

# 基礎研 レポート

## 減価償却費を活用した J-REIT の内部成長率

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

### 1——注目される減価償却費の使い道

J-REIT(不動産投資信託)市場は今年9月に創設15周年を迎えた。この間、リーマン・ショックなど厳しい金融収縮下において機能不全に陥る時期もあったが、環境の変化に適応しながら着実に成長し、上場数は56社・運用資産額は約15兆円の規模に拡大している(9月末時点)。また、市場参加者と運用不動産の裾野が広がるなか、これまで画一的であった投資家への利益分配にも多様化の動きが見られる。

J-REITは投資家から集めた資金を賃貸不動産に投資し、運用収益のほぼ全額を分配することで法人税免除の優遇措置を受ける<sup>1</sup>。そのため、従前は当期純利益と分配金が概ね一致する、すなわち配当性向(当期純利益に対する分配金の割合)100%の商品特性を持っていた。しかし、最近は両者が乖離するケースが増えている。例えば、直近6ヶ月(2016年2月期~7月期)の決算をみると、当期純利益と分配金が±5%以上乖離した事例は全体の26%(14社/53社)に達する。

この理由の1つに<sup>2</sup>、減価償却費の一部を継続的に利益に上乗せして分配する「利益超過分配」の採用を挙げることができる。利益超過分配は、2012年12月に上場したGLP投資法人がJ-REITで初めて導入した分配方針で、会計上の利益ではなくキャッシュフローを基準に分配金を決める。GLP投資法人によると、投資対象である先進的物流施設は、①オフィスビルなど他のアセットタイプと比べて減価償却費の割合が大きいこと、②資本的支出(CAPEX: Capital Expenditure)が少額かつ将来の見積りが容易であることから、原則、減価償却費の30%を継続的に分配しているとしている。2015年8月期の決算資料によると、減価償却費2,361百万円のうち、資本的支出は404百万円(比率17%)、利益超過分配は707百万円(比率30%)、手元に残る資金は1,249百万円(比率53%)、配当性向は115%であった(図表-1)。現在、同様の分配方針を採用するJ-REITは上場56社のうち7社となっている。

<sup>1</sup> 支払い配当の損金算入要件は「配当可能利益の90%超の配当を行っていること」だが、実際は100%を分配

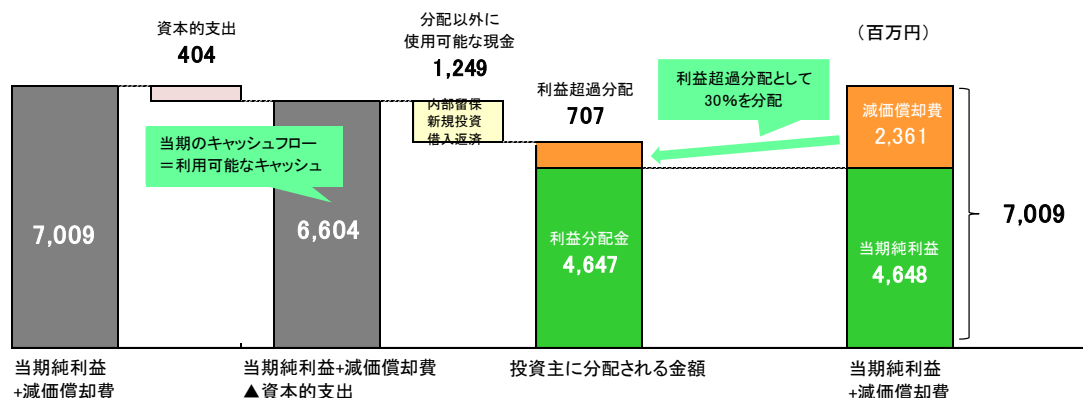
<sup>2</sup> その他の理由に、合併により生じた負のれんの取り崩しや課税の特例措置による不動産譲渡益の内部留保並びにその取り崩しなどがある

さらに、一時的な損失に対応するため減価償却費を活用する事例も登場した。イオンリート投資法人は、2016年7月期に熊本地震の被害によって多額の損失を計上し赤字決算となったが、減価償却費の60%<sup>3</sup>を利益超過分配することで無配転落を回避した。減価償却費が予期せぬ損失に対するクッションの役割を果たして分配金維持の原資になったと言える。

一方、制度上、利益を全額分配するJ-REITにとって現金支出を伴わない費用項目の減価償却費は貴重な内部財源である。不動産は経年を重ねるごとに物理的機能や市場競争力が低下してしまう。そのため、減価償却費は分配せずにポートフォリオに再投資するほうが投資主利益に適うのではないかとの指摘がある。また、現在の運用資産額（15兆円）に対応する減価償却費は年間約1,900億円、今後5年間で約1兆円の内部資金が生じる見込みで、その使い道についても注目が集まる。

そこで、本稿ではまず、J-REITの減価償却費の実態について確認する。次に、不動産運用に必要な資本的支出の金額を確認したのち、一定の前提条件のもと減価償却費を活用したJ-REITの内部成長率を試算したい。

[図表-1] : GLP投資法人による利益超過分配の内容



資料) GLP投資法人の決算説明資料(2015年8月期)の図を参考に作成

## 2—J-REITの減価償却費の実態

最初に、J-REITの不動産運用と会計処理について整理する。J-REITが不動産を取得すると、取得に要した付随費用と合わせた取得価額をバランスシートの固定資産に計上する。このうち、建物や建物附属設備などは使用または時間の経過により価値が減少する減価償却資産、土地などは価値が減少しない非減価償却資産として扱う。減価償却資産については定額法<sup>4</sup>の償却ルールに基づいて耐用年数にわたり取得原価を每期費用配分する。また、保有期間における不動産への支出金額のうち、不動産の価値を高め、又はその耐久性を増すことに対応する金額は「資本的支出」として資産計上し、通常の維持管理や原状回復に対応する金額は「修繕費」として費用計上する。

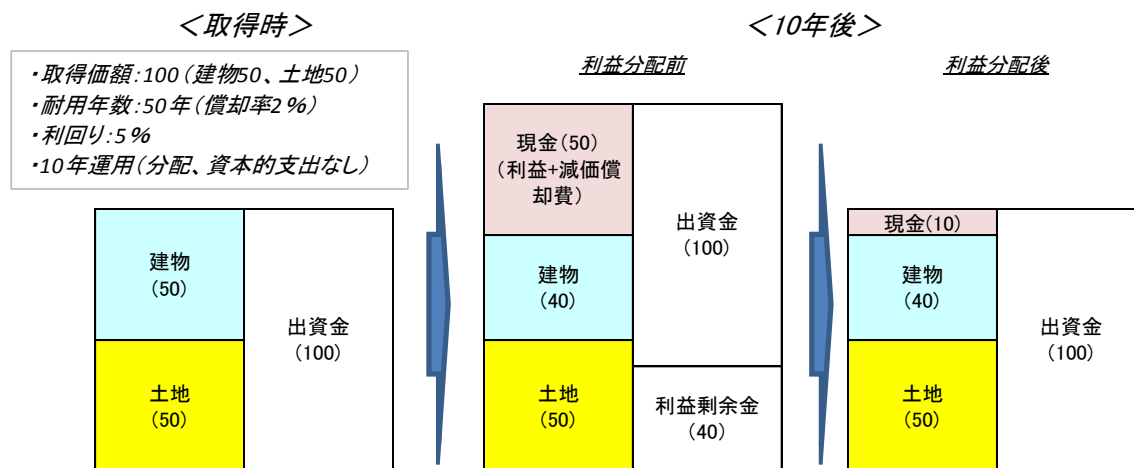
こうした不動産運用におけるバランスシートの変動を「図表-2」に示した。ここでは、耐用年数50年(償却率2%)、利回り5%の賃貸不動産を取得価額100(建物50、土地50)で購入し、10年間の運用を想定する(便宜上、期中の利益分配と資本的支出はなし)。10年間で稼いだ不動

<sup>3</sup> 投信協会規則において利益超過分配できる減価償却費の上限は60%

<sup>4</sup> 19年3月末以前に取得した建物は定率法の採用も可であった

産収益 50（不動産 100×利回り 5%×10 年）から減価償却費 10（建物 50×償却率 2%×10 年）を引いた純利益は 40 で、10 年後の資産勘定は現金 50、建物 40、土地 50 となる。ここで、一般事業会社であれば現金 50 の使途（株主還元を含む）を自由に決めることができる。これに対して、J-REIT は毎期利益を分配するため、利益分配後は減価償却費に相当する現金 10 のみが手元に残ることになる。

〔図表－2〕：不動産運用におけるバランスシートの変動(10年運用)

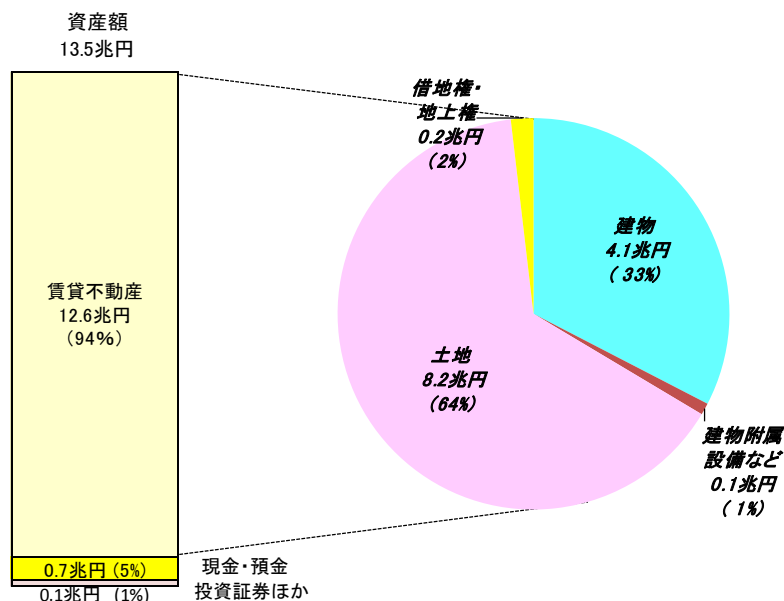


(資料) ニッセイ基礎研究所

### 1 | J-REIT の資産構成比率

続いて、決算データをもとに J-REIT 市場全体の資産構成を集計し、減価償却費のもとになる減価償却資産の割合を確認する。2015 年下期 (7 月～12 月期、対象 49 社) の資産額は 13.5 兆円、このうち、賃貸不動産 (償却後) が 12.6 兆円 (占率 94%)、現金・預金が 0.7 兆円 (5%)、投資証券ほかが 0.1 兆円 (1%) である (図表－3)。J-REIT が余剰資金を抱えることなく不動産投資に特化した運用の器であることが分かる。

〔図表－3〕：J-REIT市場全体の資産構成(2015年下期)

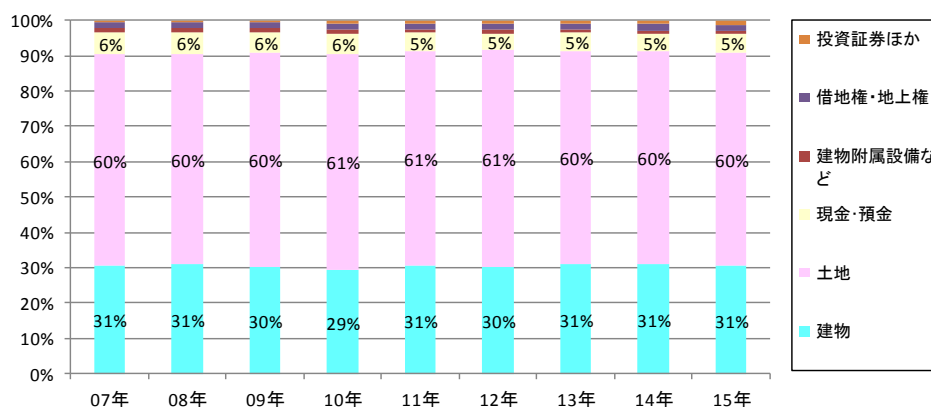


(資料) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

賃貸不動産 12.6 兆円の内訳は、建物が 4.1 兆円(占率 33%)、建物附属設備などが 0.1 兆円(1%)、土地が 8.2 兆円(64%)、借地権・地上権が 0.2 兆円 (2%) である。この結果、減価償却資産(償却後)は 4.2 兆円、不動産に占める割合は 34%で、その大部分が建物価額である。また、不動産の 97%が建物と土地からなり、その比率は概ね 1 : 2 となっている。

こうした資産構成比率はこれまでも安定している。2007 年以降、資産構成比率は概ね建物が 30%、土地が 60%、現金預金が 5%で、3 項目で全体の 95%以上を占める (図表—4)。2007 年から 2015 年までの 8 年間で資産額は 6.9 兆円から 13.5 兆円に倍増し、アセットタイプについては物流施設やホテル、ヘルスケア、底地など新しいタイプの物件が多く組み入れられた。また、既存物件については売却とリニューアル工事が実施されてポートフォリオの新陳代謝が進む。しかし、時代の経過とともに運用金額が増加しアセットタイプが多様化しても、市場全体でみた資産構成比率は変わらずに安定した収益を生み出す基盤となっている。

[図表—4] : 資産構成比率の推移



(資料) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

## 2 | J-REIT の減価償却費の特徴

J-REIT が採用する定額法<sup>6</sup>によると、減価償却費は「減価償却資産の取得価額×償却率 (耐用年数の逆数)」で計算することができる。したがって、不動産取得価額に対する減価償却費は (以下、減価償却費率) は、減価償却資産の割合と耐用年数によって決まり、減価償却資産の割合が大きい(小さい)ほど、また耐用年数が短い(長い)ほど、減価償却費率は高くなる(低くなる)。

$$\frac{\text{減価償却費}}{\text{不動産取得価額}} = \frac{\text{建物などの取得価額}}{\text{不動産取得価額}} \times \text{償却率}$$

$$\left( \text{減価償却費率} = \text{減価償却資産の割合} \times \frac{1}{\text{耐用年数}} \right)$$

<sup>5</sup>建物附属設備などには、建物附属設備、構築物・機械及び装置・工具、器具及び備品を含む

<sup>6</sup>H19 年 3 月 31 日以前に取得した建物などの「旧定額法」では、「減価償却限度額=(取得価額-残存価額)×償却率」(残存価額は取得価額の 10%)

例えば、東京と地方を比較した場合、地方に所在する不動産は土地価格が安く建物など減価償却資産の割合が大きくなるため減価償却費率は高くなる傾向がある（図表—5）。

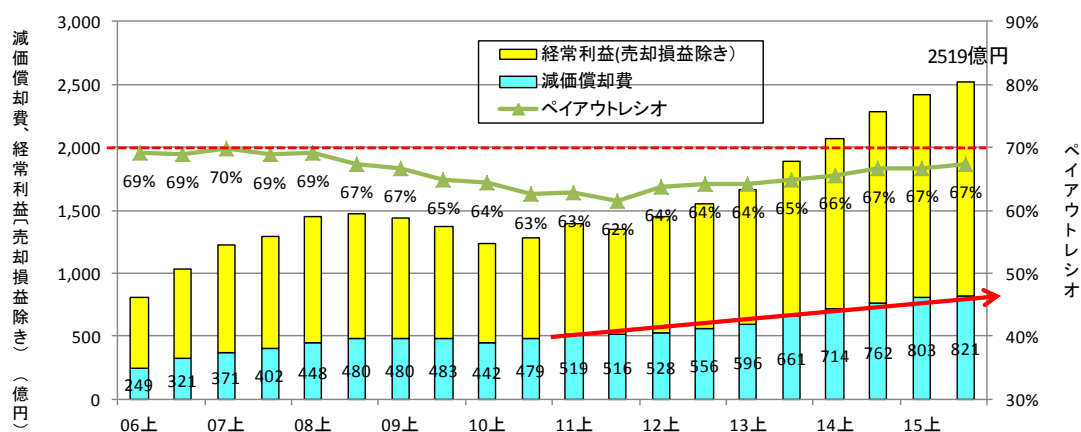
[ 図表—5 ] :不動産取得価額に対する減価償却費(減価償却費率)

|           |      | 耐用年数 |      |      |      |
|-----------|------|------|------|------|------|
|           |      | 20年  | 30年  | 40年  | 50年  |
| 減価償却資産の割合 | 100% | 5.0% | 3.3% | 2.5% | 2.0% |
|           | 90%  | 4.5% | 3.0% | 2.3% | 1.8% |
|           | 80%  | 4.0% | 2.7% | 2.0% | 1.6% |
|           | 70%  | 3.5% | 2.3% | 1.8% | 1.4% |
|           | 60%  | 3.0% | 2.0% | 1.5% | 1.2% |
|           | 50%  | 2.5% | 1.7% | 1.3% | 1.0% |
|           | 40%  | 2.0% | 1.3% | 1.0% | 0.8% |
|           | 30%  | 1.5% | 1.0% | 0.8% | 0.6% |
|           | 20%  | 1.0% | 0.7% | 0.5% | 0.4% |
|           | 10%  | 0.5% | 0.3% | 0.3% | 0.2% |
|           | 0%   | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

(資料)ニッセイ基礎研究所

続いて、J-REIT 市場全体の減価償却費を確認する（図表—6）。2011 年以降、減価償却費は運用資産の拡大を背景に再び増加基調にあり、2015 年下期は 821 億円となった。また、経常利益<sup>7</sup>（売却損益を除く）と減価償却費を合計した巡航ベースのキャッシュフローは 2,519 億円で、これに対する経常利益の割合（以下、ペイアウトレシオ : Payout Ratio）は 67%、減価償却費の留保率（1 - ペイアウトレシオ）は 33%である。これまでのペイアウトレシオは 60%から 70%の範囲で動いている。業績好調で利益率の高まる局面では 70%ラインに接近するのに対して、業績悪化で利益率の低下する局面では 60%前半に低下している。2012 年以降、貸貸市況の回復や借入コストの低減によって利益率が回復しペイアウトレシオは上昇傾向にある。また、米国 REIT 市場におけるペイアウトレシオの長期平均は約 71%である<sup>8</sup>。減価償却資産の割合が高く相対的にペイアウトレシオの低い J-REIT は、米国など国内外の水準を参考に利益超過分配によって分配金額を増やす検討をしても良いのではないだろうか。

[ 図表—6 ] :減価償却費とペイアウトレシオの推移



(注) ペイアウトレシオ = 経常利益(売却損益除き) / [ 経常利益(売却損益除き) + 減価償却費 ]

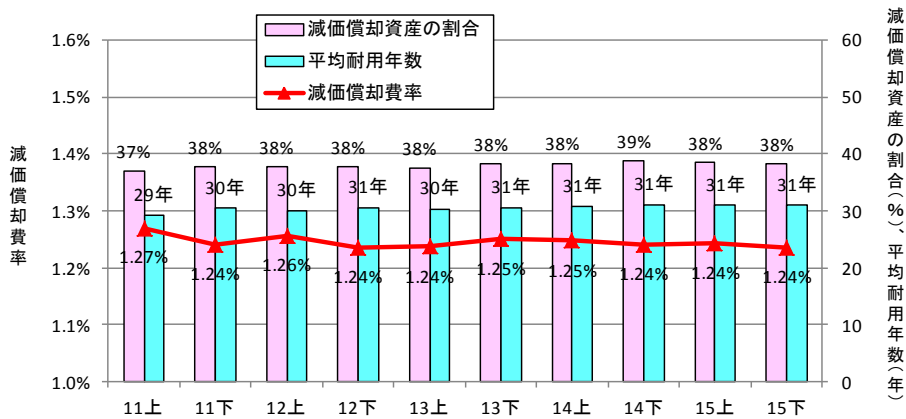
(資料) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

<sup>7</sup> 特別損失などの影響を除くため当期純利益ではなく経常利益を使用

<sup>8</sup> NAREIT (全米不動産投資信託協会) 資料による

また、2015年下期における減価償却費率は1.24%(長期平均1.25%)、減価償却資産の割合は38%、平均耐用年数は31年となり、最近5年間の数値は概ね安定している(図表—7)。

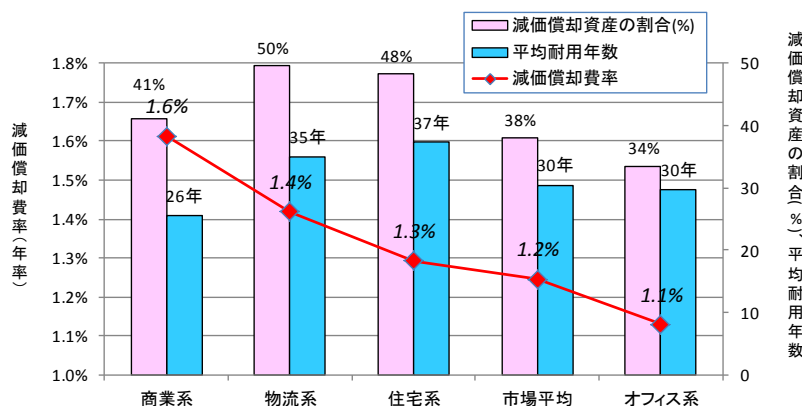
【図表—7】：減価償却費率(年率)、減価償却資産の割合、平均耐用年数



(注)減価償却費率(年率):減価償却費×2/不動産取得価額(期首・期末平残)  
 (資料)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

これを、アセットタイプ別<sup>9</sup>(オフィス、商業、住宅、物流)に比較すると、それぞれの資産特性を反映し水準が異なっている。過去5年平均の減価償却費率は高い順に、商業系 REIT(1.6%)>物流系 REIT(1.4%)>住宅系 REIT (1.3%)>市場平均(1.25%)>オフィス系 REIT(1.1%)が並ぶ(図表—8)。商業系 REIT は、減価償却資産の割合(41%)が大きく平均耐用年数(26年)も短いため減価償却費率が最も高くなっている。2番目に減価償却費率の大きい物流系 REIT は、郊外立地の物件が多いため減価償却資産の割合(50%)が大きく、住宅系 REIT は築浅の物件が多いため平均耐用年数(37年)が長いという特徴が見られる。また、オフィス系 REIT は都心立地の物件を多く保有するため減価償却資産の割合(34%)が小さく減価償却費率(1.1%)は最も低い値となっている。

【図表—8】：アセットタイプ別の減価償却費率、減価償却資産の割合、平均耐用年数(2011年~2015の平均値)



(資料)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

<sup>9</sup>特定のアセット比率70%以上を基準に分類



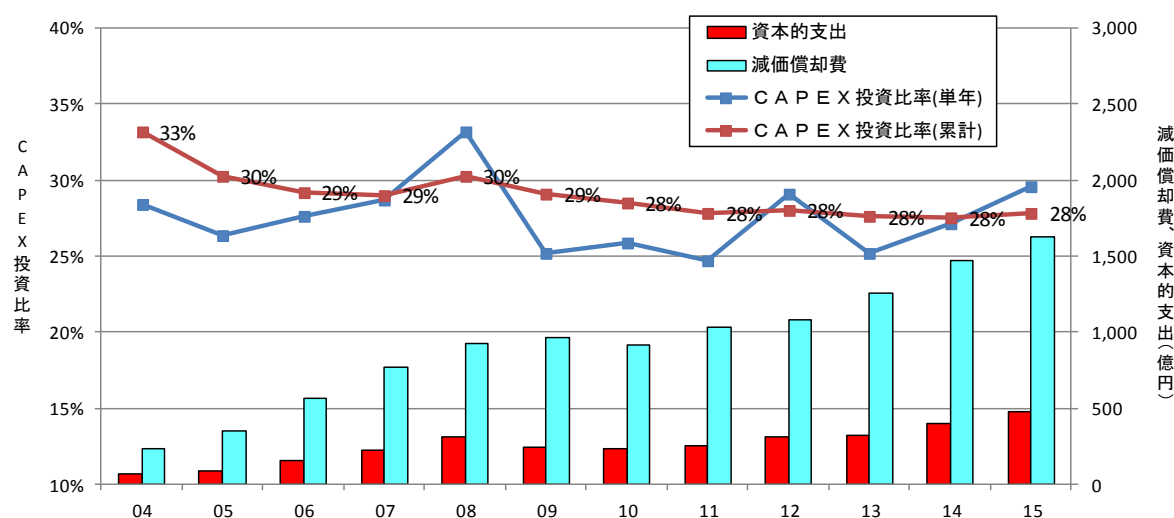
### 3—減価償却費を活用した内部成長率

最後に、不動産運用に必要な資本的支出を確認し、減価償却費を活用した J-REIT の内部成長率を試算する。資本的支出については、J-REIT の運用実績及びエンジニアリングレポート<sup>10</sup>に記載された数値を用いる。

#### 1 | 不動産運用に必要な資本的支出

これまでの運用実績における減価償却費に対する資本的支出の割合（以下、CAPEX 投資比率）は、年単位ではバラツキが見られるものの、累計値では 28% の水準に収斂している（図表—9）。これは、各 REIT が資本的支出を一律ではなく、ポートフォリオ全体の減価償却費の積み上がりと個別不動産の管理状態を常にモニタリングし、金額にメリハリを付けて計画的に実行しているためだと思われる。

【図表—9】：減価償却費に対する資本的支出の割合（CAPEX投資比率）



(注) 累計値: 各社上場後の数値を集計

(資料) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

次に、エンジニアリングレポートから抜粋した「長期修繕の費用見積」<sup>11</sup>を用いて、将来必要な資本的支出を確認する。2015 年下期の開示資料によると、減価償却費に対する「長期修繕の費用見積」は 30% と推計された。なお、この数値には資本的支出と毎期費用計上する修繕費が含まれる。そこで、J-REIT の運用実績から資本的支出と修繕費の比率を求めると「1 : 0.45」となり、この比率で按分した CAPEX 投資比率は 20% となった。実績ベースの CAPEX 投資比率(28%)がエンジニアリングレポートベースの数値(20%)を上回る理由としては、① J-REIT が実際には見積り額以上の資本的支出を積極的に行い資産価値の維持・向上に努めていること、② 過去に取得したレポートの見積り額が時間の経過で古くなり必要額より過小である可能性が考えられる。

<sup>10</sup>対象不動産の物的状況に関する調査報告書。J-REIT 各社は不動産購入時やその後の運用において定期的に取得

<sup>11</sup> 有価証券報告書で非開示の物件は一部推計値を用いた

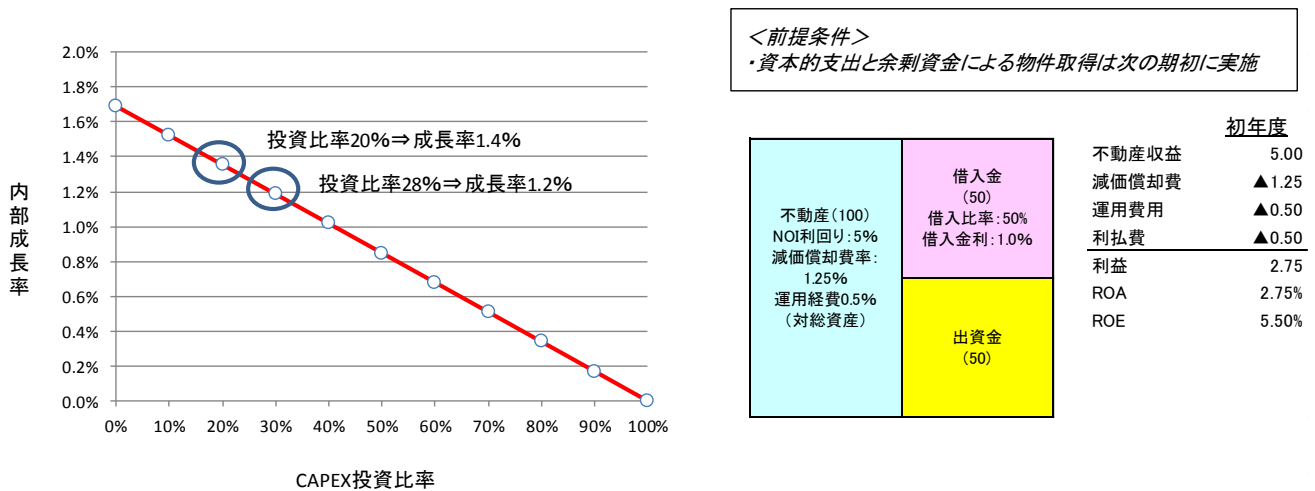
## 2 | 減価償却費の活用による内部成長率を試算する

一般に、内部成長率<sup>12</sup>とは、企業活動において外部資金の調達を行わずに内部投資のみで実現できる成長率のことを言い、以下の計算式で求めることができる。この式によると、配当性向が低く利益の内部留保率が高い、又は株主資本利益率（ROE）が高い企業ほど内部成長率は高くなる。

$$\text{内部成長率} = \text{株主資本利益率 (ROE)} \times \text{利益の内部留保率 (1-配当性向)}$$

利益を全額分配する J-REIT は、内部留保率が 0%のため内部成長率も当然 0%になる。しかし、賃貸不動産の集合体である J-REIT は費用項目に占める減価償却費の割合が大きい。現金留保した減価償却費を資本的支出や物件取得に活用しポートフォリオに再投資することで内部成長できる余地がある。そこで、以下の前提条件のもと、既存ポートフォリオの不動産収益を維持する CAPEX 投資比率と余剰資金による物件取得を想定し、次年度以降の内部成長率を試算した（図表—10）。

[図表—10] : CAPEX投資比率と内部成長率の関係



(資料)ニッセイ基礎研究所

試算結果によると、CAPEX 投資比率が J-REIT 実績ベース(28%)の場合、内部成長率は 1.2%となる。また、エンジニアリングレポートベース(20%)の場合、内部成長率は 1.4%に高まる。一方、CAPEX 投資比率が 100%（資本的支出=減価償却費）まで上昇すると内部成長率は 0%に低下してしまう。さらに、減価償却費を上回る資金を投じて不動産収益を維持できなければ内部成長率はマイナスに陥り、分配金は将来先細りしていくことになる。

## 4—おわりに

本稿では、J-REIT の減価償却費を活用した内部成長率について試算した。不動産の長期保有を前提に安定した分配金を投資家に還元する J-REIT にとって、経年に伴う収益減少への対応は避けられ

<sup>12</sup> サステイナブル成長率ともいう



ない課題である。それ故、**J-REIT** が長期保有するに相応しい不動産とは、目先の高い利回りを稼いでくれる物件でもなく新しくて見栄えの良い物件でもない。築年数が経過しても一定の資金を投資することで中長期にわたり収益を維持できる物件、つまりはテナント代替性が高く立地に優れた物件だと言えるのではないだろうか。

上場銘柄数が増加し投資家による選別の視点が厳しくなるなか、**J-REIT** 各社は不動産ポートフォリオの構築方針について、より問われることになりそうだ。