

東京大学 公共政策大学院

ワーキング・ペーパーシリーズ

GraSPP Working Paper Series

The University of Tokyo

GraSPP-P-09-004

J-REIT 税制改正の政策評価と政策提言

菅谷いつみ 東出一三

2009年3月

GraSPP
THE UNIVERSITY OF TOKYO

GraSPP Policy Research Paper 09-004

GRADUATE SCHOOL OF PUBLIC POLICY
THE UNIVERSITY OF TOKYO
HONGO, BUNKYO-KU, JAPAN

GraSPP
THE UNIVERSITY OF TOKYO

J-REIT 税制改正の政策評価と政策提言

東京大学 公共政策大学院
事例研究(マイクロ経済政策 I)2008 年度

経済政策コース 菅谷 いつみ
経済政策コース 東出 一三

GraSPP ポリシーリサーチ・ペーパーシリーズの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/research/wp/index.htm>

このポリシーリサーチ・ペーパーシリーズは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある
論文草稿である。著者の承諾なしに引用・配布することは差し控えられたい。

東京大学 公共政策大学院 代表 TEL 03-5841-1349

「J-REIT 税制改正の政策評価と政策提言」

2009年3月

東京大学 公共政策大学院

事例研究（マイクロ経済政策Ⅰ）2008年度

経済政策コース2年 菅谷いつみ

経済政策コース2年 東出 一三

目次

Executive Summary	3
第1章 はじめに.....	6
1-1 背景	6
1-2 研究目的	7
1-3 分析手法	7
1-4 論文の構成.....	8
第2章 J-REITの仕組みと意義.....	9
2-1 J-REITの仕組み	9
2-2 制度沿革	11
2-3 J-REITの意義.....	11
2-4 税制優遇措置.....	15
第3章 J-REITの現状と問題の顕在化.....	17
3-1 J-REIT市場の現状	17
3-2 資金繰りの悪化	20
3-3 減損リスクの上昇と税会不一致に伴う法人税課税.....	21
3-4 合併税制の未整備.....	25
第4章 政策評価分析.....	29
4-1 政策的対応.....	29
4-2 政策評価分析	30
4-3 分析結果	34
4-4 要因分析	37
4-5 政策評価	40
第5章 政策提言	41
5-1 適格合併要件の設定	41
5-2 資金調達手段の多様化.....	42

第6章 今後の課題	43
6-1 合併効果の分析	43
6-2 ガバナンスの問題	44
謝 辞	45
ヒアリング先	46
参考文献	47
Appendix	49

Executive Summary

本稿では、J-REIT 制度に関連する税制改正の政策評価分析と政策提言を行った。

J-REIT（日本版不動産投資信託）は不良債権処理促進を目的に 2000 年に導入され、投資口の小口化によるリスクシェアリングの機能を活かし、不動産の流動性向上と優良な資産ストックの形成に寄与してきた。その政策目的・経済的意義からペイ・スルーとよばれる税制優遇措置が設けられており、金融商品としても魅力がある。これまで優良不動産の放出と豊富な資金流入を背景に上場 REIT 数は最大 42 銘柄、2007 年 5 月には時価総額で 7 兆円に迫る規模まで拡大した。しかし以降、時価総額の急激な下落にみまわれ J-REIT 市場は低迷期に突入した。この著しい市場低迷の背景には、サブプライムローン問題を発端とする金融市場の混乱、不動産市況の悪化、REIT のパフォーマンスの問題等様々な事象が存在する。

2008 年には不動産業の業績が悪化、倒産が相次ぎ、スポンサー企業破綻にともなう REIT の運用会社の交代や J-REIT の TOB 等再編の流れが本格化した。こうした中で 2008 年 10 月、ニューシティ・レジデンス投資法人が民事再生法適用を申請し、J-REIT で初めての破綻事例となった。

J-REIT の破綻を機にそれまで指摘されていた制度上の問題点が顕在化した。本稿ではこの問題点のうち、①資金繰りの悪化、②減損リスク上昇と税会不一致による法人税課税の発生、③合併税制の未整備の 3 点について検討し、①については REIT の財務体質と制度上の制約に、②については税制優遇のための判定式に、③については②と同様の判定式と適格合併要件の未整備に問題があることを示した。

上記の問題点のうち、②及び③の一部については平成 21 年度税制改正で対応が予定されている。本稿ではイベントスタディという方法を用いて税制改正アナウンスメントの政策評価分析を行った。イベントスタディとは、ある出来事が生じなかった場合のリターン（ノーマル・リターン）を推定し、実際のリターンとの差異（アブノーマル・リターン）をイベントの効果が持続するであろう期間について累積した累積アブノーマル・リターン（CAR: Cumulative Abnormal Return）をもってその出来事が株式市場でどう評価されたかを測定する手法である。この手法は株式市場が効率的であることを前提としており、本分析における前提は以下のようなものとなる。すなわち、投資口価格（株価に相当）は理論上、配当割引モデルで決まることから、本来法人税課税が予定されていない J-REIT に対する法人

税課税は投資家への配当を直接減少させることにつながる。よって、投資家が法人税課税のリスクを織り込んでいれば REIT の投資口価格はその分下落する。

課税リスクが原因で投資口価格が低迷していたとすれば、それが軽減される政策が公表された場合、投資口価格は本来の価格へと上昇するであろう。よって、この上昇分をアブノーマル・リターンとして推計し、その累積値をもって市場における税制改正の評価とみなす。

本稿では 2008 年 12 月現在上場している 41 の REIT をサンプルとし、2007 年 11 月から 2008 年 12 月までの投資口価格データを用いて各 REIT の CAR の推計を行った。J-REIT は制度創設から 10 年と歴史が浅く、J-REIT に関する政策評価分析は我が国ではほとんどない。よって、これを定量的に分析したところに本稿の意義がある。

イベントスタディの結果、サンプルとした 41 の REIT のうち 9 つの REIT で、40%前後の統計的に有意な CAR が推計された。一方で、半数の REIT はほとんど反応しないかマイナスの反応を示していた。税制改正では複数の項目の改正が予定されており、いかなる改正項目の効果が CAR を形成するのかを明らかにするため、追加的に要因分析を行った。具体的には、減損リスクの上昇を示す含み損の簿価に対する割合、スポンサー（運用会社の親会社）の規模、投資物件のうち住宅への投資割合、個別不動産の含み損の開示の有無といった説明変数で回帰した。

分析の結果、CAR は以下のような要因から形成されていることがわかった。まず、90%超配当要件の判定式変更により、減損発生による税会不一致に伴う当期利益全体への法人税課税リスクが解消された。税制改正前には減損リスク 1%の上昇が 0.65%リターンを押し下げていたが、これが解消されて 0.65%×減損リスクの分だけリターンが上昇する形で CAR に反映されている。

次に、スポンサーの規模が小さい REIT は大きい REIT よりも 24.7%CAR が高かった。これは平成 21 年度税制改正においては特に消滅法人側の合併税制が整備されたことから、消滅法人となる可能性が高いスポンサーの規模が小さい REIT が税制改正を高く評価したものと解釈できる。このような評価は、合併のニーズが高まっていることも示しており、合併税制の整備は投資家の合併への期待に応える第一歩として評価に値する。

追加的には、特に住宅系 REIT のみが再編を考えているとはいいきれず、市場全体として再編の機運があること、減損リスクについても住宅ばかりが高いとはいえないことがわかった。また、情報開示の差が有意に出ていることから、市場の透明性が評価されていることも明らかとなった。

以上のように、平成 21 年度税制改正は制度上の問題の一部を解消し、市場でも評価されていると結論づけられる。しかし、イベントスタディで反応を見せない REIT が存在すること、依然として投資口価格の低迷が続いていることから、未だ解消されていない問題が存在すると考えられる。そこで、平成 21 年度税制改正で解消されていない問題に関して、①存続法人側の合併税制の整備について J-REIT の適格合併の要件設定を、②資金繰り悪化の問題については資金調達手段の多様化を政策提言として提示した。

第1章 はじめに

1-1 背景

バブル崩壊後、不良債権処理促進を目的として導入された J-REIT はリスクシェアリングの機能と税制優遇によって、不動産原保有者に資金調達や資産圧縮といったメリットをもたらし、少額から不動産投資を行いたいという投資家のニーズに応えてきた。REIT は出資証券を取引市場で売買できるため流動性の高い商品として広く個人投資家も取引に参加することができる。

2000 年の制度導入以降、豊富な資金流入・不動産市場の回復を背景に、徐々に上場 REIT 数は増え、2007 年には上場 42 銘柄、時価総額 7 兆円に迫る規模にまで拡大した。ところが、2007 年 5 月をピークに時価総額は下落を始め、J-REIT 市場は低迷期に突入した。

グラフ 1.1 J-REIT 時価総額の推移



(出所) : 国土交通省 平成 20 年版土地白書

この著しい市場低迷の背景には、サブプライムローン問題を発端とする金融市場の混乱の他、不動産市場の低迷、REIT のパフォーマンスや行政処分等様々な事象が存在する。2008 年には不動産業の業績が悪化、倒産が相次ぎ、スポンサー企業破綻にともなう REIT の運用会社の交代や J-REIT の TOB 等再編の流れが本格化した。こうした中で 2008 年 10 月、ニューシティ・レジデンス投資法人が民事再生法適用を申請し、J-REIT で初めての破綻事例となった。この破綻を機にそれまで指摘されていた制度上の問題点が顕在化した。

1-2 研究目的

我が国には未だ証券化されていない投資不動産が多く存在する¹。また、これまで不動産投資を控えていた年金基金等も投資意欲をみせており²、現在は低迷期にある J-REIT 市場にも潜在的な拡大の可能性があると見える。

こうした可能性に鑑みれば、J-REIT が社会的に意義のある制度であるならば、その制度上の問題に対して適切に対処していくことが必要となる。

本稿では、J-REIT 本来の意義を再確認し、制度存続のメリットを検討する。その上で J-REIT の破綻を機に顕在化した制度上の問題点について、定性的・定量的な分析を踏まえ、政策提言を行うことを目的とする。

1-3 分析手法

本稿における政策評価はイベントスタディという手法を用いて分析した。この手法によれば、ある政策が市場でどのように評価されたかを測ることができる。具体的には、イベントに対する評価が瞬時に株価に反映されるとの株式市場の効率性を前提として、ある政策が起らなかったならば実現したであろうリターンを推定し、実際のリターンとの差額をもって市場における評価とする方法である。J-REIT は市場価格のヒストリカルデータを容易に入手することができるため、この手法を採用した。

さらに、イベントスタディの結果がどのような要因から形成されるのか、その要因を明らかにするために回帰分析による要因分析を行った。

¹ ヒアリング時の資料「CRE 戦略の実践に関する国土交通省の取組」によれば、我が国の不動産の金額規模は 2,300 兆円。法人所有不動産は 490 兆円でそのうち収益不動産は 68 兆円、うち証券化された不動産は 42 兆円とされている。

² 日本経済新聞 2009 年 2 月 5 日 日刊記事

1-4 論文の構成

本稿の構成は以下の通りである。まず、第2章でJ-REITの仕組みと制度沿革及び意義を概観し、REITに認められているペイ・スルーとよばれる税制優遇措置について説明する。

第3章では現状分析としてJ-REIT市場の低迷と再編・淘汰の流れを確認し、ニューシティ・レジデンス投資法人の破綻で顕在化したJ-REITの制度上の問題点を示し、必要な対応について述べる。

第4章では第3章でみた問題のうち、すでに税制改正として政策的対応がなされた90%超配当要件の判定式の改定と合併税制の整備について、イベントスタディを用いた政策評価分析を行う。さらに税制改正では複数の項目の改正が予定されており、いかなる項目の政策効果がイベントスタディの結果に反映されているのか、その要因を探るために回帰分析を行った。

第5章では未だ課題として残されている点への対処として適格合併要件の設定と資金調達手段の多様化を政策提言として述べ、第6章でまとめと今後の課題を整理する。

制度の詳細な規定等についてはAppendixで示した。

なお、本稿における記述は、各REITの決算情報、プレス・リリース、ホームページ、新聞等の公開情報とヒアリングによって得られた情報に基づくものである。また、分析には各REITの投資口価格のヒストリカルデータ、TOPIX、個別物件に関するデータ等すべてホームページ上で入手可能なデータを使用している。本稿に関する記述・解釈の誤りはすべて筆者にのみ帰するものである。

第2章 J-REITの仕組みと意義

本章では、研究の対象とした J-REIT 制度について、2-1 でその基本的仕組みを、2-2 で制度沿革を概観する。2-3 ではその存在意義がリスクシェアリングを可能とする機能にあることを確認し、2-4 で J-REIT に認められるペイ・スルーとよばれる税制上の優遇措置について述べる。

2-1 J-REITの仕組み

日本版不動産投資信託は米国の不動産投資信託(Real Estate Investment Trust)が頭文字をとって REIT とよばれていることから、その日本版という意味で一般に J-REIT (ジェイリート) と呼ばれる。我が国の制度上、契約型の投資信託と会社型の投資法人が予定されているが、実務上の使い勝手のよさから上場 REIT のすべてを投資法人が占めている³。

本節では J-REIT の基本的な仕組みと業務上の様々な規制について説明する。

2-1-1 基本的な仕組み

J-REIT は、不動産証券化手法のうち投資法人を用いて不動産を主体に資金を運用する仕組みである。投資法人とは、「投資信託及び投資法人に関する法律」(以下、投信法)を根拠規定として設立される法人格を有する事業体である。

REIT は投資口の募集、投資法人債の募集、借入等によって資金調達を行い、不動産を購入する。そして、保有不動産についてテナントと賃貸借契約を結び、賃料収入を原資に利払いや毎期の配当を行う。J-REIT の投資口は証券取引所で売買されるため、投資家は取引所を通じて証券の売買ができる。(次ページ 図 2.1 参照)

³ このことから、本稿では REIT と投資法人を同義のものとして表記する。

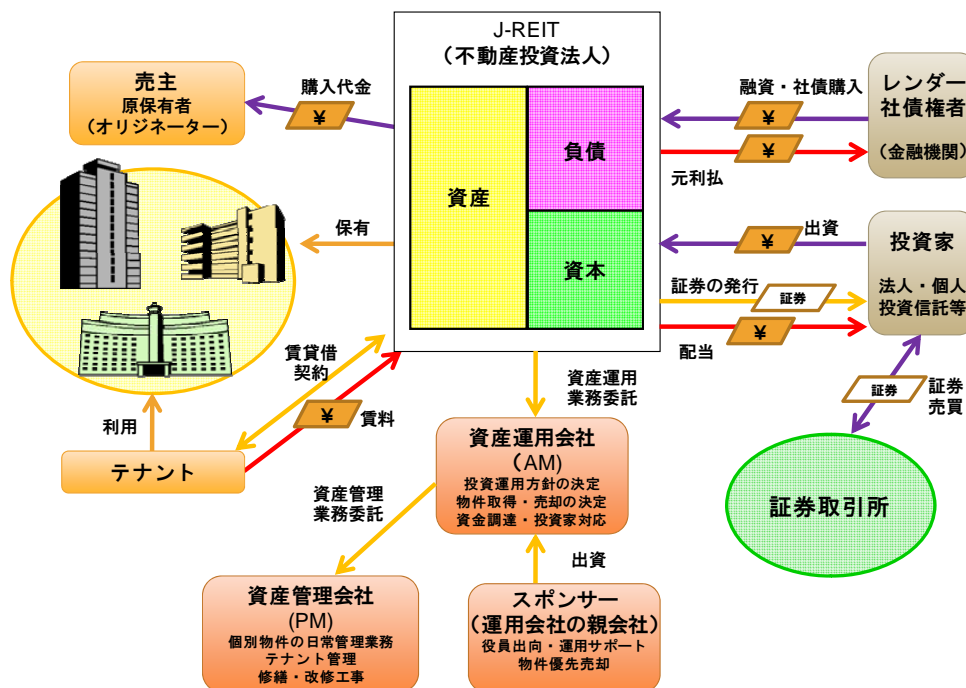


図 2.1 J-REIT (不動産投資法人) の基本的仕組み

2-1-2 様々な規制

REIT の通常業務は、不動産賃貸に限定される⁴。不動産業は本来、開発、建設、分譲、売買等多岐にわたるが、これらの事業はリスクが高い。そのためリスク要因を極力排除するという趣旨に基づき、業務の範囲が規制される。また、財務比率についても負債比率を一定水準に抑えなければならず、一般の事業会社より極めて厳しい制約を受ける。

REIT は投信法の規定により、資産運用業務を外部の専門家である資産運用会社 (AM: Asset Manager) に委託しなければならない⁵。資産運用会社は運用方針の決定、物件取得・売却の決定、資金調達、投資家対応等の業務を行い、テナント管理や修繕・改修工事といった個別物件の日常管理業務を PM (Property Manager) と呼ばれる資産管理会社に委託する。資産運用会社の多くは不動産会社・金融機関・商社等が設立母体となっており、これらの設立母体企業は一般にスポンサーと呼ばれている。スポンサーは役員の出向や運用ノウハウの提供、物件の優先売却を通じて REIT を支えている。また、REIT は本店以外に営業所を設けたり使用人を雇用したりすることができず、ペーパーカンパニーとして不動産の原保有者と投資家の資金を結びつける役割を果たしている。

⁴ 投信法 193 条

⁵ 投信法 198 条

2-2 制度沿革

2000年の投信法改正により、従来、株式・債券等の有価証券に限定されていた投資信託の運用対象が改められ、不動産を対象とすることが認められた。これによってJ-REIT組成のための法制が整った。

制度導入の背景には、我が国のバブル崩壊後の深刻な不良債権問題があげられる。土地神話が崩れ不動産市場が低迷期に入ると、それまで不動産の買い手であった金融機関等が買い控えるようになり、不動産の流動性は著しく悪化した。政府は不良債権処理を促進させるために、資産流動化法（SPC法）などの資産流動化に関する制度整備を進め、その一貫として投信法が改正された。

2001年3月には東京証券取引所が不動産投資信託市場を創設、同年9月に日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人が上場し、J-REIT市場がスタートした。（これまでに上場したJ-REIT42銘柄の基本情報はAppendix 1参照）

表 2.1 主な制度変遷

時期	主な制度	備考
1980年代	バブル期の小口化商品	不動産小口化の始まり。バブル崩壊によって投資家に多大の損害を与える
1995年 4月	不動産特定共同事業法施行	事業者許可制や情報開示など、投資家保護を強化
1998年 9月	旧資産流動化法（旧SPC法）施行	不動産の有価証券化が可能になる
2000年11月	資産流動化法（現行SPC法）施行	TMK設立手続きの簡素化
2000年11月	改正投信法施行	不動産が投資信託の運用対象として認められる（J-REIT解禁）
2005年 4月	減損会計強制適用開始	不動産のリスク資産化

2-3 J-REITの意義

J-REITは不良債権処理促進を目的として導入され発展し、今日でも不動産に流動性を与えることを期待されている。本節では、J-REITの意義と不動産原保有者・投資家にとってのメリットについて説明する。

2-3-1 J-REIT の意義

(1) リスクシェアリングと流動性の付与

J-REIT は不動産証券化商品の一つと位置づけられる。証券化とは「それ自体が証券でないものを何らかの仕組みを使って証券とすること」を言い、目的は流動性を高めることにある⁶。

そもそも不動産には、①一件あたりの投資金額が大きい、②地域や立地等個別的な特性が強く同質性がない、③証券取引所のように多数の買い手と売り手が取引する仕組みが存在しない、といった特徴がある。そのため取引は相対とならざるを得ず、換金性つまり流動性が非常に低い。我が国ではバブル崩壊後、不動産の価格変動リスクが認識され、流動性の低さが深刻となり、バブル期に高値で取得した不動産の資産価値が下落、「不良債権」と化した。

そこで不良債権処理促進を目的として、不動産証券化制度が整備された。不動産証券化によれば出資を小口化することで、不動産の流動性リスクや価格変動リスクを原保有者から投資家に広く薄く移転することができる。さらに、J-REIT には取引所が設けられており、投資家は投資口の売買を取引所で行うことができる。このように J-REIT は不動産証券化商品としてリスクシェアリングの機能を有し、投資口の流動性を高めることによって、不動産へ流動性を付与する点に最大の意義がある。

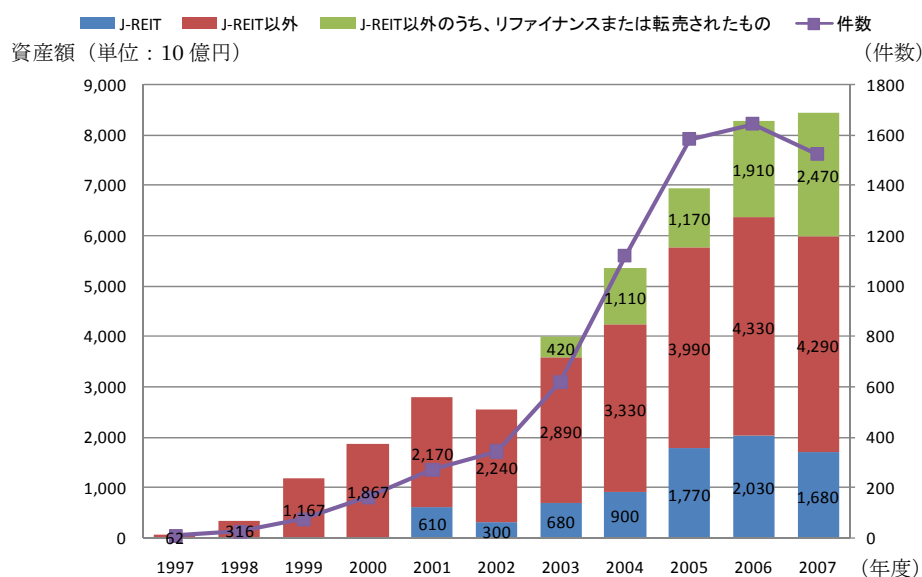
不動産証券化市場の拡大と J-REIT を含む投資目的法人が不動産の買い手として存在感を高めていることから、証券化という仕組みが不動産特有の問題を解決し、不動産への流動性の付与という意義を果たしてきたことがわかる。(次ページ グラフ 2.1、グラフ 2.2 参照)

(2) 透明性の付与

不動産取引市場はその特性上、不透明である部分が多かった。しかし、J-REIT は公募の不動産ファンドであるため、運用に関して厳しい情報開示の規制がある。このような情報開示は、不動産証券化市場だけでなく不動産取引市場の透明性を高め、我が国不動産市場の信頼を得ることに貢献している。

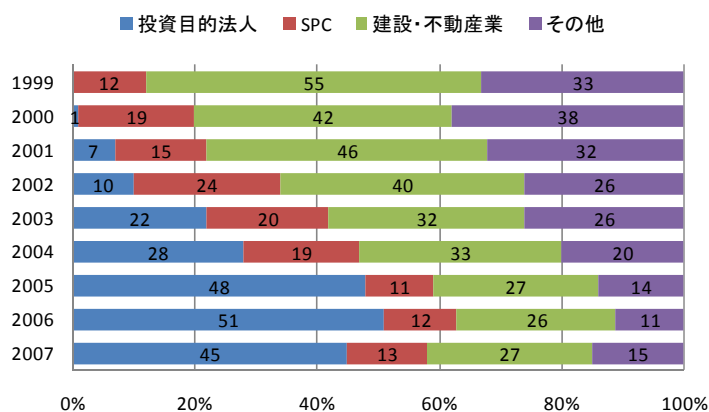
⁶ 太田(2008) P.20

グラフ 2.1 不動産証券化の推移



(出所)：国土交通省 平成 19 年度「不動産証券化の実態調査」⁷

グラフ 2.2 上場企業等の不動産売買における買主別割合 (件数)



(出所)：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

⁷ ①不動産流動化の全体的ボリュームを把握する観点から、証券を発行したもの（狭義の流動化）に限定せず、借入れ等により資金調達を行ったもの（広義の流動化）も対象としている。
 ②「J-REIT 以外のうち、リファイナンスまたは転売されたもの」
 J-REIT 以外で信託受益権の証券化のうち、リファイナンスまたは転売との報告等があった物件の資産額である。そのため、実際の額はこれより大きい可能性がある。なお、2002 年以前についてはこの項目は調査していない。
 ③J-REIT については、投資法人を 1 件としている。
 ④内訳については四捨五入をしているため、総額とは一致しない。
 ⑤2007 年度分の値は速報値。2006 年度分は TMK 発行実績等により再集計

(3) 間接金融から直接金融へ

銀行借入に依存する間接金融では、不動産の流動性リスクや価格変動リスクが銀行に集中する。この点直接金融では、多数の投資家にリスクが分散される。間接金融から直接金融への流れも相まって、これまで不動産証券化市場には資金が流入し、拡大を遂げてきた。

(4) 優良な資産ストックの形成

J-REIT は開発などの大きなリスクを取らず、安定的な賃料収入を得ることを期待されている。将来の賃料収入を確保するため、テナントの流出を防ぐ観点から、REIT には受け入れた中古物件について一定の修繕・改修を行うインセンティブがあり、物件のバリューアップに貢献する。また、Appendix 2 の J-REIT の物件取得動向によれば、不動産市場回復期には中古物件だけでなく開発物件の受け入れという役割も同時に果たしていることがわかる⁸。

2-3-2 各主体にとってのメリット

(1) 不動産原保有者にとってのメリット

・財務比率の改善と資金調達

原保有者は不動産証券化によって、不動産投資のリスクを原保有者から多数の投資家へ分散することができる。また、不動産の売却により資金調達が可能となる。さらにこれを借入金返済に充てれば、財務比率の改善をもたらす。これまで企業のバランスシート健全化のニーズや銀行の自己資本比率規制導入に伴う資金調達手段の多様化の必要性から、不動産証券化の手法が活用されてきた。

(2) 投資家にとってのメリット

・不動産への小口投資の実現

不動産証券化によれば出資が小口化される。さらに J-REIT には取引市場が存在するので相場を見ながら好きな時に投資し、資金の回収は市場で行うことができる。このように、小口の資金しか持たない個人投資家も不動産投資を実現できるようになった。

⁸ 不動産証券化市場を所管する国土交通省も不動産証券化支援策実施の際に、優良な資産形成の担い手としての役割を挙げている。

・法人税回避による高いリターン

次節でみるとおり、REITには一定の要件を満たす場合、事実上法人税がかからないペイ・スルーと呼ばれる優遇措置が認められている。一般の事業会社の配当は法人税課税後の留保所得からなされるが、REITは法人税が課されない分、投資家の受け取る配当額が大きい。諸外国の制度をみてもREITをはじめとする不動産証券化に利用される事業体段階での法人税の回避は投資家にとって重要なポイントであり、このメリットこそが不動産市場への資金流入を支えていたといえる。

2-4 税制優遇措置

本節では、J-REITの税制優遇措置であるペイ・スルー税制について説明する。

2-4-1 ペイ・スルーとパス・スルー

REITをはじめとする不動産ファンドでは、事業体段階での法人税課税を回避するための仕組みが重要となる。REITは米国をはじめ、欧州、豪州、アジアなど各国で導入されている制度である。税制や不動産業の慣行の違いから導入の目的や仕組みは多少異なるが、倒産隔離や事業体段階での課税を回避する仕組みがある点は共通する。すなわち、不動産ファンドを用いた投資において、法人税課税を回避することはグローバル・スタンダードであり、投資家にとっても大変重要なポイントとなる。

事業体段階での課税を回避する仕組みには主に2つの種類がある。ひとつは法人税が課されない組合等を用いた事業体を利用するものでパス・スルーとよばれる。もうひとつは一定の要件を満たせば事実上法人税が課されない仕組みでペイ・スルーとよばれる。

J-REITは法人格を有するため法人税が課されるのが基本である。しかし、不良債権処理促進の目的と前節でみた意義及び諸外国のREIT制度との整合性を根拠に、J-REITにはペイ・スルーが認められている⁹。ペイ・スルーは事業体の利益から支払配当分を損金として差し引き、課税ベースを小さくして実質的に非課税の状態を実現する。

⁹ そのほか、不動産取得税や登録免許税の軽減等の規定も設けられている。

配当の損金算入が認められるためには一定の要件（Appendix3 参照）を満たす必要がある。要件のうち最も重要なものは、以下のような式に基づいて判定される 90%超配当要件である。これは、配当可能所得の 90%超を投資主へ配当すれば、その分を損金算入できるというものである。すなわち、当期利益のすべてを配当すれば、課税ベースはゼロとなり法人税が実質的に非課税となる。判定式は利益超過分配の有無により異なる。

【現行 90%超配当要件判定式】

(1) 利益超過分配を行っていない場合

$$\text{会計上の利益からの配当} > \text{課税所得} \times 90\%$$

(2) 利益超過分配を行っている場合

$$\text{会計上の利益からの配当} + \text{利益超過分配} > (\text{課税所得} + \text{利益超過分配}) \times 90\%$$

ペイ・スルーでは、パス・スルーと異なり、法人税が免除されるわけではない。例えば図 2.2 の課税所得が会計上の利益を著しく上回る場合には、②のとおり内部留保が発生し、法人税が課税される。また、そもそも要件を充足できない③のような場合には、課税所得の全額に法人税が課税される。

法人税が課税されれば、投資家の受け取れる配当が減少するため、J-REIT の運用会社は判定要件を充足するように注意して運用を行う必要がある。

図 2.2 ペイ・スルーの概要



第3章 J-REITの現状と問題の顕在化

第2章でみたリスクシェアリングの機能や税制上のメリットのためにJ-REITは拡大を続けてきた。しかし現在、時価総額は著しく縮小し、J-REIT市場は低迷期を迎えている。

本章ではまず、3-1でJ-REIT市場の現状として再編・淘汰の流れとニューシティ・レジデンス投資法人の破綻に伴って顕在化した制度上の問題点を概観する。さらに問題の各論として、3-2で資金繰りの悪化を3-3で減損リスクの上昇と法人税課税の問題を、3-4では併合税制の未整備についてそれぞれ説明する。

3-1 J-REIT市場の現状

3-1-1 再編・淘汰の流れ

J-REITは2007年から投資口価格の下落が目立つようになった。2007年10月の産業ファンド投資法人の上場後はブックビルディングの不調等¹⁰を理由に、REITの新規上場中止の動きがみられた(表3.1)。

2008年になると不動産業の業績が悪化、資金繰りに窮した新興デベロッパーを中心に大型倒産が相次いだ¹¹。J-REIT市場でもスポンサーの破綻に伴う運用会社の交代や、REITの投資口に対するTOBも生じるなど、再編の流れが本格化した(表3.2)。

表3.1 新規上場を中止したREIT

上場予定日	上場中止公表日	銘柄	投資タイプ	スポンサー
2006年07月07日	2006年06月20日	エコロジーリート ¹²	総合型	明豊エンタープライズ 長谷工コーポレーション
2007年12月26日	2007年12月03日	エイブルリート	住宅特化型	エイブル
2007年12月19日	2007年12月10日	ジェイリート	複合型	AIG
2008年06月18日	2008年06月10日	大和ハウスリート	総合型	大和ハウス

(出所) : J-REITポータルサイトを参考に作成

¹⁰ ブックビルディングとは上場時の発行価格をマーケットの動向に基づいて決定する方式をいう。株価が低迷した場合には、資金調達が予定額に達しない。そのためREITの上場中止はJ-REIT市場の停滞を意味する。

¹¹ 帝国データバンク 2008年報によれば、2008年の上場企業倒産34件のうち、建設・不動産関連は25件と全体の約7割を占めた。金融危機の影響による不動産市場の急減速と信用収縮の深刻化が背景にあるとされている。

¹² エコロジーリート投資法人は2007年12月に解散を決定した。

表 3.2 J-REIT 再編の動きのまとめ

銘柄	日付	事例	内容
FCレジデンシャル	2007年4月20日	REIT株の大量保有	プロスペクトAMを含む3社による大量保有発覚 導管制要件抵触の恐れ
エルシービー	2007年9月13日	REIT株の大量保有	プロスペクトAMを含む3社による大量保有発覚 導管制要件抵触の恐れ
ジャパン・シングル・ レジデンス	2007年8月30日	スポンサー交代	スポンサー インボイスRMの親会社 ドーガンアドバイザーズへ
	2008年1月30日	スポンサー交代	スポンサー インボイスRMの親会社 アバマンHDへ
ラサール ジャパン (旧:イーアセット)	2007年11月8日	スポンサー交代	イーアセットからラサールへ
フロンティア	2008年2月18日	スポンサー交代	日本たばこ産業から三井不動産へ
日本賃貸住宅 (旧:リプラス・ レジデンシャル)	2008年8月12日	TOB開始	アップルリングHDによる友好的買収
	2008年9月24日	スポンサー破綻 スポンサー交代	リプラス破産手続き開始決定 スポンサーはミカサアセットマネジメントへ (オークツリーグループ)
	2008年11月10日	REIT株の大量保有	アップルリングHDの保有割合48.4%に
ニューシティレジデンス	2008年10月9日	REIT破綻	民事再生法適用申請
ビ・ライフ	2008年11月27日	スポンサー交代	モリモトから大和ハウスへ
	2008年11月28日	前スポンサー破綻	モリモトが民事再生法適用申請
ジャパン・オフィス (旧クリード・オフィス)	2008年12月9日	スポンサー破綻 スポンサー交代	クリード民事再生法適用申請 スポンサーはいちごアセットへ
日本レジデンシャル 日本コマース	2009年3月10日	スポンサー破綻	パシフィックHD会社更生法適用申請

(出所) : 各 REIT のホームページ、プレス・リリース等を基に作成

3-1-2 ニューシティ・レジデンス投資法人の破綻

こうした流れの中で、2008年10月、資金繰りの悪化を理由としてニューシティ・レジデンス投資法人(NCR)が民事再生法の適用を申請した。このJ-REIT初の破綻によって、これまでも指摘されてきた制度上の問題点が顕在化した。

これらは制度に内在する問題であったため、事業内容、資産の種類等が類似するJ-REITにとって、市場全体に波及するネガティブな影響をもたらした。このような市場へのネガティブな影響は「NCR破綻による波及効果についてのイベントスタディ」(Appendix 4参照、イベントスタディについては第4章で詳述)にも示されている。

3-1-3 顕在化した制度上の問題点

(1) 資金繰りの悪化

ニューシティ・レジデンス投資法人（以下、NCR）破綻の直接的な理由は資金繰りの悪化である。同投資法人は、借入金返済及び取得予定物件のファイナンスができず、やむを得ず民事再生法の適用を申請した。さらに NCR は物件取得中止に伴い 55 億円の違約金支払いを余議なくされた¹³。これは、自己の取得能力を超えた大規模物件への投資により成長を急ぎすぎたことが原因であるとの解釈もでき、問題はマネジメントの良し悪しにあると考えることもできる。

しかし、こうした事例の背景には、市況の悪化により外部資金調達が困難になると資金繰りが著しく悪化するという REIT の財務体質の問題がある。この点については 3-2 で詳述する。

(2) 減損リスクの上昇と税会不一致に伴う法人税課税

ペイ・スルーの判定要件を充足できない場合、課税所得全体に法人税が課税される。NCR は第 7 期事業年度に、税務上減損損失と違約金損失引当金の損金算入が否定された。これにより、会計上は当期純損失を計上する一方で税務上は課税所得が生じた。このように税務と会計の著しい乖離により、90%超配当要件を満たすことができず、法人税が課された¹⁴。このような税務と会計の著しい乖離は、不動産市況悪化による減損損失の計上によっても生じ、その場合、判定式を充足できなくなる可能性が高い。つまり税会の不一致により実際に NCR に法人税が課税されたことから、J-REIT 市場全体で法人税課税への警戒が高まっていたと予想できる。この点については 3-3 で詳述する。

(3) 合併のニーズと合併税制の未整備

「破綻」を「淘汰」と捉えるなら、破綻は市場を健全化させる可能性もあるのでそれ自体の善し悪しは一概には判断できない。そうとはいえ、破綻はコストを伴う。また、REIT の解散・清算が決定すれば、保有不動産の投げ売りが起こりうる。これは市況の悪化を招き不動産の担保価値を下げるので、金融機関の財政状況・融資行動にもネガティブなインパクトを与えるであろう。

¹³ ニューシティ・レジデンス投資法人 2008 年 10 月 10 日プレス・リリース

なお、日本レジデンシャル投資法人（2008 年 11 月 18 日プレス・リリース）、ジョイント・リート投資法人（2009 年 2 月 27 日プレス・リリース）でも同様の理由で違約金が発生している。

¹⁴ ニューシティ・レジデンス投資法人第 7 期有価証券報告書参照。ただし、税会の不一致が直接の原因で同投資法人が破綻したわけではないことには注意されたい。

NCR の破綻や日本レジデンシャル投資法人と日本コマーシャル投資法人の二つを傘下にもつパシフィックホールディングスの破綻等、J-REIT の新スポンサーがなかなか決まらない状況を考えると合併のニーズはますます高まっていると考えられる¹⁵。

一般に合併のメリットは①短期での資産獲得、②経営効率の悪い経営者の淘汰、③資産規模拡大による規模の経済の享受、④資産規模拡大による株式の流動性向上などが挙げられる。さらに、有事においては⑤経営危機に陥った会社の救済合併もメリットとなる。

ただし、合併は万能というわけではない。買収価額が適切でなければ株主に損失が及ぶし、経営統合がうまくいかなければ効率が下がるといった可能性もある。また、消滅法人・存続法人の資産内容、財務状況等によっても評価は異なる。

このように合併には失敗の可能性があること、また本来合併は市場メカニズムの中で生じるものであることから、政府のとるべき策は、積極的な合併促進というよりも、再編手段を増やす、経営戦略の幅を広げるといったあくまで市場メカニズムを働かせるための制度整備であるといえる。

REIT については投信法 145 条以下に合併の規定が整備される一方で、合併税制について整備がされていなかった。一般に税制上の取り扱いが合併時の重要なポイントとなるため、税制の整備が急務とされていた。この点について 3-4 で詳述する。

3-2 資金繰りの悪化

3-2-1 制度上の制約と財務体質

2-4 でみたとおり、REIT は每期利益の 90%超を配当するため内部留保をもたず、借入金の返済や新規投資の原資を外部資金調達に依存するという財務体質の特徴がある。また、REIT は制度上の制約に基づき、負債比率を一定水準以下に抑えなければならない。さらに株式会社では種類株式の発行が認められるが、REIT には認められておらず、借入先は租税特別措置法上の機関投資家に限定されている。すなわち、REIT は一般の事業会社と比べ、資金調達に関する制約が厳しいといえる。

¹⁵ 特に民事再生法は、即時の解散・清算を目的とするものではなく、事業再建を目的としている。NCR の 2008 年 10 月 10 日プレス・リリースによれば、再建手段として、物件売却、スポンサーへの事業譲渡の他、吸収合併も例としてあげられており、再建の可能性を広げる意味でも、合併のニーズが高まっているといえる。

3-2-2 資金繰りの悪化

投資口価格の低迷が続いている現状では、投資口の追加発行による機動的な資金調達は困難である。また、不動産市況の悪化に伴い不動産の資産価値が下落すれば、不動産を主要な資産とする REIT の財務内容は悪化する。レンダーの動向をみると、サブプライムローン問題の顕在化以降、不動産業に対する貸出が縮小し、REIT についても信用リスク上昇に起因する借入金利の上昇がみられるうえ、リファイナンスさえも懸念される事態となっている。さらに買い手がつかないことから物件売却による資金調達も困難となっている。このような状況下で、資金調達に頭を抱える REIT が増加した。

3-2-3 政策融資のリスク

この問題に対し、政府は 2008 年 12 月に政策融資で対応を図った。政策融資による対応は一時の混乱によって REIT の倒産を防ぐための緊急措置であり、短期的には効果があるだろう。しかし、低金利の融資は市場を歪めるうえ、融資枠を拡大すれば債権の回収リスクが政府系金融機関に集中してしまう。不動産価格の低迷期には不良債権化のリスクが高まるため、このような対応は望ましくない。

中長期的には資金調達に関する制度上の制約を緩和するといった、より本質的な対応が必要となる。

3-3 減損リスクの上昇と税会不一致に伴う法人税課税

現行税制では、J-REIT の配当金損金算入要件の判定式の中に会計上の利益と税務上の所得が混在しており、会計上の利益が税務上の所得の 90%を大幅に下回るような状況になると配当金損金算入要件を満たす水準の配当ができず、法人税が課税される。

この判定式の問題は J-REIT 制度導入当初から指摘されていたが、特にここ数年で会計基準の国際的調和の流れが加速し、徐々に税会の不一致項目が増加してきたため、実務上大きな問題となっていた。

3-3-1 税会の不一致

税会の不一致がなぜ REIT にとって重大な問題となるのかをみる。まず、会計上の利益と税務上の課税所得の違いについて触れる。利益と課税所得は基本的には同じような概念であるが、利益が経営成績を把握する指標であるのに対し、課税所得は税金を課するための課税ベースであるという違いがある。そもそもの性質の相違から収益・費用、益金・損金の計上のタイミングがしばしばずれ、利益と所得の額に差異が生じる。このように利益と所得が一致しないことを「税会の不一致」という。税務と会計で処理が異なる項目については表 3.3 に例を示した。

表 3.3 税会不一致項目の例

項目	会計上の取扱い	税法上の取り扱い
修繕引当金	投資家への開示の重要性から多額の修繕を行う場合に引当金を計上	損益不算入
減価償却	税法上の耐用年数より短い経済的耐用年数に基づき、減価を仮定して減価償却費を計上	税務上の減価償却限度額を超える部分について損金不算入
減損損失	減損会計の適用等により、資産の収益性の低下等により投資額の回収が見込めなくなった資産について会計上評価損を計上	法人税法上、認められる一定の事由に該当する場合を除いて損金不算入
貸倒引当金	売掛債権等について、その回収可能性に応じて貸倒引当金を計上	税務上の独自の基準に基づいて算定した限度額を超える部分について損金不算入
法人税等	会計上、発生年度に費用処理	税務上、損金不算入

(出所)：鬼頭 (2005) に基づいて作成

3-3-2 減損会計の導入と判定式の問題

(1) 減損会計の導入と減損リスクの上昇

2005 年 4 月 1 日以降開始する事業年度から強制適用となった「固定資産の減損会計」は、保有資産の市場価格や評価額が著しく下落し、貸借対照表上の帳簿価額を著しく下回る場合に帳簿価額を減額することを要求する¹⁶。

¹⁶ なお、「固定資産の減損会計」の導入の背景として以下の 3 点が指摘されている。

以下、和田 (2005) 参照

①我が国においては固定資産の減損に関する処理基準が明確でなかったため、固定資産の帳簿価格が価値を過大に評価しているのではないかと疑念が示されていること。②このような状況が財務諸表への社会的な信頼を損ねているとの指摘や減損に関する処理基準が整備されていないため、裁量的な固定資産の評価減が行われる恐れがあること。③国際的にも、固定資産の減損に係る会計基準の整備が進められており、会計基準の国際的調和を図る上で減損処理の会計基準を整備すべきであること。

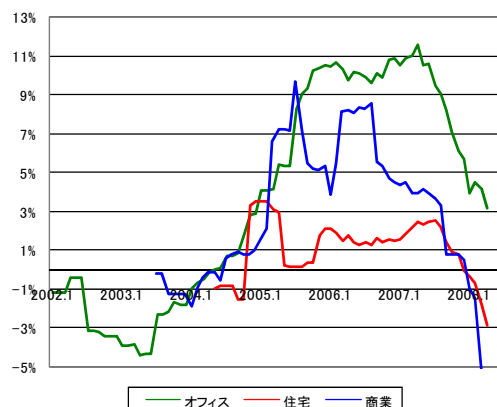
減損が認識される要因のひとつに時価の著しい下落がある。不動産の時価の指標としては期末の不動産鑑定価格があげられ、その著しい下落の主な要因として、①空室率の上昇、②賃料の減額、③投資家の期待利回りの上昇の3点が指摘できる。減損を回避するために、①、②については経営努力が求められる。また、取得価格が過大であると減損の可能性を高めるため、適切な価格による物件取得のインセンティブが与えられる。さらに、貸借対照表上の資産価格も適切となるため、減損会計の導入には意義があり、REITがこれに従うことには問題がない。

しかし、減損会計はあくまでも会計上の費用として計上が要請されるのであって、税務上は多くの場合損金算入が認められない。よって、税務と会計の不一致が生じる。

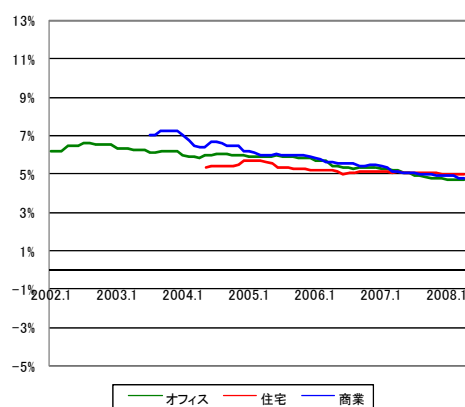
ここでARES Property indexによれば2007年頃から市況が悪化しはじめていることがわかる。(グラフ3.1) すなわち、現状として不動産市況が悪化しており、減損のリスクは上昇していたといえる。

グラフ 3.1 ARES Property index (2002年1月から2008年4月まで)

キャピタル収益率の推移



インカム収益率の推移



(出所) : ARES ホームページ 2009年2月入手

(2) 判定式の問題

会計上の利益が税法上の所得の90%以下である場合でも、REITは利益超過の分配金を支払うことで配当要件を満たせる可能性がある。特に減損損失は、キャッシュ・アウト・フローを伴わない費用であるため、配当自体は可能であるとも思われる。しかし、利益超過分配金は判定式の右辺の配当可能所得にも加算されるため、90%超配当要件の充足には極めて過大な金銭の分配が必要となり、実質的に要件を満たすことができない。この点について

ては、以下の数値例に示した。

【数値例】

A.会計上の利益：経常利益を100億円として当期に20億円の減損が生じた場合、
会計上は当期利益が80億円となる。

B.税務上の課税所得：減損損失は税務上損金算入が認められない。

よって当期利益80億円に減損損失20億円を足した100億円が課税所得となる。

(A) 会計上の利益		(B) 税務上の所得	
経常利益	100億円	当期利益	80億円
－ 減損損失	20億円	＋ 損金不算入	20億円
<hr/>		<hr/>	
当期利益	80億円	課税所得	100億円

C.現行判定式

この例では課税所得が当期利益を大幅に上回り、当期利益からの分配は90%を下回る。
このままでは法人税が課税されるため、利益超過分配を行うことを考える。この場合、90%
超配当要件の判定式は以下の式で示される。

$$\text{当期利益 } 80 + \text{利益超過分配 } X > (\text{課税所得 } 100 + \text{利益超過分配 } X) \times 90\%$$

これを解くと、 $X > 100$ (億円)となる。つまり、損金算入要件を満たすには、100億円超の
利益分配が要求される。内部留保をもたない投資法人にはこのような多額の超過分配は困
難であり、結果として要件が満たせず法人税が課税される。

3-3-3 求められる対応

このような税務上と会計上の処理の相違に起因する法人税課税は制度の趣旨に基づくも
のではなく、J-REIT制度が会計基準の変更に対応できていなかったことによる。この問題
を回避するためには判定要件を「会計上の利益の90%超の配当」と改めることが求められ
る。

3-4 合併税制の未整備

3-4-1 一般事業会社の合併税制

一般事業会社の場合、法人の合併による資産及び負債の移転は原則として消滅法人が合併時における時価により資産及び負債を存続法人に譲渡したものと取り扱われ、適格合併に該当する場合にのみ、特例として資産負債の帳簿価額での受け入れが認められる。

原則的な処理（非適格合併）では、資産負債を時価で引き継ぐため、消滅法人では税務上の譲渡損益が認識される。また、存続法人では受け入れた純資産（資産・負債の差額）と取得対価との差額が認識され一定期間で案分され益金又は損金に算入される。

一方、適格合併の場合には、帳簿価額での受け入れが認められるため、消滅法人における税務上の譲渡損益は発生しない。また、存続法人における差額は合併差益として資本とみなされ、益金や損金とはならない。

3-4-2 適格合併要件

多くの REIT で投資口価格が一口当たり純資産を著しく下回る現状では、存続法人が割安で消滅法人の資産・負債を取得できる状況にあり、税務上、差額負債勘定（会計上の負ののれん）の発生と償却による益金発生が予想されている。これは存続法人の課税所得を増加させるため、適格合併に該当するか否かは合併時の重要な考慮事項となる。

適格合併の判定は企業グループ内の合併と共同事業を行うための合併によって要件が異なるが、以下では後者を前提として議論を進める。共同事業を行うための合併は表 3.4 の要件に該当する場合に適格合併と認められる。

J-REIT は運用を外部の運用会社に委託する、従業員をもたない、といった一般事業会社と異なる特徴がある。そのため、表 3.4 のような一般事業会社を対象とする適格要件に該当するか否か不明瞭である。つまり、現行制度上 REIT の適格合併は認められないのではないかと懸念が合併の阻害要因となっていた。

表 3.4 適格合併の要件～共同事業を行うための合併

要件	内容
①事業関連要件	消滅法人の被合併事業と存続法人の合併事業とが相互に関連するものであること
②A・Bのいずれか一方 A 事業規模要件	消滅法人の被合併事業と存続法人の合併事業のそれぞれの売上金額、従業者の数、資本の金額もしくはこれらに準ずるものの規模の割合がおおむね5倍を超えないこと
B 役員の経営参画要件	合併前の消滅法人の特定役員（社長、副社長、代表取締役、代表執行役、専務取締役、もしくは常勤取締役またはこれらに準ずる者）のいずれかと存続法人の特定役員のいずれかだが、合併後に存続法人の特定役員となることが見込まれていること
③従業員引継要件	消滅法人の合併前の従業者のうち、その総数のおおむね80%以上に相当する数の者が合併後に存続法人の業務に従事することが見込まれていること
④移転事業継続要件	消滅法人の合併前に営む主要な事業が存続法人において合併後に引き続き営まれることが見込まれていること
⑤株式継続保有要件	合併直前の消滅法人の株主等で、合併により交付を受ける存続法人の株式の全部を継続して保有することが見込まれるものが有する消滅法人の株式の数を合計した数が、消滅法人の発行済株式等の80%以上であること

3-4-3 90%超配当要件判定式の問題

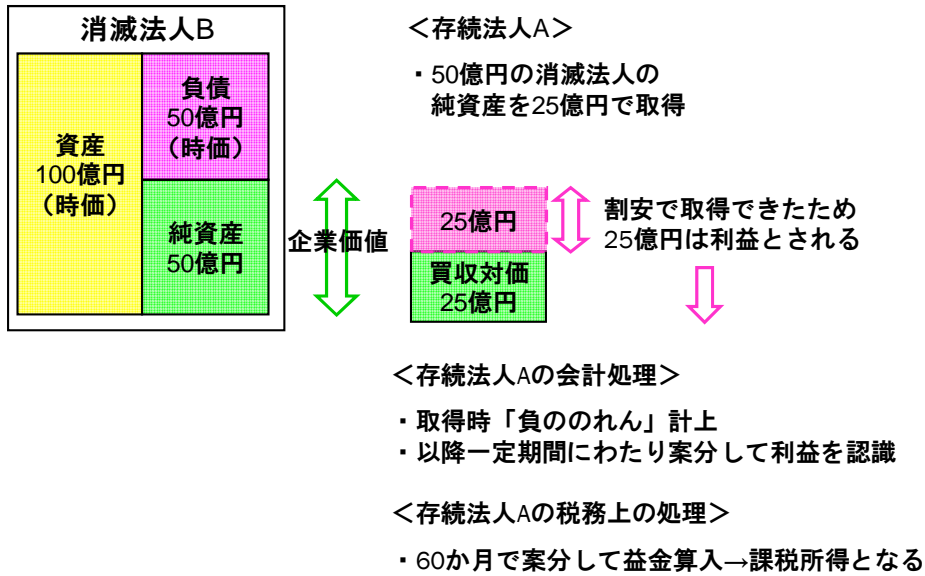
以上に加え、REITが投資家から支持されるためには合併の前後でもペイ・スルーの判定要件を充足する必要がある。この点については、①負ののれんの問題と②合併交付金の問題が指摘されていた。以下、この点について述べる。

(1) 負ののれんの問題

合併は存続法人Aが消滅法人Bの株主からBの純資産（資産－負債）を取得する取引とみることができる。ここで存続法人Aは合併の対価を支払うことになるが、仮に対価が純資産額よりも小さい場合には、Aはその差額分だけ割安でBの純資産を取得できたことになる。このときAにとって当該差額分は利益として計上される¹⁷。この差額分は会計上、負ののれんと呼ばれる。負ののれんは利益に計上されるがキャッシュ・イン・フローを伴う利益ではないため配当をすることができない。よって、負ののれんが会計上ならびに税務上認識された場合、配当金損金算入要件をみたすための配当金水準に見合うキャッシュがなく事実上配当が困難となるおそれがある。つまり、存続法人に法人税が課税される。この点も合併を阻害する要因となっていた。（次ページ 図 3.1 参照）

¹⁷ 負ののれんの処理は公開草案26号（平成22年4月1日以降適用、平成21年4月1日以降早期適用可）に基づく一括利益計上、現行の企業結合会計では負ののれんは20年以内に均等償却することとなっている。

図 3.1 負ののれん 合併時の会計・税務上の処理

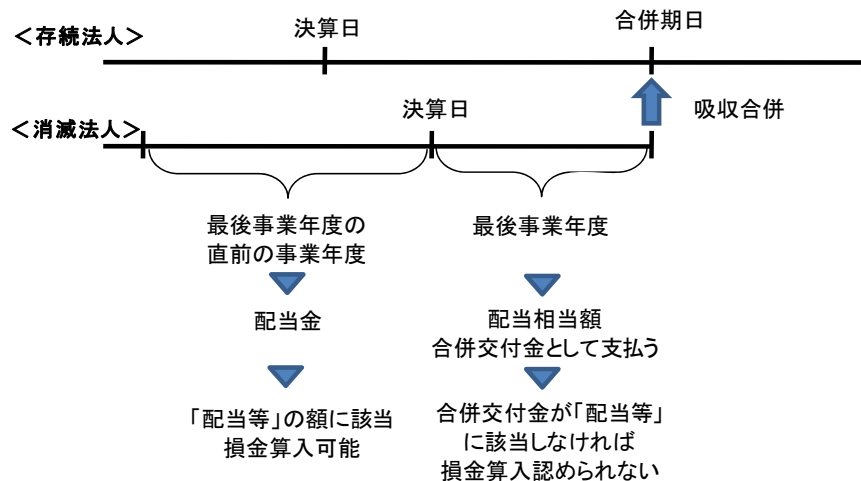


(2) 合併交付金に関する問題

合併交付金とは、合併に際し、株式の価値を基準として計算される株式の割当比率の端数調整や、存続法人と消滅法人の決算期が異なる際の利益配当の調整等のために、存続法人から消滅法人の株主に交付される金銭をいう。

REITの合併に際して消滅法人が事業年度の途中で合併する場合、合併直前の最後の事業年度の利益に係る配当として支払った合併交付金が損金算入可能かどうか曖昧であった。税務上の処理が曖昧である場合、課税庁があとから損金算入を否認してくるリスクがあるため、消滅法人は税法上不安定となる。これが実質的に合併の阻害要因となっていた。

図 3.2 最後事業年度と合併交付金



3-4-4 求められる対応

合併税制の整備として求められるのは、①REITに関する適格合併要件の設定、②90%超
配当要件の判定式の変更と負ののれんへの対応、③合併交付金が損金算入可能であること
の明確化である。②については、現行の判定式ならば①だけでよいところ、前節で指摘し
た税務と会計の不一致の問題をも考慮して、判定式を「会計上の利益の90%超の配当」と
改めた上で、負ののれんを判定式から排除するという対応が考えられる。

第4章 政策評価分析

第3章で検討した問題点のうち、減損リスクへの対応と合併税制の整備については平成21年度の税制改正で改正が予定されている。

本章では、税制改正のアナウンスメントが投資口価格に反映されることに着目し、イベントスタディを行った。イベントスタディは政策評価の費用便益分析（CBA）でもよく用いられる手法の一つである。まず、4-1では平成21年度税制改正で課題への対応として、90%超配当要件の変更による減損リスクへの対応と合併税制の整備がなされたことをみる。4-2ではイベントスタディの手法について説明する。4-3で分析結果を示し、4-4で要因分析を行う。4-5では分析結果を踏まえた政策評価について述べる。

4-1 政策的対応

4-1-1 平成21年度税制改正大綱

第3章でみた問題への対応として、2008年12月12日に与党が公表した平成21年度税制改正大綱において①90%超配当金要件の判定式が変更され、②合併交付金が損金算入可能であることが明確化された。ここで、実際の税制改正は国会での可決を要するが、2008年12月時点では衆議院の解散は予算、税制審議後になるとの報道がなされており、12月12日に公表された与党の税制改正大綱はほぼ確実に可決されると考えて差し支えない。よって、12月12日の税制改正大綱のアナウンスメント以降、市場は税制改正を織り込んだ価格形成を行うとの予想ができる。なお、同様の内容について2009年1月23日の閣議決定がなされているほか、合併交付金については内閣府令及び監督指針の改正がなされている¹⁸。

平成21年度税制改正大綱（平成20年12月12日与党決定）

十一 その他の政策税制

25 特定目的会社等の課税の特例について、次のとおり見直しを行う。

(1) (略)

(2) 支払配当の額が配当可能所得の金額の90%相当額を超えていることとする要件を、支払配当の額が配当可能利益の額の90%相当額を超えていることとする。なお、負のれんがある場合に、その発生事業年度において配当可能利益の額から控除する等所要の調整措置を講ずる。

(3) 投資法人に関する法令の規定において投資法人の合併交付金の取扱いが明確化されたことに伴い、損金算入の対象となる支払配当等の額に配当見合いの合併交付金が含まれることを明確化する。

¹⁸ 第4回「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」資料 参照

4-1-2 税制改正による課税リスクの解消

①90%超配当要件の判定式の変更

(現行)「会計上の利益からの配当 > 税務上の課税所得×90%」

(改正)「会計上の利益からの配当 > 会計上の利益 ×90%」

配当金損金算入要件が会計上の利益の値のみで判定されれば、3-3 でみた税会の不一致の問題に起因する法人税の課税リスクは解消される。さらに、負ののれんが判定式の段階で会計上の利益から排除されれば、負ののれんに伴って発生した利益（償却相当額）について配当をしなくても支払配当金の損金算入が認められることとなる。よって3-4 でみた合併時に発生する負ののれんに起因した法人税の課税リスクが一部解消される。

②合併交付金の取扱いの明確化

3-4 でみた合併交付金についても、損金算入が可能であることが明示されたため、消滅法人の最後事業年度における法人税課税リスクは軽減される。

以上のように、税制改正によってこれまで問題として指摘されていた法人税の課税リスク軽減が期待される。次節以降、実際に税制改正が市場ではどのように評価されたかについて、イベントスタディの手法を用いて分析する。

4-2 政策評価分析

4-2-1 データとサンプル

本稿では次のようなサンプル及びデータを用いて分析を行った。

サンプルは、イベントスタディを行うために必要となる期間、すなわち Estimation Period (2007年11月16日から2008年11月14日) 及び Event Window (2008年11月28日から2008年12月29日) の株価が入手可能な上場投資法人41銘柄(2008年11月14日上場廃止となったニューシティ・レジデンス投資法人を除いたもの)とした。

イベントスタディに用いたデータの詳細は以下の通りである。

・ J-REIT 投資口価格

Yahoo finance (<http://quote.yahoo.co.jp/>) より入手した投資口価格の日次データ（終値）を用いた。終値が入手できず、気配値となっている場合には、東証の制限値幅の規定¹⁹に従い投資口価格の調整を行った。

・ 東証株価指数 (TOPIX)

上記、投資口価格と同様の期間について東京証券取引所ホームページ (<http://www.tse.or.jp/>) より入手した。

・ リスクフリーレート

通常 10 年物国債金利が用いられるが、日次データを入手することができなかったため、本稿ではリスクフリーレートをゼロと仮定して分析を行った。

4-2-2 分析手法

(1) イベントスタディの考え方

本稿ではイベントスタディの手法を用いて、政策分析を行った。イベントスタディとは、ある出来事（イベント）が生じなかった場合のリターン（ノーマル・リターン）を推定し、実際のリターンとの差異（アブノーマル・リターン）をイベントの効果が持続するであろう期間（イベント・ウィンドウ）において累積したもの（CAR: Cumulative Abnormal Return）をもってそのイベントが株式市場でどう評価されたかを計算する手法である。

この手法は株式市場が効率的であることを前提としており、本分析における前提は以下のようなものとなる。すなわち、投資口価格（株価に相当）は理論上、配当割引モデルで決まることから、本来法人税課税が予定されていない J-REIT に対する法人税課税は投資家への配当を直接減少させることにつながる。よって、投資家が法人税課税のリスクを織り込んでいれば REIT の投資口価格は下落する。

課税リスクが原因で投資口価格が低迷していたとすれば、それが軽減される政策が公表された場合、投資口価格は本来の価格への上昇が期待される。この上昇分をアブノーマル・リターンとして推計し、その累積値をもって市場における税制改正の評価とした。

¹⁹ 東証ホームページより入手 http://www.tse.or.jp/rules/stock/sttrading_t.html

(2) 先行研究

J-REITに関するイベントスタディを行った先行研究としては、大橋・澤田(2005)があげられる。これは新規物件取得のアナウンスメント効果を測定したものである。

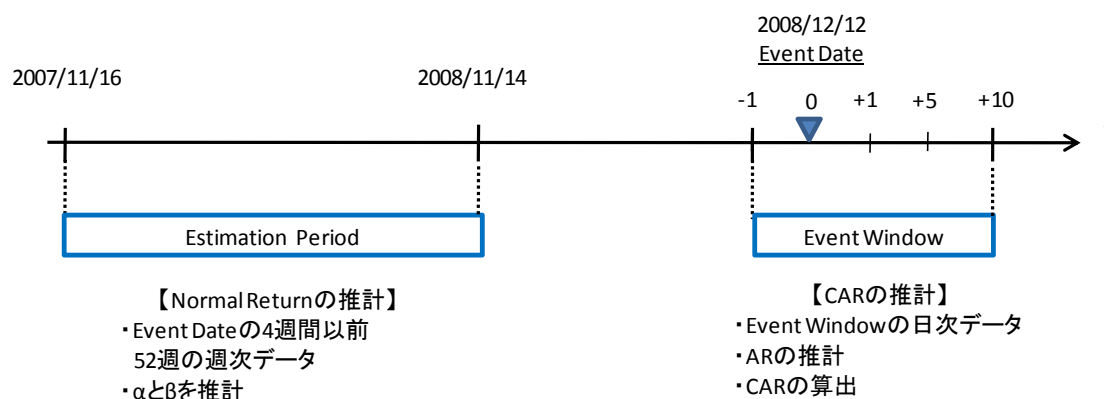
J-REITは制度創設から10年と歴史が浅く、J-REITに関する政策評価分析は我が国ではほとんどない。よって、これを定量的に分析する点に本稿の意義がある。

(3) 税制改正アナウンスメントのイベントスタディ

本稿では、税制改正というイベントがどのようにJ-REIT市場で評価されたかを分析する。12月に公表される与党の税制改正大綱は、その後閣議決定、国会による審議を経て、税制改正として実現し、通常年度初め(4月1日)から適用されるが、衆議院の解散も予定されていないことから基本的に国会を通る可能性が高いといえる。そのため、12月の税制改正大綱のアナウンスメント以降、市場は税制改正の効果を予測した価格形成を行うと仮定できる。そこで、公表日2008年12月12日をもってイベント発生日(Event Date)とし、イベント・ウィンドウにおけるアブノーマル・リターンの累積値(CAR)をもってイベントの効果とする。

なお、税制改正大綱発表の2日前にREITに対する政策融資の発表があった。この影響を排除するためイベント・ウィンドウを、イベント発生日の1日前からそれぞれ1日後、5日後、10日後の3パターン設定した。

図 4.1 イベントスタディのイメージ



4-2-3 具体的分析手法

(1) CAPM によるノーマル・リターンの推計

ノーマル・リターンとは、そのイベントがなかったならば実現したであろうリターンをいう。この推計によく用いられる方法として、CAPM (Capital Asset Pricing Model) があげられる。CAPM は個別証券のリターンと市場ポートフォリオのリターンの関係を次のような式²⁰で表そうとするものである。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$: 一時点 t における $REIT_i$ の投資収益率 (週次データを使用) ²¹

$R_{m,t}$: 一時点 t における市場ポートフォリオの投資収益率 (週次データを使用)

α_i : 個別 REIT に特有の要因を示す指標

β_i : 個別 REIT のリターンと市場ポートフォリオのリターンとの連動性を示す指標

上記の式について、OLS で推定した $\hat{\alpha}_i$ 及び $\hat{\beta}_i$ を Estimation Period における推定量とし、ノーマル・リターンは $\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}$ として推計する。

(2) 累積アブノーマル・リターン (CAR: Cumulative Abnormal Return) の算出

まず、アブノーマル・リターン (AR) は実績リターンとノーマル・リターンの差であるから次の式で求められる。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$$

累積アブノーマル・リターンは各イベント・ウィンドウにおけるアブノーマル・リターン (AR) の累計であるから、次のように算出される。

$$CAR_{i,T} = \sum_{t=1}^T AR_{i,t}$$

これを $REIT_i$ に対するイベントの効果とする。

²⁰ CAPM では通常、安全資産の収益率であるリスクフリーレート $R_{f,t}$ も含めた式

$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t}$ を用いるが、本稿ではリスクフリーレートをゼロと仮定して分析を進める。

²¹ 週次の投資収益率は $(P_{i,t} - P_{i,t-7}) / P_{i,t-7}$ で、日次の投資収益率は $(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$ で算出している。

(3) 正規性の検定

(2)で算出されたアブノーマル・リターンのイベント・ウィンドウにおける平均アブノーマル・リターン (Average Abnormal Return : 以下「AAR」とする) を導出し、累積アブノーマル・リターン (CAR) が統計的に有意に 0 でないかどうかを調べる。この時、アブノーマル・リターンの T 統計量は、漸近的には平均 0、分散 1 の標準正規分布に従うことが知られている。つまり、

$$t(AAR_{i,t}) = \frac{AAR_{i,t}}{se(AAR_{i,t})} \sim N(0,1)$$

となる。これによりイベント・ウィンドウにおける CAR が統計的に有意であるか検定する。

本稿では、3 パターンのイベント・ウィンドウについて AAR および CAR を算出して、リターンに対するイベントの影響を分析した。

4-3 分析結果

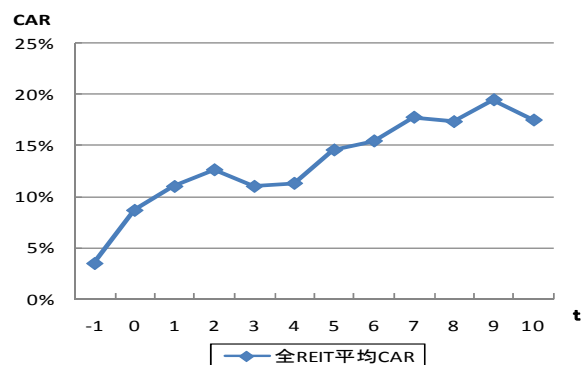
4-3-1 市場全体についての分析結果

まず、全体の動きを把握するために、サンプル全体に対して(-1日~+10日)の期間における平均アブノーマル・リターンとその累積アブノーマル・リターンを算出した(表 4.1)。また、この時の政策効果と見なせる累積アブノーマルリターンをグラフ 4.1 に示した。

表 4.1 サンプル全体にかかる平均 AR と CAR

t	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AAR	3.51%	5.16%	2.32%	1.62%	-1.61%	0.29%	3.24%	0.88%	2.30%	-0.42%	2.12%	-1.97%
CAR	3.51%	8.66%	10.98%	12.60%	10.99%	11.28%	14.53%	15.40%	17.70%	17.27%	19.39%	17.43%

グラフ 4.1 サンプル全体にかかる CAR



この結果をみると税制改正大綱公表日の平均アブノーマルリターンが最大（5.16%）となっているのは予想通りである。しかし正規性の検定において、これらのデータは統計的有意とはならなかった。

4-3-2 個別 REIT についての分析結果

次に、税制改正について各 REIT の株主がどのように評価しているかを見るために、個別 REIT ごとの CAR を示す。分析結果は表 4.3 のとおりである。税制改正大綱公表日（イベント発生日）を中心とする前後の（-1日～+10日）、（-1日～+5日）の期間では CAR は有意とならなかったが、（-1日～+1日）の期間では、9 サンプルについて 1%、5%、10% 水準で有意なプラスの CAR が得られた。

統計的に有意な CAR を観測した 9 つのサンプルの平均は全 REIT の平均よりも 10% 程度高く、各 REIT の株主が税制改正に対してプラスの評価をしていることがわかる。

CAR の値は 40% 前後であり、実効税率が約 40% であることを考慮すれば、投資口価格の低迷の背景として法人税の課税リスク上昇が織り込まれていたとの解釈ができる。

表 4.2 統計有意の 9 サンプル

○統計有意の9サンプル

コード	8962	8963	8972	8973	8974	8979	8980	8983	3229
略称	NRI	TGR	KRI	JOR	LSJ	SPI	LCP	COI	NCI
CAR	33.40%	26.00%	46.40%	49.40%	33.00%	42.50%	35.30%	39.80%	30.60%
t値	2.86	5.92	6.8	2.62	4.8	2.79	4.1	3.12	3.6
	*	***	***	*	**	*	**	*	**

(注)***,**,*はそれぞれ1%,5%,10%水準で雄であることを示している(両側t検定)

表 4.3 イベントスタディ 個別 REIT CAR 分析結果

コード	略称	-1日から+1日			-1日から+5日			-1日から+10日		
		CAR	t 値		CAR	t 値		CAR	t 値	
8951	NBF	-5.2%	-0.37		0.1%	0.00		-21.0%	-0.32	
8952	JRE	-5.3%	-0.29		-1.8%	-0.04		-34.8%	-0.43	
8953	JRF	-0.7%	-0.12		-0.5%	-0.01		-10.6%	-0.21	
8954	OJR	-6.6%	-0.83		-16.4%	-0.72		-24.0%	-0.61	
8955	JPR	16.0%	0.76		36.6%	0.55		17.3%	0.15	
8956	PIC	13.2%	0.81		71.1%	1.61		87.1%	0.77	
8957	TRE	-3.8%	-0.43		-6.2%	-0.16		-7.6%	-0.11	
8958	GOR	-2.6%	-0.27		-4.0%	-0.09		-20.9%	-0.35	
8959	NOF	-2.8%	-0.17		2.3%	0.06		-11.3%	-0.16	
8960	UUR	-4.2%	-0.73		3.0%	0.13		5.2%	0.12	
8961	MTR	-0.3%	-0.02		-8.5%	-0.15		-23.8%	-0.31	
8962	NRI	33.4%	2.86	*	63.9%	0.83		99.0%	0.51	
8963	TGR	26.0%	5.92	***	59.1%	1.22		48.6%	0.34	
8964	FRI	-5.7%	-0.34		1.3%	0.03		-25.1%	-0.31	
8965	NCR	-	-		-	-		-	-	
8966	CIC	31.1%	1.11		51.5%	0.48		48.1%	0.28	
8967	JLF	-13.3%	-1.10		-16.3%	-0.39		-30.8%	-0.39	
8968	FRC	-5.9%	-0.36		8.7%	0.17		6.1%	0.09	
8969	PRI	20.4%	1.40		44.1%	0.69		90.5%	0.88	
8970	JSR	23.0%	1.53		64.1%	0.83		138.7%	1.08	
8972	KRI	46.4%	6.80	***	76.3%	0.69		96.0%	0.60	
8973	JOR	49.4%	2.62	*	72.5%	0.52		93.0%	0.48	
8974	LJR	33.0%	4.80	**	44.6%	0.49		77.0%	0.56	
8975	FCR	11.4%	0.75		3.2%	0.05		13.8%	0.14	
8976	DAO	32.2%	1.39		55.4%	0.56		65.3%	0.46	
8977	HRI	-3.8%	-0.33		8.7%	0.19		12.5%	0.21	
8978	ADR	-11.2%	-0.85		-5.9%	-0.13		-17.6%	-0.23	
8979	SPI	42.5%	2.79	*	53.0%	0.50		82.3%	0.56	
8980	LCP	35.3%	4.10	**	72.7%	0.82		107.4%	0.75	
8981	JHR	12.4%	0.38		14.3%	0.16		36.9%	0.31	
8982	TPR	-9.2%	-1.00		6.6%	0.10		19.9%	0.14	
8983	COI	39.8%	3.12	*	71.1%	0.82		113.1%	0.81	
8984	BLI	15.3%	0.83		39.2%	0.51		24.2%	0.20	
8985	NHF	25.3%	1.20		45.1%	0.53		86.4%	0.65	
8986	RRI	18.4%	0.49		32.0%	0.30		67.2%	0.48	
8987	JEI	0.2%	0.01		6.2%	0.12		0.9%	0.01	
3226	NAF	-12.6%	-1.49		-25.2%	-0.81		-36.2%	-0.63	
3227	MID	18.6%	0.81		15.3%	0.19		32.8%	0.25	
3229	NCI	30.6%	3.60	**	24.0%	0.23		67.5%	0.37	
3234	MHR	-9.2%	-0.53		-7.0%	-0.15		6.0%	0.08	
3240	NRF	-6.3%	-0.23		-15.5%	-0.24		-15.6%	-0.17	
3249	IIF	-14.6%	-0.70		-2.7%	-0.04		-13.1%	-0.12	

(注)***,**,*はそれぞれ1%, 5%10%水準で有意であることを示している(両側t検定)

4-4 要因分析

税制改正大綱では、複数の項目について改正が予定されている。REIT に関して言えば、90%超判定要件の変更による減損リスクへの対応及び合併税制の整備による法人税課税リスクの解消の影響が CAR に反映されるものと定性的には考えられる。本節では、4-3 で算出された CAR がいかなる要因によって形成されているのかを回帰分析によって検証する。

4-4-1 モデルと変数の設定

要因分析を行うため、CAR を被説明変数とする次のようなモデルを設定した。

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 IMP_i + \beta_2 SPONCER_i + \beta_3 RESIDENCE_i + \beta_4 NONDIS_i + u_i$$

各変数として用いたデータの出所並びにその設定の根拠は以下の通りである。

【被説明変数】

- CAR_i : $REIT_i$ について 4-3 で求めた -1 日～+1 日の CAR の値

【説明変数】（数値は Appendix 6 参照）

- IMP_i : ARES 個別 Property Database より入手した 2008 年 6 月から 2008 年 11 月までの各 REIT 直近決算期データに基づく個別不動産の含み損の簿価に対する割合の最大値

鑑定価格（時価）が簿価を著しく下回ると減損の可能性が高まることから、含み損の比率が高い物件を保有している場合に当期利益の全額に対して法人税が課されるリスクが上昇する。実際には、1 物件でも減損処理がなされると 3-3 でみたとおり 90%超配当要件を満たせなくなる可能性が高まることから各 REIT が保有する物件のうち最も高い含み損比率を変数として採用した。税制改正で税会の不一致が解消される場合、この減損による課税リスクが緩和されることから現状で含み損比率が高かった REIT が税制改正を高く評価していると予想できる。

- $SPONCER_i$: 資産運用会社への出資が 20%以上のスポンサーの資本金が 500 億円を超える場合を 1 そうでない場合を 0 とするダミー変数

平成 21 年度税制改正大綱では、合併税制の整備として合併交付金が損金算入可能であることが明確化され、消滅法人側の法人税課税リスクはほとんど解消された。一方で、負の

のれんは判定式から排除できることになったが、適格合併については REIT が適用対象となりうるのか不明瞭なままであり、存続法人側の課税リスクは解消されない部分が多い。以上より、消滅法人となる可能性の高いスポンサーの規模が小さい REIT の方が税制改正について評価が高いと考えられる。よって、スポンサーの規模により CAR に差があるかどうかをみるためにダミー変数を用いた。

・ $RESIDENCE_i$: 住宅への投資が 6 割を超える REIT を 1、そうでない REIT を 0 とするダミー変数

住宅系 REIT の不振が大きく取りざたされていることから、取得価額ベースで住宅への投資が 6 割を超える REIT とそうでない REIT で差があるかどうかをみるためにこのダミー変数を採用した。

・ $NONDIS_i$: 含み損データを開示していない REIT を 1 とするダミー変数

個別不動産の期末簿価を開示していない REIT では、物件ごとの含み損のデータを入手することができなかった。投資家が物件の開示情報を重視している場合、開示されない情報についての判断は保守的になると考えられる。つまり、含み損データが開示されていない場合には、「含み損があるもの」と扱うだろう。これを検証するために、データが開示されていない REIT と含み益のみの REIT で CAR に差があるかどうかをみるダミー変数を採用した。この係数が大きければ J-REIT 市場では開示情報を重視した価格形成が行われているといえる。

4-4-2 回帰結果

要因分析として説明変数を①IMP、②SPONCER、③IMP、SPONCER、④IMP、SPONCER、NONDIS、⑤IMP、SPONCER、NONDIS、RESIDENCE とする 5 ケースを設定し、回帰分析を行った。結果は表 4.4 の通りである。

③から⑤のケースでは、あてはまりの良さを示す R-squared および Adj R-squared は 0.7 前後の高い値をとっており、モデルは比較的説明力が高い。この 3 ケースでは、IMP・SPONCER・Constant(定数項)の係数は 1%で統計的に有意となった。また、NONDIS については 5%で統計有意となった。RESIDENCE については、係数も小さく、統計的にも有意とならなかった。

表 4.4 要因分析 回帰結果

説明変数		被説明変数 CAR				
		①	②	③	④	⑤
Constant	β	0.022	0.243	0.166	0.130	0.117
	Se	0.039	0.027	0.030	0.033	0.035
	t	0.700	9.11 ***	5.49 ***	4.00 ***	3.34 ***
IMP	β	0.700	-	0.554	0.678	0.655
	Se	0.228	-	0.142	0.145	0.147
	t	0.57	-	3.89 ***	4.66 ***	4.44 ***
SPONCER	β	-	-0.286	-0.270	-0.255	-0.247
	Se	-	0.039	0.034	0.033	0.034
	t	-	-7.33 ***	-7.98 ***	-7.79 ***	-7.37 ***
NONDIS	β	-	-	-	0.133	0.144
	Se	-	-	-	0.058	0.059
	t	-	-	-	2.29 **	2.43 **
RESIDENCE	β	-	-	-	-	0.036
	Se	-	-	-	-	0.037
	t	-	-	-	-	0.98
OBS		41	41	41	41	41
R-squared		0.195	0.579	0.699	0.737	0.743
Adj R-squared		0.174	0.568	0.683	0.715	0.715

***,**はそれぞれ1%,5%で統計有意

この分析結果を⑤のケースを前提に解釈すると以下ようになる。

- ・IMP の係数は 0.655 と大きく、統計的にも 1%有意であることから、この税制改正のアナウンスメントに大きく反応した REIT には減損のリスクの上昇による税会不一致に伴う法人税課税の懸念があり、これが反映された低い投資口価格が形成されていた可能性が指摘できる。具体的には他の条件を一定として税制改正前の減損リスク 1%の上昇が 0.65%リターンを押し下げていたといえる。
- ・さらに SPONCER の係数が - 0.247 であることから、消滅法人となる可能性が高いスポンサーの規模が小さい REIT が、スポンサー規模の大きい REIT よりも税制改正を 24.7% 高く評価しているといえる。これは、平成 21 年度税制改正大綱において消滅法人に係る合併税制の整備がより進められたことに起因するとの解釈ができる。
- ・RESIDENCE の係数は 0.036 と小さく、統計的にも有意でもないことから、特に住宅の減損のリスクが高いわけではなく、また住宅系 REIT のみが再編を考えているとはいきれず市場全体として再編の機運があるといえる。
- ・NONDIS の係数は 0.144 と減損リスクの情報開示の差が有意に出ていることから、市場の透明性を評価していることがわかる。

4-5 政策評価

以上の分析結果より、減損リスクの上昇による法人税課税を市場が警戒していたことがわかった。これを放置すれば、含み損の割合が上昇し、減損のリスクが高まるごとに投資口価格がより低迷していただろう。さらに、実際減損処理が生じ、次々と法人税の課税がなされれば、J-REIT の魅力は失われ制度は崩壊していたであろう。平成 21 年度税制改正は、90%超配当要件の判定式変更によって税会不一致、特に減損リスク上昇による法人税課税の発生を防いだ点に意義があった。

また、要因分析結果①からわかるとおり、減損リスクのみでは税制改正の評価を説明できず、スポンサーの規模による影響も評価のポイントとなっていた。この点、スポンサーの規模の小さい REIT がより高い評価をしていた。これは消滅法人となる可能性が高いスポンサーの規模の小さい REIT において、スポンサー交代を伴う合併への期待が高まっており、特に消滅法人側の合併税制の整備が進められた平成 21 年度税制改正大綱を高く評価したものと考えることができる。また、実際に合併のニーズがあることから合併税制の整備について意義があったといえる。

ただし、存続法人となる可能性が高いスポンサーの規模が大きい REIT では税制改正についての反応が小さく、そもそも合併の必要性を感じていないという解釈も可能であり、無理に合併を進めれば、投資口価格は上昇するどころか一層低迷するおそれもあるといえる。よって、合併については制度整備の必要性はあるが、あくまでも市場メカニズムに委ねるべきであるといえる。

第5章 政策提言

第4章の分析により、税制改正は課税リスクを軽減する点で効果があることがわかった。不動産への流動性付与とリスクシェアリング、優良資産ストック形成といった REIT の意義に鑑み、税制上のメリットを確保して投資家を呼び込む観点から、平成 21 年税制改正は大きく評価できるため、実現が期待される。

一方、イベントスタディで税制改正に反応を示さない REIT が存在すること、依然として投資口価格の低迷が続いていることから、未だ解消されていない問題が存在すると考えられる。

そこで本章では、平成 21 年度税制改正で解消されていない問題に関して、合併税制に関する整備については J-REIT の適格合併要件の設定を、資金繰り悪化の問題については資金調達手段の多様化を政策提言として提示する。

5-1 適格合併要件の設定

第4章で J-REIT の合併税制の整備が進められていることをみた。平成 21 年度税制改正では、90%超配当要件の判定式の変更がなされるとともに合併交付金が「配当等」の額とみなされ損金算入が可能となった。

しかし、適格合併については一般事業会社についての要件が設定されている一方で、そもそも REIT が適格合併税制の対象となりうるのかは不明瞭なままである。これでは存続法人側の合併税制の整備は不十分である。

そこで、一般の事業会社との整合性を図る観点から、REIT を対象とする適格合併要件の設定を提言する。これにより、合併に伴う法人税課税のリスクは一層解消され、合併税制の整備が十分なされることとなる。

5-2 資金調達手段の多様化

REIT に配当劣後株等の種類株の発行を認め、エクイティに優先・劣後構造を与える資金調達手段の多様化を提言する。

REIT はその財務体質ゆえに不況期のファイナンスに弱いことが明らかとなった。この点、政府はリファイナンスリスクの高まりに対し、政策融資で対応することとした。これは、短期的な効果はあっても根本的な改善にはつながらない。政府系金融機関がリファイナンスに応じる政策融資によれば、リスク資産への融資が民間から政府系金融機関に集中する。これは市況悪化局面においてコストとなる。求められるのは、REIT の資金調達能力を向上させる仕組みである。

REIT の資金調達に関しては、2006 年の制度改正でコマーシャル・ペーパーの発行が可能となり、機動的な資金調達を促進している。

市場では産業ファンド投資法人が LTV の引き下げと一口当たり純資産の希薄化、買い手不在による安値での売却を回避するため、2009 年 2 月に本邦初となる劣後投資法人債を発行した²²。劣後債は REIT が倒産した場合の債権回収が劣後するため、LTV の引き下げに寄与する。引受先はスポンサーの三菱商事である。ただし、劣後債の確定金利は 3.2%超とやや高く、金利負担が大きい。

スポンサーに資金力があっても劣後債の発行は金利負担上昇を招く。また第三者割当増資をすれば既存投資主にとって希薄化が生じるため、投資口価格の低迷期にはディスカウント増資は受け入れられない。さらにディスカウント増資が合理的手段だとしても REIT の制度的な構造ゆえに利益相反への疑念を生じさせている²³。

エクイティについても優先劣後構造を設けることができれば、金利負担の上昇を避けることができる。しかし、現状として REIT では、株式会社のような種類株の発行が認められていない。これを認めることによって、希薄化を回避した機動的な資金調達が促進される。

また、資金調達手段の多様化により有事における選択肢を広げ、その選択をもってシグナルとすることもでき、利益相反への対処について適切に投資家が判断できるようになると考えられる。

²² 産業ファンド投資法人 2009 年 2 月 17 日・26 日プレス・リリース

²³ 日本経済新聞 2009 年 1 月 15 日 日刊記事

第6章 今後の課題

本稿では、J-REIT に関する税制改正の政策評価分析と政策提言を行った。J-REIT 市場は低迷期を迎えており、その背景には金融市場・不動産市場の不況期の到来とともに制度上の問題の顕在化がある。J-REIT は取引所を有することによる流動性及び情報開示の徹底による透明性がともに高い不動産小口化証券としてリスクシェアリングを可能とし、不動産に流動性を与えるとともに優良な資産ストックの形成に寄与してきた。我が国には証券化されていない収益不動産が未だ存在することや年金基金などの投資家が不動産投資に興味を見せていることから J-REIT 市場の拡大には潜在的な可能性がある。こうした可能性や J-REIT の果たしてきた意義に鑑みれば、J-REIT の制度的な問題に対して適切に対応していくことは社会的にも意義のあることと考えられる。

最後に、本稿の分析対象とできなかった以下の 2 点についての定量分析は今後の課題としたい。

6-1 合併効果の分析

合併の効果については、一般の事業会社や米国 REIT に関する M&A について多くの先行研究がイベントスタディによる評価分析を行っている。我が国における事業会社の M&A を分析対象とした研究に井上・加藤(2006)等、米国 REIT の M&A を研究対象としたものに、Allen, Paul, and Sirmans (1987)、Campbell, Robert, Ghosh, and Sirmans (1998) 等がある。これらの先行研究は、実際合併が生じた場合に個々のケースで測定するあるいは多数の合併事例を分析対象として合併の効果について結論を得ている。しかし 2009 年 3 月時点で J-REIT の合併事例は未だに生じていない。合併の制度整備は市場の健全な機能を働かせるため意義のあるものであるが、それ自体を合併の効果ということはできない。合併の効果は実際に合併が生じたときにはじめて測定可能であるため、この点については今後の課題とする。

6-2 ガバナンスの問題

REIT や資産運用会社の行政処分が相次いだことでガバナンスの問題が顕在化し、J-REIT 制度自体の信用が損なわれているとの懸念がある²⁴。J-REIT は運用を資産運用会社に委託する外部運用制度を採用しているため、スポンサーからの物件取得の際に、本来 REIT の投資主の立場に立つべき資産運用会社が親会社であるスポンサーに有利な条件で取引をしてしまうのではないかと、という利益相反問題が構造的に存在する。この問題は、前節で提示した政策提言では解決しない部分が多い。

米国では制度導入当初は外部運用であったが、1980 年代後半に内部運用が認められた。我が国でも運用形態の変更については議論の余地はある。その際には、まず外部運用での問題点が内部運用によってどのように解消するかを検討し、また、一般の事業会社との相違点、現行法令との関係、商慣行等も勘案し、十分検討することが必要となる。さらに外部運用から内部運用への運用形態の変更の効果、報酬規程見直しの効果等を定量的に分析した上で政策的に対応すべきであると考えられる。

また現在、投信法 93 条 1 項に規定される「みなし賛成」という規定²⁵が、すべての上場 REIT で採用されているが、これは株式会社にはない制度であり、今後運用会社へのガバナンスをきかせるためには阻害要因となる可能性がある。この点、REIT の投資主の権利についての見直しも今後必要となるだろう。

本稿では主に NCR 破綻時に顕在化した問題とその対応に焦点を当てたため、これらの問題については直接の分析対象としなかったため、今後の課題としたい。

²⁴ 行政処分事例については Appendix 6 を参照

²⁵ 規定の詳細は Appendix 7 参照

謝 辞

本研究の遂行ならびに論文の作成にあたり多くの方々のご指導、ご協力をいただいた。特に東京大学公共政策大学院の金本良嗣教授及び国土交通省の石井喜三郎審議官には一年間の研究活動全般にわたり、研究テーマの設定、分析手法のアイデア等、数々の示唆に富んだご指摘を賜った。お二人の熱心なご指導に深謝したい。

また、本研究のきっかけを与えて下さるとともに、ヒアリングのアレンジメントをして下さった国土交通省の石川卓弥室長、進捗報告の度に貴重なアドバイスをしてくださった国土交通省の佐竹洋一前室長、山口勝弘特任教授、日原勝也特任教授、武井佐代里課長補佐にも感謝したい。

J-REIT をめぐる政策の動向について、国土交通省の山本朋弥様並びに石原寛之様、金融庁の今井利友様より、**REIT** 市場の現状及び分析モデルについては早稲田大学の川口有一郎教授、大和総研アナリストの鳥井裕史様、横山麻衣子様よりそれぞれヒアリングを通して様々なコメントをいただいた。ここに厚く御礼申し上げたい。

最後に、研究に対して有益な助言をいただいた東京大学公共政策大学院の友人たちにも感謝の意を表したい。

ヒアリング先

- ・三井不動産 S&E 総合研究所 内藤信浩 様
- ・不動産証券化協会 澤田考士 様
- ・KPMG FAS 西山昌一 様
- ・東京大学公共政策大学院 客員教授 松尾直彦 様
- ・三菱商事 UBS リアルティ 廣本祐一 様
- ・京都大学経済研究所先端政策分析研究センター 教授 丸谷浩明 様
- ・住信基礎研究所株式会社 加藤えり子 様
住信基礎研究所株式会社 米倉勝弘 様
- ・NPO 法人 日本資産証券化センター 柳川勇夫 様
- ・国土交通省 土地・水資源局土地市場課 麦島健志 様
国土交通省 土地・水資源局土地政策課 北村知久 様
国土交通省 土地・水資源局土地市場課 久保雅寛 様
国土交通省 土地・水資源局土地情報課 四日市正俊 様
- ・株式会社大和総研 鳥井裕史 様
株式会社大和総研 横山麻衣子 様
- ・早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授 川口有一郎 様
- ・国土交通省 総合政策局不動産課 山本朋弥 様
国土交通省 総合政策局不動産課 石原寛之 様
- ・金融庁 総務企画庁企画課 今井利友 様

参考文献

- ・不動産証券化協会
『不動産証券化ハンドブック 2007 - 2008』(2007)
- ・SU HAN CHAN , JOHN ERICKSON , KO WANG
『Real Estate Investment Trusts』Oxford University Press (2003)
- ・脇本和也
『図解入門ビジネス 最新不動産ファンドがよ〜くわかる本』秀和システム (2006)
- ・William J. Poorvu & Jeffrey L. Cruikshank
『ハーバード・ビジネススクールが教える 不動産投資ゲーム』日経 BP 社 (2007)
- ・太田登茂久
『手にとるように証券化がわかる本』かんき出版(2008)
- ・倉橋透・小林正宏
『サブプライムローン問題の正しい考え方』中公新書 (2008)
- ・山崎和哉
『資産流動化法 改正 SPC 法・投信法の解説と活用法』きんざい (2002)
- ・柳川範之
『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞出版社(2006)
- ・鬼頭朱実
「不動産証券化に関する会計・税務上の論点④」
投資法人、特定目的会社における税務上の論点」『ARES』2005年7・8月号
- ・和田渉
「不動産証券化に関する会計・税務上の論点⑤」
不動産ファンドにおける減損会計の影響」『ARES』2005年9・10月号
- ・新日本アーンスト アンド ヤング税理士法人編
『組織再編の税務ガイダンス』中央経済社 (2006)
- ・国土交通省
『平成 19 年度土地に関する動向・平成 20 年度土地に関する基本的施策』
- ・第 3 回「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」
資料 3 : 「J リート等我が国不動産投資市場に関する主な論点 (事務局案)」
及び (参考資料)

- ・ 第4回「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」
資料2:「ワーキンググループ検討状況中間報告」及び参考資料
- ・ 大橋和彦・澤田考士
『J-REIT リターンのイベント・スタディー
- 新規物件取得の発表に対する J-REIT のリターンの反応 - 』
国土交通政策研究 第35号 客員研究官論文 (2004)
- ・ 大橋和彦
第2章「J-REIT のリスク・リターン—市場創設後5年間の月次データによる分析」
『J-REIT 市場の変遷と展望に関する報告書
—J-REIT 誕生からの5年間のデータを活用した分析・検討—』
不動産証券化協会 J-REIT 商品特性研究会(2007)
- ・ 井上光太郎・加藤英明
『M&A と株価』 東洋経済新報社 (2006)
- ・ アンソニー・E・ボードマン,デヴィッド・H・グリーンバーグ,
アイダン・R・ヴァイニング,デヴィッド・L・ワイマー
『費用・便益分析【公共プロジェクトの評価手法の理論と実践】』(2004)
- ・ Allen, Paul, and C.T, Sirmans
“Analysis of gains to acquiring firms shareholders : The special case of REITs.”
(1987) *Journal of Financial Economics* 18 :175-84
- ・ Campbell, Robert D., Chinmoy Ghosh, and C.F. Sirmans.
”The great REIT consolidation : Fact or fancy?”
(1998) *Real Estate Finance* 15 (Summer) :45-54
- ・ 金融庁ホームページ
「行政処分事例集」 http://www.fsa.go.jp/status/s_jirei/kouhyou.html
- ・ 都市未来総合研究所ホームページ <http://www.tmri.co.jp/>
- ・ 不動産証券化協会ホームページ
個別不動産検索システム <http://www.ares-jreit.jp/J-REITView/>
- ・ 東京証券取引所ホームページ <http://www.tse.or.jp/>
- ・ Yahoo!ファイナンス ホームページ <http://quote.yahoo.co.jp/>
- ・ 帝国データバンク ホームページ <http://www.tdb.co.jp/index.html>

Appendix

Appendix 1 J-REIT42 銘柄 基本情報

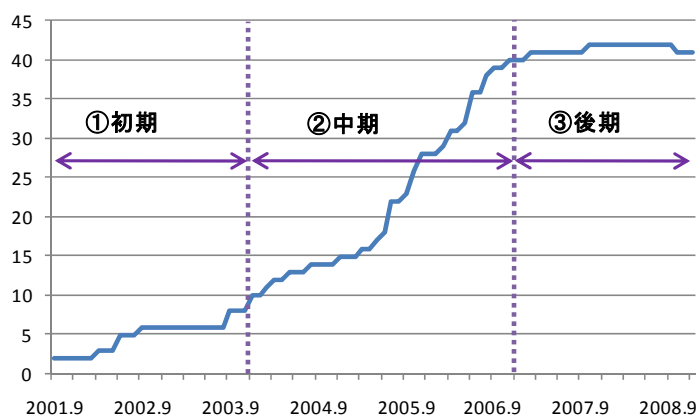
コード	銘柄	略称	上場日	投資タイプ	決算月
8951	日本ビルファンド	NBF	2001年9月10日	オフィス特化型	6月/12月
8952	ジャパンリアルエステイト	JRE	2001年9月10日	オフィス特化型	3月/9月
8953	日本リテールファンド	JRF	2002年3月12日	商業施設特化型	2月/8月
8954	オリックス	OJR	2002年6月12日	総合型	2月/8月
8955	日本プライムリアルティ	JPR	2002年6月14日	複合型	6月/12月
8956	プレミア	PIC	2002年9月10日	複合型	4月/10月
8957	東急リアル・エステート	TRE	2003年9月10日	複合型	1月/7月
8958	グローバル・ワン	GOR	2003年9月25日	オフィス特化型	3月/9月
8959	野村不動産オフィスファンド	NOF	2003年12月4日	オフィス特化型	4月/10月
8960	ユナイテッド・アーバン	UUR	2003年12月22日	総合型	5月/11月
8961	森トラスト総合リート	MTR	2004年2月13日	総合型	3月/9月
8962	日本レジデンシャル	NRI	2004年3月2日	住宅特化型	5月/11月
8963	東京グロースリート	TGR	2004年5月17日	複合型	6月/12月
8964	フロンティア	FRI	2004年8月9日	商業施設特化型	6月/12月
8965	ニューシティ・レジデンス	NCR	2004年12月15日	住宅特化型	2月/8月
8966	クレッシェンド	CIC	2005年3月8日	複合型	5月/11月
8967	日本ロジスティクスファンド	JLF	2005年5月9日	物流施設特化型	1月/7月
8968	福岡リート	FRC	2005年6月21日	総合型	2月/8月
8969	プロスペクト・レジデンシャル	PRI	2005年7月12日	住宅特化型	1月/7月
8970	ジャパン・シングルレジデンス	JSR	2005年7月13日	住宅特化型	1月/7月
8972	ケネディクス	KRI	2005年7月21日	総合型	4月/10月
8973	ジョイント・リート	JOR	2005年7月28日	複合型	3月/9月
8974	ラサール ジャパン (旧:イーアセット)	LJR	2005年9月7日	総合型	4月/10月
8975	FCレジデンシャル	FCR	2005年10月12日	住宅特化型	4月/10月
8976	DAオフィス	DAO	2005年10月19日	オフィス特化型	5月/11月
8977	阪急リート	HRI	2005年10月26日	複合型	5月/11月
8978	アドバンス・レジデンス	ADR	2005年11月22日	住宅特化型	6月/12月
8979	スターツプロシード	SPI	2005年11月30日	住宅特化型	4月/10月
8980	エルシービー	LCP	2006年5月23日	総合型	2月/8月
8981	ジャパン・ホテル・アンド・ リゾート	JHR	2006年2月15日	ホテル特化型	8月
8982	トップリート	TPR	2006年3月1日	総合型	4月/10月
8983	ジャパン・オフィス (旧:クリード・オフィス)	COI	2006年3月15日	中規模オフィス 特化型	4月/10月
8984	ビ・ライフ	BLI	2006年3月22日	複合型	5月/11月
8985	日本ホテルファンド	NHF	2006年6月14日	ホテル特化型	3月/9月
8986	日本賃貸住宅 (旧:リプラス・レジデンシャル)	RRI	2006年6月22日	住宅特化型	3月/9月
8987	ジャパンエクセレント	JEI	2006年6月27日	オフィス特化型	6月/12月
3226	日本アコモデーションファンド	NAF	2006年8月4日	住宅特化型	2月/8月
3227	MIDリート	MID	2006年8月29日	複合型	6月/12月
3229	日本コマースナル	NCI	2006年9月26日	複合型	2月/8月
3234	森ヒルズリート	MHR	2006年11月30日	複合型	1月/7月
3240	野村不動産レジデンシャル	NRF	2007年2月14日	住宅特化型	5月/11月
3249	産業ファンド	IF	2007年10月18日	複合型	6月/12月

(出所) 大和総研資料・各REIT決算資料をもとに作成

Appendix 2 J-REIT 物件タイプ別取得動向

J-REIT がこれまで果たしてきた役割を把握するために、①制度導入初期（2001 年から 2003 年）、②市場が拡大した中期（2004 年から 2006 年）、③直近の後期（2007 年から 2008 年）の 3 つの時期（下記グラフ 参照）に分けてヒストグラムを作成した。

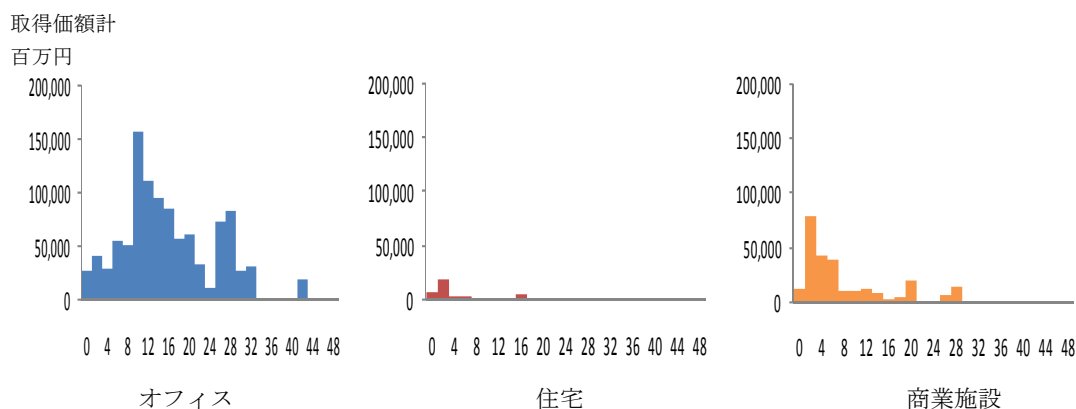
グラフ 上場 J-REIT 数推移



まず、J-REIT がこれまで取得した物件の築年数の傾向をみるため、縦軸に取得価額(単位：百万円)、横軸に取得時築年数をとったヒストグラムをオフィス、住宅、商業施設（ホテル含む）の物件タイプごとに作成した。階級は 0 年を独立、それ以降 2 年ごととし、横軸の数値は築年数を示している。また、バリューアップへの貢献度をみるために、J-REIT の取得物件について、2008 年までの修繕費と資本的支出の累積額が取得価額に占める割合を表に集計した。以下、各時期における特徴を検討する。

①2001 年～2003 年 初期 : 上場 REIT 数 10 (2003 年 12 月末)

ヒストグラム①：取得時築年数（0 年は独立で 1 階級、以降 2 年ずつを 1 階級）

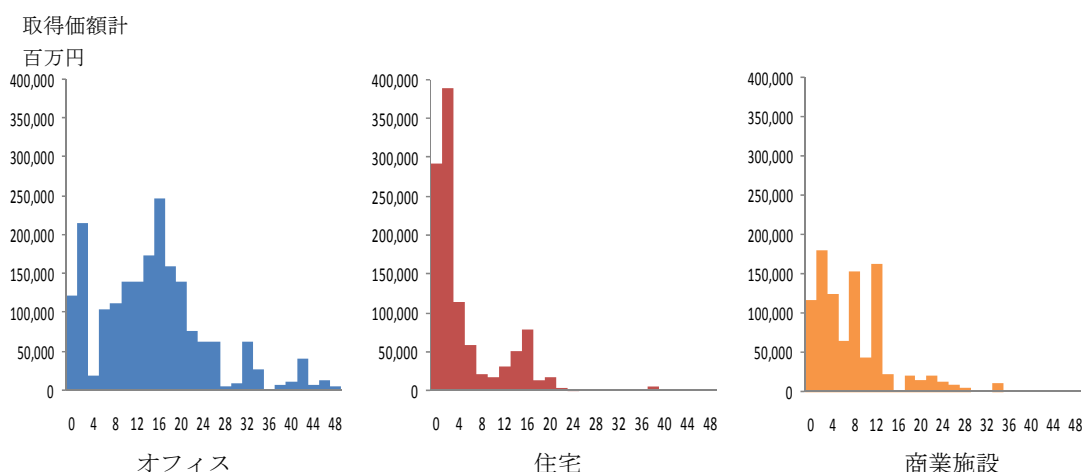


2001-2003	データ数	取得時築年数			取得価額 a	修繕費 b	資本的支出 c	バリュー アップ d=b+c	割合 d/a
		平均 年	中央値 年	最頻値 年					
単位	個	年	年	年	百万円	百万円	百万円	百万円	%
オフィス	173	12.2	11	10	1,063,678	15,278	28,417	43,695	4.11%
住宅	19	3.4	1	1	37,711	308	226	534	1.42%
商業施設	32	9.2	6	6	273,517	1,215	6,149	7,364	2.69%

制度導入初期は主にオフィスへの投資が行われている。取得時築年数の平均値は12.2年であった。修繕費と資本的支出を合わせたバリューアップへの貢献は取得価額に対して4.11%と初期のREITは、中古物件の買い手として資産の流動性を高め、物件のバリューアップを適宜行うことで優良ストックの形成の役割を果たしてきたといえる。

②2004年～2006年 中期 : 上場REIT数40(2006年12月末)

ヒストグラム② 取得時築年数 (0年は独立で1階級、以降2年ずつを1階級)

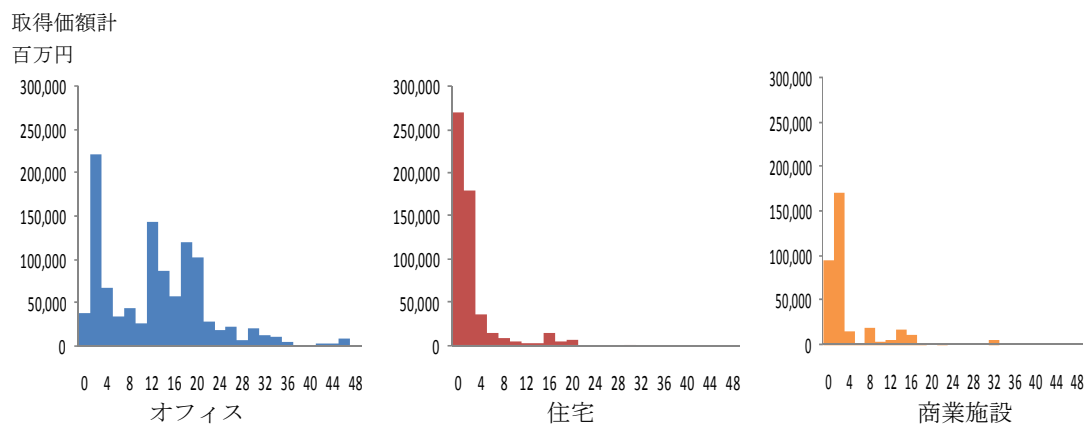


2004-2006	データ数	取得時築年数			取得価額 a	修繕費 b	資本的支出 c	バリュー アップ d=b+c	割合 d/a
		平均 年	中央値 年	最頻値 年					
単位	個	年	年	年	百万円	百万円	百万円	百万円	%
オフィス	314	15.7	15	15	1,980,454	6,930	18,703	25,633	1.29%
住宅	746	5.9	2	0	1,086,847	5,471	3,756	9,227	0.85%
商業施設	123	7.3	6	0	973,767	1,307	18,410	19,717	2.02%

2004年から2006年は、不動産市場の回復期にあり資金の流入も豊富であった。上場REITの数は拡大し、投資物件も多様化した。タイプ別の特徴をみるとオフィスでは依然として中古物件の取得が中心であるのに対し、住宅では築浅物件に偏った分布を見せている。特に新築物件の取得額が拡大しており、回復期には、中古物件の受け入れに加え、開発物件の受け皿として優良資産ストックの形成に寄与してきたことがわかる。

③2007年～2008年 後期 : 上場REIT数41(2008年12月末)

ヒストグラム③: 取得時築年数 (0年は独立で1階級、以降2年ずつを1階級)



2007-2008	データ数	取得時築年数			取得価額 a 百万円	修繕費 b 百万円	資本的支出 c 百万円	バリュー アップ d=b+c 百万円	割合 d/a %
		平均 年	中央値 年	最頻値 年					
単位	個								
オフィス	143	14.5	16	1	1,100,065	693	3,564	4,258	0.39%
住宅	355	2.4	1	0	548,889	453	456	909	0.17%
商業施設	45	5.4	1	0	345,691	50	471	521	0.15%

2007年から2008年は、どのタイプも最頻値が1年未満と新築・築浅物件の取得が目立つ。特に住宅・商業施設では中央値も1年と偏った分布をみせている。一方、オフィスでは取得時築年数の平均が14.5年と引き続き中古物件への投資も行っていることがわかる。

修繕費・資本的支出に関しては0.39%から0.15%と比較的小さい額となっている。この値は累積額であるため、初期から保有している物件と比較すれば金額は小さくなるが、理由として、新築物件が多数を占めていることもあげられる。

【まとめ】

以上のまとめとして、J-REITの果たしてきた役割は以下の通りである。

- ①初期: 主に中古オフィス物件の買い手となり、修繕・改修等のバリューアップを行い、優良ストックの形成に寄与した。
- ②中期: 引き続き中古物件の買い手となる一方、新たな役割として新築・築浅物件の受け皿として優良ストックの形成に寄与した。
- ③後期: 新築・築浅物件の受け皿としての役割が増してきた。

Appendix 3 投資法人の支払配当の損金算入要件

以下の要件を満たす投資法人の当該事業年度の支払配当は、法人税法上損金算入が認められる。(参考：租税特別措置法 67 条の 15 及び鬼頭(2005))

【投資法人に関する要件】

次に掲げるすべての要件を満たす法人

イ.投信法第 187 条の登録を受けているものであること

ロ.次のいずれかに該当するものであること

(1)公募により発行をした投資口の発行価額が総額 1 億円以上であるもの

(2)当該事業年度終了の時ににおいて、その発行済投資口が 50 人以上の者によって所有されているもの又は適格機関投資家のみによって所有されているもの

ハ.その発行をした投資口に係る募集が主として国内において行われるものとして政令で定めるものに該当するものであること

ニ.投資法人の営業年度等が 1 年以内であること

【事業年度に関する要件】

イ.投信法第 63 条の規定に違反している事実がないこと

ロ.その資産の運用に係る業務を投資信託委託業者に委託していること

ハ.その資産の保管に係る業務を資産保管会社に委託していること

ニ.当該事業年度終了時ににおいて同族会社に該当しないこと

ホ.当該事業年度に係る利益の配当の支払額が当該事業年度の配当可能所得の金額として政令で定める金額の 100 分の 90 に相当する金額を超えていること

ヘ.他の法人の発行済株式又は出資総数(当該他の法人が有する自己の株式又は出資を除く)の 100 分の 50 以上有していないこと

ト.投資法人が適格機関投資家以外の者から借入を行っていないこと

Appendix 4 NCR 破綻による波及効果

コード	略称	-1日から+1日			-1日から+5日			-1日から+10日		
		CAR	t値		CAR	t値		CAR	t値	
8951	NBF	-7.10%	-0.51		-15.17%	-0.28		18.69%	0.18	
8952	JRE	-10.03%	-0.98		3.44%	0.07		29.35%	0.35	
8953	JRF	-4.90%	-0.32		9.15%	0.22		36.89%	0.35	
8954	OJR	-11.64%	-2.09		-20.50%	-0.73		8.54%	0.09	
8955	JPR	-15.46%	-7.75	***	-10.26%	-0.21		3.02%	0.03	
8956	PIC	-9.12%	-0.84		-118.32%	-1.06		-15.70%	-0.05	
8957	TRE	-9.49%	-3.60	**	3.49%	0.05		14.20%	0.11	
8958	GOR	-11.64%	-1.88		9.83%	0.16		4.41%	0.05	
8959	NOF	-14.90%	-2.10		-17.10%	-0.36		16.95%	0.16	
8960	UUR	-10.27%	-1.14		-16.40%	-0.38		12.63%	0.11	
8961	MTR	-3.16%	-0.09		13.60%	0.15		20.30%	0.17	
8962	NRI	-18.13%	-1.12		-101.00%	-1.30		-134.31%	-0.71	
8963	TGR	-14.98%	-0.99		-100.67%	-1.05		-59.90%	-0.28	
8964	FRI	-2.46%	-0.32		20.64%	0.31		29.12%	0.22	
8965	NCR	-	-		-	-		-	-	
8966	CIC	-6.34%	-0.33		-45.43%	-0.52		12.71%	0.06	
8967	JLF	-3.47%	-0.20		23.49%	0.44		13.80%	0.12	
8968	FRC	-4.92%	-0.63		-4.17%	-0.04		-9.63%	-0.06	
8969	PRI	-42.04%	-3.02	*	-163.09%	-2.06		-178.87%	-0.77	
8970	JSR	-4.30%	-0.32		-71.61%	-0.68		-62.82%	-0.29	
8972	KRI	-10.85%	-0.92		-127.75%	-1.12		-54.68%	-0.17	
8973	JOR	-14.53%	2.62	*	-103.79%	-0.77		-73.89%	-0.28	
8974	LJR	-31.06%	4.80	**	-109.96%	-1.24		-28.78%	-0.09	
8975	FCR	-18.17%	0.75		-103.50%	-0.92		-64.45%	-0.26	
8976	DAO	-18.58%	1.39		-78.63%	-0.74		1.10%	0.00	
8977	HRI	-4.44%	-0.33		17.20%	0.25		23.20%	0.24	
8978	ADR	-9.25%	-0.85		-46.79%	-0.48		-50.37%	-0.35	
8979	SPI	-13.19%	2.79	*	-97.67%	-1.61		-33.46%	-0.14	
8980	LCP	-5.98%	4.10	**	-75.99%	-0.60		-78.18%	-0.32	
8981	JHR	-2.34%	0.38		-65.54%	-0.56		5.22%	0.02	
8982	TPR	-6.24%	-1.00		-17.21%	-0.17		-3.01%	-0.02	
8983	COI	-19.07%	3.12	*	-95.90%	-0.99		-14.37%	-0.06	
8984	BLI	-22.41%	0.83		-127.97%	-2.20		-60.72%	-0.23	
8985	NHF	-1.64%	1.20		-66.68%	-0.60		-36.18%	-0.18	
8986	RRI	-20.01%	0.49		-26.02%	-0.23		-7.15%	-0.05	
8987	JEI	-9.25%	0.01		10.91%	0.13		21.60%	0.18	
3226	NAF	2.75%	-1.49		-2.97%	-0.03		15.28%	0.09	
3227	MID	-16.34%	0.81		-90.44%	-0.94		-17.57%	-0.07	
3229	NCI	-11.61%	3.60	**	-94.09%	-0.74		-84.68%	-0.35	
3234	MHR	-7.34%	-0.53		-11.92%	-0.21		14.06%	0.13	
3240	NRF	-11.36%	-0.23		29.00%	0.29		17.17%	0.09	
3249	IIF	-	-		-	-		-	-	

(注)***,**,*はそれぞれ1%, 5%10%水準で有意であることを示している(両側検定)

Appendix 5 要因分析：説明変数の詳細

コード	銘柄	略称	SPONCER 資本金 500億以上	IMP	NONDIS	RESI- DENCE	利用した 開示資料 直近決算月
8951	日本ビルファンド	NBF	1	6.4%	0	0	2008年6月
8952	ジャパンリアルエステイト	JRE	1	17.5%	0	0	2008年9月
8953	日本リートファンド	JRF	1	16.2%	0	0	2008年8月
8954	オリックス	OJR	1	13.5%	0	0	2008年8月
8955	日本プライムリアルティ	JPR	1	22.1%	0	0	2008年6月
8956	プレミア	PIC	0	13.3%	0	0	2008年10月
8957	東急リアル・エステート	TRE	1	6.6%	0	0	2008年7月
8958	グローバル・ワン	GOR	1	0.0%	0	0	2008年9月
8959	野村不動産オフィスファンド	NOF	1	18.7%	0	0	2008年10月
8960	ユナイテッド・アーバン	UUR	1	37.4%	0	0	2008年11月
8961	森トラスト総合リート	MTR	0	0.0%	0	0	2008年9月
8962	日本レジデンシャル	NRI	0	34.2%	0	1	2008年11月
8963	東京グロースリート	TGR	0	15.7%	0	1	2008年6月
8964	フロンティア	FRI	1	0.0%	0	0	2008年6月
8965	ニューシティ・レジデンス	NCR	-	-	-	-	-
8966	クレッシェンド	CIC	0	29.9%	0	0	2008年11月
8967	日本ロジスティクスファンド	JLF	1	3.1%	0	0	2008年7月
8968	福岡リート	FRC	0	0.6%	0	0	2008年8月
8969	プロスペクト・レジデンシャル	PRI	0	0.0%	0	1	2008年7月
8970	ジャパン・シングルレジデンス	JSR	0	11.4%	0	1	2008年7月
8972	ケネディクス	KRI	0	34.8%	0	0	2008年10月
8973	ジョイント・リート	JOR	0	19.8%	0	1	2008年9月
8974	ラサール・ジャパン (旧:イーアセット)	LJR	0	0.0%	1	0	2008年10月
8975	FCレジデンシャル	FCR	0	9.7%	0	1	2008年10月
8976	DAオフィス	DAO	0	3.1%	0	0	2008年11月
8977	阪急リート	HRI	1	5.8%	0	0	2008年11月
8978	アドバンス・レジデンス	ADR	1	15.1%	0	1	2008年6月
8979	スタートアップロード	SPI	0	26.1%	0	1	2008年10月
8980	エルシービー	LCP	0	23.2%	0	1	2008年8月
8981	ジャパン・ホテル・アンド・ リゾート	JHR	0	9.7%	0	0	2008年8月
8982	トップリート	TPR	1	0.0%	1	0	2008年10月
8983	ジャパン・オフィス (旧:クリード・オフィス)	COI	0	42.0%	0	0	2008年10月
8984	ビ・ライフ	BLI	1	12.5%	0	1	2008年11月
8985	日本ホテルファンド	NHF	0	0.0%	1	0	2008年9月
8986	日本賃貸住宅 (旧:リプラス・レジデンシャル)	RRI	0	28.7%	0	1	2008年9月
8987	ジャパンエクセレント	JEI	1	3.7%	0	0	2008年6月
3226	日本アコモデーションファンド	NAF	1	7.7%	0	1	2008年8月
3227	MIDリート	MID	0	3.2%	0	0	2008年6月
3229	日本コマース	NCI	0	0.0%	1	0	2008年8月
3234	森ヒルズリート	MHR	1	0.0%	0	0	2008年7月
3240	野村不動産レジデンシャル	NRF	1	17.3%	0	1	2008年11月
3249	産業ファンド	IF	-	-	-	-	-

(出所) ARES個別Property Database及び各REIT決算資料・HP等をもとに作成

Appendix 6 行政処分事例

○内部管理態勢の不備に伴う利益相反による行政処分

日付	処分対象	処分事由	処分内容
2008/12	投資運用業者	投資運用会社の利害関係人からの物件取得に際して、物件のアスベストの対応を怠り、REITに不要な費用を支出させた。 また、増改築工事中の賃料未収入期間を考慮することなくREITに資産を取得させた。	内部管理態勢強化等
2008/10	投資運用業者	第三者割当増資に対して、社外取締役1名が反対したにも関わらず、賛成多数として決定した上に、議事録には全会一致と虚偽記載した。	内部管理態勢強化等
2008/09	投資運用業者	複数の不動産鑑定業者に対して、資産運用会社の利害関係人が希望する売却価格と同額以上の概算評価を依頼した。	内部管理態勢強化等
2008/03	投資法人及び投資運用会社	投資運用会社の利害関係人が負担すべきであった費用を、投資法人が負担していた。	内部管理態勢強化等

(出所) 金融庁 HP 行政処分事例集

Appendix 7 みなし賛成の規定

【投信法 93 条 1 項 (みなし賛成)】

「投資法人は、規約によって、投資主が投資主総会に出席せず、かつ、議決権を行使しないときは、当該投資主はその投資主総会に提出された議案（複数の議案が提出された場合において、これらのうちに相反する趣旨の議案があるときは、当該議案のいずれをも除く。）について賛成するものとみなす旨を定めることができる。」