

2015年度助成分

■研究課題名

日米における商業不動産価格のダイナミクスの比較研究

研究代表者：

清水千弘 (東京大学経済学部・金融教育研究センター・特任研究員)

共同研究者：

西村清彦 (東京大学大学院経済学研究科・教授)、**渡辺努** (東京大学大学院経済学研究科・教授)、**吉田二郎** (カリフォルニア大学バークレー校・客員助教授)、**David Geltner** (Professor of Real Estate Finance & Engineering Systems, MIT Department of Urban Studies & Planning, and Engineering Systems Division)

研究期間：2015年4月1日～2020年3月31日 (今回報告対象期間2015年4月1日～2015年11月25日)

【研究実績概要】

商業不動産価格のダイナミクスの解明に当たり、マイクロデータを用いた信頼できる指数の開発から始めなければならない。このテーマに関して、本年度においては、3本の研究論文を公刊するとともに、2つの国際会議にて報告を行った。その詳細は、別紙(後述リンク先)を参照されたい。とりわけリオで開催されたWorld Statistics Congress 2015では、招待セッションに選定され、オーガナイザーとして、IMF、OECD、国連、BISの専門家を招き(<http://www.cs.reitaku-u.ac.jp/sm/shimizu/Project/2015Project/ISI2015.html>)、商業不動産価格の国際的な課題を整理することができた。また、研究計画段階・審査段階から課題として指摘されていた商業不動産価格の米国のマイクロデータの収集においては、ニューヨークに本社を置くRCA(Real Capital Analytics)社を7月に訪問し、Bob White社長らに対して研究趣旨を説明し、共同研究に関する覚書を取り交わすことに成功した。2015年9月に無事に提供を受けることができた。データには、研究課題として掲げている日本の東京、大阪、米国のニューヨーク、サンフランシスコ、ロスアンゼルスだけでなく、カナダのトロント、バンクーバー、欧州のロンドン、パリ、フランクフルトなどの主要都市に関しても入手ができた。現在は、そのように入手したデータを用いて、次の研究に発展させるための基礎的な分析、先行研究のサーベイなどを進めているところである。

【今後の研究計画】

今後においては、大きく3つの研究プロジェクトを進める準備をしている。第一が、商業不動産価格指数の開発の継続である。米国においては、REITの株価データを用いて商業不動産価格指数を推計し、公表されている(文献[3]において、比較分析)。我々の研究チームにおいても、REITの株価を用いた不動産価格指数の新しい推計方法を提案した(別紙、文献[2])が、米国・英国では、REITだけでなく、不動産会社の株価から不動産の実物価格指数を推計し、ETF市場を創設しようとする動きが出ている。具体的には、MSCI-IPD社によってプロジェクトが進められている。そこで、我々の研究チームにおいては、同様の研究課題の設定のもとで、より洗練された指数の推計技術の開発を行う準備を進めている。続いて、本プロジェクトの主要な研究課題である商業不動産市場のダイナミクスの解明である。RCA社から入手

できたデータベースを用いて、次の二つの研究の準備を進めている。新しい研究協力者として、一橋大学の植杉威一郎氏、宮川大輔氏を迎え、共同研究を開始した。ここでは、買い手・売り手の空間的な距離と実際の取引価格の差異に注目した研究を推進しようとしている。さらに、RCA社のデータを用いて研究を実施した経験を持つシンガポール国立大学のCristian Badarinza氏との共同研究も開始した。Badarinza氏とは、特定の地域で起こったマクロ経済的なショック(ギリシャ危機、シリア問題等)が、資金フライトにどのような影響をもたらし、各地域の商業不動産市場にどのようなインパクトをもたらしたのかを分析しようとしている。この3つの研究プロジェクトを進めることができるように、新しく必要となるデータの入手と整備、そして基礎的な分析を進めるとともに、その研究成果の一部を、来年度も国際会議・学会等で報告するための準備を進めているところである。

公刊された論文

- [1] Diewert, W. E. and C. Shimizu (2015), "A Conceptual Framework for Commercial Property Price Indexes," *Journal of Statistical Science and Application*, 3 (9-10),131-152.
- [2] Shimizu, C., W. E. Diewert, K. G. Nishimura and T. Watanabe (2015) , "Estimating Quality Adjusted Commercial Property Price Indexes Using Japanese REIT ," *Journal of Property Research*,32(3), 217-239.
- [3] デイビッド・ゲルトナー・清水千弘(2015)「商業不動産価格はどのように測定すればいいのか?」*経済研究*、第66巻、第3号、194-208.

国際会議等での報告

- [1] 7/27-31,2015 60th World Statistics Congress,(Rio, Brazil): Program
Presentation Title: Commercial Property Price Indexes and the System of National Accounts

報告資料は、下記からご覧いただけます。

http://www.cs.reitaku-u.ac.jp/sm/shimizu/Lecture/Lecture/150727Shimizu,diewert,fox_Presentation.pdf

- [2] 7/22-24,2015 Society for Economic Measurement,(OECD, Paris).
Presentation Title: New Estimates for the Price of Housing in the Japanese CPI
Nominal Rigidity of Rents

Presentation Title: Alternative Approaches to Commercial Property Price Indexes for Tokyo

報告資料は、下記からご覧いただけます。

<http://www.cs.reitaku-u.ac.jp/sm/shimizu/Lecture/Lecture/150722Diewert%20Shimizu%20CPPI.pdf>

2015年度助成分

■研究課題名

資本市場の法と経済学：株式・株主をめぐる法規制の実証分析

研究代表者：

藤田友敬（東京大学大学院法学政治学研究科・教授）

共同研究者：

加藤貴仁（東京大学大学院法学政治学研究科・准教授）、**後藤元**（東京大学大学院法学政治学研究科・准教授）、**柳川範之**（東京大学大学院経済学研究科・教授）、**広瀬純夫**（信州大学経済学部・教授）、**齋藤卓爾**（慶應義塾大学大学院経営管理研究科・准教授）

研究期間：2015年4月1日～2020年3月31日（今回報告対象期間2015年4月1日～2016年3月31日）

【研究実績概要】

研究の第1年目である2015年度は、大きく分けて次の2つの活動を行った。

まず全研究の前提として、法制度と資本市場の関連に関する従来の実証研究について、調査・検討を行った。とりわけ、法制度が企業のファイナンス行動、さらには各国の資本市場のあり方にまで影響を与えていると指摘したことで、国際的にインパクトを与えたLa Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer & Vishny（LLSV）らによる「法とファイナンス」の一連の著作を中心に、その他の先行研究についても合わせて検証を行った（研究会のみならず、大学院生・助教を交えたセミナーにおいてもこれらの題材を取り上げた）。その結果、おおむね次のような結論を得た。①Spamannらの内在的再検証によって、LLSVの主張する命題は、それ自体としては、もはや支持されないものが多い、②ファイナンス行動・各国の資本市場と法制度の間関係については現在のところ未検証な点が多く残る、③LLSVのように、法家族（legal family）を利用し、法制度の経済効果の実証的検討における内生性の問題を克服しようとする試みは方法論的に問題が大きい、④本研究では、当面LLSVのような国際比較よりも、各国の資本市場における法制度の影響に焦点を当てた検証を具体的に積み重ねる方が有益だと考えられる。なお以上の検討は、あくまで本研究を始めるにあたっての基礎的な確認作業であるために、これらについて独立した形で研究業績として公表する予定はない。

第2に、エクイティ・ファイナンスをめぐる検討に着手した。まず実証のための予備的・準備的な作業に着手した。まず、共同研究者中、主として法学研究者を中心に、1970年代以降、エクイティファイナンスのあり方に直接・間接に影響を与えた可能性のある規制（会社法・証券取引法（金融商品取引法）のようなハードローのみならず、日本証券業協会や証券取引所等の自主規制等）を洗い出した。その後、経済学研究者を中心に、それらと対応する期間の上場企業の株価についてのデータを入手すると同時に、規制のインパクトを計測するための種々の手法についての検討を開始した。なお投資家の属性に関する変化（たとえばわが国の資本市場における海外機関投資家のプレゼンスの変化等）について十分に配慮した検討をする必要があるとの指摘がなされたため、この点にかかる資料の収集にも着手した。

【今後の研究計画】

研究第1年目に行った、規制（会社法、証券取引法（金融商品取引法）、日本証券業協会や証券取引所等の自主規制等）が企業のファイナンス活動に与えた影響の概括的な検証を踏まえて、研究第2年目開始後は、特にエクイティ・ファイナンスに関して得られた実証研究の成果（たとえば、公募・第三者割当・ライツオフリングの資本コスト、株価への影響等）を分析すると同時に、法制度との連関を検討する。必要があれば立法論等の検討も行う。同時に、非公開化、新規公開に関して、研究のためのデータセットの収集、諸外国の研究結果の調査等、研究の準備作業にとりかかることとする。