

アセット・マネジャーのパフォーマンス評価に関する考察 ～不動産ファンドのタイミング能力と物件選別能力の優劣及びその要因～

A study on Performance Evaluation of Real Estate Asset Managers

佐藤鉄士*, 川口有一郎**
Tetsushi Sato*, Yuichiro Kawaguchi**

*早稲田大学大学院経営管理研究科 (NTT 都市開発株式会社派遣)

**早稲田大学大学院経営管理研究科

本研究では、不動産アセット・マネジャーが「物件が安いときに購入し、物件が高いときに売却をする能力（本研究では「タイミング能力」という）」や「ある一定のエリアに所在する複数の候補物件のうち、相対的により高い収益を将来上げることができる物件を選ぶ能力（本研究では「物件選別能力」という）」をベンチマーク比で数値化し、比較することを試みた。

分析の結果、ほとんどの不動産アセット・マネジャーがベンチマークを上回る「タイミング能力」を示さなかった一方、「物件選別能力」については58銘柄中6銘柄がベンチマークを上回る運用をしていることが明らかになった。

また、タイミング能力と物件選別能力に影響を及ぼす要因分析を行った結果、「P/NAV」「スポンサーが大手企業であるか否か」「資産規模増減率」の3つの要因が、運用会社のタイミング能力 (MT) に影響を及ぼしていることが分かった。特に、スポンサーが大手である場合はタイミング能力に負の影響が生じていることが判明した。これはスポンサーと不動産アセット・マネジャーとの間にいわゆる利益相反が存在している可能性を示唆している。また、「TOPIX 騰落率」が上昇すると物件選別能力 (MS) が下落することも分かった。

Keywords: 不動産アセット・マネジャー, タイミング能力 (MT), 物件選別能力 (MS), スポンサー, 利益相反

1. 本研究の概要と目的

運用会社を客観的に把握するために、まず①各アセット・マネジャーのタイミング能力及び物件選別能力の有無を定量的に調査した。また、②それら能力がどのような要因から影響を受けているのか（能力の源泉要因は何か）について要因分析した。

不動産アセット・マネジャーの能力を定量的に把握するために一定の比較基準を設け、その基準から得られるデータを基に J-REIT の銘柄選定に新たな視点を提供すると共に、それら能力の源泉を明らかにすること本研究の目的としている。

2. 動機

CAPM 理論やその他のアセットプライシングに関する理論の発展と共に、債券や株式などの金融商品の実証研究は、近年、盛んに行われてきた。また、J-REIT の株価（投資口価格）をベースとした証券リターンや

それらリターンに基づいた金融商品としての J-REIT 銘柄の分析は、J-REIT 発足以来さまざまな角度から研究が行われてきた。しかし一方で、不動産相場の目利き能力や不動産収益力を高める能力に注目して不動産アセット・マネジャーを比較するようなことは、今までこの日本では行われていない。「保有不動産の時価評価は原則として6ヶ月に1回であり、制度発足当時はトラックレコードが少なかったこと」と「運用パフォーマンスを数値化する基準の不存在」が、不動産アセット・マネジャーの能力比較研究の遅れの大きな原因であったと筆者は考えている。

3. 先行研究

アメリカの不動産アセット・マネジャーのタイミング能力や物件選別能力に関する研究は、Yael V. Hochberg と Tobias Mühlhofer によって 2016 年 10 月に発表されている。