

日本版不動産投資信託（J-REIT）
その価格形成の妥当性と今後の課題

2005 年3 月

川口 有一郎（早稲田大学大学院ファイナンス研究科）・久武 昌人（経済産業研究所）

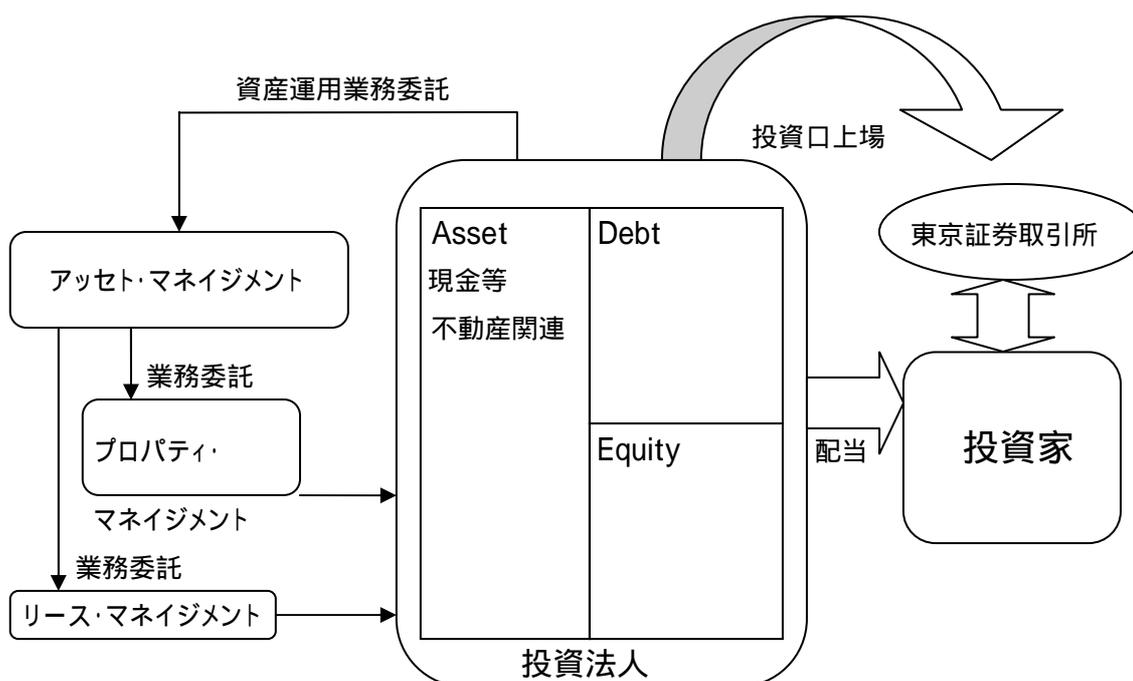
（目次）

- 1．日本版不動産投資信託とは？
- 2．REIT 市場の成長とその要因
- 3．J-REIT 市場の効率性と独自性
- 4．J-REIT と日本の不動産事業会社の株価との関係
- 5．まとめ及び今後の課題

1. 日本版不動産投資信託とは？

マーコウィッツの現代ポートフォリオ理論は不動産投資への新しいニーズを生み出した。不動産への分散投資へのニーズである。米国では1960年以降、株式や債券との相関性の低い不動産を組入れて分散投資することによりポートフォリオ全体のリスクを低減させ、リスク調整済みの期待利回りを高めることができるというパラダイムが台頭するようになった。そうした分散投資の対象となる資産は、小口化投資が可能であり、取引コストが小さく、流動性が高く、かつその市場価格を定期的に観測できるものが望ましい。不動産はそうした資産の対極にあり、直接不動産投資には不都合が生じるようになった。そこで不動産の収入を確保しつつもそうした不動産投資の課題を改善することが可能な「擬似的な不動産投資の仕組み」が考案されることとなった。Real Estate Investment Trust（「不動産投資信託」、以下「REIT」）がその代表である。

図表1 リートの概略



まず、REITを定義しておこう。REITとは、「課税の導管性が認められる会社型の不動産投資ファンド」である。ここで、不動産投資ファンドとは多数の投資家から資金を集めてプール化し、ファンドマネージャー（運用の専門家）が不動産に投資し、その運用利益を投資家に分配するものである。投資家保護の観点からそのファンドの組織形態として会社

型が望ましい。そこでは投資家は株主権を持つことができ、株主権行使、株主総会、および取締役会といったコーポレートガバナンス機能のもとで自治的に投資家保護を図ることが期待される。また、課税の導管性とは会社型ファンドへの法人課税が実質的に免除されることを言う。ファンドは不動産収入のほとんどを投資家に分配することで分配金を損金として所得から控除できる。そうした税制上の優遇措置は、不動産収入への二重課税を回避することで、REITへの投資を擬似的な不動産投資とするために必要不可欠な手当てである。

REITは1960年に米国で誕生した。米国REITは税法における不動産投資ビークルの一つのステータスである。米国REITは、連邦議会により創設された。そこでは、個人投資家も大型不動産投資からの便益を受けることを可能とする投資ビークルを提供することが意図されていた。日本のREIT(以下、「J-REIT」と略す)は米国REITを参考として創設されたもののその目的は異なる。J-REIT創設の意図は1997年の証券取引審議会の「証券市場の総合的改革」の報告書の提言の中に見出される。日本の投資信託も国際的な整合性を図るべきこと(金融のグローバル化)、自治的に投資家が保護されること(投資ビークルのガバナンス)、および商品設計の幅を広げ投資家の資産運用の手段を広げること(金融の規制緩和)がJ-REIT創設の動機であった。J-REITは、「投資信託及び投資法人に関する法律(2000年11月施行)」(以下、「投信法」と略す)、税法、および証券取引所の上場基準といった複数の制度を組み合わせて定義される不動産投資ビークルである¹。

2. REIT市場の成長とその要因

米国REITの市場規模が1兆5千億に達したのは1992年頃でありREIT創設から約30年の年月を要した。最初の米国REITはPennsylvania Real Estate Investment Trust(主に店舗に投資するREIT)である。1960年にニューヨーク証券取引所でSylvan M. Cohen氏によって上場された。米国REITの当初(1962年)の時価総額は約42百万ドル(約50億円弱)と小規模であった。時価総額が約3、253百万ドルに達したのは1971年であり、1992年に約15、563百万ドルにやっと達するというスロー・スペースであった。

JREITは2001年9月に東京証券取引所に初上場されて以来、約3年で1992年当時の米国REIT市場規模に達した。最初のJ-REIT2社はともに大手上場不動産会社の子会社REITであった。その時価総額は創設当初から約2、000億円という比較的に大きな規模であった。最近の時価総額は約1兆5000億円に上っており、J-REITは約3年間で当初の約7倍強の市場規模にまで成長した。

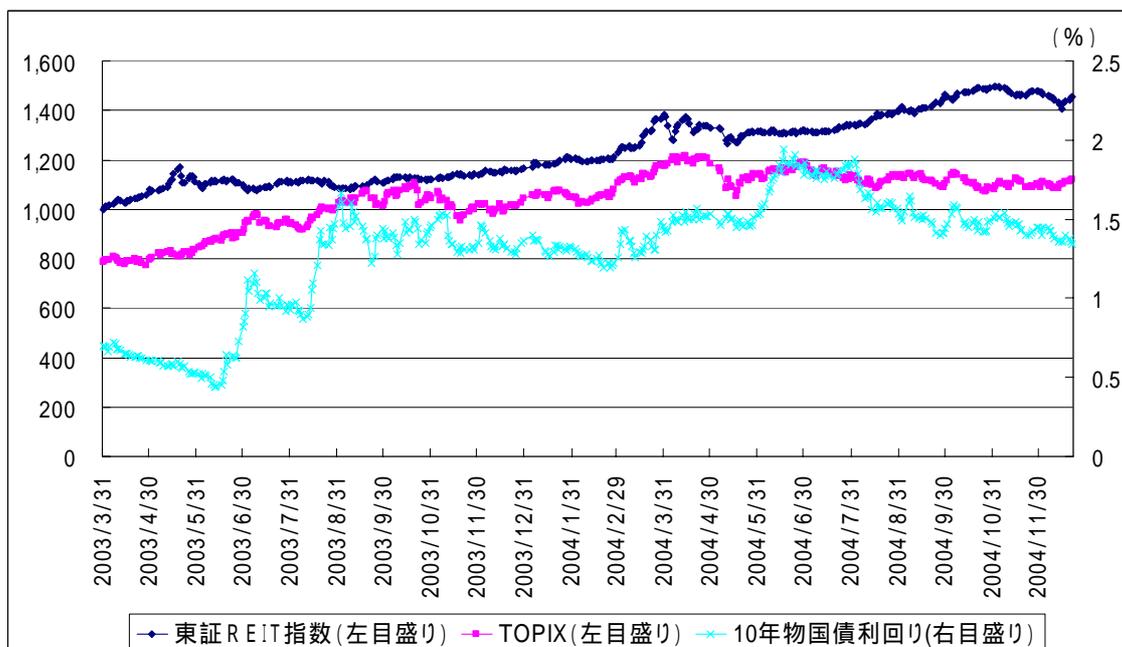
REITには3つの投資魅力がある。高い配当性向、課税の導管性(法人所得税の免除)、株式市場の値動きに影響されない安定した収益(REITの収入はREITが保有する不動産の賃貸収入によってもたらされる。その賃貸収入は賃貸契約により保証されているので少

¹ REITの日米間の違いは本稿第5節で詳しく述べる。

なくとも短期的には株式市場の値動きに影響されない)。

そうした REIT の投資特性を反映して、市況も極めて安定的に高水準を維持してきている。

図表2 J-REIT 指数・TOPIX・国債利回りの推移

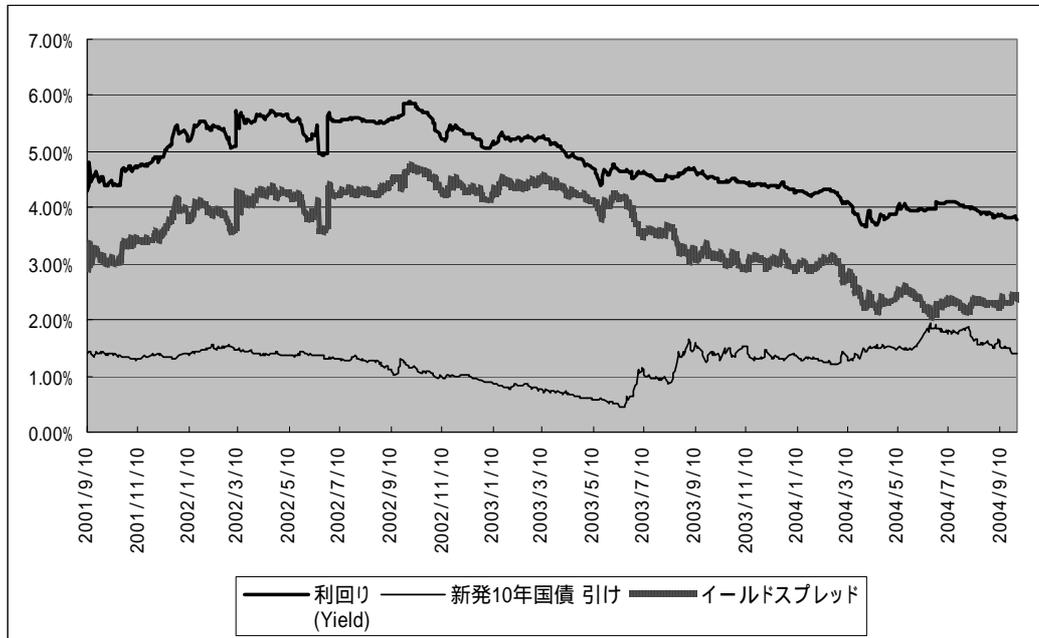


このような J-REIT の安定的急成長を牽引した一つの要因は制度的なサポートである。投資家が J-REIT に投資しやすい投資環境が整備された。例えば、個人配当課税が見直され確定申告が不要になった(02年12月)、また、同時期の全銀協通達により、銀行の経理時処理上、J-REIT の配当収入が債券と同じ業務純益と認められた。これにより J-REIT が地方銀行などの投資家の運用対象として認識されるようになった。さらに、03年5月には J-REIT2 銘柄が MSCI 指数に入ること機関投資家も J-REIT を運用対象として認識することになった。03年7月には投資信託協会の自主規制が変更されてファンド・オブ・ファンズに J-REIT を組み込むことが解禁された。

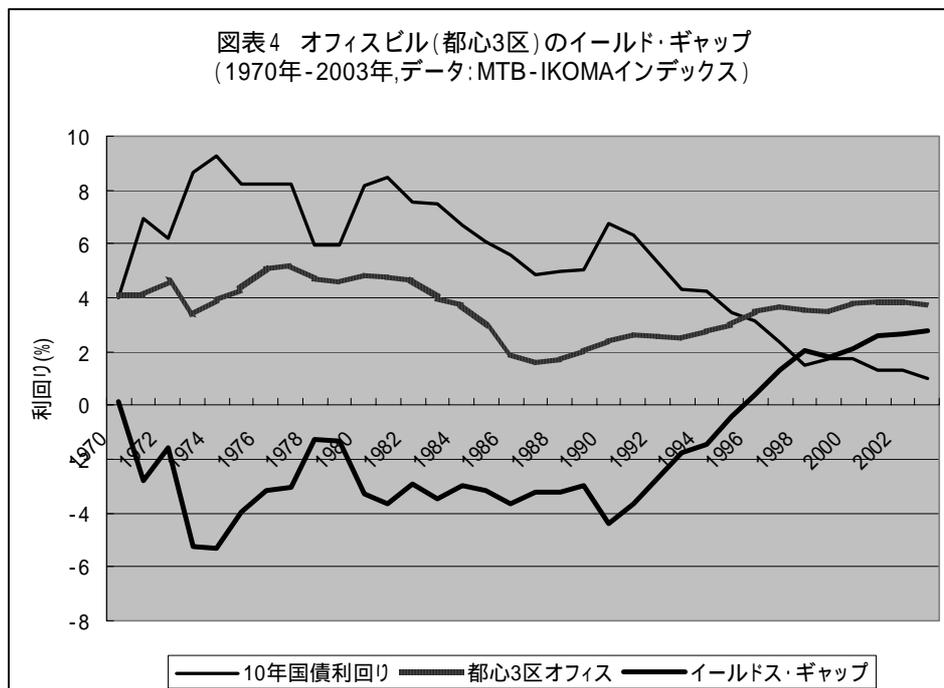
J-REIT 急成長を牽引したもう一つの要因は J-REIT の配当利回りと 10 年物国債利回りとのイールド・ギャップである。インデックス (STRB-J-REIT インデックス) ベースで 2001 年 9 月 10 日から 2004 年 9 月 30 日までのイールド・ギャップは 4.74%~2.04%であった(図表3を参照)。そうしたイールド・ギャップは、未曾有の低金利、株式市場の低迷による資産運用難に苦しむ投資家にとって、J-REIT は魅力的であり、重要な新たな運用商品と位置づけられている。

図表3 J-REITの配当利回り・イールド・ギャップ・新発10年国債利回りの推移
(2001年9月10日 - 2004年9月30日)

(J-REITの配当利回りはSTRB-J-REITインデックスの予想配当利回り)

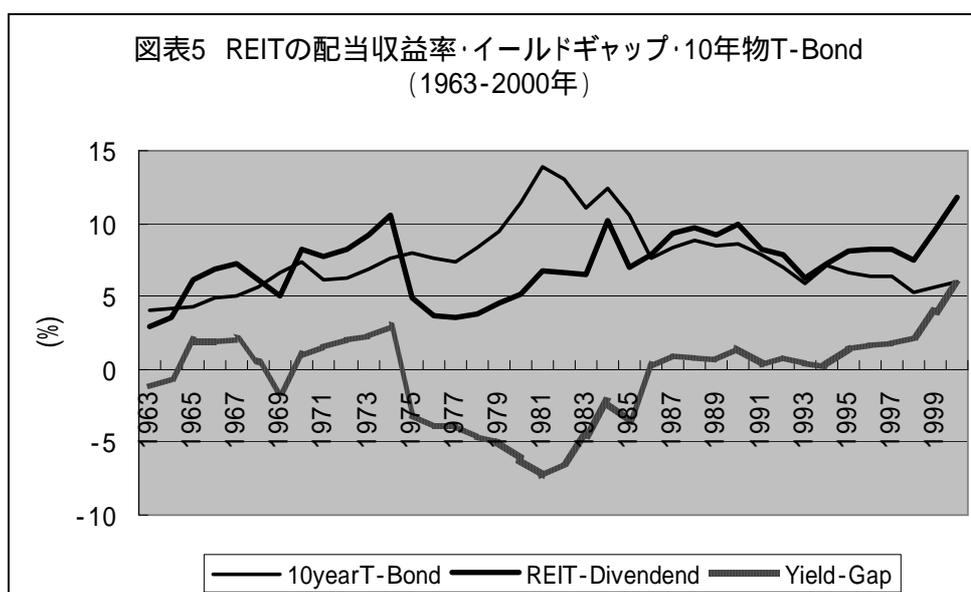


J-REITのイールド・ギャップは不動産の価格が下落したこと、およびゼロ金利政策により金利（新発10年国債利回り）が低下したことによる。例えば、東京のオフィスビル（都心3区）のインカムゲインと新発10年国債利回りのイールド・ギャップは1996年を境に正となった（図表4を参照）。図表4のグラフから分かるように、J-REITが登場した2001年は東京のオフィスビルのイールド・ギャップが歴史的な高水準を記録した時点にあっていた。

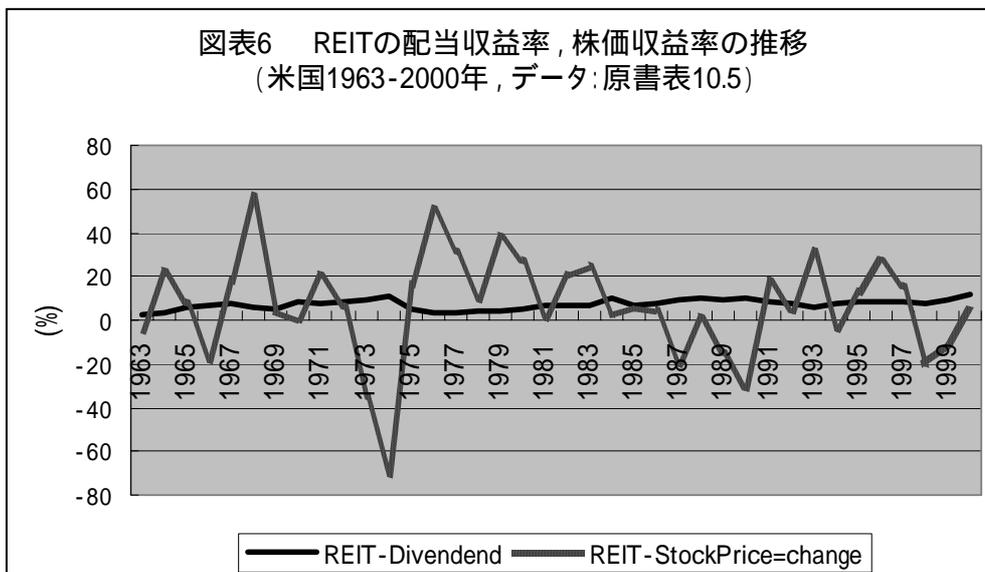


比較的に高い配当利回りを提供することが REIT の一つの魅力であることは疑いない事実である。例えば、J-REIT 各社から発せられる将来の配当の成長（衰退）に関するニュースが J-REIT の株価を上昇（下落）させることはイベント・スタディにより容易に確認することができる。実際に、筆者らが実施した J-REIT に関するイベント・スタディでは、例えば、J-REIT が不動産売却によりキャピタルゲインを得てもそれが将来の配当を上昇させないものであれば J-REIT 株価は上昇しない。逆に、配当を増加させるニュースは J-REIT の株価を上昇させる。配当に関するニュースにより REIT 株価が変化することは米国の多くの実証研究で確認されている。

しかし、REIT 市場の成長に大きな正のイールド・ギャップが必ず必要ということではないので注意が必要である。高い配当利回りがつねに大きな正のイールド・ギャップをもたらすということでもない（配当利回り以上に金利が高ければ負のイールド・ギャップとなる）。また、例えば、米国 REIT は、現在〔2004 年 4 月 1 日〕、238、833 百万ドルに達した。1992 年から約 12 年で市場規模は 10 倍以上拡大した。特に、米国 REIT 市場は 1992 年から 1997 年に飛躍的に拡大した。この間の US-REIT と 10 年物政府債利回りとの平均イールド・ギャップは 1%未満であった（図表 5 を参照）。同期間の US-REIT の平均配当利回りは 7.72%であったが、平均の 10 年物政府債利回りも 6.74%であったからである。イールド・ギャップが 100bps を下回っていたにも関わらず、US-REIT が未曾有の成長を遂げた理由は、総合収益率のプレミアムが魅力的であったからである。同期間における、US-REIT の総合収益率から 10 年物政府債利回りを差し引いた平均の超過収益率は約 16.8%であった。REIT 投資の本質が不動産投資であることを考えれば、イールド・ギャップのみに着目して投資するよりも総合収益率に注意を払うことの方がむしろ自然であろう。



図表6 REITの配当収益率, 株価収益率の推移
(米国1963-2000年, データ:原書表10.5)



図表6からUS-REITの期間収益率を配当収益と株価のキャピタルゲイン(キャピタルロス)に分解した場合、配当収益部分が安定していることが読み取れる(原書第10章でも同様の指摘がされている)。また、興味深いことに、US-REIT 株価のキャピタルゲインとUS-REIT 配当利回りと10年物政府債利回りとのイールド・ギャップには負の相関関係(相関係数 -0.44、1963年 - 2000年)がある。つまり、イールド・ギャップが小さければキャピタルゲインが大きく、イールド・ギャップが大きければキャピタルロスが大きくなるといった傾向がある。

配当利回りやイールド・ギャップが大きいとREITへの投資が増大する。それが次の期にREITの株価を押し上げる。他の条件が一定であれば、株価が上昇すると次の期には配当利回りやイールド・ギャップの水準は低下する。配当利回りが低下すれば高配当を望む投資家はREITを売却しようとするので次の期には株価が下落する。US-REITの経験(前出の図表5と図表6)は、REITのキャピタルゲインとイールドギャップは互いに相反関係にあり、そうした関係がREITの配当利回りの安定化に寄与していることを示している。

言うまでもなく、1992年以降の米国REITの急成長の要因はその総合収益率の魅力のみにあつたのではない。制度的なサポートが不動産の供給と不動産への投資需要がうまくマッチングさせたことも大きい。不動産の供給サイドの要因としては、1980年代末期から90年初頭にかけての不動産バブルの崩壊で、経営破たんした銀行や貯蓄貸付組合が市場に大量の不動産を放出することとなった。抵当権を行使された多くの物件が格安で市場に放出され、これがエクイティREITに購入された。一方、機関投資家が保有するプライベート不動産ファンドも価格が下落するとともに流動性が枯渇した。そこで、UPREIT構造を導入し、プライベート不動産投資ファンドの不動産持分をエクイティREITが実物不動産として取得できるように税制が改正された。UPREITでは不動産をREITに拠出してもキ

キャピタルゲイン課税を繰り延べることができるので実物不動産を REIT に入れる大きな誘引となった。実際、1993 年には 67%、1994 年には 89%が UPREIT 構造を使って REIT 資産が増えた（原書第 2 章を参照）。

一方、不動産投資需要サイドの要因としては、年金の REIT 投資が容易となるように制度が改正された。1993 年に包括財政調整法(Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993)によって、年金が REIT に投資する際には、基金の構成員一人一人を個別の投資家をして見なした。これにより、年金基金による REIT 投資を促進し、REIT の時価総額が増加し、REIT の流動性が飛躍的に増加した。

以上みてきたように日米の REIT の経験から REIT 市場の成長を支えるものとして次の 3 つを指摘することができる。一定水準の配当利回りを安定的に提供すること、それとあいまって REIT の総合収益率が魅力的であり、かつ不動産の流動化のニーズと不動産の流動化を促進するための制度的なサポートが存在すること。

現在、米国においても REIT 保有不動産の不動産市場全体に占める割合は比較的小さく、機関投資家の保有する不動産資産総額の約 8%である。J-REIT はその 10 分の 1 に満たない程度である。各々決して実現が簡単な項目ではないであろうが、REIT 市場成長のための上記の 3 条件が整えられれば REIT 市場はさらなる拡大をすることが可能であると考えられる。

3. J-REIT 市場の効率性と独自性

このように順調な発展を遂げてきており、また、一層の拡大の可能性もある J-REIT であるが、その価格形成の妥当性は担保されているのであろうか。日本の不動産市場についてしばしば指摘される、価格についてのいくつかの問題点、価格情報の不備、価格形成、あるいは評価の不透明性といった要因²が、この市場にも陰を落としてはいないのであろうか。

こうした疑問に答えるため、以下では、日次データを用いて、我が国の J-REIT、TOPIX、10 年物国債利回りの各々について、単位根検定を行うとともに、J-REIT と TOPIX、J-REIT、TOPIX、10 年物国債利回りの間の共和分関係の有無の検定を行った。

ところで、市場の効率性は、次期の価格の予想をする際に用いられる情報の種類によって、ウィーク・フォーム、セミストロング・フォーム、ストロング・フォームの 3 種類に区分される (Fama(1991)) が、以下では、データの制約等を勘案し、ウィーク・フォームでの市場の効率性を検証する。ウィーク・フォームで効率的とは、「現時点までの価格という情報に基づいて次期の価格について最善の予想 (期待値) を求めても、それによりアブノーマルなリターンを得ることは出来ない」というものである。ある時系列データ y_t について、 $y_{t+1} = y_t + \varepsilon_{t+1}$ (攪乱項 ε_t は平均 0 かつ iid) という定式化が成立するか否かをチェックすれ

² もちろん、これらの諸点自体が検証されるべき論点であるが、ここではそれ自体を行うものではない。

ば良いこととなる。言い換えるならば、来期の価格の最適な予測値は今期の価格となっているかどうかを検定し、そうならなければ、ウィーク・フォームでの市場の効率性が存在すると考える。

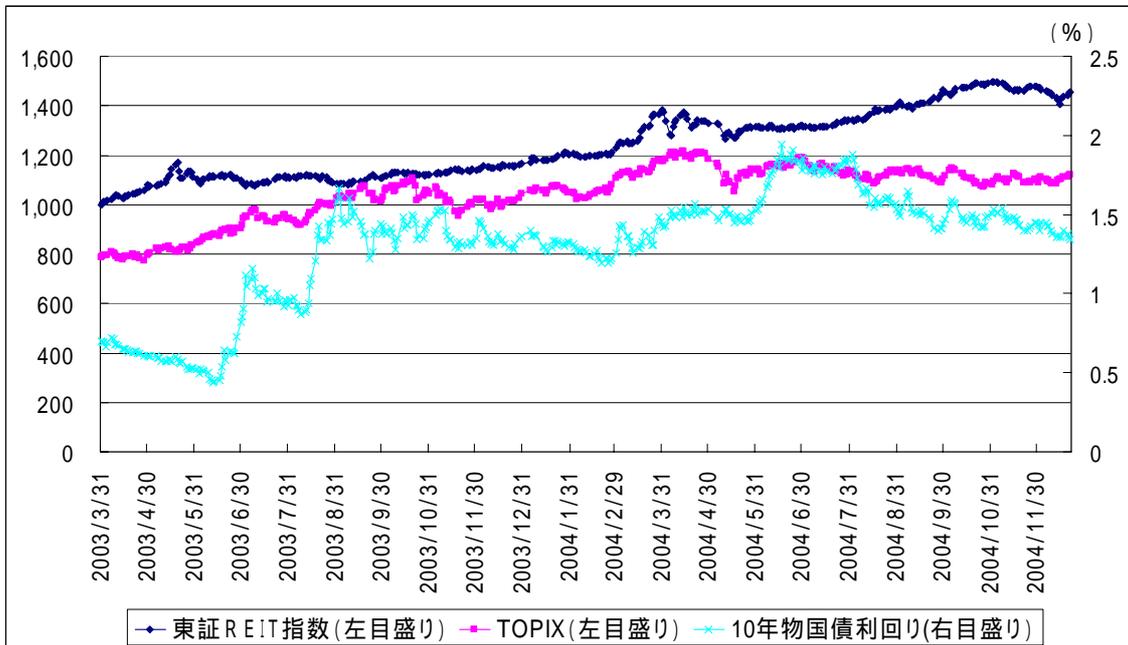
なお、以下で紹介する市場の効率性は、後ほど説明する定式化により明らかになるように、経済学で通常議論されている効率性、すなわち、資源配分上の効率性のことではなく、市場が情報を如何に速やかに用いているかという意味での効率性（＝「市場の情報処理能力上の効率性」）のことである。よって、ある市場が効率的市場であるからといって、そこで観察される価格が限界費用を反映したものであることを意味するものではない。現実の市場においては、当事者間である種の取り決めによりカルテルが形成されている場合や、あるいは、tacit collision と呼ばれる行為が存在する場合も少なくない。このようにある種のカルテル的な市場においては、一般には価格は硬直的であり、ランダム・ウォークのような動きは見せないと考えられるので、情報効率性の検証が、その（非）存在の傍証に成り得ると判断されよう。しかしながら、数量がカルテル的行為の政策変数となる場合や何らかの戦略的行動がある場合等価格付けに歪みが生じる場合には、ランダム・ウォークとは異なる価格の動きが観察される可能性があるが、こうした歪みが安定的な物である場合、つまり、一定の方向に一定の量だけの歪みをもたらす場合等においては、価格の動きが市場のプレイヤーの予測の範囲外の変動を体化し、結果として、ランダム・ウォークが観察されても不思議ではないことになる。

ところで、効率的市場仮説がテストできるか否かについては、Cambell et al.(1997、p.24) は、次のような問題を指摘している。第一に、仮に効率性が棄却されたとしても、市場が真に非効率的であったためなのか、あるいは、用いられた均衡モデルが不正確なものであったためなのか、可能性は二つある。第二に、完全に効率的な市場というベンチマーク自体が非現実的である。Grossman and Stiglitz(1980)が明らかにしたように、情報の収集や処理にコストがかかるとすれば、アブノーマルなリターンが存在し得る。例え、実際にはアブノーマルなリターンのうちこうしたコストが説明しえる部分が小さいものであったとしても、それが一体どの程度であるのかを明らかにすることは困難である。こうした問題点を踏まえ、彼らは、「相対的な効率性」という概念を採用することに意義があると主張している。すなわち、伝統的な効率的市場の文献に見られるようにオール・オア・ナッシングで判断するのではなく、異なる市場間で効率性の比較を行うのである。例えば、異なる二つの証券市場の間等での比較を行い、何がしかの含意を得るという考え方である。

本節では、この考え方に則り、J-REIT と代替的な投資対象・金融商品である、株価、債券価格の代表として、TOPIX 及び 10 年物国債利回りとの関係を考えることとした。

使用データは J-REIT 指数、TOPIX データ、10 年物国債利回りの 3 種類であり、期間は TOPIX および 10 年物国債利回りは 1995 年 1 月 4 日から 2004 年 12 月 22 日、J-REIT 指数は 2003 年 3 月 31 日から 2004 年 12 月 22 日となっている。下図は 2003 年 3 月以降の各データの推移をみている。

図表7 J-REIT 指数・TOPIX・10年物国債利回りの推移



まずは、単位根検定の結果である。計測期間は1995年1月4日から2004年12月22日まで、および2003年3月31日から2004年12月22日までであり、ADF検定を適用した。

ADF検定は、任意のラグ数*i* (*i*=1, ..., *n*) について下記の式をまず計測した上で、帰無仮説 $\gamma^* = 0$ のテストを行う。ラグ数および計測式の選択にあたっては1期から10期³までのラグを持つ10種類の計測式につきまず計測を行った上で、AIC(赤池の情報量基準)が最も小さい場合のラグ数および計測式を選択している。

計測式 (ADF 検定)

$$\Delta y_t = \mu + \gamma^* y_{t-1} + \phi_1 \Delta y_{t-1} + \phi_2 \Delta y_{t-2} + \dots + \phi_n \Delta y_{t-n} + e_t$$

y_t : TOPIX、J-REIT 指数、10年物国債利回り、 μ : 定数項、 ϕ_i : パラメータ

e_t : 残差

各系列の計測結果は下記の通りであり、TOPIX、J-REIT 指数、10年物国債利回りの3つの系列のADF統計量は帰無仮説 $\gamma^* = 0$ を棄却することができず、非定常系列であるとの結果になった。

³ 使用したソフトウェア (TSP) のデフォルトの設定である。ラグ100期までについて念のため計算を行ったが、結果には変更がなかった。

ADF 検定の結果 (1995 年 1 月 4 日 ~ 2004 年 12 月 22 日データ)

系列名	γ^* についての ADF 統計量	ラグ数
TOPIX	-2.88997	3
10 年物国債利回り	-2.28736	2

注：*は 5% 有位、**は 1% 有意で帰無仮説 $\gamma^* = 0$ を棄却することを示す。
無印は帰無仮説が棄却されず、非定常系列となっている。

ADF 検定の結果 (2003 年 3 月 31 日 ~ 2004 年 12 月 22 日データ)

系列名	γ^* についての ADF 統計量	ラグ数
TOPIX	-2.16579	3
J-REIT 指数	-2.36792	10
10 年物国債利回り	-1.62780	3

注：*は 5% 有位、**は 1% 有意で帰無仮説 $\gamma^* = 0$ を棄却することを示す。
無印は帰無仮説が棄却されず、非定常系列となっている。

次に、共和分検定を行った。これら 3 つの系列につき、Johansen の trace 検定を適用した。組み合わせは J-REIT 指数と TOPIX、J-REIT 指数、TOPIX 及び 10 年物国債利回りの 2 パターンについてである。計測期間および使用データは同じである。

計測結果は下記のとおりとなった。まず 1995 年 1 月 4 日から 2004 年 12 月 22 日までの日次データを用いて、TOPIX と 10 年物国債利回りの共和分関係をみると、この 2 変数の間には共和分の関係があることがわかる。

一方で 2003 年 3 月 31 日から 2004 年 12 月 22 日までの日次データを用いた場合には、
、 の 2 つのパターンにおいて 3 変数間においては共和分の関係がないことがわかる⁴。

推計結果 (Johansen の trace 検定 : TOPIX、10 年物国債利回り、計測期間 : 1995 年 1 月 4 日 ~ 2004 年 12 月 22 日)

帰無仮説	統計量
------	-----

⁴ ADF 検定を用いて共和分の検定を行ったが trace 検定と同様に共和分関係はないとの結果になった。

$H_0 : r = 0$	28.18189 (**)
$H_0 : r = 1$	10.57347 (**)

注：表中の数値は帰無仮説 H_0 に対しての尤度比統計量を示し、*印は帰無仮説 H_0 が有意水準 5% で棄却されること、**印は帰無仮説 H_0 が有意水準 1% で棄却されることを示している。

推計結果 (Johansen の trace 検定 : TOPIX、J-REIT 指数、計測期間 : 2003 年 3 月 31 日 ~ 2004 年 12 月 22 日)

帰無仮説	統計量
$H_0 : r = 0$	12.97263
$H_0 : r = 1$	3.92561 (*)

注：表中の数値は帰無仮説 H_0 に対しての尤度比統計量を示し、*印は帰無仮説 H_0 が有意水準 5% で棄却されること、**印は帰無仮説 H_0 が有意水準 1% で棄却されることを示している。

推計結果 (Johansen の trace 検定 : TOPIX、J-REIT 指数、10 年物国債利回り、計測期間 : 2003 年 3 月 31 日 ~ 2004 年 12 月 22 日)

帰無仮説	統計量
$H_0 : r = 0$	30.37059
$H_0 : r = 1$	13.68584
$H_0 : r = 2$	3.4927

注：表中の数値は帰無仮説 H_0 に対しての尤度比統計量を示し、**印は帰無仮説 H_0 が有意水準 5% で棄却されること、*印は帰無仮説 H_0 が有意水準 1% で棄却されることを示している。

以上の結果をまとめておこう。

まず、いずれの変数も非定常系列となった。

次に、観測期間 1995 年 ~ 2004 年で TOPIX と国債利回りの間の共和分を検定した所、これらの変数間には共和分の関係がある、他方、観測期間 2003 年 ~ 2004 年で 3 つの変数の間の共和分検定を行った所、共和分の関係はないとの結果となった。なお、これらの結果は、Johansen の trace 検定以外の方法によっても結果は変わらなかった。

以上の分析から明らかになったことをまとめてみよう。

日本の代表的金融商品である、東証の株価及び国債利回りに加えて、J-REIT の市場も効率的であると考えられる。

次に、共和分検定の結果からは、TOPIX と国債利回りには、見せかけではない真の関係がある可能性が棄却されなかったが、J-REIT については、これら二つの代表的金融商品との間に、何らかの関係があるということは示唆されなかった。この結果からは、J-REIT は、未だ、金融商品として代替的な存在とはなっていないこと、及び、その価格形成は、株式市場あるいは債券市場とは、ある程度、独立の要因に基づいていることが示唆されている。

それでは、その他に J-REIT の価格付けに影響を与えている可能性があるものは内の中であろうか。次節では、その有力な一つとして、上場している不動産事業会社（の株価）を検討することとしたい。

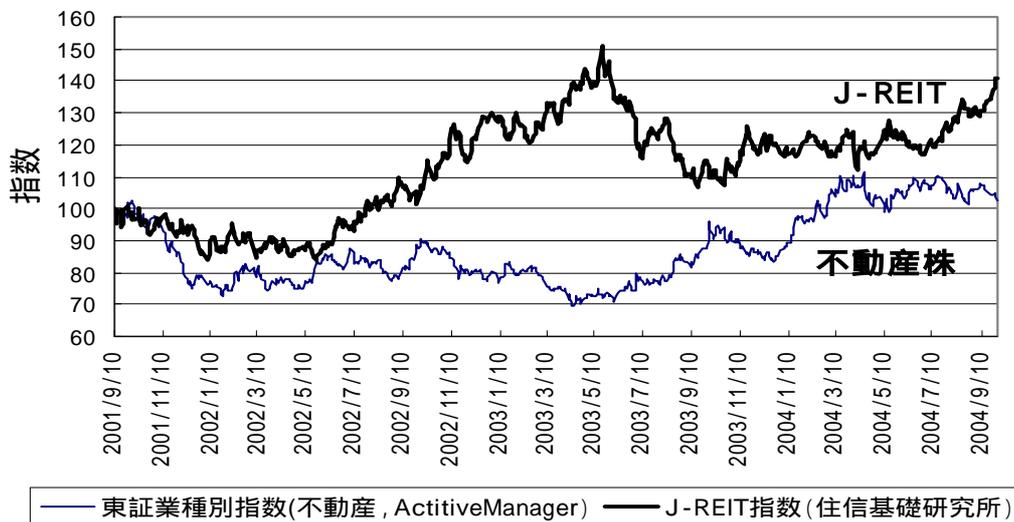
4 . J-REIT と日本の不動産事業会社の株価との関係

J-REIT の投資口の価格形成と関連がある可能性があるものとして、伝統的な上場不動産事業会社（以下、「J-REOC」と略す。REOC は Real Estate Operating Company の略である）の株価がある。実際、2001 年 9 月 10 日に二つの J-REIT が東京証券取引所に上場され、J-REIT が誕生した初期の段階（2001 年 9 月～2002 年 5 月頃まで）においては、J-REIT 株価は J-REOC 株価と同様の動きを見せた（対 TOPIX に対する両指数の相対変化の相関係数は 0.76）。投資家やアナリストは J-REIT に対してどのように対応すべきかを十分に理解することができなかつたので、J-REIT を J-REOC と同様に扱ったのではないかと考えられる。

しかしながら、J-REIT は不動産の正味の賃貸収入のほとんどを株主に配分する、そうした上場会社である。そのため、J-REIT は伝統的な上場不動産事業会社（以下、「J-REOC」と略す。REOC は Real Estate Operating Company の略である）とは、本来、大きく異なる。

初期段階を経て、例えば、2002 年 12 月に全国銀行協会が J-REIT の配当収入を債券と同様の業務純益と認めたことなどが契機となり、J-REIT を J-REOC と異なる投資商品と認識する投資家が登場した。そのため、両者の価格変動パターンは著しく異なるようになり、J-REIT 株価は J-REOC 価格と無相関となった（例えば、2002 年 12 月以降の相関係数は - 0.07）。図表 1 に示すように、この三年間程度あまりを見てみると、J-REIT の価格（住信基礎研究所の J-REIT インデックス）と東証不動産業種株の価格の変動パターンには著しい違いが見られるようになってきている。

図表8 J-REIT 投資口価格と上場不動産企業の株価の推移 (対 TOPIX)



J-REIT と J-REOC が異なる投資商品特性を持っていることはシステマティック・リスクの違いからも説明可能である。例えば、図表8の J-REIT と J-REOC の2つのインデックを用いて2ファクタモデル 市場プレミアム (TOPIX 収益率と10年物国債新発債利回りの差) と金利の期間構造プレミアム (ここでは10年物国債新発債利回りと短期金利 (金利スワップ2年物) の差) を推定してみた (2001年9月10日から2004年9月30日の日次収益率)。J-REOC は株式市場の変動に対して比較的に高い感応度 ($\beta = 1.18$, t 値=33.0) を示すが、J-REIT のその感応度は小さい ($\beta = 0.14$, t 値=5.99)。金利の期間構造に対しては、J-REOC は統計的に有意でない (P 値=0.88)。一方、J-REIT は有意水準15% (P 値=0.13) では金利の期間構造に対して有意であり、その感応度は負となっている ($\beta = -0.166$)。なお、切片 (α) については両者とも統計的に有意でない。

米国の REIT と REOC との間には、J-REIT と J-REOC ほどの違いはない。図表2に日米の REIT と REOC のシステマティック・リスクを比較したものを示す。米国の市場プレミアムは S&P500 収益率と10年物 T-Bond 利回りの差、金利の期間構造プレミアムは10年物 T-Bond 利回りと30日物 T-Bill の差である (1997年1月~2002年10月、月次収益率。US-REIT、US-REOC の推定については Delcoure and Dickens(2004)を参照)。US-REIT と US-REOC のシステマティック・リスクには日本ほど大きな格差はみられない。また、金利の期間構造プレミアムに対する感応度は、US-REIT、US-REOC とともに負でありかつ有意である。また、金利感応度は US-REOC よりも US-REIT の方が小さい。一方、上記で述べたように、J-REIT と J-REOC のシステマティック・リスクには大きな違いがある。J-REIT の市場プレミアムに対する感応度は US-REIT よりも小さく、金利期間構造プレミ

アムに対する感応度は US-REOC 並みである。また、J-REOC は、J-REIT、US-REIT、および US-REOC とは全く「異なるアニマル」のような特性を示している。

J-REIT が誕生してからまだ 3 年ほどであり、日本に米国流の不動産ファイナンスが誕生したのは 1997 年頃である。そうした観点からみれば日本のパブリックな不動産エクイティ市場は黎明期にあるので、J-REIT と J-REOC の特性について固定的な判断を下す段階にないが、図表 9 に示される日米比較から、J-REIT とは何か？を伺い知ることはできるであろう。

図表 9 REIT と不動産事業会社 (REOC) の比較
(2ファクターモデルによるシステムティックリスクの日米比較)

	J-REIT	J-REOC	US-REIT	US-REOC
切片	0.000 (0.598)	0.000 (0.949)	-0.035 (0.988)	-0.034 ^{**} (0.079)
市場プレミアム	0.139 ^{***} (0.000)	1.188 ^{***} (0.000)	0.288 ^{***} (0.000)	0.385 ^{***} (0.000)
金利の期間構造プレミアム	-0.166 [*] (0.137)	0.024 (0.887)	-0.008 ^{***} (0.006)	-0.152 ^{***} (0.007)
調整済み決定係数	4.70%	59.20%	2.30%	2.90%

1) J-REIT は住信基礎研究所 J-REIT インデックス, J-REOC は東証不動産種株価指数 (2001 年 9 月 10 日 ~ 2004 年 9 月 30 日)

日次収益率

2) US-REIT は 32 社, US-REOC は 23 社の株価を用いて計算 (1997 年 1 月 ~ 2002 年 10 月) .

月次収益率

3) 表中の の推定は, J-REIT と J-REOC は筆者による, US-REIT, US-REOC の は Delcoure and Dickens (2004) から引用 .

4) 表中の括弧内の数値は P 値 . また, ***: 有意水準 1% レベル, **: 有意水準 10% レベル, *: 有意水準 15% レベル .

5. まとめ及び今後の課題

J-REIT は、流動化・証券化の具体例の一つであり、その中でも注目を集めている。既に見てきたように、市場規模も、上場数も含め、成長をしてきている。また、本稿で分析したように、新たな金融商品として、他の商品に連動することもなく、また、少なくない課題が指摘されてきている我が国の不動産関連企業の動向にも影響されることのない、独自の地位を気付くことに成功してきている。

不動産市場は、有力な国内での投資の対象であるばかりではなく、都市集積の機能に係る重要な要素であり、そこにおいて、「市場」の機能が健全に機能することが期待されているが、この点で、J-REIT は、単なる一商品としての位置づけを越えて、不動産市場、不動産関連業界全体に対して、以下で見るように、多くの課題を抱えているが、良い意味

での刺激を与える存在となる可能性がある。実際、リートの登場により、ようやく実勢価格が明らかになっていく道が開けてきた。この分野が初めて、金融市場の常識により照らされ始めていると言える。

これまでの各国の歴史を振り返っても、市場のプレイヤーが揃い、各種の制度が整備されて、リートが登場したのではなく、リートが登場して、市場の整備の必要性が明らかになるとい順序であったとの指摘がなされている。確かに、現在の J-REIT にまつわるいくつかの事象を見てみると、日本の市場の問題点も透けて見えてくるといえよう。

今後、検討すべき課題は何であろうか。完全な整理ではないが、主なポイントは以下の通りである。

価格関係

価格形成が本当に市場的になっているのか。(TOPIX、国債利回りのみならず、その他の金融商品等との関係を分析してみる等)あるいは、日本市場の不動産等との関係で決まっているのか。あるいは、他の金融資産との関係はどうなっているのか。

そもそも不動産価格のデータが揃っていない。(路線価は地点が変更となる。賃料は基本的に公開されず(一つのビルの中でも、相対・個別の交渉))

市場参加プレイヤーの質関係

市場の評価は、妥当なものか。表面利回りにとられる(地銀等についてしばしば指摘されている)。レヴァレッジを利かせればそれを上げることは低金利の環境では容易であるが、他方で、金利変動リスクを抱え込む。(こうした手法を使っていたヘッジファンドは既に出口戦略を実行してしまっている?)

鑑定はしっかりしているか。上述のような状態で、取引事例比較法、収益還元法等が妥当な評価を引き出せるか。

あらたなプレイヤー(地銀等)の参入により、健全でない競争が起こっていると考えられる。(これまでのプレイヤーの間には「リスクとリターンが見合わない」との見方もある。)

機関投資家のビジネス・プロセス上の課題もある。(例えば、不動産担当は Debt を扱えず、その担当部門の決済が必要といった例がある。)

ルール関係

利益相反や、デュー・デリジェンス上の課題も多い。(信託銀行は、受託者であり、かつ、仲介者となり、また、資金も付ける場合がある。AMの役割とPMの役割には本来、緊張関係がないといけませんが、子会社、資本関係が強いと、それが損なわれる。PMはチームとしては、理解しているが、親会社のトップまでそうした意識が浸透しているか疑問を指摘する向きもある。)

国際性関係

不動産は、国際商品化しつつあるが、標準化が急務となってきている。このままでは、世界からの資金が集めにくい。(例えば、トラックレコードの不備が目立っている。)

これらの中には、リート単体の課題も少なくない。実際、同じ「リート」という名称で呼ばれているが、日米間には数多くの相違点があり、日本の制度において改善が求められる点も多い。

米国の REIT は「属性型 REIT」であるのに対して、J-REIT は「分離型 REIT」である。米国 REIT は会社の税法上のステータス（属性）にすぎない。つまり、米国 REIT の実質は株式会社、会社型信託（business trust）、および社団法人である。そうした会社が法人税法上の REIT という属性を有しているにすぎない。例えば、上場不動産会社が REIT になろうとする場合、米国では専用の税務申告フォーム（Form 1120-REIT）を用いて申告するだけでよい。「REIT の適格要件」を満たせば REIT として認められる。REIT の適格要件は「投資資産要件」と「収入要件」の二つから成る（内国歳入法 856 条から 860 条）。投資資産要件では、REIT がその総資産の 75% 以上を実物不動産の所有権、モーゲージ、他の REIT 株式、および政府債・現金で運用することを規定している。また、収入要件では、REIT がその総収入の 75% 以上を不動産の賃貸収益、モーゲージの利子、実物不動産の売却益により得ることを定めている。米国 REIT はそうした REIT 適格要件を満たした株式会社であり、会社型信託（business trust）であり、あるいは社団である。この税法により、米国 REIT は課税所得の 90% 超の配当を行えば支払い配当の損金算入が認められる。

日本の税法には米国の REIT 適格要件に対応する規定はなく、例えば、株式会社が税法上の属性として REIT を選択するという事はできない。J-REIT は商法上の会社組織とは分離した会社組織である（分離型 REIT）。J-REIT になろうとする者は、投資信託法に基づいて「投資法人」を設立しなければならない。投資法人はその名の通り会社組織（法人格を有する社団）であり、通常の株式会社が株式を発行するように「投資証券」を発行し、その投資家は一般の株式会社における株主総会と同じような意味合いを持つ「投資主総会」に参加できる。投資信託法は、投資信託が不動産をファンドの資産として組み入れることを認めているにすぎない。そこでは、総資産に対する不動産の組入れ比率が何%以上であれば不動産投資信託として認められるかといった規定は存在しない。J-REIT の具体的な適格要件は東京証券取引所などの不動産投資信託市場の上場基準において示されている。

J-REIT の投資法人は法人格が与えられているので利益の配当は損金に算入されないのが一般である（法人税法 22 条 5 項）。しかし、投資信託法の登録を受けた投資法人が能力、資金調達、資産運用、および事業年度に関して一定の要件を満たし、利益（配当可能額）の 90% 超を配当した場合には、その支払配当の額については損金の額に算入される（租税特別措置法 67 条の 15 1 項）。利益配当に対する法人段階での実質的な課税は行われない。

J-REIT の制度は米国 REIT に比べて複雑である。米国では税法で REIT の定義、不動産ファンドの内容、課税の導管性要件などすべてが明らかである。J-REIT の場合、不動産投資ファンドの器（ビークル）の仕組みは投信法、課税の導管性要件は税法、そして不動産ファンドの実質的な内容は証券取引所の上場基準、といった具合に縦割り型であり複雑な体系となっている。それは形式的な煩雑さに留まらない。J-REIT になろうとするものは各段

階で事前承認や事前届出が必要である。米国では、既存のファンドが REIT になろうとする場合、事前承認や事前届出の必要がなく税務上の申告だけで済む。企業が REIT として営業したり、廃止したり、あるいは合併・統合することを前提とすると、属性型 REIT (米国 REIT) の方が分離型 REIT (J-REIT) よりも効率的である。米国 REIT を日本のモデルとしながらも J-REIT が属性型でなく分離型を採用したのは日本的な「事情」によるものであろう。さて、米国 REIT (属性型 REIT) であれ J-REIT (分離型 REIT) であれ、その実質は先に示した REIT の定義の通り、課税の導管性が認められる会社型不動産投資ファンドである。そのため、両 REIT は不動産の事業会社 (REOC) とは大きく異なる。

まず REIT には課税の導管性が認められるのに対して REOC にはそれが認められない REIT は利益の 90% 以上を配当する (「配当要件」と呼ぶ) とその分を支払損金に算入することができた。仮に REIT と同じように配当要件を満たしたとしても不動産の事業会社 (REOC) はその配当分を損金扱いできない。不動産業を営む REOC がそうした二重課税回避をするためには、上記で紹介したように、米国では REIT 適格要件を満たし、税法上の不動産投資ファンド (REIT) というステータスを得なければならない。

日本における REIT のハードルは高い。課税の導管性を確保するためには、不動産投資ファンドとしての実質的な要件 証券取引所の上場審査基準に示される J-REIT 適格要件 に加えて、外部運用・受動的ファンド要件を満たさなければならない。投信法も税法も投資法人が保有不動産を内部で運用することを認めていない。投資法人は資産の外部運用が義務づけられている。投資法人は不動産の登記簿、権利証、および預金通帳は信託銀行に保管・管理を委託し、不動産の運用 (経営、管理、売買など) は投資信託委託業者に委託しなければならない。

さらに、REIT は原理的には株式投資信託が株式に代えて不動産を運用するといったイメージである。J-REIT は資産の運用以外の行為を営業とすることは禁止されている。株式に代えて不動産を保有することを主な目的とする投資信託であるからである。J-REIT の投資対象は主として安定稼働している賃貸不動産に限られている。例えば、東証の J-REIT 市場の上場審査基準は、J-REIT ファンドの総資産に対して現に賃貸収入等を生んでいる不動産 (あるいはその見込みのある不動産) への投資比率が 50% 以上となることを規定している。また、J-REIT には不動産の開発行為は一般的には認められていない。そうしたことから、J-REIT のファンドは「財布」不動産の外部運用は J-REIT の適格要件に適合するためのコストとなっている。J-REIT は極めて受動的である。

不動産ファンド要件、外部運用・受動的ファンド要件、および配当要件を満たしたとしても REOC には課税の導管性が認められない。J-REIT は分離型であるので REOC がそうした優遇税制のステータスを獲得することは制度上予定されていない。

まず、米国 REIT は投資対象の不動産に対する規定は J-REIT ほど厳格ではない。米国 REIT はその総収入の 75% 以上が不動産の賃貸収益、モーゲージの利子、実物不動産の売却益で占められるように規定されている。開発案件については、自社のポートフォリオ向けの

物件であれば開発することができる。しかし、他者に売却を予定した不動産開発は禁止されている。言うまでもなく、REOC にはそうした制約はなく、また、土地などの収益を生まない不動産への投資も可能である。

以前は米国 REIT も J-REIT と同様にパッシブな不動産投資ビークルであった。しかし、1986 年の税制改正により、米国 REIT は資産の内部運用が可能になった。また、1997 年の REIT 簡素化法により、直接 REIT の不動産投資とは関係のないサービスを提供することが可能になった。現在の米国 REIT は従来のパッシブなクローズドエンド型ファンドから離れてアクティブな REOC に近づいている。とは言え、日本の REOC と REOC 的な米国 REIT には大きな違いがある。例えば、米国 REIT は通常一般に提供されるテナントへのサービス以外の業務も行えるようになったがそれには各物件から得られる収入の 1%未満という条件がついている。また、REIT は自らの資産の 20%以内であれば付帯事業を行うことができるようになった。しかし、そうして得た利益には課税される。いずれにしても、米国 REIT が REIT であるためには税法上の REIT 適格要件を満たさなければならない。米国 REIT がより REOC に近づいたとしても、日本の REOC に比べると、米国 REIT ははるかに J-REIT により近い特性をもつ投資ビークルと言える。

また、上述の課題の多くは、日本の金融市場、不動産市場全体の問題との関連性も盛っているし、これらの課題以外にも、特殊日本的要素（例えば、OB への配慮、依然として残る行政と産業の間に出来上がったシステムの問題、独禁法の弱さ等）も指摘されている。

歴史的に見てみると、例えば、イギリスの不動産金融関連の分野は、不動産が金融商品となり、はじめて問題点が露出し、結果的に関係者がフォーラムを形成し、協力して課題を解決していった（現在も進行形であろう）と言われている。日本でも、同様の試みがスタートしているが、より幅広い関係者の間における機運の盛り上がり期待される。

(参考文献)

Campbell J. Y., A. W. Lo and A. C. MacKinlay, 1997, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.

Fama, E. F., 1991, "Efficient Capital Markets: II," *The Journal of Finance* 46 : 1575-1617.

Grossman S.J. and Stiglitz, J.E., 1980, "On the Impossibility of Informationally Efficient markets," *The American Economic Review* 70.

不動産証券化協会,2004,『不動産証券化ハンドブック』