

令和 5 年 6 月 12 日現在

機関番号：32675

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2019～2022

課題番号：19K01760

研究課題名（和文）不動産投資法人のエクイティ及びデット・ファイナンス

研究課題名（英文）Equity and Debt Finance of the Japanese REITs

研究代表者

金 よん晋 (Kim, Yong-Jin)

法政大学・経営学部・教授

研究者番号：80326008

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 1,500,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、J-REIT（日本版不動産投資信託）の発行体である不動産投資法人のスポンサーが新規投資口公開（IPO）の際に果たす役割と、不動産市況が不動産投資法人の公募増資のタイミングや市場評価に及ぼす影響について分析を行った。まず、IPO時のスポンサーの追加出資は過小値付けと正の関係があり、過小値付けはIPO後公募増資実施を早めることが分かった。また、スポンサーの追加出資はIPO後の企業価値向上に貢献していることが示された。次に、不動産市況として不動産投資家の期待投資利回りとオフィス空室率を用いた分析結果、公募増資のタイミングと市場反応について其々正と負の影響を及ぼしていることが確認された。

研究成果の学術的意義や社会的意義

J-REIT市場は、時価総額基準で米国に次いで世界第二位であり、日本銀行による買入れや年金積立金管理運用独立行政法人による年金運用の対象になるなど、日本の金融政策や国民生活におけるそのプレゼンスが益々高まっている。しかしながら、J-REIT市場、とりわけ不動産投資法人の財務行動に関する研究は十分とは言えない。また、J-REIT市場は、不動産投資信託の発行及び組織運営においてスポンサーの果たす役割が重大である。このような制度的背景や特徴を踏まえた上で、不動産投資法人のエクイティファイナンス行動を考察し、一般事業会社や海外不動産投資信託市場との類似点と相違点を明らかにすることは有意義である。

研究成果の概要（英文）：This research examines how the sponsor in the Japanese Real Estate Investment Trust market plays a role in initial public offerings (IPOs) and the firm value after the IPO, and how the real estate market condition affects the timing of seasoned equity offerings and market valuation. Firstly, the results showed that the sponsor's additional same boat investment (ASBI) in the issuer at the time of the IPO had a positive effect on the underpricing at the IPO and the underpricing accelerated the timing of the subsequent seasoned equity offering, and that the sponsor's ASBI contributed to the improvement of the firm value after the IPO. Next, we found that two representative proxy variables for the real estate market condition, i.e., the expected investment yield of real estate investors and the office vacancy rate change in the central business district had positive and negative impacts on the timing of the seasoned equity offering and the market reaction, respectively.

研究分野：ファイナンス

キーワード：日本版不動産投資信託 スポンサー IPO 不動産市況 公募増資

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

J-REIT(日本版不動産投資信託)市場はその規模の大きさに比べて、J-REITの発行体である不動産投資法人の財務行動に関する研究は十分とは言えない。また、不動産投資法人の財務行動に関する数少ない先行研究も、アジア地域不動産投資信託市場の枠組みで分析が行われている傾向がある。しかし、アジア地域不動産投資信託市場においては、スポンサーの存在や外部運用方式という類似性があるにも関わらず、J-REIT市場は、不動産投資法人の設立動機、スポンサーの役割、不動産市場環境などという点からその独自性がある。故に、先行研究において各国市場間にあり得る相殺効果を排除し、日本の不動産投資法人の財務行動を掘り下げて分析を行うことで、一般事業会社の財務行動や海外不動産投資信託市場の諸現象との比較分析がより鮮明になることが期待される。

2. 研究の目的

本研究は、不動産投資法人が行う財務行動のうち資金調達意思決定に、更にそのうちエクイティファイナンスに照準を合わせる。具体的に、本研究の目的は、J-REIT市場の制度的特徴を踏まえた上で、不動産投資法人の新規投資口公開(IPO; Initial Public Offering)とその後の公募増資(SEO; Seasoned Equity Offering)に対し、新しい知見を見出すことである。具体的に次の二点に関心事である。第一に、不動産投資法人のスポンサーがJ-REITのIPOの際に観測される過小値付けとIPO後の企業価値に与える影響に焦点を定めながら、一般事業会社や海外不動産投資信託市場のIPOについての先行研究結果との類似点及び相違点を浮き彫りにする。第二に、J-REIT市場の原市場とも言える不動産市場の環境(不動産市況)が不動産投資法人のSEOのタイミングや市場評価に及ぼす影響について分析を行う。

3. 研究の方法

(1)不動産投資法人のスポンサーがJ-REITのIPOの際に果たす役割を分析するためには、まず各投資法人のスポンサーを同定する必要がある。実務においても不動産投資法人のスポンサーは誰なのかについては曖昧さがある。本研究では、各不動産投資法人のスポンサーをメインスポンサーとサブスポンサーに分けながら、スポンサーの特定プロセスを明示的に定めた。スポンサーがIPOの過小値付けにどのように関わっているかを究明するために、IPO時にメインスポンサーが不動産投資法人に追加的に出資を行う、いわゆる親引け(ASBI; Additional Same Boat Investment)の機能に着目した。また、J-REIT市場におけるIPO時の過小値付けについての検証モデルとして、先行研究を踏まえながら、情報の非対称性の下での競合仮説であるシグナリング仮説と逆選択仮説の適合性を確認した。更に、シグナリング仮説を検証するために、不動産投資法人がIPO後1年以内にSEOを実施した場合を1とする被説明変数を設け、ロジット分析を行った。一方、IPO後の企業価値分析に当たっては、スポンサーの追加出資がIPO後3年間のトービンのQに与える影響に注目した。分析対象は、2001年から2019年の間に79件のIPOを行った不動産投資法人である。また、不動産投資法人は年2回の決算期があるため、IPO後の企業価値分析における観測数は最大452である。

(2)不動産市況が不動産投資法人の公募増資のタイミングや市場評価に及ぼす影響について分析を行うために、まず、J-REIT市場における公募増資の公表に対する市場反応を検証し、先行研究との比較を行った。日本の不動産市況を表す変数として最も重要と判断される不動産投資家の期待投資利回りとおフィス空室率に注目し、過去20年間の時系列データを取得した。また、その他の制御変数を取り入れた上で、不動産投資法人の各決算期における公募増資の実施有無を被説明変数とし、ロジット分析を行った。分析対象は、2002年から2020年までJ-REIT市場で実施された337件の公募増資であるが、不動産投資法人は年2回の決算を行うため、観測数は1,454となった。

4. 研究成果

(1)まず、過小値付けに関しては、IPO時のスポンサーの追加出資と過小値付けに正の関係が

あり、過小値付けが IPO 後の公募増資を早めることが確認された。よって、スポンサーが IPO 時の追加出資を介して不動産投資法人の過小値付けを拡大させ、その後過小値付けの機会費用を早期の公募増資で回収するという、シグナリング仮説が支持された。この点は、過小値付けの程度が著しく大きい一般事業会社の IPO に対する先行研究の結果とは異なるものである。また、国内外の不動産投資信託市場を問わず、IPO 時のスポンサーの追加出資に着目した上で、過小値付けのシグナリングデバイスとしての役割を明らかにしたのは本研究が初めてである。他方、不動産投資法人と投資家との間の情報の非対称性が限定的になる IPO 後の企業価値に関しては、IPO 時のスポンサーの追加出資は IPO 直後 3 年間の企業価値と正の関係があり、スポンサーと投資家間の利益相反問題を軽減する役割を果たしていることが確認された。以上を踏まえると、J-REIT の IPO 時におけるスポンサーの追加出資は、IPO 時には不動産投資法人の質の差別化を図るシグナリング手段としての役割を、IPO 後には、オーナー経営者であるスポンサーと投資家との利害を一致させるコミットメントとしての役割を担うという、二重の役割を果たしていることを示唆する。詳細については、伊藤昌哉・金瑛晋、J-REIT の IPO におけるスポンサーの役割、現代ファイナンス、45 巻、2022、31 - 58 を参照されたい。

(2) 不動産市況を示す指標として不動産投資家の期待投資利回りとオフィス空室率を用いて分析を行った結果、公募増資のタイミングに対しては、不動産投資家の期待投資利回りは公募増資の実施を促す役割を、オフィス空室率の悪化は公募増資の実施を抑制する役割を果たしていることが確認された。他方、公募増資の市場反応に対しては、オフィス空室率の悪化は、市場評価を低下させることが分かった。また、不動産投資家の期待投資利回りは、オフィス空室率の変化に比べ有意性は劣るものの、市場反応の悪化を低減させる結果が得られた。このような分析結果は、一般事業会社において、マクロ経済や資本市場環境が発行体にとって良好と考えられる時に公募増資を実施する傾向があるという既存研究結果と概ね整合的であるが、不動産投資法人のエクイティファイナンスは、J-REIT の原市場で尚且つ投資対象である不動産市場の状況と密接に関わっていることが確認された点で新奇性がある。不動産市況と、不動産投資法人の公募増資のタイミングと市場反応との関係分析は、本研究が国内外を問わず初めての試みである。詳細については、伊藤昌哉・金瑛晋、不動産市況とリートの公募増資、日本ファイナンス学会秋季大会予稿集、2022 を参照されたい。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 1件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 伊藤 昌哉、金 瑠晋	4. 巻 45
2. 論文標題 J-REITのIPOにおけるスポンサーの役割	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 現代ファイナンス	6. 最初と最後の頁 31-58
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.24487/gendai finance.450002	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 伊藤昌哉、金 瑠晋
2. 発表標題 J-REITのIPOにおけるスポンサーの役割
3. 学会等名 日本ファイナンス学会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 伊藤昌哉、金瑠晋
2. 発表標題 不動産市況とリートのパブリック増資
3. 学会等名 日本ファイナンス学会
4. 発表年 2022年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------