

J-REIT におけるガバナンスと運用報酬

Corporate Governance and Asset Management Fee of J-REITs

中島 篤

Atsushi Nakajima

筑波大学大学院ビジネス科学研究科

要旨: This study analyzes a relationship between corporate governance and management fee of J-REITs and effects of these factors on financial performance and share price of J-REITs. First, analyzing what governance factors are affecting relative management fee level, it is revealed that weak governance factors may result in relatively high asset management fee. These weak governance factors include those of an asset management company of J-REIT such as less mutual checks among shareholders, lack of independence of directors and a larger number of directors. Lack of mutual independence between executive officers of a J-REIT and a CEO of its asset management company is also positively related with relative management fee level..

Secondly, regarding effects on performance, relatively high asset management fees seem to influence negatively financial results and share prices in the next fiscal period. Governance factors which may result in higher asset management fees are also negatively related with both financial results and share prices. Based upon these analyses, it can be concluded that higher management fee is just an additional costs for J-REIT's shareholders and does not work as incentive to bring benefits for them.

キーワード: J-REIT, コーポレートガバナンス, 運用報酬, スポンサー, 資産運用会社

1. はじめに

J-REIT は、不動産に投資する投資法人が発行する投資口(株式会社の株式に相当するエクイティ性の有価証券)を上場することによって流動性を備えた会社型の投資信託である。その市場価格は、保有する不動産ポートフォリオの価値に連動することが期待される一方、運用方法などにより、投資家にとっての評価が変化する面もある。

投資家と運用者の間のプリンシパル・エージェント関係も影響を与えている可能性がある。J-REIT の仕組みにおいては、J-REIT の実質的な運営主体である資産運用会社やその親会社であるスポンサーと、投資家との関係については、制度発足前より利益相反の問題が指摘されている。例えば、資産運用会社やスポンサーが自らの利益を優先する結果、

J-REIT の投資家に損失を与えたり、得べかりし利益を奪ったりするケースであり、スポンサーが自らの資産を高い価格で J-REIT に売却するような行為が最も懸念されてきた。また、J-REIT は、一般的に外部成長が期待されているが、資産運用会社に支払われる運用報酬は、資産残高に連動する部分や、物件の取得に応じて支払われる取得報酬を含むケースが多いことから、過度な外部成長が志向され、高値での物件取得や質の悪い物件の取得などにより、パフォーマンスを下げるおそれもある。

通常の株式会社に関しては、ガバナンスと経営者報酬の関係や、それらの要因が業績や株価に及ぼす影響を分析した先行研究は多い。米国における株式会社に関する先行研究では、優れたガバナンスの要素として、独立取締役