

# 第 1 章 J-REIT 10 年目の一考察

～リターンにおける配当の役割とその原資の特性～

株式会社都市未来総合研究所

主席研究員 仲谷 光司 (なかたに みつじ)

nakatani@tmri.co.jp

## 論旨

2001 年 9 月に J-REIT が上場してから今年の 9 月で 10 年目を迎えた。当初、投資口への投資は、配当額(投資口の場合は「分配」というが、本稿では便宜上、株式と同様にして、以下「配当」という。)が債券に較べて大きく、不動産賃貸収入に基づく収益が一般事業株式会社の収益よりも安定性が期待できることから、ミドルリスク・ミドルリターンになると思われていた。しかし、東証 REIT 指数は TOPIX(東証株価指数)以上に乱高下した時期もあり、ややもすると REIT 投資口はハイリスク・ローリターンの特性を持つと伝えられることもある。

本稿では、上場後 10 年目を迎え蓄積された時系列データを用いて、J-REIT 投資口のリターン特性における配当の役割を確認するとともに、安定的で高水準な配当を実現するために不可欠な、安定的で高水準な物件 NOI を実現するヒントの一例を時系列データの分析結果から紹介する。

この結果、9 年間の投資口のリターン特性は、やはりミドルリスク・ミドルリターンであり、その特性には配当が大きく貢献していた。さらに、配当は、投資口価格にも影響を持つと考えられ、インカムリターン、キャピタルリターンの両面で配当は大きく貢献していることがわかった。一方で安定的で高水準な配当を実現するために不可欠な、安定的で高水準な物件 NOI を実現するはずのポートフォリオ構築上の方針の中には、あまり有効に機能していないものがあることがわかった。

1. 投資口のリターン特性
2. リターン特性における配当の役割
3. 配当の原資である物件 NOI の特性

## 1 投資口のリターン特性

J-REITの投資口は、配当が債券に較べて大きく、収益が安定した不動産賃貸収入に基づくため株式よりも安定していると期待され、上場当初は株式と債券の中間的な投資特性つまり、ミドルリスクミドルリターンの特性を持つといわれた。しかし、9年が経過し東証REIT指数はTOPIX（東証株価指数）以上に乱高下した時期もあることから、ややもすると「REIT投資口はハイリスク・ローリターン」と伝えられることがある。

本稿では、東証REIT指数（配当込み）がJ-REIT全体のトータルリターンの動向を代表していると仮定し、REIT投資口のリターン特性を整理する。

### (1) 東証REIT指数の推移

東証REIT指数（配当込み）の推移（[図表1-1-1]）をみると、期間によって変動特性が異なることがわかる。本稿では、東証REIT指数（配当込み）の変動状況から、次のように期間を分割した。

I期：2003/3/31から急上昇する直前まで（2003年3月～2006年7月）

II期：急上昇しその後急落するまで（2006年8月～2008年10月）

III期：さらにそれ以降（2010年11月～2010年6月）

また比較する指標として、TOPIX（配当込み）、東証業種別株価指数（不動産業）（配当込み）、野村BPIトータルリターンを用いて、以下分析した。

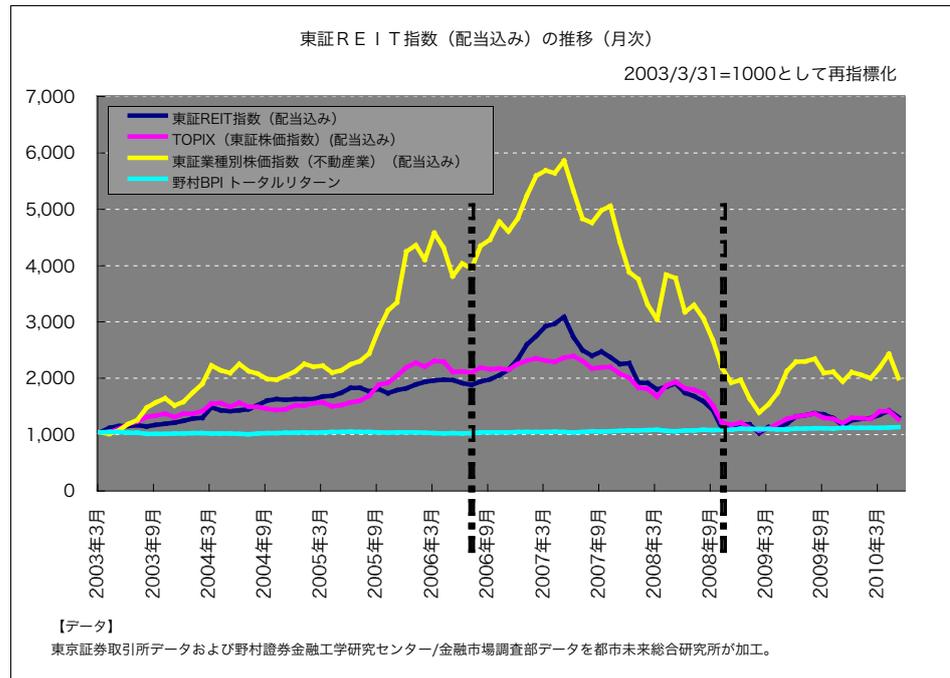
### (2) 投資口のリターン特性

上記の期間に区切って、各指標のリスク・リターンを求め、散布図（[図表1-1-2]）を作成した。それぞれの指標の分布を見ると、野村BPIトータルリターンはいずれの期間も原点近くに分布しておりローリスク・ローリターンである。また逆に東証業種別株価指数（不動産業）（配当込み）は右端に分布しており、ハイリスク・ハイリターンとなっている。東証REIT指数（配当込み）とTOPIX（配当込み）は中間に分布しているが、東証REIT指数（配当込み）の方がわずかに右側に分布している。

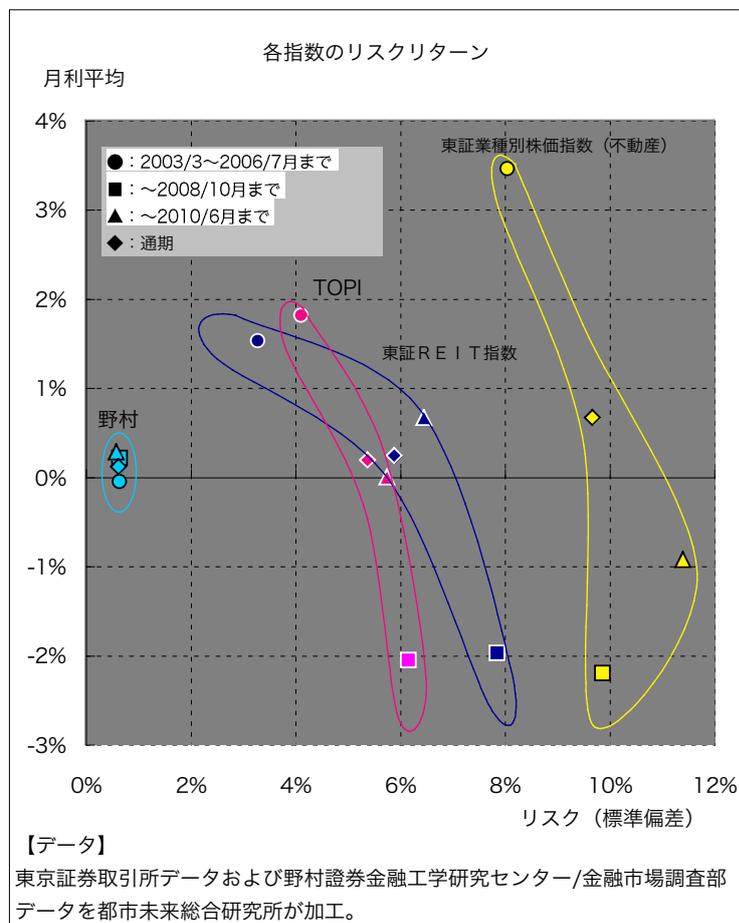
東証REIT指数をTOPIXと比較して、東証REIT指数をハイリスク・ローリターン特性とする向きもある。しかし、TOPIXは1,000を越える銘柄で構成されており、TOPIXのリターン特性は十分に分散効果が効いた結果である。40銘柄程度だけで構成される東証REIT指数との比較では誤解を生む結果になっていないだろうか？

筆者は、東証REIT指数と株式の比較では、同様に40銘柄程度で構成される東証業種別株価指数（不動産業）（配当込み）がふさわしいと考えている。東証REIT指数（配当込み）は、東証業種別株価指数（不動産業）（配当込み）と野村BPIトータルリターンの中間に位置しており、株式及び債券との比較において、ミドルリスク・ミドルリターンのリターン特性を持つといえる。

【図表 1-1-1】 東証 REIT 指数の推移



【図表 1-1-2】 各指数のリスク・リターン



## 2 リターン特性における配当の役割

投資口のリターン特性（ミドルリスク・ミドルリターン）における、配当の役割を確認する。

「1. 投資口のリターン特性」で求めたリターンは、インカムリターンとキャピタルリターンを合計したトータルリターンである。本稿では、インカムリターンとキャピタルリターンの両側面から配当の役割を確認する。

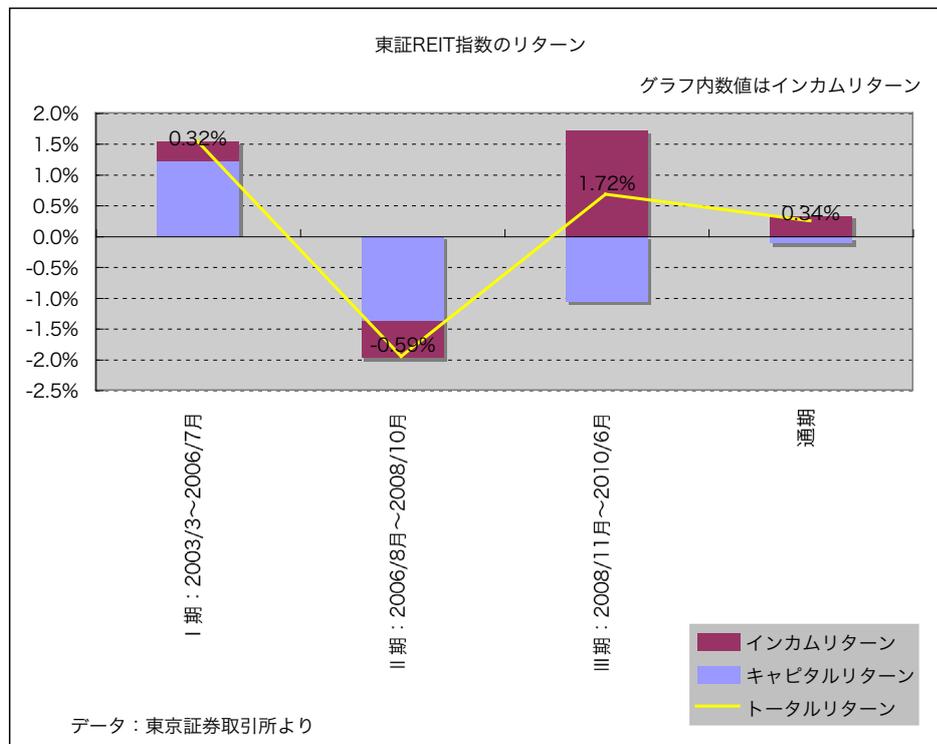
### (1) インカムリターンにおける配当の役割

インカムリターンにおける配当の役割は、インカムリターンの大きさとして認識することが出来る。

トータルリターンとキャピタルリターンの差がインカムリターンであることから、東証REIT指数（配当無し）からキャピタルリターンを求め、トータルリターンとの差としてインカムリターンを求めたものを期間毎に整理したグラフ（[図表 1-1-3]）を作成した。

インカムリターンは、通期で0.34%となっており、トータルリターンがプラスになっているのはインカムリターンによるものであることがわかる。キャピタルリターンがトータルリターンに貢献したのは、I期のみで、インカムリターンのトータルリターンへの貢献は大きいといえる。

[図表 1-1-3] 東証REIT指数のリターン



## (2) キャピタルリターンにおける配当の役割

投資口価格は低迷が続いているが、そのような中であっても、水準が高く安定している配当を実現出来る法人が高く評価されているのであれば、配当がキャピタルリターンにも影響を与えていると考えることが出来る。本稿では、東証 REIT 指数と各銘柄の差に着目し、その差を説明できる説明変数の説明力により配当が投資口価格に影響することを確認する。

## ①分析方法の概略

J-REIT 投資口市場全体への影響を排除すると、当該銘柄の投資口価格に影響を与える要因を個々の銘柄間の相違に限定出来ると仮定し、本稿では、東証 REIT 指数と当該銘柄の投資口価格を東証 REIT 指数に接続<sup>\*1</sup>した指数との差（以下「指数差」という。）を被説明変数とする方法により、説明変数の説明力を確認した。

本稿では、紙面の都合上詳細な分析方法については割愛するが、収益性、安定性、成長性等の観点から抽出した 22 の説明変数（本稿では未掲載）について数量化を行い、被説明変数<sup>\*2</sup>との相関を確認した。

[図表 1-1-4] 指数差概念の例



## ※1：東証 REIT 指数への接続方法

2003年3月31日以前に上場の場合：2003年3月31日=1000として再指数化

2003年4月1日以降に上場の場合：上場日の東証 REIT 指数値として再指数化

## ※2：被説明変数

実際の被説明変数は、指数差を直近 26 週の移動平均値を採用している。

②結果の考察

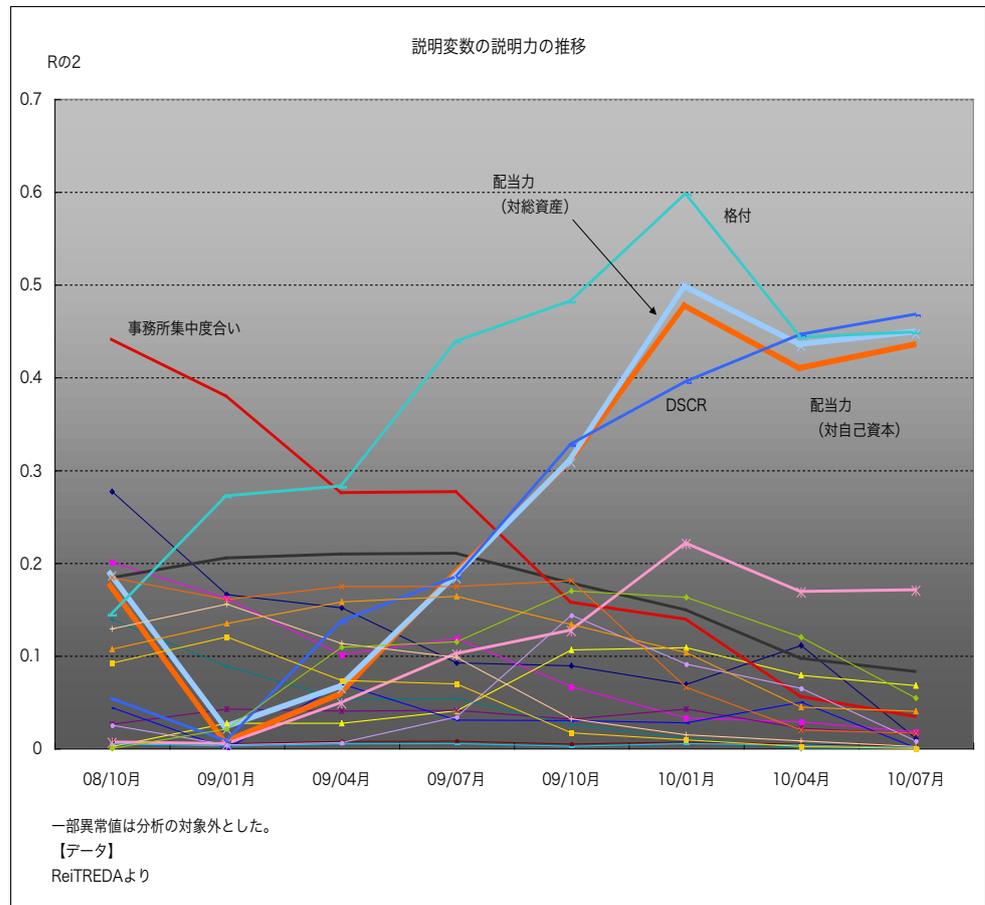
被説明変数とそれぞれ求めた説明変数の説明力(1に近いほど強い説明力を持つ)について、2008年10月期以降半年毎にその推移を整理したグラフを[図表1-1-5]に示した。次のような指摘をすることが出来る。

- ・指数差を被説明変数とした場合の各要因の説明力は、その時期によって変化する。
- ・2008年頃は、「事務所への集中度合い」の説明力が比較的高く、いわゆるオフィスREITが評価されていたが、直近で高い説明力を持つのは、「格付」「配当力」「DSCR」である。

高い説明力を持つ説明変数から推察すると、直近のJ-REIT投資口市場では、法人存続の確実性・信頼性(「格付」「DSCR」とインカムリターン(「配当力」)が評価されていると考えられる。

つまり、配当(の動向)は、投資口価格に影響を与えており、キャピタルリターンの面でもREIT投資口の収益率に貢献しているといえる。

[図表1-1-5] 説明力の推移



<主要説明変数の定義>

「事務所への集中度合い」: 保有している物件の総取得額を分母とし、オフィス物件の総取得額のパーセントを二乗した値

「格付」: 公開されている格付(格付がない場合は格付最下位とした。)

「配当力」: (当期利益×2)÷自己資本額 or (当期利益×2)÷総資産

「DSCR」: Debt Service Coverage Ratio

### 3 配当の原資である物件 NOI の特性

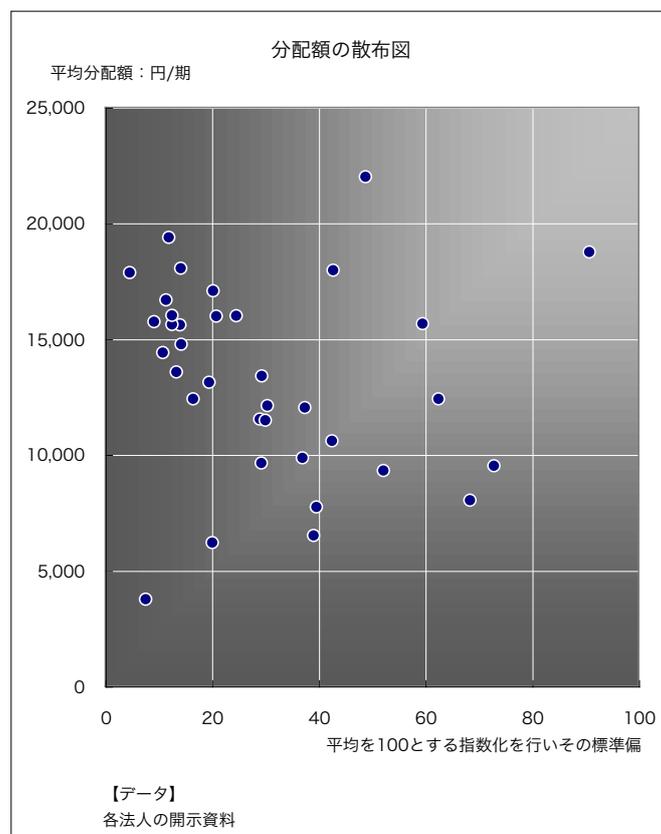
本稿では、高水準で安定した配当は、配当の原資である物件 NOI が一つの大きな鍵を握ると考え、これまで蓄積された個々の物件の運用実績データに基づいた物件 NOI の分析例から、高水準で安定した配当へのヒントを探る。

#### (1) 配当の水準と変動

投資法人のこれまでの配当実績を水準と変動の観点から整理をした。各銘柄の平均配当額（半期）を縦軸に、各法人の平均配当額（半期）を 100 とする指数化を行った場合の標準偏差を横軸にした散布図（[図表 1-1-6]）をみると、水準に関係なく標準偏差が 20（平均配当額  $\pm 20\%$  以内に約 68% の配当実績が含まれる）より大きい銘柄が多く、配当が安定していない銘柄が多いと考えられる。

投資法人の再編が進み資金環境が改善しつつあり、法人存続の確実性・信頼性が高まりつつある中でも、投資口価格は低迷を続けている銘柄が多い。他銘柄に対して投資口価格で相対的に有利になるために、高水準で安定した配当を実現することは有効な手段であると考えられる。

[図表 1-1-6] 配当の水準と変動



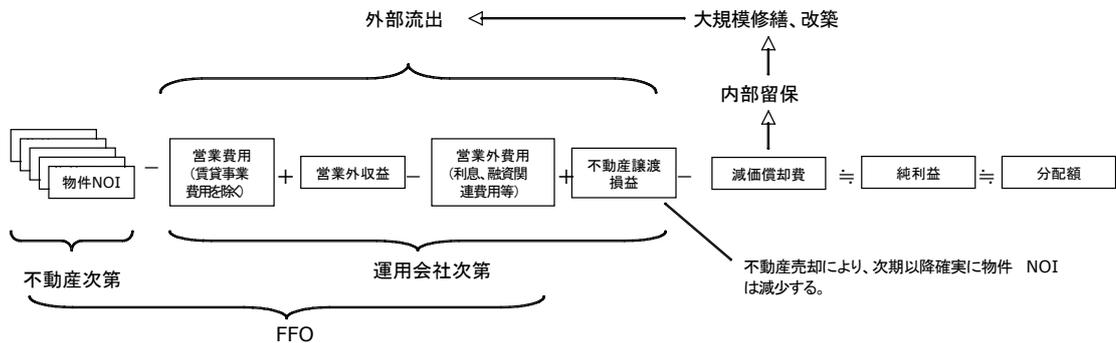
(2) 配当の構成

投資法人は、90%超支払配当要件を満たし導管性を確保するため、純利益をほぼそのまま分配するケースが多い。物件 NOI～配当までの構成を模式化すると[図表 1-1-7]のようになる。

図において配当は、物件 NOI が原資になって、営業費用～減価償却までの項目が控除された額にほぼ等しい。高水準で安定した配当を実現するには、原資である物件 NOI をより大きくより安定させることが肝要である。(最近、資金繰りが苦しい銘柄で営業外費用である利息や融資関連費用が大きく膨らみ、配当が大きく減少する事例があったことからわかるように、配当は物件 NOI だけでなく運用会社の運営手腕にももちろん影響される。)

本稿では、以下で投資法人の資産そのものといえる不動産のポートフォリオに直結する物件 NOI の特性を個別物件の立場とポートフォリオ立場の両面から取りあげ、高水準で安定した配当へのヒントを探る。

[図表 1-1-7] 説明力の推移



(3) 個々の物件 NOI

①属性による違い

NOI の水準を判断するためには、NOI を何らかの基準との割合で相対化して捉える必要がある。評価額を基準にした直近1年間 NOI 評価額利回り（直近1年間 NOI÷ 期末鑑定評価額）は、期末鑑定評価額が更新されることで取得時期の影響を受けにくいと、物件属性別の NOI の水準を把握する場合により適しているといえよう。本稿ではこの指標を用いて、用途別立地別に個々の物件 NOI の水準と推移を確認する。

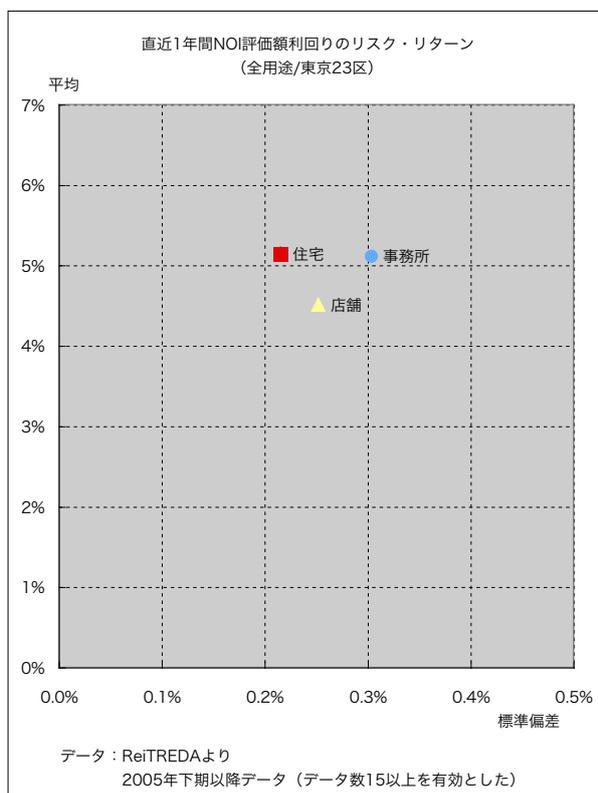
用途による違い（東京23区の場合）

東京23区に所在する J-REIT の保有物件について、用途別に直近1年間 NOI 評価額利回りの時系列データ（2005年下期以降半年毎のデータ）から平均と標準偏差を求め散布図（[図表 1-1-8]）を作成した。

事務所と住宅の平均はほぼ同じ水準ではあるものの、標準偏差は事務所の方が大きい。店舗（都市型商業施設）平均は事務所と住宅よりも低く、標準偏差は住宅と事務所の中間にある。

東京23区において新たに物件を取得するのであれば、（鑑定評価額で物件を取得できると仮定した場合）より高くより安定した物件 NOI が期待できる用途は、住宅用途ということになる。

[図表 1-1-8] 全用途の直近1年間 NOI 評価額利回りの散布図



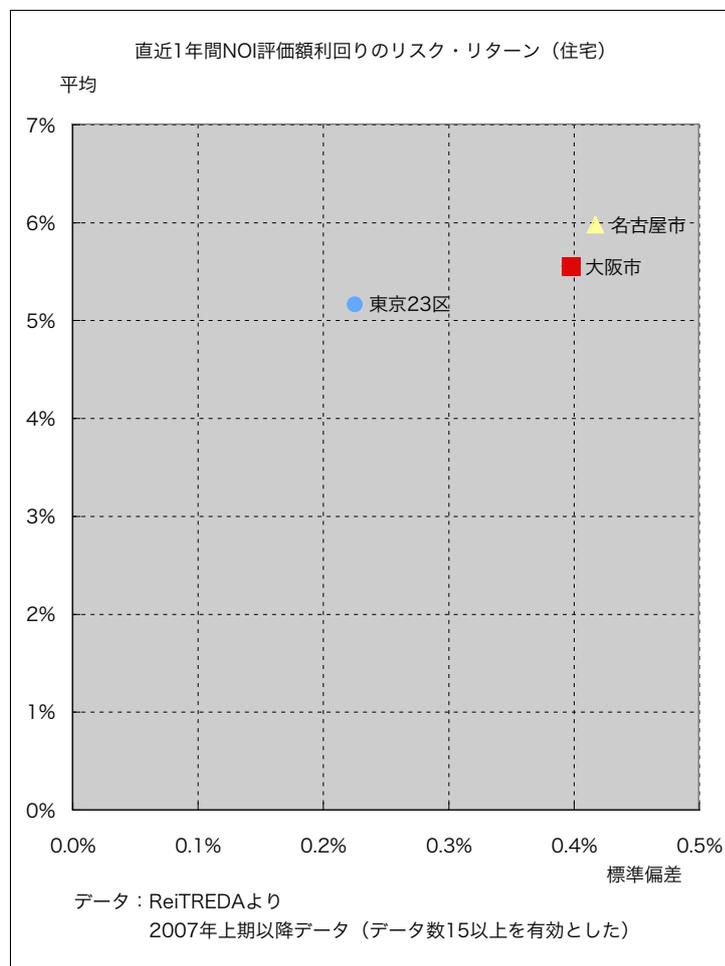
立地による違い

東京23区では、より高くより安定した物件 NOI が期待できる住宅用途ではあるが、立地が変わるとどうであろうか。J-REIT の住宅用途の保有物件について、立地別に直近1年間 NOI 評価額利回りの時系列データ（2007年上期以降半年毎のデータ）から平均と標準偏差を求め散布図（[図表 1-1-9]）を作成した。

平均水準、標準偏差ともに、名古屋市>大阪市>東京23区となった。名古屋市と大阪市の位置は近いが、両者と東京23区とは離れた位置にある。

新たに住宅を取得する場合に、（鑑定評価額で物件を取得できると仮定した場合）より高い物件 NOI を求めるのであれば、名古屋あるいは大阪市に所在する住宅用途が候補になるが、物件 NOI が安定しない可能性がある。

[図表 1-1-9] 住宅の直近1年間 NOI 評価額利回り（立地別）の散布図



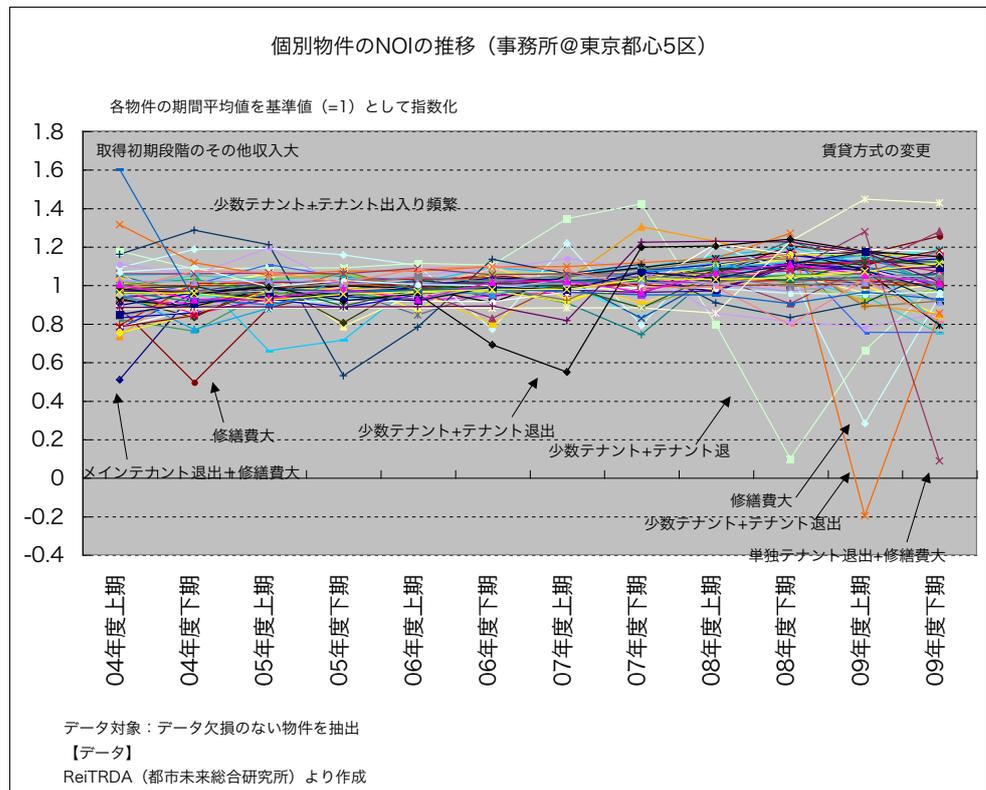
②個々の物件の NOI 変動の要因

物件 NOI について個々の物件の推移を見れば、一時的に変動している物件を特定し、その要因を確認することが出来る。

[図表 1-1-10] のグラフは、東京都心 5 区の事務所について、データ欠損のない物件の NOI について物件毎の推移を示している。一時的に NOI が大きく変動しているケースについては、当該物件の運用実績データに立ち返り、想定できる変動の要因をグラフ内に注記した。今回の対象となった属性対象では、「修繕費」、「テナントの退出」などが主な要因である。

物件 NOI の安定性を向上させるには、変動の要因をなるべく排除する（上の事例では、修繕費の発生が見込まれる築古の物件は取得対象外とすることなど。）か、ポートフォリオ構築における分散効果を活用することが考えられる。

[図表 1-1-10] 個々の物件の NOI の変動



(4) ポートフォリオ構築の効果

ポートフォリオを構築することで、分散効果によって物件 NOI 全体の安定化を図ることが可能であるが、より大きな分散効果を得るためには、個々の物件間で物件 NOI の変動の状況が大きくずれる（相関係数が低い。なお、相関係数は-1と1の間の値）ことが必要である。

本稿では、J-REIT 投資法人で一般的に用いられている用途分散と立地分散の分散手法の効果について確認する。

①用途分散

東京 23 区に所在する J-REIT の保有物件について、用途別に NOI 変動率（(当期 NOI ÷ 前期 NOI) - 1）の時系列データ（2005 年下期以降半年毎のデータ）から推移のグラフ（[図表 1-1-11]）を作成した。

それぞれの用途間の相関係数は次のようになった。

【相関係数】

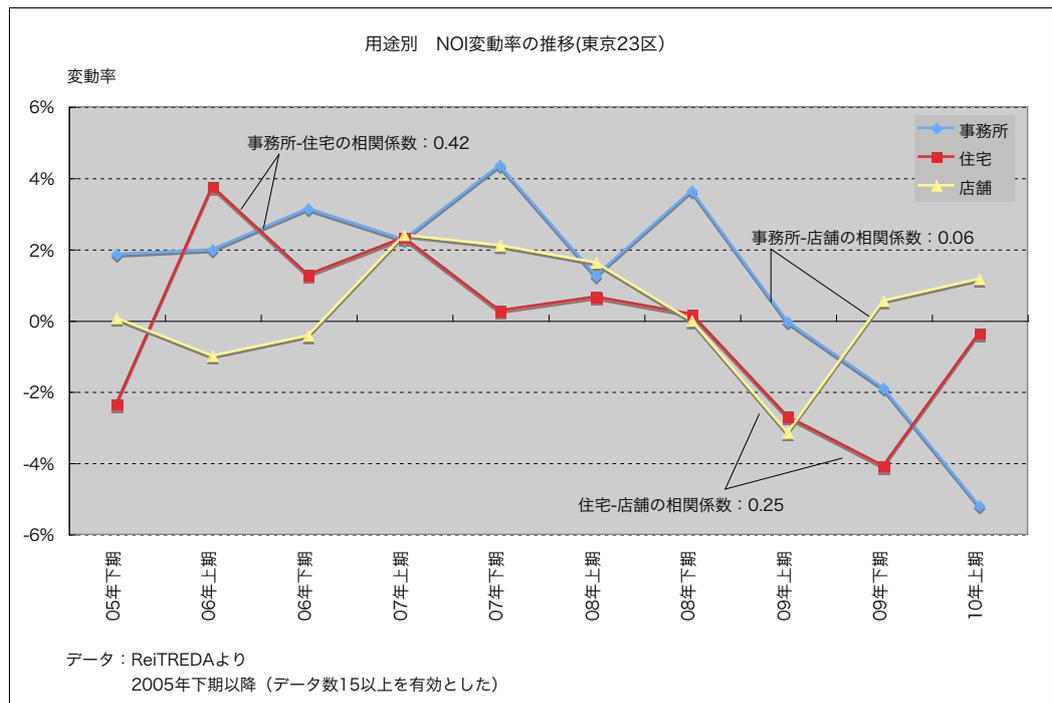
事務所 - 住宅の相関係数：0.42

事務所 - 店舗の相関係数：0.06

住宅 - 店舗の相関係数：0.25

事務所 - 店舗の相関係数は低く、事務所 - 住宅の相関係数は比較的高くなっている。この結果から、事務所と店舗により構成されるポートフォリオでは大きな分散効果により、物件 NOI の安定性が高まると期待できる。

[図表 1-1-11] 用途別 NOI 変動率の推移



②立地分散

J-REITの事務用途の保有物件について、立地別にNOI変動率の時系列データ(2007年上期以降半年毎のデータ)から推移のグラフ([図表1-1-12])を作成した。

それぞれの立地間の相関係数は次のようになった。

【相関係数】

東京23区-大阪市の相関係数 : 0.70

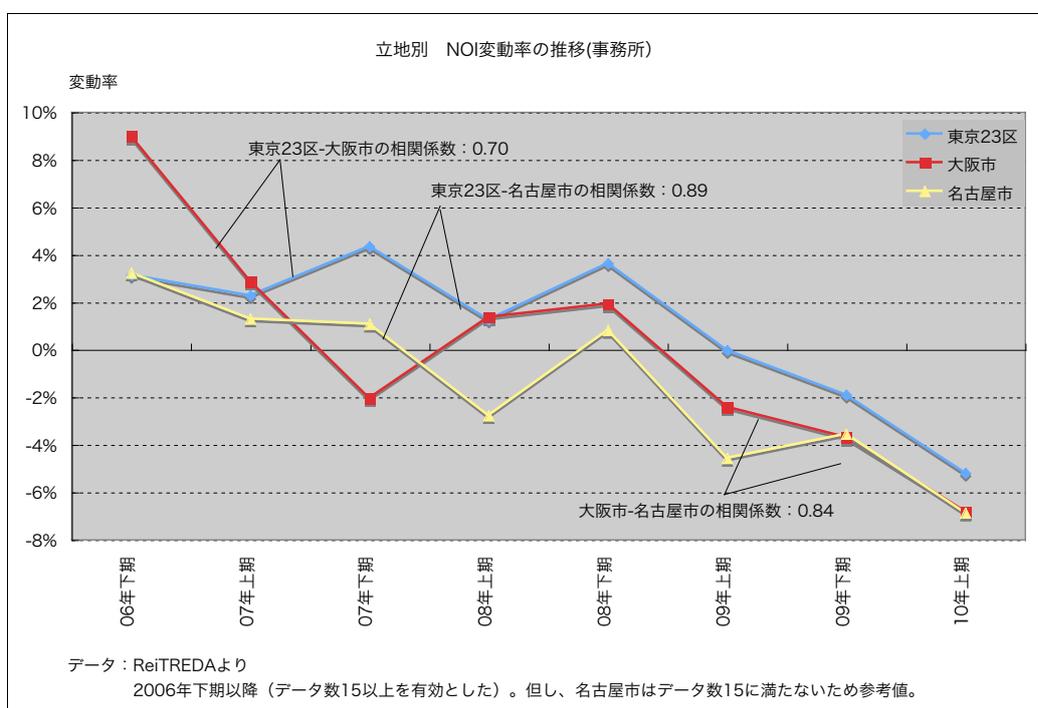
東京23区-名古屋市の相関係数 : 0.89

大阪市-名古屋市の相関係数 : 0.84

東京23区-大阪市の相関係数が比較的低いが、全体的にいずれの相関係数も高くなっている。この結果から、事務用途のポートフォリオでは、立地による分散効果は低いため、物件NOIの安定性向上はあまり期待できない可能性がある。

もちろん、構成している物件によっては立地分散でも十分な分散効果が得られる場合もあるが、物件NOIの安定性を目指すポートフォリオ構築の方針としては、立地分散はあまり効果が期待できないといえる。

[図表1-1-12] 立地別 NOI 変動率の推移 (事務所)



## あとがき

J-REITが上場されて10年目を迎えるが、2008年以降東証REIT指数は1,000ポイントを割り込むようになり低迷が続いている。投資法人の財務的な安定性は向上しているが、出口を見つけられないでいる。

投資家がJ-REITに期待する大きな要素として安定した高水準な配当があるが、これを実現するには単に資産規模を拡大させることではなく、配当の原資である物件NOIを安定的で高水準にすることが重要であるといえる。こうした認識の元、本稿では、ポートフォリオの構築方針に資するであろう分析事例を紹介したが、他にも経験的な思い込みの特性と運用実績データの特性に乖離がある事例はある。

ところで、不動産投資に係るデータと日々格闘している筆者は、J-REITの最大の功績は、各投資法人が個別不動産の運用実績データを公表していることではないかと考えている。個別不動産の運用実績データを蓄積することで、種々の分析が可能になり、投資判断の場面で客観的データの活躍機会が増加した。2001年以前、開示されている不動産投資関連のデータといえば、公示地価、基準地価、仲介会社が開示する賃料と空室率程度しかない状態だったことを考えると、雲泥の差といっても過言ではないだろう。

もちろん運用実績データ分析だけで不動産投資・投資口投資を成功させることは出来ないが、これまでにない示唆を与えてくれる可能性は高いと筆者は考えており、これからも運用実績データとの格闘は続く、、、