

我が国不動産投資市場の巡航成長路線への回帰を目指して

～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ～

平成20年6月5日

投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム

我が国不動産投資市場の巡航成長路線への回帰を目指して

～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ～

< 目 次 >

はじめに

委員名簿

第1章 不動産投資市場の現状と意義 1

第2章 個別の政策テーマについての提言

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 14

(第1節 参考資料)

第2節 Jリートによる海外不動産投資 63

(第2節 参考資料)

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 102

第3章 我が国不動産投資市場の巡航成長路線への回帰を目指して 111

はじめに

1. 市場において共有されるべき基本的な認識
2. 我が国不動産投資市場の巡航成長路線回帰のための戦略

参考資料 117

開催の経緯

各ワーキンググループ委員名簿

はじめに

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」は、平成19年5月10日の社会資本整備審議会答申（今後の不動産投資市場のあり方に関する第二次答申）において、「投資家の信頼を得るためには、様々な関係者の参画のもと、円滑な意思疎通、ニーズの把握、相互理解、調整、ルールの策定等を行うなど、横断的に課題を検討できる場が必要」であることが提言されたことを受けて、不動産投資市場の一層の健全な発展を目指して、有識者、関係業界、行政が相互に協力して諸課題を検討するために設置されたものである。

平成19年9月28日に開催された第1回フォーラムでは、今後の不動産投資市場の健全な発展に向けた検討課題として、

○年金基金向け等の様々な不動産投資一任サービスのあり方

○Jリートによる海外不動産投資の実現

○金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営のあり方

の3つが提示され、各課題についてワーキンググループを設置して、検討を行うこととされた。各ワーキンググループでは、課題について検討を重ね、その成果をとりまとめたところである。

今回のとりまとめは、第1章「不動産投資市場の現状と意義」において、検討の前提として不動産投資市場の現状等を概観するとともに、第2章「個別の政策テーマについての提言」において、ワーキンググループで検討した3つの政策課題に対する提言を行っている。

また、第3章においては、「我が国不動産投資市場の巡航成長路線への回帰を目指して」と題し、バブル崩壊後、都市の健全な新陳代謝や地方経済の牽引役として重要な役割を果たしてきた我が国不動産証券化市場が、世界的には未だ成長途上で、過剰変動の波にさらわれやすい状況にある中で、その健全な成長を図り、巡航成長路線に回帰させるための基本認識と戦略を提示した。これについては、フォーラムから市場に向けたメッセージとして送るものである。

このとりまとめに掲げられた内容について、市場関係者及び行政がその実現に鋭意努力することにより、不動産投資市場が巡航成長路線に回帰し、その健全な発展が図られることを期待するものである。

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」委員名簿

座長	いわはら 岩原	しんさく 紳作	東京大学大学院法学政治学研究科教授
座長代理	かわぐち 川口	ゆういちろう 有一郎	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
委員	おきの 沖野	としひこ 登史彦	UBS 証券会社 シニアアナリスト
	しぶや 渋谷	まさお 正雄	住友信託銀行株式会社取締役専務執行役員
	たむら 田村	こうたろう 幸太郎	弁護士 牛島総合法律事務所パートナー
	だんの 檀野	ひろし 博	三菱地所株式会社代表取締役専務執行役員
	はまぐち 濱口	だいすけ 大輔	企業年金連合会年金運用部長
	はらだ 原田	しょうへい 昌平	公認会計士 新日本監査法人代表社員金融サービス部長
	ふくし 福士	ただし 正	社団法人全国宅地建物取引業協会連合会専務理事
	ふじさわ 藤沢	くみ 久美	シンクタンク・ソフィアバンク副代表
	ほんま 本間	りょうすけ 良輔	ケネディクス株式会社代表取締役会長
	もうり 毛利	しんじ 信二	国土交通省総合政策局不動産課長

(平成 20 年 6 月 5 日現在 五十音順)

第1章 不動産投資市場の現状と意義

今般、『投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム』において不動産投資市場活性化に向けての検討が行われるに当たり、こうした検討の背景として、近年の不動産投資市場の発展に寄与してきた不動産証券化市場の拡大の状況、不動産証券化が果たしてきた役割を踏まえることが必要である。

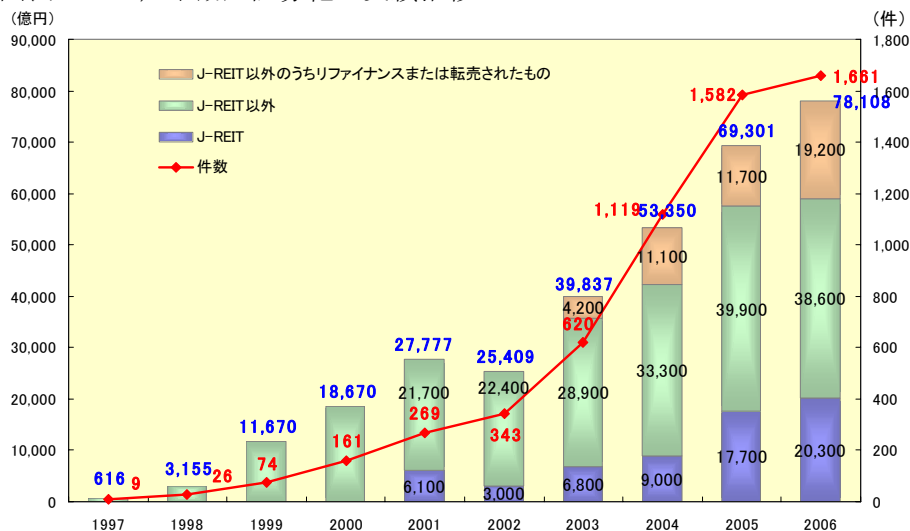
本章においては、上記のような不動産証券化市場に関する状況を概観するとともに、グローバル化の進展、サブプライム問題といった、直近の不動産投資市場に影響を与えているトピックについて簡単に触れる。

1. 1. 不動産証券化の拡大

日本における不動産証券化は、当初、主としてバブル崩壊後の地価下落及びこれに起因する不良債権問題への対応策として制度が導入された。こうした背景から、初期には、資金調達やバランスシート改善を目的とした資産流動化型の不動産証券化が中心であった。その後、制度整備が進む中で、投資家の資金を集めて運用する資産運用型の不動産証券化への流れが大きくなっていった。これが、Jリート（不動産投資信託：REIT：Real Estate Investment Trust）や私募ファンドである。証券化手法の活用により、不動産の有効利用、都市再生や地域活性化が図られてきた。バブル崩壊後の我が国経済が長い停滞を抜け出し、景気回復を持続してきた中で、これらの不動産投資が果たしてきた役割は大きい。

近年、不動産証券化市場は順調に成長してきている。1997～2006年における不動産証券化実績の累計は、約33兆円に達している。

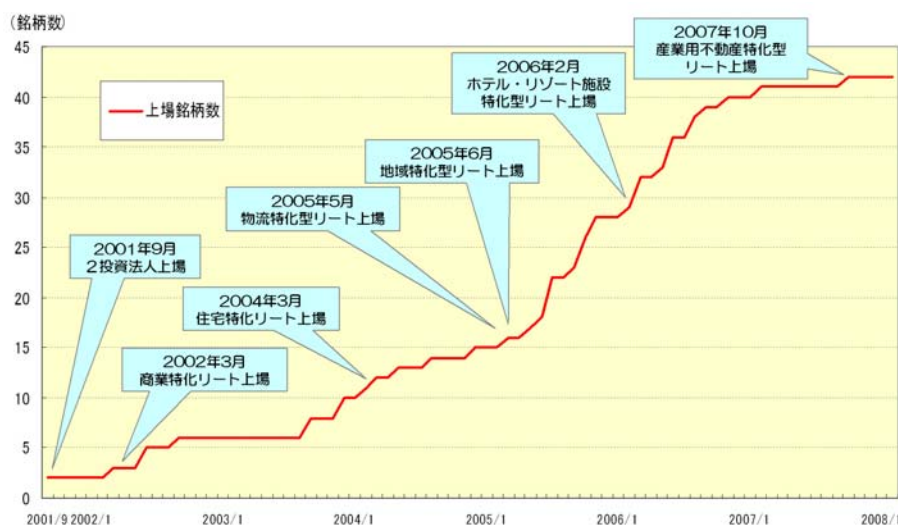
(図表1-1) 不動産証券化の実績推移



【出所】『平成18年度 不動産の証券化実態調査』国土交通省(2007年6月)をもとにARES作成

次の図表は、代表的な不動産証券化商品の一つであるJリーツの拡大の軌跡を示したものである。2008年3月末において、上場投資法人数は42法人、運用資産総額(取得価格ベース)で約7.2兆円に達し、運用資産についての用途面や地域面における多様化も進んでいる。

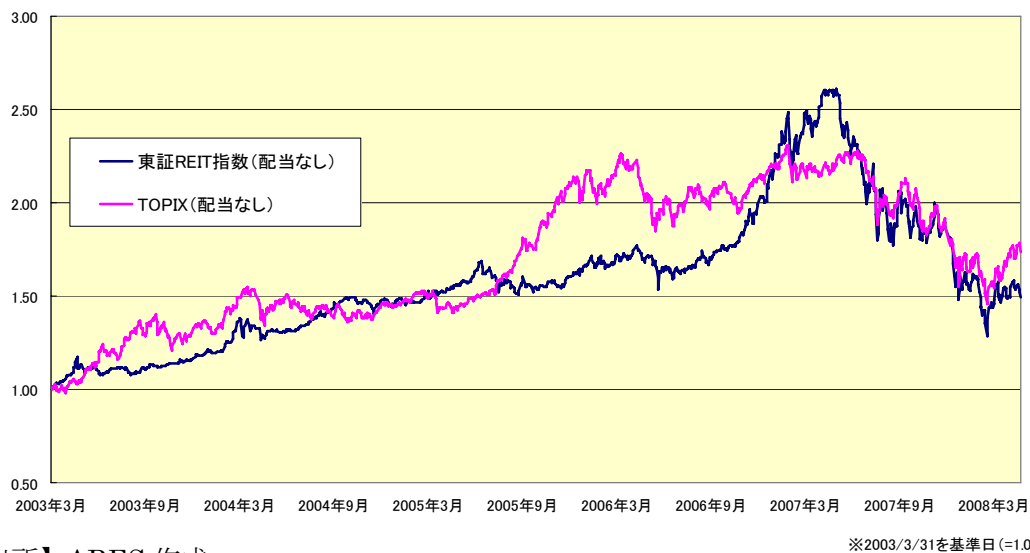
(図表1-2) Jリーツの上場銘柄数



【出所】各投資法人の公開情報及び(社)投資信託協会の公表データをもとにARES作成

Jリートの特徴として、上場商品であり、日々売買されているという点が挙げられる。東証REIT指数でJリートの価格の動きを見ると、2003年から2006年秋頃までは、安定的に推移していた。その後、2006年末から2007年上半にかけて大幅に上昇したが、2007年夏以降、金利動向や米国市場の影響等もあって下落傾向にある。

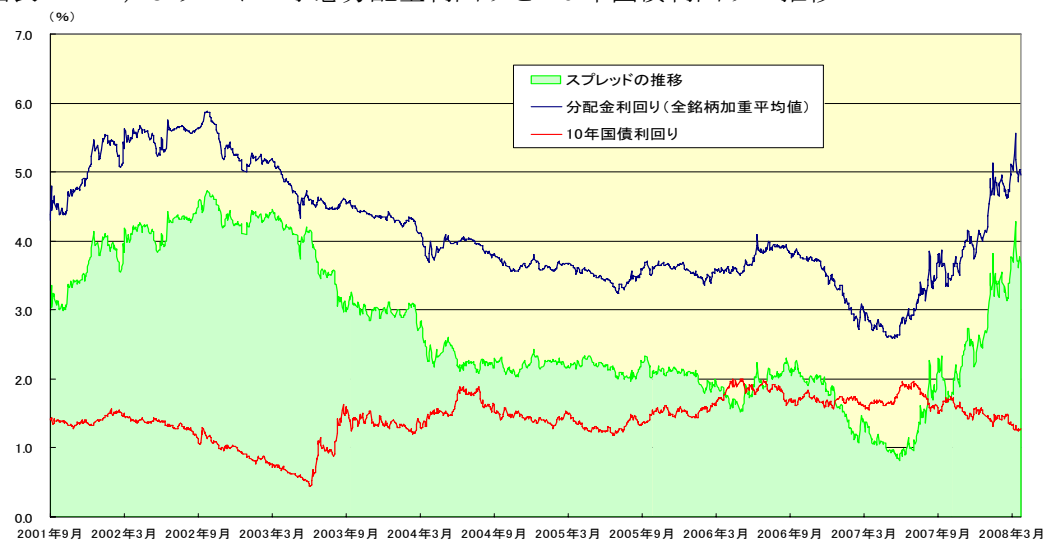
(図表1-3) 東証REIT指数と東証株価指数(TOPIX)の推移



【出所】ARES 作成

Jリート価格動向をイールドスプレッドの観点から見ると、当初4%を回る水準で推移していたが、投資商品としての認知が進む中で2%程度まで縮小した。その後、価格上昇により一旦1%前後の水準まで縮小したが、価格の下落により再び拡大している。

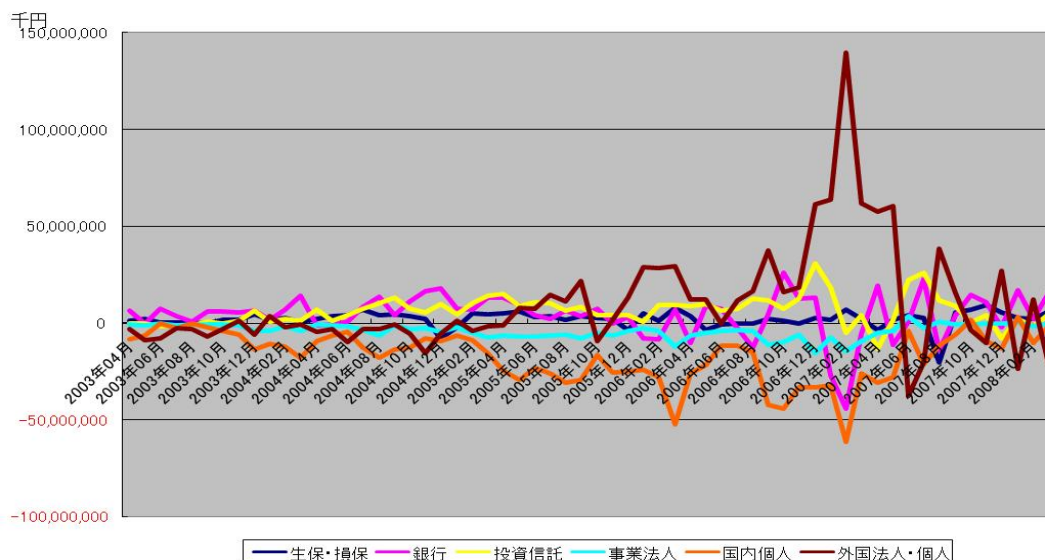
(図表1-4) Jリートの予想分配金利回りと10年国債利回りの推移



【出所】ARES 作成

J-REIT 市場における外国人投資家の動向を見ると、2006 年後半から 2007 年前半には大きく買い越しになり、その後、売り越しに転じる等、J リートの価格動向と合致しており、価格形成に外国人投資家の動向が影響を与えていることが考えられる。

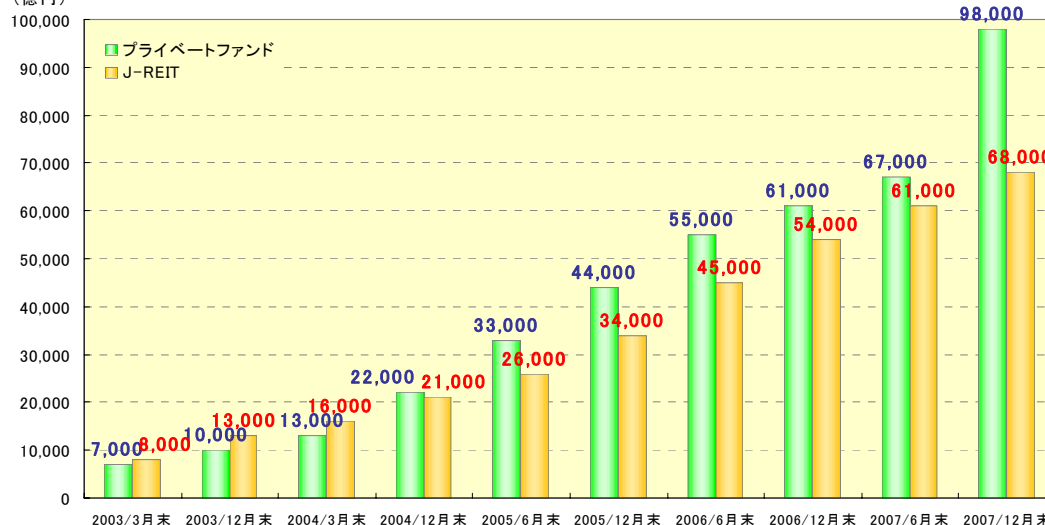
(図表 1-5) J リートの投資部門別売買状況 (東京証券取引所)



【出所】ARES 作成

J リートの拡大と共に、私募ファンドも大きく成長している。資産規模は J リートを上回ると言われている。

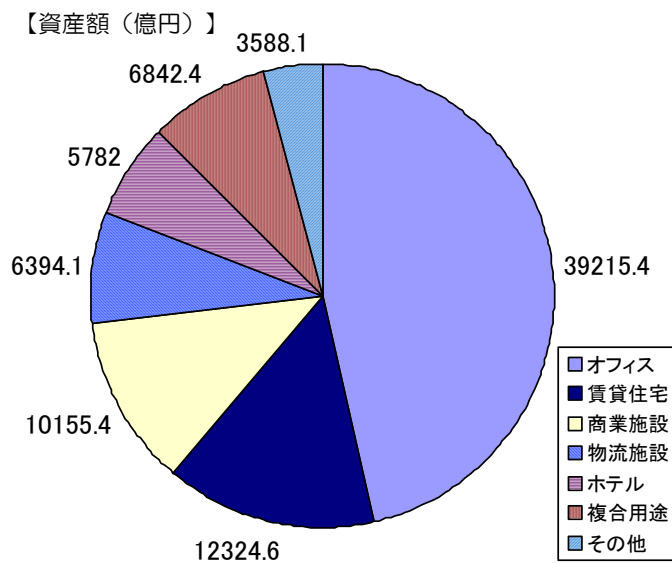
(図表 1-6) 私募ファンドの市場規模の推移 (億円)



【出所】『不動産プライベートファンドに関する実態調査 2004・2005・2006・2007 年』
住信基礎研究所の公表データをもとに ARES 作成

私募ファンドの組入れ資産の用途を見ると、オフィスが過半を占めるものの、賃貸住宅、商業施設をはじめとして、多様化が進んでいる。

(図表 1-7) 私募ファンドの保有不動産のタイプ (資産額ベース: 単位 (億円))



【出所】『会員対象私募ファンド実態調査』ARES (2007年12月末現在) より

1. 2. 不動産投資市場と不動産証券化

ここまで見たような不動産証券化市場の拡大が、不動産投資市場に与えた具体的な影響としては、次のような点が考えられる。

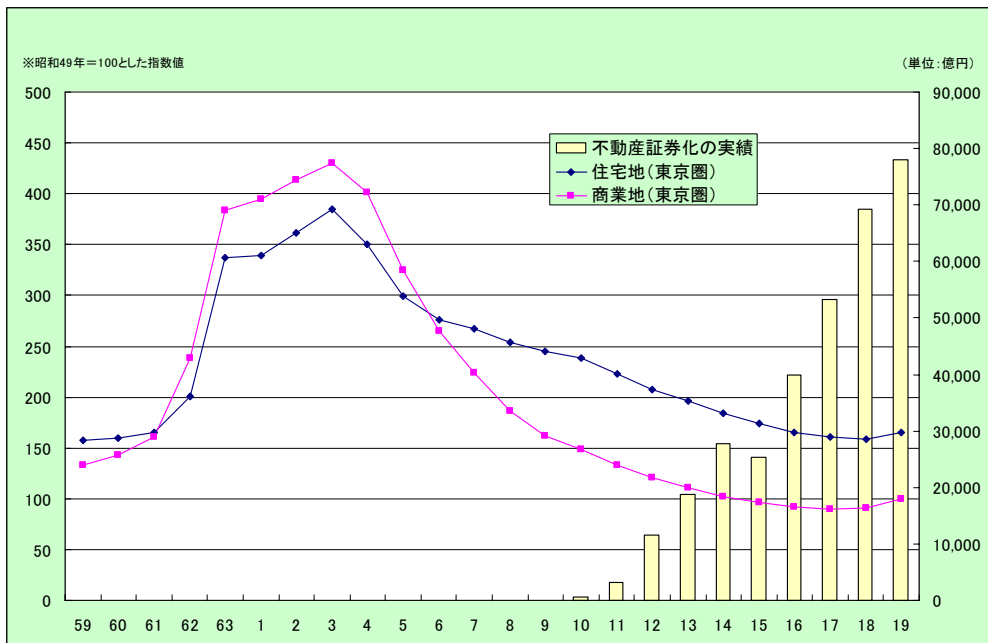
- (1) 地価下落局面における不動産の流動化に寄与
- (2) 不動産事業の機能分化による新しい事業機会の創出
- (3) 投資家への新たな投資機会の提供
- (4) 新しい開発スキームの提供による都市再生等への寄与
- (5) 収益還元価格の定着と不動産市場の透明性の向上

それぞれの影響については、以下のように考えられる。

(1) 地価下落局面における不動産の流動化に寄与

前述したように、当初の不動産証券化制度の整備目的は、地価が下落し、資産デフレが生じている環境において、不動産市場に資金を導入することであった。導入された資金は、新たな買い手として機能し、不動産の流動化に寄与したものと考えられる。

(図表 1 - 8) 地価の累積変動率と不動産証券化の実績

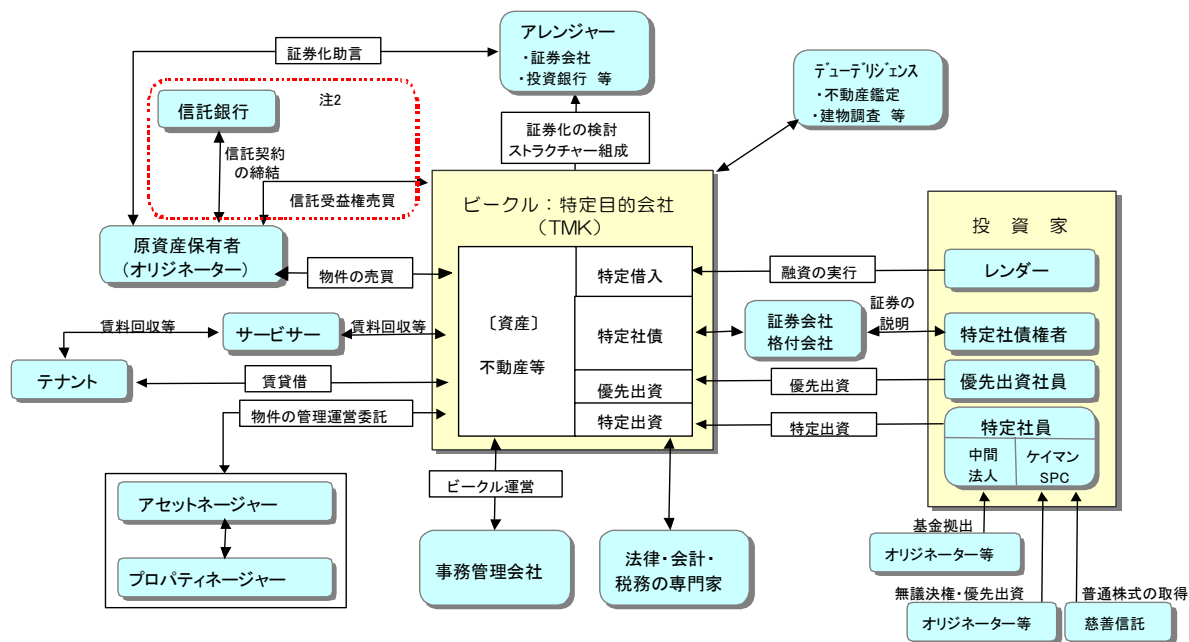


【出所】「地価公示」及び「平成 18 年度 不動産の証券化実態調査」の公表データをもとに
ARES 作成

(2) 不動産事業の機能分化による新しい事業機会の創出

不動産証券化ビジネスは、不動産ビジネスと金融ビジネスの融合により成立している。こうした多岐の分野に渡る役割が細分化される中で、より専門性が求められることになり、各業務の専門化が進むことで、新たな事業機会が創出されている。

(図表 1 - 9) 不動産証券化のスキーム図



注 1 : ビークルとして TMK を用いた場合の例示

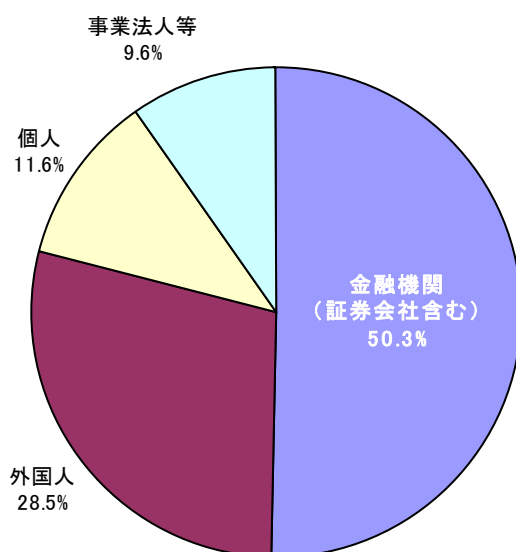
注 2 : 赤線はビークルが、不動産を信託受益権化して保有する場合

【出所】ARES 作成

(3) 投資家への新たな投資機会の提供

Jリート市場は、創設から6年で数兆円規模の市場へと成長してきている。投資家別の保有比率としては、金融機関、外国人が多いが、個人の直接保有もある程度存在し、また、ファンド・オブ・ファンズによる投資も個人の投資家に広まっていることから、機関投資家だけではなく、個人投資家によるニーズが一定程度確実に存在すると見られる。

(図表1-10) Jリーートの投資家別保有比率¹



(注)

1. 2007年8月31日現在で東証に上場しているJリートのうち、既に決算を公表している40銘柄を対象に、各投資主体が保有するJリーートの投資口数(期近決算時点)を合計して算出。各投資主体は、各Jリーートの公表ベース。
2. 金融機関は、都市銀行、地方銀行、信託銀行、生保、損保、その他金融、証券会社に分かれる。
3. 証券会社の取り扱い、Jリートによって異なるため、金融機関の中に含む形に統一した。
4. 金融機関の中で、都市銀行・地方銀行、および信託銀行は、それぞれ全体の約20%~25%程度を占めていると推計される。

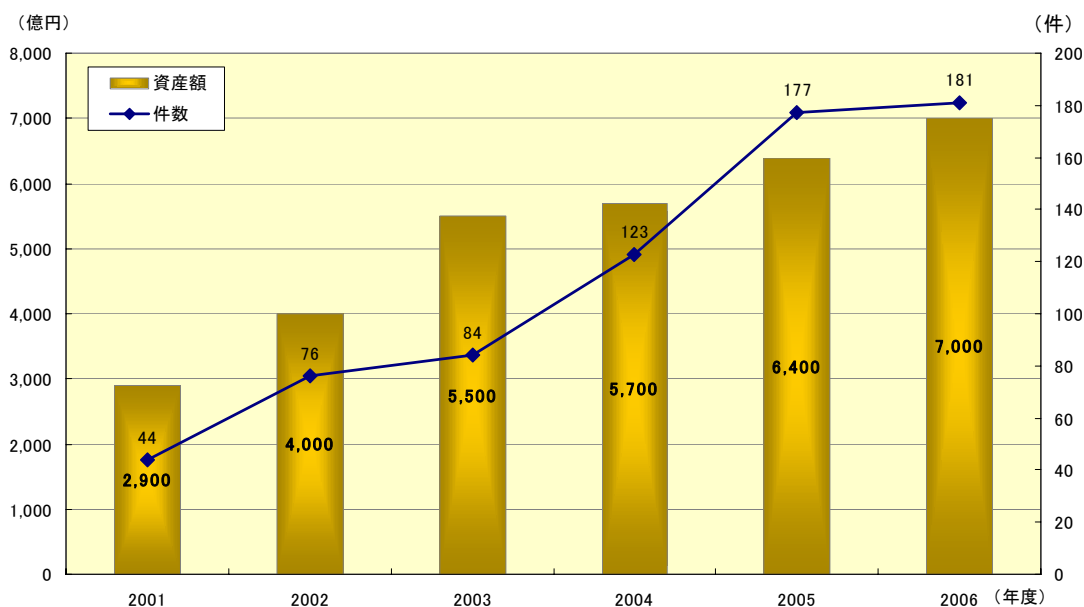
【出所】各Jリーートの決算資料等に基づく、みずほ証券作成資料より

¹ 表中の「金融機関」には、投資信託(ファンド・オブ・ファンズ)を通じた投資等も含まれる。

(4) 新しい開発スキームの提供による都市再生等への寄与

開発型の不動産証券化の実績も市場の成長とともに着実に増加している。大規模開発や街づくりの促進等にも寄与しており、都市再生という観点からも重要な役割を担っている。

(図表 1 - 1 1) 開発型証券化の実績



【出所】『平成 18 年度 不動産の証券化実態調査』国土交通省 (2007 年 6 月)
をもとに ARES 作成

(5) 収益還元価格の定着と不動産市場の透明性の向上

我が国の不動産市場全般において証券化の進展が果たした役割としては、不動産の収益力に応じて市場の中で不動産価格が決定されるという価格メカニズムの浸透、つまり収益還元価格の定着も挙げられる。言い換えれば、これによって、バブル崩壊後の不動産市場の正常化に向けた方向付けが図られたと言える。

また、Jリートでは、従前は公開されていないオフィスビルの成約賃料等についても情報開示がなされるなど、証券化を通じて、ともすればグローバルな視点から見ると不透明で閉鎖的と言われていた我が国の不動産市場の透明性の向上にも寄与している。

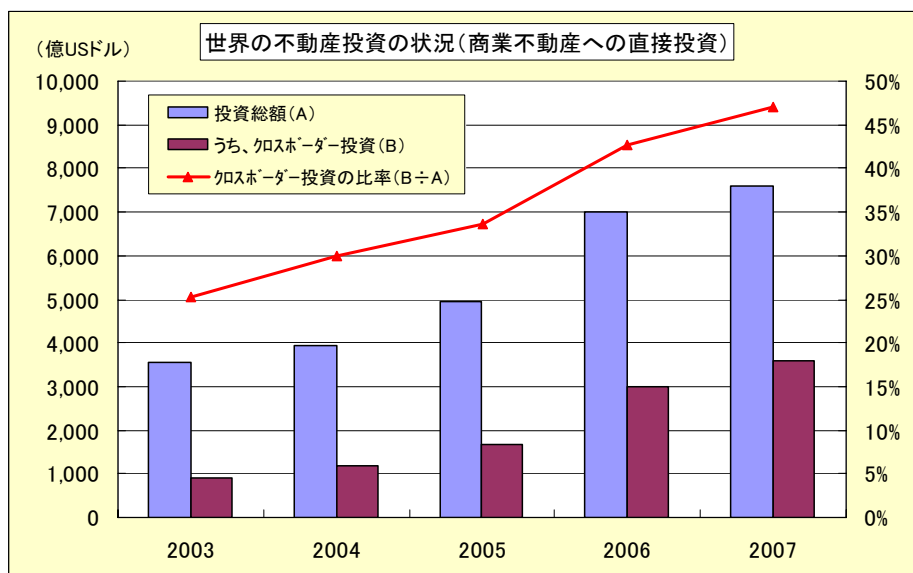
1. 3. 不動産投資市場における最新動向

不動産証券化は、ここまで見たように不動産投資市場の発展に大きな影響を及ぼしてきた。一方で、昨今においては、その他の様々な要因も不動産投資市場に影響を及ぼし、変化が生じてきている。こうした動向について、以下において簡単に触れる。

(1) 世界の不動産投資市場の状況とグローバル化

近年、不動産投資市場は、世界的に活況を呈しているとともに、グローバル化が進展しつつある。投資総額として拡大傾向にあるということに加えて、その中でも、クロスボーダー投資の伸び率が高い。ここ数年、不動産のパフォーマンスが相対的に高かったことが一つの要因であるが、地域によっては、価格調整によるパフォーマンスの低下が見られる。

(図表 1 - 1 2) 世界の不動産投資の状況 (商業不動産への直接投資)



【出所】 ジョーンズ ラング ラサール 資料 をもとに ARES 作成

不動産証券化という点では、世界のリート市場の動向も変化している。日本においてリート制度が導入された後にも、アジアや欧州でリート市場の創設が相次いでいる。こうした動きも、世界の不動産投資市場における国際的な資金の流れを加速させている。

また、日本から海外へという意味では、日本において海外リートに投資するファンド・オブ・ファンズも多く、こうした形で、実質的に海外不動産への投資が拡大している状況にある。

(2) 不動産投資市場に影響を及ぼすその他の要因

クロスボーダー投資の進展といったこと以外にも、様々な変化が生じている。これらは、単独で作用するのみならず、複合的に影響を及ぼすことも多い。

○制度改正の影響

金融商品取引法（以下「金商法」という。）、信託法・信託業法、不動産投資顧問業登録規程、不動産鑑定評価基準など、不動産証券化に関連する様々な制度の見直しが行われている。例えば、金商法の施行により、不動産証券化商品も、様々な金融商品と歩調を合わせた横断的な規制の下に置かれることになった。こうした制度改正への対応が、各プレイヤーの喫緊の課題となっている。

○サブプライムローン問題

昨年後半以降、資本市場と不動産市場に多大な影響を及ぼしている要因の一つがサブプライムローン問題である。米国の低所得者層向け住宅担保ローンを裏付け資産とし、多数のトランシェに分けて組成された RMBS（住宅ローン担保証券：Residential Mortgage Backed Securities）（一次証券化商品）の一部が、CDO（債務担保証券：Collateralized Debt Obligation）といった形で再証券化（二次証券化商品）され、これに投資を行っていた主体で損失が発生し、米国や欧州の金融機関が多額の損失を計上することになった。

この結果、証券化商品全般に対する不安が広まるとともに、リスクバッファの縮小した金融機関が活動を手控える動きが生じるなど、資本市場が大きく混乱したため、株式市場や不動産市場に影響が生じている。

○リート市場の調整

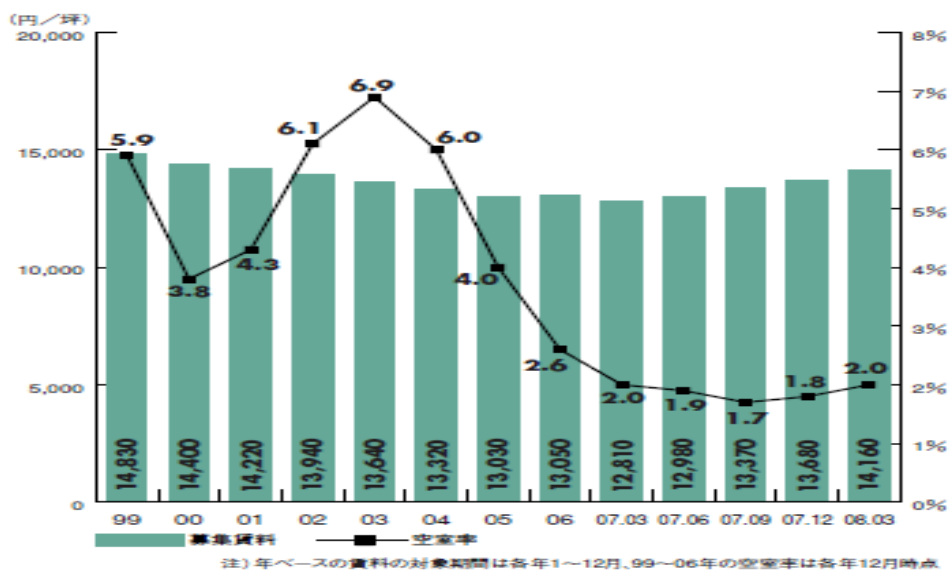
資本市場の混乱の影響により、米国リートは調整を余儀なくされ、Jリートにも調整が生じている。また、Jリート固有の問題としては、同族会社要件との関係における導管性の問題の表面化といった問題も生じたが、これについては、税制改正により対応も行われている。市場の調整の影響もあり、Jリートの新規上場は低調になり、上場中止や延期といった事例も発生している。

○日本の不動産市場のファンダメンタルズ

上述のように、資本市場の混乱が、日本の不動産市場や J リート市場に影響を及ぼしているが、こうした状況は、日本の不動産市場のファンダメンタルを適切に反映していない面がある。

例えば、東京 23 区について、オフィスの賃貸動向を空室率の点からみると、昨年の暮れから若干上昇してはいるものの、依然として低い水準に留まっており、需給関係としてタイトなマーケットにある。また、平均募集賃料については、引き続き上昇傾向にある。

(図表 1-1-3) 東京 23 区 空室率と平均募集賃料の推移



【出所】シービーリチャードエリス オフィスマーケットレポート 2008 Spring より

さらに、Jリートについていえば、その投資物件は、件数ベースで見て、東京 23 区が全体の 5 割以上を占めており、中でも、都心 5 区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）の物件が多く、3 割以上の物件が所在する。都心部の保有資産は大型のオフィス物件が多いことから、資産額ベースでは、都心への集中度はさらに高い。したがって、Jリートの保有不動産のファンダメンタルも、多くの面で、上述のようなマーケット環境を基本とするものと思われる。

(図表 1-1-4) J-REIT の地域別保有物件数 (2008 年 1 月末現在)

■東京都心5区		足立区	5	■北陸・中部地方	山口県	2	
千代田区	67	葛飾区	8	新潟県	8	香川県	0
中央区	116	江戸川区	11	富山県	2	愛媛県	1
港区	192	計	425	石川県	2	徳島県	0
新宿区	81	■関東地方		福井県	0	高知県	0
渋谷区	109	東京都:23区以外	44	長野県	2	計	17
計	565	神奈川県	114	静岡県	2	■九州・沖縄地方	
■東京23区:都心5区以外		千葉県	81	愛知県	75	福岡県	67
文京区	32	埼玉県	40	岐阜県	1	佐賀県	2
台東区	31	茨城県	3	三重県	3	長崎県	0
墨田区	15	栃木県	4	計	95	熊本県	2
江東区	36	群馬県	3	■近畿地方		大分県	2
品川区	54	山梨県	0	滋賀県	2	宮崎県	0
目黒区	45	計	289	京都府	20	鹿児島県	1
大田区	36	■北海道・東北地方		大阪府	128	沖縄県	5
世田谷区	54	北海道	50	兵庫県	26	計	79
中野区	12	青森県	2	奈良県	4		
杉並区	10	秋田県	2	和歌山県	1	合計	1,745
豊島区	41	岩手県	1	計	181		
北区	10	宮城県	37	■中国・四国地方			
荒川区	4	山形県	0	岡山県	3		
板橋区	10	福島県	2	広島県	10		
練馬区	11	計	94	香川県	1		
				鳥取県	0		

【出所】各投資法人の公開情報をもとにARES作成

○その他

この他にも、会計基準のコンバージェンス、環境問題等への対応の必要性の高まりといった変化も生じており、各種の変化への対応が課題となっている。

以上

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

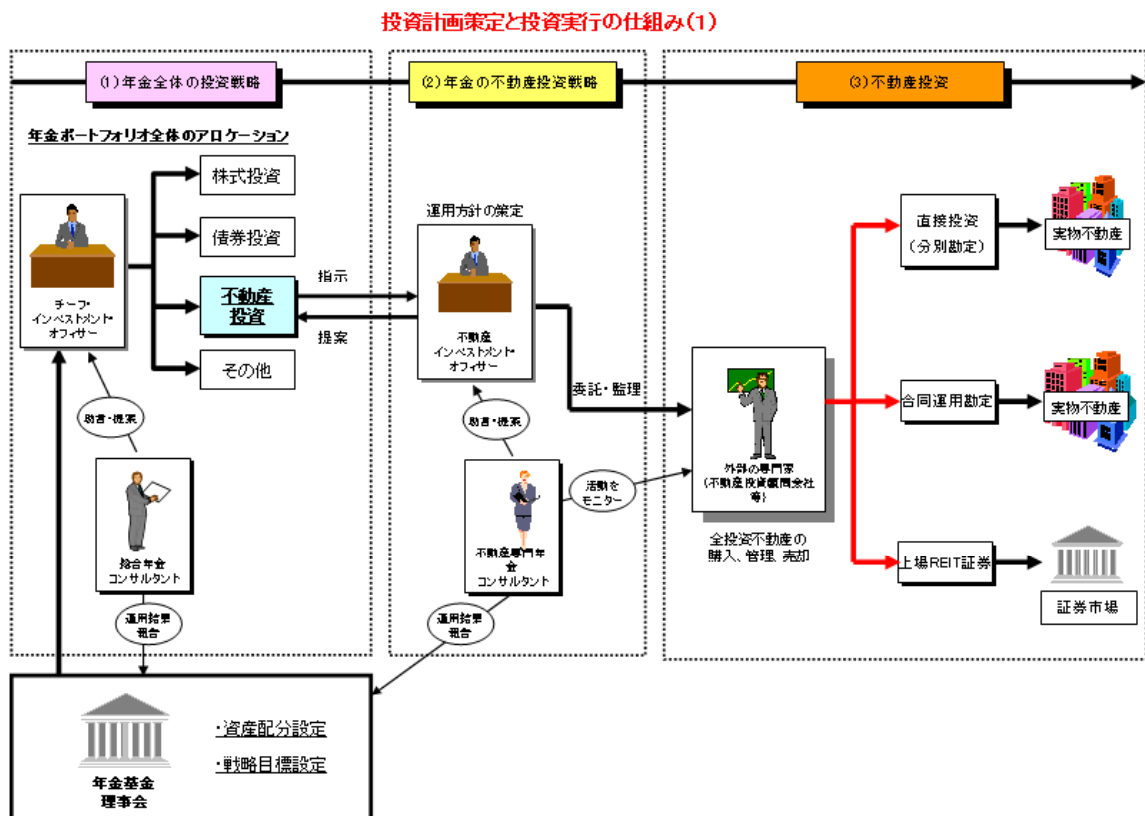
米国では、不動産投資に関しても、年金コンサルタントによるアドバイスが行われている。日本においても年金コンサルタントは存在し、ある程度普及してはいる³ものの、不動産の専門家を擁する年金コンサルタントは少ない。また、不動産専門年金コンサルタントはビジネスモデルとして確立していない。このため、年金コンサルタントによる不動産投資に関するアドバイスはほとんどなされていないのが現状である。不動産投資のアドバイスを行うことができる年金コンサルタントの出現が期待される。

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。

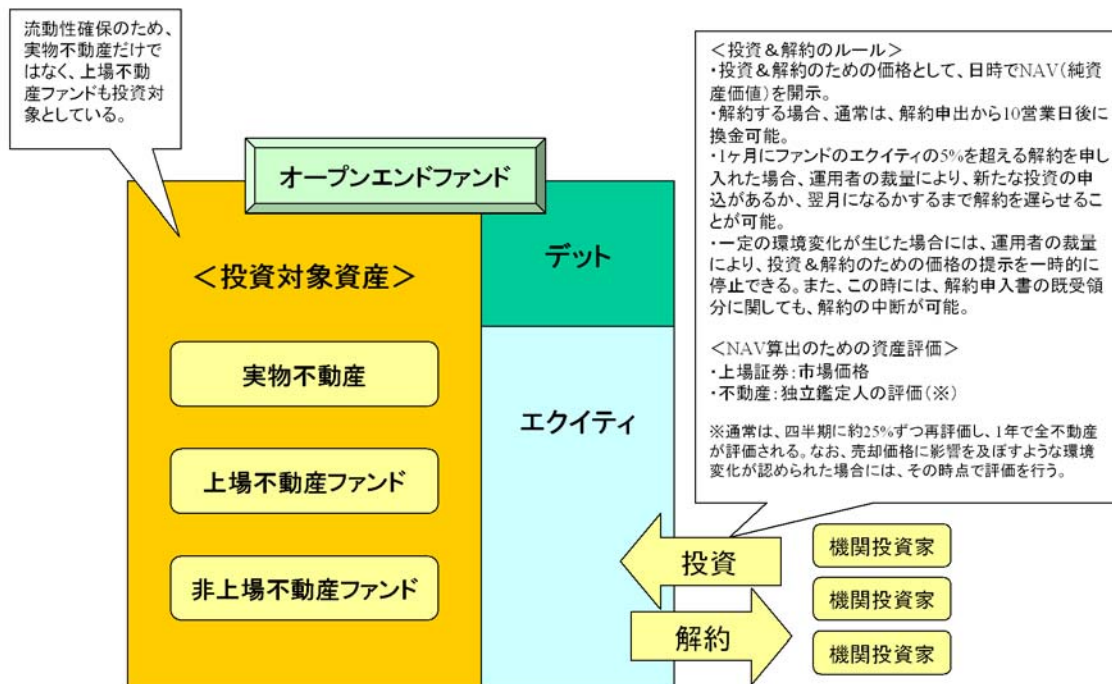
一方で、投資期間が 3～5 年である現状の商品によっても、運用期間をずらして平準化することで、実質的な長期投資に対応できている事例もある。この場合、同様の商品が継続的に提供されることが必要であり、この点が課題になる。

* 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-WHOLESAL E 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

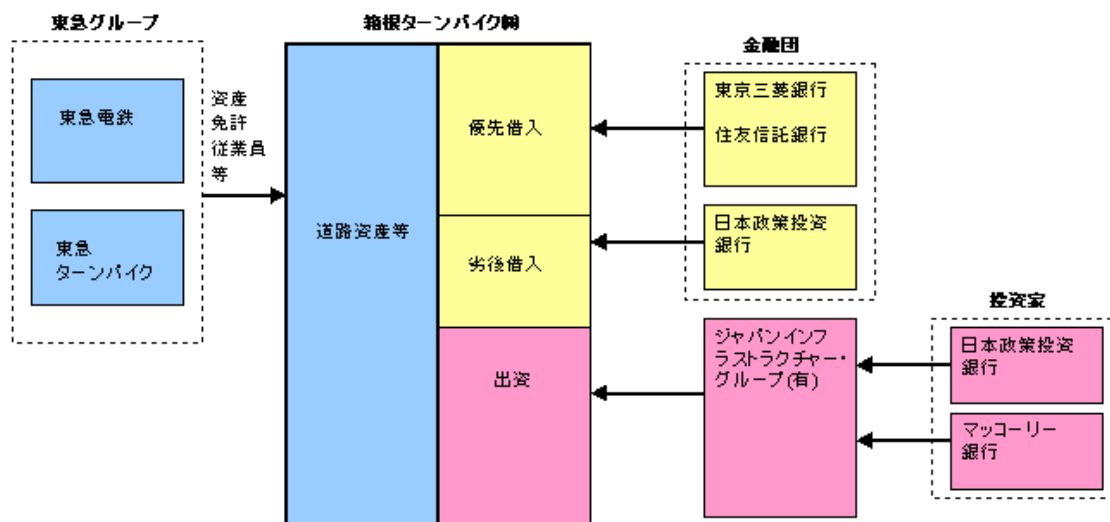
海外においては、昨今、年金基金等の機関投資家によるインフラ事業への投資が拡大している。ファンドを通じてインフラ事業に投資するものであり、長期にわたって安定したキャッシュフローが期待される。日本においては、現在のところ、PFIにおけるストラクチャードファイナンスの活用等はなされているものの、年金向けに組成される商品事例は少なく、海外のインフラへの投資も含めて、年金の運用資産として一般化しているとは言えないが、不動産私募ファンドの商品組成の点からすると、将来的な組み入れ資産として、あるいは、商品特性の点で示唆を与えるものであろう。

*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

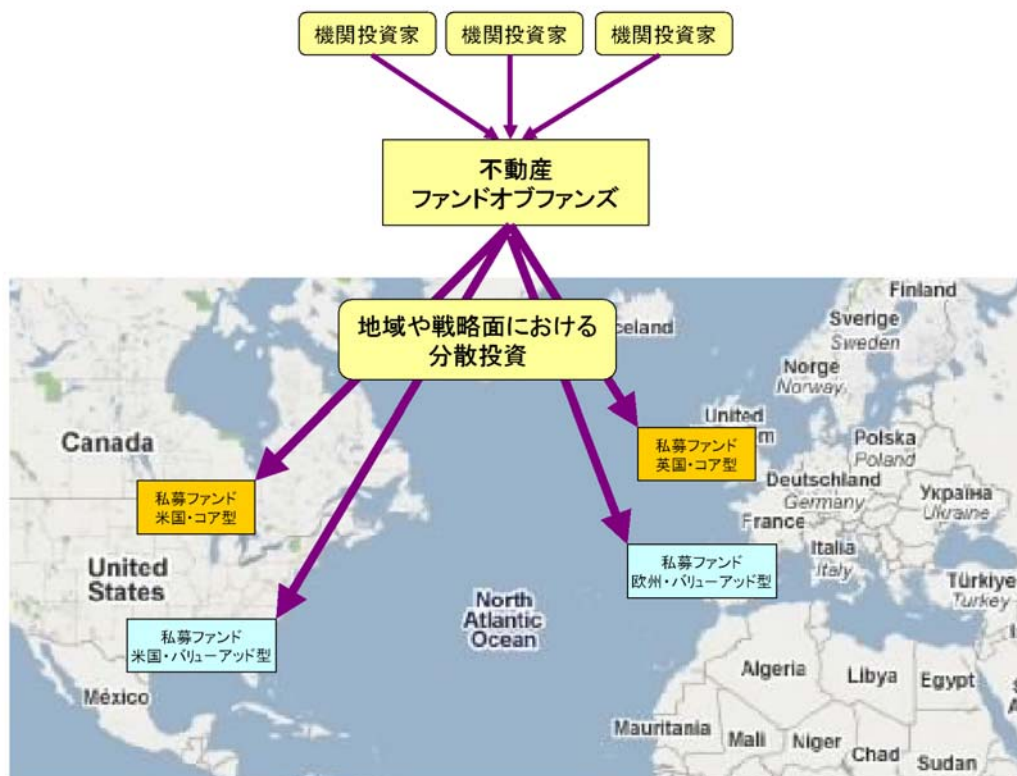
不動産に関連する投資商品としては、エクイティ型商品である私募ファンドやリートだけではなく、デット型商品（CMBS（商業用不動産ローン担保証券：Commercial Mortgage Backed Securities）、RMBS）も存在する。年金向けにも商品の提供は行われているが、プレイヤーが少ないことなどもあって、あまり拡大していない。年金がデットの供給者となることで、エクイティ型商品とは異なった商品特性を有する投資機会が提供されるとともに、不動産投資市場における資金調達の安定化にも繋がることが期待される。

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。

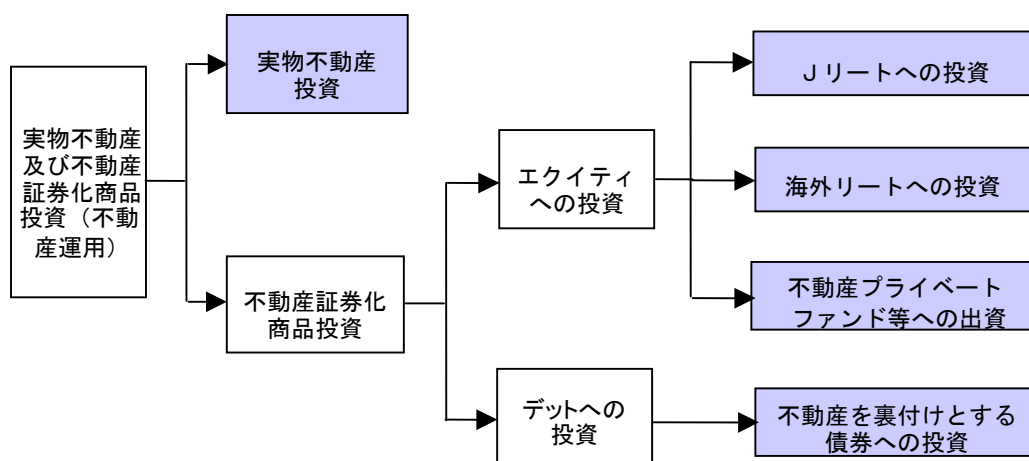
以上

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。

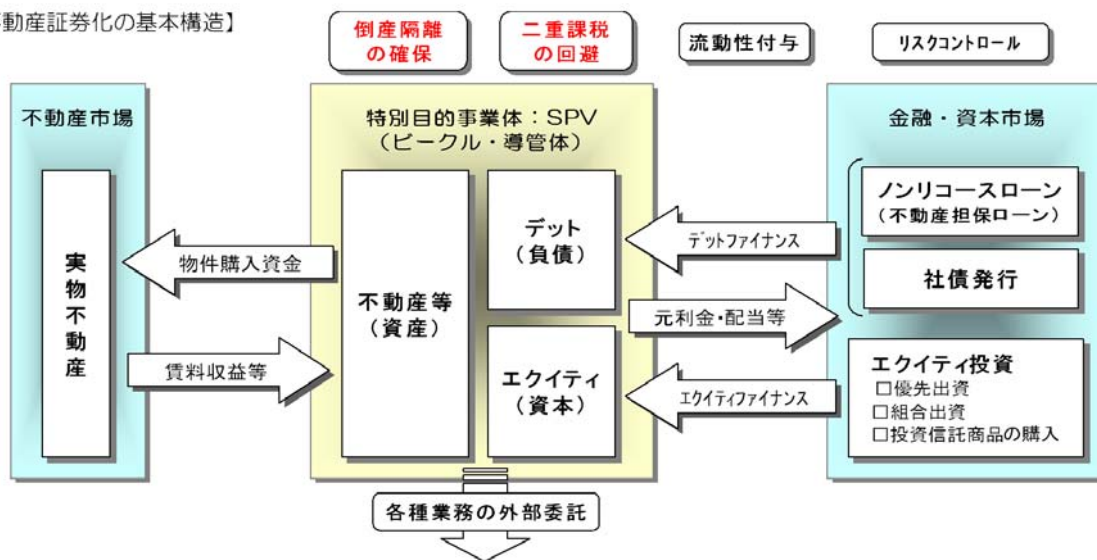
【出所】『第7回機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査報告書』

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】

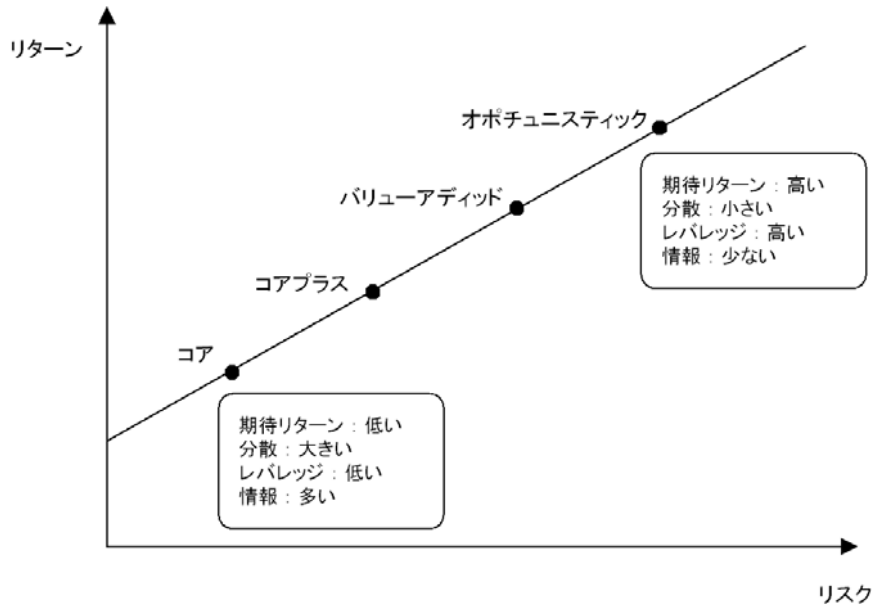


		エクイティ	デット
主な 投資商品 (投資形態)	公募	<ul style="list-style-type: none"> ○リート ・Jリート ・海外リート (米、豪など) ・上記に投資するファンドオブファンズ (グローバルリートファンド等) 	<ul style="list-style-type: none"> ○mortgage-backed securities ※不動産担保ローン債権を裏付資産とする資産担保証券 ・CMBS ・RMBS
	私募	<ul style="list-style-type: none"> ○実物不動産 ○不動産信託受益権 ○私募ファンド ・匿名組合出資 ・TMK 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



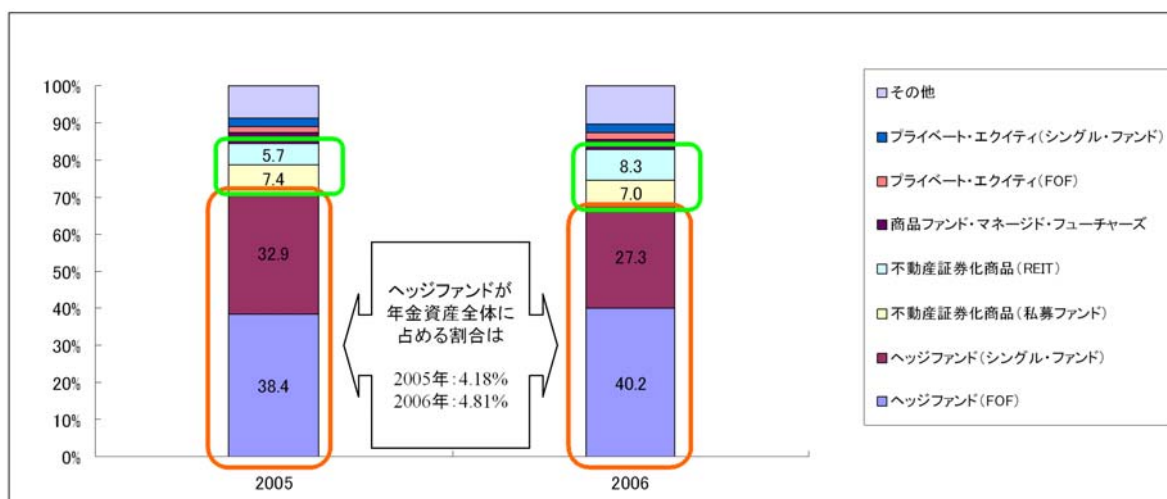
【出所】 企業年金連合会『企業年金 オルタナティブ投資ハンドブック』(2007年3月)より

(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。

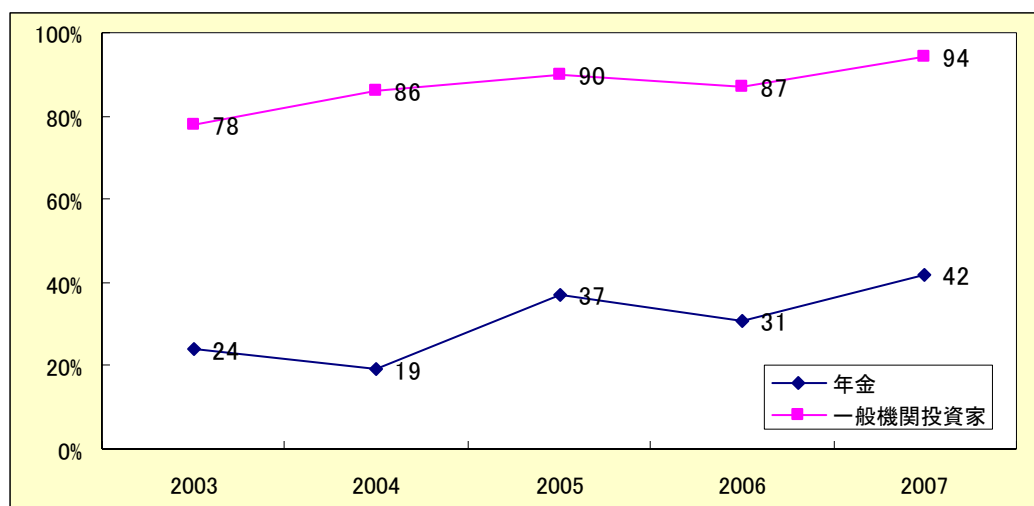
$$4.18\% \div 71.3\% \times 13.1\% \cong 0.77\%$$

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

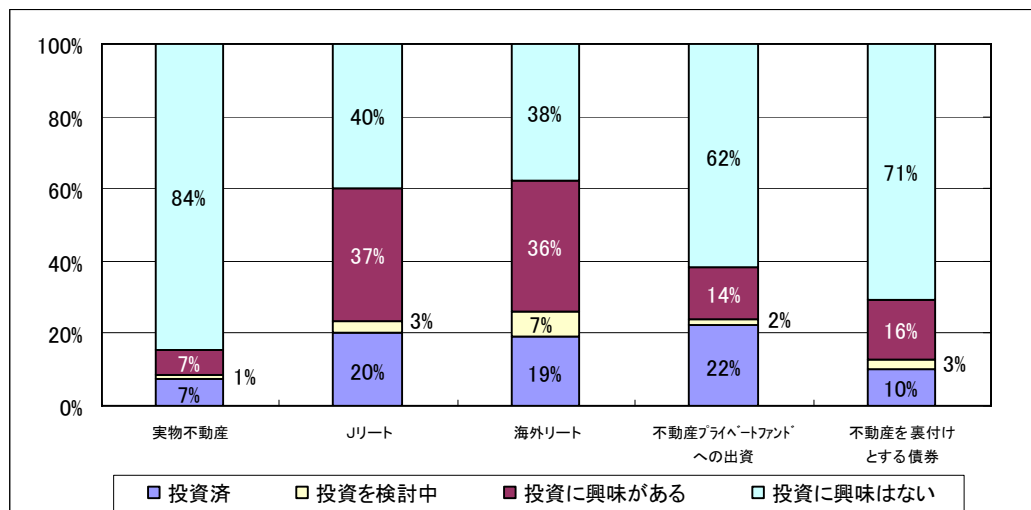
以下（図表 2-1-12）～（図表 2-1-18）についても同じ

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%

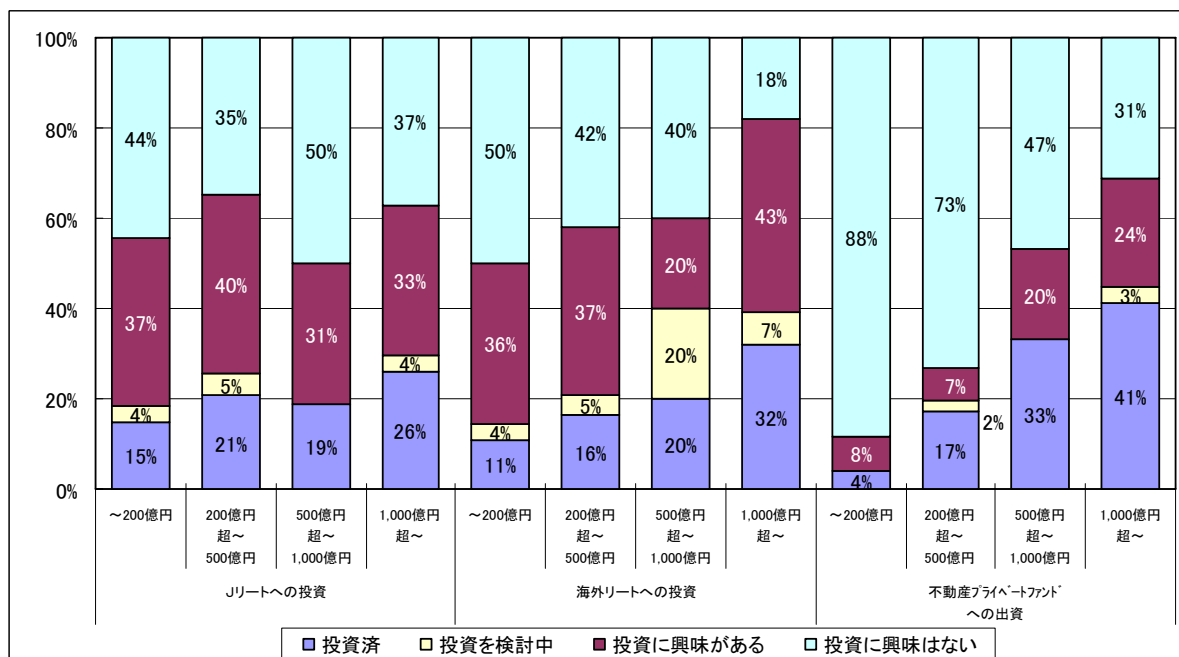
このうち年金について投資対象別に状況を見ると、実施済みの商品では私募ファンドの比率が高い。しかし、今後の投資対象としてはむしろリート（国内・海外）への関心が高くなっており、今後の拡大が見込まれる。実物不動産への関心は相対的に低い。

(図表 2-1-13) 投資対象別の投資の有無



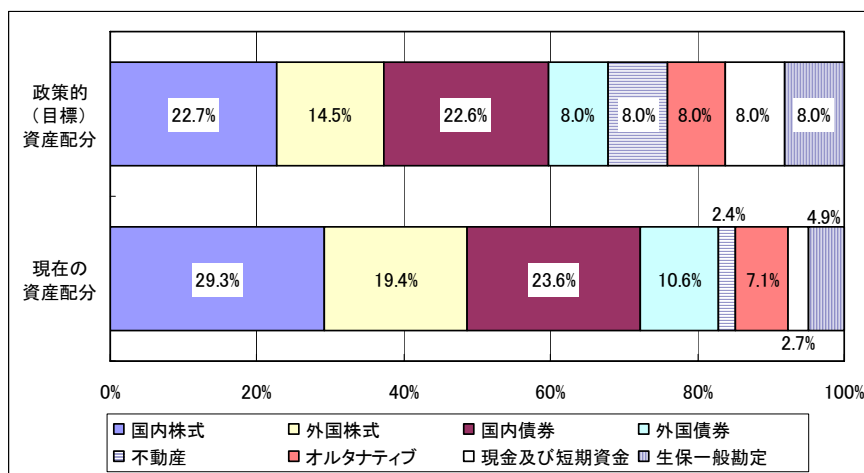
なお、年金の資産規模に関わらずリートへの関心は総じて高いが、私募ファンドに対する関心は、年金の規模によって大きく異なり、実施状況と今後の関心のいずれにおいても、大規模な年金ほど比率が高くなっている。

(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

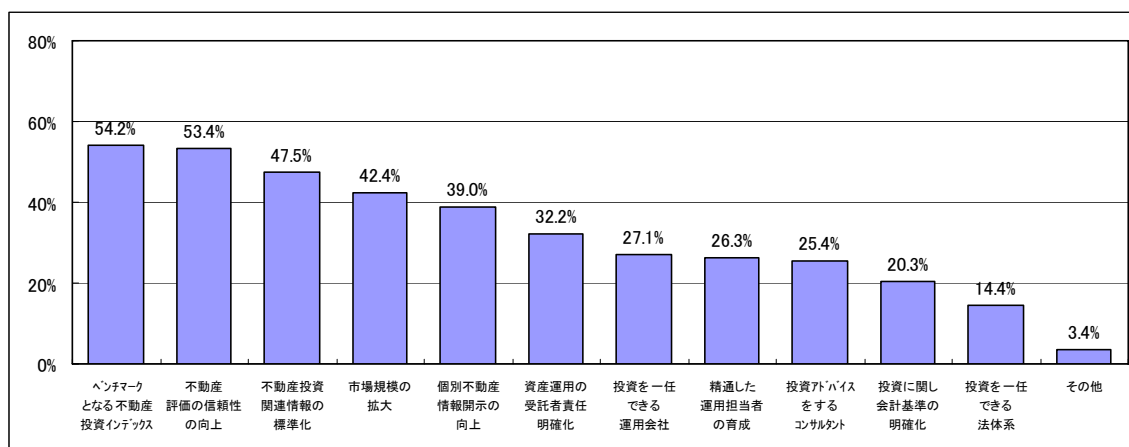
一方で、不動産投資を行っていない年金が投資を行わない理由として挙げている項目を見ると、商品特性に対する理解が進んでいないことや、個別ファンドの情報が少ないこと、ベンチマークが無いことなどが課題として挙げられている。

(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。

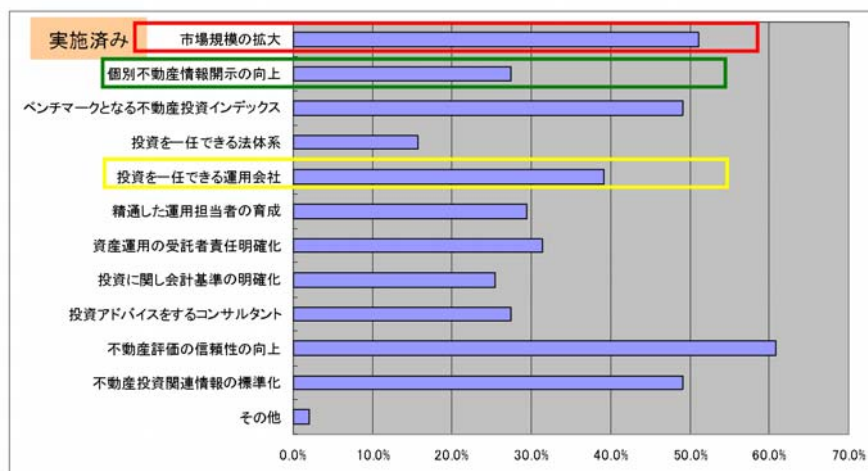
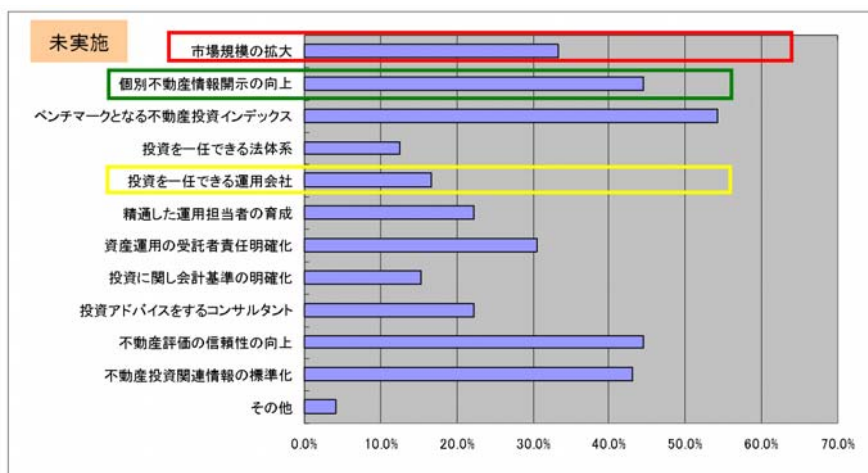
未実施の年金と実施済みの年金の差が特に大きいのは以下の項目である。

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

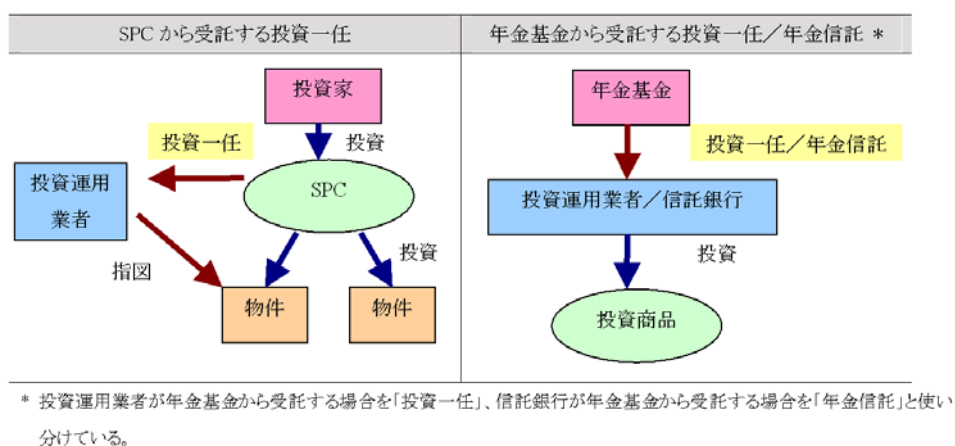
金商法の施行により、不動産投資に関する規制の枠組みは大きく変化した。現在、不動産ファンドを運用する AM 会社は、以下の 2 つの方向で対応しているものと思われる。

- ・ 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)

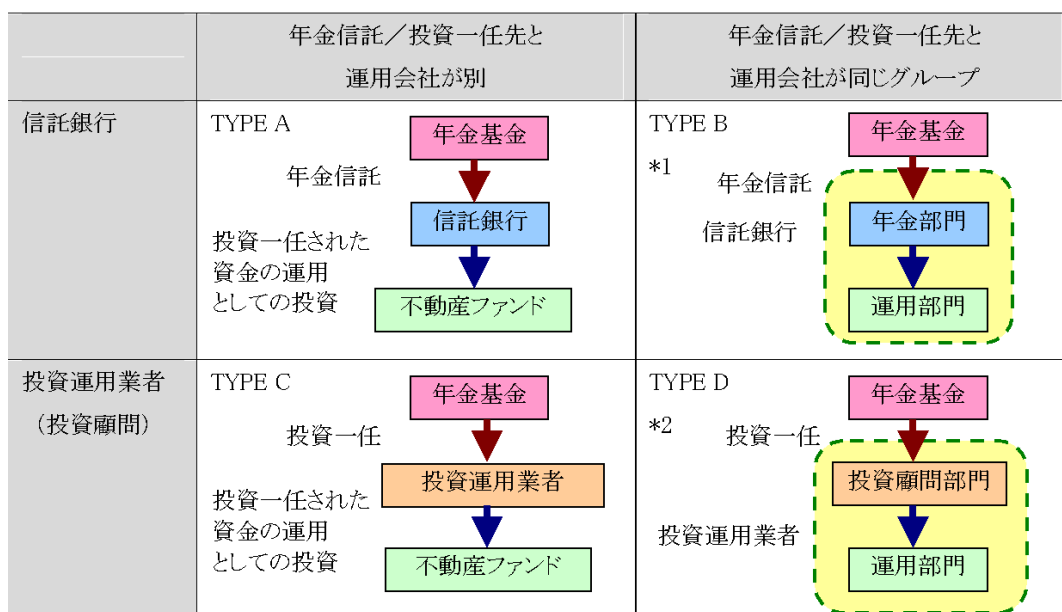
⇒ 現在 (2008 年 3 月 21 日時点) : 78 社

『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



*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。



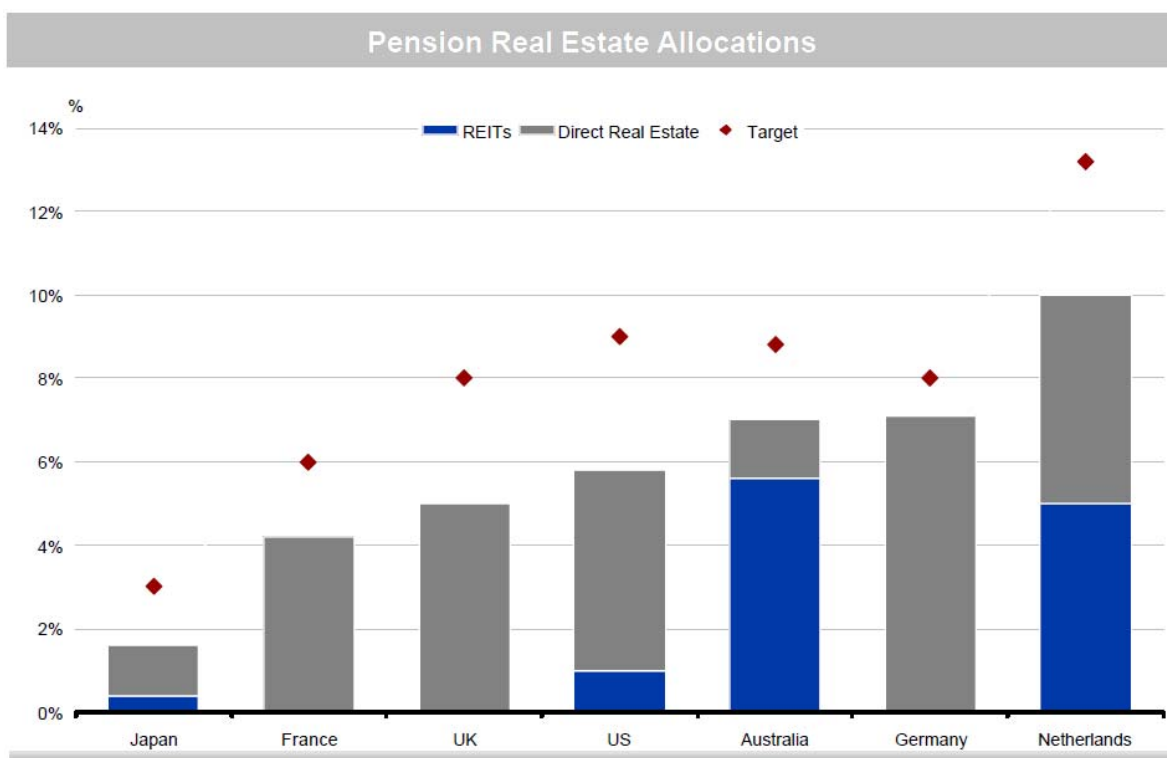
【出所】 PREA "Quarterly, Fall" (2005 年)より

【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】 REEFF 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

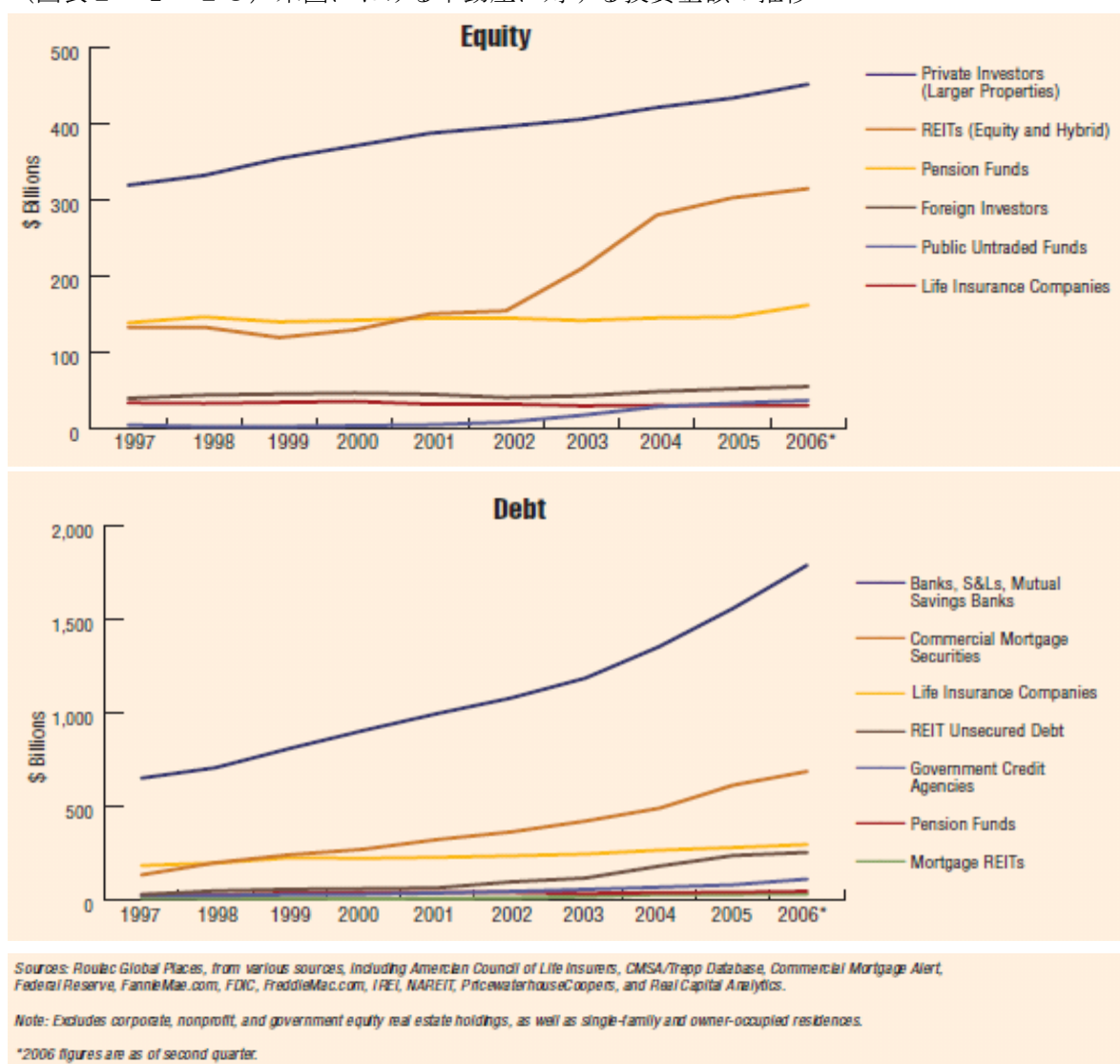
③米国における不動産投資家の動向

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%

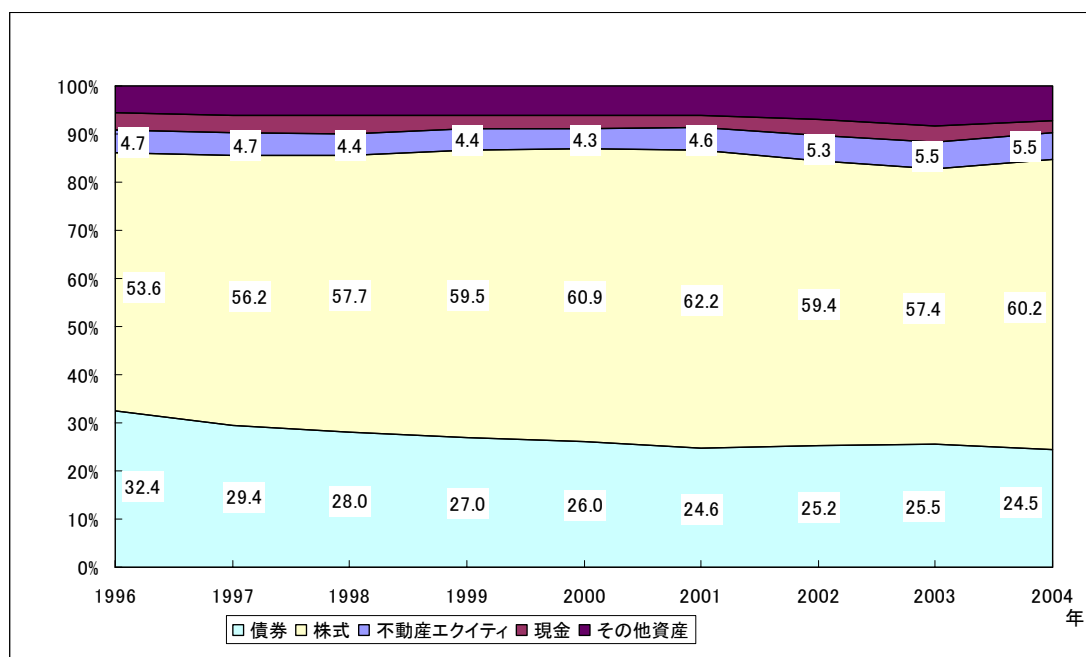
【出所】『 Emerging Trends in Real Estate 2007』

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ていくことができるだろう。
- ・ 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、デット資金調達安定化につながる。
- ・ 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ジャー等に関する検討）
- ・ 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 2-1-32) 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

第2章第2節 Jリートによる海外不動産投資

2. 2. 1. Jリートによる海外不動産投資の必要性和解禁に向けた動き

「Jリートによる海外不動産投資」に関するワーキンググループでは、Jリートによる海外不動産投資の解禁に向けて、Jリートが海外不動産投資を行うに当たっての投資家等への情報開示のあり方、投資に当たって想定されるスキームとそれぞれのスキームにおける課題等を議論・検討するために設置された。

本節では、上記ワーキンググループにおける議論を通じた、とりまとめ内容について述べる。

(1) Jリートによる海外不動産投資の必要性

1960年に米国で始まったリート制度は既に世界各国に普及し、2008年3月末現在、21カ国で既にリート制度が導入されている。日本について、2000年5月に「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」が改正されてJリート制度がスタートし、2001年9月に初の上場銘柄が登場した。Jリート市場は、その後順調に成長し、2008年3月末現在、運用資産総額（取得価格ベース）が約7.2兆円にまで達した。しかしながら、Jリートは、他国の大多数のリートとは異なり、東証の上場規程によって、海外の不動産に投資することが事実上できない制度であった（2008年3月末時点で海外に投資できないリート制度は、日本、韓国、タイ、ブルガリアの4カ国のみであった。）。

不動産市場がグローバル化し、他国のリート制度を活用した不動産のクロスボーダー取引が活発化している。日本においては、既に日本の不動産のみを投資対象とする他国のREITが登場しているし、また、海外不動産から得られるキャッシュフローへのニーズの高まりから、ファンド・オブ・ファンズを通じた日本の投資家による海外リートへの投資が大きく拡大している。このような状況下、Jリートのみが海外不動産への投資を行えない状況が続けば、Jリート制度の魅力が損なわれる事態になりかねない。

Jリートによる海外不動産投資が可能となれば、日本企業が海外へ進出する際に利用する不動産を保有することが可能となり、日本企業が円滑に国際展開できる環境の整備にもつながる。また、Jリートが開発後の不動産の引き受け手となることによって、不動産開発能力に優れた我が国のデベロッパー等が、その能力を活かして海外で不動産開発を行うことができ、いずれも日本の産業の国際競争力強化の一環として重要である。さらに、我が国金融・資本市場の魅力を高め、競争力を強化するためには、金融商品取引所において取扱商品の多様化を図っていく必要があり、Jリートによる海外不動産投資の実現は、そのような方向に沿ったものであると言える。

(2) 解禁に向けた動き

Jリートの海外不動産投資は、東証の規程によって制限されていたわけであるが、日本

における海外不動産の鑑定評価の方法が定まっておらず、投資家への情報開示のあり方など J リートによる取得に際して投資家の適切な投資判断を確保するための状況が整っていないことがその一因であった。その一方、2006年7月5日付の国土審議会土地政策分科会企画部会不動産投資市場検討小委員会の最終報告、2007年4月20日付の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第一次報告一次報告、2007年5月10日付の社会資本整備審議会産業分科会不動産部会の「今後の不動産投資市場のあり方に関する第二次答申」等において、J リートの海外投資について、早期に実現すべきである旨の提言がなされた。

このような状況下、国土交通省において、国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会が設置した海外不動産の鑑定評価のあり方に関するワーキンググループにて2007年8月10日より「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」のあり方に関する検討が開始され、同年12月14日に、国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会にて同ワーキンググループでの検討を経て策定された「海外不動産投資鑑定評価ガイドライン案」が議論され、パブリックコメント手続を経て、本年1月25日、「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」が策定・公表された。一方、2007年12月21日に金融庁より公表された「金融・資本市場競争力強化プラン」においても、J リートへの海外不動産の組入れを可能とするよう必要な環境整備について適切に対応を行う旨が言及された。

こうした動きを受けて、東証は、本年2月28日付で海外不動産への投資制約を解除する規程の改正案を公表、パブリックコメントを募集し、「提出された意見とそれに対する考え方」を取りまとめた上で、本年5月9日に規程の改正を公表するとともに、情報開示のあり方を定め、同月12日に改正規程が施行され、J リートによる海外不動産投資が可能となったものである。

以下では、こうした流れを受けて、本WGで検討した J リートによる海外不動産投資における情報開示のあり方及び想定されるスキームと引き続き検討が必要な課題について述べる。

2. 2. 2. J リートによる海外不動産投資における情報開示

本WGにおいては、J リートによる海外不動産投資の解禁に向けて、海外不動産投資に当たっての情報開示の基本的なあり方を検討した。以下は、その検討内容である。

(1) 基本的な考え方

情報開示に関する規定は①金商法（有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、開示書類の虚偽記載等）、②投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）（資産運用報告、投信協会規則等）、③東証の上場規程（有価証券上場規程第5編第3章、決算短信、運用体制報告書、有価証券報告書又は運用報告に係る確認書、適時開示規制）によ

って定められている。国内不動産について求められている記載は、海外不動産についても求められていると考えられるため、これに加え、海外不動産特有の事項（国内不動産との相違等）について記載すべき事項を検討する必要がある。

また、金商法 17 条～21 条の 2 においては、虚偽記載、記載の欠如が損害賠償規定として定められており、また、虚偽の記載については、行政罰として課徴金が課される。これを踏まえれば、海外不動産投資においても同様の対応が求められるが、虚偽記載について対策を講じることは可能であっても、記載の欠如については、何を記載すべきかが明らかでない限り、十分な対策を講じることは容易ではない。海外不動産投資を行う場合にあっては、開示すべき内容が何であるかについて十分認識することが必要である。

なお、米国、豪州、シンガポールのリート制度には、海外不動産特有の開示規則はなく、香港においては開示すべき項目が示されている例がある（参考資料 3 参照）。J リートでは、基本的には、上記のような開示規制が行われており、海外不動産の開示についても、当該規制を踏まえて、実務上の運用の中で個別に検討がなされるべきと思料される。また、（社）投資信託協会（以下「投信協会」という。）の「不動産投資信託等の運用報告書等に関する部会決議」における金額などの通貨表示や面積の記載方法等は、一部読み替えるような対応が必要となろう。

（２）J リートの運用不動産に係るディスクロージャー制度

J リートの運用不動産に係るディスクロージャー制度は以下の通りである。なお、関連条文等については、参考資料 1 を参照されたい。

（Ⅰ）金商法

- （i）有価証券届出書（金商法 4 条、5 条 5 項、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令（以下「特定有価証券府令」という。） 10 条）

J リートの場合：4 号の 3 様式（フル・ディスクロージャーの場合）

運用方針、運用体制、投資リスク、投資状況等についてのディスクロージャー

- （ii）目論見書（金商法 13 条、特定有価証券府令 15 条）

= 有価証券届出書と同じ内容

- （iii）有価証券報告書（金商法 24 条 5 項、特定有価証券府令 22 条）

J リートの場合、7 号の 3 様式

ファンドの状況等については、基本的に有価証券届出書に準ずる。

- （iv）開示書類の虚偽記載等

金商法 17 条～21 条の 2

「重要な事項について虚偽の記載があり、若しくは記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けている場合」に

おける届出者等の賠償責任規定
金商法 172 条、172 条の 2、197 条 1 項 1 号

「重要な事項につき虚偽の記載がある」発行開示書類又は有価証券報告書等を提出した場合、課徴金及び罰則の対象

(II) 投信法

(i) 資産運用報告（投信法129条、投資法人の計算に関する規則71条乃至75条）

資産運用報告に記載し、又は記載すべき重要な事実についての虚偽の記載又は記録があった場合の執行役員及び監督役員の第三者に対する損害賠償責任義務（投信法115条の7）

(ii) 投信協会規則等

資産運用報告に表示すべき事項等につき投信協会の規則、「不動産投資信託等の運用報告書等に関する部会決議」別表 5 等に定めがある。

(III) 東証の上場規程等

・資産の取得又は譲渡の決定時における適時開示

資産の取得に関するお知らせ、資産の譲渡に関するお知らせについて開示様式が定められている。

・決算短信

投資リスクの記載は任意。但し、最近の有価証券報告書における記載から投資者に速やかに伝達すべき新たなリスクが顕在化している場合は開示することとされている。また、参考情報とされる運用資産等の価格に関する情報については、有価証券報告書と同等の内容を記載すべきこととされている。

・運用体制報告書（有価証券上場規程 1204 条 2 項、1213 条 6 項）

記載要領

・有価証券報告書又は運用報告に係る確認書（有価証券上場規程 1215 条）

以上の法令等によって、海外不動産投資についても、国内不動産投資と同様に、以下のような項目が当然に開示される。

<国内の場合と同様に開示される項目の例>

a. 当該物件を譲渡又は取得する理由

b. 資産の内容（不動産の場合は、デューデリジェンス状況、賃料収入等の個別不動産の情報）、譲渡方法又は投資に関するストラクチャーの概要

c. 相手会社の概要（商号、本店所在地、代表者、資本金、大株主、事業の内容、投資法人又は資産運用会社との関係（資本的關係、人的關係、取引關係）等）

d. 決済方法

e.譲渡又は取得の日程

f.今後の見通し（譲渡又は取得後 2 営業期間程度の業績見通しを含む。）

（３）海外不動産投資に関して、投資家の投資判断に資する情報

Jリートによる海外不動産投資に関して、投資家の投資判断の要素として考えられる特有の事由として、以下の事由が考えられる。

- ・海外不動産の権利関係
- ・海外不動産への投資に関する仕組みや契約の概要
- ・海外不動産の所在地国における不動産市場の動向に関する情報（統計資料等）
- ・海外不動産に係る鑑定評価の概要（日本における鑑定評価制度との相異）
- ・海外不動産投資に関する投資法人（資産運用会社）の運用・管理に係る方針、体制及びその能力
- ・海外不動産投資に係る会計・税務上の取扱い
- ・為替リスク、当該不動産の所在地国の政治・経済・市場リスク

（４）海外不動産投資に関するディスクロージャー制度の検討

（３）を踏まえ、以下において、海外不動産投資に関する現行のディスクロージャー制度（以下「現行制度」という。）について検討する。

現行制度においては、有価証券届出書、目論見書及び有価証券報告書について、不動産に係る物件の名称、所在地、用途、面積、構造、所有・それ以外の別、価格、担保の内容、不動産の状況、不動産の状況に関する第三者による調査結果の概要及び調査者の氏名又は名称並びに投資比率といった不動産等に係る基本的な情報の記載が求められており（有価証券届出書 4 号の 3 様式の記載上の注意（32）（34））、これらは海外不動産についても当然に開示が求められるものと考えられる。また、資産運用報告及び適時開示についても、基本的に同様であると考えられる。

（Ⅰ）海外不動産の権利関係

現行制度においては、海外不動産に係る権利内容について開示を求めることが前提とされる。投信協会の規則（不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則）においては、外国の法令に基づく不動産等の評価に関する規定がある。

第3条

2 この規則において「不動産等」とは、次に掲げる資産をいう。

- (1) 不動産
- (2) 不動産の賃借権
- (3) 地上権
- (4) 外国の法令に基づく前3号に掲げる資産

第5条 不動産投信等が保有する不動産、土地の賃借権及び地上権の公正な価額を算定する場合に使用する評価方法は、次に掲げる方法の中からそれぞれの資産毎に適当と考えられる評価方法を約款又は規約において定め、当該評価方法により評価するものとする。ただし、私募（金商法第2条第3項に規定する私募をいう。以下同じ。）の不動産投信等については、この限りでない。

- (1) 不動産鑑定士による鑑定評価に基づいた評価額
- (2) 近傍の類似物件の取引実例に基づいた評価額
- (3) 当該物件を、当該時において再調達した場合に要すると想定される額に基づき減額修正した額（建物を評価する場合に限る。）
- (4) 収益還元法（DCF法又は直接還元法）により計算した価額
- (5) 前各号に掲げる評価方法を組み合わせた方法

第6条 不動産投信等が保有する次に掲げる資産は、当該各号に定める価額により評価するものとする。

- (1) 第3条第2項第4号に規定する外国の資産 第5条第1項に規定する評価方法の中から運用会社が適当と認めた評価方法により算出した価額（当該資産が外貨建ての場合は、邦貨換算した価額とする。）

外国の法令に基づく不動産等に係る権利の内容については、日本の法制に基づくものとは大きく異なる場合があり、かかる権利内容の相違が投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性がある。従って、かかる相違の開示がなされることが望ましい。

もっとも、ポートフォリオに占める海外不動産の割合が低い場合等、常に各国の不動産法制についての詳細な開示を求める必要があるかについては、検討を要するところである。

(II) 海外不動産への投資に関する仕組みや契約の概要

海外不動産に直接投資をする場合ではなく、LPS等を用いて間接的に投資を行う場合（2.2.3.を参照）、当該LPSその他の仕組みにおける権利の内容は、投資家の投資判断にとって重要な情報であるといえる。

現行制度においても、有価証券届出書4号の3様式の記載上の注意(35)は、「投資資

産が不動産に係る権利である場合には、当該権利の内容（種類、存続期間等）及び当該権利の目的物の内容を記載すること」としており、上記権利内容についても、開示が求められるものと解される。

もっとも、これらの要請は、海外不動産に限定されるべきものではなく、日本において、現物不動産又は信託受益権等一般的な仕組み以外の仕組みで投資を行う場合においても開示することが妥当であると考えられ、現行制度の運用で対応できると思われる。

(Ⅲ) 海外不動産の所在地国における不動産市場の動向に関する情報（統計資料等）

この情報も投資家にとって重要性は認められるが、いかなる情報を開示すべきかにつき、容易に判断がつかず、また、開示された情報の客観性・信頼性が担保されなければ、意味がないだけでなく却って誤解を生じさせかねないという課題があるが、一定の統計（過去一定期間における当該国又は合理的に関連する地域における同種不動産の取引価格等の推移）と当該統計の出所の開示を行うことにより、投資家への適切な情報提供が実現できるものとする。但し、海外不動産についてのみ、特別にこれらの情報開示が要請されるべきものであるかについては、検討を要するところである。

(Ⅳ) 海外不動産に係る鑑定評価の概要等（日本における鑑定評価制度との相異）

当該不動産の価格評価は、投資家の投資判断に極めて重要であるといえる。価格の評価方法等については、有価証券届出書及び有価証券報告書の様式上、記載が求められているところである。海外における評価手法が日本において一般的な鑑定評価等の評価手法と異なる場合や、海外不動産における鑑定評価について、日本の不動産に係る鑑定評価とは異なる評価手法を認める場合には、その相違についても投資家に対して開示することにより、海外不動産の鑑定評価について十分な情報提供が可能であるとする。

(Ⅴ) 海外不動産投資に関する投資法人（資産運用会社）の運用・管理に係る方針、体制及びその能力

現行制度上も、投資法人の運用方針や運用体制、リスク管理体制等についての開示は求められていることから、その運用として海外不動産に対する投資を行う場合の運用方針や運用体制等の開示は求められていると考えられ、現行制度の運用によって対応できる。

なお、平成20年5月9日の上場規程改正の際の東証の説明資料においても、海外不動産への投資を行うJリートは、「不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書」において、海外不動産への投資姿勢（投資を行う理由を含む。）、海外不

動産に投資する際の指針（投資する地域、投資する割合、投資の形態等）、海外不動産への投資に対する運用体制及びリスク管理体制並びに海外不動産に係る情報の適時開示体制等について記載することとされている。

(VI) 海外不動産投資に係る会計・税務上の取扱い

税務上の取扱いに関しては、重要なものについては、有価証券届出書や有価証券報告書の課税上の取扱いにおいて記載することが求められていると考えられる。

会計上の取扱いについても、それが重要なものである場合には、現行制度の枠内で、財務諸表の注記や投資リスク、物件情報の記載などにおいて開示を行うことが想定される。

(VII) 為替リスク、当該不動産の所在地国の政治・経済・市場リスク

これらについては、有価証券届出書や有価証券報告書の「投資リスク」において開示されるべきである。

なお、上記(VI)と同様、海外不動産に係る投資に関する適時開示に関し、海外不動産に対する投資については、当該海外不動産の所在地国に特有の投資リスクがあれば、そのリスクを記載することが想定される。

2. 2. 3. Jリートの海外投資で想定されるスキーム

Jリートの海外投資において想定されるスキームは、①直接投資、②間接投資（LPS形式での投資）、③間接投資（米国リートなどの法人への投資）に大別される。それぞれのスキームの概要と本WGで議論された今後の主な課題を以下に示す。

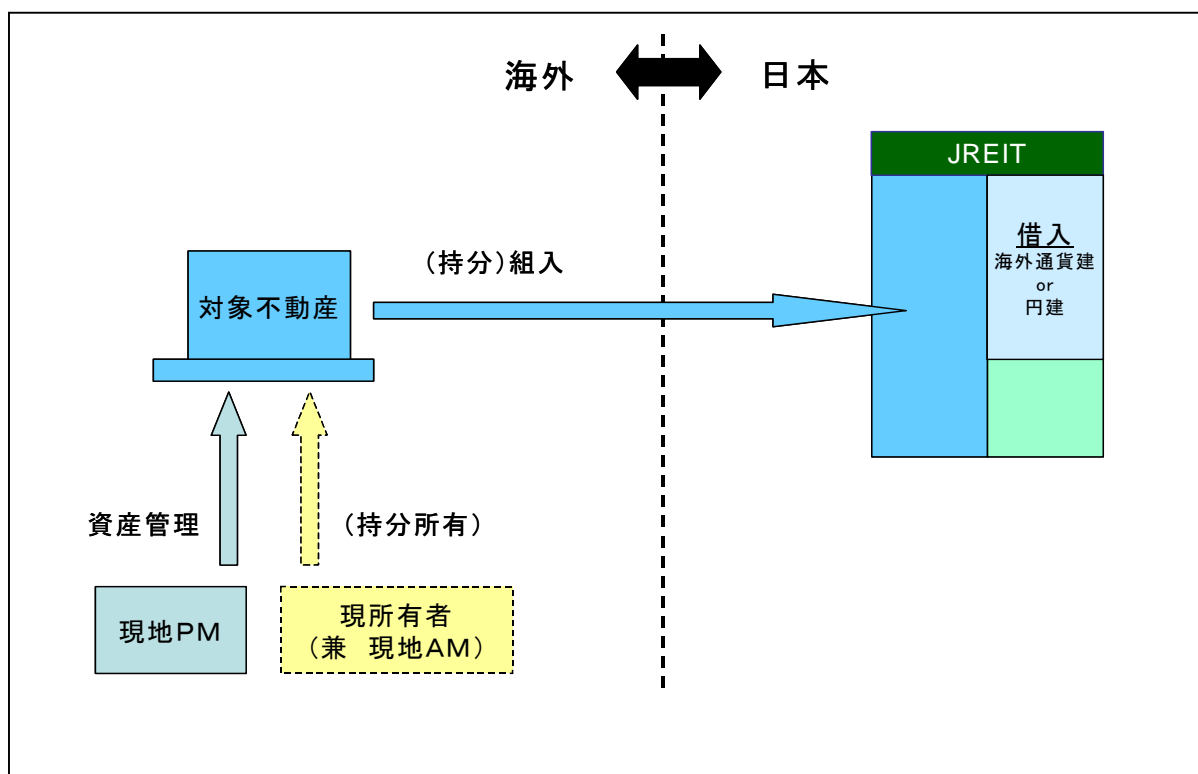
なお、Jリートによる海外不動産投資における税の取扱い等に関する以下の記載内容については、想定される原則的な取り扱いを記述したものであり、実際の業務運営に当たっては、個別の事案に応じて関係当局や専門家への確認が必要なことに注意されたい。

(1) 直接投資

①スキームの概要

直接投資とは、Jリートが海外不動産を直接取得するスキームを指す(図表2-2-1)。

(図表 2-2-1) Jリートの海外不動産投資：直接投資のスキーム図



②税務上の取扱い

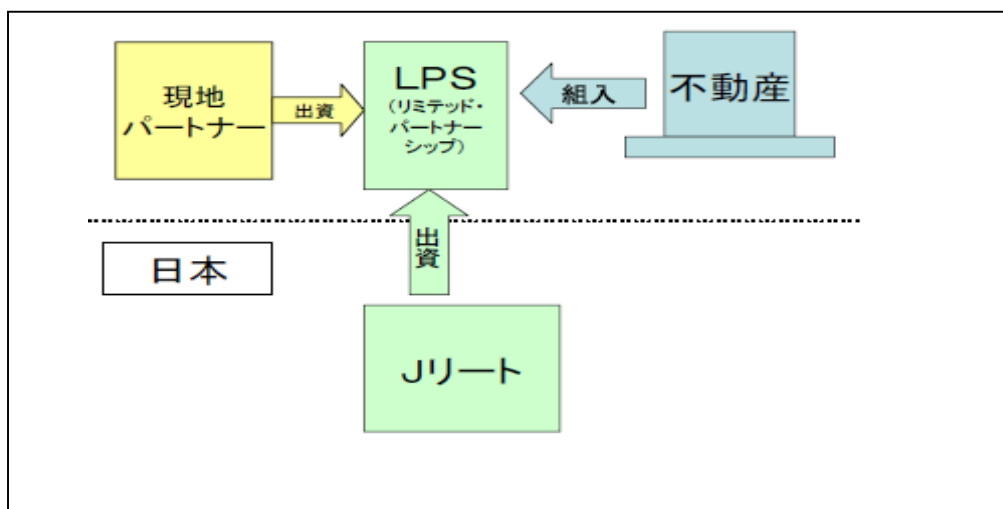
- ・Jリートは、海外不動産の賃貸事業収入・譲渡益等に対し、一般的に現地国で外国法人税が課税される。
- ・Jリートが現地国で納付した外国法人税の額は、Jリートの投資家への配当等に対して日本で課税される源泉所得税の額を限度として当該所得税の額から控除することが出来る。

(2) 間接投資 (その1) (LPS 形式での投資)

①スキームの概要

間接投資 (その1) (LPS 形式での投資) とは、投資法人が海外不動産を保有する事業体の出資持分 (リミテッド・パートナーシップ: LPS) を取得するスキームを指す (図表 2-2-2)。事業体は、現地での物件調達等も踏まえ、現地パートナーとJリートが出資する事業体となることが想定される。LPS を通じて保有するため、Jリートの責任が限定される。

(図表 2-2-2) Jリートの海外不動産投資：間接投資（LPS 等投資）のスキーム図



(参考1) リミテッド・パートナーシップとは？

リミテッド・パートナーシップ（以下「LPS」という。）とは、一般的に、無限責任を保持し、業務執行権を有する一人以上のジェネラル・パートナー（以下「GP」という。）と、有限責任を保持し、業務執行権を有しない一人以上のリミテッド・パートナー（以下「LP」という。）から成る共同事業体である。海外における税務上、一般的に、事業体である LPS 自体に対する課税はなく、その代わりに、その事業体の構成員である GP 及び LP に対して課税（パススルー課税）される。

Jリートが、海外 LPS を通じて間接的に不動産投資を行う場合には、LP として不動産投資を行うことが想定される。そうすることによって、一般的に、海外における税務上 LPS の段階では課税されず、投資法人は外国（英国・米国）において不動産投資に係る所得を申告することにより直接課税されることとなり、二重課税を避けることができる。すなわち、海外における税務上、Jリートが直接不動産投資を行っていると同様に取り扱われるということになる。一方、直接保有とは異なり、法律上は有限責任を担保できることとなる。

(参考2) 投信法上の整理・税務上の整理

- ・投信法上、投資法人は他の同一法人の発行する株式を 50% 超取得してはならない旨定められている（法第 194 条、法律施行規則第 221 条）が、外国 LPS の出資は、持分取得である（株式取得ではない）ため、この 50% 超株式取得制限規定において禁止される取得ではないとの解釈が金融庁から示されている。
- ・一方、税務上においては、租税特別措置法において、投資法人の導管性要件として「他の法人の発行済株式又は出資の総数又は総額の 50% 以上の出資」をしてはならない旨が定められているが（法 67 条の 15 第 2 項へ）、外国 LPS が同条の「他の法人」に該当するか否かは、明確になっていない。

②税務上の取扱い

- ・LPS は、導管体として機能するので、一般的に現地国で外国法人税を課税されない。
- ・LPS の構成員である Jリートは、一般的に現地国で外国法人税が課税される。

- ・Jリートが現地国で納付した外国法人税の額は、Jリーートの投資家への配当等に対して日本で課税される源泉所得税の額を限度として当該所得税の額から控除することが出来る。

(今後の課題)

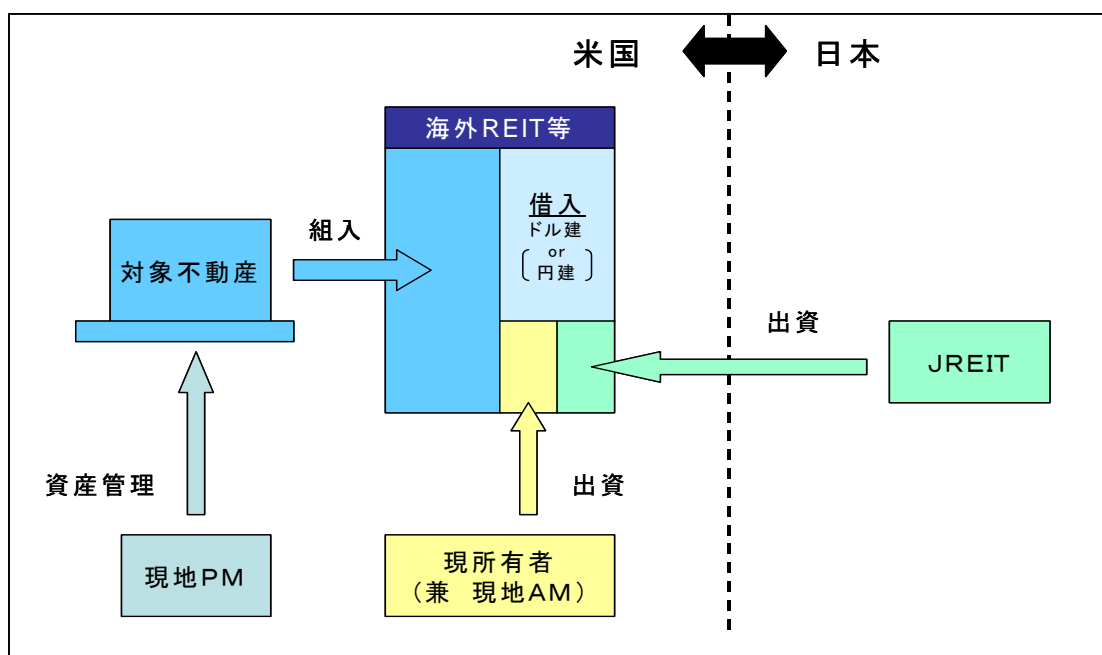
海外不動産投資の進捗を踏まえ、50%以上の出資持分の取得に向けた制度改正の必要性についても引き続き検討が必要である。

(3) 間接投資 (その2) (米国リートなどの法人への投資)

①スキームの概要

間接投資 (米国リートなどの法人への投資) とは、Jリートが海外不動産を保有する法人株式を取得するスキームを指す (図表2-2-3)。法人を通じて保有するため、Jリーートの責任が限定される。

図表2-2-3 Jリーートの海外不動産投資：間接投資 (法人投資) のスキーム図



なお、税法上の導管性の要件及び投信法において、投資法人は他の同一法人の発行する株式を50%以上取得してはならない旨定められている ((2) ①の (参考2) を参照) ため、Jリーートの法人株式の持分の取得は、50%未満に限られる。

②税務上の取扱い

- ・ 現地国の法人に対し、現地国で外国法人税が課税される。ただし、現地国の法人が米国 REIT 等であって一定の要件を満たす場合、現地国において法人税が課税されない。
- ・ 当該外国法人に投資する J リートは、配当を受け取る。当該配当に対して、一般的に、現地国において源泉税が課される。
- ・ J リートが現地国で納付した源泉税の額は、J リートの投資家への配当等に対して日本で課税される源泉所得税の額を限度として当該所得税の額から控除することが出来る。

(今後の課題)

海外不動産投資の進捗を踏まえ、50%以上の株式持分の取得に向けた制度改革の必要性についても引き続き検討が必要である。

2. 2. 4. その他の課題

更に、海外不動産投資がより円滑に行われるために、以下の制度改革等の必要性についても引き続き検討が必要である。

- ・ 導管性要件において投資法人の借入れ先は「機関投資家」に限定する制約（租税特別措置法施行令第 39 条の 32 の 2）の緩和（例えば、外国不動産を購入する際には、英国あるいは米国において銀行業を営む者からの借入れも「機関投資家」からの借入れと取扱う等、外国の銀行からの借入れも行うことができるような改正）

以上

- 参考資料 1 現行ディスクロージャー制度関連条文
- 参考資料 2 各国の開示制度（発行開示法規）
- 参考資料 3 海外における不動産投資に関する開示規則・指針
- 参考資料 4 海外不動産投資目論見書事例分析

(1) 金商法

有価証券届出書（金商法 4 条、5 条 5 項、特定有価証券府令 10 条）

J リートの場合：4 号の 3 様式（フル・ディスクロージャーの場合）

第二部 ファンド情報 第 1 ファンドの状況 3 投資リスク

（記載上の注意）（25）投資リスク

「a 投資に関するリスクの特性について、具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。

また、投資リスクに関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある事項を一括して分かりやすく記載すること。

b 投資リスクに対する管理体制について、具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。」

第二部 ファンド情報 第 1 ファンドの状況 5 運用状況 (1) 投資状況

（記載上の注意）（32）投資状況

「a 有価証券届出書提出日の直近日現在の状況について記載すること。

b 投資資産についてはその種別（有価証券にあっては有価証券の種類、不動産にあっては用途等、有価証券及び不動産以外の資産（以下この様式において「その他の資産」という。）にあっては具体的な内容等による区分）及び地域別（有価証券にあっては発行地又は上場金融商品取引所等の地域別（国別又はこれに準ずる地域区分をいう。）、不動産にあっては物件の所在地の地域別、その他の資産にあっては当該資産について取引される取引所等、当該資産の取引の相手方の所在地若しくはこれに準ずる方法により区分した地域別）ごとに、価格（有価証券にあっては時価、不動産にあっては規約に規定された評価方法若しくは基準により評価された価格又は鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格その他これらに準じて公正と認められる価格（併せて評価方法等について記載すること。）、その他の資産にあっては時価又は評価額（併せて評価方法等について記載すること。））及び投資比率（投資法人の資産総額に対する当該資産の価格の比率をいう。以下この様式において同じ。）を記載すること。

c 負債総額及び資産総額に対する負債総額の比率並びに純資産総額及び資産総額に対する純資産総額の比率を記載すること。」

同 (2) 投資資産 ② 投資不動産物件

(記載上の注意) (34) 投資不動産物件

- 「a 有価証券届出書提出日の最近日現在の状況について記載すること。
- b 投資不動産について、所在地による地域別、用途別、賃貸用・それ以外の別等に区分し、物件ごとに物件の名称、所在地、用途、面積、構造、所有・それ以外の別、価格（規約に規定された評価方法若しくは基準により評価された価格又は鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格その他これらに準じて公正と認められる価格（併せて評価方法等について記載すること。）、担保の内容、不動産の状況（不動産の構造、現況その他の投資不動産の価格に重要な影響を及ぼす事項）、不動産の状況に関する第三者による調査結果の概要（行っていない場合にはその旨）及び調査者の氏名又は名称並びに投資比率を記載すること。また、当該不動産に関して賃貸借契約を締結した相手方（以下この様式において「テナント」という。）がある場合には、テナントの総数、総賃料収入の合計、総賃貸面積の合計、総賃貸可能面積の合計及び最近5年の稼働率（各年同一日における稼働率。以下この様式において同じ。）の推移並びに主要な不動産の物件（一体として使用されていると認められる土地に係る建物・施設であり、その総賃料収入が総賃料収入の合計の10%以上を占めるもの）ごとのテナントの総数、総賃料収入、総賃貸面積、総賃貸可能面積及び最近5年の稼働率の推移並びに主要なテナント（当該テナントへの賃貸面積が総賃貸面積の合計の10%以上を占めるもの）の概要（テナントの名称・業種、年間賃料、賃貸面積、契約満了日、契約更改の方法、敷金・保証金等賃貸借契約に関して特記すべき事項等）について記載すること。なお、年間賃料等につき、やむを得ない事情により開示できない場合には、その旨を記載すること。」

同 (2) 投資資産 ③ その他投資資産の主要なもの

(記載上の注意) (35) その他投資資産の主要なもの

- 「a 有価証券届出書提出日の最近日現在の状況について記載すること。
- b 投資資産のうちその他の資産について、当該資産の種類ごとに記載すること。
- c 当該資産について取引所で取引されるものについては当該取引所、権利の相手方があるものについては当該権利の相手方の住所又は所在地の区分による地域別に区分し、当該資産ごとに資産の名称、数量、価格（簿価及び時価又は評価額（併せて評価方法等について記載すること。））及び投資比率を記載すること。
- d 投資資産が有価証券又は不動産に係る権利である場合には、当該権利の内

容（種類、存続期間等）及び当該権利の目的物の内容（（33）c又は（34）bに掲げる事項）を記載すること。

e 投資資産がdに掲げる権利以外の権利である場合には、dに準じて記載すること。」

目論見書（金商法13条、特定有価証券府令15条）

＝有価証券届出書と同じ内容

有価証券報告書（金商法24条5項、特定有価証券府令22条）

Jリートの場合：7号の3様式

（記載上の注意）(1)一般的事項

「f 有価証券報告書の記載に当たっては、以下に掲げるものを除き、第4号の3様式「記載上の注意」に準ずるものとする。」

運用不動産については、特別な記載上の注意はない。

上記開示書類の虚偽記載等

金商法17条

「第4条第1項本文若しくは第2項本文の規定の適用を受ける有価証券又は既に開示された有価証券の募集又は売出しについて、重要な事項について虚偽の記載があり、若しくは記載すべき重要な事実若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けている第13条第1項の目論見書（中略）を使用して有価証券を取得させた者は、記載が虚偽であり、若しくは欠けていること（中略）を知らないで当該有価証券を取得した者が受けた損害を賠償する責めに任ずる。（後略）」

金商法18条 第1項

「有価証券届出書のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けているときは、当該有価証券届出書の届出者は、当該有価証券を当該募集又は売出しに応じて取得した者に対し、損害賠償の責めに任ずる。（後略）」

同条 第2項

「前項の規定は、第13条第1項の目論見書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合について準用する。この場合において、前項中「有価証券届出書の届出者」とあるのは「目論見書を作成した発行者」と、「募集又は売出しに応じて」とあるのは「募集又は売出しに応じ当該目論見書の交付を受けて」と読み替えるものとする。」

- ・金商法 19 条以下に、虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任の推定規定、提出会社の役員等の賠償責任規定あり。

金商法 21 条の 2 第 1 項

「第 25 条第 1 項各号（中略）に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）のうち、重要な事実について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該書類の提出者は、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（中略）の提出者（中略）が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し、第 19 条第 1 項の規定の例により算出した額を超えない限度において、記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）により生じた損害を賠償する責めに任ずる。」

- ・その他

「重要な事項につき虚偽の記載がある」発行開示書類又は有価証券報告書等を提出した場合、課徴金及び罰則の対象となる（金商法 172 条、172 条の 2、197 条 1 項 1 号）。

(2) 投信法

資産運用報告（投信法129条、投資法人の計算に関する規則71条乃至75条）

投資法人の計算に関する規則73条：投資法人の現況に関する事項

「前条第 1 号に規定する「投資法人の現況に関する事項」とは、次に掲げる事項その他当該投資法人の現況に関する重要な事項とする。

- 1 当該投資法人の営業期間中における資産の運用の経過
- 2 直前三営業期間（当該営業期間の末日において三営業期間が終了していない投資法人にあつては、成立後の各営業期間）の営業成績及び財産の状況の推移（中略）
- 7 不動産、不動産の賃借権又は地上権ごとに、次に掲げる事項
 - イ 当該不動産の所在、地番その他当該不動産を特定するために必要な事項
 - ロ 物件ごとに、当期末現在における価格（鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格その他これらに準じて公正と認められる価格をいう。）
 - ハ 当該不動産に関して賃貸契約を締結した相手方（以下このハにおいて「テナント」という。）がある場合には、物件ごとに、当期末現在における稼働率及びテナントの総数並びに当該投資法人の営業期間中における全賃料収入（当該全賃料収入について、やむを得ない事情により表示できない場合には、その旨）
 - ニ 当該投資法人の営業期間中における売買総額（中略）

- 11 特定資産（法第 2 条第 1 項に規定する特定資産をいう。以下同じ。）以外の資産につき、種類ごとに、当期末現在における当該資産の主な内容
 - 12 当期末現在における令第 3 条第 1 号若しくは第 3 号から第 8 号までに掲げる特定資産又はその他の資産のそれぞれの総額の資産総額に対する比率（同条第 1 号の有価証券にあつては、株式、公社債又は新株予約権証券のそれぞれの総額の資産総額に対する比率）
 - 13 法第 201 条の規定により、特定資産の価格等の調査が行われた場合には、当該調査を行った者の氏名又は名称並びに当該調査の結果及び方法の概要
（中略）
 - 18 当該投資法人が対処すべき課題
 - 19 決算後に生じた投資法人の状況に関する重要な事実
 - 20 その他当該営業期間中における投資法人の運用状況を明らかにするために必要な事項」
- ・資産運用報告に記載し、又は記載すべき重要な事実についての虚偽の記載又は記録があつた場合の執行役員及び監督役員の第三者に対する損害賠償責任義務（投信法 115 条の 7）

投信協会規則等

「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」

第 5 条：保有不動産の評価

第 6 条：不動産等の評価

第 1 項

- (1) 第 3 条第 2 項第 4 号に規定する外国の資産（外国の法令に基づく不動産、不動産の賃借権、地上権）

第 5 条第 1 項に規定する評価方法の中から運用会社が適当と認めた評価方法により算出した価額（当該資産が外貨建ての場合は、邦貨換算した価額とする。）

（中略）

- (6) 第 3 条第 2 項第 9 号に規定する資産（外国の法令に準拠して組成された信託受益権、匿名組合出資持分等と同様の性質を有する資産）

前 4 号に規定する価額（当該資産が外貨建ての場合は、邦貨換算した価額とする。）

第 2 項

前項第 2 号から第 6 号に規定する資産を評価する場合において、当該資産の受託会社又は営業者から当該資産に係る価額の提示が得られない等やむを得ない事由が生じた場合には、運用会社は、細則（*1）で定める評価方法により当該資産

を評価できるものとする。

※1「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則に関する細則」

第2条

投資信託委託業者が当該資産を組成する資産毎に、それぞれの資産の種類に応じて規則第5条、第7条第1項及び第8条の規定に基づき評価した価額を合計した額に基づき評価する方法

「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」

第2章 投資信託（中略）の運用報告書の表示事項等

第3条

(16) 投資信託財産の構成 当期末における組入れ資産について、細則（※2）で定める資産の種類毎に区分して、それぞれの資産の評価額及び投資信託財産総額に対する比率を表示するものとする。

※2「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則に関する細則」

第7条：（前略）(9)信託受益権、(10)匿名組合出資持分、(11)金銭信託受益権、（中略）(13)コール・ローン等、その他

(17) 特定資産の価格等の調査 特定資産の価格等の調査を行った場合には、当該調査を行った者の氏名又は名称並びに当該調査の結果及び方法の概要を表示するものとする。

第7章 不動産投資法人の資産運用報告の表示事項等

第26条

(12) 不動産投資法人の財産の構成 当期末における資産の種類毎の額の資産総額に対する比率を表示するものとする。この場合、各資産の実質的な不動産の組入比率及び不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則第3条第2項第5号から第8号に掲げる資産の当期末における主な運用対象を、資産の種類毎に注記するものとする。

(13) 主要な保有資産 当期末に保有している資産のうち期末の帳簿価額の上位10位以上の個別資産について、それぞれの個別資産の全賃貸可能面積及び全賃貸収入等に占める比率等を表示するものとする。

(14) 組入資産明細 当期末における組入資産の明細を資産の種類毎に区分して表示するものとする。ただし、この表示に代えて、（中略）不動産等については不動産等明細表（投資法人計算書類規則第80条第1項第5号に規定する不動産等明細表をいう。）を添付することができるものとする。

（中略）

(30) 不動産等の評価方法の変更 当期末又は当期中に不動産、不動産の賃借権又は

地上権の評価方法を変更した場合は、評価方法の変更日、変更前の評価方法、変更前の評価方法による評価額、変更後の評価方法、変更後の評価方法による評価額、変更理由及びその他特記事項を表示するものとする。

「不動産投資信託等の運用報告書等に関する部会決議」

別表5：不動産投資法人の資産運用報告の様式及び表示例について規定。

(3) 東証の上場規程等

「有価証券上場規程」

第5編第3章 不動産投資信託証券

第1213条 上場不動産投資信託証券に関する情報の開示

第3項(1)号 a. 資産運用会社等が資産の譲渡又は取得を決定した場合

軽微基準（価格が5,000万円未満である場合）（有価証券上場規程施行規則1229条1項）

・適時開示ガイドブックにおいて定められる開示様式

- ・資産の取得に関するお知らせ
- ・資産の譲渡に関するお知らせ

・決算短信

決算短信作成要領

投資リスクの記載は任意、但し、最近の有報における記載から投資者に速やかに伝達すべき新たなリスクが顕在化している場合は開示することとされている。

また、参考情報とされる、運用資産等の価格に関する情報については、有報と同等の内容を記載すべきこととされている。

・運用体制報告書（有価証券上場規程1204条2項、1213条6項）

「不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書」及びその記載要領（上場投資法人用）

・有価証券報告書又は運用報告に係る確認書（有価証券上場規程1215条）

当該発行者の代表者がその提出時点において、不実の記載がないと認識している旨及びその理由

以上

1 米国

米国では証券取引委員会の監督下、1933年証券法（The Securities Act of 1933）により登録届出書（Registration Statement）の提出が義務付けられている。REITに適用される発行開示規定として規則 S-K（Regulation S-K）、規則 S-X（Regulation S-X）、Industry Guide 5がある。

規則 S-K および規則 S-X は、REIT だけでなく一般の上場企業にも適用され、前者は非財務情報、後者は財務関連情報を規定している。Industry Guide 5 は、リミテッド・パートナーシップおよびREITに適用され、REITに特有な開示項目を規定している。さらに、REITの発行開示については、様式として Form S-11 が定められている。

以上の一般規則、REIT規則、開示様式において、特に、海外不動産投資の開示に関する特別な規定は存在しないようである。

2 豪州

豪州では、豪州証券投資委員会 (Australian Securities and Investment Commission-ASIC)の監督下、2001年会社法 (2001 Corporations Act)、により目論見書 (Product Disclosure Statement) の提出が義務付けられている。LPTの発行開示については、Management Investment Schemes-MIS、Chapter 5C に目論見書の開示項目が規定されている。さらに、実務的指針として様々な規制ガイド (Regulatory Guide) が存在するが、海外不動産投資の開示に関する特定の規定は存在しないようである。

さらに、ASX 上場規則 (ASX Listing Rules) は開示を定めているが、海外不動産投資の開示に関する特定の規定はないようである。

3 シンガポール

シンガポールでは、金融監督庁 (The Monetary Authority of Singapore-MAS) の監督下、2001年証券先物法 (The Securities and Futures Act) に基づき、集団投資スキーム法 (The Code on Collective Investment Schemes) により REIT が規定されている。集団投資スキーム法において海外不動産投資の開示に関する特定の規定はないようである。

開示については、SGX 上場マニュアル (SGX Listing Manual, Chapter 6 Prospectus, Offering Memorandum and Introductory Document) にて規定している。さらに、実務指針 (Practice Note) が存在するが、海外不動産投資の開示に関し投資目的、方針につき記述する旨を規定している。

4 香港

香港では、香港証券先物監督委員会(Hong Kong Securities and Futures Commission)の監督下、証券先物規則 (The Securities and Futures Ordinance- SFO) に基づき、2003年7月 不動産投資信託規則(Code on Real Estate Investment Trusts)が定められている。

2005年6月に不動産投資信託規則が改正され、海外不動産投資が認められた際、「香港証券先物監督委員会が認可した REIT による海外投資に関する実務指針」(Practice Note on Overseas Investments by SFC-authorized REITs)において海外不動産投資を行う際の開示すべき項目が示された。

香港証券取引所の上場規則 (The Rules Governing the Listing of Securities on the HK Stock Exchange) にて集団投資スキーム第20章 (Chapter 20 Investment Vehicles, Authorized Collective Investment Schemes) があるが、海外不動産投資の開示に関する特定の規定はないようである。

1 香港 REIT による海外不動産投資に関する実務指針

香港では 2003 年 7 月に不動産投資信託規則が施行されが、当初海外不動産投資は禁じられていた。2005 年 6 月の規則改正により海外不動産が認められ、海外投資を行う際の指針として「香港証券先物監督委員会が認可した REIT による海外投資に関する実務指針 (Practice Note on Overseas Investments by SFC-authorized REITs)」が公表された。

当該実務指針では、運用体制の整備、デューデリジェンス、不動産の評価とともに、ディスクロージャーに関する項目が盛り込まれており、その開示すべき内容は以下の通りとなっている。

資産運用会社が開示すべき項目

- ・ 当該スキームが投資を予定する海外管轄地域、又は、当該投資地域を選定した基準に関する説明。
- ・ 海外不動産投資に関する金融的側面からの評価（例えば、通貨リスクに対するヘッジ機能、外国為替管理・制限、又は海外政府による制限、不動産価額の上昇、賃貸収入及び物件売却益に対する課税関係、海外キャピタルマーケットの状況と市場へのアクセス、利益と資本を回収し保護する機能）
- ・ 各関連海外管轄地域への不動産投資に特有な運営事項の説明（例えば、賃料の回収及び賃貸敷金の返還の慣行、関連許認可取得要件、関連政府機関により定められた行政上の要件、物件所有権回復に関する法律、テナント保護法）
- ・ 物件の評価日と関連資料の公表の直近日における為替が大幅に変動した場合、その事実と評価報告書に記載された価値に対する変動の影響を記載すること

海外不動産投資スキーム

海外不動産に投資するスキームは、物件の権利関係、当該スキームが所有する海外不動産に関する所有権などの法制度の枠組みを投資家に対し説明すること。専門家により提供された情報に基づき、運用会社は海外物件に関する以下の項目につき目論見書等において解説を行う必要がある。

- ・ 所有権の譲渡及び不動産の法的所有権を管轄する海外市場に関する法的枠組みの概要
- ・ 香港と海外市場において定められた法体系に基づく不動産に対する所有権の法的保護の程度の比較
- ・ 直近の価格評価日から過去 5 年間に於いて当該スキームにより取得した（または予定の）海外物件の所有権に関する過去に生じた問題、取引、リストラクチャリングに関する概要

- ・ 当該物件の所有権及び当該スキームが取得する（又は予定の）物件に関連する権利の保護及び効力に影響を及ぼした可能性がある行政上の措置、政策転換及び当該スキームに関連する全ての重要な影響についての評価
- ・ テナントを制限又は保護する法規
- ・ 海外物件の権利関係の所有及び執行及び外国法制度の観点から当該物件を運用するにあたっての運営上の主な懸念事項についての運用会社の評価と説明
- ・ 物件が取得したタイトル・インシュアランス（権限保険）の内容と付保の範囲（該当する場合）
- ・ 評価報告書において開示された前提条件または当該物件に関する法律意見書により開示された法的権利関係の状態に影響を及ぼす重要な条件の記述
- ・ 当該物件に課される全ての税金及び賦課金

海外法人が選任されたか否かの事実及び選任の基準に関する説明を目論見書等で行うこと。海外法人名とその概要、当該スキームの運営会社、又は当該スキームが投資する物件との関係、さらに、当該海外法人との契約に関する主要な条項（期間を含む）などを目論見書で開示すること。

注：海外法人が海外物件を運用する場合、その契約内容の詳細についても開示が必要となる。

2 シンガポール証券取引所上場マニュアルにおける海外不動産投資に関する記述

(SGX Listing Manual, Chapter 6 Prospectus, Offering Memorandum and Introductory Document)

投資目的の詳細 (キャピタルゲイン・インカムゲインが目的か)

投資方針 (国別又は地域別分散及び投資ファンドが資産に投資する際に守るべき制限の要約)

投資ファンドの外国為替に対する方針の詳細及び投資ファンド又は投資方針・目的に関連する外国為替管理又は制限の詳細

事例 1 チャレンジャー・ケネディックス・ジャパン・トラスト (CKT)**概要**

CKT は、日本の不動産に特化し投資する豪州の上場プロパティトラスト (LPT) である。2007 年 4 月 30 日にオーストラリア証券取引所に上場し、日本に不動産投資に特化した 4 つ銘柄のうち最も新しいものである。上場時の投資対象物件は合計 12 物件、スーパーマーケット、ショッピングセンター、家電量販店、ホームセンターなどの近郊型商業施設から構成されている。

なお、日本の不動産投資に特化した類似案件として、バブコック・アンド・ブラウン・ジャパン・プロパティ・トラスト (2005 年 4 月上場)、ルビコン・ジャパン・トラスト (2006 年 10 月上場)、ガリレオ・ジャパン・トラスト (2006 年 12 月上場) などの事例が存在する。

リスク要因

投資リスクとして、1 CKT に関連する特定のリスク、2 不動産市場に関するリスク、3 受益証券に関する一般的経済リスク、4 法令等の変更リスクの 4 つに分類し記載されている。

その中で、海外不動産投資である日本の不動産投資に関連するリスクとしては、①権原 (権利関係)、②賃貸借契約、③外国為替、④匿名組合契約、⑤地震リスク、⑥投資に関する登録義務などの項目が記載されている。

①権原 (権利関係)

オーストラリアのトーレンズ式登記制度と比較し、日本の法律では無効となり、制限・負担がある権原を取得するリスクがより高い。例えば、日本の登記制度は瑕疵のない権原を保証していない。しかし、資産運用会社は制限・負担がある権原を取得するリスクを軽減するために、物件に対するデュー・デリジェンスを行なった。

②賃貸借契約

豪州の法律と比較し、日本の賃借人は法律上保護されている。賃借人は市場賃料の変動により、賃貸借期間中において賃料の減額を請求することができる。

通常の賃貸借契約では、賃貸人は賃貸借期間の満了時、正当事由がある場合に限り、賃借人に対し退去を要求することができる。通常の標準的賃貸借契約では、賃貸期間の定めがない場合 (または、1 年未満の期間の場合)、賃借人は 3 ヶ月前、または、賃貸契約書に記載された適当な通知期間内に通知することにより賃貸借契約を終了することができる。

③外国為替

CKT が保有する資産と所得は殆どが円建てのため、豪州ドル・円の外国為替の変動により投資家のリターンは影響を受ける。過去、豪州ドルは円に対し大幅な変動を経験しており、今後も変動の可能性は否定できない。CKT の外国為替ヘッジ戦略は、為替レート変動の影響を受けないように考えられているが、投資利益に関し外国為替の変動の影響を完全に排除することはできない。

予想分配金に対する外国為替ヘッジについては、ヘッジすべきリスクとそのタイミングを完全に一致させることはできない。CKT のヘッジ方針にもかかわらず、長期的には、CKT による豪ドルの分配額は、ヘッジされていない金額および為替変動ヘッジのタイミングが不正確であった場合と同様になる可能性がある。

日本の資産の純投資に対する外国為替ヘッジに関しては、資産運用会社の方針は、出資金をヘッジすることである。よって、日本の資産の純投資の大部分である豪ドルの価値は、円との為替変動とともの変動する。外国為替ヘッジの清算時、豪ドルと円の外国為替の変動が生じた場合、清算時に支払いの必要性が生じる可能性がある。其のような場合、その現金による支払により（資産を売却または、借り入れにより）埋め合わせが必要となり、収益に悪影響を及ぼす可能性がある。

④匿名組合契約

CKT は匿名組合契約に基づきマスター匿名組合事業に投資を行なう（マスター匿名組合契約）。マスター匿名組合事業者は、別の匿名組合契約に基づきサブ・マスター匿名組合事業者に投資する（サブ・マスター匿名組合契約）。マスター匿名組合事業者は投資された資金を使い、不動産の信託受益権を取得する。

マスター匿名組合契約において、CKT の権利は契約上の権利に限定され、匿名組合事業について議決権を有さない。匿名組合事業はマスター匿名組合事業者のみにより遂行される。もし、CKT、または、CKT の代理人が匿名組合事業の運営に積極的に関与した場合、任意組合（豪州ジェネラル・パートナーシップに類似するもの）とみなされ、その場合、CKT はその組合員として匿名組合事業の運営を行うマスター匿名組合事業者と共に法律上の責任を負うとともに、より高い日本の税金を課税される可能性がある。

⑤地震リスク

保有不動産は地震が頻繁に発生し相対的にリスクが高い日本にあり、過去において大きな地震が発生し広範囲にわたる物件の毀損が生じている。日本では地震リスクを、所謂「予想最大損失率」により測定している。

⑥ 投資に関する登録義務

金融商品取引法施行後（現時点では2007年7月頃が予定されている）は、当該法律により、もし信託受益権を含む投資一般につき資金調達を行なった場合、匿名組合事業者の投資運用活動に関し登録義務が生じる。投資運用登録制度は日本の金融庁により管轄されている。

マスター匿名組合事業者とサブ・マスター匿名組合事業者は、金融商品取引法施行前は登録が必要ではないが、金融商品取引法施行後の資金調達については登録が必要となる。当該登録は財務・コンプライアンス上の厳しい履行義務を課すこととなる。金融商品取引法施行後、マスター匿名組合事業者とサブ・マスター匿名組合事業者について、投資ストラクチャーに重大な影響をあたえず、一定の登録免除の適用があると現在理解している。

日本の不動産市場

下記の通り、日本の不動産市場についての記載がある。

（内容は通常の不動産市場レポートとほぼ同様であるため、内容の記載は割愛する）

- ① 日本経済の概要
- ② 日本の人口の推移と年齢区分別動向
- ③ 日本不動産市場の概要
- ④ 日本の商業施設市場の概要
- ⑤ 不動産市場における慣行

さらに、下記の通り、日本の不動産市場に特有な慣行についての記載がある。以下概要について記載する。

①通常の賃貸借契約

通常の賃貸借契約において、賃借人は賃貸借期間の満了後も、賃借人を退去させる正当事由がない場合には、賃借人は建物を使用継続する権利を有する。

通常の賃貸借契約では、賃貸期間の定めがない場合（または、1年未満の期間の場合）、賃借人は3ヶ月前、または、賃貸契約書に記載された適当な通知期間内に通知することにより賃貸借契約を終了することができる。このような賃借人の権利により、賃借人の退去を要求し、他の場所へ移動させるにはコストがかかるため、大規模再開発のために土地を統合し再開発することは容易ではない。さらに、合理性がある場合、賃料の見直しをすることが可能である。実務上、市場賃料が下落している場合、賃借人は賃料の減額を、市場賃料が上昇している場合、賃借人は賃料の値上げを行なっている。

②定期賃貸借契約

賃貸人と借借人は、借借人が使用継続する権利を有さない定期賃貸借契約を結ぶことができる。定期賃貸借契約は大型の新しい建物においてより一般的になっている。

③土地登記制度

土地の権利は登記簿と呼ばれている公的登録制度に登録されている。しかし、登記によって瑕疵のない権利は保全されているわけではない。土地の登記制度は、優先主義にて運用されており、優先した登記したものが優先的権利を得る。日本では、土地と建物の登記は別々に行なわれている。

さらに、土地登記制度は、対象不動産の規模と境界線を保証するものではない。境界線は隣の土地の所有者との契約により確認されることとなる。

④信託銀行

豪州のカストディアンと比べ、日本の信託銀行は物件を保有し、不動産の取引においてより大きな役割を果たす。たとえば、信託銀行はデューデリジェンス調査を行い、顧客の要求を良く理解している。日本における信託持分の譲渡は複雑ではなく、トラスティーが譲渡を認める権利を有しており、不適正な受託者に譲渡が行われないように受益者の調査を行なっている。

⑤ 床面積の測定

床面積は一方にカベの中心から他方の中心までを測定し、計算される。公式の測定単位はメーター法が使われるが、不動産業界では坪単位により測定されている。

1坪=3.3スクエアメートル=35.58スクエアフィート

⑥賃料

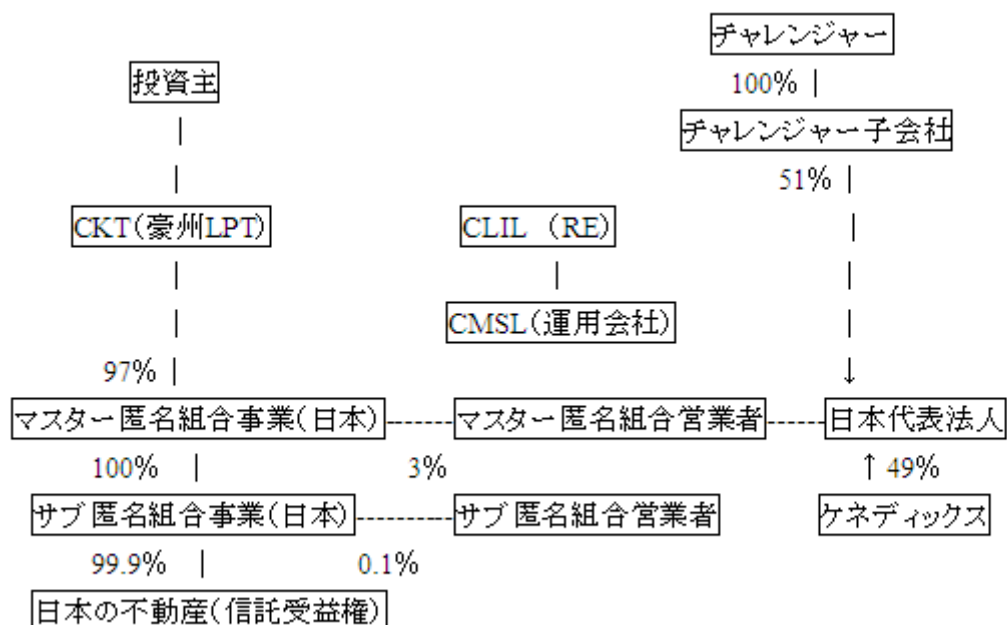
日本では、商業賃貸借上の賃料は、基本賃料と共益費の2つに別けられる。基本賃料と共益費とも月次の坪単位または、月次のスクエアメートル単位で計算される。基本賃料を分析する場合、3つの条件が使用される。募集賃料は、賃貸人から仲介業者・一般に提示された賃料である。

⑦その他の項目

日本に特有な慣行として、「共益費」、「敷金・保証金」、「レントフリー期間」、「原状回復」、「新耐震基準及び地震」などの記載がされている。

投資ストラクチャーの概要

日本と豪州における、上場プロパティ・トラスト、匿名組合事業、運用会社などの投資ストラクチャーは下記の図の通りである。



投資主は、豪州 LPT である CKT の投資受益証券を所有する。豪州 LPT は、マスター匿名組合契約に基づき、日本のマスター匿名組合事業に投資し、マスター匿名組合は、サブ・マスター匿名組合契約に基づき、サブ・マスター匿名組合に投資する。さらに、サブ・マスター匿名組合は日本の不動産の不動産信託受益権へ投資する。

豪州法人として設立された CLIL は、CKT の責任法人 (RE) であり、CMSLL は CKT の運用会社である。日本法人である日本代表法人は、チャレンジャーの 100% 子会社により 51% 所有され、ケネディックスにより 49% が所有されている。日本代表法人は、マスター匿名組合営業者を設立し、唯一の営業者としてマスター匿名組合事業に関与している。

課税関係の概要

日本における課税関係

CKT への匿名組合の利益 (キャピタルゲインを含む) の分配について 20% の源泉税が日本で課税される。この源泉税は日本での最終的な課税であり、日本で税務申告書の提出義務はない。利益の分配以外の分配 (例えば、匿名組合出資の戻し) に対して源泉税は課税されない。

(もし、税務上 CKT が恒久的施設 (PE) を有し、匿名組合事業において匿名組合員とし

て取り扱われない場合、例えば、匿名組合事業が任意組合としてみなされた場合、CKTは日本源泉所得に対し通常の法人税（現行税率約42%）が課税され、税務申告書の提出義務が生じることとなる。

豪州における課税関係

CKTは、投資主にCKTの利益を分配した場合、CKTにおいて所得税は課税されない。

豪州税法上、CKTがパブリック・トレーディング・トラスト、または、法人・ユニット・トラストとして分類された場合、当該事業年度において豪州所得税が課税される。匿名組合事業利益の配当はCKTの所得として計上される。CKTから投資主への分配は、利益の分配、資本の戻しなどに区分される。匿名組合からの利益の配当に対し日本の源泉税が課されるが、ある一定の要件を満たした場合、CKTの投資主は日本で支払った源泉税を豪州にて外国税額控除として取ることができる。

日本に特有な投資ストラクチャーの記載（匿名組合契約）

日本の商法上、匿名組合契約は法人格を有せず、投資家と匿名組合営業者との契約関係とされている。匿名組合契約では、匿名組合員は契約書により匿名組合事業と定義された事業に資金を提供し、匿名組合契約に従い営業者の名義により全て事業が遂行され、匿名組合営業者は匿名組合事業の運営に責任を負っている。

匿名組合員は匿名組合営業者への出資はしておらず、匿名組合営業者および匿名組合事業について議決権も有しておらず、CKTの権利は契約上の権利に限定されている。匿名組合員は（匿名組合の匿名組合への出資の割合に基づき）匿名組合営業者の事業の損益の割合に従い権利を有している。匿名組合員は、匿名組合契約により当初投資額を限度に責任を負うか、または、キャピタルコールによる追加出資が必要となる。

日本の税法上、匿名組合営業者の名義により関連資産が保有され事業が遂行されるが、匿名組合員は持分割合に応じた匿名組合所得に対し日本で課税される。匿名組合営業者は、匿名組合員に帰属する利益を、課税所得の計算上控除することができる。

事例2 レクソン・ニューヨーク・プロパティ (Reckson New York Property Trust-RNY)

概要

RNY は米国ニューヨーク州周辺のオフィス不動産に投資する最初の豪州 LPT である。2005 年 9 月 25 日にオーストラリア証券取引所に上場した、米国不動産に特化した銘柄である。投資対象物件はニューヨーク州の 5 つのサブ・マーケット（ニューヨーク、ウエストチェスター、フェアフィールド、ロング・アイランド及び北ニュージャージー）に所在するオフィスに投資している。

米国の不動産に投資している同様な案件として、米国オフィスに投資する Mariner America Property Income Trust が存在する。（投資ストラクチャーは RNY と同様、投資主により所有される豪州 LPT は米国 REIT を保有、米国 REIT は米国 LLC の持分を保有し、個々の物件は米国 LLC により 100%保有されている）。

リスク要因

リスク要因については、特にリスク別に分類することなく記載されている。投資先が米国にあるためか、リスクの記載は他と事例と比べても少ない。海外不動産投資である米国の不動産投資に関連する特有のリスクについては、①法令および政策の変更リスク、②税務リスク、③外国為替リスクなどが記載されている。

①法令および政策の変更リスク

豪州および米国における不動産または金融市場に影響を与える法律または政策の変更。米国と外国との間の租税条約または米国における不動産に対する外国の保有に関する法律または政策の変更。

②税務リスク

- ・豪州および米国における税法、解釈、実務の変更が将来の収益に影響を与える。
- ・投資主は、REIT の投資に対する現行の米国連邦所得税の取扱いは、立法、司法、行政により何時にも修正される可能性があるため、過去における投資およびコミットメントに影響を与える。米国連邦所得税法およびその解釈の変更は、米国 REIT の投資に対する税法上の取扱いに悪影響を及ぼす可能性がある。
- ・米豪租税条約および米国と豪州の税法改正を含む各国の法律の変更は将来の収益およびトラストへの投資に対する相対的魅力に影響を与える可能性がある。

③外国為替リスク

RNY が保有する資産と所得は殆どが米国ドル建てのため、米ドルと豪州ドルとの外国為替の変動により投資家のリターンは影響を受ける。過去、豪州ドルは米ドルに対し大幅な

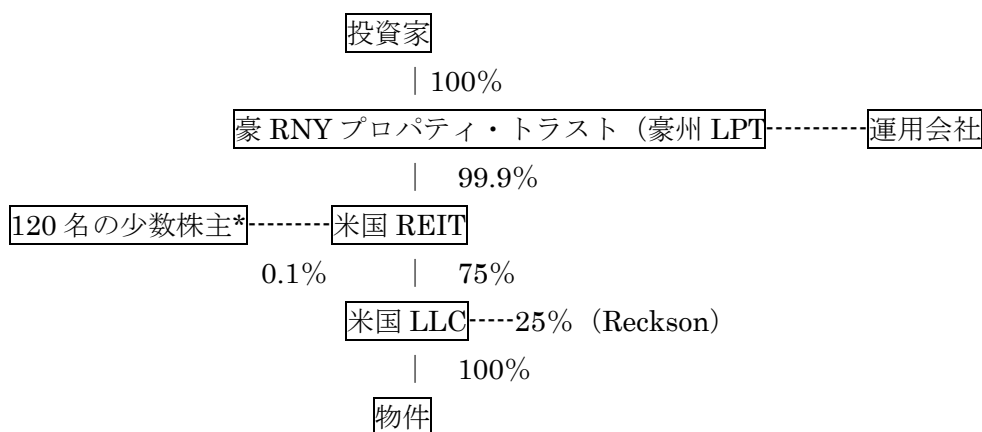
変動を経験しており、今後も変動の可能性は否定できない。RNY の外国為替ヘッジ戦略は、為替レート変動の影響を受けないように考えられているが、投資利益に関し外国為替の変動の影響を完全に排除することはできない。

予想分配金に対する外国為替ヘッジについては、ヘッジすべきリスクとそのタイミングを完全に一致させることはできない。RNY のヘッジ方針にもかかわらず、長期的には、RNY による豪ドルの分配額は、ヘッジされていない金額および為替変動ヘッジのタイミングが不正確であった場合と同様になる可能性がある。

よって、投資家は、ヘッジされていない予想分配に対する豪州ドル/米国ドル外国為替の変動の影響を考慮する必要がある。もし、豪州ドル/米国ドルの取引に関し、外国為替の制限・管理が導入された場合、RNY に悪影響を与える可能性がある。

投資ストラクチャーの概要

当該トラストと関連法人の保有および運用アレンジメントは下記の通りである。



投資主は、プロパティ・トラスト（豪州 LPT）の投資受益証券を所有する。豪州 LPT は米国 REIT の約 99.9% を保有し、米国 REIT は米国 LLC の持分の 75% を保有する（米国税法上、LLC はパートナーシップとして取り扱われることとなる）。さらに、個々の物件は米国 LLC により 100% 保有される。残りの LLC 持分の 25% は、当初レクソンにより保有される予定である。

* REIT に関する米国の税務規則に準拠するため、追加で約 120 名（エクイティ価値の合計の 0.1% 以下）が米国 REIT の少数持分を保有している。

課税関係の概要

米国 REIT における課税関係（導管性）

米国では様々な導管性要件を満たすことにより、投資家である RNY に対する配当を REIT にて損金算入することができる。REIT の導管性要件として、株式所有要件などの組織要件、さらに、資産要件、総収入要件、毎年 90%以上の配当を義務付ける配当要件などがある。

米国 REIT の配当に対する米国源泉税

米国 REIT が支払った配当に対し、原則 15%の米国源泉税が課税される。

豪州 LPT における課税関係

豪州における課税関係

RNY は、米国 REIT からの配当を RNY の課税所得として計上するが、投資主に RNY の全ての分配可能所得を分配した場合、RNY での課税関係は生じない。但し、RNY がパブリック・トレーディング・トラスト、または、法人・ユニット・トラストとして取り扱われた場合、当該事業年度につき法人所得税が課税されることとなる。

RNY から投資主への分配は、利益の分配、資本の戻しなどに区分される。米国 REIT からの利益の配当に対し米国源泉税が課されるが、ある一定の要件を満たした場合、RNY の投資主は米国で支払った源泉税を豪州にて外国税額控除として取ることができる。

ニューヨーク州近郊のオフィス市場の概要

ニューヨーク州近郊のオフィス市場は、ニューヨーク市、ウエストチェスター、フェアフィールド郡（コネチカット）、ロング・アイランドおよび北ニュージャージーなどの 5 つの主なサブ・マーケットにより構成されている。人口 3140 万人、GLA5.6 億スクエアフィートを有するニューヨーク州近郊のオフィス市場は、全米の平均よりも低い空室率、全米の平均よりも高い純吸収（需要）率、上昇する賃料および全米平均より高い一世帯あたり平均収入など、より競争力のある不動産市場を提供している。

各サブ・マーケットの市場概観

ロング・アイランド、北ニュージャージー、ウエストチェスター、フェアフィールド郡の順で、各サブ・マーケットの市場の概観と地域、純吸収（需要）率、オフィス空室率、平均総賃料などを記載し、各地域に所在する物件の概要も説明している。

事例3 アセンダス・インディア (Ascendas India)

概要

アセンダス・インディア はインドの不動産に投資するシンガポールのREITである。2007年8月1日にシンガポール証券取引所に17番目のREITとして上場し、シンガポールREITで初めてインドの不動産に特化し投資した銘柄である。ちなみに、世界のREITの中で初めてインドの不動産に投資した事例でもある。

投資対象物件は、インドのバンガロール、チェンナイ、ハイデラバードの各都市に所在するオフィス・パーク4物件から構成されている。

リスク要因

リスク要因として、1 運営に関するリスク、2 不動産に関するリスク、3 インドに関するリスク、4 不動産投資に関するリスク、5 受益証券の投資に関するリスクの5つに分類し記載されている。その中で、海外不動産投資であるインドの不動産投資に関連するリスクとしては、土地の権利関係が不確実性、土地の権利関係上の法的問題などのリスク項目が記載されている。

①土地の権利関係が不確実さらに、瑕疵のない権利が保証されていない

インドでの土地に関する記録方法は十分にコンピュータ化されていない。関係記録書類は通常手作業で更新され、更新手続きには時間がかかり、正確性も保たれていない。土地に関する記録はローカルの言語により手作業で記入されており、読解が難しく、内容自体も確認しにくい。さらに、保存状況が悪く、時に照合不可能な場合もあり、権限調査プロセスに重大な支障が生じる。よって、トラスティー・資産運用会社は、物件が所在する土地の権原に対し潜在的問題やクレームがあるとは認識はしていないものの、REITが今後投資する物件の権原に瑕疵、または疑義が生じる可能性もある。

インドでは権原保証や第三者による権原の調査を行うことは難しく、保険を入手することも難しい。よって、第三者が物件の権利を主張するリスクにさらされ、物件の権原を失い、物件の価値に影響を与え、または、ビジネス、運営成績または財務状態に影響を与える可能性がある。さらに、土地の権原は細かく分筆されており、1つのプロジェクトに関する土地が複数の所有者が存在する場合もある。また、未署名、移転登記未完了、認証不十分な状態、権原が定かでない、認識することなく負担が存在している土地が存在する可能性もある。土地の権限が不確定なため、取得プロセスがより複雑となる。

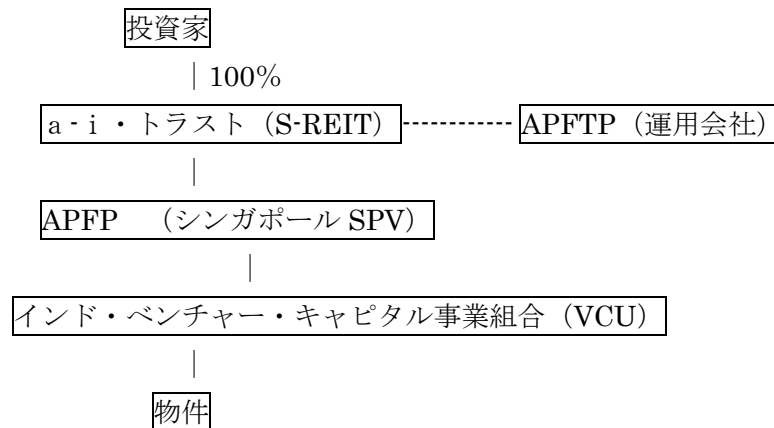
また、権原の移転が行われず、訴訟のリスクにさらされ、土地の価値に悪影響が生じる可能性がある。土地の権限に関する争いは数年に及ぶ可能性もあり、もし訴訟に発展した場合多大な費用が生じる可能性がある。土地の権原に関しインドの法廷にて判決を得た場合、強制執行が可能であっても、実施することが不可能な場合もある。

②土地の権利関係上の法的問題

物件が所在する土地の権利について、現在十分に判定・確認ができない様々権利関係上の法的問題が存在する可能性がある。土地の権利に関し、物件の権利が変更される時に、適切な譲渡手続きがなされず、土地に対する制限・負担などが登記されず、親族からの権利の主張も否定できない可能性がある。権利関係の欠陥は、土地の権利を喪失し、土地の開発計画の取消しに発生する可能性もある。

投資ストラクチャーの概観

当該トラスト、運用会社、投資家との関係は下記の図の通りである。



投資家は、シンガポール REIT (S-REIT) である a-i・トラストを所有している。S-REIT はシンガポール法人として設立された運用会社であるアセンダ・プロパティ・ファンド・トラスティー (APFTP) により運用されている。

S-REIT は、シンガポール SPV としてシンガポールで設立された法人であるアセンダ・プロパティ・ファンド (APFP) を保有している。さらに、シンガポール SPV は、インドの不動産を保有するインドで設立されたベンチャー・キャピタル事業組合の持分に投資している。

課税関係の概要

インドにおける課税関係

2007年税法改正により、シンガポールハイブリッドエンティティはインドにおけるベンチャー・キャピタル事業組合の持分からの金利所得、VCU 持分の売却益に対し課税される。インドにおける所得税については、VCU は産業施設の開発・運営事業に対するタックス・ホリデーが適用され、事業からの所得・売却益は 10 年間免税となる。さらに、インドにお

いて資産税、セールスタックス・付加価値税、サービス税、印紙税、登録免許税などが課税される。

シンガポールにおける課税関係

シンガポール SPV は、外国源泉配当を受取った場合、ある一定の要件を満たした場合、免税となる。シンガポール居住法人であるシンガポール SPV からの配当は、シンガポール REIT である a-i・トラストにて非課税となる。シンガポール REIT から投資家に対する配当は免税となり、源泉税も課されない。

インド不動産市場

インドの不動産市場について、以下の項目の記載がある。

- ①南インドにおける商業不動産市場の概要
- ②インドにおけるマクロ経済の概観
- ③商業物件セクターの成長
- ④インド IT セクターにおける好景気
- ⑤各市場の概要（バンガロール、チェンナイ、ハイデラバード）

事例4 リーフ・チャイナ・コマーシャル (RREEF China Commercial Trust-RCT)

概要

RCTは中国の不動産に投資する香港のREITである。2007年6月22日に香港証券取引所に上場した香港で最も新しい7銘柄目のREITであり、中国の不動産に特化した2番目の香港REITでもある。投資対象物件は北京の25階建てオフィス・タワー2棟となっている。

リスク要因

リスク要因として、1 組織及び運営に関するリスク、2 不動産投資に関するリスク、3 物件に関するリスク、4 中国に関するリスク、5 受益証券に関するリスクの5つに分類し記載されている。その中で、海外不動産投資である中国不動産投資に関連するリスクとしては、①中国の土地使用権の延長、②中国の法律、税法法規の解釈の不確実性、③中国不動産の私有権の未発達な状態などのリスク項目が記載されている。

①土地使用権の延長

資産運用会社が、2053年に土地使用権の延長を申請した場合、RCTが支払うべき土地使用一時金および追加の契約条件に関し現時点において予測することは難しい。

香港の不動産保有法人は、2053年に50年間の期限を迎える。現在、中国政府から土地使用権に基づき物件を保有しているが、土地使用権の期限の延長を申請しない場合には、土地使用権と不動産の所有権は中国政府に返還される。申請した場合には土地使用一時金を支払う必要があるが、過去中国政府からの土地使用権について期間を満了した事例はない。資産運用会社が、期間満了時に土地使用権の延長を求めた場合、RCTが支払うべき土地使用一時金および追加の契約条件に関する前例は存在していない。

②中国の法律、税法法規の解釈の不確実性

土地の権原、建物の所有権、賃貸借関連法などの中国の不動産法は十分に発達しており、日々改正が行われている。近年、中国議会、中国委員会、国土資源省、建設省は土地と不動産に関する法律上の問題に関する数々の法律、規則、省令を公布した。さらに、多くの郡・都市の地方議会および地方自治体はその地域における法規を公布した。これらの法律、政令、省令、自治体法規の適用、解釈について、一貫性および不確実性が存在する可能性がある。

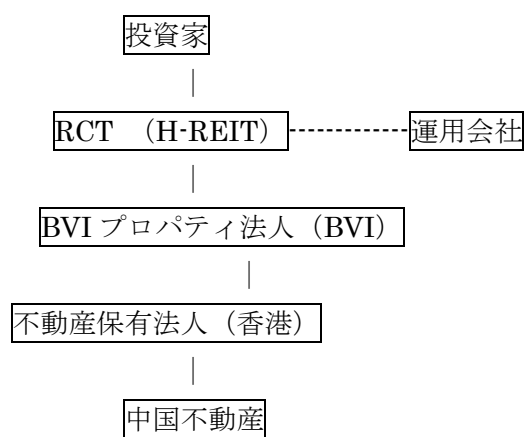
③未発達な私有権

中国における不動産の私有権はまだ発展初期の段階にある。中国が経済成長し、生活水準が向上するにつれ、中国での私的所有権に対する需要が認識されているが、不動産市場の発展に影響を与える多くの社会的、法律的、政治的、法的要因が存在するため、そのよう

な因果関係が確実に成り立つことになるとは限らない。さらに、中国における投資活動および不動産開発の内容および程度、不動産の需要、新規開発の供給、開発・投資に適当な土地、建物がどの程度存在するかなどに関する信頼のある過去および最新の情報が不足しているため、中国の不動産市場に関する予測を確実に分析することは難しい。

投資ストラクチャーおよび関連組織

当該トラスト、運用会社、投資家との関係は下記の図の通りである。



投資家は、香港 REIT (H-REIT) である RCT を所有している。H-REIT は香港法人として設立された運用会社であるリーフ・チャイナ REIT 運用会社 (RCTRM) により運用されている。

H-REIT は、ブリティッシュ・ヴァージン諸島 (BVI) に設立された、ブリティッシュ・ヴァージン不動産法人 (BVIPC) を保有している。さらに、ブリティッシュ・ヴァージン不動産法人は、中国の不動産を保有する香港で設立された香港不動産保有法人に投資している。

課税関係の概要

中国における課税

香港不動産保有法人は、中国に恒久的施設 (P E) はないため、賃貸所得および不動産売却益に対し中国の源泉税 10% が課される (2008 年 1 月 1 日より税率は 20% に引き上げられる予定)。また、中国にて賃貸所得および売却代金に営業税 (5%) が課される。さらに、都市不動産税、都市土地使用税、印紙税、土地値上税などが中国に課税される。

香港における課税関係

原則、香港不動産保有法人は香港での事業により生じる所得に対し香港利益税 (現行税

率 17.5%) が課されが、香港外の不動産からの賃貸所得は、香港外からの事業所得として取扱われ香港利益税は課税されない。

さらに、ブリティッシュ・ヴァージン不動産法人 (BVIPC) はブリティッシュ・ヴァージン諸島 (BVI) で課税されず、RCT への分配に対しても源泉税は課されない。

香港 REIT (H-REIT) である RCT は、香港利益税は免税となる。また、RCT からの投資家への分配に対して香港にて源泉税は課されない。

北京のオフィス不動産市場および中国商業不動産市場

下記の通り、北京のオフィス不動産市場および中国商業不動産市場についての記載がある。(内容は通常の不動産市場レポートとほぼ同様であるため、内容の記載は割愛する)

①北京における経済の概要、今後の経済の見通し

北京の都市計画及びインフラ開発

北京のオフィス市場の分析

北京のオフィスサブマーケット

グレートAオフィスの供給・需要・空室率

グレートAオフィス賃料、売却価格事例、テナント構成、供給・需要、予測

ルフトハンザ地区の供給・需要

②中国における商業不動産市場

中国における商業不動産市場の概要

中国のオフィス市場

北京、上海、広州 (コワンチョウ)、深圳 (シェンチェン)、その他の市場、

中国の商業施設市場

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

「金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営のあり方」に関するワーキンググループは、金商法施行に伴い、不動産証券化ビジネスに携わっているプレイヤーである不動産会社、信託銀行、証券会社、また今回、新たに誕生した不動産私募ファンドに係る投資一任業務を行う不動産投資顧問会社など、様々な立場から、同法が求める内部統制、情報開示等に関し、実務上の対応や課題について検討し、自主ルール（業界標準・ベストプラクティス等）の策定等、今後の適正な業務遂行に向け、その解決の方向性について議論することを目的に開催された。本節では、上記ワーキンググループにおける議論を通じたとりまとめの内容について述べる。

2. 3. 1. 不動産関連特定投資運用業者の取組

投資家の資産運用において重要な役割を担っている金融商品取引業者は、運用を委託した投資家に対して受託者責任を負っており、金商法においても、忠実義務、善管注意義務、分別管理義務等が課せられている。また、金融商品市場におけるプレイヤーとしても健全かつ適切に業務を運営することが求められている。

不動産関連特定投資運用業を主たる業務とする投資運用業の登録を完了した又は登録手続中の不動産投資顧問会社各社では、以下の通り、各々態勢整備に努めており、本ワーキングにおいて、内部統制、情報開示等に関し、各社の対応状況が報告された。各社にて整備されている組織体制、内部統制は、各々の業態に応じた形で整備されており、一様ではないが、以下の通り、一般的な取組を取りまとめた。

(1) 組織体制

不動産投資顧問会社各社は、取締役会等で決定又は承認された法令遵守態勢の整備、コンプライアンスに関する研修の実施等に関する実践計画（コンプライアンス・プログラム）、コンプライアンス・プログラムを具体的に実施するための行動規範（コンプライアンス・マニュアル）を策定している。これらの実施運用状況は、社内で独立性の高いコンプライアンス担当部門を設置して一元管理している。

全社的な取組として、運用財産の運用において、マーケットの変動、法制度の変更等の事業環境の変化への対応が不十分であること、役職員が正確な事務を怠ること等により顧客が損害を被り、顧客からの信認を損なうリスクなど、業務に内在するリスクの所在や種類を特定し、その程度を把握し、コントロールするため、リスク管理態勢の強化に努めている。

また、独立した組織として内部監査部門を設置し、定期的に各部門の内部監査を実施し、内部統制の実効状況を確認している。

取締役会については、コンプライアンス委員会、投資委員会で審議された案件が報告さ

れる。また、取締役会は、単に業務推進に係る事項のみではなく、業務に内在するリスクに関する重要な事項が議題として採り上げられる。

顧客情報等の重要情報については、関係部門以外の者がアクセスできないよう、社内規程（情報管理規程）を作成しており、パスワード等で物理的なアクセス制限がなされているなど、その管理に取り組んでいる。

さらに、各社は役職員の法令等遵守意識の向上を図るため、社内で策定されたコンプライアンス・プログラムやコンプライアンス・マニュアルに基づき、社内規程、関係法令の周知や業務上の留意事項徹底等のため研修に取り組んでいる。

（２）各委員会

不動産投資顧問会社各社では、重要な意思決定に際し、その決定プロセスに関与する各社でコンプライアンス委員会、投資委員会等を設置している。

①コンプライアンス委員会

金商法施行に伴い、不動産投資顧問会社各社ではコンプライアンス機能の強化のため、コンプライアンス委員会の役割の見直しを行っている。コンプライアンス委員会は、会社業務全体における法令等遵守、忠実義務・善管注意義務、コンプライアンス・マニュアルの制定・改廃、利害関係人との取引に関する事項等について、関係法令・規則、社内規程の遵守の観点から審議を行う。外部の専門家（弁護士等）を含めた委員会としていくケースが大半である。審議事項については、社内規程に基づき、取締役会に報告される。

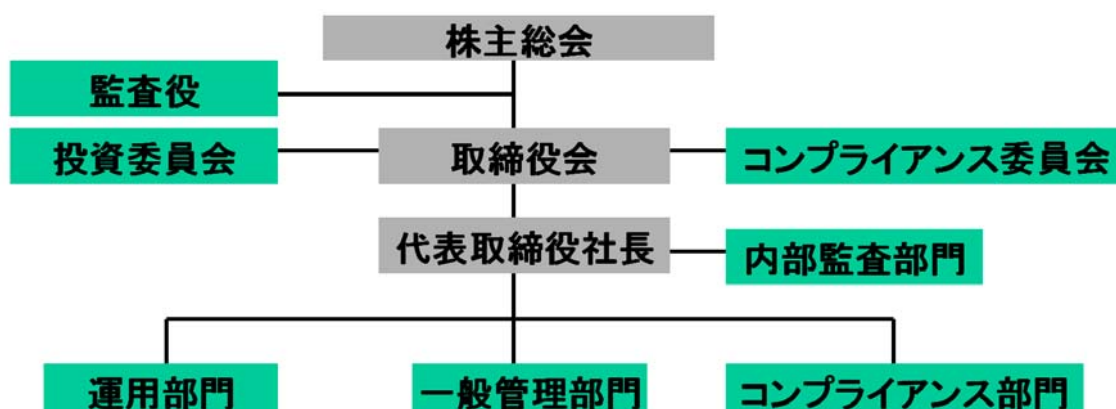
②投資委員会

投資委員会は、投資助言契約や投資一任契約の締結に関する事項、ファンド資産の中長期的な運用方針および大規模修繕等の資産運用に関する事項、ファンド資産の取得売却に関する事項等に関して審議を行う。適切な投資判断がなされるよう、内部統制の観点から、各社の業態に応じ、外部の専門家（不動産鑑定士等）を委員に含めているケースや、それに準じた形で必要な措置を講じているケースがある。

③その他

各社により一様ではないが、業務に内在するリスクの管理態勢強化のためリスク管理委員会を設けている例や、ファンド内組織として、利害関係人取引などの運用に係る一定の事項について匿名組合員の意見を聴取するため、匿名組合の出資者が参加する出資者委員会を設けている例もあり、各社の業態に応じて、組織体制、内部統制が整備されている。

図表 2-3-1 【組織図 (例)】



(3) 利害関係人取引

不動産投資顧問会社各社では、利害関係人取引が行われようとする場合に、投資家保護の観点から構築された内部統制に基づき、適正な手続が行われるべく、下記の通りの態勢整備等を行っている。

①利害関係人

不動産投資顧問会社各社では、社内規程により利害関係人を定義している。利害関係人としては、不動産投資顧問会社の株主、株主の子会社・関係会社及びその取締役・監査役、それらが出資・運営する SPC、不動産投資顧問会社が出資・運営する SPC 等と定義しているケースが多い。

②利害関係人取引

不動産投資顧問会社各社では、社内規程により利害関係人取引を定義している。利害関係人取引としては、不動産投資顧問会社が運営する SPC と利害関係人との間での物件売買、利害関係人への不動産管理業務等の業務委託、工事発注、売買・賃貸の媒介業務の委託、ファンド間売買等と定義しているケースが多い。

③内部統制

不動産投資顧問会社各社では、利害関係人取引が行われようとする場合には、社内規程に基づき、事前にその妥当性に関してコンプライアンス部門と検討を行い、コンプライアンス委員会に上程する。コンプライアンス委員会では、関係法令・規則、社内規程の遵守の観点から審議が行われる。妥当であれば取引が承認される。コンプライアンス委員会での承認をもって、又は承認を停止条件として、投資委員会等にて本件取引が審議、決議される。

金商法第 4 2 条の 2 (禁止行為) 等の規定を踏まえ、不動産信託受益権売買、不動産管理業務等の委託に関しては適正な市場価額、適正な契約条件により取引を行うこととしている。具体的には、事前に第三者鑑定評価書等を踏まえた価額の適正性、契約条件

の適正性を検証すると共に、投資家への説明にも配慮している。

特に、ファンド間売買、自己取引については、金融商品取引業等に関する内閣府令第128条（自己取引等の禁止の適用除外）及び第129条（運用財産相互間取引の禁止の適用除外）に基づき、合理的な方法により算出した価額により行われるものであることその他、全ての権利者からの同意を得ることを前提としている。

（４）投資家への開示

（４）. 1. アセットマネージャーとしての開示

不動産投資顧問会社各社は、投資家保護の観点から、また投資家の要請に応じて投資家の投資判断に必要な情報を適時、適切に開示（レポートイング）することとしている。その内容、頻度についてはバリエーションがあるが、一般的には次の通り。

①運用計画書

組成するファンドの運用方針を定めたファンド運用計画、損益計画、ファンドに組み入れる物件やその数、取得予定等を示すための資産組入計画、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。

②運用報告書

計画に基づく運用を行った結果として期中の収益、物件取得状況、物件売却状況等を示すための運用実績、物件毎の管理実績を定期的に報告している。

※報告頻度

報告頻度・タイミングは一般的には下記の通り。

- ・運用計画書 運用年度当初に発行している。
- ・運用報告書 決算期毎及び半期毎の発行に加え、会社によっては四半期毎に発行している。

（４）. 2. 第2種業者（私募の取扱い）としての開示

不動産投資顧問会社各社では、第2種金融商品取引業者として、投資運用業務若しくは投資助言業務を行うSPCについて、匿名組合出資持分に係る「私募の取扱い」業務を行う場合がある。本件業務については、証券会社が行う場合もある。

不動産投資顧問会社各社が運営するSPCへの匿名組合出資者は適格機関投資家等の「特定投資家」である場合がほとんどであり、その場合は金商法上の契約締結前書面交付義務は適用されないが、事業計画書等を活用する等の方法により、投資家に対して投資判断に必要な情報を説明している。説明事項は投資家の要請、投資対象により一律ではないが、その概要は以下の通りとなっている。

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）

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)

- ③投資家の権利内容、譲渡性に関する情報
- ④投資対象としての不動産に関する情報
- ⑤投資リターンに関する情報
- ⑥利害関係人取引への対応方針に関する情報
- ⑦リスク情報

2. 3. 2. 金商法施行に伴う実務上の課題

ワーキングメンバーより提起された金商法施行に伴う実務上の課題について、以下の通り、取りまとめた。

(1) 不動産証券化実務と金商法の運用との整合

金商法は施行されたばかりで、その運用に当たって、不動産証券化実務との整合が課題となっている。金商法の規定を実務に当てはめる中で、未だ行政窓口、弁護士、事業者において金商法の解釈の明確化・浸透が十分行われていない状況にある。この結果、例えば、以下の(5)①でも示すような広告類似行為に関する規制への対応など、事業者は解釈が不明な事項に対しては慎重に、固めに対応するため、過剰な対応のための時間とコストが膨大となり、かえって投資家の利便性を損なう事態が危惧される。金商法を投資家保護と不動産投資市場の更なる発展に資するものとするため、当局との対話・協議を重ねることで、具体的な部分の考え方、基準を市場に対して明示していくことが喫緊の重要課題となっている。

(2) プロ投資家向けスキームへの規制緩和

不動産投資のプロが集まって行うビジネスについては、規制のメリハリをつけるべきである。

不動産投資顧問会社各社が投資運用業務、投資助言業務を行っている対象顧客のほとんどが、金商法第63条に規定する適格機関投資家等特例業務届出者であるSPCであり、また、当該SPCに出資している投資家のほとんどが適格機関投資家等の「特定投資家」である。専らこのような対象を顧客としている投資運用業者に対しては、一般投資家を顧客としている業者との間で明確な規制のメリハリをつけるべきである。

(3) 自主規制団体の策定する自主規制ルールのあり方

金商法の運用と不動産証券化実務との整合を図る上で、自主規制団体の自主規制ルール、業界としてのプラクティスによる投資家保護のあり方を検討する必要がある。

金融庁から平成19年8月24日に公表された「平成19事務年度金融商品取引業者等向け監督方針について」において、「ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最

適な組合せ」による監督手法が示されており、プレイヤー自身による自主的取組や、自主規制機関が策定する自主規制ルールの役割が大きくクローズアップされている。

また、平成19年12月21日に金融庁より公表された「金融・資本市場競争力強化プラン」においても、「金融商品・サービスが高度化・複雑化する中において、利用者保護と利用者利便の向上、市場の公正確保と金融イノベーションの促進を同時に実現するためには、自主規制が、その自律性、専門性、機動性等の特性を活かしつつ、法令に基づく規律付けを補完する立場から、適切に機能することがますます重要となってきた」との観点から、自主規制機能の強化が重点課題として掲げられている。

不動産関連特定投資運用業を主たる業務とする投資運用業の登録を完了した又は登録手続中の不動産投資顧問会社各社では、自主規制団体である（社）日本証券投資顧問業協会への加入を進めている。

現在の同協会の自主規制ルールは、株式等の上場有価証券に関して投資助言業務若しくは投資運用業務を行う投資顧問業者を対象に策定されており、不動産を原資産とする不動産信託受益権の運用行為とは整合しない部分がある。このため、同協会では、自主規制ルールの見直しを行う予定である。

当該自主規制ルールの見直しは、株式等の一般的な有価証券とは異なり、個別性が極めて高く、製販一体の共同事業により商品が組成されるなどの実物不動産としての特性を強く保持した不動産信託受益権等を扱うという、不動産証券化の実務に十分配慮して行われることが望まれる。

（４）不動産の運用に則した業規制のあり方

原資産の特性が不動産から変質されていない不動産信託受益権は、個別性の極めて高い資産である実物不動産としての特性を強く保持しており、売買その他の取引において、株式等の一般的な有価証券取引についての規制を主として想定している金商法の規制と個別具体の不動産取引の実務とがうまく整合しない場面がある。例えば、以下の（５）③でも示すように、通常一度きりで完結する不動産信託受益権取引において、継続的な有価証券取引を想定した取引残高報告書の交付が金商法上求められること等が挙げられる。不動産証券化に携わる各プレイヤーは、金商法に対応するため様々な努力を行っているが、対応コストが過大となることは投資家も望むところではない。他の商品とは異なる様々な不動産の特性（個別性の極めて高い点、製販一体の共同事業により商品を組成していく点等）に配慮した規制のあり方を考える必要がある。

この際、不動産の特性に応じた規制のあり方を考える一環として、例えば、デベロッパー同士の実物不動産の共同開発スキームに対するニーズへの対応など、新たな事業手法の整備についても検討していく必要がある。

(5) その他の個別課題

各社から指摘のあった、金商法施行に伴うその他の個別課題は以下の通り。本件については、行政当局との対話の中で、金商法の解釈の明確化、規制改革要望等により不動産証券化実務との整合を図っていく必要があるとの指摘があった。

① 広告規制

広告類似行為の範囲が広く解釈されており、広告勧誘資料については幅広く、広告規制に準拠した記載事項・体裁を遵守する必要から、資料作成、社内審査に大きな負荷がかかっている。

具体的には、第2種金融商品取引業者である不動産会社が、複数の共同事業候補者に対して、不動産開発プロジェクトに係る参加検討を呼びかける行為がある。当該不動産会社は、実物不動産の開発計画、完成後の運営計画、GK-TKスキームの活用等、開発プロジェクトの概要をまとめた資料を作成し、共同事業候補者間での協議の場で活用している。資料の記載事項の大部分は実物不動産の開発計画であるが、プロジェクト実施が決定した場合には、スキーム組成過程で土地の信託受益権化が行われ、共同事業候補者に対して匿名組合出資に係る私募の取扱いを行う可能性があること、資料配付の相手方が単数ではないことから、不動産会社の中には、金商法上の広告規制に準拠するため、事前の広告審査や、具体的には未だ何も決まっていない不動産証券化スキームにおけるリスクファクターや手数料等についても当該資料に記載しているケースがある。

不動産信託受益権や匿名組合出資持分の内容が具体的に固まる以前の段階における不動産証券化スキームの活用提案等に関しては、金商法上の広告規制の対象外であることの明確化が望まれる。

② 契約締結時交付書面（第2種業者）

不動産信託受益権の取引において、法令上の記載事項である「自己又は委託の別」、「売付け等若しくは買付け等の別」を売買契約書に記載することが求められている。本件記載は取引慣行上、馴染まないため、別途、契約締結時交付書面の作成・交付を行っている（契約締結時交付書面の作成・交付義務は特定投資家に対しては適用除外）。取引の実態に鑑みると、このような記載を行わせる必要性は低いと思われる。

③ 取引残高報告書（第2種業者）

第2種業者が不動産信託受益権等の売買・媒介等を行った場合、顧客に対して取引残高報告書を交付しなければならない（特定投資家に対しては適用除外）。不動産信託受益権等の売買・媒介等に際しては、顧客の取引口座が開設されたり、顧客から金銭や有価証券の預託を受けたりすることは行われていないため、取引残高報告書の交付については、その必要性が低いと思われる。

④ 顧客勘定元帳（第2種業者）

第2種業者が不動産信託受益権等の売買を行った場合等、法定帳簿書類として顧客勘定元帳を顧客毎に名寄せして作成しなければならないが、取引頻度が低く、顧客の取引

口座の開設や顧客から金銭や有価証券の預託がない第2種業者においては、かかる帳簿作成の必要性は低いと思われる。

⑤法人関係情報を提供して勧誘する行為・法人関係情報の管理（主に第2種業者）

金商法上、株式等の伝統的有価証券を取扱わない第2種業者であっても、顧客に対して「法人関係情報を提供して勧誘する行為」が禁止され、法人関係情報に係る不公正な取引の防止を図るために必要かつ適切な措置を講じなければならない。法人関係情報とは、上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるものと定義される。

第2種業者が上場企業等である信託受益権の売主から当該信託受益権の媒介の委託を受けた場合、第2種業者が買主（候補者）に提供する情報には、信託財産たる不動産に関する情報に加え、売主が売却を検討・決定した事実や売主名などの情報が含まれる。これらの情報のどこまでが法人関係情報に該当するのか、また、例えば、売主の貸借対照表の資産の部においてどの程度の割合を超えるものであれば該当するのかといった基準についてはまだ不明な点が多い。仮にこれらの情報の一部が法人関係情報に該当するとすれば、第2種業者が買主（候補者）に対しこれらの情報を提供しないで不動産信託受益権の媒介を円滑に行うことは相当困難である。

また、不動産信託受益権の媒介に当たって買主（候補者）に当該情報を与えることにより取引対象有価証券である不動産信託受益権の価値は増減しないため、不公正取引を誘発するものでもない。

なお、これらの情報が重要事実該当する場合、これに基づき当該売主の発行する株式の売買を行うことや当該情報自体の管理は、別途インサイダー規制に抵触することからすでに規制されている。

以上の事情に鑑み、本規定は不動産信託受益権を扱う第2種業者に適用する必要性は低いものと思われる。

⑥金融商品取引業者の親法人等又は子法人等が関与する行為の制限（主に第2種業者）

金融商品取引業者がその親法人等・子法人等から顧客に関する非公開情報の提供を受けることは禁止されていないが、顧客の書面同意なくこれを利用して金融商品取引契約の締結を勧誘することが禁止されている。書面同意の取得手続は、顧客、金融商品取引業者、及びその親法人等・子法人等の双方で、大きな負担となっている。顧客に関する非公開情報としては、当該顧客が売却意思を持っている不動産に係るものも含まれると考えられるが、通常、当該顧客は売却の提案を受けることを前提に当該情報を提供しているため、不動産信託受益権の売買等、一定の場合には、取引円滑化のため、同意書取得義務を緩和することが望ましい。

⑦投資助言業と投資運用業を区分するメルクマール

不動産信託受益権を投資対象とするケースで考えた場合、AM業者が不動産信託受益権の取得、売却に関し顧客に対して行う業務が投資助言・代理業に該当するのか、投資

運用業に該当するのかが問題となるが、金商法のパブリックコメントにおいても「AMの業務が「投資助言業務」と「投資一任業務」の何れに該当するかは、実質的な投資判断の一任及び投資権限の委任の有無により（金商法第2条第8項第12号ロ参照）、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものであり、一律の基準を示すことは困難」とされているとおり、そのメルクマールは定立されているとはいいがたい。

不動産信託受益権について、AM業務を行う各社は、法の規定とその精神に従い、必要に応じ、弁護士等にも相談の上、自らの行為が投資助言・代理業と投資運用業の何れに該当するかについて主体的に判断を行うことが求められる。

⑧不動産信託受益権の購入行為（第2種業者）

不動産信託受益権の販売行為だけでなく、購入行為も第2種業の対象となっているが、「反復継続性」が無いもの、「自己ポートフォリオの改善」等対公衆性が無いものに該当するものは第2種業には該当しないものと思われるが、その範囲が明確になっていない。

⑨業務管理態勢・経営管理態勢（第2種業者・助言業者）

監督指針・検査マニュアルによると、金融商品取引業者に対しては、業務管理態勢のみならず、経営管理態勢のあり方自体が監督・検査の重点項目とされており、様々な態勢整備が求められている。

不動産信託受益権に係る売買、媒介業務（当該第2種業務）を行っている不動産仲介会社や、当該第2種業務や不動産信託受益権を投資対象とするSPCに投資助言業務を行う総合デベロッパー等の事業者においては、実物不動産に関する業務が事業者の行う業務の大半を占めており、金融商品取引業務を行う場面は非常に限定的である場合が多い。

当該事業者は金融商品と実物不動産双方に係る業規制に対応するため、経営管理・リスク管理・内部管理等、全社的な態勢整備に努めているが、双方の業務フローの違いもあり、負担感が大きい。監督指針等で示されている態勢整備は業務内容等の違いにより、一律に求められるものではないと思料され、対応コストが過大なものにならないよう、業務内容に応じた態勢整備のあり方が示されることが望まれる。

以上

第3章 我が国不動産投資市場の巡航成長路線への回帰を目指して

はじめに

近年、我が国経済は、バブル崩壊から失われた10年といわれる長いトンネルを抜け出し、社会経済構造の成熟化とグローバル化する世界経済の中で持続的な成長路線を歩みつつあったが、米国のサブプライムローン問題に端を発した世界的な信用収縮の拡大が、今や我が国の実体経済にも深刻な影を落としつつある。また、膨大な余剰資金がその投資先を求めて原油を始めとする商品に集中したことなどにより原材料を含む商品価格が急騰し、国民生活にも深刻な影響が及びつつある。

こうした不透明感が漂う経済環境の下、これまで順調に成長を遂げつつあった我が国の不動産投資市場にも急激にボラティリティが拡大し、不安定な状況を余儀なくされている。旺盛な投資意欲を示してきた外国人投資家の投資行動の急変が直接的にはその主たる要因であるが、より本質的には世界のCMB S市場の機能不全が、未だに健全なエクイティ投資家達の投資意欲を急速に冷やし続けている等の深刻な実態がその根底にある。一方、我が国の不動産市場のファンダメンタルズを見ると、業務床や住宅に対する実需は東京都心部を中心に依然健在であり、収益性やリスク評価の点で国際的に見てもその魅力の衰えは認められないことから、実体経済の動向には引き続き十分注視する必要があるものの、現在のJリートを始めとする不動産投資市場の現状は、その実力や潜在能力を十分反映していない状況に陥っていると言える。

我が国不動産投資市場は、これまで金融資産と不動産とを結びつける証券化技術の発達と相俟って、不動産の有効利用を促進し、都市の健全なメタボリズム（新陳代謝）の促進や地方経済の牽引役として重要な役割を果たしてきたが、世界的に見れば規模的にもシステムとしても未だ成長途上にあると言え、残念ながら過剰変動の波にさらわれやすい状況にある。今後、中長期的視点に立ってその健全な成長を通じて内需振興を図り、我が国経済が持続可能な成長路線に転換し、存在感を増すアジア経済圏はもとよりグローバル化する世界経済の中で一定の存在価値を発揮し続けることが極めて重要である。現状、我が国不動産投資市場は決して楽観視できる状況ではないものの、これを一時期の過熱状態からシクリカル（景気循環）な環境に対応する巡航成長路線に回帰する調整過程にあるものと捉え、その回帰への道を実確なものにするため、今こそ官民挙げた積極的な取組が求められている。

1. 市場において共有されるべき基本的な認識

（国内外からの安定的な資金の導入）

- 昨今、日本市場全般の透明性・予見可能性に対して海外投資家から疑問が投げかけられたり、対日投資を呼び込む政府の姿勢が一貫していないなどの批判を受ける事案が相次いだ。しかしながら、我が国の不動産投資市場は、結果的にこれ

までも外資が大きな役割を果たし、市場もそれを受け入れ、成長を遂げてきたところであり、不動産投資市場が巡航成長路線に回帰を果たす上で、グローバル化した金融資本市場において、内外無差別の原則の下、海外から一定の投資資金を呼び込み続けることは不可避であり、かつ、世界の不動産投資市場における日本の存在感を高めていくことにもつながると考えられる。

その際、長期的視点から安定利回りを求める年金基金の投資姿勢と、不動産の有効利用による安定的な収益に着目して行われる不動産投資とは相性が良いことから、既に不動産投資の実績が豊富である海外の年金基金は、我が国にとっても長期安定的な資金の供給主体として大いに期待できるであろう。

また、同様に、国内の年金基金についても、過去の資産デフレによる負のイメージ等からこれまでは不動産投資を敬遠する傾向も見られたが、年金基金による不動産投資はいわば「世界標準」と言えるものであり、今後は、一定の環境整備の下でポートフォリオに不動産を組み込む動きが拡大していくものと考えられる。中でも、150兆円に達する公的年金の存在は、我が国の不動産投資市場が巡航成長路線に回帰を果たす上で、また、安定配当を通して広く国民全般に利益が還元されるという資金循環システムを確立する上でも、さらには良質な不動産ストックの形成を促進する上でも、極めて大きな意義を有するものとして、その運用姿勢の転換が期待される場所である。併せて、国民の1500兆円に及ぶ金融資産を中長期的に投資へ、そして不動産投資市場に呼び込むことも、我が国の金融資本市場全体の成長にとって欠かすことができないものであり、そのために市場関係者の努力とともに、政策全般の大きな舵取りが求められていると言って過言ではない。

(Jリーートの第二ステージへ)

- Jリーートは、登場以来初めて投資口価格の大幅な下落局面を経験している。しかし、その本来の商品特性は、対象不動産について詳細な調査や情報開示がなされ、国際的に見ても透明性が高く、投資家が安心して投資できる商品である。また、本来、投資口価格の変動によるキャピタルゲインを求める商品ではなく、長期に保有し、定期的に安定したインカムゲインを見込める投資商品である。こうした商品特性が未だ投資家に十分浸透していないことが、投資口の大きな変動と「過小評価」につながり、リーートの健全な成長を妨げている面がある。

このため、こうした商品特性を改めて広く周知し、個人投資家や年金基金等による安定投資を広く呼び込む努力が必要である。また、Jリーート関係者において、投資家やマーケットのニーズに沿って、取得物件の精査・適切な入替え等を行うことにより、商品の収益力と信頼性に磨きをかける経営努力が求められるのは当然である。また、Jリーートの市場規模が4.2兆円（時価総額、本年3月現在）にとどまっていること（時価総額では世界第5位、対自国GDP比では第13位）も、グローバル市場における投資対象としての魅力を損なうとともにボラティリティが拡大する原因の一つである。今後、年金基金を始めとする投資動向が市場に過剰な影響を与えないようにするためにも、一定の市場規模（当面、現在0.

9%である対GDP比を米国並の2.3%まで高めるとすれば、我が国においては10兆円が一つの目安となる)が必然的に求められるであろう。Jリートを新たなステージに向けて成長させていくため、投資家層の拡大、企業不動産・公的不動産の有効利用等に向けて市場関係者、行政一体となった取組が求められている。

(デットの安定的かつ円滑な供給)

- 不動産投資市場が正常に機能するためには、デットとエクイティがバランスよく供給されることが基本である。しかしながら、サブプライムローン問題に端を発した世界的な信用収縮の影響などにより世界のCMBS市場が機能不全に陥ったことで、いわゆる証券化レンダーによるデットの供給が激減し、金融機関の融資姿勢の厳格化と相俟って、潤沢なエクイティ資金の存在を生かし切れない、いわば機能不全に陥っている状況となっている。金商法に対応した内部管理態勢等が整備されるなどの経営努力にも関わらず、運用不動産の収益性が低下していない場合も含め、リファイナンスを受けられないなどの事案が頻発しているとの指摘が各方面からなされている。日本の不動産投資市場が巡航成長路線に回帰するためには、デットの供給が常に安定的かつ円滑になされることが基本であり、まずレンダー市場の一刻も早い正常化が望まれる。

(不動産投資商品の特性)

- 一般に、不動産は個別性・地域性の極めて高い資産であり、また、日々の適確な管理を行わなければ本来の収益力が発揮できないなど、他の金融商品とは異なる特性を有している。不動産の証券化技術の発達により金融商品の一つとして市場で取り扱われることは、時としてこうした不動産の特性を昇華するかの錯覚を生むが、現実にはその投資商品のインカムリターンが全て特性を反映したものである実態は少しも変わらないし、そのことが不動産投資商品が他の金融資産とのポートフォリオを構成しうる原点である。このため、適合性の原則の下、投資家や市場関係者に、市場の現状や対象資産の収益性に関する必要かつ十分な情報が提供されるとともに、こうした特性を踏まえた諸制度の適確な運用と不断の改善努力がなされる必要性は、不動産の特性に鑑み、とりわけ高いものである。

2. 我が国不動産投資市場の巡航成長路線回帰のための戦略

以下の取組は、関係者や関係制度が多岐に亘ることもあり、実施時期を現段階で明示することは困難であるが、官民挙げてその着実な推進が望まれることから、必要に応じて関係者の理解の下ロードマップの策定に取り組むことが検討されるべきである。

（世界標準をリードするＪリートへ）

- Ｊリートの商品特性等について個人投資家や年金基金への浸透を図るため、Ｊリートに関するデータ整備・標準化を進めると同時に分かりやすい情報発信を工夫することが必要である。

また、証券会社に加え、新たな販売ルートの開拓も含めた販売手法のあり方が検討されるべきである。

また、証券化対象不動産の鑑定評価基準の適用状況のモニタリングが適確に実施されることにより、Ｊリートについても鑑定評価の信頼性が更に向上することが求められる。

さらに、Ｊリートの海外不動産投資の進捗を踏まえ、より多様な投資形態の実現や市場のニーズを踏まえた再編の選択肢の充実、さらに不動産投資の特長を反映できるよう、例えば減価償却により留保された資金を配当することができるような税制改正など関係制度の更なる整備に取り組み、「世界標準をリードするＪリート」の実現を目指す必要がある。

（市場の再編のための環境整備）

- 長い歴史を有する米国リート市場においてもその成長過程で積極的な再編が行われてきたように、我が国においても、Ｊリートも含め、不動産投資ファンドの再編が起こることは十分予想されることである。プレーヤーの統合や入退出は、ある意味でマーケット機能の賜であることから、今後、こうした流れに棹さず観点からも、市場のニーズを踏まえた多様な再編手法の選択肢が用意されるよう、不断の制度改善が検討される必要がある。

（規制の事前明示性の確立）

- 今日、グローバル化する市場において規制の事前明示性は極めて重要である。行政の裁量性・不透明性は、特に日本の社会制度に不慣れな外国人投資家にとっては、対日投資へのモチベーションを低下させる要因となる。国内外を問わず、安定的な資金供給を確保するためにも、事前明示性の高い経済社会システムが構築されるべきである。

（「不動産投資国際フォーラム」の成功）

- ファンダメンタルズが十分反映されず、過小評価されている面がある我が国の不動産市場については、正しく情報発信をし、国内外に存する旺盛な投資意欲を現実の投資に結びつけていかなければならない。本年９月に、内外投資家を始め６００人以上の参加の下で開催される「不動産投資国際フォーラム」は、国内外の投資家に適確な情報発信をし、グローバルマーケットにおける日本の存在感を高めるために重要な取組であり、関係者の協力の下、成功させなければならない。

（不動産市場の動向を適確に表象する情報の提供）

- （社）不動産証券化協会が提供する ARES J-REIT Property Index については、

最近、地域別データの提供を開始したところであり、今後の更なる充実と市場関係者への一層の普及が求められる。

また、我が国の住宅市場については、オフィス市場と比べて公表されている賃料等のデータが不足し、客観的な評価が難しいとされているため、住宅市場の動向を適確に表象する指標の作成に早急に取り組まれるべきである。

（多様な事業手法の整備）

- 市場のニーズに応じた多様な事業スキームを可能とするため、例えば、デベロッパーや不動産投資のプロのみで構成された共同事業体が、円滑なノンリコースローンの供給により開発型実物不動産投資を可能とする新たな事業手法の整備が検討されるべきである。

（社会・地域貢献に資する投資の促進）

- 単に経済的利益の追求だけではなく、地球環境や地域の暮らしの向上を目的とする不動産投資商品が登場している。これは、経済的側面だけではなく、社会・地域に貢献するという観点から投資対象を考える投資家の指向やニーズに沿った商品提供がなされているものであるが、今後は、商品提供者の側においても、こうした社会的責任投資を助長する積極的な商品の提供を行うことも重要である。国民性等が反映されやすく、市場メカニズムだけでは円滑な供給が進まない場合には、こういった投資を促進するために一定の支援も視野に入れた取組が検討されるべきである。

（PM業務等の能力の向上）

- 物件の適正な管理等を通じて、不動産の価値の向上を図り、利用者の満足度を高めることにプロパティマネジメント（以下「PM」という。）業務の能力と本質があり、当該能力が市場で適切に評価される仕組みが構築されることによって我が国全体のPM市場の厚みを増していく必要がある。また、AM業務においても、不動産の特性に鑑みれば、適切な不動産投資を行う上で利用者の視点をはじめとする不動産管理の実態に関する知見が必要であり、PM業者との適切な役割分担・連携や不動産に精通する人材の育成・活用が求められる。

（安定的で円滑なデットの供給）

- 安定的で円滑なデットの供給を図ることが最重要課題であることを関係者が認識し、適切な情報交換と連携により対応することが必要である。また、CMBS市場の正常化を目指し、リスクのトレーサビリティを始めとする適切な情報開示の促進・標準化が進められるべきである。

（金商法の適確な運用）

- 金商法の施行は、内部管理態勢の整備の促進等、不動産投資プレーヤーに対する信頼を高める効果をもたらしている。一方、他の有価証券投資とは異なる、不

動産投資事業の特性に十分配慮し、市場との対話が積み重ねられ、投資家保護の観点から、また事業者の事業運営の観点から、適確な指導監督を通じて、投資家に信頼される不動産投資市場が実現されることが期待される。

終わりに

我が国不動産投資市場を巡航成長路線へ回帰させる道は決して平坦なものではないと予想されるが、以上の戦略的取組を官民挙げて確実に実施していくことが最も近道であると考えられる。このため、本フォーラムは、その推進役としてロードマップの策定等一定の役割を果たしていく必要がある。

<参考資料>

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」

- ・ 開催の経緯
- ・ 各ワーキンググループ委員名簿

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」開催の経緯

1. 投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラムの開催

第1回 平成19年 9月28日

第2回 平成20年 6月 5日

2. ワーキンググループの開催

(1) 「年金基金向け等の様々な不動産投資一任サービスのあり方」に関するWG

第1回 平成20年 3月26日

第2回 平成20年 4月24日

(2) 「Jリートによる海外不動産投資」に関するWG

第1回 平成19年10月24日

第2回 平成19年11月26日

(3) 「金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営のあり方」に関するWG

第1回 平成20年 2月 7日

第2回 平成20年 3月18日

第3回 平成20年 5月 1日

以上

「年金基金向け等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 委員名簿

座長	かわぐち ゆういちろう 川口 有一郎	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
委員	あらかわ さぶろう 荒川 三郎	東京建築設計厚生年金基金 常務理事
	いしだ ひでかず 石田 英和	大阪ガス(株) 財務部ファイナンスチーム (企業年金資産運用担当) インベストメントオフィサー
	いなだ ふみお 稲田 史夫	東京建物(株) 投資事業開発部長
	おざき まさとし 尾崎 昌利	三井不動産(株) 企画調査部長
	かとう ひろし 加藤 浩	三菱地所(株) 都市開発業務部長
	くさなぎ たつお 草薙 辰夫	住友信託銀行 総合運用部オルタナティブ商品グループ グループ長
	こまち としお 小町 利夫	企業年金連合会 年金運用部不動産グループ グループリーダー
	さたけ よういち 佐竹 洋一	国土交通省総合政策局不動産課不動産投資市場整備室長
	さとう ひさえ 佐藤 久恵	日産自動車(株) 財務部 主管 チーフインベストメントオフィサー
	たかいら ひろし 高井良 博	中央三井信託銀行 不動産投資顧問部投資顧問グループ 主席調査役
	ながまち もとし 長町 基志	東急不動産キャピタル・マネジメント(株) 取締役 常務執行役員 資産運用本部長
	はやし にんじ 林 仁治	ケネディクス・アドバイザーズ(株) 代表取締役社長
	はら えいいちろう 原 英一郎	セキュアード・キャピタル・ジャパン(株) 執行役員 クライアントサービス部長
	ふせや たかし 伏屋 隆	三菱UFJ信託銀行 運用商品開発部不動産運用グループ 不動産運用担当次長
	ますだ たかし 増田 隆	朝日新聞厚生年金基金 常務理事
	もりなが あきら 森永 明	野村不動産投資顧問(株) 取締役 投資運用部長

※必要がある時は、上記メンバー以外にも出席を求めることができるものとする。

(平成20年4月24日現在 五十音順)

「Jリートによる海外不動産投資」に関するワーキンググループ
委員名簿

座長	はらだ しょうへい 原田 昌平	公認会計士 新日本監査法人代表社員金融サービス部長
委員	あらき ともひろ 荒木 智浩	野村證券株式会社金融経済研究所企業調査部公益インフラ産業調査室 シニアアナリスト
	おぎさき まさとし 尾崎 昌利	三井不動産株式会社 企画調査部長
	かとう ひさこ 加藤 久子	公認会計士 税理士 米国公認会計士 新日本アーンスト アンド ヤング税理士法人 代表社員
	さたけ よういち 佐竹 洋一	国土交通省総合政策局不動産課不動産投資市場整備室長
	すぎさき ひろし 杉崎 宏	三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社 経営企画本部長
	すぎもと しげる 杉本 茂	公認会計士 税理士 不動産鑑定士 さくら総合事務所 代表
	すずい ひろゆき 鈴井 博之	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート株式会社 代表取締役
	たじま まさひこ 田島 正彦	ケネディクス・リート・マネジメント株式会社 財務企画部長
	たなか しゅんぺい 田中 俊平	弁護士 長島・大野・常松法律事務所 パートナー
	なかやま よしお 中山 善夫	不動産鑑定士 MAI CCIM MRICS ドイツ証券株式会社審査部 ディレクター
	まつもと かいん 松本 夏寅	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社ビル営業部 マネージャー

※必要がある時は、上記メンバー以外にも出席を求めることができるものとする。

(平成19年11月26日現在 五十音順)

「金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営のあり方」に関する
ワーキンググループ 委員名簿

座長	たむら こうたろう 田村 幸太郎	牛島総合法律事務所パートナー
委員	あおやぎ ひろかず 青柳 宏一	三菱地所(株) 都市開発業務部 副長
	いそべ ひでゆき 磯部 英之	森ビル(株) 財務企画部 担当部長
	えのもと えいじ 榎本 英二	野村不動産インベストメント・マネジメント(株) 取締役
	おおた ひろゆき 太田 博之	住友信託銀行(株) 不動産業務部長
	さくらい あつお 櫻井 淳夫	野村證券(株) 執行役
	さたけ よういち 佐竹 洋一	国土交通省総合政策局不動産課不動産投資市場整備室長
	たていし くにお 立石 邦雄	(社)日本証券投資顧問業協会 事務局長
	たなか けんいち 田中 健一	三井不動産(株) 業務管理部長
	とみなが しんいち 富永 伸一	ケネディクス・アドバイザーズ(株) コンプライアンスオフィサー
	ながまち もとし 長町 基志	東急不動産キャピタル・マネジメント(株) 取締役常務執行役員 資産運用本部長
	まきの あきひろ 牧野 明弘	新日本監査法人 金融サービス部社員
	やまもと たいぞう 山本 泰三	パシフィック・インベストメント・パートナーズ(株) 取締役

※必要がある時は、上記メンバー以外にも出席を求めることができるものとする。

(平成 20 年 5 月 1 日現在 五十音順)

テーマメンバー	第 1 回ワーキング	東京建物(株) みずほ証券(株) 三菱 UFJ 信託銀行(株)
	第 2 回ワーキング	アセット・インベストメント・アドバイザーズ(株) クリード不動産投資顧問(株) 東京建物不動産投資顧問(株) 三井不動産投資顧問(株) 三菱地所投資顧問(株)
	第 3 回ワーキング	(テーマメンバーなし)

以 上