

基礎研 レポート

新型コロナによる賃料減免。 J-REIT 分配金への影響は？ ～一定の前提条件のもと、分配金▲9%～▲13%を想定～

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

1—賃料減免などを理由に、17社(占率27%)が分配金見通しを下方修正

新型コロナウイルスの感染拡大は、J-REIT(不動産投資信託)市場にも多大な影響を及ぼしている。まず、市場全体の値動きを表す東証REIT指数は2月第4週以降急落し、直近高値から安値までの下落率は▲49%に達した¹。その後は金融市場の回復にあわせて上昇に転じ、一時の危機を脱した感もあるが、バリュエーション指標の1つであるNAV倍率(株式のPBRに相当)は依然として1倍を下回っており、本格回復には至っていない。

次に、業績への影響である。施設売上などに連動して受け取る変動賃料の減少や固定賃料の減免などを理由に、今期以降の1口当たり分配金(DPS)を下方修正するJ-REITが増加している。例えば、ホテルを主要投資対象とするインヴィンシブル投資法人は、ホテル運営会社から受け取る固定賃料(3月～6月の4ヶ月分)を免除するなどして、2020年6月期の分配金総額を当初想定より▲10,864百万円(11,047百万円→182百万円、▲98.3%)下方修正した(5/11)²。その後も、ホテルや商業施設を保有するJ-REITを中心に、6/26時点において、17社(占率27%)がDPSの下方修正を発表している(図表—1)。この結果、市場全体の予想分配金水準(東証REIT指数ベース)は足もとでピーク対比▲5%減少し、前年比でもマイナスに転じた。こうした賃料減免の影響は一過性のものとはいえ、先行きに不透明感の漂う不動産賃貸市況を勘案すれば、長らく増益基調にあった分配金水準は、ひとまずピークアウトしたと考えられる(図表—2)。

一方、テナントからの賃料減免の要請があっても業績への影響は軽微だとして、これまでの予想DPSを下方修正しなかったJ-REITは既に半数を超えている。20年1-3月期の上場企業の最終損益(金融を含む全産業の合計)が▲1.4兆円の赤字となり、上場企業の約6割が今期業績を未定としたことと比べても³、J-REITの商品特性である業績の安定性や見通しの明瞭性は損なわれ

¹ 岩佐浩人『新型コロナでJリート市場は一時▲49%下落。過去のショック安局面と比較する』(ニッセイ基礎研究所、基礎研レポート冊子版5月号、2020年5月12日)

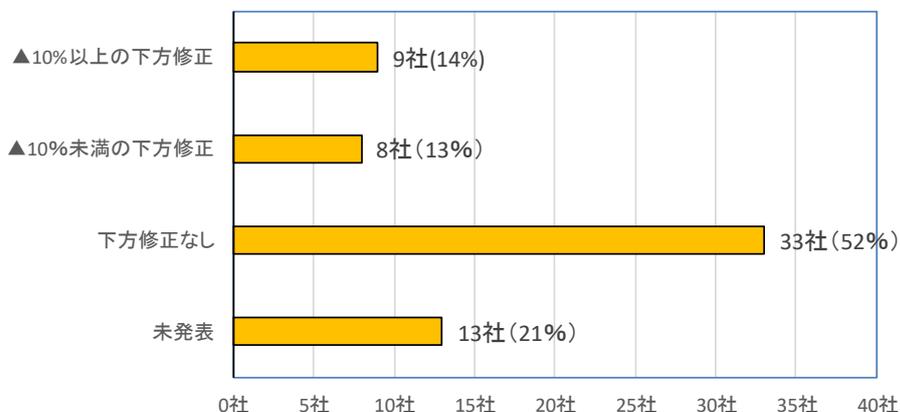
² なお、本件が示唆するJ-REIT市場の課題などについては別稿で述べたい。

³ 『上場企業、9年ぶり赤字』(日本経済新聞、2020年6月9日)

ていないと言えそうだ。

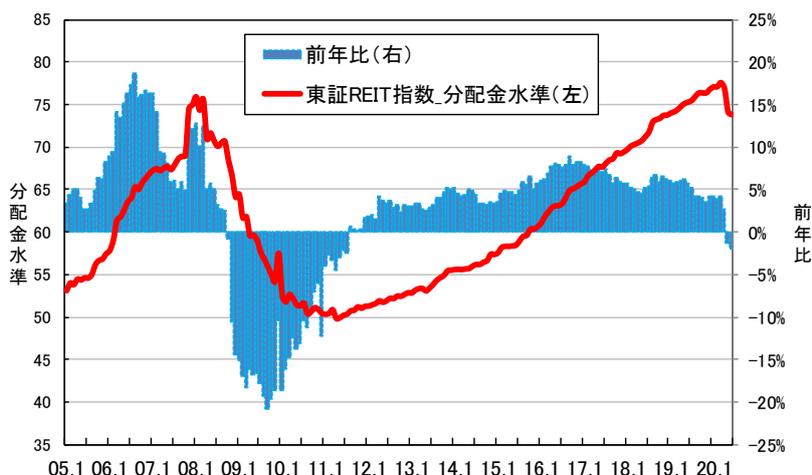
そこで、本稿では最初に、新型コロナウイルス感染拡大により広がる賃料減免の動向について整理する。次に、J-REITの収益構造を確認したうえで、変動賃料の減少や賃料減免の影響を試算し、分配金水準のボトムラインを確かめたい。

【図表-1】 1口当たり分配金(今期・来期)の修正(6月26日時点)



(注)「▲10%以上の下方修正」には、従来予想を修正し「未定」とした1社を含む
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

【図表-2】 市場全体の予想分配金水準の推移(前年比)



(出所)開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

2—コロナ禍で問われるJ-REITの社会的責任

そもそも論として、現在のコロナ禍の非常時において、J-REITをはじめとする不動産の賃貸人(オーナー)が賃借人(テナント)からの賃料減免などの要望に応じないといけない法的義務はない。もちろん、オーナーは今後の対応策などについてテナントと真摯に協議すべきであり、コロナ禍を理由に賃料の滞納が生じた場合、これをもって信頼関係が失われたとして直ちに契約を解除することはできない。また、政府による緊急事態宣言発令に伴う休業要請先は、基本的にテナントに対するものと考えられるが、オーナーサイドの判断で施設の休館などを決定したケースでは、相応の賃料減免はやむを得ないと思われる。しかし、テナントは賃貸借契約に基づいて全額支払

うのが原則であり、支払わなければ法的には債務不履行となる。

こうしたなか、J-REITを所管する国土交通省は、「新型コロナウイルス感染症に係る対応について（依頼）」（3/31）において、テナントの賃料支払いについて柔軟な措置の実施を要請。金融庁も、「賃料の支払いに係る事業者等への配慮について（要請）」（5/8）において、賃料支払いが深刻な課題となっているテナントに対して、賃料の減免もしくは猶予に応じるなど、投資者に対する説明責任を果たしつつ、柔軟な措置の実施を投資運用業者等に対して要請している。

J-REITは賃貸借契約に基づいて支払われる賃貸収入を原資として、利益のほぼ全額を投資主に分配することで法人税の支払いを免除された上場金融商品であり、「不動産キャッシュフローの分配」という社会的責任を担っている。と同時に、金額にして20兆円を超える不動産を所有し、「働く（オフィス）、住む（住宅・ヘルスケア施設）、消費する（商業施設）、宿泊する（ホテル）、運ぶ（物流）」といった、「人々が安心して快適に過ごせる社会インフラの提供」という社会的責任を担っている。また、街から賑わいが消えてしまい苦境下にあるテナントに対して、J-REITが賃料の支払い猶予や減免などの支援を行うことは、アフターコロナを見据えた社会の持続的成長への貢献にもつながる。今回、J-REITが賃貸借契約の原則に反してテナントからの賃料減免などの申し出に応じることは、投資家への分配金が一時的に減少するにしても、社会的責任を全うすることに他ならないと理解したい⁴。

3—変動賃料の減少や賃料減免が分配金に及ぼすインパクトを試算する

1 | J-REITの収益構造。賃貸事業収入が▲1%減少すると分配金は▲2.4%減少する

まず、J-REITの開示データ（2019年2月期～2020年1月期）をもとに、J-REIT全体の収益構造を確認する。図表—3の通り、賃貸事業収入⁵を「100」とした場合、不動産の管理運営に掛かる費用は「26」であり、不動産が生み出す賃貸事業収益（Net Operating Income、以下NOI）は「74」となる。その後、減価償却費「17」や資産運用報酬等「10」、支払利息「6」などを控除した残りの金額が投資家への分配金原資「41」となる。つまり、賃貸事業収入が▲1%減少した場合、その他の費用が変わらなるとすると、NOIは▲1.4%（ $1 \div 74\%$ ）、分配金原資は▲2.4%（ $1 \div 41\%$ ）減少することになる。

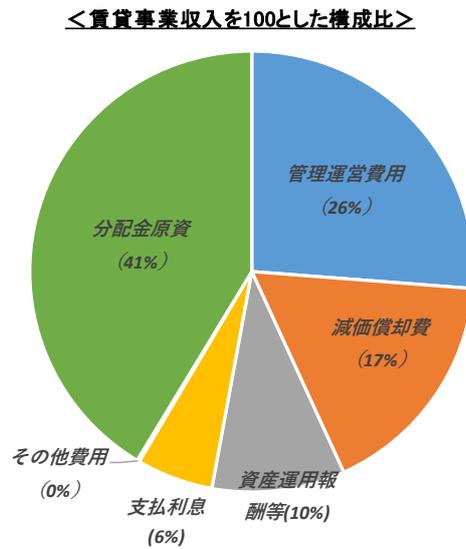
この関係をもとに、厳しい前提となるが、「全てのテナント」に対して賃料を一定期間免除した場合のNOIや分配金原資への影響を示した（図表—4）。仮に1カ月免除した場合、年間の賃貸事業収入は▲8%（ $1 \div 12$ カ月）、NOIは▲11%（ $8\% \times 1.4$ ）、分配金原資は▲20%（ $8\% \times 2.4$ ）減少する。そして、免除期間が5カ月以上に及ぶと費用が収入を上回り、分配金原資はマイナスとなる。

⁴ ただし、J-REITは情報開示を通じて不動産市場の透明性を高める役割を担っている。事態が収束した段階で、賃料の支払い猶予や減免などの対応について、J-REIT全体として詳細な開示を期待したい。

⁵ J-REITの賃貸事業収入（売却益を除く）は、家賃・共益費などからなる「不動産賃貸収入」と駐車場や付帯施設の収益などからなる「その他賃貸事業収入」で構成されるが、本稿では便宜上、一体として取り扱う。

[図表-3] J-REITの収益構造

科目	金額 (億円)	①=100
① 賃貸事業収入	12,671	100%
② 管理運営費用	▲3,323	26%
NOI (①-②)	9,347	74%
減価償却費	▲2,151	17%
資産運用報酬等	▲1,227	10%
支払利息	▲707	6%
その他費用	▲22	0%
分配金原資	5,240	41%



(注) 物件売却損益などを除く(62社、2019年2月期～2020年1月期)

(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

[図表-4] 全てのテナントに対して賃料を一定期間免除した場合の影響

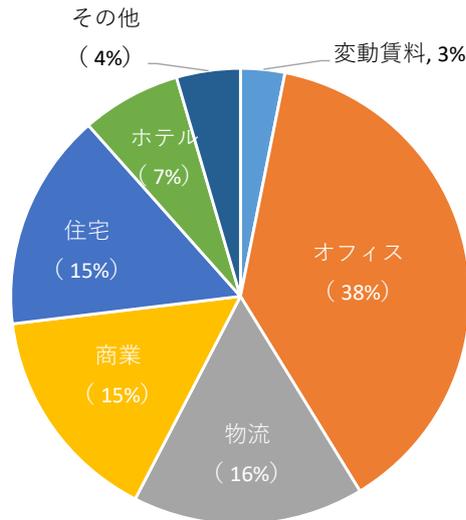
	1カ月免除	2カ月免除	3カ月免除	4カ月免除	5カ月免除	6カ月免除
賃貸事業収入の減少率 (対年間)	▲8%	▲17%	▲25%	▲33%	▲42%	▲50%
NOIへの影響 (x 1.4)	▲11%	▲23%	▲34%	▲45%	▲56%	▲68%
分配金原資への影響 (x 2.4)	▲20%	▲40%	▲60%	▲81%	▲101%	▲121%

(出所)ニッセイ基礎研究所

2 | 賃貸事業収入の構成比。施設売上などに連動して決まる変動賃料の割合は 3.1%

次に、賃貸事業収入における変動賃料の割合と固定賃料におけるセクター別構成比を確認する。各社に開示データをもとに構成比を推計すると、施設売上などに連動して決まる変動賃料の割合は 3% (うちホテル 2.5%、商業施設 0.6%)、固定賃料(97%)のセクター別構成比はオフィスビル 38%、物流施設 16%、商業施設 15%、住宅 15%、ホテル 7%、底地など 4%となっている (図表-5)。

【図表-5】 賃貸事業収入の構成比



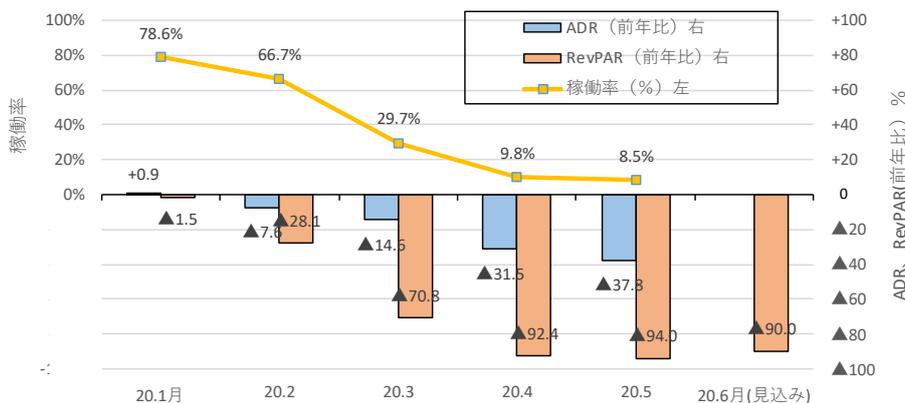
(注) 物件売却損益などを除く(62社、2019年2月期~2020年1月期)

(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

3 | コロナ禍の影響は、ホテル>商業施設>オフィス>住宅>物流施設の順に大きい

続いて、コロナ禍による不動産市場への影響を簡単に述べたい。弊社レポート⁶にある通り、最も甚大な影響を受けたセクターはホテルである。3月以降、外出自粛や国内外で人の移動が厳しく制限されるなか、観光やビジネス、インバウンドの宿泊需要は大きく落ち込んだ。ホテル特化型リートであるジャパン・ホテル・リート投資法人によると、保有20ホテル(変動賃料等導入)の経営指標は月を追って悪化し、5月の稼働率は8.5%、客室単価(ADR)は前年比▲37.8%、RevPAR(稼働率×ADR)は前年比▲94.0%となった。現在も回復の足取りは重く、6月のRevPARは前年比▲90%程度減少する見込みであり、厳しい経営環境が続いている。

【図表-6】 ホテルの運営状況(稼働率、ADR、RevPAR)



(注)20年1-5月は実績。6月は会社見込み

(出所)ジャパン・ホテル・リート投資法人の開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

⁶ 岩佐浩人『新型コロナでREIT市場は急落。不動産市場は曲がり角に直面』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2020年5月14日)

また、商業施設の被害も大きい。生活必需品を取り扱う店舗の売上は底堅いものの、飲食やサービス系店舗、繁華性の高いエリアに立地する店舗などではソーシャル・ディスタンスの確保が求められ、今後も売り上げへの影響は避けられないと思われる。一方で、オフィスや賃貸住宅、物流施設は、いまのところ影響は見られない。ただし、オフィスではビル内にある来店型店舗や飲食店舗などオフィスワーカーの出勤制限などで売上の減少したテナントが一定程度生じている模様だ⁷。

4 | 一定の前提条件のもと、J-REIT 分配金への影響を試算する

最後に、変動賃料の減少や賃料減免による J-REIT 分配金への影響を確認する。実際には、新型コロナウイルス感染拡大による店舗売上への影響は未だ全容が見えない。また、J-REIT によるテナント交渉もこれからであり、テナント属性（業態・財務・信用力など）も様々である。

日経不動産マーケット情報(2020年7月号)によると、賃料減額の要請は、「店舗により異なるが、平均すると3ヶ月間、20%くらいの減額」（全国チェーン飲食店）、「減額要請は商業施設で6割、ホテルではほぼ全てのテナントから減額要請。オフィスはごく一部に限られ、住宅や物流施設はない」（総合型 REIT）、「最終的に減額に応じるケースは10%~20%程度、減額期間は2カ月~3カ月」（不動産仲介会社）と報じている。

それでは、賃料減免などで J-REIT の分配金がどれほど減少するのか、これらの情報を参考として、一定の前提条件のもと、試算したい。図表—7は、J-REIT の収益構造と賃貸事業収入の構成比をもとに、賃料免除による賃貸事業収入の減少率をマトリックス表（横軸：セクター別構成比、縦軸：免除期間）で示している。

例えば、ケース①『変動賃料なし、ホテル（期間4カ月）、商業施設（期間3カ月）、オフィス（期間1カ月）を全テナント・全額免除』では、『賃貸事業収入は▲13%、分配金は▲30%』となる。しかし、前提として、全テナント（ホテル・商業・オフィス）は現実的ではないと思われる。

次に、ケース②『変動賃料なし、ホテル（期間4カ月・対象4割）、商業施設（期間3カ月・対象3割）、オフィス（期間1カ月・対象1割）を全額免除』では、『賃貸事業収入は▲6%、分配金は▲13%』となる。また、ケース③『変動賃料なし、ホテル（期間4カ月・対象4割・減額率▲40%）、商業施設（期間3カ月・対象3割・減額率▲30%）、オフィス（期間1カ月・対象1割・減額率▲10%）』では、『賃貸事業収入は▲4%、分配金は▲9%』となる。

このように、「ケース②」や「ケース③」といった、ある程度の賃料減免であれば、J-REIT 全体の分配金減少率は「▲9%~▲13%」にとどまる。さらに、年間分配金の6倍以上に相当する保有不動産の含み益（約3.7兆円）などを活用すれば、分配金への影響を許容範囲内に収めることができそうだ。

⁷ ケネディクス・オフィス投資法人によると、全体の11.9%（契約賃料ベース）のテナントから賃料減免・支払い猶予の要望がある（2020年4月期決算説明資料）。

【図表-7】 賃料減免による賃貸事業収入と分配金の減少率

		新型コロナの影響							
		大					小		
期間	賃料割合	変動賃料 3%	固定賃料					合計 (100%)	
			ホテル 7%	商業施設 15%	オフィス 38%	住宅 15%	物流施設 16%		その他 4%
短	賃料免除1ヶ月 (▲8%)		▲1%	▲1%	▲3%	▲1%	▲1%	▲0%	▲11%
	賃料免除2ヶ月 (▲17%)		▲1%	▲3%	▲6%	▲3%	▲3%	▲1%	▲19%
	賃料免除3ヶ月 (▲25%)	▲3%	▲2%	▲4%	▲10%	▲4%	▲4%	▲1%	▲27%
	賃料免除4ヶ月 (▲33%)		▲2%	▲5%	▲13%	▲5%	▲5%	▲1%	▲35%
長	賃料免除5ヶ月 (▲42%)		▲3%	▲6%	▲16%	▲6%	▲7%	▲2%	▲43%

<賃料減免の前提条件>		変動賃料発生せず	ホテル4カ月	商業3カ月	オフィス1カ月	⇒	賃貸事業収入の減少率	×	分配金の減少率
ケース①	全てのテナントを免除	▲3%	▲2%	▲4%	▲3%	⇒	▲13%	× 2.4	▲30%
			×0.4	×0.3	×0.1				
ケース②	ホテル：対象4割 商業施設：対象3割 オフィス：対象1割	▲3%	▲1%	▲1%	▲0%	⇒	▲6%	× 2.4	▲13%
			×0.4	×0.3	×0.1				
ケース③	ホテル：減額率▲40% 商業施設：減額率▲30% オフィス：減額率▲10%	▲3%	▲0%	▲0%	▲0%	⇒	▲4%	× 2.4	▲9%

(出所)ニッセイ基礎研究所

4—おわりに

本稿では、一定程度の賃料減免であれば、J-REIT 全体の分配金減少率が許容範囲内に収まることを確認した。一方で、より本質的な課題として次の2点を挙げたい。1つは、「景気悪化」の影響である。景気悪化は全ての不動産セクターにとって天敵であり、前回の金融危機時を超える景気悪化が見込まれるなか、相応のダメージは不可避だと思われる。2つ目は、「不確実性」の影響⁸である。「デジタル化」、「行動変容」、「賃貸借契約」の「3つの不確実性」は、中長期的に人々の不動産ニーズを変えて、賃貸市場に大きな地殻変動をもたらす可能性がある。今後の J-REIT 市場を見通すうえで、これらの影響を慎重に見極める必要がある。

⁸ 佐久間誠『不確実性の高まる世界において。不動産投資を再考する(2)』（ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2020年6月24日）

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。