

第7回不動産投資市場戦略会議・議事概要

日時：平成22年11月22日（月）16:00-18:00

場所：国土交通省4階幹部コーナールーム1

<各委員及びヒアリング関係者のご意見>

- 効率的な市場、円滑な市場というのは、様々な投資許容度を持つ多様な投資家が存在して初めて成り立つ。規模の大きい公的年金が不動産投資を行っていないことが、不動産を投資対象としてきちんと位置付けられない要因の一つとなっている。よって、不動産投資市場の厚みを形成していく為に、また合理的な分散投資の観点からも、公的年金に最低でも1%以上の不動産投資を義務付けることが必要ではないか。
- 投資家の間では、ヘッジファンド、エマージング市場やインフラファンドへの投資が、比較的目新しさもあり注目され、リスクが低いように言われている。一方、不動産やプライベートエクイティなどへの投資は、リスクが高いとの単純な議論がなされている。客観的な情報提供が少なく、投資家が新規に不動産投資を行うハードルが高くなっており、市場参加者の心理を改善させる広報や施策が必要。
- 2006年、2007年の日本の実物不動産マーケットはバブルであったというような解説がなされることがあるが、しっかりと検証する必要があるのではないかと。バブルではなく、賃料上昇を根拠としたインフレであった。これを明らかにすることによって、先行して不動産投資を行った投資家の名誉が守られる。
- 不動産投資ファンドのエクイティ持分やCMBS持分などを現物出資することに対するアップリット税制の創設や不動産投資ファンドによる法人税の物納など、投資家の持分に流動性を与える施策が必要。資金化を容易にすることにより、投資家は回収した資金を新たな投資に回すことも可能となる。
- 日本のマーケットは海外投資家に対して、規制や税制の面で厳しく、国内産業の保護にバイアスが掛かっているのではないかと。海外から多様な投資家が入ってくる為には、国際的に活動する投資家が十分なリターンを上げられるようなマーケット環境を整備することが必要。
- 過剰な信用創造に対しては、政策的な対応がなされている。同様に、過剰な信用収縮に対しても、政策対応によるコントロールが必要。信用収縮時における最大の問題は流動性リスクであり、信用創造や直接買い入れなどの公的関与による流動性の確保が必要。
- 市場は、売買ができて初めて市場と言える。信用収縮における問題は、不動産の売買が枯渇し、時価が分からない状態に陥ったことが一因である。
- バランスシートレンダラーのローンや担保評価において、本当の市場価格までマークダウンされず、処理が後送りになっているため、エクイティがワイプアウトされても本質的処理がなされていないこと自体が問題。
- 不動産投資市場は、失われた信頼を回復する必要がある、ビジネスモデルとして

の「ファンドモデル」がワークしないと市場の機能として期待を持たれない。また、不動産の流動性が回復しなければ仕組みとして期待が回復しない。

- マークダウンの慣行については、欧米は日本より劣っている部分がある。欧米のCMBS市場は、実勢の価格よりインデックスで売り込まれてマークダウンさせられているが、一方でCMBS市場の3倍ある米地銀のNRLのポートフォリオは、マークダウンされていないために、金融機関のバランスシートにリスクが温存されている。
- ビジネスモデルの毀損した運用マネジメント業については、ゲートキーピング機能の再構築による信頼回復が必要。今後、経営力及びファイナンス力とソーシング・リーシング力の両輪を持ったマネジメント会社・ビジネスモデルの育成が重要。同育成過程においては既存プレイヤーの統合も考えられる。力のあるリーシング部隊がファイナンス力のあるプレイヤーと合体して、メジャーなプレイヤーを作っていくことは可能ではないか。また、外部からそれを誘導する動きがあっても良いのではないか。
- 買い手不在で取引が成立しない中で、時価とは何かといったことを言い過ぎると、叩き売り価格を目線とした見方での社内の取り扱いを強いられる。その空気がさらに下落をあおることになる。しかし、日本のアセットファイナンスの太宗は現実的に間接金融に依存しており、ロングの適合アセットであれば、名目上中短期の貸出であっても、誰かが貸し続けている。その姿は、ファイナンスの真の利益にかなっているのではないだろうか。投資適格で収益力がある程度安定していると見られる不動産については、冷静になれば、リファイナンスも有力な出口として含まれるが、投資の出口は成立するはずである。投資に出口が大事だということは分かるが、全員が出口を気にする時は買い手がない時だ。買い手不在で難しい市場の時こそよいアセットに健全なリファイナンスは普通のことだと理解すべきだろう。しかし現実には、不動産は個別の金額が大きく、プレイヤーも個性的な新規参入者等が多く入退室も激しく、ぶれやすい特性をそもそも内包している。
- ローンのリファイナンスにより、不動産が市場に出てこないという話があった。評価について、第一段階では、キャッシュフローは変わらない状態でキャップレートだけが上がって、鑑定価格が下落した。そのうち、実態経済の悪化により賃料が下落した。現在は、異常に劣化した稼働率と低位なアクチュアル賃料に市場の不安を反映したストレスキャップレートを掛ける鑑定評価が行われており、二重三重の過剰なストレスがかかっている。それでマークダウンと言われても素直には受け入れられない。実際のところ、シニアのローンのレベルのところは、十分なキャッシュフローがありリファイナンスできているというのが実態ではないか。エクイティ・メザニンの手離れの問題やそもそも投資適格物件が出てこない状況こそが問題ではないか。
- プライベートファンドが、容易にリートとして上場可能との認識がマーケットにある。上場の実質審査基準については、海外市場との競争もあることに十分留意する必要がある。
- 日本と海外市場を比較すると、上場するまでの手続きの煩雑さ、ファイナンス期間の長さなどで差がある。上場までの手続き及びその後の管理コストも含めて、あらゆる面で海外と比較し制度改善を行い、少なくとも日本のアセットが海外で上場するよりも、手間やコストがかかることがない様にする必要がある。また、シンガポールでは金融当局と取引所が統合的に動いており、上場をより円滑に進めるための制度改善を継続的に実施している。

- 日本で賃貸不動産を安定的に運用する上では、数千億の資産規模が必要であり、一般の投資家を対象としたJリートの上場規程については、資産総額 50 億円以上という資産規模の基準について、引き上げる方向で見直す必要があるのではないか。一方、J リートとは違う、小型でキャピタルゲインを狙う商品やレバレッジが効く商品については、プロ投資家向けの市場である TOKYO AIM などに対応することも可能である。
- J リートにおける鑑定評価書の開示については、依頼者との守秘義務の問題がなければ、障害はなく、積極的に公開できるのではないかと。
- AI（米国不動産鑑定協会）と RICS（英王立公認不動産鑑定士協会）と日本の鑑定評価は、基本的な市場価値の考え方は共通している。日本の鑑定協会として、アジア版の鑑定標準を出すか、AI と RICS と共通のものとしてアピールしていくかについては、今後の検討事項である。但し、RICS は不動産以外の動産なども評価対象としており、不動産のみを対象とする日本とは違いがある。IVS（国際評価基準）の不動産評価に関わる部分との整合性についても調査の上で、アジアのスタンダードとして日本の鑑定基準を示して行きたい。
- 証券化の関連で鑑定評価を見る場合に、海外投資家から IVS の基準に照らし合わせる記載が求められる。国際化においては IVS に対応する必要があるため、実務指針の中で IVS との関係を整理する作業を行っている。日本の鑑定基準と IVS に差がないことを示す事が出来れば、海外からの依頼にも十分対応できるし、アジアなど海外進出もすることができる。
- 日本では、これまでソフトに対してフィーを払う意識が乏しかったが、現在では鑑定にフィーを払う意識が出てきているので、その様なニーズを掘り起こし、産業として育成する必要がある。アメリカにも零細な鑑定業者は存在するので、日本において、鑑定業が発達していないのは、必ずしも規模の問題ではないのではないかと。
- 鑑定業界は、官公庁の評価依頼に対する依存度が高く、業界あって産業ビジョンがない状況である。今後、産業ビジョンを作っていく上で、海外進出やクライアントプレッシャーに対応できる態勢を整備する必要がある。そのためには、零細業者中心である鑑定業者について、コンプライアンス体制等が確保できるよう、大規模化することや、より客観的な評価のベースとなる地価公示などの情報を提供できる体制を整備することが課題。
- CMBS などのデット商品の標準情報報告書（SIRP）との連動した対応を図っていく上で、情報開示についての問題は依然残っているが、投資を高める上での環境整備は徐々に進んでいる。
- 法務局の所有権移転登記データに基づく国交省のアンケート調査を鑑定評価において事例化しており、J リートの成約データも含めると市場の一定レベルをカバーしていると言える。アンケート調査と国税庁のデータとの整合性をサンプルチェック出来れば、実態を把握できているとの確認が得られるのではないかと。
- 不動産投資市場において、過度な負担が鑑定に掛かっている部分はあるが、現在行われている J リートの鑑定評価についてはうまく行っている。但し、依頼者からのプレッシャーなど他に解決すべき問題はあります。
- 証券化の DCF 評価の場合は、評価の元となる賃料データなどを依頼者から得る必要がある。これについては、データそのものを契約書などでチェックすること、他

の案件におけるデータとの比較チェックを行うことを指導している。

- Jリートなどの証券化ビークルは、鑑定評価による価格調査を義務付けている。しかし、一方で、マーケットでは、鑑定評価とずれた価格で取引が成立することが当然であり、鑑定評価との差が生じても問題なく、これについての妥当性を明らかにしてほしいというニーズがある。このようなニーズに対し、現在は個別業者で対応しているが、鑑定協会においては、妥当性評価の成果物などを標準化する作業を行っている。本質的には、マーケットでの取引価格に対し、鑑定評価は参考であるべきはずのものであり、マーケットにおいてAMの判断でいくらで価格を取得するかというものと鑑定評価の違いについて、正確に理屈を整理し説明を行うことが重要。

<以 上>