

# 不動産投資市場の成長戦略

## ～2020年に向けた成長目標と具体的取組～

平成28年3月

不動産投資市場政策懇談会



# 目 次

はじめに	1
<b>I 不動産投資市場の社会的意義</b>	2
1. 国民生活・経済成長を支える不動産ストックの形成・再生・活用	2
2. 民間の資金・ノウハウ活用による不動産ストックの形成・再生・活用	3
3. 金融資産運用の適切なポートフォリオ形成と金融市場の魅力向上	4
<b>II 不動産投資市場の成長目標</b>	6
1. 不動産投資市場の動向	6
2. 不動産投資市場の成長目標	11
<b>III 不動産投資市場の裾野と厚みの拡大に向けた具体的取組</b>	12
1. 成長分野における不動産投資市場の拡大と国際競争力の強化	12
（1）国際ビジネス、観光、物流、ヘルスケア等の成長分野における不動産投資の促進	12
（2）環境、耐震性など性能や品質に優れた不動産への投資の促進	15
（3）公的不動産（PRE）、企業不動産（CRE）等の活用推進	17
（4）不動産投資市場の国際競争力の強化	20
2. 地域を活性化する不動産ストックの再生	23
3. 資金供給の担い手の多様化等	27
（1）年金基金等の機関投資家による投資促進	27
（2）個人投資家の資金の活用促進	28
（3）海外投資家によるインバウンド不動産投資の促進	30
4. 不動産市場の透明性向上等	31
（1）Real Estate Techの発展を支える不動産情報の開発や“より早く、より 便利な”データの提供	31
（2）市場の成長に対応した鑑定評価の充実	32

## 不動産投資市場政策懇談会 委員名簿

川口有一郎	早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授
坂川 正樹	三菱地所(株) 投資マネジメント事業部長
◎田村幸太郎	牛島総合法律事務所 弁護士
内藤 伸浩	一般社団法人不動産証券化協会 専務理事
中川 雅之	日本大学経済学部 教授
百瀬 善健	野村証券(株) アセット・ファイナンス部長
柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科 教授
横田 雅之	(株)東京証券取引所 上場推進部長
若林 精	東京建物不動産投資顧問(株) 私募ファンド運用部長

〈敬称略／◎：座長〉

### (オブザーバー)

国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課長  
国土交通省 都市局 まちづくり推進課長  
金融庁 総務企画局 市場課 市場企画室長

### (事務局)

国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課

### <検討経緯>

- 第1回：平成27年11月26日
- 第2回：平成27年12月16日
- 第3回：平成28年1月29日
- 第4回：平成28年3月22日

# 不動産投資市場の成長戦略

## ～2020年に向けた成長目標と具体的取組～

### はじめに

我が国は、15年以上続いたデフレからの脱却、経済の再生を目指し、2020年頃に戦後最大の名目 GDP600兆円の達成という目標を掲げ、強い経済、一億総活躍社会の実現を推し進めている。

不動産ストックは、国民生活や経済成長を支える不可欠の基盤であり、その質的・量的な向上は、強い経済、一億総活躍社会の実現に直結する重要な課題である。

我が国においては、人口減少や少子高齢化の進展、国際的な都市間競争の激化、地方の疲弊、巨大地震等の切迫、既存ストックの老朽化など、社会経済状況が大きく変化している。不動産ストックの質的・量的な制約が、都市再生や地方創生等のボトルネックとならないよう、こうした社会経済状況の変化を的確に捉え、実需要に応じた不動産ストックの形成・再生・活用を推進する必要がある。また、質の高い不動産ストックの形成・再生・活用が、国民生活を向上し、経済活動の生産性を高め、新たな需要を生み出す好循環につながっていくことが期待される。

不動産投資市場は、不動産ストックの質的・量的向上に必要な民間資金を調達する市場として、また、国内外の多様な投資家の金融資産の安定的な運用を図る市場として、国民生活や経済活動を支える重要な役割を果たしている。

現在、我が国の不動産投資市場は、リーマンショック等の国際的な金融危機の影響を脱し、特にアベノミクスの3年間に於いて堅調に成長してきた。Jリートの市場規模は、資産総額14.6兆円、時価総額も過去最高の11兆円半ばに達している。

このような成長軌道をより確実なものとし、不動産投資市場の持続的な成長を実現することは、強い経済、一億総活躍社会を支える不動産ストックの形成・再生・活用にとって不可欠の課題である。

こうした認識に立ち、不動産投資市場政策懇談会では、今後の我が国における不動産投資市場の成長戦略について、4回にわたり議論をしてきたところであり、今般その内容をとりまとめ、2020年に向けた成長目標と、その実現のために必要な具体的取組について提言する。

## I 不動産投資市場の社会的意義

### 1. 国民生活・経済成長を支える不動産ストックの形成・再生・活用

不動産ストックは、国民生活や経済成長を支える不可欠の基盤である。我が国が直面する社会経済状況の変化に伴い拡大している不動産需要を的確に捉え、これに対応した「不動産ストックの形成・再生・活用」を図り、国民生活の向上、経済成長・生産性の向上に貢献していくことが不動産投資市場の第一義的な目的である。

今日、我が国では、本格的な人口減少・超高齢社会の到来、グローバル化の進展に伴う国際的な都市間競争の激化、地方の疲弊など、大都市や地方それぞれにおいて社会経済状況が大きく変化している。その中で、東京を始めとする大都市の国際競争力の強化、持続的な都市構造への転換を図るコンパクトシティの形成、地域資源を活かした自律的な地方創生の取組など、新しいまちづくりが求められている。観光立国の推進や物流ニーズの高度化、超高齢社会の進展など、不動産需要が拡大する分野においては、関連不動産の質的・量的な充足が滞ることにより、国民生活の向上や経済成長のボトルネックとなることも懸念される。空き家や空き店舗、古民家等を含め、全国各地で老朽化・遊休化する不動産ストックの有効活用も大きな課題となっている。

不動産をめぐるこうした課題に的確に対応し、不動産ストックの高度化・付加価値の向上を図る必要がある。

#### 《拡大する需要に応じた不動産ストックの形成・再生・活用》

- 国際金融センターの構築等を通じた東京を始めとする大都市の国際競争力の強化
- インバウンド観光客の急増、国内観光の振興等に対応したホテル・旅館等の供給拡大・質的向上
- E コマースの拡大等に伴う高機能の大型物流施設等の整備
- 超高齢社会に対応した高齢者向け住宅や介護・医療サービス拠点の整備など、高齢者が安心して暮らせる基盤の整備
- 都市再生や地方創生に向けた、古民家等の地域資産や空き家・空き店舗等の有効活用
- 耐震化や老朽不動産の再生、環境性能の向上、公的不動産（PRE）・企業保有不動産（CRE）の活用

など

## 2. 民間の資金・ノウハウ活用による不動産ストックの形成・再生・活用

我が国の社会経済状況の変化に伴い拡大する不動産需要に応える「不動産ストックの形成・再生・活用」には、民間の資金・ノウハウの活用が不可欠であり、不動産投資市場は、これに大きな役割を果たすものである。

特に、強い経済の実現に向けて民間企業の新規投資による事業拡大が期待される中、不動産のオフバランス化を通じた資金調達により新たな不動産開発や不動産運営事業等の拡大を支える観点から、不動産投資市場は経済成長に不可欠な民間投資を支える重要な役割を果たすものである。

### 《不動産ストックの質的・量的向上に必要な民間資金を調達する市場としての役割》

- ①資金調達の重要なマーケットとして、不動産開発等を促進
  - ・不動産投資市場を通じた多様な民間資金の活用により、質の高い不動産形成・再生事業や新規の設備投資等の企業投資の促進に寄与。
- ②不動産の流動化を促進
  - ・不動産の流動化が図られることにより、需要に的確に対応した事業等への有効活用、資産効率の改善等に寄与。
- ③市場規律の導入により、不動産ストックの収益力を向上
  - ・不動産の開発・運営のための多様な民間投資家によるエクイティ出資や金融機関によるデットファイナンス（リスクとリターンの共有）により、民間のノウハウ・目利き力を活かした事業の質・収益力の向上に寄与。
- ④長期・安定的な不動産運営の受け皿を提供
  - ・長期・安定的な不動産運営を支える上場・私募リート of 拡大により、不動産開発の促進や運営事業者の事業拡大に寄与。（出口戦略の受け皿）
- ⑤関連ビジネスの拡大・高度化を促進
  - ・アセットマネジメント、プロパティマネジメント、法務、会計、税務等の関連ビジネスの拡大・高度化を通じた不動産サービスの付加価値向上に寄与。

不動産投資市場のこうした役割を一層効果的に果たし、「不動産ストックの形成・再生・活用」を広げていくためにも、不動産投資市場の裾野と厚みの拡大が必要である。

### 3. 金融資産運用の適切なポートフォリオ形成と金融市場の魅力向上

不動産分野の投資機会の拡大は、国内外の多様な投資家の安定的な資産運用に資する投資商品の多様化、金融市場の魅力向上に資するものであり、不動産投資市場はこれに大きな役割を果たしている。

特に、個人の金融資産が約 1,700 兆円に及び、企業の内部留保も過去最高となるなど、豊富な金融資産が蓄積される中、本年 1 月には日銀によりマイナス金利付き量的・質的金融緩和が導入されるなどの金融環境も相まって、資産運用のポートフォリオの多様化がより一層求められている。不動産投資市場はこうした期待に応える重要な役割を果たすものであり、民間金融資産の安定的な運用が図られる不動産投資市場の拡大は、我が国の金融市場全体の信頼性向上にも資するものである。

また、不動産投資市場に提供されるこれらの民間金融資産は、東京を始めとする大都市の国際競争力の強化をハード・ソフト両面から支える不可欠な金融の役割を担い、関連ビジネスも含めた金融ビジネスの活性化、ひいては国際金融センターとしての機能強化に寄与するものである。

#### 《国内外の多様な投資家の金融資産の安定的な運用を図る市場としての役割》

##### ①新たな投資機会の提供

- ・不動産分野での新たな投資機会の提供により、機関投資家や個人投資家等の投資を活性化するとともに、金融市場の成長に寄与。

##### ②より効果的な分散投資が可能な資産運用環境の形成

- ・年金基金等の機関投資家、個人投資家等にとって、株や債券とは異なる特性を有するアセットクラスとして、より望ましいポートフォリオを構成できるようにすることで、長期・安定的な資産運用環境の形成に寄与。

##### ③金融ビジネスの活性化

- ・デットの貸し手の多様化や金融商品開発の促進等を通じた金融ビジネスの活性化に寄与。

##### ④対日投資の促進

- ・海外投資家の幅広い資金を円滑かつ安定的に誘導するための投資環境の形成に寄与。

##### ⑤金融市場の国際競争力の強化

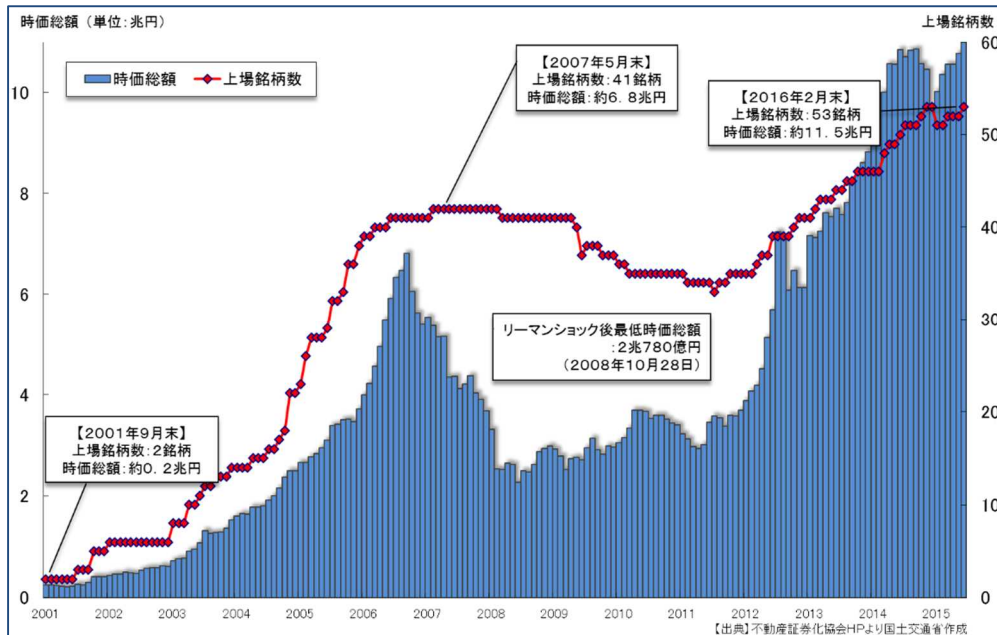
- ・我が国の金融市場の求心力を高め、世界の成長力を惹きつける国際金融センターに向けた、金融市場の国際競争力の強化に寄与。



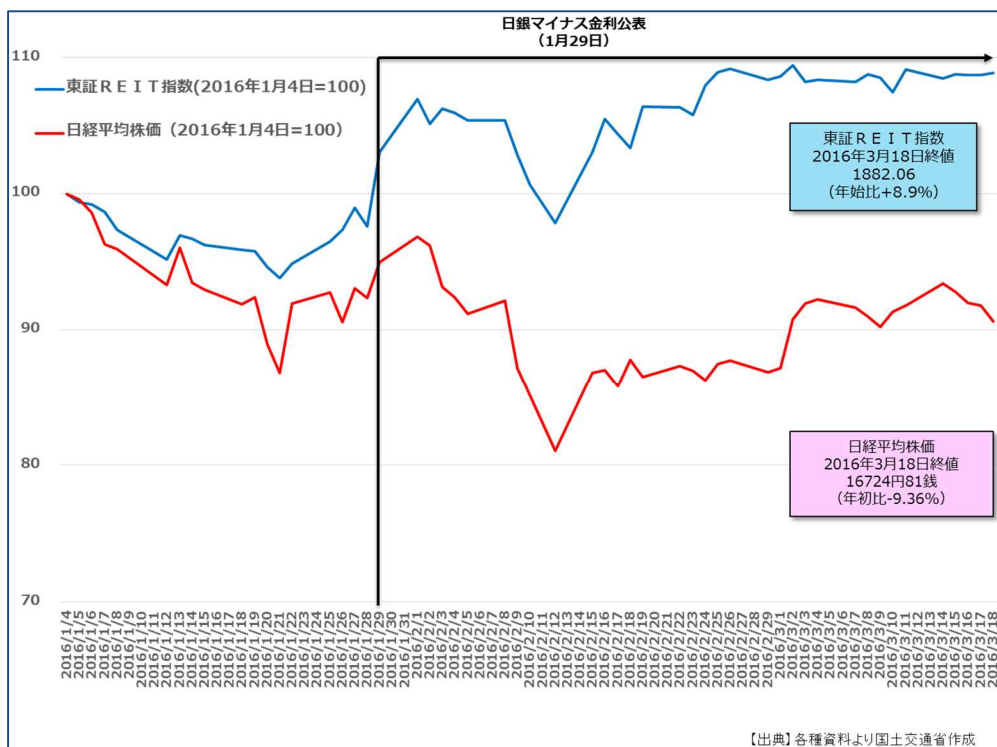
2015年の不動産業向けの新規貸出しは、過去最高の10兆6000億円となったが、これは景気回復による実体経済の拡大を背景とした大都市を中心とする不動産の実需要の増加等が反映されたものと考えられ、不動産開発・運用から生み出されるキャッシュフローをベースにした不動産投資への資金運用の拡大が期待される。

金融市場の求心力向上のためにも、不動産投資市場の裾野と厚みの拡大が必要である。

【図1 Jリートの時価総額と上場銘柄数の推移】



【図2 東証REIT指数と日経平均株価の推移】



## Ⅱ 不動産投資市場の成長目標

### 1. 不動産投資市場の動向

#### ① Jリート市場の状況

(成長軌道への回復)

2001年9月に2銘柄、資産規模0.3兆円、時価総額0.2兆円からスタートしたJリート市場は、順調な成長軌道を描き、2007年5月には、時価総額が6.8兆円に達し、上場銘柄数も40を超えるに至った。しかしながら、サブプライムローン問題の顕在化や2008年9月のリーマンショックによる世界的な金融危機の影響を受け、2008年10月には時価総額が2.1兆円まで落ち込み、投資法人の再編も相次ぐ中、2012年4月には銘柄数は33にまで減少した。

その後、Jリートに対する政策的な支援により徐々に回復が図られる中、アベノミクスの下、我が国経済全体の再生に向けた取組が進められ、Jリート市場は成長軌道への回復を実現した。2016年2月末時点では、銘柄数53、資産規模14.6兆円、時価総額11.5兆円に至っている。

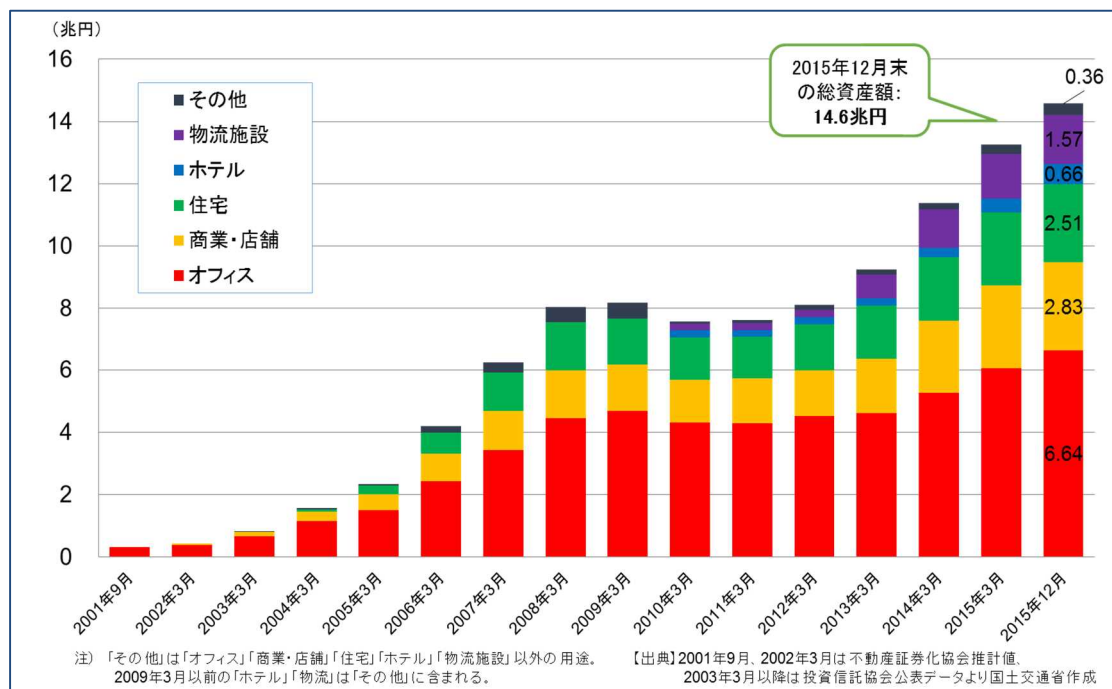
(アセットタイプの多様化)

近年では、Jリートの投資対象資産の多様化も進んでいる。当初は、オフィス、住宅、商業施設が中心であったが、物流施設やホテル等への投資も増加している。

Jリートの保有資産ストックにおける割合としては、物流施設が約1割、宿泊施設が4%程度となっているが、直近3年間のフローベースの取得金額では、物流施設は約2割と住宅や商業施設よりも多く、宿泊施設も7%で、特に昨年一年間は12%にまで拡大している。

また、高齢者向け住宅等のヘルスケア施設を投資対象とするリートも増えている。2014年11月にはヘルスケア施設特化型のリートが初めて上場し、現在までに3銘柄が上場している。

【図3 Jリートの資産総額（アセットタイプ別）】

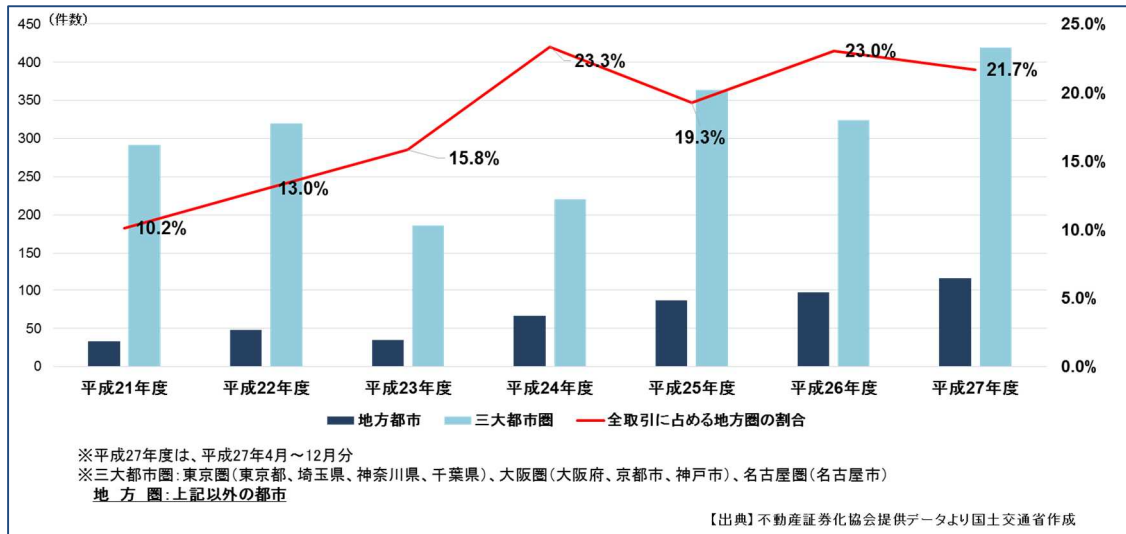


(地方都市での取得拡大)

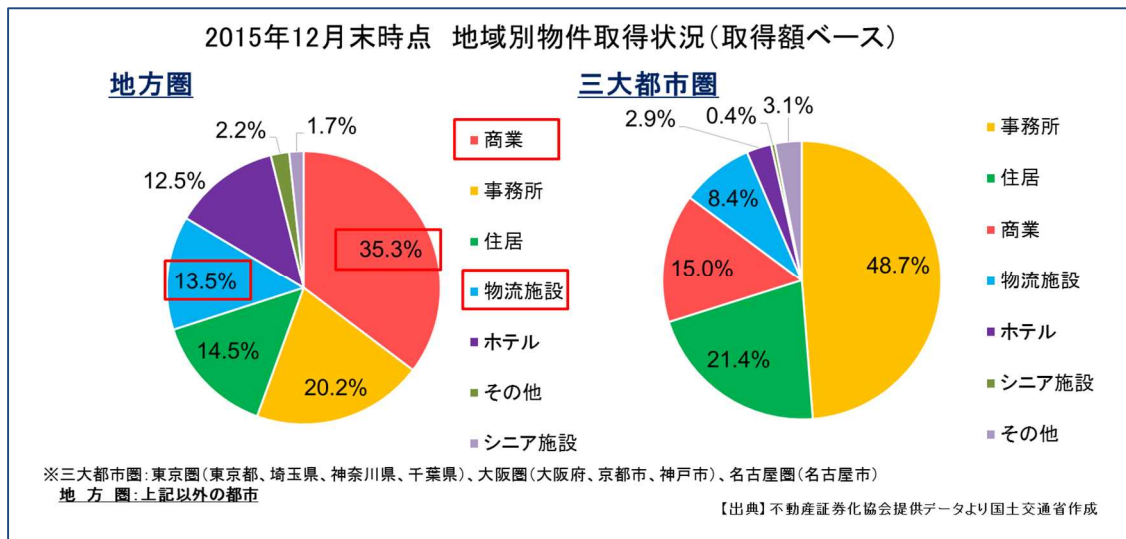
Jリートによる地方都市における不動産取得も進んでいる。Jリートが不動産を取得している都道府県は、2001年9月時点では16都道府県であったが、現在では44都道府県に広がっている。Jリートの全取引に占める地方圏での取引の割合は、2009年度には10%程度であったのが、2014年度は23%、2015年度（4月～12月）は22%となるなど、地方都市における物件取得の割合が高まっている。

また、地域別物件取得状況（2015年12月末時点）をみると、三大都市圏では、商業施設15%、物流施設8%であるのに対し、地方圏では、商業施設35%、物流施設14%となっており、商業・物流施設の取得が多く見られる。地方圏の中では、札幌、仙台、広島、福岡といった中枢都市が半数を占めているが、人口10万人以下の都市でも1割程度の取得実績があり、人口規模が小さい都市ほど商業や物流、宿泊施設への投資が多くなっている。

【図4 Jリートの地方都市における不動産取得動向】



【図5 Jリートが取得した不動産の用途別取得割合】

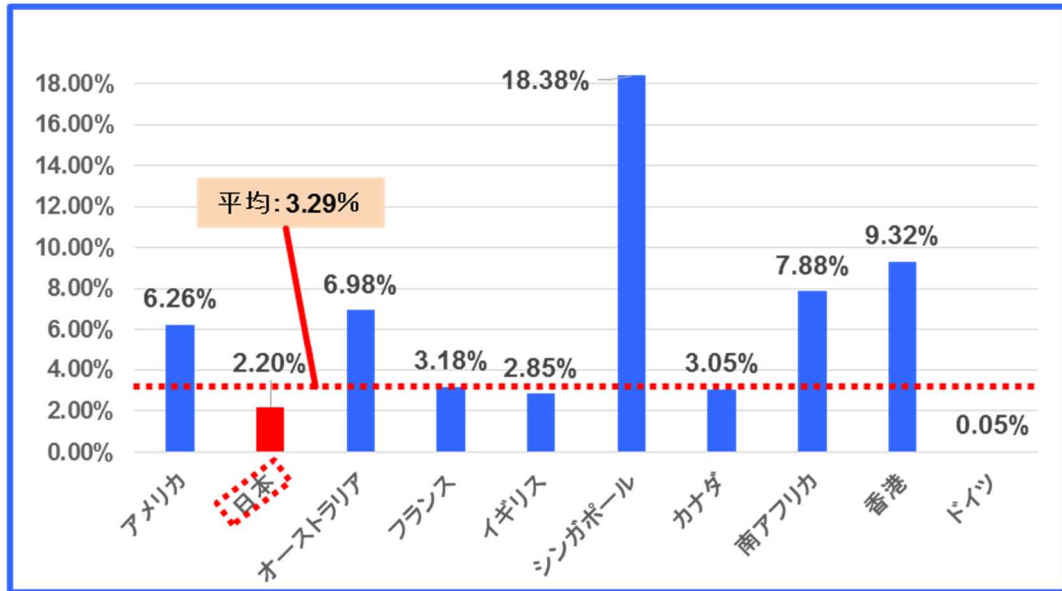


(諸外国との比較)

我が国のJリート市場の時価総額は、アメリカに次ぐ、世界第2位の時価総額となっている。時価総額は国ごとの、また、時々の経済環境によって変化することに留意が必要であるが、リートの時価総額について名目GDPに対する比率を諸外国と比べてみると、アメリカ6.3%、オーストラリア7.0%、フランス3.2%、シンガポール18.4%などとなっているのに対し、日本は2.2%と低い水準になっている。また、リート時価総額の株式市場規模に対する比率を見ても、アメリカ3.5%、オーストラリア6.8%、シンガポール6.4%などに対し、日本は1.8%にとどまっている。

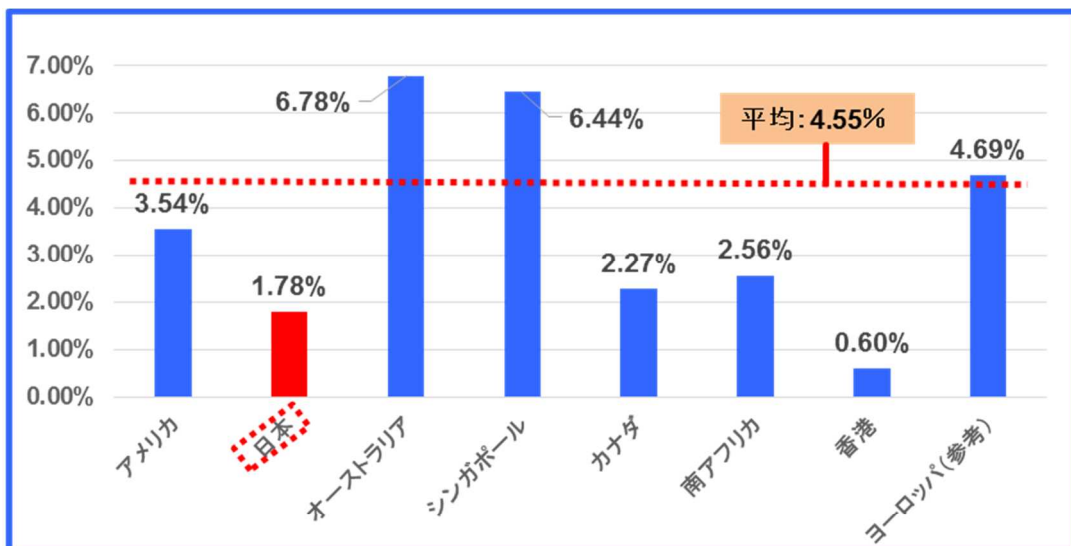
こうした国際比較の観点からも、我が国のJリート市場は、今後の更なる成長余地があるものと考えられる。

【図6 リート市場の名目GDPに対する比率】



※リート市場規模の名目GDPに対する比率:リート市場時価総額(2015年3月末)÷名目GDP(2014年12月末)にて算定  
 平均は、各国のリート市場時価総額(2015年3月末)総額÷各国の名目GDP(2014年12月末)総額にて算定  
 【出典】リート市場時価総額:不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」 名目GDP:IMF資料より国土交通省作成(なお、2014年平均の為替レートで換算。)

【図7 リート市場の株式市場規模に対する比率】



※リート市場規模の株式市場規模に対する比率:リート市場時価総額(2015年3月末)÷株式市場時価総額(2015年3月末)にて算定  
 平均は、各国のリート市場時価総額(2015年3月末)総額÷株式市場時価総額(2015年3月末)総額にて算定

【出典】リート市場時価総額:不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」(なお、ヨーロッパ(参考)はフランス、イギリス、ドイツ、ベルギー、オランダの合計金額。)  
 株式市場時価総額:国際取引所連合(WFE)HP資料より国土交通省作成  
 (なお、アメリカはNasdaq(US)、NYSEの合計、日本は日本証券取引所グループ、オーストラリアはAustralian Securities Exchange、シンガポールはSingapore Exchange、カナダはTMX Group、南アフリカはJohannesburg Stock Exchange、香港はHong Kong Exchanges and Clearing、ヨーロッパ(参考)はEuronext、Deutsche Boerseの合計の金額。また、2015年3月末時点の為替レートで換算。)

## ② 私募リート的发展

上場市場で投資が行われる J リートと異なり、機関投資家など限定された投資家から出資を募る非上場のオープンエンド型投資法人である私募リートは、我が国においては、2010 年 11 月に初めて組成されて以降、急速に成長している。

私募リートは長期安定的な運用が期待されることから、年金基金等の機関投資家の投資ニーズを喚起している。直近 3 年間で運用資産残高は 0.2 兆円から 1.4 兆円に増加しており、銘柄数も 16 にまで拡大している。

## ③ 私募ファンドの状況

不動産特定共同事業や TMK スキーム、GK-TK スキーム等の私募ファンドを活用した不動産開発・運用のための投資規模（証券化の対象となる不動産の取得実績）を見ると、2007 年には年間 7.2 兆円であったが、リーマンショック等の世界的な金融危機の影響を受け、2009 年には 1.3 兆円にまで減少したものの、2014 年には 3.4 兆円にまで回復している。

また、私募ファンドの地域別用途別特徴（証券化の対象となる不動産の取得実績ベース）を見ると、2014 年度において、東京圏では、商業 9%、ホテル 9%、ヘルスケア 2%となっているのに対し、地方圏では、商業 35%、ホテル 19%、ヘルスケア 6%となっており、地方における商業、ホテル、ヘルスケア施設の割合はリートと同様に大きくなっている。

## 2. 不動産投資市場の成長目標

以上見てきたとおり、不動産投資市場は、リーマンショック等の影響を乗り越え、成長軌道への回復を実現してきた。

本年の年明け以降、世界経済の不透明感が増し、世界的に金融・為替市場が大きく変動している中であっても、堅調な不動産需要の見通しや、金融緩和の継続による良好な資金調達を背景に、東証リート指数は比較的安定的に推移している。

不動産投資市場の一層の拡大は、資産デフレからの脱却を底堅いものとし、強い経済、一億総活躍社会の実現に貢献する不動産ストックの質的・量的向上に向け、民間資金の安定的な調達を確保するとともに、国内外の金融資産の安定的な運用環境を提供する役割を果たす観点からも極めて重要である。

このため、アベノミクスの3年間における不動産投資市場の成長軌道をさらに持続的なものとする観点から、2020年に向けた不動産投資市場の成長目標として、以下の目標を設定することにより、官民が目標を共有し、その実現に向け不動産投資市場の裾野と厚みの拡大に連携して取り組む必要があると考える。

### 《不動産投資市場の成長目標》

**2020年頃にリート等の資産総額を約30兆円に倍増**

この実現を図るとともに、私募ファンドも含め、2020年以降も持続的な成長を実現するための環境整備を推進する必要がある。

## Ⅲ 不動産投資市場の裾野と厚みの拡大に向けた具体的取組

### 1. 成長分野における不動産投資市場の拡大と国際競争力の強化

#### (1) 国際ビジネス、観光、物流、ヘルスケア等の成長分野における不動産投資の促進

##### 現状と課題

##### (激化する都市間競争を勝ち抜くビジネス環境・居住環境の整備)

グローバル化の進展に伴い、国際ビジネスをめぐる国際的な都市間競争が激化している。民間団体が発表している世界の都市ランキング<sup>1</sup>の推移を見ると、東京は、ロンドン、ニューヨーク、パリに次ぐ4位に位置し、アジアではトップとなっているが、シンガポールや香港、北京、上海等のアジアの大都市が急速に順位を伸ばしている。また、経営者視点の評価では、東京は、シンガポールや香港等のアジアの都市に後れをとっている。

国際ビジネスを惹きつける上では、質の高いオフィスや住宅等の不動産ストックの形成は不可欠の要素である。日本の経済を牽引する東京を始めとする大都市において、世界に引けをとらないビジネス環境・居住環境を整備し、国際競争力を高めていく必要がある。

##### (観光振興を支えるホテル・旅館等の需要拡大)

観光立国の推進は今や我が国の力強い経済を取り戻すための重要な柱となっている。訪日外国人旅行者数は、2012年には836万人であったのが、2015年には過去最高の1974万人に達し、目標の2000万人の達成が視野に入ってきた。2020年東京オリンピック・パラリンピック競技大会の開催効果を、東京にとどまらず全国に波及させていくことが重要であり、この2020年を重要な通過点として、その先には、3000万人を超える外国人旅行者が訪れるような世界に誇る魅力あふれる国づくりが求められる。

また、インバウンド観光のみならず、国内観光の活性化は、観光立国実現の大きな推進力である。地域の魅力ある歴史文化や自然・景観資源を活かし、国内外からの観光客の経験・体験ニーズを喚起する観光地域づくりを図る上で、宿泊施設の質的・量的拡大は喫緊の課題となっている。

2014年の国内宿泊施設の客室稼働率は、東京及び大阪で80%を超えるなど、都市部を中心に宿泊施設の需給のひっ迫が見られる。加えて、宿泊施設の耐震不足・老朽化も大きな課題である。昭和55年以前に建設された宿泊施設のうち、新耐震基準を満たしているものは1割にとどまっている。安全安心で快適なサービスを提供するための老朽施設の耐震化・再生を一層加速する必要がある。

<sup>1</sup> 一般財団法人森記念財団 都市戦略研究所「世界の都市総合力ランキング2015」（2015年10月）



## (物流の高度化に対応した高機能大型物流施設の需要拡大)

インターネットの普及や、単身世帯・共働き世帯の増加等を背景として、E コマース市場が拡大している。2014 年における日本の消費者向け電子商取引市場規模は 12.8 兆円<sup>2</sup>と、前年比 14.6%の増加となった。E コマース市場の拡大に伴い、高度な仕分け・荷さばき等の機能を有する大規模物流施設に対する需要が高まっている。大規模物流施設の着工件数が近年増加しており、その稼働率も高まっている<sup>3</sup>。

また、経済連携協定 (EPA) や自由貿易協定 (FTA) の拡大等に伴う貿易量の拡大も、物流施設への需要を高める要因となる。環太平洋経済協定 (TPP) の経済効果の民間試算によると、TPP により 5.5 兆円に相当する輸出入の拡大が見込まれ、これに伴い、倉庫需要も 460 万坪、2014 年と比較して 3.2%の増加が見込まれるとの試算もある<sup>4</sup>。

高度化する物流ニーズへの対応とともに、既存の物流事業者の業務の効率化を図るため、物流効率化法に基づいて認定された物流網の総合化・効率化の取組に対する支援も進められている。

一方、東京圏の物流施設のうち建設から 30 年以上が経過した物流施設の割合が約 3 割<sup>5</sup>に達しており、こうした老朽化した物流施設の多くが都心部に立地している。今後、老朽化する物流施設の更新ニーズが一層高まることが想定される。

## (超高齢社会に対応したヘルスケア施設の需要拡大)

世界のどこの国も経験したことのない異次元の高齢化が進展する中、高齢者向け住宅を始めとするヘルスケア施設の供給加速は待ったなしの課題となっている。特に、東京を始めとする大都市圏では高齢者人口の大幅な増加が見込まれる一方で、現状においても高齢者人口当たり的高齢者向け住宅の戸数が少なく、将来的に供給不足が深刻化するおそれがある。新しい住生活基本計画 (全国計画) においても、高齢者人口に対する高齢者向け住宅の割合を 2014 年の 2.1%から 2025 年には 4%に拡大するなどの成果指標が示されたところである。

また、病院の耐震化率は 67%<sup>6</sup>にとどまっており、老朽施設の耐震化・再生需要の一層の拡大が見込まれる。2017 年度末には介護療養病床の廃止が予定されていることから、老健施設や高齢者向け住宅等へのコンバージョンや、病院の更新に合わせたケア施設、サービス付き高齢者向け住宅等の併設整備の促進が求められており、全国各地で地域包括ケアの拠点整備が進むことが期待される。

<sup>2</sup> 経済産業省「平成 26 年度我が国経済社会の情報化・サービス化に係る基盤整備 (電子商取引に関する市場調査)」

<sup>3</sup> 2015 年第 4 四半期の首都圏における竣工 1 年以上の既存物件の空室率は過去最低の 1.2%へ低下 (CBRE「賃貸大型物流施設の市場動向 (2015 年第 4 四半期)」)

<sup>4</sup> 「物流マーケット情報 TPP で物流はどう変わる?」CBRE 「Bz 空間」2016 Spring

<sup>5</sup> 国土交通省「第 5 回東京都市圏物資流動調査結果」(平成 26 年 11 月)

<sup>6</sup> 厚生労働省「平成 26 年 病院の耐震改修状況調査」(平成 27 年 3 月)

## **(リートによる成長分野における投資の拡大、不足する投資適格不動産)**

これら不動産需要が拡大する成長分野においては、近年、リート市場等における不動産投資が増加している。リート市場では、ホテル特化型、物流施設特化型リートの上場が相次いでいる。また、ヘルスケアリート・ガイドラインの策定により、ヘルスケア施設特化型リートの上場も始まり、これまで3銘柄が上場した。

拡大する需要に対応した成長分野における不動産ストックの形成・再生・活用には安定的な民間資金の供給が不可欠である。不動産投資市場は、年金基金等の機関投資家や個人投資家、海外投資家等の多様な金融資産の安定的な運用環境を提供する市場としての機能とあいまって、不動産ストックの付加価値向上を支える重要な役割を担うものであり、その更なる機能強化を図り、成長分野で拡大する不動産需要に対する投資促進を図る必要がある。

一方で、リート市場の拡大を図るためには、投資適格不動産の一層の創出が必要となる。観光、物流、ヘルスケア等の成長分野においては、大都市のみならず地方都市においても不動産需要の拡大が見込まれる中、既存の不動産ストックの老朽化・遊休化が進む一方、成長分野への不動産供給が不足するミスマッチの解消が大きな課題となっている。既存ストックの成長分野への円滑なコンバージョンなど、良質な施設の整備・改修等の促進が求められる。

### **具体的取組**

#### **○リートによる成長分野（国際ビジネス・観光・物流・ヘルスケア等）の施設取得支援の継続・拡充**

需要が拡大する国際ビジネス、観光や物流、ヘルスケア等の成長分野において、安定的・持続的に不動産ストックの形成・再生・活用を図り、来年4月に予定されている消費税増税により景気が腰折れすることなく、強い経済の実現を支えていくことが重要である。このため、資金供給を必要としているこれら成長分野の不動産へのリートによる投資促進のための支援措置を継続・拡充する必要がある。

#### **○リートによる成長分野での良質な不動産取得を促進するための施設性能に関する情報の見える化**

ホテルやヘルスケア施設など、今後成長が見込まれている分野の不動産は、従来からリートに取得されているオフィスビルや住宅等の不動産に比べて、そこで提供されるサービスの質等に関わる施設性能がその収益性により大きく影響する。リートが取得した不動産が質の高いものとして投資家を含め国民一般に広く認識されることは、リート市場の信頼性の向上につながるものと考えられる。

こうした観点から、リート保有物件が良質なものとして広く認識されるよう、施設性能評価に関する情報の開発・普及の動向を踏まえつつ、当該情報の見える化のあり方を検討する必要がある。

## ○耐震化、環境改修、観光・物流・ヘルスケア施設の再生等を促進するための不動産特定共同事業の充実

耐震化や環境改修を始めとする不動産再生事業に活用できる不動産証券化手法の一つに、不動産特定共同事業がある。成長分野における不動産ストックの拡大を図るためには、こうした不動産ファンドを通じた開発・再生事業への資金供給の円滑化が求められる。これがひいてはリート市場に供給される投資適格不動産の拡大にも資するものである。

こうした観点から、不動産特定共同事業の活用が一層促進されるよう、投資家保護とのバランスを斟酌しつつ、既存の枠組みについて必要な検討を行い、事業の充実を図る必要がある。

## ○耐震・環境不動産形成促進事業の活用促進

耐震・環境性能を有する良質な不動産の形成を促進するための官民ファンドを運用する耐震・環境不動産形成促進事業（RE-SEED 事業）は、公的なリスクマネーの供給を通じて、成長分野での良質な不動産の形成のための民間投資を喚起するものであり、不動産投資市場における投資適格不動産の拡大にもつながる。

本事業については、本年1月に、対象地域の要件を撤廃し、全国で活用可能になるなど、宿泊施設等の耐震化ニーズの拡大への対応が図られたところである。この普及促進を図ることにより、耐震・環境面で良質な不動産ストックの形成を広げていく必要がある。

## ○公的不動産（PRE）、企業不動産（GRE）等の活用推進（下記 1. (3) 参照）

### （2）環境、耐震性など性能や品質に優れた不動産への投資の促進

#### **現状と課題**

##### **（国際的な ESG 投資促進の流れ）**

投資家が投資先企業に対して環境・社会・ガバナンスへの配慮を求める ESG 投資の認識が広がっている。我が国においては、ESG 投資の考え方を一部取り入れた日本版スチュワードシップコード「『責任ある機関投資家』の諸原則」（金融庁、2014 年 2 月）が策定された。この諸原則には、機関投資家は投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）対応について把握すべき、と明記されており、197 の機関投資家・運用機関がその受入れを表明している（2015 年 9 月時点）。

また、投資先の企業側の姿勢を示す「コーポレートガバナンス・コード」（株式会社東京証券取引所、2015 年 6 月）では、上場会社は社会・環境問題を始めとするサステナビリティをめぐり課題について適切な対応を行うべきである旨が明記されている。

こうした動きの中、世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、2015年9月、ESG投資を推進するため、国連の責任投資原則（PRI）に署名した。

不動産分野においては、ESGへの取組を評価し、その評価を指標化、格付けするグローバル調査「Global Real Estate Sustainability Benchmark（GRESB）」が世界の主要な機関投資家を中心に行われている。我が国からの参加機関も年々増加しており、不動産投融資に関してESGの考え方を組み込む意識が高まっている。

### **（耐震改修促進法等を踏まえた耐震化ニーズの拡大）**

地震大国である我が国において、耐震化の加速は最優先の課題である。不特定多数の者が利用する一定規模以上の建築物約42万棟のうち、耐震性のないものは約6万棟にも及んでいる。2013年に建築物の耐震改修の促進に関する法律が改正され、病院、店舗、旅館等の不特定多数の者が利用する建築物及び学校、老人ホーム等の避難に配慮を必要とする者が利用する建築物のうち大規模なものなどについて、耐震診断を行い報告することが義務づけられた。今後これらの建築物の耐震化ニーズが一層拡大していくものと想定される。

## **具体的取組**

### **○耐震化、環境改修等を促進するための不動産特定共同事業の充実（再掲）**

### **○耐震・環境不動産形成促進事業の活用促進（再掲）**

### **○グリーンリースの取組支援**

地球温暖化対策に貢献する環境性能が高い不動産ストックが増加することにより、ESG投資対象物件の裾野が拡大することが期待される。このため、環境不動産の形成に資する取組として、ビルオーナーとテナント双方にメリットがある形で、省エネ・環境配慮を推進するグリーンリースに取り組み事業者を支援する必要がある。

### **○付加価値の高い不動産の市場での評価向上を図る工夫**

ESG投資が不動産投資市場において拡大するためには、そうした付加価値が不動産の価値に適切に反映されるよう市場で評価される必要がある。しかしながら、現状において、優れた防災・減災性能を持つ建築物や働く人の健康等を考慮した建築物等の性能や品質に優れた不動産に対する市場の評価が確立されておらず、不動産の付加価値に着目した投資が行われにくくなっている。

このため、付加価値の高い不動産の市場での評価向上を図る工夫を進めることによってESG投資を促進し、より質の高い不動産ストックの形成等を図る必要がある。

### **（３）公的不動産（PRE）、企業不動産（CRE）等の活用推進**

#### **現状と課題**

##### **（PREの民間活用に関する動き）**

我が国の不動産ストック約 2,400 兆円のうち、国や地方公共団体が保有する公的不動産（PRE）は約 590 兆円と推計される。その多くは公共サービスを提供する重要な資産であるが、本格的な人口減少・高齢社会の到来、財政制約の強まり、老朽施設の増加といった社会経済状況の変化を踏まえ一層の有効活用を図ることが求められている。

特に、PRE の多くを保有する地方公共団体においては、2016 年度までに「公共施設等総合管理計画」の策定が要請されている。また、固定資産台帳の作成など 2017 年度までに統一的な基準による地方公会計の整備が求められている。多くの地方公共団体において PRE の規模の適正化、総量の見直し等が大きな課題となっており、PRE が資産価値に見合った形で活用されているかをチェックしていくことが重要である。今後、PRE の集約・再編等が進められる中で、その有効活用を図る観点から、官民パートナーシップ（PPP）の下、コンパクトシティの形成など将来のまちづくり戦略を踏まえつつ、民間による活用事業を広げていくことも求められる。

民間事業者の視点からも、PRE の中には立地に恵まれ相当程度の規模を有する物件も存在するため、その活用が注目されており、公共サービスと民間収益事業の複合施設を整備する事例や、民間事業者の自発的な提案を契機とした PRE の民間活用の拡大が期待される。

しかしながら、PRE の民間活用に関しては、地方公共団体に経験やノウハウが不足している。PRE の民間活用を進めるためには、その専門部署を設置したり、PRE 情報を民間事業者に開示し、提案を求めたりするなどの環境整備が有用であるが、そうした体制を整備している地方公共団体はごくわずかである。

こうした状況を踏まえ、国土交通省では、2015 年には PRE の民間活用に関する事例集を公表したほか、本年 3 月には、地方公共団体向けの手引書を作成し、PRE の民間活用事業において SPC が事業参加者となる場合や第三者への権利譲渡等といった不動産証券化手法等に対応するための方策等についてとりまとめている。これらも活用し、地方公共団体の人材育成や実務的なノウハウの普及等をさらに進める必要がある。

##### **（上場インフラ市場等に関する動き）**

PPP/PFI など、民間の資金とノウハウを活用したインフラ整備・運営等を進める中で、資金調達手段の一つとしてインフラファンドの活用が期待される。2014 年には投資信託及び投資法人に関する法律施行令が改正され、投資家の資金を活用してインフラファンドを組成できるよう、投資法人が保有できる特定資産に再生可能エネルギー発電設備と公共施設等運営権（コンセッション）が追加され、

2015年4月には東京証券取引所に上場インフラ市場が開設された。

現在、再生可能エネルギー発電設備を対象としたインフラファンドの上場に向けた動きが見られるが、今後のコンセッション等への投資の動向も踏まえ、固定価格買取制度により安定したキャッシュフローが見込まれる再生可能エネルギー発電設備とは異なり、施設の種類によって異なる収益特性や関連制度を踏まえた適切なリスク管理のあり方、投資家へのコミュニケーションのあり方等を検討する必要がある。

また、これまで公共が管理するインフラでは、コンソーシアム企業以外が株式を取得した例や、株式を第三者に譲渡した例は限られていることから、建設、運営など事業の段階に応じた多様なファイナンスの仕組みなど、インフラファンド活用に向けた公共側の理解を促進するための取組も必要である。

さらに、現在は再生可能エネルギー発電設備とコンセッションに限られている特定資産についても、インフラファンドの普及状況を見据えつつ、その他のインフラ資産についても投資家の資金を活用した整備等が可能となるよう、その範囲を検討していくことが求められる。

#### **(CRE のオフバランス化ニーズの拡大等)**

総額約 470 兆円と推計される企業所有不動産 (CRE) の有効活用は、企業経営の効率化につながるものとして、従来 CRE 戦略の重要性が強調されている。この実現に不動産投資市場の果たす役割は大きく、CRE 戦略の推進は市場の活性化につながる重要な課題である。

このため、国土交通省では、減損会計の適用や賃貸等不動産の時価開示など、国際企業会計基準 (IFRS) へのコンバージェンス (共通化) が進む中で、企業不動産の有効活用を促進し、不動産投資市場の活性化を図るため、2008 年度に CRE ガイドラインを定め、CRE の有効活用を促してきた。

CRE の有効活用に対する民間事業者の意識も高まり、不動産を所有する法人の割合、法人所有の土地・建物の資産額ともに年々減少を続けている。

一方で、資本金規模が小さい法人は、不動産の所有率の減少割合が小さく、CRE マネジメントに関する企業の取組状況が十分でないことや、IFRS の任意適用の促進に向けた取組が見込まれることから、企業不動産の更なる活用ニーズが広がることが期待される。

このため、CRE マネジメントの導入を進め、CRE の有効活用や流動化の一層の促進を図る必要がある。

#### **(個人所有不動産の活用推進)**

我が国の世帯が所有する住宅・宅地資産は総額 1,000 兆円を超え、このうち約半分以上を 60 歳以上の世帯が保有している。また、賃貸用不動産の保有比率も高齢世帯ほど高くなっている。

個人所有不動産は、高齢化に伴う住まい方の変化を背景に、空き家となったり、管理が行き届かなかつたりする例が増え、地域の課題になっているほか、世代交代に伴って相続・譲渡等がなされる際に細分化され、所有関係の複雑化、ひいては土地の有効活用の妨げになるケースがある。

このような問題に対して、中古住宅の市場価値を高め、流通を促進するための取組や、空き家対策特別措置法による対策等が進められているが、根本的な対策のためには、不動産を所有する高齢者が元気なうちに相続後を見据えた不動産の適切な管理と活用方を準備するよう促す必要がある。また、相続に伴う土地の遊休化等を防ぐための方策についても検討する必要がある。

## **具体的取組**

### **○意欲のある地方公共団体の PRE 情報の一元的な提供や相談対応の充実**

PRE の民間活用に当たっては、公共側からの発意のみならず、民間事業者からの事業提案が効果的になされる必要がある。民間事業者による事業提案の機会の拡大を図るためには、民間側が PRE 活用に関する情報に容易にアクセスできることが望まれる。このため、PRE の民間活用について意欲のある地方公共団体が開示している様々な情報を一元的に提供できる仕組みを構築する必要がある。

また、PRE の民間活用の実務に関する地方公共団体からの相談対応についても充実を図る必要がある。

### **○専門家の派遣等による PRE の民間活用モデル事業支援**

PRE の民間活用に意欲のある地方公共団体の具体的な事業化の取組において、その検討プロセスやそこでの課題と対応方策について見える化し、先進事例の横展開を図ることは、他の地方公共団体による PRE の民間活用検討の参考となる。このため、PRE の民間活用を構想している地方公共団体に対するモデル事業として、専門家の派遣等による事業化支援を行い、そこから得られるノウハウを他の地方公共団体に横展開していく必要がある。

### **○関係府省や地方公共団体・地域の産学等の連携強化、PRE の民間活用の手引書を活用した普及啓発**

地方公共団体や民間事業者における情報・ノウハウの不足、官民間での対話・提案の場の不足等の現状を踏まえ、PPP/PFI に関する情報・ノウハウの共有・習得、関係者間の連携強化、具体的な案件形成を図るための産官学金の協議の場として全国各地域に設置された地域プラットフォーム等を通じ、関係府省や地方公共団体・地域の産学等の連携強化を図る必要がある。

また、地域プラットフォームを始め、広く地方公共団体に対し、PRE の民間活用に関する手引書等を活用したノウハウの普及啓発を図り、地方公共団体職員の人材育成を推進していく必要がある。

## OPFI 事業等の資金へのファンドやリート等の活用促進

今後コンセッション事業等の案件形成が進み、PPP/PFI 事業へのエクイティ性資金のニーズが高まることを見据え、インフラファンドの活用に向けた環境整備が必要である。

また、再生可能エネルギーやコンセッション以外のインフラ資産におけるインフラファンドやリートの活用のあり方についても検討が求められる。

## OCRE や個人所有不動産の更なる有効活用や流動化の促進

中小企業等も含めた CRE の更なる有効活用を促進するため、CRE マネジメントの普及促進を強化することが必要である。その際には、単に CRE の売却等を進めるのではなく、プロパティマネージャーによる適切な管理や、リノベーション等による質の向上により、CRE の付加価値を高めていく観点も取り入れることが重要である。

個人所有不動産が相続等に伴い遊休化することを未然に防止するため、所有者が不動産を次世代に渡って適切に管理されるよう促すことが求められる。このため、地域の不動産業者、金融機関や地方公共団体等の連携を促し、地域の不動産ストックが地域の活性化のため有効に活用される環境を整備する必要がある。

さらに、企業や個人が所有する不動産の有効活用を図り、必要な不動産の的確な形成・再生・活用を促進するためには、事業案件の組成を円滑に進めることができる環境を整備することが重要であり、土地の集約化や現物出資等の課題についても検討が求められる。

特に、来年4月に予定されている消費税増税後においても持続的な経済成長を確実なものとするためには、新規投資による民間企業の事業拡大や国民生活の向上等に必要な土地等の不動産が安定的に供給される必要があり、遊休不動産等の有効活用を推し進める観点からその流動化を一層促進することが求められる。こうした観点から、税制、政策金融、財政支援といった政策誘導手段を効果的に活用し、必要な措置を講じていくことが求められる。

## (4) 不動産投資市場の国際競争力の強化

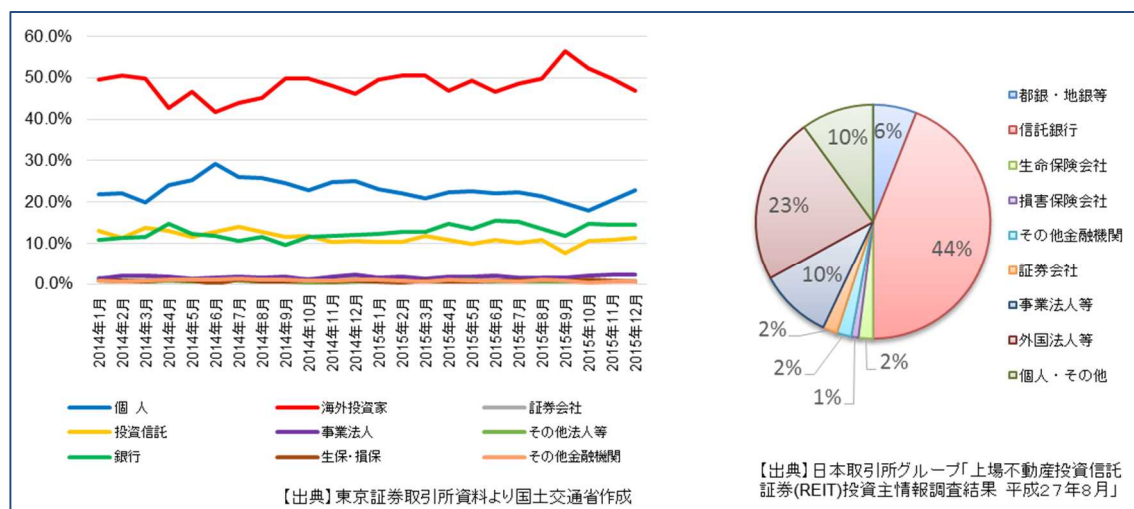
### **現状と課題**

#### **(海外投資家による不動産インバウンド投資の状況)**

我が国の不動産投資市場において、海外投資家は大きな位置を占めている。Jリート市場においては、海外投資家は投資口ベースで23%を占め、売買におけるシェアでは50%前後を占めるなど、Jリート市場の成長と、市場における価格形成に大きな影響を及ぼしている。



【図8 Jリートの部門別売買動向(左)】【図9 Jリートの投資主構成(右)】



また、近年は、海外の年金基金など政府系機関投資家によるポートフォリオの多様化を背景に、中長期での安定した投資対象として、東京等の大型不動産に対する投資が進むなど、市場が成長し、制度面でも安定している我が国の不動産投資市場に対する海外投資家の関心が高まっている。

一方で、海外投資家による投資を拡大するためには、我が国の不動産市場に関する情報発信の強化が必要である。海外投資家を対象としたアンケート調査によると、日本の不動産への投資を検討したことがない理由として、「自国において日本の不動産情報が不足」「予備知識が無い」が上位に挙がっている。

Jリート等の海外におけるマーケティングは積極的に行われているが、このような海外投資家の声も踏まえて、海外投資家向けの情報発信を強化し、海外の年金基金等の機関投資家等からのインバウンド投資の更なる拡大を図っていく必要がある。

### (Jリート等による海外不動産への投資の動向)

より高い収益の追求や、我が国企業の国際展開の進展を背景に、我が国企業の海外不動産への投資は年々拡大しており、直接投資（ネット）のみで30億ドルを超える規模に達している。その対象は先進国の開発プロジェクトのみならず、成長するアジア等の新興国において、我が国のノウハウを活用した不動産開発も進みつつある。

また、近年、海外リート等を対象とした投資信託も増加しており、純資産額が1兆円を超えるものが複数存在するなど、我が国投資家の海外不動産投資への関心の高まりがうかがわれる。

リートについては、2013年の投資信託及び投資法人に関する法律の改正によるSPCを通じた海外不動産取得の解禁や、海外不動産に関する鑑定評価ガイド

ラインの制定等の環境整備がなされたが、現時点では海外不動産取得の事例は1件にとどまっている。

今後リート市場の更なる成長と運用資産の多様化を図り、国内外の投資家に対する多様な投資機会を提供し、我が国金融市場の魅力を高める観点から、リートによる海外不動産の取得をする際の課題について検討する必要がある。

## **具体的取組**

### **(不動産インバウンド投資の促進)**

#### **○不動産情報の充実等による不動産市場の透明性の一層の向上（下記 4. (1) 参照）**

#### **○日本の不動産市場の対外的な情報発信の強化**

海外投資家に対し日本の不動産投資市場の魅力を伝え、インバウンド投資を喚起するため、日本の不動産市場一般に関する情報や、法制度等に関する情報について、様々なツール、機会を通じて、英語での発信を強化していく必要がある。

また、不動産に関する国際会議等は、日本の不動産投資市場の魅力を発信するとともに、海外投資家ニーズを知る機会となることから、積極的に参加していく必要がある。

#### **○国際化に対応した人材育成**

不動産投資市場の国際化を図る上で、海外投資家に対して効果的にIR活動等を行うことができる人材の育成を進める必要がある。

### **(海外不動産投資の促進)**

#### **○リートによる海外不動産取得の円滑化等に関する検討**

リート市場の成長と運用資産の多様化に寄与する海外不動産取得の推進を図るため、我が国不動産事業者と不動産関連サービスが、投資先の現地企業と連携して、現地の不動産市況や関連法制度その他必要な情報を得ていくことが必要である。また、TPP など、EPA・FTA の締結により、不動産分野を含めた投資を円滑化する取組が進められているが、これらの実効性を担保するためには、必要に応じて現地政府への働きかけを行うなどにより、我が国不動産業者による円滑な海外進出を支援していく必要がある。

このような取組とあわせ、リートによる海外不動産取得の更なる円滑化が図られるよう、具体案件の検討状況等に応じた対応のあり方について検討を行う必要がある。

## 2. 地域を活性化する不動産ストックの再生

### 現状と課題

#### (地方創生に向けた空き家・空き店舗等の活用ニーズの拡大)

全国で空き家や空き店舗等が増加している。空き家の総数<sup>7</sup>は、2013年時点で約820万戸と全体の13.5%に及んでおり、このうち、周辺的生活環境に悪影響を及ぼしうるものは約318万戸あり、年平均6.4万戸のペースで増加している。

特に、地方での空き家率が高く、空き家、空き店舗等の遊休不動産ストックの利活用は、地方創生を進める上での大きな課題となっている。

こうした中、空き家・空き店舗等を活用し、地域活性化事業として再生する取組が全国的に広がりつつある。しかしながら、こうした取組の多くは、個別の事業者によって行われており、資金の供給源に限られることから、事業自体が小規模なものとなっている。このため、不動産証券化の対象とはなりえず、プロの投資家から多くの資金調達を図ることは難しい状況にある。

#### (志ある資金等の活用環境の拡大、クラウドファンディングの普及)

一方で、こうした小規模な地域活性化事業に対して、その魅力への関心をベースとした資金調達の工夫が広がっている。

京町屋の再生事業においては、地元の個人投資家等の出資による資金調達が行われ、事業費の約6割に当たる6500万円を200人以上の個人投資家の出資（配当利回り3%）により調達している。こうした投資家の約7割は、2%以下の配当利回りでも出資を行ったとのアンケート結果も示されている。通常よりも低い配当利回りでも地域のために役に立ちたいという思いを持った市民等からの志ある投資は、空き家・空き店舗等の再生の大きなサポートとなることが期待される。

こうした地域活性化事業への小口投資による資金調達を図る方法の一つとして、インターネットを活用したクラウドファンディング<sup>8</sup>が広がっている。クラウドファンディングは、ふるさと投資に代表されるように、地域や事業のファンを増やす効果が見られるなど、地域活性化に資する有効な手段として認識されつつある。

民間調査<sup>9</sup>によると、国内のクラウドファンディングによる新規プロジェクト支援額は約200億円（2014年度）に及び、前年度比で倍増するなど、急速に拡大している。クラウドファンディングの類型には、購入型、寄付型、投資型、貸付型と様々あるが、不動産投資市場においても、投資型クラウドファンディングの役割が今後大きくなっていくことが想定される。

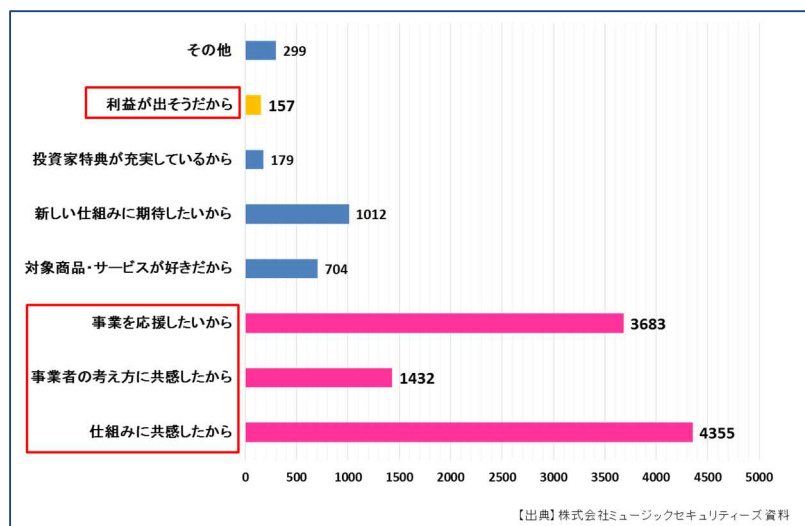
<sup>7</sup> 総務省「平成25年住宅・土地統計調査」

<sup>8</sup> クラウドファンディングとは、一般に、新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みを指すといわれている。

<sup>9</sup> 株式会社矢野経済研究所「国内クラウドファンディング市場に関する調査結果2015」

クラウドファンディングを活用した事業として、旅館や飲食店の再生等への出資を募り、旅館の宿泊無料サービス等の特典を投資家に還元している例も見られる。これらの投資家の投資動機としては、「利益が出そうだから」ということではなく、「仕組みに共感したから」、「事業を応援したいから」、「事業者の考え方に共感したから」という理由が大半を占めている。

【図 10 地域再生プロジェクトに対する投資家の投資動機】



こうした取組をさらに進めて、不動産に対して組合形式で出資を行い、当該不動産の売買や賃貸による収益を配当として投資家に還元しようとする場合には、不動産特定共同事業法が適用されることになる。しかしながら、不動産特定共同事業法は、電子的取引に対応しておらず、書面での取引が想定されており、クラウドファンディングで資金調達し不動産特定共同事業を行うことができないのが現状である。

### （小規模不動産の再生事業等に関する現行の証券化スキームの制約）

全国で増加する空き家・空き店舗等を活用した再生事業は、地方創生につながるものとして、志ある投資のニーズも広がっていくことが期待されるが、比較的小規模なものとなるため、既存の不動産証券化スキームでは資金調達が難しいのが現状である。

資産の流動化に関する法律に基づくいわゆる TMK スキームにおいては、資産流動化計画の作成が義務づけられているなど、組成時の事務コストが大きく、比較的大きな規模の不動産を対象とした案件でなければ、コスト倒れとなる可能性があり、小規模不動産の再生事業を対象としたスキームの構築が難しい。

合同会社・匿名組合を活用したいいわゆる GK・TK スキームにおいては、不動産を信託受益権化する必要があるため、信託会社等への報酬等のコストがかかることや、受託者において信託設定の審査が実施されることから、小規模不動産の再生事業を対象としたスキームの構築が難しい。

また、小規模不動産であっても、不動産に対して組合形式で出資を行い、当該不動産の売買や賃貸による収益を配当として投資家に還元する場合には、不動産特定共同事業法が適用されるため、不動産特定共同事業の許可を取得する必要がある。しかしながら、小規模不動産の再生事業を行う地方の事業者にとっては、許可基準のハードルが高く、不動産特定共同事業を活用した資金調達を行うことは難しい。

志ある資金等を活用して地域の空き家・空き店舗等を再生する事業は、地方創生に向け今後全国で広がっていくことが期待される場所であり、こうした事業が不動産証券化手法を活用して円滑に資金調達できる環境の整備が求められる。

### **(地方における不動産証券化に関する人材・ノウハウ不足)**

地方における不動産証券化手法の活用を推進する上で、不動産証券化事業に必要な各種の許認可等を取得している事業者が少ないことが大きな制約となっている。

例えば、投資運用業の登録事業者（全 342 社、2015 年 12 月末）のうち、東京以外に本店を有する事業者はわずか約 5 %（20 社）に過ぎない。第二種金融商品取引業者（全 1157 社、2015 年 12 月末）の 7 割以上、不動産特定共同事業者（全 85 社、2015 年 2 月末）の 8 割近く、また、総合不動産投資顧問業者<sup>10</sup>（80 社）の 95% が、それぞれ東京に本店を有する事業者となっており、地方における事業者は極めて少ない。

不動産証券化事業に必要なこれらの許認可等を取得するには、ビル経営管理士、不動産コンサルティングマスター、不動産証券化協会認定マスター等の民間の資格を保有するなど、一定の知識や経験を有する人材を登用する必要がある。しかしながら、これらの資格取得者も東京に集中しており、地方での事業の担い手不足は大きな課題である。実際、国土交通省のアンケート調査<sup>11</sup>では、不動産事業者が不動産ファンドビジネスを行わない理由、金融機関が不動産ファンドビジネスへの投融資を行わない理由として、不動産証券化の知識やノウハウを持った人材が不足しているとの回答が極めて多くなっている。

地方における不動産証券化事業を促進する上で、人材育成、ノウハウの普及を図ることは最重要の課題である。

## **具体的取組**

### **○志ある資金等を活用して地域の空き家・空き店舗等を再生する「ふるさと再生投資」事業のための枠組みの整備**

地方創生に貢献する「ふるさと再生投資」事業のニーズの広がりを踏まえ、地方の小規模事業での不動産特定共同事業の活用が推進されるよう、投資家保護とのバランスを斟酌しつつ、既存の枠組みについて必要な検討を行い、地方創生に貢献していくことが求められる。

<sup>10</sup> 不動産への投資判断や投資判断に基づく不動産取引の一任を受けるのに適切な事業者として登録を行った者。

<sup>11</sup> 国土交通省「平成 24 年不動産投資市場の活性化に関するアンケート結果」

また、こうした「ふるさと再生投資」事業を含め、不動産特定共同事業においても、広くクラウドファンディング等の電子化への対応を検討する必要がある。

**○耐震化、環境改修、観光・物流・ヘルスケア施設の再生等を促進するための不動産特定共同事業の充実（再掲）**

**○地域の金融資産を地域活性化に資する不動産事業に活用する地域ファンド等の形成促進**

地方における不動産証券化に当たっては、収益性を確保した事業スキームの構築とともに出口戦略をあらかじめ想定した事業化を図ることが大きな課題となる。事業の資金調達や出口戦略において、地域の不動産関係事業者や金融機関等が地域の資金を活用し、円滑な資金循環が確保されるよう、地方における不動産証券化を支えるファンドの組成が期待される。こうした取組の支援を含め、地方における不動産証券化事業の更なる普及啓発を図る必要がある。

**○地方における不動産証券化に関する人材育成支援**

地方における不動産証券化事業の人材やノウハウ不足の解消に向け、地方都市における不動産証券化モデル事業により専門家派遣等を通じた人材育成を支援する必要がある。

**○地域活性化に資する PRE の民間活用の推進（再掲）**

**○CRE や個人所有不動産の更なる有効活用や流動化の促進（再掲）**

### 3. 資金供給の担い手の多様化等

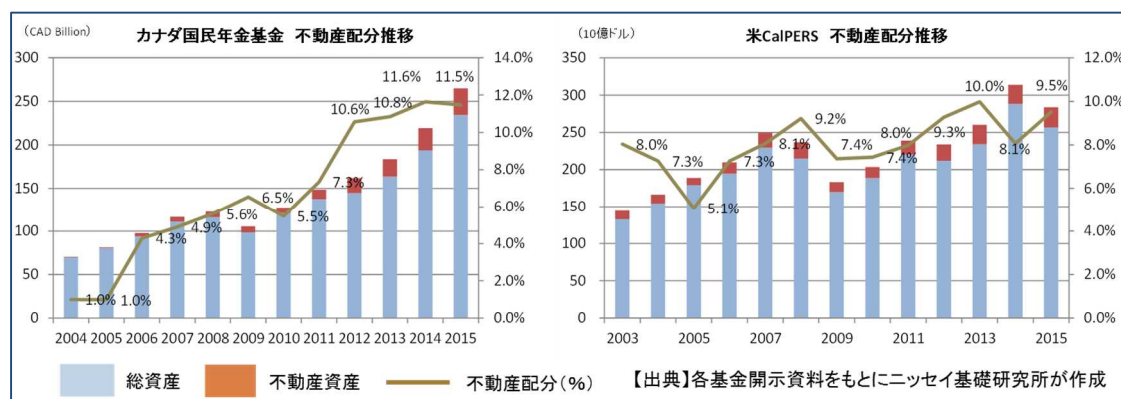
#### (1) 年金基金等の機関投資家による投資促進

##### 現状と課題

##### (年金基金等の機関投資家による不動産投資の状況)

諸外国を見ると、年金基金による不動産投資が積極的に行われている。例えば、カナダ国民年金基金の不動産配分は11.5%、米国カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）の不動産配分は9.5%<sup>12</sup>となっている。

【図 11 諸外国における年金基金等の不動産投資の状況】



これに対し、我が国の国内年金の運用資産の資産配分における不動産の割合は、1.5%にとどまっている<sup>13</sup>。世界最大の年金基金である GPIF においては、不動産を含むオルタナティブ資産について、リスク・リターン特性に応じ、資産全体の5%を上限として投資できることとなっているが、2015年12月末時点におけるオルタナティブ資産の年金積立金全体に占める割合は、0.04%にすぎない。

不動産投資市場への資金供給源の拡大を図るためには、年金基金等の機関投資家による投資の一層の促進が期待される。

##### (国内投資家が重視する要素、市場の見方)

国内投資家による不動産への投資判断に関するアンケート調査<sup>14</sup>によると、投資判断の際に重視する要素として、「不動産投資関連情報の充実度」、「不動産投資関連情報の入手容易性」について、「大いに重要」又は「概ね重要」と答えた投資家の割合は、7割を超えている。一方で、現状認識として「充分である」又は

<sup>12</sup> ニッセイ基礎研究所調べ。

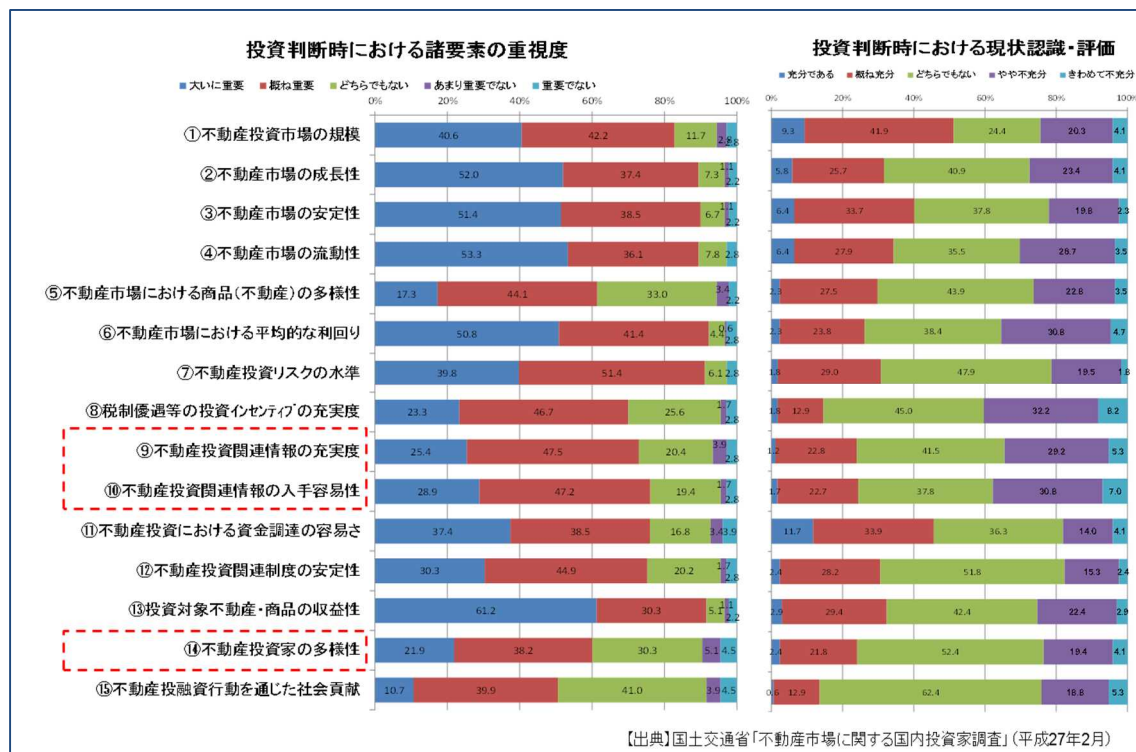
<sup>13</sup> 一般社団法人 不動産証券化協会「第15回機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」(平成27年10月)

<sup>14</sup> 国土交通省「不動産市場に関する国内投資家調査」(平成27年2月)



「概ね充分」と答えた投資家の割合は2割程度にとどまっており、より充実した不動産情報を容易に入手できる取組を推進する必要がある。

【図 12 国内投資家が重視する要素、市場の見方】



## 具体的取組

○不動産情報の充実等による不動産市場の透明性の一層の向上（下記 4. (1) 参照）

○年金基金等の機関投資家向けの的確な情報提供

不動産投資市場における投資家の多様化、長期資金の確保を図るため、年金基金等の機関投資家による投資促進に向け、不動産投資のリスク・リターン特性、マーケットの状況など、機関投資家等が必要とする情報提供等を推進する必要がある。

## (2) 個人投資家の資金の活用促進

### 現状と課題

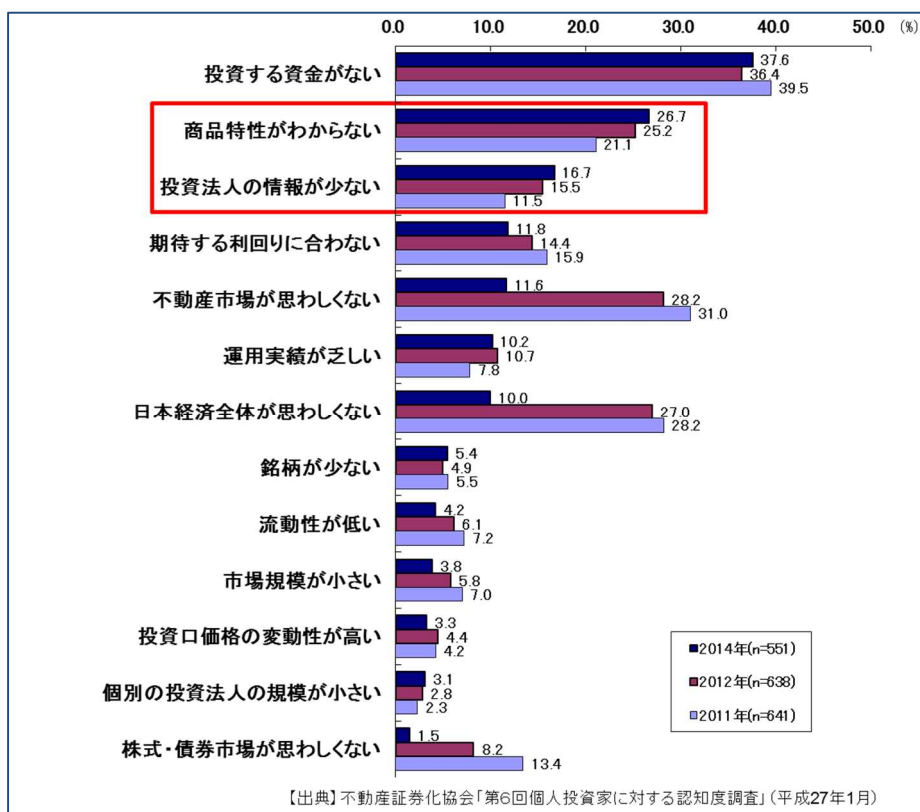
#### (個人投資家による不動産投資の状況)

我が国の個人保有の金融資産は約 1,700 兆円に及んでいる。その多くは増加する高齢者の資産であり、安定した資産運用の投資先の多様化が望まれる。不動産投資市場はその役割を担うものである。



しかしながら、Jリートについては、商品特性がわからない、投資法人の情報  
が少ないなどの理由で、投資に及んでいない投資家も多くいる<sup>15</sup>ことから、個人  
投資家層の一層の拡大を図ることが期待される。

【図 13 Jリートに投資していない理由（Jリート非保有者が回答）】



### （個人投資家による志ある資金の活用）

前述したとおり、地方創生に貢献する取組への志ある投資の取組が広がっている。こうした動きを不動産投資の分野においても受け止め、小規模不動産の再生事業等に有効に活かされる環境整備が求められる。

### 具体的取組

#### ○個人投資家向けの的確な情報提供

個人投資家による投資促進に向け、Jリーートの仕組みや商品特性等について、分かりやすく情報提供等を行う必要がある。

#### ○確定拠出年金におけるJリート関連商品の採用の促進

確定拠出年金の普及を見据え、Jリートに関連した運用商品の採用の促進を図る必要がある。

<sup>15</sup> 一般社団法人 不動産証券化協会「第6回個人投資家に対するJリート認知度調査」（平成27年1月）

○志ある資金等を活用して地域の空き家・空き店舗等を再生する「ふるさと再生投資」事業のための枠組みの整備（再掲）

（3）海外投資家によるインバウンド不動産投資の促進（上記1.（4）参照）

**具体的取組**

○不動産情報の充実等による不動産市場の透明性の一層の向上（下記4.（1）参照）

○日本の不動産市場の対外的な情報発信の強化（再掲）

○国際化に対応した人材育成（再掲）

## 4. 不動産市場の透明性向上等

### (1) Real Estate Tech の発展を支える不動産情報の開発や“より早く、より便利 な”データの提供

#### **現状と課題**

##### **(Real Estate Tech の急成長)**

不動産ビジネスにおいて IT 技術を活用した Real Estate Tech が世界で急成長している。オープンデータの整備やテクノロジーの目覚ましい進歩を背景として、付加価値・生産性の高い不動産関連サービスが次々と登場している。例えば、米国では、不動産のマッチングサービス、不動産クラウドファンディング、不動産価格査定サービス等のビジネスモデルが存在している。

我が国でも、例えば、建物・エリア情報をマップ上に一元化した情報提供サービス、不動産価格推計サービス、空きスペースの仲介サービス等が登場し始めている。

こうした Real Estate Tech の成長により、不動産関連マーケットの拡大による経済成長、新たな不動産関連サービスの提供によるユーザーの利便性向上、空き家や空きスペースの流通・有効活用の促進等が見込まれる。

我が国における日本版 Real Estate Tech の発展を支えるため、新しい不動産情報の開発や、国が保有する不動産データを、より早く、より便利に、より分かりやすく提供することが求められる。

##### **(不動産情報の量、速度、正確性を求める民間ニーズ)**

不動産情報の提供方法の改善や新しい情報の開発等を求める民間ニーズを踏まえ、民間不動産ビジネスに係る情報等に関する事情や課題にも十分配慮しつつ、不動産市場の透明性向上や不動産関連産業の成長に資するよう、国が提供する不動産情報の量、速度、正確性、分かりやすさ等をより充実する必要がある。

#### **具体的取組**

##### **○商業用不動産価格指数の開発・提供、私募リートインデックスの開発など、不動産情報の内容の充実**

民間による私募リートインデックスの提供等とあわせ、不動産情報の内容の充実を図るため、投資家等による不動産投資の参考指標となる商業用不動産価格指数の試験的な提供を早期に開始するとともに、必要な改善を図り、より信頼性の高い指数としていく必要がある。

##### **○不動産価格指数、不動産取引価格情報の速報性の向上**

民間主体のタイムリーな意思決定や二次活用を促進するため、不動産価格指数や不動産取引価格情報の公表の速報性を高めることが必要である。

## ○民間の二次活用に役立つ不動産情報等のオープンデータ化

日本版 Real Estate Tech の多様化・高度化を支え、その発展に資する観点から、不動産取引価格情報等の提供情報の内容の充実を図り、利用価値を高めるとともに、機械判読可能で二次活用しやすいデータ形式で民間に提供することが必要である。

## (2) 市場の成長に対応した鑑定評価の充実

### **現状と課題**

我が国においては、投資法人が投資対象不動産を取得又は譲渡するときには、不動産の鑑定評価を義務付け、その評価額が開示されている。こうした不動産投資市場における鑑定評価の果たす重要性に鑑み、不動産証券化の進展に伴う不動産鑑定評価基準等の改正や証券化対象不動産等の鑑定評価に係るモニタリング体制の充実など、官民により証券化対象不動産の鑑定評価の精緻化や信頼性を向上させるための取組が進められているところである。今後見込まれる市場の成長に伴う評価ニーズの増大への適切な対応を図りつつ、鑑定評価の更なる信頼性の向上のため、鑑定評価の充実に向けた不断の取組が求められる。

### **具体的取組**

#### ○証券化対象不動産の鑑定評価を担う人材の育成

市場の成長に適切に対応すべく、証券化対象不動産の鑑定評価に係る体系的な研修プログラムの策定や不動産鑑定士の専門性を認定する仕組みの構築について検討するなど、証券化対象不動産の鑑定評価を担う不動産鑑定士の計画的な育成・確保を図る必要がある。