

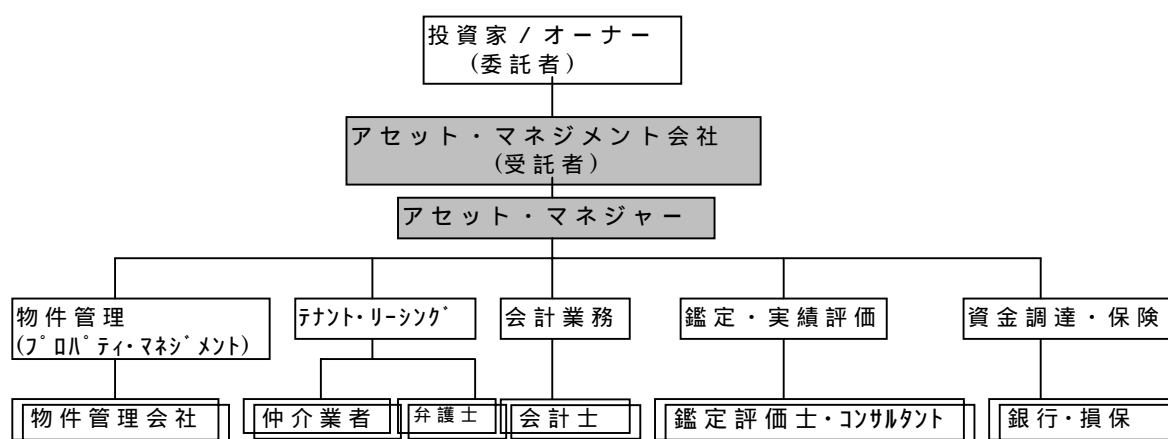
第2章 アセットマネジメントの概要

第1節 アセットマネジメントの業務内容

アセットマネジメントとは、不動産投資家（不動産投資ファンドも含む。）のために、投資パフォーマンスを最大化させるためのアドバイザリー業務である。物件の日常的な管理を行うプロパティマネジメント会社とは異なり、より統括的な機能を果たす（図表 18）。

図表 18 は、米国の例であるが、投資家から委託を受け、投資計画の立案等のアドバイザリー業務を行うとともに、物件管理、テナント・リーシング、会計業務といった不動産の運営管理に関する多様な業務を統括する役割を担う。個々のサービス分野を必ずしも直接行うわけではなく、外部の専門家の力を結集させてベストチームを組織し、これを統括することにより投資不動産の価値の最大化を図るものである。

【図表 18 アセットマネジメント業務の仕組み】



（出所）日本興業銀行企業投資情報部作成

アセットマネジメントは、判断レベルによって、ポートフォリオレベルと個別物件レベルに分けられる（図表 19）。投資家のリクエストによって、どのレベルの判断を行うかが決まってくる。

【図表 19 アセットマネジメントの判断レベルによる分類】

判断レベル	主 要 業 務	具 体 的 作 業
ポートフォリオレベル	○不動産ポートフォリオ戦略の策定 ・目標資産タイプ構成の設定 ・目標地域分散の設定	○マクロ経済状況、地域経済状況の分析 ○不動産市場の分析（資産タイプ別、地域別）
個別物件レベル	○具体的な投資物件の選定・取得 ○取得物件の運営計画の策定・実施 ○パフォーマンス評価・報告	○物件のデューデリジェンス（経済的評価・法的評価・技術的評価） ○運営費用の見直し、資本費用の見直し、テナントリースの見直し ○報告レポート作成

（出所）日本興業銀行産業調査部作成

不動産投資ファンドの場合、マネジャーは投資家から、①ポートフォリオレベルの意思決定、②個別物件レベルでの意思決定、の双方について幅広い裁量を与えられているケースが一般的であり、この意味で「不動産投資ファンドは、アセットマネジメントの機能が最も幅広く発揮される形態」と言えよう。

第2節 不動産アセットマネジメントの担い手

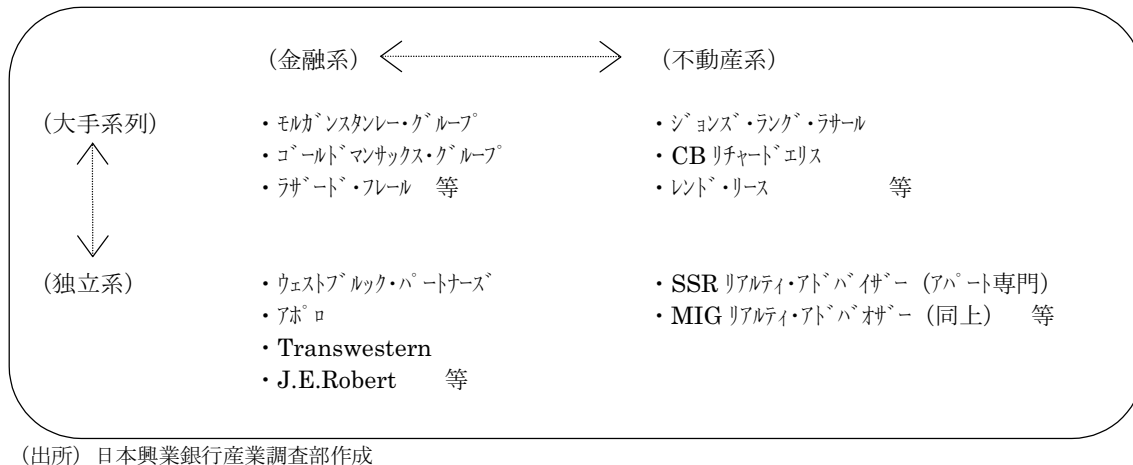
アセットマネジメントの担い手には、それぞれの特色がある。

まず、親会社や主たるマネジャーの業務経験により、金融系アセットマネジメントと、不動産系アセットマネジメントでタイプが異なってくる。一般的には、金融系マネジメント会社はポートフォリオ全体に関するアドバイス（資産のタイプ別配分、地域別配分等）を得意とし、不動産系マネジメント会社は個別物件ベースのアドバイスを得意とする。

次に、大手系列と、それ以外の独立系の間でも違いがある。一般に大手系列は、幅広い地域・資産タイプをカバーする総合サービスを得意とするのに対し、独立系はある地域や資産タイプに特化したブティック型のサービスを得意とする。

以上の特性に基づき、具体的なアセットマネジメント会社の例を示せば、図表 20 の通りとなる。

【図表 20 アセットマネジメントの担い手の特色分け】



第3節 アセットマネジメントの報酬体系

1. フィーの基本類型

実際のフィーの設定方法はファンドごとにバラエティーに富むが、大きく類型化すると、①固定フィー包括型、②固定フィー個別型、③インセンティブフィーの3つに整理することができる。

固定フィー包括型は、フィーを個々のサービス要素に分けず、管理対象資産の評価額または投下資本額の一定割合を、四半期毎または月毎に一括して支払うもので、フィーの算定が分かり易いという利点があるが、投資パフォーマンスに対するマネジャーのインセンティブが小さい等の問題点がある。

固定フィー個別型は、実際のサービス毎にフィーを支払うもので、物件取得フィー、アセットマネジメントフィー等に分けられる。それぞれ物件取得費や物件価額の一定割合をフィーとして支払うことになる。個別型は物件取得、アセットマネジメント等サービス要素別に料率が定められているので、物件の入替えが多いファンドに適しているが、その反面、必要以上に物件を入れ替える誘因が働いてしまう。

最後のインセンティブフィーは、投資リターンが一定の基準ライン（NCREIF インデックス等）を上回った場合に、利益の一定割合をマネジャーに分配する方式で、フィーをファンドのパフォーマンスと連動させることにより、マネジャーにパフォーマンスについて一定の責任を持たせる仕組みである。マネジャーと投資家の利害が一致し易いメリットがあるが、フィーの算定が複雑で分かりにくいことやパフォーマンス測定の難しさといった問題点等がある。詳細は図表 21 の通りだが、歴史的には後述（P.29～）のように、固定フィー包括型から個別型へ

と変化し、その後インセンティブフィーが登場することとなった。

【図表 21 不動産ファンドのフィーの基本類型】

①固定フィー包括型 (Flat Fees)
【内容】 ○フィーを個々のサービス要素（物件取得、アセットマネジメント等）に分けず、一括して課す方式 ○管理対象資産の価額（または投下資本額）の一定割合 ○四半期毎または月毎に支払い 【長所】 ○単純明快 ○マネジャーが取引フィーを増やすために不必要な物件入替えを行うインセンティブ小 【短所】 ○投資パフォーマンスに対するマネジャーのインセンティブ小 ○マネジャーが物件処分を遅らせるインセンティブ大
②固定フィー個別型 (Unbundled Fees)
【内容】 ○取引関連フィーとアセットマネジメントフィーを別々に設定 ・物件取得フィー：物件取得費の一定割合 ・アセットマネジメントフィー：物件価額（または投下資本額）の一定割合、他 【長所】 ○物件取得とアセットマネジメントコストのコストの差を反映するため、物件の入替えが多いファンドに適合 【短所】 ○取引関連フィーが高めに設定された場合、マネジャーに物件処分を早めたり頻度を高めるインセンティブを与えることに。
③インセンティブ・フィー
【内容】 ○ファンドの投資リターンが一定の基準ライン（※）を上回った場合に利益の一定割合をマネジャーに分配する方式 （※）基準ラインとしては、外部インデックスからのアウトパフォーム度などがある ○インセンティブフィー一本という形ではなく、上記個別フィーとの組み合わせで提示されるケースが殆ど。ファンドの性格（モレトリスク、ハリスク等）や投資家の選好に応じ、個別フィーのみの方式とインセンティブフィー組合せ方式の中で選択。 【長所】 ○ファンドのパフォーマンスに対するマネジャーのインセンティブ大。パフォーマンスを高めることによりマネジャーの収益拡大 ○投資家は一定の利益を実現するまでフィーの相当額の支払いを留保可能 【短所】 ○算定が複雑でわかりにくいこと ○パフォーマンス測定の難しさ（鑑定評価の信頼性、信頼できるベンチマークインデックスは数に限り） ○（投資家にとって）マネジャーの能力・努力と無関係なパフォーマンス改善（市況の好転）に対して厚めのフィーを払う危険 ○（投資家にとって）パフォーマンス不振でインセンティブフィーの獲得が困難と判明した際のマネジャーの意欲低下

（出所）Mary M. Briggs, MacFarlane Partners “Debating Real Estate Advisory Fees in the ’90s”, IFEpapers (1995 年 3 月)、及び Francis X. Tansey, Dreyfus Realty Advisors “A Tale of Two Interests---Fees in the 1990s”, IFEpapers (1994 年 3 月)により日本興業銀行産業調査部作成

2. フィー体系の歴史

1980年代半ばから終わりにかけての不動産ファンドでは、固定フィー包括型が中心であった。当時のファンドは、現在多く見られる比較的短期での売り抜けを狙ったものは少なく、長期間保有する方針のものが多かったため、「固定フィー包括型」が受け入れられやすかった。このタイプのフィーは、マネジャーが行うサービス内容と直接リンクしていないという意味で「包括」的であり、かつ、ファンドの運用成果の良否にかかわらずマネジャーが一定のフィーを得ることができるという意味で、投資家の利益と不一致が生ずる仕組みであった。

しかし、こうした 80 年代のファンドの多くが、不動産不況の影響もあって低パフォーマンスに留まったことをきっかけに、パフォーマンスの良否にかかわらずマネジャーが安定した収入を得られるフィーの仕組みに対する投資家の不満が高まることとなった。そして、投資家はフィーに対して従来とは異なった考え方で臨むようになっていった。

まず、投資家は、マネジャーが実際にどのようなサービスを提供したのかを厳しく問うようになった。このため、個別のサービスごとにフィーが支払われる「固定フィー個別型」が増加することとなった。

次に、投資家は、マネジャーがファンドのパフォーマンス向上に最善の努力を払い、パフォーマンスについて一定の責任を持つような仕組みを備えたいと考えるようになった。このため、フィーをパフォーマンスと連動させる「インセンティブフィー」の採用が増加した。

この結果、現在の不動産ファンドは、「固定フィー個別型」または「インセンティブフィー」の一方或いは両方を採用しているケースが多い。

なお、上記の基本類型の他、以下のような、①段階型フィー、②純投資額基準フィー、③収入／キャッシュフロー基準フィーという派生類型もある（図表 22）。また、この派生類型が上記の基本類型と組み合わせられることもある。

【図表 22 フィー設定の派生類型】

段階型フィー
○投資規模が大きくなるごとに、フィーの料率を引き下げる方式。 —— スケールメリットにより、単位投資金額あたりのマネジメントコストが下がることを反映。
純投資額基準フィー
○フィーの算定基礎は、通常、管理対象資産の市場価額（主に鑑定評価による）であるが、投資家の純投資額（net equity investment）を基準とする方式も存在。 —— レバレッジ（借入れ）を用いる場合に差異が発生。
収入／キャッシュフロー基準フィー
○アセットマネジメントフィーの算定基礎として、収入（通常、Net Operating Income ;NOI）またはキャッシュフローを用いる方式。実質的にはインセンティブフィー的な要素が大。 ○収入／キャッシュフロー基準フィーは、マネジャーに収入やキャッシュフロー向上のインセンティブを与えるという長所があるが、目先の成果を優先させるあまり、基準以下の物件に手を出したり、必要な資本支出を先延ばしにするという行動に向かわせる危険も存在。

（出所）Mary M. Briggs, Mac FarlanePartners “Debating Real Estate Advisory Fees in the ‘90s”, IFEPapers (1995年3月)より日本興業銀行産業調査部作成

3. フィー設定上の留意点

上述のようにフィーには様々なパターン・組合せがあるが、マネジャーがフィーを設計する上で特に重要なことは以下の5点である。

まず第一は、サービスに要するコストを把握した上で、コストをカバーし、更に一定の利益を確保できるようにすることである。

第二は、ファンドの運用方針（モデレートリスク型かハイリスク型か、短期投資型か長期投資型か等）や投資家側の要望・制約等を織り込んだ上でフィー設計を行うことである。アメリカのハイリスク型不動産ファンドでは、マネジャーが一定の目標利回りをクリアした後は、多くの利益を得られる仕組みのインセンティブフィーを採用している（図表 23）。

第三は、運用対象不動産の種類によって、マネジメントに必要な労力及び専門能力が異なるという点を勘案することである。例えば、商業小売施設を投資対象に加える場合、テナント付きのオフィスビルに比べ、より多くのエネルギーと特別な能力を要すると考えられる。

第四は、投資対象不動産の入居テナント数の多寡を考慮に入れることである。一般的には、テナントが1社の場合と数が多い場合では、後者の方がマネジメントに多くのコストを要する。例えば、ビルの賃料が周辺相場に比べて低いときに賃料改定交渉を行う場合でも、1社を相手にする場合に比べて多数を相手にする場合の方が、通常、より多くのコスト（労力・時間）を要する。

第五は、REITのような上場株式等が運用の中心になった場合には、報酬を割り引かれる仕組みとすることである。また、当初から上場REIT株等中心の運用を予定しているファンドの場合、マネジメントフィーは当初から低めに設定されている。

【図表 23 米国A不動産ファンドのインセンティブ・フィーの仕組み】

手順	収益・元本の範囲	分配方法
1	投資元本の X%に相当する収益が投資家全体に分配されるまで	出資比率に応じて各投資家に分配
2	投資元本が投資家全体に分配されるまで	出資比率に応じて各投資家に分配
3	投資元本の X%超 Y%に相当する収益が GP に分配されるまで	投資物件から得られる収益の a%を GP に、(100-a)%を各投資家に分配
4	残りの収益	b%を各投資家に、(100-b)%を GP に分配

（出所）米国A不動産ファンド資料により日本興業銀行産業調査部作成

第4節 アセットマネジメント会社等の選定プロセス・基準

公的年金と企業年金では、アセットマネジメント会社等の選定に関わる対応が異なる。一般に、公的年金は募集要項（Request For Proposal：RFP）を定め、応募者に対し評価ポイントも明示しながら選定されるのに対し、企業年金の場合には、親会社とマネジメント会社との取引関係等も考慮しながら、非明示的な形で選定される。

以下では、手続が明示されている公的年金が、アセットマネジメント会社等をどのようなプロセス・基準により選定するのかを、主に CalSTRS の例に沿って見てゆくこととする。

1. 公的年金基金の場合

(1) 実物不動産投資の場合

実物不動産投資の場合、アセットマネジメント会社にどの範囲の業務を委託するかによって、選定基準・プロセスも変わるが、CalSTRS の場合は、ポートフォリオレベルの判断（地域分散・資産分散）は自らがを行い、個別物件レベルの判断のみをアセットマネジメント会社に委ねている。

CalSTRS はアセットマネジメント会社に対する最低応募要件を4つ定めており、第一は会社としての営業経験、第二は管理不動産の規模、第三は各担当マネジャーの経験、第四は主担当マネジャーの経験で、これら4つを全て満たさなければならない（図表24）。

また、これらの最低応募要件以外に、管理不動産4億ドル以上のマネジメント会社は、CalSTRS 専担のマネジメントチームを用意しなければならないという条件が付されている。

【図表24 CalSTRS のアセットマネジメント会社に対する最低応募要件】（98年10月時点の募集）

- | |
|---|
| 応募者は以下の4つの最低資格要件のいずれも満たさなければならない。
①1998年6月30日現在で、応募会社は営業開始後1年以上経ていること。
②1998年6月30日現在で、応募会社の管理不動産の額が2億5千万ドル以上であること。
③CALSTRS の担当になる各マネジャーは、マネジャーとしての経験が5年以上あること。
④CALSTRS の主担当となるマネジャーは、機関投資家の不動産マネジメントの経験が3年以上あること。 |
|---|

（出所）CalSTRS ホームページ <http://www.calstrs.ca.gov>（1999年11月）より日本興業銀行産業調査部作成

CalSTRS の実物投資に係るマネジメント会社の具体的評価方法は、A.～D.まで4つの部に分かれており、それぞれ配分点数が決まっている。A.は提案（プロポーザル）の評価の部で135点、B.がフィーの部で90点、C.が直接面談を行うインタビューの部で135点、以上総計360点満点となっており、最後のD.で実際に管理している不動産の実査が行われて最終の可否

が決定される（図表 25）。

なお、A.の提案の評価の部は、さらにセクション1（組織体制、管理不動産の内容等）、セクション2（投資哲学、意思決定のプロセス等）、セクション3（パフォーマンス）、の3つのセクションに分かれている。

【図表 25 CalSTRS の実物投資に係るマネジメント会社の評価方法】

評価項目	満点	備考（最低ライン）
A. プロポーザルに対する評価の部	135 点	
セクション1 ①組織の背景、②専門スタッフ、③管理不動産の内容	（小計 30 点）	セクション1・2 合計で 95 点あるが、最低合格ラインとして 66 点（69.5%）が要求される
セクション2 ①投資哲学、②意思決定のプロセス、③ポートフォリオ・マネジメントのプロセス、④調査体制、⑤顧客サービス	（小計 65 点）	
セクション3 ○パフォーマンス	（小計 40 点）	
B. フィーの部	90 点	
C. インタビューの部	135 点	インタビューの最低合格ラインは 95 点（70.4%）
D. 管理不動産実査の部	合／否	
（総合計）	（総計 360 点）	

（出所）CalSTRS ホームページ <http://www.calstrs.ca.gov>（1999 年 11 月）により日本興業銀行産業調査部作成

（2）不動産投資ファンドの場合

不動産投資ファンドの選定基準が、①ファンドの目論見書を検討する一次評価、②マネジャーとの面談による二次評価、③独立受託会社とともに行うデューデリジェンス（精査）、の三段階に分かれることは、前述（図表 17 等参照）した通りである。

ここでは、不動産投資ファンドを選定する際のデューデリジェンスを担当し、ファンドへの投資の可否の実質的な決定に関与する年金コンサルタント等の独立受託会社（independent fiduciary）がどのように選定されているかを、CalSTRS の例で紹介したい。

まず CalSTRS の独立受託会社に関する最低応募要件は、会社としての経験と主要担当者の経験の二点を規定している（図表 26）。

独立受託会社を選定するための具体的な評価項目とその配分は、A.提案の評価の部で 400 点、B.インタビューの部で 100 点となっており、A.の評価の部はさらに①～⑧の 8 項目に細分化され個々に配点がなされている（図表 27）。

具体的には、①組織、②訴訟、③サービス範囲、④デューデリジェンスのプロセス、⑤専門

スタッフ、⑥報告体制、⑦独自サービス、⑧利益相反の問題、の8項目であり、各項目について独立受託会社に対する具体的質問事項が示されている（図表 28）。

【図表 26 CalSTRS の独立受託会社に関する最低応募要件】

応募者は以下の 2 つの最低資格要件のいずれをも満たさなければならない。
 ①1999 年 9 月 30 日現在で、応募会社は、不動産投資ファンドの評価やデューデリジェンスまたは特定の不動産取引の分析に関し、1 年以上の経験を有すること。
 ②CalSTRS の不動産投資ファンドや特定の不動産プロジェクトの見直しを行う主要な担当者は、ファンドの評価や特定の不動産取引の分析に関して、5 年以上の経験を有すること。

(出所) CalSTRS ホームページ <http://www.calstrs.ca.gov> (1999 年 11 月) の “Request For Proposal For Real Estate Independent Fiduciary” (1999 年 11 月) により日本興業銀行産業調査部作成

【図表 27 CalSTRS の独立受託会社選定の評価項目及びウェイト】

評 価 項 目	満点
A. プロポーザルに対する評価の部 (注) プロポーザル部の最低合格ライン 280 点 (70%)	400 点
①組織の背景	(20 点)
②訴訟	(20 点)
③サービスの範囲	(80 点)
④デューデリジェンスのプロセス	(50 点)
⑤専門スタッフ	(80 点)
⑥報告	(10 点)
⑦独自性のあるサービス	(120 点)
⑧他の顧客の利益との相反	(20 点)
B. インタビューの部	100 点
総合計	500 点

(出所) CalSTRS ホームページ <http://www.calstrs.ca.gov> (1999 年 11 月) “Request For Proposal For Real Estate Independent Fiduciary” (1999 年 11 月) により日本興業銀行産業調査部作成

【図表 28 独立受託会社に対する質問内容】

項 目	質 問 内 容
①組織の背景	○会社の略歴／事業会社・金融機関に対するアドバイザー業務の経験 ○本社・支社の所在地／各拠点の主要な機能
②訴訟	○過去 3 年間の会社や職員に対する訴訟や法的手続の有無及び内容
③サービスの範囲	○不動産分野のコンサルティング業務として標準的に提供する全てのサービス内容／各サービスの売上高比率 ○不動産投資ファンド等々を評価する能力
④デューデリジェンスのプロセス	○デューデリジェンスの特徴／不動産投資ファンド等に関する主要条件の分析プロセス
⑤専門スタッフ	○CalSTRS の勘定を担当する専門スタッフ等の名前、不動産コンサルティング業務の経験年数
⑥報告	○不動産投資ファンド等を評価する際の典型的な報告書 ○他の顧客にも同様のサービスを提供する場合の利益相反の管理方法
⑦独自性のあるサービス	○同業他社に比べて独自性があると考えられるプロセスや仕組み
⑧他の顧客の利益との相反	○CalSTRS の代理人として活動する際に生じうる潜在的な利益相反の詳細 等

(出所) CalSTRS ホームページ <http://www.calstrs.ca.gov> (1999 年 11 月) の “Request For Proposal For Real Estate Independent Fiduciary” により日本興業銀行産業調査部作成

第5節 企業年金のアセットマネジメント会社選定手続

企業年金は前節の公的年金と異なり、一般に、アセットマネジメント会社の選定手続を公表していないため、その内容を正確に把握することは難しい。

米国の大手メーカー系A年金基金等によれば、マネジメント会社の選定に当っては、①信頼性、②性格、③実績の3点を重視するとのことであった（図表29）。

また、米国のあるアセットマネジメント会社によれば、不動産投資は株や債券と異なり、運用パフォーマンスを測定しづらい上に、物件を取得するまでの交渉に多くの時間と労力を要するため、投資家とのリレーションシップが特に重要になるとのことであった。

【図表29 大手メーカー系A年金基金のマネジメント会社選定基準】

項目	A年金基金のコメント内容
信頼性 (Confidence)	○投資アドバイスは信頼関係に基づいた継続的な契約関係なので、単なる運用成績以上に重要。 ○運用成績が下がっても、すぐにマネジャーを代えることはない。
性格 (Characteristics)	○マネジメント会社が、基金の親会社と深い関係（親会社の株式・債券発行の際の引受け業務等）を有しているか否かといった特徴も重視。
運用実績 (Track record)	○当然、運用実績も考慮に入れる。但し、もともと不動産投資はインフレヘッジのために行っており、さほど運用成績に一喜一憂することはない。

（出所）ヒアリング調査等により日本興業銀行産業調査部作成