

【研究ノート】

オーストラリアにおける不動産投資市場の概要 ～主として情報開示の観点から

長谷川 浩之

1. はじめに

近年、日本においても不動産証券化の市場規模が急速に拡大し、証券化の対象となった収益不動産額（投資対象不動産の評価価値）累計は20兆円に達し、我が国における民間保有の収益不動産全体の概ね3分の1を占めるにいたっている。

不動産証券化は、海外投資家から個人投資家まで投資家の裾野の拡大に寄与していると思われるが、一方でこ

れは情報開示等による投資家保護の重要性を一層増大していると思われる。

このような背景の下、土地総合研究所では、これまでも日本の不動産投資市場の健全な発展を図るため、諸外国における不動産投資市場の現状・経緯を調査することにより各国の市場が直面した課題およびその対策等について調査してきたが、今般、不動産証券化の分野で先進国の一つと言われるオーストラリアにおける最新動向を調査したので報告する。

2. オーストラリア不動産投資市場の規模—日本との比較において

(1豪ドル=88円換算)

	オーストラリア	日本
収益不動産 (投資対象不動産の評価価値)	2000億豪ドル(100%) (約17.6兆円)	約60兆円(100%)
証券化資産規模	1500億豪ドル(75%) (約13.2兆円)	約20兆円(33%)
内REIT(LPT)	1000億豪ドル(50%) (約8.8兆円)	約3兆円(5%)

上表のとおり、収益不動産の規模からすると日本の3分の1程度の市場ながらオーストラリアでは証券化が進展し、国内における投資用不動産の不足から米国、ニュージーランドをはじめとする海外に振り向けられる資金が増大している。

商品別では、LPT(Listed Property Trust)と呼ばれる上場不動産投資信託(REIT)の占める割合が収益不動産全体の50%と高くなっている。

3. オーストラリア不動産市場の変遷

オーストラリアでは、80年代後半に日本等からの外資が不動産市場で積極的に投資を開始し、市場が過熱したため、新規の開発が進み供給過多となったことがある。このため、市場が暴落し、ピーク時に比べて価格が40%から55%も下落した。その当時、多くの非上場ファンド(unlisted funds)に機関投資家などが出資していたが、資金の償還について、例えば毎年出資額の10%しかでき

ないなどの条件を設けているケースが普通で、機関投資家は、多くのファンドで資金を回収できないまま資産価値の下落を受け入れざるを得なかった。また、政府も不動産市場の一層の下落を避けるためファンドからの資金の償還をできなくするなどの規制を一時的に発動したため、機関投資家は資金の回収が全くできない状況も発生した。

その後、不動産市場が回復する中で、1998年Managed Investments ActによってResponsible Entity (RE) の制度が導入され、LPT (listed property trusts) を始めとして非上場のものも含めて多くのファンドが組成された。つまり、外部責任主体としてのReがASIC (豪州証券投資委員会) よりライセンスを取得してファンドの運用に当たることとなった。機関投資家は、90年代初頭の教訓から流動性の低い非上場ファンドでなく、市場で何時でも売却ができる流動性の高いLPTに投資するケースも目立つようになったため、LPTには個人が投資する他、大口投資家として年金などの機関投資家が大口の資金を投入するようになった。

現在、オーストラリアの商業用不動産の75%が証券化されているが、過去10年間の動向としては、年金基金は、売り手 (net seller) として保有する現物不動産を処分してきた。一方で、この年金基金は、毎年給与所得者の給与の9%を集め運用先を探す必要があり、現物不動産への投資からwholesale fund (投資家が12社から15社程度で組成されるケースが多い) への投資にシフトし、現在、wholesale fundの70%程度は年金基金、30%程度は政府の基金などその他の投資家が出資している。

なお、証券化されている商業用不動産 (全体の75%) の内70%が上場されているLPT、20%がwholesale fund、10%が非上場のunlisted property trustである。

これらファンドなどを通じた投資資金は、国内の不動産ストックが少ないことから海外に資金が流れている。シンガポールやオランダの年金基金などの資金が海外に流れるのと同じような構造になっており、近年では、米国への海外からの不動産投資資金の第一位がオーストラリアであり、90年代のドイツ、80年代の日本の立場に取って代わっている。

4. 不動産証券化市場と商品

オーストラリアの金融機関は、非上場ファンドやLPTなどを組成し、ファンドの運営を金融機関の関連会社が

行っている場合が多い。

ファンドの多くはopen end fundで期間の定めはないが、数は少ないもののファンドが単独の不動産のみを所有し、売却時にファンドを閉めるオプションを投資家に持たせるケースも存在する。この場合、ファンドを閉鎖するオプションとこれまでの運用が良かったので次の不動産に投資するまで資金を債券で運用するオプションを投資家に持たせる場合がある。これらのオプションの条件は、目論見書に当初から記載されている。

一方、期間を定めたclosed end fundも存在するし、また、syndicatesでも期間を定めるのが普通であるが、オーストラリアでは不動産の取引コストが高いため、期限に備えて不動産を売却するのではなく、ファンドの期限を延長する(roll over)ケースもしばしば見られる。

オーストラリアでは、共同プールに資金を入れた人のために運営する投資スキームを指すManaged Investment Scheme (MIS、会社法第5C章に基づく) では、RE (Responsible Entity) の設立が義務付けられている。REの設立は、上場しているLPTだけでなく、非上場のトラスト (non-listed property trusts) にも求められ、上場、非上場に関わらず会社法に基づくMISであれば、投資家保護の観点からREの設立が求められる。このREは、ユニットトラストの受託者に相当するものである。なお、すべてのMISは、不動産、株式、債券など所有するアセットクラスにかかわらず同じように規制されており、不動産だから規制があるわけではない。この規制を行うのはASIC (豪州証券投資委員会、Australian Securities and Investments Commission) であり、ASICは、REにライセンスを与える他、会社法 (financial service legislationを含む)、判例、class orderに基づいて規制を行なっている。

ASICによりライセンスを付与されたREは、原則的に法律上は複数のファンドのREとして機能してもよく、REが対象とするファンドの数について法律上の制限は存在しない。しかし、ASICからのライセンス付与に当たって、REの持つ資源や従業員数などによって内容が異なってくるため、おのずと対象とできるファンド数やファンドの規模が制限される。また、ファンドがファンドに資金を入れる投資家の発掘に当たっては、REの設立のみならず財務情報開示義務 (financial disclosure obligation) が課せられる。

MISに基づくファンドの不動産購入に当たっての意思決定は、最終的にはREが行うこととなる。ただし、REから一定の権限がファンドのマネージャーに委託さ

れるため、その権限内であれば、ファンドのマネージャーが意思決定を行うことが可能である。

同じREが監督するファンド間の不動産の移転は、件数は多くはないものの存在する。最近では、Lendlease社が同じグループのGPTに不動産を売却したケースがあるが、その場合、取引価格は市場価格でなければならず、REの受託者責任 (fiduciary obligation) のもとで行うことが求められる。仮に、市場価格より高い価格で不動産を購入すると、LPTの場合、株価 (unit price) が下落することとなるため、普通は行われぬ。仮に価格が通常でない場合、鑑定士の評価額が適正でなかったことから発生する損失への補填は、鑑定士の仕事は価格付けにとどまり、その価格付けで購入するかどうかの判断はREが行うことから、鑑定士に補填を求めることは一般に難しい。

ASICは、REへのライセンスのほか、投資顧問 (financial advisor) にもライセンス (investment advisory license) も付与している。大手の金融機関がREを設立し、投資家にアドバイスする投資顧問も大手金融機関の子会社などが当たると、REと投資顧問がそれぞれライセンスの付与を通してASICの監督を受けることとなる。この投資顧問へのライセンスについては、投資顧問の業務内容毎に付与するライセンスの内容は異なる。

5. ASIC (The Australian Securities & Investments Commission) による情報開示等に関する規制

オーストラリアの不動産投資ファンドの情報開示はASICにより詳細開示が求められており、開示基準を満たせば相当な内容が開示されることとなる。十分な開示がなされない場合、投資家等は未開示事項をリスク要因として捉えることから、一般に開示基準を超えた開示がなされることが多く、ファンド間における開示状況の違いは殆ど存在しない状況である。

ASICの役割は、市場に情報を提供することと公平かつ効率的な市場を整備することであり、不動産など何か特定のセクターの市場の発展を目指すことではない。投資家保護については、REの制度、REのライセンス、情報開示の3つの手段で実施してきている。また、これ以外には、投資家の啓蒙・教育等に重点が置かれている。

ASICによるREの監督は、現在のところ特段の問題点なく実施されている。しかしながら、投資顧問におけるフィー水準などについては規制がないため、最近、西オーストラリア州でwest pointという幾つかの不動産フ

ンドの運用者が特殊な形で物件の売却を行い、当該取引において投資顧問が通常の水準を大きく超えるフィーを得た事例が発生し、問題となった。

REがPDS (発行目論見書のようなもの、product disclosure statement) に意図的に誤った情報を記載して詐欺行為を行い投資家に損失が出た場合、原則的に法律上は、REには詐欺行為の責任はあるが、REの親会社には、資本関係があるからといって親会社にはない。ただし、親会社が詐欺行為について事前に知っていた場合は、その限りでない。

ASICは、投資家からの声や苦情などを受けてREの監督を行っている。苦情などがあれば、REから情報の提供を求め、REのオフィスへの立ち入り検査を行う権限が与えられている。ここで問題があれば、REのライセンスに新たな義務を課すなどして監督を強めることとなる。

ASICには、REを担当する者が32人、コンプライアンスを担当する者が約160人 (REのみでない) いる。

情報開示については、上場しているLPTについては、PDSやInformation memorandumがASICに提出され、写しをASICから入手することもできるが、非上場のトラストの場合、ASICは写しの提出を受けておらず、REが投資家や投資に関心のあるものに提供している。PDSに何を記載するかは基準は会社法Section 10において規定されている。

6. まとめ

オーストラリアにおける不動産投資の特徴として強調したいのは、情報開示が進んでおり、情報の透明性が高いということである。(Jones Lang Lasalleの「世界不動産情報透明性インデックス2004」においてもオーストラリアは情報透明性のランキングで第1位となっている)

今後、不動産投資市場のグローバル化が一層進展するにつれ、情報の透明性が低い国の政府または公的機関等は、不動産投資市場のデータを収集し、投資家よりアクセス可能にすることが求められるであろう。今後この流れは日本においても加速すると予想され、その意味でもオーストラリア不動産市場の現状の考察が「投資家が安心して参加できる我が国不動産市場の在り方」を考える上で一助となるものと考えられる。



New South Wales州土地局内部

謝辞

今回の調査にあたっては、以下の関係公的機関、会社の方々に快くインタビューに応じていただいたほか、資料の提供等多大なご協力をいただいた。紙面をお借りして関係各位に御礼申し上げます。

1. Colonial First State
2. Macquarie Group
3. Westpack Banking Corporation
4. Property Council of Australia (豪州不動産評議会)
5. Australia Securities & Investment Committee (豪州証券投資委員会)
6. NSW Lands Department (ニュー・サウス・ウエールズ州土地局)
7. IPD Australia
8. Property Investment Research

【はせがわ ひろゆき】
【土地総合研究所 主任研究員】