

## 第1回 不動産投資指標に関する検討委員会

日時 : 平成24年10月23日(火) 10:00~12:00

### 議事概要

委員等からの発言概要は、以下のとおり。

#### 1. 今後の不動産投資指標の整備に関して

○現状を整理すると、

- ・指数作成の主体として、ファンド業界団体（NCRIF, ARES等）、投資情報提供団体（IPD, PREA等）、取引所・金融情報会社（東証、S&P等）、の3類型が考えられる。
- ・物件レベルのインデックスはレバレッジを除去し、ファンドレベルのインデックスはレバレッジを加味することが適切。
- ・サンプリングの仕方により数値が変動するため、サンプリング方法をどうするかは一つのポイント。
- ・算出方法について、価格指数としては連鎖型にするかどうか、算術平均と加重平均のどちらを用いるか等の検討が価格指数と投資指数の混乱を回避するポイントではないか。
- ・成約価格を使うか、鑑定評価を使うかによって精度が変わる。
- ・東証住宅価格指数が金商法上の金融指標に該当するように、インデックスの法制上の位置付けも重要。

○年金にとっての投資インデックスの主な役割のひとつが、長期の運用方針（政策アセットミックス）の作成に用いることであり、統一化され、幅広く普及した市場全体を網羅するようなインデックスが極めて重要であるが、現状としては確立していない。そのため、政策アセットミックス、資産配分の中に不動産自体が独立した資産としての位置付けを獲得できておらず、年金による不動産投資が進まない状況と符合している。もうひとつの役割は、投資のパフォーマンスを評価する上でのベンチマークに用いることが想定されるが、マーケットを代表するようなインデックスがないため、現状は、ターゲットリターンが達成しているかどうかだけで評価せざるを得ない。日本ではこれらの用途に活用できるインデックスが確立しておらず、官民一体の取組が不可欠なのではないか。

○日本の年金による不動産投資は証券化商品投資が主であり、アメリカのように直接投資は盛んではない。そうした投資の実態に見合ったインデックスを作成することが必要なのではないか。その意味で、ARESのファンド・インデックスに対する期待は非常に大きい。

○日本でもインデックス整備が進められているが、プロパティ・マーケットの中で非常に狭いエリアを対象としている感がある。大手の年金は、今後はファンド投資よりもプロパティ投資の比重が大きくなると思うので、ファンド投資やファンド投資の対象のものに限定したようなインデックスだけでは、政策アセットミックスの議論にはなかなか乗りにくいのではないか。

○不動産投資指標を充実させていくことは不動産投資市場活性化に資するものであり、大

いに賛成。一方で、不動産投資指標をつくることは非常にコストがかかる。上場不動産会社にとっては、株主からの要請がない中でそのコストを負担するインセンティブは今のところ働いておらず、そこをどうブレークスルーするかも論点の一つ。

- 投資指標のインデックスと、価格、賃料のインデックスの混同がみられるところがあり、分けて検討する必要がある。
- 日本の不動産市場におけるインデックスの評価は決して低くないと思われる。各国の市場・セクターごとに歴史・文化を踏まえたそれぞれの法制度や取引慣行がある。それを大前提に、国ごと、市場・セクターごとに解を見出していくということが基本的な論点ではないか。
- 個別のアセットの賃料や価格の情報開示に関しては、当然、個社の株主との関係を念頭に置いて考える必要がある。
- ARES等が取り組んでいるインデックス整備の後押しをしていくことが当面のあるべき方向性ではないか。ARES等のインデックスの対象の規模を拡大するとともに、認知度をしっかりと高めていくのが先決。
- インデックスの利用方法を区別することによって目指すべきところが整理できるのではないか。一番容易なものとして今の市場を説明する上で用いられるマクロ指標としての利用、次にポートフォリオマネジメントで用いられるベンチマークとしての利用、最もハイレベルなものとしては、例えば、住宅価格指数を組み込んだ住宅ローンのようなインデックスを原資産にした商品開発といった段階が考えられるが、この中の当面どのあたりを目標とすべきか。
- リスクマネジメントとしての指標としてインデックスを活用する場合、不動産特有の個別リスクがあることに留意が必要。
- 市場ごと、セクターごとでも、グローバルな比較ができるようなベンチマークを最終的に目指していくべき。
- 指標の乱立を懸念する意見もあるが、方式や価格計算方法、どのマーケットをフォローしているのか等のそれぞれの特徴を開示すればよいことであるし、市場に望まれないインデックスはいずれ淘汰されていくのではないか。いろいろなタイプのインデックスが出てくることはかまわないのではないか。
- 最終的には、投資家、特に年金基金で政策アセットミックスとして不動産が独立アセットとなることがおそらく共通の目標ではないか。一方で、海外でも日本の価格指数や投資指数は高い透明性を持っていると評価されており、Jリートの投資方針の開示は世界で最大の開示をしていて、投資家はそれを知っている。それにもかかわらず、ユーザーサイドからはマーケットの指標が見えにくいという指摘があるのが一つの課題ではないか。

○一方で、オリジネートの方ではコストがかかり、上場不動産会社にとっては株主からの公開の要求がないのでその観点からのインセンティブはなく、投資家としてもコストを負担しない状況にあって、これが短期的に改善することはない。その中で、官民の分担を含めて、どうしていくべきか議論していくということではないか。

○海外からの日本の不動産市場の透明度が低いという指摘の背景として、指数そのものではなく、日本においては、指数はあるが、不動産投資のインフラとしてはまだ十分ではないというものが何かあるか。

○J-REITは世界的に最高水準の情報開示を行っている一方、北米や欧州では私募市場の情報開示が日本に比べて進んでいる。北米では、この私募市場をもって市場全体をほとんど代表できるという考え方ができるが、Jリートは市場代表性という面ではやや劣るのかもしれない。日本の私募市場も情報開示は同レベルを目指すべきであり、欧米並みに非上場の市場が増えていけば、インデックスとしてのカバー率を上げることと、証券化市場自体が広がっていくことにより、全体としてカバー率が上がっていくことが期待される。

○日本のインデックスを政策アセットミックスに使用している海外投資家は存在しており、カバー率が高まればよい、という方向性に誤りはないのではないかと。しかし、アメリカで用いられている NCREIF の不動産投資インデックスも、実際のカバー率は一説だと 10%にも満たないぐらいのカバー率だという指摘もあり、にも関わらず機関投資家がそれぞれの立場で様々な調整をして一つのベンチマークとして定着してきたもの。サンプリングや精度も、実際に投資家はその数字をどう解釈して使うかによるのではないかと理解している。

○IPDの例では、投資不動産に関して不動産会社が参加してきたのは、投資家が他のファンドに比べてリターンが上がっていることの証明を求めたことがきっかけ。投資家からの要請がどのタイミングで強まってくるのかが非常に大きなポイント。ただ、そこに官のコストを入れるかは別問題ではないか。

○不動産投資市場が活性化してウィンウィンの関係が見えてくれば情報の提供に関して違った動きも出てくるのではないかと。

## 2. アンケート調査票に関して

○想定される回答に合致した文言の作成にも配慮し、「インデックス」の定義が回答者ごとに異ならないようにされたい。

○実際の投資の意思決定の流れを実態に即したものとする必要があるのではないかと。

○この論点ペーパーについて、優先順位が整理されていない印象である。何を目標に投資インデックスを整備にすべきか、という議論もなく、成約賃料データベースを作ることが議論の前提となっているように見えることには違和感がある。