

参考資料 1

「Ｊリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」 における主な意見（要旨）

本研究会では、Ｊリーートの市場規模拡大及びＪリート市場がアジア最大市場並びに拠点市場としての地位を維持していくために必要と思われる方策等について、様々な立場や視点からの幅広い意見を各メンバーから頂いた。

本「参考資料 1『Ｊリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会』における主な意見（要旨）」（以下、「本資料」という。）の作成にあたっては、Ｊリート並びに不動産証券化関連事業者や関連機関の方々の今後の取組みに活かしていただくために、研究会において展開された議論を網羅的に紹介させていただくこととした。

したがって、本資料については、研究会において必ずしも意見の一致を見ていない見解や内容に関し精査を要する見解等が含まれていることを予めご了承ください。

なお、本資料に示された見解は、各メンバーの所属企業・団体、オブザーバーとして参加された関係当局・団体の見解を示すものではないことをお断りしておく。

第 1 回「J リート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」

テーマ：我が国の経済社会の再構築、復興に向けた環境整備と J リートの役割について

開催日：2011 年 10 月 3 日（月）

参考資料：「J-REIT 市場活性化に向けた議論の方向性」（野村資本市場研究所 関雄太氏）

第 1 回研究会では、J リート市場の現状や海外投資家の動向等を踏まえ、J リートが我が国の経済社会の発展、震災の復興に果たす役割や J リート市場活性化に向けた議論の方向性等について、議論を行なった。主な意見は以下のとおりである。

1. 海外投資家から見た J リート市場、海外投資家の動向等に関する意見

- ・東日本大震災発生後、J リートに投資をしている海外投資家は、東日本・東北地域の基盤の破壊と不動産マーケットの一極集中リスクに対し日本が今後どのように対処していくのかということに大きな注目を寄せている。
- ・この 10 年でリートマーケットはグローバルで拡大した。世界の上場不動産証券への投資の源泉は、欧米の年金基金やハイネットワースであると思われるが、その配分に関して上場不動産証券に特化して専門に運用を引き受ける人がかなり増えている。その中でも成長著しいアジアへの期待は高く、米国に拠点を持っていたり、シンガポールや香港にアナリストを置いて運用する人が相当増えている。
- ・日本のマーケットの特徴として、2 種類の上場不動産証券が存在することがあげられる。1 つは J リートで、もう 1 つは上場不動産会社である。もちろん課税上の取り扱いが違うのみならず、他にも異なる点がたくさんある。海外の投資家の場合、この 2 つのビークルをそれほど差別化しないで、サイクルの中でどちらがよいかという観点で投資するのが一般的である。
- ・海外投資家は、バリュエーションで一般的に NAV の成長を重視するが、国内の投資家は機関投資家も個人投資家も含め、どちらかというと配当利回りに重点を置いている。最近は海外の投資家も日本の投資家が配当利回りをかなり重視することをよく知っているので、そのことを考えながら投資判断をしていることがあるかもしれないが、日本の投資家のバリュエーションに対し違和感を持っているのではないかと感じている。
- ・米国リートは、2011 年 7 月末時点ではリーマンショック前の 2006 年末のピークを再び更新し、復活どころか再成長の軌道に乗っている。特にエクイティファイナンスの増加が大きな原動力になっている。2011 年の第 3 四半期にも再び信用収縮が起き、公募のデットファイナンスがなかなかつかない状況の中で、継続的にエクイティファイナンスが行なわれていることが、米国リーートの復活・再成長の大きな原動力になっている。
- ・米国のベビーブーマー層と呼ばれる世代の一番上は 1946 年生まれで年金を受給する年齢になってきている。ベビーブーマー層は 7,800 万人と言われており、世帯数にするとおそらく 3,500 万

世帯を超える。1世帯当たり数千万円の退職金が動くことだけを想像しても、相当な資金が動くことになる。こうした世代は、自助努力型の資産運用を行なうニーズに迫られている。一方、親の世代より長寿で高い医療費を負担しなければいけないという状況の中で、リートという資産運用ツールが非常に活用されている。

2. 日本の課題とJリートが果たす社会的な役割等に関する意見

- ・インフラや不動産に関する運営資金が、民間の主体あるいは民間の投資家によりファイナンスされるならば、限られた資源である我が国の財政資金あるいは企業の資本が、それぞれのプライオリティの高い事業に有効に活用される。震災復興にしても、日本の財政の問題を考えるにしても、Jリートが大きくなり、ブラウンフィールド（インフラ事業における運営段階）の部分を十分にファイナンスできるのであれば、日本国債のマーケットも安定するだろうし、日本の企業の株価も上がるだろう。投資活動が活発化することで、様々なものの価値が付きやすくなったり、様々なプレイヤーが登場してくる。日本の不動産・建設・社会インフラ産業の構造変化、あるいは雇用の創出にも貢献できるのではないかな。
- ・被災地域のインフラの復旧や経済の復興については、民間資金の活用が不可避だろう。ただし、復旧段階ではキャッシュフローはなかなか出ない。仮設住宅やインフラ等の生活基盤の復旧や放射能の除染は民間のビジネスになかなか乗りにくいこともあり、復興段階での民間資金の活用が重要になるだろうと認識している。Jリートは稼動不動産、ある意味で事業のオペレーションと非常に大きく関係している。インフラや不動産の運営段階、経営段階において、民間投資家の規律をもって効率性を高めていこうというスキームであるということ、資本市場へのアクセス、流動性を持っていること、安定したインカムゲインや外部成長は投資家にとっての付加価値になるといった性質を持つJリートは、我が国の経済・社会全体の様々な構造変化に貢献できるのではないかな。
- ・震災復興関連では、リートという仕組みを使い、例えば被災者向けの賃貸住宅を組み入れるようなものをつくることも可能ではないかな。
- ・都市を安心・安全でサステナブルな街につくりかえていくこと、特に都市の防災力を高めていくために、Jリートが開発された不動産を引き受けるという役割を担う意義は大きい。
- ・改正PFI法が成立し、制度上、民間資金をかなり活用できるようになった。国の成長戦略においても、2020年までに10兆円規模のPFI事業を行うとの目標が出されている。オペレーションの効率化、インカムゲインの分配というところでJリートが果たすことのできる役割は大きく、Jリートに関連した様々なプレイヤーもPFIのマーケットあるいはインフラというマーケットにおいて活躍できる余地がまだまだある。
- ・Jリートが創設された背景としては、不動産デフレからの脱却や個人資産の運用対象を広げていこうという2つの大きなテーマがあった。加えて、インフラ・都市開発・不動産の民営化・運営効率化の牽引役という役割もある。特に企業のバランスシートの中に必ずしも有効活用されていない不動産が存在することは、企業の収益力を高めていくための障害になっていると考える。J

リートが国内や海外から調達してきた資金でこうした不動産を引き受け、企業が本業に資金を回していくことが重要である。これが回り回って日本の成長力につながっていく。

- ・産業、企業はグローバル化し、アジアの成長をどのように取り込むかという課題に直面している。
日本からの退出を視野に入れた経営を始めている企業もある。こうした状況下では、特に都市部の収益不動産の保有状況は変わらざるを得ないため、Ｊリートが活用される余地は非常に大きいと考える。
- ・米国の退職世代においては、リーートの分配金が年金の補完としての役割を果たしている。日本の団塊世代の退職後の資産運用においても、ＪリートやＪリートに投資する投資信託が役に立つ可能性が高いのではないかと考える。
- ・東京は、資金調達も国内、資金運用先も国内といった「内・内型」の金融センターから脱却する必要があるだろう。Ｊリートや不動産への投資資金の動き、あるいは評価基準がグローバル化している中で、Ｊリートは、東京が「内外・内外」型の国際金融センターになっていくための大きな牽引力になるのではないかと考える。

3. Ｊリート市場活性化に向けた議論の方向性等に関する意見

- ・我が国の経済の成熟化、企業のグローバル化、今後の金融ストックの減少等を考慮すると、これからは国外の資金を日本に呼び込んだり、日本国内の金融資産を海外で積極的に運用していくことで、リスク分散を図ったり、増やしていく発想が必要になる。
- ・バーゼル規制における投資法人債のリスクウエイトについて、例えばなぜ格付が **AA** であるにも関わらず **100%** であるのか、こうした金融規制のあり方等に関する地道な検証も必要である。
- ・現状、日本経済に成長性を感じる投資家はほとんどいない。大部分の投資家はアジアの成長を取り込みたいと考えている。製造業等では、特定の製品市場を拡大するためにエクイティストーリーをつくり込みながら、成長に関するアイデアを考えていくが、不動産や金融の場合、これを行なうことは非常に難しい。国家の戦略や政策と密接に関連しているからである。不動産で言えば不動産市場の成長自体が日本の不動産ビークルに投資する最大の理由であり、分かりやすい。Ｊリート市場拡大のためには、まず日本の不動産市場を成長させるにはどうしたらよいのかを考える必要がある。
- ・金融ビークルとしての成長ストーリーを見せるための制度改革も必要である。例えば、バーゼル規制におけるデットのリスクウエイトの見直しや自己投資口の取得や新投資口予約権付き投資法人債（**CB**）といった資金調達手法の多様化等、金融ビークルとしての成長も必要である。
- ・Ｊリーートの透明性は諸外国に比べても非常に高い水準にあるが、開示される詳細な情報をしっかりと読み込むことのできる人材が少ないのも現状である。情報の簡素化や誰が見ても収益性の高さや安定性が分かるような物件を取得していくこと等も考えてよいのではないかと考える。
- ・Ｊリーートの社会的あるいは経済的な役割を、個人投資家のみならず、社会全体に訴えていく必要がある。Ｊリートは、今後の日本の都市防災力の強化、インフラの充実、企業の収益性向上等に寄与する。そのための特別な制度であり、税務上の恩典を受けているといったことを説明してい

く努力が必要である。

- 本来Ｊリートが受け皿となるべき資金の多くが米国リートに流れているのは、極めて残念なことである。日本の成長あるいは都市防災力強化に向けての資金が海外に流れているということであるから、これを日本の発展のために取り込んでいかなければならない。こうしたストーリーをしっかりと伝えていくことが必要である。
- 不動産融資に関しては、Ｊリートが物件を取得すると実態は何も変わっていないのに融資分類が不動産業に付け替わってしまうという課題がある。例えば、製造業者が保有する物件をリートが取得し、当該製造業者に賃貸するような場合において、実態は何も変わらないのに従前は他業種に分類されていた融資が「不動産業」に付け替わってしまう。以前、日本銀行が不動産業を回転型と保有型に分けて分析を行なっているが、例えば、この概念を拝借し保有型と回転型といった融資分類やそれぞれの融資比率に差を付けるといったこと等を制度として取り入れることを検討してもらってもよいのではないか。
- 日本では株式投資や不動産投資に対し、何となく後ろめたさがある。この意識をうまく変えていかなければいけない。不動産投資先進国のオランダの年金担当者はリート市場を単なる不動産金融投資市場という観点だけでなく、構造的に社会保障を支えるインフラであると認識している。また、こうした観点を日本も持たなければいけないという指摘を受けた。
- フランスの財務省の担当者はフランスの **SIIC** 制度（リート制度）は年金の代替的なシステムであることを国策として位置づけていると明言していた。我が国においてもＪリートの政策的な位置付けを明確にする必要があるのではないか。
- リスクリターンの選好等、投資家には多様性があるので、様々な商品を充実させていく形で全体としてマーケットを大きくしていくという視点も重要である。

第2回「Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」

テーマ：海外リート市場拡大の背景について

開催日：2011年10月26日（月）

参考資料：「海外のREIT市場・事例から何を学ぶか」（野村資本市場研究所 関雄太氏）

第2回研究会では、この20年で20倍強の成長を遂げた米国リート市場を中心に、急速に発展している海外諸国のリート市場の拡大要因を探るとともに、これらを参考にJリート市場拡大に必要な施策等について、議論を行なった。主な意見は以下のとおりである。

1. 海外のリート市場拡大の背景等に関する意見

(1) 米国

- ・米国リーートの最近20年の大きな発展ぶりを見ると、必ずしも制度ばかりではなく不動産ファンド業界やリート業界における付加価値向上のための努力や厚い投資家層の存在が背景にあると思われる。こうした民間ベースの取組みはJリーートの参考になるのではないかと。
- ・米国リート発展の背景には、リートに限らず不動産投資ファンドの市場の多重性、多様性とダイナミズムがある。公開上場市場への参入、M&A、退出といった非常にダイナミックな動きが米国のリートマーケットの大きな特徴である。
- ・米国リートは、この8年の間に株式時価総額が2倍になった。金額にすると約20兆円の株式時価総額の拡大があったが、ホテル・リゾート、Self Storage という名前で呼ばれるレンタル倉庫・トランクルーム、ヘルスケアのセクターで3〜4倍程度時価総額が拡大している。この8年の歴史はまさにアセットクラスの多様化に牽引された拡大の歴史であったと言える。
- ・1992年の税制改革によって、米国リートの上位株主比率に関する規制が緩和され、年金契約者も株主としてカウントされるようになった。極端なことを言うと、1つの年金がリートを保有していてもリートが存続できるようになった。年金等の長い目線を持った投資家とリートを結びつけるといった国の施策が米国には当時あったのではないかと思う。
- ・資産価値や株価の変動ばかりでなく、あくまでも大きな不動産市場の構造転換の中でリーートの増資を引き受けることが中長期的には大きなリターンをもたらす可能性が高いという視点をもった投資家が多数存在していたことも大きい。その背後に投信の存在があったとは思いますが、米国ではリーマンショック後にも積極的に資本調達が行われた。
- ・米国の投資家はダイリューション（株式の希薄化）に関してはあまり言及しないという印象を受ける。増資は本質的にダイリューションを伴うものだと理解しているようである。
- ・米国の個人投資家の投資スタンスにも変化が見られる。米国投資家を対象としたアンケートの結果を見ると個別株のみで投資をしている人は全体の10%未満に低下し、ほとんどが投資信託を通じた株式投資にシフトしている。通常、投資信託の運用会社は専門のマネジャーを置くので、

上場不動産株に関しては専門性を持った者が投資判断をする。PO（公募増資）にしても IPO（新規株式公開）にしても、9割5分以上が機関投資家、投信ファンドマネジャーあるいは保険会社等が引き受けており、個人がそこに入ってきたり、プレーをするようなことは米国の場合はあまりないというのが現状のようである。

(2) イギリス、フランス

- ・イギリスとフランスのリート制度の共通点は、課税法人としての不動産会社が非常に成熟した状態にあったところへ非課税のリーートの制度を導入し、リートに転換したり、エグジットするときに課税するという方式をとっていることである。基本的にはこの非課税のリートストラクチャーに国内の不動産業界を変えていく、再編していくといったことを目指した制度改正である。
- ・フランスでは、国内の個人投資家の年金の代替・補完として不動産や不動産ファンド、SIIC（リート）を位置づけていくための大きな仕掛けとして、この非課税のリートを活用していくような制度改正であったと言われている。枠組みや狙いということでは、今の日本の置かれた状況にも参考になる点がいくつかあると思う。
- ・ヨーロッパにおいては、オランダがリーートの発祥国だったと認識している。それから半世紀近く経った中で、ヨーロッパは大陸続きなので基本的には先発した近隣諸国の制度の長所を取り入れているように思う。他国の長所を見て、自国での導入を検討していくという形で後発国は制度に対応しているのではないかという印象を受ける。

(3) オーストラリア・シンガポール

- ・オーストラリアとシンガポールのリートは、同じアジア地域のリートであることと外部運用型のリートであるため、海外投資家から見てJリートと比べられる存在である。オーストラリアのリートは長い歴史を持ち世界第2位の市場規模に成長している。シンガポールは2002年に上場リートマーケットが創設され、この8年で大きな成長を見せている。両市場とも外部運用型でありながら順調な拡大を見せている。
- ・オーストラリアは、外部運用型を主にして、それに工夫を施し変更を加えながら成長してきた歴史がある。金融危機や不動産バブルの崩壊を一種の梃子にして、ストラクチャーを改善するという歴史を持ったマーケットである。
- ・オーストラリアのスーパーアニュエーションファンド（個人勘定型年金制度）には100兆円近い残高の資産があり、個人金融資産に占める割合は5割と非常に高い水準になっている。このスーパーアニュエーションにおいては、デフォルト商品（加入したときに選択されるファンドや商品）の資産内容を見てみると、上場不動産が3%、非上場不動産が7%、合計で不動産が1割程度必ず入るように設定をされていて、よほど不動産が嫌いな人でなければ、これを減らすことはない。この大きな年金制度の改革の中で、不動産が分散投資の1つの大きな対象として位置づけられているのが、オーストラリアの投資家側の大きな背景としてある。
- ・オーストラリアのリートからは、外部運用型をいかに工夫しながら、金融危機を乗り越えていく

かということが学べることの 1 つである。投資家の育成、投資家層を厚くすることに関しても、国全体として、スーパーアニュエーションという仕掛けが存在する。この結果として、資産運用会社や投信運用会社、不動産専門の運用会社が産業として育っていくという非常に興味深い話が出てくる。

- ・オーストラリアは、国内市場が小さいため、リート自体を海外展開させること、具体的には米国の不動産や欧州の不動産等にも投資をしていくようなマーケットをつくった。
- ・シンガポールのリートは、オーストラリアと似ている。グローバルなファンドを取り込んだり、中国、ASEAN、日本の不動産等を保有しているリートもある。シンガポールリートを買うことがアジアにおける不動産の分散投資につながるという一種のストーリーをつくり出している。
- ・シンガポールでは、スポンサーがリー트의エクイティをかなり保有している。25～30%程度のステークを持っていて、スポンサーのコミットメントがかなり強調されている。IR 資料を見ると、コーポレートストラクチャーやガバナンスに関する説明が非常に充実している。外部運用型リー트의ガバナンスやスポンサーとの関係、海外投資家をどのように説得するか等、非常に参考になる点が多い。
- ・シンガポールのリートと日本のリートとの違いを 2 点ほど海外の金融機関の担当者から聞いた。1 つは意思決定をするときに投資家が入ってくる仕組みがあるということ、もう 1 つはスポンサーの物件を基本的に全てリートが優先交渉できる点である。必ずしも日本に導入できるものばかりではないが、参考になる点もあると思う。

(4) その他（海外諸国の共通点等）

- ・海外のリー트의ストラクチャーや税制については類似した点もあるが、内部運用・外部運用といった運用形態は様々である。内部運用だから市場が大きくなったとか、外部運用だから大きくならない、どちらのガバナンスが優れているかということは一概には言えない。
- ・外部運用型に対する海外投資家の抵抗は大きいですが、IR 活動等を通じガバナンス体制やスポンサーとの関連性をきちんと説明することで海外投資家の目を引きつけたり、理解を深めてもらうといった市場の拡大に向けた努力が行われている。
- ・ミドルリスク・ミドルリターンを望む投資家、長期分散投資の対象として株や債券以外の資産を保有したいと考えている投資家等をいかに取り込んでいくか、そのための仕掛けをどのように構築していくかということに海外の市場関係者は力を入れているように感じる。

2. J リート市場拡大のための施策等に関する意見

- ・リート制度は、会計や税制に強く裏打ちされた歴史を持った制度であり、主には米国の制度を輸入して発展してきたという経緯がある。米国でも当初は外部運用しか認められなかったところに、内部運用を認めマネジメントの裁量が認められてきたという経緯がある。その一貫した根本的な理由は投資家保護であったと思う。投資家保護のためにどちらが有利なのか、制度や税制が投資家保護の障害になってはいけないといった視点を持って範囲を拡大してきたのだと思う。我が国

においてもリートという商品が投資家からどのような位置付けを期待されているのかを考える必要がある。

- 日本においても欧州のように諸外国の制度的な長所を積極的に取り入れていく姿勢が大切ではないか。
- リート制度には様々な発展過程があるが、共通して言えることは初めから完璧なものを持った国はなく、柔軟に制度を変えてきたということではないだろうか。たいていの場合はマーケットが低迷している時にそれに対処するために知恵を絞って改善をしてきたということだと思う。こうした観点から資金調達の柔軟性にハイライトすべきであると考え。NAV で 30~40% のディスカウントになっていてほとんどエクイティ調達に諦めなければいけない状況の中で、投資口価格を上げなければいけないという時に、今の J リートのシンプルな構造ではマーケットが回復するのを待つしかないという他人頼みの状況になってしまう。
- 上場証券である J リートの場合は、アービトラージ（裁定取引）が効くようなリスクヘッジ手段がないと本来価値に収束することはなかなかできない。こうした観点から新投資口予約権付投資法人債（CB）や投資主割当増資（ライツ・オファリング）といった金融派生商品を拡充する必要があると考える。
- CB については、一般企業であれば配当のことはあまり考えずに投資家は株価との裁定の中で株に転換するか社債のまま保有するかを考えるとと思う。リートの場合はある程度定額に近い配当があるという前提の中で投資をする人も多いので、慎重な検討が必要であると思う。
- 様々な資金調達手法が考えられるが、少なくとも自己投資口の取得は必要であろう。マーケットが低迷している時に自己投資口を取得して投資口価格を上げ、自助努力の中で次の展開を目指していくことが必要である。
- 自己投資口取得という手法は、経営陣から見て非常に割安であるという判断、それが投資主の利益につながるという判断ができれば、そこで経営陣の思っている価値とマーケットでついている価格のアービトラージが効く。また M&A に関してももう少しやりやすくすることにより、アービトラージが効くようになる。こうしたことができるようになると J リート市場の行き過ぎた値動き（オーバーシュート）をある程度防ぐことができると考える。
- この 1 年間の J リートの公募増資（PO）を見ても、ダイリユーティブな PO に対し、機関投資家、個人投資家、海外投資家を問わず、投資家からはかなり厳しい目を向けられていることは間違いない。ライツ・オファリングを含めた資金調達の多様化について真剣に考える必要があるのではないか。
- 経済環境や市況が厳しいときに、今の J リートは経営をするための制約が大きく、ほとんど何もできない状態にある。マーケットが回復するのを待っているしか仕方がないというのでは、運用や経営といったこととは程遠い状況になってしまう。こうした観点からも J リートに一定の経営手段を与えることは非常に重要なことである。
- 公開市場に上場している以上、資本市場の影響を受けないようにしようというのは無理であるというのが市場からのメッセージだと思う。上場している以上は他の金融商品と同じように市場の

機能、すなわちアービトラージの中でしか抑えていけないということだろう。これはある程度の資金調達の柔軟性を持たないとできないことであり、資金調達の柔軟性が実現すると結果的に投資家の多様性につながっていくと思う。

- Jリートは簡素に設計されており、ガバナンスも最小限のものになっている。資金調達手段も簡潔なものという設計思想があったと思う。そこを拡大していくためにはガバナンスの問題も同時に検討する必要がある。例えば、自己投資口の取得についてはインサイダー規制のあり方を、CBについてはみなし賛成制度のあり方等について考えていく必要がある。
- ガバナンスについては今の投信法の枠組みの中でも相当のことができるはずである。それを各社がどのように遂行するかがポイントである。海外投資家に対しても、今の枠組みの中での自社の取組みを丁寧に説明し、外部運用型だからだめだと頭ごなしに言う投資家に対し、あなた方が懸念している点はこのように解決していると説明することも必要だと思う。そこはもう一歩踏み出さなければいけない。
- 日本の外部運用型リーートの1つの特徴は会社型を採用していることにあり、既にビークル自体にガバナンスがあるということである。これはオーストラリアの LPT (A-REIT) と違うところである。LPT はトラストであるためガバナンスが基本的にはない。会社型を選択している日本のリートは、もう少しそこをアピールすべきである。
- 欧米と比べ日本では機関投資家等の不動産投資を実質的に制約するような法律や規制が多いと思われる。こうした規制を洗い出し、改正の是非の議論といったものが必要になってくるのではないかな。
- 都心の一等地にある著名なビルをリートが保有するようになれば投資家の見る目も変わるのではないかな。特にシンガポールではフィナンシャルセンターのような物件や地下鉄駅直結のショッピングセンター等を多数リートが保有していて、こうしたことが国の施策として進められているように思われる。
- 運用会社の報酬についてグローバル投資家からは取得報酬でなく投資口価格にリンクする報酬体系が望ましいという意見が多い。投資家の多様化を目指すには外部運用型の丹念な説明と自助努力が必要である。
- 投資家だけでなくレンダーやスポンサーも含めた Jリート市場への参加者の裾野を拡大していくことも重要である。日本人にはバブルのトラウマもあり、不動産投資については正直複雑な思いを持っている方も少なくない。少し風向きが変わると過度に悲観的になってしまう。Jリートにファイナンスしているレンダーの数も一時期よりは減ってきてしまっている。
- シンガポールは、MAS（通貨監督庁）と証券取引所、監査法人、法律事務所等が一同となって、世界各地でプロモーション活動を積極的に展開している。日本においても Jリーートの魅力や長所を国内外で積極的にアピールしていく必要がある。各リーートの運用会社は IR を通じて積極的にプロモーション活動を展開しているが、レンダーや関係当局等と一同となって活動していく必要があるのではないかな。
- 海外市場での上場を検討する会社やファンドが増えている。既に取引所としての競争力を高める

ための活動を進めていると思うが、東証に上場するＪリートは資産内容の精査も上場の審査も厳しいので優れているということを強みとしてアピールしていくのか、審査期間の短縮化を図り上場しやすい市場にするのか、さらには退場しやすい市場とセットにして拡大を図っていくのか、今後の取引所の取組みに大きな期待が寄せられている。

- ・日本の市場あるいはＪリートをプロモートしていく際に、我々が念頭に置いておかなければいけないのは日本語に縛られているということである。国際競争上、これが大きな障壁になっていることを理解して、それを打ち消すような成長ストーリーや制度等を出していかないと海外との競争には打ち勝てない。
- ・米国でビルを所有する時は、LLC（有限責任会社）や私募リート等を通じて所有することが多く、実物不動産を直接所有することは少ない。Ｊリートの海外不動産取得を進めるためには、こうした所有手段や慣行を考慮する必要があるのではないか。
- ・Ｊリート投資口の売買を活性化するためには、日経平均やTOPIXにリート銘柄を入れてもらうことが必要ではないかという指摘を投信のマネジャー等からよく受ける。こうした市場インフラの整備も必要ではないか。
- ・上場リートが貸借銘柄に指定されることも重要である。Ｊリートはわずか２割程度しか貸借銘柄に指定されていない。相場は売り買いがあって成立するものであるから、買い一方だと下がるときは大きく下がってしまう。最初から空売りしている人がいればその買い戻しも入ってくるので考える必要があるだろう。これは業界側の自助努力でできることだと思う。
- ・流動性を高めていくためには先物市場を活性化することも大切である。個人投資家が先物市場にアクセスするための取次先の拡充等、個人が先物市場に入ってくる環境を整備しないとなかなかＪリート市場の流動性も高まっていけない。こうした市場インフラの整備に関する取引所の施策にも期待したい。

第3回「Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」

テーマ：日本と海外の市場・制度の比較、海外投資家の動向について

開催日：2011年11月28日（月）

参考資料：「内外の不動産を取り巻く環境を考える」（みずほ総合研究所 高田創氏）

「J-REITの進化・成長と法制度」（東京青山・青木・狛法律事務所 角谷仁之氏）

第3回研究会では、国内外の不動産を取り巻く環境や海外主要市場・制度との比較を踏まえ、主にJリート市場の課題及びその改善策等について、議論を行なった。主な意見は以下のとおりである。

1. 国内外の不動産を取り巻く環境等に関する意見

- ・インカムゲインという観点から見れば、キャップレートにしても、イールドギャップにしても、日本の不動産は、国際的に見ても高い水準にある。アジアの主要都市のキャップレート、イールドギャップと比べてみても、インカムの面では日本は魅力ある水準にある。各国のリートの利回りという点から見てみれば、インカムの面では魅力的な水準にある。
- ・90年代以降の日本はマクロ的な意味ではエクイティデットスワップをどんどんかけてしまったという状況にあったのではないか。ファイナンスの面で言うと不動産と株と負債がバブル崩壊後は悪の枢軸になってしまったのではないかという程にバイアスをかけて見られるような状況になってしまった。バランスシート上の株と不動産、負債が悪であり、そして不動産融資はまさに悪の枢軸とされた。
- ・その後日本の企業はバランスシート調整を経て、非常に筋肉質になり、高い競争力を持っていると思っているが、こうした状況にも関わらず日経平均で8,000円台になってしまうような状況が生じた。日本企業は優れていても株は持てない、日本の不動産は優れても不動産保有はできないというような状況になっている中でどのような対応があるのか。
- ・日本の戦後の状況はまさにソブリン・ウェルス・ファンドに近い。資産、国富をどんどんつくり上げていくような状況がマクロ的にはできていた。とりわけ不動産市場ということで言うと、借入れ等を中心とし、その借入れがある面で言えば擬似エクイティ的な安定的な資産として認められていた状況である。これが置き換わってしまった中でどのような形で新たなファイナンスを行ない、あるいは市場性のあるものが増えた中でその不安定さをどのような形でカバーしながら、この健全な市場もしくは国富を育てていくかということがまさに日本の成長シナリオそのものではないか。
- ・不動産と金融は、ある面では古今東西一体で発展してきた分野でもある。日本の場合、残念ながら20年前に非常に難しい状況になってしまった。逆にそれが振れ過ぎてしまっている中でいかに健全さを回復し、ノーマルな立ち位置に戻していくかということが重要である。先進諸国のど

こよりも先にバブルがはじけた日本がいかに関フロントランナーとして新たなモデルを作っていくことができるかというところに、我々の英知が求められているのではない。

- ・健全な国富を育てるという発想は非常に重要である。かつての財政投融资という制度を補う新しい形ができていないのが今の日本の問題点であると思う。日本はこれから防災化を図りながら都市開発を進めていかなければいけないという百年の計というところにあり、健全な国富・健全な不動産の形成、都市開発を進めていく過程でJリートをどのように活用していくのかということを考えていかなければいけない。

2. 海外主要市場・制度との比較におけるJリーートの課題等に関する意見

- ・株式会社は業績がよければその利益を内部留保し、利益が厚く財産的信用基盤のある信頼性が高い会社であるとマーケットに認識してもらうことができるが、Jリーートの場合には毎決算期にほぼ全ての利益を分配するという構造であるため、信用力を蓄積することができないという課題がある。
- ・Jリートはレバレッジ型でデットに依存した投資スキームであるため、好況期はよいが、不況期においては、このレバレッジの効果として一定のファイナンスのリスクが出てしまうという構造にある。そのためリファイナンスリスク対策としての財務対策が重要となる。
- ・Jリートは一会計年度では総資産の約1%程度の経常利益が出て、このほぼ全てを分配しているという構造にあると言える。例えば総資産の40%をデットとすると40会計年度、しかもこの経常利益を全て借入金の返済に充てないことにはデットの元本は返せないという構造になっている。このためデットのリファイナンスは半永久的に続くことが前提という構造になってしまう。
- ・Jリーートのリファイナンス対策は非常に大きな問題である。将来、物件を売却して返済することになると思うが、それまでのやり繰りに関する資金調達手段については柔軟性が乏しい。
- ・Jリートは内部資金を蓄積できない構造であるため、内部留保について検討すべきではないか。時価対策ツールということでは自己投資口の取得が有効であると思う。この導入に関しては、投資口価格を意識した運用を促進するためのストック・オプション制度やガバナンスあるいは資本市場におけるルール、例えばインサイダー規制といったもののバランスをどのように取っていくかということが課題になる。
- ・海外のリートは会社型が多い。米国や欧州は会社型であり、株式会社と同じような資金調達手段が認められており、自己株取得手段もある。オーストラリアやシンガポールは信託型が多いが、会社と同じような資金調達や自己株取得ができるようになっている。
- ・リーートの進化・成長と法規制という観点で言えば、ある程度の資金調達が可能なリートというのが1つの成長の姿と思われる。これと密接に関連してくるガバナンスについては集団投資スキームであるために限界があるため、投資主がコントロールするというよりは専門家に委ねることの方が集団投資スキームの本質として自然であると思う。
- ・資本政策多様化の具体的な手段として、ライツ・オファリングは特に金融危機の際に有効であると思う。新投資口予約権付投資法人債についてはデットをエクイティに換える手段として優れて

いる。特にリートに適した手段だと思う。現在はゼロ金利状態が続いているが、これがいつまで続くかも分からず今後の金利上昇に対応するためにも有効な手法である。

- ・自己投資口の取得は時価対策ツールであるとともに投資主に対する利益還元ツールでもある。その一方でＪリートには内部留保がないので、自己投資口取得の際の財源規制のようなものあるいは導管性ルールの下での分配と利益還元としての自己投資口取得をどのようにバランスを取っていくかといったところが課題になってくる。
- ・租税特別措置法に関しては、50%超の国内募集要件が累積での判定に変わったが、今後、資本市場の国際化に応じて海外投資主も増えてくることが予想され、また、海外での資金調達の可能性もある。投資主構成を見ると、大口の投資主は海外にいて国内では個人が多く、資金調達全体をまとめるとボリュームでは海外の方が多いというケースも多々あるので、ここは考える余地があると思う。
- ・50%超の支配投資主に関する規定については、特定の投資主の利益ではなく一般投資家の利益のための制度であるという趣旨はよく分かる。ただし、組織再編の際には6ヶ月では非常にタイトなスケジュールになるのでこれが12ヶ月になるともう少し余裕が出てくると思う。
- ・他の法人の50%以上の株式等の取得制限については、不動産投資法人に対する特則であるから他業を行ってはいけないという趣旨は理解できる。しかし、他業を行う意図ではなく海外の不動産投資を行なう時はどうであろうか。現地でその投資ビークルの信用力で資金調達をして、しかも当地の現地通貨で調達をしてリスクヘッジを図るということは利用可能性が高いのではないか。
- ・新投資口予約権を導入すれば、それを使ってガバナンス向上のために投資口価格を意識した経営を行うためのストック・オプション制度の導入ということも考えられる。投資口価格を意識した運用会社の経営に資する制度であると思う。

3. Jリート市場・制度の改善策等に関する意見

- ・市場参加者の拡大は重要な課題である。現状Ｊリートに関連するプレイヤーは非常に限られており、制度面でも営業面でもより多くのプレイヤーに参加していただけるものにしていかないと、健全な国富の形成というところには到達できない。
- ・ジョーンズ ラング ラサールから出されている不動産透明度インデックスを見ると、日本の不動産マーケットの透明度はまだまだ低い。いわゆる先進国と言われている OECD 加盟国にはなかなか追いついていないというのが日本の現状である。透明度向上によりリスクプレミアムが小さくなれば、同じキャッシュフローから算出される収益還元価格は大きくなる。透明性向上に対する業界関係者の努力が不動産という国富の価値の回復につながるのではないか。我々業界人はそういった役割を担っている。
- ・運用会社も含めたトータルとしてのガバナンスについては、制度が当初想定していた以上に厳重な取組みを行っていると思う。例えば、運用会社の各種委員会に社外の委員を招聘したり、投資法人役員会における監督役員の役割を担ってもらったり、決議事項が限られているので報告事項

を充実させるような形で監督役員のチェックを受ける等の取組みを行なっている。しかもこの監督役員はマジョリティを構成している。おそらく当初想定されていたよりも実際の運営にはしっかりとしたガバナンスが効いているのではないかと思う。もちろん各社により体制や運営の方法は異なると思うが、現行の制度内で行なっている様々な取組みについてより一層の理解を深めてもらう努力が必要である。

- ・投資法人の役員会における監督役員の役割や運用会社のコンプライアンス委員会における外部専門委員が果たす役割は、実感としては一般の事業会社における社外取締役よりも大きいと思う。運用会社は投資法人のコンプライアンス委員会に出席し、最低限でも利害関係人との取引については外部の委員が賛成をしなければ可決しないというのが大方のやり方だと思うが、投資家が懸念している利害関係取引等については一定の機能を果たしているものとする。
- ・投資法人執行役員と運用会社社長の兼務は非常にユニークな制度であり、投資法人と運用会社との情報流通を円滑にするという利点もある。ここは海外投資家にもっとアピールしてもよいのではないか。
- ・外部運用型の長所の1つは、投資法人には従業員がいないので従業員に対する利益配分がないということである。株式会社においては、配当金を支払うのか従業員に対する報酬を支払うのか、ここのゼロサムゲームになる。日本の会社は従業員指向という批判もあるが、投資法人の場合は従業員がいないのでこうした心配がない。
- ・例えば空室率を低く保てる技術やアウトソーシング力を持ったリートとそうでないリート、低金利で資金調達できるリートとそうでないリートの利回りの間に5%といった大きな差はなく、せいぜい1%とか50ベースポイントといった程度の差しか見て取れない。よりダイナミックに差を感じ投資戦略を発揮したいと考える海外の投資家はそれができないことに不満を溜めているという気がする。
- ・金融機関には証券化に関する経験や知識を有した人材がまだまだ不足していると思う。また、投資家に対する十分な教育がなされていないと販売員との間で知識や情報に関する大きなギャップが生まれてしまう。販売者、投資家双方に対する教育が必要である。
- ・一般投資家のJリート市場への参入は我が国の投資法人制度設計当初からあった想定だと思うが、ウエイト的にはまだかなり低いというのが実態である。グローバルなリートの世界で勝っていくためには一般の投資家に当然配慮しつつも制度の柔軟性を保つために段階的な改正といったこともこれから考えていく必要があると思う。
- ・リーマンショックのような緊急時においては、リファイナンスリスク等を打開するための資金調達手法が必要である。当時に比べるとやや緊張度はなくなっていると思うが、欧州の金融危機も深刻な状態にある中でまたいつ同じような局面が来るか分からないということを踏まえて、その対策について今のうちにしっかりと議論しておく必要がある。
- ・証券投資信託の場合は外部運用がほとんどであり、なぜそれがワークするかというと投資対象である株式等に値が常に付いていてそれを多くの投資家が確認できるため、信頼性が担保されているということだと思う。日本の不動産価格についても、従来から多方面で議論されているインデ

ックスの整備を進め、客観的な数値を世に発信する必要があるのではないか。投資対象に関する何らかの客観的な価値を把握できるようなものが出ると外部運用に対する抵抗も弱くなるのではないかと思う。

第4回「Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」

テーマ：不動産投資市場への物件供給の促進、投資対象資産の多様化について

開催日：2011年12月22日（月）

参考資料：「世界の都市間競争における東京の可能性」（明治大学専門職大学院 市川宏雄氏）

「Jリーートの市場規模10兆円（エクイティベース価値）に向けて（仮説）」

（東京大学公共政策大学院 内藤伸浩氏）

第4回研究会では、世界の都市間競争の状況等を踏まえ、主に不動産投資市場への物件供給の促進やJリーートの投資対象資産多様化のための諸施策等について、議論を行なった。主な意見は以下のとおりである。

1. 世界の都市間競争の状況等に関する意見

- ・東京の世界的な地位を見てみると経済力と総合力ではトップクラスであるが、経営者からの評価は相対的に低く8番目となっている。これが東京の抱える問題の1つである。経済力や総合力は高いと評価されている東京がなぜ経営者や投資家から好かれていないのか。この部分の解決がなければ経済力を背景にしても都市としての力は上がっていかない。
- ・東京の弱みはGDP成長率がアジアの中で相当低くなっている点、1人当たり床面積やオフィスが増えていない点、コンテンツ輸出額やハイクラスホテルの客室数がいまだに少ないという点である。働き過ぎているということと賃貸住宅の平均賃料が高いという点もあげられる。これは逆にパワーだという見方もあり、意見は分かれるがランキングでは低い評価となっている。都心から国際空港までのアクセス時間の長さやタクシー運賃が高いということも東京の問題としてあげることができる。
- ・法人税についてはアメリカも高いが日本は世界トップである。シンガポールが17%、香港が16.5%、韓国が24.2%という状況の中で、アジアで台頭しているこれらの都市と戦っていけるのかという深刻な問題がある。
- ・経済力のGDPに関しては、量で言えば東京はニューヨークを抜いて高い水準にある。それに対し、シンガポールやソウル等のアジアの都市はまだ東京の半分以下だというのが現状である。1人当たりGDPも東京はまだシンガポールの倍近くを保っている。問題は現状ではなく成長率であり、GDP成長率の伸びで見ると東京は一番低い。ある一定規模になれば東京はアジアの都市に抜かれることが明らかであり、2018年に上海が東京を抜き、2020年に北京が東京を抜く。2030年にはシンガポール、香港が東京を抜く。東京と一緒に動いているのはソウルだけである。
- ・3大金融センターのネットワークを見るとヘッドクォーターとリージョナルオフィスのつながりで、世界3極構造のロンドン、東京、ニューヨークは今のところ残っているが、これから減っていくことは確かであり、北京やパリ等が台頭してきている。
- ・100メートルを超える建物が年代別にどのように増えているかはある程度経済の動きとリンクし

ている。香港と上海は突出しており過去 10 年間に圧倒的な数の超高層ビルを建設している。その後をシンガポールと東京が半分ぐらいの規模で追っている。ニューヨークもかなり建設しているが、ロンドンやパリは止まっている状況である。

- 香港と上海の高層ビルが増えている理由として住居のウエイトの高さがあげられる。東京では長い間ビルの建設はオフィス供給が中心だったが香港や上海は違う。もちろんオフィスもあるが、住居が多い。ニューヨークも同様である。
- 今後東京でビルを建設するには今までとは異なった概念が必要になってくる。仮に都心にビルを建設する場合はどのくらいまで住居にするかが重要になる。場合によっては 4 割がオフィス、4 割が住居、2 割が商業という水準に遠からずなるだろうと考えるべきである。そうしないとこれから多数建設されるビルにテナントが埋まらないという事態に陥ってしまう。その動きは既にニューヨーク、香港、上海で起きている。これを 1 つの参考にする必要があるだろう。
- シンガポールは実質的に都市と国家が一体であるため戦略的には明確である。戦略が間違っている場合はすぐに変える。そういう意味では非常に対応の早い都市すなわち国家である。地政学的にも東南アジアの中央と優れており、なおかつ都心からチャンギまでわずか 16 キロの近さという魅力もある。他の都市はとても敵わない近さである。
- 空港の国際ハブ化はシンガポールの都市戦略におけるトップのテーマである。競争力を高めるための税制についても非常に明確な政策で行なっている。有能な人材の確保についても極めてダイナミックに進めている。かなりの時間をかけて準備を進め今の結果を生んでいる。10 年ではなく 20~30 年かけてここまでできた。
- 香港は驚くようなレベルで急激な開発が進んでいる。香港島と九龍島の両方に巨大な超高層ビルを建設している。国際空港と拠点とのネットワーク、シンプルな税制、低税率、中国進出の前線基地を造りたいということが明確である。香港の成長の背後にあるのが深圳と広州の存在であり、これらの都市をつなぐ新幹線の整備を急速に進めている。完成すると深圳まで 14 分、空港までは 20 分強で移動できるようになる。東京の交通機関の整備が手遅れになるとその地位も低下しかねない。
- インチョンはソウルからやや離れているため最近では鉄道を通して短縮化する作業を進めている。インチョン国際空港のハブ化が第一前提である。経済自由特区的なものを作り外資も誘致している。ソウルの中にもヨイド地区に一定規模の金融センターができています。
- アジアの強烈なライバルを抱え東京はどうするのか。まずグランドデザインができたかどうかのポイントである。他の主要都市は都市戦略を作っているが東京はそれを作っているのか。それに沿った形で都心の更新・空間再編計画が進んでいるかどうかである。これからは低成長の時代になるので何に重点を置くかがポイントとなるが、災害対応力、環境制約、高齢化は全て入ってくるだろう。
- 社会資本ストックについては、維持管理に資金が必要となるため新規建設は簡単には進まないという当たり前のことが起きてくる。今後世界の都市がどこでも経験していくことである。ニューヨークはかつてこれで破綻したのでこのテーマは避けて通れない。特に社会資本系のストックの

維持管理をどのように進めていくかを考えておかないと厳しい状況になる。

- 都区部のオフィスビルの老朽化を見ると赤坂・青山・六本木地区は築 10 年未満の建物が半分近くを占めている。一方、日本橋・八重洲地区は築 40 年以上の建物が半分弱を占めており、老朽化の割合がこれほど違うということはエリアによって対応すべきことが異なるということを意味している。これからの東京の展開に影響を与えるものと思われる。
- 東京は首都直下型地震に対する準備をしなければならない。中央防災会議の資料を見ると都心 3 区・4 区はほぼ安全な場所であることが分かる。問題はこれから対外的なマーケットを広げていく時に都心 3 区・4 区は安全であるということをどのように発信することができるのか、また、ここから空港や港にどういう形でアクセスが確保されているかを発信していく必要がある。そのためのインフラ整備が急務である。
- 東京全体が危ないという誤った情報に対し、東京は安全であるということをどのように出せるかがポイントである。特区を作るのであればここは絶対に安全な場所であるということを言えばよい。こういう作業ができないと東京全体が問題とされてしまう。
- 東京の役割は日本の趨勢を握っているということを合意事項にしなければいけない。東京のシェアはますます増えていく。いずれはリニアで東京と名古屋もつながる。東京の都市圏がさらに拡大していく中でいかにここを強くするか。この合意をしていく上で東京の力が強ければ結果的に需要が高まるというシナリオをいかに描けるかがポイントになる。

2. J リートの運用資産拡大・エクイティ価値向上に向けた施策等に関する意見

- J リートの市場規模拡大のために最もストレートなアプローチは運用資産を拡大していくことである。リスクプレミアムを縮減していくことによりエクイティの価値を大きくするという考えや自己資本比率を高めるという方法もある。J リートの市場規模を拡大するためにはこうしたことを複合的に進めることが重要ではないか。
- 運用資産の拡大について、1 つは既存運用資産をより多く J リートの対象資産にしていくということが考えられる。これは既にリート各社が進めていることではあるが、国内の経済や産業、消費需要の動向あるいは企業の CRE マネジメントの取組みというやや外生的な要因で決まる部分も大きいと思われる。リート各社の努力とこうした外部環境で決まってくるものと思われる。
- これまで J リートの資産に組み込まれていない資産をどのように拡大していくかという観点も大切である。シニア住宅や病院、公共施設、空港等のインフラ施設、トランクルームといったようなものが考えられる。
- J リートに比べ米国のリートは多様な運用資産を保有している。特に日本ではまだほとんど運用資産に組み入れられていないヘルスケア分野の資産が米国リート市場では 12% 程度を占めている。ヘルスケアリート全体のセグメントベースの割合で見るとシニア住宅が 66% 近くを占めている。我が国が高齢化社会を迎えるに当たり、こうしたシニア住宅が J リートの運用資産になってくると 1 つの大きなセグメントとして拡大していく余地は大きいと思われる。
- 高齢者住宅については、現状では J リートの運用対象となるような投資適格性をもったもの、す

なわちある程度の規模があり安定的運用ができる資産はそれほど多くない。

- 国土交通省からサービス付き高齢者向け住宅の促進策が公表されている。これまでの高優賃、高専賃、高円賃がサービス付き高齢者向け住宅に一元化された。これまでの高専賃の1物件当たりの平均住戸数は27戸と規模が小さく、どちらかという地主が庭先賃貸のような形でつくり、それをオペレーターが賃借して運用するスタイルが多かった。オペレーター自身の資本力が小さく、他方で投資家の要求利回りとのギャップがあるために、地主が建築し事業者に賃貸するというケースが多くなる。特に個人が資産のオーナーになっているのでそこには所有地の広さと資本力の問題がある。金融機関からの借入れもせいぜい5億円程度であり、10億円を超えるような物件についてはそもそも供給できないということが1つの障害になっている。
- 高齢者向け賃貸住宅のオペレーターの資本力が必ずしも十分でないことから、施設規模が大きいと初期負担に耐えられないという問題もある。分譲住宅のように竣工時点で完売ということは賃貸住宅の場合はほとんどなく、特に高齢者住宅の場合は竣工時に6割の入居が決まっていればよい方である。損益分岐点を80%と仮に置くと30戸の規模であれば約6ヶ月で損益分岐点の入居率に達するが、例えば120戸というJリートから見て投資適格物件というイメージのものをつくろうと思うと損益分岐点の稼働率に至るまでには1年を超えるような大きな初期負担が起こってしまう。事業者として規模はある程度大きいほうがいいと思ってもこの初期負担になかなか耐えることができないというところが1つの課題である。この点については今後事業者が拡大・成長していく過程において事業者の資本力でカバーできる部分もでてくると思われる。
- Jリートとの連携や資本拠出者がオペレーターの初期負担部分をある程度負担するという考えがあってもよいかもしれない。あるいは高齢者住宅は社会的な意味でも外部性を持っているので大きなものであればコミュニティとの連携を取れるような施設を付加施設として設けるという方法も考えられる。厚生労働省は地域包括ケアというこれからの高齢者のあり方を1つのモデルとして考えているのでこうした地域包括ケアの拠点施設という設えに一定の規模があればできる可能性もある。社会的に外部性のある大きな施設を造るという意味では、一定の公的な支援を受けるといことがあってもよいのではないか。
- 高齢者住宅に対する投資家の要求利回りと証券化というスタイルで出せる利回りの間にはまだ大きなギャップがあり、このギャップを埋めるのが非常に難しいという課題もある。高齢者賃貸住宅自体が比較的新しい分野の事業ということもあり投資家が考えるリスクプレミアムが少し高いということもあると思うが、もしリートという出口が見えてくるとこうしたギャップも少し埋まってくる可能性もある。
- 国土交通省の試算では今後10年間に60万戸の高齢者住宅の整備が必要ということであるから、需要が拡大していくことは間違いない市場である。この分野には非常に大きな期待感がある。
- 病院や医療モール等に対する期待も大きいですが、病院には医業の非営利性の問題があり、直接病院に資本を出すことはできないので工夫が必要になってくる。
- 公共施設については、今後PREに行政がどのように取り組んでいくかということがポイントとなる。空港等のインフラ施設についてはPFI法の改正によりコンセッション方式が導入されたの

で期待は大きいですが、Jリートは事業を直接行なうことができないので事業権である空港等の運営権をリートとどのように結び付けていくかということについて工夫が必要となる。

- ・海外不動産については、既存のリートが海外資産に関する運用体制を整えることや国内不動産に投資するという運用方針の下で投資家を募っていること等を考慮すると、直接・間接といった所有形態の問題だけでなく、既存リートが海外不動産を取得するための課題は多いと感じている。新規のリートについては最初から海外不動産に関する運用体制や運用方針を設定することもできるので、組み入れの可能性は比較的高くなると思う。
- ・Jリート市場から導き出せるインプライド・キャップレートが運用資産の取得における1つのメルクマールになっている。インプライド・キャップレートが高い状態で続いていると運用資産の拡大ということに関しても障害になるのではないかな。
- ・米国リーートの2011年10月現在のセクター別配当金利回りの水準をみるとOfficeが5%強、Apartmentsが3.6%、Shopping Centers、Regional Mallsが4~5%、Industrialが4.5%という状況である。Apartmentsのリスクプレミアムは一番低い状況にある。これに対しJリーートのセクター別の配当金利回りはオフィス特化が全体として一番低い。住宅特化、商業施設特化、物流・インフラ・ホテルのリスクプレミアムはオフィス特化に比べると1~1.5%高くなっている。
- ・住宅特化型リートについてはリスクをやや過大に評価されている向きがあるという印象を受ける。本来の収益のボラティリティに応じた利回り評価をしてもらえれば、住宅セクターの時価総額は増大する。こうしたリスクプレミアムに関する投資家との対話等、投資家の理解を求めていくための活動も重要ではないか。物流施設等にもこうした要素があると思われる。
- ・日本のリート全体にリスクプレミアムが乗っているとすれば、制度や規制にも問題があると考えられることもできる。
- ・リスクプレミアムの縮減の中で一番大きいと思うのは財務リスクである。信用収縮の時にはセーフティネットが必要である。リーマンショックの際、官民が連携して安定化ファンドを創って対処したが、これは効果があったと思う。ようやくサブプライムの問題が一段落したら、今度は欧州の金融危機の問題が出てきたことを踏まえると、少なくとも5年に1回、10年に1回はこうした状況が発生すると考えておいた方がよいのではないかな。そう考えると、信用収縮に備えたセーフティネットを用意しておくことが大切である。業界としてセーフティネットに引き続き取り組むことがこうした財務リスクへの対応としては重要であると思う。同時にJリート各社の自助努力を促すという観点から資金調達手段の多様化や調達期間を長期化するという動きも重要である。
- ・スポンサーの信用力が低いリートについては、スポンサーの信用力にリーートの評価が引っ張られているところもある。本来リートはスポンサーから独立した存在であるからリートというピークルの本来のリスクを評価してもらうようにする必要がある。これはガバナンスの問題と表裏一体の関係にあるので、投資主の利益を代表して保護する仕組みと合わせ、考える余地があると思う。
- ・日米のリーートのLTV (Loan to Value) の水準を比較してみると、米国は平均すると40%程度で日本は40~50%の間にある。特に米国リートは日本に比べ分布の幅が広いという特徴がある。

米国リートは多様な財務戦略をとっていることが見てとれる。それに対し日本のリートは40～50%の辺りに収斂している。どちらがよいのか一概には言えないが、全体としてJリート各社のレバレッジ水準についてもう少し多様性があったもよいのではないかと思う。極論を言うとオールエクイティのリートがあってもよいのではないか。様々な投資家のニーズを満たすためにもこうした形を考えてもよいのではないか。

- ・ 今後Jリートが拡大・多様化を進めていく中で、オフィスや住宅等に対する今後の需要について考えなければならない。需要は日本国内だけを見る状況ではなくなっていることは確かであり、世界との競合の中で東京はどのくらいのシェアを取れるのかということにも関係してくる。
- ・ 日本の主要都市の旧耐震建物の耐震化を進めていくためにJリートを資金調達の面でもっと活用していくべきではないか。耐震化に必要とされる資金全体の3分の1はJリートで資金調達をするというつもりで取り組むべきである。税制上の恩恵を受けているJリートがどうやってこの耐震化という社会的なテーマに取り組んでいけるのかということを考えるべきである。
- ・ 旧耐震建物の耐震化・建替えを誰が進めていくのかということを実際に考えていかないとインフラやビルを維持していくことができなくなってしまう。デベロッパー機能とJリート、不動産と都市の魅力の向上といったことをいかに結び付けながら優良な投資対象資産を供給していくかという観点が重要である。
- ・ 例えば日本橋と八重洲と京橋だけをとりまいても民間の事業会社が開発したものは面積的にはおそらく4分の1にも満たないだろう。こうしたエリア全体の耐震化やインフラ整備を全て行なうとしたら一体どのくらいの資金が必要になるのか。国・地方自治体や民間事業会社だけで負担できるレベルではないことは確かだろう。1,400兆円の個人金融資産を循環させていくことになると思うが、この時に少なくとも不動産に関する部分の役割をJリートは果たさなければいけないと思う。
- ・ Jリートの創設当初はデフレ対策がその中心的な役割であったと思う。今後もデフレ対策の役割を当然果たしていくと思うが、経済的なインフラを支えるための仕組みであるということもしっかりと伝えていかなければいけない。
- ・ 日本は携帯電話の電波が通じにくい環境にあり、携帯電話会社は毎年数千億円の建設資金を投入して基地局を設置している。基地局も一種のインフラだと思うが、こうした施設を保有するリートがあってもよいのではないか。成長が見込める分野であり課金も可能であるから経済性の問題もクリアできる。例えば、国や都市がWi-Fiが世界一つながりやすいという評価を受けるようになれば、都市の競争力強化にもつながる。
- ・ シンガポールやオーストラリアでは、インフラファンドが上場市場の1つのセクターを形成している。インフラ分野は今後東京やアジアで注目されていく分野であると思う。
- ・ 日本でも有料道路等の証券化の事例はあるが、従前はやや際物とみなされてしまいがちで単発で終わってしまうことも多かった。成長のためには新規分野の開拓も必要であり、それを継続していくことも必要である。今後はJリートが取得できる対象資産の範囲を常に見直し更新していく、不要な規制があればその撤廃をお願いする努力をもっとしていくべきではないか。

第5回「Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」

テーマ：とりまとめ（案）について

開催日：2012年2月1日（水）

参考資料：「昨今の投資口価格形成と国民経済に資する REIT の役割

—不動産投資信託の運用の現場から—

（東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社 堀江正博氏）

第5回研究会では、昨今の投資口価格形成の要因とJリートの社会的な役割を確認し、これらの課題の解消に必要な施策の検討やこれまでの議論の総括等を行なった。主な意見は以下のとおりである。

1. 昨今の投資口価格形成に関する意見

- ・Jリートの投資利回り水準は非常に高い水準で推移し、裏づけ資産の価値から見た投資口価格は割安と判断されるにも関わらず、投資意欲が盛り上がらないのはなぜか。海外投資家の日本株への全体的な投資判断材料を挙げてみると、1つはグローバルに見た全般的なリスクオフの傾向、2つ目は円高によって円投資は逆に将来の為替差損を発生させるという懸念を持っているのではないかという点。また、GDP第3位の国へ転落したことにより、日本株に対するグローバルアロケーションや日本株の専門家が減少し、日本ルール、ローカルルールが通用しなくなってきたということ等が考えられる。
- ・NAV倍率で1倍を割り込むような状態での公募増資への懸念、あるいはグローバル比較で見た規制緩和・制度改正の遅れに投資家のフラストレーションがあるようだ。
- ・投資口価格のディスカウント要因（リスクプレミアム要因）として、特に海外投資家が懸念しているのは投資口の需給・流動性、ダイリュティブな公募増資のリスク、制度・規制緩和といった観点であると思われる。
- ・現状のJリートは時価総額が小さく、流動性も低いことから、カテゴリー的には中・小型株と言わざるを得ない。
- ・例えば、週末に「金融庁が規制緩和を検討している」という記事が出ると翌週はじめには投資口価格が上がるという現象が見られた。このことはマーケットがJリートの資金調達の多様化を期待している表れだと思う。

2. Jリートの社会的役割等に関する意見

- ・不動産価格の低迷期における「最後の買手」としての役割をJリートは担っている。この役割を担わせるためにも資本政策の柔軟性確保は取り組むべき喫緊の課題であると考えます。
- ・Jリートの役割としては、まず不動産流動化促進と資産デフレの脱却、不動産収益を小口分配す

る金融商品の提供が挙げられる。この他の重要な役割としては、不動産市場の近代化、社会インフラの整備、経済の成長と効率化が挙げられる。加えてもう一つ重要なことは、Ｊリーートの情報開示（ディスクロージャー）は優れており、日々価格が取引所で値付けされていることから、Ｊリーートの不動産への投資活動を通じて、規律ある不動産価格の発見機能を担っていると考ええる。

- ・不動産市場の近代化については、日本の不動産市場に規律と透明性をもたらすものである。不動産市場の透明度ランキングを見ると日本は 26 位で香港やシンガポールより劣っている。日本の透明度はＪリーートの登場により大きく改善したが、スコアは足踏みをしている。だからこそＪリーートはより積極的な情報開示や制度改革に努める必要があると考える。
- ・日本企業は生産設備の他に賃貸ビル等多くの不動産を会社で抱えている。賃貸ビルを保有していることは時価ベースで 4～5% 程度の投資を行っていることに他ならない。そこで不動産を保有・賃貸することに専念しているＪリーートがその不動産を時価で買い取り、事業会社はその回収資金を本業の設備投資に回して生産性を上げ、10～15% といった利益を得ていただくことによって、全国レベルでの効率化が図られ、日本の潜在成長力の向上が図られると考える。もちろんＪリーートには国内外の投資家の信頼を確保し、優良な資金をきちんと調達していく役割があることは言うまでもない。
- ・都市インフラ整備という観点からは、耐震耐火性の高い建物の供給を資金面で支えるのがＪリーートの重要な役割であると考ええる。多額の建替コストを誰がファイナンスし、完成した耐震耐火性の高い物件を中長期的視点で誰が保有するのか。この役割はＪリーートが担うべきであると考ええる。
- ・Ｊリーートは今後いつ発生してもおかしくない大震災において、いかに多くの人命を救うかといった重大な役割・責任を有している。都心 3 区の耐震不燃化が大きく進んでいる一方、依然として木造賃貸住宅の密集地域の再開発には時間がかかっている。権利調整、住み替え、立ち退き問題に加え、今後は財政悪化により資金調達も難しくなることが予想される。地震は 1 日のどの時間帯にやってくるかわからない。昼間であればオフィス、商業施設、それに公共施設。夜は住宅がその命を支える箱になる。そうした箱とその立地をいかに早く整備できるかは、Ｊリーートをはじめとする業界関係者の努力とコミットメントにかかっている。

3. 今後の施策等に関する意見

- ・健全な価格形成には、ディスカウント要因の除去や投資家層の拡大といったＪリーート市場の成熟が必須である。
- ・Ｊリーート市場の再生と成長のシナリオの大前提は、投資口価格の回復と公募増資の成功なくして成長なしということである。投資家のＪリーートへの投資意欲の回復の鍵を握るのは外部要因だけではなく、Ｊリーートの能動的なマネジメントである。成長のためにはリスクプレミアムの圧縮、ディスカウント要因の解消を図ることが重要である。
- ・資本政策の柔軟性の確保ができるような制度整備をお願いしていかなければならない。公募増資が成長には不可欠であることから、投資口価格の動向は事業会社以上に重要である。しかしながら、現状認められている資本政策は増資のみであり、上場会社と比較して大きく劣っている。自

己投資口の取得、ライツ・オファリング、減資等といった制度の導入が必須と考える。

- NAV 倍率によって投資判断をする投資家のロジックを理解し、丁寧な投資家コミュニケーションをとることが重要である。NAV 倍率がディスカウントされている状態における運用会社の具体的なアクションに関する丁寧な説明やリート以外の投資主体が取得あるいは売却する実物不動産取引事例の開示ならびに蓄積が重要である。これは鑑定評価から導かれる NAV の説得性を高めることにつながるのではないと思う。
- J リートの商品性に関する投資家の理解の促進も重要である。J リートは株式と債券のハイブリッドではなく、エクイティ（株式）に分類されるという認識を共有した上で、リスクリターン特性としてはミドルリスク・ミドルリターンを有すると説明すべきである。
- 我々がまだ訴求していない投資家層もまだまだ存在する。既存投資家以外にも J リートへの投資に もっとフィットする投資家もいるかもしれない。J リートの普及促進にあたっては、チャンネルを広げていくといった観点も重要である。
- 日本の不動産の魅力をより一層高める努力も必要である。人口減少、企業の製造拠点等の海外移転やオフィス需要の動向等は投資家が不動産に投資をしようと思った時に考える前提となるテーマである。その時に、東京のあるべき姿、不動産の魅力をどのように高めていくかといったビジョンのようものがなければ投資家の不動産への投資は停滞してしまう可能性もある。日本の不動産の魅力向上はエクイティストリーターの構築の鍵を握る重要な課題である。
- 建物単体だけの魅力を高めても、その周辺都市あるいは地域としての魅力がなければ当然投資対象にならない。不動産単体のみならずエリアとして、都市として、地域としての魅力を高めていく取り組みが必要である。
- 公開市場からの退出の自由があってもよいのではないか。合併等、様々な対策を講じてもうまくいかないこともあるかもしれない。こうした場合に一度公開市場から退出し、場合によってはプライベートファンドにそっくりその資産を売却し、そのプライベートファンドが再組成をして、また何年後かに再チャレンジするといったことがあってもよいのではないか。これはパブリックの市場とプライベートの市場の中の交流にもつながる。退出の道筋、再チャレンジの道筋についても検討する価値はあると思う。
- J リートが既に保有している物件の開発に関しては、制度的には 100%否定されているものではないが、曖昧な部分も残されていると感じている。既に取得から 10 年近く経っている物件もあり、取得した当時は新しいビルでも、今後、当然のことながら物理的には老朽化していく。単純に大きなリスクがあるからといって、更新や再開発の時期を迎える物件をいったん J リートが手放す必然性があるのかどうか、場合によってはリート自らが開発する可能性はないのかどうかといったことも検討する必要があるのではないか。