

第5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21年6月2日（火） 13：30～15：30

会場：霞山会館（霞が関コモンゲート西館37階） 「紅梅の間」

出席者：〔委員〕

岩原座長／川口座長代理／沖野委員／海堀委員／渋谷委員／田村委員／
檀野委員／原田委員

〔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〕

市川委員／濱口委員／藤沢委員／本間委員

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

ワーキンググループ（以下、WG）座長である原田委員より、WGにおける検討報告にあたっての所感

「WG検討報告」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

【渋谷委員】

- ・ フォーラムの議論やWG作業を通じ、Jリートの再編・合併に向けた制度面の手当てが進んだ点は成果である。まだ事例は無いが、今後、マーケットが正常化していく過程において、合併等再編に係る制度面からのサポートは大きな意味を持つ。
- ・ 先日の新聞で、Jリートはモデルチェンジの時期に来ているという川口座長代理のコメントがあったが、正にその通りである。一般事業法人における設備更新や開発投資に相

当するものが、Jリートでは念頭に置かれていない。Jリートは、保有するポートフォリオの鮮度をキープしていくために、長期的には、資産を古いものから新しいものへ入れ替えていく必要がある。しかし、この際に生じた利益も全て配当に回さざるを得ない。また、負債を削減するために物件を処分する場合でも、長期間保有しており償却が進んでいる物件だと、売却時に利益が出るケースもある。また、今後、合併・再編とセットで財務リストラを進めるケースも考えられる。こうしたことから、一定の制限を課しつつも、導管性要件を緩和する何らかの手当を考えてもいいのではないか。

- ・ 前回のフォーラムでは、私を含む多数の委員からJリーートのファイナンス問題についての早急な対応が必要という意見があった。最終報告によれば、ファイナンス手法の多様化という側面から種々検討頂いているが、100年に1度といわれる現在の金融環境下においては実用度が低い手法も多い。この中で、配当の自社株交付（株式配当）は、アメリカでもリート市場対策として導入されている点で注目すべき。報告でも指摘されているとおり、デメリットには十分に注意を払うべきだが、一時的に配当を少々下げても、破綻を回避するために負債を削減してLTVを下げるというリストラ手法は一般の企業でもポピュラー。例えば、2年間の時限的措置としているアメリカのような対応、更に、一定割合に制限して負債削減を義務づけるといった投資家保護の手当てがなされていれば、検討に値するのではないか。
- ・ 投資家の拡大に向けた地道な普及活動は、即効性には欠けるものの、業界を挙げて継続していくべき。

【原田委員】

- ・ 渋谷委員のご意見は、導管性要件の緩和という視点から物件の売却益を配当の対象から外すという考え方や、リファイナンスリスクの軽減という視点から株式配当を検討するというところだろう。これらについては、Jリートにどこまで多様な資金調達手段、配当政策、意思決定の権限を与えたらいいかということがポイントだが、WGでもまだ十分に議論が深まっていない。
- ・ Jリートについては、投信法の中で、契約型と会社型という2つのオプションが与えられている。契約型については、契約に基づくピークルであり、あらかじめ商品性が定められた比較的硬直的な組織でも致し方ないという面があり、一方で、会社型については、一般事業会社と比較すると限定的ではあるが、投資主にガバナンス権が与えられている。この点を考えると、会社型に限っては、こうした様々な資金調達の手段や配当政策の余地を、一定の制限のもとで与えることも良いのではないか。

【檀野委員】

- ・ 今年2月のWG中間報告の際にも、Jリート市場は非常に厳しい状況であった。そうした中で、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支援を実効性のあるも

のにして欲しいという話をした。これは、制度の利用がなかなかスムーズにいていないという声を聞いていたからである。その後、まだ課題はあるものの、一応、スムーズに進んでいると聞いている。

- ・ Jリート市場は予断を許さないものの、当面の重大な危機は一旦回避できたのではない。今後、当局の尽力により整備された市場インフラや資金のパイプを有効に活用し、低迷しているJリート市場の再活性化に向けて、我々も努力していく必要がある。
- ・ 世界的な金融危機で景気停滞はグローバルにも当面継続すると思われるが、この間も国際的な都市間競争は続いており、都市再生、地域再生へ向けた取り組みは今までどおり継続していかなければならない。このためには、国際的な金融動向に過度に左右されない安定した息の長い資金が必要。こうした資金の出し手の代表格である個人や年金が、Jリートを初めとする我が国の不動産投資市場に本格的に資金を供給できるよう、今まで我々は議論と努力をしてきたし、官においてもいろいろな環境整備をして頂いているが、更に努力していかなければならない。
- ・ 今回のJリートの危機はファイナンスリスクからもたらされた。WGでは様々なエクイティファイナンス手法について検討されているが、新たな手法を直ちに導入することには議論があり、又、制度的にも難しい。従って、今、Jリートを安定化させていくためには、デットの安定的な供給が欠かせない。リファイナンスが上手くいかないと、保有資産は安定的にキャッシュフローを生み出しているのに無理な売却を強いられかねず、最悪の場合、破綻や清算といった事態を招きかねない。そうなると、不動産価格の下落に拍車がかかり、担保価値の下落を通じて金融システムや実態経済に深刻な影響を及ぼす懸念がある。一時は、リファイナンスがなかなか難しく、それを契機としたJリートの危機もあったが、現状では、金融機関の適切な対応もあり、ほとんどのJリートでは借入金のリファイナンスリスクは回避されている。金融機関は、Jリート市場を支える重要なプレイヤーであるという意識を持って、今後とも、資産運用状況を確認の上で、適切にリファイナンスに応じて頂きたい。
- ・ 創設が検討されている官民一体となったファンドは、Jリート市場のセーフティネットとして大変重要。特に、投資法人債の償還の場面における役割が期待できる。業界としても積極的に取り組んでいきたい。また、この官民ファンドには、できるだけ多くの市場プレイヤーが参加して欲しいし、そうあるべき。融資するという実態的な効果にも増して、多くのプレイヤーが参加することで、名実共に官民一体となってJリートを支えていくという強いメッセージがマーケットに発信されることになる。
- ・ 今年の3月には、ARESがJリートフェアを開催したところ、多数の個人投資家の方に来場頂いた。こうした活動には、業界を挙げて継続的に取り組んでいきたい。また、金融機関には、新しい投資家を開拓するという意欲を持って、個人投資家に対する販売チャネルの多様化について積極的に取り組んで頂きたい。
- ・ 年金については、従来からいろいろな会話を重ねている。双方とも希望があるものの、

現状はなかなか実現していない。引き続き、関係者間で踏み込んだ議論を続けて本格的な導入に向けて環境整備をしていきたい。

- ・ 多様な事業手法の整備に関しては、長年の課題ではあるが、都市地域の再生のための手法として大変有効な手段である。今後、是非積極的な検討をお願いしたい。

【川口座長代理】

- ・ 今回のＪリートの問題について、１つ大きな疑問がある。それは、Ｊリートは何故カウンターシクリカルになれなかったか、つまり、Ｊリートは、不動産市況が悪化している時にこれを支えることを期待されて登場した商品であり、そのように制度設計されていたはずなのに、何故そのように機能しなかったかということである。その答えが、今回のWG報告には書かれている。
- ・ 今回の、欧米金融危機、世界経済危機の原因の１つに規制の失敗がある。1980年代の日本の不動産バブルと今回の欧米の金融バブルの２度に渡り、銀行に対する自己資本規制がプロシクリカルに働いたことが、今、世界の金融機関で問題視されている。そういう意味で、Ｊリートを改めて定義すると、半永久的に利払いができることを背景に元本の借換を行うことが前提になった安定した不動産賃貸ビジネスである。そして、導管性を有し、残余利益の90%以上が配当される仕組みである。この、半永久的に利払いができることを前提に制度設計されたＪリートが、何故元本の借換が難しかったのかが問題となる。
- ・ 最初の理由は、100年に1度の危機であったこと。日本だけではなく、世界的にリートは国債や預金に代替するような商品設計がなされており、エクイティリートが倒産するのは今回が初めてのことである。つまり、今回の危機が極めて大きかったために、リートの不倒神話が覆されたのである。不倒神話が覆された以上、Ｊリートのリストラが全体のサイクルの中で検討されるべき。今回、新しい資金の出し手が見つかるまで、何らかの形でDIPファイナンスをする必要があり、これを国が繋ぐということ。批判されているように、国が不動産業界を支えるということではなく、危機に対応したDIPファイナンスの１つの形態である。これで出口を抜けられなければ、官民ファンドや合併により危機を乗り越えていく。こうした、2月以降の政策的対応やWGの議論により、Ｊリートのリストラの１つの仕組みが見えてきており、これによって、投資家の信頼を回復できるのではないか。
- ・ 2番目の理由は、一部の投資家やメディアによるＪリートの物件取得行動に関する不信感。これによって、個人や年金がカウンターシクリカルなものを支えるのではなく、逆に引いてしまった。これはガバナンスの問題である。アメリカの実証研究では、リートのガバナンスとして内部運用に勝るものはないと示されているが、日本の制度の歴史的な経緯、日本の不動産市場の個別性を考慮する必要がある。また、外部運用から内部運用に変えるのには時間がかかり、難しい面もある。したがって、現状の枠組みの中で、

投資家の不信感や一部の投資家の見方を変えていかなければならない。具体的には、イベント等の形で示していくということだろう。

- ・ 3番目、最大の理由は、元本の借換が止まったこと。外部資金に全てを依存しなければいけないJリートにとって、元本の借換という前提が止まることは、おそらく誰も想定していなかった。デットの安定化のためにファイナンスの柔軟性を増すとともに、改めて、Jリートについて、外資が途切れた時でも国内の資金で元本の借換が止まらないような仕組みを作るべき。これは、ファンドを無批判に支えるということではなく、もう1度、Jリートが半永久的に利払いができる安定したファンドと確認することではないか。
- ・ 最後は、情報開示。不動産鑑定評価への疑義、つまり、株価と対比される実物不動産市場のフェアバリューに疑義が持たれたこと。現在、Jリーートのキャップレートは平均で4%程度。一方、株価から見るとインプライドキャップレートは6.6%。この差が、PBR0.4~0.6といった格差を生んでいる。こうした状況で投資家が信じられるのは、成約価格に基づく価格指数だろう。こう言うと、アメリカでは成約価格指数であるS&Pケース・シラー・インデックスがあるにも関わらず、あのような価格の下落やリーートの破綻があったのではないかという反論が多い。しかし、日本の指数とアメリカの指数を重ねると、少なくとも日本の中古住宅にバブル的な要素があったかどうかは一目瞭然である。銀行が企業として自らの判断で不動産のリスクを一定量負担することが、こうした金融危機における市場型間接金融の目指すところであった。それが両方止まってしまった。業界の努力で情報開示がずいぶん進んできたが、こうしたもう1歩先のインフラ整備があれば、カウンターシクリカルな1つの歯止めとなったかもしれない。
- ・ 不動産鑑定評価については、利回りの問題も指摘されているが、同じ情報を与えられても10人の鑑定士に鑑定をさせれば、プラスマイナス10%は変わってしまうのが人間の評価の限界でなかなか難しい。むしろ、特に、Jリートの場合には、再調達原価ともう少し詳細なキャッシュフローの状況が指標として示されるならば、レンダーサイド、投資家サイドの信頼が改善されるのではないか。

【田村委員】

- ・ Jリーートのガバナンスをどう改善をしていくべきかを抜きにしては、良い将来像を描くのは難しい。では、ガバナンスを向上させるにはどうすべきか。ガバナンス、もっと簡単にいうと、運用の失敗の有無に、我々はあまり関心を持ってこなかった。投資法人の役員による運用会社の監督や社外取締役の設置に関する議論も大切だが、将来的な話で、ワークするかどうかという議論。それ以外に、運用会社の運用能力、運用過程における注意義務、忠実義務とはどうあるべきかという議論を、今後もう少しすべきである。投信法を読んで当初不思議に思ったのは、投資法人債の発行という資金調達手段は書いてあるが、投資法人が借入行為をできるという規定が無かったこと。もちろん、規約に借

入状況を記載するということの裏読みとして、投資法人は借入ができるとは読めたが、借入行為が運用行為であるとは書かれていない。正に今、運用の中で、借入、ファイナンスが、極めて重要な運用能力の発揮場所であったことがわかった。ファイナンスに関する運用会社の判断過程についての内容が、投信法の構成から抜け落ちているといってもいい日本の現状を踏まえ、今後どう能力を高めていくべきかという議論をしたい。

【沖野委員】

- ・ 田村委員の意見に賛同する。結局、破綻してしまったJリートがいるのは事実で、制度的な問題もあったかも知れないが、運用会社の資質、責任は問われなければならない。その意味で、既に破綻してしまったJリートが今後再生されていくプロセスについて検証していく必要がある。破綻してしまったとはいえ、レンダーも株主もいて、その人たちの利害が密接に関わっているので、それを見ていくことが必要。
- ・ 前回のフォーラムで、リファイナンスの問題について、私も含めた多くの委員から意見があり、それが政策として実現することは非常に喜ばしい。株式市場も少し落ち着いてきて、4～5月にかけて比較的堅調に推移している。一方で、モラルハザードという問題を考えなければいけない。官民共同ファンドについては、アナウンスメント効果も含め効果は非常に大きい。今後、実際に設立して運用していくことが重要である。一方で、Jリートは、結局最後にはこの官民ファンドに頼らばいいということができてきている。まさかそのようなことを思っている運用会社はいないだろうが、投資家の側にそういう期待が一部でもあるとすれば、あまり健全なマーケットだとはいえない。
- ・ ただし、Jリートの運用会社がとれる経営手段に制約がかなりあるのも事実。WGで検討された多様なファイナンスの手法の中には、即効性の無いものもあるかも知れないが、株式市場は局面が刻々と変わっていくものであり、とれる手段が用意されることは非常に望ましい。今後更に検討を進め、実現の方向に持って行ってほしい。
- ・ 運用会社が責任を持って投資家からの信頼を大切に運用を行なうことが基本であり、何よりも自己責任が問われなければならない。官の役割はセーフティネットであり、このフォーラムの中で修正の必要性等について議論していくのも良いと思うが、運用会社のガバナンスに関する議論に注力していくことが重要である。

【海堀委員】

- ・ 官民ファンドがセーフティネットであることは、今回の危機への対応として非常に重要だが、モラルハザードの防止は最も留意すべき事項であり、きちんとしたルールの下に公平な運営をしていかなければならない。前回のフォーラムの際に（政策投資銀行の危機対応業務について）ATMのようにキャッシュがでてくるものではないと言ったが、このファンドも同様。これは危機対応を意図したファンドであり、永続的なものではない。やがてきちんとした市場のルールに戻っていくということも加味して、制度設計を

十分考えていかなければならない。

【河野オブザーバー】

- ・ Jリート市場については、制度施策のアナウンスメント効果が非常にあった。また、ガバナンスの問題や財務戦略機能の強化といった点も非常に重要である。多様なリファイナンス手法については、即効性がなく、導入に向けて慎重な検討が必要というまともになっている。この中で、株主割当増資は、比較的にある可能性はないか。Jリーートの商品性から考えると、全株主に投資の機会を与える形の株主増資は検討に値する。特に、ディスカウントで発行できる手だてを工夫できれば良い。
- ・ いくつか情報開示に関する指摘があった。取引所の適時開示は、迅速に、一般投資家のわかりやすい形で投資法人に開示して頂いている。有価証券報告書は、法定開示として、網羅的かつ正確に丁寧な開示という役割をしている。また、決算説明会や IR 活動についても、聴衆に応じた開示のされ方がある。個々の情報開示は、それぞれの特徴に合わせて開示を充実させており、そういった観点から我々も協力していきたい。
- ・ 個人投資家への促進に関しては、Jリートフェアについて触れられているが、東証の IR フェスタでも Jリート数社に参加頂いており、ARES にも後援を頂いた。こうした点からもバックアップしていきたい。投資信託について言えば、東証では、昨年の秋に東証リート指数に連動する ETF が上場している。東証に上場している Jリート 40 銘柄に ETF により、少額で分散投資ができる。こうしたことから、個人投資家には Jリートに親しんでもらえるのではないかと。こうした面でも、PR をしていきたい。

【森田オブザーバー】

- ・ 監督局証券課は、制度設計というよりは、Jリートに直接関係する業務を所管している。Jリートを取り巻く状況は非常に厳しく、特に昨年の秋以来、当課の最優先事項の 1 つとして取り組んできた。かねてより Jリートについて指導的な役割を果たしている国土交通省とも一体で取り組んできたところである。
- ・ 一連の検討の中で、今まで市場における問題が浮き彫りになっている。我々も含め、関係者それぞれが自分でやれることを一生懸命やっていくことが重要であろう。川口座長代理から話があったとおり、現在、国際的なフォーラムでも、プロサイクリカリティの問題、ガバナンス、報酬のあり方、インセンティブ構造の欠如といったことへの反省を踏まえた金融システムの再構築が行われている。本フォーラムで、Jリートに焦点を絞って、こうした点について検討することは非常に重要。今回挙げられている事柄は、1 つ 1 つ真剣に考えていくと、Jリートはそもそもどういう制度であるべきかという根本的な問題を投げかける深い論点である。こうした点については、制度当局や税務当局ともよく相談をし、しっかりと受け止めたい。
- ・ 所管業務の関係でいうと、やはり早め早めの対応をお願いしたい。現在、リートに限ら

ず、世界の監督当局で流動性管理のあり方について議論している。ベアー・スターンズやリーマンブラザーズは、自分では流動性は十分にあって自己資本比率も十分に要件を満たしているといっていたが、いざ、事が始まってみると、共に1週間で破綻してしまった。こうしたことを踏まえ、流動性管理のあり方について議論している。Jリートについても、非常にファイナンスが厳しい状況であり、早め早めの対応をお願いしたい。

- ・ 中長期的に投資家に信頼されるJリート市場という観点からは、ガバナンスの問題や、モラルハザードというあってはならない問題も非常に重要である。こうした点についても、証券課としてしっかりと対応したい。

【岩原座長】

- ・ 本日は皆様から大変貴重なご意見頂き、大変有益な議論ができたと思う。WGでは、非常によく問題点をとらえた報告書を作って頂き、原田WG座長を始めとするWG委員の皆様にご感謝申し上げたい。
- ・ 報告書では、それぞれの課題が列挙されている。これを今後実現していかなければならない。それぞれの課題を見ると、実現するために活動して頂く機関が国土交通省であるものもあれば、そうでないものもある。担当の機関がそれぞれ努力して頂きたい。例えば、鑑定評価の問題などは国土交通省で努力頂く非常に重要な課題である。それ以外の制度的な面については、例えば、投信法の改正等が必要になってくることもある。また、税法に関する指摘もある。それらを実現していくためには、何よりもJリートに対する世間、国民一般の信頼を高めていくことが重要である。そのためには、先ほども指摘のあったガバナンスの問題できちんと世間の理解・信頼を得ないと進んでいかない。そうした点については、是非、各界の協力を得て改善をはかって頂きたい。更に、もっと大きな問題であるプロサイクリカリティは金融全体の大問題であり、金融庁において、金融全体の問題として是非検討して頂きたい。

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。

- ・ フォーラムとしてのとりまとめについては、本日の各委員からの意見を踏まえ、WG検討報告に適宜修正を加えた上で、各委員の確認を経て、後日、公表。
- ・ とりまとめの最終調整については座長に一任する。

閉会

以上