

はじめに

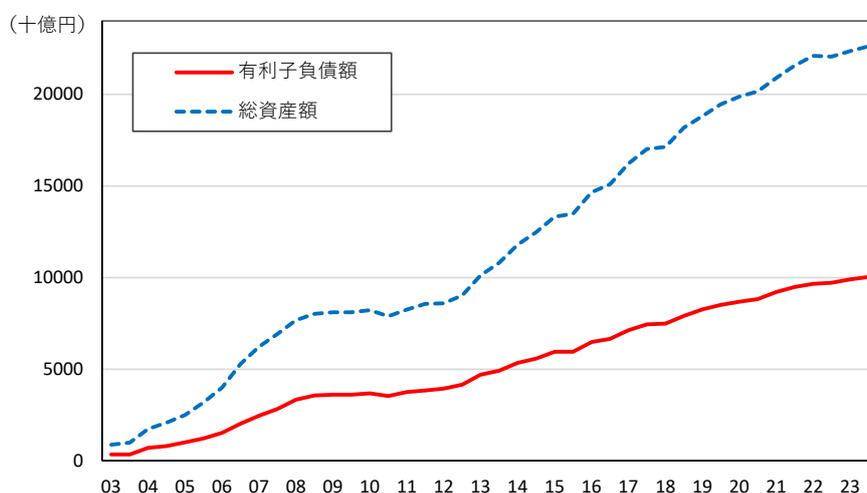
わが国の上場不動産投資法人(J-REIT)の有利子負債等については、昨年から今年にかけて既に4本のリサーチ・メモの形でとりまとめている¹。これらの論稿においては、有利子負債等に係る比率に重点を置いた分析を行っており、有利子負債等のボリュームの変化については、あまり取り上げていなかった。そこで、今回は、有利子負債等のボリュームの変化に焦点を当てて考察を試みるものである。

1. 有利子負債額の推移

(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1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。

図1. 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

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/20230731_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)。

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2～5も同じ。)

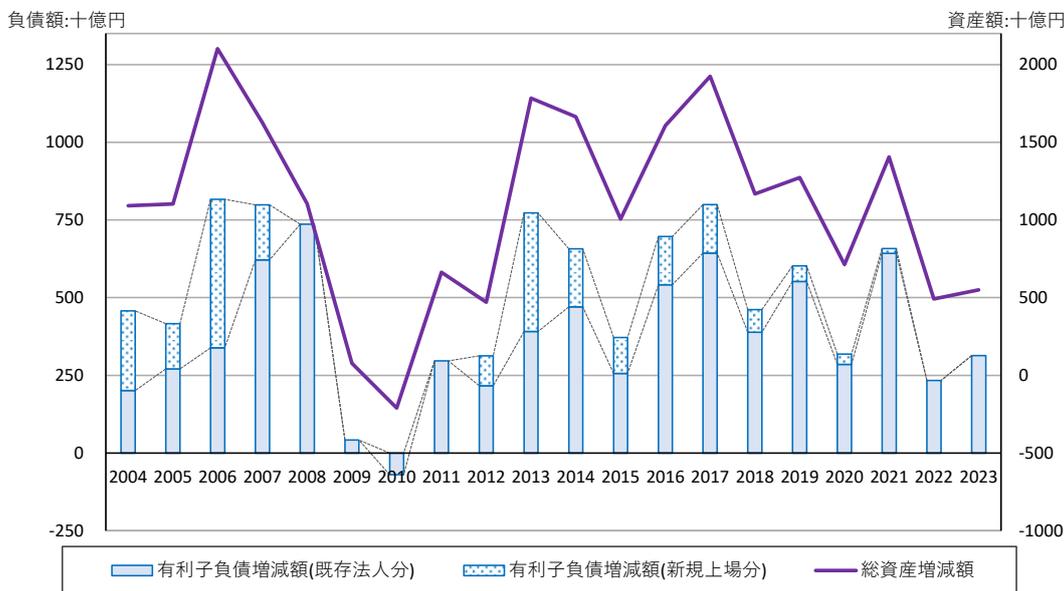
当然のことではあるが、J-REIT が資産(ほとんどが不動産)の保有を増やすのに応じて、有利子負債も増加させていることがわかる。2008年のリーマンショック以降の世界金融危機により数年間横ばいの続いた時期があるが、この時期を除くと有利子負債額、総資産額ともに増加傾向にある。ただ、ここ2～3年ほどやや増加傾向が鈍っているようにも見える。これは、金利先高観や不動産価格の上昇を背景にして J-REIT の物件取得が低調となっていることで、総資産額の増加傾向が鈍り、一方で物件売却には減少傾向が見られないこともあり²、したがって、新たな資金調達が必要額が減って有利子負債額増加傾向も鈍っているものと考えら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

(2)有利子負債の各年増減額の推移

図1では、各年の有利子債務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2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7～8年の傾向としては、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利子債務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。

図 2. 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

² 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) p3～4。

法人間で最大5カ月の時点のずれが生じることになる。

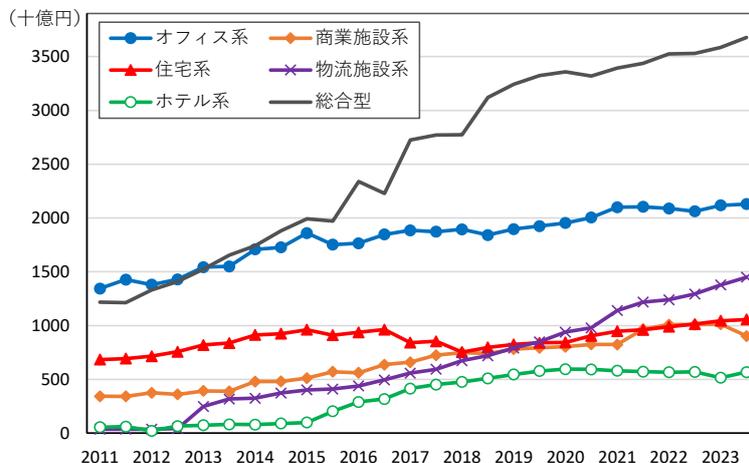
有利子負債増減額については、新規上場(新設合併によるものを除く。)に伴う増加分と既存法人の増減分に分けて示している。新規上場に伴う増加分は、新規上場後最初の決算期の有利子債務額としている。したがって、上半期に新規上場した場合は、上半期の有利子債務額は新規上場分として、上半期から下半期への増減分は既存法人分として計上されることになる。ただし、新規上場後最初の決算期において不動産取得が未了であった場合(本格的資産運用前であった場合)には、当該決算期の数値は用いず、次の決算期の数値を新規上場分として計上している。

(3) 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3)。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。

図3. 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) 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。

ヘルスケア施設系の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。

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。

³ 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)」p4~5、「2010 年代以降における J-REIT の有利子負債に係る属性変化」p2。

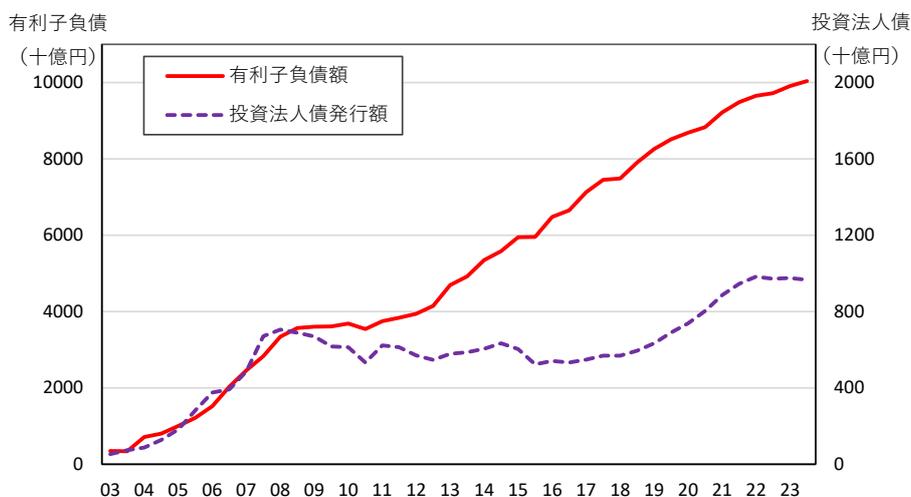
有利子負債額の算出手法は、図1と同じ。

2. 投資法人債発行額の推移

有利子負債は、大きく分けて借入によるものと投資法人債発行によるものに分けられる。そこで、後者の投資法人債の発行額についてみていく。図4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子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子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子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、有利子負債額は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年以降の有利子負債の増加は、投資法人の新規上場によるところも大きいものの(図2参照。)、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⁴、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⁵。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4. J-REIT全体の投資法人債発行額と有利子負債額の推移(2003~2023年)



注) 投資法人債発行額、有利子負債額ともに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・有利子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。

⁴ 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(中編)」p1。

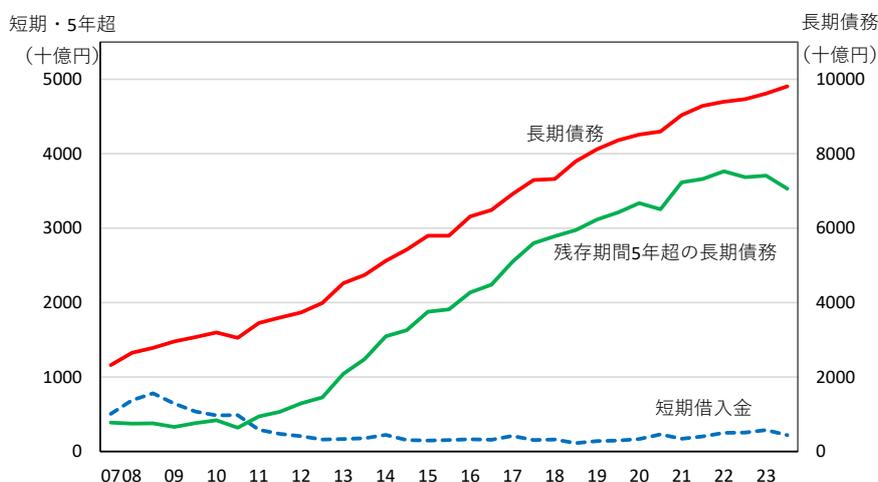
⁵ 前掲拙稿「2010年代以降におけるJ-REITの有利子負債に係る属性変化」p3。

3. 長期債務・短期借入金の推移

次に、債務返済期間の長短に着目し、短期借入金(返済期間1年以内の借入金)の額と長期債務(返済・償還期間1年超の有利子債務)の額の推移についてみていく。図5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 年下半年期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 年下半年期)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に増加しているが、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 年下半年期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2・4参照。)、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。

図 5. 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、短期借入金に含まれている。

4. 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6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⁶、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⁷よりも若干少なくなることは留意する必要がある。

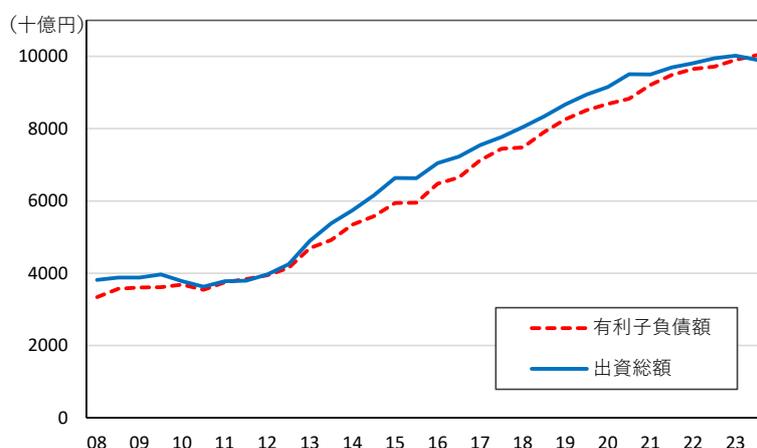
⁶ 被合併法人の出資総額相当額は、主に出資剰余金として処理されることが多い。

⁷ 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。

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⁸、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⁸、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⁹。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。

図 6. J-REIT 全体の有利子債務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。

有利子負債額の算出手法は、図1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。

むすび

以上、J-REIT の有利子負債について、その比率ではなく額そのものの変化を示し、その背景について考察を加えてみた。J-REIT の有利子負債額は、リーマンショックの影響が収束した 2010 年代半ば以降右肩上がりに増加してきたのであるが、ここ2～3年ほどやや変調の兆しもみられる。今後どのような要因によりいかなる変化が生じるか観察していく必要があるようである。ただ、有利子負債に関しては、額のみでは見えてこない事情も多く、比率面での分析も併せて検討を進めていくことが肝要であろう。

(齋藤 哲郎)

⁸ 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。

⁹ 前掲拙稿「2010 年代以降における J-REIT の有利子負債に係る属性変化」p1～2。