

第1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19年9月28日（金） 8：00～10：00

会場：パレスホテル（大手町） 2階「若草の間」

出席者：〔委員〕岩原座長、川口座長代理、沖野委員、渋谷委員、田村委員、檀野委員、濱口委員、原田委員、藤沢委員、本間委員、毛利委員

〔来賓〕国土交通省 中島建設流通政策審議官、内田大臣官房審議官

欠席者：福士委員

○開会

○国土交通省建設流通政策審議官挨拶

○座長、座長代理選任（岩原座長、川口座長代理を選任）

○フォーラム趣旨説明（国土交通省より）

○不動産投資市場の現状等に関する説明（事務局：（社）不動産証券化協会より）

○フォーラムの検討課題等（国土交通省より）

- ・以下の3つの検討課題等の案について説明

「J-REITによる海外不動産投資の実現」

「年金基金向け等の不動産投資一任サービスのあり方」

「金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営のあり方」

○主な発言内容

- ・ 3つの課題の検討に際しては、前提となるマクロ＝産業政策の視点でどう考えるかが重要。
- ・ アジアの中で、日本は、製造業に関し、インド、中国に追い上げられている状況にある。今後はサービス業の重要性が高まるが、不動産金融立国という産業政策の中で不動産投資市場を位置付けるべき。
- ・ そうした市場インフラを整備することで、年金基金等の長期的な資金の出し手から信頼を得られる不動産投資市場が形成される。
- ・ 従来はオポチュニスティックな投資が多かったが転換点にある。今後は、コアの不動産投資市場として、日本が魅力的であるか否かが問われる。
- ・ 米国 REIT のパブリック・トゥ・プライベートの流れを見ると、今後は日本においても、私募 REIT がでてきて、年金基金の投資の受け皿となることが予想される。
- ・ 少子高齢化、慎重な企業の活動傾向（キャッシュフローの範囲内の投資、低レバレッジ）等、長期的に日本は需要が伸びにくい社会状況にある。また、世界的にも、資源価格が上

昇しても最終製品価格が上がらないという価格体系の変化が生じている。不動産市場もローカルな市場ではなくなってきており、世界の不動産市場相互間の相関係数が高まっている。

- 日本の不動産市場を、アジアの中で、また世界の中でどう位置付けるかというマクロの視点を持つべきであり、それにより、産業政策、民間のビジネスが非常に大きな影響を受ける。
- 金商法には、望ましい不動産投資市場をもたらすという良い側面もあるが、一方では、不動産証券化を通じた資金の流れが都市再生や地域再生に結びついていくという流れの中で、ややもすれば抑制要因になる懸念もある。
- 国際競争の観点から、日本の不動産投資市場を取り巻く制度インフラを世界と比較して、優れているのか劣後しているのかという観点も重要。フォーラムにおいては、3つの課題について具体的な議論をしていくことになるだろうが、精神としては、こうした点を明確にしていくことも重要。
- **J-REIT** の海外投資に関しては、国境に捉われない不動産投資の考え方をしている国もある中で、どのようにポジションニングをしていくかが重要。
- デベロッパーや不動産運用会社と不動産証券化の関係としては、**J-REIT** の運用会社を通じた投資法人の資産運用、私募ファンドの運用とともに、証券化手法の活用による開発がある。
- これまで、開発型証券化は、都市再生、地域活性化に寄与。こうした開発型証券化に活用されてきた **YK-TK** スキームが金商法の規制対象となることで、慎重になってしまう懸念がある。
- 少ない投下資金でレバレッジをかけて開発ができ、リスク分散とリターンの向上を図ることができることが開発型証券化のメリット。今後とも、こうしたスキームを活用して開発を行っていくことにはなるが、本フォーラムにおいて、実物不動産に直接こうしたスキームを適用できる方策を検討することも有意義。
- 不動産証券化における資金の出し手は様々であるが、開発型証券化では、非常に限定された共同事業への参加者が投資家になっており、不動産・金融のプロを対象としたスキームである。これを実物不動産に適用できれば、よりダイナミックな開発が可能になる。
- また、現在では **TMK** の制度も以前より改善され、**TMK** を利用した開発も行われるようになってきている。ただし、機動性や柔軟性の点では、より活用しやすい形に改善する余地があるものと思われる。
- こうした状況から、実物に直接投資できるスキーム、具体的には不特法の活用による共同投資スキームを使い勝手の良い形にすることで、開発型の共同投資がさらに促進される効果が期待できる。
- 東京を国際金融都市にとった議論の際にも、再開発などハードの開発の話になりがち。ハードも大事ではあるが、金融プレイヤーが東京に来て仕事をしたいと考える制度インフラを整備することが重要。
- 投資家にも様々なタイプがある。過度に投資家保護を図ると、プロの投資家や外国人の投

資家にそっぽを向かれる懸念もある。また、不動産と金融の融合する環境においては、流動性の確保が非常に重要だが、現在日本の不動産市場の流動性は、かなりの部分が外国人投資家によって供給されている。これを疎外しないことが大事。

- ・ シンガポールやオーストラリア等は、海外から資金を引きつけようと市場間競争をしている。本フォーラムの議論においても、いかに魅力のある金融市場、不動産市場を構築していくかという根本的な発想が大事。
- ・ 日本では、上場不動産会社と **J-REIT** が並存しているが、両者は課税の取扱いや規制の仕組みが違う。一方で、米、豪、英などは、**REIT** と不動産会社の融合や、不動産会社の **REIT** への転換が起こっている。規制・保護も市場あつてのもので、市場の変化に対応することが必要。
- ・ これらの点を踏まえて3つの課題の検討にあたり、3つの課題の周辺の重要なテーマについても、総合的な方向性等の議論ができれば有意義である。

- ・ 金商法は、証券化市場の健全化に寄与する方向性として良い面があるが、一方では、世界的な市場規模の比較等においても、まだ成長途上といえる日本の不動産証券化市場の成長を抑える懸念がある。
- ・ 例えば、運用会社においては、制度への対応から損益分岐点が高くなることを見据え、撤退する動きすらでている。
- ・ **CRE** を進めるにしても、受け皿となる証券化市場の成長が不可欠である。
- ・ 自主ルールに関しては、金商法の不明確な点をしっかりと整理してから議論すべき。運用解釈が最優先。

- ・ **J-REIT** の海外投資は国際市場で **J-REIT** をどう位置付けるかということ。法的な規制は無いものの、事実上規制されているという状況だが、例えば、鑑定評価のルール等についていえば、海外専門家の利用もそれほど困難ではないと思われる。より柔軟な考え方が望まれる。
- ・ 今般、不動産信託受益権がみなし有価証券となったことで金商法の下で規律されることになったが、不動産には固有の問題もあり、伝統的な有価証券のルールである証取法を改正した金商法に適合しない面がある。例えば、非公開情報の取扱いをとっても、不動産の場合にどう当てはめるのかが難しい。
- ・ 宅建業法との関係もあり、現物の投資一任というものがどのように構成されるのかは整理が難しいところだが、信託受益権と不動産の現物は、不動産投資の両輪となって健全に発展していくのがバランスの取れた状態だろう。しかしながら、現状は、現物を対象としたスキームは非常に組みにくい状況。これは不特法に起因するところが大きいですが、逆に言えば、不特法の活用によって、より多様な投資スキームの選択肢が提供されることが期待できる。

- ・ 年金の規模は、企業年金の 91 兆円に加え、公的年金、共済等を合わせると 300 兆円規模。
- ・ 年金基金においては、**REIT** のみならず、私募ファンドや個別物件への投資も含め、不動産投資一任へのニーズは高く、年金をテーマに上げてもらっているのはありがたい。ただし、

不動産投資一任サービスへのニーズは年金だけのものではないと思うので、広く本来の法体系の整備の趣旨に沿って検討するということだろう。

- ビークルを中心とした各関係者がそれぞれの役割を果たして効率的に運営されることは証券化のメリットであるが、一方で、ペーパーカンパニーであるビークルにどのようにガバナンスを効かせるかということが証券化の課題である。サブプライムにおいてもこの点が問題になったともいえる。
- 年金基金は、従来、信託銀行を通じてガバナンスの確保をしてきた訳であるが、金商法の施行による新たなプレイヤーの参入により、競争の中でガバナンスの効いた投資を実現できることが望ましい。
- 今後は、不動産投資のプロである不動産投資運用会社に直接一任することもできるようになる点は歓迎できるが、一方で、ガバナンスの観点から、投資一任契約のあり方について検討することも必要。その際に、投資家の視点も交えて議論できる機会があることは重要。
- ただし、一任サービスのあり方について議論するにあたっては、金商法下で新たな一任のプレイヤーが育つにはある程度時間が必要であることも踏まえ、新たなバックグラウンドができるのを見ながら、長いスパンで議論すべき。
- 利害関係取引の検討に当たっては、ワーキンググループのメンバー選定に難しい面もあるが、重要。
- 昨今は、日本の不動産市場に、米国系のみでなく、欧州系、アジア系の進出も増えている。また、国内のプレイヤーが海外進出する相談も多い。不動産の国際化を肌で感じる。
- APREA (Asian Public Real Estate Association アジア上場不動産協会) の会合でも、参加者は欧米系が多くを占め、アジアへの投資を行いやすくするためのインフラを作るべく尽力している。
- 日本の J-REIT は世界的に見ても、トップクラスの優れた情報開示を行っているにもかかわらず、欧米からは情報開示が不十分と評されている。これは言語に起因する部分が多い。英語で情報提供を行わないと評価されない。
- 最近、会計基準のコンバージェンシーに関連して、各国の不動産関連の協会が、財務諸表における不動産の表示等、ディスクロージャーにおける取扱いに関して、連携して提言しようとする動きを強めている。日本の会計制度とかなり考え方が異なる部分もあり難しいところだが、国際的な流れの中で、日本も参加していくことが必要だろう。
- J-REIT の海外投資に関連しては、税務否認により法人税を課税されると影響が大きいことから、税制上の細かい論点等についても重要。
- 金商法に関しては、リスク管理、コンプライアンス態勢に関する相談が多い。依然として取扱いが明確でない部分もあることから、金融庁との対話が極めて重要。
- 不動産投資一任サービスの関連では、SPE の連結についての問題も議論されているが、これも重要な課題である。
- 長期安定資金の不動産への導入について考えると、個人投資家の存在は非常に大きなものである。個人投資家育成の観点からは、月々1兆5千億円が流入している投資信託マーケットの資金の大半が、海外の債券に流れてしまっている現状への認識が必要。

- ・ J-REIT 等の不動産投資に関しては、情報開示は優れているのに、それが個人投資家に伝わっておらず、うまく発信されていない感がある。情報開示について、わかりやすく翻訳、解説する人が必要。
- ・ 地域活性化の観点からは、従来の不動産投資とは異なった視点、地域再生、環境保全、CSR といった流れを踏まえて、都心のオフィスや商業施設等ばかりではなく、新たな分野で、個人にとってもわかりやすい不動産投資のあり方等も念頭に置いて議論ができることが望ましい。
- ・ アセットマネジメントのビジネスを 7、8 年前から、年金への働きかけを 3,4 年前から行っているが、いまだ年金の不動産投資は本格化しておらず、一部の先進的な年金がミドルリスク・ミドルリターンを狙って投資しているという印象。コア・インベストメントについてはこれからが本番。
- ・ 金商法はネガティブに捉えればファンド規制ではあるが、一方では、体制整備により投資家の信頼を得ることができ、年金の不動産投資を促進するきっかけにもなる。
- ・ 海外投資への関心の高さは心強い。現在、実績を積むために、海外進出に着手している。来るべき将来には、日本の投資家が海外に進出する際のゲートキーパーとしての役割を担いたい。
- ・ 海外投資にあたっては、欧米のみならず、エマージングマーケットも重要。
- ・ 近い将来、日本の投資家がグローバルな投資を行う体制ができてくることを視野に入れて、J-REIT の海外投資のみならず、海外への投資にどう取り組むべきかを検討すべき。
- ・ 国土交通省として、フォーラムの議論を通じ、協力して不動産投資市場の環境整備を進めていくとともに、金商法施行を踏まえ、金融庁と連携を深めていく。
- ・ 具体的には、金商法の運用、監督に関する具体的な点についても、不明確なところについて、例えば、不動産証券化協会を通じて聞いてもらえれば、金融庁との対話を通じてできるだけ明確にし、また、協会を通じて伝えていくようにしたい。

○フォーラムの検討課題等として提示した以下の 3 点をワーキンググループにおいて取り上げるテーマとすることについて了承された。

「J-REIT による海外不動産投資の実現」

「年金基金向け等の不動産投資一任サービスのあり方」

「金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営のあり方」

○今後のスケジュールについて（事務局より説明）

- ・ 今後、各テーマについて、ワーキンググループを組成して検討を開始する。
- ・ 来年前半には、フォーラムとしての中間とりまとめをする予定である。

○閉会

以上