



J-REIT経営の視点から見た
不動産投資市場の活性化に向けた課題と対応策

平成22年12月

日本ビルファンドマネジメント株式会社

不動産投資市場活性化の起点としてのJ-REITとその課題

要 旨

- ▶ 外国人投資家から、「日本の不動産投資市場は透明性が不足」等との意見がある中、J-REITは情報の透明性においてグローバルな優位性を有しているとの評価がある。ゆえに、不動産投資市場の活性化に向けて、日本へのインバウンド投資促進の起点として、J-REIT を活用することが考えられている
- ▶ そのためには、J-REITは「制度的安定性」という観点において、より一層国際競争力を持たなくてはならないと考えられる
- ▶ また、ゴーイング・コンサーン(継続企業)を前提としたJ-REITは、いかなる経済環境の変化にも柔軟に対応して、投資家利益に貢献することが使命である
- ▶ その使命を安定的に全うするJ-REITとなるためには、一定の範囲で内部留保を可能としたうえで不動産の再投資を行う、ないしは財務体質の改善を図るという自助的努力を容易に可能とする仕組みが必要である
また、本来REIT がめざす「長期安定運用」を実現するためにも、内部留保の延長として不動産売却益を複数期間に分けて分配することを可能とするのも有効である
- ▶ さらに、不動産価格下落局面で、一時的なキャピタルロスにより累積損失を計上した場合においても、不動産賃貸によるキャッシュフローが正常であれば投資家に「収益の分配」を開始することができることを企図し、無償減資制度の導入も期待したい

「J-REITの国際競争力の強化」には制度的安定性が必須

【税会不一致・内部留保に関する提言】

1. REIT制度のグローバルスタンダード

- 欧州 一課税免除型(90%超配当ならば課税免除) 不動産売却益も再投資可能
- 米国 一損金算入型であるも、税法に基づいて算出された「E&P」を用いることにより、
税会不一致による不具合を緩和 株式配当も時限立法で可能

⇒税会不一致への対応、再投資・財務体質の改善に向けた利益の内部留保という点において、外国REITの制度的優位性は、J-REITと比較して相対的に高い

2. 将来の想定しうる環境

- ▶ IFRS導入に伴う会計制度の抜本的改革
 - ▶ 国内投資家における外国REIT購入のハードルの低下
 - 欧州をはじめとする証券取引所の合従連衡など、今後この傾向は世界中に波及していくことが見込まれる
 - ⇒ 日本の投資家が国内で外国REITを購入できる日は遠くないか
- ⇒ ジャパンパッシングともいわれる中、投資対象国としての魅力度を上昇させるべく制度面での国際競争力の向上が不可欠
- ⇒ J-REITの制度面における国際競争力を強化するには、制度的安定性、すなわち、「税会不一致」「内部留保」への対応が必要

「J-REIT＝導管体」としての機能を維持していくために

3. 現行制度の課題

① 現行の税制の考え方

- 契約型投資信託 — 非課税
- 会社型投資法人 — 損金算入

② 平成21年度の税制改正

導管性判定式は大幅に改善

特に、「投資法人の合併に伴う負ののれん発生益への対応」

「減損損失の発生への対応」

については、損金算入制度の安定性の観点から非常に意義深いものであった

ところが、税会不一致による「支払法人税の発生」の問題はまだ解決されておらず、投資家および資産運用サイドからその解決を強く望まれている状況

- ▶ 90%超配当していても、残りの留保分に支払法人税が発生すること
⇒ 資産運用サイドからすれば、法人税課税されてまで内部留保を行う合理性が説明しづらい
- ▶ グロスアップ税率(最大約86%)が適用され、一般の法人税率と比較して過大

「J-REIT＝導管体」としての機能を維持していくために

4. 具体的な解決策

①課税免除型への移行(欧州REIT型)

—会計利益90%超配当時における課税免除

②分配可能利益の定義の変更

—分配可能利益を金商法会計(ディスクロ会計)と分離して、法人税課税所得と一致

⇒ 投資家目線からすれば、シンプルでわかりやすい①がより望ましいと考えられる

- ▶ そもそも導管体とは、「一回限り課税」を原則とする
- ▶ 仮に①を採用した場合、原則論の「一回限り課税」は果たされるものの、現行の会社型投資法人制度を抜本的に改正するものである
- ▶ しかし、税制改革の議論の中でよく取り上げられる「税込中立」の観点からみても、実質的に大きな問題とはならない
- ▶ グローバルスタンダードで「90%超配当はほぼ全額配当」と定義されている中、「収益の繰延べ」の許容レベルを同水準とすればよいという考え方もある

◎ゴーイング・コンサーンを前提としたJ-REITは、**いかなる経済環境の変化にも柔軟に対応して、投資家利益に貢献することが使命**

◎現行の税制の考え方の枠組みを超えてでも、「一回限り課税」をめざすべき

◎少なくともグローバルスタンダードと同等ないしはそれ以上をめざしたい

ゴーイング・コンサーンである J-REIT の持続的な成長を可能とするために

【無償減資制度の導入に関する提言】

1. 背景

- ①不動産賃貸マーケット低迷に伴う不動産価格下落により、「多額な売却損発生の可能性」、「減損損失計上の懸念」が存在
- ②一決算期間の当期純利益に対して、不動産売却損・減損損失の金額が過大となる可能性
- ③累積損失が計上されれば、その後複数期間において分配金支払が実質的に不可能となることも想定

2. 投資家からの目線

- ①そもそも J-REIT とは、株式と比較して、分配金が重視される商品であることから、
累積損失を計上し、その後複数期間にわたり「利益の分配」がないと見込まれる銘柄は
投資妙味がないものと判断される懸念あり
- ②上場廃止を回避すべく、利益超過分配を行えばよいとの声も一部にあるが、これは
「資本の払戻し」そのものであり、本来の「利益の分配」とは全く意味合いが異なる

ゴーイング・コンサーンである J-REIT の持続的な成長を可能とするために

3. メリット

- ① 一時的なキャピタルロスにより累積損失を計上した場合においても、不動産賃貸によるキャッシュフローが正常であれば、無償減資実施後に投資家に「利益の分配」を開始することができる
⇒ 累積損失を一掃することにより、持続的な成長を実現することが可能
- ② 無償減資実施の翌期以降において、「会計上利益 > 税務上所得」となることから、
 - ▶ 差額分の配当留保（支払法人税は発生せず）
 - ▶ 減損処理等の税会不一致金額の緩和としての活用も可能となる
- ③ BPSが下落するも実質的な投資法人財産は全く変化しないため、投資主の利害には影響がないという意見もある

- 本資料は不動産投資市場戦略会議における情報提供のために作成されたものであり、特定の商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。
- 弊社は本資料で提供している情報に関して万全を期していますが、その情報の正確性、妥当性及び完全性を保証するものではありません。