

## 【研究ノート】

# 第12回国際土地政策フォーラムについて

長谷川 浩之

### 1. はじめに

国際土地政策フォーラムは、国土交通省の土地月間の公式行事として、平成6年から毎年開催されており、12回目の今回は「インデックスが拓く不動産投資市場の未来」と題し、英国、米国、豪州、アジア地区（韓国）から不動産投資インデックスを利用した投資に従事される専門家5名を招き、講演及びパネルディスカッションを行いました。

欧米を代表するIPDインデックスとNCREIFインデックスの成り立ち、活用事例等に関する講演を踏まえ、パネルディスカッションでは、今後我が国において不動産投資インデックスを整備・普及していく際に注意すべき点は何か等につき活発な議論が展開され、海外パネリストの皆様からの示唆ある提言もあり、極めて有意義なフォーラムとなりました。

（主催：国土交通省、共催：財団法人土地情報センター、財団法人土地総合研究所）

- (1) 開催日：平成17年10月25日（火）
- (2) 場 所：イイノホール（東京都千代田区内幸町）
- (3) プログラム

#### ・第1部 講演

##### 【講師】

ルパート・ナバロ氏（英国IPD社会長）

ローラ・ハンティントン氏

（米国インスティテューショナル・プロパティ・コンサルティング社社長）

アンソニー・ディ・フランシスコ氏

（豪州コロニアル・ファースト・ステート・プロパティ社調査部長）

リチャード・バーカム氏

（英国IPD社アジア地区プロジェクト・マネージャー）

#### ・第2部 パネルディスカッション

##### 【コーディネーター】

前川 俊一氏（明海大学不動産学部教授）

##### 【パネリスト】

ローラ・ハンティントン氏

（米国インスティテューショナル・プロパティ・コンサルティング社社長）

アンソニー・ディ・フランシスコ氏

（豪州コロニアル・ファースト・ステート・プロパティ社調査部長）

リチャード・バーカム氏

（英国グロブナー・グループ調査担当ディレクター）

ジュリア・リー氏

（英国IPD社アジア地区プロジェクト・マネージャー）

阿部 健氏（国土交通省 土地・水資源局長）

以下、本フォーラム開催の趣旨、各講師の講演の概要及びパネルディスカッションにおける討議概要をご紹介します。

### 2. フォーラム開催の趣旨

国土交通省では、不動産投資インデックスの整備促進のための方策について検討を重ね、平成14年12月にその成果を元に「不動産投資インデックスガイドライン」を公表しました。

しかしながら、その後現在に至る間に、不動産投資を取り巻く環境はめまぐるしく変化したにも拘わらず、ガイドライン公表から2年余りが経過しても、国際比較が可能なレベルでの不動産投資インデックスは一般に普及

していない状況であり、投資関係者の間ではインデックス整備の遅れを指摘する声があります。特に、株式市場におけるTOPIXのような、いわゆるベンチマークとして利用可能なインデックスが提供されないため、委託者に対する説明責任を十分に果たすことができない等の理由から、不動産投資を躊躇したり、取りやめたりするケースもあるとされています。

そこで、本年度の国際土地政策フォーラムでは不動産投資インデックスが整備され、投資家の間で利用されている諸外国における事例紹介及び検討を通じて、我が国における不動産投資インデックス普及への課題やインデックスの有用性について、利用者である投資家の立場に立った視点で議論することとします。

### 3. 各講師の講演概要

#### (1) ルパート・ナバロ氏（英国IPD社会長）

1980年代の初頭、私どもはユニバーシティ・カレッジ・ロンドンで経済学、土地経済を教えていましたが「不動産は重要なアセットクラスであり、経済にとっても重要であり、資本市場に大きな影響を与える」ことを知るに至りました。年金基金が不動産を購入するようになり、1970年代の後半になると年金全体のポートフォリオの20%ぐらいを占めるようになりました。

保険会社においてもほぼ同じポートフォリオ構成になっていましたが、非常に市場の変動が激しく、イギリスにおいては1974年に深刻な不動産の暴落が起きました。イングランド銀行が介入を行い、年金基金に対して銀行を救済するよう呼びかけました。そういう背景の中で、不動産市場はマーケットの統計に対してまったくマッピングがなされず、市場規模やマーケットのトレンドが十分把握されていないという状況がありました。

学術界におけるエコノミストの仕事の中で非常にクリーンなマーケットのデータをつくることはとても重要です。

そこで、私どもは当時不動産インデックスをつくってどうか、株式市場のインデックスのようなものをつくれないかと考えました。それから25年経ちましたが、まだまだ自分たちの目指すところには到達しておらず、今も努力を続けているところです。

不動産市場におけるインデックスの要件は株式市場と同じと考えます。資本市場が効率良く動くためには質の高い統計的な基礎が必要です。そういう質の高い統計が

あればミスプライシングが減りますし、資本もどんどんマーケットの中に入ってきて、もっと大きく健全な市場の構築が可能です。

ただ専門的な理由より不動産市場では株式市場よりもインデックスの構築が難しいとされています。商品が非常に不均一で、建物も一つ一つ全部異なるからです。すなわち、それぞれの取引案件で、テナント・リースする側・管理者の状況のすべてが、そこから出てくる収益に影響を与えます。また、取引コストが非常に高いため取引が少なく、質の高いビルの数も限られているので取引があまりないという状況も存在しました。

株式市場の投資家は投資家としての経験に基づいて取引をしますが、不動産の場合は再利用するか、建物を改善するか、開発するという別の活動が不動産のリターンにも影響するため、測定するにはこういったものもすべて考慮に入れる必要があります。

最後の問題としては、不動産の場合はベースとなる上場市場がないことが挙げられます。

株式市場の場合は単純です。上場基準もありますし、すべての上場企業の名称がよくわかっているので、すぐにわかります。不動産市場においては境界が広がったり狭まったりしますし、日常的、経済的な状況、あるいはサイクルが変わるため、類似した取引記録というものがない存在しません。

ただ学術界において、そうはいっても不動産投資インデックスをつくることは不可能ではないと考えました。不動産の所有は相当集中しているという事実が一つの助けとなります。不動産は分割不可の資産であり、資金の額、資本の額は非常に高額になります。ですから統計的な技術で調査を行うといっても、少数の不動産を持っている企業を調査するだけで、サンプル数が多くなければいいインデックスになりません。また、それぞれの資産について相当な情報が必要です。結局われわれの場合は、それぞれの不動産について200以上の情報をデータベースに盛り込んでいます。



また不動産オーナーとの協調ということが重要でした。われわれは秘密情報については開示しないことを約束しました。日本においても投資情報は共有しない慣行があるということを聞いていますが、これはどこの国でもあります。情報を出してもらうのであれば、知った情報については開示しないという約束をしなければ、なかなか情報は集まりません。

資金については、不動産コンサルタント、鑑定士に抽出してもらいました。十分資金を調達し、1987年には約4000の物件について情報を集めました。手順を整えて、1987年にインデックスをつくって、その後71年ぐらいいままで遡ってトラッキングを行い、情報を広く普及させました。これは公共財です。どういうマーケットでも、皆に知らせて、皆がちゃんと使えて、それに基づいて意思決定ができるものでなければ、いいインデックスとは言えません。だから情報の開示を制限することは絶対したくありませんでした。

しかし、そこに至って大きな問題が生まれました。私どもの調査は非常に大規模で、相当な数のスタッフを雇って行いましたが、そこから出てきた成果物は公共財であり、無料で配布されるべきものです。そのまま行くと当然倒産してしまいますから、経済的、財務的な問題を解決しなければなりませんでした。

株式市場のインデックスにおいては、証券取引所がリターンを開示したり、あるいは新聞に情報を渡したりします。新聞社は情報を出すことで、部数を伸ばすことができるので、例えば東証において日経平均を出すとか、ロンドンにおいてFTSEを出すとか、「ウォールストリートジャーナル」がダウジョーンズを出すという形でやっています。

われわれの場合は不動産インデックスを開示しますが、不動産についてはトレンドとかマーケットの情報があまりなかったのが、情報について非常に高い関心が持たれていました。また、物件のオーナーや管理をしている人たちも、実は広範な市場がどういう状況になっているかについては知らなかったことも判明しました。規模の小さい会社は、ブローカーからちょっとした情報しかもらっていませんでした。こういった人たちが私どものポートフォリオ、あるいは広範な市場からの情報を欲しがっていました。

私どものベンチマーキングサービスは非常に単純なコンセプトで始めましたが、各オーナーに対して自らの資産の記録を渡して、どれぐらいのリターンになっているのか、ポートフォリオの各部分がどういうリターンを出しているかということを知らせると同時に広範な市場と

の比較を行うことが可能になりました。資産経営がうまく行っているのか、それともうまく行っていないのか分かる形で分析を行っているので、リターンがどういう状況なのかということがすぐわかるわけです。

これは非常にうまく行きました。そして不動産オーナーの方々が収益を上げて、この調査のコストをカバーすることができました。1987年においてわれわれがモニターした物件は4,000でしたが、94年ごろにはこれが1万2,000~1万4,000件に増加したわけです。

われわれは年金基金、保険会社、上場不動産会社のポートフォリオのすべての物件について記録をつくることができました。イギリスの不動産投資市場において、相当数をカバーすることができました。その後もカバー率は順調に上がってきました。

1980年代初頭以降、ヨーロッパの他の国々が私どもの作業に非常に関心を持ってくださいました。そしてオランダとかアイルランドにおいて同じ方法を使って、主要な不動産オーナーにアプローチしました。情報を出していただいて、固有のベンチマークを渡して、同時に公共財となりうるインデックスを作成するというものです。こういう形でここ10年間、非常にうまく行っています。現在では、不動産インデックスは19カ国で公表されています。さらに、ベルギー、韓国、ニュージーランドでも準備しており、来年の末までには、すべての先進国でインデックスができることとなります。

取引されている不動産市場、専門的な大きな機関投資家のインデックスができますが、アメリカは別です。アメリカではNCREIFという組織が非常にいい仕事をしており、主要なプレーヤーの情報を管理しています。私どもと同じような調査を行って、インデックスを公共財として作成しています。私どもはアメリカにおいてNCREIFと取り決めをして、ベンチマーキングサービスを行うと同時に公共のインデックスをサポートしています。

インデックスは公共財でなければいけません。私どもは別にインデックスをコントロールしていません。それを公共財として位置付けています。インデックスの作成上の調査とか、言葉とか、アウトプットの頻度とか、測定方法に関し、いくつかの委員会が重要な側面をコントロールしています。これは株式インデックスに関わる人たちが取っているのと同じ方法です。日経インデックスの場合はよく存知ませんが、同じだと思います。こういった人たちもインデックスの内容まではコントロールしていません。

それぞれの重要な側面についてはワーキンググループがあり、重要な意思決定はすべてこのワーキンググループ

ブが行います。インデックスの内容とか、定義とか、どのような形で配布するかということです。それは当然でしょう。公共財は産業界全体の役に立つべきものであり、こういう人たちが所有し、コントロールすべきものです。

私どもはイギリス以外の各国においても、それぞれの国の業界団体、不動産協会などと合弁組織を作っています。たとえばオーストラリアの不動産評議会等ですが、ぜひ日本でもこういった形で、うまくインデックスを立ち上げていただきたいと思います。日本においてもこういった方法をお使いになることを、ぜひお勧めしたいと思います。委員会をつくってインデックスのコントロールをするということです。

公共財としての側面については、そういった形で管理すべきだと思います。ただ、そのサポートは民間の収益ストリームでやるべきだと思います。以上、私どもがどういう形で目標を達成しようとしているかということ及びその方法論についてご説明しました。

次に、私どもが過去3年ぐらい日本でやっている作業をご紹介します。イギリスと同じようなモデルを使ってやろうとしてきました。不動産オーナーにアプローチしたところ、情報を出してくださったところもあります。マーケットのトレンドはこういうものです。現在の調査はまだまだ限定的で、500ほどの物件をカバーするにとどまりトータルの価値としては2兆4000億円ほどです。例えば大手の生保会社、Jリート、銀行などが所有している物件です。

ごく簡単に結果を説明しますと、オフィスが総資産価値の70%ぐらいを占めています。そのうち40%ぐらいが都心5区内になっています。ショッピングセンターが20%ぐらいで、残りは居住用の不動産となっています。

こういった資産の全体的なリターンについては、2004年は6%強で、その前年は4%弱でした。このリターン率は500物件についてです。レバレッジを利かせないもので、資本が増えた分とインカムリターンと両方を入れています。

日本ではオフィス部門が伸びていて、急速にリターンが改善しています。オフィスのリターンは6.2%ぐらいを得ています。都心部ではこれよりいい数字が出ていますし、郊外も非常に良好です。おそらくこれは景気の改善を示しているものだろうと思います。

都心においては資産価値が伸びています。不動産は10年間下落してきましたが、また上がり始めていて、2004年には価格の下落が終わった状況になっています。空室率は非常に少なく、東京の都心部では2.5~3%ぐらいで、インカムリターンはそんなに高くありません。しか

しながら地方における状況は相当違います。例えば大阪のオフィスの空室率は8~11%となっています。

オーナーの方々にとって重要なのは、インカムがどうなっているかということだと思いますが、インカムは昨年においてはまだまだ下落していました。ネットインカムは、私どもにデータをくださっているオーナーにおいては4%ぐらい下落していますが、これは8%という2003年の数字に比べると少なくなっています。私どもは、今年のネットインカムはおそらくもう少し増えるのではないかと予想しています。データは来年の初頭に出してくると思います。

これは国際的なオーナーの方々に関心も呼ぶものだろうと思います。日本のマーケットには海外からも非常に関心が寄せられています。不動産の長いリセッションも、そろそろ終わりに近づきつつあるような状況です。

平均利回りは重要なデータです。東京のオフィスは2004年末において5.1%という数字になっていますが、これが相当な範囲を占めています。上位4分の1は6.2%です。東京の郊外ではオフィスの利回りは150ないし250ベース・ポイントぐらい上回っています。大阪は平均8%ぐらいで、上位4分の1は9.7%となっています。

こういった形でデータを使うべきです。こうして全体的なリターンのトレンドがわかります。それを資本、インカムのほうに分けるとネットインカムがわかります。またプライス情報を出すこともできます。どういう利回りで取引されているか、1㎡あたりの家賃はどのくらいかということがわかります。こういったものは国際的なレベルで比較して調べるべきだと思います。

日本における不動産の利回りは、他の市場と同じような傾向が見て取れます。大体均衡が取れつつあるような状況になってきています。そうすると、日本は非常に高度な資本市場の国であるのに、どうして今まで不動産インデックスがなかったのか、どうしてインデックスが定着しなかったのかという疑問が出てくると思います。これはやはりマーケットの環境によるものでしょう。

英国と日本では、不動産投資市場の規模と経済の規模に相当違いが見られます。日本では法人が所有しているものが多く、投資には回されていません。投資に回ってきても、少数の大きな投資家しかいません。こういった投資家にはポートフォリオについての情報がなかなか入ってきません。したがって第三者の投資情報が必要になります。日本は経済の規模では世界第2位ですが、不動産の投資市場はそれより小さくてイギリスの次を行っています。

不動産市場は一体どこで発展しているかということ

見てみます。各国の不動産市場の規模と経済の規模を比較しますとイギリス、オーストラリアは商業不動産を相当投資市場に出しています。これは偶然でも何でもありません。イギリス、オーストラリアでは多くの高度な不動産のサービスができています。市場規模も大きく、専門家による大量のサービス活動あるいは学術調査でサポートされています。

それでは日本のデータはどれぐらいの精度があるでしょうか。このサンプルは相当大きいもので、一般的な投資リターンのトレンド、あるいは日本のマーケットのトレンドを示しています。全体的なレベルは6%のトータルリターンですが、これは非常にいい数字で、こういった形で他の市場のリターンと十分比較できると思っています。

ただ日本のサンプルは、他の国のサンプル規模に比べるとまだまだ小さく、セクターとか期間に分けるには少し小さすぎます。ですから最終的には包括的な像が描けるような規模のサンプル数にしていかなければならないと考えています。

それから、もっと多くの情報をインデックスに出して頂けるようになれば非常によいと思います。主要なオーナーの方々が自分の持っている契約についての情報をあまり出したくないというのには当然理由もあるでしょう。また守秘義務があると言われるますが、やはりインデックスを良くしていくためには、いろいろな数字を取る必要がありますし、いろいろな物件のデータを取る必要があります。ですから第三者に対して守秘義務を守るという形で数字をいただく必要があります。

私どもは物件の契約やオペレーティングコスト、契約コスト、契約の値段、不動産開発そのものについてのデータ等を必要としています。たとえば私どもがやっている他の国では、ポートフォリオのすべての物件の記録は私どもが入れています。いい数字だけを入れるというのを防ぐことも極めて重要だからです。ポートフォリオのすべての物件の情報はなかなか取りにくいのですが、インデックスの有用性がわかると私どもを信用して下さいますし、もっと質のいい情報があればもっと良くなるというトレンドがあることがわかってきます。

一方、イギリス、ヨーロッパ、北米において非常に興味深い動きがあります。デリバティブの契約が、不動産のポートフォリオの所有において、この流動性のなさという問題に取り組むための革命を起こしています。

投資不動産のデータベースを詳細に、広範に構築することによって多くのメリットが得られるということを申し上げました。不動産は一件毎に違いますし、それぞれ

の個々のアセットのパフォーマンスを調べるのは大変な作業ですから、当然他のアセットクラスに比べてインデックスは作成しにくいわけです。

ただ、そういう大変な作業をすることによって得られるメリットも非常に大きいといえます。もし、不動産マネージャーの方々にそのデータを共有する準備があれば、市場に透明性がもたらされます。また、このアセットクラスの投資パフォーマンスを高める原動力に関する理解を深めることにもなります。不動産とその他のアセットクラス間のミスプライシング、あるいは不動産市場の中におけるミスプライシングの低減にも役立ちます。これは非常に大きなメリットだと思います。こういったものが投資家や経済にとって利益になります。以上です。ご静聴ありがとうございました。

## (2) ローラ・ハンティントン氏

(米国インスティテューショナル・プロパティ・コンサルタンツ社長)

私のプレゼンテーションは二つの部分から成ります。一つはNCREIFの不動産指数をなぜ作成することになったのかという背景と、NCREIFと略している全米不動産投資受託者協議会の紹介をします。この団体は非営利であり、このインデックスを作成し、維持する責任を負っています。全米不動産投資受託者協議会、NCREIFのプロパティ・インデックスをここではNPIと呼ぶことにします。

先ほどナバロさんがお話しになった背景は、アメリカにおけるNPIの背景とも一致しています。なぜ作成に至ったのか、どのような壁にぶち当たったのかは英米で共通しています。この点については、英国の状況はアメリカと似ていたという一言でまとめたいと思います。米国も70年代の半ばに同じような経験をしました。

二つ目の部分に関してですが、現在NCREIFが何を行



っているかということで過去5年間のイニシアチブをご紹介します。これはNPIインデックスの弱点を理解した上で、一部弱点を乗り越えることができればと思って行っているイニシアチブです。それによって米国の機関投資家により良い商品を還元したいと考えています。

NPIのインデックスの話をする背景として、まず米国の不動産市場の規模をご紹介します。投資可能な額は、今のところ87兆2,000億ドルとなっています。そのうち3%の2兆6,000億ドルが投資適格級の不動産に分類されています。定義としては「不動産の中でも非常に質の高い、米国の機関投資家が十分に投資できるもの」で、通常であれば特級クラス、クラスAレベルのもので、5分の1ほど居住用の集合住宅の不動産が含まれています。

この2兆6,000億ドルの中で自己資金による投資が行われているのは5,793億ドル分で、残りは借り入れて投資が行われています。NPIインデックスは、民間の不動産のパフォーマンスを測る権威ある指標として投資家に使われています。

NCREIF（全米不動産投資受託者協議会）が設立されたのは1982年です。非営利で、不動産投資アドバイザー、年金運用設定者、コンサルタント、鑑定人、仲介者等のサービス供給者が会員になっています。また、他の業界の企業にも参加いただいています。

データを出してくださる企業は主に年金基金運用設定者、投資アドバイザーです。米国では大手の年金基金並びに財団、投資家がほとんど入っていますが、これを合わせると機関投資家が保有している不動産のおよそ40%強が反映されています。

われわれの組織はもともと70年代半ばに設立の端緒があります。非課税の機関投資家、大手の公的確定年金基金を含む大手の投資家が米国の不動産に投資を始めたころから始まりました。なぜかという、76年にエリサ法が導入されて、これにより不動産にも分散投資をする必要が出てきたからです。年金基金は概ね不動産をアロケーションに受け入れる態勢にあったものの、過去のリスクリターン情報がまったくなかったので、投資を躊躇するところも多くありました。

1970年代の初めごろ、よく知られた年金コンサルタントのフランク・ラッセル・カンパニーが14の最大手の不動産投資マネージャーと協力を始めました。この投資マネージャーは機密保持の覚書の下で自社固有のデータをプロトタイプとなるパフォーマンスインデックス作成に提供する約束をしました。このインデックスは徹底的に分解し、かつ実際にデータを出したアドバイザーもレ

ビューを行いました。

それだけではなく、外部の学会専門家にも再評価をお願いしました。後にこの14の投資マネージャーがNCREIFの創設会員となりました。この活動をもって1979年に最初のパフォーマンスインデックスがつけられました。その結果、NCREIFの基幹プロダクトとなるNPIが出てきたのです。データは1977年からのものが入っています。

ここに使命が書いてありますが、もともとの設立目的としては民間不動産市場データベースをつくり、リスクリターンの指標を用意することとされています。それと同時にNCREIFとしては、学会研究のために必要なデータをつくり、提供することにも責任を負うことを決定しました。

米国の機関投資家は独立した立場からの検証、もしくは業界が発表した投資に関する調査結果の信憑性を学会に頼ります。これらに関してはNCREIFの使命として対応することになっています。ナバロさんのお話にもありましたが、わが団体は公益のために存在しています。業界のための存在です。NCREIFもデータの解釈はいたしません。

かつ非営利の組織ですから、たとえばアセットクラスに関して投資の推奨は一切行いませんし、パフォーマンスの特性を提供するというサービスはしていません。生のデータを提供するだけです。

NPIに組み込まれるためには投資適格であり、収益物件であり、稼働物件であることが必要で、全額キャッシュベースでの報告が必要です。かつ受託機関に保管されているという条件が必要で、少なくとも年1回は鑑定評価を受ける必要があります。

当初出していただくデータが定められていて、例えばいくつか決まったデータを出していただきます。かなり変わるもの、変わらないもの、両方含まれています。

最初のデータの束を出していただいたあと、追加的に四半期ごとに出さなければいけない数字もあります。たとえば時価総額や一番下の仲介手数料等に関しては、すべての会員に四半期毎に出していただかなければなりません。四半期毎にきちんとこれを出せなければ、会員権は剥奪されます。しかし実際に剥奪がなされたのは、過去一度だけです。

データの大きさをご紹介しますために申しますと、合わせて4,500を超える不動産がカバーされていて、総額1,659億ドルです。これは本年6月末における数字です。

過去のデータベースのものも含めると、これにはすでに売却されてしまった不動産のデータも含まれることに

なりますし、NPIに入っていない現在稼働中のデータベースのものを含めると、課税あるいは公的市場に含まれている不動産すべてを入れることになります。

それをすべて勘定すると1万7,000を超える不動産になり、その総額は4,400億ドルを超えます。

アセットクラスのリサーチツールとして、NPIを使って不動産のリターンリスクを測定したり、中立的立場の調査を行ったりする他、アセットアロケーションを行うために使われています。また主要な統計数字のトラッキング測定にも使われています。

アメリカの不動産市場で重要なのは情報の透明性があるということです。透明性があるからこそ不動産としてのアセットクラスの存在意義が高くなり、さらに不動産に対する融資が拡大するわけです。

どれだけの異なる使用方法があるかご紹介します。すでにナバロさんがおっしゃっていますが、健全で有効なリサーチツールとしてのベンチマークがあるということは、ポートフォリオ・マネージメントに重要ですし、こういうものがあると全体として不動産業界に対する情報提供が向上します。また、NPIのインデックスを使うことにより、市場のトレンドを見ることが出来ます。

たとえば収益、キャピタルインカムがどのように動いているのか。これを見ていると、循環が転換するポイントを見極めることができます。

キャップレート（還元利回り）を不動産毎、あるいはタイプ別に見ていくことも、とても役に立ちます。空室の状況、たとえばNOI、純営業収益、四半期ごとの移動平均などを拾ってみることができます。あるいは不動産の売買対取引価格を見ることによって価格のトレンドも引っ張ることができます。ほかにもいろいろな使い方がありますが、リサーチというよりはベンチマーキングに使うことが増えています。

NPIはアセットクラスのリサーチツールとしても使われていますが、ベンチマーキングツールとしても使われているということが重要です。二つの目的があるということは、両方の目的を必ずしも全部こなしているわけではありませんし、時によりかなり批判を受けることもあります。

われわれの組織の使命として、もともとリサーチツールのためにつくられたのですが、どういう物件がカバーされているかということ、コアの不動産に焦点が当たっているということ、60%以上の物件で賃貸契約が結ばれているということで、リサーチよりはベンチマーキングに役に立ち、投資マネージャーの評価、比較に役に立ちます。特にコア戦略を取っているマネージャーの評価に

使うことができます。

しかし、ベンチマーキングという意味では、様々な使用方法があります。たとえば評価インデックス、あるいは取引インデックス、価格インデックス、カスタム化したベンチマークを使うことにより、異なる測定指標を比較することにも役立ちます。

評価統計の算定並びにデリバティブプロダクトを活用することは、NPIにとっても重要な意味合いがあります。デリバティブの話は先ほども出しましたが、不動産業界では重要性が増しています。デリバティブを導入することによって新しいポートフォリオ・マネージメントのツールが追加されることになり、アセットクラスとしての存在意義も高くなり、不動産としてのアセットクラスの流動性が高まることとなります。

いま強みについてご紹介しましたが、問題がないわけではありません。理想的なベンチマーキングをつくるためには六つほど基準があって、これを満たす必要があります。明快であり、投資可能であり、測定可能であり、適格であり、現在の投資オプションを反映していて、事前に明示されていることです。

残念ながらNPIのインデックスは、パッシブインデックスとして投資できるものではありませんし、米国市場にはそういうものは存在していません。アクティブ運用しないでパッシブ投資をするためのインデックスはありません。

先ほど申し上げましたが、NPIというインデックスはアメリカの不動産市場を科学的に層別化して抽出したものではありません。コアのレバレッジをかけていない不動産市場の8割を反映しています。こういうことがあるので、NPIは最適な分散化のミックスを反映しているわけではありません。

たとえば投資マネージャーの中で付加価値戦略、オポチュニティー戦略を取っている人はカバーされていません。付加価値、オポチュニティー戦略を取る人がアメリカで増えているにもかかわらず、これらの運用で対象となっている不動産は含まれていないというマイナス面があります。

業界としてはそれぞれ個別、固有のニーズがあり、使用可能なアセットクラスのデータが必要であり、詳細なマネージャーレベルのデータ並びにアセット評価、パフォーマンス測定が必要であるというニーズがありますが、NCREIFとしてはそれに対応すべくファンド毎のデータを集め、不動産タイプごとのデータを増やそうとしています。

また、従来は含まれていなかった不動産タイプを増や

そうともしていません。これまで集合住宅、ホテル、オフィス、工業用リテールは含めていましたが、それ以外のものも見ています。たとえばニッチとしてトランクルーム、老人ホーム、駐車場など、他の用途も今からカバーを始めようとしています。

簡単に申し上げますが、運用統計データベースとしてのイニシアチブの中にすべての収益源、営業費用を含めることにしました。ポートフォリオ毎に、例えばプロパティマネージャー、アセットマネージャー、ポートフォリオマネージャー毎のベンチマーキングができるように、またマーケット毎のベンチマーキング、あるいは建物の大きさ、築年数毎のベンチマーキングを可能とするように、すべての収益源、営業費用も入れることにしました。

第2の最近のイニシアチブはファンドレベルのデータベースづくりです。これは最近アメリカで関心を持たれています。物件レベルというよりは、ファンドレベルでの情報を更に捕捉していくということです。このようなファンドレベルの情報を入れていくと、不動産投資の世界が広がることになりすし、これからはスタイルインデックスを作成したり同種集団をつくることのできることで、不動産投資が拡大することになります。

ファンドレベルのデータベースをつくらうと考え始めたのも機関投資家のニーズに応えるため、より詳細で、より透明性のある情報を求めるためです。NCREIFとしてはオープンエンド型のファンドレベルのデータベースに基づいたインデックスについては2005年（本年）からづくり始めていて、400を超える異なる投資ファンドレベルのリターンが入っています。そのうち134が現在稼働中です。

最後のイニシアチブは評価に関するデータベースです。このデータベースをつくることによってリサーチを拡大し、鑑定評価の数字を入力することによって予測モデルをより使うことができるようになります。鑑定評価データは米国では従来標準化がされていませんでしたが、今後はさらに標準化ができるものと期待しています。

まとめますと米国においては、不動産に対する投資が機関投資家の間で一段と増大しつつあります。アメリカだけではなく、全世界で不動産投資の市場が大きくなっていると思います。

ベンチマーキングも、パフォーマンス特性を識別することも、パフォーマンスを測定することで得られるものです。ポートフォリオのリターンは市場と比較してどうなのか、また同種の物件と比較してどうなのかが重要です。かつ一部の運用報酬に関しては、パフォーマンスの成果が反映されているので特に重要です。アセットクラ

スとして不動産が存在意義を持ち続けるために、また市場が成長するためには、自ら投資マネージャーとして自分たちのパフォーマンスがどうであったのか、マーケットに比べるとどうであったのか、同種のものに比べてどうだったのか、勝ったか、負けたかを知る必要があります。投資マネージャーにとってはベンチマークに勝った場合には報酬が増えるという要因もありますので、そのことに彼等自身強い関心を持っています。

先ほどイギリスでの成功の話がありましたし、世界中の他の市場でも成功していますが、それに比べてアメリカの機関投資家の不動産投資業界は分断化されているので、まとめるのはなかなか難しいのが現状です。

例えば、イギリスはアメリカに比べて、ごく少数の大手生命保険会社、年金基金が機関投資家として不動産のほとんどの部分を所有するという寡占状態となっています。英国は日本の状況に近いと思います。それに比べてアメリカの機関投資家は、投資をさらに分散化、多様化して、より多くのマネージャーに振り分けています。投資のビークルとか投資マネージャーの種類も多くありますし、投資スタイルもさらに多様です。

アメリカで最近増えているオポチュニティーファンドは、イギリスではまだあまり見られません。こういう背景があるので、アメリカでは断片化、分断化しており多様性が高いので、フリーライダー（ただ乗り）の問題が残っています。「一部の人はNP I という公的なインデックスを活用しているけれども、データを出すという協力はしてくださらない」というフリーライダーの問題があります。

また、アメリカでは基準の均質性がないという問題があります。鑑定手法、不動産投資報告に関しては投資不動産毎に違いますし、投資業界の中でもセクターごとに慣習、慣行が違っています。たとえばイギリスの保険会社の一般収支であれば、通常は定期的に時価評価しなければなりません。同じく英国の王立チャータード・サーベイヤーズ協会が強い影響力を發揮し、全セクターにおける鑑定評価に大きな規制をかけています。アメリカでは、こういう影響力は存在しません。

インデックスが成功するためには、鑑定評価の手法、あるいはパフォーマンスの測定指標に関してある一定のスタンダードに関する合意が必要ですし、全インデックス参加者の間で共通の基準を使わなければうまく行きません。しかしアメリカではこれだけ異なる方法が使われているので、インデックスマーケットのカバー範囲を拡大するのは難しいのが現状です。

そうは言ってもいろいろ議論がありまして、NPIのよ



うな鑑定評価ベースのインデックスが取引価格ベースのインデックスに比べてどれほどのメリットがあるのかは、かなり議論の余地があります。特に鑑定評価を使用した場合はスムージング効果や時差の懸念があります。

鑑定ベースのインデックスは、リサーチツールとしての欠点はかなりありますが、ベンチマークツールとしてはそれほどものではないので、コア不動産のベンチマーキングには十分使用可能です。NPIにはそれなりの強みがあるので、弱点はあるものの、いまではアメリカの投資適格不動産の中心的指標として認められています。このような指標がなかった場合、アメリカにおける不動産投資はかなり縮小するはずで

す。データの透明性があり、情報へのアクセスが可能であるからこそ、アメリカの不動産市場は活発で、かつ拡大成長を続けています。繰り返しになりますが、アメリカの不動産市場はかなり多くの障壁に直面して、いま日本で悩んでいらっしゃる問題も経験しています。情報をどう集めるのか、集めた情報の秘密をどのように保持するのか、同じ悩みを共有してきました。

しかし市場が繁栄していく中で追加的なサービス供給者も登場して、おそらく市場としては、日本もアメリカと同様の経験をなさっていくと思います。また、先ほどのような課題があるかということで、NCREIFの話をしました。それを繰り返しますと、組織として会員から資本を集めるという意味での苦労もあります。

したがって何らかの公益のために、民間と公的部門が手を合わせて基盤をつくるということが日本向けのいいルートとなるかもしれません。調査、会計処理、鑑定評価、パフォーマンス報告基準、オープンな価格情報などが不動産投資インデックス開発並びにそのインデックス成功の鍵です。

わがNCREIFは、アメリカではスタンダードセッターとしての大手です。リサーチを行い、マーケットバリュエーの会計処理を行い、パフォーマンスに関する基準を設定しています。これによって業界の標準化を測り、インデックスの成功を確保し、受け入れを拡大しております。

これまで申し上げた内容は、日本の皆様にとっても、これからインデックスを開発していく中で特に重要だと思えます。標準化、あるいはインデックスの構築方法に関する合意がなければ、あるいはどのようにしてデータインプットを収集するのかについて業界内で合意がなければ、皆様に受け入れていただけるようなインデックスをつくることはできません。特に海外からの資金の流入が増えているグローバル化の時代ですから、透明性が特に必要です。すぐに見極めができるインデックスがある

ということが、これからの時代、日本の皆様にとっても重要だと思えます。

プレゼンテーションは以上です。ご静聴ありがとうございました。

### (3) アンソニー・ディ・フランシスコ氏

(豪州コロニアル・ファースト・ステート・プロパティ社調査部長)



これから五つの部分で構成されたプレゼンを行いたいと思います。最初にオーストラリアの不動産投資市場の概観について、第二に不動産業界で利用されている主な不動産インデックスを紹介し、第三にこれらのインデックスの主な利用者とインデックスの幅広い利用状況に着目し、四番目にインデックスに関する現在の課題についてお話しし、最後にまとめのコメントを申し上げます。

不動産投資インデックスについてお話しする前に、オーストラリアにおける投資適格な商業用不動産市場の概要につきご説明します。

市場は約16兆2,000億円、あるいは2,000億豪ドルの規模です。この市場は次の四つの主要なセグメントに分けることができます。不動産シンジケート、非上場不動産ファンド、豪州のリートあるいは不動産投資信託、そしてその他の民間の機関投資家です。

不動産シンジケートとは小規模な民間投資家ファンドのことで、不動産投資市場の約6%を占めるに過ぎません。非上場不動産ファンドとは、機関投資家からの委託と退職年金基金の運用のための大規模民間不動産ファンドのことです。こちらは不動産投資市場全体の約20%とかなりの部分を占めています。豪州のリートとは、オーストラリアの公開株式市場で取引される不動産投資信託のことです。その規模は8兆円を超え、全体の50%と最大のシェアを占める最も大規模な投資ビークルになっています。

不動産シンジケート、非上場不動産ファンド及び豪州リートは、不動産資産の投資保有ビークルとなっていることにお気づきいただけるでしょう。Others（その他）ですが、これは民間投資家が所有する実物不動産と企業の不動産を含みます。

それでは、豪州における不動産投資インデックスについてお話しします。

オーストラリアの不動産投資市場では、不動産投資に係わるトータルリターンのパフォーマンスを計測するために3種類のインデックスが広く利用されています。これらのインデックスは一般的に累積インデックスと呼ばれるインデックスクラスの一部です。これらのインデックスは、すべての収益が再投資されることを前提にしたインカムリターンとキャピタルリターンの尺度となります。

最初のインデックスはPCA/IPD、投資パフォーマンスインデックスです。これはプロパティ・カウンスル・オブ・オーストラリア（PCA）とインベストメント・プロパティ・データバンク（IPD）が共同で作成したインデックスです。このインデックスは実物不動産をカバーしているので、個別の不動産アセットレベルでのパフォーマンスを考慮しています。

PCA/IPDインデックスに対して、残りのインデックスは、アセットレベルではなくファンドレベルでの不動産パフォーマンスを対象にしています。

二つ目のインデックスはMercer非上場不動産ファンドインデックス（MUPF）で、非上場の不動産ファンドをカバーしています。このインデックスはMercerインベストメント・コンサルティングが作成しています。

三つ目はS&P/ASX200不動産信託インデックスです。こちらは豪州リート市場をカバーしています。このインデックスはスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）とオーストラリア証券取引所（ASX）が共同で作成しています。関連しているUBS不動産インデックスという名称のインデックスのシリーズは、集約されたS&P/ASX200不動産信託総合インデックスのセクター毎のインデックスを提供しています。オフィス、リテール、工業用不動産、総合不動産、商用不動産、そして国際セクターがこちらのセクターに含まれています。現在、投資市場の不動産シンジケートのセグメントを把握するインデックスはありません。これはシンジケートが比較的新興の市場であるためです。

これらすべてのインデックスにはリテールのショッピングセンター、あるいはオフィスビルに対するエクスポージャーを主に持っている不動産資産が含まれています。

これらのインデックスの重要な側面は、市場のカバー率に関連しています。PCA/IPDインデックスに関しては、実物市場の市場カバー率は25%です。つまり、このインデックスは投資適格な資産に属する不動産資産のみをカバーしているわけです。こちらでインデックスのカバー率が低いのは、多様な不動産ファンドビークル、民間企業が不動産資産として保有している資産に関する情報提供者が不足していることを意味しています。

不動産シンジケートのインデックスは存在しないため、資産価値はゼロになっています。MUPF、Mercerのインデックスについては、カバー率が40%となっています。この比較的低いカバー率は、このセグメントの規模の大きな非上場不動産ファンド、現在12ファンドのみを把握していることを示しています。

最後にS&P/ASX200PTインデックスは、不動産投資信託が保有しているすべての不動産資産の97%を含む高いカバー率となっています。この高いカバー率は、投資家から求められている広範な市場調査に加えて、規制上の枠組みのおかげでもあります。

インデックスのカバー率が市場セグメントで大きく異なることは明らかです。豪州リート市場におけるインデックスのカバー率が高い一方で、非上場不動産ファンド市場セグメントと実物不動産市場の各インデックスのカバー率は両方とも低くなっています。

インデックスの相対的なメリットの理解には主な特性を比較するとよいでしょう。選択した主な特性には次の項目を含みます。インデックスが作成される頻度、インデックス発表日のタイミング、資産、評価方法、インカムとキャピタルを分けたトータルリターンを提供できる能力、リターンはレバレッジを利かせているかいないか、インデックスはサブ区分及び地理的なサブ市場に分割できるか、そして取引コストの扱いです。

これら特性の多くは3種のインデックス間で大きく異なります。たとえば発表頻度についてインデックスには一貫性がなく、またタイムリー差についても同様ではありません。さらに区分と地理に関するデータの精度にバラつきがあることもわかります。したがって比較目的でインデックスを利用する場合、この点について利用者は十分注意する必要があります。

それではPCA/IPD不動産投資インデックスについて詳しく見ていきます。先に申し述べましたが、このインデックスは不動産資産区分ごとの分割グレード及び立地のパフォーマンスを示しています。インデックスを構成する主立った区分はリテール区分及びオフィス区分、そしてその他住宅産業に係る個々の小さい区分から成っ

ています。インデックスの管理は最近IPDにアウトソースされました。これはデータの質の改善、インデックス発表日のタイミング改善、顧客へのインデックスに係る成果物提供サービスの拡大、そしてその他のIPDの国際的な不動産インデックスと比較することを目的としています。インデックスの構築には次の要素をカバーする多くの情報源が必要とされます。

資産規模及び空室率を含むスペースの尺度。キャップレート、利回り及び割引率を含む価格変数。賃料、経費及び資本的支出を含む収益の尺度。売り手と買い手のデータはもちろん、取引価格、取引日を含む取引情報。これらすべての情報を整理し、検証し、全体構成をまとめるには、多大な時間と労力を必要とします。このような理由から、インデックスの発表日は普通各四半期の2カ月後となります。

次にインデックスの主な利用者とインデックスの用途について簡単にお話しします。

インデックスの利用者は主に次の4タイプに分類されます。まずアドバイザーで、その多くが資産コンサルタントです。それから不動産ファンドマネージメントに従事するファンドマネージャー、ポートフォリオマネージャー及び不動産マネージャーです。それから投資銀行の不動産アナリスト、産業界の調査担当者、学術界を含むアナリスト、そして機関投資家及び小口の投資家の両方を含む投資家の4種類です。

この情報には色々な用途、使い道があります。インデックスの大きな用途はリターンパフォーマンスの計測、パフォーマンスのベンチマーキングの実施、ポートフォリオ分析の実施、たとえば相関分析とかアセットアロケーション資産の配分など、運用報酬の決定、不動産調査の実施です。プロパティのリスク、予測を見る、それからプロパティのサイクルを見るというものもあります。

最後に不動産投資インデックスの論点に焦点を当てていきます。不動産投資インデックスに関する一つの問題は、鑑定評価に基づくインデックスは市場に基づく評価を基にしたインデックスよりもリターン特性が滑らかに、スムーズになる傾向がある点です。鑑定評価法は鑑定時に販売された場合に売られると見られる価格に基づいて不動産資産の価値を見積もりますが、取引に基づく指標は日々の取引価格によるものです。

年間トータルリターンについてS&P/ASX200不動産信託インデックス、PCA/IPDインデックス、そしてMUPF、Mercerのインデックスを比較しますと、豪州リートに関するインデックスにはバラつきが見られますが、実物不動産市場及び非上場ファンドは比較的滑らか

であることがはっきりとわかります。インデックス間でリターン特性が異なることについては、比較や一般的な分析作業を行うにあたり業界でも多くの議論を招いています。

もう一つの問題は、不動産情報の透明性に関するものです。オーストラリアの不動産投資市場では高度な不動産情報が開示されています。リート市場情報の透明性は、政府による法規制と不動産業界による広範な調査によって支えられています。このことはリート市場が投資適格の不動産資産を約50%と多く所有していることからわかります。

また、予想されたことではありますが、豪州のリート市場が成熟して、その透明性が高いがために、非上場の不動産市場情報についてもより多くの情報を開示することが求められています。

不動産投資インデックスが直面している三番目の問題は、商品タイプによって不動産パフォーマンスを区分する能力です。不動産業界は不動産商品をリスクとリターンの関係で四つの大きなカテゴリーに分類します。このカテゴリーはコア基本型、向上型、あるいは基本プラス型、付加価値型、そして機会便乗型です。

向上型及び付加価値型の商品は、ミドルリスク、ミドルリターンになります。実物不動産は基本型に、豪州のリートは付加価値型に、エクイティーあるいは株式は機会便乗型に属します。

ここ数年、不動産投資市場の成長に伴い、不動産投資商品が提供するサービスはリスク、リターンの関係においてプラスアルファのリターンを求めて、つまりリスクを調整した向上型のアルファリターンを求めて基本型の範囲を超えました。たとえばオーストラリアは国際的な不動産エクスポージャーなる投資商品の発展を経験してきました。

この類の商品は付加価値型及び機会便乗型に属しません。不動産市場の成熟と基本型を超える不動産投資商品のサービスの拡大に伴い、インデックスもこの状況に遅れを取らないよう進化する必要があります。

まとめになります。オーストラリアの商業用投資市場は金額にして16.2兆円です。オーストラリアにおける投資適格の商業用不動産のおよそ75%が不動産シンジケートや非上場の不動産ファンド、豪州リートなどの投資商品の形で保有されています。

不動産投資のパフォーマンスは、次の三つの主要な投資インデックスを使って計測されます。PCA/IPD投資パフォーマンスインデックス、Mercer非上場不動産ファンドインデックス、そしてS&P/ASX200不動産信託

インデックスです。これらの不動産投資インデックスは、不動産投資についての知識共有を促進し、不動産業界関係者の投資決定における立案、支援に有益です。

最後に、投資インデックスを取り巻く問題はいろいろありますが、こういった問題は一般的にインデックスの構築や実践の実施に関連しています。この種の問題は、技術の向上と投資市場の成長と共にインデックスが発展していけば解決することができると思います。

ご静聴ありがとうございました。

#### (4) リチャード・バーカム氏

(英国グロブナー・グループ調査担当ディレクター)

二点申し上げたいことがあります。第一に不動産開発についてです。これは私どもグロブナーにとって重要な部分です。私がインデックスを見るということは、これを使ってデベロッパーとしての仕事をしているということで、投資だけではなくデベロッパーとしてもインデックスを使っていることが大事です。

もう一点は、グロブナー・グループは株式を公開していないので不動産取引あるいは不動産取引価格に関してデータを出す義務はないけれどもデータを提出しているということです。イギリスの不動産ポートフォリオに関してIPDに出していますし、独立した分析をベンチマーキングのために使っていただいています。株式公開はしていませんが、あえてデータを出すことに意味があると感じております。

私どもの運用ストラテジーも向上することができます。私どもも受け取る情報があるためです。

英国の現状にご関心がおありでしょうが、幸い英国には多くの不動産インデックスがあります。少なくとも五つは不動産に関するインデックスがあります。居住用の中でも三つほどインデックスがあります。居住用に関しては大事な点があるので簡単にご紹介していますが、本



日の講演の大半は商業不動産の話です。

居住用に関するインデックスは大半が取引価格に基づいています。鑑定の数値ではありません。データを集めているのは主に金融機関、モーゲージバンクです。これらのモーゲージバンク自身が、そのデータを使ってインデックスを作成しています。バンク自身がつくっていますが、併せて英国政府にも提出していて、国が居住用不動産に関する長期インデックスをつくっています。これが初めて作成されたのは1960年代後半でしたから、その経験は30~40年になります。

イギリスの居住用不動産インデックスで興味深い点を申し上げます。一部のものについては非常にシンプルな単純平均の技術を使っていますが、より高度な、きわめて統計的な手法を使ったものもあります。とりわけヘドニック回帰技術等を使った算定もあります。

なぜ居住用の不動産インデックスをつくったのかというと、そもそも社会的、経済的な理由が基で、投資が元々のねらいだったわけではありません。この話は後でいたします。

商業用不動産のインデックスは居住用のものと違って、少なくとも四つあります。五つあるかもしれませんが、これは鑑定評価、査定の数値に基づいてつくられています。

この鑑定評価ベースの中でも二つのタイプに分けることができます。一つはIPDと同様に実物の不動産ベースです。これは実際に投資ポートフォリオの一部として保有し、運用しているものがベースです。もう一つはとても不思議ですが、仮定的、仮説的な物件に基づいて作られています。本当は存在していないのですが、その物件のデータがあり、想定された立地があります。四半期毎に、この存在していない物件の再評価も行います。これもイギリス中のデータということになって集められて、インデックスに組み込まれています。

不動産データに関しては、主に保有者自身がデータを集めています。チャータード・サーベイヤーズ企業、仲介業者らもデータを集めてインデックスに組み込んでいます。

チャータード・サーベイヤーズが行っている事業は大変広範で、不動産市場の中でも様々なことを行っていますが、その中の一つの活動はエージェント、ブローカーとして仲介をすることです。チャータード・サーベイヤーズたちこそ市場の取引データに近いところにおり、そのデータを使ってインデックスをつくることのできる立場にあります。

先ほどのお話にもありましたが、IPDのような独立し

た調査会社もインデックスをつくっていますし、チャータード・サーバイヤーズ会社もつくっています。チャータード・サーバイヤーズは70年代の初めごろからインデックスをつくっていて、IPDが登場したのは1985年です。

イギリスの商業用不動産インデックスに関する算定技術は資産価値で重みをつけた加重平均です。なぜ商業用不動産に関してインデックスをつくらうと考えたかという、IPDは独立した立場でバイアスのかかっているかというモニタリングを市場について行い、それに基づいて有料でのベンチマーキングサービスを行いたかったことがあります。他にリサーチサービスを提供したかったという事情もあります。

ブローカーの観点からは、なぜインデックスが欲しかったかという、リサーチもそうですが、会社のPRになるからです。このように色々と異なる動機付けがありますので、これを把握した上で、それぞれお使いになるインデックスを考えてください。

イギリスにおけるインデックスの性格を見ると、経済的な重要性並びに所有構造が反映されています。イギリスでアセットとしてより重要なのは居住用不動産の方です。したがって75%は持ち家です。15%は家賃補助などがある社会的賃貸で、これは政府あるいは準政府機関が持って安く貸しています。10%は自由市場で賃貸されているものです。どういう人が保有しているかという、機関投資家とはまったく違って、地主といっても持ち分が非常に小さい人たちが多くなっています。

それに対して商業用不動産に関しては、額は小さくなりますが、45%が自社ビル、オーナー保有で、55%が賃貸されているものです。市場賃貸も非常にレベルが高い投資家が保有しています。これらの投資家は海外にも、あるいは他のアセットクラスにも投資しているので、基準もかなり高く、求める情報の水準も厳しくなります。

CBREプライムインデックスは、先ほど簡単に触れた仮定上の物件に基づいたインデックスです。本当に存在はしていない物件なので、評価するたびに新しい物件の取り扱いになるという特徴があります。したがって、その時点において新築物件であればどれだけの価格で取引がされるかを想定することができますから、新規物件を立ち上げようと考えているデベロッパーにとっては役に立ちます。

IPDのインデックスの伸び率は小さく見えるかもしれませんが、IPDは存在している物件に基づくもので、時間が経過すると減価が起こります。新規物件のものなのか、それとも実物の物件に基づいたインデックスなのかで減価が起こっているか起こっていないかという違いが

あるので成長率に差が出ます。

インデックスの中で、実物の不動産ベースのものと思定物件、仮定上の不動産、すなわちいつでも新しい不動産ベースのものとの違いの話をします。実物不動産は実際のポートフォリオです。月々、あるいは四半期毎、毎年の評価がIPDに報告されますし、収益についても、実物不動産に関する資本的な支出も報告されます。

プライムの指数に比べると、IPDのインデックスの成長率は小さくなります。これは建物の減価が起こるからです。理由は三つあります。技術的にも建物が古くなれば損耗が起こります。機能的な問題も起こるかもしれません。ビジネスが変化していく中で要件が変わりますし、古い物件は機能的に今日の最新技術には合わないかもしれません。あるいは立地上の減価と言われているものもあります。ある市場で、もしくはある地域の中で、最適立地、最も人気がある立地は変わることがあります。

IPDは実在の不動産ベースではありますが、それでも減価の影響は過小評価されているかもしれません。IPDの傾向として、古い物件は売りさばかれてしまって新しく開発された新規物件がデータとして取り込まれるためです。

このようなインデックスを使うときには、かなり高いレベルでこれらのことを、特に減価のことを理解していなければなりません。こういうことをわかっていないと、こちらの方のインデックスの成長率が高いとミスリードされる可能性があります。

チャータード・サーバイヤー・タイプのインデックスは、不動産のデータがある特定の立地に基づいてつくられて、経時的に評価されています。仮定上の不動産ベースなのでインデックスも仮定的と言うことができますが、そうは言いながら安くできる有効なベンチマークとして使うことができます。仮定上の不動産のものであるからといって決して問題があるわけではなく、どこの市場でも有用だと思います。

特にIPDあるいは実物不動産タイプのインデックスと、いつも新規の物件であるという仮定上、名目上の物件ベースのものとの間のクロスチェックには役立つと思います。

なぜイギリスでは鑑定評価をこれだけ使っているのでしょうか。それなりに取引されている物件に関しては十分に情報が入手できるので、最近の統計手法を活用して取引価格ベースのインデックスをつくることができますが、なぜ鑑定の数値を使うのでしょうか。いくつか理由があるので説明します。

イギリスでは取引率がそれほどなくて、多くても市場

全体の20%しか回転が起りません。あまり取引率が高くありませんし、しかも毎年物件はバラバラですから、サンプルが変化しているということも反映する必要があります。一方で鑑定評価をベースにすると、全投資マーケットを対象とすることが可能ですし、サンプルとしても比較的コンスタントなものを維持することができます。

二つ目の理由は、英国には極めて信頼される、十分に訓練を受けた評価の専門家集団がいることです。これらの評価人、鑑定士は非常にレベルの高い大学を卒業した人が多く、経済や金融の分野で、概念、理念に関してもしっかり勉強しています。

例えばチャータード・サーベイヤーズの王立協会であるRISCという集団があります。こういうレベルの高い専門家集団がいるので、鑑定の質も高く、インデックスづくりに活用できています。

多くのインデックスは、実際のポートフォリオのベンチマーキングにも活用されています。ポートフォリオあるいは年間の価値総額についてもインデックスを使っていますから、そのような意味でも鑑定評価ベースのインデックスを使うことは意味がありますし、透明性を確保するためにも、このようなシンプルな技術があると使いやすくなります。必ずしもレベルの高い統計的な手法を使う必要はありません。

不動産インデックスは場合によってはスムージングがかかり過ぎることがあります。どういう意味かというと、毎年もしくは四半期毎のボラティリティー、変動を見ますが、これは本当のボラティリティーを表していないのではないかとされています。「本来、実市場で取引すると感じるボラティリティーが表れていないのではないか。不動産インデックスだけを見た場合はリスクが過小に表されている」という評論があります。

なぜスムージングが起こるかの理由は複雑ですが、先ほど言った鑑定士の動きに結びついています。現在の推定価格、推定価値を考える際に、部分的には現在の市場情報を使いますが、一部は前に行った鑑定も使うので、新しい情報と過去の情報の間の移動平均的な数字が出てきます。そうするとボラティリティーが小さくなるバイアスがかかります。場合によりインデックスは遅れて、時差を持って出てきます。3カ月あるいは6カ月ほど経たないと下落の傾向がわからないかもしれません。

不動産を鑑定する場合、不動産だけを考えるのであればスムージングは特に心配する必要はありませんが、不動産以外のアセットクラスと比較するときは、スムージングのことを考慮しなければいけません。

市場参加者は不動産についてリスクフリーだとは思っ

ていませんが、四半期毎に見ると、やはりスムージングがかなり起こっていると思います。ただ年率のインデックスになると、ここまでスムージングは出ないので使うことができます。

イギリスではインデックスが不動産業界で広く使われているということを強調します。民間不動産会社や私どものようなところでも非常に役に立っています。ポートフォリオに関してベンチマーキングをして、客観的にインデックスを比較することにとっても役に立っていますし、IPDもそういうサービスを提供しています。

われわれはマーケットよりアウトパフォームしたのか、正しいセクターに投資できたのかを確認できるかもしれませんし、そのセクターの中で正しい物件を選ぶことができたと自信を持つことができます。私たちは、たとえばセクターとか地域の中でアウトパフォームができたのか、あるいは単に頭が良かったから物件の選定で勝つことができたのかを知りたいと思っています。

アウトパフォームは報酬構成に使われていて、IPDを基準として投資マネージャーの報酬を算定しているところが増えています。動機付けを導入して受託者としての責任を促しています。

インデックスのカバーを広く持つことができると分析リサーチに大変役に立ちます。不動産市場がどう動くのかということについての新しい考え方、新しいアイデアも、インデックスがあったからこそ広がってきました。

少しインベストメント・プロパティ・フォーラムという組織に触れておきます。これはイギリスの不動産専門家集団です。彼らのリサーチ結果を知りたいければ、ペーパーにWebサイトが書いてあるので参照なさってください。とてもおもしろいリサーチプログラムで、不動産についても私たちが知らなかったことが書いてあります。

他の講演者も述べられていましたが、最近のイギリスの不動産市場で最もホットな話題はデリバティブです。ポートフォリオを変える、もしくはポートフォリオの重点を変えるために実物の取引をしなくても済むということは、とても役に立つと思います。

現在関心があるのはスワップマーケットです。これは新しいマーケットですが、いくつかのスワップ取引が行われています。市場参加者が取引相手に対してIPDインデックスのリターンを支払う。その代わりにロンドンインターバンクのオフターレートを受け取る。このマーケットは、単に金利ベースのスワップだけではなく、異なる市場セグメント間のスワップにも発展していくと思います。ですから近い将来、市場参加者はロンドンのオフィスに関するリターンと、たとえばミッドランドにある

リテールとのスワップができるようになるかもしれません。これはとても役に立つと思いますし、戦術的な資産アロケーションの意思決定を迅速に行うことができるようになります。

さらに長期的には、たとえばイギリスのエクスポートヤーと欧州大陸の他の国で持っているエクスポートヤーのスワップとか先渡し契約も考えています。

最後にインデックスのカバーを広げた場合のメリットを紹介します。これは民間でのメリットもありますし、社会的なメリットもあります。

まず民間企業にとっては、投資マネージャーの立場から申し上げれば私自身が考えた戦略が正しかったのかどうか評価ができるのはうれしいと思います。どれだけ戦略が成功したのか、成功しなかったのかを見極めることができます。選んだ戦略が間違っていれば、それがまれであったとしても戦術、戦略を変えることができますし、自分たちの投資プロセスについて反省することができます。

少なくとも英国の市場や欧州大陸では増えています。イギリスのファンドマネージメント会社が優秀で投資のパフォーマンスを正確に評価できれば、海外からの資金を引き付けることができるようになります。国外からも資金が流入し、他のアセットクラスと競合することができますようになります。インデックスがあれば、自分たちのアセットクラスに対する理解も深まります。よく理解していればいほどショックに対する耐性も強くなりますし、もっと正確に予測できるようになるかもしれません。

また、それ以上に社会的メリットもあります。これは大変大事な点です。エコノミストの観点から言えば、インデックスがもたらす情報が不動産市場で存在することはとても意味があります。

不動産市場という言い方をしていますが、本当は何があるかという、技術的に言えば、用途も違う、地理も違う非効率なサブマーケットが複数混在しているだけです。ですからインデックスがあると、イギリス全体の不動産市場間で、より正確に価格を伝達させることができます。本質的にある需給を価格により早く反映することもできるようになりますし、社会的に最適なかたちでの開発ニーズに対するレスポンスができるようになります。

不動産市場で最適な投資ができるようになるもう一つの理由は、高度な投資家を引き付けられることです。レベルが高い投資家であれば、他のアセットクラスに対して不動産の値付けを正しくできるようになりますし、より広範なアセットマーケットに対してより良い値付けを

することができます。値づけ自体が効率アップして、社会にとってのメリットも大きくなります。

そうなると貯蓄機関としても、年金基金の運用先をより分散化できるので、これは皆様にとってもメリットのはずです。

最後になりますが、不動産パフォーマンスのインデックスがあると不動産業界だけではなく社会にとってもメリットになります。商業用不動産では、鑑定評価に基づいたインデックスが最もよく使われています。ただし鑑定の数字を使うのであれば、国として、業界として、前提要件を整備していなければうまく使うことができません。

まず尊重された、信頼された専門家集団が必要です。十分なスキルがあって、プロとしての自己規制能力を持ち、技術的な意味で鑑定評価を行うことができる専門家集団です。その専門家集団は市場情報にアクセスができればなりません。

特に強調したい点は、取引に関する実情報、生の取引の情報です。これがないことには鑑定に絡む誤差、あるいは誤った鑑定評価の可能性が大きくなってしまいます。よく定義された、具体的に合意された市場価格の概念が必要です。市場価値といっても、その概念は再調達コストとも違いますし、開発価値とも違います。

この概念についてしっかり議論して、合意しなければなりません。かなりの市場の部分について、四半期毎、毎年、あるいは少なくとも定期的に時価評価で洗い替える必要があります。さらに独立した立場からのモニタリングサービスです。たとえばIPDのようなところが、中立的な立場からモニタリングしていると役に立ちます。

そもそも、なぜイギリスでインデックスが登場したのか。これは機関投資家に対する説明責任が大きな原因でした。大型の機関投資家が不動産というアセットを持っていて、社会の人々に代わって資産を運用しているわけですから、国民に対する説明責任を果たす必要があります。何らかの手段で受託者としての説明責任を満たして国民に代わって運用しなければいけません。こういうプレッシャーが機関投資家に対して強くかかってくると、不動産ベンチマークに対する要求が強くなります。

最後の点ですが、先ほど申しましたように、まだインデックスがないマーケットに関しては、仮説的な、存在していない不動産ベースのインデックスは安くできます。これは運用が簡単な代替として実際のフルマーケットインデックスに代わるものです。フルマーケットインデックスは実物の不動産に基づいたもので、それはそれで絶対に必要ですが、仮説の不動産に基づいた、常に新規物

件ベースの数字も、これはこれで役に立つものです。両方のタイプがあると、お互いのクロスチェックにも役に立ちます。

以上です。ご静聴ありがとうございました。

#### 4. パネルディスカッションの概要

前半部分では国土交通省土地・水資源局長の阿部氏より日本の不動産投資市場の現状と日本の不動産情報インフラの整備の状況について説明いただくとともに、国として今後どのように不動産投資市場の発展に係わっていくかにつきましてご意見を伺いました。

その説明を受けて、海外パネリストの方々に現在の日本における不動産投資市場をどのように見ているのか、また各国のインデックスを利用した不動産投資と日本における不動産投資の違い、取引価格、賃料、鑑定評価といった不動産情報インフラ整備状況の違いについてご意見をいただきました。併せて、韓国から来られたIPDのジュリア・リー氏からは「韓国におけるベンチマーキングとインデックス化：透明性への道」と題して簡単なプレゼンテーションをいただきました。



後半部分は、これら各国の状況と日本の状況の違いを踏まえた上で、日本において不動産投資インデックスが普及した場合、日本の不動産市場がどのように変化していくのかについて議論し、海外のパネリストの皆様から日本におけるインデックス普及に向けた課題は何なのか、インデックスを普及するためにはどうしたらいいのかにつき意見交換を行い、パネリストの方々より貴重なご提言をいただきました。主な提言は以下の通りです。

- ・ベンチマーク・インデックスの成立のためには客観的な目的を提示することが必要であり、それにより市場におけるコンセンサスを得ることが不可欠である。

- ・何よりも情報の透明性が必要で、それが市場の透明性を保ち、外資を誘致するのにも必要となる。
- ・学会からの理解と指示を取り付けると共に、まず重要なプレーヤーから指示を取り付けることが不可欠である。
- ・マーケット・データが正確でなければ鑑定士も良い仕事ができないので、鑑定士が取引データにしっかりアクセスできる制度を作らねばならないだろう。
- ・ひとつのインデックスに依存しすぎるのはよくないので、可能な限り複数のインデックスを作成すべく努めるべきである。お互いのクロスチェックも行った方がよい。



【はせがわ ひろゆき】  
【土地総合研究所 主任研究員】