

## J-REIT における内部成長

株式会社 住信基礎研究所  
研究部 J-REIT 投資コンサルティンググループ  
研究員 侯岩峰

発足から5年を迎えようとする J-REIT 市場を取巻く環境に変調が見られ始めた。激化する取得競争で、不動産価格が急上昇し、投資利回り(キャップレート)が低下している。これまで J-REIT 市場を牽引してきた外部成長が困難になっている。一方、景気回復に伴い、不動産賃貸市場のファンダメンタルズに改善が見られ、内部成長への期待感が強まっている。今後、金利が上昇局面を迎える中で、持続的な利益成長を実現させるために、外部成長重視から内部成長重視への J-REIT 成長パラダイムのシフトが求められ始めている。

本稿では、内部成長の経済的意味を説明し、内部成長の金利上昇への対抗力を検証する。

### 内部成長とは既存不動産ポートフォリオの ROA を高めること

企業成長の源泉には、内部成長と外部成長の二つの要因がある。

外部成長とは、企業外部の資源を有効に利用して、利益成長と資産価値向上を図ることをいう。それに対して、内部成長とは、企業内部の資源を有効に利用し、利益成長と資産価値向上を図ることをいう。J-REIT の内部成長は、保有不動産の有効利用や費用の効率化により、利益成長と資産価値向上を実現させることである。具体的には、保有物件の賃料単価や稼働率の引き上げ、不動産賃貸費用や管理コストの引き下げ、資金調達のコストダウンなどの方策がある。

では、内部成長がどのように利益成長につながっているのかを見てみよう。

インカムゲイン重視の観点から、J-REIT の価値は不動産の運用利益、もっと究極に言えば J-REIT の投資口価格は1口当り当期利益(EPS: Earnings Per Share)によって決定される。従って、J-REIT の投資家は常に EPS の成長を求めている。

EPS は次式のように分解することができる。

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

上式で示しているように、EPS を 不動産収益力(ROA)、財務レバレッジ(LTV)と 1口当り純資産額(BPS)の三つの要因に分けることができる。

<sup>1</sup> 付録1をご参照

### ROA(Return on Assets : 総資産利益率)

経常利益を総資産で割った比率のことであり、投下資本の収益性と効率性<sup>2</sup>を示す総合指標である。ここでは、J-REIT が持つ不動産の総合収益力を表している。ROA が高いほど、つまり資産全体の収益性と運用の効率性が高いほど EPS が高いわけである。

ROA を高めるために、外部成長と内部成長の二つの手段がある。外部成長は、低い資金調達コストで高い運用利回りの物件を追加取得することによってポートフォリオ全体の ROA を引き上げる。一方、内部成長は、既存物件の有効利用や費用の効率化によって、既存ポートフォリオの ROA を高めることである。マーケット環境の変化によって、外部成長を図りやすい局面と内部成長を図りやすい局面があるが、根本的には ROA の成長は内部成長と外部成長の相互作用によるものである。内部成長と外部成長の関係についてはこの後また詳しく述べる。

### LTV(Loan to Value)

有利子負債比率を意味し、有利子負債額を総資産で割ることによって求められる。増資ではなく借入で不動産を購入すれば、借入コストが不動産賃貸収益より低い限り、短期的には EPS が増えることになる。

ただし、LTV が高くなると財務リスクが大きくなり、投資家から要求されるリスクプレミアムも当然高くなる。レバレッジ効果による EPS 増加は、リスクプレミアムの上昇と相殺され、投資口価格への影響度は微小となる。また、中長期的には、J-REIT は借入と増資の循環による規模拡大過程をとり、増資すると LTV が下がるので、LTV は中長期的な EPS 成長とは関係がない。

### BPS(Book Value per Share)

1 口当り純資産額を意味する。純資産額が一定の場合、BPS が高いほど、発行口数が少なくて済むので、利益総額が一定であれば、1 口当り当期利益(EPS)が大きくなる。増資を行う際、BPS 以上の価額で増資できれば、BPS が高くなる。つまり、プレミアム増資によって BPS が成長する。プレミアム増資は投資口価格の上昇を前提としており、したがってプレミアム増資できるかどうかは、ROA や LTV の水準に関連し、さらに資本市場(株式・債券)の動向にも影響される。

---

<sup>2</sup> ROA を更に売上高利益率×総資産回転率に分解することができる。売上高利益率は収益性の代表指標であり、総資産回転率は効率性を示す指標である。

表1. EPS 成長の計算例

|       | ROA  | LTV   | BPS     | EPS    | 変化率   |
|-------|------|-------|---------|--------|-------|
| 基本ケース | 3.0% | 40.0% | 500,000 | 25,000 |       |
| ケース1  | 3.0% | 40.0% | 550,000 | 27,500 | 10.0% |
| ケース2  | 3.0% | 45.5% | 500,000 | 27,500 | 10.0% |
| ケース3  | 3.3% | 40.0% | 500,000 | 27,500 | 10.0% |

注:  $EPS = ROA \div (1 - LTV) \times BPS$

表1で具体的なEPS成長の数値例を示している。ケース1~3は、BPS、LTVとROAをそれぞれ上げることによってEPS成長をもたらすことを示した。但し、実際には、このような単純なケースはありえない。EPSは常にROA(内部成長、外部成長)、LTV、BPSの相互作用の結果だからである。

例えば、景気後退期(不動産価格下落、金利低下)を考えよう。不動産価格が下がり、新規取得物件の利回りが高くなり、外部成長によるROA向上を図りやすい。金利が低いため、利払い負担が小さくLTVを高く設定でき、投資家からの要求利回りが低下し投資口価格上昇でプレミアム増資もできる。賃料が下落しても、費用削減できれば収入の減少をカバーし、利益減少を最小限に抑えることができる。景気後退期にEPSを成長させるには様々な手段がある。

一方、景気回復期(不動産価格上昇、金利上昇)の場合、不動産価格が上昇し、外部成長によるROA向上は図りにくくなる。金利上昇で、レバレッジ効果が小さくなり、プレミアム増資も難しくなる。残された手段は賃料上昇による内部成長だけである。ただし、景気回復期の外部成長の成果は、物件取得時の利回り(キャップレート)だけで評価することは適切ではない。低い利回りで物件を取得しても、取得後に着実に収益を上げる内部成長を実現すれば全体のROAが上昇する。内部成長ができてこそ、外部成長が可能になりプレミアム増資の可能性も高くなる。景気回復期における内部成長が特に重要である。

#### 内部成長と外部成長の相違点

次に内部成長と外部成長の特徴を比較してみよう。

外部成長の特徴は、不動産取引市場や金融市場等の外部環境に大きく左右されることである。どれぐらいの利回りで物件を買えるか、どれぐらいのコストでファイナンスできるか、J-REITファンドマネージャーがコントロールしにくい面がある。

規模拡大ばかりでは外部成長とは言えない。取得物件の利回りが低くても、LTVの水準を引き上げれば、短期的にEPSを増額することは可能である。但し、利回りが低いまま推移すれば、中長期的に見てROAを引き下げることになるので、EPSが成長しない。従って、

ROA を引き上げられる規模拡大こそ本当の意味の外部成長である<sup>3</sup>。

内部成長の場合、外部からの資金調達が始どなく、ファンドが持っている流動資金で賄うのが一般である。テナントとの賃料交渉や費用の削減には時間がかかるため、外部成長ほどスピーディーに利益成長の目標を達成できないものの、戦略的なプランと地道な努力によって着実に結果を出せる期待がある。

その他、外部成長が既存物件の資産価値(単独ベース)に与える影響は極めて小さいが、内部成長の場合は既存物件の収益性を高めることによって既存物件の資産価値向上に直接寄与するという特徴もある。

### 内部成長は金利上昇に対抗できるか

J-REIT 最大のリスクは金利上昇と言われている。金利が上昇すれば、利払いの増加によって EPS が下がり、また投資家の要求利回りの上昇によって価格が下落する恐れがある。但し、J-REIT の内部成長によって、支払利息の増加以上に不動産運用収益を上げることができれば、金利上昇の影響を吸収できると思われる。次に、仮想 J-REIT の計算例を使って、内部成長の金利上昇対抗効果を検証してみよう。

J-REIT の決算実績を参考に、仮想 J-REIT の P/L と B/S を下表の通り設定した。

図2. 仮想 J-REIT の B/S、P/L

| 仮想J-REIT P/L 金額:億円 |            |    | 仮想J-REIT B/S      |                  |  |                         |
|--------------------|------------|----|-------------------|------------------|--|-------------------------|
| 7.5%               | 賃貸事業収益     | 75 | 運用不動産<br>(1000億円) | 有利子負債<br>(400億円) | 固定借入比率60%<br>平均利率1.25%<br>(変動利率と固定利率の加重平均) |                         |
| 3.0%               | 賃貸事業費用     | 30 |                   |                  |  |                         |
| 1.0%               | 資産運用報酬&販管費 | 10 |                   | 出資総額<br>(600億円)  |  | 発行済み口数 12万口<br>BPS 50万円 |
| 0.5%               | 支払利息       | 5  |                   |                  |  |                         |
| 3.0%               | 当期利益       | 30 |                   |                  |  |                         |
|                    |            |    |                   |                  |  |                         |

LTV は 40%、BPS は 50 万円、ROA は 3%という仮定条件から、現在の年間予想 EPS は 25000 円となる。表 2 では、金利と賃貸収入だけを動かす場合の EPS 水準を示している。

試算の結果を見てみよう。色で塗りつぶした数値は、EPS の増減分岐点を表すポイントである。横欄で見ると、一定金利上昇幅の想定の下で、EPS を維持するための最低限の賃

<sup>3</sup> EPS は増大しないが、分散投資によるリスク低減効果(リスクプレミアムを下げること)によってポートフォリオの資産価値を向上させるという意味の外部成長もある。

貸収入増加率を表す。縦欄で見ると、一定賃料増加率の想定の下で、EPS を維持するために耐えられる最大限の金利上昇幅を表す。

表 2 . 金利上昇 vs. 内部成長

| 貸収入増減率<br>金利上下幅(bps) | -1.0%  | -0.5%  | 0.0%   | 0.5%   | 1.0%   | 1.5%   | 2.0%   | 2.5%   | 3.0%   | 3.5%   | 4.0%   |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| -30                  | 24,775 | 25,088 | 25,400 | 25,713 | 26,025 | 26,338 | 26,650 | 26,963 | 27,275 | 27,588 | 27,900 |
| -20                  | 24,642 | 24,954 | 25,267 | 25,579 | 25,892 | 26,204 | 26,517 | 26,829 | 27,142 | 27,454 | 27,767 |
| -10                  | 24,508 | 24,821 | 25,133 | 25,446 | 25,758 | 26,071 | 26,383 | 26,696 | 27,008 | 27,321 | 27,633 |
| 0                    | 24,375 | 24,688 | 25,000 | 25,313 | 25,625 | 25,938 | 26,250 | 26,563 | 26,875 | 27,188 | 27,500 |
| 10                   | 24,242 | 24,554 | 24,867 | 25,179 | 25,492 | 25,804 | 26,117 | 26,429 | 26,742 | 27,054 | 27,367 |
| 20                   | 24,108 | 24,421 | 24,733 | 25,046 | 25,358 | 25,671 | 25,983 | 26,296 | 26,608 | 26,921 | 27,233 |
| 30                   | 23,975 | 24,288 | 24,600 | 24,913 | 25,225 | 25,538 | 25,850 | 26,163 | 26,475 | 26,788 | 27,100 |
| 40                   | 23,842 | 24,154 | 24,467 | 24,779 | 25,092 | 25,404 | 25,717 | 26,029 | 26,342 | 26,654 | 26,967 |
| 50                   | 23,708 | 24,021 | 24,333 | 24,646 | 24,958 | 25,271 | 25,583 | 25,896 | 26,208 | 26,521 | 26,833 |
| 60                   | 23,575 | 23,888 | 24,200 | 24,513 | 24,825 | 25,138 | 25,450 | 25,763 | 26,075 | 26,388 | 26,700 |
| 70                   | 23,442 | 23,754 | 24,067 | 24,379 | 24,692 | 25,004 | 25,317 | 25,629 | 25,942 | 26,254 | 26,567 |
| 80                   | 23,308 | 23,621 | 23,933 | 24,246 | 24,558 | 24,871 | 25,183 | 25,496 | 25,808 | 26,121 | 26,433 |
| 90                   | 23,175 | 23,488 | 23,800 | 24,113 | 24,425 | 24,738 | 25,050 | 25,363 | 25,675 | 25,988 | 26,300 |
| 100                  | 23,042 | 23,354 | 23,667 | 23,979 | 24,292 | 24,604 | 24,917 | 25,229 | 25,542 | 25,854 | 26,167 |

出所：住信基礎研究所

例えば、今後金利が 50bps 上昇するケースでは、EPS を維持又は成長させるためには、賃貸収入を 1.5%以上増やさなければならない。実際の賃貸収入増減は運用不動産ポートフォリオの中身によるが、仮に運用不動産が中型オフィスビルの場合を考えよう。2003 年問題の影響や昨今のオフィス賃料上昇基調を鑑みて、既存賃料より新規契約賃料を 10%引き上げられるとしよう(例えば、月坪単価 20,000 円から 22,000 円へ)。テナントの年間入れ替え率が 15%とすれば、年間賃貸収入を 1.5%増やすことが可能である。既存テナントの賃料増額改定が増えれば、1.5%以上の賃貸収入増加も期待できるであろう。

一方、賃料や稼働率のアップ、又は増築増床による賃貸収入の増加のほか、費用削減による内部成長も重要である。賃貸事業費用では、公租公課、減価償却費等の固定費用を除けば、水道光熱費と管理委託費(PM フィーと外注委託費)が最も大きい比率を占めている。水道光熱費の削減には、電力制御装置やエネルギー節約型機器の設置等による省エネルギー方策と、電力供給会社の変更によるコストダウン策などがある。管理委託費では、入札による PM 会社の選定や外部委託先の見直しなど、市場原理を活用してコストの効率化を図ることができる。

さらに財務運用面では、例えば、LTV の水準をもっと下げたり、固定借入比率をもっと上げたり、あるいは返済期限の分散などの取組みによって、金利上昇局面での利払い負担の急激な上昇を抑制することも可能である。実際、固定借入比率が 80%以上の銘柄も多く存在し、また、格付けの取得による負債調達コストの削減を図っている例もある。

すなわち、金利上昇に対する対抗手段としては、賃料上昇だけでなく、不動産賃貸費用の削減や、財務面での取組み等、複合的な方策があるのである。

## 今後の展望

激化する取得競争の中で、J-REIT 各社は物件取得に関してより慎重な姿勢になってきた。ただし、内部成長だけでは限界があるので、外部成長を止めるわけにはいかない。今後、物件取得の際に、内部成長を見込めるかどうかは一つの重要なポイントになるであろう。内部成長の余地がある物件なら、取得時点の利回りが低くても、積極的なマネジメントによって収益性を高め、資産価値を増大させることができる。内部成長と外部成長の組み合わせによるシナジー効果が期待されている。

既に、投資家にとっては、内部成長ができる J-REIT と内部成長できない J-REIT を見極めることが重要となっている。内部成長のできる J-REIT は、不動産価格上昇局面においても内部成長能力を生かして外部成長のチャンスをつかまえることができる。逆に、内部成長しない J-REIT は外部成長も順調に行かないであろう。今後、J-REIT 各社の内部成長能力の差が明らかになるにつれ、J-REIT の二極化が更に進むと見られる。

## 付録 1 .

$$\begin{aligned}
 EPS &= \frac{\text{当期利益}}{\text{発行済み口数}} \\
 &= \frac{\text{当期利益}}{\text{純資産額}} \times \frac{\text{純資産額}}{\text{発行済み口数}} = ROE \times BPS \\
 &= \frac{\text{当期利益}}{\text{総資産額}} \times \frac{\text{総資産額}}{\text{純資産額}} \times \frac{\text{純資産額}}{\text{発行済み口数}} \\
 &= \frac{\text{経常利益}}{\text{総資産額}} \times \frac{\text{総資産額}}{\text{純資産額}} \times \frac{\text{純資産額}}{\text{発行済み口数}} \\
 &= ROA \times \frac{\text{総資産額}}{\text{純資産額}} \times BPS \\
 &= ROA \times \frac{1}{1 - LTV} \times BPS
 \end{aligned}$$

注：J-REIT は一定の要件を満たすことで法人税が実質非課税となるので、当期利益 = 経常利益

本稿は、「リアルエステートマネジメントジャーナル 2006年8月号(第88号)」(発行：(株)ビーエムジェー)寄稿原稿を基に一部加筆修正

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-jreit/jreit.html>

本資料は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘や推奨、また特定の不動産ファンドの取引の勧誘や推奨を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願い致します。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、住信基礎研究所は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は、作成時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示した全ての内容は、作成日における判断を示したものです。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。

本資料の一切の権利は、住信基礎研究所に帰属しており、当社の事前の了承なく、本資料の全部または一部を引用・複写・複製・転載・変造して使用することは、その目的や方法の如何を問わず、一切お断りします。