

第9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24年3月28日（水）10：00～12：00

会場：学士会館320号室（3階）

出席者：〔委員〕

岩原座長／川口座長代理／石川委員／市川委員／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
〔オブザーバー〕

金融庁 横尾様／金融庁 竹内様（藤本様代理）

欠席者：〔委員〕

高木委員

○開会

○国土交通省 佐々木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

○「不動産特定共同事業法の一部を改正する法律案について」

～資料を用いて、国土交通省 遠山課長補佐より説明

○「資産の流動化に関する法律の改正について」「投資信託・投資法人法制の見直しについて」

～資料を用いて、金融庁 横尾企画官より説明

○自由討議

【岩原座長】

- ・ただ今説明いただいた内容を踏まえて、先ずは昨年3月のフォーラムとりまとめ「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ついて」において提言した「不動産特定共同事業法の一部を改正する法律案」および「資産の流動化に関する法律の改正」について、その後に「投資信託・投資法人法制の見直し」について、それぞれ委員の皆さまから質問、意見をいただきたい。

【田村委員】

- ・今回の不動産特定共同事業法（以下「不特法」）改正は、この法律が施行されて以来一番大きな改正であり、その意義については非常に重要なものであると認識している。関係省庁の共同作業によって、こうした新しい制度が国会に上程されたことについて、改めて感謝を申し上げたい。

- ・法改正の意義は、倒産隔離が可能となったことである。これまでは不特事業者のバランスシートの中で、投資家の資金を呼び込んで必要な都市再生を図るのは正直難しかったというのが実情だが、事業に特化した会社を作ることによって投資家の権利を保護する制度ができる。古い言葉ではあるが「所有と経営の分離」を具体的に実行するための制度として、非常に大きな要素である。是非法律成立の暁には、使い勝手がいいように政省令についてご配慮をいただきたい。
- ・資産の流動化に関する法律（以下、「資産流動化法」）について説明をいただいたが、私自身は、今回の改正は今までの改正の中で一番と言っているのではないのかと思っている。例えば、実務的に解釈が難しかった特定資産の追加取得について、明確な基準を示していただいた。資金調達が困難な時、これまでは残念ながら、いくつかの信託受益権を1つの特定目的会社にまとめ各々信用補完を得ながら資金調達するという手法がワークしなかったが、今後はできるようになった。2008年後半以降と同じような状況がいつ来ないとも言えないので、そういう意味で大きな改正をしていただいたと思っており、大変感謝している。
- ・大きな枠組みで見ると、不動産に関わる資金も、大きな資金の流れの中で表裏一体で動いている。しかも、不動産にかかわる資金の流れは、国民経済に非常に大きなインパクトを与える可能性があるというのは、日本だけではなく諸外国を見ても明らかである。機動力を持って適切に政策に反映してゆくという意味では、国土交通省と金融庁がこうした形で呼応して適切な時期に対処していただいたということに、非常に意義があったと感じている。

【檀野委員】

- ・不動産証券化市場でプレーをする者の一人として、今回の不特法の改正、それから資産流動化法の改正について、非常に歓迎している。その立場から一言コメントをさせていただきたい。
- ・2月28日に閣議決定された不特法の法案概要を詳しく説明していただいたが、倒産隔離スキームを導入するにあたっては、このフォーラムでもさまざまな議論をさせていただいた。国土交通省と金融庁、二つの官庁で法案をとりまとめていただいたということで、尽力に対して大変感謝を申し上げるとともに、一日も早く法案が成立することを望んでいる。
- ・昨年3月11日の東日本大震災にあたっては建物の耐震性を進めることは私どもにとって焦眉の急であり、これを進めるにあたり、不特法の改正により資金調達手法がひとつ増えるということは大変喜ばしいことである。
- ・また震災復興のみならず、都市再生、地域再生にも不特法が活用されることを期待している。不特法を活用した開発が進むことによって良質な不動産ストックの供給が促進され、それを購入する不動産投資市場が拡大し、資金循環を通じて市場の活性化に役立つと思っている。
- ・法案が通ってからの話になるが、政省令の策定に当たっては、投資家保護に配慮しつつも是非、事業者にとって使い勝手の良いスキーム、制度設計をお願いしたい。また事業参加者について特例投資家、いわゆるプロ投資家に限定するということは、スタートとしては現実的な判断だと思う。
- ・昨年5月に資産流動化法を改正していただいたが、金融庁と不動産証券化協会（以下「ARES」）の方でいろいろ議論させていただきながら、我々が要望していた実務上の様々

な課題について、投資家保護に配慮しつつも、大部分につき踏み込んで手当てをしていただいたと思っている。新しい仕組みの中で、資産流動化法に基づく特定目的会社を使った証券化をさらに進めてゆきたい。

【市川委員】

- ・不特法の改正について、実物不動産の取引をする立場から我々がどう参画してゆくのか、かねがね考察してきた。新耐震基準を満たさない建物が 33.6%あるとのことだが、都市部だけではなく地方にも存在している。これをリノベーションあるいはリフォームすることによって、再生を図りストックを優良化してゆく。それは、大きな流れの中では大事なことでと認識しており、この流れの中で、都市部だけではなく地方にも再生しなければならない、あるいは再生すべきものが存在する。8 兆円の生産波及効果があると同時に 44 万人の新たな雇用誘発効果があるということは、当然都市部だけでは見込めないということを経験としてゆかねばならない。
- ・宅建業者といわれる不動産業者が全国で 12 万 8,000 程あり、この中で 10 万 2,000 程の法人がある。資本金 1 億円以上というのはごく限られた法人で、地方、都市部においてもほとんどが 1 億円以下の法人宅建業者・不動産業者であろうと認識している。新しく特別目的会社を作って倒産隔離できるということに関しては非常にありがたく思うわけだが、この中にわれわれどのように参画してゆくのか。不特事業者としてわれわれが入っていくときには、資本金の問題がある。
- ・投資家をプロの投資家に限定する、銀行、信託会社、生保、資本金 5 億円以上の大会社が投資家たる資格を有する中で、地方再生で一番かかわりを持ってゆかねばならない宅建業者が実質参加できないということになると、地方でこの流動化が果たして行われるのか、一部の大手が参画して地域経済の活性化が果たして図れるのだろうか、ということを考えている。今後、省令政令等で投資家に関する部分も含めて検討していただければありがたい。

【濱口委員】

- ・今話題の事件の関連があつて「プロ」に年金が入らないのかと思うが、基本的に年金基金は信託銀行、信託管理を通じてしか資産を持てないので、「プロ」に年金が入らないからといって投資機会を失うことはないと思う。
- ・不特法関連の案件というのは、あえて言うとバリューアップ型のリスクの高い投資機会であり、投資家保護やリスクを的確に認識するという観点で、プロに限定ということだと理解している。
- ・今まさに話題になっているが、信託会社、もしくは信託銀行にも、いろいろな契約形態がある。ちょっと確認したいのだが、事業参加者が信託銀行なのはいいが、いわゆる金商法上の投資運用業者、投資顧問会社が介在する可能性があるのかどうか。例えば 3 号、4 号の不特業者、それから投資顧問業者が同じグループの会社ということであれば、まさに今の事件（の構図）です。信託銀行の背後には個人であれ年金基金であれ、必ず最終投資家がいるわけで、法の趣旨は最終投資家にきちんとリスクを認識してもらうことである。規制強化という訳ではないが、投資家保護という観点でこのようなスキームがあり得るのかどうか、信託銀行もしくは信託契約が最終投資家に対してどういう役割を果たしているのか、省令等を作るときにはその辺りまで踏み込んで議論する必要があると思う。今まさに

話題になっているので、金融庁もしくは信託銀行協会などと議論され、そのあたりには是非注意していただきたい。

【岩原座長】

- ・この点について、国交省の方から何かありますか。

【国土交通省／遠山課長補佐】

- ・ご指摘の通り、現行プロ投資家には信託会社というのは入っているが、その裏にいる投資家をどこまで見るべきかというのは、省令を検討していくにあたって重要な検討事項だと考えているので、いろいろな方のご意見を聞きながらしっかりと検討してまいりたい。

【川口座長代理】

- ・不特法は、金商法の枠外で柔軟性を持ってやることが不動産投資市場をさらに活性化するものと考えていたが、本日の資料では3号と4号で、不動産の方は不動産、4号の方は金商法という分かれた形になり、Jリートと同じスキームと理解している。現在起こっているAIJ問題は、投資家を含めてこうしたものが一緒くたになっていたところに大きな問題があったということからすると、Jリートと同じようなスキームで、3号4号と明確に所轄の法律が分けられた点は強調されるべきだろう。
- ・事業参加者の問題で市川委員、濱口委員からご指摘があった点は、今後慎重な検討が必要だと思うが、個人的には投資家にも分かりやすいスキームになっていると評価している。
- ・不特法と資産流動化法の改正を、日本の不動産投資産業が成長産業であるということを裏付けるような出し方、伝わり方、あるいは使い方というのが必要でないかと考えている。外国人投資家は、日本の不動産市場は大きい、ほとんど流通していないことに大きな不満を持っている。これがリーマンショック以降、日本のリートを含めた再生のネックになっているということで、今回の二つの法改正が、不動産流動化をさらに促進するということに寄与するのではないかと感じている。
- ・先ほど44万人の雇用とあったが、少し調べたところ、不動産と建設の一部を含むが、この15年間で150万人の雇用が失われている。これは東日本大震災だけではなく、地価が下落したことによって日本のこうしたサプライチェーンが崩壊しており、この再生が重要である。そのためには不動産を動かして、少なくとも人口が減少していない地域で地価が持続的に上がっていくということが必要かと。そういう意味では、二つの法改正が起爆剤になればと考えている。
- ・不特法の方では、例えば買い替え特例など、既存不適格の物件を持っている人が出しやすいように関連法制度を改正していただければと思う。

【渋谷委員】

- ・不特法の改正が、日本の不動産投資市場の活性化に寄与するという点をぜひ強調していただきたい。従前のフォーラムでも申し上げてきたが、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、住まう場所や経済活動の拠点である不動産が、絶えずその目的に沿って更新または保全されていくことが非常に大切である。ここで投資という経済行為が、同時にそのような社会資本の充実に直接的に貢献するには、どのような仕組みが必要かという観点が大変重要である。

- ・米国など先進諸国で行われているように、年金基金などを通じて国民の資金が不動産投資の形で都市の発展に寄与する一方、国民はその果実として投資のリターンとともに安全で豊かな都市環境を享受する。こうした国家の資金循環の観点から、不動産投資市場を整備して、安定的な投資先としてその規模を拡大してゆかねばならないかと思っている。つまり、国内の長期安定的資金が、我が国の社会資本整備に向かっていきやすい仕掛けづくりが大切である。
- ・現在、多くの不動産投資が信託を利用したスキームを活用しているが、信託スキームは信託受託基準をクリアして信託受益権化することで、投資適格性の高い商品を市場に供給するという重要な役割を担っている。これに加え、不動産投資市場をさらに拡大していくためには、このような投資適格物件を着実に製造していく手法の多様化が肝要だと考えている。
- ・不特法の改正法案が通常国会に提出されるということで、倒産隔離スキームを必要とする投資家による投資が促進され、事業者側にとっても資金調達手段の選択肢が広がるということは、大変評価できることだと思う。不特法を使って不動産が再生され、社会資本整備が円滑に進むことが期待され、さらにそれらがＪリート等に入って長期安定運用されるというのが非常に望ましいことと考えている。

【原田委員】

- ・金融危機の後に出てきた課題に対し適切に対応していただいて、意義深いことだと感じている。不特法の改正は、いただいた資料に地方の物件の新耐震化促進ということが書かれているが、実際には地方の物件というのは、新幹線が止まる駅の前などの物件なども、なかなか証券化が進まないケースがある。これはコストの問題とか細かい事情がいろいろあるわけだが、不特法の改正により不動産投資マーケットによりいろいろな物件が出てくことは、望ましいことではないかと思う。
- ・付け加えるならば、地方の場合は地域金融機関とか不動産鑑定業者も、証券化についてのノウハウをお持ちではないと思うので、こういう方々をサポートする対応が、政策を進めることになるのではないかなと思っている。

【藤沢委員】

- ・原田委員がおっしゃった地方の問題を含めてですが、事業参加者をプロに限定し、(販売代理・媒介を)第２種金融商品取引業者が担うことになっているが、現在資金を再分配する役割の１つとして、公益財団のようなものが随分増えていると思う。地方銀行がなかなか流して下さない部分を第三の社会企業みたいなものがやるとか、NPOに流したりする役目をする地域に立地した公益財団というのが、全国でいくつか生まれ始めている。まさに介護施設などは、財団のようなものがどうかかわっていくかということが非常に意味あることだと思うので、一度議論していただけたら大変有り難い。

【岩原座長】

- ・皆様から有益な意見を沢山いただいたが、具体論として一番気に掛かっているのは事業参加者の資格の限定の仕方のところではないかと思う。使い勝手のいい政省令を望むという時も、ここは特に関心が高い。使い勝手がいいという問題と、一方で濱口委員の指摘にもあったような濫用的なことが行われないような配慮も加えながら、資格を限定していくと

いうことは非常に大切である。

【石川委員】

- ・プロ投資家を限定する理由は、濱口委員のおっしゃる通り、バリューアップ投資というのはそれなりのリスクを伴うからである。駅前の一等地で遊休化している不動産を買って、空き容積率を使ってテナントを集めれば相当の利益が出るということは非常に分かりやすいが、土壌汚染やテナントが入らない等様々なリスクがある中で、プロに相手にされない業者が個人投資家に向かっていくと非常に騙されやすい側面がある。また、再生には相当お金がかかるため、大きなお金を長いタームで動かすにはプロ投資家の方が良いだろう。それで投資適格になった不動産をＪリートで買ってもらい、そのＪリートの投資口は個人が買うというふうに循環させたいと考えている。
- ・プロ投資家の範囲は基本的にできるだけ広げたいと思っている。当然年金基金は入っていただかないと困るが、年金基金の中でも例えば企業年金連合会のように立派なところ心配がないところもある一方で、総合型といわれる本当にプロと呼べるのかというような年金もあるということがわかった。また GPIF のように、非常に規模は大きい不動産はあまり取り組んだことがないというように、いろいろな年金があるということが分かり、その辺りをもっと精査した上でないと（政省令は）書きにくい。
- ・藤沢委員のおっしゃった公益財団をもう少し広げて言うと、地域活性化ファンドを自治体が設けているケースが多いが、運用先に困っているところもある。特に国会の先生と話していて、どんな地元にも地方の新幹線が止まるまでいかないうような駅前の一等地で、遊休化・老朽化していて再生したい不動産が沢山あるが、駅前の一等地でももう駄目なのではないかと元気をなくしてしまう。これらは先立つ資金が必要なので、SPC という仕組みを使うことによって、安心してプロの投資が入れられるようになる。地域活性化ファンドも、SPC の仕組みであればプロ投資家はデベロッパーに直接お金を渡すわけではないので入れやすいという意見もあり、公益財団もその一つだと思われる。
- ・市川委員のおっしゃる宅建業者は、不動産の知識は詳しいので 5 億円以上必要ないというは分かるが、これは金融商品なので、レバレッジを効かせているとかオプションのプレミアムを組み込んでいるとか、所謂不動産業者さんであっても分かりにくいリスクもあるので、どうすればいいのか検討したい。
- ・日本の個人富裕層の方々は、地元の物件に精通していて不動産に投資している方が多いと聞いているが、これをプロとして認めるかどうかは課題。金商法の機関投資家は、保有有価証券額が 10 億円以上をプロと認めているが、不特法のプロ投資家としてその基準をそのまま持ってきて良いのか否か。プロ投資家の部分はできるだけ広げたいとは思っているが、皆様の意見を聞きながら慎重に検討してゆきたい。

【岩原座長】

- ・それでは「投資信託・投資法人法制の見直し」について、皆様からのご意見を頂戴したい。

【本間委員】

- ・既に 2 件のＪリートスポンサーをやっていて、今般 3 つ目の住宅リート上場を目指しており、投資信託、投資法人法制の見直しには大変強い関心を持っている。
- ・2008 年のリーマンショック以降の不透明な金融環境において、Ｊリートの資金調達手段の

多様化というのは、非常に重要な問題だと思っている。特に諸外国のリート制度と比較して、現状のＪリート制度は資金調達手段に制約が多く、海外機関投資家に不評である。

- ・ 諸外国のリートとの資金獲得競争において、Ｊリートは不利な立場に置かれている。海外からの投資資金の取り込みが重要だが、資金調達手段および資本政策手段の多様化として、1 つは転換社債法人債の解禁、2 つは自己投資口の取得の解禁が重要だと思っている。さらに、ライツオフリング制度の整備も望まれる。自己投資口取得は特にメリットが大きく、例えば NAV ディスカウントが 30%を超える Ｊリートが 5%のキャップレートで物件を売却して、7%の利回りのある自己投資口を取得することで、NAV ディスカウントを圧縮することが可能である。
- ・ またガバナンスの観点では、株式会社と同様のインサイダー規制を Ｊリートに追加することによって、不透明な取引の余地をなくすことが重要だと思う。不動産販売を伴うエクイティファイナンスが多い中で、情報管理手法には特段の留意をする必要がある。

【川口委員】

- ・ 10 年経って Ｊリートに関する最大の課題は、投資家が Ｊリートをオルタナティブ投資だと誤解している点である。ご存じのようにアメリカのリートはコアであり（株価指数への組み入れ）、日本でも上場不動産会社の株はコアになっている。その一方で、財政が破綻していると海外から思われている国債はコアとして位置づけられている。この矛盾をしっかりと議論をしていただければと思う。バリュアップ型のファンドはオルタナティブだけれども、リートはコアである。ここをきちんと認識すべきである。
- ・ リーマンショック以降でも、不動産の価格と連動したコア的なリートと、トピックスの株価に振り回されたリートでは、全く異なるリスクリターンを持っている。リートは規模の大きさによって特性が異なっている。しかし、Ｊリートはオルタナティブに位置付けられている。本間委員がおっしゃった資金調達の柔軟性と、また、規模を大きくするインセンティブを連動させる方法もある。そうすることで、日本の国としてどのような投資不動産スキーム提供していくのかというメッセージとして、インセンティブと法制度のマッチングを示していただければと思う。この意見は一部の意見であり、規模に連動すると小さなリートがデメリットを被る場合があるかもしれないが、こうした位置づけも是非議論していただきたい。
- ・ 二つ目はガバナンスで、ワーキングでも内部運用型ということは議論されてきたが、恐らく現状は外部運用型でゆくと思われる。アジアのリートは、概ね日本と同じスキームになっているので、必ずしもアメリカタイプの内部運用型だけがグローバルスタンダードではない。
- ・ アジア型のリートの中で、日本のリートのガバナンスがどのポジションを取っていくかというのも、極めて政策的に重要な議論だと考えている。海外のリート関係者や政策担当者と、どの国のガバナンスが優れているかを議論していると、外部運用型であってもある意味で競争しているところがあり、ぜひその点をご配慮して検討していただきたい。

【田村委員】

- ・ ガバナンスの問題について川口委員から話があったように、外部運用か内部運用かという議論はステレオタイプの議論だと思うので少し先に進めたい。逆に今から内部運用にするというのは現実的ではないと思うので、外部運用をどう発展させるかということだが、ガ

バナンスというのは一体何かと考えると、内部の管理体制、例えば投資法人自体、運用会社自体の内部の管理体制あるいは法令順守というのがひとつのガバナンス（統治）ということで、統治というのは投資家のためのものということになる。内部統制という意味では、正直見ている限り非常にきっちりしていたと思う。逆に言えば、ガチガチすぎてどうにもならないぐらい内部管理体制がしっかりしているというのが投資法人であり運用会社である。

- ・ガバナンスが問題と言っている海外投資家は、むしろ日本の不動産投資市場というか流通市場における取引慣行があまりよく分からないということにフラストレーションを感じていると考えることがある。例えばスポンサーと投資法人との間の不動産取引が、投資家のためなのかスポンサーのためなのかということが議論されるが、それに対してどう考えるのか、いや違うんだという発信力がどうも弱い気がする。常々議論されている通り、どこから買ってもどこへ売っても不動産価格をコントロールできるような体制にはなっていないので、例えばスポンサーへ売の場合には鑑定評価をしっかりと取って、鑑定価格以下（未満）では売れない、買うときにはそれ以上では買えないというような体制を整えているものがほとんどであり、それ以外のリートはあまり知らない。もちろん不動産鑑定価格とは一体何なのかという議論があり、これはこれで別途議論をしなければならない。ガバナンスの競争というのは、まさに重要な競争の一要素だと思っており、ガバナンスが実際どう行われているのか、例えば意思決定の過程などを少し分かりやすく投資家に発信していく努力が必要だと思う。
- ・川口委員の話を聞いていて思ったのだが、不動産投資、コア投資、長期の安定的な収益の分配というのが J リートの重要な役割だと思ったのに、あまりにも金融市場に振り回されたということで、規模の話が出ていたが、東証の一部・二部に分けるようなことも考えていただき、安定した収益を分配する投信の方はそれほど高い利益を求めないので価格は乱高下しないような市場を作っていただきたいと思っている。

【檀野委員】

- ・来年に投信法の改正が予定されておりその議論が始まったところだが、ARES では今年度事務局内に研究会を設置した。J リートは 10 年経ったところだが次なる 10 年に向けての J リート市場拡大をテーマに、金融庁、国土交通省にもオブザーバーとして参加いただき、現状の J リートの課題や改革と方向性等を議論し、問題意識を共有している。ARES では同研究会の議論も踏まえ、金融審議会ワーキンググループの発足に合わせて提言を取りまとめた。同ワーキンググループにおいても J リートマーケットの発展に向け、是非とも前向きな議論をお願いしたい。
- ・リート制度に関していくつかお話をさせていただきたい。一つは金融庁の資料にも書いてあり、また大臣の諮問事項にもあることだが、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性向上である。過去このフォーラムでも議論させて頂いたが、金融収縮時にはリート市場に於いてもファイナンスリスクが顕在化し、それに対応するため不動産市場安定化ファンドが整備された。これがセーフティネット効果を十分発揮し、不動産投資市場が落ち着きを取り戻したという経験を我々は持っている。ただこれは緊急的な措置であり、本来の姿としては、将来に備えて J リート各社の財務体質を自身の力で一層強化していくことによりマーケットの信認を得ることが本筋と思っている。
- ・J リートの後にできた後発の各国リートの制度を見ると、先ほど本間委員からも指摘があ

ったように、ライツオフアリングや自己投資口の取得といった多様な資金調達の手法が整備されている。我が国には我が国の制度があるものの、その必要性・実効性ということを十分吟味した上で導入を図り、財務体質の健全性強化を目指すべきだと思う。こういうことが手当てされれば、国民金融資産が安全に運用される環境整備がさらに整ってゆくと思う。

- ・ 投信法の改正事項ではないが、J リートの制度に係る税務の問題は重要であるので一言申し添えるが、従来から言われているように投資法人の投資ビークルとしての安定化のため税会不一致に伴う二重課税の防止措置を是非導入すべきだと思っている。さらに、急激な信用収縮等に対応するために、一定程度の内部留保を可能とするような措置も導入していただきたい。こういったことが、これから先 J リートが安全な運用対象、投資対象として広く市場に信認されていく一つ的手段と思っている。

【原田委員】

- ・ 私どもの監査法人で多くの J リートを監査させていただいているが、その多くが今回の金融危機の後に困難な状況に陥った。特に増資等に失敗するとそれをリストラクチャリングする手段がないということで、どんどん負のスパイラルに陥っていった投資法人もあり、そういう意味では減資とか自己投資口の取得とか、新たな政策として検討いただいているというのは非常に喜ばしいことだと思っている。
- ・ 一方で事後的な措置だけでなく、J リートの場合物件を取得したいという目的で増資することが多いので、希薄化の防止や目標の増資額をある程度確保できるライツオフアリングなど前向きな検討もされているのは非常に重要である。
- ・ 例示をしてあるもの以外にも検討いただいていると思うが、例えば金融市場を介さない物件取得による成長という意味で、現物出資もぜひ検討の俎上に乗せていただけたらと思っている。
- ・ 改正 PFI 法が施行され、コンセッション方式が認められた。今後インフラファンドの創設も期待されているが、その受け皿ビークルとして投資法人は期待されている。そういう意味でも、投資法人が取得できる物件の中にコンセッション等を加えることもぜひ検討いただきたい。

【沖野委員】

- ・ 証券アナリストとして、先々週米国に 1 週間出張したが、5 日間で 35 のミーティングを行い、需要は高かった。その背景はと言えば、2 月 14 日に日銀が中期的な物価安定の目途を 1% に明確化すると発表したことにある。海外ではこの事は、日銀が 1% のインフレターゲットを設定したと報道され、その後為替市場が大きく反応した。円安とインフレターゲットを組み合わせるとリフレーション（リフレ）になるとの期待が生まれ、明らかに海外の投資家は日本に対してリフレというテーマで注目していた。リフレで恩恵を受ける分野としてすぐに思いつくのは不動産であるため、日本の不動産が注目されているのだと思う。海外から注目されて、資金が入る道筋が描けることは非常に良いことであり、是非この道筋が続くことを期待している。
- ・ 投信法の改正の中で J リートの資金調達手段が多様化されるというのは、大きな意義のあることだと思う。J リートは、今の制度の中では経営の自由度が制限されていることが問題だと思う。自社株買いを万能だと言うつもりはないが、状況さえ整えば自社株買いもでき

るという経営手段を持っていることが重要である。既存の株主に対して、今何がベストな戦略なのかという経営の意思表示ができるという意味で、自社株買いやライツイシューなど柔軟に制度を見直すのは非常に大事なことだ。

- ・ガバナンスに関しては、田村委員から話があったように、制度としては確かに筋が通っている。しかし個別のＪリーートの取引を見ると、インプライド・キャップレートをはるかに下回る利回りでスポンサーから不動産を購入するような事例もあり、そういう事例が起きるたび、海外投資家に潜在的な利害相反を想起させることは間違いないと思う。更なるガバナンスの強化は重要だろう。
- ・制度を整備することと、実際にその制度を活用してＪリーートの経営者が自分の意思を表すこととは別物だと思う。どのような制度が整っても、経営者がその制度を活用してどのような経営を行い行動するかを投資家に対してしっかりした説明ができないと、いつまでもガバナンスの問題は残るだろう。いずれにせよ、制度に柔軟性が求められる一方、経営者が意思を持って投資家に明確に戦略を説明できる事例が増えてくれば、海外の資金は自然と入ってくるだろう。
- ・なお不特法の話の中で、「プロ投資家の限定」という点が一番問題になっているが、石川委員から話のあった富裕な個人層に加えて、海外の資金を運用するプライベートファンド等にもぜひ門戸を開いて投資家の幅を広げていただきたい。海外の資金は、納得すればかなり積極的にリスクを取りにくるため、そういう資金を活用しない手はないと思う。海外の資金が日本に目が向いている時に、是非とも制度整備をしてお金を取り入れていただきたい。

【渋谷委員】

- ・私の方から２点申し上げたい。１点目は、繰り返しになるが制度の柔軟性ということを上げたい。リーマンショック後の金融収縮でＪリーートの財務上の課題が顕在化したわけだが、この時は不動産市場安定化ファンドの創設が安心感の醸成につながって危機を乗り越えるということができた。その経験を踏まえ、将来のリスクに対する備えとして何が必要かということだが、有効な公的サポートに加えて運用主体が柔軟に自助努力できる環境を整えておくことが必要だと思っている。
- ・そういう意味で、ライツオフアリング、減資、自己投資口の取得等々の改正については大変意義があると思うが、先ほども話があったようにＪリーートの魅力というのはやはり安定配当を維持向上することにあり、そのような観点からも不動産譲渡益の内部留保を認めてＪリーートの配当政策に多少なりとも柔軟性を持たせることが大変重要だと考えている。
- ・２点目は、Ｊリーートは社会資本の充実に貢献する大変意義ある商品だということを改めて強調したい。エコの観点から少し申し上げると、東日本大震災以降耐震性をはじめとした都市の安全・安心の確保が改めて求められており、さらに最近地球規模で環境問題が深刻化する中で、持続的に発展していく社会基盤としての不動産のあり方、すなわち環境性能に優れた不動産が求められている。Ｊリーートは各社が一定の耐震基準を設けて投資を行っており、先の大震災でも被害が限定的だったことで耐震性の高さが証明された。
- ・環境性能という観点から既にCASBEE（キャスビー）の評価とか、日本政策投資銀行のグリーンビルディング認証を取得する事例なども出てきている。Ｊリーートというのは投資対象の多様化に資する不動産投資市場の規模拡大を牽引するという金融面での役割はもちろん、安全で環境にも配慮した都市基盤の整備に先導的な役割を果たして、社会資本の充実

に貢献することができる大変意義のある商品だと考える。

- ・制度面の見直しによって投資法人としての魅力が高まることを期待しているが、市場として 10 年を経て、改めて私ども J リートにかかわる市場関係者は、社会的意義や責任を果たす大きな役割が期待されている時期だと認識して取り組んでゆきたい。

【岩原座長】

- ・多くの委員から、投資信託および投資法人について資金調達手段の多様化を実現してほしいという要望があった。一方で、自由化すれば市場の濫用も懸念される訳だが、それに伴うインサイダー取引等の問題に対する備えもしてほしい。また、それと共通する問題だが、ガバナンスについてもより安全を図るべきではないかという意見があった。皆さんの意見は、概ねそのように理解した。本日も大変有益な意見、提言を賜ったと思う。
- ・委員の皆さんにおかれては、不動産投資市場活性化に向けた大変幅広い議論をしていただいたことに深く感謝申し上げます。本日の議論を踏まえ、不動産投資市場が健全な発展を続けていく上で、官民共に関係者が協力して市場の活性化に向けて努力を継続していく必要があると思っている。政府におかれては、不動産の再生に向けた取り組みを一層進めていただくとともに、J リート市場の拡大に向けた投資信託、投資法人法制の見直しについても大いに検討をしていただき、不動産投資市場の活性化にも寄与する成果を出していただくようお願い申し上げます。

○今後の進め方について、以下の通り確認された。

- ・本日の資料は速やかに、議事概要については各委員からの意見を踏まえ、確認いただいた上で ARES のホームページ上で公開する予定。

○閉会

以 上