

## J-REIT における物件売買動向の推移

2019年7月2日

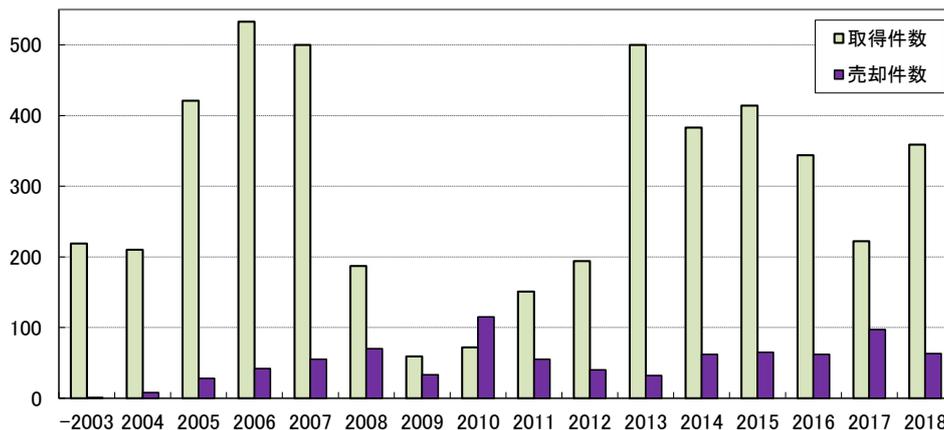
### (はじめに)

不動産投資とは、単純化していえば、物件を取得しそれを運用ししかるべき時期に売却し、運用によりインカムゲインを、売却によりキャピタルゲインを得ることをいう。不動産投資法人等半永続的に不動産投資を行う主体であれば、売却収入等によりさらに新たな物件を取得し運用し売却することを繰り返していくことになる。本稿は、これらのうち物件の取得と売却に焦点を当て、対象を J-REIT(上場不動産投資法人)に絞った上で、物件売買の動向について不動産鑑定評価額との関連も含めて概観しようとするものである。

### (取得件数と売却件数)

図 1 は、J-REIT 市場開設以降の暦年ベースでの取得・売却物件数の推移を示したものである。世界金融危機への対処のピーク時期であった 2010 年のみ売却件数が取得件数を上回っている。2017 年の売却件数は、この 2010 年に次いで多く、取得件数の減少と相俟って J-REIT による不動産投資が若干鈍ってきているようにもみえたが、昨年は取得件数が増加する一方、売却件数は減少し、2013～2016 年並みのペースに戻ったようである。なお、グラフは省略するが、取得・売却価額についても同様の傾向をみせているものの、2018 年の売却価額については 2017 年よりわずかに増えている。

図 1. J-REIT における取得・売却物件数の推移(暦年ベース)



注) 2001 年から 2003 年まではひとまとめにしている。

分割取得物件については、最初の取得時点に物件すべてを取得したものとみなし、分割譲渡物件については、最後の譲渡時点に物件すべてを譲渡したものとみなしている。したがって、一部のみ売却し全部売却に至っていない物件は含まない。

上場前に取得した物件は上場時に取得したものとみなしている。

各投資法人のポートフォリオ上の物件数とは必ずしも一致しない。

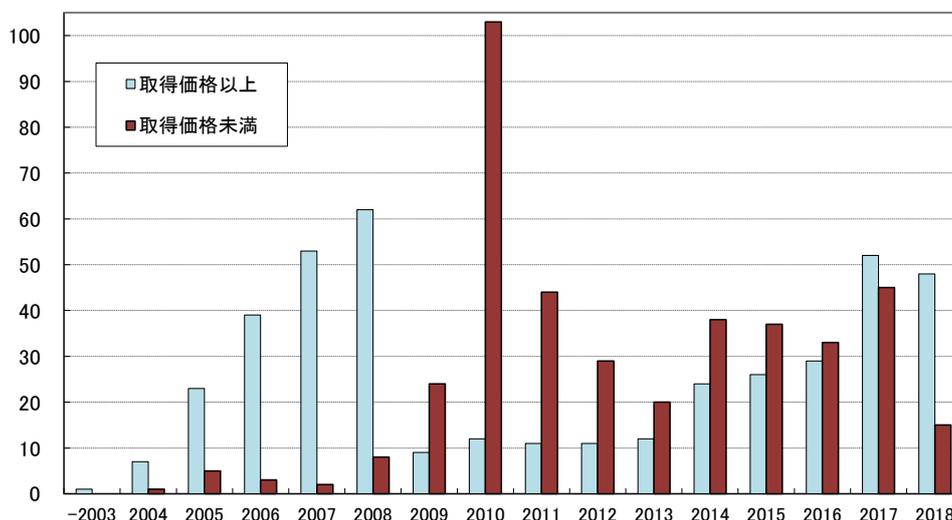
資料: 各投資法人のプレスリリース資料、有価証券届出書より作成。

## (取得価格と売却価格)

次に J-REIT による物件売却について、より詳細にみていく。図 2 は、J-REIT において売却された物件について、売却価格が取得価格以上であったものの件数と取得価格未満であったものの件数を暦年ベースで示したものである。2008 年までは取得価格以上の価額で売却する事例が圧倒的に多かったのに対し、2009 年以降 2016 年までは取得価格未満で売却する件数の方が多くなっている。

売却価格が取得価格を下回ること自体は、建物等の減耗による減価分を考慮すれば、必ずしも問題があるとはいえない。ただ、特に 2009 年から 2012 年にかけては取得価格未満で売却する件数が取得価格以上での売却件数の 2 倍から数倍となっている。これは世界金融危機の影響で有利子負債の縮減に迫られた多くの投資法人がキャピタルロスの発生覚悟で売り急いだことによるものと考えられる。その後、取得価格未満での売却件数と取得価格以上での売却件数との差は徐々に縮まり、2017 年には約 10 年ぶりに取得価格以上での売却件数の方が多くなり、昨年は取得価格以上での売却件数の方がかなり多くなっている。

図 2. J-REIT における売却価格が取得価格以上であったものと取得価格未満であったものそれぞれの件数の推移(暦年ベース)



注) 取得価格と売却価格を単純に比較したものであり、時点修正や取得後の評価替え等は考慮していない。

分割取得物件については、最初の取得時点に物件すべてを取得したものとみなし、分割譲渡物件については、最後の譲渡時点に物件すべてを譲渡したものとみなしている。この場合、分割取得した物件については各取得価格の合計を取得価格とし、分割譲渡した物件については各売却価格の合計を売却価格としている。一部のみ売却し全部売却に至っていない物件は含まない。

その他については、図 1 注に同じ。

資料: 図 1 に同じ。

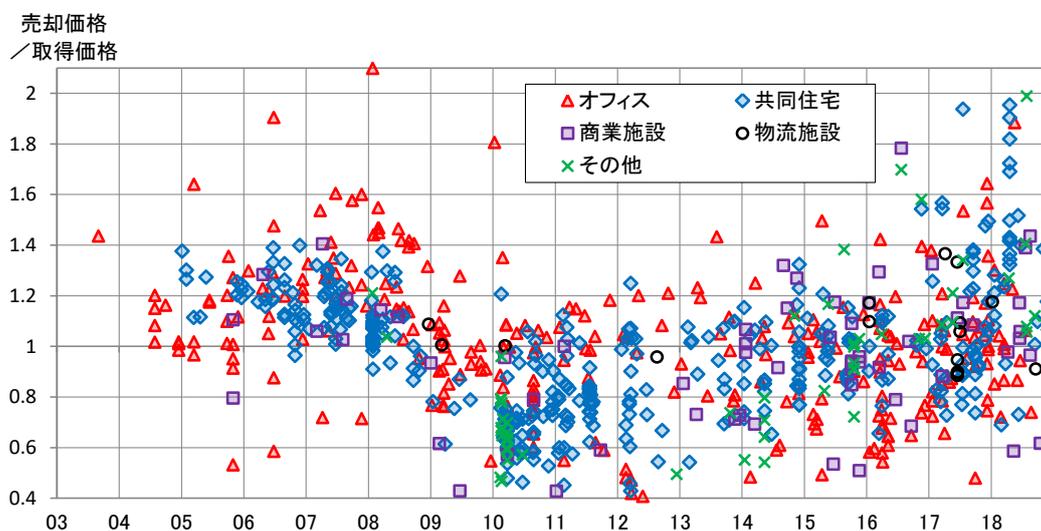
個々の取得価格と売却価格との乖離度を物件の用途別に示したのが図 3 である。多少のばらつきはあるが、2008 年頃までは概ね取得価格以上の価格で売却されていたのに対し、2009 年以降は取得価格未満での売却が主流となり、ここ 2 年ほどは取得価格以上での売却が再び増えてきていることがわかる。

用途による傾向の違いはあまり明確ではないが、2008 年までは共同住宅に比べてオフィスの取得価格と売却価格との乖離度が大きかったが、2010 年以降は用途による乖離度の違いがみられなくなっている。また、ここ 2~3 年はオフィスについて取得価格未満での売却がやや目立っているようである。前者については、三大都市圏に

おける 2008 年頃までの商業地の急激な地価変動と 2011 年以降の地価の横ばい傾向<sup>1</sup>によるものと考えられる。後者については、長期にわたって保有してきたオフィスビルについて、経年劣化やオフィス以外の用途取込みを理由としたポートフォリオ改善の動きが、最近の商業地の地価上昇やオフィス需給の逼迫化を背景にして進んできていることによるものと考えられる。

なお、取得価格を大きく下回る価格での売却事例についての分析は省略するが、中には取得価格の 10 分の 1 に満たない価格で売却に至った物件もある。これは、2006 年に取得した郊外型商業施設(総合スーパー)であるが、2017 年に取得価格の約 7.5%の価格で売却している。テナントの退去に伴い、物流施設への再開発を想定するスポンサーに対して売却したものであり、売却に当たって再開発後の物件に係る優先交渉権を取得している<sup>2</sup>。取得時と比べると地価水準がかなり低下しており、また、郊外型商業施設の性格上建物自体の減耗も進んでいたものと思われ、将来の優良不動産取得を見込んで売却に至ったものと考えられる。

図 3. J-REIT における取得価格と売却価格との乖離度(用途別)



注) 個々の売却物件について、売却時点と売却価格の取得価格に対する割合を示したもの。「その他」の用途には、ホテル、ヘルスケア施設、研究開発施設、駐車場、底地が含まれる。その他については、図 2 注に同じ。

資料: 図 1 に同じ。

図 4 は、J-REIT における売却額累計と売却損益累計の推移を示したものである。売却額累計は 2010・2011 年にやや増加ペースが強まったものの、ほぼ同様の増加ペースとなっている。他方、売却損益累計は、2006 年から 2008 年にかけて急増した後、2010 年以降減少ペースに転じている。2014 年には売買損益累計はマイナスとなり、2016 年に入ってようやく減少傾向が収まりほぼ横ばいとなり、昨年は増加傾向に転じている。

売却損益累計が長期にわたっての減少傾向にあった理由としては、既に触れた世界金融危機の影響によるキャピタルロス発生覚悟での売り急ぎもあるが、それよりも地価水準自体が 2008 年をピークとして下落傾向が続いてきたこと<sup>3</sup>、J-REIT の場合物件保有期間が比較的長いことから建物等の減耗分の影響が大きくなること、売却はポートフォリオ改善のために行うことが多いことから、インカム収益率の低い物件、取得時に比べて評価の下が

<sup>1</sup> 平成 30 年版土地白書(国土交通省) p9 など。

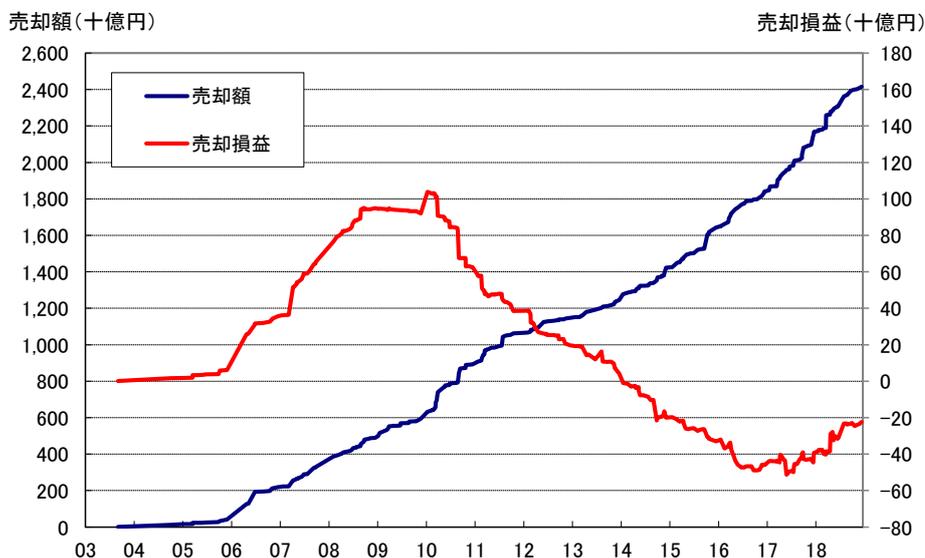
<sup>2</sup> トップリート投資法人平成 18 年 5 月 31 日付けプレスリリース、野村不動産マスターファンド投資法人平成 28 年 12 月 20 日付けプレスリリース参照。

<sup>3</sup> 2009 年以降、三大都市圏では 2014 年まで、地方圏では 2018 年まで地価の対前年平均変動率はマイナスであった。

った物件ほど売却対象になりやすいことなどが挙げられる。事実J-REITのキャピタル収益率は2013年以降プラスに転じており<sup>4</sup>、J-REITの保有資産の価値自体は増加傾向にある。

また、J-REITは不動産の長期保有によって得られるインカムゲインを主な収入とし、投資家に安定的な分配を行うことを旨としている。この点で、キャピタルゲインである転売利益狙いの一部の私募ファンド等とは性格を異にしており、売却損益がマイナス傾向にあったことはむしろJ-REITとしてある意味当たり前であるともいえよう。

図 4. J-REIT における売却額累計と売却損益累計の推移



注) 図 2 に同じ。 資料: 図 1 に同じ。

#### (鑑定評価額と売買価格)

既に述べたとおり、J-REITのようにインカムゲイン目的で長期間にわたり物件を保有する主体にあつては、取得価格と売却価格からでは当該不動産取得が適正なものであったのかどうかを判断することは難しい。不動産投資法人が不動産の売買を行うに当たっては、不動産鑑定評価の実施が義務づけられており<sup>5</sup>、したがって、売買不動産に関しては必ず不動産鑑定評価額が明らかになっている。そこで、次に鑑定評価額と取得価格・売却価格を比較することにより、J-REITの物件売買傾向を探ることとする。

図 5 は、個々の物件取得時における取得価格とその際の鑑定評価額との乖離度を示したものである。大部分が鑑定評価額以下での取得となっているものの、2009年より前では鑑定評価額を超える価格での取得も相当数あったのに対し、2010年以降においては鑑定評価額を超える価格での取得はごくわずかしか見られなくなっている。いわば鑑定評価額が取得価格の上限として強固に作用していることになる。おそらくこれは世界金融危機により厳しい運用を強いられ、事実上破綻する投資法人も出るといった状況を経たことで、各投資法人における資産取得に係るリスク管理も厳しくなり、金融庁による指導監督も強化されたことなどによるものと考えられる。

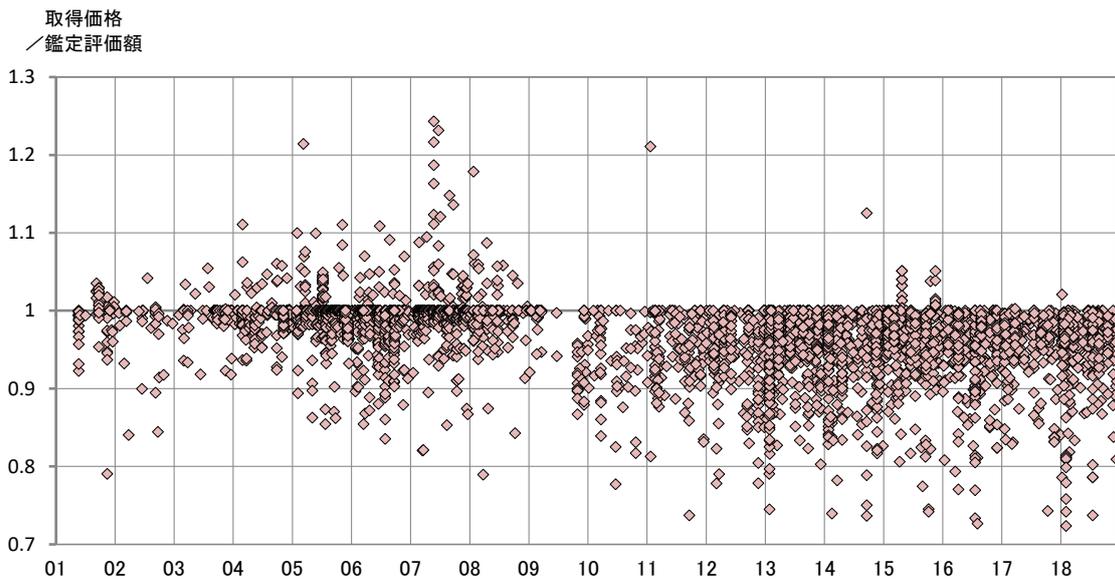
なお、鑑定評価額を超える価格での取得を行った事例についての分析は省略するが、例えばグラフ上でやや目立つ2011年初めに鑑定評価額の1.2倍超の価格で取得した物件は、着工済み未竣工のオフィスビルについて2008年に2010年4月引渡予定で売買予約を行ったものであり、その後の不動産市況の悪化に伴い売主との間で売買価格の引下げと引渡時期の延期を行った上で取得している<sup>6</sup>。解約に伴う違約金が物件売買代金の20%とされていたこともあり、この価格でも取得した方が望ましいと判断したものと思われる。ちなみに取得に当たっての鑑定評価額は売買予約に当たっての鑑定評価額のおよそ4分の3まで下落していた。

<sup>4</sup> 2018年7月31日付けリサーチ・メモ「J-REITの価格と価額」p4参照。

<sup>5</sup> 投資信託及び投資法人に関する法律第201条第1項。不動産投資法人の場合、資産運用は資産運用会社に委託することになるため(同法第198条)、不動産鑑定評価を不動産鑑定士に委託する主体は当該投資法人の資産運用会社となる。

<sup>6</sup> 日本ビルファンド投資法人の平成20年8月29日付け及び平成22年4月8日付けプレスリリースを参照。

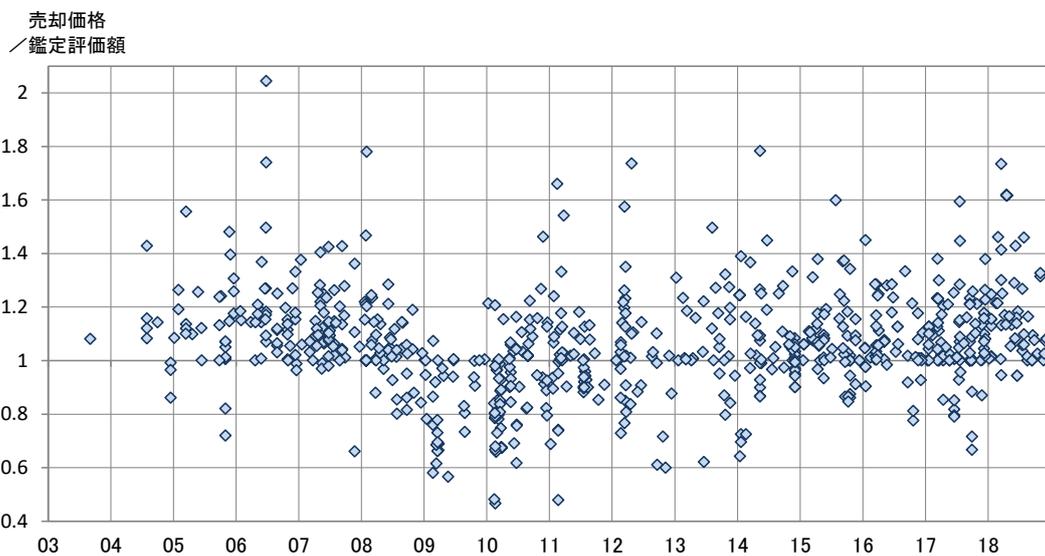
図 5. J-REIT における取得価格と鑑定評価額との乖離度



注) 個々の取得物件について、取得時点と取得価格の取得に際しての鑑定評価額に対する割合とを示したもの。  
取得価格、鑑定評価額ともに当初取得に際してのもののみを対象としている(当初取得後の追加取得分は含まない。)  
その他については、図 2 注に同じ。

資料: 図 1 に同じ。

図 6. J-REIT における売却価格と鑑定評価額との乖離度



注) 個々の売却物件について、売却時点と売却価格の売却に際しての鑑定評価額に対する割合とを示したもの。  
一部のみ売却し全部売却に至っていない場合は含まない。ただし、全部売却を前提として分割して売却を行った場合については、当該複数の売却を全体として1つの売却として取り扱っている。  
その他については、図 2 注に同じ。

資料: 図 1 に同じ。

次に、売却価格とその際の鑑定評価額との乖離度についてみる(図 6)。売却については、世界金融危機に伴い有利子負債の速やかな圧縮を迫られた 2008 年後半から 2010 年にかけての時期を除き、鑑定評価額以上の売却が多くなっている。ただ、取得の場合とは異なり、鑑定評価額が売却価格の下限として強固に作用し

ているわけではなく、鑑定評価額未満での売却例も相当数存する。これは、鑑定評価額未満の売却価格であっても帳簿価格を上回っていれば会計上の損失は生じないこと<sup>7</sup>、たとえ鑑定評価額未満さらには帳簿価格未満であったとしてもポートフォリオ改善のために資産を入れ替えた方が中長期的には収益上プラスであることも少なくないことなどによるものと考えられる。

### (物件の属性による相違)

最後に、物件の属性の違いによって取得価格、売却価格、取得・売却時の鑑定評価額がどの程度影響を受けているかについてみていく。表 1 は、取得価格と売却価格、取得価格と取得時鑑定評価額、売却価格と売却時鑑定評価額のそれぞれの乖離度について、物件の用途及び立地エリア別に示したものである。なお、世界金融危機の前後とで傾向が異なる可能性があるため、対象は、2010 年以降に取得又は売却した物件に限っている。

全体的に用途や地域による差異はあまり見られない。特に取得価格と鑑定評価額との乖離度はほとんど同じである。物流施設について売却価格と取得価格との乖離度がやや大きいのは、物流施設は他の用途に比べて本格的に取得されるようになってからの年数が浅く、結果的に保有期間の比較的短い売却物件が相対的に多いことによるものと考えられる。

表 1. 用途・地域別での取得価格、売却価格、鑑定評価額の乖離度平均

	(用途別)					(地域別)			
	オフィス	共同住宅	商業施設	物流施設	その他	都心5区	その他 首都圏	近畿圏 ・中京圏	地方
売却価格/ 取得価格	0.93	0.92	0.97	1.07	0.89	0.97	0.91	0.95	0.89
取得価格/ 鑑定評価額	0.96	0.95	0.95	0.96	0.95	0.96	0.96	0.95	0.95
売却価格/ 鑑定評価額	1.08	1.05	1.06	1.00	0.90	1.06	1.02	1.10	1.03

注) 取得価格と売却価格、取得価格と取得時鑑定評価額、売却価格と売却時鑑定評価額それぞれの乖離度の平均を示したもの。  
売却価格/取得価格と売却価格/鑑定評価額については 2010 年以降の売却物件、取得価格/鑑定評価額については 2010 年以降の取得物件を対象にしている。

都心5区は、千代田、港、中央、渋谷、新宿の各区、その他首都圏は、東京、神奈川、千葉、埼玉、群馬、栃木、茨城の各都県(都心5区を除く。)、近畿圏・中京圏は、大阪、京都、兵庫、滋賀、奈良、和歌山、愛知、三重、岐阜の各府県、地方はこれら以外の道県を意味する。

その他については、図 3 注に同じ。

資料: 図 1 に同じ。

### (むすび)

以上 J-REIT の物件売買動向について、不動産鑑定評価額との比較も踏まえつつ概観してみた。J-REIT における物件売買もその時々を経済・社会情勢を受けて変化してきたことがわかる。逆にいえば、J-REIT の物件売買動向から不動産投資市場の変化が見えてくることもあると考える。J-REIT における物件の売買は常にその詳細が公表されていることから、不動産投資市場の実態を示す材料の一つとして今後とも注目している必要があらう。

(齋藤 哲郎)

<sup>7</sup> 2019 年 3 月末の J-REIT 保有物件の含み益の割合は 17.6%、含み益額は 3 兆 735 億円に上るとされる。なお、含み益とは「鑑定評価額－帳簿価格」、含み益の割合は「含み益／帳簿価格」である(「J-REIT 市場 現状と今後の見通し(2019 年 4 月号)」(ニッセイアセットマネジメント株式会社))。