

REIT Pricing with OTC

飯沼綱平 新生銀行

川口有一郎 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

要旨：日本版 REIT(不動産投資信託、以下 JREIT)は、2001 年に証券取引所に上場し、取引が開始された。2001 年の上場後リーマンショックが起こる 2008 年までは、原資産である不動産価格も比較的安定的に推移して行ったことから、JREIT 市場も順調に成長して行ったため、不動産が持っている流動性の問題に関心が行くことはあまりなかった。リーマンショック後に JREIT 銘柄であるニューシティーレジデンス投資法人(NCR)が民事再生手続き開始を 2008 年 10 月に申請した 既存研究は、不動産の実物市場は実物市場での研究、JREIT は上場されている株式市場での研究であり、我々は、この二つの市場を融合させた OTC 市場で取引される資産を裏付けとした JREIT のプライシングモデルを開発した。OTC 市場と株式市場という双子の不動産市場を結びつけたプライシングモデルである。これにより、OTC 市場で取引される資産の流動性問題が株式市場に与える影響について分析することが可能となることを示すこのモデルで、実物資産に問題が起こったときに、REIT 価格が急落することを示す。この技術は、REIT のみならず、流動性に問題がある資産を原資産とした証券化商品の評価にも応用できる

Keywords: REIT, 店頭市場 流動性, プライシングモデル

1. はじめに

日本版 REIT(不動産投資信託、以下 JREIT)は、2001 年に証券取引所に上場し、取引が開始された。株式投資は、ハイリスクハイリターンの商品を投資家に提供し、預金がローリスクローリターンであるなかで、従来より、不動産投資はミドルリスクミドルリターンを得ることができる商品とされてきていた。しかしながら、不動産への投資は、多くの資金が必要とされ、さらに分散投資の効果を出すためにはそれよりも更に多額の資金が必要になってい

た。また、不動産の売買には、時間やコストがかかるために投資家が限定されていた。その中で、JREIT は数万円程度の資金で不動産投資を始めることができ、ミドルリスクミドルリターンを提供する新しい金融商品として認知された。

JREIT は、投資家より集めた資金を複数の不動産に投資し、不動産から得られる賃料収入等を投資家に還元する金融商品である。実物不動産の取引には、様々なコストや時間がかかるが、JREIT は上場されているために、上場