

（はじめに）

本稿は J-REIT における売却不動産に関する分析・考察の続編である。前稿<sup>1</sup>では J-REIT における売却不動産全般について属性や評価額による分析を試みた。ただし、不動産売却の状況は不動産自体の属性等のみならず、個々の投資法人の投資戦略によるところも大きいと考えられる。そこで、今回は投資法人別の不動産売却状況についても分析を試みることにしたものである。

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並びにこれらより筆者が作成したデータベースに基づいている。

（投資法人別の不動産売却状況）

わが国において不動産投資法人の上場が開始されたのは 2001 年 9 月である。以来 19 年余にわたり J-REIT 市場は成長を続けてきた。この間、世界金融危機、東日本大震災等の影響を受けた 2008 年から 2012 年までを除けば、年によるぶれはあるものの毎年新たな不動産投資法人の上場がなされてきている。

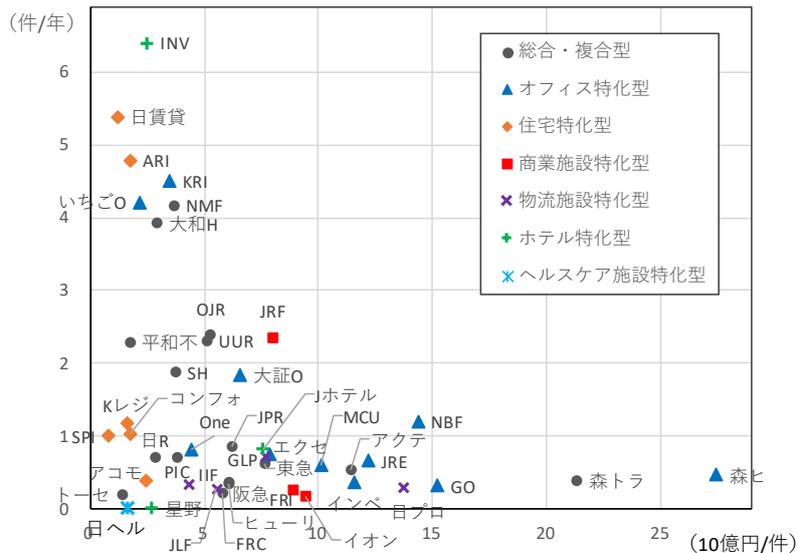
したがって、上場後の年数は投資法人間でかなりばらつきがある。当然ながら上場期間が長いほど売却件数・価額も増加する傾向になるため、個々の投資法人の不動産売却状況を比較するにあたって、単に売却件数・価額の合計を用いることは適当とはいえないであろう。そこで、不動産の売却頻度を示す数値として、年平均の不動産売却物件数を用いることにした。この数値と不動産の取得価額の平均（要は、高価額・大規模物件指向か、中低位価額・中小規模物件指向かという投資方針を示す数値である。）について投資法人別に比較してみた（図 1）。なお、投資法人は上場後しばらくは外部成長に力点を置き、不動産売却はあまり行わないと考えられることから、上場後 5 年未満の投資法人は対象から除外している。また、投資法人の運用資産タイプの相違による傾向の違いをみるため、運用資産タイプ別に判別できるようにしている。

まず、1 件当たり取得価額が相対的に高い投資法人は、売却頻度が低い傾向にある。1 件当たりの取得価額が高いということは、投資法人の取得・保有物件数が少なくなる傾向にあり、また、取得価額の高い物件はポートフォリオ上のウェイトが大きく売却されにくいことから、ある意味当然の結果であるといえよう。他方、1 件当たり取得価額が相対的に低い投資法人については、売却頻度が高いとは必ずしもいえない。1 件当たり取得価額が相対的に低い投資法人には、売却頻度が高い投資法人から売却実績のない投資法人までさまざまな売却戦略の投資法人が含まれている。

保有不動産の用途に係る投資法人の類型に即してみても、類型別の傾向を見て取ることは難しい。ヘルスケア施設特化型やホテル特化型などについては投資法人の数が少なく傾向を判断することが困難なこともあるが、むしろいずれの類型についても、投資法人によって取得・売却戦略にかなりばらつきがあるようである。

<sup>1</sup> 「J-REIT における売却不動産に関する考察（その 1）」（土地総研リサーチ・メモ 2020 年 10 月 30 日）（[http://www.lij.jp/news/research\\_memo/20201030\\_4.pdf](http://www.lij.jp/news/research_memo/20201030_4.pdf)）。

図 1. 不動産投資法人別の平均取得価額と年平均売却物件数の分布



注) 2019 年末現在で新規上場後 5 年未満の投資法人は含まない。ただし、新設合併・上場後 5 年未満でも合併前の投資法人の上場後 5 年以上である場合は含む。

対象物件は、実物不動産、不動産信託受益権であり、匿名組合出資及び優先出資証券は含まない。

2019 年末現在での売却予定物件は売却物件に含み、取得予定物件は取得物件に含む。

分割取得した物件については、全体を 1 件として計算している。分割売却した物件については、全体の売却価額合計を最後の売却時点で売却したもののみとしている。取得した物件のすべてを売却するに至っていないものは含まない。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のみとしている。

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。

合併した投資法人については、合併前の投資法人による不動産の取得・売却をすべて含む。

以上、図 2 以下の図表においても同じ。

投資法人の略称は、次のとおり(図 2 でも同じ。)

NBF: 日本ビルファンド投資法人、JRE: ジャパンリアルエステイト投資法人、JRF: 日本リテールファンド投資法人、OJR: オリックス不動産投資法人、JPR: 日本プライムリアルティ投資法人、PIC: プレミア投資法人、東急: 東急リアル・エステート投資法人、GO: グローバル・ワン不動産投資法人、NMF: 野村不動産マスターファンド投資法人、UUR: ユナイテッド・アーバン投資法人、森トラ: 森トラスト総合リート投資法人、ARI: アドバンス・レジデンス投資法人、INV: インヴィンシブル投資法人、FRI: フロンティア不動産投資法人、大和 H: 大和ハウスリート投資法人、平和不: 平和不動産リート投資法人、JLF: 日本ロジスティクスファンド投資法人、FRC: 福岡リート投資法人、日賃貸: 日本賃貸住宅投資法人、KRI: ケネディクス・オフィス投資法人、SH: 積水ハウス・リート投資法人、いちご O: いちごオフィスリート投資法人、大証 O: 大和証券オフィス投資法人、阪急: 阪急阪神リート投資法人、SPI: スタートアッププロシード投資法人、J ホテル: ジャパン・ホテル・リート投資法人、エクセ: ジャパンエクセレント投資法人、アコモ: 日本アコモデーションファンド投資法人、MCU: MCUBS MidCity 投資法人、森ヒ: 森ヒルズリート投資法人、IIF: 産業ファンド投資法人、K レジ: ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人、アクテ: アクティブピア・プロパティーズ投資法人、GLP: GLP 投資法人、コンフォ: コンフォリア・レジデンシャル投資法人、日プロ: 日本プロロジスリート投資法人、星野: 星野リゾート・リート投資法人、One: One リート投資法人、イオン: イオンリート投資法人、ヒューリ: ヒューリックリート投資法人、日 R: 日本リート投資法人、インベ: インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人、日ヘル: 日本ヘルスケア投資法人、トーセ: トーセイ・リート投資法人

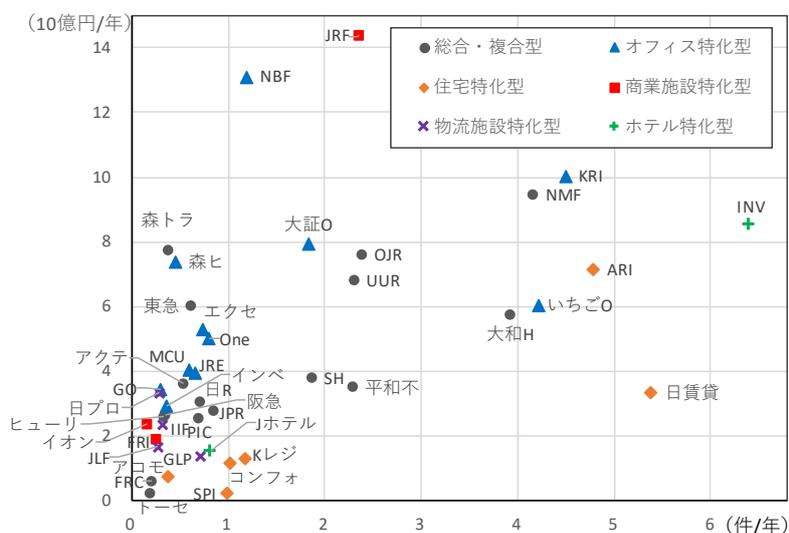
なお、上記のうち、日本賃貸住宅投資法人と日本ヘルスケア投資法人は、本年 4 月に合併し、大和証券リビング投資法人となっている。

投資法人による不動産売却のスケールをみる上では、売却物件数とともに売却価額にも着目する必要がある。既に触れたように上場期間が長いほど売却価額も大きくなる傾向になるため、ここでは年平均売却物件数とともに年平均売却価額を取り上げてみた。図 2 は、投資法人別にみた年平均売却物件数と年平均売却価額の分布である。

年平均売却物件数の多い投資法人ほど年平均売却価額も大きくなるようにも思えるが、グラフを見る限り必ずしもそうはなっていない。中小規模物件を主たる投資対象としている投資法人と大規模物件主体の投資法人との間では売却物件数の差ほど価額面での差が生じないこともあるが、2000 年代前半に上場した投資法人の場合(例えば、図中の NBF や JRF)、コアアセットとなるような大型・高価額物件であっても経年劣化が進むなどにより

資産の入れ替え時期を迎えていることも大きいと考えられる。

図 2. 不動産投資法人別の年平均売却物件数と年平均売却価額の分布



注) 物件売却実績のない投資法人は含まない。

(売却頻度の高い投資法人・売却価額の大きい投資法人)

そこで、次に売却頻度の高い投資法人や売却価額の大きい投資法人を取り上げてみていく。表 1 では、上場後 2019 年末までの不動産売却件数が多い投資法人の上位 10 法人を挙げてみた。全般的には J-REIT としては比較的中小規模の不動産に対して投資している法人が多い。野村不動産マスターファンド投資法人は、野村不動産オフィスファンド投資法人など 4 法人が合併して組成された投資法人であり、保有物件の数が多いことから上位に位置しているものの、売却物件数割合でみるとおり売却指向の強い法人ではない。都合 3 法人が合併した大和ハウスリート投資法人も同様の性格を有している。なお、投資法人のタイプに関しては、様々な種類の投資法人が挙がっており、どのタイプの投資法人には売却件数が多いといった傾向は特段認められない。

表 1. 売却物件数の多い投資法人一覧(上位 10 法人)

投資法人名	タイプ	上場年月	売却件数	売却件数割合	年平均売却件数	保有不動産額
インヴィンシブル投資法人	ホテル特化型	2004.5	100	40.8%	6.4	467.2
日本賃貸住宅投資法人	住宅特化型	2005.7	78	31.5%	5.4	241.7
アドバンス・レジデンス投資法人	住宅特化型	2004.3	76	21.7%	4.8	497.3
野村不動産マスターファンド投資法人	総合・複合型	2003.12	67	18.3%	4.2	1192.7
ケネディクス・オフィス投資法人	オフィス特化型	2005.7	65	39.9%	4.5	422.5
いちごオフィスリート投資法人	オフィス特化型	2005.10	60	41.1%	4.2	228.7
大和ハウスリート投資法人	総合・複合型	2004.12	59	20.9%	3.9	739.5
日本リートファンド投資法人	商業施設特化型	2002.3	42	28.4%	2.4	922.0
オリックス不動産投資法人	総合・複合型	2002.6	42	27.5%	2.4	671.7
ユナイテッド・アーバン投資法人	総合・複合型	2003.12	37	23.0%	2.3	711.9

注) 2019 年末までに各投資法人が取得又は売却した物件を対象としている。

売却件数割合は、取得件数合計に占める売却済み件数合計の割合。

保有不動産額は、2019 年末時点での保有不動産の取得価額合計(単位:10 億円)。

表 2 では、上場後 2019 年末までの不動産売却価額合計が大きい投資法人の上位 10 法人を挙げてみた。表

1と比較すると、当然のことながら保有資産規模の大きい投資法人がより上位に来ている。また、表1の売却件数割合と表2の売却価額割合とを比較すると、同じ投資法人であっても売却価額割合の方が低くなっており、中低位価額・中小規模物件の方が売却対象となりやすいことがわかる。なお、2位の日本ビルファンド投資法人は、最も早く上場した投資法人の一つであり、J-REITにおいて投資口時価総額が最も大きい銘柄でもある(2020年11月20日現在)。大規模・高価額物件中心のポートフォリオを組んでいることから上位となったが、売却指向の強い投資法人ではない。

表2. 売却価額合計の大きい投資法人一覧(上位10法人)

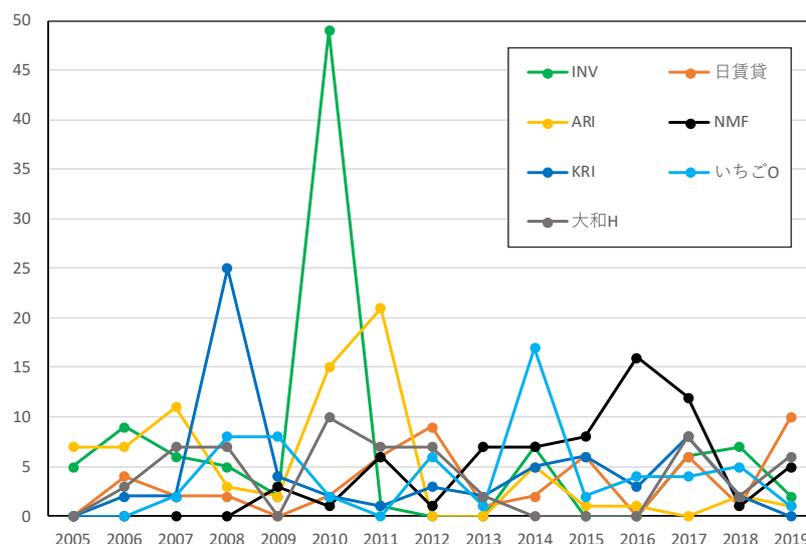
投資法人名	タイプ	上場年月	売却価額	売却価額割合	年平均売却価額	保有不動産額
日本リテールファンド投資法人	商業施設特化型	2002.3	256.2	23.6%	14.4	922.0
日本ビルファンド投資法人	オフィス特化型	2001.9	240.2	15.8%	13.1	1121.6
野村不動産マスターファンド投資法人	総合・複合型	2003.12	152.2	12.2%	9.5	1192.7
ケネディクス・オフィス投資法人	オフィス特化型	2005.7	145.1	24.9%	10.0	422.5
オリックス不動産投資法人	総合・複合型	2002.6	133.6	15.9%	7.6	671.7
インヴィンシブル投資法人	ホテル特化型	2004.5	133.5	23.2%	8.5	467.2
森トラスト総合リート投資法人	総合・複合型	2004.2	123.5	27.6%	7.8	323.9
アドバンス・レジデンス投資法人	住宅特化型	2004.3	113.2	20.2%	7.1	497.3
大和証券オフィス投資法人	オフィス特化型	2005.1	112.9	17.1%	7.9	452.1
ユナイテッド・アーバン投資法人	総合・複合型	2003.12	109.0	14.0%	6.8	711.9

注) 2019年末までに各投資法人が取得又は売却した物件を対象としている。  
 売却価額は、2019年末までの売却物件の売却価額合計(単位:10億円)。  
 売却価額割合は、取得価額合計に占める売却済み物件の取得価額合計の割合。  
 保有不動産額は、2019年末時点での保有不動産の取得価額合計(単位:10億円)。

(売却状況の時系列変化)

次に、投資法人別売却状況の時系列変化をみてる。図2は、表1掲載の投資法人のうち売却件数50件超の7法人について、経年での売却件数の変化を示したものである。

図2. 投資法人別にみた売却物件数の経年変化



注) 投資法人の略称は、図1と同じ。

図をみると、日本賃貸住宅投資法人(日賃貸)と大和ハウスリート投資法人(大和 H)は比較的経年での売却物件数の変動が小さいが、その他の投資法人は年によって売却物件数の変動がかなり大きくなっている。以下個々の投資法人別に売却物件数の変動要因についてみていく。

売却物件数累計が最も多いインヴィンシブル投資法人(INV)は、2010 年上半期に 6 回に分けて<sup>2</sup>大量の物件売却を行っている。その主旨として、2009 年後半からの世界的金融危機の中で、「総資産有利子負債比率(LTV)が比較的高い J-REIT については、依然として不透明な資金調達環境にあり、ファイナンスコストの増加による収益性の悪化などが懸念される状況にある」として、「譲渡予定価格が直近の調査価格及び帳簿価格を下回るものではあるが、...(中略)...物件売却による調達資金及び手元資金による有利子負債の返済により財務体質の向上を図り、その後の本投資法人の成長戦略の基礎を構築することを目指す」としていた<sup>3</sup>。同年 2 月にはエルシーピー投資法人を吸収合併しており<sup>4</sup>、合併に伴う負ののれん発生益<sup>5</sup>によって売却損をある程度相殺する意図もあった。なお、インヴィンシブル投資法人は、2014 年の運用ガイドラインの一部変更によってコアアセットにホテルが加わり、以降実質的にはホテル特化型投資法人へとポートフォリオを大きく変化させているものの、これに伴う売却物件数の変化は明確な形では表れていない。

ケネディクス・オフィス投資法人(KRI)は、2009 年に 3 回 25 物件を売却しているが、このうち 1 回は 23 件の共同住宅をまとめて売却したものである。これは、2006 年の運用ガイドライン一部変更により、「オフィスビルを中心とした投資を一層進めるとともに、住宅への新規投資は当面行わない」<sup>6</sup>としたことを受けて、スポンサー会社との間でオフィスビルの購入と合わせて共同住宅を売却する相互売買を行ったものである。その後 2012 年の運用ガイドライン変更ではオフィスビルの投資比率を 50%以上から 80%以上に引き上げ、2014 年には投資法人商号をケネディクス不動産投資法人からケネディクス・オフィス投資法人へ変更している。

アドバンス・レジデンス投資法人(ARI)は、2010 年から 2011 年にかけて 36 物件を売却している。その目的として、更なるポートフォリオの収益力強化と有利子負債の圧縮を挙げている<sup>7</sup>。世界的金融危機の最中ではあるが、前述したインヴィンシブル投資法人とは異なり有利子負債の返済より資産の入替えに主目的があったようであり、同じ時期、特に 2011 年に入ってからには積極的な物件取得も並行して進めていた。なお、アドバンス・レジデンス投資法人も、2010 年 3 月に日本レジデンシャル投資法人と合併しており、負ののれん発生益を活用して売却損計上の影響を吸収している。

いちごオフィスリート投資法人(いちご O)は、2014 年に多数の物件を売却している。このうち 15 物件は、11 物件の資産取得と併せて売却を行ったものである。これは、同年の投資方針に関する基本方針において、総合型ポートフォリオからオフィスを中心とする中規模不動産のポートフォリオ構築へと方針を変更し、当面の間サービス

<sup>2</sup> 売却回数については、プレスリリース資料での売却決定の公表回数によっている。したがって、同じ回に含まれる物件であっても引渡時期が異なる場合もある。

<sup>3</sup> 「資産の譲渡に関するお知らせ」(平成 22 年 3 月 26 日付けインヴィンシブル投資法人プレスリリース資料)([https://www.invincible-inv.co.jp/news/upd/20100326\\_180752N1rt.pdf](https://www.invincible-inv.co.jp/news/upd/20100326_180752N1rt.pdf)) p10～11。

<sup>4</sup> 東京グロースリート投資法人がエルシーピー投資法人を吸収合併し、合併後商号をインヴィンシブル投資法人に改めた。

<sup>5</sup> 企業結合において、取得企業の取得原価としての支払対価総額と被取得企業から受け入れた純資産額との間に差額が生じる場合であって、支払対価総額の方が低い場合の差額を負ののれんという(企業会計基準第 21 号 企業結合に関する会計基準 98 項)。負ののれんが生じた場合には当該事業年度の利益として計上することとされている(同基準 33 項)。不動産投資法人の場合、事業会社とは異なり負ののれんの中身となるブランド、人材、顧客等無形財産はほとんど有しないため、負ののれんが発生しやすい傾向にあると考えられる。

<sup>6</sup> 「資産運用会社の社内規程(運用ガイドライン)変更に関するお知らせ」(平成 18 年 12 月 11 日 ケネディクス不動産投資法人プレスリリース資料)([https://www.kdo-reit.com/file/20080223\\_184846KqzW.pdf](https://www.kdo-reit.com/file/20080223_184846KqzW.pdf))。

<sup>7</sup> 「資産の譲渡に関するお知らせ」(平成 22 年 5 月 17 日 アドバンス・レジデンス投資法人プレスリリース資料)([https://www.adr-reit.com/src/2013/11/20100517\\_02.pdf](https://www.adr-reit.com/src/2013/11/20100517_02.pdf)) p2。

アパートメント以外の居住施設には原則として投資しないとしたこと<sup>8</sup>を受けて、居住物件を一括してスポンサー会社へ売却したものである。なお、2015年には投資法人商号をいちご不動産投資法人からいちごオフィスリート投資法人へ変更している。

野村不動産マスターファンド投資法人(NMF)は、2016年から2017年にかけて28物件を売却している。2015年10月に野村不動産オフィスファンド投資法人、野村不動産レジデンシャル投資法人、野村不動産マスターファンド投資法人が合併し、国内最大級の総合型不動産投資法人が組成された。これを受けて同年11月に「中長期運用戦略」を公表し、ポートフォリオの質的向上を目的として戦略的資産入替を実施することとした。これらの売却は、本戦略を受けたポートフォリオの質的向上としての築年数の経過した小規模な物件の売却、さらには本戦略における資産入替計画を前倒しすることによるポートフォリオ・クオリティ向上の早期実現を図ったものである<sup>9</sup>。なお、2016年3月にはトップリート投資法人を吸収合併している。ただし、インヴェンシブル投資法人の場合等とは異なり、これらの合併においては負ののれんは生じておらず<sup>10</sup>、負ののれん発生益を活用して売却損計上の影響を緩和するといったことは行われていない<sup>11</sup>。

以上、個々の投資法人において1～2年の間に大量の物件売却がなされたケースについてみてきた。大量売却の理由としては、投資方針の変更等によりポートフォリオの改変・向上を図ることが多いようであるが、有利子負債の償還目的で売却が行われることもある。また、投資法人の合併は何らかの投資方針の変更を伴うことが通例であり、したがって合併を機に大量売却が行われる場合も多い。その際には負ののれん発生益により売却損の影響を緩和するケースも少なくないようである。逆にいえば、上場当初の投資方針がほぼ維持されており、合併も経ていない投資法人は売却件数も少なくなる傾向にあると考えられる。

## (むすび)

上述のように投資法人による物件売却は、築年数を経た物件を築浅の物件に入れ替えるためといった単純なものではなく、その時々々の経済環境や金融情勢の影響を受けつつ個々の投資法人の投資戦略によって決まってくるものなのである。今後は、新型コロナウイルスの感染拡大が不動産投資法人の物件売却等にどのような影響を及ぼすかについて注目する必要がある。特に感染拡大に伴う観光需要、とりわけインバウンド需要の喪失により大きな影響を受けたホテル特化型投資法人の売却戦略が気になるところである。今のところかつての世界的金融危機の時のような状況には至っていないようであるが、新型コロナウイルスの収束時期が見通せない中でのJ-REITの対応について注視してまいりたい。

(齋藤 哲郎)

<sup>8</sup> 「投資法人の投資方針に関する基本方針の一部変更に関するお知らせ」(平成26年11月24日 いちご不動産投資法人プレスリリース資料) ([https://www.ichigo-office.co.jp/news/news\\_file/file/IchigoREIT\\_20141114\\_Investment\\_Policy\\_JPN.pdf](https://www.ichigo-office.co.jp/news/news_file/file/IchigoREIT_20141114_Investment_Policy_JPN.pdf))。

<sup>9</sup> 「資産の取得及び譲渡に関するお知らせ」(平成28年3月29日・平成28年5月9日 野村不動産マスターファンド投資法人プレスリリース資料) (<https://www.nre-mf.co.jp/file/news-37634b791fa80583945bc2af02348368e3da3b48.pdf> ・ <https://www.nre-mf.co.jp/file/news-2ff7f1a50226ed7e0e6869399feb539e6832dc6.pdf>) など。

<sup>10</sup> 「合併によるのれんの処理に関するお知らせ」(平成27年10月15日 野村不動産マスターファンド投資法人プレスリリース資料) (<https://www.nre-mf.co.jp/file/news-688badb7a88c77db0ecf7f3f2588bece5f0e1a2f.pdf>)、「承継資産の評価額及び合併によるのれんの額に関するお知らせ」(平成28年12月20日 野村不動産マスターファンド投資法人プレスリリース資料) (<https://www.nre-mf.co.jp/file/news-2415163471a1c8638eb94ead17309ff594c87920.pdf>)。

<sup>11</sup> これらの合併では、取得企業の取得原価としての支払対価総額が被取得企業から受け入れた純資産額より大きい場合、のれんが発生している。のれんは資産に計上し、20年間にわたり定額法により償却されることになる。