

#### (はじめに)

不動産投資ビークルが不動産を取得する場合の資金は、保有不動産を売却してそれにより得られた資金によって新たな不動産を取得する場合を除けば、主に投資家からの出資金(エクイティ)と銀行等からの借入金(デット)からなる。以下では、後者のデット部分が占める割合が有する意味、市場評価に与える影響などについて、J-REIT を例にとりて論ずることとする。

#### (有利子負債比率の持つ意味)

既に述べたように不動産投資ビークルによる不動産取得の原資は、主に出資金と借入金からなる。J-REIT といえば、その不動産取得の原資は、保有不動産の売却収入を充てる場合を除き、主に投資口の発行収入と投資法人債を含む借入金とからなる。したがって、単純化していえば、借入金の割合、つまり有利子負債比率(LTV)<sup>1</sup>を高くするほど投資口の発行総額は少なくて済むことになり、インカム収益率<sup>2</sup>が借入金利率よりも高い場合<sup>3</sup>には、投資口発行総額が少ない分投資口当たりの分配金の額は大きくなる<sup>4</sup>。

この場合、投資口当たりの分配金の額がより大きければ、投資口価格自体にも上昇圧力がかかりそう(市場評価が高まりそう)である。仮に収益性が同一の不動産を保有する 2 つの投資法人があったとして、借入金割合が異なっていたとしたら、借入金割合の高い投資法人の方が分配金の額が多くなり投資口価格はより高くなって、理論上分配金利回りが等しくなる価格で均衡するはずである。

他方、有利子負債比率が高いということは、財務の安定性が低いことも意味する。例えば、急速な金利上昇があったり、不況等により不動産の収益率が低下したりといった事態において、借入金の返済や借換えが困難になるリスクが大きくなる。平常時であっても有利子負債比率が高い方が銀行等からの追加融資は受けづらくなる。この点では、年金基金などリスクオフ指向の強い投資家にとっては、有利子負債比率の高さは必ずしも選好理由にはならず、その程度によってはマイナス評価の根拠にもなり得る。

結局、借入金の割合が不動産投資ビークルに対する市場評価にどの程度影響を及ぼすかは、現在及び将来予想される経済環境や市場に参入する投資家のスタンスによるところが大きいことになる。例えば、主にリスク指向の強い海外投資家からの出資により組成される外資系不動産投資ファンドの場合には、有利子負債比率が70%超となることも珍しくないといわれている。

<sup>1</sup> 保有総資産額に占める借入金の割合。LTVとは、Loan to Valueの略。

<sup>2</sup> 一定期間の賃料収益等から得られるインカムゲインを期首の資産価値で割って求めた収益率。計算手法は種々あるが、後述するNOI利回りとはほぼ同旨と考えてよい。

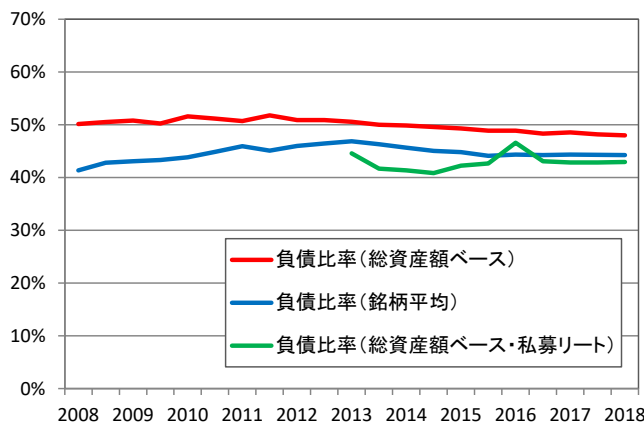
<sup>3</sup> 借入金利率の方がインカム収益率より高い場合は、資金を不動産に投資するより貸した方が儲かることになり、そもそも不動産に投資すべき環境にないことになる。したがって、インカム収益率の方が高いことは、不動産投資の前提条件である。

<sup>4</sup> これを借入金のレバレッジ(=“てこ”)効果という。

## (有利子負債比率の推移)

次に、J-REIT を例にとりて、有利子負債比率の推移についてみてゆく。J-REIT 全体での総資産額に占める負債の比率は、ここ 10 年 48%から 52%の間で推移しており、特に目立った変化はない。各投資法人の有利子負債比率の平均は、ここ 10 年 41%から 47%の間で推移しており、やはり特に目立った変化はない(図 1)。全体の負債比率よりも各投資法人の負債比率平均の方が 4~8%程度低く推移してきている。これは保有資産総額が少ない投資法人の方が有利子負債比率が低いこと、つまり保有資産が少ないことによる市場からの信用度の低下を有利子負債比率の抑制により補っているようにもみえる。なお参考までに、私募リートについては、総資産額に占める負債の比率が 40%から 47%の間で推移しており、J-REIT に比べるとやや低めとなっている。おそらく、私募リートの場合投資法人債の発行ができないこと<sup>5</sup>、非上場のため投資口価格の維持等の誘因が存しないことなどによるのではないかと。

図 1. J-REIT 等における負債比率の推移(全体・投資法人平均)



注) 負債比率(全体)及び負債比率(全体・私募リート)は、各年 6 月・12 月末時点における資産総額に占める有利子負債残高、投資法人債発行残高、敷金、保証金の合計額の割合(ただし、私募リートの 2013 年 6 月末については、7 月末の数値で代用)。敷金・保証金債務が含まれるため、有利子負債以外の負債も含んだ数値となっている。

負債比率(平均)は、半年ごとの各投資法人の資産総額に占める有利子負債残高と投資法人債残高の割合の平均。各投資法人によって決算月にばらつきがあるため、数値の時点には最大 5 か月のずれがある。なお、年 1 回決算の投資法人については、当該投資法人の決算月のある期のみ算入している。

負債比率(平均)については、本年 6 月末時点で存続している投資法人のみを対象としている。したがって、合併により消滅した投資法人は算入対象に含まれていない。

資料:不動産投資法人に関する統計:公募不動産投信の月末資産増減状況(投資信託協会)、Japan REIT HP より作成。

## (個々の投資法人ごとの有利子負債比率)

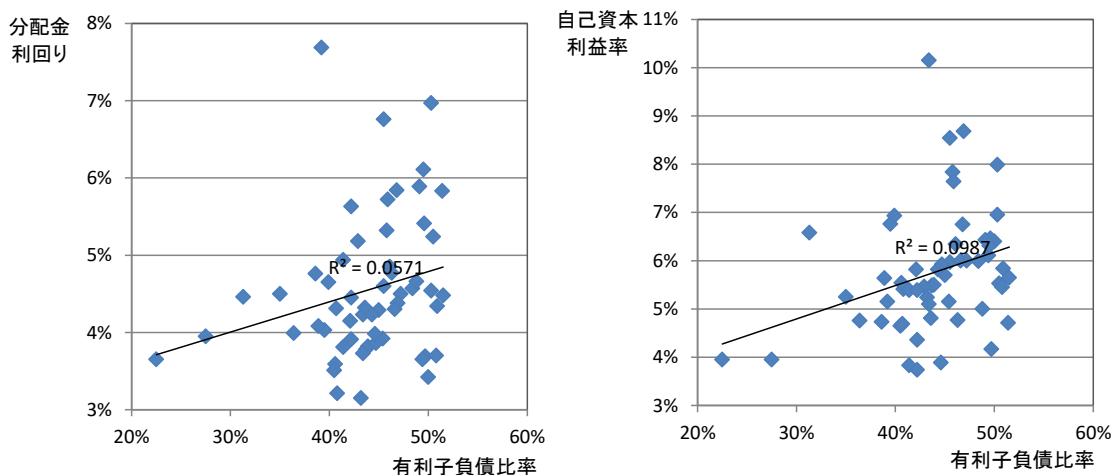
個々の J-REIT の有利子負債比率については、40%前後から 50%前後に集中している。中には 20%台というかなりの低 LTV 銘柄もあるが、特に有利子負債比率の高い銘柄は存しない。やはり長期保有指向の投資家からの需要が強い J-REIT の場合、財務の安定性の観点から 50%程度が事実上の上限となっているようである。

有利子負債比率と分配金利回りとの関係を見ると、ごく弱い相関性が観察できる程度である(相関係数:0.24)。ただ、分配金利回りの場合、分配金の上昇がこれに起因する投資口価格の上昇により相殺される可能性がある。

<sup>5</sup> 私募リートはオープン・エンド型投資法人であるが、投資法人債を発行できるのは、クローズド・エンド型投資法人に限られている(投資信託及び投資法人に関する法律第 139 条の 2 第 1 項)。

そこで、借入金の増加がより直接的に影響する自己資本利益率(ROE)<sup>6</sup>との関係についてもみてみると、分配金利回りよりは多少相関性が高いものの(相関係数:0.31)、それでもさほど強い相関があるわけではない(図2)。結局、J-REITにおける分配金の額やその原資となる純利益は、借入金の多寡による影響はさほど大きくなく、保有不動産の収益性をはじめとした複数の要素により決まってくるようである。ちなみに、保有不動産の収益性の指標であるNOI利回り<sup>7</sup>と自己資本利益率との相関係数は0.22であり、やはりごく弱い相関にとどまっている。

図2. 有利子負債比率と分配金利回り・自己資本利益率



注) 分配金利回りとは、一口当たりの年間分配金を投資口価格で割った値。

自己資本利益率とは、当期純利益を純資産額で割った値。

投資口価格は、2018年8月17日終値による。

資料: Japan REIT HP より作成。

### (投資法人の有利子負債比率の時系列変化)

次に、投資法人の有利子負債比率の時系列での変化について、いくつかの投資法人を例にとりつつ触れていく。図3は、最も早く上場したJ-REITの一つである日本ビルファンド投資法人の上場以来の投資口価格と有利子負債比率の推移である。リーマンショックが勃発した2008年より前に上場した投資法人にほぼ共通した特徴として、世界金融危機より前は有利子負債比率の変動が比較的大きかった一方、世界金融危機以降は有利子負債比率の変動が小さくなり、ほぼ横ばいに推移していることが挙げられる。理由としては、世界金融危機以前は投資法人組成からあまり年数を経たおらず、資産取得や資金調達面でやや不安定であったといったことも考えられるが、それよりも世界金融危機により財務に対する安定志向が強まったことによると考えられる。これは、世界金融危機と東日本大震災を経た2012年以降に上場した投資法人のほとんどについて、有利子負債比率の変動幅が10%未満となっていることからわかる<sup>8</sup>。図4は、2013年2月上場のコンフォリア・レジデンシャル投資法人の例である。

<sup>6</sup> 当期純利益を純資産額で割った数値。ROEとは、Return on Equityの略。

<sup>7</sup> NOI(Net Operating Income)とは、賃料収入から維持管理費等の費用や固定資産税等を差し引いた分をいい、NOI利回りとは、NOIを不動産の価額で割った値をいう。

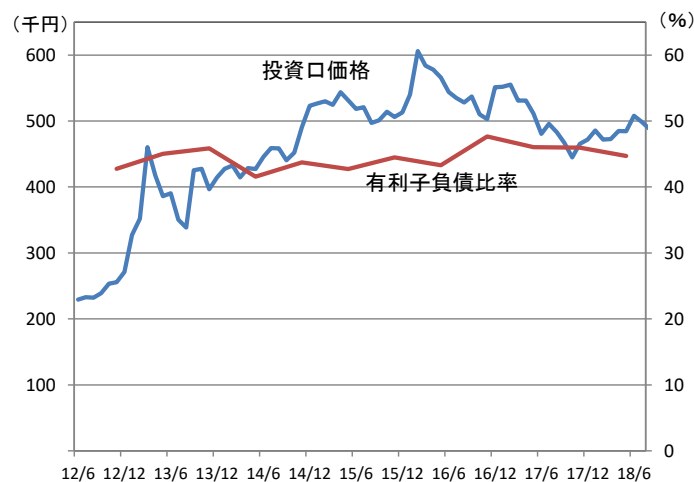
<sup>8</sup> 2012年から2015年までに上場した19投資法人のうち、有利子負債比率の変動幅が10%を超えているのは2法人のみ(星野リゾート・リート投資法人とヒューリックリート投資法人)である。変動幅の平均は6.2%、変動幅が1%台以下の投資法人も4法人含まれる。

図 3. 日本ビルファンド投資法人の投資口価格及び有利子負債比率の推移



注) 投資口価格は、2018年7月までの月末終値ベース。  
 投資口分割前の価格については、分割後の相当額に換算している。  
 有利子負債比率は、半年ごとの決算期ベース(6月と12月)。  
 資料: Yahoo!ファイナンス HP、Japan REIT HP より作成(以下同じ。)

図 4. コンフォリア・レジデンシャル投資法人の投資口価格及び有利子負債比率の推移



注) 投資口価格は、2018年7月までの月末終値ベース。  
 投資口分割前の価格については、分割後の相当額に換算している。  
 有利子負債比率は、半年ごとの決算期ベース(1月と7月)。

#### (有利子負債比率と投資口価格)

有利子負債比率と投資口価格との関係については、既に挙げた 2 つの投資法人の例を見る限り、あまり関連性がないように見える。ただ、これらの例では有利子負債比率の変動幅が小さく、単にその変動が乏しいゆえに関連性がみえないだけなのかもしれない。すなわち、有利子負債比率に相当程度の変動があった場合に投資口価格にどのような影響があるかについては、これらの例だけではわからない。そこで、有利子負債比率の変動が大きい投資法人を取り上げて改めて投資口価格との関連をみていくこととする。

表 1 は、上場後 5 年超となる投資法人のうち、上場以降の有利子負債比率の変動幅が 30%を超える投資法

人及び 2009 年以降の有利子負債比率の変動幅が 15%を超える投資法人それぞれ 6 法人について、投資口価格と有利子負債変動率との相関係数を示したものである。

表 1. 有利子負債比率の変動幅が大きい投資法人における  
有利子負債比率と投資口価格との相関性

上場以降のLTV変動幅が30%超		2009年以降のLTV変動幅が15%超	
日本リテールファンド投資法人	-0.07	グローバル・ワン不動産投資法人	0.47
森トラスト総合リート投資法人	-0.10	ユナイテッド・アーバン投資法人	-0.27
フロンティア不動産投資法人	-0.16	日本ロジスティクスファンド投資法人	0.80
日本ロジスティクスファンド投資法人	0.78	いちごオフィスリート投資法人	0.65
大和証券オフィス投資法人	0.83	大和証券オフィス投資法人	0.88
阪急リート投資法人	-0.55	大和ハウスリート投資法人	-0.57

注) 有利子負債比率と投資口価格との相関係数を示している。

対象期間は、「上場以降の LTV 変動幅が 30%超」については上場以来本年 5 月まで(ただし、有利子負債比率が不明の期間がある投資法人については判明時点以降)、「2009 年以降の LTV 変動幅が 15%超」については 2009 年 1 月から本年 5 月までとしている。

有利子負債比率は、半年ごとの決算期ベース(投資法人により決算月は異なる。)

投資口価格は、2018 年 5 月までの決算月末終値ベース。

投資口分割前の価格については、分割後の相当額に換算している。

投資法人によって相関係数の値はかなりまちまちであるが、特に 2009 年以降については、投資法人によって有利子負債比率増減に対する市場評価の違いが比較的是っきりしているようである<sup>9</sup>。有利子負債比率の上昇が積極的に評価されるか消極的に評価されるかは当該投資法人の運営方針や投資家層のスタンスの違いによるころが大きいと思われる。また、ここ数年有利子負債比率上昇が投資口価格上昇との相関性を高めているようにみえるのは、市場において今後も含め低金利が続くと判断されており、有利子負債に対するリスク評価が低下していることによるところも大きいのではないかと。

有利子負債比率低下の要因は、負債が減るか純資産が増えるかのどちらか(あるいは両方)であり、主に借入金の償却か新たな投資口の発行かのいずれかによることとなる<sup>10</sup>。一般に株式会社の場合には新たな株式の発行(増資)や自己株式の放出は、1 株当たりの株式価値の減少、すなわち株式の希薄化リスクをもたらすとして株価が下落する。この点は、基本的には投資法人による新たな投資口の発行においても同様であり、新たな投資口発行は投資口の希薄化リスクをもたらすとして投資口価格のマイナス要因になり、投資口発行による有利子負債比率の減少は投資口価格の下落に結びつくことになる。

もっとも、投資法人の場合、投資口発行による調達資金が収益性の高い不動産の適正な取得に充てられる限りでは、むしろ 1 口当たりの資産額や分配金の確実な増加に結びつくことになり、増資による収入と株主にもたらされる利益との関係がわかりにくい株式会社の場合とはやや様相が異なるともいえる。この点では、短期的には新たな投資口発行は投資口価格の下落に結びつくのは確かであるが、少し長い目でみれば新たな投資口発行が投資口価格の下落傾向に結びつくかどうかは、当該投資口発行の目的や成果によって異なるといえる。

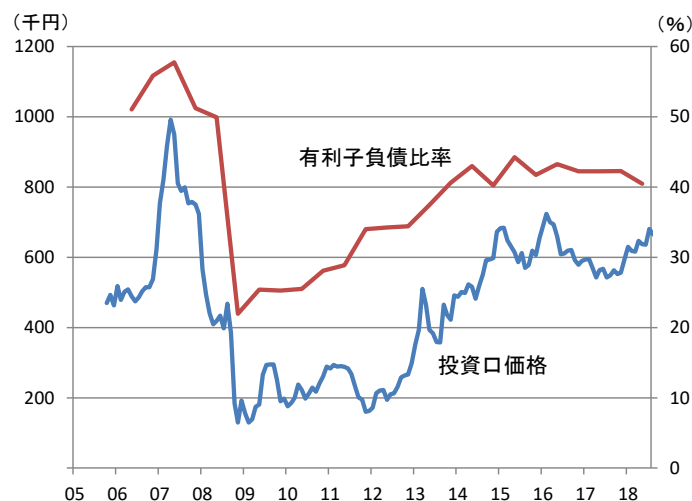
他方、有利子負債比率上昇の要因としては、負債が増えるか純資産が減るかのどちらか(あるいは両方)であり、

<sup>9</sup> なお、上場後しばらくは資金調達・資産取得の面で不安定となる可能性があることと対象データが少ないことに配慮して、上場 5 年以内の投資法人は対象から除いたが、これも含めた場合、星野リゾート・リート投資法人(2013 年 7 月上場)が有利子負債比率の変動幅が 15%を超えており、投資口価格との相関係数は-0.77 となっている。

<sup>10</sup> 保有不動産の評価額の変動による純資産額の増減による場合もあり得るが、バブルやその崩壊、大都市部での巨大災害でもない限り不動産評価額の急激な変動は想定しにくいいため、ここでは考慮に入れない。

したがって主に投資法人債を含む借入金の増加か投資口の自己取得・償却による投資口発行総額の減少のいずれかとなる<sup>9</sup>。このうち自己投資口の取得は、平成 25 年 6 月公布・平成 26 年 12 月施行の投資信託法改正により初めて認められた経緯<sup>11</sup>があり、2014 年以前の有利子負債比率の変動要因とはなっていない。

図 5. 大和証券オフィス投資法人の投資口価格及び有利子負債比率の推移



注) 投資口価格は、2018 年 7 月までの月末終値ベース。  
 投資口分割前の価格については、分割後の相当額に換算している。  
 有利子負債比率は、半年ごとの決算期ベース(5 月と 11 月)。

以上の点について、実際の投資法人の事例に即してみていく。図 5 は、大和証券オフィス投資法人の有利子負債比率と投資口価格の推移である。表 1 にあるとおり、同法人は J-REIT の中で有利子負債比率と投資口価格との相関が最も高い。2007 年から 2009 年にかけての有利子負債比率の急低下は、世界金融危機を背景にして借入金のリファイナンスや物件取得のために予定していた借入が困難になったことによる投資口発行に起因するものであり、まさに投資口の希釈化をもたらす増資であった。この間の投資口価格の急落は、当時の経済環境によるところも大きいものの、新たな投資口の発行(とそれによる有利子負債比率の低下)によるところも大きかったと考えられる。その後、2014 年から 2016 年にかけても新たな投資口を発行しているが、主として資産取得を目的としたものであり<sup>12</sup>、投資口発行と並行して借入も増やしていたことから、有利子負債比率の急な低下もなく、上記説明のとおり中期的な投資口価格下落も生じていない。2018 年には自己投資口の取得も行っており、ここ数年は有利子負債比率、投資口価格とも安定して推移している。

#### (むすび)

以上、有利子負債比率が持つ意味や現況・推移、投資口価格との関係などについて触れてみた。負債というマイナスイメージを抱く向きもあるかもしれないが、不動産投資・不動産証券化の世界においては、これを適確に生かし、制御することが重要である。投資家や金融機関にあつては、投融資対象の不動産投資ビークルについて、その有利子負債比率にも目を配り、その変動要因に注意することが必要であろう。

(齋藤 哲郎)

<sup>11</sup> 投資信託及び投資法人に関する法律第 80 条第 1 項第 1 号。なお、取得した自己投資口は相当の時期に処分又は償却をしなければならず(同条第 2 項)、金庫株として長期保有が可能な株式会社の場合とは異なる。

<sup>12</sup> 2014 年、2015 年の投資口発行は、新たな特定資産の取得を目的としていたが、2016 年の投資口発行は、借入金返済と手元資金確保を目的とするものであった。2016 年の増資は、同年から翌年にかけての投資口価格低迷の要因になった可能性はある。