

『JREITのパズルと投資戦略』

渡部 光章 (株式会社ティーマックス)

川口 有一郎 (早稲田大学商学大学院)

1. はじめに

JREIT投資口の価格(以下、「JREIT株価」と略)はその純資産価値(以下、「NAV」と略)に対して平均で30%のプレミアムで取引されてきた(2001年12月から2007年6月までの月次株価(P)/NAV(加重平均値)の平均は、約1.3となっており、NAVプレミアムの長期平均は約30%であるⁱ⁾。株価がファンダメンタル・バリュー(企業が支払うであろう支払流列の割引現在価値の合計。JREITの場合はNAV)と等しいとき、株式市場は効率的であるという。この効率性の定義のもとではJREIT市場は非効率と言えるであろうⁱⁱ⁾。

本研究では、JREITの株価とNAVの乖離の程度に応じて分類されるJREIT市場の非効率性を前提とした投資戦略について検討する。具体的には、市場の非効率性のタイプごとにP/NAV指数を用いた逆張り戦略の有効性、および将来の群衆行動の予測に賭ける戦略について検討する。

Gentry/Jones/Mayer 2004 は米国REITについてP/NAV指数を用いた逆張り戦略(P/NAV指数でみて割安な銘柄をロング/P/NAV指数でみて割高な銘柄をショート)を適用することで統計的に有意なアルファを獲得できることを示した。これは米国のREIT市場が新しいNAVの情報を約2週間で株価に取り込む特性を利用したものである。ちなみに、米国REITのNAVプレミアムの長期平均(1990年以降)は約7%程度と指摘されているⁱⁱⁱ⁾。また、米国REIT市場は1962年の創設期から今日まで次第にその効率性を向上してきた(Chan/Erickson/Wang 2000)。市場の規模、歴史、およびNAVプレミアムの程度から判断して、JREIT市場は米国REIT市場に比べて効率性は劣後すると考えてよいであろう。

ところで、JREITのNAVプレミアムはなぜ30%であったのだろうか?この間に答えるには、JREITの定義に立ち返るのがいいだろう。JREITは「税の導管性を有する、会社型のクローズドエンドファンド」である^{iv)}。クローズドエンドファンドは株価がNAVから乖離する(一般には、ディスカウントで取引される)という「パズル」の存在がする。Shleifer 2000 はクローズドエンドファンドのパズルの要因として①エージェンシーコスト、②資産の流動性、③税制、および④投資家心理の4つをあげている。最初の3つの要因は市場の効率性を前提としたものであり、最後の要因(投資家心理による説明)は市場の非効率に基づく説明である。

Benveniste/Capozza/Seguin 2002 は米国REITのNAVプレミアムが資産の流動性の向上(非流動的な実物不動産から流動的な株式への転換)によるという立場に立ち、「流動性の価値」が10%から20%程度認められるとしている。また、Gyourko/Sinai 1999 は同