

実物不動産市場の流動性を考慮した REIT の価格評価

REIT Valuation with Liquidity of Real Estate Market

飯沼綱平

Kouhei IINUMA

新生銀行

要旨：日本版 REIT(不動産投資信託, 以下 J-REIT)は, 2001 年に証券取引所に上場し, 取引が開始された. 2001 年の上場後, 原資産である不動産価格も比較的安定的に推移し, J-REIT 市場も順調に成長したため, 不動産が持っている流動性の問題に関心が行くことはあまりなかった. しかしながら, リーマンショックが発生し, J-REIT の一つであるニューシティーレジデンス投資法人が流動性の問題を抱えて, 民事再生手続き開始を 2008 年 10 月に申請した. 既存研究は, 実物不動産市場は実物不動産の研究, REIT は上場されている株式市場での研究であり, 別々に理論が構築されてきたため, 不動産が保有している流動性を REIT に結び付けることはできなかった. 本論文で, この二つの市場を関連付けた REIT のプライシングモデルを開発した. 実物不動産市場と上場 J-REIT 市場という双子の不動産市場を関連付けたプライシングモデルである. これにより, 実物不動産市場で取引される資産の流動性が株式市場に与える影響について分析することが可能となることを示す. このモデルで, 実物不動産に流動性の問題が起こったときに, REIT 価格が急落することを示す. この技術は, REIT のみならず, 流動性に問題がある資産を原資産とした証券化商品の評価にも応用できる.

キーワード：REIT, 実物不動産市場, 流動性, 価格評価モデル

1. はじめに

日本版 REIT(不動産投資信託, 以下 J-REIT) は, 2001 年に証券取引所に上場し, 取引が開始された. 株式投資は, ハイリスクハイリターンの商品を投資家に提供し, 預金がローリスクローリターンであるなかで, 不動産投資はミドルリスクミドルリターンを得ることができる商品とされてきていた. しかしながら, 不動産への投資は, 多くの資金が必要とされ, さらに分散投資の効果を出すためにはそれよりも更に多額の資金が必要になっていた. また, 不動産の売買には, 時間やコストがかかるために投資家が限定されていた. その中で, J-REIT は, 不動産を直接購入するよりもはるかに少額の資金で不動産投資を始めることができ, ミドルリスクミドルリターンを提供する新しい金融

商品として認知された.

J-REIT は, 投資家より集めた資金を複数の不動産に投資し, 不動産から得られる賃料収入等を投資家に還元する金融商品である. 実物不動産の取引には, 様々なコストや時間がかかるが, J-REIT は上場されているために, 上場株式と同様に日々取引することが可能となっている. 不動産を証券化することで, 取引コストや流動性リスクの軽減を図っている. しかしながら, J-REIT のもととなっている資産は, 実物不動産であり, 実物不動産市場が抱えている問題を完全に排除することはできない. 実物不動産の売買は, 相対取引で行われており, 売買のビットアスクが比較的広いことや取引相手を探すための時間やコストがかかるといった流動性に起因する問題を抱えている.

2001 年の上場後, 原資産である不動産価格