

#### 第4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2月10日（火） 15：00～17：00

会場：東海大学校友会館（霞が関ビル33階） 「望星の間」

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／渋谷委員／  
田村委員／檀野委員／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

欠席者：〔委員〕

藤沢委員

〔オブザーバー〕

金融庁 森田課長

-----  
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における検討状況の中間報告にあたっての所感

「WG検討状況中間報告」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】

- ・ Jリートの合併や再編に向けて、制度面の具体的な整備が進んだ点については大いに評価できる。ただし、こうして整備された制度を使いこなしていく為にはある程度の時間が必要であり、現在のような市場の激動期には、すぐには有効に機能しない懸念もある。したがって、現下の環境を踏まえ、短期的な対策と中長期的な対策をバランスよく進めることも必要。

- ・ ガバナンスについては、不断の努力により随時改善を図っていくべきものである。ただし、そのレベル感については、他国との比較を踏まえ、投資家サイドからの見え方を意識して検討すべきである。海外からは、Jリートの情報開示レベルは高いという評価も聞いている。他国の例でも、種々の工夫が行われているが、それぞれに利点もあれば問題点もある。したがって、単純に「こうあるべき」というよりは、その時々状況に応じ、市場関係者の努力により改善を図っていくものである。
- ・ Jリートにとって、最も重要な短期的課題はファイナンス。できるだけ早期の具体的な対策が必要。現在の市場は、各Jリートの持続可能性について疑義が呈されている状態ともいえ、持続性を突然に維持できなくなるような事態を避ける為の方策を行うことが、健全な市場評価を受けるためのポイントである。緊急対策として、制度融資の手当てや日銀による投資法人債の適格担保化がなされているが、市場関係者の中では、もう一段の対策が必要なのではないかという声もある。

#### 【沖野委員】

- ・ 説明のあったようなJリートの制度改善が進んでいる点は喜ばしい。ただし、現在の不動産投資市場における喫緊の課題はファイナンスである。
- ・ 一方、不動産投資市場で流動性が極めて低下している事実も直視すべきと考えられる。Jリートや私募ファンドは、借入金をロールオーバーするのみならず、不動産の売却により借入金を返済することも必要になるが、現在不動産投資市場は殆ど機能していない。周知のとおり、不動産価格は現在調整局面にあるが、十分な取引量に裏付けされた調整とは言いがたい。Jリートの公表する鑑定評価額は急速に下がっているが、キャッシュフローが大きく下がっている事実はまだ無く、キャップレートの上昇に起因している。キャップレート上昇の一番の原因は、デットファイナンスがタイトなために、流動性のプレミアムが上昇していること等にあると推測される。しかし不動産投資市場で十分な取引も無いままに、キャッシュフローに大きな変化がないにも関わらず、流動性リスクの高止まりによりキャップレートが上昇を続けて価格が下落を続けるのは、健全な価格の調整過程とは言いがたい。過去の例を見ても、こうした状況が続けば金融機関の不良債権に繋がっていくことが懸念される。
- ・ 不動産価格の調整そのものは避けられないが、不動産投資市場が機能しなくなって取引が枯渇し、流動性が極端に低下していることが問題だ。モラルハザードを回避することは当然必要だが、一方で何らかの不動産流動化策を検討すべきと考えられる。豪州では、政府と4大銀行によるファンド創設の動きがあるが、こうしたファンドの必要性も含めて種々の検討が必要。国民全体の財産である資産価格の防衛は、喫緊の課題と考える。

#### 【川口座長代理】

- ・ 現在のJリートの価格を分析すると、非流動性を示す指標や為替レートと金利差から作

る円キャリー・トレード指数との相関が高い点が指摘できる。つまり、価格がファンダメンタルズと関係無いところで動いていることが、Jリート低迷の要因の一つである。鑑定評価額は、Jリーートの価格を追う様に動く傾向があるので、これに連れて下がってしまい、実物不動産市場でも価格が下落していくといった状況。

- ・ 昨今は、企業の赤字決算や日銀による経済見通しにより、国民の間で日本経済に対する悲観的な雰囲気が形成され、米国以上に株価が下落しているが、日本の資産を防衛するという視点が極めて重要である。赤字決算でもファイナンスが付く企業がある一方で、Jリートが黒字でありながらリファイナンスされないのは異常な状況なのではないか。エクイティ・リートは破綻が考えにくいストラクチャーであり、今回WGで検討されたテーマは、資産防衛に寄与するものであると考えている。
- ・ Jリートが元来有していたはずのディフェンシブ銘柄としての側面を回復する為には、どうすべきか考えなければいけない。キャッシュフローが黒字にも関わらず、それ以外の部分が問題だとすれば、例えば、民事再生になったJリートを吸収合併するようなことも、市場の信認回復に繋がり、ディフェンシブ銘柄としての側面を示していくことになるのではないかと。合併によりガバナンスが改善されるのであれば、格付機関やエクイティ投資家によるJリートの見方にも影響を及ぼすものと思われる。

#### 【田村委員】

- ・ 一般論として、投資法人が民事再生に入った場合でも、事業継続には支障は無く、また、これによって役員の変更や運用会社との委託契約が解除されるわけではない。投資主の立場からしても、消滅するよりは合併の方が良いということで合併に必要な特別決議も可能であろう。ただし、民事再生の場合には債権者の同意も欠かせないところ、債権者の立場からすると、債権保護という点でコンフリクトも生じる。したがって、そう簡単にはいかないという印象もある。
- ・ 短期の方策と中長期の方策は分けて考えるべき。投資法人債の償還までまだ少し余裕があるが、それ以外の部分でどんどんリファイナンスの時期が来ている。これをしくじると第2の民事再生も生じかねず、その場合、Jリート市場への深刻な影響が懸念される。例えば、ガバナンスの観点から、モラルハザードが起こらないような措置をとりつつ、リファイナンスに必要な資金を優先出資にして、ファンドや政府系金融機関が出資をするといったドラスティックな対応をしても良い危機的な状況なのではないか。
- ・ ガバナンスについては、慎重な検討が必要。内部運用の場合、スポンサーとの連結の問題があり、スムーズな物件の放出が難しくなるという側面もある。

#### 【海堀委員】

- ・ 売却により利益を得る資産ではなく、キャッシュフローをきちんと生んでおり、運用して利益を得る資産について、事業法人の立場からその簿価や時価がどうあるべきか、土

地鑑定の分野の方や企業の監査をしている方に対して、WG でまとめて情報発信していくことが重要。日銀のレポートでも、保有型の不動産と開発型の不動産で、リスク、管理、評価のあり方を区別してはどうかという視点もある。

- ・ 本来、資産を購入し保有する側にまわるべき Jリートが、厳しい金融情勢からキャッシュフローを捻出する為に資産を売却する側にまわらなければならなくなっている。そして、経済活動としてはプラスのキャッシュを生んでいるのに売却をしなければいけないというところに矛盾がある。
- ・ こうした金融環境の中で不動産市場の安定化を図る為にも、大きな戦略として、まずは、保有型である Jリートが購入する側にまわられるような環境を作り、市場の流動性を確保していくことが必要。
- ・ 市場の気配値から逆算してキャップレートを算出するようなものではなく、きちんと他の経済指標とキャッシュフローの関係を整理してキャップレートを引き出すような冷静な鑑定評価のあり方についてうまく発信できると良い。

#### 【原田委員】

- ・ 会計監査の立場からは、鑑定評価額が下がると減損という影響が生じる。従来は、減損が会計上の損失であり、税務上損金に算入できないことから、導管性要件に抵触する懸念があったが、この点については対応がなされ、回避されるものと認識している。ただしその場合も、当該損失についての課税は避けられないので、配当が下がるという影響がある。
- ・ 半年、1年先に完工する物件について予め取得契約を結んでいる場合があるが、ファイナンスの問題から取得できず違約金が発生したり、あるいは取得できても既にその物件に含み損が生じたりする状況がある。この時、会計監査の観点からすると、継続企業的前提に関する問題が生じる。また、一旦損失が発生すると、Jリートは減資ができないことから、翌期以降の利益でそれを穴埋めしないと配当できないという問題もある。

#### 【海堀委員】

- ・ 日本政策金融公庫の危機対応業務とは、日本政策金融公庫から指定金融機関（日本政策投資銀行（DBJ）と商工中金）を通じて優良な事業者に貸付をする制度。同業務は、基本的には、国が信用補完を行うものではないので、貸倒れ等に関するリスクはそれぞれの金融機関が自己資本の中で制御する仕組み。平成 20 年度 2 次補正予算は、CP 購入用が 2 兆円、事業者向けが 1 兆円。平成 21 年度予算で更に事業者向けに 1 兆円の枠に拡大する方向。
- ・ Jリーートの各社に理解して欲しいのは、単に他行で融資が受けられなかったからといって、DBJ が融資をしてくれるという訳ではなく、DBJ は各社の状況を審査した上で融資するという事。Jリートには貸してくれないという噂があるようにも聞かざるを得ない。

はない。他の金融機関と同様、通常の形で金融機関に対する交渉をしていただく必要があり、ATMで現金を引き出すのと同じように考えられると困る。Jリート各社には、融資を受けるために、DBJを含め、銀行に対してきちんとしたIR活動を行うことが求められているものと考えている。

#### 【川口座長代理】

- ・ Jリートへの貸付について、現場の担当レベルの検討ではキャッシュフローで安全と考えても、現場から離れて意思決定をする理事会等で却下されるというケースがあるようだ。こうした金融機関の意思決定メカニズムが影響を及ぼしている。流動性が止まることで企業価値が25%下落するという最近の研究もあり、金融機関がそのあたりを見ているとも思われるが、流動性のリスクは何年も続くものではない。だとすると、金融機関の流動性リスクの見方に問題があるとも思われる。その点について語論が必要。
- ・ 複合不況への対応策は2つしかない。有効需要の拡大と信用の回復である。米国では、不良債権の買い取り等、明示的なメッセージが出ているが、日本ではそれが見えない。この点について、もう少し突っ込んだ議論を金融機関にお願いしたい。勿論、駄目なものは淘汰されるべきだが、本来は存続していくべきものが、外部から見ていると非合理的にも思える理由で立ち行かなくなるのは日本経済にとって不幸なことだ。

#### 【檀野委員】

- ・ 民間金融機関では、先行きに対するリスクや株価下落による資産圧縮の方針等により、なかなかリファイナンスに応じられないという事情もある。民間金融機関に対するのと同様に融資適格であるという審査を得るというプロセスは大事だが、緊急を要している現状も踏まえ、DBJや商工中金には、リートの健全性等を理解して融資をしていただけるよう、実効性を伴う対応をお願いしたい。
- ・ Jリートの再編に関しては、当局の迅速な対応による制度整備に感謝したい。導管性要件の判定式に係る改正は大きな前進であり、合併交付金の明確化等、合併の実務上の課題への対応により、Jリート市場の活性化に繋がるものと確信している。中長期との話もあったが、もう少し短期的にも市場の安定化や商品としての魅力の向上に繋がると考えており、業界としても整備された制度の活用を推進したい。
- ・ ガバナンスについては、中長期的な検討も必要だが、急務な対策という観点からは、現行法規内でできることが重要。特に、資産運用会社の内部管理体制や、スポンサーとの利益相反取引についての統制について、きちんに対応していくことが必要である。

#### 【濱口委員】

- ・ キャッシュフローがポジティブなのにリファイナンスが付かないというのは流動性の問題で、不動産に限らず世界中で多くの銀行、会社が今直面している問題。また、こう

した状況は過去にもあった。ファイナンスをどうマネージしていくかは各運用会社や投資法人の財務マネジメント能力の問題でもあり、全体の話をする前に、まず個別に技術的な点も含め検討・評価されるべきであろう。また、価格についても、Jリートに限らず、株価が半値になっている状況で、東証全体でもブックバリューの1倍を割れている。こうした状況は他の資産でも同じ。

- ・ 破綻するリートが増えたり、その結果、Jリートに入っている不動産の投売りが出てきたりした場合、不動産市場に対してどのような影響が出てくるのかという点は政策的課題になるだろう。私募ファンドはJリートよりもリファイナンスの時期が早いいため、もうすぐ投売りが始まるのではないかとの声も聞く。このあたりも含めて、どう対応していくかということだと思われる。全て政府が手を付けられるわけではない以上、どうしても防ぐべきところと市場の流れに任すところでは何かの線引きをするという対応になるのだろうか。投資家としては、不動産市場全体が何かのきっかけで極めて深刻な状況になるのであれば、それに対する対応を要請するということになるだろうが、情報が十分に与えられていない中で、具体的な意見は出しにくいところがある。

#### 【市川委員】

- ・ 実物不動産の流通の団体として参加しており、Jリートの問題点や改善点についてはあまり発言をする立場に無いが、実物不動産の流動性の向上、市場の活性化が図られない限り、Jリートや私募ファンドの活性化を図ることはできないと考えている。その点からファイナンスについて考えると、実物不動産の中でも、キャッシュフローは黒字でありながらファイナンスがうまくいかない現状がある。この点について、日本政策金融公庫による制度等も活用しながら、いかにして活性化していくのが重要である。

#### 【本間委員】

- ・ 一般論として、不動産の流動性を高めていく必要があり、日本政策金融公庫から資金が出て、指定金融機関による融資の体制が整ったことは大きなステップである。短期と中長期という観点で言えば、今一番大事なことはまさに短期。
- ・ 指定金融機関が、事業計画の健全性をチェックして個別の審査により判断して融資するという仕組みとは理解しているが、政策は実現されてこそ効果が生じるというものでもある。したがって、Jリート市場の改善策という観点からは、象徴的に、いくつかのJリートに対する緊急融資といったものが実現されることが望まれる。

#### 【河野オブザーバー】

- ・ 前回と同様今回も皆さんのお話を伺うと、現状においても、一番大きいのはリファイナンスの問題であると考えている。リファイナンスについては、これまでも種々の施策が講じられてはいるが、中間報告にある投資法人の資本政策の多様化を引き続きWGでも

検討するということなので、その中で、例えば、時限的に何か対応できるものはないかなど、制度上、難しい面もあるものの、一時的な何か緩和策を検討できるのではないかとと思われる。

- ・ 合併については、私どもも上場Jリートから相談を受けたりもしていたが、実務的な障害もあり、進展が見られなかった。中間報告にあるとおり障害になっていた項目はかなり緩和され、良い方向になったと感じている。
- ・ Jリートは、ミドルリスク・ミドルリターンの商品かもしれないが、ある程度レバレッジを利かせながら成長してきており、その一方で、逆風下では逆の結果に繋がる可能性は、本来、想定されていたのではないかと思われる。その意味で、ガバナンス強化により財務マネジメント等をしっかりと検証し監視できる体制が整うことは、将来に向かってよい方向性だ。

#### 【国土交通省 小澤建設流通政策審議官】

- ・ 国土交通省としても、当初より、ファイナンスの問題が一番大きいということは認識している。国土交通省では、金融庁と意見交換をしながら金融機関を促していったり、昨年12月には政策金融公庫やDBJといった国が一昔前に政策的な手段として直接使っていたツールをもう一度登場させたりして対応をしてきた。WGにおける検討テーマとするよりは、実務的な積み重ねによる当面の対処を優先してきたということで理解をいただきたい。
- ・ DBJについても、枠組みは作ったものの民間銀行と同じような融資判断ではないかという指摘はそのとおりだが、日本では、ここ数年の改革の中で、そういった政策ツールを変えてきている。したがって、この危急存亡の時に至り、法律改正の時間も無いので、もう一度生き返らせて出場してもらったということ。あるいは、住宅金融支援機構についても、民営化の議論の中では考えられない事業者に対する融資という制度を引っ張り出してきて、不動産市場の活性化に使えるかという対応をしてきた。したがって、ファイナンスの制度をどうするかというあり方論よりは、まず自分たちが持っているツールをどう使って、実態的に事業者や市場に資金が流れるかということを優先してきたと考えている。
- ・ もう一段という声強いことは、今日の意見を聞くまでも無くひしひしと感じている。次にどのような手が打てるかということについて検討しているが、今日の意見も踏まえ、WGの知恵も借りながら施策の組み立てをしていかなければと思っている。

#### 【岩原座長】

- ・ 各委員から危機感に満ちた発言があり、当局でも十分に受け止めていると思う。また、当局でも現在持っているツールで最大限努力しているということは理解している。
- ・ 提言があった内容は、国土交通省だけでは対処しきれない大きな問題も含まれている。

むしろ、政府全体として、政府が関与するファンドによって、流動性の危機を抑えていく為に、どのような基準を設けてどのぐらいの資金を供給していくかを考えなければいけない。日本全体で起きている事態であり、その中で優先順位を定めてやれることをやっていくということだろう。日銀にももっといろいろできることがあるように思うが、そういった点も含めて、これから先難しい状況に入っていくと思われる中で、日本経済全体が深刻な状態にならないように、政府全体として危機管理をやっていくように、当局にはお願いしたい。

- ・ 当面の問題がファイナンスであることは確かだが、一方で、ガバナンスも絶対に忘れてはいけない。投資家に信頼されないようなスキームは長続きしないので、こちらも忘れずにやっていただきたい。

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。

- ・ ワーキンググループにおいて、今回（第4回）のフォーラムにおける議論も踏まえて、引き続き、残された課題等について検討を進めること。
- ・ 次回（第5回）のフォーラムで、ワーキンググループとしてのとりまとめについて報告を受け、必要な議論を行った上で、フォーラムとしてのとりまとめを行うこと。

今後のスケジュールについて

（事務局より説明）

- ・ 「Jリートフェア2009」の開催に関するご報告
- ・ 第5回フォーラムについては、4月以降の開催予定

閉会

以上