

REPORT II

不動産運用ビジネスの幕開け - 不動産投信運用会社の始動と課題 -

金融研究部門 不動産投資分析チーム 岡 正規

1. 注目される不動産投信の運用業務

昨年11月に投信法が改正され、不動産を運用対象とした不動産投資信託（以下不動産投信という）^(注1)が解禁された。今年3月、東京証券取引所に不動産投信市場の開設準備が整ったが、ようやく9月には第一号の上場ファンドが登場する予定である（図表 - 1）。

そもそも投資信託とは、「不特定多数の投資家から集めた資金をいったんプールしてファンドとし、それを不特定多数の資産に分散投資する運用を行い、投資家は運用益の分配を受け、事業者は資金運用の支援を行うことによるフィー収入を得る」仕組みである。不動産投信の場合、資産運用の主体である投資法人は証券発行のための器にすぎないので、資産運用を投資信託委

託業者（以下運用会社という）に委託する^(注2)ことが義務付けられている。金融庁が運用会社を認可^(注3)するにあたっては、不動産運用に関する十分な知識と経験、社会的信用、一定の財産的基礎などを求めている。

このように、不動産投信市場の創設は、不動産運用の対価として報酬を得る専門家の存在を前提としており、本格的な不動産運用ビジネスの到来を意味している。

運用会社は、投資法人から不動産の取得や譲渡、賃貸、管理に関し、専門家としての判断と実行を任されているが、このような業務をアセット・マネジメントという。運用会社はファンドの収益率を向上させるために、投資対象の選別取得、物件の売却や入替え、物件管理の改善、リニューアル、借入の活用などに係わる方針の

図表 - 1 上場が予定される不動産投信

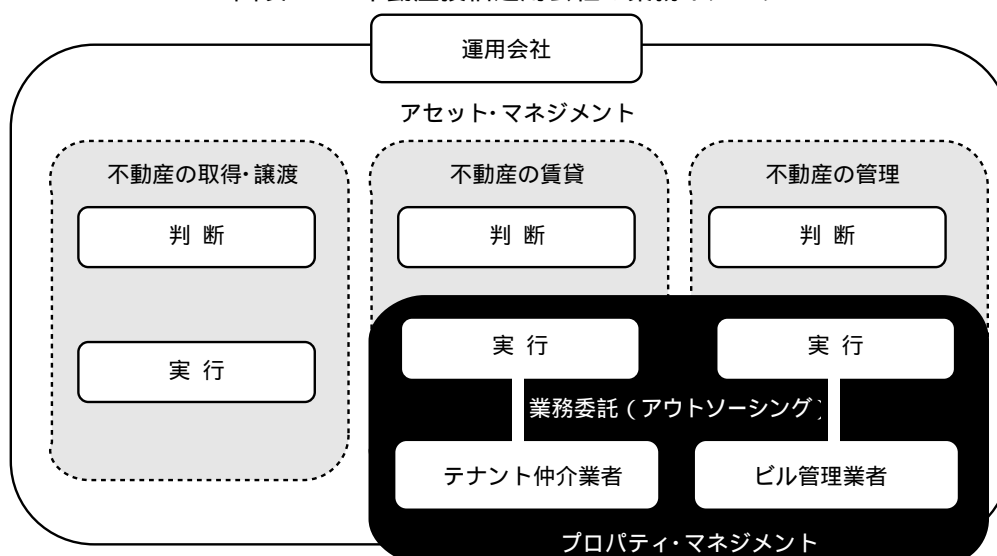
出資会社	運用会社名	当初資産規模（円）	公募規模（円）
三井不動産、住友生命、住友信託他	日本ビルファンドマネジメント	2,000 億	未定
三菱地所、東京海上、第一生命	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント	1,000 億	800 億
三菱商事、UBSアセットマネジメント	三菱商事・ユービー・エス・リアルティ	500 ~ 600 億	未定
東京建物、朝日生命、安田生命、大成建設	東京リアルティ・インベストメントマネジメント	500 ~ 600 億	未定
森トラスト、大和証券グループ、三菱信託	森トラスト大和不動産投信	500 億	未定
リックス	リックス・アセットマネジメント	1,000 億	未定
東急電鉄、東急不動産、レドリス	未定	1,000 億	未定
みずほフィナンシャルグループ、三井不動産	ウイング・プロパティ投信	3,000 億	未定

(注) 1. 出資会社とは、運用会社のスポンサー - 会社の意味。

2. 通常、ファンドは借入による外部調達も行うので、資産規模と公募（出資）規模とは異なる。

(資料) ニッセイ基礎研究所

図表 - 2 不動産投信運用会社の業務イメージ



(資料) ニッセイ基礎研究所

策定に関して判断が求められる。これらの業務を遂行するためには、不動産の取引や管理運営に精通するだけでは十分でなく、資金調達やリスク管理に関するノウハウや経験も必要である。

なお、運用会社は少数精鋭で効率的に業務を行うために、個々の物件管理やテナント管理など、より現業に近いプロパティ・マネジメント業務は、外部の専門業者に委託するケースが多くなっている(図表 - 2)。

このように運用会社に委託する外部運用の仕組みは、SPC(特定目的会社など)を用いて特定の資産を流動化する、これまでの証券化案件でもみられた。しかし、配当可能利益の90%超を投資家に分配するなどの税制適格要件を満たしながら、市況に応じて資産の入替えや追加投資を行い、ファンド規模の拡大や収益率の向上を積極的に図らなければならない不動産投信では、より高度で洗練された運用技術を要求されることになるだろう。

2. 不動産投信運用会社の課題

利益相反リスクの回避

上述したような不動産投信の外部運用体制に

ついては、利益相反リスクの存在が指摘される。利益相反とは、忠実義務を負う者(ここでは運用会社)が自己や第三者の利益を図り、投資家の利益を損なう恐れがあることをいう。これまで、不動産会社は、自己勘定で不動産運用を行う投資家でもあったため、利益相反は生じなかった。しかし、第三者の投資家に収益を分配する証券化の仕組みでは、元の不動産所有者や不動産会社、運用会社と、投資家の利害とが一致しない場面が少なくない。

例えば、運用会社が物件管理を委託するプロパティ・マネジャーの選任にあたり、運用会社の株主である不動産会社やその子会社を優先して、通常より有利な条件で契約する可能性がある。また、不動産会社が子会社の運用会社を通じ、ファンドに対して、自社物件を適正価格より高値で売却したり、不良物件だけ選別して売却するリスクもよく指摘される。

これは、運用会社の株主である不動産会社自身が不動産を保有し、自社や子会社が管理事業を行っているなど、不動産投信事業と競合するような状況にあるからである。米国では、不動産会社自体がREIT^(注4)に転換して上場する

ため、競合するような上場不動産会社は存在せず、日本のような問題は起こらない。

また、運用会社が、資産規模比例の運用報酬目当てに高値で物件を取得したり、売買報酬目当てに不必要な売買を繰り返すリスクや、建築・設備工事やデュー・デリジェンス(物件精査)など、運用に係わる業務の外部委託で運用会社自身の関係会社に便宜を図るような、運用会社自体のリスクもある。

このような利益相反行為を回避するために、運用会社は法令を遵守するのはもちろん、業務上のルールや仕組みを工夫した体制を整備している。また、開示情報に基づき、運用会社の行動を機関投資家やアナリストが監視を怠らないことで、このような利益相反リスクを抑制する仕組みはより効果的になるだろう(図表-3)。

適切な情報開示

上場不動産投信については、投信法と証券取引法に基づく情報開示、東証の適時開示基準、および投信協会の自主規制ルールに基づく情報

開示が義務づけられている。しかし、これまでになかった新しい金融商品で、市場や投資家の理解もまだ十分ではないだけに、これらの情報開示が実際どれだけ適時・適切に行われるかが注目される。

この情報開示では、物件ごとの期末評価額や収入・費用の内訳、稼働率など、ファンド運用上の詳細な情報開示が義務づけられている。テナントに関する個別情報の開示が十分でないという批判もあるが、上場不動産会社では従来これほど詳細な情報が株主に提供されていないことと比べれば、不動産投信の情報開示基準は画期的である。

ただし、現時点では、詳細な開示情報をすべての投資家が有効に活用できるかは疑問である。特に、多数を占めるであろう個人投資家^(注5)にとって、不動産特有の専門用語や数字が羅列されるだけでは、いくら詳細な情報が開示されたところで理解できないだろう。もちろん、開示された一次情報を分析して客観的な評価を下

図表 - 3 不動産投信(会社型)における利益相反リスクの回避策

	項目	内容例
法令による回避策	受託者責任 行為準則(禁止規定)	・忠実義務と善管注意義務を負う
	利益相反のおそれがある取引の情報開示	・運用会社が、利害関係人やその顧客の利益を図るために投資法人の利益を害することを禁止する
	兼業の制限 売買価格の二重チェック	・運用会社が、利害関係人と不動産を売買したときには、書面を投資法人に交付する
	投資家のガバナンス確保	・投資家保護に欠けるおそれがある業務はできない ・運用会社は、第三者(弁護士、公認会計士、不動産鑑定士)に売買価格を調査させる義務を負う 投資家は投資主総会で議決権を行使できる コンプライアンス体制の確立
仕組みによる回避策	コンプライアンス体制の確立	・法令や社会的規範・倫理に基づく行動基準を、運用会社内に整備する
	物件売買に関する自主規制 業者選定基準の明確化	・親子間取引の数量を規制する
	事業分野の切り分け	・プロパティ・マネジャー選任の際、競争入札方式など合理的な選定基準を採用する
	利益とリスクの共有	・運用会社は、株主である不動産会社と営業地域や資産タイプの異なるファンドを組成する
	運用報酬の工夫 人事交流の制限	・運用会社の株主が不動産投信の安定株主となり、他の投資家と利益・リスクを共有する ・運用報酬体系に、収益比例などのインセンティブを導入する ・株主から運用会社に人材を外向させる場合、ノーリターンルールを適用する
	投資家と市場による監視	・アナリストや機関投資家が常にチェックし、市場に情報を提供する

(資料) ニッセイ基礎研究所

すアナリストや格付会社など専門家の責任も重いですが、まずは運用会社が投資家向けに、わかりやすい情報を適切に提供する努力を行うことが不可欠である。

3. 運用ビジネスの発展にむけて

不動産投信の登場で生まれつつある不動産運用ビジネスは、わが国では独立専門として存在していなかった新たな分野であるだけに、これまでみてきた課題にも直面している。

土地神話の下では、不動産情報は特定少数の間でしか流通せず、事業（経営）と投資（所有）が明確に分かれていなかったため、利益相反リスクも顕在化しなかった。また、不動産がいったん取得されれば、第三者に売却されることもほとんどなく、真の運用の専門家は育たなかったといえる。しかし、バブル崩壊後、不動産事業は多数の投資家から資金を集める必要が生じ、投資家の立場で運用を行うアセット・マネジメント機能が脚光を浴びることになった。

運用会社は、専門家として高度な不動産運用技術やリスク管理技術を持つと同時に、受託者責任を負うため、利益相反リスクを回避する仕組みを整備し、また投資家に理解される内容の適時・適切な情報開示を求められているのである（図表 - 4）

昨今のように、不動産投信市場形成の初期においては、不動産投資に精通する機関投資家やアナリストによる運用会社の監視も、不動産運

用ビジネスの発展にとって重要となるであろう。

-
- (注1) 改正された投信法では、資産の運用主体が投資法人の会社型と、信託銀行が運用会社から委託を受け、あるいは独自に運用を行う契約型がある。現在上場が計画されているのは会社型で、本レポートでも、会社型について記述する。
- (注2) ファンドが外部に運用をゆだねる仕組みを外部運用という。豪州の不動産ファンドであるプロパティ・トラストは同じ仕組みだが、日本の不動産投信が範とした米国のREITは自らが不動産事業の経営を行う内部運用の仕組みである。
- (注3) 金融庁に投資信託委託業者の認可を得る前に、国土交通省による宅建業法の免許とそれに基づく取引一任代理の認可を得る必要がある。
なお、同じ2000年に、国土交通省（旧建設省）により不動産投資顧問業登録制度が創設された。ここで規定されている総合不動産投資顧問業は、不動産投資に関する助言業務や不動産取引に関わる投資判断の一任とそれに伴う権限委任による不動産取引が行えることから、不動産投信委託業者（運用会社）とほぼ同じ業務内容といえる。本来、両制度の一体化が図られるべきであるが、タテ割行政の弊害といえる。
- (注4) 米国の不動産投資信託。Real Estate Investment Trustの略で、リートと呼ばれる。
- (注5) 伝統的に不動産投資を行ってきた生保・信託など機関投資家と一般の個人とは、不動産投信を取り巻く不動産市場や経済・金融環境、税制など周辺情報へのアクセス面の格差に加えて、情報分析能力に大きな差がある。

図表 - 4 運用会社で重視される機能

機能	主な業務
不動産運用	<ul style="list-style-type: none"> ・アセット・マネジメント ・プロパティ・マネジメント（外部委託も可能） ・市場調査 ・リスク管理
投資家対応	<ul style="list-style-type: none"> ・積極的な情報開示と投資家向け広報（IR） ・コンプライアンス（法令遵守）、その他利益相反リスクを回避する仕組みの整備

（資料）ニッセイ基礎研究所