

### 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、上場不動産投資法人（J-REIT）を例にとり論ずることとする。

なお、同趣旨の論稿は、2018年8月のリサーチ・メモとして公表しているが、今回の論稿は、これを更新・改訂するとともに、新たな論点を加えている。前編では、有利子負債の持つ意味について概説した後、J-REIT等の有利子負債比率の推移を概観し、投資法人の属性と有利子負債比率の関連について取り上げ、さらに有利子負債の主要な構成要素の一つである投資法人債の発行状況について触れることとする。

### 1. 有利子負債の持つ意味

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）<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、現在のあるい

<sup>1</sup> 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、不動産取得額を用いる場合と総投資額を用いる場合がある。）。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。

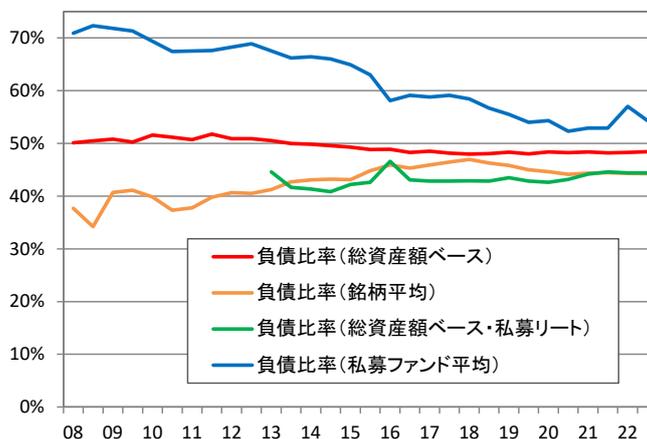
<sup>4</sup> これを借入金のレバレッジ（＝“てこ”）効果という。

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。

## 2. J-REIT 等の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。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常に低く、ここ10年ほどは3~4%程度低いことが多い。これは保有資産総額が少ない投資法人の方ほど有利子負債比率が低い傾向にあること、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、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推察される。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、低下傾向が続いている。長期・安定的な運用を実現する観点から低LTVが選好されている結果であろう。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トの登場とその増加があると考えられる。特に私募リートの数が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。とはいつても、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 よりも有利子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かなり高めになるものと推察される。

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(銘柄平均)は、各年1~6月と7~12月ごとの各投資法人の資産総額に占める有利子負債残高(投資法人債残高を含む。)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(銘柄平均)については、2018年6月末時点で存続していた投資法人を対象としている。したがって、その後合併・上場廃止により消滅した投資法人についても、上場廃止時までの負債比率の算出に含まれている。

<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)。

負債比率(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)、Japan REIT HP(アイビー総研(株)・Prop Tech plus(株))、不動産私募ファンドに関する実態調査 2023 年 1 月(2023 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。

### 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。

#### (1) 投資法人に係る指標値と有利子負債比率

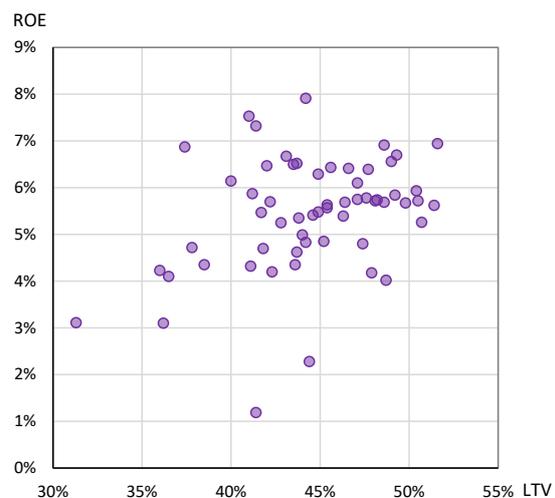
それでは、どのような投資法人で有利子負債比率が高くなる(あるいは低くなる)といった傾向は見出せるであろうか。まず、投資法人の規模や収益性などに係る指標をいくつか取り上げ、有利子負債比率との相関係数を試算してみた(表 1)。1.は投資法人の継続性、2～4.は投資法人の規模、5～7.は保有不動産の属性、8～10.は投資口の収益性に係る指標であるが、結果的にはいずれの指標も有利子負債比率の間で明らかな傾向は見出すことはできなかった。あえていえば、物件数と自己資本利益率(ROE)について弱い正の相関がみとれる程度であるが、ROE については、借入金や投資法人債を増やせばその分投資口発行額は少なくても済み純資産額は少なくなると、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%台以下の 4 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。

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	0.01
2.時価総額	-0.17
3.資産規模	-0.14
4.物件数	0.38
5.物件当たり価額	-0.25
6.NOI利回り	0.13
7.含み損益率	0.03
8.分配金利回り	0.28
9.NAV倍率	0.10
10.自己資本利益率(ROE)	0.31

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。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。

対象投資法人は、2023 年 3 月末現在で上場している 60 法人。

各指標値(当該指標値算出に用いる数値を含む。)は、2023年3月末現在の数値。ただし、決算に係る指標については、2023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1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口当たり出資額 + 1口当たり含み損益)。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。

資料: Japan REIT HP、不動産証券化協会 HP: Jリート銘柄情報より作成。

## (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、経済状況による需要の喪失、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。このコロナ禍でホテルや大型商業施設などでみられたように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。

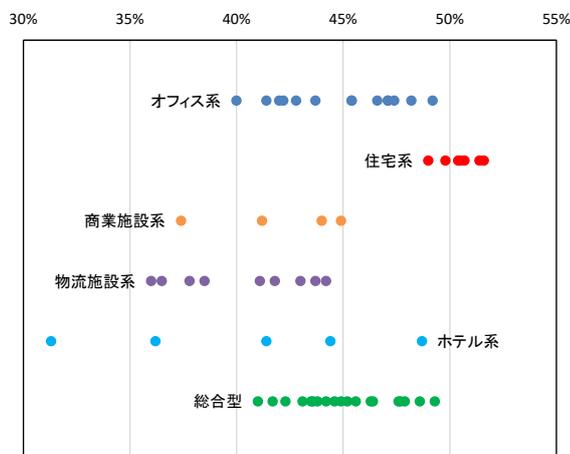
他方、商業施設系投資法人と物流施設系投資法人については有利子負債比率が低めとなっている。住宅系投資法人の場合とは逆に、大口テナントが多いことから空室リスクが大きく、経済状況の影響も受けやすい(特に商業施設)ことから賃料収入の減少リスクも大きい。1物件当たりの価額が大きいことから個々の物件の固有リスクも高い。このような背景から、貸し手側も資金の供給により慎重となるといった事情も働いているのではないかと考える<sup>6</sup>。

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は、大都市部のビジネスホテル

<sup>6</sup> 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考える。

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<sup>7</sup>、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。

図 3. 投資法人の用途タイプ別にみた有利子負債比率(LTV)の分布



注) 対象投資法人は、2023年3月末現在で上場している60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2022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。なお、2023年3月に合併した森トラストリート投資法人については、合併前2法人の2022年末現在での保有資産全体に基づき分類している。

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: Japan REIT HP、各投資法人のプレスリリース資料・有価証券届出書より作成。

#### 4. 有利子負債における投資法人債のウエイト・位置づけ

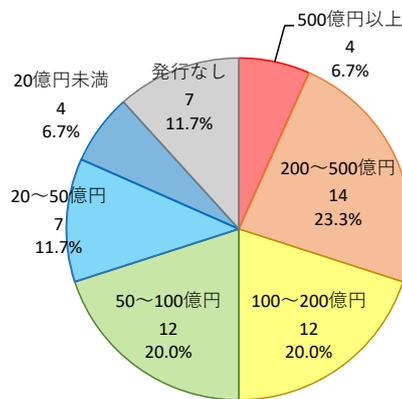
J-REITの有利子負債としては、主として銀行等からの借入金と投資法人債とに分かれる。そこで、以下では有利子負債に占める投資法人債のウエイト等について考察することとする。

##### (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、本年3月末現在での上場不動産投資法人60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。60法人中53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、日本ビルファンド投資法人の670億円)、発行額0の投資法人も含めての平均発行額は、約164億円となる。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222億円であり<sup>8</sup>、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

図 4. J-REITにおける投資法人債発行額の分布



注) 2023年3月末現在の上場不動産投資法人60法人について、2023年1月期までの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。

<sup>7</sup> 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1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られる。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%である。

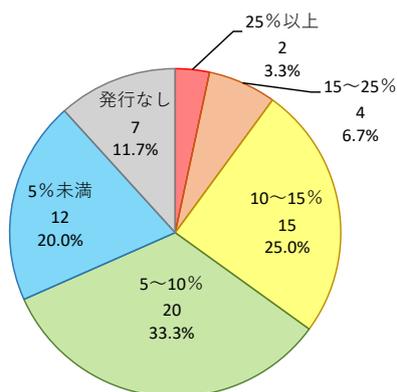
<sup>8</sup> 法人企業統計調査(令和4年10~12月期)(財務省)による。なお、資本金10億円以上の企業を挙げたのは、同調査において最も規模の大きい企業区分に当たるからであるが、資本金10億円以上の企業(金融業、保険業を除く。)の数は4805社、上場企業数は2022年末で3869社であるから、ほぼ上場企業並みの企業の特徴を示すものと考えられる。

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<sup>9</sup>、2021年は投資法人債発行額の80%、2022年は82%をグリーンボンド等が占めるに至っている<sup>10</sup>。

## (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、本年3月末現在での上場不動産投資法人60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、10.1%、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、8.4%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29.3%であり<sup>11</sup>、大手企業と比較するとJ-REITの方が債券による資金調達の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。

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)2023年3月末現在の上場不動産投資法人60法人について、2023年1月期まで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。

以下、投資法人債比率と投資法人の属性との関連、個別の投資法人の有利子負債比率の推移などについては、後編に続く。

(齋藤 哲郎)

<sup>9</sup> 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](https://www.smtri.jp/report_column/report/pdf/report_20210910_2.pdf))p4。

<sup>10</sup> 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。

<sup>11</sup> 法人企業統計調査(令和4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。