

第2章 個別の政策テーマについての提言

第2章第1節 年金基金向け等の様々な不動産投資一任サービス

平成19年9月に開催された第1回『投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム』において、ワーキンググループを設けて検討することとされたテーマのひとつが「年金基金等向けの様々な不動産投資一任サービスのあり方」である。

これを踏まえて、『「年金基金等向けの様々な不動産投資一任サービスのあり方」に関するワーキンググループ』（以下「年金WG」という。）が設置された。ARESは、上記フォーラムの事務局であることから、年金WGの事務局も務めることになった。

本節は、ARESが年金WGの事務局を務める中で整理を行った内容等も活用しながら、年金WGにおいて議論された内容を元に、年金による不動産投資と不動産投資一任サービスの現状、課題、今後の展望等についてとりまとめを行ったものである。

2. 1. 1. 年金による不動産投資の意義

昨今、日本においても、不動産証券化市場の発展を通じ、機関投資家による不動産の保有が拡大している傾向にある。しかしながら、有力な機関投資家の一つである年金については、徐々に拡大しつつある傾向にはあるものの、いまだ不動産投資が広く浸透しているとはいえない。一方、欧米諸国においては、年金は不動産投資を行う機関投資家として存在感を示している状況にある。日本の不動産投資市場の健全な発展にともない、年金による不動産投資が進展することは、社会的に大きな意義を有するものと思われる。

本節では、年金による不動産投資の現状、課題、今後の展望等について整理を行う前提として、年金による不動産投資とは、年金及び不動産市場にとってどのような意義を有するものであるかについて確認を行う。

(1) 年金にとって不動産投資はどのような意義を有するか

企業年金連合会の資産運用実態調査に見られるように、2000年から2002年にかけて、企業年金の運用は3年連続のマイナスを記録した。これは、主として、2000年のITバブル崩壊以降、株価が低迷したことに起因する。

これを機に、年金の運用対象として徐々に浸透してきたのがオルタナティブ投資である。日本における年金のオルタナティブ投資として最も普及が進んでいるのはヘッジファンドであるが、同じ時期から、年金による不動産証券化商品への投資が行われ始めている。個々の年金における具体的な投資の考え方や目的は異なっているであろうが、一般に、年金が不動産投資を行う意義としては、次のような点が挙げられる。

①中長期的、安定的なキャッシュフローの獲得

②インフレヘッジ

③ポートフォリオの分散効果の向上

それぞれの意義については、以下のように考えられる¹。

①中長期的、安定的なキャッシュフローの獲得

不動産投資からは、賃料収入から費用を差し引いたキャッシュフローが得られる。賃料は一定の間隔で安定的に入ってくるので、年間の収入予測も立てやすい。また、賃貸借契約では、賃料などの債務を担保する目的で一定額の敷金等を貸主が預かるのが一般的であり、賃料の支払いが滞った場合でも賃料未収のリスクをある程度軽減できる。さらに、借主が解約するときは、数ヶ月前に貸主に事前告知する必要があり、賃料というキャッシュフローは当初の予測から大きく外れることがない。よって、不動産投資は収入が安定しているというメリットを持っている。(例：コア不動産の債券代替的機能)

また、安定的なキャッシュフローにより、一定のインカムゲインが確保されることから、マーケットのタイミングによっては、総合収益率に着目して、年金として絶対リターン¹の確保を目指していく際の手法として活用できる可能性がある。

②インフレヘッジ

債券・保険などは受け取る配当が金額ベースで定められており、インフレによってキャッシュフローの実質的価値が低下する。一方、不動産のキャッシュフローの原資である賃料は、物価に連動して調整される傾向がある。従って、不動産はインフレの影響を受けにくい。

③ポートフォリオの分散効果の向上

不動産は、株式や債券などの伝統的資産のリターンとの相関が低い。このため、不動産を投資に加えることにより、同一のリターンをより小さなリスク負担によって得ることが期待できる。

¹ ①～⑥の記述は、主として『J-REIT 市場の変遷と展望に関する報告書』ARES（平成 19 年 10 月）に拠った。

また、不動産証券化商品の一つであるリートへの投資は、上記に加えて、次のような特性を備えていることが考えられる。

④流動性

通常、実物不動産や非上場の不動産証券化商品への投資を考えた場合、全て相対取引であるので、買いたい物件が容易には見つかるとは限らず、売却するときも物件の買い手を探索する必要がある。上場リートについては、買いたいときや売りたいときに、ほぼリアルタイムで売買することが可能となり、実物不動産に関わる「低い流動性」というデメリットを解消できる。

⑤小口化

実物不動産に投資する場合、例えばオフィスビル 1 棟の購入といったように、取引単位が大きいため資金の規模が小さいと投資が難しい。しかしながら、上場リート、例えば J リートであれば、数十万円～百数十万円程度の金額から投資が可能であり、当然売却の単位も同様のサイズに小口化される。また、2003 年 7 月に社団法人投資信託協会の規定変更により解禁されたリートのファンドオブファンズを利用すると、銘柄は完全には選択できないものの、1 万円程度からの投資も可能となる。

⑥より一層の分散効果

上記のように、実物不動産に投資するだけでも他の資産との関係における分散投資効果を楽しむことができるが、J リートへの投資の場合、J リート自体が様々な物件を同時に保有し、かつ「小口性」によって投資家は少額で投資先の地域や物件の種類（オフィス、住宅、商業、物流施設等）が異なる様々な J リートに振り分けて投資できる。このことが、一層の分散投資を可能にする。

（2）不動産市場にとって年金による投資はどのような意義を有するか

昨今、不動産証券化の発展により、不動産投資市場も成長を遂げてきたが、日本の経済規模との比較や、日本の不動産総額からすれば、企業不動産（CRE：Corporate Real Estate）や公的不動産（PRE：Public Real Estate）の流動化等も期待されるところであり、今後とも成長余地は大きいものと見られる。ただし、市場拡大のためには投資家層の広がりが必要であり、また、投資家層に厚みがない状況においては、不動産投資市場への資金の流れにも偏りが生じる可能性が高まって、市場が不安定な状況に陥る懸念もある。こうした観点からすると、比較的短期の投資を志向する投資家のみならず、不動産投資市場を長期・安定的な投資先として考える投資家を市場に呼び込み、投資家の裾野を拡げることが、安定的な市場の構築に資するものと考えられる。

また、長期的視点で投資を行う資金により、長期にわたって安定的なキャッシュフローを生み出すような良質な不動産ストックの形成が促進されることも期待できる。

こうした視点については、社会資本整備審議会産業分科会不動産部会第二次中間整理においても、以下のように触れられている。

(図表 2-1-1) 不動産投資市場における長期安定的な資金の意義

不動産投資市場の健全な発展は、投資資金による良質な不動産の維持・形成を通じて、我が国の魅力ある都市整備・地域整備、住生活の向上につながるものである。

不動産は、長期にわたる維持・管理が必要な財であることから、その質の維持・向上のためには、長期安定的な資金が欠かせない。なぜなら、不動産投資市場が、投資期間の短い資金や投機的な資金のみで占められることは、結果的に不動産の維持・管理が不十分になったり、不動産価格が不安定となったりするなど、不動産市場の健全な発展を阻害するおそれがあるからである。したがって、不動産投資市場が長期安定的に発展していくためには、投資期間が長い安定的な資金（いわゆる「足の長い資金」）が市場に円滑に供給されることが重要である。

【出所】社会資本整備審議会産業分科会不動産部会第二次中間整理『不動産投資一任サービスのあり方について』（平成 18 年 12 月）より抜粋

こうした視点で年金の資金を見た場合、年金は、「足の長い資金」を供給できる投資家の代表であると考えられる。年金による不動産投資が広く浸透しているとはいえない現状を諸外国と比較すると、潜在的な不動産投資市場への資金の出し手として期待されるところである。

また、徐々にはあるものの不動産投資が広まりつつある企業年金に対し、巨大な運用資産規模を有する公的年金では、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人：Government Pension Investment Fund）をはじめとして、不動産投資が企業年金以上に浸透していない。CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金：California Public Employees' Retirement System）²の例に見るように、諸外国においては、運用資産規模が大きい公的年金は、企業年金以上に不動産投資に積極的に取り組んでいる傾向にあることとは対照的である。

ただし、こうした状況に変化も見られる。企業年金連合会では、まだ実際の投資には至っていないようではあるが、既に不動産投資を行う方針を打ち出して体制整備を進めてき

² CalPERS の総資産額は、2,462 億ドル（約 24 兆 6000 億円）である。政策資産配分としては不動産は 10%と設定され、実際には 197 億ドル（約 2 兆円）、全体の 8%を振り向けている。（2008 年 5 月 23 日現在） 参考 1 の（5）⑤を参照。

ている。また、経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキンググループにおいて、GPIFの運用に関する議論がなされているが、この議論の中においても、GPIFが不動産を含めた代替投資に取り組んでいくべきではないかとする問題提起がなされており、運用資産規模の大きさもあいまって、年金にとってのみならず、不動産投資市場にとっても、今後の資金の出し手として公的年金に期待されるところは大きい。

2. 1. 2. 年金による不動産投資と不動産投資一任サービスの展望

前節では、年金による不動産投資について、基本的な考え方の確認を行った。年金による不動産投資は、日本においても徐々に浸透しつつあるが、前述のような基本的な考え方について理解を得る為の努力を行っていくことが、年金による不動産投資の裾野をひろげていく上で最も重要なことであろう。

こうした努力により地盤を固めていく上でも、今後、年金による不動産投資がどういった方向へ向かうのかについての展望を有しておくことが有益であると思われる。本節においては、アンケート等によるデータについての分析や制度的な枠組みについての確認を通じた、年金による不動産投資と不動産投資一任サービスの現状(参考1参照)、及び、年金、不動産会社・不動産投資顧問会社、信託銀行といった年金による不動産投資に関与している各プレイヤーによる現状の取組や課題認識(参考2参照)を踏まえて、年金による不動産投資の今後について展望した。

(1) 年金による各事業者に対する期待

各年金は、制度(厚生年金基金、確定給付企業年金等)の別、規模、加入者の構成に因る成熟度、母体企業との関係等、それぞれに異なった背景を有していることから、運用に対する考え方にも個別性がある。したがって、その運用において、不動産投資に対して何を期待しているかという点に関しても、必ずしも一様ではない。

こうした中でも、今後、各事業者により、年金のニーズにフィットしたサービスや商品の提供がなされていくことを展望する観点から、各年金から期待の声があった内容を、以下に広く提示するものとした。こうしたサービスや商品の実現に向けては、需要サイドである年金と供給サイドである事業者による双方向の検討が期待される。

○ 不動産投資に関するコンサルティングサービスの提供

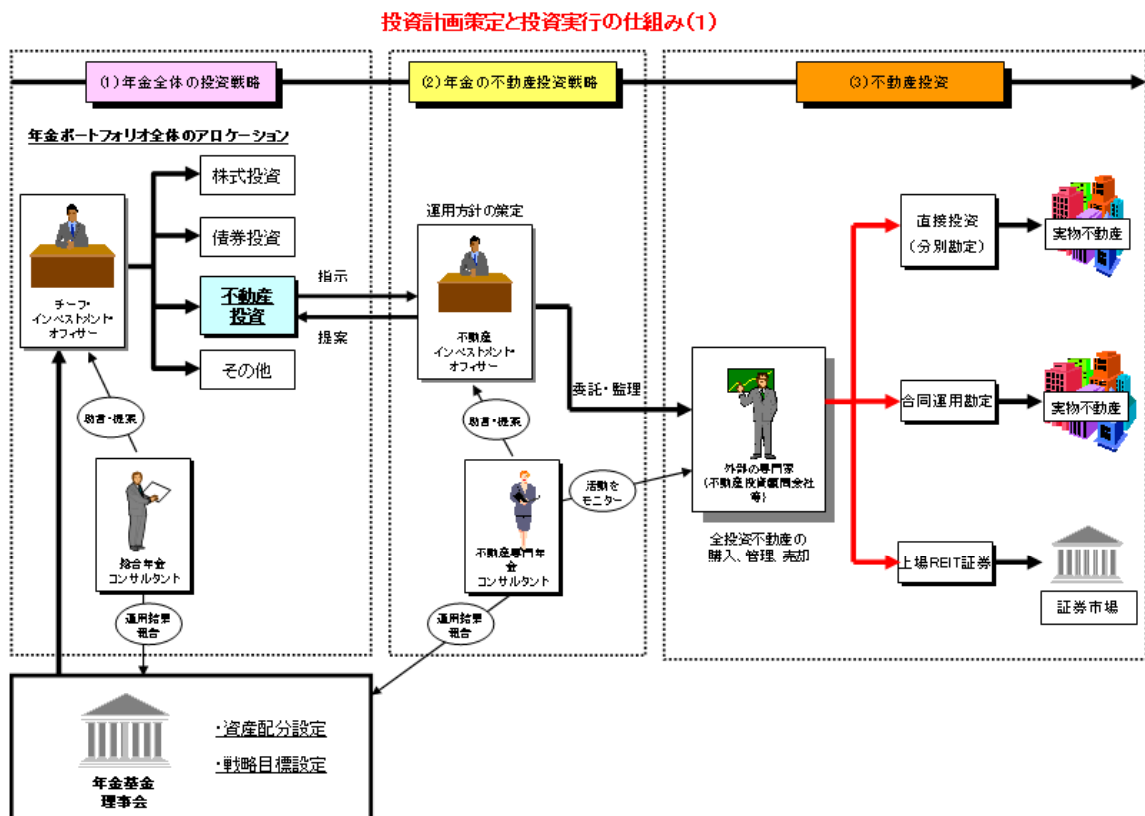
米国では、不動産投資に関しても、年金コンサルタントによるアドバイスが行われている。日本においても年金コンサルタントは存在し、ある程度普及してはいる³ものの、不動産の専門家を擁する年金コンサルタントは少ない。また、不動産専門年金コンサルタントはビジネスモデルとして確立していない。このため、年金コンサルタントによる不動産投資に関するアドバイスはほとんどなされていないのが現状である。不動産投資のアドバイスを行うことができる年金コンサルタントの出現が期待される。

³ コンサルティング会社との契約をしている基金は、全体としては、2006年度末(2007年3月)で約23.4%となっている。なお、資産規模別に見ると、1,000億円以上の資産規模の基金では7割以上が契約している一方で、100億円未満の基金では1~6%程度と大きな開きがある。コストが割高になる小規模基金ではこうした外部サービスの利用が困難な状況にあるものと見られている。(以上は、企業年金連合会『企業年金における資産運用の状況 2006年度年次報告書』による。)

***不動産専門年金コンサルタントとは**

年金資産全体の運用コンサルティングを行うコンサルティング会社とは別に、年金という顧客の機能を代替し、年金による不動産運用戦略の策定に協力し、最適なクラス別のマネジャーやファンドの選択、モニタリングによる運用評価を行うコンサルタントが存在する。一般的な不動産投資顧問会社とは異なるビジネスモデルである。米国における不動産専門年金コンサルタントとしては、The Townsend Group、Courtland Partners 等が挙げられる。

(図表 2-1-2) 米国年金基金が投資に至るまでの流れ



【出所】ARES 作成

○ 長期投資の実現と流動性への対応

現在提供されている商品は、最長 5 年程度の投資期間のものが多い。こうした状況になっている主な要因としては、次のような点が挙げられる。

- ・デットファイナンスの期間について、リスク管理上、3～5 年程度とするスタンスが主流である。
- ・エクイティ（GK・TK（合同会社－匿名組合）スキームの場合には匿名組合出資）の流動性が高くないことから、契約期間中のエクイティ売却という対応が容易でないため、投資家においても、ある程度の期限により投資期間を区切るニーズがある。

したがって、例えば、GK・TK スキームを用いた場合にも、投資家がリファイナンスリスクを認識し、エクイティについて何らかの流動性付与策を講ずることができれば、ゴーイングコンサーンのファンドを組成することも可能であるが、結果として、現在のところ、GK・TK スキームにおける匿名組合出資の場合、3～5 年程度で投資期間が区切られる状況になっている。

こうした状況を踏まえて、オープンエンド型ファンドへの期待が挙げられている。上述の場合と同様に、リファイナンスリスクや解約時の対応等、商品設計上の課題はあろうが、長期投資の実現に寄与するとともに、一定の流動性が確保される点で、年金のニーズに合致する特性を有している面がある。

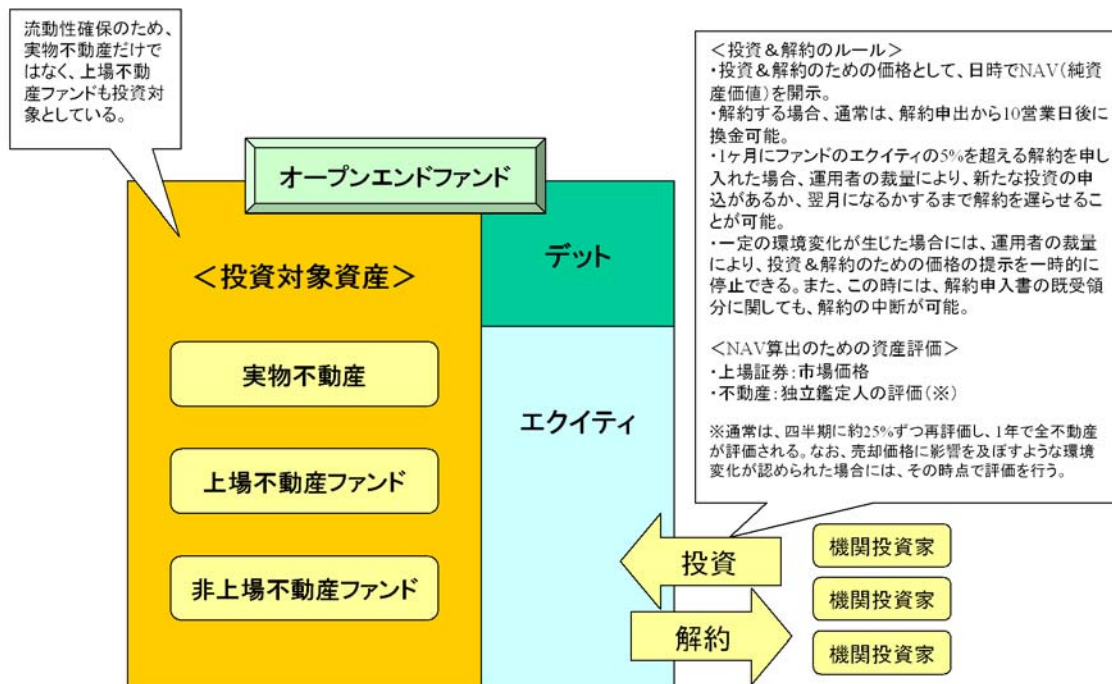
一方で、投資期間が 3～5 年である現状の商品によっても、運用期間をずらして平準化することで、実質的な長期投資に対応できている事例もある。この場合、同様の商品が継続的に提供されることが必要であり、この点が課題になる。

* オープンエンド型ファンドとは

日本における契約型の株式投資信託等で一般的な形態であり、一定の条件の下で、投資家は追加投資や償還要請を行うことが可能なファンドである。

ファンドへの追加投資や償還要請は、その時点におけるファンドの保有資産の内容に基づいて行われることになる。不動産の場合には、保有資産の評価、流動性が株式や債券とは異なることから、償還要請があった場合に保有資産をどのように評価し、一定の流動性を付与するかといった点がスキーム組成上のひとつの課題となる。

(図表 2-1-3) オープンエンド型ファンドのイメージ



【出所】 MACQUARIE DIRECT PROPERTY FUND Open-ended, unlisted property fund
 PRODC T DISCLOSURE STATEMENT-WHOLESALE を参考に ARES 作成

○ 非上場リート

Jリートを始めとする上場リートは、不動産証券化商品に流動性が付与されているものではあるが、パフォーマンスの点で上場株式との相関が高いという最近の状況も踏まえ、純粋に不動産のエクスポージャーを得たいという観点からすると、必ずしも合致していない状況がある。これに対して、非上場リートは、流動性の点で劣るものの、公開市場の値動きに晒されないという点が逆に長所になりうる。

*非上場リートとは

現在の日本や他の多くの国々においても、上場により流動性が高められているのがリートの重要な特徴である。しかし、日本を含めたいくつかの国々においては、取引所に上場していることを、制度上のリートの要件にはしていない⁴。したがって、取引所に上場しない場合であっても、リートの特徴である導管体としての性格を活用したファンドの組成も、制度上、可能である。米国等では実際に活用されている。

⁴ 2007年3月末時点においてARESが調査を行った17ヶ国のうち、上場リートしか認められていない国は9カ国。残りの8カ国では、上場の有無を要件としておらず、上場・非上場のいずれの場合にもリートが認められている。

○ インフラファンド

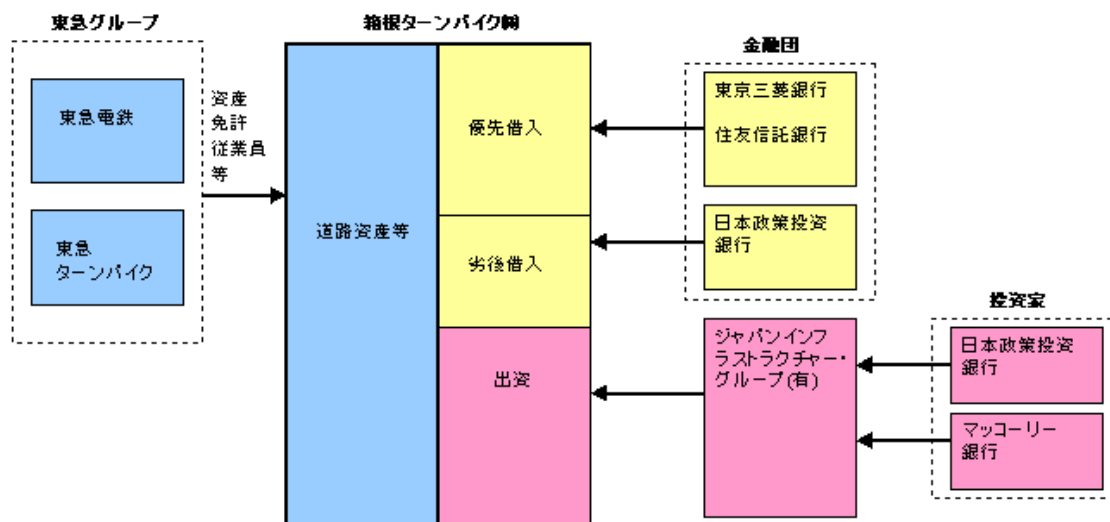
海外においては、昨今、年金基金等の機関投資家によるインフラ事業への投資が拡大している。ファンドを通じてインフラ事業に投資するものであり、長期にわたって安定したキャッシュフローが期待される。日本においては、現在のところ、PFIにおけるストラクチャードファイナンスの活用等はなされているものの、年金向けに組成される商品事例は少なく、海外のインフラへの投資も含めて、年金の運用資産として一般化しているとは言えないが、不動産私募ファンドの商品組成の点からすると、将来的な組み入れ資産として、あるいは、商品特性の点で示唆を与えるものであろう。

*インフラファンドとは

インフラストラクチャーに投資を行うファンド。インフラストラクチャーは社会基盤と呼ばれ、一般に、経済インフラと社会インフラに分類される。経済インフラには鉄道、空港、港湾、発電所等が含まれ、社会インフラとしては学校、病院等が含まれる。日本においてはまだ事例が少ないが、豪州等で発展している。なお、広義では、インフラ関連ビジネスを行う企業への投資を行うファンドもインフラファンドと称されることがあるが、これらは基本的に株式投信である。

(図表 2-1-4) インフラファンドの事例 (箱根ターンパイク)

下図における「ジャパンインフラストラクチャー・グループ(有)」がインフラファンドである。



【出所】 日本政策投資銀行ウェブサイト

(http://www.dbj.go.jp/japanese/release/rel2004/0302_pf.html)

○ デット型商品

不動産に関連する投資商品としては、エクイティ型商品である私募ファンドやリートだけではなく、デット型商品（CMBS（商業用不動産ローン担保証券：Commercial Mortgage Backed Securities）、RMBS）も存在する。年金向けにも商品の提供は行われているが、プレイヤーが少ないことなどもあって、あまり拡大していない。年金がデットの供給者となることで、エクイティ型商品とは異なった商品特性を有する投資機会が提供されるとともに、不動産投資市場における資金調達の安定化にも繋がることが期待される。

CMBS については、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」において、協会員が、証券化商品の販売を行うに際し、トレーサビリティ（追跡可能性）を確保するに足る説明態勢を構築するための具体的な検討を行っていることや、CMSA Japan（Commercial Mortgage Securities Association）において、各種報告書(Reporting Package)及び契約書(Documentation)に関する標準化が検討されているところであり、今後、投資の検討が行いやすくなる可能性がある。

○ ファンドオブファンズ (FOF)

年金のオルタナティブ投資では、日本の場合、ヘッジファンドが最も普及しているが、投資商品としては、シングルファンドよりもファンドオブファンズの採用例の方が多い。ファンドオブファンズは、個々のファンドに関してファンドオブファンズのマネージャーによるデューデリジェンスを活用することができ、また、少ないロットでも実質的に複数のファンドに投資可能になることでパフォーマンスのばらつきを平準化できるという特性がある。不動産は個別性が強いことから、類似した商品コンセプトであっても、パフォーマンスのばらつきがでる傾向があることに鑑みても、機関投資家向けのファンドオブファンズによる商品提供の拡大も期待される。

(図表 2-1-5) 不動産ファンドオブファンズのイメージ



【出所】 ARES 作成

(2) 年金、不動産会社・不動産投資顧問会社、信託銀行等が連携して検討すべき事項

○ Jリートの商品特性と投資家の志向を踏まえた理解の促進

Jリートは、代表的な不動産証券化商品の一つであり、上場商品であるという特徴を有するとともに、本質的には不動産賃貸事業からの収益を投資家に分配するスキームである。投資法人は、運用を始めとする業務の大半を外部委託するパッシブな事業体であり、また、導管性要件を充足するためには所得の90%超を分配する必要があることから、内部留保を活用した利益成長という選択肢をほとんど有していない。こうした性格からすると、Jリートは、安定的な分配金をもたらす一方で、事業そのものの収益は短期で大幅に変化する構造にはない。昨今におけるJリートの投資口価格の変動は、こうしたJリートの収益構造からもたらされる本来の商品特性と合致していないようにも見受けられ、特に外国人投資家を中心に、本来の商品特性とは異なる収益機会を期待する投資家の関心を惹起してきたところがある。

ただし、昨今の価格下落による分配金利回りの向上により、外国人投資家であっても、むしろ長期のインカム志向の投資家層が参入するなど状況に変化の兆しも見られる。一定の流動性を確保しつつ安定的な収益をもたらすというJリート本来の商品特性に対する、年金を含めた投資家への理解の促進と浸透を図り、商品特性と投資家層のミスマッチが解消されていくことで、Jリート本来の商品特性を実現し、商品特性に即した投資家の期待に応えていくことが望まれる。

また、Jリート市場に関しては、新たな投資商品が提供される動きもある。

一つはJリートのデリバティブ取引である。まず、大阪証券取引所（以下「大証」という。）においては、株券オプションの対象銘柄にJリートが追加された（平成20年5月12日に上場）。更に、東京証券取引所（以下「東証」という。）では、大証と同様、株券オプションの対象銘柄にJリートを追加するとともに、東証リート指数先物取引を導入する予定である。こうしたリートのデリバティブ商品を有効に活用できれば、投資家は、リートの価格変動リスクを抑制することができる可能性がある。

もう一つの新たな動きは、Jリートを投資対象とするETF（上場投資信託：Exchange-Traded Funds）の解禁である。金融庁は、平成19年12月に公表した「金融・資本市場競争力強化プラン」において、株式以外の上場有価証券を投資対象とするETFを解禁するための方策を講じる方針を打ち出している。ETFは、通常の投資信託と比較すると、取引所に上場されているため取引コストが安くなる傾向にあることや、一般に運用コストとしてかかる信託報酬が割安な傾向にあることから、Jリートに投資を行おうとする投資家に、新たな選択肢を提供するものであるといえる。

○ 不動産投資顧問会社による年金向けの投資一任業務への対応

金商法の施行により不動産に係る信託受益権等がみなし有価証券化されたことを受けて、従来からの投資顧問への一任という手法を用い、不動産関連投資を行うということが可能となった。具体的には、年金基金が投資運用業者と投資一任契約を締結し、投資運用業者が投資判断を一任された形で、不動産関連投資を行うということであるが、当該手法は、不動産投資について知識・経験のない年金基金が不動産投資を進めていく上で、法令により一定の能力を担保された一任業者を利用できるという点で、現在主流である信託銀行への信託を用いる方式に加えて、選択肢の1つとなりうるものであり、この場合、不動産投資に知見のある投資運用業者がこうした役割を担うことが期待される。

なお、不動産会社系列の投資運用業者については、現時点では、金商法施行後間もないこともあり、当該法令に基づき、私募ファンドの運用を適切に行う方向での対応にとどまっているが、今後、年金基金からの一任の受託という新たなビジネスへの参入の動きが期待される。

○ 不動産投資パフォーマンス開示の標準化

年金の不動産運用におけるディスクロージャーには、①個別不動産ごとのディスクロージャー、②不動産ファンド単位でのディスクロージャー、③信託銀行又は投資運用業者単位でのディスクロージャーと3つの段階がある(参考1「(図表2-1-24)投資パフォーマンス開示の3つの段階」参照)。私募ファンドに関しては、行為規制は受けるが、ディスクロージャー規制は受けていないため、必要な開示項目は法的には定められていない。

しかし、当然のことながら、投資家の投資判断に必要な情報の説明やレポートは適時・適切に行われており、その内容、頻度についてはバリエーションがある。なお、年金による不動産投資の場合には、現在のところ、信託銀行を介して行うケースが多いが、この場合、不動産ファンドのアセットマネジメント(以下「AM」という。)会社にとっての直接の投資家は信託銀行であることから、基本的にAM会社は、例えば下図のような内容について信託銀行に説明やレポートを行うことになる。信託銀行では下図のようなAM会社からの説明やレポートを踏まえて、これを整理した上で、年金に対して必要な説明やレポートを行っている。

(図表 2-1-6) 不動産投資顧問会社による投資家への開示の例

| |
|--|
| <p><アセットマネージャーとしての開示></p> <p>①運用計画書 ファンド運用計画、損益計画、資産組入計画、資金調達計画や、具体的な物件管理を行うための物件毎の物件管理計画の策定を行い、投資家に報告している。</p> <p>②運用報告書 運用実績、物件毎の管理実績を定期的に報告している。</p> |
| <p><第2種業者（私募の取扱い）としての開示></p> <p>①投資事業の概要 (目標資産規模、運用期間、投資対象、借入方針、物件運営・売却方針)</p> <p>②証券発行体（ヴィークル）に関する情報 (スキーム、ファンド関係者、契約関係、会計等の運営方針)</p> <p>③投資家の権利内容、譲渡性に関する情報</p> <p>④投資対象としての不動産に関する情報</p> <p>⑤投資リターンに関する情報</p> <p>⑥利害関係人取引への対応方針に関する情報</p> <p>⑦リスク情報</p> |

【出所】 詳細については、『第2章第3節 金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営 (4).1.投資家への開示』を参照

私募ファンドの投資家の多くは適格機関投資家であり、投資家と事業者の間において、法的に規制は無くとも、必要な開示項目についてのコンセンサスが構築されている場合が多い。一方、事業者間において、パフォーマンス計上基準や開示項目について、個社ごとのばらつきがある現状も否定できない。一部では、既に動きが始まっているところもあるが、例えば、以下のような点に関し、株式や債券といった資産とは異なる、不動産市場の特性を踏まえた検討が期待される。

- * ファンドレベル：年金が期待する具体的なパフォーマンス開示等の内容及びこれに関するガイドライン等
- * 年金受託機関（信託銀行及び投資運用業者）レベル：年金信託⁵又は年金特定信託⁶により投資される私募ファンドのパフォーマンス計上基準（収益計上や時価評価等）や、これに対応した開示等の標準化⁷

⁵ 信託銀行が受託者として資産の管理・運用を行う。

⁶ いわゆる年金特金。基金と投資一任契約を締結した投資運用業者が運用方法を特定し、資産の管理のみを信託銀行が受託する。

⁷ 具体的には、ディスクロズ帳票（※）に集計される私募ファンド等のパフォーマンスに

○ ベンチマークの構築

年金における運用パフォーマンスの評価、他資産との比較等の観点から、年金の説明責任を果たしていく上で、ベンチマークの存在が、不動産投資の説明性の向上に寄与するものと考えられる。例えば米国においては、下図のように、各種の不動産関連投資商品に対応して、インデックスが整備されている。上記の投資パフォーマンスの開示と同様、不動産の特性を踏まえた上で、年金が活用していく上で有効と認識されるベンチマークの構築が期待される。

(図表 2-1-7) 米国における主な不動産関係のインデックス

| | エクイティ | デット |
|----|--|--|
| 公募 | ・ Dow Jones Wilshire REIT Index ・ Morgan Stanley REIT Index (RMS) ・ FTSE NAREIT Equity Index | ・ Lehman Brothers Commercial Mortgage-Backed Securities Index |
| 私募 | ・ NCREIF Property Index ・ NCREIF Fund Index (NFI-ODCE) | ・ Giliberto-Levy Commercial Mortgage Performance Index (GLCMPI) |

【出所】 第3回『ARES 年金フォーラム』資料、第2回『JAREFE・ARES 不動産投資インデックスセミナー』資料（2007年11月）を参考に ARES 作成

○ フィー水準を含めたビジネスモデルの再構築

日本における不動産証券化は、不良債権処理に端を発した経緯もあり、当初はオポチュニスティックな投資が主体であり、こうした投資機会を捉えた高いリターンを背景とするフィー水準を前提とするビジネスモデルが構築されてきた。しかしながら、不動産証券化の発展と不動産投資市場の成熟化に伴い、オポチュニスティックな投資機会のみならず、長期安定的な不動産投資が拡大する中で、長期安定的な投資に見合ったフィー水準や長期安定的な投資に適したストラクチャーの可能性について、関心が示されるようになってきている。

不動産投資は、個別性の強さや様々な関係当事者が関与すること等に起因して、一般に、取引や管理にかかる費用が、株式や債券といった伝統的資産に比べて高くなる特性がある。しかしながら、年金運用においては、不動産についても、他の資産との

ついて、計上の段階の考え方を整理することにより、パフォーマンス開示の基本的な考え方の標準化を図ろうとする動きがあり、信託協会を中心に検討がなされている。
(※) 年金信託又は年金特金により、年金から資産管理を受託している信託銀行（カストディ）が、受託資産（不動産を含む。）の運用状況に関し、定期的（月次、四半期、年次）に投資パフォーマンスを報告する際に使用する帳票。ただし、運用状況の実質的な報告は、これとは別に、運用を受託している信託銀行や投資運用業者から、概ね四半期ごとに行われている。

比較優位性の中で投資判断がなされるものである。長期安定的な投資という観点から他の資産と比較すると、フィー水準に相対的な割高感があるという指摘もある。事業者においては、例えば、業務の標準化やシステム化等、より効率的な運営の可能性について検討するとともに、伝統的資産の運用と不動産の運用の相違について投資家の理解を得る努力をすることによって、投資家にとってより納得感のあるフィー水準で長期安定運用を行うためのビジネスプランを構築することが期待されている。

(3) 年金基金向け等の様々な不動産投資一任サービスの展望

①年金による不動産投資のあり方と年金基金向けの様々なサービスや商品の提供

年金運用のあるべき姿と不動産投資という観点からは、年金運用全体の中で、不動産投資をどう位置付けるかについて、十分な検討を行う必要があるだろう。米国では、ERISA法（従業員退職所得保証法：Employee Retirement Income Security Act）に基づき、年金は、投資運用のあり方まで含めて善管注意義務を果たすことが要求され、この一環として、適切な分散投資を行うことが義務付けられている（参考1参照）。個々の年金において、不動産投資を行う目的を明確化しておくことが、年金としての説明責任を果たす上で重要になるものと思われる。

実際に不動産投資を行っていくにあたっては、上記2. 1. 2. (1)で触れたように、個々の年金の目的に応じて、年金の不動産運用に対するニーズにはかなり相違があり、既に不動産投資を実施している年金も含め、一部には、海外不動産やインフラファンドへの投資を視野に入れる年金もあり、多様化の様相を呈している。こうした個々の年金のニーズを踏まえながら、市場競争の中で、様々なサービスや商品の提供が行われることが、年金の運用対象としての不動産の魅力を上向きさせるとともに、不動産投資市場の更なる発展に寄与するものと思われる。

こうした新たなサービスや商品の提供に際しては、需要サイドである年金と供給サイドである事業者との間で意見や情報の交換を行い、運用ニーズから生じるサービスや商品の必要性を認識し、コンセンサスを構築していくことが求められるであろう。このためには、年金WGのように年金基金側と事業者側の双方が対話できるような枠組みが継続されるとともに、例えば、米国においては、PREA（米国年金不動産協会：Pension Real Estate Association）のような組織を通じて、不動産投資を投資家の立場で考えるための「場」が構築されているが、日本においても、こうした意見や情報の交換が、広く円滑に行われるための「場」が共有されることが、年金による不動産投資の発展に資するものと考えられることから、今後、その有り様も含めた検討が行われることが期待される。

②不動産投資一任サービスに期待される役割と現状

前述の通り、金商法の施行により不動産に係る信託受益権等がみなし有価証券化されたことを受けて、従来からの投資顧問への一任という手法を用い、不動産関連投資を行うことが可能となった。この点は、年金運用と不動産投資の関係という観点から考えると、ひとつの大きな変化である。すなわち、当該手法は、不動産投資について知識・経験のない年金基金が不動産投資を進めていく上で、法令により一定の能力を担保された一任業者を利用できるという点で、現在主流である信託銀行への信託を用いる方式に加えて、選択肢の1つとなりうるものであり、不動産投資に知見のある投資運用業者がこうした役割を担うことが期待される。

一方、投資運用業者については、現時点では、金商法施行後間もないこともあり、不動産会社系列の投資運用会社は専ら私募ファンドの運用を行うにとどまっており、また、投資運用業の登録そのものも申請中の段階で業者が出揃っておらず、自主規制機関による自主ルールの策定も完了していない状況である。これまでとは異なるビジネスモデルになる年金基金向け等の不動産投資一任サービスをこれらの投資運用会社が手がけていくためには、これに対応した新たな態勢整備が必要になるものと思われることから、現状においては、各社とも慎重な姿勢を取っているものと見られる。したがって、年金基金向け等の不動産投資一任サービスが実際に提供されるようになるには、必要となる体制整備についての検討も含め、一定程度時間を要するものと思われる。

③不動産投資一任サービスの普及に向けての対話等

<企業年金連合会をはじめとする年金基金側との対話>

今後、これらの体制整備が進む中で、年金基金等が安心して不動産投資を行うことができるよう、年金基金と投資運用会社との密接な対話が行われることが望まれるところであり、現在、企業年金連合会が不動産に投資する方向性を打ち出し、率先して投資運用業者との一任契約に向けての対話を進めていることは非常に重要である。昨今では、企業年金連合会の動きに加え、GPIFの運用について経済財政諮問会議の金融・資本市場ワーキンググループの中で行われている検討において不動産について言及されたりするなど、大規模な年金、公的年金において、不動産運用への意欲や検討の必要性が高まってきているところがある。年金としての体制の構築という観点からすると、大規模な年金基金であればこそ、不動産投資一任サービスを有効に活用していくための人的なリソースや組織体制を具備しやすい環境にあるものと思われることから、企業年金連合会が実際に一任契約の締結を行い、不動産投資を行うことで、契約締結、業者の選定、業者からの情報提供等のノウハウが積み上げられ、これが各年金基金に提供されていくということは望ましい流れと言える。また、こうした商品需要サイドから具体的な動きがでてくることによって、商品供給サイドの事業者の側においても、実際的な取組へ向けた検討が進展するという面もあるであろう。

<年金基金のニーズに対応した一任業務の検討・普及>

投資運用業者側からも、こうした流れを促進するため、不動産投資に不慣れな年金基金が安心して不動産投資を一任できるようにとの視点から、例えば、前述の不動産投資を投資家の立場で考える組織への参画などを通じた年金基金のニーズを汲み取る努力を行い、法令や自主規制ルールとは別の形で、年金基金のニーズに対応した業務執行のあり方などを検討していくことも考慮すべきであろう。

<年金運用コンサルタントの普及>

さらに、年金基金の不動産投資を促進する観点からは、不動産投資についての有用性を理解し、十分な知見を併せ持つ年金運用コンサルタントの出現・普及が期待される場所であり、こうした年金運用コンサルタントが、不動産投資に係る投資一任による運用を行う投資運用業者の適切な選定に関与することを通じ、投資一任方式の普及が促進されることも考えられる。

年金はその長期安定運用を志向する特性から、今後、日本においても、不動産投資市場のメインプレイヤーの一角を占めていくことが考えられる。不動産が年金の運用資産として確固たる位置付けを担うことで、年金運用の安定化に資するとともに、不動産投資市場の発展にも繋がることが期待される場所である。

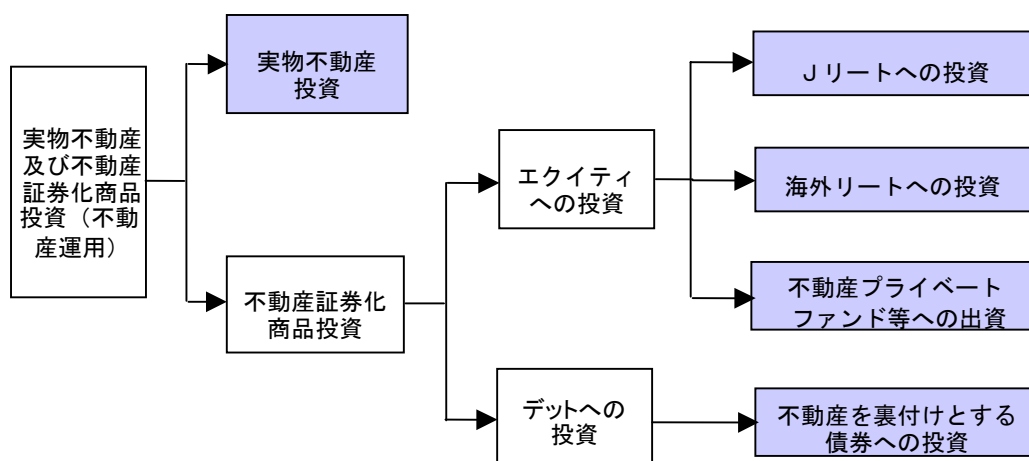
以上

第2章第1節<参考1> 年金による不動産投資と不動産投資一任サービスの現状

ここでは、年金 WG における検討の背景となっている年金による不動産投資や不動産投資一任サービスの現状について、アンケート結果等により概観する。

まず、不動産投資を投資形態から分類すると、次のような整理が考えられる。

(図表 2-1-8) 不動産投資の形態



A. 実物不動産投資：

実物不動産もしくは不動産信託受益権への直接投資

B. Jリートへの投資：

Jリート（上場不動産投資信託、J-REIT）の投資口への投資。または、Jリートをポートフォリオに組み込んだ証券投資信託の購入。証券投資信託を通じたJリートへの間接投資。

C. 海外リートへの投資：

海外リート（上場不動産投資信託）の投資口への投資。または、海外のリートをポートフォリオに組み込んだ証券投資信託の購入。証券投資信託を通じた海外リートへの間接投資。

D. 不動産私募ファンド等への出資：

プライベートな形態の不動産ファンドへの出資（有限会社 SPC への匿名組合出資など）。その他エクイティ型不動産証券化商品への投資（資産流動化法上の特定目的会社が発行する優先出資証券への投資など）。

E. 不動産を裏付けとする債券への投資：

CMBS、RMBS 含めた不動産または不動産担保ローンを裏付けとする債券型不動産証券化商品への投資。

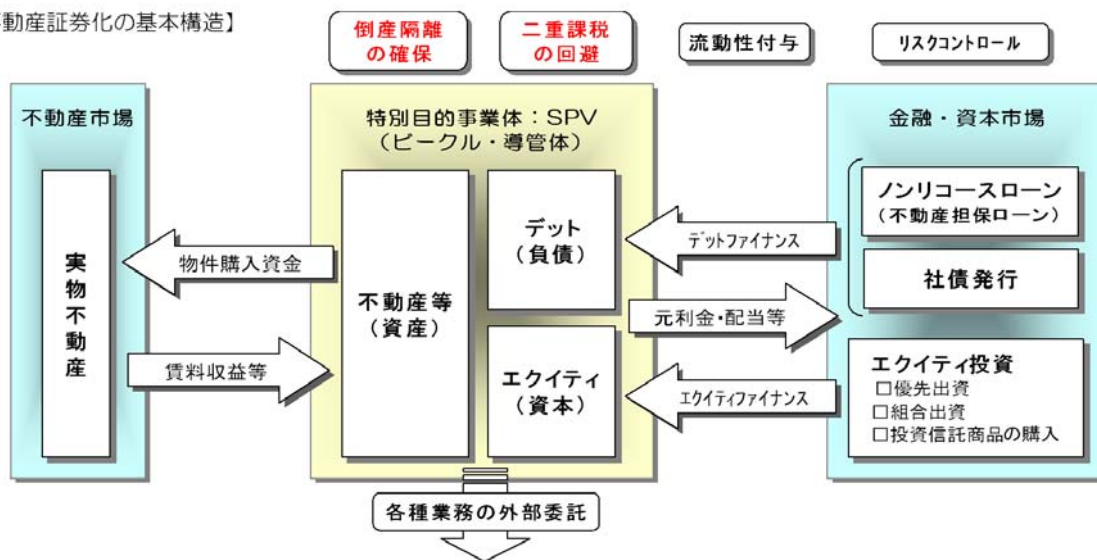
【出所】『第7回機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査報告書』

ARES（2007年8月）より

企業への投資の形態として、株式の購入によるエクイティ部分への投資と、社債やローンの貸付といったデット部分への投資が存在するのと同様に、証券化スキームを通じた不動産への投資にも、エクイティ投資とデット投資が存在する。

(図表 2-1-9) 不動産証券化の基本的なスキームと投資商品としての特徴

【不動産証券化の基本構造】

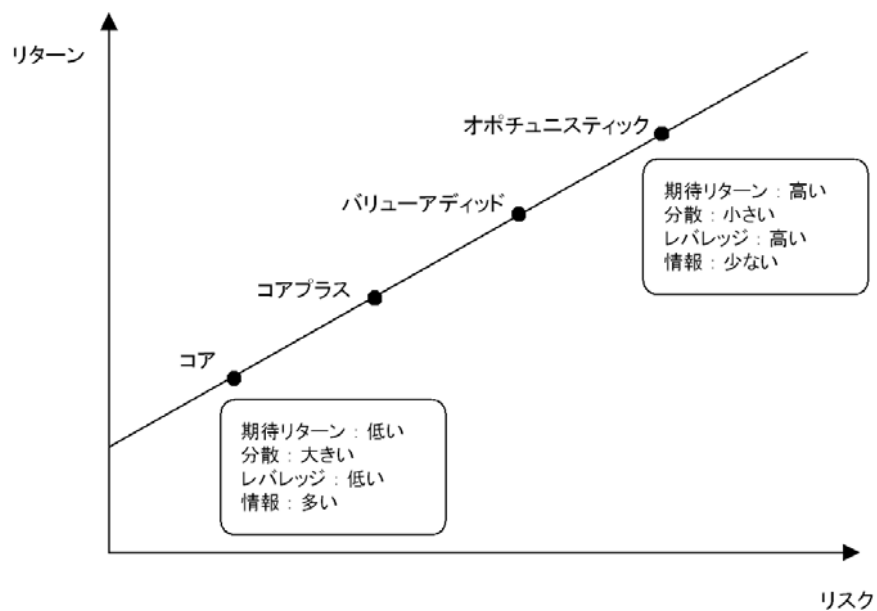


| | | エクイティ | デット |
|------------------------|----|---|--|
| 主な 投資商品 (投資形態) | 公募 | <ul style="list-style-type: none"> ○リート ・Jリート ・海外リート (米、豪など) ・上記に投資するファンドオブファンズ (グローバルリートファンド等) | <ul style="list-style-type: none"> ○mortgage-backed securities ※不動産担保ローン債権を裏付資産とする資産担保証券 ・CMBS ・RMBS |
| | 私募 | <ul style="list-style-type: none"> ○実物不動産 ○不動産信託受益権 ○私募ファンド ・匿名組合出資 ・TMK への優先出資 | <ul style="list-style-type: none"> ○貸付金 ・ノンリコースローン ・メザニンローン ○私募債 |
| エクイティとデットの比較における相対的な特徴 | | <ul style="list-style-type: none"> ・事業の成否によって受け取る配当が左右される。 ・不動産の資産特性を享受する目的により適する。 ・相対的にハイリスクハイリターン | <ul style="list-style-type: none"> ・予め定められた元利金を受け取る権利のみを有する。 ・債券的性格が強く、債券投資の一環で投資する場合も多い。 ・相対的にローリスクローリターン |

【出所】ARES 作成

このほか、投資戦略やリスクリターンの水準等による分類もなされる。

(図表 2-1-10) 投資スタイルによるリスクリターン特性イメージ図



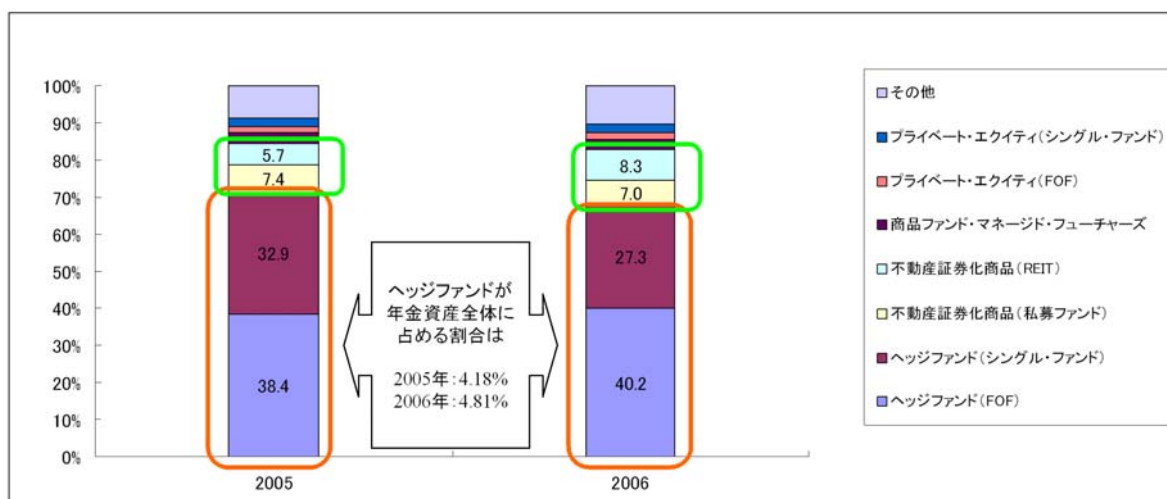
【出所】 企業年金連合会『企業年金 オルタナティブ投資ハンドブック』(2007年3月)より

(1) 年金による不動産投資の状況

日本における年金による不動産投資については、従来より、年金信託を通じた実物不動産投資として実施されており、1997年12月に撤廃された5:3:3:2規制の下において、不動産は2割以下とする資産配分規制がなされていた。しかし、規制撤廃以前から、不動産への実際の資産配分比率は規制の上限よりも大幅に低く、90年代を通じて1%に満たない資産配分比率で推移していた。

しかし、昨今では、オルタナティブ投資の一環として、実物不動産に代わって、リートや私募ファンドなどの不動産証券化商品が、年金の投資対象に組み入れられ始めている。ヘッジファンドへの投資割合との対比から推計すると、年金資産全体に占める不動産証券化商品への投資割合は、2005年で0.8%程度、2006年は1.1%程度¹と見られる。

(図表2-1-11) オルタナティブ投資の実施状況 (商品別)



※ 上記の商品別割合はオルタナティブ資産額の加重平均(オルタナティブ資産全体を100%とした際の比率)

【出所】『月刊 企業年金』企業年金連合会 (2006年10月・2007年10月)

掲載データより ARES 作成

¹ 例えば、2005年の場合、年金資産全体の中でヘッジファンドが4.18%となっており、オルタナティブ投資全体の中で、ヘッジファンドが32.9% + 38.4% = 71.3%、不動産証券化商品が5.7% + 7.4% = 13.1%となっていることから、以下のように推計している。

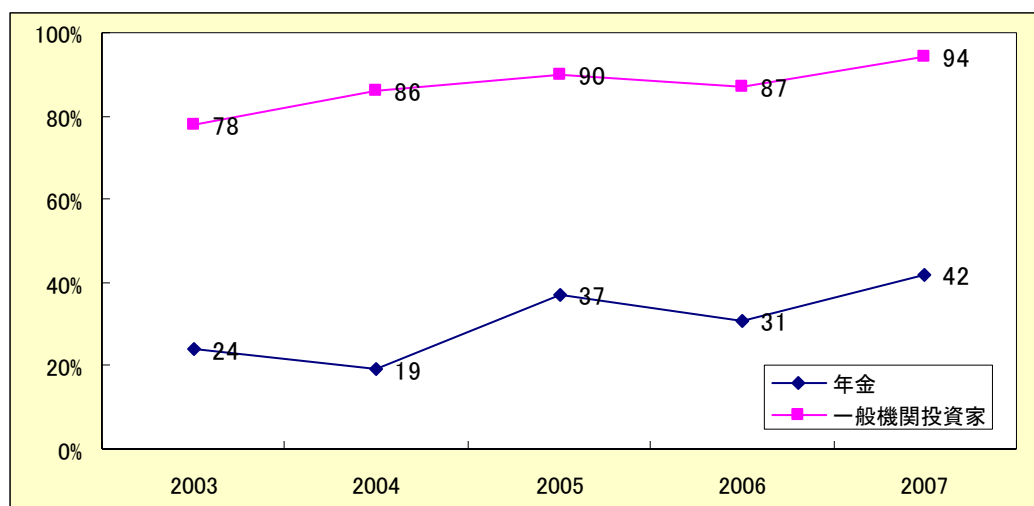
$$4.18\% \div 71.3\% \times 13.1\% \cong 0.77\%$$

同様に、2006年については、以下の通り。

$$4.81\% \div (27.3\% + 40.2\%) \times (8.3\% + 7.0\%) \cong 1.09\%$$

前記のように、依然として不動産への投資割合は少ないものの、不動産投資を行っている年金の比率は上昇傾向にある。ただし、一般の機関投資家（生命保険会社、損害保険会社、銀行、信託銀行等）における不動産投資の状況とは開きが大きい。

（図表 2-1-12）不動産（実物・証券化商品）投資を行っていると回答した比率²



【出所】『第7回 機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査報告書』

ARES（2007年8月）より

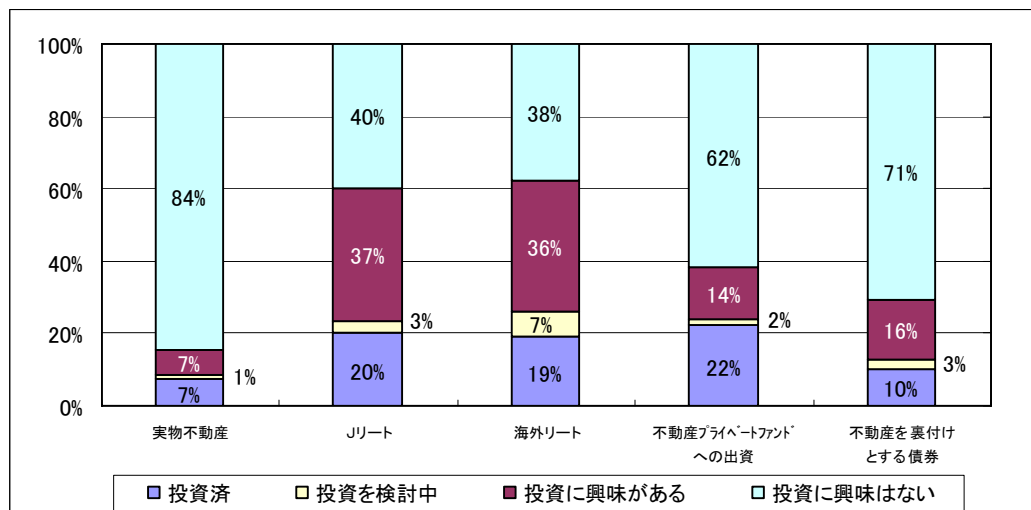
以下（図表 2-1-12）～（図表 2-1-18）についても同じ

² なお、上記の ARES のアンケート調査への回答者は、アンケート項目の性質上、不動産投資に関心が高い傾向がある可能性について留意が必要である。例えば、大和ファンド・コンサルティングの実施しているアンケート調査によれば、年金による不動産投資の実施比率は以下のように推移している。

2005年：16.8%、 2006年：17.0%、 2007年：20.1%

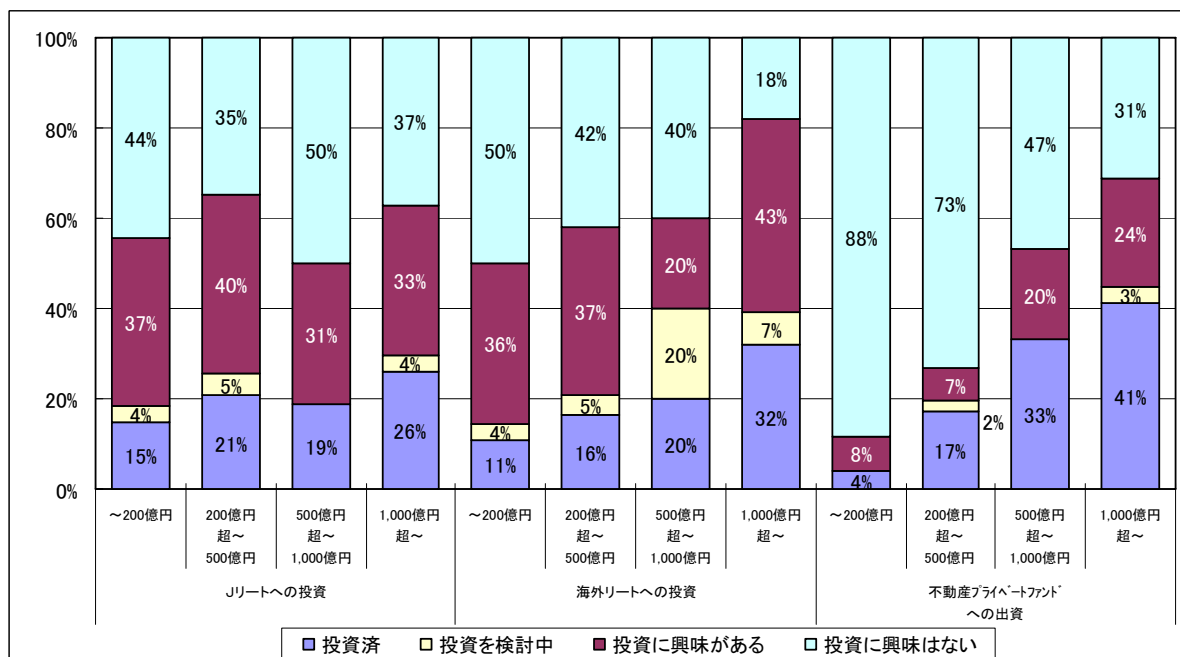
このうち年金について投資対象別に状況を見ると、実施済みの商品では私募ファンドの比率が高い。しかし、今後の投資対象としてはむしろリート（国内・海外）への関心が高くなっており、今後の拡大が見込まれる。実物不動産への関心は相対的に低い。

(図表 2-1-13) 投資対象別の投資の有無



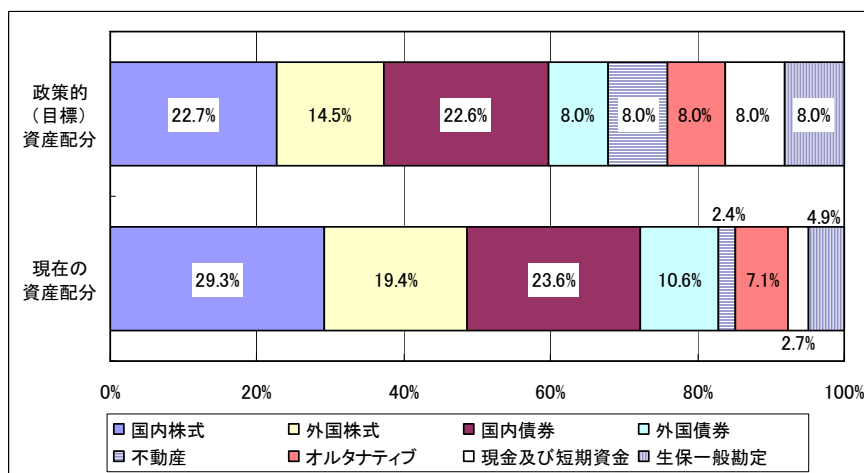
なお、年金の資産規模に関わらずリートへの関心は総じて高いが、私募ファンドに対する関心は、年金の規模によって大きく異なり、実施状況と今後の関心のいずれにおいても、大規模な年金ほど比率が高くなっている。

(図表 2-1-14) 運用資産規模別・投資対象別の投資の有無



このように、不動産への資産配分意欲は高まってきている。しかし、実際の投資状況はアロケーション上で目標とする水準に達しておらず、投資実績が追いついていない現状が読み取れることから、投資拡大の余地があるものとみられる。

(図表 2-1-15) 資産配分の状況



(2) 年金の不動産投資に対する見解

以上で見たように、年金による不動産投資は徐々に拡大してはいるが、いまだ普及が進んでいないとまでは言えない。その理由について考察するため、ここで、年金が不動産投資をどのように見ているかについて確認する。

まず、年金が投資検討の際に重視する点として挙げられている項目を見ると、商品によって多少のばらつきはあるが、収益の安定性に対する期待が強い。リートやプライベート・ファンドでは、これに加えて運用会社の実績及び能力も重視されている。

(図表 2-1-16) 投資を検討する際に重要とおもわれる項目

| | | |
|-----------------------|----|--------------|
| 実物不動産 | 1位 | 収益の安定性 |
| | 2位 | 投資収益率 |
| | 3位 | 取得不動産の質 |
| Jリート | 1位 | 収益の安定性 |
| | 2位 | 運用会社の実績及び能力 |
| | 3位 | 投資収益率 |
| 海外リート | 1位 | 収益の安定性 |
| | 2位 | 運用会社の実績及び能力 |
| | 3位 | 他資産との相関性 |
| 不動産プライベート ファンドへの出資 | 1位 | 運用会社の実績及び能力 |
| | 2位 | 収益の安定性 |
| | 3位 | ファンド保有の不動産の質 |

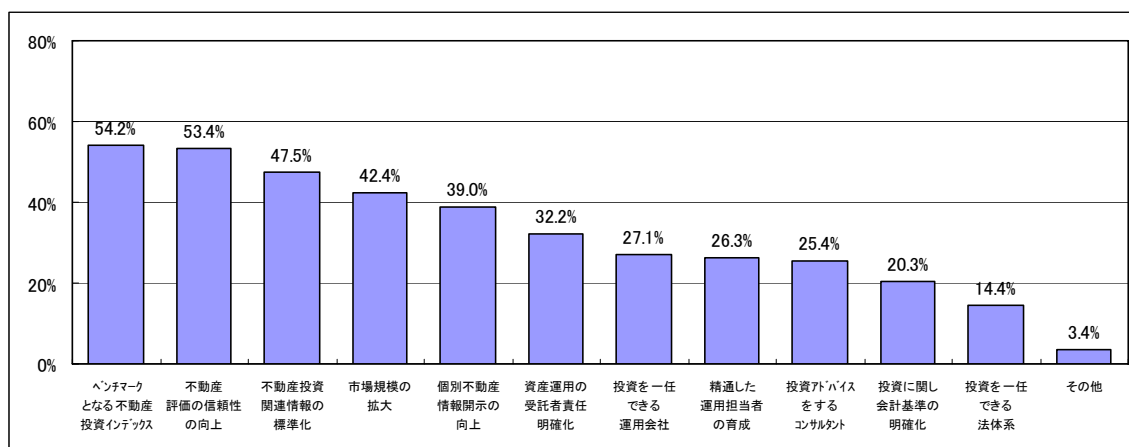
一方で、不動産投資を行っていない年金が投資を行わない理由として挙げている項目を見ると、商品特性に対する理解が進んでいないことや、個別ファンドの情報が少ないこと、ベンチマークが無いことなどが課題として挙げられている。

(図表 2-1-17) 実物不動産・不動産証券化商品に投資を行わない理由

| | | |
|-----------------------|----|---------------|
| 実物不動産 | 1位 | 流動性が低い |
| | 2位 | 実物不動産の特性の理解ない |
| | 3位 | 個別の情報が少ない |
| Jリート | 1位 | 商品特性がわからない |
| | 2位 | 個別ファンドの情報が少ない |
| | 3位 | 銘柄が少ない・規模小さい |
| 海外リート | 1位 | 商品特性がわからない |
| | 2位 | 個別ファンドの情報が少ない |
| | 3位 | ベンチマークがない |
| 不動産プライベート ファンドへの出資 | 1位 | 商品特性がわからない |
| | 2位 | 個別ファンドの情報が少ない |
| | 3位 | ベンチマークがない |
| 不動産を裏付けとする 債券 | 1位 | 商品特性がわからない |
| | 2位 | 個別の情報が少ない |
| | 3位 | ベンチマークがない |

前述のような課題を受けて、今後必要なものとしては、ベンチマーク・インデックス、不動産の評価、情報の標準化等、情報開示に関する要望が多い。

(図表 2-1-18) 不動産投資を行うために必要なこと



このように年金が不動産投資を行うために必要であると考えているポイントについて、まだ不動産投資を実施していない年金と既に不動産投資を実施済みの年金に分けて見ると、一部、異なった傾向が見られる。

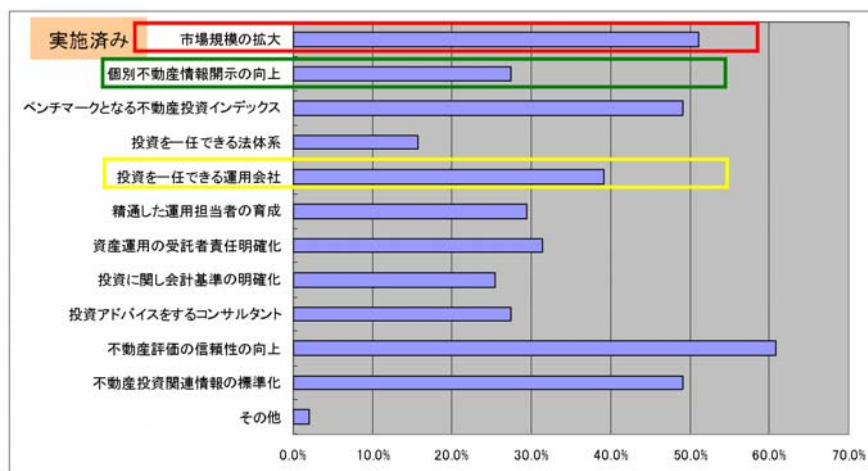
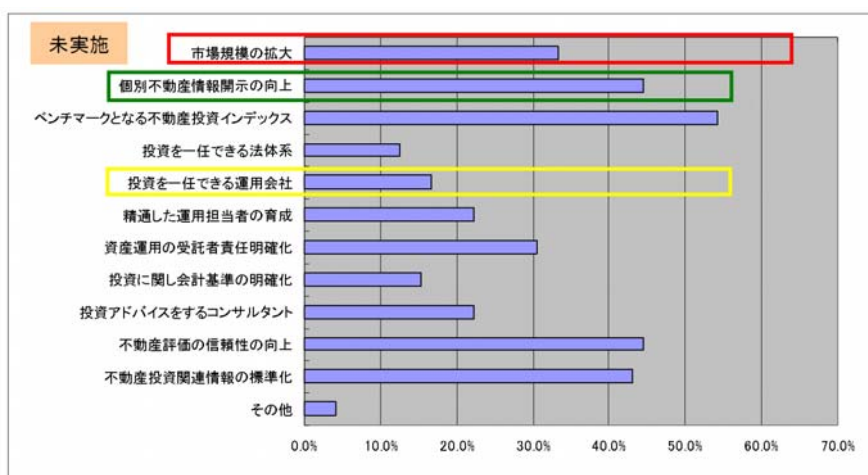
未実施の年金と実施済みの年金の差が特に大きいのは以下の項目である。

未実施>実施済み：「個別不動産情報開示の向上」

未実施<実施済み：「市場規模の拡大」、「投資を一任できる運用会社」

未実施の年金は、個別不動産情報の開示が向上することが今後、不動産投資を始めるために必要だと考えていると見られる。一方で、既に実施済みの年金においては、それよりもむしろ、投資を一任できる運用会社の必要性を感じているという状況になっている。

(図表 2-1-19) 不動産投資を行うために必要なこと（実施状況別）



【出所】 アンケート回答データを元に ARES 作成

(3) 金商法と年金の不動産投資

①年金と適格機関投資家、特定投資家の関係

金商法の施行によって、適格機関投資家の定義が一部改正され、厚生年金基金だけでなく、企業年金基金も届出により適格機関投資家になることが認められた。また、税制面でも、平成 20 年度税制改正において、特定目的会社に係る課税の特例等について、金商法同様、企業年金基金が税法上の機関投資家として取り扱われるための措置がなされている³。現時点においては、届出を行っている厚生年金基金は少なく、企業年金ではまだ届出を行っているところはないことから、大部分の年金基金は適格機関投資家に該当しないものとなっている。

(図表 2-1-20) 適格機関投資家 (年金関係) まとめ

<規定によりそのまま適格機関投資家となるもの>

- ・年金積立金管理運用独立行政法人
- ・企業年金連合会

<届出により適格機関投資家になるもの>

- ・厚生年金基金・企業年金基金で、直近の貸借対照表上において純資産が 100 億円以上あるものとして金融庁長官に届出を行った者

⇒適格機関投資家の届出を行っている厚生年金基金、企業年金基金

(平成 20 年 3 月 1 日時点)

以下の 6 基金

朝日新聞厚生年金基金

神奈川県乗用自動車厚生年金基金

建設関係法人厚生年金基金

東京乗用旅客自動車厚生年金基金

名古屋薬業厚生年金基金

愛鉄連厚生年金基金

※規約型年金は独立した法人格ではないため、一般事業法人として適格機関投資家に該当するか否かが定まる。

【出所】金融庁公表資料等を参考に ARES 作成

³ 平成 20 年度税制改正の要綱 (平成 20 年 1 月 11 日 閣議決定)

また、金商法において、新たに「特定投資家」の概念が導入された。特定投資家は、金商法上プロとして取り扱われ、書面交付義務などの適用が除外される。金商法の「柔軟化」というコンセプトに沿った制度であるといえる。前述の適格機関投資家については、規定上、自動的に特定投資家になる。したがって、適格機関投資家の届出を行った年金基金は特定投資家として取扱われる。(下図①)一方、それ以外の年金は、特定投資家への移行可能な一般投資家の分類となる。(下図③)

(図表 2-1-21) 特定投資家・一般投資家の別、移行の手続等

| | | |
|-------|----------------------------------|--|
| 特定投資家 | ①一般投資家への移行不可 (適格機関投資家、国、日本銀行) | ↑ 投資家の申出により 一定の手続を 経れば移行可能 ↓ |
| | ②一般投資家への移行可能 (一定の法人) | |
| 一般投資家 | ③特定投資家への移行可能 (①・②以外の法人、一定の個人) | |
| | ④特定投資家への移行不可 (個人(③の個人を除く)) | |

| | |
|---------------------|--|
| ・移行の単位 (「契約の種類」) | ・4種類(有価証券関係、デリバティブ取引関係、投資顧問契約関係、投資一任契約関係)。 |
| ・移行の期間 | ・原則1年間。ただし、適切な方法で公表している場合は、業者が定める一定の日を期限日とすることを容認。 |
| ・移行承諾の 手続 | ・業者から顧客への書面交付義務(プロ→アマの場合)、書面による同意取得義務(アマ→プロ)など (書面記載事項として、「当該業者から、当該「契約の種類」についてのみ移行が認められること」などを追加。) |
| ・行為規制の 適用除外 | ・除外要件を整備。(例：契約締結時等書面・運用報告書の交付義務の除外は、照会への回答体制の整備を要件付け)。 ・投資顧問契約・投資一任契約の場合、期限日後には移行(アマ→プロ)の効果が及ばない旨を明確化。 ・金販法上の説明義務が除外される者(特定顧客)の範囲に、特定投資家を追加。 (「特定投資家に移行した一般投資家」を含み、「一般投資家に移行した特定投資家」を除く。) |

【出所】金融庁公表資料より抜粋

②投資運用業者としての登録とその位置付け

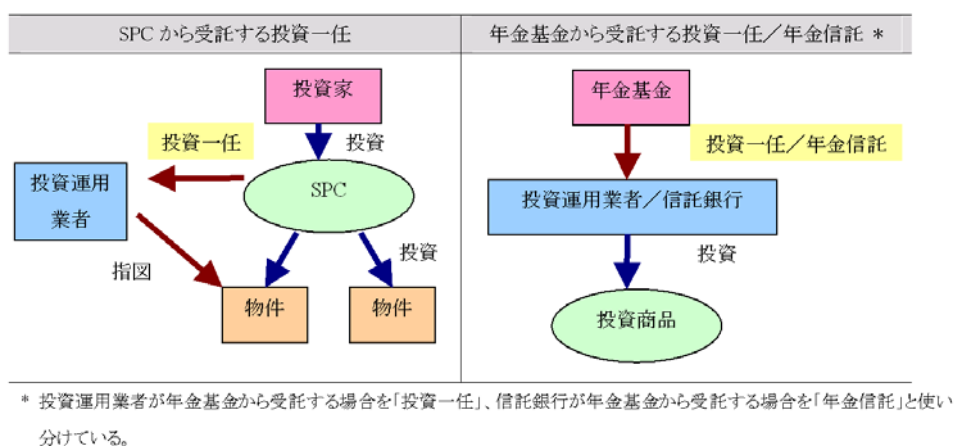
金商法の施行により、不動産投資に関する規制の枠組みは大きく変化した。現在、不動産ファンドを運用する AM 会社は、以下の 2 つの方向で対応しているものと思われる。

- ・ 投資運用業の登録
- ・ 金商法 63 条の特例業務の届出

この結果、不動産証券化業界において投資一任業務を提供することが可能な投資運用業者が増加する見込みである。金商法施行後に総合不動産投資顧問業者としての登録が急増⁴しているが、こうした AM 会社は、基本的に、金商法の不動産関連特定投資運用業の人的要件を踏まえ、投資運用業者としての登録を企図しているものと見られる。

これらの AM 会社は、多くの場合、SPC を対象とした投資一任を想定しており、現時点においては、必ずしも年金基金から直接に一任を受けて運用することを意図していないものと思われる。ただし、今後 AM 会社により金商法上の投資運用業者としての登録が進むことで、結果として、AM 会社の中に、資格要件として年金基金から直接に一任を受けることができる業者が増えることから、年金基金の選択の幅が広がる可能性があるともいえる。

(図表 2-1-22) 投資一任の 2 つの意味



【出所】ARES 資料より

⁴ 金商法施行時点 (2007 年 9 月末) : 6 社 (J リート運用会社 4 社、信託銀行 2 社)

⇒ 現在 (2008 年 3 月 21 日時点) : 78 社

『不動産投資顧問業データベース』(財) 土地総合研究所ウェブサイトより

こうした現状を踏まえながら、運用手法やスキームに関して、今後の可能性も含めて、法的枠組みについて確認を行ったのが下図である。不動産私募ファンドへの投資の際の運用手法は、年金の側から見た場合、2つの視点から4つのTYPEに分類できる。

従来及び現状においては、TYPE A または TYPE B の活用例が多いが、今後、AM 会社による投資運用業登録が進むことで、TYPE C 及び TYPE D の実現可能性が高まることになるであろう。この際、投資運用業者である AM 会社においては、年金資金の運用に伴う受託者責任を充足するために、どのような体制整備等を行っていくのが課題になる。

(図表 2-1-23) 投資一任の2つの意味

| | 年金信託／投資一任先と 運用会社が別 | 年金信託／投資一任先と 運用会社が同じグループ |
|------------------|-----------------------|----------------------------|
| 信託銀行 | TYPE A | TYPE B *1 |
| 投資運用業者 (投資顧問) | TYPE C | TYPE D *2 |

*1: 信託銀行の年金部門とは、年金信託業務の受託部門を意味し、直接、年金基金と契約を締結する。信託銀行の運用部門とは、不動産部門など不動産ファンドの組成および運用を行う部門／関連会社を意味する

*2: 投資運用業者の投資顧問部門とは、投資一任業務の受託部門／関連会社を意味し、直接、年金基金と契約を締結する。投資運用業者の運用部門とは、不動産ファンドの組成および運用を行う部門／関連会社を意味する。

【出所】ARES 資料より

また、更なる不動産投資の進展のためには、長期的な視点から、次のような点に関する検討も有益であり、既存の枠組みにとらわれない制度論、スキーム論が期待される。

- ・年金基金の自家運用による不動産ファンドへの投資
- ・TK-GK スキームに代わる不動産投資信託の活用
- ・私募リート
- ・オープンエンド型ファンド など

③投資パフォーマンスの開示

現在、公募商品であるJリーツの開示に関しては、法令に加えて、(社)投資信託協会の自主ルール、東証の上場規程等により詳細な定めがなされている。一方、私募ファンドについては、開示規制が相当程度適用除外となっていることから、基本的に各事業者が必要に応じた開示を行っている状況である。実務としては、投資家に対しては、公募商品以上のディスクロージャーを行っている例も多い。こうした枠組みは金商法の施行によっても基本的に変化していない。

こうしたことから、私募ファンドにおける投資パフォーマンス開示の方法については、各事業者でばらつきがある状況になっている。投資パフォーマンスの開示は、下図のとおり、「個別不動産」、「不動産ファンド」、「信託銀行／投資運用業者（投資顧問）」の3段階に分かれるが、各段階でそれぞれに課題が存在する。これに対する取組方法については、「業界団体などで一定の基準を設定すべき」という意見がある一方で、「競争原理に任せるべき」という意見もあり、やや議論が分かれる。

(図表 2-1-24) 投資パフォーマンス開示の3つの段階

| 個別不動産 | 不動産ファンド | 信託銀行／ 投資運用業者(投資顧問) |
|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ・収益・費用計上において、運用会社ごとに独自の基準が存在 | <ul style="list-style-type: none"> ・NOI、NCFの定義が異なる ・キャッシュと損益によるリターン ・鑑定評価の時期、手法 ・インカムとキャピタルの定義 ・IRRの年率表示法 | <ul style="list-style-type: none"> ・匿名組合(TK)出資の時価評価の可否 ・金銭分配(出資の戻し)の扱い ・時間加重収益率、金額加重収益率の選択 |

【出所】ARES 資料より

こうした投資パフォーマンスの開示に関して、欧米諸国においては、業界団体による標準化が提案されている例もある。

<米国>REIS (Real Estate Information Standards) : NCREIF、PREA、NAREIMにより策定されている。

GIPS : 不動産に関してもある程度認知されており、準拠表明をしている不動産運用会社が少なからず存在する。

<欧州>INREVにより、基本用語の定義やレポーティング・ガイドライン等がまとめられている。

(4) 年金の運用方針と基本方針

年金はその運用に関し、運用基本方針及び運用指針を策定する必要がある。

- ・運用基本方針：基金資産全体の運用方針。厚生年金保険法により策定が義務付け。
- ・運用指針：個別運用受託機関へ提示する遵守事項。厚生年金基金施行規則により策定が義務付け。

法令には、記載すべき項目の定めはあるが、その具体的な内容に関する定めはないため、不動産に投資を行う場合に、どのような記載が必要になるかは、各基金の判断に委ねられているものとみられる。実際、運用基本方針の記載も各基金によって異なっている。

(図表 2-1-25) 運用基本方針における不動産に関する記載の例

| |
|---|
| <p><東京建築設計厚生年金基金></p> <p>II 投資対象資産</p> <p>1. 基本となる投資対象資産</p> <p>基金の基本ポートフォリオ策定の基本となる投資対象資産は、公開され流動性が高い、いわゆる伝統的な資産たる国内外の株式、債券及び短期金融資産とする。</p> <p>2. 生命保険の一般勘定</p> <p>生命保険の一般勘定については、生命保険契約という商品特性や制約を十分考慮した上で、国内債券の代替資産として位置付ける。</p> <p>3. 非伝統的な資産</p> <p>オルタナティブ、不動産証券化商品等、1の基本となる投資対象資産以外のいわゆる非伝統的な投資対象資産への投資については、リスク及びリターンの特性、流動性、評価方法等について慎重な検討を行い、これを実施するものとする。</p> |
| <p><東京金属事業厚生年金基金></p> <p>4. 投資対象資産について</p> <p>(1)基本となる投資対象について</p> <p>基金の基本ポートフォリオの投資対象資産は、公開され流動性が高い、いわゆる伝統的な資産たる国内外の債券、株式及び短期金融資産並びにそれら資産に投資する年金投資信託受益権証券及び私募投資信託受益権証券とする。</p> <p>(2)転換社債</p> <p>近年の大量償還等に伴う市場規模の縮小等を踏まえ、独立した資産としてではなく、国内株式の代替資産として取り扱う。</p> <p>(3)生命保険の一般勘定</p> <p>生命保険の一般勘定については、保証利率が定められていることから、フロア付の債券とみなし、「債券等」の資産区分とする。</p> <p>(4)ヘッジ付外債</p> <p>為替ヘッジを実施した外債投資については、中期的なリスクリターン特性が国内債券に近似していることから、「債券等」の資産区分とする。</p> <p>(5)不動産投資及び不動産証券化商品</p> <p>不動産投資及び不動産証券化商品については、個々の物件ごとに投資価値を判断することが必要であり、流動性も有価証券と比べると大幅に劣る資産であること等の問題があるが、中期的な観点で基金全体のリターン改善あるいはリスク分散の観点での組入意義が認められる場合には、基金のポートフォリオに占める割合を全体に大きな影響を与えない範囲で取組むこととする。</p> <p>(6)非伝統的な資産</p> <p>ベンチャー投資、プライベートエクイティや金融派生商品を活用した商品など、基本となる投資対象資産以外の投資については、今後の投資対象資産として適切なものであるか、十分な検討を行うこととする。その際、商品仕様やリスク及びリターンの特性、流動性、運用状況の把握方法や評価方法などについて慎重な検討を行い、その結果を踏まえ、投資方針を策定した上でこれを実施することとする。なお、投資にあたっては、基金のポートフォリオ全体に大きな影響を及ぼさない範囲で、これを実施する。</p> |
| <p><東京都石油業厚生年金基金></p> <p>V 投資対象資産</p> <p>1 基本となる投資対象資産は、公開され流動性が高い、国内外の株式、債券及び短期資金とする。</p> <p>2 前項の基本となる投資対象資産以外のいわゆる非伝統的な投資対象資産への投資及び非伝統的な投資手法による投資などのオルタナティブ投資(国内外の株式、債券及び短期資金への代替投資を含む)については、リスク及びリターンの特性、流動性、評価方法等について慎重な検討を行い、投資対象として適切なものであることについて見極めた上でこれを実施するものとする。</p> |

【出所】各年金基金ウェブサイトより

(5) 海外における年金の不動産投資

日本と比較して欧米諸国においては、年金による不動産投資がかなり積極的に行われている傾向にある。ここでは、米国を中心とした諸外国における年金の不動産投資の状況を確認するとともに、先進的な取組を行っている年金の事例を概観する。

①年金の不動産投資に関連する基本的な考え方

米国において年金の不動産投資が進んでいる理由の一つとして、分散投資の考え方が法律で義務付けられていることが挙げられる。受託者である年金は、ERISA 法上、忠実義務を課せられるが、これと併せて、ブルーデントマン・ルールにしたがい、投資運用のあり方にまで至る善管注意義務を果たすことが要求される。このためリスク軽減や相応な運用成果を得るために、適切な分散投資を行うことが義務づけられている。

(図表 2-1-26) ERISA 法における受託者の義務に係る解釈

○ERISA における受託者の善管注意義務

- ・受託者は、同程度の能力を有し同じ様な課題に精通している慎重な者 (prudent man) が、同じ様な特徴と目的をもつ事業を行う時に発揮するような注意、技術、慎重さ、勤勉さをもって責務を果たさなければならない (ブルーデントマン・ルール)。
- ・受託者は、分散投資をしないことが明らかに慎重である場合を除いて、リスクを軽減するために、年金の資産を分散投資しなければならない。



○受託者責任→分散投資に関する解釈 (DOL CFR 2509.94-1 - Interpretive Bulletin より)

現状の運用資産のリターンが、利用できる代替的な運用資産のリスクが同等なのに低い場合や、同等のリターンなのに利用できる代替的な運用資産よりも現状の運用資産のリスクが高い—という場合は、投資がブルーデントに行われていないこととなる。

○米国の株式のリターンがマイナスであった

年の私募不動産投資のパフォーマンスをみると、図のようにプラスとなっており、私募不動産投資は、株式投資が低調である時に、それを補う役割を担っている。従って、このような役割を担う不動産に投資を行わない場合には、分散投資の効果を十分に追求していないこととなる。



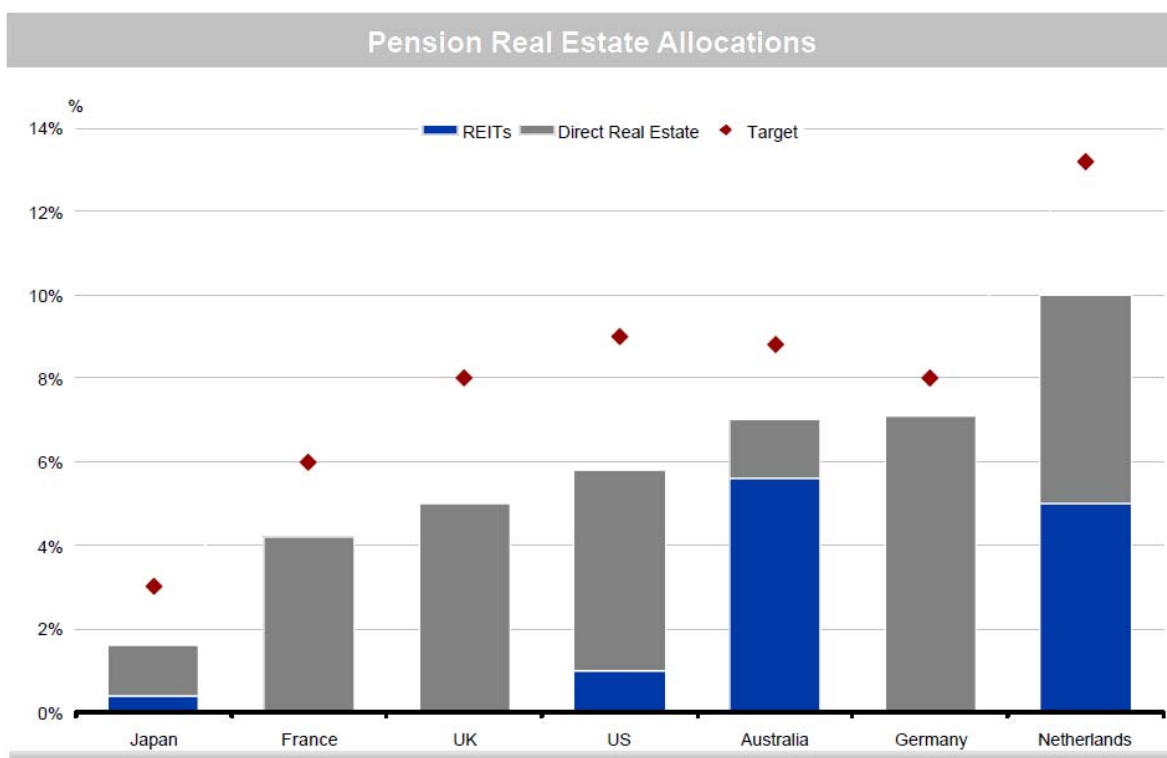
【出所】 PREA "Quarterly, Fall" (2005 年)より

【出所】 ARES 資料より抜粋

②各国における年金の不動産投資の状況

下図は欧米各国における不動産投資の現状とターゲットアロケーションを示したものである。欧州、米国、豪州における現在の不動産への資産配分は4%~10%となっており、いずれも日本より投資比率が高くなっている。加えて、いずれの国においても、ターゲットアロケーションは更に高くなっており、各国の年金とも不動産への資産配分をより高めたいと考えている状況にある。

(図表 2-1-27) 各国における年金の不動産への資産配分状況



Source: RREEF Research based on Greenwich Associates and UBS (via PREA, Mercer, JP Morgan Fleming AM, PGGM, ABP)

【出所】 RREEF オルタナティブインベストメンツ ピーター・ホップス氏 講演資料
第3回『ARES 年金フォーラム』（2007年11月）より

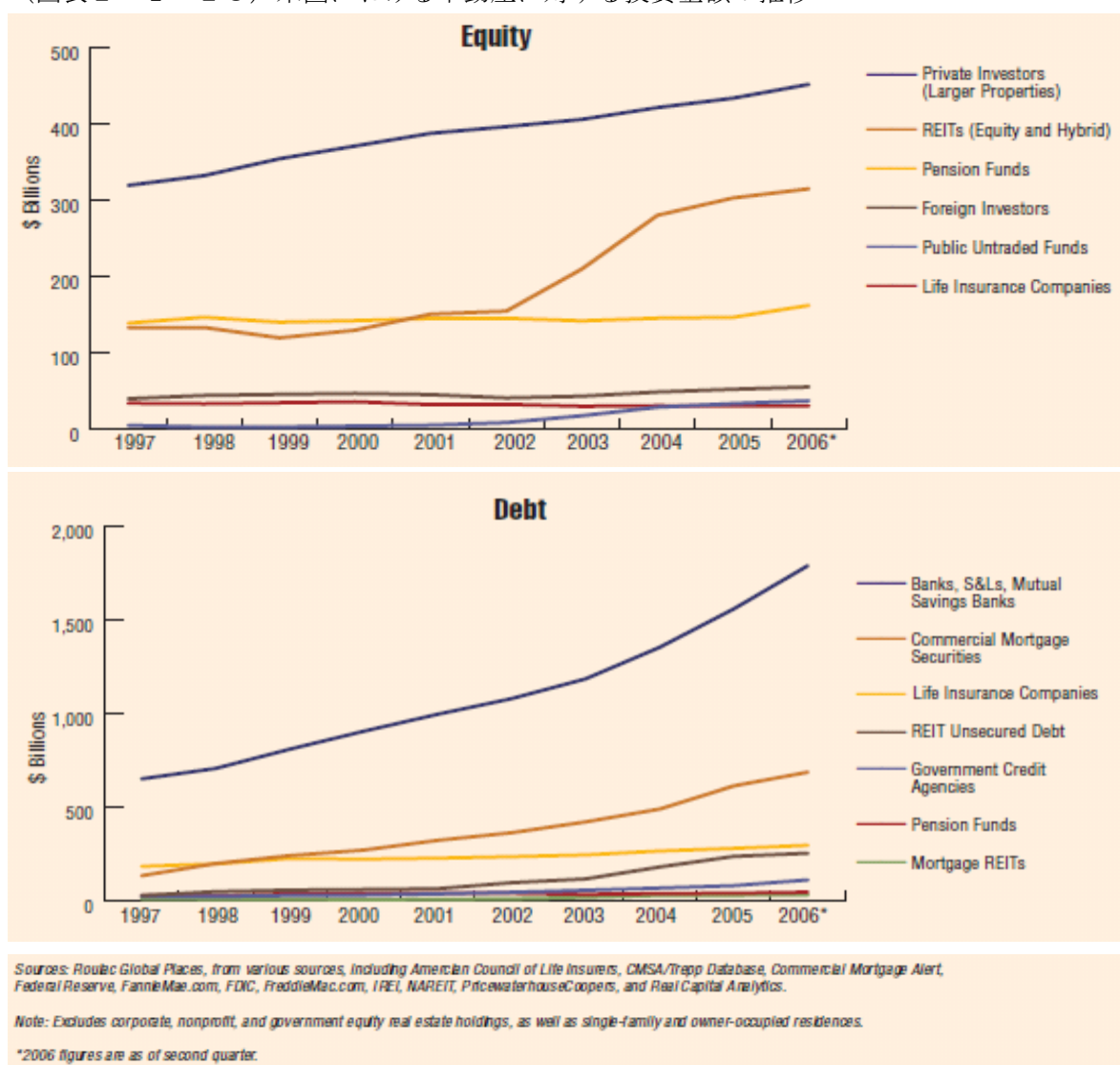
③米国における不動産投資家の動向

下図は米国の不動産市場における各投資家の投資金額の推移を見たものである。

不動産のエクイティの投資家として、年金は、安定的にかなり大きな位置を占めている。

一方、デットに関しては、年金の投資も行われてはいるが、銀行や CMBS がメインプレイヤーとなっており、年金の占める割合はそれほど高くない状況である。

(図表 2-1-28) 米国における不動産に対する投資金額の推移



【出所】『 Emerging Trends in Real Estate 2007』

Urban Land Institute / PricewaterhouseCoopers より

このグラフを数値の形で整理したものが下図である。

プライベートデット及びプライベートエクイティによる不動産投資の合計額として、4～5%が年金による資金になっている。また、パブリックデット及びパブリックエクイティの部分についても、それぞれ、CMBS やリートを通じた年金の投資が存在するため、最終的な年金による不動産投資の比率はより高いものと見られる。

(図表 2-1-29) 米国における不動産に対する投資金額 (まとめ)

(単位:10億ドル、%)

| | | 2006-2q | | 2007-2q | |
|--------------------------------------|--|---------|--------|---------|--------|
| U.S. Real Estate Capital | | 4,258.1 | 100.0% | 4,575.5 | 100.0% |
| Debt Capital | | 3,200.7 | 75.2% | 3,290.3 | 71.9% |
| Private Debt | | 2,379.5 | 55.9% | 2,409.3 | 52.7% |
| Bank, S&Ls, Mutual Savings Banks | | 1,792.7 | 42.1% | 1,871.2 | 40.9% |
| Life Insurance Companies | | 293.5 | 6.9% | 289.0 | 6.3% |
| REIT Unsecured Debt | | 251.2 | 5.9% | 205.7 | 4.5% |
| Pension Funds | | 42.1 | 1.0% | 43.4 | 0.9% |
| Public Debt | | 821.2 | 19.3% | 881.0 | 19.3% |
| Commercial Mortgage Securities | | 685.8 | 16.1% | 741.0 | 16.2% |
| Government Credit Agencies | | 108.0 | 2.5% | 113.9 | 2.5% |
| Mortgage REITs | | 27.3 | 0.6% | 26.0 | 0.6% |
| Public Untraded Funds | | 0.2 | 0.0% | 0.1 | 0.0% |
| Equity Capital | | 1,057.4 | 24.8% | 1,285.2 | 28.1% |
| Private Equity | | 705.0 | 16.6% | 825.4 | 18.0% |
| Private Investors(Larger Property) | | 451.8 | 10.6% | 566.5 | 12.4% |
| Pension Funds | | 162.3 | 3.8% | 166.4 | 3.6% |
| Foreign Investors | | 55.5 | 1.3% | 52.6 | 1.1% |
| Life Insurance Companies | | 30.4 | 0.7% | 32.7 | 0.7% |
| Private Financial Institutions (REO) | | 5.1 | 0.1% | 7.2 | 0.2% |
| Public Equity | | 352.4 | 8.3% | 459.8 | 10.0% |
| REITs(Equity & Hybrid) | | 315.0 | 7.4% | 415.0 | 9.1% |
| Public Untraded Funds | | 37.4 | 0.9% | 44.8 | 1.0% |

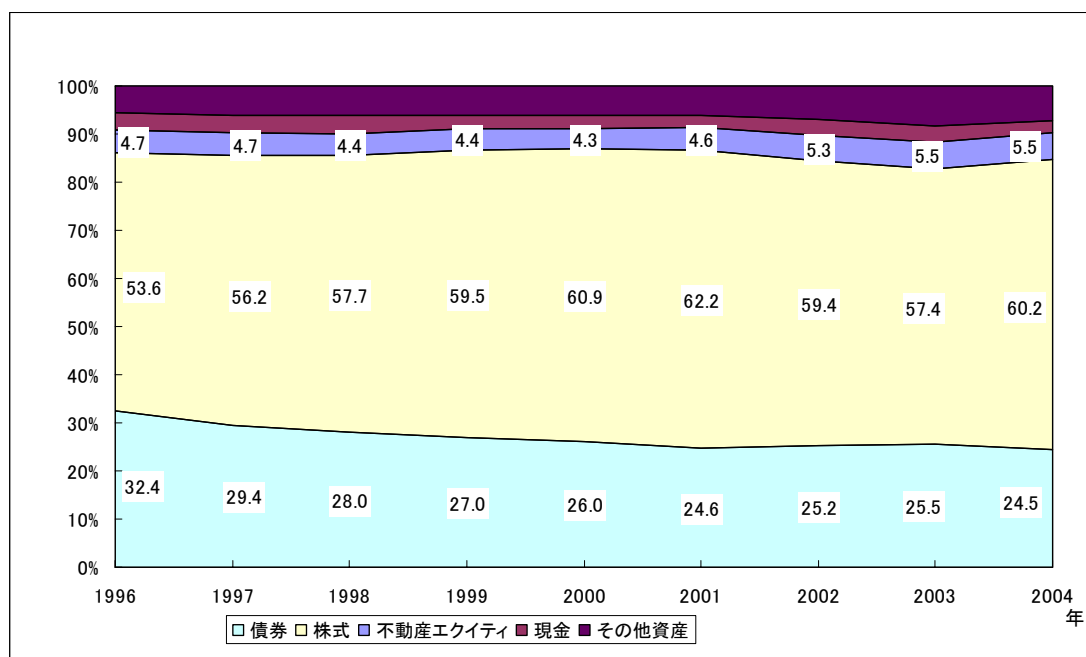
【出所】『 Emerging Trends in Real Estate 2007』

Urban Land Institute / PricewaterhouseCoopers より

④米国における年金の不動産投資の状況

PREA によると、調査期間（1996～2004 年）を通じて不動産投資を継続している 266 基金における不動産エクイティの資産構成割合は、4～5%程度⁵で安定的に推移している。

（図表 2－1－30）米国における年金の資産構成割合の推移



※本調査においては、リートは株式に含まれている。

【出所】『Plan Sponsor Research Report』

Pension Real Estate Association（2005年3月）より ARES 作成

⁵ ただし、前記のデータは不動産投資を行っている年金の投資割合を示したものである点に留意が必要である。

例えば、同様にして PREA により集計された 2005 年のデータによると、アンケートに回答した 2,814 の年金（保有資産 2 億 5 千万ドル以上）のうち、不動産投資を行っている年金は 711（約 25%）である。このため、回答した年金の資産全体に対する不動産エクイティへの投資割合は 2.5%となっている。

（なお、不動産投資を行っている年金の投資割合は 5.6%）

⑤米国における年金の不動産投資の実例（CalPERS）

米国の年金としては最大の資産規模を誇る CalPERS は、積極的かつ先進的な不動産への取り組みを行っている年金である。（以下は CalPERS ウェブサイト）を参考に記述）

CalPERS の不動産投資は、コアとスペシャライズドの大きく 2 つのポートフォリオによって構成される。コアは、タイプと地域の点で幅広く分散され、空室率が低く、恒常的な収入が重視されており、レバレッジが低くなっている。

コアには、住宅、産業用、オフィス、商業といった不動産が含まれる。

ビークルとしては、REIT、セパレートアカウント、パートナーシップ、CalPERS と不動産運用マネージャーによって作られた LLC が用いられる。

ノンコアには様々なものがあるが、オポチュニスティック、インターナショナル、ナチュラル・リソース（森林や農業）などが含まれる。ノンコアポートフォリオもコアと同様に様々なビークルが用いられる。

2007 年 12 月 6 日時点において、上記の様々な不動産の運用のために 37 社の不動産運用マネージャーに運用を外部委託している。

（図表 2 - 1 - 3 1） CalPERS の資産配分状況

| | Breakdown by Asset Class | | Total |
|--------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|
| | Target (2008.3.31) | Actual (2008.5.23) | Mkt Value (2008.5.23) |
| 株式 | 56.0% | 53.4% | \$131.4 |
| 債券 | 19.0% | 27.0% | \$66.5 |
| プライベート・エクイティ | 10.0% | 10.0% | \$24.7 |
| 不動産 | 10.0% | 8.0% | \$19.7 |
| インフレヘッジ商品 | 5.0% | 1.6% | \$3.9 |
| 合計 | 100.0% | 100.0% | \$246.2 |

【出所】 CalPERS ウェブサイトより

以上

第2章第1節<参考2>年金による不動産投資と不動産投資一任サービスにかかる課題

ここでは、年金WGにおける議論や、各プレイヤーに対するヒアリングを通じて、年金による不動産投資に関連する現状の取組と課題認識について具体的な把握に努め、これらの内容について、属性別（不動産会社・不動産投資顧問会社、信託銀行、年金）に分類した上で、以下のとおり列記した。

なお、同一の属性であっても、各年金、各社により取組状況や考え方に相違もあり、一概には言えない部分もあるが、ここでは、幅広く記述することとしている。

(1) 不動産会社・不動産投資顧問会社による現状の取組と課題認識

【金商法上の影響】

- ・ 投資運用業登録を行うにあたっては、グループにおける親会社ではなく、私募ファンドのAM業務を行う子会社を金商法上の投資運用業者として登録を行う例が多い。
- ・ 投資運用業登録により、形式的には年金からの一任を受託することも可能になる。ただし、将来的には年金からの一任の受託も想定してはいるものの、当面の登録目的は、SPCからの一任の受託を想定したもの。なお、実際に行っている私募ファンドのAM業務については、現在のところ、従来同様SPCに対する助言として整理する考え方を取っている例が一般的。
- ・ 当面はSPCからの一任の受託を想定した対応ではあるものの、金商法上の投資運用業登録への対応により、投資運用業者としての体制は整備されてきている。体制整備に関しては、年金からの一任の受託のための改善や、水準の維持とコストのバランスといった観点を踏まえた検討が必要である。
- ・ 体制整備に関しては、投資家と関係者の間における議論を通じた整理により解決できる点もあれば、特に細部に関しては、実務の中でしか解決が困難な点もある。こうした議論の場で整理されたものも踏まえながら、個別具体案件の中で対応していきたい。
- ・ 不動産取引に関しては、反社会的勢力の排除が課題として取り沙汰されることもあるが、こうした面では、金商法の規制も、その制度に則って体制整備やデューデリジェンス体制を備える観点で、いい意味の市場整備と捉えることもできるだろう。
- ・ スキームに関しては、年金から一任で受託すると同時に、SPCに対して助言を行うという建付けについて、運用上の整理が必要である。

【不動産投資顧問会社と信託銀行の役割分担】

- ・ 現状においても、私募ファンドで年金の資金を運用している例は存在している。これらは、年金のニーズを直接聞く機会もあるものの、信託銀行や投資運用業者を通じた投資になっている。
- ・ 不動産投資顧問会社が年金からの一任を受託するとしても、全てのアセットクラスを対象としてアロケーションを見ていくゲートキーパー的な信託銀行の役割とは異なる

る。大規模で体制が整っており、不動産のアロケーションが明確になっているような年金が対象として想定されるだろう。

- ・ 不動産投資顧問会社の立場でも、信託銀行が果たしている役割は必要であり、不動産投資顧問会社による年金からの一任の受託が可能になっても、一定の役割分担による棲み分けが自ずとなされていくのではないか。

【市場インフラの整備】

- ・ 不動産は投資期間が長く価格の透明性や客観性が低いと言われるが、株式や債券とは根本的に性質が異なる面があり、ある程度、相違を前提としてどのような枠組みを構築していくかという方向性の議論でないと噛み合っていきにくい。
- ・ 例えば、個別不動産情報開示の向上等の課題が挙げられているが、具体的にどのような開示をすれば投資家の納得が得られるのかについて、地道な対応や意見交換をしていきたい。
- ・ 市場整備に関し、以下のような投資家の期待に応じていくことが課題。
 - ＊ 不動産投資パフォーマンスを測定するためのベンチマークの検討
 - ＊ 各マネージャーの運用実績を示すためのトラックレコードの整備
 - ＊ 不動産ファンドの運営におけるファンドマネージャーの拡充
 - ＊ 特にコア型の運用における業務の省力化に資する不動産取引の定型化
 - ＊ CMBS における投資家として必要な情報の検討とディスクロージャーの標準化

【商品、サービスの拡大】

- ・ 商品に関しては様々な議論があるが、不動産固有の商品特性は厳然として存在する。新たな商品の可能性については、これを踏まえて、投資家と事業者という需給両面から研鑽を積んでいくことが必要。
- ・ 裾野をひろげていくという意味では、不動産の特性等、より基礎的な部分の理解を促進していくための検討と対応を継続していくことが必要。
- ・ バブル崩壊後の不動産投資はオポチュニスティックなものであり、トラックレコードもない中でマネージャーの評価も難しかったことから、年金に限らず、ブラインドプールではなく、モノを見る形の投資でなければ投資家に受入れられなかったというところはある。
- ・ 一部には、旧証券投資顧問業法上の一任の認可を受けて、有価証券の投資顧問業務を行っている事業者もあり、AM 業務を一切していない等、他の不動産投資顧問会社とはやや立場が異なっている。CMBS のメザニンのファンドを運用し、年金からの一任も実際に受託しているが、今後、これを拡大していく上では、より多様なサービスを提供できるようにしていくことが課題。
- ・ CMBS のファンドのほか、海外私募ファンドに投資するファンドオブファンズも、マ

ネージャー・デューデリという観点で提供されている例もある。不動産のマーケット感を活かして、こうした様々な商品のデューデリができる投資顧問という位置付けで活動している。

【不動産投資の意義の認識】

- ・ 年金の資金と不動産投資は、長期安定運用を目指すという点で互いにマッチしている。また、不動産は、株等の伝統的資産に対して分散効果が高いと考えている。こうした不動産の特性について、年金に理解してもらう努力が必要。
- ・ 昨今のマーケット環境は逆に投資のチャンスになるとも考えており、様々なハードルを越えるための対応をしていくことで、投資家の裾野を広げていくことが一番の課題。
- ・ 不動産投資のコストについて、より理解を得る為の努力をしていく必要がある。不動産は、固有性が強く、また、様々な参加者が関与していることもあり、手数料等の費用が伝統的資産に比べて高くなる特性がある。各参加者がどのような役割を演じてその対価を得ているのかについて改めて確認し、より効率的なストラクチャーを組み立てる努力をすることで、全体としてのコストを下げることができよう。
- ・ リートは株式市場と連動してしまうという課題について業界としても認識するとともに、リートも含めた不動産投資が、本来有しているリスク・リターン特性に関してマーケットの理解を得るための努力が必要。
- ・ 不動産投資市場に対する信頼の原点にはJリート市場の動きがある。Jリート市場が良いときは良い循環が生じるが、悪くなると不動産全体にマイナスのイメージが生じる。昨今の市場の動きはグローバルな過剰流動性を背景とするところもあり、止むを得ない面もあるが、投資家の期待を踏まえたJリートの商品特性の再認識や理解の促進を図ることが必要。

(2) 信託銀行による現状の取組と課題認識

【金商法の影響】

- ・ 金商法の影響という点では、従来、年金信託経由でしか投資できなかった不動産に、一任+年金特金という形で投資できる可能性がでてきたということ。この場合にも、信託銀行は器（カストディ）という形で年金との関係は継続していくことになる。
- ・ 一任サービスの多様化が必要であり、不動産投資一任サービスの可能性が広がったことは、市場拡大に有益。

【市場インフラの整備】

- ・ ディスクロージャーに関するインフラ整備等に対応していくことが必要。私募ファンドは、行為規制は受けるが、ディスクロージャー規制は受けていない。業界として自主的な基準又はガイドライン等を整備していくことが望まれる。

- ・ 開示に関しては、運用機関ごとに微妙に違っている部分もあり、最低限の最大公約数的なものを、業界全体のインフラとして整備していくことは必要。
- ・ ディスクロージャーには、①信託銀行／投資運用業者、②不動産ファンド、③不動産と3つの段階がある。信託銀行としては、①について、企業年金連合会の協力を得ながら、信託協会において、統一ディスクローズ帳票の統一をしていきたい。ここには、収益基準、時価評価の方法といった論点がある。

【商品、サービスの拡大】

- ・ 不動産投資顧問会社による年金からの一任の受託への進出により、信託銀行が年金信託を受ける場合にも、デューデリジェンスやモニタリング等とこれに対する対価という点で、きちんと信託銀行が役割を果たしているのかということが、今後一層求められることになる。
- ・ 不動産投資顧問会社による年金からの一任の受託への進出してくる動きとは逆に、信託銀行は不動産の方に進出するという動きにより、不動産の運用能力を磨いて競争していくことになる。こうした多様な競争は市場の拡大に資するものとする。
- ・ 信託銀行も各行によって、不動産の範囲やスタンスが異なる。多様なサービスや考え方等があることによって、投資家が、自らに適した運用機関を選べる環境があることが、結果として市場の拡大に繋がる。
- ・ 良い不動産を長期保有したいと思っても、GK-TK スキームでは、3～5年で投資期間が区切られてしまう。
- ・ 最近一部には、マーケット環境としてエグジットが難しくなっていることから、不動産がスムーズに回転しづらいケースもあり、結果として、商品が提供されにくい状況も出てきている。受け皿としてのJリート市場の状況も影響している。
- ・ ノンリコースローンの出し手である金融機関が機能不全に陥っている感もあることから、年金がデットの供給者となることで、年金にとっては、年金の期待リターンを享受でき、かつ、安定したキャッシュフローを得ることができる投資機会になりうるし、不動産ファンドにとっては、デット資金調達の実現化につながる。
- ・ Jリートへの投資は、昨今、不動産というよりは、株式に近い値動きをしているのも事実である。

【不動産投資の意義の認識】

- ・ 昨今、他の運用資産が不安定な中でも、安定的なインカムゲインにより運用は好調である。他の資産との低相関が十分に認識される環境にある。分散投資効果における不動産投資の有用性といった点を根気強く年金に説いていくことで、より理解してもらうこともポイント。

(3) 年金による現状の取組と課題認識

【年金による不動産投資の実際】

- ・ 以下の図表 2-1-3 2 参照

【金商法の影響】

- ・ 利益相反の問題は年金としての説明責任を果たしていく上での課題。
- ・ 情報開示、利益相反やコンプライアンスの問題等について、金商法の枠組みの中に入ったことで、投資家には安心感も生まれてきている。
- ・ 従来の投資は信託銀行経由であったが、大規模な年金にとっては、デベロッパーを母体にした不動産投資顧問会社の登場で間口が広がる。
- ・ 一方、少人数の体制で運用を行っている年金の場合には、信託銀行経由の方が馴染み易いとも思われる。
- ・ 今後、年金と私募ファンドの AM である不動産投資顧問会社が、直接に一任契約を締結できるようになるが、その際には、年金側で投資判断を行うための体制等について相当に留意が必要。
- ・ 年金運用に関する厚生年金保険法の規制は 1998 年以来変わっていない。金商法の投資運用業者等の枠組みも想定されておらず、現実に対応していない。大規模基金による不動産運用を想定するなら、自家運用の対象資産の見直し等も含め、年金の運用規制はどうあるべきか、各省庁で一緒になって議論しても良いのではないか。

【市場インフラの整備】

- ・ 不動産投資を行うための仕組みを整えたが、実施はこれからであり、課題はこれから実際にやっていく中で出てくるだろう。
- ・ 具体的な情報開示（NOI、キャッシュ・オン・キャッシュ等）の定義や内容にばらつきがある。投資する側から見てわかり易くなっていないと検討しにくい。
- ・ 多くの年金は、少人数で、不動産に限らず全ての運用資産を見ている。そういった人的リソースの関係もあり、あまり個別不動産の詳細な情報等を開示されても判断できるものではない。ここでは、コンサルタント、信託銀行、不動産投資顧問会社のデューデリジェンスやモニタリングを活用することになるだろう。
- ・ 信託銀行における私募ファンドの収益計算の方法が異なる点について、今後、企業年金連合会と信託協会での検討が行われる予定である。（前述の統一ディスクローズ帳票等に関する検討）
- ・ ベンチマークの不在は、年金としての説明責任を果たしていく上での課題。

【商品、サービスの拡大】

- ・ 米国には、不動産投資案件に対するコンサルティング会社があるが、日本には存在し

ない。そのため、信託銀行のデューデリを重視している。

- ・ 私募ファンドは、案件の提案を受けた際における、年金基金の投資判断にあたっての回答期限が短い。
- ・ より広い投資家層を念頭に他の商品との比較すると、私募ファンドのフィー水準は高止まりしている感がある。標準化やシステム化等によって、よりリーズナブルなフィー水準で長期安定運用を行うためのビジネスプラン構築に期待する。
- ・ 信託銀行とデベロッパー系では、不動産に対するアプローチも異なるものと思われることから、デベロッパー系の参入で、マーケットの裾野が広がる余地がある。例えば、開発案件への大口の投資等ではデベロッパー系のノウハウの活用を期待したい。
- ・ 一部の大規模な年金においては、レバレッジをかけず、10年持ち続けられるような、大型の投資を目指す動きもある。
- ・ 私募ファンドは流動性が無いので、運用成績が悪い時等に信託銀行や投資運用業者が年金の代理人としてきちんと改善のために働いてくれることの重要性が高い。
- ・ 今後の期待は、オープンエンド型等も含めた安定運用型私募ファンドの供給の拡大。
- ・ 不動産については、バブル期の印象が強く、昨今のインカムゲイン重視の投資を説明してもなかなか理解が得にくい。その理由の一つが、私募ファンドにおける出口の問題。期間が限られているので、出口においてはキャピタルゲインの要素があるという議論になりやすい。この点、オープンエンド型の不動産ファンドがあれば、理解が得やすくなるものと思われる。
- ・ 最近では、海外私募不動産のファンドオブファンズのプロポーザルがあり、中にはオープンエンドも予定しているとの話があり、関心を持っている。年金業界はヘッジファンドもファンドオブファンズから入っているため、不動産ファンドオブファンズも入りやすい面がある。
- ・ 不動産投資といった場合に想定している商品イメージは、コア物件を対象とする物件特定期のファンド。今後ともこうした商品の提供を期待したい。
- ・ リートについては、運用成績というよりは、株と同じような動きをする点で期待と大きく異なっている。コモディティや RMBS のように株とは別の動きをする商品を期待している。
- ・ Jリートは公的年金の投資などを考えるとまだ市場規模が小さいことや、上場型の公募商品なので、PO、IPOのタイミングが事前にわからない点が投資のデメリット。
- ・ Jリート市場は外国人の売買動向にかなり影響を受けている面がある。より安定的なパフォーマンスを実現する商品である為には、個人も含めた国内の投資家にもっとJリート市場に入ってきてもらう必要があるのではないか。
- ・ CMBS はリート以上にプレイヤーが少ない点が課題。
- ・ 不動産投資といっても、日本に限る理由は無い。世界の不動産に投資したほうが、市況のサイクルの違いがあり、より好ましいのではないかという視点もある。為替の間

題があるので、国内への投資が魅力的であれば投資したいという思いはあるが、海外の商品の方が魅力的であればそちらに投資するという判断になるということを忘れないで欲しい。

【不動産投資の意義の認識】

- ・ 長期運用する年金にとって、不動産投資は非常に有効。
- ・ 不動産市場そのものは現在もさほど悪くはならず、これまでずっと下り坂だったものが、ようやく若干上昇したところ。
- ・ 今後、是非、安心して投資できるような体制整備と必要な情報開示を進めていくことで、漠然とした不動産投資への不安も解消が期待される。
- ・ 年金には、バブルの時のトラウマが現在でもかなり残っているところがある。裾野を広げるといふ観点では、現在の不動産投資はかつてとは違うということや、不動産投資のメリットをきちんと理解してもらうための努力がまだまだ必要。
- ・ 不動産に積極的になれない年金が多いのは、昨今のJリート市場の影響がある。ただし、私募ファンドはJリートと商品特性が異なるので、その点についてもっと年金に働きかけが必要である。
- ・ 年金の側でも、何のために不動産投資をするのかということを中心に整理しておくことが重要。例えば英国では、昨今不動産市場の状態は良くないが、不動産はインフレヘッジの投資対象として不可欠との認識が確立しており、パフォーマンスが悪いから投資を止めろといった話がでることは無い。グローバルリート等も、ある程度株式に連動するのは当然で、その点を初めから理解していれば、不動産にしてもリートにしても投資のコンセプトに対する信頼が揺らぐことは無いのではないかと。
- ・ 年金の投資は、仕組み上、意思決定に時間がかかり、かつ、代議員大会や資産運用委員会において、必ずしも投資運用に精通していない委員が多数関わる特徴がある。運用担当は1人のケースが多く、本人が理解し、コンサルに相談した上で資産運用委員会等に提案しても、なかなか理解を得ることが難しい場合もある。
- ・ 米国には、不動産投資に関する投資家側の団体（PREA等）がある。こうした組織があつて、情報交換や投資家の利益を守る為の要望活動等を行っていけるような体制が発展していくと良い。
- ・ 昨今はソブリンウェルスファンドの日本への進出もひとつの論点。海外投資家による投資の進展が、不動産投資市場の活性化に通じ、国内年金等を動かす要因にもなるのではないかと。

(図表 2-1-3 2) 年金による不動産投資の実況

| No. | 不動産関連投資の実況 | 不動産投資に対する方針 |
|-----|--|--|
| 1 | (未実施) | <ul style="list-style-type: none"> 基本方針、運用指針等を策定。システム対応等も完了し、投資を進めるための環境整備が整った状況。 |
| 2 | <ul style="list-style-type: none"> ○グローバルリート 外国株式代替。当初 US リートから始め、グローバルに変更。 ○RMBS 債券代替。国内住宅ローンを対象とする商品。 | <ul style="list-style-type: none"> オルタナティブ投資拡大の方針で、現状では、リート、RMBS、インフラを投資可能な資産として運用基本方針で規定。 私募ファンドも、具体的な案件があれば検討可能。 |
| 3 | <ul style="list-style-type: none"> ○私募ファンド 代替商品枠。コア物件を対象とする物件特定型のエクイティ商品。かつてはデット商品にも投資（償還済）。 ○CMBS ファンド 代替商品枠。裏付資産は国内私募不動産を対象とするノンリコースローン。 ○J リート、グローバルリート 代替商品枠。 | <ul style="list-style-type: none"> 政策アセットミックスに「代替商品」枠を設定。この枠に不動産証券化商品を分類。 基本的にデットとエクイティに分散。 今後、不動産を拡大するか否かは、オルタナティブ商品間の比較優位性による。ただし、私募ファンドは流動性が低いので、償還見合いで検討する方向。 |
| 4 | <ul style="list-style-type: none"> ○私募ファンド 不動産投資枠。国内については、オポチュニスティックな商品からインカム収入型に軸足を移行。ハイリスク・ハイリターン型の投資として海外不動産を組入れ。 ○J リート 不動産投資枠。 ○CMBS (不動産ではなく) 債券として投資。 | <ul style="list-style-type: none"> ポートフォリオ管理のし易さから、不動産に関しては信託銀行を 1 社に絞り、信託銀行と協力してデューデリを実施。 J リートは私募ファンドとともに不動産投資の柱。 不動産枠を資産の一定割合として設定しているため、昨今の株価下落に伴って不動産枠も縮小してしまう構造。これに対応するために J リートを売却する（私募ファンドは流動性が無いため）ことになり、J リートへの投資が縮小。 |
| 5 | <ul style="list-style-type: none"> ○グローバルリート 不動産投資枠。ファンドオブファンズ。 ○私募ファンド 今後検討。 | <ul style="list-style-type: none"> 伝統的資産の比率引下げによる戦略分散の観点から不動産投資を実施。 流動性等を考慮して上場商品から着手。 今後 ALM (資産・負債の総合管理、Asset Liability Management) の見直しに合わせて、不動産投資枠の取扱いについて検討。 |

| | | |
|---|---|--|
| | | <ul style="list-style-type: none"> ・ 私募ファンドに投資する場合でも、物件の判断は困難なので、選定したマネージャーへの一任型の運用になるだろう。 |
| 6 | <p>○私募ファンド 債券代替。コア型（ややバリューアップ寄りのもも含む）に投資。物件特定型。プロパティタイプは住宅が多い。</p> <p>○CMBS 債券代替。4～5年程度のローンを纏めた商品。</p> <p>○グローバルリート 株式代替。ボラティリティを勘案して米国よりも豪州への配分を重視。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ・ 私募ファンドは債券代替とリートは株式代替だが、合計で一定の不動産枠を設定。 ・ 安定運用志向。私募ファンドは債券代替で4～6%のリターンで十分。オポチュニスティックな商品には投資していない。 ・ 私募不動産は案件による個別性が強いため、複数の商品に分散して投資する。この際、時間分散も意識しており、一度に枠の上限までは投資しない。 ・ 組入れ物件は、なるべく見に行く。 ・ 海外私募リートは今後検討可能。 |
| 7 | <p>○私募ファンド オルタナティブ投資枠。物件特定型のコア型ファンド中心。キャピタルコール方式のバリューアップ型ファンド（ブラインドプール）にも投資。物件タイプはオフィス中心。地域は東京中心。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ・ オルタナティブ投資枠を設定。この中でヘッジファンド、不動産等に投資。 ・ コア型についてはインカム重視。なるべくキャピタルゲインは狙わない。 ・ スタイル、セクター、地域、マネージャーの分散といった観点から、ノンコアとしてバリューアップ型にも投資。 |
| 8 | <p>○私募ファンド 国内債券代替。物件固定型から運用を開始し、その後キャピタルコール方式のブラインドプール型ファンドにも投資。バリューアップ運用のファンドが中心。</p> <p>○Jリート 国内債券代替。合同口と専用口を併用。専用口はアクティブ運用。</p> <p>○グローバルリート 国内債券代替。</p> | <ul style="list-style-type: none"> ・ 政策アセットミックス上の枠は維持したまま、国内債券代替としてヘッジファンド、不動産に投資。 ・ 不動産は、ある程度収益性の高い案件を採用する方針。 ・ Jリートは、私募ファンドの配当運用から開始。その後、私募ファンドの出資待ち資金も運用。必要な分を市場で売却して私募ファンドに配分する等、流動性のある点を活用。 ・ 不動産ファンドの利回りが低下すれば、戦略変更を検討。他資産との比較において魅力的であれば投資を継続する。 |

【 WG 委員コメント、ヒアリング、公表資料等より ARES 作成 】

以上