

第 17 回国際土地政策フォーラム

(平成 22 年 10 月 28 日 於：泉ガーデンギャラリー)

「環境と不動産投資～サステナブル社会の実現に向けた責任ある不動産投資～」

基調講演 講演録

スコット・マルダヴィン 氏 「不動産の持続可能な業績と財務分析」

今日の私のお話ですが、持続可能な投資のパフォーマンスと財務分析、このタイトルでも、皆さんが眠らないように話したいと思います。

最初に、仕事で私を助けてくれた、多くの方々に感謝しています。私は 3 年ほど、持続可能な評価と財務をやってきましたが、日本の方々も多くの貢献をされています。国土交通省の皆さん、このフォーラムに参加し、発表するように招待してくださり、どうもありがとうございます。

さて今日の話の内容ですけれども、最初に Green Building Finance Consortium についてお話をします。今日は、世界中からの、色々なグリーン・ビルディングに関するスピーカーの方々の話をここまで聞いてきましたけれども、どの分野の出身の人かという事を考えないと、発言を正確には理解できないと思いました。

さて、Green Building Finance Consortium は 3 年前にスタートしました。その当時、私は持続可能性の意味すら知りませんでした。

私は不動産の財務と投資のプロです。3 年前に私は持続可能な不動産に対する投資の財務サポートを探し始めましたが、当時はあまりなかったので、プライベートセクターの投資家が持続可能な不動産に対する投資を財務面から評価できるようにする事をミッションとする、このグループを作りました。

今朝、トリプル・ボトム・ラインとか、持続可能な価値の公共的利益に関する、素晴らしい話がありましたが、それらは私にとって非常に重要です。しかし、私の仕事は特に民間投資家が持続可能な不動産投資で公共的価値を作り出すときに、民間投資家が実際に投資を価値に貨幣化する方法に焦点を合わせています。

Green Building Finance Consortium の仕事と重点を説明しましょう。私は、企業、貸し手あるいはオーナーという、資本の供給元の観点から見ています。コンソーシアムは金融業界がスポンサーで、グリーン・ビルディング・グループやグリーン・ビルディング製品の企業からは、一切お金を受け取っておりません。

私は商業ビルと集合住宅を対象にしている、一戸建て住宅は扱いません。グリーン・ビルディングの一時的な調査ではなく、方法と実務を重視しております。

す。方法と実務によって、不動産を時間をかけて評価する事を重視しています。そして、私の仕事で変わっているところは、一般のビジネスではなく、特定の不動産用のプロセスに焦点を合わせ、ある不動産のための持続可能な不動産投資の価値を決定する方法を重視します。

最後に、引き受けのプロセス全体を扱います。この引き受けは、例えば借主の場合は最初にローンを起こして、引き受けを行うか、それを分析するために適正評価を行わなければなりません。契約を結ばなければなりません。評価管理を実施しなければなりません。組織が投資決定をするときには、色々な事をします。

価値評価は引き受けの主要部ですが、プロセスの一部でしかありません。そして、その全体を私は担当しております。価値とはいったい何かという事もお話ししたいと思います。これは鑑定書に出てくる数字だけではありません。

評価とは、様々な種類の持続可能な不動産投資の決定について、価値が作成される過程を明確化することです。HVAC システムや新しい屋根への投資、または様々なオプション機能が付いた、新しいビルの建設などです。

持続可能な不動産の価値を理解するための道筋は、『Value Beyond Cost Savings – How to Underwrite Sustainable Properties – 』という、最近私が書いた本に載っています。この本全体、改訂された章、コンソーシアムの検索可能な研究ライブラリー、およびその他の資料が無償で、コンソーシアムのウェブサイトから利用できます。

今日お話している内容も、後程ウェブサイトでご覧頂けます。

次のテーマですが、なぜ持続可能な不動産の価値がもっと高くなければならないのか、およびなぜその事が重要なのかという問題です。これは、基本的には持続可能な不動産のビジネスケースです。一般的なビジネスケースは、評価、あるいは持続可能な不動産の引き受けをする人にとっての出発点になります。

価値があるはずだという仮定から出発します。しかし、実際にそれを不動産レベルで検証していく事が必要になります。また、市場価値についてお話しします。公的価値、企業価値、そして投資価値と色々な価値がありますが、本日は市場価値に焦点を合わせます。

コスト削減を超えた価値。これが、私が完成させた仕事のエッセンスであります。主要テーマは、エネルギー・コストは(青い箱をご覧ください)価値のごく一部でしかないという事です。

ただ残念なことに、色々な調査と、企業および投資家とのミーティングすべてで明らかのように、世界中で持続可能な不動産への投資の規準は、エネルギー・コストの削減のみに基づいて、どの程度の不動産投資を正当化できるかという事になっています。

例えば、100万円を投資して、年間30万円のエネルギー・コストが削減できる場合、3年での単純な資本回収になり、年率30%の単純な収益率になります。2、3年での資本回収くらいしか、今日の投資家は考えていないという事ですね。本質的なエネルギー効率/持続可能な不動産投資という、もっと広い社会のニーズを満たすためには、エネルギー・コストを超えて価値概念を統合しなければなりません。それがどのようになるのか、少しお話ししましょう。

規制当局の持続可能性に対する要求は、世界中で強まっています。地方自治体や中央政府が、エネルギー消費の削減に重点を置いています。当局が持続可能な不動産をより強く求めるならば、プライベートセクターの投資家は当局の要請を満たす事による利益、資格を与えられることによる利益、直接の給付金による利益などを得る事ができます。

スペース・ユーザーというのは変な言い方ですが、テナントや居住者、ショッピング・モールで買物をする消費者などです。そのスペース・ユーザーの要求も強まっていることのはっきりとした証拠があり、それについて短く述べますが、それを賃貸料と入居率の増加、テナントの継続率の向上につなげることができます。

それから投資家の要求も強まりました。従って、もっと多くの投資家が持続可能な投資案件を欲しがると、割引率とキャップレートが下がり、価値が上がります。

スペース・ユーザー、規制当局、あるいは投資家の持続可能な不動産に対する要求が強まっていることを信じるならば、価値が上がります。問題になるのは、特定の不動産について、価値の増加を実際にどのように数量化するかという事です。

持続可能な不動産に対する要求が強まっていることの証拠については、簡単に触れます。約3時間分の資料がありますが、今日は要約で済ませます。規制当局者の要求については皆さんご存知ですので、ここでは時間を掛けない事にします。各国政府が不動産の所有者にエネルギー効率と持続可能性を向上させることをさらに強く求めている事は、皆知っています。カリフォルニア州など、いくつかのアメリカの州の政府では、他の国同様に、エネルギー効率とエネルギー使用についての情報開示を義務付けています。プログレッシブ・ミニмум・スタンダードというプログラムがあり、時間とともに向上する最小エネルギー効率の規準を義務づけています。

スペース・ユーザーの要求については、マクナマラさんが先ほど話していらっしゃいましたが、居住者が大事です。居住者またはスペース・ユーザーが持続可能な不動産を求めれば、投資家はそれに従います。ちょっと考えてみまし

ようか。このビルの外にあるオフィスビルを見ているとしましょう。そして、私はエネルギー効率や持続可能性の要求があるのかどうかを知りたいと思っています。政府がアメリカのビルユーザー全体の 18%を占めています。オーストラリアではおよそ 30%。日本は何%か知りませんが、かなり多いと思います。

アメリカあるいは世界の色々なところにおいて、政府が持続可能な不動産を求めています。これが重要です。

多くの民間企業も持続可能な不動産にコミットしています。民間会社のコミットという場合、企業の社会的責任レポートを参照していて、PRI に署名した 800 の企業、現在カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト (Carbon Disclosure Project) で自発的に調査される企業、およびこれまでに議論したすべての事に関連します。

建築家、エンジニアなど、色々な人達が持続可能性に直接関連しています。それらの持続可能性に興味を持つ、様々な潜在的グループをまとめると、強まった要求のポテンシャルが明らかになります。そして実際には、所有している特定の不動産を測定、分析して、テナントと話し合い、そのビルがこの要求を満たすかどうかを調べなければなりません。人口統計も大事な問題です。若い人達は持続可能性を重視します。若い人を多数雇用している広告会社や技術部門などでは、持続可能な不動産が自社の社員に与えるかもしれない影響に、非常に神経質になっています。

投資家の要求については、前の講演者の方が多くのことをお話しました。投資家が持続可能性に関する要求を強めている証拠として、私は GreenPrint Foundation というグループを挙げたいと思います。

このグループは最近できました。20 の主要な投資家で 5,000 億ドルの規模を持っています。このグループの目的は、CO₂ をビルから除去することです。実際、色々な面白い活動をしています。しかし、大切な事は、投資家の要求が強まっている事をこのグループが証明したという点です。

投資家の要求に関する別の証拠は、私の立ち上げたコンソーシアムのスポンサーからのものです。PREA (年金不動産協会)、Building Owners and Managers Association International、あるいは Urban Land Institute および Mortgage Bankers Association は皆サポーターで、持続可能な不動産に関する活動を、過去 2 年間で劇的に活発化させています。

とにかく、これが、私がビジネスケースを仮説と呼ぶ理由です。後で、不動産のレベルで検証しなければなりません。要約すると、ビジネスケースでは、開発コストがわずかに上がり、規制当局、スペース・ユーザーおよび投資家の要求が強くなり、それにより収益が増し、リスクが軽減されます。営業費用は

下がり、資本経費も下がります。ここで私が言いたい事は、持続可能なビルの耐久性が優れているので、資本経費が少なくなり、テナントの継続率が高いので、テナント改善コストがあり、リース委託コストが下がります。それから最後に、リスクが軽減されますが、これは非常に重要です。

それから、持続可能な不動産による最終的なリスクがなぜプラスになり、リスクが増すのではなく、持続可能な不動産が、実際にリスクを適切に分析すると、いくらかリスクが軽減していることの原因について、さらにお話ししましょう。結局のところ、持続可能な不動産の価値が高いという一般的なケースは、よく確認されました。

さて、次に持続可能な不動産のパフォーマンスについてお話します。

この比較的短いセクションを終わらせた後で、実際に外に出て、不動産レベルで価値を計算して、先ほど説明した仮説を検証するための、6つのステップからなるプロセスについてお話します。

今日パフォーマンスについてお話したかったのは、それが私の仕事の中で、非常に面白い部分だからです。財務に関わる人間として、私はケース・スタディがきらいで、ビジネスケースもきらいです。実際、私が知りたいのは現在の持続可能な不動産投資の失敗と悪い業績です。それで私は最大の専門家、開発者、所有者およびコンサルタントすべてに対して、一年間調査を実施しました。これを、私の持続可能な不動産における失敗と悪い業績の分析と名付けました。残念ながら、失敗と悪い業績に関連付けられるのはいやなので、誰も私と話そうとはしませんでした。それで、研究のタイトルを持続可能な不動産のパフォーマンスに変更しました。

そして、結果は特に興味深いものでした。人々はパフォーマンスについて、様々に答えてくれました。デザインを適切に統合していなかった、またはエネルギー・モデルが悪かった、契約が効果的に機能しなかったなどという答えが返ってきました。それらは、すべてプロセス関係していました。また、特性に関した事で、屋根の膜から漏れていた、採光コンサルタントが温度を適切に測れなかったなど、考えなければならない事すべてについて話してくれました。または、特定の HVAC システムのように、機能しない特性があるという人もいました。

ビル・レベルでのパフォーマンスについても、コメントしていました。ビルが設計通りのエネルギー効率を達成しなかった、希望した認証を得られなかった、居住者が期待したほど健康でも、生産的でもなかったなどです。

それから一つ欠落しているものがあります。それは私の仕事のエッセンスです。市場パフォーマンスです。どれだけそのビルによって生産性が高まったか、人の健康に良いか、省エネができたかを正確に知っていて、ビル・レベルでの

パフォーマンスを完全に理解しても、ビルの財務パフォーマンスと価値について、よく理解しているとは言えません。

価値を知ってもらうためにはマーケットに行きまして、マーケットがどのように特有の不動産のパフォーマンスを評価するかを見る必要があります。それは規制当局者あるいは、投資家、あるいはテナントと話をして、ビルのパフォーマンスが利益を得るために必要な規準に達していることを確認しなければなりません。

ここでは、プロセスと特性のパフォーマンスの例をお見せします。そして建設プロセスの最後に、設計通りに機能する事を確かめるために性能検査を依頼します。財務的にきわめて有効であることの証拠が明確にあります。13~16%の省エネ効果がありました。クール・ルーフについては、地理的条件によって差が出ますけれども23~46%の省エネが可能になります。照明では、最大60%の省エネ効果を実現できます。

床下換気では、使用するエネルギーを15%削減できます。そして、私の著書では150ページに渡って、多くの異なる特性や、利益についての財務上の証拠すべてを分析しております。しかし、プロセスと特性のパフォーマンスの最も重要な部分は、リスクの軽減です。持続可能なプロセスと特性に関連したベスト・プラクティスを実行することによって、リスクを劇的に削減できます。その重要性については、後でもう少し詳しくお話します。

次に、建物のパフォーマンスについてです。ビルのパフォーマンスは7つのカテゴリーに分けております。私の仕事で重要なので、入居者のパフォーマンスを強調します。私は、実際に入居者のパフォーマンスを分析する方法を考えることに多くの時間を費やしました。それを2種類のパフォーマンスに分けました。個々の居住者には健康と生産性の満足度を設定します。企業レベルのパフォーマンスもあります。ビジネスは空間を占有しています。そして、それらのビジネスの多くでは、持続可能な不動産が資源消費の削減、評判やリーダーシップの向上、社内外のコンプライアンスの強化、および将来の収益に対するリスクの削減によって、それらの企業の価値に貢献します。

私の著書では、このトピックの分析に30ページほどを割いておりませんが、実際にはそれほど複雑ではありません。一番重要なのは、次の点です。テナントの持続可能な不動産に対する要求が強いと主張する場合には、その仕組みを理解するために、頭の中にモデルを持たなければなりません。実際に、それが私の仕事の焦点です。

マーケットのパフォーマンスについては、ミッシング・リンクのことをお話ししました。規制当局、スペース・ユーザーおよび投資家が何を望んでいるのかを理解しなければなりません。マーケットのパフォーマンスの証拠には4種

類あります。そして最も重要なのは専門家による財務分析です。世界中で、これらの調査はおよそ 10 件ほどしかありません。それらの調査はマーケット、査定または評価の専門家によるものです。そして、彼らは多数のビルをチェックし、規制当局、ユーザーおよび投資家に対する持続可能性の影響を結論付けます。残念ながら、キャスビー（CASBEE/建築環境総合性能評価システム）、グリーンスター（Green Star/GBCA）またはリード（LEED）の認証による、統計に基づく価値プレミアムに焦点を合わせた、統計とモデル化に基づいた価値の分析は、個々の不動産を理解するためには、実際あまり役に立ちません。そして、統計の限界と誤用について、言うべきことはたくさんありますが、ここではコメントを控えましょう。私のコメントは私の本と、関連した出版物に載っています。

こちらに、専門家による財務分析の例がいくつか出ております。後でご覧頂きたいと思います。

実際のマーケット・パフォーマンスの証拠について理解するために重要なのは、賃貸料がそれほど動いていない事です。だからといって価値が高くないという事ではありません。テナントがすぐ見つかる、回転率が低い、それから入居率が高いという事で持続可能な不動産の価値が大幅に上がる事があります。実際に賃貸料が上がらなくても、価値を高めるささいなものがたくさんあります。

ここで、持続可能な不動産の財務分析のための、6つのステップによるプロセスについてお話しします。持続可能な不動産に対する投資が価値や財務パフォーマンスに及ぼす影響を理解したい場合には、少なくとも概念的には、ディスカウント・キャッシュ・フロー（DCF）、あるいはインカム・アプローチのモデルを理解することが重要です。多くの人達がこのタイプのキャッシュ・フロー・モデルを理解していないのが残念な事ではありますが、あと数分もすれば理解していただけたと思います。

ここでは、フィンレイ 14 というものを照会しています。ジェームス・フィンレイという米国のウェルス・ファーゴ銀行の鑑定人ですけれども、私の知る限り最もグリーンな鑑定人です。鑑定人が価値について考える際は、スライドではほとんど読めない小さな変数すべてについて、多くの仮定を設定しなければなりません。それらの変数には、賃貸手数料、テナント改造、入居率およびテナント回転率が含まれています。

鑑定は定性的なプロセスです。例えば、鑑定人はすべての定性的および定量的情報を徹底的に評価し、賃貸料を 40 ドルに決定します。その決定は統計分析に基づいてはいませんが、厳密な定性的プロセスに基づいています。不動産のプロは持続可能な不動産投資の利益の定性的な性質を取り扱えるので、これは

重要なことで、持続可能性には良い知らせです。

財務分析を実施する時には、6つのステップを踏まなければなりません。それぞれステップについて説明します。

最初のステップでは、ファイナンシャル・モデルを選びます。決定のための適切なファイナンシャル・モデルを選択しなければ、どのようなデータが必要なのかが分かりません。そこで、私の著書の中でもおよそ60ページに及ぶ分析で、不動産に関する決定に適用できる、すべての種類のファイナンシャル・モデルを説明しております。持続可能な査定のための多くのモデルは、従来の不動産と同じです。しかし、持続可能性については、私が持続可能性サブファイナンシャル分析と呼んでいるものが異なっています。

DCF分析では基本的に収益から経費を引いた値に注目します。それが営業純利益になります。そして、それを資本化して価値を得ます。しかし、鑑定人がDCFモデルを使用する場合には、並行して多くの分析を行って、DCFモデル内の多数の仮定をサポートします。それらのサブファイナンシャル分析が重要です。そして、持続可能性については、価値の問題を理解したければ、いくつかのサブファイナンシャル分析を追加しなければならない事が分かります。

例えば、チャーン・コストの節約です。チャーン・コストは、単純に空間内で人々を動かすためのコストです。居住者または企業にとっては、かなりの金額になることがあります。床下換気装置があれば、チャーン・コストを大幅に削減でき、利益を計算できます。もう一つの例は、健康コスト分析です。実際のビルのテナントについて、潜在的な健康コストの節約額を計算できます。同様に、生産性の利益を分析できます。

2番目のステップは、不動産の持続可能性の評価です。これは難しい問題です。CASBEEの格付けは、どの程度価値があるのでしょうか。LEEDの格付けは、どの程度価値があるのでしょうか。認証は何を意味するのでしょうか。答は、私が何を言おうと関係ないという事です。自分たちの建物のためにやるべき事は、規制当局やユーザー、投資家と話して、利益を得るための閾値を見つけることです。彼らが要求している認証は何なのか。利益を得るために、彼らが必要としている環境パフォーマンスの閾値は何なのか。それを知ることです。

ステップ3では、持続可能性のコストと利益をすべて査定します。ここでリスクを分析します。持続可能な不動産について、良くない事がいくつかあります。新しいタイプの製品、新しいタイプのプロセスおよび新しいサービス・プロバイダーのために、持続可能な不動産には重大なリスクが生じます。開発コストが上がるかもしれません。

しかし、もう一方では、持続可能な不動産のリスクが大幅に小さくなることもあります。統合されたデザインでは、開発リスクを削減できます。強力な収

益力があり、パフォーマンス・リスクを削減できます。最も重要なのは、将来の規制当局、スペース・ユーザーおよび投資家が不動産に対する需要を維持している場合に、機能的および経済的陳腐化を避けることによって、重大なリスク回避利益が生じるという事です。

これはまだステップ 3 だという事に注意してください。財務パフォーマンスを理解するためには、3つの追加ステップが必要です。

ステップ 4 では、すべてのコストと利益をいくつかのカテゴリーに分類します。純コストと純利益を査定しなければなりません。

ステップ 5 では、持続可能性を文脈の中で処理しなければなりません。投資の価値は、それを他の重要なもの、持続可能ではないものすべてを含む文脈の中に置かなければ分かりません。例えば、スペース・ユーザーの要求を見てみましょう。

テナントが持続可能な特性にどの程度の価値を置くのかを理解するためには、他に何が重視されているかを理解しなければなりません。それはテナントと不動産のタイプに非常に依存しており、マーケットと経済の要因に基づいて、時間とともに変化します。例えば、スライドでご覧いただいているように、スペース・ユーザーはスペースを選択するときに、持続可能性以外の関心がたくさんあります。

他のすべての要素が、物件にとって、特定の市場で、特定の時間に重要だという事を理解しなければなりません。複雑に思われるかもしれませんが、これがまさしく適正評価、引き受けおよび評価の専門家が毎日行っていることです。持続可能性は、居住者が不動産に関して決定を下すときの一要素に過ぎません。

ステップ 6 では RAP を使いこなすことが重要です。RAP は Risk Analysis and Presentation (リスク分析とプレゼンテーション) です。リスクについてさらに深く理解しなければなりません。金融危機を経験しているので、ここにいる皆様はリスクをよく理解しておられると思います。

しかし、一つ例を挙げさせてください。財務に詳しい人に 7%の収益と 15%の収益のどちらが良いかという事を聞きました。これは引っ掛け問題だと思いかもしれませんが、答は簡単で、リスクによって答えが違ってくるとい事なのです。

投資に対する収益率は、やはりリスクを踏まえて考えなければいけません。例えば住友信託銀行が長期リースしている大規模ビルであれば、利回り 4%でも十分だと思います。しかし、その物件が半分リースされていて、大規模な改装をしようとしている場合には、建設、リース・アップなどのリスクを負えば、15%から 20%の利回りがなければ困るというように思うでしょう。明らかに、リスクは大事です。前にプロセスと特性のベスト・プラクティスでリスクを削

減する方法についてお話した事を思い出していただければ、決定を下す際に、お役に立てるかもしれません。

持続可能性に投資する際の、2年から3年の投資回収または30%から50%の利回りは、所与のリスクを支払うには高すぎます。リスクを包括的な形で理性的にリスクを提示すれば、価値を大幅に上げることができます。

最後に、現在の動向について、いくつか意見を述べます。

今後、グリーン・リースが標準になるでしょう。価値とリスクをよく理解することが、持続可能な不動産への資本の流れを増やすために重要です。リスクを特定し、値付けし、削減することなしに、持続可能な金融手法の開発に成功することはありません。そのことを申し上げておきたかったのです。

ご清聴ありがとうございました。