埼玉学園大学・川口短期大学　機関リポジトリ

上場不動産投資信託（J-REIT)の形成過程についての研究

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2019-03-29 キーワード (Ja): キーワード (En): J-REIT, conduit, J-REIT orerseas investment, healthcare facility REIT, bank of Japan and J-REIT 作成者: 森, 宏之, Mori, Hiroshi メールアドレス: 所属:
URL	https://saigaku.repo.nii.ac.jp/records/1225

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.

博士論文

２０１９年1月３１日提出

上場不動産投資信託（Ｊ－ＲＥＩＴ）の形成過程についての研究

大学名　埼玉学園大学　大学院
氏　名　青森大学　総合経営学部教授　森宏之

主指導教員　相沢幸悦教授
副指導教員　箕輪徳二教授

目次

序　章　問題の所在と限定
第一章　不動産市場の歴史と証券化
第二章　Ｊ－ＲＥＩＴと投資家保護
第三章　Ｊ－ＲＥＩＴの海外投資自由化
第四章　Ｊ－ＲＥＩＴの規制緩和
第五章　日本銀行とＪ－ＲＥＩＴ
第六章　ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ施設の現況と課題
終　章　結論と残された課題

序　章　問題の所在と限定

１　研究の目的と問題意識

本論文の主要な目的は、資産バブルが崩壊し、平成大不況に突入した１９９０年代以降、約２０数年間にわたる我が国の不動産市場を対象として、新たに形成された不動産証券化市場とその軌跡に重点をおきつつ、政府の土地政策と不動産市場の構造変化を歴史的に考察することである。

とりわけ、不動産証券市場におけるＪ－ＲＥＩＴの形成過程を中心に検討する。

不動産証券化市場の歴史的展開をみたうえで、超高齢化社会に突入した日本において、これからの産業として注目されているヘルスケア・ビジネスの発展に、Ｊ－ＲＥＩＴという金融手段がおおいに寄与する可能性があることを明らかにする。

不動産証券化を企業金融という側面からみると、Ｊ－ＲＥＩＴに代表される不動産証券化商品の登場は、１９７０年代から進められてきた社債市場改革の一環として、社債やＣＰの発行など企業金融における負債の証券化、売掛債権やリース債権など金融資産（債権）の証券化を経て、不動産の証券化に至る過程でもある。

これは、同時に、有価証券が旧「証券取引法」（以下、「証取法」）における限定列挙主義から「幅広い有価証券」概念への転換に基づいたものであったといえよう[1]。

さらに、不動産証券化に対する大きな環境の変化として、２００９年６月に金融庁が国際会計基準（ＩＦＲＳ）を採用するという方針を表明したことで、２０１５年ないし１６年から上場企業に対して、ＩＦＲＳが強制適用されることになったことである。

すでに、ＩＦＲＳ[2]の適用により、２０１０年３月期決算から賃貸不動産（投資不動産）の時価評価が開示されるようになり、かつてのような簿価と時価の差額である含み益に頼った企業経営には完全に後戻りできなくなったということは、不動産市場全体にも大きな影響を与えることになった。

２００８（平成２０）年９月のリーマン・ショックを契機にして勃発した世界経済・金融危機以降、我が国にもその影響が及び、金融機関がふたたび不動産融資に対する取引姿勢を転換し、融資先に対する審査基準を厳格化して、不動産融資額を絞ったことから、土地取引の大幅な減少、地価の急速な下落により不動産業は、ふたたび厳しい状況に陥ることになった。

土地を巡るこれまでの動きを振り返ると、高度経済成長期を通じて築かれた土地は安全

---

[1] わが国の金融商品に関するルールは長く銀行預金は銀行法、保険商品は保険業法、株、債券や投資信託は証券取引法など商品ごとに法律を作り、各業界別に個別の規制業法で管理されていた。「幅広い有価証券」概念の導入の必要性は 1990 年 6 月の証券取引審議会基本問題研究会報告で提案され、2002 年の証取法の改正で「みなし有価証券」規定が創設され、2004 年の改正では匿名組合出資持分の「みなし有価証券」化が規定され組合型スキームも証取法によって規制されることとなった。なお、この「有価証券概念の拡大」についての経緯や議論については以前から積極的に学会で研究発表している高橋正彦[2009]『増補版証券化の法と経済学』NTT 出版に詳しい。

[2] IFRS（International Financial Reporting Standards）の略で,IASB(国際会計基準審議会)が設定する国際会計基準のこと。

で有利な特別な資産であるという「土地神話」も、資産バブル崩壊以降の長期わたる地価下落、資産デフレの結果、土地の経済的な意味や企業や国民の意識も大きく変化した。

この間の政府の土地政策においても、１９８０年代半ば以降に発生した資産バブル期の異常な地価高騰を契機に、１９８９（平成元）年に土地についての基本理念を明確化した「土地基本法」[3]が制定され、１９９１(平成３)年には土地神話の打破を目標とした総合土地政策推進要綱が閣議決定され、本格的な地価抑制政策が進められた。

総合土地政策指針要綱は、異常な地価高騰の鎮静化に効果を上げたものの、その後、長期的な地価下落とともに、土地の遊休化、個人・企業のバランスシートの悪化、金融機関の不良債権処理の停滞という状況が発生したため、１９９３（平成５）年には、リース・クレジット会社等のノンバンク支援のために制定された「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」（以下、特債法）が施行[4]された。

続く１９９５（平成７）年には、「不動産特定共同事業法」（以下、事業法）が施行され、我が国における初めての不動産投資の商品化が制度化された。

１９９７（平成９）年には、「新総合土地政策推進要綱」[5]が閣議決定され、土地政策が地価抑制から土地の流動化の促進等に大きく転換した。

その後、それまでの不動産金融の担い手であった金融機関が、地価の長期低迷で大量の不良債権を抱えて機能不全に陥ったことから、本格的な市場型間接金融の導入が求められた。

そこで、２０００(平成１２)年には、「投資信託及び投資法人に関する法律」(以下、投信法)の改正で、それまで認められていなかった不動産ファンドが解禁されたことによって、

---

[3]土地基本法は 1989 年（平成元）年とは、土地についての 4 つの基本理念（①土地についての公共の福祉の優先②適正な利用及び計画に従った利用③投機的取引の抑制④価値の増加に伴う利益に応じた適切な負担）を定め、国、地方公共団体、事業者および国民の責務、土地に関する基本的施策等を定めることにより、土地政策を総合的に推進し、国民生活の安定と国民経済の健全な発展に寄与するために制定された、土地についての憲法というべき法律。

[4]当時、資金調達を銀行借入に偏重していたため資金難に陥っていたノンバンクの資金繰りを支援するために資産金融の手段提供を目的に作られた法律。特債法ではリース料・クレジット債権につき、一定の規制を科しつつも,公告により譲渡対抗し得ることとし、流動化の促進が進められた。

[5] 新総合土地政策推進要綱においては土地政策の目標を①「地価抑制から有効利用へ」と明記しており所有から利用」②土地の有効利用の促進③（規制緩和による）土地取引の活性化の促進④土地政策の総合性・機動性の確保の４つをあげているが、特に③の土地取引の活性化の促進策として不動産証券化や市場の透明化などが明記されており、不動産証券化市場の創設と育成の意図が明確に示されている。

集団投資スキーム[6]による新たな不動産金融のチャンネルが開設された[7]。

２００１（平成１３）年３月には、東京証券取引所に不動産投資信託（Ｊ－ＲＥＩＴ）市場が開設され、我が国においても本格的な不動産証券化市場が登場した。

同年１２月に閣議決定された「特殊法人等整理合理化計画」において、長年、我が国の住宅ローン業務を担ってきた旧住宅金融公庫（現住宅金融支援機構）[8]による直接融資を段階的に縮小させて廃止改組することと、長期・固定金利型ローンを安定的に供給するために証券化を活用する方針が定められた[9]。

１９９０年代以降、経済のグローバル化の進展とともに海外からの投資資金流入の促進を目的に、不動産証券化やファンドなどの集団投資スキーム関連の立法や法制度の整備が続いた。

証券化スキームの定着によって、不動産市場におけるビジネスの手法も大きく変化し、不動産の証券化に関連するさまざまな専門ビジネス[10]も登場してきており、不動産の利用価値に応じた価格が形成される市場へと構造変化も進みつつある。

この２０数年間の不動産市場の経験を通して、土地を安全有利な資産とする考え方は少なくなり、企業を中心に土地を有効に活用して収益を得ようとする考え方が定着し、最近では、所有より賃貸を選好する動きもみられる[11]。

---

[6] 不特定多数の投資家から集めた資金を原資として市場で金融商品・不動産等に投資して運用・管理を行い、この運用収益等を投資家に配分する仕組みのこと。証券投資信託や不動産投資信託等がある。集団投資スキームには、資産運用型と資産流動化型の二形態があるが、資産運用型は主として投資家の資産運用に、資産流動化型は資産保有者の資金調達に目的が置かれる。

[7] 厳密には 1932 年の抵当証券制度の創設がわが国における不動産の証券化の始まりとわれているが、本格的な普及はせずに終わった。

[8] 以降、住宅金融公庫は独立法人住宅金融支援機構に改組され、現在は調節融資は災害復興の支援や集合住宅の建て替え等に限定されており、民間金融機関の住長期固定金利の宅ローンの買い取りによる証券化支援事業を主力事業としている。

[9] 『証券化市場フォーラム・報告書』日本銀行［2004 年 4 月

[10] 証券化に直接関連ビジネスとしては、不動産証券化のストラクチャー全体を検討し、コーディネートするアレンジャー、対象債権の元本利息回収の確実性を評価する格付会社、証券化された不動産を管理、運営するアセットマネージャー（AM）、不動産所有者やAMの依頼を受けて、対象不動産の収益拡大や保守業務を行うプロパティマネージャー（PM）、テナントから払われる賃料の回収・管理を行うサービサー、証券化不動産を詳細に調査して投資価値やリスクを報告するデユーデリジェンス実施者や不動産鑑定士などがあるが、それ以外にも弁護士、公認会計士なども専門家として新しいビジネスチャンスが得られる。

[11]「平成 19 年度土地所有・利用に関する企業行動調査」国土交通省土地市場課［2008 年 8 月］

その後、Ｊ－ＲＥＩＴ等の証券化不動産については、順調に市場を拡大してきたものの、リーマン・ショック以後の国際的な金融危機の影響を受けており、市況も低迷してきたものの、２００９（平成２１）年３月までの累計で約４５兆円となり、すでに不動産市場には不可欠な存在となっている。

この時期の不動産信用縮小のあおりを受けて、市場規模も縮小して停滞感も強かった不動産証券化市場であったが、２０１２年（平成２４）年１２月の安倍晋三政権のもとで、不動産証券市場も拡大してきている。

２０１６（平成２８）年１月の日本銀行によるマイナス金利政策の導入により、相対的に有利な金融商品としてのＪ－ＲＥＩＴが注目されてきている。

これからの我が国は、本格的な人口減少・少子高齢化が進み、超高齢社会に突入している現在、経済社会の国際化・グローバル化、不動産市場を取り巻く環境もこれまで以上に大きく変化し、不動産業及び不動産市場の構造変化もさらに進むものと考えられる。

こうした中で、本論文では、とりわけヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ施設建設の現況と課題について取り上げる。不動産投資信託という金融商品の手法を活用することで、ヘルスケア・ビジネスの発展に、大いに貢献することになると考えるからである。

本論文の主要な目的は、日本における不動産投資信託、とりわけＪ－Ｊ－ＲＥＩＴの形成・発展過程を詳細に検討すること、および超高齢社会に対応すべく、ヘルスケア・ビジネスの普及のために Ｊ－Ｊ－ＲＥＩＴの果たす役割がきわめて大きいということを明らかにすることにある。

２　先行研究

高度経成長期を通じて、地方から都市部への人口集中が継続したことにより、大都市の不動産の地価は上昇を続けたため、土地政策上の主要な関心は、都市部の地価上昇の抑制であるとともに住宅問題であった。

国内の不動産に対する政策手段として証券化を取り上げたのは野口［1989］[12]で、投機的な地価上昇が社会問題となっていた資産バブル期に土地問題の解決手段として不動産証券化制度の活用を指摘していた。

すでに、アメリカの不動産市場においては、住宅ローン金融を中心に証券化市場が形成され、新たな不動産金融システムが機能して、その規模を拡大する過程を包括的にまとめ

[12] 野口悠紀雄［1989 年］『土地の経済学』日本経済新聞社

た研究として、井村[2002][13]や坂田[2006][14]などがある。

これまで、日本の住宅ローンと証券化に関する研究としては、大類[2006][15]や沓澤[2008][16]などがある。

住宅ローン債権を中心として証券化が広がったアメリカと比較して、日本の証券化は、当初はリース・クレジット債権、その後、オフィスビルやショッピングセンター等の収益不動産へと対象資産を拡大する形で市場を形成してきたため、証券化を推進してきた中心プレーヤーは、メガバンクなどの金融機関と不動産会社であった。

とくに、１９８０年代後半の資産バブル期においては、住宅金融会社やリース会社・信販会社などのノンバンクがこぞって不動産投機に積極的にかかわり、また親銀行の迂回融資役としても利用された。

だが、その後、資産バブル崩壊による土地価格の下落と総量規制などにより、多くのノンバンクが資金調達難に陥り、日本リースやライフ、クラウン・リーシング等の大手も淘汰されることになった。

これは、もちろん一義的にはノンバンク経営者の経営上の失敗であるが、同時に系列の親銀行や親会社の不動産戦略の失敗という点も見逃すことはできない。

この点に関して、伊藤〔2010〕[17]は、大手流通グループであるセゾングループの崩壊の過程を分析する中で系列のノンバンクの破綻について詳しく調査している。

「出資法」等により社債発行に関する制限による日本の不動産市場や不動産業史についての先行研究としては、近代的な不動産業の形成からポストバブル期までの通史である橘川・粕谷[2007][18]、日本の土地百年研究会・日本不動産研究所［2003］[19]による日本の不動産史研究、日本の不動産市場の分野別に概括した伊豆[1997][20]などがある。

不動産業の研究としては、旗手勲[2005][21]が明治から戦争期までの財閥系大手不動産業者の経営史をまとめている。ただし、これは、資産バブル後に本格化した証券化という技

---

[13] 井村進哉［2002］『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会
[14] 坂田和光［2005］「米国の住宅金融機関の問題点と規制強化の動き－住宅関連の政府支援を巡って」『レファレンス』2005.12 月号
[15] 大類雄司［2006 年］『住宅ローン証券化のすべて』日本経済新聞社
[16] 沓澤隆司［2008］『住宅・不動産金融市場の経済分析とローンの選択行動』日本評論社
[17] 伊藤修［2010］由井常彦・伊藤長・田付菜莉子『セゾンの挫折と再生』山愛書院
[18] 橘川武郎・粕谷誠編[2007 年]『日本不動産業史』名古屋大学出版会
[19] 日本の土地年研究会・㈶日本不動産研究所・㈱都市環境研究所編［2003 年］『日本の土地百年』大成出版社
[20] 伊豆宏［1997］『日本の不動産市場　理論と予測』東洋経済新報社
[21] 旗手勲［2005］『三菱財閥の不動産経営』日本経済評論社

術革新が国内の不動産業の経営戦略に与えた影響や不動産市場の構造変化を対象としたものではなかった。

伊藤[1993][22]によると、日本の戦後の高度経済成長期(１９５５－１９７０年代初頭)の金融システムの特徴は、設備投資意欲が旺盛で慢性的な資金不足にある企業の外部資金調達率の高さとそのうち銀行借り入れ度の高さという二段階の特徴が確認でき、副次的に証券不信などの供給側の要因があったとしている。

１９７０年代から本格化した日本の証券市場改革の歴史的推移を調べた松尾[1999][23]によれば、直接金融市場である社債市場が発展しなかった要因としては、メインバンクが社債の受託会社を務め、社債の起債や発行量についても,１９８０年代まで支配的立場に立っていたからだとされている。

他方、企業の資金調達の変化に関しては渡辺・吉野[2008][24]が分析し、１９７５年から２００４年までを対象とした調査では、大企業においては間接金融から直接金融にシフトしているものの、中小企業では依然として間接金融の比率が高いということを指摘している。なお、バブル崩壊後の不動産不況の打開策の一環としてＪ－ＲＥＩＴが設立された経緯から、スポンサー企業である大手不動産会社や金融機関との関係において、Ｊ－ＲＥＩＴがスポンサー企業から不利な条件で物件を購入しているとの不良債権処理の道具視する見方（所謂Ｊ－ＲＥＩＴゴミ箱論）が一般的であった。

これに対して小林毅〔2014〕による 2002 年 4 月から 2012 年 12 月までの実証分析によれば､｢外資系スポンサーから購入した物件の場合は運用実績が劣るものの国内不動産大手から購入した物件の運用物件は優れた運用実績を上げている」ことから、ゴミ箱論については、一般的には棄却されているし、中島〔2010〕では、「Ｊ－ＲＥＩＴの運用会社の取締役に占める、スポンサー企業出身者の比率が高いことはＪ－ＲＥＩＴの投資口価格に有利に働いており、スポンサー企業とＪ－ＲＥＩＴ運用会社との密接な関係はＪ－ＲＥＩＴの評価を高める」という「ゴミ箱説」の逆を行くような結論が出されている。

しかしながら、スポンサー企業とＪ－ＲＥＩＴ間に利益相反関係が生じやすいことは確かであり、第二章で投資家保護と情報開示の進展において、発生した具体的な不祥事と処分事例等を分析している。

---

22 伊藤修［1995］『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会 10 頁―11 頁

23 松尾順介［1999］『日本の社債市場』東洋経済新報社

24 渡辺善次・吉野直行［2008］｢企業の資金調達の変化｣『フィナンシャル・レビュー』財務省総合政策研究所 March-2008

第１章　不動産市場の歴史と証券化

１　不動産市場の歴史

土地を巡る計画制度は、大きく分けて都市的土地利用に関する法制度と農地・森林に関する法制度として発展してきた。

明治維新以降の１００年間は、国土全体の中でも、特に都市の成長が著しかった時代といえる。

しかしながら、土地利用のコントロールという面から、もっとも古く定められ、この１００年を通じて現在までほぼ変わらず存続しているのが、１８９７（明治３０）年に制定された森林法[25]の保安林制度[26]である。

第二次世界大戦後は、都市への人口集中が著しく進展したが、昭和４０年代前半は高度経済成長の活気に溢れていたが、昭和 40 年代末に発生したオイル・ショック後の経済停滞が両極端な経済状況であったが、その経済変動の要因は、いずれも不動産市場に直接に関連するものであった。

昭和４０年代当初における国内の主要な土地問題は昭和３０年代から続いていた大都市を中心とする市街化の歯止めのかからない膨張に対して、大都市近郊の自治体の公共サービスの対応は追い付かない状態であった。

これらを背景に、土地利用のコントロール手法の必要性がようやく認識されることになり、遅ればせながら線引き制度と開発許可を柱とする「新都市計画法」[27]が制定された。

これにともなって、関連する土地利用の処方が整備された。また、「開発と保全」が国内でも多様に議論され、環境保全に関する法制度も充実された。

昭和４７年に発足した田中角栄元首相による日本列島改造論の影響は瞬く間に全国におよび、昭和４０代年後半の地価高騰と不動産市場の好況を生み出したの時期でもあった。

---

[25] 森林法（昭和 26 年 6 月 26 日法律第 249 号）は、森林生産力向上を目的とした森林行政の基本法である。 最終改正は、平成 30 年 6 月 1 日法律第 35 号。 保護・監督の行政規定と盗伐などに対する特別刑法とを内容とする

[26] 保安林とは、水源の涵養、土砂の崩壊その他の災害の防備、生活環境の保全・形成等、特定の公益目的を達成するため、農林水産大臣又は都道府県知事によって指定される森林です。保安林では、それぞれの目的に沿った森林の機能を確保するため、立木の伐採や土地の形質の変更等が規制される。

[27]都市計画法（昭和 43 年法律第 100 号）都市市計画 の内容およびその決定手続き、開発許可制・建築制限などの都市計画制限、都市計画事業の認可・施行などについて定めた法律。

超高層ビル、住宅ローンへの本格的な民間資本の参入などもこの時期に端を発するものである。

１９７３（昭和４８）年のオイル・ショックは、この好景気に突然の暗雲をもたらすことになったが、経済のマイナス成長の経験は大都市から地方への回帰という昭和５０年代の幕開けにつながる。

昭和４０年代も地価の上昇は続き、１９７２（昭和４７）年から１９７４（昭和４９）年までの３年間で全国地価の全用途平均は１．７倍に高騰した（全国地価・全用途平均)。

地価高騰の原因は、都市部への人口集中、景気高騰による住宅地需要の増大などと、金融緩和による過剰流動性の増大と列島改造ブームによる投機的な需要などであり、中でも６大都市の住宅地の上昇率が高かった。

地価上昇のピーク時であった１９７３（昭和４８）年に３８．１%、また、戦後宅地に比べて比較的安定していた農地（田・畑)、林地（用材林、薪炭林）の価格が、昭和４０年代後半には宅地価格並みに上昇していった。

日本経済は、１９７１（昭和４６）年のニクソン・ショックを契機とする円高や、１９７３（昭和４８）年の第一次オイル・ショックの影響による世界同時不況や総需要抑制政策[28]で、１９７４（昭和４９）年には、戦後初のマイナス経済成長となり、中小建設・不動産業が不振となり、次いで設備投資の減速で機械・金属工業も停滞し、さらに消費財の生産も減産に追い込まれ、地価も全国的にマイナス変動に転じた。

昭和５０年代前半から日本経済は、安定成長の時代に入り、地価の上昇も緩やかな上昇状態で推移した。

この時代には高度経済成長時代の人口および工業の都市集中により、大気汚染や工場排水等の公害問題が発生したことから､都市生活にもさまざまな悪影響を及ぼすようになり､､環境問題が国民的な課題としてクローズアップされるようになった。

東京に代表される都市における産業と人口の集中が生み出した生活環境の悪化から、地方においても従来の画一的な地方開発計画を見直して、新しい地域開発像を模索する流れが大きくなった。

昭和５０年代の後半に入ると景気回復のための民間活力の導入および各種の規制緩和を

---

[28] 総需要抑制政策は、急激な引き締め策であり、具体的には昭和 48 年（1973 年）12 月公定歩合が一挙に 2%引上げられて 9%の最高率になり、窓口規制で銀行貸出が急速に引き締められ、74 年度予算も増額が前年の 20%以内、公共事業費が据置き、地方交付税の大幅切下げ、米価・国鉄運賃の 4 月値上げの半年繰下げなどの財政措置として行われた

主体とした、「アーバン・ルネッサンス」[29]政策といわれる大都市改造戦略がとられ、やがて資産バブル経済へと突入していくことになった。

１９７５（昭和５０）年には、経済成長率が戦後初めて実質１．４％のマイナス成長となり、地価も戦後初めて下落した。

この時の地価の下落は、全国平均よりも六大都市の方が大きく、用途別地域別では工業地の下落が大きかったが、農地（田・畑）、林地（用材林・薪炭林）はあまり下落しなかった。

その後、経済は安定成長の時代に入るが、第四次マンション・ブームが発生し、住宅地の価格も上昇し、１９８０（昭和５５）年には、六大都市の住宅地の変動率は２０．７％とピークに達した。

１９８５（昭和６０）年のプラザ合意以降、円高の高進によって、企業の海外進出差が激しくなり、いわゆる日本国内の産業空洞化とよばれる事態が進行し、深刻な不況に陥いることになった。

そこで、内需拡大のために金融が緩和されたことにより、１９８６（昭和）年１１月から１９９１（平成）年２月まで景気は拡張した。当時、土地や株式などの資産価格が高騰して泡のように膨らんだことから、この時代は「(資産）バブル期」と呼ばれるようになった。

地価高騰は、東京都心部の商業地から始まった。不動産業者だけでなく、多くの企業が「財テク」として株式の投機的売買に走り、また土地の短期売買益を狙った「地上げ」[30]や投機的な「土地ころがし」[31]が大規模におこなわれ、中心部にある住宅地は商業地化して人口が郊外に移る空洞化が進み、住宅地は郊外へと広がる現象が都市部から全国的に拡散していった。都市部の地価の上昇は全国的な住宅価格の高騰を招き、結果的に多くの国民のマイホーム購入がローンを組んでも手の届かない水準にまで値上がりしたことから、新聞やテレビ等のマスコミは一斉に政府の土地政策や住宅政策を強く批判したことから、国

---

[29]規制緩和による民間企業の参入によって、積極的に再開発を行うことにより都市の機能を回復させることで，人間性を取り戻そうとする施策のこと。

[30] 地上げとは、元々建築用地を確保するため、地主や借地・借家人と交渉して土地を買収することで、「地上げ屋」とはそのような土地買収を行う人・企業のこと。バブル景気時には、強引な手法による不動産の売買が社会問題となった。

[31] 「土地ころがし」とは土地を安い時に買って，高くなってから売却する行為を土地投機というが，その中でも特に悪質なものを指す。 値上がりが見込める土地を買い占め，転売しては買い戻すことを繰り返して地価をつり上げ，最終的に高額で売却し暴利をむさぼる行為のことである。

民の間にも地価を抑制せよとの世論が高まった。

世論からの強い批判を受けた政府では地価高騰への対策として、土地取引監視区域制度[32]の創設、土地取引課税強化や地価税創設等の税制改正、不動産業向け融資の総量規制等がおこなわれ、「土地基本法」[33]や「借地借家法」[34]の制定（定期借地制度導入[35]）等の多岐にわたる地価抑制策と金融の引き締めを強力に実施したことから、１９９０年代に入ると資産バブルは完全に崩壊した。

しかし､ハードランディングというべき強力な地価抑制と金融引き締めを実施した結果、不動産投資や株式投資を行っていた全国の多くの企業では保有する土地や株式に著しい含み損が発生し、経営を悪化させただけでなく破綻に至る企業も続出した。

融資先の経営悪化にともない全国の金融機関には膨大な不良債権が発生し、これが後に金融機関の経営破綻や企業再編のきっかけとなった。

この当時の１０年間を振り返ると、１９８８（昭和６３）年と１９９０（平成２）年に地価高騰のピークであったことが分かる。１９８６（昭和６１）年から平成２（１９９０）年までの５年間で、六大都市の全用途の地価平均価格は約３倍にも上昇した。

この時期の地価高騰の直接の原因としては、経済発展の中で生まれた都市への人口集中による事務所ビル需要の急激な増大、それにともなう住宅地の買い替え需要の増大などがあったが、その背景には、金融緩和等による過剰流動性の増大による、所謂「財テクブーム」による株高や不動産、絵画等への投機的な需要の著しい高まりなどがあった。

２１世紀を迎えるにあたって、不動産の開発や人々のライフスタイルの多様化にともない、昭和４０年代までに構築された我が国の都市計画制度の修正や土地政策の転換を余儀なくされることとなった。

---

32 監視区域に指定されると、都道府県の規則によって定められた面積以上の土地を取引しようとする者は、あらかじめ知事に届出を行なうことが必要となる（国土利用計画法 27 条の 7）

33 土地基本法（平成元年 12 月 22 日法律第 84 号）は、土地についての基本理念を定め、並びに国、地方公共団体、事業者及び国民の土地についての基本理念に係る責務を明らかにするとともに、土地に関する施策の基本となる事項を定めた。

34 借地借家法（平成 3 年 10 月 4 日法律第 90 号）は、建物の所有を目的とする地上権・土地賃貸借（借地契約）と、建物の賃貸借（借家契約）について定めた法律である。

35 契約期間の満了により、更新されることなく土地の賃貸借関係が終了する契約制度。平成 3 年（1991）の借地借家法改正により、平成 4 年（1992）に導入された。常の借地契約とは異なり、法定更新の適用がないため、契約期間終了後、土地は貸し主に確実に返還される。一方、借り主は、購入する場合より低い費用負担で土地を利用できる。

そうした中で、土地についての基本理念を規定した「土地基本法」[36]が１９８９（平成元）年、環境関係の法律を束ねる「環境基本法」[37]は１９９３（平成５）年に基本法が相次いで制定された。

資産バブル崩壊後の都市や土地の計画制度は、地価の下落傾向の中で、大都市では規制の緩和により、土地の流動化を意識した展開が進められてきた。

その後、平成の時代に入ってからはて、まちづくり三法と呼ばれる新しい問題領域と施策（意識）が打ち出された。

すなわち、「大店立地法」・「都市計画法」の改正（特別用途地区の市町村による運用）・および中心市街地活性化法との連携による「地域活性化」、計画白地地域と呼ばれている都市計画区域外あるいは非線引き都市計画区域等における「土地利用調整総合支援システム[38]」の策定などがそれである。

そして、地方分権化によって土地の開発等の行為に対する事務の多くが国の事務から地方自治体の事務に移管されて、地方分権の時代を迎えることになった。

一方、戦後期に形成されてきたと考えられる「土地所有=土地利用の自由」という考え方は、利用上の公共福祉の優先、環境や自然への配慮、地域特性をふまえた土地利用のルール作りという方向性の中で、「所有」から「利用」への意識転換が求められた。

平成の初めから１０年以上に渡り、地価の下落が続いたが、特に六大都市の地価下落は全国平均を上回り、用途別地域別には、商業地が商業地が他の用途のものよりも大きく下落した。１９９５（平成７）年の六大都市・商業地の変動率は－２４．２％と大幅なものとなった。

その後は徐々に大都市の地価下落の幅は縮小する一方で、地方では、逆に地価下落の幅が拡大したことにより、土地を担保とする不動産融資の債権が不良債権化する現象が地方

---

[36] 土地基本法（平成元年 12 月 22 日法律第 84 号）は、土地についての基本理念を定め、並びに国、地方公共団体、事業者及び国民の土地についての基本理念に係る責務を明らかにするとともに、土地に関する施策の基本となる事項を定めることにより、適正な土地利用の確保を図りつつ正常な需給関係と適正な地価の形成を図るための土地対策を総合的に推進し、もって国民生活の安定向上と国民経済の健全な発展に寄与することを目的として制定された。

[37] 環境基本法（平成 5 年（1993）11 月 19 日法律第 91 号）は、日本の環境政策の根幹を定める基本法である。

[38] 土地利用調整総合支援ネットワークシステム（LUCKY : Land Use Control bacK-up sYstem）とは国土利用計画法９条に基づき、都道府県が策定する土地利用基本計画図を電子化し、インターネット上で情報発信等を行うシステム。

に拡散することになり、全国的な金融危機を生み出す大きな要因にもなっていった。

２　不動産の証券化

（１）土地政策の中長期ビジョン

２００８(平成２０)年９月のリーマン・ショックに端を発する世界金融危機以降、我が国はかつてない深刻な経済危機に見舞われ、土地取引の大幅な減少、地価の急速な下落により不動産業は極めて厳しい状況にあった。

土地を巡るそれまでの動きを振り返ると、資産バブル崩壊以降の長期わたる地価下落、資産デフレの結果、土地の経済的な意味や国民の意識は大きく変化してきていた。

すなわち、土地を有利な資産とするような考え方は少なくなり、企業などを中心に土地を有効に活用して収益を得ようとする考え方が定着し、所有より賃貸を選好する動きもみられるようになった。

不動産取引のあり方も大きく変化し、不動産の証券化という金融手法が導入されはじめるとともに、不動産の利用価値に応じた価格が形成される市場が、日本でも本格的に機能するようになってきた。

一方で、我が国は、本格的な人口減少・少子高齢化が進展し、高齢化社会・高齢社会・超高齢社会に突き進むか中にあるとともに、経済社会の国際化・グローバル化、産業の構造変化がダイナミックに進みつつあった。

そのため、様々なレベルでの地球環境への配慮の要請、防災、安全・安心、景観、街並み等への国民の関心が高まっており、今後はこれらの新しい国民のニーズや社会の課題にも着目し、対応した政策の展開が強く求められるようになった。

したがって、不況を克服する緊急の経済対策を進めると同時に、土地政策においても、将来の経済社会の変化を踏まえた長期的なビジョンを打ち立てた上で、そのビジョンに立脚した政策展開を図ることが必要とされた。

そこで、国土交通省では、不動産に対する需要の変化など今後の不動産のあり方を描きつつ、国民生活を豊かにするための不動産や市場のビジョン、政策の方向性を示すことを決定した。

そのために、２００９（平成２１）年２月、国土審議会土地政策分科会企画部会の下に

長期ビジョン策定検討小委員会（委員長：小林重敬　東京都市大学教授）が設置され、重点的な審議をおこなわれることになった。

同年４月３０日には、「土地政策の中長期ビジョン（国民生活を豊かにする不動産のあり方ビジョン）中間報告」をとりまとめ、公表した。

同報告は、我が国の経済において大きな存在となっている不動産市場を巡る現状について紹介するとともに、個人・企業・行政のそれぞれの主体に関する不動産を巡る市場行動の変化や、不動産にかかわる価値の向上を図る地域単位での取組の重要性や政策の方向性について示している。

また、不動産証券化が進展する中で、不動産市場の安定的な成長が達成されるよう、不動産に関する情報の整備・提供、不動産市場における中長期に安定的な資金の確保、不動産市場を支えるビジネス・人材育成等についての政策の方向性を示している。

さらに、新たな政策課題として、環境・安全・安心・景観等の不動産に係る新しい価値観を市場に取り込んでいくための環境整備の必要性、総合的な土地利用調整の展開、空地・空家など外部不経済をもたらす不動産の適正な管理、後世に伝えるべき豊かな環境・コミュニティや歴史的文化遺産等の保全の必要性について取り上げている。

具体的には、次のように述べられている。

我が国の経済における不動産の位置は、国民経済計算によると、平成１９年度において、ストックベースでは、我が国の総資産約８，４２８兆円のうち不動産は約２，２６７兆円を形成するなど、量的には大きな存在となっている。

しかしながら、オフィスビルや住宅などのストックが年々積みあがる中で、ストックされた不動産の質や環境の向上が大きな課題となっている。

また、我が国には、多くの金融資産が存在しているが、不動産ストックの再生などの不動産投資に回る資金はいまだ限定された状況にあり、「不動産」と「金融」の間に大きなミスマッチが存在している。

我が国の不動産への投資について、海外投資家は、経済規模、経済の安定性等については高い評価をおこなっており、我が国の不動産には、大きな可能性があると考えられるが、情報の透明性、インデックスの整備等の不動産投資インフラ整備については、なお改善すべき余地があるという評価がなされていた。

（２）市場行動の変化

個人（家計）については、各ライフ・ステージ[39]に応じたさまざまなニーズや、住宅を主体的に選択したいというニーズはあるものの、そのようなニーズは、相対的に高齢者層に広く、子育て層に狭いなど住宅のミスマッチが生じていた。

また、依然として、我が国の住宅施設は、大都市部を中心に経済水準に見合った規模・性能・環境を備えているとはいえず、単身若年層、ファミリー層、高齢者層など多様な家族の変容にともなうニーズの変化にも十分答えられないという状況にあった。

豊かな住生活の実現に向けて、国民がライフ・ステージや生活ニーズにふさわしい質の高い住宅を選択できる制度的な枠組みを整備していくとともに、住宅の資産価値が長期にわたって維持・保全されるような制度的な枠組みを作っていくことも重要な課題になっていた。

こうしたことから、まず、国民一人一人が各ライフ・ステージに応じて、最も適した形で不動産の購入・賃貸等の選択をおこなっていこうという考え方の普及促進をはかることにし、消費者としての自覚を促すような取り組みを進めることが必要となっていた。

企業においては、不動産のリスク・マネジメントに積極的に取り組む必要性が指摘されるとともに、効率的経営の必要性、会計基準制度等の諸制度の改正等を受けて、不動産の取得・管理処分等について合理的・戦略的な視点が重要となってきていた。

また、地方公共団体においても、行政サービスの向上・コストの削減の必要性、公会計制度等の見直し等を受けて、保有不動産の合理的な取得・管理・処分ということが求められていた。

そのため、企業や地方公共団体等の公的機関などが不動産の取得・管理・処分等にあたって適切な判断がおこなえるよう、ＣＲＥ戦略[40]、ＰＲＥ戦略[41]等について、その普及を促

---

[39] Life stage：人間の一生において節目となる出来事(出生、入学、卒業、就職、結婚、出産、子育て、退職等)によって区分される生活環境の段階のこと

[40]CRE 戦略：企業不動産（Corporate Real Estate, CRE）の管理、運用に関する企業戦略をいう。国土交通省が 2008 年 4 月 28 日に公表している「CRE 戦略を実践するためのガイドライン」では、『企業不動産について、「企業価値向上」の観点から経営戦略的視点に立って見直しを行い、不動産投資の効率性を最大限向上させていこうという考え方を示すもの』という定義が紹介されている。CRE（企業不動産）とは、企業が保有及び利用する全ての不動産を指し、同省では日本の CRE の資産規模を約 490 兆円と推計 。

[41] 公的不動産（Public Real Estate：PRE）を、公共・公益的な目的をふまえつつ、経済

進していくことが必要となってきた。

地方の中心市街地においては、人口の減少、高齢化の進展に加え、郊外型のショッピング・センターの増加等により、空き店舗の増加などの空洞化が進行している。

また、大都市郊外のニュータウン等においては、居住者の高齢化が進むとともに、各種施設が老朽化し、地域全体が衰退するなどの問題が生じている。

これらの地域の活性化を図るためには、個々の不動産に係る主体が別々に対応を行うのではなく、地域単位での民間と行政が一体となった取り組みを推進することが不可欠である。近年、地域単位での不動産に関する価値の向上を図るエリア・マネジメントについては、住宅市街地においては、住民自らが自分たちが住む町の価値を高めて行く取り組みが見られるようになっている。

さらに、企業においても、宅地分譲においてエリア・マネジメントを付加価値として導入する動きがさらに、企業においても、宅地分譲においてエリア・マネジメントを付加価値として導入する動きが見られるようになってきた。

エリア・マネジメントを促進するため、合意形成・組織化・資金のあり方に関する課題を克服することが必要となってきていた。

（３）市場の機能の変化

(ａ)市場構造の変化と対応

Ｊ－ＲＥＩＴ等の証券化不動産は、２００８(平成２０)年９月に発生したリーマン・ショック後の国際的な金融危機の影響を受けて一時的には低迷していたが、すでに不動産市場に不可欠なインフラのひとつになっていた。

不動産市場の整備については、不動産需要の変化や.消費者・投資家のニーズへの的確な対応という観点から、市場の安定的な成長を図ることが重要であり、市場の健全な機能が十分に発揮されるよう、「情報」・「資金」・「人材」それぞれについて、重点的な基盤整備をはかる必要があった。

(ｂ)不動産に関する情報の整備・提供

の活性化や財政健全化を目指して運用する戦略のことで、国・地方公共団体が所有している不動産は約４７０兆円と推計されている。

不動産に関する情報については国土交通省において、平成１７年度から不動産の取引価格等を半期ごとにホームページで公表しているほか、平成２０年度からは、オフィス、賃貸マンション等の不動産の収益性に関する指標を提供する不動産市場データーベースの構築を始めている。

また、地価公示、主要都市の高度利用地地価動向報告(地価ＬＯＯＫレポート）等を通じた適切な地価情報の提供をおこなっている。適切な官民の役割分担を推進し、透明性の高い不動産市場を形成していくことが必要となっていた。

不動産に関する情報については、価格情報にくわえ、環境性能や安全性（土壌汚染、改編・災害履歴等）など不動産の質・リスクに関する情報に対する消費者のニーズが高まっており、投資家・消費者の信頼が得られる形で必要な情報が整備・提供される仕組みを構築していくことが必要であった。

(ｃ)不動産市場における中長期の安定的な資金の確保

不動産開発、保有等に必要な資金については、従来のディベロッパー[42]等の間接金融における資金調達だけでなく、不動産の証券化などによる市場からの直接調達も拡大していた。

しかし、国際的な金融危機の我が国への波及により、我が国市場でも信用収縮と不動産価格の下落によるリファインナンス問題[43]が生じ、不動産市場の安定的な成長を図るためにはエクィティ及びデットの両資金が短期から長期までバランスよく調達できるよう、引き続き不動産投資環境を整備していくことが重要であった。

とくに、個人投資家、年金、政府系ファンド等の中長期の安定的な資金の導入を促進することが重要であり、これらの投資家のニーズに的確に対応し、情報の整備･国内外へ積極的な発信をおこなうことなどにより、市場の透明性を高める取組を推進すべきであった。

地方の不動産投資については、Ｊ－ＲＥＩＴによる地方物件の取得など徐々に拡大がみられてきたものの、情報不足、人材･ノウハウ不足等の要因により、なお十分な展開がおこなわれているとはいいがたい状況にあった。

---

[42] ディベロッパーとは、不動産開発業者のことで、大規模な宅地造成やリゾート開発、再開発事業、オフィスビルの建設やマンション分譲といった事業の主体となる団体・企業。

[43] リファイナンスとは借入金の組み換えや借り換えのことであり、既存の負債の返済を再び新規の負債で返済することである。リファイナンス問題とは企業の信用状況や経済環境などから負債の返済のための新規の借り入れや社債発行が行えない状態に陥ることである。

地域の活性化に向けて資金が地域内で循環するよう、地方における不動産の証券化などの取組に対する支援策を講じることにより、市場の育成・拡大をはかっていくことが必要であった。

（d）不動産市場を支えるビジネス・人材の育成

不動産市場の安定的な成長をはかるためには、市場を支えるさまざまなビジネス・人材が不可欠である。

不動産市場が成長することにより、多くの雇用の創出・拡大が見込まれるが、とくに、不動産証券化市場の拡大にともなって、アセット・マネジメント[44]業務、プロパティ・マネジメント[45]業務が拡大するとともに、デューデリジェンス[46]業務、不動産関連情報の提供業務など幅広い分野での関連ビジネスもみられるようになってきた。

不動産市場の安定的な成長という観点から、これまで進展してきたビジネスが投資家等からの信頼の下で持続的に発展していけるよう、その振興をはかるとともに、市場の透明性、信頼性等の向上に資するよう、人材の育成をはかっていくことが必要であった。

（e）不動産市場を補完する行政の役割

不動産市場を補完する行政の役割として、土地税制については、不動産市場の安定的な成長をはかる観点から、市場メカニズムによる効率的な資源配分を歪めない長期安定的かつ市場中立的な税制を再構築していくことが望ましいと考えられた。

また、法制度については、不動産取引の活性化、既存の不動産の再生・管理の適正化等を促進する観点から、賃貸借や区分所有など不動産に関する法制度について、必要な検討・見直し等をおこなっていくことが必要であった。

また、不動産価格については、これまで、利用価値からみたファンダメンタルズから著しく逸脱するような急激な変動の発生が繰り返し見られてきたが、その過程においては、

---

44 アセットマネジメント(Asset Management)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。

45 プロパティマネジメント(Property Management)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。

46 デューデリジェンス(Due Diligencs)不動産取引において、土地建物の状況、環境、法的権利関係、マーケット、賃貸経営実態等を、弁護士、会計士、建築士、不動産鑑定士、コンサルタント等に委託して行う物件に関する詳細調査のこと。

金融システムの混乱等を通じて国民生活･国民経済に対して深刻な問題が発生してきた。

このような急激な地価変動への対応については、地価公示や地価ＬＯＯＫレポート[47]等を通じた地価動向の的確な把握や、不動産市場とマクロ経済等に関する調査分析等を進めることが重要である。

たとえば、適切な不動産金融の確保、土地税制等の適切な実施、取引価格情報や収益関連情報に係るインデックスの整備･開示の促進､国土利用計画法の適切な運用等をおこなうことが必要であった。

（４）新たな政策課題と対応

(ａ)新しい不動産価値の創出

環境、安全･安心、景観等、不動産に係る新しい価値については、国民のニーズ等に的確に対応するため、これらを市場に取り込んでいくような、さまざまなインセンティブ作りや、評価手法･情報提供体制の確立などの環境整備が重要である。

環境に係る不動産価値については、我が国においても、省エネ効果の高い建築物や屋上緑化など地域環境の向上をもたらす不動産事例が増加するとともに、建築物総合環境性能評価（ＣＡＳＢＥＥ）[48]の普及の動きがみられる。

ところが、環境に係る不動産が投資家等を含めた多様な関係者に十分に認識･評価され、持続的に投資が促進されるという状況にはなっていなかった。

また、安全･安心に係る不動産価値についても、災害･健康に関する安全性、地域の治安製や住宅のセキュリティ･防犯対策などは､消費者が不動産を選択する際に重視する主要な要素になっている。

ところが、それらに関する情報は、消費者の入手しやすい形で十分に整備･開示されてい

---

[47] 国土交通省が四半期ごとに実施・公表している地価動向調査。全国主要都市の一等地150 地区を対象とし、前回調査との比較を行う。平成 20 年（2008）から公表開始。基準地価・公示地価・路線価などが年 1 回の実施であるのに対し、地価 LOOK レポートは 3 か月ごとに実施されるため、地価動向を先行的に把握することができる「土地価格の先行指標」である。

[48] CASBEE (建築環境総合性能評価システム)は、平成 13 年（2001 年）に国土交通省が主導し、(財) 建築環境・省エネルギー機構内に設置された委員会によって開発された建築物の環境性能評価システムであり、地球環境・周辺環境の配慮、ランニングコスト、利用者にとって快適性等を客観的に評価･表示するために使われている。評価対象となるのは、日本国内の新築・既存建築物。

るとはいえない状況にあった。

さらに、景観･町並み等の不動産価値は、消費者の不動産選択の主要な要素になっていることから、地域におけるルール作りや、エリア・マネジメント等の取り組みを促進するとともに、景観･町並み等の価値は、不動産評価に大きな影響を与えることについて啓発普及等をおこなってきた。

(ｂ)守るべき不動産価値の保全

人口減少など経済社会の激しい変化の中にあって、それぞれの地域の土地利用の変化や課題に的確に対応しつつ、秩序ある都市環境や良好な居住環境の形成、優良な農地や田園環境の確保､豊かな自然の保護など土地の適正な利用の確保をはかることが不可欠である。

そのためには、国と地方公共団体との適切な役割分担をした、総合的な土地利用を展開することが強く求められていた。

全国各地において、空き地･空家･空店舗等が増加し、その多くが適正に管理されていないことから、地域活力の低下、自然環境。地域環境の悪化、コミュニティの喪失等のさまざまな問題が深刻化している。

こうした問題を解決するためには、市場の誘導や、市場の補完等の取組を適切に講じることにより、これらの不動産の適正な管理、有効利用を図ることが重要である。

また、後世に伝えるべき豊かな環境（都市、居住、自然等)･コミュニティや歴史文化遺産等に対しては、円安によって増加する外国人観光客がもたらす、いわゆるインバウンド需要を生み出す観光・レジャー需要に対する重要な地域資源としても、近年大いに注目されてきている。

これらの保全については、新たな信託手法[49]や街造りのためのファンド等も積極的に活用していくべきだと考えられる。

[49] 必ずしもＪ－ＲＥＩＴではないが，平成 20 年 3 月に国土交通省と治水資源局から発表された「信託法の改正等を踏まえた新たな土地利用・管理手法に関する研究会報告書」によれば、新たな土地管理の方法として緑地や地域公益施設の保全、公的不動産や市街地開発事業での信託活用等が具体的に示されている。

第二章　Ｊ－ＲＥＩＴと投資家保護

１　市場の透明性

上場不動産投資信託（Ｊ－ＲＥＩＴ）や私募ファンドなど不動産証券化商品の登場と関連する諸制度の整備により、機関投資家だけでなく、個人や年金など幅広い層からの不動産市場への資金流入が促進されてきた。

そのため、長く低迷を続けてきた我が国の不動産市場全体の活性化にも大いに貢献している。

これらの背景には、不動産が専門家間だけで取引される特殊な商品から、株式や債券と同じく一般の個人投資家なども取引に参加する金融商品化が進み、不動産取引の評価基準も不動産の価格上昇に対する期待重視から、当該資産の生み出す収益性や価値へ転換したことある。

しかしながら、不動産関係においては、耐震住宅の偽装事件[50]や証券取引等監視委員会や金融庁等による信託銀行や不動産投資法人の摘発や行政処分等が頻発し、不動産市場自体の公平性や透明性に対する投資家の信頼を揺るがす事件が頻発した。

とくに、証券化における不動産鑑定やデューデリジェンス[51]関係については、国土交通省から日本不動産鑑定協会に対して、２００６(平成１８)年６月から２００７（平成１９）年３月までのわずか１０ヶ月間の間に３度も、証券化不動産の鑑定評価の適正な実施を求める要請をおこなった。

---

[50] 耐震偽装事件とは、2005 年（平成 17 年）11 月に報道されて明るみに出た元一級建築士による構造計算書の偽装問題のこと。分譲マンションやホテルなどにおいて、建築基準法で定める耐震強度指針値の半分以下という物件も見つかり、社会的に大問題となった。この時の耐震偽装問題を契機に、2006 年（平成 18 年）6 月に建築基準法や建築士法、宅地建物取引業法、建設業法が改正された。施行は 2007 年（平成 19 年）6 月。

[51] Due Diligence： 投資対象の不動産を売買する場合に投資価値を正確に見極める為に購入者が不動産鑑定士・弁護士・建築士等の専門家に依頼する詳細な調査。情報開示や格付け取得を目的として、売主が実施するケースもある。調査内容としては土地・建物状況や管理運営状況を調査する「物的調査」土壌汚染等の状況を調査する「環境調査」、権利関係調査や賃貸者契約関係調査等の「法的調査」、賃料等収入状況調査や不動産鑑定等の「経済調査」が含まれる。この内、物理的な面を中心にまとめた報告書がエンジニアリング・レポート（ER）と呼ばれる。

それにもかかわらず、法令違反行為が相次いで生じた背景には、鑑定評価やデューデリジェンスの基準の曖昧さや制度的な不備があった。

これまで不動産証券化においては、マイカル論争[52]にみられるように、主として法的権利関係、とくに証券化と倒産法理を中心に投資家の保護に関する議論が活発におこなわれてきた。

ところが、不動産という財には、物的な性状に隠れた瑕疵が入り込みやすく、また、その瑕疵の存否が投資商品としての価値を大きく左右するという固有の特性がある。

それゆえ、プロ・アマを問わず、不動産投資において投資家の自己責任を問う前提条件として、最も重要なことは、「市場の透明性（Transparency)」を確保することである。

そこで、当時発生した不動産証券化における不祥事の事例と国土交通省を中心とした不動産証券化に関連する制度改革の動きを対比することにより、主として情報の開示による「市場の透明性」という観点から投資家保護の課題を考察してみたい。

２　拡大してきた不動産証券化市場

（１）不動産証券化市場の状況

２００７（平成１９）年３ 月２３ 日付で公示された２００７（平成１９） 年１月１日時点の地価公示によると、２００６年以降の１年間の地価動向は、全国平均で、住宅地、商業地共に１６年ぶりに上昇に転じた（住宅地 0.1%、商業地 2.3%上昇)。

その中で、三大都市圏及び地方ブロック中心都市の都心部を中心に、地価の上昇傾向が一層顕著となる一方で、地方圏では、下落幅は３年連続して縮小している。

こうした三大都市圏を中心とした不動産取引の活発化の牽引的役割を果たしたのは、Ｊ－ＲＥＩＴや私募ファンドなどの不動産ファンドであった。

---

[52] 2001 年 8 月 14 日に大手スーパーのマイカルが東京地裁に民事再生手続きの申し立てを行い、同日保全命令を受けたことに関連して、同社が 1999 年、2000 年に行った店舗の証券化スキームをどう扱うかが倒産処理の実務上、法律上からも大きな問題となった。特に SPC の倒産隔離（Bankruptcy　remote）や真正売買（True sale）を中心に管財人側弁護団や一橋大学の山本和彦教授〔2003〕と東京大学の伊藤眞教授[2002]などの論争があったが、この論議の経緯と詳細については高橋〔2004〕を参照。

Ｊ－ＲＥＩＴと私募ファンドを合わせた不動産証券化市場の規模（不動産の取得額）も２００６（平成１８）年６月末の１０兆円（Ｊ－ＲＥＩＴ４．５ 兆円、私募ファンド５．５ 兆円）から、同年１２ 月末迄の半年間で１３．６ 兆円（Ｊ－ＲＥＩＴ５．４ 兆円、私募ファンド８．２ 兆円）と大幅に増加してきた[53]。

（２）不動産投資の特性

不動産という財は、広く流通する一般の商品とは異なり、同一物が存在しない個別的な商品であり、その投資リスクとリターンに関して、多くの特徴を有している。

以下の３項目は、社会資本整備審議会の第一次答申（２００６ａ）における不動産の特性の記述を転記したものである[54]。

不動産の投資対象としての特性は、次の通りである。

①不動産は、国民生活や企業活動を支える基礎的な財であり、売買や賃貸等の取引については、専門家以外の個人など様々な主体が取引に参加する。

②その物的な性状や権利関係などに隠れた瑕疵が入り込みやすく、また、その瑕疵を改善することが困難なことが多い。結果として、このような瑕疵の存否が投資商品としての価値を大きく左右する。

③所有するだけでは収益が得られないので、収益を生むためや不動産の運営能力と資産価値を維持・向上させるためには、日常的管理(メンテナンス)や投資が継続的に必要である。

不動産の物理的特性だけでなく、同時に社会的財であるため、さまざまな規制がおこなわれ、また規制される可能性があり、その規制によって財の価値が変動することも指摘している。

このような財としての個別性と流通性の乏しさゆえ、従来、国内の不動産価格は客観的な評価基準が乏しく、金融市場とは無関係なローカルな実物市場での相対評価や、実質的には近辺地域や類似環境での取引事例で決まることが多かった。

そのため、一般の金融商品である株式や債券では当然の「一物一価」についても、「一物三価」[55]ということもあり、最終的には専門家の知識と経験によって価格が決められていた。

---

[53]不動産証券化協会調査：不動産証券化協会ホームページに基づく http://www.ares.or.jp/

[54] 社会資本整備審議会「今後の不動産投資市場のあり方について」（第一次答申）9 頁

[55] 一般に不動産の経済価値を求める場合①費用性：原価法(Cost　Approach)②市場性：取

一方、証券化の手法における不動産価値の評価基準は、単純明確で当該資産が生み出すキャッシュフローのリスクとリターン分析である。

不動産市場におけるＪ－ＲＥＩＴや私募ファンドによる取引額の拡大と相対的なシェアの増加は、結果的に不動産市場に参加するすべてのプレイヤーに対して不動産評価基準をＤＣＦ（Discounted　Cash　Flow）法を中心とした合理的な価格への収斂化を促し、不動産業全体の経営効率化にも寄与すると考えられている。

（３）不動産の金融商品化にともなう問題点

前節では不動産の証券化が不動産市場全体の効率化へ貢献する可能性を指摘したが、同時に不動産が持つ資産としての特性から、次のような、金融商品化することで生じるさまざまなリスクの発生も考えられる。

①不動産投資リスクが適切に開示されない懸念

不動産は、財の特性として元々他の資産よりも見えにくい瑕疵やリスクが入り込みやすいが、金融商品化することで投資リスクが一般の投資家に対して適切に開示されない可能性が高まる。

②物件管理が疎かになるリスク

物件取得競争の激化で、投資家に対する投資利回りを高めるために、物件の維持管理に必要な修繕費や管理費を十分に支払わずに、結果的に対象不動産の価値を下げて、投資家にとって不利益を与える可能性がある。

③責任主体の不明確化

不動産証券化スキームでは、実物不動産の所有権は、単なる器でしかないビークルが有しているが、不動産の管理も通常ＡＭ業者の指図にしたがい,ＰＭ業者に委託され、ビークルが直接管理業務をおこなわない。

したがって、最終的に誰が責任を取るのか不明確になり、適切な不動産のメンテナンスがおこなわれず、結果的に不動産の価値が下がる可能性がある。

引事例法（Market　Date　Approach）③収益性（Income　Approach）、三国仁司・岡内幸策［2004］113 頁

④大規模資金移動による不動産価格の攪乱の懸念

不動産が金融商品化することにより、不動産市場が金融市場と直接リンクするようになり、金利や他の商品市場における需給など金融市場の市況の影響を大きく受ける。

また、実物不動産の基礎的条件に係わりなく、投機資金が金融市場で大規模かつ急激に流入したり引き揚げられたりすることによって、実物不動産市場における健全な価格形成を阻害する可能性がある。

⑤都市形成への責任の明確化

不動産証券化スキームのビークルには、投資の安全性確保のために厳しい制約が課せられており、投資ビークルの経営行動は硬直的にならざるを得ない。

したがって、一般の不動産開発業者なら可能な、都市や町への貢献といった外部経済性のある活動や不動産の立地状況へ的確な対応を取ることが困難である。

⑥ファンドのM&A問題

複数のファンド間を実物不動産が移動することで、価格面での利益相反の可能性が生じやすい。

また、私募ファンドが保有資産の出口戦略としてＪ－ＲＥＩＴを組成することで（Ｊ－ＲＥＩＴ成り[56]）、私募ファンドに付随したリスクが、公開市場であるＪ－ＲＥＩＴ市場へ安易に移転されてしまう可能性がある。

⑦資金循環上の問題

「市場の透明性（Transparency）」が低い市場では、投機的取引がおこなわれやすく、ハイリスク・ハイリターンの市場となった場合、安定的な運用を期待する年金や個人投資家からの投資が十分に得られない。

したがって、健全な市場の成長に必要な資金量の流入が不足する懸念がある。

---

[56] 私募ファンドが最初に取得した不動産に付加価値をつけた後、Ｊ－ＲＥＩＴに転売すること。私募ファンドとＪ－ＲＥＩＴという複数のファンド間で取引される際に当該資産に付随するリスクがＪ－ＲＥＩＴへ転嫁される危険性と当該資産の再評価額の適正さと私募ファンドとＪ－ＲＥＩＴが実質的にグループ関係にある場合は利益相反が発生する可能性がある。

また、地方銀行の預貸率は低下傾向にあり、外債、ヘッジファンド、Ｊ－ＲＥＩＴへ多額の投資を行っており、地方の資金が大都市へ一方的に流出しており、地域内の資金循環に寄与せず、現状では、都会と地方の格差拡大につながる可能性も高い。

⑧国際的な市場間競争と資金移動

現在のＪ－ＲＥＩＴ市場は、外人投資家が買い支える構造となっており、Ｊ－ＲＥＩＴ市場や私募ファンド市場には、外国人投資家の資金は必要不可欠である。

しかし、不動産の国際的な市場間競争が激しくなっており、近年、アジア諸国のＲＥＩＴ市場も成長しているので、国際的に魅力のある市場でないと資金流入してこない。

海外のＪ－ＲＥＩＴは、国際的な投資が自由なのに比べて、Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産投資制約におけるハンディキャップである。

⑨不動産価格形成上の問題

不動産証券化市場では、複数の市場関係者のモニタリングが働く中で、不動産価格と当該不動産の収益から算定される利回りを他の金融商品の収益や利回り比較することで投資が決定される。

このことから、理論上は、不動産価格の安定化機能が市場にビルトインされるとされるが、実際には、逆に外部の資産市場の影響を受ける可能性もある。

３　頻発する法令違反と行政の対応

（１）頻発する法令違反と行政処分

２００５（平成１７）年１１月に発覚した構造計算書偽装事件では、構造設計に係るプロフェッショナルである建築士が悪質な偽装をおこなったことに加え、それをチェックすべき建築確認の審査においても偽装が見過ごされてしまった。

この偽装事件の発覚から、構造計算書や建築確認に対する社会的な信頼性が大きく揺らいだ。

また、大都市の都心部での地価高騰にバブルの再発を警戒した金融庁や証券取引等監視委員会は、Ｊ－ＲＥＩＴなど不動産ファンド関係への監督と規制の強化に乗り出した。

そのような金融庁や証券取引等監視委員会など行政側の監督強化もあって、２００６（平成１８）年以降の１年間の間に信託銀行、不動産投資法人、アセットマネージャー（AM

会社）[57]などの不動産証券化関係者の法令違反摘発とそれにともなう行政処分が続出した。

表1 最近の不動産証券化市場における行政処分事例と鑑定評価関係に関する動き（2006年1月～2007年5月）

番号	年 月 日	行政処分および通達事例等
1	2006年3月9日	☆JPモルガン証券東京支店に対する金融庁が行政処分を実施した。 【理由】2004年11月に特定資産の裏づけ資産である不動産について必要な減価調整が反映されていない「鑑定評価書」を顧客に交付し、商品性について適切な説明を行わずに勧誘を行った。
2	2006年3月29日	☆東京証券取引所が日本レジデンシャル投資法人に対して 適時開示規則違反に対する業務改善報告書の提出を求めた。
3	2006年4月5日	☆JPモルガン信託銀行に対して金融庁が行政処分を実施した。 【理由】同行は不動産を流動化・証券化する際の不動産管理信託業務において、不動産の受託審査や査定等を適正に行っていなかった。
4	同 上	☆JPモルガン・チェース信託銀行東京支店に対して金融庁が行政処分を実施した。 【理由】特定目的会社向けノンリコースローン業務において、審査部門の事前調査や与信判定が適正に機能せず、流動化対象資産（不動産）の瑕疵・違法性・評価のかさ上げ及び会計処理等の問題、組成目的・内容の適切性・妥当性での重要事項を看過して貸し出しを実行していた。
5	2006年4月18日	☆日本リテールファンド投資法人に対して行政処分を行うよう証券取引等監視委員会が内閣総理大臣及び金融庁長官に勧告した。 【理由】同投資法人は役員会議事録の不実記載や不実記載のある有価証券届出書の提出、適時開示規則違反を行った。
6	2006年4月26日	☆新生信託銀行に対して金融庁が行政処分を実施した。 【理由】同行は不動産を流動化・証券化する際の不動産管理信託業務において、①不動産の受託審査や査定等を適正に行なわず、対象物件の瑕疵やリスクを一般投資家に転嫁して収益を修辞する営業を推進する法令違反、②認可された業務方法とは異なる営業部門から独立していない案件審査、③不動産の管理信託業務や取引実務の経験の無い者を不動産管理信託業務や営業管理責任者とする経営管理態勢の不備があった。
7	2006年4月28日	☆証券取引等監視委員会の勧告（4月18日付）に基づき、関東財務局が日本リテールファンド投資法人に対して行政処分を実施した。
8	同 上	☆東京証券取引所が日本レジデンシャル投資法人に対して 適時開示規則違反に対する業務改善報告書の提出を求めた。
9	2006年6月16日	☆証券取引等監視委員会が内閣総理大臣および金融庁長官にオリックス・アセットマネジメントに対する行政処分を勧告した。 【理由】同社は資産運用の業務委託を受けているオリックス不動産投資法人の運用不動産取得時の審査等の業務が不適切であった①投資法人資産運用に係る善管注意義務違反と、役員会議130回の内88回については実際に会議が開かれず、持ち回り方式で対処していた事実を偽装しており、②一般事務受託者としての善管注意義務違反を犯していた。
10	2006年7月14日	☆関東財務局が日本リテールファンド投資法人に対して業務改善命令を行った。 【理由】同投資法人は役員会議事録の不実記載や不実記載のある有価証券届出書の提出、適時開示規則違反を行った。
11	同 上	☆東京証券取引所が日本レジデンシャル投資法人に対して 適時開示規則違反に対する業務改善報告書の提出を求めた。
12	2006年7月21日	☆金融庁は証券取引等監視委員会からの行政処分を求める勧告にもとづきオリックス・アセットマネジメントに対して3ヶ月間の業務停止処分、経営陣による責任ある法令順守体制の構築などの業務改善命令を出した。
13	同 上	☆東京証券取引所がオリックス不動産投資法人の適時開示規則違反に対して改善報告書の提出を求めた。
14	同 上	関東財務局がオリックス不動産投資法人に対する行政処分を実施した。
15	2006年10月20日	☆関東財務局がジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人に対する行政処分を実施した。
16	同 上	☆関東財務局がトップリート投資法人に対する行政処分を実施した。
17	同 上	☆関東財務局がグローバル・ワン不動産投資法人に対する行政処分を実施した。
18	同 上	☆関東財務局がエルシービー投資法人に対する行政処分を実施した。
19	2007年3月13日	☆金融庁が証券取引等監視委員会の検査に基づきダヴィンチセレクトを投資法人資産運用業における善管注意義務違反で業務停止命令、業務改善命令を下した。
20	2007年3月20日	国土交通省土地・水資源局長から日本不動産鑑定協会会長への「証券化対象不動産の鑑定評価等の適正な実施について」の通知。 これは同年3月13日付金融庁による不動産投資運用会社ダヴィンチ・セレクトに対する行政処分に関連して証券化対象不動産の鑑定評価等の適正な実施についての手続き遵守の要請通知したもの。（3回目の通知）

出所）金融庁及び国土交通省のHP等を基に作成

注）☆は行政処分

2006年1月から2007年5月20日までの17ヶ月間に金融庁及び関係当局は信託銀行、証券会社不動産投資法人に対して、法規違反等の理由から、19件の行政処分と業務改善命令を下している。

57 アセットマネージャー（AM：Asset　Manager）不動産証券化におけるポートフォリオの運営管理を行う主体で、ファンドにおける経営者のような役割を担い、不動産の証券化においては、ファンドのコンセプトの立案、投資対象となる不動産の選定やキャッシュフロー管理を行い、ポートフォリオ全体をコントロールして、物件の取得から売却までの運営を行う。

金融庁が、２００６（平成１８）年４月５日と同月２６日に行政処分を下したＪＰモルガン信託銀行や新生信託銀行の場合は、いずれも、証券化の対象となる不動産の信託を引き受ける際に、受託資産の審査を適切におこなっていなかったことが法令違反に問われた[58]。

また、２００６（平成１８）年6月１６日には、証券取引等監視委員会（ＳＥＳＣ）が、オリックス・アセットマネジメント（オリックスＡＭ社）が物件取得時に不適切な審査業務[59]や役員会を持ち回り方式によっておこなっていたこと等の法令違反を摘発し、金融庁へ同社への行政処分の勧告をおこなった。

このことから、金融庁は、同年７月２１日にオリックスＡＭ社に対して、２００６（平成１８）年７月２４日から同年１０月２３日までの３ヶ月間にわたり、新たな資産運用委託契約の締結を禁止する業務停止命令と業務改善命令を内容とする行政処分を下した。

国土交通省では、金融庁による２００６（平成１８）年４月の外資系信託銀行の行政処分をふまえて、同年６月５日付で土地・水資源局長名で（社）日本不動産鑑定協会長宛に「証券化対象不動産の鑑定評価の適正な実施について」という通知をおこない、会員の不動産鑑定士に周知徹底するように伝えていた[60]。

したがって、オリックスＡＭ社においては違法建築物の取得等だけでなく、不動産鑑定

---

[58] 金融庁のＨＰに開示された両行に対する行政処分の理由としては受託資産の中には、「適法状態への是正が困難な違法建築」や「収益還元法等を利用した物件評価の嵩上げ」等の法令違反の事例が多数発見されており、社内には信託業務の十分な経験や知識を有する法務・コンプライアンス担当の役職員も不在で、不動産実務の経験の無い役職員が兼職するなど、法令等遵守等のコンプライアンスを軽視した収益至上主義で業務運営されており、法令違反が常態化された状態にあったと断罪している。

[59] 証券取引等監視委員会（SESC）のオリックス AM 社摘発の理由としては①違法建築物の取得②賃貸面積を確認しないままの物件取得③不十分な鑑定評価に基づく不動産の取得④有害物質である PCB 付き物件の取得時の法令違反であり、役員会議議事録の改ざんだけでなく専門業者としてのコンプライアンスや内部管理体制の不備を指摘している。

[60] 6 月 5 日付の土地・水資源局長通知では「①最近、証券化・流動化関連の鑑定評価業務が急速に拡大しているところであるが、その受注に当たっては、適正に業務を行う為に必要な期間及び必要な資料の入手可能性等を慎重に吟味すること。②特に、適正な鑑定評価を行う為に必要なエンジニアリング・レポート等の資料の入手可能性及びその時期について、必ず受注前に依頼者に十分確認すること。③上記①②も踏まえ、特に証券化・流動化対象物件の鑑定評価等業務を行うに当たっては、不動産鑑定評価基準等に則り、十分説明責任を果たすこと」と重なる法令違反を強く警告していた。

評価そのものにも係わる問題も起きていた事態を重く見た国土交通省は同年６月２９日に、土地・水資源局長名で再度日本不動産鑑定協会長に対して「『証券化対象不動産の鑑定評価等の適正な実施について』（同年６月５日付国土交通省土地・水資源局長通知）の徹底について」と題する書面を送達し、会員である不動産鑑定士に周知するように求めた。

なお、日本不動産鑑定協会は二度目の通知を受けた６月２９日、「不動産鑑定士の鑑定評価に対する社会の信頼を損なわない努力を一証券化関連鑑定評価の水準を高く確保しょう」と題する会長談話を会員向けに発表し、協会内に特別委員会を設けて、業界団体全体でコンプライアンスにも取り組んでいく姿勢を示した。

だが、翌年３月１３日に発生したダヴィンチセレクト社の資産運用業における善管注意義務違反での行政処分が発生し、２００７（平成１９）年３月２０日には土地・水資源局長から、わずか１年足らずの間に三度目の「証券化対象不動産の鑑定評価等の適正な実施について」の通知が日本不動産鑑定協会宛に出された。

しかし、証券化における適正な不動産鑑定についての投資家や市場の懸念は、完全に払拭されてはいない状況にあった。

（２）不動産鑑定評価改正とデュー・デリジェンス改革

不動産証券化に絡む不祥事が続く中、国土交通省の国土審議会土地政策分科会企画部会不動産投資市場検討小委員会が、２００６（平成１８）年７月５日の「最終報告」を取りまとめた。

この最終報告には、デューデリジェンスの現状と課題に関する検討の成果をまとめられている。

まず、不動産投資市場の健全な発展のためには、取得不動産の的確なデュー・デリジェンスが必要であるとの基本認識を確認したうえで、デューデリジェンスのレポートは詳細で、投資家が理解しやすく相互比較が可能なものであることが不可欠であるという考えを示した。

ここでは、不動産証券化におけるデュー・デリジェンスの実施者は,アセットマネージャーやアレンジャーなどの直接の顧客だけでなく、投資家や融資銀行などの市場関係者全体に対しても責任を有していることを認識する必要があると指摘されている。

また、最終報告では「不動産鑑定評価に基づく価格調査はＪ－ＲＥＩＴ成り[61]の利益相反の危険性を回避するうえで,AMやアレンジャーのガバナンスの公共性の確保等と並んで、唯一の担保措置となるものである」と述べた上で、不動産鑑定評価の現状の問題点を６つ挙げて改善する必要があると指摘している[62]。

これら証券化における不動産鑑定評価の問題の顕在化を受けて、２００６年８月１日、国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会は、投資不動産に関する鑑定評価について実務等の現状と課題を検証することになった、

ここで、不動産証券化の進展にともなう投資家保護の必要性の高まり等をふまえた不動産鑑定評価基準の運用のあり方等を審議するため、投資不動産鑑定評価基準検討小委員会を設置し、「不動産鑑定評価基準等の改正」の検討かせおこなわれた。

この鑑定評価基準検討小委員会では、証券化関連の不動産の鑑定評価やデュー・デリジェンスに焦点を絞り、投資家保護の観点から鑑定評価の現状と問題点について議論が進められた。同小委員会での議論をもとに、２００７（平成１９）年４月２日に国土交通省では、５年ぶりに不動産鑑定評価基準[63]の改正を発表した。

ここで、新たに「各論第３章」を新設して、証券化対象不動産として鑑定評価をおこなう場合の適用範囲、鑑定評価にとっても重要な資料であるエンジニアリング・レポート（ＥＲ）についての不動産鑑定士の主体的な活用、ＤＣＦ法の適用過程の明確化や収益費用項目の統一等を盛り込んだ全面的な改正した内容がなされた。

４　情報開示と規制の強化

---

[61]脚注 56 参照。

[62] 指摘された６項目とは(1)不動産鑑定評価で一般的に採用されている DCF 法に基づき収益価格を算出する際の収支項目の不統一等によって不動産鑑定評価の相互比較が困難であること。(2)現行の不動産鑑定評価における価格提示方法では、確率分布的な価格提示やバリューアップを想定した価格変動等の複数のシナリオ提示という依頼者側のニーズに応えられない。(3)不動産鑑定士が相互に評価情報を共有できていないことで的確な評価を実施するための市場情報が不足している。(4)物件取得に当たり高値の鑑定評価が求められる傾向が見られ、不動産鑑定評価の適正性が損なわれる危険性が生じている。(5)高度化する不動産証券化に対応するため不動産鑑定士の資質向上を図るかという問題。(6)AM 業者等から必要な資料、時間的余裕が与えられない中、不動産鑑定評価を行わなければならないという問題である。

[63] 不動産鑑定評価の拠り所となる統一的基準であり、「不動産の鑑定評価に関する法律」成立直後の 1964 年に策定された「不動産の鑑定評価基準」、1965 年の「宅地見込み所の鑑定評価基準」、1966 年の「賃料の鑑定評価基準」を 1969 年に一本化し、その後は 1990 年と 2002 年にも改正した。

（1）個別方法から横断的法による規制

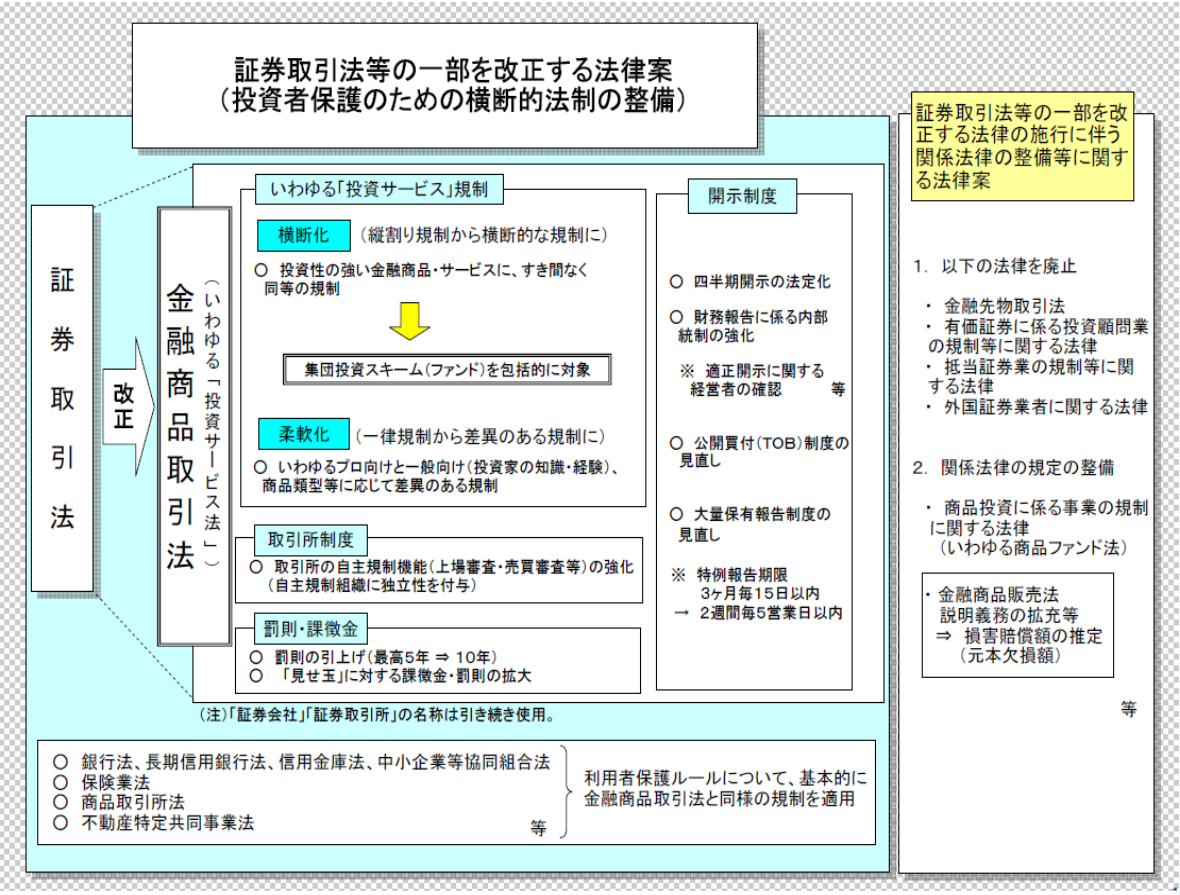
これまで、急増した不動産証券化市場における不祥事と金融庁や国土交通省による行政処分や不動産鑑定評価問題の発生と鑑定評価基準改正にいたる動きをみてきた。

急増した不動産証券化案件の不祥事を大別すると、関係者の内部管理体制や常態化したコンプライアンス違反、鑑定評価に対する疑念などが上げられる。

これらの問題は本来、不動産という財に内包していたリスクが証券化スキームによって金融商品化される中で顕在化したものである。

不動産証券化については表２に示したように、従来から提唱されていた「投資サービス法」の構想に添った形で「横断化」「柔軟化」を原則にもとづいて、「証券取引法」の改正による「金融商品取引法（金商法）」などにより集団的投資スキームとして包括的な規制の対象となった。

表２　投資家保護関連の法律と内容



出所）「社会資本整備審議会第一次答申参考資料〔2007a〕」、24 頁

その結果、Ｊ－ＲＥＩＴなどの証券取引所に上場されて一般に公募されて流通性の高い不動産投資信託については、資産内容や財務内容等についても適時開示が適用されるようになった。

それだけでなく、証券取引等監視委員会、証券取引所、金融庁などの監査や規制を受けるとともに、業界団体である投信協会によって、目論見書の作成や投資信託、投資法人の運用報告に対する自主規制が適用される。

また、同じく証券化関連業者の業界団体である(社)不動産証券化協会(ARES)は、販売や勧誘方法等に関する自主ルールを制定している。

同協会は、顧客と協会員間の苦情相談室を設けており、「苦情の受付と解決支援に関する規定」と「苦情の受付と解決支援の細則」という自主ルールを設けている。

このルールに基づいて、会員会社への顧客の苦情の取り次ぎや仲介をするだけでなく、会員会社と顧客間での合意が困難な場合は、弁護士会斡旋仲介センターへ取次ぎ、紛争の和解や仲裁、あっせんなどを支援する体制をとっている。

市場規模では、すでにＪ－ＲＥＩＴを凌駕する規模にまで拡大している私募ファンドも、これまで比較的少数の特定投資家の資金で運用されているとの理由から「証券取引法」上の開示規制の対象外であった。

ところが、私募ファンドの多くも同協会の会員であることから、苦情受付等の対応をおこなうとしているが、同協会自体が弁護士会のように認証されたＡＤＲ（Alternative Dispute Resolution[64]：裁判外紛争解決手続き機関)ではなく、法的な強制力もないので紛争の仲介者としては、多くは期待できないものと思われる。

私募ファンドや信託受益権、不動産特定共同事業商品に関しては、旧「証券取引法」上の開示規制(有価証券届出書、有価証券報告書の公衆縦覧、目論見書の交付)はない。

というのは、これらは、公募型の商品と違って、基本的には、少数の特定投資家、いわゆるプロ向けの商品として開発されたことから、当該資産に関する情報も公衆縦覧などはせず、個別対応による開示が基本になっているからである。

---

[64]裁判外紛争解決手続は，厳格な手続で行われる裁判に比べて，紛争分野に関する第三者の専門的な知見を反映して紛争の実情に即した迅速な解決を図るなど，柔軟な対応を可能とするために設けられた手段で、2007 年 4 月から施行された「裁判外紛争解決手続の利用の促進に関する法律」（いわゆるＡＤＲ法）に基づき、法務大臣の認証を受けた民間業者が和解の仲介業務について、時効の中断訴訟手続き中止等の特別効果を与えて迅速な紛争解決を図るものである。

「金商法」では表 2 にあるように、投資家をプロとアマに分けているが、実際には、多くの投資家が私募型のファンドに投資をしているし、大口投資家が必ずしも不動産投資のプロとはいえない。

さらに、包括的な利用者保護ルールでは、他の有価証券などと同じ金融商品的な側面に対する規制となるため、不動産の財の特殊性に由来するリスクについては十分とはいえない。

市場関係者の内部管理体制とコンプライアンス態勢頼みであり、かりに不適切な事態が発覚すれば、事後的に行政処分と業務改善命令で対応してきた。

（２）不動産ファンドに対する規制監督の強化

２００７（平成１９）年５月１６日付の『日本経済新聞』の記事によれば、金融庁は、監督対象を上場しているＪ－ＲＥＩＴだけでなく、私募ファンドについても監督対象を拡大し、

①不動産の購入価格が適正か、

②投資家への配当の原資となる賃料の将来想定が的確性などを点検し、

③不動産の鑑定や保守管理を外部委託する場合、選定基準が適切かどうかを調べ、親会社など親密先からの不動産取得の価格が適正かどうかを売買交渉の記録などから調査するとの報道がなされた。

同記事によれば、金融当局では不動産バブルの再発を警戒し、大都市における地価上昇の一因として不動産ファンドの過熱気味ともいわれる積極的な購入競争や取引グループ会社など親密なファンド企業間での不動産の売買では、「高値掴み」や利益相反などが生じないように積極的にチェックするという方針とされている。

また、金融庁では、不動産ファンドへの投資家であり、貸付先でもある銀行の監査においても、ファンド向けノンリコースローン[65]を重点項目とすることを公表しており、不動産ファンドへの資金流入への監督もより厳格化するものと予想された。

（３）投資家保護と規制強化

---

[65] ノンリコースローン（non-recourse debt, nonrecourse loan、非遡及型融資）：返済の原資（元手）とする財産（責任財産）の範囲に限定を加えた貸付方法である。責任財産限定型ローン、責任財産限定特約付ローン、とも呼ばれることもある。

我が国の不動産証券化市場は拡大してきており、また不動産証券化をめぐる環境も劇的な変化の渦中にある。

立て続けに起こった不動産関係の不祥事は、投資家や市場関係者の信頼を傷つけるものであり、専門家や関係者の職業倫理が当然問われるところでもあり、監督官庁に対しても、不動産投資ファンドにこうじるより一層の規制強化を求める声が高まってきた。

すでに、金融庁は、Ｊ－ＲＥＩＴなど上場不動産投資法人への厳しい監査をおこない不正事件の摘発をしてきたが、今後は、これまで直接の規制対象外であった私募ファンドへの規制と資金供給者である金融機関の不動産融資についても重点監査を打ち出した。

不正事件の取り締まりとＪ－ＲＥＩＴ厳罰化は、公正な市場を支える上で重要ではあるが、我が国の不動産証券化市場はいまだ発展途上にある。

そのため、投資家保護のための監督や規制強化も度が過ぎると不動産証券化商品自体の魅力が失われ、これまでＪ－ＲＥＩＴ等に投資していた外国人などの投資家は、より有利な運用先を求めて海外へ逃げてしまい、不動産市場全体の資金循環にも悪い影響を与える懸念がある。

我が国不動産証券化市場の健全な発展を支えるキーワードは、国際的な基準に合致した「市場の透明性（Transparency）」である。

不正に対する規制強化も重要であるが、投資家に自己責任を問う前に、不動産物件の開示情報の質と信頼性向上が必要不可欠である。

それゆえに、不動産証券化において多発した鑑定評価問題への対応のために全面改正された不動産鑑定基準やデューデリジェンスの基準統一などの導入は、たんに不動産証券化取引の新たな基準にというだけでなく、投資家や市場関係者の利益相反の回避や取引の公正性確保など、投資家保護のインフラとしても機能することが期待された。

第三章　上場不動産投資信託の海外投資自由化

１　Ｊ－ＲＥＩＴの海外投資自由化

（１）海外不動産への投資解禁の必要性

上場不動産投資信託(Ｊ－ＲＥＩＴ)の海外不動産の運用に関しては、諸外国のＪ－ＲＥＩＴ市場では自由化されていたにもかかわらず、日本においては、東京証券取引所の上場規定が海外資産の組み入れが禁じられていたため、不動産の海外投資ができない状態にあった。

この点について、業界関係者からの要望だけでなく、２００７（平成１９）年５月の経済財政諮問会議のグローバル化改革専門調査会第一次報告、同年１２月に金融庁の発表した「金融・資本市場競争力強化プラン」等においても海外不動産への投資解禁が提言されていた。

そこで、２００８（平成２０）年１月に国土交通省が「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」（以下、ガイドライン）を策定した。

これに続いて、東京証券取引所が「上場不動産投資信託証券に対する海外不動産への投資制約の解除に伴う上場整備について」(以下、上場規定の改定)を発表して、同年５月より上場規定の改定の実施したことにより、Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産投資組み入れについての制度面の制約が解除された。

上記ガイドラインによれば、Ｊ－ＲＥＩＴの海外投資自由化によって、

①　日本企業の海外事業資金調達の多様化。

②　リスク分散による投資家に対する不動産証券化商品の魅力向上。

③海外投資家からの資金流入に寄与し、日本の不動産投資市場の国際競争力強化が期待できる。

とされており、長期的には、我が国の不動産市場及び金融・資本市場にも貢献する制度改正であるとされている。

Ｊ－Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産投資に際しては、「金融商品取引法（金商法）」、「投信法」、「投信協会規則」等における既存の規制が課せられていたことに加えて、このガイドラインと上場規定の改正では、投資家保護の観点から各種情報の検証と報告義務が追加されたことから、結果的に、他国Ｊ－ＲＥＩＴ市場以上に厳しい制度となっており、また海外投

資における税務・会計上の課題も残っていた。

Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産投資解禁にともなう制度改正は、たんにＪ－ＲＥＩＴや私募ファンドのみならず、これまで未整備であった日本企業の海外不動産投資のインフラとしても重要であるし、海外の多様な不動産への投資に道を開く第一歩であることは間違いなかった。

最大の海外不動産投資市場であるアメリカの市場がサブプライム・ローン問題発生以降低迷を続けてきたこと、および内外の金融機関の不動産関連融資の圧縮やファンドに対する世界的な規制厳格化の動きを強めていたことから、不動産投資に関連する内外の環境は全般的に悪化していた。

もちろん、ここでの海外不動産投資の自由化の解禁が、ただちにＪ－Ｊ－ＲＥＩＴのグローバル化の推進につながるかは不透明であった。

（２）海外不動産への投資解禁へ

１９６０ 年にアメリカで始まったＪ－ＲＥＩＴ制度は、世界各国に普及し、２００８ 年３ 月末現在、２１カ国でＪ－ＲＥＩＴ制度が導入された。

日本においては、２０００ （平成１２）年５ 月に「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」が改正されて、Ｊ－ＲＥＩＴ制度がスタートし、２００１ 年９ 月に初の上場銘柄が登場した。

Ｊ－ＲＥＩＴ市場は、その後順調に成長し、２００８（平成２０） 年３ 月末現在、運用資産総額（取得価格ベース）が約７．２ 兆円にまで達した。

経済のグローバル化の進展により、Ｊ－ＲＥＩＴ制度を活用した不動産のクロスボーダー取引が各国で活発化してきた。

すでに、日本の不動産のみを投資対象とする他国のＲＥＩＴ が登場[66]しており、海外不動産から得られる高い利回りへのニーズの高まりから、ファンド・オブ・ファンズを通じた日本の投資家による海外Ｊ－ＲＥＩＴへの投資も大きく拡大してきた。

しかしながら、日本など数カ国を除く、ほとんどの国のＪ－ＲＥＩＴが海外投資を認めるなかで、Ｊ－ＲＥＩＴは、東証の上場規程によって、海外の不動産に投資が禁止された

[66] とくにオーストラリアのＲＥＩＴ(LPT)は積極的に海外投資を進めており、２００８年３月現在、日本の不動産に特化した LPT もバブコック・アンド・ブラウン・ジャパン・プロパティ・トラスト、ルビコン・ジャパン・トラスト、ガリレオ・ジャパン・トラスト、チャレンジャー・ケネディックス・ジャパン・トラストの４銘柄がある。

状態にあった[67]。

このような状況下、Ｊ－ＲＥＩＴのみが海外不動産への投資をおこなえない状況が続けば、Ｊ－ＲＥＩＴ制度の魅力が損なわれる事態になりかねなかった。

Ｊ－ＲＥＩＴによる海外不動産投資が可能となれば、日本企業が海外へ進出する際に利用する不動産を保有することが可能となり、日本企業が円滑に国際展開できる環境の整備にもつながる。

また、Ｊ－ＲＥＩＴが開発後の不動産の引き受け手となることによって、不動産開発能力に優れた我が国のディベロッパー等が、その能力を活かして海外で不動産開発をおこなうことができ、いずれも日本の産業の国際競争力強化の一環として重要であった。

さらに、我が国の金融・資本市場の魅力を高め、競争力を強化するためには、金融商品取引所において取扱商品の多様化をはかっていく必要があり、Ｊ－ＲＥＩＴによる海外不動産投資の実現は、そのような方向に沿ったものであったといえよう。

２　グローバル化の進んだＪ－ＲＥＩＴ市場

（１）世界のＪ－ＲＥＩＴ市場

２００８（平成２０）年３月末現在、表１のとおり私募ファンドを除く世界の上場Ｊ－ＲＥＩＴ市場は、世界２１カ国・地域にて開設されており、株式時価総額は６７兆円、銘柄数も５２２銘柄であった。

前年３月末の９６兆円と比較すると全世界で２９兆円、約３０％と大幅に時価総額が減少しているが、これは２００７年にアメリカで発生し、世界に拡大したサブプライム・ローン危機による不動産市場と株式市場の全面的な下落の影響によるものであった。

各国別に市場規模とシェアをみると、アメリカが株式時価総額最大で３０．７兆円と世界全体の４５．６％を占めており、次いでオーストラリアが９兆円で１３．４％、フランスが８．２兆円で１２．２％、イギリスが５．３兆円で７．９％と続き、日本が４．１兆円で６．１％となっていた。

先進諸国の中での日本のＪ－ＲＥＩＴ市場の規模は、経済規模に比して小さかったので、

---

[67] 表１に記載されているように、２００８年３月末現在ではＪ－ＲＥＩＴ制度がある２１カ国中、海外不動産の組み入れを禁止しているのは、日本、韓国、タイ、ブルガリアの４カ国のみであった。

潜在的には成長の余地が十分あると考えられていた。

（２） Ｊ－ＲＥＩＴによる海外不動産投資の解禁

表.３世界の上場リート市場の規模と国外不動産投資の可否　　単位：億円

連番	国・地域	制度開始時期（年）	REIT制度の略称	2008年3月夏現在上場銘柄数	2007年3月末現在株式時価評価総額	2008年3月末現在株式時価評価総額	2007年一2008年3月末時価総額増減額
1	米国	1960	REIT	151	495,700	306,744	△188,956
2	オランダ	1969	FBI	8	32,367	26,002	△6,365
3	南アフリカ	1969	PUT	6	―	2,808	2,808
4	オーストラリア	1971	LPT	69	128,250	90,307	△37,943
5	マレーシア	1986	M-REIT	13	1,552	1,650	△98
6	カナダ	1994	C-REIT	31	30,000	22,461	△7,539
7	トルコ	1996	REIC	13	2,047	1,698	△349
8	ベルギー	1995	SICAFI	14	7,755	7,531	△24
9	タイ	1997	REPO	17	1,582	1,562	△20
10	シンガポール	1999	S-REIT	20	20,434	18,388	△2,046
11	ギリシア	1999	REIC	2	―	949	949
12	日本	2000	J-REIT	42	63,348	41,220	△22,128
13	韓国	2001	K-REIT	6	817	573	△244
14	ブルガリア	2003	SPIC	49	491	1,358	867
15	台湾	2003	T-REIT	8	2,136	1,928	△208
16	香港	2003	HK-REIT	7	10,444	8,169	△2,275
17	フランス	2003	SIIC	48	80,179	82,327	2,148
18	イスラエル	2005	REIF	1	83	110	27
19	ニュージーランド	2006	PIE	6	―	2,756	2,756
20	英国	2007	UK-REIT	18	80,952	52,884	△28,068
21	ドイツ	2007	G-REIT	2	―	1,274	1,274
			合　計	531	958,137	672,699	△285,434

出所）『証券化ハンドブック2008-2009』（社）不動産証券化協会［2008］

Ｊ－ＲＥＩＴの海外投資自由化問題については、以前から各種審議会で議論されてきた。

２００６（平成１８） 年７ 月５ 日付の国土審議会土地政策分科会企画部会不動産投資市場検討小委員会の最終報告、２００７（平成１９） 年４ 月２０ 日付の経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキング・グループ第一次報告一次報告、２００７（平成１９）年５ 月１０ 日付の社会資本整備審議会産業分科会不動産部会の「今後の不動産投資市場のあり方に関する第二次答申」等においても早期に実現すべきである旨の提言がなされた。

世界の上場ＲＥＩＴ市場では、表２にみられるように、日本など数カ国を除き、多数の国で海外不動産の運用資産組み入れが認められている。

たとえば、オーストラリアのＲＥＩＴ(ＬＰＴ)においては、運用資産のうち海外不動産

投資が４～５割を占めているし[68]、日本より遅い２００３（平成１５）年にＪ－ＲＥＩＴ市場を開設した香港（ＨＫ－ＲＥＩＴ）も０５年には制度を改正され海外投資の制限が撤廃されている。

これまで、Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産投資が東証の上場規程によって禁止されていた背景には、日本では海外不動産の鑑定評価の方法[69]が定まっておらず、投資家への情報開示のあり方等、Ｊ－ＲＥＩＴの海外資産運用に際しての環境が未整備であったことがあげられる。

そこで、国土交通省において、国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会が設置した海外不動産の鑑定評価のあり方に関するワーキング・グループにて、２００７（平成１９） 年８ 月１０ 日より「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」のあり方に関する検討が開始された。

同年１２ 月１４ 日に、国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会にて同ワーキング・グループでの検討をへて策定された「海外不動産投資鑑定評価ガイドライン（案)」が議論され、パブリックコメント手続をへて、２００８（平成２０）年１ 月２５ 日、「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」（以下、ガイドラインという。）が策定・公表された。

一方、２００７（平成１９） 年１２ 月２１ 日に金融庁より公表された「金融・資本市場競争力強化プラン」においても、 Ｊ－ＲＥＩＴへの海外不動産の組入れを可能とするよう必要な環境整備について適切に対応をおこなう旨が言及された。

こうした動きを受けて、東証は、２００８（平成２０）年２ 月２８ 日付で海外不動産への投資制約を解除する規程の改正案を公表した。

パブリックコメントが募集され、「提出された意見とそれに対する考え方」を取りまとめた上で、同年５ 月９ 日に一部規程の改正を公表するとともに、情報開示のあり方を定め、同月１２ 日に改正規程が施行され、Ｊ－ＲＥＩＴによる海外不動産投資が可能となった。

---

[68] オーストラリアでは２００７年度に税制改正が行われ、ステープルド・セキュリティー(SS)を採用する LPT が、保有持分との交換により海外の不動産を取得可能となった。なお、ステープルド・セキュリティとは不動産を保有する LPT 持分と運用会社の株式を非課税組織再編により創設し、一体の株として上場することにより積極的な運用を可能とする仕組みである。四釜宏史〔2008〕

[69] 自国Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産運用を認めている国の多くでは、海外不動産の鑑定方法の詳細まで明確に定めているわけではない。この背景には、ヨーロッパでは以前より市場統合と市場間競争とが同時進行していることも一因と思われる。

表.4　各国の上場リート市場の国外不動産投資の可否と鑑定評価制度(２００８年４月現在)

単位:億円

	国・地域	始時期(年)	自国REITの海外不動産投資の可否	鑑定評価制度の整備＊
1	米国	1960	○	◎
2	オランダ	1969	○	―
3	南アフリカ	1969	○	―
4	オーストラリア	1971	○	◎
5	マレーシア	1986	○	―
6	カナダ	1994	○	―
7	トルコ	1996	○(総資産の49%を限	―
8	ベルギー	1995	○	―
9	タイ	1997	×	―
10	シンガポール	1999	○	◎
11	ギリシア	1999	○	―
12	日本	2000	×	―
13	韓国	2001	×	◎
14	ブルガリア	2003	×	―
15	台湾	2003	○	◎
16	香港	2003	○	◎
17	フランス	2003	○	―
18	イスラエル	2005	△(25%未満)	―
19	ニュージーランド	2006	○	―
20	英国	2007	○	◎
21	ドイツ	2007	○	◎

出所)『証券化ハンドブック2008-2009』(社)不動産証券化協会[2008]と
『海外投資不動産鑑定評価ガイドライン別表』[2008]に基づき作成
＊国土交通省調査による不動産鑑定評価制度が整備されていると認定されている
国、地域(ガイドライン別表記載国)

３　Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産投資の形態

（１）　Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産直接投資

Ｊ－ＲＥＩＴの海外投資において想定されるスキームは、

①直接投資、

②間接投資（ＬＰＳ形式での投資）、

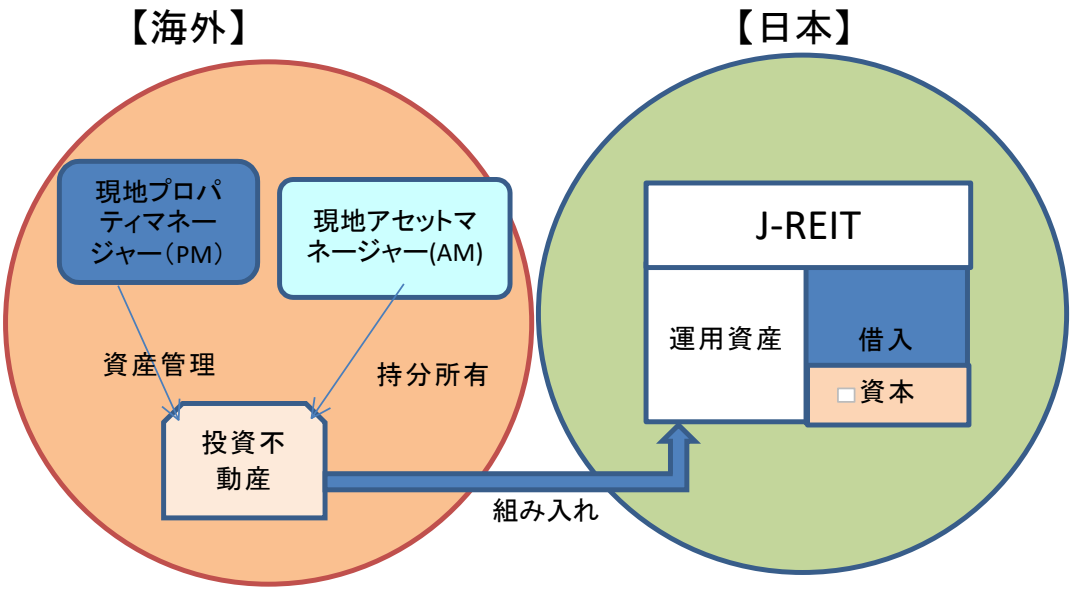
③間接投資（外国Ｊ－ＲＥＩＴなどの法人への投資）

に大別される。

（ａ）スキームの概要

直接投資とは、Ｊ－ＲＥＩＴが海外不動産を直接取得するスキームを指す（図１、参照）。

図1　Jリートの海外不動産直接投資



出所）著者作成

（ｂ）税務上の処理

Ｊ－ＲＥＩＴでは、海外不動産の賃貸事業収入・譲渡益等に対して、一般的に現地国で外国法人税が課税される。

Ｊ－ＲＥＩＴが現地国で納付した外国法人税の額は、Ｊ－ＲＥＩＴの投資家への配当等に対して、日本で課税される源泉所得税の額を限度として当該所得税の額から控除することができる。

しかしながら、国内で法人税が課税されていないＪ－ＲＥＩＴの場合、控除する税額そのものが存在しないので現地国で発生した税額がそのまま投資家への負担増につながる懸念があった。

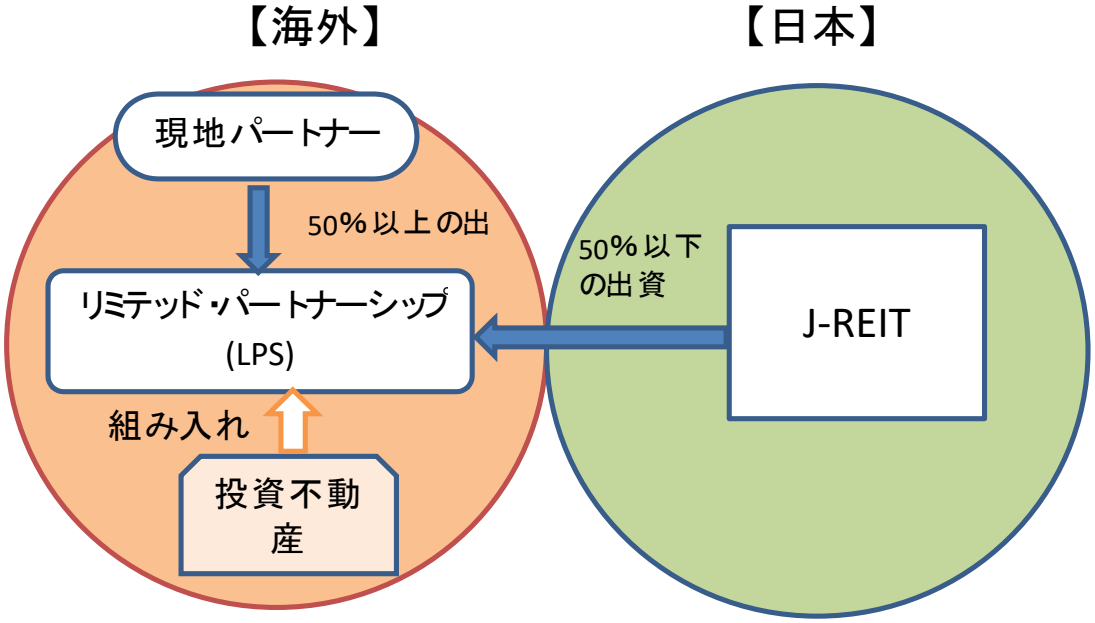
（２）　間接投資（ＬＰＳ[70]を利用した投資）

（ａ）スキームの概要

間接投資（ＬＰＳ 形式の投資）とは、投資法人が海外不動産を保有する事業体の出資持分（リミテッド・パートナーシップ：ＬＰＳ）を取得する手法である（図２、参照）

現地パートナーとＪ－ＲＥＩＴが出資する事業体を通じての不動産保有となるので、Ｊ－ＲＥＩＴの責任は限定される。

図2　Jリートの海外不動産間接投資(LPS等法人への出資



出所）著者作成

[70] Limited Partnership(LPS)：一般的には無限責任を保持し、業務執行権を有する一人以上のゼネラル・パートナー(GP)と有限責任を保持し業務執行権を有しない一人以上のリミテッド・パートナー(LP)からなる共同事業体である。海外での税務上、事業体である LPS に対する課税はなく、その事業体の構成員である GP と LP に対して、パススルー課税される。わが国ではファンドによる投資手法の自由化と投資家保護を目的として、「投資事業有限責任組合契約に関する法律(LPS 法)」として２００６年５月１日に施行している。

（ｂ）税務上の処理

ＬＰＳは、導管体として機能するので、海外現地国で外国法人税を課税されないが,ＬＰＳの構成員であるＪ－ＲＥＩＴは、現地国で外国法人税が課税される[71]。

Ｊ－ＲＥＩＴが、現地国で納付した外国法人税額は、Ｊ－ＲＥＩＴの投資家への配当等に対して、日本で課税される源泉所得税額の額を限度として当該所得税から控除が可能である。

だが、「租税特別措置法」において、投資法人の導管性要件として「他の法人の発行済み株式又は出資の総数又は総額の５０％以上の出資」の禁止が定められており（「租税特別措置法」６７条の１５項第２項)、また同様の規定が「投資法」第１９４条にも定められている。

しかし、外国ＬＰＳの出資は、持分取得であって株式取得ではないため、「投信法」上禁止されている５０％超株式取得にはあたらない、との解釈が金融庁より示されているが、租税特別措置法上の「他の法人」に該当するかについては明確になっていなかった。

（３）間接投資（Ｊ－ＲＥＩＴ等法人向投資）

（ａ）スキーム概要

外国Ｊ－ＲＥＩＴなど法人への投資とは、Ｊ－ＲＥＩＴが海外不動産を保有する法人株式を取得する手法である(図３、参照)。

現地法人を通じての不動産を保有するため、Ｊ－ＲＥＩＴの責任は限定される。

また、「投信法」上、投資法人は、ほかの同一法人の発行する株式を５０％超取得の禁止が定められており（「投信法」第１９４条、「法律施行規則」第２２１条)、Ｊ－ＲＥＩＴの法人株式の持分取得は５０％未満に限られていた。

（ｂ）税務上の処理

---

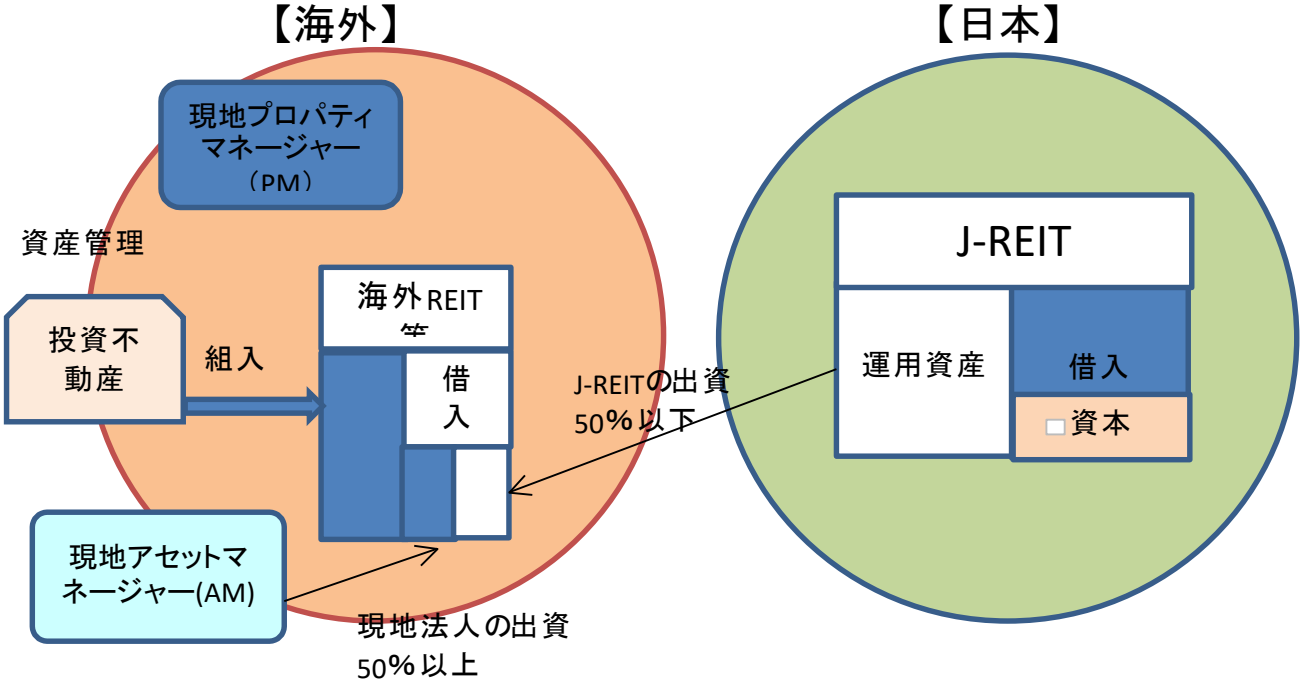
71 Ｊ－ＲＥＩＴが海外 LPS を通じて間接的に不動産投資をおこなう場合は LP として不動産投資をおこなうことが考えられる。一般的に海外における税務上 LPS 段階では課税されず、投資法人（イギリス・アメリカ等）において不動産投資にかかる所得を申告することにより、直接課税されることとなり、二重課税が避けられるのでＪ－ＲＥＩＴが直接不動産投資を行っている場合と同様だが、LP であれば法律上は有限責任とすることになる。

外国Ｊ－ＲＥＩＴなどの外国法人に対して、現地国で外国法人税が課税される。

ただし、現地国法人がアメリカのＪ－ＲＥＩＴ等であって、一定の要件が満たされる場合は現地国で課税されない。

外国法人Ｊ－ＲＥＩＴに出資するＪ－ＲＥＩＴは配当を受け取る。当該配当に対しては、一般的には現地国において源泉税が課され、Ｊ－ＲＥＩＴが現地国で納付した源泉税の額は、Ｊ－ＲＥＩＴの投資家への配当等に対して日本で課税される源泉所得税を限度として当該所得税額から控除が可能となった。

図3　Jリートの海外不動産間接投資（海外法人投資）



出所）著者作成

（４）海外不動産投資におけるリスクと情報開示

Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産投資においては、国内不動産投資とは異なるリスクが発生するために、本ガイドライン[72]では投資家に対して以下の情報開示が新たに求められている。

[72] ガイドライン（Ⅳ実地調査、市場動向、法令等の調査、Ⅸ鑑定評価報告書等の作成等、

①海外不動産の権利関係

②海外不動産への投資に関する仕組みや契約の説明

③海外不動産の所在地国における不動産市場動向に関する統計資料等

④海外不動産にかかる鑑定評価の概要（日本における鑑定評価制度との相違）

⑤海外不動産投資に関する投資法人（資産運用会社）の運用・管理に係る方針、体制及びその能力

⑥海外不動産に係る会計・税務上の取扱い

⑦為替リスク、当該不動産の所在地国の政治・経済・市場リスク

Ｊ－ＲＥＩＴおよびＪ－ＲＥＩＴの依頼に基づいて、海外不動産の鑑定をおこなう不動産鑑定士の負担は大きい。

また、海外では、一般に義務化されていない土壌汚染等の環境調査報告書やエンジニアリング・レポートに関しては現地鑑定人では十分な調査ができない可能性が高いので、不動産鑑定士が現地で実地調査するか、別途専門家の依頼しなければならなかった。

このような海外特有のリスク情報を短期間で調査・作成し、不動産鑑定評価書や現地基礎資料、現地鑑定報告書等に適切に盛り込むことは、日頃から海外現地不動産市場に対する知識や経験と現地法令や商慣習等に対する理解のない不動産鑑定士には困難であり、円滑な海外不動産の鑑定業務の遂行には不動産鑑定士と現地鑑定業者との国際的な提携のネットワーク作りが必要となった。

４　海外不動産投資の自由化

（１）二つの制度改革

不動産証券化取引において、最も重要な情報は対象不動産の適正な価値の評価である。

すでに、国内の証券化対象不動産については、２００７（平成１９）年４月に国土交通省が不動産鑑定評価基準の改定[73]をおこなって統一基準を定めたものの、海外不動産に対する基準については未整備のまま残されていた。

また、前記のごとく東証の上場規定においては、Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産の運用資産

Ｘ鑑定評価報告書等の記載事項）

[73] 国内の証券化不動産に関する不動産鑑定評価基準改正とデユー・デリジェンスの整備に至る経緯や内容については森〔2008a〕、森〔2008b〕を参照のこと。

への組み入れが禁じられていた[74]ことから、Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産投資の自由化推進のために、海外不動産の鑑定評価基準のガイドラインの作成と東証上場規定の改正の２つの制度改革がおこなわれた。

（２）海外投資不動産鑑定評価ガイドラインの概要

（ａ）ガイドラインの目的

ガイドライン策定の目的は、これまで海外不動産投資が禁じられていたＪ－ＲＥＩＴや私募ファンドおよび一般の日本企業が海外不動産へ投資をおこなう際に、不動産鑑定士が海外不動産の鑑定評価をおこなう場合において、投資家保護の観点から適正な鑑定評価の標準的手法を示すものであった。

とくに、実務的な問題として国内の不動産鑑定士が単独で海外の不動産鑑定を適正に実施することの困難さから、あらかじめ海外現地の不動産鑑定人との連携や共同作業をおこなうことを想定して、その連携・共同の在り方、鑑定手法等を示すことで、海外不動産投資の利便をはかるものであった。

（ｂ）海外投資不動産の鑑定評価方法

本ガイドラインにおいて、海外不動産投資する場合の不動産鑑定方法[75]として想定している海外不動産の鑑定評価方式は、以下の 2 方式であった。

＜現地鑑定補助方式＞

不動産鑑定士は、現地鑑定人[76]から海外現地の取引事例、市場動向等鑑定評価をおこなうために必要となる基礎資料等（以下、現地基礎資料という。）の提供を受けるとともに、

---

[74] 東証の改正（２００８年５月）以前の有価証券上場規定第１００１条では 「(32) 不動産 投資法人の計算に関する規則（平成１８年内閣府令第４７号）第３７条第３項第２号イ、ロ及びホに規定する資産のうち本邦内にあるものをいう。」及び（34）において不動産等として、国内の不動産（地上権、地役権、信託受益権も含む）のみと限定していた。尚、詳細は次項の東証の上場規定改正を参照のこと。

[75] 本論文は、Ｊ－ＲＥＩＴを前提に議論を進めているが、ガイドラインにおける海外不動産の鑑定評価依頼者はＪ－ＲＥＩＴだけでなく、私募ファンドや海外不動産投資を行う企業全般へ広く適用することを想定している。

[76] ガイドラインにおける現地鑑定人とは、専門家として日本の不動産鑑定士やアメリカの州公証・公認鑑定人イギリスのＭＲＩＣＳ、ドイツの Property Valuation Expert 等の海外現地において不動産鑑定人として認定または公認された資格・称号を有する者に限定している。

これらの現地資料等の理解・分析をして、みずから鑑定評価をおこなう方式である。

現実には、日本の不動産鑑定士で海外現地の不動産事情や法制度について、国内不動産と同様の知識と経験を有する者は稀有であることから、信頼できる現地の鑑定人等[77]の現地資料提供等の補助を利用する方式ではあるが、鑑定評価の作成と責任は日本の不動産鑑定士が負うことになった。

＜現地鑑定検証方式＞

不動産鑑定士は、現地鑑定人のおこなう鑑定評価の手法、鑑定評価の作業に活用される海外現地の取引事例、現地基礎資料等を理解、分析し現地鑑定人による鑑定評価の報告書の判断の妥当性や鑑定評価額の適正性を検証することにより、鑑定評価をおこなう方式である。

これは、一般に日本の不動産鑑定士が海外現地の情報や知識経験にうとい状況から、日本の不動産鑑定士が信頼できる現地鑑定人が作成した鑑定評価報告書を検証することで対応するというやり方であるが、問題はこの鑑定評価についての責任は現地鑑定補助方式と同様、日本の不動産鑑定士が負うことになっていることである。

そもそも、日本の不動産鑑定士がみずから現地で調査して鑑定評価することが困難と想定した上で、現地鑑定を検証するという方式なのであるが、日本の不動産鑑定士が現地鑑定人等の評価した鑑定の適正性を判断し、かつ実地調査を含む現地調査報告書の作成や責任を負うというというのは想定として無理があるかもしれない。

（ｃ）海外不動産の鑑定評価の実施方法

不動産鑑定士は、依頼人からの海外不動産の鑑定依頼に対して、前項で説明した現地鑑定人を補助員としておこなう方式、現地鑑定人の鑑定評価を検証しておこなう 2 方式を用いて、当該不動産を海外現地で認定・公認された不動産鑑定評価基準に基づく現地鑑定人との連携・共同作業のもとに鑑定評価をおこなう[78]。

現地鑑定人と国内不動産鑑定士が連携して、海外不動産鑑定をおこなう際の仕事の分担

---

[77] ガイドラインによれば、現地鑑定補助方式および現地鑑定検証方式の鑑定評価をおこなう現地鑑定人とは、適正な鑑定評価がおこなわれる 3 条件の②で指摘している海外現地において認定または公認された資格・称号を有するものであることとされている。（Ⅲ現地鑑定人の選任, Ⅺその他留意事項、別表）

[78] 具体的な連携・共同作業の内容に関してはガイドライン（Ⅰ～Ⅶ）に定められている。

については、表５の通りである。

表.５　現地鑑定人との連携・共同作業の役割分担

担当者	現地鑑定補助方式	現地鑑定検証方式
不動産鑑定業者	①現地鑑定人の選任 ②鑑定評価書全体（品質管理）	①現地鑑定人の選任 ②鑑定評価書全体（品質管理）
不動産鑑定士	①現地基礎資料等の検証 ②鑑定評価書全体作成	①現地鑑定評価報告書の検証 ②現地鑑定評価報告書の鑑定評価検証報告書作成 ③現地鑑定報告書の日本語による翻訳文作成
現地鑑定人	①現地基礎資料等作成	①現地鑑定評価報告書

出所）国土交通省『海外投資不動産鑑定評価ガイドライン』Ⅳ表〔2008〕

両方式とも最終的には依頼者から鑑定を依頼された不動産鑑定士が負うことになる[79]。

したがって、上記連携・共同作業に関しては、現地鑑定人と不動産鑑定士間において契約書面を交わして責任と業務範囲を明確化することが必要である[80]。

（ｄ）現地鑑定人の選任

本ガイドライン[81]では、鑑定の依頼を受けた不動産鑑定士が現地鑑定人を選任することとなっている。

しかし、通常は、依頼者が事前に現地鑑定人等から、事前に情報を得た上で不動産鑑定士に対象となる海外不動産の鑑定を依頼するケースが多いと予想される。

したがって、もし、迅速かつガイドライン通りにおこなうとすれば、事前に海外の投資物件選びの段階から不動産鑑定士と相談しておこなうか、依頼者の不動産選択後の確認業務をおこなうことになる。

なお、前者の場合は、エンロン事件のときに問題となった監査法人にコンサルタント業

79 ガイドライン(Ⅷ鑑定評価額の決定等)に記載、また不動産鑑定士は現地検定検証方式を利用した場合も不動産鑑定士は厳密に数値にも責任を持って検証することを義務付けされている。(ガイドラインⅦ現地基礎資料または現地鑑定報告書の検証および追加･補完)。

80 アメリカの評価基準でいう「業務範囲(Scope　of　Work」、鑑定評価をおこなう上で生じる不確実性のリスクを鑑定人と依頼者がどう分け合うかの問題について、契約等で決めておくことが大事であるし、実際に鑑定評価にトラブルが生じたときに、どこの国で最終的に紛争を解決することになるかも重要である。

81 ガイドライン（Ⅲ　現地鑑定人の選任）

務をしてもらいながら、監査を受けることによって発生した利益相反問題と類似したスキームになることが懸念されるし、後者のケースでは、すでに対象物件が決まっているので、より短い期間での迅速な鑑定評価を不動産鑑定士に求められることになり、結果的に十分な調査や検証ができない危険性も否定できない。

（ｅ）海外不動産投資の鑑定評価の条件

本ガイドライン[82]では、海外投資をする当該国において不動産の適正な鑑定評価がおこなわれるための制度が整備されていることが必要として、以下の３条件を挙げている。

ⓐ鑑定評価をおこなうために必要となる事例資料、対象不動産の物的確認および権利の態様等の確認に必要となる資料ならびに価格形成要因に照応する資料その他不動産市場の動向を示す基礎資料があること。

ⓑ認定または公認された不動産鑑定人の資格・称号を付与し、かつ、不動産鑑定人を指導育成する不動産鑑定人団体が存在していること。

ⓒ認定又は公認された不動産の鑑定評価基準を有し、これを逸脱するなど不正又は不当な鑑定評価がおこなわれた場合には、不動産鑑定人団体により不動産鑑定人の資格・称号の使用停止・剥奪等の指導監督がおこなわれること。

なお、国土交通省が調べた上記ⓐ～ⓒの要件整の８カ国の地域については、表５に明示している[83]。

（ｆ）ガイドラインの課題

本ガイドラインでは、広く投資家保護の観点から、海外不動産の鑑定評価報告書については、基本的には国内不動産鑑定基準で必要とされる記載事項を載せた上で、海外不動産特有の情報について追加的事項の記載を義務付けている。

しかし、一般企業における海外不動産投資については理解できるが、Ｊ－ＲＥＩＴの場合については保有資産の時価評価に不動産鑑定評価書を義務付けているのは世界的には珍

---

82 ガイドライン（XI その他留意事項）

83 表２記載の８カ国の国及び地域はアメリカ、イギリス、オーストラリア、シンガポール、台湾、韓国、ドイツ、香港であり、国土交通省では、これら諸国以外の国での不動産投資が不可との意味ではないとの解説をしているものの、上場ＪＪ－ＲＥＩＴにおいては、事実上この８カ国以外の投資は制約されると解するべきであろう。

しいことである。

本来、ガイドラインは、Ｊ－ＲＥＩＴの運用資産のグローバル化推進を目的としていたはずであるが、国際的な市場間競争が進む中で、他国のＲＥＩＴ市場よりも全般的にきびしい基準となっていた。

そのため、結果的にＪ－ＲＥＩＴの事務負担やコスト増につながり、国際的な競争力向上においてはマイナス要素であった。

また、不動産鑑定士に対しては、海外現地の不動産事情に精通してないゆえに、現地で公認された資格を有する現地鑑定人の利用を求めながら、原則として責任はすべて不動産鑑定士が負う形でよいのか、他国のＪ－ＲＥＩＴ制度や不動産鑑定制度とも比較検討の上で議論する余地があるのではないかともいわれた。

（３）東証の上場規定改正

東京証券取引所は、国土交通省のガイドライン決定によるＪ－ＲＥＩＴによる海外不動産投資のための枠組みが整備されたことを受けて、Ｊ－ＲＥＩＴに対する海外不動産への投資制約解除にともなう対応のために、有価証券上場規定等の一部改正をおこない、２００８（平成２０）年５月１２日以降実施に踏み切った。

主な改正点は、次の３点である。

①対象不動産の範囲の拡大

海外における不動産等及び不動産関連資産をＪ－ＲＥＩＴの保有資産となる不動産等および不動産関連資産の対象にそれぞれ含めることとした（有価証券上場規定（以下、「規定」という。）第１００１条第３２号から第３４号まで）。

②運用体制等に関する報告書記載事項の追加

海外不動産へ投資をおこなうＪ－ＲＥＩＴは、「不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書」において、海外不動産への投資姿勢（投資をおこなう理由を含む）、海外不動産に投資する際の指針（投資する地域、投資する割合、投資の形態等）、海外不動産への投資に対する運用体制及びリスク管理体制並びに海外不動産に係る情報の適時開示体制等について記載することになった。

③Ｊ－ＲＥＩＴの適時開示に係る軽微基準の追加

規約または投資信託約款の変更を決定した場合および「金融商品取引法」に基づき内閣総理大臣等へ届出をおこなうことを決定した場合の適時開示について、軽微基準を設けた（規定第１２１３条第２項第１号､有価証券上場規定施行規則第１２２９条第１項第１号、第２号等)。

この中で、②の報告書記載事項の追加については当然ではあるが、問題は他国にはない海外不動産への投資運用の体制及びリスク管理体制と海外不動産情報の適時開示体制の義務化による投資法人の事務負担増である[84]。

すでに、Ｊ－ＲＥＩＴの情報開示規定に関しては、有価証券報告書や「金商法」、証券取引所等による商品の情報開示義務が錯綜している中で、さらに海外不動産投資についても詳細な内容の開示を求めることは他国のＲＥＩＴに比較して、大きなコストアップを招きかねなかった。

この点については、国土交通省がガイドライン案を発表した後のパブリックコメントにおいても、業界団体である（社）不動産証券化協会等から指摘されていた。

そこで、適時開示の緩和策として③の軽微条項が盛り込まれたが、実際にはどの程度軽減されたかは不明である。

（４）残された課題

本ガイドライン策定と東証の規定改正によりＪ－ＲＥＩＴおよび私募ファンドの海外不動産投資をする際の鑑定評価基準が明確になったことは、Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産運用に道を開くものとして高く評価できた。

しかし、これによって制度的不備がすべて解消したわけではなかった。

Ｊ－ＲＥＩＴがＬＰＳや現地法人等を通じた海外間接不動産投資をおこなう場合の、５０％以下という出資規制[85]では、現地出資先を探さなければならないし、現地法人からの配当等も減価されるので、コストアップ要因となる。

すでに先行して海外投資の自由化を進めている米豪等の他国Ｊ－ＲＥＩＴ市場と比較し

---

[84] Ｊ－ＲＥＩＴの海外不動産投資が認められているアメリカおよびオーストラリア、香港等ではそれぞれの国内法による一般的な開示項目の規定は存在するが、海外不動産投資についての規定はない。また東証のように証券取引所の上場規則として海外不動産投資に関する特別な開示規定も存在しない。

[85] 租税特別措置法 67 条の 15 項第 2 項

て厳格な不動産鑑定条件を不動産鑑定士に負わせることは現実的ではないので、海外の不動産鑑定の専門家団体間において交流や技術提携を進めて、相互主義の観点から内外の専門家間の役割分担の調整が合理的な形で進むことが望ましいといわれていた。

また、Ｊ－ＲＥＩＴの本格的な海外不動産への投資がおこなわれるためには、日頃から日本の不動産鑑定士と海外現地鑑定人の間のコミュニケーションやネットワークが構築されていることも必要であった。

国内外のＪ－ＲＥＩＴ市場や不動産市場は、アメリカのサブプライム・ローン問題に端を発した世界的な不動産市場の下落や不動産向け金融機関の融資の急激な収縮によって、大変厳しい環境にあった。

国内の不動産流動化ビジネスで成長してきた新興不動産会社が相次いで経営破綻していた中で、Ｊ－ＲＥＩＴよりも規模が大きい私募ファンド[86]に対する金融機関の融資規制も強化されているとの報道がなされた[87]。

Ｊ－ＲＥＩＴを取り巻く環境が非常に悪化していたが、国内市場は、調整局面にある中での海外投資解禁により、これまで国内になかった魅力的な収益不動産への投資が可能となったので、投資家に対して魅力的な商品を提供することで内外の投資を呼び込み、Ｊ－ＲＥＩＴ市場の活性化に寄与することが期待された。

Ｊ－ＲＥＩＴが海外不動産を実際に組み入れた時には、上場規定の改定に関するパブリックコメントなどの指摘もあり、軽微基準を設けるとされるＪ－ＲＥＩＴの適時開示義務も、どの程度の軽減効果があるかは不明であった。

しかしながら、既存の「金商法」、「投信法、「投信協会規則」等における決算短信、有価証券報告書や運用体制報告書等の各種報告業務に海外不動産の情報開示がくわわるので、海外不動産への投資は Ｊ－ＲＥＩＴのコスト高を招くことになるとの指摘もあった。

したがって、Ｊ－ＲＥＩＴの運用資産のグローバル化の推進には、これらのコスト増を上回る好収益不動産を発掘する国際的なマーケティング調査能力や情報チャンネル構築が必要であるといわれていた。

---

[86] 不動産証券化協会によるアンケート調査では 2007 年 12 月末現在の不動産私募ファンド運用資産残高は 11.8 兆円とＪＪ－ＲＥＩＴよりも格段に規模が大きい。

[87] 金融機関の不動産向け融資の圧縮の動きについては、『週刊エコノミスト 2008 年 9 月 2 日号』記載の特集記事、友田「銀行の「厳格化」、縮不動産融資」［2008］、宮川〔2008〕「新興不動産「経営不安」の瀬戸際」〔2008〕に詳しい。

第四章　上場不動産投資信託の規制緩和

１　投資信託に関する法改正

１９９８（平成１０）年に創設された投資法人制度は、２０００（平成１２）年の制度改正により特定資産に不動産が追加されて以降、不動産を主な対象とする資産運用型の投資導管体として利用されてきた。

上場不動産投資法人（Ｊ－ＲＥＩＴ）として４０銘柄以上が東京証券取引所に上場されており、また、投資法人形態での私募ＲＥＩＴの組成も活発におこなわれている。

「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下、投信法）制度が、２００２（平成１３）年にスタートし、順調に市場拡大が続いたものの、２００７（平成１９）年半ばから調整局面に入り、２００８（平成２０）年のリーマン・ショック後は、資金調達が困難な状況に陥った。

本来は、安定的にキャッシュフローを生み出す不動産という原資産に裏付けた商品Ｊ－ＲＥＩＴにもかかわらず、導管性維持のために配当可能利益の９０％以上が配当に回されることから、財務面の構造的な脆弱性を抱え、金融・資本市場の動向に大きな影響を受ける問題点が指摘されていた。

また、世界金融危機によって、投資法人制度スタート時点では想定されていなかった問題点、すなわち

①資本政策手段の制約等に起因する財務基盤の脆弱性、

②スポンサー企業依存による投資主との利益相反の懸念、

③内部関係者によるインサイダー取引がおこなわれる危険、

が顕在化したことから、Ｊ－ＲＥＩＴの

①財政基盤の安定化、

②投資家の信頼を得る取引の透明性確保、

③合併促進の制度改正や資金調達の多様化、

のための制度改正が検討されてきた。

その後、２０１３（平成２５）年6月１９日に公布された「金融商品取引法の一部を改正する法律(平成２５年法律第４５号)（以下「改正法」)による「金融商品取引法」(以下「金商法」)及び「投資信託および投資法人に関する法律」(以下「投信法」)の改正は、金融審議会金融部会に設置された「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グル

ープ」が２０１３（平成２４）年１２月に取りまとめた「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」(以下「WG 最終報告」)に基づいた大幅な改正であった。

この改正のうち、投資法人法制の見直しに関しては、公布の日から起算して１年６カ月（２０１５（平成２６）年１２月)、インサイダー取引規制の導入については、同じく１年以内（平成２６年６月）に政令で施行されることが決まった。

この「投信法」改正は、これまで成長が期待されながらも上記制度上の制約から、伸び悩んでいたＪ－ＲＥＩＴに対するWG最終報告に基づく戦略的な支援策である。

本論文では、２０１３（平成２５）年「金融商品取引法等の一部改正する法律」における「投信法」および「投資法人に関する本改正事項」のうち、Ｊ－ＲＥＩＴの資本政策面での制度改正と新設されたインサイダー取引規制に焦点をあてて考察する。

２　資本政策手段等の多様化

（１）ライツオファリング[88]の導入

（ａ）改正の概要

金融危機後の投資口価格の低迷の下で投資者間の公平性に配慮した増資手法の必要性が指摘されてきたことを受けて、投資法人によるライツオファリングの実施を可能とするため、株式会社における新株予約権に相当する新投資口予約権の制度が創設されることになった。

---

[88]新株式予約権無償割当ては、英語では「ライツオファリング」とも呼ばれ、既存株主の保有株式数に応じて、当該上場会社の株式を、一般的に市場価格よりも低い価格で購入できる新株予約権を無償で割当てる増資手法である。公募増資や第三者割当増資は、ある一定の投資家のみに新株が配分されるため、株式価値の希薄化と需給悪化懸念で株価が大きく下落することが多く、既存投資家は損失を被ることが多いのが特徴である。一方でライツオファリングは、割当てられた新株予約権を権利行使、または売却することも可能になっている為、持ち分の希薄化による不利益が生じにくいのが特徴である。そのため、WG 最終報告においても資本政策手段の具体策としてJ－REITへの導入を提言していた。

Ｊ－ＲＥＩＴによるライツオファリングとは、既存投資者全員に新投資口予約権（ライツ）を無償で割り当てるという増資手法である。

投資口を取得する権利が既存投資者にその持分割合に応じて与えられるため、希薄化懸念の緩和に役立ち、既存投資者の公平な取扱いにも配慮したものとされている。

（ｂ）改正条項

改正法による改正前の「投信法」において、Ｊ－ＲＥＩＴの増資による資金調達手法は、投資口を引き受ける者の募集の方法による場合(公募増資等)に限定して規定されており(投信法 82 条)、Ｊ－ＲＥＩＴにおいては株式会社における新株予約権に相当する枠組みは存在しなかった。

そのため、株主に対するライツオファリング（新株予約無償割当）に相当する方法による資金調達は、実施不可能であった。

Ｊ－ＲＥＩＴは、本来は資産運用の対象資産である不動産から算出される純資産価額が投資口の価格を裏付けるはずであったが、Ｊ－ＲＥＩＴの投資口の市場価額は、金融・資本市場の影響を受けて、純資産価額と乖離しているケースが多かった。

Ｊ－ＲＥＩＴが公募増資等により資金を調達する場合、公正な金額「(投信法)８２条６項)による増資であり、原則として、払込金額決定前の発行済投資口の市場価額に近接することが必要とされた[89]。

それゆえ、純資産と大きく乖離した価額での公募増資等の可能性があり、その場合、既発行投資口が希釈化し、当該増資の引き受けをおこなわない既存投資主の権利が毀損して、公平性が維持できない。

したがって、事実上公募増資等が困難となるので、既存投資主の利益にも配慮した増資方法としてライツオファリング導入の必要性が指摘されていた[90]。

ライツオファリングに関連する具体的な改正事項は、下記の通りである。

ⓐライツオファリング実施を可能とするため、新株予約権に類似する「新投資口予約権」創設（｛改正投信法｝第２条)。

ⓑ新投資口予約権の内容として主に次を規定（「改正投信法」第８８ 条の２)。

ⒸⒸ新投資口予約権行使に際して出資される財産は金銭に限定する（第２号)。

---

[89]東京地裁判決　平成 22 年 5 月 10 日(金融・商事判例 1343 号 21 頁)
[90]『WG 最終報告』(2013) 11 頁

ⓓ一定の事由が生じた場合の取得条項をつけることができる（第４号イ～ハ）。

ⓔ取得条項行使時の新投資口予約権取得対価は金銭に限定する（第４号二）。

（※）新投資口予約権の行使価格の水準に関しては、特段制限する規定は置かれていない。

無償割当をおこなう場合に限り、新投資口予約権を発行できることとされたほか、その行使期間には上限（３か月）を設ける（「改正投信法」第８８ 条の４）。

ⓕ新投資口予約権は、譲渡可能であり、譲渡制限を付すことはできない（「改正投信法」第８８ 条の６）。

ⓖ自己新投資口予約権は、消却可能（「改正投信法」第８８ 条の１２）。

ⓗ新投資口予約権の発行は、役員会の決議による（「改正投信法」第８８ 条の１４）。

ⓘ自己新投資口予約権の消却のほか、新投資口予約権の行使ができなくなったときは、当該新投資口予約権が消滅する（「改正投信法」第８８ 条の２０）。

（２）損失の処理（無償減資）

未処理損失が発生していることにより、出資総額等の合計額が純資産額を超える場合において、出資総額等から純資産額を控除して得た額を損失と定義し、この損失を金銭の分配に係る計算書において出資総額等から控除することで処理することを可能とする（「改正投信法」第１３６ 条第２項）。

この損失の処理は、金銭の分配に係る計算書によりおこなわれることから、損失の処理は、当該計算書の役員会の承認を要する（「改正投信法」第１３１ 条第２項）。

損失の処理の出資総額等からの控除の方法については、利益超過分配や払戻しの場合の規定をふまえ、内閣府令で定める予定とされた。

（３）自己投資口の取得

それまで、Ｊ－ＲＥＩＴは、自己の投資口の取得を厳格に制限されていたが、金融危機後にＪ－ＲＥＩＴの投資口価格のボラティリティが拡大したことや投資口価格が長期間にわたって低迷したこと等をふまえて、金融・資本市場の動向が、投資口価格に与える影響を緩和する手段として、自己投資口取得の解禁が望まれていた[91]。

---

[91]『同上』（2013）11 頁、また当局担当者の意見としては『不動産証券化ジャーナル Vol.14.2013 年 8 月号』[2013]18 頁における金融庁総務企画局市場企画官横尾光輔氏へのインタビューでは「…US Ｊ－ＲＥＩＴは税法上の恩典が与えられてはいても成り立ち

自己投資口の取得禁止の例外として、規約において投資者との合意により当該投資法人の投資口を有償で取得することができる旨を定めた場合を追加する。

なお、自己投資口取得が可能となる投資法人が投資として運用する「政令で定める特定資産」は、不動産等を規定する予定である（「改正投信法」第８０ 条第１項第１号）。

取得した自己投資口は、相当の時期に処分又は消却をしなければならない（「改正投信法」第８０ 条第２項）。

上記の自己投資口の取得をおこなう場合には、そのつど、役員会の決議によって取得する投資口の口数や対価（金銭に限る）の総額を決定しなければならない（「改正投信法」第８０条の２第１項及び第３項）。

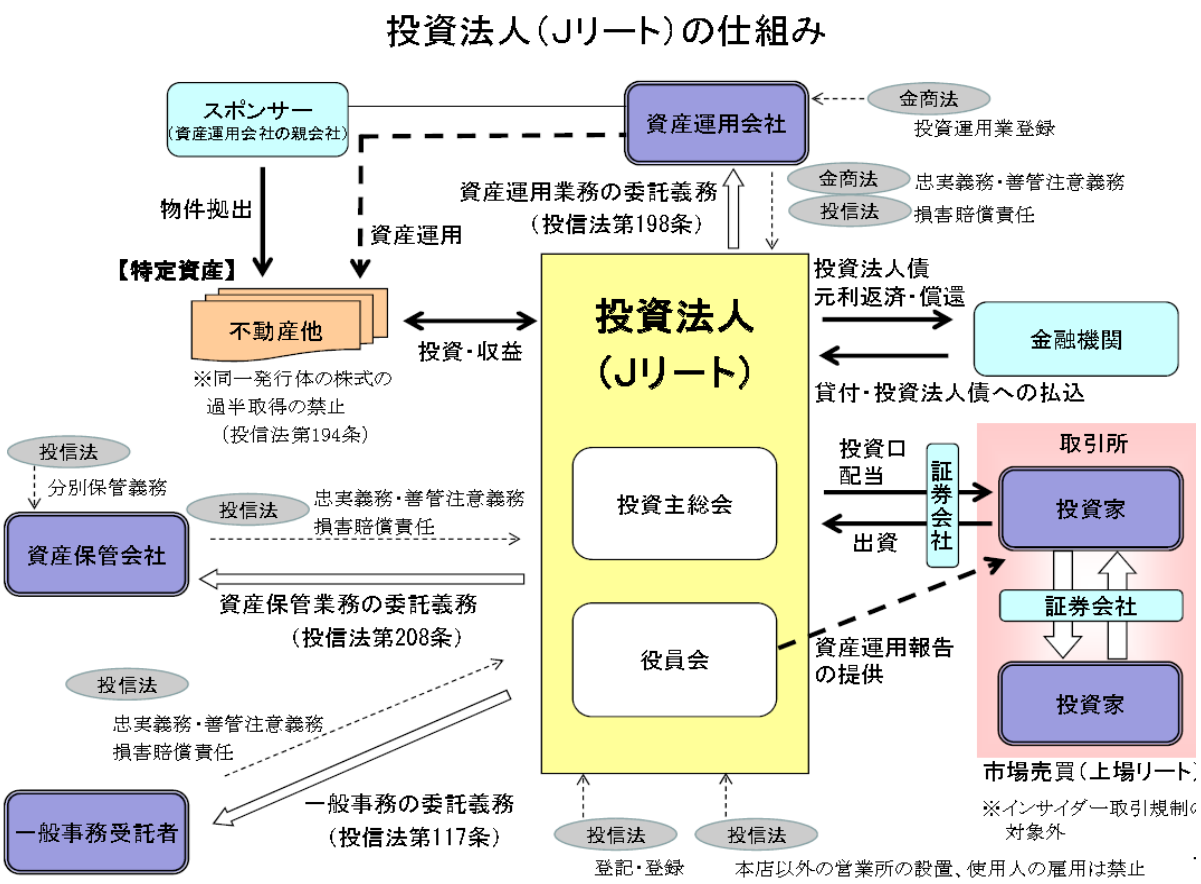
その投資口の取得にあたっては、利益超過分配と同様に、取得金額の上限は設けないが、純資産額から基準純資産額を控除して得た額を超えて取得することはできない（「改正投信法」第８０ 条の２第２項）。

上記の取得を市場取引等においておこなう場合には、あらかじめ取得する投資口の口数、取得総額や取得することができる期間（１ 年を超えることができない）を役員会の決議にて決定しなければならない（「改正投信法」第８０ 条の５）。

投資口の消却をしたときの出資総額等からの控除の方法については、利益超過分配や払戻しの場合の規定をふまえ、内閣府令で定める予定であるとされた。

図.4　投資法人（Ｊ－ＲＥＩＴ）の仕組み

は一般の事業会社に等しいからです。対するＪＪ－ＲＥＩＴ（ママ）は、一般の事業会社を導管体化するための税の恩典を直接与えるのではなく、投資法人という仕組み法を作り、投資ビークルとして位置付けたという出自の違いがあります。」と説明している。



出所）金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」参考資料　金融庁　www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryou/.../03.pdf

（４）簡易合併要件の見直し

吸収合併存続法人における吸収合併契約に関して、吸収合併存続法人の投資主総会の承認を要さないこととなるための要件を、吸収合併消滅法人の投資主に対して交付する吸収合併存続法人の投資口の総口数が、発行済投資口の総口数の５分の１を超えない場合とする（「改正投信法」第１４９　条の７第２項）。

３　投資家の信頼を高める意思決定確保の仕組み

資産運用会社が投資法人の委託を受けておこなう当該投資法人の資産の運用の一環で、当該投資法人と当該資産運用会社の利害関係者との間で、不動産等の取得・譲渡・貸借の取引をおこなう場合には、当該資産運用会社は、取引の事前に当該投資法人の同意を取得しなければならないことされた（「改正投信法」第２０１　条の２第１項）。

この場合における利害関係者とは、「改正投信法」第２０１ 条第１項に規定する「利害関係人等」とされている。

投資法人が、この同意を与えるにあたっては、当該投資法人の役員会の承認を受けなければならない（「改正投信法」第２０１ 条の２第２項）。

当該投資法人の資産におよぼす影響が軽微であると認められる取引まで事前同意の対象とする必要性は乏しいことから、事前同意の対象外となる軽微な取引を内閣府令において定める予定とされた。

４　インサイダー取引規制の導入

従来、Ｊ－ＲＥＩＴが発行する投資証券の取引は、原則としてインサイダー取引規制の適用対象外とされてきた。

しかし、実際には、Ｊ－ＲＥＩＴによる公募増資や、大口テナントの退去、業績予想の修正、スポンサー企業の異動といった情報の発表の前後で投資口価格が大きく変化している事例もあり、こうした情報が公になる前に知り得る特別の立場にある者が当該情報を知って取引をおこなえば、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼が害されるおそれがあるとの指摘があった。

これらをふまえて、この改正では、投資証券の取引について、インサイダー取引規制を導入することになったが、以下に述べるように、幾つかの重要な点で投資法人の特性をふまえたものとなっている。

（１）会社関係者の範囲

投資法人の「会社関係者」等による投資証券等の取引について、インサイダー取引規制を導入（「改正金商法」第１６６ 条）。

[会社関係者の範囲]:「会社関係者」となる者の主な範囲は以下のとおり（同条第１項）。

なお、不動産等一定の特定資産に対する投資として運用することを目的とする投資法人以外の投資法人(Ｊ－ＲＥＩＴ)の発行する有価証券は、政令で除外する予定である。

①投資法人、資産運用会社及び特定関係法人（詳細下記）の役員等、

②投資法人の投資主、資産運用会社及び特定関係法人に対して会計帳簿閲覧請求権を有する株主等、

③投資法人(Ｊ－ＲＥＩＴ)、資産運用会社及び特定関係法人との契約締結者、

いわゆるスポンサー企業のうち、その関係者が「会社関係者」となる「特定関係法人」は、

①資産運用会社を支配する会社（親会社)、又は

②資産運用会社の利害関係人等（「改正投信法」第２０１条第１項）のうち、特定資産の価値に重大な影響を及ぼす取引をおこない、又はおこなった法人として政令で定めるものとする（「改正金商法」第１６６ 条第５項)。

（２）重要事実の内容

重要事実は、投資法人に関する事実のほか、資産運用会社に関する事実も含む（「改正金商法」第１６６ 条第２項)。

投資法人に関する事実は、「金商法」の重要事実と同様の事項のうち投資証券等の取引に影響を及ぼすもののほか、資産運用に関連する事実を重要事実として規定する。

また、資産運用会社に関する事実も、投資者の投資判断に影響を及ぼすもの（投資法人から委託を受けた資産の運用に影響を及ぼすもの）を重要事実として規定する（同項第９号から第 14 号。)。

法律で規定した事実に準ずる事実を政令で定める予定であり、また重要事実に関する軽微基準を内閣府令で定める予定とされた。

①投資法人の決定事実・・・資産運用委託契約の締結又は解約、投資口を引き受ける者の募集、投資口の分割、合併等（「改正金商法」第１６６ 条第２項第９号）

②投資法人の発生事実・・・災害に起因する損害又は業務遂行過程での損害等（同項第１０ 号）

③投資法人の決算情報等に係る予想値等の差異の発生（同項第１１ 号）

④資産運用会社の決定事実・・・資産の運用（投資法人による特定資産の取得・譲渡・貸借がおこなわれることとなるもの)、資産運用委託契約の解約、合併等（同項第１２ 号）

⑤資産運用会社の発生事実・・・登録取消し、特定関係法人の異動等（同項第１３ 号）

⑥バスケット条項（同項第１４ 号）[92]

[92]バスケット条項（インサイダー取引規制における）とは、重要事実のなかで決定事実、発生事実、売上等のほかに「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」と規定されている部分を指す。具体的な類例に当てはまらなくても、投資者の投資判断にいちじるしい影響があれば(その意味では株価が動きそうな材料であれば）全て重要事実と見なされることになるので

公表の主体を重要事実の類型に応じて規定（「改正金商法」第１６６ 条第４項)。

具体的には、それぞれ以下の主体による発表がされた場合に「公表がされた」ものとする。

①投資法人の決定事実及び決算情報等に係る予想値等の差異の発生については、投資法人、

②資産運用会社の決定事実については、資産運用会社、

③その他の重要事実については、投資法人又は資産運用会社

（３）その他

投資法人の役員及び資産運用会社の役員について、売買等に関する報告書の提出及び短期売買利益の返還に係る義務等を創設する（「改正金商法」第１６３ 条から第１６５ 条まで)。

公開買付等関係者による投資証券等の取引についてのインサイダー取引規制を、政令以下で導入するための法改正を実施する（「改正金商法」第１６７ 条)。

５　その他の施策

（１）海外不動産取得のための過半議決権保有制限の見直し

投資法人が海外不動産について、当該海外不動産が所在する国の法令の規定その他の制限により、その取得・貸借等の取引ができない場合、過半議決権保有制限の例外を認める（「改正投信法」第１９４ 条第２項)。

「・・・取引ができない場合」の具体的要件は、政令で規定する。この場合において、過半議決権を超えて取得することができるのは､「専らこれらの取引を行うことを目的とする法人」の株式に限る。

（２）投資口発行差止請求制度の導入

「会社法」においては、株式の発行が著しく不公正な方法によりおこなわれる場合における株式の発行の差し止め請求が認められているのに対して（「会社法」２１０条)、改正法による改正前の「投信法」においては、株式発行差し止め請求に関する条項（同条）が準

注意が必要である。

用されていなかったため、投資口の発行条件が公正な金額でない場合等においても、同条を根拠とする投資口の発行差止請求をすることができなかった。

また、「会社法」第３６０条（株主による取締役の行為の差止）の準用規定（「投信法」第１０９条）を根拠として投資者の差止請求を許容した判例もあるが、この改正では、「投信法」第８４条１項において、「会社法」第２１０条を新たに準用することになった。

「会社法」第２１０ 条の準用を追加することにより、投資者が投資法人に対し投資口の発行の差止めを請求できることとする。なお、株式会社と異なり、投資法人においては、自己投資口の処分は投資口の募集とは扱われていないことから、自己投資口の処分は、差止め請求の対象とはしない（「改正投信法」第８４ 条第１項）。

「会社法」第２１０ 条の場合と同様に、投資口の発行が法令または定款に違反する場合と、著しく不公正な方法によりおこなわれる場合に、差止め請求の対象となる。

（３）投資者総会開催に係る公告規制の緩和

一定の日及びその日以後、遅滞なく、投資主総会を招集する旨を規約で定めた場合には、投資者総会開催に係る公告規制を緩和する。

具体的には、当該規約の定めにしたがって開催された直前の投資主総会の日から、２５カ月を経過する前に開催される投資主総会（当該規約の定めによらずに臨時に開催されるものも含む）について、２ カ月前招集公告を不要とする（「改正投信法」第９１ 条第１項但し書）。

「一定の日」は、1 回限りではなく、（たとえば、２ 年程度の間隔で）複数回定めることを想定している各投資法人の規約において、「一定の日」を、たとえば、「平成 XX 年６ 月の第３ 月曜日」というように規定し、これを２ 年程度の間隔で複数回定めれば、すべての投資主総会について２カ月前招集公告を不要とすることも可能である。

（４）役員任期の合理化

改正前の執行役員の任期は、旧「商法」の規定を踏まえ、２年を超えることができないとされている（改正法による改正前の「投信法」第９９条）。

そのため、役員選任の投資主総会たびたび招集し、しかも期日が前倒しにならざるをえないなど、実務的に支障があるとの実務家からの意見に対応して任期期間の条件を合理化したものである。

一定の日及びその日以後、遅滞なく、投資主総会を招集する旨を規約で定めた場合には、執行役員の任期が２ 年を超えることを認める（「改正投信法」第９９ 条第２項)。

具体的には、投資者総会の決議によって、執行役員の任期を選任後２ 年経過した日の翌日から、３０ 日以内に開催される執行役員の選任を議案とする投資者総会の終結の時までとすることを可能とする。

当該「投資者総会の決議」は、執行役員を選任する際におこなわれることを想定している。

監督役員の任期についても同様に、４ 年を超えることを認める（「改正投信法」第１０１ 条第２項による第９９ 条第２項の準用)。

６　Ｊ－ＲＥＩＴ市場の成長へ

Ｊ－ＲＥＩＴ市場の成長は、不動産を事業会社のバランスシートから外して事業経営に専念させるという点で実体経済を支える一方で、不動産から得られる収益を投資家に還元する金融商品を提供することで社会に貢献する余地が大きいのにも関わらず、制度上の制約要因などから伸び悩んでした。

本論文で取り上げたＪ－ＲＥＩＴの資金調達･資本政策の多様化に関するこの改定では、ＷＧ最終報告で議論されていた

①自己投資口取得、

②無償減資、

③ライツオファリング等、

は取り入れられたが、

④転換投資法人債(ＣＢ)、

⑤種類投資口の導入、

は保留された。

アメリカのＲＥＩＴでは、上記①から⑤の各手法は認められている。

国際競争の観点からも導入が必要とする意見が多い中、④と⑤が保留となった理由には、Ｊ－ＲＥＩＴが投資導管体であるがゆえに、投資主の運営への関与を最小限とした簡素なガバナンス構造に設定されているので、④のＣＢや⑤種類投資口といったステークホール

ダー間の利害関係が「より高度な投資家間の利害調整が必要になり得る」[93]ことからである。

また事業会社のような調整機能をＪ－ＲＥＩＴに持たせることは、金融商品を発行する導管体から普通の不動産会社にすることと同義であり、その点については慎重に検討する必要があろう。

ともあれ、この改正によって長らく課題となっていたＪ－ＲＥＩＴの資金政策・資本政策の多様性が得られたことはＪ－ＲＥＩＴの財務基盤の改善への寄与が期待される。

[93]『ＷＧ最終報告』（2013）11 頁

第五章　日本銀行とＪ－ＲＥＩＴ

1. 日本銀行のＪ－ＲＥＩＴ投資について

(1)　日本銀行によるＪ－ＲＥＩＴ買入

日本銀行(以下、日銀という)は２０１０（平成２２）年１０月、党時の包括的な金融緩和政策の臨時の措置の一環として公開市場操作において,ETF(上場投資信託)[94]とともにＪ－ＲＥＩＴの買入対策を盛り込み、以後２０１９（平成３１）年１２月現在まで継続している。当初の買入限度額は500億円として設定したが、その後２０１２（平成２４）年４月及び１０月にはそれぞれ買い入れ限度額を100億円づつ増額することを決定し、金融緩和政策の促進強化対策の中に完全に組み込むこととなった。

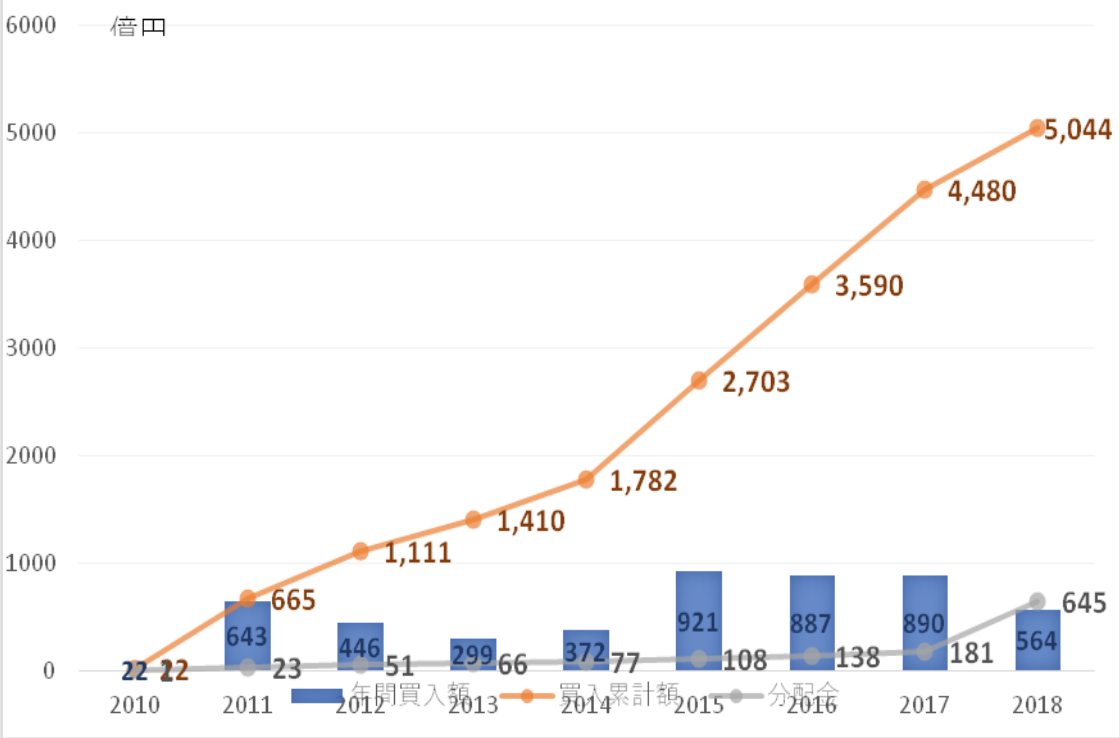
２０１３（平成２５）年４月以降、アベノミクスの量的質的金融緩和政策の推進策として、Ｊ－ＲＥＩＴとＥＴＦの買い入れ方針は継続することが決まった

アベノミクス開始当初のＪ－ＲＥＩＴ買入目標額は年間３００億円とされていたが、２０１４年１０月の金融緩和の追加策では、買い入れ目標額を９００億円と一挙に３倍増させて以降、現在まで目標額は継続維持されている。

---

[94] ETF（Exchange Traded Funds）「上場投資信託」のこと。特定の指数、例えば日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）等の動きに連動する運用成果をめざし、東京証券取引所などの金融商品取引所に上場している投資信託連動する指数は株式だけでなく、債券、REIT（リート）、通貨、コモディティ（商品）の指数もある。投資先も日本から海外に広がり、投資しにくい国と地域と資産に手軽に投資ができる。

グラフ.1 日本銀行の J-REIT 運用・保有額推移(２０１０年～２０１８年)



出所)日本銀行「不動産投資法人投資口（J-REIT）の買入結果」2018 年 1 月 18 日現在

グラフ.1 は日銀が公表しているＪ－ＲＥＩＴの買入結果の数値をグラフ化したものであるが、２０１０（平成２２）年に開始した日銀のＪ－ＲＥＩＴ買入累計額も２０１８（平成３０）年１２月末には５，０４４億円に達している。

柴本（2018）[95]「ETF・REIT 購入は有効先行きの指針意図の明示を」で、「質的緩和は、長期国債・ＲＥＩＴや ETF といった資産の需給バランスを変えることで資産価格を上昇させ、株価のようなリスク資産価格が上昇すると、銀行の自己資本が改善し貸し出しの増加や、リスク資産の購入といったポートフォリオ・リバランスを促し、株式発行している企業は資金調達が容易になる」として、金融市場活性化により、経済活動が刺激されると統計的に確認したとしている。

[95] 柴本昌彦（2018）「ETF・REIT 購入は有効先行きの指針意図の明示を」『黒田日銀　超緩和の経済分析』第 6 章。日本経済新聞社

(2) 日本銀行のＪ－ＲＥＩＴ投資基準と運用益

なお、日銀はＪ－ＲＥＩＴ買入対象に関しては２０１０（平成２２）年１１月に公表した「指数連動型上場投資信託・不動産投資信託買入の概要」の中で下記条件を満たす銘柄に限定されている。

（日銀のＪ－ＲＥＩＴ投資基準）

①格付け[96]が AA 格以上（AA－を含む）という信用力の高い銘柄に限定する。

③ 取引所での売買成立日数が年間２００日以上、年間売買の累計額が２００億円以上。

③投資法人への投資限度額は各投資法人の発行済み投資口の「１０％以内」[97]とする。

このうち、③の条件は日銀が２０１３年に公表した「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」（その後、２０１４年と２０１６年に改定）では、買い入れ対象を「当該投資口を発行する投資法人の債務が、「適格担保取扱基本要領」[98]に定める適格担保基準を満たすものであることを定めている。

なお、投資口５%以上を日銀が保有している２２銘柄については、金融商品取引法の規定により、金融庁に大量保有報告書の提出が義務付けられて公表されている。

この他に報告義務はないが日銀が買入可能な対象となる AA 格の１３銘柄を合わせた３３銘柄が日銀の買入対象となっている。

グラフ.1 記載のごとく、日銀が２０１８（平成３０）年１２月末現在保有するＪ-ＲＥＩＴは時価ベースで 5、０４４億円であり、これは同時期のＪ-ＲＥＩＴ銘柄(６１銘柄)の時価総額１３兆２，４６１億円の３．８％となっており、Ｊ-ＲＥＩＴによる投資収益の累計は６４５億円に達しており、日銀が保有する国債の利払いやＥＴＦの株式配当とともに日銀の国庫納付金として大いに貢献している。

(2) Ｊ－ＲＥＩＴ買入政策の限界

非伝統的な金融政策として開始された日銀によるＪ－ＲＥＩＴの買入と運用はＥＴＦ

---

96 JCR(日本格付け研究所)または R&I(格付け投資情報センター)によるものとし、２０１８年１２月末現在、全６１銘柄中、該当するのは３３銘柄である）

97 ２０１５年１２月以降改訂された基準で、それ以前は「５％以内」とされていた。

98日本銀行「適格担保取扱基本要領
https://www.boj.or.jp/mopo/measures/term_cond/yoryo18.htm/

と同じく既に大胆な金融緩和における手法として定着しており、Ｊ－ＲＥＩＴ市場の育成にも貢献していることから、一定の成果を評価できるものの、Ｊ－ＲＥＩＴの６１銘柄中のうち、信用力と規模の大きい（投資口が大きい）約半分（３３名柄）と限られた銘柄のみへの投資ということであると、いずれＪ－ＲＥＩＴ買入の限界が来ることが確実である。

このまま日銀が投資口の買入を長期間継続することで、多数の銘柄の大口投資主となることは、結果的にＪ－ＲＥＩＴ市場全体の流動性を低下させることにつながることも懸念される。

また日銀の大量保有が結果的に個別Ｊ－ＲＥＩＴの経営への影響を与える可能性がある。ことに、期限を設けずに大手優良とされる特定のＪ－ＲＥＩＴを買い続けることは、日銀の買入対象となる大手Ｊ－ＲＥＩＴと規模と対象外となる中小銘柄との企業間格差を準政府機関というべき日銀の市場介入によって、助長・拡大することは政策として不適切だという批判がある。

当初は緊急経済対策の一環として始まったＪ－ＲＥＩＴ買入政策をいつまで続けるのか、あるいは今後も日銀の金融政策のひとつとして維持していくのか、出口戦略を含めて日銀自身が内外に説明する責任があるし、現行の買入ペースであればその時間的余裕は多くないと思われる。

２　マイナス金利導入の決定

（１）日銀初のマイナス金利

２０１６（平成２８）年１月２９日、日銀は、金融策決定会合において、日銀開設以来初となる前代未聞のマイナス金利の導入を決定した。この決定会合では、総裁・副総裁と審議委員６人の計９人のうち、４人の審議委員が反対票を投じた。

銀行が日銀に預ける一定の当座預金に、２月１６日からあらたに預ける分にマイナス０．１％の金利を付すというものである。

資本主義では、資金借入者が利潤の一部を金利として、資金提供者である預金者に支払う。ところが、マイナス金利というのは、資金を預ける方が金利を支払うというものであり、利潤の一部を利子として支払うという資本主義の大原則を否定するものである。

こうした重要な政策決定会合での僅差による決定というのは、追加異次元緩和を決定し

た２０１４（平成２６）年１０月３１日以来のことである。やらないといった追加異次元緩和や資本主義の大原則を突き崩すような金融政策を僅差で決定するなどということは、中銀としてけっして行ってはならないことである。

日銀当座預金のマイナス金利適用スキームは、銀行が日銀に設定している当座預金を３段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用するというものである。

３段階の階層構造というのは、次の通りである[99]。

＜第一段階＞

基礎残高にプラス０．１％を適用する。異次元緩和のもとで各金融機関が積み上げた既存残高については、従来通り。

＜第二段階＞

マクロ加算残高にゼロ％を適用する。

具体的には、①所要準備額に相当する残高、②金融機関が貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている場合には、その残高に対応する金額、③日銀当座預金残高がマクロ的に増加することを勘案し、マクロ加算額を加算した部分。

＜第三段階＞

政策金利残高にマイナス０．１％を適用する。各金融機関の当座預金残高のうち①②を上回る部分。

＜マイナス金利の継続＞

日銀は、２％の物価安定目標の実現をめざし、これを安定的に持続するために必要な時期まで、「マイナス金利付き質的・量的金融緩和」を継続する。

これがマイナス金利適用スキームであるが、日銀は、階層構造にしても、金融市場にたいしてはマイナス金利としての効果を有するという。

その根拠は、次の通りである。

金利・株価・為替相場など金融取引価格は、ある新しい取引をおこなうことにともなう限界的な損益によってきまる。

マイナス金利がすべての当座預金残高に適用されなくても、限界的な増加部分にかかれ

[99] 日本銀行「『マイナス金利付き量的・質的緩和』の導入」２０１６年1月２９日

ば、新しい取引によって当座預金が増えることにともなうコストはマイナス０．１％である。金融市場では、それを前提として金利や相場形成がなされる。

（２）マイナス金利導入の意図

日銀は、マイナス金利導入の意図について、次のように述べている。

我が国の景気は、企業部門・家計部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用するもとで、ゆるやかな回復をつづけており、物価の基調は着実に高まっている。

もっとも、このところ、原油価格のさらなる下落、中国をはじめとする新興国・資源国経済の先行き不透明感などから、金融市場は、世界的に不安定な動きをしている。

そのため、企業の景況感の改善やひとびとのデフレマインドの転換がおくれ、物価の基調に悪影響がおよぶリスクが拡大している。

こうしたリスクの現実化をふせぎ、物価安定目標を実現するために、「マイナス金利付き質的・量的金融緩和」を導入した。

日銀当座預金金利をマイナスにすることによって、イールドカーブ[100]の起点を引き下げることができる。これに、大規模な国債買い入れとあわせることで、金利全般により強い下押し圧力をくわえることができる。

この枠組みは、従来の「量」と「質」に「マイナス金利」を加えた三つの次元で、追加的な緩和が可能なスキームである。したがって、「マイナス金利付き質的・量的金融緩和」によって、２％の物価安定目標の実現が可能である。

黒田総裁は、２０１６（平成２８）年２月３日に「きさらぎ会」でおこなった講演で、「マイナス金利付き質的・量的金融緩和」は、「これまでの中央銀行の歴史のなかで、おそらく最も強力な枠組みで」あると述べている。

マイナス金利は、緩和手段の限界を露呈しているという批判に対し、「果たすべき目的のために必要であれば、そのために新しい手段や枠組みを作っていけばよい」、「追加緩和の手段に限りは」なく「日本銀行は、今後とも、金融政策手段のイノベーションに取り組」むと述べている。

---

[100] イールドカーブ：yield　curve（利回り曲線）横軸に債券の残存年数（残存期間）、縦軸に最終利回りをとった座標に、各債券の残存年数と最終利回りに対応する点をつないだ曲線のこと。

（３）諸外国のマイナス金利

２０１２（平成２４）年７月に世界で最初にマイナス金利を導入したのは、デンマーク国立銀行である。それは、ユーロにたいするデンマーク・クローネ高を抑制するためである。

デンマークでマイナス金利政策という禁じ手が導入されると、各国中央銀行は堰を切ったように続いた。

２０１４（平成２６）年６月に欧州中央銀行（ＥＣＢ）が、マイナス金利政策を導入したが、この時期に相前後して、スイス国立銀行やスウェーデン・リスクバンクも採用した。

スイス国立銀行は、２０１５（平成２７）年１月に対ユーロで設定していた自国通貨の上限を撤廃すると、スイス・フランが暴騰する「スイス・フラン・ショック」に見舞われた。そこで、同月にマイナス金利政策が導入されるとともに、為替介入がおこなわれるようになった。

このように、ユーロを導入しないヨーロッパの中で強い通貨を有する国々の中央銀行が相次いでマイナス金利の採用に追い込まれたのは、自国通貨が対ユーロで上昇することを回避するためであった。

スイスでは、マイナス金利にもかかわらず、２０１５（平成２７）年に消費者物価上昇率が１．１％低下した。しかも、通貨高をおさえることはできなかった。

デンマークでは、通貨高がおさえられたものの、住宅ローン金利の低下やマイナス金利の住宅ローンまで登場し、不動産バブルが発生したので、２０１５（平成２７）年１１月から不動産融資規制をおこなっている。

スウェーデンでも、不動産価格の上昇が続いている。

マイナス金利政策は、動産・住宅価格を上昇させる役割を果たしている。

（４）マイナス金利政策の評価

日銀によるマイナス金利政策の導入にたいする海外の反応にはきびしいものがある[101]。

２０１６年2月２９日のアメリカのウォールストＪ－ＲＥＩＴ・ジャーナル（電子版）は、社説でマイナス金利の効果に疑問を呈し、次のように批判している。

「黒田東彦総裁は金融市場に与えるサプライズを使い果たした。」

「安倍晋三首相が取り組む構造改革も時間切れになっている。三年間、財政出動で浪費

101 「日本経済新聞」２０１６年1月３１日記事。

した。」

イギリスのファイナンシャル・タイムズは、「日本がマイナス金利クラブに加入」したが、「新たな通貨安競争の懸念を引き起こす可能性がある」と指摘している。

日本でも、全国地方銀行協会の中川洋常務理事などから、きびしい批判が出されている[102]。

「日銀の異次元緩和という金融政策の行き詰まりは、誰の目にもあきらかである。

それにもかかわらず、日銀は、当座預金へのマイナス金利を導入し、市中金利のさらなる低下をうながそうとしているが、金利はすでに超低水準にある。押し下げの影響は、かぎられている。

焦燥感にかられる金融政策が、冒険主義的な性格をいっそう濃くした印象すらある。

日銀は、国会などでマイナス金利の導入可能性を否定していた。「考えていない」といっておいて、直後に一転、サプライズにはなる。だが、日銀の言葉は、いずれ国民に信用されなくなる。

異次元緩和についても「所期の効果を発揮している」と繰り返し、それで「物価の基調は着実に上昇している」といっていた。そこへ突然のマイナス金利の実施である。

いくら期待への働きかけを意識しているにしても、説明が場当たり的になってはいけない。」

この中川氏の批判は、まさに日銀の量的・質的金融緩和なるものの致命的欠陥を正確に指摘している。

ニッセイ基礎研究所の上野剛志氏も、同じようにきびしく批判している[103]。

歴史の浅いマイナス金利は、効果とリスクに未知数な部分が多いので、影響を注視していかなければならないことは事実である。

とはいえ、それ以前の問題として、２％という異次元緩和の目標自体が高すぎることで、日銀がリスクの高い方へと追い詰められていっている印象を受ける。

黒田日銀総裁が国会で「マイナス金利は検討していない」と発言した件についても、君子豹変ということなのかもしれないが、市場との対話という点で大きな問題を残したといえるだろう。

今回の事例は、市場参加者にとって、黒田日銀総裁の発言を真に受けることのリスクが

---

102 「日本経済新聞」２０１６年２月５日

103 「Weekly エコノミスト・レター」２０１６年２月５日

高いことを再認識させた。金融政策をめぐる市場の観測は、今後、不安定化しやすくなったと考えられる。

日銀にとっても、期待への働きかけがきびしくなったといえるだろう。

このように、マーケット関係者によるマイナス金利への批判には、手厳しいものがある。

（５）金融政策決定会合での議論

①賛成意見

金融政策決定会合では、賛否が分かれた[104]。

マイナス金利の導入に賛成する審議委員は、次のような考え方であった。

金融市場の不安定な動きなどによって、企業のコンフィデンスの転換が遅れ、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大しており、その顕現化を未然に防ぐ必要がある。

したがって、２％「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するためには、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することが望ましい。

というのは、追加金融緩和によって、リスクの顕現化を防ぎ、２％の物価安定目標に向けたモメンタムを維持することが必要だからである。

国内経済の好循環を中断させることなく、さらに推進すべき正念場の時期に、金融政策の信認を保つためにも、追加金融緩和措置によって補強するとともに、将来の緩和手段の選択の余地を広げることが適切である。

日本銀行は、理論的な可能性として、同じ量であれば、付利を引き下げた方がポートフォリオ・リバランス効果[105]を高め、より強い効果があると指摘してきた。

金融緩和の手段としては、量の緩和、質の緩和、金利の引き下げという三つの考え方がある。金利をさらに引き下げるということについては、さまざまな議論がある。

しかしながら、ヨーロッパ諸国の経験から、効果や実務的な問題についても適切に運営されるだけの知見が集約されているとかんがえられる。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、「量」・「質」・「金利」の三つの次元で、追加金融緩和の余地が十分にあるということを示している。

---

104 日本銀行「金融政策決定会合における主な意見」２０１６年２月８日

105 中央銀行が政策目標を達成するために政策金利やマネー・ベースを変更し、民間セクターに投資ポートフォリオを変更させる時の、その波及効果のこと。
民間セクターがポートフォリオ・バランスを変更することで、結果として政策目標を達成することを狙う。

すなわち、イールドカーブの起点を引き下げることで、大規模な長期国債の買い入れとあわせて、予想実質金利をさらに引き下げることができる。

日銀当座預金のすべてではなく、一定額以上マイナス金利を適用する階層構造方式によって、金融機関への過度の負担を回避し、金融緩和効果を強化することができる。

この階層構造は、限界的な金利をマイナスとしつつも、金融機関の収益に過度の圧迫をくわえて、金融仲介機能が低下することがないように設計されている。

②反対意見

マイナス金利の導入に反対した審議委員は、次のような考え方であった。

国際金融・資本市場の不安定な動向から、リスクが低下するという状況はみられないものの、ただちに政策対応が必要とされるような情勢でもない。

こうした中で、マイナス金利を導入すると、マーケットにかえって金融政策の限界を印象付けてしまうことが懸念される。

我が国の経済と物価の基調は悪化しておらず、金融緩和の度合いからみて、追加金融緩和を正当化する理由はなく、現状を維持すべきである。

２０１５（平成２７）年１２月の量的・質的金融緩和を補完するための措置を導入した直後のマイナス金利の導入は、国債などの資産買い入れの限界と受け止められるほか、複雑な仕組みは混乱・不安を招く恐れであり、かえって、金融緩和効果を減衰させる恐れがある。

現状は、大がかりな金融政策の変更をおこなうタイミングだとは考えられない。

大量の国債買い入れが意図するポートフォリオ・リバランスは、国債と当座預金の交換に留まる可能性が高い。

国債のイールドカーブをさらに引き下げても、民間の調達金利を低下させる余地は限られ、設備投資の増加も期待できない。

とりわけ、国内の経済・物価の情勢は安定しており、また金融市場の不安定性も深刻でないため、現時点での追加金融緩和は必要ではない。

さらに、マイナス金利導入は、金融機関の国債売却意欲を低下させ、国債買い入れ策の安定性を損ねるとか、金融機関の収益性をさらに悪化させ、金融システムの潜在的な不安定性を高めるなどの問題があり、危機（パニック）時の対応策として温存すべきである。

重要な問題は、マネタリーベースの増加目標の維持とマイナス金利導入は、理論的整合

性を欠如しているということである。テーパリング（出口戦略）とあわせて実施すべき政策である。

また、マイナス金利は、実体経済への効果のわりに、市場機能や金融システムへの副作用が大きく、効果と副作用のバランスを欠いている。

今後、一段のマイナス金利引き下げへの催促相場に陥る恐れがあり、金融機関や預金者の混乱・不安を高め、２％という物価目標の達成への理解が乏しいなかで、誤解を増幅する恐れがある。

国際的にみても、すでにマイナス金利を導入しているヨーロッパ諸国の中央銀行とマイナス金利競争に陥ることが懸念される。

より深刻な問題は、中長期国債の利回りをマイナス化させることによって、日銀だけが国債の最終的な買い手となり、マーケットから財政ファイナンスとみなされるリスクが高まることである。

２　マイナス金利の影響

（１）ゼロ金利制約

黒田氏は、マイナス金利政策について、２０１６年２月３日にきさらぎ会でおこなった講演で次のように述べている。

マイナス金利、すなわち金利がマイナスということは、お金を借りると利息がもらえ、逆にお金を貸すと利息を払わなければならないということである。したがって、自然な金融取引では、このようなことが発生することは考えられない。

金利というのは、お金を貸しても、それ以上儲からないところ、すなわち０％が下限となるはずである。これが金利のゼロ制約（ゼロ金利制約）といわれるものである。

したがって、リーマン・ショック以降、各国中央銀行が非伝統的な金融政策を遂行してきたものの、最後の壁となったのがゼロ金利制約であった、だが、ヨーロッパ諸国では、金利を０％以下に引き下げている。

ヨーロッパ諸国の中銀は、いかにしてゼロ金利制約を乗り越えたのか。

このメカニズムの出発点となるのが、金融機関が中銀に保有する当座預金の金利をマイナスに設定するという仕組みである。

たとえば、当初、日銀が設定したマイナス０．１％の場合、金融機関が日銀に預金する

とマイナス０．１％の損失となる。

したがって、もしも、それよりも少ない金利マイナス０．０９％であれば、たとえマイナス金利であったとしても当該預金を放出（貸出しに回す）しようとする。損失は０．１％ではなく０．０９％に減るからである。

借り手は、０．０９％の利子をもらえるので資金調達のニーズはある。

このようにして、資金運用者と資金需要者のニーズが合致して、マイナス金利での短期金融市場取引が成立する。

短期金融市場で金利がマイナスになるということは、イールドカーブの起点が０％を超えて下がるということであって、イールドカーブ全体を押し下げるという金融緩和の目的にそうものである。

これが、黒田総裁のいうマイナス金利である。

マイナス金利を導入することで、イールドカーブ全体に対してより大きな下押し圧力が加えられるので、実質金利の低下を通じて企業や家計の経済活動に好影響をもたらすことが期待されるという。

（２）市場への影響

日銀がマイナス金利導入を発表したとたん、金融市場は敏感に反応した。真っ先に起こったことは、銀行株の下落である。これは、マイナス金利の深刻な副作用である。

日銀に過大な当座預金をおいておくと損失が発生するので、他に資金を回さなければならない。しかし、企業の貸し出しを増やすにしても、健全な借り手があまりいない。あれば、とっくの昔に貸出しに回している。

多くの銀行にとって唯一ともいえる収益源であった国債の利回りも低下しており、利益が減少してしまう。外国の株式や債券に投資するにしても、信用リスクに加えて、為替リスクまで、二重のリスクに晒される。

銀行の収益力が低下すると、中小企業向けの融資などが抑えられる、すなわち不良債権問題が深刻化した金融システム不安当時のような貸し渋りがふたたび深刻化する可能性がある。

日銀がマイナス金利導入を発表したとたんに、銀行は、次々と預金金利と住宅ローン金利の引き下げを発表した。

投資信託会社は、ＭＭＦ（マネー・マネジメント・ファンド）など短期国債や社債で運

用する投資信託の購入受け付けを停止した。

証券会社は、株式などの売買のために顧客が購入するＭＲＦに、マイナス金利を適用しないよう日銀に要請している。預金からリスク資産である株式に資金を移動させるためなのに、肝心要の株式購入資金にまでマイナス金利を適用するなということである。

長期金利の指標となる新発１０年物国債利回りは、１月２９日にマイナス金利導入が発表されると一時、前日比で０．１３０％低い０．０９０％となり、１４日に付けた史上最低の０．１９０％を更新した。

財務省は、２０１６（平成２８）年２月３日、個人が購入できる国債のうち、３月発行予定の１０年物の新型窓口販売国債の募集をはじめて中止することを発表した。手数料を加味して価格設定をすると利回りがマイナスとなり、購入者がいないと判断したためである。

同じ方式の満期２年、５年の国債はすでに募集を停止しており、これで新型窓口販売国債の募集はすべて中止されることになった。

かくして同年２月９日、日本の長期金利（国債利回り）が、歴史上初めてマイナスとなった。

同日、海外投資家による日本国債の買い注文が増え、正午すぎにスイスに続いて、世界で二例目となるマイナス金利をつけた。夕方には、前日より０．０７５％低いマイナス０．０３５％となった。

（３）マイナス金利でデフレに

資本主義であるかぎり、借りた資金で事業をおこない、利潤の一部を金利として貸し手に支払うので、預貯金には金利が付される。ところが、マイナス金利というのは、まったくその逆である。

黒田総裁は、預貯金には、マイナス金利は適用しないと強弁している。だが、預貯金にたいして、口座管理手数料を徴収するようになれば、事実上のマイナス金利の適用されたことになる。

日銀が２％のインフレ目標達成の為にはなんでも行う、マイナス金利の引き上げには限界がないとして、どんどん引き上げる可能性もある。そうなると、預貯金へのマイナス金利の適用もおこなわれるかもしれない、

銀行やゆうちょ銀行が、預貯金の元本保証をおこなわなければならないことは、法律で

規定されている。「銀行法」の改正もおこなわれるのであろうか。それができなければ、口座管理手数料の漸進的な引き上げがおこなわれるはずである。

ということは、現金に利子がつくということになるので、預貯金を引き出して、保管すればいい。マイナス金利の導入以降、金庫の売り上げが伸びているといわれているが、そのためなのであろう。これがタンス預金といわれるものである。

ところが、預貯金が引き出されて、タンス預金となって、マネーサプライが増えても、消費にはまわらない。

そこで、現金に課税せよという議論が出てくる。スタンプ貨幣[106]といわれるもので、１万円をつかうとスタンプを押して、９０００円になるというものである。こうして、現金もマイナス金利になるというわけである。

ここまでくると、経済学者の考えることはこんな程度なのかと、国民の不信感をあおるだけである。国民は、額に汗して働き、お金を稼ぐことが馬鹿馬鹿しくなるだろう。

（４）銀行の経営悪化

マイナス金利で経営が圧迫されるのが、銀行などの金融機関である。

預金金利を引き下げるとともに、ただでさえ低い貸付金利をさらに引き下げなければならない。貸付金利と預金金利の差である利ザヤがさらに縮まってしまうので、収益が悪化する。

日銀がマイナス金利導入を発表するや、多くの銀行やゆうちょ銀行がいっせいに預貯金利を引き下げた。ところが、逆に預金金利を引き上げる銀行がある。

熊本第一信用金庫は、新規に１年物定期預金を１００万円以上（５０歳未満は５０万円以上）預けたばあい、金利を年０．０２５％から年０．０８～０．１％に引き上げた。

遠賀信用金庫も１年物定期預金に年０．１５～０．３％の金利を付けることになったし、西武信用金庫も長期の定期預金金利を引き上げることになった。

銀行やゆうちょ銀行が軒並み預貯金金利を引き上げるなかで、ほんの一部であるが、いくつかの信用金庫が、逆に定期預金金利を引き上げている。

信用金庫では、長い時間をかけて地元の企業と密接な連携をとっており、顧客との付き

---

106 シルビオ・ゲゼルがその代表作『自然的経済秩序』で提案した通貨制度。中立貨幣（Neutralgeld、 neutral money）あるいは減価する貨幣とも呼ばれる。1930 年代にオーストラリアで地域通貨として実際に流通した実績がある。

合いも長く、経営内容も経営者もよく知っているので、金利の料率に取引関係が左右されないのである。これが所謂リレーションシップ・バンキングとよばれるものである。

銀行の多くは、貸出先に困り、もっぱら安全な国債に投資してきた。０．０５％程度で定期預金を集めても、国債に投資して０．５％程度で運用できれば、サヤをとることができた。

預貯金金利が下がったところで、すでに零コンマ二桁や三桁のことである。問題は、国債の金利もマイナスになっていることである。

銀行の収益構造は、ますます悪化していく。だとするならば、運用を国債から、貸付のほか、株式、外国債券、外国株などリスク資産に変えたらいいといわれる。ポートフォリオ・リバランスといわれるものである。

優良な貸出先はないし、そんなにリスクをとれないので、これまで国債中心の運用をしてきたのに、である。これでは銀行は、ますます経営が悪化していくことになる。

３　マイナス金利とＪ－ＲＥＩＴ市場

日銀によるマイナス金利は、マーケット関係者によれば、Ｊ－ＲＥＩＴ市場にとって、三つのプラスの影響があるという[107]。

第一に、さらなる長期金利の低下によって、高い分配金利回りを持つＪ－ＲＥＩＴ市場への資金流入の増加が見込まれることである。

とくに、有価証券投資において、日本国債中心の運用をおこなっていた地方銀行などの商業銀行などは、運用収益の維持のために、日本国債から株式やＪ－ＲＥＩＴに関連する私募投信などへの投資が拡大していくものと考えられる。

そのために、相対的に高利回りが維持されているＪ－ＲＥＩＴ市場への投資を加速させる可能性が高まっている。

第二に、Ｊ－ＲＥＩＴ各社の借入金利がさらに低下することによって、金利費用の一層の削減が見込めることにより、Ｊ－ＲＥＩＴの分配金を増加させることが期待される。

第三に、不動産取得のための借り入れコスト削減や借入期間の長期化がさらに容易になることで、今後、不動産投資が活発化することが見込まれ、結果的に、Ｊ－ＲＥＩＴ各社

---

[107] 東京海上アセットマネジメント「日銀マイナス金利導入とその影響について」２０１６年２月１日

が保有する不動産の評価額上昇（含み益増加）をもたらすことが考えられることである。

このように、マイナス金利のプラスの影響を述べているが、今後、不動産投資が過熱化し、不動産バブルをもたらす可能性など、長期的なリスク要因の増加に注意する必要がある、と述べている。マーケット関係者の意見としては、傾聴に値するものである。

第六章　ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ施設の現況と課題

１　ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴとは

（1）ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの定義

ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴとは、主たる投資対象をサービス付き高齢者向け住宅、有料老人ホーム、病院などの「ヘルスケア施設」に特化したＪ－ＲＥＩＴ（不動産投資法人）[108]のことをいう。

少子・高齢化が急速に進む我が国においては、ヘルスケア施設の拡充が喫緊の課題と認識されている。

そこで、２０１２（平成２４）年１０月から１３（平成２５）年３月 にかけて国土交通省に設置された「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」では、事業評価能力のある 投資家を前提にヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの活用が検討された。

その後、ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ導入の制度整備が進められてきたことで、日本で最初のヘルスケア専門Ｊ－ＲＥＩＴである日本ヘルスケア投資法人が２０１４（平成２６）年１１月に東証に上場した。

２０１５（平成２７）年３月にヘルス&メディカル投資法人、同年７月にはジャパン・シニアリビング投資法人の３社がヘルスケア施設を専門とする投資法人として東証に上場している。

しかし、少子高齢化を背景に市場の将来性に期待を集める中でスタートしたヘルスケア

---

[108] 東証ではヘルスケアＪ－ＲＥＩＴとは、総資産に占めるヘルスケア施設が５０％超のＪ－ＲＥＩＴと定義しており、ポートフォリオの一部にヘルスケア施設が含まれていても、ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴには該当しない。

Ｊ－ＲＥＩＴであるが、現実の成長スピードは、関係者の期待を下回る水準で推移している。

２０１７（平成２９）年６月末現在のＪ－ＲＥＩＴ・私募ＲＥＩＴ保有不動産総額は、１８兆４，３８０億円のうち、ヘルスケア施設はわずか０．６％にすぎず、潜在的なニーズの高さと比べてヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ市場規模の拡大は大きく遅れている。

日本におけるヘルスケアＪ－ＲＥＩＴというのは、ヘルスケア施設に関する「高齢者の居住の安定確報に関する法律」（平成１３年法律第２３号）第５条に規定する「サービス付き高齢者向け住宅」、「老人福祉法」（昭和３８年法律第１33号）第２９条に規定する「有料老人ホーム」、同法第５条の２第６項に基づく「認知症高齢者グループホーム」及び、「医療法（昭和２３年法律第２０５号）」第１条の５第１項に規定する病院の用に供されている不動産（その一部を病院の用に供されている不動産を含む）等を主たる対象とする投資法人である。

東京証券取引所の規定では、「主たる投資対象がヘルスケア施設[109]であり、総資産に占めるヘルスケア施設の割合が５０％以上のもの」を指すとされている。

（２）オペレーショナルアセット

オペレーショナルアセットとは、当該不動産がある特定の事業に特化して利用されて収益が確保されるタイプの不動産のことであって、「施設運営と事業経営の一体性が強い」資産である。

具体的には、

①当該不動産とそこで営まれる事業が機能的に密接な関係性を持ち、そこから発生するキャッシュフローは、当該不動産を使って事業を営むオペレーターの経営内容により大きく依存し、

②一般的な賃貸不動産に比べて、運営面で特別なノウハウや専門性が必要なので取り扱いが難しい、

③特殊性や個別性が強いので、他の用途への転用や異なる事業分野への転売が困難な傾向にある。

---

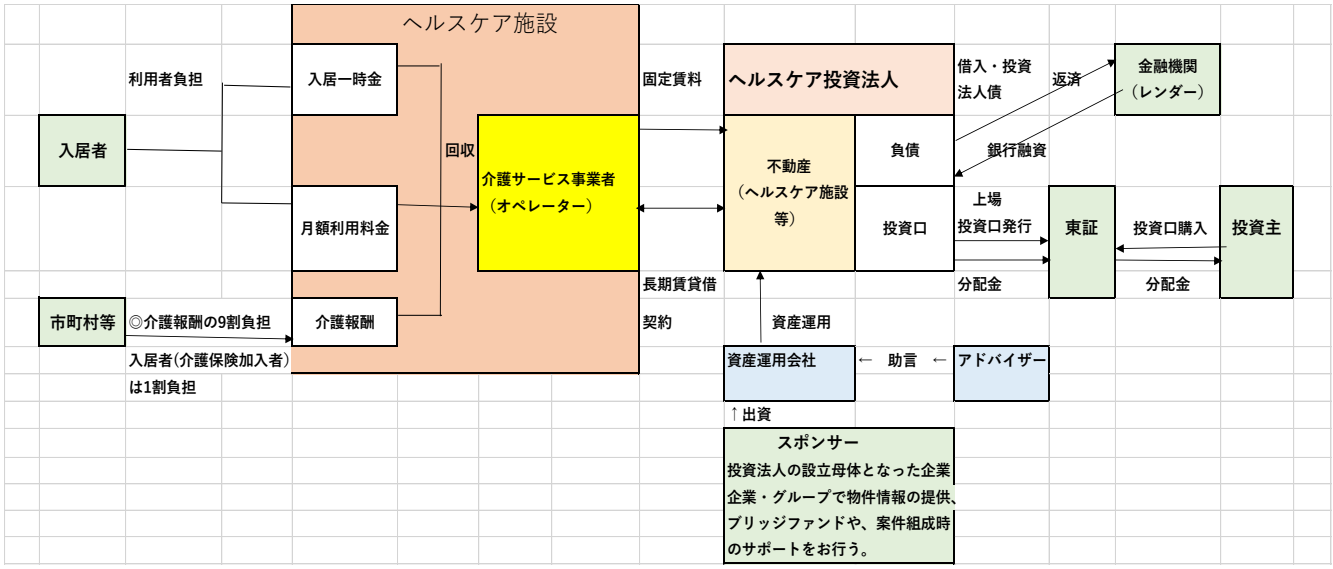
109 法律で規定されたヘルスケア施設は本文記載の通りであるが、一般にヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ施設とは、①高齢者施設住宅（有料老人ホームやサービス付き高齢者住宅等）、②医療施設（病院・診療所）、③その他（ライフサイエンス施設やスポーツジム等）も含む。

（３）ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの仕組み

ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ投資法人は、従業員を雇用できないので、実際に入居するテナントや入居者とは直接賃貸契約を締結せず、図１にみられるように、実際に施設運営を行うオペレーターを介してサービスを提供する。

入居者に対しては、有料老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅等の高齢者施設・住宅等を提供する一方で、オペレーター[110]に対しては、事業用資産の賃貸をおこない、その賃料はあくまでも賃借人であるオペレーターから受領する仕組みとなっており、ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの保有するヘルスケア施設は、運営型施設としての特性を有している。

図.５　ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの仕組み(キャッシュフローを中心に)



出所)ヘルスケア投資法人３社の有価証券報告書に基づき筆者作成

ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴが、オペレーターと長期一括で賃貸借契約を結ぶのが一般的であるため、長期安定利回りが期待できる。

また、ヘルスケア施設は、景気や不動産のサイクルの影響を受けにくい資産特性がある

110 オペレーターは、ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ(投資法人)の委託に基づき、実際に施設を運用する事業者であり、入居者への介護サービス等をおこない、サービス料金等を回収する一方で、介護保険者(市町村等)に介護報酬を請求し、介護保険加入者(入居者)からは介護報酬の１割、介護保険加入者に９割負担で回収している。平成２７年８月より、一定以上の所得のある介護保険加入者は介護報酬の２割負担となり、その場合の保険者(市町村)の介護報酬負担は８割となっている。

ことから、ポートフォリオに対して収益源泉の多様化を図るとともにリスクを低減する効果を期待することができる。

高齢化が進展し、政策的にもヘルスケア施設の供給促進に向かいさまざまな施策がとられる中で、ヘルスケア施設を長期的に保有して安定的な収益を得るというヘルスケアＪ－ＲＥＩＴは、投資主に魅力的な投資対象になりうると考えられるのである。

また、少子高齢化や核家族化が急速に進んでいる我が国において、ヘルスケア施設は、社会の基盤と位置付けられることから、ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴへの投資は、社会的意義の高いことと認識されうる。

さらに、ヘルスケア施設は、他の投資対象に比べて相対的にキャッシュフローの安定性が高いと考えられる[111]。

２　ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの政策整備

（１）日本における高齢化の進展

政府の人口動態調査によれば、日本の総人口は少子化の影響で、今後減少が続くことが確実で、６５歳以上の高齢者人口は２０４０（平成５２）年ころまで増加傾向が続く見込みである。

２０６０年には、高齢者の人口に占める構成比（高齢化率）が約４割（３９．９％）に達するなど、全人口の２．５人に１人が６５歳以上で、７５歳以上の人口が総人口の２６．９％となり、４人に１人が７５歳以上の高齢者になると推定されている[112]。

日本では、現在、世界に類を見ないペースでの高齢化が進行中であり、高齢者のひとり暮らしが男女とも増加していくことから、高齢者向け住宅や介護サービスの必要性が高まることは明白である。

そのため、国土交通省では、２０１４（平成２６）年の高齢者人口に対する高齢者住宅の充足率２．１％を２０２５（平成３７）年には４．０％達成するとの政策目標を立てて

---

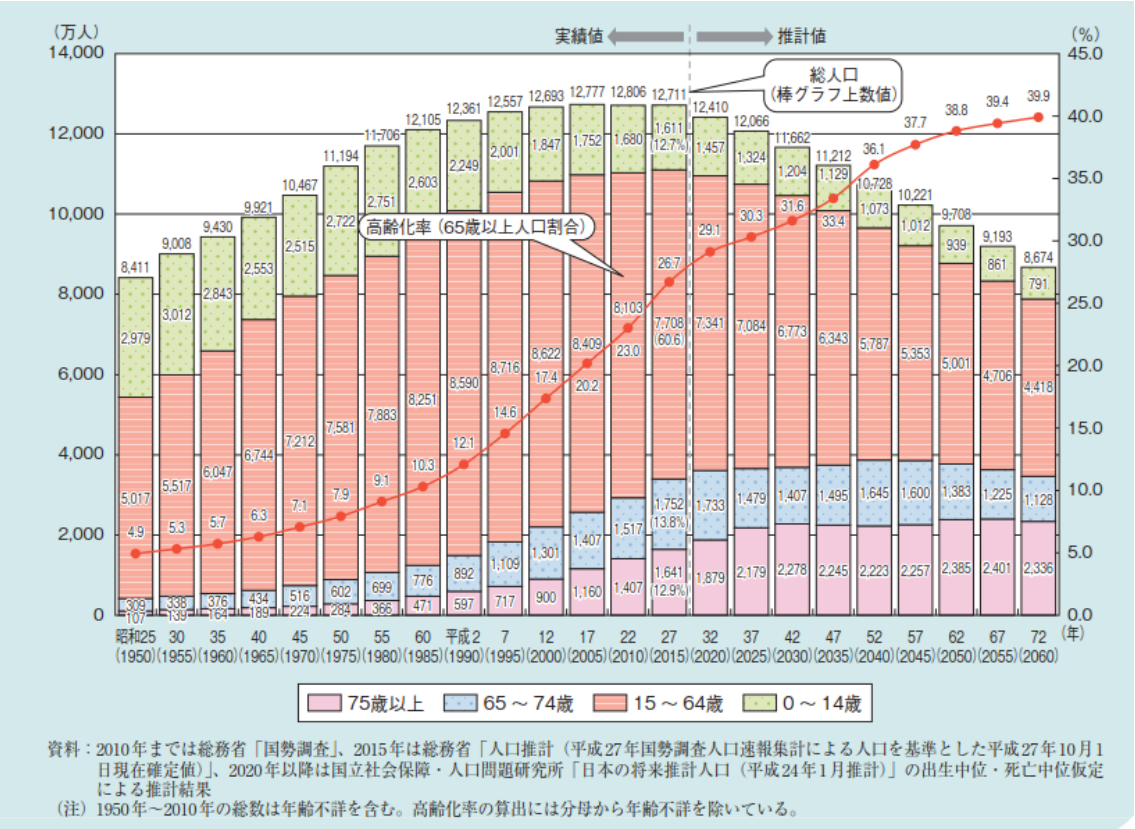
[4]　ヘルスケア施設は需要が景気に左右されにくく、景気による収益の変動がオフィス等の他の資産に比べて小さいという物件の特性を有している。

[112]「日本経済新聞」（２０１８年１月１２日付）の記事では、国立社会保障・人口問題研究所が発表した「日本の世帯数の将来推計」によれば、「２０４０年には世帯主が６５歳以上の高齢者世帯数が２２４２万人に急増し、全世帯の５４．３％と半分を超え、６５歳以上の高齢者の一人暮らしが８９６万世帯に増加するとされている。

いる[113]。

したがって、高齢者向け住宅、介護施設、病院、薬局などのヘルスケア施設に対する需要は、今後、急増していくことが確実である。

グラフ．２　高齢化の推移と将来推計



（出所）　内閣府　［2017］　『平成 27 年度　高齢者白書』、３頁

（２）政府のヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ推進政策

高齢者および一人暮らし世帯の増加に対応するため、２０１２（平成２４）年１０月から２０１３（平成２５）年３月にかけて国土交通省に、「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」が設置された。

今後、増加する高齢者向け介護施設や高齢者住宅の供給に対して、ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの活用が検討されることになった。

[113]　２０１６年３月１８日閣議決定「住生活基本計画（全国計画）」

その後、産業競争力会議・介護部会においても議論され、２０１３（平成２５）年１２月に公表された「中間整理」においては、産業競争力強化実行計画で、病院を対象とするＪ－ＲＥＩＴの活用に関してガイドラインの策定等の環境整備をおこなうことになった。

２０１４（平成２６）年６月に閣議決定された「日本再興戦略―未来への挑戦」及び７月に閣議決定された健康・医療戦略でも同趣旨の言及がなされている。

このような政府の政策方針に基づいて、２０１５（平成２７）年６月に国土交通省では「病院不動産を対象とするリートに係るガイドライン」が制定された。

また、２０１７（平成２９）年６月２１日に国土交通省が発表した「不動産投資市場の成長目標の実現に寄与する擬態的な施策をとりまとめたアクションプラン」においても、Ｊ－ＲＥＩＴ市場等の改革、Ｊ－ＲＥＩＴの多様化の促進として、病院・インフラ・海外不動産等対象不動産の多様化として明記されている。

ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴに関する具体的な政策動向については、表２の通りである。

国土交通省は、２０１２（平成２４）年からの１０年間で約６０万戸の「サービス付き高齢者向け住宅」を整備する計画を打ち出しているが、２０１６（平成２８）年４月末時点で約２０万戸にとどまっており、今後の増加余地は大きいと見込まれている。

２０１１（平成２３）年３月の住生活基本計画「（２０２０年に）高齢者人口に対する高齢者向け住宅の割合を０．９％から３．５％に高める」、２０１５（平成２７）年６月には「病院不動産を対象とするリートに係るガイドライン」が公表された。

病院などの医療用不動産へのヘルスケアＪ－ＲＥＩＴによる病院向け投資拡大が期待されたが、２０１７（平成２９）年９月末でもまだ病院投資の実績はない。

政府のヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ推進のための政策やガイドライン整備の動きは、表６の通りとなっている。

表６　ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴに関する政策・ガイドラインの推移

時　期	ヘルスケアリートに関する政策・ガイドライン等
平成23年3月	住生活基本計画（全国計画）の変更 ・目標として、住宅の確保に配慮を要するものの居住の安定性の確保について記載 ・基本施策としてサービス付き高齢者向け住宅の供給促進について記載
平成24年10月 ～平成25年3月	ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及びリート安定利用の確保に関する検討委員会 ・導入にあたっての論点整理と普及啓発に向けた方向氏を取りまとめ
平成25年6月	日本再興戦略の公表 ・民間資金の活用を図るため、ヘルスケアリートの高齢者向け住宅等の ・取得・運用に関するガイドラインの整備・普及啓発等について記載
平成25年12月	ヘルスケア施設供給促進のためのREITの活用に関する実務者検討委員会が中間とりまとめを公表 ・オペレーターからリート、リートから投資家への各段階における情報開示について 一般社団法人不動産証券化協会を事務局として議論検討して、中間報告をまとめる
平成26年4月	東京証券取引所における有価証券等上場規定等の改正 ・ヘルスケアリート上場に向けた取組等を踏まえた規定整備実施 ・オペレーターの破綻懸念等の重要事項について開示を求める
平成26年5月	ヘルスケア施設供給促進のためのREITの活用に関するガイドラインを公表 ・一般社団法人投資信託協会よりヘルスケアリート導入に係るオペレーターとの 連携や情報開示についてのガイドラインを公表
平成26年6月	高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドラインを公表 ・国土交通省より、運用会社が整備すべき組織体制及び施設の取引に関し留意すべき事項を公表
平成27年6月	病院不動産を対象とするリートに係るガイドラインを公表 ・国土交通省より、運用会社が整備すべき組織体制及び病院関係者との 信頼関係構築等を公表

（出所）日本ヘルスケア投資法人第７期有価証券報告書[2018]、15 頁

３　海外のヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ市場

金融庁の委託調査をおこなった三井住友トラスト基礎研研究所「海外におけるヘルスケアＪ－ＲＥＩＴに関する調査研究報告書」（２０１５年）によると、海外のヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ市場では、アメリカ市場のシェアが９３．２％と圧倒的に大きく（表３、参照）、米国上場Ｊ－ＲＥＩＴ市場全体に占めるヘルスケア施設への投資も１０％以上である。

アメリカのヘルスケアＲＥＩＴ市場の特徴は、以下の通りである。

アメリカでは、１９６０年にＲＥＩＴ制度が誕生しているが、ヘルスケアＲＥＩＴが初めて上場したのは１９９０年代に入ってからで、その歴史はさほど長くはない。

しかし、２０００年に入ってから急成長しており、米国ＲＥＩＴに占める割合は１０％

を超え、小売、オフィス、住宅に次ぐ４番目に大きなセクターとなっている。

上場銘柄数については、ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ同士の合併やオペレーターの買収などにより大型化が進み、時価総額に比べて増加はしていないが、２０１４年１１月に New Senior Investment Group が上場し、１６銘柄となっている。

ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ１６銘柄のうち、上位３銘柄(Healthcare REIT、HCP、Ventas Inc)で時価総額の約７割を占めており、最大規模の Healthcare REIT は、２００６年にヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの Windrose Medical Properties Trust、２０１３年にオペレーターの Sunrise Senior Living を買収するなど、Ｊ－ＲＥＩＴ市場全体で見ても上位６位に入る市場規模にまで成長している。

表７　世界のヘルスケアＲＥＩＴ市場規模

国	銘柄数	時価総額（億ドル）	時価総額（億円）	時価総額シェア
米国	17	895	107,295	93.20%
カナダ	2	20	2,339	2.00%
英国	3	18	2,118	1.80%
シンガポール	2	17	1,986	1.70%
ニュージーランド	1	4	452	0.40%
日本	3	3	377	0.30%
オーストラリア	1	3	332	0.30%
マレーシア	1	2	251	0.20%
世界合計	30	961	115,150	100%

＊2017年8月現在日本の3銘柄の時価総額は431億円、総資産合計は989億円に増加している。（筆者追記）

出所）三井住友トラスト基礎研究所「海外におけるヘルスケアリートに関する調査研究報告書」2頁（2015年）

注）1．２０１５年９月末時点。円建ての時価総額は各国の為替レートを円換算

注）2.米国はNAREIT（前米不動産投資信託協会）の分類。その他の国は三井住友トラスト基礎研究所が作成。

アメリカにおけるヘルスケア施設は、次の４種類に分類できる。

① 高齢者向け住宅（自立型,支援型,看護型,CCRC[114]＊）：７割

② 医療用ビル：２割

③ 病院：１割

④ ライフサイエンス：６％

このうち、②医療用ビルは病院の敷地内にある大規模ビルが、③病院は急患やリハビリテーション病院への投資が多い。

④ライフサイエンスとは、バイオテクノロジー製薬会社、医療装置開発、大学、政府、研究機関などが複数入るビジネスパークである。

4 国内のヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ投資法人の概要

国内においては、２０１４（平成２６）年１１月に最初のヘルスケアＪ－ＲＥＩＴである日本ヘルスケア投資法人が東証に上場し、２０１５（平成２７）年３月にヘルスケア＆メディカル投資法人、同年７月にジャパン・シニアリビング投資法人の３法人がヘルスケＪ－ＲＥＩＴを専門とする投資法人として上場している。

以下、各社の概要をみてみよう。

（1）日本ヘルスケア投資法人（３３０８）

日本初のヘルスケア施設特化型Ｊ－ＲＥＩＴとして、２０１４（平成２６）年１１月５日に東京証券取引所に上場した。スポンサーは大和証券グループ本社で、アドバイザーは、ヘルスケア施設への投資実績を持つＡＩＰヘルスケアジャパンである。

２０１５（平成２７）年１１月に初の公募・売り出しを実施し、継続的な外部成長をしている。

運用資産は２２棟（うち有料老人ホーム２１棟、サービス付き高齢者住宅１棟）、資産規模は１９３億円となっている。

本投資法人は、施設運営会社と長期固定賃料契約を結ぶことで、中長期的に安定した賃

114 CCRC（Counting Care Community）、アメリカでは、広大な敷地で退職者の終身介護を包括的におこなう地域コミュニティで大学等と連携した施設であり、日本版 CCRC の導入による地域活性化も議論されている。

料受領が期待できる。今後もキャッシュフローの安定化を図りつつ分配金のさらなる向上をめざしている

（2）ヘルスケア&メディカル投資法人（３４５５）

ヘルスケア&メディカル投資法人は、２０１５（平成２７）年3月１９日に上場したヘルスケア施設特化型のＪ－ＲＥＩＴである。

主要スポンサーでもある、シップヘルスケアホールディングス、ＮＥＣキャピタルソリューション、三井住友銀行が出資する資産運用会社、ヘルスケアアセットマネジメント㈱が運用をおこなっている。

高齢者社会の進展に対応するために整備・拡充が求められる高齢者抜け施設・住宅および医療関連施設へ継続的に投資し、長期安定的に保有する方針をもっている。

２０１７（平成２９）年７月の保有資産構成は、有料老人ホーム・サービス付き高齢者住宅・グループホーム２４棟である。

（3）ジャパン・シニアリビング投資法人（３４６０）

ジャパン・シニアリビング投資法人は、ヘルスケア施設特化型Ｊ－ＲＥＩＴとして、ケネディクス株式会社を中心に、㈱新生銀行、㈱長谷工コーポレーション、三菱UFJ信託銀行㈱、㈱LIXILグループ、SOMPOホールディングス㈱6社をスポンサーとして、２０１５（平成２７）年７月２９日に東京証券取引所不動産投資信託証券市場に上場した。

健康長寿社会の実現に資するヘルスケア関連施設に選別して投資することにより、質の高いヘルスケア関連施設の整備を促進することをめざしている[115]。

---

[115]『日本経済新聞』（２０１７年１１月１１日付）の記事によれば、ジャパン・シニアリビング投資法人は賃貸住宅などに投資する不動産投資信託（ＲＥＩＴ）のケネディクス・レジデンシャル投資法人は、ヘルスケア施設に投資するジャパン・シニアリビング投資法人を２０１８年3月１日付で吸収合併すると発表した。これは、物件の取得競争の激化に対応するために、スポンサーとの合併による資産規模の拡大と投資分野を広げることによる競争力強化とされているが、これまでヘルスケア施設分野のみに投資してきた同社の戦略の行き詰まりと経営戦略の転換を示すものであろう。

表.８　ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ3 社業績概要（２０１７年８月末現在）

ジャパン・シニアリビング投資法人			単位：百万円
決算期	Feb-16	Aug-16	Feb-17
決算種別	通期	通期	通期
決算月数	9	6	6
ソース	実績 有報	実績 有報	実績 有報
会計基準	単独	単独	単独
売上高・営業収益	1,152	980	988
営業利益	502	375	374
経常利益	214	303	303
当期利益	212	302	301
包括利益	－	－	－
純資産	15,744	15,834	15,833
資産合計	35,283	35,398	35,491
1株当たり純資産(円)	185,774.00	186,838.00	186,826.00
1株当たり利益(円)	3,385.00	3,572.00	3,560.00
潜在株式調整後1株当たり利益(円)	－	－	－
1株当たり配当金(円)	2,509	3,573	3,561
自己資本比率(%)	44.6	44.7	44.6
自己資本利益率(%)	－	3.8	3.8
株価収益率（倍）	－	19.3	－
営業活動によるCF	739	744	623
投資活動によるCF	-25,775	-193	13
財務活動によるCF	30,460	-211	-301
現金及び現金同等物の期末残高	5,423	5,764	6,099
期末従業員数(人)	－	－	－

ヘルスケア&メディカル投資法人					単位：百万円
決算期	Jul-15	Jan-16	Jul-16	Jan-17	Jul-17
決算種別	通期	通期	通期	通期	通期
決算月数	7	6	6	6	6
ソース	実績 有報	実績 有報	実績 有報	実績 有報	実績 短信
会計基準	単独	単独	単独	単独	単独
売上高・営業収益	546	745	771	784	1,162
営業利益	277	383	342	354	627
経常利益	74	329	282	294	521
当期利益	73	328	281	293	520
包括利益	－	－	－	－	－
純資産	12,787	13,042	12,995	13,007	20,321
資産合計	26,638	26,874	27,896	27,905	42,345
1株当たり純資産(円)	106,117.00	108,237.00	107,847.00	107,947.00	105,234.00
1株当たり利益(円)	1,068.00	2,729.00	2,340.00	2,439.00	2,704.00
潜在株式調整後1株当たり利益(円)	－	－	－	－	－
1株当たり配当金(円)	610	2,730	2,340	2,440	2,697
自己資本比率(%)	48	48.5	46.6	46.6	48
自己資本利益率(%)	－	5.1	4.3	4.5	6.2
株価収益率（倍）	－	－	－	31.7	17.9
営業活動によるCF	444	602	551	536	835
投資活動によるCF	-24,494	-47	-1,388	-36	-13,659
財務活動によるCF	25,527	-72	673	-280	13,284
現金及び現金同等物の期末残高	1,477	1,959	1,796	2,015	2,476
期末従業員数(人)	－	－	－	－	－

日本ヘルスケア投資法人					単位：百万円
決算期	Apr-15	Oct-15	Apr-16	Oct-16	Apr-17
決算種別	通期	通期	通期	通期	通期
決算月数	6	6	6	6	6
ソース	実績 有報	実績 有報	実績 有報	実績 有報	実績 有報
会計基準	単独	単独	単独	単独	単独
売上高・営業収益	354	555	667	679	697
営業利益	169	224	289	274	277
経常利益	130	201	261	247	250
当期利益	129	200	260	246	249
包括利益	－	－	－	－	－
純資産	2,109	8,035	10,669	10,595	10,538
資産合計	8,465	17,666	20,847	21,315	21,269
1株当たり純資産(円)	106,546.00	132,160.00	142,958.00	141,969.00	141,206.00
1株当たり利益(円)	9,018.00	3,299.00	3,566.00	3,305.00	3,342.00
潜在株式調整後1株当たり利益(円)	－	－	－	－	－
1株当たり配当金(円)	6,546	4,067	4,295	4,106	4,143
自己資本比率(%)	24.9	45.5	51.2	49.7	49.6
自己資本利益率(%)	－	5	5.6	4.6	4.7
株価収益率（倍）	－	－	－	24.8	24.5
営業活動によるCF	296	395	448	446	470
投資活動によるCF	-7,217	-2,941	-2,685	-762	-35
財務活動によるCF	7,827	2,189	2,873	180	-306
現金及び現金同等物の期末残高	906	965	1,601	1,466	1,595
期末従業員数(人)	－	－	－	－	－

出所）日経バリューサーチ[2017]の各社業績面を抽出して筆者作成

（４）国内ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ投資の課題

国内のヘルスケアＪ－ＲＥＩＴがかかえる課題として、以下の６点を指摘することができる。

①投資主が期待する収益をヘルスケアＪ－ＲＥＩＴが上がられない可能性があること

②ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴにおける年金や介護保険等の制度変更により発生するリスク

③海外ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ市場と国内市場との医療制度や社会保証制度が異なり、単純な市場比較ができないこと。

④公的保険財源への依存[116]

⑤医療制度との整合性[117]

⑥マイナス金利下での一般の大手Ｊ－ＲＥＩＴを含む物件獲得競争の激化で、ヘルスケア専業では資金規模が小さくて対抗できない[118]。

5　病院経営におけるヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ導入の課題

２０１４（平成２６）年からスタートしたヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ制度整備の背景としては、高齢化社会の進展に伴い必要とされる介護施設や高齢者住宅等のヘルスケア施設への対応とともに戦後増加してきた全国の病院の老朽化と耐震基準の改定等による膨大な設備投資の需要が見込まれる病院への活用が行政や民間からの大きな期待があった。

２０１４（平成２６）年１１月に国内で最初に上場したヘルスケアＪ－ＲＥＩＴである日本ヘルスケア投資法人と、その後上場したヘルスケア＆メディカル投資法人、ジャパン・シニアリビング投資法人の専業３社を中心とした国内ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ市場がスタートしたものの、ジャパン・シニアリビング投資法人が２０１８（平成３０）年３月１日にケネディクス・レジデンシャル投資法人に吸収合併されたことで、ヘルスケア専業のＪ－ＲＥＩＴのは２０１８（平成３０）年１１月３０日現在２社のみとなった。

また、ヘルスケア施設の中でも最も市場規模が大きいと期待されていた病院施設への取

---

116 図１で介護保険についてのみ説明したが、病院等では同様に医療保険における医療給付金に係る制度改変リスクが存在するし、医師の属人的資質に経営が左右され、医療事故、個人情報漏洩、長時間労働、未払残業代。診療報酬の不正請求に伴う保険医療機関指定取り消しリスクなどより多くのリスクが存在する。諏訪昇他[2013]参照

117 病院・診療所の医療施設については、「医療法」第 41 条（資産の保有）、同第 54 条（剰余金配当の禁止）、同第 7 条 5 項(医療の非営利性)、同第 40 条の 2(法人運営の透明性)塔病院に関しては、法制度面で不透明な部分も多く、本格的な導入には未だ整備すべき点が多い。

118ケネディクス・レジデンシャル投資法人による ジャパン・シニアリビング投資法人の吸収合併による専業 3 社から 2 社への淘汰をさす。

組みは２０１８（平成３０）年５月２０日時点でも、わずか１件しかない状況である。

そこで、本稿ではヘルスケア施設の本命と期待される病院施設に焦点をあてて、取組上の阻害要因の整理と唯一の取り組み事例である新潟リハビリテーション病院の公開された資料等から、我が国における病院施設向けＪ－ＲＥＩＴの拡大の可能性を検討した。

（1）病院を取り巻く環境

我が国の国民医療費は２００８（平成２０）年度の３４．８兆円から毎年１兆円のペースで増加して２０１３（平成２５）年度には４０.兆円に達している。医療費が年々増加する原因としては、医療の高度化や高齢化などの要因があるが、超高齢化社会を迎えるわが国においては今後もこの傾向が続くことが確実であり、特に団塊の世代が７５歳を超える２０２５（平成３７）年には国民医療費の中の社会保障給付分は５４兆円に達するとの推計もされている。

そして、国民医療費の約４割は公費負担となっている中で、国と地方の長期債務残高は平成２５年度末には９７２兆円とＧＤＰの２００％を超え、主要先進国の中では最悪の水準となり、わが国において財政健全化は喫緊の課題となっている。

このような状況に対して、国は医療制度の持続可能性を確保するために地域における医療機関の機能の分化・連携の強化を進めており、今後各地の病院は、それぞれが目指すべき医療機関像を自ら定めて、そこに向かって組織を変革していくことが必要となる。

病院における経営において収入の柱となるのは診療報酬[119]であるが、この診療報酬は財政事情の悪化もあり、年々厳しくなっており、病院経営においてもこれまで以上に効率的な運営が求められる状況になってきている。

（2）病院施設の需要予測

a.医療機能による類型[120]と病床数

---

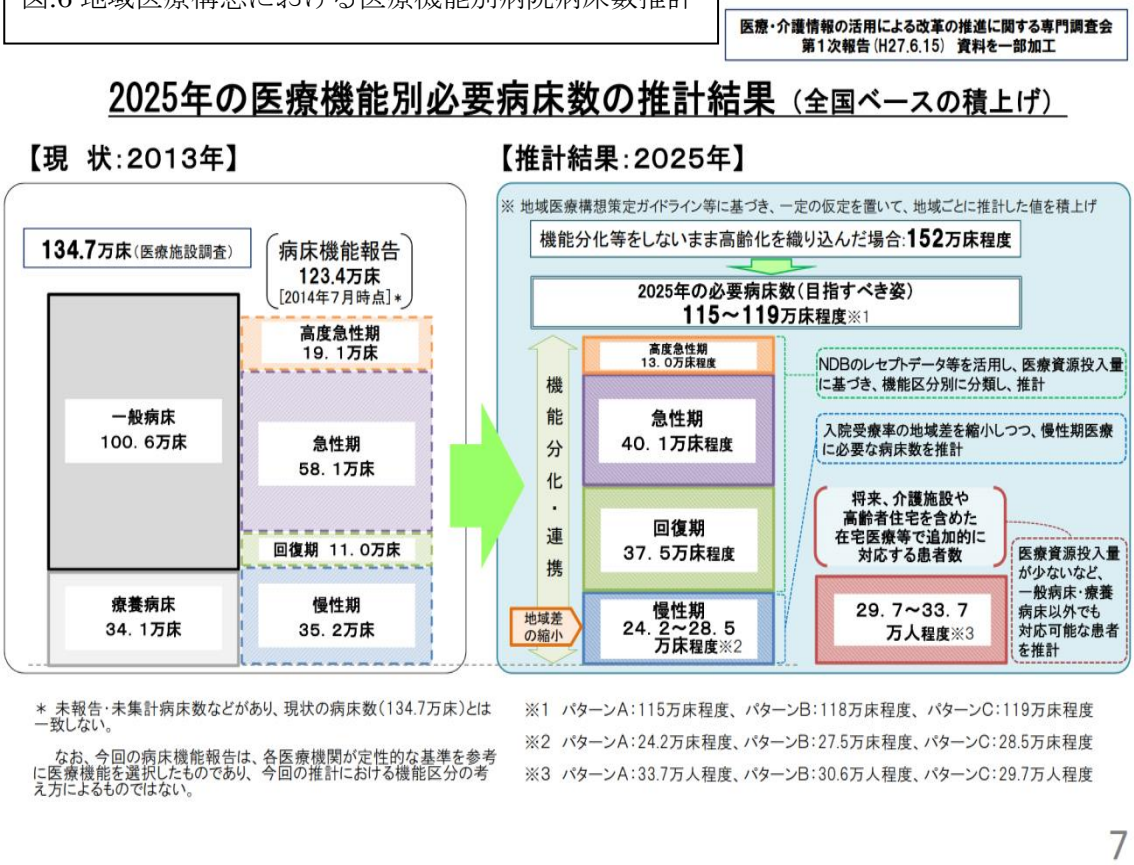
[119]保険診療の際に医療行為等の対価として計算される報酬を指す。日本の保険診療の場合、診療報酬点数表に基づいて計算され点数で表現される。患者はこの一部を窓口で支払い(いわゆる自己負担)、残りは公的医療保険で支払われる。

[120] 医療法による類型：病院は医療法においては、地域医療支援病院、特定機能病院、その他の病院に区分される。病院のうち一定の機能を有する病院については地域医療支援病院、特定機能病院として、人員配置基準、構造設備基準、管理者の責務等において、要件

厚生労働省では医療機能による病院の区分を定めており、下記図１の記載のごとく２０１４（平成２６）年７月末現在の全国の病院病床数は１２３．４万床であり、１高度急性期病院（１９．１万床)、２急性期病院（５８．１万床)、③回復期病院（１１．０万床)、④慢性期病院(３５．２床)である。

保健師中央会議「地域医療構想・医療計画について」による２０１４（平成２６）年７月末現在の全国の病院病床数は１２３．４万床であり、２０２５年においては１１５～１１９万床に縮減しながら､介護施設や高齢者住宅の核充で在宅医療患者を２９．７～３３．７万人へと追加して対応するとしている。

図.6 地域医療構想における医療機能別病院病床数推計



出所）厚生労働省「地域医療構想・医療計画について」保健師中央会議資料（2016 年）

ｂ.病院不動産の規模と特徴

を定めている。

ヘルスケア市場の規模は２０１６（平成２８）年６月末現在４５兆円であり、病院不動産は約２３兆円（ヘルスケア市場全体の５１％）を占め、大半が医療法人による自己所有となっている。[121]

病院の資金調達規模は１２兆４，１００億円程度になっており、介護関連福祉関連分野の資金調達規模の約２．５倍となっている。高のうち、借り入れによる調達が１１兆４，０００億円にのぼり、最も大きなシェアを占めている。この融資による主な資金提供者は民間銀行と(独)福祉医療機構[122]であるが病院における資金需要は高まっている。

（3）.医療法の改正と病院不動産ガイドライン策定

a. 医療法の改正と「病院不動産対象とするリートのガイドライン」の策定

表９記載のごとく、高齢者人口の増大に伴う医療サービスの需要拡大に応じた医療法の改正が順次進められてきた。

平成２６年度の第６次の医療法改正では、高齢者人口の増加による患者ニーズに応じた病院・病床機能の役割分担や、医療と介護の連携強化に通じ、より効果的なかつ効率的な医療・介護サービスを提供するという医療・介護機能の再編に関する将来像(地域包括ケアシステム)が示された。

政府は限られた医療資源を有効に活用するため、医療機関の病床を患者の状態に応じて機能分化し、全国土の地域の患者でも適切な医療を適切な場所で受けられることを目指して、都道府県における地域医療構想策定のためのガイドラインを設けて、団塊の世代が後期高齢者となる平成３７年[123]の将来的に必要な病院数や病床数の推定に基づく医療計画

---

121 ヘルスケア＆メディカル投資法人 2018 年 7 月期決算報告書 21 頁

122 独立行政法人福祉医療機構（Welfare And Medical Service Agency　略称 WAM（ワム））：福祉の増進と医療の普及向上を目的として設立された厚生労働省所管の独立行政法人で、福祉貸付事業、医療貸付事業、経営支援事業、福祉保健医療情報サービス（WAMNET）事業、社会福祉振興助成事業、退職手当共済事業、心身障害者扶養保険事業、年金担保貸付・労災年金担保貸付事業、承継年金住宅融資等債権管理回収業務を行っている。 1954 年に設立された社会福祉事業振興会と、1960 年に設立された医療金融公庫が 1985 年に統合し、社会福祉・医療事業団となり、2003 年 10 月 1 日に独立行政法人に移行した。

123 平成 37 年は「2025 年問題」として、団塊の世代が後期高齢者[75 歳]となり介護・医療費等の急増が懸念されている。

[124]も設定した。

表.9　医療法改正の主な経緯

改正年	改正の趣旨等	主な改正内容
昭和23年　医療法制定	終戦後、医療機関の量的整備が急務とされる中で、医療水準の確保を図るため病院の施設基準等を整備。	病院の施設基準を創設
昭和60年　第1次改正	医療施設の量的整備が全国的にはほぼ達成されたことに伴い、医療資源の地域偏在の是正と医療施設の連携の推進を目指したもの。	①医療計画制度の導入 ②2次医療圏ごとに必要病少数を設定
平成4年　第2次改正	人口の高齢化等に対応して、患者の症状に応じた適切な医療を効率的に提供するための医療施設機能の体系化、患者サービスの向上を図るための患者に対する必要な情報の提供等を行ったもの。	①特定機能病院の制度化 ②療養型病床群の制度化
平成9年　第3次改正	要介護者の増大等に対して、介護体制の整備、日常生活圏に対する医療提供、患者の立場に立った情報提供体制、医療機関の役割分担の明確化および連携の促進等を行ったもの。	①診療所への療養型病床群の設置 ②地域医療支援病院制度の創設 ③医療計画制度の充実・2次医療圏ごとに（地域医療支援病院、療養型病床群の整備目標、医療関係施設間の機能分担、業務連携）
平成12年　第4次改正	高齢化の進展等に伴う疾病構造の変化等を踏まえ、良質な医療を効率的に提供する体制を確保するため、入院医療を提供する体制の整備等を行ったもの。	①療養病床、一般病床の創設 ②医療計画の見直し・基準病床数へ名称を変更
平成18年　第5次改正	質の高い医療サービスが適切に受けられる体制を構築するため、衣料に関する情報提供の推進、医療計画制度の見直し等を通じた医療機能の分化・連携の推進、地域や診療かによる意思不足問題への対応等を行ったもの。	①都道府県の医療対策協議会制度化 ②医療計画制度の見直し・4疾病5事業の具体的な医療連携体制を位置づけ
平成26年　第6次改正	社会保障と税の一体改革として、効率的かつ質の高い医療提供体制を構築するとともに、地域包括ケアシステムを構築することを通じ、地域における医療及び介護の総合的な確保を推進するため、、所要に整備等を行う	①病床機能報告制度の創設 ②地域医療構想の策定 ③地域医療介護総合確保基金の創設 ④地域医療構想調整会議の設置
平成27年　第7次改正	地域医療連携推進法人制度の創設と医療法人制度の見直し。特に医療法人の経営の透明性の確保及びガバナンスの強化に関する事項が盛り込まれた。一定規模に該当する医療法人は厚生労働省令が定める会計基準に従い、貸借対照表及び損益計算書を作成し、公認会計士等による監査と計算書類の広告を実施する。	①地域医療推進法人制度の創設 ②医療法人制度の見直し ③医療法人の分割に関する事項 ④医療法人のガバナンスの強化に関する事項 ⑤社会医療法人の認定等に関する事項

a. 出所）厚生労働省「地域医療構想・医療計画について」保健師中央会議資料(2016年)を参考に著者作成

出所)厚生労働者「地域医療構想・医療計画について」保険師中央会議資料(２０１６)を参考に筆者作成

[124] 図６参照のこと。

また、第７次医療法改正によって、医療法人の任務責任の明確化（役員との第三者に対する損害賠償責任規程の新設を含む）等、医療法人のガバナンス強化はヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ等の外部関係者への経営内容や情報公開の強化という点では病院経営の近代化や投資家にとって望ましい改正といえる。

平成２６年１月２４日の閣議決定された「産業競争力の強化に関する実行計画」に基づき、国土交通省と関係省庁の連携の上、「病院等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン検討委員会に審議に基づき、平成２７年６月に「病院不動産を対象とするリートに係るガイドライン(以下、病院ガイドライン)」が公表された。

病院ガイドライン策定については、検討委員会の議論では下記①と②の理由が示されている。

① 病院の耐震化・資金調達手法の多様化

全国で約８，４００施設ある病院の平成２９年度の耐震化比率は７２．９％[125]に留まっている。大震災等の経験からも日常的に不特定多数の人が利用し、災害時には地域の拠点ともなり得る病院の耐震化は国土強靭化の観点からも喫緊の課題だが、旧耐震基準で建設された病院は築３０年以上を経過し、更新時期を迎えるので、資金調達ニーズを賄う新たな手法としてヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの普及を視野に取り組む必要がある。[126]

②病院等の海外での流動化事例[127]

既に海外のＪ－ＲＥＩＴが医療モールや診療所が入居しているショッピングモールの運用の実績があることから[128]、Ｊ－ＲＥＩＴが病院施設等に投資することは可能と判断された。

ｂ.病院不動産を対象とするＪ－ＲＥＩＴに係るガイドライン概要

病院不動産を対象とするＪ－ＲＥＩＴに係るガイドラインは、宅地建物取引業法（昭和２

---

125 厚生労働省の「病院の耐震改修状況調査」（2018）

126 「産業競争力会議・医療・介護等分科会中間整理」（2013）

127 産業競争力会議の資料によれば、国土交通省によれば、ガイドライン制定以前にも、ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ（専業）ではなく、一般のＪ－ＲＥＩＴが医療モールを組み込んでいる３件の事例を当時把握していた。

128 米国のヘルスケアＲＥＩＴは 2017 年末の時価総額（全 19 銘柄）98,652 百万ドル）に達している。

７年法律第１７６号)第５０ 条の２等に基づく取引一任代理等の認可申請等に際して整備すべき組織体制を示すとともに、病院関係者 との信頼関係の構築、医療法等の規定及びこれに関連する通知の遵守等を示すことを目的としている。

表.10 「病院不動産を対象とするリートに係るガイドライン」の概要

○対象とする不動産：医療法第1条の5第1項に規定する病院の用に供されている不動産
○資産運用会社が整備すべき組織体制(認可要件)
次のいずれかにより、専門家を配置または関与させること。
a.一定の経験を有する重要な使用人の配置(病院関係者と調整を行うことができる専門的な能力を有する者)
b.外部専門家からの助言
c.投資委員会等への外部専門家の配置等
○病院関係者との信頼関係の構築等
・病院関係者との信頼関係構築
・医療法等の規定及びこれに関連する通知の遵守(賃料が収入の一定割合：適当でない)
・医療法等の規定及びこれに関連する通知の遵守の確認等
a.事前の確認及び医療法等の規定またはこれに関連する通知の照会のための相談
b.賃料不払い等の場合の対応（国土交通省や厚生労働省への連絡、事前相談）

○ 適用時期 ：平成２７年７月１日

出所）著者作成

本病院ガイドラインの策定によって、病院施設向けＪ－ＲＥＩＴの制度的な体制は整ったが、病院には地域医療の拠点としての公共性があるため、物件としての転用性、流動性が限定的であり、個別性が強い。

近年は病院跡地における土地汚染事例が発生しており[129]、病院不動産においてはＪ－Ｒ

[129] 近年の病院跡地における土壌汚染の問題に関する紛争事例としては 2015 年の愛知県常滑市の旧市民病院跡地の土壌・地下水汚染や 2014 年の岩手県の旧県立病院跡地でも発生している。

ＥＩＴが一般的に運用の対象とするオフィスや商業施設、住居、物流施設とは異なる特徴があり、病院施設の取引に際しては医療関係の専門性や知見を要する傾向が高まっており、専門スタッフの確保や連携が必要である。

また医療費膨張を抑えるための各種制度改革の動向や所属医師の辞職、医療事故、不祥事による社会的評価の失墜が医療法人の経営に与える影響も大きいし、経営不安に陥っても（公的病院の多くは赤字）地域医療構想の観点から存続維持が求められる可能性も高いので、オペレーター（病院）の経営状況と医療技術や管理体制の見極めが大変重要である。

5. Ｊ－ＲＥＩＴ初の病院不動産取得事例

病院ガイドライン公表後に実際に取り組まれた病院不動産の案件として、ヘルスケア＆メディカル投資法人による新潟リハビリテーション病院の取組事例を同社が公表した資料にもとづき下記に整理した。

（1）新潟リハビリテーション病院の物件取得に至る経緯

ヘルスケア＆メディカル投資法人のスポンサーのネットワークを活用した取組物件であり、２０１７（平成２９）年３月に医療法人愛広会の流動化ニーズを捕捉後、同年３月に介護付有料老人ホーム「愛広園市番館[130]」を取得して、平成２９年３月にスポンサーの三井住友ファイナンス＆リースが「新潟リハビリテーション病院」を取得し、資産運用会社が優先交渉権を取得した後、同年１１月に、ヘルスケア＆メディカル投資法人による「新潟リハビリテーション病院」を取得するに至った。

b

（3）　病院不動産の取得資産の概要

表.11　新潟リハビリテーション病院概要

[130]ヘルスケア＆メディカル投資法人「病院不動産の取得及び業績予想の修正に係る補足説明資料」(2017)

表8　　病院不動産の概要

名　称	新潟リハビリテーション病院
所在地	新潟県新潟市北区木崎761番地
解説年月	平成2年6月(前身である尾山病院として開設)
診療科目	リハビリテーション科、整形外科、内科、神経内科、歯科、歯科口腔外科
病床数	168床(一般病床：108床、療養病床：60床)
総床面積	13,476.55㎡
鑑定評価額	2,260百万円(平成29年9月30日時点)
取得額	2,060百万円(取得諸経費および消費税を除く)
取得先	三井住友ファイナンス＆リース株式会社
地域医療構想による位置づけ	回復期対象の病院
鑑定NO.1利回り	7.40%
病院オペレータ	医療法人　愛広会は新潟県下で3病院(新潟脳外科病院・新潟リハビリテーション病院・豊浦病院）348床と介護老人保健施設(6施設）630床を経営。

出所）ヘルスケア＆メディカル投資法人「病院不動産の取得及び業績予想の修正に係る補足説明資料」(2017 年)

尚、ヘルスケア＆メディカル投資法人が決算説明[131]で発表した当該病院における①取り組み体制と②収支試算は下記の通りである。

① 国が定めた「病院ガイドライン」[132]に準拠した取組体制整備にもとづき、ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴとしての病院案件の実績づくＪ－ＲＥＩＴ医療施設分野のポートフォリオ拡大による外部成長を目指している。

② 本投資における収支計算（ヘルスケア＆メデイカル投資法人資料[133])

a.鑑定 NO1 利回り（7.4%)、賃料固定・期間 30 年の長期賃貸借契約

[131] 129 と同資料(2017)

[132] 表 10 の「病院不動産を対象とするリートに係るガイドライン」

[133] ヘルスケア＆メディカル投資法人「病院不動産の取得及び業績予想の修正に係る補足資料」（２０１７）

ｂ.同投資法人の 2017（平成 29）年 7 月期末時点での取得価格合計 384 億円、賃貸借契約残存期間 13.9 年、平均鑑定利回り 5.6%⇒本投資により、取得価格合計 405 億円(+20 億円)、賃貸借残存期間 14.4 年(+0.5 年）平均鑑定利回り 5.7%（+0.1%）

ｃ.手元資金を有効活用することで､1 口当たりの予想分配金は増加が見込めるとしている。同法人によると平成 30 年 1 月期 2,483 円⇒2,621 円（+5.5%)、平成 30 年 7 月期 2,363 円⇒2,649 円（+12.1%）と発表しており、長期安定的な収益確保が見込まれている。

6.病院施設案件の阻害要因

病院ガイドライン策定前には、Ｊ－ＲＥＩＴによる医療モール不動産等の取組事例はあったものの、２０１４（平成２６）年上場の日本ヘルスケア投資法人、２０１５（平成２７）年ヘルスケア＆メディカル投資法人、ジャパン・シニアリビング投資法人の相次ぐヘルスケア専業Ｊ－ＲＥＩＴの上場で、日本においても本格的なヘルスケアリート、特に病院Ｊ－ＲＥＩＴ市場が拡大するとの期待があったが、２０１８（平成３０）年１１月末現在のＪ－ＲＥＩＴの保有資産１３兆２，４６１億円の内、ヘルスケア施設は１，４４４億円（全体の 1.09%）と少なく、病院施設に関しては、6 年間でヘルスケア＆メディカル投資法人の１件のみ（約２１億円）のみという状況である。

ヘルスケアリートの中で、特に病院施設向案件の実績が上がらない病院特有の問題としては以下の事情が考えられる。

⑴公共サービスとしての病院事業である故に、高い参入障壁があるのは付加価値の高い取引が期待できるというメリットがあるが、期待に反して病院の経営が不安定化しても簡単に撤退できない可能性もあるし、また医療費圧縮の側面から強い病床削減圧力にさらされることから、将来的に内部成長の制約要因になる可能性も否定できない。

⑵診療報酬改定、消費税率引き上げリスクがある。

⑶病院建物には危険物や放射線使用等の設備の特殊性が強く、オフィスや住居に転用することが困難であり、流動性リスクが高い。

⑷評判の良い優秀な医師の流失等による技術の低下や医療事故等によって世間の評価が急落するリスクがある。

⑸専用性の高い建物であるために施設の適切な維持管理の費用が、一般設備よりも割高である。

⑹病院へのファイナンスはこれまでは銀行融資によって賄われていたので、医師や病院側

のＪ－ＲＥＩＴに対する認知度が低い。

(7)病院経営における所有と経営の分離が全国的にチェーン展開している大手医療法人を除くとまだ不十分である。[134]

まとめ

病院施設向Ｊ－ＲＥＩＴの取組みは２０１８（平成３０）年１０月３０日現在、本稿で紹介した新潟リハビリテーション病院の１例のみで現状は進んでいないが、政府が喫緊の課題として政策的に病院向けＪ－ＲＥＩＴを導入してきた社会的背景や問題意識は合理的であり、耐震関係等の資金需要も大きい。

黎明期にあるヘルスケア専業Ｊ－ＲＥＩＴの案件受注が伸びない原因としては、病院に関しては様々な制約条件に適合した案件の少なさもあるが、施設の性質上、収益性を高める内部成長（医療収入増や病床数の増加）が難しいことから、外部成長(運用物件数の拡大)が必要である。

しかしながら、外部成長を実行するには投資家や病院側への認知度不足による資金規模の小ささがネックになって、大手Ｊ－ＲＥＩＴやファンド等の物件獲得競合や貸出先不足に悩む銀行の低利融資攻勢との競合には勝てない状態に陥っていることが大きい[135]。

一方、第７次医療法改正によって、今後医療法人経営の透明性とガバナンスの強化が進む過程では医療法人の経営内容の公表など経営の透明化が促進されるので、かつてバブル崩壊後の多くの企業が辿ったように、病院を経営する医療法人の多くにおいても「資産(土地)を持つ経営」から「資産(土地)を持たない経営」への経営戦略の転換が進む可能性はあるし、病院への融資を実施する銀行等の金融機関が資金回収リスク軽減のための「出口戦略」として、流動化した債権や不動産をＪ－ＲＥＩＴへ譲渡して転売することが見込める

---

[134] 表９の「医療法改正の主な経緯」記載の第７次改正により、今後病院経営の透明化や近代化が促進されれば、結果的に病院経営においても所有と経営の分離が進み、新たな資金調達方法として、ヘルスケアリートの利用という選択が期待できる。

[135] 2018 年 3 月 1 日にジャパン・シニアリビング投資法人はスポンサーが共通のケネディクス・レジデンシャル投資法人に吸収合併された。4 か月後の 2018 年 7 月期の新会社におけるヘルスケア部門の資産残高は合併前 289 億円（14 物件）であったが、公募増資したこともあり、413 億円(20 物件)と 43%も増加させており、ヘルスケア施設分野ではＪ－ＲＥＩＴで最大規模となっている。

[136]。現に今回実現した取引事例はこのケースである。今後も規模の大きな事業グループが経営する医療法人や赤字病院が資金繰り面から病院資産の流動化に取り組むケースも考えられる。大手病院チェーンにおいては、新たな資金調達手段としてヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの利用が進む可能性は十分に考えられるであろう。

終章　結論と残された課題

本論文の主要な目的は、日本における不動産投資信託、とりわけＪ－ＲＥＩＴの形成・

[136] 国土交通省の「病院等を対象とするヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの活用に係るガイドライン検討委員会の第２回における具体的な活用例として、このケースが紹介されている。

発展過程を詳細に検討すること、および超高齢社会に対応すべく、ヘルスケア・ビジネスの普及のためにＪ－ＲＥＩＴの果たす役割がきわめて大きいということを明らかにすることにあった。

２００１（平成１３）年３月に東京証券取引所に不動産投資信託（Ｊ－ＲＥＩＴ）市場が開設され、我が国においても本格的な不動産証券化市場が登場した。

同年１２月に閣議決定された「特殊法人等整理合理化計画」で、我が国の住宅ローン業務を担ってきた旧住宅金融公庫（現住宅金融支援機構）による直接融資を段階的に縮小・廃止改組すること、長期・固定金利型ローンを安定的に供給するために証券化を活用する方針が定められた。

本論文における問題意識としては、資産バブルが崩壊し、地価の大幅下落により、大量発生した不良債権により発生した不動産不況が続く中で、新たに導入されたＪ－ＲＥＩＴを中心とした不動産証券化市場とその軌跡に重点を置きつつ、政府の土地政策と不動産市場の構造変化がもたらした影響を歴史的に分析しながら、高齢化社会の到来の中で政府がＪ－ＲＥＩＴの活用を期待するヘルスケア・ビジネスの展開についての今後の展望や課題を明らかにすることにある。

論文の構成としては､序章においては不動産証券化市場の中で代表的な金融商品であり、取引手法である不動産投資信託（Ｊ－ＲＥＩＴ）を研究対象とした問題意識の所在と先行研究等について考察している。

第一章では第二次世界大戦以後の高度経済成長期からバブル期を経て不動産証券化制度の導入に至る経緯を歴史的にまとめた。

特に１９９０年代以降になると不動産市況の低迷による不良債権の大量発生と経済のグローバル化が同時並行的に進展してきたことから、海外からの投資資金流入の促進を目的として、不動産証券化やファンドなどの集団投資スキーム関連の立法や法制度の整備がおこなわれた。

証券化スキームの定着によって、不動産市場におけるビジネスの手法も大きく変化し、不動産の証券化に関連するさまざまな専門ビジネスも登場し、不動産の利用価値に応じた価格が形成される市場へと構造変化が進展した。

こうした経緯から、戦後長く続いた土地を安全有利な資産とする考え方は少なくなり、企業を中心に土地を有効に活用して収益を得ようとする考え方が定着し、所有より賃貸を選好する動きがみられるようになってきた。

Ｊ－ＲＥＩＴ等の証券化不動産については、当初は順調に市場を拡大してきたが、米国のサブプライム・ローン問題を機に発生したリーマン・ショックによる国際的な金融危機の影響を受けて、世界的に金融機関の不動産融資が激減し、資金繰りに窮したＪ－ＲＥＩＴ初の破綻[137]が２００８年１Ｉ月に発生し、またこれ以後Ｊ－ＲＥＩＴ同士の合併による再編も進んだ。

第二章においてはＪ－ＲＥＩＴの取引がルールも未整備の中、試行錯誤を繰り返しながら実績を積み上げる中で発生した様々な問題と投資家保護の観点から実施された金融庁や証券取引等監視委員会等の監督官庁による行政処分や規制の内容と、それまでまったく未整備であった鑑定上の制度整備の動きをまとめた。

第三章では埼玉大学大学院在学中に指導教官である箕輪徳二教授と相沢幸悦教授の指導のもと日本財務管理学会において発表した論文に基づいている。

当初、Ｊ－ＲＥＩＴにおいては国外不動産の投資自体がまったく想定されていなかったが、海外ＲＥＩＴや私募不動産ファンドにおいては積極的に海外投資投資を行っているという内外格差が存在していたが、経済のグローバル化が進む中で海外不動産投資を望む業界関係者の要望が高まっていた。

２００８（平成２０）年１月に国土交通省が「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」の策定により解禁されたＪ－ＲＥＩＴの海外投資解禁に関して、既に積極的に海外取引を行っていた海外のＲＥＩＴ事情とＪ－ＲＥＩＴが海外投資する場合のスキームや税務上の問題について先駆的に考察したことから、幸いなことに内外の論文[138]に引用された。

第四章では、賃貸不動産業務を中心に安定した収益を得る導管体として制度設計されたＪ－ＲＥＩＴでは回収した利益のほとんどを投資家へ配当として配分する一方で、内部蓄積が困難で常に財務的な脆弱性を抱える問題点が存在したことが、上記Ｊ－ＲＥＩＴの破綻事例を生んだとの認識から、Ｊ－ＲＥＩＴの資本政策の制度改善を求める関係団体等の要望が取り入れられて資本政策手段等の制度面の改正と規制緩和が進められた経緯をまとめた。

---

137 ニューシティレジデンス投資法人は収益を上げていたが、利益のほとんどを配当に回すという制度上の脆弱性により、自己資本が乏しく、物件購入の資金面で齟齬をきたして破綻した。

138 S.Yanagihara＆J.Kim（2016）“ INCENTIVE FOR GLOBALIZATION OF J-REIT s ”22nd Aannual.Pacific-RIM Real Estate Society Conference pp 7（2 新家寛・上野元編集［2012］,『REIT のすべて一新規組成・上場から倒産処理まで』,民事法研究会 473.頁 476

第五章では大胆な金融緩和政策と超低金利時代の中で、日本銀行の非伝統的な金融政策においてＪ－ＲＥＩＴが積極的に運用対象資産として取り込んでいく過程と日銀の大量買い付けにより生じる問題やマイナス金利という歴史的な金融政策が市場に与える影響等を検討した。

第六章では高齢化社会の進展により将来確実に増加が確実な高齢者住宅や老人ホーム等の社会福祉施設や病院等の医療施設への資金需要に対する民間資金の導入手段としてＪ－ＲＥＩＴの活用を織り込み、ヘルスケア施設や病院不動産向けのガイドラインを策定するなどの制度整備を進めており、またヘルスケア施設を専門に運用する専業Ｊ－ＲＥＩＴも設立されたが、現状の実績は官民が期待した程ではない状況である。

そこで、第六章においてはヘルスケア施設や病院向けＪ－ＲＥＩＴの取り組みが進まない要因を考察したが、ことにヘルスケア施設関連では期待通りの実績が進んでいない病院においても、実際のケーススタディをもとに採算が得られることが判明した。

特に病院に関しては、第６次医療法改正、第７次医療法改正により、経営の合理化、経営内容の透明化、ガバナンスの強化が強く求められていることから、一般企業が不動産投資において「経営」と「所有」の分離への転換を進めたことと同様の変化が病院経営においても起こる可能性は高いと思われる。

２００８（平成２０）年以降しばらくは不動産信用縮小のあおりを受けて、停滞感も強かった不動産証券化市場であったが、２０１２年（平成２４）年１２月の安倍晋三政権のもとで、実施されたアベノミクス、中でも黒田総裁が就任後の大胆な金融緩和と超低金利政策の実施により、円安が進み、景気も回復したことから国内の不動産取引も活発化し、市況も回復し好調に推移してきている。

２０１６（平成２８）年1月の日本銀行によるＪ－ＲＥＩＴの積極的な投資運用やマイナス金利政策の導入により、相対的に有利な金融商品としてのＪ－ＲＥＩＴが内外の投資家からも注目されてきているし、２０１８（平成３０）年１１月末現在のＪ－ＲＥＩＴ（６１銘柄）の保有不動産額は１７兆９，０４５億円に達し、日本経済においても大きな存在感を有するに至っている。

これからの我が国は、本格的な人口減少・少子高齢化が進み、超高齢社会に突入している現在、経済社会の国際化・グローバル化、不動産市場を取り巻く環境もこれまで以上に大きく変化し、不動産業及び不動産市場の構造変化もさらに進むものと考えられる。

そうした中で、Ｊ－ＲＥＩＴは、「所有」と「経営」を分離して収益性を高める効果があ

る仕組みであり、一般の賃貸不動産については既に広く利用されており、実績も大きい。

本論文では、わが国におけるＪ－ＲＥＩＴの導入の経緯を考察し、その経済的・金融的意義について明らかにした。

とりわけ、２０１９（平成３１）年に消費税の引き上げを予定しているとはいえ、政府においては年々増加する増加する社会保障費や医療費の増加を国費ですべて賄うことは困難な状況であり、民間資金の活用は喫緊の課題となっており、Ｊ－ＲＥＩＴの活用は不可欠となる。

２００１年に２銘柄が東京証券取引所に上場後、２０１８年１１月末現在の上場投資法人(Ｊ－ＲＥＩＴ)数は６１銘柄にまで増加し、時価総額も１２兆７，０５７億円に達しており、これは東証上場１部上場の不動産業の時価総額１３兆８，４５８億円の９１．７７％とほぼ同程度の規模であり、これはＲＥＩＴを導入している世界３３の国や地域の中でもアメリカに次ぐ大きな市場規模となっている。

２０１８（平成３０）年１１月に不動産証券化協会が公表したＪ－ＲＥＩＴ及び私募リートを含む不動産ファンドを合わせた不動産証券化・投資市場の日本経済全体への経済波及効果等の調査推計結果[139]によると、２０１７年までに市場規模(資産規模ベース)が３２．６兆円に達している。不動産証券化・投資家市場は単年度ベースで約６．６兆円の生産誘発額(売上高)をもたらし、その付加価値額が同年のＧＤＰに占める割合は約０．６５％であった。さらに約３７．６万人の雇用効果をもたらしており、２００１（平成１３）年から２０１７（平成２９）年迄の１０年間に不動産証券化・投資市場が日本経済全体にもたらした生産誘発額の累計も約７１．９兆円と巨額な効果を生み出している。

また、政府ではＪ－ＲＥＩＴや不動産証券化スキームを新たな政策手段として積極的に活用することが試みられており、たとえば、２０１２（平成２４）年7月１日に「電気事業者による再生可能エネルギーの調達に関する特別措置法（再エネ特措法)」が施行され、太陽光、風力、バイオマス等の再生エネルギーによる発電電力の固定価格買取制度のスタートが挙げられる。

たとえば、２０１２（平成２４）年7月１日に「電気事業者による再生可能エネルギーの調達に関する特別措置法（再エネ特措法)」が施行され、太陽光、風力、バイオマス等の

[139]一般社団法人不動産証券化協会(ARES)と三井住友トラスト基礎研究所への委託調査による「不動産証券化・投資市場の経済波及効果」『ARES マンスリーレポート』（２０１８年１２月)。

再生エネルギーによる発電電力の固定価格買取制度のスタートが挙げられる。

再生可能エネルギーによる発電事業を手掛けるには、膨大な資金を必要とするため、通常は、プロジェクト・ファイナンスという金融手法が使われているが、ほかにＴＫ－ＧＫスキームという証券化の手法も採用され、再生可能エネルギーの普及に貢献している。

このＴＫ－ＧＫスキームというのは、対象不動産を保有する合同会社（ＧＫ）や「資産流動化法」に基づく特別目的会社（ＴＭＫ）などが用いられることが多い証券化の手法である。

また近年急増しているネット通販のインフラとして物流施設向けの設備投資は全国的に拡大しており、物流施設専門のＪ－ＲＥＩＴへの期待も高かまっている。

こうした中で、本論文では、とりわけヘルスケアを対象とするＪ－ＲＥＩＴの現況と課題について取り上げた。不動産投資信託という金融商品の手法を活用することで、ヘルスケア・ビジネスの発展に、おおいに貢献することになると考えたからである。

政府が積極的にヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの導入する目的は、世界に類を見ない速さで進む我が国の高齢化により、将来的にヘルスケア施設の増大する資金需要に対する民間資金の活用である。

ところが、ヘルスケア施設においては、一般的なオフィスや商業施設との賃貸物件とは異なり、「公共性」や「施設運営と事業経営の不可分性」が存在するので、施設利用の高齢者の賃料支払いの源泉が年金や介護報酬など公的資金に依存することから、賃料の値上げや不採算物件の転売も容易でない。

とくに、病院については、医療法等の各種の規制が複雑に課せられているため、実際の取り組みに際しては、すべて当局への事前相談しなければ、取り組みそのものが不可能となっている。

病院向けのガイドラインが作成され制度的には解禁されたとはいえ､我が国の現状では、アメリカやアジア諸国のように病院を運用資産に組み込むことは簡単ではないし、既に複数の病院施設を展開している大規模な病院以外には資金ニーズもない。

さらに、経営難に陥っている病院の場合は、信用面での取り組み難く、病院に求められる公共性の縛りから一般の事業会社のようなアグレッシブな企業再生の手法によるコストダウンや賃料アップも簡単ではない。

実際、国内のヘルスケア専業のＪ－ＲＥＩＴ2 社（平成３０年３月以降、合併により 3 社から 2 社に減少）の運用施設も潜在的な市場が一番大きい病院施設に関しては第六章で

示した１例のみとなっており、ヘルスケア施設向けの投資も有料老人ホーム、サービス付き高齢者住宅、その他の高齢者施設等に限られている。

ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの決算報告や今後の方針等では、病院案件にも取り組む方針と発表されてはいるが、今後、実現しても、取り組みの手間等からコスト的にも引き合わず、当面は病院施設における利用の拡大は限定的に推移するものと思われる[140]。

しかし、病院施設を含むヘルスケア施設の今後の資金需要は膨大であり、そのすべてを銀行借り入れや医療金融公庫等の公的資金のみで賄うことは困難である。

この点について、政府の方針はリート等の民間資金の活用を図る方向で一貫しており、現状の各種制度や仕組み上の問題も不動産証券化協会等の業界団体や施設運営者の声を反映して適時改善していくことが期待できる。

Ｊ－ＲＥＩＴ各社も、ヘルスケア分野に関しては現行の主要な運用先である有料老人ホームや高齢者向け住宅を中心に事業展開を行いつつ、スポンサーや大手オペレーター等とタイアップした外部成長戦略をとることで着実に運用施設を増やす方針をとる可能性が高いとはいえ、日本銀行のマイナス金利政策における未曾有の金融緩和の中では、一般の金融機関や不動産ファンド等との競合もあり、有望な不動産の価格は高騰し続けた結果、採算の良い案件も減っていることから、我が国におけるヘルスケア施設の潜在的なニーズの大きさに見合ったヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ市場の成長には、なお時間がかかるものと思われる。

【参考文献一覧】

序章

[140] ２０１７年１１月１日にヘルスケア＆メディカル投資法人が、新潟リハビリテーション病院（取得価格２０億６０００万円）への投資を発表したが、専業３社の内病院資産（信託受益権を含む）への投資が確認されているのは２０１７年１２月末現在で本件のみである。

伊豆宏［1997］『日本の不動産市場　理論と予測』, 東洋経済新報社
伊藤修［2010］由井常彦・伊藤長・田付菜莉子『セゾンの挫折と再生』, 山愛書院
伊藤修[1995]『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会 10 頁―11 頁
井村進哉［2,002］『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会
坂田和光［2005］「米国の住宅金融機関の問題点と規制強化の動き－住宅関連の政府支援を巡って」『レファレンス』2005.12 月号
大類雄司［2006］『住宅ローン証券化のすべて』,日本経済新聞社
橘川武郎・粕谷誠編[2007 年]『日本不動産業史』. 名古屋大学出版会
沓澤隆司[2008]『住宅・不動産金融市場の経済分析とローンの選択行動』, 日本評論社
橘川武郎・粕谷誠編[2007 年]『日本不動産業史』名古屋大学出版会
中島篤［2010］「J-REIT の価格形成に対するスポンサー企業の影響について」日本不動産金融工学学会『不動産ファイナンス・不動産経済学研究』No. 4 pp. 57-72
野口悠紀雄［1989］『土地の経済学』日本経済新聞社
日本の土地年研究会・㈶日本不動産研究所・㈱都市環境研究所編［2003 年］『日本の土地百年』, 大成出版社
旗手勲[2005]『三菱財閥の不動産経営』, 日本経済評論社
松尾順介[1999]『日本の社債市場』東洋経済新報社
松本義弘・渡邉恒久編［2016］『住宅・不動産業　激動の軌跡 50 年―列島改造からバブル、再び五輪へ』第 2 版　, 不動産経済研究所
渡辺善次・吉野直行[2008]「企業の資金調達の変化」『フィナンシャル・レビュー』財務省総合政策研究所 March-2008
【官庁報告書等】
日本銀行［2004］『証券化市場フォーラム・報告書』日本銀行
国土交通省［2008］「平成 19 年度土地所有・利用に関する企業行動調査」国土交通省土地市場課

第二章

伊藤眞［2002］「証券化と倒産法理（上）（下）」『旬刊金融法務事情 No. 1667 号』『旬刊金融法務事情 No.1668 号』2002 年 10 月 25 号、2002 年 11 月 5 日号金融財政事情研究会
金融審議会金融分科会第一部会報告［2006］「投資サービス法（仮称）に向けて」

「「証券取引法等の一部を改正する法律」等（投資者保護のための横断的法制の整備）について」

国土審議会土地政策分科会企画部会不動産投資市場検討小委員会〔2006 年〕「最終報告」

社会資本整備審議会産業分科会不動産部部会［2005 年］「投資家が安心して参加できる不動産市場のあり方（中間整理）」

社会資本整備審議会産業分科会不動産部会［2006 年ア］「今後の不動産投資市場のあり方について（第一次答申）」

社会資本整備審議会産業分科会不動産部会［2006 年 b］「今後の不動産投資市場のあり方に関する（第二次答申）」

高橋正彦［2004］『証券化の法と経済学』.NTT 出版

社団法人不動産証券化協会編［2006］『不動産ハンドブック 2006－2007』,（社）不動産証券化協会

三国仁司・岡内幸策［2004］『証券化キーワード辞典』日本経済新聞社

山本和彦［2003］「証券化と倒産法」『ジュリスト No.1240』2003 年 3 月 1 日号有斐閣

［新聞記事］

２００７年５月１６日付『日本経済新聞』

第三章

四釜宏史〔2008〕,「世界の REIT 市場 2007-2008」『ARES』vol.31、2008 年 1-2 月号,（社）不動産証券化協会

（社）投資信託協会「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」

社団法人不動産証券化協会編〔2008〕,『不動産証券化ハンドブック 2008-2009』、（社）不動産証券化協会

財団法人日本不動産研究所海外不動産評価チーム〔2008〕,「海外不動産鑑定評価ガイドラインについて」,『季刊不動産研究』第 50 巻第 2 号・2008 年 4 月号,（財）日本不動産研究所

森宏之［2008a］,「不動産鑑定基準の改正と不動産証券化市場への影響」,『東北経済学会誌』,東北経済学会

森宏之［2008b］,「不動産証券化市場の動向と投資家保護―不動産証券化における情報開示について―」,『証券経済学会年報』第 43 号,証券経済学会

東京証券取引所［2008］,「上場不動産投資信託証券に対する海外不動産への投資制約解除に伴う有価証券上場規定等の一部改定について」, 東京証券取引所

田邊昇［2002］,『投資ファンドと税制―集団投資スキーム課税の在り方―』,弘文堂

【雑誌記事】

友田信男［2008］,「銀行の「厳格化」縮む不動産融資」,『週刊エコノミスト 2008 年 9 月 2 日号』、毎日新聞社

宮川淳子［2008］,「新興不動産「経営不安」の瀬戸際」,『週刊エコノミスト 2008 年 9 月 2 日号』、毎日新聞社

【官庁報告書等】国土交通省［2008］,「 海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」, 国土交通省

《論文（第三章）が引用された論文》

S.Yanagihara＆J.Kim［2016］“ INCENTIVE FOR GLOBALIZATION OF J-REIT s ”22nd Aannual.Pacific-RIM Real Estate Society Conference

新家寛・上野元編集［2017］,『REIT のすべて一新規組成・上場から倒産処理まで［第 2 版］』,民事法研究会

第四章

新家寛・上野元編集［2012］,『REIT のすべて一新規組成・上場から倒産処理まで』,民事法研究会

岩原紳作・岩作宏之・神田秀樹他［2011］,『金融商品取引法セミナー -開示制度・不公正取引・業規制編』,有斐閣

神田秀樹［2013］,『法律学講座双書　会社法　第十四版』,弘文堂

近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎［2013］,『金融商品取引法入門第 3 版』(社)商事法務研究会

(社)不動産証券化協会［2013］,『不動産証券化ハンドブック 2013』,(社)不動産証券化協会

鈴木克昌他［2012］『詳説ライツ・オファリング』,中央経済社

竹宮祐二監修［2011］『不動産投資法人(REIT)の理論と実務』,弘文堂

額田雄一郎［2012］『逐条解説　投資法人法』,（社）金融財政事情研究会

(雑誌)

「投資信託及び投資法人爾関する法律(金融商品取引法等の一部を改正する法律)インタビュー2013 年 8 月号」［2013］,不動産証券化ジャーナル 16 頁～22 頁

第五章

岩田一政［2010］『デフレとの闘い』,日本経済新聞社
岩田一政［2014］『量的・質的金融緩和』,日本経済新聞社
岩村充［2018］『金融政策に未来はあるか』,岩波書店
太田康夫『没落の東京マーケット』
木内登英［2018］『金融政策の全論点―日銀審議委員 5 年間の記録―』,東洋経済新報社
鯨岡仁［2017］『日銀と政治　暗闘の 20 年史』,朝日新聞出版
白川方明［2018］『中央銀行―セントラルバンカーの経験した 39 年―』,東洋経済新報社
高田創編［2017］『シナリオ分析　異次元緩和』,日本経済新聞社
瀧田洋一［2017］『今そこにあるバブル』日経プレミアシリーズ
日本銀行［2016］「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入」2016 年 1 月 29 日（https：//www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129a.pdf）

第六章

伊藤宏　［2015］「病院不動産を対象とするＪ－ＲＥＩＴに係るガイドラインについて一病院不動産の新たな資金調達一」『BE-SEEDNovember。2015』一般社団法人環境不動産普及促進機構
風岡茜[2014]「10 兆円を突破したＪ－ＲＥＩＴ市場と日本版ヘルスケア REIT の創設に寄せて」,『REIT レポート』2014 年 12 月 17 日三井住友トラスト基礎研究所
園田真理子[2016]「「サービス付き高齢者向け住宅」の制度改革試論」,『都市住宅 93 号』)
小林靖[2013]「ヘルスケア施設の供給促進と不動産証券化手法の活用」,『ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.15」」不動産証券化協会
諏訪　昇・松井　敦子・植田利文　［2013］「ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴに関する考察～病院を中心に～」,森・濱田・松本法律事務所
西村あさひ法律事務所　新家寛・上野元・片上尚子編　［2017］『REIT のすべて【第 2 版】』,民事法研究会
芳賀美紀子・大野高裕・上原衛　［2013］「ヘルスケア施設におけるリスク分析」,『ARES

不動産証券化ジャーナル Vol.15』不動産証券化協会
松田淳・村木伸爾編[2017]『ヘルスケア施設の事業・財務・不動産評価-高齢者住宅・施設および病院の価値の本質』,同文館出版
【官庁報告書等】
国土交通省[2013]「平成 24 年度ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」資料（2012 年 10 月 5 日～2013 年 3 月 6 日）
国土交通省[2014]「平成 26 年度高齢者向け住宅等を対象とするヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの活用に係るガイドライン検討委員会資料（2014 年 4 月 25 日～2014 年 6 月 9 日）
国土交通省[2015]「平成 26 年度病院等を対象とするヘルスケアＪ－ＲＥＩＴの活用に係るガイドライン検討委員会」（2014 年 9 月 26 日～2015 年 1 月 30 日）
内閣府[2013]「日本再興戦略」（平成 25 年 6 月 14 日閣議決定）
内閣府[2013]「産業競争力会議の医療・介護等分科会中間報告」（平成 25 年 12 月 26 日）
内閣府[2014]「日本再興戦略改訂 2014」（平成 26 年 6 月 24 日閣議決定）
内閣府[2014]「健康・医療戦略」（平成 26 年 7 月 22 日閣議決定）
三井住友トラスト基礎研究所　[2015]『海外におけるヘルスケアＪ－ＲＥＩＴに関する調査研究報告書』
【ホームページ】
東京証券取引所 HP　http://reit.tse.or.jp/sp/healthcare-reit01.html
不動産証券化協会 HP　http://www.ares.or.jp/
日本ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ投資法人 HP　http://nippon-healthcare.co.jp/
ヘルスケア＆メディカル投資法人 HP　http://www.hcm3455.co.jp/
ジャパン・シニアリビング投資法人 HP　http://nippon-healthcare.co.jp/

【掲載図表・グラフ】

表	表　　題	記載頁
1	最近の不動産証券化市場における行政処分事例と鑑定評価関係に関する動き(2006年1月～2007年5月)	28頁
2	投資家保護関連の法律と内容	32頁
3	世界各国の上場リート市場の規模と国外不動産投資の可否	38頁
4	各国の上場リート市場の国外不動産投資の可否と鑑定評価制度(2008年4月現在)	41頁
5	現地鑑定人との連携・共同作業の役割分担	49頁
6	ヘルスケアJ-REITに関する政策・ガイドラインの推移	88頁
7	世界のヘルスケアJ-REIT市場規模	90頁
8	ヘルスケアJ-REIT3社業績概要（2017年8月末現在）	92頁
9	医療法改正の主な経緯	99頁
10	「病院不動産を対象とするリートに係るガイドライン」の概要	101頁
11	新潟リハビリテーション病院の概要	102頁
図	表　　題	記載頁
1	Jリートの海外不動産直接投資	42頁
2	Jリートの海外不動産間接投資(LPS等法人への出資)	43頁
3	Jリートの海外不動産間接投資(海外法人投資)	45頁
4	投資法人(J-REIT)の仕組み	59頁
5	ヘルスケアJ-REITの仕組み(キャッシュフローを中心に)	84頁
6	地域医療構想における医療機能別病床数推計	95頁
グラフ	表　　題	記載頁
1	日本銀行のJ-REIT運用保有額推移	67頁
2	高齢化社会の推移と将来推計	86頁