

# Bakshi=Chen モデルによる J-REIT 価格の分析<sup>1</sup>

大高 正明

(株)三菱 UFJ トラスト投資工学研究所

川口 有一郎

早稲田大学大学院ファイナンス研究科

## 概要

本研究では、J-REIT の決算情報、市場価格から、J-REIT 投資に資する情報を抽出することを目的とする。J-REIT の予想配当利回りは、銘柄ごとの割安度を判断するための投資情報として簡便かつ重要な指標のひとつである。本稿では株式バリュエーションモデルの一つである Bakshi=Chen モデルを用いることで、J-REIT の予想配当利回りを、ボラティリティ等の各種モデルパラメータと分配金の変動に対するリスクプレミアム、評価時点における金利によって解析的に表現できることを示す。また予想配当利回りからデフォルトフリーの金利要因を取り除いた「期待成長率控除後リスクプレミアム」を投資指標として考え、市場価格から逆算して求めた同指標について、その水準を決定する J-REIT 属性の探索を行うとともに、同指標を用いた運用戦略の可能性について考察する。さらに各モデルパラメータ、状態変数の変化が REIT の価格にどのような影響を与えるのか考察する。

## 1. はじめに

J-REIT 市場が拡大している。図 1 に示すように、J-REIT の資産合計額は 2001 年 9 月の市場開設当初の約 4100 億円から急拡大を続け 2007 年 5 月で 6 兆円超に達した。また、J-REIT 投資口の時価総額も順調に拡大している。2001 年 9 月に時価総額 2,457 億円からスタートし、2004 年 1 月に 1 兆円、2006 年 2 月に 3 兆円を突破、2007 年 5 月には過去最高の 6 兆 7716 億円に達した。これは TOPIX 時価総額の約 1%、東証 1 部不動産セクター時価総額の 40%弱を占める規模である。J-REIT を運用対象とする機関投資家、外国人投資家およびファンドの増加が上記の拡大を支えており、市場拡大、流動性増加とともに J-REIT は投資対象としての地位を確立しつつある。それに伴い J-REIT への定量的な投資判断材料として、個々の銘柄のバリュエーション（適正価値評価）、収益率の要因分析といった各種計量

---

<sup>1</sup> 本稿の分析を実施するにあたり、早稲田大学大学院ファイナンス研究科修士課程の渡部光章氏には J-REIT の決算情報を収集・整理していただくなどの御助力を頂き、ここに謝意を表します。なお本文中にあり得る誤りは全て著者に帰すものです。