

# 不動産 投資 レポート

## 真価が問われるJ-REITの収益 安定性

～進む市場の安全網整備と残された課題～

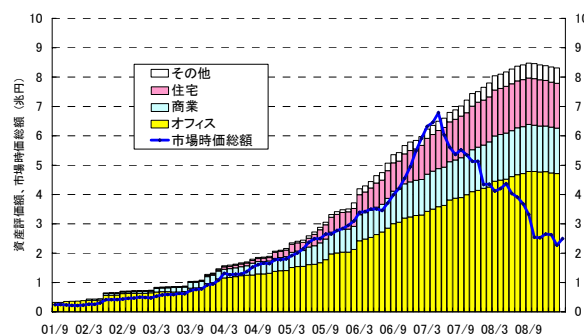
金融研究部門 不動産投資分析チーム 主任研究員 岩佐 浩人  
[hiwasa@nli-research.co.jp](mailto:hiwasa@nli-research.co.jp)

### はじめに

米国発のグローバルな金融市場の混乱は、実体経済の悪化へ波及し、国内不動産市場においても新興不動産会社の経営破綻やオフィス市況の悪化など、大きな影響を及ぼしている。

2001年9月にスタートして以来、オフィス・商業施設・住宅など投資対象を拡大しつつ成長を遂げてきた不動産投資信託（以下、J-REIT）市場も例外ではなく、運用不動産は8兆円超で頭打ちし、東証REIT指数は最高値(2007年5月末)から約▲70%下落、市場時価総額は6.8兆円から2.5兆円（今年3月末）まで縮小している（図表-1）。

図表-1 運用資産額と市場時価総額

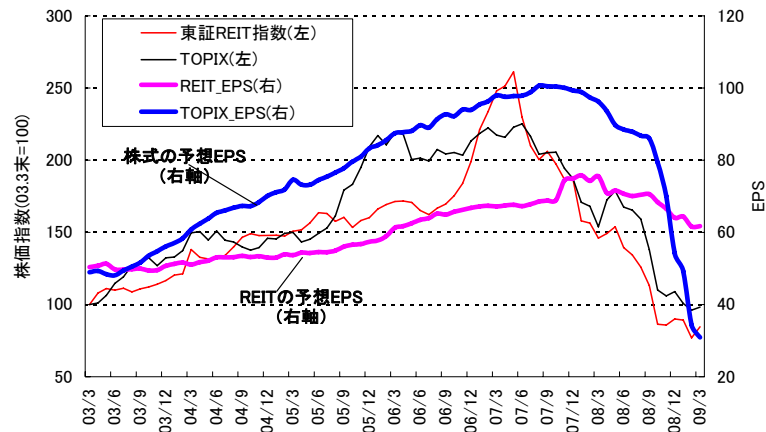


(出所) 投信協会などよりニッセイ基礎研究所作成

J-REITは、投資家からの出資金に借入金を加えて賃貸不動産に投資、利益の90%以上を投資家へ分配すること等により法人税が免除された、いわば「非課税の不動産賃貸事業を行う器」である。不動産から生じるキャッシュフローは、賃料や稼働率など不動産ファンダメンタルズに左右されるものの、本来ディフェンシブ性が高く安定している。実際、J-REITの予想1口当たり利益（以下、EPS）と国内株式(TOPIX)のEPSを比較した場合、国内株式のEPSが一部企業の巨額赤字など特殊要因もあって2008年後半から急低下する一方、J-REITのEPS低下は小幅に止まっている<sup>1</sup>(図表-2)。

<sup>1</sup> ただし、J-REITにおいても、物件取得中止に伴う売主への違約金支払いや、財務リストラを目的とした物件の売却損計上など、一時的要因により予想分配金を下方修正する事例が増加している。

図表-2 J-REITと国内株式の予想EPSと株価



(注)株式のEPS:IBES社「TOPIX 12MTH FWD」、  
 REITのEPS:各REITが開示する予想EPSを集計  
 (出所)データストリームなどよりニッセイ基礎研究所作成

しかし、J-REITの投資口価格は、こうした収益安定性を反映することなく、国内株式を上回る高い価格変動性（ボラティリティ）を示しながら急落しており、2008年10月に、住宅特化型REITであるニューシティ・レジデンス投資法人（以下、NCR）が民事再生法適用を申請するに至って、倒産隔離の仕組みなどJ-REIT制度に対する投資家の信頼は大きく低下することになった。

J-REITは情報開示の透明性が高く収益の安定した優れた金融商品である。しかし、商品特性が投資家に理解され適正に評価されるには、環境変化に対する制度の頑健性や投資主利益を最優先する規律の存在をしっかりと示す必要がある。

以下では、決算データをもとにJ-REITの財務構造や運用実績を分析、今般の市場急落やJ-REIT制度の改正・公的資金を活用した資金繰り支援策など政策対応を確認したうえで、今後の市場発展に向けて残された課題について述べたい。

# 1. J-REITの収益は安定している

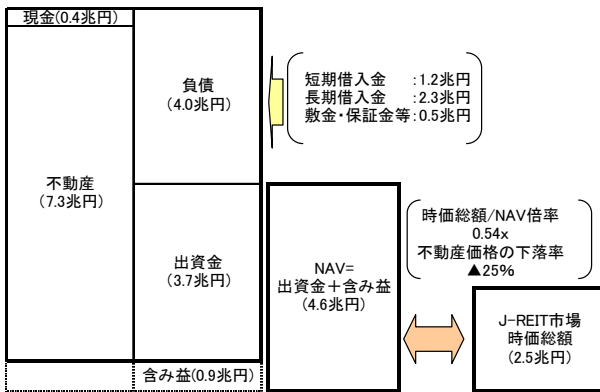
## 1 | J-REIT の財務構造

まず、直近の決算データ（上場 REIT41 社）を用いて、J-REIT の財務構造を確認する。

図表-3 の通り、J-REIT は、エクイティ投資家の出資金（3.7 兆円）に、金融機関（以下、レンダー）からの借入や投資法人債発行などによって調達した資金(4.0 兆円) を加えた合計 7.7 兆円を、収益不動産(7.3 兆円)に投資、残りを現金(0.4 兆円)で保有している。

保有不動産の鑑定評価額は、決算期毎（半期）に開示されているが、2008 年下期時点の含み益（鑑定評価額と帳簿価額の差額）は 0.9 兆円、これに出資金(3.7 兆円)を加えた 4.6 兆円が純資産価値（NAV：Net Asset Value）である。これに対して、投資家の評価である市場時価総額は 2.5 兆円に過ぎず、時価総額のNAVに対する割合（純資産倍率）は 0.54 倍、これは、投資家が今後の不動産価格について 25% 程度の下落を見込んでいるとも言える<sup>2</sup>。

図表-3 J-REIT のバランスシート

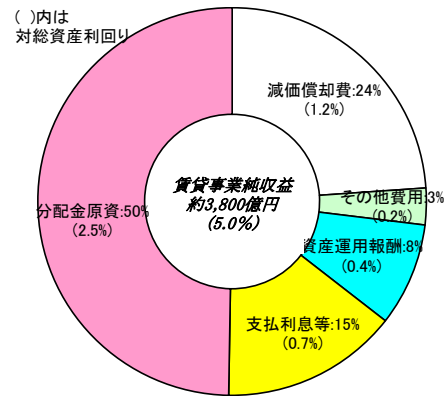


(注)対象:上場REIT41社、決算(08.7月~08.12月)、

現金は一部資産・負債・剰余金などで調整

(出所)開示データよりニッセイ基礎研究所作成

図表-4 J-REIT の収益分配(2008年)



(注)対象:上場 REIT41 社、決算(08.1 月~08.12 月)

(出所)開示データよりニッセイ基礎研究所作成

次に、図表-4 は、不動産賃料収入から管理運営費用を除いた貸貸事業純収益（以下、NOI：Net Operating Income）を 100%とした場合の分配状況を示している。時価にして約 8 兆円の不動産から生じる NOI（約 3,800 億円）は、資産残高にほぼ比例する「減価償却費(24%)、その他費用(3%)、資産運用会社への報酬(8%)」と、レンダーなどへの支払利息(15%)を控除した後、残る 50%がエクイティ投資家の取り分であった。

この様に、J-REIT の財務構造は、①不動産が資産の大半を占める等シンプルで、情報開示による透明性が高い、②負債に対する現金比率が低いなど流動性制約を受けるものの、期間収益は安定し支払利息に対するバッファーは十分確保されている（NOI/支払利息は 6~7 倍）、③投資家への分配金原資（不

<sup>2</sup>不動産の時価は 8.2 兆円(7.3 兆+0.9 兆円)であるが、25%下落すると、NAVが 2.1 兆円減少して 2.5 兆円(4.6 兆円-2.1 兆円)になる計算である。

動産売却損益除) は、NOI と支払利息の変動によってほぼ説明できる、といった特徴が挙げられよう。

## 2 | 1口当たり利益(EPS)の分析

続いて、過去6年間の運用実績について確認する。なお、分析に当たっては、経常利益から不動産売却損益など一時的要因を除いた収益ベースとし、また、REIT 間の平仄を合わせるため、一部 REIT の発行済投資口数を修正するなど所要の調整を行った。

図表-5 の通り、J-REIT 全体の EPS は、2003 年上期を 100 とした場合、2008 年下期時点で 96 となり、この間の EPS が非常に安定推移していることが分かる。

また、EPS は、総資産利益率(ROA)と1口当たり純資産(BPS)、レバレッジ比率に分解できるため、ROA、BPS、レバレッジ比率が上昇(低下)すると、EPS も上昇(低下)することになる。

J-REIT の場合、これまでレバレッジ比率を概ね 2.0 倍 (LTV50%) 程度に管理しながら、ROA 低下を BPS 上昇で補い、EPS を維持してきたことになる。この ROA 低下は、NOI と支払利息のスプレッド縮小 (5.2%→4.4%) によるものであるが、当初は NOI 利回りの低下が、最近では支払利息の増加が影響力を強めているようだ (図表-6)。

図表-5 EPSの分析結果

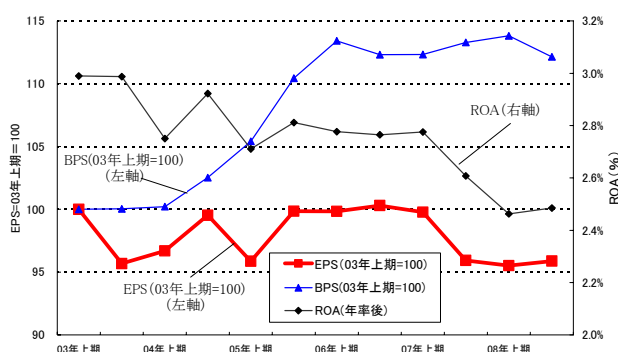
	EPS	03.上=100	ROA (年率後)	BPS	03.上=100	レバレッジ 比率	LTV
03年上期	15,341	100	3.0%	521,025	100	2.0	49%
03年下期	14,678	96	3.0%	521,242	100	1.9	47%
04年上期	14,834	97	2.8%	522,122	100	2.1	52%
04年下期	15,268	100	2.9%	534,149	103	2.0	49%
05年上期	14,708	96	2.7%	549,230	105	2.0	49%
05年下期	15,318	100	2.8%	575,424	110	1.9	47%
06年上期	15,316	100	2.8%	590,894	113	1.9	46%
06年下期	15,387	100	2.8%	585,194	112	1.9	47%
07年上期	15,307	100	2.8%	585,251	112	1.9	47%
07年下期	14,716	96	2.6%	590,249	113	1.9	48%
08年上期	14,653	96	2.5%	593,024	114	2.0	50%
08年下期	14,709	96	2.5%	584,291	112	2.0	51%

$$EPS = ROA \times BPS \times \frac{1}{1-LTV}$$

(1口当たり利益) (総資産利益率) (1口当たり純資産) (レバレッジ比率)

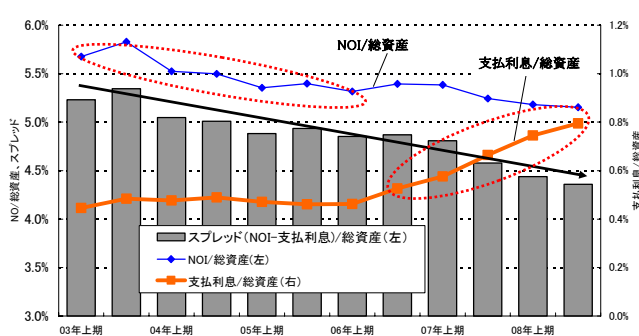
但し、LTV: 負債比率(Loan to Value)

<EPS、ROA、BPS の推移>



(注)対象: 上場 REIT41 社、上場後初回決算を除いて集計  
(出所) 開示データよりニッセイ基礎研究所作成

図表-6 ROAの低下要因



(注)総資産=(前期末総資産+当期末総資産)/2  
(出所) 開示データよりニッセイ基礎研究所作成

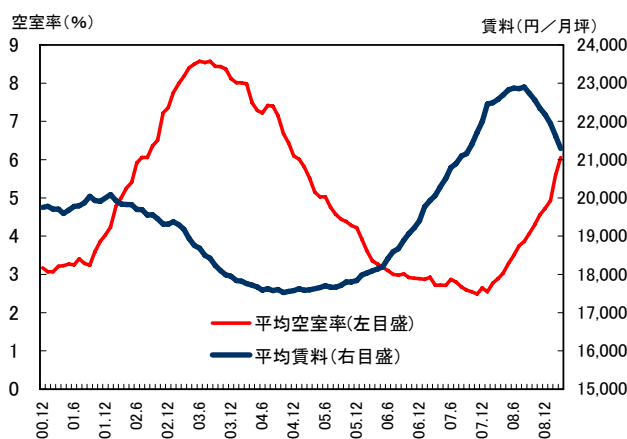
これらを投資行動に置き換えると、J-REIT は、①BPS を上回る価格で投資口を発行（BPS 上昇）、②合わせてデット資金を調達(LTV50%)、③不動産市況回復の中で、既存ポートフォリオ利回りを下回る不動産を購入（NOI 利回り・ROA 低下）、④賃料の引き上げなど NOI 維持に努める一方、レンダの融資厳格化などから借入コスト増加に直面(ROA 低下)、していると言える。

最近の厳しい金融環境に加えて、都心オフィスの空室率が6%を超え募集賃料もピーク時から7%下落するなど不動産市況が下降局面入りする中(図表-7)、今後ともEPSの安定性を維持できるかどうか。

当面、増資によるBPS上昇やLTV引き上げといった財務コントロールによるEPS引き上げは難しく、NOI減少と支払利息増加に伴う両者のスプレッド縮小・ROA低下を甘受せざるを得ないと思われる。

EPS低下を最小限に食い止め、次のサイクル反転に向けた収益回復の下地を整えられるか、好況時には判別し難かった資産運用会社の不動産管理運営力・財務マネジメント力の巧拙が一層問われるとともに、J-REITの収益安定性の真価が試されることになる。

図表-7 東京都心5区のオフィス市況



(出所)三鬼商事よりニッセイ基礎研究所作成

## 2. 進む市場の安全網整備・拡充

### 1 | リファイナンス懸念の高まり

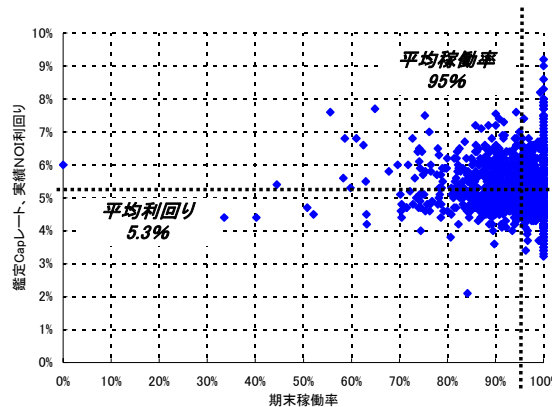
以下では、昨年来、こうした収益安定性が評価されることなく、投資口価格がNAVを大きく下回る水準にまで下落した背景についてみる。

不動産に対するリスクプレミアム（要求利回り）上昇、世界的な過剰流動性の渦に巻き込まれ海外資金の大量流入・流出に翻弄された需給要因など、様々指摘されるが、昨年9月のリーマンショック以降、資金繰りへの懸念が高まったことも大きな要因の1つである。

J-REITは、デュー・デリジェンス（物件精査）を経て信託受益権化された投資適格不動産に選別投資し、プロによって管理・運営された収益不動産の集合体である。個々物件のパフォーマンスにバラツキはあるものの、平均5%超のキャッシュフローを創出し、期末稼働率は95%と高い水準を維持してい

る（図表-8）。また、開発行為は原則禁止され、短期転売を目的とした不動産流動化事業・ファンドとは一線を画すとともに、為替リスクを伴う海外不動産の投資実績もない。しかし、現実には、スポンサー企業（設立母体）の信用力が劣る一部 REIT において、借入金のリファイナンスが円滑にできない事例が増加、NCR が破綻申請するに至り、制度の持続可能性に対する懸念が一気に高まることになった。

図表-8 J-REIT の保有物件(08 年下期)



(注)対象:期中取得物件を除いた 1,763 物件、

鑑定 Cap レート非開示の場合、実績 NOI 利回りで代用

(出所)開示データよりニッセイ基礎研究所作成

## 2 | 制度改正、資金繰り支援策の発表

従来、資金調達手段の多様化や導管性要件の見直しなど、J-REITの制度改正に関する要請は多かったものの、監督当局の対応は必ずしも積極的ではなかった<sup>3</sup>。

しかし、NCR が破綻した直後の 10 月 28 日、国土交通省主催の「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」が開催され、J-REIT 再編の効果・必要性、ファイナンスのあり方などについて意見交換が行われ、その内容が投資家に広く公開された。これ以降、検討段階にある対策を含めて、大きくは、①J-REIT の資金繰り支援、②J-REIT 制度の基盤強化・信用力強化、の 2 つに分類される政策対応が相次いで発表され、J-REIT 市場を取り巻く安全網の整備・拡充が急速に進んでいる。（図表-9）。

また、今年 1 月、日本銀行が投資法人債の適格担保化を決定した際、白川総裁が「不動産証券化市場の主要な担い手であり相当な規模に達している」と指摘したように、J-REIT 市場が金融システムに影響を及ぼす、公器として認知された意義は大きい。

<sup>3</sup> 2008 年 6 月、日本証券業協会が内閣府の規制改革会議に対して、J-REITの自己投資口取得解禁や資金調達手段の多様化を求めたが、金融庁は「資本政策の観点から高度な判断を伴うものであり、少数投資主を含む投資主等の利害にも大きく関わるため、投資者保護の観点から、認めることは困難」と回答。

図表－9 J-REIT に対する主な政策対応

①資金繰り支援策

<b>内容</b>
日本政策投資銀行を窓口とする日本政策金融公庫「危機対応円滑化業務」による融資
金融庁によるREITの資金繰りに対するモニタリング強化
<検討段階>
日本政策投資銀行、ゆうちょ銀行の資金を活用した官民共同の投資ファンド設立

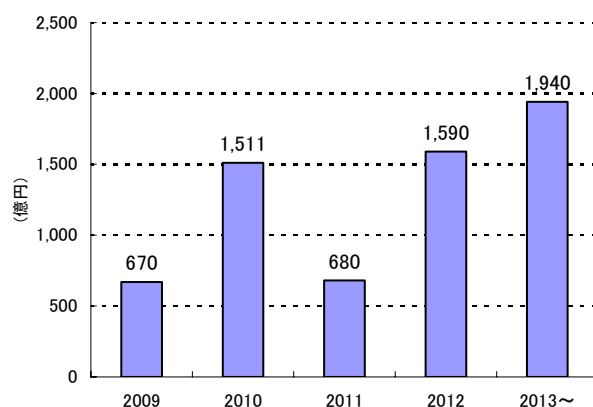
②制度の基盤強化・信用力強化

<b>内容</b>
導管性要件「支払い配当が利益の90%以上」について、「利益」を税務上の所得から会計上の利益に変更
日本銀行による投資法人債などの適格担保化(AA格相当以上)
REIT間のM&Aに向けた制度上の障壁排除
・「負ののれん代」の調整措置(配当原資から控除)
・合併時の端数口等処理の明確化(合併交付金の明示・処理方法の規定化)
「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正
・利益相反取引防止態勢の厳格化
・フォワードコミットメントに関するルール整備
<検討段階>
銀行等保有株式取得機構の買い取り対象にJ-REITを追加

(出所)公表資料よりニッセイ基礎研究所作成

ただし、こうした対策が破綻の連鎖を防止し市場再生に向けて功を奏するのか、それとも単なるアナウンスメント効果で終わってしまうのか。新規の投資法人債発行が止まり、今年以降に償還を迎える投資法人債の資金手当てなど不透明感もある中(図表-10)、日本政策投資銀行を窓口とする危機対応円滑化業務でのJ-REIT向け融資やJ-REIT間のM&Aによる再編など、今後の実績積み重ねを期待したい。

図表－10 投資法人債の償還予定



(出所)開示データよりニッセイ基礎研究所作成

### 3. 市場発展に向けて残された課題

#### 1 | 市場の規律ある発展に向けて

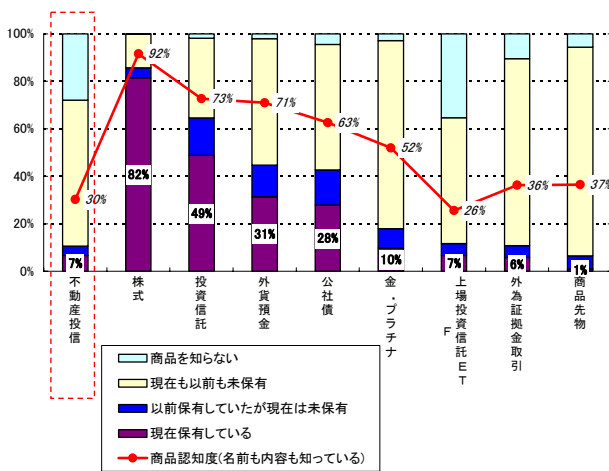
2007 年前半まで、右肩上がりのマーケットが続き、多くのスポンサー企業が雨後の筍の如く REIT 市場に参入する中、いつの間にか市場全体の規律が緩み、投資主利益を優先する受託者責任の精神が後退することはなかったか、関係者は自問すべきであろう。

物件取得に際して不動産鑑定業者への不適切な働きかけなどに対する資産運用会社の行政処分、特定物件の取得を可能とする突然の運用ガイドライン変更、割安価格での増資による 1 口当たり分配金希薄化<sup>4</sup>など、一部の REIT とはいえ、こうした行為が生じてきたのは事実である。投資家の信頼向上と市場の規律ある発展には、投資主利益保護と投資主ガバナンス強化への徹底した取り組みが必須と思われる。

#### 2 | 投資主利益保護に向けたガイドライン作成

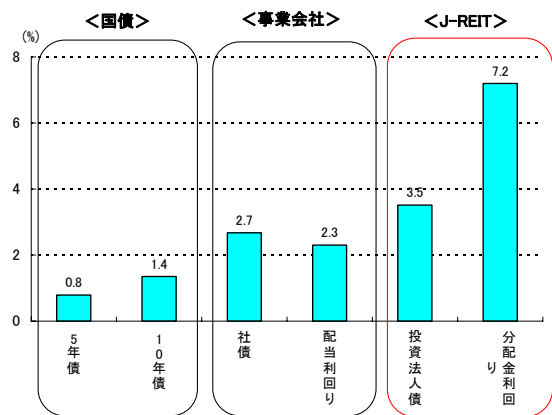
特に、投資主利益保護は喫緊の課題である。現状、他の金融商品に比べて劣っている個人投資家の J-REIT に関する認知度 (図表-11) を高めて投資家の裾野を広げることは<sup>5</sup>、市場の安定・発展に重要であり、また、高い利回りは投資家にとって魅力的な金融商品であろう (図表-12)。しかし、昨年来、純資産価格を下回る第三者割当増資 (図表-13) や鑑定評価額を大幅に下回る価格での物件売却などにより、EPS が大きく減少する事例が相次いで発表されている。

図表-11 J-REIT の認知度調査 (対象: 個人投資家)



(出所) 不動産証券化協会よりニッセイ基礎研究所作成

図表-12 利回り比較 (09 年 3 月末)



(注) 社債: A 格 (R&I)、残存 5 年。投資法人債: A 格以上で流通利回りの取得できる公募投資法人債 (残存 4.1 年)

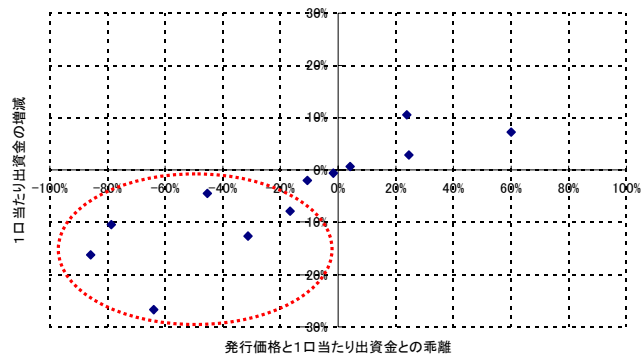
(出所) 日本証券業協会などよりニッセイ基礎研究所作成

<sup>4</sup> 投信法では「募集投資口の払込金額は、保有する資産の内容に照らし公正な金額とする」と定めている。従って、資産運用会社は、市場価格を基準とするだけでなく、自らが評価するポートフォリオ価値に対して、発行価格が公正かどうか、投資主に明確にする説明責任を負っている。

<sup>5</sup> 不動産証券化協会では 09 年度事業計画の重点項目に、「個人投資家への普及策の検討・実施」を掲げている。



図表-13 第三者割当増資の事例



(出所) 開示データよりニッセイ基礎研究所作成

投資家からの受託者責任を負う資産運用会社には遵法精神のみならず、高い倫理観が求められるが、現状、資産運用会社間でその意識に相当の格差が生じているのではないかと懸念される。増資による希薄化や物件売買時の情報開示と説明責任のあり方、また民事再生申請の是非など、投資主利益保護に資する共通のガイドライン作成に業界全体で取り組むべき時期を迎えていると思われる。

### 3 | 受け皿となる資産運用会社の創設

J-REITは、資産運用会社に運用委託する外部運用制度であり、利益相反懸念が常に内在する。そのため、投資主と資産運用会社の間には、相互信頼を礎としながらも一定の牽制機能が求められ、本来、投資主の信認を得られない資産運用会社は市場から退場するのみである。しかし、NCR破綻時でも明らかになったように、投資主による資産運用会社の解任・交替は難しく、投資主ガバナンスは実質機能不全の状態にある<sup>6</sup>。

そこで、市場の浄化作用を高めて投資主が資産運用会社の運用態勢に「NO」と言える土壌を育むためにも、官民共同で新たに資産運用会社を創設できないか。実現すれば、投資主は、受託者責任意識の希薄な資産運用会社、スポンサー企業の破綻などに伴いクレジットが低下し資金調達など本来のマネジメント機能を失った資産運用会社に対して、投資主総会にて解任・交替の提案ができる。また、REIT運用からの撤退を望む資産運用会社の受け皿となることで、業界再編を促進する触媒としての機能も期待できるとと思われる。

<sup>6</sup>投信法 206 条「投資法人による資産の運用に係る委託契約の解約」

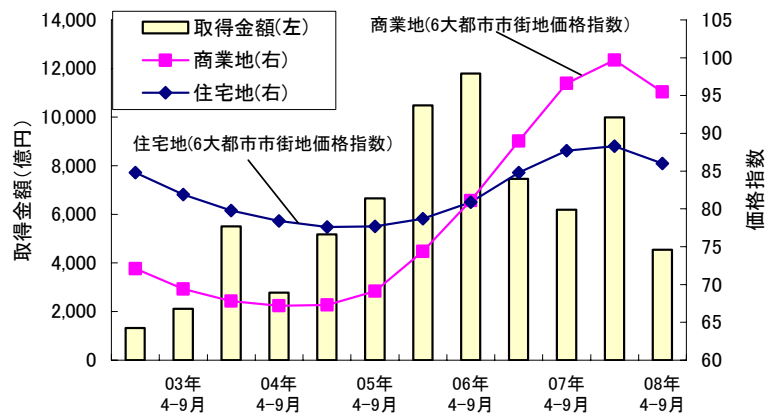
## おわりに

市場の安全網が整備され制度の頑健性が強化されつつあるとは言え、世界的な金融危機の収束や日本経済の回復なしに、J-REIT市場が活性化するには考え難く、正常化にはしばらく時間がかかりそうだ。

そこで最後に、より中長期の視点から、J-REITの資金調達手段の制約によって生じる恐れがあるプロシクリシティ(循環の増幅効果)について指摘したい。

不動産市場には、もともと特有のサイクルがあるとされるが、不動産の最後の買い手であるJ-REITが、好況時は公募増資によって資金を調達、強気の投資判断から物件取得を積極化する一方、不況時は制度上の制約(内部留保できないことも一因)が災いし資金繰りが悪化、市場の流動性が枯渇する中でも物件を投げ売ることによって、市況の振幅を更に拡大してはいないだろうか(図表-14)。

図表-14 J-REITの取得実績と地価動向



(注) 新規上場REITは、上場時に取得したと想定

(出所) 日本不動産研究所などよりニッセイ基礎研究所作成

もちろん、不動産価格は個別の収益性に依って決まるはずであり、ミニバブルとも言われた今回の価格上昇をJ-REITが直接主導したわけではない。しかし、J-REITへの物件売却を自らのビジネスモデルの出口戦略に位置付け、結果として地方中心に無理な不動産開発を推進し経営危機に陥ったスポンサー企業もあろう。

不動産市場におけるアンカー役として、これまで積み上げた8兆円の運用資産をどう守り、次の成長につなげていくのか、J-REIT市場のビッグピクチャーを描く上で、安定した資金調達のあり方やスポンサー企業との関係などについて、議論を深めていく必要があると思われる。