

J-REIT と 上場不動産会社 の 財務諸表分析

山口 和範

分析対象－大手各3社

J-REIT	時価総額 (割合)	上場不動産会社	時価総額 (割合)
日本ビルファンド 投資法人	787,400百万円 (15.8%)	三井不動産 株式会社	2,498,839百万円 (約14%)
ジャパンリアルエステ イト投資法人	512,500百万円 (10.3%)	三菱地所株式会社	4,327,282百万円 (約23%)
日本リテールファンド 投資法人	386,502百万円 (7.8%)	住友不動産 株式会社	1,785,322百万円 (約10%)

※J-REITについては直近2回の半期決算、上場不動産会社については2006年3月期決算を使用。

※時価総額は2007.1.12の終値による。

REITの適格要件 (支払配当損金算入要件)

- 「導管体要件」

→課税所得の90%以上を配当として株主に支払うこと

その他、資産構成要件・収入要件・経営支配要件等

J-REIT と 上場不動産会社 の比較

	プラス面	マイナス面
J-REIT	法人税非課税	多額の配当金支払い 増資のためのエクイティの 専門家への依存高まる 多数の運営上の制約 建築・開発行為不可
上場不動産会社	成長のための多額のCFを 留保できる より簡単な会社組織 事業内容に対する制限なし 建築・開発行為可	法人税の納税義務あり

上場不動産会社 セグメント別業績 (三井不)

	営業収益	割合
賃貸	364,339百万円	31.4%
分譲	336,917百万円	29.1%
完成工事	187,496百万円	16.2%
仲介・販売受託・ コンサルティング	68,748百万円	5.9%
管理受託	90,437百万円	7.8%
住宅部材・商品等販売	65,065百万円	5.6%
施設営業	38,976百万円	3.4%
その他	7,297百万円	0.6%
合計	1,159,280百万円	100.0%

上場不動産会社 セグメント別業績 (菱地所)

	営業収益	割合
ビル事業	312,099百万円	37.0%
住宅事業	204,213百万円	24.2%
資産開発事業	34,274百万円	4.1%
海外事業	193,223百万円	22.9%
設計監理事業	17,103百万円	2.0%
注文住宅事業	41,477百万円	4.9%
ホテル事業	32,399百万円	3.8%
不動産サービス事業	30,775百万円	3.6%
その他	4,717百万円	0.6%
消去又は全社	△26,065百万円	△3.1%
合計	844,217百万円	100.0%

上場不動産会社 セグメント別業績 (住友不)

	営業収益	割合
不動産賃貸	234,280百万円	36.2%
不動産販売	224,735百万円	34.8%
完成工事	135,157百万円	20.9%
不動産流通	49,217百万円	7.6%
その他	3,136百万円	0.5%
合計	646,525百万円	100.0%

百分比貸借対照表

	ビルファンド	ジャパンRE	日本リテール	三井不	菱地所	住友不
資産	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
流動資産	5.0%	4.9%	4.5%	24.0%	22.2%	25.2%
有形固定資産	90.1%	94.2%	92.7%	55.0%	60.9%	54.3%
無形固定資産	4.6%	0.7%	1.7%	1.1%	1.7%	2.0%
投資その他の資産	0.3%	0.2%	1.1%	19.9%	15.2%	18.5%
繰延資産	0.0%	0.0%	0.0%	—	—	—
負債	43.8%	53.0%	52.7%	70.6%	64.4%	84.1%
流動負債	5.1%	22.9%	23.0%	19.5%	13.6%	33.8%
固定負債	38.7%	30.1%	29.7%	51.1%	50.8%	50.3%
純資産	56.2%	47.0%	47.3%			
出資総額	54.7%	45.7%	46.0%			
剰余金	1.5%	1.3%	1.3%			
少数株主持分				0.7%	1.0%	0.6%
資本				28.7%	34.6%	15.3%
資本金				5.8%	4.0%	5.0%
資本剰余金				8.3%	4.8%	5.4%
利益剰余金				6.7%	7.5%	3.1%
土地再評価差額金				6.4%	14.2%	—
その他有価証券評 価差額金				2.1%	4.3%	1.9%
為替換算調整勘定				-0.5%	-0.2%	0.0%
自己株式				-0.1%	0.0%	-0.1%

百分比損益計算書

	ビルファンド	ジャパンRE	日本リテール	三井不	菱地所	住友不
営業収益	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
営業費用	51.9%	54.8%	60.0%			
営業原価				78.0%	77.0%	75.5%
販売費及び一般管理費				10.1%	6.7%	7.2%
営業利益	48.1%	45.2%	40.0%	11.9%	16.3%	17.3%
営業外収益	0.0%	0.1%	0.0%	0.7%	1.5%	0.5%
営業外費用	7.6%	6.9%	5.9%	2.3%	3.4%	4.3%
経常利益	40.5%	38.4%	34.1%	10.3%	14.4%	13.5%
特別利益				1.0%	6.8%	2.9%
特別損失				3.3%	8.4%	6.8%
税引前当期純利益	40.5%	38.4%	34.1%	8.0%	12.8%	9.5%
法人税等	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	5.4%	4.1%
少数株主持分				0.1%	0.8%	0.4%
当期純利益	40.5%	38.4%	34.1%	4.9%	6.6%	5.0%

収益性分析(その1)

①ROA

- 企業の総合的収益性を測定する代表的な指標。株主、債権者ともに共通して注目する指標。
- 上場不動産会社の方がJ-REITよりも1%強高い。
- cf. 「日経経営指標2006」における全産業平均は6.20%、不動産業は4.77%(何れも分子は営業利益)。

収益性分析(その2)

②ROE

- 株主の視点からみた収益性の指標。株主が出資した資本をもとに、どの程度の利益を上げたのかを測定。
- 「純資産の部」への変更に伴い、自己資本については「株主資本＋評価・換算差額等」(金融庁、東証)。
- 上場不動産会社の方がJ-REITよりも概して高いと言える。

収益性分析(その3)

③売上高純利益率 ④総資本回転率 ⑤財務レバレッジ

- $ROE = \text{売上高純利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ}$
- 売上高純利益率についてはJ-REITの方が7倍近く高く、財務レバレッジについては上場不動産会社の方が2倍近く高い。また、総資本回転率については上場不動産会社の方が4倍近く高いが、これはJ-REITの資産の大半が長期保有目的の賃貸不動産(有形固定資産)で占められていることによる。
- 総資本回転率と財務レバレッジの差がROEの差となって現れている。
- cf. 「日経経営指標2006」における売上高純利益率の全産業平均は2.73%。
- cf. 「日経経営指標2006」における総資本回転率の全産業平均は0.90回、不動産業は0.42回。

収益性分析(その4)

⑥有形固定資産回転率

- 有形固定資産が有効に活用されているかどうかを測る指標(有形固定資産が売上高にどれだけ貢献しているか)。
- J-REITの有形固定資産は大半が長期保有目的の賃貸不動産であるため、分譲・開発等も行っている上場不動産会社に比し約6分の1程度の水準と、極めて低くなっている。

安全性分析(その1)

①流動比率

- 短期に支払期限が到来する流動負債に充当することが可能な流動資産をどの程度持っているかを示す比率。200%以上が好ましい。
- 上場不動産会社の流動資産には棚卸資産(販売用不動産)が含まれている。
- 不動産業、中でもJ-REITは資産の大半が有形固定資産であり、また今後の金利上昇を睨んで低金利下での長期借入を多く仕込んでいる。このため、短期借入の割合が概して低く、流動比率は低い水準となっている。
- cf. 「日経経営指標2006」における全産業平均は124.93%。

上場不動産会社の棚卸資産

	流動資産	棚卸資産	流動資産に 占める ウェイト	棚卸資産を 除いた 流動比率
三井不	717,372 百万円	418,842 百万円	58.4%	51.3%
菱地所	728,679 百万円	305,800 百万円	42.0%	94.9%
住友不	619,219 百万円	330,700 百万円	53.4%	34.7%

負債に占める固定負債の割合

J-REIT	固定負債合計額 (割合)	上場不動産会社	固定負債合計額 (割合)
ビルファンド	244,873百万円 (88.3%)	三井不	1,527,674百万円 (72.4%)
ジャパンRE	132,886百万円 (56.9%)	菱地所	1,668,200百万円 (78.9%)
日本リテール	116,985百万円 (56.3%)	住友不	1,236,732百万円 (59.8%)

安全性分析(その2)

②負債比率 ③自己資本比率

- 企業の長期的な支払能力や全体としての安全性を測定する指標。
- 負債比率は低いほど安全性が高まり、自己資本比率は高いほど安全性が高まる。
- 「純資産の部」への変更に伴い、自己資本については「株主資本＋評価・換算差額等」(金融庁、東証)。
- J-REITは自己資本と負債の割合が「1:1」であるのに対し、上場不動産会社は「1:2」程度と負債の割合が高い。特に住友不は「1:5.5」と負債の割合が極めて高くなっている。
- cf. 「日経経営指標2006」における自己資本比率の全産業平均は32.50%。

安全性分析(その3)

④固定比率 ⑤固定長期適合率

- 長期的な設備投資と、それに必要な資金の源泉に関する指標。
- 固定比率は低い方が好ましく、できれば100%以下が望ましい。
- 固定比率は上場不動産会社の方がやや高く、固定長期適合率はJ-REITの方がやや高い。不動産業は資産に占める有形固定資産の割合が高いため、両比率共に高い水準となっている。
- cf. 「日経経営指標2006」における固定比率の全産業平均は166.89%。

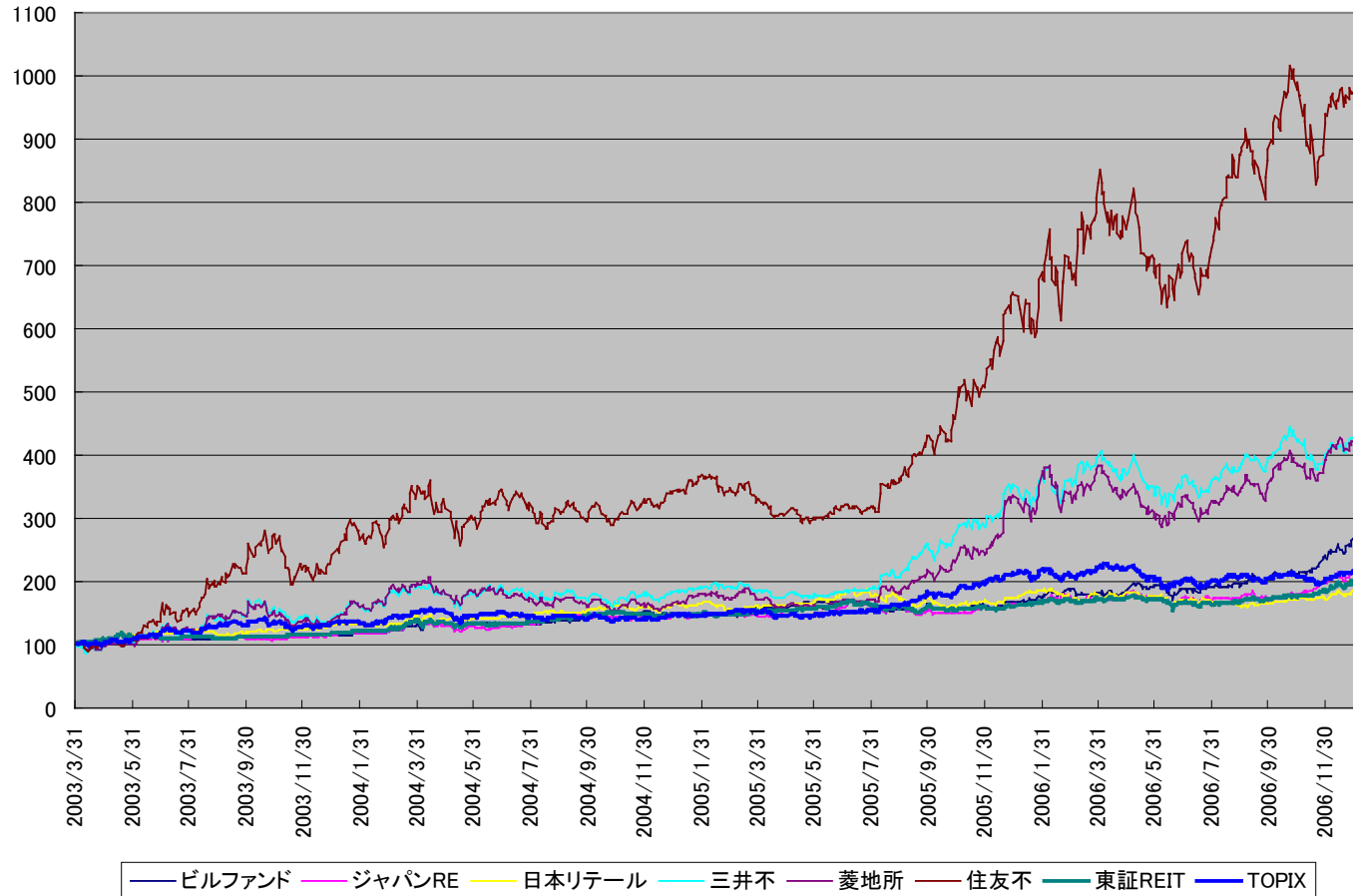
安全性分析(その4)

⑥ インタレスト・カバレッジ・レシオ

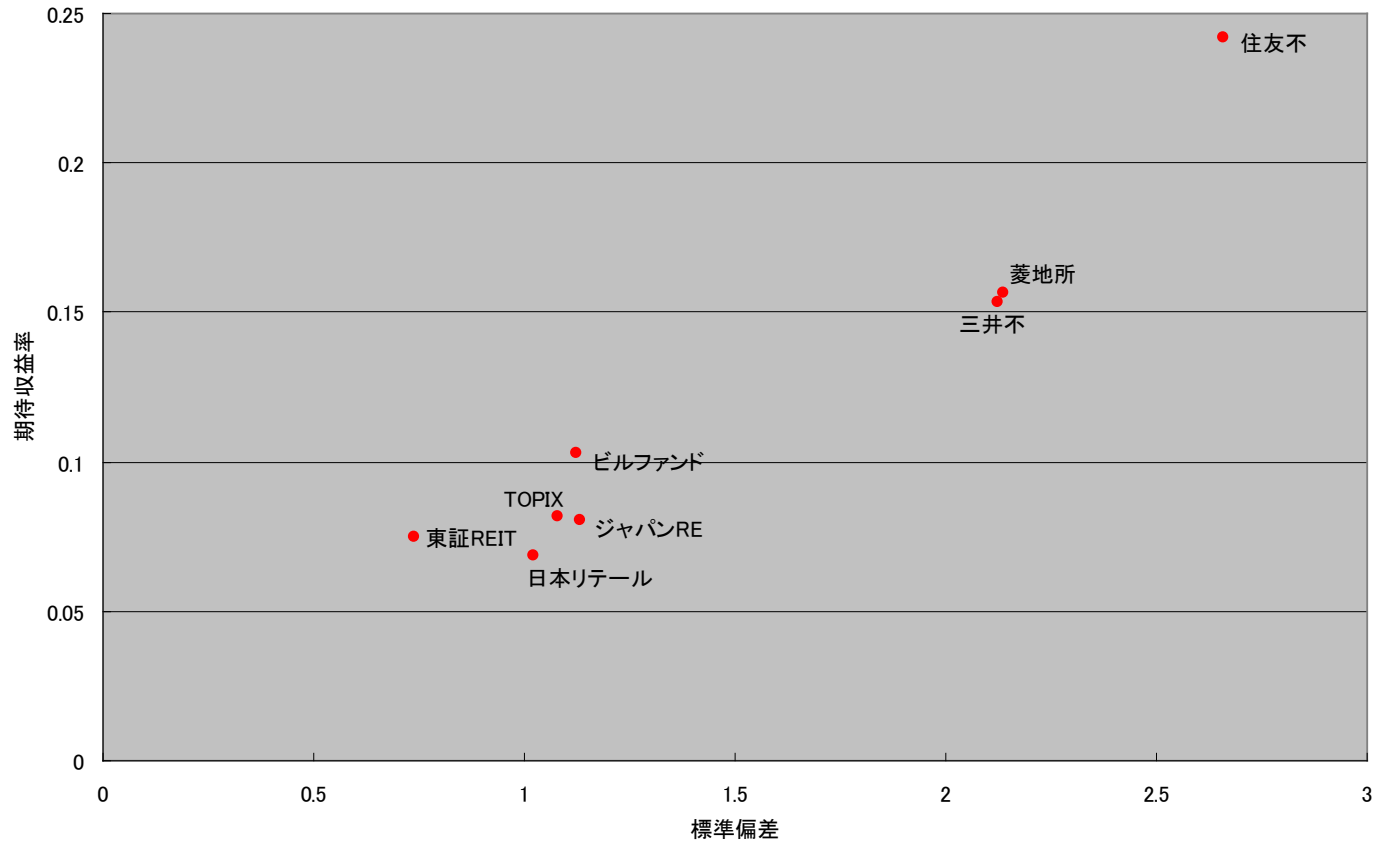
- 「支払わなければならない利息の何倍の利益を稼いでいるか」を示す指標。金融機関が融資する際の審査や、社債の格付け等で重視される。
- 一般的に比率が高ければ安全な企業と言えるが、比率が低いとリスクが高い企業と判断されることもある。
- J-REITも大手不動産会社もほぼ6～7倍。
- cf. 「日経経営指標2006」における全産業平均は10.43倍。

株価の推移

(2003.3.31 (東証REIT指数算出開始時)=100)



リスク-リターン分析 (2003.3.31～2007.1.12)



会計処理に関する最近の動き (不動産関連)

- 販売用不動産等の強制評価減(2001年3月期)
- 固定資産の減損会計(2006年3月期)

会計処理に関する今後の動き (不動産関連)

- 償却可能限度額廃止(2007年度税制改正)
- 母体企業にSPCとの資本関係や取引金額等の情報開示を義務付け(2008年3月期)
- 棚卸資産の評価基準を低価法に一本化(2009年3月期)

SPCへの出資残高

	2006.9	2006.3	増減率
三井不	1,345億円	1,185億円	+13.5%
菱地所	1,017億円	1,074億円	△5.3%
住友不	1,172億円	1,189億円	△1.4%

棚卸資産の評価方法

三井不	(販売用不動産・未成工事支出金) 個別法による原価法 (その他) 主として総平均法による原価法
菱地所	主として個別法による原価法
住友不	主として個別法による原価法

まとめ(その1)

- J-REITは導管性による影響が大きく、売上高純利益率が上場不動産会社は5%前後であるのに対し、J-REITは30%台後半となっている。
- J-REITの資産の大半は有形固定資産が占めているものの、何れも長期保有目的の賃貸不動産であるため、その回転率は極めて低い。そして資金調達は、これに合わせて長期のものが中心となっている。
- 上場不動産会社は分譲・開発等も行っている関係で、営業費用の割合が高い(売上高の75%程度)。

まとめ(その2)

- 上場不動産会社は何れもハイリスク・ハイリターンとなっており、J-REITはミドルリスク・ミドルリターンとなっている。
- 低金利の下、住友不が財務レバレッジ効果で高い株価の上昇を成し遂げた。今後の金利上昇局面に対し、こうした経営戦略が地価上昇も相俟ってどのように作用していくかが注目される。
- 上場不動産会社では、ファンド向け物件売却の割合も大きくなってきている。
- 不動産業界では非連結のSPCを大規模開発に活用しているケースも多いため、SPC連結義務化については上場不動産会社の財務指標を悪化させかねず、事業モデルが曲がり角に差し掛かっている。
- 上場不動産会社はまた、棚卸資産を多く所有しているため、低価法の適用による収益への影響も懸念される。

J-REITと上場不動産会社の財務諸表分析(大手3社比較)

単位:百万円

	日本ビルファンド 投資法人	ジャパンリアルエステイト 投資法人	日本リートファンド 投資法人	J-REIT3社平均	三井不動産株式会社	三菱地所株式会社	住友不動産株式会社	上場不動産3社平均	
I 収益性	① ROA 事業利益(営業利益+受取利息・配当金等) 期首・期末平均の使用総資本	3.8% 20,466 541,624	3.4% 13,365 398,565	3.2% 11,294 353,362	3.4%	4.7% 139,238 2,957,350	4.4% 140,401 3,202,361	5.0% 114,000 2,298,204	4.7%
	② ROE 当期純利益 期首・期末平均の自己資本	6.0% 17,055 286,568	5.6% 11,561 207,215	5.6% 9,909 176,758	5.7%	7.3% 56,541 773,040	5.4% 55,825 1,027,276	9.3% 32,506 347,876	7.4%
	③ 売上高純利益率 当期純利益 売上高(営業収益)	39.1% 17,055 43,670	39.1% 11,561 29,533	35.3% 9,909 28,045	37.8%	4.9% 56,541 1,159,280	6.6% 55,825 844,217	5.0% 32,506 646,525	5.5%
	④ 総資本回転率 売上高(営業収益) 期首・期末平均の使用総資本	0.08 43,670 541,624	0.07 29,533 398,565	0.08 28,045 353,362	0.08	0.39 1,159,280 2,957,350	0.26 844,217 3,202,361	0.28 646,525 2,298,204	0.31
	⑤ 財務レバレッジ 期首・期末平均の使用総資本 期首・期末平均の自己資本	1.89 541,624 286,568	1.92 398,565 207,215	2.00 353,362 176,758	1.94	3.83 2,957,350 773,040	3.12 3,202,361 1,027,276	6.61 2,298,204 347,876	4.52
	⑥ 有形固定資産回転率 売上高(営業収益) 有形固定資産の期首・期末平均	0.09 43,670 479,501	0.08 29,533 369,865	0.09 28,045 327,564	0.09	0.71 1,159,280 1,628,983	0.41 844,217 2,048,666	0.50 646,525 1,281,142	0.54
II 安全性	① 流動比率 流動資産 流動負債	97.5% 31,719 32,521	21.3% 21,504 100,827	19.3% 17,529 90,718	46.1%	123.3% 717,372 582,016	163.5% 728,679 445,668	77.4% 644,283 832,458	121.4%
	② 負債比率 負債 自己資本	77.9% 277,395 356,297	112.7% 233,714 207,449	111.3% 207,703 186,672	100.6%	245.8% 2,109,691 858,363	186.5% 2,113,868 1,133,623	550.8% 2,069,191 375,656	327.7%
	③ 自己資本比率 自己資本 使用総資本	56.2% 356,297 633,693	47.0% 207,449 441,163	47.3% 186,672 394,376	50.2%	28.7% 858,363 2,986,501	34.6% 1,133,623 3,280,209	15.3% 375,656 2,460,080	26.2%
	④ 固定比率 固定資産 自己資本	168.9% 601,870 356,297	202.3% 419,628 207,449	201.8% 376,747 186,672	191.0%	264.4% 2,269,129 858,363	225.1% 2,551,530 1,133,623	490.0% 1,840,860 375,656	326.5%
	⑤ 固定長期適合率 固定資産 自己資本+固定負債	100.1% 601,870 601,171	123.3% 419,628 340,335	124.1% 376,747 303,657	115.8%	95.1% 2,269,129 2,386,037	91.1% 2,551,530 2,801,823	114.2% 1,840,860 1,612,388	100.1%
	⑥ インタレスト・カバレッジ・レシオ 事業利益(営業利益+受取利息・配当金等) 支払利息・割引料等	6.8 20,466 3,008	7.7 13,365 1,727	11.8 11,294 961	8.8	6.9 139,238 20,261	7.1 140,401 19,874	6.5 114,000 17,642	6.8
III 株価指標	① 株価(2007.1.12終値) 時価総額 発行済株式数	1,550,000円 787,400百万円 508,000株	1,250,000円 512,500百万円 410,000株	1,000,000円 386,502百万円 386,502株		2,835円 2,498,839百万円 881,424,727株	3,130円 4,327,282百万円 1,382,518,351株	3,750円 1,785,322百万円 476,085,978株	
	② 配当利回り 1株当たり配当 株価(2007.1.12終値)	2.4% 36,437円 1,550,000円	2.7% 33,474円 1,250,000円	3.3% 32,760円 1,000,000円	2.8%	0.4% 10円 2,835円	0.3% 10円 3,130円	0.3% 10円 3,750円	0.3%
	③ PER 株価(2007.1.12終値) 1株当たり当期純利益	40.4 1,550,000円 38,406円	37.3 1,250,000円 33,474円	30.5 1,000,000円 32,759円	36.1	42.0 2,835円 67.53円	73.5 3,130円 42.60円	54.9 3,750円 68.33円	56.8
	④ PBR 株価(2007.1.12終値) 1株当たり純資産額	2.2 1,550,000円 701,373円	2.1 1,250,000円 600,605円	1.6 1,000,000円 617,095円	2.0	2.9 2,835円 975.63円	3.8 3,130円 827.79円	4.7 3,750円 790.74円	3.8

※ J-REITについては直近2回の半期決算、上場不動産会社については2006年3月期決算を使用。