

## 第4回不動産投資市場戦略会議・議事概要

日時：平成22年11月12日（金）17:00-18:30

場所：国土交通省4階幹部コーナールーム2

### <各委員及びヒアリング関係者のご意見>

- 諸外国においてもCMBSにおけるIRPはあるが、日本では情報伝達の際に参考となるSIRPを作成し、トレーサビリティ（追跡可能性）の確保のための情報伝達の体制についての情報整備をルール（日証協の自主規制規則）として義務付けたことが、先行的な取り組みと言える。
- 証券化商品の課題には、買ったものが次に売れるかという流動性の問題がある。情報開示の充実は、流動性を高める上で、重要な取り組みである。
- 不動産市場が必要とするファイナンスのボリュームを確保するなど、日本の金融システムの非効率性を補うという点で、証券化商品の役割は重要である。トレーサビリティが確保され、多くがAAA格付けであるCMBSについては、日銀の買入対象となっても良いのではないか。
- 証券化商品は、発行時の格付けが高くても、期中売却時に価格がつかない事例があることから、CMBSの期中での適正な評価やセカンダリー市場の育成が必要。
- SIRPの導入により、証券会社の自主ルールとして、証券化商品の販売以降も投資家に対し一定の責任を負うことを明確にした。これは、投資家の安心感に繋がっている。但し、トレーサビリティの体制についてのルールが導入された後は、金融危機に伴う市況の悪化によりCMBSの新規発行は低迷していることから、適切な情報開示の体制について活用が十分にはなされていない。ルールを活用するとともにその適切性についてしっかり検証を行っていくことがこれからの課題。
- SIRPの取り組みについて、投資家側はどのような反応をしているのかということが重要。日本の証券化商品において、不動産を裏付けとするCMBSは、債権の証券化商品などと比較して、列外の位置付けとなっていないか、他の証券化商品と違いを検証しなければならない。
- CMBSの投資家には、証券化商品として扱っている投資家もいれば、不動産部門が扱っている投資家もいる。SIRPの取り組みは、不動産の特性を事前開示することにより、CMBSが他の証券化商品と同様の金融商品として取り扱うことができるものであることの認知・普及にも繋がっていくべきものではないか。
- CMBSと他のデット型証券化商品との違いは、投資家側から見れば、大数の法則が働くかどうかという点があげられる。CMBSについても、リスクが同程度であれば、本来的には大数の法則は機能すると思われるが、日本のCMBSの場合は、投資家或いは証券会社についても、投資対象不動産については不動産としてのリスクをきちんと把握したいという意向があり、たくさん束ねるより少数に限定する傾向が強い。
- SIRPによる情報開示の整備は良いことであるが、格付けを頼りにして購入判断を行う投資家が、不動産のリスクを事前開示するというこのルールによって、CMBSを

購入する場合には、不動産の専門家がいなければならないという事態に陥らないか心配。

- マルチボロワー、マルチアセットで小口のローンを束ねた CMBS は、大数の法則が働いても、リスクの非常に高い劣後が発生している。物件を売却しようにも、そもそも投資不適格な物件も組み込まれており、売却できず厳しい状況に陥っている。
- 本来のデット型証券化商品は、原債権よりもレバレッジの低いものとなり、より安全な一次証券化商品として切り出されて組成されている。しかし、(シンセティック CDO などの) 二次証券化商品は、レバレッジを再度増幅させることに問題があるので、区別できることが重要。
- 日本の証券化商品は、一次証券化商品が中心で二次証券化商品は少なく、問題は少なかった。しかし、関係当事者は、当局も含めてそれを周知することをしなかった為、世界的な金融危機の中で、証券化商品は悪いものと刷り込みがなされてしまったのではないか。
- 証券化商品としての J リートの情報開示は十分なされているのではないか。海外の投資家からは、J リートが金融商品として組成される前の時点、すなわち、どのような不動産をどのように取得するかといった不動産取引について、不透明と見られているのではないか。併せて、J リートに対する金融について、不動産投資を行う際に、スポンサー企業のクレジットとのリンクが重視されていることから、分散投資とならず、投資しづらいとの指摘もある。
- J リートに期待されていた役割が発揮できていない点としては、マーケットに関して逆張り（不動産市況が良いときに不動産を売却し、市況が悪いときに不動産を取得する）ができないことがあげられる。また、市場規模が拡大しない問題点としては、不動産投資家はバイアンドホールドの傾向が強く、また大手不動産デベロッパーの賃貸部門が開発優良物件を保有し続けているなどして、不動産市場の流動性が低いこともあげられる。J リートサイドにも、投資家サイドにも、逆張りの動きができない、取りにくいという問題がある。
- 海外投資家の保有比率が高い J リートは彼らの売買フローの影響を受けやすく、また、短期投資家のフローの影響もあって、出来高が小さい J リート市場はボラティリティが大きく上がる。これは、短期売買を目的とするヘッジファンド等には魅力的であるが、長期投資を望む一般投資家にとっては困った状況になる。
- 海外のリートは、株価指数に組み入れられているが、J リートは制度的な違いもあるが、日本の株価指数に組み入れられていない。J リートは、金融のメインストリームからは、未だ投資対象として認識されておらず、傍流に置かれているのではないか。
- J リートの目標とする市場規模は、機関投資家等の参入を目指す観点から、時価総額ベースで、オーストラリアと同程度の 6 兆円程度規模が必要ではないか。また、1 日あたりの売買代金についても、現状の 2~3 倍ないと、流動性が確保できないのではないか。
- IPO 時は個人投資家の比率が高いが、個人投資家は長期保有せず IPO や PO の後数週間で売却してしまう傾向がある。証券会社は、株式会社の新規上場と同じ感覚で個人投資家にリートの投資口を販売しているのではないか。PO の場合の値崩れは、ショートを仕掛けた投資家が個人投資家の狼狽を誘い、売却した時点で買い戻す動

きをする。これでは、個人投資家の保有比率は伸びない。

- 証券会社の販売活動については、本来販売すべき長期運用ニーズを持つ者に販売するのではなく、短期売買目的の投資家に販売してきた結果が、Jリート市場低迷の一因になったのではないか。現状、投資信託が有力な長期の保有者となっている。今後、長期の保有者としては年金が加わることが期待されるが、市場規模がまだ不足しているのではないか。
- 投資信託の資金フローでもJリートは好調である。但し個人投資家が最近では直接Jリーートの投資口を買うことは少なく、投資信託を経由しての投資が中心である。この理由として、個別銘柄ではボラティリティが高く、また1口当たりの投資金額も大きいことで投資しにくく、一方で、分散効果の効く投資信託では証券会社の口座からだけではなく銀行の預金口座からの資金シフトも大きいことがあげられる。
- 海外では政策的に個人の投資をリートに誘導する明確な動きがあり、リートを産業として育てている。リートは不動産の究極の持ち手であり、リートに対して不動産と資金が円滑に流れていく仕組みを作っていくことが大切。
- Jリーートの不動産は、二流の物件しか入っていないと言われることがあるが、街を歩いてみれば、Jリートには優良な物件が入っていることが分かる。しかし証券化商品と同様に、関係当事者がきちんと反論をしない。自虐的な空気を変えて行かなければいけないのではないか。
- Jリーートの将来像を考える際には、不動産開発の取り扱いについてよく考える必要がある。現行は、デベロッパーが開発リスクと開発利益を取っている。開発に関するリスクと利益は、不動産取引で比較的大きい部分であることから、これに対し、どのような投資家を呼び込み、その成果をどうJリートにつなげていくかが今後の不動産投資市場を考える上で、非常に重要になる。

<以 上>