

J-REITの基本と仕組み

公募増資の考え方と影響

2022年2月9日

J-REIT市場での公募増資について

J-REIT市場の需給に大きな影響を与え、市場に影響を与える公募増資について解説します。

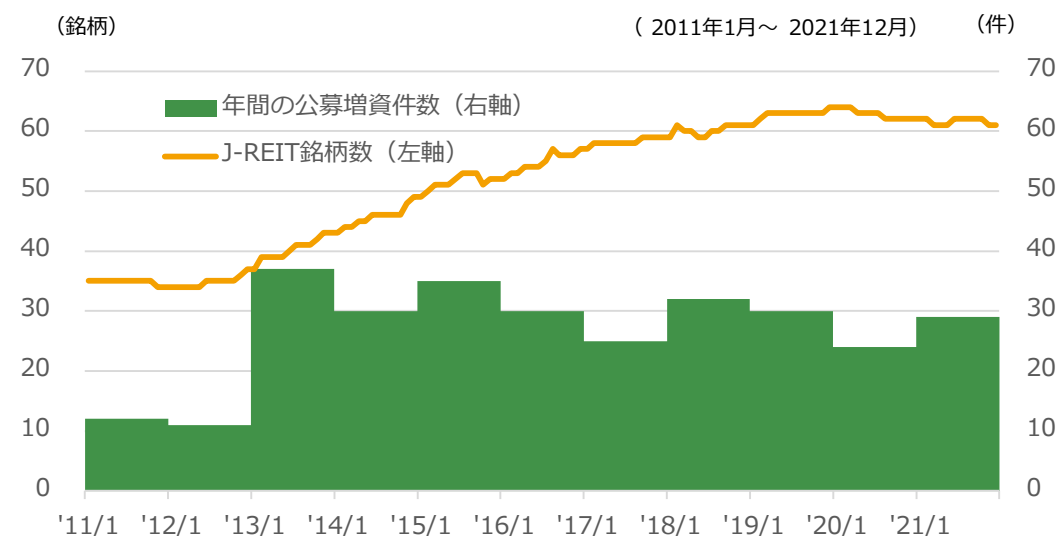
公募増資の増減が短期的なJ-REIT市場のパフォーマンスに影響

2021年を振り返ると、上半期は公募増資の規模が小さくなり、J-REIT市場は東証REIT指数（配当込み）で+22.8%と日本株式のTOPIX（配当込み）の+8.9%をアウトパフォームしました。下半期は公募増資が増加するなか、需給悪化により上値の重い展開となり、J-REIT市場は▲2.3%の下落と日本株式の+3.5%をアンダーパフォームしました。2022年に入ると、J-REIT市場では公募増資の発表が相次ぎ、需給悪化から1月の騰落率は▲5.5%の下落と日本株式の▲4.8%をアンダーパフォームしました。公募増資の増減が短期的なJ-REIT市場のパフォーマンスに影響しています。今回は「公募増資」とは何なのかとその意義、なぜ「公募増資」の増減がJ-REIT市場のパフォーマンスに影響を与えるのかを解説します。

なぜJ-REIT各社は公募増資をするのか

「公募増資」は、上場企業の資金調達手段のひとつで、新たに株式を発行し、広く一般の投資家に対して取得の申し込みを勧誘することです。J-REIT各社は、一般に利益の全額を投資主に還元し、内部留保をしていません。そのため、一定規模以上の物件取得による資産規模の拡大のためには公募増資と借入を組み合わせた資金調達が必要になります。2021年末時点のJ-REIT市場の銘柄数は61銘柄で、2021年の公募増資件数は29件でした。1年で2回公募増資をした銘柄も含まれますが、多くの銘柄が公募増資を行ったことが確認できます。

J-REITの銘柄数と年間の公募増資件数



※公募増資件数はIPO（新規株式公開）除く、払込期日ベース。

(出所) 不動産証券化協会より大和アセット作成

日本株式とJ-REITの公募増資の違い：J-REITは「今」成長するための資金調達

日本企業の公募増資は一般に、「将来」成長するための投資（設備投資など）を目的とした資金調達です。そのため、投資が行われてから実際に利益が生み出されるまでに時間がかかります。公募増資によりすぐに株式数は増加するのに、利益の増加には時間がかかるため、株式発行による1株当たりの利益の減少（希薄化）が発生します。

J-REITでは通常、新規に優良な物件を取得できる目途がつき、「今」成長するために資金が必要な時に公募増資を実施します。資金調達後にテナントが入居済みの物件を取得することで、すぐに賃料を受け取り、利益が増加します。投資口（≒株式、以下株に言い換え）数の増加による1株当たりの利益の減少効果はあるものの、翌期には1株当たりの利益はむしろ増加する事例が多くみられます。

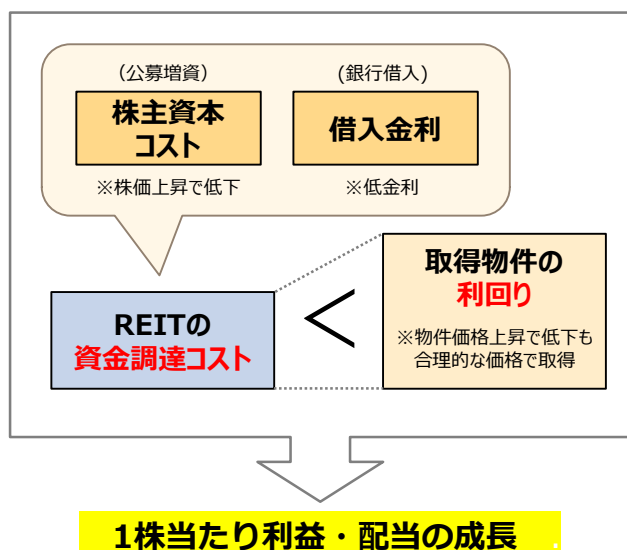
J-REITの公募増資で1株当たりの利益・配当が成長する理由

公募増資により1株当たりの利益・配当が伸びるのはなぜでしょうか。基本的な考え方としては、資金調達コストと取得物件の利回りの差分が成長のドライバーになります。

一般にJ-REITの公募増資において株式発行と合わせて借入も行うため、資金調達コストは「株主資本コスト」と「借入金利」に分解できます。株式資本コストは、株価と連動しており、株価の上昇に合わせて低下します。また、借入金利は金融緩和政策により、安定して低金利での調達が可能です。一方、物件の利回りも、金融緩和による金余りのなかで物件価格が上昇し、低下傾向にあります。ただし、スポンサーである不動産会社は、REITに安定的に物件を売却したい、そのために売却先として安定的に成長させたいという思惑があります。結果としてJ-REITのスポンサーからの取得価格は、過熱感のある売買市場での価格より合理的な価格、相対的に高い利回りとなる傾向があります。強固なスポンサーとの関係を元にJ-REITは公募増資で1株当たりの利益・配当の成長を実現しています。

右図は2021年9-12月の公募増資時に、会社が公表した一時的要因調整後の1株当たり配当の成長率の試算値をまとめたものです。コロナ禍でも株価が上昇した物流施設を保有する銘柄の公募増資が多く、公募増資前後で+5%を超える1株当たり配当の成長を想定する銘柄もあります。

公募増資による1株当たりの利益・配当の成長



公募増資による1株当たり配当の変化

| | 公募増資 発表日 | 1株当たり配当 の成長率 |
|----------------|-----------------|-----------------|
| CREロジスティクスファンド | 2021年 9月2日 | +5.1% |
| Oneリート | 2021年 9月8日 | +0.6% |
| ヒューリックリート | 2021年 10月14日 | +1.1% |
| NTT都市開発リート | 2021年 10月18日 | +0.9% |
| SOSiLA物流リート | 2021年 11月16日 | +5.0% |
| 日本プロロジスリート | 2021年 11月29日 | +2.7% |

※各社の公募増資発表時に開示された公募増資前後の一時的要因調整後の1株当たり配当の成長率の試算値。

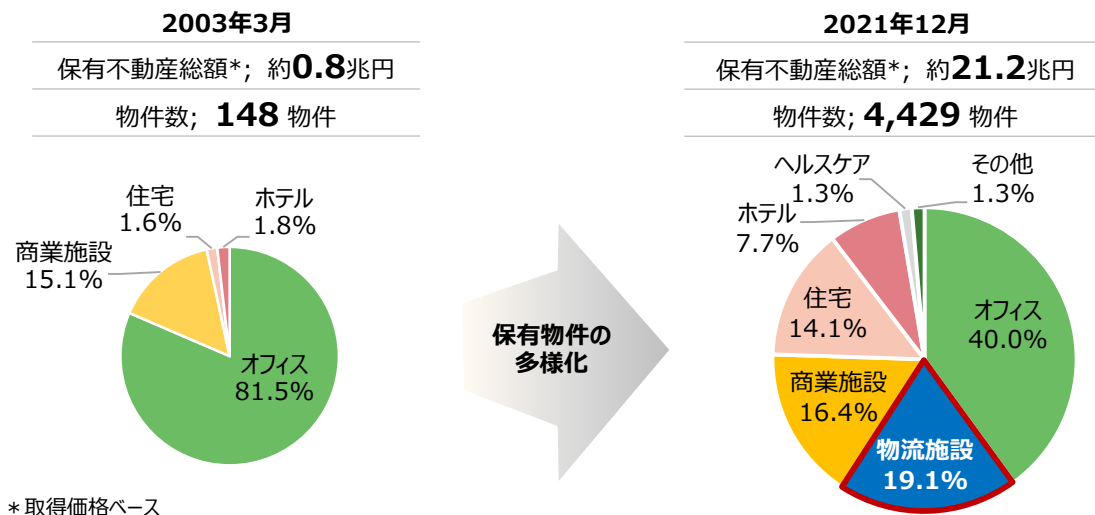
※上記は、仕組みを分かりやすく説明するために示した一般的なイメージ図であり、必ずしも上記のようになるとは限りません。

(出所) 各社開示より大和アセット作成

IPO、公募増資によるJ-REITの保有物件の多様化

公募増資のメリットとして物件の多様化をはかることが出来ることも上げられます。2001年9月に2銘柄が上場しスタートしたJ-REIT市場の保有物件は当初オフィス中心でした。しかし、その後IPO（新規株式公開）により銘柄数が増加し、公募増資による物件の取得が進むのに合わせて、保有物件の多様化が進んでいます。最近では、物流施設比率の上昇が顕著で、ネット通販の普及などにもなうEC化率の上昇により、物流施設需要が高まるなかで、J-REIT市場も賃料増額などを通じて、恩恵を受けています。

J-REITが保有する物件の用途別比率*の比較



(出所) 不動産証券化協会より大和アセット作成

なぜ公募増資が増えるとJ-REIT市場は下落するのか

ここまでの説明では、J-REITの公募増資は1株当たりの利益・配当がむしろ増加する事例が多いことや、ポートフォリオの多様化が進むことで、投資家にとってポジティブな事象に思えます。しかし、J-REIT市場では「公募増資の発表が相次ぎ、需給悪化から下落」することが定期的に行われます。なぜ公募増資が増えると、J-REIT市場は下落するのでしょうか。

短期的には、公募増資による株数の増加ほど投資家の需要は急に増加しないためです。需要を上回る供給により、価格が下落します。J-REITを投資対象とする投資家の投資金額が仮に一定だとすると、魅力的な公募増資が発表された場合、他の銘柄を売却して、公募増資をした銘柄を取得することになります。このためにJ-REIT市場全体が下落することになります。

中長期的には、公募増資により1株当たりの利益・配当が成長することで、J-REIT市場全体の魅力が高まると考えています。魅力の高まりにより、投資家層が拡大することで、J-REIT市場の上昇につながるとみています。そのため、公募増資によって短期的に需給が悪化しJ-REIT市場が調整した局面は、中期的には買い場となるケースも多く、その動向に注目しています。

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。