

不動産投資市場の現状と展望 —高まる市場リスクと投資プレイヤーの課題—

株式会社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

主任研究員 岡 正規

目 次

1. はじめに
2. 不動産投資市場の現状
3. 不動産投資市場の展望
4. さらなる市場の発展に向けた課題
5. 終わりに

日本の不動産投資市場には、国内外の投資資金が流入しており、J-REITや私募ファンド市場が拡大している。J-REITや私募ファンドの台頭は、本格的な不動産運用時代の到来を示唆しており、今後、さらに不動産投資市場と金融資本市場との連関が強まることは必至である。その結果、投資プレイヤーは、高まる不動産価格の変動リスクとわが国特有の利益相反リスクへの対応に迫られている。マーケットの発展のためには、投資家の不動産や運用者に対する高度な評価分析能力が求められる。

1. はじめに

本年3月に発表された2007年1月の地価公示では、16年ぶりに全国の平均値が前年比プラスとなった。

そもそも公示地価は平準化された指標であり、市場での取引実態を直接的に表すものではないが、主要都市の中心エリアを中心に、不動産価格

が底打ち、値上がりに転じたことが広く確認されたことは間違いない。

以下では、特に商業地の地価に大きな影響を与えている、賃貸オフィスビルや賃貸マンションなどの商業不動産の売買市場（以下、「不動産投資市場」という）の現状とその見通し、さらには重要な課題への対応について、投資家の視点から述べてみたい。



岡 正規（おか まさのり）

1991年大阪大学大学院工学研究科修了。同年4月日本生命保険入社。不動産部を経て、95年4月よりニッセイ基礎研究所に転出、不動産市場の調査・投資分析を担当。2006年6月から投資助言室チーフ・インベストメント・アドバイザーを兼務。主な著書・論文に、『アセット・マネジメント・ビジネス近未来』（共著、きんざい）、『不動産証券化入門』（共著、シグマベイスキャピタル）、「不動産税制の新たな役割」（ニッセイ基礎研究所報vol.9）、等がある。

当論文は、『証券アナリストジャーナル®』平成19年7月号に掲載された論文を同誌の許可を得て転載したものです。

6 本稿の著作権は(社)日本証券アナリスト協会®に属し、無断転載を禁じます。

証券アナリストジャーナル 2007. 7

2. 不動産投資市場の現状

(1) ファンド市場の拡大

最近の地価上昇の背景として、景気回復による不動産に対する実需の増加に加え、J-REIT（不動産投資信託）や私募ファンドを通じた内外資金による不動産取引の活発化がある。

市場創設から間もなく6年となるJ-REITは、現在、上場銘柄数41、時価総額6.7兆円（注1）にまで成長している。特に、昨年末から外国人投資家と国内投資信託の買いが増加しており、個々の銘柄も過去の最高値を更新するような状況にある。

一方、1998年ごろから登場した私募ファンドの運用資産は10兆円（注2）以上と、J-REITを大幅に上回る市場規模となっていると推測される。私募ファンド市場の拡大に伴い、金融機関のノンリコースローン残高も6兆円強（注3）に積み上がっている。

また、投資資金の増加を背景に、当初はオフィスビル中心であった投資対象不動産は、現在では商業施設や賃貸マンション、ホテル、物流施設、高齢者施設などに多様化しており、投資対象地域もほぼ全国に広がっている。

(2) 不動産価格の上昇

内外から大量の投資資金が大都市の商業不動産に向かって流入しているため、商業地価や商業不動産価格の上昇が顕著である。機関投資家へのアンケートでも、不動産の期待利回り（＝キャップレート（注4））は低下（価格は上昇）傾向にある。例えば、丸の内・大手町のAクラスビル（注5）の期待利回りは、3年前に比べて1%低下し、4.0%になっている（図表1）。

このような不動産価格上昇の背景には、世界的なカネ余りによる流動性の高まりがあるが、加えて日本の不動産投資の比較優位性がある。

後者についていえば、①長期金利（注6）と不動産利回りとの差（イールド・スプレッド）が2.4%と、最近縮小しているものの、まだ海外に比べて大きいこと（注7）、②借入金利も低いレバレッジ効果が期待できること、③好景気の持続で将来の賃料や価格の上昇期待があること、から日本における不動産投資が相対的に有利な環境にあると考えられている。

ニッセイ基礎研究所では、不動産投資に携わる実務家・専門家に対し、不動産投資市場の現状認識と先行きについて、アンケート（注8）を毎年実施しているが、この3年で大きな意識変化が見られる。

（注1） 2007年5月末時点。

（注2） 社団法人不動産証券化協会「第2回会員対象私募ファンド実態調査」では8.2兆円となっているが、調査対象外のファンドなどを加えると10兆円をはるかに上回るものと推測される。

（注3） 金融庁の実態調査によれば、主要銀行の残高は2006年9月期に6.6兆円。前回調査（2005年9月期）の5兆円から1年間でおよそ3割増加した。

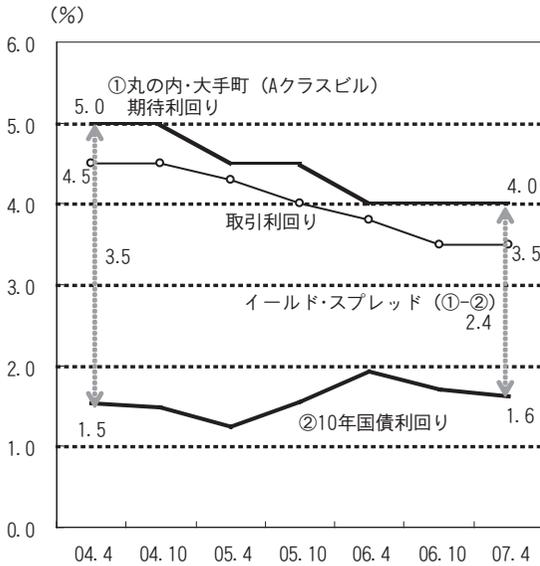
（注4） キャップレート（Cap.Rate）は、不動産の収益に基づく価格を算定する際に用いられ（不動産価格＝収益÷キャップレート）、投資家が期待する利回りの目安の一つである。

（注5） 最寄り駅より徒歩5分以内、延べ床面積5万㎡以上、築5年未満で、設備の仕様が標準以上のオフィスビル。

（注6） 一般的には、10年長期国債を基準とすることが多い。

（注7） 例えば、欧米の都市のイールド・スプレッドは、フランクフルト、パリが1%前後、ニューヨーク、ロンドンが0%前後である（Jones Lang LaSalle調査）。

図表1 不動産イールド・スプレッド推移



(出所) 日本不動産研究所資料等を基にニッセイ基礎研究所が作成。

すなわち、不動産価格の現状についての認識において、04年調査では6割近くあった「市場は過熱気味」という見方が4割まで減り、一方で2割強だった「高値だが適正な範囲」という見方がほぼ半数を占めるまで増加している(図表2)。

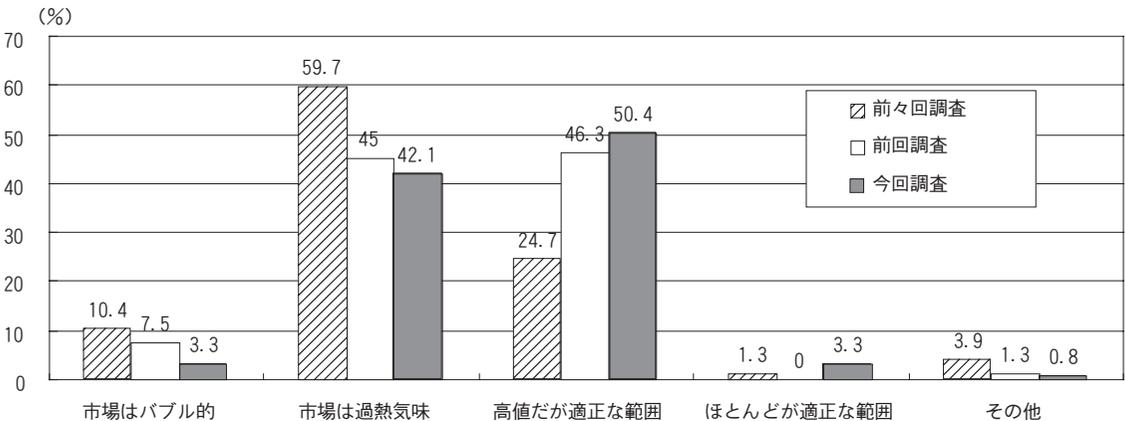
これは、05年から反転が確認された地価や賃料の動き、さらに景気回復と低金利の持続で、値上がりを追認したり楽観視したりする市場関係者が増加していることを表している。

いずれにしても、日本の不動産投資市場は、バブル崩壊以来初めての上昇局面のただ中にあると言える。

(3) ファンドビジネスの現状

市場の展望や課題を分析する前に、現在の不動産投資市場の拡大と価格の上昇を支えるファンド

図表2 不動産取引・投資市場における不動産価格の現状



(図表注) 前回調査は2005年10月、前々回調査は2004年10月に実施。
(出所) ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2006年10月

(注8) 不動産・建設、金融・保険、仲介、不動産管理、不動産ファンド、格付、投資顧問・コンサルタントなどに携わる215名を対象に、2006年10月2日～13日に電子メールで実施したもので、121件の回答を得た(回収率56.3%)。

のビジネスモデルがどのようなものであるかを確認しておく必要がある。

まず、私募ファンドは、ノンリコースローンによりJ-REITより高いレバレッジを効かせて、比較的短期間（3～5年）で、取得した不動産のキャッシュフロー増加やバリューアップ（注9）を実現した後、別の私募ファンドやJ-REITに転売して、投資家のリターンとファンド運用会社の収益を稼ぐビジネスである。投資家への利益分配の多寡は、投資のタイミングと運用者の巧拙に大きく依存している。

これに対しJ-REITは、長期保有（注10）を前提に、値下がりリスクの少ない優良物件を中心に分散の効いた不動産ポートフォリオを構築して、安定的な配当を投資家に提供するビジネスである。また、ポートフォリオの劣化・陳腐化を回避して長期安定的なインカムゲインを確保するために、資産の入れ替えや建て替えを実施することもある。

一般にJ-REITは、優良物件を長期保有する大口投資家であるため、私募ファンドが運用する中・大型不動産の最終的な出口（売却先）に想定される傾向がある。不動産証券化協会が会員を対象とした「私募ファンド実態調査（2006年12月末時点）」では、私募ファンドの出口戦略として、J-REITへの売却（20.2%）が他の私募ファンドへの売却（49.4%）に次いで多い。一方、昨年と同調査では約5割（注11）であったファンドへの売却が、約7割を占めるに至っているが、私募ファンドの出口戦略として、他の私募ファンドに依存する割合が一段と高まっていることが分かる。

さらに、私募ファンドの運用会社とJ-REITの運用会社が同じ系列の親子会社であるケースも少なくなく、両者が車の両輪となったビジネスモデルが見て取れる（図表3）。

3. 不動産投資市場の展望

(1) ファンドビジネスの見通し

これまでのファンド市場成長の背景にある不動産の金融商品化と、不動産ビジネスにおける所有と経営の分離というトレンドに大きな変化はなく、長期的に見て、市場は順調に拡大すると予想される。

一方、中期もしくは短期的な市場動向については、ある程度の調整局面も予想される。

現在の好調な投資市場の背景は、前章で見た通り、潤沢なエクイティとデットの資金、好調な不動産市況、長期にわたる好景気、それを受けた投資物件の将来キャッシュフローの上昇期待、海外に比べて依然大きいイールド・スプレッド、投資用不動産の最終投資家としてふさわしいJ-REITの市場が堅調なこと、にある。

一方で、不動産価格の上値余地が小さくなりつつあると多くの投資家がみているだけに、金利上昇や国内外景気の減速などで、不動産やJ-REITの価格が反転、下落する可能性も否定できない。

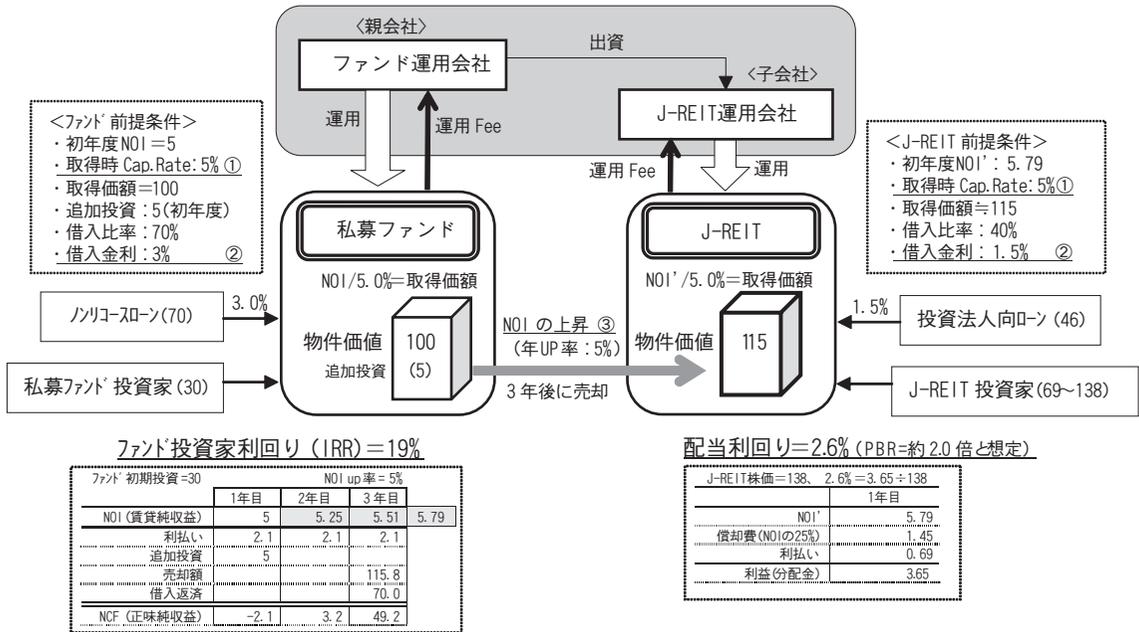
ここでは、図表3のビジネスモデルを前提に、三つのシナリオ（図表4：ケース①、②、③の変化）が市場に起こった場合の投資家への影響度合いを試算した。

（注9） リニューアルのため追加投資を行い、賃料の値上げや稼働率の改善、管理費の削減などによりキャッシュフローを増加させ、また権利関係の整理や耐震性の強化などでリスクファクターを軽減・除去することで資産価値を引き上げる。

（注10） 非コアと称する物件を頻繁に売却し、一定の配当原資を確保する戦略を採る住宅系ファンドもある。

（注11） J-REITへの売却（20.9%）が、他の私募ファンドへの売却（30%）に次いだ（05年12月末時点）。

図表3 私募ファンドとJ-REITビジネスの概要



(出所) ニッセイ基礎研究所

試算に際して、J-REITの配当利回りが市場裁定により当初の配当利回り (2.6%) にまで戻ることとし、二つの調整過程を想定した。J-REITの株価 (投資口価格) によって調整される場合 (調整I) と、J-REITの取得する物件価格によって調整される場合 (調整II) である。それぞれの調整により、J-REITの株価、または私募ファンド投資家の最終的なリターン (IRR) がどの程度変化するかを試算した結果が図表4である。

例えば、ケース①の調整Iでは、キャップレートが4.0%となり、J-REITの物件取得価額が145 (=NOI'(5.79)/4.0%) に上昇する。ここで借入

比率40%として、当初設定のPBR2倍程度まで株価が成長すると想定した場合174 (=145×0.6×2) となり、配当利回りが2.0% (=3.47/174 (注12)) まで下がってしまう。元の配当利回り水準 (2.6%) まで株価が調整するとすれば、株価は133 (=3.47/2.6%) となり、およそ▲24%の株価変動率となる (注13)。

ケース①の調整IIは、J-REITが元の配当利回り水準 (2.6%) を維持するには、私募ファンドからの物件取得キャップレートが4.0%から4.9%まで戻る必要があり、私募ファンドの出口価格が118 (=5.79/4.9%) となる。その結果、19%だ

(注12) 分配金 (3.47)=NOI'(5.79)-償却費(1.45)-利払い(0.87)。利払い(0.87)=145×0.4×1.5%。

(注13) 実際の市場では、調整IやIIのようにJ-REITか私募ファンドの一方だけが調整されることはないが、試算を簡便化するため、条件等に制約を設けた。また、J-REITの株価や取得価額の変化に伴い、J-REITの単年度の数値 (NOI、償却費、金利コスト、分配可能額) も変化するが、これも簡便化のため、一部数値は固定して算出している。

図表4 ケーススタディ

ケース	シナリオ
①	市場の Cap. Rate が、さらに 1% 下がりに (= 4%)、その後、下落余地がなくなった場合
②	賃料水準が高止まりし、NOI の上昇余地が見込めなくなった場合 (UP 率 = 0%)
③	私募ファンド、J-REIT の借入金利が共に 1% 上昇した場合

<調整Ⅰ：元の配当水準 (2.6%) に戻るまで J-REIT の株価に調整が入ると仮定>

ケース	J-REIT の株価変動率
①	▲ 24%
②	▲ 18%
③	▲ 14%

<調整Ⅱ：元の配当水準 (2.6%) に戻すため、J-REIT の取得価額を調整すると仮定>

ケース	私募ファンド投資家の利回り (当初 IRR = 19%)
①	-4%
②	4%
③	8%

(出所) ニッセイ基礎研究所

った私募ファンド投資家の利回り (IRR) は -4% となる。

誤解を恐れずに言えば、現在のファンドビジネスは、市場金利の低位安定下、物件取得キャップレートの安定もしくは低下傾向、賃料など将来のキャッシュフロー見通しの改善傾向、有力な出口である J-REIT 株価の上昇傾向と、幾つもの好条件がそろっているため、取得価格を上回る価格で、運用物件を売却できるビジネス環境が成り立っていると言えよう。

ただし、現在のような不動産価格の上昇局面では、キャッシュフロー改善や資産価値増加における、私募ファンドや J-REIT 運用者の貢献や技量の差が明確になりにくい点には注意を要しよう。

今後の市場成長過程では、景気や金利変動の影響を受け、資産価値や市場価格の調整局面が必

ず到来し、その時には、運用技術の差がパフォーマンスに反映されることは間違いないと考えられる。

ファンドビジネスは、株式や債券と異なり、同じ対象が二つとない実物資産を扱い、主な収益の源泉が賃貸事業収入と売却の出口価格である。それだけに、マーケットのタイミングも含めた適切な物件選択と巧みな管理運営などがうまく機能すれば、市況全体が多少悪くなくても、相対的に良好なパフォーマンスを確保し続けることのできる可能性も十分にある。

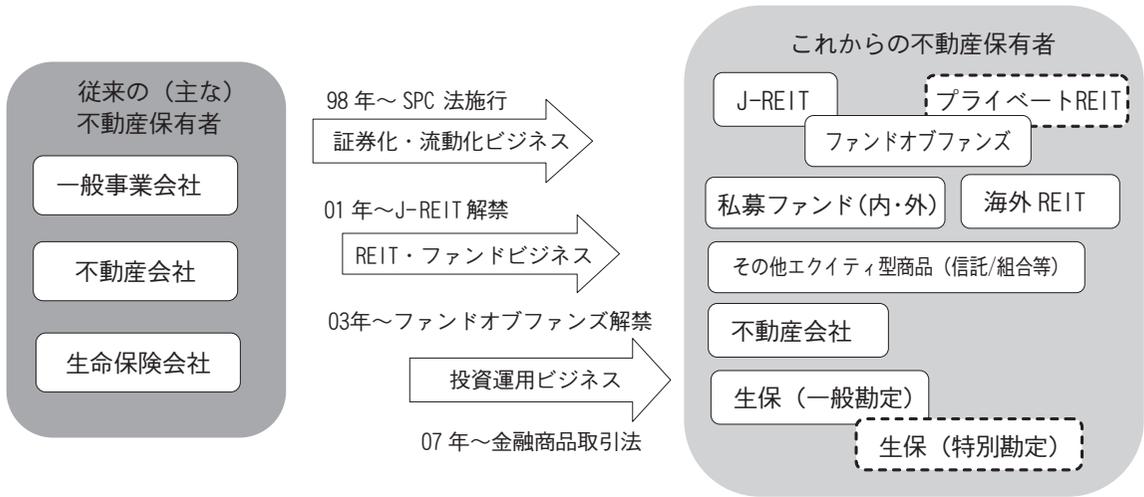
私募ファンドや J-REIT の運用者の果たす役割は非常に大きく、不動産価格の上昇トレンドに安易に依存せず、良質な物件の規模拡大による安定収益の確保、高度なマネジメント能力 (ないしはオペレーション) を要する資産への特化や、組み入れ投資対象の国内外への分散による変動リスク軽減、などさまざまな方策で、市場の調整局面にも対応できるビジネスモデルを確立する必要がある。

一方、投資家は、不動産は個別性が非常に強い資産であり、特にファンド投資では運用の巧拙がリターンに直結するだけに、市場の流れに安住してキャッシュフローを高める努力を怠ったり、楽観的な出口戦略を描いて低品質の不動産を高値買いしたりするような運用者を避け、有能で信頼できる運用者を選別できる、評価分析能力を備えておく必要がある。

(2) 投資商品と投資家の多様化

03年7月、投信協会の自主ルール改定で J-REIT のファンドオブファンズ組成が解禁され、複数の J-REIT 銘柄に投資して運用する新しい不動産ファンド商品が登場した。REIT を通じた不動産投資が世界的なトレンドとなる中、世界の REIT に投

図表5 金融商品化による投資ヴィークルの多様化



(出所) ニッセイ基礎研究所

資するグローバル型のファンドオブファンズ商品の普及も著しい。

また、最近では、日本国内の不動産に投資する豪州やニュージーランドなど海外REITも増加しており、J-REITの海外不動産投資解禁も視野に入ってきている。

07年9月施行予定の金融商品取引法で、運用会社への規制や監視が強まり、私募ファンドの成長鈍化が一部で懸念されているようだが、中長期的には信託銀行に加えて不動産会社系や独立系の不動産投資顧問会社が成長し(注14)、投資家や投資ヴィークルは、さらに多様化・拡大する可能性がある(図表5)。

このような投資家の多様化と、投資資金のボーダレス化によって、本格的な「不動産運用時代」が到来する結果、投資資金は、内外の他の投資商品や投資市場を視野に入れ、より複雑な動きをす

るようになるものと予想される。

また、ボーダレスな投資資金は、投資の効率性を求め、投資ヴィークルの導管性を重視するため、収益不動産を保有するファンドと不動産会社が共存する状態にある日本の不動産業界に大きな変化を促す可能性もある。

なぜなら、不動産会社の不動産保有は、J-REITに比べて、法人税分だけ、投資家の収益分配が損なわれることが自明なためである。ただし、内部留保のできないJ-REITでは、大規模修繕や不動産開発投資が難しいため、内部留保を生かし、物件の大規模修繕や建て替え、再開発など価値創造の可能な不動産会社は、不動産投資市場の発展をサポートする重要なパートナーとも言える。

いずれにしても、ここで指摘したビジネスモデルにおける共存は、投資効率を重視する投資家からすれば、好ましい状態と言えない。事業と投資

(注14) 一部の年金が信託や不動産ファンドへの投資を行っているが、委託運用が主体で、個別のファンドやREIT銘柄を選択しないため、ゲートキーパーとなる運用機関が台頭しつつある。その代表が信託銀行であるが、今後は不動産投資顧問の専門プレーヤーも増加するのではないだろうか。

の機能分離が世界的な潮流の中で、投資用不動産については、導管となる投資ヴィークルが長期保有することが望ましいであろう。

4. さらなる市場の発展に向けた課題

(1) バリュエーションの高度化

本章では、不動産投資市場のさらなる発展に向けて、留意すべき課題を二つ指摘しておきたい。一つは、バリュエーション（不動産価格の算定）の問題であり、もう一つは利益相反リスクの問題である。

そもそも、不動産は個別性が強いだけに、取引される価格が「適正な市場価格」であることを検証・確認することは、特に難度の高い作業となる。現在の不動産投資では、不動産価格をDCF法や直接還元手法など不動産からのキャッシュフローに基づく収益アプローチで算出することが一般化している。

このため、市場関係者の一部には、取引事例法によって土地が収益の裏付けのない価格にまで競り上がって、バブルに至った80年代と比べて、バブルは起こりにくいとの見解もある。

しかし、07年7月、不動産証券化対象不動産について、DCF法の計算項目の標準化やエンジニアリングレポートの活用など、国土交通省により鑑定評価基準が改正され、不動産鑑定士の善管注意義務がより厳格化されることになった（注15）。このことは、収益アプローチを採用するからババ

ルが起こりにくいかどうかの議論以前に、不動産のバリュエーション技術そのものが、まだ十分に確立されておらず、議論の余地があると見ることもできる。

もつとも、機関投資家や投資顧問会社などプロの不動産投資家や、ノンリコースローンのレンダーなどの不動産投資プレーヤーにとって、ピンポイントの価格にならざるを得ない鑑定評価額は決して絶対的なものではなく、重要ではあるが、投資判断する際に必要な情報の一つにすぎない。

例えば、直接還元法で用いられるキャップレートも、鑑定評価機関によって設定水準に差があるという事実一つをとってみても、鑑定評価機関もしくは鑑定士の数だけ鑑定評価額が存在する可能性があることは明らかである（図表6）。

また、DCF法による評価では、将来のキャッシュフローの成長率や割引率、投資終了時の売却価格を算定するためのターミナルキャップレートなど、幾つもの前提条件が必要になり、それぞれの前提条件の選び方次第で、算定される価格の幅は非常に大きくなる（注16）。

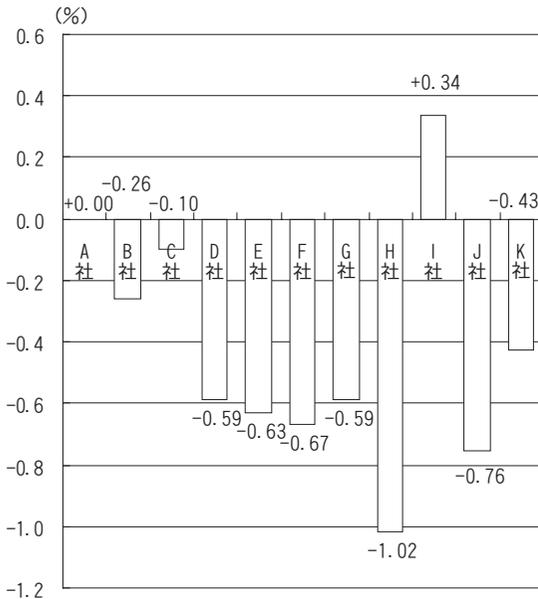
さらに、前述の通り、J-REITや私募ファンドでは、運用者の技量がキャッシュフローや資産価値を左右するだけに、このような運用力の差を勘案することも必要と思われる。

しかし、そもそも収益アプローチの採用は、不動産に関する的確な投資判断を求められる不動産投資プレーヤーにとって、バリュエーションのロジックや投資のリスクを理解できる点に意義があ

（注15） 鑑定評価の基準改正を受け、不動産鑑定協会により実施要綱の改定が行われる。例えば、DCF法の標準化では、収益や支出の細部の項目まで統一され、かつ、算出数値の妥当性の判断根拠や積算内訳を明示しなければならない。特に、コスト関連については、情報が未整備の分野だけに、妥当性の判断が極めて難しい。そこで、コストの標準価格設定のための算定システムを開発、提供している会社もある。

（注16） 最近では、オフィスビルを賃貸マンションや店舗に改修する用途転換（コンバージョン）を専門的に手掛ける不動産会社や運用者も増加しているが、鑑定評価では、用途転換後のキャッシュフロー改善や資産価値上昇を織り込むのに限界もある。

図表6 都心オフィスのキャップレート設定水準
(A社を基準として鑑定会社別の差を比較)



(図表注) J-REITの鑑定開示データ(サンプル数:1,000)を基に、品質調整関数を使って、鑑定会社別の設定利回りの差を算出。(決定係数0.735)
(出所) ニッセイ基礎研究所

る。すなわち、なぜそのような将来キャッシュフローや期待利回りが想定されるのか、前提条件の差によって価格はどのくらい変わるのか、あるいはダウンサイドリスクを回避するにはどうすべきかなどについて、不動産投資プレーヤーが情報収集とその分析、応用などさまざまな専門能力を用いて理解、吟味できるからである。

このため、不動産投資プレーヤーには、具体的に、物件運営力や競争力の評価、マーケットの需要予測やマクロ経済の予測、感度分析やシミュレーションの実施などが求められ、それらの実行には、専門スタッフの充実、独自の市場データベースの整備や評価支援システムの導入など、地道なインフラづくりが欠かせないし、外部の専門家・実務家などとのネットワークも重要である。

また、投資戦略や投資基準は、投資家によって異なるため、海外も含めた他の不動産投資プレーヤーの目線も理解しておく必要がある。

もう一点重要なことは、不動産が金融商品化されたことで、不動産そのもののバリュエーションだけでは、的確な投資判断が難しくなっていることである。このため、不動産投資プレーヤーには、金融の専門知識を持ち、内外の金融市場の動きに目配りすることも欠かせない。

いずれにしても、現在、不動産投資プレーヤーには、高度なバリュエーションを行うための幅広い専門能力が求められている。

(2)利益相反リスクへの対応

利益相反リスクとは、忠実義務を負う者が自己や第三者の利益を図り、投資家の利益を損なう可能性のある立場に自ら身を置くことをいう。

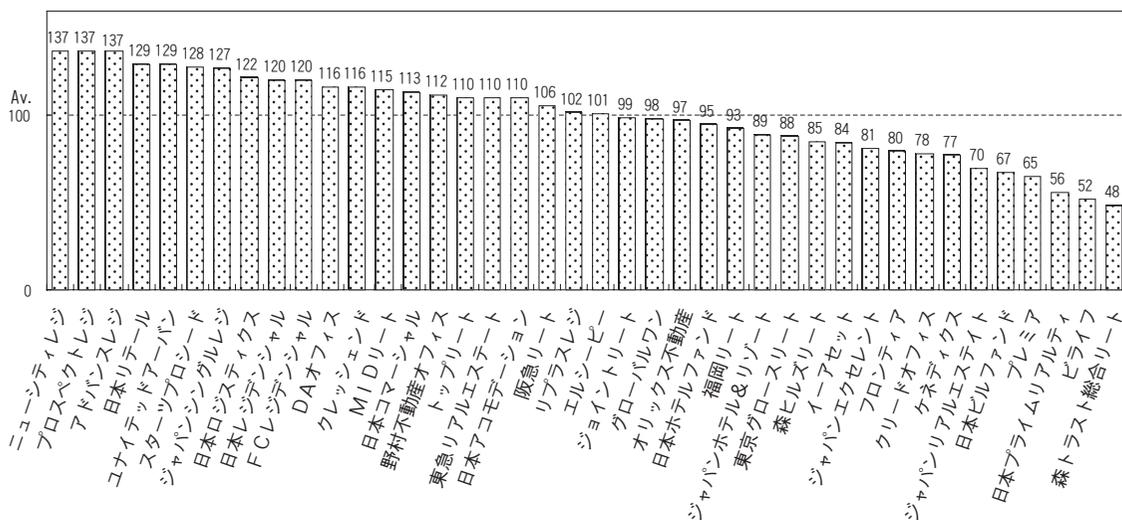
例えば、ファンド運用会社が資産規模に連動する運用報酬目当てに高値で物件を取得したり、売買報酬目当てに不必要な売買を繰り返したり、運用にかかわる業務の外部委託で運用会社自らの関係会社に便宜供与を図るといった行為などが当てはまる。

これまで、不動産会社は、自己勘定で不動産を所有し運用する投資家という性格を有することが多かったため、第三者である投資家との利益相反が生じるリスクは小さかった。

しかし、投資家に不動産収益を分配する証券化やファンドの仕組みでは、元の不動産所有者や不動産会社、運用者と、投資家の利害が一致しないような、利益相反リスクを抱えるケースが少なくない。

特に、外部に運用を委ねる私募ファンドやJ-REITの仕組みでは、運用会社と投資家、あるいは運用会社の利害関係人と投資家との間に利益相

図表7 J-REIT運用会社の報酬水準(含む、取得報酬)の比較



(図表注) 2007年2月末時点
(出所) ニッセイ基礎研究所

反が生じる可能性がある。

例えば、ファンドやスポンサー会社が保有する資産をJ-REITに高く売れば、売った側に利益が生まれ、安く売ればJ-REITの利回りが良くなるといった問題や、(大手の不動産会社に代表されるように) 優良物件を親会社が持つか、子会社であるJ-REITが持つかの明確な基準がなく、現在に至っている問題がある。これらは、J-REITに内在する、極めて根源的な利益相反リスク(注17)ではないだろうか。

このような利益相反リスクは、J-REIT発足当初こそ指摘が多かったが、現在のように良好な投資環境の下では、さほど問題視されなくなっている。最近では、物件取得競争が激化しており、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ほどである。

しかし、現在の好調な市場が反転した場合には、指摘したリスクが顕在化する可能性も十分あるとみるべきであろう。

ニッセイ基礎研究所で、J-REIT運用会社の報酬水準について分析(注18)したところ、最高と最低で3倍近い差があるなど、非常に個性が強いことが分かった(図表7)。

投資法人や運用会社の相次ぐ法令違反による行政処分を契機に、J-REIT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

(注17) 米国では、不動産会社自体がREITに転換して上場するため、競合する可能性がある一般法人の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。86年に米国のREITが運用会社と一体化された内部運用型となったのは、このような運用会社の自己利益追求が問題となったためである。

(注18) J-REITの資産額や資産取得状況が異なるため、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、これが200億円の資産を取得する場合に、各銘柄(40社)の報酬体系を適用して、「取得報酬を含む報酬水準」を試算した。

特集

対応すればするほど、当然、それに伴う追加コストは無視できないものとなろう。

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依存する関係にあるのがJ-REITの実態でもある。

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付けたり、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。

不動産投資プレーヤーは、J-REIT運用会社の独立性について、十分にチェックする必要がある。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（注19）、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持つべきである。

また、先に述べたように、不動産投資プレーヤーが高度なバリュエーション能力を持って価格の適格性を判断することが、スポンサー会社とファンド間、あるいは系列ファンド間での不動産売買にまつわる利益相反リスクを縮小、排除するのに非常に重要であることを強調しておきたい。

5. 終わりに

不動産の金融商品化が進んだ結果、長短金利動向や株式市場との関係が以前に比べてはるかに強まることになり、不動産投資市場の変動リスクが高まっている。

もともと不動産は、市場が反転、下落すると買い手が付かなくなるなど、価格が一方方向に動きやすい資産特性があるだけに、先物市場が整備されていない現状では、市場の振幅も大きくならざるを得ないと考えられる。

特に、現在の不動産投資市場では、投資資金の過度な流入（過剰流動性）が引き起こす市場参加者の無理な投資行動の増加が懸念される。

また、J-REIT、私募ファンド両市場で存在感を高めている海外からの巨額の投資資金は、グローバルな投資環境変化に敏感で逃げ足も速いだけに、市場の不安定化要因として十分な注意が必要であろう。

ファンドブームとはやされる今こそ、不動産投資プレーヤーには、これまで以上に景気や金利動向、賃貸市場動向などを注意深く見守りつつ、信頼できる運用者や投資物件を選別する判断力、リスク分析力など高度な専門能力が求められている。

市場の常として、循環や調整、行き過ぎによるオーバーシュートが不可避であることを再認識し、いつか市場の大きな調整を受けた際に、「土地神話」ならぬ、「ファンド神話」の崩壊だけは回避したい。

【参考文献】

岩佐 浩人『J-REITの資産運用報酬を考える』、ニッセイ基礎研究所、2006年3月。

岡 正規「不動産運用ビジネスの幕開け」、『ニッセイ基礎研REPORT』2001年9月号。

社団法人不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック2006-2007』。

松村 徹「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」、『アプレイザル』、谷澤総合鑑定所、2006年。

（注19） 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（2006.10.1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。