

はじめに

J-REIT 市場創設から今年で 25 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リーマンショック後の停滞期を経つつも全体としては増加傾向にあり、2025 年5月末で約 27.7 兆円(開示評価額ベース)、物件数 4,873 に達している¹。これは上場銘柄数の増加(2025 年5月末現在で 57 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や利害関係の有無に即して分類・集計し、その傾向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。なお、同様の考察は過去にも行ってきたが²、今回は相手方の法的属性³のみならず、実態上の属性として業種に着目した分析も試みた。

まず前編では、J-REIT における不動産の取得先の属性に着目して分析を進めることとする。

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。

1. 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。不動産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、合同会社又は有限会社(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⁴である。このスキームは、合同会社

¹ 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) (<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/index.html>) による。

² 拙稿「J-REIT にみる不動産証券化市場における取引主体の傾向(前編)(後編)」(土地総研リサーチ・メモ 2022 年 12 月 1 日・2023 年 1 月 5 日) (https://www.lij.jp/news/research_memo/20221130_1.pdf・https://www.lij.jp/news/research_memo/20230104_1.pdf) など。なお、本稿はこの拙稿をベースにして作成したものである。

³ 例えば株式会社、合同会社、有限会社など。これらは名称のみから判断可能であり、分析が比較的容易である。

⁴ 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。

(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(2006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る。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、数は少ないがビ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と区別する意味で一般に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ビ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、取得先が別の不動産投資法人である場合もある。J-REIT、私募リートいずれのケースも存する。

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。

2. J-REITにおける物件取得先の法的属性

まず、J-REITが不動産(不動産信託受益権を含む。)を取得する際にどのような法的属性の保有主体を取引の相手方としているのかについて、時系列でみていくこととする。以下では、物件数と取得価額合計それぞれに即して分析を試みる。

(1) 取得件数ベースでみた物件取得先の法的属性に係る変化

図1は、不動産投資法人の上場が開始された2001年以降における物件取得の相手方の法的属性別にみた取得件数の暦年での推移である。

2008年後半に発生したリーマン・ショックの直後にあたる2009年から2011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わかる。その後、主な取引相手が有限会社から合同会社へ移行するとともに、2013年頃から特定目的会社との取引件数が増えている。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2011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。その後2010年代から2020年代初頭にかけては、合同会社や特定目的会社からの取得件数は減少傾向にあるのに対し、株式会社からの取得件数は増加傾向にある。これは不動産私募ファンド等からの取得が減り、スポンサー会社等からの取得が増えていることを示していると考えられる。ただ、ここ2～3年は合同会社や特定目的会社からの取得件数も横ばいしないしやや増加傾向に転じたようにみえる。コロナ禍が収束し、ホテル等の取得が回復傾向にあることによるものと考えられる。

注)2001 年以降 2024 年までの暦年ベースでの物件取得件数を取得先の法的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。

2001 年と 2002 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。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取得している場合には、それぞれ件数としてカウントしている。

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。

取得先が法的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、学校法人、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。

以上、特に注書の無い限り、図2以下においても同じ。

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。)

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。図 1 と同様に、リーマン・ショックの時期以降における私募ファンド系の取引主体の減少、有限会社から合同会社への移行、特定目的会社との取引増加、2010 年代以降の私募ファンド系との取引減少とスポンサー企業等との取引増加とここ2〜3年の若干の揺り戻しといったことがわかる。ちなみに、2010 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、この年は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

図 1. J-REIT における取得先の法的属性別の物件取得件数の推移

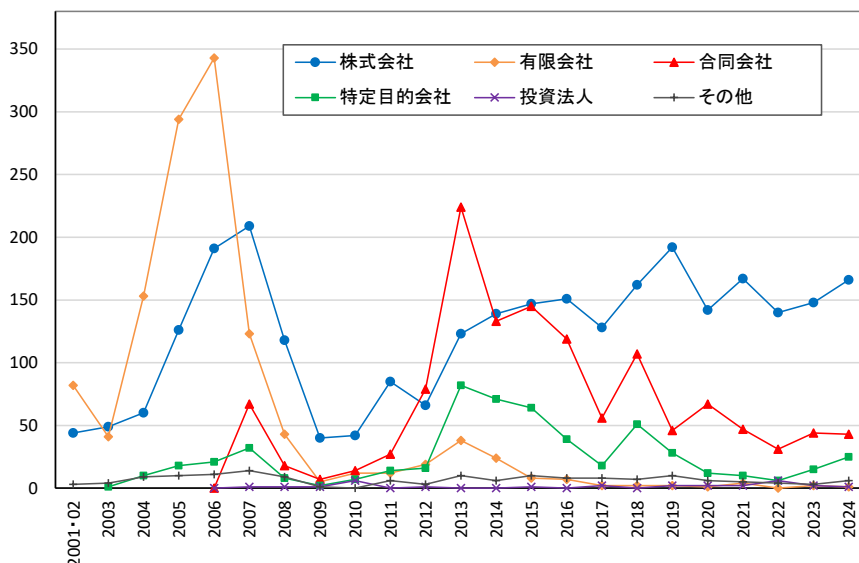
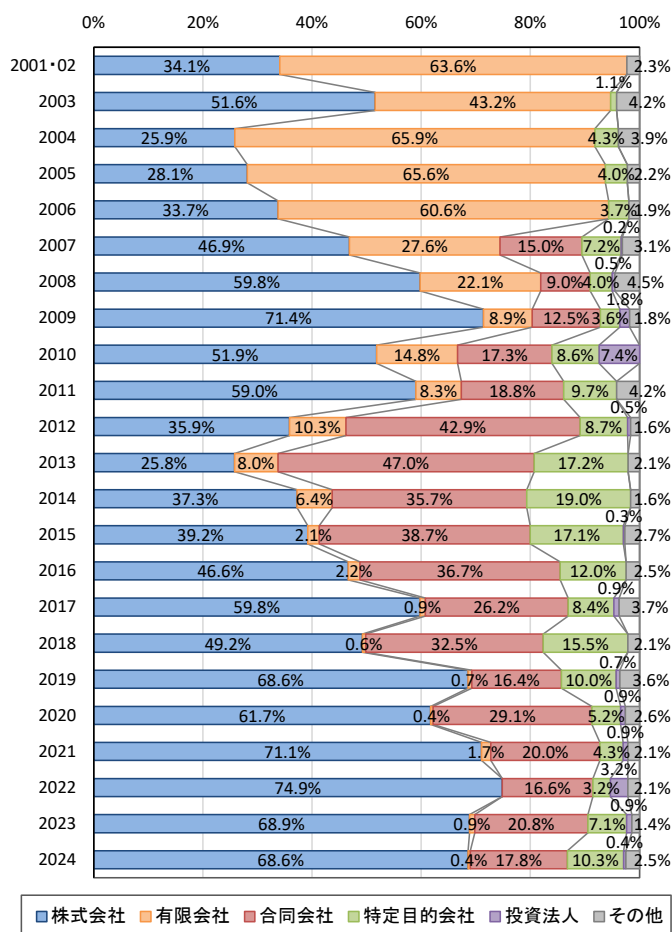


図 2. J-REIT における取得先の法的属性別の物件取得件数割合の推移



注)2001 年以降 2024 年まで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。

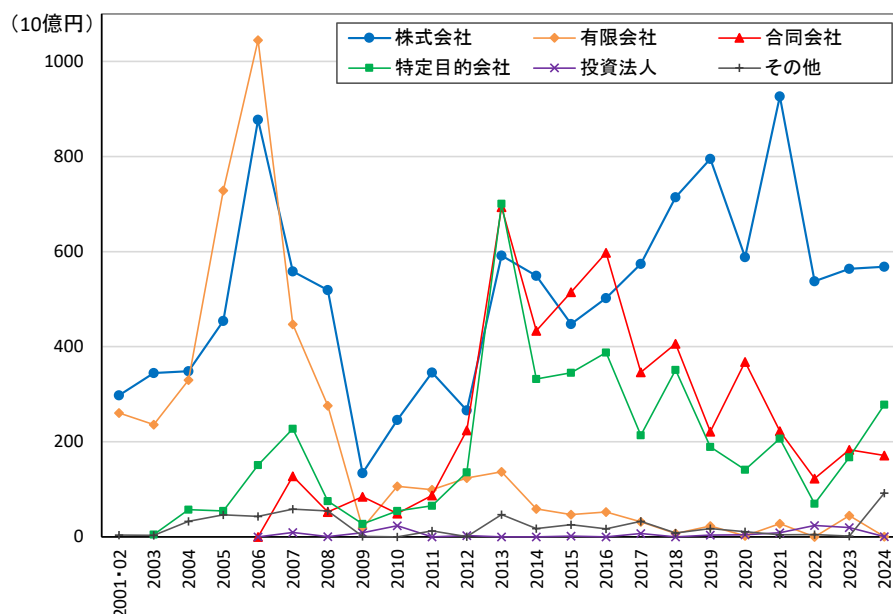
からず、投資法人間での取引に至ったものと推察される。ここ6年程件数は少ないものの投資法人からの取得が続いている。私募リートを含めると投資法人数は増加傾向にあり、取引相手としてある程度のウェイトを占めるようになったのであろう。

(2) 取得価額ベースでみた物件取得先の法的属性に係る変化

図3は、2001年以降における物件取得の相手方の法的属性別にみた取得価額の暦年での推移である。2009年から2011年にかけて取得価額が急減していること、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、2010年代以降取引相手が私募ファンド系からスポンサー会社等へ移行しつつあったが、ここ2～3年合同会社や特定目的会社からの取得価額も横ばいないしやや増加傾向にあることなど、取得件数の場合と同様の傾向が見受けられる。

2013年頃からの特定目的会社との取引価額のレベルは件数のレベル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つば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5・6参照。)。なお、2024年に「その他」の取得価額が急増しているが、これは5年振りに外国法人からの海外物件の取得があったことによるものである。

図3. J-REITにおける取得先の法的属性別の取得価額の推移



注)2001年以降2024年までの暦年ベースでの物件取得価額を取得先の法的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。

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。

取得先が複数の主体である場合には、均等に按分した上で、法的属性別の割合で取得価額に加算している。この場合、個人と法的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。

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改築については取得先を請負先会社として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。

以上、特に注書のない限り、図4以下においても同じ。

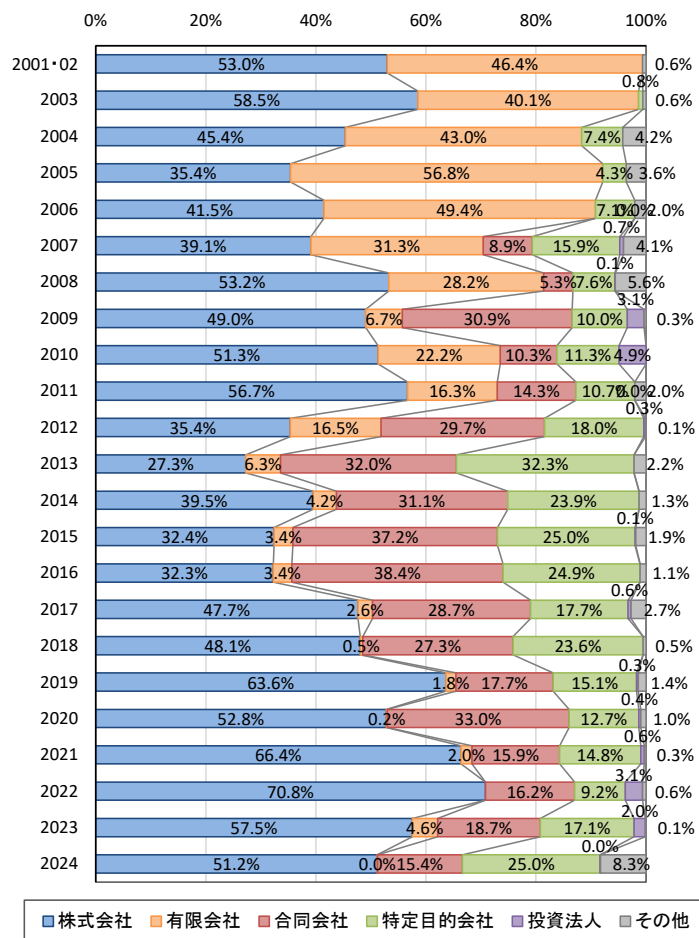
図4は、図3のデータを暦年ベースでの割合で示したものである。図2と同様の傾向がみとれるが、図2と比較すると、直近に至るまで特定目的会社の割合が大きくなっている。やはり比較的高額な物件に特定目的会社が用いられてきているようである。また、2024年は「その他」の割合が過去最大となった。

(3) 物件用途別でみた取得先の法的属性

次に、物件の用途によって取得先に係る法的属性の傾向に違いがあるかどうかについてみていく。図5は、J-REITの取得物件を主な用途別に分け、それぞれの用途において取得先の法的属性別の取得件数割合を示したものである。

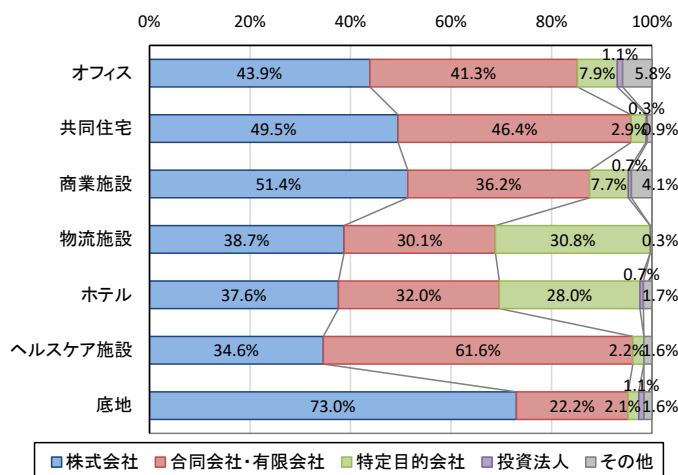
まず特徴的なのは、底地の取得先の7割を株式会社が占めることである。具体的な取引先を個別に精査してみると、次のようなパターンが多いことによるようである。まず取得先自らの本業のために保有している土地・建物のうち、土地のみを取得するケース(例えば、ホームセンターの土地・建物のうち、土地のみを当該ホームセンターを経営する会社から取得する。)である。要は、セール・アンド・リースバックの敷地バージョンである。もともと商業施設等の経営主体としては、リスク資産である不動産の保有をできるだ

図 4. J-REIT における取得先の法的属性別の物件取得価額割合の推移



注) 2001 年以降 2024 年までの暦年ベースでの物件取得価額合計を取得先の法的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の。

図 5. J-REIT における取得物件の用途別でみた取得先の法的属性の件数割合



注) 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、2001 年以降 2024 年までに J-REIT が取得した物件すべてであり、売却済みの物件も含む。

合同会社と有限会社は、同じ不動産証券化スキームで用いられるビークルであるため、ひとまとめにしている。

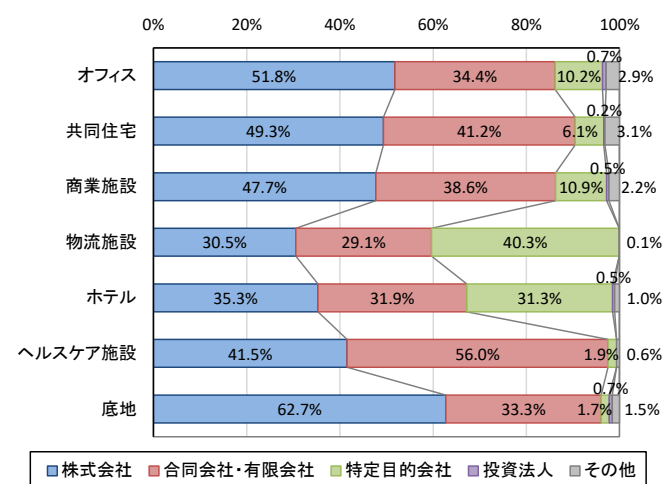
以上、図6も同じ。

け避ける傾向が強い一方、商業施設のような汎用性の乏しい物件の場合、オフィスのように建物を含めて他者に譲渡した上で賃借することが難しいケースが多いことによる⁵。次に、このケース以上に多いのが、民間デベロッパー等が保有する事業施設用地を取得するパターンである。通常民間デベロッパー等が事業施設を開発・取得する場合は、リスクオフや資金調達の観点から、私募ファンドを組成して不動産投資ビークルが保有することも多いが(1. 参照。)、敷地のみの保有であれば、建物整備コストがない分初期投資が小さくなり、増資や借入による新たな資金調達の必要性が相対的に低くなるほか、テナント退去等による賃料減収リスクが低く⁶、減価償却や維持・修繕がないため建物に比べて管理コストが低く、災害等による資産価値の下落リスクも低いことから⁷、民間デベロッパー等自らが保有するパターンが相対的に多いことによる。

次に特徴的なのは、不動産証券化スキームにおける代表的なビークルである合同会社・有限会社(GK(YK)ーTK スキームの場合)と特定目的会社(TMK スキームの場合)とを比べると、物流施設とホテルでは両者の割合がほぼ同じであるのに対し、他の用途、特に共同住宅とヘルスケア施設では合同会社・有限会社の割合が圧倒的に大きいことである。その要因としては、TMK スキームが盛んに用いられるようになったのは、ここ十数年ほどであり(1. 参照。)、J-REIT において物流施設やホテルの取得が本格化した時期と重なることがまず挙げられる。また、TMK スキームの場合、会社設立後資産流動化計画等を作成して業務開始届出を提出する(資産流動化法第4条)など GK(YK)ーTK スキームに比べると手続きが煩雑であり、相対的に価額の低い物件が多い共同住宅やヘルスケア施設にとっては手続上の負担が大きいことによるものと考えられる。

図6では、図5と同様の分析を取得価額ベースで行ってみた。用途別の傾向は図5と変わらないが、物流施設における TMK の割合がさらに高くなっている。用途別では、1件当たりの平均取得価額は物流施設が最も高く⁸、高額物件を中心に TMK が用いられていることがわかる。なお、あくまで推察であるが、物流施設の取得先に TMK が多いのは、TMK を用いた方が法的手続きが法令等の文言上明確であることから、外資系が多い物流施設系投資法人やその運営会社は外観的な法的信頼度の高い TMK を指向する傾向が強いのではないかと考える。

図 6. J-REIT における取得物件の用途別でみた取得先の法的属性の取得価額割合



⁵ 実際、底地物件に立地する建物の大部分は商業施設である(拙稿「J-REIT の保有不動産における規模の傾向とその推移」(土地総研リサーチ・メモ 2019 年 11 月 28 日)(https://www.lij.jp/news/research_memo/20191129_2.pdf)p3~4)。

⁶ 建物からのテナント退去は相当程度の確度で想定されるが、土地から建物を整備・保有するテナントが退去することは、建物等に係る初期投資や建物撤去費用などを勘案すれば、建物からの退去に比べ、かなり確度が低くなる。

⁷ 拙稿「商業施設における賃貸借契約の形態とリスク管理」(土地総研リサーチ・メモ 2020 年 8 月 31 日)(https://www.lij.jp/news/research_memo/20200831_2.pdf)p6~7。

⁸ 2024 年末までの J-REIT における取得物件1件あたりの概ねの平均取得価額は、物流施設が約 82 億円なのに対し、オフィスは約 77 億円、共同住宅は約 16 億円、商業施設が約 67 億円、ホテルが約 52 億円、ヘルスケア施設が約 19 億円、底地が約 32 億円である。なお、これらの数値の算出では、分割取得分はまとめて1件としている。

3. J-REIT における物件取得先である株式会社等に係る実態上の属性

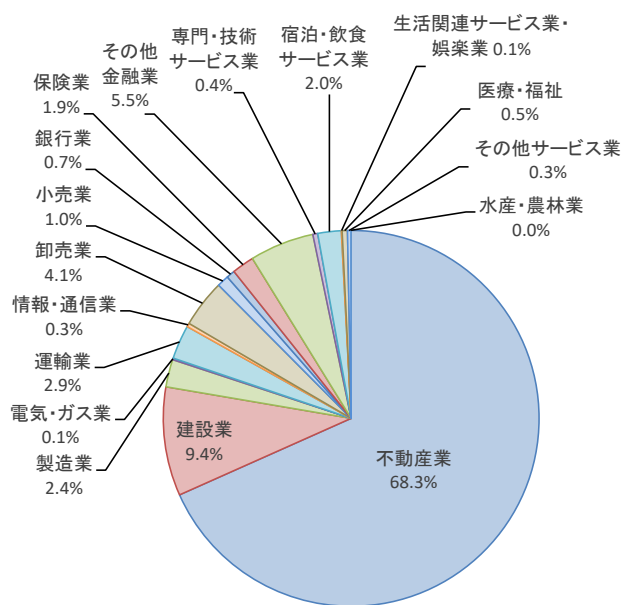
次に、J-REIT が不動産を取得する際の取引の相手方について、実態上の属性についてどのような傾向がみられるかについてみていくこととする。実態上の属性に着目するのであるから、物件取得先が単なるピークルである場合は除外し、取引主体が株式会社又は相互会社である場合に絞ることとする。また、実態上の属性としては様々なものが想定されるが、ここでは比較的容易に捕捉可能な「業種」に着目して分析を試みる。業種分類の設定手法⁹及び業種の判定手法¹⁰については、脚注を参照されたい。以下では、法的属性に係る分析と同じく物件数と取得価額合計それぞれに即して分析を試みる。

(1) 取得件数ベースでみた物件取得先に係る業種の分布

図7は、J-REIT が 2024 年までに取得した不動産において、物件数ベースで取得先が株式会社又は相互会社である場合の当該株式会社等の業種の割合を示したものである。当然ながら、不動産業が全体の約7割を占め最も多くなっている。次いで建設業(9.4%)、その他金融業(5.5%)、卸売業(4.1%)、運輸業(2.9%)、製造業(2.4%)、宿泊・飲食サービス業(2.0%)の順となっている。各業種について若干補足すると、建設業には大手デベロッパーでもあり、J-REIT のスポンサー会社でもある大手ハウスメーカー2社が取得先である物件が多数含まれており、この2社を除くと割合は 3.9%まで減少する。その他金融業については、ほとんどが総合リース会社となっている。卸売業については、大部分が大手商社となっており、一部は J-REIT のスポンサー会社でもある。運輸業は、鉄道会社が目立っていたものの、昨年大手物流会社からまとまった物件取得があり、鉄道会社と物流会社のシェアは同程度になっている。製造業については、取得先会社の業務分野も会社規模もまちまちである。宿泊・飲食サービス業については、多くがホテル運営会社であり、J-REIT のスポンサー会社も複数含まれる。飲食サービス業からの取得は1件のみである。

次に、取得先会社の業種別の取得件数がどのように推移してきたかについてみていく(図8)。不動産業は全期間を通じて高い割合を占めていることから、ここでは不動産業以外の業種についての取得件数の推移を取り上げる。ある程度以上の件数が存する業種でなければその傾向を把握できないことから、卸売業と小売業、銀行業と保険業はそれぞれ1業種に統合するとともに、物件取得件数割合が 0.5%以下の業種は「そ

図 7. J-REIT における取得先に係る業種別の物件取得件数割合



注) 2001 年以降 2024 年までの物件取得件数を取得先の業種に応じて分類し、それぞれの件数の割合を示したもの。

集計対象は、株式会社又は相互会社であり、延べ 2873 社となる(図 7～10 も同じ。)。

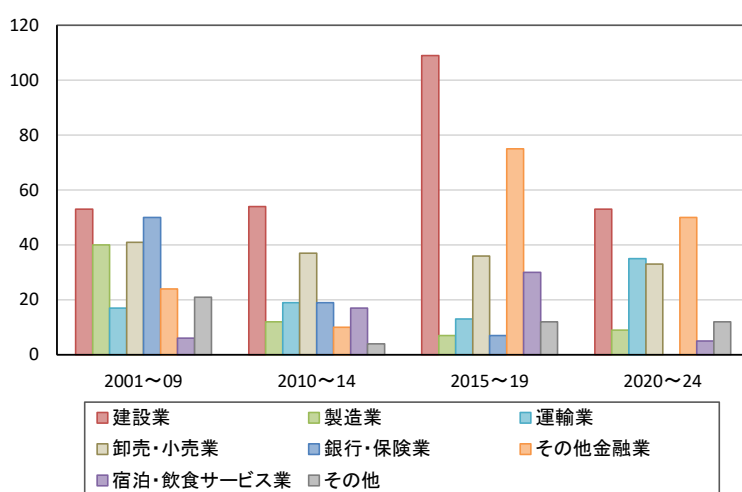
⁹ 業種分類の設定は、原則として証券コード協議会(事務局:東京証券取引所)が定める業種別分類表の中分類に準拠している。ただし、大分類である製造業に属する業種は「製造業」として、陸運業、海運業、空運業及び倉庫・運輸関連業は「運輸業」として括るとともに、サービス業については、日本標準産業分類の大分類を参考に専門・技術サービス業、宿泊・飲食サービス業、生活関連サービス業・娯楽業、医療・福祉、その他サービス業に細分している。また、マンション管理業については東京証券取引所はサービス業として分類していたが、ここでは日本標準産業分類・小分類の不動産管理業の一種として不動産業に位置づけている。

¹⁰ 個々の会社の業種判定は、上場会社については、東京証券取引所の分類に従い、非上場会社については、当該会社 HP 及び各投資法人のプレスリリース資料に基づき判定している。業種判定時期は不動産取得時であり、その後の当該会社の業態変更等は反映していない。

の他」としてまとめている。また、暦年での推移では各年の変動が大きくなり傾向が読みづらいことから、リーマンショックの影響が強く残る 2009 年までと 2010 年以降5年刻みで取得件数をまとめた。

建設業は各期とも取得件数 50 超で推移している。2015～19 年に取得件数が多くなっているのは、大手ハウスメーカー2社がそれぞれスポンサーとなっている投資法人による本格的物件取得が進んだことによる（上場なしスポンサー変更があったのは 2010～14 年）。製造業は、2001～09 年の取得件数は多かったもののその後は低めに推移している。資産のオフバランス化が盛んにおこなわれた時期に物件供給が多かったものと考えられる。運輸業は、各期安定して推移している。2020～24 年にやや多くなっているのは、既に触れた大手物流会社からのまとまった物件取得があったことが影響している。金融業については、銀行・保険業が減少傾向で 2020～24 年には0件となったのに対し、その他金融業は 2015 年以降の方が明らかに多くなっている。銀行業については、自己資本比率規制の強化等により不動産の保有自体が制約されたことによるものと考えられる。銀行からの物件取得は 2010 年以降行われていない。ちなみに、J-REIT の物件取得先となっていた銀行はすべて信託銀行である。なお、保険会社については現在も多くの不動産を保有しているはずであるが、このところ保険業からの不動産取得がない理由はさだかでない。宿泊・飲食サービス業については、2015～19 年の取得件数が多くなっている。この頃ホテル系投資法人の相次ぐ上場があったことによるものと考えられる。

図 8. J-REIT における取得先の業種別の物件取得件数の推移（不動産業以外）



(2) 取得価額ベースでみた物件取得先に係る業種の分布

図9は、J-REIT が 2024 年までに取得した不動産において、取得価額ベースで取得先が株式会社又は相互会社である場合の当該株式会社等の業種の割合を示したものである。物件数ベースでの業種割合の分布とよく似ているが、比率が高めの業種の中では、物件数ベースと比較して製造業、小売業、銀行業の比率が高い一方、卸売業、宿泊・飲食サービス業の比率が低くなっている。不動産業については、取得価額ベースの比率の方がやや低めとなっている。用途別の物件数では最も多く、1件あたりの平均取得価額は最も低い共同住宅の取得先がほぼ不動産業であることによるものと考えられる（共同住宅の供給主体としては、不動産業と建設業以外の業種は想定しづらい。）。

図 9. J-REIT における取得先に係る業種別の物件取得価額割合

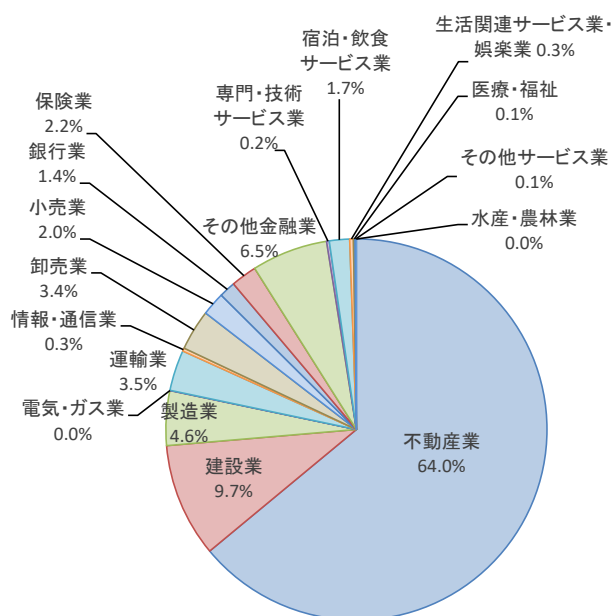


図 10 は、取得先会社の業種別の取得価額がどのよう

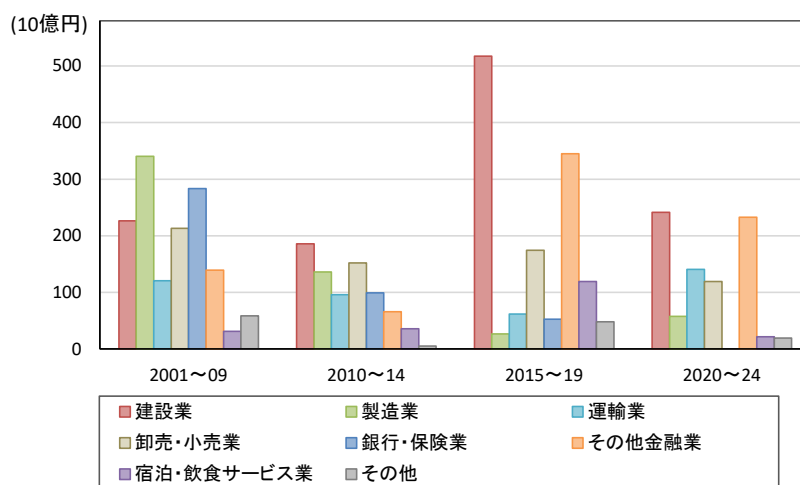
に推移してきたかを示したものである。図8と同様に不動産業以外の業種について、一部業種を統合した形で示している。その傾向は取得件数ベースと非常に似通っており、取得件数ベースと取得価額ベースとでの目立った相違はみられない。

なお、J-REIT の物件取得先として現れるスポンサー会社又はその関連会社の多くについて、その業種は不動産業である。したがって、スポンサー会社等以外の取得先の業種がどのようなになっているかについても分析する必要があると考えるが、この点については後編にて取り上げることとしたい。

ちなみに、不動産業については、取得件数ベースでも取得価額ベースでも J-REIT のスポンサー会社である大手デベロッパー等が上位を占めている。ただ、取得件数ベースにおいては、いわゆる総合デベロッパーのほか、マンション開発専業会社も数社上位に名を連ねている一方、取得価額ベースでは、商業施設、物流施設の開発をそれぞれ専業とする会社が含まれている。

以下、後編に続く。

図 10. J-REIT における取得先の業種別の物件取得価額の推移(不動産業以外)



(齋藤 哲郎)