

不動産投資・証券化市場のビジョン

2018年12月21日

一般社団法人 不動産証券化協会

不動産証券化の意義

(I 不動産業の現状)

1. 不動産と金融の融合による新サービスの提供

(1) 新たな資産運用サービス提供による国民の安定的資産形成に寄与

- 証券化を通じて、立地や資産タイプ等の分散が図られた不動産ポートフォリオに小口でも投資することが出来るようになった。
- リート等の証券化商品は安定した賃料収入を裏付けとしており、その配当や投資口価格は比較的安定的である。また高い配当性向や分配金利回りであることから、ミドルリスク・ミドルリターンの実現しており、国民の資産形成に資する新しい金融商品としてサービス提供されている。

(2) 不動産投資市場創設による付加価値創造や雇用創出

- 2017年末の不動産投資市場の規模は32.6兆円（リートおよび私募ファンドの保有資産額ベース）。同年の生産誘発額は6.6兆円、その付加価値額はGDPの0.65%、雇用は36.7万人を支えている。

(3) 不動産業の高度化（分業化・相互牽制機能の追加）を促進

- オリジネーターと保有ビークル、不動産証券化と不動産金融に関わる幅広いプレイヤー（PM、AM、カストディアン〔信託〕、証券会社、レンダー、アドミニストレーター、不動産鑑定士、弁護士、会計士、ER等）への機能分化を促し、不動産業の高度化を促進した。
- 市場規律の下で、分業化された各プレイヤーがその役割を全うすることで相互牽制機能が備わり、不動産投資・運用業への信認が高まった。

2. 不動産と金融のパラダイムシフト

(1) 金融システムの安定化

- 投資家が不動産投資リスクを直接負担する直接金融へのシフトを促すことで、これまで間接金融によって銀行が引き受けて来たリスクを分散し、また、証券化を通じて不動産の価格形成や取引に市場規律が強く働くようにしたことで、金融システムを不安定化する要素を縮減した。

(2) 収益価格中心の取引

- キャピタルゲインに依拠する投資モデルから脱却し、キャッシュフローとキャップレートによって決定される収益価格を中心とした取引市場に導いた。

(3) 透明性の向上

- Jリートは、金商法・投信法・東証規則・投信協会規則による制度的情報開示に加え、各社の自主的な任意情報開示によって、世界トップ水準の充実した情報公開を行っている。相対取引の当事者間に限られていた不動産取引・運用情報がJリートによって公開されたことによって、不動産市場の透明性が向上した。

不動産証券化を取り巻く環境と求められる役割

(Ⅱ 社会情勢の変化)

1. 貯蓄から投資へ

（1）ゼロ・マイナス金利の下での運用難に応える新たな投資機会の提供

- ゼロ・マイナス金利の下で伝統的資産である株や債券のみでの資産運用が難しい局面となっている。これに対してJリートは高い配当性向や分配金利回りがあり、また、一般に不動産証券化商品は株や債券とは異なるリスク・リターン特性をもっていることから、新たな投資機会としての期待が高まっている。

（2）国内外の旺盛な不動産投資ニーズと健全な投資商品の提供

- 世界的な運用難の下で、不動産投資・運用ニーズが高まっている。とりわけアベノミクス以降、政治的にも経済的にも安定した日本の不動産への関心が高まっている。こうした国内外の旺盛な不動産投資ニーズに、健全な投資商品として質・量ともに応えていくことが求められている。

（3）リスク分散のためのリート市場全体としてグローバル化

- リスク分散は、不動産の所在国についても重要である。Jリートにおいて、対象不動産は実態上国内物件だけであり、海外不動産特化型リートはまだ存在しない。とりわけ個人投資家には、日本の資産運用会社が直接不動産を運用するリートが必要である。

（4）長寿社会に向けた国民の安定的資産形成・資産運用の必要性

- 財政がひっ迫し、現役世代の税・社会保障費の負担が大きくなる一方で、金融資産は現預金に偏している。「貯蓄から投資へ」を促し、長生きに備えるための安定的な資産形成・資産運用にふさわしい投資機会の必要性が高まっている。

2. 競争の激化～海外からの旺盛な投資ニーズと異なる投資目線～

- 経済規模が大きく、比較的安定している日本は、海外からの資金の配分先として重視されている。また、世界的な運用難の局面のなかで、日本では低金利政策が当面続くと見られており、金利に対する不動産利回りスプレッドが他の主要国に比べて高い水準が続いている。したがってリートよりも低い投資利回り水準でも不動産取得を行う海外投資家が国内不動産投資市場に参入し、競争が激化している。

3. SDGsに向けたESG投資～投資活動を通じた外部経済の拡大と外部不経済の縮減～

- 2030年に実現すべき社会を示したSDGsに向けて、ESG投資が求められている。これまで主として政府が規制や誘導によって、企業活動における外部経済の拡大や外部不経済の縮減を図ってきたものを、投資活動によって行おうとするものである。これは不動産投資・運用の局面に限られるものではなく、すべての不動産経済において公平に求められるべきものである。

不動産投資市場の持続的成長と資産運用業の高度化

(Ⅲ 目指すべき方向性)

1. 幅広い社会資本形成への貢献～長寿社会やコンパクトシティへの対応～

- インフラやPRE、病院、CCRCなど幅広い社会資本の形成に貢献し、長寿社会やコンパクトシティへの対応に必要な資金の供給を、不動産投資・証券市場を通じて拡大する。

2. 対象資産と資産運用業のグローバル化～海外不動産特化型リートの提供を通じて～

- 日本の投資家、とりわけ個人投資家に、海外不動産特化型リートの提供などを通じて、国際的な不動産投資ポートフォリオを形成する機会を提供する。これによって本邦企業の海外展開支援や海外経済の成長の果実を国民に還元する。
- 海外勢は日本国内で私募ファンドやJリートを組成したり、日本不動産を対象にして母国市場でリート化したりして活躍している。しかし、日本勢が海外不動産を対象にしたファンドを組成する動きはまだ緒に就いたばかりであり、日本の不動産投資運用業のグローバル化を図っていく。

3. 人生100年時代に備える個人投資家への浸透

- 資産形成世代では長期・分散・積立投資が、退職世代では安定的・継続的運用が、それぞれ重要だが、Jリートは両ニーズに適した商品性を有している。それぞれの世代に適した投資手法と訴求手段を工夫して個人投資家へのさらなる浸透を図り、人生100年時代に向けた不動産投資・証券化市場を形成していく。

4. 不動産のアセットクラス化～機関投資家のポートフォリオ戦略への貢献～

- 不動産及び不動産証券化商品は、株や債券とは異なる特性がある。その実証と市場規模の拡大を通じて機関投資家の理解を促進し、投資ポートフォリオにおけるアセットクラス化を図る。

5. ESG for SDGs

（1）投資家の望む投資利益とSDGsの実現の両立

- SDGsの実現に向けたESG投資は、投資利益とのトレードオフの可能性もある。どのような形や時間軸で両立させるべきか、投資家とのコンセンサスを形成する。

（2）不動産投資運用を担う高度人材の育成と従業員満足（ES）

- 不動産投資運用において、高度な専門性と高い規範性に立脚した高度人材が市場の牽引力となることから、そのような人材を育成する仕組みと、魅力的な職場の提供が不可欠である。

（3）ダイバーシティの拡大

- 不動産投資・証券化市場における女性活躍推進をはじめとした多様性の受容は、市場の人材の厚みを増す意味でも重要である。

6. 資金調達先の多様化～量的確保と安定化に向けて～

（1）個人投資家によるJリート投資口の直接保有率の向上

- 現状：直接保有率10.6%。（東証「REIT投資主情報調査」2018年2月）
- 不動産投資市場の拡大には安定的な資金の供給が不可欠であり、その資金の一つとして、安定的投資主として個人投資家の直接保有率の増加を図る。

（2）デットの多様化

- Jリート向け貸出：上位4行でJリート向け総貸出しの約6割と偏重している。（概算値、当協会調べ。）
- 既発投資法人債：約6,088億円、総デットの約7.9%にとどまる。（概算値、当協会調べ。）
- 銀行の不動産業向け貸出77兆円（全産業向けの15.6%）でバブル期超え。（日銀「貸出先別貸出金」2018年6月）
- 不動産投資市場の拡大に向けて、銀行貸し出しへの依存は限界にきており、デット調達先の多様化が必要である。
- また、マーケットの低下によりデット市場が停滞した場合への備えとしても、平常時から多様化を図っておくことは重要である。

具体的課題と求められる政策

(IV 具体的施策の方向性)

1. 投資対象の多様化

（1）多様なインフラ資産の民間開放と金融投資家による直接投資機会の拡大

- 空港等のコンセッション等が進展するなか、年金等の機関投資家がダイレクトにコンセッション等に投資できる環境整備を行うことで、金融投資家に対して国内インフラ資産への投資機会を提供し、国内金融資産をインフラの整備・更新に充てる。

（2）不動産証券化による病院・CCRCを含むヘルスケア施設の整備・更新の促進

- 病院やCCRCを含むヘルスケア施設について、オリジネーター等に証券化による投融資資金の活用を促して、その整備や更新を促進する。

（3）地域リートやPPP/PFIを通じた公的不動産（PRE）の活用

- 地域経済の好循環やコンパクトシティに向けた都市利便施設整備を図るためには、地方自治体が保有する公的不動産（PRE）の活用が不可欠である。地域リートやPPP/PFIにより、公的不動産（PRE）の活用に必要な資金を調達する。

2. 投資ビークルの改善と国際イーコールフットイング

- リートはインフレヘッジ性やテナント・地域等における分散性の高さが魅力であるが、国際分散性に乏しいのが現状である。不動産特定共同事業は空き家活用事業や地域の小規模再生事業に適した手法だが、経験の少ない新規参入者が増加しているため、投資家保護の充実が課題となっている。
- これらの重要な投資ビークルにおける各種課題のブレイクスルーにより、個人及び機関投資家等に対し多様で健全な投資機会を提供する。

（1）投資法人の複層型資産保有子会社解禁・適用国限定撤廃と連結会計制度導入

- 海外不動産特化型リートを通じて国内投資家に日本のアセットマネージャーが、現地企業とのアライアンス等を活用した海外不動産投資運用サービスを提供する。
- そのためリートを含め海外の不動産投資運用ではごく一般的な複層型資産保有子会社を投資法人に解禁し、かつ適用対象国の限定を撤廃する。同時に透明性とトレサビリティを確保するために連結会計制度を導入する。

<背景と理由>

- 海外不動産への投資は、各国の法律に基づき直接保有ができない場合があることや、訴訟リスクを限定化する観点等から、SPCを通じた取得・保有が一般的である。このため投資法人は現在、海外6カ国（米国、中国、インド、インドネシア、マレーシア、ベトナム）において他法人（SPC）への50%超出資が認められている。
- また、海外では、上述のような個々の不動産保有のためのSPCに加え、それらを複数束ねた上位のSPCによって効果的で効率的なデット・ファイナンスを図ることが一般的な商習慣となっている。もしこうした複層構造SPCが認められれば、より有利な資金調達が可能となるとともに、既に複層構造SPC化された不動産ポートフォリオの取得も容易となる。
- 他方で、そうしたSPCによる間接保有を前提にして海外不動産に特化もしくはその比率が一定以上となる場合には、単体財務諸表による情報開示では透明性やトレサビリティが不十分となる。したがって財務諸表上の透明性とトレサビリティを確保するためには、SPCの連結が求められる。とりわけ上場リートにおいては市場開設者が、個人投資家等への理解促進の観点から法令等に依拠した連結計算書類による開示（国内リートと同等レベルの開示）を求めている。
- しかし「投資信託及び投資法人に関する法律」の施行規則である「投資法人の計算に関する規則」には連結に係る定めがないので、連結計算書類に関する規定の整備が必要である。
- これら相互に関連する課題を解決することで投資家保護と海外不動産投資運用の展開を促進し、もって資産運用業の高度化を図る。
- また、これによって日本の個人投資家は、日本の資産運用会社が直接運用する海外不動産に投資できるようになる。また個々の投資不動産やその運用方法等について日本語による情報開示が行われるため、株式投信の一種である海外リート投信（ex.米国リート投信）に比べて、よりわかりやすいものとなる。

（２）投資法人会計における利益概念の改定

- 企業会計においては損益計算書により算定される期間損益により当該企業のパフォーマンスが計測されるのに対し、投資法人においては投信法の定めにより貸借対照表の純資産額から出資の額を控除することにより、投信計理に準じた利益を算定する。
- この相違から、投資家の利益の観点からも適切とは言えない事象が発生する。例えば資産の買換えに限り、譲渡益の留保が計算規則及び租特法上認められているが、税会不一致解消のための利益超過分配等と両立できない矛盾が生じており、その結果、譲渡益を不要に払い出す等して運用資産を実質的に目減りさせるおそれがある。そこで投信計理に準じた利益から企業会計に即した利益へと定義を変更することによって問題の解決を図り、運用資産の健全な新陳代謝や安定的な資産運用を促進する。

＜背景と理由＞

- 不動産投資法人制度は、契約型投資信託に類する証券投資法人制度の運用対象資産を不動産に拡大する形で作られた。そのため、投信法における投資法人の損益概念は、日々の基準価額算定が求められる株式等の契約型投資信託を背景とした、貸借対照表上の純資産に準拠したものとなっている（≒投信計理）。更に投信法は法律と計算規則においても損益概念が異なり、租特法における配当要件においても、分母（会計）・分子（投信法）で異なる概念を取り入れる等、難解なものとなっている。
- 他方、ゴーイングコンサーンとしてのリートにおいては、建物の老朽化等へ対処するために一定の資産入替えによるポートフォリオの新陳代謝が重要である。そのため、資産の買換えに限り、会計上および税制上、譲渡益の繰り延べ（利益留保）が計算規則及び租特法において認められている（買換特例圧縮積立金）。
- ところが、同じく計算規則および租特法上認められた税会不一致解消のための利益超過分配等を行おうとする場合、上記のような法令における損益概念の特殊性によって、貸借対照表上の留保利益である買換特例圧縮積立金を全額取り崩して利益分配しない限り、利益超過分配できないという制度的矛盾が生じている。その結果、買換特例圧縮積立金の対象不動産の売却と譲渡益の分配が強いられて、実質的に運用資産を取り崩して分配金に回すという運用を余儀なくされる。これは公募株式投信等の集団投資信託において、株式等の売却益を非課税で再投資することが可能であることも均衡を欠いている。
- また、現行の損益が貸借対照表上の純資産に準拠したものとなっていることで、金利のスワップ取引に伴う繰り延べヘッジ利益が純資産変動項目として損益に影響を与える等、不動産運用のパフォーマンス実態が適切に反映されない事象も生じている。
- 上記の問題解決のためには、投資法人の利益概念を、計算規則上の損益計算書における純損益に統一する形で整理することが必要である。
- 本制度改善によって、リート運用資産の健全な新陳代謝と安定的な資産運用を促進し、もって資産運用業の高度化を図る。

（3）不動産版LPS法の制定

- 投資家保護と機動的事業実施の観点から、SPC(特例事業者)の組成よりも簡単に投資家の有限責任と組合財産の独立性を確保できる任意組合形態を提供し、投資家保護を図りつつ、ゴーイングコンサーン型地域再生ファンドや空き家活用等小規模事業ファンドの組成を促進する。

＜背景と理由＞

- 2001年に最低出資制限が撤廃され、任意組合型商品についてもクラウドファンディングによらず既に一口数十万円の金銭出資型商品が販売されている。無限責任との釣り合いがとれているかという議論はクラウドファンディングによるものに限らない。
- 一方、経産省主管の有限責任事業組合法(LLP法)や投資事業有限責任組合法(LPS法)では、既に投資家の有限責任や組合財産の独立性(例えば組合財産に対する強制執行等の禁止を定めたLLP法第22条)について一定の手当がなされている。
- そこで、無限責任との釣り合いで規制をかけるのではなく、任意組合に関してLLP法・LPS法と同等の手当てを行う。また、ゴーイングコンサーン(対象不動産変更型)に即した投資家ガバナンスを整備する*。

※ ファンド運営に投資家ガバナンスを加えた場合、匿名組合では税務上人格なき社団とみなされて分配金の損金算入(ペイスルー)を否認されるリスクが高まるが、任意組合は投資家による共同運営が原則であり、かつ構成員課税(パススルー)であるため、税務上のリスクは低い。

3. 資金の量的確保と安定的調達に資する施策

（1）個人投資家へのさらなる浸透

① Jリートの個人直接保有者の拡大

- ・不動産投資市場への安定的な資金供給の確保の一環として、安定的な個人投資主の拡充が有効である。家計の安定的・継続的な資産形成の促進のためには、Jリートの投資口直接保有やETF経由の投資等が有効であることを、あらゆる機会を通じて情報発信し啓発活動を積極的に実施し、理解・普及に取り組むことが重要である。

② つみたてNISA制度の拡充

- ・ つみたてNISA制度は家計による少額からの長期・積立・分散投資を税制面から促進するものであるところ、Jリートはその特性から本制度における投資対象商品として親和性が高いと考えられる。Jリートは不動産の中長期的な運用により着実な成長と安定した収益の確保を目指した商品であり、対象不動産は用途・地域・テナントの業種業態等の観点から高度に分散が図られている。
- ・ 現在つみたてNISAの対象商品は国内外の株式・債券のインデックス投信等を基本としているが、これに東証REIT指数のみで組成された投資信託およびETFを追加し、資産形成世代のNISA制度等を通じた長期・分散・積立投資への浸透に資する。

（2）投資ポートフォリオにおける有効性の実証

- ・ 機関投資家において、不動産を本格的なアセットクラスと位置付けるためには、その有用性につき客観的に精査し説明責任を果すことが必要である。
- ・ そのため不動産及び不動産証券化商品について、投資ポートフォリオにおける役立ちをデータ分析等により実証し、投資家の認知を得る。

（3）ESG for SDGsにおける投資家との対話と相互理解の推進

- 不動産投資市場は多様な市場参加者から成立っており、個々の投資家のニーズを十分に理解しこれに真摯に取り組む、パフォーマンスを発揮することで、はじめて全体として持続的な発展を期することができる。SDGs・ESGへの取組においても、投資活動の様々な局面において投資家の真のニーズに応えるよう、十分な対話と調整を前提とした対応が求められる。

①投資家の性格・規模ごとの意向確認と調整

- 運用金額、運用期間、運用方針等において多様な投資家がいるなかで、もしESG for SDGsの実践方針を特定の投資家の意向だけに沿って決めると、他の投資家のニーズにそぐわなかったり、ファンドの外部成長の阻害要因となったりする可能性がある。したがって投資家の性格・規模ごとの意向確認と調整を慎重に実施することが肝要である。

＜参考＞

「SDGs推進のために各経済主体や金融市場における経済合理性が歪められることは適切でなく、金融庁としては、SDGsやESG金融の動きが、中長期的な投融資リターンや企業価値の向上につながる形で実現されるよう、各経済主体の自主的な対応を引き出すことを基本的な方向性とする。」(平成30年6月 金融庁 金融行政とSDGsより)

②上記意向と運用実態に即し、多様性を斟酌した情報開示の推進

- 開示にはコストもかかるし、開示内容によっては競争力の低下を招く懸念もある。一律に情報開示の基準等を定めるのではなく、投資家・資産運用業者双方の多様性を斟酌し、個々に適切な情報開示を行う。

（4）デットの多様性の促進

- 投資法人債やCMBSの活用、モーゲージリートの組成等、銀行融資のみに依存せず、債券市場や資本市場の機能を活用して、デット調達手法の多様性を高めるための検討と施策を展開する。

4. 不動産証券化協会認定マスターの更なる拡大と能力向上

- 不動産投資市場が、不動産市場と金融資本市場を融合した新たな資産運用の場として有効に機能し持続的に発展していくためには、投資家の市場の健全性に対する信頼と、それを支える人材の幅と厚みを増していく必要がある。その人材は、事業に従事するプレイヤーとして高度な専門能力とともに、プロフェッショナルの自己規律として高い職業倫理や行為規範を有する必要がある。

（1）不動産証券化協会認定マスターの拡充と継続教育の充実（規範性・倫理性の徹底、広く深い知識など）

- 人材基盤強化のためには、（一社）不動産証券化協会の実施する不動産証券化協会認定マスター資格者を継続的に拡充することが必要である。更に、不動産投資運用業務に携わる者の能力・知識・コンプライアンス意識の向上が重要であり、その担い手であるマスターへの時宜を得た継続教育を充実し研鑽を図る。特にコンプライアンスにおいては、遵法性にとどまらず規範性や倫理性も射程に含むことが求められる。

（2）女性マスターの拡大及びエンパワーメント

- 女性によるマスター資格取得と資格継続の更なる促進等を通じて、不動産投資・証券化市場における女性活躍を推進し、ダイバーシティを拡大させる。