

不動産投資信託の登場と投資評価の視点

改正投資信託法（正式名称「投資信託及び投資法人に関する法律」）は、2000年11月30日に施行された。この改正によって、わが国の投資信託は、不動産など低流動性の資産を投資対象とすることが認められる。不動産投資信託の組成を目指して、有力企業による運用会社（投資信託委託会社）の設立、上場を前提にした匿名組合の組成・募集、商業用不動産の購入なども進展している。こうしたなか、投資家は不動産投信の商品性をどのように判断すべきか、また出資証券の公募価格や流通価格がどのように形成されるのかということに関して注目が集まりつつある。

本稿では、まず、東京証券取引所が上場基準等の整備を進めつつある「不動産投資信託証券市場」の動向について紹介したあと、米国のREIT（Real Estate Investment Trust）における株価形成の実証研究などに基づいて、不動産投資信託のバリュエーション（価値評価）に影響を与えと思われる要因について、仮説的に検討してみたい¹。

1. 東証「不動産投資信託証券市場」の概要案

東京証券取引所は、2000年12月19日の理事会で、不動産投資信託の上場制度概要を決定した。2001年2月の理事会に規則改正を正式に諮り、同3月から施行する予定である。改正投信法は、実は「不動産投資信託」について具体的な定義を定めていないため、上場制度が証券の性格を決定づける面も持っており、注目される。以下に概略を紹介する。

1) 不動産投資信託証券とは（上場審査基準案）

上場審査基準案は、まず「投資信託財産の75%以上が不動産又は不動産証券化商品等であること」を要件とする。「不動産証券化商品等」は、不動産を裏付けとする①SPC法²上の優先出資証券、②SPC法上の受益証券、③投信法上の投資証券、④投信法上の受益証券、⑤匿名組合出資持分、⑥金銭の信託の受益権である。

¹ 本レポートの作成にあたっては、野村証券金融研究所の塩本淳一シニアアナリスト（企業調査部）と川原淳次主任研究員（投資技術研究部）より、多くの協力と示唆を得た。

² 正式名称「資産の流動化に関する法律」（旧「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」）。SPCはSpecial Purpose Companyの略称である。

投資信託やSPCが、現金及び現金と同等のものにも運用している場合、不動産の評価額の部分だけが上記「75%ルール」の対象として計算される。また、不動産等に該当しない部分については、換金性が高く価値変動リスクが低い資産での保有が望ましいとの考え方から、現金及び現金と同等の短期金融資産の保有が求められる方針である。

また、「投資信託財産の50%以上が、相応の賃貸事業収入またはこれに類する収入が現に生じており、かつ1年以内に売却する見込みのない不動産等であること」という基準案が設けられたのは注目される。

表1 東証「不動産投資信託証券市場」上場制度の概要

<p>上場審査基準</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 運用会社が投資信託協会の会員であること ◆ 総資産の75%以上が不動産又は不動産証券化商品等であること ◆ 不動産等に該当しない部分については、現金及び現金と同等の短期金融資産を保有すること ◆ 不動産の性質：総資産の50%以上が、相応の賃貸事業収入またはこれに類する収入が現に生じており、かつ1年以内に売却する見込みのない不動産等であること ◆ その他の基準：上場口数4,000口以上、投資証券もしくは受益証券一口当たり純資産の額5万円以上、純資産額25億円以上、総資産額50億円以上、1,000人以上の投資主もしくは受益権者数など
<p>上場廃止基準</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 不動産等の比率が投資信託財産の75%未満となり1年以内に75%以上とならない場合、 ◆ 現に賃貸事業収入が生じている不動産等の比率が投資信託財産の50%未満となり1年以内に50%以上とならない場合 ◆ 最近1年間の売買高が20口未満である場合 ◆ 運用会社等が投信委託業者の認可を取消されたり、投資信託協会会員でなくなった場合、当該発行者等が発行または運用する不動産投資信託証券の全銘柄の上場を廃止するなど
<p>情報開示</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 法定開示：運用資産の参考時価情報を含む決算情報（年2回） ◆ 適時情報開示：運用資産に関して、①不動産の災害による損害の発生（損害が純資産額の3%以上に相当する場合）、②譲渡に伴う利益または損失（当期総利益の30%以上に相当する場合）、③資産の譲渡または取得（価額が直前決算期末純資産額の10%以上に相当する場合）など

（出所）東証資料（<http://www.tse.or.jp/>）を基礎に野村総合研究所作成

会社型投信と呼ばれる投資法人の発行する投資証券の他、改正投信法で認められた「委託者非指図型」（信託会社が発行者となる契約型投信）、「委託者指図型」（投資信託委託業者が発行者となる従来の契約型投信）の、いずれの形態による受益証券も上場対象となる。

そして、資産運用を行う投資信託委託業者もしくは信託会社等は、現在の投資信託の自主規制機関である投資信託協会の会員であることが求められる。

2) 上場廃止基準について

上場廃止基準は、基本的に上場審査基準の裏返しとなっており、不動産等の比率が投資信託財産の75%未満となり1年以内に75%以上とならない場合、現に賃貸事業収入が生じている不動産等の比率が投資信託財産の50%未満となり1年以内に50%以上とならない場合などが該当するほか、最近1年間の売買高が20口未満である場合も上場廃止となる。

加えて、不動産投資信託証券等の発行者等が、投信委託業者の認可を取消されたり、投資信託協会会員でなくなった場合には、当該発行者等が発行または運用する不動産投資信託証券の全銘柄の上場を廃止する、としている。ただし、発行者等が要件に該当しても、他の運用会社に義務が引き継がれる可能性のある場合などには、一定の猶予期間が設けられる。

3) 情報開示について

不動産投資信託が保有する運用資産に関して、①不動産の災害による損害の発生（損害が純資産額の3%以上に相当する場合）、②譲渡に伴う利益または損失（当期総利益の30%以上に相当する場合）、③資産の譲渡または取得（価額が直前決算期末純資産額の10%以上に相当する場合）などの適時情報開示が求められる。

「運用資産等の価格等に関する参考情報を含む決算情報」について、法定開示（決算は年2回）と同等の内容の適時開示が求められる。不動産等の価格等に関する情報については、決算内容の定まった時点において、原則として継続的に用いられる評価方法に基づいた評価額を「参考情報」として開示する。

4) 売買と決済

不動産投資信託証券の売買は株券と同様の扱いとし、売買の単位は1口とする。決済は、保管振替機構による口座振替により行われる予定であり、投資証券の場合は株券と同様の扱い、受益証券については日経300投信受益証券と同様の扱いとする方向で検討される。

5) 今後の課題

不動産投資信託は、株券等の有価証券と比較して流動性の低い資産である不動産への投資を中心に運用が行われるため、投資主又は受益者から解約を請求された場合であっても、運用資産を機動的に売却して応じることが困難であり、証券自体の流通市場の存在を前提とせざるを得ない商品である。東証はこうした期待に応え、不動産投信証券市場の創設と

いう、特別な対応をとったと考えられる。

また、運用資産の収益基準の導入により、上場不動産投信が、比較的安定した分配金計上が期待される、稼働中の賃貸不動産への投資スキームとなることが明らかとなった。不動産開発プロジェクトや分譲収入に分配金を依存するようなスキームが排除されることにより、投資家に理解しやすい商品性になると考えられるが、「現に収入が生じている」「1年以内に売却の見込みのない」ことをどのような手段によって担保していくのか、などが今後の課題となりそうである。

また、契約型投信による不動産投信も上場可能とされたが、現時点で不動産投信の運用会社を設立している企業グループは、会社型投信（投資法人）でのファンド組成を目指している。今後、契約型投信形態による不動産投信証券が上場されるかどうか注目される。

表 2 不動産投資信託の運用会社を設立した企業

母体企業	運用会社名	概要など
三井不動産、住友生命 など	(名称等は未公表)	・「三井不動産オフィスビルファンド」をすでに私募形態で組成(11棟のビルを取得)。2001年3月までに投資法人化する見込み。総額2000億円を予定。
三菱地所、東京海上、 第一生命	ジャパン・リアルエステート・アセット・マネジメント	・2001年3月を目途にオフィスビルファンドの運用を開始する予定。
森トラスト、大和証券 グループ、三菱信託銀行	森トラスト大和不動産投信	・建設省の不動産投資顧問業者登録制度の1号となる。2002年度頃までに総合不動産ファンドの上場を目指す。
三菱商事、UBS アセット マネジメント	三菱商事・ユービーエス・リアルティ	・2001年春に商業施設に運用するファンド(500億円)を組成予定。

(出所) 公表情報を基に野村総合研究所作成

次に情報開示について、「不動産の価格等に関する参考情報」が、投資家保護に資する情報として、開示が求められることとなっている。

具体的には、不動産鑑定評価額が活用されるものとみられるが、わが国の不動産鑑定が、伝統的に比準価格（取引事例比準法）に重きを置いていたこともあり、証券価値の裏付けとなるファンドの配当やキャッシュフローとは関係の薄い情報が公表されることは、かえって投資家に混乱を与えるのではないかと指摘もあった³。わが国の投資用不動産市場の歴史自体が浅く、分析・比較が可能な情報が限られるため、鑑定評価額の開示が最低限必要という考え方になったと推察されるが、後述するように、証券価値にはさまざまな期待

³ この点について、社団法人不動産鑑定士協会と国土庁は、改正投信法の施行直前に「投資信託もしくはSPCに保有される投資用不動産の評価においては、収益還元法の1つであるDCF(割引キャッシュフロー)法の適用を標準とする」旨を発表している（「投信法及び資産流動化法に係る不動産の鑑定評価上の留意事項について」http://www.fudousan-kanteishi.or.jp/japanese/material_j/toushi/toushi.html）参照。なお、米国のREITにおいては、不動産の鑑定評価・再評価額を毎年開示する義務はなく、参考情報として開示する会社と開示しない会社がある。

が織り込まれることを考えれば、決算期末の鑑定評価のみならず、運用会社が適宜参考情報を開示するとともに、しかもその客観性・妥当性を分析したアナリスト情報などが幅広く投資家に提供されることが必要であろう。

東証の新市場制度が整えば、不動産投信に関する制度面の整備は大幅に前進する。今後は、運用会社の自主規制機関である投資信託協会のルール策定なども注目される。

2. 不動産投信の構造について

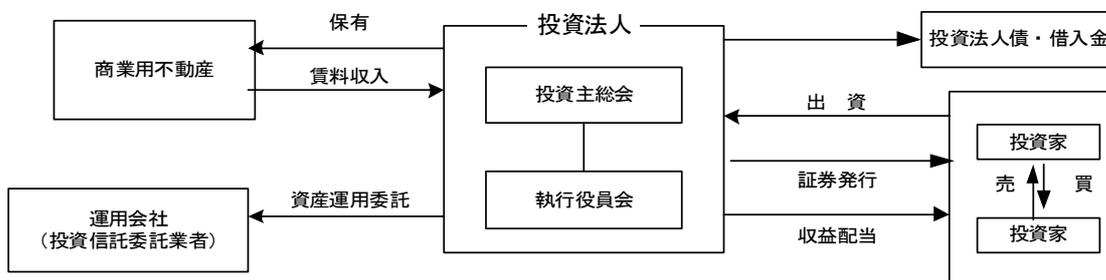
ここでは、不動産投信の投資評価について検討する前に、不動産投信の性格を確認しておくこととしたい。前述のように、不動産投資信託証券は、クローズエンド型会社型投信の投資証券という「株式」類似の性格となる可能性が高く、上場・取引される予定である。このように、不動産「投資信託」が、従来の投資信託にはなかった方法で組成・取引されること自体が、不動産投信の特質を物語っている。

まず、流動性の低い不動産を資産とするため、出資分の自由な追加・解約は困難であるため、クローズドエンド型ファンドであることが要請される。その一方で、内部留保は潤沢にとれず（配当可能利益の90%を配当しなければ法人所得税が課税される）、リーシング関連費用や維持更新等の投資が不規則に発生するため、投資法人債（投資法人が発行可能な社債）や借入によって、財務レバレッジをかける必要がある（契約型投信で債務調達は認められない）。また、不動産は10～20年という長いタイムスパンでみれば価値が減価してしまうので、配当を維持・向上するには、時に大がかりな更新投資やポートフォリオの入替え・追加が必要であろう。こうした対応が可能なストラクチャーとして、投資法人（会社型投信）が採用される可能性が大きい。投資法人は、投資家の議決権や投資主総会といった支配機構において株式会社と似通った構造を持っているが、実質的な経営権・意思決定が、外部独立の運用会社に委ねられている。その点で、投資法人は、証券化のために資産を入れておく器（ビークル）としての機能が強いともいえる⁴。

不動産投信証券の投資判断にあたっては、単に株式の購入と理解するだけでなく、投資法人の構造や、配当原資の源泉となっている賃貸不動産事業の特質などについても、理解していくことが重要となるだろう。

⁴ 会社型投信（投資法人）の構造や関連する問題点については、大崎貞和「証券投資法人制度について－会社型投資信託の導入」『資本市場クォーターリー』1998年夏号及び関雄太「運用対象を拡大する投資信託法改正案」『資本市場クォーターリー』2000年春号を参照。

図1 会社型投信（投資法人）の仕組み



(出所) 金融庁資料を基に野村総合研究所作成

3. 米国 REIT 株の評価と実証研究

米国の REIT は、その名称から受ける印象とは若干異なり、投資会社法に基づく米国の投資信託（ミューチュアルファンド）でもなく、またわが国の投資信託とも異なる構造をもった投資スキームである⁵。基本的な性格は、内部経営型（運営・経営を委託しない）の賃貸不動産投資会社であるから、株式投資と類似したアプローチも採用しやすい。ここでは、証券アナリストのレポートなどを基に、REIT への投資評価の視点について整理したい。

1) 利益・配当に着目するアプローチ

(1) FFO (Funds From Operations)

ここではまず、収益やキャッシュフローの将来予想を基礎に投資判断を行う考え方と、その際にチェックされる財務指標について整理したい。

FFO は代表的な REIT の利益指標である。不動産事業の場合、減価償却費が多額で、新たに建設された不動産が資産に加わることなどで期間利益が大きく変動するため、その影響を排除した FFO が、通常の事業会社の純利益同様に重視されている。

NAREIT⁶の定義によれば、FFO は「一般的に認められた会計原則 (GAAP) による純利益 (Net Income) から債務のリストラクチャリングまたは不動産売却に伴う損益を控除した上で、不動産の減価償却を加算し、さらに非連結の少数持分に関する調整を行ったもの」である。厳密に言えば、FFO はキャッシュフローとは異なるものであり、いくつかの会計

⁵ 米国における REIT の仕組みや発展の経緯については、関雄太「米国 REIT 市場の発展と不動産ファイナンス」『資本市場クォーターリー』1999年夏号を参照。

⁶ National Association of Real Estate Investment Trusts (全米 REIT 協会) の略称

処理の影響をうけることから、調整後 FFO (Adjusted Funds From Operations = AFFO) や Funds (Cash) Available for Distribution (FAD または CAD) が用いられることも多い。

損益計算書上の FFO・AFFO の関係は、図 2 のとおりである。アナリストは予想 AFFO や予想 FAD を検討する際に、テナントの入替えに伴う改良工事の償却や更新投資等に関わる準備金（リザーブ）を推定していかねばならないこととなる。

図 2 FFO と Adjusted FFO

収益	
－ 営業費用	
＝ Net Operating Income [NOI]	
＋(－) 不動産売買損益	
＋(－) 少数持分損益	
＝ 純利益	
＋ 減価償却費	
－ 不動産売却益	
＝ Funds From Operations [FFO]	→ 株価 ÷ 1株当たりFFO = 株価FFO倍率
－ 経常的な設備投資	
－ テナント入れ替え費用の償却	
－ リース手数料の償却	
＋(－) 平準化賃料収入の調整	
＝ Adjusted Funds From Operations [AFFO]	
－ 非経常的な設備投資	
＝ Funds(Cash) Available For Distribution [FAD(CAD)]	

(出所) Ralph L. Block “Investing in REITs” より野村総合研究所作成

(2) FFO もしくは AFFO の成長率

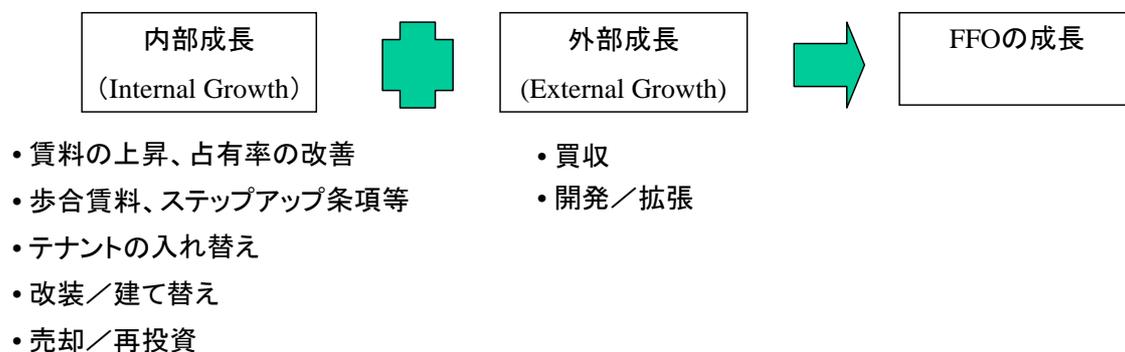
①内部成長と外部成長

FFO もしくは AFFO の成長パターンは、内部成長と外部成長の 2 つに分けられる。

内部成長は、既に所有している不動産の収益向上を意味する。したがって、賃料・空室率に基づく有効賃貸収益の変動が、内部成長の決定要因となる。一般的には内部成長だけではインフレ率を大幅に上回るような高い成長は難しいと考えられる。

外部成長とは、新たな資産をポートフォリオに加えることでキャッシュフローを増やすことを意味する。高い利回りを持つ不動産を買収する機会があれば、それは外部成長の源泉となる。買収機会がない場合には、自社で新たな不動産を開発するというのも外部成長の源泉となりえる。ただし、一般的に、新規の不動産開発に依存した成長はリスクが高いと見られる傾向がある。

図 3 REIT の成長性分析



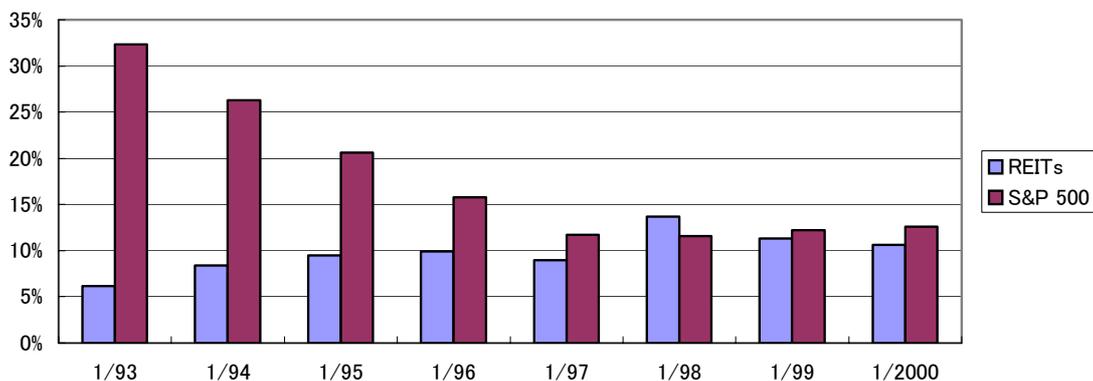
(出所) Ralph L. Block “Investing in REITs” より野村総合研究所作成

②実証研究

グリーン・ストリート・アドバイザーズ社⁷の調査によれば、1993～99年におけるAFFOの成長率は6%～13%程度であり、そのうち、内部成長にあたる「同一不動産によるAFFO成長 Same-Property AFFO Growth」は、3～5%と推定されている。

利益成長が高まった1998～99年は、好況の持続と97～98年前半に調達された資金による活発な買収などで、内部成長・外部成長がともに実現した時期であった。ただし、1998年後半以降の株価は下落しており、利益成長の鈍化を株価が先行的に反映していたともいえよう。

図 4 事業会社と REIT の利益成長率比較



(注 1) REIT の利益成長はグリーン・ストリート・アドバイザーズのカバレッジ平均。利益は翌期 AFFO ベース (2000 年データはグリーン・ストリート・アドバイザーズの予想) を使用

(注 2) S&P500 の利益成長は IBES によるトップダウン予想値 (マクロモデルからの推計) とボトムアップ予想値 (アナリスト・コンセンサス) の平均

(出所) Green Street Advisors 資料より野村総合研究所作成

⁷ Green Street Advisors 社は、REIT 株式及びその他の不動産会社株式に特化した独立調査会社である。70 銘柄程度を分析対象のユニバースとし、ミューチャルファンド、年金基金、信託、投資顧問など機関投資家にアナリストレポートを配信している。

(3) 株価 FFO 倍率 (P/FFO レシオ) [=株価 / 1株当たり FFO]

投資評価における FFO の一般的な使われ方は、1株当たり FFO と株価水準の比較である。株価 FFO 倍率は、株価収益率 (PER) もしくは株価キャッシュフロー倍率 (PCFR) とパラレルな指標であり、最も伝統的な投資分析指標といえる。時系列分析あるいは所属するセクターの平均値やサブセクター平均値との比較で、個別銘柄の評価がなされることが多い。株価 FFO 倍率を用いることの利点は、相対性と利便性ということになる。一方で、あまりに精査されている指標であるために、単に低倍率の株式を買うという投資戦略はほとんど意味をなさないともいわれている。

FFO には、直近決算の実績値 (もしくは直近四半期の FFO を年換算) を用いる場合と、翌期の予想値を用いる場合がある。収益予想が強気の場合、例えば価格上昇が予想される不動産の取得、再取得コストを下回る価格での資産取得、賃料の値上げ余地、金利の低下などが生じた場合に、倍率の上昇が起きるとされる。また、分母には、FFO ではなく AFFO を用いるケースも多い。

実証研究については、ラルフ・ブロック著「Investing in REITs」が、ゴールドマン・サックスによる調査 (1992 年と 1995 年の 2 回) を紹介している。まず 1992 年の調査では、1991 年までの株価キャッシュフロー倍率の推移は、①1963～69 年 : 9.3 倍、②1970～1979 年 : 7.6 倍、③1980～1989 年 : 11.6 倍、④1989～1991 年 : 11.6 倍となっている。次に、1995 年の再調査では、1980～96 年の株価 FFO 倍率をみており、平均値は 13.0 倍 (1981～82 年の 8 倍弱から 92～93 年の 19 倍までのレンジ) と分析された。

最近の株価対予想 AFFO 倍率の推移をみると、1997 年秋頃をピークに下落しており、2000 年春頃から若干反転しているものの、長期的な平均値よりも低い水準となっている。

表 3 最近の株価対予想 AFFO 倍率 (P/AFFO レシオ)

セクター	1997年 12月31日	1998年 1月27日	1999年 1月29日	1999年 12月10日	2000年 3月3日	2000年 7月14日	2000年 9月28日
オフィス	16.2	15.8	10.2	9.0	9.6	11.0	10.4
インダストリアル	14.4	14.1	9.6	9.1	9.8	11.2	10.7
アパートメント	12.8	12.7	9.1	9.2	9.8	11.1	10.9
ショッピングセンター	12.2	12.2	8.5	7.8	7.4	8.6	8.0
リージョナルモール	13.1	13.1	9.2	8.0	7.9	8.7	8.3
ホテル	11.8	11.9	6.5	5.6	5.8	7.4	7.0
ヘルスケア	11.6	11.9	8.0	5.1	4.5	5.5	5.7
平均	13.1	13.0	8.8	7.8	7.8	9.0	8.5

(出所) Realty Stock Review 誌より野村総合研究所作成

(4) 株価 FFO 倍率対 FFO 成長率 [=株価 FFO 倍率/FFO 成長率]

株価 FFO 倍率のサポートとして、成長性に対する株価水準の妥当性を見る目的で、株価 FFO 倍率を FFO 成長率で割った「Multiple to Growth Ratio」を活用する投資家も多い。指標の特質として、ある年の利益成長が低く、その次の年に急回復するようなどときには、単年度の利益成長を用いると、ゆがみが発生することには留意しなければならない。また、セクター間の比較にはあまり使われていない。

(5) EV (エンタープライズバリュー) /EBITDA 倍率

利益やキャッシュフローと株価水準を比較する方法として、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターなどでは、エンタープライズバリュー（株式時価総額＋負債＋優先株－現金）を用い、グロスのキャッシュフローを示す EBITDA（金利控除前償却前営業利益＝FFO＋支払金利）もしくは NOI（純営業収益）との倍率を分析している。

株価 FFO 倍率の分析が、財務レバレッジの変動によって一貫性に欠ける場合があり、負債・優先株による資金調達を考慮したエンタープライズバリューを用いるメリットがある。すべての使用資本に対する収益をみるため、FFO に支払金利を加えた利益額に相当する EBITDA、もしくは NOI（EBITDA との違いは NOI が一般管理費・間接費配分前の利益指標であること）を分子に用いる。ちなみに、REIT セクターの平均的な負債比率（[負債＋優先株] /総資産）は上昇傾向であり、現在は約 50%前後となっている（95～98 年頃はおよそ 40%前後であった）。

モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターによる 1997 年末頃のエンタープライズバリュー対 EBITDA 比率は、セクター平均で 13～14 倍程度であり、オフィス REIT は相対的に高い倍率、ショッピングセンター REIT は低い倍率になる傾向があるとしている。

2) 利回りに着目するアプローチ

(1) 絶対リターン (Implicit Return) [=配当利回り＋配当成長]

不動産賃貸収益の安定性から、ポートフォリオの入れ替えが頻繁に起きていない局面では REIT を利回り株とみる考え方も有力である。個人投資家が投資家層の約半数を占めていることもあり、直近の配当と利益成長率を合計した絶対リターンは、REIT 投資における重要なベンチマークとなっている。アナリストや機関投資家にも、計算の容易性とインプリケーションの単純さから活用されている。

表4 REITの絶対リターン（1999年末株価と予想配当・AFFOによる期待値）

単位：%

セクター	配当利回り	AFFO成長率	絶対リターン
オフィス	7.7	10.6	18.3
インダストリアル	8.0	8.3	16.3
アパートメント	8.9	8.4	17.3
ショッピングセンター	10.9	6.0	16.9
リージョナルモール	10.5	8.6	19.0
ホテル	13.2	3.5	16.8
ヘルスケア	17.7	2.1	19.9
平均	11.1	7.8	18.0

* 配当利回り算出の株価は99年12月10日時点のものを使用。

（出所）Realty Stock Review

あるREITが、設備投資・買収・債務返済等の理由で配当性向を引き下げる場合には、その低い配当性向が中長期的な投資魅力につながる場合であっても、指標は悪化するので留意が必要である。

NAREITによれば、1997年10月までの10年間でみたトータルリターンは14.4%（S&P500は同時期17.1%）、過去15年間は15.1%（同17.5%）となっている。サブセクター別には、AFFOの成長率が高いオフィスREITなどでは比較的低い配当利回り、利益成長が低いホテルREIT、ヘルスケアREITなどのサブセクターでは配当利回りが高くなる傾向がある。

（2）イールド・スプレッドもしくはイールド・プレミアム [債券利回りとの比較]

REITにおける配当利回りをみると、90年代は7%台を中心に6~9%程度のレンジで推移しており、10年米国債利回りを若干上回る水準で、かつかなり似たトレンドで推移していることがわかる。

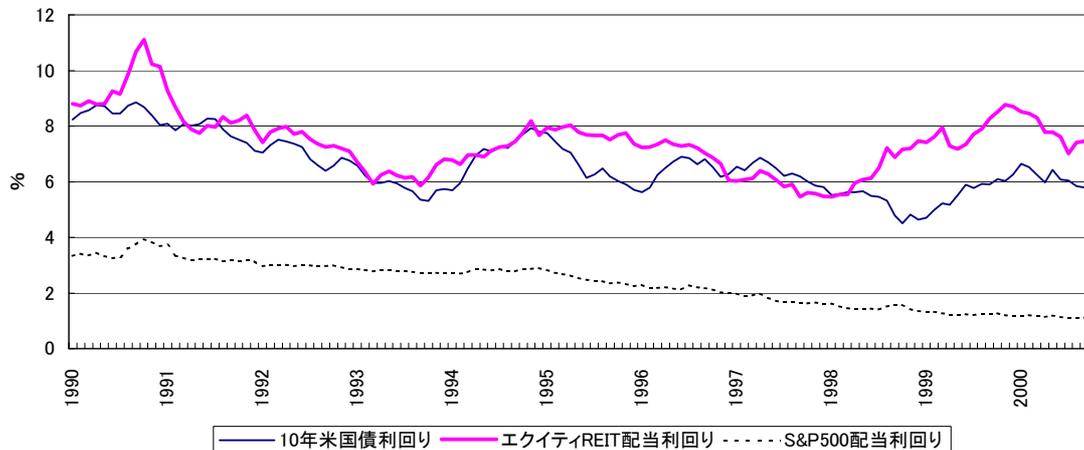
REITの利回りと国債利回りの比較は、スプレッドもしくはイールド・プレミアム⁸によって示される。この際、REITの配当性向が低下傾向にあることなどから、配当利回りよりもAFFO利回り（株価AFFO倍率の逆数）を用いるケースが増えているようである。

1998年7月以降、REIT利回りと債券利回りとのイールド・スプレッドおよびイールド・プレミアムは拡大傾向である。1998年夏に発生したロシア金融危機やロングターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）破綻などを契機に、不動産証券に対するリスクが強く認識されているとみることもできよう。2000年9月時点で、グリーン・ストリート分析対象のREITにおける平均AFFO利回り10.6%（2月時点13.1%）に対して10年米国債5.8%（同

⁸ イールド・プレミアム = (REIT利回り (配当利回りもしくはAFFO利回り) - 中期債利回り) / 中期債利回り

6.4%) であり、イールド・プレミアムは 81.8% (同 103.5%) となっている。

図5 エクイティ REIT⁹の配当利回りの推移



(出所) NAREIT 資料等より野村総合研究所作成

3) 純資産価値 (Net Asset Value = NAV) に着目するアプローチ

(1) NAVの算出と活用

多くのアナリストが、REITの資産価値を独自に評価し、純資産価値 (Net Asset Value) としてレポートしている。NAVは、下表のように、おおむね営業用不動産の価値にその他の事業価値を合計することによって算出される。営業用不動産の価値は、下表にみられるように、簡便な収益還元法というべき方法で、すなわち純営業収益 (NOI) を還元利回り (Capitalization Rate: キャップレート) で資本化することによって得られる。

一部のアナリストが、FFOの成長や配当利回り以上に、資産の時価やNAVに注目する理由は、REITは物理的な資産の集合体であり、クローズドエンド型ミューチュアルファンドに近い存在であるとの見方によるものである。また、FFOという利益指標が、商業用不動産事業に発生する更新投資などに必要とされる適正な積立金 (リザーブ) を反映していないという批判もある。

一方で、NAVの算出において、キャップレートが決定的なファクターであるにも関わらず、その設定に際して、客観的な統計や観察には限界があり、時にアナリストの推定によらざるを得ない点については、課題としてあげられよう。

⁹ エクイティ REIT は実物不動産に投資する REIT である。不動産担保債権に投資するモーゲージ REIT と区別するために呼ばれる。

表5 NAVの算出過程

①営業用不動産価値	= NOI(リザーブ控除後)/ エコノミックキャップレート <ul style="list-style-type: none"> • エコノミックキャップレート（設備投資控除後還元利回り）＝名目キャップレート*（1-リザーブ率） • キャップレートは、地域別・資産タイプ別のレートを当該REITの資産構成に合うように加重平均して決定する。業界平均値に、資産のクオリティ、NOI成長力などを考慮するケースもある。 • リザーブ＝設備投資＋再リーシングコスト • 「適正な」設備投資比率についてはアナリストが判断（更新期などを基礎に）
②アセットバリュー	= 営業用不動産価値＋サービス事業現在価値＋流動資産＋非連結会社（パートナーシップ）運転資金＋開発プロジェクトへの投資勘定など
③純資産価値（NAV）	= アセットバリュー － 債務・優先株
④1株当たりNAVと株価との比較	• NAV± α で株価水準を判断

（出所）Green Street Advisors社資料より野村総合研究所作成

（２）実証研究

1998年以來、REIT市場では株価下落が続いたため、NAVアプローチによってダウンサイドの限界を探ろうとの動きが活発になっており、最近になって、さまざまなアナリストがNAVの推定を行うようになってきている。

長期間にわたるNAVと株価の関係をみた資料としては、グリーン・ストリート・アドバイザーズ社の調査がある。これをみると、1990年代には、およそ2回のディスカウント・プレミアムサイクルがあったと見られる。これらの検証結果をみると、おおむねにはあるが、不動産事業の将来性が不安視される局面でREIT株価はディスカウント（証券で買うと割安）、好調な局面では逆にプレミアム（不動産で買うと割安）という傾向があるといえよう。

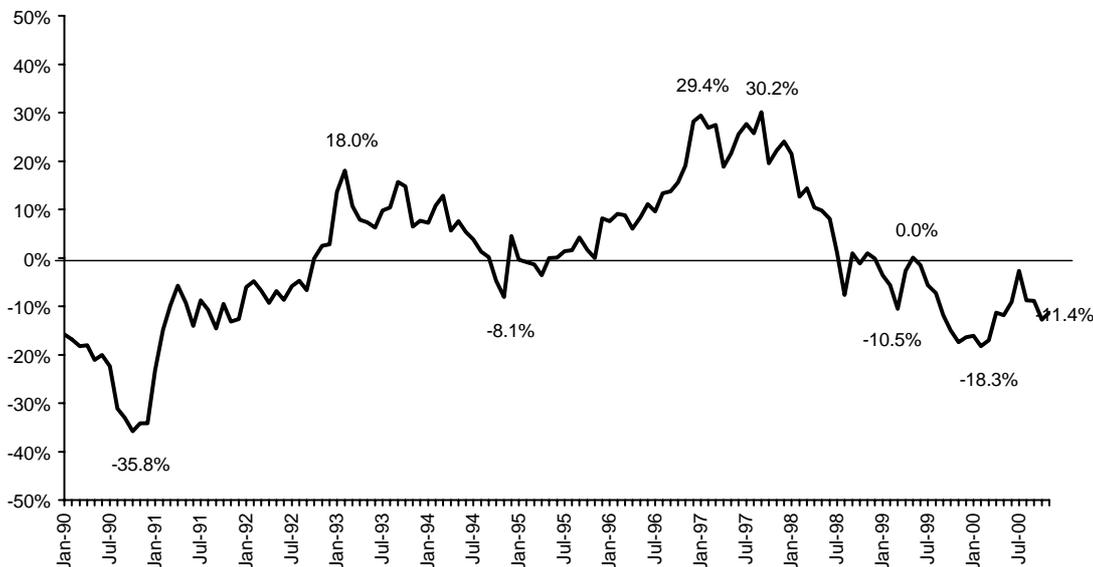
例えば、株価水準がNAVに対してディスカウントで推移した1990年1月～1992年秋頃までの時期は、米国においては、80年代の建設不動産ブームが終焉して商業不動産の価格が大幅に下落し、金融機関の破綻もあった時期である。

次いで、1992年秋～1994年秋頃までの時期は、株価は一転してNAVに対してプレミアム状態となるが、この間、RTC（整理信託公社）による不良債権担保不動産の処分、オポチュニティファンド等のバーゲンハンティング、REITのIPOブームがあった¹⁰。

さらに、株価はNAVに対して、時に30%に達する大幅なプレミアムをつけた1995年秋～1998年夏頃には、REIT市場では活発な公募増資があり、REIT同士の大型合併や非公開パートナーシップからの買収などが起きていた。

¹⁰ REITが注目された理由や、この時期に開発された一種の等価交換・現物出資であるUPREITの仕組みについては、関雄太前掲論文を参照。

図6 推定NAV（平均）と株価水準の比較
（プレミアム [+] とディスカウント [-]：単位%）



（出所）Green Street Advisors

（3）NAV に対してディスカウントが発生する理由

各種調査によれば、REIT 株の推定 NAV に対するプレミアムは、2年前には 20-40%あったが、2000 年現在、約 10~20%前後のディスカウントで取引されている。この理由について、多くのアナリストは、ロシア金融危機以来の不動産資本市場に対する資金流入の減速と株式市場の二極化¹¹をあげている。

一方、グリーン・ストリート・アドバイザーズ社は、REIT 株価の NAV に対するディスカウントは、アノマリー（市場の異常状態）ではないかもしれないとしているのは興味深い。①REIT は多数の不動産を REIT がゼネラルパートナーであるパートナーシップを通じて所有しており、清算は容易でないこと、②清算中の不動産価格・流動性下落リスクが大きいことから、推定 NAV は清算価値を下回る可能性が高い、という理由からである。

4) 不動産市場の分析

この節では、REIT 株価をセクター全般でとらえて、投資指標などを述べてきた。不動産が資産であるということから生じる専門的な分析手法は、無視されている訳ではなく、サ

¹¹ 情報通信、電子商取引など、いわゆるニューエコノミー銘柄に資金がシフトしたため、オールドエコノミーに属すると思われる REIT セクターの相対評価が落ちたとの説明。

ブセクターや個別銘柄の分析の際には、非常に重視されている。ここでは詳述しないが、例えばサブセクターの評価の際には、当該セクターの空室率・賃料でみたビジネスサイクルや、当該 REIT が属する業界における新規供給見通し、統合の動向、買収機会などがレビューされている。また、個別銘柄の評価においては、DCF（割引キャッシュフロー）モデルを活用した詳細な本源価値の推定や、資産のクオリティ（築年数やテナント構成の特徴など）、時価総額の大きさと流動性、年金基金とのコ・インベストメントを行っているか、経営陣のスキルと保有株式数、リース契約の満了時期、利益相反など定性的な要因も含めたコメントが付与されることが多い。

4. 不動産投資信託の評価について～REIT バリュエーションの適用可能性

前節においては、REIT バリュエーションの視点を大きく3つに分けて紹介した。それぞれがわが国の不動産投信市場において活用される可能性があると思われるが、その際の留意点や課題を整理しておきたい。

1) 利益・キャッシュフローに着目するアプローチの展開

将来の利益やキャッシュフローを重視する考え方は、すなわち株式としての評価といえよう。不動産投信が永続的な事業体（Going Concern）であるとすれば、その評価は上場株式と同様であり、不確実な将来に対する期待を反映した価格形成となることは合理的な考え方である。一方で、現在のわが国の経済環境や不動産市場、買収機会の不足などから外部成長に制約が予想されることを考えた場合、不動産投信が株式と同様の「成長性ストーリー」が描けるのかどうかは若干不透明である。

また、技術的な側面でいえば、このアプローチによる評価の妥当性は、配当やキャッシュフローの予測の正確性にかかなり依存しよう。商業不動産の賃貸契約期間が米国にくらべ短いというわが国の事情に加え、再リーシングに関わるコスト（テナントが移転した場合のマーケティング費や機会損失など）が不規則に発生する、適切な修繕改築積立金の水準が不明である、などの問題があり、予測の精度を向上する努力が求められるかもしれない。また、不動産投資に対する投資家の要求リターンもしくはリスクプレミアムの設定についても、今後の理論的な検討が期待される。

2) 利回りに着目するアプローチの展開

配当利回りや絶対リターンは、わが国の投資家にとっても明快な投資判断材料となりえる。しかも、想定されるオフィスビル中心に組成した不動産投信が、利回りの点で魅力的

な投資商品となる可能性は大きい。

国土庁が2000年8月に発表した大手機関投資家向けのアンケート調査（「投資用不動産の収益価格の算定の試行について」www.nla.go.jp参照）によれば、[年間賃貸収入－経費（償却含まない）] / [土地価格＋建物価格] でみた大都市オフィスビルの利回りは4.8%～7.7%程度となっているようである。不動産投信という新たな買い手が、この水準と同じか、少々低い還元利回り（少々高い不動産評価額）で物件を購入できるとなれば、預金や債券との比較でも魅力的な利回りの商品となる。

むろん、配当が持続的であるかどうかという点については、物件・テナントの質や、賃貸不動産契約の期間など、さまざまな事情を考慮しなければならない。したがって、前項と同様、将来性をどう見るかが重要な判断材料となる。

3) NAVアプローチの展開

不動産投信の場合、証券投資信託とちがい、投資対象の物理的な数は少なく、しかも頻繁にポートフォリオに入替えが起きるようなことはない想定されるので、ある時点における投資対象不動産（Underlying Assets）の「時価」であるNAVを本源価値とすることは、ある程度合理的である。一方で、流動性の低い不動産といえども、投資対象としての価値は時々刻々と変化しているはずであり、ある意味で「過去」の情報となった純資産価値を投資指標とする考え方に対して疑問が残る、という見方もうなずけよう。

NAVを求めるアプローチは、ある意味で不動産投信の「解散価値」を示すことに他ならない。したがって、流通価格の下値を探るといような目的においては、有用性が高い情報となろう。また、市場創設期において類似の不動産投信との比較・比準ができない場合、価格決定の重要なよりどころとなる可能性がある。

問題は、わが国の商業用不動産において純資産価値を客観的に求めることが可能なのか、という点である。特に還元利回り（キャップレート）を設定する際、米国においては仲介業者や調査・コンサルティング会社等から取引事例を得て、地域別・サブセクター別に還元利回りを設定することが一般的に行われているようだが、わが国においては、アナリスト等が還元利回りの大体の傾向を把握することすら非常に困難ではないかと考えられる。また、これまでの慣習から、稼働中の個別ビルの賃貸収益が開示されたこともほとんどなく、取引相場を示すキャップレートの時系列分析や比較分析を行うことは不可能に近いであろう。わが国において投資用不動産の取引の歴史が浅いことによる問題ともいえよう。

4) 不動産投資信託の評価に影響を与える要因（仮説）

本稿のまとめとして、わが国の不動産投資信託の流通価格形成に影響を与えると考えられるファクターを、下表のように整理した。方向性としては、現時点で相対比較が難しい

ことなども勘案して、配当・FFO に直接的な影響を与える要因を重視し、間接的な要因については、その都度インプリケーションを検討する、というアプローチをとるべきではないかと考えられる。

表 6 不動産投資信託の評価に影響を与える要因（仮説）

1	現在・予想ベースの配当利回り 株価水準	◆ バリュエーション指標：株価 FFO 倍率など
2	配当／FFO に直接影響を与える要因	◆ 投資物件の賃料、空室率、コスト (← テナント動向、運用会社の資質など)
3	不動産事業一般の将来性／期待リ ターンに影響を与える要因	◆ 不動産市場の需給環境 ・ 雇用動向、建設着工、大型プロジェクトのリリース、 企業の不動産所有売却動向など ◆ 地価動向
4	還元利回り／資本コストに影響を 与える要因	◆ 金利 ◆ リスクプレミアム ◆ 財務レバレッジ
5	その他の要因	◆ 外部成長 ・ 買収機会その他のイベント ・ スケールメリットによるコスト削減の見通しなど ◆ 流動性によるプレミアム（ディスカウント） ◆ マネジメントによるプレミアム（ディスカウント）

(出所) 野村総合研究所

(関 雄太)