

## 第2回不動産投資市場戦略会議・議事概要

日時：平成22年11月5日（金）13:00-14:30

場所：国土交通省4階幹部コーナールーム2

### <各委員及びヒアリング関係者のご意見>

- Jリートのガバナンスの問題は重要。Jリートの創設当初も、投資家から、外部成長の必要性からスポンサー（物件供給のパイプライン）を重視する意見が出ていた。現在においても、金融機関等のスポンサークレジット重視の考え方は本質的には変化していないのではないか。
- 外国人投資家にはJリートのガバナンスは理解しづらい面がある。Jリートが右肩上がりに成長する段階では、日本の税制等に内包される問題には目をつぶっていた感がある。
- 欧米では、リートが物件取得を行う際に自己の投資口で支払う仕組みが活用されているが、日本では資金調達手法が限定的であり、増資や借入などの資金調達しか選択肢がない。
- 投資家としてはNOIを重視するほか、現金収入である一口当たりの配当の向上が重要。成長が見込めるならば、増資等により希薄化が起こるケースについても投資家の理解は得られるのではないかと。
- Jリートの修繕費の取り扱い（資産計上するか、費用化するか等）、情報の開示基準に各社でバラツキがあることから、投資家からはそれらの実務を一本化する基準ができないかとの指摘がある。
- 現在検討されている不動産特定共同事業法の改正は、我が国の不動産投資市場の規模に比して少ない投資適格不動産を不動産投資市場に供給していくものであり、評価できる。
- シンガポールではリートの制度改正等を積極的に行い、シンガポールのガバナンスの仕組みがアジアのスタンダードになりつつある。我が国でも制度の改善を急がなければ国際競争力の低下につながるおそれがある。
- リートのガバナンスの仕組みは、日本では監督官庁との「あうんの呼吸」で対応する面もあり、外国人投資家には問題の発生を防ぐ担保措置がどのようなものか理解しづらい。
- 鑑定評価は、日本に限らず諸外国でも、絶対的なものではなく、ある程度幅のある参考指標として認識されている。
- 金融収縮の際には、レバレッジが非常に低いリートでも投資口が売り込まれてしまった。デットだけの問題でないことは明らかである。エクイティ投資家の課題も多い。
- Jリートは、日本の私募ファンドが十分発展しない段階で設立されたこともあり、市場規模も経験もまだ十分ではない状態。このような現状を変えていくためには、Jリートを成長戦略に位置付けて支援していくことを明確に示すことが重要。
- 不動産投資市場へのデット供給を増やすためには、ノンリコースローンを束ねて

証券化した上で市場に流すための公的な仕組みを構築するとともに、それをベンチマークとして機能させることが考えられないか。その際、そのような仕組みに対する日銀の政策的対応があることが望ましい。また、欧州で発達したカバーボンドは金融収縮の影響をそれ程受けておらず、我が国においても同様の仕組みを検討することが必要ではないか。

- 不動産投資市場の問題として、メザニン融資の出し手不足があるが、市場でリスクを取れる人が少ないことが問題。不動産投資市場の安定化のための官民ファンドの例もあるが、収益が安定している良質な不動産については価格変動のリスクを取れるように、公的な保証等を行うことが考えられないか。
- 都市再生にファイナンス環境の整備に関する内容が盛り込まれることは重要。また、地方への安定的な資金供給の必要性が示されれば、対応する様々な取組みを後押しすることが期待される。
- 不動産に投資する資金については、海外資金は戻りつつあるが、日本の資金が市場にも流れるようにすることが不可欠。最終的には賃料、価格等の面で不動産投資市場に魅力があることが大切であり、不動産市場の収益向上が期待できる道筋を示すべき。
- 生損保は実物不動産を買っている。背景としては、不動産投資商品の流動性が不足していることや、証券化商品の購入に対して規制等のストレスがかかっていることが大きい。しかし、不動産の実物投資ができるプロが、証券化商品の中身をチェックして取り扱うものも多く、運用対象としては、本来的には実物不動産より証券化商品こそ推奨されるべきものではないか。せっかく不動産証券化で運用の分業化・専門化が進んだのに逆行するのはもったいない。
- 地方銀行が証券化プロジェクトへの融資を行う場合、小規模な案件でも人材育成や体制整備が必要となり、負担が大きい。新たな仕組みによる債権の購入など地方銀行などが市場に入りやすい仕組みを用意しつつ、CMBS等に取り組んでもらうようにしてはどうか。
- 不動産分野において環境の視点は重要だが、環境をコストと受け止められるおそれが強いので、不動産に環境の視点を入れる意義を明確に示すことが必要。
- 地方の証券化は重要だが、その前提として東京の市場に活力があることが重要であり、それをどう地方に波及させていくかという視点を持つべき。
- 地方の証券化の難しさとして、東京などの国際競争力を強化する観点からの不動産投資市場の対応策が、そのままの形では地方では通用しない点がある。
- 地方では、中心市街地のシャッター通りにある店を証券化しようという発想が出てくることもあるが、ビジネスとしてそもそも成立しようがないものは証券化できない。地方の問題はこれまでも様々な議論がされているが、これまでと違うアプローチが必要。町家の再生のような地方での証券化を促進する観点からは、公的な関与など投資家の幅を広げていくことも併せて検討されるべきではないか。
- 地方の不動産証券化に関する実証事業が行われていたが、外資やメガバンクの地方案件であったり、ストラクチャーの問題などから、最終的なスキーム組成まで残った案件はごくわずかだった。
- 東京や大阪のインフラには古いものが多く、世界の大都市に比べ見劣りしており、不動産の価値を支える観点からのインフラ整備の促進が必要ではないか。