

J-REIT における売却不動産に関する考察（その 1）

2020 年 10 月 30 日

（はじめに）

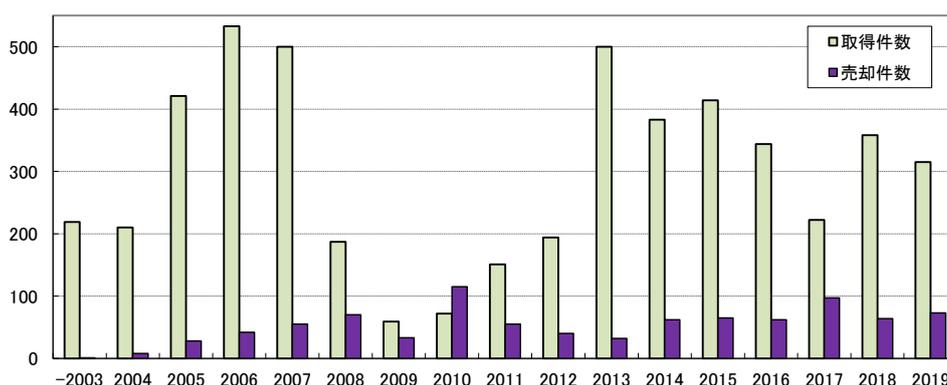
上場不動産投資法人（J-REIT）は取得した不動産を賃貸に供することによりインカムゲインを確保し、そこから各種経費等を支弁するとともに投資家に対して分配金を支払う¹。したがって、取得した不動産は保有し続けるのが原則ではあるが、場合によっては取得した不動産を売却することもある。売却目的としては、物件の入替えによりポートフォリオを改善する、借入金返済や投資法人債償還に充てる、十分な額の分配金を確保する、核テナントの退去等に伴う減収リスクを回避する等々さまざまなものが想定される。

本稿は、このような売却不動産について分析を加え、J-REIT については投資用不動産市場全般に関して見えてくるものはないか検討を試みるものである。なお、以下で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。

（J-REIT における不動産取得・売却の推移）

まず、J-REIT における不動産の取得・売却の推移について簡単に触れる。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。2014 年以降は、取得件数、売却件数ともに大きな変動はなく、横ばいに近い状況が続いている。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。

図 1. J-REIT における取得・売却物件数の推移（暦年ベース）



注) 対象物件は、実物不動産、不動産信託受益権、海外不動産保有法人株式である。なお、匿名組合出資及び優先出資証券については、2019 年末現在で未償還のもののみ取得件数に含めている。

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。

¹ なお、不動産投資法人の場合、配当可能利益の 9 割超を配当しなければ法人税が非課税とはならないことから、インカムゲインの相当割合を新たな不動産取得の原資に充てることは困難である。

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。

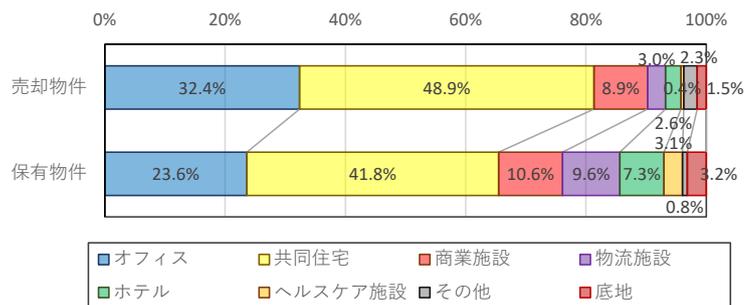
(売却物件と保有物件の比較)

それでは、J-REITにおいて売却される物件と保有され続ける物件との間にどのような違いがあるのか。現時点での保有物件のうち将来的にも保有され続ける物件を特定することは困難であるから、ここでは 2019 年末時点での売却済み物件 932 件(売却予定物件を含む。)と現時点での保有物件 4162 件(取得予定物件を含む。)との比較を試みる。

① 用途別の比較

図 2 は、売却済みの物件と保有物件それぞれの用途別の件数割合を示したものである。売却物件に比べて保有物件はオフィス、共同住宅の割合が低く、物流施設、ホテルの割合が高くなっている。これは、主として物流施設特化型投資法人やホテル特化型投資法人の増加にみられるように物流施設、ホテルの件数が増加したことによるオフィスや共同住宅のウェイトの相対的低下によるものであるが、総合型投資法人等におけるオフィス・共同住宅から物流施設・ホテルへのシフトの動きも影響しているものと考えられる。

図 2. 売却物件と保有物件の用途別の割合



注) 対象物件は、実物不動産、不動産信託受益権、海外不動産保有法人株式であり、匿名組合出資及び優先出資証券は含まない。

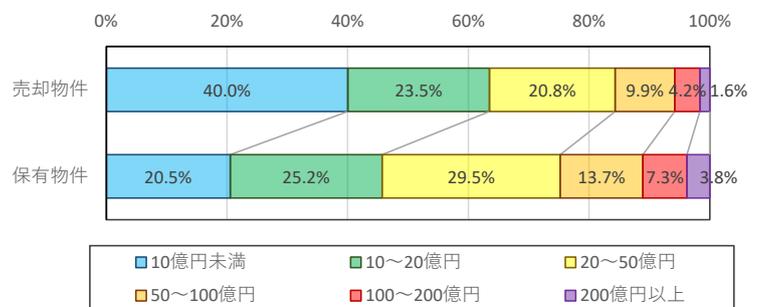
売却物件とは、2019 年末現在で売却済みの物件及び売却予定の物件をいい、保有物件とは、2019 年末現在での保有物件(売却予定物件を除く。)及び取得予定の物件をいう。

以上、以下のグラフでも同じ。

② 価額・規模別の比較

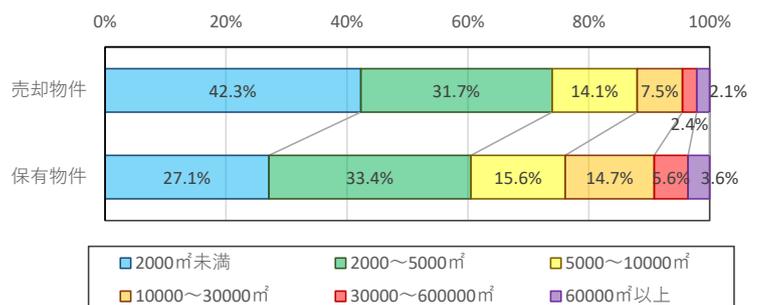
図 3・図 4 は、売却物件と保有物件のそれぞれについて、取得価額と賃貸可能面積の階層別に件数の内訳を示したものである。取得価額でも賃貸可能面積でも売却物件の方がより少額・小規模な物件の割合が高いことがわかる。これは、少額・小規模な物件の方がポートフォリオ上のウェイトが小さく売却しやすいという事情のほか、より価額・規模の大きい物件へシフトすることによって投資の効率化を図る動きの現れであるとも考えられる。

図 3. 売却物件と保有物件の取得価額別の割合



注) 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ている(図 8 においても同じ。)

図 4. 売却物件と保有物件の賃貸可能面積別の割合

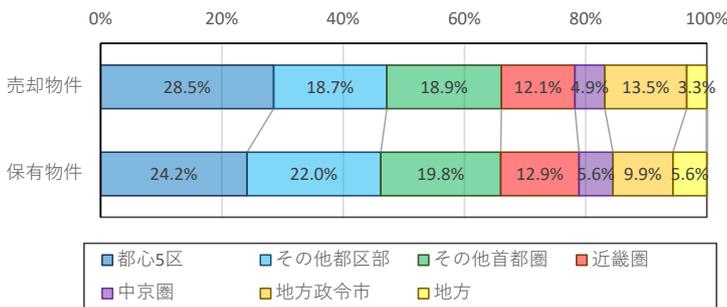


注) 分割取得した物件についてはそれぞれの賃貸可能面積の合計を賃貸可能面積としている(図 9 においても同じ。)

③ 立地エリア別の比較

図 5 は、売却物件と保有物件のそれぞれの立地エリア別の件数割合を示したものである。立地エリアについては、売却物件と保有物件との間に大きな相違はみられない。あえていえば、売却物件の方が都心 5 区・地方政令指定市の割合が高く、その他都区部・地方の割合が低くなっている。都心 5 区・その他都区部については、物件価額の高騰や取得競争の激化により都心 5 区内の優良物件が枯渇し、その他都区部のウエイトが高まったことの影響によるものと考えられる。地方については、政令指定市以外の地方に立地するリゾートホテルや物流施設の増加によるものと考えられる。

図 5. 売却物件と保有物件の立地エリア別の割合



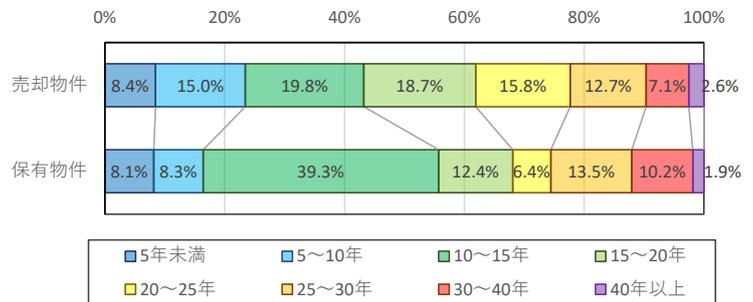
注) エリアの定義は以下のとおり(海外物件は含まない。)(図 12 においても同じ。)

- ・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

④ 築年数別の比較

図 6 は、売却物件については売却時点、保有物件については 2019 年末時点での築年数について、階層別に件数割合を示したものである。築年数 10 年未満の割合は売却物件の方が高く、築年数 25 年以上の割合は保有物件の方が高いことからわかるように、築年を経た物件から順次売却するといった単純な傾向はみられない。売却物件については築年数の階層別の差があまりみられないことからいえば、築年数にかかわらずポートフォリオ改善等の目的に適う売却を進めてきていることがうかがわれる。

図 6. 売却物件と保有物件の築年数別の割合



注) 売却物件については売却時点の築年数、保有物件については 2019 年末時点での築年数である。

(売却物件の保有期間)

① 全体及び用途別の比較

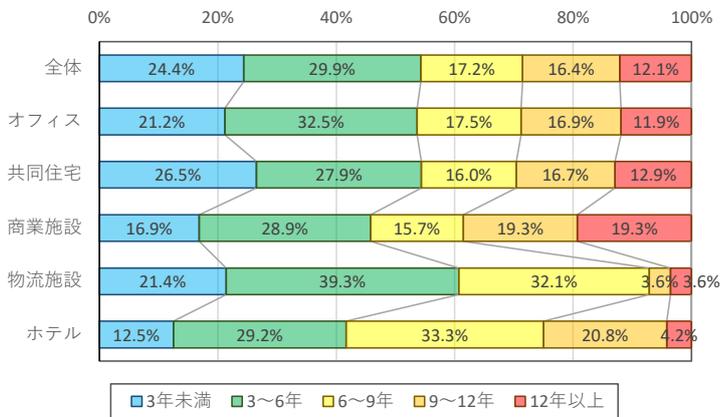
次に、売却物件について、どの程度の期間の保有を経て売却に至ったのかに関してみていく。

図 7 は、売却物件について用途別に保有期間の階層別の件数割合を示したものである。売却物件の過半は、取得後 6 年以内に売却されている。3 年未満と私募ファンド並みの保有期間の物件も約 4 分の 1 を占める。

用途別の保有期間の長さの分布にはあまり差はみられないが、商業施設の保有期間が他の用途に比べて長めとなっている。なお、物流施設とホテルについては、他用途に比べて J-REIT による本格的取得が開始されてからの期間が短く(したがって、保有期間の長い売却物件は想定しにくい。)、売却件数自体も少ないため、あくま

で参考値的なものと位置づけられる。

図 7. 売却物件(用途別)の保有期間別の割合



注) 保有期間とは、各物件を取得してから売却するまでの期間をいう。

上場前に取得した物件については上場時に取得したものとみなしている。

分割取得物件については、最初の取得時点を取得時点とし、分割譲渡物件については、最後の譲渡時点を譲渡時点とみなしている。

以上、本章において同じ。

② 価額・規模別の比較

図 8・図 9 は、それぞれ取得価額、賃貸可能面積の階層別に保有期間の階層別の件数割合を示したものである。取得価額が高いほど、賃貸可能面積が広いほど保有期間が長くなる傾向がほぼ明らかである。やはり高額・大規模物件ほどポートフォリオ上のウェイトが大きくなり、長期にわたって保有し続けることになるということであろう。

図 8. 売却物件(取得価額別)の保有期間別の割合

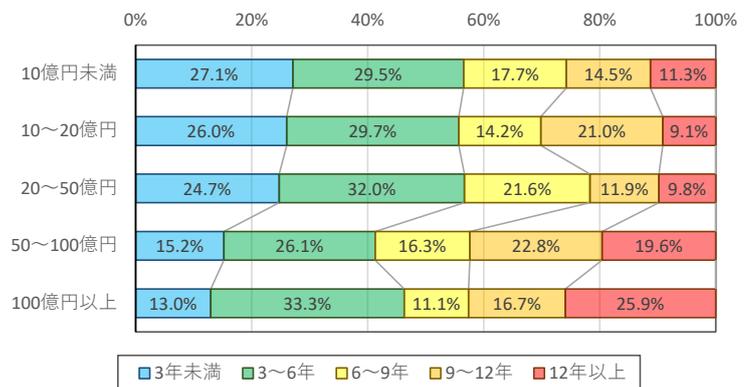
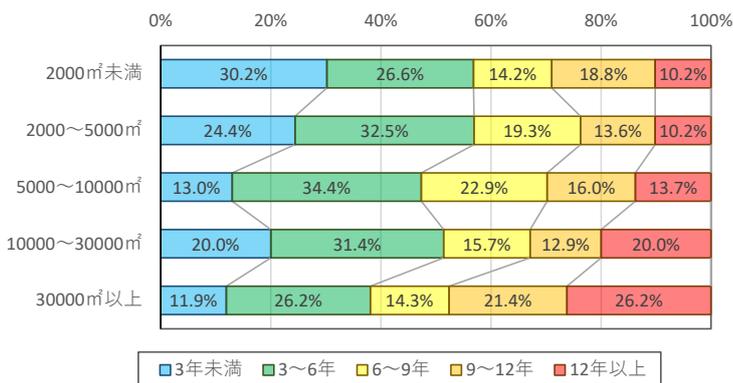


図 9. 売却物件(賃貸可能面積別)の保有期間別の割合



(取得先・売却先の属性)

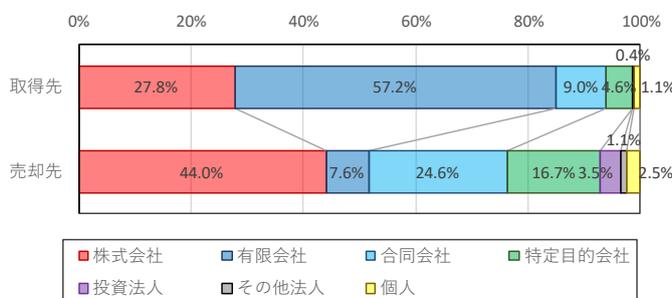
図 10 は、売却物件の取得先・売却先の属性別の割合を示したものである。これらのうち有限会社、合同会社、特定目的会社は不動産私募ファンドのビークルとなる法人である。2006 年 5 月施行の改正会社法により、新たに合同会社が設けられるとともに、有限会社制度は廃止された。既存の有限会社は、通常の株式会社等への移

行手続を経ない限り特例有限会社として存続していくこととなった(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3条)。取得先としては有限会社の割合が高い一方で、売却先としては合同会社の割合が高くなっているのは、この制度改正の影響によるものである。

また、取得先としては私募ファンド系の割合が7割超なのに対して、売却先としては私募ファンド系が5割弱にとどまり、その分株式会社の割合が高くなっている。これは、投資法人は一般事業法人のように臨機応変に物件を取得することができないことから、2、私募ファンドの一種であるいわゆるブリッジファンド³を経て物件を取得することも多いのに対し、売却局面ではその時期等について投資法人側の裁量が大きく、直接スポンサー会社や一般事業法人、私募ファンドに売却していることが多いことによるものと考えられる。

なお、売却先については、全体の44%が属性を含めて非開示とされており、ここで示した属性別の割合がやや不正確である可能性がある点について留意する必要がある。また、取得先・売却先の属性については、経済環境や制度改正等に応じて変化する可能性があるが、経年変化の状況については別稿を参照されたい⁴。

図 10. 売却物件の取得先・売却先の属性別割合



注) 有限会社には特例有限会社を含む。
 取得先、売却先のそれぞれについて、属性を含めて非開示とされている物件は含まない。
 取得先又は売却先が複数の主体であり、かつ、それぞれの属性が異なる場合については、各属性に計上している。したがって、この場合には取得・売却件数が重複計上されていることになる。
 分割して取得した場合の2回目以降の取得先、分割して売却した場合の最終売却時以外の売却先は含まない。なお、一部を売却したが未売却分が残っている物件は含まない。

(売却価額と取得価額・鑑定評価額との比較)

次に、物件売却の実態を探る意味から、売却価額と取得価額・不動産鑑定評価額との比較を試みる。売却価額が取得価額に比べて高額となっているほど投資法人がキャピタルゲインを多く得ていることになる。また、売却価額が売却時の鑑定評価額と比較して高額であるほど投資法人が上手に売り抜けたことになり、逆に売却価額が売却時の鑑定評価額と比較して低額なほど売却先に買い叩かれた(つまり、債務返済など投資法人側に早急に処分しなければならない事情があった)ことになる。

① 取得価額との比較

図 11 は、売却価額の取得価額に対する割合(売却価額÷取得価額)の階層別分布を用途別に示したものである。建物は経年劣化によりその価値が逡減するものであるから、売却価額が取得価額より低いからといって必ずしも問題があるとはいえないが、全体で見ると5割強が取得価額を上回る価格で売却されている。用途別にみても、オフィス、共同住宅、商業施設については、売却価額の取得価額に対する割合の分布にあまり差はない。なお、物流施設とホテルについては、他用途に比べてJ-REITによる本格的取得が開始されてからの期間が短く(した

² 不動産投資法人の場合、9割超配当ルール(脚注1参照)との関連で十分な内部留保が困難であるため、物件取得に際しては増資、借入・投資法人債発行又は物件売却により取得資金を確保する必要がある。

³ 将来的に投資法人が取得することを前提にした不動産等を保有する私募ファンドをいう。投資法人のスポンサー企業が組成するケースがほとんどである。

⁴ 拙稿「J-REITにみる不動産証券化市場における取引主体の属性変化」(土地総研リサーチ・メモ 2018年1月4日)(http://www.lij.jp/news/research_memo/20171228_7.pdf)、「J-REITにおける不動産投資の動向～2019年の状況」(土地総研リサーチ・メモ 2020年4月2日)(http://www.lij.jp/news/research_memo/20200402_2.pdf) p5～6 参照。

がって、経年による減価分の大きい売却物件は想定しにくい。)、売却件数自体も少ないため、あくまで参考的なものと位置づけられる。

注) 分割取得した物件については、それぞれの取得価額の合計を取得価額としている。分割売却物件については、それぞれの売却価額の合計を売却価額としている(以下本章において同じ。)

図 12 は、売却価額の取得価額に対する割合(売却価額÷取得価額)の階層別分布を立地エリア別に示したものである。地方部・郊外部で取得価額に比べて低い価格で売却する割合が大きく、東京都心部等では低価格での売却割合が小さい結果となっている。このあたりは、エリアによる投資用不動産に対する需要の強さの違いが表れたものと推察される。

② 不動産鑑定評価額との比較

図 13 は、売却価額の売却時の不動産鑑定評価額に対する割合(売却価額÷不動産鑑定評価額)の階層別分布を用途別に示したものである。全体で見ると約 4 分の 3 は鑑定評価額以上で売却されている。鑑定評価額は、取得価額とは異なり売却時の適正価格であるから、本来この額より低い価格で売却するには、何らかの合理的根拠が必要となろう。売却物件数が少ないためまたまなのかもしれないが、ホテルについて鑑定評価額の 8 割未満での売却が 2 割強ある点がやや気になるところである。また、共同住宅で鑑定評価額以下での売却の割合がやや多めになっているが、これはここ数年の投資資金のオフィス・住宅から物流施設等へのシフトを背景にした多少のキャ

図 11. 売却価額(用途別)の取得価額に対する割合

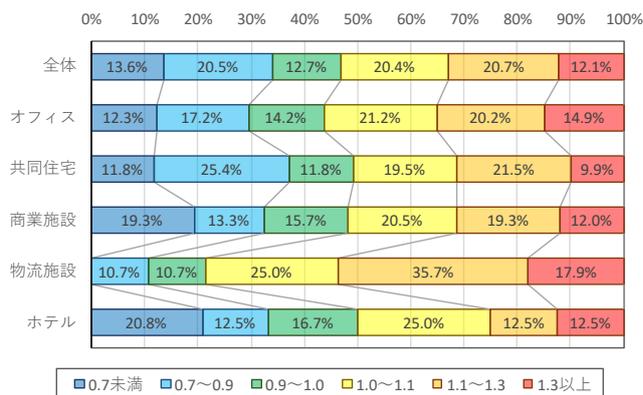


図 12. 売却価額(立地エリア別)の取得価額に対する割合

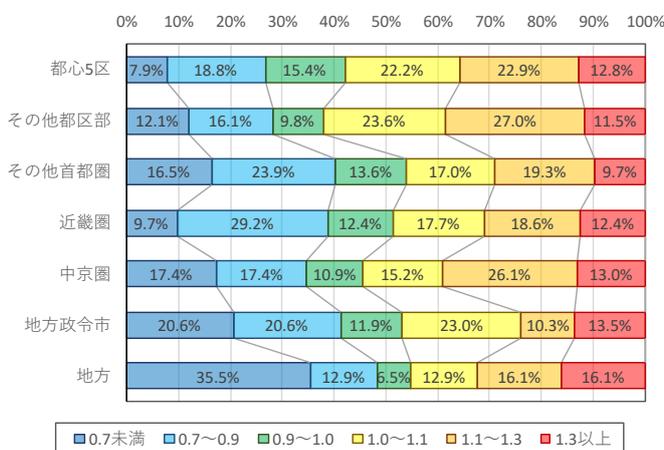
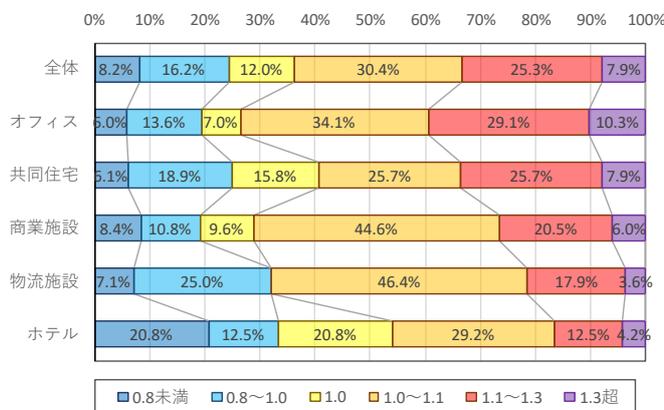


図 13. 売却価額(用途別)の不動産鑑定評価額に対する割合



注) 分割売却物件については、各売却時の鑑定評価額の合計を不動産鑑定評価額としている(以下、本章において同じ。)

ピタルロスよりポートフォリオ改善を優先する傾向を示したもののなのかもしれない。

なお、取得価額・不動産鑑定評価額に対する売却価額の割合も、経済情勢等の影響を受けて変化してきている。例えば、リーマンショックに端を発した世界金融危機の頃には、これらの割合値が低下する傾向がみられた。取得価額・不動産鑑定評価額に対する売却価額の割合の経年での推移の詳細については、別稿を参照されたい⁵。

最後に、不動産鑑定評価額に対する割合を取得価額の場合と売却価格の場合で比較してみた(図 14)。投資法人の性格上当然ではあるが、取得価額は鑑定評価額以下の場合がほとんどであるのに対し、売却価額は大部分が鑑定評価額以上となっている。ただし、取引価格が鑑定評価額と比べて 1 割超低額となっている場合は、むしろ売却時の方がかなり多くなっている。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もあるが、世界金融危機の時期にリファイナンスが容易でなくなくなり、有利子負債の返済のためにいわば損切りを行った影響が大きいものと考えられる⁶。

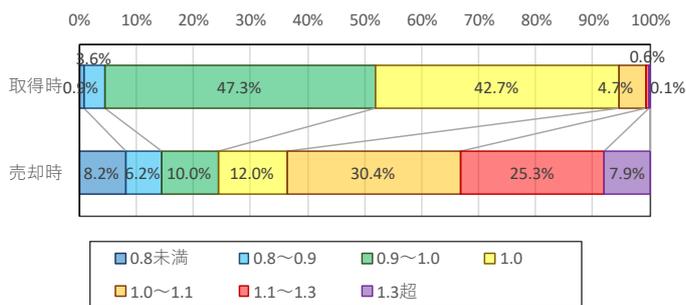
(むすび)

以上、J-REIT の売却不動産について分析を試みた。J-REIT における不動産の売却は、オフィス・共同住宅から物流施設・ホテルへという用途の広がり、少額・小規模物件から高額・大規模物件へという価額・規模の拡大傾向を反映したものとなっているようである。他方、築年数については、売却を決定づける要素には必ずしもなっていないと考えられる。売却価額については、取得価額を超える件数割合は 5 割強、不動産鑑定評価額以上の件数割合は 4 分の 3 強となっている。不動産鑑定評価額との乖離傾向は、取得価額よりも売却価額の方が大きくなっている。今後は、新型コロナウイルス感染拡大によりテナントの収益が急減しているホテルと商業施設の売却動向について注視していく必要があるだろう。

なお、不動産売却の状況は、各投資法人の投資戦略によるところも大きく、以上の全般的な分析のみでは捉えきれない面もあると考えられる。この点については、稿を改めて個々の投資法人の売却状況を含めた形で分析を試みることにしたい。

(齋藤 哲郎)

図 14. 取得価額、売却価格それぞれの不動産鑑定評価額に対する割合



注) 分割取得物件については、各取得時の鑑定評価額の合計を不動産鑑定評価額としている。

⁵ 拙稿「J-REIT における物件売買動向の推移」(土地総研リサーチ・メモ 2019年7月2日)(http://www.lij.jp/news/research_memo/20190702_8.pdf)を参照。

⁶ このあたりの事情については、拙稿「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」(2010年 土地総合研究 18巻3号)参照。