

Ｊリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて ～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ～

1. はじめに

平成13年にスタートした我が国のＪリート（上場不動産投資信託）市場は、市場規模、取得物件数、銘柄数ともに順調に成長し、豊富な資金を使った物件の取得やバリューアップ等を通じて我が国の都市整備等にも大きく寄与してきたが、一昨年のサブプライム問題の発生を契機として、市場全体として下落基調に転じ、Ｊリートによる物件取得数も急減するなど、制度スタート7年を経て初めての調整期に入っている。初の投資法人の破綻事例が発生し、円高、国際的な株安、各種経済指標の悪化等もあり、東証リート指数は一時704ポイントを記録し、その後、900ポイント台（平成21年6月24日時点）に持ち直してはいるが、今後の動きは未だ予断を許すところではなく、Ｊリートに対する投資家の信頼を高めることは急務であると考えられる。

本フォーラムにおいては、昨年10月28日に開催された「第3回投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」以降、専門のワーキンググループを設置し、合併をはじめとしたＪリートの再編、Ｊリートのガバナンス強化の必要性、Ｊリートのファイナンス、個人投資家、年金等による不動産投資の促進等、Ｊリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化について幅広い議論を行い、この度、その結果を以下のとおりとりまとめたところである。

2. 合併をはじめとするＪリートの再編の必要性について

Ｊリート市場については、例えばPBR（株価純資産倍率）の低い投資法人が多く存在しているなど、買い手に有利な市場環境にもかかわらず再編が進まないことが市場全体のマイナスになっているとの指摘がある。また、年金などの投資家にとっては資産総額が大きく安定的な投資法人が望ましいとの声も強い。投資法人同士の合併は、多額の資金を使用することなく、より規模の大きな投資法人を創出できる手法であり、これにより、投資家の期待に応えるとともに、Ｊリート市場の一層の活性化が見込まれるものである。

本フォーラムでは、合併をはじめとするＪリートの再編に関し以下の議論が行わ

れた。また、現在までに、合併の促進に寄与すると考えられる各種制度改正も行われているところであり、これらの制度を活用した投資法人同士の合併等を通じてJリート市場が更なる発展を遂げることに期待したい。

- (1) 税務上の所得と会計上の利益が混在している従来の導管性判定式は、導管性の不安定性を解消するため、会計上の利益のみを基準に判定する等の改正が求められていた。投資法人同士の合併においても、導管性が不安定となる可能性があり、合併をためらわせるのではないかとの懸念があったが、平成21年度税制改正において、導管性判定式の改正（税務上の所得でなく、会計上の配当可能利益の9割超を配当することを要件とすること、合併時に発生する負ののれん（存続する投資法人が得る吸収される投資法人の含み益）について、その発生事業年度における会計上の配当可能利益から控除すること等）が行われたところであり、この懸念は和らげられたものと考えられる。仮に存続する投資法人が負ののれんを得た場合、この含み益は発生事業年度の配当可能利益から控除するとされたため、合併時に導管性維持目的の含み益相当の現金配当が必要になるのではないかとの懸念も和らげられたものと考えられる。
- (2) 投資法人同士の合併においては、合併比率の端数調整や合併当事者の決算期が異なる際の利益配当の調整等のために、存続投資法人から消滅投資法人の投資主に対し、いわゆる合併交付金を交付する必要があるところ、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）上明確な規定がないとしてその活用可能性について疑義があり、このことが投資法人同士の合併をためらわせるのではないかとの懸念があった。しかしながら、金融庁において、その活用可能性を明確化するため、関連する内閣府令の改正（平成21年1月23日施行）及び監督指針の改正（同月30日から適用）が行われ、この懸念は和らげられたものと考えられる。
- (3) 吸収合併に際して、消滅投資法人の投資主に交付される投資口の口数に1口に満たない端数があるときは、投信法上、その端数の合計数に相当する口数の投資口を取引所市場において売却し、その端数に応じて売却代金を交付しなければならないため、取引所市場での売却により投資口価格が著しく下落してしまうのではないかとの懸念があったが、ワーキンググループにおいては、例えばToSTNeT市場による取引の活用により、これを回避できるのではないかとの意見が多かったところである。
- (4) 合併に際しての公正な合併比率の算出方法については、その算出の考え方や評価の合理性等について、投資家に対する十分な説明と開示が重要である。

(5) Jリート再編の一形態として、非上場化や清算についても議論が行われた。いずれも法的には可能であるが、反対投資主の保護のあり方、投資対象不動産の売却によるJリート市場の縮小、投げ売り等による不動産市場全体への影響等が懸念されるところであり、合併、スポンサー変更、運用会社の交代等Jリート市場に留まる努力をしていくべきである。

3. Jリーートのガバナンスについて

最近、投資法人から資産運用業務を受託している複数の運用会社が、投資法人に対する利益相反行為や内部管理態勢の不備について行政処分を受け、投資家の信頼を高める上でも運用会社に対するガバナンスについて強化すべきではないかとの指摘があるところであり、各国の制度とも比較しながら、以下のような議論を行った。

(1) 世界のリート制度においては、大きく分けて、日本やオーストラリア、シンガポールのような外部運用型と、米国、欧州等のような内部運用型又は内部運用・外部運用併存型がある。外部運用型、内部運用型それぞれにメリットがあり、どちらが投資家にとって有用であるか一概には評価できないところである。しかしながら、例えばオーストラリアにおけるステイプルド証券制度のように、基本的に外部運用型を保持し、リーートの配当前課税を回避する一方、運用会社の株式とリーートのユニットを併せて上場し流通させることで運用会社と投資家の利害を一致させようとする試みも見られる。このように、運用会社と投資家との利害をできるだけ一致させ、投資家の信頼を高めようとする努力は世界共通のものと考えられるところである。

(2) Jリートにおいても、投信法及び金融商品取引法上、運用会社は委託者である投資法人に対し、委託者の利益に忠実にかつ善良な管理者の注意をもって投資運用業を行わなければならない義務があるところであるが、投資家の信頼を高めるために、投資家の集合である投資法人との利害を更に一致させていく努力は重要である。この意味で、海外で見られる内部運用型やステイプルド証券制度といった工夫は参考になるが、我が国で同様の制度を導入しようとする場合、例えば、内部運用型については、自ら資産運用を行うことになるため、会社法上の会社に接近し、その他の法制度との比較からも、配当前課税を回避できるのかといった数多くの検討すべき課題がある。また、ステイプルド証券制度にしても、我が国に複数の会社の株式を一体として流通させる例はなく金融商品取引法等関連法制との関係を見極める必要があるなど、やはり数多くの検討すべき課題があると

考えられる。投資家に信頼されるＪリートのある方を追求する上で、内部運用型やステイブルド証券制度といった考え方についても関係者において引き続き検討されることが重要であるが、Ｊリートへの投資家の信頼をいち早く高めていくためには、むしろ投資家の信頼を一層高める様々な取組をＪリート各社が自発的に行っていくことが重要である。投資家の信頼を一層高める取組としては、例えば、以下のようなものが考えられるところである。

① 投資法人による運用会社の忠実義務等のモニタリング（監視）の強化

投資法人の執行役員の重要な任務は、投資家の代表として、投資法人との委託契約に基づき資産運用を行う運用会社が投資法人に対してその忠実義務、善管注意義務等を十分に果たしているかモニタリングを行うことにある。

投資法人によるモニタリングの強化のためには、投資法人の執行役員がその任務を十分かつ主体的に果たせるよう、運用会社の忠実義務、善管注意義務等のモニタリングのために必要な人員・費用を投資法人が確保する（役員の増員、必要に応じたモニタリング機能の一部外部委託等）ことが考えられる。

② 運用会社における社外取締役の選任

運用会社のガバナンスを強化し、投資家の信頼を高める観点から、運用会社において、投資家の利益を確保する視点で運用会社の業務執行のモニタリングを期待できる独立性の高い社外取締役を選任することが考えられる。

③ 運用会社の報酬体系のより一層の工夫

運用会社の報酬体系について、運用会社と投資法人の利害の一致に寄与する方向でより一層の工夫を行うことが考えられる。

なお、運用会社と投資法人の利害を一致させる試みとして、投資法人が運用会社の株式を保有することにより、運用会社に対して一定の影響力を行使することも考えられるが、このことは投資法人が運用会社の事業リスクを負担することにもなるなど、投資家保護等の観点から慎重な検討が必要であると考えられる。

4. Ｊリエートのファイナンスについて

Ｊリートは、運用会社の投資判断に従い不動産を取得するに当たって、一般投資家から出資金を募るとともに、取得資金の一部を金融機関等からの借入、投資法人債の発行などにより調達している。調達資金の一部を低コストの借入金で賄うことは、機動的な物件取得、投資家への高い配当の提供等につながるものであり、エクイティである出資とデットである借入金等を組み合わせた資金調達方法は世界的にも通例となっている。しかしながら、世界的な信用収縮の状況下、更なる増資が困

難となる一方、デット依存率が特に高いリートについては、そのリファイナンスに苦心する例が世界的に見られ、米国でもリーートの倒産（チャプター11）事例が発生している。我が国においても、融資契約における財務制限条項であるLTV条項（借入比率に関する誓約条項）の抵触によるデフォルトの回避が重大な経営課題となり、やむなく売り手に不利な価格での物件売却により融資返済を行わざるを得ないケースが増加するおそれがある。

安定した収益を期待される運用資産に裏付けられているはずの投資口の価格が、国際的な株安、各種経済指標の悪化等により大幅に下落している。また、リファイナンス対策のための物件売却が進めば運用資産の縮小と配当の低下をもたらし、廉価での物件売却は不況期の不動産市場に価格低下圧力を加え、運用資産の評価額が低下するという悪循環を招くおそれがある。さらに、本年9月頃から投資法人債の償還期限の到来の最初のピークを迎えるところであり、運用資産を無理に売却することなく手元資金を確保し、借入比率を引き下げ、リファイナンスに備える必要が生じている。海外の場合、例えば米国では配当の一部を現金でなく自社株で行い手元資金の流出を防いだり、英国系の国々では一般の増資が困難な市場環境下でも、時価を大きく下回る発行価格での株主割当増資により資金調達したり、株価が回復した時に株式に転換できる社債（転換社債）を発行したり、自社株買いにより株価の下支えの自助努力を行うなどして、財務体質の強化に努める例も見られるところである。

我が国においても、Jリート各社の財務体質の強化は重要な課題であり、このためにどのような工夫が考えられるかについて以下のような議論を行った。

（1）Jリーートのファイナンス手法の多様化について

Jリートは、本来、集団投資スキームとして投資家の出資を基本とする制度であり、借入金等はこれを補完する位置づけにある。Jリート各社が借入金等に過度に依存しない安定した財務基盤を構築するためには、物件売却により借入金等を返済し資産規模を縮小するか、出資金を機動的に集めて借入比率を下げるのが考えられる。過度の物件売却は、安定したインカム商品というJリート投資口の基本的な性格の喪失、一口当たり配当の減少、Jリート市場の縮小、不動産価格の下落誘発などその悪影響が心配される。一方、増資については、我が国の場合、投信法上、通常の投資口（株式で言えば普通株）の発行しか認められていないため、株価低迷により公募増資がしにくい市場環境下においては、借入比率を改善するためには第三者割当増資を行うしか現実的な方法がなく、実際にも数多くの第三者割当増資が行われてきた。しかしながら、投資口価格が下落している状況下での第三者割当増資は、一口当たりの出資金を大幅に下回る価格により行われることとなるため、必ずしも投資家が歓迎するに至っていない場合もある。

このため、一般の会社並みにファイナンス手法が多様化されている海外の事例なども参考にしながら、我が国においてどのような多様化が考えられるかについ

て以下のように検討を行った。我が国でも本年2月にJリート初の劣後投資法人債が発行され、また、公正な金額での株主割当増資は投信法上禁止されていない旨の解釈が示される等、Jリートの資金調達が多様化に向けた変化も見られるところである。Jリート各社が、投資家のために最も効率的な財務政策を実行できるよう、会社法や海外の動向なども参考にしつつ、投資家の利益を逆に侵害する弊害が生じないかどうか、また、外部運用型である我が国のJリートに馴染むかどうかなどを十分見極め、適切な統制方法を検討しながら、幅広い選択肢の導入について慎重に検討を進めていくことが必要であると考えられる。このことは、不動産賃貸収入に裏付けられた安定的なインカム志向の金融商品というリート本来の姿を再認識する上でも重要である。

① 株主割当増資（投資主割当増資）

株主割当増資は、海外のリートでは不況期の資金調達手段としてとりわけ活用され、その場合の払込金額は、全株主に権利取得の機会を提供するために市場価格よりも相当低くディスカウントされた金額であるのが通常である。我が国において投資主割当増資は投信法上特に禁止されてはいないが、会社法に規定されている株主割当増資関連規定が投信法になく、また準用もされていないこと、投信法第82条第6項で「募集投資口の払込金額は、投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額としなければならない。」と定められているなどの理由から、Jリートにおける投資主割当増資の例は日本では存在していない。一方で、追加出資に応じない投資家や応じることのできない投資家は失権して利益を享受することができず、一口当たりの投資主持分や配当の減少が生じるとともに、希薄化を嫌って売却を選択することもあることや、失権の割合により資金調達額が不確定なためその資金使途にも注意が必要となるなど、投資家保護上検討すべき課題も存在する。このため、関係者においては、Jリート各社や投資家のニーズなども把握しながら、投資主割当増資を適切に行うことができるような環境整備について慎重な検討を進めていくべきである。

② 転換社債（新投資口予約権付投資法人債）

投信法には、会社法の新株予約権や新株予約権付社債の規定に対応する規定がなく、その準用もされていない。したがって、現行投信法上は転換社債の発行は困難と認められるが、米国、オーストラリアなど多くの国は、会社型だけではなく信託型のリートも含めて、これを認めている。仮に投資口価格が低迷している時期の資金調達手段として転換社債を発行した場合、リファイナンスリスクから証券市場で過小評価された投資口価格が運用資産の資産価値であるNAV（純資産価値）水準に回帰する過程で転換権が行使されることにより借入比率を減少させたり、投資口価格が上昇する過程で転換権が行使できるメリットに着目して戦略的投資家のような資金の出し手もつきやすく、転換社債の存続期間にわたって

投資口への転換による希薄化スピードを緩和することもできる等、低利のリファイナンスと資本の改善等の財務対策の助けになり、投資家の信頼向上につながるケースも考えられるところである。現実にも、オーストラリアのリートのGPT社は財務の再構築のため、株主割当増資と普通株への転換権付き永久劣後債を組み合わせて、シンガポール政府投資公社から支援を取り付け、その借入比率を改善している事例もみられる。

しかしながら、転換社債の転換価格の設定如何によっては、大量の投資口に転換され膨大な希薄化を招いたり、また、その転換価格に無制約の下方修正条項などが付加されていれば更に希薄化が促進されてしまう可能性もある。さらに、流通市場における投資口売却と転換権行使を組み合わせた取引方法によっては投資口価格の低下圧力を生む可能性もある。一方、発行後投資口価格が上昇せず、期限になっても普通株に転換されない場合には、当初予定した借入比率改善などの財務改善効果が得られない場合も考えられる。このため、我が国における導入も視野に入れながら、ガバナンスの十分な確保や投資家保護のための制度設計の必要性など、その商品性等について慎重な検討を進めていくべきであると考えられる。

③ 種類株式（種類投資口）

投信法には、会社法の種類株式に関する規定がなく準用もされていないため、種類投資口の発行は困難と考えられる。しかしながら、米国では長期の資金調達ニーズを満たす手段として転換権付優先株は一般に利用されており、また、英国でも今年4月にリートによる転換権付優先株の発行が可能になる改正法案が発表された。我が国でも様々な投資家のニーズに応える形で種類投資口の発行を認めることは、投資法人の財務内容を改善させ、投資家の信頼向上につながる可能性も期待される。しかしながら、例えば優先投資口を発行すれば、現在の投資口が全て劣後する結果、既存の投資家に大きな影響を与え、その償還も大きな問題となるなどの悪影響も考えられる。また、投資口の投資家が相対的に劣後することになれば、安定的なインカム志向の金融商品というJリート投資口のシンプルな商品特性と馴染まない可能性もある。このため、我が国における導入も視野に入れながら、ガバナンスの十分な確保や投資家の保護に配慮しつつ、投資法人における種類投資口のあり方等について慎重な検討を進めていくべきであると考えられる。

④ 自己株式の取得（自己投資口の取得）

投資法人による自己投資口の取得については、投信法は、例外的に合併消滅する投資法人からの承継などの場合を除き原則禁止しており、また、会社法の株式会社による自己株式の取得に対応する規定もないことから、投資法人の意思決定による自己投資口の取得は困難であると考えられる。一方、海外の場合は、米国、

オーストラリア、香港、カナダなどの国において自己株式（ユニット）の取得が認められ、株価低迷対策や増資による希薄化後の希薄化改善手段として資本政策・配当政策などに利用され、投資家の信頼向上につながる可能性も期待される。しかしながら、その取得財源を投資法人の資本金に求める場合には出資の払い戻しとなるため既存債権者との関係に、また、投資主への分配可能金に求める場合には投資主相互間の平等な取扱いに留意する必要がある。また、投資家保護や相場操縦の防止等有価証券取引の公正の確保の観点から、インサイダー規制等の導入についても検討が必要と思われる。投資口も上場されている以上、投資家の信頼を向上させるためにも、投資法人による投資口の価格対策は重要であり、我が国における導入も視野に入れながら、投資家の保護に配慮した制度のあり方等について慎重な検討を進めていくべきであると考えられる。

⑤ 株式配当（投資口配当）

世界的な信用収縮状況下、投資法人における手元資金の充実が重要となっている。こうした環境において、一定の範囲で手元資金の内部留保を可能にするため、導管性要件に関連して、配当政策の自由度を高めることは投資法人の財務体質改善に寄与するものと考えられる。例えば米国においては、昨年12月に上場リートに関して、導管性要件の一つである課税所得の90%配当要件について、投資家の選択による株式配当を許容する旨の措置（ただし、配当の現金比率は10%以上必要。平成20年1月1日から平成21年12月31日までの配当に時限的に適用される。）が施行され、導管性に抵触することなく手元資金の流出抑制、リファイナンスリスクの軽減につながったことが指摘されている。投信法上は、配当方法として金銭以外に投資口を用いることを禁止していると考えられ、また、租税特別措置法の支払配当の損金算入規定においても損金算入できるのは「投資法人が支払う金銭の分配」となっており、金銭以外による配当では損金算入が認められず課税されてしまうことなどから、金銭に代えて投資口を交付することは困難と考えられる。また、投資家にとっても、投資法人のリファイナンスリスク軽減にはつながるものの、配当投資口を現金化しようとしても、市場価格が低い上、市場売却は更に投資口価格を低下させるといったデメリットも考えられる。したがって、投資口配当については、引き続き慎重な検討を要するものと考えられる。

⑥ 減資規定の創設

投資法人について、仮に保有資産の減損により多額の資本（出資総額）の欠損が発生した場合、長期間にわたり利益配当が困難となるおそれがあり、投信法に会社法で認められている減資に相当する規定を導入して減資による欠損填補を行えば、早期に配当を再開できるとともに、ファイナンス対策上も効果があるのではないかとの意見があった。投資法人には利益超過分配が制度上用意されており、検討に当たっては、制度上での位置づけを整理す

るとともに、投資家保護等の観点にも留意しつつ、慎重な検討を要するものと考えられる。

(2) Jリート各社の財務戦略機能の強化の必要性について

リートが一定の借入を起こして資産運用することは世界的にも通例であるが、現在の信用収縮状況下では、その借入比率や借入期間の長短、借入金利の高低、担保の有無等の財務戦略が、リートの経営に直結する情報として投資家やレンダラーの注目するものとなっている。我が国においても、証券化レンダラーや短期借入への依存、高い借入比率などを指摘される投資法人については、その財務体質改善が喫緊の課題と指摘されている。このように、今後、投資家の信頼を高めるためには、アセットサイド（資産サイド）における運用財産やその管理の内容もさることながら、ライアビリティサイド（負債サイド）においてもどのような条件でどれだけ借入や投資法人債発行を行うかといった適切な財務戦略が重要である。例えば、安定的な長期借入金を合理的な範囲で準備する一方、短期の運転資金用に低金利の短期借入金で賄うなど、負債の長短のバランスをとり、各借入金の満期が重ならないように返済時期を分散させるなどである。このように、Jリート各社においては、財務に強い人員を確保するなどを通じて自らの財務戦略機能の強化を図り、投資家の信頼を高める努力が重要であると考えられる。

長期の資金調達手段として投資法人債の発行が投信法上認められ、多くの発行実績があるが、現在の信用収縮下においては、相当程度高い格付けを有する投資法人しか発行できない状況とされる。しかしながら、本年2月にJリート初の劣後投資法人債が発行されたり、同月に一定の格付けを有する投資法人債が日本銀行の適格担保の対象に追加されるなどのイベントもあり、今後、投資法人債の発行環境のいち早い回復が望まれる。加えて、金融機関以外から迅速に短期資金を調達する手段として、短期投資法人債についても、資金調達手法の拡充の観点から、発行環境の回復や発行条件の緩和の必要性についての検討が望まれるところである。

また、投資法人債に関連して、一部の投資法人においては、既発の投資法人債の償還という課題が指摘されている。例えば、金融機関からの借入金については、返済期日の到来時に、再度当該金融機関に対しリファイナンス（借換え）を申し込むことが可能であるが、機関投資家等が保有する投資法人債については、定められた期限までに償還しなければならない。このため、今後、投資法人債の償還が到来する投資法人にあっては、十分な時間的余裕をもって、金融機関からの新規融資、適正価格による不動産の売却、他の投資法人との合併、信用力のあるスポンサーによる経営参加等を通じて償還資金の確保に努める必要がある。

(3) 金融機関による適切な融資の必要性

Jリート各社は、不動産を取得・運用するに当たってその取得資金の一部を借入金等に求めているが、サブプライム問題発生後のローン債権証券化商品の発行が困難になったことなどから一部金融機関においてはリファイナンスに応じることができなくなった。また、それ以外の金融機関においても、現在の信用収縮下、借入期間が短い、金利や融資手数料が重いといったそのリファイナンスの厳格さが指摘されている。しかしながら、Jリートは、稼働率の高い収益不動産をバリューアップしながら長期保有し、その賃料収益を投資家に還元する仕組みであり、開発事業などリスクのある事業を行っているわけではない。にもかかわらず、リファイナンスに応じないようなことがあれば、現在の買い手不在を指摘される不動産市場における無理な物件売却につながるとともに、仮に売却が間に合わない場合、最悪、破綻・清算といった事態も考えられる。これらの結果、現在の不動産価格の下落に拍車をかけ、その担保価値下落を通じて金融システム、実体経済への深刻な影響を及ぼすことが懸念される。このため、金融機関にあっては、Jリート市場を支える主体との自覚を持って、投資法人の運用資産とその運用状況を十分に確認した上で、そのリファイナンスに適切に応じられることに期待したい。

また、Jリートは、平成13年の創設以来、収益不動産の主要な買い手としてその存在感を高め、平成19年度は、上場企業不動産売却総額約3.3兆円のうち、約1.5兆円を取得した。しかしながら、昨今の株価低迷、信用収縮により、新たな収益不動産を取得する資金調達が困難となり、その物件取得額は平成20年度に6000億円台に急減するなど、不動産市場の買い手不在状況に拍車をかけている。信用力の高い投資法人による利回りの高い優良物件の取得や、投資法人同士の合併等を通じた規模拡大による経営の安定化などJリーートの買い手としての機能を復活させることは、我が国不動産市場及び経済全体の安定化のために重要であり、このような案件に対しては、金融機関においても、協調融資の活用などできるだけ新規融資に応じ、不動産の買い手支援を通じて我が国経済の活性化に貢献すべきであると考えられる。

(4) 国等の役割

以上に述べたように、Jリーートの財務については、その内容を投資家に適切に開示しながら、民間ベースで主体的にかつ適切に運用されるべきであることは言うまでもないが、仮に一部の投資法人が資金繰りに失敗し破綻するようなことがあれば、Jリート市場全体への投資家の信頼を失うだけでなく、本来日本の不動産市場において物件取得の担い手の役割を期待されるべきJリートが、逆に物件の投げ売り等を行うことによって、不動産市場を暴落させる恐れが強い。

国においては、このような事態を未然に防ぐべく、昨年末に「住宅・不動産市場活性化のための緊急対策」を発表し、健全な事業を営む住宅・不動産事業者等（Ｊリートを含む。）に対し、日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した資金繰り支援を行ったり、投資法人同士の合併が円滑に行われるための制度改正を早急に行うなど、Ｊリート市場を支える立場を明確にしていることは評価できることである。また、これらに加え、本年４月に公表された「経済危機対策」において、「官民一体となったファンドの創設等によるＪリートへの資金供給」を実施することとしていることである。

当該施策は、キャッシュフローが安定し損益面も黒字が確保されているにもかかわらず資金調達に窮しているＪリートに対し新たな資金供給を行い、買い手としての機能を回復させるファンドを官民一体となって組成し、Ｊリートの活動を通じて市場における価格形成機能を回復させることにより、不動産市場の安定化と資産デフレの防止を図ることを目的とするものであり、その速やかな実現が望まれる。但し、当該ファンドによる融資等はいくまでセーフティネットであるため、これに安心してＪリート各社が財務内容改善やガバナンス強化などの自発的努力を怠ったり、市場の再編が停滞するようなことはあってはならない。

このため、今後の当該ファンドのモラルハザード防止措置の詳細な制度設計に当たっては、当該ファンドにより投資法人の破綻が回避される場合には、スポンサーの交代や他の投資法人との合併など、一層の経営努力を条件とすることが期待される。

5. 個人投資家、年金等による不動産投資の促進

Ｊリートの本来の性格は、安定した賃料収入を裏付けとしているため、その配当は安定的で、投資口価格についても本来安定的であるべきところ、最近では株価との高い連関性と、その背後に投資口の保有者が外国人や金融機関等に偏り、換金売りや損失確定売りにつながっていることが指摘されている。投資口の本来の特性からして、その投資家も長期保有を念頭に置く者、具体的には個人投資家や年金などが考えられるところであるが、双方とも十分普及しているとは言い難い。そこで、いかに貯蓄志向の強い個人投資家や長期の安定収益を期待する年金による投資口保有を促進していくかについて、以下の議論がなされた。

（１）個人投資家への普及促進について

昨年１２月に実施した社団法人不動産証券化協会の調査によれば、個人投資家のＪリートの認知率は株式の３分の１程度と低水準に留まっており、商品特性が分からないとの声もある。業界としても、本年３月に、個人投資家へのＪリートの商品特性の周知等を目的とする初めての取組である「個人投資家のためのＪリートフェア２００９」（社団法人不動産証券化協会主催）を実施しているところ

であるが、先ずは、事業者、関係団体等が協力して個人投資家に対するＪリートの普及活動や投資家教育に尽力していくことが重要である。

また、投資口の唯一の直接販売窓口である証券会社について、販売取組の更なる強化が必要である。例えば、その営業戦略におけるＪリートの位置づけを向上させたり、Ｊリートに関する販売員の認識の向上を図るなどにより、個人投資家が投資しやすい環境を構築する努力を率先して行うことに期待したい。

次に、近年、生命保険や投資信託の販売に力を入れている銀行にも一定の役割が期待される。現在、銀行では、Ｊリートを投資対象とする投資信託が販売されているが、個人投資家層を拡大する上で大変重要な販売チャネルであり、より一層の販売体制の強化が期待される。Ｊリートは法律に基づく投資商品の重要な一部であり、その投資資金が収益不動産の取得、バリューアップを通じた都市整備につながる高い公益性を有している。このような視点を持って、銀行においても、販売促進に向けた取組が積極的に行われることを期待したい。

また、投資信託の一種として、昨年、東証リート指数に連動するETF（上場投資信託）が東京証券取引所に上場されている。このETFを活用することで、投資家は、東京証券取引所に上場するＪリート40銘柄に少額で分散投資できる。こうした商品も、個人投資家に対するＪリートの普及に寄与するものと期待される。

（２）年金への普及促進について

海外の年金は、運用対象の分散、高いキャッシュリターンへの追求、インフレヘッジ効果等を動機として、我が国に比べても多くの資金を不動産に投資している。しかしながら、我が国では、一部の企業年金が不動産投資を行っているに過ぎず、公的年金の多くは不動産投資を全く行っていない。

Ｊリート市場に限って言えば、年金が投資するには未だ規模が小さいとの声が聞かれ、この意味でも投資法人同士の合併など市場の再編、更なる成長が必要であると考えられるが、我が国の不動産全体を見れば約2300兆円と規模が大きく、大きな付加価値を生み出す可能性を秘めているため、長期安定的な投資を行う年金にあっては、不動産投資の有効性についてより積極的な検討が行われることを期待する。

一方、年金側のニーズとして、長期の安定的な投資対象として、借入比率が低く安定資産への運用に特化した資産規模の大きい私募ファンドへの期待も数年来表明されているが、これに対応する商品が十分に提供されているとは言い難い。年金のニーズを満たす商品開発を行なうことは、高齢化社会における今後の年金運用という国家的課題に関する社会的使命を果たす上でも重要である。

また、年金による不動産投資の促進のためには、不動産投資の知識・経験の豊富な不動産投資顧問業者の助言等のサービスの利用や、米国におけるPREA（投資家（公的年金を含む。）、運用機関、不動産サービス提供機関のコミュニケーションの場を提供することを目的に1979年に設立され、不動産投資に特化して業

界横断的な対話の場を提供している。)のような投資教育・啓発組織の必要性について検討することも重要である。

また、国連主導のもとで、欧米の主要な機関投資家は社会的責任投資（SRI）の原則である責任投資原則（PRI）を作成しており、社会的責任投資を積極的に行っている。不動産事業者についても年金等の社会的責任投資の対象となるような優良な不動産の開発・運用等を行う取組を促進することにより、安定した不動産投資を呼び込みやすくすることが考えられる。

6. 不動産鑑定評価に関する検討

投信法における価格調査は不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて行うこととされるなど、鑑定評価は不動産証券化において大きな役割を果たしており、不動産証券化業務全般においてその重要性は高まっている。その主な理由としては、一般に不動産はその価格が相対の契約で定められる個別性が高い資産であり、市場で流通する一般の商品と異なり常設公開の取引市場での価格が存在しないところ、鑑定評価制度は、投資家に個別の不動産取引の売買価格の妥当性を説明する上での有益な参考指標として認知されているためである。

不動産鑑定評価制度については、こうした利用拡大等にあわせて改正が行われており、平成19年4月に鑑定評価基準が改定され、証券化対象不動産の鑑定評価に関する項目が盛り込まれるとともに、本年4月に発表された国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会報告書においては、鑑定評価の信頼性向上のための内部統制体制の強化等の方向性が示されているところである。

現在の証券化対象不動産の鑑定評価においてはDCF法の適用を原則とする収益還元法による価格が重視されているが、その算出の際、割引率等利回りが変動すると、鑑定評価額が変動する仕組みとなっている。しかしながら、投資法人の運用資産は通常長期保有を目的としており、売買目的での保有ではなく、その賃料収入は長期安定しているにもかかわらず、経済動向によって利回りが変化する結果、その鑑定評価額が大きく変動することが指摘される。Jリート各社においては、鑑定評価額が各期末ごとに公表され、帳簿価格との比較等を通じて投資家の投資行動に大きな影響を与えるものである。

このため、不動産鑑定士は、鑑定評価額や鑑定評価に使用した割引率等利回りの根拠について十分に吟味することやわかりやすく鑑定評価書に記載することが望まれる。また、Jリート各社は、鑑定評価額や鑑定評価に使用された利回りの投資家への説明のため、鑑定評価書の重要な部分の投資家への開示の充実が望まれる。これにより、鑑定評価の質の向上や鑑定評価額や利回りの共通目線の醸成等の効果も期待される。このため、投資家にわかりやすい鑑定評価書の内容の開示方法について、検討を行うことが望ましい。

さらに、例えば、「満期保有目的」と「売買目的」で会計処理の仕方が分かれている有価証券の会計処理のように、Jリート保有する不動産の継続的な評価においても、このような工夫を行うことも考えられる。しかしながら、一方で、物件取得時や売買時の評価額や実際の取引価格と継続的な評価額に大きな乖離が生じる可能性が高いことが投資家保護の観点から問題がないかどうかや、国際的な会計基準等との整合性等の課題も多いと考えられる。このため、Jリートのような継続保有を前提とした不動産の継続的な評価及び開示について、投資家、事業者、金融機関、不動産鑑定士、公認会計士等の意見を踏まえつつ、更なる検討が必要である。

7. Jリートの情報開示等について

Jリートは証券取引所に上場される上場商品として、証券取引所の適時開示を通じて、不動産市場の透明性向上に寄与してきた存在であり、その登場によって我が国の不動産市場の透明性は大きく高まった。一方、投資家の視点からは引き続き改善が必要なのではないかとの指摘もあり、Jリートの情報開示等について以下の議論を行った。

(1) Jリートの情報開示について

Jリート各社は証券取引所の適時開示や各社ホームページで情報提供に尽力しているが、各社の公表内容にはばらつきがある点が指摘されている。特に投資口の売買シェアの約半数を占める海外投資家のための英文開示、鑑定評価時の前提条件となるNOI（純営業収益）や直接還元利回り等の開示、物件取得時の長期修繕費用の開示などについて、より統一的な開示が望まれるとの指摘があった。もちろん、情報提供にはそれに要するコストや守秘義務等の問題があるものの、投資判断に有用な情報を投資家が理解しやすい形で提供していくために不断の努力を続けることは、その市場の活性化のために不可欠であり、今後もJリート各社が証券取引所等の市場関係者と協議し、鋭意改善していくことが望まれる。

(2) 住宅価格指数について

米国では、S&P（スタンダード・アンド・プアーズ）ケース・シラー住宅価格指数等住宅販売の成約価格に基づく指数が公表されており、広範な地域の住宅価格動向が把握可能となり、投資家などにとっても重要な情報となっているが、我が国では、これに相当する住宅価格指数は存在せず、このことが住宅市場が本来の価値以下に見られる一因となっているとの指摘もある。このため、我が国においても成約価格に基づく住宅価格指数を開発し、広く普及させることが必要であると考えられる。

8. その他の不動産投資市場活性化に向けた課題について

(1) 多様な事業手法の整備

市場のニーズに応じた多様な事業を可能とするため、例えば、デベロッパーや不動産投資のプロのみで構成された共同事業体がノンリコースローンの供給により開発型の不動産投資事業を行う手法など、新たな事業手法の整備を検討していくべきとの議論がなされた。

(2) 私募不動産ファンド等

Jリートの資産規模が総額約8兆円程度であるのに比べ、私募ファンドの資産規模は約13兆円であり、不動産投資市場における私募ファンドの割合も大きい。私募ファンドは、一般的には、機関投資家等のプロの投資家によって組成され、借入比率もJリートに比して高い傾向にあるとともに、その運用資産も開発型のものから小規模の賃貸マンションまで幅広く、様々な性格のファンドが存在している。

現在、私募ファンドの多くは信用収縮により、新たな組成が困難となるとともに、不動産価格の下落によりCMBSの償還が課題となっており、このまま買い手不在の市場が改善されない場合には、私募ファンドが保有する不動産が市場に流出する可能性があるなど、その動向が不動産市場に与える影響は大きいと考えられる。また、一方で、現在の割安な収益不動産の取得を目的に新たな私募ファンドが組成されるケースも見られ、新たな不動産の買い手として期待できる部分もある。

こうした私募ファンドの動向等を注視しつつ、Jリート以外の不動産投資市場の活性化策についても、今後、事業者、有識者、行政等の不動産投資市場関係者が一体となって考えていくことが必要である。

9. おわりに

Jリート市場は、我が国の不動産投資市場の根幹をなすものであり、早期にこれを再活性化し、不動産を巡る良好な資金循環を再構築することで、都市・地域の再生を進めなければならない。

本フォーラムでは投資家に信頼される不動産投資市場の確立に向け、昨年10月よりJリート市場を中心にその活性化に資する様々な施策や今後解決すべき課題について議論を重ねてきた。

これまでの関係者の尽力により、投資法人の合併制度の整備が進み、各種の市場活性化策についても方向性が示されるなど、一定の成果が上がってきている。今後は各種施策が確実に実行されるとともに、課題の解決に向け、我が国

の制度のあり方についても十分議論を深め、関係する事業者、行政機関等の市場関係者がそれぞれの立場から努力を継続していく必要がある。また、こうした取組を促進するためにも、各市場関係者が協力し、ガバナンスの強化等、Jリートに対する国民一般の信頼を高めていく活動が大変重要である。

(参考1)

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」
開催状況

平成20年

10月28日 第3回

日本の不動産証券化とREITの市場動向について
Jリート等我が国不動産投資市場に関する主な論点について

平成21年

2月10日 第4回

ワーキンググループにおける検討状況中間報告について

6月 2日 第5回

ワーキンググループにおける検討状況報告について

(参考2)

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」 ワーキンググループ開催状況

平成20年

11月11日 第1回ワーキンググループ
合併をはじめとするJリートの再編について①

11月26日 第2回ワーキンググループ
合併をはじめとするJリートの再編について②

12月 9日 第3回ワーキンググループ
合併をはじめとするJリートの再編について③
Jリートのガバナンスについて①

12月24日 第4回ワーキンググループ
Jリートのガバナンスについて②
Jリートのファイナンスについて①

平成21年

1月30日 第5回ワーキンググループ
Jリートのファイナンスについて②

3月 4日 第6回ワーキンググループ
Jリートのファイナンスについて③

3月31日 第7回ワーキンググループ
個人投資家、年金等による不動産投資の促進について

4月20日 第8回ワーキンググループ
不動産鑑定評価、情報開示、住宅価格指数について

5月25日 第9回ワーキンググループ
その他の不動産投資市場の課題について