

論 文 概 評

氏 名	澤田 考士
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	博人社甲第31号
学位授与年月日	令和3年3月25日
学位授与の要件	学位規則第3条第3項該当
学位論文題目	J-REITを通じた金融市場と不動産市場の融合 —コーポレートとしてのREITによる不動産投資行動プロセスを踏まえた検証—
論文審査委員	委員長 准教授 長田 健 委員 教授 伊藤 修 委員 准教授 丸茂 幸平 委員 教授 中川 忍

論文の内容の要旨

本論文は、今世紀に入り日本の金融市場で取引が開始された J-REIT（Japanese Real Estate Investment Trust：日本版不動産投資信託）を通じて生じたと考えられる「金融市場と不動産市場の融合」に関する研究であり、2つの実証論文（第3章・第4章）を中心とする6つの章によって構成されている。

REIT（不動産投資信託）制度は、1960年に初めて米国で導入されて以降、現在では少なくとも40以上の国・地域において存在している。日本においても2000年11月に投資信託及び投資法人に関する法律の改正・施行によって、投資信託の投資対象に不動産を含めることが可能となったことを受けて、REITの組成が可能となり、2001年9月に日本初の J-REIT 2銘柄が同時上場した。

J-REIT は、日本で唯一上場可能な不動産証券化スキームであり、上場証券市場で多数の投資家から調達した資金によって不動産市場で不動産の投資運用を行い、その収益を投資家に還元する役割を果たす。また J-REIT は、上場証券市場においては、証券投資家の投資対象である一方、不動産市場においては、自らが不動産の売買主体となり、不動産投資家としての役割を果たす。つまり J-REIT は、その仕組み上、金融市場（証券市場）と不動産市場を仲介する存在である。

J-REIT は、不動産投資によって、証券投資家が要求するリターンを確保することが要請される存在であることから、J-REIT 市場が拡大するにつれ、上場証券市場における投資家の判断が、企業体（コーポレート）としての J-REIT による不動産投資行動を通じて、実物

不動産市場に影響を与えやすくなると考えられる。また、このようなメカニズムが働くようになったことで、日本の不動産市場に構造変化が生じたと考えられる。しかし現在まで、両市場の融合やその結果として生じた不動産市場の構造変化に関して、日本を対象にした本格的な実証研究はなされてこなかった。

筆者は、他国を対象にした複数の先行研究によって明らかにされている「上場 REIT 市場による実物不動産の価格発見機能」と称される現象に着目し、J-REIT のデータを用いた分析によって、日本においても当該現象が生じている可能性を示唆する実証結果を得ている。更には、当該現象が生じる原因の 1 つとして、コーポレートとしての J-REIT の不動産投資プロセスに起因するメカニズムが存在するのではないかという新たな仮説を提唱し、実証分析の結果、コーポレートとしての REIT による不動産投資行動プロセスが価格発見機能の発生原因の一つである可能性を示唆する結果を得ている。この新たな仮説の検証を含め、本論文の実証分析を可能にしたのは、J-REIT による情報開示が他国の REIT に比べ豊富であることが挙げられる。論文では J-REIT データを用いた今後の研究の発展の可能性についても言及している。

本論文の章立ておよび各章の概要は以下の通りである。

序章

- 第 1 章 日本における地価トレンドの転換と不動産市場の構造変化。
- 第 2 章 不動産システムの概要と J-REIT の特徴
- 第 3 章 J-REIT 市場による実物不動産市場の価格発見機能に関する検証
- 第 4 章 証券市場における価格形成が J-REIT の不動産投資行動に及ぼす影響
ーダイナミック・パネル分析による検証ー
- 第 5 章 まとめと今後の課題

序章では、本研究の背景・目的が述べられている。不動産市場・J-REIT を巡る 1980 年代以降の歴史を概説し、現在、金融市場及び不動産市場の双方において、J-REIT の存在感が大きく高まっていること、そして、J-REIT は金融市場及び不動産市場のそれぞれに影響を与えるとともに、両市場の融合に影響を与えている可能性を指摘している。その上で、コーポレートとしての REIT による不動産投資行動プロセスに起因するメカニズムが一因となって生じる金融市場と不動産市場の融合について、J-REIT データに基づく実証分析による検証を行うとともに、その実証結果が示すインプリケーションを考察することが本論文の主たる目的であると述べられている。

第 1 章では、本論文で検討する不動産市場の構造変化が生じた経緯を把握するために、まず、日本の地価の長期的な推移と 1980 年代のバブル期における地価動向について述べられている。その上で、1990 年代初頭に生じた地価トレンドの変化及びその影響や 1990 年代半ば以降に不動産証券化が制度化されるまでの経緯を振り返っている。そして、1990 年代半ば以降に順次行われた不動産証券化制度導入の背景や意義を述べるとともに、日本における不動産証券化スキームの基本構造や分類等を概説し、日本の不動産証券化制度における J-REIT の位置づけを明らかにしている。また、J-REIT 市場のこれまでの推移を振り返るこ

とで、金融市場及び不動産市場の双方で J-REIT の存在感が高まっていることを確認している。

第 2 章では、不動産システムと J-REIT の特徴及び仕組みについてその概要が述べられている。不動産システムとは、資産市場、賃貸市場、建設市場、及びストック調整市場の 4 つの部門から構成される不動産関連市場全体を示すシステムである。米国等を中心とする先行研究においては、この 4 つの部門が相互に関連しつつ各市場が調整され、結果としてシステム全体を安定化させる負のフィードバック回路と称される仕組みが内在していると指摘されている。本論文の研究対象である J-REIT は、不動産システムにおいて、資産市場における主要な不動産の売買主体であるのに加え、賃貸市場における不動産の貸主でもある。また、J-REIT が直接的に不動産開発事業の実施主体になることはないが、不動産開発業は、間接的に J-REIT との関連を持つ。従って、上場証券市場で調達した資金によって不動産投資を行う J-REIT の不動産投資行動は、不動産システム全体に影響を及ぼす可能性があるかと筆者は考える。そこで、J-REIT の不動産投資行動が及ぼす不動産システムへの全体的な影響を把握しやすくするため、不動産システムについて、DiPasquale and Wheaton(1992)¹が示した 4 象限モデルに基づいて、その概要を示している。また、海外 REIT や日本国内の上場不動産会社と比較しつつ J-REIT の特徴及び仕組みの概要を示すことで、J-REIT を研究対象とする本論文の位置づけが述べられている。

第 3 章では、上場証券市場で示される J-REIT 価格（株式会社の株価に相当）と実物不動産市場で示される不動産取引価格や不動産鑑定評価額が、いずれも投資対象不動産の評価を反映していることに着目し、J-REIT 価格の変動に基づくリターンと J-REIT が保有する不動産の鑑定評価額の変動に基づくリターンとの関係を、Barkham and Geltner(1995)²と同様の方法で分析している。米国では、1990 年代前半以降に REIT 市場が本格的に拡大し、REIT が次第に 1 つのセクターとして認識されるようになり、その後、1990 年代半ばから REIT 等の上場不動産証券のリターンと実物不動産のリターンの関係に関する研究が行われ始めた。そして、同様の研究は、米国の他、英国、香港、オーストラリア、オランダ等について行われてきた。だが、日本においては同様の研究が本格的に行われてこなかった。そこで、第 3 章では、J-REIT データ（2004 年 6 月～2018 年 6 月）を用いることで、Barkham and Geltner(1995)が米国及び英国について示した、ある時点の上場 REIT のリターンが将来の実物不動産のリターンを有意に示すという、いわゆる「上場 REIT 市場による実物不動産の価格発見機能」と称される現象が、日本においても生じている可能性を示唆する結果を得ている。

第 4 章では、この議論を更に進め、上場 J-REIT 市場による実物不動産の価格発見機能が生じる原因について、先行研究における指摘とは異なる別の原因（仮説）についての検証を行っている。先行研究においては、上場 REIT 市場による実物不動産の価格発見機能が生じる原因として、両市場における情報効率性の差が挙げられてきた。市場の情報効率性とは、市場のファンダメンタルズについて新たな情報が明らかになった際、その情報が価格に織り

¹ DiPasquale, D., Wheaton, W.C.(1992), "The markets for real estate assets and space: a conceptual framework", *Real Estate Economics*, 20 (2), pp.181-198.

² Barkham, R., and D. Geltner(1995), "Price Discovery in American and British Property Markets," *Real Estate Economics* 23, pp. 21-44.

込まれるまでの時間の短さを示し、この時間が短いほど、市場の情報効率性が高いとされる。海外に関する先行研究は、上場 REIT 市場のほうが実物不動産市場よりも情報効率性が高いことによって、前述の価格発見機能が生じると結論付けている。筆者はこの考え方には、一定の妥当性が認められると考えられ、J-REIT 市場についても同様に当てはまるように考えられるとする。一方で、以下の新たな仮説を提唱し検証を行っている。J-REIT は、証券市場で調達した資金によって、上場証券市場における投資家の期待リターンを確保する不動産投資を行うことが要請される存在であることを踏まえれば、このようなコーポレートとしての J-REIT の不動産投資プロセスに起因するメカニズムも、前述の価格発見機能が生じる理由ではないかと筆者は考える。REIT 価格が変化した場合には、J-REIT の不動産投資におけるハードル・レートの変化を通じて J-REIT の不動産行動が変化し、結果として実物不動産価格に影響を与えると考えられるからである。そこで、第 4 章では、このような問題意識の下、J-REIT データ (J-REIT15 銘柄、サンプル期間 13 年間 [2006 年~2018 年] のバランスド・パネルデータ) を用いて、パネル推定 (変量効果モデル) 及びダイナミック・パネル推定によって分析を行っている。その結果、ある年における J-REIT の不動産取得動向が、その前年における J-REIT の不動産取得動向及び前年の J-REIT 価格上昇率で統計的に有意に説明する結果を得ている。この結果より筆者は、コーポレートとしての J-REIT の不動産投資プロセスに起因するメカニズムが、価格発見機能が生じる原因の一つである可能性を示唆するものであると指摘している。

第 5 章では、本論文のまとめが述べられると共に今後の課題について述べられている。まず挙げられているのが J-REIT の価格・リターンに関する研究の深化である。リーマン・ショック時における J-REIT 売却、日銀による J-REIT 買入、あるいは銀行等の金融機関によるロスカットルールによる J-REIT 売却等に見られるように、J-REIT への投資は、J-REIT が投資する不動産の評価以外の要因も踏まえ行われることもある。仮に、そのような投資行動によって J-REIT 価格・リターンが、不動産に対する評価や他の金融資産との相対的な関係によって説明することが難しい水準になった場合、コーポレートとしての J-REIT の投資プロセスにより、実物不動産の価格・リターンに影響を与える可能性がある。このため、J-REIT の価格・リターンが、その決定要因 (将来の期待収益、収益の変動リスク、あるいは流動性等) に照らして、他の金融商品の価格やリターンと同様に説明することが可能な水準にあるか、あるいは、実物不動産市場の動向から想定される水準から大きく乖離していないかなどの検証が今後求められるとしている。

また、不動産システム全体に対し、第 2 章で述べられた不動産システムにおける負のフィードバック回路によっても J-REIT が影響を与えていないかについての検証も、重要な課題であるとしている。特に、不動産の新規開発の過度な増加により実物資産である建物が過剰供給されると、その調整のためには建物の建て壊し等に多くのコストや時間を要することになり、その悪影響は大きい。J-REIT 市場における価格形成や J-REIT による不動産投資行動による影響が、不動産システム全体に波及することで、実物資産の過剰供給による悪影響が生じていないか、定期的な検証が求められるとしている。

論文審査の結果の要旨

審査委員会は本論文が着目する「J-REIT を通じた金融市場と不動産市場の融合」というテーマは新規性があると同時に、経済学・金融論が今後 1 つの研究テーマとして研究を深化させるべきテーマであると考えます。このテーマにいち早く着目し、嚆矢たる実証研究を生み出した本論文の学術的貢献は大きい。

不動産市場の価格変動はマクロ経済、特に日本経済において長きにわたり大きな影響を与えてきた。80 年代から 90 年代に生じた不動産バブルとその崩壊、そしてその後数十年にも及ぶ不動産価格の下落と停滞は、主に銀行融資の担保としての機能を通じて日本経済に多大な影響を与えてきた。つまり、前世紀までは銀行が主に不動産市場と金融市場を結合する役割を果たしてきたと考えられる。しかし、今世紀の J-REIT の誕生により、両市場を結合する新たな主体が生まれた。今後、J-REIT の存在が金融市場と不動産市場の結びつきを変化させ、それぞれの市場に対して構造変化をもたらすと考えられる。その一端を実証的に明らかにした本論文の貢献は大きく、これが嚆矢となり、今後多くの研究が蓄積されていくだろう。

論文審査においては、主にタイトルにある「融合」という概念について議論が交わされた。本論文では「融合」という言葉から想起される両市場が一つに溶け合う姿が十分に示されていないのではないかという指摘がなされ、「結合」などの言葉に置き換えるほうが適切ではないかとの提案がなされた。しかし、筆者からは融合という言葉を使う理由として、金融と不動産の融合という言葉（あるいは金融市場と不動産市場の融合といった類似の表現）が、関係業界や行政当局に多用され普及していること、また様々な面での金融と不動産の融合が広く認識される現在において、融合の 1 カテゴリーとして「J-REIT を通じた金融市場と不動産市場の融合」を取り扱うことを本論文の趣旨としていることなどが挙げられた。審査委員会は、「金融市場と不動産市場のそれぞれが変質し混ざりあうことで、新たな市場になっているという点を明らかにしたい」という筆者の長期的な研究動機が強く込められていると理解・評価し、今後の更なる研究活動によって「融合」の全貌が明らかになることに期待することとした。同じく、論文内で用いられる「構造変化」に関しても同様の議論がなされたが、これも筆者による今後の研究に期待することとした。

また本論文は、世界中で確認されている「上場 REIT 市場による実物不動産の価格発見機能」と称される現象が生じる原因の 1 つとして、新たな仮説を提唱し、その仮説に対する実証的な証拠を提示したという意味において国際的な学術的貢献も高い。コーポレートとしての J-REIT の不動産投資プロセスに起因するメカニズムが存在するのではないかという新たな仮説の検証を可能にしたのは、長きに亘り J-REIT 市場に携わってきた筆者の豊富な実務経験である。論文内では、J-REIT による情報開示が他国の REIT に比べ豊富であることが本研究を可能にしたと述べられているが、筆者の豊かな専門知識なくして、その豊富な情報は適切に処理・分析し研究に活かされることは難しかっただろう。つまり、筆者の実務経験と研究能力の融合が本研究を可能たらしめたと言っても過言ではない。審査委員会はこの点も高く評価した。また、この新たな仮説に関しては、一般事業法人を対

象としたコーポレート・ファイナンスに関する先行研究の知見・変数を活用することで、研究が更に発展するのではないかとの期待も聞かれた。

本研究の発展・飛躍の可能性には多くの期待が寄せられた。経済学の長きに亘る課題の1つである不動産バブルの予見や抑制、日本の金融政策の課題の1つと言われている日本銀行による J-REIT 買入の影響など、政策的インプリケーションに富んだ更なる研究に発展する可能性を本研究は有している。筆者の豊富な実務経験と高い研究能力によって更なる実証研究を積み重ね、多くの学術的貢献をもたらし続けてほしいと審査委員会は強く期待する。

以上より審査委員会は、本論文は博士号を授与するに足る水準に達していると考え、博士學位論文（経済学）として合格であると認める。