することが難しい状況の中で、一時的とは言え平成17年（2005年）～平成19年（2007年）に不動産投資市場がデフレから脱却できたことはある意味で望ましいことであった。それにもかかわらず、過去20年にわたってネガティブに働いてきたマインドセットはこれを不動産バブルと誤認し、80年代の再発防止策としての金融規制がとられた可能性がある。結果として、せっかく育ちつつあったリスクマネー供給プロセスの芽が摘まれた感は否めない。そのため、グローバルには不動産投資のためのリスクマネー供給が回復する中であっても、日本だけがこの点において立ち遅れている状況に置かれている。

### 3. 不動産と金融市場の課題そして対応策

#### (1) デット市場の課題と対応策

サブプライム問題・リーマンショックをきっかけとする世界的な金融収縮と金融システムの機能不全は、比較的シンプルな証券化の実績しかないわが国には無縁だと思われたが、投資家による市場からのリスクマネーの引き上げはわが国でも現実のものとなった。不動産投資ビークルへのデットファイナンス提供手段である不動産ノンリコースローン・CMBS・Jリート向けローン・Jリート投資法人債について、それぞれのリファイナンス問題が発生し、大きな課題として認識された。

このリファイナンス問題については、わが国の不動産市場の大きさを考えるとデット市場における資金の出し手のすそ野を広げてデットのボリューム拡大を図ることが喫緊の課題である。これは、地方において駅前ビルなど十分収益を生んでいる物件に対してノンリコースローンが提供されにくいなど、地域経済が直面する課題の背景にもなっている。不動産証券化市場や不動産投資市場の健全な成長が、国民経済の観点からも重要であり、それを支える血液循環とも言えるデット市場の質をともなった量的拡大が必要であるという明確な認識を持つ必要がある。

#### ① プロシクリカル性の問題

デット市場の問題をより詳細に検討すると、まず、不動産価格の上昇期に貸出姿勢が緩むことによって価格上昇を加速させ、価格の下落期においては貸出が圧縮気味になることによって、不動産価格の振幅が拡大される傾向がある。これに対応し、市場のプロシクリカル性（過剰に動きを増幅させる性質）を抑制する行動を当事者や市場関係者がとっていく必要があり、市場参加者のそうした動きを支える規制・制度の枠組み整備が求められる。

具体的には、健全な不動産投資市場の発展および金融市場の国際競争力強化の観点からも、不動産および金融当局は不動産市場およびそれを支える金融市場をよくモニタリングし、関連する政府部門が一体となって健全な市場発展に貢献することにコミットする姿勢を明確に打ち出す必要がある。

#### ② 貸し手の多様性の問題

ノンリコースローンを中心としたデットの出し手は、これまで特定の主要銀行に集中しており、広がりが不足している。比較的低位なLTV（負債比率）のJリートですら有利子負債総計に対する割合は、主要銀行が中心となっており、地域金融機関による参加はローンで5%程度、投資法人債の投資規模でも16%程度に留まっている。

CMBSや投資法人債といった債券が、大手銀行や一部の外資系プレーヤーにとどまらず幅広い投資家に支持される市場形成を目指すべきである。加えて、債券形態にこだわらないシンジケーションローンの広がりや、生損保・年金などの

運用機関の新規参入や投資拡大を進める必要がある。

上記の点については、地域金融機関によるノンリコースローン提供能力の向上に向けての支援策、TMKに対するデット資金を提供することができる税法上の機関投資家の範囲拡大と届出手続きの通年対応化などの規制面での柔軟化に向けての取り組みや、メザニンローンの安定的な供給のための民間都市開発推進機構等の活用、Jリートによる一定の条件を満たす不動産デットやCMBSの取得を検討し（モーゲージリート）、不動産の分野におけるデットとエクイティの結びつきによる、システムの強化を進めることなどが検討されるべきである。

CMBSおよび投資法人債については、それらの発行市場の再生成長支援のために日銀の買取対象債券に一定の条件を満たす「CMBSおよび投資法人債」債券まで含めることが可能となるよう、それに相応しい市場の形成を進める必要がある。かかる政策で幅広い市場参加者の安心感を醸成できれば、地域金融機関を含めより幅広いデット投資家の新規参入や再参入も期待できる。

### ③不動産投資市場における保有資産と資金調達の間隔の問題

本来、不動産は長期投資対象である（長期間の収益を見込んでいる）にもかかわらず、現状市場において提供されている銀行を中心としたローンは、2年から3年のものが多く、長くても5年程度である。永続的な投資ビークルであるJリートについて見ても、その加重平均借入期間が3年未満に留まる状況は、健全とは言えない。わが国のCMBSについても、投資期間が短いと当初より指摘されている。このように、本来の借り手のニーズがある長期資金の出し手の参入が不足していることが課題である。

デットの期間の長期化については、住宅ローンのフラット35の証券化を参考事例とし、資本市場におけるベンチマーク（指標）銘柄となる公的な機関関与による長期のデット商品（フラット10）の検討を行うことで、長期投資家の目線に立った商品提供を行い、長期投資家による投資を促進する環境整備を進めることが必要である。

### ④資産金融の考え方の徹底

倒産隔離されているビークルに対するファイナンスであるにもかかわらず、運用会社の株主等を過度に評価するコーポレートリンクの見方が多く、これがアセットファイナンス市場としての不動産ノンリコースローン市場の健全な成長を阻害している側面もある。Jリートについても同様に、AM会社のスポンサーリンクといった捉え方がされていることには同様の現状があり、賃貸不動産保有上場企業とJリートが並存していることから、それぞれに対するファイナンスをどう捉えるかといった課題も指摘されうる。

加えて、不動産証券化市場の発展の結果、CRE戦略の一環として事業法人等からオフバランス化された不動産を有するSPC（従来であれば他業種に分類さ

れていた資産を有する)向けの与信などが、分類として「不動産業」に振り替わっていることが見過ごされているのではないかという指摘がある。従来のコーポレート・ファイナンスとしての不動産業向け貸出の枠組みのなかで不動産証券化ファイナンスを取り扱い、かつ不動産業向けの与信について従来の不動産業と同じ枠内とするような考え方を個々の金融機関や金融当局が今後も維持するのであれば、本来の不動産業以外の幅広い他業種資産を組み入れていくことによる不動産証券化市場の成長には自ずから限界があると言わざるを得ない。

これについては、たとえば、オフバランス化された不動産を有するSPCに対する金融機関の業種区分やリスク管理の見直し(「投資不動産ファイナンス」等の新しい分類の設定、業種与信の上限の見直し、収益不動産の価格下落に対するリスク管理の合理化 等)を進めることが個々の金融機関の検討課題であり、それらを促す規制・制度の環境整備が求められる。

※参考資料1：CMBS発行額の推移  
不動産業の融資の状況

## (2) Jリート市場の課題と対応策

平成13年(2001年)9月に投資信託及び投資法人に関する法律(「投信法」)に基づく投資法人の投資口が東京証券取引所に上場され、日本における不動産投資信託制度(Jリート)がスタートした。Jリートは、取引の透明性が高いため不動産市場における先行指標の役割をもち、多くの規制業者が関与するため(投資運用会社、証券会社、証券取引所、融資金融機関、信託会社等)、開示される情報に対する信頼感があり、不動産投資市場で大きな存在感を有するようになった。このようにJリートは資本市場と不動産投資市場を結び付ける不動産証券化の理念的な姿であり、金融と不動産の融合を前提とするものである。しかし、わが国ではミドルリスク・ミドルリターンに適合する投資家、つまり、個人や年金投資家を含む幅広い投資家に有用な不動産投資商品を提供するとともに、不動産市場に安定した資金が注入され、不動産の流動化、不動産開発、都市機能の発展に資するという目的からは十分に機能していないという指摘がなされている。

平成19年(2007年)5月末には投資口価格の時価総額が6.8兆円まで拡大したが、リーマンショック前後の信用収縮により、現在(平成22年(2010年)11月末)では時価総額は3.4兆円に減少し、世界金融危機後は米国などの先発組のみならず後発組のリート市場と比較してもその回復の足取りが遅く、低迷が続いている。

※参考資料1：Jリートの時価総額と上場銘柄数  
諸外国におけるリート市場の時価総額の比較

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」では、平成21年(2009年)からJリートを中心とするわが国不動産投資市場の活性化に向けて集中的に討議し、リファイナンスの問題、再編の問題、ガバナンスの問題などについて改善策

を提示し、いくつかの成果を挙げている。また、日銀においても、投資法人債等の適格担保化（平成 21 年（2009 年）1 月）や J リートの投資口を買入対象に含む「資産買入等の基金」の設置（平成 22 年（2010 年）10 月）などの取り組みが行われている。

J リートについては、引き続き個人投資家に対する普及・啓発を図るとともに、海外資金、年金、保険等の機関投資家の積極的な投資対象としていくためには、規模を一定水準まで拡大することが不可欠である。そのためには、例えば、投資口価格の時価総額を 10 兆円まで引き上げていくことを目指すなどの目標設定をすることが考えられる。

### ①資金調達力の課題

世界金融危機を契機として、収益の安定しているビークルである J リートですら、借入金の借り替えが困難になるという問題が発生した。平成 19 年（2007 年）から既に始まっていた国際的な信用収縮の影響を受け、金融機関による J リートへの融資姿勢が厳しくなり、平成 21 年（2009 年）以降のリファイナンス・リスクや投資法人債の償還リスクが顕在化したのである。現在では不動産市場安定化ファンドの創設などの取り組みや金融機関のリファイナンス姿勢の変化により比較的安定化しているが、本質的には、金融機関が J リートに提供するデット資金の期間が私募ファンドと同様に比較的短期であり、不動産の長期保有を前提とした J リートの資金需要とミスマッチを起こしている状況は変わっていない。銀行においても投資法人への融資を資産金融と位置づけるのか、スポンサーとの関係を考慮した企業金融と位置づけるのか、共通の理解が確立しているわけではない。そこで、年金、生損保資金等、長期資金の出し手の目線に立って J リートの魅力を高め、それらの投資家から長期の安定した資金を調達することが課題となる。

また制度的には、投資法人はデット資金の調達方法としては資金の借入れと投資法人債の発行しかできず、財務手法が制約されており、金融機関からの融資に対するリファイナンス・リスクや投資法人債の償還リスクに柔軟に対応することが困難な仕組みとなっている。運用会社の専門的な財務運用能力にも改善の余地があるが、内部留保ができないなどの仕組み上の制約によって財務体質の改善やファイナンスリスクへ柔軟に対応することができないという指摘がある。

資本政策としても、第三者割当増資や投資口分割は可能であるが、市場での投資口価格が低位に推移している場合に、投資口価格の低迷に対処し、あるいは希薄化への改善を行うために有用な自己投資口の買入れ消却はできない。

上記の問題点に対しては、J リート等に対する資金供給の円滑化（業種区分やリスク管理の明確化、収益不動産の価格下落に対するリスク管理の合理化）や J リートへの投融資に年金や生損保からの長期資金が流れるようにするための政策的誘導が必要である。

また、運用会社の対応としては、金融機関による融資について期間を最適化す

る努力、レバレッジの最適化についての工夫が求められる。

さらに、Jリートのファイナンス手法について多様な対応ができるように措置することが求められる。具体的には、転換社債の発行、自己投資口の取得、投資口配当、内部留保などができるようにすることがあげられる。

## ②ガバナンスの課題

Jリートのガバナンスの課題としては、運用会社と投資法人の利害を一致させ投資家の信頼を高めることの必要性が指摘されている。また、外部運用という形式のなかで実質的には運用会社と投資法人が一体化している現状のなかでは、運用会社の利益相反取引の回避をどのように構築するかが問われている。この点、スポンサー企業を始めとする利害関係者との取引は運用会社の内規上、外部の専門委員（例えば弁護士、会計士、不動産鑑定士）のチェックを受けることが義務付けられており、利害関係者との売買では、Jリートが利害関係者から不動産を購入する場合には鑑定価格以下、売却する場合には鑑定価格以上でなければならないという規定を有するところが多いが、そのような形式的基準だけで本当に利益相反が回避されているのか判断しにくいところがある。他方でスポンサーとの良好な関係を維持することが投資適格不動産の獲得や物件の運用管理の面で投資家や市場に評価される場合もあり、利益相反の防止よりも経済的成果の獲得や一定の取引関係の維持が日本的な取引慣行のなかで受容されているようにも見受けられる。

Jリートについては、発行時開示ばかりではなく適時開示においても不動産取引情報は透明性をもって十分な量の開示がなされているが、外国投資家からは不動産取引情報の透明性の問題がしばしば指摘されている。これについては、実は国内で不動産取引を行ってきた従来からのプレーヤーが気づかないような日本固有の不動産取引慣行の分かりにくさが背景にあるという指摘もある。Jリートに関する制度が日本独自の特殊なものであり続けられれば、次第に海外資金が入りづらくなり、日本に所在する不動産のファンド組成を海外市場に依拠して行わざるを得なくなり、国内市場の空洞化が進むことによって、市場規模がますます縮小する恐れがある。リートも国際間競争の時代に入っており、投資口が外国人投資家に多く保有されていること等も考えると、投資法人と運用会社のガバナンスの問題を含めて、海外投資家にも十分に評価される制度にしていく必要がある。

ガバナンスについては、利益相反関係が注目されるが、投資判断における意思決定の透明性が求められているともいえる。対策として考えられるのは、運用会社に独立取締役（※例えば、東京証券取引所の有価証券上場規程においては、上場株式会社において、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役のうち、上場会社が独立役員として指定し東京証券取引所に届出をする制度が平成22年度（2010年度）から出来ている）を設置することや、運用会社の投資判断に投資法人の役員の監督機能がどの程度発揮されているかの履歴を

残し透明性を確保する工夫など、関係者間取引における利益相反防止体制を強固に構築する工夫が考えられる。また、投資口が証券市場で取引されることに伴い発生するインサイダー規制を法定するべきかの検討も必要である。加えて、外国投資家からは、不動産取引あるいは取引慣行についての説明責任の観点からガバナンスの問題が議論されることが多いため、運用会社において、利害関係者との取引や、第三者との取引についての説明能力を向上させることが必要と考えられる。

### ③ボラティリティ

Jリートのボラティリティについては、東証 REIT 指数の変動幅が大きい（平成 19 年（2007 年）5 月：2,613（最高値）、平成 20 年（2008 年）10 月：704（最安値））ことから、長期投資を行うバリュー投資家などの参加が得られるよう取り組んでいくことが必要である。

### ④ビークルとしての制度的安定性

Jリートの制度的安定性を確保するという意味では税務会計上の課題もある（「(5) 税・会計上の課題と対応策」を参照）。税務会計的な視点からは、Jリートの投資ビークルとしての安定性を確保するための政策が求められている。

## (3) 私募ファンドの課題と対応策

1990 年代までの土地担保融資という不動産と金融の関係について、そのパラダイムの変換を担ったのがファンド方式による不動産の証券化・流動化であった。ファンド方式というのは対象不動産に特化した不動産事業に専念する特別目的会社（SPC）を設立し、その運用を外部に委託する方式で、銀行を中心とする間接金融システムと切り離された資金調達を可能にするものである。

法制度的には平成 10 年（1998 年）に制定された特定目的会社に関する法律（以下「SPC法」という。）が大きな役割を果たしている。また、平成 9 年（1997 年）当時の金融機関の破綻と不良債権処理の加速化の中で、有限会社（現状では合同会社）が匿名組合出資によるエクイティとノンリコースローンによるデットの資金調達をする仕組みが生まれ、今も一定の規模を有している。

これらの仕組みの登場により市場メカニズムによる不動産取引が可能となり、その後の不動産投資市場の進展に大きな役割を果たした。Jリートへの投資適格不動産の供給促進という意味では、資金循環の側面だけではなく、不動産の再生、開発、運用を行ってJリート投資適格不動産を作り出す私募ファンドの役割は重要であり、その意味でも、私募ファンド市場の再生、充実に取り組む必要がある。

### ①資金調達の課題

私募ファンドの課題としては、短期のノンリコースローンによるレバレッジの

高い商品が多いということが示すように、不動産価格の変動に対してLTVテスト（不動産価値に対するローン元本額の割合）に抵触しやすく、金融機関の融資姿勢に大きく依存する商品が多いことがあげられる。結果として、間接金融システムから切り離された資金調達という本来の目的が達せられていない。

上記の課題に対しては、不動産価格の変動に対して、間接金融システムの影響を受けにくい商品として、小規模な年金資金を集合させエクイティ投資だけで対象不動産を取得する方式を検討することや、生損保の長期資金の借入れができるような環境整備を行うことが検討されるべきである。

中長期の資金については、デットであれエクイティであれ、不動産価値に加え、不動産投資運用会社の信用力に依拠することが多いため、不動産投資運用会社自体の信用力や運用能力あるいは商品開発能力を高めることも必要である。

## ②不動産再生や開発への課題

次に投資適格に位置づけられうる不動産の流通量が限定的であるという問題がある。これはわが国の不動産市場全体の規模と比較して不動産証券化に適した不動産の流通量がそもそも少ないという点と、それゆえに組成者の意向を重視し、投資家のリスク選好を軽視した安易な証券化が存在するという懸念にも繋がる。さらには、信託の引受けとの関係で指摘されることがある。私募ファンドでは多くの場合、対象不動産を信託受益権化する必要があるが、その前提となる信託の引受けのところで、既存不適格不動産や、テナントの信用調査や管理に限界のある地方の住居系不動産などが敬遠される結果、受託されず証券化が滞るということである。不動産と金融の融合ができないギャップとして、都市再生のように開発リスクの高いと考えられているものや、既存不適格建物の取り扱いが問題として認識されるようになった。金融機関による受託の観点からは既存不適格物件や違法建築物のもつリスクはとり得ず信託の引受けはできないという点は理解できるが、不動産や国民経済の観点からは、それらの不動産を再生し、有効利用していくニーズに応えなければならない点は大きな課題である。

不動産の開発や再生と運用を共生させ、投資を促進する方策としては、不動産特定共同事業（組合出資等による不動産取引の遂行）に、倒産隔離の仕組みを導入し、SPCを不動産特定共同事業の取引主体として認める方向へ転換することが必要である。いわゆる倒産隔離の施されたビークルとしてSPCを設立し、許可を受けた不動産特定共同事業者がそのSPCからの包括的な委任を受けて業務を遂行することで、投資家保護の目的を達することが可能になる。

## ③法制度の課題

法制度の課題としては、平成19年（2007年）秋からの金融商品取引法（金商法）の適用によって、私募ファンドは、不動産特定共同事業を除き、投資媒体となるSPCの事業が投資運用業に、SPCからアセットマネジメントの委託を受

ける運用会社が投資助言業又は投資運用業に、信託受益権や匿名組合出資の流通過程における販売代理業が第二種金融商品取引業に該当することによって、投資家保護が金商法のもとで貫徹されるようになった。金商法の下では、実質的には不動産取引の側面を有する信託受益権取引やそれを中心とする私募ファンドの様々な運用の面で、金商法の条項について難しい解釈を要求されることがあり、不動産の運用による収益を投資家に配当する仕組みの安定性にも影響を与えている。

これについては、不動産取引の実態と金商法上の規制の整合性を埋めるよう関係当事者が努力し、法令の解釈や手続き等に関する関係省庁への問い合わせに対するQ & Aを整備し、充実させることが求められる。また、SPC法上の特定目的会社による不動産開発案件、再生案件への対応力の強化など、使い勝手の向上を図っていく必要もある。

#### (4) 不動産市場固有の課題と対応策

わが国不動産投資市場に関して指摘されている課題のうち、わが国不動産市場の特質に由来する課題がある。

わが国不動産市場の投資環境は、欧米各国に比して、市場規模、安定性、リスク水準については同程度の評価を得ているが、成長性、利回り水準、資金調達の容易さ、情報の充実度、透明性については厳しい評価を受けている。この評価はシンガポール、香港との比較においても同様の傾向が見受けられる（「平成21年度不動産市場の国際比較に関する調査」（国土交通省）より）。投資家（特に海外の投資家）にとって、情報の充実度の低さと透明性の低さは、投資意欲を減退させるばかりでなく、わが国不動産に対するリスクプレミアムを高める要因ともなっている。

これらの厳しい評価の中には、日本経済の成長性および利回り水準など不動産市場だけの努力では解決できない事項もある。他方、情報の充実度および透明性については不動産市場固有の問題として積極的に取り組むことで解決していくことが可能である。

##### ①情報の充実度、透明性

不動産市場に関する情報は、わが国においては官民のそれぞれの分野で非常に多くの情報が公表されている。にもかかわらず、情報の充実度に関して国際的に厳しい評価を受けているのは、一つには国際共通語である英語で提供されている情報が少ないことがある。現在氾濫する諸情報が投資意思決定に寄与する情報として十分に投資家に伝わらず、役立っていないという市場の不満の表れでもある。

国土交通省では、すでに不動産取引情報の提供を行っているが、物件の特定がなされないなどその提供情報が限定的で、投資意思決定の判断のためという観点からは十分な情報となっていない。そのため、民間の不動産ファンド運用業者は、自らが投資を検討した物件の最終結果の把握と民間報道機関などが提供する取引

情報などを独自のノウハウと努力で把握、集計して投資意思決定の判断材料としているが、これらは一般に公開された情報ではないために、新規参入を検討する投資家にとっては、十分な情報が整備されているとは言えない状況にある。

これについては、現在、国土交通省が提供している不動産情報の開示内容は、一般国民の理解が得られやすいとの配慮から、物件の特定がなされないなどの限定された方法で行われているが、投資目的となる収益不動産の取引については、物件を特定し情報を提供することが検討されるべきであろう。

現在の情報提供における配慮は、個人の取引におけるプライバシーの保護の観点から必要と判断されたものであるが、不動産投資においては取引を積極的に開示するところも多く、こうした配慮を行う意義は乏しいと考えられる。

現在の取引情報収集の方法は、法務省から提供される登記異動に基づき、取引当事者にアンケートする方法で行われているが、投資用不動産の取引については、公表されているすべての運用資産の取引についての報告を義務付け、その内の投資意思決定に必要なレベルの情報を現在行われている不動産取引情報システムを活用し、市場参加者に提供すべきである。

このような情報提供により、不動産インデックスの整備や、鑑定評価における依頼者提供情報の検証等を可能とする環境整備が進むと考えられる。

## ②賃貸借契約に起因する課題

わが国では、デットの借入期間もエクイティの投資期間も3年から5年と短く、本来、不動産投資市場を支えるべき長期安定的な資金の獲得がわが国においては困難を伴う。

その背景となる不動産市場固有の事情として、①わが国不動産市場における賃貸借契約の標準が、賃貸借期間2年から3年であること、②期間内解約や減額請求権行使を認める普通借家契約が多く、キャッシュフローを不安定なものにさせていることなどが挙げられる。このことは、投資用不動産のボラティリティを高め、デット、エクイティともに長期安定的な資金の流入を阻害する要因の一つとなっている。

定期借家制度は、キャッシュフローを安定させることが可能な仕組みであり、施行後すでに10年を経過し大手不動産会社の供給するオフィスビルや賃貸住宅において利用されているが、それ以外の物件に関する契約は、依然として普通借家による借家契約の比率が高い。

これについては、不動産投資市場に長期安定的な資金を呼び込むという観点から、キャッシュフローを安定させ、不動産賃貸のボラティリティを低める必要があり、そのためには主たるテナントに対して、長期で期間内解約を認めず、家賃についても増減額請求を排除する定期借家契約の締結を推進することが有効である。

しかしながら、普通借家と定期借家の二つの借家制度が選択的に利用可能な制

度となっている現状においては、テナントにとって定期借家を選択するインセンティブが働かない。これまでの定期借家を巡る論議は、主として歴史的経緯から借家人保護に厚い制度となっていた借家関係の是正といった面が色濃く、テナントが定期借家契約を選択するインセンティブについての議論があまりなされていない。

長期の定期借家においては、借家権の譲渡や転貸を当然に認めるなど、テナントにもインセンティブが働く定期借家契約のあり方について検討を行うことが必要である。

### ③不動産インデックスの充実

不動産インデックスの充実の必要性については、再三提言されてきた課題であるが、その取り組みは依然として不十分であり、内外の機関投資家によるわが国不動産市場への投資を阻害する要因となっている。

この点、不動産取引の成約情報に基づく適切な住宅価格指数の早期開発と東京証券取引所における試験配信の開始（平成23年（2011年）春頃目処）が検討されており、着実な実施に向けた取り組みを進めていくことが必要である。

一方で、国連等において不動産価格のインデックスに関する国際指針を作成する計画が進められており、これに合わせて、わが国における公的な不動産価格指数を作成し、公表する取組を着実に進める必要がある。

### ④不動産鑑定評価の充実

不動産証券化市場の発展に伴い、不動産鑑定評価の役割は格段に重みを増している。特に関係者間取引が多いというわが国不動産証券化市場の特質に鑑みて、不動産鑑定評価の一層の充実が望まれる。

証券化においては、評価に必要な情報は依頼者が圧倒的に保有しており、鑑定士による提供情報の検証は重要である。また証券化不動産の評価において義務付けられているDCF法は予測の要素が多い手法であるので、採用した割引率や売却想定時キャップレート、投資期間中の賃料シナリオについて一層の説明責任が求められる。

この点、証券化プロジェクトの実施に当たり、鑑定評価は不可欠の存在となっているが、不動産の実際の販売価格は売り手と買い手のニーズによって変わるものであること、安定収益を基本とした不動産の鑑定評価も投資家の期待利回りに左右されることなど、証券化に伴う鑑定評価について、様々な課題が生じていることから、幅広い投資家層から信頼される不動産鑑定評価の充実に引き続き取り組んでいく必要がある。具体的な取り組みの方向性としては、不動産投資市場の実態を踏まえた鑑定評価手法の検討、鑑定評価の国際化への対応、地価公示に係る情報提供の充実を図るべきである。

## (5) 税・会計上の課題と対応策

不動産投資ビークルとして用いられることが多い投資法人（Jリート等）及び特定目的会社（TMK）に関する現行税制の基礎は、平成12年度（2000年度）に税引前の利益配当を損金に算入する特例（導管性）が租税特別措置法に規定されたことに始まる。国際的に共通するビークルの導管性とは、投資対象資産から生ずる利益のほとんど全て（わが国では90%超を必要配当割合としている）が配当される限り、ビークルから投資家に至るまで「1回限りの課税」（One-tier Taxation）を行い、「重複課税」（Extra-layer of Taxation）を排除するというものである。制度の根本にあるこの機能が不安定では、国内のみならず海外投資家も本格的に投資に踏み出すことを躊躇せざるを得ない。

欧州等後発組のリート制度においては、先行したわが国等の経験を踏まえ、上の点では十分に手当てがおこなわれた。しかし、わが国の制度は、いまだに初期の米国リートに近く、この10年間で様々な改善が施されてきたが、税制・会計的には国際水準から劣る存在となってしまっている。日本の制度には、趣旨を異にする様々な規制が課されているが、個々の制度は安全な運用等を目的とするものであっても、全体として見ると安定性を却って阻害したり、市場のプロシクリカリティを誘引したりする場面が指摘されている。

### ①税・会不一致問題

税務上の所得計算と会計上の利益の計算の不一致（税・会不一致）が生ずる場合など配当可能利益と税引前利益に乖離が生ずると導管性要件を充足できず、却って投資家の安全性を阻害しているのではないかという指摘がある。また、税務調査で損金算入が否認された場合にも同様の問題が発生するため、もともと税務リスクが許容されにくい投資ビークルに課された導管性を満たすための要件が、過度に税務上の利益配当を重視し、会計的な問題を劣後させているのではないかという疑義もある。このことにより、取引価額と鑑定評価額との乖離に寛容になれず商取引の自由の障害となっているという指摘もある。今後の国際会計基準とのコンバージェンス等による税・会不一致の幅の拡大や税制改正により課税が生じ配当可能利益と税引前利益に乖離が生ずることを考慮すると、将来にわたって税務上の個別計算規定の改正でこの問題に対応することは最早困難であり、包括的改正が必要である。

この点については、欧米諸国におけるビークル関係の税制を参考にしつつ、国際会計基準導入後も、引き続き導管性が確保されるような安定性の高い不動産証券化スキームの構築に向けて取り組む必要がある（税制・会計制度改正の影響を受けにくいビークル制度の確立（税・会不一致問題の根本的解消））。

### ②減損損失の取り扱い等や必要配当の範囲

課税上、原則として売却まで損金扱いされない減損損失及び合併時等に生ずる

負ののれんは、巨額の税・会不一致問題を生ずる項目である。そのため、平成21年度（2009年度）の税制改正時に一部が手当てされたが、発生年度後の問題やその他の税・会不一致項目の問題は解消されていない。減損損失の課税を避けるため、市場価格下落時にリートから物件が売却されることも想定される。

諸外国のリートでは、キャピタルゲインを必要配当割合から除き、その分の内部留保を認めている例が多いが、わが国の制度ではキャピタルゲインもほぼ全て流出させるため、市場価格下落時に純資産価値の維持が困難となって窮境に陥りやすく、ファイア・セールを生む要因となっている。資本的支出に充てられるべき利益の流出により、純資産価値向上を困難としている点も含めて検討すべきである。

上記の問題に対しては、導管体として税法上特別の措置を維持しつつ、ファイナンス環境の変動等に対応できるような制度設計について、検討が必要である。具体的な取り組みの方向性としては、内部留保の拡充（再投資のための譲渡益課税の繰延）や減損損失・資本支出の必要配当からの控除が考えられる。

### ③日本版アップリーートの創設と都市再生の促進

環境問題・観光政策を含む都市基盤整備、PPP・PFI等によるインフラ事業・PREの充実、海外からの直接投資、年金を含む個人金融資産の充実等の政策目標と不動産等投資ビークルをめぐる税制等諸制度が、相互にコンフリクトを生じさせていないか、縮小する財政を考慮したサステナビリティの観点や政府による「都市再生基本方針」の改定作業を踏まえ、所轄官庁の垣根を超えて再検証する必要がある。たとえば、優良不動産の所有者やその開発を行う者がリートへ当該物件を譲渡する時に割増容積率や補助金の投入等により生じたキャピタルゲインに課税するのは都市政策の効果を相殺するのではないかという指摘がある。このような場合に、投資口の圧縮記帳（並びに自己投資口の取得及び現物出資）が認められることにより、米国のアップリート（UP-REIT：Umbrella Partnership REIT）と同様の効果を得ることができる（日本版アップリート）。このような仕組みの導入は、特に多数地権者が参加する大規模優良都市開発・再開発を促進すると考えられる。

このほか、具体的な取り組みの方向性としては、不動産特定共同事業制度等と連動したビークルへの税制上の特例措置、Jリート政策的環境投資・インフラ整備事業やPPP・PFI制度に適したビークルの要件設計が考えられる。

### （6）不動産投資市場と金融の循環システムの課題と対応策

これまで指摘をおこなったように、わが国の金融機関や不動産業者など民間事業者の間では、不動産投資市場の生成期から、様々な分野で市場拡大の取り組みが行われてきたが、それらの試みは必ずしも十分な成果に結びついていない。これには、それらが不動産投資市場における金融商品の類型別、すなわち縦割り区分ごとの取

り組みに終始していたという事実に多くの原因が求められる。

たとえば、Jリート市場が直面した大きな課題として記憶に新しい、Jリートが発行する投資法人債のリファイナンスが困難になるという事象の背景は、当初はJリートというエクイティ型の不動産投資商品の枠の外に存在すると認識されていた、事業用不動産に対するノンリコースローンなどのデット型不動産投資商品の市場が十分に機能しなかったことであった。デット市場の動向によって、いくつかのJリーートの運営が立ち行かなくなるというリスクが、危機に際して事実上始めて認識されたのである。

一方で、CMBS市場においては、組成に当たった証券会社が、過剰流動性を抱えた銀行などの間接金融システムに属する機関投資家に向けた比較的短期（3年程度）の商品組成をもっぱら行い、長期資金の導入にむけた商品性の改善（情報開示の標準化やベンチマーク商品の導入）を怠ってきたという現実がある。結果として、現状は、過剰流動性の動向に一喜一憂せざるを得ない不安定なCMBS市場となっている。また、CMBSへの投資家も、それへの投資を通じて裏付けとなる不動産の価値の向上に貢献しているという意識はこれまで希薄であったといわざるを得ない。

不動産と金融を結ぶシステムについて、循環システムとして育成し（【図6】参照）、一種の生態系として適正に機能させようとする民間の自主的な取り組みが、従来わが国では余り見られなかったことは大いに反省すべき点である。これはCMBSやノンリコースローンなどのデット型商品とJリートなどのエクイティ型商品が、相互に補完するものではなくむしろ競合する概念であるかのように扱ってきた銀行・証券それぞれの業界における認識不足の産物であったという側面もある。

また、これまでの政策面における議論を振り返っても、Jリート制度の導入以降、収益をすでに十分に生んでいる不動産をJリートへと組み込んで、その市場を拡大させることを重視するあまり、その外側にある膨大な既存不適格とよばれる不動産ストックを再生させあるいは価値を向上させ、そこからJリート適格とも呼ぶべき優良な不動産ストックに転化するという取り組みが後回しにされてきた。そのために、しばしば、ごく一部のJリート適格不動産について、過剰な争奪現象が起こったとも言える。

さらに、不動産の再生を担うべき私募の不動産ファンドを産業として戦略的に育成することや、そのデット資金調達の源泉としてのCMBS市場やノンリコースローン市場を金融システムのなかできちんと位置づける枠組みを整備すること、それによって不動産市場に多様な中長期資金の導入を図るという大きな課題への制度面・政策面での取り組みが、これまでなおざりにされてきた。そういう意味で、これまでのわが国の不動産証券化市場は、不十分な取組みや合成の誤謬の結果として、システムとしてはいびつな構造を内包するものであった。

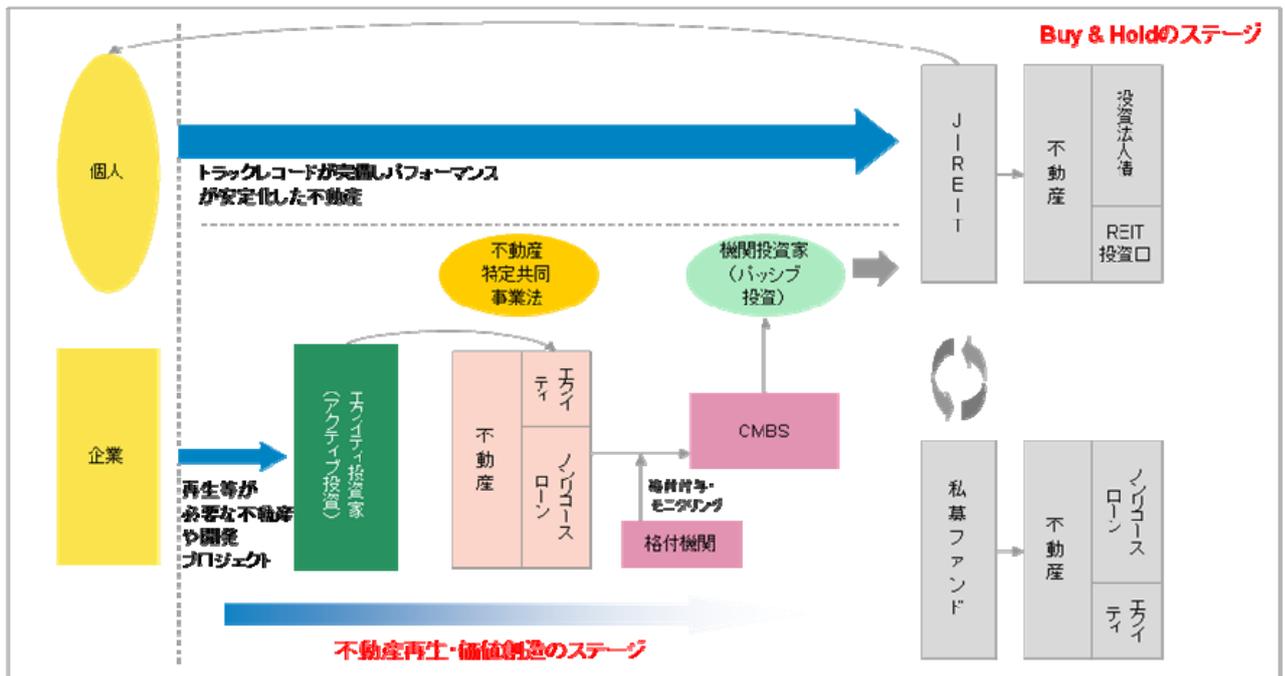
そうしたなか、米国発のサブプライム問題に端を発する金融危機が起こり、その結果として不動産市場や都市開発分野における金融市場からの資金の流入が減少し、

とりわけ中長期的資金やメザニン資金などの供給不足が顕在化している。今まさに、わが国において、個々の投資商品の仕組みやファイナンスをこえ、不動産と金融の循環システムとして不動産投資市場を適正に機能させるためのグランドデザインの策定と各省庁の縦割りを越えた政策連携が求められているといえる。

そうした課題への対応として、国土交通省（不動産行政）と金融庁（金融行政）による検討の場を設置し、市場の状況を適切に把握しつつ、両省庁間の政策連携強化を図ることが求められる。検討の場においては、Jリート等不動産証券化手法のあり方、適切なビークル税制など不動産投資市場をめぐる諸課題について定期的な議論を行い、予算・税制・制度改正等の具体的な取組に反映させていく枠組みを確立することが必要である。また、議論に当たっては、検討（案）等についてその概要をHPなどで公表するなど、市場への継続的な情報発信を行うとともに、広く関係者の意見を取り入れることが出来る体制を整備すべきである。

【図6】不動産と金融の循環システムとしての不動産投資市場

## 不動産と金融の循環システムとしての不動産投資市場



### (7) その他の課題への対応（投資家層の拡大等）

#### ①年金資金・生損保資金・個人資産等の活用

年金、生損保資金等の運用資金については、不動産投資市場における長期資金の出し手として期待されるものの、不動産投資市場の規模が依然として十分な大

きさでないこと、過去の不動産投資により損失を被ったこと等を背景として、これらの投資資産に占める不動産投資の割合は、海外に比べ依然として低い状況にある。

このため、長期安定運用の投資ニーズを踏まえつつ、Jリート等の市場規模の拡大を図るとともに、ほとんど不動産投資が行われていない公的年金等に対する働きかけを行う必要がある。

<具体的な取り組みの方向性>

- 適切なりスク管理の下で合理的な投資を確保するための運用ガバナンスの強化・分散投資方針の明確化
- 関係機関へのトップセールスなど戦略的な働きかけ
- 非上場リートの設立促進

## ②海外からの不動産投融資の促進

海外投資家からの不動産投融資を促進するため、海外の幅広い資金を円滑かつ安定的に誘導する方針を示す必要がある。

<具体的な取り組みの方向性>

- 国内募集要件の明確化
- 税法上の機関投資家認定の迅速化

## ③環境関連投資の促進

業務分野におけるCO<sub>2</sub>排出量は、日本全体のCO<sub>2</sub>排出量の三分の一を占めており、削減目標を達成するためには、今後、持続可能な環境価値の高い不動産（環境不動産）ストックを形成していくことが必要である。

このため、環境に対する不動産投資を促進するために、基準・指標の明確化等について検討を行う。

<具体的な取り組みの方向性>

- 投資促進のための基準・指標の明確化やインセンティブの付与

## ④都市政策と金融政策の一体化による成長機会の創出

わが国は、少子高齢化の進展により、長年続いた人口増加が人口減少へと転換し、高齢者人口が急増していく中で、高齢者が安心して生活し活躍することができ、誰もが子どもを生き育てることのできる社会を構築することが大きな課題となっている。また、新興諸国の急速な経済成長を背景として、国際的な競争が激化する中、わが国経済は長年にわたり低迷し、新たな需要と雇用を生み出す成長産業の育成等が求められている。

このような社会・経済が大きな転換期を迎えていることを踏まえ、新たな都市再生を進めるためには、都市開発に対する民間投資が、金融市場の状況に大きく左右されることなく、持続的かつ円滑に行われることが必要である。

<具体的な取り組みの方向性>

- 政府による都市再生基本方針の改訂作業等を踏まえ、民間都市開発に対する資金供給に関する施策と都市計画に関する規制・制度改革、税制等の施策と不動産投資市場の活性化のための施策を、一体的に推進すべきである。

## ＜施策のイメージ①＞

## 長期的な資金供給策の検討

## ○現状

不動産証券化市場や不動産投資市場の健全な成長が、国民経済の観点からも重要であり、それを支えるデット市場の質を伴った量的拡大が必要とされている。

## ○問題点

わが国の不動産投資市場におけるファイナンス（デット）の出し手は主要な銀行に偏っている。また、不動産プロジェクトが長期にわたることに比べ、銀行の融資期間は短く設定されているなど十分とはいえない。

他方、証券化によるプロジェクトの対象となる不動産に対するデットは、リスク管理上の扱いにおいては不動産業向けの与信区分に組み入れられている。バブル崩壊後の不動産の流動化の進展に伴い、従来不動産業以外の業種に対して行われた貸し出しの担保として扱われていた不動産がSPCに譲渡されることが多くなり、不動産を有するSPCが銀行の融資に際しての業種区分において新たに不動産業に分類されていることがその背景となっている。しかも、その残高は投資市場の拡大に伴い増加傾向となっている。

## ○対応策

発行実績が激減しているCMBS市場の状況も踏まえつつ、年金、海外機関投資家、個人等の保有する長期資金とデットとつなぐための仕組みについて検討を行うとともに、銀行の業種区分等に関する柔軟な対応等について働きかけを行う必要がある。

## ＜具体的な取組例＞

- － オフバランス化された不動産を有するSPCに対する金融機関の業種区分やリスク管理の見直し（「投資不動産ファイナンス」等の新しい分類の設定、業種与信の上限の見直し、収益不動産の価格下落に対するリスク管理の合理化等）
- － 年金等長期資金の投資対象となりうる公的主体による標準化された長期CMBSベンチマーク商品（フラット10）の導入検討
- － モーゲージリート（CMBSや不動産デットを資産として組み入れることのできるリート）の導入検討
- － 地域金融機関によるノンリコースローン提供能力の向上に向けての支援策
- － TMKに対するデット資金を提供することができる税法上の機関投資家の範囲拡大と届出手続きの通年対応化
- － ミドルリスク資金（メザニン）の安定的な供給
- － 民間都市開発推進機構等の活用

## <施策のイメージ②>

### 不動産の再生に向けた新たな証券化手法の創設

#### ○現状

今後の人口減少社会において更なる経済成長を図るために、遊休化・老朽化した不動産や環境対策等の追加投資が必要な不動産の再生（建替え、改修、転用、再開発等）を進めるためには、不動産投資市場における民間の知恵と資金の一層の活用が必要。

#### ○問題点

既存の不動産証券化手法では不動産の再生について十分に対応できていない。また、実物不動産の取引について、SPCが不動産特定共同事業を行うことが困難であること等から、年金、生損保等の機関投資家から敬遠され、実績は伸びていない。

#### <不動産証券化の実績>

証券化手法	H21年度分			H9～21年度 の累計
	実物不動産	信託受益権	計	
Jリート	2,603億円	1,789億円	4,392億円	9.0兆円
特定目的会社(TMK)	927億円	3,851億円	4,778億円	11.4兆円
GK-TKスキーム等	-	7,377億円	7,377億円	24.3兆円
不動産特定共同事業	812億円	-	812億円	1.9兆円
計	4,342億円	13,017億円	17,359億円	46.7兆円

※国土交通省「H21年度 不動産証券化の実態調査」より

#### ○対応策

不動産投資市場を通じた不動産の再生を促進すべく、不動産特定共同事業法において、倒産隔離されたSPCによる不動産特定共同事業が可能となる仕組みを導入し、証券化手法の多様化を図る必要がある。

## <施策のイメージ③>

### 取引報告制度の創設

#### ○現状

わが国不動産市場は、その透明性において世界 26 番目である。アジアにおいて、もシンガポール、上海、マレーシアの後塵を拝して 4 番目である。投資家（特に海外の投資家）にとってわが国不動産市場の透明性の低さは、投資意欲を減退させるばかりでなく、わが国不動産に対するリスクプレミアムを高める要因にもなっている。

#### ○問題点

現状でも不動産市場に関する情報は、公および民間において多くのものが公表されている。にもかかわらず、不動産市場の透明度に関する国際的評価が低いのは、これらの諸情報が投資意思決定に寄与する情報として十分に役立っていないことが主たる原因である。国土交通省ではすでに不動産取引情報の提供を行っているが、物件の特定がなされないように配慮した情報提供にとどまっており、投資意思決定のためという観点からは十分な提供となっていない。

#### ○対応策

現在の不動産情報提供は、一般国民の理解が得られやすい方法として採用されたものであるが、投資目的となる収益不動産の取引については、積極的に開示する運用会社も多々存在することから、こうした情報については、物件を特定し提供すべきである。

現在の取引情報収集の方法は、法務省から提供される登記異動に基づき、取引当事者にアンケートする方法で行われているが、公表されているすべての運用資産の取引については、その報告を義務付け、集約した情報は、投資意思決定に役立つ情報となるレベルまで投資用不動産取引情報として開示することが必要である。

## <施策のイメージ④>

### 長期定期借家契約のあり方検討

#### ○現状

わが国の賃貸借契約慣行は、歴史的経緯から賃借人保護を重視した普通借家契約が一般的である。しかも賃貸借期間が2年から3年と短いうえに期間内解約や減額請求権行使により、キャッシュフローを不安定なものにさせている。

キャッシュフローを安定させることが可能な定期借家制度は、施行後すでに10年を経過し大手不動産会社の供給するオフィスビルや賃貸住宅において利用されているが、不動産投資市場においては、依然として普通借家による借家契約の比率が高い。

#### ○問題点

2年から3年の短期でしかも期間内解約や賃料減額請求が可能な普通借家制度がわが国不動産市場の多い現状は、不動産のキャッシュフローを不安定にさせ、不動産市場のボラティリティを高める結果となっている。その結果、デット、エクイティともに長期で安定的な資金の流入を阻害している。

#### ○対応策

キャッシュフローを長期安定的なものにするためには、長期で期間内解約を認めず、家賃についても増減額請求を排除する定期借家契約の締結が求められているが、普通借家と定期借家の二つの借家制度が選択的に利用可能な制度となっている現状においては、テナントにとって定期借家を選択するインセンティブが働きにくい。定期借家期間内の借家権の譲渡や転賃を認める特約を設けるなど、テナントにもインセンティブが働く定期借家契約のあり方を検討すべきである。

## <施策のイメージ⑤>

### 日本版アップリート制度の創設（米国の UP-REIT、DOWN-REIT 等に相応する制度）

#### ○現状

米国アップリート（UP-REIT: Umbrella Partnership REIT）とは、リートが任意組合（オペレーティング・パートナーシップ：OP）に開発資金等を拠出して執行組合員となり、不動産所有者が任意組合（OP）に不動産を現物出資すると同時に任意組合（OP）出資とリート投資口をいつでも交換できる（OP 持ち分を随時現物出資できる）プットオプション契約をリートと締結（OP 持分を行使価格とする新投資口予約権の発行）する tax スキーム。不動産所有者は、OP 持分を現金化したい場合に、法的には OP 持分（不動産共有持分）→リート投資口→現金という取引を行うが、同時に行われるのでリート投資口の簿価＝時価となり、最初の OP 持ち分→リート投資口の部分のみ（不動産の譲渡所得として）課税される。これにより、不動産物件の保有者による、リート市場への物件拠出が容易となっている。但し、旧所有者が上のオプションを行使する前に OP 自体が不動産物件全体を譲渡する場合には、やはり不動産譲渡所得として課税されることになる。

#### ○問題点

米国と異なり、わが国では任意組合への現物出資時に原則としてキャピタルゲイン課税が発生し、リート自体への現物出資も制度上できない。このことが、わが国においてリート市場に大型の優良物件が多数供給されないことの一因ともなっている。米国でも旧所有者が上のオプションを行使する前に OP 自体が開発後に不動産物件全体を譲渡すると旧所有者に課税が発生するが、そのタイミングについて譲渡したいリート側とまだ課税されたくない旧所有者間でコンフリクトが生ずる可能性が指摘されている。その問題を避けるために、DOWN-REIT 等の他の方法が開発されたが、何れも状況により固有の別の問題が生じる。

#### ○対応策

アップリートの利益は、不動産物件の拠出者が随時に持ち分を現金化でき、かつ、そのタイミングまで課税を繰り延べることができる点（リート側からみると、物件の取得を容易にすること）にある。一方、米国では、その利益を得るために複雑な仕組みを用い、かつ、拠出者とリート側の課税タイミング等に係る利益相反問題が内在するなど課題も指摘されている。わが国において、これらの諸課題を発生させないように、直接的に課税の繰り延べ（投資口の圧縮記帳並びに新投資口予約権及び現物出資）を制度として導入し、優良不動産開発等の都市政策と結び付けることで、民間資金を活用した都市開発を支えることができる J リート市場作りを目指すべきである。

## <施策のイメージ⑥>

### 公的年金等の投資促進

#### ○現状

年金、生損保資金等の運用資金については、不動産投資市場における長期資金の出し手として期待されるものの、これらの投資資産に占める不動産投資の割合は、海外に比べ依然として低い状況にある。

#### ○問題点

不動産投資市場の規模が依然として十分な大きさにないこと、過去の不動産投資により損失を被ったこと等を背景として、不動産投資について積極的な検討を行いにくい状況にある。特に、多くの公的年金においては不動産投資がほとんど行われていない。

#### ○対応策

長期安定運用の投資ニーズを踏まえつつ、Jリート等の市場規模の拡大を図るとともに、公的年金等に対する働きかけを行う必要がある。

#### <取組例>

- 適切なリスク管理の下で年金等における合理的な投資を確保するための運用ガバナンスの強化・分散投資方針の明確化
- 関係機関へのトップセールスなど戦略的な働きかけ
- 非上場リートの設立促進

## <施策のイメージ⑦>

### 国土交通省・金融庁による検討会の開催

#### ○現状

不動産投資市場の健全な発展は、わが国の金融市場・金融産業の活性化のためにも、また、安定的な資金供給の継続による都市再生・地域活性化のためにも重要。

#### ○問題点

政策の縦割り、業界の縦割り、市場の縦割り等のため、「不動産と金融の融合」が名目だけとなり、不動産市場と金融市場が適切に結び付けられていない。

#### ○対応策

国土交通省（不動産行政）と金融庁（金融行政）による検討の場を設置し、市場の状況を適切に把握しつつ、両省庁間の政策連携強化を図る。検討の場においては、Ｊリート等不動産証券化手法のあり方、適切なビークル税制など不動産投資市場をめぐる諸課題について定期的な議論を行い、予算・税制・制度改正等の具体的な取組に反映させていくことが必要である。また、議論に当たっては、検討（案）等についてその概要をＨＰなどで公表するなど、広く関係者の意見を聴取すべきである

## **参考資料1**

**【関連データ】**

# CMBS発行額の推移

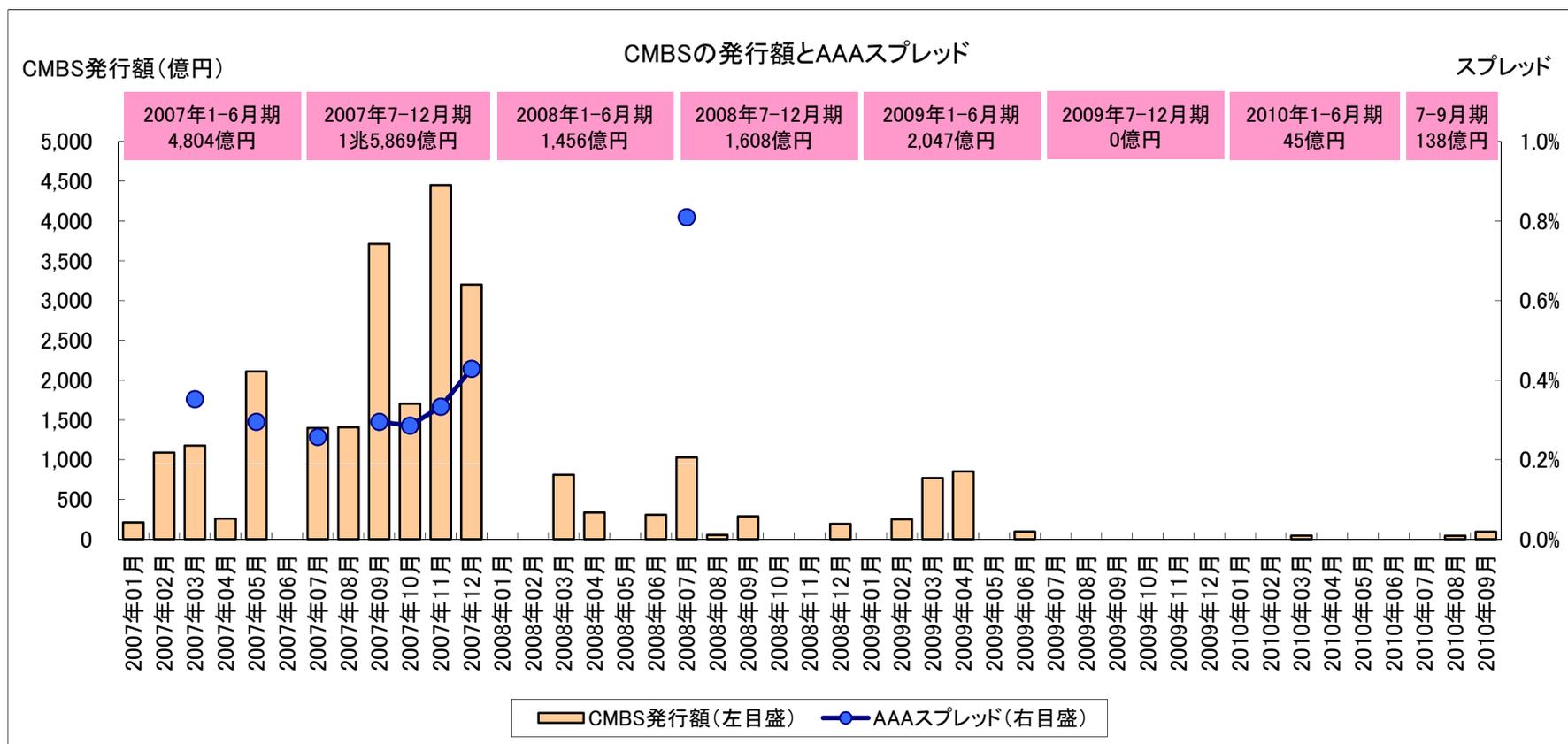
※Commercial Mortgage Backed Securitiesの略。 商業用不動産向けの融資債権を担保に発行される証券。 商業用不動産からの賃料収入等が元金支払の原資となる。

平成19年 : 2.07兆円

平成20年 : 0.31兆円 (▲85.2%)

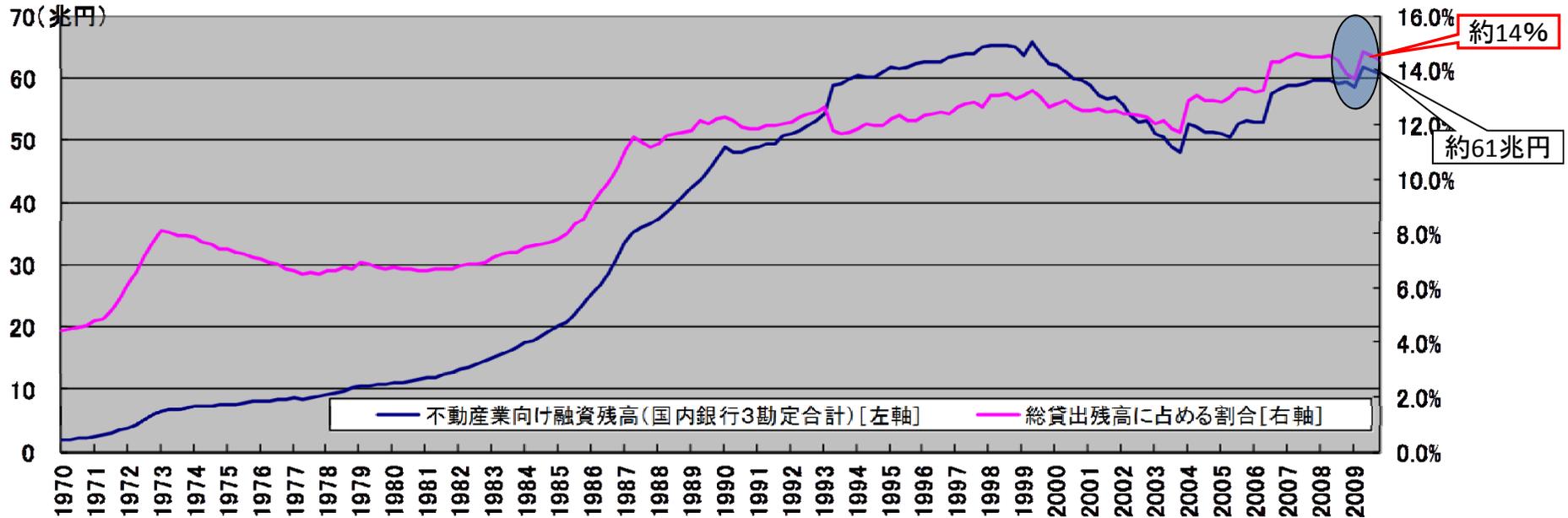
平成21年 : 0.20兆円 (▲33.2%)

【資料出所 : 住信基礎研究所】



# 不動産業の融資の状況

国内銀行の不動産関連融資の残高は、90年代後半よりも低いが、総貸出高に占める割合は、90年代後半よりも高くなっている。

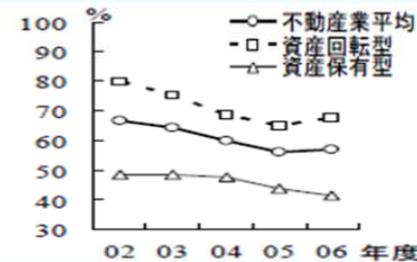


## 不動産関連向け融資を巡る環境

不動産価格の予期せぬ下落に対する不動産業者のバランスの頑健性は、不動産ビジネスのタイプに依存する部分が大い点に留意が必要である。すなわち、不動産業者は、保有不動産の賃貸、不動産管理業務等、インカムゲインを主たる収益とする「**資産保有型**」と、開発した不動産の販売、不動産売買等、キャピタルゲインを主たる収益とする「**資産回転型**」に大きく分類できる。

〈日本銀行「金融システムレポート」(2008年9月号)より抜粋〉

## 不動産業のLTVの推移

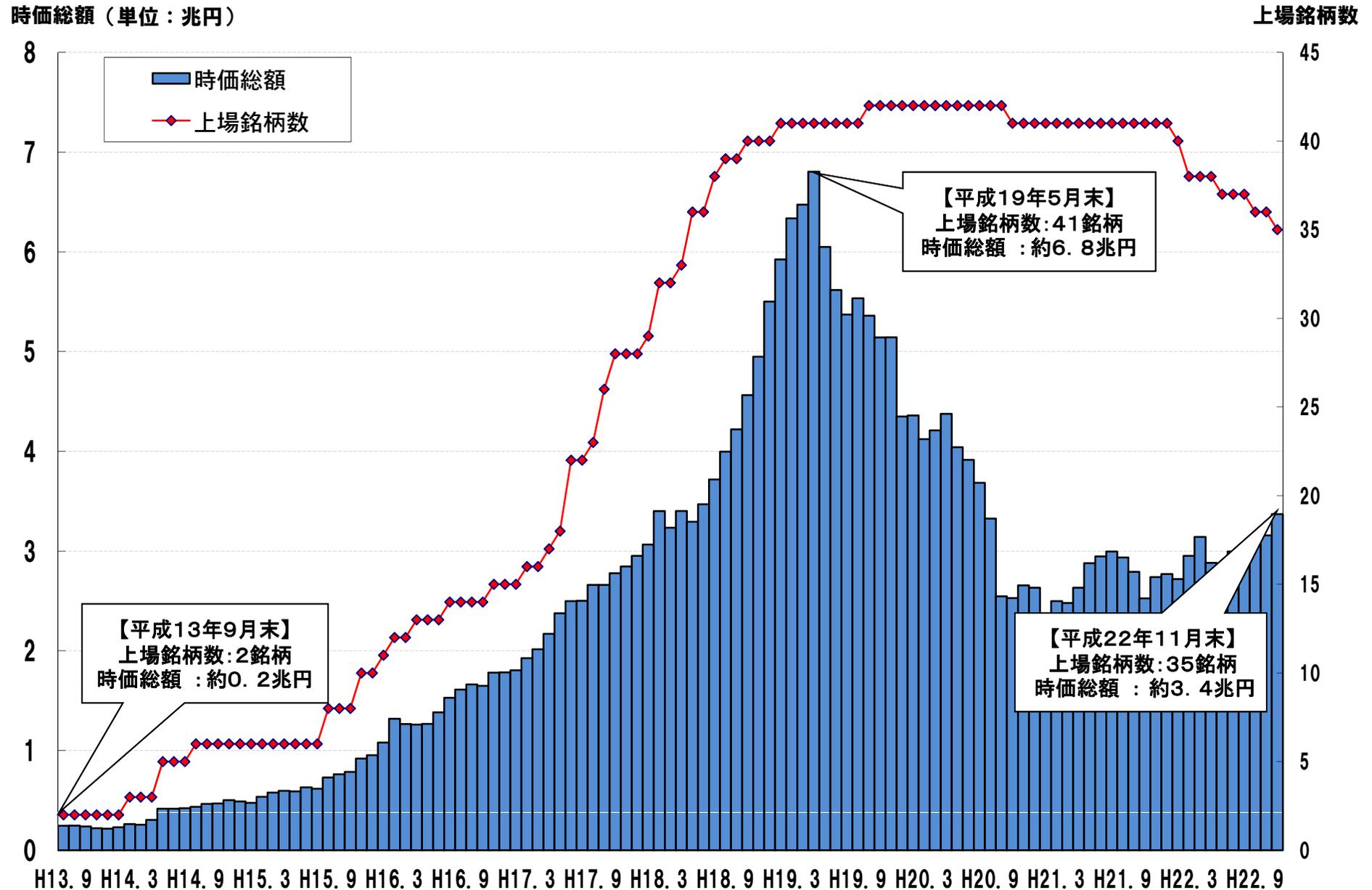


「回転型」企業のLTVは「保有型」よりも高い。

注1) 日本銀行試算値。①LTV=(有利子負債-現金・預金)/(棚卸資産+営業用資産)  
 注2) LTV算出対象企業は、不動産業のうち、2002年度から2006年度まで連結決算を開示している上場企業68社。資産回転型とは、不動産売買等の業務などキャピタルゲインによる収益を主とする企業。資産保有型とは、不動産賃貸や不動産管理業務などインカムゲインによる収益を主とする企業。

〈日本銀行「金融システムレポート」(2008年3月号)より抜粋〉

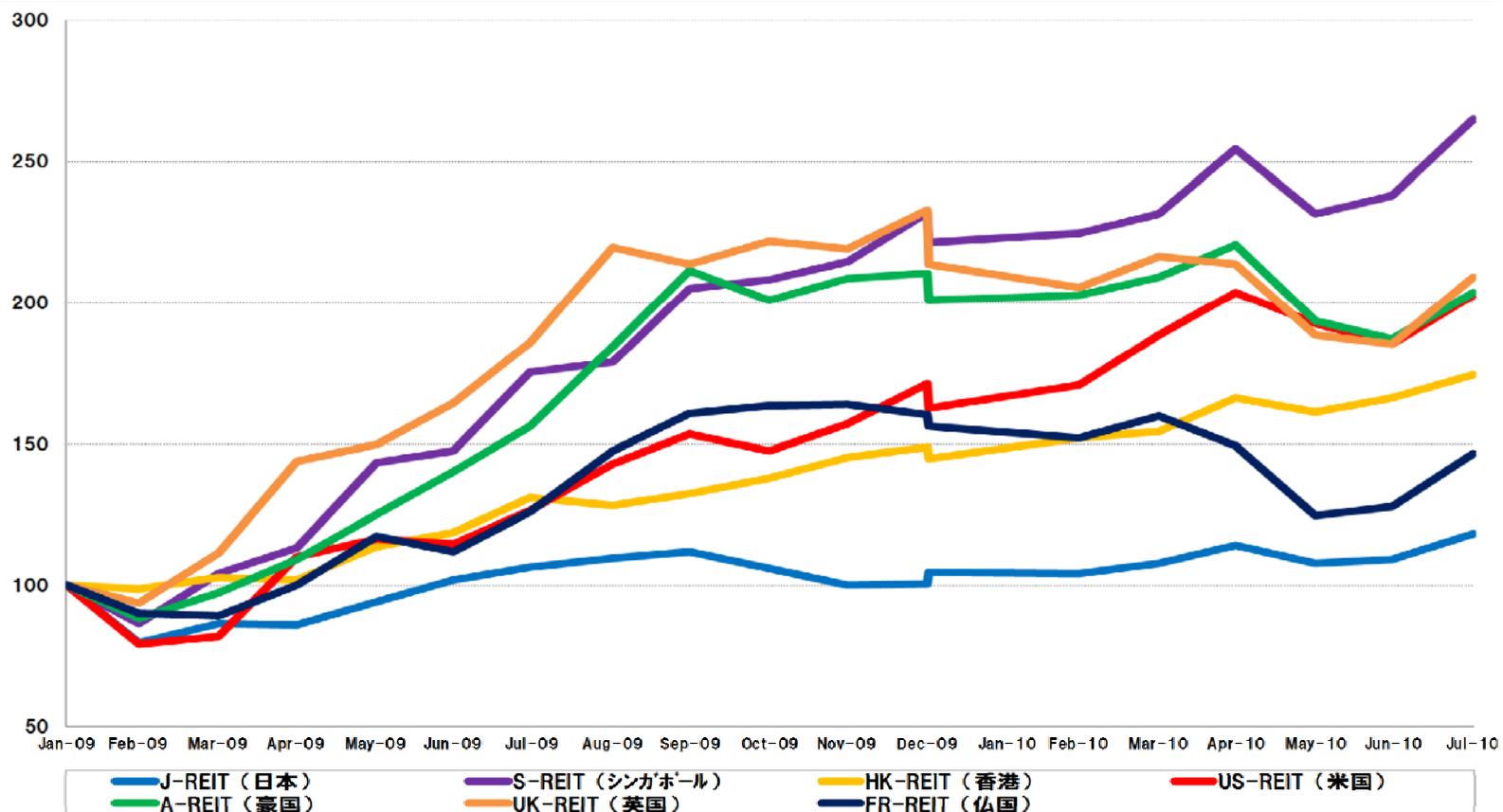
# Jリートの時価総額と上場銘柄数



## 諸外国におけるリート市場の時価総額の比較

- ・ Jリート市場は、他国に比べ、リーマンショック後の回復が遅れている
- ・ シンガポール・香港のリート市場が急速に発展している

2009年1月の時価総額を100とした指数値の推移



時価総額の推移

	US-REIT (1960年～)	J-REIT (2000年～)	S-REIT (1999年～)	HK-REIT (2003年～)
2006年4月時点	37兆3017億円	3兆4711億円	9802億円	6354億円
2008年4月時点	31兆7239億円	4兆2089億円	1兆9840億円	8993億円
2010年4月時点	27兆6403億円	3兆1418億円	2兆1228億円	9986億円

## **参考資料2**

**【不動産投資市場戦略会議におけるヒアリング関係者のご意見(要旨)】**

## ～不動産投資市場戦略会議におけるヒアリング関係者のご意見(要旨)～

### <第1回>

#### 【不動産ファイナンス協議会】

- ・ HP公表資料のとおり

### <第2回>

#### 【ダルトン・アドバイザー株式会社】

- ・ Jリートの今までの発展は不動産取引の透明性向上とリスクプレミアムの低下を促し、国際比較における日本の不動産市場のプレゼンスの向上に貢献してきたと言える。
- ・ しかし、投資運用上、そして資金調達サイドの規制の問題や、ガバナンス面の弱さ、そしてスポンサーとの「関係性」ではなくスポンサーの「クレジット」が重視されてきた市場環境の下、その成長は歪みを伴ってきたと言わざるを得ない。
- ・ 将来のJリート市場のさらなる発展には、市場参加者の評価軸が、より資産価値、運用能力にシフトする必要がある。そのためにはガバナンス強化は大事なステップとして検討されるべき。スポンサー企業は、Jリートの発展と持ちつ持たれつの関係にあるはずであり、全体戦略の中でリートが市場から評価されていることは必要条件、との見方が漸く広まって来ていることは評価したい。
- ・ 今回不動産市場は回復局面に入ってきたが、Jリートがその中でどのような価格でどのような資産を取得しながら成長していくのか、市場は注視している。サイクルのピークで鑑定評価より安く不動産を取得することより、サイクルのボトムで鑑定評価より若干高くても取得することは、本質的には評価されるべきではないか。
- ・ 資金調達の柔軟化、内部運用的手法、米国で導入された UP-REIT の仕組みの検討、自主規制団体創設など各参加者の発想をさらに柔軟に進化させることでリートがさらに発展する余地は大きい。そしてそのJリートの発展こそが、不動産市場全体への投資資金流入を円滑化し日本の国富の拡大に寄与することは疑いの余地がない。

#### 【内閣官房地域活性化統合事務局】

- ・ HP公表資料のとおり

### <第3回>

#### 【社団法人不動産証券化協会】

- ・ 不動産証券化によって不動産投資運用業という新しい産業が形成され、都市再生に大きな役割を果たしてきたが、世界金融危機後、スローダウンしている。
- ・ 不動産投資市場を通じ、国内滞留資金がキャッシュフローの安定した不動産・インフラに供給されることで、よりリスクの高い開発案件にも資金が供給されるようになる。こうした資金の好循環が生じることで都市再生が進み、日本の経済成長を牽

引する大都市の国際競争力が高まる。

- ・ 「日本経済の成長には、不動産投資市場の活性化が不可欠」という国民的コンセンサスが欠如している。この結果、東京の長期的な成長戦略や日本の金融業の成長プランが明確化されておらず、投資関連の制度設計に係る一貫した思想も確立されないうまま放置されている。
- ・ 都市再生の国是化、不動産投資運用業の役割の再評価、不動産・インフラへの資金供給に係る発想の転換といった意識改革が必要。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。
- ・ 具体策として、Jリート市場の成長促進、年金制度における分散投資の確保、安定性の高い投資ビークル制度の整備、PPP/PFI に民間資金を呼び込む制度の整備、投資サービス業の集積や機能の高度化を促す国策的な投資主体の確立が必要である。

## <第4回>

### 【日本証券業協会】

- ・ 日本証券業協会では、我が国の証券化商品には、米国のように、複雑な商品組成によって「リスクの所在の不確実性」が問題となる事例はみられていないが、今後も引き続き問題事例が起こらないよう手当てしておくことが重要との考えの下、平成21年3月に「証券化商品の販売等に関する規則」及び「標準情報レポーティング・パッケージ（Standardized Information Reporting Package。以下「SIRP」）を制定し、同年6月に施行した。
- ・ 「証券化商品の販売等に関する規則」では、日本証券業協会の協会員が、証券化商品を販売するに当たって、投資家である顧客に対し、当該証券化商品の原資産等の内容やリスクに関する情報を適切に伝達するための態勢整備を行うことを義務付けている。
- ・ また、SIRPは、情報の目線合わせとして、次の4つの商品について作成されており、協会員は、顧客への情報の伝達を行うに当たり、適切な場合には、SIRPを参考として用いることができるとされている。
  - ・ RMBS（我が国住宅ローン債権を裏付けとする証券化商品）
  - ・ 狭義ABS（我が国リース債権、クレジット債権等を裏付けとする証券化商品）
  - ・ CLO（我が国企業向け貸付債権等を裏付けとする証券化商品）
  - ・ CMBS（我が国商業用不動産ローン債権等を裏付けとする証券化商品）
- ・ 投資家である顧客に伝達される情報の充実と標準化を図ることにより、証券化商品のトレーサビリティが確保され、証券化市場のさらなる健全な成長に資することが期待されている。

### 【東京海上アセットマネジメント投信株式会社】

Jリートの事業環境改善や市場拡大の為に、下記の様な制度面での対応の可能性があると考えます。

- ・ 不動産開発利益をJリートに認める可能性が考えられる。ただし、これを認めることによりJリートのリスク・リターン特性が大きく変わってしまう可能性がある。
- ・ 米国リートのUP-REITスキームのような物件抛出側への税制上のインセンティブを与えることで物件取引が活発になる可能性がある。
- ・ 新しい保有不動産タイプのリートの組成ができるように、不動産の対象範囲拡大や規制緩和を講じることで、制度面での組成環境を整備すること。
- ・ Jリートの経営安定の為に一定の範囲内での内部留保の余地を広げること。特に物件売却時の売却益の内部留保。
- ・ 自社株買い、割当増資、CB・優先株発行等の多様な資金調達手段を可能にすること。
- ・ 税法上と会計上の利益の不一致を取り除き、法人税負担発生の可能性を無くすこと。
- ・ 減資規定を創設し、払い戻しと利益超過配当以外でも多額損失計上時の損失補てんを理由とした資本金の減少を行なえるようにすること。
- ・ 海外リートと同様にJリートも株価インデックスへの銘柄採用を通じ、個人投資家だけでなくより多くの投資家（年金基金等）の投資対象となる様にし、Jリートの取引市場の拡大を図ること。
- ・ スポンサーとの利益相反行為の禁止、インサイダー取引規制の適用、ガバナンス（運用会社における社外取締役の選任等）の強化が必要。

## <第5回>

### 【シービー・リチャードエリス総合研究所】

- ・ 欧米と比較して規模、安定性、リスク水準は劣らない。一方で成長性、利回り水準、情報の充実度、透明性において大きく劣る
- ・ アジア諸国との比較においても同様の傾向。インセンティブについても劣る
- ・ 個別の要素で見ると成長性、利回り水準、インセンティブにおいて否定的評価が強い
- ・ 情報の充実度については肯定的評価は香港やシンガポールと変わらないが、否定的評価が強いのが特徴
- ・ 情報入手の容易性は中国に次いで評価が低い
- ・ セクター別の情報開示レベルの格差が大きい  
普通借家制度の不透明さも課題
- ・ 資金調達環境の矛盾も海外投資家からは不可解？

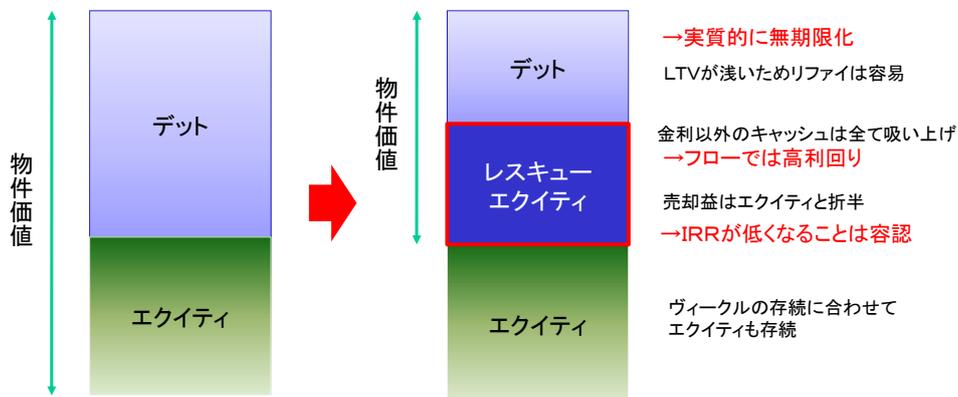
## <第6回>

### 【森ビル株式会社】

- ・ HP公表資料のとおり

## 【株式会社日本政策投資銀行】

### 一つのアイデア <レスキューエクイティ>



- <弱点>
1. 基本的にはキャッシュフローが安定しているものしか対応できない  
→国の支援により対象は広がる可能性
  2. 不動産の売買は一時的に止まる方向に働く



日本政策投資銀行

## 【GIC Real Estate International Japan KK】

- ・ 要旨非公表

### <第7回>

## 【大阪ガス株式会社】

- ・ 要旨非公表

## 【ムーディーズ・ジャパン株式会社】

- ・ HP 公表資料のとおり

## 【株式会社東京証券取引所】

- ・ 東証のリート市場のコンセプトは、投資者が不動産への擬似的な投資の心積もりで投資に参加することであり、上場規程において、上場審査基準、上場廃止基準、適時開示規則を規定している。
- ・ 上場審査基準には、資産運用会社の体制や運用総資産等に対する不動産等の比率といった様々な基準があり、上場廃止基準には、流動性、財務内容等の基準がある。
- ・ 市場の透明性確保・投資者保護のため、投資法人に関する情報、運用資産の内容等の情報については、株式と同様の適時開示を求めている。
- ・ 平成13年9月のリート市場開設以来、投資者保護を図りつつも市場の多様なニーズに応えるべく、上場規程について、上場審査の透明化・充実化、運用体制等の開示

義務化、適時開示の厳格化等の改正を行う一方で、より自由度の高い運用が可能となるように運用資産等に係る基準の緩和を実施してきている。

- ・ Jリート市場拡大に向けての課題については、投資家層の拡大（個人投資家の認知度、海外投資家からの信認）や更に魅力のある商品の供給（安定性向上のための資金調達が多様化・内部留保の許容、多様な商品性）が挙げられる。
- ・ 東証における市場拡大のための取組みとしては、国内個人投資家・海外機関投資家へのプロモーション活動、リートに関連した指数の算出・公表、プロ向け市場である TOKYO AIM の開設、資金調達が多様化に係る法制整備を踏まえ投資者保護に留意した制度の見直しがある。

### 【社団法人不動産鑑定協会】

- ・ 不動産市場を取り巻く環境変化（グローバル化、ストック社会化、大都市再生等）により新しい市場ニーズへの対応が求められており、これに的確に対応し、社会的な役割、社会・経済活動を果たすことにより社会・国民からの期待に応えたい。
- ・ そのための鑑定評価のあり方を検討し指針となる不動産鑑定業ヴィジョンを策定中。
- ・ スtock社会化や人口動態により、個人の不動産との関わりが大きく変化しており、個人にとって不動産市場が身近になり、個人レベルでの様々な市場情報のニーズが起きてきており、これに不動産鑑定士が積極的に対応することが求められている。
- ・ 一方、団体においては新しいニーズとして企業会計・公会計における資産評価のニーズへの的確な対応や、不動産投資市場における法定評価を基礎とする投資家の観点からの多様なニーズへの対応など、依頼者の背後の多数の利用者の利害に大きな影響を与えるニーズが生まれ的確な対応が求められている。
- ・ 前述の新しいニーズはグローバルなものであり、そのために海外の利用者が日本の鑑定制度を容易に把握できる体制の整備や、海外の評価制度との整合性を高めるとともに、東アジアやアセアン諸国への鑑定評価制度をはじめとするインフラとしての土地制度の活用の働きかけにより、広義の経済貢献を果たす必要がある。
- ・ 不動産鑑定制度は依頼者に対し十分な責任を果たすことが求められるが、その調査結果は、依頼者はもとより多数の利用者に影響を及ぼすもので信頼なくては存立できないが、依頼者との適切な関係を保持することによってのみ信頼が獲得されるのでそのことを確保するための制度改善に努めたい。

### <個別ヒアリング>

#### 【新日本アーンストアンドヤング税理士法人 山本恭司氏】

#### Jリート税制の見直し（改正要望）

##### [1] 税会不一致に起因する課税の解消策

- ・ 導管体であるJリートは、税会不一致（減損損失や資産除去債務償却など主に会計上は費用だが税務上は損金算入が認められない項目）が発生すると普通法人よりも多い税負担が発生するというリスクを負っている（グロスアップ税率 86.18%）。

- ・ 欧米の主要各国のリートでは税会不一致が生じても実質的に課税されない仕組みとなっており、日本だけが不利な状況にある。
- ・ 合併により「負ののれん発生益」が生じたJリートは、その利益を原資とした配当を行うことで、税会不一致による課税を回避することが可能となっており、合併していないJリートだけが減損損失などの税会不一致の発生に怯えている。
- ・ 今後も会計基準の変更により「利益」は減る傾向が予想されるが、それに伴ってキャッシュフローが減る訳ではないので、減損損失等控除前の利益と同額の金銭分配を行えば課税されないような制度にしたい。
- ・ Jリートではみなし配当（税務上は配当とみなされる資本の払戻し）も「配当等の額」として損金算入が認められているため、税会不一致が発生した際は、多額のみなし配当を発生させれば課税を回避することができる。
- ・ 投信法でJリートに認められている「利益超過分配」を行えば現行税制下でも若干のみなし配当は発生するが、それでは全く足りないので、「Jリートの利益超過分配を優先してみなし配当として扱うための純資産減少割合の計算方法の見直し」を求めたい。
- ・ その分投資主は配当課税されることになるが、資本の払戻しが全額配当扱いとなることで、面倒な譲渡損益計算や簿価の洗い替えは不要になるというメリットがあるため、投資主側でも不満は少ないと考えられる。

## [2] 投資口の圧縮記帳制度の創設

- ・ 資金力のないビルオーナーに代わって、資金力のあるJリートが引き取ってビルを改修すれば、付加価値の高い資産として生まれ変わることも可能である。
- ・ しかし含み益のある賃貸用不動産を抱えるビルオーナーは、譲渡益課税を嫌って不動産を処分できていないことが考えられる。
- ・ そこで、Jリートに不動産を現物出資してその対価としてJリートの発行する投資口を受け取った場合には、その投資口を売却するまでの間、譲渡益課税が繰り延べられる「投資口の圧縮記帳制度」の創設を求めたい。
- ・ ただし、現行の投信法ではJリートへの現物出資は認められていないので、先にJリートに不動産を売却し、その代わり金をもって投資口を取得する順序になると考えられる。

## 【税理士法人プライスウォーターハウスクーパース 鬼頭朱実氏】

- ・ 会計上、投資法人の合併はパーチェス法に基づき、合併投資法人が被合併投資法人の資産負債を時価で取得するものとされ、合併に際してのれんが認識される。一方、税務上は適格合併の場合、合併投資法人が資産負債を被合併投資法人の簿価で引き継ぎをしたものとして取り扱われ、合併に際してのれんが計上されることはない。
- ・ 資産負債の受入価額やのれんの計上に関する会計と税務の取り扱いの乖離から、合併投資法人において課税が生ずる可能性がある。たとえば、合併に伴う引継資産の

うちに時価が簿価より高いものがある場合、当該資産の会計上の受入価額が税務上の受入価額を上回ることになり、当該資産の減価償却や売却のタイミングで課税所得が会計上の利益を上回る状況をもたらす。現行税制では会計上の利益からの配当しか現実的には損金算入できないため、課税所得が会計上の利益を上回る金額は投資法人において課税対象となる。（「みなし配当」も損金算入が認められているが、現行の法人税制を投資法人にも同様にあてはめることになっている結果、会計上の利益を上回る金額の分配から「みなし配当」は現実的には生じない。）

- ・ 今後、Jリート市場での再編が活発かつ円滑に行われるようにするには、合併の会計処理と税務処理の差異に伴う課税を回避できる対応策を設けることが必要である。IFRSの導入等を考慮すると、会計処理と税務処理はより乖離する方向にあり、対応策は乖離原因を特定して行う個別的なものではなく、会計税務の乖離が生じた場合全般をカバーするより一般的なものである必要がある。
- ・ 課税所得が会計上の利益を上回る場合において、利益超過配当を行えば課税所得の金額に至るまでの額を優先的にみなし配当とする等、一定の追加支払を行うことによって会計と税務の乖離に伴う課税を有効に解消できる方策を設けることが急務である。

#### 【さくら総合事務所 稲葉 孝史氏】

- ・ リートの合併に際してはのれん又は負ののれんが生じるが、現行税制では導管性要件の判定上、のれんについては考慮されておらず、負ののれんについては一定の考慮がされているものの、負ののれん相当額の配当時期が固定されている（100年償却方式又は土地紐付け方式）。
- ・ 現在実行されているリーートの合併においては負ののれんが生じているが、負ののれんについては安定的な配当維持のため等に利用したいというニーズがある（物件売却損の穴埋め等）。また、現在実行されているリーートの合併においてのれんは生じていないが、将来的には、投資口価格の上昇局面における合併ではのれんが生じる可能性もある。
- ・ 負ののれんについては、安定的な配当維持のため等に利用した場合、現行税制における負ののれん相当額の要配当時に配当原資が不足する可能性がある。また、のれんについては、会計上のみのれんが計上され、その償却費相当額について会計と税務に乖離が生じ、課税所得が会計上の利益を上回る金額について課税される可能性がある。
- ・ リートの合併はリーートの財務健全化やリート市場の充実に資するだけでなく、合併後のポートフォリオリストラクチャリング等により、不動産取引の活発化にも資すると考えられるため、合併により生じるのれんや負ののれんを原因として導管性が脅かされることは望ましいものではない。
- ・ 従って、合併に伴う税制上の不安定要素を排除する措置（上記問題への個別的対応としては、のれんについては減損損失と類似する取扱いを認める、負ののれんにつ

いてはその配当時期に柔軟性を認める等。それだけでなく、会計と税務の乖離に起因する問題全般への対応として、利益超過分配を税務上のみなし配当とする等。)が望まれる。

## <第8回>

### 【企業年金連合会】

- ・ 要旨非公表

### 【三菱地所株式会社】

#### 1. 不動産投資市場について

市場規模拡大に向け、投資対象となる良質な収益用不動産の供給拡大と長期安定資金の導入が必要

<市場規模拡大に向けた取り組み>

##### ①不動産の開発・再生を促進するための環境整備

不動産特定共同事業法の改正、既存不適格物件・旧耐震物件供給へのインセンティブ付与、開発期間等における固定資産税等の緩和、環境対応型建物における固定資産税等の緩和

##### ②証券化スキームの改善

税会不一致の是正、内部留保を可能とする積立金の損金算入措置等の導入、不動産流通税の軽減措置の継続

##### ③長期・安定的な利回りを志向する投資家層の拡大

継続的な情報発信を通じての商品魅力の訴求

##### ④年金等の長期資金の導入

分散投資の制度化、公的資金による不動産投資

##### ⑤グローバル化への迅速な対応

海外からの不動産投資の促進、海外プレイヤー参入を促進する仕組みの創設、不動産インデックスの整備・普及

#### 2. 都市再生について

<東京の国際競争力強化に向けた施策>

##### ①成長戦略実現・東京の国際競争力強化に資するエリア選定と国家レベルでの位置づけ

“羽田—品川—東京都市軸”

##### ②スピーディかつ抜本的な拠点形成と街の価値向上(エリアマネジメント)に資する責任ある担い手への長期安定資金の重点供給の仕組み整備

##### ③需要を創出する総合的な施策(大規模交通インフラ整備等予算措置、法人税減税等税制緩和、各種規制緩和等)導入

## 【財団法人民間都市開発推進機構】

- ・ HP公表資料のとおり

## 【社団法人信託協会】

### ①仲介者の立場から

- ・ 不動産投資市場が現状のまま推移し全体のパイが拡大しないのであれば、コストをカットするかリスクを取るしかない。そういう意味で、経済全体の成長力が非常に乏しいという点を懸念している。
- ・ リートマーケットが不動産投資市場を牽引しているのが現状である。そういう点では、リートマーケットの成長スピードが少し鈍いと感じている。これについては、不動産投資市場の「流動性・換価性」と「信頼性」に問題があると考えられる。リートについては、「流動性・換価性」の問題は制度的にカバーされていると考えられるが、不動産投資市場に対する一般投資家の信頼感をどう醸成していくかという点については、多くの課題があると考えられる。この点については、制度上、必要な整備をすることが望ましい。
- ・ リートの評価が株式市場に大きく影響を受ける点も大きな課題だと思われる。リートはキャピタルゲインを狙う株式と同様に見られがちであるが、その違いをきちんと世に問い、純粹に不動産価値を示す評価がなされるようになることが望ましい。

### ②受託者の立場から

- ・ 物件を預かり管理することに対する世の中の評価がやや低く、信託僚社同士の競争も相まって手数料がかなり下がってきている。証券化商品に対する投資家の信頼を維持するには、信託報酬が適正な水準を確保できることが望ましい。
- ・ 建替・再開発案件については物件を吟味して信託受託を検討しているが、開発中の収益を確保するために、収益のタイムラグを埋める補助を検討して頂けると有り難い。

### ③全般

- ・ マーケットを拡大させていくためには、第一に投資家の信頼を如何に得るかということが大きな要素であると考えます。
- ・ また、国内の個人の資金を如何にマーケットに繋げるかという点も、大きな課題だと考える。