

第8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12月21日（水） 14：00～16：00

会場：学士会館 320号室

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／高木委員／
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〕

金融庁 尾崎様／金融庁 佐藤様（中村様代理）

欠席者：〔委員〕

市川委員／藤沢委員

○開会

<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（WG）報告について、WG 座長（田村委員）より所感

【田村委員】

- ・ 前回は不動産特定共同事業法の改正案に関する議論について報告したが、今回はそれ以外の論点に関する議論をとりまとめた。WG は、幅広く各業種で構成されており、総じて活発な議論が行われた。中でも資産流動化法上の特定目的会社の利便性の向上については継続的に議論があり、比較的長い資金を必要とする不動産投資市場にどうしても短期の資金しか入らない中で、日本の都市の再生のためにも、海外から良質な資金が入りやすくする方向性のコメントがあった。また、税務上の取り扱いと会計上の取り扱いが一致しないことによって起き得る特定目的会社や投資法人の導管性の問題（税会不一致）についての指摘もあった。最後に、地方の証券化に関しては、地方の小さなもしくは収益性の低い物件に同じ制度を貫徹することの問題点について指摘があり、もう少し柔軟に考えることができないかというコメントもあった。

○WG 中間報告の詳細について、WG 委員である国土交通省より資料を用いて説明

○自由討議

【檀野委員】

- ・ サブプライムローン問題に端を発した国際的な金融不安の中で、Ｊリーートの投資口価格も大きく変動したが、その間でも安定した配当を続け、配当総額は毎年 2,000 億円前後で推移している。経済変動に抵抗力のある金融商品としてＪリーートを国民金融資産の運用対象とした意義が改めて認識されたのではないか。我々は、こうした不動産証券化商品の魅力を、長期安定的な資金の担い手である年金や個人投資家に理解いただく努力を粘り強く続けていく必要がある。
- ・ 我が国の大都市の国際競争力が、最近、相対的に低下していると言われるが、これを勝ち抜くためには、今まで以上に、長期安定的な資金と総合的な政策を駆使して都市再生を推進することが肝要。都市再生を通じ、収益の安定した不動産ストックが生まれることは不動産投資市場の拡大に繋がり、不動産投資市場の拡大は長期安定的な資金の流入に繋がる。こうした資金循環を創ることが、都市再生を進める上で重要。資金の出し手から見ると、個人や年金等の国民金融資産が不動産投資市場に提供されることは、国民自らが不動産やインフラの整備に役割を担っていることになる。その給付として安定したリターンを受け取れる仕組みが今まで以上に普及すれば、国民金融資産の安定的な運用の拡大にも繋がる。
- ・ ARES の重点活動の一つであるグローバル化の一環として、平成 22 年 10 月に、東京証券取引所と共同でＪリーートの英文情報サイト『J-REIT Flash』を開設した。こうした海外投資家への情報提供が投資の促進に繋がることを期待している。
- ・ 政府の新成長戦略、国土交通省の不動産投資市場戦略会議の報告書、金融庁の金融資本市場及び金融産業の活性化のためのアクションプランが出された。この中で、現状の課題や法制度を含めた今後の取り組むべき政策等が謳われている。これらができるだけ早く実行に移されることにより、資金流入が促進される。政策実現に向けた当局の尽力に期待したい。

【渋谷委員】

- ・ 長期安定資金としての年金のプレゼンス拡大が叫ばれて久しいが、不動産投資に詳しい年金と話をすると、「不動産には短期間に大きく値を上げることは期待していない。様々な経済変動の中でもそれなりのインカムを保ちつつ、時間をかけてゆっくり値を上げることを期待したい。しかし、今回の金融危機では、短期的な金融商品と同様、市場関係者自身が目先のセンチメントに振り回されてしまったのではないか。」といった厳しいことを言われることがある。つまり、長期安定的な投資対象として、不動産投資の意義は分かるし期待もしているのに、市場関係者の動向から危機に弱いという不安が払拭されないということだろう。
- ・ 今回の危機を経験し、不動産投資市場が投資家の信頼を回復して更に成長するために、2 つのことが大変重要。1 つ目は、市場全体で危機を乗り越えるための備えを尽くし、

それを市場の意思として投資家にアピールすることである。昨年の不動産市場安定化ファンドの創設が、市場の安心感の醸成につながり、Ｊリート業界の安定化に貢献したという実体験がある。外的ショック等の危機に際して、有効な公的サポート体制があることが、不動産投資市場への信頼感について大きな役割を果たした。今後も起きる恐れのある危機を察知し、官民の市場関係者が協力して、未然にかつ迅速に対策を練って備える、あるいは、実際に備えずとも、そう意識して身構えることが大切であり、そうした体制を市場に向かってアピールすることが、機関投資家の不安の払拭にも大切。

- ・ ２番目は、市場の柔軟性の向上のための規制緩和を推進すること。投資主割当増資、転換社債、株式配当等の財務政策手法の多様化、REIT の内部留保の確保等、運用主体が柔軟に自助努力できる環境を整えていくことが重要。

【原田委員】

- ・ 会計監査を担当している立場で運用会社と議論する機会が多いが、不動産市場安定化ファンドは、創設後１年の中で貸出実績があり、また、アナウンスメント効果の点でも、Ｊリート市場の安定化に大きく貢献したという意見は多く、私も実感している。
- ・ 一方で、Ｊリートの場合、キャピタルリストラクチャリングの手法が非常に限られており、一旦、増資による希薄化等により投資家の信頼を損なうと、これに対応するための有効な手段が限られる。金融危機の最中には、増資や銀行からのファイナンスが十分にできない中で、やむを得ず第三者割当を行って希薄化が発生した事案もあったが、問題が収束した際の対策の手法が限られている。これに対応する有効なファイナンスの手段を提供することも今後必要ではないか。
- ・ 投資家からは、不動産のリスクは取り得るが、市場のリスクは取りたくないという意見も聞く。Ｊリート市場も安定化した訳だが、まだ市場の厚み自体は薄く、個々のＪリートの規模もまだ十分ではない。法人企業は 490 兆円の不動産を持っているという見通しもあるので、こうした不動産がマーケットに供給される施策を検討いただきたい。

【濱口委員】

- ・ この会議は、不動産投資市場への資金導入を促進することが目標だが、現時点で本当にそれが必要なのか。空室率が史上最高である中でも、今後数年で新規供給のオフィスが相当出てくると聞く。銀行ローン残高にも表れているように、それだけのリスクマネーが供給されているから新規の物件が出てくるのだろう。不動産投資市場に資金が出てこないのではなく、物が出てこないのが問題の本質なのではないか。事業法人が不動産を抱えている日本の特殊構造があるのかもしれないが、政策当局は、そこをどうしようとしているのか。物が無い中で年金の資金を入れようとした結果、小規模な年金にも、ハイリスクで高い手数料の商品が相当売り込まれた。高いレバレッジをかけているのでリファイナンスのリスクがあり、それが金融危機で現実のものになってしまった。小規模

な年金基金に売り込もうとすると手間もかかるため、レバレッジをかけて利回りを上げ、手数料も高くしないと商売にならないという事情は分かるが、結果として、長期安定資金の導入という政策課題とは全く逆の商品が売り込まれてしまった。長期安定資金なので、投資家は3～5年でリファイナンスする必要はないのに、そうせざるを得ない商品が売り込まれ、エクイティ部分が全損して、中小規模の年金基金が多大な損失を被った例も結構出ている。年金への働きかけを強化するということだが、根本的な対策が行われない中で、あまり働きかけを強化するのはどうなのか。

- ・ 企業年金は、企業年金連合会の10兆円を除くと総額60兆円程度。会員基金の規模は100億円以下が4割、200億円以下が7割。数百億円のポートフォリオではコアの長期安定的な不動産投資はできない。一応可能性がある1,000億円以上の基金は80基金程度で5%ほどに過ぎない。日本の事業法人は多くの不動産を持っており、これを傘下の企業年金が買うのには限界がある。年金としては、公的年金の方が数倍大きく、全体で200兆円弱ある。GPIFは120兆、国家公務員共済が10兆円、地方公務員共済も10数兆円あり、その他の公的年金も大体数兆円の規模があるが全く不動産に投資していない。長期安定的な資金と不動産を年金という側面で議論するなら、ここの話をすべきではないか。ただ、物が出てこないため、数兆円規模の年金が投資できる機会はあまりない。
- ・ 参考資料(5P)に、不動産を保有している年金の推移は30～40%で、日本は非常に比率が少ないという数字がある。本当はできるのに年金が不動産投資を全くしていないという印象をこの図が与えるとすれば、非常にミスリーディングで、実態を表していない。生保は資産規模が大きいので、投資もやり易く、比率が高くなっている。また、年金では、自分のポートフォリオにCMBSが入っていることを知らない回答者も多いのではないか。年金の円債運用であれば、信託銀行や投資顧問会社による円債運用の一部として普通はCMBSが少し入っている。金融機関では、それを知っている回答者が入っていると答えたのだろう。年金は、外部委託運用をしていてそれを知らないため入っていないと答えたケースも多いのではないか。

【川口座長代理】

- ・ 今回の危機は二重構造になっている。2001年のJリート後、ITバブル崩壊と今回のバブル崩壊という2回のバブル崩壊があった。これらはグローバルな要因で動いており、今回のショックはITバブル崩壊に非常に似ている。まず、急激に落ち急激に回復をしたこと。例えば、この1年間の東証リート指数はプラス28%であり、これはアメリカや上海の総合指数よりパフォーマンスが良い。更に、東京のオフィス市場の需要の減少は2003年によく似ている。つまり、我々はアメリカを中心とするバブル崩壊に2度直面したということ。危機対応という意味で貴重だったが、振り返ってみると、あまり大騒ぎせずに長期資金でやり過ごしておけば、アメリカは大変でしたねという状況だったのではないか。これが1点。

- ・ 2 点目は、1990 年代から続く、J リートの誕生の背景そのものである不動産市場の流動性の枯渇という国内の問題。その時は不良債権処理という事情で覆い隠されていたが、世界第 2 位の経済規模の国の不動産投資市場にしてはあまりにも流通量が少ない。そこに、ブームになると資金が流れ込む。しかも、日本の資金マーケットはほとんどを銀行が占めており、大手銀行は 3 行しかない。銀行の短期的な資金が、本来長期化すべき市場型間接金融市場を占めている矛盾がある。また、信託受益権の価格と流通量を見ると、価格が低いと流通量が多く、価格が上がると流通量が減る。本来、価格が上がると供給が増えるべきで、日本の不動産市場の供給曲線はかなり歪んでおり、仮にサブプライム問題による金融危機がなくても、今回の問題はおそらく発生していたのではないかと。
- ・ 不動産投資市場が金融商品と異なる最大のリスクは流動性だが、この二重構造の中で流動性が止まって皆がブレーキを踏んだので、不動産市場安定化ファンドの仲立ちでお金を流さないとマーケットが壊れてしまう状況に陥った。アメリカは今、FRB が必死でお金を流しており、これが止まれば経済が止まってしまう。日本の場合、そこまではいかないだろうが、WG 報告で実務的な観点から流動性を阻む制度上の問題点が多く指摘されているので、不動産の流動性を維持管理するため、流動性を阻む制度は悪法であるというぐらいの位置付けで流動化を促進すべき。特に、遵法性の点では、例えば、ホテルの証券化で、確認申請の際に無かった掃除の物置が付いているだけで遵法性違反により流動性が阻まれる例もあったと聞く。こういった実態まで踏み込んで、政策的に後押しする形で流動化を促進する手当てをしていこうという趣旨だと感じた。
- ・ 一方で、お金に対応した物をどう出していくかは今後の課題。また、投資家に信頼されるための適切なリスク管理という観点では、住宅価格指数や不動産価格指数を用いた保険も有効。投資家が懸念している実物不動産のリスクを管理できるようになれば、さらに信頼が回復するのではないかと。流動性を促進するためのリートの自助努力としては、個人投資家にとって 1 口の投資口が大きすぎるので、投資口分割も切望されている。2015 年に向けてデフレ経済から日本は脱却するという目標なので、今後 5 年間に、J リートや不動産投資市場が、少しでも日本経済の牽引役になるよう位置付けてほしい。

【沖野委員】

- ・ 第 1 に、資金にはそれぞれ性格があり、一口に年金と言っても大小様々で、それぞれの要求に応じた投資商品の多様性を認めることが大事。そのような多様性が規制緩和という方向で出てくれば、今後不動産投資市場の様々な発展が見込める。そうは言っても、投資商品の中心は、換金性、流動性を備えた J リート市場なので、この市場を、今後も規制緩和の中心と考えていくべき。不動産の売り物が出てこないという話があったが、アップリート等も課題として考えるべき。また、CP や自社株買いを認める等の経営の自由度の向上、グローバルでは主流である内部運用等も検討課題とし、今後も規制緩和を進めてほしい。

- ・ 第2の柱はグローバル化。海外の投資家は日本経済の将来性等に厳しい見方をしていると言われるが、日本の投資家でもそれほど楽観的な見通しを持っている人は少ない。投資であるからには、ゼロ成長ではなく、穏やかではあっても何らかの成長や展望が開けないと魅力はない。その意味で今年印象に残ったことは、リートではないが、グローバル・ロジスティック・プロパティーズ（GLP）という会社のシンガポール市場への上場である。この会社の資産の7～8割は日本にあり、残りの資産が上海を中心とする中国にある。日本の不動産で安定性を確保し、中国の不動産で成長を狙った会社がシンガポールで上場されたことは興味深い。海外の資金を日本に取り込むことはもちろん大事だ。またJリートによる海外投資もあってもよい。いずれにせよ、望むと望まないに関わらず、成長という点を考えれば外に目を向けることになる。もちろんその際には、為替の問題も含めて様々な問題が出てくるだろうが、海外に対して単純なアレルギー反応を示さずに、冷静に海外の資金や資産を取り入れた投資環境や投資商品が仕上がってくると良い。

【田村委員】

- ・ 濱口委員のご指摘を受けて、改めて、不動産投資市場について議論する意味について考えてみた。投資家に対して収益が安定した商品を提供するという供給の論理。金融の中でも一定の額が不動産市場に循環することで日本経済の成長戦略を少なからず支えること。産業としての資産運用業や金融業の育成。そして、それら全てが国際間の競争にさらされている現状で、少しでも各関係者にとって最良の成果を得るためにどうしたら良いか考えることなのではないか。もちろん根底には、投資家保護という理念が一本大きな柱としてあり、そうした理念的な議論もできるのだが、現状は、やはり反省すべき点も多々あるだろう。
- ・ 1990年代後半の金融市場の不安定化の打開策として、不良債権、不稼働資産の処理が一種国是とされた結果、伝統的なコーポレートから不動産の価格安定機能を内在する資産金融へと一大転換し、関係各者の努力により、わずか10年の間に出来上がった。15～20年前を思えば、不動産鑑定手法1つとっても、前近代的な方法が主流を占め、結果的に、個人の住宅取得に極めて重い制約を課した。その後こうしたことが起こっていないこと、また、不動産取引を取り巻く不透明さが金融市場に組み込まれる部分においては極めて透明化され関係各者の意識も高まったこと等、様々な良い面がある。
- ・ ただ、年金にミスマッチな商品を提供したというのは事実。2008～2009年にリファイナンス時期が来たときに、こういったクレジットクランチが起こることは、正直、ほとんどの運用業者が想定していなかっただろう。結果として、そこでリファイナンスができずにデフォルトになった。この時、不動産の極端な非流動性が生じ、その解決策が全くなかったのが、この種の証券の致命的な性格であった。エクイティが全損してもなお追加のエクイティを入れてリファイナンスを成功させ、更に5年の期間を得て時間を稼

ぐ戦略を取れる場合は例外として、多くは一定の制約の中で全損せざるを得なかった。こういうことが起きてしまうと、2度と返ってこない投資家もいるだろう。私はバブルだとは思っていないが、不動産収益が上がった結果起こった価格上昇の範囲だったのか、本当にバブルだったのかを検証しないとイケない。羹に懲りて膾を吹くような状況になってもいけないが、Jリークの主たる供給源である私募ファンドの運用には、まだまだ改善の余地があるという点で、業界全体で反省すべきところがある。

【高木委員】

- ・ 私は不動産のプロではないが、これまでの話を聞いていると、株式市場で起きていることと全く一緒だと感じる。機関投資家が日本の国内株式に失望した結果、特に昨年ぐらいから、アジアで調査部を作るような動きが顕著になり、国内株式からアジア新興国の株式に資金が流出している。更に、年金も海外のインフラファンドに興味があり、どんどん国内から国外に資金が流れている。制度設計の議論が多いが、今回の報告書で言うと、むしろ「2.（3）海外資金」の記述に関係するような、我が国の成長戦略の明確化が重要なのではないか。
- ・ 外に出ていってしまうのは、国内企業の収益が上がらないからで、これまでの議論を聞いていると、不動産も同じような状況に思える。供給面での規制緩和の話は、都市再生特別措置法案等も含めて散々出ているが、需要の増大の話が全く出てこない。むしろ、政府は企業に対する規制を強化し、その結果、人材派遣業、消費者金融、製造業等を外に出していくようなことが続いていて、本気でこの国の需要を喚起しようという政策をしているように思えない。こうした中では、大都市の成長戦略を明確に出していく必要があるのではないか。東京は、名古屋や大阪ではなくアジアの諸都市と競争しており、東京の国際競争力の向上のために、国土交通省だけではなく、政府一体となって考えていかなければいけない。
- ・ 不動産と金融が結びついて、実需だけではない面で動くところもあるが、東京23区の人口密度が2015年から大きく低下し、生産年齢人口が毎年200万人落ちる状況で、如何に需要の成長戦略を描くかが重要。折角、報告書の中で触れているので、この点をもう少し深掘りしてほしい。

【本間委員】

- ・ 最近、シンガポールや香港は完全にバブル状態だと思う。先程のGLPが大変な倍率でお金を集めたのが顕著な例で、シンガポールも香港も東京なんて意識しておらず、彼らが中心だと思っている。少し前までは、アジアの金融センターは、東京かシンガポールか香港かと言っていたのだが、最早そういう意識は彼らにはない。
- ・ 東京の潜在力や成長の可能性を、どれだけ実際に高めていくか、あるいは、アピールしていくかがより一層大事になってきている。少し突飛な事を申し上げると、アジア、特

に中国の人々の日本への投資等を奨励する政策を打ってみてはどうか。例えば、1 億円の不動産を取得した投資家に投資ビザを与えたり、マルチプルエントリーを認めたりする等、積極的に中国人を取り込んでいくような仕組み等を検討してはどうか。

【海堀委員】

- ・ 各委員の指摘に関し、政策としてきちんとやっていかなければいけないことについて、2 点コメントしたい。1 つ目は、不動産市場に比べて不動産投資市場が非常に小さいという点である。これは、投資適格不動産が少ないということであり、不動産特定共同事業法の改正や、投資対象になりにくい不動産を投資適格不動産にしていく取り組みをこれから強化し、二千数百兆円の不動産がありながら投資市場が非常に小さい点について、政策的に、供給できるシステムを組んでいかなければいけない。
- ・ 2 つ目は、不動産自体は安定的な収益が上がっているのに、クレジットクランチが起こった際に、エクイティを入れて時間が稼げる人は助かったが、それができない投資家は全損という形で大きなリスクを背負ってしまった点である。これは、デットの供給を金融機関の短期資金に頼って運用がされていたことを踏まえ、長期の資金をどう調達するかということ。投資口だけではなくデットの供給の面でも年金資金の導入を促し、投資市場に安定的な資金を備えることで、短期資金の影響で、本来、金融商品とは違う特性を持つ不動産が結局は同じように動いてしまうという部分をどう防いでいくかが大きな課題である。この 2 点について、引き続き取り組みを進めていきたい。

【オブザーバー 尾崎氏】

- ・ 最終的には、企業の収益力やその影響を受ける不動産の収益力がなければという指摘のとおりだが、これは非常に大きな問題である。一方、供給サイドで政府の規制が制約になっているのなら、投資家保護にも留意しつつ、必要な範囲でそれを取り払っていくことは必要だろう。今回、金融庁のアクションプランにも、資産流動化法に関する規制緩和を盛り込んでおり、関連法案の早急な国会提出を目指している。この法律は、まだ流動化がなじみのない頃に骨格が作られたことから、今から考えるとやや過剰と思われる規制が含まれている。こうした点について、規制緩和していきたい。
- ・ J リートについても指摘があったが、この点に関しても、新成長戦略の中に投資信託・投資法人法制の見直しが盛り込まれており、金融庁のアクションプランの中にも、投資信託・投資法人法制の課題の把握・見直しを盛り込んでいる。その中で、J リートの法制についても議論を続けたい。ただし、こちらには、ガバナンスの問題、ファイナンスの問題、この法制自体が税制と密接に結びついていること等様々な問題があり、体系上もいろいろと検討しなければならない点が多いことから、よりじっくりと腰を据えて検討したい。例えば、ファイナンスに関する規制緩和については、危機に陥った時にそういった手法があることは非常に重要だが、一方で、そういったファイナンス手法が常に

あることが、平時において逆に投資家の利益を損ねる行動に繋がりやすいということは、不動産投資市場に限らず、投資市場一般に言える。そのあたりを踏まえながら、投資家保護と危機に陥ったときに切り抜ける手法がどの程度あるべきかといった点のバランスを取って考えていく必要がある。

【川口座長代理】

- ・ 本日は、平時と危機時における制度のあり方はやはり極めて重要だということを学ばせていただいた。今回のことでは、例えば、融資については、アンダーライティングの際に何が良くて何が悪かったのか等、プレーヤーでもリスク管理について学んだ方が多いのではないかと。本間委員のお話のように、アジアの各都市を訪れていると明らかにバブルで、いつまで続くかわからないという波乱含みの状況なので、3度目には同じような混乱が起きないように、投資市場としての安定性を備え、次回こそは世界中から、やはり日本は良い投資市場であると評価されるよう、今回のことを教訓に、制度設計等についてまたいろいろと教えていただきたい。

【岩原座長】

- ・ 濱口委員や高木委員の指摘のとおり、日本経済全体の活性化しなければ、その一部である不動産市場、さらにその一部である不動産投資市場が活性化しないのは当たり前で、根本から直していかなければならない。一方で、当フォーラムでは、そこまでの答えを出すこともできない。我々ができる範囲で、少しでも不動産投資市場をよりよくするための提言として、今回のワーキンググループ報告は大変有益である。ただ、報告にはかなり抽象的に書かれており、これを具体化していくのは、当局や関係の努力によるところなので、よろしく願いたい。

○今後の進め方について、以下のとおり了承された。

- ・ WG 中間報告（22 年 10 月）と本日の WG 報告を併せた形で、本日の各委員からのご意見も踏まえつつとりまとめ案を作成し、各委員に確認いただく。
- ・ 各委員の確認を受けて必要な修正を行った後に公表する。その際の最終的な調整は座長に一任する。
- ・ 今後のフォーラムの開催は未定。不動産投資市場に関して指摘されている課題について、論点が固まった段階で開催する。

○閉会

以上