

# 基礎研 レポート

## 分配金の安定したJ-REITを 選ぶための5つの視点

～初めての投資でも知っておきたいチェックポイント～

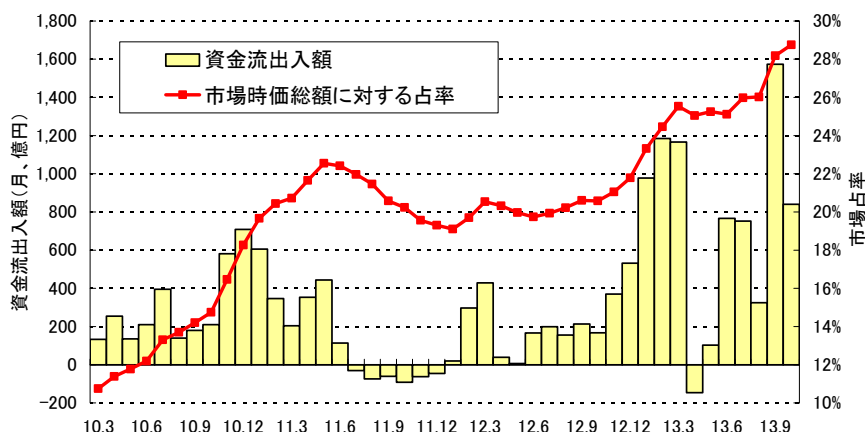
金融研究部 主任研究員 岩佐 浩人  
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

### 1——個人投資家は収益の安定性を重視

2013年のJ-REIT(不動産投資信託)市場は、アベノミクス3本の矢による景気回復や2020年東京オリンピック開催決定などを好感し大きく上昇した。市場全体の値動きを表わす東証REIT指数は昨年末比30%上昇し、市場時価総額は58%増加の7.1兆円に拡大している(11月22日時点)。また、好調な市況を追い風にJ-REIT各社の資金調達意欲も旺盛である。今年の新規上場銘柄数は6件、既存REITの公募増資は36件で、エクイティ調達の合計額は約1.1兆円となり、集めた資金をもとに2兆円を超える不動産を取得する予定だ。

一方、こうした資金需要を支えるJ-REITの主な購入主体は、投資信託を経由した個人投資家のお金である。投資信託協会によると、J-REITを投資対象とする公募投資信託(以下、J-REITファンド)への1月から10月の資金流入額(設定額-「解約額・償還額」)は約7,500億円、J-REITファンドの合計残高は2兆円となり、J-REIT市場全体に占める比率は1年前の21%から28%へ上昇した(図表-1)。株式・債券・REITなどに投資するバランス型投信やグローバルREIT型投信からの投資分を含めると、実質的に個人マネーの市場に与える影響力が以前より高まっていると言える<sup>1</sup>。

[図表-1] J-REITファンドの資金流出入額と市場占率



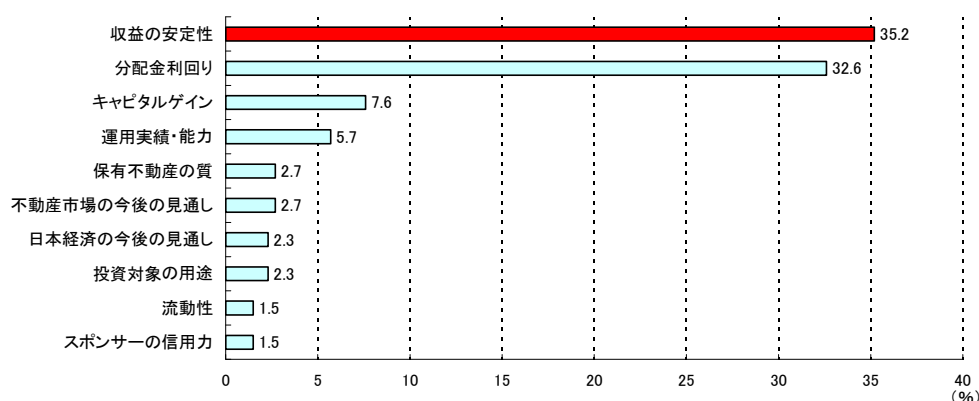
(資料)投資信託協会のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

ところで、個人投資家は何を期待して J-REIT に投資するのだろうか。不動産証券化協会 (ARES) が個人投資家に「J-REIT に投資する際に最も重視すること」を質問したところ、「収益の安定性(35.2%)」と「分配金利回り (32.6%)」が、第3位の「キャピタルゲイン(7.6%)」を大きく引き離し、2つをあわせた回答数が全体の 2/3 を占める (図表—2)。つまり、「個人投資家の多くは、J-REIT に相対的に高い利回りで安定した分配金を期待している」ことが分かる。

個人投資家は、各ファンドの運用方針<sup>2</sup>に沿ってプロの機関投資家が運用する J-REIT ファンドを購入するか、あるいは個別 REIT への分散投資により、上記のニーズを満たすことになるが、後者の場合、投資金額の制約などからある程度銘柄数を絞らなければならない。分配金利回りについては、各社の1口当たり予想分配金をその時点の投資口価格で割れば簡単に計算できる。しかし、分配金の安定性についてはどういう視点で評価をすれば良いのか、とりわけ、はじめて投資を検討する場合、より慎重に対応せざるを得ないと思われる。

以下では、まず、J-REIT 市場全体の収益構造を確認し、安定した分配金を創出する J-REIT の仕組みについて述べる。次に、個別 REIT の運用実績をもとに、分配金が大きく減少したケースについてその要因を確認し、分配金の安定した銘柄を選ぶために少なくとも知っておきたい5つの視点について考察したい。

【図表—2】個人投資家がJ-REITに投資する際に最も重視すること  
(2012年、上位回答)



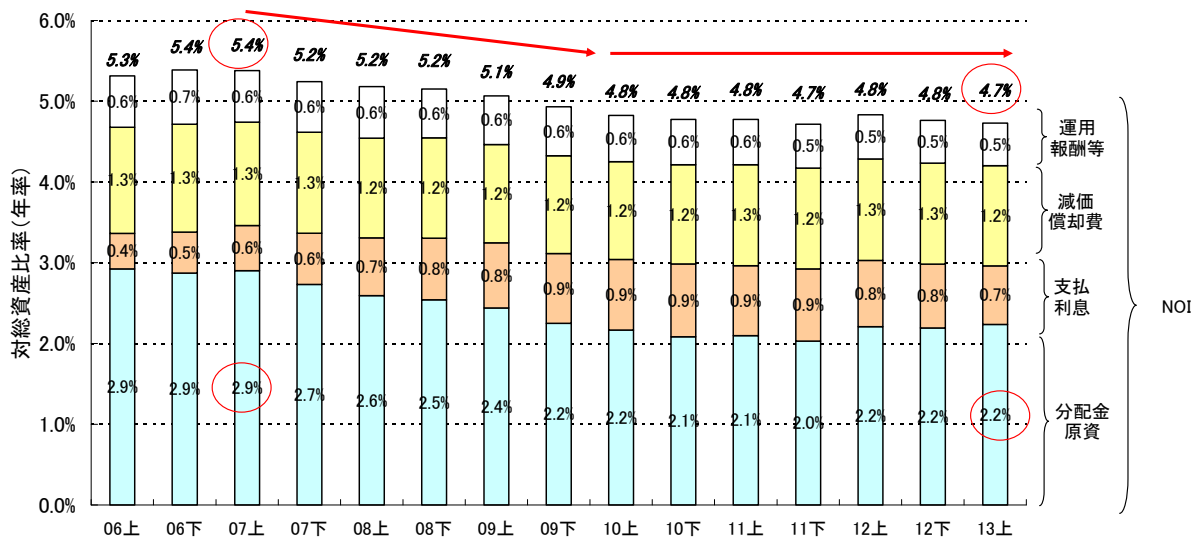
(資料)不動産証券化協会「第5回個人投資家に対するJリート認知度調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

## 2—安定した分配金を創出するJ-REITの仕組み

J-REIT は、投資家からの出資金と金融機関からの借入金などをあわせて賃貸不動産に投資し、賃料収入から管理コストを差し引いた賃貸事業純収益（以下、NOI: Net Operating Income）を原資に、利益のほぼ全額を投資家に還元する金融商品である。「NOI」から「支払利息」、「建物などの減価償却費」、「資産運用会社への報酬等」を控除した残額<sup>3</sup>が投資家の受け取る分配金となり、法人税免除の優遇措置を受けることで、高い分配金利回りを実現している。

図表—3 は、J-REIT 市場全体の収益構造について、「分配金原資＝NOI－支払利息－減価償却費－運用報酬等」の各項目を半期毎に集計し、それぞれ総資産で割った数値（年率）の推移を示している。2013 年上期の NOI 利回りは 4.7% で、支払利息 0.7%、減価償却費 1.2%、運用報酬等 0.5% を控除した総資産利益率（分配金原資）は 2.2% であった。

【図表—3】 J-REIT市場全体の収益構造（対総資産、年率）

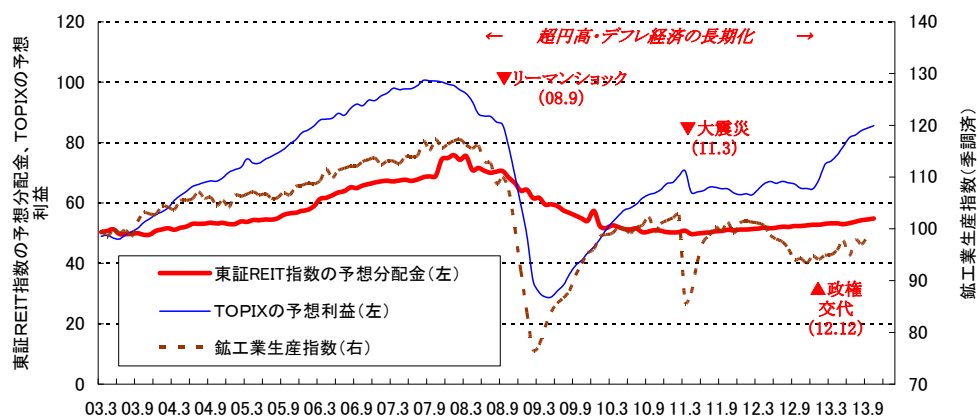


(注) 上場後の初回決算を除く。不動産売却損益を除く経常利益ベース  
(資料) 開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

2008 年以降の世界的な金融危機と景気悪化により国内の不動産賃貸市況は冷え込み、NOI 利回りはピークをつけた 2007 年からの 6 年間で 0.7% 低下し、総資産利益率も同じく 2.9% から 0.7% 低下している。一方、費用項目を見てみると、支払利息は J-REIT に対する与信コストの高まりなどで一時 0.9% に上昇しこれまで利益率を圧迫していたが、足もとでは金融緩和の効果が浸透し改善の方向に向かっている。また、減価償却費と運用報酬等のコストは、もともと総資産に連動する固定費の性質が強く変動性は低い。この結果、総資産利益率は、NOI 利回りの悪化に歯止めがかかり支払利息が減少するにつれて底打ちし、多少の振れはあるものの 2009 年下期以降、ほぼ横ばいで推移している。

このような収益の安定性は、東証REIT指数の予想分配金の変動でも確認することができる（図表一4）。2008年9月のリーマン・ショック、2011年3月の東日本大震災、先の見えない超円高・デフレなど、日本経済に逆風が吹き企業活動が停滞する期間でも、分配金の落ち込みは日本株の利益変動と比べて緩やかである。その後の回復力は日本株の方が圧倒的に強く、リーマン・ショック以前の85%の水準まで回復したのに対して、J-REITの分配金は底打ちしたとは言えアベノミクスの効果はまだはっきりと数字に現れていない。しかし、こうした景気循環や企業業績にやや遅行し、貸付市況サイクルに沿った分配金のゆったりとした変動が、J-REITの商品特性だと言える。

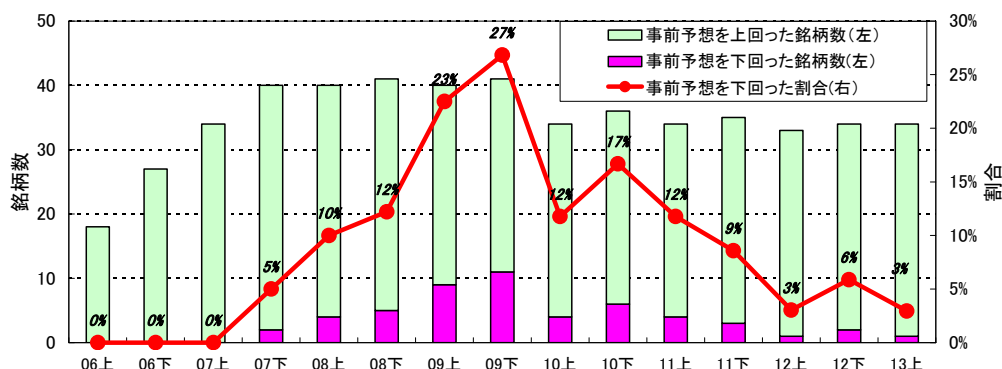
【図表一4】 東証REIT指数の予想分配金、TOPIXの予想利益、鉱工業生産



(資料) 開示データ、経済産業省のデータなどをもとにニッセイ基礎研究所が作成

さらに、もう1つ特徴は、分配金の予見可能性が高く、半年から1年先の予想精度に優れていることである。賃料収入はテナントとの賃貸借契約、支払利息は金融機関との金銭消費貸借契約、運用報酬は資産運用会社との運用委託契約、減価償却費は企業会計原則で予め決まっている。上場企業と異なり、商品ライフサイクルの短期化や新規事業からの撤退、原材料費の高騰、グローバル企業との競争、為替変動、不祥事などを理由に、分配金が見直されることとは無縁である。J-REITのキャッシュフローは長期の契約で守られており、投資家は安心して眠ることができる。もっとも、2008年以降の市場混乱期では、実績分配金が予想値を下回るケースが増加し、2009年下期にはその割合が27%に上昇した（図表一5）。その後、市場環境が正常化するにつれて業績の下方修正は少なくなり、予想精度に対する信頼度は再び高まっている。

【図表一5】 実績分配金が事前予想を下回った銘柄数



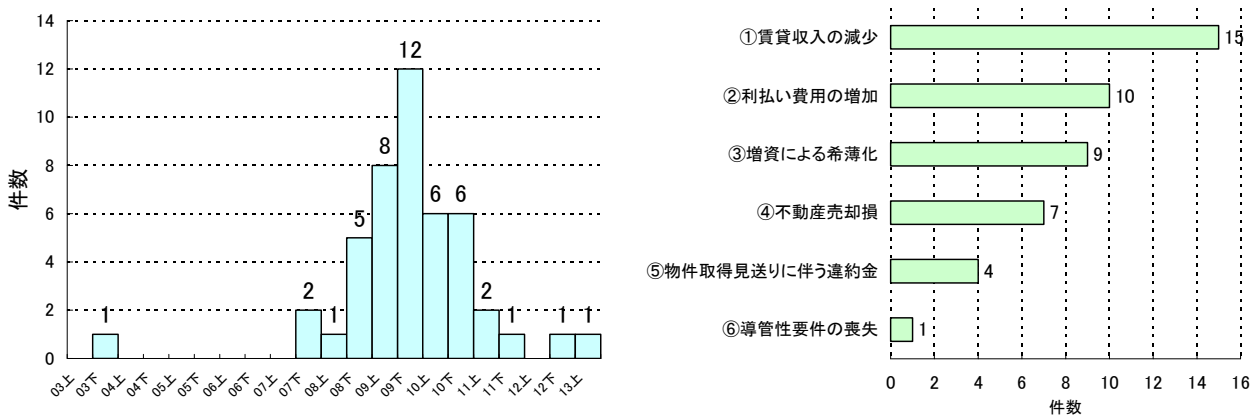
(注) 上場後、初回決算を除く。  
(資料) 開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

### 3—分配金の安定した銘柄を選ぶための5つの視点

続いて、2013年上期までの個別REITの運用実績を振り返り、分配金が大きく減少したケースについてその要因を確認する。調査は、分配金が概ね巡航ベースとなる上場後4回目以降の決算及び合併したREITは合併後3回目以降の決算を対象とし、分配金が前期比15%以上減少したケースについて、最も大きい理由を集計した。また、減益理由が前期の不動産売却益などによる反動の場合、その影響を除いた数値で比較した。

結果は、調査対象483件のうち該当事例が46件、発生率は9.5%で、2009年下期（12件）に最も多く集中した。また、分配金の減少理由は、多い順に、①賃料収入の減少（15件）、②利払い費用の増加（10件）、③増資による希薄化（9件）、④不動産売却損（7件）、⑤物件取得見送りに伴う違約金（4件）、⑥導管性要件の喪失<sup>4</sup>（1件）であった（図表—6）。なお、⑤と⑥は、制度改正によって既に再発防止の手当てがなされているため、以下では、①から④の理由に対応して、分配金の安定した銘柄を選ぶための視点について考察する。

〔図表—6〕 分配金が前期比▲15%減少した件数と理由

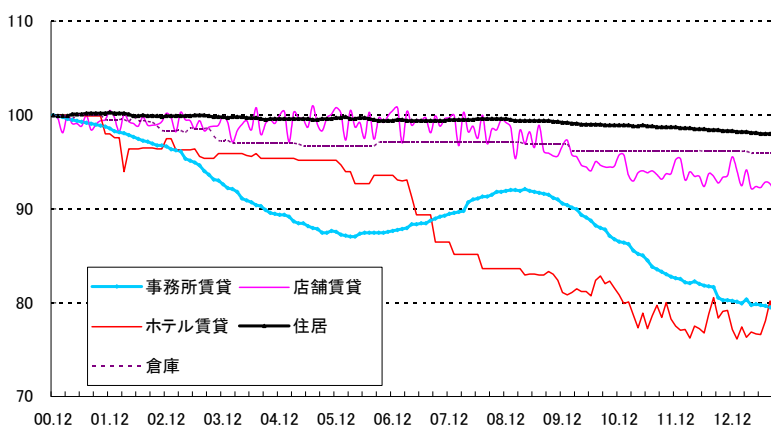


（資料）開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

#### 1 | 賃料収入の安定性を評価する視点:「セクター別構成比率」

賃料収入の安定性を評価するうえで、まず知っておきたいポイントは、保有不動産のセクター別構成比率である。J-REITの主な投資対象は、現在、オフィス・住宅・商業・物流・ホテルの5つである。一般に、オフィスとホテルの賃料は景気感応度が高く変動する傾向が強いものに対して、住宅、商業、倉庫の賃料は比較的安定している（図表—7）。セクターの資産特性をよく理解し、各社の投資方針を確認することが肝要である。さらに、余裕があれば、エンドテナントの分散状況（大口テナントの有無）についても確かめたい。どれほど素晴らしい不動産でも、テナントが退去する日はいつか訪れる。ポートフォリオの分散は、資産運用における大原則だ。もちろん、資産運用会社の不動産マネジメント力や運営を支えるスポンサー企業のサポート体制も、賃料収入の安定性を評価するうえで大切な視点である。実際、今回の調査で、賃料収入が大きく減少したケースはオフィスやホテルセクターに偏ることなく、住宅セクターでも生じていることに留意したい。

[図表-7] セクター別賃料指数(2000年12末=100)



(資料)日本銀行「企業向けサービス価格指数」、総務省「消費者物価指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

## 2 | 財務の安定性を評価する視点:「信用格付け」

財務の安定性を評価する視点は、有利子負債比率や借入金の平均残存年数、金利の長期固定化比率、返済期限の分散などが思い浮かぶが、最も分かりやすい指標は信用格付けであろう。信用格付けは、格付け機関が債務履行の確実性を評価する指標で、AAAなどの符号で表示される。通常、エクイティ評価に信用格付けを活用する機会はあまりないが、J-REITの場合、分配金の安定性と財務信用力は表裏一体の関係にあるため、忘れずに確認したい項目である。また、日本銀行は2010年12月から開始したJ-REIT投資口の買い入れにおいて、選定基準に信用格付け(AA格相当以上)を採用している。

## 3 | 増資による希薄化に対する視点:「株価・純資産倍率(PBR)」

J-REITは利益の全額を投資家に支払うため、ポートフォリオの持続的成長には増資による資金調達が必要不可欠である。しかし、増資時の発行価額が1口当たり純資産(以下、BPS)を大きく下回ると、株主資本利益率(ROE)が改善しない限り増資によるBPSの毀損分だけ、分配金が減少することになる(下図参照)。したがって、増資による希薄化リスクを回避するには、市場の評価が高く株価・純資産倍率(PBR)が1倍を超えていることが望ましい。

$$\frac{\text{利益}}{\text{発行口数}} = \frac{\text{利益}}{\text{株主資本}} \times \frac{\text{株主資本}}{\text{発行口数}}$$

(1口当たり利益)                      (株主資本利益率)                      (1口当たり純資産)

## 4 | 不動産売却損に対する視点:「ポートフォリオの含み損益」

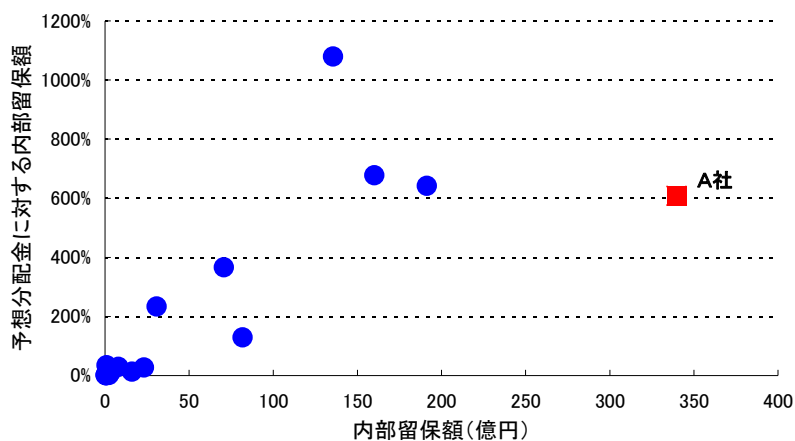
不動産の長期保有を前提とするJ-REITが、多額の売却損を計上してまで物件を売却するということは、以前から不動産運用の不振や資金調達交渉の不調など経営課題に直面していた証であり、注意が必要だ。しかし、ポートフォリオ全体の含み損益がプラスであれば、含み益のある物件を売却し損

失の穴埋めに活用することもできる。もちろん、含み損益がマイナスであっても直ちに分配金の変動に影響することはないが、将来のリスクバッファーとしてポートフォリオの含み損益の大小を確認しておきたい。

## 5 | 内部留保額の有無

現在、上場 43 社のうち 22 社が、合併時に発生した負ののれん<sup>5</sup>や課税の特例措置<sup>6</sup>を活用して不動産譲渡益の一部を繰り延べし、内部留保を積み上げている。内部留保を持つ REIT は、これまでに述べた①から④を理由に分配金が減少する事態が生じても、内部留保を取り崩して補填することができるため、柔軟で自由度の高いマネジメントを確保している。図表—8 は、横軸に内部留保額、縦軸に予想分配金に対する内部留保金額の比率を示している。例えば、A社の内部留保額は約 340 億円で、分配金に対する比率は 600%である。この場合、仮に每期 5%の内部留保を取り崩したとしても、単純計算で 120 回 (60 年) 分の分配金を平準化することができる。内部留保の有無は J-REIT の本源的価値と無関係であるが、分配金の安定性を重視する投資家は、確認しておきたい項目である。

【図表—8】 J-REIT各社の内部留保額と分配金(半年)に対する比率



(注) H25年3月期からH25年8月期決算  
(資料) 開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

## 4—おわりに

本稿では、分配金の安定した J-REIT を選ぶために知っておきたい視点として、保有不動産のセクター別構成比率、信用格付け、株価・純資産倍率(PBR)、ポートフォリオの含み損益、内部留保額の有無の 5 項目を取り上げた。J-REIT の情報開示は充実しており、知りたい情報は何でも各社のホームページに揃っているので、是非アクセスし確認してもらいたい。

また、2008 年以降の厳しい経営環境を経て、J-REIT 市場はマネジメント力が鍛えられるとともに、各種の制度改革が実現したことで、本来の収益安定性を取り戻している。来年から、分配金や売却益が非課税となる少額投資非課税口座 (NISA) が始まる。もちろん、J-REIT も対象になっており、長期安定運用のための投資先の 1 つに J-REIT を加えてもよいのではないだろうか。

---

<sup>1</sup> 個人投資家による J-REIT の直接投資比率は約 12%である。

<sup>2</sup> 東証 REIT 指数に連動し市場平均並みの収益率を目指すインデックス運用型と銘柄選択などにより市場平均以上の収益率を目指すアクティブ運用型がある。

<sup>3</sup> 不動産を売却した場合、売却損益も投資家に分配される。

<sup>4</sup> 投資主上位 3 者の保有比率合計が 50%を超えたことから税法上の導管性要件に抵触し、法人税の支払いが生じた。

<sup>5</sup> [岩佐浩人「J-REIT の合併効果検証とガバナンスの課題」不動産投資レポート（2011 年 3 月 4 日）](#)

<sup>6</sup> 「平成 21 年及び平成 22 年に土地等の先行取得をした場合の課税の特例」「所有期間が 10 年を超える事業用資産の買換え特例」