

## STBRI J-REIT Index の開発と活用

株式会社住信基礎研究所  
研究部部長 北村 邦夫

### 1 インデックス開発の狙い

J-REIT の誕生から 4 年目に入り、2004 年 10 月末時点で銘柄数は 14、時価総額は 1.6 兆円超に達し、市場は着実に成長している。この間、私募不動産投資ファンドも含めて、不動産への投資資金流入が増大し、不動産投資市場は急拡大している。市場の拡大と共に、投資的観点から不動産価値を評価する方法として収益還元法（特に DCF 法）が定着し、資産価値変動のリスク計量による投資リスクの管理も浸透しつつある。

このような市場拡大と相まって、不動産の投資価値評価の方法論における転換期にあり、J-REIT に対する市場の投資評価法は様々に試行・模索されている。J-REIT の場合は、実物不動産の賃貸事業ポートフォリオとしての投資価値を評価すると同時に、市場に上場されていることに起因する流動性や市場の需給要因による価格形成を分析評価することが必要となる。しかし、新しいセクターとして誕生し、トラックレコードが少ないことや、株式市場におけるポジショニングが流動的であり、その投資価値評価の基準は市場関係者間で議論が続いている。

個人を含めた投資家層の裾野拡大が期待される中で、市場全体の予測シナリオ、個別銘柄の評価選択が合理的に行える環境整備が待望されている。不動産に軸足を置いたファンダメンタルアプローチによる評価と共に、上場商品であることから証券分析アプローチによる評価も合わせた多面的な方法論が必要と考えられる。そこで、証券分析アプローチに不可欠なツールであるインデックスについて、インデックスの対象銘柄や対象期間、サブインデックスの整備など、分析評価サイドのハンドリング自由度の高いものが求められる。

今後、銘柄数の更なる増加に伴って、J-REIT へのポートフォリオ投資ニーズが強まることは確実である。その際に、銘柄別のリスクを計測評価すること、またそのパフォーマンスの要因を分析して銘柄の組入比率をリバランスしていくことが求められる。そのために、市場の動きを的確に表すインデックスが不可欠と判断し、今回、独自のインデックスを開発することとした。

## 2 インデックスの構成と算出法

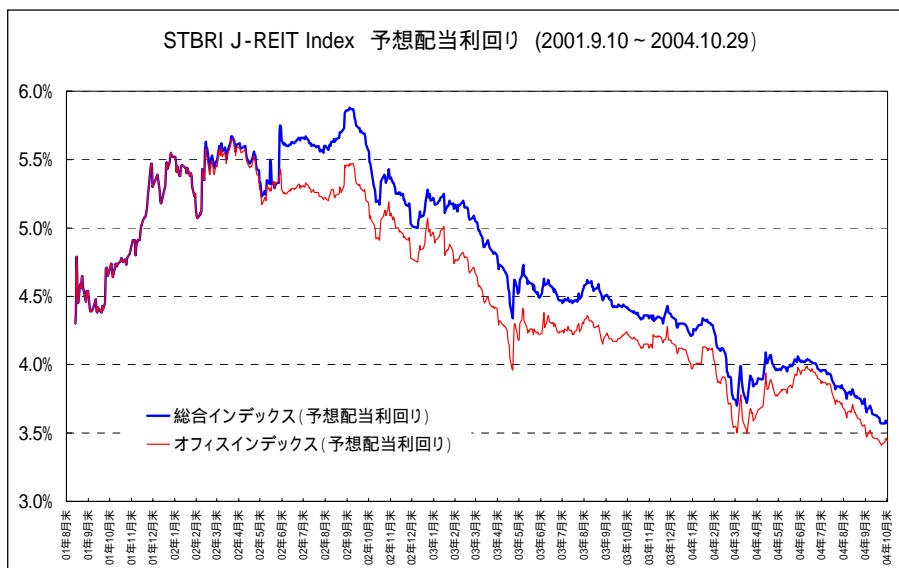
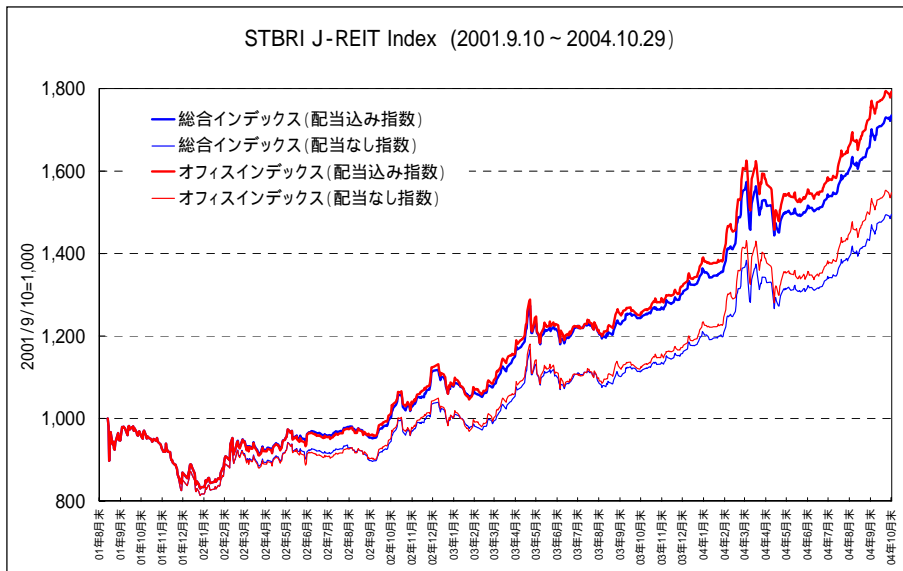
インデックス作成検討の基本フレームとして、何を表す指数とするか、その算出法をどうするか、どの銘柄を対象にするかがポイントになる。

### トータルリターン（配当込み）とプライスリターン（配当なし）の指数化

何を指数化するかについては、J-REIT の投資商品特性を考慮して次のように決定した。先ずリターンの源泉をキャピタルとインカムに区分できるよう、配当込み指数と配当なし指数を作成することとした。さらに、利回り指向型商品としての特性も有することから、配当利回りも算出することとした。これは、株式と債券の両面の特性が発現する商品（株式や債券とは異なる特性を有するとみせる）とみなせる J-REIT の分析評価を行う上で有用と判断したものである。また、米国の NAREIT のインデックスも同様の指数構成を採っており、米国 REIT との比較分析も容易である点も考慮した。

図表 インデックスの構成と推移

日付 (Date)	市場規模 (Market Capitalization) 百万円 (Millions of JPY)	STBRI J-REIT 総合インデックス				
		配当込み (Total)		配当なし (Price)		予想配当 (Expected Dividend)
		リターン (Return)	指数 (Index)	リターン (Return)	指数 (Index)	利回り (Yield)
2001/9/10	260,329		1,000		1,000	4.30%
2001/9/11	255,477	-1.86%	981.36	-1.86%	981.36	4.38%
2001/9/12	233,583	-8.57%	897.26	-8.57%	897.26	4.79%
2001/9/13	246,014	5.32%	945.01	5.32%	945.01	4.55%
2001/9/14	251,748	2.33%	967.04	2.33%	967.04	4.45%
2004/10/26	1,634,447	0.18%	1,729.92	-0.03%	1,490.89	3.57%
2004/10/27	1,627,089	-0.45%	1,722.13	-0.45%	1,484.18	3.59%
2004/10/28	1,656,374	0.34%	1,728.00	0.34%	1,489.23	3.58%
2004/10/29	1,662,705	0.38%	1,734.60	0.38%	1,494.92	3.57%



### 時価総額加重平均した投資収益率の累積型指数

STBRI J-REIT Index の算出法は、基本的に NAREIT のインデックスと同じ方法を採用している。つまり、単位期間（日次）の総合収益率を銘柄ごとの時価総額加重平均により算出して、前日までの指数に累積して指数化している。東証 REIT 指数や Quick REIT Index は、基準時価総額を基にして当日の時価総額を指数化している。指数の結果は、市況の変動によらない増資や配当落ち等のイベントによる価格への影響を調整するタイミングと方法によって生じる微小な差異を除けば、基本的に同じものとなる。

#### < 配当込み指数の算出法 >

当日（配当込み）収益率

当日（配当込み）収益率は、前日時価総額を基にして、次式のように算出している。

\* 但し、配当落ちに伴う投資口価格の変動を修正するため、配当落ち日に予想分配金の加算、決算発表の翌日に確定分配金と予想分配金の差額の調整と、二回に分けて配当込み収益率の調整を行っている。

$$\text{当日配当込み収益率} = \frac{\sum_i (\text{前営業日銘柄}i\text{の時価総額} \times \text{当日銘柄}i\text{の配当込み収益率})}{\sum_i \text{前営業日銘柄}i\text{の時価総額}} \times 100\%$$

ここで、

$$\text{権利落ち日の銘柄 } i \text{ の収益率} = \frac{\text{当日投資口価格} - \text{前営業日投資口価格} + D'}{\text{前営業日投資口価格}} \times 100\%$$

$$D' = \text{一口当たり予想分配金}$$

$$\text{決算発表の翌日の銘柄 } i \text{ の収益率} = \frac{\text{当日投資口価格} - \text{前営業日投資口価格} + D''}{\text{前営業日投資口価格}} \times 100\%$$

$$D'' = \text{一口当たり確定分配金} - \text{一口当たり予想分配金}$$

トータル（配当込み）指数

トータル（配当込み）指数は、基準日（2001年9月10日）指数値を1000として、日次の収益率を累積して算出している。

$$\text{当日の配当込み指数} = \text{前営業日の指数} \times (1 + \text{当日配当込み収益率})$$

### 上場全銘柄を対象にした総合インデックスとサブインデックス

指数の対象銘柄は、上場証券取引所にかかわらず、すべての銘柄を対象にした総合インデックスと、特定銘柄群を対象にしたサブインデックスで構成される。サブインデックスは、投資対象のプロパティ、エリア、運用スタイル、資産規模等によるものが想定される。今回は、オフィスに特化した運用の銘柄で構成する J-REIT オフィスインデックス(現在は、日本ビルファンド、ジャパンリアルエステイト、グローバル・ワン、野村不動産オフィスファンドの 4 銘柄)を作成した。今後、銘柄の増加にあわせて、他のプロパティやエリア等で区分したインデックスの作成も視野に入れている。

## 3 インデックスの活用法

インデックス整備の背景で述べたように、これらのインデックスを用いて現段階では期間の短さという制約はあるものの、J-REIT の投資パフォーマンスの分析評価を行っている。

### ポートフォリオのアセットアロケーション

運用ポートフォリオにおける株式や債券の伝統的資産に J-REIT を加えることでリスク・リターン特性が改善するかを分析することができる。つまり、J-REIT を組入れたアセットアロケーションの可能性をシミュレーションして、投資運用目標に合致したポートフォリオ構築を支援することを目指している。また、今後、サブインデックスを充実させることで、投資家のポートフォリオ特性に即したオーダーメイド型のベンチマークの提供も可能となる。市場規模の拡大と銘柄の多様化により、ベンチマーク設定に対して多様化する投資家ニーズに応えていくことが不可欠と考えている。

### 投資パフォーマンス評価

J-REIT 投資に際して、証券分析アプローチによる銘柄選定の評価軸を構築すべく検討を進めている。株式市場と J-REIT との相関関係、J-REIT 全体と個別銘柄のパフォーマンスの関係をインデックスを指標として分析することで、運用ポートフォリオがとっているリスクに見合ったリターンを享受できているかの評価を行うことができる。これまでの3年間のパフォーマンスからは、安定した説明力を持つファクターの抽出やモデル化は容易でないのが実情であるが、引き続き分析を行っていくことが市場インフラとして重要と認識している。

#### 不動産投資市場の分析

住友信託銀行と弊社で共同開発した実物不動産のインデックスであるSTIXと、このSTBRI J-REIT Indexを用いることで、不動産投資市場を実物市場と証券化市場とに区分して、両市場間での期待利回りやパフォーマンスにおける特性の差異や相互の関連性を分析することができる。不動産投資市場に対するリサーチをより総合化・深化させて、投資家に対して1つのアセットクラスとしての不動産投資に関する的確な助言を提供できると考えている。

#### 4 さいごに

これらのインデックスデータは弊社のHP (<http://www.stbri.co.jp/>)で公開し、市場関係者に広く利用され、不動産投資市場やJ-REITの評価分析法がより洗練され、市場の健全な発展に幾許かの貢献が出来れば望外の喜びである。

J-REITの投資家の裾野を拡大し、長期安定株主を育成・増加させていくことは、運用会社を始め市場参加者の希望である。今後、個人資金などをバックにしたFOFsによる投資ブレイクスが高まるとの予測がある。そうなれば、説明責任を果たす上でも、ますますインデックスの有用性は高まっていくと思われる。

「リアルエーステートマネジメントジャーナル 2004年12月号」(発行:株ビーエムジェー)  
寄稿原稿を基に一部加筆修正

STBRI J-REIT Index (サブインデックスを含む。以下同じ。)は、株式会社住信基礎研究所の知的財産であり、STBRI J-REIT Indexの算出、公表、利用などのSTBRI J-REIT Indexに関する権利は株式会社住信基礎研究所が所有しています。STBRI J-REIT Indexの概要や算出方法については、株式会社住信基礎研究所の下記Webサイトをご参照下さい。

<http://www.stbri.co.jp/>