

### 機関投資家の資産運用と不動産投資信託

2000年の制度改革を経て2001年9月に上場取引が開始された不動産投資信託（J-REIT）は、高い分配金利回りを背景に順調に時価総額を増やしている一方で、投資家層の多様化・拡大が急務となっている。一方で、機関投資家の中核として期待されるわが国の年金基金では、運用規制があったことや、これまでに取り組んだ直接不動産投資において損失を抱えたことなどから、長らく不動産関連投資が敬遠されてきた。最近の規制改革にもかかわらず、不動産証券化商品全般に関する理解もあまり進展していない。本稿では、証券化によるわが国の環境変化を踏まえ、米国の機関投資家における REIT（Real Estate Investment Trust）への投資などを参考にしながら、年金運用における不動産・J-REIT の位置づけを再検討してみたい。

#### 1. 年金運用と不動産・不動産関連証券

##### 1) 年金からみた不動産投資

不動産は、伝統的な有価証券以外では最も市場規模の大きいアセットクラスであり、しかも低流動性・循環性といった長期投資に適する性格を有している。イーストマン・コダック社の年金運用担当者を長年務めたラッセル・オルソン氏は、「不動産は世界最大の（オルタナティブ）アセットクラスであり、株式・債券ポートフォリオに加えると分散効果を高めることが可能である。流動性の低いプライベート投資商品の中で、不動産ファンドは最も広範に取引されているアセットクラスである」と指摘している<sup>1</sup>。

米国・欧州の年金基金では、不動産を、総資産に対して数%の水準ながら、株式・債券に次ぐ「第三のアセットクラス」として設定している例が多い。例えば、米国カリフォルニア州公職員退職年金（CALPERS）の目標資産配分比率を見ると、株式（プライベートエクイティ含む）64%、債券28%に対して不動産は8%となっており、2002年4月末現在、133億ドル（1.5～1.6兆円）相当の不動産を保有している<sup>2</sup>。欧州最大規模の企業年金であるブリティッシュ・テレコム年金基金（BT Pension Scheme）においては、2000年末時点で、目標配分比率は株式（プライベートエクイティ含む）79%、債券（インデックス連動債含む）11%、不動産10%となっており、不動産投資額は27.5億ポンド（4,000～5,000億円）

<sup>1</sup> 『企業年金運用の成功条件』（東洋経済新報社）第7章

<sup>2</sup> 不動産への目標配分比率は、2000年5月の変更によって6%から8%に引き上げられた。

であった<sup>3</sup>。資産規模で上位に位置する米国の年金基金 200 ほどの平均でみると、不動産への配分は 3.5～5%の間を変動している（図表 1）。

図表 1 米国の大型年金基金（資産規模上位 200、確定給付型）の運用資産構成

上位200年金(確定給付)運用資産構成							
	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2001
株式	43.4	48.3	53.7	56.2	57.7	61.5	56.6
債券	40.4	40.1	35.9	32.9	32.7	28.0	31.4
現預金	7.4	4.2	3.5	2.8	2.2	1.8	1.9
不動産	4.9	4.0	3.5	3.8	3.4	3.1	4.2
モーゲージ	1.5	1.3	0.8	0.9	0.6	0.8	0.9
その他	2.4	2.1	2.6	3.4	3.4	4.8	5.0

（出所）Pensions & Investments 紙調査より野村総合研究所作成

実務的な側面から年金基金による不動産投資をみると、具体的な手法はいくつかに分かれている。第一に、基金として直接不動産に投資する方法である。第二に、投資組合（リミテッド・パートナーシップ）等を活用して不動産に投資する手法である。この手法には、年金側もかなりの程度資産の選択や意思決定をする共同出資に近いケースと、ジェネラルパートナー（組合営業者、投資マネージャー）に投資のプロセスをほとんど任せてしまうケースがあると考えられるが、いずれにせよ基金はリミテッドパートナーとして有限責任の投資家として出資することになる<sup>4</sup>。第三の方法が、市場性のある普通株またはその他の証券の形式で、不動産投資会社もしくは不動産証券化商品に投資する方法である。この方法においては、投資対象は導管体（法人所得税の免除される投資スキーム）であった方が、直接利回りが高くなり望ましいため、通常は REIT（Real Estate Investment Trust：米国）、上場プロパティトラスト（豪州）などのエクイティ証券に投資することになる<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> 関雄太「拡大する欧州のプライベート・エクイティ投資と米国の動向」『資本市場クォーターリー』2002年春号参照。

<sup>4</sup> 前者のケースは、図表 2 において「リミテッドパートナーシップ」と呼ばれている方法、後者のケースは「コミングルファンド」と呼ばれている方法を指すと思われるが、明確な定義はなく区分は難しい。また後者はブラインドプール型ファンド等と呼ばれることもありえよう。

<sup>5</sup> オランダにも、税制上の導管性があり、エクイティが上場取引される REIT に類似した不動産投資スキーム（Blegginginstellingen）がある。海外における不動産投資スキームについては、関雄太「不動産投資信託の登場と影響」『資本市場クォーターリー臨時増刊号』No.6 参照。

図表2 不動産投資残高の多い米国の公的年金と投資手法

		(単位:百万ドル)			(単位:%)		(投資手法)			
		不動産投資残高 00年末	01年末	総資産 99年末	不動産 配分	目標 配分	直接保有	コミングル ファンド	REIT株	リミテッドパー トナーシップ
1	Calpers	9,876	13,358	151,800	8.8%	8.0%	○	○	○	○
2	State Teachers Retirement System of Ohio	6,300	5,900	50,800	11.6%	12.0%	○	○	○	○
3	NY State Common Retirement Fund	5,340	5,240	112,535	4.7%	4.0%	○	○	○	○
4	California State Teachers Retirement System	4,549	5,222	100,797	5.2%	6.0%	○	○	○	○
5	Ohio Public Employees' Retirement System	5,400	5,209	55,870	9.3%	9.0%	○	○	○	○
6	State of Michigan Retirement System	4,340	4,027	47,220	8.5%	8.5%	○	○	○	○
7	Washington State Board	3,382	3,959	41,235	9.6%	21.0%	○	○	○	○
8	Florida State Board of Administration	4,200	3,840	96,000	4.0%	4.0%	○	○	○	○
9	NY State Teachers Retirement Fund	4,616	3,674	78,180	4.7%	6.0%	○	○	○	○
10	LA County Employees Retirement System	3,116	3,384	27,300	12.4%	10.0%	○	○	○	○

(出所) Real Estate Alert

また、米国の機関投資家においては、不動産をさらにコア不動産投資と非コア不動産投資（もしくはベンチャー型不動産投資）に分類して投資管理を行うことがある。コア不動産とは、前述のオルソン氏によれば、国内の良質な商業用物件に長期投資することを意味する。資産の種類から言えば、オフィス、商業施設、賃貸住宅などであり、収益として、毎年の純収入と、長期的な価値向上が期待されることになる。おそらく期待収益率はそれほど高いものではないだろう。非コア不動産投資には、色々な種類があるが、不動産物件を購入後、増改築やリース契約あるいは財務のリストラによって、その付加価値を大きく高めるような投資が期待される。通常は、なんらかの付加価値付与後に、コア不動産として購入したい投資家等に売却することになる。非コア不動産投資では、概して大きなリターンが期待できる代わりに、投資マネージャーの能力への依存度が高くなる。再びCALPERSの例をあげれば、不動産への配分額のうち約70%をコア不動産投資とし、非コア不動産投資については、不動産投資残高全体の30%を上限にコミットできるものとされているようである。

## 2) 米国不動産市場における年金のポジション

上記のような年金基金による長期投資の累積により、米国においては、年金基金が商業用不動産市場において、REITとならぶ最大の資本供給者として位置することになった（図表3）。ちなみに、最大のエクイティの出し手となっているREITについては、現在でこそ1,400億ドルを超える株式時価総額となっているが、その成長・拡大は1992～97年頃に急激に起きたものであり、1990年以前においては、エクイティ時価総額100億ドル前後の市場規模にとどまっていたことに留意しなければならない。また、REITの投資家構成は、公式な統計がないものの、個人投資家およびミューチュアルファンドが中心である。

図表3 米国商業用不動産への資本供給（推計）と年金基金の存在

	(単位:10億ドル)				(比重:%)			
	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001
米国商業用不動産合計	3,700.0	4,010.0	4,300.0	4,600.0				
非機関投資家	2,130.0	2,220.0	2,370.0	2,530.0				
機関投資家	1,570.0	1,790.0	1,930.0	2,050.0				
→エクイティ	349.5	360.9	378.7	372.7	100%	100%	100%	100%
REIT	144.8	136.0	141.6	146.6	41.4%	37.7%	37.4%	39.3%
外国人投資家	36.6	46.2	52.5	39.2	10.5%	12.8%	13.9%	10.5%
年金基金	121.4	139.3	141.9	144.0	34.7%	38.6%	37.5%	38.6%
生命保険	42.6	36.0	39.7	39.9	12.2%	10.0%	10.5%	10.7%
商業銀行	2.7	2.1	1.8	1.9	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
貯蓄機関	1.4	1.3	1.2	1.1	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
→デット	1,228.0	1,430.0	1,551.9	1,676.0	100%	100%	100%	100%
商業銀行	489.2	552.1	610.0	704.0	39.8%	38.6%	39.3%	42.0%
生命保険	184.3	182.2	212.9	218.7	15.0%	12.7%	13.7%	13.0%
CMBIS発行体	172.6	241.7	213.7	247.8	14.1%	16.9%	13.8%	14.8%
外国人投資家	127.6	183.0	215.1	177.7	10.4%	12.8%	13.9%	10.6%
貯蓄機関	122.6	134.5	139.8	156.5	10.0%	9.4%	9.0%	9.3%
政府モーゲージ機関	40.7	52.8	61.0	69.3	3.3%	3.7%	3.9%	4.1%
その他	40.3	39.0	52.7	55.8	3.3%	2.7%	3.4%	3.3%
年金基金	33.4	31.2	36.4	37.6	2.7%	2.2%	2.3%	2.2%
REIT	17.3	13.5	10.3	8.6	1.4%	0.9%	0.7%	0.5%
	1,577.5	1,790.9	1,930.6	2,048.7				

(出所) Lend Lease Real Estate Investments “Emerging Trends in Real Estate”

### 3) わが国の年金運用と不動産・不動産関連証券

視点をわが国の年金運用に移すと、上述したような欧米の状況とはかなり異なる推移をとげてきたことがわかる。

わが国の年金における不動産投資は、そもそも完全に禁止されていたわけではなく、「5:3:3:2 規制」と呼ばれた運用規制の中で、上限 20%まで不動産を購入することが許されていた。一方で、受託機関が信託銀行・生命保険に制限されていたことなどから、不動産投資は、生保の一般勘定経由による投資もしくは直接投資が中心であった。欧米のような、ファンド型の投資手法はほとんど活用されず、また証券化の制度的枠組みも出来ていなかった。したがって、80年代後半には、直接投資や信託を活用した不動産投資が取り組まれたが、90年代初頭から急激な価格下落と流動性低下に見舞われることとなった。90年代の間、こうした案件からの退出・投資回収に苦慮した実態もあり、年金基金の資産運用において、不動産は事実上、投資対象除外に近い状況になったといえる（図表4参照）。

図表 4 厚生年金基金連合会「年金資産運用の基本方針」（抜粋）  
（1996年5月策定、2002年4月改定）

<p>II. 投資対象資産</p> <p>1. 基本となる投資対象資産</p> <p>連合会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>なお、転換社債については、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、株式又は債券の代替資産として取扱うこととする。</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、生命保険契約としての制約等もあり、当面、追加投資については慎重に対処するものとする。また、これが連合会のポートフォリオに占める割合は極めて小さいことから、基本ポートフォリオの対象外の資産として位置づけるものとする。</p> <p>3. 不動産投資</p> <p>不動産については、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大幅に劣る資産である等の問題がある。さらに、不動産投資が連合会のポートフォリオに占める割合は極めて小さいことから、基本ポートフォリオの対象外の資産として位置づけるものとする。</p> <p>4. 非伝統的な資産</p> <p>ベンチャー投資や不動産派生商品など、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、今後の投資対象として適切なものであるかどうかを見極めることを目的として、リスク及びリターン特性、流動性、評価方法等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ものとする。</p> <p>なお、その際には、連合会のポートフォリオ全体に大きな影響を及ぼさない、極めて小さい比率の範囲内でこれを実施するものとする。</p>
--

（出所）厚生年金基金連合会ホームページ（<http://www.pfa.or.jp/>）より

しかし、最近の環境変化による見直しがないわけではない。背景には、まず賃貸収益（インカムゲイン）による直接利回りでみて、商業用不動産の投資採算性が大幅に向上しているという点が指摘できる。不動産取引において価格形成が正常化しつつあるということであり、年間純収益で5%～10%近くのリターンが獲得できる価格での取得も可能であることが指摘されている。この利回り水準は、数十棟の賃貸オフィスでポートフォリオを形成しているJ-REITの保有資産において、平均NOI利回り（純営業収益／取得価額）が6%台になっている現状とも整合性がある。いずれにせよ、現在の金利水準、証券市場の状況を考慮すれば、投資対象に値するとの考え方が出て不思議ではない。

一方で、これまでの経験、不動産投資に係る非流動性・投資資産の個別性などを勘案すれば、直接不動産投資ではデメリットが大きいと、投資決定に躊躇することになる。この点、近年の規制改革の成果によって、投資手法が多様化していることは、不動産の再検討を促進する可能性がある。すなわち、不動産特定共同事業法の制定（1995年）とその後数回の規制緩和、SPC法の制定（1998年）とその改正（2000年）、投信法の2度の改正（1998年と2000年）を経て、機関投資家が活用可能な手法には、①不動産流動化商品、②上場不動産投資信託（J-REIT）、③私募不動産ファンドが加わった。投資ビークルと証券の種類

でみれば、①の場合、信託受益権もしくは SPC の社債（デット）・優先出資証券（エクイティ）の形態で提供されよう。また、②については、投資法人（会社型投信）のエクイティ（投資証券）または投資法人債、③については、匿名組合（不動産共同事業組合）、SPC のエクイティ、私募投信のいずれかの形をとることになると思われる。①と②については、証券取引法上の有価証券であり、自家運用でも投資可能である<sup>6</sup>。このように、わが国の不動産関連投資においても、手法の点からは、欧米並みの選択肢を有するようになった状況は理解しておくべきであろう。

## 2. 米国の機関投資家における REIT 投資の実態と最近の動向

米国の年金運用においては、リミテッド・パートナーシップなどを通じて直接不動産に投資する方式が多く、REIT 株式はあまり持たないことが知られていた。しかし、REIT 株式の時価総額・銘柄数が急拡大し、評価手法も洗練されてきたことから、最近になって、REIT 投資を見直す動きがみられるようになってきている。

そもそも、以前に機関投資家が REIT を敬遠していた理由のひとつは、税法上の「5 名以下ルール Five-or-fewer rule」で、ある公開 REIT で上位 5 名の投資家の保有株式数が 50% を超えてはならないというものであった。1993 年に当ルールが改正されて、年金プランは単一の投資家ではなく、多数の受益者の導管体とみなされるようになったことで、年金が REIT を投資対象として検討しはじめたといわれている。

90 年代前半に年金基金が REIT へ投資していたケースが多かったのは、もともと年金が保有していたパートナーシップ持分を、UPREIT<sup>7</sup>を通じて REIT 株式に転換した場合であった。例えば、UPREIT の先駆けとなったタウブマン・センターズの IPO によって、同社の所有していたショッピングセンターに共同で投資していたゼネラルモーターズの年金基金が REIT 株式を得たことなどが知られている。

REIT が敬遠されたもうひとつの理由は、市場規模であったが、REIT の増資・M&A が盛んになるにつれて、機関投資家の不安は徐々に解消され、時価総額の大きな REIT を中心に投資を行うようになった（図表 5 参照）。

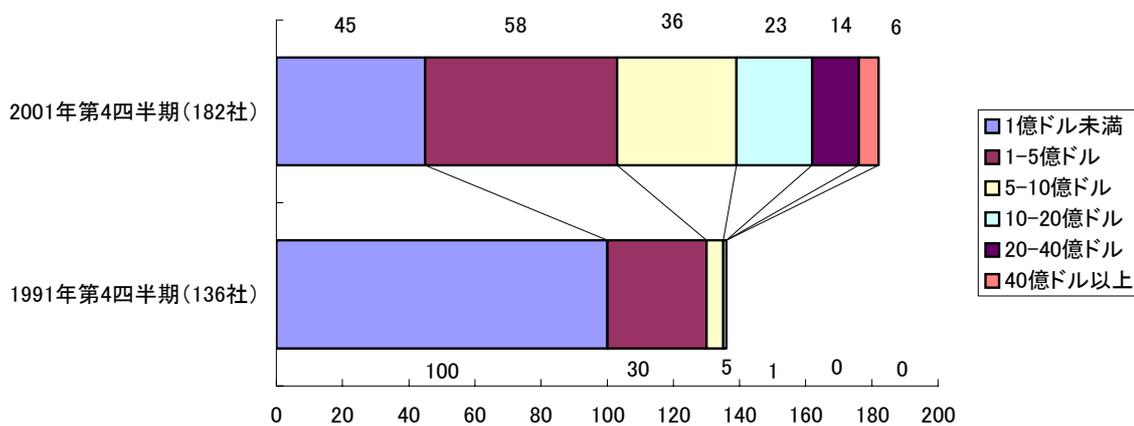
こうした状況の中、ミシガン州投資委員会、オハイオ州公職員退職年金基金、フィリップ・モリス年金基金などが、1994 年に不動産投資の一環として REIT 投資を開始したこと

<sup>6</sup> 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律等の施行に伴う関係通知の改正等について」（平成 12 年 11 月 30 日厚生省年金局長通知第 727 号）で、一定の管理及び運用の体制を整えた基金のみが行える自家運用の投資対象資産に、主として不動産等を投資対象とする投資信託の受益証券等や SPC が発行する債券が追加された。

<sup>7</sup> UPREIT=Umbrella Partnership REIT。「親会社」となる REIT が実物不動産を直接所有せず「子会社」であるオペレーティングパートナーシップ（OP）の経営権（General Partnership）を所有し、従前の実物不動産のオーナー・経営者が OP のリミテッドパートナーとなる。REIT の IPO ブームの背景となった。

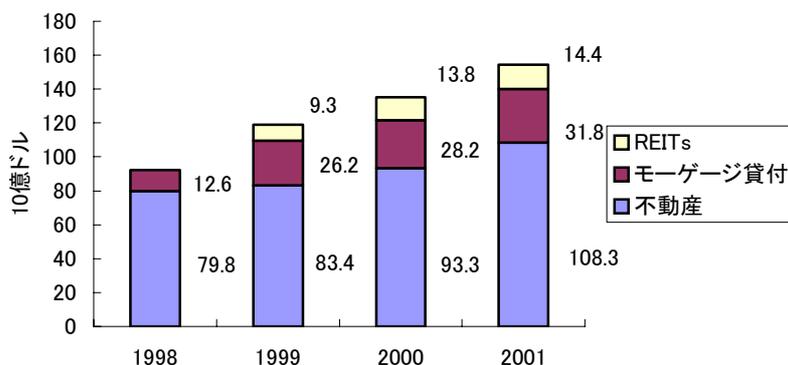
が知られている<sup>8</sup>。その後も、資産規模で上位に位置する年金基金を中心に、REIT の投資残高は増大している（図表 6）。

図表 5 米国 REIT 市場：時価総額別会社数の変化



(出所) NAREIT 資料より Green Street Advisors 作成

図表 6 上位 200 基金（確定給付）における不動産関連投資の残高



(出所) Pensions & Investments 紙調査より野村総合研究所作成（1998 年は調査項目に REIT がない）

最近では、全米 REIT 協会（NAREIT）が、証券価格の定量分析で有名なイボットソン・アソシエイツに委託して、1972 年以降の REIT 株式およびその他の価格データを基に、REIT 株式と普通株式・長期債券とのリターン相関が、最近 10 年の間に著しく低下していることを明らかにした（図表 7 参照）。NAREIT は、この調査結果を用いて、REIT 株式を他の証券ポートフォリオと組み合わせることによって優れた分散効果を得ることができると主張しており、機関投資家を意識した米国 REIT 業界によるプロモーション活動といえそうである<sup>9</sup>。他に、実物不動産と REIT 株式の特性が異なることから、年金運用の効率化のため両方を組

<sup>8</sup> Steve Bergsman “REITs’ Rise” 『プランスポンサー』1996 年 4 月号

<sup>9</sup> ただし、イボットソン社の調査では REIT と実物不動産とのリターン相関については分析していない。

入れることが望ましいとする研究論文なども出てきている<sup>10</sup>。

また、2002年春には、ダラス市職員退職年金基金（総資産約18億ドル）が、不動産の直接投資をやめ、その配分枠（約10%）をREIT投資に切り替えることを発表した<sup>11</sup>。資産規模がそれほど大きくない基金では、不動産に資産配分しようとしても、アセットクラスの中で分散化された不動産ポートフォリオを所有することが難しい場合が多い。むしろREIT株式でポートフォリオを構築したほうが効率的ではないか、との考え方であり、同様の規模の基金などで追随する動きもでてくるのではないかと考えられる。

図表7 NAREITエクイティインデックスと他の証券とのリターン相関

	計測期間	
	72年1月～02年3月	92年1月～02年3月
ウイルシャー5000	0.58	0.29
S&P500	0.54	0.26
ラッセル2000	0.63	0.42
メリルリンチ公社債インデックス	0.20	0.09
メリルリンチモーゲージインデックス	0.16	0.06

（注）NAREITエクイティインデックスは公開のエクイティREIT全銘柄を対象とした株価指数  
（出所）NAREIT資料（イボットソン・アソシエイツ調査）より野村総合研究所作成

なお米国では、年金以外に、投資信託がREIT市場の発展に大きな役割を果たしたという指摘がある。1986年にフィデリティが設定した「フィデリティ・リアルエステイト・インベストメント・ポートフォリオ」（2002年7月現在純資産額は約17.8億ドル）、コーエン&ステアーズが1991年に設定した「コーエン&ステアーズ・リアルティ・シェアーズ」（同15.1億ドル）の他、ラッセル、バンガードなどがREITセクターに運用する投資信託を持っており、また「インカム・ファンド」や「バリュー・ファンド」などの名称で販売されている大型投資信託の中に、資産の4～5%をREIT株式に配分しているものも多いと言われる<sup>12</sup>。1990年代にREIT市場が急拡大した背景として、個人資金の流入がよくいわれるが、それだけではなく、魅力的な投信や専門マネージャーがREIT市場の成長を後押ししたとの見方もでき、今後のわが国の投資家層拡大を考える上でも参考となろう。

### 3. J-REITの状況とわが国機関投資家にとっての位置づけ

#### 1) 認知度が低いJ-REIT市場

<sup>10</sup> Timothy Craft “The Role of Private and Public Real Estate in Pension Plan Portfolio Allocation Choices” *Journal of Real Estate Portfolio Management* Vol.7 No.1 (2001)など参照。

<sup>11</sup> ウォールストリートジャーナル紙2002年4月17日

<sup>12</sup> REIT調査会社Green Street Advisorsの創設者Jon Forsheim氏の筆者及び野村証券へのコメントによる。

東証の不動産投資信託市場は 2000 年の制度改革、2001 年前半の諸規則の整備を経て、2001 年 9 月 10 日に開始された。当初は日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人の 2 銘柄が上場し、その後 2002 年 7 月までに 3 銘柄が上場した。ファンドの成長戦略として各社が打ち出していた上場後の物件取得も実際に行われ、ジャパンリアルエステイト投資法人は、投資口の追加発行による資金調達も実施した。半期毎に投資家に支払われる分配金も、今のところ会社予想を上回るほどの水準が達成されている模様である。このように、不動産投資信託市場は、大きなトラブルもなく、一年を経ずに時価総額 4,000 億円を超える市場となっており、順調な立ち上がりをみせたといえよう。

図表 8 上場不動産投資信託の概要

投資法人名 (コード)	日本ビルファンド投資法人 (8951)	ジャパンリアルエステイト投資法人 (8952)	日本リートファンド投資法人 (8953)	オリックス不動産投資法人 (8954)	日本プライムリアルティ投資法人 (8955)
上場日	2001年9月10日	2001年9月10日	2002年3月12日	2002年6月12日	2002年6月14日
運用会社	日本ビルファンドマネジメント	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント	三菱商事・ユービーエス・リアルティ	オリックス・アセットマネジメント	東京リアルティ・インベスト・マネジメント
運用会社認可取得日	2001年3月7日	2001年3月7日	2001年4月5日	2001年6月20日	2001年6月20日
主な設立母体	三井不動産、住友生命など	三菱地所、東京海上、第一生命、三井物産	三菱商事、UBS	オリックス	東京建物、大成建設、朝日生命、安田生命等
投資対象	オフィスビル	オフィスビル	商業施設	オフィス、住宅、ホテル等	オフィスビル、商業施設
首都圏比率	86%	66%	40%	98%	58%
物件数	26	24	4	40	23
主な保有物件	日本鋼管ビル、芝NBFタワー(旧・東京生命芝ビル)、GSKビル(旧・フジタ本社ビル)	三菱総合研究所ビル、渋谷クロスタワー(旧・東邦生命本社ビル)、名古屋広小路ビル	仙台中山SC、エスパル川崎、JRF大阪心斎橋ビル、ジャスコ茅ヶ崎SC	クロスゲート、ランディック赤坂ビル、キャロットタワー、東陽MKビル	兼松ビル、田無アスタ、安田生命大阪ビル、アルカイースト

2002年6月末時点の情報

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

図表 9 主要不動産株と J-REIT

	発行済株式数 千株	株価			株式時価総額(億円)			
		01年12月末	02年3月末	02年6月末	01年12月末	02年3月末	02年6月末	
三井不動産	8801	812,560	1,000	1,043	1,060	8,126	8,475	8,613
三菱地所	8802	1,299,185	950	932	980	12,459	12,108	12,732
平和不動産	8803	112,589	236	267	263	266	301	296
東京建物	8804	228,142	177	208	218	404	475	497
ダイビル	8806	116,851	689	656	643	805	767	751
サンケイビル	8809	55,324	345	365	355	191	202	196
東急不動産	8815	457,256	148	182	193	677	832	883
住友不動産	8830	407,086	600	669	727	2,443	2,723	2,960
TOPIX不動産業			577.50	581.55	594.98	30,060	31,009	31,970
TOPIX(東証1部)			1,032.14	1,060.19	1,024.89	290.67兆円	299.62兆円	292.96兆円
<b>JREIT</b>	<b>発行済投資口数</b>							
日本ビルファンド	8951	280,700	495,000	543,000	554,000	1,389	1,524	1,555
ジャパンリアルエステイト	8952	225,400	515,000	530,000	517,000	820	850	1,165
日本リートファンド	8953	52,400	—	468,000	467,000	—	245	245
オリックス不動産	8954	123,372	—	—	507,000	—	—	625
日本プライムリアルティ	8955	289,600	—	—	200,000	—	—	579
小計						2,216	2,620	4,170

(注) ジャパンリアルエステイトは02年5月7日払込で65,000口の投資口発行を行っている。

(出所) 野村総合研究所

2002 年 6 月末までの株価変動・分配金（配当）に関するデータを概観すると、リスク・リターン特性については、株価の下落、高い分配金利回り、TOPIX との低相関が特徴的である（図表 10）。当初上場した 2 銘柄の株価については、一時、時価総額が簿価の出資金総額<sup>13</sup>を下回るなど、投資口価格の下落が顕著だった局面もあったことは間違いない。しかし、取引の歴史が浅く、また上場取引開始直後に発生した米国世界貿易センター等の同時多発テロ事件（2001 年 9 月 11 日）、マイカルの民事再生法申請（同 14 日）など、投資家が信用リスクに敏感になるイベントが続出したことは考慮する必要があるだろう。また、安定的な株価推移や高い利益率（ROE で 5～7%に達する）は、上場前後に受けていた株価の乱高下の可能性や不動産の高値買いといった批判を十分に打破するに足る実績といえよう。しかし、価格の低迷により、新たな銘柄の IPO や投資口の追加発行が延期・中止を迫られるという影響もでている。

現在のように、分配金利回りで 5%台に達する水準に株価が放置されている背景には、J-REIT に対する投資家の認知度がまだ低く、多様な投資家が参入していないことが考えられる。例えば、日本ビルファンド投資法人が 01 年 12 月期の決算を発表した際に示した投資主構成（口数ベース）をみると、個人その他が 14.9%、都市銀行・地方銀行が 12.4%、信託銀行が 7.9%、生命保険・損害保険が 12.6%、信用金庫等が 2.4%、一般事業法人等が 26.2%、外国人が 17.9%、証券会社が 5.7%となっている。米国 REIT の投資家構成では約半分を占めるといわれる個人投資家の比率が低く、また規約による制約などから証券投資信託の大半が投資していないほか、年金等の機関投資家も信託銀行や投資顧問を通じた投資を行っている状況ではない。個人・機関投資家を問わず、投資家層の多様化・拡大が急務と考えられる。

---

<sup>13</sup> 日本ビルファンドでは 148,889 百万円、ジャパンリアルエステイトでは上場当初 81,260 百万円（投資口追加発行後は 112,152 百万円）。

図表 10 当初上場 J-REIT の 2002 年 6 月末までの実績

	日本ビルファンド 投資法人	ジャパンリアルエス ティート投資法人	<参考> TOPIX(同期間)
投資口発行価格 A	625,000	525,000	
上場初日(01年9月10日)終値 B	616,000	545,000	1,055.98
2002年6月末株価 C	554,000	517,000	1,024.89
第1期決算 実質運用期間	2001年12月 223日	2002年3月 203日	
一口当り分配金	19,026	14,983	
分配金利回り(02年6月末時点)	5.62%	5.21%	
ROE(純資産当期利益率、年換算)	6.9%	5.2%	
投資リターン A→C (分配金(実績)考慮)	-11.4%	-1.5%	
B→C (分配金(実績)考慮)	-8.3%	1.3%	-2.9%
	-10.1%	-5.1%	
	-7.0%	-2.4%	
上場来の日次リターン平均	-0.04%	-0.02%	-0.004%
日次リターンの標準偏差	1.65%	1.33%	1.52%
TOPIXとの相関係数	0.27	0.3	

注1:分配金利回りは実績ベース(営業日数で年次換算)

注2:日次リターンは終値ベースで計算(上場初日を除外、2001年9月11日～2002年6月28日)。

(出所)野村総合研究所

## 2) 機関投資家からみた J-REIT

### (1) メリットと課題

J-REIT については、公募型で上場取引がなされていることから、同じ有価証券形態による不動産投資でも、信託受益権・SPC 社債に比して流動性が大きなメリットとなる。また、税制上導管性のある投資法人(会社型投資信託)で法人所得税が免除され、賃貸用不動産のインカムゲインを分配する構造になっていることから、直接利回りを期待できるメリットがある。また、わが国においては、商業用不動産のグロス価格が高く 1 件の機関投資家では分散化した不動産ポートフォリオを持ちにくい現状があるなかで、J-REIT が、米国機関投資家の言う「コア不動産」へのアクセスをわが国の機関投資家に提供できるツールとなる可能性がある。

一方、多くの機関投資家が現在 J-REIT 投資を躊躇している要因としては、まだ J-REIT の認知度が低く、取引データの蓄積も短いため、証券の性質なり適格性に対して、一種の不安感・不信感があることが予想される。

### (2) エクイティとしての J-REIT

確かに、J-REIT の呼称は「投資信託」であり、上場といっても東証株価指数(TOPIX)の算出対象銘柄になっていない。しかし、実物資産に分散投資を行っていること、負債調達が可能であること、コスト削減・物件取得などマネジメント上の付加価値が求められること、現在の上場不動産会社と比較しても時価総額・売買高は相当の水準に達しているこ

となどから、エクイティ資産の一種とみるべきなのではないか、という考え方もあると思われる（図表9参照）。

この点、米国では2001年秋に格付機関スタンダード&プアーズ（S&P）が主要株のベンチマーク S&P500 インデックスに REIT を採用することを決定し、エクイティ資産としての位置づけも確立しつつある点は注目される。S&P は2001年10月3日のニュースリリースで「慎重なレビューの結果、S&P は REIT を単なるパッシブな投資ビークルではなく、他の上場会社と同様、経済・財務的要因に基づいて経営を行うオペレーティング・カンパニーと見るべきとの考えに至った」とし、REIT を S&P 500、S&P ミッドキャップ 400、S&P スモールキャップ 600 の対象に含めるとした<sup>14</sup>。同年10月9日、エクイティ・オフィス・プロパティ・トラストが S&P500 指数に採用され、その後2001年11月30日にエクイティ・レジデンシャル・プロパティーズ、2002年1月16日にプラム・クリーク・ティンバー（森林投資）、2002年6月25日にサイモン・プロパティ・グループ（ショッピングセンター投資）が採用されている。

定量的な観点からみた J-REIT の価格変動とリスク・リターン特性については、上場取引開始後まだ間がなく、決定的な研究成果を出せるほど時間が経過していない。ただし、これまでの取引データを見る限り、既存の不動産株とのリターン相関はそれほど高くはないとの見方が示されつつあり、現在の東証上場株式に組み込むことによるポートフォリオの効率化というメリットが顕在化する可能性もある<sup>15</sup>。

### （3）J-REIT の投資方針と情報開示

さらに、J-REIT の運用会社各社は、上場後、幅広い投資家に対峙する中で、受益者等への説明責任を守りたいとする機関投資家のポリシーにも添うよう、真摯な姿勢で投資方針や情報の開示を行っている。

それぞれの投資法人の規約には「投資方針」が定められ（投資家は主として目論見書によってこれを把握することができる）「原則として稼働中の不動産に投資し、開発プロジェクトなどには投資しない」「借入は適格機関投資家からの借入に限り、かつ上限は1兆円とする」等々の記述を見て、J-REIT のキャッシュフロー源泉が安定的な賃貸収益であり、高い負債レバレッジまたは開発利益に依存しないことを、投資家は理解することができる。また、期中に発生する追加的な不動産投資については、期初の時点では投資機会の有無・量がまったく予測できないため、運用報告書等に明記されることはないものの、アナリスト説明会等で計画上の上限額をコメントするのが通例であり、実際に不動産取得が決まった際には、適時開示やアナリスト・格付機関等への公表・説明を行っている。

<sup>14</sup> ただし、S&P はインデックスの1株当たり利益（EPS）を計算するのに、REIT のアナリストが慣習的に用いている Funds From Operation (FFO)ではなく、純利益を用いるとした。

<sup>15</sup> ただし、取引期間がまだ1年弱のため、1-2週間程度の株価推移によって結論が大きく変わることがある。また、株価指数との比較分析についても、時価総額のレベルの相違から、あまり有意な結論は出せない状況といえよう。

また J-REIT の投資主は、投資主総会での議決権を持つほか、投資主総会招集請求権、代表訴訟請求権、帳簿等閲覧請求権など各種の権利を持っており、事業会社の株主とほぼ同一の地位といえるし、議決があれば、現在の運用会社への委託契約を中止して運用会社を変更することもできる。したがって、時折聞かれる、運用会社による「暴走」の可能性がある、あるいは情報開示が貧弱、といった批判は、あまり当を得ていない可能性がある。

#### 4. 今後の課題

以上のように、機関投資家からみた J-REIT については、銘柄数・時価総額の不足からはじまって、トラックレコードの短さ、運用会社の存在による受託機関のコントロールの低減など、様々なことが指摘されているが、一種のパーセプション・ギャップによる面もあって、J-REIT の認知度が高まり、機関投資家が分散効果を狙った幅広い資産運用を現在以上に志向するようになれば、致命的な問題ではなくなっていく可能性があると思われる。

しかしながら、さらに J-REIT に対する正しい認識を広め、投資家層の拡大を図るために、具体的な施策が検討されてもよいであろう。例えば、TOPIX 算出対象への J-REIT の採用は、東証不動産投資信託市場を活性化させ、エクイティとしての J-REIT に対する理解を広めるだろう。また、米国の Five-or-fewer Rule の緩和にならって、年金や投資信託に対しては持株比率制限を緩和し、積極的に投資を開始した場合にも J-REIT の税法上の導管体としての地位が継続できるよう確保することも、ひとつのアイデアである<sup>16</sup>。

また、現物出資による J-REIT の組成を容認することも検討されてよい。もともと、J-REIT 市場活性化の意義として、不動産の流動化・証券化が進展し、わが国企業セクターの資産効率・生産性の向上に寄与するという点がよく指摘されていた。J-REIT の成長によって不動産保有の歪みが是正され幅広い投資家に投資機会が開放されるとともに、企業セクターの回復によるリターンも期待されるならば、国内株式全般に投資する機関投資家にとっては積極的な意義がある。しかしながら、これまでのところ J-REIT が企業セクターの資産リストラに十分に活用されてきたとは言い難い。その理由のひとつに、投資信託法 5 条の 3 において投資信託は金銭信託でなければならない、とされていることが考えられる。複数の遊休不動産等を処分しようとする事業法人・金融機関などが、保有不動産を一括して不動産投資信託に抛出する場合には、個別の譲渡行為となり、譲渡益課税も一時にかかる。株価指数に連動する上場投資信託 (ETF) への株式の抛出<sup>17</sup>が、銀行等の保有有価証券の処

<sup>16</sup> わが国の税法の取扱いでは、現在の J-REIT において、上位 3 名で投資口の 50% 超を保有する場合には同族会社とみなされ導管性を失う。また、東証上場基準は上位 10 名の大口投資主で上場投資口の 75% 未満としている。J-REIT の投資に係る諸規制について、木村誠宏「日本版不動産投資信託投資ハンドブック」野村証券金融研究所日本株投資レポート No.01-173 参照。

<sup>17</sup> 2001 年 6 月に、投信法 5 条の 3 で原則的に禁止される金銭信託以外の投資信託として、現物出資型の ETF を認めるための政令・府令の整備が図られた。大崎貞和「わが国における上場投資信託 (ETF) 市場整備の動き」『資本市場クォーターリー』2001 年夏号参照。

分に活用されていることになり、投資家保護の適切な措置を講じた上で、現物出資による J-REIT の組成を認めることは、事業法人の保有不動産のリストラにも寄与し、J-REIT 市場の拡大や投資家のすそ野拡大にも役立つと思われる。

冒頭でみたように、投資ガイドラインに基づいて運用を行う多くの年金基金や受託機関にとっては、J-REIT の性質は「不動産」かつ「新たなタイプの証券」という位置づけとなっている。したがって、不動産投資・オルタナティブ投資全般について認識と経験が深まることと、運用基本方針に反映されることが並行してなされないと、本格的に投資が増大しないという面がある。2002年度は、大手の企業年金の多くが厚生年金基金部分の代行部分を返上することを検討しており、投資方針の改訂、新たな運用対象の検討には時期が悪いともされるが、近年の制度改革の成果を真に発揮させるために、何をどのようにすれば望ましい環境ができるのか、機関投資家、運用機関、商品組成側のプレイヤー、それぞれの立場から具体的な方法論を含めて積極的な議論と改善への努力を行っていくべき時期といえよう。

(関 雄太)