

## (不動産投資)：J-REIT の内部留保と財務リスクについて考える

不動産証券化協会は、「不動産証券化に関する税制改正要望」において、J-REIT が財務改善を目的に一定の範囲で内部留保をできるように、制度改善を提言している。本稿では、J-REIT の運用実績をもとに、内部留保による財務改善効果や課題について考えてみたい。

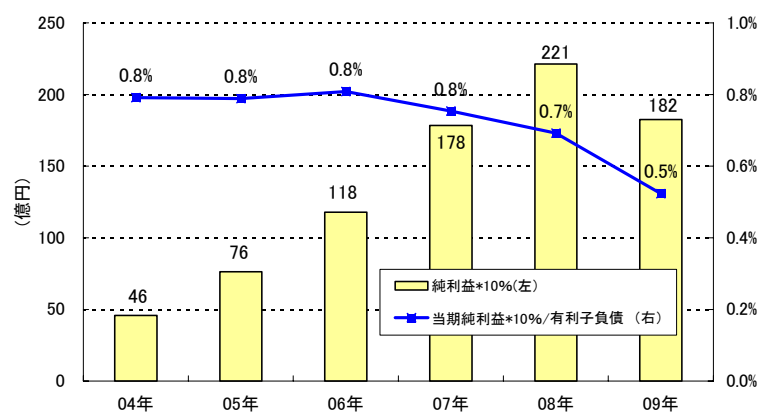
法人税が免除される導管性要件の1つとして、J-REIT（不動産投資信託）は、配当可能利益の90%超を配当すればよいことになっているが、実際には利益の一部を内部留保することなく、ほぼ100%を投資家に分配している。これは、①分配しない利益に対して課税されること、②導管性を否定された場合に事後の修正分配を認める規定がなく、否認リスクを回避するにはバッファーをもって利益を分配せざるを得ないことが、理由に考えられる。

そこで、不動産証券化協会は「H23 年度不動産証券化に関する税制改正要望」において、90%超の配当を前提に、負債比率の引き下げなど財務改善を目的とする積立金について損金算入を認め、内部留保をしやすくなるよう制度改正を提言している。海外のREIT制度では、上記のほか、物件売却益の一部留保や株式配当による内部留保が認められるなど、REITの構造的課題である内部留保の欠乏に対して一定の配慮がなされている。また、「J-REIT市場の拡大には、現在の配当ルール見直しと内部留保できる仕組みが必要」（国交省副大臣）との指摘もあり、J-REITの内部留保への関心が高まっている。

以下では、J-REITの運用実績をもとに、純利益の10%（以下、内部留保可能額）を内部留保した場合の財務改善効果や今後の課題について検討したい。

まず、内部留保による負債削減効果を確認する。2009年のJ-REIT全体の内部留保可能額は182億円で、有利子負債額（3.5兆円）に対する比率は0.5%となっている（図表1）。2008年までの収益好調期においてもその比率は0.8%程度であり、純利益の10%を内部留保し有利子負債を返済しても、削減効果はそれほど大きくないことがわかる。

図表1：有利子負債に対する内部留保可能額（純利益×10%）



(出所) 開示データよりニッセイ基礎研究所が作成  
 (注) 上場後初回決算は集計から除外、有利子負債は期初・期末平残

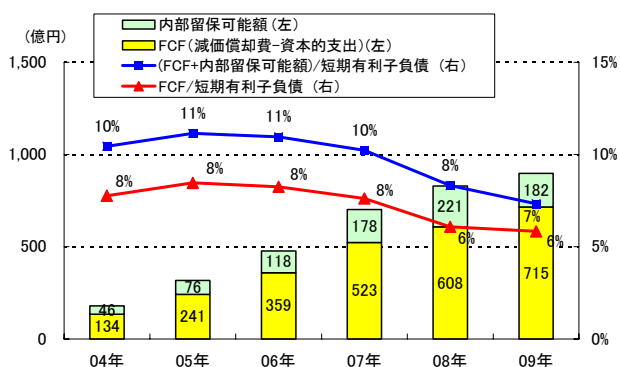
次に、リファイナンス（借入金の借り換え）への影響を確認する。J-REIT は、建物などの減価償却費を投資家へ分配せずに内部留保し、不動産ポートフォリオの長期的な資産価値の維持・向上に必要な資本的支出などに活用している。減価償却費から資本的支出を除いた金額をフリーキャッシュフロー（以下、FCF）とすると、1年以内に期限を迎える短期有利子負債に対する FCF 比率は 6~8% で、FCF に内部留保可能額を加えてもその比率は 7~11% に留まっている。そのため、リファイナンスにあたり、新たな資金の借り換えや保有物件の売却などが難しくなると、内部留保資金だけでは返済資金を確保できずに、リファイナンスリスクが顕在化することになる（図表 2）。

そもそも J-REIT は、賃貸不動産の創出するキャッシュフローが安定している一方、金融・不動産市場の流動性が枯渇した場合に対応し難いという財務基盤の脆弱性を持ちあわせている。支払利息に対する収益（償却・利払前利益）の余裕度を測るデッド・サービス・カバレッジ・レシオ（償却・利払前利益/支払利息、以下、DSCR）を見ると、主に金利負担の上昇（0.6%→1.0%、年率前）を理由に DSCR は悪化傾向にあるものの、2009 年下期で 5.0 倍を確保している（図表 3）。これは、収益が 1/5 に減少しても利払いが滞らないことを示している。しかし、2008 年 10 月に金融危機の影響によって J-REIT の黒字倒産が出現し、投資家の信頼が大きく低下する事態となったのは記憶に新しい。

もちろん、今回の配当ルールの見直しを実現した場合、J-REIT の財務戦略の柔軟性が高まり、金融機関の融資姿勢の緩和や、不動産サイクルの拡大期に内部留保を厚くし次の低迷期に備えるカウンターシクリカルな財務運営といった運用の改善が期待できよう。しかし、投資家がより安心して投資できる市場を確立していくには、J-REIT の内部留保のあり方とあわせて資金繰り破綻の防止について、更に議論を深めていく必要がある。

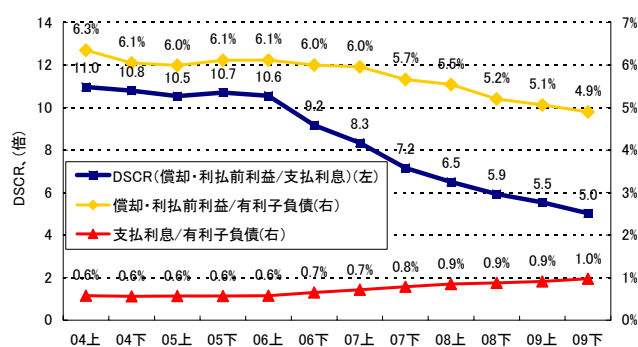
2009 年 9 月に創設された J-REIT を対象とする「不動産市場安定化ファンド」の融資実行期限は、2012 年 3 月となっている。それまでの間に、借入期間の長期化や返済時期の分散化、コミットメントライン設定といった財務管理の徹底と、過度なレバレッジ運用に走らない自己規律の維持を前提に、J-REIT 市場のセーフティネット整備の進展に期待したい。

図表 2: 短期有利子負債に対する FCF と  
内部留保可能額の比率



(出所) 開示データよりニッセイ基礎研究所が作成  
(注) 上場後初回決算は集計から除外、短期有利子負債は期初・期末平残

図表 3: J-REIT の DSCR



(出所) 開示データよりニッセイ基礎研究所が作成  
(注) 上場後初回決算は集計から除外、償却・利払前利益は物件売却損益、特別損益を除く

(岩佐 浩人)