

Jリートの価格形成における不動産要因と株式要因の研究

A Study of Real Estate Factor and Stock Market Factor for J-REIT Returns.

海野 利勝

Toshikatsu Umino

本論文はJリートに関して、不動産要因と株式要因のそれぞれの要因が、どの程度まで各銘柄の投資口価格の変動を説明できるかを調べる。分析の結果、不動産要因の説明力が高い銘柄もあれば、株式要因の説明力が高い銘柄もあり、ひとくくりにJリートといっても、不動産的リートもあれば株式的リートもあることを明らかにする。そして、リート投資は不動産投資か株式投資かという議論は、リートの商品性に関わる全般的な問題であるが、その実は、各リートのスペシフィックな問題であることを主張する。不動産的リートと株式的リートの違いと関係の深いファクターの調査では、不動産的リートの特徴として大型で低ボラティリティ、その裏返しとして株式的リートの特徴として小型で高ボラティリティという関係を示す。その上で、不動産とサイズとボラティリティの関係について、ポートフォリオ分散、信用・流動性リスク、スポンサーの三点から考察を加える。テナントの個別リスクが高い、信用リスクや流動性リスクが高い、経営基盤が弱いといったことが、NAVを拠り所とした投資から投資家を遠ざけ、結果として株式市場に振らされる株式的なリートになったと推察する。

キーワード：J-REIT、不動産的リート、株式的リート、NAV、サイズとボラティリティ

研究の背景と目的

本論文は、Jリートの不動産投資と株式投資の側面を分析し、Jリートの価格形成の特性を明らかにする。

2001年9月に最初のJリートが誕生してから10年が過ぎた。巨額の資金を持たない個人や小口の投資家にとって、リートは小額でも不動産投資を可能とする金融商品として人気を博し、設立から数年は順調に市場が拡大した。順調な市場拡大の背景には、Jリート各銘柄が安定して高い分配金を出してきたこと、証券化され上場していることから、小額でも不動産のエクスポージャーを持てること、また実物不動産に比べ流動性・換金性に優れること、さらには、リートは上場法人として適時適切な情報開示を行い、不動産投資に対する透明性を高めたことがある。そして、リートの所有と経営が分離されたことで、リート

の経営は不動産の専門家に任せることができ、Jリート市場は不動産経営の専門的な経験や知識を持たない投資家層を呼び込むことに成功した。

Jリート市場全体の動きを示す東証REIT指数を見ると、指数算出開始の2003年3月から2006年6月まで指数は穏やかに上昇した。この間、安定的で比較的高い配当金という特性に支えられて、Jリートはミドルリスクで推移していた。この間における指数のボラティリティは年率11.5%であった(表1)。しかし、2006年7月以降は市場の様相が変わり、2007年5月までは急上昇、その後、一転して2009年2月まで下げ続けるという、非常に荒い動きとなった。指数のボラティリティは37.6%まで上昇し、TOPIXとの相関も高まり、Jリートは当初期待されていたミドルリスクではなく、ハイリスクな投資となってしまった。その後、2009年2月に市場が底を付けると、2011年9月までのデータでは、株式市場