



不動産 調査

2012

No. 386

わが国の不動産投資市場における 情報インフラ整備のあり方

一年金基金等の機関投資家の不動産運用の
基盤となる情報インフラとはー

一般社団法人 不動産証券化協会
事務局次長・調査部長

高井良 博 氏

株式会社 IPD ジャパン
マネージングダイレクター

西岡 敏郎 氏

野村證券株式会社
フィデューシャリー・マネジメント部
シニアコンサルタント

西迫 伸一 氏

一般財団法人 日本不動産研究所
特定事業部 国際不動産評価チーム 主任鑑定役

斎藤 敬之

一般財団法人 日本不動産研究所
特定事業部次長

山下 誠之



一般財団法人
日本不動産研究所

JREI 不動産ビジネスセミナー (2011年秋) パネルディスカッション

わが国の不動産投資市場における情報インフラ整備のあり方

一年金基金等の機関投資家の不動産運用の基盤となる情報インフラとはー

● パネリスト ●



不動産証券化協会
事務局長・調査部長
たかい ひろし
高井良博氏



IPD ジャパン
マネージングディレクター
にしおか としろう
西岡敏郎氏



野村證券
フィデューシャリー・マネジメント部
シニアコンサルタント
にしきこ しんいち
西迫伸一氏



日本不動産研究所 特定事業部
国際不動産評価チーム
主任鑑定役
さいとう ひろき
斎藤敬之

● モデレーター ●

日本不動産研究所 特定事業部次長 **やました まさゆき 山下 誠之**

Contents

- 1. パネルディスカッションのねらいと進め方 2
- 2. 不動産情報インフラについての問題意識 3
- 3. 欧米における不動産情報インフラの現状 5
- 4. 不動産情報インフラの整備・活用上の課題と対応 7
- 5. より洗練された不動産投資市場に向けて 10

本稿は2011年(平成23年)11月11日に開催しました「JREI 不動産ビジネスセミナー」でのパネルディスカッションの様子を掲載するものです。なお、同セミナーでは、パネルディスカッションに先立って、第1部の基調講演として、Investment Property Databank シニア・ダイレクターのピーター・ホブbs (Peter Hobbs) 氏から「グローバル不動産投資市場と機関投資家の動向」というテーマで、Real Estate Strategic Solution 代表のゲイリー・ドゥーズ (Gary DeWeese) 氏から「機関投資家の不動産運用における不動産コンサルタントの役割」をテーマにそれぞれお話をいただきました。

1 パネルディスカッションのねらいと進め方

山下 それでは、セミナー第2部のパネルディスカッションに入らせていただきたいと思います。私は日本不動産研究所の山下と申します。本日、進行役を務めさせていただきます。よろしくお願いいたします。

本日のパネルディスカッションのテーマは「わが国の不動産投資市場における情報インフラ整備のあり方」です。少し大上段に構えたテーマではありますが、本日基調講演の中でも、ヨーロッパ、アメリカなどグローバル

な視点からの話がありましたが、日本においてもリートなどから公表される情報が着実に蓄積されてきており、これによって不動産投資をサポートする様々な情報が整備されてきています。

とはいえ、まだまだ十分とはいええない状況です。特に、リートよりも市場規模が大きい私募の不動産ファンドについては、私たちが入手できる情報は極めて限られています。このような現状を打開するために、私どもも日本不動産研究所におきましても各種指標を開発・公表するなどの取り組みをしていますが、本日のパネラーをお願いしている不動産証券化協会、IPD ジャパンなど多くの機関においても、市場インフラとしての情報の整備にご努力されているところです。

本日のパネルディスカッションでは、まず、パネラーの皆さまに自己紹介を兼ねて今回のテーマに関連して日頃どのような取り組みをされていて、どのような問題意識をお持ちであるかお聞きいたします。その後で、弊所パネラーの斎藤から、欧米における不動産情報サービスや機関投資家向けのコンサルティングサービスについて、私どもが常日頃の活動の中で把握しているところを報告させていただき、意外に知られていない欧米の実情について共通認識を持ちたいと思います。

最後に、欧米の現状を踏まえて、日本における課題と、それにどう対応していけばいいのかということを中心に議論してみたいと考えています。限られた時間ではありますが、有意義な議論にしたいと思います。

それでは、早速ですが、パネラーの皆さまより自己紹介を兼ねて今回のテーマに関連して、日常どのような取り組みをされていて、どのような問題意識をお持ちなのかということをお話しいただきたいと思います。順番に、まずは不動産証券化協会です事務局次長・調査部長をされている高井良さんからお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

2 不動産情報インフラについての問題意識

高井良 不動産証券化協会です調査部長をやっております高井良と申します。簡単に自己紹介させていただきますと、私は中央三井信託銀行から不動産証券化協会に出向して1年ほどになります。こちらに来るまでは年金資金

をお預かりし、それを私募の不動産エクイティに投資をする仕事を約7～8年ぐらいやっていました。その前は日本ビルファンドというリートの運用会社に出向するなど、不動産投資のマーケットに長く関与してきています。

本日のテーマに関連しまして、不動産証券化協会の中に年金による不動産運用を調査研究する小委員会があり、そこでは年金基金、不動産投資顧問会社がそれぞれ10社ほど、これに信託銀行が全社、年金コンサルタント会社も加わって10年近く活動しています。こちらで情報インフラについて3年ぐらい前から議論を進めてきています。

このような活動を通じて、私自身が認識している課題としては、特に目新しいことではありませんが、先ほどもモデレーターからお話がありましたように、リートと比較して非上場の私募という不動産のマーケットについては、リートのように法令等によって情報開示が求められることもあり、運用実績やインデックスといった情報があまりオープンになっていないという状況があります。基調講演の中でピーター・ホップスさんがおっしゃっていたように、欧米ではこれらの情報がそれなりに整った環境があるのに対して、わが国では非上場・私募に関しては情報の開示や整備が非常に遅れています。

このような状況に対応するために、先ほどお話ししました小委員会において、まずは情報開示の方から着手しようということで、今年の1月にアセット・マネジメント報告書ガイドラインを定めました。投資家に運用実績が開示されるときに、非上場・私募の世界では、投資家に届くレポートの体裁等が非常にばらばらだったという反省点を踏まえ、強制力があるわけではないのですが、レポート・ガイドラインを定めたということです。

また、情報開示という観点から、私募ファンドを販売する際に商品概要書や目論見書といわれている書類が投資家に提供されますが、これらの書類についても法令等がなく、自主規制団体のようなものもないため、各社各様であるという実態があります。例えば、運用利回り一つとっても、利回りの算出方法がばらばらで、投資家が利回りを比較しづらい状況があります。この点に関しては、現在、不動産証券化協会ではワーキンググループをつくり、検討を進めているところです。

もう一つの課題である投資インデックスについては、これも過去にはいろいろな経緯がありますが、非上場・

私募のデータをきちんと収集して作成されたインデックスが策定されていないのが一番の弱いところですので、ここについても何とかしようとしてここ数年議論を重ねてきて、今年に入りワーキンググループを組成して本格的な検討に着手しました。不動産証券化協会ではAJPIというリートの開示情報を利用したインデックスがあるのですが、それに加え私募のファンド、先ほど小委員会のメンバーで大手不動産投資顧問会社と年金資金の受託実績のある不動産投資顧問会社全社にデータを出していただき、インデックスを作成することについて基本的な合意が得られ、現在、私募の商品について実物である不動産のインデックスとファンドのインデックスという二つのインデックスの作成を目指して検討しています。

山下 それでは、基調講演でお話しいただきましたホップスさんと同じIPDで日本法人のマネージングダイレクターをされている西岡さんからお願いできますか。

西岡 いまご紹介いただきましたIPDジャパンの西岡と申します。私は日本不動産研究所からIPDに移り、今年でちょうど10年になりますが、前職の時代から不動産インデックスの企画・開発に参画してきました。

私が現在所属していますIPDという会社について、ご存じの方もいらっしゃると思うのですが、簡単に紹介させていただきます。弊社は1985年にロンドンで設立されました。設立後25年強となります。グローバルに不動産マーケットのインデックス、あるいはベンチマークを提供することにより、不動産マーケットの透明性を高めていくことが弊社のミッションです。

弊社IPDの活動を大きく二つの側面に分けてご紹介します。一つは、今日のピーター・ホップスの説明にも多数引用されていた不動産インデックスの作成・公表です。世界23カ国で不動産インデックスの作成・公表をしています。そのほかにもヨーロッパ版のインデックス、グローバル・インデックス、さらにアジアでもリターン等を集計した調査を去年から開始しています。弊社のインデックスについては、どこの国の指標も同様の方法で作成していますので、それを横並びで比較ができるという利点があります。インデックスの利用者は主として機関投資家やファンド・マネジャーです。弊社のインデックスは多くの国でマーケットのインフラとして認知されています。

もう一つの側面としては、プライベートなサービスを

提供しています。弊社が豊富に持っているマーケットデータを活用した調査やオーダーメイドでのリサーチもビジネスとして取り組んでいますが、弊社の収益の70～80%という部分はポートフォリオ分析によるものです。ポートフォリオ分析では、ポートフォリオをベンチマーキングしていく、つまりアセット・マネジャーに対しポートフォリオ運用の中身、具体的にはどのような運用をしてきたかということ进行分析し、マネジメントの理解のために、さらに投資家に対し、その分析結果を報告するという形で活用していただいています。

インデックスに関してもう一つ付け加えますと、いま高井良さんからのお話がありましたが、ファンドレベルのインデックスも近年、特に投資家の方々から必要とされていますので、イギリス、その他のヨーロッパ諸国、それからオーストラリアにおいて、大手年金総合コンサルティング会社のMercerと共同でファンドレベルのインデックスであるMercer/IPDインデックスを作成しています。

日本においては、冒頭に申し上げましたように、この10年間活動を続けてきて、データベースもリートだけではなく私募ファンドのデータも組み入れながら約10兆円、2千件ぐらいの規模にまで拡大してきています。当初は投資用不動産に関して定期的な時価評価も行われていないという時代からスタートしたのですが、リートや私募ファンド、あるいは企業会計における賃貸等不動産の時価開示等において、定期的に不動産を評価するということが定着してきました。

次の段階としては、この評価データをどのように活用して内部のモニタリングなりパフォーマンスの評価につなげていくかということになってくると思います。リーマン・ショックの後、不動産運用におけるリスクマネジメントの重要性が世界的に高まってきています。このような中で、ポートフォリオ分析サービスに対する需要は、これからますます拡大していこうと思っています。

インデックスに関しては、高井良さんのいらっしゃるARESさんとの意見交換のなかでも、日本におけるスタンダードなインデックスをつくっていきたいというお話をさせていただいています。

山下 続きまして、野村証券フィデューシャリー・マネジメント部でシニアコンサルタントをされている西迫さん、よろしくお願いたします。

西迫 西迫と申します。私は野村証券のフィデューシャリー・マネジメント部で、年金向けの運用コンサルタントをしております。日本の年金運用のコンサルティングの仕事は、大きく二つに分けることができます。一つは、運用の基本方針の作成です。これは基本ポートフォリオを決める業務で、もう一つが、実際にポートフォリオに組み入れるファンドの選定、あるいは発掘、評価といった業務です。

今回のテーマの不動産については、日本においては、この二つの業務になかなか乗りにくいという実態があります。まず基本ポートフォリオの設定の条件については、不動産が資産クラスとして認定されるかどうかが非常に大きな問題となります。資産クラスの条件は、収益性、安全性、換金性という三つを兼ね備える必要があります。二番目に出てくるのは、株や債券に対して独立した値動きをしているかどうかということです。これについては不動産は相関が低く、好ましい資産と考えています。ところが三番目、これは最後の条件ですが、年金が総資産の何パーセントを不動産に振り向けるかということを決める場合がありますが、私どもが一番困るのは、インデックス、特に歴史の長いインデックスがないということです。

いま高井良さんと西岡さんからインデックスの話のうちかがい、最近ではだいぶ充実しつつあるとのことでしたので、基本ポートフォリオの策定に当たって不動産を位置づけるうえで、かなり明るい材料は見えてきていると思います。ただ、日本の場合、まだ不動産を独立した資産クラスとして扱っている年金基金さんはほとんどいらっしゃいません。投資している年金基金さんは結構いらっしゃるのですが、そういったところでも債券の代替やオルタナティブ・アセットの一部として不動産を組み入れているという状況です。

もう一つの大きな業務であるファンド評価・選定ですが、こちらの方は日本の場合、年金基金さんが投資一任業者である信託銀行にほとんどお任せしているような状況ですので、私どもの業務は信託銀行あるいはその先のアセット・マネジャーのデュー・デリジェンスが中心となっています。先ほどの基調講演においてアメリカの年金コンサルタントの役割についてのお話をうかがいましたが、アメリカのようなやり方は日本ではビジネスとして成立しないと彼我の差を感じたところです。

3 欧米における不動産情報インフラの現状

山下 ここで弊所の特定事業部の国際不動産評価専門チームでリーダーをしている斎藤から、欧米の不動産投資における情報インフラの現状を紹介してもらいたいと思います。お願いします。

斎藤 日本不動産研究所の斎藤です。私が所属しています国際不動産評価専門チームでは、国土交通省が定める海外不動産評価ガイドラインに則した海外不動産の鑑定評価や現地鑑定人が作成した鑑定評価書のレビューなどの仕事を中心に取り組んでいます。

日頃の業務を通じて感じている点ですが、まず、欧米のプロフェッショナルのマーケットの見方についてです。日本では、個別の不動産を評価する観点から、その物件のキャッシュ・フローや利回りをみたく、では地域はどうなっているのというようなボトムアップのアプローチをすることが多いと思います。一方、欧米の現地鑑定人やアナリストと話をすると、まず国の経済状況があり、例えば今であればロンドンであればユーロ危機、アメリカだとダブルディップや米国債の格下げといった話があり、次に地域に降りてきてニューヨークではどうなっているという分析をし、最後に物件について見てみる。常にマクロからミクロへのトップダウンのアプローチで議論することが非常に多いというのが実感です。

もう一つの点は、不動産投資はタイミングが重視されるということです。いかに市況の悪い時期に安く買って、市況の良い時期に高い値段で売り抜けるか、そういった視点で常にものを見ています。欧米においてタイミングが特に重要になるという理由としては、それぞれの国の賃貸借慣行が影響していると思います。例えば、イギリスでは、賃貸借が基本的に長期の契約で、5年ごとの賃料の改定時期に市場賃料が現行賃料より高い場合には市場賃料まで増額改定され、減額改定は基本的にありません。さらに固定資産税、修繕費や損害保険料等の経費が全てテナント負担になっています。ですので、不動産投資においては、マーケットが上の方に向くタイミングがいつなのかという読みが重要になるということです。アメリカでも賃貸借は基本的には長期なのですが、賃料改定の慣行には地域性があります。例えばニューヨークでは5年ごとの改定が一般的で、

そのときに大きく増額されますが、ワシントン DC では毎年一定率で上がっていく方式が中心です。いずれの場合でも、賃料の増額改定がスケジュール化されていることは共通ですので、投資不動産の評価方法として DCF 法がうまく当てはまります。結局、市場賃料が将来どうなるかという読みが不動産投資の成否を分けることとなりますので、タイミングが非常に重要になるわけです。

ここからが本題ですが、欧米における不動産情報のインフラをみるときは、情報の提供者に着目するのが有効であると思います。ブローカー、これは英国だとエージェントというのですが、あとはデータ・プロバイダー、これに加えて、基調講演でゲイリーさんからのお話のありました不動産コンサルタントの三者が重要です。ブローカーとデータ・プロバイダーは先ほどお話ししました投資のタイミングに関する意思決定をサポートするような情報を、不動産コンサルタントはポートフォリオ構築やファンドへの投資の意思決定をサポートする情報を提供してくれます。

国際的に活動しているブローカーは7社ぐらいに集約され、欧米においては彼らが市場の多くのシェアを握っています。ただし、これらのブローカー間の競争は激しく、顧客に対して様々な情報を提供してくれます。ブローカーからの情報としては、無料でアクセスできるものもありますし、潜在的な顧客に対して選別して提供するものや常時依頼してくれる顧客にのみ提供するレベルのものもあります。ここで注意しなければならないのは、ブローカーの情報は、物件を売らなければいけない、あるいはテナントに物件を借りてもらわなければ商売になりませんので、ある種のバイアスがかかっている可能性があるということです。

このようなことから、独立して客観的な調査や分析をしてくれるリサーチ会社の必要性が広く認知されており、欧米では不動産専門のリサーチ会社が日本より発展していることの背景にもなっていると理解しています。

データ・プロバイダーについてですが、図表1のとおり、基本的に三つのカテゴリーに分かれると考えています。一つは、個別の不動産の取引事例やビル情

報を発信するアメリカの Coster のような会社です。二つ目は、市場分析等の加工された分析情報を提供する Property Portfolio Research などです。あとは不動産投資家調査で、大手会計事務所の PwC が Korpacz による調査を引き継いでいます。不動産投資家調査については日本において弊所でも実施しています。取引事例については価格や賃料水準、市場分析については都市ごと、サブマーケットごとの過年度からの推移、特に将来動向の予測を作成してくれるのが特徴的なことかと思えます。不動産投資家調査では、投資家が将来についてどういった賃料の見通しを持っているか、利回りはどう見ているかという市場に参加する投資家の皆さんが共通認識を形成する上で重要な情報をまとめています。

最後に、年金基金による不動産投資の全体像については、先ほどゲイリーさんから詳細な説明がりましたが、ポイントを再度確認いたしますと、コンサルタントといっても二種類あり、一つは総合コンサルタントです。こちらは年金運用全体、具体的にはボードやチーフ・インベストメント・オフィサーに対して、運用方針や資産配分をどうするかという全体の枠組みをアドバイスします。もう一つは不動産専門のコンサルタントで、各資産クラスのなかでどういう商品がいいか、マネジャーはどうかという個別の運用に関する部分のアドバイスをするという役割を担っています。

このようなコンサルタントの機能分化はアメリカでは進んでいますが、イギリスでは総合コンサルタントが資産配分からマネジャーの選択まで全体を仕切っているケースが一般的となっています。それぞれのコンサルタ

図表1 欧米における不動産データ・プロバイダー

▶ 代表的なプロバイダー

取引事例	市場分析・予測	投資家調査
<ul style="list-style-type: none"> CoStar (アメリカ) Focus (イギリス) REIS (アメリカ) Real Capital Analytics (グローバル) 	<ul style="list-style-type: none"> Property Portfolio Research (欧米) Property Market Analysis (グローバル) 	<ul style="list-style-type: none"> PwC Real Estate Investor Survey (アメリカ) RERC Real Estate Report (アメリカ)

▶ 典型的なサービス内容

取引事例	市場分析・予測	投資家調査
<ul style="list-style-type: none"> 取引価格(過年度を含む) 賃料水準(契約・募集) 稼働率 テナント 固定資産税 競合ビルの賃料水準等 	<ul style="list-style-type: none"> 都市毎、サブマーケット毎の賃料水準・稼働率・利回りに関する過年度からの推移の分析及び将来動向の予測 	<ul style="list-style-type: none"> 更新確率 新規賃料水準と変動予測 テナント入替期間 テナント内装工事費 仲介手数料 フリーレント 還元利回り・最終還元利回り 割引率

ントの主な業務内容は図表2のとおりで、ディスクレショナリー・コンサルタント（一任運用）とノンディスクレショナリー・コンサルタント（投資助言）の二つの形態があります。ディスクレショナリーであれば、コンサルタントが顧客に代わって不動産投資の意思決定を行います。ノンディスクレショナリーであれば、あくまでもアドバイザーとして助言のみ行います。

もう一つの重要な点は、コンサルタントのところには、ファンドから持ち込まれる商品情報やマネジャーへのインタビュー、さらには運用のモニタリングを通して、様々な情報が集まってくるということです。ファンド・マネジャーは自らの商品をアピールするために積極的にいろいろな情報を出してくれます。コンサルタント会社は、このような情報を整理・加工し、ファンドレベルのパフォーマンス等についての自社のベンチマークとして持っており、それがビジネスの基礎になっています。

山下 欧米では不動産金融商品についての情報は割と入手しやすいのですが、いま齋藤から話のあった、不動産投資や運用を支えている情報やコンサルティング・サービスの内容には触れる機会もほとんどないため、なかなか正確な情報を把握しにくいところもあります。

西岡さんから、特にヨーロッパでの年金の不動産運用に関連して、今の説明に何か付け加えることがありましたらお願いいたします。

西岡 今の齋藤さんの話に1点だけ付け加えさせていただくとすると、特にイギリスでは、年金基金を含めた機関投資家の資産規模によって、どのような投資をするかということが分かれてきています。これはホップスの

プレゼンテーションの中にもありましたが、イギリスのトップ5あるいはトップ10という非常に大きな機関投資家であれば、内部に不動産専門のチームを持ち、ファンドの選別なども自分たちで行うことができます。一方、中小の年金基金のように運用規模が小さいところだと、Mercerなどの年金総合コンサルティング会社にサポートを依頼して、不動産専門のコンサルタントがゲートキーパーとして運用方針にファンドをリストアップします。

その中でのIPDの役割としては、例えば、それぞれの年金基金にどのようなベンチマークをつくっていくか、実務的にどのようなベンチマークが可能かというリサーチやコンサルティングを行っています。

4 不動産情報インフラの整備・活用上の課題と対応

山下 ここからは今の欧米の状況も踏まえ、日本における不動産投資市場の中での情報インフラの整備、活用についての課題とその対応策について議論していきたいと思えます。

まず、日本の年金運用のコンサルタントの視点から、西迫さんにご意見をおうかがいしたいと思います。

西迫 弊社の場合、私の所属する部の中でも不動産という引いてしまう人間が少なくありません。なぜかといいますと、不動産は株や債券と比べると個性が強いです。株や債券ですとデータベースも整備されていますし、類似商品で習得した知識や技術がほかの商品にもそのまま使えるわけです。

これは会社としては規模の経済が働き、ビジネスとして成立しやすいということにもなりますし、個人としてはスキルの蓄積として認識できるわけです。ところが、不動産ですと個別に分析していく必要がありますので、過去の分析や知識が次の案件では使えず、非常に効率が悪い。そのため、担当者レベルでなかなか不動産を分析したいという人間が現れないという状況があります。

もう一つは、日本の年金基金の場

図表2 年金コンサルタントの業務内容

	ディスクレショナリー・コンサルタント (一任運用)	ノンディスクレショナリー・コンサルタント (投資助言)
コンサルタントの役割	<ul style="list-style-type: none"> ・コンサルタントが顧客に代わって不動産投資の意思決定を行う ・年金基金内部のスタッフが手薄な中小規模の年金基金が利用 	<ul style="list-style-type: none"> ・コンサルタントは顧客に投資に関するアドバイスする立場にとどまる ・投資の意思決定は、年金基金が行う(チーフ・インベストメント・オフィサーの投資案を理事会または投資委員会で機関決定)
セパレート・アカウント投資	<ul style="list-style-type: none"> ・単独の顧客から資金を預かり、コンサルタントが独自の判断で不動産(ファンドを含む)に投資 	<ul style="list-style-type: none"> ・投資方針を策定 ・資産配分/投資目標の設定 ・マネジャー(投資顧問会社)の検索
ファンド・オブ・ファンズ	<ul style="list-style-type: none"> ・多数の顧客から資金を集めて、コンサルタント独自の判断で複数の不動産ファンドに投資 	<ul style="list-style-type: none"> ・マネジャー選択の支援 ・最適ポートフォリオ構築への助言 ・リスク/リターンへの相関度の検証
共同投資	<ul style="list-style-type: none"> ・個別の実物不動産案件等にコンサルタントの独自の判断で、(リミテッド・パートナーとして)不動産に投資 	<ul style="list-style-type: none"> ・投資案件のモニタリングやベンチマーキング ・マネジャーの手数料等の検証

合、基金の通常的意思決定プロセスに不動産が乗ってこないということがあります。通常、代議員会が年に2回、それから運用委員会を置いているところだと同委員会が四半期に1回、年4回くらい開かれます。これに対して、私募不動産ファンドは募集があってから締め切りまで2カ月とか、長くて3カ月というものが一般的です。そのため、代議員会が開かれるのを待っていると募集に応じられないということになってしまいます。そここが日本の年金が不動産に投資しづらいという要因になっていると思います。

ただ、最近では、オープンエンド型の私募リートが出てきたので、後者の問題は今後は解決されるかもしれないという期待を抱いています。つまり、オープンエンド型ですと、いつでも募集しているわけではないのですが、例えば年に2回募集があることがあらかじめ分かっているのであれば、事前に対策を立てて調査をして、運用委員会なり代議員会にかけることが可能になってきます。また、永続するファンドなので、ファンドを分析するインセンティブもわいてきます。先ほど、個別性が強く、1回習得した知識が次の機会に応用できないという話をいたしました。こちらが案件が大型化したり、投資機会が多くなれば、分析のための社内インフラの整備も進み、定量的な分析に基づいた意思決定のサポートが可能になってくると思います。オープンエンド型の私募リートは上場されているリートと比較することも可能ですので、比較分析が定型化できるようになっていくことによって、投資の難易度が下がっていくという状況になるという期待もあります。

別の論点ですが、先ほどアメリカの不動産コンサルタントとこちらのコンサルタントの知識はだいぶ差があるということをお話ししましたが、いま齋藤さんの説明を聞いていると、そもそも構造が違うと思いました。私どもは、先ほど齋藤さんの説明にあった総合コンサルタントに当たります。日本には年金向けの不動産コンサルタントは、私の認識している限りでは存在していません。先ほどのドゥイーズさんの話を聞いていると、アメリカの不動産コンサルタントの役割は日本では運用機関である信託銀行が担当しているといえます。信託銀行が担当しているコンサルタント的な活動について、代議員会なり運用委員会にかけなければいけないという仕組みにすることで、外部のコンサルタントを雇っているのと同じよ

うな状況にするというのも一つの手かと思いました。

先ほどディスクレショナリー・コンサルタント（一任運用）、ノンディスクレショナリー・コンサルタント（投資助言）という話がありました。信託銀行がディスクレショナリー・コンサルタントの機能を持つことにより、現在の意思決定プロセスの中で不動産に投資する、それから2～3カ月の募集期間の間に意思決定できるように行動することができるようになるのかもしれない。

山下 いまの西迫さんのご意見は、株・債券と不動産との違いのところを、いかに埋めていくかという視点からのお話であったと思います。これらの資産の違いの中で、求められる情報やサービスのあり方は変わってくるのかもしれませんが、高井良さんから西迫さんのご意見にコメントがありましたらお願いいたします。

高井良 いま西迫さんからお話があったように、先ほどのドゥイーズさんがおっしゃっていたようなアメリカでは不動産コンサルタントが担っている仕事を日本では信託銀行が行っています。100%ではないかもしれませんが、アメリカで行っている内容の70～80%はカバーはできていると思います。

信託銀行は運用受託機関ですので、実際のデューデリジェンスのほか、本来は、年金コンサルタントがサポートすべき分野である運用方針の策定や基本資産配分（どの程度不動産を組み入れたらよいか等）のところまで信託銀行がいろいろな資料を出し、こうした方がいいのではないかとところまで信託銀行がカバーせざるを得なかったのが、これまでの10年ではないかと思っています。

私は中央三井信託銀行から不動産証券化協会に出向していますが、信託銀行の立場からすれば、やはり基本資産配分のところは年金コンサルタントさんが担ってほしいと思っています。一方で、デューデリジェンスという観点でいえば、運用機関である中央三井信託銀行では、少しアクティブなデューデリジェンス・ポリシーを持って、専門的な目線でファンドを選別しています。我々は投資運用機関としてアクティブ（運用機関として特徴ある投資戦略により付加価値を生み出す）ファンド選択やデューデリジェンスをやっていますが、この部分もコンサルタントとすみ分けがきちんとできていけばいいのではと思っています。

意思決定スピードを上げるという点については、信託銀行の立場でこれまでも取り組んできています。一つ

は、あらかじめ投資枠を決めておくということです。個別具体的に細かい投資方針を決めておき、該当する案件が来たら速やかに意思決定できるような取り組みです。もう一つは、西迫さんがおっしゃっていたディスクレショナリー・アカウントという、一任された投資枠を信託銀行にあらかじめ設定しておき、投資枠の中で信託銀行が責任を持って意思決定していくというやり方です。

それから、株式・債券との違いということでは、もう語り尽くされている話なのですが、難しい難しいと言いながら、なぜ欧米では不動産に一定のアロケーションがなされているのかということを見ると、やはり年金の運用からすれば分散投資ということが徹底しているということがいえると思います。これに加えて、何だかんだ言いながら、相対的に高いリターン、魅力的なリターンを実現しているという実績です。さらに、本日のテーマである、それなりに整備された情報インフラが運用を支えているというところがあると思います。

我々も証券化が始まって10年ぐらいやってきて、欧米で20～30年かけてやってきたところとかなり追いついたのではないかと思います。欧米では機関投資家による投資不動産の保有が非常に早くから始まっていて、情報整備の内容や品質が機関投資家の求める水準にまで到達してきている。日本ではまだ機関投資家保有比率が非常に低いので、そこまで達していない。よくインスティテューショナルリゼーション (Institutionalization)、機関化という言葉が使われますが、これからの次の10年は不動産の「機関化の時代」ではないかと個人的には思っています。

これから機関化が進行していくなかで、投資家が求める品質の情報開示や情報インフラ整備が進んでいくのではないかと見ています。発行開示、継続開示、利益相反、アセットマネジメントのフィー水準やガバナンス、あるいはインデックスといった重要な事柄については、欧米並みに文書としてポリシーが確立してくる、あるいは定量的な分析が可能になってくると思います。日本の状況は、現状でもそれほど卑下するようなものではありませんが、今後数年の努力によって、情報の透明化が進むのではないかと期待しています。

山下 情報の議論をする際に、例えば時価評価の信頼性のような話もよく出てきます。実物不動産は市場で流通している株や債券と違い、常にマーケットの中で時価を観

察できるものではないですので、評価の問題から逃げられないというところがあると思いますが、このことに関連して西岡さんからコメントをいただけませんかでしょうか。

西岡 不動産の評価に関して、少しコメントをさせていただきます。我々IPDのインデックスは基本的に不動産の鑑定評価額に基づいて世界各地のキャピタル・リターンやインカム・リターンを計算しているので、不動産の評価がどれくらい正確であるか、あるいは世の中で信頼されているかが非常に重要な論点になります。ですから、各国では不動産評価の制度はどういうものなのか、どれくらい正確に評価が行われているかということの検証、あるいはリサーチを長年にわたり続けています。

日本では、リートができたことにより、定期的に投資物件の評価が行われるようになりました。私募不動産ファンドでも1年に1回、あるいは場合によっては半年に1回、不動産の評価が行われます。さらに、会計制度においても賃貸等不動産の時価開示が実施され、ここでも評価が行われています。制度的には不動産の評価が定期的に行われるというインフラが整備されるという新たな段階に来ていると思います。

いまこそ、どれくらい評価が信頼されているか、あるいはこれから信頼されるために何ができるかということ議論するタイミングではないかと思っています。例えば、これは一般的な議論になりますが、世界の不動産評価の中でマーケットから信頼されているのは、おそらくイギリスであると思います。不動産の評価がマーケットにビルトインされていて、投資家にもファンド・マネジャーにも広く活用されており、だからこそ不動産デリバティブのような商品の発展があったと理解しています。

それだけの信頼を勝ち得てきたのは、いま高井良さんがおっしゃったように長い歴史に支えられているということもありますが、CBREやJLLのような不動産コンサルタント（鑑定評価も行う）、エージェントといわれている人たちが業務を通じて取引事例、賃貸事例を収集・分析して、マーケットの動きを正確に追っているという面があると思います。

一方、アメリカのようにマーケットが広大で、投資の世界でも非常に進んでいる国では、市場を信頼するという意識が浸透しており、アメリカのリートで不動産の評価が定期的に行われていないことから推察できるように、不動産評価の持っている役割は相対的に低くなって

いとみることができません。

では、日本はどうかということ、制度的にはいま申し上げたようにリートなり私募不動産なりに出てきたのですが、IPDがデータをご提供いただく中でファンド・マネジャーの方々の不動産鑑定評価に対する見方は、残念ながら必ずしもポジティブなものばかりではありません。特に市場が大きく変動するとき、直近でいえばリーマン・ショック後に価格が下落し、取引事例が激減した時期がそうです。確かに日本の不動産鑑定業は、仲介業務と切り離されている場合が多く、取引情報へのアクセスが遅れがちなのは否定できません。しかし同時に、依頼者であるファンド・マネジャーからの様々な要求やプレッシャーがもたらす影響についてもきちんと議論がなされるべきだと、第三者の立場からは見えます。私が言いたいのは、日本での不動産の評価が世界の中で信頼を得るためには、ファンド・マネジャーや投資家のほか、我々のようなデータを提供・分析する会社も参加して、どうすれば不動産の評価の精度を上げていけるのかを建設的に議論していくことが必要ではないかということです。

5 より洗練された不動産投資市場に向けて

山下 私たちはサブプライムローン問題やリーマン・ショックの後、この不動産市況の非常に厳しい時期に多くのCMBSがデフォルトの状態になったり、私募ファンドが大きく損失を出したり、または上場リートの投資口がピークのときから大きく値を下げており、不動産証券化市場は未だ回復軌道に乗ることができないでいます。

このような状況は別に不動産に限らず、株の世界でも全く同様ですが、不動産についてはことさら問題視されてしまうような傾向があるようです。先ほどのお話にもあったように不動産は分かりにくいということが背景にあるのでしょうか、ブームのときに冷静な判断ができない、サラリーマン的には逆張りするようなインセンティブもないという面もあると思います。これまでいろいろな情報が蓄積されてきたり、第三者の意見を聞いたりする中で、リスク・マネジメントという視点で投資のプロセスの中でリスクを認識するような手だてをビルト・インすることが十分可能ではないでしょうか。

そこでパネラーの皆さまに最後におうかがいします。

リーマン・ショック前の案件には、いろいろな投資の失敗もありました。そういう教訓から私たちは何を学び、今後どのような行動をとっていったらいいのか。それを今日のテーマである情報インフラという点に絡めて、皆様のご意見をいただければと思います。まず、高井良さんからお願いいたします。

高井良 リーマン・ショックの反省という意味でいくつかお話しさせていただきます。私もリートができ不動産証券化が進んできた、この10年の中で、年金の不動産投資を7～8年担当してきました。基本的には長期のコア投資、いわゆる欧米でいうロケーション・ロケーション・アンド・ロケーションのような伝統的なやり方で安定的にインカムを得ることを心掛けて地道に運用してきました。こういうやり方は、リーマン・ショックを経たとしてもそれなりの痛みは伴いましたが、痛みを最小限にとどめることができました。リーマン・ショックを経て、私のやってきた運用スタイルが十分に機能しているということがそれなりに実証できたのではないかと考えています。

よく不動産というのは市場サイクルだといいますが、それ自体は許容せざるを得ないのですが、ここで上がりそうだから買うということばかりをやっていたら、どんなプロフェッショナルでもいつでもそんなタイミングを見付けられるわけもなく、失敗してしまうリスクを常に負っています。そういう意味で、タイミングばかりを気にする必要は全くないのではないかと思います。

年金的な言い方をすれば時間分散という概念になりますが、ある一定の時期に偏って投資せずに時間分散を図るということです。先ほどなぜ冷静に行動できないのかという話がありましたが、冷静な判断ができないのはなぜかということ、きちんとしたポリシーがないからということに尽きます。

例えば、すごく日本の不動産が値上がりしたときに利回り3%で買う人たちが続出しました。例えば投資ポリシーで我々は3%台の投資を禁止としていたので、そういう局面では一切組み入れをしていません。そういうポリシーをきちんと貫けるかどうかが非常に大事であると思います。ポリシーを持つことが冷静な判断をすることに繋がる、当たり前のことですが、そういったことではないかと考えています。

山下 実際の運用のご経験からのお話でとても参考にな

ります。それでは続きまして、西岡さん、よろしくお願いいたします。

西岡 IPDの役割は不動産投資マーケットの透明化に寄与していくことであると先ほどお話ししましたが、なぜ透明化が必要か、大事かという、透明化すればそれだけ不動産投資マーケットが分かりやすくなる。分かりやすくなれば、透明性を大事にする投資家の資金が集まってくるということです。

ここ数日、投資家の方々、ファンド・マネジャー、銀行の方々とお話をしている中で、これから国内の投資のみならずグローバルに投資をしていこうという、非常に強い意欲を持っている方が少なからずいらっしゃいます。そういう方は今日ありましたリスク・マネジメント、つまりどうやって不動産投資に入っていく、それをどのようにモニタリングしていく、またそれを検証して次の投資にどのようにつなげていくかということ非常に強く意識されています。この分野は本当にグローバルなスタンダードで、ファンドの評価なりコンサルタントが関与することになるとみています。

不動産に関する情報が以前に比べて非常に多く入手できるようになっていますから、信託銀行、年金コンサルタント、あるいは我々のようなところを通じてそういう情報を集め、分析していき、それに基づく実践の中で投資を積み上げていけば、私はこのリーマン・ショックの教訓を踏まえて、さらにレベルアップした投資ができるようになっていくのではないかと考えています。

山下 最後に西迫さん、よろしくお願いいたします。

西迫 先ほど山下さんからお話があったように、下げている資産は不動産だけではなく、むしろ株とか、特に最近だと外貨建て資産、為替が大きかったりするのですが、それでもやはり不動産のほうが恐怖感は大いという印象は持っています。なぜかという、年金基金の役

員さんのなかには、過去のバブル崩壊のときに不動産価格が急落し、流動性も極端になくなって、全くどうにも身動きが取れなかったという経験をお持ちの方も少なからずいらっしゃいます。今回のリーマン・ショックの際も、市況が悪化していく過程で、不動産に関しては全く何もできない、売りたいときに売れないという怖さがあります。

これに対し、私募リートが出てきたことは一つの明るい材料ではあるのですが、とはいっても実際の不動産の市場を考えると、市況が悪化しているときにそんなに簡単に売れるものではないです。ただ、もしこういうものが2006年にあったとしたら、そこで売るという判断もできたのではないだろうかとは思っています。ところが、今の年金の投資プロセスを見ると、売るという判断をする機能がどこにもない状況です。アセット・マネジャーはずっとどんなときでも投資し続けてほしいわけです。今の契約形態では、(アセット・マネジャー及び信託銀行が)運用報酬を確保するために(年金基金が)不動産ファンドを売るという意思決定が働きにくい構造になっています。

売るという機能を誰が、どこで、どういう形で判断すべきか。この仕組みができるかと安心して私募リートを活用することができるのではないかと考えています。私どもコンサルタントがその機能を担うのか、あるいは信託銀行が今の一任の契約形態の中でそれができるような、例えば不動産から債券へのスイッチングができるような機能を持つようにするのか。そのあたりはこれから出てくる商品との兼ね合い、状況にもよりますが、そのような仕組みを整えていく必要があるという認識を持っています。

山下 今日のパネルディスカッションでは各パネラーの皆さんから大変参考になるご意見、コメントをいただきました。今後の参考になるような議論ができたのではないかと考えています。私ども日本不動産研究所におきましても、皆さまの投資活動、運用活動のお役に立てるように不動産の鑑定評価というサービスだけではなく、さまざまな情報やコンサルティング・サービスの提供等を通じて、わが国の不動産投資市場の透明化、活性化のお役に立ちたいと考えています。今後ともご理解とご協力のほどよろしくお願いいたします。

それでは、これにてパネルディスカッションを終わりたいと思います。ご清聴ありがとうございました。(拍手)



※本稿は、平成 23 年 11 月 11 日に開催された「JREI 不動産ビジネスセミナー (2011 年秋)」の内容をもとにとりまとめたものです。



業務内容のご案内

評価・コンサルティング業務

不動産鑑定評価

- ・独立した審査決裁体制
- ・客観的・中立的な「全国ネットの機関鑑定評価」
- ・特定専門分野別のスタッフ（専門チーム）の配置

時価会計支援

- ・「賃貸等不動産」の時価開示支援
- ・減損会計
- ・販売用不動産（棚卸資産）の評価

証券化に伴う評価・コンサルティング

- ・専門スタッフを配した証券化事業室による対応
- ・物件の用途、特性に応じた適切な処理
- ・海外投資家に対する適切な対応（評価のグローバル化）

CRE（企業不動産）戦略支援

- ・CRE 戦略策定支援
- ・不動産有効活用事業支援
- ・不動産運用相談業務

海外不動産評価

- ・海外に所在する不動産の鑑定評価
- ・海外の不動産市場調査・コンサルティング
- ・海外提携機関とのネットワーク

PRE（公的不動産）戦略支援

- ・PRE 戦略策定支援
- ・公会計制度関連支援業務
- ・不動産有効活用事業支援

環境不動産調査

- ・不動産の環境デューデリジェンス（DD）
- ・環境リスクを反映した不動産鑑定評価、価格調査等

再開発ビル事業・街づくり支援

- ・市街地再開発事業支援
- ・共同ビル事業支援
- ・土地区画整理事業

固定資産税評価

- ・固定資産税のための土地評価システム
- ・土地価格比準表の作成、画地計算法、所要の補正調査
- ・家屋評価の支援

投資リスク管理等支援

- ・不動産価格の予兆管理等支援
- ・将来予測に基づく投資分析
- ・最大損失額等算定業務

基礎研究・各種調査

基礎研究

- ・「市街地価格指数」、「全国木造建築費指数」（年2回）
- ・「田畑価格及び賃借料調」（年1回）
- ・「山林素地及び山元立木価格調」（年1回）
- ・「全国賃料統計」（年1回）
- ・「不動産投資家調査」（年2回）

各種調査

- ・土地政策・制度に係る調査研究及び提言
- ・不動産評価に係る調査研究及び提言
- ・不動産利活用・事業推進等に係る調査研究及び提言
- ・中国、韓国等の関係研究機関等との連携による調査