

# J-REIT の経営効率性 - 銘柄選択の基準として -

## Operating efficiency of J-REITs as an Indicator for Portfolio Choice

石原 雅行\*

Masayuki Ishihara\*

\*タカラ PAG 不動産投資顧問 (株)・武蔵大学大学院博士後期課程

The Operating efficiency of J-REITs has been one of the important factors influencing the performance of J-REITs. By using Data Envelopment Analysis (DEA) to capture the relative efficiency of J-REITs during 2012-2021, it was clarified that 2016-2017 was a critical period for economies of scale and operating efficiency, which showed that M&A activities among J-REITs led to deteriorating operating efficiency. In addition, during the Covid-19 period, despite high volatility in the securities market, the operating efficiency of J-REITs improved, according to DEA.

Using DEA score as an indicator of operating efficiency and combining the relative valuation of NAV multiples, the simulated portfolios with high-efficiency scores and low NAV valuation characteristics significantly outperformed the peers. This means that operating efficiency works as a stock selection indicator for J-REIT portfolios.

**Keywords:** 日本版不動産投資信託 (J-REIT), 経営効率性 (Operating efficiency), 包絡分析法 (DEA: Data Envelopment Analysis), ポートフォリオマネジメント (Portfolio management), 投資パフォーマンス (Investment performance)

### 1. はじめに

バブル崩壊の過程でわが国の不動産市場は深刻な低迷を経験したが、様々な構造変化を経て不動産証券化市場は急成長を遂げた。その中核をなす J-REIT (日本版不動産投資信託) は、2001 年 9 月の市場創設から約 20 年が経過し、2022 年 3 月時点での不動産保有額は 21 兆円を超える水準まで成長してきた。成長に伴い、J-REIT に関する実証研究も集積が進んでいるが、本稿のテーマである J-REIT の経営効率性については、筆者の調べた範囲では矢澤(2020a, 2020b) と浅原 (2007) が研究しているのみにとどまっている。J-REIT は一定の導管性条件を満たせば法人税の支払いを免除される特別な法人とみなされ、そのため行える事業も基本的には不動産賃貸事業に限られる。したがって、同じ不動産を扱うデベロッパーとはビジネスモデルが異なり、より

経営効率性の重要性が高いことが推察される。そのため J-REIT の経営効率性を研究する意義は大きいと言える。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、等を調査することは J-REIT の今後の発展のために大きな意義をもつと考える。本稿では経営効率性を切り口に J-REIT の分析を行い、今後の市場発展のヒントを見いだせれば、と思料する。以下に本稿の構成を示す。

第 2 節では、先行研究の概要を与える。経営効率性の研究については長い歴史があり、しかも対象分野が広範囲であるが、今回は日米の REIT とそれに関連する分野に