

J - R E I Tの重い課題

「低いROE」と「高いボラティリティ」

久保俊一¹

平成29年1月11日

<目次>

- 1 はじめに 15年で時価総額は11兆円超え、世界第2位に
- 2 J - R E I Tの特徴
 - (2-1) 法人税の優遇と安定した分配金
 - (2-2) 不動産投資の種類——J-R E I Tは高い流動性
- 3 J - R E I T指数の高いボラティリティ
 - (3-1) 日本株を超える価格変動
 - (3-2) J - R E I Tが乱高下しやすい背景
- 4 J - R E I Tの収益力を検証——日本の上場企業とROE比較
 - (4-1) 加重平均で5.13%、上場企業の6割強の水準
 - (4-2) 日本の不動産会社との比較——財務レバレッジに大きな差
 - (4-3) 上場企業に比較して低い収益力が市場で許容される理由——現状は債券の側面が強い
- 5 海外のR E I TとのROE比較——MSCIのデータで
 - (5-1) 過去10年平均で日本は米国の7割水準——直近は55%に
 - (5-2) 日本は低いPBR——要因分析
- 6 J - R E I Tの投資指標に関する考察
 - (6-1) 投資家の間で広く使われるNAV倍率——恣意性に課題
 - (6-2) 利回りのスプレッド——債券との比較
 - (6-3) 相場変動に左右されないROE—収益力示す長期投資の判断材料

¹ 年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。本稿は私見にもとづくものであり、所属機関を代表するものではない。

(6-4) J-REITの投資指標の整理

7 J-REITの直面する、いくつかの課題

(7-1) 将来の金利上昇

(7-2) 法人税率引き下げに伴う優位性の低下

(7-3) コーポレートガバナンスの充実——「Win-Win」と利益相反

(7-4) コーポレートガバナンスの充実——「みなし賛成」の存在

8 年金基金のJ-REITに対する視点

(8-1) 機関投資家のJ-REIT離れ——私募へ年金資金などが流れる

(8-2) 高いボラティリティの活用——私募との共存の道

9 終わりに——日銀の出口などに備え、稼ぐ力を磨く

別表「J-REIT銘柄のROEと時価総額」

1 はじめに 15年で時価総額は11兆円超え、世界第2位に

J-REIT²（不動産投資信託）は東京証券取引所で取引が始まってから15年余りが経過した。上場銘柄数は57、その時価総額は11兆円を超え、米国に続く世界第2の規模の市場に育ち、存在感を増している。金利を失ったかのような日本国債と比べた高い分配金利回りが人気の背景だ。しかし、J-REITの資本効率性は日本の上場株式に比べかなり見劣りする。その一方で価格ボラティリティは高い。ガバナンスのあり方なども含め、J-REITが抱える長期的、構造的な課題が少なくない。

世界の上位10か国の上場REIT市場の規模：134兆円

（2016年3月末、単位：兆円、出所：S&PグローバルREIT指数）

1位：米国	2位：日本	3位：オーストラリア	4位：イギリス	5位：フランス
85.22	11.17	9.86	7.02	5.56
6位：シンガポール	7位：カナダ	8位：香港	9位：南アフリカ	10位：メキシコ
3.52	2.25	2.05	1.67	1.31

2 J-REITの特徴

（2-1）法人税の優遇と安定した分配金

「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づいて運営されるJ-REITは「投資法人（会社型投資信託）」タイプと「契約型投資信託」タイプに分かれる。現在、国内に上場されている57銘柄は全て投資法人タイプである。投資法人は一般企業と同じように決算、投資主総会、利益分配、資金調達などを実施する。大きな違いはビジネスの対象がビルなど不動産の運用に限定されることと、当期利益の90%超を分配する場合、法人税の一部または全額が免除される、という「投資法人の課税の特例」³を受けられることだ。

² 「Japan Real Estate Investment Trust」の略。J-REITは上場と私募に分かれるが、本稿では「J-REIT」と表記した場合は原則、上場J-REITを指す。

³ 投資法人の課税の特例：不動産投資信託の投資法人において、法人税を事実上ほぼ免除するという税法上の特例のこと。根拠条文は租税特別措置法第67条の15。この特例では、一定の条件を満たす投資法人が、税引前当期利益（税法上の所得）の90%超に相当する額を分配金として投資主に支払うならば、その分配金に相当する額を法人税法上の「経費」として計上することができるように定めている。例えば、税引前当期利益（税法上の所得）が100億円、分配金が99億円、法人税の税率が30%だったとする。分配金を損金（経費）扱いできるので、投資法人が支払うべき法人税は（100億円－99億円）×30%＝3,000万円となる。（株式会社不動産流通研究所編不動産用語集「R.E. words」を一部修正）

J-REITはオフィスビルや商業施設、住宅などの賃貸事業で稼いだ当期利益のほぼ全額を投資家に分配しており、分配金の利回りは、3割程度しか配当に回さない日本株の配当利回りより高い。2016年11月末時点のJ-REITの平均予想分配金利回りは3.63%と東証1部の予想配当利回り（2.01%）を上回る。

J-REITは2つの顔がある。1つは株式、もう1つは債券だ。一般に、景気の上昇期は空室率の低下、賃料の上昇などの効果で分配金は増え、投資口の魅力は増す。ただ、同時に長短金利が上昇すると、国債などとの利回り差（スプレッド）は縮小、利回りから見たJ-REITの相対的な魅力は低下する方向に働く。逆に、景気の下降期は賃貸事業には逆風だが、金利の低下が予想されるので、利回りの観点では魅力が高まりやすい。こうした商品設計からJ-REITは一般に、株式と債券の中間的な商品と位置付けられる。

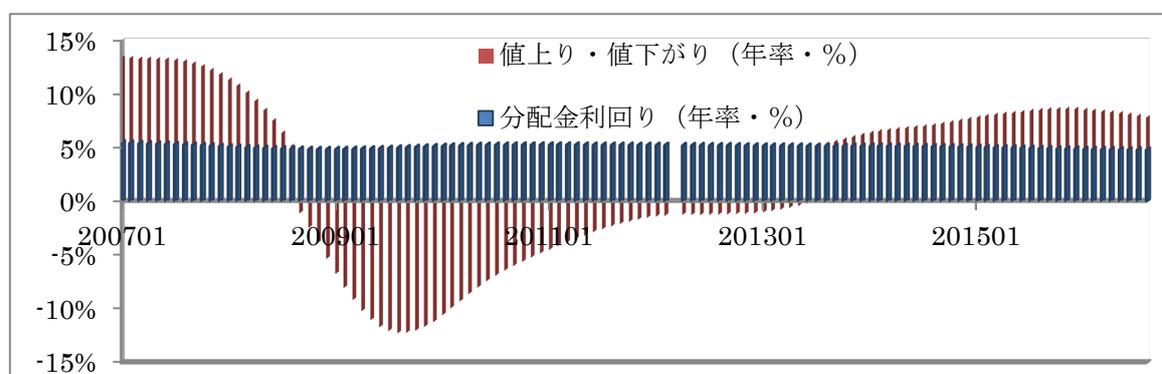
住宅などの賃貸事業は収入が安定的だ。しかも、賃貸の契約期間が長ければ長いほど、景気変動の影響は遅れて収益に反映される。このため、J-REITへの投資は、景気変動を先取りする傾向が強い株式投資への分散効果も期待できるといわれる。

今回の取材過程で、関係者に経営目標を聞いたところ、多くの方が「安定的な分配金」と回答した。J-REITが株式と債券の中間であるとする、債券の利払いを意識した経営者が分配金の安定性を重視するのは理解できる。現実には、J-REITを中心とした不動産ファンドの分配金利回りは歴史的にかなり安定的に推移している（「日本の不動産の収益の推移」を参照）。

J-REITの場合、上場していることから投資口の価格は極めて荒っぽく動く傾向があり、その変動幅は分配金の利回りを大きく上回り、単年度の運用成果（分配金+投資口の価格変動）がマイナスになるケースも少なくない。J-REITは株式と債券の中間の商品と位置付けられても、高いリスクを理由に、企業年金などの投資家は株式、或いはその類似商品とみて投資しているのが実態だ。

日本の不動産の収益の推移

（出所：不動産証券化協会、2007年1月～2016年8月）



(2-2) 不動産投資の種類——J-REITは高い流動性

不動産投資には①実物不動産に直接投資する②私募ファンドを通して投資する③上場するJ-REITを通して投資する④私募REITを通して投資する⑤上場する不動産会社に投資する——などが考えられる。上場しているJ-REITへの投資は比較的小さな金額で分散投資できる、流動性が高い、分配金利回りが高い——などの点で有効な不動産への投資手段と考えられる。

上場J-REITの特徴	
プラス点	マイナス点
<ul style="list-style-type: none">・流動性が高く、換金しやすい・小口の資金で分散投資できる・開示される情報が豊富・投資口の価格決定が透明・法人税非課税の特例がある・信用格付が平均的に高い・分配金が安定的・スポンサー企業から不動産などを調達しやすい	<ul style="list-style-type: none">・上場株式と同様に価格が乱高下しやすい・上場株式に比べ収益力が低い(ROEなど)・コーポレートガバナンスが不十分(投資法人とスポンサー企業の利益相反の懸念など)・上場企業より厳しい規制がある・非課税の特例を受けるため、利益は原則、90%超を分配するので内部留保が進まない

3 J-REIT指数の高いボラティリティ

(3-1) 日本株を超える価格変動

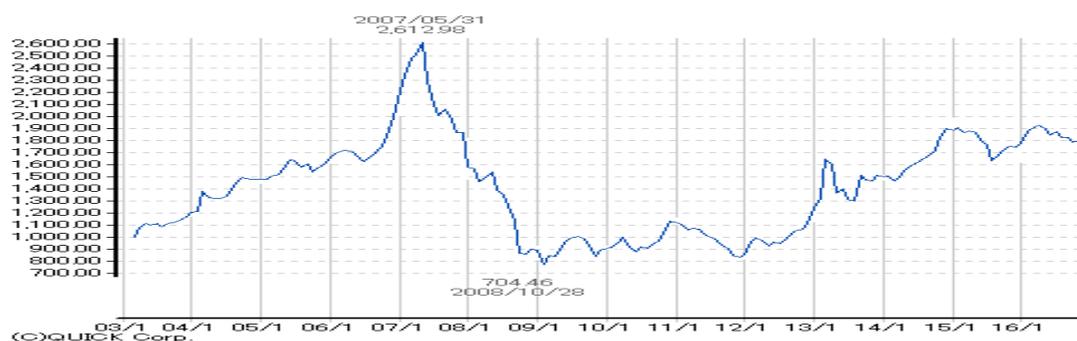
米国同時多発テロ事件が起こった2001年9月11日の前日にJ-REIT市場は東京証券取引所で取引をスタートした。当時は三井不動産をスポンサーとする日本ビルファンド、三菱地所をスポンサーとするジャパンリアルエステイトの2銘柄で始まり、その後、銘柄を増やしていった。ITバブル崩壊や米国同時多発テロの傷が癒されるとJ-REIT指数は急ピッチで上昇、2007年5月末には2612ポイントの過去最高値を付けた。

しかし、米国のサブプライム問題をきっかけに米国の住宅価格が下落に転じると、世界でREIT指数は一斉に下落、2008年9月に発生したリーマンショックで下げが加速した。J-REIT指数の場合、2007年5月から2008年10月までの1年5か月の間に73%下がった。

同じ期間の下落率は日経平均株価で57%、東証株価指数(TOPIX)で55%だった。日経平均株価は2007年7月高値から2009年3月安値までの下げ率が61%、TOPIXは2007年2月高値から2009年3月安値までの下げ率が同じく61%だった。金

融危機のなか、全てのリスク資産は内外で急落したわけだが、日本株などに比べても J - R E I T の下げ率は大きかった。2011年3月には東日本大震災が起こり、相場の低迷が長期化した。2012年暮れに政権が交代して脱デフレへの期待が高まり、円安・株高が始まると、ようやく J - R E I T 指数も回復軌道に乗り、低金利や日本銀行の買いという追い風もあって最近の相場は安定している。

－東証REIT指数－ 月足チャート



－TOPIX（東証株価指数）－ 月足チャート



（3－2） J - R E I T が乱高下しやすい背景

分配金が安定しているということは本来なら投資口の価格も株式市場より安定しておかしくない。しかし、いろんな要素が重なりあいながら J - R E I T 市場は乱高下しやすい体質になっている。

- ① 株式市場に比べ市場規模が小さいので大きな売り注文が出てきた時に、吸収できない。
- ② J - R E I T は全て不動産銘柄であり、多くの業種の銘柄を含んでいる日経平均株価や TOPIX などの株価指数に比べ分散効果が乏しい。
- ③ J - R E I T の銘柄当たりの時価総額は上場株式に比べ小さく、その分、値動きが激しくなる（小型株効果）。
- ④ リーマンショック前後の大きな変動は上記の①～③に加え、市場への影響力が最も大

きい外国人投資家⁴が大量に保有していた投資口を一気に売ったことが要因。

J-REITの市場規模は1兆円を超えたとはいえ、東証1部の552兆円(2016年11月末)の2%強の規模でしかない。1銘柄当たりの時価総額は2076億円で、東証1部の2776億円を下回る。近年、J-REITの間で合併の動きが出ており、平均時価総額は徐々に大きくなっているが、なお75%の水準である。

4 J-REITの収益力を検証——日本の上場企業とROE比較

(4-1) 加重平均で5.13%、上場企業の6割強の水準

収益力の物差しとして世界で最も広く使われているのは自己資本利益率=ROE(Return On Equity、貸借対照表の自己資本に対する、税引き利益の比率)である。日経ネットの個別銘柄データを集計すると、J-REITのROEは単純平均で4.94%、時価総額ベースの加重平均で5.13%(2016年11月現在の直近決算ベース、データ入手が可能なJ-REIT52銘柄を対象、銘柄別ROEは21-23ページ掲載の別表を参照)である。52銘柄のうち、8%以上は1銘柄、7%以上8%未満は2銘柄、6%以上7%未満は4銘柄、5%以上6%未満は24銘柄、4%以上5%未満は12銘柄、3%以上4%未満は5銘柄、3%未満は4銘柄だった。

2014年8月に公表された「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(伊藤レポート)は日本の上場企業にROE8%以上の達成を求めており、直近では7.87%(MSCIのデータ、2016年10月時点)。上場企業とJ-REITでは受ける規制などが違うので単純には比較できない面もあるが、J-REITの単純平均のROEは上場企業の63%、加重平均は同65%の水準であり、J-REITは収益力の点でかなり後れをとっている。

J-REITの場合、「投資法人の課税の特例」によって事実上、法人税がほぼ免除されているが、両者の稼ぐ力を同じ課税条件で比べると、J-REITのROEは上場企業の半分以下の水準⁵に落ち、両者の差はさらに広がる。

⁴ 東京証券取引所によると、2016年8月現在のJ-REITの主体別投資額の比率は都銀・地銀等6.8%、信託銀行43.4%、外国法人25.0%、個人・その他8.5%——など。信託銀行などに含まれる投資信託は35.4%、年金信託は0.9%。一方、売買比率(委託売買)は2016年11月の実績で海外投資家が58.9%を占めた。

⁵ J-REIT(利益全額を分配することを前提)に法人実効税率29.97%を課税した場合、単純平均のROEは3.46%に落ちる。ただし、課税されるとなれば、J-REITとしての制度上の規制も解除されると考えられ、ROEが底上げされることはあり得る。

MSCIが公表するREITに関するデータによると、日本のREITのROEは2016年10月現在、4.53%。2006年10月末から2016年10月末までの過去10年間の平均（月次ベース）は4.91%だった。

なお、海外ではREITと不動産会社の垣根が低いことなどを理由に、MSCIではREIT指数に一部の上場不動産会社も加えており、日本の場合、REITの歴史が浅いことなどから半分強が不動産会社となっている⁶。

（4-2）日本の不動産会社との比較——財務レバレッジに大きな差

ROEは以下のように利益率、回転率、財務レバレッジの3つに分解できる。

『ROE（当期純利益／純資産）＝売上高純利益率（当期純利益／売上高）×使用総資産回転率（売上高／総資産）×財務レバレッジ（総資産／純資産、自己資本比率の逆数）』

J-REITの大手5銘柄と上場不動産会社の大手3社の直近の決算データを利用してROEを分解、比較したのが「主要なJ-REIT銘柄と不動産会社のROE比較」である。その結果、日本ビルファンドなどJ-REITの大手5銘柄の直近のROEは平均4.94%（J-REIT全体の単純平均と同じ）と、三井不動産、三菱地所、住友不動産の大手不動産会社3社の平均ROE7.32%を下回ることが分かった。

主要なJ-REIT銘柄と不動産会社のROE比較					
（時価総額は2016年12月16日現在、財務データは日経ネット、一部筆者が加工、直近決算、年換算）					
銘柄名	時価総額 （億円）	ROE（%）	売上高 純利益率（%）	使用総資産 回転率（回）	財務レバレッジ （倍）
日本ビルファンド	8,867	4.79	35.9	0.07	1.92
ジャパンリアルエステイト	8,262	4.67	35.6	0.07	1.88
野村不動産マスターファンド	7,241	3.91	30.2	0.07	1.95
日本リートファンド	5,831	5.21	29.2	0.09	2.07
ユナイテッド・アーバン	5,267	6.11	42.4	0.07	2.11
J-REITの上位5銘柄 平均	—	4.94	34.7	0.07	1.99
三井不動産	27,512	6.21	7.5	0.30	2.80
三菱地所	32,556	5.55	8.3	0.19	3.52
住友不動産	14,968	10.21	10.3	0.19	5.27
上場不動産の大手3社 平均	—	7.32	8.7	0.23	3.86

不動産ビジネスは大きなビルや土地を抱えたりするため、大量の資金が必要になり、使用総資本回転率は一般事業会社に比べ桁違いに低くなる。その一方で、賃貸事業は売上高純利益率が高くなる。同じ不動産事業でも開発か、賃貸かで収益構造が大きく違い、賃貸事業に

⁶ MSCIのREIT指数の対象は日本19銘柄、米国37銘柄、世界105銘柄。

特化するREITの場合、使用総資本回転率が極めて低くなる傾向がある。そこで売上高純利益率高と使用総資本回転率を掛け合わせた数値で比較すると、J-REIT5銘柄は2.4%、上場不動産3社は2.0%とその差は大きくない。

今回の要因分析で違いが最もはっきり出たのは財務レバレッジだ。日本の上場企業全体の財務レバレッジは平均で2.5倍程度に対し、不動産大手3社は3.86倍、J-REIT5銘柄は1.99倍である。日本を代表するJ-REIT5銘柄の財務リスクは不動産大手3社の5割強、上場企業全体に対しても8割程度にとどまっている。5年から10年の投資期間を必要とするリスクの高い不動産開発事業を積極的に取り込み、利益の極大化を図る不動産会社は財務レバレッジを高めにして利益を求めている。これに対し、安定的な賃貸業務に専念し、債券利回りも意識しながら安定した分配金を目指すJ-REITはレバレッジを抑えている。「事業リスクやレバレッジに違いがあり、ROEに差が出るのはある程度やむを得ない」と複数のJ-REIT関係者はみている。

REIT投資家も慎重な事業運営を望む傾向にあることから、やや乱暴な仮定ではあるが、仮にJ-REIT5銘柄の財務レバレッジを不動産3社と同じ3.86倍として計算するとJ-REIT5銘柄のROEは9.5%程度に上昇する。ただ、J-REITは課税特例を受けており、一般企業と同様に法人税（実効税率29.97%）を掛けられるとしてJ-REIT5銘柄のROEを算出し直すと、6.7%程度となり、上場3社の7.32%を下回る。

（４－３）上場企業に比較して低い収益力が市場で許容される理由

——現状は債券の側面が強い

株式と債券の両面があるJ-REITの分配金は歴史的に見て安定的で、日本国債や事業債と比較した分配金利回りは高い。超低金利のなか、こうした利回り面の優位性が評価されているといえる。

賃貸ビジネスの安定性から信用格付も相対的に高い。主要な銘柄はシングルA以上である。内外の金融市場でJ-REITの利回りを上回る投資適格債はほとんど見当たらない。海外のREITが上場企業のROEを下回っている点も許容される理由の1つである。

J-REITのROEは上場企業の6割強の水準にとどまるが、この水準が許容されるかどうかについては疑問が残る。金利が本格的に上がり始めると、債券面の魅力が薄れる。企業としての収益の伸びや中長期的な成長力に市場の注目が向かうとみられ、投資法人のROE引き上げへの努力は欠かせない。将来の成長戦略についての説明責任も重要となる。

5 海外のREITとのROE比較——MSCIのデータで

(5-1) 過去10年平均で日本は米国の7割水準——直近は55%に

ここからはMSCIのREITのデータを使って海外のREITとの比較を行う。2006年10月末から2016年10月末までの過去10年間の平均ROE（月次ベース）をみると、日本は4.91%だったが、米国は6.79%、世界は6.50%だった。日本のROEは米国の72%の水準である。

地域別REITのROE（資料：MSCI、2016年10月現在）

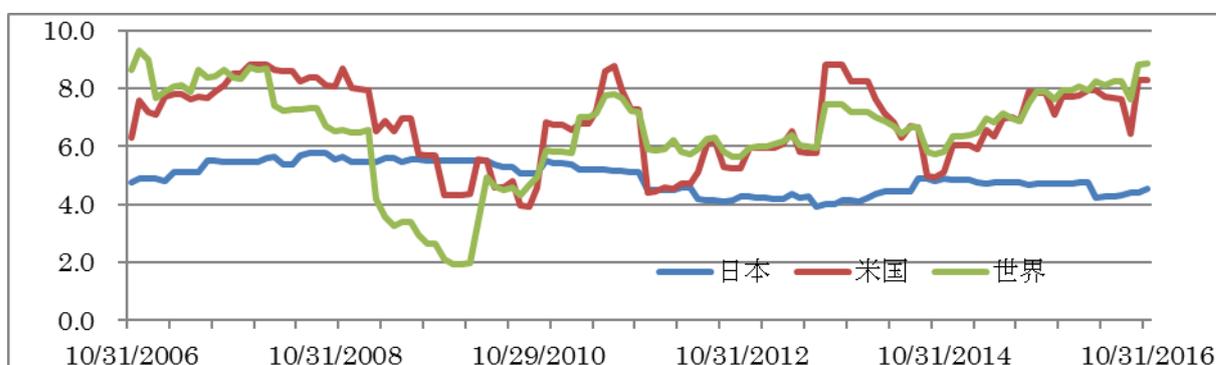
	過去10年間の平均	直近
日本	4.91%	4.53%
米国	6.79%	8.27%
世界	6.50%	8.87%

REITのROEの過去の動きを振り返ると、日本のROEは小泉自民党政権時代に上昇軌道をたどり、2008年8月には5.78%まで上がった。その後のリーマンショックを受けて急落し、2013年7月には3.94%まで落ちた。そこを底に回復に向かい、2016年10月では4.53%に上がったが、過去の平均に及ばない。

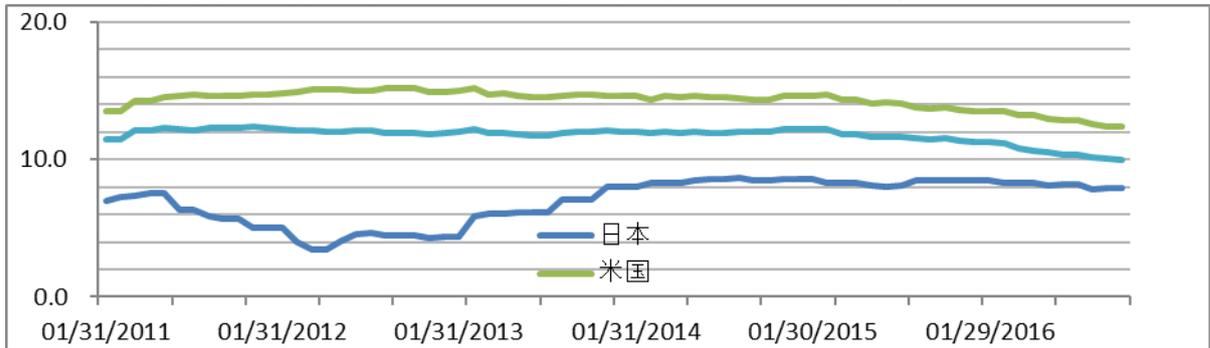
この間、海外のROEの回復ピッチはもっと速く、2016年10月時点の米国のREITは8.27%、世界のREITは8.87%である。日本は米国に対し55%、世界に対し51%の水準でしかない。日経ネットのデータで算出したJ-REITのROE（加重平均で5.13%）で比較すると、米国に対し60%、世界に対し57%の水準である。

「地域別REITの過去10年間のROEの推移」で分かるように、日本のROEは比較的、低位で安定しながら推移してきたのに対し、海外のREITは大きく振れているが、リーマンショック後の2009～2010年の一時期を除き、日本より上位にある。

地域別REITの過去10年間のROEの推移（出所：MSCI、単位：%）



地域別の上場企業のROEの推移⁷（出所：MSCI、単位：％）



（５－２）日本は低いPBR——要因分析

ROE（自己資本利益率）はPBR（株価純資産倍率）、PER（株価収益率）の２指標と以下のような関係にある。

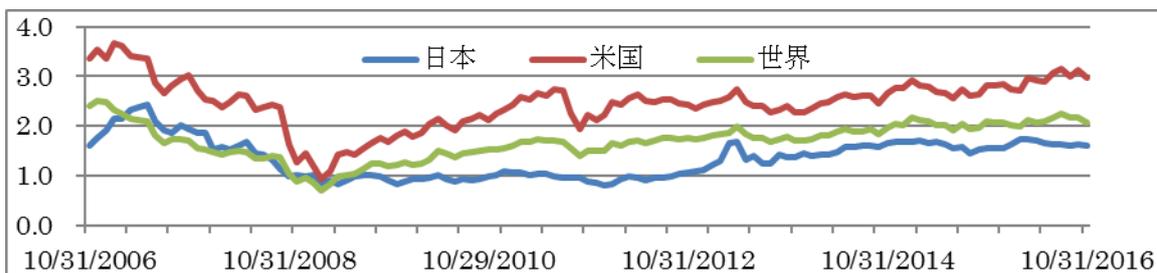
『PBR（株価／純資産）＝ROE（当期純利益／純資産）×PER（株価／当期純利益）』

MSCIの過去10年のデータで見ると、日本のREITのPERは平均で27.83倍、米国は37.48倍、世界は27.66倍だった。米国が突出して高いが、日本は世界とほぼ同じ水準である。一方、日本が海外に比べ大きく見劣りするのはPBRである。日本の1.36倍に対し、米国は2.48倍、世界は1.71倍であり、その差は大きい。低いROEがPBRを抑制しており、ROEを引き上げられれば、PERが同じとすると、PBRが上昇、その分、投資口価格が上昇する。

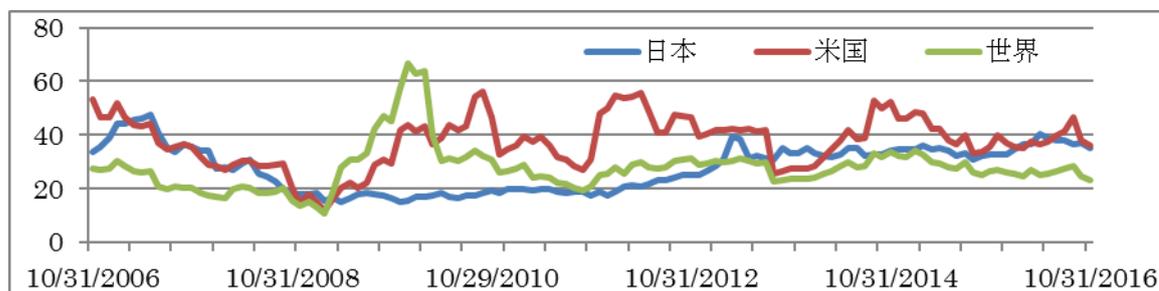
低いPBRと低いROEの関係は日本の上場企業全般にも起こっている現象であり、REIT特有の現象とは言えない。20年を超えるディスインフレ、あるいはデフレで資産に対する期待値が下がっていることが影響していると思われる。REITの場合、アベノミクスが成功し、脱デフレが見えてきたとき、経済環境の好転を賃料の持続的な上昇につなげられるかどうか、ROE引き上げの成否を大きく左右するだろう。

⁷ MSCIのデータによると、上場企業のROEは2016年10月時点で日本は7.87％、米国は12.39％、世界は9.93％。同10月までの過去5年平均では日本7.03％、米国14.31％、世界11.70％だった。

地域別REITの過去10年間のPBRの推移（出所：MSCI、単位：倍）



地域別REITの過去10年間のPERの推移（出所：MSCI、単位：倍）



6 J-REITの投資指標に関する考察

(6-1) 投資家の間で広く使われるNAV倍率——恣意性に課題

J-REITを運用するアクティブマネジャーの間で最も広く使われている指標の1つがNAV (Net Asset Value=純資産価値) とその倍率だ。NAVは賃貸収入などを基に保有物件を時価評価したもので、会計上の純資産に含み損益を加えたイメージだ。このNAVに対して投資口価格が何倍まで買われているかを計算、過去の経験則に照らしながら割安か、割高かを判断する。株式市場におけるPBR (株価純資産倍率) に近い。

しかし、NAVが正しく算出されているかどうかは外部からは見えにくい。ビルなどが将来にわたって生み出す賃貸収入の予測は不確実性を伴う。その予測収入をキャップレート (Capitalization Rate)⁸で割り引いて現在価値を計算する。不動産鑑定士はNAV算出の作業にあたり、金融市場の環境、周辺における類似ビルの売買価格なども参考にする。

キャップレートは不動産に対するリスクプレミアムを反映したものであり、正確には誰に

⁸ キャップレートの構成要素は「リスクフリーレート+リスクプレミアム」で、不動産の純収益から不動産価格を求める際に用いられる還元利回りである。「純収益÷キャップレート=不動産価格」として表される。

もわからない。投資法人の決算説明資料には物件別のキャップレート（還元利回りなど）や鑑定評価額が詳細に掲載されているが、何%の割引率を適用するかについてはある程度、恣意性が入るのは避けられない。そうした過程で算出されたNAVの信頼性には限界がある。

一方、財務諸表の貸借対照表に表記される純資産は原則として取得価格をベースに算出しており、企業分析に広く使われている世界標準である。時価変動を十分に反映していない点には課題が残るが、昨今のように世界的に物価が安定している時代には有効性が高い。

NAVやその倍率は投資指標としてはREITや一部の不動産会社を除いて馴染みが薄い。従ってJ-REITに投資するか、一般事業会社に投資するかの横断的な投資判断を下す際には、会計上の純資産を使ったPBRの方が共通の投資指標として使い勝手がいい。

（6-2） 利回りのスプレッド——債券との比較

もう1つの代表的な投資指標にスプレッドがある。「J-REITの分配金利回り－債券利回り（10年国債利回り⁹⁾」の乖離幅で割安か、割高かを判断する。金融商品としての魅力を測るときに有効な指標で、通常、リスクの大きいJ-REITの分配金利回りは日本国債の利回りを上回る。

NAV倍率とスプレッドの2つの投資指標は投資口価格の変化を反映しており、現時点における割安、割高を知る指標として重視される。両指標とも投資口価格が上昇すれば妙味が薄れ、下落すれば魅力が高まるという関係にある。ただ、いずれも成長性など投資法人の稼ぐ力を表すものではない。

（6-3）相場変動に左右されないROE——収益力示す長期投資の判断材料

会計上の純資産と当期純利益を比較したROEは企業の収益力を示す代表的な指標である。投資口価格の変動には直接、影響されないので、経営目標としても採用されやすく、長期投資の有力な判断材料となる。

（6-4）J-REITの投資指標の整理

- ① J-REIT市場における現時点の割安、割高などの分析には、不動産特有のNAV倍率や国債利回りと比較した金利スプレッドは有効。
- ② J-REITと株式市場といった複数の市場間での比較では、共通の言語である会計

⁹ スプレッドの計算は一般に、流動性、データ蓄積などから10年国債を使う。REITは満期償還のない「永久債」の性格があり、本来、スプレッド計算には超長期債の利回りを使うのが妥当と考える。

上の財務データを使ったPBRが有効。J-REIT市場と株式市場を一体で銘柄選択する投資家は増えており、両市場に共通の指標は重要性を増している。

③ 中長期の投資家が銘柄の成長力を考える時にはROE分析が有効。

現在のJ-REIT市場では、NAV倍率、スプレッドに注目が集まるケースが多く、ROEに注目する運用責任者は必ずしも多くないという印象を受ける。昨今、上場企業の長期の経営指標としてROEが注目されているが、REIT市場においても同指標の重みは徐々に増していくと予想される。

J - R E I Tの主な投資指標とその有効性	
NAV倍率（純資産は時価）	現時点の銘柄間の割高・割安の判断など、算出に恣意性
利回りスプレッド	現時点の銘柄間の割高・割安の判断、国債などとの比較、算出が容易で、客観的
PBR（純資産は簿価）	現時点の銘柄間の割高・割安の判断、株式市場との比較も可能、算出が容易で、客観的
ROE（純資産は簿価）	現時点の収益力の水準と中長期の成長力の判断、株式市場との比較も可能

7 J-REITが直面する、いくつかの課題

(7-1) 将来の金利上昇

J-REITの収益力を引き上げるには外部成長と内部成長がある。外部成長は新規物件の取得などリスクと時間がかかる。一方、内部成長の場合、①賃料の引き上げ②ビルの入居率の引き上げ(空室率の下げ)③金利費用の削減④その他費用の削減——などが考えられる。現状のビルの入居率は極めて高い。2016年6月の市場平均は95.9%、日本ビルファンドは97.9%、ジャパンリアルエステイトでは98.7%(2016年9月末)と、両者の担当者は「事実上の満室状態」という。

日銀の打ち出したマイナス金利政策で、今後も金利負担が軽減する余地はある。日本ビルファンドでは今後4年程度、年500億~600億円の長期借入金などの返済、借り換えを予定している。現在、年1%以上の利率で借りており、今後、0.3%程度(2016年上期の実績は0.27%)で借り換えできれば少なくとも年間4億円前後の金利負担が減り、当期純利益(直近決算の年換算で238億円)を年2%近く押し上げるとみられる。

少し前まで、金利はしばらく上がらないというのが市場関係者のコンセンサスだった。原油安、円安の修正(円高)、弱い内需などから2016年9月の消費者物価(全国、総合)は0.5%のマイナスだった。しかし、米国の大統領選挙を機に、雲行きが変わりつつある。積極的な財政政策を唱えるトランプ氏の当選、その後のドル高・円安、さらに原油価格の底入れ観などを受けて米国では金利が上がり始めている。本格的な金利上昇になるかどうかはまだ見えないし、日本国内の金利が急騰する可能性は必ずしも大きくないだろうが、世界的に金利水準が正常化に向かう可能性はある。リーマンショック以降、J-REITの収益改善のドライバーだった金利負担の軽減、入居率引き上げに頼る形の内部成長は限界が近づいている。今後の収益のカギを握るのは賃料の引き上げで、保有する物件を如何にバリューアップするかなど投資法人の経営力が問われる。

超低金利のなかで、債券の側面に焦点があてられてきたJ-REITだが、金利動向次第では株式の側面が強まり、市場はJ-REITに対して収益力アップをこれまで以上に迫るだろう。物価上昇が賃料の上昇を伴うとすれば、J-REITの収益が向上するというシナリオもあり得るので、過度な悲観に陥る必要はないかも知れないが、投資法人としても、投資家としても経済環境の変化に備える時期ではある。

(7-2) 法人税率引き下げに伴う優位性の低下

「2 J-REITの特徴」で説明したように、J-REITは法人税の優遇をテコに分

配金の利回りを高くするというビジネスモデルである。市場が発足した当時の日本の法人実効税率は40%台だった。現状では29%台に下がり、相対的にJ-REITが受ける優遇は低下している。海外ではイギリスが法人実効税率を20%に下げ、さらに引き下げる方向を打ち出している。税率の高い米国では次期大統領のトランプ氏が連邦法人税を35%から15%に引き下げると選挙公約、大統領就任後は法人税引き下げに取り組むと予想され、法人税率を巡る議論がさらに高まりそうだ。財政健全化の課題を抱える日本で法人実効税率を将来、どこまで下げられるかは見通しにくい、中長期的にはJ-REITの非課税の恩恵は徐々に薄くなっていくと考えた方がいいだろう。「投資法人の課税の特例」を受けるためには、分配金政策など財務戦略の規制・制約を受けなければならないが、法人実効税率の水準次第では、REITという枠組み、あるいはその特例を使わない方が有利というケースもでてくるかも知れない。

OECD加盟国の法人実効税率を国際比較すると、税率の最も高いのが米国、次いでフランス、ベルギー、日本、ドイツ、オーストラリア、メキシコなどの順になっている。REIT市場の規模は各国の経済規模や国家の不動産政策などに強く影響されるが、税率の高い国でREIT市場の規模が総じて大きく育っており、今後の税率の動向に注目する必要がある。

REIT市場上位5か国の法人実効税率（2016年4月現在）

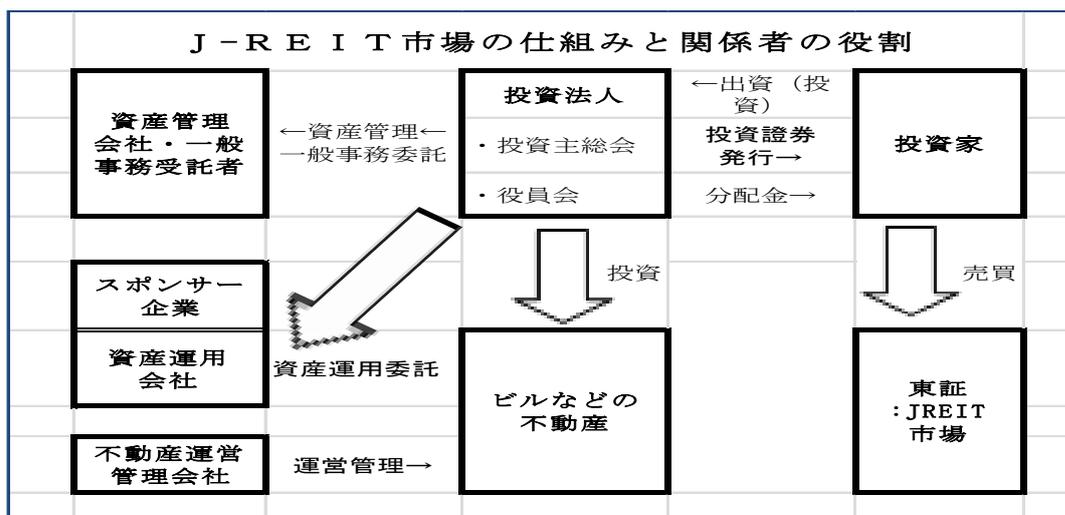
国名	米国	日本	豪州	イギリス	フランス
REIT市場順位	1位	2位	3位	4位	5位
法人実効税率：%	40.75	29.74	30	20	33
REIT市場÷GDP：%	6.23	2.20	6.98	2.85	3.28

出所：財務省、JETRO。米国はカリフォルニア州の場合。市場順位は2016年3月末。

（7-3）コーポレートガバナンスの充実——「Win-Win」と利益相反

1990年のバブル崩壊以降、日本の上場企業の収益率は長らく低迷してきた。2016年10月までの過去5年の平均ROEは7.03%で、米国の上場企業14.31%、世界の上場企業11.70%に大きく水をあけられてきた。2014年8月に公表された伊藤レポートは8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきであるとし、その後、金融庁、東京証券取引所がコーポレートガバナンス・コードを発表、上場企業にガバナンス改革を求めた。これを受けて上場企業の間でガバナンス改革の動きが徐々に強まっている。

一方、J-REITについてはコーポレートガバナンス・コードの対象になっていない。上場企業を対象としたコーポレートガバナンス・コード策定の狙いは資本効率の引き上げであり、組織形態に違いがあるにせよ、ROEの低いJ-REITにガバナンスの改善を求め



る声が上がってもおかしくはない。

J-REITの仕組みは「J-REIT市場の仕組みと関係者の役割」¹⁰の通りである。スポンサー企業がJ-REITの投資法人を立ち上げ、多数の投資家¹¹に出資を仰ぐ。J-REITは全ての資産運用業務を外部に委託する仕組みであり、多くの場合、スポンサー企業が設立した専門の資産運用会社に委託する。スポンサー企業は資産運用会社に出資するだけでなく役員や社員も送り込む。さらにスポンサー企業が保有する物件を資産運用会社を通して投資法人に売却するケースが一般的だ。

J-REIT市場の中心にはスポンサー企業が存在し、この仕組みについては市場創設の当初から利益相反が起りやすい、との批判があり、今もその声は消えていない。受託者責任を重視する一部の企業年金では「利益相反の恐れが拭いきれないのでJ-REITへの投資を控える」と話している。

その一方でJ-REITの現状の仕組みについては許容する声もある。

- ① 最近では物件価格の上昇で一般競争入札では落札しにくく、投資法人、資産運用会社はスポンサー企業からの物件調達に大きく依存している。スポンサー企業が強いほど、物件を合理的な価格で購入できるという。日本ビルファンドの場合、スポンサーである三井不動産から取得した物件額は3,820億円、同仲介の取得額は2,196億円で、合わせて6016億円は全体の物件取得の55%（2016年9月末までの累計）を占める。ジャパンリアルエステイトは同70.8%（2016年3月末までの累計）。大半の投資法人はスポンサー企業との太いパイプをメリットとして強調する。

¹⁰ 「東証公式Jリートガイドブック」を参考に作成。

¹¹ スポンサー企業が投資法人の投資口を保有するケースはほとんどない。例外の1つである森トラスト総合リート投資法人の場合、スポンサー企業の森トラスト・ホールディングが26.52%保有。「投資法人への投資はスポンサーとしてのコミットメント」という。

- ② 金融機関から融資を受ける際に、スポンサー企業の信用力が融資条件に影響を与える。
- ③ 将来、不動産景気が悪くなって空室率が高まった時、スポンサー企業から優良なテナントを確保しやすい。

こうしたスポンサー企業との関係をJ-REIT関係者は「Win-Win」とみなす。リーマンショック直後に資金調達環境が極めて悪化した時の記憶が今なお強く残るだけに、スポンサー企業との強い絆を評価する関係者の裾野はむしろ、広がっている印象がある。

ただ、スポンサー企業が資本関係のない投資法人に割安な価格で物件を提供すれば、スポンサー企業の株主に対して説明がつかない。投資法人としては優良な物件を入手できるとしても、景気が悪化し、買い手市場になった時に、割高な価格で買い取りを迫られるケースが発生することも懸念される。投資家も含めた「Win-Win」の関係を築くために、利益相反¹²の課題も念頭に置きながら組織の在り方を議論する価値はあると考える。

(7-4) コーポレートガバナンスの充実——「みなし賛成」の存在

ガバナンスの充実の上で常に課題として挙がるのがJ-REITの投資主総会における議決権の扱い方。一般企業の場合、株主総会での議案の議決は出席者並びに議決権行使書で議決権を行使した口数に限られる。欠席者などは議決権を放棄したとみなされ、賛成にも反対にもカウントされない。このため、株主が多い大企業では議決権行使口数の確保に苦労する。

これに対し、J-REITの投資主総会では「投資信託及び投資法人に関する法律」の「みなし賛成」¹³の規定で議決権行使をしなかった口数は議案に賛成したとみなされる。規約に「投資主が投資主総会に出席せず、かつ、議決権を行使しないときは、当該投資主はその投

¹² 格付投資情報センターの「J-REITの格付方法」：「スポンサーは物件の売買や仲介、情報提供あるいはテナントの仲介、プロパティ・マネジメント業務の受託など様々な局面でREITと取引する機会が多い。その際には、質の劣る自社物件を高値でREITに売却したり、自社が保有する物件へ優先的にテナントを誘致するなどの利益相反も考えられる。資産運用報酬の増大を目的に資産規模をやみくもに拡大させる可能性も皆無とはいえない。これらの点については、利益相反防止に関する自主ルールの内容、情報開示の積極性、資産運用会社の株主構成、スポンサーのREITへの出資比率、資産運用報酬の体系、などを手がかりに利益相反リスクが軽減されているかを確認する。あわせて、スポンサーから取得した物件につき取得価格の適正さを確認する。」

¹³ 投資信託及び投資法人に関する法律（みなし賛成）第九三条 投資法人は、規約によつて、投資主が投資主総会に出席せず、かつ、議決権を行使しないときは、当該投資主はその投資主総会に提出された議案（複数の議案が提出された場合において、これらのうちに相反する趣旨の議案があるときは、当該議案のいずれをも除く。）について賛成するものとみなす旨を定めることができる。2（省略）3第一項の規定による定めに基づき議案に賛成するものとみなした投資主の有する議決権の数は、出席した投資主の議決権の数に算入する。

資主総会に提出された議案について賛成するものとみなす」(大手投資法人の例)などと盛り込まれており、投資法人の提出議案はほぼ間違いなく承認される。経営陣にとって投資主の総会参加率を高める動機がなくなり、経営の規律は緩みやすい。J-REITの内部でもこの点を問題視する人は多く、早急に修正を議論すべきだろう。

8 年金基金のJ-REITに対する視点

(8-1) 機関投資家のJ-REIT離れ——私募へ年金資金などが流れる

投資の世界ではリスク(ボラティリティ)とリターンは比例の関係にあると考える。リスクが高ければ、それに見合うリターンを投資家は要求する。短期的にはこの関係は成り立たなくても、長期的には成立する。そうでなければ、高いリスク・低いリターンの商品には資金が集まらず、存続し得ないからだ。J-REITは当初、「ミドルリスク・ミドルリターン」と考えられていたが、現在は価格のボラティリティが高いことから「ハイリスク・ミドルリターン」と受け止められ、リスクを嫌う機関投資家にとっては如何に投資口の価格変動を抑え「ミドルリスク(あるいはローリスク)・ミドルリターン」にするかが課題となる。

この問題の解決策として2010年秋に生まれたのが私募REITだ。上場されているJ-REITと仕組みは基本的に同じだが、違うのは上場しない点。流動性が落ちる、投資家が事実上、機関投資家に限定される¹⁴、などのデメリットはあるが、その一方で、市場で自由に売買できない分、投資口価格は安定的になる、というメリットがある。投資家が限られるので投資法人に投資家の声が届きやすい。

不動産証券化協会の調査によると、2016年9月末時点の私募REITの保有資産総額は1兆9,563億円、エクイティ出資総額は1兆2,051億円(20投資法人)に拡大し、保有資産総額は一年前に比べ44%増えた。上場しているJ-REITに対する規模はすでに1割を超えた。

投資口の価値はREITが生み出す収益に連動するので、上場、非上場で長期的なパフォーマンスに大きな差は出ないはずだが、企業年金などは私募REITへの資金シフトを続けている。年金情報が実施した「2016年 年金顧客満足度アンケート」(オルタナティブ投資)によると、最も高い満足度を獲得したのは私募REITで、3年連続の1位だった。

¹⁴ 不動産証券化協会の「私募REITの投資家分布状況」によると、年金21%、中央金融法人22%、地域金融機関40%、事業会社等17%。

上場REITは12位（前回は9位）と順位を下げた。私募REITへの資金流入は当分、継続する可能性が大きい。

（8-2）高いボラティリティの活用——私募との共存の道

企業年金などの機関投資家はリスクを集中させないためにも多くの資産に分散投資する。各資産の配分比率は事前に決めておき、資産が値上り、値下がりして資産割合に一定以上の変化が出てくると、各資産の割合を元に戻すため、資産間のリバランスを適宜行う。

例えば、不動産枠に10%の資金を振り向け、うち5%をJ-REIT、5%を私募REITに投資するとする。不動産市況が活況で不動産の資産割合が13%に増えたら、J-REITを3%分売却して10%に戻す。逆に、大きく値下がりした場合はJ-REITを買い増す形のリバランスを行う。流動性の乏しい私募REITは根雪のように保有し続け、流動性の高いJ-REITの売買で時価ブレを調整する。J-REITの高い流動性とボラティリティをうまく利用する投資戦略である。逆張りを旨とする年金資金の動きはJ-REITの相場を安定させる効果もある。上場と私募の利点を組み合わせれば、両者は競合するだけでなく、共存も可能になる。

9 終わりに——日銀の出口などに備え、稼ぐ力を磨く

本稿では、J-REITの高いボラティリティと低いROE、そして今後の課題などについて指摘した。結論としてはJ-REITのROEは現在、税優遇を受けているにもかかわらず、国内上場企業と比較して6割強の水準にとどまっている、税制面では同じ条件である海外REITとの比較でも5-6割水準である、などの事実から収益力に改善の余地があると考えられる。機関投資家の私募REIT人気はJ-REITへの不満表明ともいえる。コーポレートガバナンス改善に取り組み始めた国内の上場企業との収益力格差が広がる可能性もある。

足もとのJ-REIT市場は堅調に推移しているが、年間900億円のペースでJ-REITを購入する日銀はいずれ出口を模索することになり、先行きは平坦ではない。政府の「日本再興戦略2016」は「必要な法改正等を一体的に行い、2020年頃までにリート等の資産総額を約30兆円に倍増することを目指す」と明記している。この目標達成に貢献するには、投資法人は稼ぐ力を磨き、投資口の価値を高めることに最大限の努力をすることが求められる。

*本稿に関する問い合わせやご意見は以下のEメールアドレスにお願い致します。

s-kubo@nensoken.or.jp

<別表>

上場日	J - R E I T 銘柄のROEと時価総額 (上場順、カッコ内はR E I T の運用会社名)	証券 コード	ROE (%)	時価総額 (億円)
2001/09/10	日本ビルファンド投資法人 (日本ビルファンドマネジメント(株))	8951	4.79	8867
2001/09/10	ジャパンリアルエステイト投資法人 (ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント(株))	8952	4.67	8262
2002/03/12	日本リテールファンド投資法人 (三菱商事・ユービーエス・リアルティ(株))	8953	5.21	5834
2002/06/12	オリックス不動産投資法人 (オリックス・アセットマネジメント(株))	8954	5.38	4461
2002/06/14	日本プライムリアルティ投資法人 (株)東京リアルティ・インベストメント・マネジメント	8955	5.45	4098
2002/09/10	プレミア投資法人 (プレミア・リート・アドバイザーズ(株))	8956	5.38	1758
2003/09/10	東急リアル・エステート投資法人 (東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント(株))	8957	5.16	1367
2003/09/25	グローバル・ワン不動産投資法人 (グローバル・アライアンス・リアルティ(株))	8958	3.72	812
2003/12/22	ユナイテッド・アーバン投資法人 (ジャパン・リート・アドバイザーズ(株))	8960	6.11	5267
2004/02/13	森トラスト総合リート投資法人 (森トラスト・アセットマネジメント(株))	8961	5.77	2360
2004/08/09	フロンティア不動産投資法人 (三井不動産フロンティアリートマネジメント(株))	8964	5.89	2495
2005/03/08	平和不動産リート投資法人 (平和不動産アセットマネジメント(株))	8966	3.97	800
2005/05/09	日本ロジスティクスファンド投資法人 (三井物産ロジスティクス・パートナーズ(株))	8967	5.54	2011
2005/06/21	福岡リート投資法人 ((株)福岡リアルティ)	8968	2.02	1283
2005/07/21	ケネディクス・オフィス投資法人 (ケネディクス不動産投資顧問(株))	8972	4.33	2567
2005/07/28	積水ハウス・S I レジデンシャル投資法人 (積水ハウス・S I アセットマネジメント(株))	8973	4.80	1337

2005/10/12	いちごオフィスリート投資法人 (いちご投資顧問(株))	8975	5.04	1138
2005/10/19	大和証券オフィス投資法人 (大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(株))	8976	4.24	2853
2005/10/26	阪急リート投資法人 (阪急リート投信(株))	8977	4.52	845
2006/03/22	大和ハウスリート投資法人 (大和ハウス・アセットマネジメント(株))	8984	5.78	4275
2006/06/14	ジャパン・ホテル・リート投資法人 (ジャパン・ホテル・リート・アドバイザーズ(株))	8985	8.07	3028
2006/06/22	日本賃貸住宅投資法人 ((株)ミカサ・アセット・マネジメント)	8986	5.09	1264
2006/06/27	ジャパンエクセレント投資法人 (ジャパンエクセレントアセットマネジメント(株))	8987	4.52	1848
2006/08/01	インヴィンシブル投資法人(コンソナント・インベストメント・マネジメント(株))	8963	7.87	2058
2006/08/04	日本アコモデーションファンド投資法人 (株)三井不動産アコモデーションファンドマネジメント)	3226	5.64	2285
2006/08/29	MCUBS MidCity投資法人 (MCUBS MidCity(株))	3227	3.22	919
2006/11/30	森ヒルズリート投資法人 (森ビル・インベストメントマネジメント(株))	3234	5.39	2656
2007/10/18	産業ファンド投資法人 (三菱商事・ユービーエス・リアルティ(株))	3249	7.21	1840
2010/03/02	アドバンス・レジデンス投資法人 (ADインベストメント・マネジメント(株))	3269	5.97	3866
2010/07/27	スターツプロシード投資法人 (スターツアセットマネジメント(株))	8979	4.74	389
2012/04/26	ケネディクス・レジデンシャル投資法人 (ケネディクス不動産投資顧問(株))	3278	5.32	1015
2012/06/13	アクティビア・プロパティーズ投資法人 (東急不動産アクティビア投信(株))	3279	6.25	3512
2012/12/21	GLP投資法人 (GLPジャパン・アドバイザーズ(株))	3281	5.62	3646
2013/02/06	コンフォリア・レジデンシャル投資法人 (東急不動産コンフォリア投信(株))	3282	5.67	1240
2013/02/14	日本プロロジスリート投資法人 (プロロジス・リート・マネジメント(株))	3283	4.94	4174
2013/07/12	星野リゾート・リート投資法人 ((株)星野リゾート・アセットマネジメント)	3287	5.04	950
2013/10/09	SIA不動産投資法人 ((株)シンプレクス・リート・パートナーズ)	3290	5.17	363
2013/11/22	イオンリート投資法人 (イオン・リートマネジメント(株))	3292	-2.49	1630

2014/02/07	ヒューリックリート投資法人 (ヒューリックリートマネジメント(株))	3295	5.74	1913
2014/04/24	日本リート投資法人 (双日リートアドバイザーズ(株))	3296	5.24	1094
2014/06/05	インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人 (インベスコ・グローバル・リアルエステート・アジアパシフィック・インク)	3298	6.53	771
2014/11/05	日本ヘルスケア投資法人 (大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(株))	3308	5.56	133
2014/11/27	トーセイ・リート投資法人 (トーセイ・アセット・アドバイザーズ (株))	3451	6.37	197
2014/12/03	積水ハウス・リート投資法人 (積水ハウス投資顧問 (株))	3309	4.83	1273
2015/02/10	ケネディクス商業リート投資法人 (ケネディクス不動産投資顧問 (株))	3453	5.70	1055
2015/03/19	ヘルスケア&メディカル投資法人 (ヘルスケアアセットマネジメント (株))	3455	4.32	125
2015/06/30	サムティ・レジデンシャル投資法人 (サムティアセットマネジメント (株))	3459	4.07	240
2015/07/29	ジャパン・シニアリビング投資法人 (ジャパン・シニアリビング・パートナーズ (株))	3460	3.83	120
2015/10/02	野村不動産マスターファンド投資法人 (野村不動産投資顧問 (株))	3462	3.91	7241
2015/11/30	いちごホテルリート投資法人 (いちご投資顧問 (株))	3463	5.44	330
2016/02/17	ラサールロジポート投資法人 (ラサールREITアドバイザーズ (株))	3466	2.75	1151
2016/04/20	スターアジア不動産投資法人 (スターアジア投資顧問 (株))	3468	1.48	325
2016/07/29	マリモ地方創生リート投資法人 (マリモ・アセットマネジメント (株))	3470	—	72
2016/08/02	三井不動産ロジスティクスパーク投資法人 (三井不動産ロジスティクスリートマネジメント (株))	3471	—	676
2016/08/31	大江戸温泉リート投資法人 (大江戸温泉アセットマネジメント (株))	3472	—	151
2016/09/08	さくら総合リート投資法人 (さくら不動産投資顧問 (株))	3473	—	266
2016/12/16	投資法人みらい (三井物産・イデラパートナーズ (株))	3476	—	494

時価総額の合計=11兆7,000億円 ROE=4.94 (同単純平均)、5.13% (52銘柄の加重平均)

*時価総額は2016年12月16日現在。ROE (自己資本利益率) は日経ネット調べ (当期利益実績値を自己資本 (=純資産合計-新株予約権-少数株主持分) の期首期末平均で除して算出。年換算。企業が発表するROEとは異なる場合がある)。「—」はNA。