

博士学位論文 要旨

J-REIT の実証研究

—二つの新しい視点からの検証—

2024年3月

武蔵大学大学院経済学研究科後期博士課程

経済・経営・ファイナンス専攻

学籍番号 521D001

氏名 石原雅行

主指導教員 神楽岡優昌 教授

副指導教員 蓮見亮 教授

論文要旨

1. 本研究の概要

本研究は、J-REIT を対象とした実証研究であるため、まず第1章において研究対象となる J-REIT 市場の設立時における政策意義と本研究の目的、モチベーションを論じた。J-REIT 市場設立の政策的な意義は、バブル崩壊による資産デフレからの脱却、即ち、当時の経済環境にとって難題であった不動産価値の下落によって生じた不良債権問題の解決に貢献し、低迷していた不動産証券化市場を活性化させて日本の経済成長のカタリストになることであった。設立後 20 年超が経過し、J-REIT が保有する不動産の総額は 20 兆円を超え、時価総額で見ると米国に次ぐ世界第 2 位の市場にまで成長した。J-REIT は不動産を保有する主体であるが、一方で投資家から見れば金融商品でもあり、株式や債券と同様に市場で取引ができること、リスク・リターンの計測が可能であることからファイナンス研究の対象となり、様々な研究が蓄積されてきた。本研究の目的は、これまでの証券投資論の枠組みに加えて、コーポレート・ファイナンスの視点、経営管理の視点という新しい視点から実証研究の裾野を広げることにあることを明確化した。

つづく第 2 章では、J-REIT 市場の概要を記述した。J-REIT は、導管性要件を満たすことで法人税の支払いを実質的に免除される特別な法人とみなされる。我が国の制度においては、外部運用型のスキームを採用し、運用を始めとする様々な業務を投資法人が外部委託する形で運営が行われる。この点、米国等は、内部運用型が主流となっていることが大きな違いとなっている。次に J-REIT と世界の REIT 市場の比較、ならびに J-REIT のこれまでの成長過程について概略を記述した。一方で、これまでに J-REIT 市場活性化のために様々な施策を実施しており、それらが有効に機能したことは特筆すべき事項であろう。特に、黎明期における「J-REIT からの配当収入が資金利益、売却益が債券関係損益と、ともに銀行の実質業務純益として認められる（2002 年

12月)」ことと、「J-REIT のファンド・オブ・ファンズの組成が解禁（2003年7月）」については、現在でも主力の投資家として存在感を発揮している地方金融機関と投信投資顧問が市場に参入する契機となり、J-REIT 市場の投資家拡大に大きな影響があった。また、2010年10月に、日本銀行は「包括的な金融緩和政策」を実施し、J-REIT も国債や社債、株式 ETF に加えて買入れ対象となったことにより、J-REIT の知名度向上や同市場の重要性が認識されることとなったことは大きなインパクトがあった。また、2013年の投信法の改正により、ライツ・オファリングと自己投資口取得が解禁されたことは、発行体にとって資本政策の選択肢が広がることを意味した。第2章の参考資料として、本論文で使用する不動産投資・不動産証券化・J-REIT に関連する専門用語の解説を加えている。

本論文第3章では、J-REIT における自己投資口取得に着目し、実証研究を行った。自己投資口取得に関しては、株式とは異なり、J-REIT は導管性要件を満たすために当該会計期間の収益のほとんどを分配金と支払うため、内部留保が少なくなり、フリーキャッシュフロー仮説が成立しにくく、シグナリング仮説が主な要因とされてきた。本章では、2017年以降2021年末までに実施された自己投資口取得について、自己投資口取得のアナウンスをイベントとしてとらえたイベント・スタディ手法を適用し、自己投資口取得の実施が収益率にどのような影響を及ぼしたのか、を分析した。また、どのような市場環境下で自己投資口取得が生じる可能性があるのか、個別銘柄レベルで見た場合に、どのような特性を持つ J-REIT が自己投資口取得を行う傾向があるのかを分析した。結論として、自己投資口取得を実施した銘柄については、実施直後にプラスの異常収益率が生じていること、その異常収益率のインパクトは米国市場よりも大きいことを確認した。また、市場全体の自己投資口取得の実施件数のモデル化から、NAV 倍率が低い時期に自己投資口取得が生じていることを明らかにした。また、個別銘柄の自己投資口取得の実施の採否の分析においても、NAV 倍率が低く市場規模の大きい銘

柄群において、自己投資口取得が行われる傾向があることを見出した。本章で明らかになった NAV 倍率についての有意な分析結果は J-REIT 市場に特に強くみられる傾向と考えられる。

第 4 章では、J-REIT の経営効率性についての実証研究を行った。具体的には規模の経済が経営効率性に影響を及ぼすのか、J-REIT 間の合併により規模は拡大するが、それにともない、ポートフォリオの改善やシナジー効果により経営効率性も向上するのか、経営効率性が優れた J-REIT はどのような特性を持つのか、経営効率性が高い J-REIT の実際の投資パフォーマンスはどうか、等を調査した。DEA（包絡分析法）では、2016 年～2017 年に効率性が悪化した。その原因が J-REIT 間の合併による影響であることを検証した。さらにパネル分析により経営効率性の悪化が合併による影響であることを定量的に示した。その後は、経営効率性は回復傾向にあること、その傾向はコロナ禍でも継続していたことを明らかにした。また、DEA による経営効率性スコアと NAV 倍率を組み合わせて構築したモデルポートフォリオ（NAV 低・効率性高）の収益率は、大幅に市場収益率を上回ることを示し、経営効率性が銘柄選択の基準になりうることを示した。2012 年 4 月以降に上場した新興 REIT の経営効率性が高いことにも付言した。第 4 章における定量的な実証結果は、これまでの先行研究にはない、独自の貢献であると考えている。

2. 今後の研究課題

第 3 章で議論した自己投資口取得に関しては、今後は、まだ実績はすくないものの、自己投資口取得が行われた一定期間後に、SEOs による投資口発行が行われた実績もあり、米国と同様に「ストラドル仮説」が成立する可能性があることに注視したい。さらに、自己投資口取得の動向について、保有するアセットタイプの影響、日銀の金融政策のフェーズの影響、コロ

ナ前後での動向の違い, J-REIT のスポンサーの違い, 不動産空間市場 (賃料, 空室率) や不動産売買市場 (キャップ・レートなど) の影響など, データの蓄積が進むにつれ興味深い研究が可能になるだろう。これらの点については今後の研究課題としたい。

第3章の自己投資口取得制度の例のように, 市場参加者としての証券発行体は企業価値を最大化するために規制緩和や新しい制度に対応していくことができる。投資家に資する J-REIT 市場の発展のためには, さらなる投資対象物件の拡大につながる UPREIT 導入などの規制緩和や資金調達の実態拡大につながる転換社債や種類株発行などの制度導入が期待される。

J-REIT 市場は, 不動産空間市場 (賃料, 空室率), 不動産売買市場 (キャップレートなど) そして証券市場のそれぞれの均衡状態や動向に左右されている。実際に投資家が各 J-REIT を見る場合も証券である以上, 将来の利益に影響を与える要因, 特に分配金の見通しや不動産市況の見通しなどフォワードルッキングな要因に分析の焦点があたるのは自然なことであろう。

第4章においては, 上述のいわゆる証券アナリスト的なアプローチではなく, J-REIT についてキャッシュフローを創出するビークルと捉え, その経営効率性がどのように変化したか, またどのように市場で評価されているかを調査した。使用したデータはすべて実績値になるため, 効率的市場仮説の議論として考えることも可能であるし, 経営効率性をポートフォリオ理論でいうファクターとして扱うこともできるであろう。

経営効率性に関する今後の研究課題としては, 今回使用しなかった SFA による経営効率性の分析, パネル分析や重回帰分析による規模の経済と経営効率性の分析, 新興 REIT についてのさらなる研究, IPO 後の価格変動とパフォーマンスなど J-REIT に関する実証分析の蓄積を図ることがあげられる。

第3章と第4章をつなぐ分析としては、経営効率性の高い銘柄が、低いバリュエーションのときに、自己投資口取得を行ったらどうなるか、という点も興味深い研究テーマになろう。合わせて今後の研究課題としたい。