

### (はじめに)

J-REIT 市場創設から今年で 18 年目となる。その間、上場不動産投資法人(J-REIT)が保有する不動産の資産規模は一時の停滞期を経つつも全体としては増加傾向にあり、平成 29 年 9 月末で約 17.8 兆円(開示評価額ベース)、物件数 3,587 に達している<sup>1</sup>。これは上場銘柄数の増加(平成 29 年 11 月末現在で 59 銘柄)に加え、各投資法人の積極的な物件取得によるものである。その一方、主としてポートフォリオの改善のため、時には有利子負債償還等のために物件の売却がなされてきている。

それでは、J-REIT はどのような者から不動産を取得し、どのような者に対して不動産を売却しているのか。本稿は、J-REIT による不動産の取得・売却における相手方の属性<sup>2</sup>について分類・集計し、その変化について把握しようとするものである。これにより、J-REIT 自体の取引状況やその変化はもとより、不動産証券化市場全体の活性化の度合いや変化を窺い知ることができる。

### (不動産投資法人の取引相手について)

不動産投資法人が不動産を取得するに当たっては、物件を保有する一般の事業法人から取得する場合や当該投資法人のスポンサー会社など大手不動産会社等から取得する場合も多いが、既に証券化された不動産を私募ファンドから取得する場合も少なくない。私募ファンドにとっても、運用不動産の最終的処分先として、不動産投資法人は最も有力な相手方である。

証券化された不動産を取得する場合において、取得先となる不動産の保有主体としては、スキームの違いから主として2つの主体を挙げることができる。

一つは、合同会社、有限会社(特例有限会社(後掲)を含む。)である。ここでの合同会社等は、匿名組合契約(商法第 535 条)を通じた出資により私募ファンドを組成する場合における匿名組合の営業者(同法第 536 条第 1 項)として登場する。実際の運用はアセットマネジメント会社等が行うため、ここでの合同会社等は特別目的会社(SPC)として設立されたビークル<sup>3</sup>である。このスキームは、合同会社(有限会社)と匿名組合契約とを組み合わせているため、GK(YK) - TK スキームと呼ばれている。

現行の会社法の施行日(平成 18 年 5 月 1 日)以前においては、ビークルとしてもっぱら有限会社法に基づく有限会社が用いられていたが、会社法施行に伴い有限会社法が廃止されて有限会社の新設が不可能になったため、これに代わり現行会社法において新たに設けられた合同会社が利用されるようになっていく。現行会社法施行の際に既に存していた有限会社については、株式会社として存続することになるが(会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第 2 条第 1 項)、商号の変更は強制されない(同法第 3 条第 1 項。この有限会社の

<sup>1</sup> 不動産投資法人に関する統計(一般社団法人投資信託協会)による。

<sup>2</sup> 属性の分類に当たっては、例えば株式会社、合同会社など名称のみから判断可能な範囲としている。

<sup>3</sup> 証券化の対象となるキャッシュフローを生み出す資産とその資産に投資する投資家とをつなぐ導管体の役割を担う事業体を意味し、器という意味でビークル(Vehicle)と称されている。

商号を用いる株式会社は特例有限会社と呼ばれる(同条第2項)。)。したがって、現在でも J-REIT の取引相手方として有限会社が登場することがある。

なお、匿名組合出資による私募ファンドの組成においては、数は少ないがピークルとして株式会社が用いられることもある。

いま一つは、特定目的会社である。特定目的会社は資産の流動化に関する法律(資産流動化法)に基づき設立される法人であり(同法第2条第3項)、この特定目的会社が同法に基づく資産対応証券の発行により私募ファンドを組成する際の主体となる。資産流動化法に基づく特定目的会社は、SPCと区分する意味で一般に TMK と呼ばれている。TMKは業務の外部委託が義務付けられており(同法第200条)、GK(YK) - TKスキームにおける合同会社等と同様にピークルとして位置づけられる。

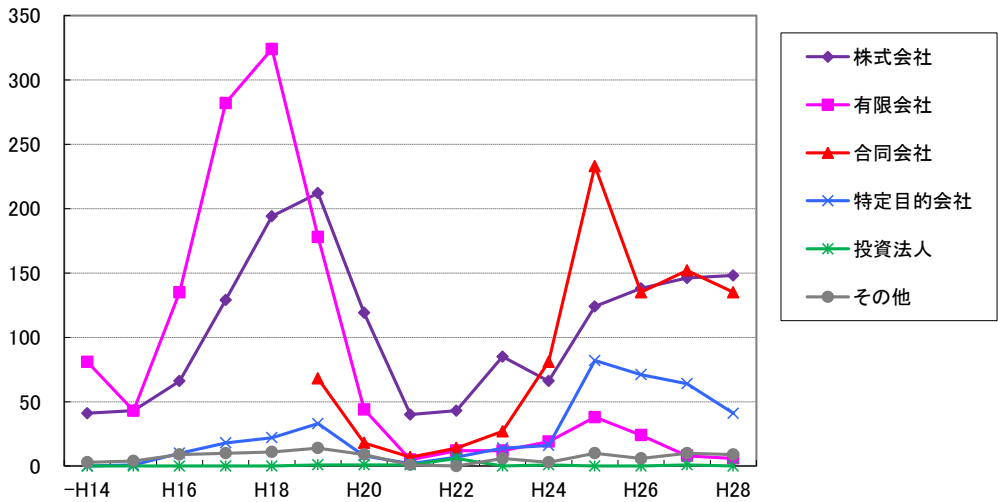
なお、証券化された不動産を取得する場合であって、上記2つの場合に該当しないものとして、事例は少ないが、取得先が不動産投資法人である場合も存する。

不動産投資法人が物件を売却する場合も同様であり、売却先としては、一般の事業法人やスポンサー会社など大手不動産会社等、合同会社や有限会社、特定目的会社、そして他の不動産投資法人といったところが挙げられる。

(J-REIT における物件取得先の変化: 取得件数ベース)

図1は、不動産投資法人の上場が開始された平成13年以降における物件取得の相手方の属性別にみた取得件数の暦年での推移である。

図1. J-REIT における取得先の属性別の物件取得件数の推移



注) 平成13年以降の暦年ベースでの物件取得件数を取得先の属性に応じて分類し、それぞれの件数の推移を示したもの。平成13年と14年は合算している。  
 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。  
 同一物件の追加取得については、追加取得年に件数として加算している。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。  
 上場前に取得済みの物件については、上場時に取得したものとみなして件数に加算している。  
 取得先が属性の異なる複数の主体である場合には、異なる取引とみなして件数に加算している。  
 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。  
 「その他」の中に実際に含まれている主体としては、合名会社、相互会社、信用金庫、宗教法人、外国法人、地方公共団体、

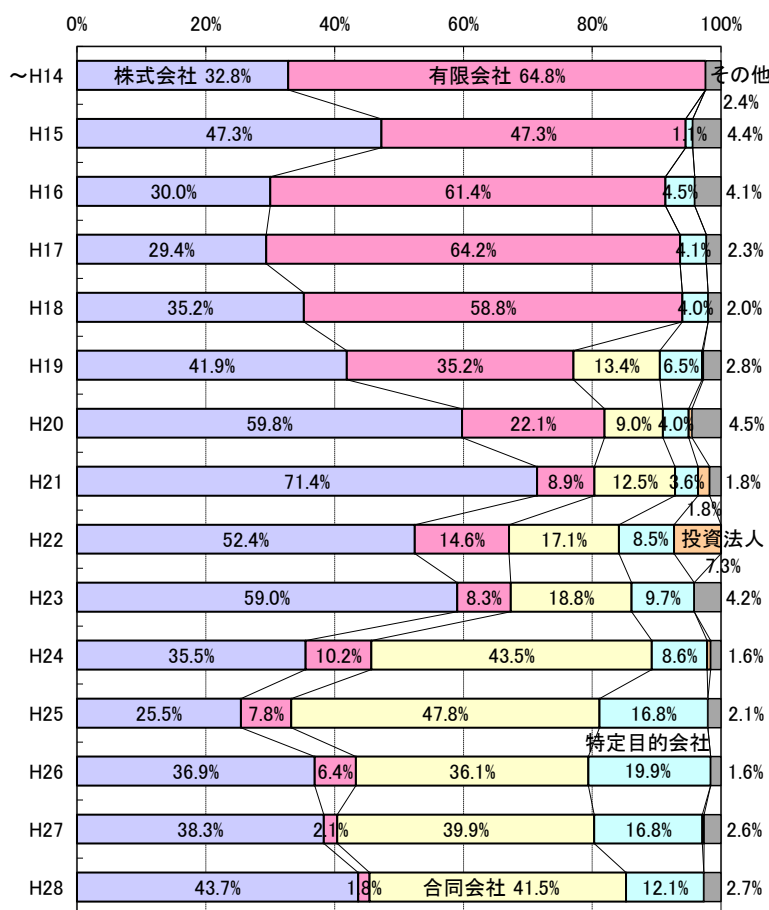
独立行政法人、土地区画整理組合等、競売、個人がある。

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集計(図2以下においても同じ。)

主な取引相手が有限会社から合同会社へ移行してきたこと、平成25年頃から特定目的会社との取引件数が増加してきたことなどがわかる。前者は既述のとおり会社法の施行によるものであり、後者は平成23年11月に施行された資産流動化法の改正による規制緩和によって特定目的会社の活用が増えた結果と考えられる。合同会社との取引件数はかつての有限会社並みには至っておらず、不動産証券化市場での主たるスキームがGK(YK)ーTKスキームからTMKへと移る傾向も垣間見える<sup>4</sup>。なお、この点は、平成24年度以降のスキーム別での証券化不動産の取得・譲渡実績にも表れている<sup>5</sup>。

また、平成20年後半に発生したリーマン・ショックの直後にあたる平成21年から23年にかけて取引件数が急減しているが、株式会社に比べ有限会社・合同会社の減り方が著しく、リーマン・ショックに伴う金融危機により不動産証券化市場も大きな打撃を受けたことが窺われる。

図2. J-REITにおける取得先の属性別の物件取得件数割合の推移



注) 平成13年以降の暦年ベースでの物件取得件数を取得先の属性に応じて分類し、それぞれの件数の割合の推移を示したものの。

その他の注書は、図1に同じ。

<sup>4</sup> この背景には、平成16年の証券取引法改正、平成18年の金融商品取引法制定により、匿名組合出資や信託受益権に対する規制が強化されたこともある。

<sup>5</sup> 「平成28年度不動産証券化の実態調査」(平成29年5月 国土交通省土地・建設産業局不動産市場整備課)参照。

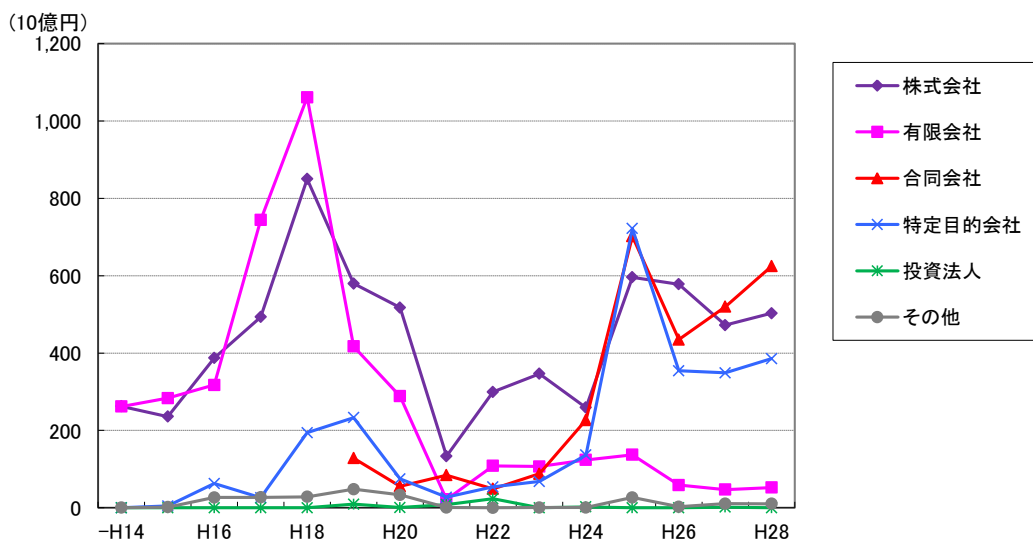
図 2 は、図 1 のデータを暦年ベースでの割合で示したものである。有限会社から合同会社への移行、特定目的会社の増加、リーマン・ショック前後における私募ファンド系の取引主体の減少といったことがわかる。平成 22 年には物件取得件数が細る中で投資法人間の取引数割合が増加している。件数は 6 件であるが、この年が投資法人間の取引数がずば抜けて多く、金融危機の中で有利子負債の償還のための物件売却が急がれる状況下で、私募ファンド等には適当な譲渡先が見つからず、投資法人間での取引に至ったものと推察される。

### (J-REIT における物件取得先の変化: 取得価額ベース)

図 3 は、平成 13 年以降における物件取得の相手方の属性別にみた取得価額の暦年での推移である。主な取引相手が有限会社から合同会社へ移行してきたこと、平成 21 年から 23 年にかけて取得価額が急減していることなど取得件数の場合と同様の傾向が見受けられる。

平成 25 年頃からの特定目的会社との取引価額の増加は件数の増加に比べてかなり大きくなっており、特定目的会社が相対的に高額の物件において利用されていることがわかる。この頃新規上場が相次いだ物流施設特化型投資法人において、大型物流施設の取得先としてもっぱら特定目的会社が利用されていたことなどが要因と考えられる(ちなみに、共同住宅については、合同会社からの取得が多い。)

図 3. J-REIT における取得先の属性別の取得価額の推移



注) 平成 13 年以降の暦年ベースでの物件取得価額を取得先の属性に応じて分類し、それぞれの取得価額合計の推移を示したものの。

平成 13 年と 14 年は合算している。

同一物件の追加取得については、追加取得年に当該取得価額を加算している。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当初の取得価額に直接反映させている場合がある。

上場前に取得済みの物件については、上場時に取得したものとみなして取得価額に加算している。

取得先が属性の異なる複数の主体である場合には、按分して取得価額に加算している。

取得後の評価額の変化は反映していない。

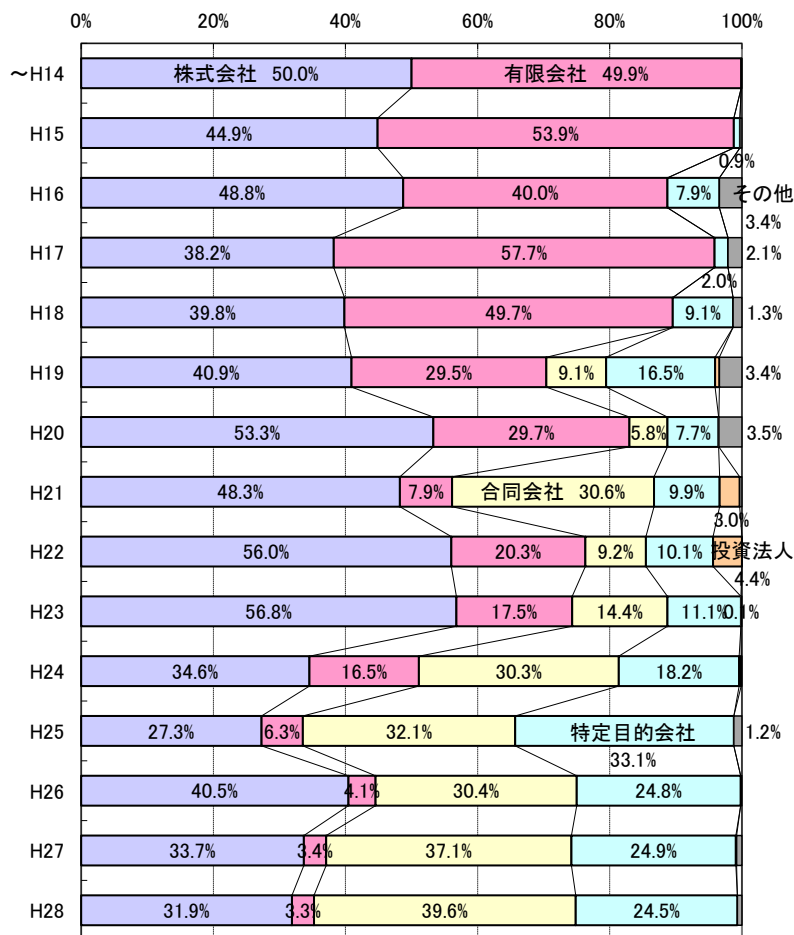
適時開示の対象となった建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡時に対価分を加算している。その他改築等については反映していない。

取得先について非開示の場合の取扱い、「その他」の内容については、図 1 に同じ。

図 4 は、図 3 のデータを暦年ベースでの割合で示したものである。ここ数年特定目的会社からの取得価額割合

が高くなっていること、逆に株式会社からの取得割合は低下傾向にあることなどがわかる。合同会社・有限会社からの取得割合は取得件数に比べると大きな増減はなく、取得価額ベースでは GK(YK) - TK スキームがコンスタントに使われてきていることが窺える。

図 4. J-REIT における取得先の属性別の物件取得価額割合の推移



注) 平成 13 年以降の暦年ベースでの物件取得価額合計を取得先の属性に応じて分類し、それぞれの価額合計の割合の推移を示したもの。

その他の注書は、図 3 に同じ。

### (J-REIT の物件売却先の変化)

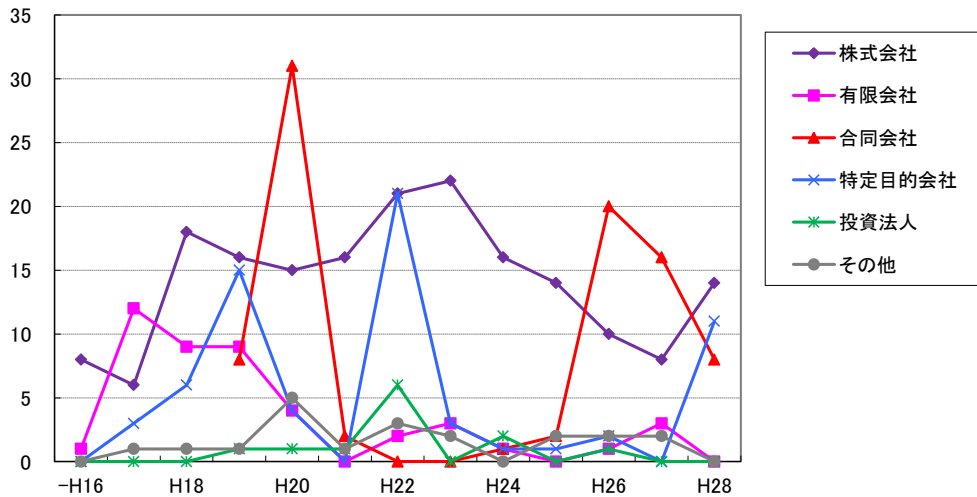
図 5 は、平成 13 年以降における物件売却の相手方の属性別にみた売却件数の暦年での推移である。取得件数に比べて件数が少ないこともあって、特定の投資法人による大量売却のあった年に件数が膨らむ<sup>6</sup>など年ごとの変動が大きく傾向を読み取ることが難しいが、取得件数とは異なる特徴として、株式会社向けの売却件数が高い割合を維持していること、平成 21 年から 23 年にかけても売却件数が減少していない(むしろ増えている)ことが挙げられる。前者については、投資法人が物件を売却する場合スポンサー企業又はその関連会社が引き取ることが少なくないことが要因の一つと考えられる。後者については、金融危機を背景にして有利子負債圧縮が急

<sup>6</sup> 例えば、平成 20 年の合同会社向け売却はケネディクス不動産投資法人による売却(24 件)、平成 22 年の特定目的会社向け売却は日本リテールファンド投資法人による売却(18 件)、平成 26 年の合同会社向け売却はいちご不動産投資法人による売却(15 件)によるものである。

がれる時期であったゆえに売却件数が増えるのはむしろ当然であると考えられる。

なお、図表は省略するが、売却価額ベースでみた場合についても傾向に大きな違いはみられない。

図 5. J-REIT における売却先の属性別の物件売却件数の推移



注) 平成 13 年以降の暦年ベースでの物件取得件数を取得先の属性に応じて分類し、それぞれの件数の推移を示したもの。

平成 13 年から 16 年までは合算している。なお、平成 13 年には売却実績はない。

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。

同一物件の一部売却については、一部売却年に件数として加算している。ただし、一部売却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。

売却先が属性の異なる複数の主体である場合には、異なる取引とみなして件数に加算している。

売却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、売却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。

「その他」の中に実際に含まれている主体としては、外国法人、国、地方公共団体、個人がある。

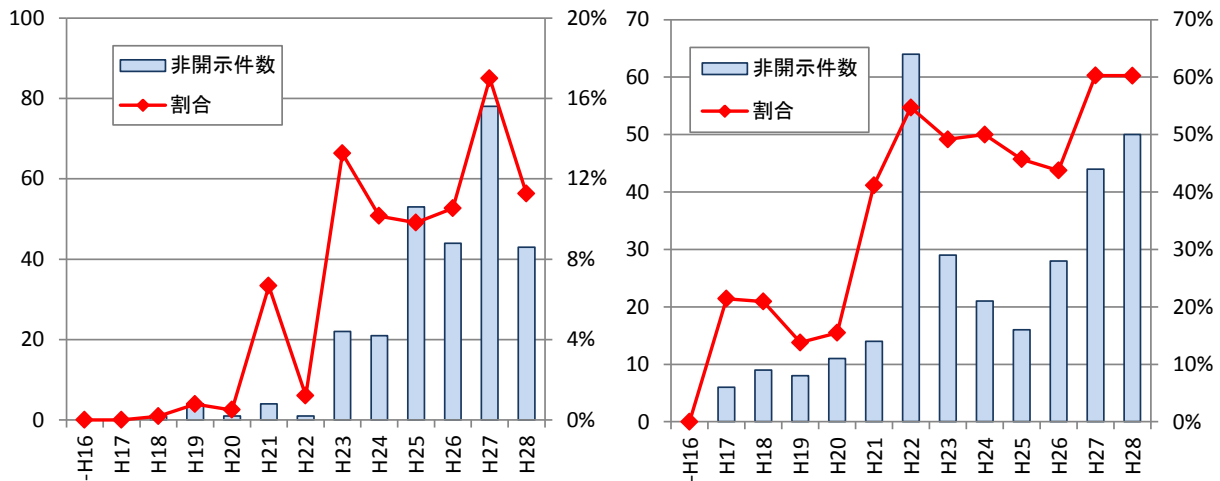
### (取得・売却先の非開示について)

J-REIT による適時開示においては、物件の取得・売却先に関する情報を当該取得・売却先の意向により非開示とすることがある。この取得・売却先に関する情報が非開示とされる件数の割合が大きくなると、取得・売却先の属性に関する分析に影響が生じるおそれがある。

図 6 は、取得先及び売却先に関する情報が非開示とされている件数及びその割合について、暦年ベースでの変化を示したものである。取得先、売却先ともに非開示の件数・割合が増加する傾向にある。特に売却先については、取得先と比べて平成 17 年頃から比較的高い割合で推移してきたが、平成 22 年頃から半数前後が非開示となっており、売却先の属性分析に当たって、バイアスが生じている可能性がある。

相手方の経営・投資戦略等への配慮も必要なのであろうが、非開示にしても事後的には不動産登記を通じて確認可能な情報でもあり、非開示とする割合を低下させることが望まれる。

図 6. J-REIT における取得・売却先を非開示とした件数とその割合の推移  
(取得物件) (売却物件)



注) 平成 13 年以降の暦年ベースでの物件取得、物件売却のそれぞれについて、取得・売却先について非開示であった件数と全取得・売却件数に占める割合の推移を示したもの。  
平成 13 年から 16 年までは合算している。  
非開示件数とは、物件の取得・売却の情報開示において取得・売却先について非開示とした件数をいう(取得・売却先について会社名等に関しては非開示であっても会社の種類に係る情報開示がある場合を含む。)。その他件数積算に当たっての取扱いは、図 1 及び図 5 に同じ。

(むすび)

以上、J-REIT における取得・売却先の属性について時系列で分析してみた。その時々を経済情勢や不動産証券化市場の変化に伴って、J-REIT による不動産の取得・売却における相手方の属性も変化していることがわかる。

なお、今回は直接の取引相手に絞って分析を試みたが、物件取得の際にブリッジファンド<sup>7</sup>が介在する場合など実質的な取引相手が直接の契約当事者としては登場しない場合もある。本来ならこのような実質的な取引相手まで分析対象に加えるべきであろうが、情報収集に限界があり今回の対象からは除外せざるを得なかった<sup>8</sup>。

また、取得・売却先の属性と不動産の種類等とのクロス分析については、今回は行わなかったものの別の機会に検討対象として取り上げることとしたい。

(齋藤 哲郎)

<sup>7</sup> 売主の売却希望時期と投資法人の取得希望時期とに乖離がある場合などにおいて、一時的に不動産を保有しておくための私募ファンド。

<sup>8</sup> 日本取引所グループが定める適時開示に係る開示様式例・提出書類においては、特別な利害関係にある者からの取得の場合に限り、前々所有者、前々々所有者まで記載することとされているが、特別な利害関係にある者からの取得でない場合には記載が義務づけられておらず(<http://www.jpx.co.jp/equities/products/reits/format/02.html>)、適時開示資料のみでは十分な情報を取得することができない。なお、不動産登記情報を利用すれば、ある程度の補完は可能である。