

J-REITのインプライド・キャップレートとは何か

2011年11月
株式会社 住信基礎研究所

REIT 投資顧問部

J-REIT 不動産に対する期待利回りは、実物不動産投資家だけでなく、資本市場のプレイヤーである J-REIT 投資家の投資行動からも形成されている。これは J-REIT の株価を通じて形成される(株価から逆算される)期待利回りであり、J-REIT のインプライド・キャップレートとして知られている。この指標の機能としては、①J-REIT(投資口)に対する投資判断指標、②各リートが不動産投資を行う際のハードルレート、③実物不動産売買市場の先行指標、があげられよう。またインプライド・キャップレートは、上場市場において形成される利回り指標であることから、実物不動産市場との比較においては、利回り水準や変動幅の違い、先行/遅行関係などに留意する必要がある。

資本市場が示す不動産期待利回り

住信基礎研究所では、J-REIT の運用不動産に対する期待利回りとして、資本市場(投資家)からの不動産要求利回りを表す「インプライド・キャップレート」を2005年3月末から継続的に算出している。インプライド・キャップレートは、「資本市場が(投資口価格を通じて)示す J-REIT 運用不動産に対する要求利回り」である。インプライド・キャップレートは、運用不動産の NOI(Net Operating Income: 償却前賃貸事業利益)を資本市場での J-REIT の買収価値(時価総額+ネット有利子負債+テナントからの預かり敷金・保証金)で割った利回り指標である。(図表1)

この指標の変動に最も大きく影響を与えるのは、分母の時価総額(投資口価格)である。計算式の時価総額以外の要素である運用不動産の NOI や有利子負債は、個別のリートが、各々の運用方針のもとで不動産運用と資金調達活動を実行するなかで形成される(各リートの不動産ポートフォリオ運用の成果)。また時価総額(投資口価格)は、各リートの運用成果と将来の見通しに対する市場の評価といえる。各リートの不動産運用成果は、不動産市場や金融市場の影響を受けながらも、ある程度は安定的に推移する。これに対して投資口価格は、J-REIT 市場と各リートの将来見通しに加えて、不動産市場や金融・資本市場の変化にも大きく影響を受けて変動する。

インプライド・キャップレートは、J-REIT を取り巻く様々な市場環境や見通しを背景に形成される投資口価格から逆算される不動産のキャップレート(期待利回り)であり、J-REIT 投資家による包括的な評価指標といえる。

当指標には、①J-REIT(投資口)に対する投資判断指標、②各リートが不動産投資を行う際のハードルレート、③実物不動産売買市場の先行指標、という3つの機能がある。①は既に J-REIT 投資家やアナリストによって広く用いられており、②も既に複数のリートが物件取得の妥当性を説明するツールとして利用している。③は本指標が日々売買される上場市場で形成されることから、その先行性を期待するものであり、実際、実物不動産のキャップレート(価格)変動の重要な参考指標として用いている投資家も多い。

実物不動産のキャップレートとの違い

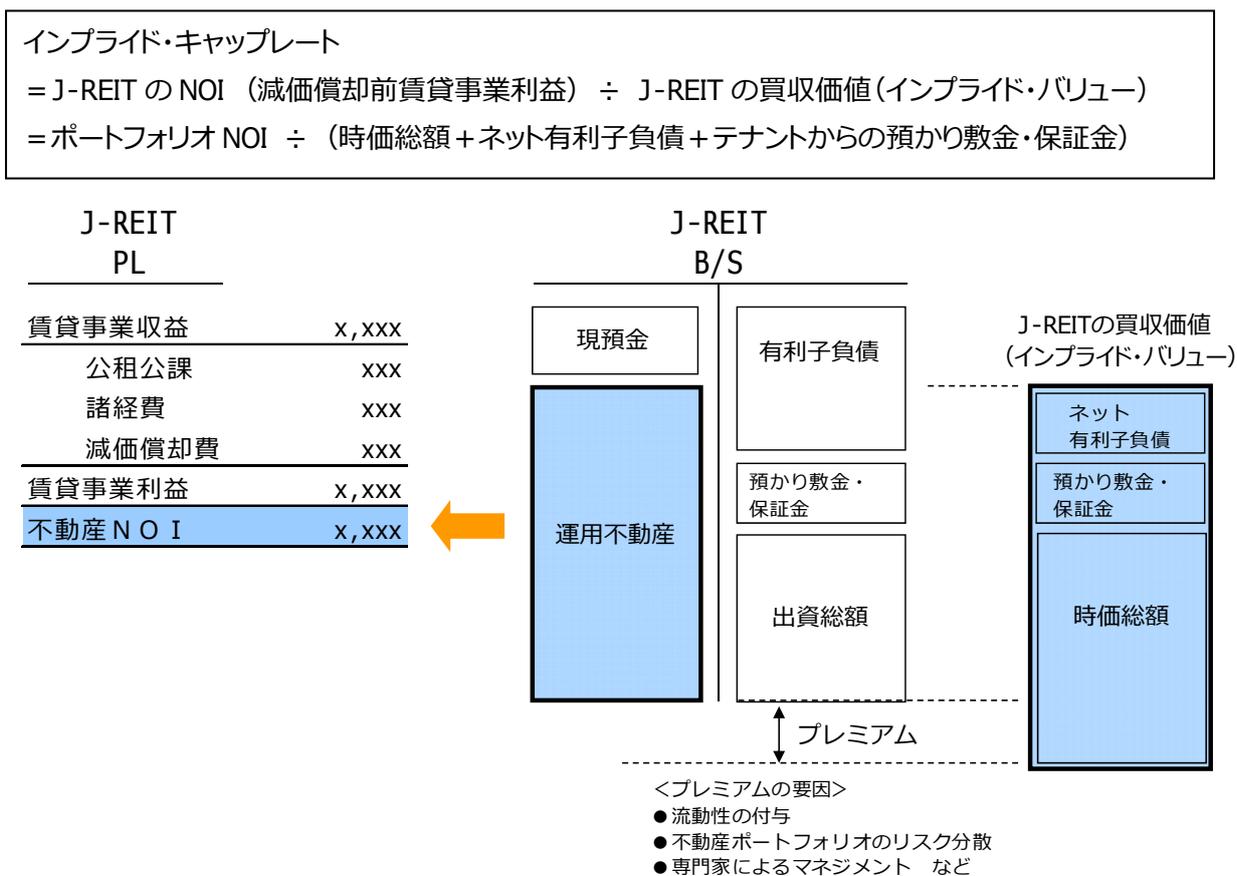
J-REIT で注目されている不動産キャップレートは、①不動産鑑定評価の直接還元法で使われる直接還元利回りや、②NOI を不動産価格で割った利回りがある。①は不動産鑑定士による査定利回りであり、②は通常、J-REIT 市場では NOI 利回りとして通用しているもので、運用不動産の当面の(あるいは賃貸状況が定常状態となった時

の)収益性を測る指標として、取得価格に対する利回りとして認識されている。これは J-REIT による不動産取引利回りとみなされることも多い。これに対してインプライド・キャップレートは、J-REIT 市場(資本市場)の投資家が評価する利回り、あるいは期待する利回りということになる。不動産のキャップレート(上記①、②)と異なるのは、評価者ないし取引者が公開市場(不特定多数の投資家)という点である。

算出上の留意点

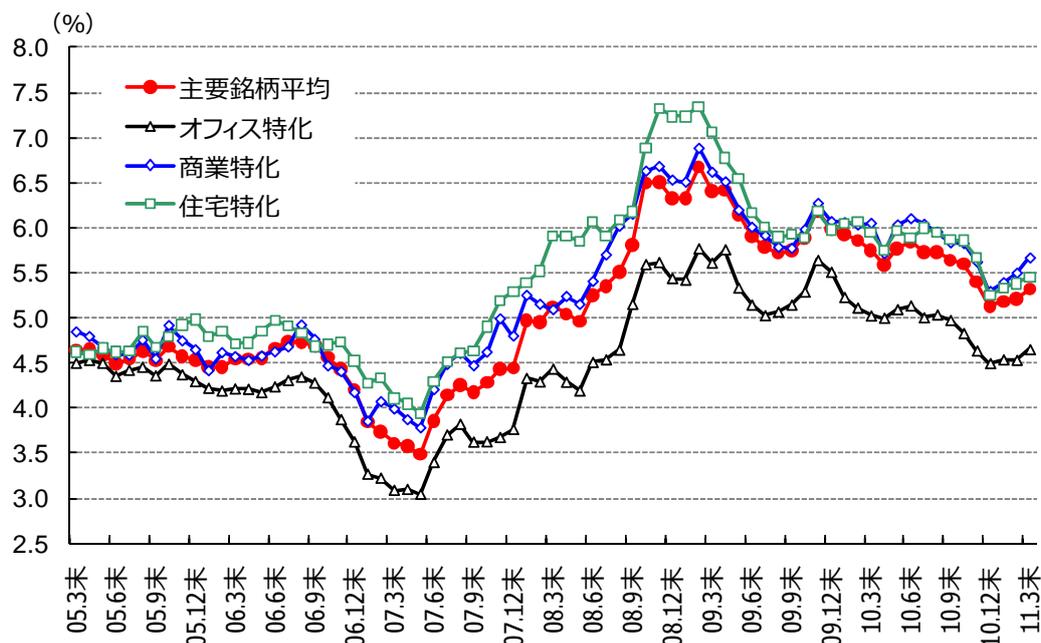
この指標を算出する際には、分子の NOI を過去の決算数値ではなく、将来の予想値とする必要がある。加えて、J-REIT の買収価値を計算するためのネット有利子負債やテナントからの預かり敷金・保証金は、常に最新の情報が得られるとは限らない。つまり時価総額以外は、各リートについて不動産ポートフォリオの賃貸損益やバランスシートを予想・推定することになる。決算後の運用にほとんど動きがない場合は決算数値をそのまま用いても問題はないが、期中に物件を追加取得した場合や借入金調達などのファイナンスが行われれば、それを反映しなければならない。当然、デット資金調達だけでなく、増資についても同様である。

【図表 1】 インプライド・キャップレートの概念



出所)住信基礎研究所

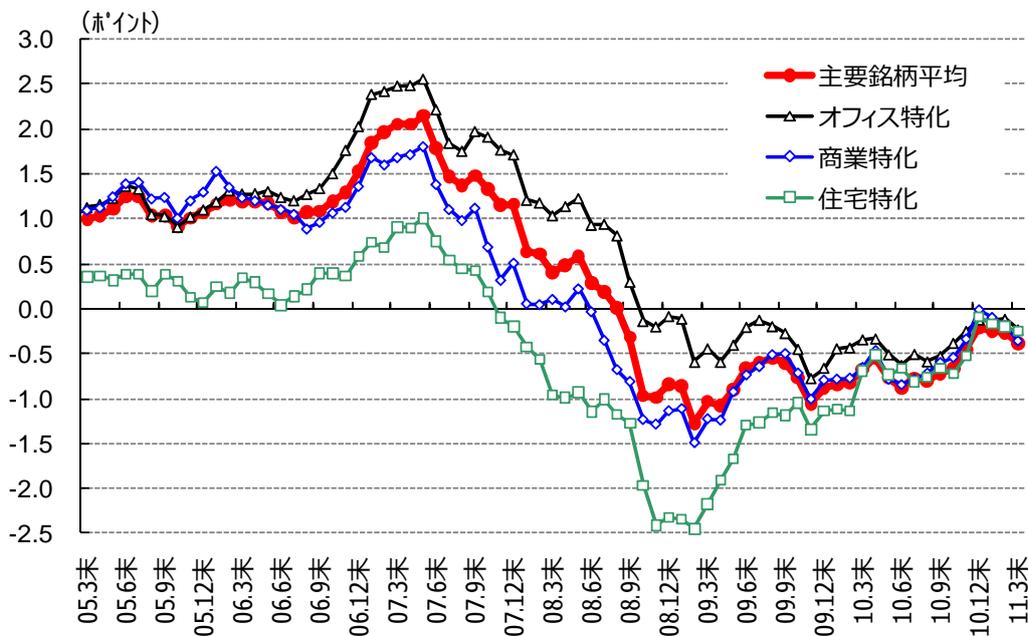
【図表2】 J-REIT セクター別のインプライド・キャップレート



注)

1. インプライド・キャップレート = $\text{ポートフォリオNOI} \div (\text{時価総額} + \text{ネット有利子負債} + \text{テナントからの預かり敷金} \cdot \text{保証金})$
2. 各J-REITのポートフォリオNOI及びB/Sは、各時点におけるSTBRI予想に基づく
NOIは固定資産税費用化調整後の標準NOI(取得予定物件含む)
出所) 住信基礎研究所

【図表3】 ポートフォリオ NOI 利回りとインプライド・キャップレートとのスプレッド



注)

1. $\text{ポートフォリオNOI利回り} = \text{ポートフォリオNOI(年間)} \div \text{不動産取得価格合計}$
2. 各J-REITのポートフォリオNOIは、各時点におけるSTBRI予想に基づく
NOIは固定資産税費用化調整後の標準NOI(取得予定物件含む)
3. 当データは、ポートフォリオNOI利回りからインプライド・キャップレートを差し引いた値
出所) 住信基礎研究所

J-REIT (投資口) に対する投資判断指標

J-REIT 投資家にとっての投資判断指標としては、J-REIT 市場、各セクター（不動産用途）あるいは個別リートの利回り水準をチェックすることによって、J-REIT（投資口）に対する投資判断に役立てることができる。ただ、各リートの運用ポートフォリオの特性（用途・地域構成、物件規模等）を踏まえて、どの程度が適正水準なのかを判断することは実際には容易ではない。

ここでインプライド・キャップレートトレンドに加えて、各セクター間の格差にも注目したい。本来、不動産には用途によって期待利回り（リスク）に格差があると考えられるが、それはインプライド・キャップレートにもある程度、反映されるであろう。もしセクター間の格差が極端に縮小した場合などは、J-REIT 市場の過熱を示すサインかもしれない。逆に非常に大きな格差となっているような局面では不動産市場以外の要因も考えられる。

加えて、各リートに対する判断には、ポートフォリオの平均 NOI 利回り（年間 NOI ÷ 取得価格合計）とインプライド・キャップレートとのスプレッドも有用な情報である。過去のレンジと現在の水準を比較し、当該銘柄の現在の運用状況と将来予想を考慮して、妥当な水準かどうかを判断することができる。さらには、セクターおよび銘柄間格差の要因分析も重要となる。

インプライド・キャップレートは、基本的に NOI 利回りである以上、J-REIT を不動産運用の側面で評価する指標である。各リートの資金調達力や財務マネジメント能力といった点は直接的には評価の対象外となる。投資判断には、配当利回り等の他指標とともに、総合的に用いることが必要であることは言うまでもない。

各リートが不動産投資を行う際のハードルレート

実物不動産が取引される際に、キャップレートを議論することは一般的であるが、個別性の強い不動産において、そこで算出された数値の適正さや、その前提はというと曖昧な部分がある。この点インプライド・キャップレートは、J-REIT 市場というマーケットがつけたもので、個別リートの特殊事情は希薄化されるものの、指標としての機能は果たしやすい。

これを各リートの視点から考えると、この期待利回りに応じたポートフォリオ NOI を維持する必要があり、現有ポートフォリオの NOI を前提に、新規不動産の取得価格をコントロールする必要も出てこよう。インプライド・キャップレートは、各リート（資産運用会社）にとっては物件取得の際の参考利回り、あるいはハードルレートとして認識されることになる。これはキャップレートの上昇・下降のいずれの局面でもいえることである。

実際、インプライド・キャップレートの低下局面では、やや低いキャップレートでも積極的に物件取得できる状況にあり、投資口価格の上昇によって資金調達も容易で、取得競争上も有利な環境にある。ただ、インプライド・キャップレートは株価変動によって短期間に大きく変化する可能性があるが、実物不動産のキャッシュフローはそれに比べれば硬直的であり、また不動産は容易に売却することもできない。つまり、各リートが不動産投資する際のキャップレートとインプライド・キャップレートとの間には一定のスプレッドが必要との認識が必要であろう。

実物不動産売買市場の先行指標

実物不動産の売買市場は、J-REIT の不動産投資動向に少なからず影響を受ける部分があるだろう。したがって、インプライド・キャップレートは J-REIT 市場にとどまらず、実物不動産の取引市場においても、その有する意味が大きくなっていく。インプライド・キャップレートを実物不動産市場に対する先行指標として活用することができる。当指標のトレンドの変化タイミングをもとに実物不動産のキャップレートの動きを予測することも可能と考えられる。

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-jreit/jreit.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の一切の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。