

研究ノート

不動産投資ビークルによる不動産保有に係る 権利スキームの態様と J-REIT にみるその傾向

一般財団法人土地総合研究所 研究フェロー 齋藤 哲郎
さいとう てつろう

はじめに

1. 不動産投資ビークルによる不動産保有権原に係る権利スキームの類型

- (1) 保有客体となる不動産～土地・建物か土地のみか
- (2) 信託の有無～実物不動産か不動産信託受益権か
- (3) 保有する権原の中身～所有権、賃借権等々
- (4) 権原を保有する者の数～単独保有、共有等々

2. J-REIT にみる不動産保有の権原に係る権利スキームの傾向

- (1) 土地・建物保有と土地のみ保有
- (2) 実物不動産保有と不動産信託受益権保有
- (3) 不動産保有権原の種類
 - ① 土地の保有権原の種類
 - ② 建物の保有権原の種類
- (4) 不動産保有権原を有する主体の数～単独保有か共有等か
 - ① 土地の保有権原を有する者の数と権利関係
 - ② 建物の保有権原を有する者の数と権利関係
 - ③ 不動産信託受益権を保有する主体数

3. 不動産属性からみた不動産保有に係る権利スキームの傾向

- (1) 不動産の用途と不動産保有に係る権利スキーム
 - ① 借地物件と区分所有建物物件の傾向
 - ② 共有・準共有物件の傾向
- (2) 不動産の取得価額と不動産保有に係る権利スキーム

①借地物件と区分所有建物物件の傾向

②共有・準共有物件の傾向

(3) 不動産の立地エリアと不動産保有に係る権利スキーム

①借地物件と区分所有建物物件の傾向

②共有・準共有物件の傾向

(4) 不動産の規模と不動産保有に係る権利スキーム

①借地物件と区分所有建物物件の傾向

②共有・準共有物件の傾向

4. 不動産保有に係る権利スキームの時系列的傾向

- (1) 借地物件と区分所有建物物件の時系列的変化
- (2) 共有・準共有物件の時系列的変化

むすび

はじめに

不動産投資ビークルは、不動産の賃貸により得られる賃借料、あるいは不動産の売却により得られる売却収入を投資家へのリターンに充てるのが基本パターンである。そのためには、不動産の保有が前提となる。この不動産の保有スキームとしては、まず不動産投資ビークルが実物不動産である土地・建物を単独で所有するパターンが想起されるものの、不動産投資ビークルによって行われている不動産保有はこれに限られるものではなく(むしろ少数派である。)、実際は様々なスキームが存し、かなり複雑な権利形態をと

るケースも存する。

本稿は、不動産投資ビークルが不動産を保有する際の権原について、その権利形態としてどのようなスキームがあるか整理した上で、上場不動産投資法人(J-REIT)を例にして、そこにどのような傾向がみられるか検証を試みるものである。

なお、投資用不動産に係る権利スキームとしては、不動産保有権原に係るもの以外に、テナントとの賃貸借等に係るもの、レンダー等の担保権設定等融資に関連するものなども存するが、本稿での検討対象とはしない¹。

本稿は既に土地総研 HP 上にて公開している2本の土地総研リサーチ・メモ²をベースに、データを2024年末現在で更新するとともに、不動産属性に係る新たな分析等を加えている。なお、本稿のうち意見等に係る部分は、筆者の個人的見解であり、所属する組織等とは無関係である点について付言しておく。

1. 不動産投資ビークルによる不動産保有権原に係る権利スキームの類型

まず、不動産投資ビークルによる不動産保有権原に係る権利スキームについて、類型的に整理を試みる。権利スキームという点、所有権なのか賃借権なのか、単独保有なのか共有なのかといった点にまず目が向くが、次のとおりそこに至る前の次元での整理も必要である。

(1) 保有客体となる不動産～土地・建物か土地のみか

冒頭でも触れたように、投資用不動産の基本例は建物とその敷地(土地)を保有するスキームである。すなわち、この場合は土地と建物の双方を保有対象とし

ていることになる。他方、土地のみを保有するというスキームも存する。この場合、平面駐車場のようにそもそも建物の存在を前提としていないケースもあるが(なお、建物以外の工作物が存在するケースも稀にみられる。具体例については、2.(1)を参照。)、圧倒的に多いのは、土地のみ保有して当該土地に建物所有者の借地権を設定するケースである。投資法人によっては、不動産保有リスクの低減などが図られるとして、投資方針の中でこのような底地保有を積極的に打ち出している例も存する³。

なお、法的に言えば建物のみを保有するというスキームも想定できないわけではない。例えば建物全体を賃借し、それを個々のテナントに転貸して、各テナントから賃貸収入を得るといったケースである(なお、建物を所有する場合は、当該建物による土地占有に係る権原が必要なため、土地の保有権原の取得が必須となる。)。ただ、建物賃借権のみに依存することで法的安定性に欠けるためか、J-REITにおいても建物のみを保有するスキームはみられない。ちなみに、不動産信託受益権を保有する投資法人が信託銀行等受託者(＝建物所有者)から信託財産たる建物を借りた上で当該投資法人がテナントに建物を貸し出すといったケース(投資法人がマスターレシーになるケース)も少なくないが⁴、これはテナントとの建物賃貸借の円滑化のために行っているものであり、投資法人は建物賃借権とは別に不動産信託受益権を保有していることから、建物のみを保有するスキームとは異なる。

(2) 信託の有無～実物不動産か不動産信託受益権か

不動産投資ビークルが不動産を保有する場合、所有権等実物不動産の権原を保有するケースよりも、当

¹ なお、テナントとの賃貸借等に係る権利スキームについては、拙稿「不動産投資における賃貸借の法的枠組み・リスクとその実態」(土地総合研究 2022 年春号)を参照。

² 拙稿「不動産投資ビークルによる不動産保有の権原に係る権利スキームと J-REIT にみるその傾向(前編)・(後編)」(土地総研リサーチ・メモ 2024 年7月2日・8月1日 https://www.lij.jp/news/research_memo/20240702_1.pdf・https://www.lij.jp/news/research_memo/20240731_1.pdf)

³ 例えば、エスコンジャパンリート投資法人は、投資方針とし

て底地への重点投資を打ち出している。その理由として、長期にわたる安定した賃料収入、減価償却及び保守・修繕等がないことに基づく低保有コストの実現、底地流通市場の拡大、災害等による資産価値の下落リスクが低い の4つを挙げている(2018 年 12 月 25 日付け有価証券届出書(エスコンジャパンリート投資法人)p31)。

⁴ テナントへの賃貸に際してマスターリース方式を用いる場合にとられることがある。なお、詳細は、脚注1の拙稿「不動産投資における賃貸借の法的枠組み・リスクとその実態」p90を参照。

該不動産に係る信託受益権を保有するケースの方が圧倒的に多い。この場合、実物不動産の所有権等を有するのは、受託者(信託銀行等)となる。不動産投資ビークルにおいて不動産信託受益権を用いることが多い理由としては、信託受益権であれば売買の際に不動産流通税が課されないこと、GK・TK スキーム等における不動産特定共同事業法適用を回避できること(実物不動産だと適用対象となる。)、信託銀行等が介在することにより取引や管理の安全性・信頼性が高まること、担保権の設定が比較的容易であること(受益権に質権を設定することにより対応する。)などが挙げられる。

ちなみに、特定の不動産の保有のみを目的とした特別目的会社(SPC)に係る匿名組合出資持分や同じく特定不動産の保有のみを目的とした資産の流動化に関する法律(以下「資産流動化法」という。)上の特定目的会社(いわゆる TMK)の優先出資証券も不動産保有のスキームとして位置づけられることもある。しかしながら、ここでの SPC・TMK が保有することになるのは実物不動産の所有権等か不動産信託受益権となり、匿名組合出資持分や優先出資証券は不動産保有に係る直接的スキームとはいえないことから、本稿では不動産保有のスキームとして取り上げることはしない。

(3) 保有する権原の中身～所有権、賃借権等々

不動産を保有するに当たり、その権原として民事法上どのような権利を用いるかということである。

土地であれば、所有権か借地権かということになり、借地権については地上権か賃借権か、あるいは存続期間や契約更新の有無に着目すれば、普通借地権、定期借地権、事業用定期借地権などに分かれることになる。建物保有を目的としない場合には、所有権以外では、通常の地上権や賃借権が想定される。

建物については、既述のとおり賃借権のみに依存するケースは想定しにくいと、保有権原としては主に所有権ということになるが、所有権でも通常の所有

権の場合と建物の区分所有等に関する法律(以下「区分所有法」という。)第2条第1項に定める区分所有権による場合とに分かれることになる。

ちなみに、稀なケースではあるが、民事法上の権原ではなく、国有財産法上の使用許可など行政法上の権原による場合も存する(具体例については、2.(3)①参照。)。なお、土地区画整理法上の仮換地指定に基づく権利も行政法上の権原ではあるが、従前地に係る所有権等に対応する権利であるゆえ、本稿では従前地に係る権原と同じ権利として取り扱うこととする。土地区画整理事業における保留地予定地に係る使用収益権については、換地処分後に当該使用収益権者が取得することになる権利(ほとんどの場合所有権であろう。)として取り扱うこととする。

(4) 権原を保有する者の数～単独保有、共有等々

不動産を保有する不動産投資ビークル以外に同一不動産を保有する者がいるのかどうか、他に保有者がいる場合にはその保有形態はどうなっているかということである。

土地であれば、単独保有のほか共有・準共有であるケース、分有であるケースが想定できる。建物であれば、単独所有のほか、通常の共有であるケース、区分所有であるケース、さらにはタウンハウス(長屋)型の建物であれば、分有された敷地上に存する建物部分に応じて建物も分有形式であるケース⁵が想定できる。

また、不動産信託受益権が準共有となっており、結果的に複数名での保有状態となっているケースも想定できる。複数の主体が信託受益権を準共有し、不動産投資ビークルは当該受益権の準共有持分を保有する場合である。実物不動産を共有(借地権等の場合は準共有)する場合と類似しているが、法的には全く別物である。実物不動産の単独所有権に係る信託受益権を準共有する場合もあれば、実物不動産の共有持分に係る信託受益権を単独で保有する場合もあり、さらには、実物不動産の共有持分に係る信託受

⁵ なお、このケースも建物の区分所有の1類型ではあるが、区分所有法第22条が適用されないことから、敷地権(不動産登記法第44条第1項第9号)は成立せず、一般の建物と

その敷地に関する権利の関係とあまり変わらなくなる(濱崎恭生「建物区分所有法の改正」(法曹会 1989年)p103・171)。

益権を準共有する場合もあり得る。

2. J-REIT にみる不動産保有の権原に係る権利スキームの傾向

次に、不動産投資ビークルによる不動産保有権原に係る権利スキームに実際はどのような傾向がみられるかについて検証を試みる。以下では、不動産投資ビークルの中で唯一保有不動産に係る詳細な情報が公開されている J-REIT を取り上げることとする。

なお、以下において用いているデータは、特に注記のない限り各投資法人のプレスリリース資料及び有価証券届出書により筆者が作成したデータベースに基づいている。

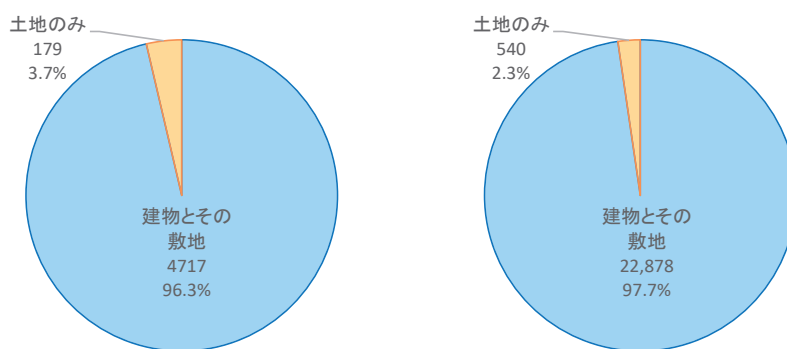
(1) 土地・建物保有と土地のみ保有

図1は、J-REIT の保有不動産を建物とその敷地を保有する物件と土地のみ保有する物件とに分け、そ

れぞれの件数・価額とその割合を示したものである。一目でわかるとおり、建物とその敷地を保有する物件が圧倒的に多い。不動産投資ビークルは不動産賃借料を主たる収益源とすることからいえば、建物賃借料が一般的手法であることから、ある意味当然の結果と考えられる。

なお、土地のみ保有する物件においては、建物の底地のみを保有する物件がほとんどであり、これ以外の物件は5件に過ぎない。具体的には、建物以外の工作物の底地のみを保有するケースが4件、土地と一体化した施設を保有するケースが1件となっている。前者は、石油・ガスタンク⁶の敷地であり、後者は、港湾の乗下船ヤードである。ちなみに、土地のみ保有の典型例ともいえる屋外の平面駐車場については、かつては J-REIT にも複数の物件があったが、現在の J-REIT では、建物の附属施設である場合を除き、保有例はみられない。

図 1. J-REIT の保有不動産に占める土地・建物保有と土地のみ保有それぞれの割合
(件数ベース) (取得価額ベース)



注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

不動産とは、実物不動産又は不動産信託受益権をいい、匿名組合出資持分、優先出資証券は含まない(図2以下も同じ。)。ただし、海外不動産については、不動産保有法人の株式を含む(国によっては外国法人による不動産保有が認められていないことから、現地法人が不動産を保有して投資法人は当該現地法人の株式等を保有する形をとることがある。)。

物件数は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(図2以下も同じ。)。

取得価額の単位は、10 億円。

取得価額において、同一物件の追加取得分・物件の一部売却分については、追加取得・一部売却時の取得・売却価額を加算・控除している。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額として加算している。

資料) 各投資法人のプレスリリース資料及び有価証券届出書により作成(図2以下も同じ。)。

⁶ 石油・ガスタンクは、不動産登記上建物としては扱われていないため(不動産登記事務取扱手続準則第 77 条)、建

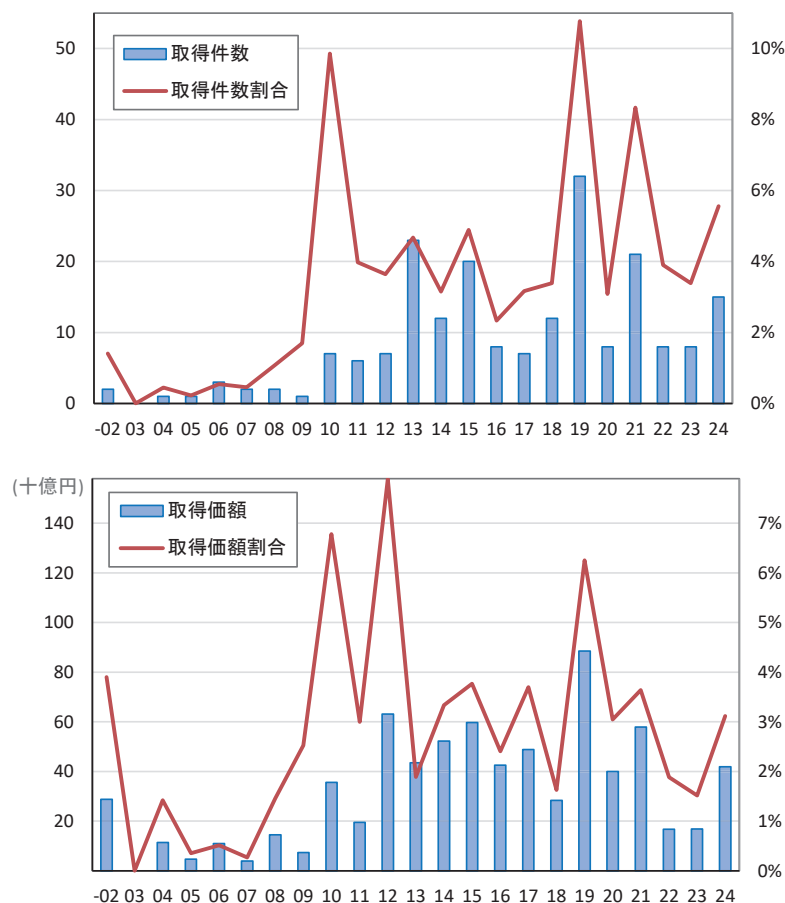
物の底地の保有とはいえない。

図2は、J-REIT 市場が開設された 2001 年以降について、J-REIT において各年に取得した底地物件の件数・取得価額と全取得物件に占める割合の推移を示したものである。件数、取得価額ともに年によりまちまちであり、時系列的傾向を見出すことは難しいが、ここ 10 年ほどそれより前に比べて底地の取得件数・価額が増えているのは確かである。かつてオフィス、共同住宅、商業施設がほとんどであった J-REIT に、物流施設やホテル、ヘルスケア施設などが増えてきた時期と重なり、底地の取得もポートフォリオの多様化

の一環であったものと考えられる。

年別にみると、2019 年が取得物件数・価額の双方で目立つが、この年は底地への重点投資を打ち出しているエスコンジャパンリート投資法人が新規上場しており、これにより 20 件の底地物件が J-REIT に加わったことが大きい。2021 年も同投資法人による底地の取得によるところが大きい。また、2012 年は取得価額とその割合において底地物件のウエイトが大きくなっているが、これは千代田区の超高層オフィスビルの底地の取得があったことが大きく影響している。

図 2. J-REIT における取得不動産に占める底地物件の取得件数・取得価額とその割合の推移



注) 2001 年以降各年に J-REIT が取得した底地の件数・取得価額と取得不動産全体に占める割合を示している。

2002 年の数値は、2001 年と 2002 年の合計。

底地物件とは、建物等構造物とその敷地について、敷地のみを保有する物件をいう。したがって、単なる平面駐車場等は含まない(図7・17も同じ。)

上場前から保有していた物件については、上場時に取得したものとして処理している。

保有物件の追加取得は件数には含まれないが、取得価額には含まれる。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額割合を算出する際の母数である取得価額全体に加えている。

さて、1. (1) において、一部の投資法人が土地のみ保有を選好する理由として、不動産保有リスクの低減が図られることを挙げたが、この不動産保有リスクは、当該不動産の用途によっても大きく異なるものと考えられる。そこで、図3では、J-REIT の保有不動産に関

して、土地のみ保有する物件と土地・建物を保有する物件のそれぞれについて、用途別の件数・価額とその割合を示してみた。

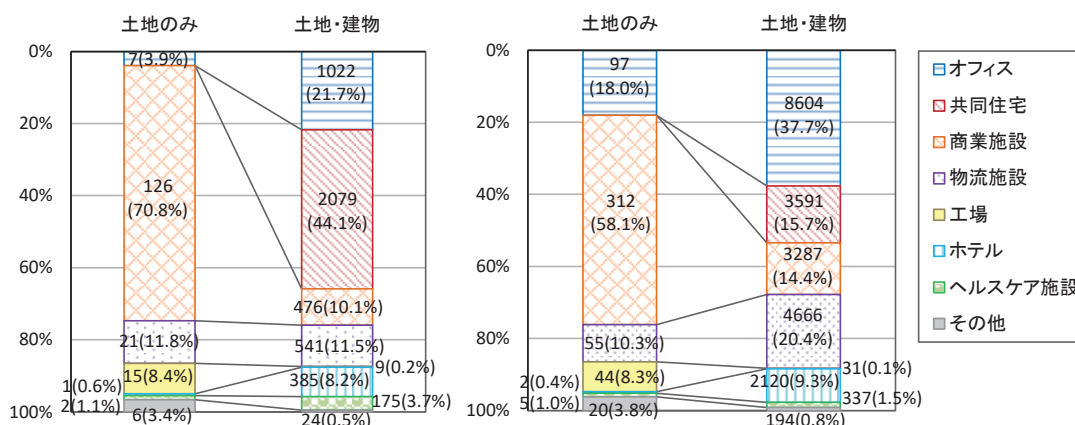
一目みて明らかなように、土地のみ保有物件と土地・建物保有物件とでは、その用途の構成が大きく異

なっている。土地・建物保有物件では、物件数ベースでは共同住宅、取得価額ベースではオフィスの割合が最も大きいのであるが、土地のみ物件では、商業施設の割合が圧倒的に大きく、逆にオフィスの割合は小さく、共同住宅については1件も存しない。特徴的なのが工場であり、比率上土地のみの方が圧倒的に大きいだけでなく、件数・取得価額そのものの数字で見ても土地のみ物件の方が2倍程度多い結果となっている。

土地のみ物件において商業施設の割合が大きいのは、商業施設の建物はオフィス等他の用途に比べ

て入居テナント独自の仕様となる傾向が強く、結果建物の汎用性に欠けるため、空室リスクが大きいことが挙げられる。敷地のみ保有するパターンであれば、建物の建設・管理コストを担うのはテナントであり、初期投資が大きい分退去しにくく契約の長期化が見込めるほか、仮に退去するとしても更地への原状回復が原則となり、投資法人側のリスクをかなり低く抑えられることになる⁷。さらに、工場ともなると、商業施設以上に建物の汎用性に欠けることになるのが通例であり、投資対象とするのであれば、敷地のみとするのが合理的ということになる。

図 3. J-REIT の保有不動産における土地のみ保有、土地・建物保有
それぞれの用途別件数・取得価額とその割合
(物件数ベース) (取得価額ベース)



注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

取得価額の単位は、10 億円。

取得価額において、同一物件の追加取得分・物件の一部売却分については、追加取得・一部売却時の取得・売却価額を加算・控除している。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額として加算している。

(2) 実物不動産保有と不動産信託受益権保有

図4は、J-REIT の保有不動産を実物不動産と信託受益権とに分け、それぞれの件数・価額とその割合を示したものである。物件数ベースでも取得価額ベースでも、全体の約8割が不動産信託受益権となっている。1. (2)でも触れたように、J-REIT において

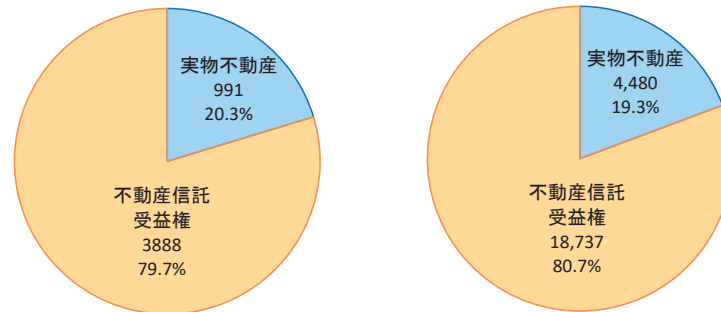
も不動産信託受益権としての取得・保有が主流となっている。

図5は、J-REIT において各年に取得した物件の実物不動産、不動産信託受益権それぞれの件数・取得価額と不動産信託受益権に占める割合の推移を示したものである。

⁷ なお、商業施設向け底地保有の詳細については、拙稿「商業施設における賃貸借契約の形態とリスク管理」(土地

総研リサーチ・メモ 2020 年 8 月 31 日 https://www.lij.jp/news/research_memo/20200831_2.pdf p6 参照。

図 4. J-REIT の保有不動産に占める実物不動産と不動産信託受益権それぞれの割合
(物件数ベース) (取得価額ベース)



注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

実物不動産と不動産信託受益権が混在する物件は対象から除いている。また、海外不動産で投資法人が現地の不動産保有法人の株式を保有する物件は含まない(図5・6・7も同じ。)

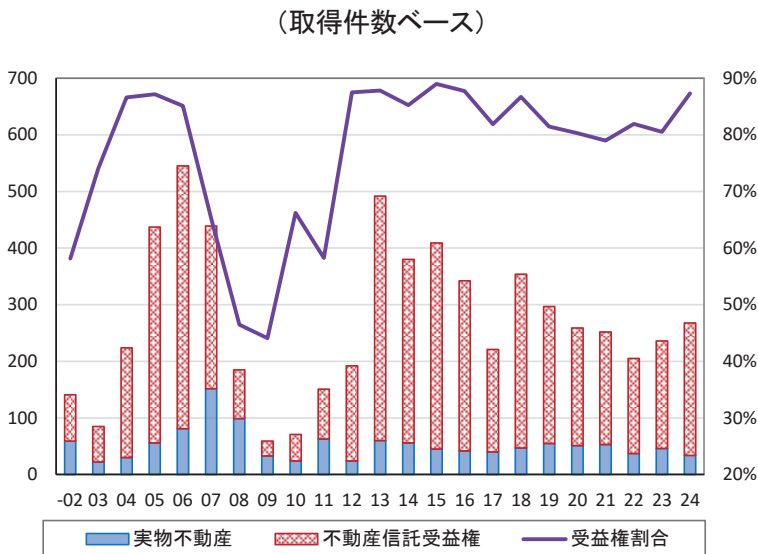
実物不動産として取得したが取得後速やかに信託した物件は不動産信託受益権として扱い、不動産信託受益権として取得したが取得後速やかに信託契約を解除した物件は実物不動産として扱っている(図5・6・7も同じ。)

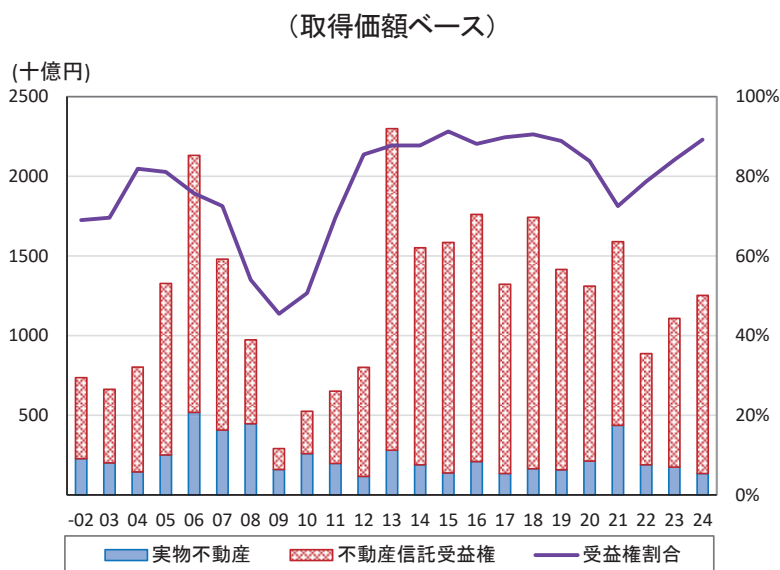
取得価額の単位は、10 億円。

取得価額において、同一物件の追加取得分・物件の一部売却分については、追加取得・一部売却時の取得・売却価額を加算・控除している。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額として加算している。

図 5. J-REIT の取得不動産に占める実物不動産・不動産信託受益権の
取得件数・取得価額と不動産信託受益権の占める割合の推移





注) 2001 年以降各年に J-REIT が取得した実物不動産、不動産信託受益権それぞれの件数・取得価額と取得不動産全体に占める不動産信託受益権の割合を示している。

2002 年の数値は、2001 年と 2002 年の合計。

上場前から保有していた物件については、上場時に取得したものとして処理している。

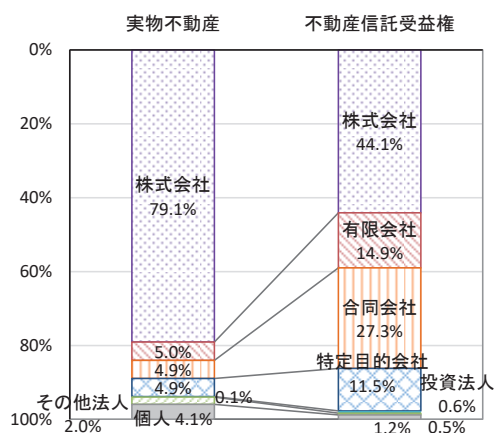
保有物件の追加取得は件数には含まれないが、取得価額には含まれる。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額として加算している。

ここ 10 年ほどは、不動産信託受益権の占める割合は、取得件数ベースでも取得価額ベースでも概ね 8 ～ 9 割程度で推移している。2021 年の取得価額ベースでの不動産信託受益権割合がやや低下しているのは、東京都心の複数の超大型オフィスビルを実物不動産として取得したことによるものである。不動産信託受益権の割合が低かったのが、2008 年から 2011 年にかけてであり、リーマンショック等世界金融危機の時期と重なっている。あくまで推察であるが、その要因と

しては、J-REIT による不動産信託受益権の主な取得先である不動産投資ファンドが金融危機により大打撃を受けていたこと、経済情勢にかんがみ信託銀行が不動産の受託に慎重となっていたこと、J-REIT 側でも長期(少なくとも 10 年超)にわたる安定運用が確実な不動産の取得に絞ろうとしていたこと(長期運用が前提であれば、税負担が生じても信託報酬負担がない分実物不動産の方が有利ともいえる。)など、複数の事情があったものと考えられる。

図 6. J-REIT の保有不動産における実物不動産、不動産信託受益権それぞれの取得先属性別の取引件数割合



注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象とし、取得先の属性別の取引件数割合を示している。

同一物件の追加取得についても、独立した取引として扱っている。この場合、同一契約に基づく追加取得であっても、取得時期が異なるケースは異なる取引とみなしている。ただし、一部取得分が少額でトレンドに与える影響が極めて小さい場合には件数に含めていない場合がある。

取得先が属性の異なる複数の主体である場合には、それぞれを異なる取引とみなしている。

取得先について非開示である場合は件数に含めていない。ただし、取得先について会社名等に関しては非開示であっても上記属性に係る情報開示がある場合には件数に含めている。

さて、1.(2)においては、不動産信託受益権を用いる理由の一つとして、GK・TK スキーム等との関連を挙げたが、となると実物不動産と不動産信託受益権と

の間には、取得先の属性面での違いが生ずる可能性がある。そこで、図6では、J-REIT の保有不動産に関して、実物不動産と不動産信託受益権のそれぞれに

について、取得先の属性別でみた割合を示してみた。

実物不動産については、その取得先の8割近くは株式会社である。実物不動産保有が想定されないはずの GK(YK)・TK スキームのピークルである有限会社・合同会社の割合も1割ほどあるが、これらは、不動産信託受益権として取得したが速やかに信託契約を解除し実物不動産としたものである。

他方、不動産信託受益権については、株式会社の割合は4割程度にとどまり、有限会社・合同会社の割合とほぼ同じとなっている。資産流動化法上の特定目的会社(TMK)の割合も実物不動産と比べると倍以上となっており、結果として5割超がいわゆる不動産投資ファンドからの取得となっている。

以上より、J-REIT において不動産信託受益権の保有が多いのには、不動産投資ファンドからの不動産取得が少なくないことも影響していると考えられる。

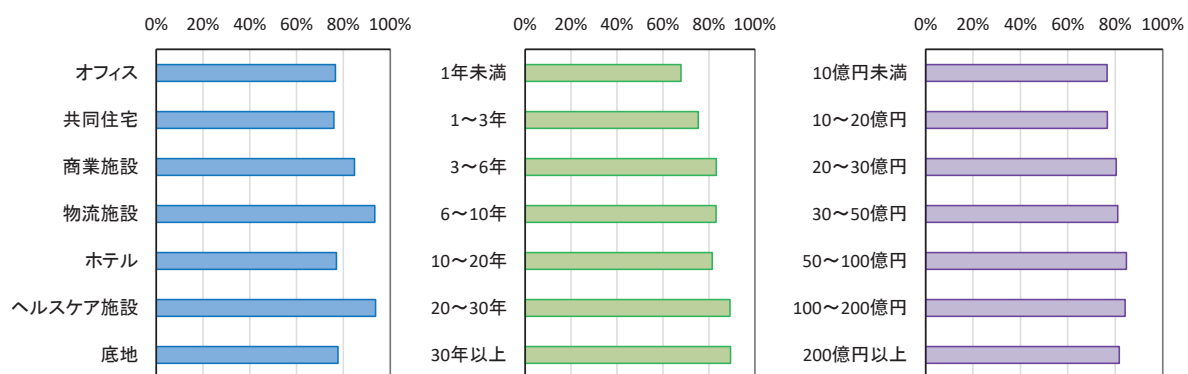
最後に、J-REIT が保有する不動産に占める不動産信託受益権の割合が、不動産の属性によって違いがみられるのかについてみていく。図7は、J-REIT の保有不動産を用途、取得時の築年数の長短、取得価額の多少によって分類し、それぞれにおける不動産信託受益権の割合を示したものである。

用途については、物流施設、ヘルスケア施設で不動産信託受益権の割合がやや高くなっている。いずれの用途も信託活用が一般化した比較的近年に取得が活発化してきたこと、ホテルや商業施設に比べて個別物件の独自性が低く信託引受審査が相対的に容易であることなどが要因として思い当たるものの、その理由等については単なる偶然である可能性も含め定かではない。

取得時築年数については、グラフを見る限りでは築年数が長いほど不動産信託受益権の割合が高くなる傾向があり、築年数を経た建物の受託に信託銀行等が慎重となるといった状況は見られない⁸。なお、建物竣工後間もない不動産について不動産信託受益権の割合が低いのは、ブリッジファンドを含めて不動産投資ファンドが介在するケースが少なくなることによるものと考えられる⁹。

取得価額については、用途や取得時築年数と比べると傾向が読み取りにくい。取得価額 20 億円未満の物件でやや不動産信託受益権の割合が低くなっているのは、この価額帯だと不動産信託受益権の割合が低めの共同住宅の比率が圧倒的に多いことによるものなのではないか。

図 7. 属性別にみた J-REIT の保有不動産に占める不動産信託受益権の割合
(用途) (取得時築年数) (取得価額)



注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象とし、用途、取得時築年数、取得価額別の件数割合を示している。

⁸ なお、旧耐震基準下での建物となる 1981 年6月1日以前に竣工した建物に限ると、不動産信託受益権の割合は 76.5%、取得時築年数 50 年以上の建物では(件数は少ないが) 70.0%となる。したがって、旧耐震基準下の建物については、信託銀行等の受託に多少影響が生じている可能性

は残る。

⁹ 不動産投資ファンドからの取得比率は、取得時築年数1年未満で 31.2%、3年未満で 35.6%なのに対し、全体では 47.0%である(図6における算出手法とは異なり、追加取得に係る取引は含めていない。)。

(3)不動産保有権原の種類

次に、不動産の保有権原の種類の違いに着目してJ-REITにおける権利スキームの傾向について検証する。基本的に不動産は土地と建物からなることから、以下では土地に係る保有権原と建物に係る保有権原とに分けてみていく。

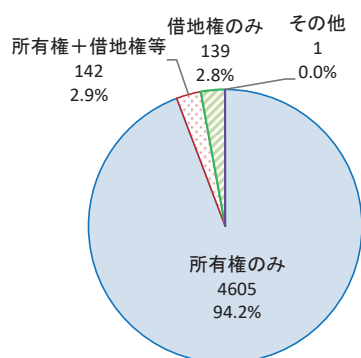
①土地の保有権原の種類

図8は、J-REITの保有不動産における土地保有権原の種類別の件数とその比率を示したものである。なお、使用借権については、土地が分有状態にある場合の相互利用権として位置づけられる場合(4)①

参照。)を除くと、建物敷地のごく一部に設定されるに過ぎず、土地保有の主たる権原として用いられることは想定できないため、ここでの保有権原としては取り扱っていない。

グラフで明らかなように、土地の保有権原は所有権のみによるケースが圧倒的に多い。権利の安定性・永続性からみて当然の結果であるともいえる。とはいえ、土地所有者の意向等もあつてか、借地権等を用いているケースもある程度存する。なお、「その他」とは、国有財産法上の使用許可によるものであり、具体的には羽田空港メインテナンスセンターの敷地の保有権原である。

図 8. J-REIT の保有不動産における土地保有権原の種類別件数とその割合



注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

借地権等とは、借地権又は借地権に該当しない土地賃借権をいう。

所有権+借地権等とは、保有する土地に係る権原が所有権による部分と借地権・賃借権による部分とからなる場合をいう。

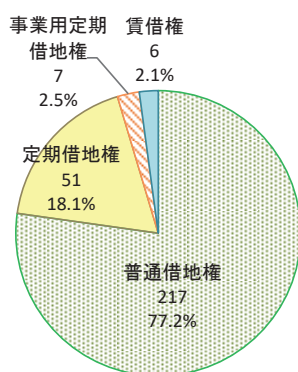
土地の保有権原の一部に使用借権が含まれる場合については、使用借権以外の保有権原により分類している。

借地権には、転借地権を含む。

保有権原が仮換地の使用収益権である場合は、これに対応する従前地上の権利として分類している。

保有権原が保留地予定地の使用収益権である場合は、所有権として分類している。

図 9. J-REIT の保有不動産における土地保有権原たる借地権・賃借権の種類別件数とその割合



注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産のうち、土地保有権原として借地権・賃借権を含むものを対象としている。

土地保有権原のすべてが借地権・賃借権であるもの、土地保有権原の一部が借地権・賃借権であるものいずれも1件として取り扱っている。

事業用定期借地権には、借地借家法第 23 条第2項の借地権(事業用借地権)を含む。

普通借地権、定期借地権ともに、転借地権を含む。

賃借権は、借地権に該当しない土地賃借権に限る。

種類の異なる借地権を用いている事例は存しない。

次に、上記のうち借地権等についてその内訳の詳細をみていく。図9は、借地権・賃借権についてさらに細かく分類し、その件数と割合を示したものである。

借地権等の全体の4分の3を普通借地権が占めている。この点、J-REIT が保有する底地物件でのテナントとの賃貸借契約においては、9割を事業用定期借

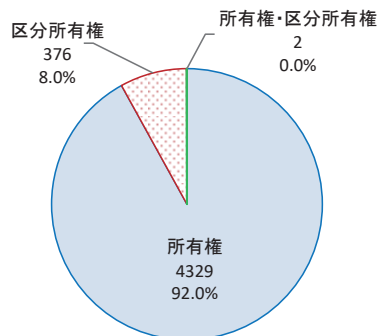
地権等が占めていること¹⁰とかなり様相が異なっている。これは、後者の場合テナントはあくまで店舗等業務用施設の立地・運用を目的としており、運用期間終了後は撤退を念頭に置いているのに対して、前者の場合投資法人が保有する建物の立地を目的とするもので(図8にあるように)本来は所有権によるべきところを借地権等で代替しているのであり、仮にポートフォリオから除外するにしても相応の価格での売却を念頭に置いていることによると考えられる。運用期間終了後の撤退を想定するのであれば、できる限りコストもかからずバランスシート上の資産膨張にも結びつきにくい事業用定期借地権等が望ましい一方、長期保有とその後の売却収入確保を想定するのであれば、契約更新が原則であり借地期間経過に伴う資産の収縮も

ない普通借地権の方が望ましいということになる。

②建物の保有権原の種類

図10は、J-REITの保有不動産における建物保有権原の種類別の件数とその比率を示したものである。既述のとおり J-REIT の保有不動産における建物保有権原はすべて所有権なのであるが、その9割は通常の所有権が占め、残りを区分所有法上の区分所有権が占めている。区分所有法による場合、共用部分の取扱いなど権利関係が複雑になりやすいのであるが、大型オフィスビルの一部の床を保有する場合など区分所有権によらざるを得ないケースも存することによると考えられる。

図10. J-REITの保有不動産における建物保有権原の種類別件数とその割合



注)2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産(土地のみ保有する物件を除く。)を対象としている。

所有権・区分所有権とは、同一物件中に通常の所有権による保有部分と区分所有権による保有部分とがあるものをいう(複数の建物からなる物件で、一部建物が区分所有建物にも共用部分とされた附属建物にもなっていないものなど)。

(4)不動産保有権原を有する主体の数～単独保有か共有等か

次に、不動産の保有権原を有する主体が単独か複数か、及び複数主体である場合の権利関係に着目して J-REIT における権利スキームの傾向について検証する。基本的に不動産は土地と建物からなることから、(3)と同じく以下ではまず土地に係る保有権原と建物に係る保有権原とに分けてみてゆき、最後に不動産信託受益権の準共有について取り上げる。

①土地の保有権原を有する者の数と権利関係

図11は、J-REITの保有不動産における土地保有権原を有する主体数・権利関係別の件数とその比率

を示したものである。グラフで明らかとなっており大多数は土地の保有権原を投資法人又は受託者が単独で有している。ただし、複数の土地保有主体が存する場合も1割弱あり、その中には土地の部分によって所有者等が異なる場合も存する。これは、分有状態の土地に区分所有建物や共有建物を設けたケースであり、土地所有者は相互に使用権を有する形をとっている(賃借権を設定している場合と無償使用権(＝使用借権)を設定している場合とがある(双方の混在型を含む。))。

②建物の保有権原を有する者の数と権利関係

図12は、J-REITの保有不動産における建物保有

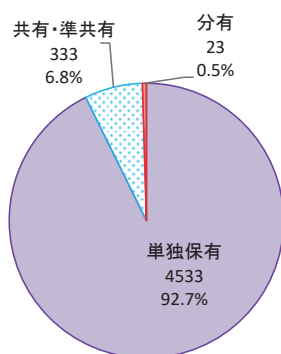
¹⁰ 脚注1の拙稿「不動産投資における賃貸借の法的枠組

み・リスクとその実態」p96 参照。

権原を有する主体数・権利関係別の件数とその比率を示したものである。土地の場合と同じく、大多数は建物の保有権原を投資法人又は受託者が単独で有し

ている。なお、既述のとおり、土地とは異なり、建物の保有権原はすべて区分所有権を含む所有権となっている。

図 11. J-REIT の保有不動産における土地保有権原を有する主体数・権利関係別件数とその割合



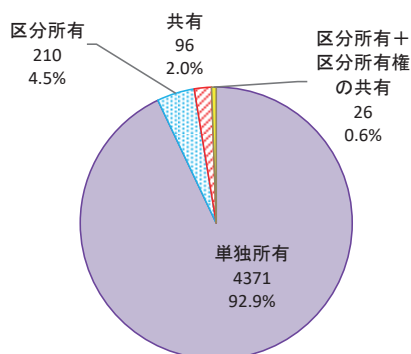
注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

単独保有とは、投資法人(実物不動産の場合)又は受託者(不動産信託受益権の場合)(以下、「投資法人等」という。図 12・13 も同じ。)が、所有権、借地権等の土地保有権原を単独で保有している場合をいう。

共有・準共有とは、投資法人等が、土地を他者と共有(所有権の場合)又は準共有(借地権等の場合)している場合をいう(土地の一部が共有・準共有である場合を含むが、一部が共有・準共有となっている分有は含まない。)

分有とは、投資法人等が、土地の一部を保有し、他者が他の部分を保有する場合をいい、その一部が共有・準共有となっている場合を含む。

図 12. J-REIT の保有不動産における建物保有権原を有する主体数・権利関係別件数とその割合



注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産(土地のみ保有する物件を除く。)を対象としている。

単独所有とは、投資法人等が、建物全体を単独で所有している場合をいい、通常の所有権か区分所有権かは問わない。

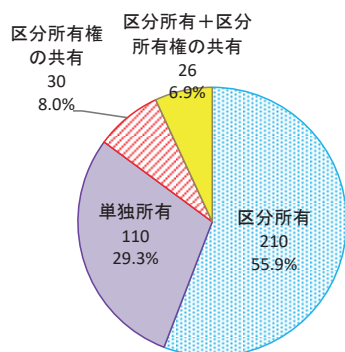
区分所有とは、投資法人等が、区分所有権の一部を単独で所有している場合をいい、区分所有権全体を単独で所有する場合は含まない。

共有とは、投資法人等が、建物を他者と共有している場合をいい、区分所有権の共有持分のみににより保有している場合を含む。

区分所有+区分所有権の共有とは、投資法人等が、建物を区分所有権及び区分所有権の共有持分により保有している場合をいう。

区分所有建物の共用部分は、評価対象に含まない。

図 13. J-REIT の保有不動産における区分所有権に係る主体数・権利関係別件数とその割合



注) 2024 年末現在で J-REIT が保有している区分所有建物を対象としている。

区分所有とは、投資法人等が、区分所有建物の専有部分の一部を単独で所有している場合をいう。

単独所有とは、投資法人等が、区分所有建物のすべてを所有している場合をいう。

区分所有権の共有とは、投資法人等が、区分所有建物の専有部分の全部又は一部を他者と共有している場合をいう。

区分所有+区分所有権の共有とは、投資法人等が、区分所有建物の専有部分の一部を単独で所有するとともに、別の専有部分の一部を他者と共有している場合をいう。

次に、上記のうち区分所有権についてその内訳の詳細をみていく。図 13 は、区分所有権に限定して分類し、その件数と割合を示したものである。区分所有建物であるから、当然ながら専有部分を複数の主体で区分所有しているケースが最も多い。ただし、区分所有建物でありながら通常の所有と同様に建物全体を単独で所有している場合も少なくない。将来的な分割譲渡も念頭に置いてデベロッパー等が区分所有建物としたケース、複数主体による区分所有となっていた建物を投資法人等が一括して取得したケースなどがあると考えられる。いったん区分所有建物とした物件については、不動産登記手続上の手間や将来の分割譲渡のしやすさを勘案して、通常の所有権へ変更することはほとんど行われていない。

③不動産信託受益権を保有する主体数

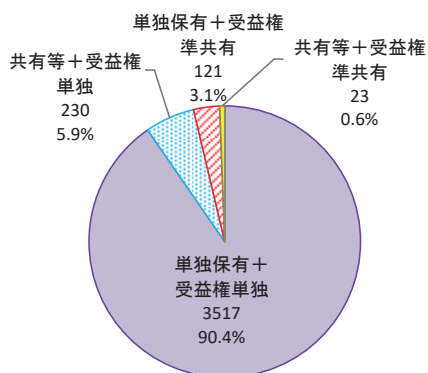
1. (4)で触れたように、不動産本体でなく不動産信託受益権を複数の主体で準共有するというパターンも存する。特に準共有主体が複数の不動産投資ビークルであるようなケースでは、不動産本体の共有・準共有よりも不動産本体に係る権利関係が単純となり(受託者の単独所有となる。)、不動産を直接利用すること

のない不動産投資ビークルにとっては好都合ともいえる。なお、1つの不動産に複数の不動産信託受益権が設定されている場合、例えば不動産の複数の共有持分にそれぞれ受益権が設定されている場合や区分所有建物の異なる専有部分にそれぞれ異なる受益権が設定されている場合もあるが、これは複数の受託者による不動産の共有ないし区分所有であって、不動産信託受益権の準共有とは異なる。

さて、J-REIT が保有する不動産信託受益権のうち、不動産信託受益権の準共有持分に当たるものは、全体の 3.7%、140 件ほどである。図 14 では、J-REIT が保有する不動産信託受益権について、信託財産たる不動産と信託不動産に係る受益権とのそれぞれを共有・準共有関係の有無で分類し、それぞれの件数とその割合を示したものである。

受託者が単独で信託不動産を保有し、その受益権を投資法人が単独で保有するパターンが全体の9割を占めるものの、不動産又は受益権について複数の保有者が生じるケースも少なくない。不動産、受益権のいずれにも複数の保有者が存するケースは少ないものの、東京都心の超大型オフィスビルなどに例が存する。

図 14. J-REIT が保有する不動産信託受益権について不動産に係る共有関係の有無と受益権に係る準共有の有無で分類した件数とその割合



注)2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産信託受益権を対象としている。

単独保有とは、受託者が不動産を単独で保有していることをいい、共有等は受託者が他の主体とともに不動産を共有・準共有しているか、区分所有建物の専有部分の一部を所有していることをいう。

受益権単独とは、投資法人が不動産信託受益権を単独で保有していることをいい、受益権準共有とは、投資法人が不動産信託受益権を他の主体とともに準共有していることをいう。

以上より、不動産とそれを信託財産とする受益権の共有・準共有関係の組合せは、グラフのとおり4通りに分かれることとなる。

3. 不動産属性からみた不動産保有に係る権利スキームの傾向

次に、不動産保有に係る権利スキームとして、借地権・区分所有権の有無、土地・建物・不動産信託受益権の共有・準共有の存否を取り上げ、不動産の属性

の違いによってどのような傾向がみられるかについて、J-REIT が保有する不動産を対象として検証を試みる。不動産の属性としては、用途、取得価額、立地エリア、物理的規模を取り上げた。

(1)不動産の用途と不動産保有に係る権利スキーム

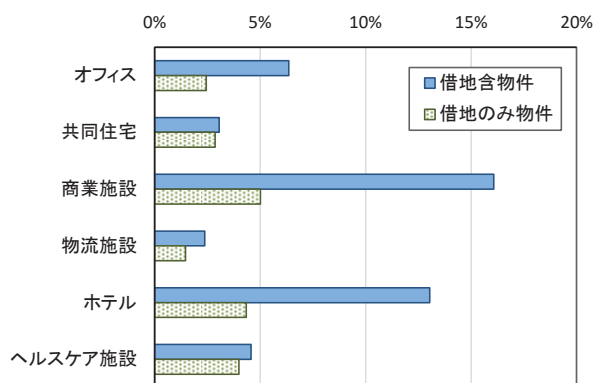
①借地物件と区分所有建物物件の傾向

図 15 は、J-REIT の保有不動産において土地保有権原として借地権を用いている物件の件数割合について、不動産の用途別に示したものである。なお、グラフに掲げた用途以外の用途の物件については、底地物件を含め J-REIT の土地保有権原として借地権を含む物件は存しない。

グラフにあるとおり、借地含物件、借地のみ物件いずれも商業施設に占める割合が最も高くなっている。ショッピングモール等市街地で広い面積の土地を確保する必要のある施設が少なくないことから、借地が

混在せざるを得ないケースが生じやすいこと、スーパーマーケットや専門量販店など他用途に比べて想定存続期間が短い業態も含まれるため、借地での対応の方が合理的である場合も少なくないことなどが事由として考えられる。ホテルで借地含物件の割合が高い理由は定かでないが、これらの中には観光・リゾート地の大規模ホテル・旅館が相当数含まれていることから、広い敷地の確保に当たって借地が混在せざるを得ないケースが少なくなかったのではないかと考える。物流施設での割合が低いのは、都市部郊外の物流・工業等以外の需要の乏しいエリアでの立地が多く、土地の取得が比較的容易であるケースが多いことによるのではないかと考える。

図 15. J-REIT の保有不動産における用途別でみた借地物件の件数割合



注)2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

用途については、保有建物・工作物の用途に従って分類している。

借地含物件とは、不動産の土地の保有権原の全部又は一部が借地権である物件をいう。

借地のみ物件とは、上記のうち不動産の土地の保有権原の全部が借地権である物件をいう。

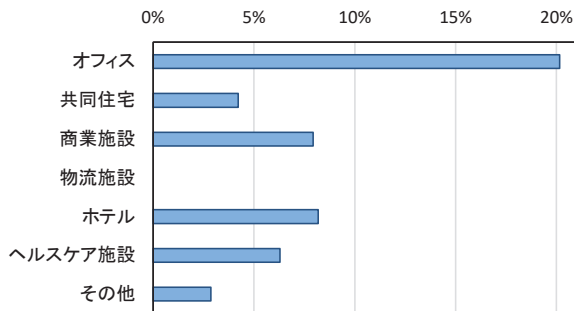
土地の保有権原の一部に使用借権が含まれる場合については、使用借権以外の保有権原により分類している。したがって、土地の保有権原が借地権と使用借権からなる物件は、借地のみ物件として分類している。

借地権には、転借地権を含むが、借地権に該当しない賃借権・地上権は含まない。

図 16 は、J-REIT の保有建物において区分所有建物である物件の件数割合について、不動産の用途別に示したものである。グラフのとおり区分所有建物の割合はオフィスがずば抜けて高くなっている。オフィスは他用途に比べて大型かつ高額な物件が多く、投資法人としても建物の一部の床を保有する場合や1棟の建物を複数回に分けて取得する場合も多いことから、区分所有建物である方が対応しやすいことによるものと考えられる。区分所有建物の典型例ともみられる共同住宅で区分所有建物の割合が低いのは、オフィスと比べてワンルームマンションなど相対的に小規模・低額な物件が多く、大抵の場合1棟買いとなるため区分所有建物とする必要性が低いことによると考

えられる。ちなみに、区分所有建物である共同住宅についても、その多く(6割強)は区分所有権すべてを1投資法人が保有する形となっている。物流施設については、区分所有建物であるケースが存しない。区分所有法においては建物の種類として「倉庫」も例示されており(区分所有法第1条)、区分所有法上は物流施設も想定内であると考えられるものの、他の用途が住宅、事務所、店舗など主に居住、労働、消費活動等人の活動の場としての利用であるのに対し、物流施設の場合、物品の収納が主目的で、例えばどこが共用部分(同法第2条第4項)になるのかなど区分所有建物としてイメージしづらい面があることによると考えられる。

図 16. J-REIT の保有建物における用途別でみた区分所有建物の件数割合



注)2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産(土地のみ保有する物件を除く。)を対象としている。

区分所有建物とは、区分所有法に基づき区分所有権が設定された建物をいう。

1投資法人が区分所有権すべてを保有している場合を含む。

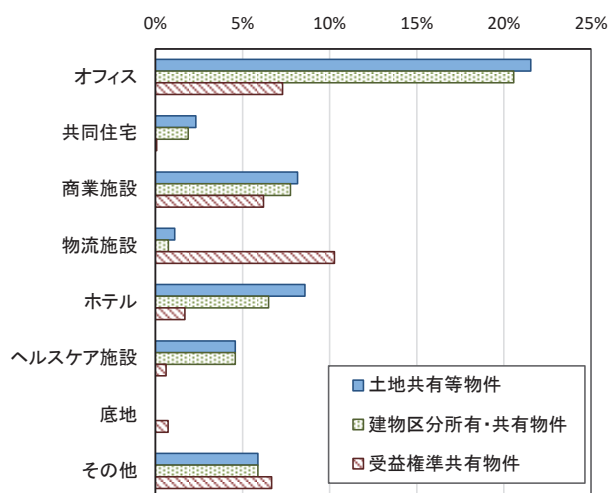
②共有・準共有物件の傾向

図 17 は、J-REIT の保有不動産において、土地、建物、不動産信託受益権のそれぞれについて、共有等の関係にある物件の件数割合を用途別に示したものである。まず、建物の保有権原が複数の区分所有権からなる場合は、その敷地については当該区分所有権者の共有となるのが通例である。したがって、土地共有等物件の割合と建物区分所有・共有物件の割合とは近い数字となる傾向がある。図 16 でオフィスの区分所有建物割合が高いことを示したが、図 17 でもそれを反映して他の用途に比べて土地共有等物件、建物区分所有・共有物件いずれの割合も高くなっている。共同住宅の土地共有等物件・建物区分所有・共有物件の割合は低くなっているが、これも共同住宅で

は区分所有建物の割合が低いことによるものである。

不動産信託受益権を準共有している物件割合は、物流施設で比較的高い。これは①で触れたように物流施設の場合区分所有建物として構成しづらいため、複数主体での保有の方途として受益権の準共有が用いられていることによるものと考えられる。(物件数自体が少ないので断定的なことはいえないが、)インフラ施設等その他用途で受益権準共有物件の割合が比較的高いのも、同じ理由によるものと思われる。オフィスで比較的高いのは、区分所有建物の割合が高いのと同じ理由であろう。逆に、共同住宅やヘルスケア施設で受益権準共有物件の割合が低いのは、他用途に比べて小規模・低価額の物件が多く、複数主体での保有の必要性が低いことによるものと考えられる。

図 17. J-REIT の保有不動産における用途別でみた土地・建物・不動産信託受益権の共有等物件の件数割合



注)2024 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

用途については、保有建物・工作物の用途に従って分類しており、底地は「底地」という用途としている。

土地共有等物件とは、土地の保有権原が複数の者による共有(所有権の場合)、準共有(借地権等の場合)又は分有である物件をいう。

建物区分所有・共有物件とは、建物の保有権原が区分所有権(建物すべての区分所有権を保有する場合を除く。)又は共有持分(区分所有権の共有持分を含む。)である物件をいう。

受益権準共有物件とは、不動産信託受益権の準共有持分を保有する物件をいう。

土地、建物、受益権のそれぞれについて共有関係等を判定しているため、重複する物件も存する。

底地については、建物区分所有・共有物件は物理的に存在しない。

(2)不動産の取得価額と不動産保有に係る権利スキーム

①借地物件と区分所有建物物件の傾向

図 18 は、J-REIT の保有不動産において土地保有権原として借地権を用いている物件の件数割合について、図 19 は、J-REIT の保有建物において区分所有建物である物件の件数割合について、不動産の取得価額の階層別に示したものである。

取得価額が大きくなるほど、敷地面積は増えて借地が混在する蓋然性が高くなり、床面積が増えて一部保有や分割取得をしやすい区分所有建物の割合が高くなるということであろう(なお、(4)①も参照。)

ただし、借地のみ物件については、取得価額の大きさと相関が不明確である。高額物件は地価の高いエリアに立地することも多く、借地料もかさむことから借地権のみによるメリットを見出しにくいのかかもしれない。また、取得価額 200 億円以上で借地含物件・借地のみ物件の割合が急低下している。その要因としては、高地価エリアで高額の借地料を支払い続けることを回避しようとしている、あるいは、エリア的にキャピタルロスのリスクが低く、長期保有を前提とする関係上所有権取得にこだわる傾向が強いといった事由が考えられる。

図 18. J-REIT の保有不動産における取得価額別でみた借地物件の件数割合

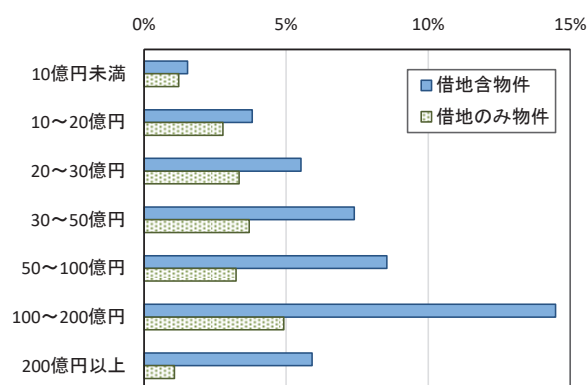


図 19. J-REIT の保有建物における取得価額別でみた区分所有建物の件数割合

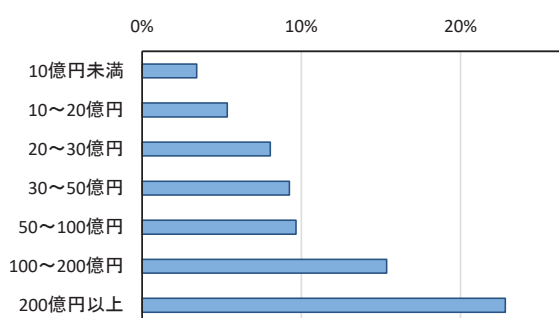
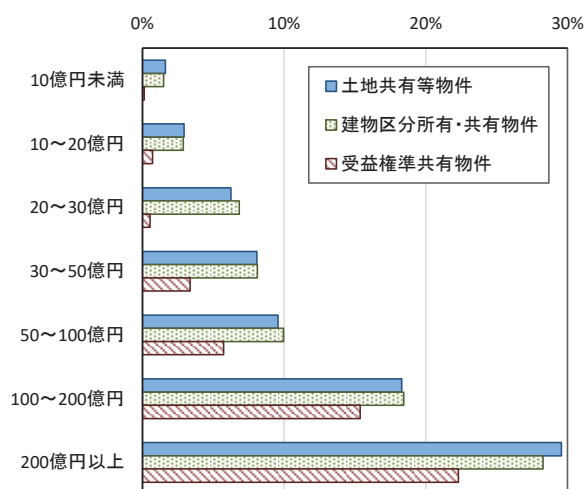


図 20. J-REIT の保有不動産における取得価額別でみた土地・建物・不動産信託受益権の共有等物件の件数割合



注) 図 18～20 ともに、価額は、複数回にわたって分割取得した物件については、その合計額とし、一部売却があった物件については、売却額を差し引いている。

その他は図 15～17 の注書と同じ。

②共有・準共有物件の傾向

図 20 は、J-REIT の保有不動産において、土地、建物、不動産信託受益権のそれぞれについて、共有等の関係にある物件の件数割合を取得価額の階層別に示したものである。

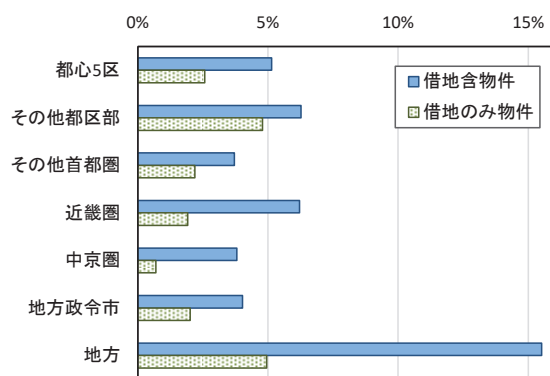
土地、建物、不動産信託受益権のいずれについても取得価額が大きくなるほど共有等の関係にある物件の割合が明らかに高くなる。したがって、J-REIT において不動産の一部を取得・保有する趣旨は、取得価額が過大になることを抑えることにあり、リスク分散の観点から保有不動産の件数を増やすため、あえて不動産の一部を保有しているようなケースは少ないのではないかと推察する。

(3)不動産の立地エリアと不動産保有に係る権利スキーム

①借地物件と区分所有建物物件の傾向

図 21 は、J-REIT の保有不動産において土地保有権原として借地権を用いている物件の件数割合について、図 22 は、J-REIT の保有建物において区分所有建物である物件の件数割合について、不動産の立地エリア別に示したものである。

図 21. J-REIT の保有不動産における立地エリア別でみた借地物件の件数割合



②共有・準共有物件の傾向

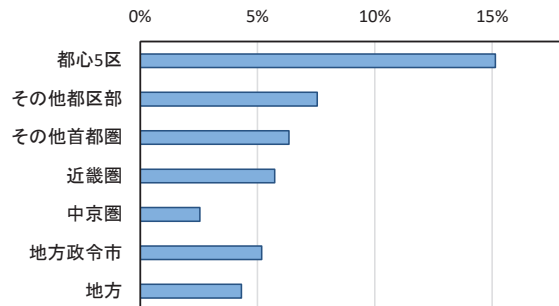
図 23 は、J-REIT の保有不動産において、土地、建物、不動産信託受益権のそれぞれについて、共有等の関係にある物件の件数割合を立地エリア別に示

したものである。借地を含む物件の割合については、地方がずば抜けて高くなっている。これは、地方においてはリゾートホテルや郊外型ショッピングモールなど広い敷地を有する物件の割合が高く、土地面積の広さゆえに借地を含まざるを得ないケースが多く、また、多少借地が含まれていてもリスク管理上問題が少ないことによるものと考えられる。

なお、借地のみ物件については、東京都区部と地方の割合がやや高めとなっている。東京都区部については土地価格が高いため取得価額を抑制しようという意図による一方、地方については郊外型商業施設等建物の想定存続期間が比較的短い施設が多いことから、借地権で済ませるケースが多いことによるのではないかと考えられる。

他方、区分所有建物については、都心5区の割合が突出している。これは、都心5区の場合、超高層オフィスビルに代表されるように、大型でかつ単価も高い物件が多く、一部の区分所有持分を取得するケースが多いことによるものと考えられる。不動産価格が低いエリアほど区分所有建物の割合が低い傾向にあるのも同様の事情によるものと考えられる。

図 22. J-REIT の保有建物における立地エリア別でみた区分所有建物の件数割合



注) エリアの定義については、図 23 の注書参照。

したものである。

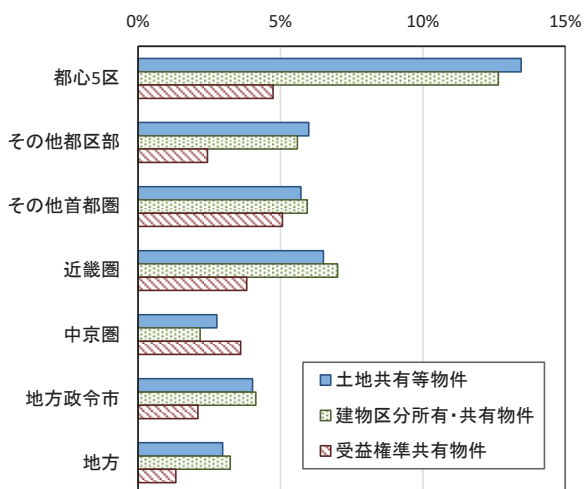
土地共有等物件の割合と建物区分所有・共有物件の割合については、都心5区が突出しており、不動産価格の低いエリアになるほどその割合が低くなる傾向

がみられる。共有等や区分所有については、区分所有権すべてを保有する場合を除き、権利関係が複雑になり、不動産運用に係る裁量が制約されることから、本来であれば避けたいところであろうが、不動産価格の高いエリアでは取得価額面で一部保有の形をとらざるを得ず、また、権利行使上多少の支障があっても

物件自体の優位性が勝るといことであろう。

不動産信託受益権の準共有についても、共有等ほど顕著ではないものの、不動産価格の低いエリアになるほどその割合が低くなる傾向がみられるのも、同様の理由によるものと考えられる。

図 23. J-REIT の保有不動産における立地エリア別でみた土地・建物・不動産信託受益権の共有等物件の件数割合



注) 図 21～23 について

エリアの定義は以下のとおり。

- ・都心5区: 東京都の千代田、港、中央、新宿、渋谷の各区
 - ・その他都区部: 都心5区以外の東京都区部
 - ・その他首都圏: 栃木、群馬、茨城、埼玉、千葉、東京、神奈川の各都県(東京都区部を除く。)
 - ・中京圏: 愛知、岐阜、三重の各県
 - ・近畿圏: 大阪、京都、兵庫、滋賀、奈良、和歌山の各府県
 - ・地方政令市: 首都圏、中京圏、近畿圏以外に存する政令指定市
 - ・地方: 国内の上記各エリア以外
- その他は、図 15～17 の注書と同じ。

(4) 不動産の規模と不動産保有に係る権利スキーム

不動産の属性として、最後に保有不動産の物理的規模を取り上げる。一般に不動産の規模に係る指標としては、保有部分の賃貸可能面積を用いることが多い。ただ、保有不動産自体の規模・価値を評価するのであれば、賃貸可能面積で問題ないが、単独所有・共有・区分所有・準共有といった不動産保有に係る権利関係に即した分析を行うためには、投資法人の保有部分のみに係る賃貸可能面積では実態を反映しないことになる(例えば、区分所有建物において投資法人が保有する専有部分の面積を上げては、それが区分所有による建物の一部の保有であるという特質を捉えられないことになる。)。建物全体の延床面積を用いることも想定されるが、土地のみ保有するケースが対象外となってしまう。そこで、以下では、対象不動産の敷地面積を用いることとした。

① 借地物件と区分所有建物物件の傾向

図 24 は、J-REIT の保有不動産において土地保有権原として借地権を用いている物件の件数割合について、図 25 は、J-REIT の保有建物において区分所有建物である物件の件数割合について、不動産の敷地面積の階層別に示したものである。

まず借地については、敷地面積が大きくなるほど借地を含む物件の割合が増える傾向にある。土地が広がるほど借地を含まざるを得ないケースが増えるということであり、ある意味当然の結果ともいえよう。借地のみの物件割合については、借地を含む物件の割合のような広いほど比率が高くなるといった傾向はみられないものの、敷地面積 50000 m²以上での割合が他の階層の2倍超となっている。敷地面積 50000 m²以上の借地のみの物件の7割は、郊外型のショッピングモールである。建物の耐用年数や想定営業期間が比較的短いことから、あえて借地を選んでいると考えられ、

そのことがこの借地比率の高さに表れている。

区分所有建物については、敷地面積 2000～20000 m²での割合が高くなっている。J-REIT の保有物件である区分所有建物としては、オフィスや共同住宅が多いのであるが(図 16 参照。なお、共同住宅に

については区分所有建物割合自体はそれほど高くないが、母数が多いため(2024 年末保有物件の4割超)、物件数自体は多くなる。)、J-REIT の投資対象となりやすい中・大型オフィス・マンションの敷地面積がこのあたりに該当することによるものと考えられる。

図 24. J-REIT の保有不動産における敷地面積別でみた借地物件の件数割合

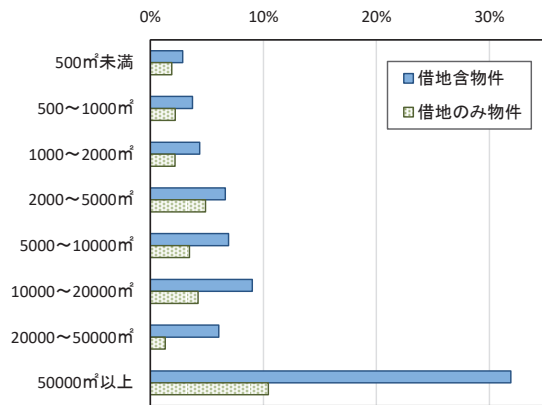


図 25. J-REIT の保有建物における敷地面積別でみた区分所有建物の件数割合

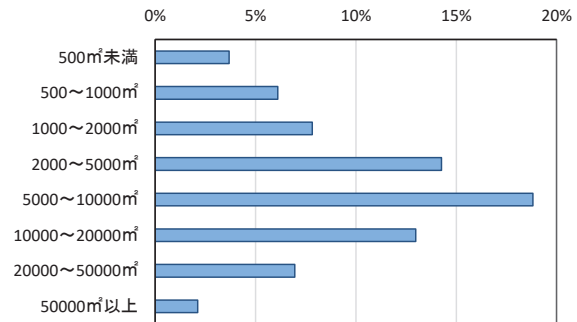
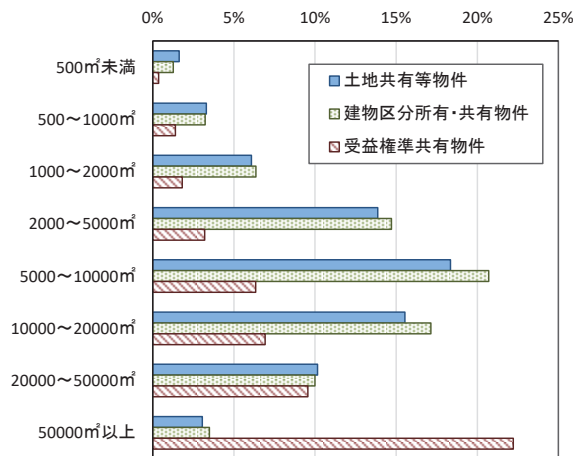


図 26. J-REIT の保有不動産における敷地面積別でみた土地・建物・不動産信託受益権の共有等物件の件数割合



注) 図 24～26 ともに、面積は、不動産が単独所有、共有、準共有、区分所有のいずれであっても、不動産全体の敷地面積としており、持分割合による割り戻し等は行っていない。その他は図 15～17 の注書と同じ。

②共有・準共有物件の傾向

図 26 は、J-REIT の保有不動産において、土地、建物、不動産信託受益権のそれぞれについて、共有等の関係にある物件の件数割合を敷地面積の階層別に示したものである。

土地共有等物件の割合と建物区分所有・共有物件の割合については、敷地面積 2000～20000 m²での

割合が高く、図 25 とよく似た分布を示している。やはり保有物件数割合の大きいオフィスや共同住宅の傾向によるところが大きいと考えられる。

不動産信託受益権の準共有については、敷地面積が大きくなるほどその割合が高くなっており、特に 50000 m²以上での比率が高くなっている。敷地面積が大きくなるほど高価額となる傾向にあり、単独保有

が難しくなることによるものと考えられる。ちなみに、敷地面積 50000 m²以上の不動産信託受益権準共有物件の用途としては、物流施設が最も多く(約 66%)、次いで商業施設(約 28%)となっている。

4. 不動産保有に係る権利スキームの時系列的傾向

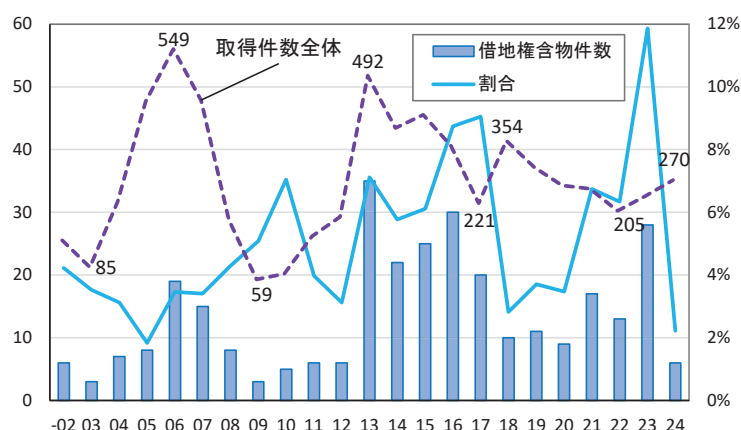
次に、3.と同じく不動産保有に係る権利関係として借地権・区分所有権の有無、土地・建物・不動産信託受益権の共有・準共有の存否を取り上げ、時系列的

にどのような傾向の変化がみられるかについて、J-REIT が取得した不動産を対象として検証を試みる。

(1) 借地物件と区分所有建物物件の時系列的変化

図 27 は、J-REIT の各年の取得不動産に占める借地権を含む物件の数とその割合について時系列で示したものである。そのままでは傾向を読み取りにくいことから、取得件数全体のグラフ(点線)を重ねてみた。

図 27. J-REIT における取得不動産に占める借地権を含む物件数とその割合の推移



注)2001 年以降各年に J-REIT が取得した借地権を含む物件の件数と取得不動産全体に占める割合を示している。

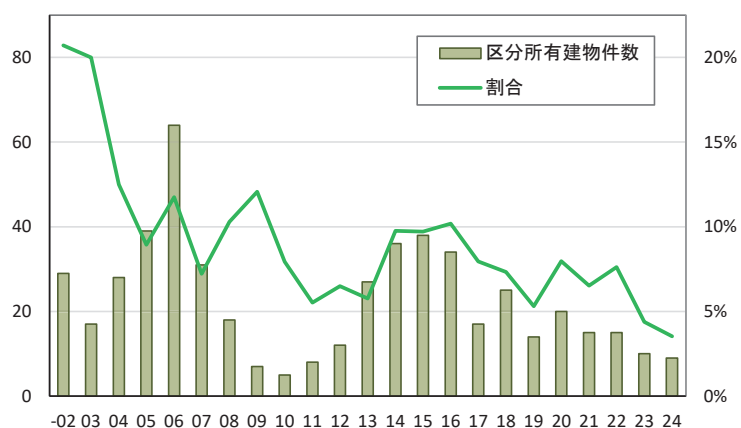
2002 年の数値は、2001 年と 2002 年の合計。

借地権含物件とは、土地の保有権原の全部又は一部が借地権である物件をいう。したがって、建物の付属施設である屋外駐車場の権原が賃借権である物件など所有権以外に借地権でない賃借権のみを含む物件は含まない。

上場前から保有していた物件については、上場時に取得したものとして処理している。

保有物件の追加取得は件数には含まない。

図 28. J-REIT における取得建物に占める区分所有建物の数とその割合の推移



注)2001 年以降各年に J-REIT が取得した区分所有建物物件の件数と取得建物物件全体に占める割合を示している。

2002 年の数値は、2001 年と 2002 年の合計。

区分所有建物物件とは、建物の保有権原が区分所有権である物件をいう。複数の建物からなる物件で、一部の建物のみ区分所有法上の専有部分又は共用部分となっている場合を含む。

上場前から保有していた建物物件については、上場時に取得したものとして処理している。

保有建物物件の追加取得は件数には含まない。

J-REIT による資産取得や新規上場が多かった 2005～2007 年と 2013～2016 年を比較すると、2013～2016 年の方が 2005～2007 年に比べて借地含物

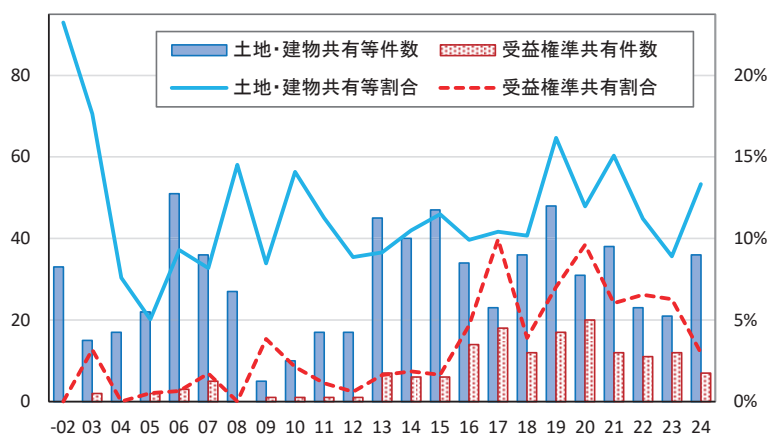
件の数・割合ともに増加している。不動産の価額・規模が大きくなったことや用途が多様化したこと(特に集合住宅の減少とホテルの増加(図 15 参照。))などの

影響があるものと考えられる。その後取得件数がやや減少気味になるとともに、借地権含物件数・割合ともにいったん減少する。取得件数抑制傾向の中で、あえて借地権を含む物件を取得することもないということだったのであろうか。ただし、2021年以降借地権含物件数・割合は増加し、2023年には借地権含物件割合はJ-REIT市場開設以降最も高くなっている。これは、このところの不動産価格上昇を受けて、より取得コストの低い不動産を指向した結果なのかもしれない。もっとも、翌2024年には借地権含物件数・割合は急減している。2024年は、不動産売却価額が前年比倍近くで過去最高額となった。したがって、不動産取得資金は豊富であったと考えられるが、確かに不動産取得件数・価額は2年連続で増加しているものの、不動産取得について目立った増加は示していない。他方、

2024年は自己投資口取得額も急激に伸びて過去最高となっている¹¹。要は、不動産取得は巡航ペースで進めつつ、自己投資口取得にも積極的に資金を振り向けた結果として、所有権のみの物件より優位性が低いことの多い借地権を含む物件の取得が減少したということなのかもしれない。

図28は、J-REITの各年に取得した不動産(建物を保有しない物件を除く。)に占める建物の保有権原が区分所有権である物件の数とその割合について時系列で示したものである。一見してわかるように、区分所有建物割合は減少傾向にある。これは、区分所有建物の割合が高いオフィスの取得件数・割合が減少する一方で、区分所有建物の割合が低い物流施設の取得件数・割合が増加傾向にあることの影響が大きいと考えられる(図16参照。)¹²。

図29. J-REITにおける取得不動産に占める土地・建物共有等件数、受益権準共有件数とその割合の推移



注) 2001年以降各年にJ-REITが取得した土地又は建物が共有・分有・区分所有(区分所有権すべてを単独で保有している場合を除く。)*準共有である物件の件数とその割合、不動産信託受益権が準共有である物件の件数と不動産信託受益権物件全体に対する割合を示している。

共有・準共有に当たるかどうかは、2024年末保有物件については2024年末時点で、売却済物件については保有する持分割合が最も高かった時点で判定している。

2002年の数値は、2001年と2002年の合計。

上場前から保有していた建物物件については、上場時に取得したものとして処理している。

保有物件の追加取得は件数には含まない。

¹¹ 2024年は、不動産投資法人による自己投資口取得の上限額・実績額、実施法人数ともに過去最高であった。詳細は、拙稿「不動産投資法人による自己投資口取得に係る制度と実態」(2025年11月4日 土地総研リサーチ・メモ) (https://www.lij.jp/news/research_memo/20251104_1.pdf)を参照。

¹² J-REITにおける用途別の取得・保有傾向の変化については、例えば拙稿「J-REITにおける不動産投資の動向～2024年の状況」(2025年3月4日 土地総研リサーチ・メモ) (https://www.lij.jp/news/research_memo/20250304_1.pdf) 図7を参照。

(2) 共有・準共有物件の時系列的変化

図 29 は、J-REIT において各年に取得した不動産に占める土地又は建物が共有等である物件の数とその割合、不動産信託受益権に占める受益権が準共有である物件の数とその割合について時系列で示したものである。

まず、共有等物件については、特段の傾向は見いだせない。共有等物件数は取得件数全体が多い年は多くなり、少ない年は少なくなる。結果、多少上下はあるものの、共有等物件の割合はほぼ安定して推移してきている。他方、受益権準共有物件は、2015 年頃までは一桁が続いていたが、その後 10~20 件程度で推移しており、全体としては件数、割合とも増加傾向にあるようにもみえる。傾向としては区分所有建物割合の推移(図 28)とは逆であり、不動産の分割手法が区分所有方式から受益権準共有方式へと移行しつつあるのかもしれない。そして、この背景には、J-REIT の主たる投資対象がオフィスから物流施設等へと広がってきたこともあると考える。

むすび

以上、「不動産の保有」にも様々なパターンがあり、そこには不動産の属性による傾向の違いや時系列的変化も観察できることを示してみた。投資用不動産の保有とは、「実物不動産としての土地・建物を単独で所有する」という基本形には収まらないものであることは、改めて確認できたものとする。

なお、今回の検証は、J-REIT 等不動産投資ビークルを念頭に置いたものではあるが、不動産信託受益権に関する分析を除くと、デベロッパー等投資用不動産の運用主体一般にも当てはまるものと考えられる。他方、投資用不動産を保有する事業会社等においては、J-REIT のような詳細な情報開示はなされておらず、したがって J-REIT による不動産保有に関する分析は、投資用不動産全般の実態把握にも資するものとする。

投資用不動産についても、実物を単独で所有するのが最もシンプルで手続的手間も少ない。とはいえものの、資金的制約によりそれが困難なケースもあり得るほか、将来も見据えたリスク管理の上では、それが

最適解でないことも多いと考えられる。どのような保有権利スキームをとるべきかについては、個々の不動産の属性や投資家のスタンスに応じて逐次検討が必要なのであり、本稿がその際の参考になれば幸いである。