

J-REIT の資産運用報酬を考える

－その実態と運用会社評価指標としての課題－

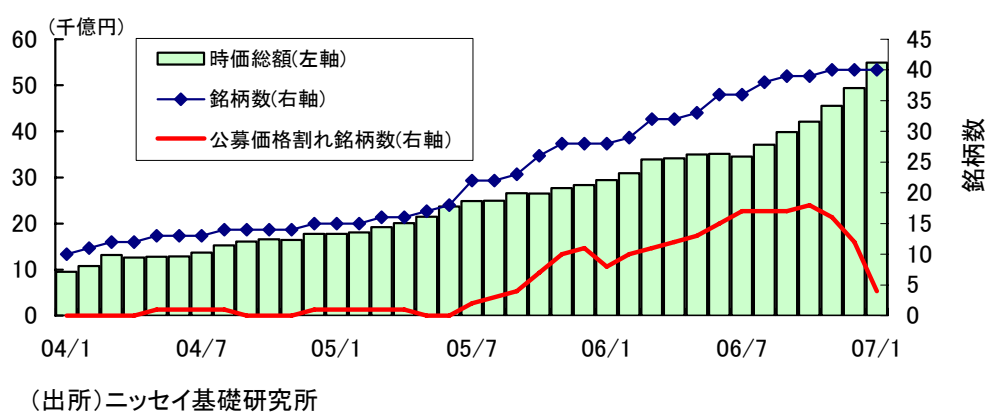
ニッセイ基礎研究所 金融研究部門
 不動産投資分析チーム
 副主任研究員 岩佐 浩人
hiwasa@nli-research.co.jp

1. 運用会社評価指標としての運用報酬

誕生して5年以上が経過したJ-REIT（不動産投資信託）市場は、2007年1月末現在、40銘柄、時価総額で5兆円を超える規模となった。

個々投資法人（以下J-REITという）に対する市場の評価は、当初、分配金利回りを重視する債券的な評価から始まり、その後、東京都心オフィス賃料の反転や主に私募系ファンドを設立母体（スポンサー会社）とするJ-REIT上場が相次いだ2005年夏頃から、セクターやスポンサー会社の知名度、時価総額の大きさなどを基準に銘柄を選別する、いわゆる「銘柄の二極化」が進行した。しかし、最近では外人投資家などの旺盛な需要を背景に、公募価格割れした銘柄数は減少し、銘柄間の評価格差はやや修正されつつある（図表－1）。

図表－1 時価総額・銘柄数・公募価格割れ銘柄数
 （2007年1月末）



償還がなく法人税が免除された上場公募投信であるJ-REITの使命は、小口資金を集め、変動リスクが小さく質の高い投資適格不動産に選別投資し、賃貸事業からのキャッシュフローを長期的に維持・向上させ、安定したリターンを投資主に提供することにある。J-REIT

は自ら資産運用できないため、運用を投資信託委託業者（以下運用会社という）に委託（外部運用）することが定められており、運用会社は投資主利益を最大化するため、不動産の投資・保有に係わる運用戦略の策定・実行の受託者責任を担っている。したがって、J-REITの価格は、短期的には景気サイクルや市場の需給（投資家ニーズ）の影響を強く受けるものの、中長期的には運用不動産の質とそれを維持・向上させる運用会社の能力に左右されると考えられる。

運用会社を評価する指標には、運用実績など定量的なものだけでなく、彼らの持つ運用ノウハウ、情報収集体制、人材の質・量、組織の安定性、コンプライアンス遵守体制といった定性的なものがあるが、運用会社が得る運用報酬も定量的に把握できる指標のひとつである。本来、投資家は費用対効果の観点から、運用能力の高い運用会社に対しては報酬が少々高くても進んで運用を委託するが、能力が低ければ報酬が安くても委託せず、能力が同等と評価すれば報酬の安い運用会社を選択するはずである。

そこで、現在上場しているJ-REITの運用報酬の比較を以下で試みる。

2. 運用報酬の体系

J-REITが運用会社へ支払う運用報酬は、①賃料などの賃貸収益、②期間利益、③資産残高に連動するもののほか、④物件の取得・譲渡に際して発生するが、各項目の定義¹や料率はJ-REIT毎に異なり、多種多様な体系となっている（図表-2）。

たとえば、J-REIT 最初の上場銘柄である「日本ビルファンド(NBF)」、「ジャパンリアルエステイト(JRE)」の報酬体系をみると、NBFは賃貸収益と利益に連動する一方、JREは利益に応じた逓減料率に加えて利益が一定基準を上回った場合支払われるインセンティブ報酬を採用している。また、「日本リテールファンド(JRF)」の報酬は資産残高に連動しているが、JRFはその理由として、報酬計算が簡単で収益数値の算定に伴う疑問や報酬計算から生じる不明瞭な点を排除できること、報酬料率（運用資産額に対し0.6%）決定においては海外の事例分析に基づいたことを、ホームページで説明している。

その後上場したJ-REITは、これら先行3社の体系や料率を参考にしたと思われるが、「日本プライムリアルティ(JPR)」は残高報酬を年1.5億円とする固定制、「東急リアル・エステート(TRE)」は投資口価格に連動するインセンティブ報酬²、「FCレジデンシャル(FCRI)」などは当面の報酬を低く設定³、といった独自の報酬体系を導入している。

このように報酬体系は各社各様で、中にはかなり複雑な体系のJ-REITもあり、投資家が報酬体系をみて報酬水準を直感的に理解することが難しい場合もある。不動産運用は、株

¹ たとえば、期間利益の定義では、報酬控除前分配可能利益、経常キャッシュフロー（経常損益+減価償却費等）、FFO（報酬控除前純利益+減価償却費）、NOI（賃貸事業収入－賃貸事業費用（減価償却費除））などがある。

² 当該営業期間における投資口価格平均が過去の平均値の最高値を上回った場合に発生する。一方、投資口価格連動のインセンティブ報酬については廃止を宣言したJ-REITもある。

³ 他に「ビ・ライフ(BLI)」や「日本ホテルファンド(NHF)」などがあるが、このような銘柄では今後報酬体系が変更される可能性がある点に留意が必要である。

式のようなベンチマーク設定が困難で、株式運用に比べてよりアクティブ度の高い運用といえるため、報酬水準は運用会社の持つノウハウや実績に応じて合理的に設定されるべきものである。このため、報酬水準が相対的に高い運用会社は、自らの運用ノウハウや運用実績などに照らして、投資家に理由を説明する責任があると思われる。

図表-2 投資法人の運用報酬体系

証券コード	投資法人名称	①賃貸収益	②利益	③資産残高 (年率)	④物件取得・譲渡		投資口価格変動
					取得(注4)	譲渡(注4)	
8951	日本ビルファンド	2.5%	3.0%	-	0.25%	-	-
8952	ジャパンリアルエステイト	-	逓減料率:5%+インセンティブ	-	0.8%	0.5%	-
8953	日本リテールファンド	-	-	0.6%	0.5%	-	-
8954	オリックス不動産	-	3.0%	0.35%	-	-	-
8955	日本プライムリアルティ	逓減料率:2%	3.0%	固定1.5億/年	-	-	-
8956	プレミア	3.0%	3.0%	-	逓減料率:0.25%	-	-
8957	東急リアル・エステート	-	逓減料率:6%	逓減料率:0.3%	-	-	○
8958	グローバル・ワン不動産	-	5.0%	0.3%	0.5%	0.5%	-
8959	野村不動産オフィスファンド	-	5%+インセンティブ	0.35%	-	-	-
8960	ユナイテッド・アーバン	-	-	0.6%	0.8%	0.8%	-
8961	森トラスト総合リート	-	1.5%	0.15%	逓減料率:0.4%	0.05%	-
8962	日本レジデンシャル	-	3.0%	0.4%	1.0%	0.5%	-
8963	東京グロースリート	-	3.0%	対純資産:逓減料率1%	0.5%	0.5%	-
8964	フロンティア不動産	-	2.0%	0.3%	0.25%	0.25%	-
8965	ニューシティ・レジデンス	-	3.0%	0.5%	1.0%	-	-
8966	クレッシェンド	-	4.5%	逓減料率:0.55%	逓減料率:1%	-	-
8967	日本ロジスティクスファンド	-	3.0%	0.4%	0.7%	0.5%	-
8968	福岡リート	2.0%	2.0%	0.3%	逓減料率:0.25%	-	-
8969	プロスペクト・レジデンシャル	-	3.0%	0.5%	1.0%	-	-
8970	ジャパン・シングルレジデンス	-	5%(条件付)(注1)	0.5%	0.35%	0.5%	-
8972	ケネディクス不動産	-	3.0%	0.3%	0.25%	0.5%	-
8973	ジョイント・リート	-	3.0%	0.4%	0.4%	0.4%	-
8974	イーアセット	-	逓減料率:5%+インセンティブ	逓減料率:0.1%	0.5%	0.5%	-
8975	FCレジデンシャル	-	3.0%	0.4%(1期0.2%2期0.3%)	1.0%	1.0%	-
8976	DAオフィス	5.5%	2.0%	0.1%	0.5%	0.5%	-
8977	阪急リート	-	5.0%	0.35%	0.5%	0.7%	-
8978	アドバンス・レジデンス	-	3.0%	0.5%	1.0%	0.5%	-
8979	スターツプロシード	-	3.0%	逓減料率:0.7%	0.55%	0.55%	-
8980	エルシービー	-	3.0%	0.35%	0.7%	0.4%	-
8981	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート	-	5.0%	0.3%	0.25%	0.25%	-
8982	トップリート	-	5.0%	0.3%	0.5%	0.5%	-
8983	クリード・オフィス	-	3%+インセンティブ	0.2%	0.25%	0.25%	-
8984	ピ・ライフ	-	0.75%(注2)	0.2%(注2)	0.4%	0.4%	-
8985	日本ホテルファンド	-	1%(注3)	0.3%(注3)	1.0%	1.00%	-
8986	リプラス・レジデンシャル	-	1.5%	0.35%	1.0%	0.5%	-
8987	ジャパンエクセレント	-	2.0%	逓減料率:0.5%	-	-	-
3226	日本アコモデーションファンド	5.0%	5.0%	-	0.5%	0.5%	-
3227	MIDリート	-	5.0%	0.4%	0.5%	0.5%	-
3229	日本コマースナル	-	3.0%	0.4%	0.8%	0.4%	-
3234	森ヒルズリート	-	-	0.4%	0.5%	0.25%	-

(注1) 営業利益、分配金が直近の決算期より増加している場合に発生
(注2) 数値は当面の報酬(上限値:対利益の5%、対資産の0.4%)
(注3) 数値は第2期決算の報酬(上限値:対利益の5%、対資産の1.0%)
(注4) 取得報酬・譲渡報酬は、スポンサー関係者との取引における上限値
なお、逓減料率については現在の平均値を記載

(出所) 開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

3. 運用報酬水準の比較

①決算データによる比較

まず、上場40社のうち2期以上決算実績のある26社の決算データ(2006年5月～2006年10月期)を用いて、J-REITの報酬水準を比較する。

運用報酬額の比較では、基本的に資産額に連動するため、規模の大きいJ-REITが上位を占め、トップの「日本リートファンド(JRF)」が年20億円を超える一方、下位クラスのJ-REITでは1億円程度となっている(図表-3)。

分配金(報酬控除前、売却損益除き)と総資産に対する報酬率をみると、平均は対分配金で14%、対総資産で0.5%であった(図表-4)。対分配金報酬率14%は、不動産の運用により生み出された最終利益を100とした場合、これを投資家と運用会社で86:14の割合で分配したことを意味する。この水準の妥当性の判断は難しいため、対総資産報酬率0.5%について、一般的な公募投信(国内株アクティブ運用)の信託報酬と比較してみる。通常、J-REITは借入によるレバレッジが40-50%程度あるため、投資家からの出資金に対する報酬率は1%程度となり、1%～2%程度の公募投信の信託報酬と比べて、決して高い水準ではないといえそうである。

次に、報酬率が最も高い「東急リアル・エステート(TRE)」と最も低い「森トラスト総合リート(MTR)」を比較すると約4倍の開きがある。TREが高い理由は、当期間に投資口価格が大きく上昇したことによるインセンティブ報酬の影響が大きい⁴。また、一般に物件取得時に生じる取得報酬は、資産取得に係わるコストとしてバランスシートに計上され、損益計算書上の資産運用報酬に含まれない。TREはこの取得報酬をゼロ⁵としており、その分、運用報酬体系を高めに設定しているとみられる⁶。

そこで、取得報酬⁷を加味した運用報酬率を計算すると、当然ながら当期間に不動産取得を積極的に行ったJ-REITが上位に並ぶ(図表-5)。物件取得は将来の運用ポートフォリオのリスク・リターンを決定する重要なイベントで、その対価である取得報酬は、運用会社に対するインセンティブ報酬の意味合いが強いといえる。取得報酬を含めた運用報酬率の比較では、各J-REITの外部成長度合いや取得タイミングに左右される点に留意する必要があるだろう。

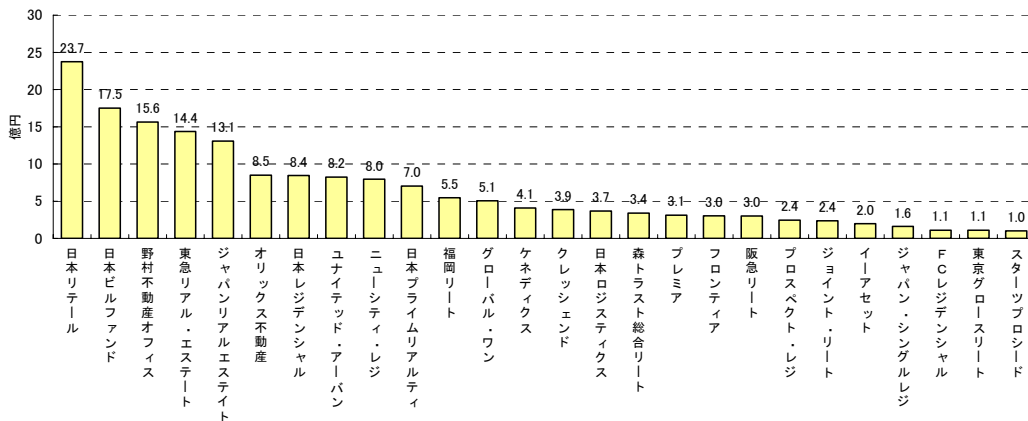
⁴ このインセンティブ報酬は報酬全体の約32%を占めている。

⁵ 他に、「日本プライムリアルティ(JPR)」、「野村不動産オフィスファンド(NOF)」、「ジャパンエクセレント(JEI)」が取得報酬をゼロとしている。

⁶ TREはアナリスト説明会資料で、こうした会計処理と報酬水準の関係に言及している。

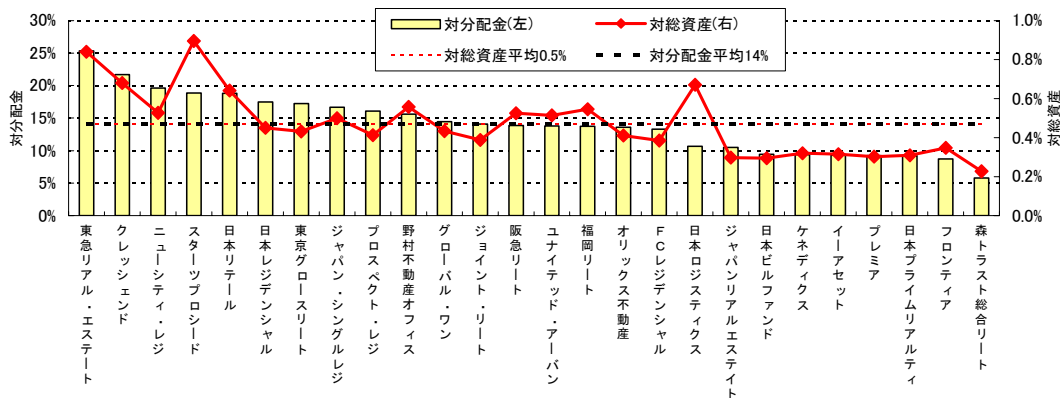
⁷ 取得報酬額=取得額×対スポンサー関係者料率で試算しており、実際の取得報酬額とは異なる。

図表-3 運用報酬額(年換算後)



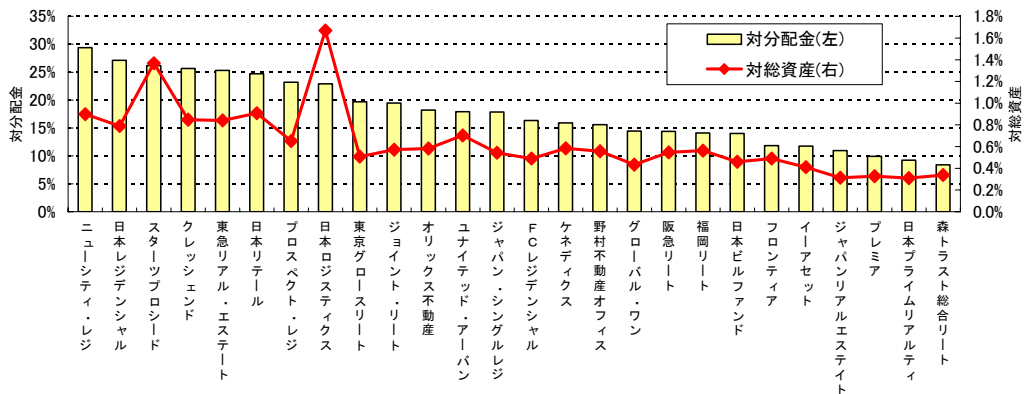
(注)運用報酬額は2倍し年率換算した

図表-4 報酬率(対分配金、対総資産)



(注)計算式: 対分配金 = (運用報酬) / (当期純利益 + 物件売却損益 + 運用報酬)、 対総資産 = (運用報酬 / 平均資産) * (365 / 運用日数)
 平均資産 = (前期末総資産 + 当期末総資産) / 2

図表-5 取得報酬を含む報酬率(対分配金、対総資産)



(注)計算式: 対分配金 = (運用報酬 + 取得報酬) / (当期純利益 + 物件売却損益 + 運用報酬 + 取得報酬)、
 対総資産 = (運用報酬 + 取得報酬) / 平均総資産 * (365 / 運用日数)、 平均総資産 = (前期末総資産 + 当期末総資産) / 2
 なお図表-3、図表-4のうち、「スタートアッププロシード(SPI)」、「日本ロジスティクスファンド(JLF)」は期初に大規模な物件取得を実施したため、
 分母となる平均総資産が過小に計算され対総資産報酬率が実際より上振れしている。

(出所) 全て開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

②【モデルファンド】を用いた比較

①のような実績値の比較はおおよその目安にはなるものの、J-REITの資産額や資産取得状況が異なるため、これだけで報酬水準の高低を判断することは適切ではないと思われる。そこで、決算データを参考に資産規模 2,000 億円のモデルファンドを設定し、これに各銘柄の報酬体系を適用⁸して 40 社の報酬率を計算した（図表-6）。比較に際しては全体平均を 100 とした（図表-7）。また、200 億円の資産取得を前提とする「取得報酬を含む報酬率」も計算した（図表-8）。

モデルファンドによる計算では、報酬水準は資産規模や物件数との相関関係は確認できず、多くのJ-REITは全体平均の±25%の範囲内にあるものの、上下で約3倍の開きがあるなど個別性が強いことがわかる。一方、「日本ビルファンド(NBF)」と「ジャパンリアルエステイト(JRE)」の報酬率が市場平均を大きく下回っていることから、J-REIT市場の成長とともに、報酬水準は上昇傾向にあるといえそうだ。さらに、40社をオフィス系、商業施設系、住宅系、総合系といったセクター毎に分類すると、平均的には住宅系>オフィス系であった（図表-9）。一般に、住宅はオフィスに比べファンド規模や1棟あたりの規模が小さいことなどが報酬率の設定に影響していると思われる。なお、モデルファンドによる計算では、資産額や資産取得額などの前提条件が変われば、結果も変わることに留意すべきである⁹。

図表-6 【モデルファンド】の定義

○先の26社の決算データを参考に、資産規模2,000億円のREITを想定
 <その他の前提>
 ・利益インセンティブ報酬は一律1000円/1口とした(⇒全体報酬の10-15%となる水準)
 ・投資口価格インセンティブ報酬は5%上昇を想定

○取得報酬=200億円(総資産の10%)×対スポンサー関係者料率

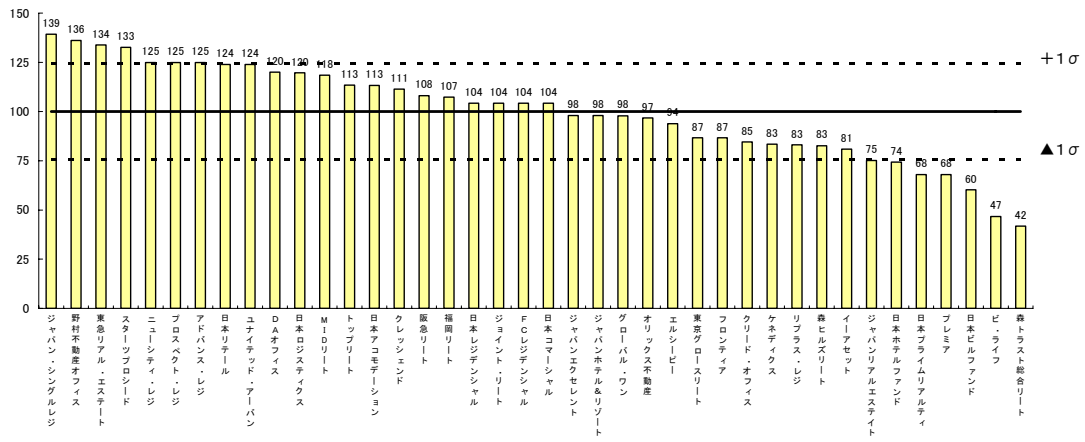
B/S		P/L(半期)	
資産 (2000億円)	負債 (1000億円)	金額(億円)	対総資産(年率)
	⇒ 利子率1%	賃貸事業収入	75 7.5%
		賃貸事業費用(減価償却除)	15 1.5%
		NOI	60 6.0%
		減価償却	15 1.5%
		支払利息	5 0.5%
		その他費用	5 0.5%
	⇒ 投資口数:20万口 BPS:50万円	運用報酬控除前利益	35 3.5%
		資産運用報酬	5 0.5%
		当期利益	30 3.0%
		(EPS)	(15,000円)

(出所)ニッセイ基礎研究所

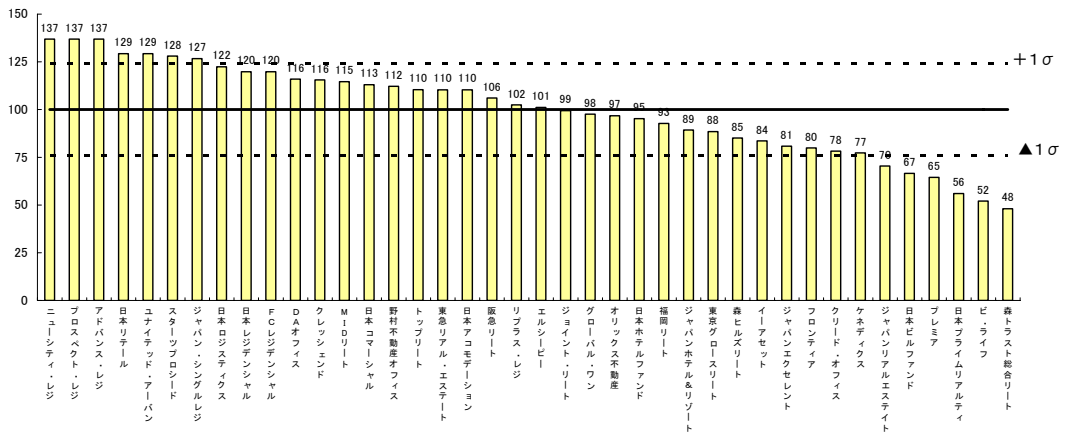
⁸ インセンティブ報酬は一定の前提を仮定している。

⁹ たとえば、通減料率を採用するJ-REITが資産額 2000 億円を上回る（下回る）場合、実際の報酬率は計算より低く（高く）なる。

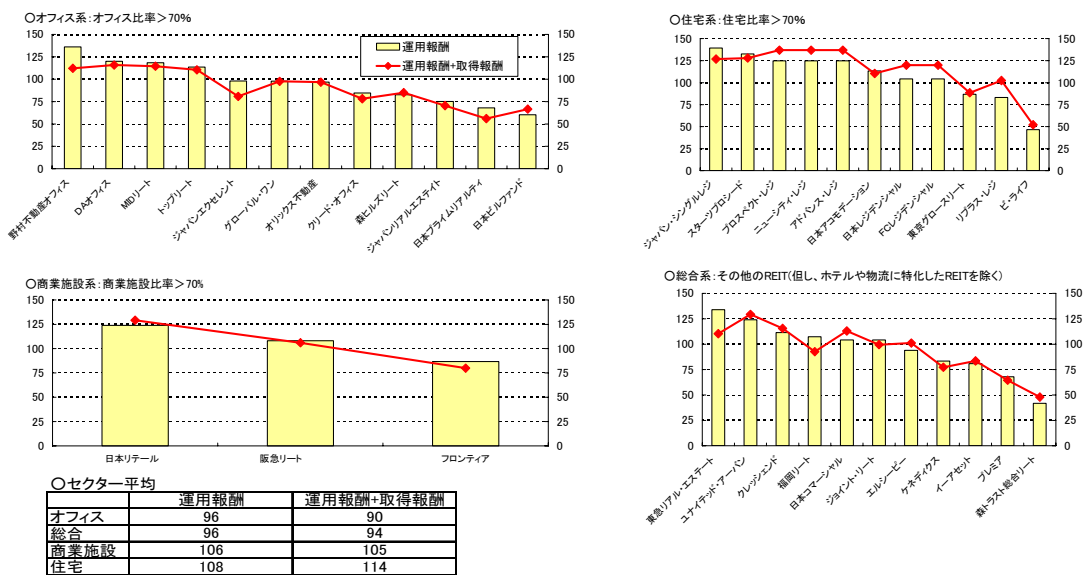
図表-7【モデルベース】の報酬率



図表-8【モデルベース】の取得報酬を含む報酬率



図表-9 セクター別の報酬率比較



(注) 直近の決算データ、もしくは上場時ポートフォリオをもとにセクターを分類

(出所) 全てニッセイ基礎研究所

4. 運用会社評価指標としての課題

これまでみてきた報酬水準の高低の議論とは別に、J-REITの運用会社を適正に運営していくために必要なコストはどのくらいなのかという議論も必要である。

2006年度に相次いだ投資法人や運用会社の法令違反による行政処分を契機に、運用会社は不動産の評価方法や利害関係者との利益相反チェック体制など、内部統制の強化に取り組んでいるが、厳格に対応しようとするほどそれに伴う追加コストは無視できないものとなろう。また、あまりにも資産規模の小さい運用会社は、本来必要とするコストを自己完結的に確保するためには、資産規模の拡大が不可欠である（図表-10）。

ただし、スポンサー会社から完全に独立した運用会社はなく、程度の差はあれスポンサー会社の経営資源に頼る関係にあるのがJ-REITの実態である。特に物件取得競争が激化する現在、投資家も、利益相反リスクよりもスポンサー会社からの物件供給力に期待して、両社のコラボレーションを重視する傾向が強まっている。もちろん、スポンサー会社がJ-REITを自らの不動産事業の一部門に位置づけたり、J-REITに関連した収益機会を拡大したりすることが一概に否定されるものではないが、一定のバランス感覚が求められているのも確かである。ちなみに、運用会社の役職員数とスポンサー会社からの出向者比率から、運用会社における経営資源の自己完結性やスポンサー会社との距離感がある程度推測できるが、本来あるべき運用会社の独立性について、投資家は十分にチェックする必要がある（図表-11）。

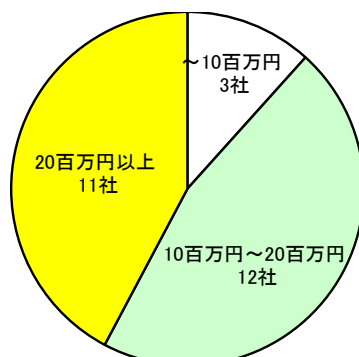
また、スポンサー会社との取引状況など情報開示が強化される中¹⁰、投資家は、運用報酬の表面的な多寡にだけ注目するのではなく、スポンサー会社との利害関係取引の内容やスポンサー会社の収益機会、運用会社のコスト構造などについても関心を広く持ち、投資家が真に負担しているファンド運営に関わるManagement Expense Ratio(MER)¹¹の把握が一層重要になると思われる。

以上

¹⁰ 東京証券取引所は、不動産投資信託証券に係る上場制度の整備に伴う不動産投信特例等の一部改正（H18.10.1施行）により、証券の発行者等に「不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書」を継続的に提出するよう義務付けている。

¹¹ 一般にMERはファンド平均残高に対する総経費率を指すが、真のMERには物件売買に係わる媒介手数料・運用会社への報酬などのほか、投資口発行時のコストなども含まれよう。

図表-10 運用会社の一人当たり運用報酬



(注)対象: 上場40社のうち2期以上決算実績のある26社(2006年5月～2006年10月期)

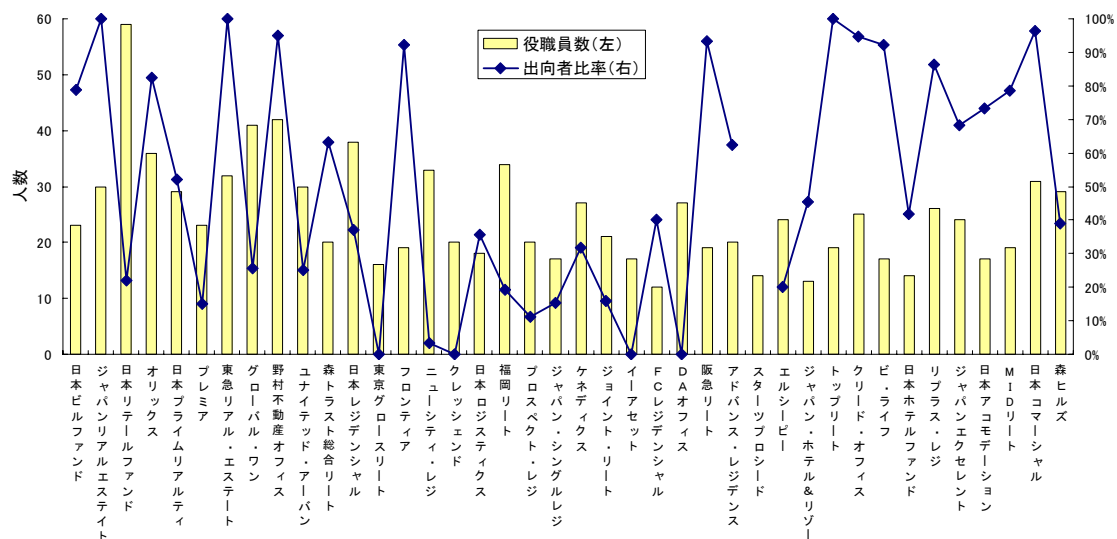
一人当たり報酬=運用報酬額(年率)/役職員数

役職員数: 従業員(派遣社員含む)、常勤・非常勤取締役、常勤・非常勤監査役の合計

(従業員に派遣社員を含むかどうかの開示内容は運用会社によって異なる)

(出所)「不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書」などを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-11 運用会社の役職員数と出向者比率



(注) 役職員数: 従業員(派遣社員を含む)、常勤・非常勤取締役、常勤・非常勤監査役の合計

出向者比率: 従業員+常勤取締役に占める出向者数(派遣社員数の開示がある場合は派遣社員を除く)

(出所)「不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書」などを基にニッセイ基礎研究所が作成

本レポートは、情報の提供のみを目的としております。本レポートは、ニッセイ基礎研究所が入手可能な情報のうち、信頼に足るものと判断した情報、データに基づき作成しておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本レポートは、本レポート作成日のニッセイ基礎研究所不動産投資分析チームの見解を反映させたものであり、その内容は今後変更される可能性があります。

不動産投資分析チーム 公表レポート一覧

2007/01/24	オフィス市場はいつまで好調を持続するかー景気後退と団塊退職で 2009 年には市況悪化も
2006/12/15	J-REIT におけるインデックス運用増加とその影響
2006/12/05	雌雄を争う六本木ヒルズと東京ミッドタウンー変貌する六本木エリア、真のライバルは丸の内
2006/11/02	現状肯定派が増えた不動産投資市場ー第 3 回不動産市況アンケート結果より
2006/10/06	急上昇する東京のオフィス賃料ーバブル超えの可能性を検討する
2006/07/10	地方賃貸オフィス市場と投資市場ー改善する賃貸市況と流入する投資資金
2006/06/20	オフィスビル事業のブランド戦略ー大競争時代における勝ち組の条件
2006/03/31	不動産投資市場拡大で問われる投資家の情報リテラシー
2006/03/10	賃貸住宅市場の概況と投資ポイント
2006/01/26	耐震強度偽装問題 不動産投資市場への影響ーJ-REIT 銘柄や私募ファンド運用会社の選別化加速
2005/12/27	再々考／東京オフィス市場の「2010 年問題」ー成長業種が牽引する賃貸オフィス需要
2005/11/08	熱を帯びる不動産投資市場の行方ー不動産市況アンケート結果より
2005/09/25	A クラスビルの付加価値とは何かービルスペック高度化の現状と展望
2005/07/05	不動産投資立国で人口減少でも豊かな生活を
2005/05/19	求められる不動産価格の妥当性検証の仕組みーJ-REIT, 私募ファンド市場の健全な成長のために
2005/04/27	再考／東京オフィス市場の「2010 年問題」ービル需要の多様化がオフィスワーカー減少の緩衝材に
2005/03/14	J-REIT における不動産投資利回りの動向
2005/01/31	注目される新築アッパーミドルクラスビルー中型ビル市場で勝ち組になる巧みなマーケティング
2004/11/11	東京のオフィス市場動向ー不透明な賃貸市場と過熱する投資市場
2004/10/21	オフィス市況アンケートのまとめー実務家・専門家がみる今後のオフィス市場
2004/09/27	不動産投資ブームと投資教育の不在ー人生最大のマイホーム投資こそ重視すべきテーマ
2004/07/27	市場の二極化、実は階層化ー平均値では把握できないオフィスビル市場
2004/06/21	住宅市場に 2010 年問題はあるかー団塊世代の住行動と定年退職の影響を読む
2004/05/28	今後の金利上昇が J-REIT 価格に与える影響ー米国 REIT からのインプリケーション
2004/03/19	投資家が求めるビル管理コストのベンチマークー適正な管理仕様に基づくコスト評価のために
2004/03/02	大型オフィスビルが牽引するフロア利用効率の改善ー2003 年問題の陰で進んだオフィス改革
2003/12/16	情報通信技術が支える新しいワークスタイルーテレワーク増加とオフィス需要への影響
2003/11/10	地方オフィス市場の現状と展望ー東京ー極集中で高まる縮小均衡の可能性
2003/10/14	マンションの事務所利用に注目するー小規模オフィスビルにおける需要創造の新たな視点
2003/08/28	都市再生は不良債権問題を解決するかー的外れな地価反転待望論
2003/07/08	新時代を担う世代のための都心居住政策をー求められる多様な賃貸マンション供給
2003/05/09	大規模開発は日本経済を再生するかー都市再生プロジェクトへの期待とその限界
2003/03/25	日銀の不動産投資信託(REIT)購入効果に疑問ー健全な市場形成を阻害するおそれも
2002/11/12	拡大する私募型不動産ファンド市場ーそのビジネスモデルと市場展望
2002/10/08	本当に有利か？ワンルームマンション投資ー投資リスクを誤解させる利回り表示
2002/09/12	オフィスビル大競争時代の幕開けー需要縮小局面における勝ち組の条件
2002/06/06	東京オフィス市場の「2010 年問題」ーオフィス需要純減で 2003 年より深刻な局面も

(注) 上記レポートはすべてニッセイ基礎研究所のホームページ<http://www.nli-research.co.jp/>からダウンロード可能です。