埼玉学園大学・川口短期大学　機関リポジトリ

上場不動産投資信託（J-REIT)の形成過程についての研究

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2019-03-29 キーワード (Ja): キーワード (En): J-REIT, conduit, J-REIT orerseas investment, healthcare facility REIT, bank of Japan and J-REIT 作成者: 森, 宏之, Mori, Hiroshi メールアドレス: 所属:
URL	https://saigaku.repo.nii.ac.jp/records/1225

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.

論　文　概　評

氏　　名	森　宏之
学位論文題目	上場不動産投資信託（Ｊ－ＲＥＩＴ）の形成過程についての研究
論文審査委員	主　査　　教授　相沢　幸悦
	委　員　　教授　箕輪　徳二
	委　員　　教授　菰田　文男
	委　員　　教授　奥山　忠信

論文の要旨

本論文が研究対象としている上場不動産投資信託（Ｊ－ＲＥＩＴ）というのは、投資家から資金を集めて、投資法人が不動産市場において不動産を取得し、そこから発生する賃貸料や売買益などの収益を当該投資家に配当する仕組みを有する金融商品である。

日本における金融大改革として断行されたいわゆる金融ビッグバンにおいて提唱された市場型間接金融の有力な金融スキームにほかならない。

１９９０年代初頭に資産（不動産）バブルが崩壊して不動産価格（地価）が大幅に下落したことにより、不動産融資を積極的におこなった銀行には、天文学的な規模の不良債権が堆積し、長期にわたり不動産不況がつづいた。

こうした不動産不況を根源とする平成大不況が長期化・深刻化するなかで、不況打開を目的として、２０００年に「投資信託及び投資法人に関する法律」の改正により、それまで認められていなかった不動産ファンドが解禁された。

２００１年には、東京証券取引所に上場不動産投資信託（Ｊ－ＲＥＩＴ）市場が開設さ

れ、わが国においても本格的な不動産証券化市場が登場することになった。

本論文は、資産（不動産）バブルが崩壊して、地価が大幅に下落し不動産不況が長期化するなかで導入されたＪ－ＲＥＩＴを中心とした不動産証券化市場を研究対象とし、政府の土地政策が不動産市場の構造変化をもたらしたさまざまな影響を歴史的にあきらかにしたうえで、政府がＪ－ＲＥＩＴの活用によって期待するヘルスケア・ビジネスの状況と、今後の展望と課題を提起している。

本論文の構成は、次のとおりである。

序　章　問題の所在と限定
第一章　不動産市場の歴史と証券化
第二章　Ｊ－ＲＥＩＴと投資家保護
第三章　Ｊ－ＲＥＩＴの海外投資自由化
第四章　Ｊ－ＲＥＩＴの規制緩和
第五章　日本銀行とＪ－ＲＥＩＴ
第六章　ヘルスケアＪ－ＲＥＩＴ施設の現況と課題
終　章　結論と残された課題

本論文の概要は、次のとおりである。

序章では、わが国における資産バブル崩壊後に、政府によって、不動産証券化の制度整備が積極的に推進された経緯をあきらかにしているが、とりわけＪ－ＲＥＩＴが導入された２０００年以降、不動産取引や不動産金融の分野で大きな変化がおこったことをあきらかにしている。

そのうえで、Ｊ－ＲＥＩＴを中心とした不動産証券化市場を研究対象とし、政府の土地政策による不動産市場の構造変化への影響、政府がＪ－ＲＥＩＴの活用により期待するヘルスケア・ビジネスの状況と、今後の展望と課題を提起するとしている。

第一章では、不動産市場における証券化取引の取組の歴史と２０００年代以降のＪ－ＲＥＩＴの導入の経緯、証券化市場の形成についてあきらかにしている。

第二章では、Ｊ－ＲＥＩＴを保有する投資家保護をどのように確保していくのかが模索されるプロセスについて考察している。とくに、不動産証券化制度が導入された当初は、取引ルールが未整備であり、金融庁や財務省関東財務局がきびしい行政処分や行政指導を

発出するようなことが頻発したことをあきらかにしている。

同時に、「証券取引法（現、金融商品取引法）」の改正や不動産鑑定評価の改訂、デューデリエンスの透明性や投資家保護に資するような取引ルールの整備がすすんでいったことなどを言及している。

第三章では、２００８年１月に国土交通省によって策定された「海外不動産鑑定評価ガイドライン」の発出以降にすすめられた海外不動産投資の解禁の内容について詳細に検討している。

第四章では、Ｊ－ＲＥＩＴの財務面での構造的な脆弱性にともなう破綻事例と問題点の整理、資本政策手段の多様化に関する規制緩和の経緯をあきらかにしている。

第五章では、日本銀行がおこなっている、これまでの金融の常識を超えたマイナス金利という大胆な金融政策、Ｊ－ＲＥＩＴを年間９００億円あまりも継続的に買い付ける大口投資家となった日本銀行による新金融政策がＪ－ＲＥＩＴや不動産市場にあたえる影響について考察している。

第六章では、政府では、わが国におけるいちじるしい高齢化の進展にともなって、今後、増加することが確実な病院や高齢者住宅等のヘルスケア施設などの設備投資の手段として、Ｊ－ＲＥＩＴを導入するとの方針にしたがって制度の整備をすすめているプロセスと今後の見通しや課題を提起している。

以上の分析をふまえて、終章で次のような結論を導出している。

第一に、２００１年にＪ－ＲＥＩＴの２銘柄が東京証券取引所に上場された後、１８年１０月末現在で上場投資法人数が６１銘柄、時価総額１２兆７０５７億円まで増加している。これは、東京証券取引所一部上場不動産会社の時価総額の１３兆８４５８億円と並ぶ規模になっている。

不動産投資信託制度を導入している世界の３３カ国・地域のなかでもアメリカに次ぐ市場規模にまで成長している。

現在では、オフィスや住宅だけでなく、インターネット通販などで需要が拡大している物流施設、ホテル・旅館、太陽光発電所などのインフラファンドでも利用が拡大してきている。

これらは、政府が、Ｊ－ＲＥＩＴの普及のために、制度の整備や規制緩和などをおこなってきた成果である。

第二に、最近では、強力な金融緩和（異次元緩和）によって強い日本経済を構築しようとしている日本銀行が、新たな金融政策としてＪ－ＲＥＩＴを積極的に活用するようになっており、その規模は、２０１８年度中に累計保有額が５０００億円に達すると見込まれている。物価安定目標を達成しようとする日本銀行にとって、有力な金融緩和手段となってきている。

第三に、ただし、政府が長期経済計画に取り入れて、成長を期待しているヘルスケア分野での活用という点では、高齢者住宅など伸びはみられるものの、取り組み面での課題や制約の多い病院施設での実績は停滞している。

病院施設などでの実績を引き上げ、超高齢化社会に対応していくためには、取り組み面での課題や制約をひとつひとつ解決していくことが急務となっている。

第四に、土地神話が崩壊したことによって登場したＪ－ＲＥＩＴによる不動産証券化事業の拡大は、そのスキームから不動産における「所有」と「運用」の分離傾向を高めることになった。

全体としてみれば、投資家は、市場で資金を調達する金融商品の開示義務を課せられていたが、そのことから、従来の相対取引中心の不動産売買であまり重視されなかった、物件や取引内容の透明性や収益性の鑑定や評価方法を重視する方向へ不動産業界全体を変化させただけでなく、証券化に関連する各種サービス事業を新たに生み出すことになったことが、Ｊ－ＲＥＩＴ導入の歴史的意義であるとしている。

論文審査の結果の要旨

このように、Ｊ－ＲＥＩＴ市場の形成過程が詳細に分析されているが、本論文の長所は次のとおりである。

第一に、不動産証券化市場の重要性を歴史的な経緯をふまえてあきらかにしたことである。

１９９０年代初頭に資産（不動産）バブルが崩壊し、不動産価格が暴落していった。そうすると膨大な不動産融資をおこなった銀行は、担保不動産の流動化ができなくなった。

不動産流通市場が機能麻痺におちいったからである。銀行には、膨大な不良債権が累積し、銀行の仲介機能が機能しなくなった結果、長期の不況にみまわれた。

不動産流通市場の整備のために、金融の証券化スキームが有効であったことは知られており、日本においても、早くから金融の証券化がすすんでいたアメリカについての研究はおこなわれていたものの、日本での研究はあまりすすんでいなかった。

このように、本論文は、わが国における不動産市場の歴史と証券化の経緯について詳細に検討している。

第二に、本論文では、証券化全般に関するさまざまな先行研究を詳細に検討していることである。

ところが、その多くは、Ｊ－ＲＥＩＴをふくむ証券化全般に関する法的な側面からの研究、Ｊ－ＲＥＩＴの理論と実務的な問題について論じたものが中心であった。というのは、銀行の不良債権処理を促進し平成大不況を克服しようというのが証券化促進の大きな要因であったことから、まずは、わが国へのＪ－ＲＥＩＴを導入するために法的整備が急務ですすめられたからであった。

Ｊ－ＲＥＩＴを取り扱う主体である銀行・証券界での取り組みが先行したのも、そのためであった。

こうした諸事情のなかで、本論文が、証券化とＪ－ＲＥＩＴを歴史的かつ理論的に分析した意義は大きいといわざるをえない。Ｊ－ＲＥＩＴと投資家保護、Ｊ－ＲＥＩＴの海外投資の自由化、Ｊ－ＲＥＩＴの規制緩和、日本銀行の金融緩和手段として組み入れられたＪ－ＲＥＩＴなど、幅広い観点から分析をおこなっている。

第三に、第三章において、２００８年１月に国土交通省が「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」の策定によって解禁されたＪ－ＲＥＩＴの海外投資解禁に関し、すでに積極的に海外取引をおこなっていた海外のＲＥＩＴ事情とＪ－ＲＥＩＴが海外で投資する場合のスキームや税務上の問題について先駆的な研究をおこなっていることである。

この研究は、提出論文の（注）１３７（１０６頁）にあるように、内外の論文によって引用されている。このことは、高く評価することができる。

第四に、本論文は、これからすます重要となるヘルスケア施設や病院などの医療施設の資金需要に対して、民間資金の導入手段としてＪ－ＲＥＩＴの活用を取り上げていることである。

これらの施設でＪ－ＲＥＩＴの取り組んでいない要因をあきらかにし、現状において期

待どおりの成果がみられない病院などでも、ケーススタディをもとに採算がとれるようになっていることがあきらかにされている点は、評価することができる。

このような長所があるものの、次のような課題や問題が見受けられる。

第一に、日本銀行が実行しているマイナス金利政策についての説明が冗長であるように思われるが、それはともかく、日本銀行がＪ－ＲＥＩＴを金融政策手段に取り入れるようになっていることについて、さらに詳しく言及する必要があろう。

というのは、アメリカの中央銀行（ＦＲＢ）は、量的緩和（ＱＥ）における主要な金融調節手段が住宅ローン担保証券（ＭＢＳ）だからである。第五章で日本銀行とＪ－ＲＥＩＴを取り上げるのであれば、この点の言及も必要であろう。

第二に、期待どおりの成果がみられない病院などでも、ケーススタディをもとに採算のえられることがあきらかにしているものの、詳細なデータにもとづいてもう少し詳細に分析する必要があろう。

もちろん、本論文は、Ｊ－ＲＥＩＴ市場の形成過程が主要なテーマなので、今後、ヘルスケア施設や病院を研究対象として、大きな成果をえるにはどうしたらいいのかの提言をおこなってもらいたい。

そのことによって、超高齢社会にいたったわが国において、福祉の充実に金融市場が貢献できるであろう。

以上の弱点とともに、最終試験において、

第一に、病院などを対象とするヘルスケアリートは、それぞれ個別の事情があるので、不動産との違いを明確にする必要があるのではないか、第二に、日銀によるＪ－ＲＥＩＴ購入というのは、市場の安定性などの観点から評価することも必要ではないか、第三に、不動産バブルが崩壊するさいにはどのように対処すべきか、

などの指摘あったが、本論文の意義を著しく低めるものとは認められない。

以上により、審査委員会は、本論文が、博士（経営学）の学位を授与するにふさわしいと判定した。