第3回

ARES年金フォーラム

年金の不動産投資と
あるべき不動産投資情報

講演録

主催　社団法人 不動産証券化協会
THE ASSOCIATION FOR REAL ESTATE SECURITIZATION

後援　企業年金連合会

協力　米国年金不動産協会（PREA）

平成19年11月22日（木）9:30～15:00

経団連会館　11階　ゴールデン・ルーム

【目　次】

講演者のプロフィール・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・Ｐ　４

Ⅰ．主催者挨拶・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・Ｐ　６

岩沙　弘道　　社団法人　不動産証券化協会　理事長

Ⅱ．海外講演・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・Ｐ　９

「年金による不動産投資の情報分析」

ピーター・ホッブス　　ドイツ銀行グループ RREEF オルタナティブ･インベストメンツ
マネージングディレクター、グローバルリサーチヘッド

Ⅲ．海外講演・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・Ｐ４４

「米国における機関投資家の不動産投資」

リチャード・ケートリー　　ハイトマン
エグゼクティブ･バイス･プレジデント兼不動産証券グループ COO

Ⅳ．国内講演・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・Ｐ７２

「日本の不動産市場における投資情報の現状と課題」

高井良　博　　中央三井信託銀行不動産投資顧問部投資顧問グループ　主席調査役

Ⅴ．国内講演・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・Ｐ９２

「大阪ガス企業年金の運用」

石田　英和　　大阪ガス株式会社財務部ファイナンスチーム（企業年金資産運用担当）
インベストメントオフィサー

Ⅵ. パネルディスカッション・・・・・・・・・・・・・・Ｐ１０６

「年金の不動産投資とあるべき不動産投資情報」

●モデレーター

山口　登　　野村證券株式会社フィデューシャリー・サービス研究センター
シニア・エグゼクティブ・アドバイザー

●パネリスト

小町　利夫	企業年金連合会年金運用部不動産グループ グループリーダー
榎本　英二	野村不動産株式会社資産運用カンパニー 運用企画部長
ピーター･ホッブス	ドイツ銀行グループ RREEF オルタナティブ･インベストメンツ マネージングディレクター、 グローバルリサーチヘッド
リチャード・ケートリー	ハイトマン エグゼクティブ・バイス・プレジデント 兼不動産証券グループ COO
高井良　博	中央三井信託銀行 不動産投資顧問部投資顧問グループ 主席調査役
石田　英和	大阪ガス株式会社 財務部ファイナンスチーム（企業年金資産運用担当） インベストメントオフィサー

（所属社名、役職は 11 月 22 日時点）

プログラム（同時通訳付き）

9:00　受付開始（経団連会館　国際会議場（11F）ゴールデン・ルーム）

9:30　開演

＊主催者挨拶　岩沙　弘道　社団法人不動産証券化協会　理事長

＊ご　講　演　**「年金による不動産投資の情報分析」**

ピーター・ホップス　ドイツ銀行グループ
RREEFオルタナティブ・インベストメンツ
マネージングディレクター、グローバルリサーチヘッド

＊ご　講　演　**「米国における機関投資家の不動産投資」**

リチャード・ケートリー　ハイトマン　エグゼクティブ・バイス・プレジデント兼
不動産証券グループCOO

11:10〜11:20　休憩

＊ご　講　演　**「日本の不動産市場における投資情報の現状と課題」**

高井良　博　中央三井信託銀行不動産投資顧問部
投資顧問グループ　主席調査役

＊ご　講　演　**「大阪ガス企業年金の運用」**

石田　英和　大阪ガス株式会社財務部ファイナンスチーム
（企業年金資産運用担当）インベストメントオフィサー

12:20〜13:20　昼食（ダイアモンド・ルーム　12F）立食形式

13:20〜（ゴールデン・ルーム）

＊パネルディスカッション

「年金の不動産投資とあるべき不動産投資情報」

- モデレーター　山口　登　野村證券株式会社フィデューシャリー・サービス研究センター
  シニア・エグゼクティブ・アドバイザー
- パネリスト　小町　利夫　企業年金連合会年金運用部不動産グループ　グループリーダー
- 榎本　英二　野村不動産株式会社資産運用カンパニー運用企画部長
- ピーター・ホップス　RREEFオルタナティブ・インベストメンツ
- リチャード・ケートリー　ハイトマン
- 高井良　博　中央三井信託銀行
- 石田　英和　大阪ガス株式会社

15:00〜　ARES年金フォーラム終了

講演者プロフィール



ピーター・ホッブス　ドイツ銀行グループRREEFオルタナティブ・インベストメンツ　マネージングディレクター
グローバルリサーチヘッド

英国レディング大学にて経済学博士号取得。英国不動産鑑定士（MRICS）。
Property Market Analysis社アナリスト、Jones Lang Wootton社における鑑定業務、Boots Properties社では投資部門ゼネラルマネジャーやリサーチ本部長を歴任、米国Property and Portfolio Research社にてディレクターを務めた後、RREEF社（ドイツ銀行グループにおける不動産・インフラストラクチャー部門資産運用会社）に入社。通算約20年間の不動産業務経験を有する。現在は、RREEF社マネージングディレクター兼グローバルリサーチヘッドとして、経済、資本市場、不動産・インフラストラクチャー市場に関するリサーチ部門をグローバルベースで統括。その分析によって、戦略的あるいは戦術的段階における意思決定を支援するとともに、市場予測や種々の論点に関するレポートを提供している。



リチャード・ケートリー　ハイトマン エグゼクティブ・バイス・プレジデント兼不動産証券グループCOO
（会社在籍15年、業界経験30年）

テキサス大学にて学士号、シカゴ大学にて修士号を取得。また、フルブライト・フェローであり、中東での生活・学術経験を有する。
現在は、ハイトマンの不動産証券グループの最高執行責任者（COO）として、北米と欧州の不動産証券に関する業務を統括。COO就任以前は、ハイトマンの顧客リレーションシップ、マーケティングを担当し、またアジアにおけるビジネス戦略全般を管掌。
1992年のハイトマン入社以前は、不動産リサーチ会社に15年間勤務し、特に、後半4年間は同社CEOの職責を担っていた。同社においては、中国・中東・ヨーロッパ・米国など多様な地域をカバーし、米国、日本などの投資家・ディベロッパー・政府系機関などを主なクライアントとしたコンサルティング業務に従事。
また、数々の学術論文を専門誌、業界紙等で発表している。現在、Association of Foreign Investors in Real Estate、Urban Land Institute、Economic Club of Chicago会員。



山口　登（やまぐち　のぼる）　野村證券株式会社　フィデューシャリー・サービス研究センター
シニア・エグゼクティブ・アドバイザー

1966年東京外国語大学卒業。同年（株）日本交通公社入社、ロンドン、ニューヨークで合計11年3ヶ月勤務を経て、1997年7月よりJTB　企業年金基金常務理事・運用執行理事、2003年6月より2005年9月末まで同基金副理事長・運用執行理事。2006年1月メリルリンチインベストメントマネジャーズ（株）顧問就任。2007年1月野村證券（株）金融経済研究所金融工学研究センター　シニア・エグゼクティブ・アドバイザー就任。2007年6月フィデューシャリー・サービス研究センターに組織変更、現在に至る。企業年金連合会参与、企業年金連絡協議会顧問、コロンビア大学ビジネススクール日本経済経営研究所国際諮問委員を兼務。



小町　利夫（こまち　としお）　企業年金連合会年金運用部不動産グループ　グループリーダー

1976年早稲田大学大学院建設工学修士課程卒後、同年野村不動産入社。建築部、商品開発室、住宅販売部、支店、資産運用部等勤務後、都市開発部課長（北与野、野方再開発）。1988年ビル事業本部ビル営業部次長、主に新規ビル企画・テナント営業を7年担当。1996年ビル事業部、東戸塚駅前開発等の事業再構築に従事。2000年資産運用カンパニー発足時異動、カンパニー長補佐、不動産証券化業務を行う。AM、リサーチ等を担当。2007年4月より企業年金連合会年金運用部不動産担当部長。

主な論文等（共著）2003：総解説ファシリティマネジメント共同執筆（日本経済新聞社JFMA編）、2004：既存ビルのバリューアップとリスクマネジメント（2004建築設備技術者会議）2006：不動産市場での建築再生と新しい価値の創造（日本建築学会/総合論文誌第5号）2007：病院施設流動化の研究（JFMA FORUM2007）



石田　英和（いしだ　ひでかず）　大阪ガス株式会社　財務部ファイナンスチーム（企業年金資産運用担当）　インベストメントオフィサー

1990年東京大学法学部卒業。同年大阪ガス株式会社入社。都市エネルギー営業部を経て、1995年スタンフォード大学MBAプログラム修了。同年より経理部財務室にて、資金調達、リスク管理、インベスター・リレーションズ、年金資産運用などに携わる。2000年より適格年金資産運用担当（専任）。（社）日本証券アナリスト協会検定会員

著書：共訳「勝者のポートフォリオ運用」2003年5月、金融財政事情研究会、共著「実務家が答える　年金基金資産運用相談室」2005年7月、東洋経済新報社



高井良　博（たかいら　ひろし）　中央三井信託銀行　不動産投資顧問部投資顧問グループ　主席調査役

1991年京都大学農学部卒。三井信託銀行株式会社（現中央三井信託銀行）に入社。ホールセール不動産業務（仲介、開発）を経験後、証券化の黎明期より、不動産証券化関連と年金・公的資金の不動産運用に従事。2000年には日本ビルファンドの資産運用会社「日本ビルファンドマネジメント」へ出向し国内初のJ-REITの上場を経験。2003年から、中央三井アセット信託銀行の年金・公的資金運用における不動産投資アドバイザーとして、不動産のソーシング、投資分析・助言業務に従事。不動産鑑定士、証券アナリスト、国際投資公認アナリスト

主な著書：「この1冊でわかる不動産投資の新潮流」（共著2006中央公論新社）「この1冊でわかる不動産証券化その仕組みと手法」（共著2000同社）



榎本　英二（えのもと　えいじ）　野村不動産株式会社　資産運用カンパニー　運用企画部長

1985年慶應義塾大学経済学部卒業。1985年野村不動産入社、経理部・総合企画室・商品開発に携わる。1997年に事業企画部に異動、その後資産運用事業部次長に就任。2004年投資企画部長に就任し、2005年からは投資運用部長を兼務した。その後、2006年より運用企画部長に就任し、現在に至る。

1990年に大手米国年金基金との米国不動産投資を開始し、1997年からは日本の不動産投資に着手。2002年には日本の運用会社による初めてのオポチュニティファンドである日本不動産オポチュニティ・ファンド（JOFI）の組成・運用を手がける。同社の安定型不動産私募ファンドの組成にも携わり、大手機関投資家および日本の年金基金の不動産ファンドへの導入に尽力した。

宅地建物取引主任者、日本不動産鑑定協会会員、（社）日本証券アナリスト協会検定会員

Ⅰ．主催者挨拶

岩沙弘道　社団法人 不動産証券化協会　理事長

本日は、皆様お忙しい中第 3 回 ARES 年金フォーラムにご参加いただきましてまことにありがとうございます。まず本日のフォーラムの開催にあたりまして、企業年金連合会をはじめ米国の Pension Real Estate Association(PREA)など多くの皆様からご後援、ご協力を賜りましたこと、心より感謝を申し上げます。

また、本日の講演のためにお越しいただきました RREEF オルタナティブ・インベストメンツのピーター・ホッブス様、そしてハイトマンのリチャード・ケートリー様、更には昨年一昨年に引き続いてパネルディスカッションのモデレーターを快くお引き受けいただきました野村證券フィデューシャリー・サービス研究センターの山口登様、及び本日ご講演いただく皆様方に厚く御礼を申し上げます。



昨今、日本の不動産市場のファンダメンタルズは、日本経済が安定的な成長軌道を維持する中、堅調に推移いたしております。不動産証券化市場もグローバルな金融資本市場の影響を受けつつも、市場育成に向けた関係各位のご尽力により持続的な成長をとげております。また本年は金融商品取引法が施行され、不動産証券化市場も新たなステージに入ったと言えるでありましょう。我々の目指す公正で透明性の高い厚みのある市場、これを構築していくためのインフラ整備が順調に進みつつあると私は考えております。

一方、海外の状況に目を転じますと、世界各国の機関投資家による不動産投資はますますクロスボーダー化が進み、活発化している状況にあります。欧米の年金基金や、豪州のLPT における日本への投資が拡大していることや、ファンド・オブ・ファンズなどを通じた日本からのグローバルな不動産投資が拡大していることなど、日本においてもグローバル化の流れの中で、不動産市場、不動産証券化市場をとらえる必要が高まってきております。

また J-REIT 市場においても、年金をはじめとする多様な投資家のニーズにこたえるべく、当協会を中心に海外不動産投資を可能にするための制度改正を各方面に積極的に働きかけており、まさにクロスボーダー化に対応した市場への進化を目指しているところであります。このような状況を踏まえ日本の年金の不動産投資を欧米と比較いたしますと、未だ広く浸透しているとは言えない状況にあります。しかしながら REIT やプライベートファンドといった不動産証券化商品を通じ、年金の不動産投資は徐々に拡大しつつあり、不動産投資のための情報インフラ整備の必要性が、従来にも増して高まっていると感じております。

私どもはこのような環境を踏まえ、第3回となるARES年金フォーラムの開催にあたり、「年金の不動産投資とあるべき不動産投資情報」をテーマといたしました。先程ご紹介いただきました RREEF オルタナティブ・インベストメンツのピーター・ホッブス様やハイトマンのリチャード・ケートリー様から、年金の不動産投資が活発な欧米における投資情報についての考え方をご披露いただきます。その後日本における年金の不動産投資の状況についてのスピーチをいただいた上で、午後のパネルディスカッションにおいては、欧米と日本の状況を対比しながら、年金の不動産投資とあるべき不動産投資情報について議論をさせていただきたいと思っております。皆様から忌憚のないご意見やご経験に基づいた貴重なアドバイスを頂戴することで、年金基金の皆様の不動産投資が進展していく一助となればと考えております。

また本日は、ARES 年金フォーラムに引き続きまして、日本不動産金融工学学会との共催によりまして、不動産投資インデックスセミナーを開催いたします。こちらも不動産投資情報の 1 つであるインデックスの意義や可能性についてご講演をいただくもので、年金の皆様にも大変有意義なものと考えております。

当協会も、2006 年 4 月に J-REIT の開示情報に基づいた不動産投資インデックスである

「ARES J-REIT Property Index」を公表いたしました。本インデックスは、米国で最も普及しているNCREIFインデックスに準拠して算出したものであり、今後J-REIT市場の拡大とともに、ヒストリカルデータが積み重なることによりまして、グローバルスタンダードを満たしたベンチマーク指標として広く利用され、我が国における不動産デリバティブ市場の発展にも通じていくものと期待いたしています。長時間にはなりますが、不動産投資インデックスセミナーにもご参加いただければ幸いでございます。

最後になりましたが、2008年9月には、REESA CEOラウンドテーブルを東京で開催する予定でございます。アメリカ、カナダ、アジア、オーストラリア、イギリス、ヨーロッパそして日本を代表してARESの7団体による国際会議とあわせまして、国内外の機関投資家の方々にお集まりいただいて、インベスターズフォーラムを予定いたしております。

インベスターズフォーラムへの皆様のご出席についても、あわせて本席をお借りいたしましてお願い申し上げ、簡単ではございますが、私のご挨拶とさせていただきます。本日が皆様にとって有意義な一日となりますことを私は確信いたしておるところでございます。どうぞよろしくお願いいたします。

（文責：(社)不動産証券化協会）



Ⅱ．海外講演

「年金による不動産投資の情報分析」

ピーター・ホッブス　　ドイツ銀行グループ　RREEF オルタナティブ・インベストメンツ
マネージングディレクター、グローバルリサーチヘッド

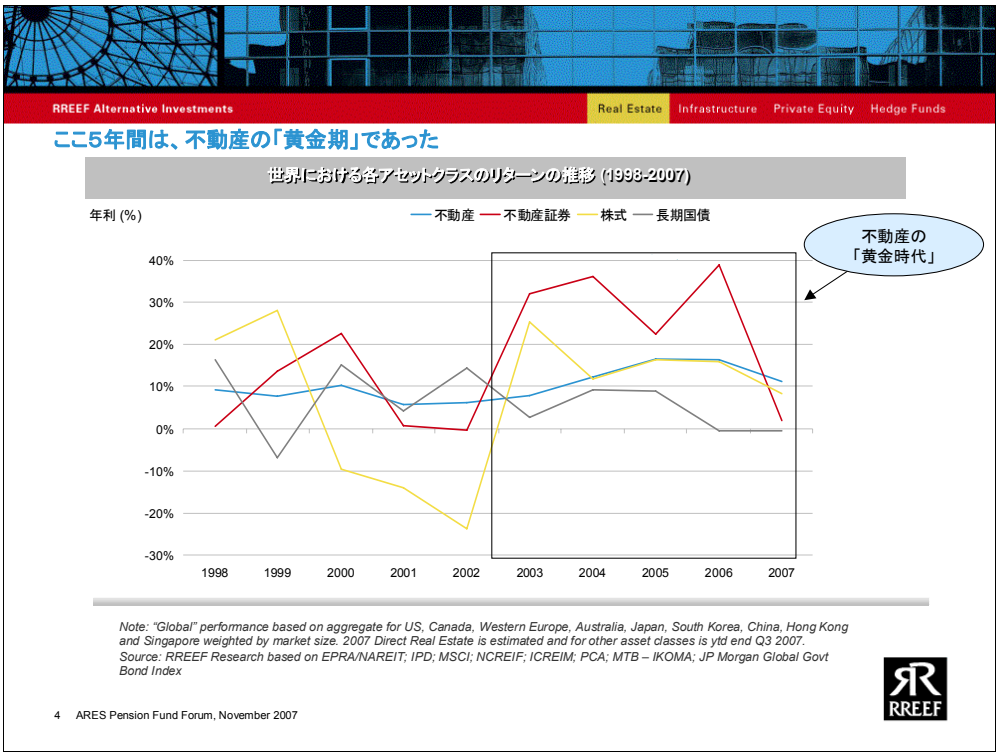
ご紹介ありがとうございます。この度はこのような機会をいただきまして、まことにありがとうございます。参加できまして大変嬉しく思っております。

現在、不動産市場の投資家は、大変興味深くそして大変重要な時期に直面していると思います。なぜ興味深いかと言えば、やはりあらゆるアセットクラスと同様、不動産に関してもサブプライムの問題というのが大きく陰を落としているからです。こういった状況に関しても私のプレゼンテーションの中で触れていきたいと思います。もう 1 つなぜ重要かと言えば、不動産というアセットクラスが最近かなり成熟してきました。そして今ますます多くの年金基金の運用者を惹きつけているわけですが、市場は今、景気循環的な下降傾向に直面しています。これは日本というよりむしろ英米においてそういった状況が見られるということで、特にこの景気循環下降期においては、的確な意思決定が求められているのです。



今日は『年金による不動産投資の情報分析』についてお話できることを嬉しく思います。実にタイムリーなテーマだと思いますので、ARES がフォーラムを開催し、このようなテーマについて議論がなされ、そして日本におけるマーケットの透明性を高めることに貢献するのは重要だと思います。また、重要で興味深いテーマであるというだけでなく、私個人としても大変関心を強く持っているテーマです。私は1980年代の始めに英国で不動産関連の学位をとりました。1970 年代における英国の危機的状況について学び、その後の不動産ブームと 1980 年代後半の崩壊を経験しました。そして、この 17 年ほどの間は、投資家や業界団体に対して、どういった形でリサーチを行うことでよりよい意思決定ができるのかということについてアドバイスを行ってまいりました。したがって、不動産投資における意思決定の問題に関して大変関心を持っておりますので、今日皆さんに私の見解をご紹介できますことを大変嬉しく思っています。

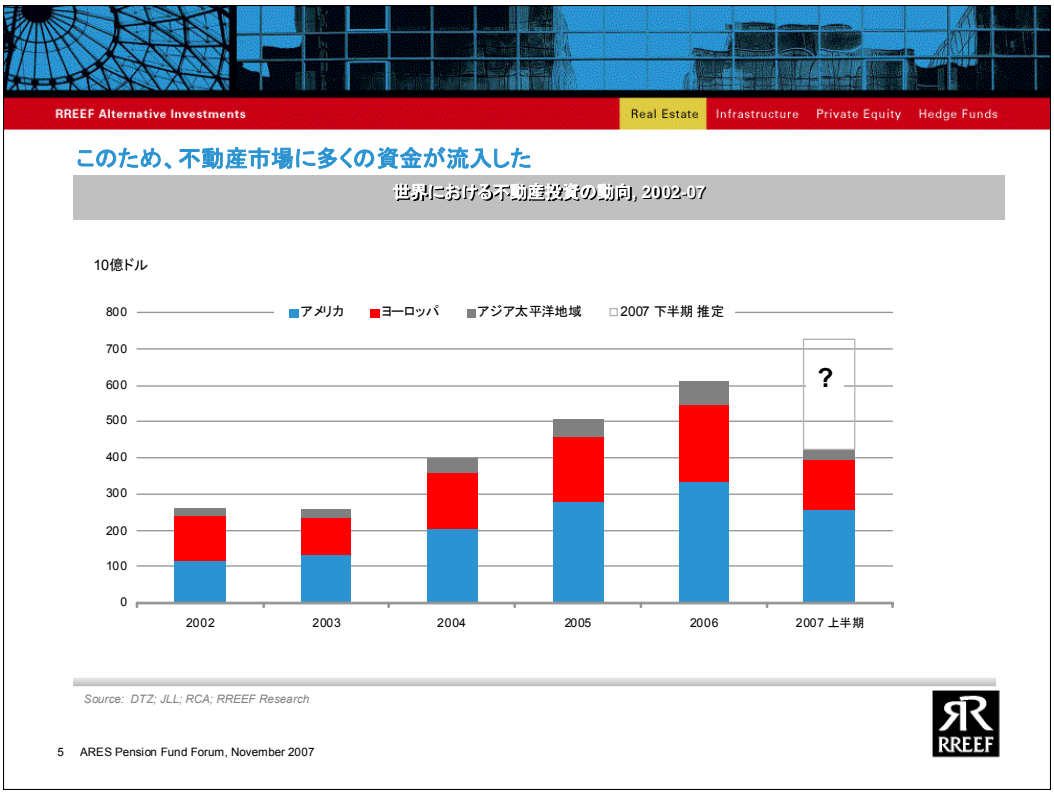
今日は、3 つのテーマについてお話します。最初に、何故、不動産が株式や債券に代わるオルタナティブなアセットクラスとして成長してきたのかということ。次に、特に 4 つの分野において、情報分析がいかに重要かということ。この点についてご説明するとともに、今日の市場のトレンドを展望いたします。例えば、サブプライム問題の影響や、この問題が世界の不動産市場にとってどんな意味を持つのかといったことです。そして最後に、少し時間をいただきまして、我々が、業界の一員として、あるいは業界団体の活動において、市場の透明性の向上や成長のために、どういった貢献ができるかについてお話したいと思います。



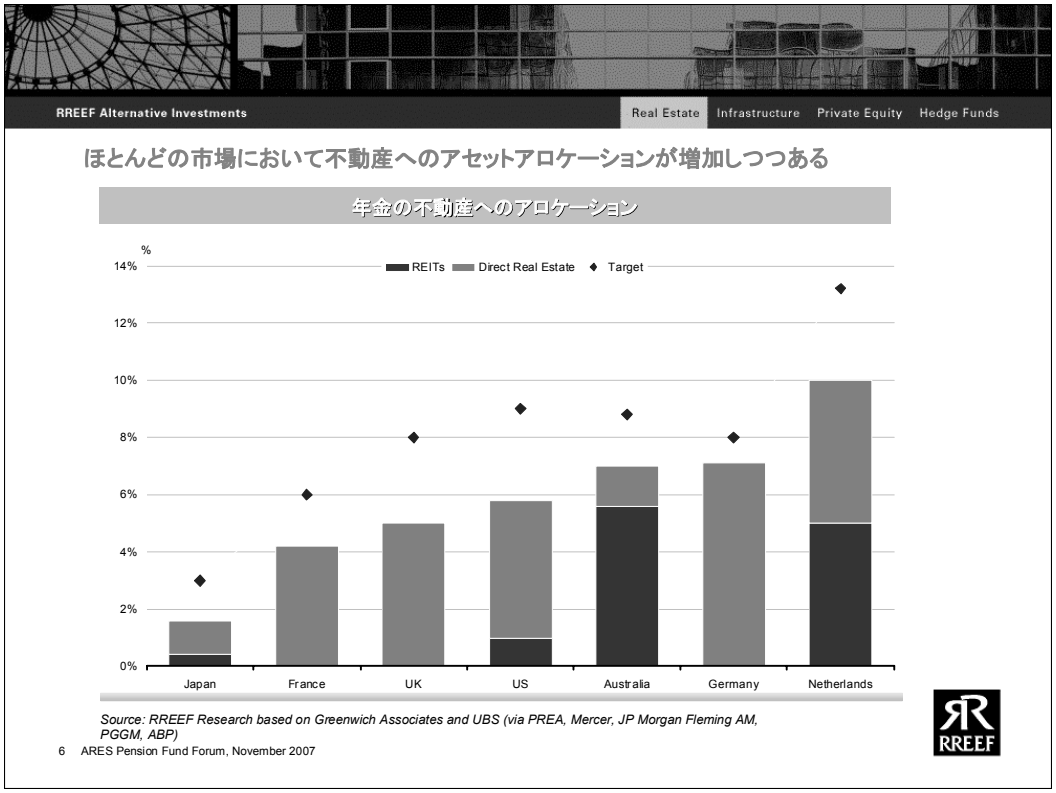
では最初に、このアセットクラス、不動産全体について見ていきたいと思います。

こちらの図表では、近年、不動産というアセットクラスが投資家を惹きつけてきた理由が示されています。このグラフでは、株式、債券、不動産への直接投資、上場不動産証券のリターンが示されております。これはグローバルな傾向を示したものですが、近年、日本でも同様の傾向が見られます。

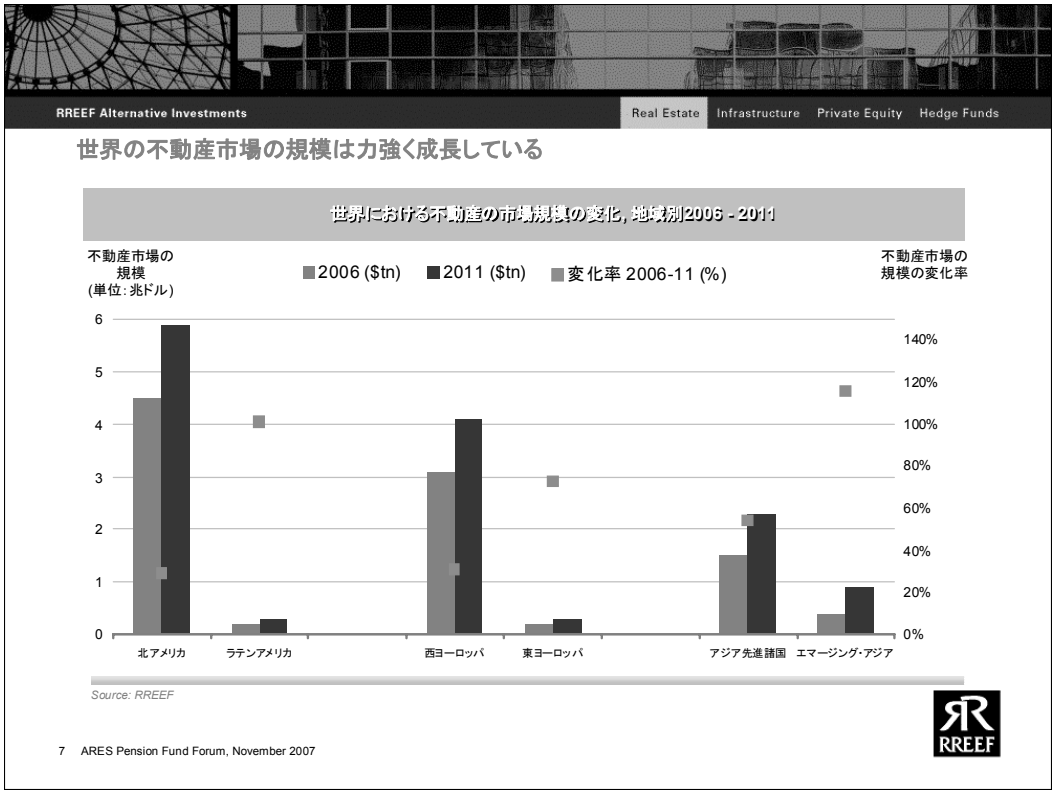
ここで明らかなのは不動産には3つの強みがあるということです。1つは、絶対水準としても、相対的に見ても、とてもパフォーマンスが良いこと。それから、リターンの安定性に対して、相対的にボラティリティが低いということ。そして、3つ目は分散効果を得られる可能性が高いということです。例えば、2000年初頭において、株式市場はかなり危機的な状況にありましたが、不動産はなかなか好調でした。このように分散効果が得られた訳です。



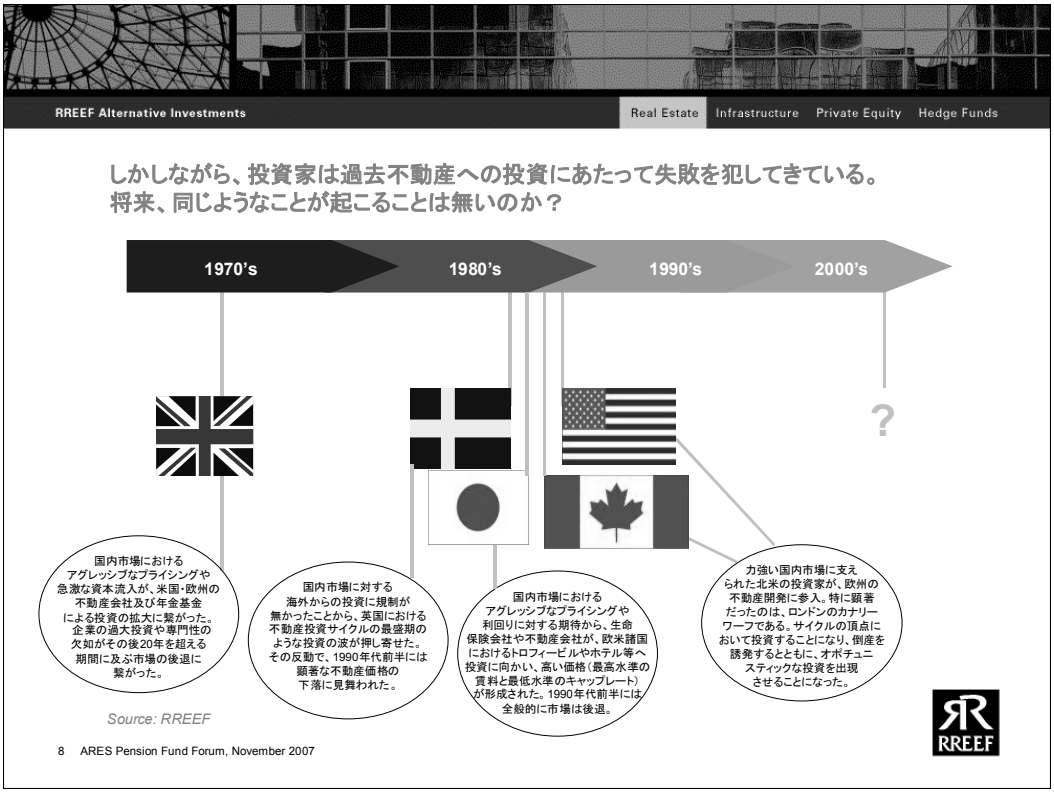
こうしたことから、不動産投資が活発になりました。年を追うごとに増加しており、年率で 40%程度の伸びとなっています。このグラフは、アメリカ、ヨーロッパ、アジア太平洋地域におけるグローバルな状況を示したものですが、同様の傾向が日本においても見られます。そして、益々クロスボーダーな投資活動は拡大しています。日本においては 20%が、アメリカでは10%、ヨーロッパでは40%ぐらいが、こうしたクロスボーダー投資であると考えています。投資はますます活発になり、クロスボーダー化も進んでいる状況です。



世界中で年金基金は不動産へのアロケーションを増やしています。この棒グラフで示しておりますのは、全体のポートフォリオにおける不動産へのアロケーションです。やはり債券、株式が多くなっていますが、世界各地において、5～10%ぐらいが不動産へのアロケーションとなっております。ARES の最近の調査結果を拝見しましたが、そこでは、日本では、現在のアロケーションは 2.4%であると推定されていました。興味深いのは、この四角で示したターゲット・アロケーションです。あらゆる国において、不動産へのアロケーションを高める方が望ましいと考えられています。ARES の調査においては、このターゲットが日本でも 8%に上昇しているということです。これは大きな変化で、日本が他の国と歩調を合わせつつあるということになります。もう 1 つの重要なメッセージは、英国、ドイツといった国においては、非上場のファンドや不動産への直接投資のみが行われていて、上場不動産証券に対しての投資は行われていないということです。米国、オーストラリア、オランダ、日本においては、上場不動産証券への投資が重要な位置付けを担っていることとは対照的です。

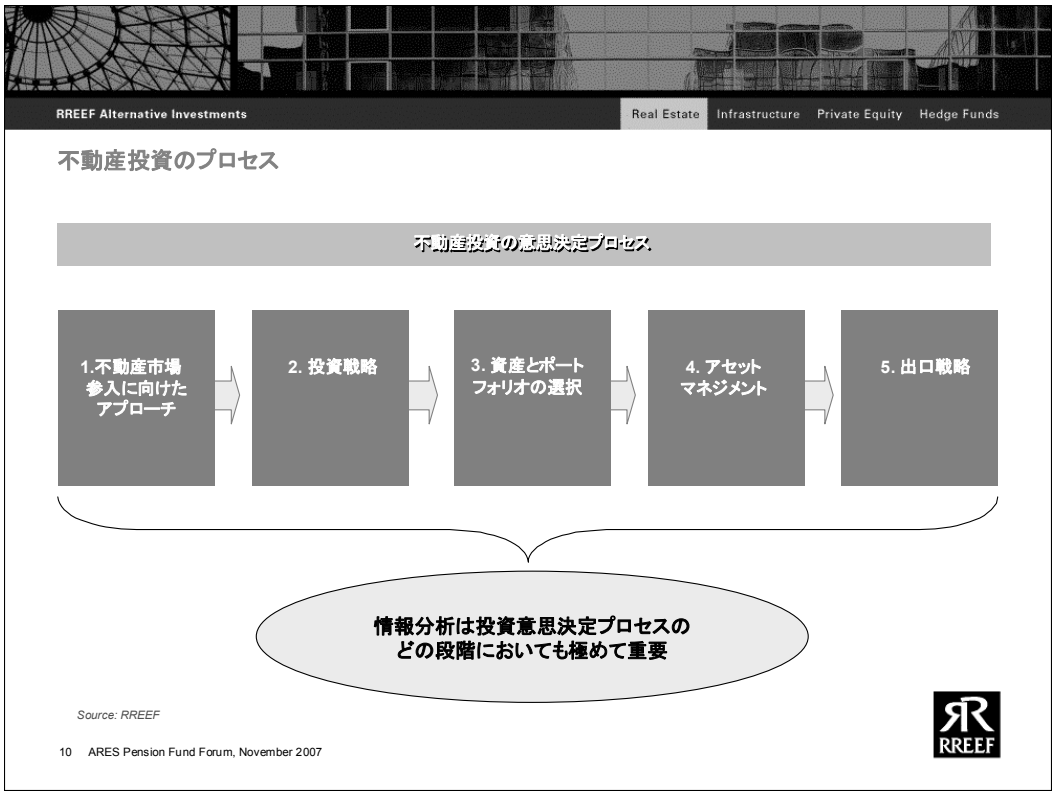


このように、現在、不動産というアセットクラスが成長している訳ですが、この傾向はこれからも続くと考えられます。これは、2006 年から 2011 年までの間に、世界の不動産市場の規模がどのように変化するかを推定したものです。現在、市場は 10 兆ドル規模となっています。これが 14 兆にも達する、つまり、今後 5 年間で 40%の増加を見込んでいます。成長はなかなか堅調であり、特に、エマージング諸国においてその傾向が顕著ですが、北米、ヨーロッパ、日本といった先進国においても、不動産市場への投資が拡大しています。

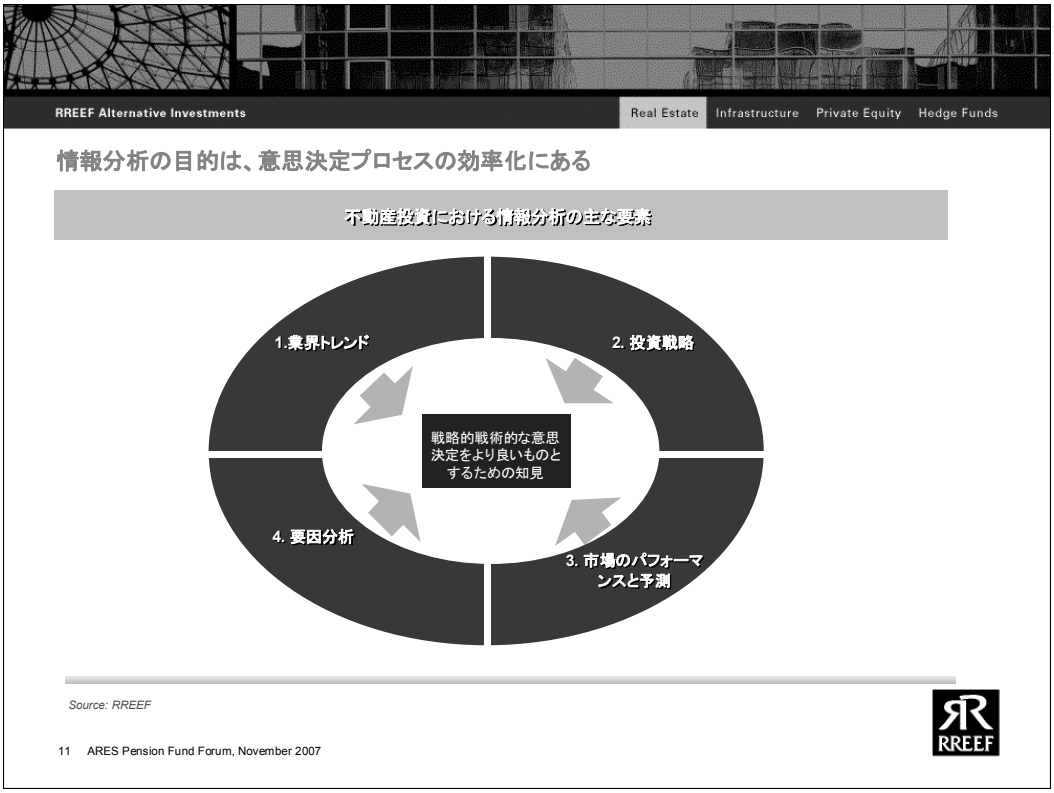


このようにマーケットが伸びている訳ですが、一方で、最初に申し上げたように、一部の市場は、今、困難な時期を迎えています。英国の上場不動産証券市場は、年初から 40%ほど下がっています。世界のいくつかの市場において、こうした厳しい調整が生じております。この不動産サイクルの中で、我々のなすべきことは、過去における間違いを繰り返さないことです。ここでは、いろいろな国々が、過去にどのような過ちを犯してきたかを示しています。先ほど申し上げましたが、英国においては1970年代において不動産会社が大きな過ちを犯しました。それから30年を経て、英国の不動産会社は、大規模な海外への投資をようやく再開するようになっています。同様の過ちが日本においても起こりました。そして、今日では市場も回復し海外への投資も行われるようになってきています。忘れてはならないのは、こういった過ちをきちんと踏まえて、将来において繰り返さないようにするということです。

今日の世界は1970年代や1980年代とは大きく変わっています。この辺についても後で触れていきたいと思いますが、我々はこの点を充分注意深く見守る必要があります。

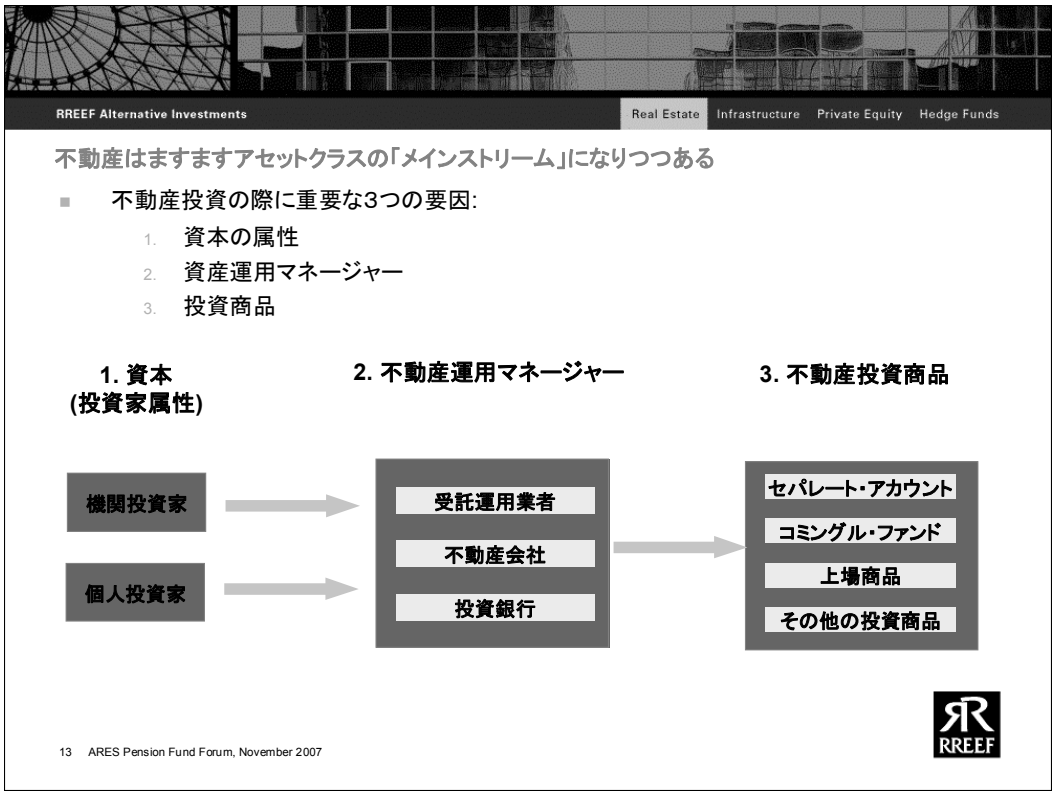


それでは引き続いて、リサーチや分析が不動産投資の意思決定プロセスにどのように役に立つかお話しします。情報分析は意思決定プロセスにおいて極めて重要です。ここでまとめたのは、不動産投資がどのように行われるのかという意思決定プロセスですが、我々は概して 3、4、5 といった部分に注目しがちです。つまり、資産を選んでポートフォリオを構築し、それらの資産を効果的な形で運用し、しかるべき時期に出口戦略をとるということで、これらは不動産投資において非常に重要となる中核の部分となっています。しかし、他の部分も重要なのです。我々は、世界がどのように変わりつつあるのかについて、考え続けていなければなりません。今、世界は急速に変化しており、業界も変化しています。こうした状況を考慮した上で、これらの変化が我々の投資や意思決定にどういった影響があるかを考えなければなりません。投資戦略を明確にすることも必要です。そこでこういった要素に関しても充分時間をかけつつ、個々の資産の選択を行っていくべきだと考えます。



そこでここでは、なぜリサーチが重要なのかについて、4 つの分野に特に焦点をあててみたいと思います。1 つ目は業界トレンド。2 つ目は投資戦略。3 つ目は市場のパフォーマンスと予測。そして、4 つ目は要因分析で、これによってヒストリカル・パフォーマンスを説明してみたいと思います。また、それぞれの内容に関して、パネルディスカッションの中でも、もっと詳しくお話できればと思っています。

最初に、業界トレンドです。先程申しましたように、世界はどんどん変わっています。30 年程前においては、米国であれ、英国であれ、ほとんどの年金基金は、自ら不動産を保有する形で、不動産投資を行っていました。インハウスで不動産のチームを抱えて、自らポートフォリオを構築するというやり方です。現在では、こうしたやり方は少数派で、年金基金の多くは、REIT や合同運用ファンドを通じた間接的な投資を行っています。これが近年の大きな変化です。

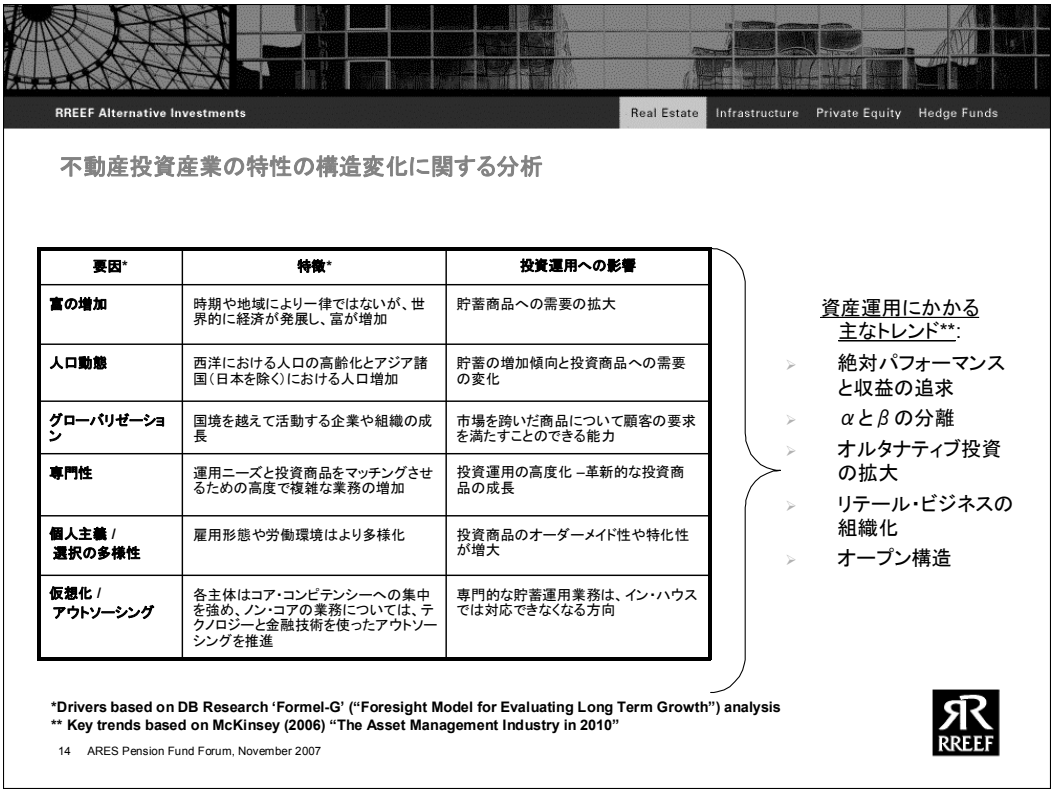


もう 1 つ、やはり常に起こっている変化ではありますが、ご覧のように 3 つの重要な要素において変化が生じていると考えています。資本を提供する投資家。投資家が投資した資本を運用するマネージャー。そして、不動産投資を行うための様々な手法としての投資商品です。それぞれが大きく変化しています。

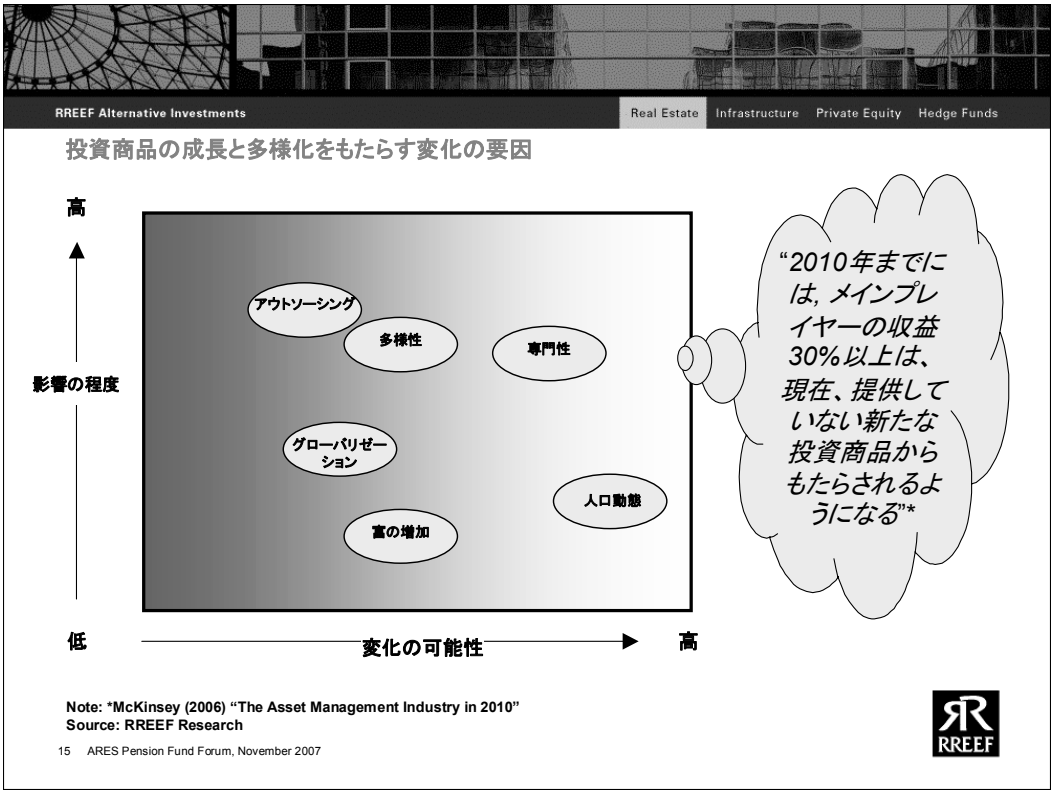
まず投資家ですが、年金基金の世界でも大きく変わってきました。また、最近では新たな投資家が台頭してきました。個人投資家です。世界中で、個人富裕層がますます影響を強めつつあります。マネージャーに関しても大きな変化が生じています。例えば、ハイトマン、RREEF、ING といった受託運用業者は、従来から長期に渡って評価されてきました。ところが最近では、それ以外にも、三井不動産、三菱地所、プロロジス、AMB、ハインツ、ティッシュマンといった既に不動産の開発や運営の会社として地位を確立している企業が、年金基金の資金運用マネージャーとして活動するようになってきています。それから、投資銀行も不動産の世界に入ってきて、全く新しい商品や新しいソリューションを提供しています。

不動産投資の手法も大きく変化し、選択の幅が広がってきました。例えば、個別口座（セパレート・アカウント）があります。これは、ある特定のマネージャーに資金を預けるようなものです。一方で、合同運用ファンドも増えています。ヨーロッパには 400 本ほど存在しており、対象国、セクターの面で、投資家にとっての選択の幅が広がっているということです。更に、多種多様な上場商品も出てきました。そして、REIT 市場が世界的

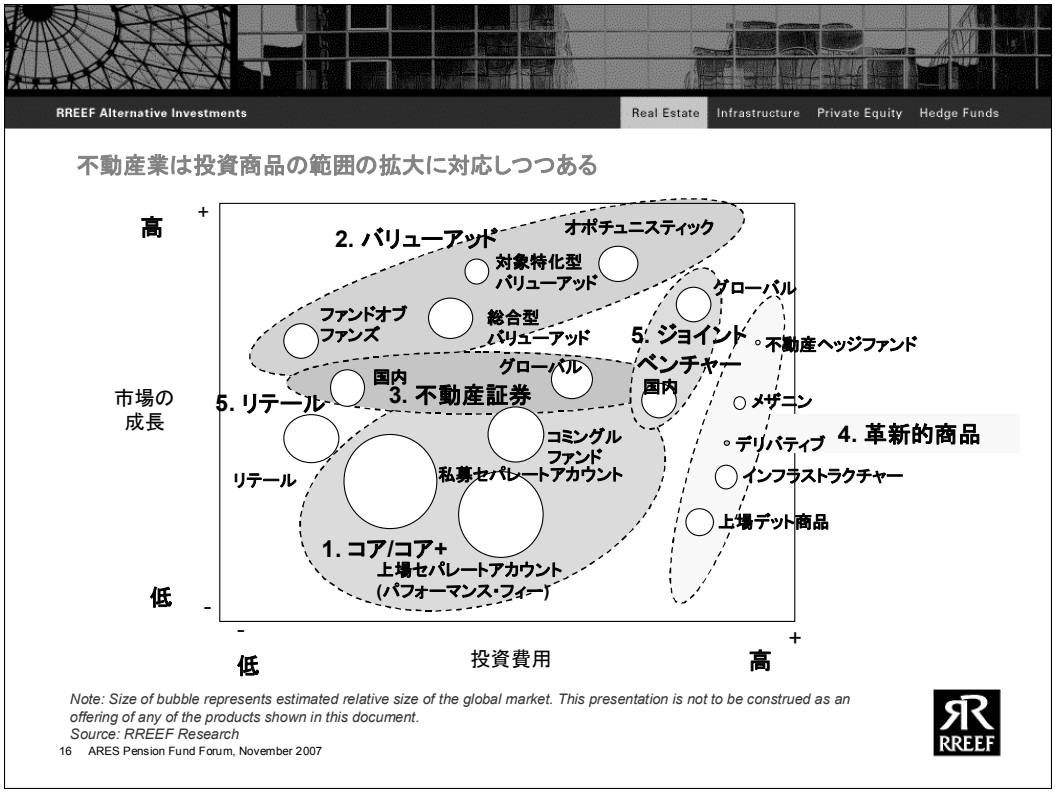
に拡大しています。それから、先ほど岩沙理事長がおっしゃっていたような、不動産デリバティブ、あるいは不動産ヘッジファンドといった興味深いオルタナティブ商品が成長してきています。



このマーケットはダイナミックなものであり、我々は業界として、この業界がどのように変化しているのか、その変化が投資家やマネージャーにとってどのような意味を持つのかについて、十分に時間を割いて理解するよう努力しなければなりません。私がリサーチ委員会のチェアマンを勤める INREV は、ヨーロッパにおける ARES と同じような機関になりますが、INREV における私の役割の１つは、この業界の変化に関してリサーチを行うことです。これは、我々がそうした変化について、どのように考えているのかを示したものです。ここでは詳しいことは申し上げませんが、要は変化の要因を理解するということです。つまり、富が増加し、人口動態が変化し、グローバル化が進み、専門性が求められているといったことが、我々の業界にとっても、アセットマネジメントの領域にとっても、そして、不動産投資の意思決定の領域に非常に大きな影響を及ぼしているのです。

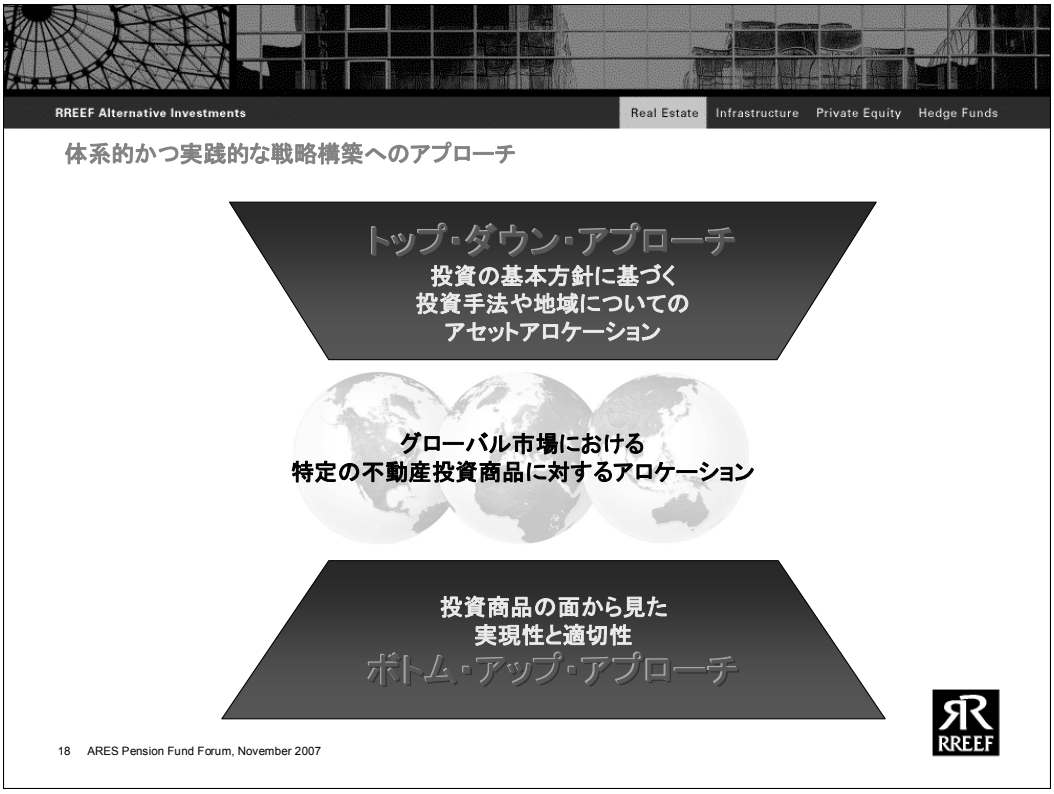


ここで示しているのはそういった変化の一部で、例えば、富の増加と人口動態の変化によって、投資家は、以前にも増してフレキシビリティと専門性を求めるようになってきました。この結果、より多くのより高度な投資商品が提供されるようになっています。米国のコンサルティング会社であるマッキンゼーの分析によれば、わずか4、5年先であるにすぎない2010年までには、アセットマネジメントの業界全体におけるメインプレイヤーの収益の 30%以上は、まだ存在していない投資商品によってもたらされるようになるであろうという結論が示されています。これは、いかにこの業界でイノベーションが進んでいるかということを示すものでしょう。



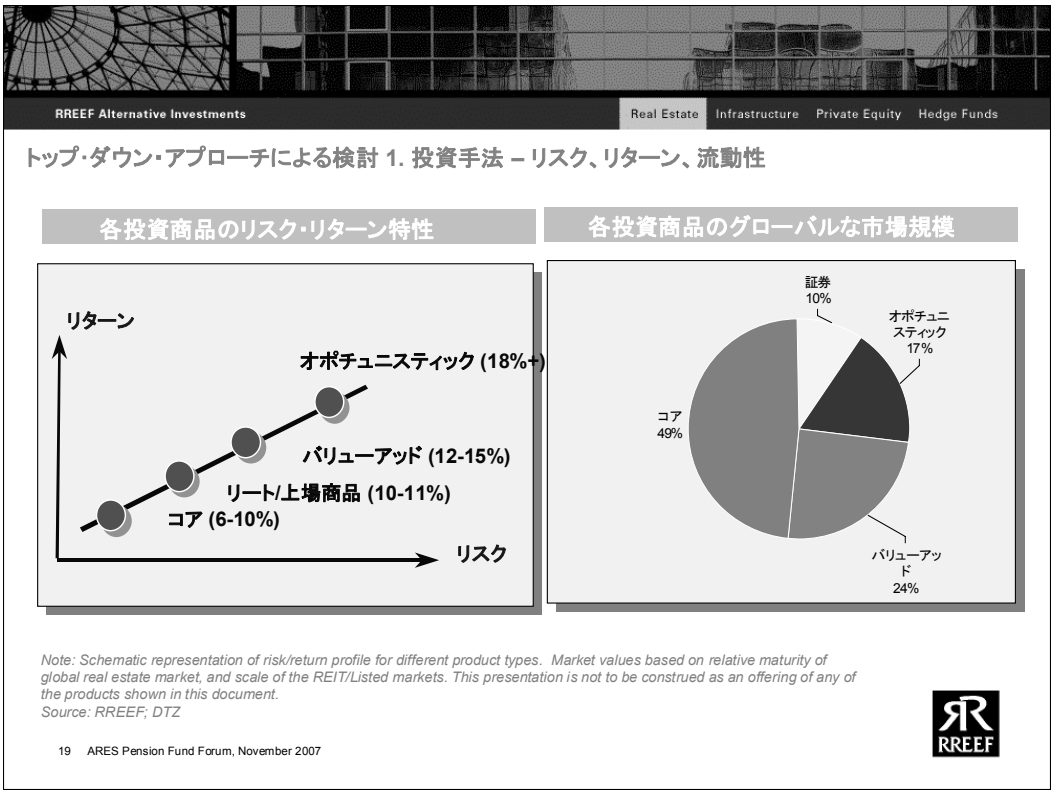
そして、不動産業について見ていきますと、投資家が不動産投資を行うにあたって、実に多種多様な選択肢が提供されています。ここでは、市場の成長の速度、投資費用という視点でお示ししています。伝統的に、不動産への直接投資ということでは、コアタイプへの投資戦略がありました。これは、かなり安全な不動産投資戦略ということになります。そして、不動産証券への投資という選択肢もあります。一方で、今やますますバリューアッド型のファンドが増えています。この中には、オポチュニスティックなものもあれば、典型的なバリューアッドファンドもあります。更に、個人向けの商品も増えています。また、大型の年金基金では、ジョイントベンチャー投資に向かう動きもあります。それから、先程申しましたように、例えば、デリバティブ、上場デット商品、ヘッジファンドといった新しい商品も出てきました。

このように投資家にとっての選択肢が急激に広がっており、投資家にとって世界が変化しています。その結果、どのマーケット、どの物件を選ぶかというよりも、むしろ、自らの投資戦略にあったマネージャーや商品を選択することが重要になってくるということです。まずこうした点が、業界レベルのリサーチが非常に重要であるということを示すものであり、こうしたリサーチによって、この市場が更に発展していくわけです。



もう 1 つ重要なこと、これは特に不動産投資を国際的に行う場合に、より重要になるのですが、きちんとした規律を持って、どの市場、どの地域、どういったタイプの商品が、自らが求めているリターンを生み出すのかについて検討するよう努めなければならないということです。私はリサーチャーでありますが、鑑定士でもありますので、常に、純粋なリサーチャー的アプローチには不安を持っております。すなわち、トップ・ダウンの計量経済的な分析に基づくアプローチが必要であると同時に、ボトム・アップ、すなわち、市場、投資商品、特定の資産に関する知見に基づいたアプローチも必要なのです。トップ・ダウン、ボトム・アップ、両方のアプローチをとることによって、投資戦略の策定について適切な意思決定ができるのです。

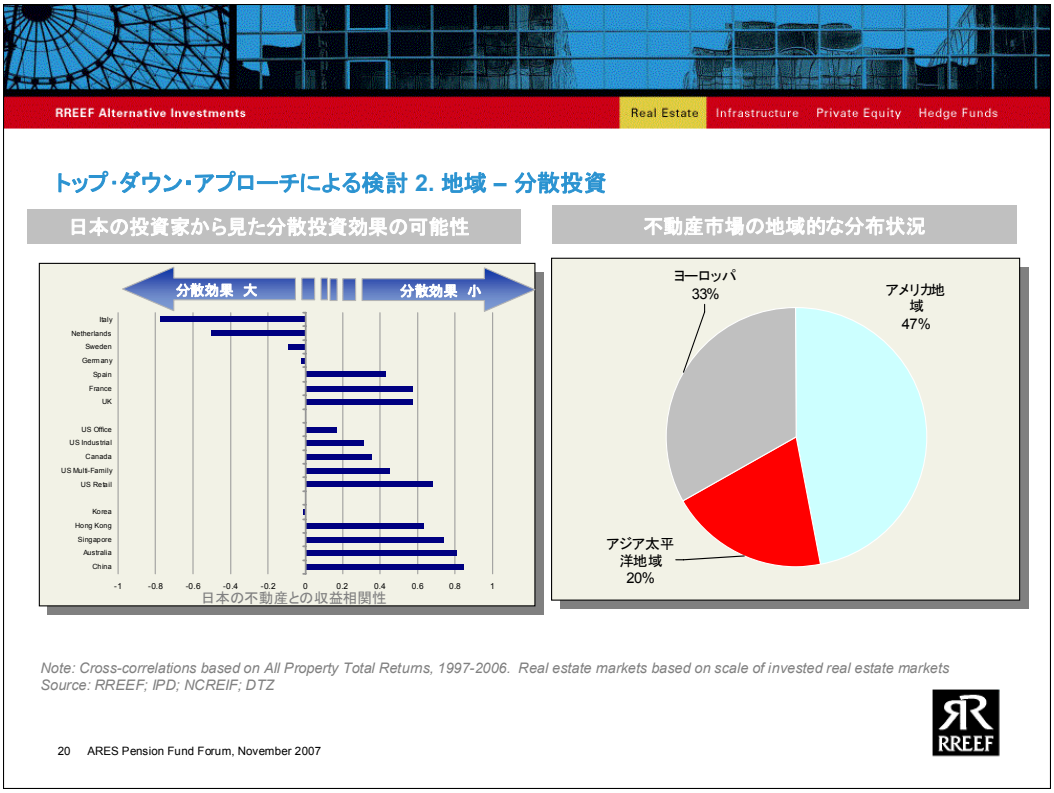
それでは簡単に、情報を活用することによって、不動産投資の際に適切な戦略を策定するためのアプローチについて説明したいと思います。ここでは、グローバルな観点からお話ししますが、これは日本国内あるいは東京圏における投資にもあてはまるものです。



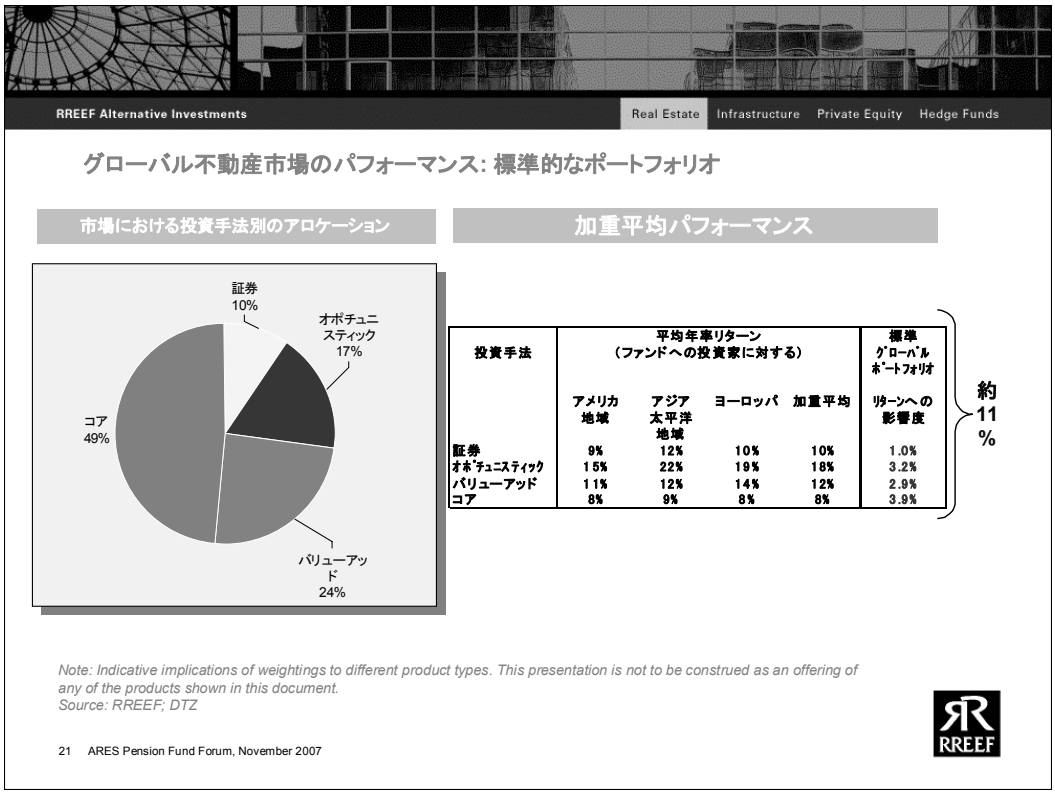
さて、必要なことはなんでしょうか。出発点は、投資家の目的が何かを理解するということです。不動産投資のメリットの 1 つは、いろいろな選択肢があることです。コア型のものや、債券型のエクスポージャー、すなわち、非常に安定したインカムを生む債券型の商品もあります。一方で、プライベートエクイティあるいはオポチュニスティック型のものもある訳です。図表で示しますと、コア型ではリターンは非常に低い。一方、オポチュニスティック型とは、開発型商品や、よりリスクの高い開発型商品、例えば、ディストレス、ターン・アラウンドといった商品になります。また、その中間にあたるようなバリューアッド型の商品もあり、これは、インカムとターン・アラウンドの両方の要素を持っています。それから、上場 REIT のような不動産証券もあります。そこで、明確にしなくてはならないのは、投資家が不動産投資に対して何を求めているのかということです。インカムなのか、安定性なのか、それともリターンなのか。どれだけのリスクを許容できるのか。また、流動性に対する要望がどうなのかということも重要です。例えば、不動産証券にはかなり流動性がありますが、オポチュニスティックの場合にはほとんど流動性はありません。したがって、ここでも投資家が何を求めているのか特定する必要があります。

ここに示しているのはグローバルなマーケットにおける推定の投資内訳です。REIT 等の上場証券への投資はおよそ 10%。あるいはせいぜい 11、12%といったところでしょう。大半、50%程度が、伝統的なコア型の不動産に投資されています。これらには、専門の運用マネージャーがいますが上場はされていません。それからバリューアッド、オポチュニ

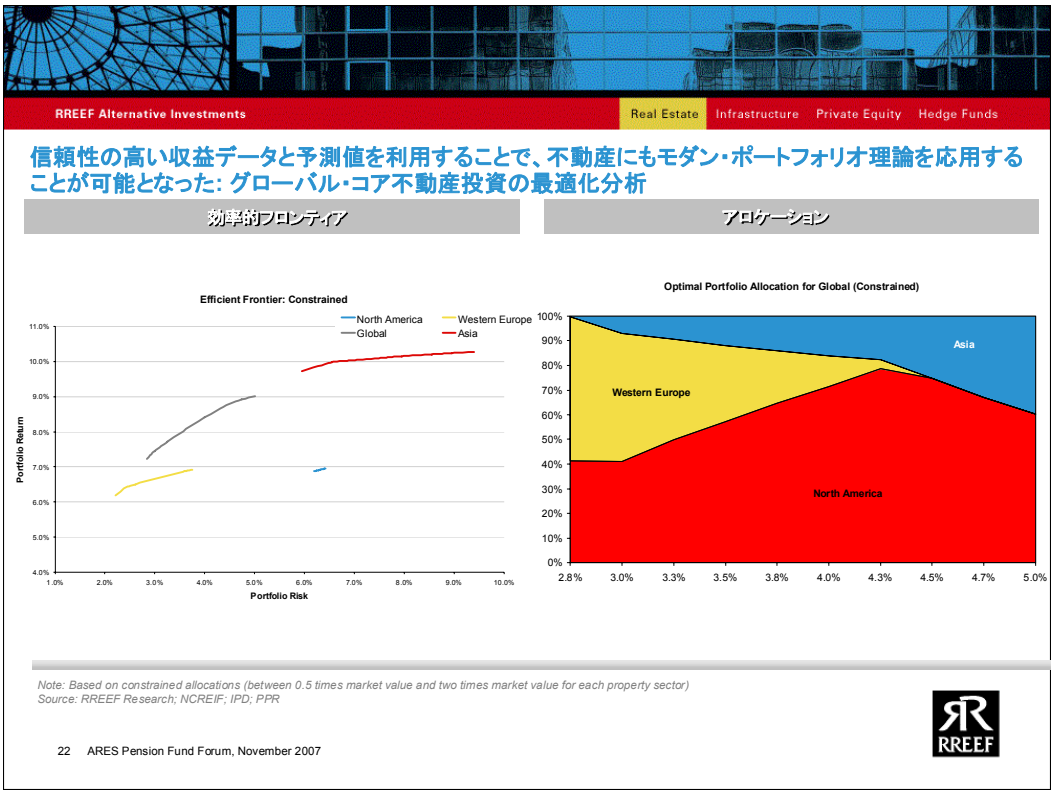
スティックもあります。このうち、オポチュニスティックの大半はエマージング・カントリーに投資されているものです。



投資家の目的が何なのかということがわかりますと、それをベースにポートフォリオのアロケーションを考えることができます。ここでもまたグローバルに考えていきたいと思います。右の円グラフは、グローバルなポートフォリオの投資比率です。50%がアメリカ地域、20%がアジア太平洋地域、残りがヨーロッパという内訳になっております。こうした標準型のベンチマークを踏まえて、ポートフォリオをどのように構築していくのか。リターンの向上やリスクの低減のために、特定の地域に対するエクスポージャーを増加させたり減少させたりしたいという要望があるのか。こうしたことを検討するわけです。左側にありますのは、日本の不動産市場と世界各国の市場との相関性を示したものです。アジアの市場は日本市場との相関性が強くなっていますので、ヨーロッパに投資するのと比較すると分散効果が薄いということになります。

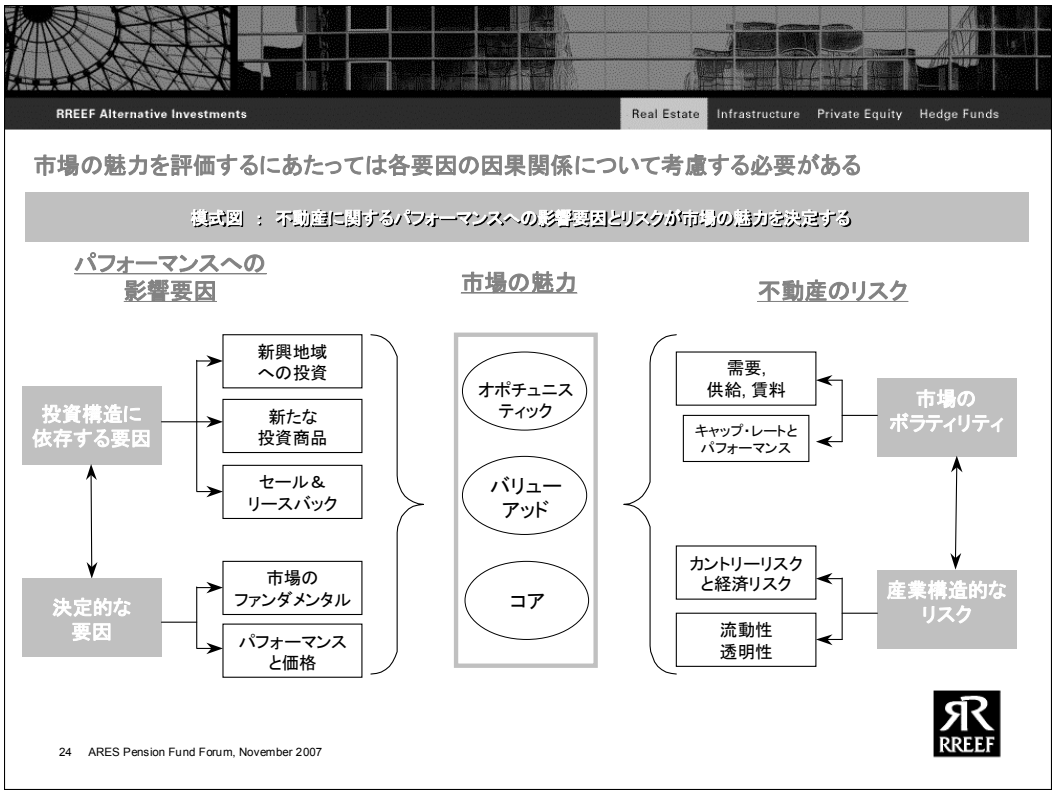


投資家に合った適切な戦略を策定するにあたっては、まず標準的なポートフォリオを考えて、それに対してポートフォリオのウエイトを調整することによって、その投資家が求めるリターンを追及していくことになります。これもグローバルなポートフォリオを想定しています。期待リターンは、それぞれ市場や手法によって違うわけですが、全体としてはおよそ 11%のリターンと見ております。世界的に見るとコア市場は、長期的に考えて、概ね 8～9%のリターンを出してきました。オポチュニスティックの場合にはもう少し高く、15～25%程度ですが、これらが市場の中に占める割合はかなり小さくなっています。したがって、全体の加重をしたリターンは 11%程度になっている訳です。このようなマーケットにおける様々なタイプのエクスポージャーをすべて取っていこうという投資家は多くは無いでしょう。つまり、ローリスク・ローリターンを指向する投資家は、コア型の投資を行う傾向になるでしょうし、そうではない投資家はオポチュニスティックな投資を選ぶということです。しかしながら、こうしたアプローチによって、投資家の要求に明確に応えられるような投資戦略を構築できるのです。



リサーチや洞察を投資戦略の構築に活かす方法ということに関連して、ポートフォリオ理論の不動産への適用について説明をしたいと思います。モダンポートフォリオ理論は、株や債券の世界では、非常によく使われていますが、不動産にはあまり使われてきませんでした。データの面で問題があったからです。しかし、今では長期にわたって蓄積されたデータがありますので、不動産に対しても、モダンポートフォリオ理論による分析を適用して、適切なアロケーションを構築できるようになってきています。

これは、アメリカ、ヨーロッパ、アジアそしてグローバルと、それぞれの地域について、効率的フロンティアを示したものです。グローバルの効率的フロンティアを、ローリスクの領域について見ると、北米や西ヨーロッパへの配分が大きくなっており、ハイリスクのところでは、アジアのエクスポージャーが大きくなっています。不動産というアセットクラスにおいても、現在ではかなりデータが揃ってきていますので、これまでは伝統的なアセットクラスにしか使われてこなかった金融の手法を用いることができるようになっているのです。これは非常に興味深いことであり、これからデータの品質が高まることによって、更にその可能性は強まっていくことでしょう。



ここまでは、業界の発展を俯瞰しながら、投資戦略や投資手法に関する情報分析の活用について見てきました。しかし、リサーチや分析は、より一般的な意味においても投資判断を支援するものです。すなわち、適切な商品を、適切な市場で、適切な時期に買うために活用できるということです。循環的な下降局面を回避することが狙いであり、そのために、リサーチを活用できると考えています。こうした観点から、より良い判断につなげるための方法について説明したいと思います。

これから世界におけるいくつかの例を見ていきますが、その前に 1 つの図をお示しいたします。我々は、市場やアセットクラスについての予測を行うにあたって、こうした要素を見る必要があると考えております。まずは、パフォーマンスですが、それだけではなく、リスクも見る必要があります。この 2 つのバランスをきちんととっていく必要があります。

パフォーマンスを見るにあたっては、不動産サイクルを左右する要因を見ていきます。市場のファンダメンタルである、需要、供給、空室率、賃料といったものです。これらは、パフォーマンスを決定する上で重要な要因になりますけれども、キャップレートの動きや資本市場の動きも重要です。こういった要因が組み合わさって、全体的なパフォーマンス、すなわち不動産からもたらされるトータル・リターンが決まっていくことになります。

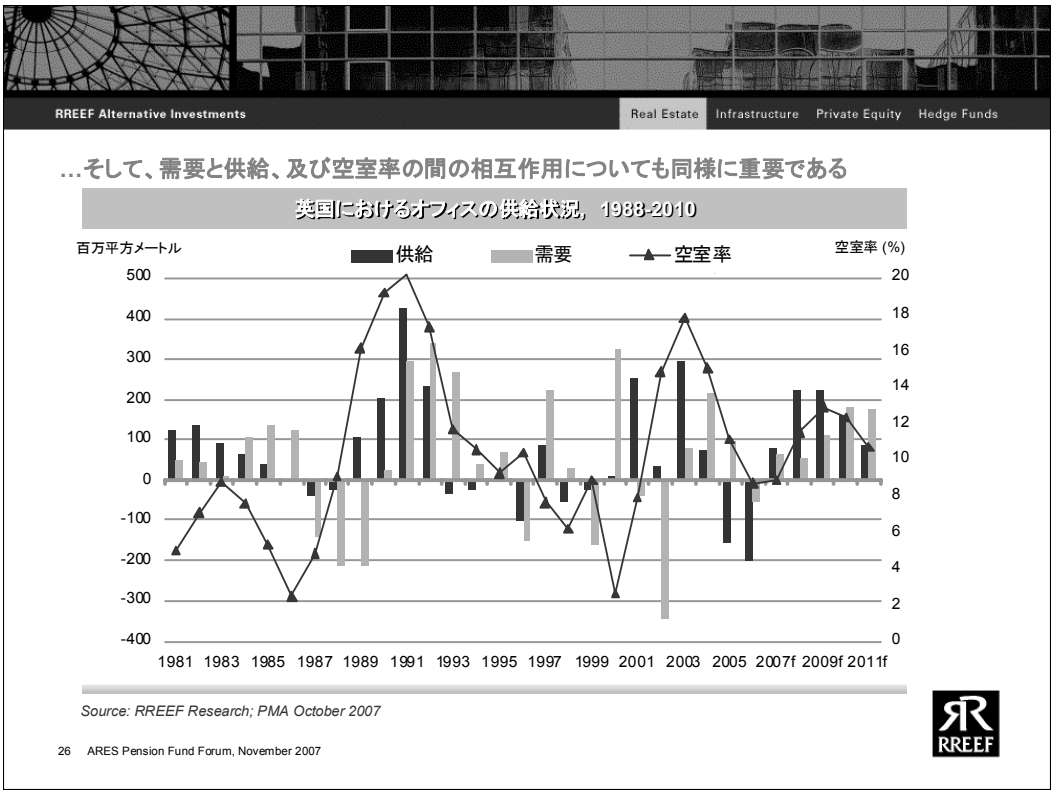
それと同時に、不動産をいまだにエマージングなアセットクラスに留めている構造的な

要因についても考慮する必要があります。例えば、中国、インド、ロシア、ラテンアメリカ諸国の不動産市場は、まだまだ人口比で見た時に小さく、成長余力があるということになります。また、新しい商品も出ております。例えば、老人介護施設、高齢者住宅、病院といったものです。これらは全て、業界の構造変化であるといえます。リースバックも拡大しています。アメリカでは、ほとんどの投資用不動産が機関投資家のマネージャーによって所有されています。ヨーロッパや日本では、多くの不動産が、利用者によって所有されていますが、セール＆リースバックへの動きが進んでいます。したがって、パフォーマンスについて考える際には、不動産サイクルを左右する決定的な要因だけではなく、こういった構造的な変化も見ていく必要があるということになります。

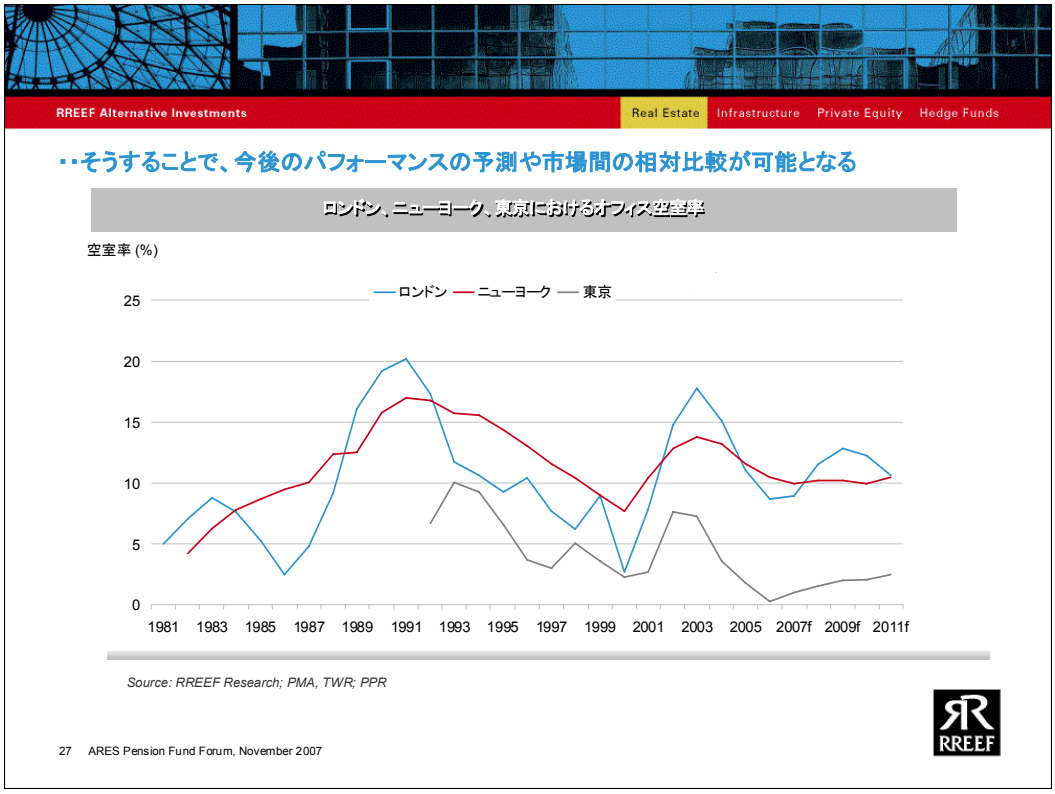
同様にリスクについても、たいていの人は、空室率、キャップレート、パフォーマンスのボラティリティ、あるいはリターンの標準偏差といった、市場のボラティリティしか考えません。もちろんこれらは重要な要素です。これを見ることによって、例えば、ロンドンよりもボラティリティが高いのは香港だけであるということがわかります。したがって、香港やロンドンに投資する際には、そういったことに留意が必要になるわけですが、同時に、構造的なリスクも見ていく必要があります。例えば、中国やロシアに投資をする場合には、明らかに、政治的、経済的、社会的なリスクが存在します。一方、日本の経済や市場は、かなり高度に洗練されたものであるといえます。しかしながら、不動産市場の流動性、透明性は、まだ期待されているほど高くはありません。だからこそ、日本においてはARES の活動がとても重要になるわけです。ヨーロッパでは、ドイツが同様の状況にあるといえるでしょう。ドイツは、流動性や透明性を高める方向へ進んでいます。それによって、その市場に投資するリスクを減少させることができるからです。



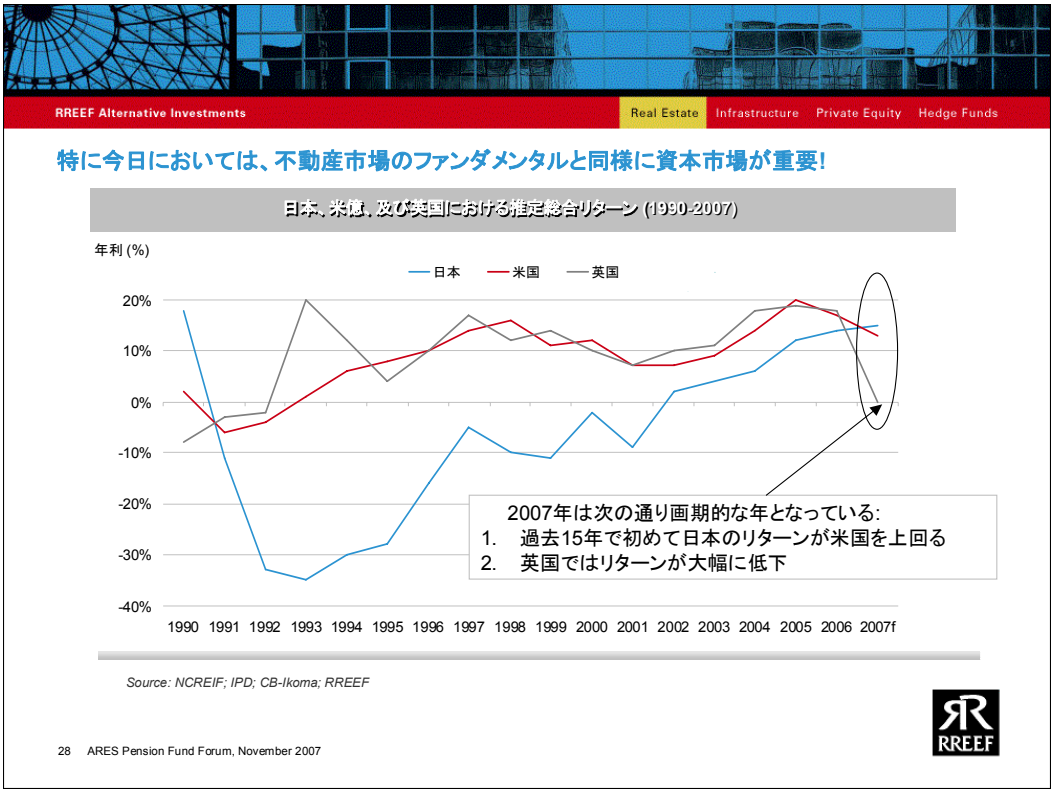
さて、これは個々の市場、個々の不動産についての投資判断を行う際に、とても役に立つ地図です。なぜ重要であるかご説明いたしましょう。これは私が住んでいる街、ロンドンのシティにおける物件の供給状況を示した地図です。2 年前である 2005 年においては、建設中の物件が極わずかであったということがわかります。いまだ、10 年ほど前から始まった下降局面のさなかにあったからです。2 年の間に、かなり建設中の物件が増えており、2007 年 7 月には、これまでの 38 年のどの時期よりも、多くの敷地において建設が開始されています。建設の波が押し寄せており、投資家の関心を集めていることは明らかです。



しかしながら、供給だけではなく、需要にも目を配らなければなりません。ここでは、需要、供給、空室率を示していますが、空室率が急減していることがわかります。しかし、デベロッパーが一斉に開発を始めていますので、今後は供給が急増し、空室率もかなり上昇すると予測しています。

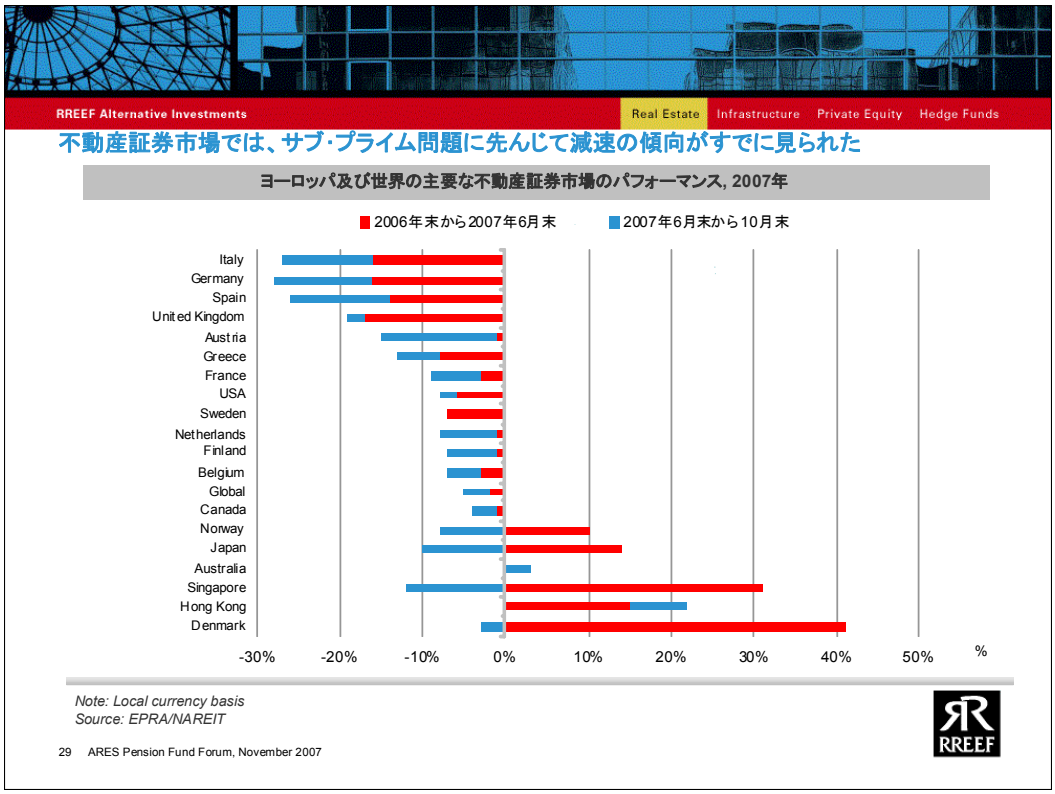


これは、同じようなアプローチで、世界各国の市場を見たものです。ロンドン、東京、ニューヨークを比較したものです。ロンドンではこれから2～3年、供給がかなり増えると見ています。東京でも、2007年にはかなり供給が増えましたけれども、これらは、既に賃貸契約が成約済みであるものが多い点でロンドンとは異なっています。したがって、東京の場合には、今後空室率の大きな上昇は見込んでおらず、賃料も上昇し続けるであろうと考えています。一方、ロンドンの場合には、賃料はこれから下がると予測しています。マドリッド、香港、北京、上海、インドといったよりボラタイルな市場においても供給の問題が存在します。これらの市場については、後ほどご関心があればお話しを致します。

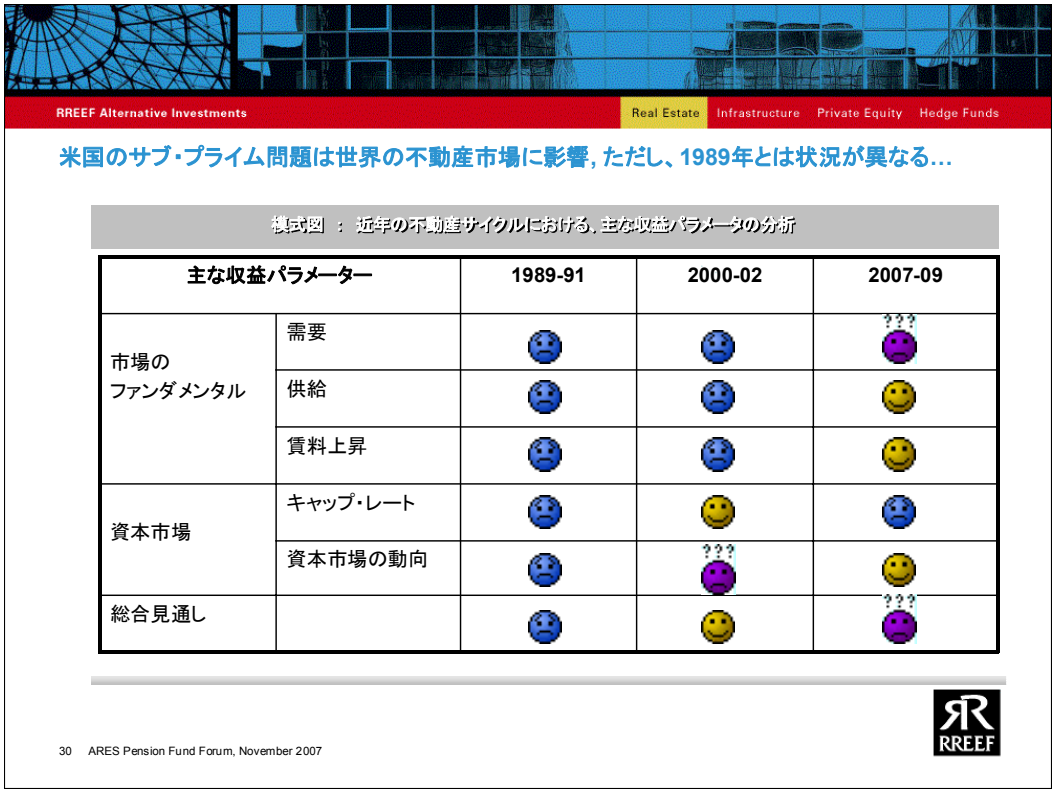


しかし、ファンダメンタルだけが重要なのではありません。もう 1 つ重要なのが、例えば現在であれば、サブプライムの影響を踏まえてということになりますが、不動産の価格の動向についても見ていくことです。ここ数か月、市場に劇的な影響を与えているのはファンダメンタルな部分ではありません。経済は鈍化しつつあります。しかしながら、そこにも 1 つのメリットがあります。それは、こうした影響により、今後数年間供給量が抑制されるということです。サブプライムの問題は、不動産の価格に大きな影響を与えています。日本はそうではありませんけれども、ヨーロッパやアメリカでは、少なからず資金調達のコストや難易度が上昇しています。これまで、市場に不動産の購入者として参加していたプレイヤーの一部が、締め出されるような状況が生じているのです。実際、いくつかの市場においては調整が生じております。特に英国では大きな影響が出ており、キャップレートが 75bp も上がっております。この図は、日本、英国、米国について、NPI、IPD 型のリターンを長期に見たものです。これまで、英国や米国では非常に高いパフォーマンスを出していました。しかし、英国ではこれが急落しています。昨年は 18%ぐらいだったものが、今年は価格下落の影響により 0%になりました。そして来年は、トータル・リターンでマイナスになると見ております。米国では、まだ今年はどうにか維持しておりますが、今後は大きな下落が見込まれます。日本はそれほどサブプライムの影響を受けておりません。不動産市場としてかなり隔離されていることや、CMBS への依存が少ないことによるものでしょう。今後もかなり堅調だろうと見ており、賃料も伸びている状況です。資金調

達コストとのスプレッドもかなり良いといえます。こうしたことから、総じて日本の市場は、英国や米国の数多くの市場に比べて魅力的に映っているという状況です。しかし、こうした点は、不動産というアセットクラスの 1 つの強みでもあります。地域的な分散効果が顕著だということです。日本がそれほどよくなかった時期には、英国が良かった。これから、英国や米国の軟化を見込んでいる訳ですが、代わりに日本やドイツが好調ではないかと考えています。このように、不動産のエクスポージャーからは、かなりの分散効果が得られるということになります。



次のグラフは、サブプライム問題が表面化する前において、マーケットが不動産サイクルにおけるどの段階にあったのかを示すもので、非常に興味深い内容です。サブプライム問題は 7 月に起こりました。これは世界の上場不動産証券市場の状況を示したグラフで、赤が今年の前半の 6 ヶ月、青が 6 月末から 10 月末のパフォーマンスを示しています。多くの欧州の市場においては、今年の前半において、既にかなりパフォーマンスが落ちています。つまり、不動産がかなり高くなっていて、投資家は、これから不動産マーケットはアンダー・パフォームするだろうという見通しを持っており、それがまた続いているのです。先程も言いましたけれども、英国の市場は他の市場以上に下がっています。過去 4 週間でまた 10%ぐらい下がっていて、かなり劇的な修正が見られます。

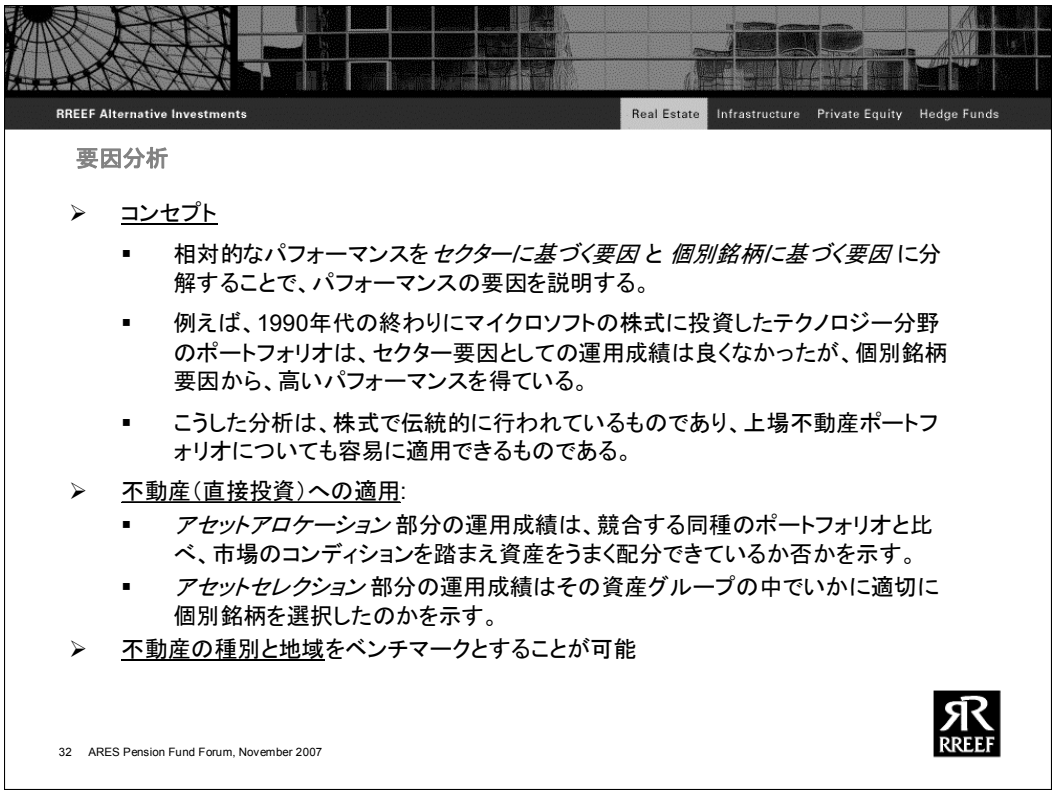


しかし、今回の不動産サイクルを、過去に経験した他の不動産サイクルと比較してみると、1989 年の状況とはかなり違います。その点についてここで簡単に概観してみたいと思います。この図は、3 つのサイクル、1989～91 年、2000～02 年、2007～09 年を、2 つの視点から比較しています。ファンダメンタルの状況、すなわち、需要と供給、賃料上昇といった点と、資本市場の状況です。資本市場の方は、キャップレートと投資家の投資意欲を見ています。これらは、日本、英国、米国の 3 つの市場に概ね共通した傾向です。

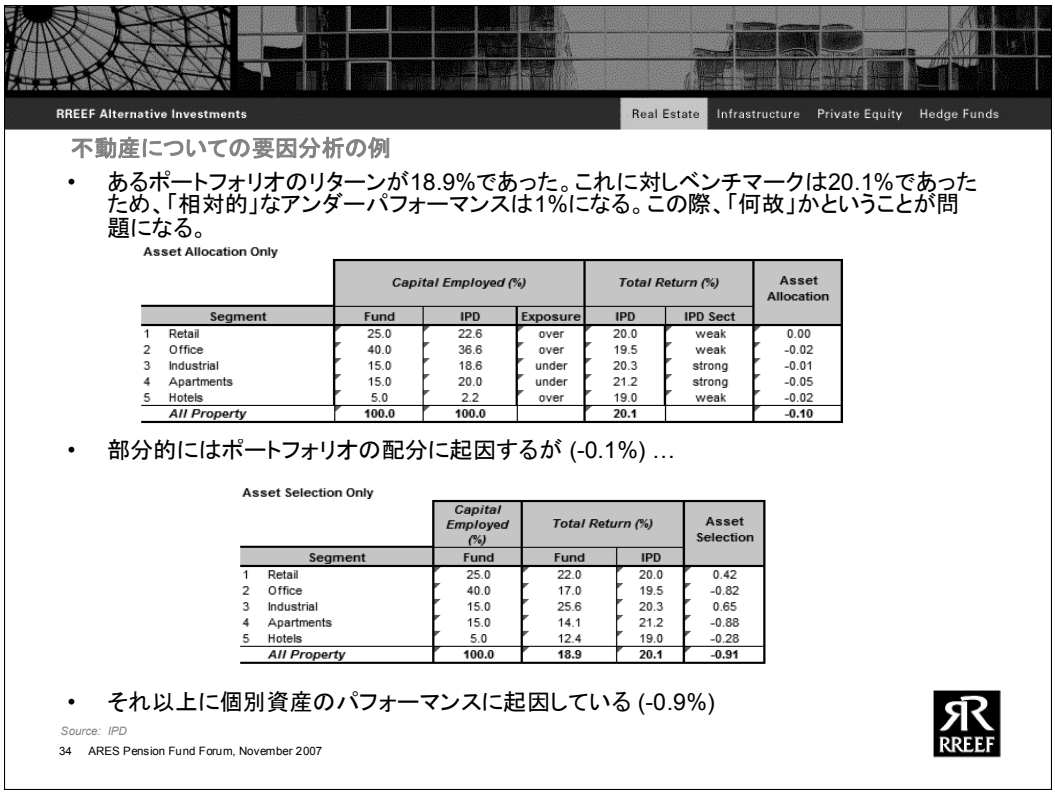
1989～91 年は各領域において、いずれも悲しい顔が並んでいます。つまり、需要は弱く、供給過多であり、賃料も伸びない。キャップレートは上がり、パフォーマンスは非常に悪いという状況でした。2000～02 年は、米国、英国においては景気後退がありました。需要が後退し、供給も増え、賃料も上昇しないという状況です。しかしこの時は、価格は非常に魅力的だったので、投資家が市場に入ってきて、パフォーマンスは非常に良かったという状況でした。今回は、ロンドン、マドリッドなどいくつかの市場を除いて、供給には問題はありません。疑問符がついているのは需要の方です。また、米国経済がどうなるかという問題もあります。もし、米国が景気後退に陥ったならば、賃料上昇について問題が出てきて、これは世界的に伝染するだろうと思います。しかし、米国の景気が後退しなければ、賃料の上昇にも問題は生じないでしょう。それに加えて、不動産に投資したいという意欲が強く、資本が流入してきている状況にあります。こうした資本流入が、多くの不動産市場において価格を下支えしている訳です。ただし、英国、スペイン、米国の一部にお

いては、不動産価格が非常に高くなりすぎているという状況です。したがって、最終的な結果、今後 2、3 年を過ぎてみないと本当にどうなるかはまだわかりませんが、1989～91 年の状況のようになるというよりは 2000～02 年の状況に近い結果になるのではないか、つまり、1989～91 年のような危機にはならないのではないかと見ております。

こうしたことを見てきても、市場の見通しの背景にある様々な前提条件について、情報を収集し、分析し、議論をすることがきわめて重要であることがわかります。サブプライム後、我々のチームでは、世界中の同業の方々と話をして、どういう影響があるのか、どういうシナリオになるのかということについて議論してきました。他のリサーチ機関も同じだと思います。透明性の向上やリスク削減のために、理解を深めるよう努めてきた訳です。



もう 1 つ、リサーチが何の役に立つかというと、パフォーマンスの説明です。ある特定のファンドが、パフォーマンスが良かったり、悪かったりしたことをどう説明するのかということです。こうした要因分析は、株式では広範囲に使われています。あるセクターを選んだ結果いいパフォーマンスになったのか、あるいはある銘柄を選んだ結果いいパフォーマンスになったのかということを分析するわけです。一例として、1990 年代後半における、ドットコムあるいはハイテクと呼ばれるセクターへの投資が挙げられます。セクターとしては悪い選択でした。しかし、マイクロソフトを選んでいたならば、その個別銘柄要因でいいパフォーマンスになっていたことでしょう。同じような分析を不動産にも適用してみたいと思います。現在では、市場によっては、この要因分析を用いてパフォーマンスを説明することを可能にするデータが揃っています。



RREEF Alternative Investments　Real Estate　Infrastructure　Private Equity　Hedge Funds

不動産についての要因分析の例

- あるポートフォリオのリターンが18.9%であった。これに対しベンチマークは20.1%であったため、「相対的」なアンダーパフォーマンスは1%になる。この際、「何故」かということが問題になる。

Asset Allocation Only

	Segment	Capital Employed (%) Fund	IPD	Exposure	Total Return (%) IPD	IPD Sect	Asset Allocation
1	Retail	25.0	22.6	over	20.0	weak	0.00
2	Office	40.0	36.6	over	19.5	weak	-0.02
3	Industrial	15.0	18.6	under	20.3	strong	-0.01
4	Apartments	15.0	20.0	under	21.2	strong	-0.05
5	Hotels	5.0	2.2	over	19.0	weak	-0.02
	All Property	**100.0**	**100.0**		**20.1**		**-0.10**

- 部分的にはポートフォリオの配分に起因するが (-0.1%) …

Asset Selection Only

	Segment	Capital Employed (%) Fund	Total Return (%) Fund	IPD	Asset Selection
1	Retail	25.0	22.0	20.0	0.42
2	Office	40.0	17.0	19.5	-0.82
3	Industrial	15.0	25.6	20.3	0.65
4	Apartments	15.0	14.1	21.2	-0.88
5	Hotels	5.0	12.4	19.0	-0.28
	All Property	**100.0**	**18.9**	**20.1**	**-0.91**

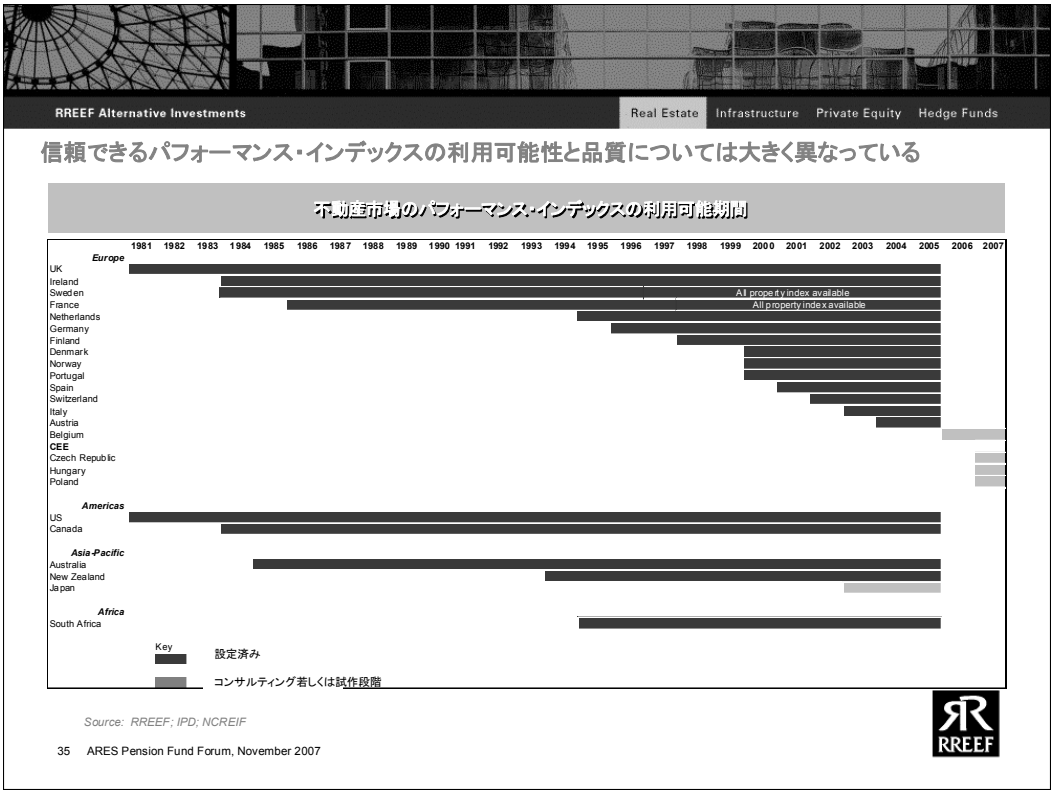
- それ以上に個別資産のパフォーマンスに起因している (-0.9%)

Source: IPD

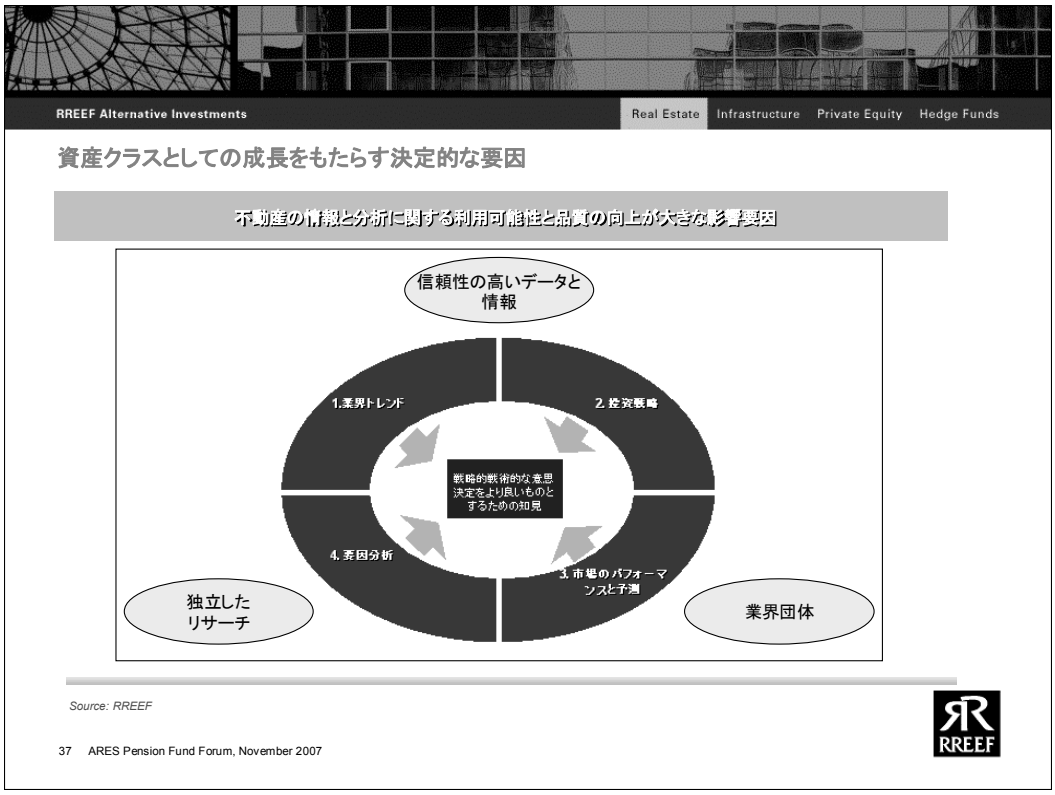
34　ARES Pension Fund Forum, November 2007

RREEF

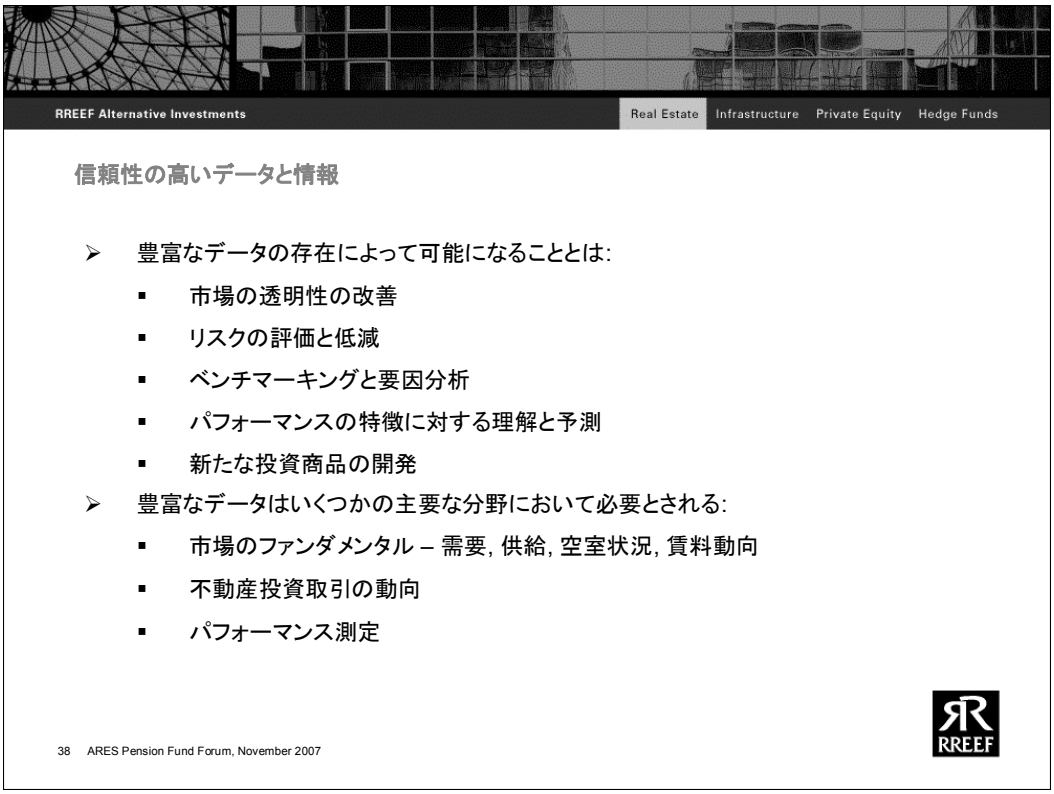
簡単に説明しましょう。まずアセットアロケーション。つまり、セクター間のアロケーションを見ていきます。その後、銘柄選択の動きを見ていきます。これは米国の例です。上の表はアセットアロケーション、下の表は、銘柄の選択を示しております。このエクスポージャーにおいては、マーケットの状況が良かったために、ベンチマークは 20%のリターンになっています。しかし、ファンドは 18.9%でした。こういった仮定です。こうした情報から、アンダーパフォームした原因をどのように説明したらよいか考えてみたいと思います。セクターの選択を間違えたのか、あるいは、個別資産の選択を間違えたのかということです。この表を見ると、パフォーマンスが良くなかったセクターにややオーバーウエイトしていたことがわかります。しかし、マーケットの動きとしては基本的に全部同じだったので、その影響はあまりなかったといえます。パフォーマンスに影響を与えたのは、むしろ個別資産の選択であったことが下の表からわかります。いろいろな細かいデータがこの裏にあるわけですが、ファンドであれ個別口座であれ、こういった方法で、パフォーマンスが悪かったり良かったりした理由を分析して、説明し理解することができます。このように、セクターの選択、個別資産の選択の組み合わせによって、その結果は決まるわけです。



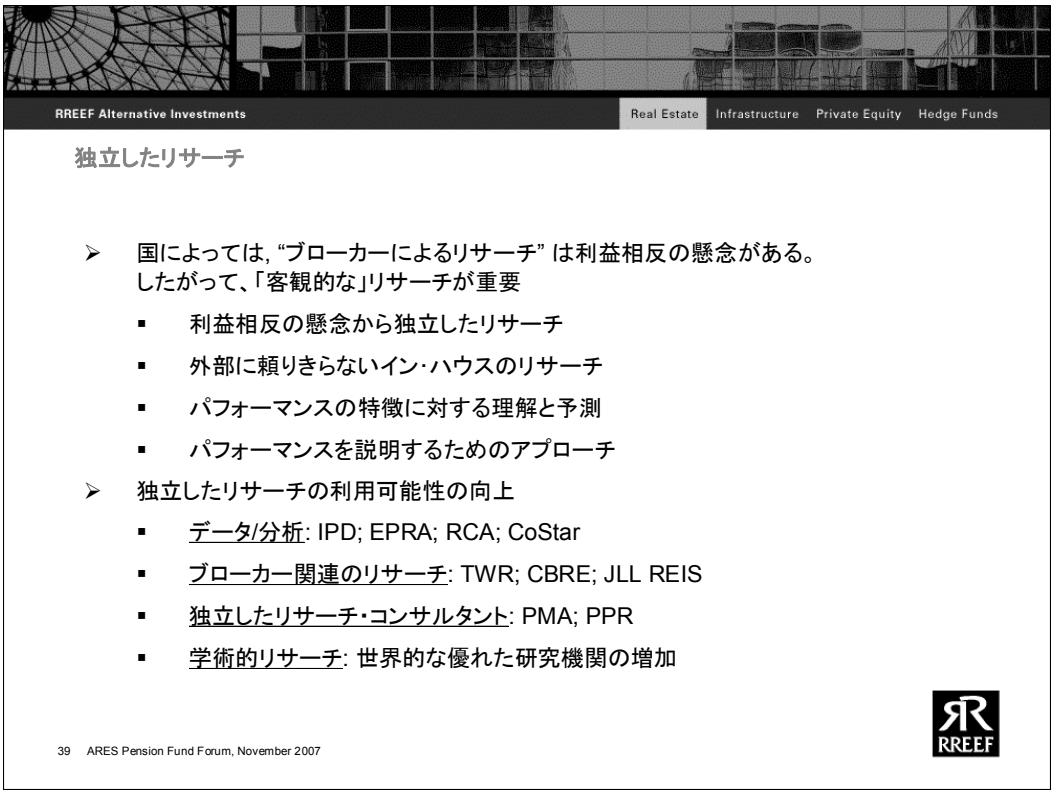
こういった分析は極めて重要なのですが、適用可能な市場はまだ数が限られています。ARES はこの件に関して、インデックスを作って情報の提供をするという非常に重要な仕事をされています。上場証券に関しては、世界各国でいろいろなベンチマークがあります。しかし、実物不動産に関してはそういったインデックスはあまり発達していません。英国、アイルランド、スウェーデン、米国、カナダにおいては、かなり長い年月に渡って蓄積されたポートフォリオのパフォーマンスについてのデータがあります。鑑定評価ベースのデータではありますが、非常に確かな鑑定評価手法に基づいており、サンプル規模も適切です。したがって、市場のパフォーマンスを適切に表すような指標が提供されています。こうした情報があることは投資家にとっては非常に重要です。なぜなら、特定のマネージャーや特定のファンドをマーケットの状況と比較できるからです。そして、要因分析もできます。あるマネージャーのパフォーマンスが、別のマネージャーよりもなぜいいのかということも説明できます。しかし、多くの市場においてはこのデータがありません。日本においては、ARES が 1、2 年前からはじめているということですが、これは素晴らしいことです。また、IPD もありますが、まだコンサルティング段階という状況です。つまり、パフォーマンス・ベンチマークとして活用できるような長期的でしっかりとした時系列データが確立されていないということです。したがって、ARES が行っていることは、業界の透明性の向上のために非常に重要であり、流動性の増加、業界全体としてのリスク削減につながる仕事なのです。



最後に、2、3 分使いまして、業界全体として取り組むべき課題に触れたいと思います。不動産というアセットクラスの成熟化のために何ができるかということです。不動産は、プライベートエクイティ、インフラファンド、ヘッジファンドなどと並んでまだ代替投資という位置付けです。ただし、その中ではもっとも成熟しているものであって、規模も最大です。10 兆 US ドルの市場であり、学問的な分析も充分に行われています。そして、市場によっては長期にわたる時系列データが存在します。我々は、よりしっかりした形でこれを成長させて、投資家がアセットアロケーションの中に取り込めるようにしていかなければなりません。リサーチや分析が、意思決定を支援することができるようにするために、我々がなすべき 3 つの方策があります。それは、信頼性の高いデータと情報、独立したリサーチ、そして、業界団体の活動です。



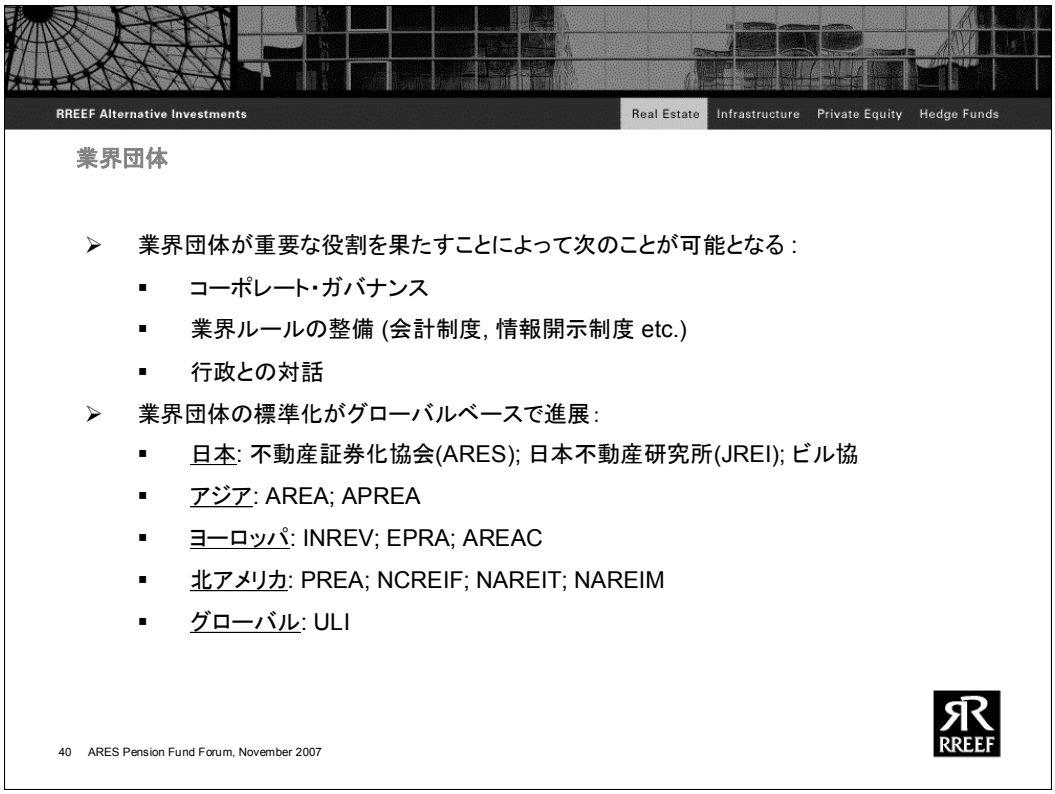
こういった方策について、まとめてみたいと思います。まず、データと情報です。データの重要性ということについては先程も触れました。これは、パフォーマンスのデータに限りません。比較対象となりうる取引データの開示や供給と需要に関する情報も重要です。現在、インドに投資する上で最大のリスクの 1 つは、利用可能な情報が無いため、ムンバイやチェンナイにおいて、実際のところどのくらいの供給があるのか誰もわからないということです。全てのデベロッパーが、今行われているプロジェクトの中で自分のプロジェクトが一番いいんだというばかりで、市場全体の動向をとらえられておらず、リスクが高まっているわけです。ARES や APREA、EPRA といった組織が、こうしたデータの提供を改善しようとしていることは大変重要であり、こうしたことが業界の成熟化につながるわけです。



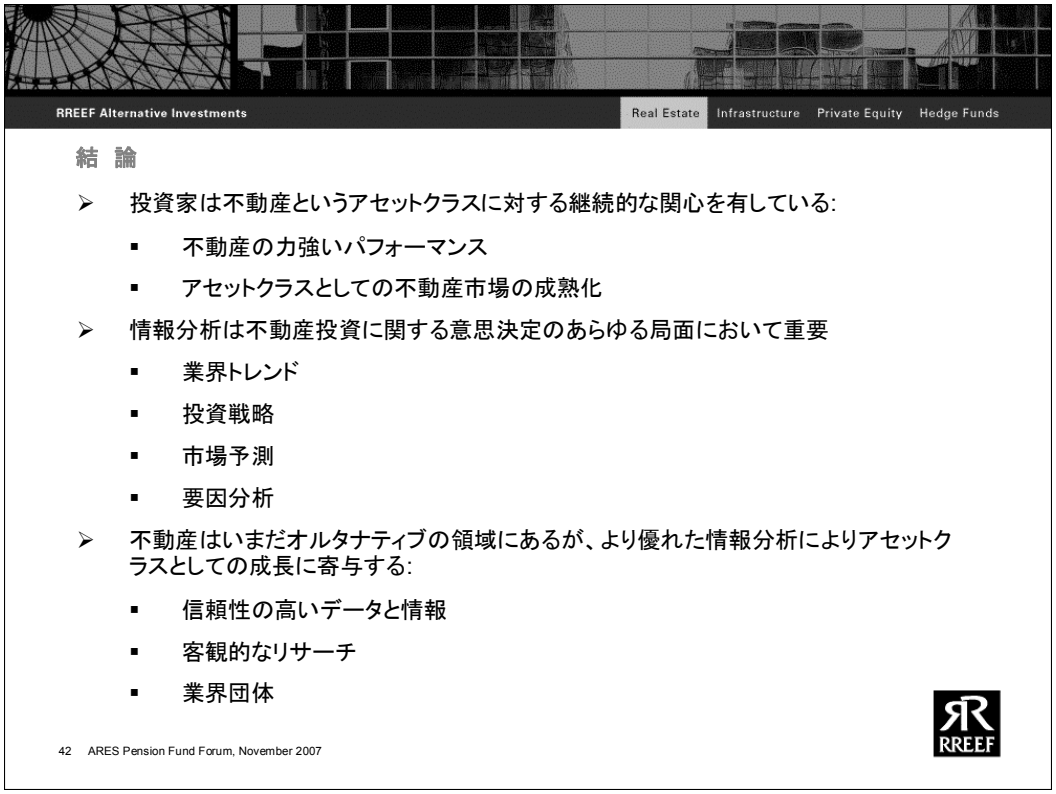
次に、独立したリサーチの重要性についてもふれたいと思います。私は 5 年間米国で仕事をしました。偉大な国で、大変興味深く過ごしました。米国では、かなりの量のリサーチが活用可能な形で提供されています。そして、その中にはブローカーによるリサーチがかなりありますが、やはりブローカーによるリサーチというのは、建物を売るため、あるいは建物を貸すために行われているわけであり、利益相反の懸念があることを認識しなければなりません。欧州や日本においては、公正で客観的な観点からアドバイザリー・リサーチを取得するようにしていると思います。しかし、利益相反の懸念がある場合、必ずしも客観的ではないこともありますので、客観的な洞察を得ることを確実にするためには、独立した立場からのリサーチのためにもっとお金をかける必要があるわけです。いろいろな選択肢があります。外部のリサーチを購入することもできます。あるいは、インハウスでリサーチをしてもいいし、アウトソースという形で行うこともできます。マーケットの方向性、パフォーマンスの予測をするために、重要なことです。

グローバルに展開している独立したリサーチ関係の組織としては、IPD、EPRA、APREA、RCA、CoStar、といったところがあります。こうした組織はますますグローバルに展開しつつあり、PMA、PPR といったところは、独立したリサーチ・アドバイザリー・サービスをグローバルに提供し始めています。また、世界各国における、研究機関や大学が、不動産や不動産ファイナンスに関して能力を築きつつあります。これは、データを集めるというだけでなく、アセットクラスとしての不動産の特徴を説明し、理解するこ

とに資するものです。



そして最後は、我々にとって非常に関心のあるテーマである業界団体の活動です。業界団体はデータを集めたり、開示を進めたりすることに貢献できます。また、投資家にとって重要な役割を果たしています。それは、コーポレートガバナンス、手数料、レポーティングといったことに関してです。業界団体は、業界や、マネージャーに対して開示を進めて欲しいという働きかけをすることができるわけです。それは、投資家の利益であるとともに、業界全体にも資することです。ここでも、いくつかの業界団体の名前を示しております。こういった組織を通じてグローバルなコラボレーションが広がっているというのは素晴らしいことだと思います。



以上、かなり広範囲なテーマを扱わせていただきましたが、私が言いたかったことは、投資家は不動産というアセットクラスにまだどんどん入ってきているということ、そして、情報は、適切な資産を買うためだけでなく、業界全体を理解して投資戦略を構築していくといったより幅広い意味においても重要であるということです。また、より多くの情報や分析が提供されるためには、ARES のような組織を通じて、先に触れたような 3 つの点に関する活動を続けていくべきであると考えています。

ご清聴ありがとうございました。

（文責及び資料和訳作成：(社)不動産証券化協会）

Ⅲ．海外講演

「米国における機関投資家の不動産投資」

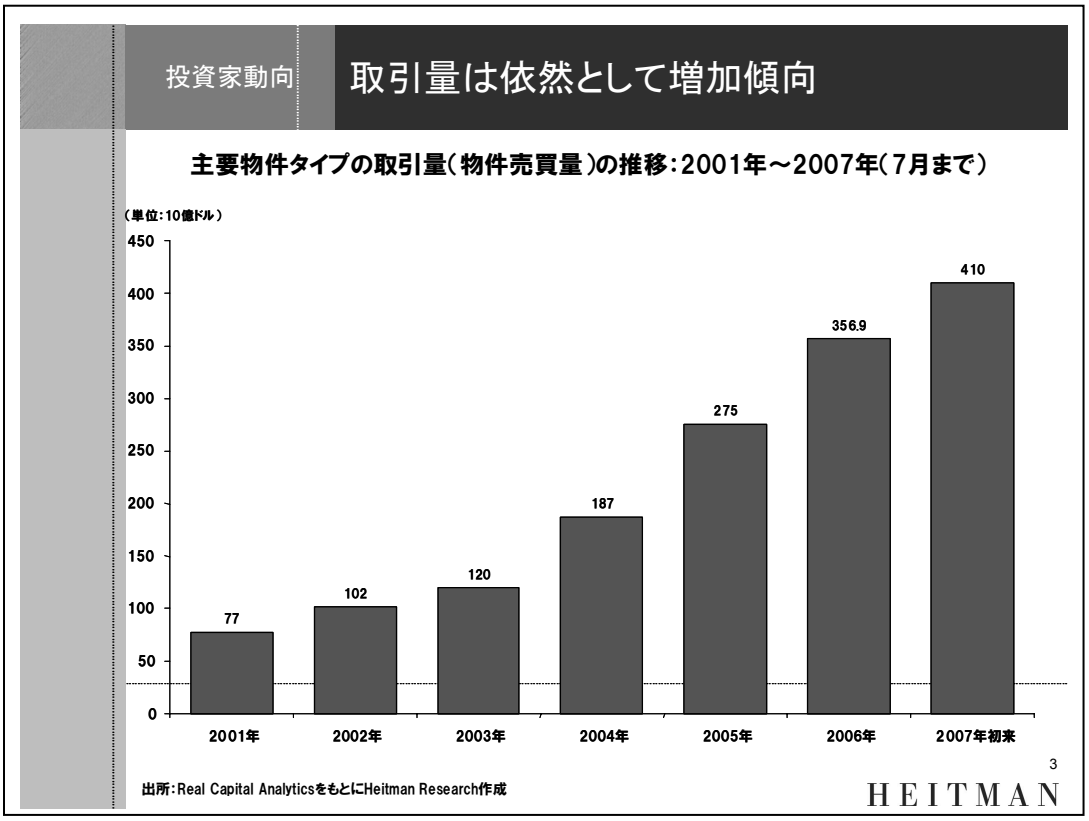
リチャード・ケートリー　　ハイトマン
エグゼクティブ・バイス・プレジデント兼不動産証券グループ COO

ありがとうございます。本日は ARES のフォーラムに参加できまして嬉しく思っております。日本での私どものオフィスは小さなものですが、できるだけ ARES における交流を活発にしようと思っておりますので、スピーカーとして招かれたということを大変嬉しく思っています。また PREA（Pension Real Estate Association）は、米国における ARES と同じような組織でありますが、私どものリサーチ部門のディレクターである Mary Ludgin が、現在 PREA のチェアマンを努めております。そういった意味でも、ARES に関しましては、同じ目標を掲げるものとして大変近しく感じております。

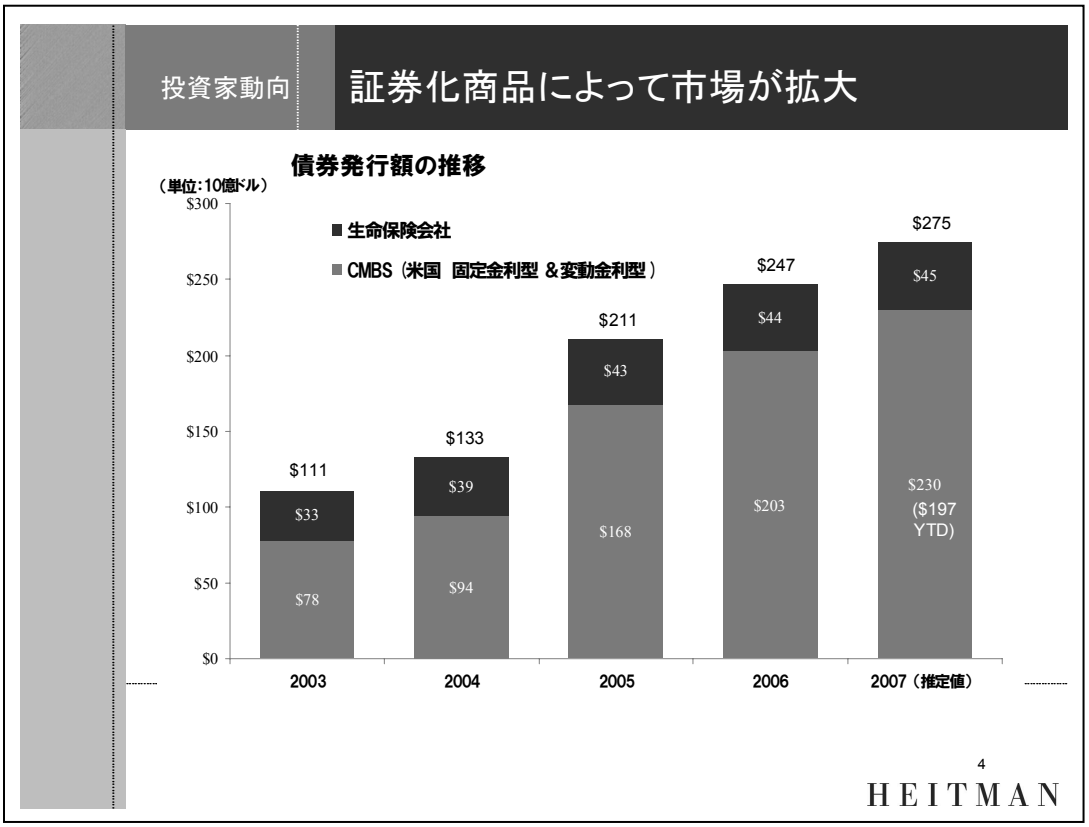


まず冒頭に申し上げますが、ピーター・ホップスさんが素晴らしい講演をしてくれたと思います。まず、この業界が直面している状況についての全体像や、お互いにサポートし合い、不動産をしっかりとしたアセットクラスとして育てていくためには、どういった情報、データが我々に必要なのを解説してくださいました。私はもう少し焦点を絞って、いわばケーススタディとして、米国の年金基金、機関投資家の投資の状況に関してお話をしたいと思います。用語やコンセプト、データソースといったことに関してホップスさんが仰ったことが、かなりここにも表れてきますので、話の順序としても良いと思います。つまり、ホップスさんが全体像をお話しされ、次に私が米国の機関投資家や年金基金がどのような投資を行っているのかについて、1 つの事例研究のような形でお話をすることで、皆様の参考になればと思っています。

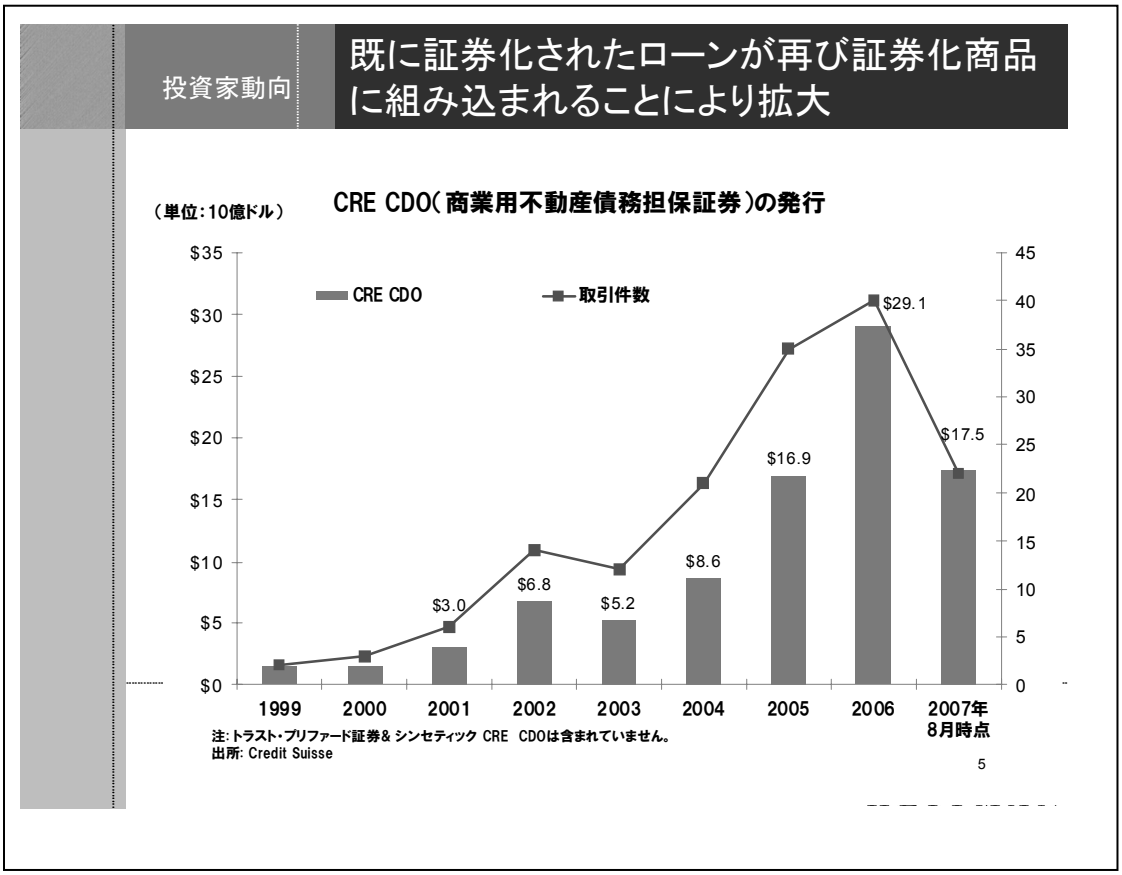
私のコメントは 4 つに分けてお話しをします。まず簡単に、投資家動向についてお話しいたします。これはホップスさんが話されたこととも同じようなコンセプトなのですが、米国の機関投資家がどのような形で投資の意思決定を行っているかということについて、その背景を明らかにしたいと思います。そしてその次は、資産配分とリターンです。つまり、いかに年金基金が、その資金を、株式、債券、オルタナティブ、不動産といった資産に配分し、更に不動産の中でもどのように配分しているのかということです。どういったリターンを期待しているのか。また、どのように組み合わせられているのでしょうか。そして 3 つ目が、インデックスとベンチマークについてです。ARES の岩沙理事長とホップスさん、お二人からもインデックスがいかに重要かというお話がありました。インデックスが発展し、ベンチマークとして使われるということは、我々にとって大変重要です。そこで、こういった実物不動産投資のベンチマークについてお話しをしたいと思います。そして最後に、ベンチマークがいかに使われているかについて、皆さんもよくご存知な 2 つの有力な米国の年金基金の事例をご紹介したいと思います。ひとつは CalPERS です。CalPERS は、米国の年金基金としては最大規模を誇り、世界でもトップ 5 に入る規模を有しています。2 つめはカリフォルニア大学バークレーの年金基金の事例です。この 2 つの事例を使いまして、2 つの重要かつ有名な年金基金が、どのようにベンチマークを活用しているのかについてお話しします。こういった情報はインターネットを通じて得ることができますので、ここには秘密の情報というのは何もありません。しかし、こういった情報が公表されており、インターネットでアクセスすることで誰でも手に入れることができることは非常に興味深いことです。こうしたことによって、我々は CalPERS のような大規模な年金基金が、どういった投資をなぜ行っているのかを知ることができるのです。



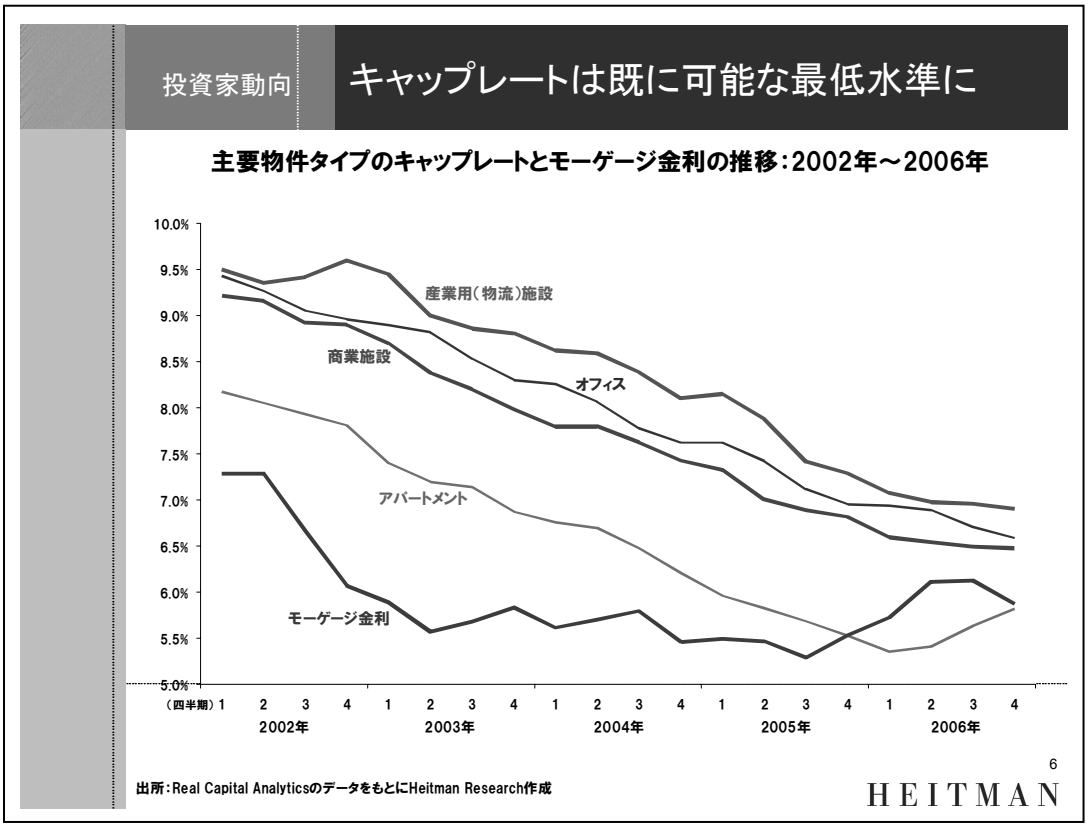
最初の部分は簡単にご説明させて頂きます。既にホッブスさんが話されたこととも関連しています。このデータは Real Capital Analytics を元にしておりますが、このデータソースにご注目いただいたのは、どこのデータを利用しているのかが益々重要になっているからです。彼らは実際の取引を追っています。つまりこれは実際の取引量を示しているのですが、大変短期間の間に米国における取引量は大きく増えています。2007 年をご覧下さい。これは 7 月までです。ホッブスさんも話されていましたが、7 月というのは 1 つのターニングポイントとなりました。ともあれ、このように不動産の取引量は著しく増加しました。



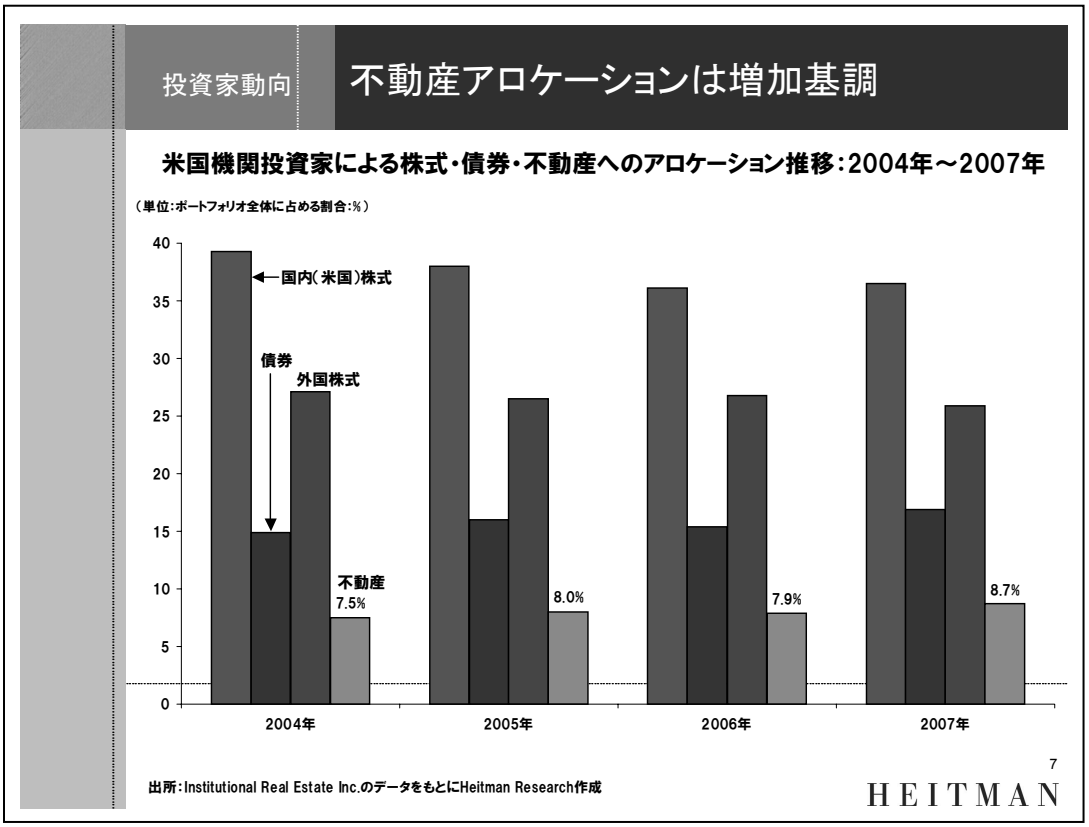
証券化商品の普及が取引量を増加させる刺激となりました。年金基金も、それ以外の機関投資家も、米国における投資は、ほとんど全てレバレッジを利用しています。コアの場合で 30%程度のレバレッジ、バリューアディッドでは 60%ぐらいのレバレッジ、そして、オポチュニスティックでは、レバレッジはもっと高いでしょう。したがって、負債の役割というのが大変重要になっています。薄い色で示しておりますのが CMBS（Comertial Mortgage Backed Securities）です。濃い色の部分は生命保険会社で、我々は「バランスシートレンダー」と呼んでいるのですが、これはそれほど多くありません。CMBS が年金基金等の投資量を増加させる一要因となりました。



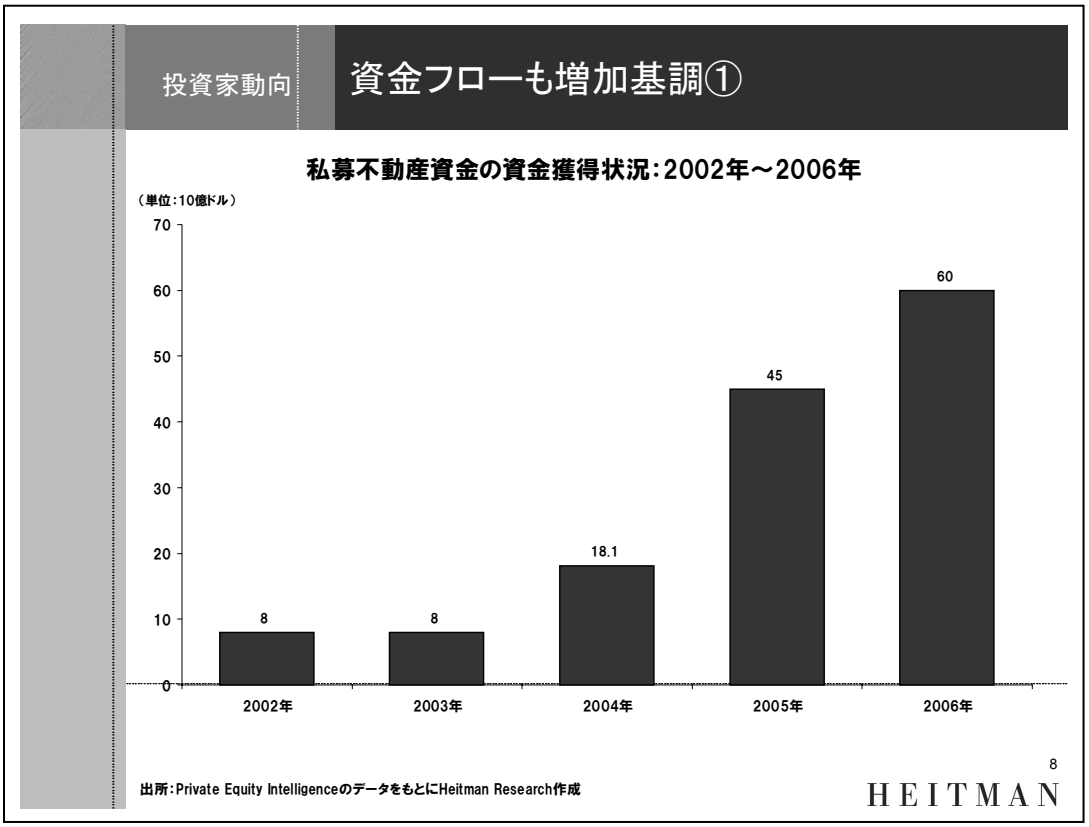
こうした結果の１つとして、かなりのデットが CDO（Collateralized Debt Obligation）に組み込まれることになりました。既に CMBS 化されたローンもまた、このような仕組み商品へと組成されています。ちなみに、こうした流れが一方では、サブプライムの問題をもたらしたという側面もあります。こういった仕組み商品に対しては、銀行、ヘッジファンド、生命保険会社などが投資をしており、今日、新聞の見出しのトップを賑わすこととなりました。



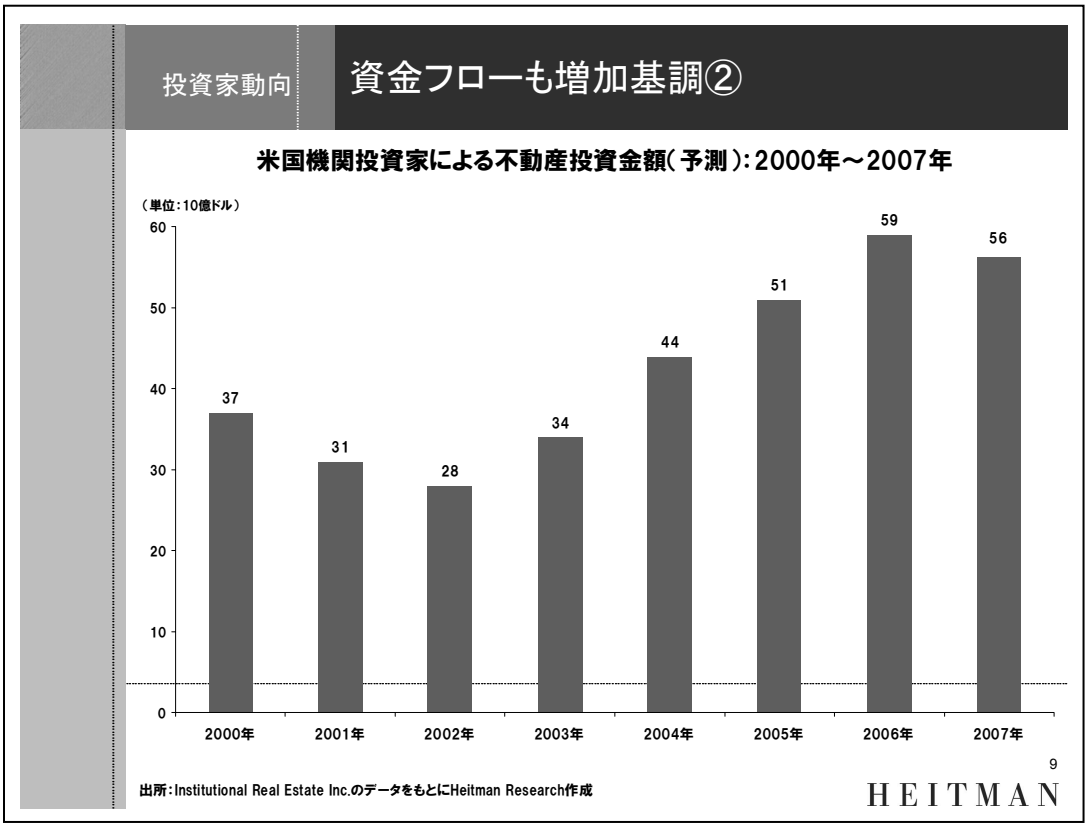
さて、このように、不動産取引が増え、債券の発行が増え、証券化され更に多くの負債が利用可能となった結果、キャップレートが大幅に低下しました。このキャップレートは、初期投資利回りです。ご覧のグラフのキャップレートは、全ての投資家、すなわち、年金基金、個人投資家、REIT、海外投資家といった幅広い投資家が入っておりますので、具体的な数値はホッブスさんが示したものとは若干異なります。ポイントは、不動産取引の増加、債券発行額の増加と証券化の普及によって、キャップレートが大きく低下し、不動産価格が上昇したということです。



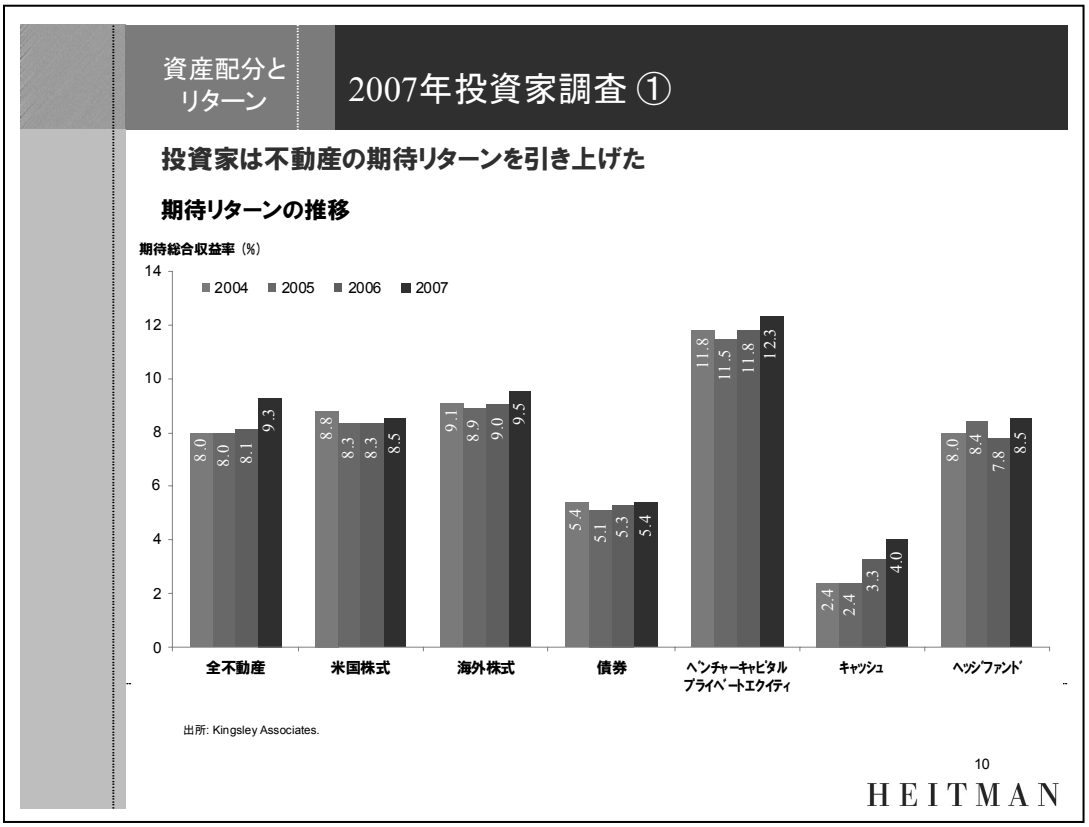
そういった背景のもとで、年金基金がどのような行動をとってきたか、そして現在はどうしているのかについて、お話させてください。ここに示しておりますのは機関投資家によるアロケーションの推移です。これは、米国において ARES が集められているようなアンケート調査データを独自に集めている組織である Institutional Real Estate のデータに基づくもので、2004 年から 2007 年までの間におけるアロケーションの推移を米国株式、債券、外国株式、不動産に分けて示したものです。不動産は、7.5%から 8.7%へと伸びています。それほど大きく伸びているようには思われないかもしれませんが、さきほどホッブスさんも触れたように 4 兆ドル規模の産業ということですから、この伸び率だけでも非常に大きなものです。年金基金のアロケーションがこのように増えてきている訳ですが、このデータは中規模から大規模な年金基金を対象にしたものなので、小規模な基金まで入れたら 8%ぐらいになるかもしれません。こうしたことから、米国の機関投資家の平均的なアロケーションを 8%程度と見ています。



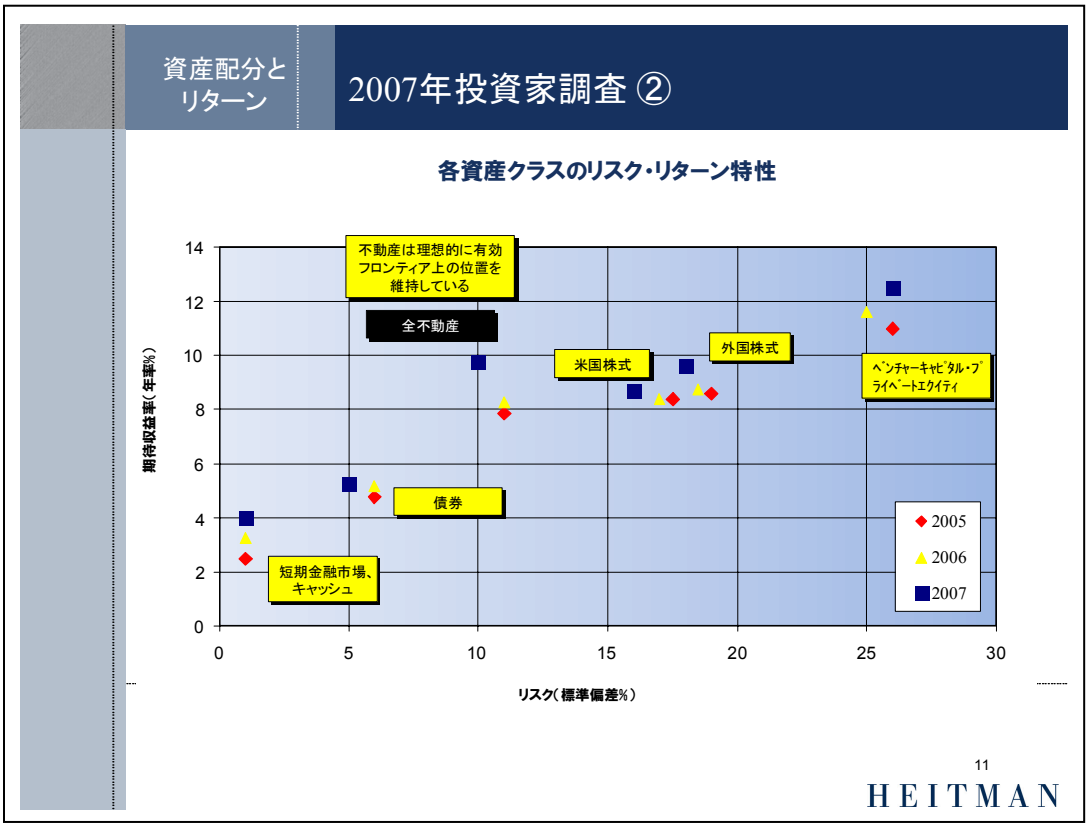
もう 1 つの見方として、年金基金が機関投資家としてどのような私募不動産投資をしているかという点があります。これは非上場の私募ファンドや合同運用ファンドへの年金基金の資金流入状況です。180 億ドルから 450 億ドル、そして 600 億ドルへと大きく増えています。年率でいうと、それぞれ、150%増、30%増になります。これだけの資金が、年金基金から集められて、私募不動産へと投資されているわけです。この資金がおおよそ 3 年間ぐらいかけて投資されます。つまり、合同運用ファンドや非上場の私募ファンドに対して投資をすれば、通常 3 年間かけてこのお金を使いますから、2005 年や 2006 年に集めた資金が、これから 2007 年、2008 年、2009 年と続けて使われていくわけです。これが、ホッブスさんが仰っていた資金圧力、つまり利用可能な資金量であり、しかも年金基金だけを取り上げても、こういった状況になっている訳です。



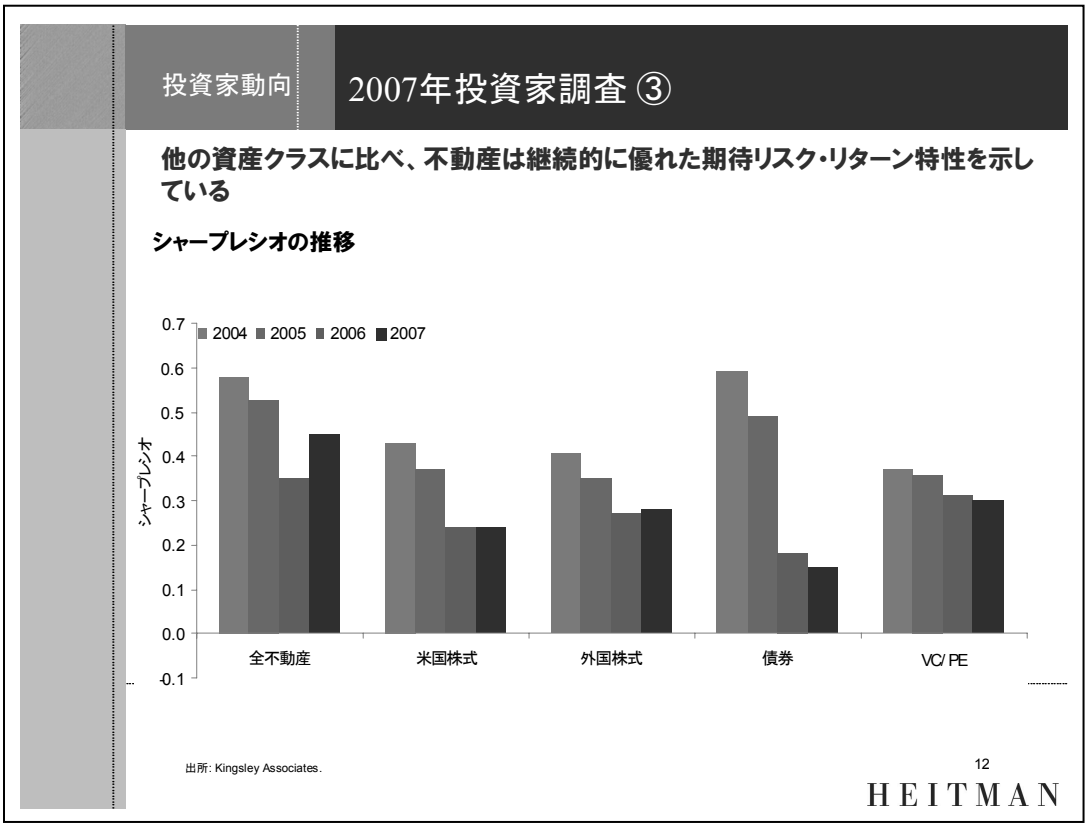
更に資金に関して、こちらは機関投資家の資金の流れを見たものです。不動産にどのくらいの新規資金が配分されたかを予測しています。2002 頃までは景気が後退していた時期でしたから、資金流入は減少しています。しかし、その後増加基調となっています。2007 年は若干下がっていますが、私が思うに、2007 年には不動産価格の高騰が見込まれることから、年金基金は望んでいるほどの投資はできないと予想したのではないでしょうか。アロケーションというよりは、長期的なトレンドが実際の資金流入額に影響したと考えられます。



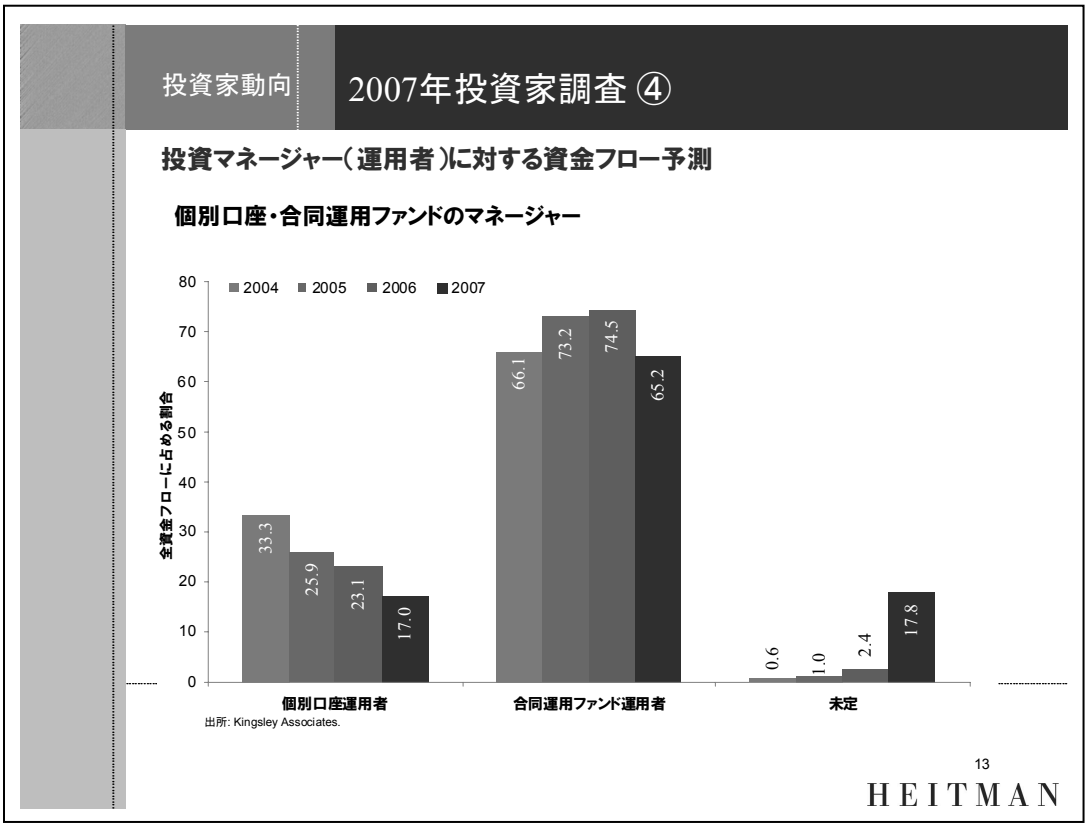
次のデータは、Plan Sponsor Survey つまり、年金基金を対象として調査したものです。これは、年金基金の主要担当者に対するアンケート調査を行った結果で、Kingsley Associates という米国の民間の機関によるものです。この機関のウェブサイトやデータ系列をご覧いただけば、このデータが年金基金の動向をかなりよく反映していることがわかります。これは、期待リターンの推移を示したものです。ここでは、不動産、米国株式、外国株式、債券、ベンチャーキャピタル、キャッシュ、ヘッジファンドのそれぞれについて、年金基金の期待リターンがどう推移しているかを見ています。興味深いのは、米国の年金基金は、名目リターンとして安定的に 8%程度のリターンを期待していたということです。それが 2007 年には急に上昇しました。この調査が行われたのは 2006 年 11 月頃なのですが、この当時に 2007 年の予想について聞かれた人たちは、かなり期待リターンが上がると考えていました。果たしてこれが達成できたどうかかわかりませんが、興味深いのは過去からの推移や他のアセットクラスとの比較における不動産の相対的な位置付けです。そして期待リターンが安定していることです。特に不動産に対して興味深いのは、期待リターンは足元における上昇を除き、あまり大きな変化はなかったということです。



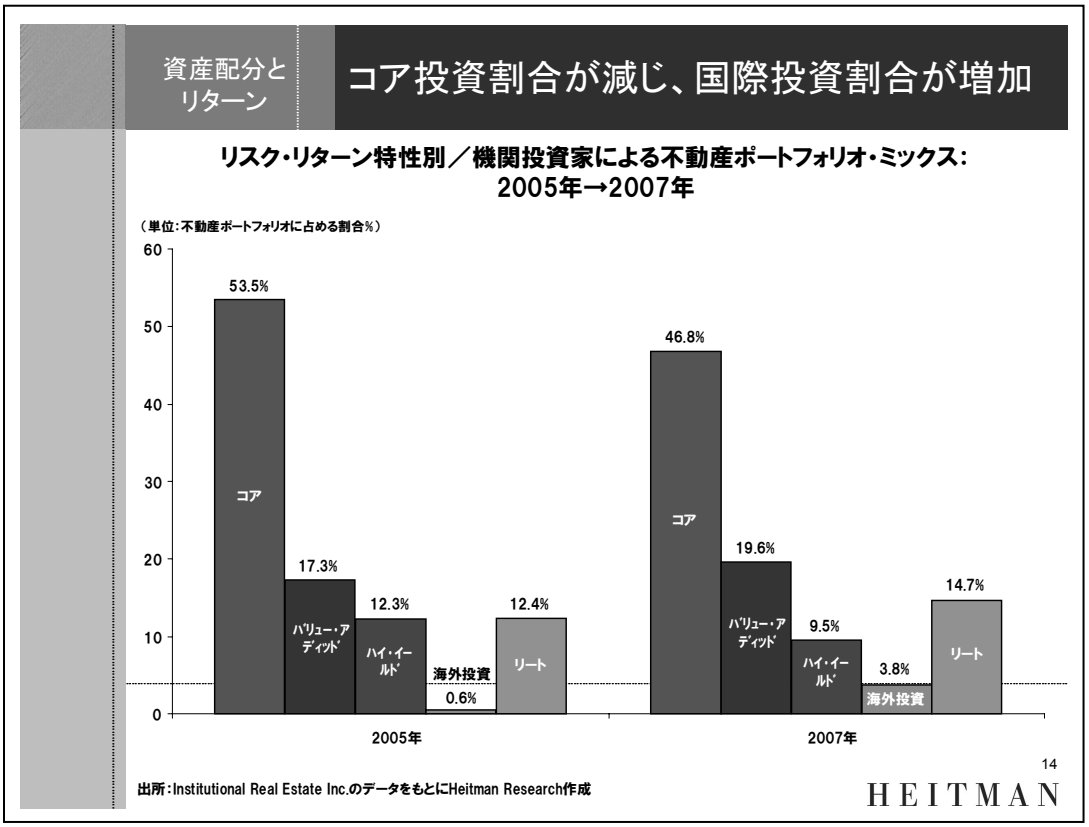
今度は年金基金、機関投資家が、全体のポートフォリオの中における不動産の位置付けをどう見ているかについて、お話させて頂きます。アロケーションが増えていることはわかりました。そして、資金の流れも増えている。そして、プライベートエクイティファンドなども伸びています。これはなぜでしょうか。モダンポートフォリオ理論で、いろいろなアセットクラスが全体のポートフォリオの中でどういった動きをするかを見た時、不動産というものが効率的フロンティアの上方に位置しています。分散効果という観点が米国年金基金の不動産に対するアロケーションを増加させる一要因となりました。つまり、単に不動産がそれ自体でどのような動きをするかというだけでなく、ポートフォリオ全体にどのような影響があるのか、あるいは、不動産単体ではなくポートフォリオ全体で見たときに、どのようにしてより効率的なリスク調整後のリターンを実現するかということが重要になるということです。資産配分の増加や資金流入の増加が生じた理由のひとつは、年金基金やコンサルタントの不動産に対する見方を取り込んでいるためです。



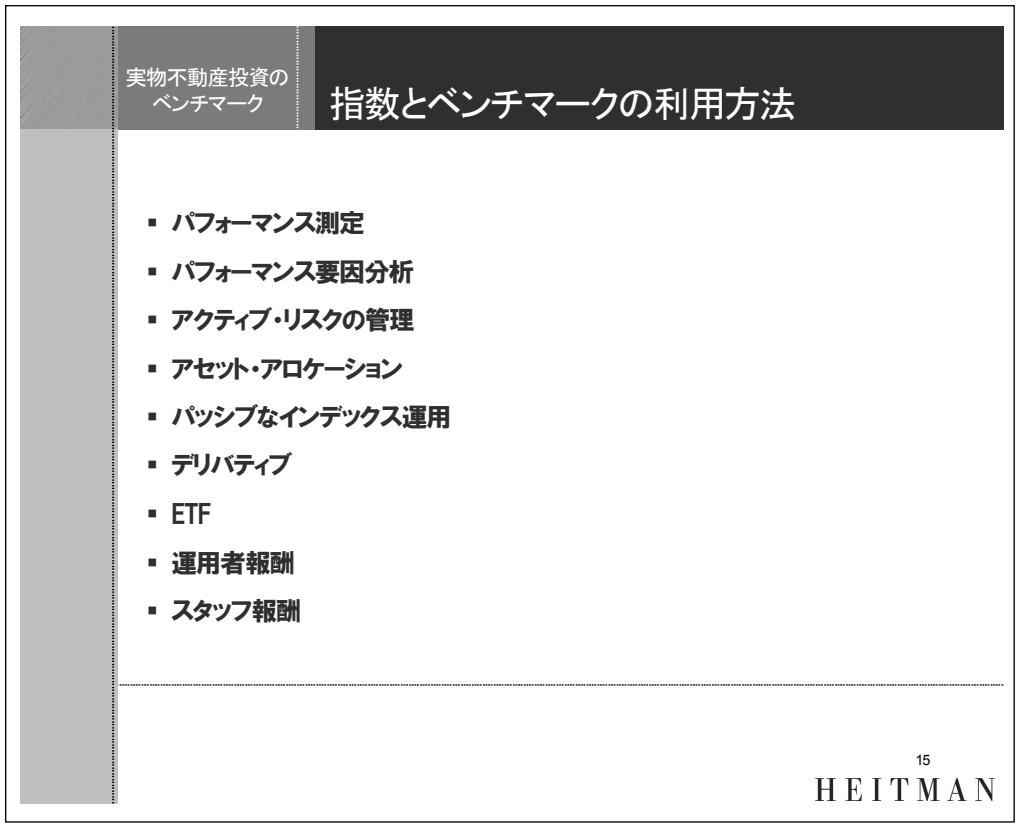
次の図はシャープレシオ、つまりリスク調整後リターンの指標です。ご覧のように不動産の直接投資にもシャープレシオを適用するようになりました。日本の業界の皆さんにも、単にトータルリターンということではなく、標準偏差の概念を取り入れて、リスク調整後リターンを不動産に関しても示していくことをお勧めしたいと思います。ここにお示したのは、不動産を、米国株式、外国株式、債券、ベンチャーキャピタルとシャープレシオで対比したものです。シャープレシオは、不動産に関してはかなり魅力的なものになっているということがわかります。だからこそ、年金基金、機関投資家も不動産に注目しているわけです。



それでは、米国の年金基金はどのような方法で投資をしているのでしょうか。ここでは、かなり大きな変化を見てとることができると思います。年金基金が実際に資金をどのように投資しているのか、つまり、個別口座を通じた投資か、それとも合同運用ファンド、すなわち非上場プライベートファンドを通じた投資なのかということです。ご覧いただけますように、個別口座を通じた年金基金の投資が減少し、合同運用ファンドにより多くの資金が投下されるようになっています。これによって、分散化が図れますし、マネージャーも多様になり、そしてよりすばやく資金を動かすことができるようになります。15 年ほど前、1990 年の数字を見たならば、おそらく大半が個別口座であって、合同運用ファンドはほとんどなかったことでしょう。しかし、現在では逆転しています。今後は合同運用ファンドの部分が更に増えるでしょう。そしてこのことは、ベンチマークやパフォーマンス測定にも影響があると思います。



米国の年金基金の動向に関する最後のポイントが次のグラフです。2005 年と 2007 年を比較して、年金基金の不動産の中で更にどのようなアロケーションを行っているかという内訳を見たものです。2005 年ではおよそ 54%がコアです。次が、バリューアディッド。それから、ハイ・イールド。これは、オポチュニスティックを言い換えたものです。そして、海外、リートといった形です。2007 年にはコアは若干減っておりますが、若干バリューアディッドが増えております。ハイ・イールド、すなわちオポチュニスティックはちょっと減っています。そして興味深いのは、海外投資が増えており、上場会社への投資であるリートが増えているということです。この海外投資の中にはグローバルリートも入っているかもしれませんが、そこはよくわかりません。つまり、不動産部門の中でのアロケーションが変わってきていることがおわかり頂けると思います。



次にベンチマークの話に移りましょう。ここまでに、年金基金が不動産投資を続けており、投資をする際にどのように分散しているのか、それはなぜなのかということをお話させて頂きました。次に考えなくてはならないのは、インデックスはどのように使われているのか、またインデックスをどのようにベンチマークとして使っているのかということです。岩沙理事長やホッブスさんも仰っていたように、これは不動産業界のビジネスの中で重要です。多くの皆様がよくご存知ではあるとは思いますが、ここで少し時間をかけましてベンチマークの利用方法やどういった活用のされ方をしているのかについて議論をしたいと思います。もちろんここでポイントになりますのは、あらゆる目的に合致する最適なベンチマークが、唯一つ存在する訳ではないということです。

まず、ベンチマークは当然のことながらパフォーマンス測定のために使われます。すなわち、このベンチマークを上回る成果を挙げた、あるいはベンチマークに到達しなかったというように、パフォーマンスを測定する基準点として使う訳です。

他の使い方として、パフォーマンスの要因分析に使うことがあります。この点については、ホッブスさんが素晴らしいスライドを見せてくださいました。総合収益を生み出した要因は何か。セクター配分は良かったのか、例えば、商業施設を多く保有してオフィスを少なくしたからなのか。あるいは、地域配分が良かったのか、例えば、テキサスが多くてカリフォルニアが少なかったからなのか。こういった類の要因分析を行うために、インデックスが役立ち、また多くのインデックスはこういった分析に使われます。

それだけではなく、アセット・アロケーションやアクティブリスクの管理にも使われます。後ほど、CalPERS の事例をご紹介しますが、そこでは、ベンチマークを具体的にどう使って、アセット・アロケーション、リスク管理、そしてパフォーマンス測定をしているのかについてご説明をいたします。アセット・アロケーションにおけるインデックスの使い方ということでは、アセット・アロケーションモデルへの入力データとして、例えば、期待リターンですとか、標準偏差あるいは相関係数といったものについて検討する際に利用することになります。インデックスやベンチマークを使うことによって、アセット・アロケーションのための時系列データを入手することができるのです。

その他にも、パッシブなインデックス運用にインデックスが使われるということもあります。例えば S&P インデックスを買うことができるのは皆さんご存知でしょう。こうすることで、株式市場のエクスポージャーを取ることができます。同様に不動産インデックスについても、アクティブ運用をしたくない、すなわち、どのようにアロケーションをするのかということに賭けたくない場合にも利用されるようになるでしょう。不動産市場のエクスポージャーを取りたい場合には、最近、インデックスが利用されるようになり始めました。

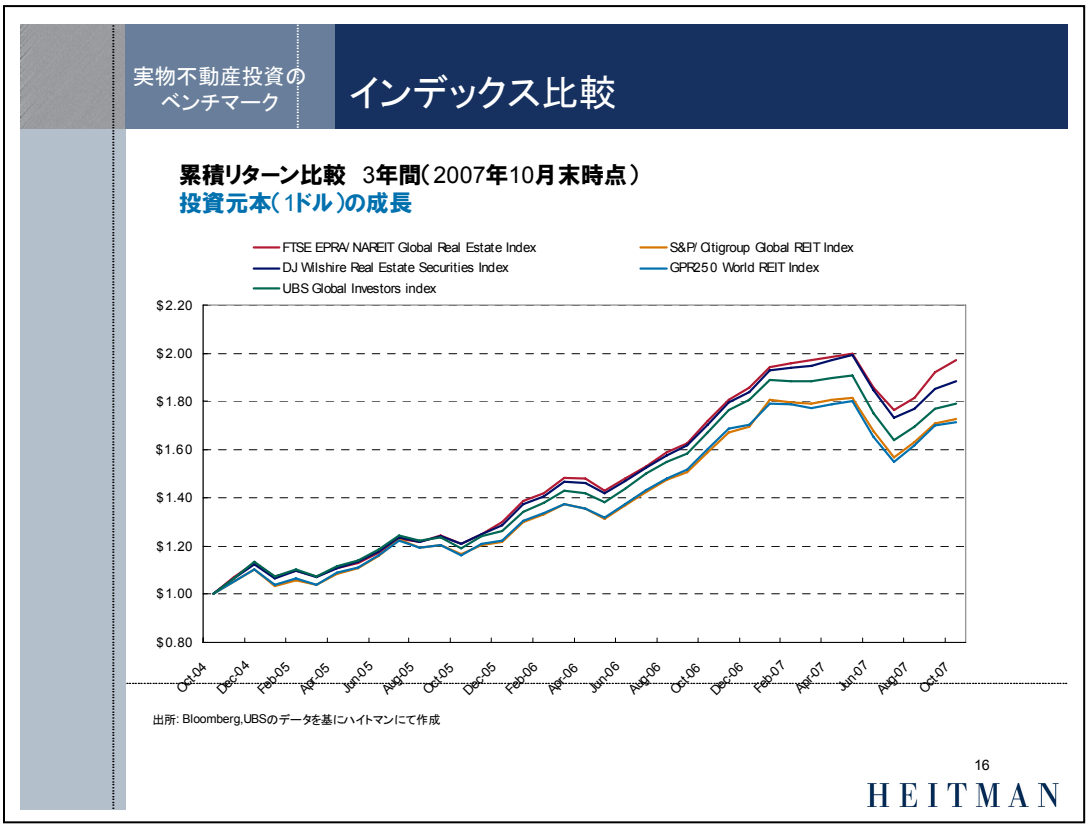
インデックスはデリバティブ、例えば、先物、オプション、あるいはスワップといったものにも使われています。すなわち、新たな投資手法の創造にインデックスは利用され、例えば、ロンドンの不動産価格が上がるのか、下がるのかについて、不動産を実際に保有しなくてもデリバティブにより賭けることができます。デリバティブの組成、あるいはデリバティブの活用が、業界において現在、非常に話題となっております。デリバティブは欧州、英国で進んでおり、香港でも実現していますので、実際に投資することができます。一方、米国は少し遅れています。理由については後ほど説明いたします。デリバティブは不動産のベンチマークであるインデックスの重要な活用方法であると考えています。

それから ETF（Exchange Traded Funds）です。DJ Wilshire Real Estate Index の ETF は買うことができます。つまり、証券としてインデックスを買うことができるのです。バークレーズその他の銀行で買うこともできます。個人投資家だけで無く、不動産のアクティブリスクを取りたくないというような小規模な年金基金にとっても、ETF は有効な投資手法となります。

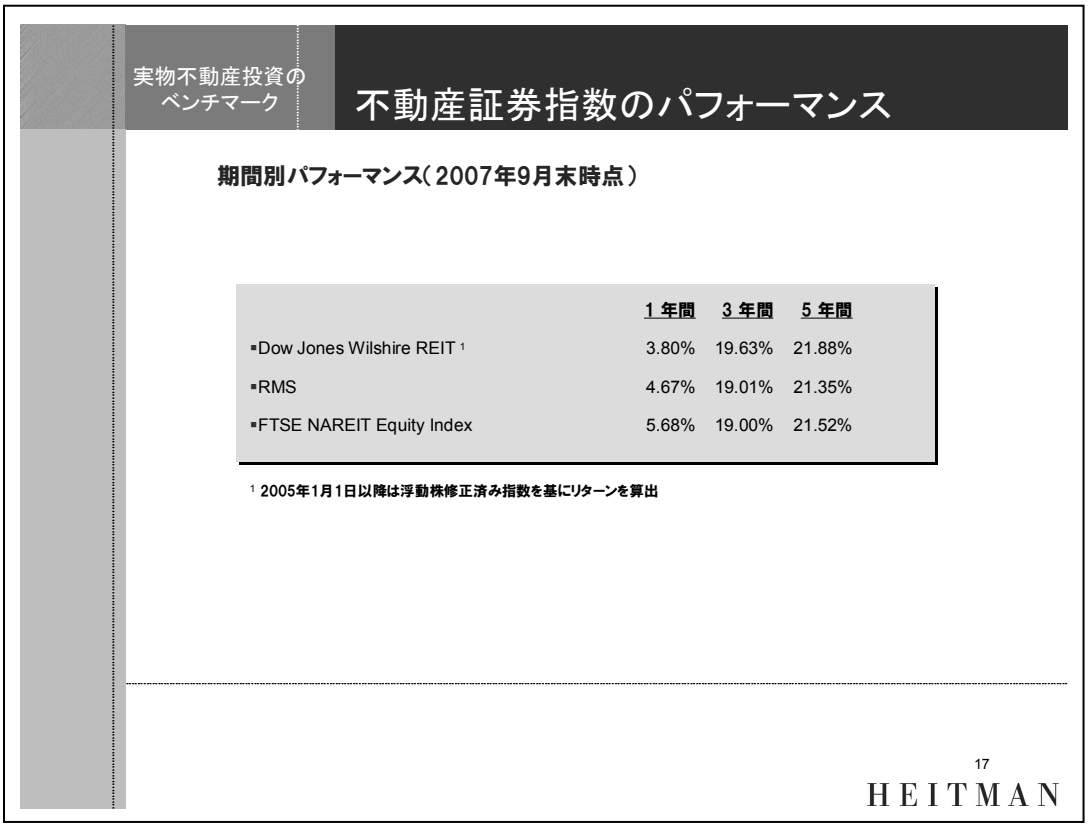
最後に、ベンチマークの使い方として、運用者報酬への活用があります。マネージャーを採用する場合には、ファンドへの投資であろうと、個別口座を通じた投資であるとしても、マネージャーがベンチマークに対してどうであったかを考慮して報酬を支払うということも考えられます。更に、ベンチマークがスタッフの報酬にも使われるようになってきております。CalPERS の不動産のスタッフは、ある一定のパフォーマンスターゲットを達成したことに対して、いくらの報酬を支払うべきかが決定されます。

このように利用方法を挙げるとかなり長いリストとなりますが、インデックス、ベンチマークは様々な用途で活用されます。当然ながら、1 つだけで十分ということはありません。

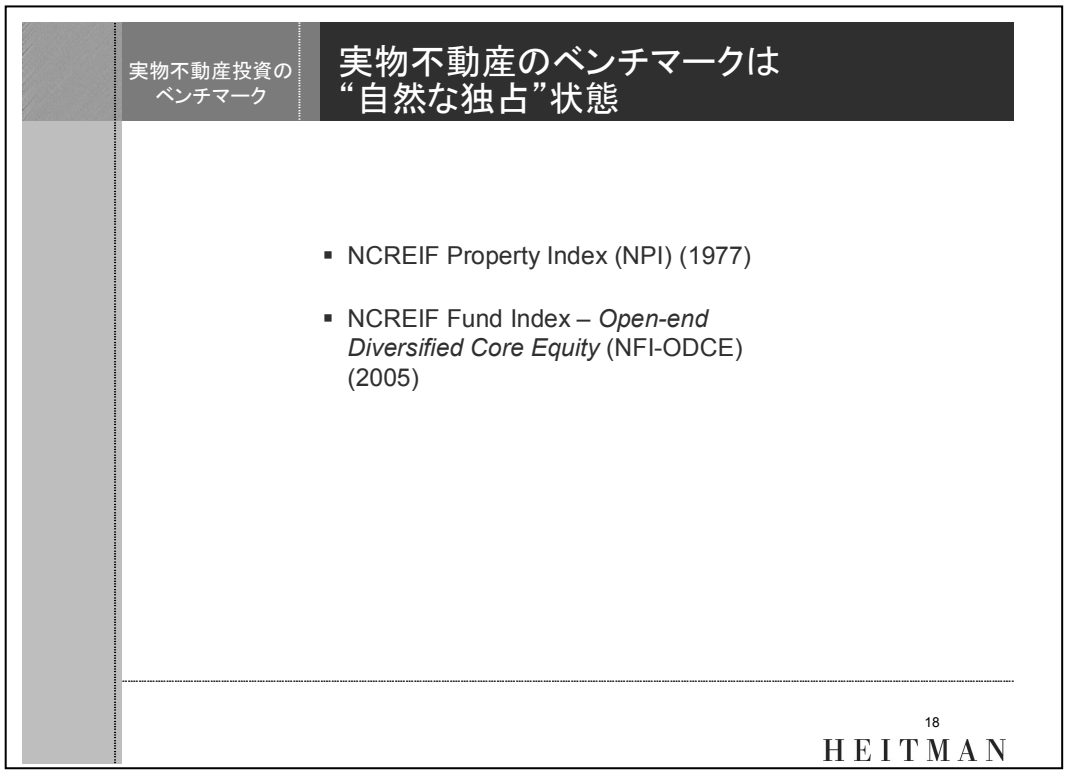
そこで、それぞれのインデックスがどういう性質を持ち、どう組み合わせていくのかが重要になっていきます。



簡単に、グローバルな不動産証券に関するベンチマークの話をいたしましょう。こちらが、現在活用できる 5 つのベンチマークを比較したグラフです。投資家には 5 つの選択肢があることになります。いずれもすぐれたベンチマークですが、少しパフォーマンスは異なります。これらの中から、中身を見てどれを使いたいか決めればいいわけです。

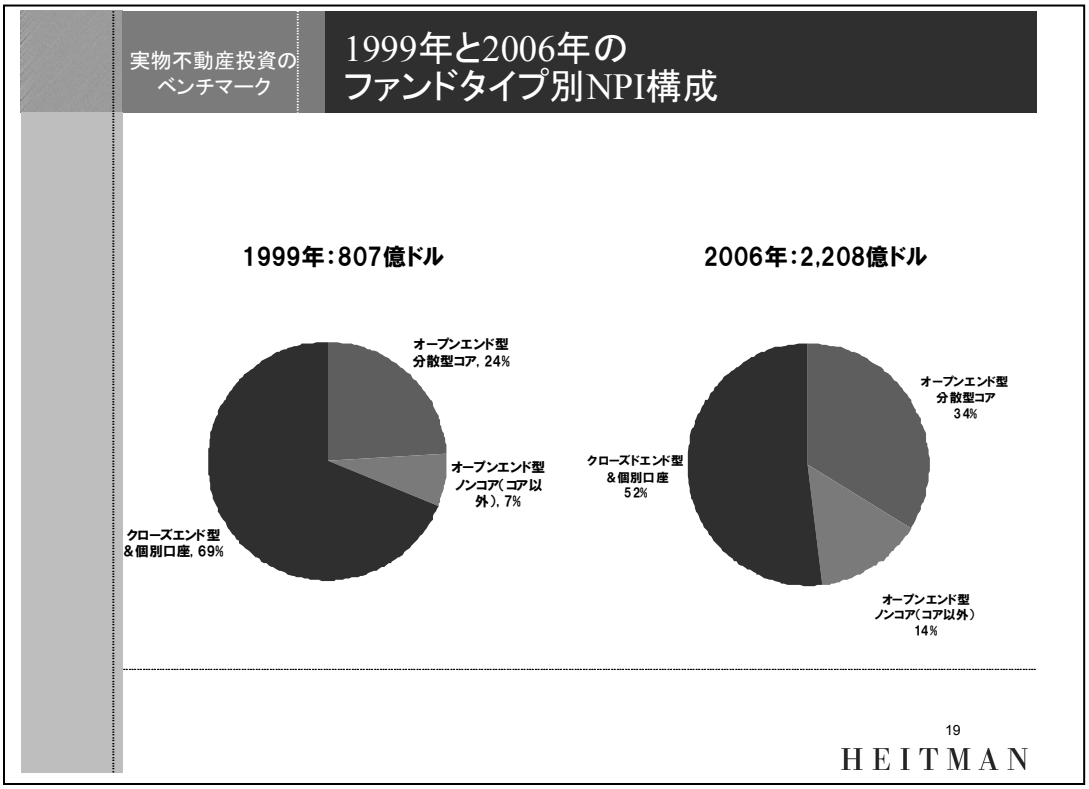


米国は豪州と並んで非常に成熟した REIT 市場を有しています。透明性が高く、しっかりした、歴史のある市場です。しかしここでも 3 つのベンチマークが使われています。どれか 1 つが優勢ということはありません。投資家は選択することができるのです。Dow Jones Wilshire、モルガンスタンレーの RMS、FTSE NAREIT Equity Index です。ご覧いただいたとおり、長期的に見ますと、パフォーマンスにそれほど大きな違いはありません。しかし、現実に選択肢があるということです。そして、不動産証券市場では、Dow Jones にも、モルガンスタンレーにも、FTSE にも、これらのインデックスによって収益を得ようという動機があるということなどから、今後もこの選択肢が提供され続けると思われます。



さて、証券のインデックスがいくつもあるのと対象的に、米国でも他の国でも同じなのですが実物不動産になりますと、1 つしかありません。これを私は自然独占の状態であると考えております。いわゆる、エコノミストが「自然独占」と呼ぶ状態です。例えば、米国の場合は NCREIF、英国や欧州の場合には IPD、豪州では現在は IPD により運営されている PCA（The Property Council of Australia）のインデックスです。こうしたインデックス構築については、信用できる機関に対して、機密情報を提供するという自主的な貢献が必要になります。NCREIF にしても英国の IPD にしても、年金基金、投資マネージャー、合同運用ファンドのマネージャーによるデータの自主的な提出に依存して、データベースを構築しております。そして、実際のところ、ほとんどの投資家は、機密情報を複数の組織に提供するということはないでしょうから、自然独占が生じているのだと思います。したがって、これは仮説でありますが、他の実物不動産市場で見られることを前提にすると、おそらく日本においても、インデックスは 1 つになるでしょうし、ベンチマークも 1 つになるでしょう。実物不動産に関して複数の競合するインデックスが 2 つ、3 つ存在するということは考えづらいです。証券市場では、例えば、グローバルで 5 つ、米国で 3 つのインデックスがあります。しかし、実物不動産はそうではありません。米国では自然独占的な組織がベンチマークの情報を提供しております。この組織は 1977 年に始まりましたので、かなりの長年のデータが蓄積されております。2005 年には、2 つ目のインデックスが作られました。NCREIF Fund Index と呼ばれるものです。NPI は、物件の投資を見ているものです。つまり、個々の物件レベルについて、年金基金やマネージャーから提供されたデータをベースにしています。一方、NCREIF Fund Index は、ファンド、とりわけオープン

エンド型コアファンドを対象としており、一般に「オディシー」と称されています。NPI と NFI-ODCE というのは別々のインデックスであることを覚えておいて下さい。NPI は欧州における IPD と非常に良く似ています。NPI-ODCE の方は、欧州における INREV ファンドインデックスとほぼ同じようなものです。したがって、この 2 つのインデックスは、算出されるものは異なっているのですが、インデックス提供機関は同じなのです。すなわち、ただ 1 つのグループが情報を集め、これをあくまでも機密情報として保持しているという仕組みになっています。



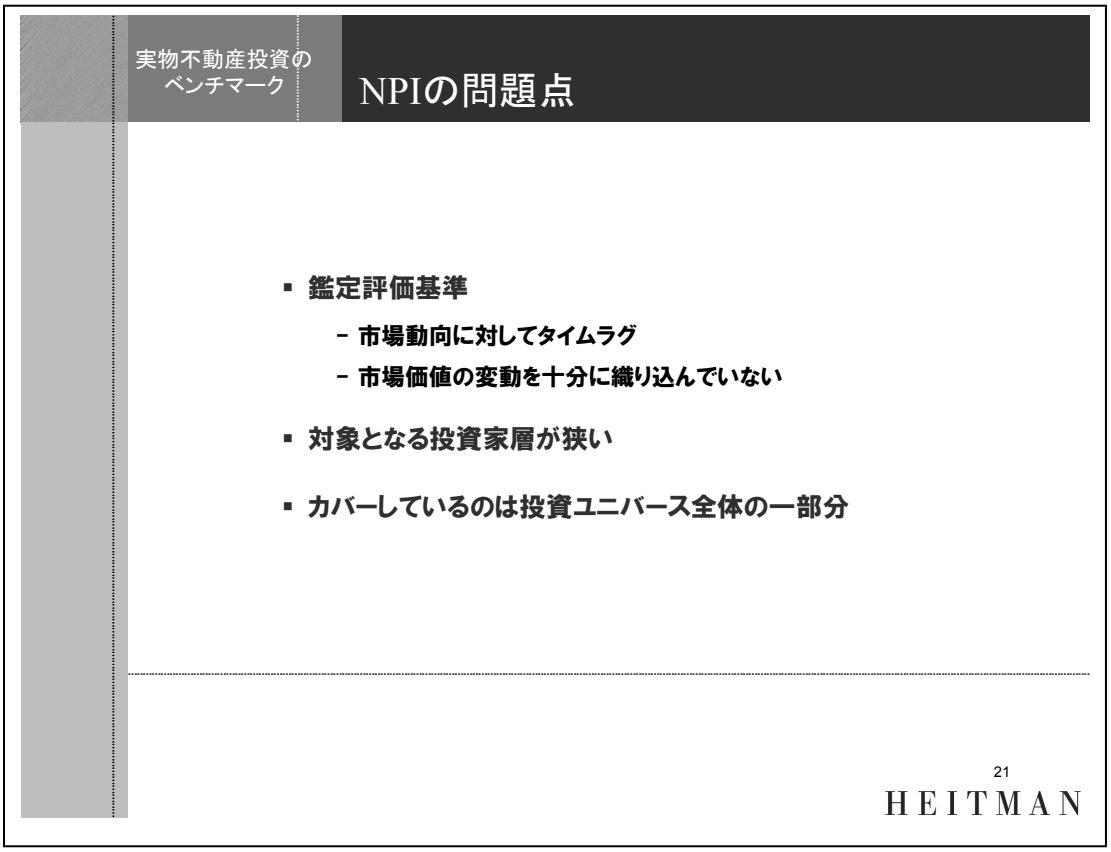
さて、それではなぜこの 2 つ目のインデックス NFI-ODCE が作られたのでしょうか。このグラフは、1999 年と 2006 年における NPI の構成を比較したものです。1999 年には、およそ 31%の物件がオープンエンドファンドの物件であり、残りはクローズエンドあるいは個別口座でした。2006 年には、オープンエンドファンドのデータが全体の 48%になっています。先ほど申し上げたのがこの変化です。つまり、投資家の投資の方法が、個別口座からファンド型に移ってきているということです。その結果、従来から存在する NPI の構成も変わってきているのです。



したがって、現在は 2 つのインデックスが共存しております。この表の項目を個々に説明することはいたしませんが、何点か異なっている点をご説明したいと思います。

NPI は物件、ODCE はファンドになります。ODCE では、14 の私募オープンエンド型コアファンドがデータを提供しております。プルデンシャル、モルガンスタンレー、ING クラリオンなどです。したがって、ODCE ではファンドマネージャーがデータを出しているという点が違いです。

もう 1 つの違いはレバレッジの部分です。NPI はレバレッジなしで報告されているのに対して ODCE の方はレバレッジがかかっております。また、規模が少し違います。例えば、NPI の物件数は 5,000 なのに対し、ODCE は 1,500 です。それから、下の方に行って、運用者報酬です。NPI はグロスだけで見ております。ODCE は、グロスとネットの両方を見ることができます。すると例えば、年金基金がリターンを知りたいと思った時に、ファンドのリターンは 20%だけれども、2%のフィーなのでネットのリターンは 18%だということがわかります。このように 2 つのインデックスは違うものであり、どのように発展したかについてお話しさせて頂きました。しかし、再度強調しておきたいのは、実物不動産のインデックスについては自然独占が発生するものであり、したがって、インデックスの構築を行うことができる機関は 1 つしか無いだろうということなのです。



NPI にも問題点はあります。この点については言っておかなければなりません。世界を見渡してみた時、英国の IPD インデックスが最も確かなものであるという声も多いでしょう。私は IPD が最良のインデックスだとは言いませんが、良く出来ていると思っています。ほとんど全ての投資家をカバーしていますし、様々なユニバースをカバーしています。

NPI は鑑定評価に基づいています。そのため、このインデックスにおける評価額やパフォーマンスにはタイムラグが存在します。なぜなら、鑑定士が評価を行うに際しては、過去の評価額の変化を参考にしているからです。そのため、鑑定評価額は遅れた評価になりがちです。そして、ほとんどの物件が年に 1 度しか評価されません。年間を通じて不動産の価格が変化していることは明らかですが、1 度しか評価されないのです。また、NPI は米国の非課税投資家のみを対象としており、投資家全体のユニバースの一部を表しているに過ぎません。しかし、事実として NPI が唯一のインデックスです。もしこのインデックスが気に入らないとしても、これが唯一のインデックスですから、皆、NPI を使っている訳です。



さて、この NPI はどのように使われているのでしょうか？2 つの事例紹介に進む前に、先物、オプション、スワップなどのデリバティブに用いられている様々な他のインデックスの状況についてもご説明いたしましょう。資料にいくつか書きましたが、これらはインターネットで見ることができます。こうしたものを活用したデリバティブ市場は、米国では、まだ発展途上です。しかし、英国においては、デリバティブ市場が大きく発展しています。Case-Schiller Home Price Indices は MIT（Massachusetts Institute of Technology）で作られているものです。これはシカゴ・マーカンタイル取引所で実際に取引されています。また、オプションを購入することもできます。基本的に、こうしたものを活用することで、不動産の価格に賭けることができます。実際に不動産を保有すること無しに、価格の上昇や下落に賭けることができる点が、デリバティブの本質的な目的です。NCREIF は NPI を用いたデリバティブを開発するライセンスを 7 つの会社に付与しました。3 年前に NCREIF は 1 社に独占的なライセンスを与えたのですが、この UBS へのライセンスはインデックスが広く活用されなかったことから失敗に終わりました。今回はゴールドマン、リーマン、クレディ・スイスといった投資銀行などの 7 社にライセンスを与えています。したがって、今後は NCREIF のデータを用いたスワップ、先物その他のデリバティブがもっと出てくるでしょう。



時間がなくなってきましたが、2 つの事例を紹介します。1 つがカリフォルニア大学退職年金基金です。これは今年の夏にまとめられた内容ですが、この年金基金として、ベンチマークに何を求めるかという基準を設定したわけです。これは、ベンチマークを決定するにはどういった基準で選ぶかということを参考としてお示ししたものです。まず 1 つは明確性。中に何が入っているかはっきりとわかるということです。2 つ目は投資可能性。ベンチマークそのままのエクスポージャーを取れるということです。現在のところ IPD や NCREIF といった実物不動産のベンチマークに関してはこうした明確性や投資可能性が備わっておりません。しかし、次の基準である測定可能性はあります。四半期ごとに算出されており、どうなっているかわかるということです。また、適合性もあります。つまり、年金基金の目標と一致しているということです。年金基金の目標はそれぞれ違いますので、それぞれの目標に合ったインデックスを選ぶということです。それから、事前特定性。マネージャーが事前に自らが比較されるベンチマークがどういったものなのかわかるという項目のことです。そして、これは重要な点であると考えているのですが、投資判断反映の可能性です。つまり、年金基金は、単にベンチマークやインデックスの内容だけではなく、それらが投資運用業界全体で受け入れられているものであるか否かを見ているのです。

事例

University of California Retirement Plan

資産クラス	ベンチマーク
国内(米国)株式	Russell 3000 Tobacco Free Index
米国外先進国株式	MSCI World ex-US Tobacco Free Index (配当込み)
エマージング市場株式	MSCI Emerging Market Free (配当込み)
債券	Citigroup Large Pension Fund Index
ハイイールド債券	Merrill Lynch High Yield Cash Pay Index
米国外債券	Citigroup World Government Bond Index ex-US
エマージング市場債券	JP Morgan Emerging Market Bond Plus Index
TIPS	Lehman Brothers TIPS Index
絶対リターン	1 Month T Bill + 450 bp
プライベート・エクイティ	N/A
不動産	不動産証券: Dow Jones Wilshire REIT Index 実物不動産: NCREIF Property Index

24

HEITMAN

それでは、カリフォルニア大学退職年金基金はどういったインデックスを選んでいるのでしょうか。こちらではいろんな資産に関して同基金が採用しているインデックスをお示ししています。不動産に関しては Dow Jones Wilshire REIT Index と NCREIF Property Index この 2 つを選んでいます。これは割と一般的な選択の仕方です。それから、絶対リターンとして、1 ヶ月の Treasury Bill（米国短期国債）プラス 450bp というのがあります。不動産についてベンチマークを使わない時には、絶対リターンを設定するという方法もまた一般的です。例えば、不動産に関しては、実質リターン 6%であるとか CPI（消費者物価指数）プラス 4%というような形で決めるということです。このように、不動産については、必ずインデックスがベンチマークとして使われている訳ではなく、絶対リターンを設定するという方法もあるのですが、インデックスを用いるという方法が、より一般的になってきているという状況にあると思います。

事例

CalPERSの目標リターンモデル

投資種類	基準ベンチマーク	プレミアム	総合ベンチマーク
国内コア	NCREIF	0.75%	NCREIF+0.0075
海外コア	NCREIF	1.25%	NCREIF+0.0125
オポチュニスティック	NCREIF	4.00%	NCREIF+0.04
バリューアディッド	NCREIF	2.00%	NCREIF+0.02
海外ノンコア	NCREIF	4.00%	NCREIF+0.04
エマージング市場	NCREIF	5.00%	NCREIF+0.05
住宅	NCREIF	4.00%	NCREIF+0.04
CURE	NCREIF	4.00%	NCREIF+0.04
シニアハウジング	NCREIF	1.50%	NCREIF+0.015
天然資源	NCREIF	0.50%	NCREIF+0.005

出所 Pension Consulting Alliance.

25

HEITMAN

次は、CalPERS を見てみましょう。非常に面白いやり方です。まず、不動産を表のように分類しています。国内コア、海外コア、オポチュニスティック、バリューアディッド、海外ノンコアーこれはバリューアディッドやオポチュニスティックということですー、エマージング市場、住宅、CUREーこれはカリフォルニアの都市住宅あるいは不動産ですー、シニアハウジング、天然資源という形です。そして CalPERS は、ベンチマークとして NCREIF、つまり、NPI をベースとして使っています。そして、コンサルタントである PCA（Pension Consulting Alliance）と相談した上で、目標達成のためには、それぞれの不動産の分類ごとに、NCREIF に対してどの程度のリスクプレミアムを得るべきかということを考えた訳です。従って、そのプレミアムをこのように分類ごとに設定しています。一番低いのが天然資源の 0.5%。一番高いのは、ご想像どおりかと思いますが、エマージング市場です。また、国内コア、すなわち米国コアと、海外コアに関して、期待リターンの差が 0.5%しかないのは面白いと思いました。こうした形で、インデックスをもとに、それを修正して使うというやり方もある訳です。

それでは、具体的にどうなるかということです。CalPERS は NCREIF のトータルリターンを 8%と設定しています。過去 10 年における NCREIF のトータルリターンは 12.7%ですから、8%という想定は、現実的かつ保守的な見通しであると言えます。そして、これにプレミアムを加えて、ポートフォリオにおけるそれぞれの部分についての目標リターン

を定めたものがこの表です。CalPERS はこれを 2 つの目的に使っています。まず、目標リターンの設定、つまり、期待するパフォーマンスとしての活用です。また CalPERS は、スタッフの報酬を決めるためにもこれを使っています。つまり CalPERS の運用に携わっているスタッフが、海外コアの運用を任されているのであれば、9.25%以上のリターンを実現しないと報酬に影響するということです。つまり、これを達成できるか否かによってボーナスが左右されてしまう訳です。ベンチマークは、このような形でも使えます。そして、ベンチマークの根拠がしっかりしており、広く受け入れられているものであって、比較的堅牢なものであるならば、CalPERS の例のような大手の機関投資家によって活用されることになる訳です。これは 1 つのよい例だと思います。



これまでの話をまとめましょう。

米国の年金基金は引き続き不動産に非常に熱心に取り組んでいます。それは、分散の観点、すなわち、効率的フロンティアの考え方に基づくものです。また、リスク調整後で考えた場合に、相対的に競争力のあるリターンがもたらされているのも理由です。この点についてはシャープレシオをご覧頂きました。それから、ホッブスさんも指摘されていましたが、インカムリターンがあるのも理由のひとつです。こうした 3 つの理由により、不動産に対する資金流入が続いています。また、現実的なリターンへの期待もあります。2004 年、2005 年、2006 年には非常に高いリターンを得ることができました。これは多少下がってきていますが、それでも、リスク調整後のリターンとしては競争力のある水準です。

それから、ベンチマークをカスタマイズする動きが増加しています。しかしながら、もう一度この点については触れておきますが、実物不動産の側から見るとその元となるインデックスのデータは 1 つなのです。米国のように、多様で成熟し、競争力のある実物不動産市場の仕組みを有する国であっても、実物不動産に関しては自然独占により 1 つのベンチマークへと収斂しています。したがって、この点については、世界の他の国々で見られるように、アジア・太平洋地域においても同じ傾向になるだろうと考えております。

ご静聴ありがとうございました。

（文責：(社)不動産証券化協会）

Ⅳ. 国内講演

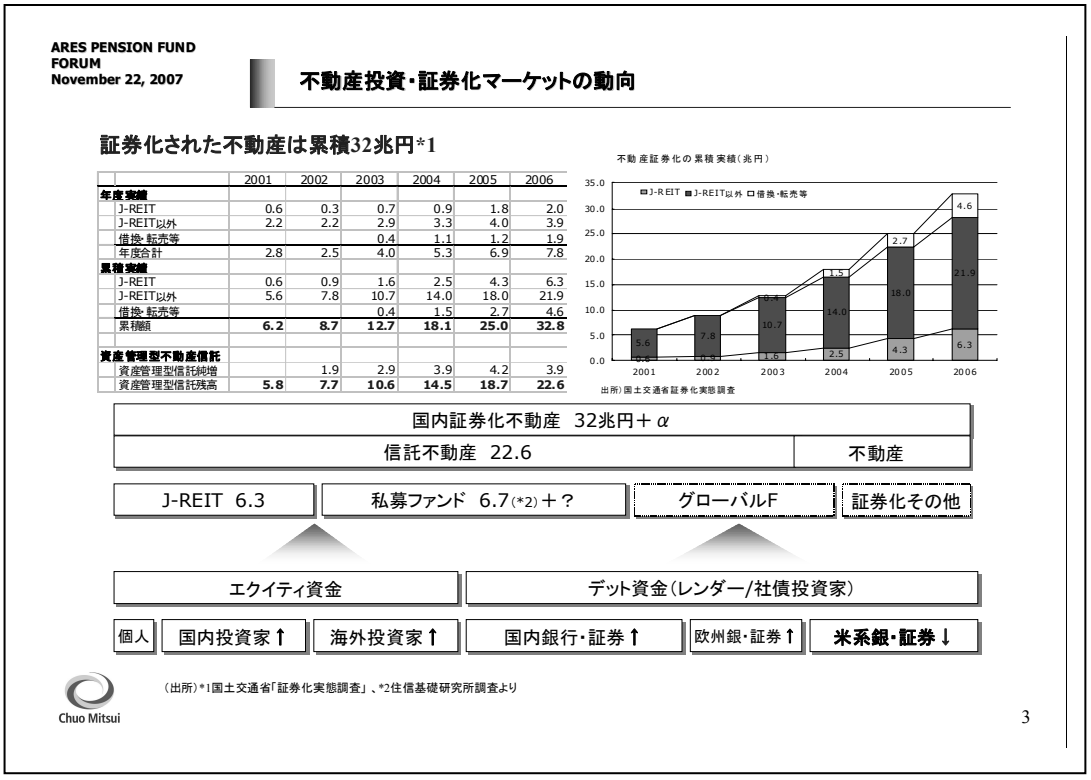
「日本の不動産市場における投資情報の現状と課題」

高井良　博　　中央三井信託銀行不動産投資顧問部投資顧問グループ　主席調査役

中央三井信託銀行の高井良と申します。よろしくお願いします。やっと日本語のスピーカーということなのでお気楽に聞いていただければと思います。

本日は ARES さんから投資情報の現状と課題という大枠というか漠然としたテーマをいただいたので非常に困惑したところではありますが、出来うる限り系統立てて、お話をさせていただきたいと思います。日本のトップバッターということでもありますので、配布資料 P.3、日本国内の不動産投資・証券化のマーケット動向というところから入っていきます。





○不動産投資・証券化マーケットの動向

こちらは、2006 年 12 月末のデータでございますが、国交省の資料で国内不動産で 32 兆円が証券化されたというふうに言われております。

データにのらないものもたくさんありますので、これが全てというわけではないとは思います。更に、その下にあります J-REIT、私募ファンド、グローバルファンド、証券化その他というようなビークルが、いわゆる証券化プロダクトと言われているものであります。

このようなところを通じて、エクイティ資金及びデットの資金、特にこのデットの資金というのがあるのが不動産市場の特徴でありますが、このようなプロダクトを通してエクイティ資金、デット資金というものがキャピタルマーケットを形成しているというふうに見ていただければと思います。

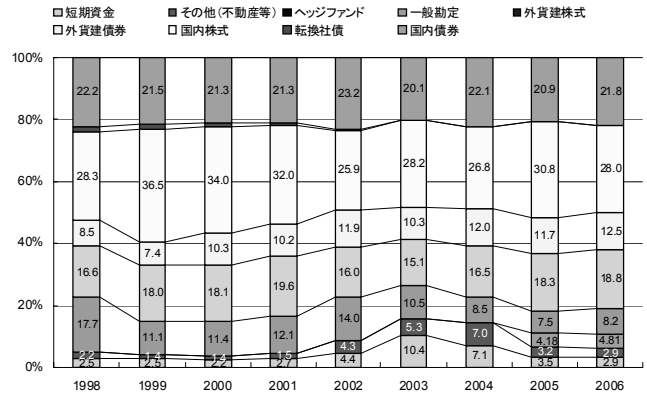
ARES PENSION FUND
FORUM
November 22, 2007

年金資金による不動産投資の動向

市場インデックスと基金利回りの推移

FY	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
TOPIX	2.19%	35.48%	-24.57%	-16.22%	-24.81%	51.13%	1.42%	47.85%	0.29%
N-BPI	2.88%	2.08%	4.72%	0.95%	4.26%	-1.74%	2.09%	-1.40%	2.17%
MSCI	0.13%	3.40%	-6.38%	3.94%	-32.35%	24.70%	15.70%	28.52%	17.85%
CGWBI	-3.57%	-17.88%	26.29%	8.44%	15.47%	0.15%	11.32%	7.73%	10.23%
基金利回り	2.56%	13.09%	-9.91%	-4.38%	-12.45%	16.86%	4.97%	21.32%	4.91%

年金基金資産配分推移(%)



資産運用実態調査2006(企業年金連合会)からの推計

◇年金残高78兆(DB全体、PFA除く)

◇オルタナティブ投資(ヘッジファンド+その他=7.7%)は、約6兆円

◇オルタナティブ全体を100%とする比率からの推計値(いずれも海外含む)

REIT 8.3%: 約5,000億円

私募ファンド 7.0%: 約4,200億円

Chuo Mitsui

出所)企業年金連合会「資産運用実態調査2006」

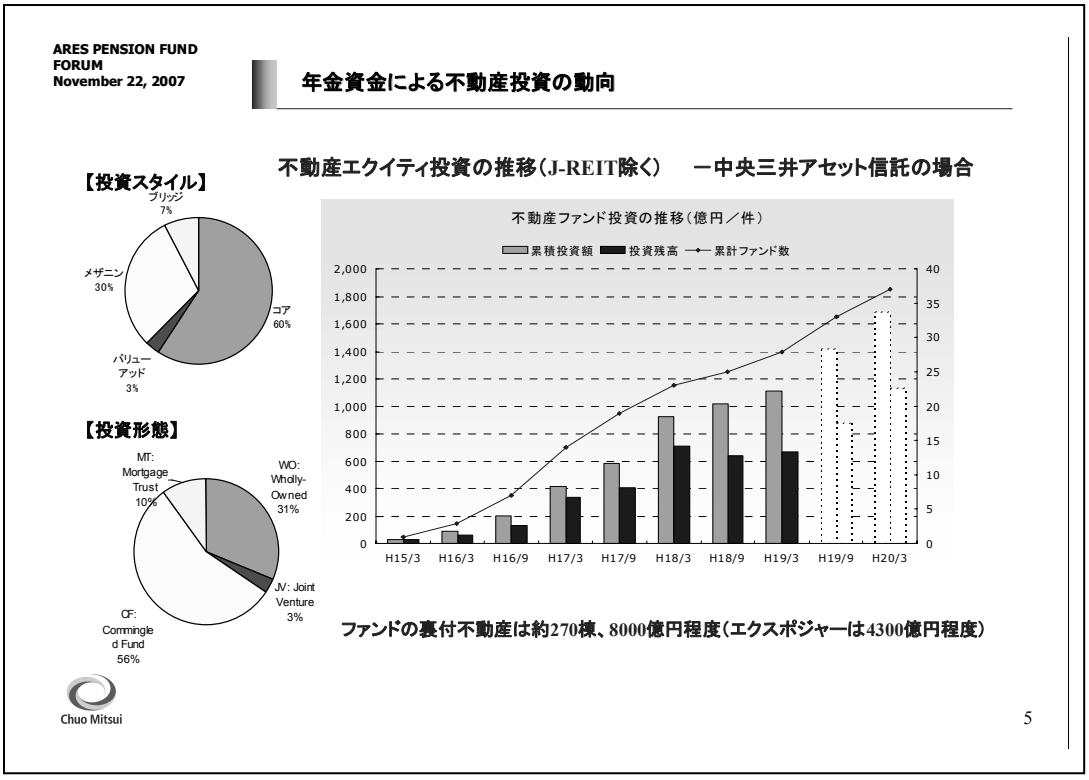
4

○年金資金による不動産投資の動向

こちらもご案内が多いかと思いますが、企業年金連合会の年金資金による不動産の動向です。

2005 年、2006 年あたりを見ていただくと、2005 年からその他不動産というふうに切り分けられまして、それまでは 7%「その他（不動産等)」というところに一緒になっておりましたが、やっと認知されたのか、されてないのか、まだ「その他（不動産等)」の中に入っていますが、一応切り分けられたところから、私なりに推計したところが左側に書いてございます。

年金の残高（DB の残高）が 78 兆円、その中でオルタナの投資全体が 7.7%。更にそれを REIT と私募ファンドと切り分けると、おおむね海外も含まれておりますが、REIT が約 5,000 億円、私募ファンドが 4,200 億円。REIT の場合は今年の 3 月のデータで、時価増や、春先から夏にかけての下落分は含まれていないというところがありますので、やや REIT の方が大きいというのは違和感があろうかと思いますが、そういった理由があります。

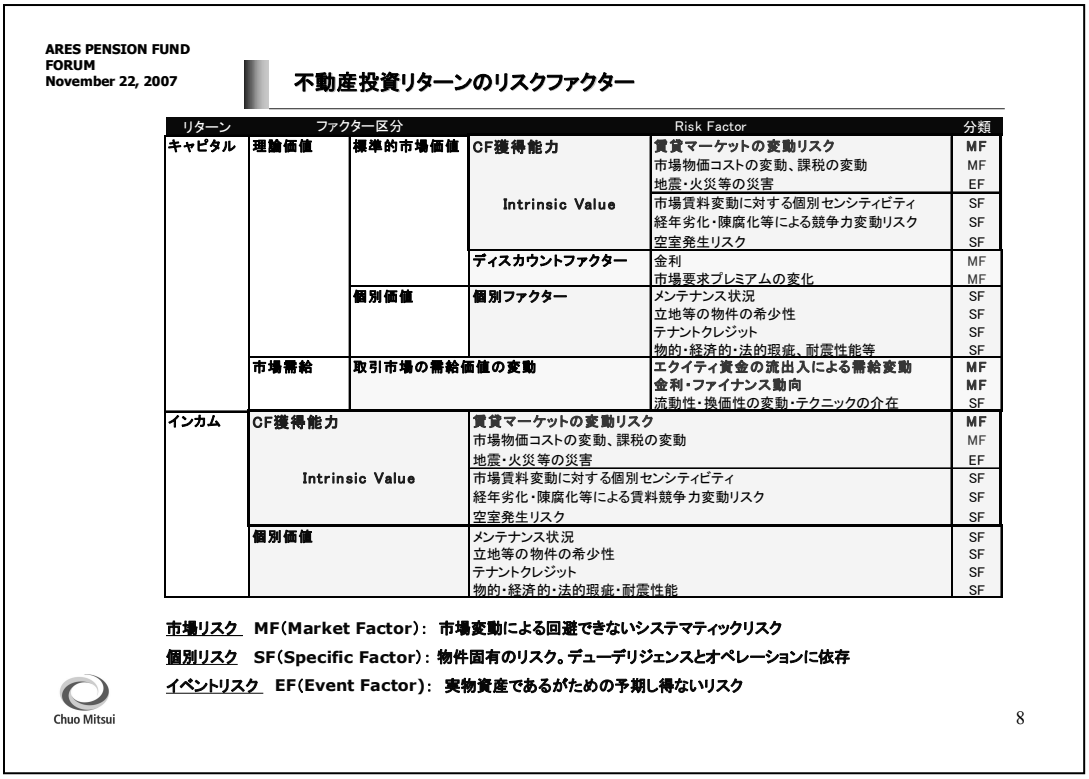


○年金資金による不動産投資の動向

多少具体性もということで、弊社のデータを出させていただきました。

弊社は平成 15 年の 3 月からファンドの投資を始めまして、徐々に積み上げてきまして、約 4 年累計で 1,400 億円ほどのエクイティ投資の残高になっております。これには、有格付けのデットの部分ですとか上場 REIT は含まれておりません。純粋なプライベートのエクイティの残高ということであります。見ていただいておわかりのとおり、当社ではコアと、メザニンが非常に多く、逆にオポチュニスティックはゼロとなっております。

それから実際の内容は、投資形態と書いておりますが、セパレート・アカウントで直接投資しているダイレクトインベストとコミングルファンドの提供というのが中心となっています。約 1,400 億円でありますので、このエクスポジャーを不動産ベースに直すと、だいたいレバレッジがかかっておりますので、2 倍から 3 倍、60%の LTV ですと 2.5 倍、70%ですと 3.3 倍のレバレッジがかかっておりますので、不動産ベースのエクスポジャーで約 4,300 億円程度が我々で管理している残高ということになります。



ARES PENSION FUND
FORUM
November 22, 2007

不動産投資リターンのリスクファクター

リターン	ファクター区分			Risk Factor	分類
キャピタル	理論価値	標準的市場価値	CF獲得能力	賃貸マーケットの変動リスク	MF
				市場物価コストの変動、課税の変動	MF
				地震・火災等の災害	EF
			Intrinsic Value	市場賃料変動に対する個別センシティビティ	SF
				経年劣化・陳腐化等による競争力変動リスク	SF
				空室発生リスク	SF
			ディスカウントファクター	金利	MF
				市場要求プレミアムの変化	MF
		個別価値	個別ファクター	メンテナンス状況	SF
				立地等の物件の希少性	SF
				テナントクレジット	SF
				物的・経済的・法的瑕疵、耐震性能等	SF
	市場需給	取引市場の需給価値の変動		エクイティ資金の流出入による需給変動	MF
				金利・ファイナンス動向	MF
				流動性・換価性の変動・テクニックの介在	SF
インカム	CF獲得能力			賃貸マーケットの変動リスク	MF
				市場物価コストの変動、課税の変動	MF
				地震・火災等の災害	EF
	Intrinsic Value			市場賃料変動に対する個別センシティビティ	SF
				経年劣化・陳腐化等による賃料競争力変動リスク	SF
				空室発生リスク	SF
	個別価値			メンテナンス状況	SF
				立地等の物件の希少性	SF
				テナントクレジット	SF
				物的・経済的・法的瑕疵・耐震性能	SF

市場リスク　MF(Market Factor)：市場変動による回避できないシステマティックリスク
個別リスク　SF(Specific Factor)：物件固有のリスク。デューデリジェンスとオペレーションに依存
イベントリスク　EF(Event Factor)：実物資産であるがための予期し得ないリスク

Chuo Mitsui

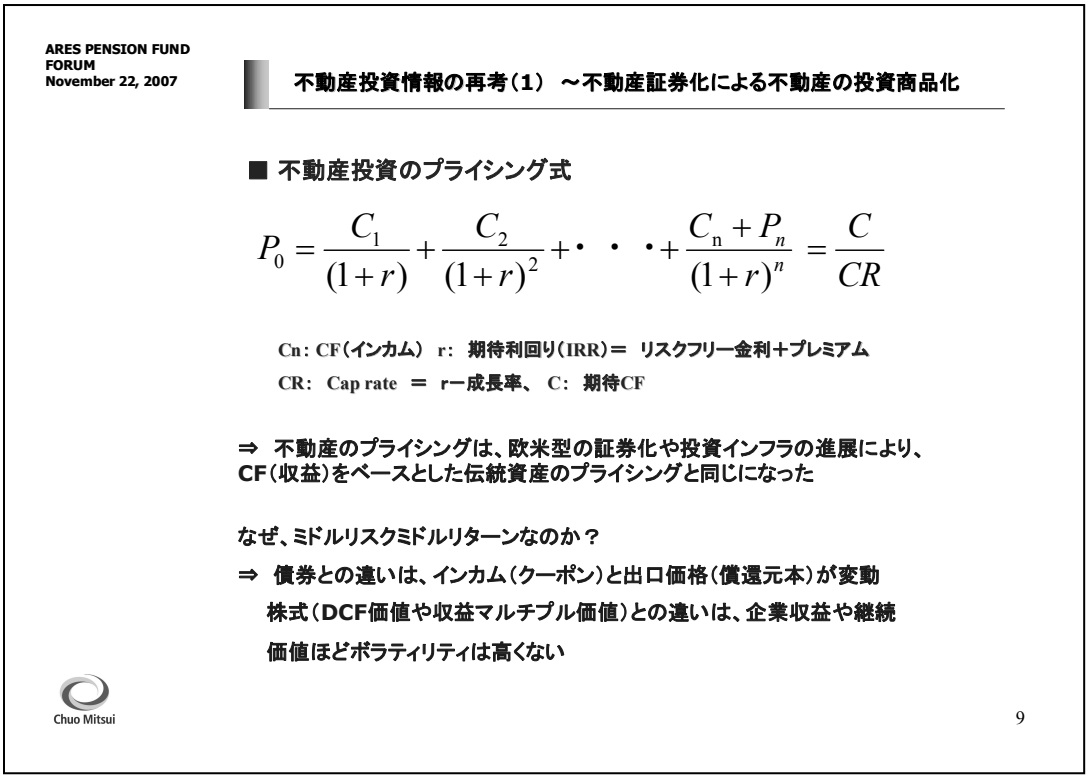
8

○不動産投資リターンのリスクファクター

情報という中で、どのように情報を見ていくか、あるいはどういった特性があるかということを、再考したいということで、まずファクターツリー図を書いております。

不動産投資リターンがどのようなリターン構造になっているかを示しております。この図の特徴を申し上げますと、大きくキャピタルリターンとインカムリターンに分けられておりまして、更にキャピタルとインカムの両方にキャッシュフロー獲得能力というのがあります。インカムのところにキャッシュフローがあるのは当たり前なのですが、キャピタルの理論価値をだす際にも必要です。どのぐらい不動産がインカムを稼ぎだすかというファクターが、インカムとキャピタルの両方にあるというところを見て下さい。

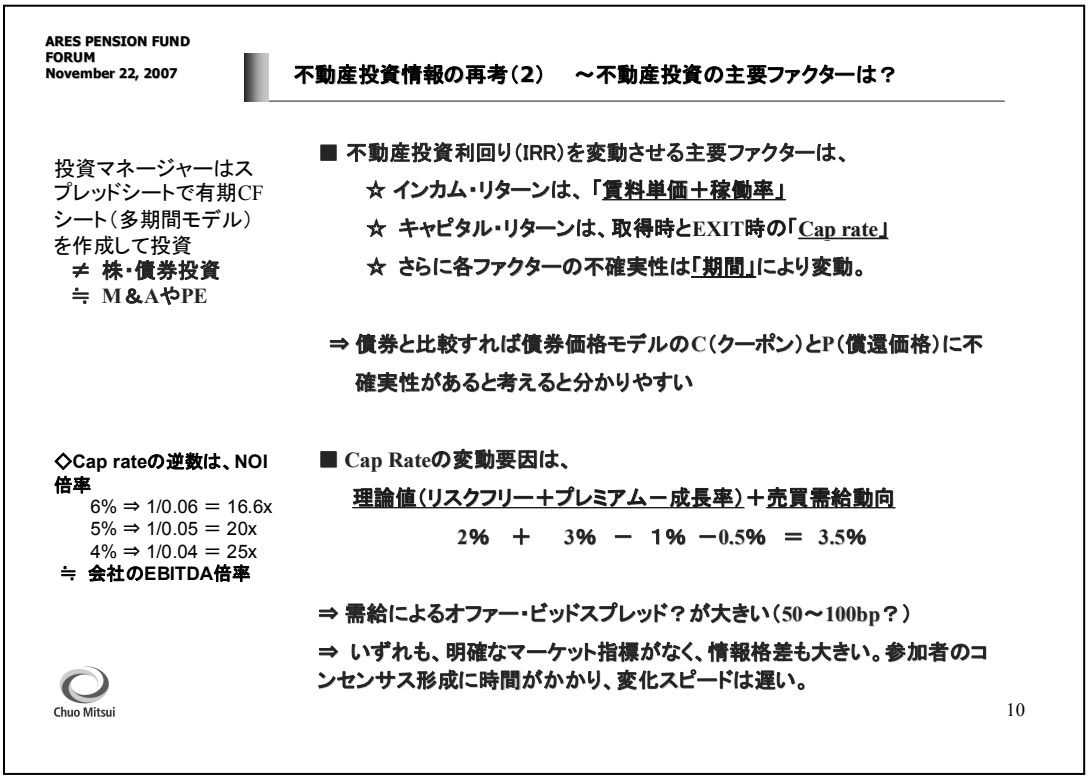
その他のポイントとしては、中段のキャピタルの市場需給のところで、これはマーケットでかなり変動するというところです。加えて、個別価値というファクターが両方にあります。さらに細かく分けますと、一番下にリスクファクターの分類を書いてありますが、不動産のマーケットで動く部分、それと個別性で動く部分、そして実物資産であるために地震などの起きるイベントのリスクという分類で見ていくということになります。



○不動産投資情報の再考（１）

非常に当たり前のことですが、不動産の証券化が進みまして、プライシング式が引用できるようになりました。株式とか債券でもこの DCF プライシングバリューは常日頃見られているものではないかと思います。一番右の式も、この逆数をとると、株式のマルチプルになり、PER ですとか EBITDA 倍率というものと同じになりますので、基本的には株式、債券、不動産と、こういった理論式でだせるようになったというのが画期的なことであります。

当然債券は、需給で動く部分も多少数ベーシスありますが、ほぼこの理論式どおりでバリュエーションできます。一方、株式は、この理論式でできるわけではなく、はるかに乖離して、すなわちマーケットで乖離している、すなわち需給ファクターの方が強いという傾向があります。不動産については、この中間ぐらいだと私は思っておりますが、理論式からある程度乖離していくというふうにざっと見ていただければ、なぜミドルリスクミドルリターンなのかというところがご理解いただけるかという様に思います。



○不動産投資情報の再考（２）

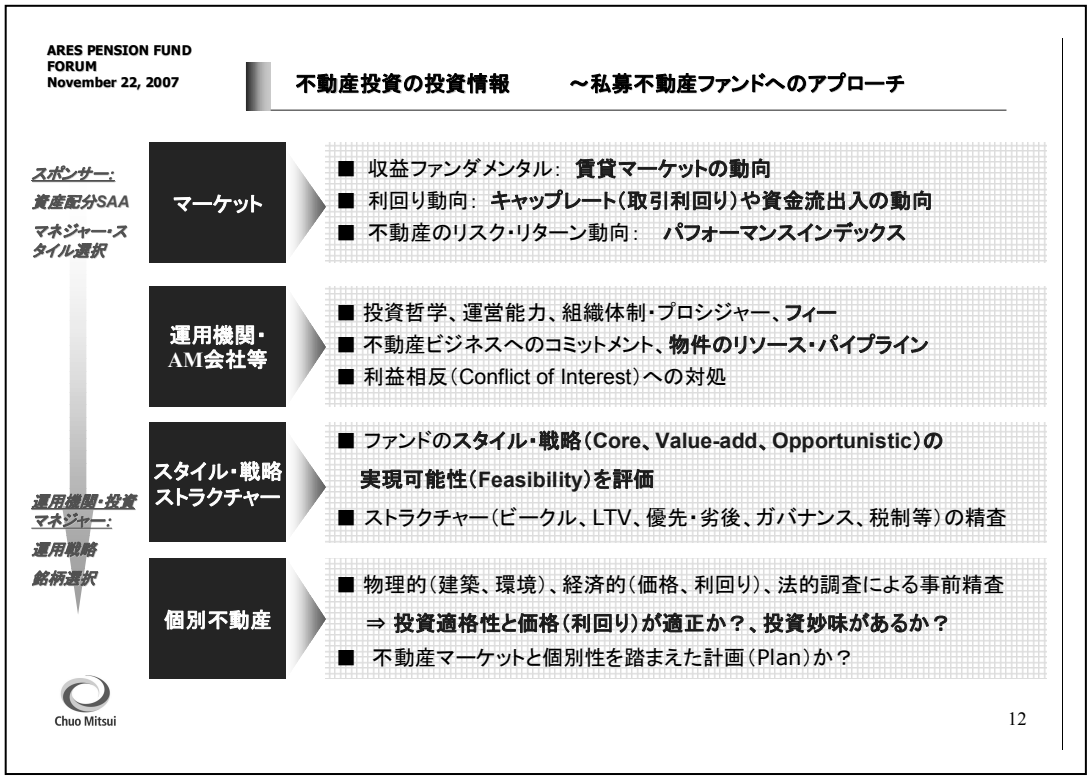
それから投資情報ということですので、情報の何を見ればいいのかということは非常に難しいところなのですが、いろいろな情報の中から例えば IRR、不動産投資で IRR を変動させる主要ファクターというのは何かというところで、年金スポンサーとして、このぐらい見ていただければいいのではないかという見方で書いております。

インカム・リターンで言えば賃料単価と稼働率、キャピタル・リターンは Cap Rate もしくは資金流入動向であります。それから不動産の場合、不確実性は非常に期間によって大きく変動しますので、このタームの方も非常に重要になります。

それから Cap Rate の変動要因については、いろいろな人がいろいろな言い方をされておりますので、非常に私見に近いとは思いますが、基本的には Cap Rate の理論値に、成長率ですとか、売買需給動向、債券でいうところのオファー・ビッドスプレッドの様なものが考えられます。最近は非常に乖離があり、本来、この不動産は 4%ぐらいで入るはずなのに、3%を下回る取引が起きるというのは、需給動向によるものであるという様に見ていただくといいのかもしれません。

不動産情報の中で、このファクターの変動については、先程期間と申し上げましたけれども、一つ一つ非常にトレンド性が強いです。トレンドというと、株であればランダムウォークということで、ある程度短い期間で平均回帰が起きることをいいますが、不動産の場合は一つ一つのファクターに非常に長いトレンド性があります。

個人的な経験では 6 ヶ月から 1 年ぐらいのサイクルというのがあるのではないかと思っております。これはいろいろな要因があるのですが、情報格差が非常に大きい市場ということで、いろいろなプレイヤーが、情報を認知するのにある程度の時間がかかるというところが、最大の要因ではないかと思っています。



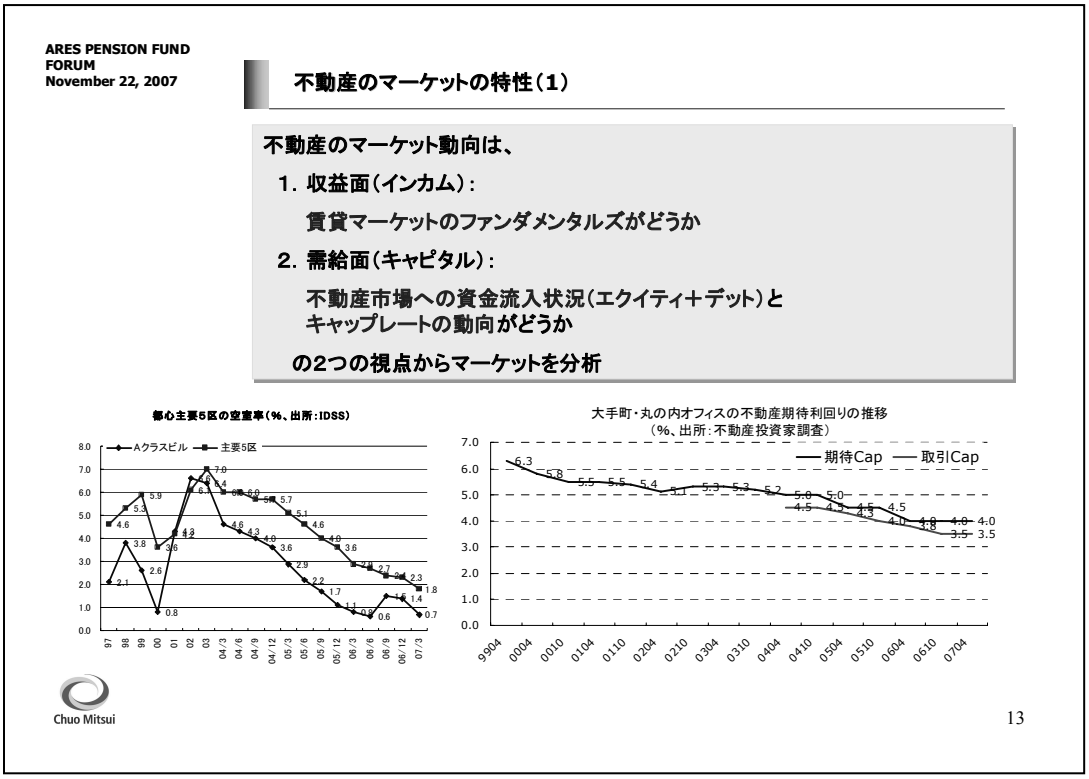
○不動産投資の投資情報

それから、更に不動産の投資情報、先程不動産そのもののお話をさせていただきましたけれども、今度は私募不動産ファンドにアプローチをするという場合の投資情報という大枠の分け方で説明します。

上から、マーケット、運用機関や AM 会社に関する情報、スタイル・戦略ストラクチャーに関する情報、個別不動産に関する情報というふうに 4 つに大きく分けることができると思います。上から順に、年金スポンサーが見ていただくようなところ、もしくは資産配分に利用するところ、そして一番下に近づくにつれて、運用機関や投資マネージャー、あるいは AM 会社と言われているところがカバレッジするところというふうに考えております。

個別不動産の情報、先程から個別性、個別性と言っておりますが、ここはスポンサーで個別物件の全部をカバーするというのは、実務上といいますか現実的に不可能だと思っておりますので、役割分担が重要と考えています。話が飛んで恐縮ですが、先程の一番上の

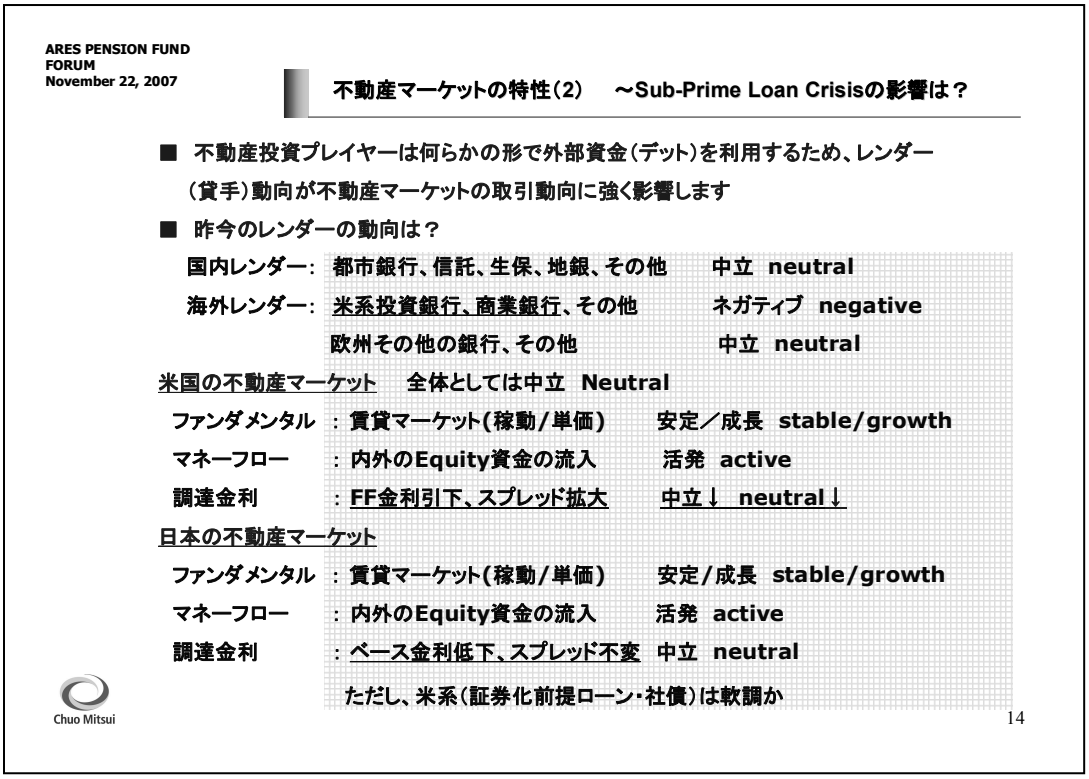
不動産マーケットという中で何を見ればいいのかという視点では、先程からインカムゲイン、インカムゲインの源泉は賃貸であり、賃料単価と稼働率ということになります。



○不動産のマーケットの特性（１）

こういった賃貸マーケットのファンダメンタルズがどうなのかという点が収益面、インカム面で見ていただくところであり、需給面については不動産市場への資金流入状況についてどうなのかということになります。つまり、エクイティとデットの状況がどうかという両方を見ていただくことになるかと思います。

賃貸マーケットについては、比較的従来からデータが揃っているところですが、キャップレートのデータなどについては、債券のようにブルームバーグをポンとたたくと出てくるものではないのですが、徐々にデータ整備は進みつつあるという状況ではないかと思います。



○不動産マーケットの特性（２）

サブプライムローンについても、最近非常に話題としてはありますので、どのように見ていくかというところで、多少私見も入っていますけれども、あるいは日々のダイナミクスで変わっているところもあるかと思いますが、視点としては、不動産の投資プレイヤーは何らかの形で必ず外部資金を利用するということで、レンダー（貸手）の動向、金利水準そのものよりもレンダーの動向、証券化市場であれば、デットの証券化の動向というところがマーケットの資金流入に強く影響を及ぼします。

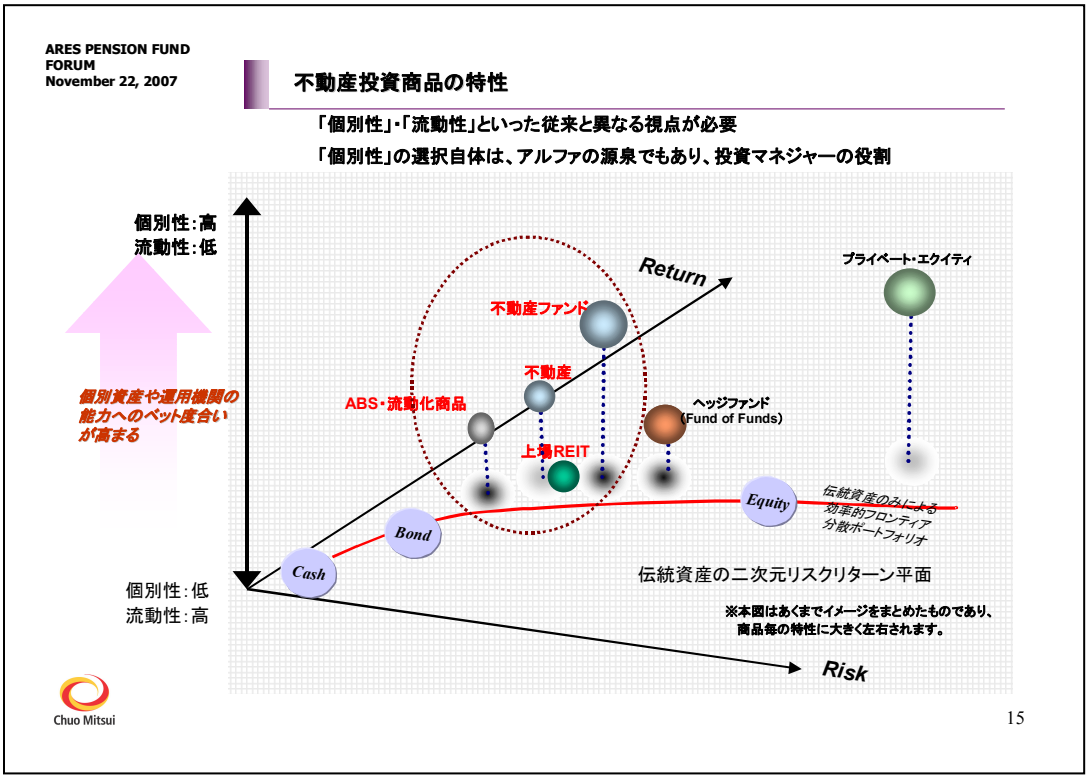
実際に今どうなのかというと、昨今のレンダー動向そのものはどうなのかというふうに書いておりますが、国内レンダーは基本的に影響をさほど受けていないということで neutral と書いています。下線をひいている米系投資銀行、商業銀行については、動向そのものが今 negative という状況にあります。振り返って米国の不動産マーケットはどうなのかというのは、先程から申し上げているように、ファンダメンタル、賃貸のファンダメンタルがどうか、マネーフローがどうか、調達金利、貸付動向がどうかという見方で見ていくということになりまして、これは日本の方も同じといえます。

ご興味がおありだと思いますので、日本について申し上げますと、賃貸ファンダメンタルは非常に稼働も単価も安定もしくは成長という段階にありまして、あまり懸念材料はないという状況にあります。マネーフローの方はエクイティについては、基本的に流入超過という状況は引き続き変わっておりません。デットの方も先程申し上げたように、米系レンダーでいえば negative というところはありますけれども、国内レンダーもしくは米系で

も証券化を前提としないレンダー、つまり、オンバランスのレンダーというのは基本的に欧州系が多いのですが、基本的には中立という状況であります。

また、一番下のところですが、不動産の取引で調達金利の方はどうかというと、ベース金利がその影響で低下したということで、調達金利は下がってしまっていますが、スプレッドは変わっていない。つまり、貸付動向は変わっていないという状況でありますので、どちらかというとアゲンストというよりもフォローという状況にあるかと思います。

ただこれが将来的に続くのかということについては、法人景気動向そのものに影響して、賃貸マーケットが変調してくるというような状況になれば、資金、ファンダメンタルそのものが変化していきます。ただこういったところにもかなりタイムラグがあるというふうに考えますので、いまのところはご案内のとおりかと思います。

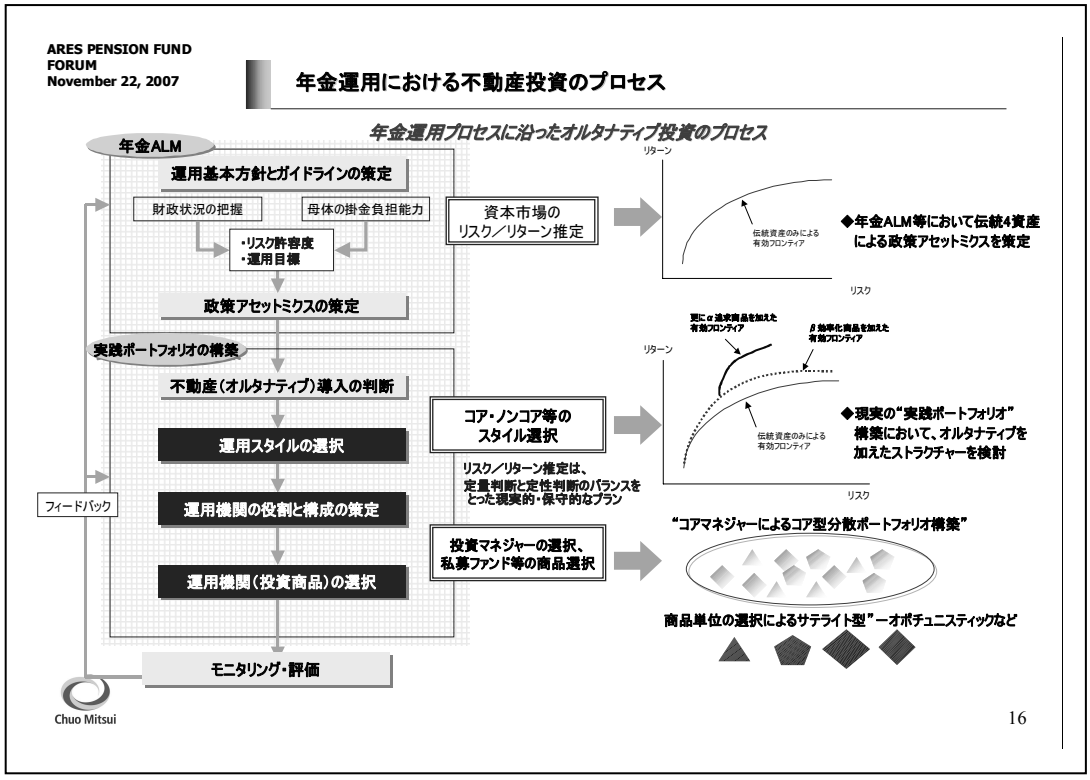


○不動産投資商品の特性

この図は私どもがよく使っている通常の二次元リスクリターン平面という、有効フロンティアを表したものに、個別性・流動性という三次元の軸を入れたものであります。

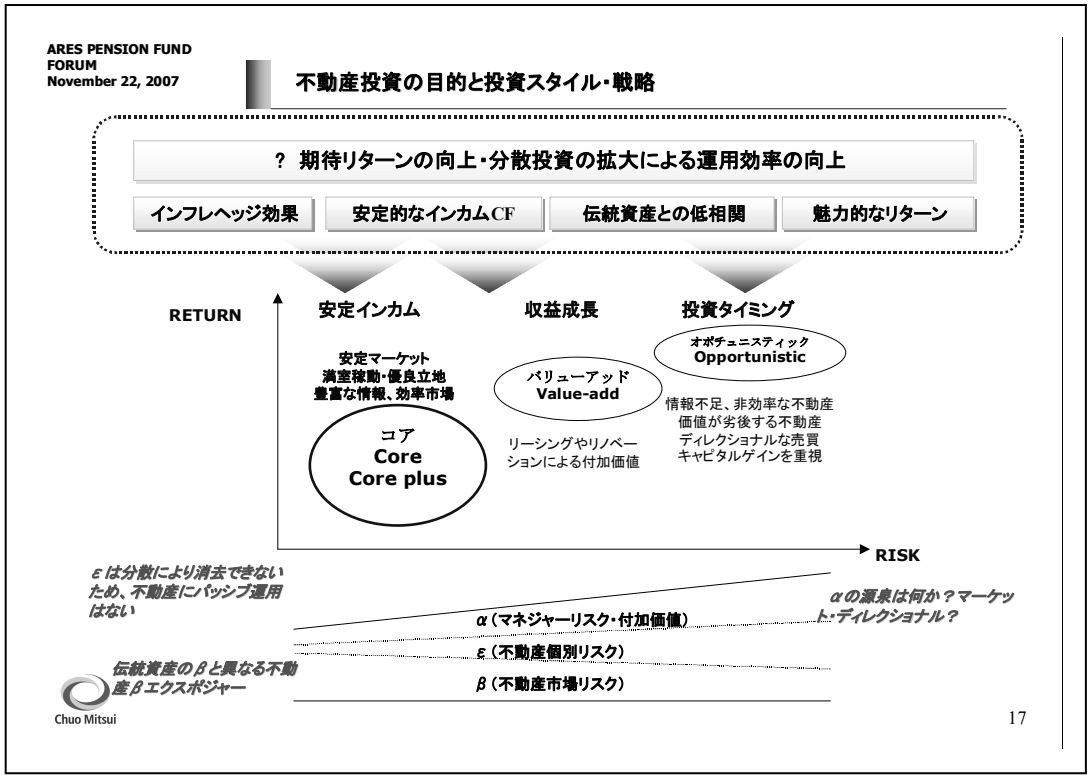
J-REIT というところは、図で緑色で表しておりますが、非常に個別性・流動性について普通の証券並になってきたというところからも、二次元平面に非常に近づいているといえます。二次元平面に近づいた代わりに、株式の需給と、REIT 市場の需給のボラティリティはかなり高かったというのはご案内のとおりだと思いますが、二次元平面に近づいた代わりに需給のボラティリティを受けてしまったというトレードオフがあるといえます。

この個別性の選択そのものは、何度も申し上げておりますがアルファの源泉というところでもありますので、投資マネージャーの役割ではないかというふうに考えております。



○年金運用における不動産投資のプロセス

このプログラムの後に、インデックスセミナーがございますが、インデックスが整備されてくると、非常にこういった PLAN・DO・SEE. PLAN という年金運用のプロセスというのが、この ALM から始まります年金運用の投資のプロセスの中に、段々段々当てはまってくるのではないかというところを書かせていただいています。非常に一般的な例ということで、オルタナティブの選択の場合に使っていただけるのではないかということで、このように考えています。

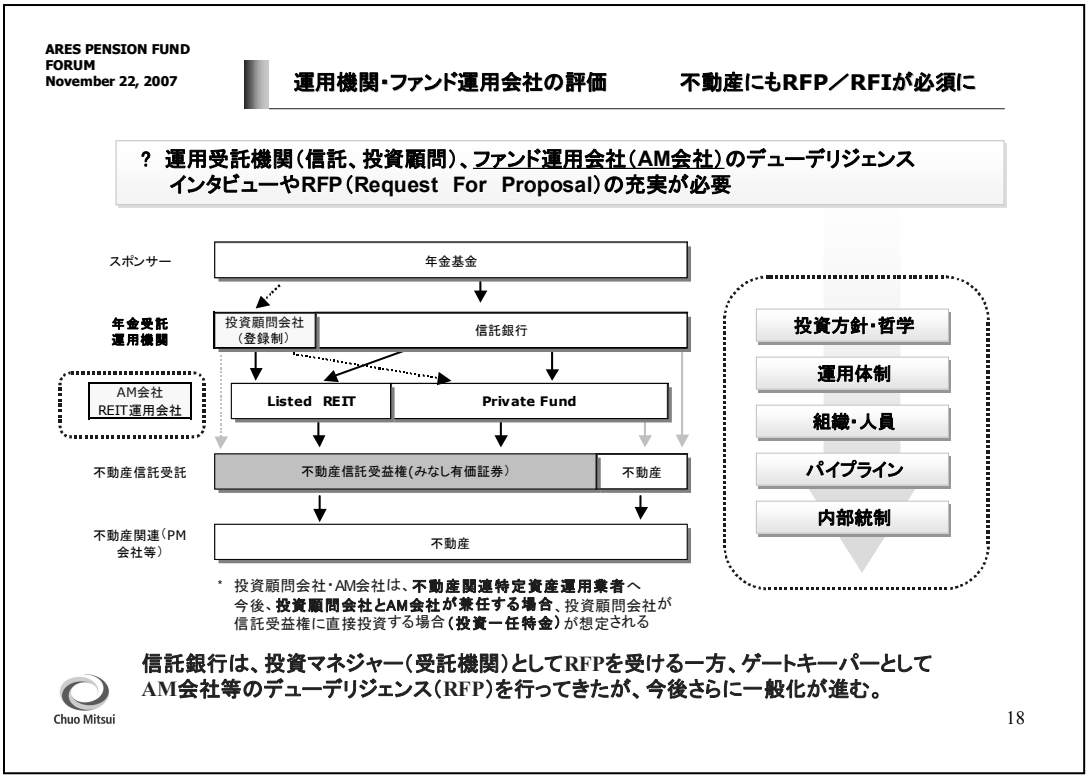


○不動産投資の目的と投資スタイル・戦略

不動産投資の目的と戦略についてですが、何を目的とするか、年金運用で何を不動産投資に期待するかということで投資スタイルがきまります。

一般的に言われている安定的なインカム、インフレヘッジ効果、それから、伝統資産との低相関の 3 つを期待するのであれば、コアですとかバリューアッドといった左下の方に戦略を持ってくるということになります。一方で、非常に最近多いのですけれども、オポチュニスティックなどは、やはりそれ以上の魅力的なリターンを選択したり、あるいは伝統資産との低相関ということがありますので、そういったβをとる戦略といえます。

不動産βをとるということではどちらにしても有効なのですけれども、こういった目的に従ってどういう商品を選択していくかという、目安の図にしております。一番下にあります不動産のβリスク、これをとることそのものが伝統資産のβと違うβをとるというところで、どの商品を選択しても基本的には分散投資効果が享受できる対象にはなると思っております。



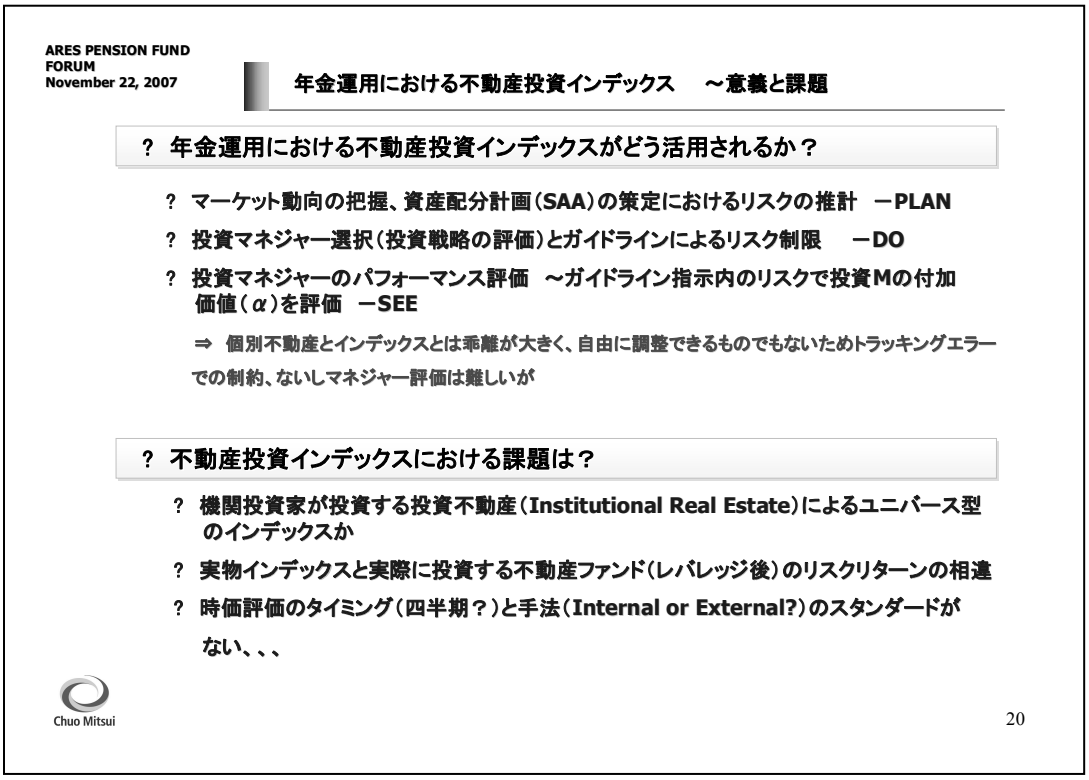
○運用機関・ファンド運用会社の評価

戦略の次に運用機関の情報という意味で、こちらについても情報の一部であるいうことで少し載せております。

従来我々は信託銀行ですので、不動産ファンドのマネージャーをデューデリジェンスしておりました。

最近、年金コンサルが不動産ものをカバーする、しないといった話題が、非常にありましたけれども、私個人も、直接投資マネージャーとして年金コンサルさんからインタビューを受けたことや、RFP（Request For Proposal）を提出するという時代になってきたということもあります。

今後、この年金運用受託機関のレベルで考えれば、投資顧問会社が、今後不動産に参入されてこられる。もしくは AM 会社というところも投資運用業者になられるというところでしょうか。このあたりに、こういった年金運用のフレームワークといいますか、インタビューを受けて RFP をきちんと出すこと、また、その裏づけとなる内部統制はどうか、投資方針、哲学はどうか、運用体制はどうか、組織・人員はどうか、パイプラインはどうかと、こういったところを組織系統立てて説明していくという説明責任が生じてくるのではないかと考えております。



○年金運用における不動産投資インデックス

やっと現状と課題にたどりつきました。

まず、年金運用における不動産投資インデックスがどのように活用されるかという点について、個人的な見解もありますけれども、先程 PLAN・DO・SEE. PLAN というものの中で、PLAN についてはそのマーケット動向を把握して、資産配分計画（SAA）の策定におけるリスクの推計に使えるということ。そして DO の部分については、非常に典型的な使い方ですが、ガイドラインによって運用機関に制限を加えるということ。続いて SEE ですが、運用機関を評価するということになります。

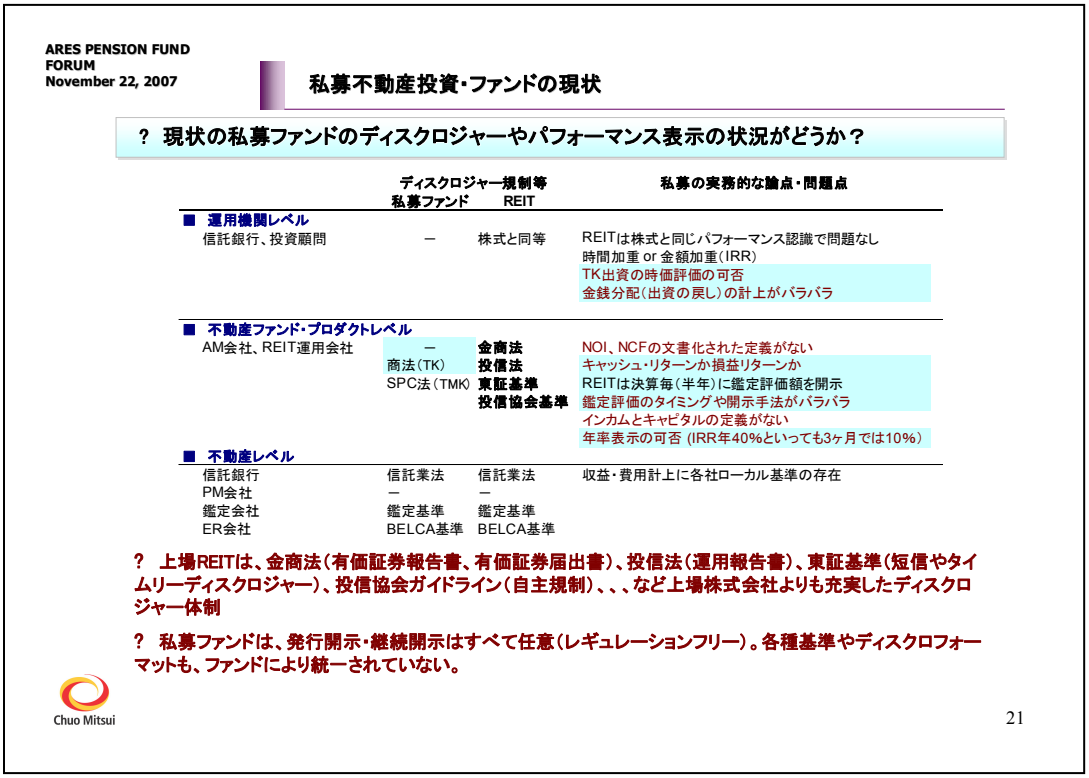
この 3 段階において、インデックスは不動産においても使えるのではないかということであります。ただ実際には、個別不動産とインデックスというのは大きく乖離があるので、パフォーマンス評価等々で、あるいは運用機関サイドでも、自由にトラッキングエラーを調整できるかというとそれも非常に難しいものではありますので、伝統資産と同じように使うというところまでは難しいというように個人的には思っております。

いろいろなところでいろいろな方が考えられております不動産投資インデックスですが、投資家の目線といたしましては、まずは機関投資家が投資する投資不動産によるユニバース型のインデックスか否かというところが、一番大きいのではないかと思っています。そうではない不動産が入っていても仕方がないというところもありますが、投資のユニバース選定がきちんとしているかという点です。

それとアメリカの NCREIF では実際にありますが、実物のインデックス、プロパティイ

ンデックスとファンドインデックスというものがありまして、現実に我々が投資しているのはレバレッジ後のファンドに投資しているケースがあります。ダイレクトで投資していても、必ずレバレッジはある程度とっていますので、レバレッジ後のインデックスというのが、実務的には必要になってくるということがあります。実物インデックスができたから全て解決というわけではないと思います。

それから会計制度にも関わってまいりますが、時価評価のタイミング、手法、これが国内不動産に関していいますと、どのように評価をするか、あるいはタイミングはどうか、などこのあたりが、インデックスと投資家サイドで、合致していかないと使えないということになります。どちらが先かということなのですが、このようなところに課題があるというように考えています。



○私募不動産投資・ファンドの現状

実際の現状ということで、後ほど金商法にもふれさせていただきますが、現状の私募ファンドのディスクロジャーやパフォーマンス表示の状況がどうなっているかということを説明します。

これは運用機関レベル、不動産ファンドのプロダクトレベル、そして不動産そのもののレベルと、こういう形で見ていただくとわかりやすいと思って書いています。不動産レベル、一番下の不動産レベルでは、かなりローカル基準がありまして、スタンダードが非常

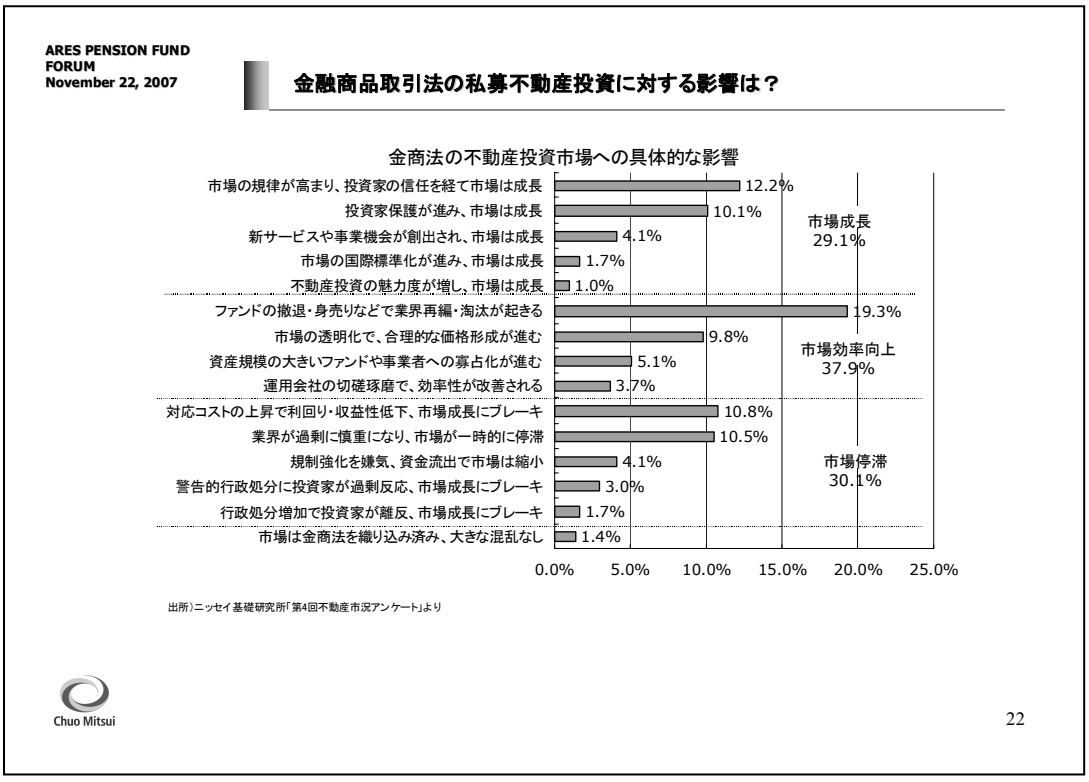
に少ないという状況にあります。

不動産ファンドとかプロダクトといわれているもののレベルでも、REIT やヘッジファンドはかなり標準化しましたが、プライベートの世界は、なかなか進まず、ローカル基準が非常に多いという状況にあります。

例えば、図の中で青い網掛けがしてありますキャッシュ・リターンで見るのか、損益リターンで見るのか、そもそもファンドをどのように評価するのかということです。

またファンドを販売する方から見ますと、どれを売りにして販売するのかということが、非常に統一性がないといえます。表示が 3 つ（キャッシュ・リターン、損益リターン、IRR）あればいいのですが、1 つしかないというようなもの非常にあります。

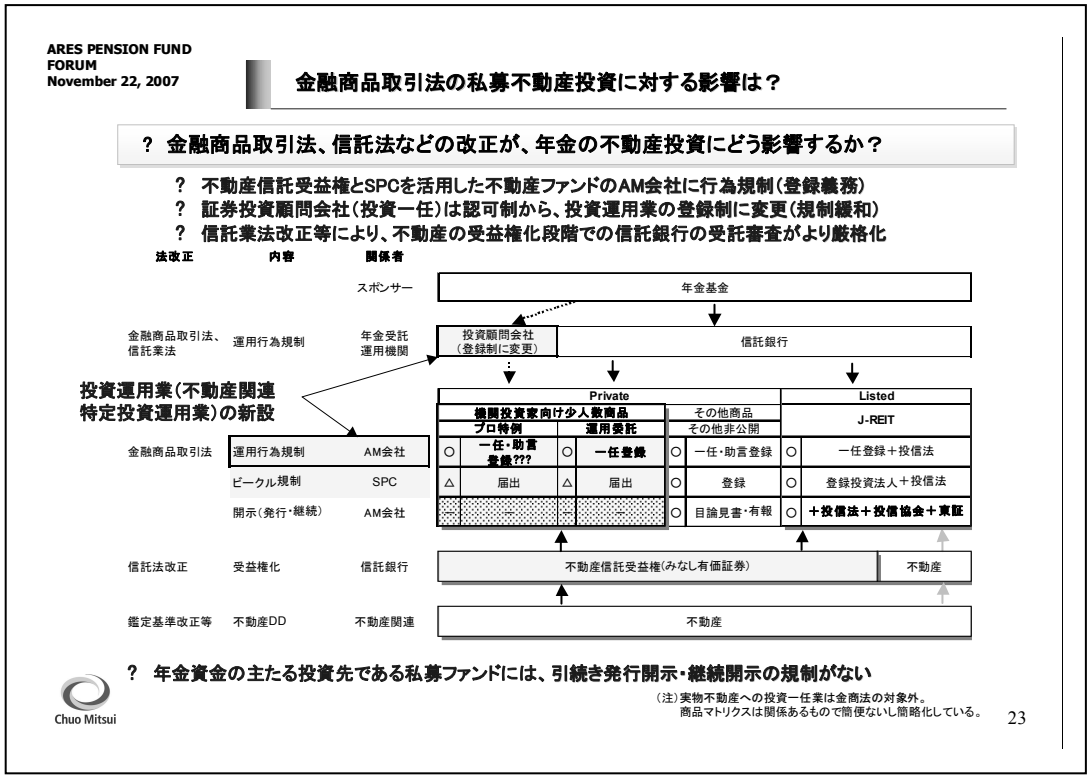
それで、先程の時価評価などもタイミングや開示手法について非常にバラバラな状況にあります。我々信託銀行の中でも、一番上の運用機関・投資顧問のところですけれども、時価評価をどうするのかという点、また出資の戻しという特有のものがありますけれども、こういうものがどういうふうにリターン、年金運用のパフォーマンスとしてどう計上するのかということが、実は足並みが揃っていないという環境にあります。



○金融商品取引法の私募不動産投資に対する影響は？

後ほど述べますが、ご案内のとおり 2007 年の 9 月 30 日から金商法が施行されました。施行されたところで、ニッセイ基礎研究所による不動産市況のアンケート結果からの引用ですが、市場成長、市場効率向上ということで、約 70%ぐらいの方は、金商法施行を好意

的に見ているのではないかと思われます。逆に不動産業界にとってみると、カルチャーショックの部分もありますので、30%ぐらいの方は、処分を受けた先があるなどで、慎重になっていたり、過剰になったり、こういう証券化の中に入っていくのは嫌だという、単純なところまで含めて停滞するんじゃないかと思われています。



○金融商品取引法の私募不動産投資に対する影響は？

金商法施行によって、実際どういうことが起きたか、また起きるかというところで、情報の観点から整理させていただきますが、金商法に加えて信託法なども改正をされております。

一番上の段で書かせていただいておりますが、年金の不動産投資に関してどのように影響するかというところでは、信託受益権がみなし有価証券化されたこと、これが一番、業界としてインパクトが大きかったといえます。更にそれに伴って、信託受益権を自由に扱っていた AM 会社に、基本的には運用行為規制というものがかかるようになったということです。

更に年金基金から受託いたします受託運用機関のところですが、受託運用機関のところに投資一任会社、すなわち投資顧問会社のようなもともと一任免許でおられたところが、そこについては登録制に変更されたということで、規制緩和ということになりますが、受託運用機関レベルでも競争原理が働いてくると考えられます。

一方で、色の濃いところを見ていただきますと、プライベートの世界で、なおかつプロ

向けというところには、金商法での開示規制というのは、実はなにもないという状況にあります。

運用会社には行為規制、もしくはいろんな形でガバナンスはできてきますし、内部統制ということもありますので、状況は良くなるとは思いますけれども、年金資金として投資して、プライベートの機関投資家不動産というところについては、状況そのものは法で規制されている、レギュレーションはほとんどないということを見ていただければと思います。



○不動産投資の課題

不動産投資もメジャーになってきたというように考えてはおりますが、年金運用、機関投資家運用というところからすると、不動産にも標準化された情報インフラが必要条件になると思います。一番上に必要条件と書いてあるのは十分条件という意味ではありませんが、最低限ここにあげさせていただいた程度は必要ではないかと考えています。

J-REIT については実は、法規制でもあるいは投資信託協会の自主ガイドラインまで含めて、投資インフラが整ってきています。

一方で、REIT より市場が大きい私募ファンド市場はどうかといいますと、実はノンレギュレーションの世界というのが現状でありまして、運用機関がやるべきなのか、自主規制が望ましいと思うのですけれども、上から順番にいきますと、IPS みたいなパフォーマンスの情報開示でありますとか、プロダクトベースの発行開示、継続開示もしくは不動産特有

の利益相反という点に関して、何らかの自主基準というのを作っていく時期に来ているのではないかと考えております。

ディスクロージャーそのものは投資顧問会社、運用会社、それぞれ各社の競争という面もありますので、これさえやればいいというものではありませんけれども、最低限、スタンダードというものは必要になってきていると感じております。

それから不動産特有の利益相反の情報に関してですが、最後に少しだけふれさせていただくと、これもディスクロージャーの内の 1 つ、情報の内の 1 つだと言うふうに考えております。

信託自身は、マルチサービサーだと思っておりますが、不動産会社、AM 会社とくらべて、信託銀行は特にこの不動産関連業者の中でも、非常によくいじめられます。コンフリクトとしては、自虐的にいえば、ミラクルというか、レインボーコンフリクトの状態にあると思いますので、どのように対処するかというところは、私個人的には、まずは関係各社が取引検証を行う内部統制・牽制体制を備えているかどうかだと考えています。

これは先程の RFP のようなところにもつながってくる話なのですが、こういったところがきちんと整備されているかどうかということです。更に、そういった取引そのものをスポンサーサイドに基本的にはルック・スルーでフル・ディスクロージャーをする、といった上で取引を実行するというところが、基本ではないかと考えます。

不動産投資を実施する中でコンフリクトというのは必ず起きます。こういったところも基本的にはルック・スルーのフル・ディスクロージャーというのが基本的な対処ではないかというふうに考えています。

以上、非常に駆け足になりましたが、投資情報の現状と課題というテーマでのお話を終わらせていただきます。どうもありがとうございました。

（文責：(社)不動産証券化協会）

Ⅴ．国内講演

「大阪ガス企業年金の運用」

石田　英和　　大阪ガス株式会社財務部ファイナンスチーム（企業年金資産運用担当）
インベストメントオフィサー

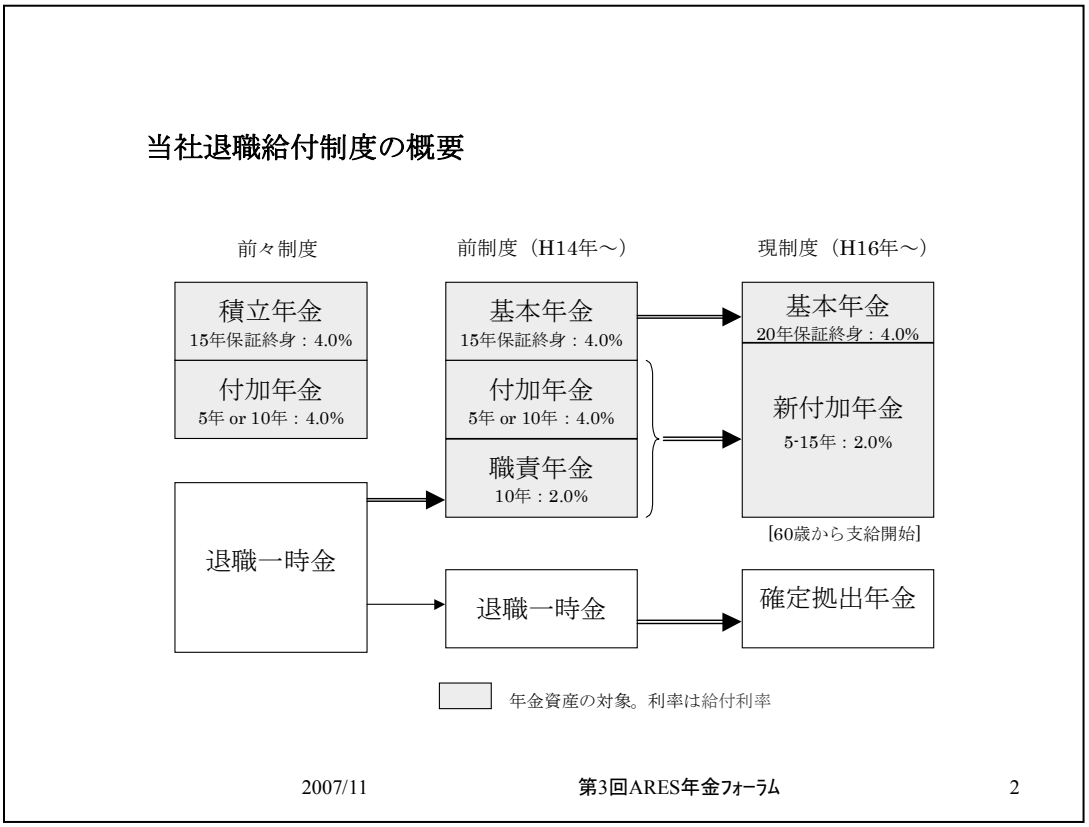
ただ今ご紹介にあずかりました大阪ガスの財務部石田と申します。今回の機会を与えて下さいまして、ARES 様には大変感謝しております。

まず始めに、お詫びを申し上げなければなりません。補助金の不正受給というコンプライアンス上の問題があったと発表させていただいておりますが、公益事業者として不動産業界の皆様には大変お世話になっておきながら、このような事態を引き起こしてしまい会社として猛反省しております。今後とも企業コンプライアンスに関して充分に取り組んで行きますのでよろしくご指導お願いいたします。



さて本論にはいらせていただきます。

今回は「不動産と情報」というテーマを頂いておりましたが、せっかくの機会ですので、大阪ガスの企業年金の活動自体がどんなふうに今まで歩んできたかということ、またその文脈の中で我々が現在不動産投資をどう行っていて、どういうことに課題を感じているのかという点についてご説明したいと思います。



○当社退職給付制度の概要

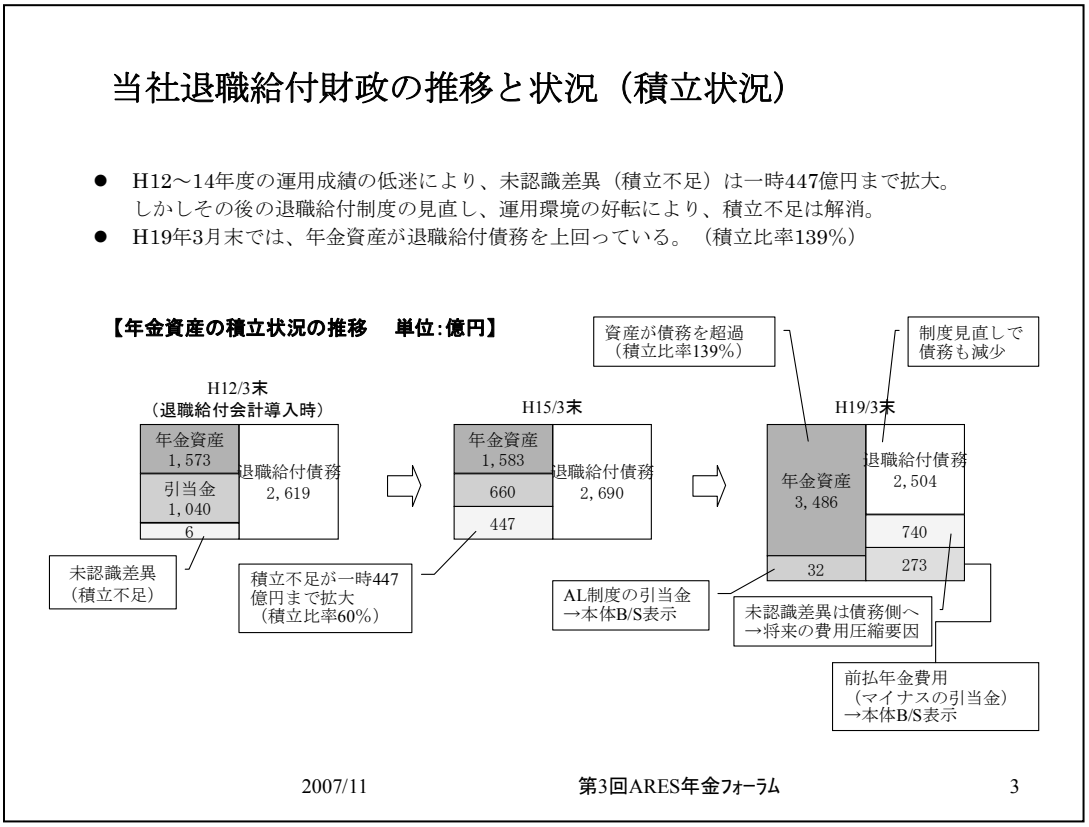
ここに示しておりますのが当社の退職給付制度の推移です。年金関係の方には、あまり説明を必要としない図かと思いますが、一番左側にある時点では、大手企業として標準的な制度になっていたかと思います。つまり会社の引き当てから退職時に一時金としてお渡しするという一時金制度と、会社の外へ積立を行う確定給付年金（DB）制度がほぼ 50 対 50 で存在をしておりました。

当社の場合、長期雇用に対して会社の強いコミットメントがあるものですから、一番左の時点から年金給付は 15 年保証の終身年金で、保証率に関しても比較的高い 4%でした。（それより前はもっと高い保証率だったんですが。）その後始まる制度変更の原因となったのは退職一時金の引当金に関する法人税法の変更でした。つまり引当金に対する税制のメリットがなくなり、会計制度でも税効果会計が導入されるに及んで、退職一時金制度の税効率が悪くなったのです。

1 つの変更は、退職一時金を原資に、確定給付年金（DB）制度を拡大することでした。但し、拡大した部分については市場金利を反映して、給付利率 2%程度と低くなっております。もう 1 つの変更は、確定給付へ移さなかった退職一時金、もともとの退職給付（退職一時金と年金の両方）の 20%ぐらいに相当する額ですが、これについては確定拠出年金（DC）に移行をしました。

制度の変更だけでなく、確定拠出年金の給付内容も変化しています。現状では基本年金が 20 年保証終身で 60 歳から支給開始に変わりました。以前は、定年扱いで退職すれば 50 歳から給付を受けることができました。ガス会社の OB は長生きですので、50 歳から 90 歳まで生きて､終身年金を 40 年間受け取るという話があるのです｡このような追加負担は、制度上なかなか見えてこないのですが、非常に重い負担になります。そこで、現行の制度については保障期間を 20 年に延長し、支給開始も 60 歳に引き上げました。もっとも、80 歳を超えて長生きされる受給者の方も非常に多いので、また制度変更をしなくてはいけなくなるかもしれませんが。

この後、給付内容は変わりませんが、平成 18 年に企業年金（規約型）へ移行しております。以前は税制適確年金でした。



○当社退職給付財政の推移と状況（積立状況）

次に企業財務の面で、当社の退職給付財政がどのように推移してきたかお話します。年金の仕事をやってきた中で、やはり退職給付会計の導入は大きなイベントだったのですが、2000 年 3 月末は､IT バブルの影響を受けてかなり年金資産のパフォーマンスも良かったということもあり、積立不足がでないようなレベルでスタートをすることができました。

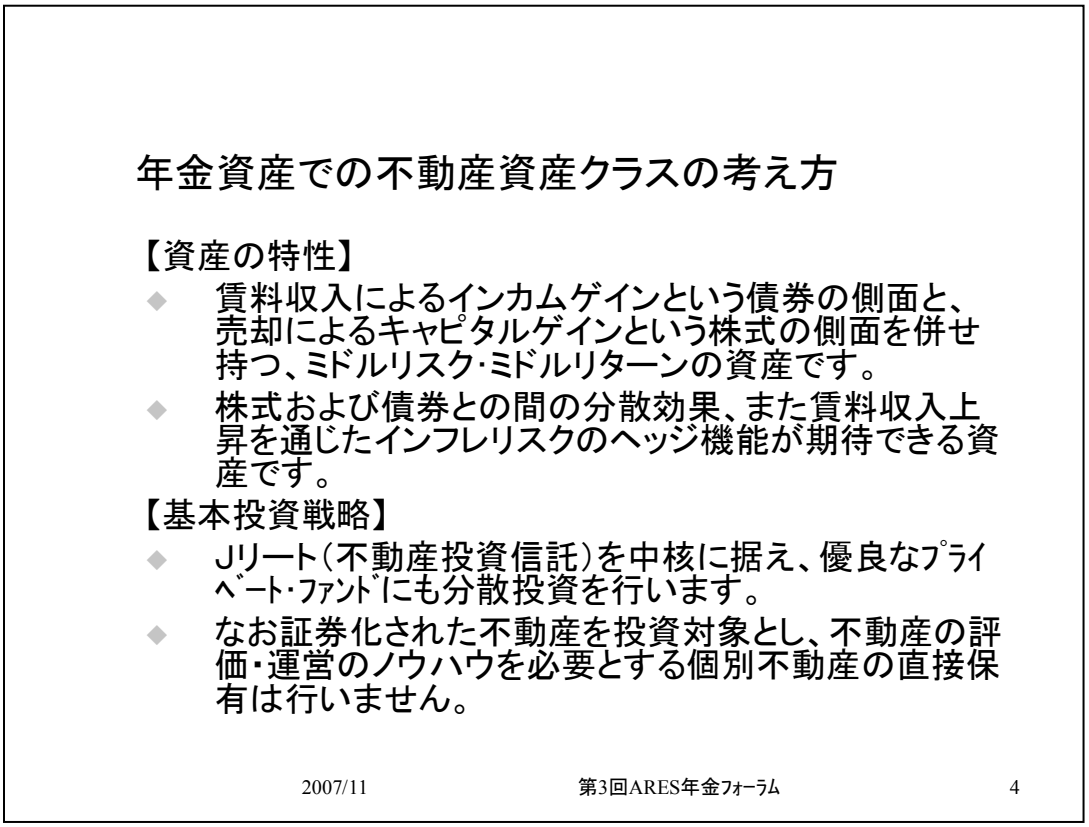
しかし、平成 15 年 3 月末には、積立不足が 447 億円まで拡大をしております。この間、

自己資本が約 3,000 億から 4,000 億ぐらいの範囲でしたので、自己資本対比で 10%以上の積立不足が顕在化したわけです。世の中でも企業年金の危機ということで、大きな問題になっていた時期です。また、この間実は引当金も減っていっております。先程申し上げました退職一時金から年金へ移行する制度変更を、平成 12 年から平成 15 年の間にやっていた訳です。従って、この間多額の拠出を行っていたのにも関らず年金資産が増えていないというのは、資産の市場価値が掛金に相当する分減ったからでありました。

ただ、その後 4 年間の年金運用パフォーマンスは改善しましたので、直近の決算の時点では、年金資産は約 3,500 億円というところまで回復をしました。また退職給付債務の方も、保証期間の延長、給付開始年齢の引き上げといった給付制度の変更ですとか、確定拠出年金（DC）の導入などによって減少しております。資産・債務の両側から貢献があったので、未認識差異いわゆる積立不足は、積立超過となりまして 740 億円となりました。退職給付会計の資産側に一部 AL 制度と書いておりますのは、当社の早期退職制度のものです。早期退職の一時金を引き当てている会社はあまりありませんが、制度は年金とは別に運営されているのでこの部分の引当金は本体 B/S に計上されます。それ以外の 740 億円というのは積立超過で、これは退職給付会計の中だけで発生しています。

もう 1 点は、この間年金費用、退職給付費用自体がマイナスに転じました。つまり 740 億円の積立超過を（当社の場合 10 年償却）償却してまいりますと、年金費用そのものがマイナスとなります。この間年金資産への掛け金は少なくなってきてはいるものの、ストップしたりマイナスになったりするわけではありませんから、費用に対して掛け金が多いという状態が続いております。その結果、273 億円の前払年金費用ということでマイナスの引当金が発生しています。なかなか会計の教科書を見ても載っていないために、アナリストの方などに説明するのも非常に難しいのですが、前払年金費用という比較的めずらしい項目が本体のバランスシートに載っております。

平成 12 年時点を振り返ってみれば、退職給付引当金を 1,000 億積んでおりましたから、多額の繰り延べ税金資産というキャッシュを生まない資産を積んでいたわけです。年金資産が増えたということだけではなく、企業ファイナンスの中での税務、法人税対策という意味でも非常にいい方向に持って来れたと考えております。退職給付債務を語るときに、ともすれば市場リスクだけが議論されることが多いですが、年金の税務メリットをうまく使って、退職給付債務をファイナンスすることも出来るのです。企業財務の世界で借り入れ金利の税務メリットを知らない人は居ないと思いますが、退職給付会計の世界でもタックス・アービトラージの議論が進めばいいのにと思っています。



○年金資産での不動産資産クラスの考え方

年金資産における不動産投資ですが､当社では 2002 年に J-REIT への投資を始めました。その時点から基本的な政策資産配分の一部として、独立した資産として位置づけて配分を決めており、その後配分を拡大してきております。

ここの説明は、先程高井良さんがされたようなプロとしての説明ではなくて、当社の年金委員会ですとか、財務部長もしくは財務担当役員に説明をする内容をそのまま持ってきております。不動産資産というのは一体どういうものかというと、賃料収入などのインカムゲインを狙う資産、つまり債券に似た側面と、もう 1 つはキャピタルゲインを上げることができる株式のような側面も持っている資産であると説明しています。債券と株式の 2 つの中間ですからミドルリスク・ミドルリターンの資産であると理解しています。

もう 1 つ、我々のような設備産業にとって、本来非常に重要なことではないかと思っておりますが、インフレリスクというものに、企業は当然さらされているわけです。年金が非常に苦労していた 90 年代後半において、長期金利がどんどん下がっていった結果、退職給付債務がどんどん膨らんでいった、すなわち割引率が下がっていったわけです。その間、大阪ガスのような設備産業はどうしていたかというと、金利が下がって非常にファイナンスが楽だったのです。デフレにもメリットはありまして、退職引当金を年金に拠出する際

も、１％台の金利をロックインしてたやすく社債を発行することができました。

次の 10 年間を見た時に、インフレがやってきたら、ガス会社のような設備産業はどうなるでしょうか。実は、70 年代から 80 年代、非常にインフレが進んだ時に、我々は大変苦しい思いをしております。インフレだからといって、利用者の皆様にガス代の値上げをお願いするのは簡単ではありません。でもコストは上がっていきますから、事業の収益面では大変苦労をしたのです。それに加え、高インフレの環境では当然金利が高くなりますので、金利負担が非常に大きくなっていきます。

このような観点から、インフレヘッジを真剣に考えてはどうかという議論を最近全面に出しています。年金資金に企業の財務体質をヘッジする機能を期待するかどうか、という点はまだまだ議論のあるところかもしれませんが、年金資産の中でリスクをとる 1 つの大きなメリットとして、高インフレ期に会社の業績が苦しむならば、年金資産で不動産を持つということはインフレ連動債を持つことに似た効果があるとも考えられる訳です。不動産にこのような位置付けを与えて、政策資産配分の一部としてリスクとリターンの数字をおきまして、プラン・ドゥ・シーのサイクルをまわしているわけです。

では、具体的に我々は何に投資をしているのかといいますと、基本は J-REIT を中核に据えております。現在も約 800 億円の不動産投資の内、500 億は J-REIT になっております。ただ上場 REIT に比べて、非常に優良だと思えるプライベート・ファンドには分散投資を行なっております。但し、不動産投資を開始した時から継続しているのですが、現物投資はしないということになっております。我々は適格年金だったので年金での現物投資ということはなかったのですが、90 年代初頭に子会社を通じた不動産投資で非常に大きな損失を出しておりまして、直接不動産を運営するというのは、問題が大きいのではないかと認識しており、直接不動産のオーナーになるということはやっておりません。

不動産投資対象

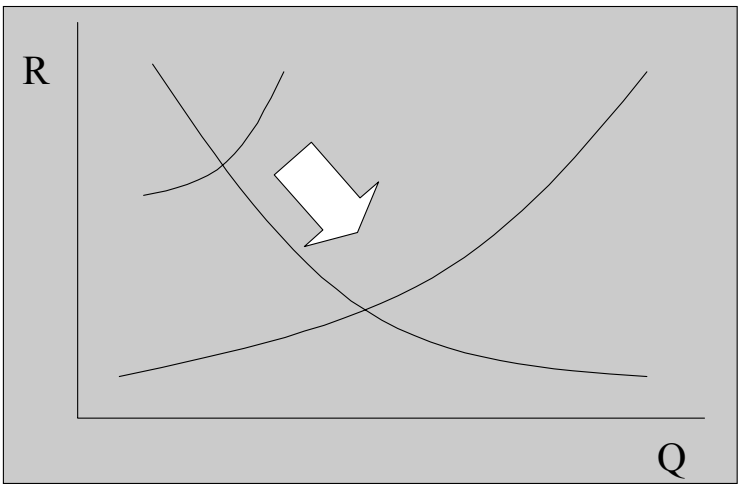
種別		概要
Jリート （不動産投資信託）		証券取引所に上場され流動性が確保されていること、優良な不動産を投資対象にすることから、リスクは比較的小さい。
不動産 ﾌﾟﾗｲﾍﾞｰﾄ・ﾌｧﾝﾄﾞ	ｲﾝｶﾑ収入型	優良な不動産を購入し、安定した賃料収入（インカムゲイン）を見込むもの。
	ｷｬﾋﾟﾀﾙｹﾞｲﾝ型	老朽化したビルを割安に購入し、設備更新などのバリューアップをはかり、大きな売却益（キャピタルゲイン）を追求するもの。

2007/11 第3回ARES年金ﾌｫｰﾗﾑ 5

○不動産投資対象

これも同じような社内の資料から持ってきた図です。我々の社内説明では、バリューアッドですとかオポチュニティといった業界用語が通じませんので、このような分類で説明をしております。先程もありましたように、不動産ファンドと一口に言っても、かなりプライベートエクイティに近いものもあります。このキャピタルゲイン型という分類に、どこまで含めていいものかという点は、最近考えるところではあります。ただ、大きく括ればバリューアッドもオポチュニティもキャピタルゲイン型という形で分類をしております。

不動産ファンドの需要と供給



2007/11　第3回ARES年金フォーラム　6

○不動産ファンドの需要と供給

経済学の専門家の方からみれば、単純なグラフで申し訳ありません。不動産ファンドの供給と投資家の需要について私なりに説明してみたいと思います。どうも需要と供給にミスマッチが生まれているのではないか思うのです。ファンド選びに携わっていて感じているのですが、安定運用型のオープンエンドファンドがどうしてもっと日本で発達しないのでしょうか。国内の非常に安定した不動産に投資して、例えば 4%から 6%ぐらいの配当をする運用商品で、金利と比べればそこそこに高いリターンを出すかわりに、物件の価値が維持できるかぎりずっと保有していくようなファンドです。1 年とか 2 年でキャピタルゲインをあげるようなファンドと比べれば、あまり格好良くもなければ、楽しくもない、退屈なクーポン収入目的としてのファンドというものが、どうしてもっと大量に供給されないのかという問題意識をもっているのです。

ファンドの皆さんと安定運用型の話もするのですが、なかなかファンドとしては成立しません。これはなぜでしょうか？　図で右下に下がっているのがファンドの供給ラインです。縦軸が期待リターン、横軸に量をとっております。リターンが高い商品は、たくさん供給するのが難しい。まあ当たり前の話ですが、リターンが低くても良いのであれば、もっと大量に供給できるはずなのです。

一方、右上がりになっているのは投資家の需要曲線です。当たり前ですが、リターンが高ければ高いほどたくさんの投資家が入ってきます。この 2 つの曲線がバランスするところが、ファンドが成立する点だと思います。ところが、現在の年金のマーケットを見れば、不動産ファンドに投資している投資家の需要曲線というのは、この左上の高いところにある曲線なのではないかと思います。つまり投資家の数は少ないのですが、ハードルレートというか目線としている目標が非常に高いのだと思います。最低でも 7%以上の利回りがないとわざわざファンドとして投資する気になれないという投資家が典型的な層ではないかと思われます。

過去、ここ 2～5 年の間に国内で募集されたファンドで既に J-REIT に物件を売却して、ファンドが終了したというような方々を見ますと、軒並み 20%、30%という非常に高いリターンを出しております。そのリターンを繰り返したくて、不動産ファンドを狙っているのに、どんどんどんどんリターンが下がっていくじゃないか、これではわざわざ投資する気にならないというのが、この左上の投資家のラインではないかと思われます。

当然、足元の不動産マーケットを見れば、そういう高いリターンのファンドを大量に供給できる状況にはないわけです。つまり、より低いリターンで構わない新しい投資家をこのマーケットに呼び込まないといけないということになります。そのような投資家もいると思いますし、我々もそういう志向を持っております。ただ、高いリターンを求めないかわりに安定して運用して欲しいという要求が強いのです。また、安定して運用するためには運用会社の方の経営も、特にコンプライアンスや運用報告というところをしっかりして欲しいと思っています。買って売って儲けたからいいじゃないですかというようないい加減な転売目的のファンドではなくて、きちんとアセット・マネジメントをして物件の価値を高める。さらにいえば、ファンドの運用手数料を、自らの資産管理能力の向上のために惜しみなく再投資して欲しいのです。当たり前の不動産投資といえば当たり前の不動産投資なのですが、そういうことを要求する投資家の層を、開拓することによって、この投資家の需要曲線というのは確実に右側に移動していくのではないかと考えております。

もう 1 つファンドの供給側にも意識のズレが残っています。それは、ファンドからとれる手数料収入に対する期待値が高止まりしているのではないかという点です。オポチュニスティックファンドで非常に高いリターンを出せば、当然成功報酬のみならずアセットマネージメントフィーからも大きな収入が入ります。日本の株式市場の中には、そういう中で大きくなった不動産ベンチャー会社がたくさん上場をしています。残念なことに、新しい投資家の要求する手数料水準は、そんなに高いものではないでしょう。水準が下がるだけでなく、そのフィーに見合う業務がしっかり行われているかということも厳しく評価されます。さらにコンサルタントのような第三者にも、しっかり説明していく準備も必要で

す。
また、システム投資の競争にもなると思います。REIT の運用報告が 1 つのベンチマークになっていくとは思いますが、そのレベルの物件毎の賃料収入ですとか様々なデータを定期的にしっかりまとめ上げて間違わずに投資家に報告するということは、システム投資なしにはできません。これからは、ビジネスプランとして、より大きな事業というのを考えていく必要があります。たまたま不動産を持っていたから、とか、取得できたから、という程度のビジネスモデルでは、今後入ってくる投資家に通用しないと思っております。

このような需要と供給のミスマッチは、今後投資家とファンドがいろいろ交渉するうちに徐々に解消していけばいいなとは思っているのですが、業界のインフラというか投資ビークルについても課題があります。オープンエンドファンドに適したビークルがなかなか見つからないのです。匿名組合のストラクチャーでは、時価の調整が難しいという点が課題です。年金を受託する信託銀行としては、時価を間違っていましたというのは非常に困りますので、オペレーション的にミスなくやろうと思うと大変な話になってしまいます。
一方、投資信託もしくは投資法人を使うことも考えられます。プライベートな投資なのですが、パブリックなものにも対応できるようなビークルを使ったらどうかという発想です。ただこちらの方は、コストが高いことが課題です。さらにコストが高いだけではなくて、例えば毎日価格を計算しなければいけないのではないか、とか規制上・開示上の要請がきついのです。我々が安定運用型ファンドに期待する役割は、余計なコストをかけずに賃料収入をしっかり年金資金に返していくということですので、余計な手数料や経費はかけたくないのです。

もう 1 つは、レバレッジの問題です。先程我々実物投資はしませんといいましたが、業界用語でいう「実物不動産」、つまりレバレッジをかけずに不動産を直接持つようなファンドというのも 1 つのアイディアではないかと思います。どうしてもレバレッジをかけますと、投資家が出たり入ったりするという、オープンエンドファンドのいい特性を持たせ辛いです。それならば、比較的利回りの高い資産を選んでレバレッジをかけない現物投資というようなカテゴリーもあってもいいのではないかと考えております。

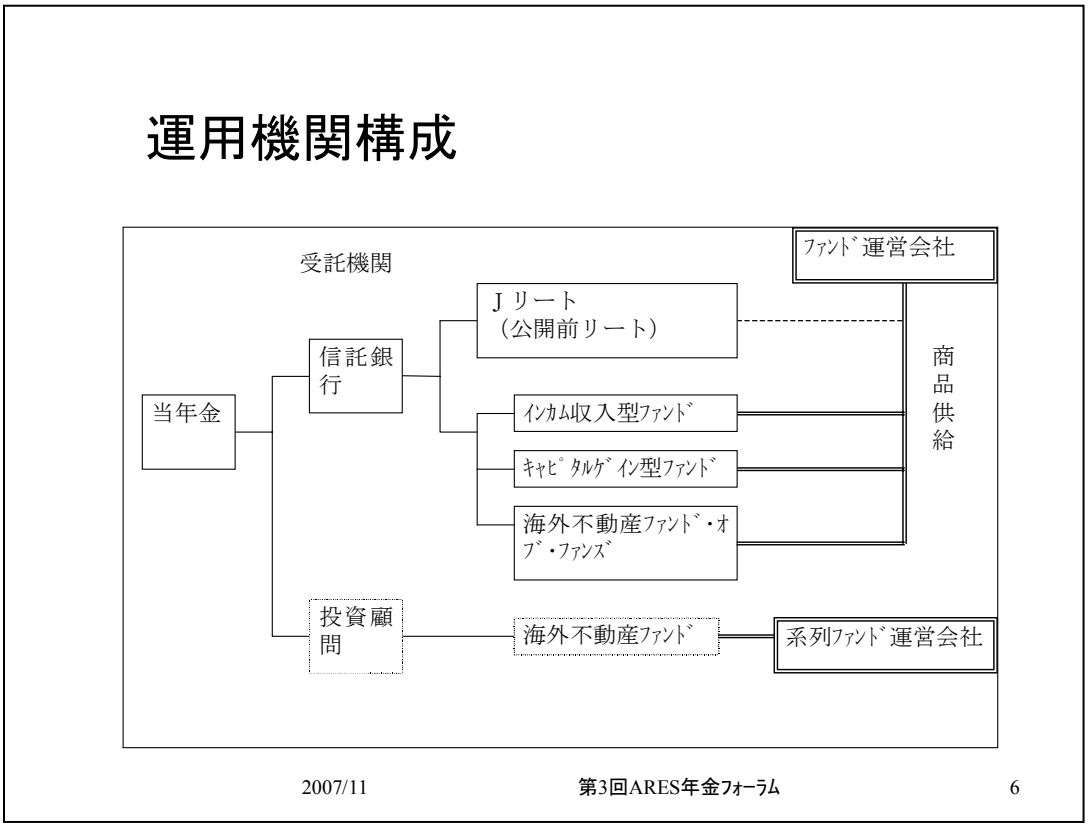
以上、長々と述べましたが、マーケットの大きなところとして、ど真ん中のところのオープンエンドファンド、安定運用型ファンドといったものを、他の投資家さんと協力をしながら、開拓していくということを 1 つのコアの活動にしております。

しかし、リターンの高いものも当然求めたいわけです。このリターンの高い部分として、考えていますのは、国内なら非常に投資機会が限られているので、ホテルですとか物流ですとか、いわゆるオペレーショナルアセットといわれるような、やや利回りの高いものに

投資するような案件でしょうか。ただこのような例を除けば、基本的には海外へ行かざるを得ないだろうと考えています。これには、国内の不動産サイクルのリスクを分散するということもありますが、もう 1 つは高いリターンを求め続けるという期待もこめています。海外不動産への投資をはじめたのは 2 年前からですが、現状では、オポチュニスティックファンドで、日本で活躍した連中が次にどこへ行っているかということをフォローしておりまして、その流れで行くと、ヨーロッパそして中国を始めとするアジアに注目をしております。この秋の状況から、アメリカが逆に面白くなっているという話はありますが、そんなに急がなくてもいいのではないかと考えております。

注目しているチャンスということではもう 1 つ、不動産ファンドの世界にもセカンダリー取引（流通市場）のチャンスが、出てきたのではないかと思います。ご存知のように、サブプライム問題で日本の金融機関や事業法人さんの中で、いくつか痛んでいらっしゃるところがあって、そこが非常に優良な不動産ファンドを年末もしくは 3 月末を控えて流動化しなければいけないというような話をちょこちょこ聞いています。もしくは REIT に転売する目的でいっぱい物件を仕込んだのだけれど、REIT 市場が閉じているので、何とかこの在庫を処分したいというような話が（半年前なら考えられなかったような話ですが）出てきているのです。

ただ、気をつけなければいけないのは、不動産ベンチャー企業もしくは外資系の小さな組織の中で、日本撤退というのが 1 つのオプションになってきている点です。全ての業者が生き残るわけではありませんし、先程話がありましたように金商法対応で確実にバーは上がっていきます。ですから、値段が安いとか、条件が有利であるとかセカンダリー取引にはいい面はあるのですが、どのファンド運営会社がやっているファンドなのかについては注意深く見ていった方がいいのではないかと考えております。



○運用機関構成

最後に、運用機関構成についてご説明します。当社の場合、基本的には「りそな信託銀行」にデューデリジェンスを集中していまして、いわゆるゲートキーパーとしての役割をお願いしております。J-REIT は個別案件を議論しませんが、国内ファンドの場合は、インカム収入型にしろ、キャピタルゲイン型にしろ 1 つの信託銀行さんと共同でデューデリして、投資のプロセスにあげていくことにしています。海外ファンドもお世話になっている場合もあります。

また、投資顧問会社についても、海外不動産ファンドの方で導入してきております。ここで強調したいのは、この図でいう受託機関、つまり信託銀行もしくは投資顧問会社は、投資家の代理人として、しっかり投資家のために仕事をすべきだという点です。何年か経験を積んでわかってきたことなのですが、かつ不動産だけではなくてプライベートエクイティの方でも同じ問題を抱えているのですけれども、投資顧問会社の中には、投資家の代理人としての意識が低いところがあるのは、残念なことです。

受託機関の先にファンド運営会社がありますが、いくつかの投資顧問会社は、そのファンド運営会社の系列投資顧問会社であることが多いです。このような場合、その発行体、ファンドを供給する側の立場に立っていないと本当にいえるのでしょうか？受託者として

法務及び税務に関してしっかりデューデリをして、必要とあれば日本の弁護士に意見書をとり、タックスに関してもしっかりタックスロイヤーと相談するというような仕事を本当に受託機関がやっているでしょうか。残念なことですけれども、一部の投資顧問会社の中には、器を貸しているだけで、実際は丸投げになっているという状況も見られます。今まで年金業界の中では投資顧問の一任免許は、ある程度レベルが高く問題はないという大前提でやってきたのですが、私の経験では、全ての投資顧問業者が平等に生まれてきたわけでないというのが現実です。

投資家としてファンドを選んでいる時に、受託機関の大切さをなかなか考える余裕はないでしょう。受託機関の話は、ほとんどの場合リターンには影響がありません。リターンについては、そのファンドがいいかどうか、タイミングがいいかどうか、こっちの方にかかっているところが大きいです。投資成否からいえば、受託機関なんか、あまり気にすることはないのかもしれません。しかし、金商法対応で、受託者責任を負っている運用機関としてのコンプライアンス体制に対する要求水準は高くなっています。受託機関として、どの程度の体制を維持しなければならないのか、どの程度の注意義務をおっているのかということに関しては、規制当局はより厳しく見てくることが予想されております。ですから、この点については委託者として注意すべきだと考えています。

もう 1 つは、ファンド運営会社の方の金商法への対応です。新法対応は各社やっていかれると思いますが、対応は別れているように聞いています。これを機に日本撤退というところもあるでしょうし、これを機に一任免許をとり、高いハードルを自らに課して、投資家にとってベストな会社を本当に目指していく会社、つまり、今回の規制を前向きにとらえてやっていかれるところもあると思います。この場をお借りしてファンドの皆さんに伝えなければいけないと思っている点があります。それは年金基金は受託者として投資する投資家であるという点です。

新法対応は、基本的には、ファンド側の問題です。規制リスクはファンドが取るのであって、投資家がとるのではありません。販売に免許がいるかいらないかですとか、販売方法が適切であったかというのは投資家の利益に直接関係しません。ただ、業法規制の一種であるからといって投資家にとって何の関係もないというのは間違いでしょう。特に年金の場合は、信託銀行であるとか投資顧問という受託機関を通じてしか投資ができません。我々は、生損保さんとか事業法人さんとは違い、直接投資判断をする訳ではないのです。年金の受託機関は顧客からフィーをとってデューデリをしている立場にあります。たとえ形式的な点であっても彼らとしては無視することはできないということは、やはり理解をしていただきたい。

私もファンドの方々には、繰返しご説明を申し上げていますが、2 年前の JP モルガンの不動産信託の検査にもありましたように、金融庁の現在の姿勢、特にプライベートで市場価値がすぐには得られない金融商品に関しては、受託機関の責任が、より重く、より保守的に解釈されて適用されるようになってきております。そのことを踏まえて、中味さえ良ければいいという態度で、どんどん資産を受託することは、投資家からお金を頂いてデューディリする立場としてはいかがなものか、という風に検査の姿勢が変わってきているのです。

新法対応のために、先程のアンケートにもありましたように、ディールが遅くなっているという逆効果もあります。ただ、ファンドの方にはそういう事情を、よくご理解いただきたいと思います。長い目で見れば市場のルールが整備されて適用されていくことによって、ファンド業界、ファンド市場の透明性が高まり、規律が高まっていくというのが、本来の立法の主旨だと理解をしております。

今後ともいろいろコンプライアンス、法令対応大変だとは思いますけれども、何卒より高いスタンダードに向けて皆様でご提案をいただければと思っております。

以上、脱線が多かったのですが、私のスピーチとさせていただきます。どうもありがとうございました。

（文責：(社)不動産証券化協会）

Ⅵ. パネルディスカッション

「年金の不動産投資とあるべき不動産投資情報」

●モデレーター

山口　登	野村證券株式会社フィデューシャリー・サービス研究センター シニア・エグゼクティブ・アドバイザー

●パネリスト

小町　利夫	企業年金連合会年金運用部不動産グループ グループリーダー
榎本　英二	野村不動産株式会社資産運用カンパニー 運用企画部長
ピーター･ホッブス	ドイツ銀行グループ RREEF オルタナティブ･インベストメンツ マネージングディレクター、 グローバルリサーチヘッド
リチャード・ケートリー	ハイトマン エグゼクティブ・バイス・プレジデント 兼不動産証券グループ COO
高井良　博	中央三井信託銀行 不動産投資顧問部投資顧問グループ 主席調査役
石田　英和	大阪ガス株式会社 財務部ファイナンスチーム（企業年金資産運用担当） インベストメントオフィサー

司会：

本日のパネルディスカッションのタイトルは､｢年金の不動産投資とあるべき不動産投資情報」ということで、進めさせていただきます。最初に、パネリストの皆様をご紹介させていただきます。左から、RREEF・オルタナティブ・インベストメンツのピーター・ホッブス様、ハイトマンのリチャード・ケートリー様、企業年金連合会の小町利夫様、大阪ガスの石田英和様、中央三井信託銀行の高井良博様、そして野村不動産株式会社の榎本英二様、以上の皆様でございます。

企業年金連合会年金運用部不動産グループグループリーダーでいらっしゃる小町様は、

不動産会社において商品開発や資産運用などの業務に長年にわたって従事され、不動産証券化業務にも携わっていらっしゃいました。現在は、企業年金連合会の年金運用部において、不動産担当部長の職責を担っておいででございます。

また、野村不動産株式会社資産運用カンパニー資産運用企画部長でいらっしゃいます榎本様におかれましては、大手米国年金基金との米国における不動産投資をはじめ、日本の運用会社による初めてのオポチュニティ・ファンドや安定型不動産私募ファンドの組成に携わっていらっしゃいました。現在も、大手機関投資家および日本の年金基金の不動産ファンドへの導入にご尽力しておいでです。

そして本日、モデレーターをお務めいただきますのは、野村證券株式会社フィデューシャリー・サービス研究センターシニア・エグゼクティブ・アドバイザーでいらっしゃいます山口登様でいらっしゃいます。山口様は、年金改革の時代に企業年金連合会において企業年金連合会検討委員会委員長、制度改善委員会委員長、資産運用委員など、かずかずの役職を歴任されまして、企業年金連絡協議会では会長、あるいは顧問として 21 世紀の新しい年金運用のスタイルを常に模索され、尽力してこられた方で、まさに年金分野の改革者と呼ぶにふさわしい方でいらっしゃいます。

JTB 企業年金基金をご退任のあとも、現在は企業年金連合会参与、コロンビア大学ビジネススクール、日本経済経営研究所国際諮問委員などを兼任され、現在は野村證券株式会社フィデューシャリー・サービス研究センターにてご活躍でいらっしゃいます。本日は、年金の不動産投資とあるべき不動産投資情報についてご見識をうかがい、今後の年金不動産投資の進展に向けて貴重なご示唆をいただければ幸いでございます。それでは山口様、このあとのご進行をよろしくお願いいたします。

山口：

はい。丁寧にご紹介していただきまして、ありがとうございました。今日の目的は、年金の不動産投資とあるべき不動産投資情報ということです。午前中から、ずっと内外の専門家の方に講演をしていただき、最近のインフラ整備といいますか、年金の投資するための環境整備がどのように進展しているかということが勉強できました。

日本では、長い不動産不況の時代を経て、2001 年、2002 年頃から年金による不動産投資が始まりました。最近も急速に不動産マーケットが整備され、年金にとっても非常に運用しやすい状況が生まれつつあると思います。新しい金融商品取引法も今年施行され、不動産業界のほうもそれに対応した形で、情報開示やインフラ整備を急速に行っているという状況だと思います。

そういった状況の中で、午前中のスピーチで私が気になったことは、欧米に比べて日本

はまだまだインフラ整備の面で、特に不動産商品を提供される側の協調不足といいますか、業界の中に各社固有のやりかたというものがまだ残っていて、一定のスタンダードに達していないというふうに思いました。ですから、これはおそらくここ数年かけて、根気よく直していかなければいけないテーマかなと思います。



それでは、時間も限られておりますので、なるべく議論の時間を多くとりたいと思いますので、個々のパネラーに時間をさきたいと思います。最初に企業年金連合会の小町様から連合会の不動産投資に対する視点を説明いただきたいと思います。では、よろしくお願いします。

小町：

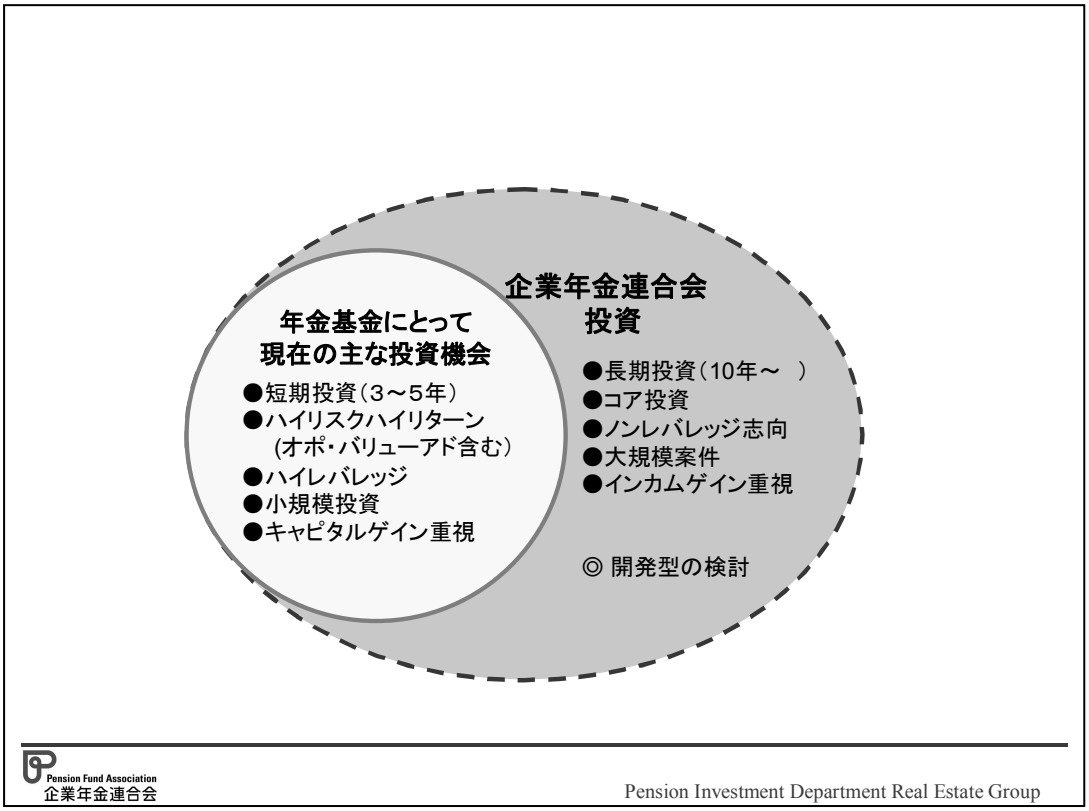
企業年金連合会の小町です。よろしくお願いします。それでは、簡単にいまの状況をご説明させていただきたいと思います。

企業年金連合会は 1988 年から約 4 年間、過去に実物投資をしておりまして、それ以降、実際はいま休止状態ということになっております。その当時といまを比べてみますと、不動産投資環境は別世界のようなものになりました。いま現在、不動産証券化によって、そのパフォーマンスについては、株や債券の資産と比べて同じようなレベルで話題にできるというような状態になっています。

証券化による金融商品化は、日本では国内外を問わず広範囲にさまざまな資金を呼び込んでおり、マーケットは活況を呈しておりますが、2007 年 9 月末に金融商品取引法が施行されて、パブリックファンドのみならずプライベートファンドにも、その効果が及んでおります。投資サイドから見ると、これが不動産投資環境に大きく寄与しており、環境が整ったといえると思います。実際に、情報開示、利益相反、法令遵守等、これによってガバナンスが発揮されていくだろうと思っております。

また、この金融商品取引法施行の際に、投資サイドから見るともう 1 つの点が注目されていると思います。これまでの投資については、信託スキームが 1 つだったのですが、今回の施行に伴って、投資顧問会社の一任運用スキームがもらえたことだと思っております。これについては、大手デベロッパーによって組成される、投資顧問会社等が来春以降、出てくると予想されるわけですが、どのような投資提案がなされていくかということについても、新たに期待をしております。





さて、その企業年金連合会としてどのような投資になっていくのかということは、実はまだ検討中でございます。ここに出しておりますのは、日本の不動産マーケットのイメージを図で表してみたもので、これはラフな図でありますので、実態とは必ずしも一致していない点もありますので、ご容赦いただきたいと思います。

日本の不動産投資には、いままでは 5 つの特性がありました。これは、不良債権が山のようにあって、それをこなしていくといったところから出発した経緯があったということもあると思いますが、1 番目は比較的短期間での投資であったということです。

それから 2 番目には、オポチュニスティックあるいはバリューアッドを中心にして投資が成長してきたという経緯もあり、ハイリスク・ハイリターンの投資のものが多かったということです。

3 番目はハイレバレッジです。低金利下でもあり、省資金型でたくさんの物件を扱ってきた投資のスタイルだと思います。

4 番目は投資規模の小ささです。海外機関投資家と比較すると国内年金投資はメンバーの数も規模も小規模でありました。これはこの投資に対する経験の差が大きく影響していると思われます。

5 番目は、1 番から 4 番にもかかわってくるのですが、キャピタルゲイン重視で、当初の組成をして、それからバリューを上げて、それから投資の出口を迎えていくということについて力点が置かれていたというように思われます。

ただ、今後の投資そのものを見ますと、もっともっと投資規模も大きくなる。不動産は、まだまだ拡大する余地が潜在的にあると考えております。これからの企業年金の投資という観点で見ると、投資対象は長期投資、つまり 10 年 20 年と継続して保有しつづける投資対象が必要ですが、市場にでているものはまだまだ少ないと思います。

それから 2 番目には、収益の安定したコア投資。3 番目には、不動産の投資特性を生かしたノンレバレッジの指向したもの。4 番目には、大規模案件への大型投資。5 番目は、運用をベースにした収益をもとにしたインカムゲインを重視した投資といったものが挙げられます。

これらは、まだ市場に大きく出回っているわけではないので、マーケットを組成しながらの投資というふうになっていくと思います。しかし、これはわれわれ投資サイドだけではなく、供給サイドとの連携・ご理解をいただきながら進めていく作業であります。こういったものについては、開発物件についても何らかの形で投資していくというふうな検討も必要なのではないかと考えております。

米国のように成熟したマーケットになるのはいつになるか、これはわかりません。5 年先よりはもっと先になるかと思いますが、そういった段階では、濃い色の部分に分類されたバリューアド、オポチュニティの短期インカムゲイン重視投資と、それから先程申し上げた長期インカムゲイン重視投資の薄い色の部分、この 2 つの投資のスタイルが、お互いに補完しあって不動産マーケットを支えていくという形になるのではないでしょうか。

短期投資のキャピタルゲイン重視の投資は比較的新規開発、リノベーション、コンバージョン等になじむ投資スキームであります。従来の日本の不動産は 30 年強の短期ライフサイクル（LC）ですが、欧米では 100 年を超える長期 LC であります。今後、日本の不動産は欧米並みの長期 LC に移行を目指しています。

30 年程度ですぐ建替えずに、継続的に 100 年も使い続けるためにはリノベーション、コンバージョンするためのバリューアッド投資というのは、建物のライフサイクルの間に幾度も必要であり、その事業の規模も拡大していく必要があります。したがってその投資機会も増加していきます。

企業年金連合会の投資はこれからでありますが、ここにいらっしゃる石田さんのところも含めまして、企業年金についてはアグレッシブに投資される方は別にしまして、ほかの基金の方は出られていないというのも、もう 1 つの事実でございます。そういった意味では、プラットフォームづくりというのは大事な課題になるのではないかと考えております。実際、企業年金連合会につきましても、金融商品取引法施行後の投資とこれからスタートしていくということですので、それに基づいた契約書をどうしていくか。あるいは運用ガイドラインをどのようにつくっていくか。それから、投資の目線をどういうふうに見ていくかといったことについて、足もとではまだまだやることがございます。

利益追求については当然のことではありますが、我々の長期投資という観点で見ますと、

本当に不動産の原点に返りまして、よい街づくりとか都市環境づくりとかいうところにいかに寄与していくかということが、振り返って我々の投資にまた還元していくということがあるといったところも大事なことではないかと考えております。以上です。

山口：

ありがとうございました。先ほどもプレゼンテーションしていただいたのですが、大阪ガスの石田さんからは、サイズも考えかたも違いますので、何かコメントがありましたらお願いしたいと思います。

石田：

サイズの違いというのは大きな要因だと思います。連合会さんの規模だとおそらく1,000億円単位で投資していかないと、その後の管理が大変になってしまうでしょう。おそらく競合のイメージとしては、海外のソブリン・ウェルス・ファンドが日本で物件を買うときのような状態かなと思います。こういう投資家も日本で物件を買っていますし、今後連合会さんに習って、ほかの公的年金の大きいところも入ってくれば、いままでの企業年金の投資とは違う世界が、広がってくると思います。

もう1つ、われわれが期待している点は、プラットフォームづくりです。ビークルの問題やビークルにかかわるコストをどういうふうに業界で吸収していくかといった問題でありますとか、一種の投資ガイドライン、デューデリ・チェックリストのようなものも含めて、市場の透明化、適正化に関して大きな役割を今後担っていかれるのではないかというふうに期待しております。

山口：

はい、ありがとうございました。それから、やはり午前中講演していただきました高井良様から、日本の年金投資家の不動産投資環境や留意すべき投資情報とその提供状況についてコメントしていただければと思います。

高井良：

はい。連合会さんが実際に投資をされるということは、信託業界にとっても非常にインパクトが大きいと、以前から捉えているところではあります。後ほど質問等にもお答えしたいとは思うのですが、業界の先ほどのプラットフォームのところは、なかなか信託ないし投資顧問、もしくは私募ファンドプロダクトの世界も、非常に統一感がないという状況にあります。

これは、業界のいろいろな利害関係等もありまして、なかなか進まない部分もあります。もしくは金融商品取引法の施行などという大きなマターがありましたので、そちらが優先されたという状況もありました。ある意味、外圧という部分、最大の投資家でいらっしゃ

る連合会さんの外圧のようなところで業界は変わっていくところも否定はできませんので、どんどんやっていただきたいというのが実感として考えております。

山口：

その他の方、どなたか小町さんのお話に対してのコメントがございましたらお願いします。

ケートリー：

一言コメントさせていただきます。今のコメントの中で日本の元々の投資は短期であったこと、レバレッジをかけていて、オポチュニスティックであったこと、そして小規模であったとありました。それがより長期で、より低いレバレッジというふうに移行されたというお話がありました。

欧州でも同じだと思いますが、このようなその変遷、サイクルというものが米国においても見られました。小町さんがご説明されたのと同じ、新しいサイクルの過程で、多様な新商品、投資手法が出てきています。CalPERS とかソブリンファンドではなく、主に小型、中型の投資をする投資家向けに、様々な新商品が開発されています。日本にはまだないということですが、オープンエンド型コアファンドもそのような商品の 1 つであり、今後日本でも組成されると思います。

また、特殊な物件、小型の物件に投資をするという商品が出てきています。つまり大型のオフィスビルとかホテルとか大きな商業施設、こういったものは大規模な投資が必要なのですけれども､そういったものではなくて､小規模な専門的な不動産施設である学生寮、老人ホーム、倉庫あるいは駐車場、データセンター等が投資対象になっているわけです。これらは伝統的な物件タイプと比べて小規模な物件ですが、インカムもありますし、リスクも評価できるため、従来の不動産と同じような特徴も持っています。

欧米の中規模、小規模の投資家に対する商品事例などを研究し、日本でも現実的にどのように提供していけるかを考えていく必要があるでしょう。

山口：

ありがとうございました。欧州のほうからホッブスさんも来ていらっしゃいますので、欧州のほうでは、そういった大きな年金基金の投資について何か影響が出たような過去の経緯はございますか。連合会サイズというのは、だいたい 13 兆円ぐらいの資産規模なのですが、例えば ABP などですね。

ホッブス：

非常にいいご質問だと思います。大規模な新しい投資家が入ってきています。ノルウェーの年金ですとか、あるいは韓国の NPS といったところが不動産投資を大々的に開始し

ています。更に ABP、ATP など既にこの流れの経験がある大規模な投資家も活動しています。

そういった大規模な投資家がどのように投資をするのかという点について、共通項があります。CalPERS、GIC からノルウェーの方は学んでいる、つまりそういったプロセスの経験を共有することが行われています。

日本のマーケットについて一言申し上げます。日本のマーケットの１つ、非常に有利な点はスケールが大きいということです。バリューアッドファンドは、そのコアの商品に道を開いているということで、大規模な年金基金の投資家に関しても、その日本国内という大きな市場があって、そこでまず経験してから海外へいけるというのが日本のメリットだと思います。

山口：

小町さんは、逆にいまのお話を聞いて、何かありますか。

小町：

やはり、海外のほうがわれわれよりもさらに進んでおりますので、わたしたちは、それをよく吸収しながら、勉強しながら進めていきたいと思っております。

山口：

わかりました。メインテーマが不動産投資情報ということですので、投資情報について日本と欧米では大きな違いがあると思いますが、もう一度話を戻して、投資情報の日本の現状についてホッブス様とケートリー様から、現地との違いについてコメントをお願いしたいと思います。ケートリーさん、お願いできますか。

ケートリー：

はい、難しい質問ですね。ここで重要な点は情報の標準化だと思います。日本の市場というのは大規模で、分散化されていて、複雑でありますので、その代替的なクリエイティブなその投資の商品というのが出てくると思いますし、あるいはその投資のパフォーマンスの測定方法もいろいろ出てくると思います。

非常に高度な経済、高度な金融センターである日本でも、小町さんがおっしゃられるようにオポチュニスティックからコアへと、レバレッジも小さくというふうに進んでいく中で、色々な商品が出てくると思います。鍵となるのは、主要な組織が集まって、基本的な報告の標準を作るということです。パフォーマンス、その他のデータを報告するための標準を作るということ、これは必ずしも簡単ではありません。

それは各社独自の情報を守りながらやらなければならないということで、簡単ではあり

ません。ホッブスさんもおっしゃったようにブローカーや運用会社、その他様々な組織が情報を所有することによって、また質の高い情報から恩恵を受けていますので、難しいのですが、標準化を行うことが必要だと思います。

情報というのはそれぞれ競争しあって、情報源によって違うということがあってもいいのですけれども､年金基金が安心して自信を持ってその投資ができるようにするためには、報告の主要なデータに関しては､ある一定の標準型があるということが必要だと思います。

山口：

ホッブスさんのほうも、何かコメントがございましたらお願いします。

ホッブス：

今おっしゃられた標準化ということだと思います。あともう 1 つは情報開示です。取引の状況、賃貸の状況、賃貸の水準と価格、こういった情報の開示というのがあれば透明性も増しますし、市場の流動性も改善すると思います。これをよしとしない投資家というのはオポチュニスティックな投資家だと思います｡透明性がない方が彼らは有利なわけです。透明性がない方が、情報の裁定取引ができるからです。

一方、機関投資家の利益としてはより厚みのある、より流動性のある市場を求めているわけで、従ってその取引に関して情報開示というのは、機関投資家にとっては有利なわけであります｡それを進めていくということが 1 つ重要だと思います｡また業界が発展して、ファンドの選択肢が増えていく中で、ファンドに関しての情報もより多く提供されるべきだと思います。つまり不動産市場だけでなく、そのファンドの長所、短所、その運用の状況、費用等の点について情報がより開示されていくべきであると思います。

山口：

榎本さんには、いまのお話にありました、海外と日本の情報開示や情報提供に関して大きな違いがあるわけですが､その原因について考えられることを少し整理していただくと、会場の方がよくわかると思いますのでお願いします。

榎本：

はい。少し大きいところから始めますと、ケートリーさんもおっしゃっていたように、やはり日本の不動産の投資市場というのは、過去やっと 10 年間やってきた程度の歴史しかない。欧米の場合は 80 年代からずっと広がってきているわけで、ここの大きな歴史的な経験の差というのは絶対的なものとしてあります。

それで、よく海外からいらした方にも申し上げるのですが、ディスクロージャーやトランスペアレンシー（透明性）というところのお話について言うと実は 2 つあります。単純に本当にディスクロージャーがまだ進んでいないという部分と、それから英語のディスク

ロージャーの資料が少ないという部分の、2 つの部分があると思います。

日本の方からすると、最近は雑誌もたくさん出ておりますし、取引の情報やリーシングの情報というのも、以前私が 20 数年前に会社に入ったときに比べればかなりの量が出ていて、それをアメリカやヨーロッパと比べてみてどうだと言われたら、おそらく同じぐらいのレベルに来ていると思うのです、ただし日本語ではということです。英語圏の方が東京にビジネスクラスに乗ってきて、それを理解しようとすると、なかなか難しいだろうなというところの違いはあると思います。



先程からお話を伺っていて、標準化というケートリーさんの部分については、これは先ほどの発表の中で高井良さんの方からありましたが、次の 10 年の大きな課題だろうと思います。ここのところが、業界をあげて信託さんや投資顧問、不動産会社といった狭いものにとらわれるのではなく、やっていかなければいけないところだろうと思います。

ただ、どこのレベルで標準化が必要なのかという問題意識については、おそらく年金の方も投資のファンドマネージャーの方も、それからゲートキーピングをやっていただいている信託銀行さんやコンサルタントの方も、おそらく共通の認識まではきていて、あとはいろいろとあるやり方の中で、最終的にどれが一番年金の皆さんにとっていいのかという選択の問題だろうというふうには思います。

具体的に少しだけ申し上げると、日本の特殊性というものが実はありまして、不動産のレベルでいうと、例えば税と会計があげられます。ここの点でアメリカやヨーロッパと違うところがあり、ここはそのままでは GIPS などを使ってもフィットしないというところが、不動産レベルとして存在します。

それからファンドレベルというところでは、まだまだ歴史が新しい。2001 年、2002 年

ぐらいから日本でも私募ファンドといったものが出来てきましたから、ここの部分を揃えるためにGIPSの中でいえばプライベート・エクイティといったものを参考にしながら、不動産のファンドのものをつくっていかないと揃うのは少し難しいと思います。

また信託さんのレベルというのが実はありまして、ここの部分は、いわゆる年金さんが求められるパフォーマンスの部分といったところで、ここは連合会さんが今度始められるということで、先ほど高井良さんから外圧というようなお話もありましたが、その辺りがリーダーとなって、どういうパフォーマンスの計測をするのが年金として一番いいのかといったことについて、オピニオンを出していただくと、おそらく信託銀行の皆さんも非常に揃えやすいのではないかと思います。

そういう意味では、繰り返しになりますが、いまアメリカとヨーロッパを追いかけているというところでありますが、向かっている方向や見えている問題意識というところにおいては同じなのではないかと思っております。

山口：

ありがとうございました。いまのお話の中で、高井良さんの名前が何回か出ましたので、同じような話を高井良さんにもしていただきたいと思います。それから会場からも、「信託銀行での時価評価、経理処理等において取扱いが統一されていませんが、今後どうするのでしょうか」という質問がありますので、あわせてお話をいただきたいと思います。

高井良：

はい。ご質問のほうから先に申し上げますと、合わせるべきということ、もしくは信託銀行段階でもこれが正しいと思っている処理でいまやっているという状況なのですが、実は弊社としても要望はあげたのですが、今年度は金融商品取引法ということと、何十年来の信託業法の大改正というものがありましたので、信託協会というレベルでは、そちらが優先ということでありました。

来年度、実は私ども中央三井のほうが幹事行ということでもありますので、ほかの信託さんがどうされるかはわかりませんが、幹事行としてはなんとかこの問題はとりあげていくというつもりではおります。

前段の投資情報の違いについては、榎本さんがおっしゃったとおり次の10年の課題というところかと思います。業界で自主的にまとまれば最もいいことだと思いますが、なかなか利害がまとまらない場合は、外圧のようなものも必要になるかと個人的には思います。私どもも努力する準備はございますが、足並みを揃えるという点では、そういった方向もあっていいのかなというふうに思います。

山口：

今度は逆に、年金側の石田さんと小町さんにお伺いしますが、年金側として、どのよう

なレベルの情報がほしいのか。特に新しく不動産投資をされる人たちが必要だと思われるレベルがあると思うのですが、その辺りのコメントがありましたらお願いします。

石田：

現在レバレッジのかかったビークルが多いので、年金基金の側はどうしてもレバレッジ後のキャッシュ・オン・キャッシュのリターンという数字だけを見てしまう傾向があると思います。ただ、少し時間をかけて調査をしていけば、レバレッジがどれぐらいかかっていたのか、保有期間はどれぐらいだったのか、その間、本当に物件に対して不動産会社としての付加価値はどれだけあったのか、こういったことをどんどん考えていくと、本当にほしい情報は、やはり NOI がどういう形で高められていったのかということに収束していくと思います。

私も最初に始めた頃は、不動産投資インデックスがアセットレベルで作成されていることを不思議に思っていました。最近になって、やはり物件レベルは物件レベル、エクイティ・リターンはエクイティ・リターンと二段階に考えていかないと、不動産運用会社の付加価値を見極めるのは難しいということが判ってきました。

いろいろ情報は頂きますが、整理していけば、やはり NOI という数字に注目して、具体的にマネージャーが物件の収益力をいかに高めていったのかをよく理解するようにします。まずこのレベルで、他の業者さんやインデックスと比べて、それが単にマーケットがよかったからなのか、それとも本当に独自の付加価値があってできたことなのかというのを検証するのです。情報提供というのはそのためにあるのだと思います。

一方、最終的にはエクイティ・リターンが重要です。エクイティ・リターンがどういうレバレッジのもとで、ファイナンシングをどうアレンジすることで達成されたのか、もしくは、その入口と出口の間のタイミングを図る戦略であれば、売却判断は、どういうふうに行われたのか、系列の REIT に売却するのであれば、IRR 的には高かったかもしれませんが、本当にベストのプライスで売ったのかどうか、このような検証を本来投資家側ですべきだと思います。どうしてもエクイティ・インベスターとしては、キャピタルゲインが出ていればハッピーになって大目に見てしまいがちですが、リターンの数字を物件レベル、ファンドレベルに分けて詳しく検証しなければなりません。最終的に儲かればいいという程度の情報開示に目をくらまされてはいけないのです。

山口：

小町さんも、お願いします。

小町：

先ほど石田さんがおっしゃられたとおりで、私も同感です。やはり、物件そのものに対しての価値というのは、収益に対しての資産と見れば NOI だと思っています。もう 1 つ言えば、長期投資というふうに見ますとネット・キャッシュフロー（NCF）になってくるのではないかと思っております。おそらく NOI から 0.5%ぐらい下がったところがオフィスの NCF であって、もう少し設備の費用割合が低いものがだいたい 0.3%ぐらいに、その辺の目線と思っております。

もう 1 つはそれをもう少し長い期間で見た場合です。例えばいままで日本は 30 年ぐらいで壊してしまうが、いまはもう日本の超高層については 30 年以上、おそらく 60 年過ぎても十分に使われていきます。今後こういうものがどんどん増えると思いますが、これに対してどうなるのかということのデータが現在の日本では乏しいと思います。

そういった意味で CAPEX や、NCF を見て、いまはこの価値ですが、5 年後、10 年後はこうなりますというものを出しているところは少ないです。長期保有は短期のそれとは違った見方が出てくるのではないか。我々は売買の際にどういうふうにしていくかという時の判断の基準になるのではないかと考えます。不動産はすごく長寿命の財産ですが、いま短期で売買するとしても同じことが、判断要素として入ってくるのではないかと思います。

山口：

ありがとうございました。おそらくホッブスさんは、ヨーロッパの年金の不動産投資についてよく見ていらっしゃるのだろうと思いますので、ヨーロッパの年金が運用会社からの報告を受けたりする場合に、どういう報告を求めているのか。相手から提供してもらうことを、少し教えていただきたいと思います。

ホッブス：

年金基金がファンドに投資をする時、まずはパフォーマンスについてのいい報告があって、パフォーマンスがどうであるか、特に具体的にそのアセットに関してなぜパフォーマンスがいいのか、あるいはその理由、アンダーパフォーマンスがあればどういう理由なのかっていうことが示されます。

しかし初期投資においては、とても興味深いプロセスがありまして、ヨーロッパの業界としては 3 つの意味で助かってきました。1 つはコンサルタントを使うということ。かなりコンサルティングに依存しています。コンサルティングの方でファンドや運用会社について篩いをかけてもらうわけです。次がファンド・オブ・ファンズの業界が伸びてきたということです。こういった運用会社を通じてファンドに対してリサーチをする際、どこがいいかということに関して重みをつけていきます。そして 3 つ目として、業界団体の方で TER（トータル・イクスペンス・レシオ）という用語をよく使いますが、これについての

情報を求めます。

それから標準化の問題が出てきましたが、その場合にはいろんなファンド間でフィーがどれくらいかということが問題になってきます。業界団体としてはこれらを標準化したような形で、同じ基準の上でファンド間のフィーを比較できるようにしています。年金基金は常にこういったものに注目しながらファンドに対する投資を行ってきました。ですからそれぞれの特定のアセットということに関してということよりも、コミットメントということで、その運用会社に対して、その実績に関する専門知識、それからどれくらいそれについて取り組んでいるかという、3 つの部分に関して業界団体とかあるいはコンサルティング会社からの情報が大変役に立っています。

山口：

それから、さらにホッブスさん、インデックスといったインフラをつくるために、フランスがかなり努力をして、協会も含めてそういう運動というか、根強い説得をしたという話を聞きましたので、その辺りをもう少し説明いただけませんでしょうか。

ホッブス：

フランスの例ですか。フランスというのはいろんな意味でとてもいい事例だと思います。先程少し出てきました日本におけるマーケットと、それから透明性を求める圧力ということが出てきましたが、フランスの場合も 80 年代は実はそれほど透明性が高かったわけではありませんでした。

この 80 年代末の危機があったことから、業界においては運用会社も投資家も含めてもっと情報が必要だということを声高にいうようになりました。そこで触媒となったのがアメリカのオポチュニティファンドであります。これが市場に参入してきて多くの情報を提供し、またもっと多くの情報を求めてきました。こういうことから、かなり短期間でありましたけれどもここで大きな変化が市場に起こったのです。

その結果、今はとても流動性の高いマーケットになりました。同じような意味で、東京もまた恐らくパリと同じようだと思います。とても多様な経済でロンドンやニューヨークとはちょっと違うと思います。つまり金融センターということではなく、むしろ東京とパリというのはかなり経済そのものも多様でありますので、投資家にとってもとても興味深いものであるといえます。そういった意味で、今までは不透明で流動性が低くかった市場をもっと流動性の高い、透明性の高い市場にしていったというのがフランスの場合です。

山口：

ケートリーさんにお伺いしますが、アメリカはやはり同じような過程を経ているのではないかと思いますが、そういう情報開示の進展といった過去の経緯を少し教えていただきたいと思います。

ケートリー：

これはむしろショック療法的なものでした。透明性を作るためにはショックが必要でありました。ショックにより、商品組成方法や報酬に関する報告とかパフォーマンスの測定方法も変わりました。

このショックとは 89 年から 92 年にかけて不動産市場が大幅に下落した危機のことで、日本の投資家の皆さんも米国投資家と同じように投資をされていたと思います。そして、この市場危機は深刻に受け止められました。年金基金による不動産への投資は 70 年代半ばからはじまりました。投資家は、インフレヘッジ効果や安定したインカムを求めていました。そのなかで、80 年代には投資ビーグル、特にクローズドエンド型の合同運用ファンドも生まれました。そして投資家は徐々に自分たちはかなりの運用報酬を払わされているらしいこと、それなのにレポートが必ずしもきちんとされておらず、全てが開示されていないというようなことに気が付くようになりました。

しかし、不動産価値が大幅に下落したあの時期を経るまで、情報開示は余り改善しませんでした。RTC（整理信託公社）を通じて政府から強制的に物件の再評価、そして売却が行われました。このようなショックによって年金基金と同様に REIT も、どうやってこれから投資をするかを再考するようになりました。そしてその結果が標準化につながっていきました。

アメリカにおいては、90 年代半ばにやっときちんとしたものになったのでそれほど昔のことではありません。70 年代半ばから 80 年代の半ばまでの 20 年ぐらいは、標準化もされておらず、きちんとした情報開示も行われていませんでした。ですからいろいろな意味でかなり時間を費やしました。

年金基金は、情報が重要であることを説き、情報は必要であるということを求めるようになりました。大手の年金基金などが、いってみればアクビティスト的な形でアメリカにおいて大きな変化をもたらしたといえます。それ以来、運用機関は皆、情報開示をするようになりました。

山口：

話を少し変えたいと思います。今日のプレゼンテーションを聞いて、時期によって投資の目的も変わってきているように思いました。最初は日本でも非常に高いリターンを追及するような運用から、むしろ安定的な収益を生むような運用のほうに、年金の目的も徐々に変わってきているように思います。その辺りについて、実際に年金のマーケットを見ていらっしゃる高井良さんや榎本さんから、日本の年金が今後運用していく商品というのはどういうふうになるのかということをどのように考えいらっしゃるのか、お伺いたいと思います。高井良さんは、いかがですか。

高井良：

はい。弊社では、オポチュニスティック・ファンドというのは、1 つもやったことがないのです。これまでも、コアとメザニンというか、ブリッジや先ほどから出てきているREIT に売ってしまうというようなものはありましたが、オポチュニスティックあるいは短期でキャピタルゲイン狙いというのは、基本的にはやってきておりません。これからも基本的にはコアの商品の提供を中心ということでやっていきたい。もしくは、不動産会社さんと組んでやっていきたいというふうに思っています。

連合会さんが対象とされるような超 A クラスビルというようなものは、キャップレートが非常に今は低いという状況になっているので、そういうところをなんとか入札によらないで、この辺りはプライベート・エクイティなどと一緒なのですが、3%を割るようなプライスではないプライスで仕入れられるか、そういうパイプラインがきちんとあるところが、コアの商品を提供できていくのではないかと思います。なかなか大変なことですが、そうはいってもというところで、踏みとどまってがんばっているというのがいまの現状でもありますし、今後もそうしていくしかないと考えています。

山口：

榎本さん、会場からも質問が来ています。榎本さん個人宛ではないのですが、「なぜ年金基金に提供される商品は、すべてレバレッジがかかっているものばかりなのでしょうか」とか、「なぜ年金基金に提供される商品は、エクイティ部分だけなのでしょうか」という質問もありますので、いまの私の質問と関連がありますのでお答えいただければと思います。

榎本：

はい。まず私どもの会社のことを申し上げますと、97 年にアメリカのファンドの皆さんや年金の皆さんのお金をお預かりして東京のマーケットで投資を始めたわけですが、そこのところからすると、その当時は、100%オポチュニスティック投資という状況であったということだと思います。そういう時代だったところから 10 年経ち、この 2007 年でいま 1 兆円弱運用させていただいていますが、8 割以上がコアというところまできています。

この先どういうものになっていくのかという一番最初のご質問にお答えすると、いまも進んでいるところですが、コア化というものが進んでいくだろう、そしてより金融商品の分野の発展が出てくるであろうと思います。それから石田さんもおっしゃっていましたグローバル化ですが、日本のお金の量に比べると、日本の不動産マーケットはやはり小さいという状況にありますので、グローバル化は必然なのだろうと思っております。

会場からのご質問についてお答えしますと、なぜレバレッジがかかっているのかということですが、これはなかなかいい答えがないのですが、いくつか現象面だけ申し上げます。1 つは、年金の皆さんからすると、そうでなくても債券をたくさん買っていて、債券ロングのポジションは持っているのに、なぜわざわざローンを引っぱらなければいけないのか

ということで、非効率的だというのはよくわかります。

しかし、日本のこれまでの 10 年のところで見ると、政策的な部分もあって金利が大変低いポジションに位置付けられていて、それに対してマーケットの状況として不動産のリターンが非常に高かった。確かにローンを使うと非効率的になる部分はありますが、それ以上にエクイティのリターンをエンハンスする魅力があったということだと思います。けっして本質的にレバレッジを使うべきだという話ではなく、タイミング的にマーケットがレバレッジを使うのがタクティカルに正しいという状況だったからそうやっていたというのが、少し理屈っぽい言いかたですが、1 つの理由です。

もう 1 つの理由は、先ほど確かケートリーさんからだったと思いますが、マーケットが発展していく中で、どういう皆さんに投資をしていただくかということによって商品性が変わるというお話があったと思います。そういう意味では、年金の皆さんが投資をされる、それは大きな機関投資家さんであってもということなのですが、やはりボリューム感ということで見たときに、不動産をノンレバレッジ、100%エクイティで買うというよりは、レバレッジをかけてエクイティのサイズを少し落としたぐらいのほうがコンフォタブルだったという、それは非常にセールス・オリエンテッドな話なのかもしれませんが、投資家側のニーズとしても、やはり 5 億ぐらいがいいなとか、出しても 10 億だなというような中で 300 億、500 億のポートフォリオを買っていこうということになると、やはりレバレッジを必要としていたというのは、本質的ではありませんが歴史の事実だろうと思います。

オープンエンドファンドというお話も何人かの方から出ていたと思いますが、これからはそういうものが進んでいく中では、当然レバレッジに頼らずに、不動産のリスク・リターンを素直に取って行くというものが出てくるだろうと思います。特に長期の投資、先ほど小町様からプレゼンテーションがありましたが、10 年超というと、恐らくノンリコースのローンがついてこられないので、必然的にノンレバレッジになっていくと思います。そういう商品は出てこないのかということに対して言えば、つくろうというふうにも思っていますし、ご期待には沿いたいと思いますし、恐らく出てくるだろうと思います。

それからエクイティのみなのか？というのは、これはすでにいくつかの方がそのような商品をやっておりますし、我々もそのような商品を年金の皆様にご提供していますが、CMBS のファンドというようなものは出てきていますので、そのマーケット感と見比べて、エクイティでこれだけ、CMBS でこれだけ、どちらがいいのか、債券代替でというふうに考えたら、どちらのリスク、リターンのほうが年金基金にとっていいのかといった選択肢は、これから間違いなく出てくるでしょう。その辺りは、信託銀行さんでもポートフォリオ管理という中で、既にご提供されているのではないかと思います。

山口：

ありがとうございました。もう 1 つ、会場からいただいている質問の中に、サブプライ

ム関連の質問がありまして、やはりこれはホッブスさんとケートリーさんと高井良さんに対する質問です。1 つ目は、米国を中心に住宅価格が一段と下落した場合、グローバル・REIT 価格の下落を招くかと。2 つ目は、米国の住宅価格の下落につれて、米国のオフィスビルなどの価格下落につながるか。3 つ目は、グローバル・REIT に投資する場合、タイミングとしてはいつがベストと考えるかと。こういう質問があります。ホッブスさんから、もしできる回答があれば、回答をお願いしたいと思います。

ホッブス：

大変興味深いそして大変重要な大きなご質問だと思います。サブプライム問題というのは、世界投資全体に影響を与えていると思います。今なおその影響を考えているわけですけれども、2 つ大きなショックがあると思います。1 つはアメリカ経済、景気に対するショックです。アメリカの景気というのは個人消費中心でありますので、個人消費が強い住宅市場ということでこれまで支えられてきたわけであります。ところが住宅市場が下がるということになりますと景気そのものがどうなるのかということで、不安感が生まれるということになります。だからこそ FRB はああいった策をとっているのであります。そして、そのインパクトが住宅市場、アメリカの消費者そして景気にどういった影響を与えるのか、まだ明確には見えてはいませんけれども、グローバル経済の成長に多大な影響を与えています。また REIT 市場にも影響が出ています。

もう 1 つのショックは、先程もいいましたけれども、金融市場において特にレバレッジのコストと安定供給に影響が出ております。すなわち信用収縮がおこり、流動性も低下しています。そしてこのことはいろいろな市場で既に影響が見られています。

まだ不確実なのはこれをどう解決していくのかということです。シンジケーティッド・デッドや CDO、こういったローンの実際の価値がどうなっているのかというのはまだ見えないところがあります。まだよくは見えておりませんが、経済的なインパクトと、それから金融面でのインパクトという 2 つのインパクトがあります。REIT 市場のイクスターナル（外部）・ショックということも大きな意味合いを持っておりますけれども、今度は内部がどうなっているのかも見なくてはなりません。

英国の経済は、サブプライム危機の前から既にプライシングや弱いファンダメンタルズのせいで弱体化していました。そしてアメリカが不確実であるということが、更にマイナス要素になるということになります。これは他の市場にも当然影響を与えます。

日本の場合にはマーケットファンダメンタルズはもっと強いわけですけれども、ヨーロッパの REIT 市場が弱くなっている、アメリカもそうであるということになりますと、グローバルインベスターとしてはもう一度ポートフォリオを見直す必要があるということになる、ひいては J-REIT 市場から引き上げるということもあり得るでしょう。そうなりま

すと日本の市場に影響が出てくるでしょう。

グローバル市場、金融市場、REIT 市場というのは本当に大きな相互関連性がありますので、お互いに影響を与え合うということになります。米国のオフィス市場へのインパクトということでは、これも重要なご質問点だと思いますが、住宅市場とオフィス市場、そのつながりは何なのか。それは消費者とアメリカ経済を通じたつながりがあるわけです。今アメリカで増大している懸念としては、アブソープション（需要吸収）の縮小ということであります。需要はある、しかしながら経済が弱ぶくむということになりますと、アブソープションが弱まるということになりますので、賃料成長がまた弱まるということになります。こうした点がエクイティアナリストに取り上げられています。

山口：

ケートリーさんにも、同じ質問をさせてください。

ケートリー：

ホッブスさんのおっしゃるとおりだと思いますが、すこし違う視点を紹介したいと思います。グローバル REIT 市場は既に、サブプライム危機の前から下落しております。1 点目として、グローバル REIT 市場というのは今年の 2 月 9 日にピークを迎えたわけであります。すなわちサブプライム危機が起きる前からグローバル REIT 市場に問題があったということです。そして 2 点目として、これは過去の相関ですが、国別や地域別のリート市場のパフォーマンスの決定係数を見ると、比較的相関が低いということがわかります。この点がまさに、なぜ分散を図るためグローバル商品が好まれるかという理由です。

例えば REIT 市場については、サブプライムの前から内部的な問題がありました。歴史的にこういった市場というのはそれぞれ独立に動いていたわけですけれども、なぜこれが連動するようになってきたのか。サブプライムの内、どこのところが市場を同じ方向に動かしていく、すなわち連動性を生み出してしまうのかということでありますけれども、サブプライムの問題というのは端的にいえば非常に深刻なものであるので、経済そのものに影響を与えてしまうということです。

例えば、リセッションまでにはいかなくても、アメリカの経済がかなり成長率鈍化するという想定をしたとします。そうなりますとアメリカへの輸出にも影響が出てきます。またドルが弱くなるということになりますので、重要な相手先である日本、中国といった、アジア太平洋の対米輸出をしている国にとって大きな影響が出てくるということになります。サブプライムの問題というのが、世界市場全体に影響を与えるほど深刻なものであるという想定をするかどうかということが大きなポイントになります。

それからサブプライム問題による負債の影響に関してですが、もちろんいろいろなレベルで重要でありますけれども、REIT というのは一般的にそれほどハイレバレッジではあ

りません。REIT はバランスシートの借り手（ボロワー）です。REIT はサブプライムのローンをローカルブローカーのところへ行って借りたりはしません。また、CMBS 市場で借りることもありません。REIT 自身のバランスシート上で借りるということです。

では、与信の状況が全般としてより厳しく、コスト高になることにより、REIT は影響を受けるのでしょうか？影響はあるでしょう。レバレッジをかけるための費用が増えれば、それだけトータルリターンが下がるということになります。ということでこの問題は、いろいろな要素から構成されているということになります。グローバル REIT 市場そのものは、ホッブスさんがおっしゃったように、さまざまな要因に影響を受けますので、不動産投資の世界における他の一部分のように、サブプライム問題から直接的な打撃を受けるということはないと考えます。

ホッブス：

もう 1 つだけいいですか？忘れてはならないのはグローバル REIT 市場というのは、大きな構造的な変化が今進行中であるということであります。ヨーロッパの上場市場は、かなり小さなものであり、トータルマーケットの中のごく一部です。英国市場は大きい。しかしながら他のヨーロッパの上場市場はそれほど大きくありません。日本以外のそれから香港以外のアジアも同様であります。こういった市場は小さいけれども急成長をしています。こういったところは、企業を専門化することによりメリットが得られます。例えば、英国の大企業であるランドセキュリティズは、アメリカのモデルにのってその分野に特化するため、部門を 3 つに分割すると、先週発表しています。ヨーロッパで益々これが起きるでありましょう。

それから合併も起きるでしょう。合併によって、パフォーマンスが長期的によくなるということになります。これは構造的な業界の変化ということで、市場にプラスに働くでしょう。もう 1 つのアジアの良い例として、香港、シンガポールが、中国、インドへの交点の役割を果たすことで、益々投資が増加しています。この 2 つの国で上場している大きな企業が、ポートフォリオを中国そしてインドで増やしています。こうした香港やシンガポールの上場企業を通じて、新興アジア諸国への投資を行うのも 1 つの方法です。ということで短期的な価格高騰の懸念はありますけれども、長期的なグローバル REIT の余力ということでは面白いものだと思います。

山口：

まだ答えていただいていない質問が 1 つ残っておりまして、グローバル・REIT に投資する場合、そのタイミングとしては、先ほどの説明の中で、いまがいいのか、悪いのかというのがはっきりわかりませんでしたが、ケートリーさん、いかがでしょうか。

ケートリー：

魅力的に見えるマーケットも出てきていますね。英国は年初に比べて 40%下落しています。銘柄によっては 60%も下がっていて、NAV に対して大幅にディスカウントとなっており、割安です。しかし現物不動産のマーケットも下がっています。そういうわけで割安になったからといって直ぐにとびつくわけにもいきません。タイミング的には 1 回で投資を行わず、何回かに分けて買うというのがいいと思います。長期的には、グローバル不動産に投資する好機だと思います。

また、REIT の 1 つのメリットは、流動性があるということ、それから分散投資効果があるということです。従って少額で、何回かに分けて買うということが可能なわけです。実物不動産ファンドというのは、一括で買わなければならないので、それは難しいということになります。私のお勧めは、タイミングをとるということではなくて、平均的に買うということです。

山口：

高井良さんも、まだ答えていただいていないので、コメントがありましたら、お願いします。

高井良：

タイミングは非常に答えにくいところですが、先ほど私の説明のところでも申し上げましたが、基本的にファンダメンタルズはサブプライムの影響によって、例えば賃貸マーケット、US も分譲価格は 3 割下がりましたが、逆に賃貸アパートメントの賃料単価は上がっている状況にあります。従って、アパートメントの価格は上がっているという状況にありますので、何から何までサブプライムで揺らいでいるという状況ではないと思っています。

一方で、デットのレンダーに影響すると再三申し上げましたが、デットの部分は、デットを供給する投資家またはレンダーのセンチメントが非常に下がっている状況にあります。これは米国の不動産には米国、欧州の不動産には欧州、もしくは日本の不動産にデットを供給してきた人たち、この辺りは非常にいまセンチメントが下がっているという状況にあります。

ただ実際の不動産、つまりリアルマーケットは、これまで順調に進んできているという状況にありますので、REIT のマーケットと、これは日本でもそうですが、実物不動産のマーケットというのは、ボラティリティも短期的な変動もまったく違う状況になっているように思います。株価が会社の収益の先読みであるというようなこともありますが、不動産のところで上場 REIT とプライベート、もしくはリアルマーケットが必ずしも連動してはいないと思っております。

タイミングというところは、グローバルも日本もそうなのですが、なかなかお答えにく

いところではありますが、よく不動産のファンダメンタルズはどうなのかというところを見ていただくしかないと思っております。

山口：

ありがとうございました。少し話題を変えたいと思います。年金が初めて不動産運用を開始するときに、社内の方に説明し合意を得るためにいろいろな資料づくりをして説明するわけです。不動産に関しては、いままでは信託銀行を中心にコンサルタント役のような活動をしていただいたと思います。欧米では不動産専門のコンサルタントもあって、情報がかなり客観的に得られるというところがあると思います。今後、日本はコンサルタントというのはどういうふうになっていくのでしょうか。あるいは、どういうふうになってほしいというような、石田さんや小町さんに、コンサルタントに関して投資する側のコメントをいただきたいと思います。

小町：

企業年金連合会はこれからやるところですので、いまいろいろと外国の例などの資料を集め､検討している段階です｡インハウスでやるところとアウトソーシングするところと、それからアドバイザリーとしてそういったものをやっていくところとの切り分けが必要なのかなと思っているのです。ただ実際、投資を始めている段階には来ていないので、どこがいいのかというのは、まだわからないというのが正直なところです。

山口：

石田さんは、どうですか。

石田：

われわれが始めたときに比べると、業界に出回っている情報は非常に増加していますし、その質も格段に高まっていっていると思います。ですから、不動産運用会社と直接コンタクトを取って行くという非常に手間のかかるステップを踏まなくても、ある程度幅広い情報を得ることができるようにはなっていると思います。

それは評価できるのですが、既にいくつかのファンドと取引している立場で言わせていただくと、一部のコンサルタントは、数字などいろいろうるさいことを言うわりに、新しい投資家を連れてくるわけでもなく、仕事のために仕事をしているのではないかという感じで、逆に「忙しいのに邪魔しないでくれ」と言いたくなることもあります。もちろんまだまだ若い業界なのだと思います。また現状では問題ではないと思いますが、利益相反には気をつけたほうがいいと思います。ファンドからお金をもらう形でコンサルティングをするようなところが出てくると、証券勧誘行為とすれすれ

になりかねません。プライベートものの場合には流動性がないだけに問題になりやすいのです。もちろん投資家からお金をとって、投資家にとってバリューのある情報を提供する分にはいいのですが、裏でいろいろといった話が出てくると、エージェントとコンサルタントの違いは一体何なのでしょうかという話にもなりかねません。

山口：

ホッブスさん、イギリスやヨーロッパの不動産のコンサルタントは、かなり前から歴史があるのでしょうか。

ホッブス：

はい、欧州ではかなり使われています。英国では年金基金の 90%がコンサルタントを使います。ドイツでは 40%ぐらいですのでかなり開きがあります。でも先程のコメントは本当にそのとおりだと思います。コンサルタントのところで利益相反がありうるわけです。コンサルタントはコンサルティングからでは充分に収入が得られないということで、コンサルタント自身も投資をする、ファンド・オブ・ファンドズのビジネスを立ち上げたりしています。ラッセル、PCA、マーサ等そういったところもやっているわけです。そうなるとそのアドバイスの客観性に疑問が出てくるわけです。

ただ、コンサルタントの活用の仕方は 2 つあると思います。1 つはファンドを見つけてマネージャーを選ぶというところで、コンサルタントが役立ちます。もちろん利益相反のことは注意を払いながらです。より重要なところは早い段階です。マネージャーを選ぶために、適切な内部リスク管理やポリシーを策定する時に、コンサルタントの助言が役に立ちます。ただそういったポリシー、手順、リスク管理の手順というのは、年金基金自身の状況に合っているかということは自分で確認しなければなりません。コンサルタントに任せっきりにしてしまうと、それについての責任が不明確になるということは気をつけなければなりません。そういうわけで、戦術的なマネージャーの選択というところと、よりもっと重要な早い段階での助言というところの、2 つのところで使えると思います。ただし、欧州においては、コンサルタントに対してあまり価値を見いだせなくてあまり使おうとしない国もあります。

山口：

ケートリーさんも、アメリカのケースでコンサルティングの使い方や発達について、少しお話をお願いします。

ケートリー：

今説明されたのとほぼ同じで、かなりまちまちであるということです。上場しているようなファンドであれば、取締役会のメンバーの戦略決定やマネージャー選択に関する賠償

責任を避けるために、コンサルタントを使うというところもあります。コンサルタントはいろいろな活動に関与しています。おそらく一番重要な役割を果たしているのが、ホッブスさんもいったとおりですが、アセットアローケーションのところでしょう。

またコンサルタントというのは株式、債券、不動産といったいろいろなところで経験を積んでいますので、リスク管理の仕組みを作るというところで役立ちます。CalPERS が不動産のポートフォリオをいくつものプロファイルに分けてそれぞれに目標を設定しているという例を、午前中に紹介させていただきましたが、これはコンサルタントによるものでした。マネージャーの方でもできませんし、受託者の方でもこういうことはできません。そういったところで、ホッブスさんもいっていましたが、コンサルタントというのは早い段階から使うことに最も価値があると思います。

それから年金にとって、そのスタッフや受託者への、ヘッジファンドやデリバティブといった新商品についての教育を実施するというところでも、コンサルタントは大いに役に立ちます。時間やバックグランドがないということで、年金のスタッフ、受託者にとっては、複雑な金融商品についてなかなか理解することが難しいという時に、改めて言いますがコンサルタントは有益です。

アメリカにおいて年金基金のコンサルタントは、かなり厳重な監視下におかれています。先程すでに述べましたように、コンサルタントの利益相反に関して SEC の捜査も 3 年前にありました。ペイ・トゥー・プレイという仕組みがあって、そのコンサルタントが推奨するマネージャーになりたければ、そのコンサルタントのデータベースを購読しなければならない、あるいは料金を払ってカンファレンスに参加するというようなことが求められたりしました。そういった明確な利益相反に関して、コンサルタントは数多く指導をうけてきました。

またホッブスさんからもありましたが、別の利益相反の形として年金基金のコンサルタント自身も、助言を行いながら、資金の受託を望むようになってきたということだと思います。オーストラリアでは特にそうですが、米国でも最近その傾向が見られますけれども、コンサルタントがファンド・オブ・ファンドマネージャーになっている。あるいはマネージャー・オブ・マネージャーの商品を作って提供しているというようなことがあるわけです。つまり推奨するマネージャーと競合しているということになります。そういったことをどれぐらい受け入れられるかということはマーケットによって違います。オーストラリアはそれを許容しています。しかし他のマーケットでは、全く受け入れがたいという意見もあるわけで、状況はまだ流動的であります。

ただ、年金基金については、コンサルタントをうまく利用していく余地があると思います。

山口：

高井良さんは信託銀行に働いていらして、年金とのコンサルタント的な接触も多いと思いますし、いろいろな業務をやっていらっしゃいますので、利益相反の防止やいろいろなことで気を使っていらっしゃるのではないかと思います。コメントがありましたら、お願いしたいと思います。

高井良：

コンサルタントについては、ここ 3、4 年、年金の不動産投資が始まって 4、5 年になりますが、なかなかコンサルタントの中立的な評価がないという状況にありました。一方で信託銀行は、何百人も不動産の人員がいるというところで、不動産が得意ではありましたので、なんとか不動産の人員と、従来の年金運用の人員とを融合しながら、コンサルタントに代わってと言うと語弊があるかもしれませんが、不動産運用のフレームワークをどうすればいいのかといったご要望にお応えしてきた経緯があります。

一方で利益相反というところは、先ほどの私の話で、信託銀行はマルチサービサー、一方でレインボー・コンフリクトと言いました。つまり信託銀行はコンフリクトのかたまりだというところでもあります。先ほど、利益相反そのものはフルディスクロージャーで、ルックスルーですべて先にお話をするというのが大前提だというふうに申し上げました。ディスクロージャーとして、全てスポンサー様に開示をしたとしても、それを全部咀嚼していただけるかどうかという問題もあると思います。全て我々が情報を出したところを、スポンサー様ですべて把握しないといけないのかという部分もありますので、そういったところを中立的に評価していただけるコンサルタントが出てくれれば、我々としては逆にありがたいというふうに考えています。

山口：

はい。ありがとうございました。いま利益相反の話も出ましたので榎本さんにお聞きしたいのですが、確かホッブスさんの午前中のプレゼンテーションの中にも、利益相反の懸念から独立したリサーチといったことがありました。日本の場合、そういう価格の評価といったことが中立的になされるということがギャランティーされているのでしょうか。それとも、まだ問題が少し残っているのでしょうか。

榎本：

基本的に、第三者の方との間で取引をするというところの透明性は、ヨーロッパやアメリカと比べてもかなりのレベルに来ているというふうに思っております。先ほどから、コンフリクトというのでおそらく問題になるのは､スポンサー会社だとよく言われています。スポンサーである不動産会社で開発したものを、ファンドで取得するというようなケースが考えられます。これは日本の会社がスポンサーの場合でも、海外の会社がスポンサーの

場合でも、REIT でも私募ファンドでもいまありますけれども、ここの透明性や価格の客観性といった辺りをどの様に担保するのかというところが一番大事で、逆に言えば難しいところだと思います。

いくつかあると思うのですが、1 つは第三者の方にきちんと見てもらうというのがあります。これは今度金融商品取引法が入りましたので、ますますレベルが上がるのですが、鑑定評価というものと比較してみてどうかという部分が入ってくる。

それからもう 1 つは、やはり投資家の皆さんが自分自身の中で比較ができるかということです。先ほどディスクロージャーが大事だとホッブスさんもおっしゃっていましたが、まさにそのとおりで、比較検討できるだけの情報が一般に入手できるかというようなところが重要なポイントだと思います。

そしていま現状はどうかといいますと、マネージャー側からすれば、現状でやり得ることは 120%やっていて、すべてを投資家の皆様の判断に、ある意味では信託銀行さんなども含めて、ご判断を仰いでいるというところですので、なかなか株のように市場でいくらということが出ていない現状で言えば、できることはすべてやっているところだろうと思います。

山口：

だいぶ時間も足りなくなってきましたので、この不動産投資情報の提供や、情報の透明性やプラットフォームの形成といったことについて、最後に一言いっておきたいことがありましたら、順番にホッブス様のほうからお願いしたいと思います。

ホッブス：

私はやはり今回お招きいただいたことを感謝申し上げたいと思います。先程来から申しあげておりますが、私もこのテーマには大変関心がありました。業界にとってもとても重要だと思いますし、投資家にとっても重要なことだと思っています。

最後に 1 つ申し上げることがあるとすれば、我々として考えなければいけないことは、不動産に何を求めるかということです。この数年、キャップレートが圧縮されたことによって、不動産からすばらしいリターンが生まれてきました。我々としてはこれから不動産に関してはもっと安定したインカムを生むようなアセットクラスというような求め方をするべきです。つまり他のアセットクラスと比べてボラティリティが低く、多様性のあるものです。この 2、3 年のパフォーマンスだけに注目するのではなく、長期的なアセットクラスの挙動に注目していくこと、そういった形でポートフォリオを構成していくということが今後考えていく必要がある、と申し上げたいと思います。

改めてご招待いただいたことを感謝します。ありがとうございます。

山口：

ケートリーさん、お願いします。

ケートリー：

ありがとうございました。少しコメントをさせていただきます。

我々は確かに情報、よりよい情報、そして情報の標準化を求めています。しかしそれと同時に、不動産の魅力の１つは何かといえば、非効率であるということです。誰もが知っているわけでなく、誰もが情報を持っているわけでなく、マーケットに関しての見方について、全てが開示されていない、その結果として、多大なチャンスが生まれてくるということは真実です。

確かにプライベート・エクイティや、あるいはベンチャーキャピタル、あるいは不動産といったものは非効率とされるアセットクラスでしょう。そして非効率ということは、透明性がないであるとか、比較できるような深い突っ込んだ情報がないということであります。例えばこういう会議であれば、もちろんよりよい情報がほしい、マネージャーもよりよい情報を要求している、年金基金もそうだということをいいます。が、しかし、私たちが忘れてはいけないのは、それは表裏一体の問題であるということです。

ありがとうございました。

山口：

それでは小町さん、お願いします。

小町：

今後の投資を考えますと、やはりプラットフォームづくりというか共通の話し合う基盤ができるというのは、すごくこれから健全に大きくなるときには大事なことだと思っています。これはセルサイドだけではなく、バイサイドと両面からすべての人たちが集まって、協議して試行錯誤を繰り返しながらやっていくものだというふうに考えております。

そういう意味では金融商品取引法が施行されたというのは、1 つのスタートラインとしては非常にいい時期なのではないかと思っています。われわれがこの次やっていくためにも、できるだけ努力をしていきたいというふうに思っています。皆さんにも是非期待をしたいと思っております。

山口：

石田さん、お願いします。

石田：

最後に少し会社の宣伝をさせていただければ、エネルギー供給会社としては、ビルやレジデンスの生活の質の向上ならびに環境対策としての省エネに貢献できるガス機器を提案しております。今後、建物においても環境認証を取るようなトレンドになると思いますので、何卒よろしくお願いいたします。

また、年金に関して最後に一言。先ほどのスピーチの中でも触れましたが、金融商品取引法対応でコンプライアンスが厳しくなるという点です。私が最近、個人的に時間を使っていますのは、投資よりもコンプライアンスでして、その中で、受託機関やファンドのコンプライアンス体制に関しては、実は非常に差があるということがわかってきたのです。この点、是非業界としてベストプラクティスを共有しあい、単に自分の都合のいいように法令を解釈するのではなく、市場が投資家から信頼を得られるように、実効のあるコンプライアンス体制を作り上げていただければと思っております。

山口：

高井良さん、お願いします。

高井良：

はい。私も、情報のスタンダード化やコンプライアンスのフレームワークといったことを重要だと言い続けてまいりました。先ほどスポンサー議論もありましたが、投資マネージャーの視点からすると、利益相反があっても大手不動産会社が持っている資産が欲しいのです。手放したくないぐらいの資産の方が欲しいわけでして、そういう利益相反があっても利益相反にならないような仕組みが必要である、我々はそういった資産が欲しいということを言いたい。

もしくは、情報がスタンダード化されすぎると、投資マネージャーとしては、こういった情報格差にこそアルファの価値があるので、あまりスタンダード化というか効率化されすぎてしまわれないほうがいいかなと思う部分はあります。

大手に情報が集中する、もしくは信託銀行はブローカーを持っていますので、こうした投資用不動産のブローカーの世界では、かなりのシェアを信託だけで持っていると感じていますので、ここの情報格差というのは大手不動産会社さんと匹敵する以上にあると思っています。こういったところが全部公開情報になってしまうと、あまりアルファの価値もなくなるので、われわれの仕事がなくなってしまうので、不動産は引き続きプライベートであってほしいなと思います。以上です。

山口：

では榎本さん、お願いします。

榎本：

少し違う観点というか、もし会社を解雇されて、ここにいらっしゃるどこかの年金のところに雇っていただけたら、こういうふうに言いたいなというところを申し上げると、次の 10 年は間違いなく選別の時代になるでしょう。ファンドの会社のほうからすれば、いかに自分の会社を差別化するかという戦略が大事になると思いますが、投資家の皆さんの立場からすれば、どうやって真贋見極めて選別するか、それは不動産もそうですし、マネージャーもそうです。コンプライアンスと先ほど石田さんもおっしゃっていましたが、そういうところも大事な１つなのだろうと思います。

その中で、絶対的にアメリカやヨーロッパと比べて日本が遅れていると思うのは、やはり投資家同士の情報交換、その場が圧倒的に少ないというところだと思っております。できれば再来年ぐらいには、こういう場でゲートキーパーの方や信託銀行の方、投資家の代表の方、それぞれがファンドマネージャーに求めるフィー・ストラクチャーのベストプラクティスは何かということを、いろいろなパターンがあっていいと思いますので、議論していただいて、その中でそれぞれのファンドマネージャーが、いいと思うような形が見いだせるようなイントラアクティブな関係に、是非なっていかないかなというふうに思っております。

山口：

ありがとうございました。もう次回のテーマも提案がありましたので、また来年もおそらく活発な議論ができると思います。今日は１時間半にわたって、メインにプラットフォームづくりや、あるべき不動産情報の提供といったテーマで議論させていただきました。

年金側としては、3 年前に私もこれにからんで講演させていただいてからずっと付き合っているのですが、販売側のほうもだいぶん体制が整ってきたという印象をもちながら今日のお話を聞いていました。ただ、やはり米国や欧州と比べて、まだまだ劣っているというか遅れている部分もありますので、年金のほうからすれば、株や債券を運用しているのと同じような雰囲気で不動産投資ができれば、本当は入りやすいのかなと思います。しかし、不動産業界特有のいろいろな過去の経緯もあり、まだまだ扱いにくいというか取り組みにくい部分も残っていると思います。

そういう意味では､今日の主催者である不動産証券化協会にも期待するところは大きく、そこで共通のプラットフォームを形成できるような場を提供していただき、あるいは投資側と運用側の両方が話し合いをする今日のようなチャンスをつくっていただいて、どんどん運用の環境を整えていっていただければとつくづく思います。

年金は、今年から始まった団塊世代の大量退職を迎え、急速に受給者が増える成熟化時

代に来ております。安定したキャッシュ・フローがどうしても必要な時代に入っていると私は認識しています。

その場合に、不動産の安定したキャッシュ・フローを生む性質というのは、この時代の年金には非常に合っていると確信していますので、多少の苦労はあるかもしれませんが、長期的な観点でコアを中心にした不動産投資が今後も拡大することを期待して、今日のパネルを終わらせていただきたいと思います。

長い間、ご清聴ありがとうございました。

（文責：(社)不動産証券化協会）



ARES 社団法人 不動産証券化協会
THE ASSOCIATION FOR REAL ESTATE SECURITIZATION

〒107-0052　東京都港区赤坂1-9-20　第16興和ビル北館1階
TEL (03) 3505-8001
FAX (03) 3505-8007
URL：http://www.ares.or.jp

本書の無断複写・転載は、著作権法の例外を除き、著作権侵害となります。