

はじめに

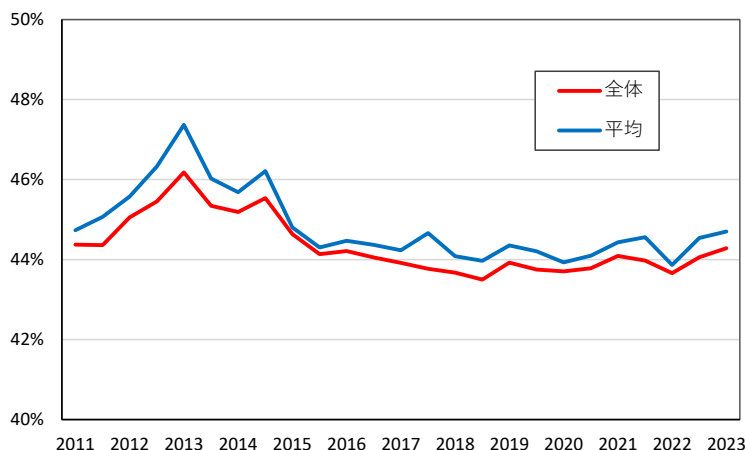
わが国の上場不動産投資法人(J-REIT)の有利子負債については、昨年既に前・中・後編に分けてリサーチ・メモの形でとりまとめている¹(なお、本文中これらのリサーチ・メモを引用する際は、それぞれ「前編」、「中編」、「後編」と称する。)。ただ、これらの論稿においては、有利子負債の時系列的变化については、もっぱらリーマンショックの前後の焦点を当てて考察しており、リーマンショックの影響が薄らいだ 2010 年代以降についての分析が手薄となっている。そこで、今回は 2010 年代以降コロナ禍を経てこれがほぼ収まる昨年上半期までに着目し、J-REIT の有利子負債に係る属性等の変化について考察を試みるものである。

1. 有利子負債比率の推移

(1)有利子負債比率全体の推移

まずは、総資産額に占める有利負債額の割合、すなわち有利子負債比率(LTV、総資産有利子負債比率)について取り上げる。図1は、2011 年以降における J-REIT 全体の有利子負債比率及び各投資法人の有利子負債比率の平均について、その推移を示したものである。

図 1. J-REIT の有利子負債比率の推移(全体・平均)



注) 有利子負債比率とは、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。

全体は、J-REIT 全体の総資産額に占める有利子負債額合計の割合、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、図 2 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 2 以下も同じ。)

¹ 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)(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/20230731_1.pdf)。

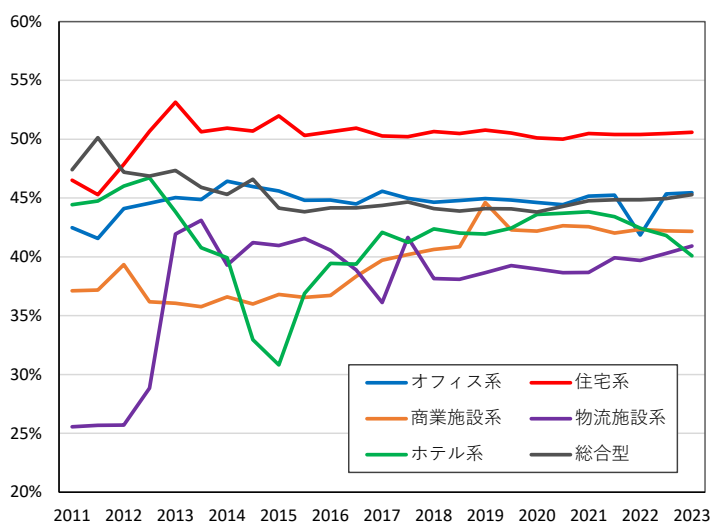
全体、平均ともに40%台半ばから後半の範囲で変化してきており、特にこの7～8年は44%前後で安定して推移してきている。全体の方が平均よりも有利子負債比率が低めなのは、資産規模の大きな投資法人の方が有利子負債比率において低い傾向にあることを示していると考えられる²。なお、同様に有利子負債比率の推移について示した前編・図1とは、算出対象としている負債の範囲や投資法人の範囲が異なるため、その数値が一致しないことに留意されたい。

(2) 用途タイプ別でみた有利子負債比率の推移

次に、図2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。これは前編・図3において示したところと符合している。2017年下半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での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(前編・図3参照。)、平均値のみでは見誤るおそれがある点に留意が必要である。

図2. J-REITの有利子負債比率の推移(用途タイプ別平均)



注) 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・旅館に係る保有不動産に占める取得価額ベースでの割合が概ね70%以上の投資法人をいう。

総合型は、上記以外の投資法人で産業・インフラ施設系の投資法人(1法人)とヘルスケア施設系(最大3法人、現在1法人)以外のものをいう。

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には、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7・11においても同じ。

² この点については、前編・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、2011年上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. 投資法人債に係る比率の推移

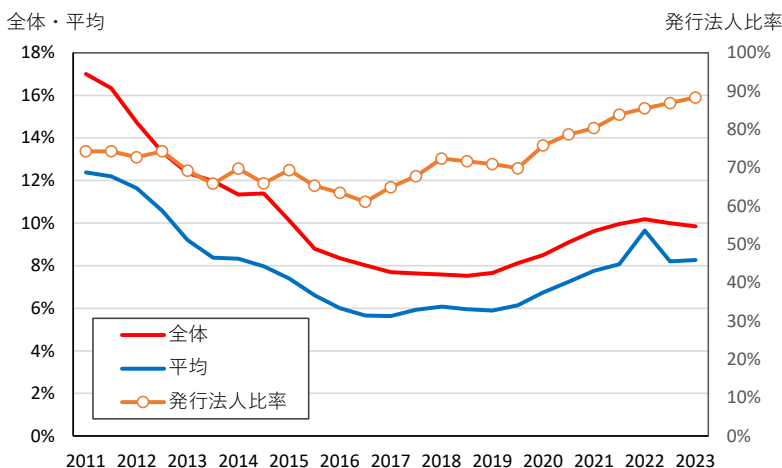
(1) 投資法人債発行額比率・発行法人割合の推移

J-REIT の有利子負債は、銀行等からの借入によるものと投資法人債発行によるものとに分けられる。そこで、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てみた(図3)。2011 年以降 2016 年頃までは、全体、平均ともに投資法人債の占める比率が低下している。この頃は投資法人の新規上場が相次いだ時期であるが、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(図5参照。)、低下傾向が続いたものと考えられる。その後 2019 年下半期以降、全体、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)ことによるものである。

投資法人債発行法人割合についても上記と似たような変化を示しているが、全体・平均に比べると上昇傾向に入るタイミングが2~3年早めであった。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考えられる。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8・9参照。)、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。

なお、前編・図5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。

図 3. J-REIT の有利子負債額に占める投資法人債発行額の比率(全体・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



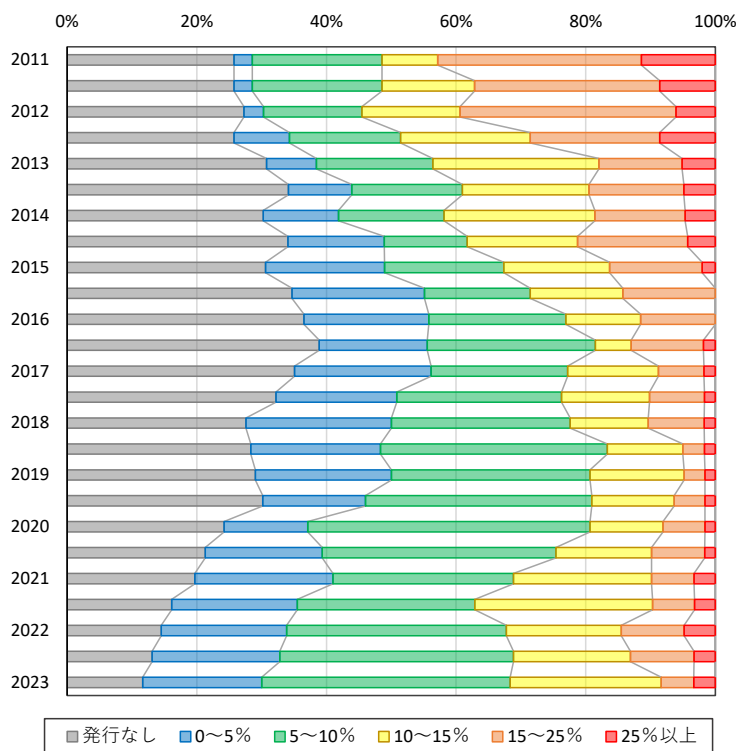
注) 全体は、J-REIT 全体の有利子負債額に占める投資法人債発行額合計の割合、平均は、各投資法人の有利子負債額に占める投資法人債発行額の割合の平均をいう。
発行法人比率は、上場不動産投資法人全体に占める投資法人債を発行している法人の割合をいう。

(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4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。

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3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り、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年上半期で最も投資法人債発行額比率が高い投資法人で 31.5%であり、ほぼ大企業の社債発行額比率並みとなっている。

図 4. 各投資法人の投資法人債発行額比率の分布の推移



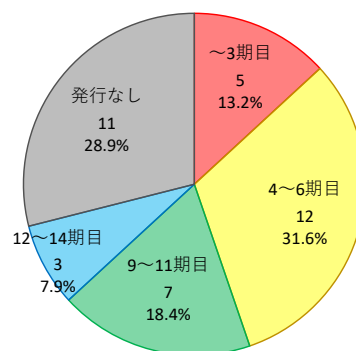
(3) 投資法人債の発行開始時期

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、中編 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5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

図 5. 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。

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 14 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 15 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。

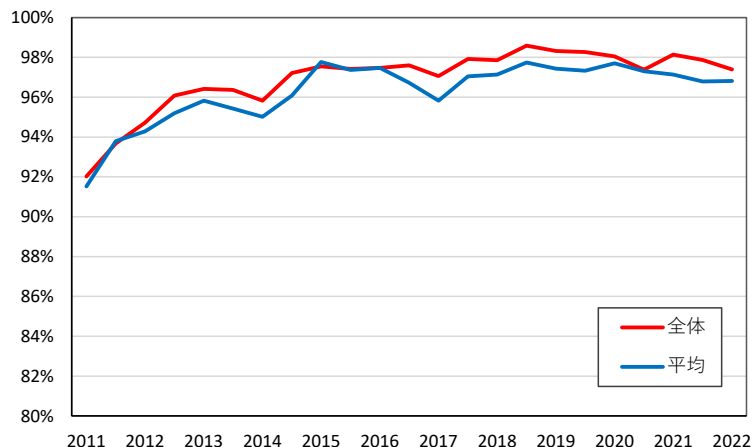
3. 長期債務比率の推移

有利子負債の基本的属性としては、借入・償還期間の長短、利息が固定金利か変動金利か、さらには担保・保証の有無といったことが挙げられる。そこで、以下ではこれら有利子負債の属性変化がどのような傾向を示しているかについて考察を進める(なお、固定金利か変動金利かについては、集計データについて開示している投資法人に限られているため、本稿では検討対象外とする。長期・固定金利債務の割合については、中編・図9を参照。)

(1) 長期債務比率全体の推移

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。そこでまず、有利子負債に占める長期債務の比率について取り上げる。図6は、2011年以降におけるJ-REIT全体の有利子負債に占める長期債務の比率及び各投資法人の長期債務比率の平均について、その推移を示したものである。長期債務比率は、全体、平均ともに2015年くらいまでは上昇傾向にあり、その後は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、中編・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、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 6. J-REIT の有利子負債に占める長期債務の比率の推移(全体・平均)



注) 長期債務とは、借入・償還期間が1年超の有利子負債をいう(図7も同じ。)

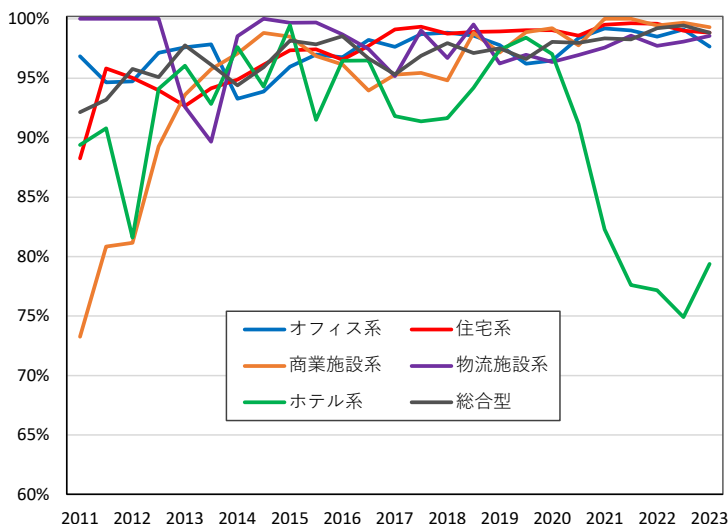
全体は、J-REIT 全体の有利子負債額に占める長期債務額合計の比率、平均は、各投資法人の有利子負債額に占める長期債務額の比率の平均をいう。

(2) 用途タイプ別でみた長期債務比率の推移

次に、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(図7)。まず、1. (2)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。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 年上期になってようやく反転の兆しがみえてきた状況にある。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³。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、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。

図 7. J-REIT の長期債務比率の推移(用途タイプ別平均)



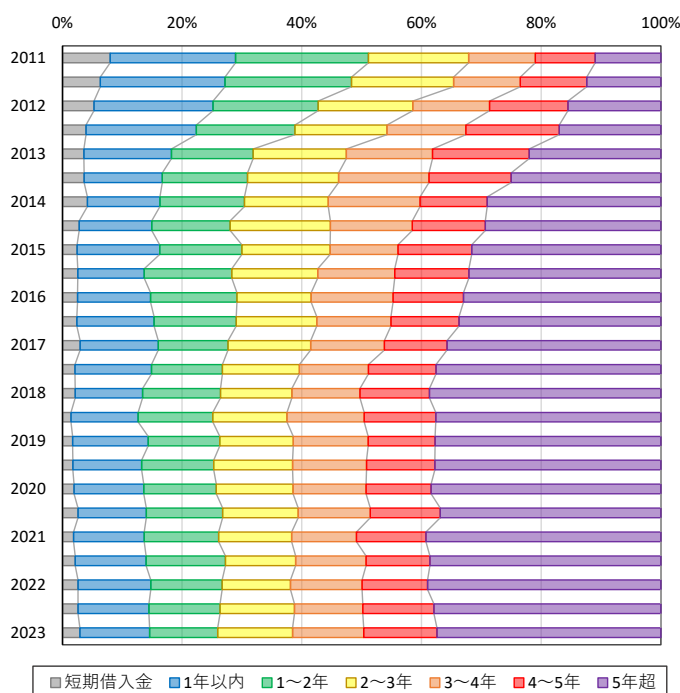
4. 長期有利子負債の残存年数の推移

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、中編・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。

(1) 有利子負債の残存年数の推移

図8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

図 8. 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年以下の有利子債務をいい、短期投資法人債を含む。

³ 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。

化が進んでいたことがわかる。その後は、有利子債務の残存年数の区分いずれについても、ほぼ横ばいで推移しており、有利子債務に係る借入・償還期間の設定が、安定化してきたことがみてとれる。

図9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8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3参照)。

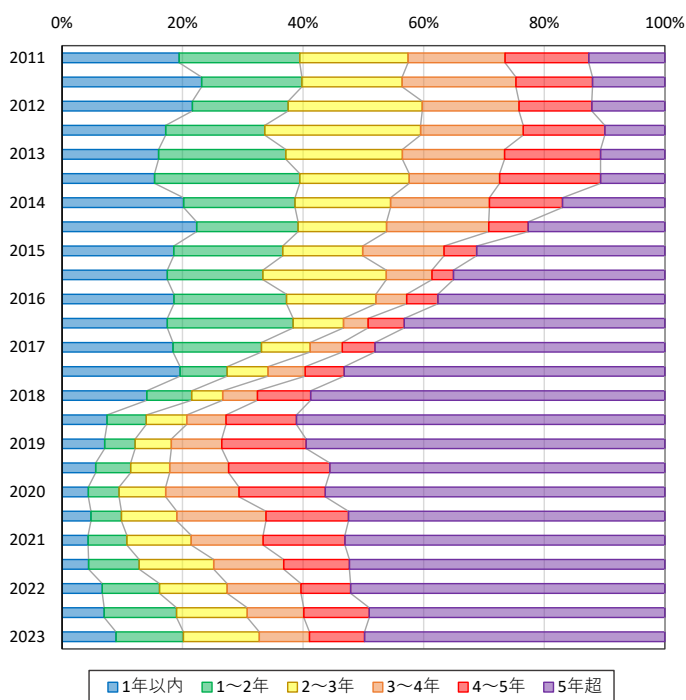
図8と比較すると、2017年以降は投資法人債の償還期間の方が銀行等からの借入期間に比べて長くなっていることがわかる。投資法人債が長期資金の調達手法として定着してきたことを示すものと考えられる。

(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10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%超の投資法人の比率が増加し、これより残存期間5年超の債務比率が低い投資法人の割合が減少している。そして、2018～2020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

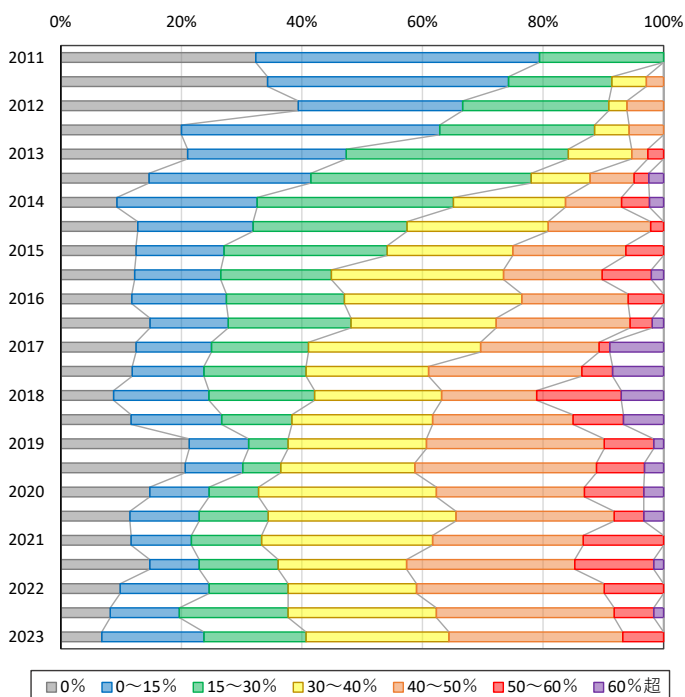
注)各投資法人について、その決算日時点での有利負債額に占める残存年数5年超の負債額の割合で分類し、各年上半期・下半期それぞれの投資法人数の比率の推移を示したものである。

図9. 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10. 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



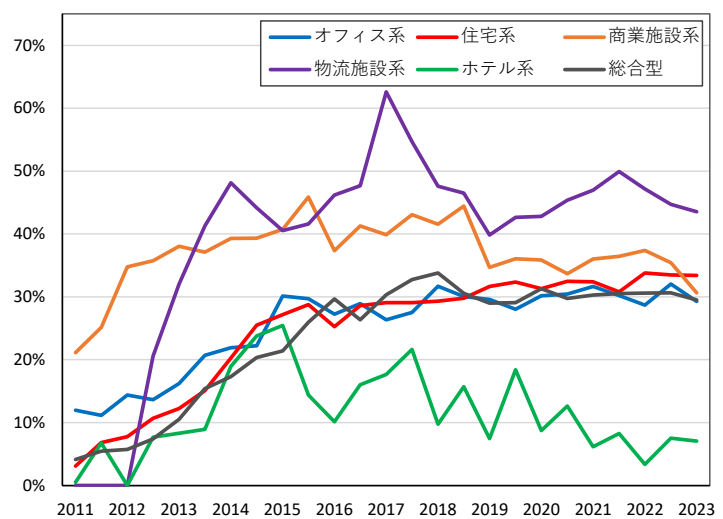
ようである。

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11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。まず、1.(2)・3.(2)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。

図11. 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. 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(後編・図22参照)。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12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(後編・6.(5)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

注) 対象投資法人は、2011年～2023年上半期に上場中であった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、後編・図22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年上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。

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年下半期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た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⁴。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。

むすび

以上、2010年代以降におけるJ-REITの有利子負債について、有利子負債比率、投資法人債比率、長期債務比率、有利子負債の残存年数、担保付有利子負債の有無といった観点から考察を試みた。今回は、有利子負債自体の変化そのものを主に取り上げており、その要因や背景に関する検討は最低限にとどめている。

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、不動産賃貸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)

⁴ 大江戸温泉リート投資法人「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。