

企業活動における投資不動産保有の決定要因と投資家評価

- 2010 年期との比較分析を中心に -

Determinants of the Possession of Investment Properties in Corporate Activities and Investor Assessment: An analytical comparison of the 2010 fiscal year to current data

Graduate School of Meikai University

Suguru FURUKAWA

明海大学大学院 古川 傑

Meikai University Takashi YAMAMOTO

明海大学 山本 卓

By focusing on the changes in the market value of corporation-owned real estate, this paper aims to clarify whether understanding the determinants of the possession of investment properties and information disclosure are potential factors in investors' decision making. The study revealed that in the construction, transportation, warehousing, and real estate industries, (1) there were changes in the rate of change in sales and interest-bearing debt ratios, (2) the increase in the possession of investment properties was suppressed, and (3) the tendency to purchase real estate with borrowed funds decreased. Additionally, it was suggested that investors took notice of the difficulties in selling properties, negatively reacting to the profit/loss per share of stock

Keywords : investment property, rental property, idle property

キーワード : 投資不動産、賃貸等不動産、遊休不動産

1. 背景と目的

現在、日本において人口減少や少子高齢化等に伴い、空き家・空き地は増加傾向にあり、その問題は深刻化している。空き家・空き地は、適切な管理がなされていない場合等に、安全性の低下、公衆衛生の悪化、風景・景観の阻害等の生活環境に影響を及ぼすという社会問題の要因となっている。これらの諸問題は住宅だけに限られず、企業の保有する不動産についても及んでくる。また、企業活動にほとんど使用されていない状態にある不動産、すなわち遊休不動産には空き家・空き地等の諸問題に加え、様々な問題が生じてくる。例えば、地方都市に所在する工場等の閉鎖による就業機会の消失や、その地域周辺の経済活力への影響、さらには、その位置、規模、機能等によっては流動化リスクがみこまれ外部不経済を発生させる要因

となる。また、遊休不動産の存在が空き家・空き地を発生させ、加速度的に地域社会の衰退が進むことも懸念され、企業活動における遊休不動産の利活用が社会経済に多大な影響を及ぼすことが考えられる。

そのような中、企業会計基準委員会は2008年に企業会計基準第20号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準(以下「賃貸等不動産会計基準⁽¹⁾」という)」を公表した。日本基準の「賃貸等不動産」とは、通常一般的に認識されている「投資不動産」の概念にほぼ当てはまるものであって、IFRS⁽²⁾に規定のあるIAS40号「投資不動産」の会計基準を意識して作成されたものである。その適用範囲については、将来の使用が見込まれていない遊休不動産についても、会計上では投資不動産に該当する。「製造業」における投資不動産は工場

跡地等の遊休不動産である場合もあり、業種により実態が異なる場合もある。また、CRE^③（企業不動産戦略）が注目されて一定年数経過するが、不動産を取り巻く社会経済情勢の変化とともに、現在では、効率性を追求するCREについて、不動産ストックを活用し企業価値を向上させていくことが求められている。

このような背景のもと、不動産市場構造を意識した、企業側と投資家側の両側面から企業会計データに基づいた分析を試みる。また、賃貸等不動産会計基準による注記データは、各企業ごとの開示により比較可能であるため、統計的な分析手法にも馴染んでくる。

そこで、本稿では実証的会計研究^④の知見を活用し、企業の保有する不動産事情の変化に焦点を定め、投資不動産保有の決定要因の把握および投資不動産情報の開示が投資家の意思決定に資するものであるのかを明らかにすることを目的としている。

2. 先行研究

企業不動産に関連する会計基準である賃貸等不動産会計基準は2008年に公表され、2010年には原則適用となっている。賃貸等不動産会計基準が公表される以前は、企業が保有する投資不動産の実態が不明瞭であったが、会計基準が適用されることにより投資不動産にかかる会計情報の整備・蓄積がされてきている。山本（2010）では、東証一部上場企業を対象とし、財務諸表の注記情報として開示された賃貸等不動産の時価情報等に有用性が認められるかどうかについての検証を行った。分析の結果、投資家等は、特に「建設・不動産・倉庫業」において、賃貸等不動産の時価情報に対しては有用性を認めている事を確認し、投資判断の重要な情報に位置づけているとの解釈を示している。また、「製造業」、「商業」等の投資不動産保有を本業としない業種では、時価情報の有用性を認めている事は確認できなかった。また、山本

（2012）では、東証一部上場企業を対象とし、賃貸等不動産保有の決定要因を分析している。その結果、投資不動産保有の決定要因は、投資不動産を保有することが本業と直接結びつかない「製造業」では、グループ企業や金融機関による監視圧力を受けるため、経営者が投資不動産を積極的に保有していないことが観察された。それに対して「不動産業」のように投資不動産を保有することが企業業績に直接貢献する業種では、業績圧力を促進させる外国人持株比率が重要な決定要因となるとの解釈を示している。さらに、山本（2015）古川・山本（2018）では、「製造業」における投資不動産の保有決定要因として研究開発費率が高い企業では投資不動産の保有が控えられることが観察され、投資不動産の保有決定要因と本業事業の集中度が関連していることを発見している。

これらの結果から、投資家は、業種により投資不動産を保有することに対し温度差があり、必ずしもポジティブな評価を与えていないことが確認できる。また、投資不動産の保有決定要因としては本業事業と直接的に結びつく業種については促進されることが確認できる。しかしながら、不動産を取り巻く社会経済は投資対象の多様化等により拡大傾向にあり、企業の投資不動産保有の決定要因および情報開示に対する投資家の意思決定に変化が生じているものと考えられる。

3. 仮説展開

前述した先行研究において議論したように、山本（2012）では、投資不動産を保有することが本業と直接結びつかない製造業では、グループ企業や金融機関による監視圧力を受けるため、経営者が投資不動産を積極的に保有していないことが観察された。また、山本（2015）古川・山本（2018）では、製造業における投資不動産の保有決定要因として研究開発費率が高い企業では投資不動産の保有が控えられることが観察され、投資不動産の保有決定要因と本業事業の集中度が関連している

ことを発見している。

近年、都心部を中心に地価が上昇、横ばい傾向にある一方で、人口減少や少子高齢化等を背景に地方圏において地価は下降傾向にある。「製造業」における投資不動産（遊休不動産）は地方圏に所在する大規模な工場跡地のような不動産である場合が多い⁵⁾。また、佐々木・米澤（2000）宮島・新田（2011）宮島・保田（2015）では、外国人投資家が増加している企業では、監視機能が高まるため効率的な経営や企業パフォーマンスを向上させることが観察されている。したがって、「製造業」において、外部からの監視・規律が強い企業、すなわち、外国人持株比率の高い企業では、対外的説明責任が重くなるため、そのような地方圏に所在する投資不動産の保有は控えられているものと考えられる。

また、「建設・運輸・倉庫・不動産業」のような、主たる営業活動による事業収益が不動産によって企業業績に多大な影響を及ぼす企業においては、投資不動産の保有が促進されているものと考えられる。したがって、投資不動産を保有が企業業績に直接貢献する業種では、投資不動産の保有が促進され、売上高についても上昇傾向にあるものと考えられる。ここで、第1および第2の仮説を設定する。

仮説1：「製造業」において投資不動産（遊休不動産）保有と外国人持株比率は負の関係にある。

仮説2：「建設・運輸・倉庫・不動産業」において投資不動産保有と売上高変化率は正の関係にある。

また、前述したように、近年の人口減少や少子高齢化等を背景とした地方圏における地価は下降傾向にある。そのような中、「製造業」における投資不動産（遊休不動産）は地方圏に所在するものが多数を占めているため、利活用されていない不

動産、すなわち遊休不動産を保有している企業に対して投資家はネガティブな反応を示すものと考えられる。ここで第3の仮説を設定する。

仮説3：「製造業」における投資不動産（遊休不動産）保有に対して投資家はネガティブな反応を示す。

4. 実証分析

4.1 投資不動産の保有決定要因の検証

(1) サンプルおよび分析手法

実証分析に用いるサンプルは、東証一部上場企業のうち山本（2010）において採用されていた企業648社のうち、2018年においても継続して上場している企業521社を本件のサンプルとしている。サンプル企業521社のうち、賃貸等不動産の注記情報として開示している企業は115社である。なお、財務データ、株価及びTOPIXについては「日経NEEDS財務データ」「Yahoo!ファイナンス」より、持株比率データについては「会社四季報」（東洋経済新聞社）より収集した。

ここで投資不動産を保有する企業としない企業の企業属性を比較することにより、投資不動産保有の決定要因を浮き彫りにする。具体的な分析方法として、以下①式のトービット回帰分析⁶⁾によって検証作業を行う。

$$\begin{aligned} \text{「賃貸等不動産/総資産(0, 正值)」} &= a_1 + a_2 \text{「総資産 (Ln)」} + a_3 \text{「ROA」} \\ &+ a_4 \text{「役員持株比率」} + a_5 \text{「特定株比率」} + a_6 \text{「金融機関持株比率」} \\ &+ a_7 \text{「外国人持株比率」} + a_8 \text{「有利子負債比率」} + a_9 \text{「売上高変化率」} \\ &+ \varepsilon \text{ (①式)} \end{aligned}$$

<変数の定義>

「賃貸等不動産/総資産」：2018年度に賃貸等不動産会計基準が非適用のサンプルは「0」が割り当てられ、適用企業については、期末の賃貸等不動産（原価）を総資産で除した数値を採用
「総資産 (Ln)」：2018年度、各企業の総資産の自然対数変換値

「 R O A 」：2018 年度、各企業の総資産利益率（当期純利益／総資産）

「役員持株比率」：2018 年度、各企業の役員持株比率

「特定株比率」：2018 年度、各企業の大株主上位 10 位までと役員持株・自己株式の単純合計の比率

「金融機関持株比率」：2018 年度、各企業の金融機関持株比率

「外国人持株比率」：2018 年度、各企業の外国人持株比率

「有利子負債比率」：2018 年度、各企業の有利子負債比率（有利子負債／総資産）

「売上高変化率」：2012 年から 2018 年までの変化率を採用

(2) 分析結果

表 1 について、2010 年期では、「製造業」では、総資産 (Ln)、特定株比率、金融機関持株比率が大きい企業ほど賃貸等不動産の保有が控えられている。一方、「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、外国人持株比率、有利子負債比率、売上高変化率が高い企業ほど、賃貸等不動産の保有が促進されている。

表 1 東証 1 部上場企業の賃貸等不動産保有の決定要因分析結果

	製造業(n=465)		建設・運輸・倉庫・不動産業(n=81)	
	係数	t値	係数	t値
const	0.7009	2.8440 ***	0.2457	0.2548
総資産 (Ln)	-0.0246	-2.3920 **	-0.0192	-0.5076
ROA	-0.1119	-0.4612	-1.6428	-0.9660
役員持株比率	-0.0096	-1.3200	0.0126	0.7120
特定株比率	-0.0022	-3.1960 ***	-0.0015	-0.7534
金融機関持株比率	-0.0016	-1.7540 *	-0.0008	-0.3149
外国人持株比率	-0.0011	-0.8545	0.0070	1.7870 *
有利子負債比率	0.0217	0.4249	0.4633	3.2100 ***
売上高変化率	0.0086	0.2539	0.2022	1.7750 *
対数尤度	-67.3959		-2.6925	

	製造業(n=413)		建設・運輸・倉庫・不動産業(n=65)	
	係数	t値	係数	t値
const	0.0669	0.5430	-0.4802	-1.0440
総資産 (Ln)	-0.0076	-0.6934	0.0421	0.3960
ROA	0.2136	0.7577	0.6291	0.5483
役員持株比率	-0.0008	-0.1087	0.0278	1.8150 *
特定株比率	-0.1062	-1.1910	-0.1548	-0.6849
金融機関持株比率	0.0373	0.3307	0.1607	0.5710
外国人持株比率	-0.1986	-1.7300 *	-0.4243	-1.2710
有利子負債比率	0.0139	0.9107	0.0716	1.3370
売上高変化率	-0.0424	-1.0350	-0.0620	-0.4812
対数尤度	-63.8659		-9.4812	

(出所)筆者作成。以下、全ての表も同じ。

(注) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準で有意であることを示す。

2018 年期において、「製造業」では、外国人持ち株比率が小さい企業ほど、投資不動産（遊休不動産）の保有が控えられている。一方、建設・運輸・倉庫・不動産業では役員持株比率の高い企業ほど投資不動産の保有が促進されている。

「製造業」では、外国人持株比率の高い企業ほど、株主重視の経営になる傾向があるものと考えられ、慎重な投資意思決定のうへで⁽⁷⁾、効率的な

事業運営がなされ、投資不動産の保有は控えられ遊休不動産は発生しにくい傾向にあるものと考えられる。

「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、2010 年期と比較し、売上高変化率および有利子負債比率が有意でなくなっている。「建設・運輸・倉庫・不動産業」の土地資産額は、2010 年に比較し減少傾向にあるため、投資不動産保有の拡大が抑えられている可能性が考えられる。また、負債額も減少傾向にあることから、テナント運営等に対するリスクを意識し、借入による資金調達をしまで不動産を購入するという傾向が弱まっている可能性が考えられる。⁽⁸⁾

「製造業」「建設・運輸・倉庫・不動産業」とともに、売上高変化率がマイナス傾向を示している。「製造業」では、コスト削減を目的とした物流機能のアウトソーシング⁽⁹⁾を背景に遊休化している不動産が増加している可能性も考えられる。また、「運輸・倉庫業」では、電子商取引の普及により、流通システムの一元化にともない、新たな物流施設等が建設されている⁽¹⁰⁾。一方で、既存の物流施設については物流拠点の集約化⁽¹¹⁾にともない事業の用に供されなくなった不動産が増加している可能性も考えられる。

(3) 投資不動産の保有決定要因の追加的分析

前節では、投資不動産保有の決定要因を分析した。製造企業の競争力の最大の源泉は技術であり、その根幹となるのが研究開発活動である（玄場 2015）ことから、「製造業」に限定し、研究開発費の要因を考慮して追加的な分析をおこなった。具体的には、以下②式のモデルを設定し、4.1 節同様のトービット回帰分析を適用している。

サンプルについては、4.1 節において抽出された東証 1 部上場企業の全体サンプル(521 社)のうち製造業サンプル(413 社)についてトービット回帰分析によって検証作業を行う。

「賃貸等不動産/総資産(0, 正值)」=b1+b2「総資産(Ln)」+b3「ROA」+b4「役員持株比率」+b5「特定株比率」+b6「金融機関持株比率」+b7「外国人持株比率」+b8「有利子負債比率」+b9「売上高変化率」+b10「研究開発費率」+ε (②式)

<変数の定義>

「賃貸等不動産/総資産」：2018年度に賃貸等不動産会計基準が非適用のサンプルは「0」が割り当てられ、適用企業については、期末の賃貸等不動産(原価)を総資産で除した数値を採用

「総資産(Ln)」：2018年度、各企業の総資産の自然対数変換値

「ROA」：2018年度、各企業の総資産利益率(当期純利益/総資産)

「役員持株比率」：2018年度、各企業の役員持株比率

「特定株比率」：2018年度、各企業の大株主上位10位までと役員持株・自己株式の単純合計の比率

「金融機関持株比率」：2018年度、各企業の金融機関持株比率

「外国人持株比率」：2018年度、各企業の外国人持株比率

「有利子負債比率」：2018年度、各企業の有利子負債比率(有利子負債/総資産)

「売上高変化率」：2012年から2018年までの変化率を採用

「研究開発費率」：2018年度、各企業の研究開発費比率(研究開発費/総資産)

表2によると、2010年同期同様に2018年においても研究開発費率は有意に負の数値が得られ、研究開発費比率が低い企業では投資不動産を保有が促進されていることが確認できる。一方で、研究開発費比率の高い企業では、投資不動産(遊休不動産)を保有していないことが確認でき、山本(2015)における投資不動産と研究開発費率の関連性と整合のとれる結果となっている。また、古川・山本(2018)は、減損データに基づいた遊休不動産保有の決定要因に係るプロビット回帰分析⁽¹²⁾を行なっている。その結果、研究開発費率の高い企業では、遊休不動産を保有していないことが確認され、本件の投資不動産(遊休不動産)と研究開発費率の関連性とも整合がとれる結果となっ

ている。つまり、本業事業への集中度の高い企業においては、本業以外に資金をまわせる余裕度が低いため、投資不動産の保有が控えられ遊休不動産が発生しにくいと解釈できる。⁽¹³⁾

表2 製造業における賃貸等不動産保有の決定要因分析結果

2010年期		
	製造業(n=465)	
	係数	p値
const	0.8440	0.0005 ***
総資産(Ln)	-0.0296	0.0030 ***
ROA	0.0226	0.9104
役員持株比率	-0.0091	0.1797
特定株比率	-0.0026	0.0004 ***
金融機関持株比率	-0.0020	0.0160 **
外国人持株比率	0.0007	0.5077
有利子負債比率	0.0346	0.5275
売上高変化率	0.0107	0.6447
研究開発費率	-1.0826	0.0376 **
対数尤度	-65.3268	
2018年期		
	製造業(n=413)	
	係数	p値
const	0.1149	0.3610
総資産(Ln)	-0.0087	0.4569
ROA	0.2558	0.3931
役員持株比率	-0.0003	0.9701
特定株比率	-0.0013	0.1595
金融機関持株比率	0.0237	0.8360
外国人持株比率	-0.1384	0.2438
有利子負債比率	-0.0049	0.8183
売上高変化率	-0.0374	0.3448
研究開発費率	-1.4233	0.0169 **
対数尤度	-60.9696	

(注) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準で有意であることを示す。

4.2 投資不動産時価情報の有用性の検証

(1) サンプルおよび分析手法

会計情報に有用性があるとは、その会計情報に投資家の期待を改定させる力が認められることである。その会計情報により、株価等についての投資家の期待に変化をもたらせば、情報価値を有することになる。

実証的会計研究では、会計情報の有用性を検証するために、各企業の会計数値データと株式市場の市場価値データとの相関関係を分析する手法が一般的に用いられる。仮にある会計数値が株価との相関が認められるのであれば、当該会計数値には株価説明能力が備わっているため、投資家にとって有用性があると解釈される。

本検証はこの考え方に基づいた、一般に株価モデルと呼ばれるものを採用する。具体的には、以下の③式のモデルを設定し、4.1節で抽出された東証1部上場企業の全体サンプル(521社)のうち2018年期中に注記情報の開示を行ったサンプル(115社)について回帰分析によって検証作業を行う。投資不動産の時価情報が、純資産簿価に追加

して株価説明能力があるのであれば、「一株当たり含み益額」が有意な変数となるはずである。

$$「株価」 = c1 + c2「一株当たり純資産」 + c3「一株当たり含み益額」 + \epsilon \quad (3式)$$

〈変数の定義〉

「株 価」：6月末時点の株価を採用

「一株当たり純資産」：各社の有価証券報告書に基づき純資産簿価を発行済み株式総数で除した数値を採用

「一株当たり含み益額」：各社の注記情報より賃貸等不動産の含み益額を計算し、発行済み株式総数で除した数値を採用

(2) 投資家に対する時価情報の有用性

表3によると全体（115社）を対象とした分析では、一株当たりの純資産がプラスに有意な数値となった。業種ごとに分析した結果では、「建設業」の一株当たりの含み損益でマイナスに有意な数値が得られた。2010年期に比較し、2018年期の「建設業」および「不動産・倉庫運輸・陸運業」では、有意な数値は得られていないが、同様の傾向を示し、一株あたりの含み損益に対しネガティブな反応を示している傾向にある。2010年期には時価開示されることによる含み損益の期待に投資家はポジティブに反応していたが、現在では、人口減少や少子高齢化を背景に中心市街地における空き家・空き地の増加が深刻な問題となっている中、それら資産の売却等が容易ではない。そのため、投資家もそれら背景を認識しているためネガティブな反応をしている可能性も考えられる。

また、「製造業」では2010年期と2018年期では有意な数値は得られていないが、同じ傾向を示し、一株あたりの含み損益に対しネガティブな反応を示している傾向にある。「製造業」の保有する投資不動産（遊休不動産）は、地方圏に所在する大規模な工場跡地のような遊休不動産であることが多い。このような遊休不動産は、大規模敷地であることや土壌汚染のリスク等から流動性が低い不動

産の可能性が高く、投資家はネガティブな反応を示している可能性が考えられる⁽¹³⁾。一方、「商業」

表3 株価モデルの分析結果

	全体(n=213)		建設業(n=21)		製造業(n=128)	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
切片	35.4458	1.9601	23.2334	0.8445	17.9112	0.5132
1株当たり純資産	0.6867	43.8258***	0.4353	7.9809***	0.8005	14.4919***
1株当たり含み損益額	0.2388	2.4970**	1.1637	2.4160**	-0.1764	-0.7518
修正済み決定係数	0.9073		0.8262		0.8331	
			商業(n=19)		不動産・倉庫・運輸関連・陸運業(n=23)	
			係数	t値	係数	t値
			34.1631	0.7214	62.7171	1.0231
			0.6592	10.0540***	0.4842	3.2743***
			-0.9526	-2.0026*	0.5489	4.4591***
			0.8464		0.6952	
			2018年期		製造業(n=88)	
			全体(n=115)		建設業(n=16)	
			係数	t値	係数	t値
切片	19.953196	10.4458***	1884.1670	3.2892***	2027.8894	7.6229***
1株当たり純資産	0.3372	2.8528***	0.9452	1.6556	0.3873	2.2599**
1株当たり含み損益額	-0.2071	-0.7363	-5.9821	-2.7365**	-0.2112	-0.8322
修正済み決定係数	0.0426		0.3123		0.0443	
			商業(n=14)		不動産・倉庫・運輸関連・陸運業(n=17)	
			係数	t値	係数	t値
			1092.0906	2.3629**	2774.4611	6.1229***
			0.4277	0.9757	0.0571	0.1561
			0.7400	0.2975	-0.2092	-0.2632
			0.1311		-0.1363	

(注) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準で有意であることを示す。

における投資不動産の多くは都市部に所在し流動性の高い不動産となっている。そのような商業の保有する不動産は、潜在的にキャッシュ・フローを生み出すものが多数の割合を占め流動性が高く、それら不動産を売却等により流動化でき保有規模を縮小できている企業に対し、投資家はポジティブに反応しているものと考えられる。

5. まとめ

本稿は不動産市場構造を意識し、投資不動産保有の決定要因の把握および投資不動産情報の開示が投資家の意思決定に資するものであるのかを明らかにすることを目的としている。

分析の結果、「製造業」では、外国人持株比率、研究開発費比率の高い企業ほど、投資不動産（遊休不動産）を保有しない効率的な経営が促進されていることが確認でき仮説1は支持された。また、一株あたりの含み損益に対し投資家の評価は、有意な数値は得られず仮説3は支持されていないが、ネガティブな反応を示している傾向にあった。

「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、売上高変化率について有意な数値は得られず符号も負であったため仮説2は支持されなかった。しかしな

がら、2010年期に比較して、売上高変化率および有利子負債比率が有意でなくなり、その変化が観察された。また、「建設業」の一株当たりの含み損益に対し投資家はネガティブな反応を示していた。

以上の結果より、「建設・運輸・倉庫・不動産業」では、売上高変化率および有利子負債比率に変化があり、現在ではテナント運営等に対するリスク等を背景に投資不動産保有の拡大は抑えられ、借入による資金調達をして不動産を購入するという傾向が弱まっていることが推察でき、不動産活用の新しいビジネスモデルへの変化が示唆された。また、一株あたりの含み損益に対し投資家は、ネガティブな反応を示し、資産の売却困難性および資産の有効活用に着目していることが示唆された。

本稿の主要な貢献は、業種による投資不動産保有の決定要因の変化および企業の抱える投資不動産に対する投資家評価に温度差があることの発見である。

なお、本研究において投資不動産の地域性等を含む詳細の把握ができていないことが課題となっており、今後それらをより詳しく調査して研究の精緻化を図っていきたいと考える。

脚注

1) 「賃貸等不動産」とは、「棚卸資産に分類されている不動産以外のものであって、賃貸収益又はキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産(ファイナンス・リース取引の貸手における不動産を除く)」と定義され(賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準4)、通常一般的に認識されている「投資不動産」の概念に近いものである。投資不動産の具体例は、①貸借対照表において投資不動産(投資の目的で所有する土地、建物、その他の不動産)として区分されている不動産、②将来の使用が見込まれていない遊休不動産、③上記以外で賃貸されている不動産である(賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準5)。わが国においては、従来から取得原価主義が採用されてきたが、会計基準のコンバージェンスに伴い、時価会計主義に移行しつつあり、不動産についても同様の動きがみられてきた。IFRSでは「投資不動産」は原価モデルと公正価値モデルは選択適用であるが原価モデルを採用した場

合、公正価値等の注記が必要となる。

2) IFRS(International Financial Reporting Standards)とは、国際会計基準審議会(IASB)によって設定される会計基準の総称。2005年よりEU域内の上場企業に対して強制適用されている。

3) CREとはCorporate Real Estate(企業不動産戦略)の略であり、CREの目的は企業不動産の取得・処分および利活用等を戦略的に実施し、企業価値を高める経営を行うことである。

4) 実証的会計研究は、1960年代より米国を中心に発展してきている会計研究の一分野であり、会計情報を統計的な手法で分析し、客観的な結論を導く実証的アプローチを用いることにより、会計制度・会計実務の妥当性を検証することを目的としている。

5) 筆者らが実施した有形固定資産を中心とした減損会計実務についてのアンケート調査「有形固定資産の減損処理等に関するアンケート調査」JSPS科研費(基盤C:15K03614)では、その調査結果によると、減損対象資産には遊休資産、共用資産、賃貸用資産、投資不動産(将来の値上がりを見込んで購入した土地等)、新規事業用資産等の占める割合が多い。さらに、減損会計適用資産については遊休状態となっている工場跡地、寮・社宅用地、福利厚生施設(保養所、グラウンド等)との回答が多かった。これらの調査結果より、製造業において減損される遊休資産は流動性の低い大規模敷地のような遊休不動産であることが示唆される。また、古川・山本(2017)の減損会計適用企業を対象とした遊休不動産情報の開示に係る調査結果から、製造業における遊休不動産は開示19件中13件が首都圏以外の地方圏に所在する遊休不動産であった。

6) 被説明変数の正規性を仮定し、最尤法でパラメータを推定する分析で、本件のように被説明変数が0もしくは正值の場合に適用が馴染む。本件では、賃貸等不動産の保有に影響を与える要因として、「Ln総資産」等の8件の変数が用意されている。係数の符号がプラスであれば、当該説明変数データの増大に応じて賃貸等不動産の保有が促進される。逆に符号がマイナスであれば、当該説明変数データの増大が賃貸等不動産の保有を抑制する結果となる。また、t値は分析結果の信頼性を担保する指標である。t値の大きさによって当該説明変数の有意性が示される。例えば1%の有意水準にあるとは、誤った判定をする確率が1%という意味である。一般的に有意水準10%以下を示す説明変数が重視される。

7) 安倍政権が打ち出した「アベノミクス」は、大規模な金融緩和や法人税減税を通じて企業業績の回復を後押し、財務省の「法人企業統計年報」によると2012年度以降、大企業・中小企業ともに過去

最大の収益が増加傾向を示し、企業の内部留保についても連続して増加している。一方で、労働分配率については低水準で推移している。これらを背景に経営者は慎重な投資意思決定を行っているものと考えられる。

8) 財務省、財政金融統計月報「法人企業統計年報特集」によると、「全産業」の土地資産額および負債額は2010年に比較して2017年は増加している一方で「建設・運輸・倉庫・不動産業」においては、土地資産額および負債額は減少している。

9) 製造業では、物流機能を切り離す事例が目立ち、コスト削減を目的とした物流機能のアウトソーシングは、運送業・倉庫業における、輸配送・保管・流通加工サービスを一括して受託する3PL(サード・パーティ・ロジスティクス)事業の拡大に寄与していると指摘される(佐野・井上・長田・鳩貝[2014])。

10) 最近の物流施設の具体的な動向については、「ジャパンロジスティクスマーケットビュー2019年第1四半期」を参照。これによると、首都圏大型マルチテナント型物流施設の新規供給が四半期ベースで過去最高となっている。

<https://www.cbre.co.jp/ja-jp/research-reports/2019100>

11) 「物流施設利用に関するテナント意識調査2019」では、回答企業の多くが、倉庫の新設・移転などの計画について、物流機能の拡充や合理化に積極的であった。その理由として、「拠点の集約・結合、再編」、その他、「老朽化、使いにくさ」が多く、既存倉庫が、昨今の物流合理化に適していないことを示唆している。

<https://www.cbre.co.jp/ja-jp/research-reports/2019>

12) プロビット回帰モデルは、被説明変数が連続量データではなく、0、1のダミー変数が採用されることに特徴を有する。企業が遊休不動産を保有している場合に1を、保有していない場合に0をとり、1になる確率にどの説明変数がプラスあるいはマイナスの影響を与えるか観察する。

13) 「製造業」では、生産拠点の海外移転等により産業空洞化が進み、遊休不動産のような負の資産を保有している可能性が高いものと考えられる。そのような産業空洞化による遊休不動産についても、研究開発費の高い企業においては、早期処分等により処分費用等を本業事業で運用することができ、効率的な企業不動産戦略がなされていると考えられる。

14) 古川・山本(2017)の遊休不動産情報の開示に係る調査結果から、製造業における遊休不動産は地方圏に所在する大規模な工場跡地等の遊休不動産であった。また、山本(2012)では、環境情報開示

と株価への反応を検証し、土地資産比率が高い企業の株価ほど土壤汚染報道による影響を受けやすいことが観察されている。

参考・引用文献

- 1) 石塚博司(2006)『実証会計学』、中央経済社
- 2) 玄場規規(2015)「製造企業のサービス化と研究開発の収益性」、『年次学術大演要旨集』30、67-70頁。
- 3) 佐々木隆文・米澤康博(2000)「コーポレート・ガバナンスと株主価値」、証券アナリストジャーナル、38(9)、28-46頁。
- 4) 財務省「法人企業統計年報特集」
https://www.mof.go.jp/pri/publication/zaikin_geppo/hyou07.htm
- 5) 佐野哲也・井上陽介・長田安代・鳩貝淳一郎(2014)「わが国企業の物流機能の強化に向けた取り組み」BOJ Reports & Research Papers、2014年6月
- 6) 古川傑・山本卓(2017)「減損会計情報を活用した遊休不動産分析の試み」資産評価政策学会秋の研究大会報告論文
- 7) 古川傑・山本卓(2018)「遊休不動産情報の有用性の検証-東証1部上場企業製造業の減損データに基づいた分析を中心に-」、証券アナリストジャーナル、56(2)、68-79頁。
- 8) 宮島英昭・新田啓祐(2011)「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持合いの解消・復活と海外投資家の役割」、RIETI, Discussopn Paper Series
- 9) 宮島英昭・保田隆明(2015)「株式所有構造と企業統治-機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか-」、ファイナンシャル・レビュー、121、3-36頁。
- 10) 山本卓(2010)「投資不動産時価情報の有用性について-賃貸等不動産会計基準の実証的検証を中心に-」、証券アナリストジャーナル、48(11)、90-101頁。
- 11) 山本卓(2011)『企業不動産の会計と環境』、創成社
- 12) 山本卓(2012)「投資不動産と時価情報 - 賃貸等不動産会計基準の適用で見えてきたもの-」、日経研月報、407、28-35頁。
- 13) 山本卓(2013)『不動産会計と経営行動-公正価値と環境リスクを背景に-』創成社
- 14) 山本卓(2015)『投資不動産会計と公正価値評価』、創成社
- 15) CBRE 「 RESEARCH AND REPORTS 」
<https://www.cbre.com/research-and-reports>