

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員 大野早苗

平成バブル崩壊の中でわが国の不動産市場は深刻な低迷を経験したが、様々な構造変化を経て不動産証券化市場は急成長を遂げた。これは、不動産市場と金融市場の融合の進展によるものと評価できる。J-REIT市場の創設から20年が経過し、現在では21兆円を超える規模にまで成長した。

本特集では、J-REITを中心に不動産金融市場のこれまでの歩みを概観しつつ、健全なる発展を持続させるために求められる対応を含め、様々な視点からマーケットの今後の展望について考察する。本特集は4本の論文から構成されている。

第2論文でも触れられている通り、利回りが低迷するわが国の金融証券市場において、J-REITを含めた不動産金融市場は投資の受け皿として寄与してきたともいえる。市場の成長とともに海外からの投資も拡大し、国内市場と海外市場の相互依存性が強まることも予想される。

テレワーク、ステイホームなど、コロナ禍における移動の制限は世界の不動産市場に大きな影響を与えてきたが、ワクチンや治療薬の普及により移動制限が緩和され、インバウンドも再開すれば、コロナ禍を契機とする不動産市場の調整は終息に向かうと考えられる。一方で、世界的な流動性の拡大は直接的あるいは間接的に世界の不動産市場の拡大にも寄与してきたと推察されるが、欧米諸

国で金融政策の方向転換が進む中で、不動産市場の行く末も懸念されている。不動産はインフレヘッジ資産と認識されているものの、ウクライナ情勢を背景とするサプライサイドの逼迫によりスタグフレーションの進行が不動産需要を減退させる恐れもある。

不確実性の高まった昨今の情勢下で、わが国の不動産金融市場がどれだけの強靭性を発揮できるのか注視する必要がある。第1論文が説明するように、わが国の不動産金融市場は、諸々の施策を経て洗練された市場へと発展した。また、投資対象も多様化し、以前よりも多様な投資家が市場に参加するようになったが、投資家の多様化にはまだ進展の余地が残されていることを第4論文は示唆している。投資対象や投資家の多様化は市場の安定化にも寄与するはずである。また、不動産金融市場の規模がかなり拡大したとはいえ、米国の不動産金融市場と比較すれば、やはり規模拡大の余地も残されているといえる。第3論文は、市場規模と価格の安定化の関係に関する一つの示唆を提示している。

不動産市況の健全性を把握する上で欠かせないのが、関連統計の整備・拡充である。取引の性質上、不動産関連のデータは株式等と比較して質・量ともに十分とはいえない状況でもあったが、近

年では不動産関連統計の整備が進みつつある。第4論文から推察されるように、不動産価格や売買に関する正確かつ精緻な統計データの確保は、市場のさらなる発展に結びつくはずである。

以下、本特集の四つの論文の内容を簡単に紹介したい。

まず、田邊氏執筆の第1論文「**不動産証券化市場の歩みと今後の課題**」は、過去30年にわたるわが国の不動産金融市場の歩みを振り返りつつ、J-REITを含めたマーケットの発展に寄与した要因について考察するとともに、マーケットの持続的な発展を目指すに当たり留意すべき事項や残された課題について論じている。

不動産の流動化・証券化の萌芽は、不良債権問題に日本経済が追われ、企業が資金調達や財務体質の強化、資産効率の改善に迫られていた1990年代後半に遡る。また、超低金利政策による運用利回りの低迷のもとでオルタナティブ・アセットを求める投資家のニーズも流動化・証券化を促すことに寄与し、資産運用型証券化の発展につながった。当初は私募ファンドが市場規模を拡大させるが、持続的な運用には障害が多いこと、プロ向けの投資スキームで投資家層に偏りがみられたことなどを背景に創設されたのがJ-REITである。J-REITを含めた不動産証券化市場の発展には、金融商品取引法の施行や内部管理体制の整備、情報開示の進展と市場の透明性の向上、不動産証券化協会認定マスター資格制度の確立などによる人材育成などが寄与したと田邊氏は評している。また、不動産投資のアンバンドリングを促進させるための様々なスキームが確立したことも、不動産証券化市場の発展に貢献したといえる。

世界金融危機の勃発によりJ-REIT、私募ファンドは低迷を余儀なくされたが、セーフティネッ

トの構築や制度改正が進められるとともに、2013年にアベノミクスのもとで実施された量的・質的金融緩和政策を背景に、J-REITの残高の増加傾向は鮮明となる。各種の非伝統的緩和政策の実施により国内債券等の利回りはさらに低下する中、ミドルリスク・ミドルリターン不動産商品は、運用先の確保に苦慮する投資家にとって魅力的な投資対象とみなされた。また、この時期には投資対象となる不動産がさらに多様化するとともに、投資家層の多様化も進み、海外投資家によるJ-REITへの投資も拡大した。

現時点では、わが国の収益不動産の中で証券化されているのは5分の1程度にすぎない。田邊氏はまた、不動産証券化市場の今後の健全なる成長のための課題として、不動産市場と金融市場のさらなる融合を促進させるためにツーサイド・プラットフォームを形成し、両市場の相乗効果を引き出すための工夫が必要であり、ネットワーク効果を生かすために透明性のさらなる向上が求められると述べている。また、社会の高齢化・国際化を見据えた新たな商品の開発、あるいはESG投資の牽引を意図したJ-REITの開発なども望まれるとしている。

徳島氏執筆の第2論文「**不動産投資はオルタナティブ投資か?**」は、年金運用におけるオルタナティブ投資としての不動産投資のあり方について考察している。

年金資金の2割程度を占める国内債券の利回りが超低金利政策により極めて低い水準に落ち込み、投資対象が欠乏していた状況で着目されたのがオルタナティブ投資である。ただし、オルタナティブ投資の中身は多種多様であり、徳島氏は伝統的4資産以外をすべてオルタナティブ投資として括ることについて苦言を呈している。オルタナ

タイプ投資には、株式のロング・アンド・ショートのように伝統的資産の非伝統的投資手法も含まれれば、プライベートエクイティのように伝統的手法による非伝統的資産への投資も含まれる。不動産投資は、基本的にはロングオンリーの伝統的な投資手法を採用する低流動性資産への投資であり、年金運用にとってはむしろヘッジファンド投資などよりも親和性が高いといえる。中長期的な運用利回りの確保を求められる年金運用者にとって、不動産投資は中長期的な世界経済の成長の果実を還元する手段になり得るものでもあり、超低金利下において債券代替として普及したヘッジファンド投資とは異なるものである。むしろ、「低流動性資産」という区分を設け、伝統的資産とは異なる取り扱いが求められる資産クラスとしてみなすことを徳島氏は提案している。不動産投資には、エクイティリスクの分散、インフレヘッジという機能も期待でき、さらにリスク・リターン特性により投資対象を区分すれば、投資家は自身のリスク許容度に適合する投資対象を選択した上で運用することが可能となる。

不動産は目新しい投資対象ではないが、バブル崩壊までは土地を取得し建物を建設して賃貸するという現物投資が主であり、年金運用者にとって不動産投資が主たる投資対象の一つになったのは証券化技術が発達した後である。不動産証券化市場の一翼を担ったのがREITだが、年金運用における不動産投資の目的を低流動性資産への投資による利回りの獲得と分散による運用効率の改善ととらえるならば、上場REITよりも私募REITや私募不動産ファンドといった形態の方が適合しており、これらの市場整備が年金運用者の不動産投資を促すことになったといえる。ただし、成熟度の高い基金の場合にはキャッシュアウトのための流動性を確保する必要があるため、それを見越した

低流動性資産への投資を検討する必要があると徳島氏は指摘している。

石原氏執筆の第3論文「J-REITにおける自己投資口取得について」は、イベント・スタディの手法を用いてJ-REITの自己投資口取得の効果について検証している。自社株買に関する関連研究には蓄積があるが、J-REITについては自己投資口取得の初めての実施が2017年でもあり、実施件数自体がまだ少ない。本論文は数少ない当該分野に関する研究の一つであり、シグナリング仮説を定量的に検証すること、自己投資口取得が実施される環境や実施されたREITの特性について考察することを目的としている。

自社株買に対する市場のポジティブな反応を説明するものとして、過小評価仮説（シグナリング仮説）やフリーキャッシュフロー仮説などがある。太田・河瀬 [2016] は、自社株買の動機として最も支配的であるのはシグナリング仮説と主張しているが、J-REITの場合には導管性要件があるために内部留保が少ないことからフリーキャッシュフロー仮説は現実的ではなく、シグナリング仮説が有力とみなせる。すなわち、モジリアーニ=ミラーの意味での完全市場を前提にすれば自己投資口取得に対して価格は中立であるはずだが、自己投資口取得の実施でプラスの超過収益が得られることは、情報の非対称性が存在する下で経営者が価格の過小評価を伝達するシグナルとして自己投資口取得を活用すると解釈される。本論文はJ-REITの自己投資口取得を対象に、シグナリング仮説が支持されるかどうかを検証している。

本論文ではシグナリング仮説を支持する結果が示されたが、米国を対象とする研究と比較すると、J-REITの方がより大きな超過収益が発生してい

る。推察される理由として、J-REITの自己投資口取得の事例が少ないためにマーケットインパクトが相対的に大きいこと、流動性の低さが超過収益を生み出していることなどが示唆される。また、自己投資口取得の実施と関連する特性については、NAV倍率が低い時期に実施される傾向がみられること、NAV倍率が低く市場規模の大きい銘柄群で自己投資口取得が行われる傾向が示された。

清水氏執筆の第4論文「不動産市場の進化—不動産市場と金融市場の融合がもたらしたもの—」は、不動産投資市場のマイクロストラクチャーについて概説した上で、市場に対する信頼性を構築するためには欠かせない価格情報の精緻化について説明している。また、グローバルな不動産取引にみられる特徴についても触れている。

わが国は1990年代の不動産バブル崩壊の後処理に多くの時間を費やし、生産性の低下と不動産価格の下落という負のスパイラルに陥った。一方、2008年に発生したリーマンショックからの脱却は比較的速やかに成し遂げたが、それを支えたのが不動産市場の機能強化と不動産投資市場の発達であった。ストラクチャリング技術の発達や価格情報の拡充、リスクの定量化、管理技術の進歩などが市場の効率性、透明性を高め、家計をも含めた幅広い投資家を呼び込むことにつながった。清水氏はこれを不動産投資市場の民主化と呼んでいる。

不動産は個性が強い。清水氏はリート情報を用いて建物の建築年数や立地条件といった個別的

要素の価格や収益率、および割引率への定量評価を行っており、オフィスの建築年数の1年増加や物件から最寄り駅までの時間の1.5分の増加が収益率を0.6%下落させるとの結果を報告している。このように、個別的要素の影響を数量的に測定できるようになると、これらの個別的要素を反映した数値情報に基づく取引が可能となり、不動産投資の意思決定やリスクマネジメントにも寄与することになる。REITの登場による開示情報の向上や国土交通省の土地情報総合システムなど、リターンやリスク要因の分析において有用な情報ソースが拡充されつつある。また、社会のサステナビリティへの関心が高まる昨今においては、環境性能という新たな要素が不動産の価値を決定づける要因として重視されているとのことである。

グローバル化は不動産市場においても進展している。ただし、日本市場に参加している外国人投資家の国籍数は諸外国と比べて格段に低い。不動産投資が盛んな欧米諸国と日本の間には物理的な距離があるだけではなく、これらの国々との歴史的・文化的なつながりが希薄であることも関連している可能性がある。期待リターンやリスクに対する認識の多様性がボラティリティの安定化につながることを考えれば、グローバル化をより一層進めるための市場デザインが求められているともいえる。

【参考文献】

太田浩司・河瀬宏則 [2016] 「自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応—Auction買付とToSTNet買付の比較—」、『現代ファイナンス』No.38、61-93ページ。