

はじめに

今回は、J-REIT による不動産の取得・売却における相手方の属性や利害関係の有無に即して分類・集計し、その変化について分析している。本稿は、その後編である。後編では、不動産取得先の利害関係の有無及び不動産売却先の属性と利害関係の有無に関する分析を行っている。なお、章及び図表については前編からの通し番号となっている。

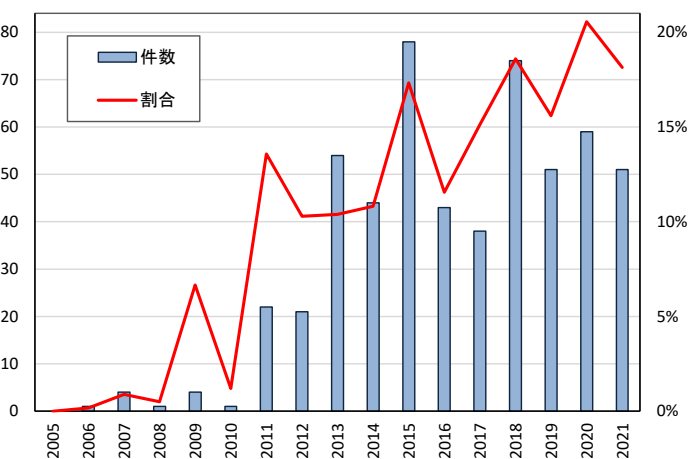
3. J-REIT における物件取得先との利害関係の有無

(1) 利害関係の有無と取得先情報の開示

不動産投資法人が不動産を取得するに当たっては、特にスポンサー会社など当該投資法人の資産運用会社と利害関係を有する者からの取得には注意を払う必要がある。投資法人やその投資主の利益よりもスポンサー会社等利害関係者の利益を優先する取引になるおそれが存するからである。投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)においても、利害関係人等(投信法第 201 条第 1 項)からの不動産の取得等について一定の手続的規制が設けられている(投信法第 201 条の 2・第 203 条)。さらに、投資信託協会の規則では、資産運用会社の投信法上の利害関係人等と一任型投資顧問契約を締結している法人など投信法上の利害関係人等以外の者も「利害関係人等」に含めており¹、実務上は内部規程において資産運用会社の株主が過半の出資をするSPCなどより広範に利害関係者を設定していることもある²。

したがって、投資法人による不動産の取得に当たっては、取得先が上記の利害関係者に当たるかどうかについて公表するのが一般であり、また、利害関係者に該当する場合については、当該取得先の名称等も必ず公表されることになる。逆にいえば、取得先の名称等が非開示とされている場合には、利害関係

図 7. J-REIT における取得先の非開示件数・割合の推移



注)2005 年以降各年の物件取得において、取得先について非開示であった件数と全取得件数に占める割合の推移を示したものの。非開示件数とは、物件の取得の情報開示において取得先について非開示とした件数をいう(取得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。)

¹ 投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則(一般財団法人投資信託協会)第 26 条第 1 項(27)。
² 渥美坂井法律事務所・外国法共同事業、あずさ監査法人、KPMG 税理士法人(編)「不動産投資法人(REIT)の理論と実務(第 2 版)」(弘文堂 2019 年)p68。

者には該当しないということになる³。ここ10年ほど取得先の名称等を非開示とするケースが増えているが(図7)、取得先との利害関係の有無については、取得先名称等の開示・非開示にかかわらず傾向を把握することが可能である。

さらに、取得先名称は非開示であっても、取得先が一般の事業法人であるのか不動産投資ビークルであるのかについては、情報を開示しているケースも多い⁴。となると、取得先が不動産投資ビークルであっても、利害関係があり名称等が開示されていればスポンサー会社関連の不動産ファンドということになる一方、名称開示の有無にかかわらず利害関係がなければ、第三者が組成した不動産ファンドということになる。すなわち、前者は、スポンサー会社が関与した上で、一旦不動産投資ビークルが不動産を保有していたケースであり、スポンサー会社からの取得とはほぼ同一視できる一方、後者は投資法人・資産運用会社が不動産証券化市場から自ら物件を調達したケースということになる。

そこで、以下では、J-REITにおける物件取得先を事業法人と不動産証券化ビークルである特別目的会社に分けた上で、さらにそれぞれの利害関係の有無で区分して分析を試みた。ここでの「特別目的会社」とは、不動産証券化ビークルとなる法人全般を意味しており、GK(YK)－TKスキームにおける合同会社・有限会社、資産流動化法に基づく特定目的会社(TMK)を含むが、同じく不動産証券化ビークルである不動産投資法人は含めていない⁵。なお、ここでの利害関係の有無は、各不動産投資法人の開示情報による。したがって、各投資法人の内規等の内容によっては投資法人によって利害関係者の範囲が多少異なる場合もあり得る。また、各投資法人の内規の改正等やJ-REIT市場開設初期の頃には投信法上の利害関係人等のみを利害関係者に含めていた事例があることなどにより、時系列的にも利害関係者の範囲にずれが生じている可能性もある。ただし、利害関係者の大部分は、投信法及び投資信託協会規則に基づく利害関係人等であり、これらの違いが集計結果の分析に影響を与えることはないものと考えられる。

(2) 取得件数・取得価額ベースでみた物件取得先の属性及び利害関係有無の変化

図8は、取引先の利害関係の有無についての情報開示が定着した2005年以降において、取得先について事業法人と特別目的会社のそれぞれについて利害関係の有無別に、取得件数・取得価額の推移を示したものである。

利害関係のある取得先としては、取得件数、取得価額ともに、かつては特別目的会社が多かったが(赤の実線)、ここ数年は事業法人の方が多くなっている(青の実線)。これはスポンサー会社系の取得先が、スポンサー会社傘下の不動産ファンドからスポンサー会社本体やその関連事業会社へと移行してきたことを示していると考えられる。スポンサー側でブリッジファンド⁶等の組成をするケースが減少してきたことになる。

³ 具体的には、プレスリリース資料上で例えば次のような記載がなされている。

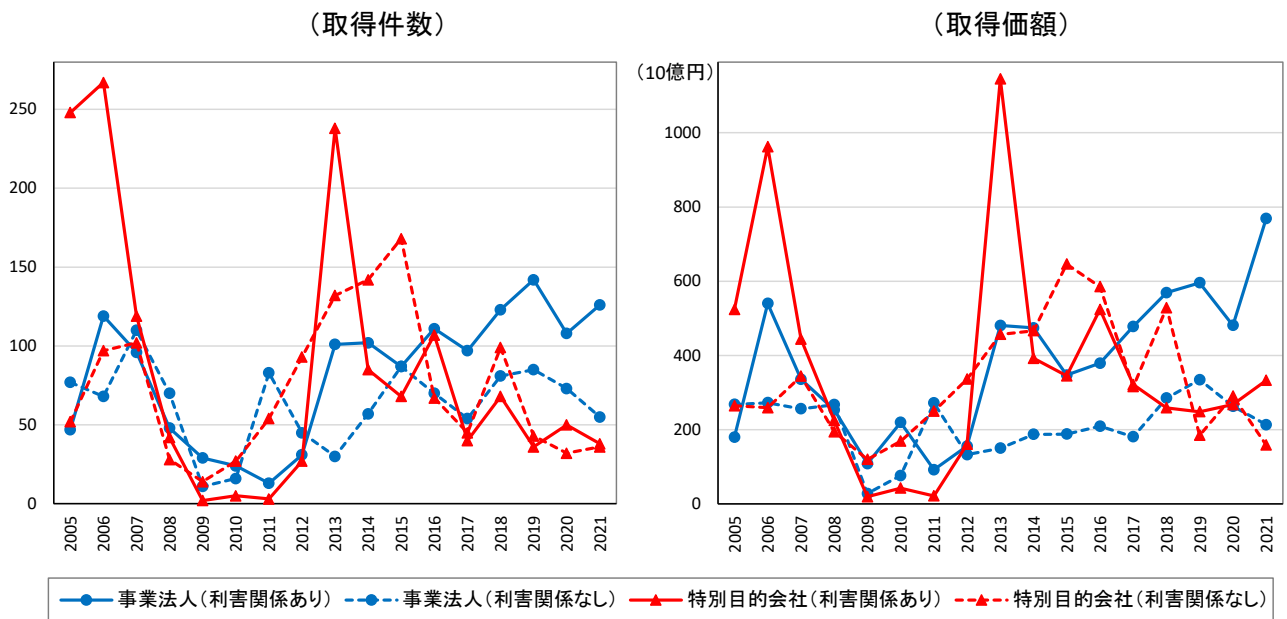
「取得予定資産の取得先は国内法人ですが、取得先の同意が得られていないため非開示としています。なお、本投資法人・本資産運用会社と当該会社との間には、資本関係、人的関係及び取引関係は一切なく、本投資法人又は本資産運用会社の関連当事者ではありません。」(大和証券リビング投資法人の例:「資産の取得に関するお知らせ(グランカーサ板橋 EAST)」(2021年6月22日))

⁴ 取得先が事業法人か不動産投資ビークルかも不明である非開示件数は、2005年以降0%から7%弱で推移しており(最も高かった2021年で6.8%)、2005年以降の取得物件全体での非開示率は、1.9%にとどまる。

⁵ 不動産投資法人の場合、インカムゲイン確保のため長期間の不動産保有を念頭に置いている場合が多く、当初よりせいぜい数年程度の保有とその後の売却を想定していることの多い他の不動産投資ビークルとは保有の趣旨が異なり、保有目的からいえばむしろ不動産賃貸会社による保有に類似している。

⁶ 投資法人や私募ファンドへの物件供給を目的に組成されるファンド。ブリッジファンドによって機動的に物件を取得し、他の投資法人等での取得準備が整った段階で物件を譲渡することを前提としている。

図 8. J-REIT における取得先の属性・利害関係別の取得件数・取得価額の推移



注)2005年以降の暦年ベースでの物件取得件数・取得価額を事業法人と特別目的会社それぞれについて利害関係の有無で分類し、それぞれの件数・価額の推移を示したもの。

事業法人は、株式会社のほか、取得先名称について非開示であっても事業会社、事業法人等通常の法人である(証券化ビークルではない)ことがわかる取引先をいう。

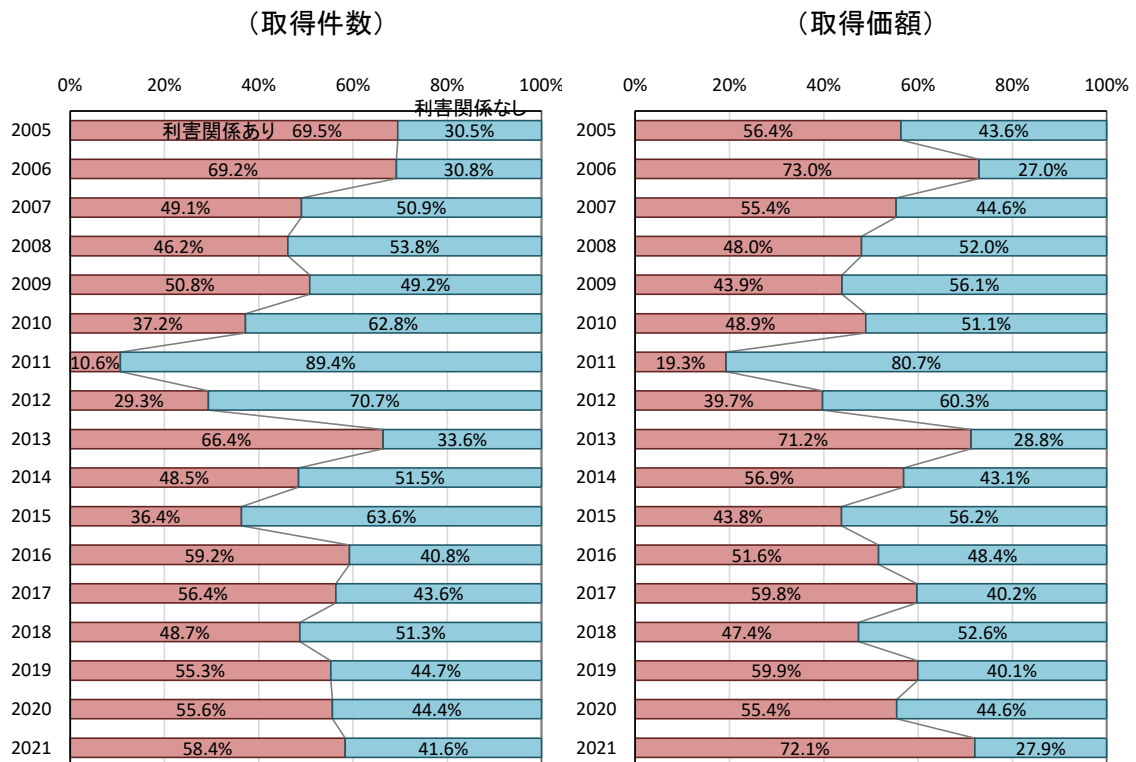
特別目的会社は、合同会社、有限会社、特定目的会社のほか、取得先名称について非開示であっても SPC、ファンド、特別目的会社等不動産証券化ビークルであることがわかる取引先をいう。

事業法人、特別目的会社以外の取引先(不動産投資法人、個人、相互会社、公共団体等)は対象に含まない。

利害関係の有無は、各投資法人の開示情報による。

以上、特に注書きのない限り、図 9 以下においても同じ。

図 9. J-REIT における取得先の利害関係の有無の比の推移



注)2005年以降の暦年ベースでの物件取得件数・取得価額を利害関係の有無で分類し、それぞれの割合の推移を示したものである。すべての取得先を対象としている。したがって、図5とは異なり、取得先に不動産投資法人、個人等を含み、取得先が事業法人か特別目的会社か不明の場合も含む。

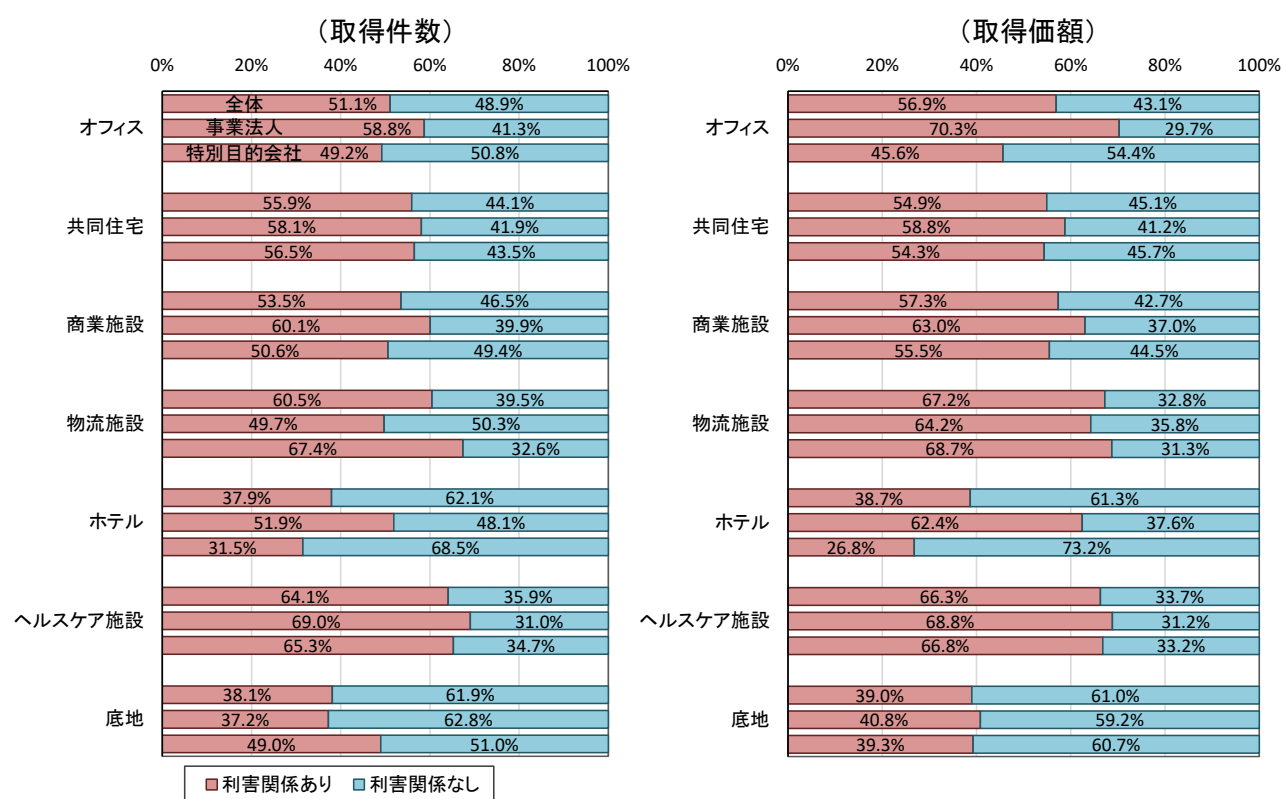
他方、利害関係のない取得先については、取得件数、取得価額ともに、2012年から2015・16年頃にかけての期間を除き、事業法人の件数・価額(青の点線)と特別目的会社(赤の点線)の件数・価額とに目立った差がない。2012年から2015・16年にかけて利害関係のない特別目的会社からの取得件数が多いのは、リーマンショック・東日本大震災の影響から回復し、J-REITが積極的な不動産取得を開始するとともに、リーマンショックにより事実上凍結状態になっていた不動産投資ファンドが清算に伴う物件処分を行ったことによるものと考えられる。

図9は、2005年以降において、取得先について利害関係の有無別に取得件数・取得価額の割合の推移を示したものである。2011・12年頃に利害関係のない取得先の割合がかなり高くなっているのを除けば、全体に大きな変化はなく、おおむね利害関係のある取得先の割合の方がやや高くなっている。ただ、ここ数年は利害関係のある取得先の割合が徐々に高くなっているようである。取得件数と取得価額で比較すると、取得価額ベースの方が利害関係のある取得先の割合が高い傾向にある。相対的に高額な物件はスポンサー会社等から取得する傾向にあることによるものと考えられる。

(3) 取得件数・取得価額ベースでみた用途別の物件取得先の属性及び利害関係の有無

図10は、2005年以降に取得した物件の取得先について、物件の用途別、取得先の属性別に、取得件数及び取得価額ベースで、利害関係の有無の比を示したものである。

図10. J-REITにおける用途別・取得先属性別でみた利害関係の有無の比



注)各用途とも、上から順に全体、事業法人、特別目的会社それぞれの利害関係の有無の比を示している。ここで挙げた用途以外に、インフラ施設、研究開発施設、駐車場等の用途があるが、いずれも物件数が少ないため省略している。対象は、2005年以降J-REITが取得した物件であり、売却済みの物件も含む。事業法人、特別目的会社の定義については、図8の注書を参照。

全体は、全ての取得先を対象としており、事業法人、特別目的会社のほか、不動産投資法人、個人等を含み、取得先が事業法人か特別目的会社か不明の場合も含む。

はじめに取得先全体についてみると、物流施設、ヘルスケア施設で利害関係ありの割合が高め(取得件数、取得価額ともに 6 割超)であるのに対して、ホテルと底地で利害関係ありの割合が低い(取得件数、取得価額ともに 4 割未満)。まず、底地で利害関係ありの割合が低い点については、2. (3)で触れたように、商業施設等の経営主体や(スポンサー会社等以外の)民間デベロッパーから直接取得するケースが多いことによるものと考えられる。ホテルで利害関係ありの割合が低いのは、ホテルの場合オフィス、集合住宅等にはみられない専門的なオペレーション業務が必須であり、一般的なプロパティマネジメント会社では対応困難であることから、不動産業者であるスポンサー会社やその関連会社による物件保有・管理が少ないことによるのではないかと考える。他方、物流施設やヘルスケア施設で利害関係ありの割合が高いのは、これらの施設は、オフィス、共同住宅、商業施設と比較すると物件の蓄積が乏しく、不動産証券化市場で取引される既存施設が相対的に少ないことから、スポンサー会社等を経由して調達することが多くなることによるものと考えられる。なお、ヘルスケア施設については、ホテル同様に専門的なオペレーション業務が必要となるが、高齢化が進む中で老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅は不動産業界にとって有力分野の一つであり、大手不動産会社であれば傘下にヘルスケア施設関連の会社を有しているのが一般である⁷。

取得先が事業法人と特別目的会社それぞれである場合の利害関係の有無の比については、事業法人と特別目的会社とで大きな差がない用途が多い。ただ、ホテルだけは、全体・特別目的会社では利害関係なしの割合がかなり高いのに対して、事業法人ではむしろ利害関係ありの割合が高い。これはそもそもホテルでは取得先が株式会社等事業法人である割合がやや低い(図 5・6)上に、ホテル系投資法人のスポンサー会社である(株)星野リゾートと大江戸温泉物語(株)からの取得が相当程度あることが影響しているものと考えられる。

取得件数ベースと取得価額ベースとでは大きな差はない。ただ、全般に取得価額ベースの方が利害関係ありの割合が高めになっている。やはり、高額物件はスポンサー会社等から取得する方が多いことによるものと考えられる。

4. J-REIT における物件売却先の属性等

次に、検討対象を物件取得から物件を売却する場面へ移し、そこでの売却先の属性等について分析を進めることとする。売却先について取り上げるに当たっては、取得先に比べて情報非開示の割合が多いことがまず問題となる。

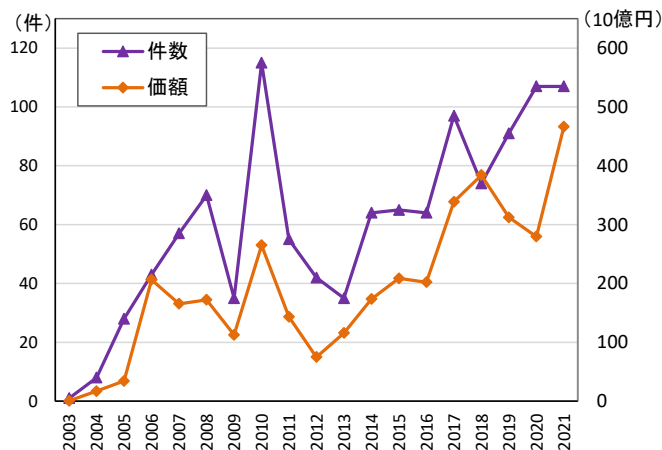
(1) J-REIT における不動産売却動向と売却先に係る情報開示

図 11 は、J-REIT における不動産の売却件数と売却価額の推移を示したものである。当然のことながら、取得件数・価額と比べてはるかに少ないが、全体的には増加傾向にある。売却目的の大部分はポートフォリオの改善であるが、有利子負債弁済目的で売却が行われることもある。2010 年の売却件数が突出しているのが、まさにこれである。リーマンショック以降の金融危機により、リファイナンスが容易でなくなったことが要因となっている。ただ、

⁷ また、ホテルの場合、規模的に幅が大きく、ビジネスホテルからラグジュアリーホテルやリゾートホテルまで業務内容も多彩であり、かつ、不特定の宿泊客等からの収入によることから、施設入居者からの定期的収入のある老人ホーム等に比べ、経営リスクが大きく、その態様によっては求められるノウハウも多彩かつ高度なものとなる。その経営リスクゆえに、ホテルについては、売上に応じて賃料を定める変動賃料を導入しているケースが多い(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)p105)。なお、不動産証券化市場において高度なオペレーション業務を求められる施設は、一部のホテルを除き回避される傾向にある点は、同じヘルスケア施設であっても、経営・管理に高度なノウハウが必要となる病院の取得例が J-REIT では 1 例のみであることからわかるのではないかと考える。

価額的には 2010 年も極端な増加とはなっておらず、不動産投資法人としてポートフォリオ上のウェイトが小さく、投資方針への影響が比較的軽微な不動産を処分したことが窺える。

図 11. J-REIT における不動産売却件数・価額の推移



注) J-REIT において初めて物件売却があった 2003 年以降 2021 年までの暦年ベースでの物件売却件数・売却価額の推移を示したもの。

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。

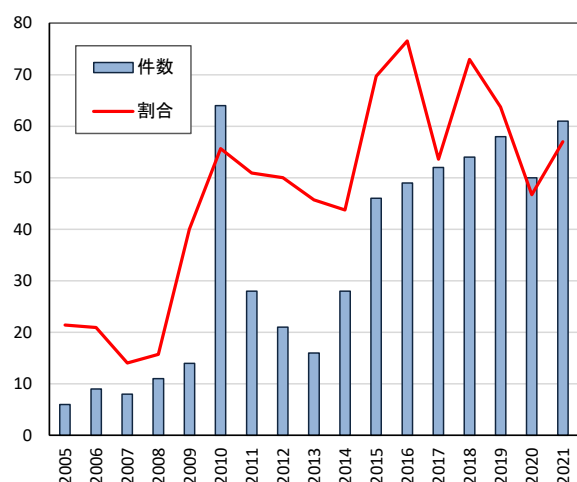
同一物件の分割売却については、それぞれの売却年に件数・価額として加算している。ただし、一部売却分が少額でトレンドに与える影響が極めて小さい場合には含めていない場合がある。また、同一契約に基づく取引であっても、異なる時期に分割して売却している場合には、それぞれ件数・価額としてカウントしている。

インバスコ・オフィス・ジェイリート投資法人については、2021 年 11 月の上場廃止までの売却分を計上している。

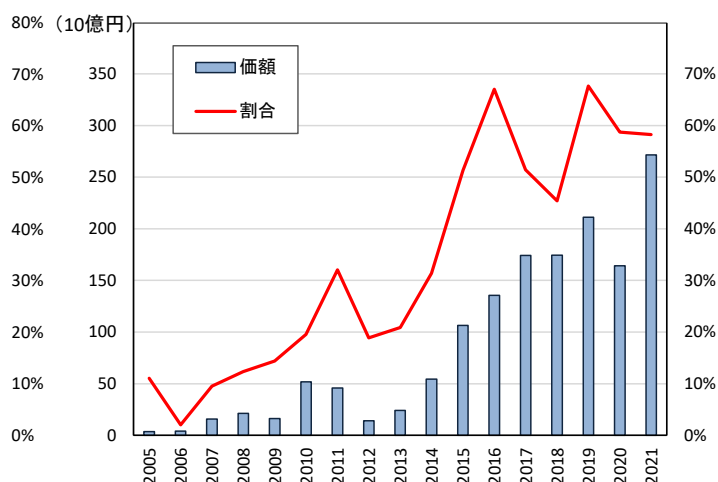
以上、特に注書の無い限り、図 12 以下においても同じ。

図 12. J-REIT における売却先の非開示件数・価額とその割合の推移

(売却件数)



(売却価額)



注) 2005 年以降各年の物件売却において、売却先について非開示であった件数と全売却件数に占める割合、売却先について非開示であった売却価額の合計と売却価額全体に占める割合の推移を示したもの。

非開示件数・価額とは、物件の売却の情報開示において売却先について非開示とした件数・価額をいう(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。)

J-REIT における不動産売却で不動産取得の場合と大きく異なるのが、取引相手の名称等を非開示とする割合の高さである。図 12 は、売却先を非開示とした不動産の物件数と売却価額及びそれらの売却不動産全体に占める割合の推移を示したものである。件数と価額いずれについても、増加傾向にあり、ここ数年は、件数ベース、価額ベースともに5割から7割程度が売却先の情報について非開示とされている(取得先の非開示割合は高く2割程度(図 7 参照。))⁸。したがって、売却先については、開示された情報のみで 2. で取得先に関して行ったよ

⁸ 取得・売却先の名称等を非開示とするのは、相手方の意向によるものであり、相手方の経営・投資戦略等への配慮の側面があるのかもしれないが、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、J-REIT の不動産について分析する立場からいけば、原則として開示することが望まれる。

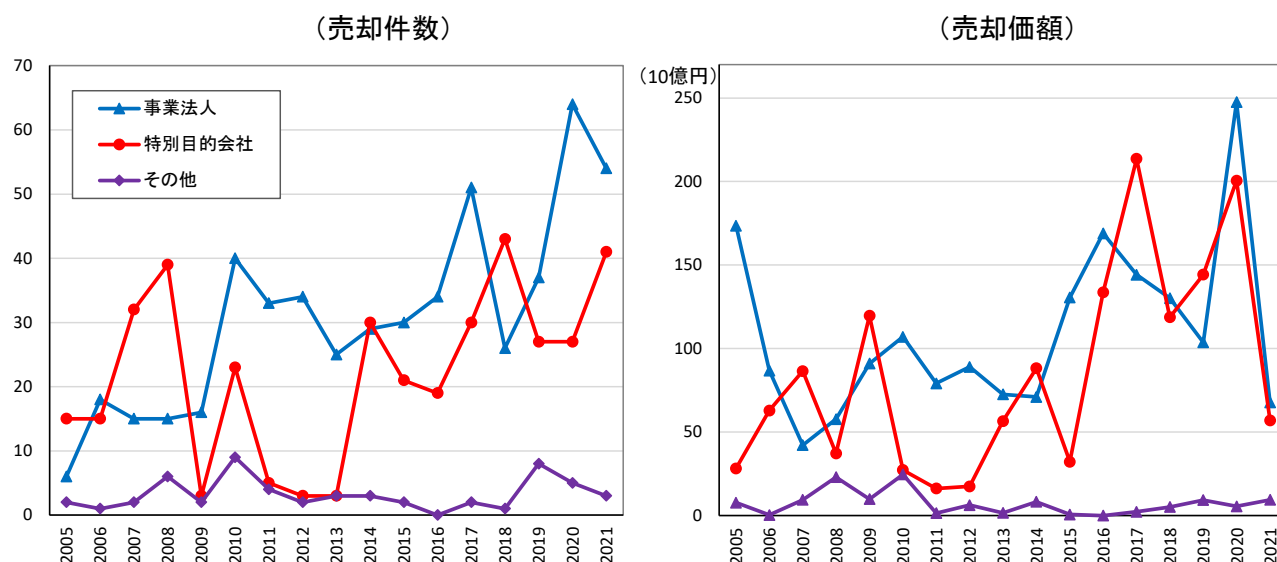
うな属性分析を行うことは、やや不正確となる可能性がある。

他方、不動産取得の場合と同様に、投資法人による不動産の売却に当たっては、売却先が利害関係者に当たるかどうかについて公表するのが一般であり、また、利害関係者に該当する場合については、当該売却先の名称等も必ず公表されることになる。売却先の非開示割合が取得先の非開示割合の約3倍に及ぶということは、売却先は取得先に比べて、利害関係のない者の割合が多いということを示していることになる。

(2) 売却件数・売却価額ベースでみた物件売却先の属性の変化

ただし、取得先名称は非開示であっても、取得先について株式会社、合同会社等の属性は開示されている場合がある。また、細かな属性は開示されてなくとも、取得先が一般の事業法人であるのか不動産投資ビークルであるのかについては、情報開示しているケースも多い⁹。これらのケースも含めれば、売却先の非開示件数が増えた2010年以降であっても、属性を全く捕捉できない取得先の件数割合は、概ね数%から20%台前半で推移しており¹⁰、全体の開示率は、取得先の開示率(97.5%)と比べると低いものの、84.1%まで高まる。

図 13. J-REIT における売却先の属性別の売却件数・売却価額の推移



注) 2005年以降の暦年ベースでの物件売却件数・売却価額を事業法人、特別目的会社、その他に分けて、それぞれの件数・価額の推移を示したもの。

事業法人、特別目的会社の定義については、図8の注書を参照。

その他とは、事業法人、特別目的会社以外の取引先(具体的には、不動産投資法人、個人、外国法人、学校法人、地方公共団体、国)をいう。

売却先が属性の異なる複数の主体である場合には、件数については、異なる取引とみなして加算している。売却価額については、均等に按分した上で、属性別の割合で売却価額に加算している。この場合、個人と属性非開示の主体については、それぞれ1つの主体とみなしている。

以上、別途注書きがない限り、図14以下も同じ。

そこで、売却先の属性を、事業法人、特別目的会社、その他の3つに分類した上で、それぞれの売却件数、売却価額の推移を示してみた(図13)。件数ベースでは、リーマンショック前は特別目的会社の方が事業法人よりも

⁹ 具体的には、プレスリリース資料上で例えば次のような記載がなされている。

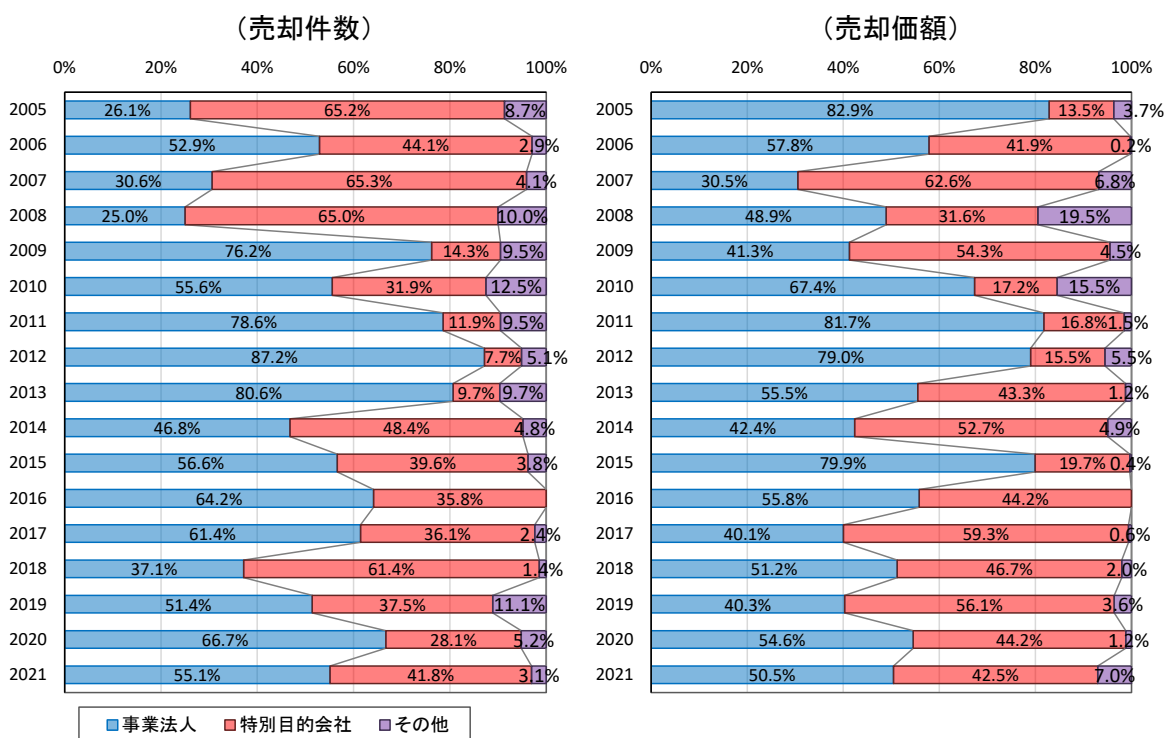
「譲渡先は国内の事業会社ですが、名称等の開示について承諾が得られていないため、非開示としています。なお、当該会社は、本投資法人及び本資産運用会社と特別な利害関係にある者、又は、本投資法人及び本資産運用会社の関連当事者には該当しません。」(大和ハウスリート投資法人の例:「国内不動産信託受益権の譲渡に関するお知らせ」(2021年6月30日))

¹⁰ なお、2009・2010年は、属性を全く捕捉できない取得先の件数割合が4割程度となっており、図13においてもやや数値が不正確となっている可能性がある。

多い傾向にあったが、その後は概ね事業法人の件数の方が多くなっている。2009～2013年のリーマンショックと東日本大震災の影響を受けた時期については、特別目的会社の件数は大きく減少傾向にあるが、事業法人には減少傾向はみられず、件数ベースではむしろ増加している。リーマンショックに伴い不動産私募ファンドが大きな打撃を受けて売却先としては機能しなくなる中で、J-REITとしても事業法人に対する売却で有利子負債償還を急いだことによるものと考えられる。ここ6～7年でみても、事業法人の件数が多い傾向にある。全般に売却件数は増加傾向にあるように見えるが、これはJ-REITの不動産保有件数が増加したことによる当然の帰結であろう。売却価額ベースでも大きな違いはないが、リーマンショック前でも事業法人と特別目的会社との売却価額に大きな差はなく、ここ数年も事業法人と特別目的会社との売却価額が同程度で推移している点が異なる。

取得先属性別の物件取得数・取得価額の推移(図1・3)と比較すると、特に株式会社の物件取得価額の推移と事業法人の物件売却価額の推移は類似している。これは、J-REITの場合、不動産の売却収入をそのまま不動産の購入資金に充てることが多く、売却価額と取得価額とがある程度呼応関係にあることによると考えられる。特に2020年に事業法人、特別目的会社ともに売却価額が高く、その翌年2021年に株式会社からの取得価額が急増しているのは、2020年の売却収入を翌年の取得費用の原資としたものと推察される。

図14. J-REITにおける売却先の属性別の売却件数・売却価額割合の推移



注) 2005年以降の暦年ベースでの物件売却件数・売却価額を事業法人、特別目的会社、その他に分けて、それぞれの件数・価額の割合の推移を示したものである。

図14は、上記データについて年別の割合の推移としたものである。やはりリーマンショック前までは件数ベースでは特別目的会社の割合が高かったが、2009～2013年には特別目的会社の割合が大きく低下して事業法人の割合が高くなり、その後は事業法人の割合の方がやや高い傾向が続いている。売却価額ベースでは、リーマンショック前は年により割合がかなり異なっていたが、2010～2012年に特別目的会社の割合が大きく低下して事業法人の割合が高くなり、その後は事業法人の割合と特別目的会社の割合が同程度の年が多くなっている。

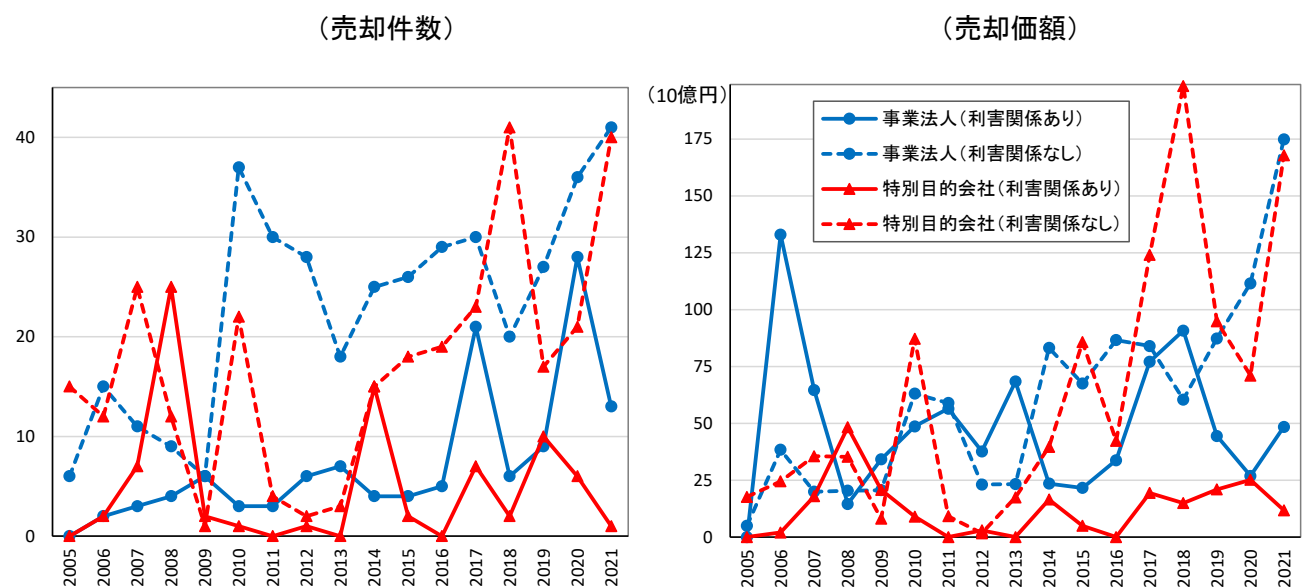
取得先属性別の物件取得数・取得価額の割合の推移(図2・4)と比較すると、リーマンショック後の取得件数・

価額における合同会社・有限会社の割合の急低下と売却件数・価額における特別目的会社の割合の急低下といった類似した点はあるものの、リーマンショック等の影響は、物件取得の場面の方が早く表れ、そこからの回復も物件取得の方が早くなっている(物件取得では 2008 年にはその影響が表れているが、物件売却で影響が表れるのは 2009・2010 年である。また、物件取得では 2012 年には回復しているが、物件売却での回復時期は 2013・2014 年頃となっている。)。リーマンショック等の影響は、物件取得の場面の方が早く表れた理由は判然としないが、一部の私募ファンドがリファイナンスに向けた不安から売却収入の確保やファンドの清算を急いだということであろうか。物件取得の場面の方が回復も早かったのは、リーマンショック等による信用不安を何とか乗り切った私募ファンドが、不動産投資市場の再活性化を背景に保有不動産の売却処分に出たのに対し、不動産を取得するだけの資金力を有する私募ファンドが組成されるまでには時間を要したということなのではないか。また、物件取得件数・取得価額では、ここ数年株式会社(事業法人)の割合が増加する傾向にあるが、物件売却件数・売却価額では、そのような傾向はみられない。物件取得場面ではスポンサー会社へのシフトが進む一方で、売却場面では必ずしもスポンサー会社等のウエイトが高まっていないということであろう。物件取得とは異なり、物件売却に際しては売却時期等に係る裁量は売り手である投資法人側にあり、スポンサー会社等を介する必要性が低いことによるものと考えられる。

(3) 売却件数・売却価額ベースでみた物件売却先の属性及び利害関係有無の変化

図 15 は、売却先について事業法人与特別目的会社のそれぞれについて利害関係の有無別に、売却件数・売却価額の推移を示したものである。リーマンショック前までは、売却件数・売却価額で利害関係のある者の方が多かった年もあったが、2014 年以降は、ほぼ利害関係のない者の売却価額・件数が利害関係のある者のそれを上回っている。事業法人与特別目的会社とを比較すると、ここ数年利害関係のある事業法人については、それなりの件数・価額での売却がみられるが、特別目的会社については利害関係のある者に対する売却は件数、価額ともに低いレベルにとどまっている。やはりスポンサー会社等への売却は、私募ファンド等を介さずにスポンサー会社やその関連事業会社へ売却するのが主流となっているものとみられる。

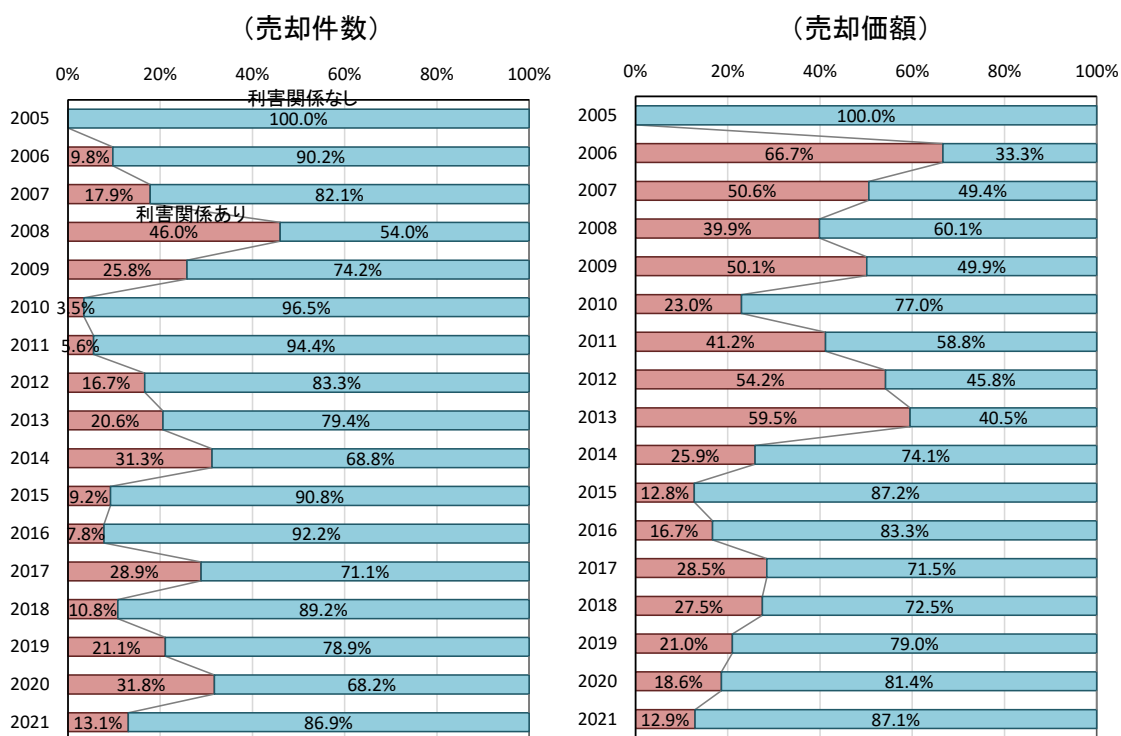
図 15. J-REIT における売却先の属性・利害関係別の売却件数・売却価額の推移



注) 2005 年以降の暦年ベースでの物件売却件数・売却価額を事業法人与特別目的会社それぞれについて利害関係の有無で分類し、それぞれの件数・価額の推移を示したもの。

図 16 は、売却件数・売却価額における売却先の利害関係の有無の比の推移を示したものである。やはり、売却件数、売却価額ともに、利害関係のない主体への売却割合の方が大きい。なお、売却価額ベースではここ数年利害関係のない主体への売却割合が増加傾向にあるようにも見える。これは、物件取得場面とは異なり、売却場面では相対的に高額な物件については利害関係のない者への売却が増えてきたことを意味することになる。高額物件はいわゆるコアアセットとなる物件が多いはずであり、取得場面では慎重を期してスポンサー会社等を経由する一方、売却場面では取得を希望する第三者に速やかに移転することで、スポンサー会社が高額物件を抱えるリスクも回避するというのではないかと。

図 16. J-REIT における売却先の利害関係の有無の比の推移



注) 2005 年以降の暦年ベースでの物件売却件数・売却価額を利害関係の有無で分類し、それぞれの割合の推移を示したもの。
 すべての売却先を対象としている。したがって、図 15 とは異なり、売却先に不動産投資法人、個人等を含み、売却先が事業法人か特別目的会社か不明の場合も含む。

(4) 売却件数・売却価額ベースでみた用途別の物件売却先の属性及び利害関係の有無

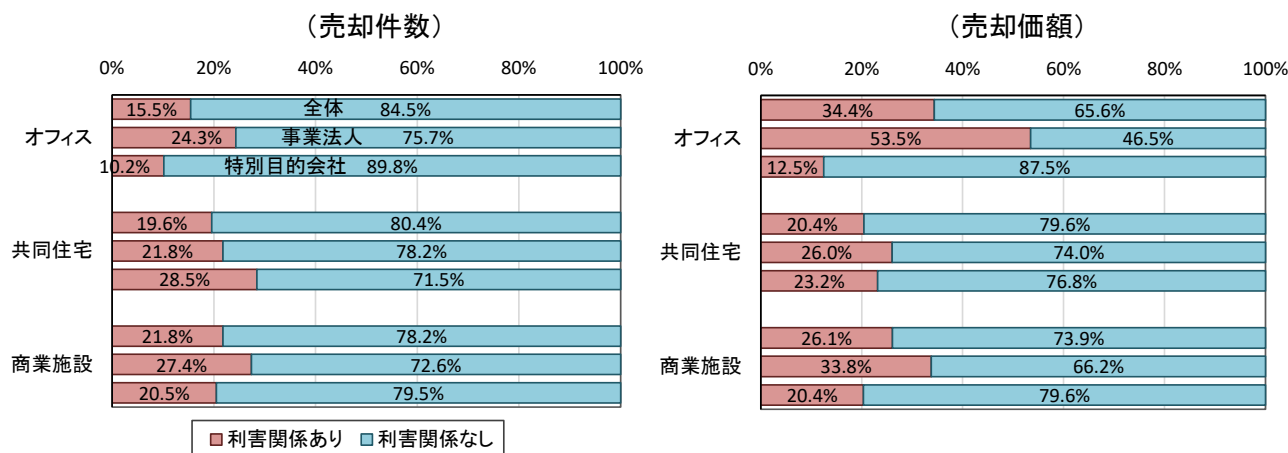
最後に、物件の売却先についても、物件の用途別、売却先の属性別の利害関係の有無について分析を試みる。ただし、既述のとおり物件売却数が物件取得数に比較するとはるかに少なく、用途によってはサンプル数がかなり少なくなる。そこで、3. (3) で取り上げた用途のうち、2005 年以降の売却件数が 100 件超である用途のみを取り上げることとした。図 17 は、2005 年以降に売却した物件の取得先について、物件の用途別、取得先の属性別に、売却件数及び売却価額ベースで、利害関係の有無の比を示したものである。

取得先と比べると、利害関係のない売却先の割合がかなり高い。また、用途別、属性別の差もあまり目立たない。その中で特徴的なのは、売却価額ベースでのオフィスの数値である。特に売却先が事業法人である場合においては、売却価額ベースで過半が利害関係のある者に対する売却となっている。J-REIT が取得するオフィスには大型オフィスビルが多く¹¹、不動産の中では比較的流動性が高いオフィスビルであっても、価格の面などに

¹¹ 利害関係のある事業法人に対して売却したオフィスビルのうち、延床面積 3000 坪以上のビルが全体の 6 割強を占める。なお、

において投資法人・資産運用会社側で適切な売却先を見出すことが必ずしも容易でなく、大手デベロッパーであるスポンサー会社への売却が多くなっている¹²ことによると考えられる。

図 17. J-REIT における用途別・売却先属性別でみた利害関係の有無の比



注) 各用途とも、上から順に全体、事業法人、特別目的会社それぞれの利害関係の有無の比を示している。

対象は、2005 年以降 J-REIT が売却した物件である。

売却件数が 100 件超の用途のみ取り上げている。

事業法人、特別目的会社の定義については、図 8 の注書を参照。

全体は、全ての取得先を対象としており、事業法人、特別目的会社のほか、不動産投資法人、個人等を含み、取得先が事業法人か特別目的会社か不明の場合も含む。

むすび

以上、J-REIT による不動産の取得・売却における相手方について、属性や利害関係の有無に即して分析を試みた。その時々々の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等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取引相手まで分析対象に加えるべきであろうが、この点については利害関係の有無に即した分析により、利害関係のある特別目的会社との取引はスポンサー会社との取引とほぼ同一視し得ることから、(スポンサー会社等が利害関係のない第三者から不動産を仕入れたのか、スポンサー会社等が自ら開発等したのかなどについては不明のままであるが、)ある程度の実態はつかめたのではないかと考える。

今後とも J-REIT による不動産売買の相手方については、不動産証券化市場の実態を把握する上でも、注視していくことしたい。

(齋藤 哲郎)

¹¹ 「3000 坪以上」とは、ビル実態調査((一社)日本ビルディング協会連合会)における大規模ビルの基準である。

¹² 主だったところとしては、東京建物(株)、三井不動産(株)、三菱地所(株)、野村不動産(株)、森トラスト(株)、森ビル(株)、日鉄興亜不動産(株)、エス・ティ・ティ都市開発(株)、東急不動産(株)といったところが挙げられ、これらが件数全体の8割超を占める。