

J-REIT 復活の処方箋¹

神戸大学 岩壺健太郎研究会 金融分科会

尼田佳子 伊藤優司 岡田真夏
柏原博之 瀧波亮 吉岡正博

2009年12月

¹ 本稿は、2009年12月12日、13日に開催される、ISFJ 日本政策学生会議「政策フォーラム 2009」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、岩壺健太郎准教授（神戸大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

本稿の目的は、J-REIT の持つ問題点を分析し、今後 J-REIT 市場が持続可能な発展を目指す上で、どのような政策を実施すべきかを考察していくことである。

第 1 章 1 節では J-REIT の母体である不動産証券化について概観し、そのメリット・デメリットについてまとめた後、2 節で J-REIT の仕組みと現状に触れる。第 2 章では J-REIT の抱える問題点を構造面と環境面の両面から指摘し、なぜ問題が発生するのかを分析していく。最後に第 3 章では、それまでの分析を踏まえ、問題を克服するための政策提言を行う。

不動産証券化とは、不動産を裏付け資産とした証券を発行して資金調達を行うことである。不動産は本来流動性が低く、投資の対象となることは稀であったが、証券化の手法を用いることにより、投資の対象として魅力的なものとなった。また、不動産証券の発行者にとってもリスクの移転やオフバランス効果を得られるなどさまざまなメリットがあり、バブル崩壊以降、積極的に用いられてきた。しかし、不動産証券化にはデメリットもある。不動産投資は莫大な資金が必要となるため、容易に行うことができない。また、投資対象となる不動産の鑑定評価には不透明な部分が含まれる。これらの欠点を補うために REIT という制度が用いられるようになった。REIT は 1960 年代にアメリカで創設され、日本では 2001 年から取引が始まっている。当初 2500 億円から始まった J-REIT も 2007 年 6 月には 7 兆円に迫るところまで市場を拡大させた。しかし、サブプライムローン問題による影響もあり、2008 年 10 月の時点で時価総額が 2.3 兆円まで落ち込むこととなった。また、この時期には実際に破綻に至った J-REIT も存在しているのである。

J-REIT の問題点は大きく分けて 2 つある。1 つはその構造面の問題である。J-REIT は外部運用型の制度であるため、投資主（プリンシパル）と資産運用会社またはスポンサー会社（エージェント）の間には情報の非対称性からエージェンシー問題が生じる。これについては、資産運用会社に支払われる報酬体系の観点から分析することで、資産運用会社やスポンサー会社にモラルハザードを引き起こすインセンティブが生まれる要因を探る。また構造面の問題として、不動産鑑定評価の不透明性も挙げられる。同一エリア、同一利用タイプ、同一クラスの物件であっても、実際の鑑定評価が異なっていることがある。この原因とこのことが与える影響を探っていく。もう 1 つは環境面の問題である。J-REIT における資金調達の方法は融資と増資のみに限られる。景気状況が悪化し、そのどちらかを行うことが困難な状況になれば、たちまち破綻の危機に直面してしまう。これについては、実際に破綻したケースを踏まえ、解決の糸口を探る。

以上を踏まえ、3 つの政策を提言する。そのうちの 2 つは構造面の問題で挙げられたモラルハザードを阻止するため、外部コントロールの強化を目的とした政策提言である。中長期的な観点からは「投資主総会の権限強化と投資主総会における不動産鑑定評価の全面開示」を行い、短期的な観点からは「Stapled Securities の J-REIT への適用」を行うことで、エージェンシー問題の発生を防ぐことができると考えられる。残りの 1 つは環境面の問題で挙げられた資金調達方法の乏しさに起因する破綻のリスクを解消するために、「株式交換制度の J-REIT への適用」を求めたい。これにより、積極的な M&A による業界再編が容易になるだろう。

これら 3 つの政策を実施することにより、J-REIT 市場の安定化と発展が予想される。

目次

はじめに

第 1 章 不動産証券化と J-REIT

- 1 節 不動産証券化とは
- 2 節 J-REIT の仕組み及び現状

第 2 章 J-REIT の抱える問題と分析

- 1 節 構造面の問題と分析
 - 1 項 エージェンシー問題とは
 - 2 項 なぜエージェンシー問題は発生するのか
- 2 節 環境面の問題と分析
 - 1 項 限られた資金調達方法
 - 2 項 なぜ NCR は破綻したのか

第 3 章 政策提言

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

本題に入る前に、本稿「J-REIT 復活の処方箋」製作の経緯を述べておきたい。

この研究会は金融分野を研究対象とするが、論文執筆に取り掛かる段階で 2 つの事を考慮する必要があった。第 1 に現在の多様化した金融市場から 1 つの分析対象を特に取り上げなければならないということ、第 2 にそのほとんどがあらゆる主体によって分析しつくされている、という事実である。この制約は論文テーマ決定に大いに影響を与えた。

研究会として 2009 年現在の金融市場に目を向けると、まず 2007 年以降世界を震撼させている金融危機が分析を試みたい対象として挙げられた。そしてそのまま今回の世界金融危機の研究を進めていき「サブプライムローン」や「リーマン・ショック」の様な世間でも話題にあがった問題への理解を深めていった。だがこういった根底の原因となった事象は既に多くの研究が行われており、論文として取り上げる余地はもはや残されていない。そのような中で研究対象として挙げたのが J-REIT である。

サブプライムローン問題においても取り上げられていた不動産証券化であるが、その制度の問題点を補う存在である REIT は当初不動産証券市場を活性化させる存在として期待を受け、日本においても J-REIT として 2001 年の制度開始以来、急成長を果たし市場を牽引してきた。だがその J-REIT も、今回の世界的な金融危機による不動産、金融市場の冷え込みの影響を大きく受け、さらに J-REIT の仕組みに内在していた問題点がこの危機で浮き彫りになり、2007 年以降投資家の信用を失い、2009 年現在多くの J-REIT は業績を大きく下げ、制度崩壊の危機に陥っている。しかしその J-REIT への研究は比較的新しい分野であるためか、他に比べ研究や効果的な政策が乏しいのが実状であった。

本稿でも触れるが、J-REIT という制度の狙い自体は優れたものである。今後も不動産証券市場において重要な役割を担える存在であると位置付けられる。J-REIT の再生は、今回の世界的な金融危機による打撃を直接受け、今なお停滞し景気回復が遅れている不動産市場の活性化を導き、より早急な経済全体の回復に繋がると考えられる。このことを受けてこの研究会は、J-REIT が本来の機能を十分に果たせていない現状に注目し、これを改善し金融市場を活性化させるための J-REIT 復活への政策提言を、本稿を通じて行う。

以上が本稿製作に至る経緯である。

第1章 不動産証券化と J-REIT

第1節 不動産証券化とは

J-REIT(日本版不動産投資信託)について述べる前に、まずその元となる不動産証券化自体がどのようなものであるかの理解を得ておく必要があるため、本節ではその説明を行う。

不動産証券化とは、ある不動産の所有者が自己の所有する資産を、証券化のために設立した特別な会社等²に売却し、その特別な会社等が当該不動産を裏付けとした証券を発行することで資金調達を行うことである。つまり不動産の生み出すキャッシュフローを何らかの仕組みを使って証券等の保有者に享受させる仕組みといえる。日本においてはバブル崩壊以降普及するようになった。

では、具体的に不動産証券化というものが誰にどのようなメリットをもたらし、同時にデメリットが伴うのかを見ていくことにする。まず、不動産証券化のメリットから見ていくと発行者側、投資家側、市場全体という3つの主体に対するものがある。

(i) 発行者側のメリット

- ① 新しい資金調達手段を得られる。
- ② 資産を所有することに伴うリスクを投資家に移転できる。
- ③ オフバランス効果³が得られる。
- ④ 資産を流動化した後も資産とそれから生じるキャッシュフローを管理することによって、新しい収入源としての安定的な手数料を得られる。
- ⑤ 別の主体の信用を利用することによって商品のリスクを軽減させることができる。

仮に、ある不動産保有者の、市場における信用があまり高くない場合、その保有者が独自で投資を募り運用していくことは非常に困難である。だが市場で高く信用を得ている別の主体に保有する不動産を売却し、その別の主体が当該不動産を裏付けとした証券を発行したとする。その時その商品の取得を考える投資家は、元の不動産保有者の信用ではなく証券発行者の信用を評価し、それを基に投資を決定する。そのため元の不動産保有者にとって証券化は、自己に伴っていた商品リスクの不安を証券化によって軽減でき、より資金調達が容易にするという利点を生む。

(ii) 投資家側のメリット

- ① 新しい金融商品が生まれることから、投資対象が拡大する。
- ② 商品の多様化によって分散投資を可能とし、その結果リスクを逡減させる。

(iii) 市場全体のメリット

² SPV（証券化を目的に結成される組織）等のことである。（JAPAN-REIT「J-REIT用語集」
<http://www.japan-reit.com/yougo/00019.html>）

³ 自己資本比率の向上・総資産利益率の改善を目的として、不動産等の資産を証券化して手放すことによって、資産を圧縮すること。（三井のリアセット「不動産用語集」
<http://www.reasset.jp/glossary/kana/o/o010.html>）

- ① 資金がより効率的に流れ、不動産市場が活性化される。
- ② 流通市場が拡大し、不動産流通業者の手数料収益が増加する。
- ③ 金融市場のシステミックリスクを減少できる。

もし市場に出回る一部の資産のみに投資が集中していた場合、その資産の価格の下落は多くの投資家に影響を与え、市場が一気に機能不能になる恐れがある。だが証券化により多様かつ互いにあまり相関をもたない資産が市場に出回り、投資が分散することで、例え一部の資産に問題が生じたとしても、他の資産はまだ取引できる状態を保て、市場全体が同時に働かなくなるリスクは比較的低くなる。つまり有事の際でも市場の機能がある程度保つことが可能になり、またその分市場の機能回復も早急に行うことができるという利点である。

以上のような3つの主体にそれぞれのメリットを不動産証券化がもたらすことがわかる。では次に、不動産証券化のデメリットを挙げたい。

- ① 莫大な資金が必要になるため一般的に容易に用いることができない。

不動産への投資は大きな金額の投資額が必要であるため、そもそも不動産投資というものは一般的には難しく、まして複数の不動産を保有して分散投資をするというのは一部の投資家を除いて極めて困難だった。さらに手続き等も複雑かつコストがかかり、時間がかかるという側面もあわせもつ。

- ② 不動産取得時の価格評価が適切でない可能性がある。

一般的に投資家は投資の際に不動産鑑定評価⁴に基づいて自己の投資対象や投資額を決定する。だが、仮に不動産鑑定評価が当該物の価値とは異なった、地価の上昇等の要因に影響を受けて裏付けられていた場合、その鑑定評価は投資対象そのものの健全性を表したのとは言えない。そのため不動産鑑定評価に基づいた投資だとしても、その収益性やリスク度合は投資家にとって保証されたものとはいえない問題がある。

以上が不動産証券化に伴うデメリットである。これらは不動産証券取引における効率性を妨げる要因として懸念されていた。その欠点を補うために REIT という新たな手法が考案され世界的に広く用いられるようになった。次節では、その REIT の仕組み及び現状について見ていく。

第2節 J-REIT の仕組み及び現状

まず、REIT についての説明を行う。不動産証券化の手法の一つである REIT は、Real Estate Investment Trust (上場不動産投資信託) の略語であり、不動産を投資対象とする金融商品である。1960 年代にアメリカにて創設され、オランダやオーストラリアなどで類似な制度が設立された後、2000 年前後から多くの国で発足し、現在では 20 カ国以上で導入されている。REIT は、投資家から収集した資金を「投資法人」と呼ばれる特殊な会社が持ち、その資金を「資産運用会社」と呼ばれる資産運用のプロが不動産に投資し、投資した不動産の生み出す賃貸収益や売却益を投資家に分配する制度のことである。図 1 の(1)~(6)は REIT の資金調達から投資家への配当までの流れを表したものである。

(1) 資金調達

まず、投資家宛に投資口 (株式会社の株式に相当するもの) を発行するエクイティファイナンスと呼ばれる資金調達、また、金融機関からの借入金・投資法人債発行によるデットフ

⁴ 不動産鑑定士による、土地もしくは建物又はこれらに関する所有権以外の権利の経済価値を判定し、その結果を価額に表示する行為のこと。(財団法人日本不動産研究所「不動産鑑定評価の基礎知識」<http://www.reinet.or.jp/app/app11.htm>)

ファイナンスと呼ばれる資金調達を行う。REIT は小口投資が可能のため様々な投資家から資金を調達できる。

(2)不動産等（実物不動産・信託不動産）の取得

投資法人は、調達した資金を用いて複数の不動産を取得する。不動産から成るポートフォリオ⁵には主に、収益を生む不動産（実物不動産と呼ばれる）と信託銀行に信託した不動産からの利益を受け取る権利である不動産信託受益権（信託不動産と呼ばれる）が含まれる。

(3)不動産ポートフォリオ等からの利益

取得した不動産をテナントに賃貸することから得られる賃料収入が J-REIT の主な収入となる。総収入から、不動産の維持管理に要する総費用を差し引いたものが賃貸事業における利益である。不動産を買主に売却することで売却益を得ることも可能である。

(4)資産運用会社等への運営費用の支払い

投資法人は資産運用を資産運用会社に委託するほか、「投資信託及び投資法人に関する法律（以下、投信法とする。）」によって外部に業務を委託するよう定められているため、これらの業務委託費用（主な、販管費と呼ばれる販売及び一般管理費）の支払い、金融機関への借入金の返済や投資法人債投資家への支払いを行う。

(5)投資家への分配金の支払い

分配金とは、投資法人から投資家へ分配される金額の総額である。分配金は投資法人の税引前利益（≒賃貸事業利益＋売却益－販管費－利息）とほぼ同額であり、これを発行済投資口数で割ったものが1口あたり分配金と呼ばれ、J-REIT の運営において非常に重要な数値である。また、この1口あたり分配金を投資口価格で割ったものが分配金利回り（配当利回り）である。REIT の場合、利益の90%以上を配当に回すと税引前利益に対する法人税が免除される制度上の仕組みから、その免除される分投資家により高い配当を与えることが可能となる。

(6)証券取引所での投資口売却

投資口価格は証券市場で決定されるため、随時変動し、投資資金が回収されるとは限らないが、投資家は、換金したい時には投資口を売却することが可能である。不動産市場における取引と比べ、売却時における買い主との価格交渉等の取引の際に要する手間が省けるため、流動性や換金性を高めることができる。

以上のような流れを繰り返すことで、REIT は機能している。

そしてこの REIT の仕組みを日本に取り入れたものが J-REIT である。J-REIT は Japan Real Estate Investment Trust（日本版上場不動産投資信託）の略称で、2000年に改正施行された投信法により組成が可能となった。当時、不良債権問題で流動性に欠けていた日本の不動産市場に、個人資本家などの資金を呼び込むため、アメリカの US-REIT やオーストラリアの A-REIT を参考に制度化されたものである。J-REIT では投資法人が投資口を発行するなどして調達した資金で複数の不動産を取得し、主に当該不動産の賃貸事業利益を投資家に分配金として分配する仕組みであり、実際の不動産運用は資産運用会社が行っている。

J-REIT は、2001年9月10日に2銘柄が東京証券取引所（東証）に上場し、時価総額約2,500億円で開始された。2002年12月には、全国銀行協会から「J-REIT の分配金・売却益を銀行の業務純利益に加えてよい」という通達が出たことを受けて、預金の運用先確保に苦しむ地方銀行などが高利回りで値上がりの可能性もある J-REIT へ積極的に投資するようになった。また、2003年7月には、投資信託協会が J-REIT を投資対象としたファンド・オブ・ファンズ（投資信託を投資対象とした投資信託）を解禁したことで、徐々に時価総額が増加してきた。2004年から2006年にかけては、賃貸事業・物流施設・ホテルなどを投資対象とした新規銘柄の参入が相次ぎ、さらに2006年頃からは、景気回復によるオフィス

⁵ 個々の投資家が保有している金融資産の集合体を指す。

（野村証券「証券用語解説集」<http://www.nomura.co.jp/terms/japan/ho/port.html>）

ビルテナントからの賃料増加・低金利の持続・グローバル投資の進展などを背景とした外国人投資家の J-REIT 買いなどが相まって、2007 年 6 月には、上場数 42 銘柄、時価総額は 7 兆円に迫るところまで市場の拡大を遂げた。しかし、2007 年夏以降、サブプライムローン問題による影響で外国人投資家が大量に売り越したことを契機に投資口価格は低迷している。投資口価格の下落により地方銀行や投資信託が利益確定売り・損切りなどで売却せざるを得ない状況となったことで、さらに投資口価格が下落するという悪循環により、2008 年 10 月の時点の時価総額が約 2.3 兆円にまで縮小し、J-REIT 全体の株価を表す東証 REIT 指数も表 1 のグラフで示される通り 2007 年と比べて半分以下の水準にまで低下したままである。そしてついにこの流れを受けて 2008 年 10 月 9 日にはニューシティレジデンス投資法人 (以下、NCR と表記する。) が J-REIT として初めて民事再生法を申請することとなった。この様に J-REIT 市場の勢いは 2007 年以降の世界的な金融危機を機に深刻な状況に陥っている。この現状を踏まえて次章で J-REIT における問題点を構造面と環境面から考える。

図 1 REIT の仕組み

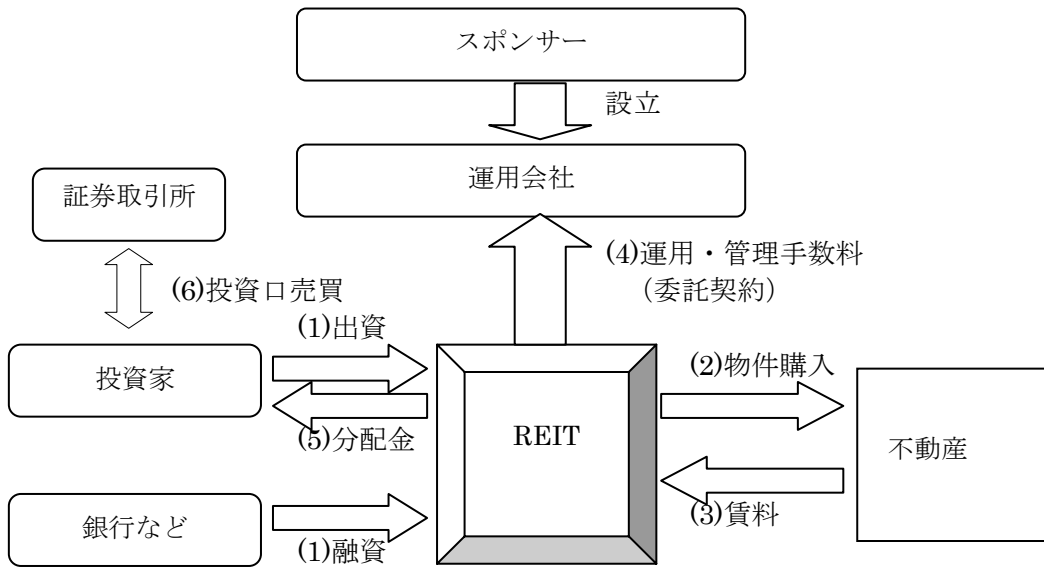
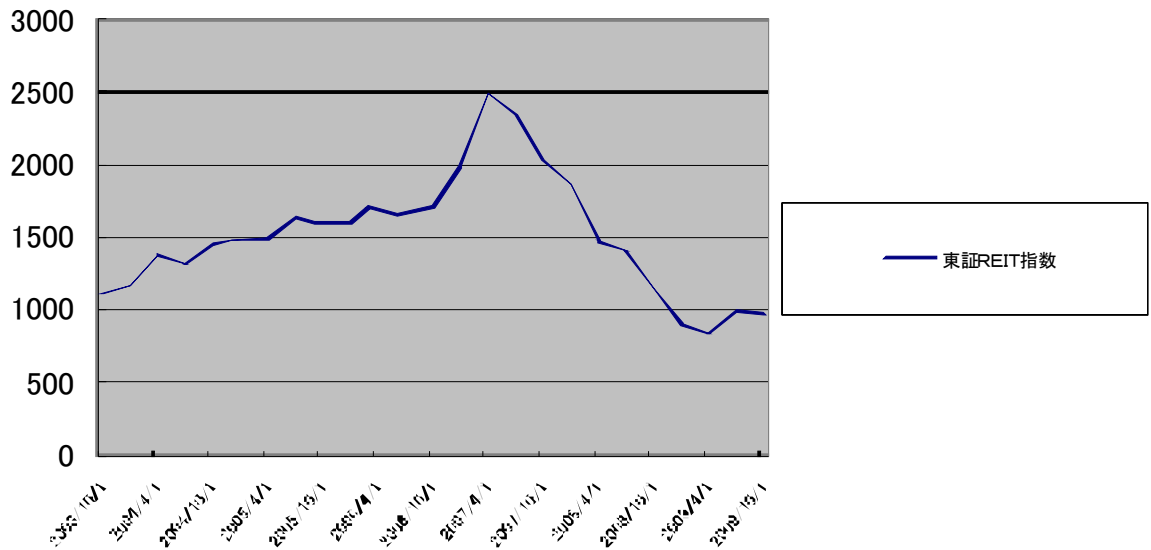


表 1: 東証REIT指数の推移



(出典：東京証券取引所)

第2章 J-REIT の抱える問題と分析

ここでは J-REIT に存在する問題点を構造面と環境面の両方から考察した上で、その原因を分析していく。構造面の問題としては、投資家と資産運用会社、もしくは投資家とスポンサー会社間に発生するエージェンシー問題が挙げられる。また、環境面の問題としては、資金調達の方法が限られている J-REIT にとって、資金調達環境の悪化が非常に深刻な影響を与えることが挙げられる。これらについて以下で個別に見ていくこととする。

第1節 構造面の問題と分析

1 節 構造面の問題と分析

1 項 エージェンシー問題とは

J-REIT では、以下の2点からエージェンシー問題の1つであるモラルハザードが発生しやすい。

- ① アメリカの REIT とは異なり不動産に関する専門的な知識を持った運用会社に運用を委託する外部運営制度である点。
- ② スポンサー会社（親会社等同族企業）からの不動産取得が多い点。

そもそも J-REIT におけるエージェンシー問題とは、「投資主（プリンシパル）と資産運用会社（エージェント）の利害が対立し両者の信頼関係が崩れることである」（岩佐[2009]）とされている。ここでの両者の利害とは、投資家にとっては投資口価格（株価）及び分配金で資産運用会社にとっては自分の利益（運用報酬）とする。これら両者の利益は、資産運用会社による優良物件の購入による投資口価格の上昇が必ずしも資産運用会社の利益を増大させる効率的な資産規模拡大につながらない事から両者の利害が一致せず相反する事がある。資産運用会社には、外部委託制度であることから投資家による監視体制が不十分となり、投資主利益を軽視したモラルハザードを引き起こさせるインセンティブを生じさせる。また、スポンサー会社にも、投資法人に物件供給を行うことから間接的に投資家の利益を阻害する行動（=モラルハザード）をとるインセンティブを持たせる事になる。このように現在の J-REIT には、資産運用会社と投資家の間だけでなく投資家とスポンサー会社との間にもエージェンシー問題の1つであるモラルハザードを引き起こす可能性を秘めており、投資家は2つのモラルハザードに直面している（図2参照）。これを踏まえると現在の J-REIT 市場における信用収縮も、情報の非対称性下で資産運用会社が投資家利益を軽視した行動が背景にあるのではないかと考えられる。またそれを助長するものとしてある程度の距離はあるものの運用会社が物件の取得をスポンサー会社に頼っている実態も考慮に入れなければならない。本来実現すべき完全情報の下では、投資家行動として同じ費用であれば高い利益を生む資産運用会社を好むので、資産運用会社も運用資産の質に対する維持・向上に努めるは

ずである。しかし、現況の情報の非対称性の下ではそのような投資家利益を最大にする行動が、現在の資産運用会社、スポンサー会社には行われていない所に問題がある。

またJ-REIT とは不動産証券化商品のひとつであるため、その利益は不動産の価格や収益によって決定される。しかし、実際に取引されている不動産の鑑定方法に大きな問題が2つ存在している。1つは、キャッシュフローが安定的であるにもかかわらず、投機的な局面が観測されると評価額が上昇したり、逆に景気の下降局面において評価額が下落したりする鑑定評価が存在している点。もう1つは同一エリア、同一利用タイプ、同クラスの物件であっても、鑑定評価に利用されている割引率⁶の値がREIT 間や鑑定会社間で大きな開きが見られる点である。つまり、同様の物件であってもREIT によっては現実よりも高い評価額や収益率があると評価されているものもあるため、実際の運用に悪影響を及ぼしている可能性がある。

このように構造的な問題点は、資産運用会社の報酬体系及び不動産鑑定評価方法に問題があると考えるため本稿ではそれらについて中心的に取り上げていく。

2 項 なぜエージェンシー問題は発生するのか

構造面に関する問題に対しては I .J-REIT が運用会社に支払う報酬に着目した場合のエージェンシー問題の一つであるモラルハザード、 II .不動産の鑑定評価の不透明性が与える影響の順に考察していく。

I .報酬体系が与える影響

J-REIT が運用会社に支払う報酬には、①賃料などの賃貸収益を含む収益、②インセンティブ報酬（収益の増分、株価の上昇分）、③資産残高に連動する報酬、④物件取得・譲渡の際に発生する報酬があり、J-REIT ではこれらの報酬体系が各 REIT によって複雑に組み合わされている。そのため、投資家が報酬体系から資産運用会社に対する報酬水準を見て、資産運用会社の行動が投資主利益を優先したものになっているかを判断するのが難しくなっている。これら 4 つの報酬体系の中で、①や②の収益やインセンティブに基づく報酬体系は、賃料や稼働率のアップ、または増築増床による賃貸収入の増加そして費用削減のような積極的なマネジメントを図ることで収益の増加や資産価値の増加などに寄与する。この事は、投資主と資産運用会社両方にとってのメリットがある。しかし、問題とされるのは③と④の資産残高と物件取得・譲渡に連動して報酬が決められる仕組みである。ここではこれら 2 つの報酬体系がどのように資産運用会社とスポンサー会社にエージェンシー問題の一つであるモラルハザードを引き起こすインセンティブを与えるのかについて見た後、それらをデータに照らして再度検証する。

(i) 資産残高による報酬体系の場合

資産残高による報酬では、貸借対照表に記載された現預金残高・有価証券残高・有形固定資産・無形固定資産などの資産額によって一定の料率が試算される。この結果、料率が変わらなければ、資産規模が大きいほど資産運用会社の報酬も高くなる。J-REIT の好調時において資産運用会社はスポンサー会社から高収益の優良物件を購入することができ、不動産市場の活性化に寄与してきた。さらに不動産取得についての市場の反応も、J-REIT の外部成長を期待して好意的⁷でエージェンシー問題というものがあまり意識されていなかった。しかし、市場が拡大して物件取得競争が激化するのと同時に不動産市場の不調により物件供給能力の劣るスポンサー会社を持つ運用会社は、優良物件を購入するのが難しくなる。その結果、資産運用会社とスポンサー会社の双方でモラルハザードを引き起こすインセンティブを持つことになる。

⁶ 将来受け取る金額を現在の価値に換算するときの割合。

⁷ 不動産取得時には投資口価格が上昇する

資産運用会社側では、自己の利益増加だけを考えると収益を気にせず非効率な物件購入を行い、資産残高を増大させることが、報酬を増やす最も容易な方法である。そのため優良物件を安く購入するようなインセンティブは持たず、非効率な物件であっても資産規模拡大追求のために購入するようになる。また、スポンサー会社側にも、どのような物件でも購入してくれる J-REIT への物件売却を自らのビジネスモデルの出口戦略⁸に位置づける事によって、無理な不動産開発を行っても REIT に売却すれば問題がないという意識が働く。あるいは、優良物件を所有していたとしても、その物件はスポンサー会社が囲い込み、粗悪な物件を資産運用会社に売却しようとする意識が働く。(図 3 参照) このようなスポンサー会社側と資産運用会社側のインセンティブが働いた結果、投資家利益を無視してスポンサー会社から高価格低収益の物件を資産運用会社が購入することになりモラルハザードを生じさせることになる。

(ii) 取得・譲渡報酬体系の場合

取得・譲渡報酬の場合は、不動産取得額・譲渡額に一定の料率を試算して求められる。当然ながら一定期間に不動産取得・譲渡を積極的に行った REIT がたくさん報酬を得ることができる。本来、REIT にとって物件取得・譲渡は将来の運用ポートフォリオを決定する重要事項であるため、その対価である取得・譲渡報酬は、運用会社に対するインセンティブ報酬の意味合いが強いとされてきた。そのため、投資家寄りの運用を資産運用会社が行うのであれば、購入した物件をできる限り効率的に収益をあげる事ができる物件にするために積極的なマネジメントを図り、物件の取得・譲渡は慎重にして頻繁に行おうとするものではない。しかし、取得・譲渡報酬体系では、スポンサー会社と資産運用会社などの利益関係者との取引が容認されているため、スポンサー会社と資産運用会社の双方にモラルハザードを引き起こすインセンティブが起きる。資産運用会社には、スポンサー会社から高価格の物件を購入して取得額を増大させることによって、高値仕込みの物件売却を急ぐスポンサー会社の利益に貢献するだけでなく、自己の利益増大を図ることができるため、高価格の物件取得やスポンサー会社との頻繁な取引を行うインセンティブを与える。一方スポンサー会社側にとっては、先ほどの資産残高による報酬体系と同様に高値仕込みの低収益の物件を資産運用会社に値崩れを起こすことなく高価格で売却することで利益を確保するインセンティブが働く。(図 4 参照) 今回の金融危機以降の不動産市場の下落が観察された局面では、所有する高価格低収益物件の下落が著しく、一層そのインセンティブが働いたとされる。この結果、高価格低収益物件の頻繁な取引が行われることで、資産運用会社の利益を最大化する行動に走り投資家(プリンシパル)の利益を下げてしまうというモラルハザードを生じさせやすくなる。

(iii) データ検証

先ほどのエージェンシー理論で挙げたモラルハザードを引き起こす構造上の問題である利害対立が、投資家の平均分配金増加率と資産運用会社の平均報酬増加率との間での乖離で見られるかを調べたのが表 1 である。なお、分配金に関しては投資一口当たりの分配金、運用報酬に関しては損益分散書に記載されている資産運用報酬を用い、期間に関しては REIT 自体が上場した時期がまちまちであるため REIT 毎に入手可能な範囲のデータで行っている。投資家とスポンサー会社の利益相反に関しては、スポンサー会社の事業形態が多様であることまた 1 つの投資法人に対して複数のスポンサー会社が存在する事から不動産売買収入に絞って調査するのが困難であったためここでは資産運用会社の運用報酬に焦点を当てることとする。

⁸ 収益不動産の運用期間終了後の戦略を意味する。ここでは、転売により売却利益を確保することを指す。

表 2 の結果を REIT 毎に個別に見ると、平均運用報酬増加率の方が平均分配金増加率より 5%以上大きい REIT は、全 REIT41 社の中でも 28 社と 3 分の 2 を超え資産運用会社の報酬が投資家の利益より優先されているのが分かる。また、全 REIT41 社全体の合計で見ても、平均運用報酬増加率が平均分配金増加率を 31%も上回っており J-REIT 市場全体で運用会社の利益が優先されている傾向がある。ここから個別に問題があるだけでなく J-REIT 市場全体でもいかに資産運用会社の平均報酬増加率が、投資家の平均分配金増加率を大きく上回り、投資家の利益最大を目的とするというよりは資産運用会社自身の利益最大を目的とした資産運用を行っているのかということが分かる。

さらに、各 REIT の平均分配金増加率に着目すると、今回のリーマンショック以降 J-REIT 市場が低迷し、分配金が減少したにもかかわらず、平均分配金増加率がプラスである J-REIT が 25 社もあり、リーマンショック以前の REIT 市場が順調に分配金増加率を保ち、投資家に運用報酬増加率との乖離をあまり認識させていなかったということも言うことができる。

II. 不動産の鑑定評価の不透明性が与える影響

不動産の鑑定評価の不透明性が投資家に与える投資家への影響を考察すると次の 2 点が考えられる。

1 つは投資判断のコストが増大する点である。REIT が保有している不動産の鑑定評価にあいまいな点があれば、投資家は正確な投資判断をするために独自でその不動産について再調査する必要がある。REIT が保有する不動産は全銘柄を併せると 1700 件以上あり、それぞれを個別に調べていくことは不可能に近い。また、投資家がそれぞれ調査を行うため、全体としてのコストは莫大なものになる。それだけのコストがかかると REIT に投資するメリットがなくなってしまう。

もう 1 つは正確な情報が得られないことにより REIT の利益が減少する可能性がある点である。2008 年 6 月、投資法人が不動産をスポンサー会社等から取得する際に、スポンサー会社等の希望売却価格以上の鑑定評価額にするよう鑑定会社に働きかける事件⁹があった。このような事件が生じたのは投資法人がスポンサー会社の出資によって設立された法人であるためにスポンサー会社の利益を最優先にするインセンティブが働くためである。鑑定評価額をスポンサー会社有利につり上げるような行動をとることで、低収益の不良物件を優良物件に見立てることにより、投資家の利益はないがしろにされてしまうのである。

また、鑑定会社は投資法人からの依頼がなければ収入を得ることができない。つまり、鑑定会社にはたくさんの投資法人から鑑定依頼を受けるために、投資法人が得をするような鑑定評価額をつけるインセンティブが存在する。これは今回のサブプライムローン問題において格付け会社が依頼者に対して有利な格付けをしたのと同じ原理である。しかし、投資家にはそのような情報を細かに詮索する余裕がコスト面からもないため、これらの投資家の利益を軽視した行動に警鐘をならす監視の役割を果たす事ができない。(図 5 参照) その事は、長期的には投資家の REIT 市場全体への信用収縮という形で現れ、誠実な REIT に対する信用不安も引き起こし REIT 全体の投資口価格の下落を引き起こす。そして、それが結果的にスポンサー会社、投資法人、投資家といった REIT 市場に参加するプレーヤー全体の利益を損なう。

このように I では報酬体系によって引き起こされるエージェンシー問題では資産運用会社とスポンサー会社が投資家の利益を阻害する行動を引き起こす事に着目した。また、II の不動産の鑑定評価の不透明性では、投資法人や鑑定評価会社が投資家の利益を阻害する行動

⁹ プロスペクト・レジデンシャル投資法人（現プロスペクト・リート投資法人）の資産運用会社であるプロスペクト・レジデンシャル・アドバイザーズ株式会社（現プロスペクト・リート株式会社）が売却希望価格と同額以上で評価額の算定をするよう不動産鑑定会社に依頼した事件。

やコスト面から投資家に不利益を与える点に着目した。これらをまとめると、現状では投資家が投資法人、スポンサー会社、資産運用会社、鑑定評価会社の全てからモラルハザードを引き起こされる状況に直面していると言えるのである。

第2節 環境面の問題と分析

1 項 限られた資金調達方法

J-REIT の資金調達の方法は、融資と増資の 2 通りしか存在しない。制度上、J-REIT は利益の 90%以上を投資家に分配しなければならず、内部留保をすることはできない。そのため、銀行からの借入金が不動産取得の際に欠かせないものとなる。

しかし、借入金水準が高ければ、J-REIT の自己資本比率は低下するため、倒産のリスクが高くなる。さらに、銀行の融資基準も厳しくなるため、融資に頼り過ぎれば、逆に自分の首を絞めることとなる。そのような状況を避けるために増資を行うことで、自己資本比率は高まり、財務の健全性が保たれる。

では、もし先のサブプライムローン問題に端を発する世界金融危機のような経済不況が生じた場合、J-REIT はどのような影響を受けるのだろうか。

景気悪化の影響で、信用収縮により金融機関が融資枠の減少や融資基準の厳格化を行うと、2 つしかない資金調達方法のうち、融資が機能不全に陥ってしまう。また、経済状況が不透明な状況の中で、増資に応じてくれる投資家は少ない。つまり、景気が悪化すると途端に J-REIT は資金繰りが難しくなってしまうのである。こうなると不動産取得の際の決済資金や短期借入金の返済資金を調達する目処が立たなくなり、最終的には倒産してしまう可能性が出てくる。

実際にリーマンショック後の 2008 年 10 月 9 日に NCR の破綻という J-REIT 史上初の出来事が起こってしまった。これについて以下で詳しく見ていくこととする。

2 項 なぜ NCR は破綻したのか

NCR は、ニューシティコーポレーションをスポンサー企業にもつ一般的にローリスク・ローリターンとされる住居系 J-REIT で 2004 年に上場し、約 2000 億円と全 J-REIT において中堅クラス、住居系 J-REIT の中では 2 位の資産規模を誇るなどいたって健全な J-REIT であった。

倒産前後の NCR の資産運用報告を見てみると、営業期間第 6 期¹⁰ (2007 年 9 月 1 日～2008 年 2 月 28 日) と第 7 期¹¹ (2008 年 3 月 1 日～2008 年 8 月 31 日) において、各期末における総資産有利子負債比率 (54.8%と 53.6%) や経常利益率 (1.2%と 0.9%)、自己資本比率 (43.5%と 41.8%) といった数値に大差はなく、NCR の運用に突然大きな変化がありそれが直接の原因となって破綻へと繋がったようには見受けられない。

次に、他の住居系 J-REIT である 3 社(日本レジデンシャル投資法人、野村不動産レジデンシャル投資法人、日本賃貸住宅投資法人)と比較¹²してみると、経常利益率はそれぞれ 1.3%、1.2%、1.8%と NCR との間に大差は見られないが、有利子負債比率が NCR 54.8%に対して 3 社は 48.7%、45.9%、50%、自己資本比率が NCR の 43.5%に対して 3 社は 49.9%、

¹⁰ http://www.ncrinv.co.jp/ir/asset_6.html

¹¹ http://www.ncrinv.co.jp/ir/asset_7.html

¹² 各社 HP 資産運用報告書より

日本レジデンシャル投資法人 <http://www.nric.co.jp/>

野村不動産レジデンシャル投資法人 <http://www.nre-rf.co.jp/>

日本賃貸住宅投資法人 <http://www.jrhi.co.jp/>

52.2%、50.8%と若干の差異が認められる。この結果から NCR の自己資本比率が低く、有利子負債比率が高いという点に破綻に繋がる原因があったといえるのではないだろうか。

では、なぜ NCR は破綻せざるをえなかったのかを詳しく見ていくこととする。

理由として (1) 2008 年 12 月 18 日取得予定の「ニューレジデンス池袋プレシヤスタワー」の物件売買契約に対する決算資金が調達できなかったこと (2) 2008 年 10 月 17 日に到来する中央三井信託銀行、三井住友銀行、あおぞら銀行、千葉銀行の 4 行から調達した短期借入金 45 億円が返済不能な状況に陥ったこと、さらに決算資金が調達できないことが判明し契約を解消しようにも (3) 内部留保が認められないという J-REIT の特性上、解消にともなう違約金約 55 億円を即座に用意できなかったこと (4) 決算資金もしくは違約金を融資により賄おうにも、リーマンショック以降の日本の各銀行の貸出金利の上昇や貸し渋りといった融資厳格化の流れの中、NCR の自己資本比率が低く有利子負債比率が高いという特性上借り換え不可能な状況に陥ってしまったことがあげられる。

結果として NCR の資産運用に大きな問題があったわけではないにも関わらず、リーマンショックの影響を受けたことによる資金調達環境の悪化、それにより引き起こされた資金繰りの悪化により破綻せざるをえなかったのである。

この事例も含めた、リーマンショック以降の J-REIT 市場全体の市場規模収縮からの回復を目指し、2009 年 9 月 5 日、主に投資法人債の償還資金を融通する手段として不動産市場安定化ファンドが設立された。

不動産市場安定化ファンドは、NCR 倒産直後の 2008 年 10 月 28 日に開催され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」において提案され、その後数回の話し合いの後今回の設立に至ったものである。概要を見ておくと、設立目的は上記①投資法人債の償還資金の融通の他、②既存借入りファイナンス資金の融通、③投資法人同士の合併再編に必要な資金などの融通を通じて「不動産市場の適切な価格形成機能の回復とデフレ防止に寄与」¹³することであり、三井不動産などの大手不動産会社や MUFG などの 3 メガバンク、証券会社などの出資に加え、他の金融機関からの出資や日本政策投資銀行からの劣後ローン等も加えた約 5000 億円の融資枠の規模でスタートした。

今回の不動産市場安定化ファンドの設立そのものは J-REIT の破綻防止のためのセーフティネットとしての役割を十分に果たすだろうという予測のもと市場心理を改善させており、現にファンド設立が発表されて以降東証 REIT 指数が回復するなど一定の成果はあげている。

しかしながら、その融資金利の高さ¹⁴故にその効果を発揮しきれず、不動産市場安定化ファンドが J-REIT 回復への決定打となりきれていないこともまた事実である。

すなわちファンド設立の効果はあくまで一時的なものであり、J-REIT 市場全体を長期的な観点から見れば、ファンドの設立だけでは不十分な政策であったと言える。

では、J-REIT にとって本当に効果的な政策とはどのようなものだろうか。

本来 J-REIT 市場があるべき姿は、J-REIT 市場全体の健全性と資金調達能力の向上、それを受けての投資口価格の上昇、そして外部成長へといったサイクルを続けることで市場全体の長期的な安定・発展をしていくことである。

先ほども述べた通り、J-REIT 全体として資金調達能力が不足していることは非常に大きな問題である。現在市場 41 の銘柄全てが十分な資金調達能力を保持しているとは言えず、相対的に価格が高い J-REIT に関しては自力での資本調達・増強が可能であるが、PBR(株価純資産倍率=投資口価格を当該 REIT の解散価値と比べた値)が低い水準の J-REIT の場合、資産規模の拡大や、それによる資金調達は非常に困難である。

¹³ <http://www.re-report.net/news.php?ReportNumber=19802> より

¹⁴ TIBOR に 1.50%~5.50%の上乗せ金利をつけたもの。現在の J-REIT の借入スプレッドは平均 1%前後である。

このような状況を打破するのに最も効果的であると思われるのが、積極的な M&A による業界再編である。M&A が成立した場合、買収する側、される側双方にメリットが発生し、それが J-REIT 市場の長期的な安定と発展に繋がると考えられる。

まず買収する側のメリットとして、価格が低迷する J-REIT を吸収することで迅速な資産規模の拡大が可能であること、また買収により新たに生じる運用手数料の増加とそれに伴う利益の増加があげられる。

それに対して、買収される側のメリットとしては、不足していた資金調達能力を一気に補えるということである。加えて、買収されることにより、今まで低い価値評価をなされていた所有物件本来の価値が顕在化し、資金調達能力向上だけでなく健全化の向上も見込まれるという点もあげられる。

このように、J-REIT 市場自身が M&A に積極的に取り組むことで市場自身が抱える資金調達能力の不足を補うことが可能となるのである。しかしながら、現在までに J-REIT 間で実際に M&A が行われた事例はなく、現在の制度において M&A に乗り出すことのできない障害があるように見受けられる。よって、今政策としてすべきことは積極的な M&A の推進に繋がる制度の作成とその運営であると思われる。

図2 投資家が直面する二つのエージェンシー問題

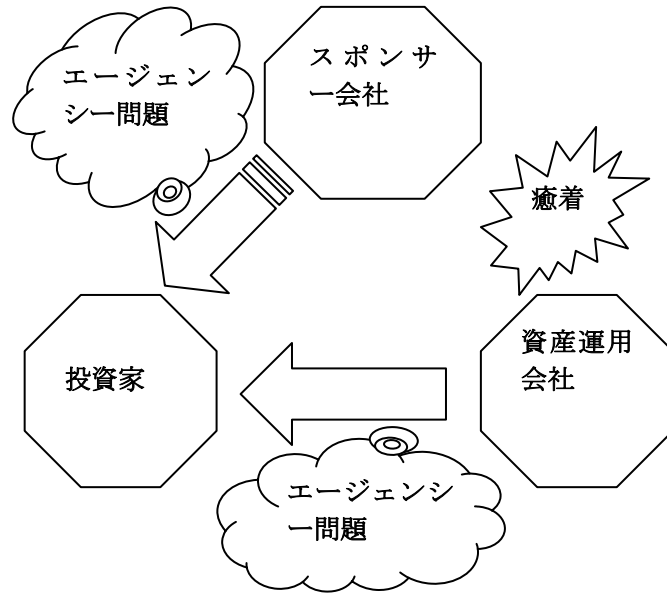


図3 資産残高による報酬体系の場合

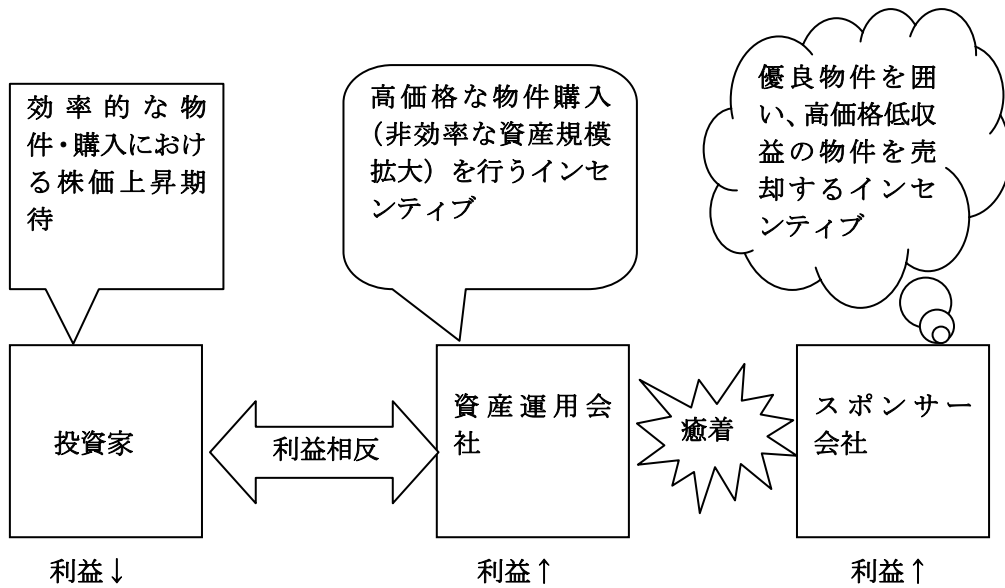


図 4 物件取得・譲渡報酬体系の場合

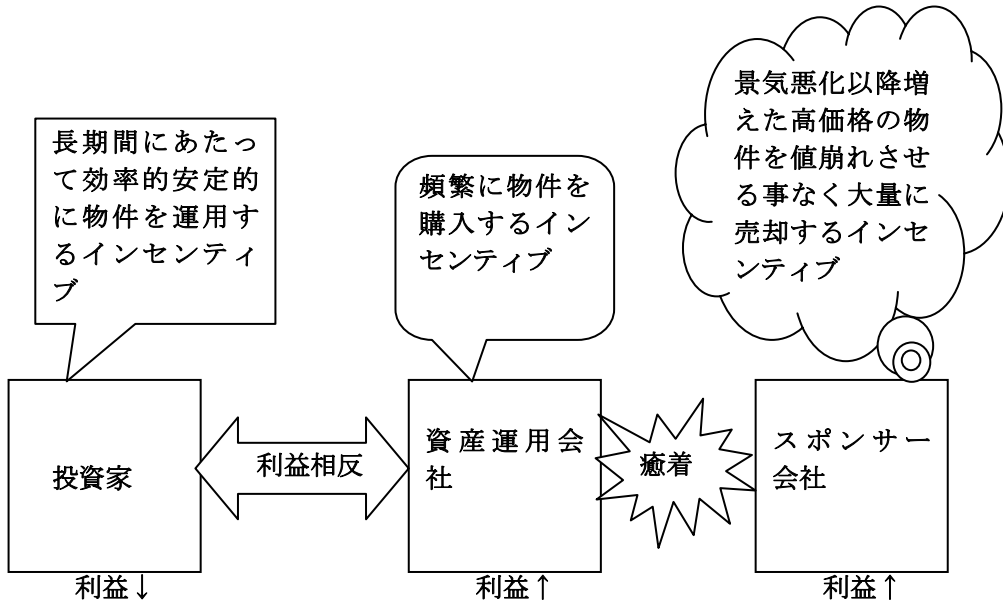


図 5 不動産鑑定評価の不透明性

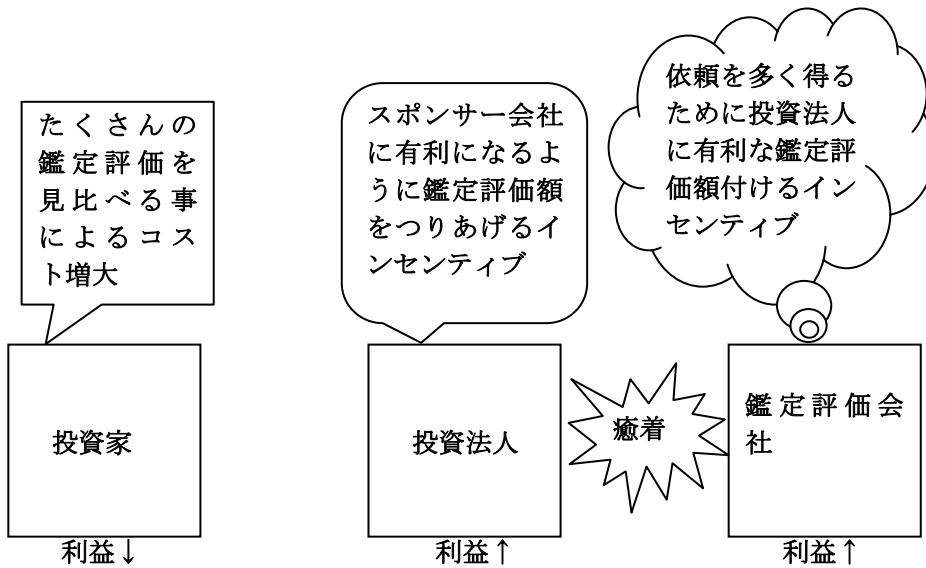


表 2 投資家の平均分配金と資産運用会社の平均運用報酬の増加率

REIT 名	平均分配金増加率		平均運用報酬増加率	期間
産業ファンド投資法人	137.2%	>	5.3%	2007 年下半年～2009 年上半年
ビ・ライフ投資法人	-8.3%	<	68.7%	2006 年下半年～2009 年上半年
MID リート投資法人	7.1%	<	12.1%	2006 年下半年～2009 年上半年
ケネディクス不動産投資法人	49.5%	>	41.6%	2005 年下半年～2009 年上半年
ジョイント・リート投資法人	-14.6%	<	8.5%	2005 年下半年～2009 年上半年
DA オフィス投資法人	1.7%	<	15.1%	2006 年上半年～2009 年上半年
クレッシェンド投資法人	7.5%	<	13.7%	2005 年上半年～2009 年上半年
日本レジデンシャル投資法人	7.6%	<	29.7%	2004 年通年～2009 年上半年
日本コマース投資法人	3.4%	<	106.9%	2007 年上半年～2009 年上半年
ジャパンエクセレント投資法人	4.2%	<	6.7%	2006 年下半年～2009 年上半年
東急リアル・エステート投資法人	8.5%	<	17.7%	2003 年下半年～2008 年下半年
日本リテールファンド投資法人	-0.6%	<	16.2%	2003 年下半年～2008 年上半年
プレミア投資法人	9.8%	>	8.2%	2003 年下半年～2008 年下半年
日本アコモデーションファンド投資法人	17.4%	<	88.5%	2006 年下半年～2008 年下半年
野村不動産レジデンシャル投資法人	18.6%	>	12.9%	2006 年下半年～2008 年下半年
アドバンス・レジデンス投資法人	-0.8%	<	210.2%	2005 年下半年～2008 年下半年
森ヒルズリート投資法人	-8.9%	<	-6.1%	2006 年下半年～2008 年下半年
トップリート投資法人	-5.0%	<	1.0%	2005 年通年～2008 年下半年
ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人	31.3%	<	40.2%	2005 年通年～2007 年通年
FC レジデンシャル投資法人	34.1%	>	4.9%	2005 年通年～2008 年下半年
ラサールジャパン投資法人	-9.7%	<	8.1%	2005 年通年～2008 年下半年
東京グロースリート投資法人	-1.2%	<	7.3%	2004 年下半年～2009 年上半年
ジャパン・シングルレジデンス投資法人	-8.3%	<	12.1%	2005 年通年～2008 年下半年
スターツプロシード投資法人	2.5%	<	194.7%	2005 年通年～2008 年下半年
プロスペクト・リート投資法人	3.2%	<	39.7%	2005 年通年～2008 年下半年
日本ホテルファンド投資法人	-10.5%	<	-5.0%	2006 年通年～2008 年下半年
日本プライムリアルティ投資法人	-3.1%	<	1.9%	2004 年上半年～2009 年上半年
エルシービー投資法人	9.5%	<	398.3%	2006 年下半年～2009 年上半年
ジャパン・オフィス投資法人	-21.7%	<	9.9%	2006 年下半年～2009 年上半年
森トラスト総合リート投資法人	4.8%	<	7.9%	2003 年下半年～2008 年下半年
日本賃貸住宅投資法人	-9.6%	<	23.9%	2006 年上半年～2008 年下半年
日本ビルファンド投資法人	2.7%	<	8.3%	2004 年下半年～2009 年上半年
グローバルワン不動産投資法人	15.0%	>	11.6%	2003 年通年～2008 年下半年
ジャパンリアルエステイト投資法人	4.7%	<	31.1%	2003 年下半年～2008 年下半年
オリックス不動産投資法人	1.5%	<	8.2%	2003 年下半年～2008 年下半年
ユナイテッド・アーバン投資法人	5.7%	<	58.3%	2003 年下半年～2008 年下半年
フロンティア不動産投資法人	8.0%	<	10.8%	2004 年上半年～2008 年下半年
阪急リート投資法人	-0.2%	<	7.8%	2005 年下半年～2009 年上半年
日本ロジスティクスファンド投資法人	-0.2%	<	15.4%	2005 年下半年～2008 年下半年
野村不動産オフィスファンド投資法人	6.0%	<	17.2%	2003 年下半年～2008 年下半年
福岡リート投資法人	-0.7%	<	1.3%	2005 年上半年～2008 年下半年
全 41 社合計	7.3%	<	38.3%	

出典：EDINET（各投資法人の有価証券報告書を用いて作成）

第3章 政策提言

これまで見てきたように J-REIT は構造面と環境面の両方に問題を抱えている。これらの問題を解決するために我々は以下の政策を提言する。

まず、構造面におけるエージェンシー問題に対しては、投資主による外部コントロール機能を重視させるため、(i) 投資主総会の権限強化と投資主総会における不動産鑑定評価の全面開示を求めたい。またたとえエージェンシー問題が発生した場合でも、投資家の利益が損なわれないように、(ii) Stapled Securities の J-REIT への応用を求めたい。最後に環境面における資金調達環境の悪化に対しては、積極的な M&A による業界再編を促進するために、(iii) 株式交換制度の J-REIT への適用を求めたい。

以下はそれぞれを個別に詳細を見ていく。

(i) 投資主総会の権限強化と投資主総会における不動産鑑定評価の全面開示

3章の構造面の分析から現在の J-REIT は、投信法により外部運営制度が義務づけられているために投資家と資産運用会社の間で利益相反を引き起こすという問題があった。しかも、内部運営を認めると既存の不動産会社が J-REIT 形態に転換することで、法人税を支払わなくなるのではないかという懸念があるため内部運営を認めるのは難しい。そのため、この利益相反問題を回避するためには、いかに投資口を有する投資家が資産運用会社に支配を及ぼす制度を取り入れるかが重要となる。

エージェンシー問題を解決する手段として最も効果があるのは、投資主ガバナンスの機能を十分に働かせることである。そのため、投資主総会を開催し、投資法人や資産運用会社の行動に問題がないかを投資主自身が長期的観点から見てチェックできるような体制を整えなければならない。そのために、投資主総会での資産運用会社の解任・交替権の付与や不動産の鑑定評価の全面開示を提案する。

投資主総会を実施することで、資産運用会社は運用に対する説明責任を明確に果たさなくてはならなくなり、投資主利益を無視した非効率な運用やスポンサー会社との癒着を抑止できる。また、現在は投信法により禁止されているが、資産運用会社に対する解任・交替の権限を総会に付与することで、受託者責任意識の薄い資産運用会社や運用成績の悪い資産運用会社を市場から退出させることも可能になる。

さらに不動産鑑定会社が実施した不動産の鑑定評価を結果のみならず、評価書自体を全面開示することで、投資主自身が数ある物件の中で怪しいと判断した高額物件に対しては、個別に鑑定評価に問題がないか調べることができるようになる。これによりスポンサー会社に有利な鑑定評価を行うことができなくなり、投資主の利益が守られると考えられる。

また評価書自体の全面開示は、万が一、法廷闘争になった際の証拠ともなりうることから鑑定評価会社にも適切な鑑定評価をつけなければならないというインセンティブが働くと考えられる。これについては、全国の地方裁判所による不動産競売において対象不動産の評

価書がインターネットで全面開示されて以来、競売における売却率が飛躍的に向上し、競売市場の透明性に大きく寄与した¹⁵ことから全面開示の効果は大きいと考えられる。

このように、有利子負債以外による外部コントロールを活かし投資家の意見を直接的に反映できるようにした上で、運用に関する透明性が確保できれば、長期的な観点から J-REIT 市場に対する投資家の信頼は回復し、J-REIT に対する認知度を高め、結果としてさらなる信頼と市場の拡大につながると考えられる。

(ii) Stapled Securities の J-REIT への適用

先ほどの投資主総会での資産運用会社の解任・交替の権限付与及び不動産鑑定評価の全面開示を行うことで、中長期的に見た投資家による資産運用会社の監視や情報の透明性の確保は出来た。それでも外部運営である限り利益相反の問題を完全に排除することは困難である。また、投資主総会の開催頻度については投信法では定められていないが、役員任期から最低 2 年に 1 度とされている事¹⁶からも頻繁に開催されるとは言えず、投資家の支配が個々の物件購入など短期的には資産運用会社に及ばない事も考えられる。

そこで実質的に内部運営を可能とし、なおかつ投資家による資産運用会社への短期的な支配も可能とするために、オーストラリアの不動産投資信託である Listed Property Trust (以下、LPT と表記する。) で採用されている Stapled Securities (以下、SS と表記する。) を J-REIT でも取り入れる事を提案する。

『SS は、LPT の上場証券と資産運用会社の上場株もしくはスポンサーの上場株を一体化したものであり、その名のとおり 2 つの証券をホッチキスで一緒に留めたようなイメージである。』(伊藤明「2007」) この場合、投資家は LPT の個別の投資口と資産運用会社またはスポンサー会社の株式を受領し、双方の分配金と配当を享受することができる。また、これらは抱き合わせて取り引され、切り離して売買することはできない。この形態をとる事により、実質的に LPT と資産運用会社もしくはスポンサーは一体となり、三者の利害が一致することとなり、利益相反問題は解消されている。これを日本版で取り入れると図 3 のようになる。

これを J-REIT においてはスポンサーとではなく資産運用会社との間¹⁷で取り入れることによって、以下のプロセスで投資家と資産運用会社の利益相反を解決出来ると考えられる。投資家側では、仮に資産運用会社がスポンサー会社と癒着して大量に高価格の不良物件を購入して高い運用報酬を得て利益をあげたとしても、投資法人からの分配金・配当の減少を資産運用会社の分配金・配当の増加で相殺することができる。そのため外部運営制度の場合と異なり、資産運用会社とスポンサー会社の癒着が投資家の利益損失を引き起こすことはないと考えられる。また、資産運用会社側でも抱き合わせ販売を行っているため、高価格低収益物件購入によって運用報酬を上げ分配金を増加させたとしても、一体化された株式の分配金・配当の増加には繋がらず、一体化した株式の投資家からの人気を集めることはできない。そして、それは投資法人にとって物件購入を行うための増資をしにくい環境を引き起こし、資産規模拡大による運用報酬増大を目指す資産運用会社にとっては好ましい状況とは言えない

¹⁵久恒新 「信頼揺らぐ日本版REITの再生～鑑定評価の全面開示を～」2009年4月23日付け日本経済新聞朝刊23ページより引用。なお全国の地方裁判所による不動産競売における対象不動産の評価書は不動産競売物件情報サイト「BIT」 (<http://bit.sikkou.jp>) より閲覧可能となっている。

¹⁶ 投信法上では、投資法人の役員任期は 2 年を超えることができず、役員選任は投資主総会で行われるため、最低 2 年に一度は開催されることとなる。

¹⁷ ただし J-REIT に Stapled Securities を取り入れる場合は、スポンサー会社とではなく資産運用会社とその形態をとる事が望ましいと考えられる。なぜなら、現在スポンサー会社となっているのは、電鉄・商社・金融機関・不動産会社と多種多様で事業リスクの高い事業(不動産の開発、売買)もやっていると考えられる。そのためミドルリスク・ミドルターンという J-REIT の商品特性から考えれば望ましいとは言えないからである。

い。このため、従来の外部運営制度より資産運用会社は優良物件の購入や内部成長¹⁸を行うインセンティブを高めると考えられる。

しかし、この制度を使う事によって野村不動産投信のように 1 つの資産運用会社が 2 つの投資法人の運用を任せられている場合は一方の運用結果が他の投資法人の一体化株式における配当に影響を与えるという懸念がある。そのため、そのような場合には資産運用会社の運用本部毎¹⁹の事業に信託を設定し、その信託が発行する受益証券と投資法人の株式とを一体化させる制度を付け加える。現在は、野村不動産投信のみが二つ以上の投資法人の運用を委託されているが、この制度を付け加える事で今後オーストラリアのように 2 つ以上の投資法人からの委託が広まったとしても対応できると考えられる。

このようにオーストラリアで適用されている SS に改変を加えて J-REIT に応用することによって、投資家と資産運用会社の利益相反を減少させることができる。また不資産運用会社の非効率な運用に対して投資家は一体化された株式にすぐに影響を及ぼすことが出来るため投資家による短期的なチェック機能 (=個々の物件購入に対する投資家による監視) も果たすことが出来るようになると考えられる。その結果、利益相反によるモラルハザードを防ぎ、投資家よりの運用を促進することになると考えられる。

(iii) 株式交換制度の J-REIT への適用

第 2 章における環境面の分析から、積極的な M&A による業界再編が J-REIT の資金調達環境の悪化を防ぐ最良の手段であると分かった。さらに、2009 年 4 月より「合併で発生する負ののれん代を配当原資から控除」するという政策が実施されている。従来は吸収する側の REIT が、対象 REIT の評価額と本来の額の差額 (=負ののれん代) を帳簿上の利益として計上しなければならず、課税を回避するには負ののれん代で利益が増えた分、分配金を増やさなければならなかった。しかし、吸収合併によって実際に現金が入ってくる訳ではなかったため負ののれん代の利益分を上乗せせずに分配すれば、分配金が利益の 90%に届かず、法人税を課される恐れがあった。しかし、この政策によって負ののれん代を利益から控除できるようになり、合併リスクが解消され、合併への道が大きく開けた。

しかしながら、J-REIT はその制度上、内部留保が認められていないため、他の J-REIT を買い取るための資金を調達することは容易なことではないという点である。そこで、私たちは、企業間の M&A で用いられている「株式交換」の制度を J-REIT 市場に導入することを提案したい。株式交換とは、「対象会社を 100%子会社とするため、子会社となる会社の株主に対して、その保有している株式を親会社となる会社株式に交換する制度であるが、この制度があれば、株式を買い取るだけの資金を持たない会社でも、時価総額の大きい会社であれば、自社株を対価に企業買収が行うことができる。」²⁰

これを J-REIT にも適用すれば、他の J-REIT 買収のための資金を用意することの難しい J-REIT であっても、比較的容易に M&A を実施することができるようになる。

このような政策は、生き残りを目指した再編ムードを促進し不良 REIT を淘汰したり、規模の経済性を使いやすくしたりすることを可能にすると考えられる

以上のように、投資家による外部コントロールの強化や合併促進政策の 2 つが有効に機能することで、信用収縮に歯止めがかかり、今後の J-REIT 市場の回復・発展を促すだろう。

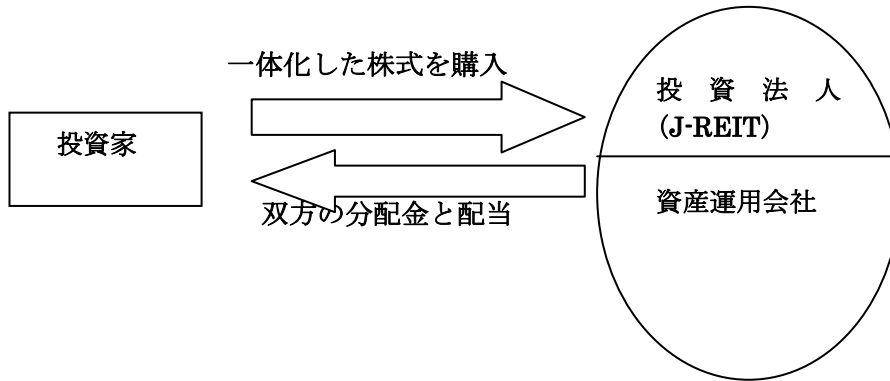
¹⁸ REIT の成長には、一般的に内部成長と外部成長がある。内部成長は、主に REIT の既存の物件からのキャッシュフローの増加を意味する。外部成長は、既存の物件以外の追加投資による総資産の増加に伴ってキャッシュフローが増加することである。

¹⁹ 野村不動産投信では、代表取締役社長の下に野村不動産オフィスファンド投資法人の運用を行うオフィス運用本部と野村不動産レジデンシャル投資法人の運用を行うレジデンス運用本部に分かれている。

²⁰野村証券 証券用語解説集より引用

<http://www.nomura.co.jp/terms/japan/ka/kabusikikokan.html>

図6 Stapled Securities



先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

- ・岩佐浩人（2009年）「真価が問われる J-REIT の収益安定性」 ニッセイ基礎研究所
<http://www.nli-research.co.jp/report/report/2009/06/repo0906-2.pdf>
- ・岩佐浩人（2007年）「J-REIT の資産運用報酬を考える」 ニッセイ基礎研究所
<http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2006/fudo0703.pdf>
- ・沓沢隆司（2008年）「住宅・不動産金融市場の経済分析」 日本評論社

《参考文献》

- ・岩佐浩人（2008年）「J-REIT における公募増資の現状と課題」 ニッセイ基礎研究所
<http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2007/fudo080314.pdf>
- ・岩佐浩人（2008年）「J-REIT 市場の規律ある発展に向けて～割安増資に揺らぐ投資家と資産運用会社の信頼関係」 住信基礎研究所
http://www.nli-research.co.jp/report/researchers_eye/2008/eye080707.html
- ・河村理恵（2009年）「信用収縮下のグローバル REIT 市場」 住信基礎研究所
http://www.stbri.co.jp/file/pdf/report/report_20090515.pdf
- ・侯岩峰（2006年）「J-REIT における内部成長」 住信基礎研究所
<http://www.stbri.co.jp/file/pdf/report/stbrinews46.pdf>
- ・侯岩峰（2006年）「J-REIT における内部成長」 住信基礎研究所
<http://www.stbri.co.jp/file/pdf/report/stbrinews46.pdf>
- ・侯岩峰（2008年）「J-REIT のリスク要因分析」 住信基礎研究所
http://www.stbri.co.jp/file/pdf/report/report_20080317.pdf
- ・片岡隆（2000年）「不動産ファイナンス入門」 中央経済社
- ・三菱 UFJ 信託銀行不動産コンサルティング部 2006年 「不動産証券化のすべて」
- ・脇本和也（2008年）「最新 J-REIT の仕組みがよ～くわかる本」 秀和システム
- ・河合延昭（2007年）「豪州プロパティトラストの現状と J-REIT への示唆」 住信基礎研究所
http://www.sumitomotruster.co.jp/RES/research/07_03_123.html
- ・前川俊一「J-REIT におけるエージェンシー問題-投資家行動の特徴から」
<http://www.lij.jp/html/sien/record/sien19/sou.pdf>
- ・川口有一郎（2009年）「不動産マーケット再浮上の条件」 日経 BP 社
- ・川口有一郎、久武昌人（2005年）「日本版不動産信託（J-REIT）ーその価格形成の妥当性と今後の課題ー」
<http://www.rieti.go.jp>
- ・久恒新 「信頼揺らぐ日本版REITの再生～鑑定評価の全面開示を～」
2009年4月23日付け日本経済新聞朝刊23ページ
- ・伊藤明「J-REIT の現状と問題点ー利益相反問題と Stapled Securities の提案ー」
<http://www.wiaps.waseda.ac.jp>
- ・松村徹（2009年）「不動産投資市場回復の見通し」 ニッセイ基礎研究所
<http://www.nli-research.co.jp/report/report/2009/01/repo0901-3.pdf>

《データ出典》

- EDINET（金融商品取引法に基づく有価証券報告書等開示書類に関する電子開示システム）
<http://info.edinet-fsa.go.jp/> 10月21日アクセス
- 東京証券取引所
<http://www.tse.or.jp/> 10月6日アクセス
- 野村不動産投信株式会社HP
<http://www.nre-am.co.jp> 10月24日アクセス