

キャップレートを用いた J-REIT 価格分析¹

—実物不動産市場と金融市場は統合しているのか—

慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科 肖 健

早稲田大学大学院 ファイナンス研究科 森平爽一郎

慶應義塾大学 総合政策学部 小暮厚之

千葉商科大学大学院 会計ファイナンス研究科 吉田靖

要 約

J-REITとは日本市場における不動産投資信託であり、その価格は金融市場の投資家により評価されると共に、J-REITの保有不動産は実物不動産市場における不動産鑑定士にも定期的に評価されている。両市場において評価対象となる不動産は同一であるが、一般に各市場での評価額には乖離が観測される。本稿では、両市場の不動産評価を示すキャップレート(期待利回り)間の差異について考察し、その要因を分析した。さらに両市場が統合しているか否かについて検証を行った。分析の結果、実物不動産市場と金融市場の評価主体によって、不動産ポートフォリオの評価要因が異なることが判明した。投資家は主にマクロ要因と証券化効果を重視するのに対し、鑑定士はマクロ要因以外の立地・規模等の個別性を重視することが判明した。

キーワード：キャップレート、インプライド・キャップレート、リスクプレミアム、証券化効果。

1 はじめに

2001年9月、不動産証券化商品であるJ-REITが上場した。主に金融市場で取引されるJ-REITは、実物不動産市場と金融市場の2つの市場で評価される。J-REITは、自身の保有する不動産ポートフォリオから生じる収益を支払い原資とした証券を発行し、投資家へと販売する。さらに投資家は株式や債券と同様に流通市場を通じ、証券を売買する形での不動産取引が可能となる。金融市場では証券としての評価を受けるのに対し、実物不動産市場では保有銘柄の取引当事者の評価による取引価格、及び不動産鑑定士による鑑定評価が成され、それらの情報は一般へと公開される。鑑定士による評価額は取引価格に含まれる取引当事者の個別性が排除され、また一定期間ごとに評価額が更新されることから、不

¹ 本稿は表題に記載した者の共同作業で執筆されたものであるが、研究段階においては、住信基礎研究所から大変貴重なデータを提供していただき、更に同所研究員の方々からは数多くの有益なアドバイスをいただいた。また、論文の作成の段階では、慶應義塾大学大学院政策・メディア研究科の橘川研史氏、及び早稲田大学日本語教育研究センターの伴野崇生氏から貴重なアドバイスをいただいた。以上の方々について、ここに謝意を表する次第である。当然のことながら、本論文に含まれる誤りはすべて著者らの責任である。