

J-REIT にみる不動産投資ビークルにおける 有利子負債の位置づけ・属性とその推移

齋藤 哲郎

はじめに

1. 有利子負債の持つ意味
2. J-REIT 等の負債比率の推移
3. 個々の投資法人の属性と有利子負債比率
 - (1) 投資法人に係る指標値と有利子負債比率
 - (2) 保有資産の用途タイプと有利子負債比率
4. 有利子負債における投資法人債のウェイト・位置づけ
 - (1) 投資法人債の発行額
 - (2) 有利子負債に占める投資法人債の比率
 - (3) 投資法人に係る指標値と投資法人債比率
 - (4) 格付と投資法人債比率
5. 有利子負債の属性の違い
 - (1) 長期・短期、固定金利・変動金利
 - (2) 長期有利子負債の残存年数
6. 投資法人の有利子負債比率等の推移全般について
 - (1) 有利子負債・有利子負債比率の変動要因
 - (2) 有利子負債額等の推移
 - ①有利子負債額の推移
 - ②投資法人の用途タイプ別でみた有利子負債額の推移
 - ③投資法人債発行額の推移
 - ④長期債務・短期借入金の推移
 - ⑤有利子負債額と出資総額との比較
 - (3) 有利子負債比率等の推移
 - ①有利子負債比率の推移
 - ②投資法人債比率等の推移
 - ③長期債務比率等の推移
7. 投資法人の有利子負債比率等に係る変化の詳細：リーマンショックの前後
 - (1) リーマンショック前後における有利子負債比率等の変動幅
 - (2) リーマンショック前後における有利子負債の残

存年数の推移

- (3) リーマンショック前後における担保付有利子負債の有無の推移

8. 投資法人の有利子負債比率等に係る変化の詳細：2010年代以降

- (1) 2010年代以降における有利子負債比率の推移
- (2) 2010年代以降における投資法人債に係る比率の推移
 - ①用途別にみた投資法人債比率の推移
 - ②投資法人債発行額比率の分布の推移
 - ③投資法人債の発行開始時期
- (3) 2010年代以降における長期債務比率の推移
- (4) 2010年代以降における長期有利子負債の残存年数の推移
 - ①有利子負債の残存年数の推移
 - ②残存期間5年超の債務の比率の推移
- (5) 2010年代以降における担保付有利子負債の有無の推移

9. 投資口価格と有利子負債比率 むすび

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、さらには有利子負債の属

性と時系列的変化などについて、上場不動産投資法人（J-REIT）を例にとって論ずることとする。

本稿は既に土地総研HP上にて公開している5本の土地総研リサーチ・メモ¹をベースとしている。また、本稿のうち意見等に係る部分は、筆者の個人的見解であり、所属する組織等とは無関係である点について付言しておく。

1. 有利子負債の持つ意味

冒頭で述べたように不動産投資ピ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 でいえば、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）²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³が借入金利率よりも高い場合⁴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⁵。

¹ 拙稿「J-REIT にみる不動産投資ピークルにおける有利子負債の位置づけ（前編）（中編）（後編）」（土地総研リサーチ・メモ 2023年4月28日・7月4日・8月1日 https://www.lij.jp/news/research_memo/20230428_2.pdf・https://www.lij.jp/news/research_memo/20230704_1.pdf・https://www.lij.jp/news/research_memo/20230801_1.pdf）、「2010年代以降におけるJ-REITの有利子負債に係る属性変化」（土地総研リサーチ・メモ 2024年1月31日 https://www.lij.jp/news/research_memo/20240131_1.pdf）、「J-REITにおける有利子負債額等の推移に関する考察」（土地総研リサーチ・メモ 2024年5月7日 https://www.lij.jp/news/research_memo/20240507_1.pdf）。

² 保有総資産額に占める借入金の割合（保有総資産額としては、簿価評価による場合と時価評価を用いる場合がある。）。LTVとは、Loan to Valueの略。

³ 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。

⁴ 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。

⁵ これを借入金のレバレッジ（＝“てこ”）効果という。

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投資口価格で均衡するはずである。

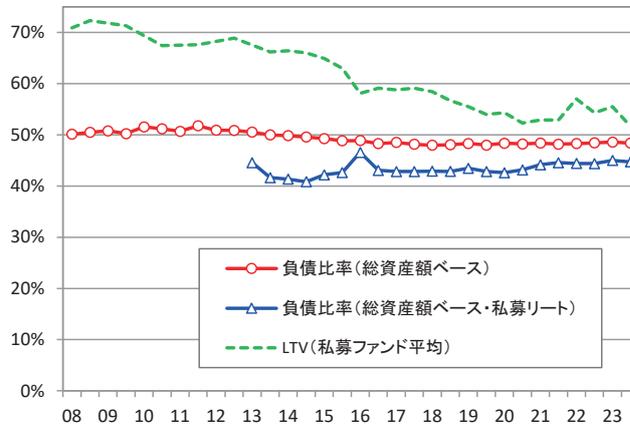
他方、有利子負債比率が高いということは、財務の安定性が低いことも意味する。例えば、急速な金利上昇があったり、不況等により不動産の収益率が低下したりといった事態において、借入金の返済や借換えが困難になるリスクが大きくなる。平常時であっても有利子負債比率が高い方が銀行等からの追加融資は受けづらくなる。この点では、年金基金などリスクオフ指向の強い投資家にとっては、有利子負債比率の高さは必ずしも選好理由にはならず、その程度によってはマイナス評価の根拠にもなり得る。

結局、借入金の割合が不動産投資ピークルに対する市場評価にどの程度影響を及ぼすかは、現在のあるいは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くなる。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。

2. J-REIT等の負債比率の推移

次に、J-REIT、私募リート及び私募ファンドの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15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（図1）。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

図1. J-REIT等における負債比率の推移（全体・投資法人等平均）



注) 負債比率（総資産額ベース）及び負債比率（総資産額ベース・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を含む。）、敷金、保証金の合計額の割合（ただし、私募リーートの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。

私募リーートのデータには、ファンド・オブ・ファンズの重複計上部分を含んでいる。

LTV（私募ファンド平均）については、調査対象となっている私募ファンドにおける各年6・12月末の取得価格ベースでの有利子負債比率の平均。2009～2013年については、12月末の数値のみであり、2008年6月末については、2007年12月末の数値で代用している。なお、ここでの私募ファンドには、私募リートを含む。

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（(一社)投資信託協会）、「投資信託の主要統計」（2024年1月（一社)投資信託協会）、不動産私募ファンドに関する実態調査2024年1月（2024年3月（一社)不動産証券化協会・(株)三井住友トラスト基礎研究所）より作成。

行ができないこと⁶、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。なお、ここでの負債には有利子負債以外の負債（敷金・保証金返済債務）も含んでいることから、本来のLTVに比べて高めに突出していることにも留意されたい。

私募ファンドについては、かつては有利子負債比率が70%を超えていたが、その後低下傾向が続き、最近では横ばいないし若干上昇気味となっている。かつてに比べ長期・安定的な運用を実現する観点から低LTVが選好されるようになった結果であろう。ここでの「私募ファンド」には私募リートも含んでいることから、要因の一つとしては、J-REITと同様に長期保有指向の強い私募リーートの登場とその増加があると考えられる。特に私募

リーートの数が20を超えた2016年以降は、有利子負債比率50%台が続いている。とはいっても、有利子負債比率に関しては私募ファンドの方が高いことは変わっておらず、特にJ-REITよりも負債比率が低い私募リートを除けば、私募ファンドの有利子負債比率はさらに高めになるものと推察される。

3. 個々の投資法人の属性と有利子負債比率

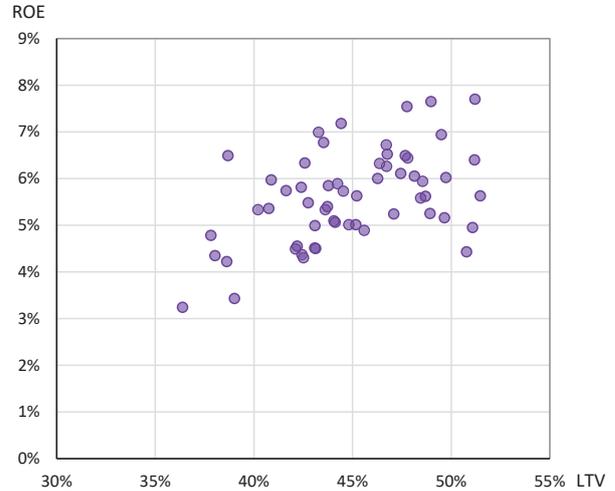
個々の投資法人の有利子負債比率については、30%台半ばから50%台半ばまで分布しており、特に40%台に集中している（図2参照）。有利子負債比率の高さが際立つ銘柄は存しない。やはり長期保有指向の投資家からの需要が強いJ-REITの場合、財務の安定性の観点から50%程度が事実上の上限となっているようである。

⁶ 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）。

表 1. 投資法人に係る各種指標と有利子負債比率との相関係数

1.投資法人上場期間	0.03
2.時価総額	-0.22
3.資産規模	-0.21
4.物件数	0.30
5.物件当たり価額	-0.26
6.NOI利回り	-0.06
7.含み損益率	-0.03
8.分配金利回り	0.25
9.NAV倍率	0.18
10.自己資本利益率(ROE)	0.49

図 2. 有利子負債比率 (LTV) と自己資本利益率 (ROE) の分布



注) 表 1 は、上場不動産投資法人の有利子負債比率と 1~10 の各指標との間の相関係数を示したものの。図 2 は、各上場不動産投資法人の有利子負債比率と自己資本利益率 (ROE) の分布を示したものの。

対象投資法人は、2024 年 3 月末現在で上場している 58 法人。

有利子負債比率 (LTV) とは、総資産額に占める有利子負債額の割合をいう。有利子負債額には投資法人債発行額は含むが、敷金・保証金債務は含まない。

有利子負債比率は、2023 年下半期内の決算日 (決算期間が 1 年の投資法人は中間決算日を含む。) の数値。

その他各指標値 (当該指標値算出に用いる数値を含む。) は、2024 年 3 月末現在の数値。ただし、決算に係る指標については、2024 年 3 月末現在で把握できるもっとも最近の数値であり、最新で 12 月期決算の数値となる。

6~10 の定義は、以下のとおり。

- ・ NOI 利回り : (不動産賃貸損益+減価償却費) [年額ベース] / 物件取得額合計。NOI とは、Net Operating Income の略。
- ・ 含み損益率 : 不動産鑑定価格合計 / 不動産帳簿価格 - 1
- ・ 分配金利回り : 年額予想分配金 / 投資口価格
- ・ NAV 倍率 : 投資口価格 / 1 口あたり NAV (=1 口あたり純資産 + 1 口あたり含み損益)。NAV とは、Net Asset Value の略。
- ・ 自己資本利益率 (ROE) : 当期純利益 [年額ベース] / 純資産額。ROE とは、Return On Equity の略。

以上、別途記載のない限り、以下の図表においても同じ。

資料 : 各投資法人の決算短信、Japan REIT HP (アイビー総研(株)・Prop Tech plus(株))、不動産証券化協会 HP : Jリート銘柄情報より作成。

(1) 投資法人に係る指標値と有利子負債比率

それでは、どのような投資法人で有利子負債比率が高くなる (あるいは低くなる) といった傾向は見出せるであろうか。まず、投資法人の規模や収益性などに係る指標をいくつか取り上げ、有利子負債比率との相関係数を試算してみた (表 1)。1. は投資法人の継続性、2~4. は投資法人の規模、5~7. は保有不動産の属性、8~10. は投資口の収益性に係る指標であるが、結果的にはいずれの指標も有利子負債比率の間で明らかな傾向は見出すこ

とはできなかった。あえていえば、物件数と自己資本利益率 (ROE) について弱い正の相関がみとれる程度であるが、ROE については、借入金や投資法人債を増やせばその分投資口発行額は少なくて済み純資産額は少なくなって、投資口当たりの利益は増えるはずであるから、ある程度相関するのは当たり前ともいえる。なお、物件数については、(2) を参照のこと。

参考までに、有利子負債比率と ROE との分布を示す散布図を掲載する (図 2)。有利子負債比率が

高い投資法人ほどROEも高めとなる傾向はやや不明瞭ながらも見てとれる。ちなみに、ROEが3%台の2法人は、いずれもホテル系の投資法人である。コロナ禍による急激な稼働率の低下により、変動賃料部分に係る収入が急減し（場合によっては固定賃料部分も減少し）、利益が大きく失われたことが要因とみられる。ただし、1年前はホテル系投資法人5法人のうち4法人がROE 3%台以下であり、最もROEの低い投資法人で1%程度であったことからすると⁷、かなり収益力が回復してきたともいえる。

(2) 保有資産の用途タイプと有利子負債比率

投資法人は、取得・運用する不動産の用途によっていくつかのタイプに分けられる。明確な基準があるわけではないが、ここではオフィス系、住宅系、商業施設系、物流施設系、ホテル系、総合型の6つのタイプに分けることとする。なお、本来であればヘルスケア施設系もタイプに加えるべきであろうが、ヘルスケア施設系の投資法人は、住宅系の投資法人による吸収合併が相次ぎ、現時点では1法人のみとなっているため、ここでの分析対象からは除外することとする。

図3は、投資法人の用途タイプ別でみた有利子負債比率の分布を示したものである。まず目立つのは、住宅系投資法人の有利子負債比率が高いレベルに固まっていることである。この要因として考えられるのが、共同住宅の資産としての特性である。共同住宅のエンドテナントは、ほとんどが個人であるから、オフィスや商業施設、物流施設にあるような大口テナントの退去により賃貸収入が急減するといった事態は生じない。すなわち空室リスクが他の用途に比べ低いことになる。また、住宅は個人の生活の本拠であるから、経済状況による賃借需要の低下、テナントの経営不振による賃料収入の減少・途絶といった事態も生じにくい。ホテルや大型商業施設などでみられたように、コロナ禍でテナントが事実上の休業状態に陥るとい

ったことは想定されない。さらに、全般的な傾向として共同住宅については、他の用途に比べて1物件当たりの価額が低く、物件数が多い。したがって、個々の物件が有する固有リスクについても、比較的分散が図られていることになる。これらの点は、資金の貸し手からみれば、収益が安定しており債務履行に係る信用度が高いことを意味しており、住宅系投資法人の有利子負債比率が高いのは、貸し手側の資金提供需要が相対的に大きいことによるのではないかと考える。なお、(1)において有利子負債比率と物件数との相関性が比較的高いことを示したが、これは住宅系投資法人については保有物件数が相対的に多いことに起因する（つまり物件数の多さに起因するというよりも、共同住宅という資産の特性に起因する）ものと考えられる。

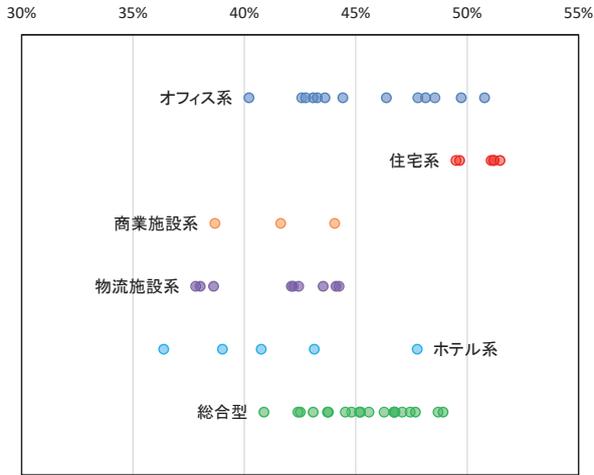
他方、商業施設系投資法人と物流施設系投資法人については有利子負債比率が低めとなっている。住宅系投資法人の場合とは逆に、大口テナントが多いことから空室リスクが大きく、経済状況の影響も受けやすい（特に商業施設）ことから賃料収入の減少リスクも大きい。1物件当たりの価額が大きいことから個々の物件の固有リスクも高い。このような背景から、貸し手側も資金の供給により慎重となるといった事情も働いているのではないかと考える⁸。

ホテル系投資法人については、有利子負債比率の分布の幅が非常に広がっている。投資法人数が少ないのであくまで推察であるが、有利子負債比率の低い投資法人は、観光・リゾート地の高級旅館など収益性の判断が難しい物件の組入れが目立つのに対して、有利子負債比率の高い投資法人

⁷ 前掲拙稿「J-REITにみる不動産投資ビークルにおける有利子負債の位置づけ（前編）」p3。

⁸ なお、物流施設系投資法人については、有利子負債比率の低さを主としてこれらの要因で説明するのは難しいと考える。経済状況による賃料減収リスクは商業施設やホテルほど大きくないと考えられるほか、個別物件の固有リスクも、建物を大口テナントに合わせた独自仕様とすることにより汎用性が低くなることが多い商業施設ほどは高くないと考える。資金力の豊富なスポンサーを有する投資法人が多いこと、急速な物件取得ペースに借り手側の資金供給が追い付かなかったことといった要因もあるのではないかと。

図3. 投資法人の用途タイプ別に見た有利子負債比率（LTV）の分布



注) 対象投資法人は、2024年3月末現在で上場している58法人。

オフィス系、住宅系、商業施設系、物流施設系、ホテル系とは、それぞれオフィス、共同住宅、商業施設、物流施設、ホテル・旅館に係る2023年末現在での保有不動産に占める取得価額ベースでの割合が70%を超える投資法人をいう。総合型は、これらの用途がいずれも70%に満たない投資法人をいう。

ヘルスケア&メディカル投資法人と産業ファンド投資法人は、これらの用途以外の用途の割合が過半を占めるため、いわゆる総合型には当たらないことから、対象から除いている。

資料：各投資法人の決算短信、プレスリリース資料、有価証券届出書より作成。

は、大都市部のビジネスホテルなど管理コストが低く安定した収益の見込める物件が主であり⁹、このあたりのリスクの違いが有利子負債比率の高低につながったのではないかと考える。

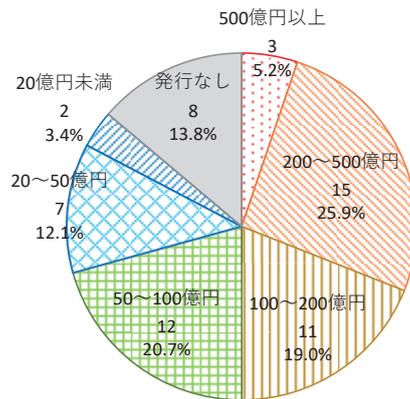
4. 有利子負債における投資法人債のウエイト・位置づけ

J-REITの有利子負債としては、主として銀行等からの借入金と投資法人債とに分かれる。そこで、以下では有利子負債に占める投資法人債のウエイト等について考察することとする。

(1) 投資法人債の発行額

まず、投資法人債の発行額について概観してみる。図4は、2023年12月末現在での上場不動産投資法人58法人について、投資法人債の発行額の分布を示したものである。58法人中50法人で投資法人債が発行されている。発行額は投資法人によりかなりばらつきがあるが（ちなみに、発行額が最も多いのは、日本都市ファンド投資法人の615億円）、発行額0の投資法人も含めての平均発

図4. J-REITにおける投資法人債発行額の分布



注) 2024年3月末現在のの上場不動産投資法人58法人について、2023年下半期中最新の決算数値により分類している。

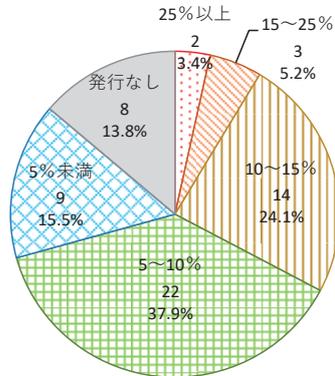
資料：各投資法人の決算短信より作成。

行額は、約165億円となる。なお、資本金10億円以上の企業（金融業、保険業を除く。）の社債発行額の平均は約240億円であり¹⁰、J-REITでも概ね大手企業並みに債券による資金調達を行っている

⁹ 併せて、ホテル系の中で最も有利子負債比率の高い投資法人は、共同住宅の割合も取得価額ベースで1割、物件数ベースでは3割ほどあり、この点もリスク管理面で評価されたものと考え。なお、他のホテル系投資法人は、ホテル・旅館の割合がほぼ100%であったが、2023年に入って1法人が共同住宅も投資対象に組み入れた。

¹⁰ 法人企業統計調査（令和5年10～12月期）（財務省）による。なお、資本金10億円以上の企業を挙げたのは、同調査において最も規模の大きい企業区分に当たるからであるが、資本金10億円以上の企業（金融業、保険業を除く。）の数は4755社、上場企業数は2023年末で3933社であるから、ほぼ上場企業並みの企業の特徴を示すものと考え。

図5. J-REITにおける有利子負債額に占める投資法人債発行額の比率の分布



注) 2024年3月末現在の上場不動産投資法人58法人について、2023年下半期中の最新の決算数値により算出している。

有利子負債額に占める投資法人債発行額の比率は、貸借対照表上の短期借入金、長期借入金（1年内返済予定のものを含む。）、投資法人債（1年内償還予定のものを含む。）の合計額に占める投資法人債（1年内償還予定のものを含む。）の割合をいう。

資料：各投資法人の決算短信より作成。

ことになる。

ちなみに、近年の投資法人債発行の特色として、グリーンボンド等SDGs・ESG指向の投資法人債の発行額が増えていることが挙げられる。2019年以降グリーンボンド等の発行額がそれ以外の投資法人債発行額を上回っており¹¹、2022年は投資法人債発行額の82%、2023年はやや減少したものの65%をグリーンボンド等が占めるに至っている¹²。

(2) 有利子負債に占める投資法人債の比率

次に、有利子負債全体に占める投資法人債の比率についてみていく。図5は、2023年12月末現在での上場不動産投資法人58法人について、有利子負債の額に占める投資法人債の発行額の割合の分布を示したものである。投資法人債の割合も投資法人によりかなりばらつきがある（ちなみに、割合が最も高いのは、ジャパンエクセレント投資法人の29.5%）。J-REITの有利子負債全体の額に占める投資法人債の発行額の割合は、9.7%、発行額0の投資法人も含めての各投資法人の有利子負債額に占める投資法人債発行額の割合の平均は、8.2%である。なお、資本金10億円以上の企業（金融業、保険業を除く。）の有利子負債に占める社債

発行額比率は29.6%であり¹³、大手企業と比較するとJ-REITの方が債券による資金調達比率において低いことになる。一般企業と比較すれば、J-REITの方が保有資産の評価額が明確であり、保有不動産の賃貸料を主たる収入とする点で収益性に対する評価もしやすく、金融機関等の融資を受けやすいことから、債券による資金調達を行う必要性が低いことも一因と考えられる。

(3) 投資法人に係る指標値と投資法人債比率

それでは、どのような投資法人で投資法人債比率が高くなるといった傾向は見出せるのであろうか。まず、3.(1)でも取り上げた投資法人に係る指標と有利子負債比率について、投資法人債比率との相関係数を試算してみた（表2）。

投資法人上場期間との相関が比較的高いが、これは上場から年月が経過するほど資金調達先・手法の多様化を図ろうとすることを示しており、ある意味自然な傾向であると考えられる。含み損益率との相関が比較的高いのは、含み益の大きな投資法人の方が財務の安定性に勝り投資法人債を発行しやすいという面もあろうが、むしろ上場後年月を経過した投資法人ほど長期保有する不動産の割合が増え、不動産価格の上昇に伴う含み益が増加することから、結果的に相関性が高まったという側面も大きいと考えられる。なお、投資法人債

¹¹ 堀明希子「J-REITで加速する気候変動リスクへの対応」(2021年9月 三井住友トラスト基礎研究所 HP) (https://www.smtri.jp/report_column/report/pdf/report_20210910_2.pdf) p4。

¹² 各投資法人のプレスリリース資料より集計。グリーンボンド等には、グリーンボンドのほか、サステナビリティボンド、ソーシャルボンドを含む。

¹³ 法人企業統計調査(令和5年10~12月期)(財務省)による。短期借入金、長期借入金、社債の合計額に占める社債の額の割合を示している。

表2. 投資法人に係る各種指標と投資法人債比率との相関係数

1.投資法人上場期間	0.42
2.時価総額	0.31
3.資産規模	0.29
4.物件数	0.08
5.物件当たり価額	0.28
6.NOI利回り	-0.11
7.含み損益率	0.38
8.分配金利回り	-0.20
9.NAV倍率	-0.14
10.自己資本利益率(ROE)	0.12
11.有利子負債比率	-0.10

注) 上場不動産投資法人の有利子負債に占める投資法人債の比率と 1～11 の各指標との間の相関係数を示したもの。

対象投資法人は、2023 年 12 月末現在で上場している 58 法人 (図 6・7 も同じ)。

投資法人債比率の算出手法は、図 5 と同じ。

有利子負債比率 (LTV) は、2023 年下半期内の決算日 (決算期間が 1 年の投資法人は中間決算日を含む。) の数値。

その他各指標値 (当該指標値算出に用いる数値を含む。) は、2024 年 3 月末現在の数値。ただし、決算に係る指標については、2024 年 3 月末現在で把握できるもっとも最近の数値であり、最新で 12 月期決算の数値となる。

各指標の定義等については、表 1 の注を参照。

資料：各投資法人の決算短信、Japan REIT HP、不動産証券化協会 HP：Jリート銘柄情報より作成 (図 6 も同じ)。

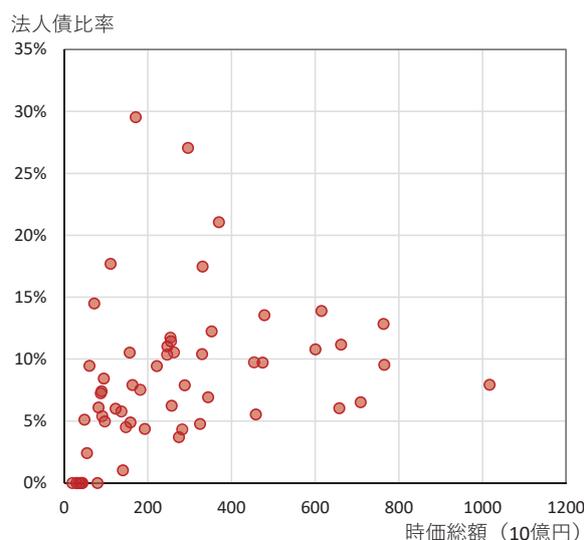
の発行のない投資法人は、いずれも 2016 年以降に上場した比較的新しい投資法人であり、このことから上場後しばらくは投資法人債による資金調達を控える傾向がみとれる。時価総額や資産規模とも弱い相関がみとれるが、これは規模の大きな投資法人の方が、一般的には投資家の信頼度が高く、投資法人債を発行しやすいことによるものと考えられる。なお、有利子負債比率との間では、まったく相関性がみとれない。有利子負債を増やそうとするほど投資法人債の発行を指向するといった傾向は存しないことになる。

参考までに投資法人の投資口時価総額と投資法人債比率との分布を示す散布図を示す (図 6)。時価総額 5000 億円程度までは、時価総額が大きいほど有利子負債に占める投資法人債の比率が高くなる傾向がみとれる。ただ、これより時価総額が大きくなると、投資法人債比率は投資法人によってまちまちとなる。また、特に投資法人債比率の高い投資法人は、時価総額 1000 億円から 3000 億円あたりに位置している。なお、有利子負債比率とは異なり、投資法人の用途タイプによる分布傾向の差異を見出すことはできない。

(4) 格付と投資法人債比率

投資法人債も有価証券であるから (金融商品取引法第 2 条第 1 項第 11 号)、その発行主体には相応の信用力が求められる。この信用力を表象した

図6. 投資口時価総額と投資法人債比率の分布



ものが格付であり、格付機関が発行体の債務支払能力を評価し、その信用力を指標化したものである。上場不動産投資法人の多くも、この格付を取得しているが、格付が高いほど投資法人債を発行しやすくなるはずである。そこで、各投資法人が取得した格付と投資法人債比率との比較を試みてみた (図 7)。

格付 AA から A+までについては、最も分布が集中している領域の投資法人債比率が徐々に低下しているように見えるが、AA-やA+でもかなり投資法人債比率の高い投資法人も複数みられる。A・A-になると投資法人債比率が 10%を超える投資法

図7. 投資法人の発行体格付別にみた投資法人債比率の分布



注) 格付は、2024年3月末現在のJCR（日本格付研究所）の長期発行体格付による。ただし、日本アコモデーションファンド投資法人については、JCRの格付を取得しておらず、R&I（格付投資情報センター）とS&Pの格付を取得していることから、JCRとR&Iの格付を取得している他の投資法人のJCRの格付から、相当する格付を推定している。

AAは、「債務履行の確実性は非常に高い」、Aは、「債務履行の確実性は高い」を意味し、各格付記号の同一等級内での相対的位置を示すものとして、プラス(+)若しくはマイナス(-)の符号による区分が付けられている。

資料:各投資法人の決算短信、HP上の格付情報より作成。

人はみられなくなる。やはり、格付と投資法人債比率との間にはなにかしらの関連はありそうである。ちなみに、2023年下半期にはみられないもの、格付なしの投資法人にも投資法人債の発行実績はある。これはスポンサー会社を割当先とした私募債であり¹⁴、公募債ほどの信用力は求められない。

5. 有利子負債の属性の違い

(1) 長期・短期、固定金利・変動金利

有利子負債の基本的属性として、借入・償還期間が長期であるか短期であるか、及び利息が固定金利であるか変動金利であるかが挙げられる¹⁵。なお、一般に長期債務とは、借入・償還期間が1年超の債務をいうが、実際には期間が数年から十数年にわたる借入等も多数行われている。ちなみに、4.で取り上げた投資法人債は、長期・固定金利の債務として位置づけられることになる¹⁶。

長期か短期か、固定金利か変動金利かは、金融市場の動向等にも左右されるため、一概にどちらが望ましいと断言することはできない。ただ、長期・固定金利のタイプの方が、将来的な支出時期や額を確実に予測可能であることから、財務の安定性には資することになる。このあたりの方針は各投資法人によって差があるようであり、長期・固定金利での資金調達を基本とする旨を明確に打ち出している投資法人がある一方、資金調達の機動性と財務の安定性のバランス等に配慮して金利形態や借入期間等を設定するとして特に長期固定金利重視を打ち出していない投資法人も存する。仮に前者を長期・固定金利重視型、後者をバランス重視型と称すると、2023年12月末現在上場の58法人のうち、長期・固定金利重視型が36法人、バランス重視型が22法人となっている¹⁷。

それでは、投資法人の有する実際の有利子負債においては、長期・短期、固定金利・変動金利はどのような分布を示しているのか。図8は、2023年12月末現在上場の58法人について、有利子負債に占める長期債務の割合の分布を示したもので

¹⁴ いちごホテルリート投資法人がスポンサー会社であるいちご株式会社を割当先として発行した劣後特約付・適格機関投資家限定の投資法人債である。なお、本投資法人以外の投資法人債発行投資法人は、一般募集の投資法人債（公募債）の発行実績を有している。

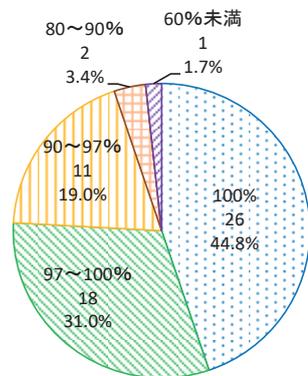
¹⁵ 有利子負債の基本的属性として挙げられる要素には、担保・保証の有無もあるが、現在上場している58法人については、2023年末現在で、1法人を除き、有利子負債はすべて無担保・無保証となっている。なお、有利子負債に係る担保の有無については、7.(3)・8.(5)にて改めて取り上げる。

¹⁶ 償還期間1年未満の短期投資法人債の発行も制度上

可能ではあるが(投資信託及び投資法人に関する法律第139条の12・第139条の13)、2011年以降では短期投資法人債の発行実績はないようである(各投資法人の有価証券報告書の記載による。)

¹⁷ 2023年下半期中の各投資法人の決算説明会資料、資産運用報告、有価証券報告書の記載による。

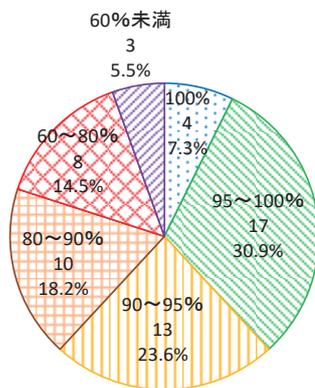
図8. 投資法人における有利子負債に占める長期債務の割合の分布



注) 対象は、2024年3月末現在上場の不動産投資法人58法人。
 ここでの長期債務とは、約定時の借入期間、発行時の償還期間が1年超で調達した有利子負債（1年内返済予定の長期借入金、1年内償還予定の投資法人債を含む。）をいう。
 長期債務割合60~80%の投資法人は存しない。

資料：各投資法人の決算短信、有価証券報告書、決算説明資料、資産運用報告より作成（図9~13も同じ。）。

図9. 投資法人における有利子負債に占める長期・固定金利債務の割合の分布



注) 対象は、2024年3月末現在上場の不動産投資法人58法人のうち、2023年下半年の決算説明資料・資産運用報告・有価証券報告書で有利子負債に占める長期・固定金利債務の割合を示している55法人。

ここでの長期・固定金利債務とは、有利子負債残高に対する約定時の借入期間、発行時の償還期間が1年超の固定金利で調達した有利子負債（1年内返済予定の長期借入金、1年内償還予定の投資法人債を含む。）をいう。

ある。半数近くの投資法人では、有利子負債のすべてが長期債務となっている。長期債務の比率が90%台後半の投資法人（49法人）における短期債務は一時的なものと考えられることから、8割超の投資法人ではほぼ有利子負債の長期債務化が達成されているものと判断できる。なお、長期債務の割合が40%以下の投資法人は存しない。ちなみに、長期債務比率90%未満の3法人のうち、2法人はホテル系の投資法人であり、新型コロナウイルス感染拡大に伴う宿泊施設運用不振により、短期の借入を行ったことによる影響が残っているものと考えられる¹⁸。

¹⁸ この2法人ともにコロナ禍前2019年の決算では、長期債務比率が99%超となっており（うち1法人は100%）、コロナ禍により財務状況が急激に悪化したことが窺える。なお、詳細は、8. (3) 参照。

なお、上記の長期債務の中には変動金利のものも含まれている。そこで、さらに長期・固定金利の債務がどの程度の割合を占めているかを調べていく。図9は、本年12月末現在上場の58法人のうち、有利子負債に占める長期・固定金利の債務の割合を明らかにしている55法人について、その分布を示したものである。6割強の投資法人において、長期・固定金利債務が9割超となっており、有利子負債の長期・固定金利化が相当程度進んでいるものと推察される。図8とは異なり、特定の用途タイプにおいて長期・固定金利債務の割合が低いといった状況はみられない。なお、長期・固定金利債務比率が60%未満の投資法人の当該比率は高い順に46%、24%、14%となっており、首都圏・近畿圏以外の保有物件が多い投資法人が並んでいる。

(2) 長期有利子負債の残存年数

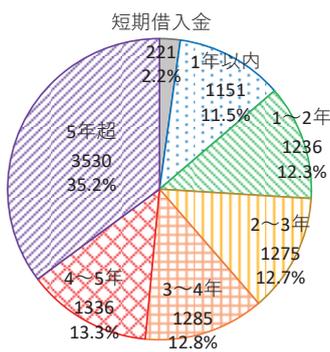
既述のとおり、長期債務とは、借入・償還期間が1年超の債務をいうが、当然長期債務の中にも借入・償還期間の長短が存する。そして、借入・償還期間が長いほど借換リスクが小さくなり、財務の安定性には資することになる。図10は、2023年下半期に決算日を迎えた59法人の有する有利子負債について、残存年数別に総額とその割合を示したものである。長期債務のうち、1年以内から4～5年まではほぼ同じ割合となっており、投資法人が返済・償還時期を分散させている様子がみてとれる。また、残存年数5年超が全体の4割近くを占めており、長期債務の中でも返済・償還期間のさらなる長期化がかなり進んでいることがわかる。実際、投資法人による借入期間等は、10年が主流となっている。

ただし、返済・償還期間の長期化については、個々の投資法人によってかなり異なった様相を示している。図11は、図10と同じ59法人の有する有利子負債について、残存年数5年超の有利子負債が有利子負債全体に占める割合の分布を示した

ものである。各投資法人における残存年数5年超が占める割合は、0%から60%弱までかなりばらついており（ちなみに、最も残存年数5年超の割合が高いのは、三井不動産ロジスティクスパーク投資法人の57.5%）、返済・償還期間の長期化の進捗度は投資法人によってかなり異なる。残存年数5年超の割合が0%の投資法人は、いずれも2015年以降に上場した比較的新しい投資法人であるが、先に挙げた最も残存年数5年超の割合が高い投資法人も2016年上場であり、上場期間が短いことが必ずしも有利子負債の長期化の抑制要因になるわけではない。

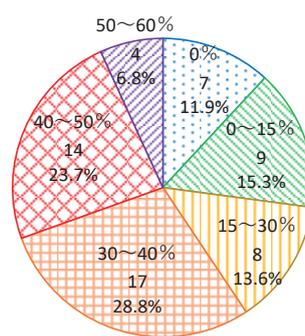
図12は、2023年下半期決算資料等で有利子負債の平均残存年数を公表している57法人について、平均残存年数の分布を示したものである。4～5年が約半数、2～4年が約4割を占めているが、5年以上、2年未満もそれぞれ複数法人存在し、投資法人によってかなりばらつきがある。ちなみに、最長は8.1年、最短は0.7年、平均は3.8年となっている。

図10. 投資法人の有利子負債の残存年数別の総額とその割合



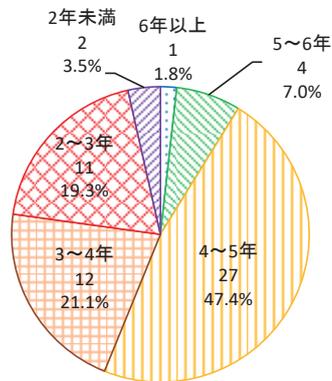
注) 対象は、2023年下半期に決算日を有した不動産投資法人59法人(図11、表3も同じ。) 2023年下半期中の各投資法人の決算期末日現在での有利子負債(短期借入金を含む。)の残存年数別の額(単位:10億円)と割合を示している。

図11. 投資法人における残存年数5年超の有利子負債の割合の分布



注) 2023年下半期の各投資法人の決算期末日現在での残存年数5年超の有利子負債の有利子負債全体に占める割合の分布を示している。

図12. 投資法人における有利子負債平均残存年数の分布



注) 2023 年下半期の各投資法人の決算資料等で有利子負債の平均残存年数を公表している 57 法人（ただし、1 法人のみ財務資料から独自に試算。）の当該年数の分布を示している。

有利子負債平均残存年数とは、決算期末日現在の有利子負債の残存年数を債務額に応じて加重平均した数値をいう。ただし、1 法人のみ 2023 年下半期の決算期末日現在ではなく、2024 年 2 月 26 日現在の数値となっている。

次に、投資法人の属性と有利子負債の長期化との間に何らかの傾向が見出せるかについて簡単な検証を試みる。まず、4. (3) でも取り上げた投資法人に係る指標について、5 年超有利子負債比率との相関係数を試算してみた（表 3）。明らかに強い相関がみられる指標は存しないが、有利子負債比率との相関係数（表 1）や投資法人債比率との相関係数（表 2）に比べると、相関性が強めの指標が目立つ。時価総額、資産規模、含み損益率と

の相関が比較的高いのは、これらの指標は経営・財務面での安定度を示しており、規模が大きく含み益が多いという点で金融機関からみた信頼性も高まり、返済期間の長いデットを供与しやすいことによるものと考えられる。分配金利回りとの間で負の相関がみられるのは、経営・財務面での安定度の高い投資法人は、投資口価格が相対的に高くなり、結果として分配金利回りは低下することによるものと考えられる。

表3. 投資法人に係る各種指標と5年超有利子負債比率との相関係数

1.投資法人上場期間	0.46
2.時価総額	0.50
3.資産規模	0.47
4.物件数	0.18
5.物件当たり価額	0.33
6.NOI利回り	-0.30
7.含み損益率	0.55
8.分配金利回り	-0.54
9.NAV倍率	-0.11
10.自己資本利益率(ROE)	0.06
11.有利子負債比率	-0.26

注) 上場不動産投資法人の有利子負債に占める残存年数 5 年超の債務の比率と 1~11 の各指標との間の相関係数を示したもの。

対象は、2024 年 3 月末現在上場の不動産投資法人 58 法人。

5 年超有利子負債比率の算出手法は、図 11 と同じ。

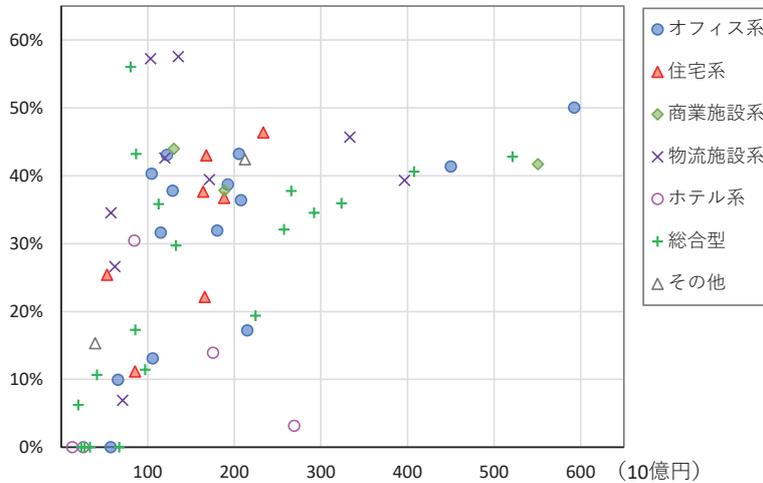
有利子負債比率 (LTV) は、2023 年下半期内の決算日（決算期間が 1 年の投資法人は中間決算日を含む。）の数値。

その他各指標値（当該指標値算出に用いる数値を含む。）は、2024 年 3 月末現在の数値。ただし、決算に係る指標については、2024 年 3 月末現在で把握できるもっとも最近の数値であり、最新で 12 月期決算の数値となる。

各指標の定義等については、表 1 の注を参照。

資料：各投資法人の有価証券報告書、Japan REIT HP、不動産証券化協会 HP：Jリート銘柄情報より作成。

図13. 有利子負債総額と残存年数5年超有利子負債の割合の分布（用途タイプ別）



注) 2023 年下半期内の各投資法人の決算期末日現在での有利子負債総額と残存年数 5 年超の有利子負債の割合との分布を示している。

投資法人の用途タイプの定義は、図 3 の注書参照。なお、「その他」は、同注書後段に記したいずれのタイプにも該当しない投資法人を意味する。

図 13 は、各投資法人の有利子負債総額と残存年数 5 年超の有利子負債の割合との分布について、投資法人の用途タイプ別に示したものである。不動産投資法人の場合、借入・起債による調達資金はもっぱら不動産取得の原資に充てられる（借換分に充てられることも多いが、借換対象の債務も遡れば不動産取得に充てられていたことが多い。）ことから、有利子負債総額は概ね投資法人の資産規模を示していると考えられる。投資法人の資産規模が大きくなるほど有利子負債の長期化も進む傾向がおぼろげながらみてとれるものの（相関係数は 0.50）、有利子負債総額が 1000 億円前後の比較的小規模な投資法人の中にも、かなり残存年数 5 年超有利子負債の割合が高い法人がみられる。用途別にみると、物流施設系投資法人で有利子負債の長期化が比較的進んでいるようである。一方、ホテル系投資法人では債務の長期化があまり進んでおらず、残存年数 5 年超の割合 0%の投資法人も複数みられる¹⁹。この傾向は (1) で触れた長期債務比率と同様であり、新型コロナウイルス感染拡大に伴う宿泊施設運用不振の影響も残っているものと考えられる。

6. 投資法人の有利子負債比率等の推移全般について

(1) 有利子負債・有利子負債比率の変動要因

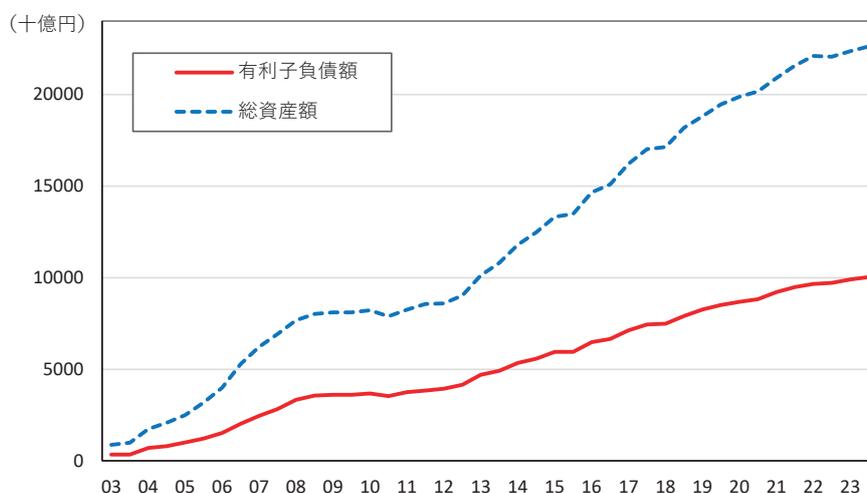
次に、投資法人の有利子負債比率等の変動について触れていく。まず有利子負債やその比率がどのような要因によって変動するかについて整理を試みる。

有利子負債額の増加要因となるのは、主に新規の借入と新たな投資法人債の発行である。逆に有利子負債額の減少要因となるのは、主として借入金の返済と投資法人債の償還である。なお、これら以外に過去に投資法人の有利子負債の大きな変動要因となったものとして、吸収合併がある。合併法人が被合併法人の資産・負債を包括的に引き継ぐことになるため、当然有利子負債額も増えることになるのである。

ただし、有利子負債額が変動したからといって有利子負債比率も同じように変動するとは限らないし、有利子負債額に変化がなくとも有利子負債比率が変動することもある。仮に新規の借入を行ったとしても、これに見合う分新投資口を発行すれば、有利子負債比率の変動を抑えることができる。また、新投資口の発行や投資口の買入消却を行えば、有利子負債額自体には変動がなくとも、有利子負債比率はそれぞれ低下又は上昇することになる。吸収合併の場合も、被合併法人の有利子

¹⁹ 図 13 ではわかりづらいが、有利子負債総額がそれぞれ約 250 億円、約 130 億円の投資法人が残存年数 5 年超の割合 0%となっている。

図14. J-REIT全体の有利子負債額と総資産額の推移（2003～2023年）



注) 有利子負債額、総資産額ともに J-REIT 全体の合計額。

各年上半期・下半期に上場していた投資法人すべてを対象としている。各期中途中で合併等により消滅した法人についても、当該期間に係る決算数値が公表されているものは含めている。

各投資法人の各年の上半期・下半期内の決算日時点での有利子負債額・総資産額を各年上半期・下半期の有利子負債額として用いている。したがって、投資法人間で最大5カ月の時点のずれが生じることになる。

決算期間が1年の投資法人（1法人のみ）については、本決算に加え中間決算の数値を用いている。

決算期の変更により該当する数値が存しない場合には、算出対象から除いている。

資料：各投資法人の決算短信及び有価証券報告書より作成（図15～18も同じ。）。

負債比率の方が低ければ有利子負債比率は低下するし、逆に高ければ有利子負債比率は上昇することになる。

さて、有利子負債額を減少させるためには、そのための返済・償還資金が必要となる。不動産投資法人の場合、その仕組み上利益の留保は極めて限られていることから²⁰、返済・償還資金の原資としては、新投資口の発行対価か資産（不動産）の売却収入を充てることになる。このうち、資産の売却収入を借入金返済等に充てるというのは、保有資産の縮減を意味することになり、多くの投

資法人が標榜している外部成長の推進と矛盾することになる。新投資口の発行も、この場合は外部成長を伴わないことから、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となり得る。したがって、有利子負債額を大きく減少させるという行為は、市場環境等によりリファイナンスが困難といった非常事態にある場合になされることになる。

(2) 有利子負債額等の推移

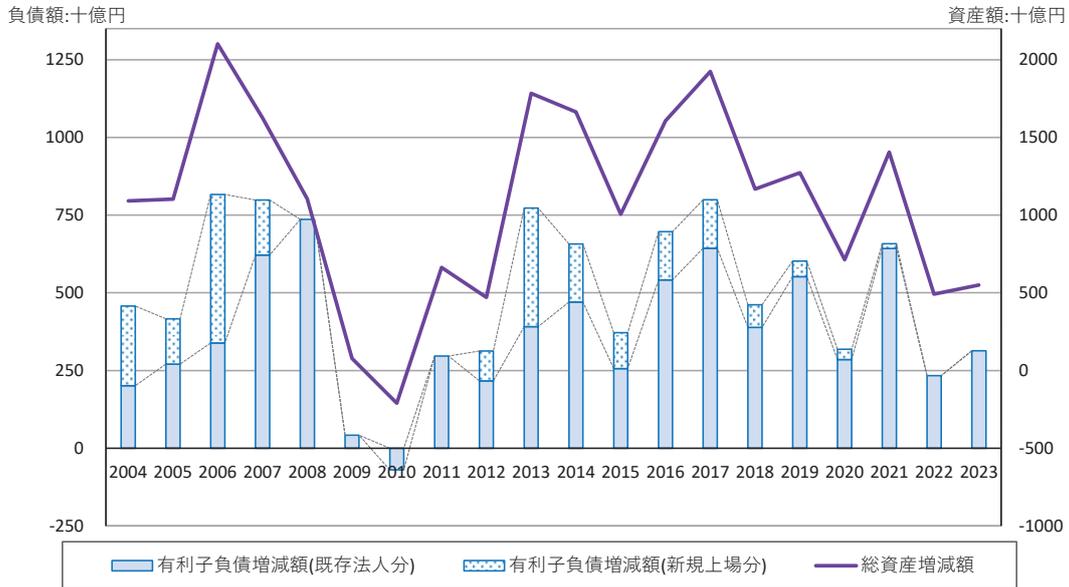
①有利子負債額の推移

まずは、有利子負債額自体の推移について、総資産額との比較でみていく。図14は、2003年以降の J-REIT 全体の有利子負債額と総資産額の推移を示したものである。2003年は東証 REIT 指数の算出が開始された年であり、また12月には上場投資法人数が二桁となった年でもあり、J-REIT が投資市場としての体裁を整えた時期ともいえる。

当然のことではあるが、J-REIT が資産（ほとんどが不動産）の保有を増やすのに応じて、有利子

²⁰ 不動産投資法人においては、不動産投資法人が支払う分配金について当該事業年度の所得の金額の計算上損金算入する特例が認められており、これにより投資主への分配前の利益に対する法人税等負担が不動産投資法人には生じないこととなる。この損金算入の特例の適用要件の一つとして、当該事業年度に係る配当等の支払額が、当該事業年度の配当可能利益の額の100分の90を超えていることがある。すなわち、もし不動産投資法人が利益の1割以上を留保してしまえば、投資法人自体に課税されてしまい、導管性が確保できなくなるのである。

図15. J-REIT全体の有利子負債額と総資産額に係る各年の前年からの増減額の推移（2004～2023年）



注) 有利子負債額、総資産額ともに各年の J-REIT 全体の合計額の前年からの増減額を示している。
 各年に上場していた投資法人すべてを対象としている。各年途中で合併等により消滅した法人についても、当該年に係る決算数値が公表されているものは含めている。
 各投資法人の各年の下半期内の決算日時点での有利子負債額・総資産額を各年の数値として用いている。したがって、投資法人間で最大 5 カ月の時点のずれが生じることになる。
 有利子負債増減額については、新規上場（新設合併によるものを除く。）に伴う増加分と既存法人の増減分とに分けて示している。新規上場に伴う増加分は、新規上場後最初の決算期の有利子負債額としている。したがって、上半期に新規上場した場合は、上半期の有利子負債額は新規上場分として、上半期から下半期への増減分は既存法人分として計上されることになる。ただし、新規上場後最初の決算期において不動産取得が未了であった場合（本格的資産運用前であった場合）には、当該決算期の数値は用いず、次の決算期の数値を新規上場分として計上している。

負債も増加させていることがわかる。2008 年のリーマンショック以降の世界金融危機により数年間横ばいの続いた時期があるが、この時期を除くと有利子負債額、総資産額ともに増加傾向にある。ただ、ここ 2～3 年ほどやや増加傾向が鈍っているようにも見える。これは、金利先高観や不動産価格の上昇を背景にして J-REIT の物件取得が低調となっていることで、総資産額の増加傾向が鈍り、一方で物件売却には減少傾向が見られないこともあり²¹、したがって、新たな資金調達が必要額が減って有利子負債額増加傾向も鈍っているものと

考えられる。

図 14 では、各年の有利子負債等の増減実態がわかりにくいことから、各年の増減額についても示す。図 15 は、有利子負債額と総資産額について、各年の前年と比べての増減額を示したものである。有利子負債額については、投資法人の新規上場に伴うものとそれ以外とに分けて示している。

有利子負債額、総資産額ともに、リーマンショック以降の世界金融危機により 2009・2010 年の増減額が低く、特に 2010 年は唯一前年比マイナスとなっている。この時期を除くと、年による高低はあるものの毎年着実に有利子負債額、総資産額ともに増やしていることがわかる。ここ 10 年ほどの傾向としては、新規上場分による有利子負債額の増加分が減少・消失し、さらに既存法人による有

²¹ 拙稿「J-REIT における不動産投資の動向～2023 年の状況」（土地総研リサーチ・メモ 2024 年 3 月 1 日 https://www.lij.jp/news/research_memo/20240229_1.pdf) p4 参照。

利子負債の増加分も減ってきている。やはり、金利先高観や不動産価格の上昇を背景にして、J-REIT の物件取得が低調となっていることの表れであろう。

②投資法人の用途タイプ別でみた有利子負債額の推移

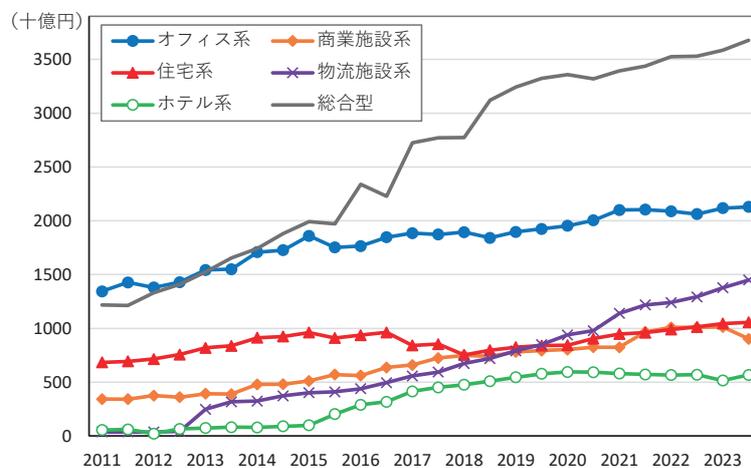
次に、投資法人を用途タイプで分類したうえで、それぞれのタイプ別の有利子負債額の推移についてみていく（図16）。

いずれの用途タイプも概ね有利子負債額は増加傾向にある。2016年から2018年にかけて住宅系投資法人の有利子負債額が減少傾向にあるのは、有利子負債を大きく減らしたわけではなく、この時期に複数の住宅系投資法人が合併により消滅したことによる（逆に、これにより総合型投資法人の有利子負債は増えている。）。2014年頃まではオ

フィス系投資法人と総合型投資法人とは同じようなペースで有利子負債を増やしていたが、その後総合型投資法人の有利子負債額がオフィス系投資法人のそれを大きく上回るようになる。これも、2015年以降総合型投資法人の新規上場が相次いだのに対し、オフィス系投資法人の新規上場は1法人のみであった（加えてオフィス系投資法人1法人の上場廃止もあった）ことによるものである。同じく新規上場が相次いだ物流施設系投資法人の有利子負債額増加ペースも目立っている。

ただし、このような用途タイプによる有利子負債額やその増加ペースの違いを、用途の特性と紐づけることは困難である。この点では、その高低を用途タイプの特性の違いからある程度説明可能である有利子負債比率とは異なることになる（3.（2）、8.（1）参照。）。

図16. 投資法人の用途タイプ別の有利子負債額の推移（2011～2023年）



注) 投資法人の用途タイプの定義等は、図3の注書参照。

対象投資法人は、各用途タイプに該当する投資法人で、2011年時点で上場していた投資法人とその後新規上場した投資法人すべて。既に合併等により消滅した投資法人を含む。

合併や投資方針の変更などにより、用途が変化した場合には、当該変化のあったと認められる決算期以降の分類を変更している。したがって、例えば投資方針の変更により住宅系からホテル系へ用途タイプが徐々に変化した場合では、住宅系→総合型→ホテル系といった形で分類を変えている。

有利子負債額の算出手法は、図14と同じ。

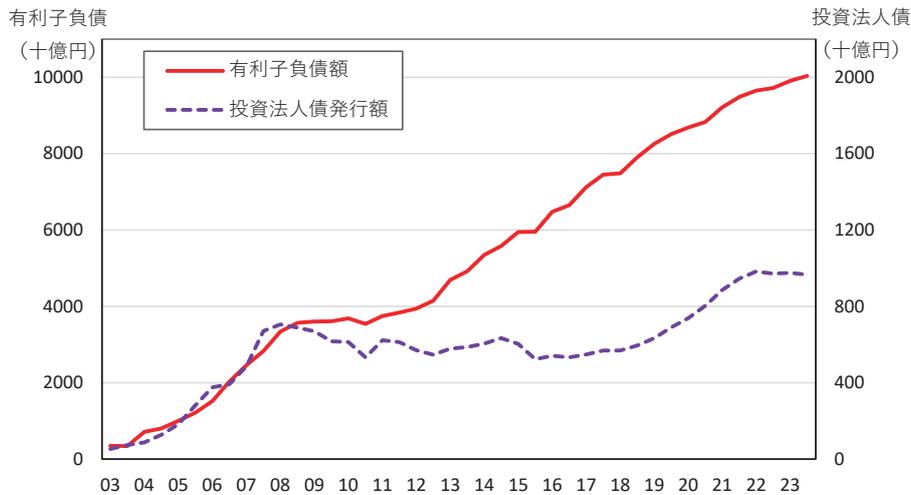
③投資法人債発行額の推移

次に、投資法人債発行額についてみていく。図17は、2003年以降のJ-REIT全体の投資法人債発行額の推移を有利負債額と比較して示したものである。

リーマンショックの前、2008年上半期までは投資法人債発行額も有利負債額全体とほぼ同じペース増加してきた。その後のリーマンショック・世界金融危機により、投資法人債発行額と有利負債額のいずれも横ばいないし減少傾向になるわけであるが、有利負債額は2012年頃から増加傾向に転じるのに対して、投資法人債発行額は2018年頃まで横ばいないし減少気味の傾向が続く。金融危機に伴う信用不安の影響は、借入よりも投資法人債発行により影響を及ぼしたことになる。ま

た、2013年以降の有利負債額の増加は、投資法人の新規上場によるところも大きいものの（図15参照。）、新規上場後しばらくは投資法人債発行を控える傾向にあること（4.（3）参照。）も投資法人債発行額が伸びなかった要因の一つといえよう。2019年頃から投資法人債発行額が増加傾向に転じるが、これは2013年頃から相次いだ新規上場投資法人が投資法人債発行に動き出したことによるものと考えられる（（3）②参照。）。なお、ここ1～2年再び投資法人債発行額が横ばいとなっているが、これもJ-REITの物件取得が低調となっていること（必要な新規資金調達額が少なければ、あえて投資法人債発行によることもない）によるのではないかと考える。

図17. J-REIT全体の投資法人債発行額と有利負債額の推移（2003～2023年）



注) 投資法人債発行額、有利負債額ともにJ-REIT全体の合計額。

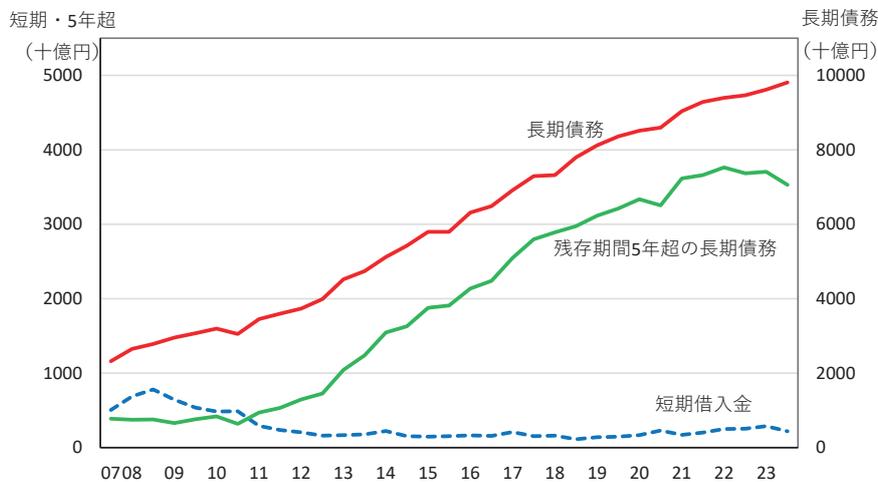
各年上半期・下半期に上場していた投資法人すべてを対象としている。各期中途中で合併等により消滅した法人についても、当該期間に係る決算数値が公表されているものは含めている。

各投資法人の各年の上半期・下半期内の決算日時点での投資法人債発行額・有利負債額を各年上半期・下半期の額として用いている。したがって、投資法人間で最大5カ月の時点のずれが生じることになる。

決算期間が1年の投資法人（1法人のみ）については、本決算に加え中間決算の数値を用いている。

決算期の変更により該当する数値が存しない場合には、算出対象から除いている。

図18. J-REIT全体の短期借入金、長期債務と残存期間5年超の債務の額の推移（2007～2023年）



注) 短期借入金の額、長期債務の額ともに J-REIT 全体の合計額。

各年上半期・下半期に上場していた投資法人すべてを対象としている。各期中途中で合併等により消滅した法人についても、当該期間に係る決算数値が公表されているものは含めている。

各投資法人の各年の上半期・下半期内の決算日時点での短期借入金の額・長期債務の額を各年上半期・下半期の額として用いている。したがって、投資法人間で最大5カ月の時点のずれが生じることになる。

決算期間が1年の投資法人(1法人のみ)については、本決算に加え中間決算の数値を用いている。

決算期の変更により該当する数値が存しない場合には、算出対象から除いている。

短期投資法人債に係る有利子負債額は、短期借入金に含めている。

④長期債務・短期借入金の推移

最後に、債務返済期間の長短に着目し、短期借入金の額と長期債務の額の推移についてみていく。図18は、短期借入金の額、長期債務額とそのうち残存期間5年超の債務の額について、リーマンショック前2007年下半年以降の推移を示したものである。短期借入金の額は、リーマンショック発生時(2008年下半年)に増加したが、その後減少傾向となり、2013年頃からほぼ横ばいとなっている。ただし、2021・22年頃には、コロナ禍の影響によりやや増加している。長期債務はほぼ右肩上がり増加しているが、ここ2年ほどやや伸びが鈍化しているように見える。残存期間5年超の債務については、ここ3年程横ばいで2023年下半年にはかなり減少している。このところ(借換ではなく)新たな借入や投資法人債発行が減っており(図15・17参照)、これにより残存期間5年を切る有利子負債分を新たな5年超の有利子負債で補填し切れていないことによるものと考えられる。

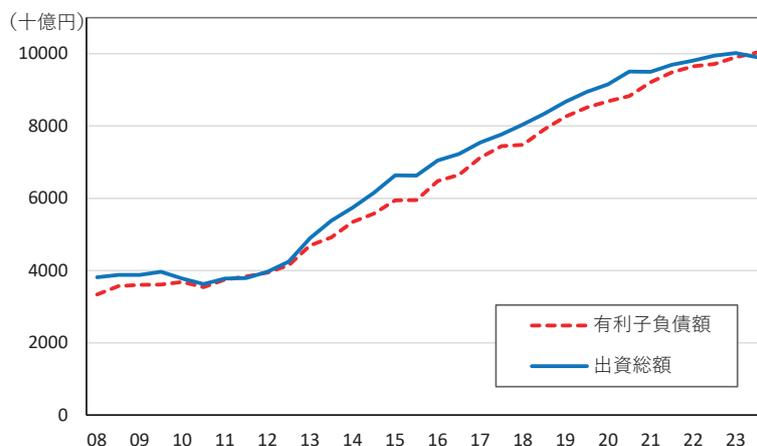
⑤有利子負債額と出資総額との比較

不動産投資法人の主たる資金調達手法としては、借入・投資法人債発行と投資口の発行がある。そこで、最後に有利子負債額と投資口発行済額の推移を比較してみることにする。図19は、J-REIT全体の有利子負債額と出資総額について、2008年以降の推移を示したものである。なお、投資法人間の吸収合併の際に被合併法人(消滅法人)の出資総額は合併後の投資法人の出資総額に含めないのが通例であることから²²、出資総額は、実際に投資口発行により調達・留保している額²³よりも若干少なくなることには留意する必要がある。

²² 被合併法人の出資総額相当額は、主に出資剰余金として処理されることが多い。

²³ 投資口発行により調達した額から自己投資口の取得・消却などにより投資家に償還された額や合併以外により上場廃止となった投資法人の出資総額相当額を差し引いた額。

図19. J-REIT全体の有利子負債額と出資総額の推移（2008～2023年）



注) 投資法人債発行額、出資総額ともに J-REIT 全体の合計額。

各年上半期・下半期に上場していた投資法人すべてを対象としている。各期中で合併等により消滅した法人についても、当該期間に係る決算数値が公表されているものは含めている。

有利子負債額の算出手法は、図 15 と同じ。

出資総額は各年 6 月末・12 月末現在の出資総額。

資料：各投資法人の決算短信・有価証券報告書、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（(一社)投資信託協会）より作成。

有利子負債額と出資総額とは、同程度のボリュームでよく似た変化を示しているが、出資総額の方が有利子負債額を若干上回る傾向がみられる。2010 年から 2012 年にかけて有利子負債額と出資総額とが同額に近づいている（2011 年下半期においては、有利子負債額がわずかに上回っている。）のは、この頃に投資法人間の合併が相次いだことの影響によるものと考えられる。2023 年下半期にも有利子負債額が出資総額を上回っている。この直接の要因も同じ時期になされた 3 つの投資法人間の合併によるところが大きい。そもそもここ 2～3 年投資口の発行ペースが有利子負債の増加ペース以上に鈍っており²⁴、2020 年から 21 年にかけての 3 件の合併と 1 件の上場廃止とも相まって、出資総額と有利子負債額との差が小さくなっていったことも背景にあると考えられる。

いずれにしても J-REIT は、借入・投資法人債発行と投資口発行のそれぞれから同程度の資金を調達してきたことになる。J-REIT の有利子負債比率

は、投資法人によって差はあるものの、全体としては 40% 台半ばで推移してきている（(3) 参照）。したがって、J-REIT の資金調達は、借入・投資法人債発行と投資口発行でそれぞれ 4 割台半ば、残りの 1 割を不動産売却益などでまかなわれていることになる。

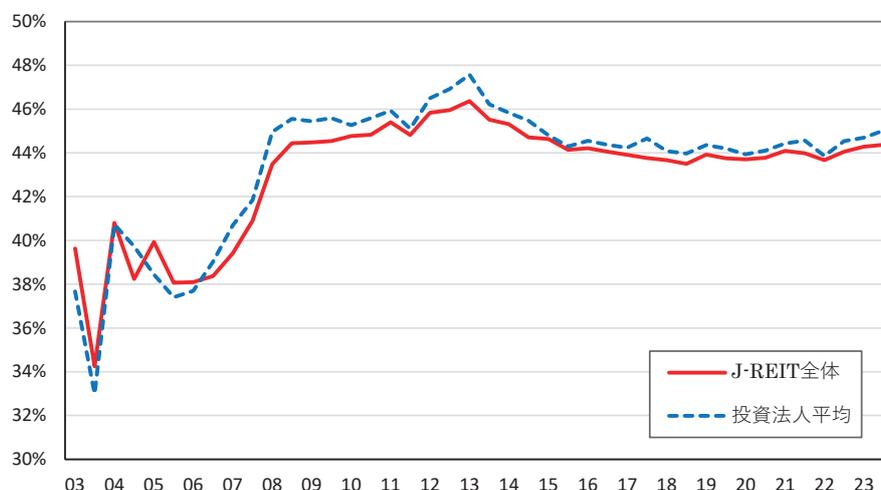
(3) 有利子負債比率等の推移

①有利子負債比率の推移

次に、有利子負債比率（LTV）の推移についてみていく。図 20 は、2003 年以降の有利子負債比率について、J-REIT 全体、投資法人平均それぞれの推移を示したものである。

²⁴ 前掲拙稿「J-REIT における不動産投資の動向～2023 年の状況」p2～3。

図20. 有利子負債比率の推移（J-REIT全体・投資法人平均、2003～2023年）



注) J-REIT 全体は、上場不動産投資法人の総資産額に占める有利子負債額合計の割合、投資法人平均は、各投資法人の総資産額に占める有利子負債額の割合の平均をいう。

各年上半期・下半期に上場していた投資法人すべてを対象としている。各期中途中で合併等により消滅した法人についても、当該期間に係る決算数値が公表されているものは含めている。

各投資法人の各年の上半期・下半期内の決算日時点での有利子負債比率を各年上半期・下半期の有利子負債比率として用いている。したがって、投資法人間で最大5カ月の時点のずれが生じることになる。

決算期間が1年の投資法人(1法人のみ)については、本決算に加え中間決算の数値を用いている。

決算期の変更により該当する数値が存しない場合には、算出対象から除いている。

以上、別途記載のない限り、図21以下においても同じ。

資料：各投資法人の決算短信及び有価証券報告書より作成（図21～26も同じ。）。

(2) ①で触れたように、2003年はJ-REITが投資市場としての体裁を整えた時期ともいえる。とはいえ、2003年に決算期を迎えた投資法人は6法人にとどまるなど、2003～2005年は投資法人数が少ない一方で新たな投資法人の上場が相次いだ時期であり、やや有利子負債比率の変動も大きくなっている。その後、リーマンショック（2008年9月）の前くらいまでは、投資法人の新規上場が続き、有利子負債比率も上昇傾向にあった。これは、当時は不動産投資法人に対する金融機関等の信頼度が現在ほど高くなく、新規上場の投資法人はまず主に投資口で資金調達を行い、その後有利子負債を増加させていくというプロセスを経ていることによるものと考えられる。リーマンショック等世界金融危機により2008年以降投資法人の新規上場がない年が2011年まで続く（新設合併による新規上場は除く。）。これにより2008年以降J-REITの有利子負債比率は、全体、平均とも横ばいに転

ずる。2012年以降新規上場が行われるようになり、2013～14年の変動はこの影響を受けたものとも考えられるが、2005年に比べると上場ペースが緩やかであったこともあり、全体、平均ともに40%台半ばから後半の範囲で変化してきている。特にこの7～8年は44%前後で安定して推移してきている。

全体の方が平均よりも有利子負債比率が低めなのは、資産規模の大きな投資法人の方が有利子負債比率において低い傾向にあることを示していると考えられる²⁵。

²⁵ この点については、表1にあるとおり統計的には必ずしも明確でない。ただし、2006年下半期以降有利子負債比率と総資産額との相関係数はすべてマイナスとなっている（最もマイナス幅が大きかったのは2013年上半期の-0.25）。

②投資法人債比率等の推移

次に、有利子負債のうち投資法人債発行額の比率などについてみていく。図 21 は、有利子負債額に占める投資法人債発行額の比率について、J-REIT 全体と各投資法人別の比率の平均の推移を示すとともに、J-REIT における投資法人債を発行している投資法人数の割合の推移を示したものである。

リーマンショックの前（～2008 年上半期）までは、投資法人数もまだ少なく、また、新規上場が相次いでいたこともあり、J-REIT 全体でも投資法人平均でも投資法人債発行額比率の変動がかなり大きくなっている。ただ、この時期は、その後と比べて、J-REIT 全体での投資法人債発行額比率が高い一方、投資法人債発行法人比率は逆に低くなっている。2003 年くらいまでに上場した信用度の相対的に高い投資法人（2003 年までに上場した投資法人のほとんどは大手デベロッパー等がスポンサーとなっている。）が投資法人債の発行額を増やす一方、上場間もない投資法人や 2005 年あたりから急増した新興デベロッパー系などの投資法人（特に住宅系）が投資法人債未発行であったことから、発行法人比率は逆に低い状況となったものと考えられる。

その後、2016 年頃までは、J-REIT 全体、投資法人平均ともに投資法人債の占める比率が低下している。リーマンショック・世界金融危機に伴う信用不安により、投資法人債を発行しにくい状況が続いたこと、リーマンショック（さらには東日本大震災）の影響が収まった 2012 年頃からは投資法人の新規上場が相次いだ、新規上場後しばらくは投資法人債の発行を控える傾向にあることから（4. (3) 参照。）、低下傾向が続いたものと考えられる。

他方、投資法人債発行法人割合については、リーマンショックの頃から上昇傾向に入っている。これは、少額であってもとりあえず投資法人債の発行を試みる投資法人がある程度あったことによるものと推察される。資金調達手法の多様化は、将来的に投資法人の経営の安定にも結び付くこと

から、投資法人債という資金調達ルートを早めに確保しようという意図があったのではないかと。また、投資法人債の償還期間の方が銀行等からの借入期間よりも長い傾向にあることから（図 35・36 参照。）、債務の長期化によるリスク管理の意味合いもあるものと考えられる。

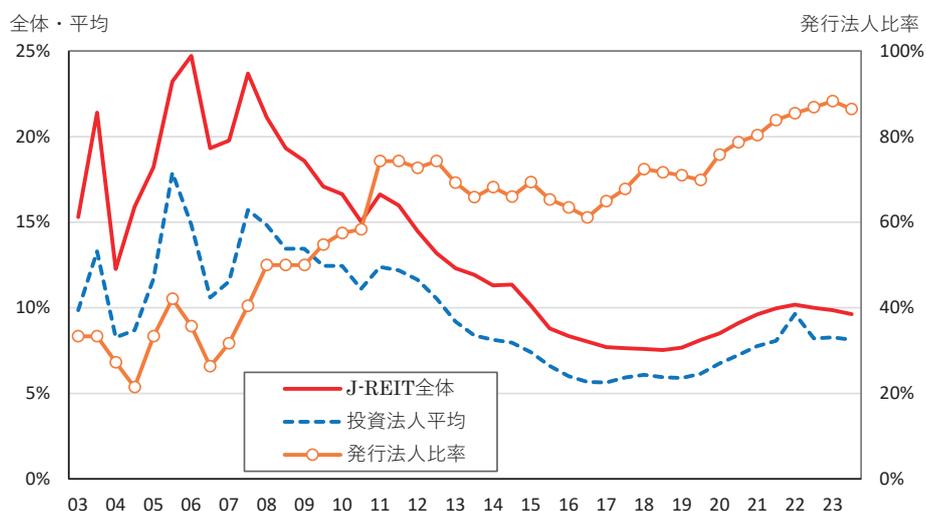
その後 2019 年下半期以降、J-REIT 全体、投資法人平均ともに投資法人債の占める比率が上昇傾向に転じている。2020 年以降新規上場は 1 法人のみであり、それまでに上場した投資法人が投資法人債の発行を開始したことによるものと考えられる。なお、2022 年上半期に平均の比率が上昇しているのは、上場廃止を直後に控えた投資法人が借入金すべて返済し、有利子負債が投資法人債のみとなった（つまり、投資法人債比率が 100% となった）ことによるものである。

2022 年以降は、投資法人債の占める比率の伸びが J-REIT 全体、投資法人平均ともに横ばいないし若干の低下を示している。不動産価格の上昇もあって新たな物件取得が減っていることから²⁶、資金需要自体が低下していることなどが背景にあるものと考えられる。

なお、4. (2) で触れたとおり、最近の J-REIT の投資法人債比率平均が 8% 程度というのは、大手企業の有利子負債に占める社債発行額比率（約 30%）と比べると低く、今後の投資法人債発行額の増大の余地を残しているものと考えられる。

²⁶ 前掲拙稿「J-REIT における不動産投資の動向～2023 年の状況」p3～4。

図21. J-REITの有利子負債額に占める投資法人債発行額の比率（J-REIT全体・投資法人平均）と
投資法人債を発行している投資法人の割合の推移（2003～2023年）



注) J-REIT 全体は、上場不動産投資法人の有利子負債額合計に占める投資法人債発行額合計の割合、投資法人平均は、各投資法人の有利子負債額に占める投資法人債発行額の割合の平均をいう。

発行法人比率は、上場不動産投資法人全体数に占める投資法人債を発行している法人数の割合をいう。

投資法人平均には、有利子負債を有しない投資法人は含めていないが、発行法人比率には、有利子負債を有しない投資法人も含めている。

③長期債務比率等の推移

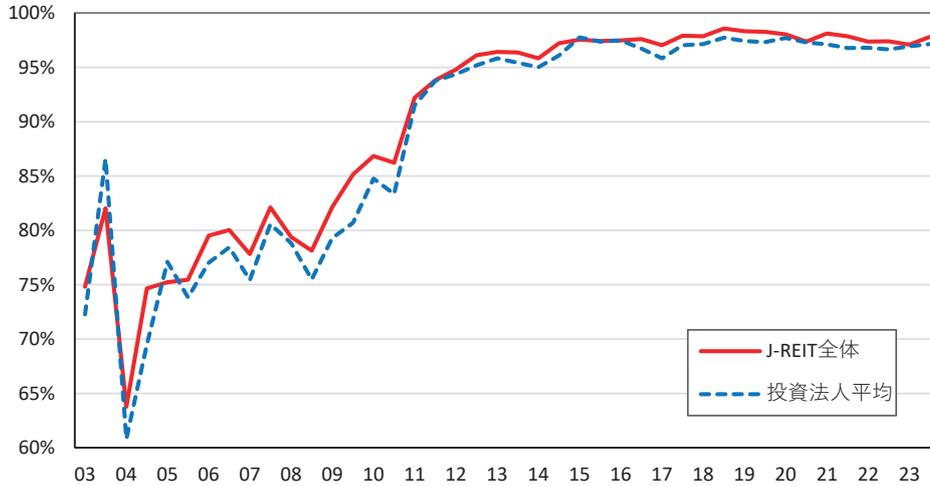
さらに、有利子負債に占める長期債務の比率についてみていく。図 22 は、有利子負債に占める長期債務の比率について、J-REIT 全体と各投資法人別の比率の平均の推移を示したものである。

投資法人の数が少なかった 2003～04 年頃は、長期債務比率の変動もかなり大きかった。その後 2005 年以降 2013 年くらいまでは、長期債務比率は上昇傾向にあった。特にリーマンショックの後 2009 年以降は、長期債務比率の上昇傾向が顕著となった。これは、リーマンショック前までは金利負担を減らすため短期での借入を積極的に行う投資法人も少なくなかったところ、リーマンショッ

ク等による信用不安で借り換えが円滑に行えず、破綻する投資法人も現れたことから、その後は各投資法人とも長期での借入を重視するようになったことによるものと考えられる。その後 2014 年以降については長期債務比率は横ばいに転じ、96～98%程度で推移してきている。

平均の比率の方が、全体の比率よりもやや低い傾向にあるのは、表 3 にもあるとおり資産規模の大きい投資法人の方が長期債務比率において高い傾向にあることによるものと考えられる。いずれにしても、図 8 でも示したとおり J-REIT が保有する有利子負債のほとんどは長期債務となっているのが実際である。

図22. J-REITの有利子負債に占める長期債務の比率
(J-REIT全体・投資法人平均)の推移(2003~2023年)



注) J-REIT 全体は、上場不動産投資法人の有利子負債額合計に占める長期債務額合計の割合、投資法人平均は、各投資法人の有利子負債額に占める長期債務額の割合の平均をいう。
投資法人平均には、有利子負債を有しない投資法人は含めていない。

7. 投資法人の有利子負債比率等に係る変化の詳細 細：リーマンショックの前

次に、投資法人の有利子負債をめぐる変化について、さらに掘り下げてみていくこととするが、金融市場が平常な時期とリーマンショック時のように金融市場が危機的状況に陥った時期とでは、その変化の度合いや中身も大きく異なると考えられる。そこで、以下ではリーマンショックの前後の時期とその後の金融市場がほぼ平常であった時期とに分けて、みていくこととする。まずはリーマンショックの前後の時期(2007年下半期~2010年下半期)についてみていく。

(1) リーマンショック前後における有利子負債比率等の変動幅

図23は、リーマンショックより前に上場した投資法人について、2003年から現在までの有利子負債比率の推移を示したものである。

リーマンショックが勃発した2008年下半期以前は、投資法人によって有利子負債比率がまちまちであり、かつ、その変動も大きかったが、リーマンショック以降有利子負債比率の幅が概ね40~50%の範囲に収れんし、その変化も緩やかにな

ってきているようにみえる。

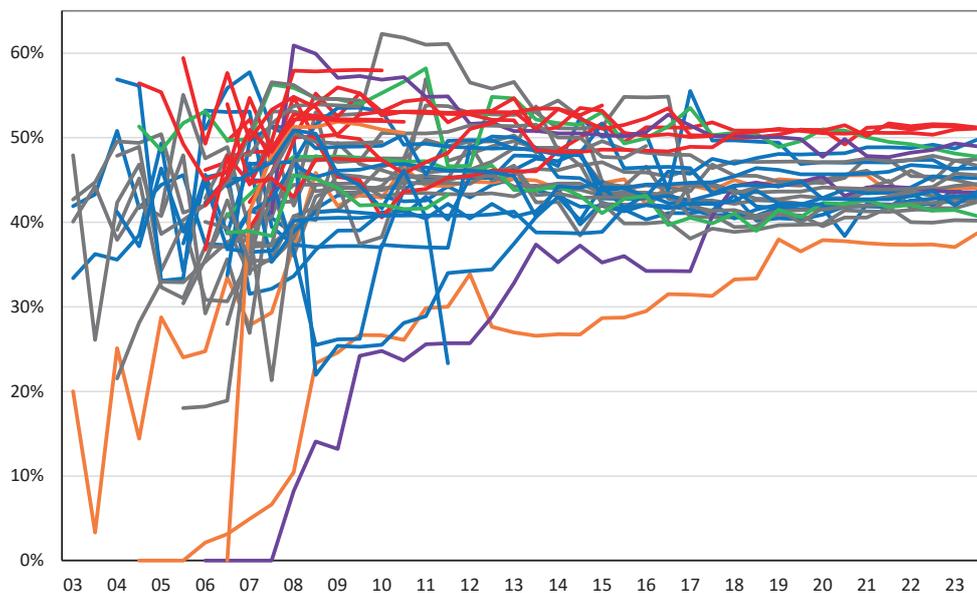
リーマンショックのあった2008年は、J-REIT市場開設からまだ7年目であり、借主たる投資法人側も貸主たる銀行等金融機関側も、J-REITにおける有利子負債のウエイトや態様についての評価が固まっておらず、いわば手探りの状況にあったものと考えられる。したがって、仮にリーマンショックがなかったとしても、J-REITにおける有利子負債の有り様が固まるにつれて、いずれは各投資法人の有利子負債比率も収れんしていったものとする。ただ、リーマンショックによる金融危機に際して、投資法人と金融機関の双方が、有利子負債のあり方について再検討を強いられたと考えられ、したがって、リーマンショック等世界金融危機は、その後の有利子負債比率の収れん傾向の促進要因になったものと推察する。

リーマンショックを経て有利子負債比率が収れん傾向に向かったことは、図24によっても推し量ることができる。図24は、リーマンショック前の有利子負債比率がリーマンショックを経てどの程度変化したかを示しているが、リーマンショック前の有利子負債比率が高かった投資法人は、リー

マンショック以後有利子負債比率を低下させており、他方、リーマンショック前の有利子負債比率が低かった投資法人は、リーマンショック以後有利子負債比率を上昇させている。このうち、後者については、リーマンショックとはあまり関係な

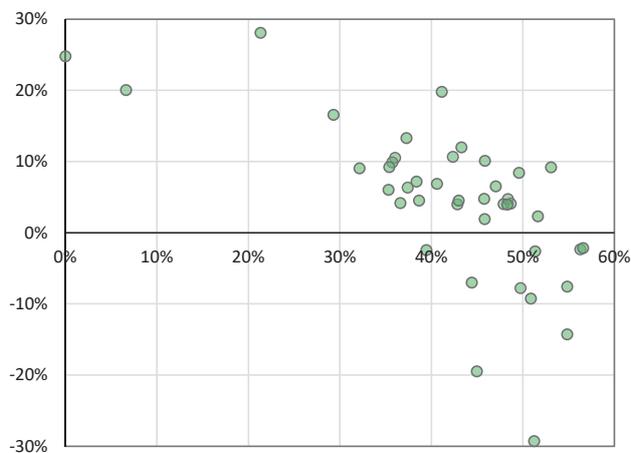
い（外部成長のための資金を借入等により確保した結果に過ぎない）と考えられるが、前者については、リーマンショックに伴うリファイナンスの不確実性をできるだけ回避しようとした結果であると推察できる。

図23. リーマンショック前に上場した投資法人における2003年以降現在までの有利子負債比率の推移



注) 対象は、リーマンショック（2008年9月）前に上場した不動産投資法人42法人。合併等により既に消滅した投資法人を含む（図24～26も同じ。）。

図24. リーマンショック前後における各投資法人の有利子負債比率の変化の分布



注) 横軸は、リーマンショック前の有利子負債比率、縦軸は、リーマンショック以後約2年経過までの有利子負債比率からリーマンショック前の有利子負債比率を差し引いた数値（有利子負債比率変動値）を示す。

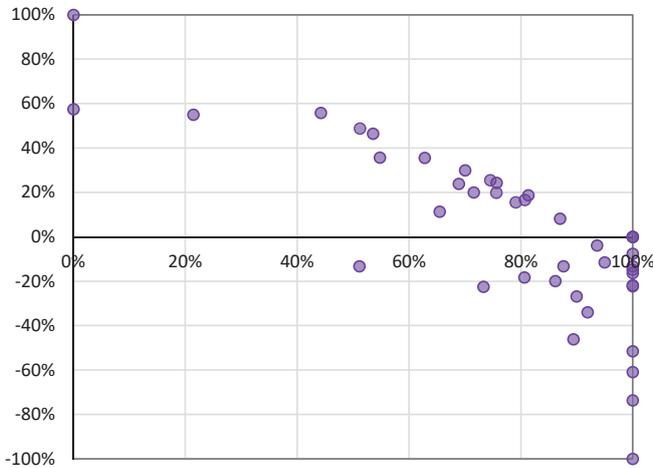
有利子負債比率変動値は、次の①②のうち、絶対値の大きい方をいい、リーマンショック前の有利子負債比率は、2007年下半期又は2008年上半期の有利子負債比率のうち、有利子負債比率変動値の算出において用いた方をいう。

①2008年下半期～2010年上半期の有利子負債比率の最大値から2007年下半期又は2008年上半期の有利子負債比率のうち小さい方を差し引いた値

②2008年下半期～2010年上半期の有利子負債比率の最小値から2007年下半期又は2008年上半期の有利子負債比率のうち大きい方を差し引いた値

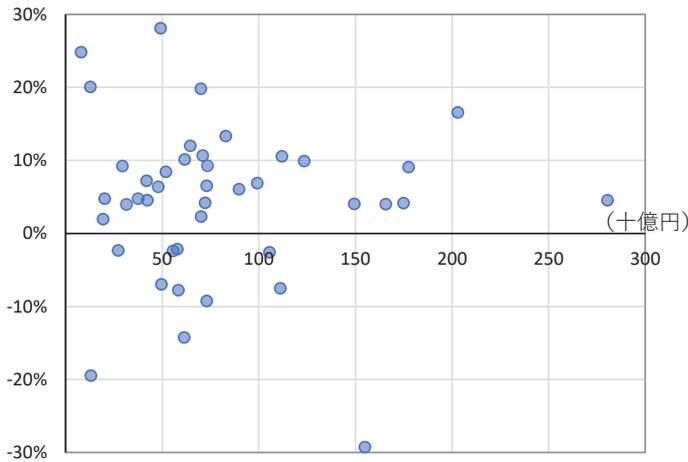
合併により2010年上半期の数値が存しない2法人については、2009年までの数値を用いている（図25も同じ。）。

図25. リーマンショック前後における各投資法人の有利子負債に占める長期債務比率の変化の分布



注) 横軸は、リーマンショック前の長期債務比率、縦軸は、リーマンショック以後約2年経過までの長期債務比率からリーマンショック前の長期債務比率を差し引いた数値(長期債務比率変動値)を示す。
 長期債務比率変動値は、次の①②のうち、絶対値の大きい方をいい、リーマンショック前の長期債務比率は、2007年下半期又は2008年上半期の長期債務比率のうち、長期債務比率変動値の算出において用いた方をいう。
 ①2008年下半期～2010年上半期の長期債務比率の最大値から2007年下半期又は2008年上半期の長期債務比率のうち小さい方を差し引いた値
 ②2008年下半期～2010年上半期の長期債務比率の最小値から2007年下半期又は2008年上半期の長期債務比率のうち大きい方を差し引いた値

図26. 有利子負債総額とリーマンショック前後における各投資法人の有利子負債比率の変動幅との分布



注) 横軸は、リーマンショック前の有利子負債総額、縦軸は、リーマンショック以後約2年経過までの有利子負債比率からリーマンショック前の有利子負債比率を差し引いた数値(有利子負債比率変動値)を示す。
 有利子負債比率変動値の算出手法は、図24の注書参照。
 有利子負債総額は、2007年下半期又は2008年上半期の有利子負債総額のうち大きい方の額。

次に、有利子負債に占める長期債務比率がリーマンショックの前後でどのように変化したかについてみていく。投資法人側からみれば、金融危機により今後の資金調達に懸念される際には、できるだけ有利子負債の返済・償還期間を長期化して、財務の安定化を図りたいはずである。他方、銀行等貸主側からみれば、借主側の返済能力に対する不安から、返済・償還期間を短くして、逐次借主側の財務を確認しファイナンスの可否や融資条件等の再検討を行いたいはずである。

図25は、リーマンショック前の有利子負債に占める長期債務の比率がリーマンショック以後どの

ように変化したかを投資法人別に示したものである。リーマンショック前に長期債務比率が40%から90%の間にあった投資法人の中には、リーマンショック以後に100%かそれに近いレベルへ長期債務比率を上げた投資法人が多い。他方、リーマンショック前に長期債務比率が80%台半ばから100%と比較的高かった投資法人の中には、リーマンショック以後大きく長期債務比率を低下させた投資法人が数法人みられる。おそらく前者は投資法人による財務の安定化への動きの結果であり、リーマンショックにより促進された面はあるかもしれないが、投資法人としては当たり前の動きで

もある。他方、後者は、金融危機に際しての金融機関側の融資姿勢（いわば貸し渋り）によるところが大きいものと推察する。

ちなみに、リーマンショック前後での有利子負債比率や長期債務比率の変化に関しては、投資法人の保有資産総額や有利子負債総額との間では何らの傾向も見出せなかった。参考までにリーマンショック前の有利子負債総額とリーマンショック前後での有利子負債比率の変動幅との分布を示すが（図 26）、投資法人の資産・負債規模が有利子負債比率や長期債務比率に影響を及ぼしている形跡はみられない。

(2) リーマンショック前後における有利子負債の残存年数の推移

(1) で取り上げた有利子負債比率や長期債務比率では、金融危機下での銀行等の貸出スタンスの変化を読み取りにくい面が残る。有利子負債比率が極めて低い投資法人に対しては、金融市場が多少混乱していても融資に応じるであろうし、金融危機だからといって経営状況に問題のない投資法人に対して例えば返済期間 10 年の有利子負債を借り換えるに当たって、これを一気に返済期間 1 年以内の短期債務に振り替えるといったことは通常行わないであろう。

そこで、5. (2) でもとり上げた有利子負債の残存年数に着目して分析を進めることにする。返済期間 10 年の有利子負債の借換に当たって、返済期間 1 年以内にするとはなくとも、例えば 3 年に短縮するといった対応は想定されるからである。図 27 は、リーマンショックの前後における上場不動産投資法人の有利子負債総額に占める残存年数別の割合の推移を示したものである。

短期借入金の割合はリーマンショックが起こった 2008 年下半年をピークとして、その後減少傾向にある。その後これに代わり返済・償還期間 1~3 年の長期債務が増加傾向にあったことがわかる。あくまで推察であるが、2008 年の世界金融危機に際して、その時期に返済期限を迎えた有利子負債についてはとりあえず短期借入で対応し、その後

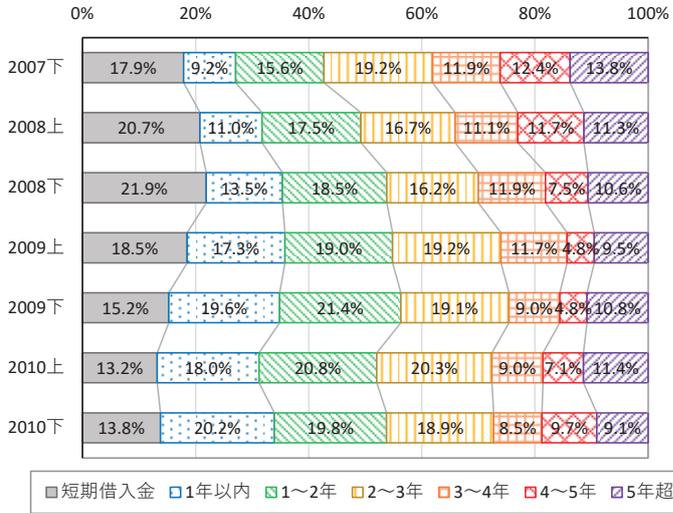
は比較的返済期間が短めの長期債務に入れ替えていくというような対応があったのではないか。そもそもリーマンショック前でも、現在に比較すると有利子負債の返済・償還期間がかなり短めであったのであるが（図 10 参照。）²⁷、その中でもリーマンショック等に際して金融機関側が返済期間の短縮化に動いていたことが窺われる。

次に、投資法人別の有利子負債の返済・償還期間の変化の傾向をみってみる。図 28 は、各投資法人が有する残存年数 2 年以上の有利子負債の有利子負債全体に占める割合で階層化し、それぞれの階層に属する投資法人数に係る割合について、2007 年下半年から 2010 年下半年まで半期ごとに示したものである。同様の分析を行った図 11 では残存年数 5 年超の有利子負債を対象としたが、既述のとおりこの時期は、現在に比べるとリーマンショック前から返済・償還期間が短めであることから、残存年数 2 年超の有利子負債を対象としている。概ね返済・償還期間 3 年以上の有利子負債が該当することになる。

残存年数 2 年超の有利子負債が過半を占める投資法人は 2009 年下半年まで大きく減少している。他方、2009 年上半年には残存年数 2 年超 0%の投資法人が倍増し、これに並行して 2009 年下半年まで残存年数 2 年超 15~40%の投資法人も増加している。2010 年になると、残存年数 2 年超の有利子負債の割合が過半を占める投資法人が増加傾向に転じ、特に残存年数 2 年超 60%超の投資法人が増加している。やはり金融機関はリーマンショック等金融危機により返済期間の短縮化へと動いてこれが 2009 年後半まで続き、2010 年に入ってようやく従前どおりの返済期間へと回復する兆しが見えたということであろう。

²⁷ この時期の有利子負債の返済期間が短めであった理由としては、J-REIT が借入金の金利負担を軽減しようとして、短期の借入金への依存比率を高め、短期借入の借換により実質的な長期資金を調達していたことであるとされる（田辺信之「平成年間の不動産証券化市場の歩みと今後の展望 (4)」(ARES 不動産証券化ジャーナル Vol. 57 2020 年) p29)。

図27. リーマンショック前後における投資法人の有利子負債の残存年数別の割合の推移



注) 2007 年下半期から 2010 年下半期までの半期ごとに、当該期間に含まれる各投資法人の決算期末日現在での有利子負債（短期借入金を含む。）の残存年数別の合計額の割合を示している。

決算期間が 1 年の投資法人の有利子負債額は、決算期末日が含まれていない半期の有利子負債総額には含まれない。

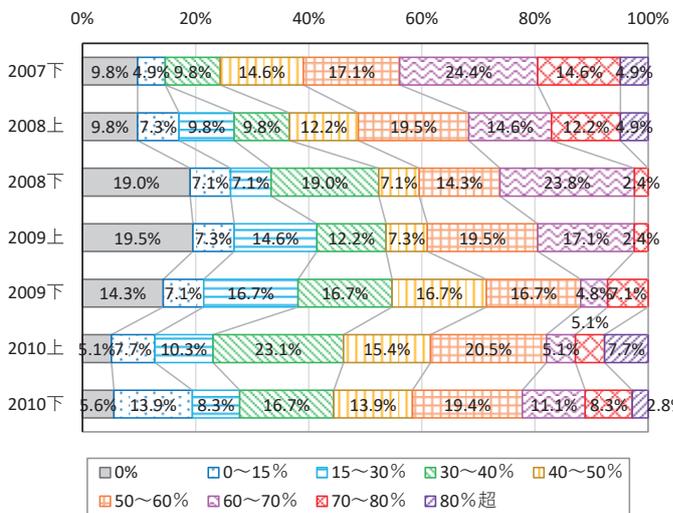
上場後最初の決算期末日が 2008 年上半期以降の投資法人の有利子負債額は、それ以前の期間の有利子負債総額には含まれない。

合併により消滅した投資法人の有利子負債額は、最後の決算期末日が含まれる半期まで有利子負債総額に含めている。

短期投資法人債に係る有利子負債額は、短期借入金に含めている。

資料：各投資法人の有価証券報告書・有価証券届出書より作成（図 28 も同じ。）。

図28. リーマンショック前後における投資法人における残存年数2年超の有利子負債の割合の分布の推移



注) 2007 年下半期から 2010 年下半期までの半期ごとに、当該期間に含まれる各投資法人の決算期末日現在での残存年数 2 年超の有利子負債の有利子負債全体に占める割合の分布を示している。

決算期間が 1 年の投資法人は、決算期末日が含まれていない半期には含まれない。

上場後最初の決算期末日が 2008 年上半期以降の投資法人は、それ以前の期間には含まれない。

合併により消滅した投資法人は、最後の決算期末日が含まれる半期まで含めている。

(3) リーマンショック前後における担保付有利子負債の有無の推移

金融危機下において銀行等がデットを供与する場合、当然ながら借主の債務不履行リスクが強く懸念されることになる。このリスクを低減させるための一つの手法として、借主が保有する資産に担保権を設定することが考えられる。このことは借主が投資法人である場合も同様のはずである。

そこで、リーマンショックの前後における投資法人が有する有利子負債に係る担保の有無についてみていくこととする。

図29. リーマンショック前後における各投資法人の有利子負債に係る担保の有無

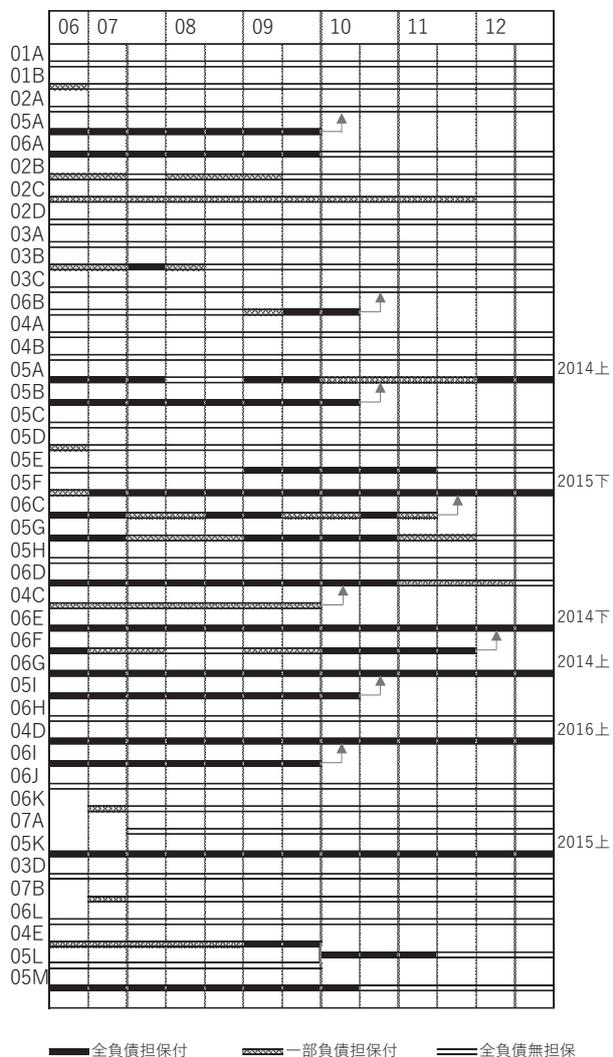


図 29 は、リーマンショック前後（2006 年下半期～2012 年下半期）における各投資法人の有利子負債に係る担保の有無の推移を示したものである。まず、リーマンショックの前、金融危機がまだ顕在化していなかった 2006 年下半期・2007 年上半期であっても、有利子負債に係る担保を設定している投資法人が少なくない。2007 年上半期に上場していた 41 法人のうち、25 法人は、2006 年下半期・2007 年上半期の少なくともいずれかにおいて有利子負債の全部又は一部が担保付であった。J-REIT 市場開設が 2001 年であるから、この当時はまだ数年を経たに過ぎず、銀行等の J-REIT 全体に対する信頼度も今ほど高くなかったことによる

注) 対象投資法人は、リーマンショックの前後にわたって存続した 42 法人。合併により既に消滅している投資法人を含む。

左端の記号は、各投資法人を示すものであり、数字の部分は当該投資法人の上場年を意味する。

2006 年下半期から 2012 年下半期まで半期ベースで借入による有利子負債に係る担保の有無を示している。敷金返還債務等有利子負債以外の債務に係る担保設定は含まない。

各半期の担保の有無は、当該期に完了する決算期に係る有利子負債により判断している。

「全負債無担保」には、そもそも借入を行っておらず、有利子負債を有しない場合を含む。

ラインが 2007 年の上半期・下半期に始まっている投資法人は、当該期に上場後最初の決算期を終えたことを意味する。

図中の矢印は、当該矢印のある期に直上の投資法人に吸収合併されたことを示す。また、04E と 05L は、2010 年上半期に新設合併した。なお、2013 年以降に合併により消滅した投資法人も含まれる。

右端の記載は、当該期に有利子負債すべての無担保化が達成されたことを示す（2014 上であれば、2014 年上半期に全有利子負債が無担保となったことを示す。）

資料：各投資法人の有価証券報告書・有価証券届出書、不動産証券化協会 HP：J リート変遷図より作成。

ものと考えられる。それでも全体の約 4 割の投資法人は無担保での借入を行っていたのであるが、この担保の要否を分けたのは投資法人自体、さらにはそのスポンサー会社の信用度であったと考えられる。

この時期も含めて有利子負債が無担保の投資法人のスポンサー会社は、デベロッパー、商社、鉄道会社、保険会社、信託銀行と業態は異なるものの、いずれもそれぞれの業界でわが国トップクラスの企業ばかりである。他方、この時期に有利子負債が有担保となっている投資法人のスポンサー会社は、新興デベロッパー、外資系投資会社などが多い。スポンサー会社が業界トップクラスの企

業でありながら、有担保の有利子負債の保有実績があるのが、01B、03B、06K、07B であるが、03B 以外は上場初期等に1期のみ担保付有利子負債を有していたに過ぎず²⁸、ほぼ無担保を維持している。

さて、リーマン・ブラザーズが経営破綻したのは、2008年下半期であるから、リーマンショックによる金融危機の影響で有利子負債に係る担保設定を一部又は全てについて強いられたと推察できる事例は、06B、05E、さらには、05A、06C、05G、06F、04E あたりも該当するのではないかと考える。そして、リーマンショックの影響で担保設定を行ったと推察される投資法人については、合併を経たものも含め比較的早い段階で無担保に復するか、吸収合併されるかしている（05Aを除く。）。

その後、リーマンショックの影響がほぼ収まった2012年においても、有利子負債に担保を付している投資法人は複数存在する。いずれもリーマンショック前にも担保設定を行っていた投資法人である。これらの投資法人も、グラフに付記したように2016年までには有利子負債の無担保化を達成している（なお、2013年以降については、図39を参照。）。そして、現在では、上場不動産投資法人の有する有利子負債については、無担保が一般的になっている²⁹。

また、リーマンショックの後しばらくは、有利子負債比率の高い法人にあっては、有利子負債のウェイトの縮減にも並行して取り組み（図23参照）、図26において2010～2012年に矢印が多くみられることからわかるように、リファイナンスリスクや資金調達コストの上昇に対応するため、投資法人間の合併も盛んに行われた。なお、2010年代半ば以降も、年1件程度のペースで投資法人

間の合併は行われている。ただし、2010～2012年の合併とは異なり、積極的な経営戦略上の理由からの合併が主である。特に、住宅系投資法人がヘルスケア施設系投資法人を吸収合併するなどポートフォリオの範囲を拡大・多様化するための合併が目立つ。

8. 投資法人の有利子負債比率等に係る変化の詳細：2010年代以降

次に、リーマンショック等世界金融危機の影響がほぼ薄らいだ2010年代以降、コロナ禍を経てこれがほぼ収まる昨年までに着目し、投資法人の有利子負債比率等の変化についてみていく。

(1) 2010年代以降における有利子負債比率の推移

2010年代以降のJ-REIT全体と投資法人平均での有利子負債比率の推移は、既に図20に示したとおりである。大きな変化はなく、特に2010年代半ば以降は、いずれもほぼ横ばいで推移している。個々の投資法人の有利子負債比率についても、既に示した図23のとおり2010年代以降取れんし、2010年代後半以降はほぼ40%弱から50%強の間に収まっている。投資法人の有利子負債比率の変動幅自体は非常に小さくなってきているのであるが、ただ有利子負債比率の水準は、投資法人の用途タイプによって異なっている。

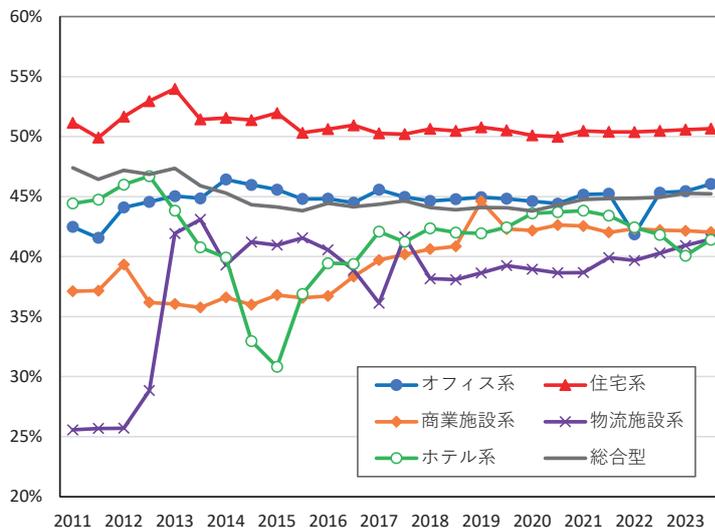
図30では、投資法人を用途タイプ別に分類し、タイプ別に有利子負債比率の平均の推移を示してみた。まず、2015年くらいまでは、商業施設系、物流施設系、ホテル系の投資法人については、その数がそれぞれ1～3法人と少ないため、あまり参考にならない。実際この頃のこれらの投資法人は、有利子負債比率の変動が非常に大きくなっている。法人数が少ないため、1法人の新規上場があっただけでも、平均値が大きくぶれる場合があるということである。

さて、用途タイプ別にみると、住宅系投資法人の有利子負債比率が高く、物流施設系投資法人の有利子負債比率が低い傾向にある。これは図3において示したところと符合している。2017年下半

²⁸ 03Bについては、国内トップクラスの保険会社、金融持株会社、鉄道会社がスポンサーとなっているが、各スポンサー会社の意向を一方的に反映することができない相互牽制の効く体制を構築しているため、銀行等からみるとスポンサー会社の機動的対応に懸念が残っていたことに要因があったのではないかと推察される。なお、03Bも、2008年下半期には有利子負債の無担保化を達成し、その後は無担保を維持している。

²⁹ 5. (1)脚注15参照。

図30. J-REITの有利子負債比率の推移（用途タイプ別平均）



注) 投資法人の用途タイプの定義等は、図3の注書参照。

対象投資法人は、各用途タイプに該当する投資法人で、2011年時点で上場していた投資法人とその後新規上場した投資法人。既に合併等により消滅した投資法人を含む。

合併や投資方針の変更などにより、用途が変化した場合には、当該変化のあったと認められる決算期以降の分類を変更している。したがって、例えば投資方針の変更により住宅系からホテル系へ用途タイプが徐々に変化した場合では、住宅系→総合型→ホテル系といった形で分類を変えている。

以上、図31・34・38においても同じ。

資料：各投資法人の決算短信及び有価証券報告書より作成（図31～38も同じ。）。

期の物流施設系の有利子負債比率上昇と2019年上半期の商業施設系の有利子負債比率上昇は、いずれも有利子負債比率高めて新規上場した投資法人があったことによる。いずれの投資法人も次の決算期には同じ用途タイプの他の投資法人並みに有利子負債比率を下げている。2022年上半期にオフィス系投資法人の有利子負債が急低下しているのは、上場廃止直前に有利子負債を大きく縮小させた投資法人があったことによる。2023年上半期にホテル系投資法人の有利子負債比率が低下しているのは、有利子負債比率が高めであった投資法人が合併により消滅したことによるが、そもそもホテル系投資法人は投資法人間での有利子負債比率のばらつきが非常に大きく（図3参照）、平均値のみでは傾向を見誤るおそれがある点に留意が必要である。

(2) 2010年代以降における投資法人債に係る比率の推移

2010年代以降のJ-REIT全体と投資法人平均での投資法人債比率、投資法人債発行済み投資法人の比率の推移は、既に図21に示したとおりである。いずれの比率も、2010年代後半まで低下傾向にあり、その後上昇傾向に転じている。投資法人債発行済みの投資法人比率の方が2～3年早く上昇傾

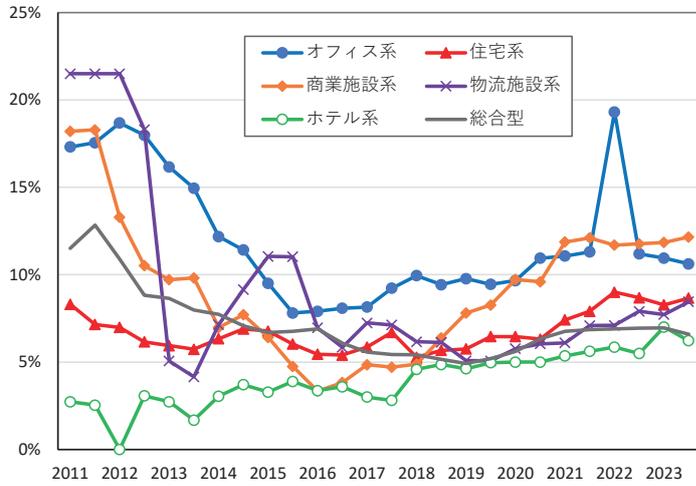
向に転じている。ただし、ここ1～2年はいずれの比率も横ばいで、減少傾向に変化する気配もみられる。

①用途別にみた投資法人債比率の推移

投資法人債比率についても、(1)同様に投資法人の用途タイプ別にみても、図31では、投資法人を用途タイプ別に分類し、タイプ別に有利子負債比率の平均の推移を示してみた。まず、図30と同様に、2015年くらいまでは、商業施設系、物流施設系、ホテル系の投資法人については、その数がそれぞれ1～3法人と少ないため、あまり参考にならない。

さて、用途タイプ別の違いは、有利子負債比率ほど明確ではないが、オフィス系投資法人の投資法人債比率が高く、ホテル系投資法人の投資法人債比率が低い傾向にある。いずれの用途も2010年代後半から投資法人債比率が上昇傾向にあるように見えるが、特に商業施設系投資法人の投資法人債比率の上昇傾向が目立つ。なお、2022年上半期にオフィス系の比率が急上昇しているのは、上場廃止を直後に控えた投資法人が借入金をすべて返済し、有利子負債が投資法人債のみとなった（つまり、投資法人債比率が100%となった）ことによる影響である。

図31. J-REITの投資法人債比率の推移（用途タイプ別平均）

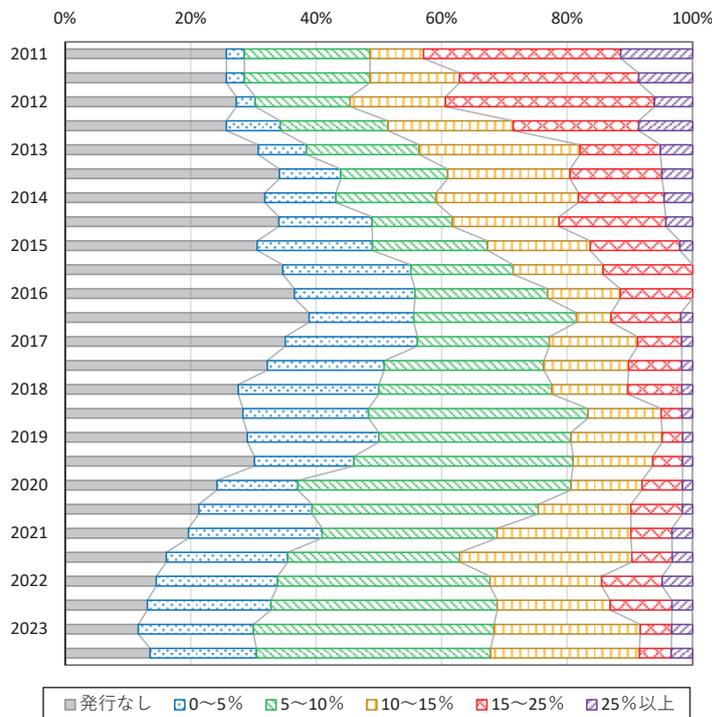


注) 各投資法人を用途タイプ別に分類し、各法人の有利子負債額に占める投資法人債発行額の割合の平均の推移を示している。平均値算出に当たっては、有利子負債を有しない投資法人は含めていない。

②投資法人債発行額比率の分布の推移

投資法人債発行額比率の平均のみでは、投資法人債の発行を大きく増やそうとする法人が増加しているのかなどその実態が見えにくい。そこで、図 32 では、2011 年以降の各投資法人の投資法人債発行額比率の分布の推移を示してみた。

図32. 各投資法人の投資法人債発行額比率の分布の推移



注) 各投資法人について、その決算日時点での有利子負債額に占める投資法人債発行額の割合で分類し、各年上半期・下半期それぞれの投資法人数の比率の推移を示したものである。

投資法人債発行のない投資法人の割合は、2016年頃をピークとして明らかな減少傾向にある。この点は図 21 の発行法人比率の推移が示していることと同じである。また、投資法人債発行額比率 5～15%の投資法人の割合も増加傾向にある。他方、投資法人債発行額比率 15%以上の投資法人の割合は、2017年頃まで減少傾向にあり、その後も横ばい傾向が続いている。投資法人債発行額比率 5%以下の投資法人の割合もここ 7～8年ほど横ばい傾向にある。結局、投資法人債を発行する投資法人は増えてはいるものの、有利子負債全体に占めるその発行額比率は 15%程度までにとどまっておらず、高い発行額比率を示す投資法人が増えるといった状況には至っていない。ちなみに、直近の 2023 年下半期で最も投資法人債発行額比率が高い投資法人で 29.5%であり（4. (2) 参照）、ほぼ大企業の社債発行額比率並みとなっている。

③投資法人債の発行開始時期

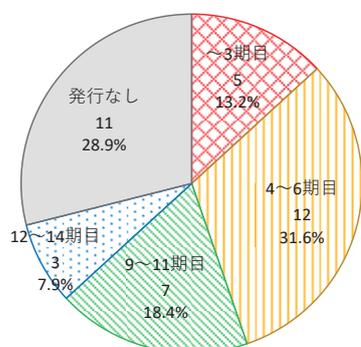
投資法人債も有価証券であるから、その発行主体には相応の信用力が求められる。この点、4. (4) では発行体格付との関連性について触れたところであるが、ここでは投資法人が上場後最初に投資法人債を発行するまでの期間の長さについて取り上げる。図 33 は、2011 年以降新規上場（新設合併による新規上場は除く。）した投資法人 38 法人に関して、最初に投資法人債を発行した時期が上

場後最初の決算期から数えて何期目に当たるかについて集計を試みたものである。

ここで対象となった投資法人の決算期間はすべて半年であるから、新規上場後 2 年以内で投資法人債発行に至っている投資法人もある程度ある一方で、新規上場後投資法人債発行までに 6 年以上かかっている投資法人も一定数存する。投資法人債発行済みの投資法人 27 法人の平均は 6.6 期目（7 期目の中程）であるが、平均値あたりに当たる 7・8 期目に投資法人債発行を開始した投資法人はなく、投資法人債発行開始時期は、上場後およそ 3 年以内と 5 年以上とに二極分化しているようである。各投資法人の財務戦略にもよるが、スポンサーの信用力等により早期に投資法人債が発行可能な投資法人と、ある程度の運営実績を経ることで投資法人債発行に必要な市場の信頼を得ている投資法人とがあるように思える。

なお、投資法人債発行実績のない投資法人も 11 法人あるが、この中には新規上場後 15 期目まで投資法人債の発行のなかった投資法人も 2 法人含まれている。これらの投資法人が投資法人債を発行した場合、上場後 16 期目以降に投資法人債発行開始ということになり、図 5 で投資法人債発行実績のある投資法人のいずれよりも、上場後投資法人債発行までの期間が長かったことになる。

図33. 上場後最初に投資法人債を発行した決算期別でみた投資法人数とその割合



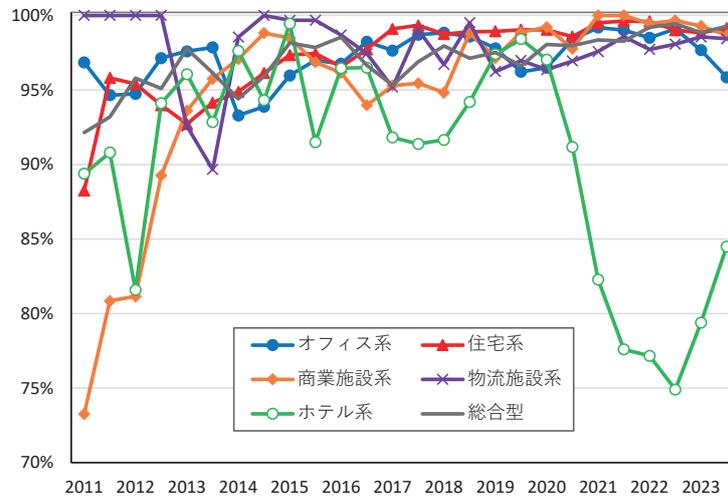
注) 2011 年以降新規上場した投資法人 38 法人に関して、最初に投資法人債を発行した時期が上場後最初の決算期から数えて何期目に当たるかについて集計したもの。

新設合併により新規上場した投資法人は含まない。

合併等により既に上場廃止となった投資法人を含む。

7・8 期目に投資法人債の発行を開始した投資法人は存しない。

図34. J-REITの長期債務比率の推移（用途タイプ別平均）



(3) 2010年代以降における長期債務比率の推移

2010年代以降のJ-REIT全体と投資法人平均での長期債務比率の推移は、既に図22に示したとおりである。いずれも2010年代前半は上昇傾向が続き、その後はほぼ横ばいで推移している。個々の投資法人の有利子負債比率についても、既に示した図23のとおり2010年代以降収れんし、2010年代後半以降はほぼ40%弱から50%強の間に収まっている。

長期債務比率についても、(1)同様に投資法人の用途タイプ別にみても、図34では、投資法人を用途タイプ別に分類し、タイプ別に長期債務比率の平均の推移を示してみた。

まず、図30・31と同様に、2015年くらいまでは、商業施設系、物流施設系、ホテル系の投資法人については、その数がそれぞれ1~3法人と少ないため、あまり参考にならない。ホテル系以外の用途タイプについては、徐々に変動が収束しつつあり、2020年代に入ってから90%台後半から100%で安定して推移している。

ホテル系については、2020年以降急激に長期債務比率が低下し、2023年に入ってようやく反転した状況にある。ホテル系投資法人の長期債務比率が急低下した背景には、コロナ禍によるホテル等の経営悪化がある。コロナ禍による悪影響については、商業施設やオフィスもこれを被ったのであ

るが、ホテル等宿泊・観光施設が短期的には最も深刻な影響を受け、これにより投資法人に入る賃料収入も大きく目減りした。投資法人の運営も厳しくなり、事実上無配となった投資法人も生じた³⁰。投資法人としては、当面の運営継続のため短期の借入を含めた資金調達を強いられる一方、金融機関としては経営不安により長期債務のリファイナンスに消極的になったことによるものと考えられる。ちなみに、長期債務比率の底に当たる2022年下半期のホテル系投資法人6法人それぞれの長期債務比率は、50%台が2法人、70%台が2法人、80%台が1法人、100%が1法人となっている。

(4) 2010年代以降における長期有利子負債の残存年数の推移

既述のとおり、長期債務とは、借入・償還期間が1年超の債務をいうが、当然長期債務の中にも借入・償還期間の長短がある。そして、5.(2)でも触れたとおり、借入・償還期間が長いほど借換リスクが小さくなり、財務の安定性には資することになる。

³⁰ このあたりの詳細は、拙稿「新型コロナウイルス感染拡大とホテルに対する不動産投資の状況」（土地総研リサーチ・メモ 2020年7月2日）(https://www.lij.jp/news/research_memo/20200702_1.pdf)を参照。

①有利子負債の残存年数の推移

図 35 は、J-REIT 全体の有利子負債に関して、決算日現在での残存年数について、その分布の推移を示したものである。

2018 年頃までは、残存年数 5 年超の債務の割合が増加する一方、2015 年くらいまでは、残存年数 2 年以下の債務の割合が減少しており、趨勢として有利子負債に係る借入・償還期間の長期化が進んでいたことがわかる。その後は、有利子負債の残存年数の区分いづれについても、ほぼ横ばいで推移しており、有利子負債に係る借入・償還期間の設定が、安定化してきたことがみてとれる。

図 36 は、有利子負債のうち投資法人債に係るもののみを取り出し、その残存年数の分布について図 32 と同様の分析を行ったものである。投資法人債については、2014 年頃から 2018 年にかけて急速に償還期間の長期化が進んだことがわかる。2019 年以降は、償還期間の長期化に若干の揺り戻しが生じているようにもみえるが、これは既に投資法人債を発行してきた投資法人の新発債の償還

期間が短くなったのではなく、投資法人債を発行してこなかった投資法人が新たに発行した投資法人債の影響によるところが大きいと考えられる(図 21 参照)。

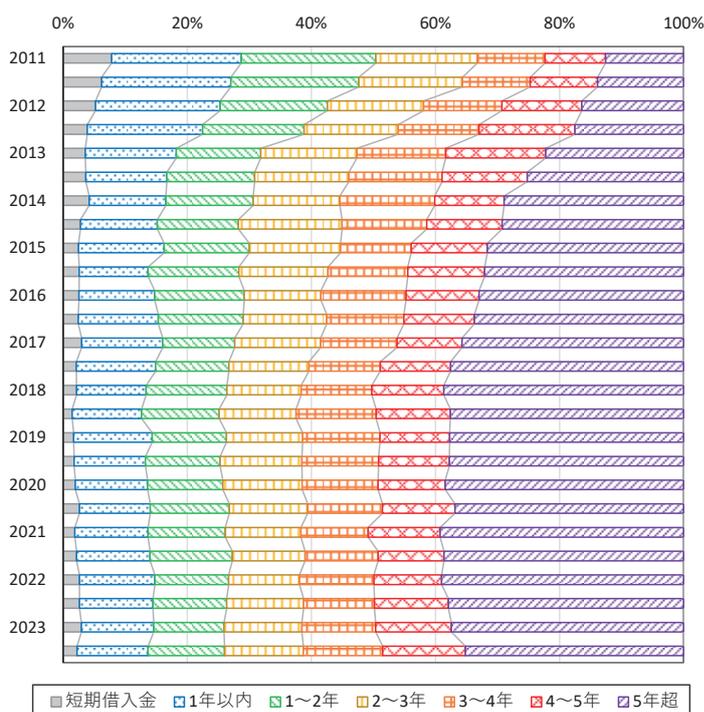
図 35 と比較すると、2017 年以降は投資法人債の償還期間の方が銀行等からの借入期間に比べて長くなっていることがわかる。投資法人債が長期資金の調達手法として定着してきたことを示すものと考えられる。

②残存期間5年超の債務の比率の推移

ただし、有利子負債の借入・償還期間については、投資法人による差も大きい。図 37 は、各投資法人における有利子負債合計に占める残存期間 5 年超の債務の割合について、その分布の推移を示したものである。

2019 年くらいまでは、残存期間 5 年超の債務の比率が 30%ないし 40%超の投資法人比率が増加し、これより残存期間 5 年超の債務比率が低い投資法人比率が減少している。そして、2018~

図35. J-REITの有利子負債に係る残存年数の分布の推移



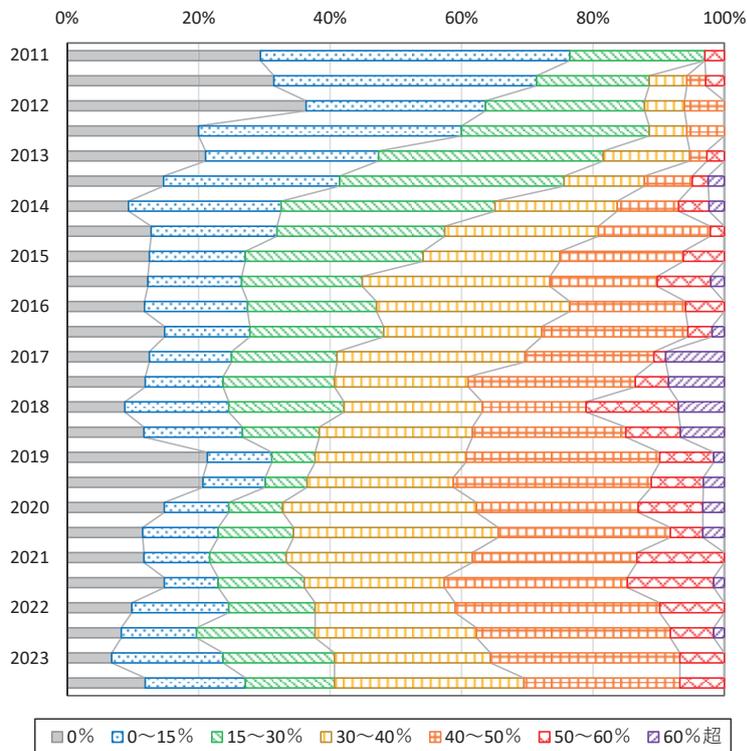
注) J-REIT 全体の有利子負債額に関して、各投資法人の決算日時点での残存年数で分類し、各年上半期・下半期それぞれの有利子負債額の割合の推移を示したものである。
短期借入金とは、借入期間 1 年以下の有利子負債をいい、短期投資法人債を含む。

図36. J-REITの投資法人債に係る残存年数の分布の推移



注) J-REIT 全体の投資法人債残高について、各投資法人の決算日時点での残存年数で分類し、各年上半期・下半期それぞれの残高の割合の推移を示したものである。短期投資法人債は含まない。

図37. 投資法人別でみた有利子負債に占める残存期間5年超債務の比率の分布の推移



注) 各投資法人について、その決算日時点での有利子負債額に占める残存年数5年超の負債額の割合で分類し、各年上半期・下半期それぞれの投資法人数の比率の推移を示したものである。

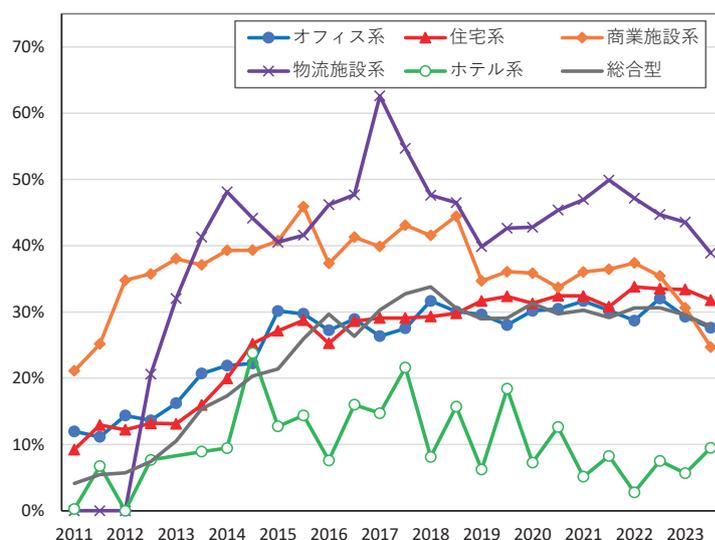
2020年頃をピークとして、残存期間5年超の債務比率の高い投資法人数の割合はやや減少傾向に転じているようにみえる。やはり、2018年頃までは、有利子負債の借入・償還期間の長期化が進んでいたようである。

また、残存期間5年超の債務の割合は投資法人間での差も大きい。50%超の投資法人も1割前後（多い時期には2割）ある一方で、0%の投資法人も最近でも5~15%程度の割合を占めている。金融機関等レンダー側の対応も、投資法人によってかなり差があるものと推察される。

次に、投資法人の用途タイプによって、有利子負債の借入・償還期間の長短にどの程度差があるかについてみていく。図38では、各投資法人の有利子負債に占める残存期間5年超の債務の比率について、各年上半期・下半期ごとに投資法人の用途タイプ別の平均を算出し、その推移を示した（なお、個々の投資法人別の分布は、図13参照。）。まず、図30・31・34でも触れたように、2015年くらいまでは、商業施設系、物流施設系、ホテル系の投資法人については、その数が少ないため、あまり参考にならない。

さて、用途タイプ別にみると、物流施設系が残存期間5年超債務の比率が最も高い。物流施設は、用途タイプ別では有利子負債比率が最も低く（図2）、その分貸主側が債務長期化に応じやすい面もあると考えられる。オフィス系、住宅系、総合型については、2016年頃から30%前後で安定して推移してきている。2019年頃からはこれに商業施設系も加わっている。ホテル系の5年超債務比率は、増減を繰り返しつつも減少傾向にある。半年ごとに増減を繰り返しているのは、ホテル系には決算期間1年の投資法人が含まれており、当該投資法人の財務データの有無という事務的要因によるものであるが、2021年から2022年にかけての落ち込みは、コロナ禍によるホテル等の経営悪化に由来するものと考えられる。2022年以降は、ホテル以外の残存期間5年超債務の比率が低下する傾向がみられる。これは金融機関等との間で約定した債務返済期間が短くなったわけではなく、物件取得が減少したことから新たな借入が減少し、既存債務も借り換えずに弁済する割合が増えたことによるものと考えられる。

図38. J-REITの有利子負債に占める残存期間5年超債務比率の推移（用途タイプ別平均）



注) 各投資法人の決算日時点での有利負債額に占める残存年数5年超の負債額の割合について、用途タイプ別に各年上半期・下半期それぞれの平均を求め、その推移を示したものである。

(5) 2010年代以降における担保付有利子負債の有無の推移

銀行等貸主が有利子負債に係る債務不履行リスクを低減する手法として担保権の設定がある。投資法人に対する融資の際にも、債務不履行リスクが懸念される場合には、投資法人の保有不動産に担保権を設定することになる。実際、リーマンショック等債務不履行リスクが高まった時期には、多くの投資法人が担保付有利子負債を有することとなった(図 29 参照)。それでは、リーマンショックの影響もほぼ収束した 2011 年以降においては、投資法人が有する有利子負債に係る担保の有無はどのような状況となっているか。

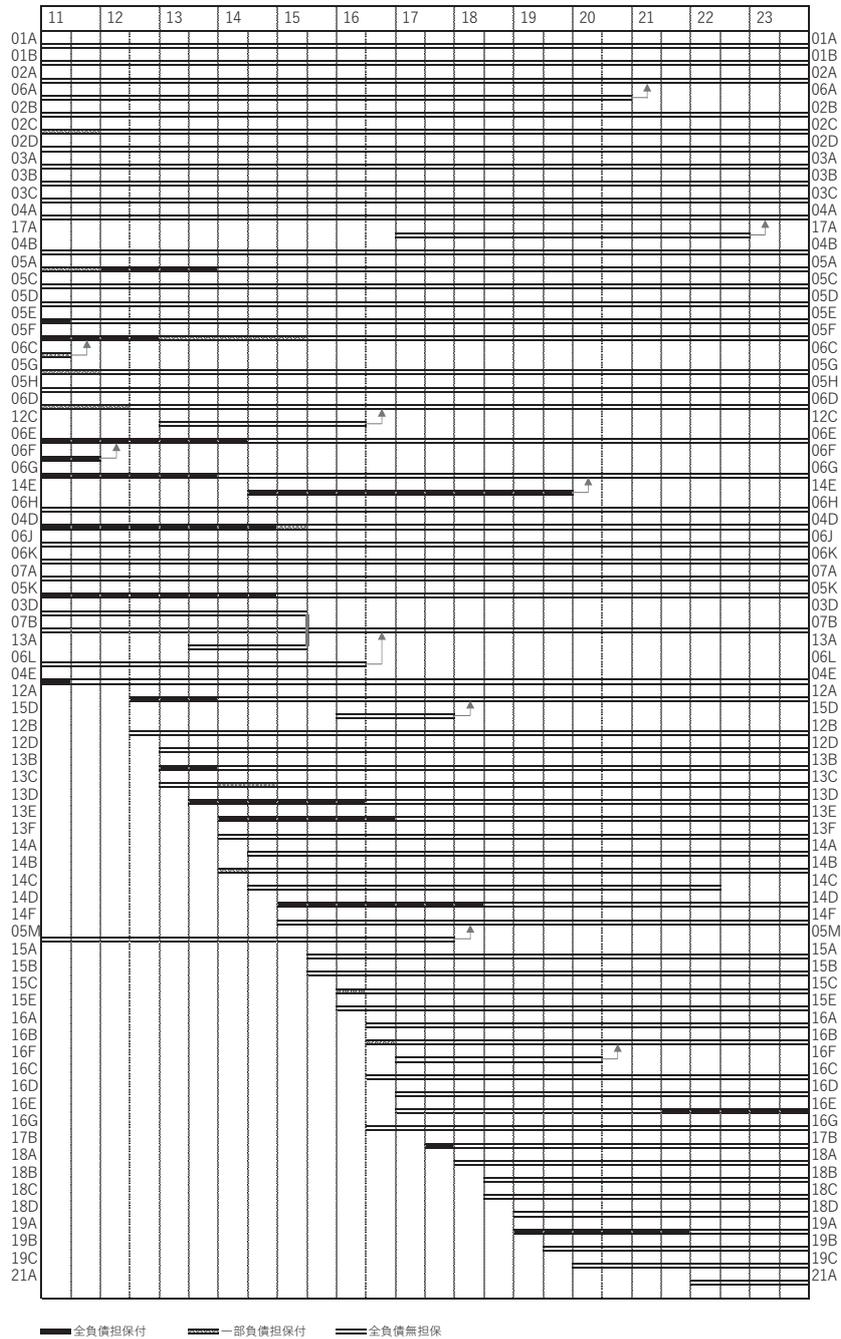
図 39 は、2011 年以降における各投資法人の有利子負債に係る担保の有無を示したものである。2016 年頃までは、特に新規上場した投資法人については、有利子負債(の一部)に担保を付されるケースがたびたびみられる。その後、2017 年頃からは新規上場した投資法人であっても有利子負債に担保を付されないのが一般的になった。リーマンショック前後の頃には、スポンサーがわが国トップクラスの企業である投資法人のみ有利子負債が無担保だったのであるが(7. (3) 参照)、近年はスポンサー企業の属性にかかわらず無担保で融資することが通例となっている。経済背景もあるが、J-REIT 自体の信用力が確立されてきたことによるところが大きいと考える。

さて、最近で特徴的なのは、16E が 2021 年下半年以降有利負債に担保を付するようになったことである。新規上場後しばらくの間有担保となるケースはよくみられるが、新規上場後ある程度年数が立ち、運用も安定してきているはずの時期に有担保へ転じたケースは、2011 年以降では初めてである。16E はホテル系投資法人であり、コロナ禍によるホテル等の経営不振による賃料収入の減少が影響したものと考えられる。ただ、他のホテル系投資法人はいずれも無担保を維持している。この点、有価証券報告書等では、「本投資法人の今後の円滑な資金調達を中心とする財務運営におけるリスクへの対応、具体的には当面の借入金の借換

えの完遂を最優先し、自発的に保有資産を担保提供し」と説明されている³¹。要は、着実なリファイナンスの実現のために、自主的に債務不履行リスクの軽減を図ったということのようである。

³¹ 大江戸温泉リート投資法人(現日本ホテル&レジデンシャル投資法人)「担保権設定に係る契約締結に関するお知らせ」(2021年11月25日プレスリリース資料)、第11期有価証券報告書(2022年2月25日)p4、第11期資産運用報告p18。

図39. 2011年以降における各投資法人の有利子負債に係る担保の有無



注) 対象投資法人は、2011年～2023年に上場中であった73法人。合併等により既に消滅している投資法人を含む。
 左右端の記号は、各投資法人を示すものであり、数字の部分は当該投資法人の上場年を意味する。なお、図27にも掲載している投資法人については、同じ記号としている。
 2011年上半期から2023年下半期まで半期ベースで有利子負債に係る担保の有無を示している。敷金返還債務等有利子負債以外の債務に係る担保設定は含まない。
 各半期の担保の有無は、当該期に完了する決算期に係る有利子負債により判断している。
 「全負債無担保」には、そもそも借入を行っておらず、有利子負債を有しない場合を含む。
 ラインが2011年下半期以降に始まっている投資法人は、当該期に上場後最初の決算期を終えたことを意味する。
 図中の矢印は、当該矢印のある期に直上の投資法人に吸収合併されたことを示す。また、03D、07B、13Aは、2015年下半期に新設合併した。

資料：各投資法人の有価証券報告書・有価証券届出書、不動産証券化協会HP：Jリート変遷図より作成。

9. 投資口価格と有利子負債比率

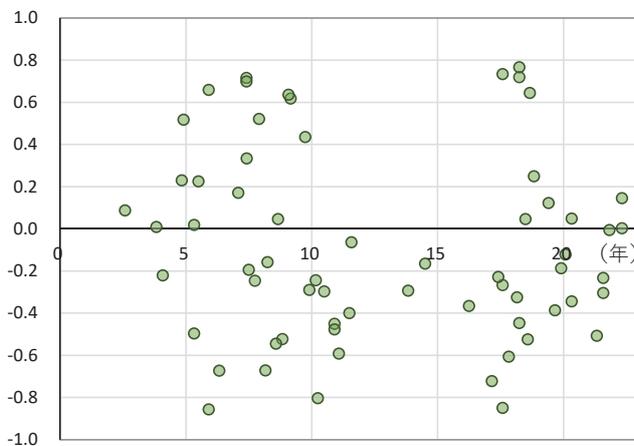
個々の投資法人に対する市場の評価を端的に示しているのは、(その評価が合理的といえるかどうかはともかくとして) 投資口価格であろう。それでは、有利子負債比率の増減は投資口価格の変化にどのような影響を及ぼしているのでしょうか。

図 40 は、2019 年末現在の上場不動産投資法人及びその後新規上場した不動産投資法人計 64 法人について、横軸に上場年数、縦軸にその間の投資口価格と有利子負債比率との相関係数をとって示したものである。まず、有利子負債比率の増減が投資口価格に決まった影響を与えるものではないことは明らかであろう。有利子負債比率が上昇すれば、投資口価格が上がる、あるいは下がるといった一定の傾向は認められない。他方、個々の投資法人についてみると、投資口価格と有利子負債比率との相関係数が 0.8 前後とかなり正の相関が高いケースもあれば、逆に相関係数が -0.8 前後とかなり負の相関が高いケースもみられる。上場期間が数年にとどまる投資法人の場合、対象となるデータが少なく信頼度に欠ける面があるが、上場期間が 15 年を超えるような投資法人に係る正・負の相関が高い場合、疑似相関であるケースも含め、何らかの要因があるものと考えてのが自

然であろう。

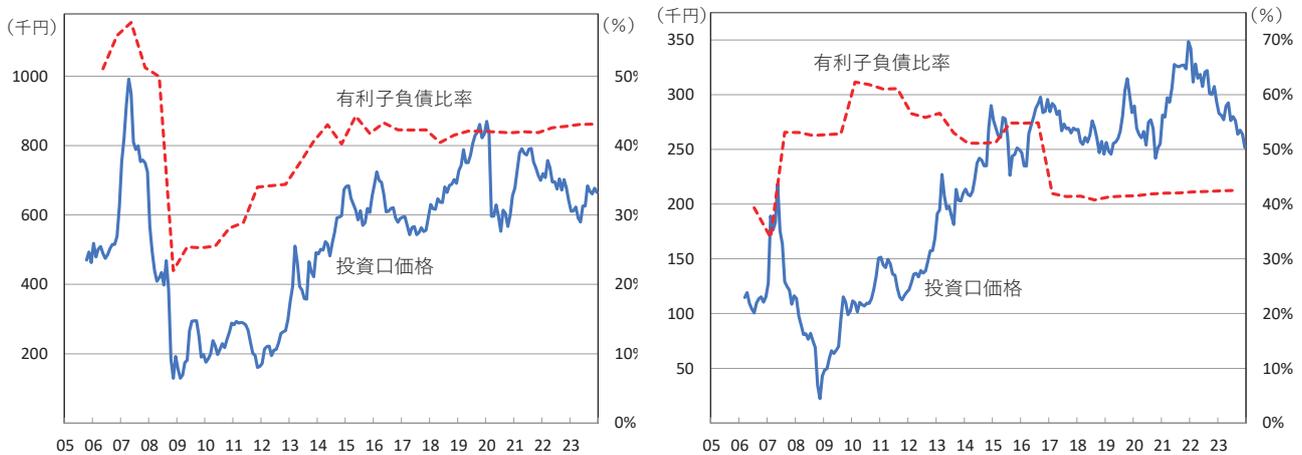
有利子負債比率の低い投資法人が、確実に高い収益が見込める不動産の適正価格での取得のため融資を受けて有利子負債比率が上昇するような場合は、外部成長への期待から投資口価格も上昇することが多いであろう。ただし、同じく不動産取得のための借入金調達に伴う有利子負債比率上昇であっても、既に当該投資法人の有利子負債比率がかなり高い場合には、財務の安定性を損ないかねないとして投資口価格が下落することもあり得る。リファイナンス資金の調達が困難なため不動産の売却や新投資口の発行で有利子負債の一部を返済して有利子負債比率が低下したような場合には、保有資産の縮小や投資口の希薄化に結びつくとして投資口価格が下落することも想定されるが、有利子負債比率の低い投資法人を吸収合併して存続法人の有利子負債比率が低下したような場合であれば、外部成長と財務の安定化をもたらすとして投資口価格が上昇するケースが多いであろう。さらに、外部成長のため借入を増やしていた時期にリーマンショックによる投資口価格全般の下落が重なったなど、有利子負債比率の変化とは無関係な要因により見かけの相関性が高まることもあり得る。

図40. 投資法人の上場年数別でみた投資口価格と有利子負債比率との相関係数



注) 投資法人の上場年数及び有利子負債比率と投資口価格との相関係数の分布を示している。
 対象法人は、2019 年末現在の上場不動産投資法人及びその後新規上場した不動産投資法人計 64 法人。
 上場年数は、2023 年 12 月末現在。
 有利子負債比率は、2023 年 12 月までの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、2023 年 12 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。
 資料：東京証券取引所データ、各投資法人の決算短信、有価証券報告書より作成（図 41 も同じ。）。

図41. 投資口価格と有利子負債比率との正の相関が高い投資法人・負の相関が高い法人
 (正の相関が高い投資法人の例) (負の相関が高い投資法人の例)



注) 投資口価格は、2023年12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(左図が5月・11月、右図が2月・8月(ただし、2010年5月までは5月・11月))。

結局、有利子負債比率の変化が投資口価格の変動に無関係なわけではないが、その変化の要因によって市場評価にプラスの影響を与えることもあれば、マイナスの影響を与えることもあり、有利子負債比率の変化要因よりも大きな別の要因で投資口価格が変動していることもあるということである。

参考までに、投資口価格と有利子負債比率との正の相関が高い投資法人、逆に投資口価格と有利子負債比率との負の相関が高い投資法人それぞれの投資口価格と有利子負債比率の変化を示したグラフを掲げる(図41)。本稿では、このような結果をもたらした個別要因についての分析は、あえて捨象し別の機会に取り上げることとするが、有利子負債比率の変化を投資口価格と単純に結び付けて考えることは適当でないことは確かであろう。

むすび

以上、有利子負債やその比率が持つ意味や現況・推移などについて触れてみた。有利子負債比率は、投資法人の用途タイプとの関連が深いこと、投資法人債比率については上場株式会社等に比べ低いレベルにとどまっていること、リーマンショ

ックの収束後は、多くの投資法人において有利子負債比率は安定的に推移しており、債務の長期化・無担保化が進んできていることなどがみてとれたのではないかな。

負債というと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、借入・起債による資金調達は必須の要素であり、これを適確に生かし、制御することが重要である。今後J-REITの有利子負債はどのように変化していくか。金利が上昇トレンドに転換すれば、不動産から得られる収益もそれに応じて増えない限り、資金繰りは厳しくなる。しかし、不動産賃借料は物価一般に比べ硬直性が高いといわれる。不動産からのインカムゲインの増加に短期的には期待できないとなると、有利子負債の短期化、有担保化といった揺り戻しが起こる可能性も残る。不動産投資全般の動向を探るためにも、今後ともJ-REITの有利子負債の動向に注視していく必要があると考える。

齋藤 哲郎 [さいとう てつろう]
 [(一財)土地総合研究所 研究顧問]