土地総研リサーチ・メモ

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（後編）

2023 年 8 月 1 日

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、その後編である。後編では、有利子負債比率の推移などについて取り上げることとする。なお、章・節及び図表については前・中編からの通し番号となっている。

6. 投資法人の有利子負債比率等の変動

（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[1]、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ろう。

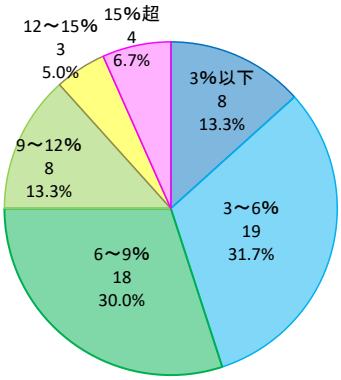
[1] 不動産投資法人においては、不動産投資法人が支払う分配金について当該事業年度の所得の金額の計算上損金算入する特例が認められており、これにより投資主への分配前の利益に対する法人税等負担が不動産投資法人には生じないこととなる。この損金算入の特例の適用要件の一つとして、当該事業年度に係る配当等の支払額が、当該事業年度の配当可能利益の額の 100 分の 90 を超えていることがある。すなわち、もし不動産投資法人が利益の 1 割以上を留保してしまえば、投資法人自体に課税されてしまい、導管性が確保できなくなるのである。

(2) 平常時における有利子負債比率の変動幅

それでは、投資法人の有利子負債比率がどの程度の幅で変動してきているのかについてみてみる。ただし、リーマンショックのように金融市場が危機的状況に陥った際には、財務状況が健全な企業でもリファイナンスが困難となり、有利子負債の圧縮に動くことから、有利子負債比率は大きく変動する傾向がみられる。そこで、リーマンショックの影響がほぼ収まり、東日本大震災の不動産投資市場に与える影響懸念も薄らいだ 2012 年以降をまず取り上げる(図 13)。

変動幅 9%以下の投資法人が全体の4分の3を占めていることからわかるように、各投資法人の有利子負債比率は比較的安定して推移してきている(平均は 7.1%、最大で 19.7%。)。一方、上場不動産投資法人は一般に外部成長を指向しており、実際保有資産は年々増加傾向にある。資産規模が拡大傾向にある、つまり不動産取得資金を調達し続けているにもかかわらず、有利子負債比率が安定しているということは、借入・投資法人債発行と新投資口発行とを並行して進めていることになる。

図 13. 投資法人別にみた 2012 年以降の有利子負債比率の変動幅に係る比率

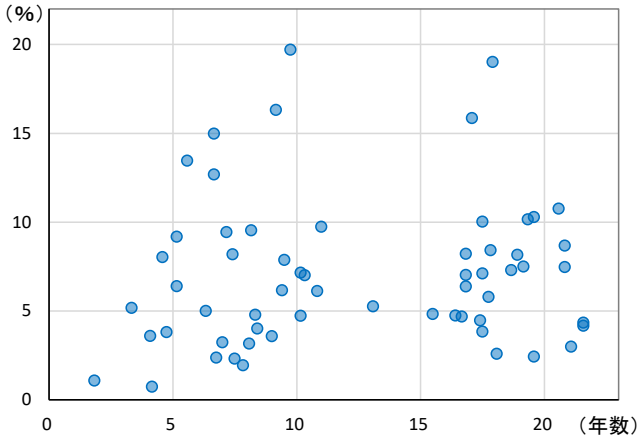


注)有利子負債比率の変動幅とは、対象期間内における有利子負債比率の最高値から最低値を引いた数値をいう。
2023 年 3 月末現在の上場不動産投資法人 60 法人について、2012 年 1 月期から 2023 年 1 月期までの決算数値により算出している。
以上、図 14 も同じ。

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 14・15・16・17・19 も同じ。)。

なお、有利子負債比率については、上場後年数を経ていない投資法人は、対象期間が短くなる分変動幅が小さくなるのではないか、あるいは、リーマンショック前に上場した投資法人については、既に運用上安定期に入っていて変動幅が小さくなるのではないかといった疑問もあり得る。そこで、上場期間と 2012 年以降の有利子負債比率の変動幅との分布を示してみた(図 14)。

図 14. 投資法人の上場年数と有利負債比率の変動幅の分布



注)上場年数は、上場した時期から2023年3月末までの年数をいう。

図でわかるとおり、上場後あまり年数を経ていないこと、上場後かなり年数を経ていることは、いずれも有利子負債比率の変動幅に影響を及ぼしている形跡はみられない。さすがに上場後5年未満の投資法人には、変動幅が 10%を超える法人はないが、これらの投資法人の中にも変動幅の全投資法人平均である 7.1%を超える変動幅となっている法人もみられ、変動幅の大きさを上場年数と紐づけることは困難であると考えられる。

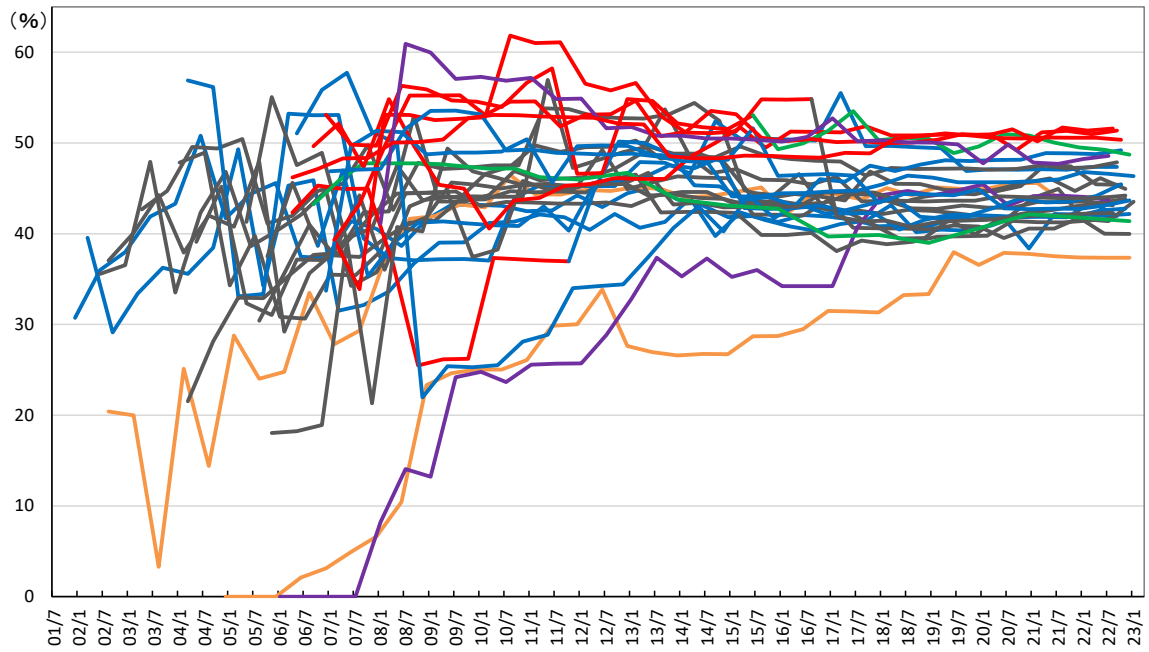
(3)リーマンショック前後における有利子負債比率等の変動幅

次に、金融市場が危機的状況にあり、円滑な資金調達が困難となるおそれが強いケースにおいて、有利子負債比率等がどのような動きを示すかについて、リーマンショックとその前後を含む時期を取り上げて検証してみる。

図 15 は、リーマンショックより前に上場し、現在も存続している投資法人について、その上場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考える。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。

図 15. リーマンショック前に上場した投資法人における上場後現在までの有利子負債比率の推移



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、2008 年上半期以前に上場した 27 法人。

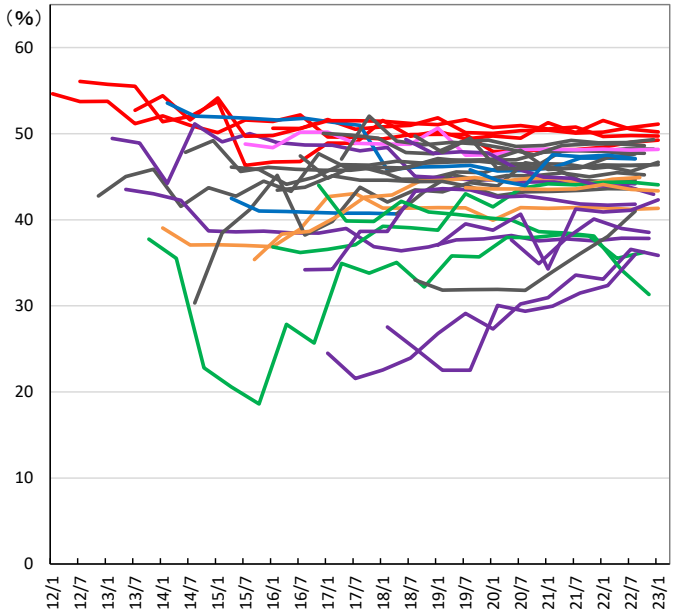
折れ線の色については、青：オフィス系、赤：住宅系、橙色：商業施設系、紫：物流施設・インフラ系、緑：ホテル系、灰色：総合型をそれぞれ示す。

投資法人の用途タイプの定義は、図 3 の注書参照。なお、用途タイプについては、原則として当該注書にあるとおり 2022 年末現在のポートフォリオによって分類している。

ポートフォリオの組み換え、吸収合併等により用途タイプの転換があった場合には、その時期の前後で該当する色を変えている。ただし、ポートフォリオの組み換え途上で一時的に総合型となったような場合（例えば、住宅系からオフィス系への転換途中に総合型の要件に該当した場合）については、最終的な用途タイプに移行したとみられる時点（例えば、オフィスがポートフォリオの過半を占めた時点）で当該用途タイプの色に変えている

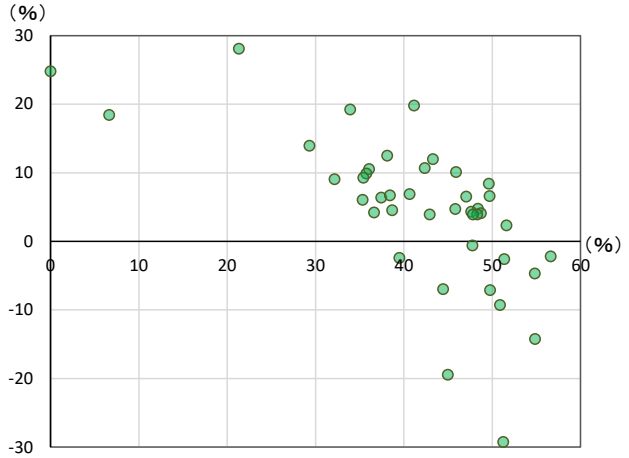
なお、図 15 は、リーマンショック前に上場した投資法人のみを取り上げたものであるが、リーマンショック以降に新規上場した投資法人を含めても、リーマンショック以降最初の新規上場（新設合併によるものを除く[2]。）があった 2012 年以降の有利子負債比率の変動幅は、平均で 7.1%、最大でも 20%弱の範囲にとどまっており（(2)参照。）、有利子負債比率の収れん傾向は、リーマンショック以降に新規上場した投資法人も含めた傾向であるといえよう。参考までに、リーマンショック以降に上場した投資法人（合併等により消滅した投資法人を除く。）の有利子負債比率の推移を示したのが図 16 である。リーマンショックより後に上場が本格化した物流施設系、ホテル系の投資法人の有利子負債比率が低めに推移しているが（物流施設系、ホテル系の投資法人の有利子負債比率が低めである事情については、3.(2)参照。）、これらを除けば上場直後を含め概ね 40～50%の範囲で推移している。特に、上限は図 15・16 ともにこのところ約 50%の水準を保っている。ちなみに、ホテル系投資法人においては直近1～2年ほどで有利負債比率がかなり低下しているケースがみられるが、これはコロナ禍によるホテルの運用不振が影響しているものと考えられる。

図 16. リーマンショック以降に上場した投資法人における上場後現在までの有利子負債比率の推移



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、2008 年下半期以降に上場した 33 法人。
折れ線の色と用途タイプについては、図 15 と同じであるが、リーマンショック後に現れた用途タイプであるヘルスケア施設系は桃色としている。

図 17. 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



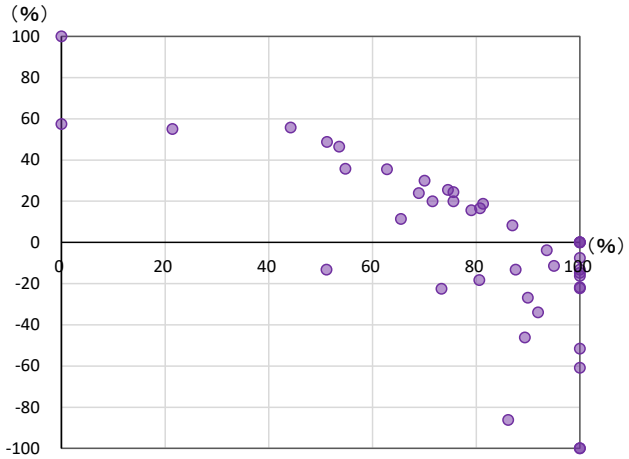
注）対象投資法人は、リーマンショックの前後にわたって存続した 42 法人。合併により既に消滅している投資法人を含む（図 18～21 も同じ）。
横軸は、リーマンショック前の有利子負債比率、縦軸は、リーマンショック以後約 2 年経過までの有利子負債比率からリーマンショック前の有利子負債比率を差し引いた数値（有利子負債比率変動値）を示す。
有利子負債比率変動値は、次の①②にうち、絶対値の大きい方をいい、リーマンショック前の有利子負債比率は、2007 年下半期又は 2008 年上半期の有利子負債比率のうち、有利子負債比率変動値の算出において用いた方をいう。
①2008 年下半期～2010 年上半期の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

[2] 新設合併を含めると、2010 年 3 月の日本レジデンシャル投資法人と旧アドバンス・レジデンス投資法人との新設合併によるアドバンス・レジデンス投資法人の新規上場が最初となる。

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 17 によっても推し量ることができる。図 17 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。

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が懸念される際には、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リ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 18. 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にうち、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

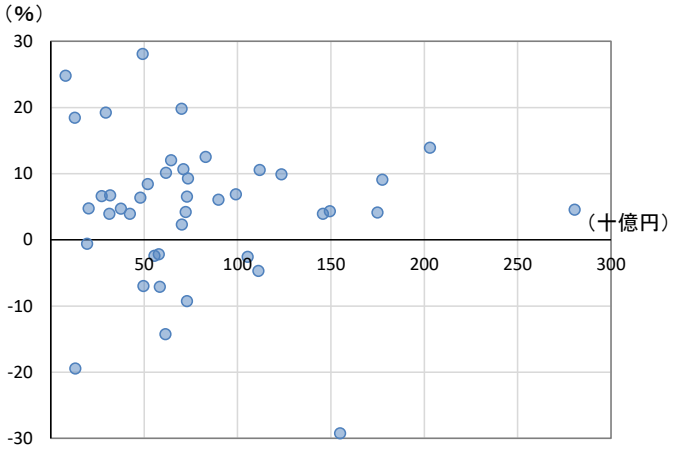
②2008 年下半期～2010 年上半期の長期債務比率の最小値から 2007 年下半期又は 2008 年上半期の長期債務比率のうち大きい方を差し引いた値

資料：各投資法人の有価証券報告書より作成。

図 18 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 19）、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。

図 19. 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 17 の注書参照。

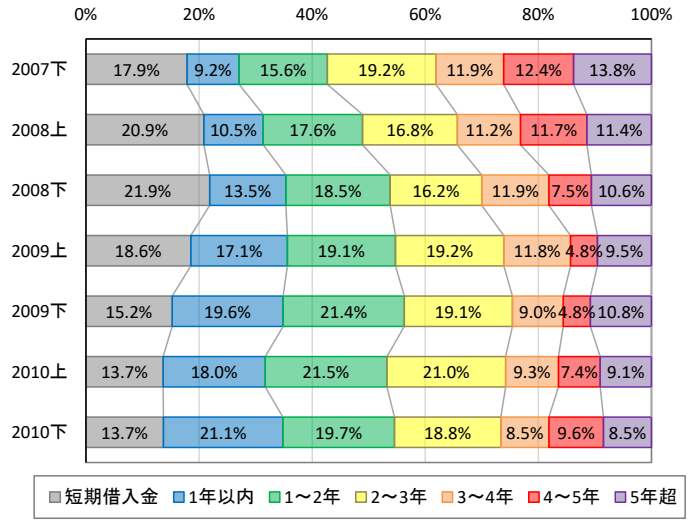
有利子負債総額は、2007 年下半期又は 2008 年上半期の有利子負債総額のうち大きい方の額。

(4)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)で取り上げた有利子債務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債務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 年以内にすることはなくとも、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 20 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。

図 20. 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 21 も同じ。）。

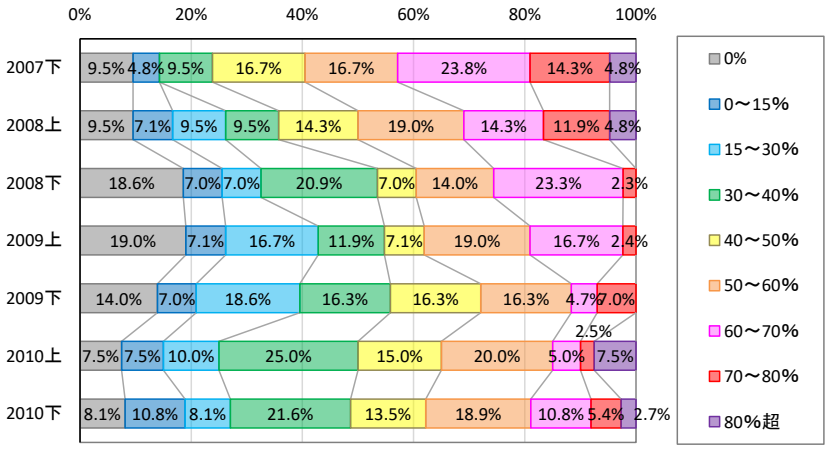
短期借入金の割合はリーマンショックが起こった 2008 年下半期をピークとして、その後減少傾向にある。その後これに代わり返済・償還期間 1～3 年の長期債務が増加傾向にあったことがわかる。あくまで推察であるが、2008 年の世界金融危機に際して、その時期に返済期限を迎えた有利子負債についてはとりあえず短期借入で

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債務の返済・償還期間がかなり短めであったのであるが（図 10 参照。）[3]、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覗われる。

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てみる。図 21 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 年下半期から 2010 年下半期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 年下半期まで大きく減少している。他方、2009 年上半期には残存年数2年超0%の投資法人が倍増し、これに並行して 2009 年下半期まで残存年数 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表れたということであろう。

図 21. 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。

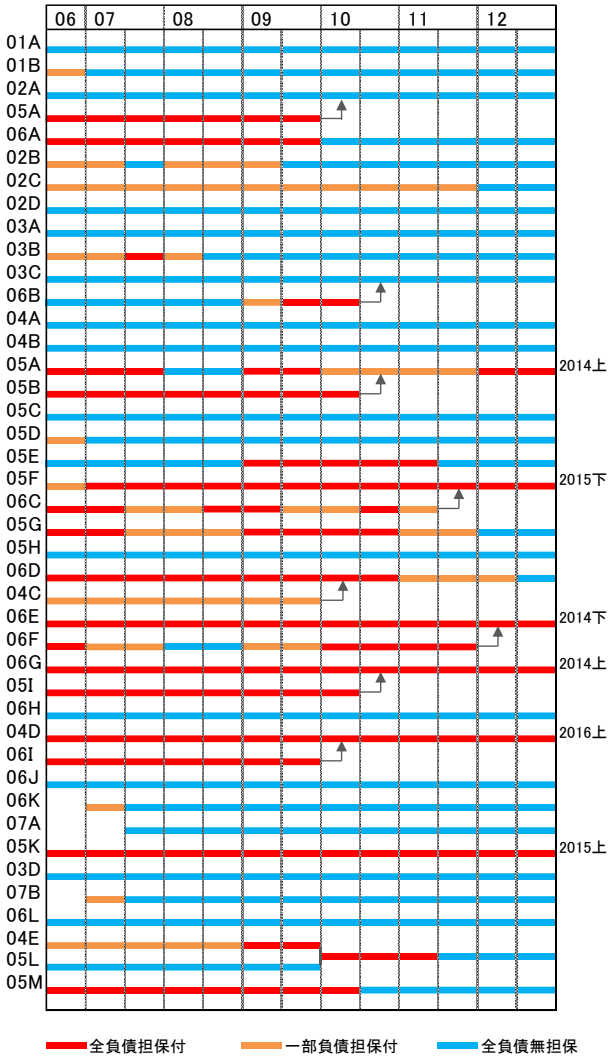
合併により消滅した投資法人は、最後の決算期末日が含まれる半期まで含めている。

（5）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

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。

[3] 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にあるとされる（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 22. 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



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、当該期に有利子債務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。

図 22 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、金融危機がい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債務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にあったと考えられる。

この時期も含めて有利子債務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、この時期に有利子債務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[4]、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債務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。）。

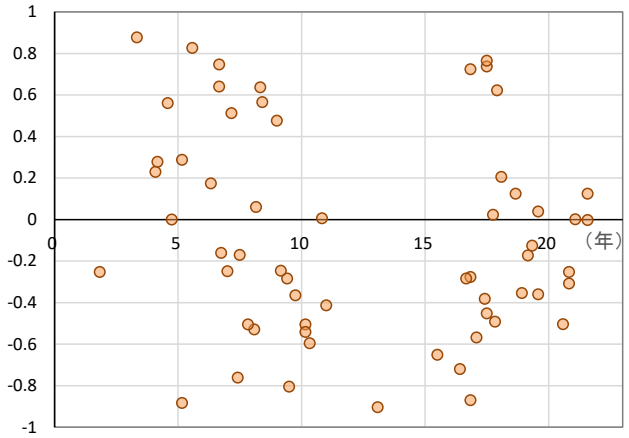
その後、リーマンショックの影響がほぼ収まった 2012 年においても、有利子負債に担保を付している投資法人は複数存する。いずれもリーマンショック前から担保設定を行っていた投資法人である。これらの投資法人も、グラフに付記したように 2016 年までには有利子負債の無担保化を達成している。そして、現在では、上場不動産投資法人の有する有利子負債については、無担保が一般的になっている[5]。

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、有利子負債のウエイトの縮減にも並行して取り組み（図 17 参照。）、図 22 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。

7. 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あろうか。

図 23. 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、2023 年 3 月末現在の上場不動産投資法人 60 法人。
上場年数は、2023 年 3 月末現在。
有利子負債比率は、2023 年 1 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 1 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：Yahoo!ファイナンス HP、Japan REIT HP より作成。

[4] 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。なお、03B も、2008 年下半期には有利子債務の無担保化を達成し、その後は無担保を維持している。

[5] 5.(1)脚注 2 参照。

図 23 は、2023 年 3 月末現在の上場不動産投資法人 60 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るのが自然であろう。

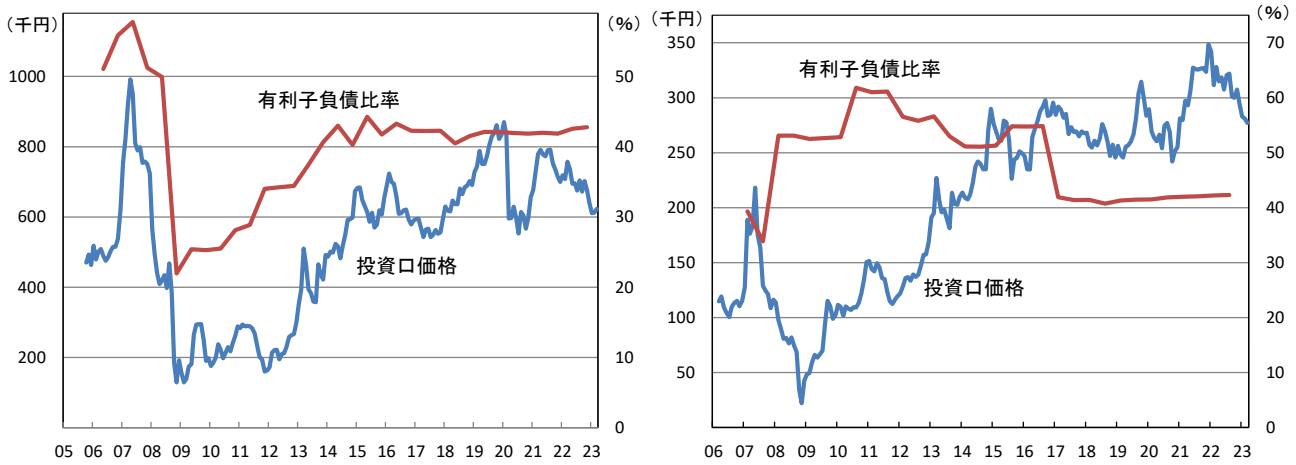
有利子負債比率の低い投資法人が、確実に高い収益が見込める不動産の適正価格での取得のため融資を受けて有利子負債比率が上昇するような場合は、外部成長への期待から投資口価格も上昇することが多いであろう。ただし、同じく不動産取得のための借入金調達に伴う有利子負債比率上昇であっても、既に当該投資法人の有利子負債比率がかなり高い場合には、財務の安定性を損ないかねないとして投資口価格が下落することもあり得る。リファイナンス資金の調達が困難なため不動産の売却や新投資口の発行で有利子負債の一部を返済して有利子負債比率が低下したような場合には、保有資産の縮小や投資口の希薄化に結びつくとして投資口価格が下落することも想定されるが、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。

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 24）。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。

図 24. 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 3 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））。

むすび

以上、有利子負債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。

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。投資家や金融機関にあっては、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）