

1. はじめに

企業が発行する債務に関する信用リスクの研究は実務への応用とともに発展している。しかし、日本の社債市場は 90 年代後半には急速に拡大したものの、企業の有利子負債削減の影響を受けて、2002 年以降普通社債の現存高はほぼ横ばいとなっている。今後は市場拡大期に発行された債券の償還を迎えることから、残高の減少も懸念される。

その一方で、証券化商品は様々なものが登場しているが、2001 年 9 月に日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人が東証に上場されたことによって始まった日本版不動産投資信託(J-REIT)は、2004 年 12 月のニューシティ・レジデンス投資法人の上場で 15 銘柄を数え、投資証券の時価総額は 1.8 兆円ほどに達した。規模的にはアメリカの REIT 市場や日本の不動産株と比較しても、まだ小さいものの、日経新聞の 2 月 6 日記事によれば、「2005 年度末までに十五銘柄程度が上場を予定」とのことで、今後も注目に値するものであろう。特にこれまでは、エクイティー部分に焦点が当たりがちであるが、前述のような企業の債務削減が続く中で、不動産投資信託の市場規模が拡大するならば、同時にデッド部分も新たな市場として投資家に投資機会を与えるものである。ただし、80 年代においては、金融機関による不動産業向け貸し出しの急激な増加がバブルの一因となり、その後の大量の不良債権の発生の原因ともなったとの指摘もあり、そのようなことが再び起きないようにリスク管理が必要なことは言うまでもない。

現状では J-REIT のデットは、金融機関からの借入による資金調達がほとんどである。不動産経済研究所（2005）によれば、2004 年 9 月時点では中央三井信託銀行の J-REIT 向け融資が 1 千億円を超えているのを筆頭に、信託銀行・都市銀行が中心的な役割を演じている。そのような中で、投資法人債の発行による調達も徐々に増えつつある。さらに日本リートファンド投資法人が 2005 年 2 月（払い込みベース）に 5 年債を 200 億円、10 年債を 150 億円で発行した事例や、日本ビルファンド投資法人が 2005 年 1 月に 2000 億円の投資法人債の発行登録書を提出した事例に見られるように公募による投資法人債の発行も増加するであろう。したがって、今後は J-REIT 向けの融資のみならず、これら投資法人債を組み込んだ債券ポートフォリオも含めた信用リスク管理が重要になる。ところが、格付機関のレポートを除くと不動産投資信託の信用リスクを取り扱った先行研究は少なく、研究の必要性も大きいといえよう。しかしながら、J-REIT 市場で実証研究を行うためには、データの不足が問題となる。米国には長年にわたる多くの銘柄のデータと格付が存在し、統計的な分析にも適している。日本市場においてデータが蓄積するまで待っていたのでは、その間の信用リスク管理が十分に行われなかったことになってしまう。