

第6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22年7月27日（火） 15：00～17：00

会場：学士会館 320号室

出席者：〔委員〕

岩原座長 / 市川委員 / 沖野委員 / 海堀委員 / 渋谷委員 / 高木委員 /
田村委員 / 檀野委員 / 濱口委員 / 原田委員 / 藤沢委員 / 本間委員

〔オブザーバー〕

金融庁 大津様 / 金融庁 佐藤様（小野様代理）

欠席者：〔委員〕

川口座長代理

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

「不動産の再生に向けた我が国不動産投資市場のあり方に関する主な論点」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】

- ・ 不特法は施行から15年が経過し、同法の性格上やむを得ない側面もあるが、倒産隔離制度が無い等、現実の需要に従った抜本的な改正がなされていない。今般、同法の改正を検討することが国土交通省の重要施策として取り上げられたことを実務家として歓迎したい。特に、昨今の各資産に依拠した融資という側面からは、倒産隔離の問題は避けて通れない。健全な金融が付くことが重要な課題であり、倒産隔離に関する何らかの立法措置が同法でなされれば実務的にも有用。
- ・ 不特法があるために信託受益権化が必要になるというやや後ろ向きの評価もあるが、実際には目に見えない形で、匿名組合を使った投資家を欺くような商品の誕生を阻止する重要な役割も果たしてきた。この役割を維持しながら、新たな仕組みができるとうい。

【渋谷委員】

- ・ 再生、リノベーション、コンバージョンに不動産証券化スキームを活用して、民間資金を導入していくことは重要。日本が、長期的・持続的に活力を回復・維持していくためには、住まう場所・経済活動の拠点である不動産が更新されていくことは大切。
- ・ その際に、投資という行為が社会資本の充実に貢献するために必要な仕組みであり、その活用方法についての視点が重要。今回のテーマである投資手法の多様化は、民間資金が社会資本の整備に向けられるルートをより強化するという点で、今日的な課題に応えるものであり望ましい。
- ・ 海外資金による日本の不動産市場への見方は、市場規模、安定性に高い評価がある一方で、成長性、透明度に関しては依然として若干評価が低い。海外資金はやや短期的な投資収益を追求する傾向があり、長期資金としては過度な期待はできない。
- ・ 国内投資家は、日本の不動産市場の実情や取引慣行を熟知しており、潜在成長力への期待感も強い。需要者である国民も都市再生、地域再生を強く望んでいる。ここには潜在的な需給の一致があるが、国内の成長に繋がるための国内長期資金を都市再生や地域再生に活用できる仕組み、手法がなく、需給の不一致が生じている。これを現実化して国家の成長に繋げていくためには、長期安定的な国内資金が社会資本の整備により向かいやすい仕掛け創りや投資手法を増やすことが必要。
- ・ 最近、日本の年金等の一部は、海外不動産、インフラに関心があると聞く。リターンやリスクの分散という観点からは理解できるが、我々の老後資金である年金がより直接的に日本の社会資本の充実に振り向けられれば、それが我が国の成長のヒントになる。米国の CalPERS は、不動産投資資金の一部を地元の都市開発に投資し国内資金循環の一翼を担っている。こうした視点が重要。当フォーラムでも、不動産市場を通じた資金循環が、我が国の成長に寄与できるような建設的な提言を作り上げていきたい。

【沖野委員】

- ・ 論点整理の内容は、資金の振り向け先として、新築よりリノベーション、大都市より地方、大規模よりも中小規模が想定されており、これに資金を振り向けられないかということがポイントだと解釈された。これに対して、現行のスキームにはそれぞれ長所短所があり、その改善を図らなければならないという説明であった。スキームの改善に異論はない。ただ、想定されていると推察される不動産は、キャッシュフローの確実性や安定性が期待しにくく、出口も見出しにくい投資対象と考えられる。
- ・ スキームの問題も実務上大事ではあるが、こうした不動産、特に、地方の不動産のコンバージョン等を促進するためには、税務や都市計画に関するメリット等、投資家に対する何らかの経済的なメリットについても議論ができれば、より実効性のある議論ができるものと思われる。

【檀野委員】

- ・ 昨年は、不動産投資市場が大変厳しい局面にある中、本フォーラムは、その象徴であるＪリートの再編、ガバナンス、ファイナンスに関する提言を行った。その結果、再編が進み、また、ファイナンスに関しても、不動産市場安定化ファンドがセーフティネットとしての機能を担う等、市場の信認を取り戻す上で大きな役割を果たした。その後、POや投資法人債の発行もあり、Ｊリートの再生がスタートした感がある。これを新たな成長に確実に結び付けていくことが大事。
- ・ 政府の新成長戦略の中でも、大都市を経済成長のエンジンと捉え、国際戦略総合特区等の構想が打ち出されている。国際競争力を強化する施策が早期に実現することを期待しており、そのためにも、良質で長期安定的な資金が不動産市場に流入し、うまく循環していくことが必要。ARESでも、4月に、大都市の再生・地域活性化に関する資金循環の仕組みについての提言を行っている。この10年来、種々の証券化手法により不動産市場が活性化してきた。Ｊリート、TMK、GK-TKは、いずれも大きな役割を果たしてきたが、不動産の取得と再生を想定したスキームになっていないという弱点があり、実務への適用上、種々の課題が指摘されている。
- ・ 不特法が他のスキームに比べて活用度が低いには、そうせざるを得ない事情がある。一方で、他のスキームによる開発、再生にも困難があり、証券化手法が、開発、再生にうまく活用されていない面もある。成長戦略にあるような大都市圏の整備を進めるためには、開発・再生のための実物不動産投資スキームを整備する必要があるのではないかという問題意識を持っていたので、これをテーマとする議論を歓迎する。このスキームにより資金が流入することで良質な社会ストックが整備され、不動産投資市場に供給されることで、Ｊリート、私募ファンドの健全な成長が図られていくという効果も考えられる。
- ・ 地方、リノベーション、小規模だけを対象にするのではなく、大都市の再開発や大がかりなバリューアップのプロジェクト等にも適用されるべきである。そうした際にも実務がワークするような制度設計がなされれば、より幅広く活用されるのではないか。

【岩原座長】

- ・ 昨年、状況が非常に悪かったＪリート市場への対策として、皆様からご意見を承って当フォーラムで提言したことが市場に良い影響を与え、市況の回復に繋がったことは、日本経済全体にとっても好ましいことであり、嬉しく思う。
- ・ 今後、市場を更に活性化していくためには何が必要かということだが、今回のテーマの主な対象として、リノベーションや地方の小規模案件を念頭に置くのか、それに加えて、新築や都市の大規模開発等についても新たなスキームを活用していくのかは大きな論点である。この点について意見を伺いたい。

【原田委員】

- ・ 昨今、開発も含め、不動産の様々なプロジェクトに証券化スキームを活用していくことはビジネスモデルとして確立されており、そのために色々なストラクチャーがあるが、どれを用いるかは取引や関係者の事情に応じ、案件毎に判断して選択すれば良い話であり、不特法の改正を通じてスキームの多様化を進めることには意義があるのではないか。
- ・ その際に、長期の資金を使うのか、短期の資金を使うのかについても、その時の事情にもより変わってくるだろう。

【岩原座長】

- ・ 不特法の立法の際の議論にも参加したが、その際にも、既存物件の証券化だけでなく、開発にも証券化を活用できないかという議論はあった。その時には、現実性が高く、投資家が安心できるものから始めようということであった。15年を経て、より高度なステップに移る時期に来ている感がある。どのようにして、スムーズに、より高度に証券化を活用できる体制を生むのかについて、皆様の捉え方を伺いたい。

【田村委員】

- ・ 座長より、今回の改正の照準はどこかという問題提起があった。論点整理では、どちらかというところと地方の再生等の、現状、大都市で活用されているスキームの光が当たらないところに適用するという説明であったが、それは新しいスキームが活用できる場面の一つについての説明であると理解している。新しいスキームは、新規の開発か既存のリノベーションか、あるいは、地方か大都市かに関する制約の無いニュートラルな偏らない仕組みとし、ある程度、広い汎用性を持ちながら、同時に、検討にあたっては投資家保護も肝に銘じた仕組みとしてほしい。

【藤沢委員】

- ・ 昨今、地方では、ソーシャルビジネス的なものが盛り上がっている。その中で、介護施設等を含む公的なサービスのための建物の必要性が高まっている。例えば、施設をリノベーションするためのファンドを作っているNPO等がある。彼らはノウハウを持っていないが、地域の方々や地域のために、自分たちのお金を自分たちで使っていき、それを年金のように回収していくという仕組みも作れるかもしれない。そのような動きに対して何らかの対応ができないかといったことも議論の中に入れてもらえるとよい。

【高木委員】

- ・ 成長戦略会議において議論されてきたことの中でも重要なことが3点ある。大都市東京の国際競争力の強化、財政制約下において国民が安全安心に暮らせる社会インフラの整

備策、1人あたりの行政コストの策減である。今回のテーマである不動産市場の活性化は、そのための手段として重要。

- ・ 議論の中で必ず出てきたのが PFI/PPP、コンセッションである。不動産投資市場における PPP/PFI に関しても問題になるのが、運営者に対するガバナンス。つまり、運営者に与える裁量の範囲であり、この点で不動産投資市場においても様々な規制緩和が必要になってくるのではないか。
- ・ また、ここでは民間の不動産が中心になると思うが、公的な社会資本の整備も極めて重要な課題。地方自治体は、現在債務と将来債務という二重債務に苦しめられている。これをどうやって突破していくのかという観点からも、不動産投資市場の活性化は重要な要素になる。加えて、公的資本の活用策について考える際のきっかけにもなるのではないか。

【濱口委員】

- ・ 種々のスキームの相違、特に、不特法は年金になじみが無いので解りかねるが、スキームの不備については、実務レベルのワーキンググループで議論してもらおうと良い。
- ・ マクロなレベルでいうと、良質で長期の資金を確保が必要というのは当然だが、年金は今回でまた大きな損害を被ってしまった。日本の年金の不動産投資の比率は低いものの、比率の伸びた時期が恐らくは市場のピークだったのではないか。
- ・ 他の資産も同様の傾向があり、不動産だけの問題ではないのだが、Jリートはボラティリティが高く、高値と安値を比較すると株以上に値下がりしている。その結果、合併等があって存続はしたものの、個人投資家も含めて大きな損失を出した。
- ・ リート以外の私募ファンド等についても、一部の基金で、価格が下がったので投資できるようになったという議論もあるが、レバレッジのかかったファンドで全損しているような例もあり、痛手を被った基金の大半は、もう投資したくないという状況。
- ・ デットを引きやすいスキームを作る必要性は理解できるが、そこをきちんとコントロールするガバナンス、あるいは、運用会社への指導等により、良質な運用会社を育てていくことが、マクロな観点から見た信頼される市場の確立という点では、実務的な課題以上に大きな課題と感じる。
- ・ また、欧米と比較すると、日本は収益不動産の規模は大きいのに、リート市場を含めた投資市場の規模が小さい。実際、昨年から今年においても、言われているほどには投資案件が出てこない。そこは、ここから半年から一年経てば変わるかもしれないが。流動性等についても、日本市場は他の市場と違うと感じる。

【本間委員】

- ・ IR 活動等の際に、国内外の投資家と接する機会があるが、投資家が日本の不動産市場やJリート市場を如何に見ているのかについてコメントしたい。Jリート市場全体とし

ては、海外の投資家、グローバルな投資家の参入がまだ少ない。これは規模が小さすぎるのが理由の一つ。昨今、金融安定化に繋がる策が打ち出され、合併の事例が出てきているが、これは第1段階。今後、大型のリートが誕生するような自由度を、制度的にもサポートすることを期待する。1兆円規模のリートが複数存在するような市場になるためには、公募増資だけでは追いつかないので、前向きな意味での合併が進んで大型のリートが誕生し、こうしたリートがある程度の自由度を持って開発等にも参入できる体力を持つことが大事なのではないか。

【渋谷委員】

- ・ 日本における年金の不動産投資への参入は2度目になる。1度目はバブルの時で、土地への投資という形だったが、地価の暴騰と下落の影響を受けた。2度目はその反省を踏まえ、建物の収益をベースにし、アセットアロケーションの中で、合理的な不動産の価値への判断を背景にしながら行われたものであったが、最後の局面では、急激な価格上昇、短期志向、市場規模の小ささ等が影響し、ボラティルな動きになってしまった。
- ・ Jリートは、稼働中の物件への投資に適しており、保有物件の入れ替えは困難である。次の段階に向かうためには、資産の入れ替え、建替等について、その状況をわかっているプロの投資家が使えるスキームがあれば、大手デベロッパーだけが担ってきた都市の再開発に、機関投資家の資金が入っていく仕組みができるのではないかと。新たに開発された物件が不動産市場に提供されるような仕組みとして新スキームが使えるのであれば、再開発を待っている資産も多いことから、今後の成長に繋がるテーマとなる。

【檀野委員】

- ・ 不動産投資市場ができたことで、都市の再開発、再構築が進捗したといえる。機関投資家、個人投資家に対する投資市場の整備により、デベロッパーは、それを意識しながら開発をし、資金回収をした上で次の開発に取り組んでいくという資金循環ができた。投資にはいい時もあれば悪い時もあるので、デベロッパーは不動産のプロとして、不動産の特性について市場に十分に説明し、投資家の理解を得ながら、不動産投資市場の活性化を図っていくことが重要であると再認識した。
- ・ 今まで、GK-TK、TMKによる開発を行ってきたが、これらは、基本的にはキャッシュフローを生んでいる案件に対する証券化手法という性格があり、これを開発に適用していく際の難しさを経験している。デベロッパーは、こうした既に定着した手法は今後とも活用していくが、実物不動産投資スキームが確立すれば、良質な不動産が社会ストックとして投資市場に更に供給され、機関投資家、個人投資家の運用対象に選定されると期待している。そうして不動産投資市場が拡大していけば、規模や質の面で、海外の機関投資家や年金からも認められる市場になっていくのではないかと。
- ・ やや細かい点だが、論点整理の中に、SPCに関する要件や投資家をプロに限定する必要

性についての問題提起がある。制度設計における投資家保護と新スキームの柔軟性がどのように要件等の中で整理されていくかが、スキームを実効性のあるものにしていく上でポイントになる。機関投資家に限定するかどうかは、スキームがワークする上で重要な問題である。

【市川委員】

- ・ 実物不動産の取引、地方という観点で見た場合、Jリートを始めとする様々な証券化スキームがこれまでに取り入れられ、投資家の資金によって流動化がはかられてきた。
- ・ こうしたことを踏まえ、不特法の改正について考えると、旧耐震の既存不適格建物を活用し、再生していくためには、不動産市場における資産の10%程度の資金が必要とも言われており、この改正によって、どれだけの資金が循環して地方の活性化にも繋がってくるのかについてワーキンググループで検討いただきたい。その上で、市場の活性化に繋がっていけるならば、実物不動産の運用に関し、実物を扱う業界として社会に貢献できる部分が増えるだろう。
- ・ 収益不動産が多い割に証券化が図れないというのが、日本の市場の歴史的な経緯によるものであれば、不特法の改正で再生が進むことによって期待できる。

【海堀委員】

- ・ 今回のフォーラムで、現在の不動産証券化スキームについて再検討いただく趣旨は、今後の持続的な経済成長を考える上で、不動産証券化市場の活性化、市場規模の拡大が不可欠であると考えからである。日本には多くの不動産があり、これを再生し有効に活用していくという観点から、安定した収益を生む資産に対し幅広く資金を集めるためには、様々な意見はあるものの、証券化が有用な手法であるという認識は外してはいけない。投資家への過度なリスク負担を避ける観点から、Jリート等への規制が徹底される中で、証券化を検討する際に、既存の手法では多少難しい事例も出てきているのではないか。
- ・ 国土交通省としては、不動産を収益性のある不動産として有効活用していくため、新規、既存、大都市、地方を問わず、経済ベースで採算がとれるものに資金が回る仕組みを作っていくことが重要と考えている。そのために、現在の不特法の仕組みに直すところがあればという観点から、論点を提案をさせていただいている。ワーキンググループの議論において、不特法を使って、証券化を進めていくためには、何を改善していけばよいか、忌憚のない意見をいただきたい。
- ・ 地方物件、更にはその開発については、収益性、リスクの点で、証券化を適用することが難しいところがあるのは国土交通省として認識している。しかし、政策として、住宅の耐震改修、地方都市の活性化は進めていかなければならない課題であり、これらを担当している部署では、収益性やリスクの点で課題を抱える地方都市の活性化、耐震改修、

温暖化対策の省エネ等を推進するために必要な施策について、その点を十分に承知して、並行して各分野で検討しているところである。

- ・ 様々な不動産の有効活用事例に対して、幅広く使える証券化手法を、目的を限定せずに作ることが今回の大きな課題であり、政策的な後押しが設けられたとき、種々のニーズに応えることができるよう、不動産の証券化についてのご意見をいただきたい。リスクや採算性などへの政策的な対応については、並行して別途検討されるということをご前提にしつつ、証券化の仕組みをどう改善するとうまく活用できるかという議論をしていただきたい。
- ・ 今回のサブプライム、リーマンショックを経て、厳しい運用環境の中で、株式等と同様に不動産についても、投資家にリスクを背負ってもらったことは重々承知している。ただ、リーマンショック以降においても、製造業等が大きな赤字を出す中で、Jリートの賃料収入は維持され、あるいは増加し、黒字経営を継続しているということが十分にPRできていない。こうした不動産の良さを、今回の危機の局面では、レバレッジの高さによるリファイナンスリスクが消してしまったという問題は、関係当事者も肝に銘じている。株価と連動してボラティリティが高くなってしまったことも含め、今後、如何に運用して不動産証券化市場を活性化していくのかが大きな課題である。今回の議論で、これらを含め、不動産証券化に関するニーズを、広く投資家から出してもらうことで、今回顕在化した課題を如何にクリアしていくかという観点で、商品設計や運用に反映していける環境を整備したい。

【原田委員】

- ・ 会計士としてIFRSに関する基準の改正動向を見ていると、不動産業界にとっても影響の大きい項目が多々ある。IFRSの目的は投資家に有用な情報を提供することにあることから、投資効率を明らかにしていく意識が非常に強い。不動産についても、公正価値で評価する等により、収益性の低い不動産はそれが見えてしまうようになる。したがって、中長期的には日本の企業部門も徐々にそういった不動産を持つなくなり、市場に出てくるものが増えると思われる。これらの不動産がリートや私募ファンドに入ったり、再開発されたりする状況が起こるとすれば、多様なニーズに対応できるようなピークルをあらかじめ準備しておくことに意義があるのではないかと。
- ・ また、古くから保有している物件には、多額の含み益がある場合もあり、売却で税金が発生することから企業が売却を躊躇してしまうことがある。こうした物件が市場に出てきやすくする税務上の配慮についても是非検討をお願いしたい。

【大津オブザーバー】

- ・ 金融庁は国土交通省とともに不特法を所管している。また、金商法についても所管している。今後、皆様から活発なご意見が出てくると思うので、議論に参加してよく勉強し

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。

- ・ 今後検討のため各方面の専門家で構成するワーキンググループを組成する。
- ・ ワーキンググループのメンバーについては配布資料のとおりだが、一部選定中のメンバーもあるので、最終的な調整は座長に一任する。

閉会

以上