

J-REIT による信用格付け取得の動機に 関する実証研究

小林 毅

要旨

本論文では、J-REIT（不動産投資信託）の格付け取得の動機を実証的に分析する。かつて非大手不動産会社や外資系企業がスポンサーとなっている J-REIT において、スポンサーもしくは J-REIT 本体の破綻が発生したことや、このような属性を持つスポンサーの知名度の低さを考えると、非大手不動産会社や外資系企業をスポンサーに持つ、あるいは小規模であるなど知名度が低いと考えられる J-REIT は格付け取得により積極的に情報を開示して投資家の評価を得ようとする可能性がある。

しかし実証分析の結果はむしろ逆であり、資産規模や自己資本比率、ROE（自己資本利益率）などが優れている J-REIT は格付けを積極的に取得する傾向があり、一方スポンサーが外資系企業、非大手不動産会社である J-REIT は格付け取得に消極的である。

1. はじめに

企業等が信用格付けを取得する動機は大きく二つに分けられる。一つは債券の発行であり、公募債を発行するためには信用格付けの取得が重要であると考えられている。もう一つは、自らの信用力を外部にアピールする狙いであり、たとえば日本では債券を発行していない私立大学が信用格付けを取得することがある。本論文は公募 J-REIT（不動産投資信託）に焦点を当て、J-REIT がなぜ信用格付けを取得するのか、その動機を明らかにすることを目指す。

J-REIT は、銘柄によって差はあるが平均的にはおおよそ資金の半分を借り入れや債券(投資法人債)で調達し、残りを投資口の発行、すなわち自己資本により賄う。したがってその信用力が問題となることがあり、実際に2008年には J-REIT の一つであるニューシティ・レジデンス投資法人の破綻が発生した。

J-REITの信用力を決定するのは自らの運営状況であるが、スポンサー¹もまた信用力に影響を与えうるとしばしば考えられている。スポンサーは、J-REITの運用会社の株主であり、しばしばJ-REITの物件取得を支援するなどJ-REIT運営に関与するものの、財務的にはJ-REIT本体とは切り離されている。したがってスポンサーの経営状況はJ-REITのそれとは直接の関係を持たないはずである。しかしながら、実際にはJ-REITの信用力はスポンサーのそれと密接な関係があるとされることも多い。例えば『週刊東洋経済』（2009年4月11日発行）の記事「公的資金か合併再編か、土壇場のREIT市場」には「金融機関がスポンサーとREITを一体と見なした融資姿勢を強めてきた」という記述がみられる。また、J-REITが発行した劣後債をスポンサーが引き受けることにより信用補完を図る事例も存在する²。

情報公開は、投資家と企業間の情報の非対称性を緩和して、その結果企業にとっての資本コストを低減させるという先行研究は少なくない（たとえばCheynel（2013））。この議論に従えば、知名度が低く投資家との間の情報の非対称性が比較的大きいと思われる、上場後日が浅い、資産規模が小さい、外資系企業や新興不動産会社がスポンサーとなっているなどの特徴を持つJ-REITは、上場後長期間が経過した、資産規模が大きい、一般投資家にもよく名前を知られた大手金融機関や大手不動産会社等がスポンサーであるなどの性質を持つJ-REITと比べて、情報の非対称性を緩和すべくより積極的に格付けを取得する傾向があると予測される³。

本論文のようにJ-REITの格付け取得動機を扱った先行研究はあまり見られないが、参考になるのは地域金融機関の格付け取得に関する分析である。地方銀行や信用金庫の多くは債券を発行しておらず、格付け取得はおもに預金者に対する情報伝達を目的としている。地方銀行や信用金庫の格付け取得に関する先行研究（近藤（2008）、Kondo（2010）、矢島（2010）（2011））が示してきたのは、規模が大きく、財務内容が良好な金融機関ほど格付け取得に積極的ということである。すなわち、格付けの取得は財務力に対する一種の自信の表明であると考えられる。この論理に従えば、大手金融機関や大手不動産会社がスポンサーであるJ-REITは信用力が高く、そのことをアピールするために格付けをより積極的に取得する可能性がある。そうであれば、先の議論とは逆の結果

1 本論文では、J-REITの運用会社の株主をスポンサーと定義する。

2 一例として、2009年には産業ファンド投資法人が発行した劣後債をスポンサー企業の三菱商事が引き受けた。

3 主なスポンサー企業としては、外資系企業、大手不動産会社、非大手不動産会社、金融機関、事業会社（商社、鉄道など）を挙げることができる。

をもたらすかもしれない⁴。スポンサー企業の属性が J-REIT の格付け取得意欲にいかなる影響を与えるかは極めて興味深い問題である。

以下、第 2 節では上述した Kondo (2010) らの先行研究を参考に、プロビット分析を用いた実証分析により J-REIT の格付け取得意欲を左右する要因を明らかにする。第 3 節では結論を述べる。

2. 実証分析

本節では、J-REIT の格付け取得意欲にどのような要因が影響を与えるかについて、実証分析を行う。まず分析の対象は、2017年 4月 1日現在、上場期間が 1年以上ある(すなわち 2016年 4月 1日以前に上場した) J-REIT 全銘柄である。このような銘柄は 49銘柄存在した。ほとんどの J-REIT は年 2回決算であるが、年 1回決算の銘柄が 1つだけ存在する。ROE (自己資本利益率) を算出する際、この銘柄に関しては利益を 1/2 にすることで調整している。各種財務データおよび資産運用会社の株主構成は、2017年 4月 1日を基準として直前に公表されたものを利用した。また格付けの取得状況は 2017年 4月 1日現在のものである。なお非依頼格付けを付与された J-REIT は存在せず、本論文で分析の対象となる格付けはすべて依頼格付けである。

また、対象となる格付け会社は日本格付研究所(JCR)、格付投資情報センター(R&I)、ムーディーズ、スタンダードアンドプアーズ(S&P)の四社である。その他の格付け会社から格付けを取得した J-REIT は確認できなかった。

最初に、格付け取得数と J-REIT の諸属性の関係についての分析を行う。以下の(1)式を推定する。

$$\text{ratings}_i = \alpha + \beta_1 \text{days}_i + \beta_2 \text{bond}_i + \beta_3 \text{capital}_i + \beta_4 \text{roe}_i + \beta_5 \text{asset}_i + \beta_6 \text{foreign}_i + \beta_7 \text{small}_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

ratings : 格付け取得数

days : 上場から 2017年 4月 1日までの日数の対数値

bond : 2017年 4月 1日現在で投資法人債の発行残高がある場合は 1、それ以外は 0をとるダミー変数

4 規模が大きい J-REIT にとっては相対的に格付取得コストが低いいため、このような J-REIT は格付けを積極的に取得するという説も考えられる。Hsueh and Liu (1993) 参照。

capital：自己資本比率

roe：自己資本利益率（利益は直近決算期に計上されたものを用いている）

asset：資産総額（10億円）

foreign：資産運用会社における外資系企業の出資比率

small：資産運用会社における資産総額が1兆円未満の不動産会社の出資比率

なお、スポンサー企業で資産総額が1兆円を超える不動産会社は、三菱地所、三井不動産、東急不動産、NTT都市開発、森ビル、森トラスト、東京建物（順不同）であり、これらの企業は含まれない。また、金融機関や事業会社の傘下にある不動産会社は、実質的に金融機関や事業会社と同一とみなし、これらの不動産会社も含まない。

各変数について簡潔に説明する。ratings はそれぞれの J-REIT が取得した格付けの数である。上述の四社すべての格付け会社から格付けを取得していれば ratings = 4 であり、どこからも格付けを取得していなければ ratings = 0 である。変数 ratings の分布は表1に示されている。また四社それぞれから格付けを取得した J-REIT の数は表2に示されている。days は上場からの期間（日数）を示す変数である。上場後長期間が経過した J-REIT は知名度が高いと考えられる。J-REIT が情報の非対称性を緩和する目的で格付けを取得するならば、知名度の高い J-REIT は格付けの取得により投資家にアピールする必要性が相対的に小さいと考えられる。bond は基準日における投資法人債発行残高の有無を表すダミー変数である。格付けを取得していない公募債の発行は困難であることを考えると、投資法人債を発行する J-REIT は格付けを取得する動機があると思われる。投資法人債の発行残高がある（bond = 1）J-REIT は49銘柄中35銘柄であった。capital（自己資本比率）および roe（自己資本利益率）の二つは経営の健全性を表す指標である。また、規模が大きい J-REIT は知名度が高いと考えてよいであろう。先に述べたように、地域金融機関についての先行研究では規模が格付取得意欲に正の影響を与えするという結果が得られている。規模を表す変数として asset（資産総額）を用いた。

変数 foreign および small について説明する。2008年から2009年にかけてのいわゆる

表1 格付け取得数の分布

格付け取得数	4	3	2	1	0
該当 REIT 数	0	11	10	21	7

表2 各格付け会社から格付けを取得した J-REIT の数

格付け会社	JCR	R&I	ムーディーズ	S&P
格付けを取得した J-REIT の数	37	21	7	9

リーマン・ショックの時期にはスポンサーの破綻および J-REIT 自身の破綻が見られたが、この時期に破たんしたスポンサー企業はすべていわゆる新興不動産会社である。具体的には、この時期の J-REIT のスポンサー企業の破たん事例は以下のとおりである。なお

() 内はスポンサー（運用会社の最大株主）企業名である。

2008年9月 リプラス・レジデンシャル（リプラス）

2008年11月 ビ・ライフ（モリモト）

2009年3月 日本レジデンシャルおよび日本コマーシャル（パシフィックホールディングス）

2009年5月 ジョイントリート（ジョイント・コーポレーション）

また日本で唯一破たんした J-REIT であるニューシティ・レジデンス投資法人の最大のスポンサーは外国不動産会社のグループ企業（シービー・リチャード・エリス・インベスターズ）である。前述したように、スポンサー企業と J-REIT は財務的には切り離されているため、理論的にはスポンサー企業の信用力は J-REIT の運営に影響を与えないはずである。しかしながら、実際にはスポンサー企業の経営不安・経営破たんは少なからず J-REIT の経営に影響を与えてきたとされる。またスポンサー企業が J-REIT の劣後債を引き受けることにより信用補完を行う事例もあった。すなわち、現実にはスポンサーの信用力が J-REIT の運営に少なからず影響を与えていると考えられる。このことから、新興不動産会社や外資系企業が主要スポンサーである J-REIT の信用力に対して、投資家や金融機関が否定的な見解を有している可能性がある。本論文では、総資産一兆円未満の不動産会社を非大手不動産会社と定義する⁵。変数 *foreign* および *small* は、運用会社における外資系企業あるいは非大手不動産会社の出資比率合計である。運用会社の株主構成は、各 J-REIT が公表している「不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書」から得た。ただし同報告書には上位10大株主の持ち株比率のみ記載されており、したがって変数 *foreign* および *small* の作成についても持ち株比率上位10位までの株主のデータのみを使用している。以上に述べた変数の記述統計量は表3に示されている。

(1) 式を順序プロビット推定した結果が表4の1列目に示されている。まず、上場以来の日数の対数値 *days* の係数が有意に正である。また、資産規模を表す *asset* の係数

5 ただし、他業種企業の子会社となっている不動産会社は除く。

表3 諸変数の記述統計量

	days	capital	roe	asset
平均	7.838	0.507	0.013	295.4
中央値	8.278	0.497	0.013	226.4
最大値	8.645	0.704	0.024	1030
最小値	6.188	0.401	0.006	21.32
標準偏差	0.760	0.051	0.003	224.6
尖度	1.913	6.495	4.681	5.021
歪度	-0.684	1.238	0.520	1.450

表4 (1)式の推定結果

	ratings	JCR	R&I	Moody's	S&P
days	1.764***	0.549	6.113**	1.371	13.846
bond	0.314	1.290**	0.003	-1.024	-3.663
capital	5.471	3.984	24.906**	1.975	-1.176
roe	110.107*	47.912	-73.687	85.654	512.489*
asset	0.002*	-0.002*	-0.002	0.002	0.002
foreign	-0.984	1.484	-0.908	-1.559	-6.377*
small	-1.138*	-0.426	-2.033*	-2.040	-4.367
疑似 R ²	0.461	0.246	0.624	0.336	0.738

* : 10% 水準で有意

** : 5% 水準で有意

*** : 1% 水準で有意

もやはり有意に正である。また収益性の指標である roe の係数も正である一方、非大手不動産会社スポンサーダミーの係数は有意に負であった。すなわち、規模が大きく、上場以来の期間が長く収益性の高い J-REIT、すなわち知名度や経営内容が優れている J-REIT ほど格付けを積極的に取得する。一方、知名度が劣る非大手不動産会社がスポンサーである J-REIT が積極的に情報発信をすべく格付けを取得しているとはいえない。また、投資法人債発行ダミー bond の係数が有意ではなく、投資法人債の残高の有無は必ずしも格付け取得の重要な要因とはなっていない。

次に、各格付け会社について格付けを取得している場合 1 を、そうでない場合ゼロをとる変数を被説明変数として (1) と同様にプロビット分析を行った。結果は同じく表 4 の 2 列目以降に示されている。有意な係数は多くはないが、傾向としては格付けの数の推定結果と同様である。有意な係数に注目すると、やはり上場以来の日数が長い、自己資本比率や収益性 (ROE) が大きい J-REIT ほど積極的に格付けを取得する傾向がある。また外資系、非大手不動産会社系の J-REIT は格付け取得に消極的な傾向がある。すなわち、かつてスポンサーもしくは J-REIT 本体の破綻を経験してきた外資系・新興不動産会社系の J-REIT が情報を積極的に公開するためのツールとして格付けが利用されているのではなく、むしろ経営の健全性が高い REIT がそのことをアピールするために利

用されていると考えられる。このことは、地方銀行や信用金庫の格付け取得に関する先行研究（Kondo（2010）、近藤（2008）、矢島（2010）（2011））らの結果と整合的である。なお、JCR に関しては、bond の係数が有意に正であり、また asset の係数が有意に負であり、他の格付け会社とは異なる独自の傾向が観察された。この点は非常に興味深く、今後詳細な分析を試みたい。

3. 結論

本論文では、J-REIT の属性から格付け取得の動機についての解明を試み、プロビット分析を行った。結論は、1. 知名度が高い（資産規模が大きい、上場以来長期間が経過している）、経営の健全性（収益性、自己資本比率）が優れている J-REIT は進んで格付けを取得する傾向がある 2. スポンサーが外資系企業、非大手不動産会社である J-REIT は格付け取得に消極的である の二点である。すなわち、格付け取得は知名度が低い J-REIT が情報の非対称性を緩和する目的というより、むしろ知名度や経営の健全性が優れている J-REIT がそのことをアピールする手段の一つとみなされていると考えられる。このことは、地域金融機関の格付け取得に関する諸先行研究の結論とも整合的である。

[参考文献]

- Cheyne, E. (2013) “A Theory of Voluntary Disclosure and Cost of Capital” *Review of Accounting Studies*, Vol.18, Issue4. 987-1020.
- Hsueh, P. and Y.A.Liu (1993) “Should All Tax-Exempt Borrowers with Investment-grade Quality Acquire Credit Ratings?” *Journal of Business Finance and Accounting*, 20(2), 291-306.
- Kondo, K. (2010) “What Promotes Japanese Regional Banks to Disclose Credit Ratings Voluntarily?” *Economics Bulletin*, Vol.30 no.2, 1091-1104.
- 近藤万峰（2008）「どのような信用金庫が格付けの取得に積極的か」『生活経済学研究』No.27 69-76.
- 矢島 格（2010）「地域銀行における格付取得の状況について—情報開示の観点からの考察—」『農林金融』2010年2月号 16-29.
- 同（2011）「地域銀行における格付付与の状況について—格付は、地域銀行にとって市場規律として機能しているか？—」『農林金融』2011年5月号 2-16.