

# 不動産投資信託(J-REIT)の資産配分の効率化に関する分析

日本大学理工学部  
橋本龍太郎

## 1. 研究の背景

日本における従来の不動産投資は土地を保有することによるキャピタルゲインを期待するものであった。しかし、バブル崩壊により、右肩下がりであった土地神話の崩壊、地価の急落により土地所有者は大打撃を受け、また企業は膨大な量の不良債権を抱えることとなる。そして土地価格の上昇を期待する根拠のない投資は終焉した。

そんな中、2001年から新たな不動産投資の形として不動産投資信託(J-REIT)が登場し、不動産が投資対象として再注目される。制度上日本で発足したのは2000年11月の改正投信法(投資信託及び投資法人に関する法律)からである。J-REITの導入は、投信法において運用資産を有価証券に限定するという旧法の規定を改正し、不動産を含めた特定資産を運用対象に拡大したことで決定的となった。

J-REITは不動産の不動産投資金額の小口化、資産の中でも特に流動性が低い不動産の流動化、家賃収入などによるキャッシュフローから安定収益を得て、投資家に対し安定した配当をすることなどが期待されている。従来の投資対象としての不動産とは一線を置いた革新的な投資市場であり、2001年度発足から現在(2005/11)までに28銘柄(東証・大証・JASDAQの合計)が上場するという急速な発展を見せ、今後もその発展に期待されている。

## 2. 既往研究の整理

日本において不動産証券化に関する研究はまだ歴史は浅く、不動産共同投資について殿岡氏(1997)を皮切りに、不動産価格指数と市場効率性の研究を行った、中村氏(2003)、投資用不動産評価における賃料変動リスクの観点から、投資用不動産の評価を行った、平山氏(2004)、J-REITの研究ではJ-REIT物件の経営実態分析を、遠藤氏他(2005)、J-REIT東京都区部のオフィスビルに関する分析を内田氏他(2005)などが行っている。まだ、J-REITによって資産配分が効率化されたかどうかに関する研究は行われていない。

## 3. 研究の意義と目的

不動産の証券化とは端的に言うと、「不動産の証券化という特定の目的のために設立された法人等が証券を発行し、投資家から資金を集めて投資し、得られる収益を投資家に配分する仕組み」である。

不動産投資信託(J-REIT)の目的とは不動産投資のリスクを分散して縮小し、より多くの投資家の参加を促し、投資家から資金を集め、活用されていない不動産の有効利用を行う。つまり従来の不動産投資の形から、より効率的な資産配分を行うということである。

本研究では資本市場線の理論を応用し、J-REITの導入により資産配分の効率化がなされているか分析することを目的とする。この研究はJ-REIT発足時に掲げた目的が現在までの間で実現されているのかを知る上で大変重要な分析であり、資産配分が効率化されていることが明確化されることで現在までのJ-REITの動向を評価することでもある。資産配分の効率化を分析する際、本研究で使用したような資本市場線を応用した理論はかつて用いられたことなく、新しい試みである。

## 4. 研究方法

資産配分の効率化とはマクロ経済学的には利用されていない不動産を活用することで効率化とみなされるが、本研究では資本市場線の理論を用いて、資産配分の効率性の分析を行う。効率化の定義等は次項で詳しく記述を行う。

本研究では一般的な資産として、郵便貯金、10年国債、日経公社債、TOPIX、日経225、従来型の不動産投資のサンプルとして、住信基礎研究所の不動産インデックス(STIX)とIKOMA不動産投資インデックスのデータの年次収益率データ(1976~2004)をサンプルとして用いて、平均から収益率、標準偏差を算出した。J-REITに限り発足年が最近なので、データサンプルを発足年2001年~2004年とした。各インデックスはそれぞれの資産クラス市場全体の動向を表すものとして用いる。

一般的な資産に従来型の不動産資産を追加し、収益率とリスク(標準偏差)の関係から求めた資本市場線(回帰線)と、一般的な資産にJ-REITを追加し、求めた資本市場線(回帰線)ではどのような変化が見られるのかを回帰係数、グラフ、決定係数、回帰式の有意性の面から考察を行い、J-REITによる資産配分の効率化の分析を行う。各インデックス等はそれぞれの資産クラス市場全体の動向を表すものとして用いる。本研究では統計ソフト「STAT VIEW」、「Microsoft社のExcel」の2つを使用した。