

# 投資不動産の売却の決定要因と株価に与える影響の検証 —遊休不動産をめぐる課題を視野に入れて—

山 本 卓\*  
古 川 傑†

## Examination of determinants of the sale of investment properties and the effects of the determinants on stock prices

—From the perspective of problems with idle real estate—

Takashi Yamamoto  
Suguru Furukawa

### Abstract

Listed companies in Japan began disclosing the fair market value of investment properties in 2010. According to the accounting definition, investment properties include idle real estate. Many companies are asked to efficiently utilize corporate real estate and the existence of idle real estate can present a great business challenge. This study focused on problems with the sale of investment properties, which is the basis of corporate real estate (CRE) strategies (management responses to corporate real estate). The positive analysis of companies listed in the first section of the Tokyo Stock Exchange revealed the following matters:

- In the manufacturing industry, the interest-bearing debt ratios and the sales growth rates of companies that were to sell investment properties tended to be high. This result suggested that increasing the fluidity of real estate which had been inefficiently used, reducing financial risks, and investing in businesses with bright futures were key strategies supporting growth. In the construction, real estate, and transportation industries, for which the primary business is, or is closely related to, the ownership of investment properties, companies with high corporate performance tended not to sell their investment properties. This result suggests that for these industries, possession of investment properties is directly connected to improvement in business performance.
- Multiple positive analyses revealed stock prices responded positively to the sale of corporate real estate. In regression analysis using cumulative abnormal return as an explained variable, debt-to-equity ratio was determined to be a positive variable for “manufacturing and construction industries.” This suggests that the valuation of a company with insufficient financial strength will increase in the securities market if the company sells real estate. Thus, the analytical results are consistent with preceding studies in the United States.

At present, many general businesses suffer from problems related to idle real estate and share the intuitive recognition that “selling inefficiently used real estate helps build a solid asset structure.” This recognition

---

\* 明海大学不動産学部教授

† 明海大学大学院不動産学研究科博士後期課程

is one of the guiding principle of effective CRE strategies. This study could partially verify the validity of this intuitive recognition through positive analysis using actual financial data.

## 1. 本稿の目的

本稿では、投資不動産<sup>注)</sup>の会計情報を CRE の合理的な意思決定に活用するための方策に焦点を定める。本稿の具体的論点は「投資不動産の売却」となる。

地価の長期的な下落にあって、企業サイドにおいて土地含み益を活用した経営は選択肢として採用しにくくなってきている。また会計制度も公正価値を重視した流れとなってきたおり、企業資産価値の透明性が一段と進化してきている。この流れと呼応するように一般事業会社において CRE が定着しつつあることは既述のとおりである。経営者は企業価値向上の一手段として戦略的な CRE を行うことが要請されつつある。これに関して、「投資不動産の売却」を意識しながら、CRE による企業価値創造についてコーポレート・ファイナンス理論の視点から確認する。企業を運営するには、資金提供者（債権者・株主）が必要である。資金提供者には十分なリターン（資本コスト）を支払うことが要請される。企業の資本コストは債権者の負債コストと株主の株主資本コストを加重平均した WACC (Weighted Average Cost of Capital；加重平均資本コスト) と位置づけられる。企業が存続し、企業価値を

高めていくには、事業活動による ROIC (Return On Invested Capital; 投資資本収益率) が WACC を上回ることが条件となる。CRE のポイントは、いかに「ROIC > WACC」の状態をつくり出すかに依存する。例えば、企業が遊休不動産を抱えている場合には、収益を生み出さず維持管理コストがかかるため ROIC を引き下げてしまう。そこで当該遊休不動産を売却し、得た資金をコアの事業に投資することにより ROIC を高めることが可能となるのである。証券市場もこのような企業行動をポジティブに評価することも考えられる。また、企業が豪華すぎる福利厚生施設等の不効率な不動産を抱え込んでしまう背景に、エージェンシー問題があると考えられる。経営者と資金提供者が異なり、経営者に対する監視・規律を十分に行わない場合に、経営者は自己の利益を重視した経営行動に走る可能性がある。

以上を背景として本稿は、CRE の基礎である投資不動産等の売却の問題に焦点を定める。分析のテーマとして、その売却が企業経営においてどのような意味を持つものなのか、そしてそれらの経営行動は証券市場でどのような評価を受けているかということを明らかにする。なお、適宜、投資不動産に加えて事業用不

<sup>注)</sup> 本稿における投資不動産は、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」の賃貸等不動産、IAS第40号に規定する投資不動産と同義で用いる。すなわち、「賃貸収益若しくは資本増価又はその両方を目的として保有する不動産」の意味である。そのため、キャッシュ・フローを生み出す不動産に加えて、遊休不動産も含む概念として使用する。

動産等も含めたより広い概念である「企業不動産」の購入との比較を念頭に置き分析を進める。これらの分析を通じて、今後ますます重要となる一般事業会社の効率的な CRE を展開するための手がかりを得ることが目的となる。

## 2. 先行研究

本節では、「企業が不動産を購入・売却した場合の株価への影響を分析した研究」をレビューする。企業が、不動産を購入する動機には、新たな投資機会を見つけ事業を拡大したいということが主なものとして考えられる。上述のとおり、事業を拡大することにより、将来キャッシュ・フローの現在価値が当該不動産の購入金額を上回ると投資家が評価すれば、それが、株価に反映し、正の株価反応が得られる。米国における不動産の購入を公表した企業の株価反応に着目した実証研究の分析結果は、株価に対する影響が認められなかったケースが有力となっている。Owers and Rogers (1986) がある。彼らは、1968 年から 1981 年までの 16 サンプルに基づきイベント・スタディを実施したところ、公表日における正の異常収益率が見られたが有意性は確認できなかった<sup>1)</sup>。さらに、Glascocock *et al.* (1989) と Booth *et al.* (1996) も正の異常収益率を有意に確認できなかったとしている。このうち、Glascocock *et al.* (1989) は、1981 年から 1986 年まで

の 70 のサンプルを分析対象とした。しかし、不動産購入企業の株価に正の異常収益率は有意水準で確認できなかった<sup>2)</sup>。また Booth *et al.* (1996) は、1980 年から 1989 年までの 94 のサンプルを対象とした分析を試みたが、同じく正の異常収益率は確認できなかった<sup>3)</sup>。このように、不動産の取得は、必ずしもそれが強く企業価値の上昇に結びつかないことが示唆されている。近年の研究として Hwa (2007) がある。この研究は、マレーシアにおける一般事業会社の不動産購入と当該購入企業の株価反応に焦点を定めたものである。分析期間は、アジア金融危機以前の 1992 年から 1996 年までの 95 サンプルと金融危機後の 1997 年から 2001 年までの 72 サンプルの 2 期間を設定し、好況時と不況時とでは株価反応が異なるかどうかを検証している。検証の結果は、好況時には正の異常収益率を有意に確認されたが、不況時には負の異常収益率が有意に確認される結果となり好対照を示した。Hwa (2007) の分析結果は、米国の結果とは大きく異なったが、この背景には、アジアの発展途上国にみられる固有の要因もあると推測される。

不動産の売却も、企業不動産マネジメントにおいて、企業が選択する重要な経営方針である。不動産の保有コストに着目した場合に、それが過大となっている場合には、当該不動産を売却し、得た資金を新たな事業投資にふりむけることが合理的と判断される場合が多

<sup>1)</sup> CAR (-1,0) は-1.2% だった。

<sup>2)</sup> CAR (0,0) は0.96% だった

<sup>3)</sup> CAR (0,0) は-0.17% だった。

い。すなわち、不効率な状態にある不動産を売却することで、得た資金をより多くの将来キャッシュ・フローが見込める事業に投資をすることが、結果的に企業価値を高めることにつながるのである。企業の「選択と集中」に基づいた企業行動が市場で評価されていると考えられる。このような視点からの米国での実証研究が散見される。具体的には、Owers and Rogers (1986)、Glascock *et al.* (1989)、Glascock *et al.* (1991)、Myer *et al.* (1992) などが該当する。これらの研究に共通していることは、不動産売却の公表は株価に対して、いずれも正の影響を与えていることである。Owers and Rogers (1986) は、1968年から1981年までの55のサンプルを対象にした分析では、売却企業の株価に有意な正の異常収益率を確認することができた<sup>4)</sup>。Glascock *et al.* (1989) は、1985年から1986年までの9という少数サンプルであった正の株価反応があったとした<sup>5)</sup>。さらに、Glascock *et al.* (1991) では、1971年から1986年までの51サンプルを対象とした分析では、有意に正の異常収益率が確認できたとしている<sup>6)</sup>。このように不動産購入の場合と比較して、やや温度差が認められる。また、Hwa (2006) は Hwa (2007) の関連研究として、マレーシアの不動産売却企業の株価反応に関する分析を行っている。分析の基本的フレームは Hwa (2007) と同様であり、アジア金融危機前後での比較を

行っている。分析結果は、好況時の不動産売却は正の株価反応が確認されるが、不況時は逆となり負の株価反応を確認することとなった。

以上のとおり、必ずしも十分な先行研究は存在しないが、不動産の購入は証券市場に対して影響を与えにくいのが、売却については正の株価反応を引き起こしやすいことが考えられる。

### 3. 仮説

上記の先行研究を踏まえながら、本研究における主たる仮説として以下の2点を設定する。

#### (1) 投資不動産売却の決定要因は何か？

投資不動産を保有している企業についてみると、上記で述べたように製造業では保有にリスクが伴うと考える。また保有をすることにより企業資産の流動性が低まるという懸念も生じる。企業によっては、このような保有のリスクを回避するために売却により流動化を進めている企業もある。投資不動産を保有する企業にあって、売却が進められている企業とそうではない企業が存在するが、両者の違いがどこにあるのかが分析の論点となる。本研究では、仮説1を設定し分析を進める。

仮説1：財務体質の劣る企業は、資産の流動化を促進する目的で投資不動産の売却を進める。

<sup>4)</sup> CAR (-1,0) は0.7%だった。

<sup>5)</sup> CAR (-5, -1) は3.41%だった。

<sup>6)</sup> CAR (-1, -1) は1.23%だった。

## (2) 企業不動産の購入・売却は証券市場にどのような影響を与えるのか？

投資不動産を含んだ企業不動産の購入・売却は、CREの基本的活動に位置づけられ、当該経営行動の証券市場での評価について関心が持たれている。これについて米国の先行研究の多くは、企業不動産の購入は株価に影響を与えず、売却は正の影響を与えることを明らかにしている。日本においても、地価の長期的下落や土壌汚染問題等を背景に不動産はリスク資産とみなされており、将来キャッシュ・フローに直接結びつかない限り、その購入は投資家に評価されないと考える。また、売却については仮説1で示したように、企業財務内容が安定化するため、投資家のプラス評価につながると考える。これらに基づき、仮説2を設定し分析を進める。

仮説2：企業不動産の購入は株価に影響を与えないが、売却は株価に正の影響を与える。

本研究では上記のとおり、2つの仮説を設定し、次節以降で複数の視点から実証分析を行い検証する。具体的には、

「4. 賃貸等不動産にかかる開示データに基づいた分析」では、先般各企業より財務諸表で注記開示されている賃貸等不動産の時価データに基づいた分析を行う。さらに、「5. 企業不動産の購入・売却アナウンスメントの短期的株価反応に基づいた分析」では、不動産を購入・売却することをアナウンスした企業の株価変動に着目する。

## 4. 賃貸等不動産にかかる開示データに基づいた分析

### 4-1. 分析方法

本分析は、東証1部上場企業のうち、2010年期中に賃貸等不動産の存在を開示した企業を分析対象とする(2010年期中に時価開示を行った「製造業」121社、「建設・不動産・運輸業」54社を対象とする)。当該企業を2011年期中に売却を行った企業とそれ以外の企業の2つのグループに分類し、両者の特性を比較することにより投資不動産売却の決定要因を明らかにする。分析手法は、ロジット回帰分析<sup>7)</sup>を適用し、①式のとおり被説明変数には、賃貸等不動産の売却が有る場合は「1」が、無い場合には「0」を割り当てる。

<sup>7)</sup> ロジットモデルは、倒産予知分析等の分野で活用される確率モデルの一つであり、概要は以下のとおりである。線形確率モデルでは、以下のように変数x(r個)の線形結合で表現される。

$$Z = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_r x_r$$

しかし、線形確率モデルでは、推定確率が0と1の区間に入る保証がないという問題がある。ロジットモデルでは、この推定確率を0と1の間に収めるために、上記の線形結合をロジット変換し、以下のとおり表現する。

$$p(x) = \exp(z) / (1 + \exp(z)) = 1 / (1 + \exp(-z))$$

これを变形すると、

$$\log(p(x) / (1 - p(x))) = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_r x_r$$

となる。



「賃貸等不動産の売却の有無」(0,1) =  $a_1$  +  $a_2$  Ln 総資産 +  $a_3$  ROA +  $a_4$  トービンの Q +  $a_5$  売上高変化率 +  $a_6$  有利子負債比率 +  $a_7$  役員持株比率 +  $a_8$  一般事業法人持株比率 +  $a_9$  金融機関持株比率 +  $a_{10}$  外国人持株比率 +  $a_{11}$  「賃貸等不動産 / 総資産」 +  $a_{12}$  「含み益額 / 総資産」 +  $\varepsilon$  (①式)

#### ＜変数の定義と考え方＞

「Ln 総資産」：総資産額の自然対数変換値を採用する。資産規模が大きい企業ほど、社会的注目度が高く、監視圧力が強まる。「ROA」：利益を総資産で除した数値を採用する。収益性が高い企業は、積極的な経営判断が可能となる。「トービンのQ」：株式時価総額に簿価負債額を加え、簿価総資産額で除した数値を採用する。当該数値が高い場合には企業パフォーマンスが優る。「売上高変化率」：過去5ヶ年の変化率を採用する。成長性が高い企業は、積極的な経営判断が可能となる。「有利子負債比率」：利子返済が必要となる部分に着目した負債比率である。同比率が高まるほど、金融機関との関わりが深いと考えられる。「役員持株比率」：役員持株比率が高い企業は、経営判断の裁量度が高まる<sup>8)</sup>。「一般事業法人持株比率」：一般事業法人持株比率<sup>9)</sup>が高い企業はグループ関連企業によって多くの株式が所有される傾向が強くと、これらの監視を受け、経営判断もそれに左右さ

れる傾向がある。「金融機関持株比率」：金融機関持株比率が高い企業は、金融機関からの監視・規律が強いため、経営判断が慎重となる。「外国人持株比率」：外国人持株比率が高い企業は、外部からの監視・規律付けとともに、業績向上圧力を受けるため、収益効率性が重視された経営判断がなされる傾向にある<sup>10)</sup>。「賃貸等不動産 / 総資産」：総資産のうち賃貸等不動産（原価）の依存度を示す変数。この数値が大きいほど、投資不動産保有の経営に与える影響度が高い。「含み益額 / 総資産」：賃貸等不動産の含み益依存度を示す変数で、含み益額は開示された注記情報に基づき計算する。この数値が大きくなるほど、含み益の活用が可能となり、企業経営上重要な意味を持つてくる。これらの財務データは、各社の有価証券報告書に基づき、連結ベースのものを採用する。なお役員持株比率データは『役員四季報』（東洋経済新報社）の公表数値に、その他の持株比率に関するデータは『日経会社情報』（日本経済新聞社）の公表数値に基づく。

#### 4-2. 分析結果

表-1は、①式の投資不動産売却の決定要因の分析結果を示している。これによると、「製造業」と「建設・不動産・運輸業」とでは温度差がみられる。「製造業」では、「売上高変化率」、「有利子負債

<sup>8)</sup> McConnell and Servaes (1990) は、役員持株比率と企業パフォーマンスとの関係を分析し、持株比率が一定レベル内においては、企業パフォーマンスとの間には正の相関関係があることを発見した。

<sup>9)</sup> 本件の一般事業法人持株比率とは、金融機関、証券会社を除く一般事業会社、学校法人などの持株比率をいう。

<sup>10)</sup> これに関する研究に、佐々木・米澤 (2000) 等がある。

表一 ①式：東証1部上場企業の投資不動産売却の決定要因分析結果（ロジット回帰分析）

| 説明変数       | 製造業      |                |  | 建設・不動産・運輸業 |                |  |
|------------|----------|----------------|--|------------|----------------|--|
|            | 係数       | t値             |  | 係数         | t値             |  |
| const      | 0.6846   | 0.0873         |  | -6.4143    | -0.6170        |  |
| Ln 総資産     | -0.0826  | -0.2522        |  | 0.5637     | 1.1850         |  |
| ROA        | 2.9288   | 0.5591         |  | 21.1651    | 1.1660         |  |
| トービンのQ     | -2.2353  | -1.6830*       |  | -7.8583    | -1.7800*       |  |
| 売上高変化率     | 1.8167   | 1.8720*        |  | -0.0778    | -0.0533        |  |
| 有利子負債比率    | 3.8138   | 2.2430**       |  | 4.3035     | 1.2190         |  |
| 役員持株比率     | -0.1416  | -0.7197        |  | 0.0253     | 0.1947         |  |
| 一般事業法人持株比率 | 0.0350   | 1.6810*        |  | 0.0010     | 0.0357         |  |
| 金融機関持株比率   | 0.0283   | 0.8820         |  | -0.0068    | -0.1355        |  |
| 外国人持株比率    | 0.0402   | 1.0180         |  | -0.0532    | -1.0750        |  |
| 賃貸等不動産/総資産 | -1.5526  | -0.6414        |  | -3.6608    | -1.0200        |  |
| 含み益額/総資産   | 0.5364   | 0.2155         |  | 5.9629     | 1.1790         |  |
| 対数尤度       | -59.8387 |                |  | -26.2195   |                |  |
| $\chi^2$   | 18.0309  |                |  | 7.1695     |                |  |
| N          | 121      | (売却：90、非売却：31) |  | 54         | (売却：41、非売却：13) |  |

(注) \*\*\*：1% 有意水準，\*\*：5% 有意水準，\*：10% 有意水準。

(出所) 筆者作成

比率」及び「一般事業法人持株比率」が有意に正の変数となっている。これは、有利子負債比率が高く他企業からの監視を受ける企業ほど、賃貸等不動産の売却を進め、売上高変化率も高い。財務体質が劣る企業が、遊休不動産を流動化させ、流入した資金を将来が見込める事業に投資し、企業の成長を促進しているという構図が見えてくる。また、「トービンのQ」が有意に負となっており、トービンのQが大きい、すなわち企業パフォーマンスが優れる企業ほど直面する財務上の課題も少ないと考えられ、売却が行われていない。このことは「コングロマリット・デイスカウント」の視点からも説明することができる。効率性の劣る部門（遊休不動産）を切り離すことにより、市場からの評価を高め、企業全体の価値

を向上させることができるのである。一方、「建設・不動産・運輸業」では、「トービンのQ」のみ有意な変数となっている。当該業種では、投資不動産の保有が企業業績に直結しており、企業パフォーマンスが優れる企業ほど投資不動産を保有すると解釈できる。

## 5. 企業不動産の購入・売却アナウンスメントの短期的株価反応に基づいた分析

### 5-1. 分析方法

不動産購入・売却のアナウンスメントが行われると、公表企業の株価が影響を受ける可能性がある。本節は、この株価の変化に焦点を定め、分析手法としてイベント・スタディを採用する。

この手法は、株価が形成されるプロセ

スをモデルでとらえ、そのモデルから算出される株式投資収益率の理論値と実現値との差をAR (Abnormal Return; 異常収益率) とし、不動産購入・売却等のアナウンスメントの株価への影響を検証する方法である。

本件では以下の数式によって、異常収益率を測定し、これに基づいてCARを求めることにする。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$ : 企業*i*の株式の第*t*日の収益率

$R_{mt}$ : 第*t*日におけるマーケット・ポートフォリオの収益率 (本件ではTOPIXのデータを採用する)

$\alpha_i, \beta_i$ : 線形回帰モデルのパラメータ

$\varepsilon_{it}$ : 誤差項

このモデルの $\alpha_i, \beta_i$ の値は、 $R_{it}, R_{mt}$ の時系列データから最小二乗法で推定される<sup>11)</sup>。その値を $\alpha_i, \beta_i$ で表せば、ARの推定値 $\varepsilon_{it}$ は、

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

で求められる。

例えば、分析対象期間をアナウンスメント日を中心に、前後15日間とすると、サンプル企業*n*社を取り出し、第*t*日におけるアナウンスメントの平均的効果を検証するには、以下のAR (Average Abnormal Return; 平均異常収益率) を求

めることになる。

$$AR_t = 1/n \sum_{i=1}^n \varepsilon_{it}$$

さらに、分析対象期間(-15, +15)にわたる全般的な効果をみるために以下のCARを計測する。

$$CAR = \sum_{t=-15}^{+15} AR_t$$

## 5-2. サンプル企業

本分析は、「近年」の企業不動産の購入・売却の市場反応を中心に、時期的な比較の目的で、土地バブル期前後のサンプルを収集した。分析対象サンプル企業の概要は、表-2に示すとおりである。これらのサンプル企業の抽出条件は以下のとおりとなる。

- ・「近年」のサンプルについては、不動産の購入・売却にかかるアナウンスメント日をTDNET<sup>12)</sup>にて確認できること、「土地バブル期」及び「土地バブル崩壊期」のサンプルについては、日本経済新聞<sup>13)</sup>によって確認できること。
- ・単独物件での不動産取引を対象とし、ポートフォリオ物件は対象外とすること。

<sup>11)</sup>  $\alpha_i$ 及び $\beta_i$ の推定は、-100日から-16日の株価データに基づいて実施した。

<sup>12)</sup> 東京証券取引所が提供する企業情報開示のネットサービスである。

<sup>13)</sup> 朝刊及び夕刊を対象とした。



表－２ 分析サンプル企業の概要

(購入サンプル)

|         | 土地バブル期<br>(1988.1.1-1990.12.31) | 土地バブル崩壊期<br>(1993.1.1-1993.12.31) | 近年<br>(2006.6.1-2008.5.31) |
|---------|---------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|
| 業種      |                                 |                                   |                            |
| 水産・農林業  |                                 |                                   | 1                          |
| 鉱業      |                                 |                                   |                            |
| 建設業     | 1                               | 1                                 | 16                         |
| 製造業     | 33                              | 14                                | 57                         |
| 卸売業     | 19                              |                                   |                            |
| 小売業     | 1                               | 2                                 | 14                         |
| サービス通信業 | 3                               | 20                                |                            |
| 倉庫・運輸業  | 7                               |                                   |                            |
| 合計      | 38                              | 17                                | 134                        |

(売却サンプル)

|         | 土地バブル期<br>(1988.1.1-1990.12.31) | 土地バブル崩壊期<br>(1993.1.1-1993.12.31) | 近年<br>(2006.6.1-2008.5.31) |
|---------|---------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|
| 業種      |                                 |                                   |                            |
| 水産・農林業  |                                 |                                   | 2                          |
| 鉱業      |                                 |                                   | 1                          |
| 建設業     | 1                               |                                   | 34                         |
| 製造業     | 18                              | 39                                | 139                        |
| 卸売業     |                                 | 3                                 | 32                         |
| 小売業     |                                 | 1                                 | 31                         |
| サービス通信業 | 1                               |                                   | 16                         |
| 倉庫・運輸業  |                                 | 2                                 | 14                         |
| 合計      | 20                              | 45                                | 269                        |

(出所) 筆者作成

- ・完全所有権にかかる不動産取引を対象とすること<sup>14)</sup>。
- ・不動産投資信託の組成を前提とした不動産取引は対象外とすること。
- ・対象ケースにかかる企業は東京証券取引所に上場されており、分析期間中の連続的な株価データを確認・取得できること。
- ・対象ケースにかかる企業の業種は、金融機関以外のものであること。

### 5-3. 分析結果

#### (1) 不動産の購入

本節では前述した分析方法に基づき、不動産の購入にかかる分析結果を示す。分析は、「土地バブル期」、「土地バブル崩壊期」、「近年」のサンプルのそれぞれについて行ない、公表日前後のCARを計測するとともに、t検定を行った<sup>15)</sup>。CAR(平均値)の推移については、図-1に示

<sup>14)</sup> 借地権取引、底地取引は除外した。

<sup>15)</sup> 当該CARが、ゼロと有意に異なるかについてt検定を行った。ゼロと有意に異なる結果となればその時点における累積異常収益率が確認できることになる。

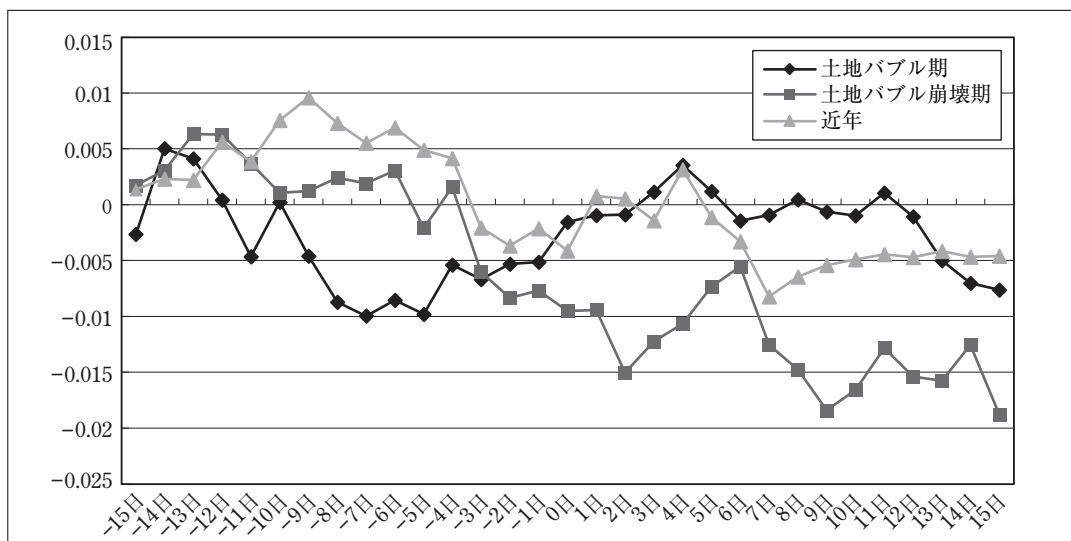


図-2 CARの推移（購入）

表-3 検定結果（購入）

|               | 土地バブル期  | 土地バブル崩壊期 | 近年      |
|---------------|---------|----------|---------|
| CAR (-15, +1) | -0.1118 | -0.6746  | 0.0878  |
| CAR (-10, +1) | 0.4551  | -1.1920  | -0.4670 |
| CAR (-5, +1)  | 1.0037  | -1.3444  | -1.1435 |
| CAR (-1, +1)  | 0.8780  | -0.1686  | 1.0521  |
| CAR (+2, +5)  | 0.4915  | 0.4819   | -0.5379 |
| CAR (+2, +10) | -0.0029 | -0.9921  | -1.2137 |
| CAR (+2, +15) | -0.6895 | -1.0477  | -0.7141 |

(注) 数値はt値、CARに続く( )内の数字は、イベント日を0日とした場合の異常収益率を累積する期間を定義している。例えば、CAR(-1, 1)であれば、イベント日の1日前から1日後までの異常収益率が累積されていることを示している。

(出所) 筆者作成

すとおりとなっている。これによると、公表日前後において大きな傾向の変化が見られない。「土地バブル崩壊期」のCARについては、公表後下落の傾向が見られる。CARについてt検定を行った結果が表-3に示されている。これによるといずれのケースにおいてもCARの有意性が確認されなかった。すなわち、不動産の購入の株価に対する影響は、その時の経済状態にかかわらず、小さいこ

とが検証された。

この分析結果は、企業が単に不動産を購入しただけであれば、それが直接に将来のキャッシュ・フローの増大に結びつくものではないと投資家が評価していると考えられる。また、不動産を保有することは各種のリスクに直面することを意味する。「土地バブル崩壊期」のCARの推移が、公表日後に下落傾向が見られる理由として、この時期において

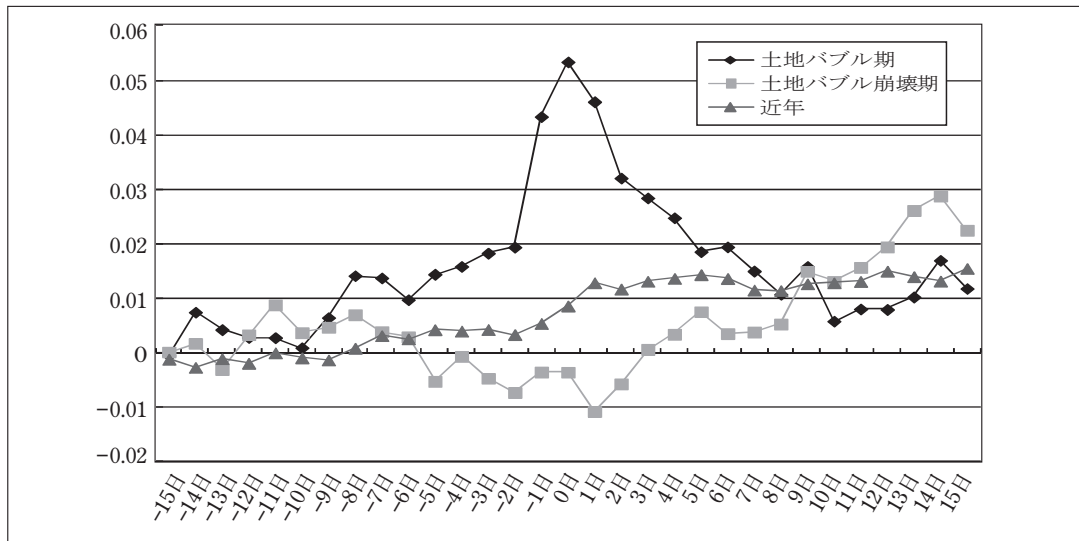


図-2 CARの推移（売却）

表-4 CARの検定結果（売却）

|               | 土地バブル期      | 土地バブル崩壊期  | 近年         |
|---------------|-------------|-----------|------------|
| CAR (-15, +1) | 1.76978*    | -0.68109  | 1.54218    |
| CAR (-10, +1) | 1.60639     | -1.68481* | 1.84445*   |
| CAR (-5, +1)  | 1.67792     | -1.37418  | 2.14435**  |
| CAR (-1, +1)  | 1.38381     | -0.56899  | 2.88974*** |
| CAR (+2, +5)  | -3.59524*** | 2.33743** | 0.52173    |
| CAR (+2, +10) | -2.97005*** | 1.87735*  | -0.00105   |
| CAR (+2, +15) | -2.24614**  | 2.04054** | 0.33957    |

(注) 数値はt値、CARに続く( )内の数字は、イベント日を0日とした場合の異常収益率を累積する期間を定義している。例えば、CAR(-1, 1)であれば、イベント日の1日前から1日後までの異常収益率が累積されていることを示している。

(出所) 筆者作成

土地の下落リスクが特に高かったことが理由として考えられる。

## (2) 不動産の売却

本節は不動産の売却にかかる分析結果を示す。分析は、購入のケースと同様に、「土地バブル期」、「土地バブル崩壊期」、「近年」のサンプルのそれぞれについて

行ない、公表日前後のCARを計測するとともに、t検定を行った。CAR(平均値)の推移については、図-2に示すとおりとなっている。これによると、「土地バブル期」のCARは、公表日前後に上方に山なりに推移し、顕著な変化が観察される<sup>16)</sup>。また、「土地バブル崩壊期」及び「近年」のCARについては、公表日以

<sup>16)</sup> 「土地バブル期」は、地価が急上昇期にあり、企業の多くは土地含み益期待を享受するため企業不動産を積極的に売却する動機は薄かった。この時期に売却した企業の多くは、財務体質に深刻な問題を抱えており、早期

降上方に推移している。当該 CAR について t 検定を行った結果が表-4 に示されている。これによるとほとんどケースにおいても CAR の有意性が確認された。すなわち、不動産の売却は、株価に対して正の影響を与えているといえる。

### (3) 売却にかかる CAR を被説明変数とした回帰分析

上記の分析のとおり、企業不動産の売却のアナウンスメントは株価に正の影響を与えることが推定できる結果となった。それでは、この正の株価反応を引き起こす要因の究明が課題となる。

次のステップとして、発表日前後の CAR に作用する要因を計量的に明らかにするため、クロスセクショナルな分析を行なう。具体的には、次の②式のモデルに基づき近年の企業不動産の売却のサンプル (269 件) にかかる CAR (-1, 1) を被説明変数とする重回帰分析を実施する。

$$\text{CAR} = \alpha + \beta_1 \text{負債比率} + \beta_2 \text{D 売上成長率} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{流動比率} + \beta_5 \text{総資産} + \beta_6 \text{売却損益} \quad (\text{②式})$$

#### <変数の説明>

負債比率：負債 / 総資産  
売上成長率：直近 5 年間の成長率  
ROA：総資産利益率  
流動比率：流動資産 / 流動負債  
総資産：自然対数変換値を採用  
売却損益：不動産売却価額 - 不動産簿価

この分析モデルの設定に際しての主な着眼点を説明する。負債比率は、企業財務の健全性を示す指標である。負債比率が高まると倒産リスクが高まるため、企業は負債を返済する動機が強まる。企業不動産を売却した場合に負債に対する返済資金を確保することができる。流動比率は、流動比率が低い場合には、債務返済が滞るリスクが生じるためこれを高める動機が強まる。企業不動産を売却することにより流動比率を向上させることが可能となる。売却損益は、実際の売却額と簿価との差額で把握される。売却によって含み益が発生する場合には利益を増大させるが、含み損が健在する場合には、特別損失に計上され、結果的に利益を圧縮する方向に働く。このような財務的特性が投資家にどのように評価されるのかも注目点となる。

②式の分析結果は、表-5 に示すとおりである。これによると製造業及び建設業を通じて負債比率が有意な変数となった。すなわち、負債比率が高い企業ほど企業不動産の売却において正の株価反応を享受することになる。これは、財務内容が悪い企業において不動産の売却による資金の調達企業が財務内容を改善することにつながることを特に市場が評価していると解釈できる。この分析結果は、「土地バブル期」において不動産売却による CAR の上昇が特に顕著であることと整合性がある。「土地バブル期」のサンプル企業の負債比率の平均値が 77.9% であり、「土地バブル崩壊期」のサンプル

---

の資産の流動化が迫られていたケースが多く、このような売却サンプルの特性から他の時期に比較して、株価に与える影響が強かったことに留意する必要がある。

表－5 ②式：「近年」の売却にかかる CAR を被説明変数とした回帰分析結果

| 説明変数         | 製造業     |           | 建設業     |            |
|--------------|---------|-----------|---------|------------|
|              | 係数      | t 値       | 係数      | t 値        |
| const        | -0.1167 | -1.2146   | 0.2118  | 1.6045     |
| 負債比率         | 0.0104  | 2.5579 ** | 0.1223  | 3.1441 *** |
| 売上成長率        | -0.0050 | -0.2229   | -0.0138 | -0.7897    |
| ROA          | 0.0038  | 0.6188    | 0.6833  | 2.5016 **  |
| 流動比率         | 0.0021  | 0.3083    | 0.0077  | 0.2805     |
| 総資産（自然対数変換値） | 0.0049  | 1.2813    | -0.0117 | -2.2647 ** |
| 売却損益         | 0.0054  | 0.5843    | 0.1158  | 1.3785     |
| 修正済み決定係数     | 0.0700  |           | 0.5548  |            |
| N            | 113     |           | 22      |            |

(注) \*\*\*：1% 有意水準，\*\*：5% 有意水準，\*：10% 有意水準。

(出所) 筆者作成

企業の平均負債比率 61.2% を大きく上回っているからである。「土地バブル期」にあえて保有不動産を売却した企業の多くは、財務的に倒産に直面した危機的状況にあったものが多く、土地の含み益の顕在化によって財務的改善効果が大きかったと考えられる。

## 6. 2010 年代のデータにかかる追加的分析

本節では、2010 年代の直近にかかるデータを対象とした追加的分析を行う。

### 6-1. 調査方法

実証分析に用いるサンプルは、2010 年 1 月 1 日から 2018 年 7 月 11 日までの日経各種（日本経済新聞朝刊、夕刊、日経産業新聞、日経 MJ、日経金融新聞、日経プラスワン、日経マガジン）で取り上げられた遊休不動産売却に係る記事を対象として抽出している。

調査方法は、日経テレコンより「遊休

不動産 売却」「遊休地 売却」「工場跡地 売却」それぞれのキーワード検索を行い、検索結果の記事より遊休不動産売却に係る記事を調査し、そのうえで、遊休不動産売却や工場跡地売却等の売却情報を把握できるものをサンプルとしている。

検索結果は「遊休不動産 売却」45 件「遊休地 売却」183 件「工場跡地 売却」181 件、合計 409 件のうち、売却情報が把握できる記事 110 件であった。その中から、東証 1 部上場企業であること、株価の取得が可能であること、同企業の売却情報の場合には直近の売却情報であることを条件に最終サンプルは 54 件となっている。当該最終サンプル 54 件について財務データ、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。

サンプルの属性は下記のとおりである。製造業 47 件、商業 3 件、運輸・情報



表－6 サンプルの概要

| 大きな業種    | 東証33業種 |            | 用途 | 所在                    | 面積 (㎡)                                  |                           |
|----------|--------|------------|----|-----------------------|---|---------------------------|
| 水産・農林業   | 0      | 水産・農林業     | 0  |                       |   |                           |
| 鉱業       | 0      | 鉱業         | 0  |                       |   |                           |
| 建設業      | 0      | 建設業        | 0  |                       |   |                           |
| 製造業      | 47     | 食料品        | 11 | 遊休不動産、工場跡地            | 東京都大田区、兵庫県尼崎市、伊丹市、大阪府茨木市、京都市、牧之原市、札幌、千葉 | 6.3ha、8.5万、8.3万、2.3万、2.2万 |
|          |        | 繊維製品       | 3  | 遊休不動産、工場跡地            | 枚方市、愛知県岡崎市                              | 2.5万                      |
|          |        | パルプ・紙      | 1  | 工場跡地                  | 名古屋                                     |                           |
|          |        | 化学         | 8  | 遊休不動産、工場跡地            | 大阪、鎌倉、静岡、インドネシア                         | 7.5万、4.32万                |
|          |        | 医薬品        | 4  | 遊休不動産、工場跡地            |   |                           |
|          |        | 石油・石炭製品    | 1  | 本社ビル跡地                | 東京都港区                                   |                           |
|          |        | ゴム製品       | 0  |                       |   |                           |
|          |        | ガラス・土石製品   | 3  | 遊休不動産、本社敷地の一部、事業センター  | 千葉県千葉市、神奈川県厚木市、北九州                      | 9.6万、4万                   |
|          |        | 鉄鋼         | 3  | 遊休不動産、工場跡地            | 大阪市西淀川区                                 | 6万、2万                     |
|          |        | 非鉄金属       | 1  | 遊休不動産                 |   |                           |
|          |        | 金属製品       | 1  | 工場跡地                  |   |                           |
|          |        | 機械         | 2  | 遊休不動産、工場跡地            | 兵庫県宝塚市                                  | 8.68万                     |
|          |        | 電気機器       | 5  | 遊休不動産、工場跡地            | 東京都八王子市東浅川町550番1、横浜市、堺市、岐阜県美濃加茂市、香港、米国  | 30万、9.7万、1万               |
|          |        | 輸送用機器      | 2  | 工場予定地、本社工場の一部、体育館、駐車場 | 埼玉県熊谷市、広島市南区(本社工場、体育館)山口県防府市(駐車場)       | 8.6万、6.1万                 |
|          |        | 機密機器       | 0  |                       |   |                           |
|          |        | その他製品      | 2  | 遊休不動産、工場跡地            | 平塚市、北区                                  | 1.2万                      |
| 商業       | 3      | 卸売業        | 3  | 遊休不動産                 | 港区                                      | 622                       |
|          |        | 小売業        | 0  |                       |   |                           |
| 金融保険業    | 0      | 銀行業        | 0  |                       |   |                           |
|          |        | 証券・商品先物取引業 | 0  |                       |   |                           |
|          |        | 保険業        | 0  |                       |   |                           |
|          |        | その他金融業     | 0  |                       |   |                           |
| 不動産業     | 0      | 不動産業       | 0  |                       |   |                           |
| 運輸・情報通信業 | 1      | 陸運業        | 1  | 遊休不動産                 |   |                           |
|          |        | 海運業        | 0  |                       |   |                           |
|          |        | 空運業        | 0  |                       |   |                           |
|          |        | 倉庫・運輸関連    | 0  |                       |   |                           |
|          |        | 情報・通信業     | 0  |                       |   |                           |
| 電気ガス業    | 2      | 電気ガス業      | 2  | 遊休不動産、工場跡地            | 石狩市                                     |                           |
| サービス業    | 1      | サービス業      | 1  | 遊休不動産                 |   |                           |
| 合計       | 54     |            | 54 |                       |   |                           |

(出所) 筆者作成

通信業1件、電気ガス業2件、サービス業1件となっている。

## 6-2. 分析方法

分析方法は、前記「5-1」に準拠する。CARを計測した上で、

次のステップとして、上記で計測されたCARを被説明変数とした以下の③式に基づいた回帰分析を行う。

$$CAR(a, b)_i = \alpha_1 + \alpha_2 Size(Ln)_i + \alpha_3 IMP\_S_i + \alpha_4 Debt_i + \alpha_5 ROA_i + \alpha_6 Land_i +$$

$$\alpha_7 \text{Financial}_i + \alpha_8 \text{Corporation}_i + \alpha_9 \text{Industry type}_i + \varepsilon_i \quad (\text{③式})$$

#### <変数の定義>

Size (Ln) : 2015年度、総資産額の自然対数変換値を採用する。資産規模が大きい企業ほど、社会的注目度が高く、社外からの監視圧力が高まる

IMP\_S : 2007年から2015年に計上された減損額の合計額を2015年度の総資産で除した数値

Debt : 2015年度、各企業の有利子負債比率。利子返済が必要となる部分に着目し、同比率が高くなるほど金融機関との関りが深いと考えられる

ROA : 2015年度、各企業の利益を総資産で除した数値を採用する

Land : 2015年度、各企業の土地資産額を総資産額で除した数値を採用する

Corporation : 2015年度、各企業の一般事業法人持株比率。一般事業法人持株比率が高い企業ほど株式持合いが進むため、外部からの監視・規律が弱く経営者にとって安定的であることで、経営者裁量性の高い環境で経営が行われる可能性がある

Financial : 2015年度、各企業の金融機関持株比率。金融機関持株比

率が高い企業ほど金融機関からの監視・規律が強くなるため、経営判断が慎重となる

Industry type : 業種ダミー。製造業であれば1をとり、それ以外は0をとる

### 6-3. 分析結果

有利子負債比率および売却額比率に係るCARの平均値の推移にかかる分析結果は図-3、図-4に示している。

有利子負債比率で区分した結果によると、公表日までの推移に顕著な差がみられ、有利子負債比率の高い企業グループほど公表日までのCARの上昇率の推移は高くなっている。投資家は財務的な不安定要素を抱えている企業が、遊休不動産等の売却を公表することで売却後の資金の流動化による新規事業への展開や負債返済による安定的な財務基盤が構築されることに対しポジティブな反応を示していると考えられる。また、有利子負債比率の低い企業グループについては、イベント期間全体を通して上昇傾向にある。有利子負債比率の低い企業では財務的な不安定要素が少ないためポジティブな反応を示しているものと考えられる。また、CAR0についても有利子負債比率の高い企業に比較して若干ではあるが上昇率が高く、遊休不動産の売却を公表することで投資家は資金の流動化による新規事業への展開等についてポジティブな反応を示していると考えられる。

売却額比率<sup>17)</sup>で区分した結果による

<sup>17)</sup> 売却額比率は売却情報が公開されている企業の遊休不動産売却額を総資産で除した数値を採用している。

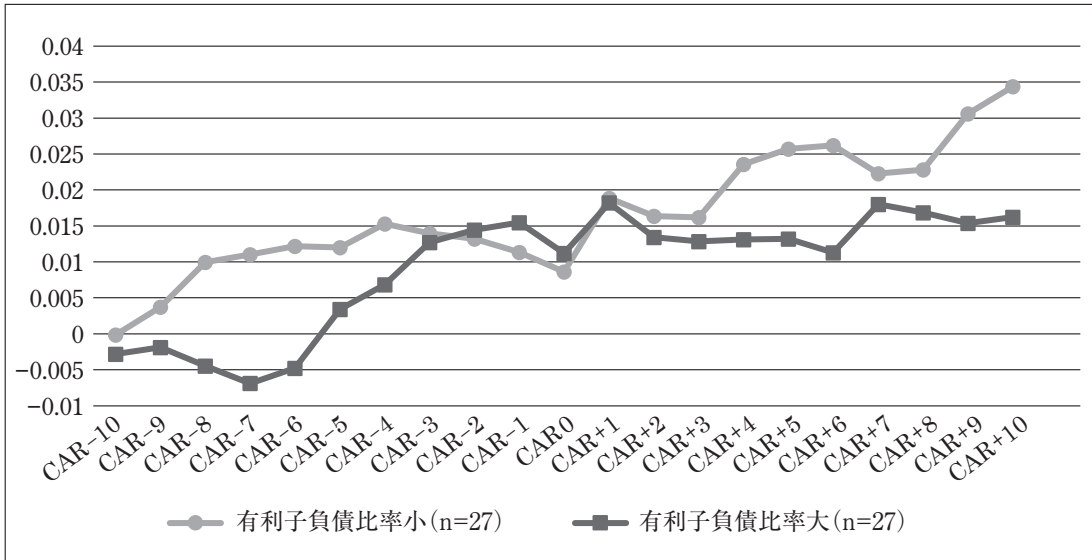


図-3 有利子負債比率の違いに着目した CAR の推移

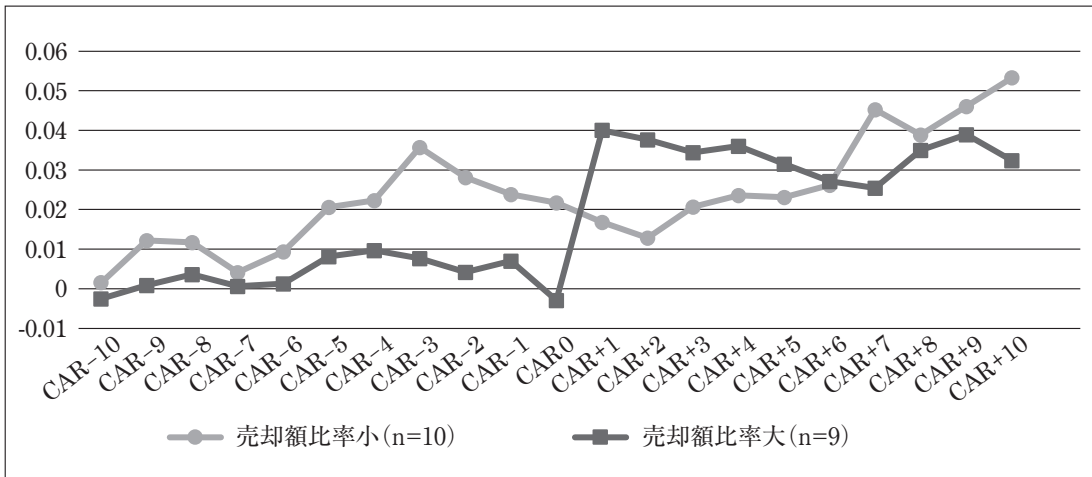


図-4 売却額比率の違いに着目した CAR の推移

と、売却額比率の高い企業グループでは CAR0 の上昇幅がおおきくなっている<sup>18)</sup>。売却額比率が大きい企業グループでは資産に対する売却額が大きいため、債務の返済のみならず、本業以外にも資

金を回せる余裕度が高いため新規事業の展開による収益性の向上が見込めるため、投資家はポジティブに捉えているものと考えられる。一方、売却額比率の低い企業グループでは、公表日前後で多少の減

<sup>18)</sup> 売却額比率の CAR について t 検定を行った結果、売却額比率の大きい企業グループでは CAR + 1 が 10% 水準で有意な数値となっている。

表ー7 サンプルの概要

| 分析モデル：③式 |        |         |           |        |        |          |        |        |        |        |        |        |             |          |           |        |               | (n=54)  |
|----------|--------|---------|-----------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|----------|-----------|--------|---------------|---------|
|          | 切片     |         | Size (Ln) |        | IMP_S  |          | Debt   |        | ROA    |        | Land   |        | corporation |          | financial |        | industry type |         |
|          | 係数     | t       | 係数        | t      | 係数     | t        | 係数     | t      | 係数     | t      | 係数     | t      | 係数          | t        | 係数        | t      | 係数            | t       |
| (-1,0)   | -0.094 | -1.863* | 0.007     | 1.905* | -0.126 | -1.658   | -0.038 | -0.981 | 0.027  | 0.242  | 0.097  | 1.242  | 0.001       | 2.235**  | 0.000     | 0.031  | -0.021        | -1.483  |
| (-1,1)   | -0.020 | -0.286  | 0.003     | 0.632  | -0.245 | -2.366** | -0.042 | -0.799 | 0.138  | 0.906  | 0.015  | 0.136  | 0.001       | 2.097**  | 0.000     | -0.348 | -0.026        | -1.346  |
| (0,1)    | 0.024  | 0.405   | 0.000     | 0.116  | -0.187 | -2.094** | -0.015 | -0.320 | 0.171  | 1.302  | -0.035 | -0.379 | 0.001       | 1.751*   | 0.000     | -0.716 | -0.026        | -1.534  |
| (-2,0)   | -0.099 | -1.791* | 0.007     | 1.803* | -0.138 | -1.653   | -0.022 | -0.513 | 0.062  | 0.504  | 0.031  | 0.356  | 0.001       | 2.343**  | 0.000     | 0.337  | -0.027        | -1.723* |
| (-2,1)   | -0.025 | -0.344  | 0.003     | 0.650  | -0.257 | -2.340** | -0.026 | -0.465 | 0.173  | 1.070  | -0.052 | -0.458 | 0.002       | 2.212**  | 0.000     | -0.094 | -0.032        | -1.554  |
| (-2,2)   | -0.060 | -0.767  | 0.004     | 0.779  | -0.261 | -2.233** | -0.035 | -0.589 | 0.204  | 1.188  | -0.088 | -0.732 | 0.002       | 2.710*** | 0.000     | 0.425  | -0.032        | -1.476  |
| (-5,0)   | -0.060 | -0.957  | 0.007     | 1.466  | -0.074 | -0.785   | 0.084  | 1.742* | -0.031 | -0.225 | -0.032 | -0.335 | 0.000       | 0.737    | -0.001    | -1.615 | -0.002        | -0.120  |
| (-5,5)   | -0.007 | -0.070  | 0.006     | 0.864  | -0.223 | -1.582   | 0.019  | 0.257  | -0.037 | -0.178 | -0.142 | -0.973 | 0.001       | 1.426    | -0.001    | -1.264 | -0.020        | -0.779  |

(出所) 筆者作成

少傾向はみられるものの、イベント期間を通してポジティブな反応がみられるため、売却額比率の低い遊休不動産に対して影響は少ないものと考えられる。

次に、上記で計測されたCARを被説明変数とした③式の回帰分析結果は表ー7のとおりである。

Size (Ln) について、(-1,0) (-2,0) で有意な数値が得られ、資産規模の大きい企業ほどプラスの傾向を示している。資産規模の大きい企業ほど社会的注目度が高いため、戦略的に遊休不動産売却情報を公表している可能性も高く、ポジティブな反応を示しているものと考えられる。

Debt について、(-5,0) で有意な数値が得られ、有利子負債比率の大きい企業ほどプラスの傾向を示している。投資家は財務的な不安定要素を抱えている企業が、遊休不動産等の売却を公表することで売却後の資金の流動化による新規事業への展開や負債返済による安定的な財務基盤が構築されることに対しポジティブな反応を示しているものと考えられる。

IMP\_S について、(-1,1) (0,1) (-2,1) (-2,2) で有意な数値が得られ、減損規模が大きい企業ほどマイナスの傾向を示している。投資家は減損規模が大きい企業が遊休不動産売却情報を公表しても、有効活用されずに遊休不動産となってしまっていた、つまり投資の失敗に対しネガティブな反応を示しているものと考えられる。

Corporation について、(-1,0) (-1,1) (0,1) (-2,0) (-2,1) (-2,2) で有意な数値が得られ、法人持株比率が大きい企業ほどプラスの傾向を示している。法人持株比率の大きい企業ほど機械主義的な行動を助長する傾向にあり(首藤 2006)、株式持合い等による経営者の機会主義的行動により、恣意的にネガティブな印象を与えない売却情報を公表している可能性も考えられる。

Industry type について、(-2,0) で有意な数値が得られ、企業の属性が製造業である場合にマイナスの傾向を示している。製造業では、工場跡地等の遊休不動産が多く遊休不動産売却情報を公表することで、投資家等は工場跡地等を有効活

用することなく売却することに対して生産性の低下等を懸念しネガティブな反応を示している可能性も考えられる。

以上一連の結果より、遊休不動産が有効活用されていない等、投資の失敗に対しては深刻にとらえるが、売却して資金の流動化が見込める場合等にはポジティブな反応を示すものと考えられる。

## 7. 本稿のまとめ

前記の一連の実証分析のまとめの意味で、当初設定した2つの仮説について分析結果を再整理し、本研究の今後を展望する。

### (1) 仮説1について

表-1の分析結果から、製造業では投資不動産を売却する企業は、有利子負債比率が高く、売上成長も優る傾向にあることが明らかになった。これは不効率的な利用状況にある不動産を流動化し、財務リスクを低減させ、将来が見込める事業に投資することが企業の成長の鍵となっていることが示唆される。これに対して、投資不動産を保有することが本業若しくは本業と親和性がある「建設・不動産・運輸業」では、企業パフォーマンスが高い企業は投資不動産の売却を控える傾向にある。これは、これらの業種では投資不動産の保有が、業績向上に直結することが示唆される。以上から仮説1は支持されたと考える。

### (2) 仮説2について

図-1・表-3の分析結果から、不動

産を購入した企業は年代を問わず、株価への影響は観察されなかった。また、図-2・表-4の分析結果から、不動産を売却した企業は年代を問わず、正の株価反応を示すことが明らかになった。また、CARを被説明変数とする回帰分析では、「製造業」及び「建設業」で負債比率が正の変数に浮上している。これは財務体質の劣る企業は、不動産の売却による流動化によって証券市場での評価が高まることが示唆されている。さらに、2010年代のデータを対象とした追加的分析においても同様の傾向が認められた。このように分析結果は、米国の先行研究と整合性が認められ、仮説2は支持された。

現在、一般事業会社において、「不効率に利用されている不動産を売却し、筋肉質な資産構成にすることが望ましい」という直感的な認識が共有されている。そしてそれが、CRE実施の基礎的指針に位置づけられている。本研究では、この直感的な認識の妥当性を実際の財務データを活用した実証分析で一部を裏付けることができた。また、投資不動産を保有することが本業と性格を異にする業種（製造業等）と保有することが本業若しくは本業と親和性がある業種（不動産業等）とでは、投資不動産の保有・売却の意思決定や証券市場での評価に差異があることも明らかになった。



## 参考文献

- [1] Booth, G.G., J.L. Glascock, and S.K. Sarkar (1996) "A Reexamination of Corporate Sell-Offs of Real Estate Assets" *Journal of Real Estate Finance and Economics* Vol.12 No.2, pp.195-202.
- [2] Glascock, J., D. Wallace, and C.F. Sirmans (1989) "An Analysis of the Acquisition and Disposition of Real Estate Assets" *Journal of Real Estate Research* Vol.4 No.3, pp.131-140.
- [3] Glascock, J., D. Wallace, and C.F. Sirmans (1991) "The Gains from Corporate Selloffs: The Case of Real Estate Assets" *AREUEA Journal* Vol.19 No.4, pp.567-582.
- [4] Hwa, T.K. (2006) "Impact of the Asian Financial Crisis on Corporate Real Estate Disposals" *Journal of Corporate Real Estate* Vol.8 No.1, pp.27-37.
- [5] Hwa, T.K. (2007) "Impact of the Asian Financial Crisis on Corporate Real Estate Acquisitions" *Journal of Corporate Real Estate* Vol.9 No.4, pp.239-256.
- [6] McConnell, J.J. and H. Servaes (1990) "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value" *Journal of Financial Economics* Vol.27 No.2, pp.595-612.
- [7] Myer, F.C., L. He, and J. Webb (1992) "Sell-Offs of U.S. Real Estate: The Effect of Domestic Versus Foreign Buyers of Shareholder Wealth" *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association* Vol.20 No.3, pp.487-500.
- [8] Owers, J.E., and R.C. Rogers (1986) "The Divestiture of Real Estate Assets by Sell-Offs." *Real Estate Issues* Vol.11 No.1, pp.29-35.
- [9] 首藤昭信 (2006) 「わが国の株式所有構造と利益の情報量」『専修商学論集』第83巻第6号, 115-134頁。
- [10] 山本卓 (2004) 「土地再評価実施企業の特徴」『JICPA ジャーナル』第584号, 98-103頁。
- [11] 山本卓 (2007) 「コーポレート・ガバナンスと企業不動産マネジメントー株式所有構造に着目した実証分析を中心にー」『季刊不動産研究』第49巻第3号, 50-58頁。
- [12] 山本卓 (2008a) 「企業の株式所有構造と有形固定資産効率性との関係分析」『経営行動研究年報』第17号, 110-114頁。
- [13] 山本卓 (2008b) 「土壤汚染報道が株価形成に与える影響」『日本土地環境学会誌』第15号, 41-51頁。
- [14] 山本卓 (2010) 「投資不動産時価情報の有用性についてー賃貸等不動産会計基準の実証的検証を中心にー」『証券アナリストジャーナル』第48巻第11号, 90-101頁。
- [15] 山本卓 (2012) 「東証1部上場企業の賃貸等不動産保有の決定要因と時価情報有用性」『会計・監査ジャーナル』第678号, 93-102頁。