

【 寄 稿 】

J-REIT における物件売買動向からみた 昨今の不動産証券化市場の状況

財団法人建設経済研究所研究員
齋藤 哲郎

はじめに

2008年9月のリーマンショックを契機とした信用不安と金融市場、不動産市場の収縮の中で、不動産投資ファンドは有利子負債の借り換え等が思うに任せず、市場からの撤退を余儀なくされた例が少なくないといわれている。最近の不動産証券化の実績の推移(図1)をみても、リーマンショックのあった平成20年度以降激減しており、その中でリファイナンス等の実績も急減している。これからみれば、リファイナンスの時期を迎えたファンドの相当数が融資元を確保できずに物件を売却してファンド解散等に至った可能性がある。

一方、不動産私募ファンドの資産規模が金融危機以降もさほど減少していないという調査もある(図2)。この調査によれば、既存の私募ファンドの運用資産額は減少する一方、ファンドの新規組成による運用資産額の増加もみられ、不動産私募ファンドの市場規模は微減にとどまっているとのことである。

いずれにしても、私募ファンドの動向については、関係者以外には情報がほとんど開示されておらず、その実態の全容を把握することは困難である。そこで、以下ではJ-REITでの物件売買動向等を通じて、金融危機等による不動産証券化市場の変化についてその一端の把握を試みることにする。

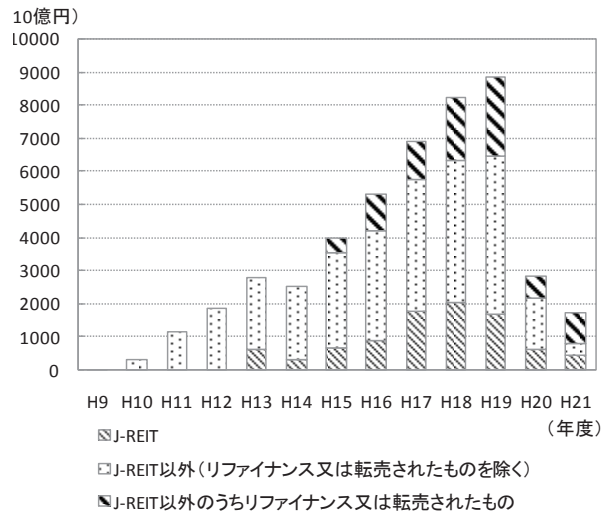


図1 不動産証券化の実績の推移
資料：平成21年度不動産証券化実態調査(国土交通省)

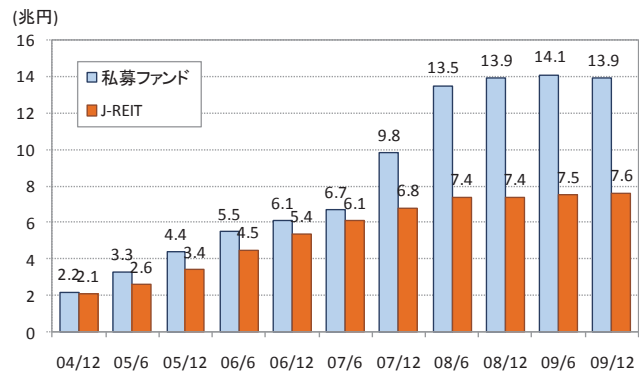


図2 私募ファンドとJ-REITの市場規模(運用資産額)推移
資料：不動産私募ファンドに関する実態調査
2010年1月(株)住信基礎研究所

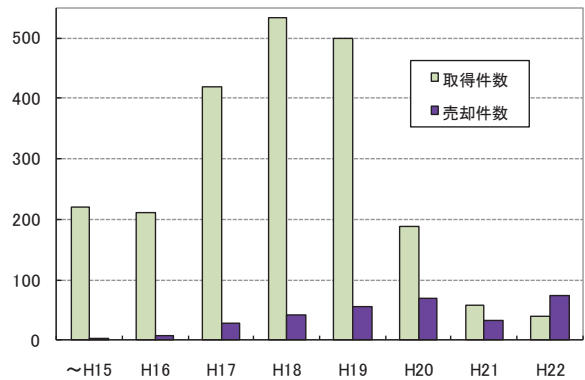
1. J-REIT における物件売買動向

図3は、暦年ベースでの J-REIT による不動産（不動産信託受益権、優先出資証券、匿名組合出資持分を含む。以下同じ。）の取得件数・売却件数の推移である。平成19年頃までは取得件数が売却件数を圧倒的に上回っていたものの、平成20年以降物件の取得が低迷期に入り、平成22年前期には売却物件数が取得件数を上回るに至っている。取得価額と売却価額の比較の推移においても、同様の傾向がみられる。これは、金融危機により借入金の調達が困難となったことや不動産価格の更なる下落、空室率の上昇に対する懸念から、物件の取得を見合わせる投資法人が増えた一方、相当数の投資法人が有利子負債弁済のため資産を売却してキャッシュフローを確保する必要に迫られたことによるものと考えられる。もっとも、金融危機に端を発した不動産市場の沈滞の中で資産の買い手を見つけることも容易ではなく、平成20年以降の売却件数自体さほど増加している訳ではない。

図4は、売却された物件の譲渡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とを示している。平成20年前期までは、取得価格以上で売却する事例が圧倒的に多かったのに対し、平成21年前期以降取得価格未満で売却する件数が取得価格以上で売却する件数より多くなり、平成22年前期には大多数が取得価格未満での売却となっている。

売却価格が取得価格を下回ること自体は、建物の減耗による減価分等を考慮すれば、必ずしも問題があるとはいえない。ただ、この1～2年は取得価格以下での売却が急増してきており、各投資法人が物件の売却に迫られ、キャピタルロスの発生を覚悟してでも売り急いだものと推察される。

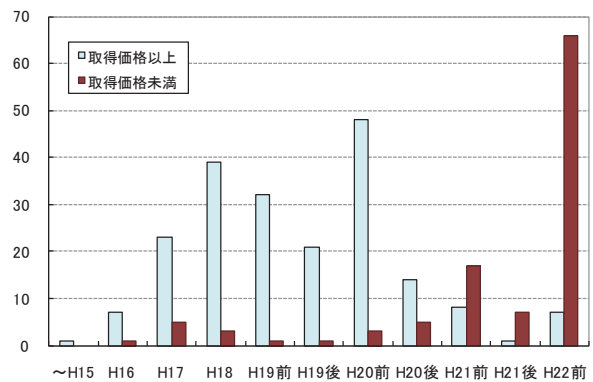
取得価格と売却価格とのずれをより詳細に示したのが、図5である。多少のばらつきはあるが、平成20年度上半期まではおおむね取得価格以上の価格で売却されていたのに対し、平成21年度以降は取得価格未満での売却が主流となってきている



注) 物件の特定については、各投資法人のポートフォリオ上の区分とは異なる場合がある（したがって、件数は、各投資法人による集計数と一致しないことがある）。
取得件数、売却件数の中には、交換による取得又は譲渡分も含む。（以上、本稿の他のグラフにおいて同じ。）
平成22年については、1～6月のデータ。

図3 J-REITにおける取得件数・売却件数の推移(暦年ベース)

資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等



注) 当初取得後、増築等による追加取得、一部売却があった物件の取得価格にはついては、その額を加減している(図5～7も同じ。)

図4 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推移(暦年ベース)

資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等

ことがわかる。やはりこの背景には、不動産価格が下落する一方で、当面の運用資金確保の必要性が切迫していることがあると考えられる。

ちなみに、図5をそれぞれ用途及びエリア別に分類したのが、図6及び図7である。

用途面では、オフィスの方が共同住宅より乖離度が大きい。これは商業地の方が住宅地に比べて不動産価格の変動が大きいことなどによるものと考えられる。他方、エリア別の分散傾向には特段

の差異はみられない。

なお、図6・7からはわかりにくいですが、売却件数が増加している平成22年以降については(図4参照)、用途的にはその他の施設(特に平面駐車場)や共同住宅、エリア的には地方の物件の割合が多くなっている。これは、一部の投資法人において小規模物件や地方物件を除外する方向でポートフォリオの内容を絞り込んでいることの表れと考えられる。

2. 鑑定評価額と実際の売買価格との関係

J-REITが不動産の売買を行う際には、不動産鑑定評価(価格調査を含む。以下同じ。)を行うことが必須であり、この評価額をベースに実際の取引額を決定することになる。以下では鑑定評価額と実際の売買価格との関係について考察する。

図8は、個別物件を取得する際の実際の取得価格と鑑定評価額とのずれについて時系列的に示したものである。縦軸が実際の取得価格を鑑定評価額で割った数値であり、1より大きければ鑑定評価額より高い価格での取得、1より小さければ鑑定評価額より低い価格での取得を意味する。

この図をみると、全般に鑑定評価額近辺かそれ以下での取得事例が多いものの、鑑定評価額を上回る価格での取得も相当数存する。ただ、平成20年度半ば(ちょうどリーマンショックの時期)以降については、鑑定評価額を上回る取得事例は皆無となっている。これは、不動産価格の下落傾向もあって、投資法人の物件取得姿勢が厳しくなったことや不動産流通市場において買い手優位の傾

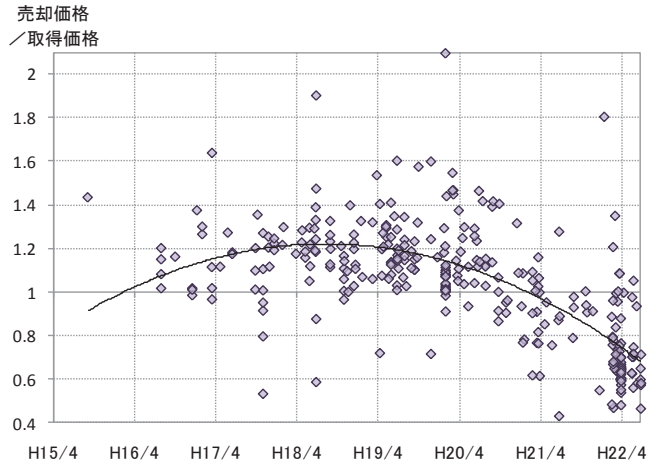
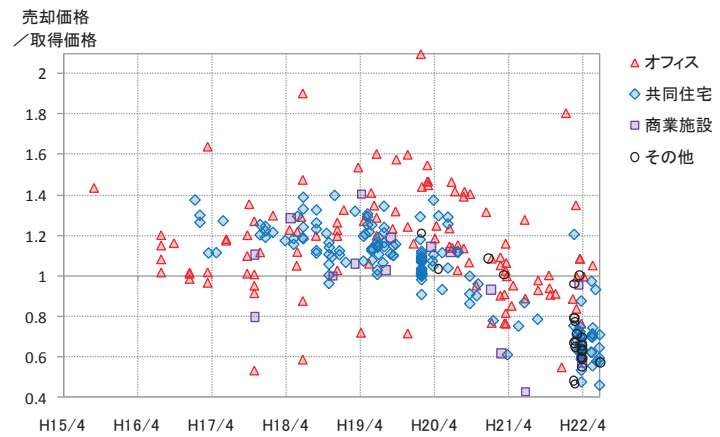


図5 J-REITにおける取得価格と売却価格との乖離度

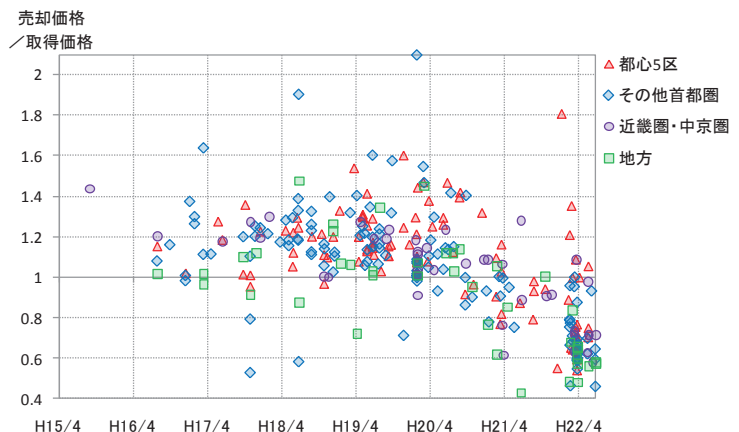
資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等



注)「その他」には、ホテル、倉庫、駐車場を含む。これら以外の施設と底地については売却事例がない。

図6 J-REITにおける取得価格と売却価格との乖離度(用途別)

資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等



注) 都心5区：千代田・港・中央・渋谷・新宿の各区、その他首都圏：茨城・栃木・群馬・千葉・埼玉・東京・神奈川の各都県(都心5区を除く)、近畿圏・中京圏：大阪・京都・兵庫・滋賀・奈良・和歌山・愛知・岐阜・三重の各府県、地方：前記以外の道県

図7 J-REITにおける取得価格と売却価格との乖離度(エリア別)

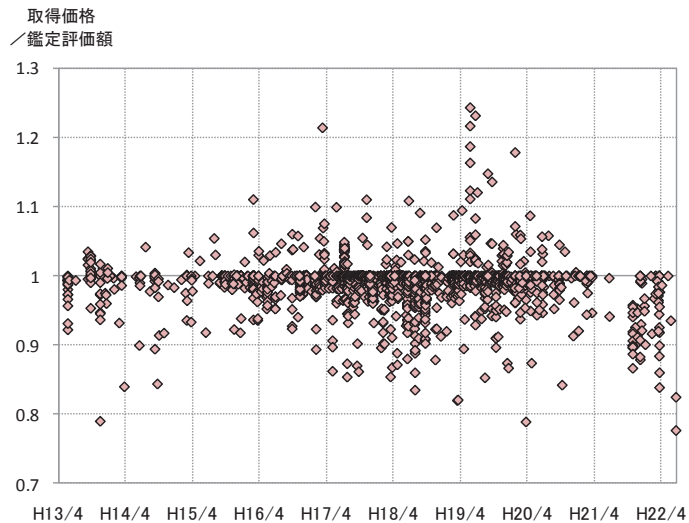
資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等

向が強まったことによるものと考えられる。

また、特に平成 21 年度の前半は、物件取得が極端に減っている（この時期の取得物件数はわずか 3 件）。これは、図 3 でも触れたように、ほとんどの投資法人が金融危機による借入金調達の困難化、不動産価格の下落や空室率の上昇に対する懸念から、物件の取得を見合わせたことによるものと察せられる。なお、金融危機はこの時期より前の平成 20 年度後半から深刻化していた訳であるが、平成 20 年度後半にもある程度の物件取得が行われたのは、金融危機が本格化する以前に物件取得を約定していたものが少なからず存したことによるものと考えられる。物件取得に係る適時開示から物件取得までの平均日数の推移をみると（図 9）、平成 20 年度後半から平成 21 年度前半にかけて日数が急増していることがわかる。適時開示時点では不動産に対する評価や契約内容、資金の調達先等はほとんど固まっているはずであるから、事実上取得が決定した時点はこれよりさらに前ということになる。おそらく、金融危機が本格化する以前に取得を決定し、その後の経済情勢の変化にもかかわらず、ある意味取得せざるを得ない状況にあったものと考えられる。

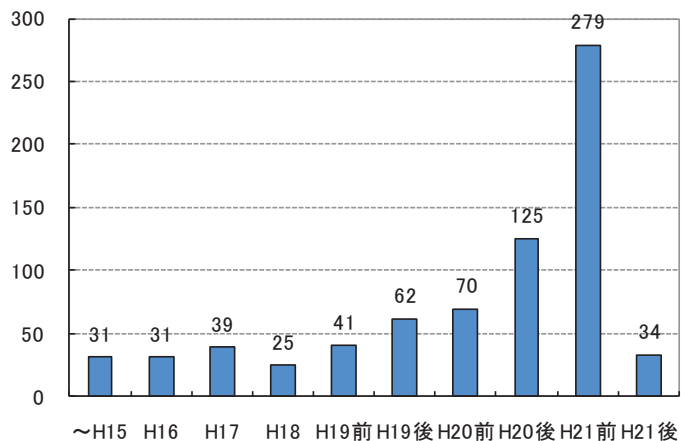
もちろん、物件取得を中止ないし延期するという選択肢もあり、実際この時期には物件取得を中止した事例も少なくない。ただ、物件取得を中止することによって、多額の違約金が発生する事態も想定され¹、（契約内容等にもよるが）経

¹ 例えば、平成 20 年 10 月 9 日、ニューシティレジデンス投資法人（本年 4 月にビ・ライブ投資法人が吸収合併）が民事再生手続を申請するに至ったが、その主たる要因は取得を予定していた大型物件（取得予定価格 277 億円）の取得資金を調達できず、かつ、売買契約を解除するためには取得価格の 20% 相当の違約金の支払いが必要であったがこれも調達困難であったことによる。



注) 取得価格、鑑定評価額ともに当初取得のみ掲載（当初取得後の追加取得分、一部売却分は含まない。）。

図 8 J-REIT における鑑定評価額と実際の取得価格との乖離度
資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等



注) 物件取得に係る適時開示（プレスリリース）から物件の引渡までの日数を、引渡日ベースで年度ごとに単純平均したもの。平成 19 年度以降は 4～9 月期（上半期）と 10～3 月期（下半期）とに分けて集計している。

図 9 適時開示から物件取得までの平均日数の推移（年度ベース）
資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等

済環境が変わったからすぐに取得の中止を選択できる訳ではないであろう。

なお、平成 21 年度後半以降は、不動産価格に底打ち感が生じたことや投資法人の合併に伴うポートフォリオの見直しがあったこと（4. 参照）により、物件取得にある程度回復傾向がみられる。

それでは、1. で触れたように、J-REIT は保有不動産を本来の評価額未満で見切り売りするようなことをどの程度行っているのでしょうか。取得価

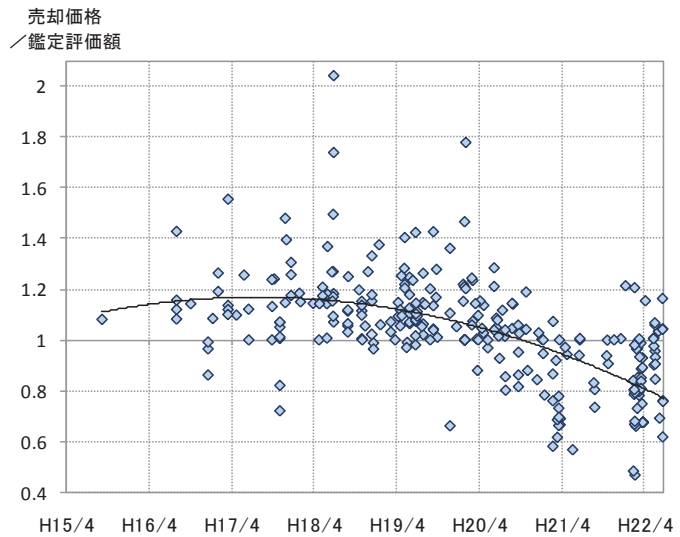
格より安く売却することが必ずしも見切り売りに該当するとはいえないことから、ここでは売却時の鑑定評価額との関係に着目していくこととする。売却時における実際の売却価格と鑑定評価額とのずれを時系列的に示したのが、図 10 である。縦軸が実際の売却価格を鑑定評価額で割った数値であり、1 より大きければ鑑定評価額より高い価格での売却、1 より小さければ鑑定評価額より低い価格での売却を意味する。平成 19 年度以前の売却物件については、ほとんどが鑑定評価額以上の価格で売却されているのに対し、平成 20 年度前半では鑑定評価額以上での売却と鑑定評価額未満での売却が同程度となり、平成 20 年度後半から鑑定評価額未満で売却される物件が多数を占めるようになっていく。

これは、やはり不動産流通市場での買い手優位の傾向の強まりとともに、リファイナンスが容易でなくなっていることを背景とした有利子負債の返済のためのいわば損切りが増加していることを示すものと考えられる。

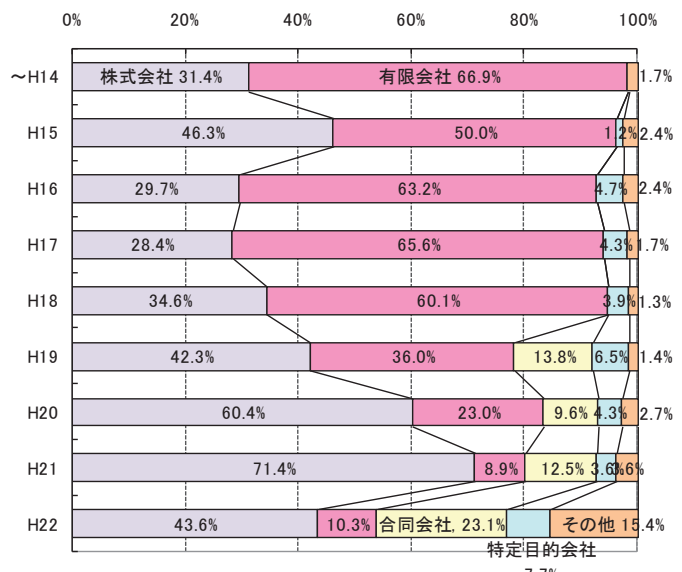
3. 売買当事者の属性の変化

次に、J-REIT における物件売買の相手方の属性の変化をみることにより、私募ファンドも含めた不動産証券化市場全体の動向を探ることとする。図 11 は J-REIT における物件の取得先の属性について、暦年ベースでの物件数の割合の変化を示したものである。

一般に J-REIT は私募ファンドの主要な出口の一つとして位置づけられることが多い。私募ファンドが GK(YK) - TK スキームにより組成されている場合には取得先は合同会社(会社法施行前に設立されたビークルであれば有限会社)、資産流動化法に基づく場合には特定目的会社が取得先となる。平成 16・17 年には取得物件数の 7 割はこれら



注) 道路用地等に一部供用したような事後的な一部売却事例は含まない。
 図 10 J-REIT における鑑定評価額と実際の売却価格との乖離度
 資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等



注) 「その他」とは、投資法人その他民間国内法人、外国法人、国・公共団体、個人である。
 取得先非開示分については、母数から除いている。
 平成 22 年については、1~6 月のデータ。

図 11 J-REIT における物件取得先の属性の推移 (暦年ベース)

資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等

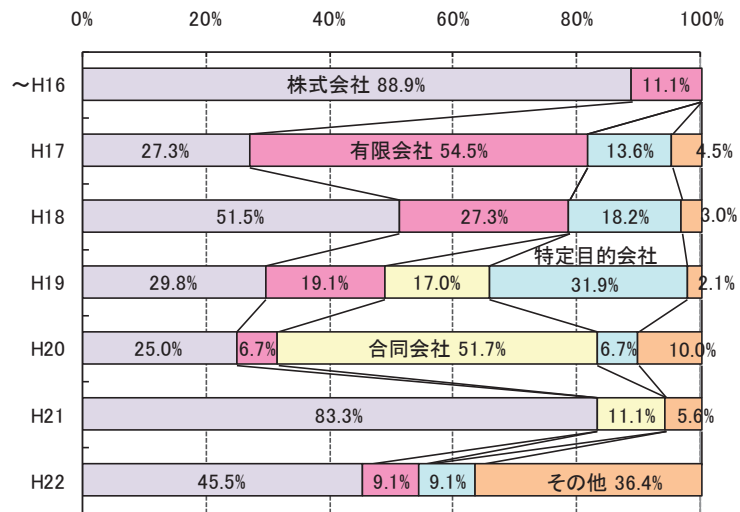
私募ファンドからであったとみられる。ただし、その後私募ファンドからの取得は急減し、平成 21 年には 3 割を切るまでウェイトが低下したと推定される。この間、取得件数全体も大きく減少しているため(図 3 参照)、実数ベースではさらに急激な減少となっている(私募ファンドからの取得と

みられる件数は、平成18年は344件であったのに対し、平成21年は14件)²。

他のセクターからの取得と比較して特に私募ファンドからの取得が減少した要因としては、私募ファンド自体の数が減少ないし頭打ちの状況にある上(図1・2参照)、不動産価格の下落の中で、私募ファンド側で多額のキャピタルロスの具現化を回避しようとする意図が働いたものと考えられる。

J-REITにおける物件売却先の属性については、平成20年までは私募ファンドへの売却が多かったが、平成21年以降激減している(図12)。特に私募ファンドへの売却が減少している要因としては、私募ファンドの数が減少していること以外に、投資家保護が強く求められる上場不動産投資法人の性格上投資家利益の毀損が疑われるような価格での譲渡が行いづらいうこと、私募ファンド側にとってもJ-REITよりも非上場の一般事業会社や別の私募ファンドなどからの方がより格安に物件を取得しやすいことなどが挙げられる。

なお、図12では明らかになっていないが、最近売却先を開示しない事例が非常に増えている(ちなみに、取得先を非開示にする例はまれである)。図13をみると、平成20年度後半以降有限会社・合同会社や特定目的会社への売却が急減していること、株式会社や非開示の売却件数は



注)「その他」とは、投資法人その他民間国内法人、外国法人、国・公共団体、個人である。
取得先非開示分については、母数から除いている。
平成22年については、1~6月のデータ。

図12 J-REITにおける物件売却先の属性の推移(暦年ベース)

資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等

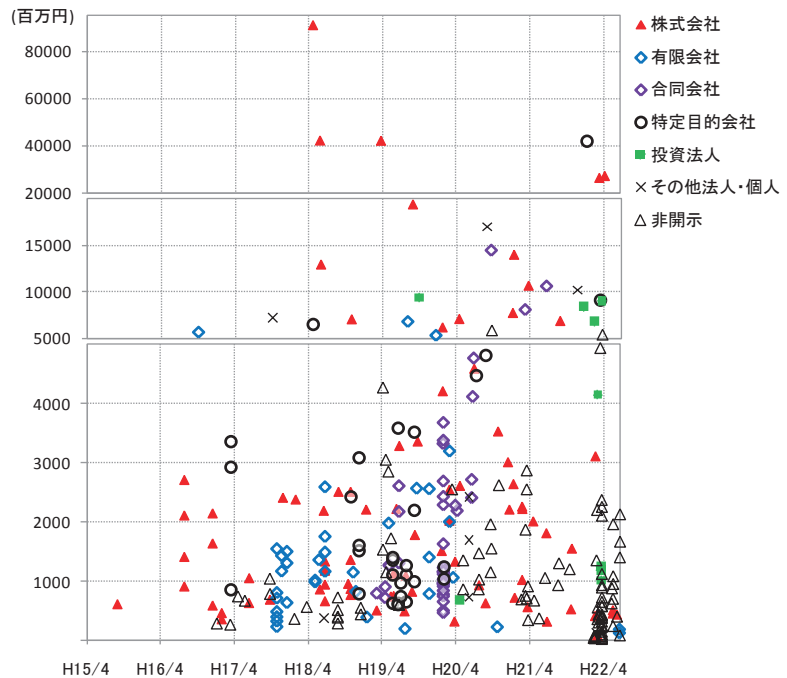


図13 J-REITにおける売却先属性別の物件売却時期と売却価格

資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等

とりたてて減少しておらず、特に平成22年には非開示の件数が急増していることがわかる(平成22年上半期で売却件数の5割超について売却先が開示されていない)。売却先非開示の例が増えている理由はさだかではないが、非開示とする場合に

² まれではあるが、株式会社をピークルとして用いる場合もあり、また、ピークルからいったんAM会社等が物件を取得し、当該会社から投資法人等へ譲渡する例もある。したがって、ここでの私募ファンドからの取得件数はあくまで目安である。

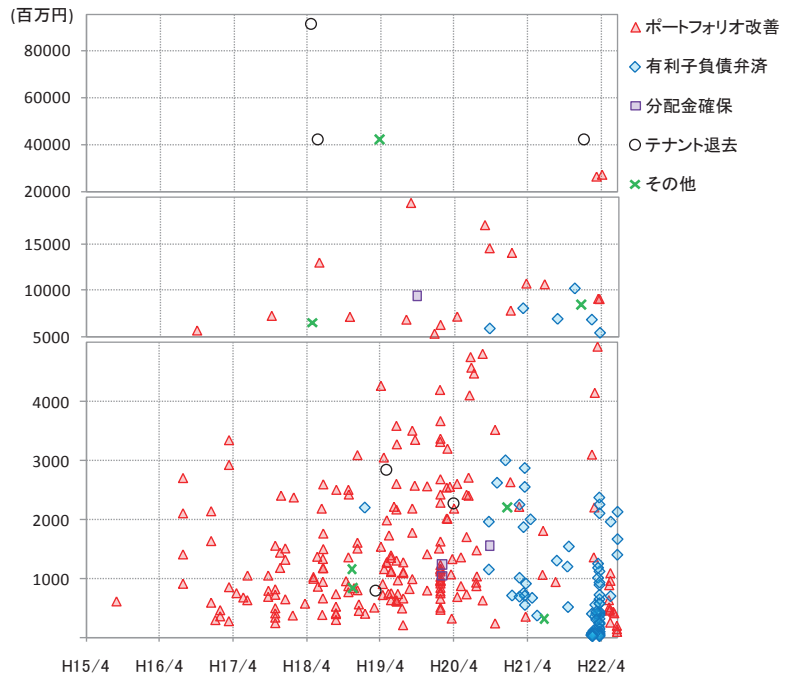
は売却先について「国内の一般事業法人」といった説明がなされることが多いことから、売却先が従前主たる引受手であった上場不動産会社や不動産ファンドのベークルから情報開示義務が相対的に緩い非上場の不動産会社や AM 会社等へシフトしつつあるものと考えられる³。

4. 売却目的の変化

J-REIT において保有資産を売却するに当たってはさまざまな理由が存するが、図 14 においては適時開示資料における記載に基づいて売却理由を主な事由一つに絞り込み、売却価格に応じて時系列的に示したものである。各売却理由の意味するところはグラフ注書きのとおりであるが、要は売却により得られたキャッシュを主に他の物件取得に充てるのか、負債の弁済に充てるのか、投資家への分配金に充てるのかの違いと理解できよう。

この図によると、平成 20 年度前半まではポートフォリオ改善を目的とした物件売却がほとんどであったのに対し、平成 20 年度後半から平成 21 年度にかけては一転して有利子負債弁済を目的とした売却が主流になっていることがわかる。これは、2. で触れたように、平成 20 年度後半以降、金融危機によるリファイナンスの困難化を背景とした有利子負債の返済のための損失覚悟での物件処分が増加したことの証左といえよう。

平成 22 年度に入ってから再びポートフォリオ改善を目的とした物件売却が増加するが、これは金



注) 凡例に挙げた売却理由それぞれの趣旨は以下のとおり。
 ・ ポートフォリオ改善：当該物件を売却した対価で別の物件を取得し、ポートフォリオ全体についてより収益性を高めたりリスクを分散したりすること
 ・ 有利子負債弁済：金融機関からの借入金の返還や投資法人債の償還に売却対価を充てること
 ・ 分配金確保：インカムゲインのみでは十分な分配金を確保できないような場合に売却対価により十分な額の分配金を確保すること
 ・ テナント退去：大口テナントの退去に伴いインカムゲインの大幅な低下が見込まれるような場合にそのリスクを回避すること

図 14 J-REIT における主たる売却理由ごとの物件売却時期と売却価格

資料：各投資法人のプレスリリース資料、有価証券報告書等

融市場や不動産市況の底入れといった外部環境の変化によるものというよりも、平成 22 年に入って相次いで成立した不動産投資法人の合併に伴うポートフォリオの整理・再構築に伴うものと理解できる。事実平成 22 年 4 月～6 月に J-REIT において売却された 44 物件のうち合併後の投資法人によるものは 39 物件 (89%) を占める。合併した不動産投資法人の場合、帳簿価額未満で保有不動産を売却したことにより生ずる損失を合併に伴い生じた負ののれん発生益⁴によって吸収し、分配金への影

³ 売却先非開示とされた売却物件についても、不動産登記により売却先を確認することは可能であるが、本稿ではそこまでの作業は行っていない。

⁴ 負ののれん発生益とは、合併により取得した純資産の時価と新たに発行された投資口の価額との差額をいう。なお、このところの J-REIT 市場の低迷のため、ほとんどの上場不動産投資法人においては PBR が 1 未満であり (ARES J-REIT REPORT Vol. 2 (社)不動産証券化協会) によれば、平成 20 年末で PBR が 1 を超えていたのは 2 法人のみ)、合併において負ののれんが生じやすい状況にある。

響を低減することが可能であり、物件売却を進めやすいことによるところも大きい。

なお、「その他」としては、再開発に伴い建替の必要が生じた、事後的に建築制限への抵触や建物瑕疵が発覚した、賃料減額が求められ収益性の悪化が見込まれる等の理由がある。これらのうち、特に注目されるのが、減損処理適用リスクの回避を目的とした売却である。投資法人が保有する不動産の市場価格が帳簿価額から50%程度以上下落した場合、会計上帳簿価額と市場価格との差を損失として計上する必要がある⁵、その分分配金額が減少し損失額によっては分配金の支払いが困難となる。一方、税務上減損処理による損失は損金に算入することができないため、減損処理に伴う分配金減少分に対して法人税が課されることとなる。そこで、減損処理に伴う法人税の賦課を確実に回避するため、当該不動産を売却して実現損とし、税務上も損金算入しようというわけである。減損処理適用リスクの回避を主たる目的とした売却は今のところ1件のみであるが、今後も不動産市況の低迷が続けば、このような目的での売却事例も増えていくことが予想される。(もちろん、本来ならば会計上の取扱いと税務上の取扱いとを制度上統一することが望ましいと考えられる。)

おわりに

以上J-REITにおける物件売買動向について概観してきたが、これら物件売買動向、その売買のボリュームはもちろんのこと、評価額との関係や売買の相手方の属性等々を通じて、不動産証券化市場の変化をある程度把握することも可能であると考えられる。関連税制の整備等に伴い今後もJ-REITの再編が進むものと予想され、これに伴う物件の売買も増加するであろうが、そのような個々の投資法人固有の事情とは別に、不動産市況が底入れ、

反転すれば、それに応じた売買も増えていくであろう。現時点までの売買動向にはそのような底入れ・反転の兆しはみられないものの、不動産証券化市場の動向を判断するためにも、今後とも慎重に見守っていく必要があると考える。

⁵ 固定資産の減損に係る会計基準の適用指針(H15.10 企業会計基準委員会)p8・p34