

# フォーラムの検討課題等(案)

平成19年9月28日

## フォーラムの検討課題について

- Jリートによる海外不動産投資の実現について
- 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について
- 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ついて

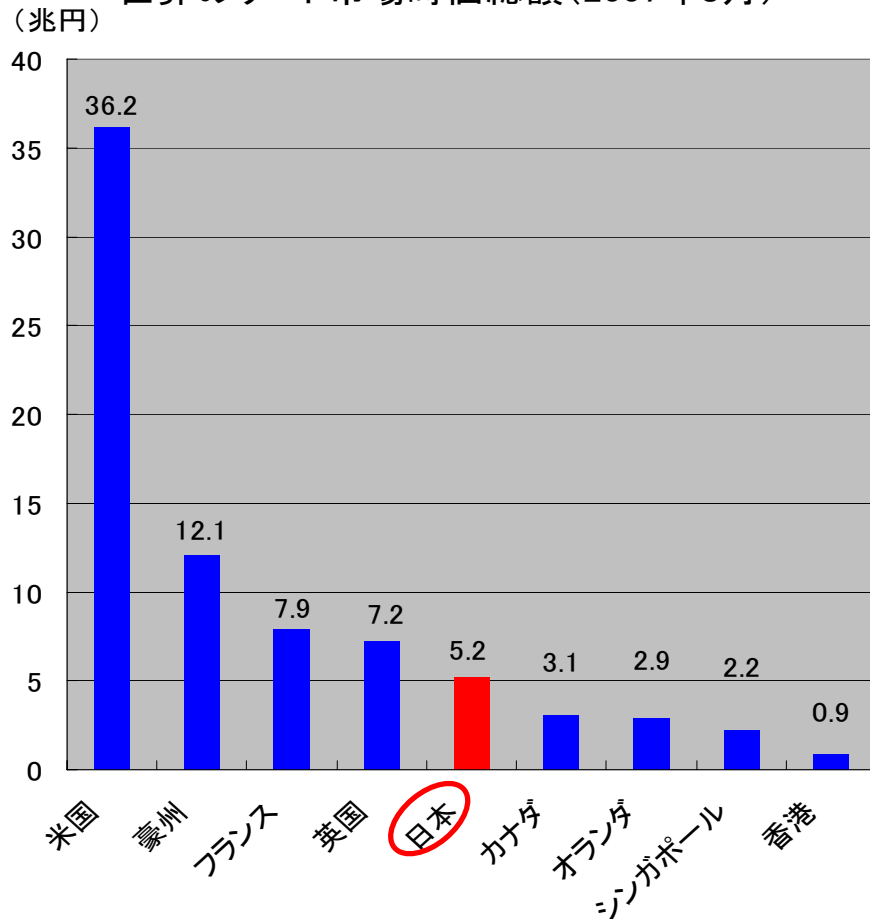
# ○ Jリートによる海外不動産投資の実現について

- (1) 世界のリート市場規模比較
- (2) 世界各国のリートにおける国外不動産投資の可否
- (3) Jリートによる海外不動産取得についての意義
- (4) 社会資本整備審議会及び経済財政諮問会議における認識
- (5) 投資スキームに応じた課題

# (1)世界のリート市場規模比較

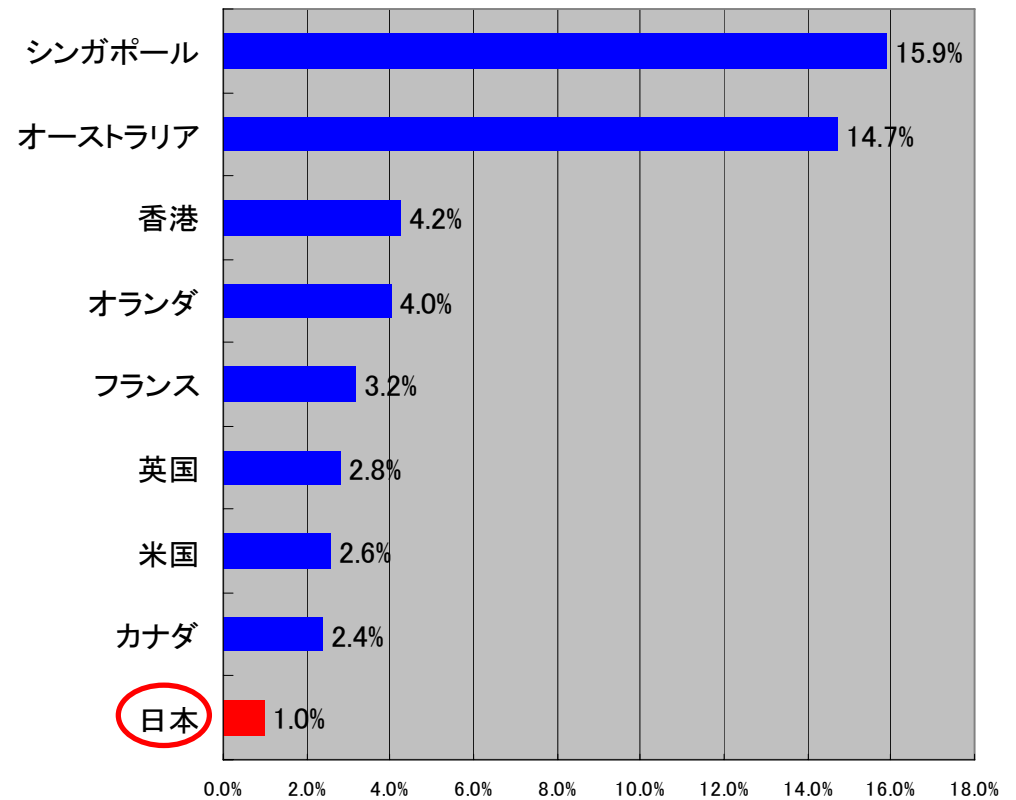
リーートの先発国に比べ、時価総額や対GDP比から見ると、日本のリート市場の規模は決して大きくない。

### 世界のリート市場時価総額(2007年8月)



(資料)Bloomberg

### リーートの市場規模(時価総額)の対自国GDP比



(資料)総務省統計局, Bloomberg より作成

(注)時価総額は2007年8月時点、GDPは2005年のもの

## (2) 世界各国のリートにおける国外不動産投資の可否

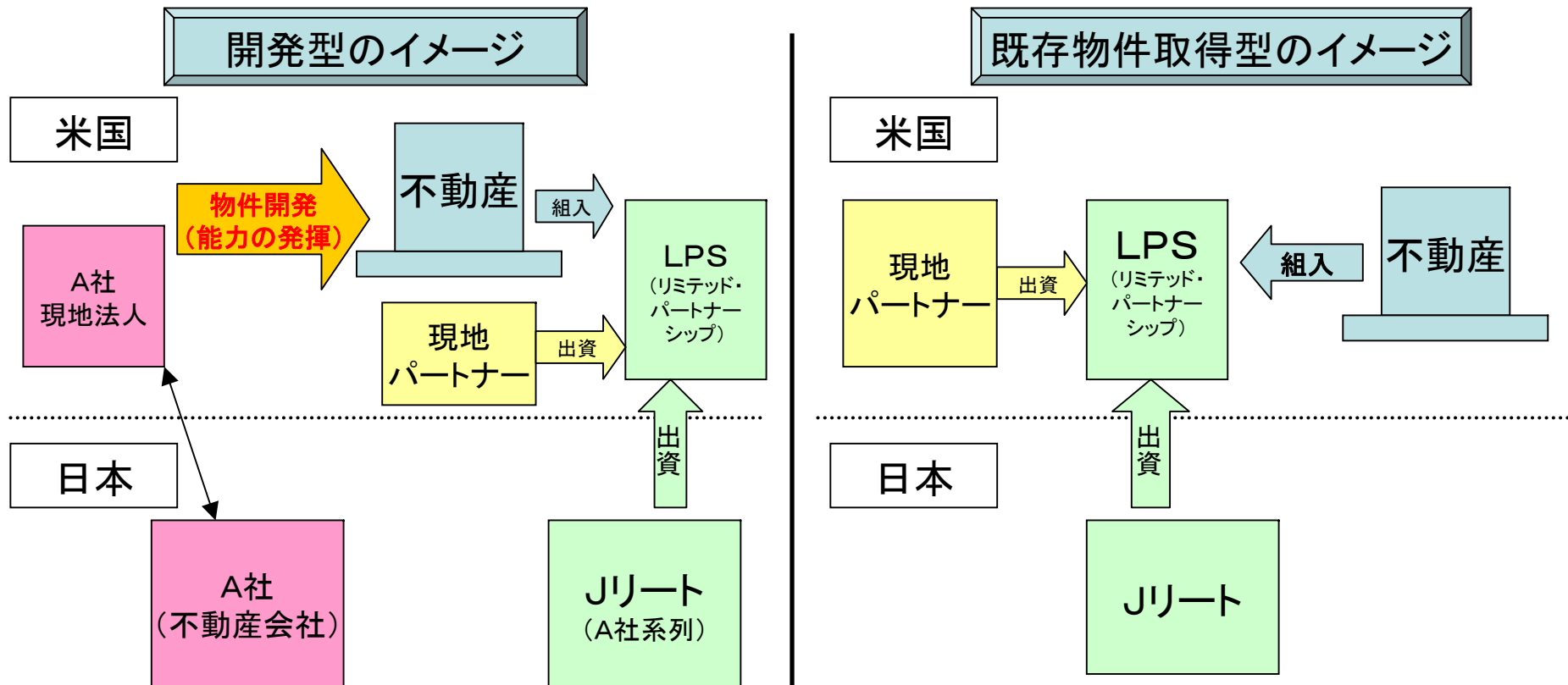
世界各国のリートは、日本など4カ国を除き、海外不動産の取得が可能である。

連番	国	REIT制度の略称	海外不動産の取得	制度の成立年	上場銘柄数	株式時価総額(億円)	比率	規模比較
1	米国	REIT	可	1960	172	495,700	51.72%	7.825
2	豪州	LPT	可	1971	72	128,250	13.38%	2.025
3	英国	UK-REIT	可	2007	9	80,952	8.45%	1.278
4	フランス	SIIC	可	2003	37	80,179	8.37%	1.266
5	日本	J-REIT	事実上不可	2000	41	63,348	6.61%	1.000
6	オランダ	FBI	可	1969	8	32,367	3.38%	0.511
7	カナダ	C-REIT	可(クローズドエンド型は制限あり)	1994	31	30,300	3.16%	0.478
8	シンガポール	K-REIT	可	1999	15	20,434	2.13%	0.323
9	香港	PFPO	可	2003	6	10,444	1.09%	0.165
10	ベルギー	SICAFI	可	1995	12	7,755	0.81%	0.122
11	台湾	T-REIT	可	2003	7	2,136	0.22%	0.034
12	トルコ	REIC	可(総資産の49%を限度)	1995	11	2,047	0.21%	0.032
13	タイ	T-REIT	不可	1997	13	1,582	0.17%	0.025
14	マレーシア	H-REIT	可	1986	13	1,552	0.16%	0.024
15	韓国	M-REIT	不可	2001	7	817	0.09%	0.013
16	ブルガリア	-	不可	2003	29	491	0.05%	0.008
17	イスラエル	-	可(25%未満)	2005	1	83	0.01%	0.001
					484	958,437		

(2007年3月31日現在 (社)不動産証券化協会調べ)

### (3) Jリートによる海外不動産取得についての意義

- Jリートという透明性の高い金融商品の運用資産の幅を広げ、分散投資を可能とすることにより、商品の魅力をより高め、投資家の投資の選択肢を広げ、より多くの投資資金を呼び込むことが可能となる。その結果、日本の金融・資本市場の強化に繋がる。
- 不動産開発能力に優れたデベロッパー等が、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る環境を整備することは、日本の産業の国際競争力強化の一環として重要である。



- デベロッパー等が能力を活かして海外で不動産開発を行う。
- 利回りが安定した段階で、日本のリートが物件を引き受ける。

- 既存の物件を選別してリートが取得する。
- 例えば、日本人向け物件について、運用・運営のノウハウを発揮する。

## (4) 社会資本整備審議会及び経済財政諮問会議における認識

平成19年5月10日「今後の不動産投資市場のあり方に関する第二次答申」  
(社会資本整備審議会産業分科会不動産部会)より抜粋

今後の課題として、かねてから問題提起されているJリートの海外投資の実現に向けた具体的検討に早急に着手すべきである。その際には、鑑定評価実務上のボトルネックを解消するための方策のほか、投資家保護のあり方(例 Jリートの投資方針における海外投資の位置づけ方、為替リスクやカントリーリスクについて適切に投資家に情報開示・説明する方策、当該国の法制度(例 建築規制)や税制等について適切に投資家に情報開示・説明する方策、個々の物件に関する情報開示の方策等)等について十分な検討を行うことが求められる。

平成19年5月8日「グローバル化改革専門調査会 第一次報告ーグローバル化の活力を成長へー」  
(経済財政諮問会議 グローバル化改革専門調査会)より抜粋

### (3) REIT の運用対象資産への海外不動産の組み込み

○ 我が国のREIT(不動産投資信託)の運用対象資産に海外不動産を組み込むことを禁止する法令上の規定は存在しないが、海外不動産に対する鑑定評価手法が確立していないことを理由として、証券取引所の上場規定はこれを禁止している。国土審議会の不動産投資市場検討小委員会最終報告(平成18年7月)において提言されている「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン(仮称)」を早急に策定し、REIT への海外不動産の組み込みを早期に実現すべきである。

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」の課題の一つ

## (5) 投資スキームに応じた課題

### 海外リートへの50%超の株式取得

[課題]

- ・投信法の改正(50%超の株式取得制限の緩和)

### LPSへの50%以上の投資

[課題]

- ・投信法の解釈の明確化  
(海外LPSが50%超の株式取得制限に該当しないこと)
- ・税制上の導管性要件の緩和
- ・監督や情報開示のあり方の確立
- ・鑑定評価のガイドライン

### LPSへの50%未満の投資

[課題]

- ・東証上場規程の改正
- ・投信法の解釈の明確化  
(海外のLPSがリートの運用資産である有価証券に含まれること)



# ○ 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ついて

- (1) 信頼できる不動産投資一任サービスの提供の必要性
- (2) 年金基金が不動産投資をしていない理由
- (3) 年金基金のニーズの実態
- (4) 年金基金の不動産投資の現状（国際比較）
- (5) 年金基金の事務局体制の状況
- (6) 年金基金における不動産の運用手法の現状
- (7) 我が国の企業不動産の資産規模推計

## (1)信頼できる不動産投資一任サービスの提供の必要性

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、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が市場に円滑に供給されることが重要。

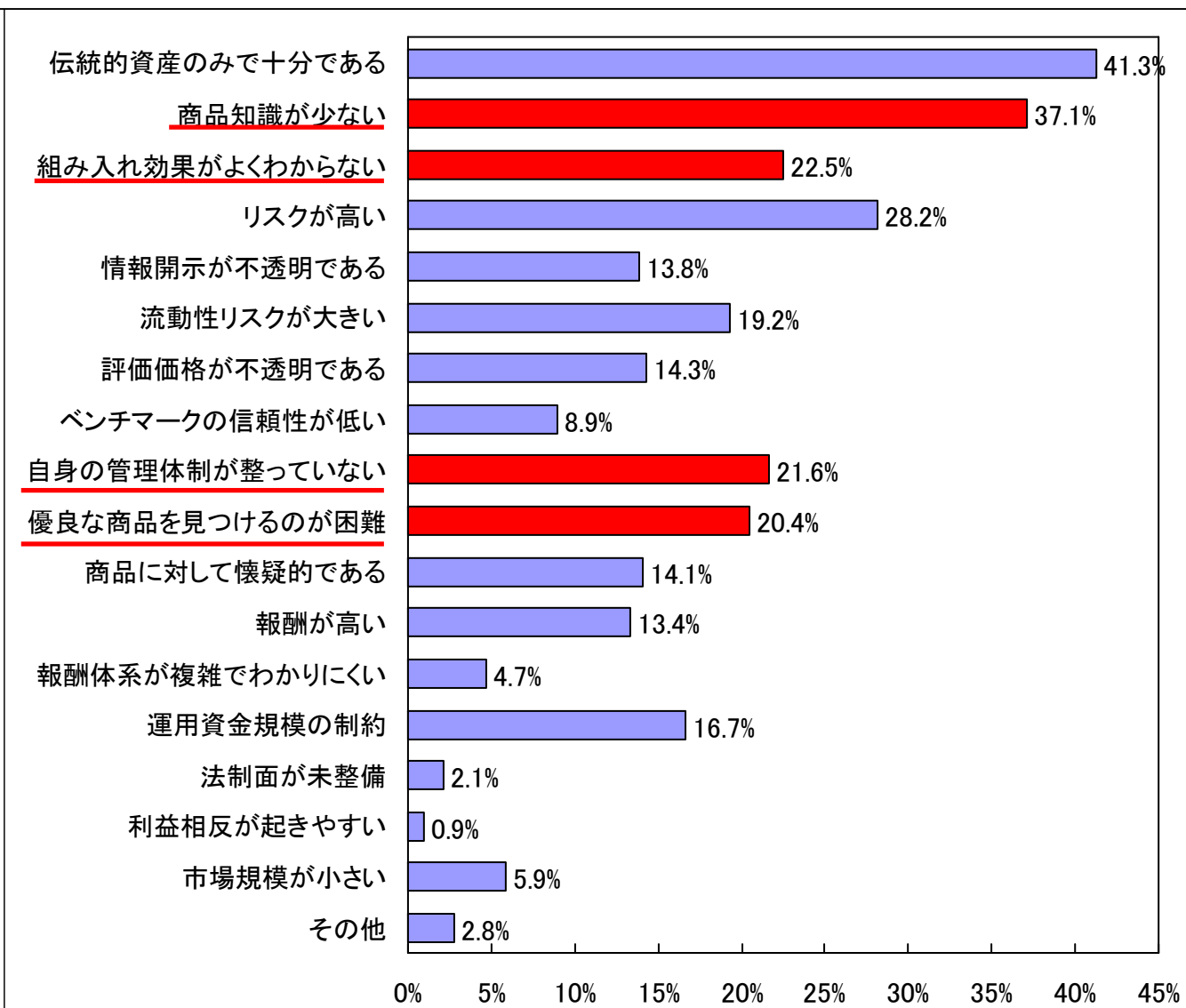
投資期間が長い安定的な資金の代表的な供給主体である「年金基金」は、外部運用にウェイトが置かれており、不動産投資を一任できるサービスの充実を求めている。

我が国の企業が保有する不動産は、面積ベースで国土の14%、約490兆円(全法人資産規模(1344兆円)の36%)にも及ぶが、このうち収益不動産は約68兆円に過ぎない。  
CRE戦略等に基づき、企業不動産の有効利用が図られることは、国民経済・社会にとっても有益であり、信頼できる不動産投資一任サービスを提供することは、その実現に不可欠である。

このため、実物を含め、様々な不動産投資一任サービスのあり方を検討することが必要。

## (2) 年金基金が不動産投資をしていない理由

不動産投資を実施していない理由



2005年度企業年金連合会調査より

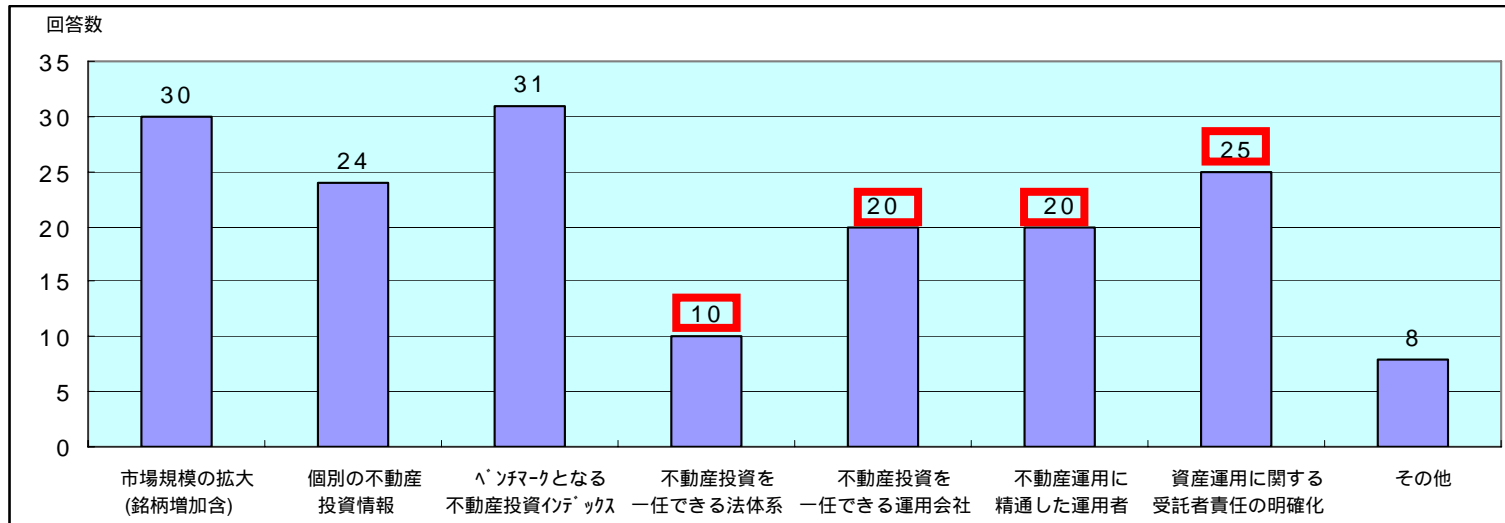
※1 本調査は、連合会の会員である厚生年金基金、確定給付企業年金、適格退職年金を対象に毎年実施しているもの

※2 2005年度の調査対象会員は、1411件(厚生年金基金694件、確定給付企業年金702件、適格退職年金15件)で、このうち1081件から回答を得て集計したもの

### (3) 年金基金のニーズの実態

企業年金が実物不動産や不動産証券化商品への投資を行うために何か必要なこと ※複数回答可

[有効回答:57]



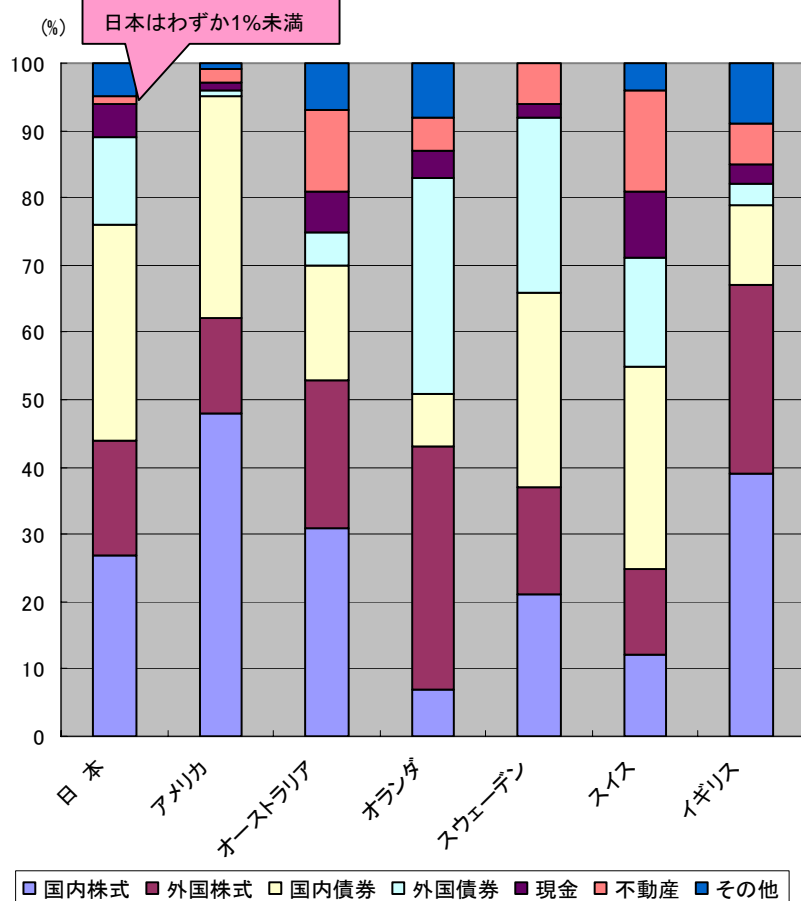
- 『 その他』に関する記述
- 不動産運用（証券化商品）を理解する信託銀行等の担当者（人材）の充実が必要
  - 情報の開示、評価基準のガイドラインなどの明示が必要
  - 流動性の高い不動産投資が一般的になるまで、年金は投資を待った方が得策と考えている
  - 年金投資家に限って言えば、不動産運用に関する受託者責任や投資一任法制の安定化が望まれる。
  - 市場の透明性の向上
  - リスクの所在の明確化，リスク・リターン特性の一般化（ALMへの取組み）
  - 更なる優良不動産の機関投資家市場への供給が望まれる。このために、会計制度（5%ルール・時価会計）の改革や税制の改革が望まれる。

※社団法人不動産証券化協会「『第6回機関投資家の不動産・リート等投資に関するアンケート調査調査』結果報告書」(平成18年8月)より抜粋。

○「資産運用に関する受託者責任の明確化」、「不動産投資に一任できる運用会社」、「不動産運用に精通した運用者」、「不動産投資を一任できる法体系」を挙げている回答が多いことから、責任をもって不動産運用を行うことのできる専門会社に一任できる仕組みを求めていることが伺える。

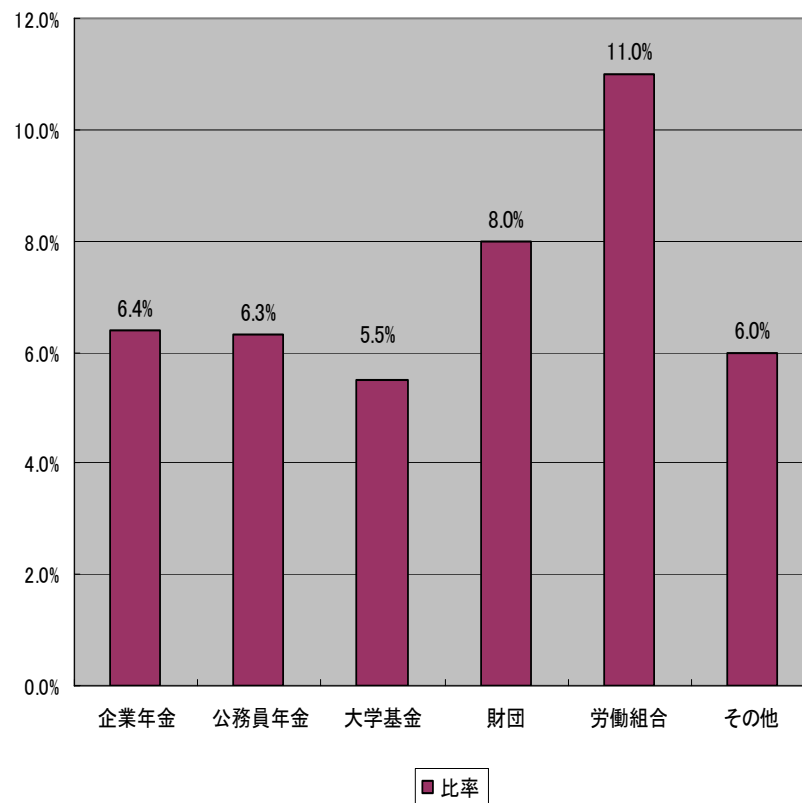
## (4) 年金基金の不動産投資の現状 (国際比較)

年金基金のアセットアロケーション  
における国際比較



(注) 年金資産額は、オーストラリア、日本は2003年3月末データ、オランダは2003年9月末データ、スウェーデンは2002年12月末データ、スイス、イギリス、アメリカは2003年12月末データ。  
出所: 不動産証券化協会

不動産投資を行っている年金基金等の  
不動産ポートフォリオの現況(2004年)



(注) 米国の年金基金等のうち、運用資産に不動産が含まれている基金について調査  
出所: 不動産証券化協会年金フォーラム資料(2005年9月12日)  
(原典) 2005 Institutional Real Estate, Inc.'s Annual Plan Sponsor Survey

我が国の年金基金(約91兆円)が、海外並に運用資産の5%を不動産で運用すると、約4.6兆円規模の不動産投資市場が新たに生まれることとなる。

## (5) 年金基金の事務局体制の状況

日常の資産運用に携わる役職員が1～2名の年金基金が、全体の約9割を占める。

日常の資産運用に係る業務を担当する役職員の人数(兼職を含む)

内 容	基金数	割合
① 1名	621	58.5%
② 2名	323	30.4%
③ 3名	81	7.6%
④ 4名	27	2.5%
⑤ 5名以上	9	0.8%
回 答	1,061	98.8%
無 回 答	13	1.2%

(注)資産運用アンケートの提出があった1074基金の回答を集計。

2005企業年金連合会資産運用実態調査より

年金基金の運用は外部運用にウェイトが置かれているのが現状。

外部運用と自家運用の資産額の割合

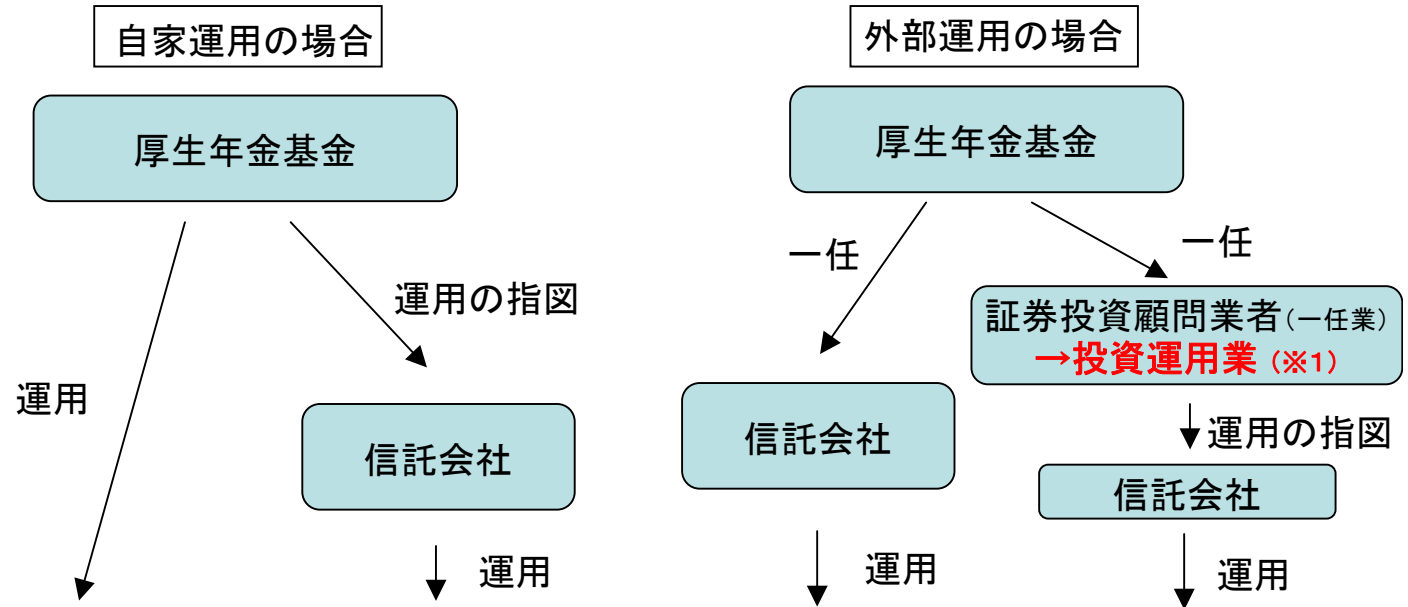
区 分	
外部運用	99.9%
自家運用	0.1%
計	100.0%

(注)委託形態別資産額の回答のあった951基金の回答を集計。

2005企業年金連合会資産運用実態調査より

## (6) 年金基金における不動産の運用手法の現状

厚生年金保険法第136条の3及び厚生年金保険基金令第39条の8により、自家運用の場合には運用対象資産が、外部運用の場合には一任業者が限定されている。金商法の施行後は、信託受益権が「みなし有価証券」となり、投資運用業の運用対象資産となる。今後は、投資運用業に多様な主体が参入することにより、市場競争を通じた年金への不動産投資一任サービスの向上が期待される。

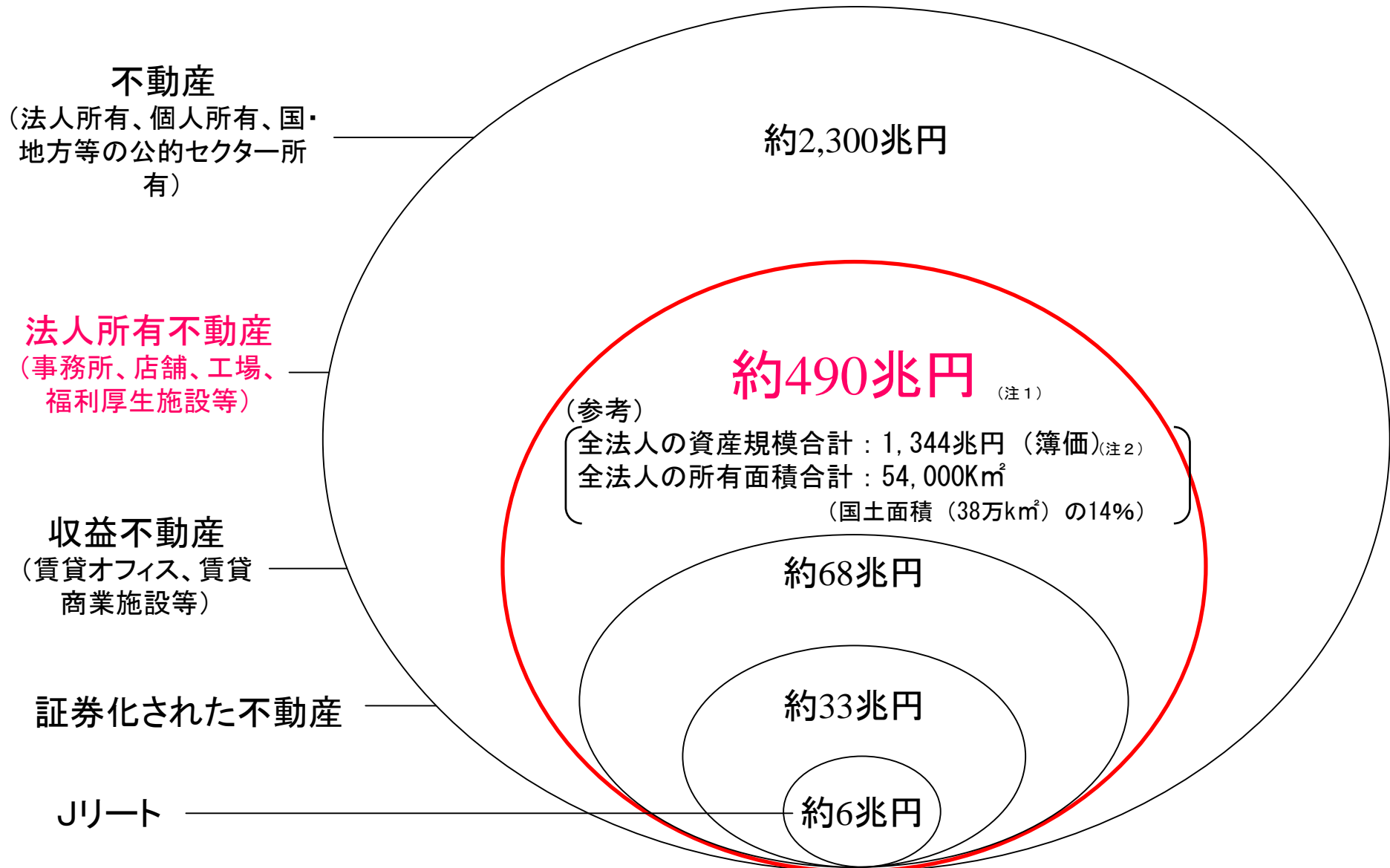


運用対象資産	実物不動産	×	×	○	×
	不動産信託受益権	×	×	○	× (→○)※2
	不動産投資法人(Jリート)の投資証券	○	○	○	○
	不動産投資信託の受益証券	○	○	○	○
	特定目的信託の受益証券	○	○	○	○
	特定目的会社の優先出資証券	×	×	○	○
	YKTKスキームの匿名組合出資持分	×	×	○	○

※1 金融商品取引法の施行後は、証券投資顧問業者(一任業)は、金融商品取引業者(投資運用業)となる。

※2 金融商品取引法の施行後は、信託受益権が「みなし有価証券」となり、投資運用業の運用対象資産となるため。

## (7) 我が国の企業不動産の資産規模推計



資料：国民経済計算年報(平成17年版)、土地基本調査総合報告書(平成18年)、不動産の証券化実態調査(平成18年)  
(「不動産」、「法人不動産」、「収益不動産」の資産額は平成15年1月1日時点、「証券化された不動産」、「Jリート」の資産額は平成18年度末時点)

(注1) 土地基本調査に基づく時価ベースの金額 (注2) 法人企業統計に基づく簿価ベースの金額(平成17年末時点)



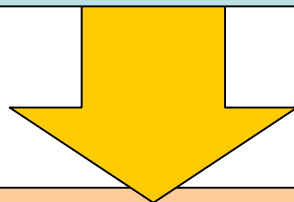
# ○ 金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営のあり方について

- (1) 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
- (2) 金融商品取引法の施行準備状況に関する匿名アンケート(全11社)

## (1) 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

### 金融商品取引法の施行

- ・本年9月30日より、金融商品取引法が施行。
- ・いわゆる私募ファンドの運用会社等については、投資運用業として同法の規制対象となるなど、新たな業規制が導入。
- ・これに伴い、兼業規制や利益相反取引の禁止など、不動産投資市場について、新たな規制が導入される。
- ・こうした新たな法規制に対し、各社とも準備を進めているが、組織体制、コンプライアンス体制、内部統制など、どのような業務運営を行うべきか、その理解、対応等が必ずしも十分に確立されていない状況。



**投資運用業をはじめとして、新たに規制対象となった業務について、その円滑な業務運営を図り、投資家の保護と健全な不動産投資市場の発展を図るために、社会資本整備審議会第二次答申で打ち出したルールの中の3つの視点（共通性、柔軟性、安定性）も踏まえ、金融商品取引法施行後の運用に関する業界の実情を把握し、同法施行後の業務運営のあり方を検討することが必要。**

## (2) 金融商品取引法の施行準備状況に関する匿名アンケート(全11社)

・各社とも、コンプライアンス対策、意思決定プロセスなどの内部統制システムや業務隔壁の確立を目指して独自に取り組んでいるが、業務の実態に応じ、求められるレベルが必ずしも明らかでない。

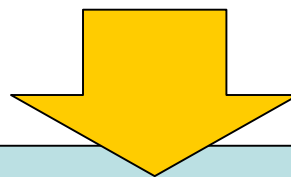
・第二種金融商品取引業を行う不動産会社(本体)で、研修を行う予定ではあるが、求められる内部統制システムや行為規制が複雑であるため、社員の理解が進まないことを危惧している。

・従来から不動産会社(本体)で信託受益権販売業の登録を受けていたが、今後もみなし第二種金融商品取引業者として業務を続けるかについては、慎重に検討している。

・不動産会社(本体)は金商法の投資運用業の登録を受けることを予定しておらず、投資顧問会社などの子会社が投資運用業の登録を受けることを予定している。

## 課題検討のためのワーキンググループ(WG)の設置について

- Jリートによる海外不動産投資の実現について
- 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について
- 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ついて



当面、上記3つの課題について、WGを設置して具体的検討を開始。

## 今後の予定

- 来年前半にフォーラムとして中間とりまとめ。
- WＧの検討状況や市場の状況によって、検討を加速する。