

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

ポール・マクナマラ 氏 「投資及び責任不動産」

昨年に引き続き国土交通省様から招待を受けまして、大変光栄に存じております。責任ある不動産投資という事でお話させていただきます。

今日のお話の中身ですが、様々な形の責任ある不動産投資という事でお話します。そして環境という観点から、投資に関してどのような事にメリットがあって、どういう課題があるのかというお話をします。

まず、投資家を取りうる責任ある不動産投資に対する様々なアプローチを検討して、ヨーロッパ、北米およびオーストラリアで出てきている、様々な責任ある不動産投資のファンドについてコメントします。このようなものを見直してみると、そのようなファンドの環境投資のメリットを検討できます。また、それだけではなく、私どもが自分の投資組織の中で行っている活動についても考えます。

そして、最後には、グリーン不動産ファンドを立ち上げるメリットについて、いくつかの疑問点を指摘したいと思います。

(初めに、今日こちらにイギリスのプルデンシャル社を代表して来ておりますが、同じ名前の別の会社で米国の企業があります。これら二つの異なる組織間の契約によって、米国のプルデンシャルを代表して来ているのではないという事を明確にしなければなりません。)

初めにいくつかの注意を述べたいと思います。まず、不動産が気候変動の問題の重要な要素であることを明確にしておかなければなりません。

このスライドは国連の文書から引用したのですが、不動産と建築環境でエネルギーの約 40%を使っている事を示しています。つまり、エネルギー使用の主たる経路です。また、主要な二酸化炭素排出源(40%)でもあります。

不動産がその他の資源を使用し、あるいは汚染物質を放出している事が記載されています。つまり、不動産は問題の重要な要素です。そして興味深いことに、解決策でも重要な役割を担っているようです。

非常に見にくいグラフですが、気候変動に関する政府間パネルから持ってきたものです。建築部門が、発展途上国と先進国の両方で、最も低コストで CO₂ 削減の潜在能力を持っている事を示しています。グラフの横のコメントに載っ

ています。

世界中で多くの政策立案者らが、二酸化炭素の排出量を削減する方法がすでにいくつもあり、不動産業界の現状に反映されていないことを疑問に思っています。政治家も、それらの方法が採用されていない事を奇妙に思っています。この事の潜在的な影響については、後のパネル・ディスカッションの中でもお話しします。

私ども不動産業界は問題の一部であり、解決策の一部でもあります。ですから、不動産投資業界がますます注目を浴びている事は不思議ではありません。色々な利害関係者が、不動産業界がどのように対応するのかに注目しております。実際にテナントの会議に行きますと、テナントもスポットライトを浴びているので、おそらく同様の立場でしょう。

導入部のコメントとして、不動産の影響は開発と何らかの関係はあるものの、開発は問題の一部でしかないことを、ここで明確にしておくべきでしょう。新しい建築物をグリーンにする事だけに集中すると、CO₂の排出規制に貢献するためには遅すぎるのです。建築物全体で見れば、新規建築は毎年1ないし2%しかありません。ですから、新規開発ではなく、既存の建築物が問題になるのです。

導入部の最後になりますけれども、ここで議論しなければならない3つの可能性についてお話ししたいと思います。即ち、どのような形で行動を先へ進めていく事ができるかということについてです。このスライドの左側ですけれども、責任ある行動をとる事によって、ファンドの業績を上げることができると書いてあります。

この効果を検証できれば、お客様の代理としてそれらの責任ある行動をとる事が、投資家の金融上の義務になります。グラフの右側は、金融上の社会的責任が一致しない場合です。この場合、金融機関にとって明らかな問題が出てきます。

しかし、スペクトルの中央の位置も忘れてはなりません。これは、二通りに表現できます。まず、不動産ポートフォリオの責任あるマネジメントが投資収益に影響を及ぼさない場合には、責任ある行動をとる事が倫理的な責務になります。

しかし、このようなアプローチが収益を損なうと考えられる場合には、問題を逆にして、受託者義務を満たすために可能な経済的な枠組みの中でどれだけの事が出来るのか、という事も考えていただきたいのです。

では次に、様々な形態の責任ある不動産投資のアイデアを見ていき、そして不動産が持つ可能性についてお話ししたいと思います。

責任ある投資の世界におきましては、通常4つの技法を用いる事ができます。スライドに「関与」、「選別」、「ベスト イン クラス」、そして「拡張分析」と列

挙されております。後の二つは財務的な技法であって、責任ある投資とはあまり関係ないので、取り上げません。関与と選別に話を絞りたいと思います。

選別では、投資家が認めた製品やプロセスに資本を優先的に割り当て、投資家が認めない製品やプロセスに資金が行かないようにします。

関与では、このような意思決定は含まれていません。関与ではほとんどすべてのものが投資対象となり得ますが、製品またはプロセスの基礎を改善して、より責任あるものにしていくために直接的な行動をとります。この二つの技法が責任ある不動産投資に明確に表れていることが後で分かります。

まず、選別を見ていきましょう。選別は、投資プロセス全体を通じて発生するものです。株式、債券または不動産の選択という意味での、マルチアセットのレベルで発生することもあります。

不動産の資産クラスの選別も起こるかもしれません。即ち、特定の種類の不動産に対する優先順位を決めることがあります（例えば工業地よりもオフィスビルを優先させる）。このような判断はまれですが、可能ではあります。

それから、特定の種類のストックへの実際の投資に選別を適用する事があります。

末吉さんより先ほどお話がありましたが、世界中の主要な年金基金の方がアセット・アロケーションと気候変動の問題に、非常に慎重に取り組んでおります。こちらに二つの例がございます。一つはフランスの sovereign wealth fund (FRR) で、もう一つは投資顧問の Mercer です。後者は気候変動の問題で非常に不安定になっている世界において、主要な資産クラスの間で、どのように資金を分配していくかという事を考えています。そして、最初に示されたことは、世界が不安定になればなるほど、ファンドは不動産、株式などのリスクの多い資産から離れていくという事です。

特にこの不動産の選別について話をしたいと思います。様々な特徴で不動産を選別できます。所在場所でもできます。公共交通機関に近い不動産に優先的にファンドを回し、車に依存する不動産は優先順位を下げるという事も考えられます。

環境面では問題がありますが、最高のグレードの建物のみを購入して、グレードの劣る建物は避けるという事が世界中で一般的に行われています。

すでに述べたように、不動産の種類で選別を行うこともあります。

テナントによって不動産の選別を行っている、倫理的な投資家もいます。例えば、グリーンな製品、政策またはプロセスを推進しているテナントだけを入れて、兵器やポルノなどに関連したテナントは避けています。

それでは、不動産のポートフォリオの選別を行うための投資のロジックはあるのでしょうか。昨年お話をした時にも、これと似たようなスライドをお見せ

したと思います。

テナントと投資家がグリーンな建物は好ましい、そしてそうではない、言わばブラウンの建物は好ましくないと考えれば、長期的にレンタルに関してグリーンな建物とブラウンな建物の間に違いが生じることを、私どもは期待しています。ブラウンな建物と比べて、グリーンな建物の運営費が安ければ、グリーンな建物はリース期間が終わったときに、次のテナントがすぐに見つかるだろうと考えられます。さらに、テナントにとって節約になれば、高い賃貸料を支払えるという事が考えられます。

さらに、投資家がブラウンな建物よりもグリーンな建物を優先させると、グリーンな建物については流動性が高まり、ブラウンな建物は流動性が低くなります。

ブラウンな建物と比較すると、グリーンな建物では賃貸料が上がり、レンタルがどんどん伸びて行くと思われそうですし、減価償却は少なくて済み、リスクプレミアムも少なくて済むと思われそうです。そして、それによってキャップレートが低くなって、価格が高くなると考えられます。

米国の初期の例で見てみますと、グリーンな建物では賃料プレミアムが3%になります。稼働率が高いので、取得プレミアムが6%になります。低いキャップレートで販売するので、価格がずっと高くなります(16%)。

もちろん、このような分析に問題がない訳ではありません。この場合、建物をそのようなグリーン・レベルまで持っていくためのコストが抜けています。

持続可能性は、不動産の資産価値に対して、中期的に影響を及ぼし、将来の業績に影響します。必ずしも価格に反映されていないかもしれませんが、多くの人達が将来的には価格に反映されていくだろうと考えています。そして、この持続可能性などの問題が大きくなるほど(実際に大きいと言えますが)、価値に対する影響が大きくなります。

しかし、不動産の選別には問題があります。最も重要な問題は、人為的に投資領域を制限すると、ポートフォリオに対してリスクが発生する事です。意図的に特定のクラスの投資案件を回避して、それが実績を挙げれば、ファンドの実績が相対的に貧弱になります。

同様に、選別プロセスを始めるために、建物およびテナントに関して情報を収集しなければなりません。それから、実務的な問題があります。例えば、ショッピング・モールに100件のテナントが入っていて、その中の5件が認められない場合に、どうしますか。その資産を購入しますか。

倫理感の高い投資家はこのような問題に対して経験則を見出していますが、実現は困難です。そして最後の疑問として、選別が責任ある行動なのかという事を申し上げたいと思います。それらの資産は実績を挙げるかもしれないので、

選別は合理的ではありますが。しかしながら、それによって自分が認めない資産の問題を他人に振り分けていないでしょうか。

私の見解では、成功する投資家は資産をグリーンに向け、ブラウンから遠ざけます。グリーン資産によって資本コストを下げ、ブラウン資産で資本コストを上げるという事は、最小限の責任だけを取っています。

ここで、関与の問題に移りましょう。

不動産の方が株式市場よりも関与のチャンスが大きいと言う事を指摘したいと思います。不動産投資家がファンド内の不動産に関与できる次元が少なくとも3つあるからです。

投資家がストラクチャーに関与して、ビルをグリーン化できるという事はよく分かっています。しかしながらそれだけではなく、テナントへの関与のチャンスもあり、それから法律上の関与のチャンスが増加しています。賃貸契約自身もグリーンな行動を促すのに利用できます。

3つの次元の1つ目である、投資家のビルとの関与について、まずお話ししましょう。明らかに、新しいビルを建てる時というのは、コントロールするためのチャンスです。これは五十年に一度のチャンスですが、完全にビルをコントロールできます。スケールは小さくなりますが、10年、15年ごとに行われる改修も投資家にとってビルを改善するチャンスになります。

しかし、不動産の管理ではいろいろな事が出来ます。毎日出来る、ささいな事があります。しかし、ビルをその敷地から動かすことはできません。ただし、地理学者が「状況」と呼ぶもの、すなわち不動産の位置と他の土地利用との関係には関与できます。例えば、物と人の、不動産の敷地に対する出入りにグリーンな移動手段を利用して、グリーン化が可能かもしれません。

しかし、テナントが入っている間は、所有者は改善できないという問題があります。リース終了時にテナントが引き払うときが、改善のチャンスです。従って、ビルへの関与はストップしては、また始めるという形になります。

(これらの例の詳細に説明するつもりはありませんので、後で資料をお読みください。例えば、このケースではあるビルに対していくつかの簡単な改善を行って、結果として賃貸料の収入が13%向上し、キャップレートが利回りで25ベーシスポイント削減されるという効果を見込めます。)

居住者にも関与しなければならず、また、ある意味では居住者は不動産業界の発展のために私どもよりも重要です。おそらく、テナントとは非公式に関与しなければなりません。例えば、私の会社では、新しいテナントに省エネ対策などによって資源と金を節約する方法を含む情報パックを送って歓迎しています。

明らかにリースも重要な分野で、不動産をより責任を持って管理できるよう

に、家主とテナントの契約を構造化できます。これは実際の例です。テナントとの密接な共同作業については、詳細を述べません。この例では、エネルギー・コストを節減し、二酸化炭素の排出を削減し、メリットを共有する事でテナントの定着を図る事が出来ました。

オーナーとテナントの双方が便益を受けましたが、この例ではショッピング・モール内のエネルギー・コストを下げ、テナントに対するサービス料を節減できました。この行動によって、テナントのセンターに対するロイヤルティが改善されたと信じています。

オーナーと居住者との関係の改善にご興味をお持ちの方には、UNEP FI の情報と、そこに載っているウェブサイトのリンクをお勧めします。

明らかにリースは非常に重要で、オーストラリア、北米、ヨーロッパでは投資家と居住者との関係の性質をあらかじめ決めておく事に関心が高まっています。そのねらいは、居住者が不動産を責任持って使用するようにすることです。これはグリーン・リースという概念で、リースに特定のグリーンな条件を設定し、当事者すべてが環境に優しい方法を追求するためにしなければならないことについて、責任を規定し、義務を負わせます。

それらの現状については、ベター・ビルディング・パートナーシップ (Better Building Partnership) というロンドンを拠点とした機関のレポートをお勧めします。

そろそろ私の発表も終わりに近づいてきました。責任ある不動産ファンドについては、グリーン開発ファンド、ダーク・グリーン選別ファンドおよび改善ファンドの3つの、異なる主要タイプの話になることが多いです。

このスライドでは、それぞれのタイプの環境ロジックと経済ロジックについて説明します。

名前から分かるように、グリーン開発ファンドは「グリーンな開発」に関心があります。しかし、皆さん不動産に関する経験からお分かりのように、開発は本質的にリスクです。従って、開発のみを行うファンドは、リスクに感じられます。

環境の視点から見ますと、開発は不動産のサイクルの中の特定の時点でのみ有利であることが分かっています。従って、これが私どもに可能な唯一のアプローチだったら、止めては始めるグリーン・アプローチになっていたでしょう。

ただし、少なくともグリーン開発では将来の問題の悪化を防ぎます。しかし、開発自体が二酸化炭素を発生させること、そしてビルを取り壊し再建する作業には、建設過程で使用されたエネルギーの、ある種の「環境的資本回収」が必要であることに注意しなければなりません。

グリーン開発ファンドは、投資と環境の両方に関して、興味深い問題を提起

します。

ダーク・グリーン選別アプローチも投資と環境の両方に関して問題を提起します。投資の観点から見た問題点は、特にヨーロッパでは、投資可能な範囲が狭く、特化されているので、そこでのみの投資することは投資プロセスにおけるリスクにつながります。関与していないので、多くの投資機会を逃すでしょう。また、私としては、これは既存の在庫をこれらの問題にあまり詳しくない人達に振り分けているので、合理的かもしれませんが、責任あるアプローチではないと思います。

PRUPIM では、すべてのタイプの不動産について戦術的に資産を割り当てて投資でき、また CO2 の排出削減に直接貢献できるので、改善のアプローチを強くお勧めします。

責任ある不動産投資について考えると、最初の疑問は、「このファンドに責任ある不動産投資があるなら、なぜそれをすべてのファンドに実施しないのか」ということでしょう。答える際には、「重点的強化」を挙げることができるかもしれませんが、この質問は必ず出るでしょう。

ファンド・マネージャーとしては、この特定のグリーン・ファンドを持つことで資本を呼び込むか、またはやり方を心得ているグリーン不動産ファンド・マネージャーとして資本を呼び込むかという問題に取り組まなければなりません。

世界中の多くのところで、不動産ファンドの管理方法として、グリーンであることが標準になっているので、私は個人的には「グリーン・ファンド」がいつまであるのか疑問に思っています。

ここでまとめの言葉になりますけれども、不動産は問題の主要部ですが、CO2 の排出を削減するための解決策の主要部でもある事を認識しなければなりません。

ファンド・マネージャーとしては、これらの動向とその価値とパフォーマンスに対する影響を理解することが、受託者としての責任である事を理解しなければなりません。

不動産投資家は、末吉さんがおっしゃったような課題に取り組む際に、取り組むか、取り組まないか、選別するか、関与するか、それとも新しいファンドを作成するか、グリーンマネジメント会社になるかなど、多くの疑問を感じ、選択を迫られるでしょう。

私としては、賢い投資家は今日議論した内容から利益を上げると 생각합니다。しかし、本当に責任のある投資家は既存物件を改善することによって貢献しようとしています。

解決しなければならない最後の質問は、グリーン・ファンドの運用者になる

のか、グリーンなファンド運用者になるのかです。

ご清聴ありがとうございました。