

第8回不動産投資市場戦略会議・議事概要

日時：平成22年11月26日（金）14:00-17:00

場所：国土交通省4階幹部コーナールーム

<各委員及びヒアリング関係者のご意見>

- 年金による不動産投資について議論するにあたっては、年金の実態を把握することが必要である。年金には公的年金と私的年金があるが、私的年金の運用資産の総額は公的年金よりもはるかに小さい。また企業年金の7割近くは運用資産規模200億円以下、約4割は運用資産規模100億円以下の規模である。多くの私的年金は、規模の点から、不動産投資における専門の人材・体制を整えることは難しい。
- 公的年金について、強制的に不動産投資させることはできないか。海外のインフラに投資をすることに比べれば、日本のコア不動産に投資をする方が安全ではないか。また、公的年金が、収益の安定した不動産に投資をすることにより、デフレが抑制され、日本の不動産資産価値の維持にも繋がる。
- 企業年金は、過去の不動産投資において損失を蒙ったことも多く、不動産投資に対しては一般に良いイメージを持っていない。年金基金の不動産投資への消極姿勢の理由を問う前に、なぜ過去そのような結果に至ったのかについて関係者は考える必要があるのではないか。
- 金融危機前に私募ファンドが年金基金にかなり売り込まれた。
- Jリートは、現実には株式よりボラティリティが高い商品になってしまっており、単に市場規模を拡大すれば良いということではない。運用会社のガバナンスや監督・モニタリング体制を整備した上で、規模拡大を図るべきである。Jリートは、概ね5割程度のレバレッジが掛かっている。レバレッジを掛けないコア商品があっても、投資ニーズはあるのではないか。
- 日本の不動産マーケットは、コーポレートのリレーションで不動産取引が行われる傾向があり、欧米レベルのドライなマーケットになってはいないのではないか。年金等の機関投資家がマーケットレベルで評価し投資できるという環境にはまだなっていない。その為、大規模な年金が投資するような数百億円クラスのコア投資不動産がマーケットに出てくる機会が少ないように思う。
- 日本の不動産マーケットは、コア不動産投資の機会が少ない。これは不動産の持ち合いが行われていることが原因で、リートで運用すると譲渡益課税や流通課税が多額にかかるため、一般事業会社で賃貸不動産経営をしている方が有利としている税制が問題ではないか。
- 不動産と金融の融合が進んだと言われているが、実際は融合されていないのではないか。日本の不動産市場も金融資産も、大きい規模であるにも関わらず、不動産金融商品は数兆円の規模に留まっている。安定的に投資をすることが可能な市場環境を整備する上での課題は多いが、公的年金を例に不動産と金融の課題をクリアしていけば、海外等からも、投機的資金だけでなく、長期の安定した資金が不動産投資市場に入ってくる。

- 不動産が安値で買えるタイミングで過剰な信用収縮を行ってしまったことから、金融機関にもJリーートのボラティリティを上げてしまった責任がある。当初、不動産の証券化は、不動産に資金を付けるための仕組みであったはずであるが、現在ではコーポレートで資金が付くので、不動産投資市場に対するファイナンスをどのように位置づけていくかについて、きちんと議論する必要性が薄れてしまった。不動産と金融の関係者が、官民一体となって、国際競争力を強化する観点で議論をしていかなければならない。日本の不動産投資市場は、他国との競争を考えない「ガラパゴス市場」の方向に行っているのではないかと危惧している。
- 日本の成長を実現していく為には、東京の国際競争力強化に資する都市再生の取り組みを強化していくことが必要。その施策として、選択と集中に基づくエリアを選定し、投資を促進していくことが重要。また、都市再生プロジェクトへの長期安定資金供給の仕組みを整備することが必要。単に箱を作るということではなく、需要を創出する施策も必要。
- 国際的な都市間競争を勝ち抜いていく為には、長期安定的な資金と総合的な施策導入を通じた都市再生を推進することが必要。都市再生を通じて、収益の安定した良質な不動産ストックが形成されると、その結果、不動産投資市場が拡大する。不動産投資市場が拡大すると、長期安定資金の流入が期待できる。都市再生を推進するためには、このような循環を促す施策を議論し、実現に結びつけることが必要。
- 不動産投資市場の成長に向けた取り組みとして、不動産特定共同事業法の改正など、不動産の開発・再生を促進するための環境整備を行っていくことが必要。不特法は事業者には厳しい行為規制を課しており、共同事業者保護が十分に図られる制度設計となっている。厳しい許可要件を備えた不動産の知識を有する事業者が、プロジェクト全体のリスク管理を行うというのが特徴。その特徴を維持しながら、共同事業者保護の観点から倒産隔離スキームを導入することが、今回の法改正と理解している。
- 海外投資家、年金からの大丸有地区への投資意欲は高い。しかし、この地域だけで機能が発揮できるわけではなく、大丸有地区へ来るまでの交通インフラの脆弱性や空港からのアクセスなどの課題を解決しなければならない。不動産投資市場を考える場合でも、大丸有地区だけでなく、東京～羽田～横浜のエリアで、成長戦略である都市再生施策を行うことが必要。
- Jリーートの適正規模については、資金を入れる側の投資家から見てその規模が十分であるかが重要。GDPとリート時価総額の比較において、アメリカはGDP比2.6%、日本は0.8%であるので、経済規模の観点からは、現状の3倍程度には拡大させていくべきではないか。
- 不動産投資市場における長期安定資金としては、年金資金が重要である。年金からは、不動産はボラティリティが高いと思われており、このイメージを払拭する必要がある。その為には、キャッシュフローは変化がないにもかかわらず、キャップレートの上昇により鑑定評価額が下がって行くことがボラティリティに大きく影響を与えている。この鑑定評価の考え方を是正するか、もしくは実際の不動産マーケットではこの鑑定評価とは違う価値観で取引されていることが多数あることについて、マーケットの関係者や行政当局の共通認識として、それぞれの判断に反映させて行くことが必要。
- Jリーートの投資口価格の変動が大きいのは、投資口の持ち手の問題であり、投資

信託の運用業者や地方銀行などの投資家は、キャッシュフローが安定していても、一定程度投資口価格が下がると売らなければいけないロスカットルールに基づき、損を承知で売却している。現物不動産の生み出すキャッシュフローの推移を見て売買できる長期目線の投資家に多くを保有してもらう努力が必要であり、これまでの証券会社の販売姿勢には反省の余地がある。

- 証券化不動産に対する鑑定評価基準においては、キャッシュフローと投資家の期待利回りで価格が評価されている。このうち、キャッシュフローに着目する考え方は良いが、投資家の期待利回りであるキャップレートについては投資事例に基づく情報も少なく、それをアンケートで補っているものであり、適用基準がよく分からない。不動産は、同じ地域にあっても、築年数、規模、設備の状況等によって、賃料が異なるなど、個性の強いものであり、地域で一律のキャップレートを適用するのではなく、より物件の個性を反映させることも考慮する必要がある。鑑定評価で示された価格と、実際に取引されている価格の違いについて、鑑定評価基準で説明できるようにすることが大きな課題。
- 建物には物理的な耐用年数があり、J リートなどに入っている不動産も未来永劫投資適格であり続けることはない。そこから一度外れるとそれを受け入れるための証券化の枠組みがなく、再生・開発など更新投資が立ち行かなくなる状況は問題。再生・開発を通じて、投資適格不動産を循環させて行くというビジョンが必要。これらを円滑に進めていく上で、循環の視点で投資価値を見出す投資文化を創っていくという意味においても、不動産特定共同事業法の改正は重要。
- 不動産投資市場において、長期デットが足りないことを解消する為に、フラット35の様に一定の条件を満たした民間金融機関のノンリコースローンを束にして、ベンチマーク商品を組成し、滞留している長期資金と不動産への資金需要を結ぶ媒介の役割を民間都市開発機構が担うことは考えられないか。
- 都市再生を推進していくために、耐震改修が必要な不動産や遵法性に難がある不動産の再生などについて、政策目的に沿った資金を金融機関が融資した場合、機構が社債などを発行し、公的セクターがある程度のリスクを負担した上で、投資家からの資金を導入することは検討できないか。
- 過去に地銀の都市開発資金を束ねて証券化することを検討したことがあった。しかし、都市開発PJのローン債権は、住宅ローンと違って千差万別であり、一定のロットを定期的に発行するにはプロジェクト数も少なく、リスクの計算も住宅ローンと違って、マスで評価することが難しいとの話になった。また、現在の民間都市開発機構は、開発段階での金融支援が主な役割とされており、その趣旨に照らすと稼働資産のローン債権を束ねて証券化をすることは、現時点では難しいと考えている。
- 土地の流動化を促進するため、一定期間、民都が土地を保有して、開発後に事業者に戻した土地取得事業は結果的には損失は発生していないが、開発事業がうまく進まなかったり、需要が大きく異なれば損失を蒙る可能性はあった。これを防ぐため、土地の価値のみに着目してリスクを判断したのではなく、開発事業を実施するスポンサーの信用力も併せて評価したことにより、しっかりと資金回収ができた。現行の都市開発PJにおけるメザニン社債等においても、純粋にプロジェクトリスクを判断することは難しく、多くのPJはスポンサーの事業遂行能力や信用により成り立っている現実がある。民間都市開発機構は、民間の金融機関では供与が難しい資金を扱っており、スポンサーの事業遂行能力や信用といったコーポレートに依拠したリスクについて、投資家に移転できるか、疑問がある。

- 年金の不動産投資を進めるためには、ゲートキーパーである信託銀行等がJリートの価値をどう考えるかということとともに、年金側が不動産投資をどのように位置づけて投資を行うかの判断材料を提供することが重要であると思う。現在は、不動産投資については、株式代替として見る投資家が多いが、一方では、オルタナティブ投資の一環で株式と違った位置付けで組み立てる動きもある。
- Jリートの投資口価格のボラティリティが高いことや、不動産はキャッシュフローが安定しているにもかかわらず、それとは違う部分で価格が決定されてしまうことが投資のネックとなっている。
- キャッシュフローが安定しているにもかかわらず、Jリートの価格変動が大きいのは、売却益を含めて配当していることもあるからではないか。キャピタルゲインを期待する投資家の出入がボラティリティを高くしている。Jリートを安定した投資対象にするには、キャピタルゲインに期待が集中しないルールを作れば良い。
- また、Jリートの投資口価格のボラティリティが高いのは、リーマンショック以降のリファイナンスが受けにくい状況等から、投資家が運用会社のスポンサーのクレジットしか信頼していないことが影響している。アセットファイナンス市場が歪んでいる問題を解決する必要があるのではないか。さらに、不動産の流動性が枯渇していることも問題。現在、安定したキャッシュフローを生んでいるにもかかわらず、動いていない不動産を動かせば、国内で資金は循環する。資金と不動産が動けば日本は成長できる。
- 現状、Jリートは不動産投資市場のラストリゾートとして存在している。Jリートが適正化しないと、私募ファンドは出口がなく、スポンサーも物件の売却先がない。Jリートの復活が不動産投資市場の回復の鍵を握っている。
- 合併・スポンサー交替があっても高い借入コストで苦しんでいるリートは多い。合併・スポンサー交替はマーケットに安心感を与えるものではあるが、借入コストの問題が解消しなければ、投資口価格は上昇しない。
- 合併・スポンサー交替などにより経営基盤が安定したリートについては、利子補給や低利貸付などの政策的支援を行ってはどうか。借入コストの低減化を進めれば、プラス方向の循環に転換できる。利払負担が軽減することにより、配当が増加し、投資口価格の上昇にも繋がっていく。
- リートのエクイティについては、分配の安定性確保のために売却益の内部留保を認めるなど、配当の弾力化が必要。また、自社株買いも認めるべき。導管性要件「投資口国内50%超募集要件」についても、累計の明確化ではなく廃止が良いのではないか。
- ガバナンスについては、スポンサーが運用会社の意思決定に干渉できにくい仕組みを強化するか（ダルトン・アドバイザー清水氏案）、投資法人をスポンサーの持分法適用会社にするなど、セイム・ボート機能の強化が考えられる。前者は投資法人の独立性を志向するもの。後者は、逆に、スポンサーと利害を一致させる方向性を志向するもの。スポンサーが投資法人に物件を高値で売却し、スポンサーだけが利益を得るといような取引行為が投資家の信頼を一番損ねる。現状を鑑みると、後者の方が実現可能性は高いと考えられる。
- ファイナンス環境は表面的に改善しているが、世界的な流動性が流れ込んでいることに安心せずに、安定的に長期の資金が供給されるシステムを構築する必要がある。

る。良い商品だから十分なボリューム感と十分な期間でマネーマーケットがサポートしていくとの安心感を作っておかなければ、一瞬良くなっても、また元の水たまりに戻ってしまう。

- 金融機関の融資条件の改善は遅行性があるが、ローンの無担保化、低金利化は着実に進んでいる。遅行性の要因は、合併・スポンサー交替などが実現しても、決算（トラックレコード）がでないと債務者区分が変わらない為。
- 大きなリストラクチャリングが起きる場合、見方を変えれば、金利が高いということは、金利引下による内部成長余力があるということだが、アナリストや投資家はそれを表現できず、金利が高いから良くないと叩きに行く。不動産投資市場にしっかりと見方のできるプロがたくさん参加していくことが必要。
- Jリートは規約でガバナンスの差が出ない。一方、シンガポールは規約で差が出てくる。対外的に見た場合、ルールで差がでないことは、裏に何かあるのではないかと、日本市場は不透明との指摘に繋がる。
- 投資法人をスポンサーの持分法適用会社とすると、会計上の譲渡処理の点で懸念が残る。投資口を5%程度保有するリスク・リテンションという考え方もあるのではないか。
- パイプライン契約はアメリカでも存在する。何故日本だけが不透明だといわれるのか分からない。スポンサーとの物件取引については、ルールで鑑定評価との整合性を確認するだけで、どういう背景で取引に至ったかが分からない。教科書的には、デューデリジェンスの最大のポイントは、売手が何故売ったかの理由を調べることと言われている。外部から取引の妥当性を判断することは非常に難しく、外国の投資家からは、ガバナンスはそれほど重要ではないとの議論も常にある。
- 不動産の価値は、インフラによって大きく価値が変わってくる。日本のインフラストラクチャーは、公共交通網や公園整備など諸外国と比較して充実しているが、それがきちんと評価されていない。一方、財政状況は厳しいことから老朽化した道路などは安全性の観点から早く措置するべきだが、それについて維持修繕費用などの将来にわたる総額の引当認識、債務がいくらあるのか検証を行った上で、都市計画のマスタープランを作っていく必要がある。
- 不動産市場の透明性については、取引事例が開示されていないこともあり、取引の実態が不透明と言われている。不動産鑑定士は、市場取引の3割程度しか把握できていないにも関わらず、評価をしなければならぬ難しさがある。事例収集については、政府一体としての取り組みとして、税務署の確認との連携も検討するべきではないか。
- 3年ぐらい前から会計の世界において、裏付け資産が非流動的であると証券化に向かないのではないかと議論が公然と出てきている。しかし本来、裏付け資産が非流動的であるから証券化の意味がある。ヴィークル関連制度については、制度を考える前に、資産の証券化を国策としてどう位置付けるのかの検討が必要。
- Jリートの制度は、米国の初期のREIT制度を先例として導入したものと理解しているが、米国は制度改善、欧州等後発組は先行事例を踏まえた制度設計を図っており、各種差異が生じている。いずれもJリートの安定運営の障害になっており、運営に失敗した場合は、投資家に負担が回ってくる。

- 税会不一致についても差異は埋められない状況であり、その為会計基準を的確に適用できないような状況になっている。中期的な課題としては、フランス等の免税型 REIT への移行が良いと考えるが、短期応急措置としては、利益超過分配をみなし配当として扱うことを可能にすれば、税会不一致の問題は相当緩和される。
- 不動産の法定ヴィークルへの入口価格については、不動産鑑定制度が非常にしっかりしたシステムになっていることから、そこから差異があった場合、税務上否認されることについて会計事務所などが懸念を抱くことが多い。これを解消する施策としては、一定幅までの乖離が許容できるとのオピニオン制度を導入することが有効。
- 不動産投資市場に優良な不動産を供給するという観点からは、UP リートと同様の効果を持つ投資口の圧縮記帳制度の創設も有効ではないか。
- 不動産投資市場のヴィークルを国民経済の中でどう位置付けるかの議論を十分行わずに、既存の会社法や税法の体系に当てはめてきた。それが目立たない規模の場合は誤魔化すことができたが、これからの展開では税会不一致の問題など対応しきれない問題が発生する。今後は様々な制度的な不備を解消する議論が必要。
- 不動産投資市場の成長期待規模をどのように設定するかによるが、仮に J リートの時価総額 10 兆円を目標とするなら、必要なデットは 10 兆円前後となる。2010 年 9 月末の J リートの有利子負債は、3.7 兆円(うち投資法人債 6 千億円)であるから、約 6 兆円強の新規デットが必要となる。私募形態のファイナンスへの期待も考慮すると、さらなる量的な対応が必要となる。よって、不動産投資市場の成長拡大には、デット供給力を高めることが急務。既存プレイヤーだけでは対応困難であり、ポリシー面では、プレイヤーの多様化が必要(年金・生損保・系統・地銀・郵貯など)。クオリティ面では、期間の長いデットが必要。
- 不動産投資市場の創出により、不動産業向け与信のカテゴリーが変化している。J リート向け貸出とノンリコースローンの残高が 10 兆円とすれば、10 兆円の中に以前であれば不動産業以外の小売業、倉庫業、ホテル業、サービス業種などに分類されていた資金が 4、5 兆円ある。それを差し引いて考えると、不動産業向け貸出残高が伸びているにもかかわらず、不動産価格が上昇していない不動産市場の停滞が良く理解できる。金融検査を含む金融行政やマスコミ・証券アナリストなどに、これは従来なかった新しい投資市場を創っているのだと理解してもらえらるのなら、既存の銀行ももう少しは頑張れるのではないか。且つ、更に大きな市場にするべく多様なプレイヤーを引きこむ為に、ローンや CMBS・投資法人債などに公的な機関による保証を付けるなどの参入し易い仕組みを提供してはどうか。
- 守りに弱い J リートの構造的な課題の克服にはしっかり取り組む。また、健全なガバナンス、利益相反の問題は極めて重要な課題ではあるが、やりすぎて「角を矯めて牛を殺す」というようなことが絶対ないようにしてほしい。
- 不動産市場の安定と投資市場の発展が、国民経済上大切なことを理解し、国家の重要な施策として取り組んでいくコンセンサス作りが必要。今までは、危機対応、デフレ防止といった守りの発想であったが、これからは、東京の不動産は国家の重要な資源、また投資運用業の発展が、金融市場の国際競争力回復にも貢献するといった積極的に評価していく姿勢が必要。

<以 上>