

## 第6回不動産投資市場戦略会議・議事概要

日時：平成22年11月19日（金）13:00-15:00

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>

- IFRS（国際会計基準）は、バランスシートを重視していることから、会計基準のコンバージェンスにより、SPCは企業のバランスシートに連結されていく方向性にある。自らが所有する不動産については、真正譲渡性を備えていればオフバランス可能だが（5%ルール）、第三者が所有する不動産をSPCで購入・出資する場合（運用・開発）については、SPCの特例が見直され、一般事業会社と同様の支配力基準にて連結される方向で検討されている。国際競争力の強化に資する東京都心部の再開発など、特定の目的に沿って実行される開発型SPCについては、オフバランス化、非連結化を特例として認める会計ルールの制定が必要。
- 現状、銀行はSPCに対するノンリコースローンをデベロッパーに対するコーポレートローンと併せて与信管理を行う傾向がある。銀行の審査基準について、SPCに対するノンリコースローンをデベロッパーのリスクから切り離して判断するという見直しが必要。
- 大型の開発案件には長期の資金が必要であるが、民間銀行は、融資期間が長くなるとリスクウェイトが重たくなるBIS規制の影響等により、ローン期間が短期化している。また、かつては供給されていた公的な長期ローンについても、制度が消滅していつている。
- 不動産開発のリスクは、民間の金融機関だけではリスクを負担しきれないこともあることから、必要な都市開発については、公的な信用補完の仕組みが必要。
- TMKに対するローンは社債の発行であり、保守的に見るとその時点で証券化であると見なされ、それを束にして証券化すると二次証券化と見なされるリスクがある。一方、欧米ではTMKの枠組みがないので、ローンを束にした段階で一次証券化となる。よって、日本では欧米と同じことを行っても、リスクウェイトが上がり、それにより求めるリターンが増すことにより、資金調達側のコストも増加する、或いは金融機関が自行のライアビリティに合わせて与信期間を短期化するという問題がある。
- 日本のCMBSマーケットについては、一次二次を問わず、そもそもリスクを取る者が減っていることが、根本的な問題である。
- 銀行の審査基準（金融庁の検査基準）の問題点は、債務償還年数の考え方である。現在、銀行はローンについて、10年、20年のキャッシュフローで全額償還する考え方である。開発やタウンマネジメントでバリューが上がって行く案件なども、20年でバリューがなくなるという前提の考え方であり、実態経済における価値認識と適合していない。コーポレートファイナンス的な発想の体系でアセットファイナンスを見ようとしており、この歪のしわ寄せが、特にアセットを多く持つ不動産業について発生しており問題である。また、デベロッパーは、資産の保有・活用そのものが事業活動という一面もあり、バランスシートは必然的に大きくなるが、今の金融

行政の中で、バランスシートの圧縮や債務償還の短期化などについて、強烈なプレッシャーを受けていると感じている。

- Jリートに適正規模については、米リートがJリートに比べ約10倍の規模であり、また、経済規模は3倍の差であるので、少なくとも経済規模に見合った現状の3倍の規模にはなっていないのではないか。Jリート市場の規模拡大には、リート自体が事業の発展ができるようになることが必要であり、現状のSPC型だけでなく、事業会社型のJリートが必要。
- 日本は法人税率が高いので、開発による含み益を蓄えながら成長していくビジネスモデルの事業会社においては、Jリートに物件を譲渡した場合、含み益を税金で取られてしまう。これを解消するためには、アップリートといった税制の創設が必要。シンガポールや香港のように法人税率が低ければ、アップリートといった議論の必要性はないのかもしれない。
- 信託受託の審査基準が非常に厳しいことから、新規の証券化が伸び悩んでいる中、現物不動産を直接対象とする不特法の改正は、公的な金融支援と組み合わせれば、都市再生によりプラスに働く。金融商品的な基準や規制は、個別性の高い不動産に対しては、完全な平行に考えることは難しいと感じている。不動産の実態に即した適正な規制や監督が必要。
- 再開発の初動期においては、コストオーバーランや完成保証などが事業遂行上の課題である。このようなリスクをマネジメントするためには、再開発エリアを限定して取り組むことが重要。その上で公的な信用補完を行うなど、民間デベロッパーと公的機関がリスクを分担する仕組みが必要。
- 銀行におけるノンリコースローンの引当金計上ルールでは、処分価値を市場実勢より低く算出することから、不動産の価格が下落している局面では、必要以上に多額の引当金を積むことになる。一度引当金を計上してしまうと、結果として、当該債権は実質含み益を持つことになる。このため、銀行が資金繰りに窮した場合には、不動産を売却しローン債権を回収する方向に動くが、現状、銀行は資金が潤沢であることから、不動産を売却して含み益を顕在化させてまで資金回収を行うインセンティブは働いていない。
- 不動産投資市場に資金を集めるためには、「不動産投資市場は賃料収益が安定しており、配当や利益も安定的な市場である。」ことを支える環境整備が必要であり、既に不動産投資市場に投資を行っているまともな投資家が、できるだけ損失を蒙らないようにする仕組みや工夫も重要。一度痛い目にあうと、投資家が市場に戻って再投資するまで、10年程度の歳月が必要になる。投資家の多くが損失を蒙るようなマーケットでは、市場規模の拡大は望めない。
- 世界の金融規制が、プロシクリカルにバブル時にはバブルを煽る形となり、バブルが崩壊すると崩壊した後に規制強化に乗り出すことは問題である。引当金算出のルールにより、市況悪化時にメザニンローンが供給されなくなるというのは、制度リスクであり、改善すべきではないか。また、市況悪化時に備えた資金供給の仕組みを作っておけば、市況の落込を緩和できるのではないか。
- 不動産市場安定化ファンドは、民間企業のエクイティで組成されながら政策的な意味を持つ特殊なファンドである。危機に対応する目的で設立されている。長期ローンが供給されなくなったことに対応して、同様の仕組みで資金を供給する仕組み

を設けることは、既存投資家の理解が得られないと思う。長期ローンを供給する仕組みについては、政策的に国が主導して、国費を投入しなければ実現困難ではないか。

- レスキューエクイティは、デットエクイティスワップと同様の考え。新しい投資家がエクイティ資金を提供する点が異なる。不動産価格が一時的に低下したヴィークルに追加でエクイティを出すことで、ローンのリファイナンスを行い、ヴィークル及び既存エクイティを存続させ、市況の回復を待つスキーム。不動産の投売りによる資産デフレを防止し、不動産価格のボラティリティを抑制する効果も期待できる。
- レスキューエクイティの取り組みは、リスクウェイトを勘案すると民間銀行では取り組みは難しいと考えられる。資金の出し手としては、日本政策投資銀行や民間都市開発機構、リース会社、商社などが考えられる。本スキームは、不動産を買い叩くという発想ではなく、不動産の価値を大きく落とさないという考えであることから、適正価格での投資となる。よって、外資系投資家も資金の出し手として想定はできるが、大きなリターンを求める投資家については、IRR が低くなることから取り組みは難しいのではないか。
- レスキューエクイティのスキームは、既存エクイティ投資家が留まるか否かという問題もある。特に機関投資家には損失を確定させたいというニーズもある。その為、既存エクイティ投資家に、EXIT時にキャピタルゲインをシェアするなどのメリットを付与する条件設定も検討が必要となる。

<以 上>