

日本版不動産投資信託（J-REIT）における 利益相反問題

見 島 幸 治

I はじめに

2000年11月に「投資信託および投資法人に関する法律、以下「投信法」が改正され、投資信託の運用対象が、不動産等を対象としたものに拡大されたことにより、日本版の不動産投資信託（以下、日本市場で上場している不動産投資信託を「J-REIT」とよぶ。REITはReal Estate Investment Trustの略）の制度が導入された。この制度のもとで、2001年9月には東京証券取引所に日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人が上場し、J-REIT市場の規模は年々拡大し、不動産市場における存在感も増してきている。さらに、近年では、不動産取引の経済全体に占める割合が大きくなっているため¹⁾、研究対象としての重要性も増してきている。J-REITに関する理論的・実証的な研究の蓄積もすすんできている²⁾。1973～2010年までの不動産研究の主要学術誌掲載論文の研究内容に関する調査研究を行った（Winson-Geideman and Evangelopoulos 2013）は、REIT研究は1980年代半ばにあらわれ、それから飛躍的に掲載論文数を増やし、今後「さらなる研究の必要性のある」分野であると指摘している³⁾。

1) Jin and Yu 2011, p. 229.

2) (大橋・紙田・森 2003)、(大橋・澤田 2004)、(大橋・永井・八波 2005)、(川口・久武 2005)、(曹・前川 2007)、(張・曹・前川 2008)、(小林 2008)、(小松 2008)、(氏家 2009)、(海野 2010)、(澤田 2009, 2010)、(中島 2010) など。

3) (Winson-Geideman and Evangelopoulos 2013) の67-69頁および表5の「F 25.2 REIT」

REITの歴史は古く、他の国に先駆けて米国で制度化されたのが1960年であり、1961年には最初のREITが組成、1965年にはじめて上場REIT（ニューヨーク証券取引所）が誕生した⁴⁾。米国REITに関しては、様々な制度の改正が行われているが⁵⁾、制度の概要としては、(1) 税法に基づく不動産投資信託であり、1960年の米国連邦税制の改正で創設され、そして、(2) 税法上の導管性を有するが、そのために数々の要件が存在する（例えば、持分が100名以上で保有されている、5名以下の保有割合が発行済み株式総数の50%以下である、総収入の75%以上が不動産関連資産によるもの、利益の90%以上を配当することなど）。また、2015年3月時点で、上場銘柄数は220銘柄、株式時価総額は約115兆円（約9,659億ドル）で、時価総額ベースでは全世界の約63%を占める世界最大のREIT市場となっている⁶⁾。

日本におけるJ-REITの数は、2001年度の3社から増加を続け、2015年3月末の段階で、上場REIT銘柄は51銘柄に達し、時価総額でも10兆円を突破し、2015年3月末現在にJ-REITが保有する資産の開示評価額ベースの金額が約13.2兆円（物件数では2,986件）となる⁷⁾など、不動産取引に占める上場REITの役割の重要性は増している。J-REITによる資産取得額は、2013年の過去最高の約2.2兆円に及ばないものの、2014年には約1.6兆円の取得があった⁸⁾。

このように拡大を続けるREIT市場ではあるが、日本におけるREIT制度にしばしば指摘される制度的問題点がいくつか存在する。まず、J-REITが「外部委託（運用）制度」を採用しているための利益相反問題、エージェン

を参照。米国におけるREITの最新の研究動向は、(児島 2015)を参照。(児島 2015)は、米国における不動産分野のトップ3の学術誌(JREFE, JRER, REE)に掲載された不動産投資信託(REIT)に関する最近の論文を精査し、分析内容、モデル、方法論について分野別に分類し、REIT市場の分析に資する研究手法を網羅している。

4) (不動産証券化協会 2015), 191頁。

5) 米国REITの制度改正の経緯は、不動産シンジケーション協議会(2002)、14~24頁に詳しい。

6) (不動産証券化協会 2015), 192頁。

7) (不動産証券化協会 2015), 149-152頁。

8) 国土交通省平成27年版土地白書、30頁。

シー問題が指摘されることである。また税制上のメリットを得るために内部留保をほとんど持っていないために資金繰りに問題が起きる事態が発生しやすいことである。このような問題は、いち早く REIT 制度を導入した米国においては「内部委託（運用）制度」の採用といった形での問題解決の方策がとられている。これらのエージェンシー問題を対象とした研究の蓄積は進んでおり、制度的な対応もおこなわれている⁹⁾が、その抜本的な解決策はとられていないように思える。

本稿では、J-REIT に焦点を当て、J-REIT を分析対象とした先行研究に焦点を絞ってレビューし、分析の枠組みの整理を行うことを目的とする。次節では、J-REIT の制度的な問題を概観し、その構造的な問題を指摘する。3 節では、米国と日本における REIT の利益相反問題、エージェンシー問題を対象とした研究について述べる。4 節に現時点での結論と今後の課題について述べる。

II J-REIT の制度およびその問題点

J-REIT は投資信託の一種であり、投資家から資金を集め、運用する商品である。不動産会社等が設立した投資法人が、投資証券を発行して資金を調達し、さらに金融機関からの借入金もあわせた資金で不動産を購入し、その不動産からの賃料や、物件売却益を投資家に配当する仕組みとなっている。投資法人は、株式会社と異なり、執行役員と監査役員が必要ではあるが、具体的な業務の全ては資産運用会社に外部委託することが、投信法により定められている。資産運用会社は、投資法人の設立、資産選定、資産運用、不動産管理会社の選定などの中心的な業務を行い、さらに、一般事務に関しても外部受託されている。一般の会社における株券に相当する、これらの不動産投資法人が発行する投資証券を証券取引所に上場することで、投資者は投資証券の口数に応じて不動産投資法人が所有する不動産から得られる賃料収入

9) 米国 REIT のエージェンシー問題については (Chan 2003) に詳しい。J-REIT については本稿の後節で紹介している研究を参照。

を中心とした利益の配分を受けることができる。不動産証券化商品のうち一般の投資家が容易に売買を行え、流動性が高い金融商品がJ-REITであるといえよう。

投資法人は、金融機関からの借入による資金調達に加え、投資法人債という一般の会社における社債に相当する債券を発行することにより資金調達をすることも可能である。金融機関からの借入、投資法人債の発行は、あらかじめ投資法人の規約に定めた額を限度として行うことが可能である。また、J-REITは純利益の90%以上を配当する場合に「導管性」を有し、法人税が課税されないため、高配当（高利回り）な金融商品であるといえる。一般社団法人投資信託協会では、J-REIT投資のメリットとリスクを次のようにあげている¹⁰⁾。まずメリットとしては、(1) 少額からの投資、(2) 不動産への分散投資、(3) 専門家による運用、(4) 換金性の高さ、(5) 収益がほとんど分配されること、そしてリスクとしては、(1) 不動産価格変動リスク、(2) 金利変動リスク、(3) 天災リスク、(4) 上場廃止リスク、(5) 運営（倒産）リスクである。

1. 資金調達を巡る問題

J-REITは税務上のメリットを得るために利益のほぼ全額を投資家に分配しており、一般会社と比較して内部留保が乏しいため、機動的な資金調達が出来ない事態に陥れば、資金繰りが困難になる問題が指摘されてきた。2007年後半から、J-REITにおいて資金繰りの問題をかかえる例がみられるようになってきた。2008年12月4日付日経新聞朝刊は、「金融庁がREITの資金繰りを警戒して、一斉調査を始めた」、「REITを巡っては、ニューシティ・レジデンス投資法人が10月9日、東京地裁に民事再生法の適用を申請し、業界で初めて破綻した。借入金などの返済資金を調達できなかったのが主因だ。相場が急落するなか、REITは市場からの資金調達が難しくなっているうえ、

10) <http://www.toushin.or.jp/reit/about/basic/> を参照。

金融機関からの融資も細っている。」と報じている。また、「プロスペクト・レジデンシャル投資法人は、11月下旬の借り換えで金利が約1.7%から6.8%に跳ね上がった」と報じている。2010年5月11日付日経新聞夕刊は、REITによる資金調達環境に格差が存在し、有力不動産会社や名門企業がスポンサー企業である J-REIT が年利1.5%~2%で資金調達しているのに対し、資産規模・時価総額の小さい下位 REIT では金利コストが3%を越す例があることを指摘している。

2. 利益相反問題

上場 REIT のコンプライアンスに関しても、J-REIT の資産運用会社と投資法人の間で、不動産の鑑定評価額が過大に算定されるなどの問題や、J-REIT の運用会社が別の私募ファンドなどを運営している場合の相互取引による利益相反の事例なども指摘されてきた¹¹⁾。(久垣 2009) が指摘するのは、同一エリア、同一利用タイプ、同クラスの不動産の鑑定評価の割引率が、異なる REIT 間、不動産鑑定会社間において大きく異なり、その結果、不動産の担保評価額が2割以上異なる可能性があるとして指摘している。J-REIT が資産運用会社に支払う不動産の管理費用の適正性への疑問も存在し、スポンサーまたはその子会社が、割高の管理報酬を要求する可能性についても指摘される。

2007年2月15日付日経金融新聞は、DA オフィス投資法人で系列私募ファンドからの購入物件の鑑定評価の取得経緯に不備があるとして証券取引等監視委員会が金融庁に行政処分を出すように勧告したと報じている。同様に、2008年6月18日付日経新聞朝刊は、「上場している REIT の運用会社であるプロスペクト・レジデンシャル・アドバイザーズが親会社の利害関係者から不動産を取得する際、不動産鑑定業者に対し、売り主の売却希望価格以上の

11) 2006年7月のオリックス・アセットマネジメントへの業務停止命令、2007年3月のダヴィンチ・セレクトへの業務停止命令といった REIT の運用会社に対する行政処分、REIT 自体に対する業務改善命令が多く出されるなど規制当局の監督が強化された。

評価をするように働きかけ、親会社の関係者の利益を優先させたことに関して利益相反の管理体制が不十分であるとして、証券取引等監視委員会が金融庁に行政処分を出すように勧告した。」と報じている¹²⁾。

2009年1月15日付日経新聞朝刊は、『相反する2つの株主利益～「スポンサー寄り」疑う投資家』と題して、J-REITは投資家の利益を本当に考えているのかとの機関投資家の疑問を指摘する。具体的には、森ヒルズリート投資法人が、2008年9月に実施した第三者割当増資についてのある機関投資家の不満として、「森ヒルズリート投資法人はスポンサーの森ビルを引受先に増資で資金を調達し、森ビルから「赤坂溜池タワー」など2物件を取得した。だが増資後、2009年1月期に投資家が受け取る分配金は前期より4%減る見通しになった。増資の発行価格が一口あたり純資産を下回る「ディスカウント増資」だったうえ、森ビルから取得した物件の利回り（賃料収入を取得価格で割った値）が3%前後と、既存物件の4%台よりも低いからだ。運用会社の森寛社長は「取得物件は賃料上昇の余地がある」という。しかし、投資家の目には「無理な増資でスポンサーから割高な物件を買い、投資家ではなく、スポンサーの方に利益をもたらしたのでは」（大手投資顧問会社）と映る」と報じている。さらに、「REITの増資は昨年12件あったが、ディスカウント増資は半分の6件に上った。ユナイテッド・アーバン投資法人などもディスカウント増資後の分配金が、増資前の期より減ったようだ。なぜ投資家に不評な増資や取引が相次ぐのか？国際会計事務所アーンスト・アンド・ヤングの不動産部門リーダー、ハワード・ロス氏は投資法人と運用会社が別々のため、双方の株主利益が相反しやすいとみる」と指摘している。

J-REITは導入時に既存の投資信託の仕組みを踏襲したため、物件を保有する投資法人が、別法人の資産運用会社に運用を委託する「外部運用方式」になっている。投資法人の投資主と別に、資産運用会社には通常大株主の

12) 金融庁によるJ-REITの行政処分例としては、他にも多く、日本リテールファンド、日本レジデンシャル、オリックス不動産、エルシーピー、グローバル・ワン不動産、ジャパン・ホテル・アンド・リゾート、トップリートといった投資法人へ業務改善命令が出されている。詳しくは金融庁HP (<http://www.fsa.go.jp/>)を参照。

ポンサーがいる。スポンサーは法律によって規定されているわけではないが、「資産運用会社の株主、投資法人の投資主その他の関係者であって、運用資産の取得その他の資産の運用等に主導的な立場で関与する者」¹³⁾である。投資法人の投資主と別に、資産運用会社には別構成の株主が存在することにより、株主構成の点では一般会社よりも複雑なコーポレート・ガバナンスの形態を有しているといえよう。米国など海外では、投資法人の中で運用も行う「内部運用方式」が主流であり、このようなガバナンスの問題が少ない制度設計がなされている。このようなガバナンス体制のもと、前述したようなJ-REITが既存株主（投資主）にとって必ずしも利益にならないディスカウント増資を行うなど、外部運用方式を採用するJ-REITに構造的なエージェンシー問題が存在する。

これら利益相反の問題は、最近上場したJ-REITの事例においても解消されたとはいえ、引き続き問題視されている。たとえば、2013年7月に星野リゾート・リート投資法人が上場したが¹⁴⁾、星野リゾートがREITのスポンサー企業であると同時に、施設の借り手で賃料を払う立場にあるということで、星野リゾートにとっての都合の良い条件による不動産売買や賃料設定がされるのではないかという利益相反の批判が存在する¹⁴⁾。また、2013年11月には、イオンがイオンリート投資法人を上場したが、ここでも、物件の貸し手であるイオンリート投資法人と、借り手であるイオンモールが同一の企業グループに属し、賃料契約を巡っての利益相反問題が指摘される¹⁵⁾。REITの設立主体、運用法人、不動産のテナントの3つが同一の企業グループで構成されるため、イオンの裁量が働く余地が大きく、イオンが不動産を割高で不動産を売却し、相場より安い賃料で借りる可能性があり、J-REITの投資家の利益を損ないかねないと指摘される¹⁶⁾。解決策の一つとして、資産運用会社であるイオン・リートマネジメントの投資などを決める際に、イオンと利害関

13) (東京証券取引所 2013)、25頁。

14) 日経ビジネス2014年9月1日号、57頁。

15) 日経ビジネス2014年1月27日号、30-31頁。

16) 2013年8月18日付日経産業新聞。

係のない不動産鑑定士や弁護士をメンバーにいれ、拒否権を与える策などがとられている¹⁷⁾。

3. 問題点の解決への取り組み

これらの問題のうち、資金調達を巡る問題については、2008年終わりから次々と J-REIT の資金調達を取り巻く環境の改善を目指した政策が実施されている。日本政策金融公庫による「危機対応円滑化業務」の活用、2009年の経済危機対策の一環として、J-REIT を銀行等保有株式取得機構の買取対象に加えられ、さらには官民一体型のファンド（不動産市場安定化ファンド）や日本政策投資銀行による J-REIT への資金供給が行われた。2010年3月にはプロスペクト・リート投資法人への100億円の融資、2010年4月には日本コマーシャル投資法人への80億円の融資が実行された。

また、金融庁と国土交通省が主導する形で2009年度の税制改正により、買取対象の簿価と時価の差額である「負ののれん代」が非課税扱いとなった。これにより、J-REIT 同士の M&A を阻む障害としての税務上の問題、すなわち合併により負ののれんが発生した場合でもその相当額は配当対象としなくても良いという措置がとられるようになり、J-REIT の再編が後押しされた。特に集中的に再編が行われた2008年から2010年の間で、8件のスポンサー交代と、7件の合併事案が発生した¹⁸⁾。その背景には、リプラス、モリモト、クリード、パシフィック・ホールディングス、ジョイント・コーポレーションといったスポンサー企業の相次ぐ破綻があった。これら再編では、個別の J-REIT の弱点を補完する形での合併、すなわちスポンサー企業の信用度が高いが資産規模が小さい REIT とその逆の REIT の組み合わせの再編が行われたことが特徴であった¹⁹⁾。である。また、インヴィンシブル投資法人のように、合併により発生した負ののれんの利益を用いて財務改善を図る REIT

17) 2013年11月25日付日経 MJ。

18) (内藤・馬淵 2011), 4-5 頁。

19) (内藤・馬淵 2011) を参照。

もあらわれた。

さらに、金融庁がJ-REITが資金繰りに行き詰まるリスクを軽減するために、資金調達手段を広げるための検討を行い、いくつかの制度的変更が行われた。J-REITに現状の投資口・投資法人債の発行に加えて、ライツイシューとよばれる新株割当増資や新株予約権付社債（転換社債）の発行を認めるものであり、これらは投資口価格への下落圧力が少ないとされる資金調達方法であるとされる。具体的には、2012年3月から、金融審議会において、投資法人の資金調達手段の多様化・経営の安定化を目指す検討がはじまり、2013年6月に「金融商品取引法等」の一部改正が行われ、2014年12月1日より施行されたのが、(1) 新投資口予約券の発行（ライツオフアリング）、無償減資、自己投資口取得の整備、(2) 海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直し、(3) 資産運用会社において、投資法人と利害関係人等との物件取引につき、投資法人の役員会の事前同意取得の義務化、²⁰⁾が行われた。さらに2015年度の税制改正により、会計上の利益計算と税法上の課税所得の計算の処理に差異があり、結果的に法人税が課せられてしまう可能性があるという問題（「税会不一致」問題）の解消が図られた。

このように、J-REITにおいては制度的な問題が存在し、解決のための方策がいくつもとられているが、利益相反の問題は存在し続けている。次節では、このようなJ-REITの利益相反問題に関する先行研究、および利益相反問題と関連するエージェンシー問題についての分析を行った主にJ-REITを対象にした研究（米国における先行研究で妥当な研究を含む）を整理する。

III REITの利益相反問題、エージェンシー問題

現在の企業においては、所有（株主）と経営が分離しているため、経営者は株主（プリンシパル）の代理人（エージェント）とみなすことができる。代理人である経営者が必ずしも常に株主のために行動するとは限らず、株主

20) (不動産証券協会 2015), 44頁。

への利益相反となる行動をとる可能性があることを一般に、エージェンシー問題という。エージェンシー問題を解決するために、株主はいろいろな方法で経営者の行動を律しようとする。

米国 REIT を対象とした研究では制度的に利用可能な外部運用方式と内部運用方式のどちらにおいてもエージェンシー問題を完全になくすことは出来ないが、問題がより少ないのは内部運用方式であるとの主張が一般的である (Chan 2003, Chp. 4)。それに対して、(Sun 2010) は理論的なモデルによる分析により、外部運用方式のエージェンシー問題が相対的に小さい状況が起こりうる可能性も指摘している。外部・内部運用方式の双方が認められている米国 REIT を分析の対象としており、必ずしも J-REIT に当てはまらない指摘もあるが、(Chan 2003) が指摘する外部運用方式におけるエージェンシー問題としては、(1) 収益性の高いテナントの恣意的な配置、(2) 自己売買による価格・条件設定への影響力行使、(3) (内部運用方式) に比べて低い投資リターン、(4) スポンサーの「打ち出の小槌」として REIT が使用される可能性を挙げている。内部運用方式のエージェンシー問題は外部運用方式と比較して小さいと結論づけられている。

J-REIT において様々な利益相反、エージェンシー問題が存在することは既に述べた通りである。本節ではエージェンシー問題について分析した研究分野において、主に J-REIT において指摘される利益相反問題に関係すると考えられる日米の研究に焦点をあてる。

エージェンシー問題は、前述したように、所有と経営の分離により、経営者が必ずしも株主の利益の最大化に資する行動を行わないことにより発生する。その問題を軽減する解決策の一つは、経営者が自分自身の経営する企業の株式を所有することである。REIT においても、同様に投資法人の投資口を運用法人が保有することにより異なる利害関係者の利害を一致することが可能である。(Chung, Fung and Hung 2012) が指摘するのは、REIT 業界における運用の非効率問題である。REIT における非効率性は主に、コーポレート・ガバナンスの水準の低さと高い水準の情報の非対称性とエージェンシー

費用（Ghosh and Sirmans 2003, Han 2006, Bianco, Ghosh and Sirmans 2007, Francis, Lys and Vincent 2004）に起因すると彼らは指摘する。これらは内部運用方式をとる米国 REIT においても、社外取締役がおらず、REIT 所有の不動産に REIT の価値を最大化する以外のインセンティブを有している場合があること、さらに私的な不動産所有会社から組成されることが多く、その会社の役員が REIT の運営も行っている場合があることが理由である。さらに、REIT の幅広い株主層により、買収の危機が少なく、外部監視の力が働かない（Campbell, Ghosh and Sirmans 1998, Ghosh and Sirmans 2003, Eichholtz and Kok 2008）こと、REIT では単独の強い外部株主の意向の影響を経営者は受けにくいことなどが、その非効率性の主要な原因と考えられている。日本と制度的背景は異なるが、REIT におけるエージェンシー問題は米国においても多く指摘され、これらの非効率性を改善するための機関投資家の果たす役割を検証するため多くの研究が米国 REIT を対象に行われている²¹⁾。

（Chung, Fung and Hung 2012）は、機関投資家による株式所有の効果を検証し、REIT の非効率性を改善するために機関投資家が有意な役割を果たしていることを明らかにした。さらに規模の大きい機関投資家の役割がそれ以外の機関投資家の役割よりも大きいことを明らかにした。また、（Ghosh and Sirmans 2003）は、米国 REIT 経営者の株式所有率と企業業績の正の相関を明らかにしている。（Han 2006）の台湾 REIT を用いた実証結果では、企業業績と内部保有率の関係は、逆U字型の相関を示す。つまり、内部者が一定割合の株式を保有することがほかの株主にとってもメリットがある可能性を示している。同様の分析を J-REIT を対象に行った（赤海・駒井 2013）は、J-REIT の投資主構成、特に機関投資家の持分比率が J-REIT におけるコーポレート・ガバナンス、株価形成に与える影響を分析している。機関投資家として、金融機関および外国人の投資持分を用い、J-REIT の ROE に与える

21) Chan (2003)、児島 (2015) を参照。

影響を検証した結果、金融機関の持分割合が ROE に与える正の影響を明らかにした。

(曹・前川 2007a) は、外部運用方式を採用する J-REIT において、新物件を取得する際に、エージェントとプリンシパルとの間の情報非対称性に起因するエージェンシー問題があると指摘する。ここでは、エージェントが受け取る報酬を最大化するために、規模の拡大に走ることが問題であるとされている。イベントスタディ手法を用いた分析により、J-REIT の新物件取得時の超過収益率（異常リターン）の計測が試みられている。さらに、ここでは、J-REIT の新規物件取得時に、正の異常リターンがあることが確認されたが、エージェンシー問題の存在については確認できていない²²⁾。

(張・曹・前川 2008) は、資産運営会社の報酬体系は、J-REIT のために新規物件を安く買うというインセンティブが働かないものとなっていることの指摘と、グループ企業からの不動産取得が J-REIT における不動産取得のほとんどを占めることを明らかにし、潜在的なエージェンシー問題の存在を指摘している。しかし、データを用いた分析結果では、グループからの不動産購入に伴うエージェンシー問題を支持する結果は得られていない²³⁾。さらに、グループ間取引において割高に物件を取得するといった行動は確認できず、むしろ割安に購入できていることが明らかにされた。これは、J-REIT の投資主にとってはむしろ有利な条件で J-REIT が物件を取得しているということを意味し、その意味でのエージェンシー問題が大きくないことを示唆している。

さらに、スポンサーの存在を利益相反やエージェンシー問題としてとらえるのではなく、むしろ J-REIT の信用補完の役割を果たしているとして評価する研究結果も存在する。(中島 2010) は、J-REIT の資産運用会社であるスポンサー企業の信用力が J-REIT の価格形成に与える正の影響を分析している。これは、スポンサー企業による J-REIT の価格形成に与える正の効果

22) (曹・前川 2007bc) は、これらのエージェンシー問題を理論的に分析している。

23) (張・曹・前川 2008), 70頁。

を検証した数少ない研究の一つである。スポンサー企業の投資口保有比率、運用会社におけるスポンサー企業からの取締役の派遣の状況といった要因が、J-REIT の価格形成に大きく影響を及ぼしていることを明らかにしている。また、(大橋・澤田・大坪 2012) でも、スポンサー企業からの暗黙の支援が期待される J-REIT の投資口価格への影響をイベントスタディ形式で検証し、安定したスポンサーをもつ J-REIT の投資リターンに対して与える正の影響を明らかにしている。

このように、J-REIT における利益相反問題に関しては、スポンサーの存在によりエージェンシー問題の潜在的な存在が指摘されているにもかかわらず、逆に信用補完の役割を果たすという観点からは正の影響を与えていると明らかにしている研究も多い。しかしエージェンシー問題の存在を明らかにしている研究も多く存在する。(大橋・澤田 2007) では、J-REIT による新規物件購入の発表がリターンに対して与える影響を、2001年～2004年のデータを用いて検証した。発表前に有意に正の反応がみられ、情報が公表前に市場に織り込まれていると、インサイダー情報漏洩の可能性を指摘している。(吉田 2011) の分析では、J-REIT の資産運用会社に支払う報酬額が純利益よりも総資産額でより良く説明できる銘柄がいくつもみられることを指摘している。また、(中島 2011) は、J-REIT の資産運用会社に支払う運用報酬を分析し、資産運用会社への割高な運用報酬といったガバナンス上の問題点と、資産運用会社の株主の集中度、取締役の人数の多さ、資産運用会社の取締役のスポンサー関連者の比率が関連していることを示唆する結果を得ている。また、(浅原 2008) が行った J-REIT のスポンサーが、J-REIT の費用構造に及ぼす影響の分析では、スポンサーから資産運用会社への出向者の比率が J-REIT の費用構造に及ぼす大きな影響を明らかにしている。さらに、(内藤・馬淵 2011) が行った J-REIT の金融危機時の合併事案を対象にした検証では、再編スポンサー交代の際に被再編対象となった J-REIT の投資主の投資口価値が大きく毀損したことが指摘され、スポンサーの影響を大きく受ける J-REIT のあり方に疑問が投げかけられている。

(植松 2008) が指摘するように、「日本の不動産会社系不動産ファンドはほとんどが親不動産会社の100%子会社がマネジメントをする形態で運営されてきた。そのことによりファンドには親会社の信用力が補完され、かつ親からの物件がファンドに供給される強いパイプラインとしての期待を抱かせ、投資家にも高く評価された。典型的な利益相反取引そのものを前提としたビジネス構造が当然のように勧められてきたのであるが、「資金の廉潔性」はフェアであることが前提となっている」ため、金融商品取引法の施行とその J-REIT への適用は、「不動産がようやく普通の金融商品として金融市場において株式・債券と同様に取り扱われる量的レベルになったと認められた」ことを意味しているのであろう。金融商品の一つである J-REIT が金融商品取引法の規制を受けることで、投資家保護のために金融商品取引業者に、(1) 誠実・公正義務、(2) 忠実義務、(3) 善管注意義務が求められる。しかし、(植松 2010) が指摘するように、J-REIT においても、利益相反状況はできるだけ排除するべきものであるが、不動産投資において、利害関係者との取引を完全に排除して運用を行うことは現実には不可能に近く、完全に排除することによって逆に経済合理性を欠く取引、すなわち投資者の利益を最大化する取引とならない可能性がある。J-REIT の資産運用会社が、利益相反状況において意思決定手続きが透明で、公正性が確保され、取引価格等の条件が特別なものではないことを明白に証明できる体制を整える必要があると考えられる。

IV おわりに

本稿では発展を続け、規模を拡大する日本における不動産投資信託 (J-REIT) が抱える制度的問題、そのなかでも特に利益相反問題、エージェンシー問題を取り上げ、それらを取り巻く制度的改正の動きと、先行研究について概観した。J-REIT において多くの利益相反問題が指摘されているにも関わらず、先行研究においては J-REIT で採用されている外部運用方式のデメリットと同時にメリットも指摘されているという現状が明らかになった。

米国における関連する先行研究では、特に米国 REIT で採用可能な内部運用方式と比較しての外部運用方式の問題点が多く指摘されている。

現時点で J-REIT にとっての利害関係者である資産運用会社の主要株主などの能力によって、運営不動産の獲得がスムーズに行われている現実を否定することは難しい。スポンサー企業の信用、情報取得能力、営業能力が J-REIT の運営に与えているプラスの影響は決して否定できない。しかし、そのことによって、J-REIT への過度の干渉、利益相反の実態を現状のまま放置することは許されないと考える。不動産取得、管理における利害関係者の過度の干渉を防ぐための制度、基準の整備が早急に望まれる。

米国の COSO (the Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission) の内部統制制度の枠組みが不動産ファンド向けに用いられるという取り組みも始まっており、このような枠組みを導入することにより、J-REIT における利益相反の解消に有効に機能することが期待される。(久恒 2009) の提案する J-REIT による所有不動産の鑑定評価書の全面開示もまた不動産鑑定評価額への投資家の信頼を得るために有効な手段だろう。また、米国のように REIT を外部運用方式ではなく、資産の運用に関する意思決定を内部で行うことができ利益相反問題が起こりにくい内部運用方式によるガバナンス体制を整備することの議論を進めてもよいのではないかと考える。

(筆者は関西学院大学国際学部教授)

参考文献

- Bianco, C., Ghosh, C., and Sirmans, C. F. (2007), "The Impact of Corporate Governance on the Performance of REITs." *Journal of Portfolio Management*, Vol. 33, pp. 175-191.
- Campbell, R. D., Ghosh, C., and Sirmans, C. F. (1998), "The Great REIT Consolidation: Fact of Fancy?" *Real Estate Finance*, Vol. 15, No. 2, pp. 45-54.
- Chan, S. H., J. Erickson, and K. Wang (2003), *Real Estate Investment Trust: Structure, Performance, and Investment Opportunities*, Oxford University Press.
- Chung, R., S. Fung, S-Y and K. Hung (2012), "Institutional Investors and Firm Efficiency of Real Estate Investment Trusts." *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 45, pp. 171-211.
- Eichholtz, P. M. A., and N. Kok (2008), "How Does the Market for Corporate Control Function

- for Property Companies?" *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 36, pp. 141-163.
- Francis, J., T. Lys, and L. Vincent (2004), "Valuation Effects of Debt and Equity Offerings by Real Estate Investment Trusts (REITs)," Working Paper, Northwestern University.
- Ghosh, C., and C. F. Sirmans (2003), "Board Independence, Ownership Structure and Performance: Evidence from Real Estate Investment Trusts," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 26, pp. 287-318.
- Han, B. (2006), "Insider Ownership and Firm Value: Evidence from Real Estate Investment Trusts," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 32, pp. 471-493.
- Jin, Jang C. and Eden S. H. Yu (2011). "World Ranking of Real Estate Research: Recent Changes in School Competitiveness and Research Institutions," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 42, pp. 229-246.
- Sun, H. (2010) "A Theory on REIT's Advisor Choice and the Optimal Compensation Mechanism," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 40, pp. 387-411.
- Winson-Geideman, K. and N. Evangelopoulos (2013), "Topics in Real Estate Research, 1973-2010: A Latent Semantic Analysis," *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 21, pp. 59-76.
- 赤梅一哉・駒井正品 (2013) 「J-REIT の投資主構成とパフォーマンス：機関投資家の役割」『ジャレフ実務ジャーナル』10巻 (5月), 1-18頁。
- 浅原大介 (2008) 「不動産投資信託 (J-REIT) の事業効率格差に関する考察～規模の経済性、事業効率性と投資口パフォーマンスへの影響～」『ニッセイ基礎研究所所報』第46巻, 32-77頁。
- 植松 丘 (2008) 「金融商品取引法の不動産投資市場における意義」『日本不動産学会誌』第21巻4号, 96-102頁。
- 植松 丘 (2010) 「不動産投資における投資者保護～J-REIT 行政処分に見る不動産と金融の融合できないギャップ～」『日本不動産学会誌』第24巻1号, 66-77頁。
- 氏家徳治 (2009) 「J-REIT の収益要因分析による経営モデルの構築について」『ジャレフ実務ジャーナル』第7巻, 37-50頁。
- 海野利勝 (2010) 「J-REIT の流動性リスクに関する研究」『ジャレフ・ジャーナル』第4巻, 1-20頁。
- 大橋和彦, 紙田純子, 森政治 (2003) 「J-REIT のリスク・リターン分析—市場開設から2003年3月までの週次データによる分析—」『国土交通政策研究』第27号 (<http://jglobal.jst.go.jp/public/20090422/200902256538432136>)。
- 大橋和彦, 澤田考士 (2004) 「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 (<http://www.mlit.go.jp/pri/houkoku/gaiyou/kkk3536.html>)。
- 大橋和彦・澤田考士・大坪嘉章 (2012) 「J-REIT 収益率へのスポンサー企業の影響～イベント・スタディによる分析」, 『一般社団法人「J-REIT 商品特性研究会」成果論文』。

- 大橋和彦, 永井輝一, 八並純子 (2005) 「J-REIT リターンの時系列分析—2001年9月から2004年10月までの週次及び月次データによる分析—」『国土交通政策研究』第53号 (<http://www.mlit.go.jp/pri/houkoku/gaiyou/kkk53.html>).
- 児島幸治 (2013) 「不動産投資信託（J-REIT）キャッシュ・フロー情報と会計利益情報の比較優位性の研究」『ジャレフ実務ジャーナル』第10号, 19-29頁.
- 児島幸治 (2015) 「米国における REIT（投資不動産信託）研究の最近の動向」『国際学研究（関西学院大学国際学部）』第4巻第1号, 65-81頁.
- 小松広明 (2008ab) 「J-REIT 物件の還元利回り及び NOI 利回りに係る分析 第1回, 第2回」『不動産鑑定』第45巻第10号, 51-55頁, 第11号, 24-27頁.
- 澤田考士 (2009) 「J-REIT View～リーマン・ショックによる J-REIT 市場環境の激変と今後の展望」『会報 ARES』第41巻, 3-16頁.
- 澤田考士 (2010) 「10年目に入り, 新たなステージを迎えた J-REIT 市場」『会報 ARES』第47巻, 14-25頁.
- 曹葦如・前川俊一 (2007a) 「J-REIT の新規物件の取得に関するイベントスタディ」『ジャレフ実務ジャーナル』第5巻, 37-50頁.
- 曹葦如・前川俊一 (2007b) 「J-REIT と運営会社の最適契約」『日本不動産学会第23回学術講演会梗概集』.
- 曹葦如・前川俊一 (2007c) 「J-REIT の不動産取得行動に着目したエージェンシー問題に関する研究」『明海大学 DP シリーズ No. 20』.
- 東京証券取引所 (2013) 『Jリートがわかる本』東急エージェンシー.
- 張磊・曹葦如・前川俊一 (2008) 「J-REIT の投資行動に関する研究」『ジャレフ実務ジャーナル』第6巻, 51-76頁.
- 内藤伸浩・馬淵晋吾 (2011) 「Jリート再編の実際～合併・スポンサー交代の代償と市場評価～」『東京大学公共政策大学院 WP』.
- 中島 篤 (2010) 「J-REIT の価格形成に対するスポンサー企業の影響について」『ジャレフ・ジャーナル』第4巻, 57-72頁.
- 中島 篤 (2011) 「J-REIT におけるガバナンスと運用報酬」『ジャレフ・ジャーナル』第6巻, 1-16頁.
- 日本経済新聞社各紙（朝刊・夕刊・産業・金融・MJ・日経ビジネス）
- 久垣 新 (2009) 「経済教室 信頼揺らぐ日本版 REIT の再生—鑑定評価の全面開示を」『日本経済新聞朝刊』4月29日, 23頁.
- 不動産証券化協会 (2015) 『不動産証券化ハンドブック2015』(株)不動産証券化協会.
- 不動産シンジケーション協議会 REIT 研究会 (2003) 『US-REIT の基礎と実務～発展の軌跡と会計・税務～』不動産シンジケーション協議会.
- 吉田靖 (2011) 「不動産投資信託における運用報酬の決定要因と影響」『信託研究奨励金論集』第32号, 11月, 1-16頁.