

## (不動産投資)：J-REITの運用報酬は投資主利益と一致しているか？

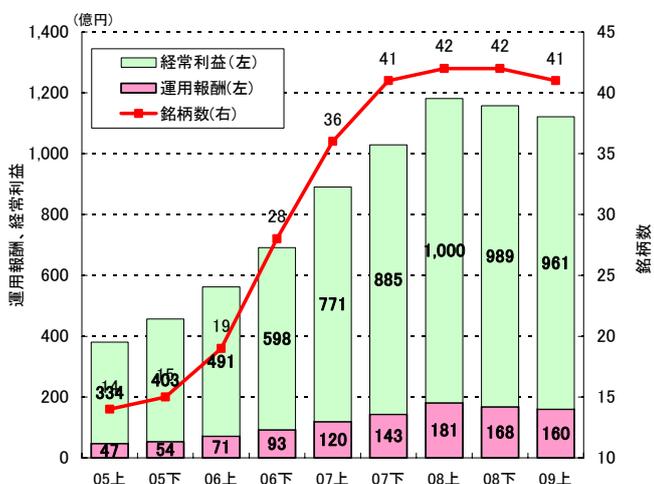
「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」の最終報告では、J-REITのガバナンスを強化するために、運用報酬の一層の工夫を提言している。そこで、資産運用会社と投資主との利害が一致した運用報酬について検討したい。

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-REITを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて」と題する最終とりまとめを発表した。

報告書では、J-REIT再編の必要性や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等のほか、J-REITのガバナンス強化を指摘、その対策の1つとして、運用業務を受託する資産運用会社と投資主との利害が一致するよう、運用報酬のより一層の工夫を提言している。以下では、投資主利益と一致した運用報酬について検討したい。

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）。次に、経常利益（物件売却損益など除く）に対する運用報酬の割合は上昇傾向にあるが、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、投資主との利益配分は均衡が保たれているようだ。そこで、投資法人規約に規定された J-REIT の運用報酬（各項目の定義・料率は REIT 毎に異なる）を見ると、基本的に資産残高と収益（賃料収入・利益）に連動しており、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%）であった（図表3）。

図表1： J-REITの運用報酬・経常利益

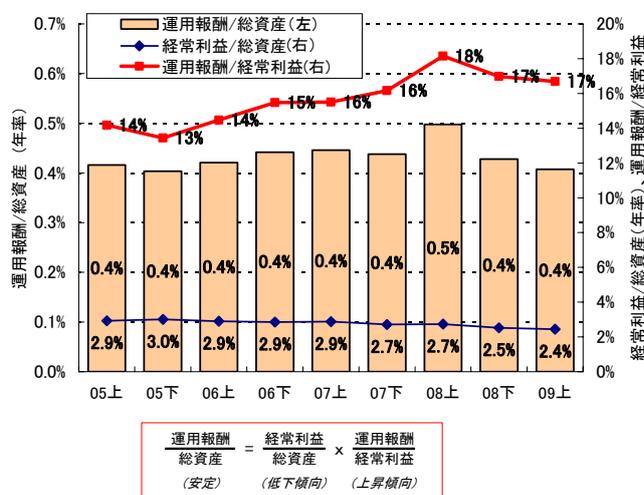


(出所) 開示データよりニッセイ基礎研究所が作成

(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：物件売却損益等一時的要因を除く。総資産：(前期末総資産+当期末総資産)/2

図表2： 運用報酬率(対総資産、経常利益)



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

(安定)                      (低下傾向)                      (上昇傾向)

図表3: J-REIT 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) 開示データよりニッセイ基礎研究所が作成  
(注) ニューンティレジデンス投資法人を含む42投資法人

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重視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、内部成長重視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。

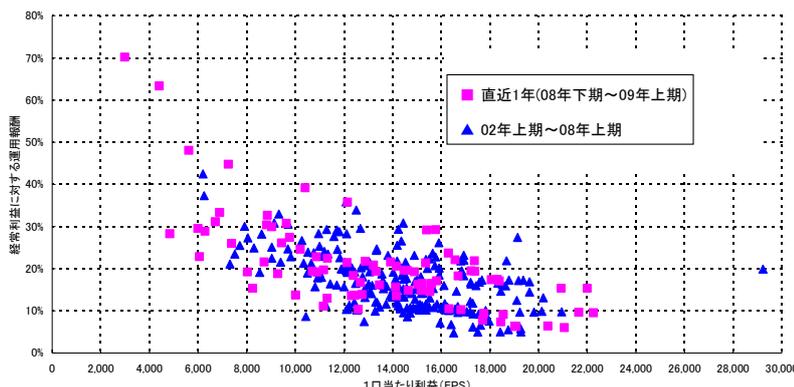
また、景気感応度が高く賃料変動リスクの大きいポートフォリオの場合、安定した分配金を期待する投資家にとって、収益連動性の強い報酬体系が望ましいであろう。結局、投資主との利害が一致した報酬体系とは、自ら掲げた運用方針やポートフォリオ特性に照らして整合的かどうか、資産運用会社が投資主に対して継続的に説明責任を果たしていくことだと言える。

実際、決算毎に運用報酬に関する考え方を明示し、今回の環境激変を受け報酬額を時限的に削減する REIT、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、賃料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4)、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に温度差がある。

今後、J-REIT 市場の自律的回復に向けて、フォーラムの提言を実行に移していく仕組み作りが期待されるなか、運用報酬が投資主利益に適っているかどうか、資産運用会社の説明責任が一層問われることになる。

(岩佐 浩人)

図表4: 1口当たり利益と運用報酬率(対経常利益)



(出所) 開示データより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調整