

【 寄 稿 】

米国不動産証券化市場の最近の動向（3）

イシイリサーチカンパニー（シアトル）
代表 石井 隆弘

■はじめに

第3回の報告は、インデックスファンドを巡る議論を紹介する。

まず、ここでは、その議論の対象になっている具体的なインデックスの概要と、その議論で述べられているようにインデックスファンドは現実にはミューチュアルファンドのフォーマットで市場に現れるので、参考までにファンドの概要を簡単に述べておく。なお、紹介する議論の中ではプライベートエクイティファンド及びヘッジファンドの私募ファンドには触れられていないので、これについてはまた別の機会に述べることにする。個々のインデックスの概要についてはそれを形成した企業のホームページから、また、ファンドの概要についてはミューチュアルファンド等の投資会社が構成している投資会社協会（Investment Company Institute, I C I）のホームページから転載したものである。

（1）主要なインデックス

（a）FTSE NAREIT US Real Estate Index Series

このインデックスは、FTSE社が、2006年3月、それまでのNAREIT Domestic Real Estate Index Seriesを引き継いでその計算及び普及について責任を担うことになった。従って今後はFTSE社の標準インデックス算定方式が採用されることになる。同社によると、このインデックスは、投資家に対して、株式市場に上場され取引されているREIT市場についての他に類例を見ないほどの情報提供がなされている。言い換えれば、NAREITのREIT企業との強固な関係とFTSEの長年に

わたって培ってきたインデックスについての専門知識を結びつけたものであるとのことである。

NAREITは前回にも紹介したように、REIT及び上場された不動産会社から構成された業界団体である。また、FTSE Group社は、インデックス及び関連データサービスを創設し、提供する独立した会社である。同社自体は一切資本市場には参加しない。1995年に、Financial Times誌とロンドン証券市場とのジョイントベンチャーとして設立されたインデックス会社である。現在77カ国において数千の顧客を有している。年金基金、投資銀行、証券会社、コンサルティング会社、金融情報会社等である。同社が創設し、運営するインデックスを利用するファンドの運営の下にある資産総額は、2兆5000億ドルと推定されるとのことである。

（b）FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series

NAREITは、1999年に、欧州上場不動産業協会（European Public Real Estate Association, EPRA）と共同して、グローバルに活動する不動産投資家にとって、世界中のREITを含む上場不動産会社の運用成果の目標基準となるインデックスを創設することを打ち上げた。これは、真に国際的な不動産市場の繁栄のためには、世界的なインデックスが必要であるとの認識がある。

2005年、前記のFTSE Group社が、このグローバルインデックスシリーズの算定作業を引き継いだ。これは、3地域（ヨーロッパ、アジアパシフィック及びアメリカ）、28カ国の270以上の株式をカバーしている。

（c）MSCI US REIT Index

MSCI社は、2005年6月、それまでのMorgan Stanley REIT Indexの公式の名称を、MSCI US REIT Indexに変更した。

同社は、REIT、米国株式、外国株式、確定配当ファンド及びヘッジファンドのインデックスを提供し、その他関連情報及びサービスを提供する。インデックス提供会社としては主要なものの一つである。同社によると、世界規模で3兆ドル以上の株式、ファンド等が同社のインデックスを指標として取引されている。

(d) Dow Jones Wilshire Real Estate Indexes

Dow Jones Wilshire Real Estate Indexesとして、次の6つの不動産関連インデックスがある。

- ① Dow Jones Wilshire Real Estate Securities Index (RESI) : 実物不動産への直接投資に代替するものとしての米国不動産証券を対象とするインデックス。
- ② Dow Jones Wilshire Real Estate Investment Trust (REIT) Index : ①のインデックスの一部を構成するものであり、かつ①のインデックスのREIT構成物のみを対象とするインデックス。
- ③ Dow Jones Wilshire exUS RESI : 外国不動産証券を対象とするインデックス。
- ④ Dow Jones Wilshire exUS REIT Index : ③のインデックスの一部を構成するものであり、かつ③のインデックスのREIT構成物のみを対象とするインデックス。
- ⑤ Dow Jones Wilshire Global RESI : グローバル不動産証券を対象とするインデックス。
- ⑥ Dow Jones Wilshire Global REIT Index : ⑤のインデックスの一部を構成するものであり、かつ⑤のインデックスのREIT構成物のみを対象とするインデックス。

Dow Jones Indexes社は、投資対象製品のための市場インデックスを創設し、維持し、提供する会社である。3000以上のインデックスを運営しており、その中でもDow Jones Industrial Averageが世界中でも最も知られたものである。同社は、株式インデックスだけでなく上場ファンド、先物契約、先物オプション契約、ミューチュアルファンド、変額年金保険等のインデックスも提供している。不動産関連インデックスは、証券市場に上場された不動産証券を対象としている。上記のRESIもREITインデックスもいずれも、機関投資家による実物不動産投資に代替するものとしての不動産証券投資の指標として提供されている。

(e) S&P REIT Composite Index

このインデックスは、Standard & Poor's社が、1997年に打ち上げたものである。このインデックスは、上場企業であるREITの中から流動性と重要性の点から分散した不動産ポートフォリオを代表する100のREITを選抜して作成している。同社によると、その結果米国不動産証券化市場の80%がカバーされているとのことである。

同社は、世界的にも知られている米国証券市場におけるインデックスであり、米国経済において主要な業界から500社の主要企業を代表として選抜して作成したS&P500を提供している。同社によると、S&P500は、市場における大型株に焦点を当てているが、米国株式の80%以上をカバーしており、その意味でも市場全体をうまく代表しているとのことである。

(f) Cohen & Steers Realty Majors Index

このインデックスは、選抜されたREITから組成されている。それは、比較的規模が大きく、かつ、流動性の高いREITから組成されている。そのねらいは、将来、米国不動産業界は合併が進みまた不動産は一層の証券化が促進されることからくる利益を享受する可能性があると考えてのことである。REITの選抜に当たっては、社内に委員会を設置し、現在のREIT市場を的確に反映するため不動産部門間の分散を図るよう検討している。

(g) NCREIF Property Index (NPI)

このインデックスは、REITの株式のように公開市場において取引されるものを対象にしたインデックスとは異なり、非公開市場において転売目的でなく投資のみの目的で取得された個々の実物の商業用不動産から構成される非常に大きな集合体への投資成果を測定するインデックスである。これは四半期ごとに公表される。NPIを指標とする不動産のほとんどは、年金基金のような納税が免除された機関投資家のために取得されたものであり、そのような機関投資家は受託者の立場で保有している。

全米不動産受託者協議会 (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries, NCREIF)は、不動産投資を行う機関投資家の利益に貢献するため、不動産への投資成果に関する情報を収集、処理、確認及び普及する中立的な団体として設立された。同協議会は、1982年6月に正式に発足したが、発足にいたるまで1970年代後半から非常に競争の激しいこの業界を一つにまとめる難作業が続けられたとのことである。この間、14人の投資マネジャーが数回の会合を重ねた結果、不動

産アセットクラスについての調査を推進する非営利団体を創設することの原則合意がなされた。この結果不動産運営についての情報が収集され、データベースが開発されるに至り、これが、Russell/NCREIF Property Indexとして知られるようになった。なお、このインデックスは、Frank Russell Company社によって公表されていた。1995年1月、NCREIFは、その設立後13年経過して、同インデックスの公表及び提供を含む全責任を担うことになり、これがNCREIF Property Index (NPI) である。NCREIFのフラグシップインデックスとなった。

NCREIFは、このほかに木材用森林地及び農用地のインデックスを作成している。

さらに2005年第1四半期に、ファンドインデックスシリーズの初回を公表した。その名称は、NCREIF Fund Index—Open End Diversified Core Equity (NFI ODCE) であり、四半期ごとに公表され、NCREIFの全てのメンバーが利用可能である。ファンドインデックスシリーズとして、全オープンエンド型ファンド、クローズドエンド型ファンド及びオポチュニティ型ファンドを対象にしたインデックスの公表を計画中である。

NCREIFは、インデックスの作成、提供以外の重要な業務として、情報の収集、処理、提供の業務を行っている。NPIの対象となっている不動産のみならず、証券市場に上場されているREITの所有する不動産の収入及び経費についてのデータも収集している。NCREIFのメンバーはこのデータにアクセスすることが出来る。NCREIFのデータベースはこの他、評価・賃貸データ、取引データ等有益なデータが多くあり、メンバーの利用に供されている。

(2) ファンド

ファンドには3つのタイプがあり、ミューチュアルファンド、クローズドエンド型ファンド及び単位型投資信託である。

(a) ミューチュアルファンド (Mutual Fund)

ミューチュアルファンドは、専門的な投資アドバイザーが一定の投資目的を達成するために選択した証券から構成されるポートフォリオを販売する投資会社である。ミューチュアルファンドへの投資家は、そのファンドに組み込まれた株式及び債券のような証券の全てを代理所有するファンドの持分を購入することになる。ミューチ

ュアルファンドは2つの方法でその証券から利益を得ることが出来る。即ち、その証券がそのファンドに配当又は利息を支払うか、又は証券の価値が上昇するかである。勿論、損失を生じる可能性もあるし、価値が下落する可能性もある。

ミューチュアルファンドには3つの基本的なタイプがある。株式ミューチュアルファンドは、主として米国又は外国企業の発行する株式に投資する。債券ミューチュアルファンドは、主として債券に投資する。マネーマーケットミューチュアルファンドは、主として米国政府及びその機関、米国企業、州及び地方政府の発行する短期証券に投資する。さらにハイブリッドミューチュアルファンドと呼ばれるものがあるが、これは株式と債券を混合して投資する。

ミューチュアルファンドへの投資の利点として、専門的な運用、分散投資、多様性、流動性、購買力、利便さ、記録の容易さ、政府規制および完全な情報開示があげられている。

オープンエンドファンドとも呼ばれるが、2つの理由からである。1つは、投資家の希望する時点で持分の全額を買い取らなければならない、買取価格はそのファンドのネット資産の時価をベースにした価格でなければならない。2つは、要求されているわけではないが、事実上全てのファンドは継続的に一般投資家に対し新たな持分の販売を行っている。

(b) クローズドエンド型ファンド (Closed-End Fund)

クローズドエンド型ファンドは、証券取引所に上場されて取引されている点では、ミューチュアルファンドと同じであるが、固定された持分しか発行しない投資会社である。一旦発行された持分はこの投資会社によって直接売買されることはない。しかし投資家は公開の市場において売買することは出来る。

(c) 単位型投資信託 (Unit Investment Trust, UIT)

単位型投資信託は、固定された株式、債券その他の証券のポートフォリオを購入し保有する投資会社である。あらかじめ定められた日まで証券を保有し、解散時に証券からの利益金が投資家に対して支払われる。

その他、エクスチェンジャー 트레이デッド ファンド (Exchange-Traded Fund, ETF) があり、これはミューチュアルファンド又は単位型投資信託として登録

されるが、両ファンドとは、持分の発行方法と取引方法が異なる。またほとんどのETFは、インデックスファンドであることが特色である。

投資会社の数及びその資産残高を見ておく。2005年末における全投資会社の数は、15,308社である。内訳は、ミューチュアルファンドが8,454社（他のファンドに投資するファンドを含む。）、単位型投資信託が6,019社、クローズドエンド型ファンドが634社、ETFが201社である。また、同年末における全投資会社の資産残高は、9兆5,180億ドルである。内訳は、ミューチュアルファンドが8兆9,050億ドル、ETFが2,960億ドル、クローズドエンド型ファンドが2,760億ドル、単位型投資信託が410億ドルである。なお、2006年11月29日の投資会社協会の発表によると、全投資会社の資産残高は、2006年10月末現在で10兆ドルの大台に乗り、10兆130億ドルとなった。

1. インデックス：投資戦略か投資基準か

— インデックス投資はあなたのポートフォリオの一部になっているか —

「私はいつも、最初の投資はインデックスファンドに投資した方がよいと人々に言うことにしている。」このインデックス・ファンド推奨の言葉は、ウォール街の投資銀行から寄せられたものではなく、フロリダ州のStetson大学の金融学の教授のものである。このStuart Michelson博士は長年にわたってインデックスファンドの投資成果についての調査を続けてきた。同博士の最初の調査結果は4年前にJournal of Financial Planning誌に発表された。

同博士の主要論点は、インデックスファンドはいくつかの例外的なカテゴリーを除いては、アクティブ運用されているファンドの投資成果を常に上回ってきたということである。いくつかの例外的なカテゴリーとは、積極成長、スモール・キャップ及び国際である。恐らく4番目のものとしては不動産があったであろうが、同博士が調査を進めてきた5年前にはまだ研究の対象となるだけの十分な不動産インデックスファンドはなかった。しかし現在は事情が異なる。

不動産インデックスファンドはまだ本流であるとはいえないまでも、ファンドの数が引き続き増加しているところを見ると、慎重な投資家即ちアクティブ運用に伴うリターンの大きな変動幅を少しでも減少させようとする

投資家にとって、より多くの投資の選択肢が増加しているということである。

調査会社であるLipper社の上級アナリストのDonald Cassidy氏は、7件、13銘柄の不動産インデックスファンド（実は同じファンドが異なったチャンネルを通じて市場に出されているので13銘柄となっているのだが）を追跡調査している。これら7件のファンドの価値は2004年では合計110億ドルであったが、2005年末にはうまくいって129億ドルに上昇した。しかしここ数年を見ると、2001年には不動産インデックスファンドの投資成果がアクティブ運用のファンドを上回ったが、2002年から2005年にかけてはアクティブ運用のファンドのほうがインデックス・ファンドを上回った。

同氏は次のようなことを言っている。「いずれがより有利な投資であるかは議論のあるところである。例えば、もし75ものコンポネントから構成されているインデックスを利用したファンドがあったとすれば、それはそれでよかろうということだ。他方、数人の頭の良いファンドマネジャーが現れて賢いことをやり始めたとすれば、アクティブ運用のファンドの投資成果が上がるだろうということだ。多分、頭の良いファンドマネジャーは、今はアパートメントよりオフィスのほうが好調であるとか、カリフォルニアでの投資は少し比重を落としてテキサスに移した方が有利であるとかを的確に判断していくからこそ雇われているのだろう。」

低コストがインデックス投資家を益する

インデックスファンドとは、簡単に言えば、ある特定の市場インデックスを目指して投資成果が得られるように運用される投資ファンドと定義される。しかし、同一のインデックスを目指して運用されているファンドのあいだでもわずかな違いが生じてくるのが通常であるが、これはファンドマネジャーが統計を利用してインデックスを組み立てるときに、完全な組み立てに近づけるべく努力するがどうしても完全というわけにはいかず、ファンドマネジャーごとにどうしても異ならざるを得ない。

Vanguard REIT Index Fundを運営しているVanguard Investment Counseling and Research社の主任であるFran Kinniry氏はこのように言っている。「仮に同一の複数の会社を組み込んだ、一見、性格的に良く似た2つのインデックス・ファンドでも、値付けとファンドの運用いかんによって投資効果は異なる。要は、インデックスがうまく機能したか、あまりうまく機能しなかったかの違いだ。」

さて、インデックス・ファンドは、現実には2つのフ

オーマットで市場に現れる。1つはミューチュアルファンドであり、もう1つは、証券取引所上場ファンド(exchange-traded fund, ETF)としてであり、後者の方がより頻繁に現れ、株式市場で活発に取引されている。

インデックスファンドの背後にある考え方としては、そのファンドは市場リターンを達成しようということである。インデックスファンドは、アクティブ運用のファンドと異なり、市場リターンを上回る投資成果をあげようとする現実的な機会もないし想定もしていない。投資家がアクティブ運用のミューチュアルファンドを選択するということは、つまりは、そのファンドマネジャーが他のどんな基準即ちインデックスをも上回る投資成果を必ず出してくれるであろうと期待して、そのファンドマネジャーに賭けるということである。そうであるとする、Michelson氏の調査がインデックスファンドのほうが有利な投資であるとする結論は、やや奇妙であるということになる。

Michelson氏は実はこう言っている。「ファンドマネジャーが、大型株(Large Caps)について継続的に低評価のものを探し出すことは困難であるが、小型株(Small Caps)については、その固有の知見で、低評価を受けているものを探し出す力を持つファンドマネジャーがいるものである。」

不幸にも、このようなことは不動産証券には当てはまらない。不動産証券の現実には次のようなものである。アクティブ運用のファンドがインデックスファンド(ETFを含む)と比較して投資成果が上回った時でさえ、その差は大きくはなかった。ただし2003年は例外的にその差が大きく、約200ベースポイントであった。

さて、インデックスファンドについて重要なことは、その運営経費が比較的安いということである。何故ならば、インデックスファンドについては、ポートフォリオマネジャーは毎日管理する必要はないので、投資家の支払う手数料は比較的安くて済む。一般的に言えば、インデックスファンドの経費率は0.2パーセントを下回るが、アクティブ運用のミューチュアルファンドの平均経費率は1.36パーセントである。

Lipper社のCassidy氏はこう言っている。「明らかに初心者にはインデックスファンドから始めると良い。障害物は少ないほうが良い。競馬の騎手で体重の軽い騎手の方が重い騎手よりも、馬にとっては体重の軽い分負担が少ないので、有利であるということだ。」

インデックスファンドを発行する主要会社

Cassidy氏は多数のインデックスファンド(ETFを含む)について調査しているが、ここでは、まず、Vanguard社に焦点を当ててその実績内容を詳細に述べることにする。Cassidy氏によると、「Vanguard REIT Index Fundは、4つのクラスで、全クラス資産合計130億ドルのうち70億ドル以上を保有している。」という。この規模にまで拡大した理由の一つとしては、Vanguard REIT Index Fundは1996年に組成されたもので、不動産インデックスファンドとしては最も古く、最もよく知られているからである。さらに、Kinniry氏によれば、同インデックスファンドの魅力は経費率が非常に安く、アクティブ運用されている不動産ファンドの平均経費率の十分の一である。

Vanguard社のインデックスファンド(ETFを含む)は、MSCI U. S. REIT Indexを目指して運用されており、組成時以降、その平均リターンは14.3パーセントである。また、それは2005年には11.9パーセントの上昇に止まったが、最近3年間の平均リターンは25パーセント、最近5年間の平均リターンは18%を誇っている。

もう一つ人気のある不動産インデックスファンドとして、5銘柄のU. S. REITファンドを販売しているBarclays Global Investors社を紹介しよう。5銘柄のうち3銘柄はミューチュアルファンドで2銘柄はETFである。これらのファンドは2001年に開始された有名なiShares Dow Jones Real Estate Index Fundであり、これはDow Jones Real Estate Indexを指標とするものである。同社の他のETFはCohen & Steers Realty Majors Indexを指標としている。同社常務取締役U. S. Equity Portfolio Management部長のAmy Schioldager氏によると、同社が多種のインデックスファンドを出すのは、そのような需要があるからとのことである。そして、インデックスファンド全般として市場でのローリスクの部分をおさめているとのことである。

Wilshire Associates, Inc. 社の筆頭副社長のRobert Wade氏によれば、資産の種類によってその間の投資成果の相違はつきものであるが、不動産はここ数年にわたって常にトップクラスの投資成果をあげてきたとのことである。なお、同社は不動産証券インデックスシリーズを開設し、現在ではDow Jones Wilshire REIT Indexという名で知られている。同インデックスは、2004年2月1日から2005年2月1日までの1年間で26.4パーセント上昇した。同インデックスを目指して運用された、例えば、State Street社のstreetTRACKS Wilshire REIT Index Fundなどにとっては良いニュースであった。

アクティブ運用の価値

Wade氏によると、インデックスによる運用は、一般論としては、ポートフォリオバランスがうまくとれているといえるので、よい選択であり、また不動産ファンドは株式ファンドや債券ファンドと比較しても分散投資となり、さらに、インデックスファンドそれ自身も一層の分散投資となるポートフォリオであるとのことである。単一のREITを買えばそれはかなり激しく上下する可能性があるが、インデックスファンドを買えばリスクはファンドに組み込まれている複数のREITに分散されているのだ。他方、アクティブ運用のファンドについても事情は同様である。

さて2006年はいずれの投資成果が大きいであろうか。不動産投資の専門家の中には、アクティブ運用の方が有利であるとする者もいる。

Schonbrau McCann Group社のマネジメント部長のJordan Heller氏によると、現時点では、よいマネージャーさえ見つければ、アクティブ運用のファンドを買う方が有利ではないかとのことである。「アクティブ運用を担当するファンドマネージャーが優れていれば、インデックスファンドの投資成果を上回るであろう。また、不動産投資と金利変動との関係は常に考慮に入れなければならないが、不動産特有の部門、地域及びタイプの要素も考えに入れる必要があることは言うまでもない。」

Stetson大学のMichelson教授は、アクティブ運用のファンドがインデックスファンドの投資成果を上回る時とは一体どのような時であるかという、それは不動産市場が循環するその変わり目の時、即ち、不況に入る時又は不況から脱出する時であると言っている。同様な考えを持つHeller氏は、不動産市場においては近々変化が起きると見ており、その理由は、アクティブ運用するファンドマネージャーが、不動産市場において、ここ数年で最も大きく差別化をし、付加価値を高めることが出来るようになってきているからとのことである。

他方、ING Clarion社のマネジメント部長のKen Campbell氏のように、不動産市場の変動にかかわらず、アクティブ運用ファンドのほうが投資家にとって有利であると常に主張し続けているファンドマネージャーもいる。同氏は、「わが社は非常に長い期間にわたって、投資家はインデックスファンドよりもアクティブ運用ファンドの方がよりよい投資成果を得ることが出来る」と首尾一貫して言い続けている。」と言っている。

確かにCampbell氏はこの問題に関して特異なものを見方をしてる。同氏は、「3年から5年の間、特にREITの様に比較的新興ではあるが、成熟途上にある投資対

象部門においては、アクティブ運用ファンドがインデックスファンドの投資成果を上回ってきた。しかし、成熟した部門で、インデックスファンドに打ち勝つのは容易なことではない。」と語った。

結論的には次のようなことが言えるであろう。潜在的なリターンを最大化し、比較的高い運用経費を支払い、かつ、より大きなリスクを覚悟する投資家にとってはアクティブ運用のミューチュアルファンドが推奨されよう。反対に、中庸なリターンを得て、リスクを小さくしたい投資家にとってはインデックスファンドがよい選択肢であろう。投資家がいずれの選択をするにせよ、「投資家は全体として不動産市場の不安定性を減少させ、個々の投資家としても自分自身の全体的なポートフォリオに分散効果を追加することが出来るわけであり、このこと自体投資家にとってはよいことである。」とLipper社のCassidy氏は語った。

（“Indexes: An Investment Strategy or Investment Benchmark - Dose indexed investing have a place in your portfolio?”, Real Estate Port-folio, May/June 2006, By Steve Bergsman）

2. インデックス：投資戦略か投資基準か

- CSFB NCREIFがデリバティブ市場の指標を提供 -

インデックスによる不動産投資を考える場合、投資家にとっては、証券取引所において取引される不動産証券だけが唯一のものではない。もう一つの選択肢として、非上場不動産証券分野において、NCREIF Property Index (NPI) に基づいたデリバティブの開発が進んでいる。

NCREIFは、1982年に、その収集した不動産経営情報からなるデータベースから、Russell/NCREIF Property Indexを作成し、公表した。さらに、NCREIFは、1995年には、そのインデックスについての全責任を負うことになり、その名もNCREIF Property Index (NPI) となった。

2005年には、Credit Suisse First Boston LLC社が、NCREIFの最初の米国不動産投資デリバティブ市場形成の企画に参加した。

CSFB社の常務取締役であるJeffrey Altabef氏によると、NPIに基づいた不動産デリバティブを作ることに、不動産を見る立場の違い、即ち不動産市場に対して強気なのか弱気なのかによって、投資家は買いに出るか売りに出るか選択できるようになる。その源になっている不動産を実際には売買することなく、取引ができる

からであると語った。

インディアナ大学ケリービジネススクールの金融不動産学のJeffrey Fisher教授は、この新たな市場に関する報告書において、「デリバティブがNPIを指標にすることについては、いくつかの方法がありえる。例えば、トータルリターンについてNPIを指標にすることも出来るし、不動産の価値の変化を反映するキャピタルリターンのようなトータルリターンの構成部分についてNPIを指標にすることも出来る。」と述べている。

Altabef氏は、さらに、このようなデリバティブ市場が現れることは、不動産投資家にとっては2つの利点があると語る。即ち、1つは、良質な実物の投資対象不動産を見つけ出すことが困難な時に於いても、不動産投資が可能であることである。2つは、実物不動産であれば、「その不動産を売却してしまう以外には不動産所有をヘッジする方法がない」ことである。従って、投資家は、その実物不動産を急いで売却するか否かの判断を迫られることを避けることによって、リスクを回避したり又は他の部門の不動産と交換したりすることが可能になる。

英国にはすでに類似のインデックスによる不動産デリバティブ市場が存在する。Pensions & Investments社によると、その市場は、Investment Property Databank Indexを指標とするものであり、デリバティブ契約額は10億ドルに達している。これに比較して、CSFB/NCREIFの市場は、2005年年央に開設されたばかりなので、まだ2件の取引が成約されたに過ぎない。

Altabef氏は、不動産デリバティブ市場についてはかなりの関心をもたれるようになってきたが、「投資家が不動産の世界にこのようなテクノロジーが持ち込まれるというアイデアに強い関心を抱くようになったのには、長年の包括的な教育があったからである。」と語った。

“Indexes: An Investment Strategy or Investment Benchmark - CSFB and NCREIF Offer Derivatives Market”, Real Estate Portfolio, May/June 2006, By Steve Bergsman)

3. 不動産ETF・インデックスファンド入門書

投資家がREITの提供する安定したリターンと分散投資による利益を追究してきたおかげで、最近、資金は不動産ミューチュアルファンドに大量に流入してきている。AMG Data Services社の調査によると、2005年前半をとっても、不動産ミューチュアルファンドへの資金のネット流入量は26億ドルを超えている。このような証券取引所上場ファンド (Exchange-Traded Funds,

ETF) へ投資される資金は全体のごくわずかなものではあるが、投資家の一部の者にとっては、このファンドは、アクティブ運用ファンドとは異なり、安心して投資の出来るファンドである。

インデックスファンドと不動産ETFとはいずれもパッシブな運用戦略を取る点では同じであるが、投資の選択肢としては相互に明確に異なる。現在、次のようなファンドが一般投資家に提供されている。インデックスファンドとしては、Vanguard REIT Index Fundが有名であり、不動産ETFとしては、iShares Cohen & Steers Realty Majors Index, iShares Dow Jones U. S. Real Estate Index Fund, street TRACKS Wilshire REIT Index Fund及びVanguard REIT VIPERSの四つのファンドがある。

Vanguard REIT Index FundのファンドマネジャーであるGeorge “Gus” Sauter氏は、インデックスファンドは、アクティブ運用されている不動産ミューチュアルファンドと比較して、次の3点で有利であると語る。第一に、経費がかなり低額で済む。第二に、インデックスファンドはそもそもREIT部門の中でも広い分散投資となっている。第三に、インデックスファンドは、購入し保有する (buy-and-hold) 戦略をとり、出来高比率も低いので、その結果としてキャピタルゲインを実現する頻度も比較的低くなり、節税効果が高い構造となっている。

さらに、Sauter氏は、「REIT インデックスファンドは、REITアクティブ運用ファンドと比較してより良好な運用成果が得られるべきであり、平均すれば、上回るのが当然である。逆に、仮にファンドマネジャーがいずれかの特定のREITがREIT市場全般を上回ることを割り出すことが出来れば、投資家はREITインデックスファンドを上回る投資成果を得ることが出来るわけだが、それには大きなリスクが伴う。」と述べている。

ドイツ銀行の上席不動産アナリストのJouis Taylor氏の実施した調査によっても、インデックスファンドと不動産ETFの経費には大きな差は見られないが、両ファンドとアクティブ運用ファンドとを比較すると通常はかなりの差が存在するとのことである。Taylor氏の調査はキャピタルゲイン課税の節税効果についても、Sauter氏と同様な点を指摘している。即ち、インデックスファンド又は不動産ETFは、アクティブ運用ファンドと比較するとキャピタルゲイン課税の節税をすることが出来る。その理由として、前者の場合、投資家は自分自身でキャピタルゲインを所得として申告する時期を決定し、そうすることによって、実現するキャピタルゲインを最小化

することが出来るからとのことであるとし、次のように語った。「インデックスファンド又は不動産ETFの場合、投資家がそれを売る時までは一切のキャピタルゲイン税は課されない。ファンドの価値が増加していれば、キャピタルゲイン税の納税の選択をする時までは、引き続き価値の増加を享受することができる。他方アクティブ運用ファンドの場合は、そのようなわけにはいかず、価値の増加があればその年のキャピタルゲイン税を納めなければならない。」

(“FUND FOCUS A Primer on Real Estate ETFs and Index Funds”, Real Estate Portfolio, September /October 2005, By Courtney Darby and Jada A. Graves)