

【研究ノート】

第13回国際土地政策フォーラムについて

原田 一徳

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、13回目の今回は、「海外から見た日本の不動産投資市場の透明性と海外における取組」と題し、米国、豪州、アジア地区（香港）から専門家3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。

不動産投資市場の透明度が高いと言われる「米国」、「豪州」における透明性を高めるための取組、海外での透明性に対する考え方等に関する講演を踏まえ、パネルディスカッションでは、日本の不動産投資市場の現状と透明性向上に向けた取組についてどのように感じられる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18年10月24日（火）

(2) 場 所：時事通信ホール

(3) プログラム

・第1部 講演

【講師】

トニー・チャケット氏

（マサチューセッツ工科大学（MIT）教授、同大不動産センター所長）

ジェーン・マレー氏

（ジョーンズラングラサール社アジア・パシフィックリサーチ部門ダイレクター）

トレヴァー・クック氏

（豪州不動産協議会（PCA）専務理事）

・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】

トニー・チャケット氏

（マサチューセッツ工科大学（MIT）教授、同大不動産センター所長）

ジェーン・マレー氏

（ジョーンズラングラサール社アジア・パシフィックリサーチ部門ダイレクター）

トレヴァー・クック氏

（豪州不動産協議会（PCA）専務理事）

松原 文雄氏

（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

不動産投資市場の拡大は、我が国の不動産市場の構造的な変化に大きな役割を果たしています。また、資金移動の自由化及び不動産市場の流動性の向上に伴い、不動産市場は急速に国際化している状況です。このような状況の中で、我が国の不動産投資市場の安定的な拡大を図る上で、不動産に関する情報整備など不動産市場の透明性向上は重要な課題となっております。

本年度の国際土地政策フォーラムにおいては、我が国の不動産投資市場がその透明性の観点から海外の有識者の目にどのように映っているのかについて討議し、先進諸外国における取組を紹介いただくとともに、今後どの

ような情報の整備が我が国の不動産投資市場の透明性を高めるために必要か議論することとします。

3. 各講師の講演概要

(1) トニー・チャケツェ氏

(マサチューセッツ工科大学 (MIT) 教授、同大不動産センター所長)

私のプレゼンとしては、①MITの不動産センターについて、②透明性の定義について、③米国の資本市場における透明性について、④世界的な問題、これが透明性とどういう関係があるかについて、⑤透明度から生ずるチャンスと課題について、⑥最後にまとめについてお話ししたいと思います。

MIT不動産センターは1984年に設立されています。1年の大学院レベルの不動産プログラムとしては最も古いもので、建築都市計画学部の中にあります。ミッションというのは責務ですが、世界の建設環境を改善すること、これは三つのセンターの機能を通じて行っています。教育プログラム、不動産開発の修士のプログラム、そして私どもの研究プラットフォームです。これは不動産の事業経営に関連するものを通じて行っています。そして研究も行っています。MSRED、修士のプログラムですが、これは1年のプログラムです。非常に集中的なプログラムで35人の空きに対して世界各地から250人の申請者がいます。幾つかのコアコースがあり、選択のコースもあります。それに補完する形で学生は論文を書くわけですが、最近グローバルにも拡大しており、ヨーロッパ、アジアでもコースを提供しています。

2年前、MITで正式な機関のリサーチの土台を始めまして、三つのプロダクトがあります。HAI (Housing Affordability Initiative) と呼ばれるものが一つ、これは多くの都市での住宅価格の取得可能性のものです。それからCREDL (Commercial Real Estate Data Laboratory)、あらゆる商業イニシアティブの指数、オペレーションのパフォーマンスその他の実績、指数にかかわるものです。最後のものがNCD (New Century Development)、これはテクノロジー、メディアの側面です。大きな都市開発に関連するものを扱っています。かなりの業界の関与もあり、幾つかの業界がセンターに関与しています。リサーチのイニシアティブに参加したり、あるいは学生を採用したり、あるいは諮問委員会に参加したり、国際的拡大にも参加してくれています。最

近は不動産のイノベーションあるいは課題に関するフォーラムにも関与してくれています。業界と一緒になってタイムリーなトピックを話しあったりしています。

この地図は、今申しましたイニシアティブのロケーションを示しています。世界各地に拡大しています。商業不動産の幾つかのトピックについて取り上げて議論しています。透明性についてお話しすることが私の課題ですが、非常に理解しにくい難しいことがらです。リサーチなどでも扱っていますが、この透明性に関する定義が非常に難しいということを経験しています。

透明性の定義です。起源は1595年の中世にさかのぼれます。この定義のうち4、5、6、7が不動産に関連する定義です。これは見せかけや偽りがなく、容易に検出できる、また、透かし見えること、容易に理解できること、特に商行為に関して情報の可視性またアクセスの可能性を特徴とすることが挙げられます。これをさらに掘り下げて、なぜ透明性が重要なのかということを考えてみたいと思います。透明性が重要なのは情報を得たうえでの決定をするうえで重要です。いい決定をするためには理解が必要です。また組織の信頼性を評価、強化するという意味で重要ですし、また貧しい資源を配分するためにも透明性は重要です。また長期的な市場の効率性を可能にするということでも重要です。単純に申すならば透明性とは決定に感心を持つ人々が何が、どうして、いつ、どこで決定されるかを理解できるようにするということが言えます。

透明性には七つの要素があり、明確性、一体性、アクセス可能性、論理・合理性、正確さ、アカウントビリティ、オープンさです。それぞれについて数分ずつお話ししたいと思います。明確性についてですが、透明性のプロセスを理解できる分かりやすいプロセスをもたらす、何が起きているかということが分かるようにしなければならない。透明性を完全に確保するためには隠された意味がないことが重要です。すべて表に出さなくてはならない、業界用語が最小限でなくてはならない、使われている言葉が理解できなければならないということ。透明性のプロセスというのは、そのプロセスがどういうものであるかということをも簡潔に記述できるということを意味するわけです。

透明性の一体性という場合には決定プロセスが全面的に開示されなければなりません。つまり包括的であればならないということ、意思決定が包括的であるかということ。プロセスに関しては前後状況の中で位置づけられていなければならないし、参考資料、出典の文書がはっきりしていなければならない。そのほかの決定

や活動との関係も重要です。

完全な透明性があるためにはアクセス可能性がなければなりません。すべての文章に全面的にアクセスできなければなりませんし、アクセスを必要とする人たちはその情報を探するための援助が得られなければなりません。また、利害関係のある意思決定者の双方向的な対話が促進されなければなりません。透明性は論理的でなければならず、合理的でなければなりません。決定と方針が長期的に追跡可能でなければなりません。また、決定の重点と関与の機会が明確でなければなりません。

透明性は一貫性がなければならず、また標準化されていなければなりません。正式化され、柔軟性があり、最も重要な点として拡張可能なプロセスでなければなりません。透明性は正確でなければならず、欺瞞とか、あるいは偽りがあるはずではありません。また薄められていない情報というのは重要です、情報の精度の高さも重要です。プロセスはオープンでなければなりません。明確で直接的で首尾一貫したメッセージがなければなりません。政府の決定、規則へのインプットを提供するということが必要ですし、また機関の間での協力を促進しなければなりません。

最後に、プロセスが透明性を確保するためにはアカウントビリティ、説明責任がなければならず、プロセスについての根拠がなければならず、ピアレビューが行われなければならず、決定と実行の間に関連がなければならず、最も重要な点として行動に対する責任がなければなりません。

これを背景として、透明性がアメリカの商業不動産市場をどのように促したかという話を少ししたいと思います。透明性に関連してアメリカで最も重要な点は、商業不動産の市場規模を特定できたことです。すべての商業投資の不動産資本、全体的には5.5兆ドルになりますが、透明性があるゆえにこういう規模の特定ができたわけです。また透明性があるゆえに商業不動産の個々のタイプをより知ることができます。ここではデット (Dept) とエクイティ (Equity) に分けていますが、さらに上場、非上場の二つに分けることも可能です。これも透明性という観点からは重要です。

まず実物の不動産の話をしたいと思います。1.6兆ドルの市場規模です。このプライベート・エクイティ (Private Equity) の非常に多くは個人投資家が保有しています。60%が個人投資家によって保有されています。これは富裕層、そして繰延課税制度を利用した節税投資家もいますし、共有不動産投資をしている人たちもいますし、その他の私的なパートナーシップで投資している

人もいます。機関投資家は22%、3500億ドルありますが、年金基金がそのうち2500億ドルを投資していますし、財団、基金が1000億ドルほどの投資を実物の不動産にしています。

アメリカではここ数十年で新しい領域として外国の投資が、特にここ10年で増大しています。ただ、プライベート・エクイティ全体の7%ぐらいしか占めていませんし、額としては1150億ドルです。

次のグラフで見えるのが外国投資の増大です。2002年から2005年の間の増大が見られます。ドイツの投資がかなりコンスタントに増えていますし、オーストラリアがここ1年でかなり増えています。中東も増えています。その他は大体一定していますが、ここ4~5年、外国投資がかなり大きな部分を占めていることがお分かりいただけるかと思います。

その他の実物不動産への投資は、生保が直接持っていたり、商業銀行が持っているものが11%。その他非公開の金融機関、ヘッジ・ファンド、オポチュニティファンド (Opportunity Fund) あるいはプライベート・エクイティなどの非公開金融機関が持っています。プライベート・デット (Private Dept) に関してはこれはコマーシャル・モーゲージ (Commercial Mortgage)、メザニン (Mezzanine) などが特徴的ですが、商業銀行がコマーシャル・モーゲージのほとんどを持っており、50%を上回っています。ここ10年、15年ほどでかなり変わってきています。生保の世界でかなり下落があって、この理由については後で申し上げますがかなり変化しています。貯蓄金融機関がプライベート・デットの一部を持っています。政府機関、フレディーマックなどが持っています。

これはメザニン・デット (Mezzanine Dept) を説明したものです。ここ5年、7年、かなりホットでポピュラーな商品でしたが、左は伝統的なモーゲージ (Mortgage) を示したものです。2番目にはセカンド・モーゲ



ージ (Second Mortgage) のローンで、その次に優先株式、B ノートが右から 2 番目、いちばん右がメザン債、メザン・デットでして、買主の自己資本に対する抵当権です。

パブリック・エクイティ (Public Equity) ですが、これはリート (REIT)、そして法人所有不動産から構成されています。リートは多くの人が話しています。アメリカでは3300億ドルの時価総額となっていますが、私どもの資本市場の構造では、その占める割合は小さいのです。標準化されているというのが特徴で、その標準化ゆえに透明性があるわけです。アメリカではリートは1960年代以来あり、この市場が大きく伸びたのは1990年代初期以降です。リートとしての資格はその主要な活動が不動産関連でなくてはならないということ、所得の90%以上が毎年株主に分配されなければならないということ、少なくとも資産の75%以上が不動産でなくてはならないということ、少なくとも総所得の75%が賃貸料に由来するものでなければならない、そして所得の30%、つまり保有期間4年以下のものからの所得は30%以下でなければならない、中国などではアパートなどを売ってどんどん転がして売っていくということですが、こういうものはリートとしては適格ではないということです。エクイティ・リートは不動産を買う、それからハイブリッド・リート (Hybrid REIT) などがあります。1974年にはリートは34件、時価総額が14億ドルでした。EquityとHybridと大体均等に配分されていましたが、2006年の初期から196件のリートとなっており、時価総額が3300億ドルとなっていますが、エクイティが非常に多くなっています。リートの153件がエクイティです。37件がデット (Dept)、6件がハイブリッド・リートとなっています。144件のリートがニューヨーク証券取引所で上場されており、大きいのがサイモンです。時価総額は150億ドルとなっています。エクイティ・オフィス・プロパティーズはオフィス・リートで130億ドルとなっています。エクイティ・レジデンシャル・プロパティーズが4位で96億ドル、ボルナドは多角化されたリートで100億ドルほどになっています。そしてゼネラル・グロースは地域、地方オペレータです。

このグラフが示しているのはリートの時価総額です。1972年代初期からの動向が示されています。90年代初期はリートマーケットはまだ小さく、時価総額も非常に低額でしたが、90年代初期に非常に大きく伸びました。不動産の32年間のリセッション以来回復をしてきたところで大きく成長したわけです。2000年にリートの資本、時価総額が非常に大きく伸びました。

大きな部分を占めているのが1.4兆ドルに至る法人不動産のセクターです。法人不動産の定義は、製造、販売、事務所に使われる不動産ということです。2005年末現在のもが出ていますが、最大の所有者は世界最大手の小売業のウォルマート、フォード、小売業のホーム・デポ、また小売業のシアーズ、小売業のロウズなどです。かなり大きな比率を占めています。なぜこれが機関投資家にとって重要なのかと思われるかもしれませんが、トップ50の法人不動産所有者で、2000億ドルの余剰キャパが法人不動産のセクターにはありましたので、非常に重要であるということがそれでもお分かりいただけると思います。

次にパブリック・デット (Public Dept)、上場のデットマーケットを見たいと思います。アメリカでもかなり発達しています。その一つとしてCMBS (商業用不動産ローン担保証券) があります。比較的新しい資産クラスです。どのようにして開発されたのかということですが、1990年から1993年の不動産不況があったためです。そのために多くの不動産が借り手に差し押さえられ、抵当流れとなりました。その問題を解決するためにアメリカで解決策として出てきました。

このグラフは当時の資産価値の下落を示しています。全体で35%の価値が下落しましたが、一部のマーケットでは50%も価値が下落しています。資産価値がこの時期大きく下落しました。その結果政府が整理信託公社を設立しました。それを受けてリートが組成されました。そしてデット・ストラクチャーが非上場のものから上場のものへと変わりました。情報も多く、CMBSが市場で受け入れられるようになりました。市場の効率も高くなり、この資産クラスが、コモディティ化したわけです。

ご覧のように、このグラフは発行を示しています。90年代はあまり発行額が多くありませんでしたが、2000年、2001年にかなり増えてきて、昨年、今年は1600億ドル、1700億ドルほどの新規発行が行われています。平均的な取引サイズは拡大しています。05年、06年の典型的な取引は17億ドルくらいでした。そういうことで、1件当たりの取引金額も非常に大きくなっています。なぜこれが重要なのかということですが、この資産がどのように機能するのか十分に理解されていないところがありますので、CMBSの構造についてこちらでお示ししています。

完全にリスクがないわけではありません。担保があります。信用補完を行っています。Subordination、劣後順位によって信用補完を行っています。投資適格の債権、非投資適格の債権、そして非投資適格の債権の下には格

付けされていないものがあります。不良債権化した場合には、最初に格付けされていないところからロスが発生する。次に非投資適格、そして投資適格へとロスが及んでいきます。

こちらは劣後の順位を示しています。ここ10年ほど大きく劣後順位が変わってきています。例えば伝統的なAAAの行をご覧くださいと思います。1998年、伝統的なAAAが29%を占めていましたが、2004年はそれが半分の14%に下がっています。全体的に見ましてより低い劣後順位のものについては比率が下がってきています。

なぜCMBSの劣後順位で低い部分のものがなくなってきたのかということですが、ローンはリスクが小さいということ、ローンについてより理解できるようになったということ、ポートフォリオ効果というものもありました。大きなポートフォリオにこれらを組み合わせるということです。その原因となっていますのが、モーゲージが回収不能となるデフォルト・プロバビリティ（倒産確率）、それから倒産時損失率の仮定が立てられているということがあります。これはモーゲージの不良債権化です。まず活動期のモーゲージ、それがデフォルトに陥る、場合によっては再建され回復していきます。しかし多くの場合はそうではなく抵当流れとなります。

学会での商業不動産の研究というのは抵当流れのところまで終わっています。そしてその時点でどのくらいの倒産確率であるのか、デフォルト・プロバビリティであるのか、損失額であるのかということで、所有不動産、REOのところ、あるいは最終的な資産売却での損失については十分に研究が行われていません。伝統的な調査ですが、平均的にはこういったローンで累積回収不能率は大体20%ぐらいとされています。そして回収不能になったローンの約半分が抵当流れとなる、したがって半分はリストラクチャーされることとなります。

1986年はアメリカではオリジネーションで最悪の記録で、回収不能率は32%でした。そして流動化によりローンの平均全期間損失想定率は33%でした。ここ数年間、MITではさらに追加的調査を行いまして、最終的な資産売却まで追跡して研究を行っています。その段階での損失は60~65%ということで、不良債権化した場合に通常考えられている損失の2倍となっています。つまり、平均の損失発生率ということで大体プール当たりの損失発生率は4.9%ぐらい、その場合には格付けなし、B、BBまでが影響を受けます。1986年、最もデフォルト率が高かったオリジネーションの年ですとBBBでも損失が発生し、8.1%という数字となっています。しかし

資産の売却まで追跡してみますと14%近くの損失ということで、BBBのところ損失を被るだけでなく、A、AAのところも損失を被ることになります。

これはとても良い例であると思ってお示ししています。CMBSのマーケットがあるのにCMBSがどのように機能しているのか、ここ10年間のマーケットの動きなどが十分に理解されていないということをお示したかったのです。無担保リート債は1600億ドルほどの規模となっています。レベルは65%から55%の範囲となっています。

次にグローバルな不動産をアメリカの観点から見てみたいと思います。グローバルな投資が増えているということはすでにお話ししました。なぜアメリカでもグローバルな投資が行われているかということです。アメリカ国内では資本がだぶついています。不動産投資というのは魅力的な投資対象となっています。特に2000年、2001年、ハイテクバブルが崩壊して、株式も魅力的ではないということで、不動産に投資が戻ってきました。また不動産ファンダメンタルズも改善しています。賃料もほとんどの地域で相場が上昇しています。また、昨年までは金利低下が続いていました。今でも長期金利はかなり低い水準で、ファイナンスにも魅力的な状況であり、不動産の魅力が再認識されています。

アメリカの資本市場で商業資本にこれだけの金融資本が流入しています。2001年はこのような水準でした。折れ線ですが、キャップレートがこのように下落しているという状況が示されています。なぜこれだけ不動産の需要がアメリカで増えているのでしょうか。そしてオフショア、例えばアジア、ヨーロッパにも投資が向かっています。利回りを追求しているからです。国内では利回りが下がってきていますので、海外で利回りが追求されています。またチャンスの拡大でもあると捉えられています。国内以外でのチャンスを追求するという、それと分散化のメリットもあります。多くの投資家にとって特に産業の需要化、それから物流関連の需要化、例えばDHL、プロロジスといった、倉庫、物流関連の企業はアジア、日本にも進出していますので土地が必要だということもあります。グローバルな資本市場を見ますと8兆ドルほどの投資家のグローバル不動産が世界的にあります。そのうちアメリカはわずか39%です。したがって大きなチャンスがあります。イギリスにもありますし、ヨーロッパ大陸にも2.3兆ドルほど、アジア、日本、またオーストラリア、ニュージーランドにもチャンスがあります。投資対象として非常に大きな不動産マーケットがあります。

リートも拡大しています。1994年に比べますと非常に増えています。昨年は2400億ドルから6500億ドルまで伸びています。1994年は4カ国しかリートを上場していませんでしたし、検討中は1カ国のみ、昨年はリートが16カ国で上場され、検討中の国は7カ国でした。イギリスではすでに法律が成立していますので1月からリート市場が始まりますし、ドイツでも間もなくリート市場が始まります。その結果、世界的にCMBSが成長しています。不動産が増えるということでデットマーケットも拡大しています。2000年にはほぼゼロに等しかったマーケットが2004年、2005年、2006年には大幅に伸びています。

世界的にどういった課題があるでしょうか。ほかの演者の方々からお話があると思いますが、透明性の分野も問題です。海外ではやはり安心感が重要です。外国市場でどのような状況であるのか安心感を得たい、そのためには透明性は重要です。また債券市場が機能し、効率よくあるためには、適切な権限制度、財産権制度が必要です。そして財産権をきちんとモニターできなければなりません。また世界的には収益、利回りの低下も見られています。世界のほとんどの市場で価格は上昇し、利回りは下落しています。また透明性が低い市場ではビジネスがやりにくいということがあります。その地域のパートナーと組まなければビジネスをしにくいということがあります。例えばベトナム、中国、インドといったところでは地元のパートナーと組むことも重要です。投資の細分化も見られています。透明性の低いマーケットではオポチュニティファンドやヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティなどが投資を行っています。そしてより機能する適切な投資マーケットとなるまでは、今申し上げたようなファンドなどが中心的な投資家で、そのあとバリューアッド型、コアプラス型、コアインベスターといった投資家が出てきます。

投資戦略は世界的に統合されていますが、どういった役割を果たしているのでしょうか。グローバルな市場が統合されている、ではグローバルに投資する必要はないかと思われるかもしれません。オーストラリアの企業は60%以上の資産をオーストラリアの国外で保有しています。例えばウェストフィールドがそうです。世界各地で資産を保有しています。ではこの企業に投資すればグローバルな投資になるではないかということも言われています。そういった議論を行っている機関投資家もいます。しかし透明性が高ければチャンスも生まれてくるのです。CDO（債務担保証券）について、それからデリバティブにおいてインデックスが果たす役割につい

でも少しお話ししたいと思います。

CDOというものは金融手段としてはアメリカでは比較的新しいものです。7～8年前から使われていますが、特にこの2年間目覚ましく伸びています。担保としては、CMBS、Bノート、メザニン債、ホール・コマーシャル・モーゲージ（Whole Commercial Mortgage）、プリファード・エクイティ（Preferred Equity）、優先株式など、このプールに入れたものを、これらの担保をCDOとして再証券化できます。CDOですが、担保のプールが一定のものと担保のプールを入れ替えるものと二つのタイプがあります。

アメリカでは資本市場はより効率的になっており、面白い構造となっています。2004年の取引を見てみますと15件でしたが、2005年には37件と取引が増えていきます。CDOのボリュームはアメリカでは大きく伸びています。もう一つ、デリバティブも世界的に話題になっています。ご存じだと思いますが、デリバティブというのは一つまたは複数の原資産、またはインデックスから派生する資産または証券です。デリバティブの価格は原資産、またはインデックスの変動によって決定されます。よく知られたデリバティブとしてはストックオプション、商品先物、金利スワップなどがあります。

不動産の分野ですが、通常は商業用不動産の投資パフォーマンスインデックスに基づくスワップがデリバティブの主なものです。IPDインデックス、ヨーロッパで使われているもの、それからアメリカのNPI（NCREIF Property Index）が最も有名なものかと思います。少し細かい内容となりますのであまり時間をかけないようにしたいと思います。ですが、デリバティブとして今マーケットで三つ主に使われているものをご紹介しますと思います。

キャピタル・リターン・スワップ、買い側が売り側からインデックスの値上がり益を受け取り、かわりに売り側に買い側が固定スプレッドを支払うというキャピタル・リターン・スワップです。したがって、買い側にとってインデックスの値上がり益があれば、売り側から固定スプレッドを受け取ることになります。

次がトータル・リターン・スワップ、同じことですが、この場合には資本増加、そしてインカム・リターンを合わせたトータル・リターンということになります。そして次にもっと面白いものが不動産タイプ、トータル・リターン・スワップです。

この場合にはある特定の不動産タイプを選び、そしてそのリターンを別の不動産タイプのリターンとスワップするということです。例えばリテールのインデックスの

リターンを受け取る、そしてオフィスのリターンと固定スプレッドを支払うということが可能です。なぜそのようなことをするのかと思うかもしれません。自分のポートフォリオがオフィスの加重が重すぎる場合にはオフィスのエクスポージャーを減らす、このデリバティブを使えば比較的楽にエクスポージャーを変えられます。ただ、問題もあります。商業不動産ですが、よく言われているのが取引コストが高い、取引の準備期間が長くなる、空売りできないということが商業用不動産ではデメリットと言われています。デリバティブではマーケットが十分に発達すれば取引コストも低くなりますし、素早く実行できます。空売りも買い持ちも可能です。なぜこれが重要でしょうか。マーケットリスクに対してヘッジができます。今はできないことですが、できます。また資産クラスからの再配分も迅速にできますし、不動産セクターのリバランスも可能ですし、国際的な分散投資も可能となります。またマーケットを上回ってアルファを追求することも可能となります。ですからデリバティブにはポテンシャルがあります。

イギリスのマーケットはここ数年間でかなり発達しています。06年第1四半期ですが、IPDによりますと大体10億ポンドほど、アメリカドルで20億ドルほどの取引だったということで、かなり活発なマーケットとなっています。アメリカではまだそれほど発達しておらず、まだ4~5件の取引しか起こっていません。それには理由があり、アメリカの投資家は一部市場の流動性について懸念しています。反対取引を行うのは誰かということも懸念しています。また、比較的新しいものですので、価格設定の方法について懸念されています。

何を取引の対象としているのかということです。インデックスに基づいたデリバティブが使われていることが多いのですが、インデックス、サブインデックスが正確なものかという問題もあります。アメリカでは主だったインデックスとして多くの方がご存じだと思いますけれども、NCREIFのインデックスが使われています。ただ、このNCREIFのインデックスというのは鑑定評価に基づいたものでスムーズ、ラグが生じるという問題があります。昨年MITではNCREIFから派生したインデックスを作りました。TBI (Transaction Based Index) というもので、NCREIFのデータを使いまして、そして実際に取引価格が分かっているものについては、鑑定価格のデータだけではなく、取引価格のデータも組み入れた新しいインデックスを作っています。またパートナーであるRCA (Real Capital Analytics) と新しいインデックスを来年発表することになっています。RCAというの

は2500万ドル以上の不動産の取引のデータをすべて取っているところです。InstitutionalなクラスAのマーケットについては、RCAはすべての取引のデータを補足しているということです。これがなぜ重要かということですが、このグラフをご覧ください。

NCREIFのインデックス、黒い線で示されています。それからMIT、NCREIFベースのTBIです。もっとボラティリティが高くはなっていますが、NCREIFよりも先行型のインデックスとなっています。そしてMIT、RCAのインデックスはさらにそれよりも先行型になっています。従って、どういったインデックスを使うのかということによってデリバティブ市場の効率性が決まってくるから、そもそもインデックスはどういうものが使われているかということは重要です。

それ以外に透明性に影響を及ぼす問題があります。なかなか人は口にしたりませんが、学者の特権としてこういったことを指摘したいと思います。腐敗、贈収賄、不十分な情報開示です。アメリカの腐敗の例を挙げたいと思います。ビッグディックと呼ばれる3.5マイルのボストン中心部のトンネルで、1985年には25億ドルのコストと見積もられていましたが、146億ドル以上が費やされており、インフラプロジェクトとして、アメリカで最も多くの資金が投じられているものとなっています。今年の夏、7月に天井パネルが崩落し、車に乗っていた女性が一人死亡しました。空港に友人を迎えに行く途中でした。また救急車も、交通渋滞のために救急車で運ばれていた患者が死亡したかもしれません。そして天井パネルの崩落の原因ですが、ボルトや目打ち材などの質が悪かったということ、そして遅れもありましたし、それ以外にもさまざまな腐敗があったことが明らかになりました。また記録の改ざんも明らかになりましたし、コンクリートの質も劣悪であったことが分かりました。州の司法長官、ベクテル、それ以外の企業を訴追しています。賠償請求を行うということです。コンクリート供給業者も立件されています。汚職、贈収賄というのは好ましくないものですが、現実のマーケットではあるということです。

トランスペアレンシー・インターナショナルというベルリンの組織が世界で汚職の状況についてモニタリングを行っています。こちらは2005年の腐敗認識指数です。スコアが高いほうが良いということ、クリーンであるということです。北欧諸国の多くがトップに入っています。アイスランド、フィンランド、ニュージーランド、デンマーク、シンガポール、これらはほかの国々よりも腐敗が少ないということです。アメリカはどのあたりに位置

づけられているかといいますと、17位で、透明性はかなり高いのですが、腐敗についてはそれほど成績は良くないということです。

トランスペアレンシー・インターナショナルでは賄賂指数というものも出しています。輸出国がどの程度賄賂をしなければビジネスができないのかということを示しています。スイス、スウェーデン、オーストラリアなどがクリーンであるということで上のほうです。アメリカは10位となっています。外部に対して賄賂をこのくらい求めているということです。

最後にまとめとして幾つか申し上げたいと思います。まず透明性ですが、正確でタイムリーな情報という形で捉えたいと思います。タイムリーな真実という意味で透明性を考えたいと思います。また効率的市場仮説を信奉しているもので、市場が機能している、そして市場に問題があれば問題を発見し、それにしたがってプライシングを行っていくと考えています。そして透明性が高ければ、市場は効率性がよく、資本が低コストになり、だれにとってもWin-Winの状況になるということです。

データの収集配布については業界団体、そして政府が重要な役割を果たしています。例えばアメリカではプライベート・エクイティのマーケットではNCREIFが不動産マーケットのデータを補足していますし、RCAもデータを収集しています。プライベート・デットではアメリカ銀行協会（ABA）、生保協会（ACLI）がデータを収集しています。またパブリック・エクイティではNAREITがデータを収集していますし、パブリック・デットについてはCMSAがデータを集めています。従って、業界団体やロビー団体など、データを収集し普及させるところが幾つかあり、そのおかげで市場の透明性も高まっています。国際的な基準への準拠も重要です。この点についてはほかの演者の方からオーストラリアの状況についてお話があるかと思います。

腐敗、贈収賄というのは、民間マーケットだけでは手立てとしては不十分で政府の介入が必要な分野です。最後に透明性ということで日本の状況についても関連してくると思いますが、透明性というのは一夜にして現れるものではなく、時間がかかるということです。正しい方向に一步一步進んでいくということは重要ですが時間もかかるということも認識する必要があると思います。規制も一夜にして変えることはできませんし、法的な側面、会計、財務なども関わってきます。また文化や道徳的な側面も関わってきます。国によってビジネスのやり方は違い、それによって透明性のレベルも異なってきます。

ご清聴どうもありがとうございました（拍手）。

（2）ジェーン・マレー氏

（ジョーンズラングラサール社アジア・パシフィックリサーチ部門ダイレクター）

最近、不動産市場の透明性の問題が全世界で非常に重要になってきています。それには幾つかの理由が存在しています。例えば不動産に関しては、投資家・テナント双方で急速なグローバル化が進んでいます。そこで政府、そして不動産業界が日本を含む多くの国でこの問題に注目しているのは大変いいことだと思います。多くの国々ですぐすれば透明性を高められるか考えていらっしゃいます。

今日の話の中では二つの話をします。まず第1に、ジョーンズラングラサール不動産透明インデックスを紹介いたします。また、このインデックスを使った2006年の調査のグローバル、地域の結果を紹介いたします。第2にこの調査結果における日本の状況をご紹介します。例えばここ2年間に日本が改善したところをご紹介します、一方で、それでもまだほかの先進的などころに比べて日本が後れているところをご紹介します。私のまとめのところでは不動産取引の慣行あるいはトレンドの中で、全世界、そして日本においてどういう因子が影響を及ぼしていくかをご紹介します。

そういうことで2006年の調査結果をご紹介しますが、その前に、ジョーンズラングラサールの透明性インデックスそのもののバックグラウンドをご紹介します。また、なぜ当社がこのような研究をわざわざ行う必要があるのかどうかを考えていきます。

初めにインデックスを出したのが7年前で、そのあと3回改訂しています。我々は毎回手法を向上化させており、質問を増やしたり、あるいは地理的対象も増やしています。対象となっている国々の数も増えています。我々の透明性インデックスは、商業用不動産市場の透明性だけに焦点を当てているものでは全世界でも唯一のもので

す。その目的は、不動産の投資家あるいはテナントの人たちが外国で取引したり、所有したり、経営したりするときに、自分の国と違うところで行う場合にはどういう違いに直面しうか、その用意となるために提供しています。そもそも基本的な問題として透明性はなぜ重要なのか、先ほどチャケッテ先生がおっしゃっていただきましたが、クロスボーダーの投資自体が拡大しています。全世界の中でもクロスボーダーの投資活動が最も拡大しているのはアジア太平洋地域です。また不動産の多国籍のテナント自体が全世界で事業を行うに至っています。投

資家とテナントが国外の新しい市場に参入する際に、不動産の慣行が自分たちが馴染んでいた国々と全く違うことに気づくのです。

もう一つ、なぜ透明性が重要であるかという点、利害関係者（ステークホルダー）が以前に比べてどこの市場においても報告内容、あるいは標準化に関して厳しい要求をするようになってきているためです。

我々としては、このような不動産取引に関する透明性指数を出すことには複数のメリットがあると思います。以前であれば広い意味でのビジネスのやり易さという意味での透明性の指標は色々な存在があり、クロスボーダーの取引の意思決定のために存在していたと思いますし、多国籍のテナントのために使える透明性指標があったと思います。しかし、それは不動産だけの透明性指数ではありませんでした。当社のインデックスは商業用不動産の取引に関する透明性だけに絞って開発されたものです。また透明性は変わらないものではありません。透明性はいつも変動しています。そこで我々のインデックスを使ってみていただきますと、異なるマーケットにおいて時間が経つと透明性がどのように変動していくのか理解していただくのに役に立つと思います。また、従来不動産はほかの資産クラス、あるいは他の業界と比べると決して一番透明なものではありませんでした。我々のインデックスを見ていただきますと、どういう意味で改善があったのかどうか、あるいはどこがまだ透明性が足りず、問題があるかどうかを見極められます。一言で言いますと、私どものインデックスは他の国際的な指標と一緒に使ってもらっていただけます。それを使ってグローバルな投資戦略をお考えいただいたり、あるいは企業としてグローバルな戦略の高度化にほかの指標と一緒に使っていただくことが可能です。

そもそもこのインデックスをどのように作成しているか、簡単にご紹介します。私どもの会社の中のグローバル・リサーチ・チームが合同で行っています。専門家が250人ほどこのグローバル・リサーチ・チームに入っており、いちばん拡大が速いこのアジア太平洋地域では90人近い専門家がチームに参加しています。すべてのリサーチ、例えば質問を作成したり、質問票全部をまとめたり、回答を分析すること、いずれも全世界に配置されているシニアリサーチャー、上級研究者が行っています。またこの調査を行ううえで、各企業、産業界からのインプットが大事であることも分かりました。それぞれの地域で各オフィス経由で業界のトップの方々にご意見を聞いています。

まとめますと、27の質問を問いかけて透明性を計ろう

としています。どういう質問を聞いたか、カテゴリ分けをしますと五つのカテゴリに分けられるので、スライドに書いてある五つの分類に関して質問しています。ここでどういう質問カテゴリ、分類があるのかをご紹介します。

まず第1のカテゴリ、そもそも不動産の投資実績のインデックスがあるかないか聞いています。これは上場、非上場両方の不動産ビークルに関して実績を見るインデックスがあるかないか、もしあるのであればどれだけの期間分のデータがあるのかどうか聞いています。

第2のカテゴリ、これは不動産市場のファンダメンタルズに関するデータがあるかないか聞いています。例えば不動産の供給、需要、空室率、賃料、投資利回りのデータがあるかないか聞いています。また不動産の中でもできる限りのセクターをカバーしてデータがあるか聞いています。例えば機関投資家の投資適格水準のものなどで、オフィス部門、リテール部門、産業部門、住宅部門、ホテルなどといったセクターをカバーしています。また過去からのデータがどれだけの期間分必要であるか、それぞれのマーケットにおいて、それぞれのセクターに質問があります。

第3のカテゴリは上場不動産ビークルの報告基準です。例えば会計基準やコーポレートガバナンスについて聞いています。またその報告の内容が国際基準に則って出されているかどうか確認しています。

第4のカテゴリは法制度あるいは規則が公正であるか、効率的であるか、各国で調べるための質問です。法的な問題でいった場合には契約の強制力があるかどうか、財産権、土地、不動産に関する権限が保障されているか確認します。規制、規則に関しては公的な記録、例えば登記簿を法務局で見られるかどうか、固定資産税の執行管理がどのように行われているか、都市計画法あるいは建築基準のようなものに関するデータがあるかどうか聞いています。



最後の第5番目、取引の流れ、またこの業界における不動産専門家の専門性の基準を聞いています。この第5の区分は今年初めて入れた新しい質問群です。この中ではそもそも取引自体がオープンで公正であるか、それを聞きたいと思っています。ここで新しい質問を三つつけました。第1は売り物件、賃貸物件の両方に関して取引のプロセスがオープンであるかどうか、その取引の流れ自体がオープンで公正であるか聞いていますし、また、この取引の中でかかわってくる代理人、代理店あるいはサービスの提供者が十分に高い専門性を持っているかどうかを尋ねています。

そういうことで五つのカテゴリーで質問を用意しており、不動産関連の透明性を聞いています。この五つの区分すべてで27の質問があります。そして各国の回答を見たらうえて点数をつけます。そして点数を総計します。各国に関してトータルの点数が出てきます。そのあと、それぞれの国々を1〜5に段階分けします。右側のほうにティア (Tier) の1〜5、この5段階に分けています。最も透明性が高いところは右上のところ、Highly transparent (極めて透明)、1にしています。第2段階は極めてはつかないけれども透明ですと。一番下が第5段階、これが一番透明ではないという結果です。Opaque (不透明) という名称がついています。最新の調査では全世界の56か国を対象にし、このアジア太平洋地域では15か国を対象としました。

ここから最新の2006年の調査の中でも主要なグローバルな結果、そして地域的なご紹介をして、最後に日本の話をします。まとめて見出しとして何が重要であったかといいますと、透明性は変わらないものではありません。変わらないと言いましたのは全世界で改善が続いているということです。今回調査を行った国々の3分の2の国々で前回の調査以降2年間で改善が確認されました。

もう一つ大事なことですが、改善のスピードも速くなっていることが分かりました。ではなぜ改善が行われていて速くなっているのか、幾つか理由があります。例えば先に申しましたがクロスボーダーの資金の流れが増えています。また、不動産証券化が増えています。一方で、関係者からはもっと正確でもっと整合性がある報告、数字が欲しいという声が高くなっています。また、地域・経済圏を越えた経済的政治的な統合が増えています。

前回2004年の調査と比較して、一番透明な国、第1段階の極めて透明という国々が増えました。前回6カ国だったところが10カ国に増えています。また、幾つかの国々がまるまる一つ、箱が上に上がりました。今回調査した国の4分の1の国々が一つの段階、まるまる上に上

がりました。これは大変賞賛すべきことだと思います。

また国の間のばらつきはありますが、一番、質問のカテゴリーの中で改善があったのは投資実績のインデックスがあるか、ないかでした。この質問区分で一番多くの国々の改善がありました。

全世界の中で一番透明性が高い国はどこなのか。これはトップ10の一番透明性が高い国々です。スライドに出していますが、極めて透明性が高いというスコアが今年の最新の調査で出ました。ご覧いただきますと、このトップ10の国々の中で4カ国がアジア太平洋の国々です。アジア太平洋はとて成績が高いわけです。10分の4がこの地域ですから、この地域のレベルが高いと。それはオーストラリア、ニュージーランド、香港、シンガポールです。前回のランキングが右から二つ目のコラムに書いてあります。我々の調査を始めて以降、オーストラリアとニュージーランドはいつもトップレベルでした。しかし今回変わったのは香港とシンガポール、この二つが大幅に改善して、以前は第2段階だったところが一番上の箱に移動しました。これは一番透明性が高かったところでは

次に今回一番大きく変わった、つまり大きく改善した国々を見てみます。これは興味深いと思います。まず全世界色々なところの国が入っています。米州、ヨーロッパ、アジア太平洋、世界の色々なところの国々が点々ばらばら、この一番変化が大きかった国に入っています。特にアジア太平洋の中では一番大幅に変化を遂げた、改善を見たのが日本でした。変化の度合い、改善の度合いという意味では世界で第3位でした。改善の幅が大きかったのです。ほかにも例えばインドが大きく変わりましたが、日本とインドは比較にならないほど違いますが、日本とインドで、アジア太平洋の中では一番大きな改善が確認されました。

アジア太平洋に焦点を当てていきます。このスライドですが、2006年のアジア太平洋の結果が左側にあり、真ん中のコラムが2004年度です。前回2年前と今回を比較していただけます。アジア太平洋というのは面白い地域で、透明性の度合いが非常に違います。オーストラリア、アメリカが世界の中でも最も透明性が高く、それもアジア太平洋に入っています。一方でベトナムもアジア太平洋ですが、我々が調べている中で最も透明性がない国です。56カ国の中でベトナムが一番下です。このアジア太平洋地域の半分以上の国々で、前回から透明性の改善が確認されました。そのうちの4カ国は香港、シンガポール、日本とインドでした。それぞれ一箱まるまる上に上がりました。先ほど申し上げたように日本とイン

ドがアジア太平洋で一番大きく改善しました。全然違う国ですが、日本は非常に成熟していますし、日本に関しては以前は第3段階だったところが第2段階になりました。まだ一番上にはつきませんでした、二つ目の段階に上がりました。一方でインドはエマージングエコノミーの中でも急拡大しているところですが、一箱上がりました。4番目のところから三つ目のところに行きました。もう一つが中国です。多くの方が中国に関しておっしゃります。興味深いことに中国では大きな改善はありませんでした。ある程度の改善はありましたが、それでもわずかとしか言えないほどの改善でした。今では下から二つ目、第4段階にあります。第4段階の中では上のほうです。

それでは透明性がこのように向上している理由は何なのか。幾つかの因子がありました。まずは市場が開放されて国際競争にさらされているということで、これが大きな要因となっています。国際競争にさらされるとグローバルなやり方を各業界で使うようになります。どういう意味かといいますと、会計基準を国際化したり、あるいはさまざまなマーケット情報を英語で出すようにするといったことです。また、多くの国々では市場のファンダメンタルズや投資実績インデックスに関連するデータの入手可能性が増えたことを確認しました。なぜこのようなデータが増えているかという、これは日本にも当てはまることですが、これはいわばリートの分野ができあがった、拡大してきたということがあります。

日本に関する結果をもう少しよく見てみましょう。先ほど申したように、日本は一つ段階が上がりました。今「中高」というところにあります。その段階の下の方ではあります。興味深い点としては、日本の改善は私どもが調査した全てのカテゴリーで見られています。多くの国についてそうではありましたが、日本に関してはすべてのカテゴリーで改善が見られました。特に私どもが見た改善についてハイライトしてお伝えしたいと思います。

まず投資実績インデックスに関してです。上場不動産会社に関するパフォーマンスインデックスはますます増えています。こういうインデックスの幾つかはリート市場、リート部門の確立とつながって発展していったわけです。リートというのはアジア太平洋で最も大きなセクターであり、日本のリートセクターはアジアのリートセクターの時価総額の3分の2を占めています。このセクターが伸びれば実績、パフォーマンスインデックスも増えていくわけです。そして時系列の長さというのも蓄積して長くなってきています。例を申し上げるならトピッ

クス (TOPIX) の J リートのインデックスは2003年4月に始まりましたが、これに関しては3年半分のデータが蓄積されています。

また最近のもう一つの重要な進展のとして、IPD (Investment Property Databank)、が設立されたということです。IPDは本社がイギリスにあるわけですが、日本に設立される前にはヨーロッパやオーストラリア等の透明性の高い市場を中心に見ていました。IPDがまず日本に進出したという点は興味深い点です。アジアということを考えてうえて最初に日本に進出したというのは興味深いわけですので、2004年に初めてそのパフォーマンスインデックスを発表します。

この日本でのやり方は伝統的なやり方とは違います。日本では公開、非公開のデータの両方を発表するわけで、選択的な J リートのデータとプライベートファンドのデータも活用して行くというものであり、IPDは最近上場 J リートに関する月次のデータの発表も始めています。

マーケットのファンダメンタルズですが、主要な不動産のセクターで私どもなどがモニターしているセクターというのはオフィスセクターです。このセクターの発足率はここ数年改善しています。また時系列の蓄積期間も長くなってきています。その他のセクターで合理的な長さの時系列のデータを持っているのは、住宅セクターです。幾つかの法人が日本でこれを見ています。

3番目の分類としては、上場ビークルの報告です。幾つかのドライバーがここにあり、改善あるいは透明性の改善をもたらしています。急速に J リートのセクターが伸びたということもそうですし、国際的なプレゼンスが日本で増大しているということが挙げられます。より多くの情報が英語で提供されていますし、例えば2年ほど前と比べればより多くの英語の情報が、リートは定期的なアナリスト会議を開くことを義務づけられていすし、財務諸表も定期的に発表、公表するということが義務づけられています。こういう情報は J リートのウェブサイトにもありますし、その一部は英語ですし、これらはすべて情報のアベイラビリティの改善につながっています。上場ビークルの報告に関連する点です。さらに上場ビークルのガバナンスも改善しています。2004年と比べると、投資法人は株主の利益をより認識し始めています。例えば独立した社外取締役は、数年前に比べればより多く任命されていますし、グローバルスタンダードというのが非常に広がり信条となっています。

4番目の分類は法律規制関連の要因です。日本はこの部門においては全体的に非常にパフォーマンスがいいわけであり、前の調査でもここでは日本の成績は良かった

のですが、特に改善が見られたのが契約の法的強制力という側面です。規制によっては非常に複雑なものもありますが、取引の両当事者とも一般的に比べてよりいい保護が与えられているということです。固定資産税に関しても日本のスコアは高くなっており、業界全体で一貫性のある形で適用されています。支払税を引き下げたための幾つかのメカニズムも存在します。所有権のシステムも非常に透明性があります。つまり、登記簿を見れば所有権に関する記録を閲覧でき、コストも手ごろであるということです。

最後の5番目の分類としては取引のプロセスと業界基準です。日本のスコアは専門基準あるいは業界の基準、倫理基準という意味ではほかの先進国と互角です。日本については改善された点についてたくさん申しました。不動産の透明度という観点からはかなりの改善を遂げたことは事実ですが、現在「中高」のボトムにあるということで、非常に透明度の高いレベルの国よりは後れを取っているということです。53カ国について調査しましたが、そのうち日本は23番目です。ですから、一番上の「高」に到達するまでには道のりが長い、オーストラリアとかニュージーランド、アメリカ、カナダ、あるいは西ヨーロッパ諸国に比べれば道のりはまだかなり長いということです。

日本の透明性が現在評価されているより事実高いという理由について見てみたいと思います。透明性のスコアと一人当たりの経済生産との関係を見てみたいと思います。このチャートをまず説明したいと思います。透明度スコアが低ければ低いほど、市場の透明度が高いということで、1に近ければ近いほどよい。透明度という観点からパーフェクトなスコアは1.0になります。オーストラリア、ニュージーランド、アメリカ、スコアが1に近くなっているのがお分かりかと思いますが。直線は右下がりになっていますが、一般的に透明性のスコアというのは一人当たりのGDPとかなり緊密な相関関係にあることが言えます。日本の透明度のスコアは、一人当たりのGDPから期待するところよりは低いということになります。

どういうところで日本は改善の余地があるか、その根拠があるかということです。特にどこで非常に透明度の高い国に後れを取っているかということをお話したいと思います。投資パフォーマンスインデックスに関連して言うならば、日本のパフォーマンスインデックスは上場ピークルインデックスに関しては多いのですが、非公開の不動産ピークルのパフォーマンスに関してはインデックス、データが限られています。

なぜこれで日本が不利な立場に置かれるかということをご説明すると、国際投資家として大きいのは世界の年金基金なのです。特に世界各地の人口の高齢化が進みますと年金基金の重要性は増すわけです。非公開の不動産インデックスというのは年金基金その他のプレーヤーにとって重要です。非公開の不動産インデックスがあれば、なぜ不動産に投資すべきかということを彼らが納得しやすいわけです。不動産以外の投資先はたくさんあるわけですから。非公開の不動産インデックスがあれば彼らは納得するわけです。不動産に投資する根拠があるのだということが分かりやすい。それが無いということは、そういうインデックスがある国に比べれば日本が不利な立場に置かれるということになります。

2番目のカテゴリー、市場のファンダメンタルズに関するデータです。これはいろいろなセクターに関して限られた補足率しかない、リテール、産業、ホテルなどの補足率が限られています。さらに時系列の長さ、これはすべてのセクター、オフィスと住宅も含めて時系列の長さがほかの国に比べて短い、これは一般的に言えることだと思います。

上場ピークルの報告という観点から言えば、先進諸国から特に後れを取っている側面は会計基準です。より多くの企業が国際会計基準に則った会計を行っているわけですが、これはどちらかというより大企業に限られていて、不動産会社の大多数が国内の会計基準のみをまだ満たしているという状況です。法律と規制の要素で特に私がハイライトしたい点は、重要な情報で登記簿から欠如しているもの、所有権、権限に関するものは閲覧できるということを先ほど申しましたが、購入価格、取引価格が欠如しているということで、これはオーストラリアなどと対照的で、オーストラリアなどですと取引価格、購入価格が閲覧できるし、その前の取引価格も閲覧できるわけです。この重要な情報が登記簿から欠如しているというのが日本の実態です。

さらに改善の余地のある分野は売却プロセスです。販売価格のみならず、幾つか市場で起きている取引のトラッキングができないということで、全くオープンなプロセスではない、どういう不動産が取引されているのか知ることが難しい状況になっています。

過去2年ハイライトした点としては、日本での透明性の改善は大いにあったということをご報告して、幾つかの領域で改善が見られたわけですが、日本がまだ改善しなければならない領域があるということは明らかです。特に透明度「高」の国では全てのカテゴリーでスコアが高い、パーフェクトスコアではありませんが、それぞれ

の категорияで非常に高いスコアを取っています。日本はそれぞれ五つの category でトップスコアを獲得した分野はないということで、それぞれの category について日本は改善の余地があるということが言えるでしょう。

まとめるに当たり、幾つか考察を申し上げたいと思います。業界の慣行、トレンドで日本の透明度を上げていくのに重要なものについて申し上げたいと思います。プラスの効果がある側面について申し上げたいと思います。リートのセクターは透明性に多いに関係があります。過去5年間非常に大きく伸びてきましたが、日本全体の不動産市場で見るならば、リートのセクターはまだ規模が小さいのです。ですから、継続してこのリートが成長すれば、情報のアベイラビリティも高まるだろうし、一般的に市場でより開示が見られるでしょう。

それに関連のある進展、これは専門団体、業界団体の設立です。例えば不動産証券化協会の設立。あるいはアジア不動産協会、こういう団体が目的とするのは上場不動産セクターの成長を促進したりすることですから、彼らがロビーしたり、リサーチしたり、研究したりすることは透明度の改善につながるでしょう。

急速に不動産のグローバル化が起きているということはスピーカー全員が強調する点になると思いますが、不動産のグローバル化、そしてクロスボーダー、国境を越えた投資が増えてきています。アジア太平洋地域は特に国際投資家にとって非常に関心が高いのです。市場の規模が大きいばかりでなく、非常に魅力的な経済成長の見込みがあるということで、日本もこの両側面においてスコアが高いわけです。市場のサイズは大きいし、アジア太平洋でも市場が最も大きい、そして景気も回復し始めたということで、国際投資家たちは日本を引き続き長い期間ターゲットしていくだろうと考えられます。国際投資家が日本をターゲットするという、そしてこれらの投資家がプレゼンスを維持すれば、透明度が高まるでしょう。どれくらいの情報が英語で提供されるのか、あるいは国際基準の採用であるとか、これは会計あるいはコーポレートガバナンスなどに関して、そういうものの基準の採用が増えていくでしょう。

最後に、不動産はアセットクラスとして魅力が増しています。不動産市場は景気循環的に今回回復期にあります。特に日本においては好転しているわけですが、構造的な理由からも魅力的です。多くの国では人口の高齢化が見られています。日本は特に急速に高齢化が進んでいます。こういうことが起きてきますと、投資で高利回りの利益、安定的な利益をもたらす投資が必要となってきます。そうすれば不動産、アセットクラスの中で不動産の注目が

高まり、ポートフォリオの中でも不動産のウェイトづけが高まるということで、ひいてはまた透明度の改善につながるでしょう。こういう全部の要素を考えますと、次回ジョーンズラングラサーが不動産透明度の調査をしたときには、日本の透明度のスコアは改善されるだろうという予想につながるのです。

ご清聴ありがとうございました（拍手）。

(3) トレヴァ・クック氏

(豪州不動産協議会 (PCA) 専務理事)

本日は五つの内容についてお話ししたいと思います。まず少しPRということで、豪州不動産協議会がどういった組織であるのか、オーストラリアでどういった役割を果たしているのかについてお話ししたいと思います。次にオーストラリア不動産証券化市場の発展について、次に現行の規制措置、市場透明化措置についてお話ししたいと思います。一部の措置については少し批判も交えながらお話ししたいと思います。そしてオーストラリアの傾向と分析についてお話しし、最後に意味のある形での結論を申し述べる事ができればと期待しています。

豪州不動産協議会についての沿革説明を3分間でしたいと思います。1960年代の後半に設立されました。主に生命保険会社など、建物や不動産を買っていた不動産所有者が協議会を設立しました。BOMA (Building Owners and Managers Association) という形が前身です。アメリカにも、また日本にもそれと同等の組織があると理解しています。しかし1986年に組織の内容が大きく変わりました。いわばロビー団体となったわけです。オーストラリアの不動産業界のロビー団体のようなものです。協議会はビジネスの同盟相手であると考えています。不動産業界の利益を擁護することが私たちの使命であり、公的な政策立案者に影響を及ぼしていくことを行っています。

2005年、2006年の状況を数字でお示したいと思います。ウェストフィールドも会員となっていますが、そういったところも含めて2000社の会員が入っています。会員はすべて法人会員です。私たちの活動は専門知識を持った人たちがボランティアとして委員会に携わっています。1000社以上の委員会ボランティアが協議会に対して専門家の助言を行っており、それを受けて政府に提言することが可能となっています。また業界を団結させること、そして1年間に300のイベントを行っています。5万人がそうしたイベントに参加しています。また不動

産業界のイメージを高める、政治的信頼性を高めるという事でメディアにも露出するようにしており、毎日13回ほどメディアに取り上げられています。以上でPRは終わりです。

不動産証券化市場の発展について簡単に振り返ってみたいと思います。1969年よりもさかのぼり、1800年代までさかのぼりたいと思います。オーストラリアのマーケットの重要な特徴としてトーレンス・タイトル・システムという権限制度があります。土地登記制度です。オーストラリアの各州で登記ディビジョンがあり、権限を登記することになっており、これは一般の人が自由に見ることができます。登記所に行って登記をするわけですが、そのときに、これまでの所有者などの、例えば抵当権や地益権などの記録が残っているだけでなく、過去の記録をすべてさかのぼっていくことができ、少なくとも50年はデータをさかのぼって見るができますし、多くのものではそれ以上さかのぼって見るができます。

オーストラリアの不動産証券化市場は1971年に発達を始め、1969年に初めての上場不動産投資信託、現在はもう存在ませんが、カメラ・オフィス・プロパティ・トラストが上場されました。1970年代、オーストラリアは未熟な市場でした。特に不動産証券化市場は時価総額も少なく未熟でした。当時は資金は未上場のところ、あるいはシンジケート型のものに投資されていました。

他の地域でもそうでしたが、1980年代はオーストラリアでも好況に沸いていました。先進国では不動産の好況があり、その後不動産不況がありました。オーストラリアの場合はそれに加えて二つ、大きなマクロ経済の改革が行われました。まず為替の変動相場制が導入されたこと、もう一つは金利面での規制改革が行われました。中央銀行が独立の委員会を持ち、金融政策をターゲット・インフレ、インフレ目標値を設定して金融政策を担っていくこととなりました。1980年代初頭には信頼性ある情報がなかったという問題がありました。私たちが収集した情報程度しかありませんでした。また不動産市場、それ以外の市場で、オーストラリアでは退職年金保障賦課金が導入された影響も受けています。給与のうち必ず9%は年金に拠出されることになっています。そして退職金、退職年金保障賦課金が導入されて、オーストラリアでは世界でも非常に貯蓄率が高くなっています。人口は2000万人ですが、一人当たりの貯蓄で見ますと世界で最も高い水準の国になっています。

1990年代の初頭、オーストラリアの業界は危機を脱して透明性も高まっていきました。1990年代に透明性が高まり始めたと言えます。ブーム時代はサブライサイ

ドが中心となっていました。どんどんと建設が行われていたわけです。ゴールドコーストでも開発熱が盛んでしたし、パースでも開発が熱心に行われていました。供給過剰になってしまったわけです。それを受けて不動産不況となりました。その時の首相が再選されなかったのは当然のことと言えるでしょう。また、ほとんどの不動産投資は未上場の投資信託に対して行われていました。未上場の投資信託は90日間の償還が義務づけられていました。90日の事前通知で償還を求められたわけです。しかしながら資産は非流動的で、特に不況であったということもあいまって流動性が欠けていました。そして取り付けが起り、流動性危機が起りました。こういった事態を受けて解決策が探られました。不動産を上場するということがオーストラリアでは流動性を高める手段であると考えられました。また資本市場の秩序の向上のための手段であるとも考えられました。それに伴い透明性も高まってきたわけです。全面的に透明性が高まってきました。1996年には上場不動産投資信託のセクターでも信頼性が回復しました。債権金利は低下し、資本が流入し始めました。また、オーストラリアの市場で提供されている商品も多様化が進みました。

これについてはあまり時間をかけませんが、最終的にはこういったものが現在は提供されています。オーストラリア不動産市場の4象限ですが、このような形になっています。2300億、2400億ドルほどの額と見積もられています。先に進む前に、このページについてお話ししたいと思います。アメリカマーケットと違っていて、オーストラリアは株式型が中心となっています。オーストラリアではデットマーケットというのはアメリカほどのボリュームはなく、アメリカには全く及ばない状況です。1996年の流動性危機以降、信頼性が回復されました。しかしながら債権と不動産トラストの利回り格差というものは依然として残っています。



オーストラリアの特徴について、すべてについて触れる時間はありませんので、幾つか重要なところを取り上げてお話ししたいと思います。その前に今のマーケットの状況について、オーストラリアのリート、時価総額は1200億ドルです。これは今年の3月末時点です。ここ数か月で90億ドルも伸びています。オーストラリアのマーケットは飽和状態と言えるかもしれません。コア不動産については飽和状態となっていますので、海外に資金が向かっており、海外資産が500億ドルに達しています。また海外投資家から流入してくる資金も非常に多くなっており、少なく見積もっても200億ドル、これは上場セクターのみです。実物不動産に対する、あるいはホールセール投資はこの中には含まれていません。オーストラリアの人口は2000万人ですが、そのうち100万人が直接投資信託、LPTなどに投資しています。個人投資家としても、世界の中でも投資家層がとて厚いと思います。またオーストラリアの物理的なストックですが、これは投資可能なユニバースのわずか1.6%にすぎませんが、上場国際不動産投資ユニバースで見ますと、12%も占めています。この点についてはまた後でお話ししたいと思います。実際の資産と資本市場の区別ということで、この点にはまた後ほど立ち返りたいと思います。

ジョーンズラングラサルの方のお話しにもありましたが、オーストラリアの不動産市場としては次のようなメリットがあると言えると思います。法的枠組み、規制枠組みが整っているということ。上場不動産、非公開不動産の運用成績インデックスがあるということ。そして市場ファンダメンタルズのリサーチがよく行われているということです。これらの特徴について一つ一つお話ししていきたいと思います。

法的枠組みについて、オーストラリアとカナダはリーートのマーケットの中では2カ国だけ例外であり、リート特有の法律がありません。アメリカ、日本、イギリスとは違う点です。オーストラリアのリートあるいはLPTについてはそれぞれ特有の法律はなく、税法に基づいてリートあるいはLPTが組成されています。法人格の投資手段は使っていません。ユニット型の投資信託が使われています。コモンローの国でよく使われる手段であり、コモンロー以外の国ではなかなか理解されませんが、別法人格はありません。法人、会社ということではなく、信託自体には法人格はありません。そしてフロースルー、パススルーの特徴を持っています。

オーストラリアのLPTは公開取引信託に関する規定によって定められています。その中でも国内歳入法のディビジョン6Cで定められていますが、土地に投資する、

そして賃料を得るという目的で主に土地に投資する場合には、土地投資の収益は単位型投資信託の保有者が無課税で受け取れるというものです。それ以外にはギアリングや外国投資家の比率などの制約、制限、規制はありません。

信託の重要な特徴として、ディビジョン6Cの中で書かれていますが、LPTが賃料を受け取り、投資家に対してリターンを配分します。そして投資家は自らが賃料を受け取ったのと同じような形で課税されます。アメリカなどではディビデンド (Dividend)、配当を支払うわけですが、オーストラリアのLPTの場合には賃料を受け取って賃料のまま投資家に対して配分する、そして金利についてもそのまま受け取り、そのまま支払うことで税制上課税透明性のある存在となっています。また透明性ということで規制にかかわる部分ですが、ホールセールと告知を区別しています。オーストラリアで言うホールセールは主にソフィスティケートされた高度な機関投資家、富裕層などを指しています。つまり、それほど保護を必要としない投資家層を意味しています。そしてリテール、告知というのは一般の投資家であってだれでも当てはまるものです。リテール・トラスト、告知トラストは単位型の投資信託で、LPDですが会社法のもとで登録されなければなりません。登録された信託が受託者を任命します。受託者は責任主体と呼ばれます。オーストラリアでは、これはオーストラリア証券投資委員会の規制の対象となっていますし、オーストラリア証券取引所が規制当局となっています。

透明性確保手段は概ね企業レベルで設定されており、オーストラリアの証券投資委員会 (ASIC) への登録義務が課されています。責任主体というのは企業でなければなりませんし、金融業務の免許を有していなければなりません。なぜ金融業務のライセンスが必要か、免許を取ることで、その会社を動かしている人たち、責任主体を運営している人たちがきちんとした資格を持っているかどうか、従業員の資格のためです。これは迷路のような規制ですが、これらのハードルをすべて越えようと、ようやく責任主体としてASIC委員会の中で認められます。そのもとで取締役役員の権限義務を守らなければいけませんし、投資条件としてほかのスキームもすべて登録されたものでしか投資できません。信託設定の内容も規制取り締りの対象となります。コンプライアンス委員会を作らなければいけませんし、その役割も対象となります。関連投資や取引もチェックを受けます。つまり、独立企業間の取引価格でなければいけないということであって、解散、登録の廃止、いろいろなルールが当

てはまります。

次に国際会計基準です。これは規制上の透明性向上にかかわってくるものです。しかし、はっきり言ってこれは我が国では失敗しました。まずはIASB（国際会計基準審議会）が今大きなプロジェクトを行っています。非常に質が高く、分かりやすく、実施可能で統一された国際基準を作りましょうと、そうすれば全世界のためになると。比較可能性が高いものを作りましょうと。それは当然いいものだと思いますし、我々も国際基準が一本化できればいいと思います。そう思ったのでオーストラリアは早い段階から国際会計基準を導入しました。例えばLPTは2006年1月1日以降国際会計基準を使わなくてはいけないということになりました。オーストラリアは非常に頑張って国際会計基準を上場企業だけでなく、非上場も国際会計基準を使いなさいということにしました。いずれの報告主体であったとしてもということ、上場だけでなく、非公開企業であったとしても国際基準を使うことになってしまいました。

ところが、国際会計基準は信託にはあまり合わず、かつ不動産にも全然合いません。皮肉な人であれば言うかもしれません。「国際会計基準はそもそも会計士が決めたのである。イギリスで机の前に座っていて、不動産証券化市場など見ないで作ったのだ」と言うでしょう。オーストラリアでは国際会計基準を導入したので大変な混乱になりました。

すべて詳しく申し上げることはしませんが、大事な点だけ一つか二つ、ピックアップして話をします。まずデットとエクイティ、債権と株式の区別です。国際会計基準のもとでは、ユニット型のもの、このLPTのようなもの、これはデット、負債であると言っています。そうすると一夜にしてバランスシートからそれが消えてしまったのです。1200億ドル分のLPT市場が全部バランスシートから消えてしまいました。とんでもないことになり、実際のオペレーションを反映していない数字になってしまったのです。なぜそうなったのかと言いますと、トラストはビークルとして耐用年数があるであろう、ユニットホルダーは信託受益権があるというわけです。理論的に厳密に法律のもとで言えばそうかもしれません。しかし現実とは違います。

もう一つ、これはIAS32号で、ヘッジングにかかわっています。LPTは海外で520億ドル保有していますが、ほとんどすべてのエクスポージャー、為替のリスクであるとか、金利リスクとか、場合によっては資産価値そのものが全部ヘッジされているのです。それを財務報告するときですが、IAS39号によりますと、いわばそれはヘ

ッジングされていない形で財務報告をせよと書いてあるのです。ということはPL、損益のほうに大きなボラティリティがあるように見えます。

そういうことで、国際会計基準を入れたところ、不動産業界に関しては透明性が悪くなりました。その結果、財務報告の今現在の慣行は決していいとは言えません。例えばアナリストがCFOのミーティングに来るかもしれません。オーストラリアのLPTに招待を受けてアナリストが来るかもしれません。そしてIFRS（国際財務報告基準）に合わせたものを一応資料として渡せるわけです。渡した途端に「それをちょっと脇に置いておいてください。本当の話を私の口から説明します」ということになるのです。いわば二つ目の財務報告があるようなもので、こちらは監査を受けていないのです。これはだれも勝ち組ではありません。我々も積極的にこの問題を乗り越えようとしてきました。国際的に力を合わせ、アメリカ、ヨーロッパ、そして日本やアジアの方々と力を合わせてプロジェクトを始めました。モデル・ファイナンシャル・ステートメントというプロジェクトを始めています。これよりもいい、グローバルに使える財務諸表で、不動産に合うものを作ろうとしています。国際会計基準は満たすけれども、不動産分野に関してメイク・センスするような基準を今作ろうとしています。

規制ではなく、まずマーケットです。PCA/IPD投資実績インデックスの話をして。これは実物の不動産の実績を示すインデックスです。投資家の方々はこのインデックスを見ますと、ほかの資産クラスに比べて不動産投資実績がどうであるか、あるいはポートフォリオマネージャーとしても皆さん自身のポートフォリオの最適化を組むことができる存在だと思えます。あるいは個別の物件レベルに関しても、アナリストがそれを分析し、またマーケットトレンドも見ることができると思えます。

対象としている幅はオーストラリアの中でも一番大きく、今年の6月の時点で700を越える物件が対象となっており、総額720億ドルとなっています。24の公的不動産市場がカバーされており、最もリクエストが高い64の専門インデックスが作成されています。このデータも1984年以降持っています。以前はPCAだけで行っていましたが、最近IPDと合併させました。なぜかと言いますと、そうしたほうがグローバルに比較可能な数字を会員企業に提供できると思ったのです。99.4%だけ一致していて、一つの数字だけ変えてIPDと合併しました。今では全く同じメソッドを使っていますので、PCA/IPDは全グローバルに比較可能となっています。ただ、デリバティブなことだけ一言申し上げたいと思います。

デリバティブは多くの方たち、特にバイサイドの投資家が今話題にしています。しかし、まだまだセルサイドでは懐疑的なようです。不動産に関してデリバティブ・マーケットを使うべきか否か迷いがあるようです。私はやはり両サイドを見ている状況です。決めかねています。デリバティブ市場はオーストラリアでいずれは発展していくと思います。かつ、今の経済状況を鑑みて、かつ不動産投資対象品に対するアパタイトが巨大なわけですから、恐らく長期というよりは間もなく、嫌でもデリバティブ市場が発達するかと思います。

ファンダメンタルズに関する調査でどういうものが入手可能であるか。ほかにも幾つかプロダクトがあるのでご紹介します。OMR (Office Market Report)、それからCFC、建設予測協議会がレポートを出しています。もう一つ透明性にかかわるもので、マーケットの観点から何を使えるかとはともかく、それぞれリサーチ機関が幅広く対象にしています。多くの主要な銀行はアナリストチームが存在していて、毎日投資家にEメールを出し、細かいレベルまで分解し、解剖してトランザクションに関する情報を集めています。その質が非常に高いのです。また大変大きな影響を持っており、本当の意味で市場の透明性を高めるために非常に役に立っています。OMRはすでに16年出し続けています。これは間違いなくオーストラリアのオフィス部門で重要性が高くなっており、年に1回出し、24の公的市場の中でそれぞれの物件の完全なオーディットをしています。将来の供給予測あるいは回収の状況、開発の予測、あるいは解体とか、そういう情報が入っています。今年2006年7月の時点で、2000万㎡以上の正味賃貸可能な面積に関する情報があり、4500の物件に関し30を越えるマーケットの情報がありました。

CFC、建設予測協議会、これは官民のパートナーシップと言ってよいかと思います。業界も協力してくれて、マーケット情報を高めようとしています。この建設予測協議会からはツールキットがありますし、いろいろな情報が提供されています。これは建設、物件セクターに関する予測で、住宅に関するもの、住宅以外の建設あるいは土木工事、建設に関連する雇用、こういう情報まで入っています。例えば5000万ドル以上の住宅以外のもの、1億ドル以上の土木工事のもの、こういったものに対する概要が入っていますし、背景にある理由の分析も書いています。経済シナリオの基礎であるとか、感応度、センシビリティ分析であるとか、どういう変数によってどういう感応度があるか示しています。これらのデータはすべて公開されていますし、どなたでもダウンロード可

能です。これが重要だと思います。

トレンド分析ですが、3点簡単に申し上げてまとめに入ります。最初のことはすでに申し上げましたが、利回りの収斂、これはグローバルに見られています。しかも全セクターで見られています。オーストラリアでは一部のトレンドに関しては利回りが今の債権利回りを下回っているという話もあり、興味深いと思います。今日の利回りの収斂と数年前との違いといえば、今はデマンド・ドリブンで収斂しているということです。過剰な供給はありません。

このチャートはジョーンズラングラサールからお借りしたものです。一言で言えばグローバルな資金の流れはどんどん拡大していて、とにかくあらゆる方向に流れているということです。オーストラリアの一番重要な特徴は、とにかく出て行くほうが圧倒的に多いということです。出るのが超なのです。入ってくるのはほとんどありません。大きく我が国から外に不動産投資のために資本が流出しています。これは大事な点だと思います。実物市場、アセットがどこにあるのか、また透明性がここにかかわっているのかどうか、これはちょっと分かりません。

まとめに入る前に一つだけ申し上げたいことがあります。不動産資本市場の透明性は、大きなメリットになっていることは間違いありません。この新聞記事は最近のもので、オーストラリアのファイナンシャル・レビューに出た9月の記事です。向こう1年間、少なくとも20億ドル分の日本のオフィスのものがASXに上場されるであろうと書いてあります。何がこの記事のポイントであるか。投資家は日本で情報が足りないから投資しようと考えているわけです。情報はパブリックに出ないけれども、自分だけ知っているものを活用しよう。そこでアウトビットダウジでメリットを得られると。投資家のために市場の非効率性について自分だけを目標としています。一方で物件にかかわる投資家のほうですが、ASXに上場させておくと。それは理由が反対です。なぜかと言いますと投資家は透明性が高いと思うわけです。それを分かっているからこそ、あえてASXで上場するわけです。ここに日豪の違いもあるので、また後のディスカッションで取り上げるのも興味深いかと思います。

最後に今日申し上げたかったまとめです。オーストラリアの不動産市場は間違いなく透明性は高いです。証券化水準でもそれぞれの物件レベルでも透明性は高いです。なぜここまで透明性が高くなったかと言いますと、大きな理由は止むを得ずということでした。頭が良かったということではなく、ともかくどうしようもなく透明に

ならざるをえなかったのです。だからといってオーストラリアにおける規制上の透明性は全部成功したわけではありません。先ほど言いました会計基準は失敗でした。独立系の情報ブローカーは大きな影響を及ぼす存在です。もちろん業界団体は中立性を保って、いわば決済機関のような情報を仲介する機関として、どちらかに偏る利益ではないものを出す存在は重要だと思います。透明性があるとやはり競争上メリットだと思います。特に資本市場という分野であれば、透明性が高いということは大きなメリットだと思います。しかしながら、投資家という観点から見ますと、透明になったからといってあまりいいことばかりではありません。それまで活用できた市場の非効率性をつく隙がなくなります。

以上です。ありがとうございました（拍手）。

4. パネルディスカッションの概要

最初に、国土交通省土地・水資源局長の松原氏より日本の不動産投資市場の現状と透明性向上に向けた取組について説明をいただき、海外パネリストの方々に日本の不動産投資市場の現状と透明性向上に向けた取組についてどのように感じられているか、また、各国における現状を踏まえて日本の不動産投資市場に関するご意見を伺いました。

さらに、日本における不動産投資市場の透明性を高めるためには、今後どのような情報整備が必要と思われるかについて意見交換を行い、パネリストの方々より貴重なご提言をいただきました。



（紙面の都合上、詳細につきましては当研究所ホームページ（HP）をご参照下さい。）

[はらだ かずのり]
[土地総合研究所 主任研究員]