

J-REITの投資主構成とパフォーマンス：機関投資家の役割

Ownership structure and performance of J-REITs:
The role of institutional investors

赤梅一哉*, 駒井正晶**
Kazuya Akaume, Masaaki Komai

* 株式会社電力発電, 慶応義塾大学 SFC 研究所

** 慶応義塾大学総合政策学部

要旨 : This paper examines the influence of ownership structure on the managerial and investment efficiency of J-REITs. We pay attention to the role of institutional investors' as specialists of investment activity, and expect the higher performance of management and of investment for REIT's with higher ownership ratios of institutional investors. Our analysis of recent data shows a positive relation between the level of ROE and the level of financial institutions' ownership. The analysis also suggests that a positive relation between the level of Jensen's alpha and the level of financial institutions' ownership exists. However, we found no influences of foreign investors' ownership.

キーワード : J-REIT, Ownership structure, Institutional investor, Performance of management, Performance of investment

1. 研究の背景と目的

J-REIT 市場は、2001 年までに関連制度が整備され、同年 9 月に 2 つの投資法人が東京証券取引所に上場することによりスタートした。その後、同市場は、2007 年頃まで順調に拡大していき、同年中に 42 の投資法人が国内の証券取引所に上場することとなった。しかし、2007 年度後半からの景気減速や、アメリカ発の金融危機の影響をうけ、2008 年度以降は新規上場が無いなか破綻や合併などで数を減らし、2010 年 9 月時点では上場投資法人は 36 となっている（2011 年 10 月時点では 35）。また、2008 年度以降は、既存 J-REIT の成長（物件取得など）のスピードも衰えており、近年では、J-REIT 市場は、当初期待

された成長ストーリーから外れ、足踏みしている状況であると捉えられ、関連ビジネスを含めて「低迷中」との評価が定着している。

J-REIT が低迷するに至った理由については様々な見解があるが、J-REIT のコーポレート・ガバナンスや取引市場の効率性の観点から指摘がなされることが多いのではないだろうか。例えば、前者については、J-REIT の運営に関して、「投資家」か「スポンサー¹」のどちらの利益を重視するのかという点について利益相反の問題が生じている²ことや、短

¹ 多くは不動産会社や金融機関であり、J-REIT の当初企画や運営時のバックアップ（物件、デット資金の積極的な供給、資産運用会社に対する出資や人材抛出など）を行う。

² よく議論になるのは、スポンサーが物件供