

はじめに

今回は、不動産投資ビークルの有利子負債について、上場不動産投資法人（J-REIT）を例にとって論じている。本稿は、その続編である。本稿では、投資法人債に関する考察の続きとして、投資法人債比率と投資法人の属性との関連について触れた後、有利子負債の返済・償還期間の長さ等について概観する。なお、前編執筆時点で想定していた構成・内容を多少変更しており、有利子負債比率等の推移などは、後編にて取り扱うこととする。また、章・節及び図表については前編からの通し番号となっている。

4. 有利子負債における投資法人債のウエイト・位置づけ

(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るが、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。

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	0.46
2.時価総額	0.38
3.資産規模	0.36
4.物件数	0.08
5.物件当たり価額	0.32
6.NOI利回り	-0.24
7.含み損益率	0.42
8.分配金利回り	-0.23
9.NAV倍率	-0.05
10.自己資本利益率 (ROE)	-0.07
11.有利子負債比率	-0.05

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 3 月末現在で上場している 60 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。

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。

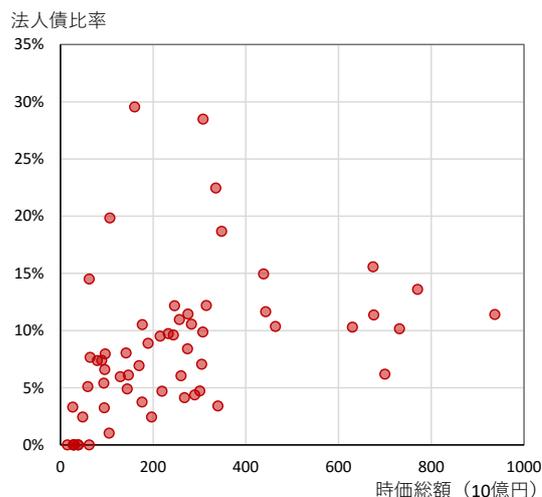
各指標の定義等については、表 1 の注を参照。

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。）。

時価総額や資産規模とも弱い相関がみてとれるが、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てとれない。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てとれる。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。

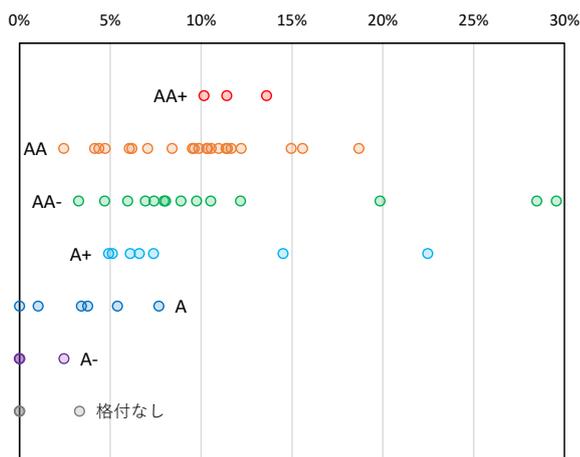
図 6. 投資口時価総額と投資法人債比率の分布



#### (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)。

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、2023 年 3 月末現在での 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。

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みえるが、AA~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がしかの関連はありそうである。ちなみに、格付なしの中にも投資法人債を発行している投資法人があるが、これはスポンサー会社

を割当先とした私募債であり<sup>1</sup>、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

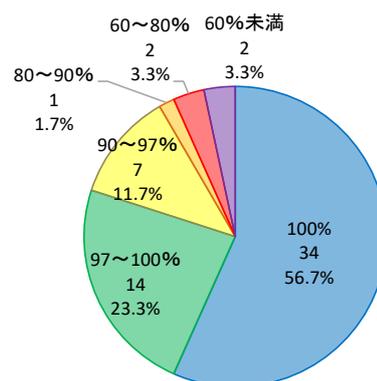
### (1) 長期・短期、固定金利・変動金利

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<sup>2</sup>。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<sup>3</sup>。

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、本年3月末現在上場の60法人のうち、長期・固定金利重視型が22法人、バランス重視型が17法人、折衷型(長期・短期、固定金利・変動金利のバランスに配慮するが、当面は長期・固定金利重視)が1法人と長期・固定金利重視型の方がやや多くなっている。残りの20法人は長期・固定金利による借入金調達について特段の方針は示していない<sup>4</sup>。

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、本年3月末現在上場の60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ある。過半の投資法人では、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50%以下の投資法人は存しない。ちなみに、長期債務比率80%未満の4法人は、いずれもホテル系の

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、2023年3月末現在上場の不動産投資法人60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。

資料: 本年1月末現在での各投資法人の直近の決算に係る貸借対照表より算出(図9~12も同じ。)

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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60法人については、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、後編にて改めて取り上げる。

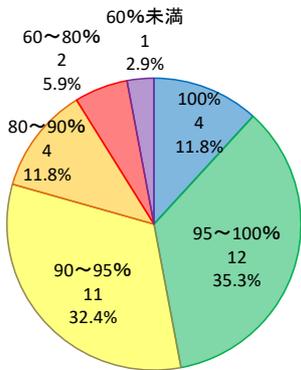
<sup>3</sup> 償還期間1年未満の短期投資法人債の発行も制度上可能ではあるが(投資信託及び投資法人に関する法律第139条の12・第139条の13)、2022年下半年以降では短期投資法人債の発行は確認できない(2023年6月末現在で公表済みの有価証券報告書の記載による。)

<sup>4</sup> 本年1月末現在での各投資法人の直近の決算に係る有価証券報告書、資産運用報告の記載による。

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の影響により、短期の借入を行ったことによるものと考えられる<sup>5</sup>。

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探っていく。図 9 は、本年3月末現在上場の 60 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 34 法人について、その分布を示したものである。半数弱の投資法人が含まれていないため断定的なことはいえないが、8割弱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 34%にとどまっており、J-REIT の中では極端に低い割合となっている。

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



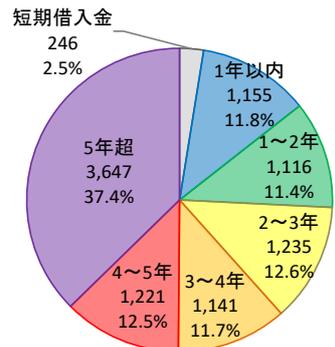
注) 対象は、2023 年 3 月末現在上場の不動産投資法人 60 法人のうち、有価証券報告書・資産運用報告で有利子負債に占める長期・固定金利債務の割合を示している 34 法人。

ここで長期・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。

(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、本年3月末現在上場の 60 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。

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



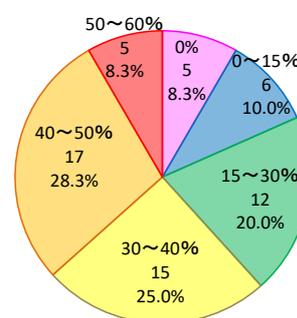
注) 対象は、2023 年 3 月末現在上場の不動産投資法人 60 法人(図 11・12、表 3 も同じ。)

2023 年 1 月末現在での各投資法人の直近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。

<sup>5</sup> この4法人ともにコロナ禍前 2019 年の決算では、長期債務比率が 97%超となっており(うち2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視える。

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、本年3月末現在上場の 60 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 59.9%)、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。ちなみに、資産運用報告等において有利子負債の平均残存年数を公表している 27 法人についてみると、平均残存年数の最長は 6.7 年、最短は 1.1 年、平均は 4.0 年となっている。

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 1 月末現在での各投資法人の直近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。

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やや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	0.39
2.時価総額	0.55
3.資産規模	0.51
4.物件数	0.12
5.物件当たり価額	0.40
6.NOI利回り	-0.11
7.含み損益率	0.50
8.分配金利回り	-0.34
9.NAV倍率	0.14
10.自己資本利益率(ROE)	0.06
11.有利子負債比率	-0.25

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の。

5年超有利子負債比率の算出手法は、図 11 と同じ。

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。

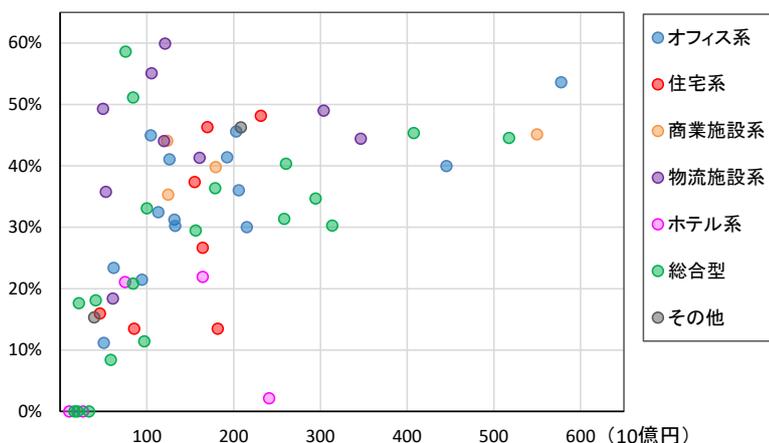
各指標の定義等については、表 1 の注を参照。

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 12 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とれるものの(相関係数は 0.49)、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。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あるものと考えられる。

図 12. 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 1 月末現在での各投資法人の直近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。

以下、後編に続く。

(齋藤 哲郎)