

不動産 投資 レポート

J-REIT の運用報酬は投資主利益と一致しているか

～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」の提言を受けて～

金融研究部門 不動産投資分析チーム 主任研究員 岩佐 浩人
hiwasa@nli-research.co.jp

1. 「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」による提言

昨秋より J-REIT（不動産投資信託）市場の信頼向上・活性化に向けて議論を重ねてきた国土交通省主催の「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」は、09年7月、「Jリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて」と題する最終報告書を発表した。報告書では、J-REIT 再編の必要性や J-REIT のガバナンス強化、ファイナンス手法の多様化、個人投資家・年金等による不動産投資の促進など、今後の市場発展に向けて指針となる多くの提言が盛り込まれている。

そのうちJ-REITのガバナンス強化については、資産運用会社の利益相反行為や内部管理態勢の不備による過去の行政処分事例を示した上で、世界のREIT制度¹（外部運用型、内部運用型、ステイブルド証券制度）との比較に加えて、投資家の信頼をいち早く高めていくにはJ-REIT各社が信頼を高める取り組みを自発的に行っていくことが重要だと指摘、その1つ²として、資産運用会社と投資主との利害が一致するよう運用報酬の一層の工夫を提言している。そこで、以下では、投資主利益と一致した運用報酬のあり方について検討したい。

2. J-REIT の運用報酬の現状

1 | 運用報酬実績

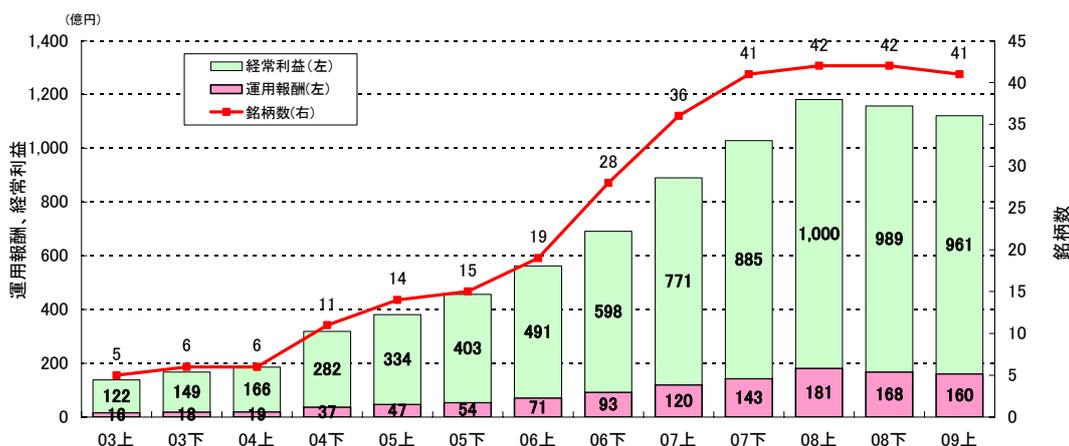
まず、J-REIT 全体の運用報酬額は、上場銘柄数、受託資産残高など市場の拡大にあわせて増加し、09年上期で約160億円であった（図表1）。経常利益（物件売却損益など除く）に対する運用報酬の比率は約17%で上昇傾向にあるが、総資産利益率(ROA)の低下により、両者をかけあわせた運用報酬率（対総資産、年率）は、0.4%台で安定推移している（図表2）。

今回の金融危機で、短期的な利益追求とハイリスクな運用に傾斜して高額報酬を受け取ったと批判を浴びる一部の欧米金融機関やヘッジファンドと一線を画し、資産運用会社と投資主との利益配分は均衡が保たれているようだ。

¹ J-REITは自ら資産運用できず外部に運用を委託する外部運用型である。

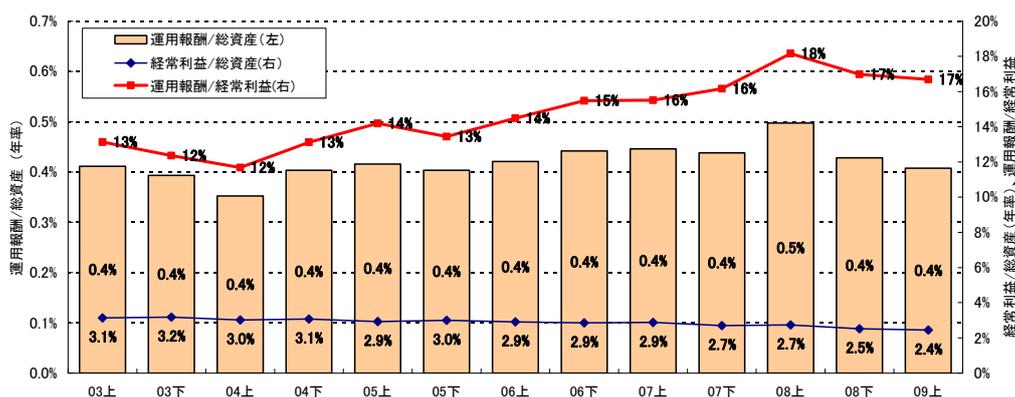
² その他の取り組みとして、投資法人による資産運用会社の忠実義務等のモニタリングの強化、資産運用会社における社外取締役の選任を提示している。しかし、「賃貸不動産を保有し収益を分配する器」でしかない投資法人において、内部管理コストの負担増は分配金減少につながるため、費用対効果を踏まえた検討が必要と思われる。

図表-1 J-REIT の運用報酬・経常利益



(出所) 開示データを基にニッセイ基礎研究所が作成
 (注) 対象: 上場後初回決算は集計から除外。08年10月に破綻したニューシティレジデンス投資法人は08年下期まで集計
 (注) 経常利益: 物件売却損益等を除く

図表-2 運用報酬率(対総資産、経常利益)



(出所) 開示データを基にニッセイ基礎研究所が作成
 (注) 対象: 上場後初回決算は集計から除外。昨年10月に破綻したニューシティレジデンス投資法人は08年下期まで集計
 (注) 経常利益: 物件売却損益等を除く、総資産: (前期末総資産+当期末総資産)/2

$$\frac{\text{運用報酬}}{\text{総資産}} = \frac{\text{経常利益}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{運用報酬}}{\text{経常利益}}$$

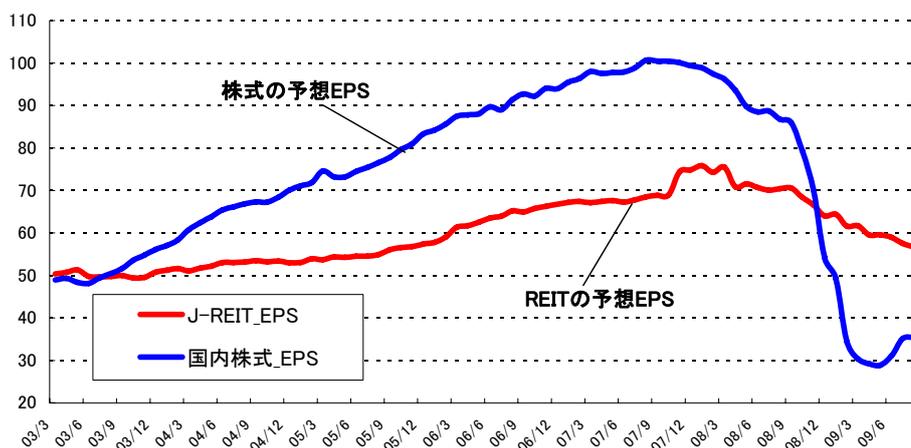
(安定) (低下傾向) (上昇傾向)

2 | 賃料収入減少が運用報酬に及ぼす影響

しかし、好調な国内景気や不動産投資市場への資金流入を背景に順調に拡大してきた J-REIT 市場は、昨年後半より空室率の上昇や賃料下落など、不動産賃貸市場の調整局面を迎えている。J-REIT 全体の予想 1 口当たり利益 (EPS) の低下は国内株式の EPS の落ち込みに比べて緩やかで、その収益安定性を確認できる一方、国内株式のような収益底打ちの兆しはみられない (図表-3)。また、オフィス特化型で J-REIT 最大の日本ビルファンド投資法人 (NBF) の説明によると、昨年のリーマンショック以降の急激なオフィス市況悪化を受けて、「査定賃料 (09 年 6 月末時点) を 10% 超上回る契約」の割合が、昨年末の 33.7% から 61.9% へ大きく上昇したとしている。

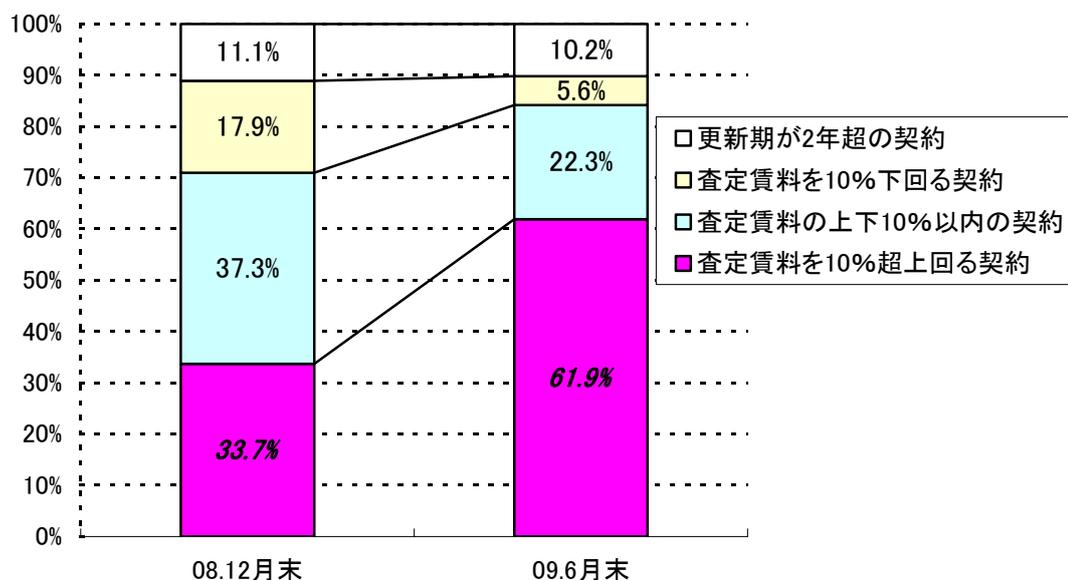
結局のところ、オフィスセクターであれ賃貸住宅セクターであれ、賃料収入が企業や家計の家賃負担力（収益力）を源泉とする以上、J-REIT の収益底打ちは国内景気や企業収益の回復より遅行せざるを得ないであろう。そこで、今後の賃貸事業収入の減少による運用報酬への影響を試算し、収益悪化時期において投資主との利益配分バランスなどがどう変化するか検証してみる。

図表-3 J-REIT と国内株式の予想1口当たり利益(EPS)



(出所) データストリーム、開示データを基にニッセイ基礎研究所作成
 (注) 国内株式の予想EPS: IBES社のTOPIX 12MTH FWD
 (注) J-REITの予想EPS: 各REITの開示する予想EPS(東証REIT指数ベース)

図表-4 日本ビルファンド投資法人(NBF)の賃貸借契約の状況



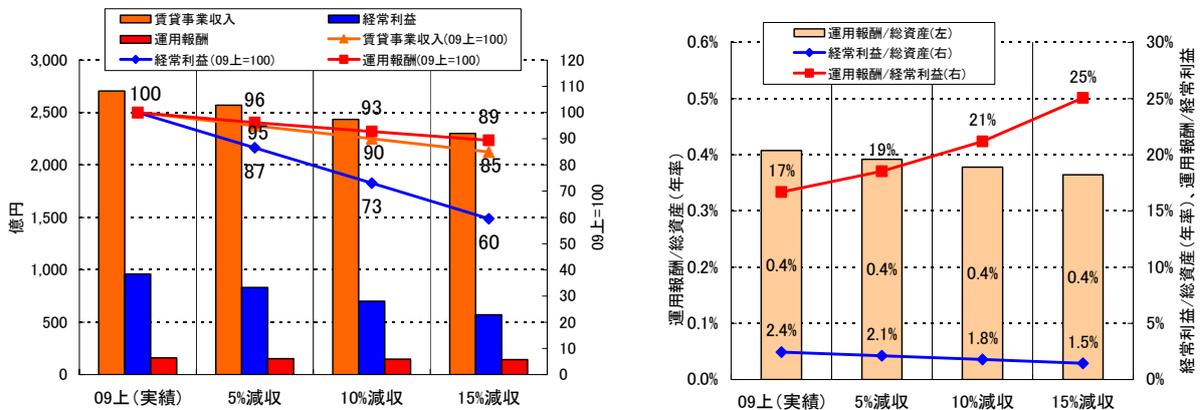
(出所) NBFの決算説明会資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

3 | 試算の前提と結果

<前提>

- ・09年上期時点の上場REIT41社を対象に、賃貸事業収入の減少を想定
- ・09年上期の財務諸表・報酬体系をベースとし、便宜上、運用報酬を除く全ての費用を固定費とした
- ・賃貸事業収入減少のシナリオは、▲5%、▲10%、▲15%（最大リスクシナリオ）
- ・鑑定価額は賃貸事業収入に比例して減価。収益増などに伴うインセンティブ報酬は発生しないと想定

<試算結果>



(出所)ニッセイ基礎研究所
 (注)経常利益: 物件売却損益などを除く。総資産: (前期末総資産+当期末総資産)/2

試算結果では、賃貸事業収入の減少（09年上期=100→95～85）に伴って運用報酬も減少（100→96～89）、投資主の分配金低下の痛みを資産運用会社が一定程度負担し緩和していることがわかる。これは、投資法人規約に規定されたJ-REITの報酬体系（各項目の定義・料率はREIT毎に異なる）が、資産残高だけでなく収益（賃貸事業収入・利益）に連動しているためである³。

もっとも、経常利益の減少率（100→87～60）が賃貸事業収入の減少率を大きく上回る結果、最大リスクシナリオでは、総資産に対する報酬率は低下するものの、経常利益に対する運用報酬の比率が25%に上昇するなど、投資主との利益配分のバランスが崩れる可能性を示している。

³ 岩佐浩人(2007)『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』『不動産投資レポート』2007年3月2日、ニッセイ基礎研究所

3. 投資主利益と一致した報酬体系とは

それでは、資産運用会社と投資主との利害が一致した報酬体系とするには、どういった工夫が求められるのだろうか。一般に、資産運用会社は、①物件を取得し資産規模を拡大することでポートフォリオの収益安定とリスク分散を図る「外部成長」、②中長期のテナントとの信頼維持を前提に賃料引き上げやコスト削減などによりキャッシュフローの増加を図る「内部成長」、を運用方針に掲げている。したがって、投資主利益の最大化を目指して「外部成長」を重視するのであれば、残高連動性の強い報酬体系が投資主利益と一致し、「内部成長」を重視するのであれば、収益連動性の強い報酬体系が投資主利益と一致することになる。

また、景気感応度が高く賃料変動リスクの大きいポートフォリオの場合、J-REIT 本来の安定した分配金を期待する投資家にとって、収益連動性の強い報酬体系が望ましいと思われる。

このように、投資主との利害が一致した報酬体系とは、結局、資産運用会社が自ら掲げた運用方針やポートフォリオ特性に照らして整合的かどうか、投資主に対して継続的に説明責任を果たしていくことだと言えるのではないかと。

なお、現在の J-REIT 各社の報酬体系は、残高のみに連動する REIT が 5 社 (12%)、収益のみに連動する REIT が 5 社 (12%)、残高・収益に連動する REIT が 32 社 (76%) となっているが、今回の環境激変を受け、その整合性などについて改めて検証する時期を迎えていると思われる (図表-5)。

実際、決算毎に運用報酬に関する考え方を明示し、報酬額を時限的に削減する REIT⁴、財務諸表に開示されない物件売買時の取得報酬・譲渡報酬を含めて情報開示する REIT がある一方 (図表-6)、収入減少や支払利息増加、割安増資の希薄化などによって 1 口当たり利益 (EPS) が低下し投資主との利益配分バランスが崩れはじめた REIT (図表-7)、報酬料率の引き上げを発表する REIT もあり、現状では資産運用会社の説明姿勢や対応に温度差がある。

もちろん、厳しい経営環境のなか、資産運用会社が受託者責任を全うするのに必要な内部統制コストなどの上昇は、投資主が運用報酬の一部として負担すべきであり、分配金減少の責任も全て投資主に帰属する。しかし、利益配分バランスなど課題の生じた REIT では、今後の収益回復見通しや報酬体系が投資主利益に適っているかの説明責任が資産運用会社に一層問われることになる。

J-REIT 市場では、公的資金を活用した資金繰り支援、再編・合併推進に向けた制度改正、信用強化といった政策対応が、9 月に始動した「不動産市場安定化ファンド」をもってひとまず全て出揃ったことになる。今後、市場の自律的回復に向けて、透明性の高い情報開示や収益安定性といった J-REIT の持つ「強み」に磨きをかけ、フォーラムの提言を着実に実行に移していく仕組み作りを期待したい。

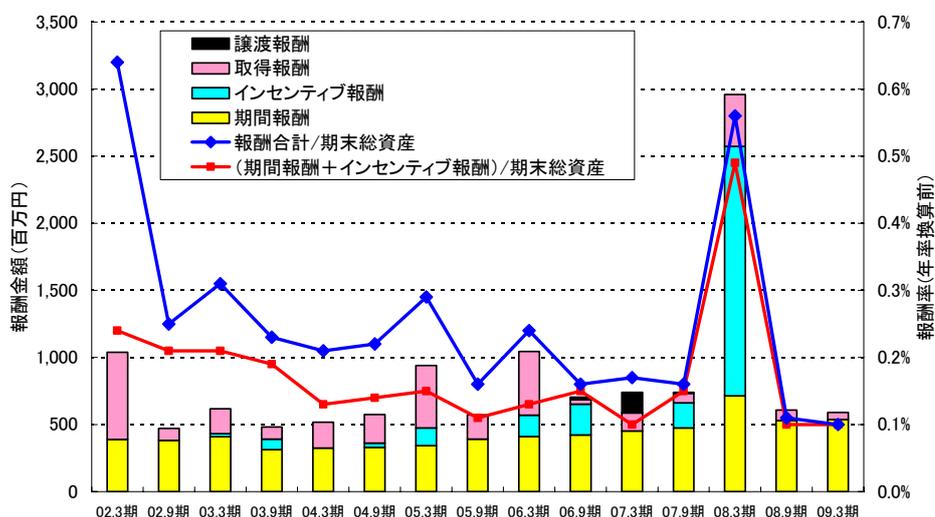
⁴ 東急リアル・エステート投資法人は、運用報酬について第 12 期:2%、第 13 期:4%、第 14 期:6%、第 15 期:8%削減する方針を発表している。

図表-5 J-REIT 各社の報酬体系

| | 資産残高のみに連動 | 資産残高と収益に連動 | 収益のみに連動 |
|-------------|---------------|--------------|-------------|
| 法人数 (占率) | 5社 (12%) | 32社 (76%) | 5社 (12%) |
| 運用方針 | 外部成長 ← → 内部成長 | | |
| 賃料変動リスク | 小 ← → 大 | | |

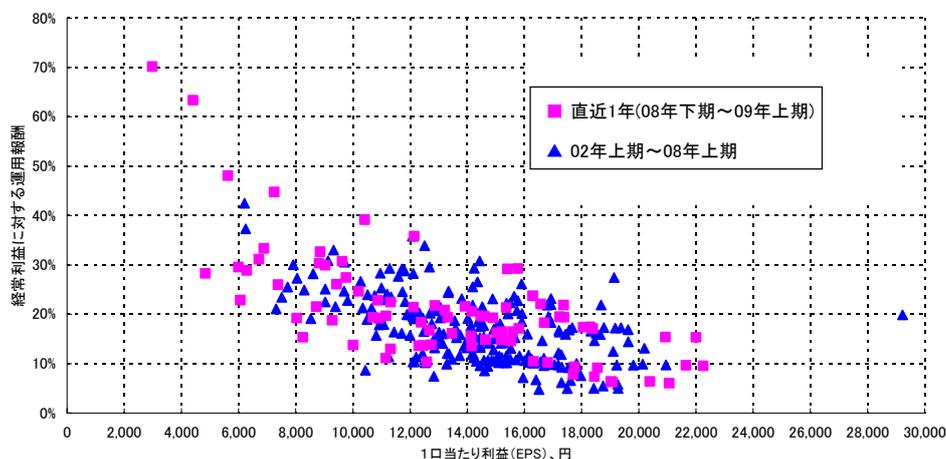
(出所) 開示データを基にニッセイ基礎研究所が作成
 (注) ニューシティレジデンス投資法人を含む42投資法人

図表-6 ジャパンリアルエステイト投資法人(JRE)の開示



(出所) JREの決算説明会資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 1口当たり利益と運用報酬率(対経常利益)



(出所) 開示データを基にニッセイ基礎研究所が作成
 (注) 1口当たり利益: 物件売却損益等を除く経常利益ベース。一部REITについて上場時の発行価格でEPSを調整