

(はじめに)

投資用不動産の運用から得られる利益は、主としてテナントが支払う賃料による。したがって、取得価額に対する賃料収入の割合が、個々の不動産の収益性の判断基準となることになる。ただし、単純に年間の賃料収入を取得価額で割り戻して算出した利回り(表面利回り・グロス利回り)では、維持管理費、修繕費、テナント募集費用、公租公課等運営費用が考慮されておらず¹、収益性の判断基準としては不十分である。そこで、投資用不動産の収益性の判断には、これらの費用を賃料収入から差し引いた純収益の取得価額に対する割合(ネット利回り)を用いるのが一般である。

ここでの純収益には、大きく分けて「NOI」と「NCF」とがある。NOIとは、「Net Operating Income」の略で、賃料等の収入から維持管理費、水道光熱費、修繕費、公租公課などの運営費用を控除した額であり、不動産鑑定評価基準上では「運営純収益」として位置づけられている。NCFは、「Net Cash Flow」の略で、NOIに一時金(敷金、保証金等)の運用益を加えるとともに資本的支出(対象不動産の価値を高め又は耐久性を増すこととなる修理、改良等に係る支出)を差し引いた額をいい、不動産鑑定評価基準上では「純収益」として位置づけられている²。

このように不動産鑑定評価においては、純収益として NCF が採用されているが、実際の不動産投資においては、純収益として NOI を用いる方が一般的であるといわれる。これは、NOI が会計上の営業損益と類似概念であるほか、資本的支出の中には数十年に一度の大規模修繕費用なども含まれることからその金額を正確に見積もることが難しいこと、一時金の運用益は通常の不動産投資においては考慮しないことなどによる。NOIの方が投資家の収益判断に当たっての感覚に合っているということである。不動産鑑定評価においても、運営純収益が投資家等への開示資料として有効であるとして開示することとされている³。

本稿では、わが国の上場不動産投資法人(J-REIT)の取得不動産を対象として、投資用不動産の NOI の傾向について分析を試みることにする。なお、以下において用いているデータは、特に注記のない限り各投資法人のプレスリリース資料及び有価証券届出書により筆者が作成したデータベースに基づいている。分析は、2016年から2020年までのJ-REITにおける取得不動産(実物不動産又は不動産信託受益権)であって、取得時の不動産鑑定評価において運営純収益が明らかになっている1447件の不動産を対象とした。

(不動産の属性と NOI 利回り)

当然のことであるが、NOI 自体は高価額の不動産ほど高くなる傾向にある。したがって、NOI 自体では不動産

¹ なお、表面利回り算出の前提となる年間賃料を満室想定ベースとしている場合には、適正な収益性判断のためには空室等損失や貸倒れ損失にも配慮した減額を行う必要がある。

² 不動産鑑定評価基準(国土交通省)各論第3章第5節。

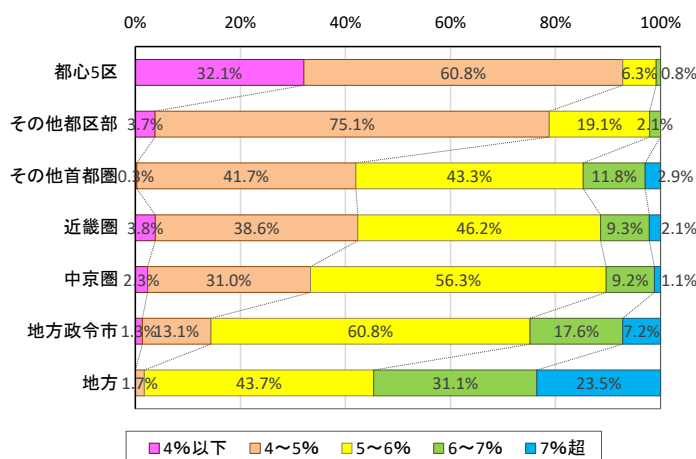
³ 公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会鑑定評価基準委員会(編著)「要説 不動産鑑定評価基準と価格等調査ガイドライン」(住宅新報社 2015年)p443。

の収益性の優劣やリスクの度合いを判断することはできない。そこで、不動産価額に対する NOI の割合、すなわち NOI 利回りを用いて不動産の収益性やリスクを判断することになる。以下では、個々の不動産の属性が NOI 利回りにどのような影響を及ぼしているかについて探っていく。ここでは、不動産の基本的な属性である立地、用途、築年数、規模に着目して NOI 利回りの傾向を分析する。

① 立地エリアと NOI 利回り

まず、立地エリア別でみた NOI 利回りの傾向についてみていく。図 1 は、J-REIT 取得不動産について立地エリア別でみた NOI 利回りの分布を示したものである。収益不動産の利回りは、賃貸や売却に係るリスクが高いほどリスクプレミアムが上乘せられて高くなる。逆にいえば、賃借・取得需要が高く、安定した賃貸と確実な売却が可能なエリアでは利回りが低くなる傾向となる。この点は図 1 においても明らかであり、東京都区部では NOI 利回りが低く、地方では NOI 利回りが高く、その他首都圏・近畿圏・中京圏の NOI 利回りは東京都区部と地方の中間レベルといった傾向がみてとれる。

図 1. J-REIT 取得不動産における立地エリアと NOI 利回りの分布



注) 2016 年から 2020 年までの J-REIT における取得不動産(実物不動産又は不動産信託受益権)であって、取得時の不動産鑑定評価において運営純収益が明らかになっている 1447 件の不動産を対象としている。

上場前に取得した不動産については、上場時に取得したものとみなしている。

既保有物件の追加取得分については、データに含めていない。

NOI 利回りは不動産鑑定評価上の運営純収益を取得価額で割って算出している。したがって、鑑定評価額に対する利回りではない。

エリアの定義は以下のとおり。

- ・都心 5 区: 東京都の千代田、港、中央、新宿、渋谷の各区
- ・その他都区部: 都心 5 区以外の東京都区部
- ・その他首都圏: 栃木、群馬、茨城、埼玉、千葉、東京、神奈川の各都県(東京都区部を除く。)
- ・中京圏: 愛知、岐阜、三重の各県
- ・近畿圏: 大阪、京都、兵庫、滋賀、奈良、和歌山の各府県
- ・地方政令市: 首都圏、中京圏、近畿圏以外に存する政令指定市
- ・地方: 国内の上記各エリア以外

以上、図 2 以下においても同じ。

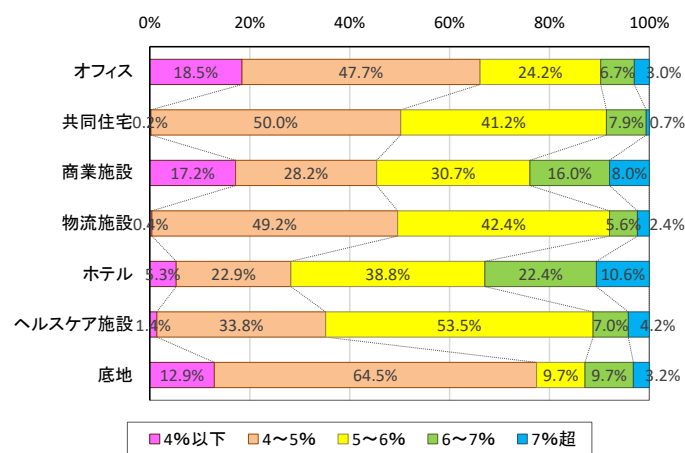
資料: 各上場不動産投資法人のプレスリリース資料・有価証券届出書より作成(図 2 以下も同じ。)

② 用途と NOI 利回り

次に、用途別でみた NOI 利回りの傾向についてみていく。図 2 は、J-REIT の取得不動産について主な用途別でみた NOI 利回りの分布を示したものである。まず、商業施設とホテルについては、NOI 利回りの低い物件と高い物件とのばらつきが大きい。商業施設については、東京都心の高級ブランドビルなどから地方都市のスーパー

ーやショッピングセンターまで物件のバリエーションが広い。ホテルも東京都心のラグジュアリーホテルから地方都市のビジネスホテルや観光地のリゾートホテル・旅館までさまざまなタイプがある。そのため、商業施設とホテルについては、物件による NOI 利回りの差が大きい結果となっているということである。逆に物件のバリエーションが比較的小さい共同住宅や物流施設については、NOI 利回りのばらつきが小さくなっている。オフィスで NOI 利回り 4%以下の割合が最も高いのは、都心 5 区商業地に代表される最も地価の高いエリアでの立地が相対的に多いことによる。底地については、鑑定手法の関係から運営純収益を算出していない物件も多いのであるが⁴、比較的 NOI 利回りの低い物件の割合が高いのは、建物を保有しない分建物に係るリスク(建物テナント退去、維持・修繕コスト、災害等による資産価値下落など)を投資法人側が直接負わない分リスクプレミアムの上乗せが低く抑えられることによるものと考えられる⁵。

図 2. J-REIT 取得不動産における主な用途と NOI 利回りの分布



③ 築年数と NOI 利回り

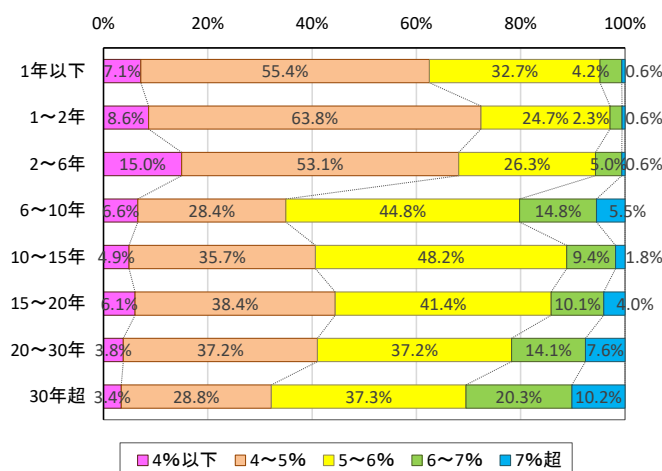
通常建物は築年数を経るほど老朽化やこれに伴う修繕・改修のリスク、あるいは空室リスクや賃料低下リスクが高くなり、その分高い利回りが求められる。そこで、建物の築年数の違いによって NOI 利回りがどの程度異なるか示してみた(図 3)。築年数が増すほど NOI 利回りが高くなる傾向はややみられるものの(相関係数は 0.28)、立地エリアほどの明確な傾向はみられない。特に 4%以下の物件については、築年数の長さにかかわらずある程度の割合を占めており、都心 5 区のようなエリアでは築年数にかかわらず NOI 利回りが低く抑えられていることがみてとれる。また、J-REIT の場合、築年数を経た建物であっても、適切な維持管理がなされ、必要な修繕・リフォーム等が行われ、収益性において築浅物件に遜色ないものを選別しているということから、築年数の違いによる傾向が表れにくいといった面もあろう。なお、デベロッパーや一部不動産ファンドであれば、築年数を経て老朽化等により収益性が落ちている物件をこれに見合った価格で取得した上で(この時点での NOI 利回りはかなり高めになる。)、大規模なリフォーム・改築等を施して収益性を回復させるといった手法をとる場合もあるが、J-REIT の場合はその属性上そのような手法をとることが難しい場合も多いことが、築年数を経た物件ほど NOI 利回りが高くなるという傾向が見だしにくい一因であると考えられる⁶。

⁴ 底地については、65 物件中 45 件で運営純収益が未算出となっている。

⁵ この点については、拙稿「商業施設における賃貸借契約の形態とリスク管理」(土地総研リサーチ・メモ 2020 年 8 月 31 日)(http://www.lij.jp/news/research_memo/20200831_2.pdf) p6~7 参照。

⁶ 不動産投資法人の場合、建物建築を自ら行うことはできない(投資信託及び投資法人に関する法律施行令第 116 条第 1 号)。投資法人が建物建築に係る請負契約の注文者になることは可能だが、大規模修繕・改修工事等によるキャッシュフローの変動がポートフォリオ全体に過大な影響を与える場合については認められない(金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(令和 3 年 1

図 3. J-REIT 取得不動産における築年数と NOI 利回りの分布

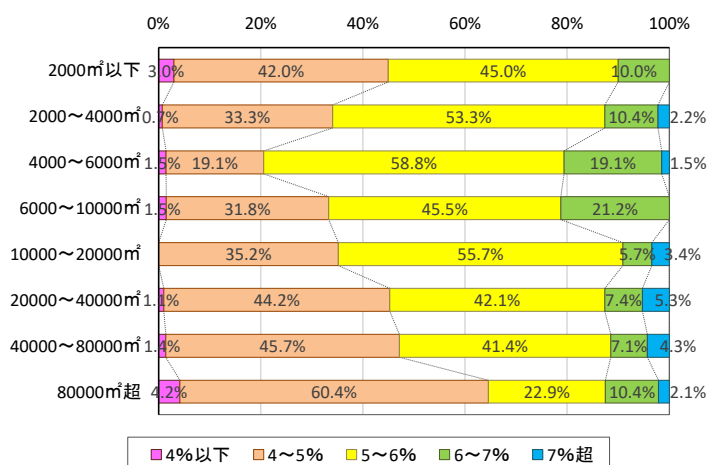


注) 複数の主たる建物からなる物件については、最も古い建物の築年数としている。
土地のみ取得した物件は含まれない。

④ 建物規模と NOI 利回り

例えば集合住宅やオフィスビルの場合、建物規模が大きいほど、共用部分の管理や維持・修繕の効率化、空室リスクの平準化、大口テナント獲得の可能性(オフィスビルの場合)といった要因により、リスクが小さくなって利回りが低下することが考えられる。ただし、都心 5 区に代表される高額な賃料でも賃貸需要の非常に高いエリアであればある程度小規模な建物でもリスクは低く抑えられるであろうし、逆に地方であれば建物規模が過大だとそれに見合うだけの需要が見出しづらく空室リスクが上昇するといった面もあろう。実際すべてのエリアの物件を対象とした場合には、建物規模と NOI 利回りとの間に何らの傾向も見出せなかった(相関係数は-0.08)。そこで、NOI 利回り分布が似通っている首都圏(東京都区部を除く。)、近畿圏、中京圏の物件を取り出し(図 1 参照。)、建物規模別での NOI 利回りの変化を示してみた(図 4)。

図 4. J-REIT 取得不動産(東京都区部及び地方以外)における延床面積と NOI 利回りの分布



注) その他首都圏、近畿圏、中京圏(図 1 参照。)に立地する物件を対象としている。
延床面積は、建物の一部を取得した場合も含め、建物全体の延床面積としている。
土地のみ取得した物件は含まれない。

概ね 4000 ㎡を超える物件については、建物規模が大きいほど利回りが低下する傾向にあるようにもみえるが明確ではない(相関係数は-0.18。なお規模を限定しない場合の相関係数は-0.12)。なお、4000 ㎡以下の物件

については逆の傾向がみられるようだが、このような小規模物件をJ-REITが取得する場合、大阪市、名古屋市、横浜市等の一等地の物件の割合が高くなることの影響と考えられる。

(NOI 利回りとNCF 利回り)

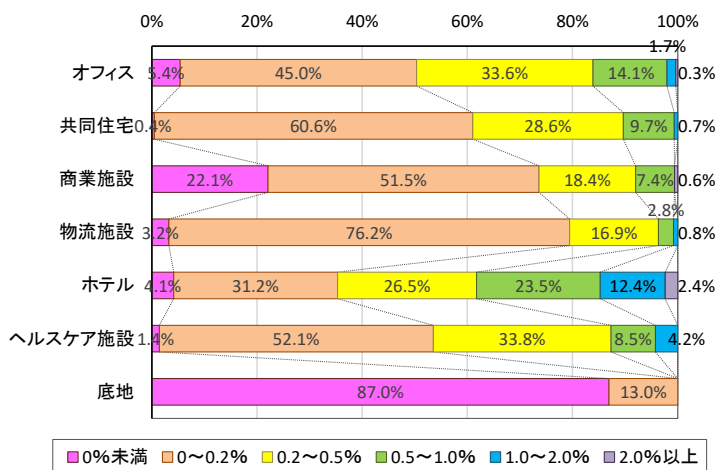
冒頭で触れたように、不動産投資における収益性判断においては NOI が重視されているが、不動産鑑定評価は NCF をベースに行うこととされている。ただ、NOI は NCF 算出の前提として用いられる数値でもあり、NCF 利回り自体には NOI 利回りとの間で大きな傾向の違いは見いだせないであろう。既に触れたように NCF は、NOI に敷金等一時金の運用益を加えるとともに資本的支出を差し引いた額である。そこで、以下では NOI と NCF との差の部分、すなわち資本的支出と一時金運用益の部分に焦点を当て、NOI 利回りと NCF 利回りとの間にどの程度乖離があり、それが不動産属性との関係でどのような傾向があるのかについて探っていくこととする。

なお、一時金の運用益が高額となることは想定しにくいことから、NCF は NOI より低額になるのが一般である。以下では資本的支出に影響を及ぼすと思われる属性として、用途と築年数を取り上げることとする。

① 用途からみた傾向

図5は、J-REITの取得不動産について主な用途別でみた NOI 利回りと NCF 利回りとの差(以下「利回り差」と略称する。)の分布を示したものである。これによると用途によって利回り差の傾向はかなり異なる。まずホテルは他の用途に比べて利回り差が明らかに大きくなっている。その要因としては、ホテルという資産の特性上修繕更新が頻繁となりその費用が大きくなること、さらには家具、什器、備品、内装等(いわゆる FF&E⁷)が資産に含まれている物件が多く、これらの更新費用が必要となることが挙げられる。他方、物流施設の場合は修繕更新のサイクルが長く、商業施設の場合は内装等の修繕更新はテナントが行うことになることから、資本的支出が他用途に比べて抑えられて利回り差が小さくなっているものと考えられる。

図5. J-REIT 取得不動産における主な用途と NOI 利回りと NCF 利回りとの差の分布



注) NOI 利回りから NCF 利回りを引いた差を階層化して分布を示している。

NCF 利回りは不動産鑑定評価上の純収益を取得価額で割って算出している。したがって、鑑定評価額に対する利回りではない。

0%未満とは、NOI より NCF の方が高額であることを意味する。以上、図6においても同じ。

なお、底地については、利回り差 0%未満が 9 割近くを占める。これは、土地自体については修繕更新がほぼ不要であるため、一時金の運用益の方が資本的支出を上回るケースが多いことによる。その他の用途についてみると、商業施設において利回り差 0%未満の割合が高くなっているが、これは既述のように修繕更新にテナントが行う部分が多いほか、オフィス、共同住宅等に比べて汎用性に劣る物件が多く、空室リスクに備えて敷金・保証

⁷ Furniture Fixture & Equipment の略。ホテルの営業用資産をいい、ベッド、テレビ、家具、カーペット、壁紙などが該当する。

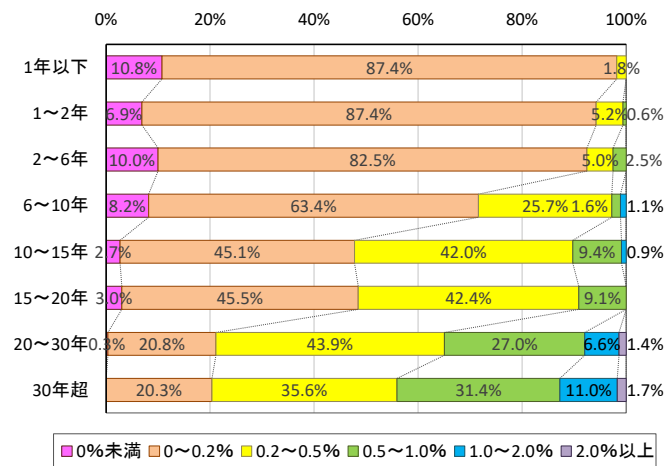
金等を高めに設定しているケースが多いからではないか。

② 築年数からみた傾向

図6では、J-REITの取得不動産について築年数別でみたNOI利回りとNCF利回りとの差の分布を示した。NOI利回りについては、築年数が増すほどNOI利回りが高くなる傾向がややみられたものの、それほど明確なものではなかった(図3参照)。一方、利回り差については、築年数を経た物件ほど大きくなる傾向が明らかに見てとれる(相関係数は0.55)。

やはり築年数を経た物件の方が、大規模修繕等が間近に迫っているケースが多い。いずれは大規模修繕等が必要となるのは築浅の物件でも同じであるが、取得時に想定される建物の存続期間あるいは保有期間に対する大規模修繕等の頻度は築年数を経た物件の方が大きくなる。これにより想定される年当たりの資本的支出がより高額となり、利回り差が大きくなるということであろう。

図6. J-REIT 取得不動産における築年数と NOI 利回りと NCF 利回りとの差の分布



注) 複数の主たる建物からなる物件については、最も古い建物の築年数としている。
土地のみ取得した物件は含まれない。

(むすび)

以上、J-REITの取得不動産を題材にして不動産の属性による利回りの違いについて簡単な分析を試みてみた。分析結果自体は、不動産投資の実務上常識的な内容と思われるが、不動産投資に係る収益性やリスクの判断には、立地、用途、規模、築年数等がそれぞれ程度等の違いはあれ影響を及ぼしていることが改めて確認できたのではないかと。また、もっばらNOIやその利回りで収益性・リスクを判断することは、特にホテルや築年数を経た物件では実際の運用との乖離を招きやすいことにも注意が必要であろう。今後はコロナ禍による労働・生活様式の変化が投資用不動産の収益性・リスクに影響を及ぼすことも想定され、これによる利回りの変化にも注目していく必要があると考えられる。

(齋藤 哲郎)