

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～
(要約版)

1. はじめに

平成13年にスタートした我が国のＪリートは、順調に成長し、物件の取得やバリューアップなど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、サブプライム問題の発生を契機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初めての調整期に入っている。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、Ｊリートに対する投資家の信頼を高め、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・地域の再生を進めていく必要がある。

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、例えばPBR（株価純資産倍率）の低い投資法人が多く存在するなど、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などの指摘がある。また、年金等の投資家にとっては資産総額の大きな投資法人が望ましいとの声も強い。合併は、多額の資金を使用することなく資産規模が拡大できる手法であり、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。本フォーラムでは、Ｊリートの再編に関し以下のような議論が行われた。また、現在までに合併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する。

- (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が行われ、この懸念は和らげられたと考えられる。
- (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、投信法上明確な規定がなく、投資法人同士の合併をためらわせるのではないかと懸念があったが、金融庁において、その活用可能性を明確化するため、関連する内閣府令及び監督指針の改正が行われ、この懸念は和らげられたものと考えられる。

(3) 投資法人の非上場化や清算については、法的には可能であるものの、反対投資主保護の問題、運用資産の売却によるJリート市場の縮小、不動産市場全体への影響等が懸念されるところであるため、合併、スポンサー変更、運用会社交代等Jリート市場に留まる努力をしていくべきであると考えられる。

3. Jリートのガバナンスについて

最近、複数の運用会社が投資法人に対する利益相反行為等で行政処分を受けるなど、運用会社に対するガバナンスについて強化すべきとの指摘がある。このため、具体的なガバナンス強化策について、各国の制度とも比較しながら、以下のような議論が行われた。

(1) 世界のリート制度においては、日本等のような外部運用型と、米国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が、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が、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。

(2) 内部運用型やステイブルド証券制度といった海外の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、配当前課税回避の問題、関連法制との関係の見極めなど数多くの検討すべき課題がある。これらの考え方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り、例えば以下のような取組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、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。このため、執行役員がその任務を十分かつ主体的に果たせるよう、投資法人において、そのモニタリングのために必要な人員・費用を確保することが考えられる。

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強化等の観点から、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。

4. Jリーートのファイナンスについて

世界的な信用収縮の状況下、Jリート各社において財務体質の強化は重要な課題となっている。導入にあたっては投資家保護や我が国制度に馴染むかなどを十分見極める必要はあるが、幅広い選択肢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、出資金を機動的に集めて借入比率を下げるなどが考えられるが、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、第三者割当増資を行うしか現実的な方法がないところである。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、必ずしも投資家が歓迎するに至らない場合もある。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等も参考に、ファイナンスの多様化について以下のような検討を行った。

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ている。我が国において投信法上特に禁止されてはいないものの活用事例はない。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う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、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）

投信法上、転換社債の発行は困難と認められるが、米国等多くの国はこれを認めている。仮に投資口価格が低迷している時期に転換社債を発行した場合、投資口価格がNAV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ることなどが期待できる。一方、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くおそれ等もある。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保護のための制度設計の必要性など慎重な検討を進めていくべきである。

③ 種類株式（種類投資口）

投信法上、種類投資口の発行は困難と考えられるが、米国では一般に利用されている。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。一方、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るなどの悪影響なども考えられる。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の保護に配慮しつつ慎重な検討を進めていくべきである。

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、投信法上、原則禁止されているが、米国などの国においては、自己株式の取得が認められ、資本政策・配当政策などに利用されている。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る。一方、その取得財源によっては既存債権者との関係や投資主相互間の平等な取扱いに留意する必要がある。このため、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。

（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

現在の信用収縮状況下、Ｊリート各社の財務戦略強化と財務体質改善が重要となっているため、Ｊリート各社においては、財務に強い人員の確保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。

一部の投資法人においては既発投資法人債の償還という課題が指摘されているが、償還時期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、金融機関の新規融資や適正価格による不動産の売却など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リートは長期保有による不動産賃貸が主たる事業であり、開発事業等のリスクのある事業は行っていない。にもかかわらず、金融機関がリファイナンスに応じないようなことがあれば、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り、不動産価格の下落を通じて、金融システム、実体経済への深刻な影響が懸念される。このため、金融機関にあっては、運用資産等を十分に確認した上でリファイナンスに適切に応じることを期待する。

また、Ｊリートは、収益不動産の主要な買い手として存在感を高めてきたが、昨今の株価低迷、信用収縮により新たな資金調達が困難となり、その物件取得額が急減するなど不動産市場の買い手不在の状況に拍車をかけている。信用力の高い投資法人による優良物件取得や、合併等を通じた規模拡大による経営安定化など、Ｊリ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る。このような案件に対しては、金融機関においても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。

(4) 国等の役割

Jリートの財務については、民間で主体的かつ適切に運用されるべきであるが、仮に一部の投資法人が破綻するようなことがあれば、投資家の信頼を失うだけでなく、物件投げ売り等により不動産市場を暴落させる恐れが強い。これを未然に防ぐべく、国においては、昨年度、「住宅・不動産市場活性化のための緊急対策」による資金繰り支援や、合併円滑化のための制度改革を行った。また、本年4月には「経済危機対策」を公表し「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。当該施策の速やかな実現が望まれるが、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、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、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リートは安定した賃料収入を裏付けとしており、その配当や投資口価格は、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や、その背後に投資口保有者が外国人等に偏り、換金売りなどにつながっていることが指摘されている。投資口本来の特性から、投資家としては長期保有を念頭に置く個人投資家や年金などが考えられるが、双方とも十分に普及しているとは言えず、いかに投資口保有を促進していくかについて、以下の議論を行った。

(1) 個人投資家への普及促進について

Jリートの認知率は株式の3分の1程度の低水準であるため、事業者や関係団体等が協力して普及活動等に尽力するとともに、販売チャネルである証券会社や銀行においても積極的な販売促進等の取組を期待する。

(2) 年金への普及促進について

海外の年金は多くの資金を不動産に投資しているが、我が国の公的年金の多くは不動産投資を行っていない。我が国の不動産全体の規模は約2300兆円と大きく、大きな付加価値を生む可能性があるため、積極的な検討が期待されるが、一方で年金のニーズにあった商品開発も重要である。また、投資促進のため不動産投資顧問業者の助言等のサービスの利用や、米国のPREA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。

6. 不動産鑑定評価に関する検討

鑑定評価は、売買価格の妥当性を説明する参考指標として大きな役割を果たしており、その利用拡大等に併せて随時制度改革が行われてきたが、現在の証券化対象不動産の鑑定評価で重視されるDCF法では、算出の際、割引率等利回りが変動すると、賃料収入は安定しているにもかかわらず鑑定評価額が大きく変動することが指摘されている。Jリートでは、鑑定評価額は公表され、投資家の投資行動に大きな影響を与えるものとなっているため、不動産鑑定士による割引率等利回りの根拠の吟味や鑑定評価書へのわかりやすい記載、Jリートによる開示の充実が望まれる。さらに、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について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

(1) Jリートの情報開示について

Jリート各社は適時開示等で情報提供に尽力しているが、各社の公表内容にばらつきがあるため、より統一的な開示が望まれるとの指摘がある。開示にはコスト等の問題があるが、投資判断に有用な情報を提供していくため、Jリート各社は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

我が国では、米国のS&Pケース・シラー住宅価格指数のような指数がないことが、住宅市場が本来の価値以下に見られる一因になっているとの指摘もあるため、我が国で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、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

不動産投資市場に占める私募ファンドの割合は大きく、現在その多くは信用収縮により新たな組成が困難となっており、CMBSの償還も課題となっている。その動向は不動産市場に大きな影響を与えるとともに、新たな不動産の買い手として期待できる部分もある。このため、Jリート以外の不動産投資市場の活性化策についても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。