

第2回 投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム 議事概要

日時：平成20年6月5日（木） 10：00～12：00

会場：虎ノ門パストラル（神谷町） 新館4階「アイリスガーデン」

出席者：〔委員〕岩原座長、川口座長代理、沖野委員、渋谷委員、田村委員、檀野委員、濱口委員、原田委員、福士委員、藤沢委員、本間委員、毛利委員

〔来賓〕国土交通省 榊総合政策局長、内田大臣官房審議官

欠席者：なし

開会

国土交通省総合政策局長挨拶

<以降、座長により議事進行>

『「年金基金向け等の不動産投資一任サービスのあり方」に関するワーキンググループ』に係るワーキンググループ座長コメント

- ・ 本WGでは、多様なプレイヤーの参加の下、市場活性化へ向け、年金にとっての不動産投資の意義といった基礎的な部分から、年金向けの不動産投資一任サービスのあり方についての下地となるような内容に至る議論を行った。
- ・ 昨今、BRIC's等の新たなプレイヤーが急成長し、グローバル経済化が加速していく中で、我が国の不動産投資市場のあり方、これに対する年金運用のあり方等が議論された。
- ・ 年金に関しては、不動産と金融が一体化する新たな枠組みの中で、運用対象資産の拡大の一環として、不動産投資一任サービスも含めた新たな投資方法についても幅広い議論が必要という意見もあった。
- ・ 商品提供側の対応については、株式市場と同様に運用パフォーマンスを測れるインデックスの整備、Jリートや私募不動産が果たすべき役割の再認識等について議論がなされた。
- ・ サプライム問題の背景となった資金の過剰流動性が資源高やインフレへの懸念をもたらす中で、不動産を位置づけ直すとインフレヘッジ効果に注目されることや、海外資金から見るとポートフォリオの分散効果が期待できる等、日本の不動産への潜在的な意欲は強いといった意見もあった。

『「J-REITによる海外不動産投資」に関するワーキンググループ』に係るワーキンググループ座長コメント

- ・ 世界の多くの国でリートの海外不動産投資が認められている中で、Jリートについても海外不動産投資を認めることで競争力を高めること。市場の厚みを増していくために、外部成長の機会を与えること。保有する不動産ポートフォリオのリスク分散に寄与すること。こうした点でJリートの海外不動産投資の意義があるという考え方がある。

- ・ 本 WG では、日本の投資家が、海外の法制やマーケットの事情に不慣れな場合もあると思われることから、必要な情報開示を如何に行うべきかという点について議論された。各国の事例では、必ずしも海外不動産市場について特別な規定は置いていないが、必要十分な開示はすべきという意見が多かった。
- ・ 海外不動産は、日本とは異なる法制の下にあり、こうしたことから生じるリスクをどうマネージするか、あるいは、税制等が課題になることが指摘された。
- ・ こうした中で、海外不動産鑑定ガイドライン、東証の上場規程の見直し等、随時必要な対応が適切になされてきている。

『「金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営のあり方」に関するワーキンググループ』に係るワーキンググループ座長コメント

- ・ 本 WG では、最終投資対象が不動産の現物である商品の運用を行う投資運用業者やその登録準備中の業者を主な構成委員として、金商法の下における業務運営のあり方について議論が行われた。
- ・ 主な論点は、社内の管理態勢の整備に関することや、金商法の下で不動産特有の問題と金商法の各種行為規制の調和をどこに求めるかということ。
- ・ 社内の管理体制については、各社それぞれの工夫があるが、その中でも標準的な組織態勢と考えられるところについて整理した。例えば、投資家保護のための一定の牽制という役割を担うために、外部専門家の目を導入した委員会を設置していること等、従前の会社とは異なる組織態勢を持っている。
- ・ 業務遂行に関しては、投資家保護の為の行為規制に関する規定と不動産投資の実務の間に若干の齟齬があり、こうした中で運用会社が如何に業務を遂行していくかが課題。こうした課題に対し、金融庁で不動産の実務に即した各種の対応がなされるとともに、各運用会社でも如何に解釈していくかについて意が尽くされており、金商法に適合した運用会社が力をつけて行く状況にあると考えられる。

フォーラムとりまとめ（案）の内容に関する説明
事務局（（社）不動産証券化協会）より

とりまとめ（案）を踏まえた意見交換の主な内容

- ・ J リートマーケットの現状はかなり厳しい。投資家は、損失を抱えて痛みを感じているだけでなく、市場が壊れてしまうのではないかとこのほどの不安を持っている。運用会社も二極化し、かつ、勝ち組と呼ばれるのは一握りで、資金調達も含めかなり苦労しているが、運用会社の立場では、なかなか成すすべが無いのが現状。
- ・ J リートが、本来ミドルリスクミドルリターンの商品だというのはそのとおりだが、市場で取引される以上、マクロ環境や資金の需給によってボラティリティが高低するのは避けられない。商品性についてのあるべき論は理解できるが、実際に起こった時に如何にリカバーするかが非常に大事。
- ・ J リートの価格が、日本の不動産市場の良好なファンダメンタルを反映していないという話もそのとおりだが、金融市場は先を考えるので、市場参加者が不安を持てば、価格にも

反映されてしまう。市場に閉塞感があり、これを脱却するために金融市場のプレイヤーが資本のダイナミズムを発揮し、合併やプライベート化等を可能にすることも今後の検討課題。また、Jリーートの組入れ資産に、いわゆる A クラスの不動産がもっと増えていくためには、アップリート等も含めた検討が期待される。

- ・ 投資家保護の観点からディスクロージャーは大事だが、市場の信頼性という観点では、パフォーマンスの影響も大きい。投資家保護の観点からの施策が、時にプレイヤーの自由度を奪いかねない矛盾が生じることもある。悪い状況をリカバリーし、パフォーマンス改善のための前向きな取組みをサポートするような施策も引き続き検討願いたい。
- ・ Jリーートの市場規模拡大、世界標準をリードするJリートという方向性は適切。
- ・ Jリート発足当時のコンセプトは、個人投資家を中心に、債券と株の中間のリスクリターン特性を有する商品を提供するものであった。しかし、実際には機関投資家が中心となって上昇していく中で、投資家の裾野拡大へ向けた努力が疎かになってしまったのではないかとこの自戒がある。原点に立ち返って、投資家啓蒙等の活動を進めることが必要。
- ・ Jリートは、個別銘柄の取引の厚みという面における流動性の低さが課題。米国の歴史を見ても、合併等の再編を経て市場が拡大しており、法制面の後押しが必要。これによって、一時的に銘柄が減っても、個別銘柄の厚みが増して流動性が高まることで、マーケットの改善に寄与するのではないかと。
- ・ 鑑定評価については、基準の改正、処分基準の施行等整備が進められているが、鑑定評価には、鑑定士の判断が当然に入ってくるので、過度な規制によって、不動産鑑定士やその他の市場参加者を萎縮させてしまう懸念もある。必要以上の規制が、市場介入的な影響を及ぼし、マーケットの健全な発展を妨げるようなことの無いよう配慮願いたい。
- ・ Jリートは多くの銘柄が含み益を持っている状況と思われるが、その含み益を加味したネットアセットバリューと投資口の価格を比較すると、かなりのリートが大きくアンダーバリューされている感がある。Jリートは上場商品なので、価格はマーケットの判断に委ねるのが原則だが、Jリーートの本来の商品特性を十分に認識して投資してもらえる投資家の開拓が課題。特に、個人投資家に中長期的に安定的な利回りを享受する商品として投資してもらうことが肝要。このためには、証券会社が引き続き大きな役割を担うことに併せて、制度面の対応や市場参加者の工夫により、販売チャネルの多様化も必要。
- ・ 金商法施行により、各業者が法に適合した態勢を整備し、業務を遂行しているが、やはり最終投資対象が実物不動産であることと金融商品としての取扱いのギャップはあり、これを埋めるために腐心しているところもある。今後もこうした努力は続けていくが、どうしてもなじみにくいケースもでてくるのではないかと。特に、都市再生や地域再生に寄与してきた開発型証券化は、金商法の規制対象となることで、柔軟性や使い勝手の面でストレスが生じることも危惧される。不動産の特性に応じた規制のあり方を考える一環として、倒産隔離性を備えた実物不動産の共同開発のニーズに対応できるスキームを、官民一体となって確立していく必要がある。わかりやすくハンドリングが良いスキームの構築は、地方における開発促進にも資するものと考えられる。

- ・ 現行の不動産投資商品はデットを活用している例がほとんどだが、この結果、リファイナンスや金利上昇のリスクを負っている。また、年金は債券投資をしているが、不動産投資におけるデットの活用は、金利上昇等の局面で債券投資と同様のマイナスの効果を及ぼすことになり、不動産投資による分散効果が減殺されてしまう。各年金により、期待するリスクリターンは異なるが、中長期の不動産投資という観点からは、レバレッジの低い商品やこれに適したスキーム、フィー構造等についても検討願いたい。
- ・ 不動産に限らず他の資産クラスについても言える場合があるが、投資家の意向という点に鑑みると、金商法の下における行政の考え方に多少違和感を覚えることもある。担当官が必ずしも不動産の専門家でない場合もあるものと思われることから、行政における情報の共有化等が更に進むことで、よりよい方向に進むことが望まれる。
- ・ 日本の株式全体が過小評価されていることが基本的な課題。不動産もこれに巻き込まれている。グローバル経済におけるアジアや新興国の成長を日本経済がうまく取り込むことを海外の投資家は期待しており、東京の不動産はそれを実現する成長力を有している。
- ・ 日本の不動産に対する潜在的なニーズは強く、中東のソブリンウェルスファンド等も関心が非常に高い。フルエクイティの投資を志向している。あるいは、Jリートも一定の規模以上の銘柄であれば投資可能との見解であり、資産規模の拡大や合併が、海外からのJリートへの投資拡大に寄与するのではないか。

座長よりコメント

- ・ 今般は、不動産投資市場の基本的なあり方、Jリーートの海外投資、不動産投資に係る金商法等についての技術的な問題について詰めていくということで、今後、不動産投資市場を発展させていくための基本的な作業がされたものと考えている。
- ・ 第1回フォーラムの開催当時と市場環境が大きく変わる中で、根本に立ち返ることで、基本的な問題点が明らかになり、不動産投資市場を巡航的なマーケットにしていくために必要なポイントを出すことができたのではないか。
- ・ 不動産投資市場を金融商品として確立していくということは、金融市場のボラティリティに左右されることでもあり、市場はセンチメントでぶれながら進んでいくものだが、長期的にはファンダメンタルが決めていく。基本を見据え、長い目で見てファンダメンタルに従って発展できるような体制を創っていくしかない。このために必要なことがフォーラムでなされたと思う。

とりまとめ（案）について、フォーラムのとりまとめとする旨、了承された。

とりまとめの内容について、本日記者会見を行う（出席者：川口座長代理、田村委員、藤沢委員。会場：国土交通省会見室）旨、座長より報告。

閉会

以上