

「不動産の証券化に伴う REIT 事業の情報開示における公正価値情報のインプリケーションに関する制度的考察」

—Institutional consideration about implications of the fair value information in disclosure of REIT enterprises accompanying securitization of real estate—

プロジェクト代表者： 近田 典行（経済学部教授）

Noriyuki Chikada (faculty of Economics)

1. 不動産投資信託の意義

アメリカで 1960 年の不動産投資信託法にもとづき誕生し、広く一般的となった不動産投資信託（Real Estate Investment Trust : REIT）は、現在、日本でも安定した投資対象のひとつとして大きな関心がよせられている。

日本においては、有価証券を投資対象とした投資信託は従来から存在してはいたものの、不動産等他の資産を対象とするものはなかった。日本で有価証券以外の資産にまで投資対象を広げた投資信託が誕生した契機となったのは、平成 12 年 5 月 31 日の投資信託法の改正（平成 12 年 11 月 30 日施行）である。当該法改正により、有価証券のみならず、不動産等を含めたものにまで運用対象（「特定資産」）の範囲が拡大された（同施行令第 3 条）。

一般に、当該改正により生まれた不動産を投資対象とした、いわゆる「不動産投資信託」は、多くの投資家から集めた小口資金をまとめて、主にオフィスビルや商業施設、マンションなどの不動産に分散投資し、その賃貸収入や売却益を投資家に分配する仕組みからなる投資信託であり、リート（REIT）と呼ばれ、不動産投資信託は、本質的に、あらゆる形態の不動産の取得あるいは融資のための投資家の資本を組み合わせ、法人あるいは事業に対する信託であると定義される。

日本におけるリートは J-REIT（ジェー・リート）と名づけられ、2001 年（平成 13 年）9 月から東京証券取引所に上場され、株式同様いつでも市場価格で売買できることになった（2004 年 2 月 13 日現在 11 銘柄上場）。それにより、小口化されたことにより機関投資家以外の個人投資家の参加が容易となったことや証券化による不動産の流動化の促進されたことが指摘される。

2. 米国 REIT の開示実践

1960 年に、REIT は、アメリカにおいて不動産投資信託法にもとづき誕生した。不動産投資信託法の果たした実質的意義のひとつに、個人投資家についても機関投資家同様不動産投資に対する税制優遇措置を認めたことがある。一方で、アメリカでは、株主に毎年、投資法人の課税所得の 95%以上を配当した場合、原則として、リート法人は法人税の支払いを要求されない点も REIT を拡大させた大きな理由である。

その中で、1991 年、全米不動産投資信託協会（National Association of Real Estate Investment Trusts; NAREIT）は、「一般に公正妥当と認められた会計原則」（GAAP）の下で算定された純利益による REIT 業績の測定・開示に関する問題点を分析・検討し、リート業界全体にわたる補足的情報開示として、「営業活動からの資金」（Funds From Operations : FFO）の開示を促した。しかしながら、FFO という概念は、REIT 企業の評価の信頼できる尺度を主に投資家やアナリストたちに提供するために考案されたが、それが GAAP 数値とは言えなかったことから、REIT 企業の数だけ様々な FFO の計算方法があるとまで言われた。

そこで、NAREIT は、FFO の概念を明確化するために、1995 年、1999 年および 2002 年の各 NAREIT「白書」(White Paper)の発行を行った。2002 年版では、「(GAAP に従って計算された)純利益から、不動産の売却からの利得または損失を控除し、減価償却と償却を加算した後、非連結パートナーシップと合併事業に関する修正をしたものである」と定義されている。

現在、REIT 企業の財務諸表利用者は、当該企業の価値ならびに収益性の推移を分析する出発点として FFO を GAAP 純利益の補足情報としてではあるが、REIT の業績測定尺度としての機能を受け入れている。そのことから、NAREIT は、四半期および FFO がどのように計算されるか示す補足計算書に加えて、10-K、10-Q および年次報告書(アニュアル・レポート)を含むすべての SEC ファイルの中において、会員企業に FFO を報告するよう奨励している。したがって、FFO 計算書の様式は、損益計算書上の GAAP 純利益に一致させるべきであり、また、FFO の計算中で使用された調整項目の詳細な内訳を含むことが必要と判断される。その様な GAAP 化の要請から、「NAREIT 最良の会計実務評議会」(NAREIT'S Best Financial Practices Council)は、2001 年 4 月 26 日に、実務上の多様性を排除し、リート業界における会計実務の質と有効性を高めるために、最良のディスクロージャー・モデルを公表している。

3. 日本における REIT 会計情報開示の環境動向

日本における不動産投資信託は順調な滑り出しを迎えたといえるものの、当該システムの環境整備にはまだ課題もある。その一つに、アメリカにおける FFO の開示実践についての検討がある。FFO の開示が投資家に対する分配原資の有用な情報として機能するものである点で日本においてもその開示の有用性について検討される必要があると思われる点が指摘できる。

また、REIT の誕生国であるアメリカにおける注目すべきもう一つの動きとして、「不動産投資受託者協議会」(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; NCREIF)等の合同プロジェクト・チームによる、投資成果の財務報告制度における「市場価値モデル」(market value model)によるディスクロージャーの検討がある。それは、「NCREIF 市場価値会計」(NCREIF Market Value Accounting)とも呼ばれ、NCREIF が作成した市場価値会計方針マニュアル(Market Value Accounting Policy Manual)の中に示されている会計モデルである。

2000 年 9 月に公表された当該マニュアルにおける会計処理と報告に関する指針は、不動産の所有を目的とした投資主体を前提としたものであるが、それは、1980 年代の中ごろから、機関不動産投資業界における市場価値に関する報告を目的とした包括的で権威のある指針を作成しようとの要請を受けて考案された。アメリカ公認会計士協会(AICPA)が、機関不動産投資主体が信託不動産等に市場価値モデルを適用しているか否かを REIT 企業としての適格性を判断する重要な基準の一つとしたと言及したことから当該会計モデルに対する関心は高まったといえよう。

日本においても国際会計基準第 40 号「投資不動産の会計」における議論の中で、投資不動産に対する公正価値適用の問題が当時の国際会計基準委員会はもちろんのこと学会や産業界などにおいても盛んに論じられたことは記憶に新しい。周知のように、国際会計基準における制度上の決着は、公正価値と取得原価の併用に落ち着いたが、企業の投資のパフォーマンスを不動産投資法人間のクロスセクションで見ると、その情報の有用性を高めるといふ目的適合思考の方向性が、現代の会計の仕組みを考える上での重要なベクトルとすると当該議論はこのまま終焉するとは思えない。公正価値会計パラダイムへの転換の中で、当該問題におけるより有用性の高い会計情報の開示への制度的要求は、今後ますます高まることが容易に想像できるからである。