

*Extracting Implied Information from Passive REITs
by Option Approach for Analyzing Real Estate Market.*

オプション・アプローチによる受動的REIT証券の
インプライド情報の抽出と不動産市場の分析

*Hideji Kobayashi*¹

May 29, 2003

要旨

2001年9月に東証に上場された不動産投資信託（J-REIT）の15カ月間の分析を行い、その特徴と意義を実証的に捉える。その結果も踏まえた上で、インプライされた市場情報を抽出し、実物不動産市場の評価等に活用する方法論を金融市場と不動産市場との関わりの中で求める。REIT証券を不動産（企業資産）の派生証券とみなして、セミ・ストロング効率性の仮定の下でオプション・アプローチを適用し、不動産価値に逆接近し短期動向等を捉える方法を試みる。この過程において2つの市場の違いを明らかにする。

1. はじめに²

1.1 本研究の背景

不動産市場は不完全市場といわれている。不動産取引に公開市場はなく、不動産のリスク要因も多様で複雑であり個別性も強い。流動性は少なく総額は大きく、分割できないため分散投資が困難である。また、売買当事者の着目する効用や利用目的は異なり、取引コストも大きい。なによりも市場参加者が基準となる市場価値がわからないため、保守的な評価や誤差を伴った推定によって行動しがちである。その結果、不動産は特殊な資産に位置づけられ、教科書通りのファイナンス理論等を適用することは難しいとされてきた。これらの理由により不動産評価方法は、ローカルな実物市場の中の序列でのみ考え、伝統的な経済学と会計学をベースに構成されている。不動産鑑定士の存在意義もそうした市場の不完全性の上であり、「市場」「リスク」を分析することよりも「制度」「恣意的なガイドライン」を決めてそれを守る事に重きが置かれてきた。

しかし、バブル経済と土地神話の崩壊以降のキャッシュ・フロー重視の考え方によって、

¹ 不動産金融工学研究所

² 本稿作成に際し、青山学院大学大学院（国際マネジメント研究科）のゼミにおいて懇切丁寧にご指導頂いた野口悠紀雄教授に心から感謝申し上げます。

また、貴重なアドバイスを頂いた青山学院大学大学院の高森寛教授、池田昌幸教授、慶應義塾大学総合政策学部の森平爽一郎教授、明海大学不動産学部の川口有一郎教授、筑波大学社会工学系の竹原均助教授、野村アセット投信研究所の林皓二氏、ニッセイ基礎研究所の北村智紀氏、時系列分析を直接ご指導頂いた立教大学社会学部の白石義典教授、青山学院大学大学院の福井義高助教授、中里宗敬助教授に厚くお礼申し上げます。