

# 不動産投資市場の条件整備

平成 26 年 3 月  
国土交通省

(評価書の要旨)

|           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                |                           |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|---------------------------|
| テーマ名      | 不動産投資市場の条件整備                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 担当課<br>(担当課長名) | 土地・建設産業局企画課<br>(課長：河田 浩樹) |
| 評価の目的、必要性 | <p>「不動産投資市場の条件整備」では、国土交通省が実施している不動産投資市場の整備に係る政策のうち、特に証券化市場の整備に係る政策の結果等を整理・分析の上、総合的に評価を実施し、今後のより効果的・効率的な政策の推進へ反映させること、国民に対する説明責任として、国土交通省の不動産投資市場の整備の必要性や重要性を対外的に示すことを評価の目的とする。</p> <p>なお、不動産証券化市場の整備は、不動産投資の小口化により不動産の有効活用や良質なストック形成に貢献するとともに、ひいては我が国の経済成長に重要な役割を果たすなど、国土交通省の政策課題として重要な位置づけを有していることから、本政策レビューでは、不動産投資市場のうち、特に、不動産証券化市場の整備に係る政策について評価することとしている。</p>                                                                             |                |                           |
| 対象政策      | <p>国土交通行政分野における不動産証券化市場のさらなる発展に資する政策として、以下の政策を対象とする。</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・不動産投資市場のうち、証券化市場の整備に係る政策</li><li>・不動産特定共同事業の発達及び改善に資する政策</li><li>・不動産投資市場の透明性の向上に資する政策</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                               |                |                           |
| 政策の目的     | <p>不動産証券化市場は、資金調達手段の多様化、優良な都市ストックの形成、証券化対象不動産の質の向上、市場の透明性の向上等の観点で重要な役割を担うものであり、ひいては国民経済の発展及び国民生活の向上を図るため、不動産証券化市場の発展に資する政策を推進する。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                |                           |
| 評価の視点     | <p>不動産証券化市場の発展に関し、基本的に行政の役割は投資家保護にあるものの、市場の発展は民間企業等による経済活動の拡大が前提となることから、まずリーマンショック等の影響で過去に著しい変化を経験した不動産証券化市場の状況について概観した後、国土交通省が平成18年度以降に不動産証券化市場の発達、改善のために実施してきた政策が目標どおりの成果を挙げているか、以下の観点から整理・分析を行う。</p> <ol style="list-style-type: none"><li>(1) 不動産証券化市場の発展の状況はどうか</li><li>(2) 不動産証券化市場の発展に向けた国土交通省の取組は適切か</li><li>(3) 不動産証券化市場においてどのような分野で今後発展が期待できるか</li></ol> <p>併せて、この整理結果を踏まえ、不動産投資市場の発展に向けた現時点の課題を抽出し、課題毎の現状の分析、今後の方向性等についてとりまとめる。</p> |                |                           |
| 評価手法      | <p>本レビューの対象となる不動産証券化市場について、不動産証券化市場の規模や諸外国との比較において、不動産証券化の実態調査等の統計を活用して分析を行った。また、不動産証券化市場に対する投資家の評価について、国内外投資家に対するアンケート調査等を用いて評価を行った。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                |                           |

|             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             | <p>さらに、日々変化する不動産証券化市場の動向を不断に把握しながら政策展開を進めることが重要であることから、不動産、金融等の各分野の有識者へのヒアリングを行い、現状の課題や今後の方向性等についてとりまとめた。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <p>評価結果</p> | <p>不動産証券化市場について、以下の観点に分けて評価を行った。</p> <p>(1) 不動産証券化市場の発展の状況はどうか</p> <p>(2) 不動産証券化市場の発展に向けた国土交通省の取組は適切か</p> <p>(3) 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか</p> <p>主な評価結果は以下の通り。</p> <p>(1) 不動産証券化市場の発展の状況はどうか</p> <p>我が国の不動産証券化市場を見ると、収益不動産市場に占めるJリート市場の時価総額の比率は、先進諸国の中で高い水準とは言えないが、我が国に対する投資家の関心の高さ等を鑑みると、今後も、不動産証券化市場が拡大する可能性がある。</p> <p>また、不動産証券化市場の投資家を見ると、個人の投資割合が株式市場より低いが、今後NISAの活用等により、その割合が高まる可能性がある。また、年金基金による不動産投資拡大のためには、情報インフラの整備・充実等により不動産投資の阻害要因を取り除くことや、不動産投資市場の魅力を積極的にアピールすることが課題となっている。</p> <p>一方、国民や投資家の不動産証券化市場への意識だが、不動産証券化商品に対する一般国民の認知度は低迷しており、国内外の投資家は、投資関連情報の入手容易性等の課題を指摘している。</p> <p>(2) 不動産証券化市場の発展に向けた国土交通省の取組は適切か</p> <p>国土交通省の政策では、不動産証券化の発展に向けて、土地総合情報ライブラリーの充実、不動産取引価格情報の提供・拡充、不動産証券化に関する不動産鑑定評価基準の整備・充実などの不動産市場の透明性を高めるための取組みを行ってきた。不動産取引価格の提供情報等については、情報の拡充を行ってきたこともあり、国民の利用度は近年大きく増加していることから、不動産投資市場の透明性の向上に寄与したものと考えられる。今後、不動産関連情報のさらなる充実等が課題である。不動産鑑定評価基準の見直しについても、DCF法の適用等により評価の品質が向上し、不動産証券化市場の信頼性の向上に寄与したと考えられる。</p> <p>また、国土交通省では、リーマンショックへの対応として、不動産市場安定化ファンドの創設に尽力したが、リート2銘柄・計180億円への融資の実行は、金融危機時に官民が連携し一定のセーフティネットの役割を果たし、市場に対する安心感や信頼感の回復につながったと考えられる。</p> <p>(3) 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか</p> <p>我が国の不動産証券化市場だが、地方において三大都市圏と比べると不動産証券化があまり進んでいない状況にある。しかし、ヘルスケア施設などさ</p> |

|                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                       | <p>らに投資対象が多様化していく余地があり、また、平成25年の改正不動産特定共同事業法や平成24年度補正予算により創設された「耐震・環境不動産形成促進事業」の活用により、今後建築物の耐震改修、高齢者向け住宅等の整備、地方の老朽施設の再生等に活用される可能性がある。</p> <p>さらに、不動産投資市場において、耐震性や環境への配慮に対する社会的な関心の高まりを受けて、国土交通省では、上述の「耐震・環境不動産形成促進事業」にて、環境不動産の普及に向けた取組を行っている。</p> <p>今後、これら良質な不動産ストック形成に資する不動産証券化の推進と併せて、証券化スキームを活用した公有地の活用など、地域の不動産価値を高め、魅力ある地域づくりを推進することは、さらなる不動産投資の拡大にも資すると考えられる。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <p>政策への<br/>反映の方向</p> | <p>評価結果を踏まえ、今後、不動産証券化市場の発展に向けて、国土交通省が講ずる施策の方向性は、以下の通り。</p> <p>1. 不動産証券化市場の透明性の向上</p> <p>(1) 不動産価格指数（住宅・商業用不動産）の整備</p> <p>不動産価格指数の整備について、速報性の向上を図る観点から、不動産取引から四半期以内の公表を行うとともに、精度向上の観点から、データ分類の詳細化や位置情報の活用を行う。さらに、指数の公表期間の長期化を図るため、過去の取引データを収集・整備する。</p> <p>(2) 不動産鑑定評価基準の見直し</p> <p>海外投資家から国際評価基準（IVS：International Valuation Standards）に準拠した不動産鑑定評価が求められる等の動きもあり、海外投資家に対する我が国不動産投資市場の透明性を向上させるため、我が国の不動産鑑定評価基準のIVSへの整合性を高めるための見直しを行う。</p> <p>また、不動産鑑定評価基準における事業用不動産に係る規定や価格形成要因等の充実等の見直しを行い、市場動向を適時的確に反映した鑑定評価を推進する。あわせて、研修体制や内容の充実等により、実務面においても鑑定評価技術の維持・向上を図る。</p> <p>2. 投資家の裾野拡大のための投資対象の多様化</p> <p>(1) ヘルスケアリート</p> <p>まずは平成26年6月末までにサービス付き高齢者向け住宅や有料老人ホームに係るガイドラインを策定するとともに、モデル事業を実施し、リート設立に向けた手順等の事例を収集・公表することを予定している。また、来年度後半には病院を運用対象とするガイドラインの作成等の環境整備も行う。</p> |

|                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                  | <p>(2) PRE (公的不動産) に係るリート<br/> 来年度、リートが公的不動産を取得・賃借等する場合の課題等について整理し、将来的な公的不動産に係るリートの活用のあり方について検討を行う。</p> <p>3. 耐震・環境性能等を有する良質な不動産の供給促進による地域の再生・活性化に資するまちづくりの実現</p> <p>(1) 改正不動産特定共同事業法の活用<br/> 改正不動産特定共同事業法に基づく不動産特定共同事業等の不動産証券化手法を活用したモデル事業の実施や、地域相談窓口所の設置等を行うことで、地域において不動産証券化に精通した人材を育成し、特に不動産証券化手法の利用が進んでいない地域の老朽・低未利用不動産の再生を推進していく。</p> <p>(2) 耐震・環境不動産形成促進事業<br/> 平成24年度補正予算において創設した「耐震・環境不動産形成促進事業」について、今後とも、民間投資の呼び水となるリスクマネーを供給するとともに、民間の資金やノウハウを呼び込み、耐震・環境不動産の形成を促進する。<br/> また、地域金融機関等と現在締結しているパートナー協定などを活用して地域の再生・活性化に向けた取組みを支援していく。</p> |
| <p>第三者の知見の活用</p> | <p>不動産証券化市場に関する有識者へのヒアリングを実施するとともに、国土交通省政策評価会における意見及び同評価委員である上山信一座長、加藤浩徳委員、山本清委員による個別指導の助言を活用した。</p> <p>有識者ヒアリングについては、平成25年10月から平成26年2月にかけて、不動産証券化市場に関係する各分野の以下6名に対して実施した。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 井上 亮氏 (東北大学大学院情報科学研究科准教授)</li> <li>・ 清水 千弘氏 (麗澤大学経済学部教授)</li> <li>・ 田中 俊平氏 (長島・大野・常松法律事務所パートナー弁護士)</li> <li>・ 田邊 信之氏 (宮城大学事業構想学部教授)</li> <li>・ 前川 俊一氏 (明海大学不動産学部教授)</li> <li>・ 巻島 一郎氏 (一般社団法人不動産証券化協会専務理事)</li> </ul>                                                                                                     |
| <p>実施時期</p>      | <p>平成25年度</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

## 目次

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 第1章 評価の目的・必要性和対象政策の概要              | 1  |
| 1. 評価の目的・必要性                       | 1  |
| 2. 対象政策                            | 1  |
| 3. 第三者の知見の活用                       | 1  |
| 4. 評価の視点                           | 1  |
| 5. 評価手法                            | 2  |
| 第2章 不動産証券化市場の概要                    | 3  |
| 1. 不動産証券化市場の状況                     | 3  |
| 2. 不動産証券化の主なスキーム                   | 4  |
| (1) Jリート                           | 4  |
| (2) 特定目的会社                         | 4  |
| (3) GK-TKスキーム                      | 4  |
| (4) 不動産特定共同事業                      | 5  |
| 3. 不動産証券化の発展と実績の推移                 | 6  |
| 4. 不動産証券化市場における国土交通行政の役割           | 8  |
| 5. 不動産証券化市場の発展に向けて国土交通省で講じてきた主な政策  | 9  |
| (1) 不動産市場安定化ファンド                   | 9  |
| (2) Jリート等が取得する不動産に係る税制の特例措置        | 11 |
| (3) 不動産特定共同事業法の一部を改正する法律           | 12 |
| (4) 土地総合情報ライブラリー                   | 13 |
| (5) 不動産取引価格情報                      | 14 |
| (6) 不動産鑑定評価制度の充実・不動産鑑定評価基準の見直しについて | 15 |
| 第3章 評価の結果                          | 17 |
| 1. 評価結果の一覧                         | 17 |
| 2. 個別評価                            | 21 |
| (1) 不動産証券化市場の発展の状況はどうか             | 21 |
| I 我が国の不動産証券化市場は十分に発達しているか          | 21 |
| ① 不動産証券化市場（トータル）の市場規模は十分に発達しているか   | 21 |
| ② 日本のリート市場の市場規模は十分に発達しているか         | 24 |
| ③ Jリート以外の証券化スキームは十分に発達しているか        | 26 |
| II 不動産証券化市場の投資家はどれだけ多様化したか         | 29 |

|     |                                                     |    |
|-----|-----------------------------------------------------|----|
| ①   | 不動産証券化市場で外国人の投資はどれだけ拡大しているか                         | 29 |
| ②   | 不動産証券化市場で個人の投資はどれだけ拡大しているか                          | 32 |
| ③   | 不動産証券化市場で年金等の投資はどれだけ拡大しているか                         | 34 |
| III | 国民や投資家の意識はどのように変化したか                                | 38 |
| ①   | 不動産証券化商品に対する認知度は向上したか                               | 38 |
| ②   | 海外投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したか                        | 41 |
| ③   | 国内投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したか                        | 43 |
| (2) | 不動産証券化市場の発展に向けた国土交通省の取組は適切か                         | 45 |
| IV  | 不動産証券化市場の透明性は向上したか                                  | 45 |
| ①   | 土地総合情報ライブラリーは充実したか                                  | 48 |
| ②   | 不動産取引価格情報は拡充したか                                     | 49 |
| ③   | 不動産証券化に関する不動産鑑定評価の信頼性は向上したか                         | 52 |
| V   | リーマンショック後の対応は十分だったか                                 | 54 |
| (3) | 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか                     | 55 |
| VI  | 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか                     | 55 |
| ①   | 不動産特定共同事業のスキームは投資家にとって使いやすくなったか                     | 55 |
| ②   | 地方における不動産証券化は進んでいるか                                 | 58 |
| ③   | 証券化不動産の投資分野は多様化しているか                                | 60 |
| ④   | 証券化を活用した老朽・低未利用不動産の再生は進んでいるか                        | 62 |
| ⑤   | 環境不動産等の普及に向けた取組は進んでいるか                              | 66 |
| ⑥   | 公有地の活用の際して証券化スキームは活用されているか                          | 69 |
| ⑦   | 不動産投資を促進するような魅力ある地域づくりが推進されているか                     | 71 |
| 3.  | 評価結果のまとめ                                            | 74 |
|     |                                                     |    |
| 第4章 | 今後の不動産証券化市場に関する施策の方向性                               | 76 |
| 1.  | 不動産証券化市場の透明性の向上                                     | 77 |
| (1) | 不動産価格指数（住宅・商業用不動産）の整備                               | 77 |
| (2) | 不動産鑑定評価基準の見直し                                       | 78 |
| 2.  | 投資家の裾野拡大のための投資対象の多様化                                | 79 |
| (1) | ヘルスケアリート                                            | 79 |
| (2) | PRE（公的不動産）に係るリート                                    | 79 |
| 3.  | 耐震・環境性能等を有する良質な不動産の供給促進による地域の再生・活性化<br>に資するまちづくりの実現 | 79 |
| (1) | 改正不動産特定共同事業法の活用                                     | 79 |
| (2) | 耐震・環境不動産形成促進事業                                      | 80 |

## 第1章 評価の目的・必要性和対象政策の概要

### 1. 評価の目的・必要性

「不動産投資市場の条件整備」では、国土交通省が実施している不動産投資市場の整備に係る政策のうち、特に証券化市場の整備に係る政策の結果等を整理・分析の上、総合的に評価を実施し、今後のより効果的・効率的な政策の推進へ反映させること、国民に対する説明責任として、国土交通省の不動産投資市場の整備の必要性や重要性を対外的に示すことを評価の目的とする。

なお、不動産証券化市場の整備は、不動産投資の小口化により不動産の有効活用や良質なストック形成に貢献するとともに、ひいては我が国の経済成長に重要な役割を果たすなど、国土交通省の政策課題として重要な位置づけを有していることから、本政策レビューでは、不動産投資市場のうち、特に、不動産証券化市場の整備に係る政策について評価することとしている。

### 2. 対象政策

国土交通行政分野における不動産証券化市場のさらなる発展に資する政策として、以下の政策を対象とする。

- ・ 不動産投資市場のうち、証券化市場の整備に係る政策
- ・ 不動産特定共同事業（以下「不特事業」という。）の発達及び改善に資する政策
- ・ 不動産投資市場の透明性の向上に資する政策

### 3. 第三者の知見の活用

評価に当たっては、不動産証券化市場に関する有識者へのヒアリングを実施するとともに、国土交通省政策評価会における意見及び同評価委員である上山信一座長、加藤浩徳委員、山本清委員による個別指導の助言を活用した。

### 4. 評価の視点

不動産証券化市場の発展に関し、基本的に行政の役割は投資家保護にあるものの、市場の発展は民間企業等による経済活動の拡大が前提となることから、まずリーマンショック等の影響で過去に著しい変化を経験した不動産証券化市場の状況について概観した後、国土交通省が平成18年度以降に不動産証券化市場の発達、改善のために実施してきた政策が目標どおりの成果を挙げているか、以下の観点から整理・分析を行う。

- (1) 不動産証券化市場の発展の状況はどうか
- (2) 不動産証券化市場の発展に向けた国土交通省の取組は適切か



### (3) 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか

併せて、この整理結果を踏まえ、不動産投資市場の発展に向けた現時点の課題を抽出し、課題毎の現状の分析、今後の方向性等についてとりまとめる。

## 5. 評価手法

本レビューの対象となる不動産証券化市場について、不動産証券化市場の規模や諸外国との比較において、不動産証券化の実態調査等の統計を活用して分析を行った。また、不動産証券化市場に対する投資家の評価について、国内外投資家に対するアンケート調査等を用いて行った。

さらに、リーマンショック等の影響で過去に著しい変化を経験した不動産証券化市場の動向を不断に把握しながら政策展開を進めることが重要であることから、不動産、金融等の各分野の有識者へのヒアリングを行い、現状の課題や今後の方向性等についてとりまとめた。なお、有識者ヒアリングについては、平成25年10月から平成26年2月にかけて、不動産証券化市場に関連する各分野の以下6名に対して実施した。

- ・ 井上 亮氏（東北大学大学院情報科学研究科准教授）
- ・ 清水 千弘氏（麗澤大学経済学部教授）
- ・ 田中 俊平氏（長島・大野・常松法律事務所パートナー弁護士）
- ・ 田邊 信之氏（宮城大学事業構想学部教授）
- ・ 前川 俊一氏（明海大学不動産学部教授）
- ・ 巻島 一郎氏（一般社団法人不動産証券化協会専務理事）

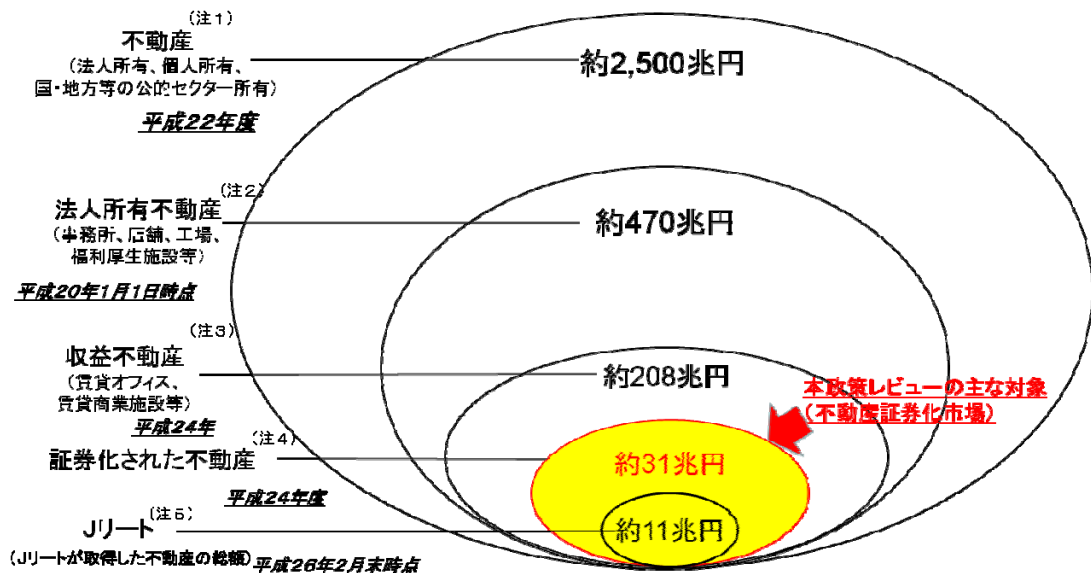
## 第2章 不動産証券化市場の概要

### 1. 不動産証券化市場の状況

不動産は、都市や街の基本要素を構成し、住生活の基盤をなし、産業活動の基礎的条件となるものであるが、我が国の不動産証券化市場は、約31兆円の市場規模を有しており、2,500兆円規模の不動産投資市場と、5,700兆円規模の金融市場を適正につなぐ「場」として機能している。

不動産証券化とは、オフィスビルやマンション、ショッピングセンターなどの収益不動産の資産や賃料収入を裏付けに、小口の証券を発行することで、発行者は証券売却で資金を得て、投資家は賃料収入や売却益をもとに配当を受け取る仕組みである。

我が国の不動産証券化市場の状況を鑑みると、2,500兆円規模の不動産投資市場のうち、収益不動産が約208兆円で、うち、不動産証券化市場（ストック総額）は、約31兆円となっている。この約31兆円に及ぶ不動産証券化市場のうち、東京証券取引所（以下「東証」という。）などに上場しているJリート（不動産投資信託）が保有している不動産が約11兆円となっており、その他、特定目的会社、GK-TKスキーム、不特事業が約20兆円となっている。



(注1) 住宅、住宅以外の建物、その他の構築物及び土地のストックの総額 【出典：国民経済計算(平成22年度速報)】  
 (注2) 事務所、店舗、工場、福利厚生施設等の法人が所有する不動産。土地基本調査に基づく時価ベースの金額(平成20年1月1日時点)  
 (注3) PRUDENTIAL REAL ESTATE INVESTORS "A Bird's eye View of Global Estate Markets: 2012 Update"  
 (注4) 国土交通省 平成24年度 不動産証券化の真実調査 参考資料2  
 (注5) 平成26年2月末時点の運用資産総額 【出典：ARES J-REIT REPORT Vol.52】

図 1. 不動産証券化市場の状況

資料：国土交通省

## 2. 不動産証券化の主なスキーム

不動産証券化とは、社債や株式などの証券を発行する器（ビークル）を介して、賃貸不動産が生み出す賃料や売却益等の収益を投資家に分配する仕組みである。

不動産証券化は、主に以下の4つのスキームに分類される。

### （1）Jリート

「投資信託及び投資法人に関する法律（昭和26年法律第198号。以下「投信法」という。）」に基づくスキームで、複数の投資家から集めた資金を、専門家が各種資産に投資・運用し、それによる成果を投資家に配分するという仕組みである。リートとは Real Estate Investment Trust の頭文字の略称であり、リートの日本版のためJリートと呼ばれている。

Jリートは大きく分けて「投資法人」タイプと「契約型投資信託」の2種類があるが、東証に上場している銘柄はすべて投資法人タイプである。仕組みは、不動産への投資・運用等を目的とした特別な投資法人が、投資証券を発行し、投資家からの出資金等で不動産・信託受益権を取得・保有し、不動産から得られる収益を投資家に分配するものである。不動産を保有・運用するのは投資法人だが、投資法人はあくまでも「器」の役割であり、実際の運用等は外部の資産運用会社等へ委託される。

### （2）特定目的会社

資産の流動化に関する法律に基づくスキームで、オリジネーター（資産の原保有者）が証券化対象不動産を特定目的会社に売却し、特定目的会社が当該資産から得られる収益や資産価値を裏付けとする資産対応証券（優先出資、特定社債、特定約束手形）を発行することにより資金調達を行う仕組みである。なお、特定目的会社は、Tokutei Mokuteki Kaisha の頭文字をとってTMKと言われる。TMKは資産を証券化するためのビークルであることから、一般の株式会社に比べて組織上の簡素化が図られており、資産の運営管理等の業務は外部に委託するものとされている。

### （3）GK-TKスキーム

法定スキーム（上記（1）、（2））以外の典型的な不動産証券化スキームであり、SPC（特別目的会社）として合同会社が利用され、SPCが投資家から匿名組合出資でエクイティ（株式等により調達される返済義務のない資金）を調達する仕組みである。Godo-Kaisha と Tokumei-Kumiai を組み合わせた方式であるため、これらの頭文字を取って「GK-TKスキーム」と言われる。GK-TKスキームの投

資対象は信託受益権である。

GK-TKスキームは、会社法に基づく合同会社や、商法に基づく匿名組合といった既存の制度の組み合わせによって証券化の仕組みが作られているので、活用するうえで届出の必要性等の制約が比較的少ないため、他のスキームに比べてもっとも頻繁に使用されている。

(4) 不動産特定共同事業

不特事業は投資家から出資を受けて不動産の取引を行い、その収益を投資家に分配する事業をいう。「不動産特定共同事業法（平成6年法律第77号。以下「不特法」という。）」はそのような事業を規制することで投資家保護を図るものである。不特法に基づくスキームは、不動産会社等の許可を受けた業者が事業主体となって投資家から出資を受けて実物不動産の取引を行い、その収益を投資家に分配するスキームであるが、平成25年に、建築物の耐震化や民間施設の整備等、都市機能の更新に民間資金の導入を促進するため改正が行われた。（政策紹介にて後述）

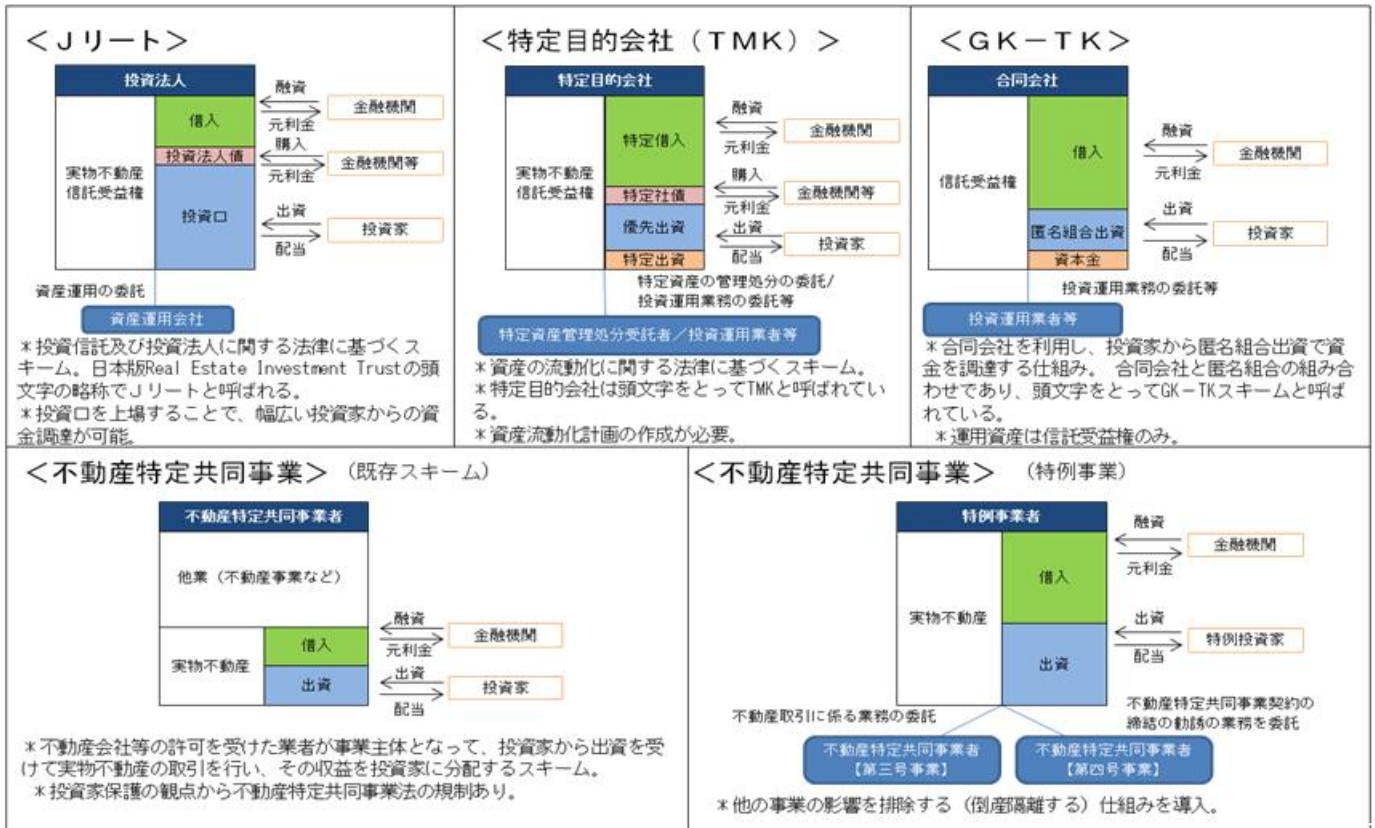


図 2. 我が国の証券化手法の概要

資料：国土交通省

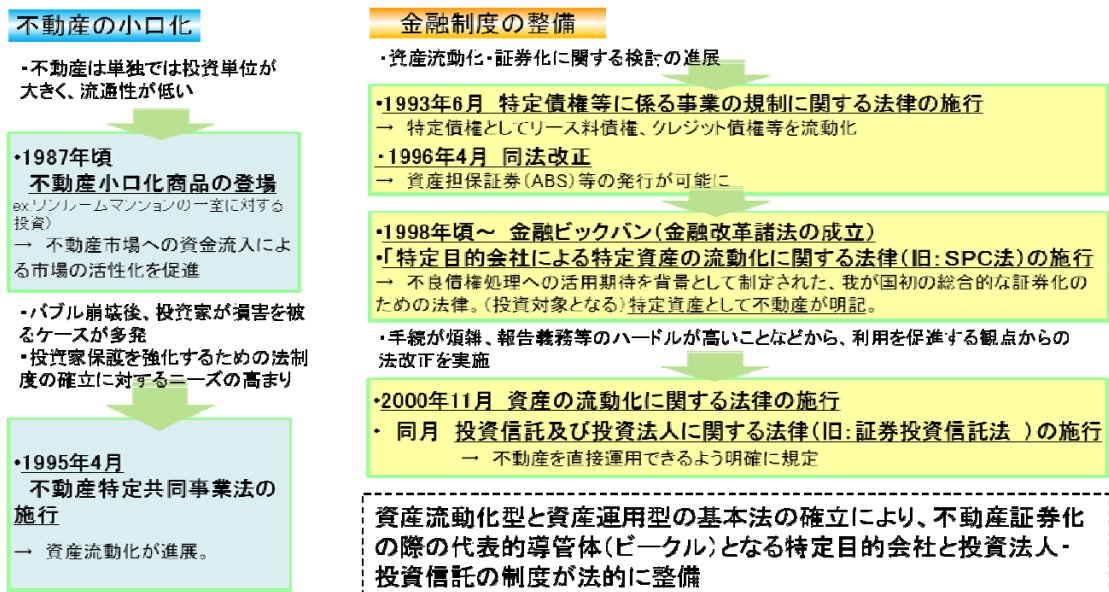
### 3. 不動産証券化の発展と実績の推移

日本の不動産証券化は、「土地神話」が崩壊した後、投資用不動産が金融商品化していく過程で大きく発展してきた経緯があり、今後、不動産市場・不動産投資市場における役割は一層大きくなると期待されているところである。

不動産証券化は、1990年から始まった地価の下落を景気とした不動産に関するリスク認識の変化と、金融・資本市場における間接金融から直接金融への大きな流れを背景として発展してきた。

具体的には、平成7年に不特法が施行され、不動産共同投資商品としての基盤が整備され、不動産流動化が進展した。その後、平成10年に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（平成10年法律第105号）」が成立し、平成12年に同法が「資産の流動化に関する法律」に改正された。また、同年に投信法が改正され、投資ビークルによる投資スキームが制度的に構築された。

これら法整備が進められたことにより、平成13年には、東証で不動産投資ファンド上場に関するルールが決定され、同年9月に2銘柄が上場してJリート市場が誕生した。これにより、特定目的会社、GK-TKスキーム、不特事業に、Jリートが加わり、現在の4スキームの形が整った。現在では、Jリート市場には、44銘柄が上場されている（平成26年2月末時点）。

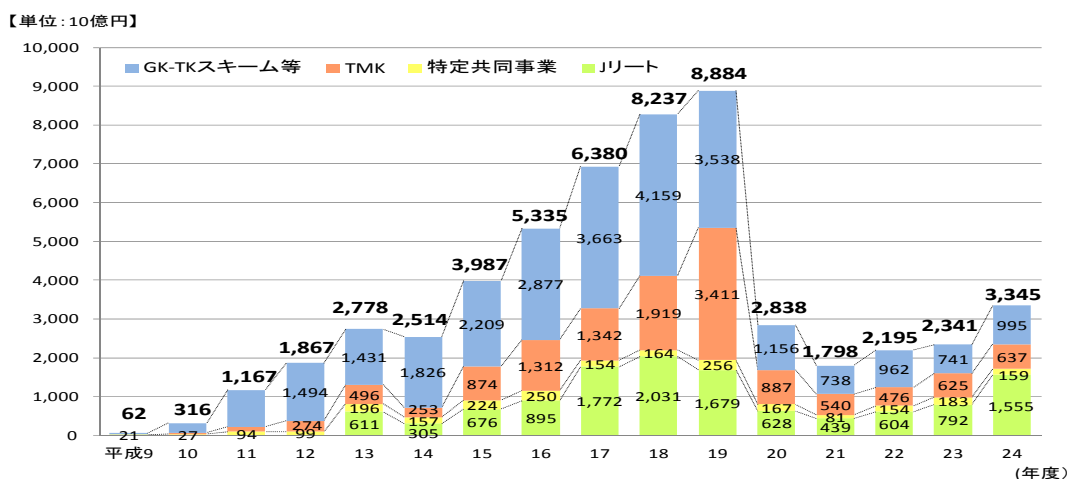


※ 導管体…SPC等の投資法人が資産(証券化不動産等)から得られた利益を投資家に配分するにあたり、法人税が非課税となる等の措置により、利益の二重課税が回避される構造。

図 3. 不動産証券化の歴史

資料：国土交通省

一方、不動産証券化市場の推移をみると、不動産証券化の対象として取得された不動産またはその信託受益権の資産額である不動産証券化の実績（毎年のフロー）は、平成19年度までは着実に増加し、ピーク時（平成19年度）には年間約8.9兆円となったが、リーマンショック等の影響を受け、平成21年度には約2兆円弱まで大きく減少し、足下は回復基調にあるものの、平成24年度に約3.3兆円となっている。



出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」（平成24年度）

図 4. 不動産証券化の実績の推移（フローベース）

なお、現在、不動産証券化の実績（フロー）は、平成9年から平成24年の累積で約55兆円に達しているが、この55兆円の中には、不動産会社に売却されたり、新しいビルに建て変わったりしたものや、Jリート等に売却されて再証券化されたものがあるため、それらを除外すると、証券化された不動産のストック額は、平成24年度時点で現在約31兆円となっている。

不動産証券化市場のストック額約31兆円のうち、4スキームの内訳は、それぞれ以下の通りとなっている。

表 1. スキーム別 不動産証券化の実績（ストックベース）

| スキーム       | 資産額（10億円） | 備考                                       |
|------------|-----------|------------------------------------------|
| Jリート       | 9,160     | 平成25年5月時点を基準として、それ以前の直近の決算期末における合計値      |
| TMK        | 10,160    | 平成23年9月時点を基準として、それ以前に終了した事業年度に係る事業報告書を集計 |
| 不動産特定共同事業  | 540       | 平成25年3月時点                                |
| GK-TKスキーム等 | 11,230    | 平成24年3月時点                                |
| 合計         | 31,090    |                                          |

出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」（平成24年度）

#### 4. 不動産証券化市場における国土交通行政の役割

不動産投資市場のうち、中でも不動産証券化市場を整備することは、以下の点から国土交通省の政策課題として重要な位置づけを有している。

第一に不動産に対する投資を小口化し不動産への新たな投資機会を創出するものであり、不動産の有効活用や良質なストック形成に貢献し、我が国の経済成長の担い手として重要な役割を果たすものである。

第二に不動産の所有と経営を分離することにより様々な主体が不動産の整備に関与することが可能となり、新たな雇用機会の創出やまちづくりの担い手等特に地域における経済活動の裾野を広げる役割を果たすものである。

一方、不動産証券化市場は、金融市場と不動産市場を適正につなぐ「場」であり、不動産証券化市場の主体として関与する者は、不動産業者、金融業者、住宅業者、建設業者等多岐にわたっている。

このため、不動産証券化市場の発展において、行政の役割とは、基本的には投資家の保護にあり、市場の発展は民間企業等による経済活動の拡大が前提となるが、不動産証券化スキーム等の根幹となる金融政策を担う金融庁と、不動産、都市整備、建築等の政策を担う国土交通省が、適切に連携を図りながら政策を実施していくこととしている。

## 5. 不動産証券化市場の発展に向けて国土交通省で講じてきた主な政策

国土交通省では、不動産証券化市場の発達に向けて、Jリート等が取得する不動産に係る税制の特例措置を講じてきたほか、リーマンショックへの対応として不動産市場安定化ファンドの創設や、不特法の一部改正による倒産隔離スキームの導入等を行った。併せて、不動産証券化市場の透明性の向上に向けて、国土交通省による土地総合情報ライブラリーや不動産取引価格情報等における不動産関連情報の提供を充実させてきたほか、不動産証券化の進展等に伴い不動産鑑定評価基準の改正等を行った。以下、これら取組について概観する。

### (1) 不動産市場安定化ファンド

リーマンショック以降、世界的な金融市場の混乱及び急速な信用収縮が起こる中、Jリートにおいては、キャッシュフローが安定、損益面も黒字が確保されていたにもかかわらず、投資口価格の下落環境下で増資による資金調達が困難になったことに加え、金融機関の融資姿勢や金利条件が悪化したことから借入による資金調達も困難になり、資金繰りが逼迫する事態が発生していた。

Jリートは、不動産市場の動向を示す象徴的な存在であり、優良な不動産の有力な買い手であったため、このようなJリートの資金繰りの逼迫は、買い手不在の不動産市場の混乱に拍車をかけるおそれがあった。また、資金調達を目的にJリートが保有する不動産の投げ売りが起これば、不動産市場において適正な価格による取引が行われず、日本の不動産全体の資産価値が下落することも想定され、ひいては不動産担保価値下落に伴う金融システムの混乱や実体経済への深刻な影響をもたらすことが懸念されていた。

このような背景から、政府の「経済危機対策」(平成21年4月10日閣議決定)に、「官民一体となったファンドの創設や日本政策投資銀行等によるJリートへの資金供給の充実」が盛り込まれた。

これを受け、同年6月より、国土交通省において、有識者、市場関係者による「不動産市場安定化ファンドの設立・運営に関する検討委員会」を4回開催し、ファンドの出資構成・規模、ストラクチャー等に係る方針を検討した。同委員会は、平成23年度までの投資法人債の償還総額(3,268億円)や既存借入金に係る金融機関の破綻・撤退への備え等を考慮し、必要に応じて、アンコミットベースで総額3,000億~5,000億円程度のファンド規模を確保することとする方針をとりまとめ、平成21年9月にこれを公表した。

この方針にもとづき、同月に、Jリートの資金繰り改善を通じた不動産市場の安定化等を目的として、不動産市場安定化ファンドが設立された。ファンド設立にあ

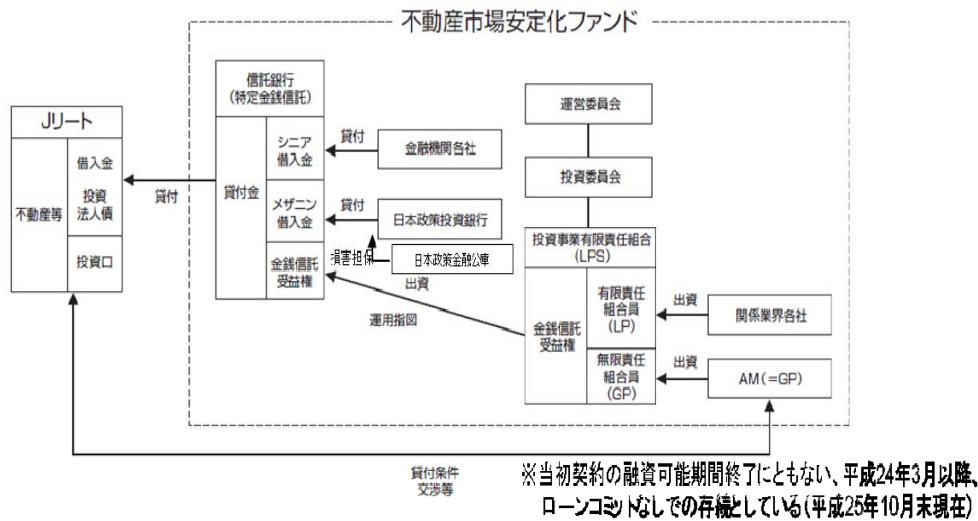


たつては、民間金融機関からシニアローン（注）を調達するため、関係業界各社から出資が行われたほか、日本政策投資銀行によるメザニンローン（注）が設定され、この融資に日本政策金融公庫の損害担保措置が付された。同ファンドは、平成23年度までの融資期間内において、Jリート全41銘柄（ファンド設立当時）中2銘柄に対し、計180億円の融資を実行し、回収を終えた。

（注）シニアローン・メザニンローン

：メザニンローンは、負債（デット）と資本（エクイティ）の中間に位置づけられるローンのことをいう。

シニアローンは、メザニンローンに対して返済の優先順位が高いローンのことをいう。



資料：国土交通省

図 5. 不動産市場安定化ファンドの仕組み

## (2) Jリート等が取得する不動産に係る税制の特例措置

不動産の証券化を推進し、豊富な民間の資金を使った物件の購入やバリューアップ等を通じた地域経済の活性化、優良な都市ストックの形成・維持、資産デフレを防止するため、TMKおよびJリートの創設時より、Jリート等が取得する実物不動産について、不動産流通税（登録免許税、不動産取得税）の軽減措置が講じられている。

登録免許税に関しては、平成15年度税制改正時に土地税制全体の見直しに伴い、本則税率20/1,000であるところ、6/1,000に引き下げられた。その後、延長時に、段階的に税率を引き上げられ、現在は平成26年度末まで税率13/1,000で特例措置が延長されている。

また不動産取得税に関しては、Jリート創設の平成13年度税制改正で課税標準の控除を2/3まで引き下げられたが、平成23年度税制改正の延長時において、課税標準の控除を3/5と縮減しており、登録免許税と同様に平成26年度末まで3/5で特例措置が延長されている。

表2. 不動産証券化市場に関する不動産流通税の軽減措置の経緯

| 【不動産取得税】             |                            | 年度 | H10 | H11 | H12 | H13                                | H14 | H15  | H16 | H17  | H18 | H19  | H20 | H21  | H22 | H23          | H24 | H25  | H26 |
|----------------------|----------------------------|----|-----|-----|-----|------------------------------------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|--------------|-----|------|-----|
| Jリート・SPCの特例(課税標準の控除) |                            |    | 1/2 |     | 1/2 | 2/3                                |     | 2/3  |     | 2/3  |     | 2/3  |     | 2/3  |     | 3/5          |     | 3/5  |     |
| 改正の概要                | 資産流動化法の設立にあわせて創設(当初はTMKのみ) | 延長 |     |     |     | 投信法の成立に合わせて、対象にJリートを追加2/3に拡充し、2年延長 |     | 2年延長 |     | 2年延長 |     | 2年延長 |     | 2年延長 |     | 3/5に縮減し、2年延長 |     | 2年延長 |     |

※不動産取得税の特例について、Jリートの対象用途は、以下の8つ。

①住宅 ②事務所 ③店舗 ④路外駐車場 ⑤ホテル・旅館 ⑥大規模小売店舗 ⑦PFI関連 ⑧①～③、⑤～⑦に付随する駐車場（なお、TMKについては用途の制限は無い）

※なお、「不動産特定共同事業法の一部を改正する法律」(平成25年法律第56号)により、届出によって事業が可能となる特別目的会社(SPC)に対して、平成25年度税制改正により、登録免許税(移転登記20/1000-13/1000、保存登記4/1000-3/1000)及び不動産取得税(課税標準1/2軽減)の特例措置が創設された。

| 【登録免許税】         |                            | （※平成10年度～平成14年度までは、土地全体に係る課税標準の特例が存在しており、平成10年度は課税標準4/10、平成11年度～平成14年度は課税標準1/3となっている。） |         |         |         |                                       |         |        |        |                    |        |                 |        |        |         |                                    |         |         |  |
|-----------------|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------------------------------------|---------|--------|--------|--------------------|--------|-----------------|--------|--------|---------|------------------------------------|---------|---------|--|
| 年度              |                            | H10                                                                                    | H11     | H12     | H13     | H14                                   | H15     | H16    | H17    | H18                | H19    | H20             | H21    | H22    | H23     | H24                                | H25     | H26     |  |
| 本則税率            | (土地全体に係る特例)                | 50/1000                                                                                |         |         |         |                                       | 20/1000 |        |        |                    |        | 20/1000         |        |        |         |                                    |         |         |  |
|                 | (建物全体に係る特例)                | ※                                                                                      |         |         |         |                                       | 10/1000 |        |        |                    |        | 13/1000 15/1000 |        |        |         |                                    |         |         |  |
|                 |                            | -                                                                                      |         |         |         |                                       | 10/1000 |        |        |                    |        | -               |        |        |         |                                    |         |         |  |
| Jリート・SPCの特例(税率) |                            | 25/1000                                                                                | 25/1000 | 16/1000 | 16/1000 | 6/1000                                | 6/1000  | 6/1000 | 6/1000 | 8/1000             | 8/1000 | 8/1000          | 8/1000 | 8/1000 | 11/1000 | 13/1000                            | 13/1000 | 13/1000 |  |
| 改正の概要           | 資産流動化法の設立にあわせて創設(当初はTMKのみ) |                                                                                        |         |         |         | 投信法の成立に合わせて、対象にJリートを追加16/1000に拡充し3年延長 |         | 2年延長   |        | 土地税制全体の見直しにより税率引下げ |        | 8/1000に縮減し、2年延長 |        | 2年延長   |         | 倉庫およびその敷地を対象から除外し、3年延長(段階的税率の引き上げ) |         | 2年延長    |  |

表3. 税制の適用状況

資料：国土交通省

<適用件数(一部推計)>

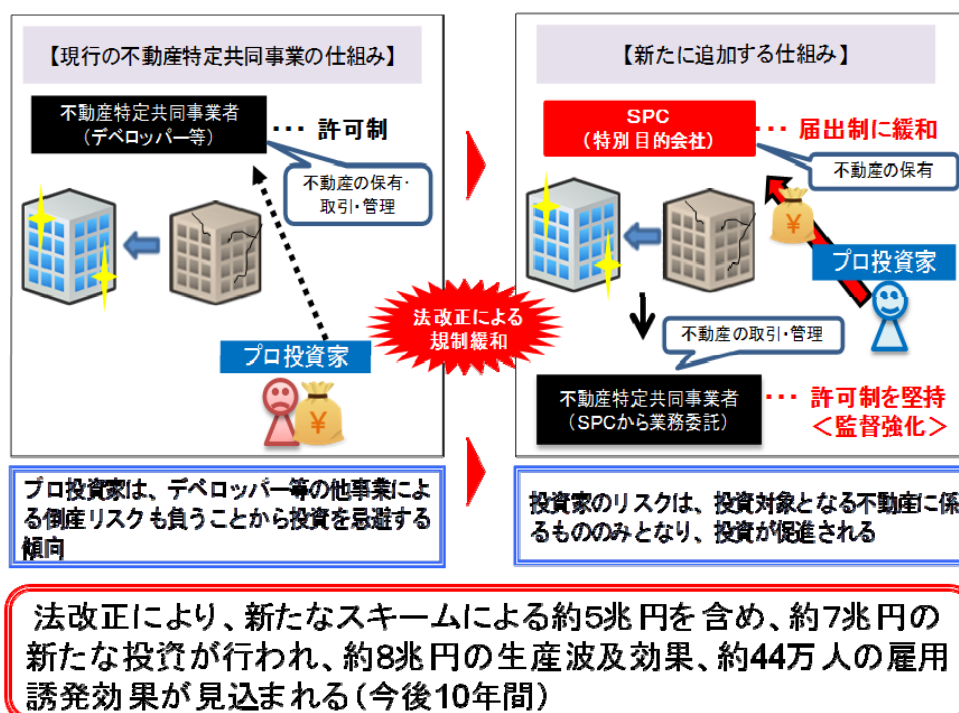
|        | 不動産取得税 |        | 登録免許税 |        |
|--------|--------|--------|-------|--------|
|        | Jリート   | 特定目的会社 | Jリート  | 特定目的会社 |
| 平成21年度 | 36     | 22     | 40    | 25     |
| 平成22年度 | 41     | 18     | 49    | 21     |
| 平成23年度 | 45     | 27     | 52    | 31     |

資料：国土交通省

### (3) 不動産特定共同事業法の一部を改正する法律

不特事業は法施行以降一定の実績を残しているものの、他の不動産流動化スキームなどと比較すると実績が伸びていなかった。その原因としては、改正前の制度では、事業者の行っている他の事業の影響を受ける（倒産隔離がされていない）ため、投資家が出資をためらうという傾向があったこと等が挙げられる。

そこで、平成25年12月20日に「不動産特定共同事業法の一部を改正する法律」（平成25年法律第56号。以下「改正不特法」）が施行され、新たなスキームとして、専ら不特事業を行う特別目的会社（いわゆるSPC）を設置し、投資家はこのSPCに出資することによって、他の事業の影響を排除する（倒産隔離する）ことができる仕組みが導入された。このSPCについては届出のみで不特事業を行うことができることとされているが、投資家保護の観点から、SPCは不動産取引や投資家の勧誘に係る業務を、許可を受けた不動産特定共同事業者（デベロッパー等）に委託しなければならないこととされている。新スキームを活用することで、これまで自社の信用力だけでは資金調達が難しい場合も多かった地方の中小デベロッパーや建設業者も、投資家からの出資を得やすくなる環境が整うこととなり、さらには地方の商工会、地方の金融機関、地方公共団体等も事業に参加することで、地方の不動産の再生が進むことが期待されている。



資料：国土交通省

図 6. 不動産特定共同事業法の一部を改正する法律による変更概要

#### (4) 土地総合情報ライブラリー

国土交通省では、土地に関する情報の活用を促進するために、平成10年度よりインターネット上のサイトである土地総合情報ライブラリーにおいて、各種制度や白書、地価公示等のデータ等を一元的に提供している。

土地総合情報ライブラリーについては、平成18年度に不動産取引価格情報の掲載、平成20年3月より地価LOOKの調査結果の掲載、土地情報へのアクセス性の改善に向けた説明の充実など、サイトの改善を重ねている。



資料：国土交通省

図 7. 土地総合情報ライブラリー (<http://tochi.mlit.go.jp/>)

## (5) 不動産取引価格情報

不動産の取引価格情報の開示については、不動産取引をめぐる不透明性、不確実性を払拭し、透明な不動産市場を形成していく上で重要な政策課題であり、「規制改革・民間開放推進3か年計画」（平成16年3月19日閣議決定）においても、我が国経済の活性化等を図る観点から、不動産の取引価格情報の提供は、市場の透明化、取引の円滑化・活性化等を図るために早急に実現すべき課題と位置づけられた。

このため、平成17年度より順次対象地域を拡大しながら、不動産取引当事者へのアンケート調査を行い、平成18年度より、不動産の実際の取引価格に関する情報について、個人情報秘匿処理等を行った上でウェブサイト上において、四半期毎に提供している。現在、情報提供件数は194万件となり、情報の蓄積が進んでいる。



資料：国土交通省

図 8. 不動産取引価格情報提供制度による提供情報（例）

(6) 不動産鑑定評価制度の充実・不動産鑑定評価基準の見直しについて

不動産鑑定評価制度は、不動産鑑定士という専門職業家により合理的な価格情報を不動産市場へ提供することを通じて、市場における適正な不動産価格の形成に資する役割を担うものであり、不動産市場を支える基盤として重要な社会的役割を有している。不動産証券化市場の発展においても、投資家の投資判断に際して、証券化対象不動産の適正な価格が、情報開示されていることが欠かせない。

〈証券化対象不動産の鑑定評価基準の策定〉

Jリート等の運用対象となる不動産は、投信法等により、不動産鑑定士による鑑定評価が義務づけられている。

不動産証券化市場の発展に伴い、有価証券等へ記載されるなど情報開示としての重要性が高まっていた証券化対象不動産に関する鑑定評価について、市場動向を適時的確に反映した鑑定評価を行い、投資家等の投資判断に役立てることが求められていた。

こうした背景のもとに、平成18年8月から国土審議会の不動産鑑定評価部会等において、不動産証券化の進展等に伴う投資家保護の必要性の高まり等を踏まえた不動産鑑定評価基準の運用のあり方等を審議し、平成19年4月に不動産鑑定評価基準を改正し、DCF法（「Discounted Cash Flow法」の略。連続する複数の期間に発生する純収益及び復帰価格を、その発生時期に応じて現在価値に割り引き、それぞれ合計する方法）適用や収益費用項目の統一等、証券化対象不動産の鑑定評価に係る新たな基準を追加した。

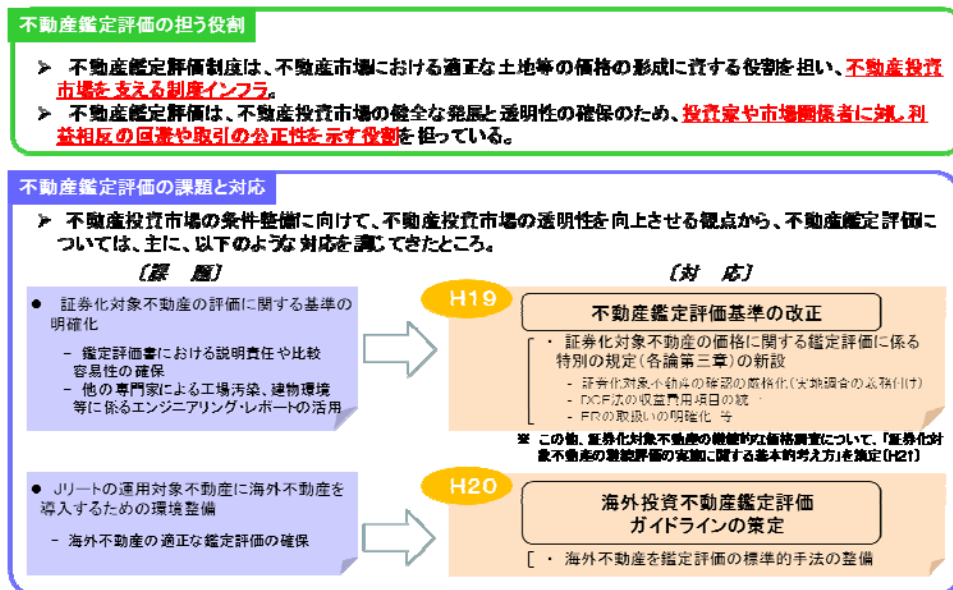


図 9. 不動産鑑定評価制度の充実

資料：国土交通省





〈海外投資不動産鑑定評価ガイドラインの策定〉

不動産市場のグローバル化が進み、海外不動産への投資も活発化する中、国土交通省では、平成20年に、海外投資不動産に対する鑑定評価の標準的手法を確立するための海外投資不動産鑑定評価ガイドラインを策定した。

これにより、東証の上場審査基準が改正され、Jリークの運用対象資産に海外不動産を組み入れることが可能となった。実際、平成25年11月には、海外不動産を投資対象とする投資法人が運用を開始したところである。

また、同ガイドラインにおいては、海外の不動産を評価するにあたって参考となる諸外国の鑑定評価制度の概要についても紹介しているところである。

表4. 諸外国の不動産鑑定評価基準の作成主体等

|        | 日本<br> | 米国<br> | 英国<br> | シンガポール<br> |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 登録機関   | 国土交通省                                                                                   | Appraisal Institute (AI)                                                                | The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)                                      | Singapore Institute of Surveyors and Valuers (SISV)                                           |
|        | 【国】                                                                                     | 【民間】                                                                                    | 【民間】                                                                                     | 【民間】                                                                                          |
| 鑑定評価基準 | 不動産鑑定評価基準                                                                               | Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)                            | RICS Valuation - Professional Standards                                                  | SISV Valuation Standards and Guidelines                                                       |
| 基準作成団体 | 国土交通省                                                                                   | Appraisal Foundation                                                                    | RICS                                                                                     | SISV                                                                                          |
|        | 【国】                                                                                     | 【民間】                                                                                    | 【民間】                                                                                     | 【民間】                                                                                          |

資料：「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」より国土交通省作成

### 第3章 評価の結果

#### 1. 評価結果の一覧

不動産証券化市場について、以下の視点（大項目）をさらに6ヶの中項目、19ヶの小項目に分けて評価を行った。

- （1）不動産証券化市場の発展の状況はどうか
- （2）不動産証券化市場の発展に向けた国土交通省の取組は適切か
- （3）不動産証券化市場においてどのような分野で今後成長が期待できるか

各評価の視点について、詳細に分析した結果は以下の通りである。



| 評価項目                          |                                | 評価                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-------------------------------|--------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>(1) 不動産証券化市場の発展の状況はどうか</b> |                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| I 我が国の不動産証券化市場は十分に発達しているか     |                                | 我が国の不動産証券化市場を見ると、収益不動産市場に占めるJリート市場の時価総額の比率は、先進諸国の中で高い水準とは言えないが、我が国に対する投資家の関心の高さ等に鑑みると、今後も、不動産証券化市場が拡大する可能性がある。<br>リート指数を見ると、カナダやアメリカなどはリーマンショック前の平成19年頃の水準に回復している中、我が国は平成20年前半頃の水準まで回復している。<br>また、各スキーム別に不動産証券化市場を見ると、法の規制上倒産隔離が出来ない等の事情により、従来実績が伸びていなかった不動産特定共同事業スキームについて、今後、平成25年の法改正で導入された倒産隔離型スキームの活用により、実績が伸びる可能性がある。                                                                               |
| ①                             | 不動産証券化市場（トータル）の市場規模は十分に発達しているか | 不動産証券化市場の規模について、便宜的に各国のリート市場規模をもって比較すると、日本の収益不動産市場規模に占めるJリート市場の時価総額の比率は、先進諸国の中で高い水準とは言えない状況にある。<br>我が国の不動産証券化市場については、各国のGDPに対する収益不動産の割合が50%弱と他の諸外国に比べてあまり差がないこと、また、我が国に対する投資家の関心の高さ等を鑑みると、今後も、不動産証券化市場が拡大する可能性がある。                                                                                                                                                                                       |
| ②                             | 日本のリート市場の市場規模は十分に発達しているか       | リート指数を見ると、カナダやアメリカなどはリーマンショック前の平成19年頃の水準に回復している中、我が国は平成20年前半頃の水準まで回復している。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| ③                             | Jリート以外の証券化スキームは十分に発達しているか      | 我が国の不動産証券化市場の動向を各スキーム別に見ると、リーマンショック以降はリート手法を活用した証券化が最も多く、次いで、GK-TKスキーム、TMKスキームの順となっている。不動産特定共同事業スキームについては、法の規制上倒産隔離が出来ない等の事情により、実績が伸びていないが、平成25年の法改正で導入された倒産隔離型スキームの活用により、今後実績が伸びる可能性がある。                                                                                                                                                                                                                |
| II 不動産証券化市場の投資家はどれだけ多様化したか    |                                | 我が国の不動産証券化市場の投資家がどれだけ多様化したかについて、外国人、年金、個人について分析を行ったところ、我が国のJリート市場における資金供給先として、外国人による投資割合は約3割と、個人による投資家は約2割となっており、いずれもリーマンショック前とその後でほとんど変化がない。また、株式市場と比較すると、個人の投資割合が株式市場より低いが、今後NISAの活用により、その割合が高まる可能性がある。<br>我が国の年金基金は、実物不動産又は不動産証券化商品への投資という観点では、資産構成及び各国比較から見ても積極的とは言えない状況である。また、「国内不動産投資家アンケート調査」(国土交通省)によれば、年金基金による不動産投資拡大のためには、情報インフラの整備・充実等により不動産投資の阻害要因を取り除くことや、不動産投資市場の魅力を積極的にアピールすることが課題となっている。 |
| ①                             | 不動産証券化市場で外国人の投資はどれだけ拡大しているか    | 我が国のJリート市場における資金供給先として、外国人による投資割合は約3割と、リーマンショックの前とその後でほとんど変化がなく、海外投資家は金融機関に次いで大きな資金供給源となっている。一方で、株式市場における外国人による投資割合も約3割となっており、株式市場と比べても外国人投資家の割合は遜色ない状況にある。                                                                                                                                                                                                                                              |
| ②                             | 不動産証券化市場で個人の投資はどれだけ拡大しているか     | 我が国のJリート市場において、個人による投資割合は約15%とリーマンショックの前とその後でほとんど変化がなく、安定的な資金供給先と言えるが、株式市場における個人の投資割合は約20%とJリート市場における個人の投資比率の方が若干少ない状況にある。今後NISAの活用によってJリートにとっては投資家層の裾野が拡大することが見込まれるため、個人の投資比率が増える可能性はある。                                                                                                                                                                                                                |
| ③                             | 不動産証券化市場で年金等の投資はどれだけ拡大しているか    | 我が国の年金基金は、実物不動産又は不動産証券化商品への投資という観点では、資産構成及び各国比較から見ても積極的とは言えない状況である。「国内不動産投資家アンケート調査」(国土交通省)によれば、年金基金による不動産投資拡大のためには、情報インフラの整備・充実等により不動産投資の阻害要因を取り除くことや、不動産投資市場の魅力を積極的にアピールすることが課題となっている。                                                                                                                                                                                                                 |

| 評価項目                                   |                              | 評価                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>(1) 不動産証券化市場の発展の状況はどうか</b>          |                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Ⅲ 国民や投資家の意識はどのように変化したか                 |                              | 個人が間接的にJリートを保有する機会が増えているものの、不動産証券化商品に対する一般国民の認知度は低迷している。<br>また、国内外の投資家は、投資関連情報の入手容易性等の課題を指摘している。                                                                                                                                                                                 |
| ①                                      | 不動産証券化商品に対する認知度は向上したか        | 間接的にJリートを保有する機会が増えているものの、不動産証券化商品に対する一般国民の認知度は低迷している。                                                                                                                                                                                                                            |
| ②                                      | 海外投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したか | 日本の不動産市場は、海外投資家からの評価は以前より高まってはいるものの、投資関連情報の入手容易性等の評価は依然として低く課題がある。                                                                                                                                                                                                               |
| ③                                      | 国内投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したか | 国内投資家からの評価は、長期安定的な投資姿勢の投資家層の厚さ等の評価が低く課題がある。                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>(2) 不動産証券化市場の発展に向けた国土交通省の取組は適切か</b> |                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Ⅳ 不動産証券化市場の透明性は向上したか                   |                              | 不動産取引価格の提供情報の拡充等により、国民の利用度は近年大きく増加したことから、不動産投資市場の透明性の向上に寄与したものと考えられる。しかし、約3/4の国民が、取引価格情報が公開されていることを知らないため、サイト内の他の情報とともに、さらなる充実等を行うとともに、取引価格情報について、公開範囲等の検討が必要である。<br>また、平成19年に不動産鑑定評価基準を改正し、証券化対象不動産に関する新たな基準を追加したことで、DCF法の適用やエンジニアリング・レポートの活用により評価の品質が向上し、不動産証券化市場の信頼性の向上に寄与した。 |
| ①                                      | 土地総合情報ライブラリーは充実したか           | 平成18年度以降サイトの充実を重ねてきたこともあり、国土交通省ホームページに比べても相当数のアクセス数があるが、今後、さらなるアクセス数の増加に向けて、アクセス性の改善等の土地総合情報ライブラリーの充実に向けた取組を検討する必要がある。                                                                                                                                                           |
| ②                                      | 不動産取引価格情報は拡充したか              | 提供情報の拡充等により、国民の利用度は近年大きく増加したことから、不動産投資市場の透明性の向上に寄与したものと考えられる。しかし、約3/4の国民が制度を知らない。また、半数を超える企業が、取引価格情報の公表について、より詳細な物件所在地の情報を求めており、公開範囲等については今後検討が必要である。                                                                                                                            |
| ③                                      | 不動産証券化に関する不動産鑑定評価の信頼性は向上したか  | 鑑定評価が義務づけられている証券化対象不動産について、平成19年に不動産鑑定評価基準を改正し、証券化対象不動産に関する新たな基準を追加したことで、DCF法の適用やエンジニアリング・レポートの活用により評価の品質が向上し、不動産証券化市場の信頼性の向上に寄与した。                                                                                                                                              |
| Ⅴ リーマンショック後の対応は十分だったか                  |                              | リーマンショック以降、Jリートでも資金繰りが逼迫する中、不動産市場安定化ファンドの創設は、リート2銘柄・計180億円の融資の実行ではあったが、金融危機時に官民が連携し一定のセーフティネットの役割を果たしたことで、市場に対する安心感や信頼感の回復につながったと考えられる。                                                                                                                                          |

| 評価項目                                |                                 | 評価                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (3) 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか |                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| VI 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか  |                                 | 我が国の不動産証券化市場について、Jリート保有物件について見てみると、当初はオフィスがほとんどであったが、次に住宅、商業施設に広がり、近年はホテル、特に物流施設の割合が増加傾向にあるなど徐々に投資分野の多様化が図られている。今後はヘルスケア施設などさらに投資分野が多様化していく余地がある。<br>また、老朽・低未利用不動産の再生については、改正不特法や「耐震・環境不動産形成促進事業」の活用により促進される可能性がある。さらに、これら施策は、これまで不動産証券化スキームの活用が進んでいなかった地方においても活用される可能性がある。<br>これら良質な不動産ストック形成に資する不動産証券化の推進と併せて、証券化スキームを活用した公有地の活用など、地域の不動産価値を高め、魅力ある地域づくりを推進することは、さらなる不動産投資の拡大に資すると思われる。 |
| ①                                   | 不動産特定共同事業のスキームは投資家にとって使いやすくなったか | 不特事業は、倒産隔離がされていないこと等もあって、不動産証券化実績総額(フロー累積)が2兆円と伸びていなかった。平成25年12月の改正不特法施行により、不動産特定共同事業において倒産隔離型スキームの導入が実現されたこと、また、従来不動産証券化の対象となりにくかった老朽化物件等が投資対象となり得ることで、今後活用が進む可能性がある。                                                                                                                                                                                                                    |
| ②                                   | 地方における不動産証券化は進んでいるか             | リートによる地方都市での物件取得件数は増加傾向にあるものの、三大都市圏と比べるとあまり進んでいない。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| ③                                   | 証券化不動産の投資分野は多様化しているか            | Jリートが取得した物件の用途別割合の変遷を見ると、オフィスがほとんどであった当初から、まず住宅、商業施設に広がり、近年はホテル、特に物流施設の割合が増加傾向にあるなど徐々に投資分野の多様化が図られている。今後はヘルスケア施設など更に投資分野が多様化していく余地がある。                                                                                                                                                                                                                                                    |
| ④                                   | 証券化を活用した老朽・低未利用不動産の再生は進んでいるか    | Jリートが所有するオフィス物件は、築20年以内の割合が8割を超えており、築年数が20年以上経過した古い物件をあまり取得していない。一方で、新耐震基準を満たしていない建築物が約1/3あり、耐震化などによる老朽・低未利用不動産の再生の促進が喫緊の課題となっている。<br>平成25年12月に施行された改正不特法や平成24年度補正予算により創設された「耐震・環境不動産形成促進事業」の活用により、今後、耐震性の劣る建築物の耐震改修、建替えや、高齢者向け住宅等の整備、地方の老朽施設の再生等が促進される可能性がある。                                                                                                                            |
| ⑤                                   | 環境不動産の普及に向けた取組は進んでいるか           | 環境に配慮したまちづくりの観点から、環境性能等に優れた不動産の普及促進は重要であるが、物件がそもそも少ない等の理由により、企業の入居はまだ十分に進んでいない。<br>国土交通省が、環境省との共管により、平成24年度補正予算に創設した「耐震・環境不動産形成促進事業」は、民間投資の呼び水となるリスクマネーを供給し、環境不動産の普及を促進する可能性がある。                                                                                                                                                                                                          |
| ⑥                                   | 公有地の活用に際して証券化スキームは活用されているか      | 現在、我が国においては証券化スキームを活用して公有地を開発するなどの実例が一定程度見受けられる。ただし、そうした物件のみを投資対象としたリートは存在していない。                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| ⑦                                   | 不動産投資を促進するような魅力ある地域づくりが推進されているか | 都市機能の高度化や国際競争力の強化、防災力の向上等の取組は、耐震・環境性能に優れた良質な不動産ストックの形成を促進する等、魅力ある地域づくりを推進するものであり、地域の不動産価値を高め、さらなる不動産投資の拡大に寄与すると思われる。                                                                                                                                                                                                                                                                      |

## 2. 個別評価

### (1) 不動産証券化市場の発展の状況はどうか

不動産証券化市場の発展の状況について、市場の規模、投資家の動向、投資家の意向について、以下の観点から詳細に分析を行った。

- I 我が国の不動産証券化市場の規模は十分に発達しているか
- II 不動産証券化市場の投資家はどれだけ多様化したか
- III 国民や投資家の意識はどのように変化したか

#### I 我が国の不動産証券化市場は十分に発達しているか

我が国の不動産証券化市場の規模について、不動産証券化市場のトータルの市場規模、Jリート市場の規模、その他不特事業等の3スキームの証券化の状況について、それぞれストック、フローの統計や投資家のアンケート調査等を用いて分析を行った。

なお、評価にあたっては、諸外国における不動産証券化市場の規模を示した適当なデータがストック・フローとも把握できていない（リートを除く）ため、証券化市場全体の比較については我が国のストックとフローのみを示し、便宜的に各国のリート市場規模をもって比較している。

#### I-① 不動産証券化市場（トータル）の市場規模は十分に発達しているか

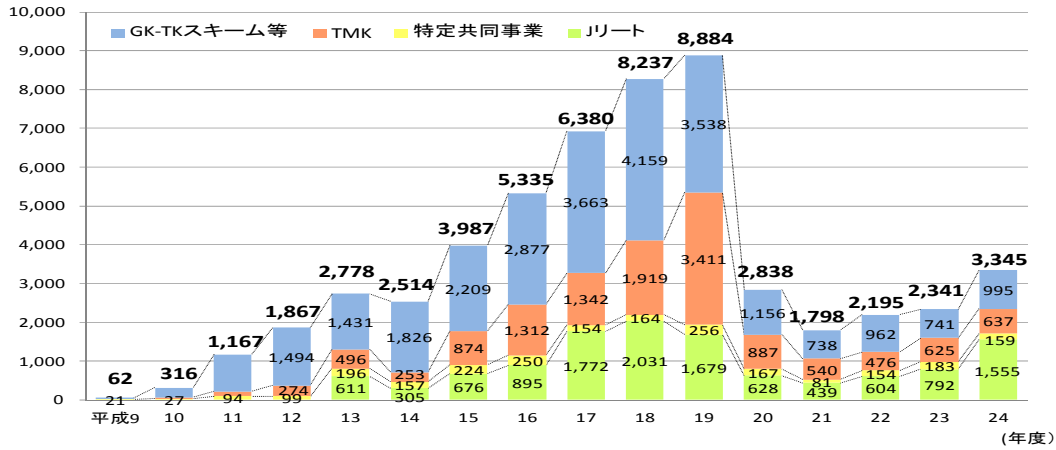
我が国の不動産証券化市場のストックは31兆円であり、フローベースの実績推移を見ると、平成19年までは不動産証券化の対象として取得された不動産またはその信託受益権の資産額（フロー）は着実に増えており、ピーク時（平成19年）には年間約8.9兆円となった。その後、リーマンショック等の影響を受け、平成21年度には年間約1.8兆円まで大きく落ち込んだが、平成24年度には約3.3兆円の資産が不動産証券化の対象として取得され、Jリートによる不動産の取得額は過去最大の2.2兆円（平成25年）だったことなどからも足下では緩やかな回復基調にある。

不動産証券化市場の発展度合いを見るにあたり、データ上の制約のため、便宜的にリート市場のデータを用いて評価するが、日本のリート市場規模は米国・豪州に次ぐ世界で3番目の市場規模を有する。

一方、収益不動産市場規模に対する上場リート市場の規模の比率は諸外国に比べると低い水準で、例えば、米国と比較すると、収益不動産市場規模は米国が約500兆円に対し、我が国は約200兆と約4割程度の規模となっている。一方、リート市場規模（時価総額）は米国が66.5兆円に対し、我が国は7.5兆円（平成26年1月時点）と約1割の規模であること、我が国も各国と同様にGDPに対する収益不動産の割合が50%弱であり、あまり差がないこと、また、我が国に対する投資家の関心の高

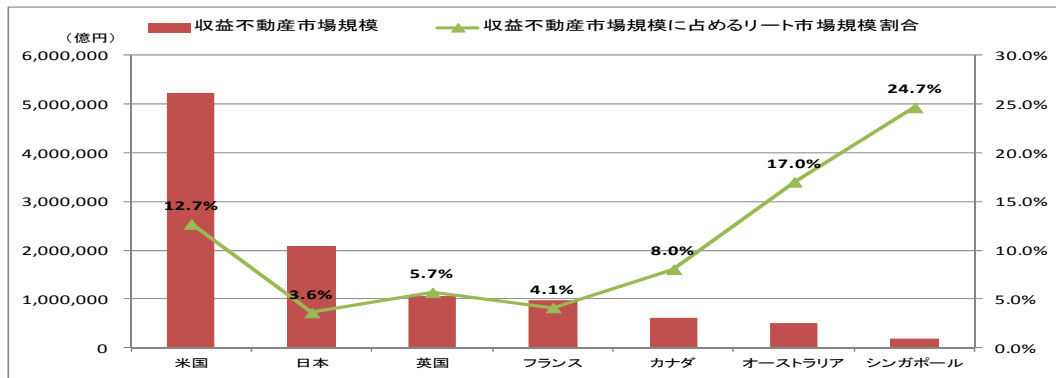
さ等を鑑みると、今後も、不動産証券化市場が拡大する可能性がある。

【単位：10億円】



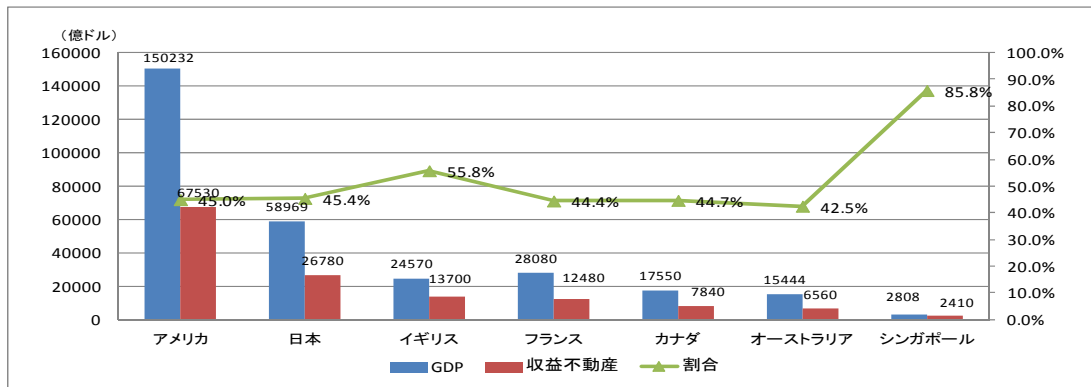
出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」（平成24年度）

図10. 不動産証券化の実績の推移（フローベース）



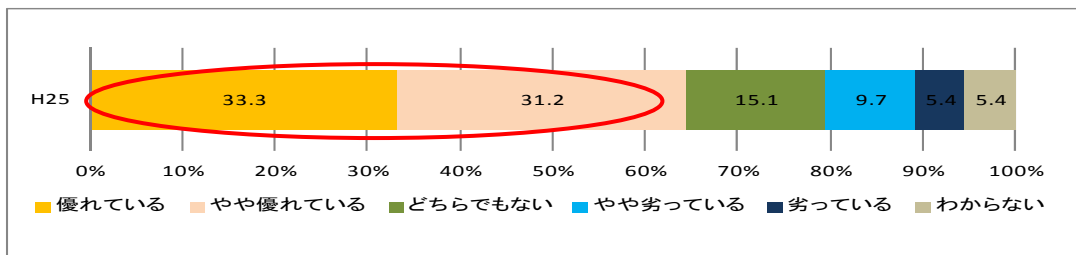
※収益不動産市場規模は2011年12月時点、リート市場規模は2014年1月時点  
資料：PRUDENTIAL REAL ESTATE INVESTORS 及びみずほ証券レポートより国土交通省作成

図11. 各国収益不動産市場規模とリート市場規模（時価総額）の比較



資料：総務省「世界の統計」及びPRUDENTIAL REAL ESTATE INVESTORS レポートより国土交通省作成

図12. 各国GDPと収益不動産市場規模の比較



出典：国土交通省「海外投資家アンケート調査」（平成25年度）

図13. 不動産投資市場に関する評価（不動産市場の規模）について

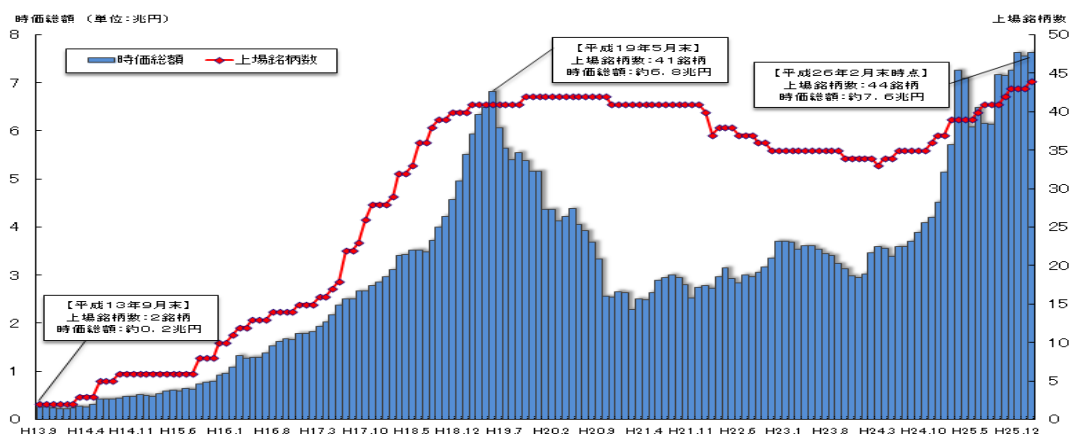
【有識者ヒアリング】

有識者からは、日本の収益不動産市場規模に占めるリート市場の時価総額の比率については、今後、シンガポールまでには至らないものの、フランス、カナダを超えることが予想されること、また、米国と比較すると、Jリートは現在の2倍程度のシェアになるポテンシャルは有するが、証券化に対する歴史の違いもあり、米国レベルのシェアに達するには、かなりの時間を要するとの意見があった。

| 評価項目                           | 評価                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産証券化市場（トータル）の市場規模は十分に発達しているか | <p>不動産証券化市場の規模について、便宜的に各国のリート市場規模をもって比較すると、日本の収益不動産市場規模に占めるJリート市場の時価総額の比率は、先進諸国の中で高い水準とは言えない状況にある。</p> <p>我が国の不動産証券化市場については、各国のGDPに対する収益不動産の割合が50%弱と他の諸外国に比べてあまり差がないこと、また、我が国に対する投資家の関心の高さ等を鑑みると、今後も、不動産証券化市場が拡大する可能性がある。</p> |

## I-② 日本のリート市場の市場規模は十分に発達しているか

平成13年9月に2銘柄、時価総額約2,000億円でスタートしたJリート市場は右肩上がり成長を続け、リーマンショック以降は長く低迷した状況が続いていたが、平成24年以降市況は回復し、平成26年2月末現在で上場銘柄数は44銘柄、時価総額は7.6兆円に及んでいる。

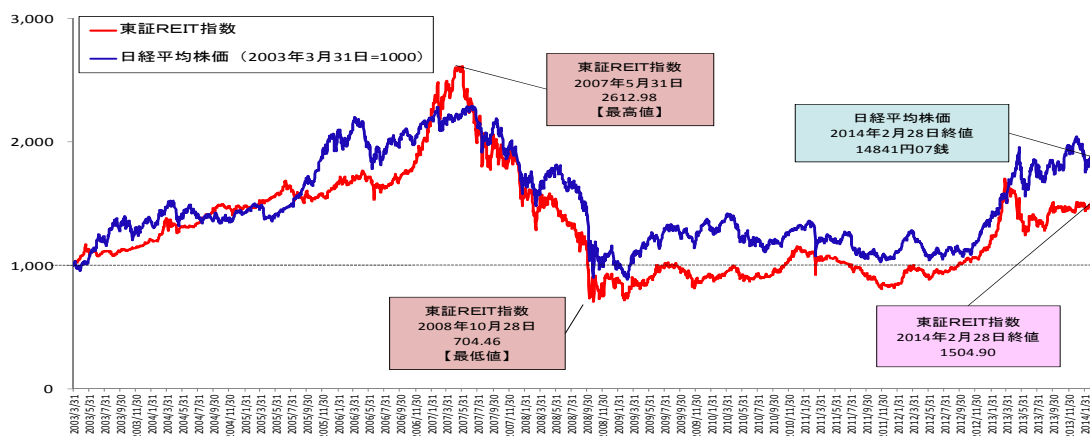


出典：不動産証券化協会 HP より国土交通省作成

図14. Jリート時価総額と上場銘柄数

Jリート指数をみると、平成19年5月31日に過去最高となる2,612.98ポイントであり、その後リーマンショックの影響等から平成20年10月28日には過去最低となる704.46ポイントまで下落した。平成26年2月末日では1,500ポイントまで上昇しているが、過去最高時までの状況には至っていない。

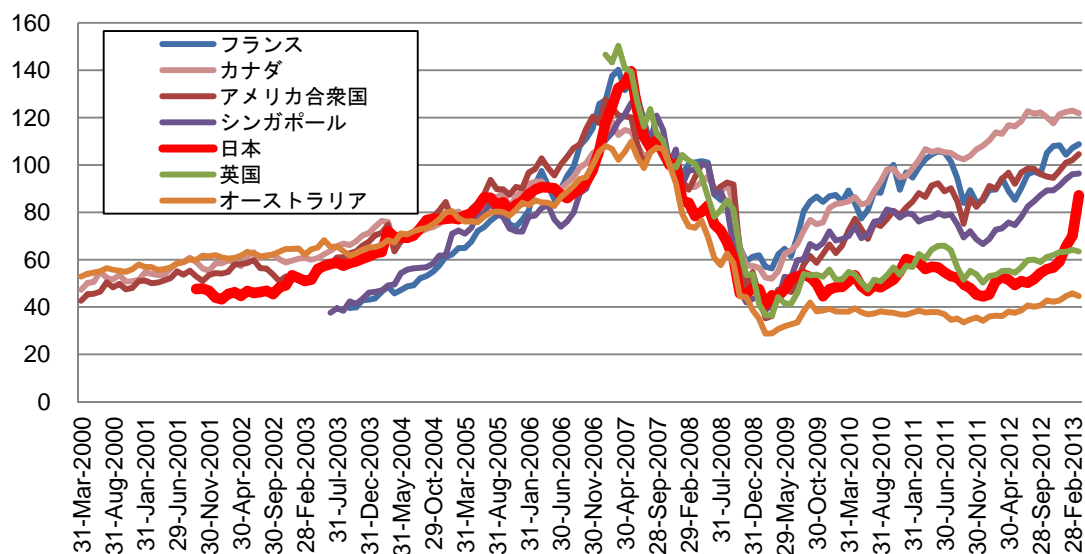
また、東証リート指数と日経平均株価を比較すると、リーマンショック以降に両指数とも回復しているものの、いずれもリーマンショック前の水準にまでは回復していない状況にある。



資料：国土交通省

図15. 東証リート指数と日経平均株価

さらに、各国で比較すると、指数だけであれば米国やカナダは平成19年当時までポイントに戻ってきているが、我が国はそのような状況には至っていない。しかし、直近平成24年3月と平成25年3月のポイントの上昇率は我が国が1.7倍と最も高くなっており、我が国はリーマンショック後の市況回復が遅れ、長らくの間低位にあったものの、平成24年後半からの市況回復を受け、大きく回復している状況にある。



資料：「S&P Global リート指数」より国土交通省作成

図16. 各国リート指数の推移

| 評価項目                     | 評価                                                                        |
|--------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 日本のリート市場の市場規模は十分に発達しているか | リート指数を見ると、カナダやアメリカなどはリーマンショック前の平成19年頃の水準に回復している中、我が国は平成20年前半頃の水準まで回復している。 |



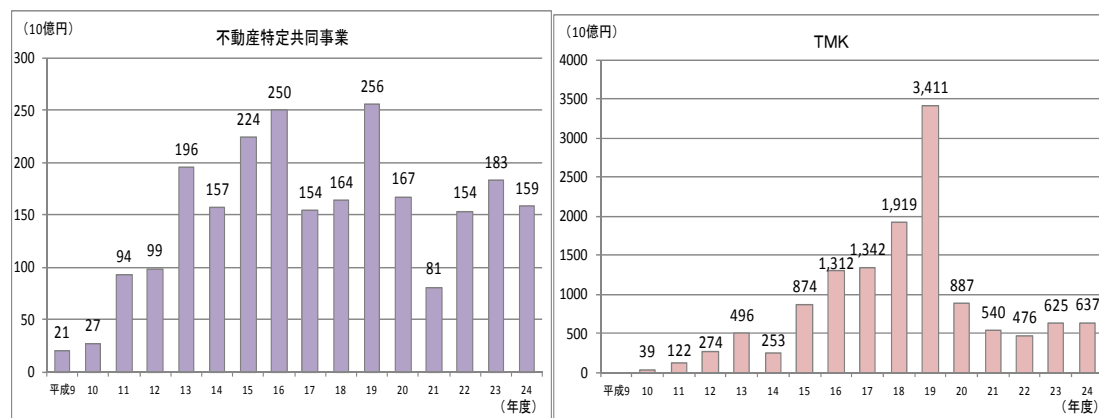
### I-③ Jリート以外の証券化スキームは十分に発達しているか

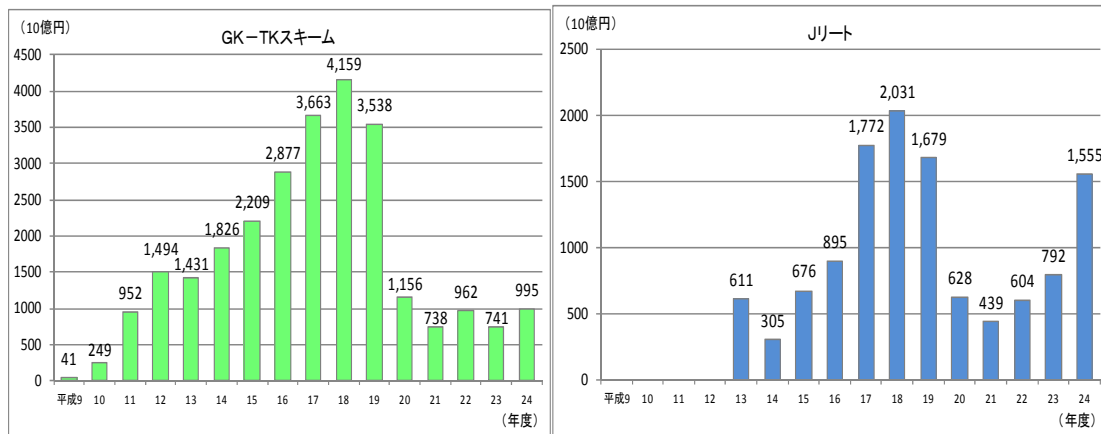
我が国の不動産証券化市場を各スキーム別にフローベースで見ると、概ね同じ傾向が見て取れる。

リーマンショック後で見ると、平成22年度以降ではリート手法を活用した証券化が最も多くなっており、続いてGK-TKスキーム、TMKスキーム、不動産特定共同事業スキームとなっている。近年、リートが証券化不動産の有力な買い手としての存在感を示していることが分かる。その他では、使い勝手が良いと言われ、また証券化の歴史が長いGK-TKスキームによる証券化が進んでいる様子が伺える。一方、不動産特定共同事業スキームは、それほど市場規模が大きくないが、これは、法の規制上倒産隔離が出来ない等の事情からプロの投資家は出資を忌避する傾向があり、その制度の活用が十分に進まなかったと考えられる。

ストックベースで比較しても、31兆円のうち、Jリートによる9兆円を除くと、GK-TKスキームとTMKスキームがほとんどで、不動産特定共同事業スキームの活用は僅か5,000億円程度と少なくなっている。このため、不動産証券化市場の発展に向けて、当該不動産特定共同事業スキームによるストックおよびフローを伸ばしていくことも重要と考えられる。

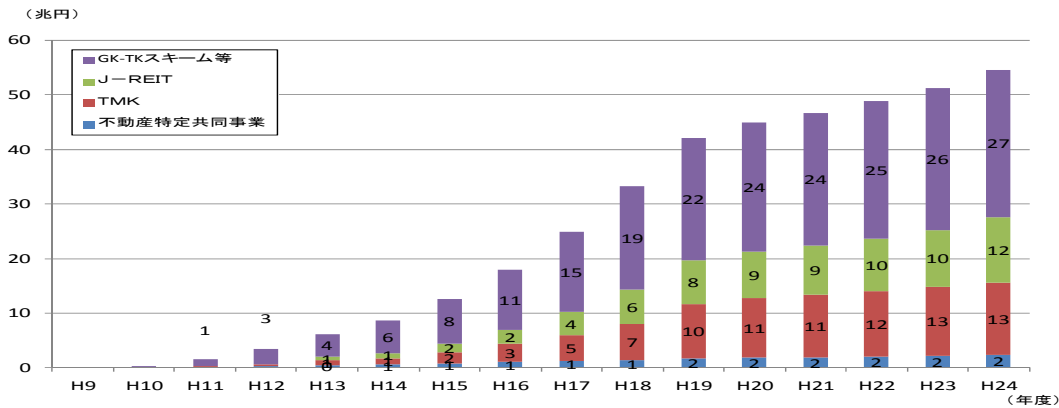
不特事業については、先般の法改正により倒産隔離型のSPCが不特事業を行うことができる仕組みが導入されたため、これまで不特事業への投資を敬遠していた投資家の資金を呼び込むことで、今後、実績を増やしていくことができる可能性がある。





資料：国土交通省

図17. 不動産証券化実績（フロー）（各スキーム別）



資料：国土交通省

図18. 不動産証券化実績の推移（フロー累積）

表5. スキーム別 不動産証券化の実績（ストックベース）

| スキーム       | 資産額（10億円） | 備考                                       |
|------------|-----------|------------------------------------------|
| Jリート       | 9,160     | 平成25年5月時点を基準として、それ以前の直近の決算期末における合計値      |
| TMK        | 10,160    | 平成23年9月時点を基準として、それ以前に終了した事業年度に係る事業報告書を集計 |
| 不動産特定共同事業  | 540       | 平成25年3月時点                                |
| GK-TKスキーム等 | 11,230    | 平成24年3月時点                                |
| 合計         | 31,090    |                                          |

出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」（平成24年度）

| 評価項目                      | 評価                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Jリート以外の証券化スキームは十分に発達しているか | 我が国の不動産証券化市場の動向を各スキーム別に見ると、リーマンショック以降はリート手法を活用した証券化が最も多く、次いで、GK-TKスキーム、TMKスキームの順となっている。不動産特定共同事業スキームについては、法の規制上倒産隔離が出来ない等の事情により、実績が伸びていないが、平成25年の法改正で導入された倒産隔離型スキームの活用により、今後実績が伸びる可能性がある。 |

#### I 我が国の不動産証券化市場は十分に発達しているか（まとめ）

| 評価項目                    | Iのまとめ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 我が国の不動産証券化市場は十分に発達しているか | <p>我が国の不動産証券化市場を見ると、収益不動産市場に占めるJリート市場の時価総額の比率は、先進諸国の中で高い水準とは言えないが、我が国に対する投資家の関心の高さ等に鑑みると、今後も、不動産証券化市場が拡大する可能性がある。</p> <p>リート指数を見ると、カナダやアメリカなどはリーマンショック前の平成19年頃の水準に回復している中、我が国は平成20年前半頃の水準まで回復している。</p> <p>また、各スキーム別に不動産証券化市場を見ると、法の規制上倒産隔離が出来ない等の事情により、従来実績が伸びていなかった不動産特定共同事業スキームについて、今後、平成25年の法改正で導入された倒産隔離型スキームの活用により、実績が伸びる可能性がある。</p> |

## Ⅱ 不動産証券化市場の投資家はどれだけ多様化したか

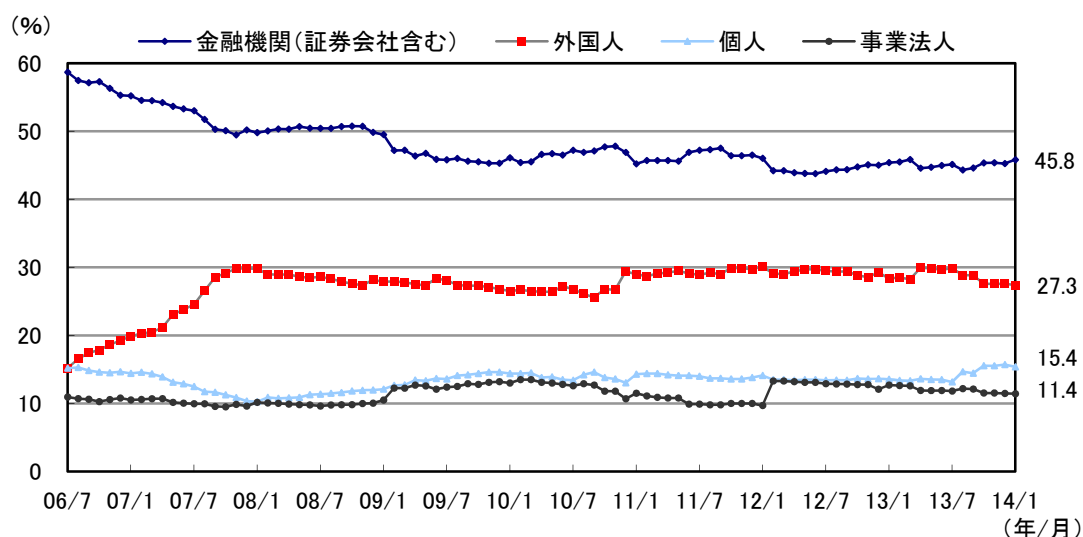
ここでは、我が国の不動産証券化市場の投資家がどれだけ多様化したかについて評価する。特に、不動産証券化市場の投資家として、今後も大きく増加することが期待できる、外国人、個人、年金等に焦点をあてて、それぞれの投資がどれだけ拡大しているかについて、評価する。

なお、評価にあたっては、不動産証券化市場全体では、外国人・個人等がどれだけ投資しているのかを示した適当なデータがないことから、便宜的に、最もデータが充実しているＪリート市場の公表データにより評価することとする。

### Ⅱ－① 不動産証券化市場で外国人の投資はどれだけ拡大しているか

東証が公表するデータによると、海外投資家である外国人は、Ｊリート市場における投資主体別投資比率（投資口保有比率）で約３割を占めている。なお、リーマンショック前後でも外国人の投資比率は一定して３割前後とあまり下がっておらず、市場全体で金融機関に次いで外国人は大きな資金供給主体となっており、市場動向に大きな影響を与える存在となっていると考えられる。

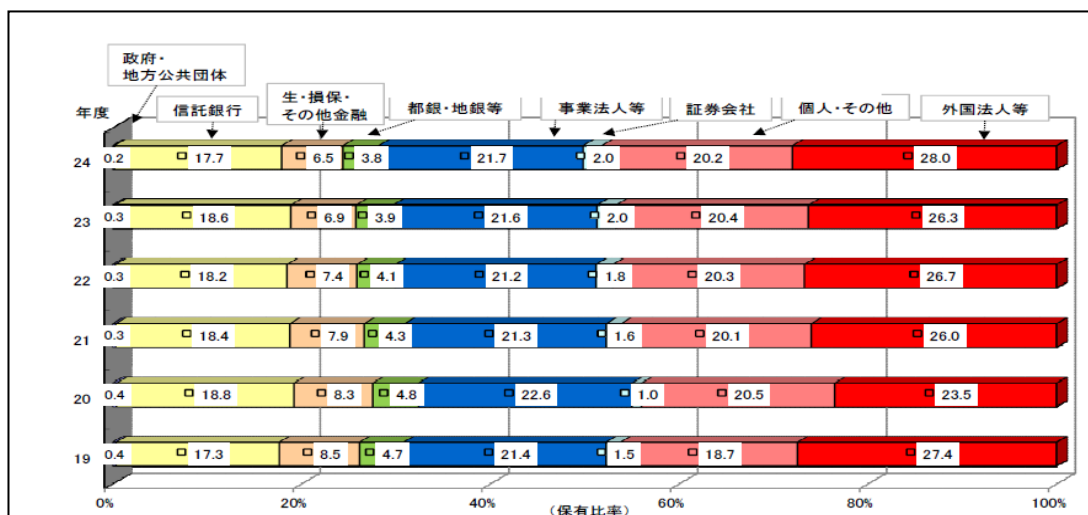
一方、証券取引所全体における投資部門別株式保有比率を見ると、外国法人等の保有比率は約３割とＪリート市場における外国人の投資比率と同じ割合になっており、我が国の株式市場と比較しても、Ｊリート市場における外国人の投資は遜色ない状況にあると言える。



(注) 年月は調査時。Ｊリーートの決算発表は、決算期末を迎えた後の２ヵ月後に開催されるので、平成２６年１月調査のデータは、平成２５年１１月末時までに決算を迎えたＪリーートの保有比率が反映されている。

資料：各Ｊリーートの資料により、みずほ証券が作成

図１９．Ｊリーートの投資主体別投資比率



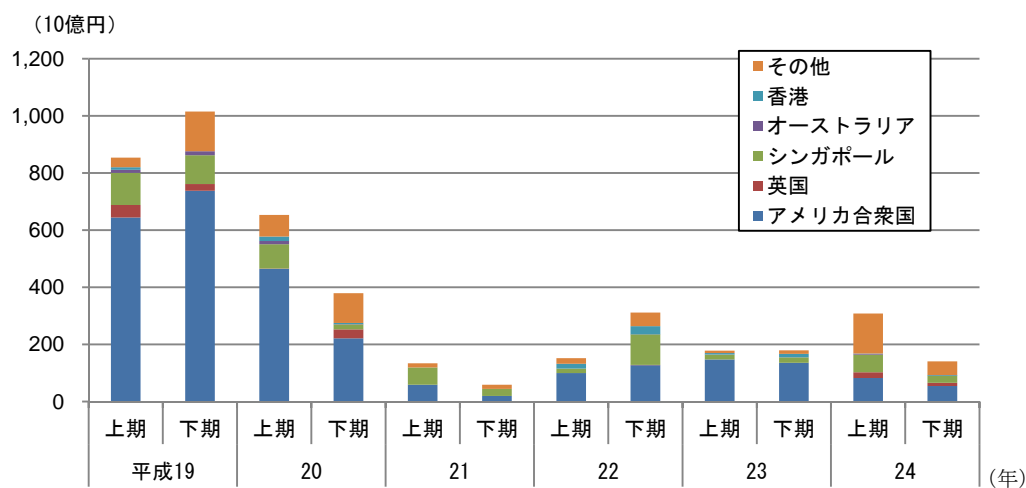
出典：東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所

「平成24年度株式分布状況調査結果の概要」

図20. 投資部門別株式比率の推移

なお、我が国の不動産証券化市場に対するクロスボーダー（国境を越えた）投資の動向を見ると、リーマンショック以降の落ち込みから大きな変化は見られないが、投資元については、英国、シンガポールなど、その他の国からの投資が増加している。

実際に、海外からの投資について、アメリカ、シンガポール、オーストラリアなどを中心に、我が国における不動産を対象としているリートもあり、中には我が国の不動産のみを対象としているものも存在する。



出典：Real Capital Analytics/日経BP社 日経不動産マーケット情報

図21. 我が国へのクロスボーダー投資の推移（不動産）

表 6. 日本に投資している海外リートの例

| 対象                | REIT名称                              | 上場国                | 代表的な投資物件                 |
|-------------------|-------------------------------------|--------------------|--------------------------|
| 日本に特化             | Astro Japan Property Trust          | オーストラリア            | JNビル（神奈川県横浜市）            |
|                   | Galileo Japan Trust                 | オーストラリア            | ラパーク岸和田（大阪府岸和田市）         |
|                   | Saizen Real Estate Investment Trust | シンガポール             | エミュー水前寺（熊本県熊本市）          |
| 日本以外へも投資          | Prologis                            | 米国                 | プロロジスパーク東京（東京都大田区）       |
|                   | Simon Property Group                | 米国                 | 御殿場プレミアム・アウトレット（静岡県御殿場市） |
|                   | W. P. Carey                         | 米国                 | ワンビシ関東第5センター（埼玉県寄居町）     |
|                   | Ascendas Hospitality Trust          | シンガポール             | ホテルサンルート有明（東京都江東区）       |
|                   | Ascott Residence Trust              | シンガポール             | サマセット麻布（東京都港区）           |
|                   | Mapletree Logistics Trust           | シンガポール             | 神奈川ロジスティクスセンター（神奈川県座間市）  |
|                   | Starhill Global REIT                | シンガポール             | EBISU FORT（東京都渋谷区）       |
| Parkway Life REIT | シンガポール                              | ひまわりホーム鎌倉（神奈川県鎌倉市） |                          |

資料：(株)日経BP社 日経不動産マーケット情報

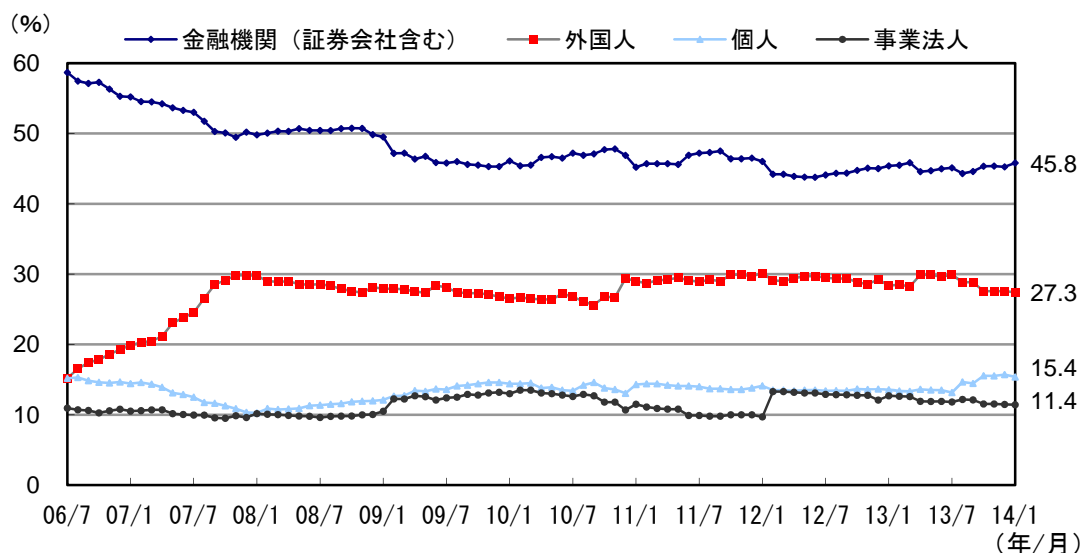
| 評価項目                        | 評価                                                                                                                                                          |
|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産証券化市場で外国人の投資はどれだけ拡大しているか | 我が国のJリート市場における資金供給先として、外国人による投資割合は約3割と、リーマンショックの前とその後でほとんど変化がなく、海外投資家は金融機関に次いで大きな資金供給源となっている。一方で、株式市場における外国人による投資割合も約3割となっており、株式市場と比べても外国人投資家の割合は遜色ない状況にある。 |

## Ⅱ-② 不動産証券化市場で個人の投資はどれだけ拡大しているか

東証が公表するデータによると、個人投資家は、Ｊリート市場における投資主体別投資比率（投資口保有比率）で約１５％前後と、投資主体別売買動向だと約２０％前後を占めている。なお、外国人と同様にリーマンショック前後でも個人の投資比率は一定して約１５％前後と下がっておらず、市場動向に大きな影響を与える存在となっていると考えられる。一方で、個人投資家による投資は証券会社が販売するＪリート特化型投資信託等の購入を通じても行われており、正確な数値を把握することには制約がある。

また証券取引所全体における投資部門別株式保有比率を見ると、個人の保有比率は約２０％とＪリート市場における個人の投資比率の方が若干少ない状況にあり、今後の上昇余地があると考えられる。

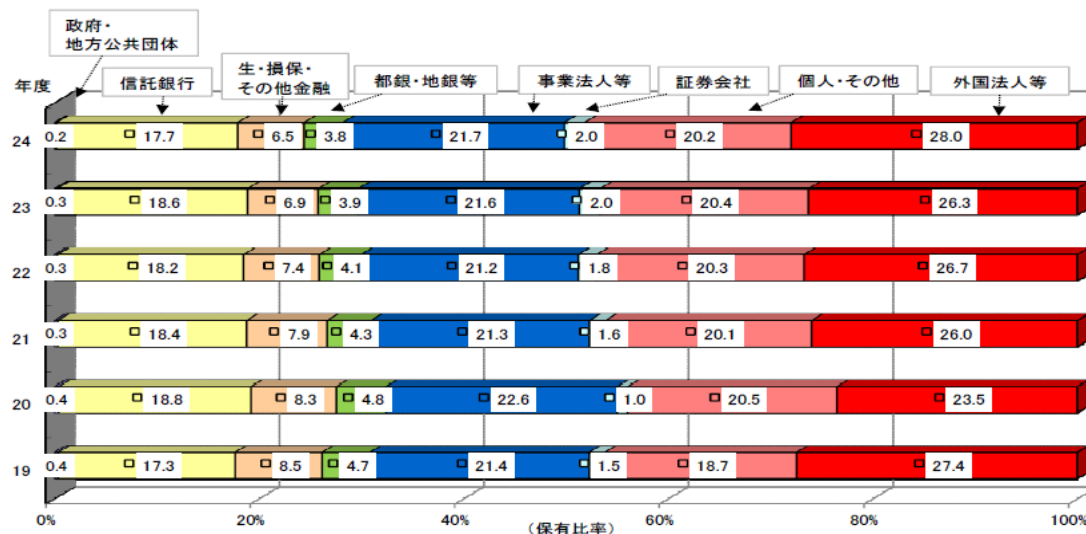
なお、平成２６年１月１日から、少額投資非課税制度「愛称：ＮＩＳＡ（ニーサ）」が導入されたことを踏まえ、投資口の分割を発表するＪリートが相次いだ。ＮＩＳＡでは、毎年１００万円まで非課税投資枠を使った投資ができ、投資を始めたそれぞれの年から５年目の年末までが非課税期間となり、最大で５００万円までの非課税投資が可能となるものだが、最低投資金額を引き下げることで、個人投資家が小口で購入しやすくなり、Ｊリートにとっては投資家層の裾野が拡大することが見込まれるため、個人の投資比率が増える可能性がある。また、投資口の流動性が高まることで、長期的な保有層が拡充されることも期待されている。



（注）年月は調査時。Ｊリートの決算発表は、決算期末を迎えた後の２カ月後に開催されるので、平成２６年１月調査のデータは、平成２５年１１月末時までに決算を迎えたＪリートの保有比率が反映されている。

資料：各Ｊリートの資料により、みずほ証券が作成

図２２． Ｊリートの投資主体別投資比率（再掲）



出典：東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所  
「平成24年度株式分布状況調査結果の概要」

図 2.3. 投資部門別株式保有比率の推移

表 7. N I S A 対応で投資口を分割した主な事例

| 名称                | 分割割合 |
|-------------------|------|
| 日本ビルファンド投資法人      | 2 分割 |
| ジャパンリアルエステイト投資法人  | 2 分割 |
| 大和ハウスリート投資法人      | 2 分割 |
| 日本ロジスティクスファンド投資法人 | 5 分割 |
| 積水ハウス・S I 投資法人    | 5 分割 |
| 日本プロロジスリート投資法人    | 5 分割 |
| 福岡リート投資法人         | 5 分割 |

資料：国土交通省

| 評価項目                       | 評価                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産証券化市場で個人の投資はどれだけ拡大しているか | 我が国の J リート市場において、個人による投資割合は約 15% とリーマンショックの前とその後でほとんど変化がなく、安定的な資金供給先と言えるが、株式市場における個人の投資割合は約 20% と J リート市場における個人の投資比率の方が若干少ない状況にある。今後 N I S A の活用によって J リートにとっては投資家層の裾野が拡大することが見込まれるため、個人の投資比率が増える可能性はある。 |



## Ⅱ－③ 不動産証券化市場で年金等の投資はどれだけ拡大しているか

不動産証券化の安定的な発展のためには、年金等の多様な主体による投資の実現が重要であるが、実物不動産や不動産証券化への投資割合を見ても、一般機関投資家と比べると不動産投資を行っている年金の割合は低いものになっている。

また、企業年金連合会が調査した企業年金の平成24年度資産構成割合を見ると、不動産投資の割合は1.0%と他の資産に比べて低い状況にある。

各国年金基金と比較しても、海外では資産全体の14%前後を不動産投資に振り分けている年金基金もある一方、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は平成25年9月末時点で不動産投資はしていない状況である。

しかし、企業年金連合会から公表されている「年金資産運用の基本方針」によると、「総資産の2%を目処に投資を行う」とされており、不動産への投資余地はあると考えられる。

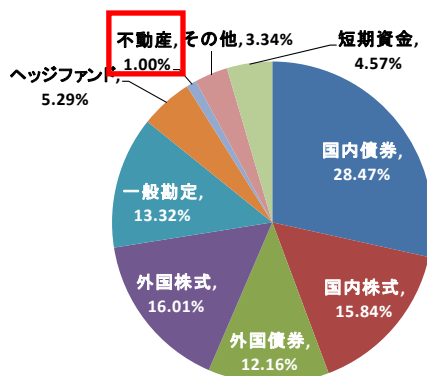
また、企業年金に対して行ったアンケート調査結果によると、年金基金による不動産投資拡大のためには、情報インフラの整備・充実等により不動産投資の阻害要因を取り除くことや、不動産投資市場の魅力を積極的にアピールしていくことが課題と考えられる。

なお、平成25年11月にとりまとめられた公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書において、GPIF等の新たな運用対象として、リート・不動産投資等の追加を検討すべきとの提言がなされている。

| 企業年金制度   | 資産残高   | 加入者数  |
|----------|--------|-------|
| 厚生年金基金   | 27.9兆円 | 447万人 |
| 確定給付企業年金 | 42.0兆円 | 727万人 |
| 適格退職年金   | 4.0兆円  | 126万人 |

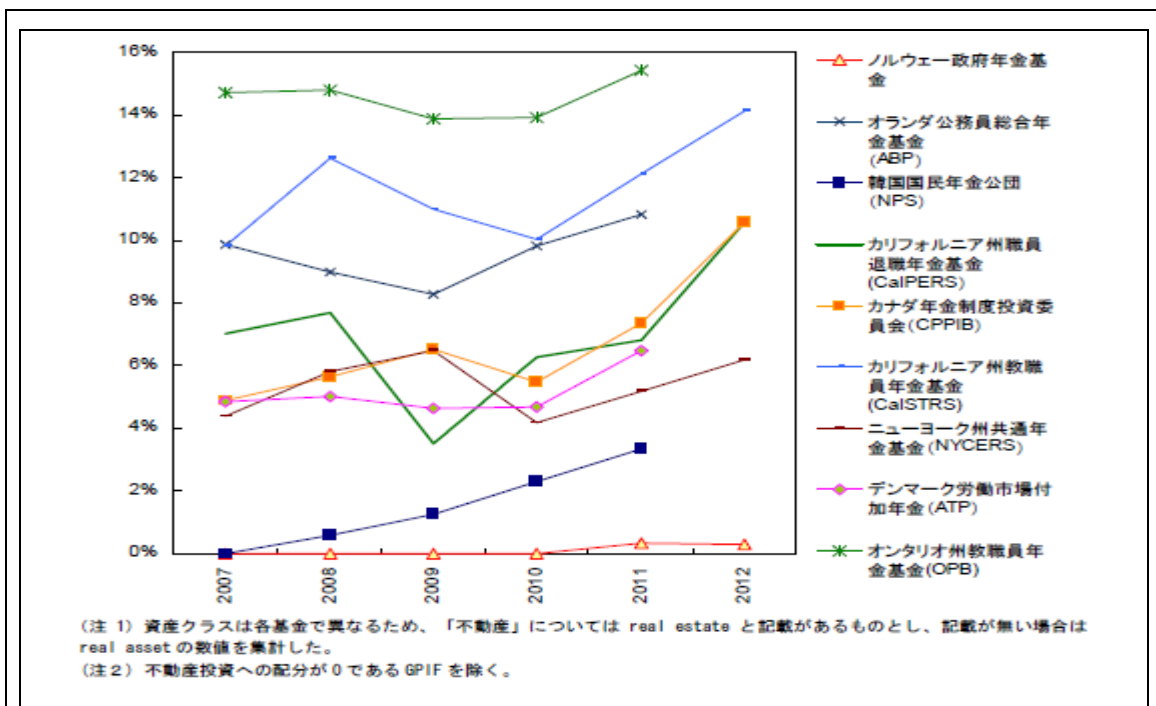
出典：厚生労働省「第1回 厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議」（2010年度末時点）

図24. 企業年金の運用資産額割合



出典：企業年金連合会「2012年度決算 資産運用実態調査結果」

図25. 資産構成割合（2012年度決算）



資料：各基金の Annual Report 等を元に大和総研作成

図26. 各国年金基金の不動産投資の比率

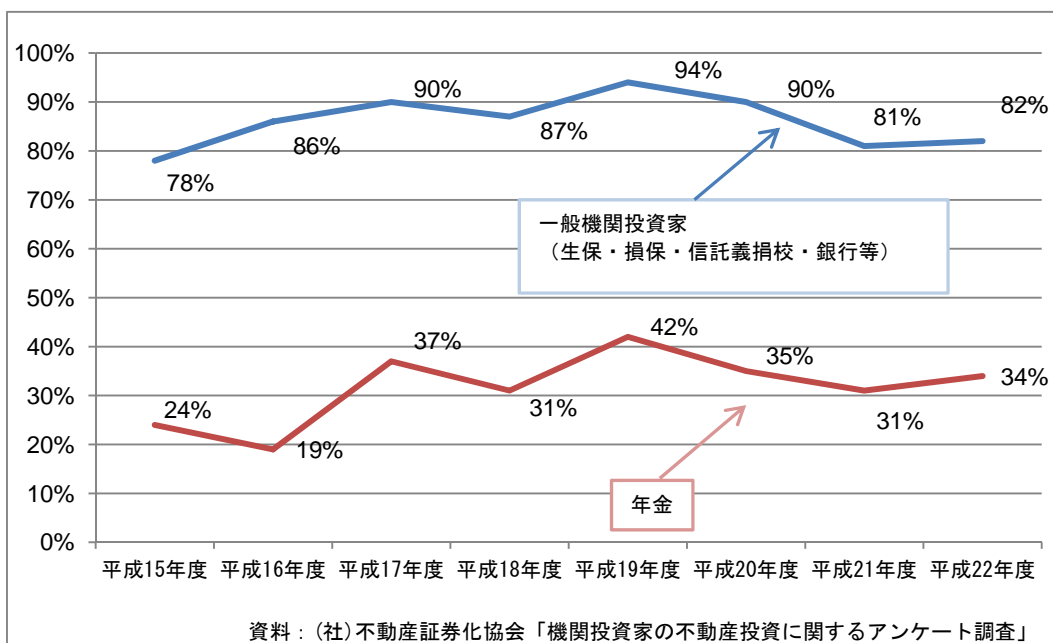


図27. 実物不動産あるいはいずれかの不動産証券化商品への投資を行っている比率

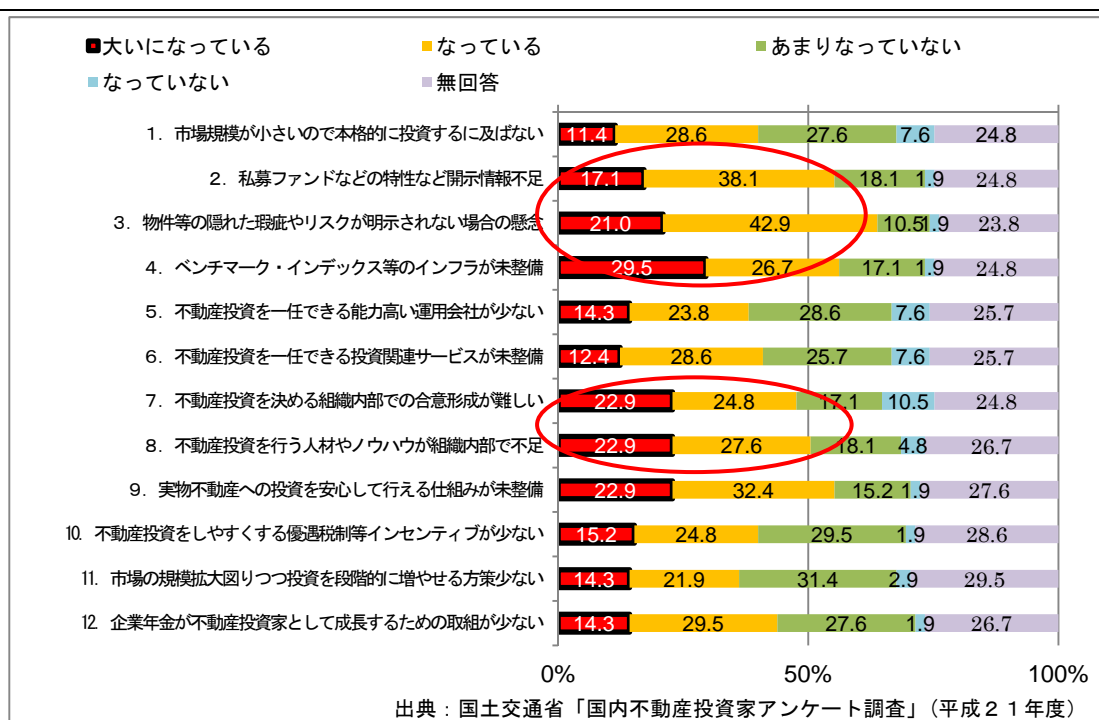


図28. 企業年金の不動産投資にあたっての阻害要因

【有識者ヒアリング】

有識者によると、年金の資金が動かない理由として、巨大な運用額に比して専門家が不足していることや、投資を超長期的に考えることからローリスクローリターンが主流であること、さらにはリーマンショック後の損失で萎縮してしまっていることが原因との意見があった。また、Jリート市場の拡大には年金基金等のあまり不動産に投資をしていない投資家ら呼び込むことも必要であるとのことから、こういった投資家が投資しやすい環境整備を行っていくことが必要であるとの指摘があった。

| 評価項目                        | 評価                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産証券化市場で年金等の投資はどれだけ拡大しているか | 我が国の年金基金は、実物不動産又は不動産証券化商品への投資という観点では、資産構成及び各国比較から見ても積極的とは言えない状況である。「国内不動産投資家アンケート調査」（国土交通省）によれば、年金基金による不動産投資拡大のためには、情報インフラの整備・充実等により不動産投資の阻害要因を取り除くことや、不動産投資市場の魅力積極的にアピールすることが課題となっている。 |

## Ⅱ 不動産証券化市場の投資家はどれだけ多様化したか（まとめ）

| 評価項目                    | Ⅱのまとめ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産証券化市場の投資家はどれだけ多様化したか | <p>我が国の不動産証券化市場の投資家がどれだけ多様化したかについて、外国人、年金、個人について分析を行ったところ、我が国のＪリート市場における資金供給先として、外国人による投資割合は約３割と、個人による投資家は約２割となっており、いずれもリーマンショック前とその後でほとんど変化がない。</p> <p>また、株式市場と比較すると、個人の投資割合が株式市場より低いですが、今後ＮＩＳＡの活用により、その割合が高まる可能性がある。</p> <p>我が国の年金基金は、実物不動産又は不動産証券化商品への投資という観点では、資産構成及び各国比較から見ても積極的とは言えない状況である。また、「国内不動産投資家アンケート調査」（国土交通省）によれば、年金基金による不動産投資拡大のためには、情報インフラの整備・充実等により不動産投資の阻害要因を取り除くことや、不動産投資市場の魅力を積極的にアピールすることが課題となっている。</p> |

### Ⅲ 国民や投資家の意識はどのように変化したか

ここでは、不動産証券化市場に対する資金の供給者側から、市場に対する認知度や評価がどのように変わってきたかを評価する。

なお、投資主体のデータがあるＪリートの場合、投資資金の約５７％は国内投資家、約２７％が海外投資家、約１５％が個人という比率になっている。国内投資家及び海外投資家はいずれも重要な資金供給者であるとともに、個人もまた現在の預金規模を考えた場合、今後不動産証券化市場に対して多くの資金を供給することが期待される。

評価にあたっては、不動産証券化商品に対する認知度は向上したか、海外投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したか、国内投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したかという視点から評価を行い、不動産証券化の代表的な手法であるＪリートに対する国民の認知度、不動産証券化商品への投資に対する興味、Ｊリートの投資信託残高推移、国内外の投資家へのアンケート調査のデータを活用した。

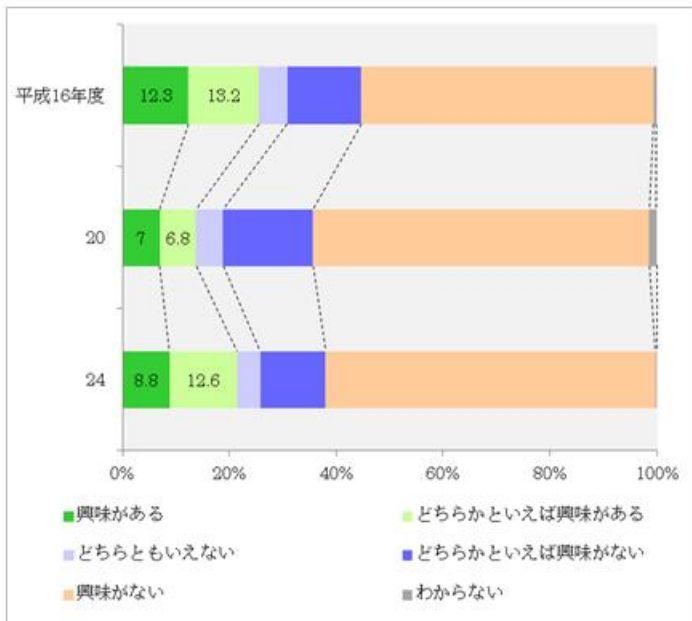
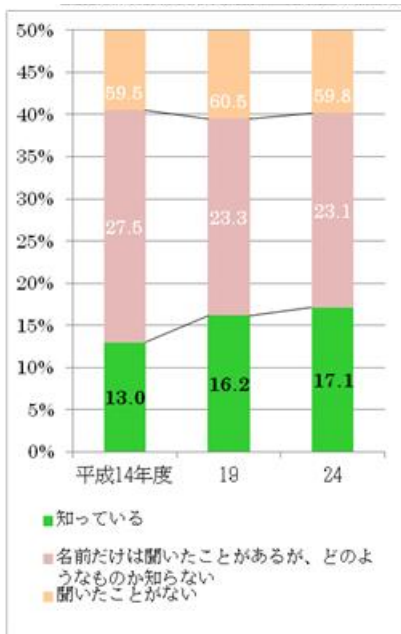
#### Ⅲ－① 不動産証券化商品に対する認知度は向上したか

不動産証券化商品に対する認知度の向上について、一般国民へのアンケート調査結果を見ると、不動産証券化の代表的な手法であるＪリートの認知度について、依然、国民の８割以上は名称すら認知していない状況となっている。

一方で証券化商品への投資に対する興味を見ると、こちらも７割以上が「興味がない」と答えており、Ｊリートへの認知度・興味は総じて低いと言える。

しかし、Ｊリートに特化した投資信託の残高の推移を見ると、リーマンショック時に落ち込みを見せたものの、その後回復し、平成２４年度末には１兆８、０００億円にまで達するなど、直接Ｊリートを所有しなくても、不動産市場の動向により直接影響を受ける金融資産を個人が間接的に保有する機会が多くなってきていると考えられる。

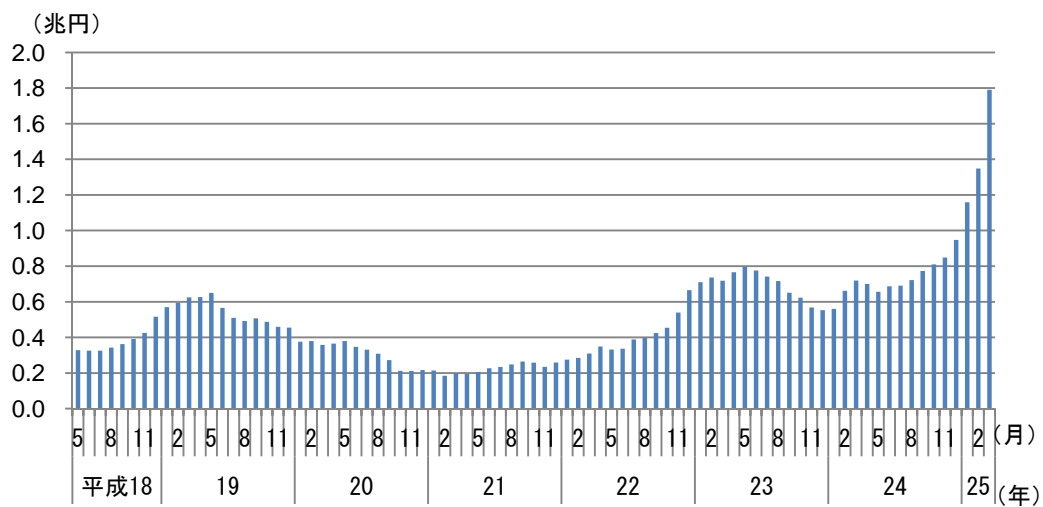
なお、平成２１年度に行った国内の不動産投資又は融資に関係する主な機関・企業を対象にしたアンケート調査によると、不動産証券化の意義・役割としては、「新たなビジネス活性化」「資金調達手法の多様化」等を上げる割合が高くなっており、投資機関等からは証券化を好意的に受け止める傾向があると考えられる。



出典：国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」

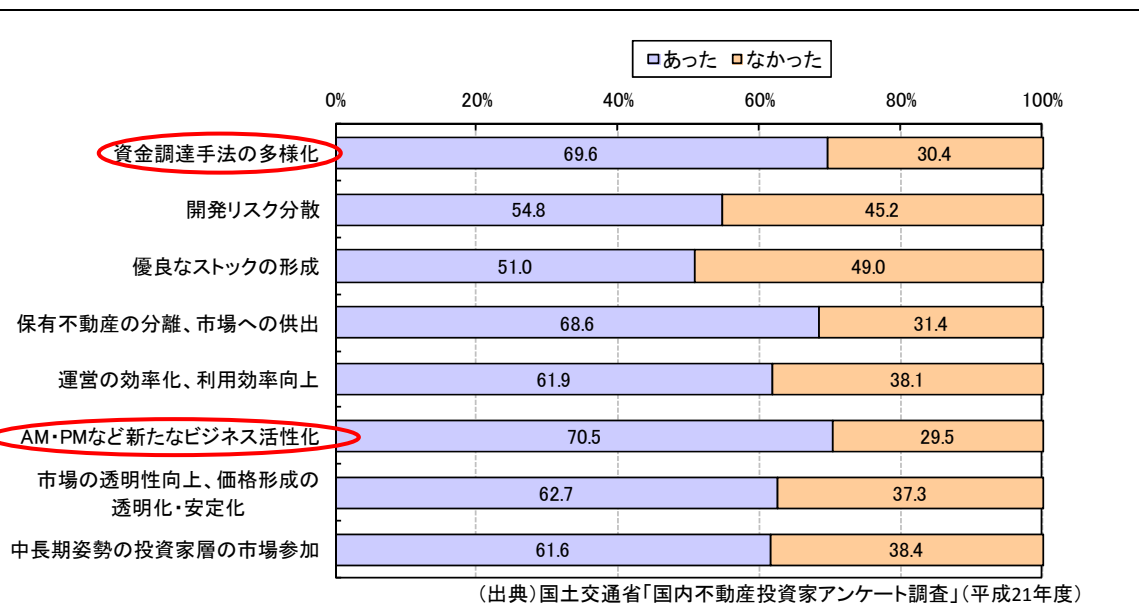
図29. 不動産投資信託 (Jリート) の認知度

図30. 不動産証券化商品への投資に関する興味



注：月末時点の数値 資料：SMB C日興証券株式会社

図31. Jリートに特化した投資信託の残高の推移



(注) AM：アセットマネジメントの略。投資家や資産所有者等から委託を受けて行う複数の不動産や金融資産の総合的な運用・運営・管理業務のこと。

PM：プロパティマネジメントの略。不動産所有者・アセットマネージャー等から業務委託を受けて行う投資対象不動産の収益向上等を目的とした不動産の運営・管理業務のこと。

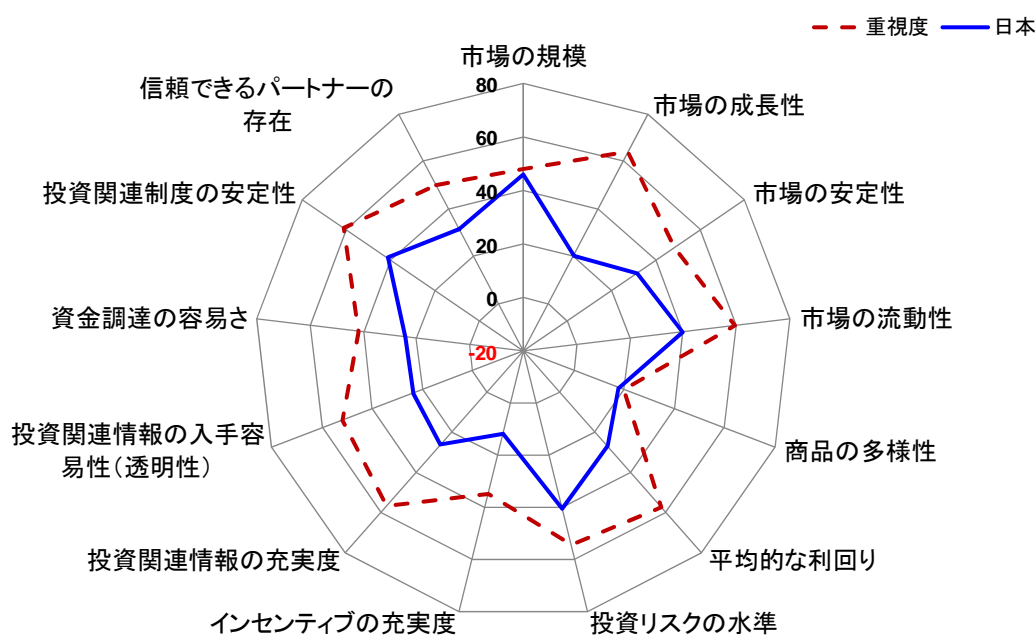
図32. 不動産証券化の意義・役割

| 評価項目                  | 評価                                                    |
|-----------------------|-------------------------------------------------------|
| 不動産証券化商品に対する認知度は向上したか | 間接的にJリートを保有する機会が増えているものの、不動産証券化商品に対する一般国民の認知度は低迷している。 |

### Ⅲ-② 海外投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したか

海外投資家による日本の不動産証券化市場の評価については、不動産市場の評価を把握することを目的として、平成21年度及び平成25年度に、不動産への長期投資を主体に資金を運用している海外の機関投資家等を対象に行ったアンケート調査によると、市場の規模、商品の多様性については評価が若干低下したものの、その他の評価は大きく上昇した。特に、重視度の高かった、市場の成長性や流動性、利回り、制度の安定性、不動産投資関連情報の充実度や入手容易性で約20ポイント以上の大幅な上昇が見られたが、市場の成長性や不動産投資関連情報の入手容易性等については、依然として、海外投資家からの評価が高いとは言えない状況にある。

今後の投資意向について、他の地域と比較すると、日本はアジアと並び高い水準となったが、不動産投資情報関連の入手容易性等の評価は依然として低く課題があることから、不動産投資関連情報の提供についてさらなる充実を図っていく必要がある。



(出典)国土交通省「海外投資家アンケート調査」(平成25年度)

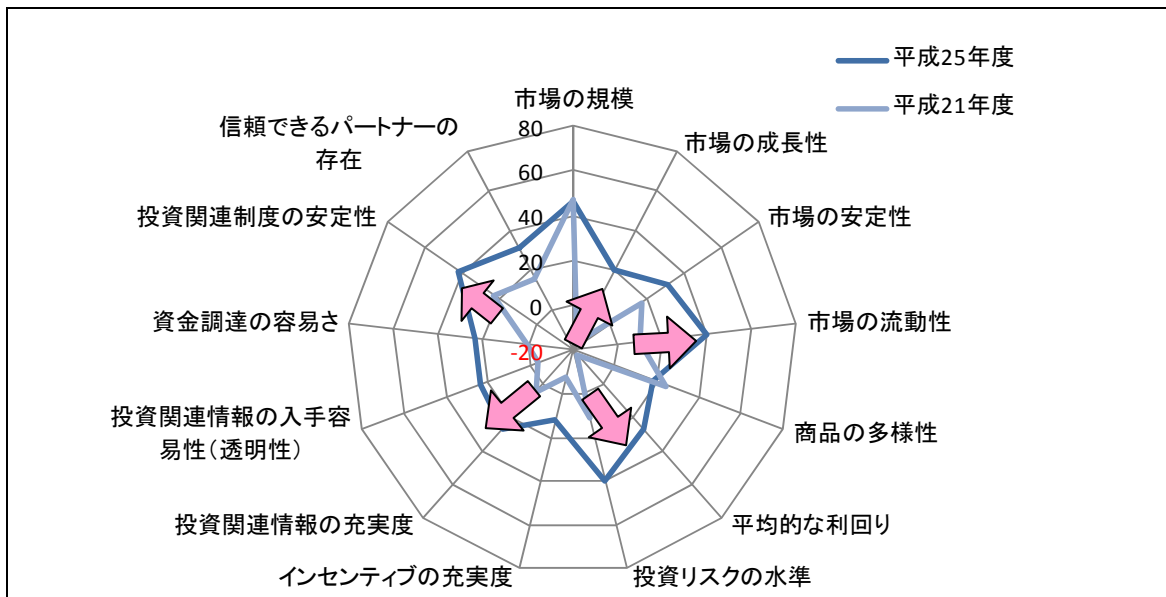
(注)重視度DI=(「重視」+「やや重視」×0.5-「あまり重視しない」×0.5-「重視しない」)の回答割合(%)

評価DI=(「優れている」+「やや優れている」×0.5-「やや劣っている」×0.5-「劣っている」)の回答割合(%)

(注)DI(Diffusion Index):回答の散布の様子を指数で表したもの

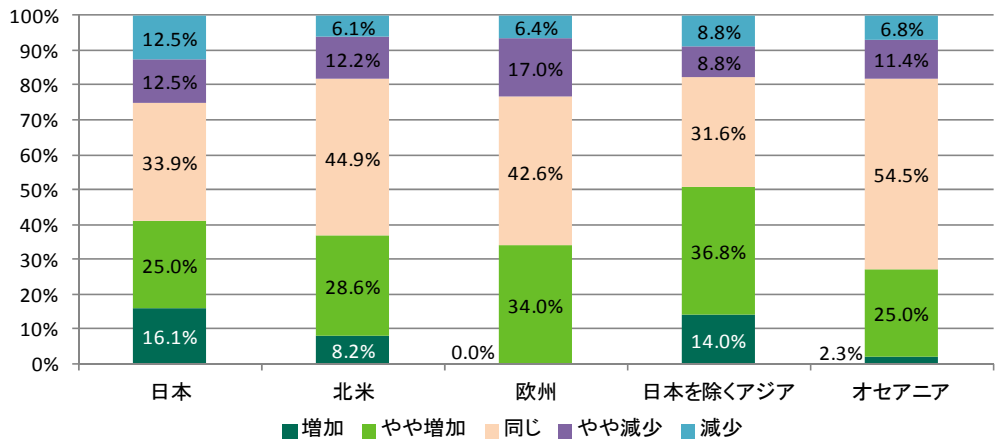
図3.3. 海外投資家の我が国の不動産投資に対する評価DI (重視度DIとの比較)





(出典)国土交通省「海外投資家アンケート調査」

図3.4. 同評価における平成21年度調査と平成25年度調査のD I比較



(出典)国土交通省「海外投資家アンケート調査」(平成25年度)

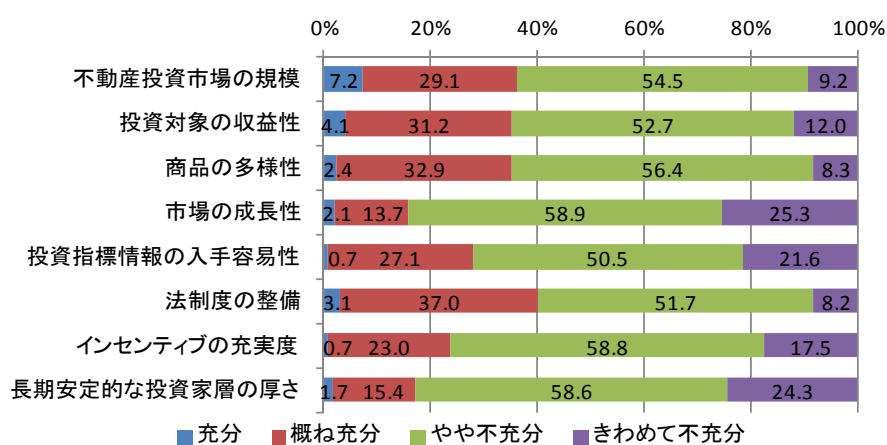
図3.5. 海外投資家の3年後の不動産投資意向(現在との比較)

| 評価項目                         | 評価                                                                 |
|------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 海外投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したか | 日本の不動産市場は、海外投資家からの評価は以前より高まってはいるものの、投資関連情報の入手容易性等の評価は依然として低く課題がある。 |

### Ⅲ-③ 国内投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したか

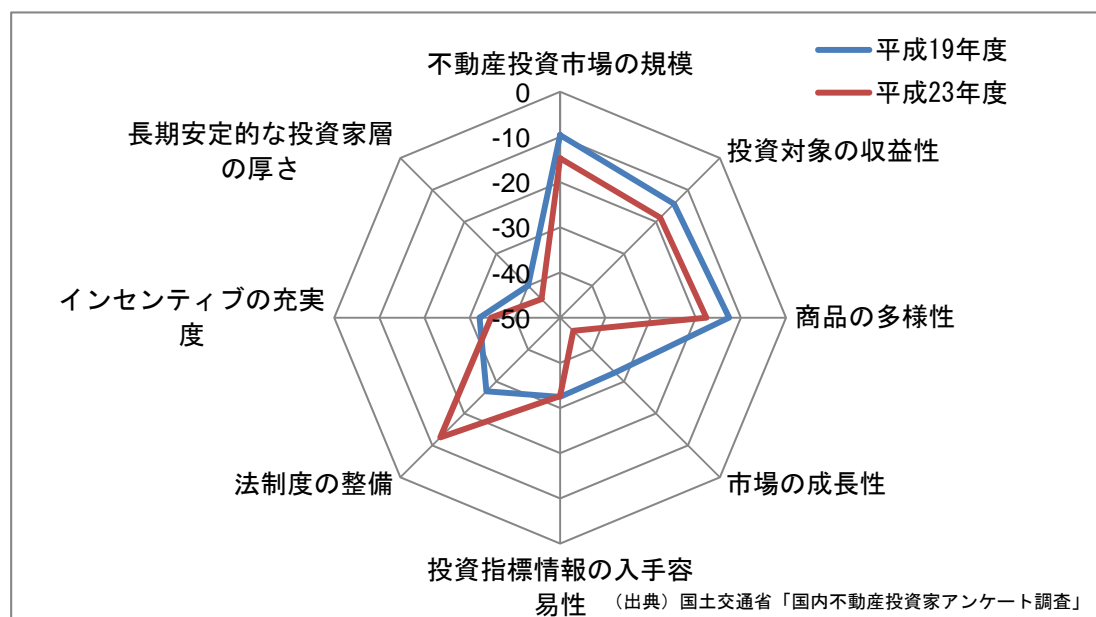
国内投資家による日本の不動産証券化市場の評価については、不動産投資市場の評価を把握することを目的として平成19年度と平成23年度に行った国内の不動産投資又は融資に関係する主な機関・企業を対象とするアンケートによると、「充分」「概ね充分」と回答する者の割合はやや減少しており、投資家の市場に対する満足度が上昇していないことが窺える。

それぞれの質問項目に対する回答率を見ると、長期安定的な投資姿勢の投資家層の厚さについては、不十分とする回答が引き続き多くなっている。



(出典)国土交通省「国内不動産投資家アンケート調査」(平成23年度)

図36. 我が国の不動産投資市場における各項目の現状認識・評価 (平成23年度)



(注)DI=(「充分」+「概ね充分」×0.5-「やや不十分」×0.5-「きわめて不十分」)の回答割合(%)で算出

図37. 同現状評価における平成19年度調査と平成23年度調査のDI比較

| 評価項目                         | 評価                                          |
|------------------------------|---------------------------------------------|
| 国内投資家による日本の不動産証券化市場の評価は向上したか | 国内投資家からの評価は、長期安定的な投資姿勢の投資家層の厚さ等の評価が低く課題がある。 |

### Ⅲ 国民や投資家の意識はどのように変化したか（まとめ）

| 評価項目                 | Ⅲのまとめ                                                                                                       |
|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 国民や投資家の意識はどのように変化したか | <p>個人が間接的にJリートを保有する機会が増えているものの、不動産証券化商品に対する一般国民の認知度は低迷している。</p> <p>また、国内外の投資家は、投資関連情報の入手容易性等の課題を指摘している。</p> |

## (2) 不動産証券化市場の発展に向けた国土交通省の取組は適切か

不動産証券化市場の発展に向けて国土交通省が講じた施策について、以下、Ⅳ 不動産証券化市場の透明性は向上したか、Ⅴ リーマンショック後の対応は十分だったか、2つの視点から評価を行った。

### Ⅳ 不動産証券化市場の透明性は向上したか

不動産投資市場及び不動産証券化市場の透明性を向上させるためには、不動産の個々の物件情報や周辺の取引関連情報、リスク情報等、多岐にわたる情報公開に対するニーズがあると思われるが、その中でも国の役割としては、以下の2点が特に期待されているところである。

- ・ 全国の不動産価格に関連する最新のデータの収集処理及び市場等への情報提供
- ・ 国が定めている不動産鑑定評価基準の整備による市場動向を的確に反映した不動産鑑定評価の実現

ここでは、これらの取組の結果、不動産証券化市場の透明性がどれくらい向上したかを評価する。

なお、諸外国においては、登記と登録免許税の手続きが一体化していることから売買の際に信頼性の高い取引価格情報が収集されるが、日本においてはこれらの仕組みが異なり、プライバシー等に関する国民感情への配慮から取引価格情報は登記情報の一部になっておらず、国におけるデータの収集は困難なものになっている。

このため、平成17年より売買当事者への任意のアンケート及び信頼性を確保するための不動産鑑定士による調査を行うことにより、取引価格情報を収集しているが、全取引に対するカバー率や取引物件の住所を特定できないことへの批判がある。

また、情報開示としての鑑定評価の重要性が高まっており、不動産鑑定評価基準を整備・充実することにより、鑑定評価の品質を高め、不動産証券化市場の信頼性を向上させることが期待されている。

我が国の官民における不動産関連情報について、海外投資家を対象に行ったアンケート調査では、Ⅲ-②で述べた通り、日本の不動産情報の充実度や入手容易性の評価は、平成21年度と平成25年度で比較すると改善している。ただし、欧米など他の地域と比較をすると、現状においては海外投資家の日本の制度等に対する理解が十分でないこともあって、日本の評価は低いものとなっている。

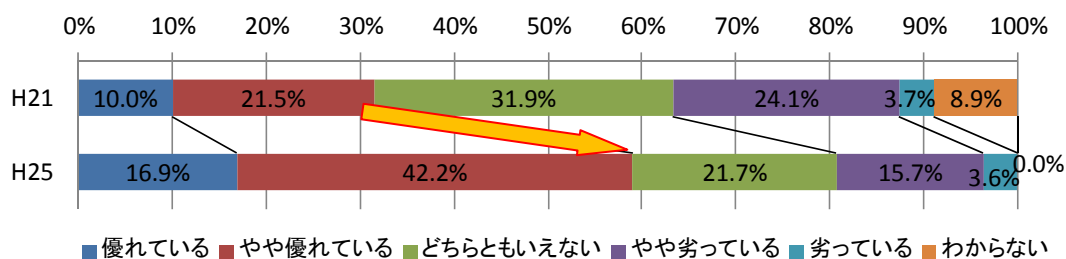
評価にあたっては、土地総合情報ライブラリーは充実したか、不動産取引価格情報は拡充したか、不動産証券化に関する不動産鑑定評価の信頼性は向上したか、という視点から評価を行い、その際、国土交通省が運営する土地に関する情報を提供

するサイトのアクセス件数、取引価格情報の提供件数、国民の意識調査、企業向けアンケート調査及び鑑定評価実績のデータを使用した。

表 8. 海外諸国における取引価格に関する情報公開

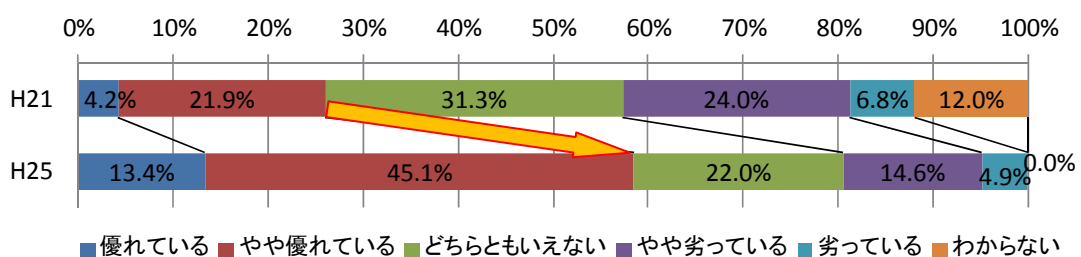
|                  | 米国                        | オーストラリア                         | フランス           | ドイツ                             | スウェーデン                   |
|------------------|---------------------------|---------------------------------|----------------|---------------------------------|--------------------------|
| 公的機関による取引価格の開示方法 | 殆どの州において登記部局、税務部局等から一般に開示 | 登記情報に含まれ、州政府によってデータベース化されて一般に公開 | 登記情報に含まれ、一般に開示 | 公証人によって土地鑑定委員会に届けられ、利害関係人に対して開示 | 登記情報に含まれ、データベース化されて一般に開示 |

資料：国土交通省



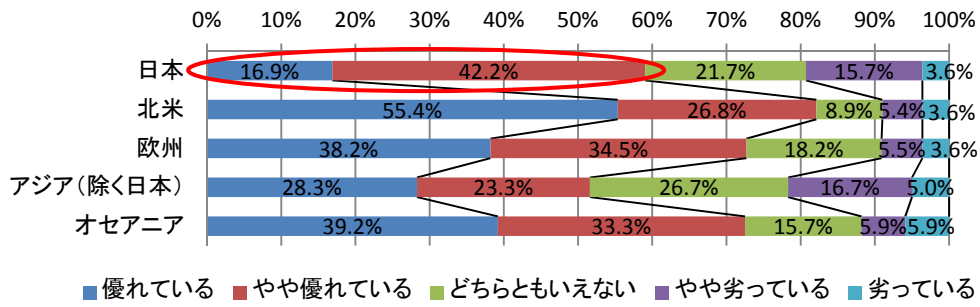
資料：国土交通省「海外投資家アンケート調査」

図 38. 日本の不動産関連情報の充実度の経年比較



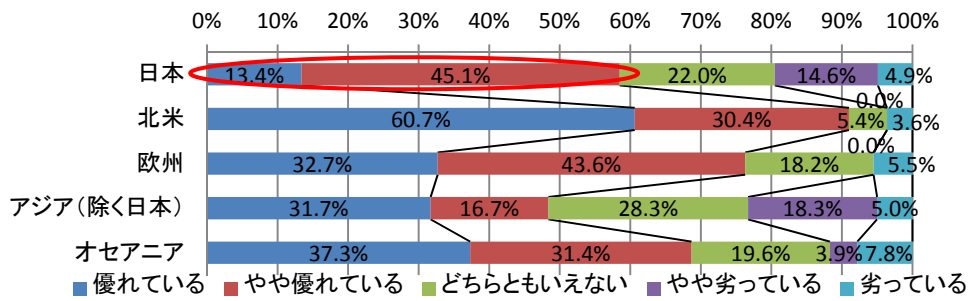
資料：国土交通省「海外投資家アンケート調査」

図 39. 日本の不動産情報の入手容易性の経年比較



資料：国土交通省「海外投資家アンケート調査」（平成25年度）

図40. 日本と他の地域における不動産関連情報の充実度の評価の比較



資料：国土交通省「海外投資家アンケート調査」（平成25年度）

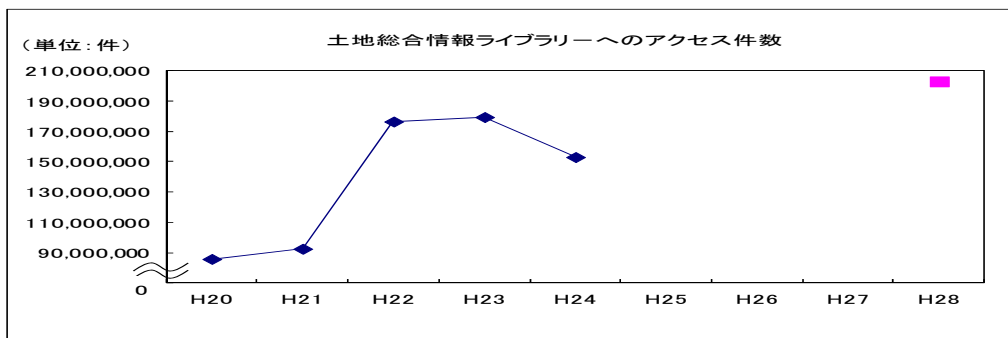
図41. 日本と他の地域における不動産情報の入手容易性の評価の比較

#### IV-① 土地総合情報ライブラリーは充実したか

国土交通省では、土地に関する情報の活用を促進するために、平成10年度よりインターネット上のサイトである土地総合情報ライブラリーにおいて、各種制度や白書、地価公示等のデータ等を一元的に提供している。

土地総合情報ライブラリーについては、平成18年度以降、不動産取引価格情報の地図情報と連動した検索システム掲載や地価公示等への地図上のリンク設定を行った他、土地総合情報ライブラリー上での地価LOOKの調査結果の公表や、土地情報へのアクセス性の改善に向けた説明の充実など、サイトの改善を重ねてきた。

このようなサイトの充実等を図った結果、土地総合情報ライブラリーのアクセス件数を見ると、平成24年度で約1億5千万件となっており、国土交通省の本省HP (<http://www.mlit.go.jp>) へのアクセス件数約8億件と比較しても、相当数のアクセス数を維持しているが、政策チェックアップで設定した業績指標（平成28年度 約2億件）の目標達成に向けて、提供情報の充実やアクセス性の改善など、土地総合情報ライブラリーの充実に向けた取組を検討する必要がある。



(注) ■は平成23年に設定した平成28年度時点での目標値（203百万件）を示す

資料：国土交通省

図42. 指標の達成状況

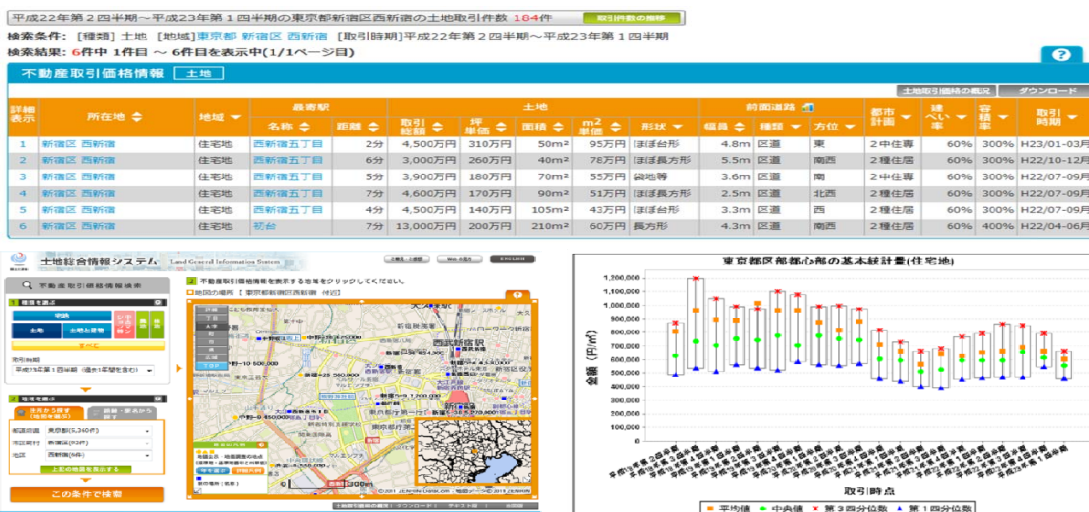
| 評価項目               | 評価                                                                                                                     |
|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 土地総合情報ライブラリーは充実したか | 平成18年度以降サイトの充実を重ねてきたこともあり、国土交通省ホームページに比べても相当数のアクセス数があるが、今後、さらなるアクセス数の増加に向けて、アクセス性の改善等の土地総合情報ライブラリーの充実に向けた取組を検討する必要がある。 |

#### IV-② 不動産取引価格情報は拡充したか

不動産取引価格情報については、不動産取引当事者へのアンケート調査を行い、不動産の実際の取引価格情報について、個人情報秘匿処理等を行った上で、平成18年度より国土交通省のホームページ上で四半期毎に提供している。この情報提供件数は、平成18年度の約6万件から、平成25年度の約194万件へと、政策チェックアップにおける当初の業績指標の目標値を超えて情報提供数が増加している。

さらに提供情報の充実等を図るため、調査対象地域の拡大、土地の種別の追加（農地、林地）、前面道路の情報や容積率・建ぺい率等の参考情報の追加、最寄駅から検索できる機能追加、地価公示・都道府県地価調査と連動して見られる機能追加等を行ってきた。また、平成21年には一部のサイトで英語対応を行い、海外投資家に対する情報提供も充実させてきたため、不動産投資市場の透明性の向上に寄与したものと考えられる。

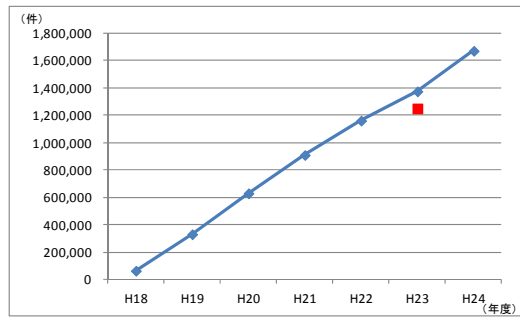
しかし、国民に対するアンケート結果によると、国土交通省が不動産取引価格情報の提供をしていることについて、約3/4の国民が知らなかったと回答しており、国民への認知度という点で課題がある。また、企業に対するアンケート結果によると、不動産取引価格情報の物件所在地について、現在は大字（町・丁目）単位で公開しているが、約半数がもっと詳細に公表してほしいと回答しており、今後公開範囲について再検討していく必要がある。



資料：国土交通省

図4.3. 不動産取引価格情報の概要





(注) ■は平成19年に設定した平成23年度時点での目標値(125万件)を示す

資料：国土交通省

図4.4. 不動産取引価格情報の提供件数の推移

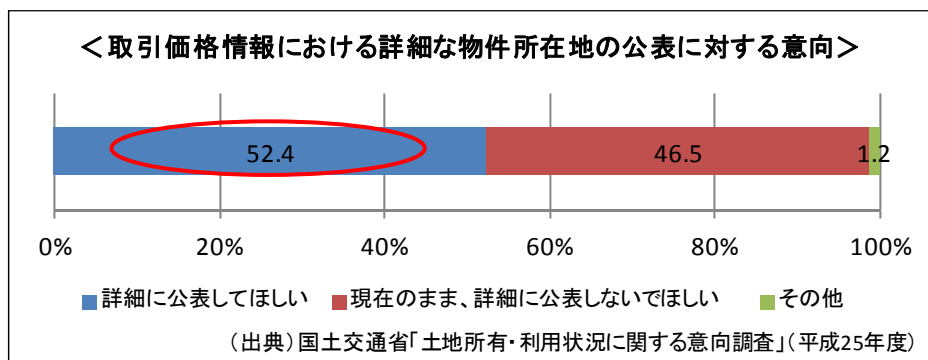
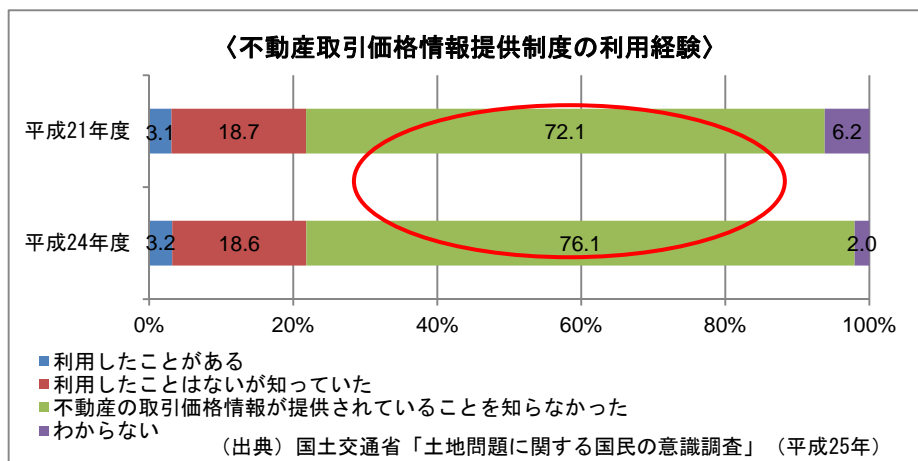


図4.5. 不動産取引価格情報提供制度に関するアンケート調査

【有識者ヒアリング】

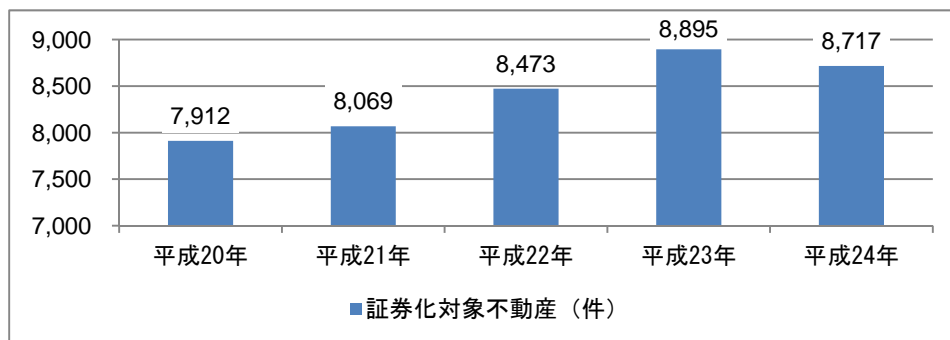
有識者からは、不動産証券化市場の透明性向上の観点から、不動産取引価格情報の提供は有意義であるが、現在公開されている情報から不動産取引価格の実態を把握することには限界があり、有効な情報提供とするには不十分であるため、秘匿すべき個人情報を考慮しつつ、情報の公開・非公開の範囲を再検討すべきとの指摘が

あった。また、通常、取引価格は個別の物件の特性を反映して幅をもつことから、個々の取引価格以外の物件に付随する情報が重要になる。このような情報を適切に付与した、各種分析に活用可能な質の高い情報の蓄積に努めるべきとの指摘があった。

| 評価項目            | 評価                                                                                                                                                                   |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産取引価格情報は拡充したか | <p>提供情報の拡充等により、国民の利用度は近年大きく増加したことから、不動産投資市場の透明性の向上に寄与したものと考えられる。</p> <p>しかし、約3／4の国民が制度を知らない。また、半数を超える企業が、取引価格情報の公表について、より詳細な物件所在地の情報を求めており、公開範囲等については今後検討が必要である。</p> |

#### IV-③ 不動産証券化に関する不動産鑑定評価の信頼性は向上したか

Jリート等の運用対象となる不動産は、投信法等により不動産鑑定士による鑑定評価が義務づけられている。有価証券等への記載等、情報開示としての鑑定評価の重要性が高まっており、市場動向を適時的確に反映した鑑定評価を行い、投資家等の投資判断に役立てることが求められていたことに鑑み、平成19年に不動産鑑定評価基準を改正し、DCF法の適用や収益費用項目の統一等、証券化対象不動産の鑑定評価に係る新たな基準を追加した。



資料：国土交通省

図46. 不動産鑑定士による証券化対象不動産の鑑定評価実績

#### 【有識者ヒアリング】

有識者からは平成19年に行われた不動産鑑定評価基準の改正によりエンジニアリング・レポートの活用やDCF法の収益費用項目の統一等を図ったことで、不動産証券化市場の信頼性の確保に寄与したとの指摘があった。

| 評価項目                        | 評価                                                                                                                                  |
|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産証券化に関する不動産鑑定評価の信頼性は向上したか | 鑑定評価が義務づけられている証券化対象不動産について、平成19年に不動産鑑定評価基準を改正し、証券化対象不動産に関する新たな基準を追加したことで、DCF法の適用やエンジニアリング・レポートの活用により評価の品質が向上し、不動産証券化市場の信頼性の向上に寄与した。 |

#### IV 不動産証券化市場の透明性は向上したか（まとめ）

| 評価項目               | IVのまとめ                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産証券化市場の透明性は向上したか | <p>不動産取引価格の提供情報の拡充等により、国民の利用度は近年大きく増加したことから、不動産投資市場の透明性の向上に寄与したものと考えられる。しかし、約3/4の国民が、取引価格情報が公開されていることを知らないため、サイト内の他の情報とともに、さらなる充実等を行うとともに、取引価格情報について、公開範囲等の検討が必要である。</p> <p>また、平成19年に不動産鑑定評価基準を改正し、証券化対象不動産に関する新たな基準を追加したことで、DCF法の適用やエンジニアリング・レポートの活用により評価の品質が向上し、不動産証券化市場の信頼性の向上に寄与した。</p> |

## V リーマンショック後の対応は十分だったか

リーマンショック以降、世界的な金融市場の混乱及び急速な信用収縮が起こる中、Jリートにおいては、キャッシュフローが安定し、損益面も黒字が確保されていたにもかかわらず、資金繰りが逼迫する事態が発生していた。

かかる状況を踏まえ、Jリートに対する新たな資金供給を行い、不動産市場の安定化や資産デフレの防止を図るセーフティネットの整備が必要となった。平成21年6月より、国土交通省において、有識者、市場関係者により開催された「不動産市場安定化ファンドの設立・運営に関する検討委員会」の方針を踏まえ、Jリートに対する新たな資金供給を行い、投資法人債の償還リスク等を軽減するとともに、買い手としての機能を回復させる端緒となる不動産市場安定化ファンドが官民一体となって設立された。

当該ファンドが、Jリート市場に対するセーフティネットとしてどの程度の役割を果たしたかという点については、当該ファンド以外にも日本銀行による投資法人債の適格担保化（平成21年1月）や「資産買入等の基金」を通じた500億円のJリート買入（平成22年10月発表）など他の政策効果もあるため、定量的に評価することは困難であるが、有識者ヒアリングでは、「不動産市場安定化ファンドは実績として2件しかなかったが、緊急事態の時に国が最終的なセーフティネットを果たしたことで市場に安心感が広がり、市場の持ち直しに貢献した」との指摘があるなど、その後のJレートの信用力強化と資金調達環境改善につながる一定程度のセーフティネット効果があったものと考えられる。

なお、同ファンドは、平成23年度までの融資期間内において、Jリート全41銘柄（ファンド設立当時）中2銘柄に対し、計180億円の融資を実行し、回収を終えた。

| 評価項目                | Vのまとめ                                                                                                                                   |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| リーマンショック後の対応は十分だったか | リーマンショック以降、Jリートでも資金繰りが逼迫する中、不動産市場安定化ファンドの創設は、リート2銘柄・計180億円の融資の実行ではあったが、金融危機時に官民が連携し一定のセーフティネットの役割を果たしたことで、市場に対する安心感や信頼感の回復につながったと考えられる。 |

### (3) 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか

#### VI 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか

不動産証券化市場のさらなる発展は、不動産の有効活用や良質なストック形成に貢献し、ひいては、良好な地域づくりや我が国経済のさらなる発展につながるものである。

このため、ここでは、不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるかを評価する。

具体的には、以下の視点から評価を行った。

- ・不特事業のスキームは投資家にとって使いやすくなったか
- ・地方における不動産証券化は進んでいるか
- ・証券化不動産の投資分野は多様化しているか
- ・証券化を活用した老朽・低未利用不動産の再生は進んでいるか
- ・環境不動産の普及に向けた取組は進んでいるか
- ・公有地の活用の際に証券化スキームは活用されているか
- ・不動産投資を促進するような魅力ある地域づくりが推進されているか

なお、評価に際しては、不動産証券化協会のデータや不動産証券化実態調査、国内投資家向けアンケート、有識者ヒアリング等を活用した。

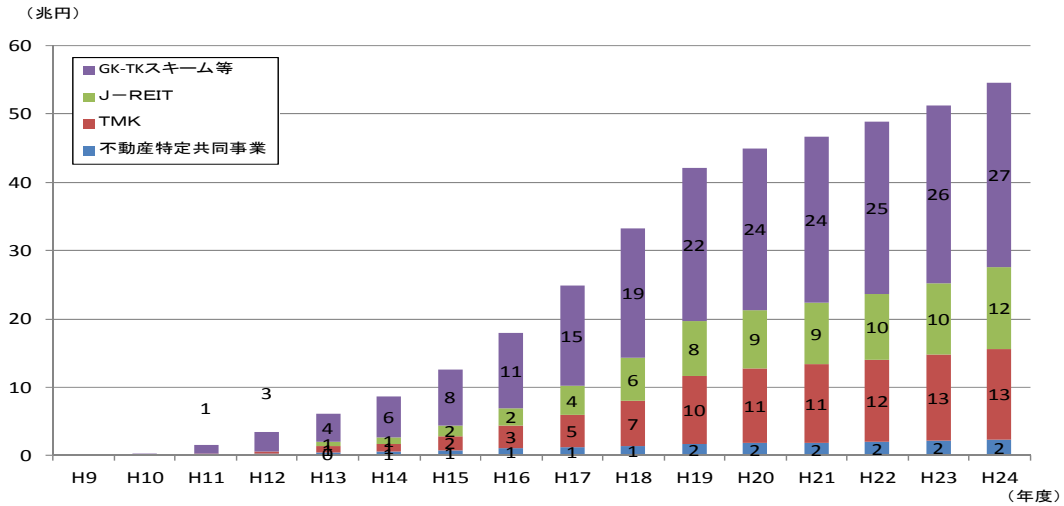
#### VI—① 不動産特定共同事業のスキームは投資家にとって使いやすくなったか

不特事業は、法施行以降一定の実績を残しているものの、他の不動産流動化スキームなどと比較すると、不動産証券化実績総額（フロー累積）約55兆円のうち約2兆円と、実績がほとんど伸びていなかった。その原因としては、改正前の制度では、事業者の行っている他の事業の影響を受ける（倒産隔離がされていない）ため、プロの投資家は出資を忌避する傾向があったこと等が挙げられる。

このため、「不動産特定共同事業法の一部を改正する法律」（平成25年法律第56号。以下「改正不特法」）が、平成25年12月20日に施行され、新たなスキームとして、専ら不特事業を行う特別目的会社（いわゆるSPC）を設立し、投資家はこのSPCに出資することによって、他の事業の影響を排除できる（倒産隔離する）仕組みが導入された。

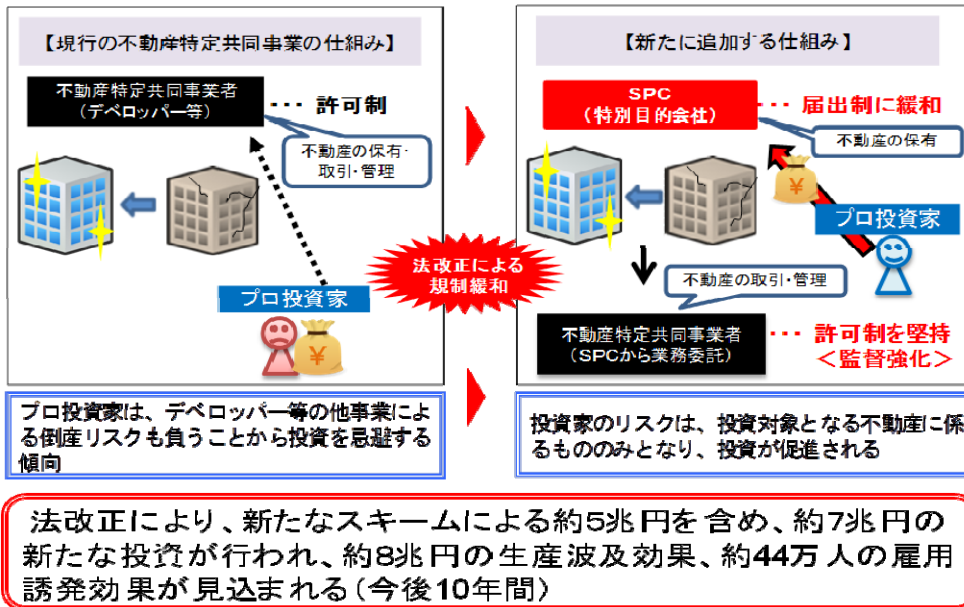
このSPCについては、届出のみで不特事業を行うことができるが、投資家保護の観点から、SPCは不動産取引や投資家の勧誘に係る業務を、許可を受けた不動産特定共同事業者に委託しなければならないこととされている。新スキームを活用することで、これまで自社の信用力だけでは資金調達ที่難しい場合も多かった地方

の中小デベロッパーや建設業者が行う地域の再開発事業等に対しても、投資家が出資しやすい環境が整うこととなり、さらには地方の商工会、地方の金融機関、地方公共団体等も事業に参加することで、地方の不動産の再生が進む可能性がある。



出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」(平成24年度)

図 4.7. 不動産証券化の推移 (フロー累積)



資料：国土交通省

図 4.8. 不動産特定共同事業法の一部を改正する法律による変更概要 (再掲)

【有識者ヒアリング】

有識者からは、不特法改正の意義として、倒産隔離の仕組みが導入されたことはもちろんのこと、従来は不動産証券化の対象となりにくかった老朽化物件等が改正スキームを活用することで投資対象となることになるため、不動産プレーヤーにとって、より使いやすくなったという利点が大きいとの評価があった。

| 評価項目                            | 評価                                                                                                                                                                |
|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産特定共同事業のスキームは投資家にとって使いやすくなったか | 不特事業は、倒産隔離がされていないこと等もあって、不動産証券化実績総額（フロー累積）が2兆円と伸びていなかった。平成25年12月の改正不特法施行により、不特事業において倒産隔離型スキームの導入が実現されたこと、また、従来不動産証券化の対象となりにくかった老朽化物件等が投資対象となり得ることで、今後活用が進む可能性がある。 |

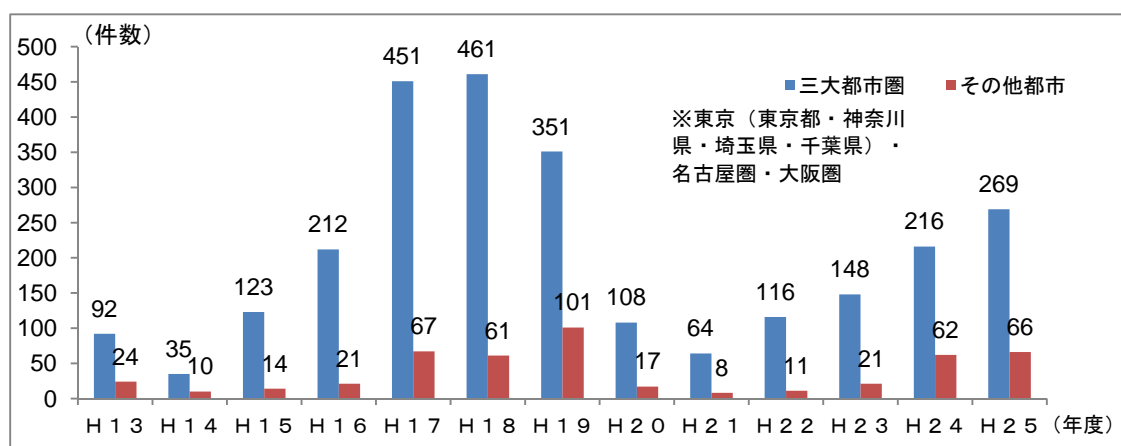


## VI-② 地方における不動産証券化は進んでいるか

Jリートに関しては、平成21年度を底に、物件の取得数は徐々に回復してきており、東京・大阪・名古屋を中心とする三大都市圏のみならず、その他地方都市でも増加傾向にある。しかしながら、国内投資家を対象としたアンケート調査では、三大都市圏に比べて、国内の地方圏では、不動産投資を拡大する意向はあまり高くない状況となっている。同様に、金融機関を対象としたアンケート調査でも、都心部以外の地域では、不動産投融資に対して慎重な傾向が見られるところである。

今後、地域の活性化を図る上でも地方での不動産証券化手法の活用は重要であるが、不動産証券化の専門家が東京等の大都市に集中している等の課題が見られるところである。

このような背景から、国土交通省では、レンダー（融資を実行する金融機関）又はコーディネーター役となる各地域の金融機関と密接な協力関係の構築が必要であるとの認識に基づき、平成25年に、相互の情報提供等を内容とする「パートナー協定」を地域金融機関174社（平成25年12月2日時点）と締結した。



(注) 平成25年度実績値は4～12月末迄 資料：不動産証券化協会提供データを基に国土交通省作成

図49. リートの取得件数推移（三大都市圏・地方圏割合分析）

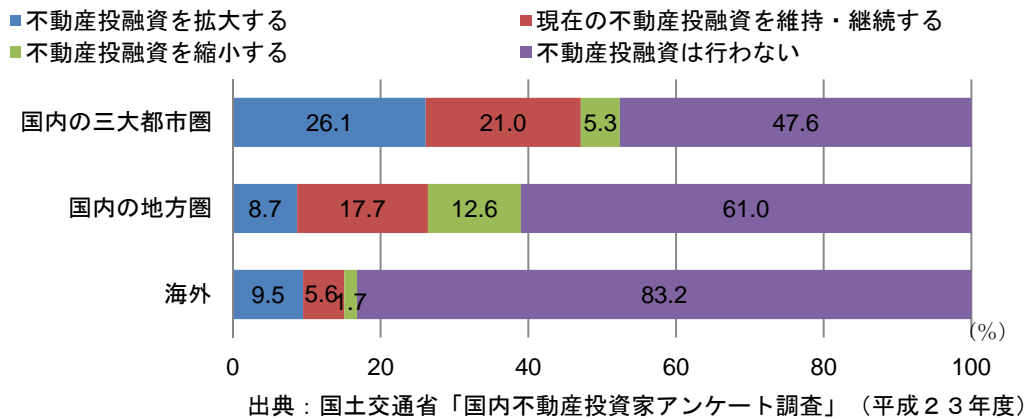


図50. エリア毎の不動産投資姿勢

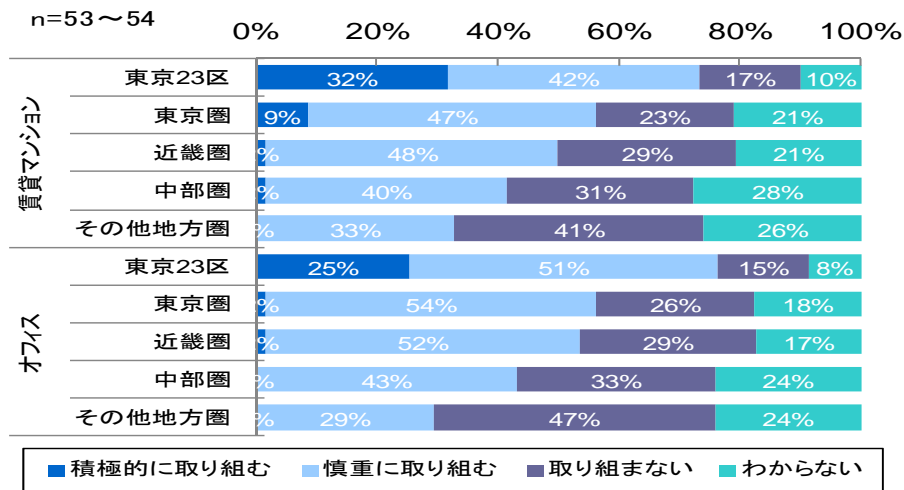


図51. 金融機関等における不動産投資に対する取組意向

【有識者ヒアリング】

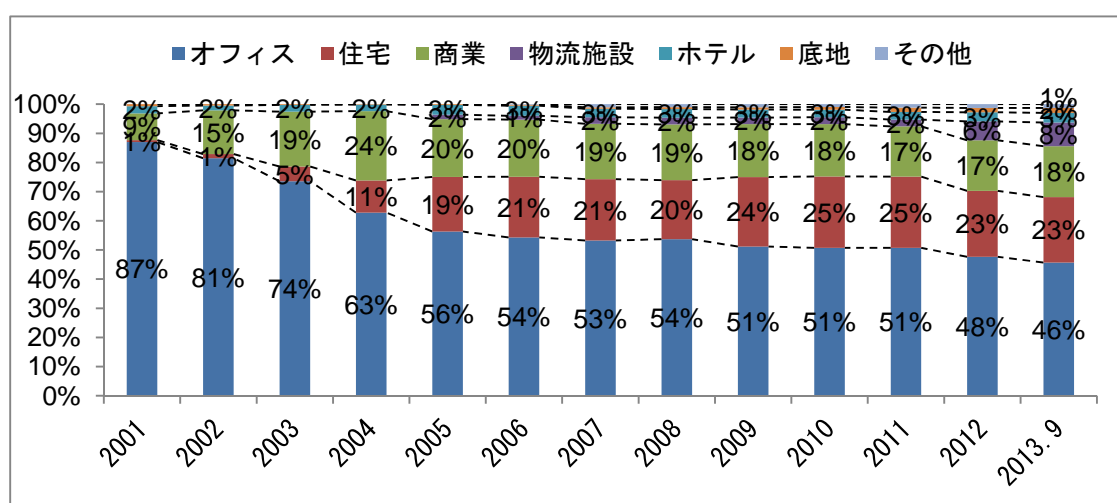
有識者からは、地方の不動産の再生を促進する上でも、地方での証券化活用推進が必要だが、それには、地方でのセミナー等による人材育成や、地銀等の意識付けが必要で、地方への展開は地銀融資がキーになるとの意見があった。

| 評価項目                | 評価                                                 |
|---------------------|----------------------------------------------------|
| 地方における不動産証券化は進んでいるか | リートによる地方都市での物件取得件数は増加傾向にあるものの、三大都市圏と比べるとあまり進んでいない。 |

### VI—③ 証券化不動産の投資分野は多様化しているか

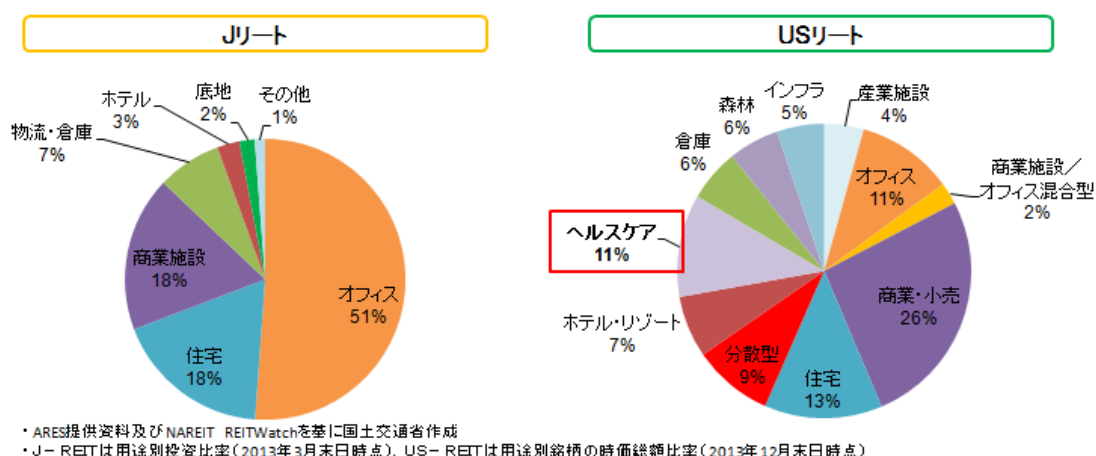
Jリートが取得した物件の用途別割合の変遷を見ると、オフィスがほとんどであった当初から、まず住宅、商業施設に広がり、近年はホテル、特に物流施設の割合が増加傾向にあるなど、徐々に投資分野の多様化が図られている。

米国のUSリートの用途別割合を見ると、オフィス・住宅・商業の割合が約5割となっており、我が国よりもさらに投資分野の多様化が進んでいる。今後、我が国の不動産証券化市場は、ヘルスケア施設などさらに投資対象の多様化を図る余地がある。



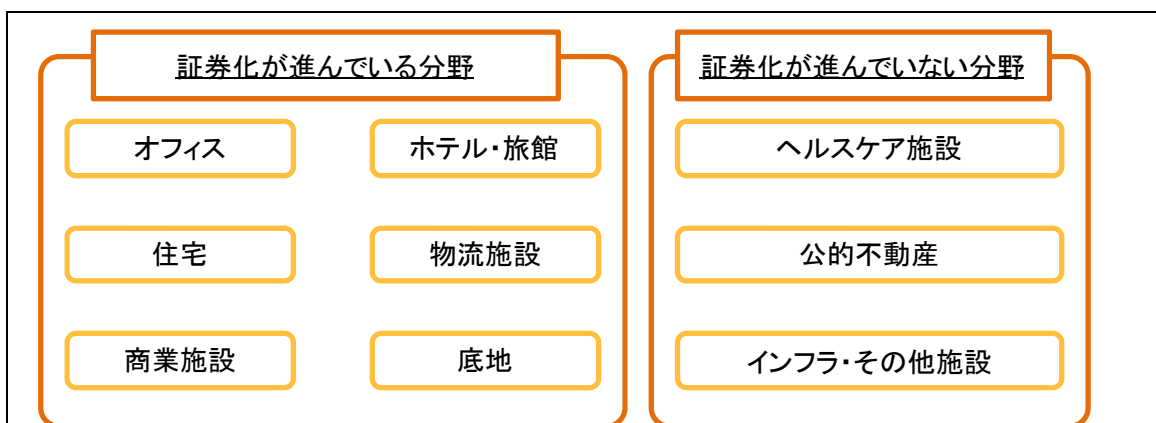
資料：不動産証券化協会提供データを基に国土交通省作成

図52. Jリート 証券化の対象となる不動産の取得実績の推移(用途別資産額の割合)



資料：国土交通省

図53. リートが取得した不動産の用途別比率(日米比較)



資料：国土交通省

図54. 証券化が進んでいる分野、進んでいない分野

【有識者ヒアリング】

有識者からは、様々な資金の出し手呼び込み、投資家の裾野を拡大するためにも、Jリートによって特徴ある運用方針を定めて差別化を図ったり、ヘルスケアをはじめとする投資先の多様化が必要であるとの意見があった。

| 評価項目                 | 評価                                                                                                                                      |
|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 証券化不動産の投資分野は多様化しているか | Jリートが取得した物件の用途別割合の変遷を見ると、オフィスがほとんどであった当初から、まず住宅、商業施設に広がり、近年はホテル、特に物流施設の割合が増加傾向にあるなど徐々に投資分野の多様化が図られている。今後はヘルスケア施設などさらに投資分野が多様化していく余地がある。 |

#### VI—④ 証券化を活用した老朽・低未利用不動産の再生は進んでいるか

Jリートが所有するオフィス物件の平均築年数の分布を見ると、築20年以内の割合が約8割超を占めており、築年数の経過した物件をあまり取得していないことがわかる。

またJリートは、上場企業が売却した不動産ストックの買主業種別の取得額割合において約半分を占めており、不動産ストックの最も大きな買主となっているが、一方、非上場を含む法人が所有する不動産の築年数を見ると、そもそも20年未満の物件の割合が約1/3と少ない状況にある。

このため、今後Jリートが投資対象とするような優良な不動産を引き続き市場で供給していくためにも、築20年以上の老朽化物件等の証券化の促進に向けて、何らかの手当が必要である。

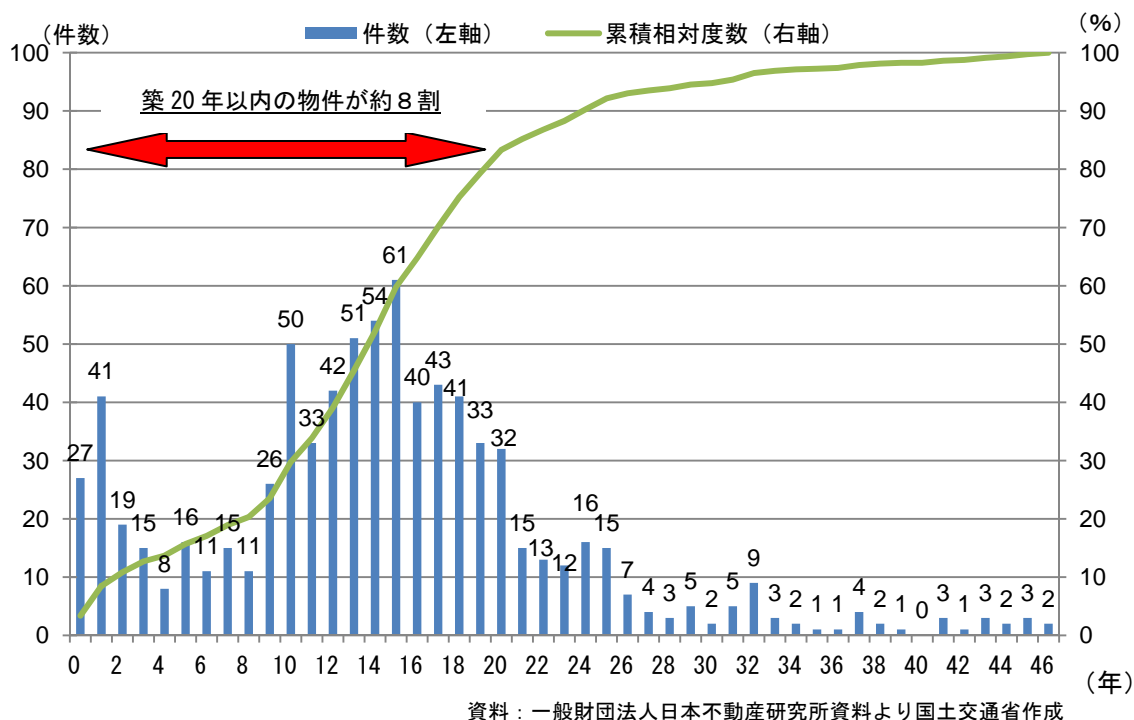
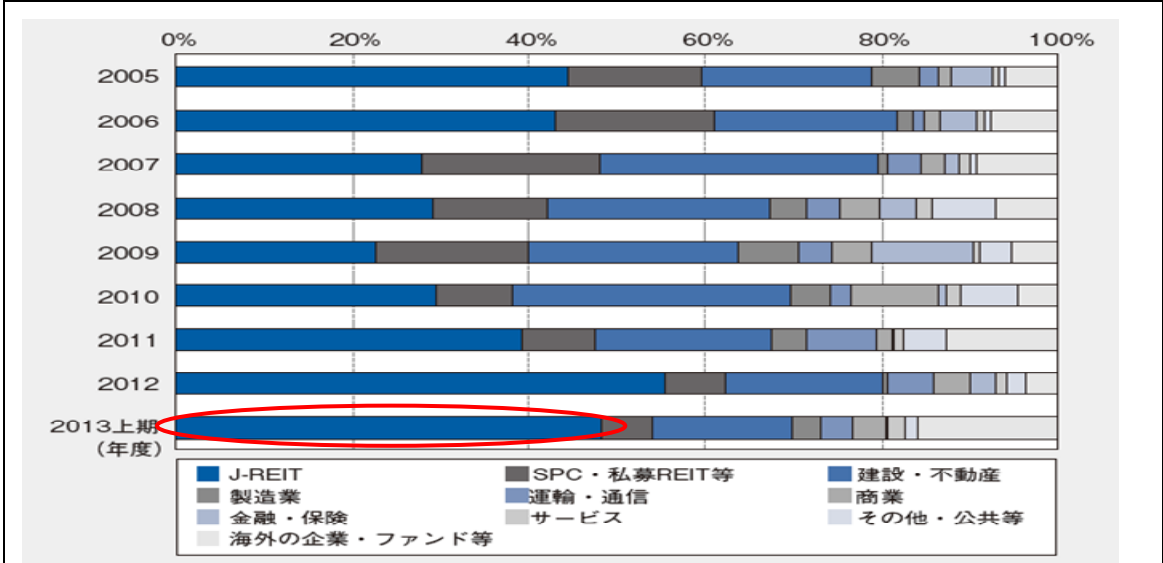
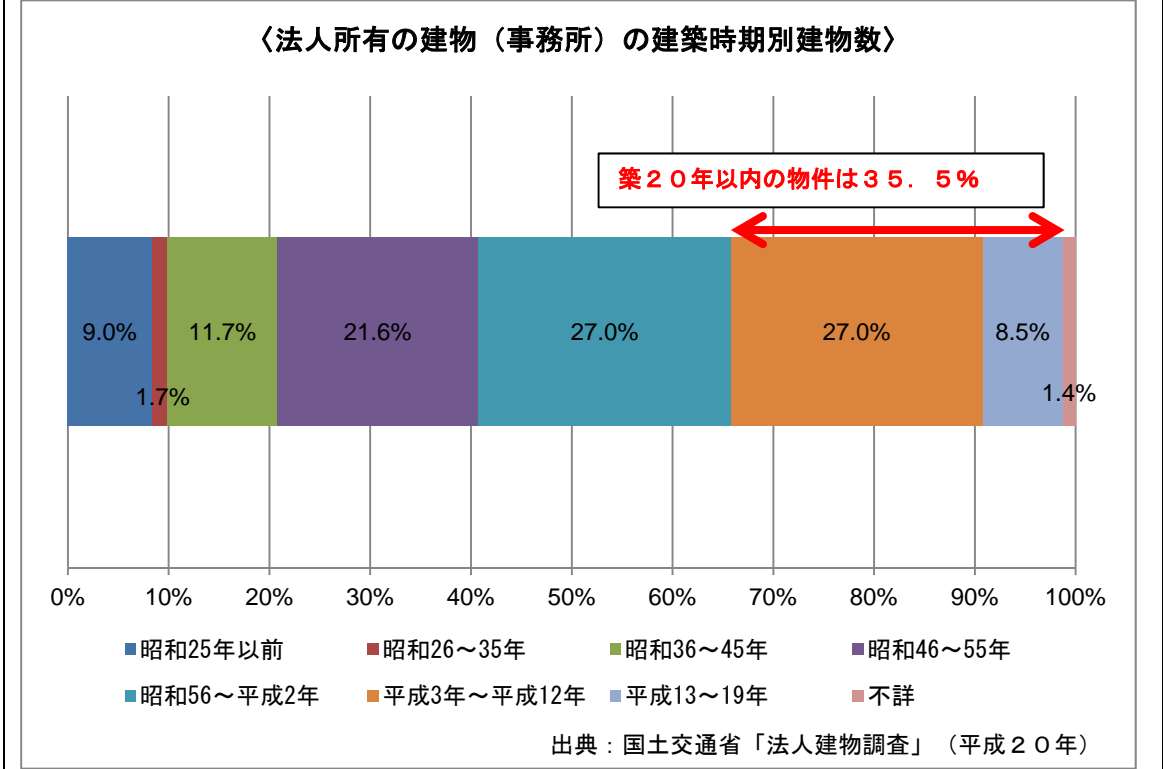


図55. 投資法人が所有するオフィス物件の平均築年数の分布



出典：都市未来総合研究所作成「不動産トピックス2013年11月」

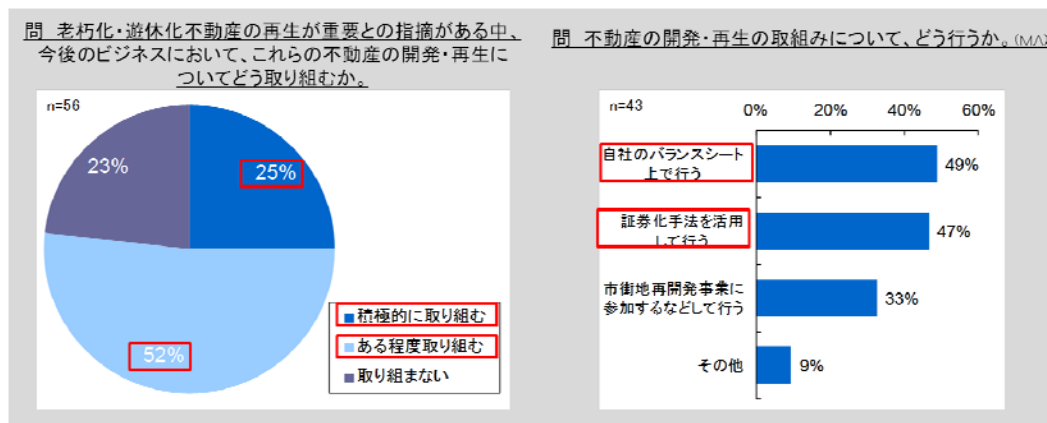
図56. 上場企業が売却した不動産ストックの買主業種別の取得額割合



出典：国土交通省「法人建物調査」（平成20年）

図57. 法人所有の建物の利用現況別、建築時期別建物数

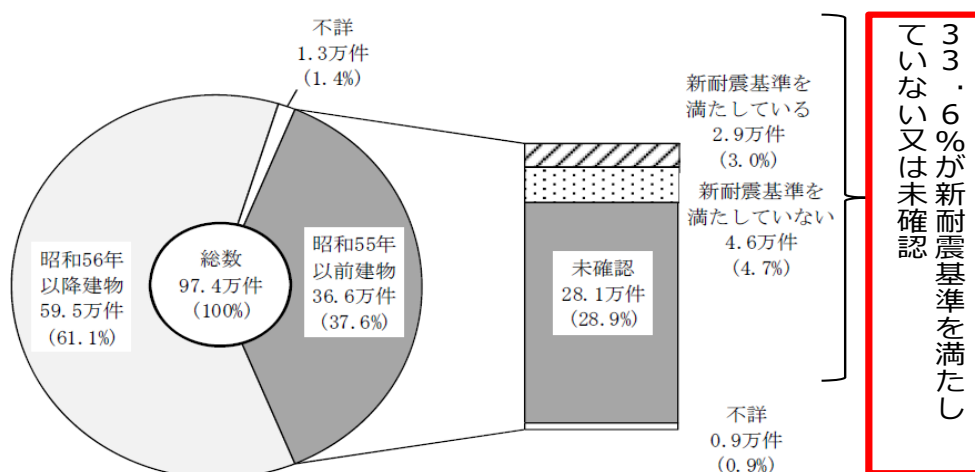
さらに、不動産会社・金融機関等へのアンケート調査によると、今後老朽・低未利用不動産に関して再生・開発に取り組むと回答があったのは約3/4、そのうち証券化手法を用いて取り組むと回答したのは約半分という結果が出ており、老朽・低未利用物件の再生に証券化手法を活用することが期待されている状況にある。



資料：国土交通省「不動産投資市場の活性化に関するアンケート調査」（平成24年）

図58. 老朽化・低未利用不動産の開発・再生意向と取組方法

一方、我が国には法人が所有する建物棟数のうち新耐震基準を満たしていない又は未確認のものが約1/3にのぼり、耐震性の劣る建築物が多数存在している。



資料：国土交通省「法人建物調査」（平成20年）

図59. 建物の建築時期と耐震性の確認の有無

こうした状況において、老朽・低未利用不動産の再生の促進は喫緊の課題となっている。このような不動産再生への民間資金の活用を促進するため、不動産の流動化の仕組みを活用することも有効な手段となり得るものだが、不特事業以外の他の不動産の流動化スキームにおいてはその実現が難しかったところがあった。

一方で、不特事業については、以前は、事業者の行っている他の事業の影響を受ける（倒産隔離がされていない）ため、プロの投資家は出資を忌避する傾向があったことから、平成25年12月20日に施行された改正不特法において、新たに倒産隔離型の不特事業を行うことができる仕組みが導入された。

さらに、VI-⑤で詳述する「耐震・環境不動産形成促進事業」が環境省との共管で平成24年度補正予算において創設され、民間投資の呼び水となるリスクマネーを提供することで、老朽・低未利用不動産の再生等を促進するための基金が設置された。

これらの施策が、我が国の課題でもある耐震性の劣る建築物の耐震改修、建替えや、高齢者向け住宅等の整備、地方の老朽施設の再生等の促進に活用される可能性がある。

【有識者ヒアリング】

不特法が改正されたが、改正により現物を流動化できるので、現在、遵法性を満たしていない物件の適法化・耐震化を進めていけるのではないかと。不動産証券化マーケットが確立されてきたおかげで、物件に関するコンプライアンス意識が向上しており、今後も改正不特法のスキーム等による不動産証券化を活用した建物の耐震化等の促進が必要とされている。懸念としては改修にデットは活用できるが、そういった遵法性を満たしていない物件の取得にレンダーがどう反応するかが不明。

| 評価項目                         | 評価                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 証券化を活用した老朽・低未利用不動産の再生は進んでいるか | <p>Jリートが所有するオフィス物件は、築20年以内の割合が8割を超えており、築年数が20年以上経過した古い物件をあまり取得していない。一方で、新耐震基準を満たしていない建築物が約1/3あり、耐震化などによる老朽・低未利用不動産の再生の促進が喫緊の課題となっている。</p> <p>平成25年12月に施行された改正不特法や平成24年度補正予算により創設された「耐震・環境不動産形成促進事業」の活用により、今後、耐震性の劣る建築物の耐震改修、建替えや、高齢者向け住宅等の整備、地方の老朽施設の再生等が促進される可能性がある。</p> |



## VI—⑤ 環境不動産等の普及に向けた取組は進んでいるか

環境不動産（構造、設備などの環境性能が高く良好なマネジメントがなされている環境価値の高い不動産）の普及促進を図ることで、地球温暖化問題への対応や、不動産市場における環境価値の認識向上等を通じて、環境に配慮したまちづくりに向けた一助になるのではないかと考えられる。

しかし、企業に対するアンケート結果によると、環境不動産へ入居している企業は以前に比べて大幅に増えているものの、依然として低水準となっている。入居していない理由としては環境不動産が少ないことが最も多く挙げられており、さらなる環境不動産の普及が望まれている。

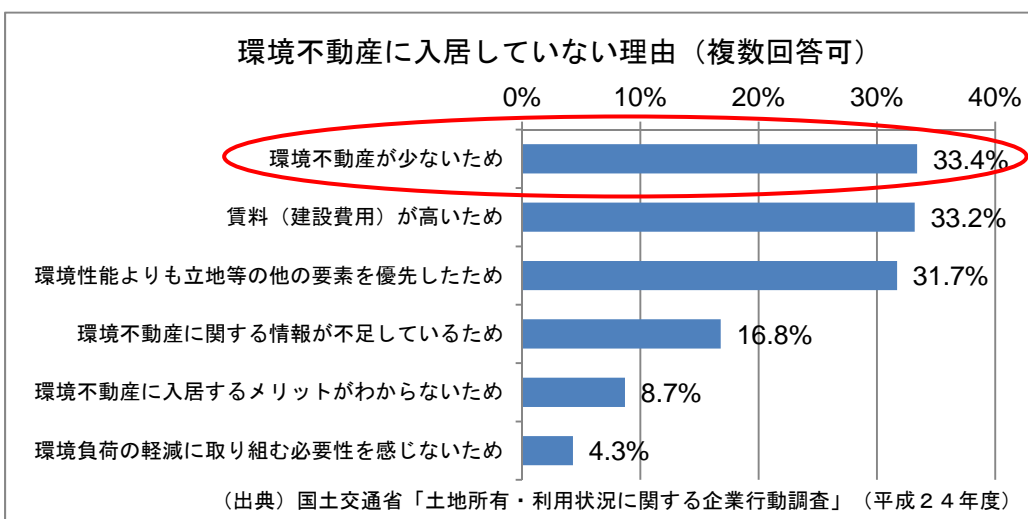
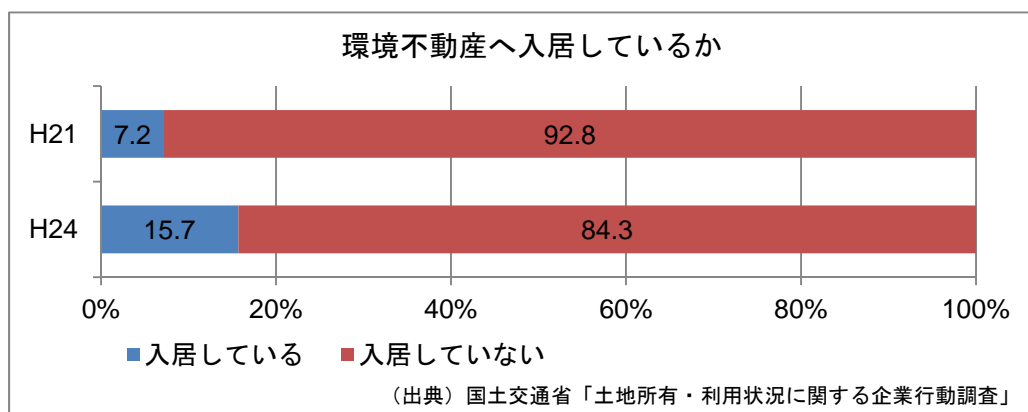


図60. 企業を対象としたアンケート結果

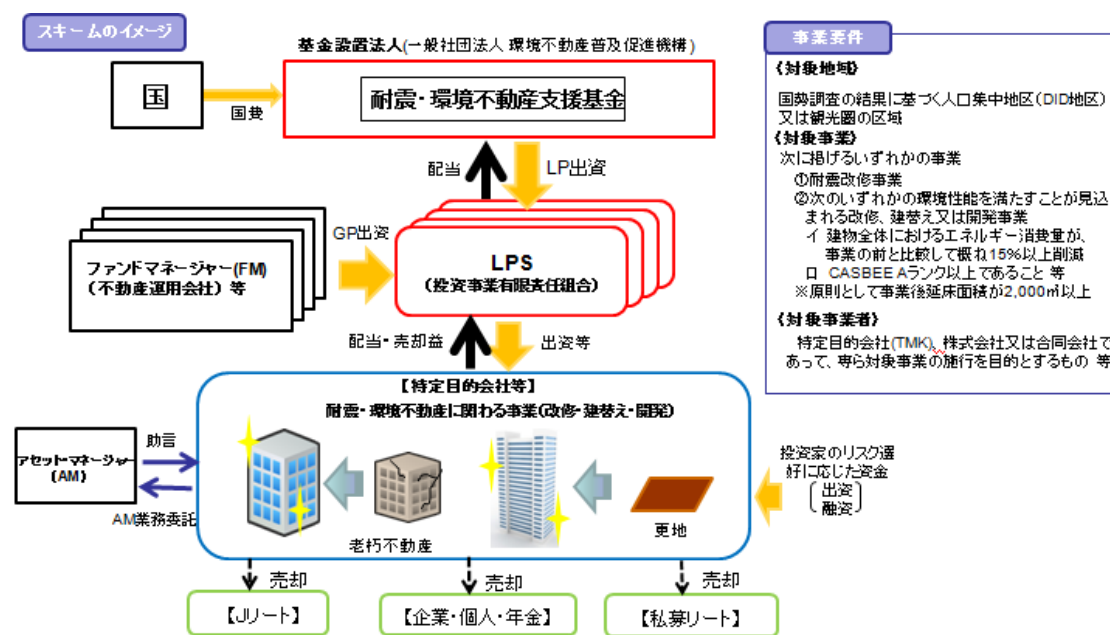
このため、国土交通省は、耐震性や環境への配慮に対する社会的な関心の高まり等を受け、平成24年度補正予算において環境省との共管で「耐震・環境不動産形成促進事業」を創設した。本事業は国から補助金（350億円）を交付された基金設置法人が耐震・環境不動産支援基金を造成し、当該基金より、民間投資の呼び水となるリスクマネーを供給することにより、民間の資金やノウハウを呼び込み、耐震・環境不動産の形成（改修・建替え・開発事業）を促進し、地域の再生・活性化に資するまちづくり及び地球温暖化対策を推進することを目的としている。

耐震・環境不動産形成促進事業については、平成25年7月に基金設置法人においてファンド・マネージャーを募集した際に10者から応募があり、同年12月には、第1号案件として、都内の環境改修案件に対して出資が実行されたこと等から、社会的なニーズも高いと考えられ、民間投融資の活発化に寄与するものと考えられる。

また、国土交通省では、国内の先駆的な環境不動産の取組実践例を収集・公表し、これから環境不動産への投資や整備に取り組もうと考えている人に対して情報提供を行うなど、環境不動産の普及促進を図っている。

（環境不動産ポータルサイト：ベストプラクティス集

<http://tochi.mlit.go.jp/kankyo/bestpractice/index.html>）



資料：国土交通省

図61. 耐震・環境不動産形成促進事業

**【事例】耐震・環境不動産形成促進事業の第1号案件**

平成25年12月に、トーセイ・アセット・アドバイザーズ（株）と基金設置法人が投資事業有限責任組合契約（LPS契約）を締結し、オフィス・住居複合ビルの省エネ工事を行うSPCに対して出資を実行した。

○ベストプラクティスの一例

- ・ローム京都駅前ビルの全面的改良

「景観」「環境」「安全」をキーワードに、ハード・ソフト両面の改修により、環境負荷の抑制、自然エネルギーの活用、高効率機器の導入に加え、BEMS（ビルエネルギー管理システム）の導入によるエネルギーの「見える化」を図り、一次エネルギー消費量等も大幅に削減された。

○環境不動産ポータルサイトに新たにベストプラクティスを掲載した数

| 年度    | 平成23年度 | 平成24年度 | 平成25年度 |
|-------|--------|--------|--------|
| HP掲載数 | 5件     | 8件     | 12件    |

**【有識者ヒアリング】**

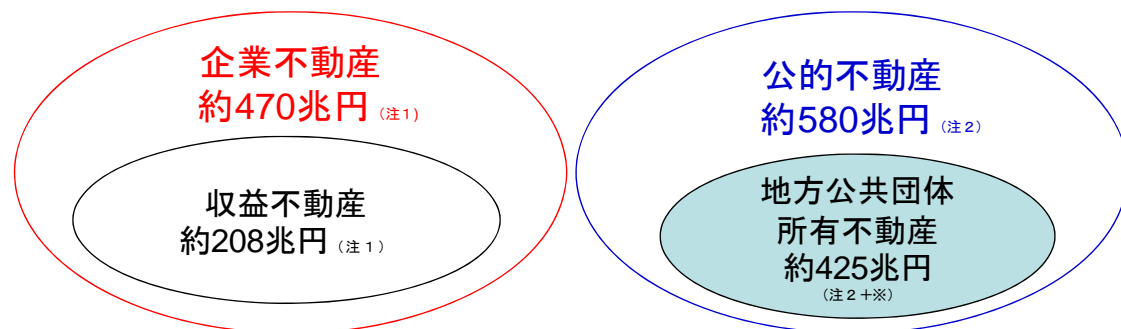
有識者ヒアリングでは、開発型流動化案件の対象となる物件に対し、ローンの調達が進むかという点について指摘がされた。

| 評価項目                  | 評価                                                                                                                                                                               |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 環境不動産の普及に向けた取組は進んでいるか | 環境に配慮したまちづくりの観点から、環境性能等に優れた不動産の普及促進は重要であるが、物件がそもそも少ない等の理由により、企業の入居はまだ十分に進んでいない。<br>国土交通省が、環境省との共管により、平成24年度補正予算に創設した「耐震・環境不動産形成促進事業」は、民間投資の呼び水となるリスクマネーを供給し、環境不動産の普及を促進する可能性がある。 |

## VI—⑥ 公有地の活用に関して証券化スキームは活用されているか

我が国の不動産の約2,500兆円のうち、国・地方公共団体が所有している不動産（公的不動産（Public Real Estate：PRE））は約580兆円（全体の約23%相当、面積規模で国土の約36%）、そのうち地方公共団体が所有する不動産は約425兆円となっており、公的不動産の70%以上を占めている。

少子高齢化の進展等による施設ニーズや都市構造の変化、公共施設の老朽化、財政状況等から公有地の活用に関心が寄せられており、実際、都道府県や市町村に対して行った公的不動産の合理的な所有・利用に関するアンケート調査によると、地方公共団体における公的不動産のマネジメントの状況に関して、98.2%とほぼすべての地方公共団体が不動産の合理的な所有・利用の必要性を感じているとの結果も出ており、公有地活用に向けた取り組みが必要な状況にある。



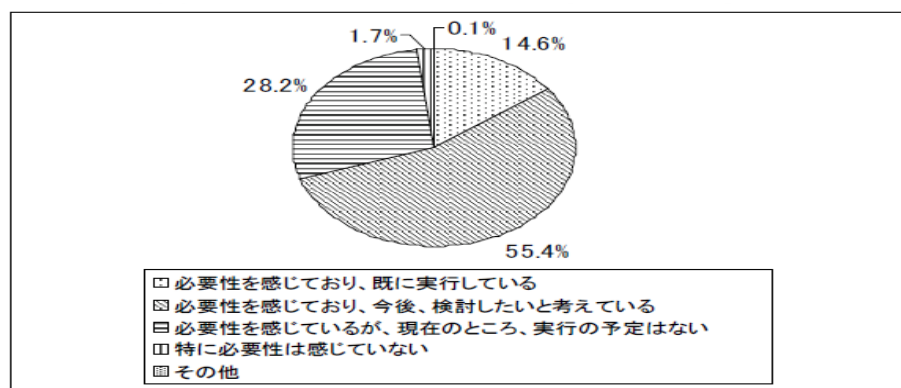
(注1) PRUDENTIAL REAL ESTATE INVESTORS” A Bird’s eye View of Global Estate Markets:2012 update”

(注2) 国民経済計算確報に基づく 固定資産及び土地の総額（平成23年末時点）

※国民経済計算における公的総資本形成のうち総固定資本形成累計額（昭和55年度～平成23年度）の比率から按分

資料：国土交通省

図62. 企業不動産と公的不動産



出典：国土交通省「PRE戦略を実践するための手引書（2012.3 改訂版）」

図63. 保有不動産の合理的な所有の必要性（全体：N：753団体）

人口減少、少子高齢化が進む中、公有地の活用にあたっては、民間活力や民間資金を導入した手法が効果的であると考えられることから、証券化スキーム等を活用した公有地活用を促進していくという視点も重要である。

全国各地では既に証券化スキームを活用して公有地を開発するなどの実例がいくつかあるが、我が国には、まだこのような公的不動産を活用したリートは存在していない。

一方、米国では政府系機関が自己保有物件ではなく、民間の賃貸物件にテナントとして入居することが珍しくなく、政府系機関（内国債入庁、入国・税関管理局、郵便公社、FBI等）をテナントとするオフィスビルを投資対象としたリートである Government Properties Income Trust（GOV）が平成21年4月にニューヨーク証券取引所に上場している。

表9. 公的不動産に関する証券化実例

| 名称               | 分類(用途)        | 場所     |
|------------------|---------------|--------|
| 南青山一丁目都営団地建替え    | 住宅、図書館、商業施設等  | 東京都港区  |
| オガールプロジェクト       | 図書館、地域交流センター等 | 岩手県紫波町 |
| 渋谷区役所及び公会堂建て替え   | 庁舎、公会堂、住宅     | 東京都渋谷区 |
| 神宮前一丁目民活再生プロジェクト | 警察施設、オフィス、住宅  | 東京都渋谷区 |
| 衆議院赤坂議員宿舎建て替え    | 住宅、オフィス       | 東京都港区  |

資料：国土交通省



FBI(Kansas City, MO)



内国歳入庁(Florence, KY)

出典：GOVホームページ

図64. 政府系機関をテナントとするオフィスビル

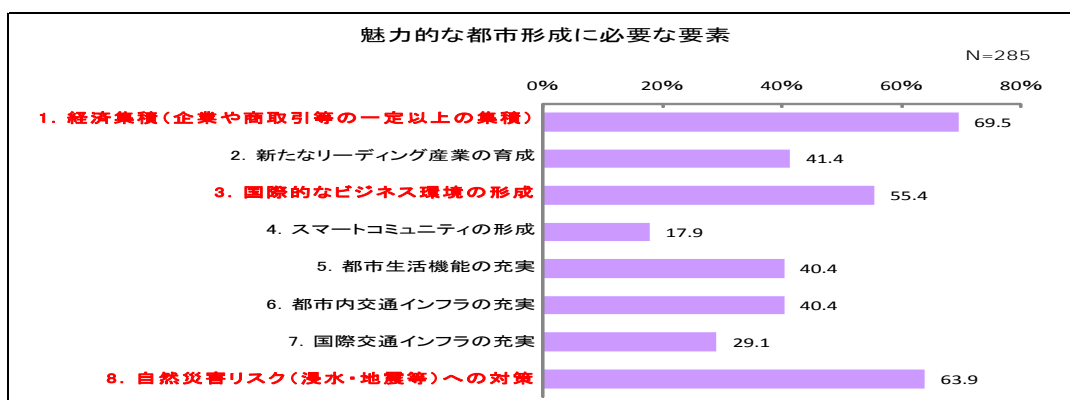
| 評価項目                      | 評価                                                                               |
|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 公有地の活用の際に証券化スキームは活用されているか | 現在、我が国においては証券化スキームを活用して公有地を開発するなどの実例が一定程度見受けられる。ただし、そうした物件のみを投資対象としたリートは存在していない。 |

## VI—⑦ 不動産投資を促進するような魅力ある地域づくりが推進されているか

人口減少、少子高齢化等が進展する中、魅力ある地域づくりを推進することは、まちづくりに新たな投資を呼び込み、地域の活力を掘り起こす観点からも重要である。

国内投資家を対象に行ったアンケートによると、不動産投資のさらなる拡大に寄与する「魅力的な都市形成」に必要な要素として、「経済集積」、「国際的なビジネス環境の形成」、「自然災害リスクへの対応」等を重視している傾向が見られる。

国土交通省では、都市機能の高度化や国際競争力の強化、防災力の向上等、魅力ある地域づくりを推進するため様々な措置を講じてきており、例えば、建築物の耐震化等への民間資金の導入促進を通じて、地域経済の活性化等を図るための倒産隔離型の不特事業の創設等、良質な不動産ストックの形成に資する土地利用制度の緩和等が行われてきたところである。これら魅力ある地域づくりの推進は、耐震・環境性能に優れた良質な不動産ストックの形成に資するとともに、地域の不動産価値を高めることで、さらなる不動産投資の拡大にも寄与すると考えられる。



出典：国土交通省「国内不動産投資家アンケート調査」(平成23年度)

図65. 不動産投資のさらなる拡大に寄与する「魅力的な都市形成」に必要な要素

表 10. 魅力ある地域づくりに資する主な法改正一覧（平成18年以降）

| 法律名                                        | 項目                                                                                                                                       |
|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 都市再生特別措置法等の一部を改正する法律（平成19年法律第19号）        | 都市機能の高度化等を図るため、防災街区整備地区計画の区域内において建築物の容積を配分する制度の創設等の措置を講ずるもの。                                                                             |
| 2 都市再生特別措置法の一部を改正する法律（平成23年法律第24号）         | 都市の国際競争力を高め、都市の再生を図るため、都市の再生に貢献する工作物に係る道路占用許可基準の特例制度の創設等の措置を講ずるもの。                                                                       |
| 3 都市の低炭素化の促進に関する法律（平成24年法律第84号）            | 官民の連携を通じて、低炭素建築物の普及の促進のための措置について定めるもの。                                                                                                   |
| 4 建築物の耐震改修の促進に関する法律の一部を改正する法律（平成25年法律第20号） | 建築物の地震に対する安全性の向上を一層促進するため、耐震改修計画の認定基準の緩和等の措置を講ずるもの。<br>・耐震改修の必要性の認定を受けたマンション等について、大規模耐震改修を行おうとする場合の決議要件の緩和                               |
| 5 不動産特定共同事業法の一部を改正する法律（平成25年法律第56号）        | 建築物の耐震化等への民間資金の導入促進を通じて、地域経済の活性化等を図るため、一定の要件を満たす者が届出により特定の不動産特定共同事業を営むことを可能とする等の措置を講ずるもの。<br>・倒産隔離型の不動産特定共同事業の創設                         |
| 6 国家戦略特別区域法（平成25年法律第107号）                  | 我が国の経済社会の活力の向上等を図るためには、国際的な経済活動の拠点を形成することが重要であることに鑑み、国家戦略特別区域に関し、規制改革等を推進するために必要な事項を定めるもの。<br>・容積率・用途等土地利用規制の見直し（用途地域に関する都市計画で定める容積率の緩和） |

資料：国土交通省

| 評価項目                            | 評価                                                                                                                    |
|---------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 不動産投資を促進するような魅力ある地域づくりが推進されているか | 都市機能の高度化や国際競争力の強化、防災力の向上等の取組は、耐震・環境性能に優れた良質な不動産ストックの形成を促進する等、魅力ある地域づくりを推進するものであり、地域の不動産価値を高め、さらなる不動産投資の拡大に寄与すると考えられる。 |

VI 不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか（まとめ）

| 評価項目                                   | VIのまとめ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>不動産証券化市場において今後どのような分野で成長が期待できるか</p> | <p>我が国の不動産証券化市場について、Jリートの保有物件について見てみると、当初はオフィスがほとんどであったが、次に住宅、商業施設に広がり、近年はホテル、特に物流施設の割合が増加傾向にあるなど徐々に投資分野の多様化が図られている。今後はヘルスケア施設などさらに投資分野が多様化していく余地がある。</p> <p>また、老朽・低未利用不動産の再生については、改正不特法や「耐震・環境不動産形成促進事業」の活用により促進される可能性がある。さらに、これら施策は、これまで不動産証券化スキームの活用が進んでいなかった地方においても活用される可能性がある。</p> <p>これら良質な不動産ストック形成に資する不動産証券化の推進と併せて、証券化スキームを活用した公有地の活用など、地域の不動産価値を高め、魅力ある地域づくりを推進することは、さらなる不動産投資の拡大に資すると思われる。</p> |



### 3. 評価結果のまとめ

不動産証券化市場について、不動産証券化市場の発展の状況はどうか、不動産証券化市場の発展に向けた国土交通省の取組は適切か、不動産証券化市場においてどのような分野で今後成長が期待できるかの観点から評価を行った。

まず、我が国の不動産証券化市場を見ると、収益不動産市場に占めるJリート市場の時価総額の比率は、先進諸国の中で高い水準とは言えないが、我が国に対する投資家の関心の高さ等を鑑みると、今後も、不動産証券化市場が拡大する可能性がある。

また、不動産証券化市場の投資家を見ると、個人の投資割合が株式市場より若干低い、今後NISAの活用等により、その割合が高まる可能性がある。また、年金基金による不動産投資拡大のためには、情報インフラの整備・充実等により不動産投資の阻害要因を取り除くことや、不動産投資市場の魅力を積極的にアピールすることが課題となっている。

一方、国民や投資家の不動産証券化市場への意識だが、不動産証券化商品に対する国民の認知度は低迷しており、国内外の投資家は、投資関連情報の入手容易性等の課題を指摘している。

次に、国土交通省の政策については、不動産証券化の発展に向けて、土地総合情報ライブラリーの充実、不動産取引価格情報の提供・拡充、不動産証券化に関する不動産鑑定評価基準の整備・充実などの不動産市場の透明性を高めるための取組を行ってきた。不動産取引価格の提供情報等については、情報の拡充を行ってきたこともあり、国民の利用度は近年大きく増加していることから、不動産投資市場の透明性の向上に寄与したものと考えられる。今後、不動産関連情報のさらなる充実等が課題である。不動産鑑定評価基準の見直しについても、DCF法の適用等により評価の品質が向上し、不動産証券化市場の信頼性の向上に寄与したと考えられる。

また、国土交通省では、リーマンショックへの対応として、不動産市場安定化ファンドの創設に尽力したが、リート2銘柄・計180億円への融資の実行は、金融危機時に官民が連携し一定のセーフティネットの役割を果たし、市場に対する安心感や信頼感の回復につながったと考えられる。

最後に、我が国の不動産証券化市場だが、地方においては三大都市圏と比べると不動産証券化があまり進んでいない状況にある。しかし、ヘルスケア施設などさらに投資対象が多様化していく余地があり、また、平成25年の改正不特法や平成24年度補正予算で創設された「耐震・環境不動産形成促進事業」の活用により、今後建築物の耐震改修、高齢者向け住宅等の整備、地方の老朽施設の再生等が促進される可能性がある。

さらに、不動産投資市場において、耐震性や環境への配慮に対する社会的な関心の高まりを受けて、国土交通省で創設した上述の「耐震・環境不動産形成促進事業」は、民

間投資の呼び水となるリスクマネーを供給し、環境不動産の普及を促進する可能性がある。

今後、これら良質な不動産ストック形成に資する不動産証券化の推進と併せて、証券化スキームを活用した公有地の活用など、地域の不動産価値を高め、魅力ある地域づくりを推進することは、さらなる不動産投資の拡大にも資すると考えられる。

## 第4章 今後の不動産証券化市場に関する施策の方向性

不動産証券化市場の整備は、不動産投資の小口化により資金の流入を促進し、不動産の有効活用や良質な不動産ストックの形成を促進するとともに、ひいては地域の不動産価値を高め、魅力ある地域づくりを推進するものであり、不動産業の発展のみならず、国土交通行政の推進においても重要な意義を持つものである。

我が国の不動産証券化市場を見ると、収益不動産市場規模に対するJリート市場の時価総額の比率は先進諸国の中で高い水準とは言えないが、我が国に対する投資家の関心の高さ等を鑑みると、今後も、不動産証券化市場が拡大する可能性がある。

不動産証券化市場の安定的な発展を図るためには、市場の透明性を高めることが欠かせないが、市場の透明性に関する評価について、国内外の投資家は、投資関連情報の入手容易性等の課題を指摘している。

このため、国土交通省では、不動産証券化市場の透明性の向上に向けて、不動産価格指数の整備等の不動産関連情報のさらなる充実を図るとともに、不動産関連情報に対する国際的な信頼性を向上させるための取組を推進することとしている。

一方、我が国の不動産証券化市場は、地方において不動産証券化があまり進んでおらず、また、証券化された公的不動産のみを対象としたリートも存在していない等の状況にある。しかし、我が国の不動産証券化市場は、ヘルスケア施設などさらに投資対象が多様化していく余地があり、また、平成25年の改正不特法や平成24年度補正予算で創設された「耐震・環境不動産形成促進事業」の活用により、今後の建築物の耐震改修や地方の老朽施設の再生等が促進される可能性がある。

このため、国土交通省では、ヘルスケアリートの設立に向けて、サービス付き高齢者住宅等に関するガイドラインの策定や、将来的な公的不動産に係るリートの活用のあり方の検討など、投資家の裾野拡大のための投資対象の多様化に資する取組を推進することとしている。さらに、国土交通省では、不特事業を活用したモデル事業の実施等により老朽・低未利用不動産の再生を推進するとともに、「耐震・環境不動産形成促進事業」により耐震環境不動産の形成を促進するなど、耐震・環境性能等を有する良質な不動産の供給促進による地域の再生・活性化に資するまちづくりの実現を推進していくこととしている。

以下、本章では、不動産証券化市場の発展に向けて、今後、国土交通省が講ずる施策の方向性について記載する。

## 1. 不動産証券化市場の透明性の向上

### (1) 不動産価格指数（住宅・商業用不動産）の整備

我が国の不動産証券化市場を公正かつ透明なものとし、今後とも発展させていくためには、市場の情報インフラのひとつとして不動産投資に関する指標を整備することが不可欠となっている。

不動産価格指数（住宅）は、近年の欧米諸国での金融危機からの反省を踏まえ、不動産市場の透明性向上に資することを目的として国際指針に基づいて作成されており、不動産価格の動向を適時・的確に把握できることから、各国との不動産価格の動向について、比較することが可能となっている。（図66参照）

今後、政策への活用や投資家への情報提供という観点からは、主として速報性、精度、公表期間の長さについて課題を有しており、改善に向けた取組を進める必要がある。また、今後は商業用不動産についても、指数の整備が求められているところである。

（速報性の向上）

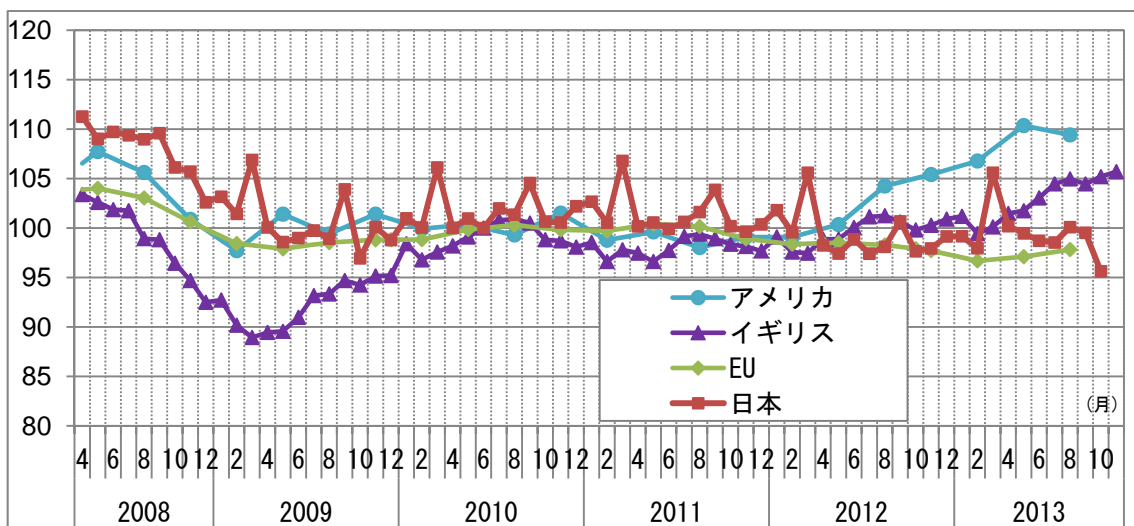
- ・速報性の向上を図る観点から、不動産取引から四半期以内の公表を行う。

（精度の向上）

- ・精度向上の観点から、データ分類の詳細化や位置情報の活用を行う。

（公表期間の長期化）

- ・指数の公表期間の長期化を図るため、過去の取引データを収集・整備する。



（注）いずれの指数も平成22年6月の値を100とする

資料：国土交通省

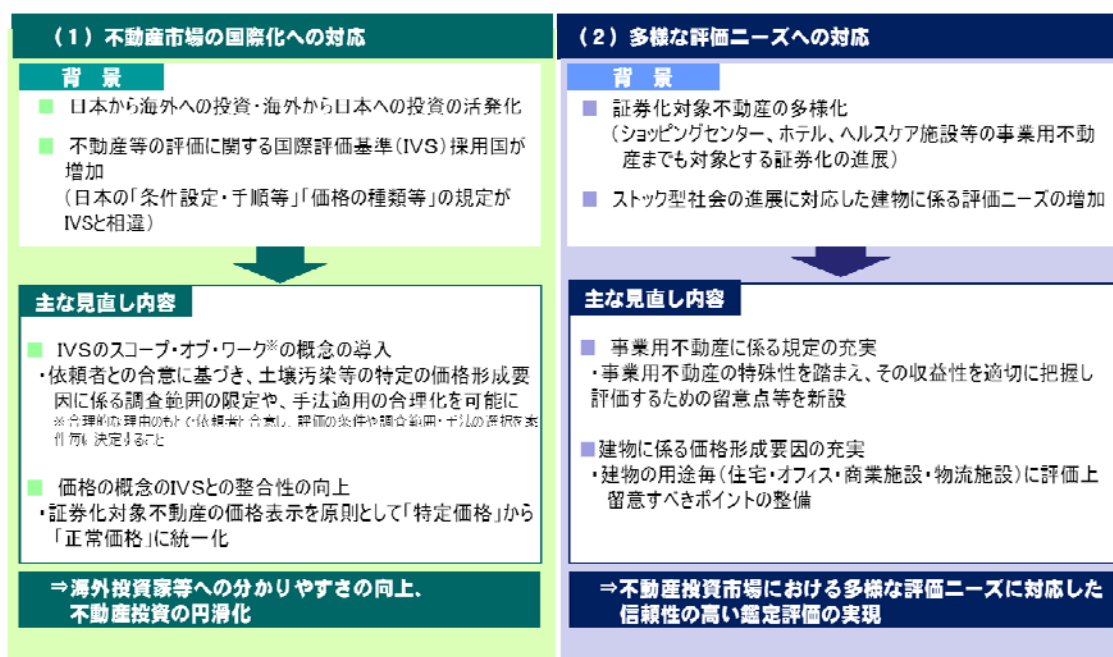
図66. 不動産価格指数（住宅）の国際比較

## (2) 不動産鑑定評価基準の見直し

近年においては、世界的に不動産市場の国際化が進みJリート市場における海外投資家の存在感が高まっている一方で、国際評価基準（IVS：International Valuation Standards）が資産評価の国際的な基準として浸透してきている。こうしたなかで、我が国においても、海外投資家からIVSに準拠した不動産鑑定評価が求められる等の動きもあり、海外投資家に対する我が国不動産投資市場の透明性を向上させるため、我が国の不動産鑑定評価基準のIVSへの整合性を高めるための見直しを行う。

また、こうした国際的な動向に加え、我が国不動産投資市場においても、評価ニーズの多様化など、不動産鑑定評価を取り巻く環境が変化しており、的確に対応する必要が指摘されているところである。具体的には、不動産投資市場が発展し、土地・建物一体の価値を評価する重要性が増すとともに、証券化対象不動産の種類の多様化によりショッピングセンター、ホテル、ヘルスケア施設等の事業用不動産の評価が求められるなど、多様なニーズに対応することが必要である。このため、不動産鑑定評価基準における事業用不動産に係る規定や価格形成要因等の充実等の見直しを行い、市場動向を適時的確に反映した鑑定評価を推進する。

あわせて、こうした市場の変化に対応した的確な不動産鑑定評価を適切に行い、不動産証券化市場における不動産鑑定評価の信頼性を確保していくためには、研修体制や内容の充実等により、実務面においても鑑定評価技術の維持・向上を図る。



資料：国土交通省

図67. 不動産鑑定評価基準の見直し

## 2. 投資家の裾野拡大のための投資対象の多様化

### (1) ヘルスケアリート

高齢者を入居・利用の対象とした賃貸住宅、介護施設、病院等の、いわゆるヘルスケア施設について、その質、量両面での充実が近年の重要な課題。

総人口が減少する一方で、65歳以上の高齢者人口については平成22年から平成32年の10年間で約700万人増加、高齢者単身・夫婦世帯は約280万世帯増加するとの予測もあり、サービス付き高齢者向け住宅や有料老人ホームなどの需要は今後とも増加することが見込まれる。

諸外国の例で見れば、米国、カナダ、シンガポール、英国などでヘルスケア施設への投資に特化したヘルスケアリートが存在し、その賃貸収益を広く投資家に分配し、その市場規模は拡大している。国土交通省としては、今後、関係省庁と連携し、まずは平成26年6月末までにサービス付き高齢者向け住宅や有料老人ホームに係るガイドラインを策定するとともに、モデル事業を実施し、リート設立に向けた手順等の事例を収集・公表することを予定している。また、平成26年度後半には病院を運用対象とするガイドラインの作成等の環境整備も行う。

### (2) PRE（公的不動産）に係るリート

老朽化、あるいは人口減少などにより低未利用化した地方公共団体が所有する学校や庁舎等の公的不動産について、その新たな活用を促す資金調達手段としてリーートの活用が考えられる。

国土交通省としては、平成26年度、リートが公的不動産を取得・賃借等する場合の課題等について整理し、将来的な公的不動産に係るリーートの活用のあり方について検討を行う。

## 3. 耐震・環境性能等を有する良質な不動産の供給促進による地域の再生・活性化に資するまちづくりの実現

### (1) 改正不動産特定共同事業法の活用

我が国には耐震性の劣る建築物が依然多数存在する中、建築物の耐震化、さらには、介護施設の整備、地方の老朽施設の再生などが課題となっている。

新スキームを活用することで、これまで自社の信用力だけでは資金調達が難しい場合も多かった地域の中小デベロッパーや建設業者も投資家からの出資を得やすくなり、さらには、地域の商工会、地域の金融機関、地方公共団体等も事業に参加することで、地域の不動産再生が進展することが期待される。

国土交通省としては、改正不特法に基づく不特事業等の不動産証券化手法を活用したモデル事業の実施や、地域相談窓口所の設置等を行うことで、地域において不動産証券化に精通した人材を育成し、特に不動産証券化手法の利用が進んでいない地域の老朽・低未利用不動産の再生を推進していく。

## （２）耐震・環境不動産形成促進事業

平成２４年度補正予算において創設した「耐震・環境不動産形成促進事業」について、今後とも、民間投資の呼び水となるリスクマネーを供給するとともに、民間の資金やノウハウを呼び込み、耐震・環境不動産の形成を促進する。

平成２５年１２月に基金設置法人による第１号案件への出資が実行されたところであり、引き続き具体案件の実現が促進されることが期待される。

なお、今後、特に地方において不動産証券化を活用した耐震・環境不動産の形成を促進していくためには、資金の出し手となり、事業のコーディネーター役ともなる各地域金融機関の協力が必要不可欠である。国土交通省としては、地域金融機関等と現在締結しているパートナー協定（平成２５年１２月２日時点で１７４者と締結。）などを活用して地域の再生・活性化に向けた取組を支援していく。

| 主な課題                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 今後の対応方針                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1. 不動産証券化市場の透明性の向上</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <p>不動産証券化市場の透明性に関する評価について、国内外の投資家は、投資関連情報の入手容易性等の課題を指摘。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | <p>●不動産価格指数の整備<br/>不動産価格指数の整備について、速報性の向上を図る観点から、不動産取引から四半期以内の公表を行うとともに、精度向上の観点からデータ分類の詳細化や位置情報の活用を行う。さらに、指数の公表期間の長期化を図る観点から、過去の取引データを収集・整備する。</p> <p>●不動産鑑定評価基準の見直し<br/>海外投資家に対する我が国不動産投資市場の透明性を向上させるため、我が国の不動産鑑定評価基準について、国際評価基準への整合性を高めるための見直し等を行う。</p>                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>2. 不動産証券化市場の発展</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <p><b>〈投資対象の多様化〉</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・我が国のJリートが取得した物件の用途別割合の変遷をみると、今後、ヘルスケア施設など更に投資対象が多様化していく余地がある。</li> <li>・証券化スキームの活用により開発された公有地のみを対象としたリート(PREリート)は存在していない。</li> </ul> <p><b>〈良質な不動産ストックの形成〉</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・新耐震基準を満たさない建築物が約1/3ある中、不動産証券化を活用した老朽化・低未利用不動産の再生の促進が重要。特に、地方における不動産証券化の促進が課題。</li> <li>・環境性能等に優れた不動産の普及促進が十分でない。</li> </ul> | <p>●ヘルスケアリート<br/>今後、関係省庁と連携し、平成26年度6月末までにサービス付き高齢者住宅や優良老人ホームに係るガイドラインを策定するとともに、モデル事業を実施し、リート設立に向けた手順等の事例を収集・公表すること等を予定。</p> <p>●PRE(公的不動産)に係るリート<br/>平成26年度、リートが公的不動産を取得・賃貸等する場合の課題等について整理し、将来的な公的不動産に係るリートの活用のあり方について検討を行う。</p> <p>●改正不特法の活用<br/>改正不動産特定共同事業法に基づく不動産特定共同事業等の不動産証券化手法を活用したモデル事業の実施や、地域相談窓口の設置等を行う。</p> <p>●耐震・環境不動産形成促進事業<br/>「耐震・環境不動産形成促進事業」について、今後とも、民間投資の呼び水となるリスクマネーを供給すること等を通じて、耐震・環境不動産の形成を促進。</p> <p>●地域金融機関とのパートナー協定<br/>地域金融機関等と締結したパートナー協定などを活用して地域の再生・活性化に向けた取組みを支援。</p> |

資料：国土交通省

図68. 主な課題と今後の対応方針