

(はじめに)

2001年に上場不動産投資法人(J-REIT)の市場が開設されて以来、当初大都市中心部のオフィスビルが主であったJ-REITの保有不動産¹は、その後用途、立地エリアなどの面において多様化が進んできている。本稿は、J-REIT保有不動産の様々な属性のうち、不動産の規模に着目して分析を試みるものである。

もともと、不動産の規模とはいっても様々な尺度がある。ここでは、J-REIT保有物件について、敷地の面積、建物の延床面積、賃貸可能面積の3つに着目して分析を進めることとする。不動産の価額等も規模を測る尺度になり得るが、本稿での主たる題材としては取り上げない。

このうち、賃貸可能面積とは、物件のうちテナントへの賃貸の対象となる部分の面積をいう。例えば、オフィスビルの場合、1階エントランスホールやエレベータホール等共用スペース、機械室などは除かれることになる。ただし、1テナントに建物を一棟貸した場合には、建物全体の床面積が賃貸可能面積となる。また、建物延床面積は、共用スペース等も含んだ床面積ということになるが、J-REITの場合建物の一部を区分所有している場合も多く、この場合の建物延床面積は他者の専有部分も含む建物全体の床面積ということになり²、賃貸可能面積はJ-REITが保有する専有部分の床面積ということになる³。敷地面積は、その名のとおり建物の敷地の面積であるが、J-REITの場合、底地のみ保有する物件も相当数あり、これらの物件については建物延床面積は0ということになる。なお、底地のみ保有している物件の場合、J-REITが当該底地を建物所有者に賃貸していることになるため、底地面積を賃貸可能面積としている⁴。

要は、賃貸可能面積は収益の源泉たり得る資産規模を、敷地面積と建物延床面積は投資対象の物理的規模を示していることになる。

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。

(保有不動産の規模の全体的傾向)

図1は、J-REIT上場開始以来、2019年上半期までのJ-REIT保有不動産の規模の推移である。2008年後半にリーマンショックが勃発し世界的な金融危機に見舞われた影響で、2008年から2012年にかけては物件取得が鈍り、保有不動産の規模も横ばいに推移したものの、それ以外の時期は、順調に保有不動産の規模を拡大させてきていることがわかる。

¹ ここでの不動産とは、実物不動産又は不動産信託受益権をいう。

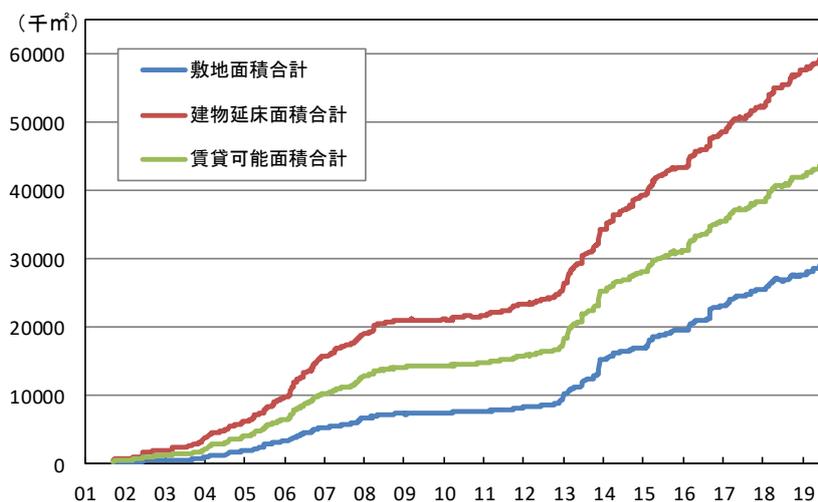
² 投資法人によっては、建物延床面積の算出に当たって区分所有部分の割合で乗ずるといった手法をとっている場合もあるが、その場合でも建物全体の面積に補正して分析を行っている。

³ なお、建物又は区分所有権を共有している場合、不動産信託受益権を準共有している場合については、賃貸可能面積を算出するに当たって、持分割合で乗じている。

⁴ 物流施設等の場合、屋外に大規模駐車場等を付設していることもあり、この場合は賃貸可能な床面積+操車場面積が賃貸可能面積となり、賃貸可能面積が建物延床面積を超えることもある。

なお、建物延床面積合計に占める賃貸可能面積合計の割合の推移をみると、J-REIT の保有物件数が 1000 件を超えた 2006 年以降、賃貸可能面積合計の割合が少しずつ高まってきている(図 2)。これは、賃貸対象となる床以外の部分(共用部分等)が必ず含まれる共同住宅、共用部分等が含まれることが多く、建物の一部のみを保有するケースも多いオフィスの割合が低下し、一棟貸しがほとんどである物流施設やホテルの割合が上昇していることによるものと考えられる。

図 1. J-REIT 保有不動産全体の規模の推移(2001 年～2019 年上期)



注) 分割取得・譲渡物件については、敷地面積と建物延床面積は最初の取得時点に算入し、最後の譲渡時点に除外している。賃貸可能面積は、それぞれの取得時点・譲渡時点で取得分・譲渡分を算入・除外している。
 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。
 以上は、以下の図においても同じ。

図 2. 建物延床面積合計に占める賃貸可能面積合計の割合の推移(2006 年～2019 年上期)

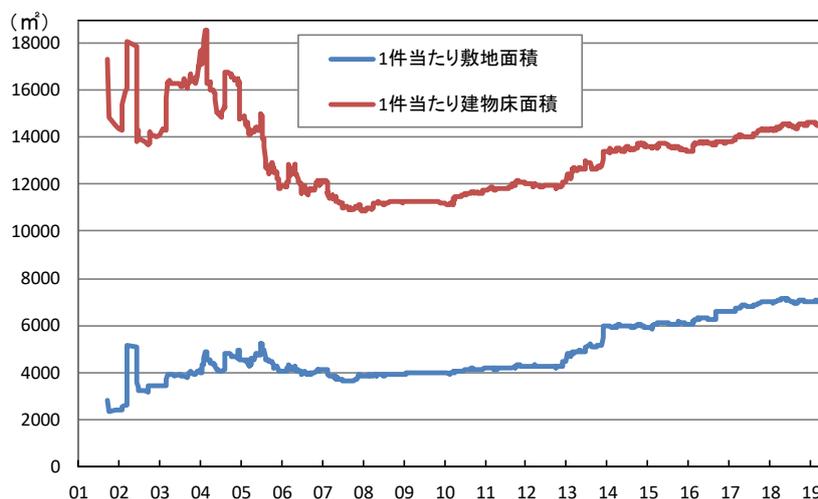


注) 賃貸可能面積合計を建物延床面積合計で割って算出。
 賃貸可能面積合計には、底地物件の土地面積等も含まれるため、建物物件における賃貸部分の割合とは正確には合致しない。

次に、保有不動産 1 件当たりの敷地面積と建物延床面積の推移についてみていく。図 3 は、J-REIT 保有不動産の 1 件当たりの規模の推移である。2003 年頃までは保有物件数が少なかったため変動が大きくなっているが、それ以降は当初は都心の大型オフィスビルの取得が多かったことから、敷地面積もそうだが、特に建物延床面積は高めの数値となっている。その後、共同住宅や中規模オフィスビルの取得が増加したことにより、敷地面積、

建物延床面積ともに低下傾向となる。世界金融危機による物件取得停滞期を経て、2013 年頃から敷地面積、建物延床面積ともに増加傾向に転じるが、2008 年以前とは異なり、建物延床面積の増加よりも敷地面積の増加の方が目立っている。建物延床面積ではまだ 2004 年頃の水準に達していないが、敷地面積では 2004 年頃の 1.5 倍超となっている。これも 2013 年頃から大型物流施設の割合が高まっていることによるものと考えられる。

図 3. J-REIT 保有不動産の 1 件当たりの規模の推移 (2001 年～2019 年上期)



注) 敷地面積合計と建物延床面積合計を保有物件数で割って算出。

1 件当たり建物延床面積は、その算出において底地物件も含んでいるため、建物のみの 1 件当たり床面積とは正確には合致しない。

賃貸可能面積については、分割取得・譲渡物件において同じ物件でも時期によって変化することから、分析対象から除いている。

(保有不動産の規模の用途別の傾向)

次に、J-REIT 保有物件の規模について主な用途別に取り上げてみていく。図 4・6・8 は、J-REIT 保有不動産の規模(敷地面積、建物延床面積、賃貸可能面積)について主な用途(オフィス、共同住宅、商業施設、物流施設、ホテル)別にみた推移である。

まず、敷地面積合計では商業施設が最も大きく、物流施設がほぼ商業施設に匹敵しており、その他の用途については商業施設・物流施設とかなりの差がある(図 4)。商業施設の敷地面積合計が大きい理由としては、物流施設と同じくその施設特性(低層で敷地面積の広い物件が多い)のゆえもあるが、底地物件の大部分を商業施設が占めていることによるところも大きい(図 5)。底地物件に商業施設が多い理由としては、商業施設の建物設計はテナントの戦略等によるところが大きく汎用性に欠ける場合が多いこと、建物の場合 1 棟貸しが多い上に賃貸期間も経営状況等により短くなることも多くテナント退去リスクが大きいことなどから、建物保有リスクが他の用途に比べて高いことが挙げられる。なお、2013 年の下期に商業施設の敷地面積合計が急増しているが、これは同年 11 月のイオンリート投資法人の上場に伴う資産取得によるものである(国内物件 16 件・敷地面積合計 205 万 m² 超であった。)

また、共同住宅の敷地面積はホテルも下回っているが、これはホテルの中にはリゾートホテルや高級旅館など建物延床面積に比して敷地面積が非常に広い物件が含まれていることによる。2016 年後半にホテルの敷地面積合計が急に増加しているのは、大江戸温泉リート投資法人の上場に伴い、ホテルを含む大型リゾート施設(敷地面積約 66 万 5400 m²)をはじめとしたホテル・リゾート施設 9 件の取得があったことによるものである。

図 4. J-REIT 保有不動産の用途別規模の推移:敷地面積合計

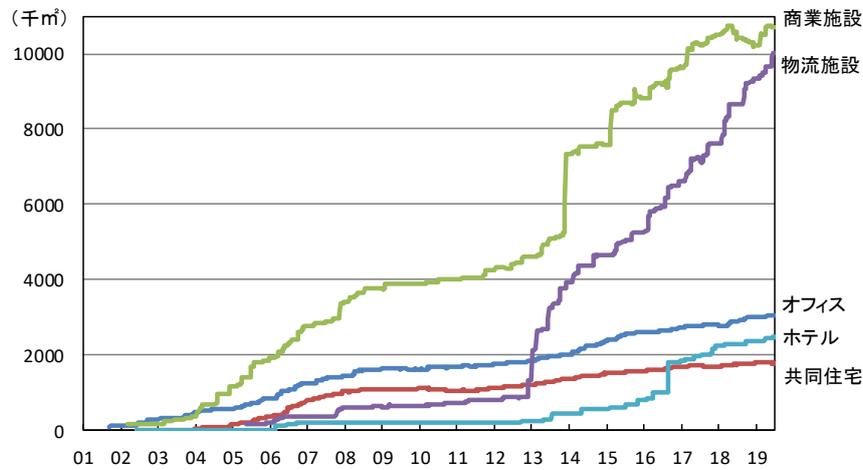
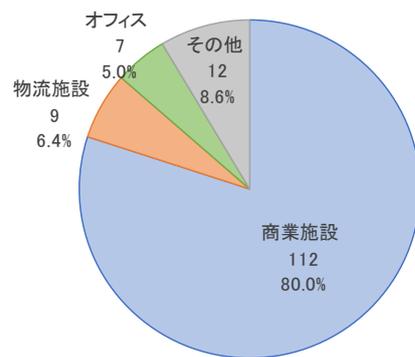
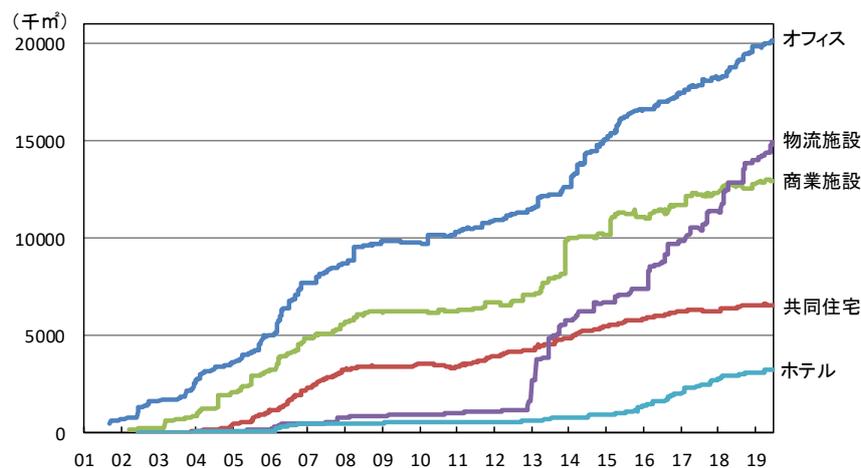


図 5. J-REIT における底地物件の用途別件数と割合



注) 2019 年上期までの底地物件の用途別の件数と割合を示している。
 既に譲渡済みの物件も含む。
 建物が存する物件のみであり、平面駐車場等は含まない。
 底地のみ取得した後に建物を追加取得した場合は含まない。

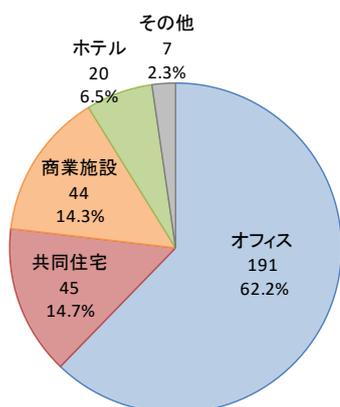
図 6. J-REIT 保有不動産の用途別規模の推移:建物延床面積合計



建物延床面積合計では、J-REIT 上場以来オフィスが最も大きい状況が続いている(図 6)。これは、都心の大

型オフィスビルの場合、その価額の高さもあって建物の一部を取得するケースがよくあることによるものである⁵。図7は、J-REITが建物の一部を保有している(していた)物件について用途別の件数・割合を示したものであるが、オフィスが全体の3分の2近くを占めている。例えば、六本木ヒルズ森タワー(延床面積442,150㎡)の場合、森ヒルズ投資法人が2010年以来6回に分けて取得してきており、現在の保有割合は、建物の区分所有権の約13.6%、敷地の共有持分の約17.7%となっている。

図7. J-REITにおける建物一部保有物件の用途別件数と割合

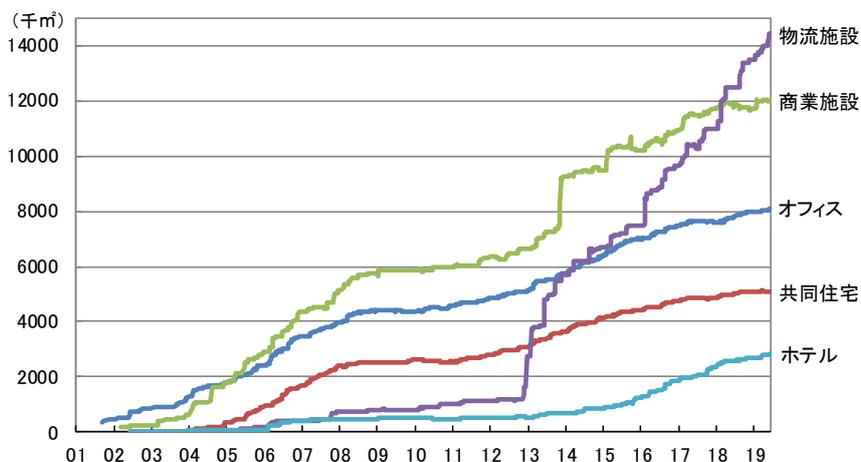


注)2019年上期までにJ-REITが建物の一部を保有し、又は現に保有している物件の用途別の件数と割合を示している。

既に譲渡済みの物件も含む。

建物の一部を保有するとは、建物の区分所有権又は建物の共有持分を有すること(不動産信託受益権の準共有を含む。)をいう。ただし、建物の区分所有権を100%保有する場合(追加取得により100%保有となった場合も含む。)は含まない。

図8. J-REIT保有不動産の用途別規模の推移:賃貸可能面積合計



賃貸可能面積合計では、長年商業施設が最も大きい状況が続いてきたが、2017年に物流施設の賃貸可能面積合計が商業施設のそれを超え、その後も差が開く傾向にある(図8)。物流施設の伸びが著しいのは、2012年末から2013年初頭にかけて、巨大な資金力を有するGLP投資法人と日本プロロジスリート投資法人が相次いで上場し、その後も2018年までに5つの物流施設特化型の投資法人が上場して盛んに物件取得を進めたことによるものである。また、総合型の投資法人もポートフォリオ形成に当たって物流施設を重視するようになってきていることもある。これに対して、前述したイオンリート投資法人上場以降、商業施設特化型の投資法人の上場は1つ(2015年のケネディクス商業リート投資法人の上場)にとどまっている。急速なECの発展は、商業店舗にとっては逆風である一方、物流施設にとっては追い風であり、このあたりの市場の変化もJ-REITに強く影響を及ぼし

⁵ 投資用不動産を共同保有する場合の権利関係のパターンについては、拙稿「リサーチ・メモ 建物の共同保有のパターンと投資用不動産にみるその実態」(2017年10月31日 土地総合研究所HP)を参照。

ているのであろう。

また、インバウンド観光需要の高まりなどを背景に、ホテルも急速な伸びを示している。2013 年以降ホテル・観光施設特化型の投資法人も 3 法人上場している。

(保有不動産の規模の立地エリア別の傾向)

次に、J-REIT 保有物件の規模について立地エリア別に取り上げてみていく。図 9-1～3 は、J-REIT 保有不動産の規模(敷地面積、建物延床面積、賃貸可能面積)について立地エリア(都心5区、その他都区部、その他首都圏、近畿圏、中京圏、地方政令市、その他地方)別にみた推移である。

用途に関する分析で取り上げた事項と重複する点も多いので、ごく簡単に触れることとする。敷地面積、建物延床面積、賃貸可能面積のいずれにおいても、その他首都圏のボリュームが最も大きくなっている。もともと郊外型商業施設等物件規模の大きい施設が多かった上に、ここ数年は物流施設の急速な増加により規模面では他のエリアを大きく引き離すに至っている。

敷地面積合計では、地方部の伸びが目立っている。地価が低いことから、広い面積を占有し、必ずしも近隣人口の多さが立地要件とはならない物流施設やリゾート施設等の立地が進んでいることによるものと考えられる。

図 9-1. J-REIT 保有不動産の立地エリア別規模の推移:敷地面積合計

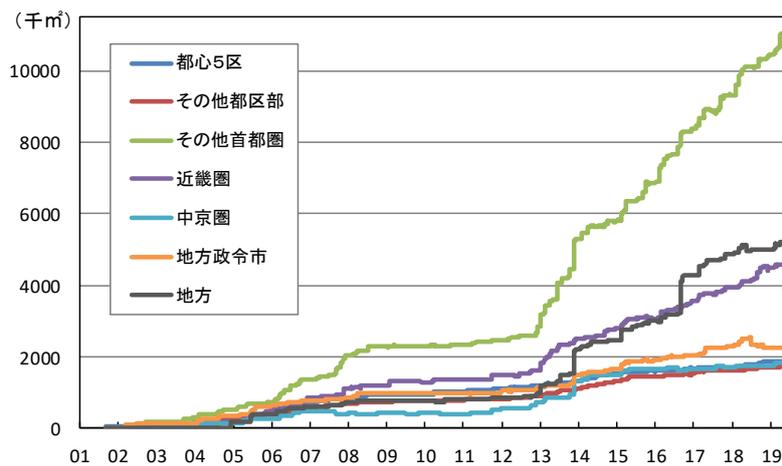


図 9-2. J-REIT 保有不動産の立地エリア別規模の推移:建物延床面積合計

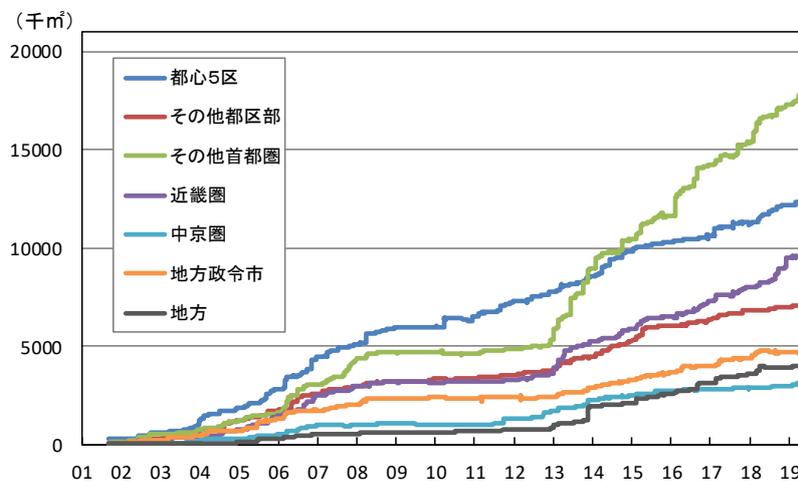
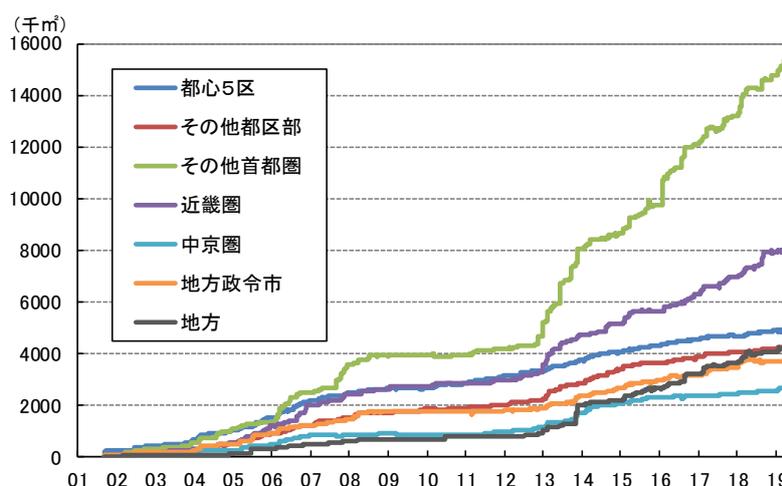


図 9-3. J-REIT 保有不動産の立地エリア別規模の推移: 賃貸可能面積合計



注) 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

建物延床面積合計では、超高層の大型オフィスビルや大型賃貸マンションが最も集中している都心5区が、その他首都圏に次ぐボリュームとなっている。これらの建物については、J-REIT が部分的に保有するにとどまるものも多いことは前章で触れたとおりである。

賃貸可能面積合計については、近畿圏の伸びが目立っている。近畿圏は、大型オフィスビルから物流施設に至るまで幅広い用途に対応しており、人口・経済規模もかなり大きいことから、このような結果になったものと考えられる。J-REIT の投資対象が主にオフィスや共同住宅であった時期までは、近畿圏は都心5区とほぼ同様の伸びを示していたが、投資対象が物流施設等にシフトするにつれて都心5区との差が付きはじめたということであろう。地方政令市と地方との関係についてもほぼ同様のことがいえるであろう。

(むすび)

以上、J-REIT 保有不動産の規模の傾向・推移について分析を試みた。一昔前まで J-REIT の保有不動産は都心部のオフィスビルと共同住宅が主というイメージであったが、現在は用途的にもエリア的にも多様化が進んでいることがわかる。

ただ、価額の面では、いまだオフィスや都心5区のボリュームが大きいことは付言しておく。2019年上半期末時点で、J-REIT 保有物件におけるオフィスの価額割合は41.4%、都心5区の価額割合は33.1%を占めている(いずれも取得価額ベース)。要は金銭的規模でみるか、外形的規模でみるかによって、その見え方は大きく異なるのである。

(齋藤 哲郎)