

成長戦略としての大都市の再生・地域活性化に関する提言

－民間資金等の活用促進策－

2010年4月22日  
社団法人 不動産証券化協会

## 目 次

1. 不動産投資市場を通じた「資金循環」による成長
2. 民間資金等の活用促進策
  - (1) 長期資金（年金等）の導入
  - (2) 不動産証券化スキームの安定性の向上
  - (3) 環境性能に優れる不動産への投資の促進
  - (4) 不動産証券化を活用したインフラ施設等の整備の促進(PPP/PFI 等)
  - (5) 幅広い不動産ストックの更新に資する実物不動産投資スキームの整備
3. おわりに

### 1. 不動産投資市場を通じた「資金循環」による成長

政府は、昨年 12 月 30 日、「新成長戦略（基本方針）」を閣議決定した。

「新成長戦略（基本方針）」で指摘されているとおり、大都市はこれまで国の成長の牽引役となってきた。しかしながら、アジア諸国が発展する中で、他のアジアの中核都市が存在感を増しており、国としての確固たる都市戦略が無ければ、東京でさえ金融センターとしての相対的な存在感を失いかねない状況になっている。したがって、我が国の成長のためには、大都市の再生・地域活性化がなされ、国際競争力の回復の実現が不可欠である。

大都市の再生・地域活性化とは、各都市・各地域が、それぞれに有する個性を伸ばし、その価値を実現する道筋であり、これによって、自立した活力ある都市・地域を創ることが、安全・安心、環境、健康といった「豊かさ」を国民が実感できる暮らしの基盤になる。我が国は 1,400 兆円の個人金融資産と 2,300 兆円の不動産を有しており、豊かな国民生活の基盤となるまちづくりのためには、これらの資金循環や資産活用を活性化していくことが極めて有効である。

Jリートを始めとする不動産証券化は、不動産投資市場を通じた資金循環の仕組みの中で、金融資産と不動産を繋げる役割を担っており、不動産ストックの整備・更新による安全で快適なまちづくりに民間資金を役立てていく上で、資金供給のパイプ役として重要な機能を果たしている。しかしながら、いわゆるリーマンショック以降の信用収縮の中で、このような不動産証券化の資金供給機能が必ずしも十分に発揮されていない。したがって、我が国の成長を牽引する大都市の再生・地域活性化を実現するためには、不動産投資市場を通じた資金供給機能を一層強化し、安全で快適なまちづくりへの民間資金等の活用を促

進するための施策を講ずるべきである。

こうした目的を達成するため、不動産証券化協会は、以下のとおり提言する。

## 2. 民間資金等の活用促進策

### (1) 長期資金（年金等）の導入

国民生活の重要な経済基盤の役割を担っている年金は、長期資金の代表といえる。欧米諸国においては、年金は不動産投資を行う機関投資家として質・量ともに大きな存在感を示しており各国の優良な不動産ストック形成に寄与している。一方、我が国の年金については、企業年金が徐々に不動産投資を拡大してはいるものの、いまだその規模は僅かである。年金による不動産投資は、その資金特性から、長期に渡って安定したキャッシュフローを生み出す優良な不動産ストックの形成に適しており、またそのリターンが国民生活へ還元されるという好循環を創り出すものである。したがって、不動産投資市場への年金の本格参入は、都市・地域の成長に資するとともに、その果実を国民生活に還元するという重要な側面があり、早期に実現されることが切に望まれる。

我が国の場合、企業年金と公的年金では不動産投資に対する取り組み姿勢にかなりの相違がある。また、年金に提供される投資商品にはエクイティ型が多く、デット型が少ないという状況になっている。今後は、企業年金による不動産投資の更なる拡大とともに、公的年金の投資対象資産への不動産の組入や、デット型投資(投資法人債・CMBS・メザニン等)の年金への普及といった不動産投資の対象の多様化を促進することにより幅広く多様な形で年金の資金が不動産投資市場に導入されることが望まれる。

### (2) 不動産証券化スキームの安定性の向上

Jリート市場に代表される不動産投資市場が、都市・地域の新たな成長に今後更なる貢献をしていくためには、投資家が安心して投資できるよう、Jリート等の不動産証券化スキームの安定性を高めることが有効である。Jリートの特徴の一つが、導管性（リート段階では実質的に課税されない）であるが、昨今、会計のコンバージェンス、アドプシヨンの動きが加速化する中、税務と会計の取扱いの差異に起因して、Jリートに不測の課税が発生するリスクが顕在化しており、これを回避する仕組への要請が高まっている。また、Jリートの財務上の安定性を高めるため、合理的理由がある場合に限り内部留保を許容する一定の

仕組の導入も望まれている。

こうした課題を一つ一つ解決していくため、長期的な視点から、上記のような不動産証券化スキームの安定性を高めるための仕組を研究した上で、投資家が安心して投資できる市場を構築していくべきである。その結果、不動産投資市場が活性化し、資金の流れが円滑化することとなり、豊かな国民生活の基盤となる大都市の再生・地域活性化が実現すると考えられる。

### **(3) 環境性能に優れた不動産への投資の促進**

近年、不動産の環境性能は大きく向上している。これにより、老朽化した不動産の建替等を進め、更新していくことで、環境性能の優れた不動産ストックの形成を進めることができ、都市の環境問題への対応という面で大きな貢献が可能と考えられる。同時に、こうした対応を積極化することは、国民への快適な都市環境・住環境の提供にも直結し、豊かな国民生活の基盤整備という面でも意義のある取り組みである。

こうした流れを加速するためには、環境性能の優れた不動産ストックを整備する事業が、投資における収益性の面でも魅力的であることが明確化されるような施策が望まれる。

具体的には、環境性能に優れた不動産に投資する投資家や開発を行う事業者にはインセンティブを付与することにより収益性を向上させることが効果的である。例えば、前者については、一定の環境性能に優れた不動産に投資を行う際における利子所得や配当所得に対する優遇措置等、後者については、一定の不動産の開発に関する容積率の緩和措置、税制上の優遇措置（投資減税）、利子補給制度等が考えられる。

なお、これらのインセンティブを付与は、CASBEE等の不動産の環境性能に対する客観的な基準に基づく認定制度に基づいて実施されることが望ましい。

### **(4) 不動産証券化を活用したインフラ施設等の整備の促進(PPP/PFI等)**

①PFI 事業によるインフラ施設等の整備に不動産証券化スキームを活用可能にする制度改正

現在、我が国では、民間の不動産ストックだけではなく、社会資本ストックであるインフラ施設等についても急速に老朽化が進みつつあり、これらのインフラ施設等の更新を適切に進める必要がある。一方、国・地方の財政状況が逼迫しているため財政負担を抑える必要があり、「公の役割」「民の役割」をそれ

ぞれが果たしながら、互いに連携して都市整備を行うことが求められている。

このため PFI のより積極的な活用が必要であるが、PFI と不動産証券化を組み合わせることで、不動産投資市場を通じ、民間資金の導入の可能性をひろげることができる。不動産投資市場を通じて供給される資金は収益性を重視するため、独立採算で一定の収益を生み出すことのできるインフラ施設等に投資対象は限定されるものの、PFI に不動産証券化の仕組みを利用する際の制度的な制約を取り払うことにより、従来はインフラ施設等の整備には導入されていなかった資金を呼び込むことができるようになる。都市・地域の成長の礎となるインフラ施設等の整備を促進するために、必要な施策を講ずるべきである。

現行の PFI 法やガイドラインの定めには、不動産証券化スキームを活用するための障壁となっている点がいくつかあり、これに関する制度改正が必要である。最初にあげられる課題は、不動産証券化スキームを用いた SPC<sup>1</sup>が PFI 事業者になることができないことであり、これを可能とする要件の変更が必要である。加えて、PFI 事業者に対する出資持分の譲渡制限を緩和し、PFI 事業者が一定の要件を満たす場合には投資家への譲渡制限を付さないものとすることや、PFI 事業者が事業安定化段階においてインフラ施設等の持分を譲渡することを認める（インフラ施設の所有と運営の分離）こと等も、PFI において、不動産証券化スキームをより有効に活用するために重要である。

## ②高い社会的有用性に比して収益性の低いインフラ施設の整備における民間資金の活用

インフラ施設に対し民間資金の導入を図るためには、その施設が一定の収益を生み出すことが求められる。したがって、社会的な有用性は高いものの、収益性が低く、独立採算という考えにはなじまないインフラ施設の整備に民間資金を活用することは、一般的には困難である。

しかしながら、投資家に対して政府保証や税制上の特典等の相応のインセンティブを与える等、種々の条件整備を行うことで、こうした事業採算性の観点

---

<sup>1</sup> 単一の目的に特化した法人等を特別目的会社（SPC）という。PFI においては、PFI 事業を運営することのみを目的に設立された株式会社を SPC という。不動産証券化においては、不動産を保有することのみを目的とし、導管性を有する TMK や GK-TK スキームを SPC という。

TMK とは、資産の流動化に関する法律における特定目的会社、GK-TK スキームとは、合同会社と匿名組合を組み合わせたスキームをいい、ともに、導管性（TMK、GK-TK の段階では実質的に課税されない）を有する点等で、通常の株式会社等と異なることが特徴である。

から、通常では、民間事業として成立しにくいものの社会的な有用性が高いインフラ施設の整備に対し、不動産投資市場を通じた民間資金を導入することも可能と考えられる。

この時想定される投資家は、経済的なリターンを期待するだけでなく、社会的な有用性の高いインフラ施設の整備を支援したいという「志ある投資家」である。こうした「志ある投資家」の選別という形で、国民の目がより直接的にインフラ施設の整備に注がれるようになり、必要性が高いインフラ施設の整備により多くの資金が提供され、無駄なインフラ施設の整備が抑止されるという効果も期待できる。

これは、従来型の公共施設整備とは異なる国民・住民参加型のインフラ施設整備のあり方であり、「新しい公共」によりインフラ施設を支える仕組みであるといえる。

#### （５）幅広い不動産ストックの更新に資する実物不動産投資スキームの整備

我が国には、旧耐震基準の建物や老朽化して有効活用されていない不動産が数多く存在しており、これらを更新して付加価値を向上させていくことは、我が国の国際競争力の回復のために不可欠である。

現在では、不動産の開発・更新等の事業を行う場合、不動産証券化スキームを用いて不動産投資市場から資金調達を行うことが一般化している。そして、この不動産証券化スキームを用いるにあたっては、多くの場合、不動産を信託受益権化することが前提となっている。

ところが、地方物件や権利関係の複雑な物件等、信託受益権化になじまない不動産も数多く存在するため、こうした不動産については、実物不動産のまま取り扱うことになる。実物不動産を取り扱うことができる仕組みとして不動産特定共同事業のスキームがあるものの、同スキームは倒産隔離<sup>2</sup>型でなくアセットファイナンスの仕組みになっていないことから、不動産証券化スキームとしては活用しにくいという課題がある。

したがって、実物不動産を取り扱うことができる新たなスキームを整備することが必要である。

具体的には、実物不動産を対象としている不動産特定共同事業法を改正し、

---

<sup>2</sup> 不動産証券化において、元々不動産を保有していた譲渡人が倒産した場合に、資産の譲受人となるSPCが、譲渡された不動産に関する権利の行使を、倒産した譲渡人の債権者等によって妨げられないようにする仕組み等をいう。

アセットファイナンスの仕組みを取り入れることが必要である。このためには、不動産特定共同事業法に倒産隔離型のスキームを選択肢として加えることが考えられる。

なお、不動産特定共同事業法は、投資家保護や投機的な取引の抑制を図る目的を有していることから、改正に当たっては、これらの観点についても十分な配慮がなされるべきである。

### 3. おわりに

以上に述べたように、選択と集中の視点の下、不動産投資市場を通じた民間資金等の導入を促すことにより、大都市の再生・地域活性化を実現し、国際競争力を回復することが我が国の新たな成長のためには不可欠である。本提言にて示した方向性や施策等については、民間の知恵と工夫が最大限効果的に活用できるよう、政府の強いリーダーシップとスピーディーな意思決定の下に実現されることを期待する。

日本が近時直面している課題は、将来、アジアを含む世界各国において課題となることであり、我が国が「課題先進国」として「不動産投資市場を通じた資金循環の仕組みによるソリューション」を発信していくことで各国の課題解決に貢献することができる。今後、我が国がこうした世界共通の課題を解決する力を蓄え、新たな成長の柱としていくための官民連携した取り組みに際し、政府の積極果断な対応を切に望むものである。

以上