

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 議事概要

日時：平成20年10月28日（火） 14：00～16：00

会場：虎ノ門パストラル（神谷町） 本館8階「けやき」

出席者：〔委員〕

岩原座長／川口座長代理／市川委員／沖野委員／海堀委員／田村委員／
濱口委員／原田委員／本間委員

〔オブザーバー〕

（株）東京証券取引所 河野部長／金融庁 森田課長

欠席者：〔委員〕

渋谷委員／檀野委員／藤沢委員

○開会

○国土交通省 小澤建設流通政策審議官 挨拶

<以降、座長により議事進行>

○座長より、開催趣旨説明

○「日本の不動産市場とREITの市場動向」について、資料を用いて説明
（事務局：（社）不動産証券化協会より）

○「Jリート市場等我が国不動産投資市場に関する主な論点（事務局案）」について、資料
を用いて説明
（国土交通省 石川室長より）

○自由討議

【田村委員】

- ・ J-REITの再編に関しては、法制・税制の整備について徹底的に明らかにすべき。
- ・ REITの非上場化や合併などは法制上の障壁は意外にないという意見もある。今までは非上場や合併をしなくても存続できていたという状況にあり、インセンティブが働かないという部分もあったのではないかと。しかし、先日の民事再生の申立てのように、そのような状況ではなくなった。

- ・ リファイナンスのリスクが予想以上に大きくなっている。短期の借入れがどのくらいのインパクトを持つか、1年前には予想できなかった。リファイナンスのリスクを緩和する措置はないのか。

【原田委員】

- ・ 資料3の論点を全て議論してもらいたいが、優先順位付けが必要。PBR を大きく割っているのに買いが入らないというのは非常事態で、投資家、金融機関はマーケットに対する不信感を持っている。
- ・ 1点目は、J-REIT 市場に限ったことではなく私募ファンド市場にも言えることだが、運用会社の意向で突然の破綻等が生じることへの不信である。ガバナンスの問題が内在するが業界の再編も必要であり、M&A 等の再編に関する手立てを検討してほしい。
- ・ 2点目はリファイナンスの問題。これは、ストラクチャーに対する不信とも言える。営業キャッシュフローがプラスで、自己資本も毀損していないのに破綻が起こる。金融機関からの信頼が得られていないストラクチャーといえる。会計士としては、リファイナンスできるという明確な根拠がないとゴーイングコンサーンの観点から監査意見に限定を付けざるを得ない状況。
- ・ これらは、不動産価格に対する不信とも言える。PBR を割っていると言っても、本当に、不動産にそれだけのバリューがあるのかということ。鑑定評価に対する不信感とも言える。現行の鑑定評価制度には遅行性があることから、実際の売買価格が鑑定評価額より2、3割下がるというケースもある。

【川口委員】

- ・ 当初、サブプライム問題に目を奪われている際に本質を見誤っていた感がある。議論の前提となるが、不動産不況と金融不況が同時に起こっているという世界同時複合不況であるというのが、今回の問題の本質である。
- ・ 80年代にバブルを経験し、流動化、Jリート、CMBS等のスキームを作って万全の体性をとってきたはずの日本がなぜ巻き込まれているか。それは日本に対するアメリカの影響が大きいため、弱いところが影響を受けているということだろう。
- ・ 運用会社は満期のバランスをとりながらやっていくべきところである。REITの借入れは、本来中長期的なものであるべきだが、物件価格上昇の中でやむを得ずブリッジローンの的に短期で回し、短期金利とキャップレートのスプレッドで配当を出していくものもあった。これは本来のREITの財務戦略からすれば異質な感がある。
- ・ REITの中で現在苦戦しているところは、不動産の経営はよくても、財務戦略とのバランスがうまくいっていないところが多いのではないかと。
- ・ 提示された論点については、短期と長期に分けて考えるべきである。
- ・ 同じJ-REITといっても様々なビジネスモデルがあり、異なった商品となっている。そ

の違いについてわかりやすく説明をしていくことが必要。

- REIT が環境に適應できるよう、ダイナミズムを与える必要があり、今後 REIT が制度的にどのように変わっていくのかをいち早く投資家に示すべきである。

【本間委員】

- 要望となるが、早急に対応すべきはデット環境の安定化に尽きる。
- 政府系金融機関にリファイナンスの保証業務を行ってほしい。
- REIT 各社が個別で働きかけることは効果が薄いと思うので、業界全体として働きかけてほしい。

【沖野委員】

- 既に投資家からの信頼はかなり失われている。投資家からすれば自らが投資した証券の投資価値が 1/3 になってしまったこと自体が既に大問題である。
- 昨今は各国の REIT はみな下がっているが、9 月までは J-REIT のパフォーマンスの悪さが際立っていた。サブプライム問題はアメリカ発の問題であるが、J-REIT は米国以上に影響が大きく、価格の下落幅は大きい。
- 特に経営については、運用会社のとれる手段が限られており、市況が良いときは問題は少ないが、市況が逆回転すると打つ手が極めて限られているところがある。
- 合併や非上場化、更には、転換社債の発行や自社株買い等を含め、運用の自由度を高めることが必要である。
- 金融環境が落ち着いても、下位の銘柄は難しいだろう。株価が現在の 2~3 倍になってもまだ NAV や純資産価値の 1/2~1/3 といったところでしかないのだから増資の期待も持てない。こうした J-REIT にレンダーの目線も厳しくなっている。
- 来年にかけて投資法人債が償還の時期を迎えるため、リファイナンスは潜在的に深刻な問題を抱えた状況にある。それでも J-REIT ができる対応は限られている。
- 法律の検討なので時間がかかるのもわかるが、既に投資家の信頼はかなり失われてきているので、こうした議論はスピード感をもって行うべきである。
- 制度改善等は半年前であれば効果があったかもしれないが、現在の市況では、制度改善だけで市場の活性化がうまくいくかについて懸念もある。制度さえ変えればすぐにでも年金や個人等の投資家が投資すると考えるのは、あまり現実的ではないと思われる。
- 現在はデットもエクイティもリスクをとる人がいない状況にある。年金や個人といった投資家が入ってくるまでの間、民間、あるいは、やや公的性格をもった資金により、J-REIT 安定化基金などといった資金が、つなぎとしてあってもよいのではないか。

【河野オブザーバー】

- ガバナンスの強化と既存投資家が不利益を被らないことの 2 つをベースに検討しては

どうか。

- ・ 短期的にはリファイナンスの懸念は大きい。これをどう解決すべきか皆で知恵を絞る必要がある。長期的には、投資家に信頼される基盤作りを進める必要がある。

○ここで、事務局より、欠席委員（渋谷委員、檀野委員）の提出意見を紹介

【川口委員】

- ・ リファイナンスリスクは、流動性のリスク、借入れの制約の問題である。流動性マネジメントが世界的に課題になっている。
- ・ 90年代のバブル崩壊の際に経験し、日本が出したソリューションは金融機関に公的資金を注入して民間に流し、回復を待つ回収するという方法である。マーケットメカニズムでは対応できないところでは、保証業務やノンリコースローンを支援する機構等といった国家としてのソリューションが必要。
- ・ 短期的にはREITの合併や非上場化など、今の制度で実現可能であるのにインセンティブがなく進んでいないものに対し、各社の努力により実現を進めること、次の状態に移行したということで信頼が回復できるのではないか。こうした動きに対し政策でどこまで支援できるかが課題となる。
- ・ US-REITの平均寿命は7～8年。不動産市場には、クズネッツの16年サイクル等の影響も大きく、J-REIT各社が生き残っていくためには、環境に合わせたビジネスサイクルモデルの構築が必要となる。
- ・ 欧州では上場不動産会社がリート化したのに対して、日本は上場不動産会社とリートが共存する状態と異なっている。日本では、不動産にどのような形で投資をしてもらうのかということは、長期的に重要なテーマ。税の導管性、外部運用と内部運用、現行の鑑定評価の義務付けについてどう考えるのか。
- ・ オープンエンドファンドの育成と流通市場の構築も有効である。クローズドエンドのREITとともに成長・発展させていくことが必要となる。

【海堀委員】

- ・ 現在、中小企業へのセーフティネットといったことも含め、政府全体で金融の安定化を進めている。
- ・ J-REITが黒字であってもリファイナンスできないことについては、現在の一般企業・中小企業の問題とは異なる問題が含まれていないかを検証する必要がある。
- ・ 金融機関に働きかけて足りることなのかといった問題もある。
- ・ 信用補完について、J-REITだけ、不動産業だけという切り口だけで議論するのは難しい。金融収縮の状況を踏まえ、包括的に考えていくべきである。

【沖野委員】

- ・ 市場全体の問題と個々の J-REIT の運用の巧拙の問題については、分けて考えるべきである。将来の不測の事態に備えてローンの返済時期の分散や LTV を低めに抑える J-REIT も多いと思われるが、一方でこうしたことができていない J-REIT もあるかもしれない。銘柄が多くなれば経営の質にばらつきが出るのは当然であり、運用結果については市場原理に委ねるというコンセプトが基本である。しかし現在の金融環境は、以前から保守的な財務運用をしてきた J-REIT さえも、現状では、半年先、1 年先のリファイナンスのことばかり考えているような状況だ。
- ・ これは金融機関の財務状況にも起因しており、まずは、金融機関の体力強化が重要である。それが確保された上で、当然金融機関には借り手を選別する自由があるので、J-REIT を運用する運用会社としては、運用能力を高めて金融機関の信頼を得る努力を行っていくべきである。しかし現状では、健全な財務内容を維持しようと努力してやっているところもリファイナンスが困難な状況に直面するケースもあり、何らかの対策が必要と考えられる。

【本間委員】

- ・ 再編についてはぜひとも実現させなければならない。制度的な提案等もスピード感がないと間に合わない。
- ・ しかし、リートの再編については、制度的にさほど大きな問題がある訳では無いようにも思われる。個社ごとにスポンサー、レンダー等の関係もあり事情は違うが、当事者同士がやる気になればという感もある。こうした動きをする個別の企業に対して、国交省、金融庁はサポートをしてほしい。

【田村委員】

- ・ 状況は相当に切迫している。リファイナンスは来年 3 月には波のように押し寄せる。リファイナンスへの方策と言っても、金融機関としては損失覚悟の融資はできない。
- ・ このような状況では、民事再生した方がやりやすいという議論が起こりかねないと懸念している。これが連鎖的に発生すると大変な事態となる。その意味で、現在、申請をしている会社の処理がどのように進むのか、投資家への配分がどうなるのかといったことは重要。
- ・ また、TOB や MBO について、株式では、残った少数株主をどう保護するかといった点に関わる事例も出てきている。リートではスクィーズアウトの制度そのものが無いが、こうした TOB 等にかかる環境も整ってきているところであり、リートにも早急にダイナミズムを導入する具体的な検討が必要。

【市川委員】

- REIT や証券化は、バブル崩壊の時代に、救世主的に発展した。これが今は下落している。
- 不動産証券化市場の低迷が、実態的な不動産市場にどのように影響を与えるのかを注視しているが、リファイナンスという点に関して言えば、既に貸し渋りが始まって、そのリスクが増大している。この点をどう改善していくべきかが問題。

【濱口委員】

- リファイナンスの難しさは、日本のリートに限ったことではなく、欧米でも GE の CP が売れないといった状況。日本の銀行でも一時インターバンクの市場がほとんど止まっていたほど。世界的な問題が波及している現況においては、ある程度の淘汰があるのはやむを得ない。
- このような環境にあっても、全てのリートが同じように困っているという訳ではないだろう。一部の REIT や大手不動産会社には、多くの案件が持ち込まれているという話も聞いている。
- 借入れのタームやレバレッジなど、ファイナンスの仕方が適切であったのか検証する必要がある。経験の足りなさや投資家のお金という甘い認識があったのかもしれない。
- マネジメント等について、他国と比較してどこに問題があるのかを検証し、見直す必要がある。
- 現在の株式市場は悪い銘柄に優良銘柄が引っ張られている。REIT も同様ではないか。

【森田オブザーバー】

- 政府として金融機関の貸し渋り対策を進めている。
- ベアスターンズも、自己資本規制のある中で、担保もあつたにも関わらず、資金繰りの問題から破綻した。流動性管理の重要性への認識が高まっている。
- 緊急的な対応も必要だが、市場のあり方や J-REIT 特有の問題について考え、他国との比較、J-REIT 中での比較を行う等、問題の検討に当たっては、良く事柄を整理し仕分けを行うことが有意義ではないか。
- 更に、今できるはずなのに実際にはできていないことと、制度の改正が必要なこととの仕分けが必要。制度の運用の問題と中長期で検討すべき問題とを分けて考える必要がある。

○今後のフォーラムの進め方として、以下の点について了承がなされた。

- 各方面の専門家によって構成されるワーキンググループを設置する。
- ワーキンググループにおいて、より具体的な検討を行った上で、その成果をフォーラムに報告するとともに更なる議論を行なう。

- ・ 配付資料のメンバーにてワーキンググループを構成すること。

○今後のスケジュールについて

(事務局より説明)

- ・ 早期にワーキンググループを組成して検討を開始する。
- ・ 来年1月頃に、第4回フォーラムを開催する予定である。

○閉会

以 上