

## J-REITの価格形成に対するスポンサー企業の影響について

## Effects of Sponsor Companies on J-REIT Share Prices

中島 篤

Atsushi Nakajima

筑波大学大学院ビジネス科学研究科

## 要旨

While a J-REIT is a vehicle that only invests in real estate properties and issues equity shares to have its investors enjoy income and capital gains of the properties, J-REITs' share prices are affected by other factors than their property values. As one of the significant factors affecting their share prices, this study focuses on J-REITs' sponsor companies. Cross-sectional regressions using P/NAV ratio as a dependent variable suggest that high valuation of sponsor companies at the stock market as well as sponsors' appropriate commitments to their J-REITs result in relative appreciation of its share prices and that composition and a number of sponsors are also affecting the share prices. Additionally, further analyses indicate that these effects have become tangible since 2007.

キーワード：J-REIT，スポンサー，P/NAV比率，投資口保有比率，運用会社

## 1. はじめに

## 1.1 研究の背景と目的

J-REITは、投資対象を不動産のみとする投資法人が発行する投資口（株式会社の株式に相当するエクイティ性の有価証券）を上場することによって流動性を備えた会社型の投資信託であり、米国のREIT（Real Estate Investment Trust）に似た仕組みであることから、通称、日本版REIT、J-REITと呼ばれている。従って、本来、保有する不動産ポートフォリオの価値に連動した価格形成がなされることが期待されている商品であるが、実際には、J-REITの市場価格は、他の様々な要因の影響も受けている。

その中でも最も重要な要素の一つはスポンサー企業の信用力やコミットメントであろう。スポンサー企業は、制度上の存在ではないが、J-REITの運営を外部からサポートするエンティティである<sup>1</sup>。J-REITの仕組みにおいては、運用業務を資産運用会社に外部委託することが法定されており、実務では、J-REITの組成を企図する企業が新たに資産運用会社を設立し、必要な許認可を取得した上で、投資法人（J-REIT）を立ち上げ、その後も運用

会社の株主に留まって、スポンサー企業として一定の役割を果たすことが典型的なパターンである。一方で、運用会社の主要株主の変更という形でスポンサーが交代するJ-REITも散見される。制度上、J-REITは不動産保有以外の機能を持たず、税務の要請により利益を内部留保せずに投資家に分配することが求められている。このため、大きな経済変動があった場合における対応能力はJ-REIT単体では限界があり、外部からの支援が必要であることが世界的な金融危機の影響により顕在化する中で、スポンサー企業の重要性は高まっている。

本研究では、J-REITを支えるエンティティとして実質的に重要な役割を担っているスポンサー企業に着目し、スポンサー企業の信用力（ここでは、広い意味で捉え、業績や規模、市場における評価、財務の安全性等を想定する。）やJ-REITに対するコミットメント等がJ-REITの価格に及ぼす影響について検証を行う。検証に当たっては、J-REITの本源的な価値の一つの目安となる不動産価格ベースの純資産価値NAV(Net Asset Value)と市場価格(P)を比較したP/NAV比率を用いる。