

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、その結果について時系列での変化を含めて分析している。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。

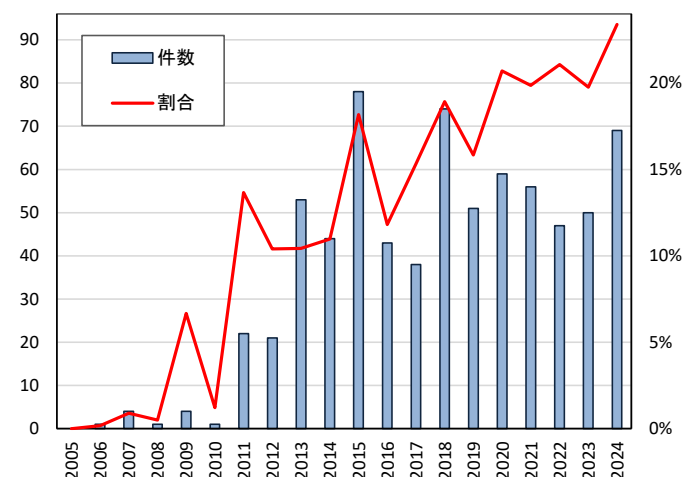
4. J-REIT における物件取得先との利害関係の有無

(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やそ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として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 11. 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。

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。2010 年代以降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 11)、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ほぼ同一視できる一方、後者は投資法人・資産運用会社が(利害関係者が媒介するケースもあるものの)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、さらにそれぞれを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)に当たるが、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 12 は、物件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とに分け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10年ほど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。

他方、利害関係のない取得先については、2018 年までは取得件数、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、

³ プレスリリース資料上では、取得先の同意が得られていないため非開示とする旨並びに当該投資法人・資産運用会社と取得先との間には、資本関係、人的関係及び取引関係は一切なく、取得先は当該投資法人・資産運用会社の関連当事者ではない旨記載するのが通例である。

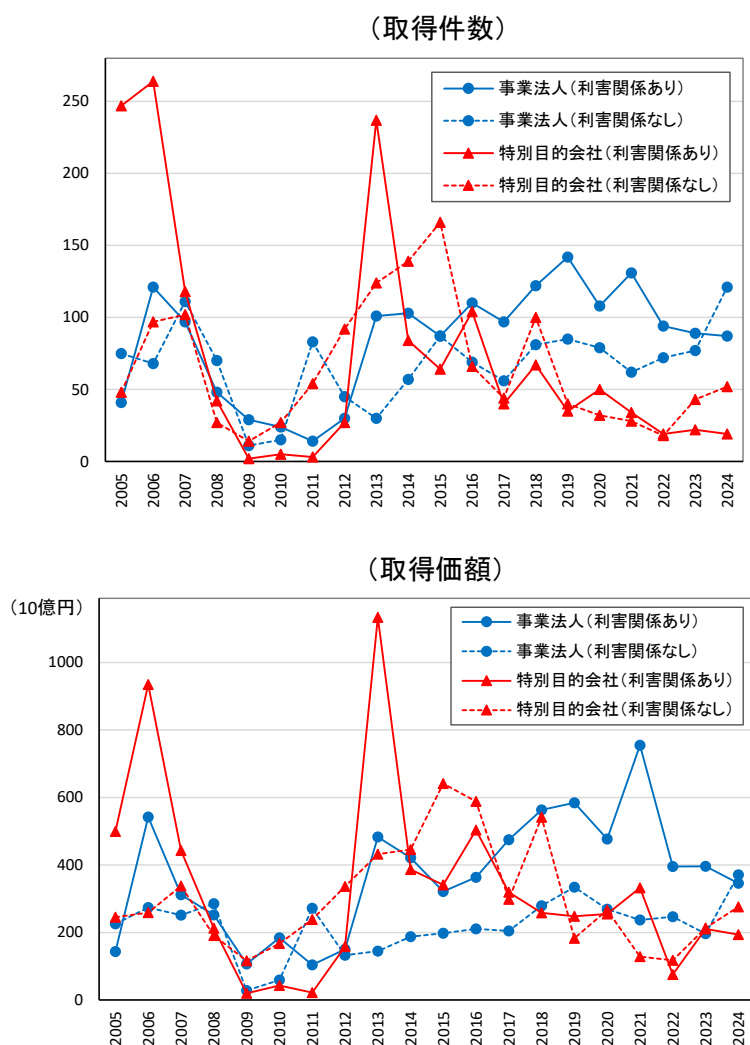
⁴ 取得先が事業法人か不動産投資ビークルかも不明である非開示件数は、2005 年以降 0%から 7%弱で推移しており(最も高かった 2021 年で 6.7%)、2005 年以降の取得物件全体での非開示率は、2.0%にとどまる。

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。

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休眠状態になっていた不動産投資ファンドが清算等に伴う物件処分を行ったことによるものと考えられる。2019 年以降は取得件数ベースでは事業法人からの取得の方がかなり多めに推移している一方、取得価額ベースではやや事業法人の方が多めであるものの目立った差はみられない。前編でも触れたとおり共同住宅等比較的単価の低い物件は事業法人から直接取得し、物流施設等単価の高い物件は TMK 等ビークルから取得するというすみ分けが生じたことから、取得件数ベースと取得価額ベースとでの傾向の違いが表れたものと考えられる。

図 12. 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、相互会社のほか、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。

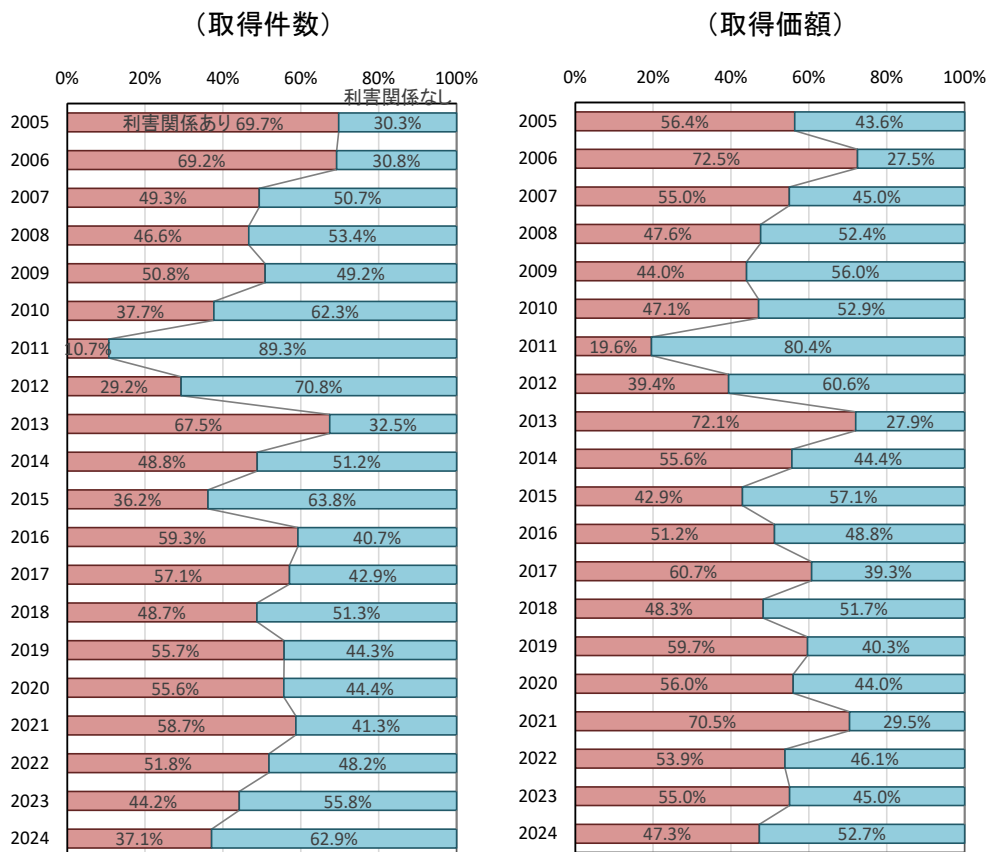
事業法人、特別目的会社以外の取引先(不動産投資法人、個人、公共団体等)は対象に含まない。

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13以下においても同じ。

図13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4年ほどは利害関係のある取得先の割合が徐々に低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。

図 13. 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。
すべての取得先を対象としている。したがって、図 12 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。

(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別の利害関係の有無

図 14 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。

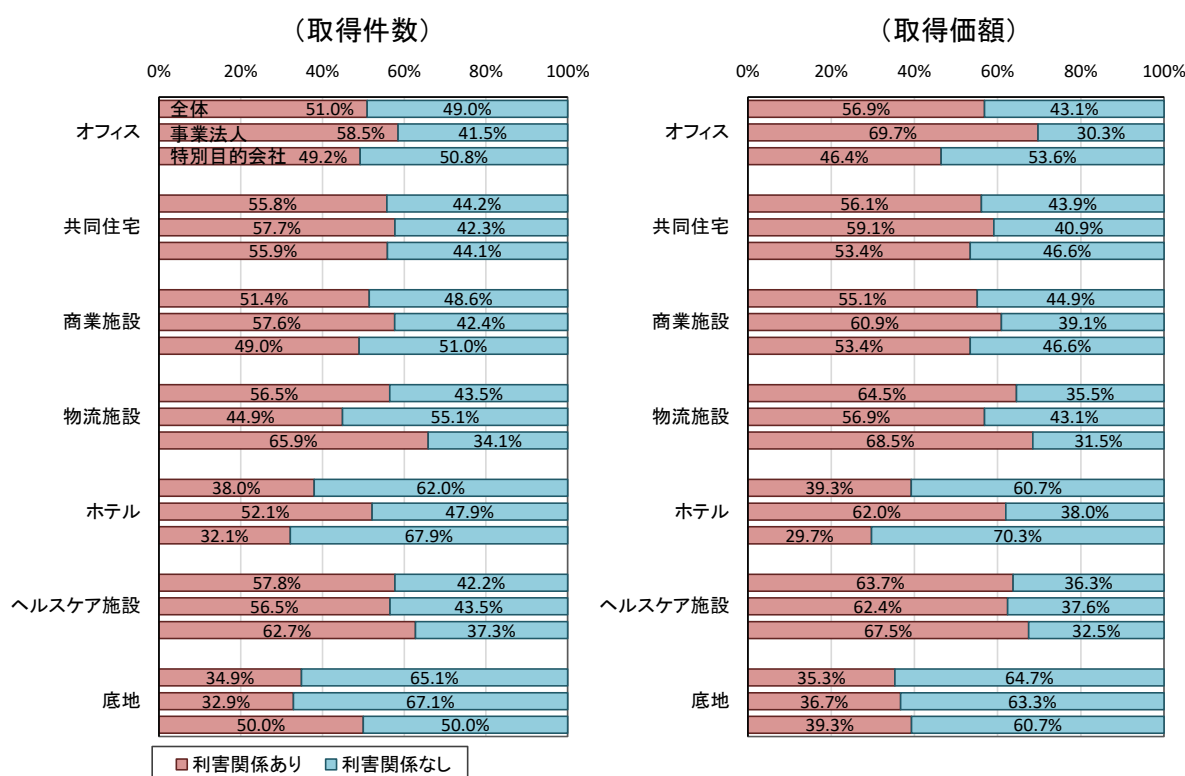
はじめに取得先全体についてみると、物流施設、ヘルスケア施設で利害関係ありの割合が高め(取得件数、取得価額ともに6割前後)であるのに対して、ホテルと底地で利害関係ありの割合が低い(取得件数、取得価額ともに3割台)。まず、底地で利害関係ありの割合が低い点については、2.(3)で触れたように、商業施設等の経営主体や(スポンサー会社等以外の)民間デベロッパーから直接取得するケースが多いことによるものと考えられる。ホテルで利害関係ありの割合が低いのは、ホテルの場合オフィス、集合住宅等にはみられない専門的なオペレーション業務が必須であり、一般的なプロパティマネジメント会社では対応困難であることから、不動産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(あった)複数の大手ホテル経営会社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。

図 14. 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 2024 年までに J-REIT が取得した物件 (2024 年末時点で取得予定のものを含む。) 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 12 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。

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。

(4) 利害関係のない物件取得先に係る実態上の属性

J-REIT における物件取得先の実態上の属性として取得先の業種を取り上げた場合、取得件数ベース、取得価額ベースともにその約3分の2は不動産業であることは、前編の3.で触れたとおりである。これは J-REIT を構成する投資法人の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が不動産業であることによると思われる。そこで、スポンサー会社等以外の取得先の属性がどうなっているかを検証する趣旨で、投資法人等との利害関係のない取得先に絞ってその業種の分布を探ってみることとする。

図 15 は、J-REIT において利害関係のない取得先から不動産を取得した場合における当該取得先を業種で分類して取得件数割合を示したものである。不動産業が最も多いもののスポンサー会社等を含めた場合(図7)と比べると 10%ほど低下している。不動産業以外の産業では割合がやや高くなった業種が多い。特にその他金融業は 5.5%から 9.8%へと増加している。逆に減少がやや目立つのが卸売業であり、4.1%から 2.8%に低下している。不動産業と同様にスポンサー会社である大手商社からの取得分が除かれたことによる影響と考えられる。

図 16 は、J-REIT において利害関係のない取得先から不動産を取得した場合における当該取得先を業種で分類して取得価額割合を示したものである。やはり不動産業が最も多いもののその割合は半分を切っている。スポンサー会社等を含めた場合(図8)と比べると、その他金融業、運輸業、製造業の比率上昇が目立っており、特にその他金融業は割合が2倍超に増加し、全体の約15%を占めている。逆に減少が目立つのが取得件数ベースと同じく卸売業である。

図 15. J-REIT における利害関係のない取得先に係る業種別の物件取得件数割合

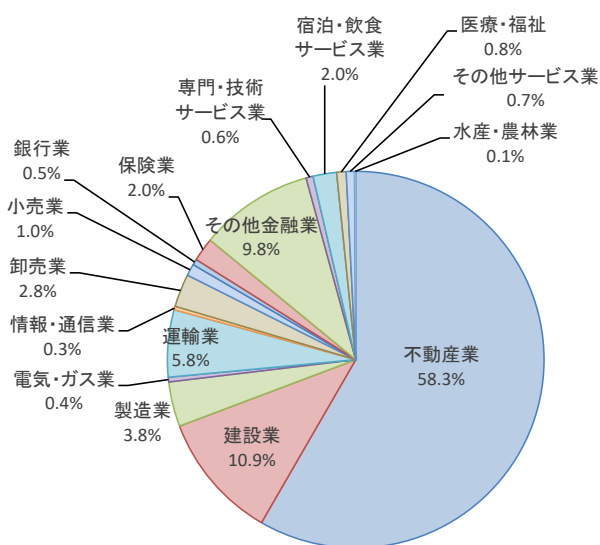
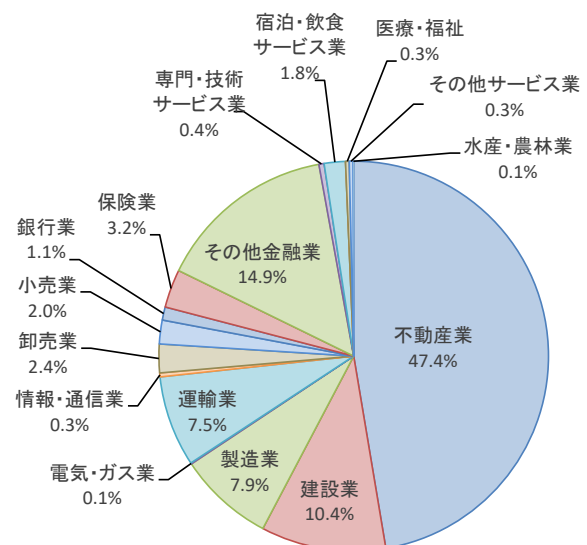


図 16. J-REIT における利害関係のない取得先に係る業種別の物件取得価額割合



注) 2001 年以降 2024 年までの利害関係のない取得先からの物件取得件数(2024 年末時点で取得予定のものを含む。)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 989 社となる(図 16 も同じ。)

注) 2001 年以降 2024 年までの利害関係のない取得先からの物件取得価額(2024 年末時点で取得予定のものを含む。)を取得先の業種に応じて分類し、それぞれの価額の割合を示したもの。

なお、利害関係のない取得先について物件取得件数ベース・物件取得価額ベースでみた場合、上位には大手総合デベロッパーも数社みられるもののさほど多くはない。上位5社くらいではその他金融業である総合リース会社が目立つとともに、上位20社くらいでは取得件数ベースでは準大手・中堅の不動産会社、取得価額ベース

では製造業を営む会社がやや目立つ。ちなみに、製造業の会社についてはいずれも大型の自社ビル等を売却したことによるものである。

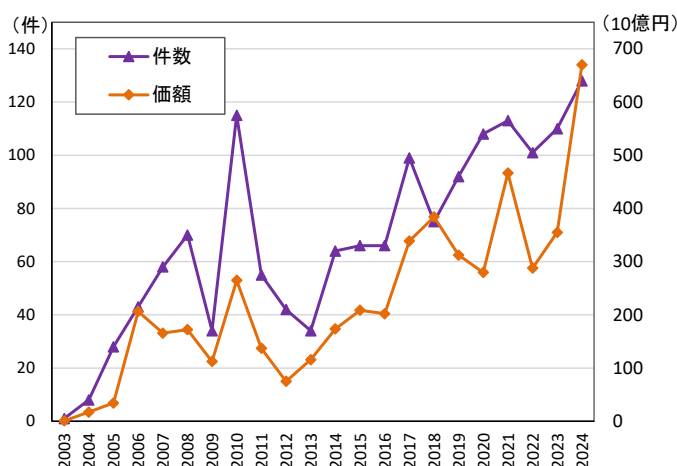
5. J-REIT における物件売却先の属性等

次に、検討対象を物件を取得する場面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高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 17 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、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。ちなみに、このグラフのように一部売却も件数に含めれば、昨年 2024 年は売却件数・価額とも J-REIT 市場開設以来最大となっている⁸。

図 17. 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 2024 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である。

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。

以上、特に注書のない限り、図 18 以下においても同じ。

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18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割弱程度である(図11参照。))⁹。したがって、売却先については、開示された情報のみで 2.3.で取得先に関

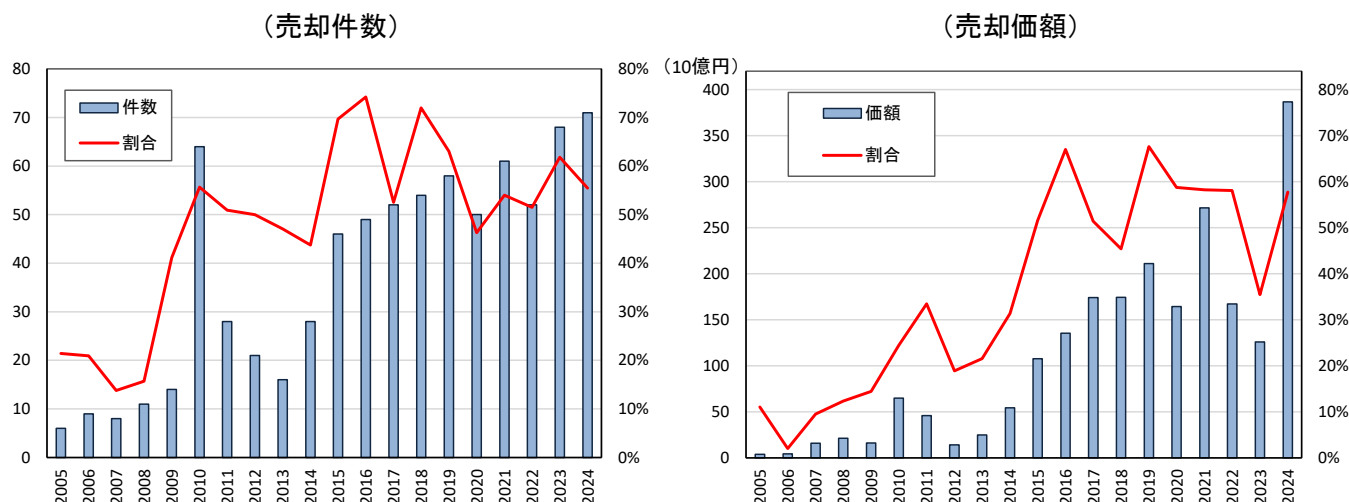
⁸ なお、J-REIT の保有物件数算出に当たっては、一部売却は件数として計上しないことから、このグラフの売却件数は通常の算出手法による場合に比べて多くなっている。本稿はあくまで取得先・売却先に係る分析を目的としているため、一部売却も件数として計上したものである。ちなみに、一部売却を除く売却件数が最も多かったのは、リーマンショック等世界金融危機下にあった 2010 年であり、この年は取得件数より売却件数の方が多かった。

⁹ 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であるが、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えば、できる限り開示することが望まれる。

して行ったよ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比率が高いということを示していることになる。

図 18. 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



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。)

(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、売却先名称は非開示であっても、売却先について株式会社、合同会社等の法的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、売却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。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売却先の件数割合は、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(97.4%)と比べると低いものの、82.4%まで高まる。

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 19)。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、売却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 10 年ほどでも、事業法人の件数の方が多い傾向にある。全般に売却件数は増加傾向にあるようにみえるが、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

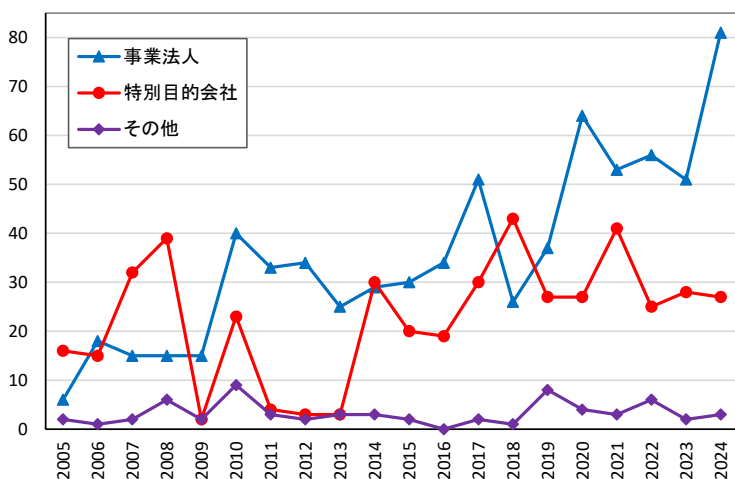
¹⁰ なお、2009・2010 年は、属性を全く捕捉できない取得先の件数割合が4割程度となっており、図 19 においてもやや数値が不正確となっている可能性がある。

売却価額に大きな差はなく、ここ数年も事業法人与特別目的会社との売却価額が大きな差を生じずに推移している点異なる。なお、昨年 2024 年については、事業法人、特別目的会社ともに特に売却価額ベースでの伸びが目立っている。

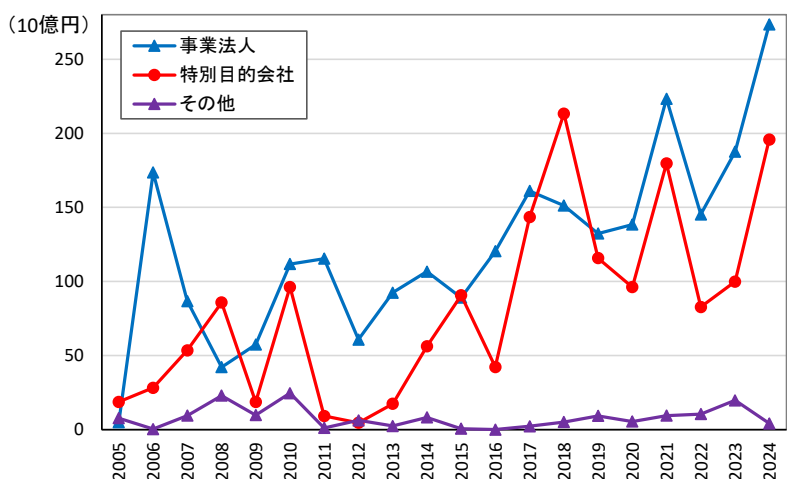
取得先属性別の物件取得数・取得価額の推移(図1・3)と比較すると、特に株式会社の物件取得価額の推移と事業法人の物件売却価額の推移は類似している。これは、J-REIT の場合、不動産の売却収入をそのまま不動産の購入資金に充てることが多く、売却価額と取得価額とがある程度呼応関係にあることによると考えられる。特に 2021 年に事業法人、特別目的会社ともに売却価額が高く、その年の株式会社からの取得価額も急増しているのは、売却収入を取得費用の原資としたものと推察される。ただし、昨年については売却価額が多かったにもかかわらず取得価額は横ばいとなっている。これは昨年の物件売却対価の多くが自己投資口の取得に充てられたことも一因であると考えられる¹¹。

図 19. 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

(売却件数)



(売却価額)



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 12 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。

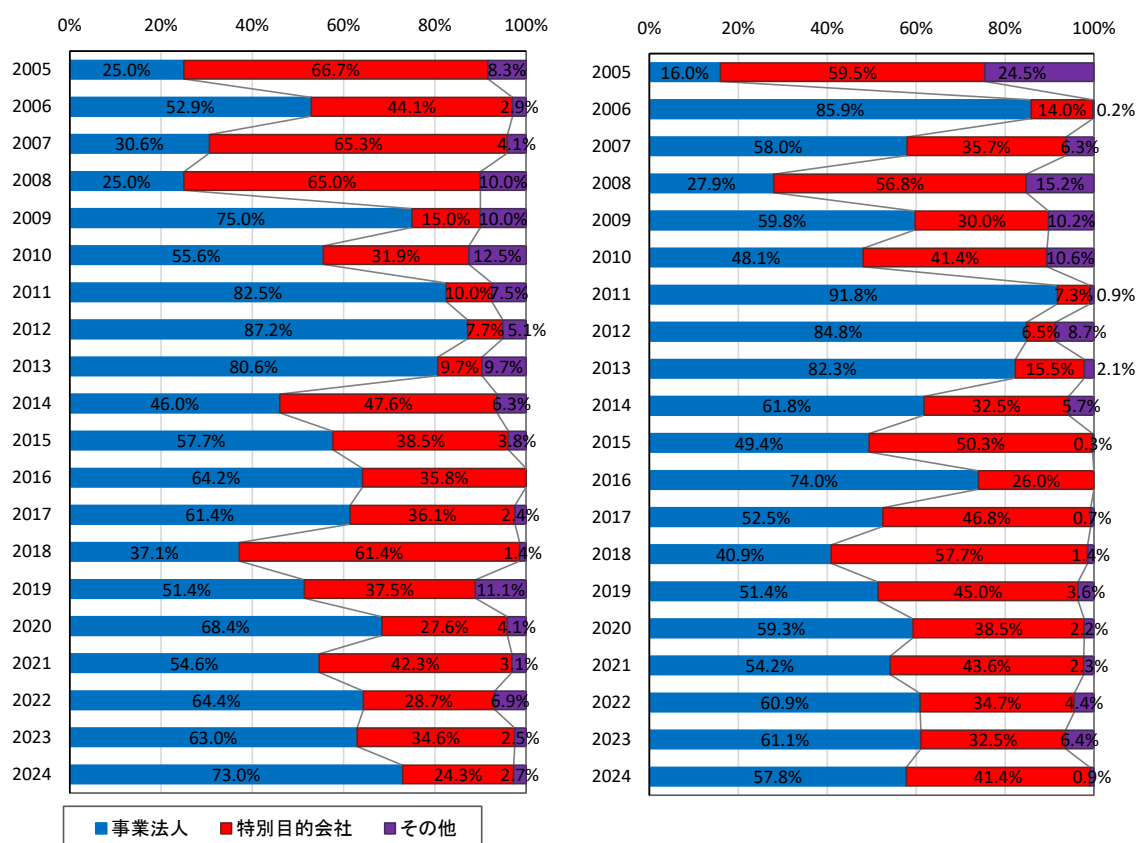
売却先が属性の異なる複数の主体である場合には、件数については、異なる取引とみなして加算している。売却価額については、均等に按分した上で、属性別の割合で売却価額に加算している。この場合、個人と属性非開示の主体については、それぞれ1つの主体とみなしている。

以上、別途注書がない限り、図 20 以下も同じ。

¹¹ 2024 年の J-REIT の自己投資口取得枠は 1008 億円(取得実績は 764 億円)であり、過去最高額であった 2022 年の取得枠 230 億円の4倍以上であった(不動産証券化協会「ARES マンスリーレポート(2025 年 1 月)」p3)。

図 20 は、上記データについて年別の割合の推移を示したものである。やはりリーマンショック前までは売却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、その後若干揺り戻したものの、昨年まで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か事業法人の割合がやや多い年が続いている。

図 20. 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
(売却件数) (売却価額)



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。

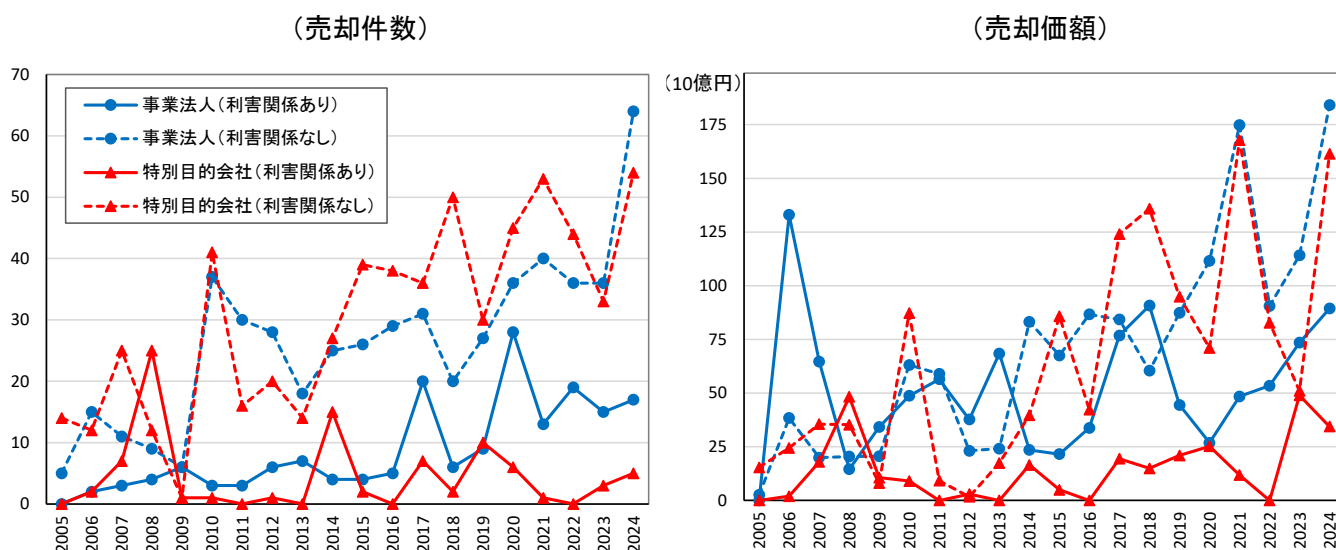
取得先属性別の物件取得数・取得価額の割合の推移(図2・4)と比較すると、リーマンショック後の取得件数・価額における合同会社・有限会社の割合の急低下と売却件数・価額における特別目的会社の割合の急低下といった類似した点はあるものの、リーマンショック等の影響は、物件取得の場面の方が早く表れ、そこからの回復も物件取得の方が早くなっている(物件取得では 2008 年にはその影響が表れているが、物件売却で影響が表れるのは 2009・2010 年である。また、物件取得では 2012 年には回復しているが、物件売却での回復時期は 2013・2014 年頃となっている。)。リーマンショック等の影響は、物件取得の場面の方が早く表れた理由は判然としないが、一部の不動産私募ファンドがリファイナンスに向けた不安から、J-REIT への売却(=J-REIT による取得)により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不動産ファンドが、不動産投資市場の再活性化を背景に J-REIT に対する保有不動産の売却処分に出たのに対し、J-REIT から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、ここ数年の株式会社（事業法人）の割合については、物件取得件数・取得価額、物件売却件数・売却価額ともにやや増加ないし横ばい傾向で類似しているが、物件売却件数・売却価額の方が株式会社（事業法人）の割合においてやや低くなっている。物件取得場面ではスポンサー会社等へのシフトが進む一方で、売却場面ではスポンサー会社等のウエイトがそれほど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取引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

次に、4.（2）における取得件数・取得価額に係る分析と同様に利害関係の有無に着目して、売却件数・売却価額について分析を試みる。図 21 は、売却先に関して、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、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。事業法人と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、利害関係のある特別目的会社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。なお、ここでの売却先については、名称非開示であって事業法人か特別目的会社かも明らかでないケース、すなわち利害関係のない売却先であってその法的属性は全く不明なものは含まれていないことから、利害関係のない売却先の件数・価額と利害関係のある売却先の件数・価額の差はグラフに示した以上に大きいものとなる。

図 21. 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

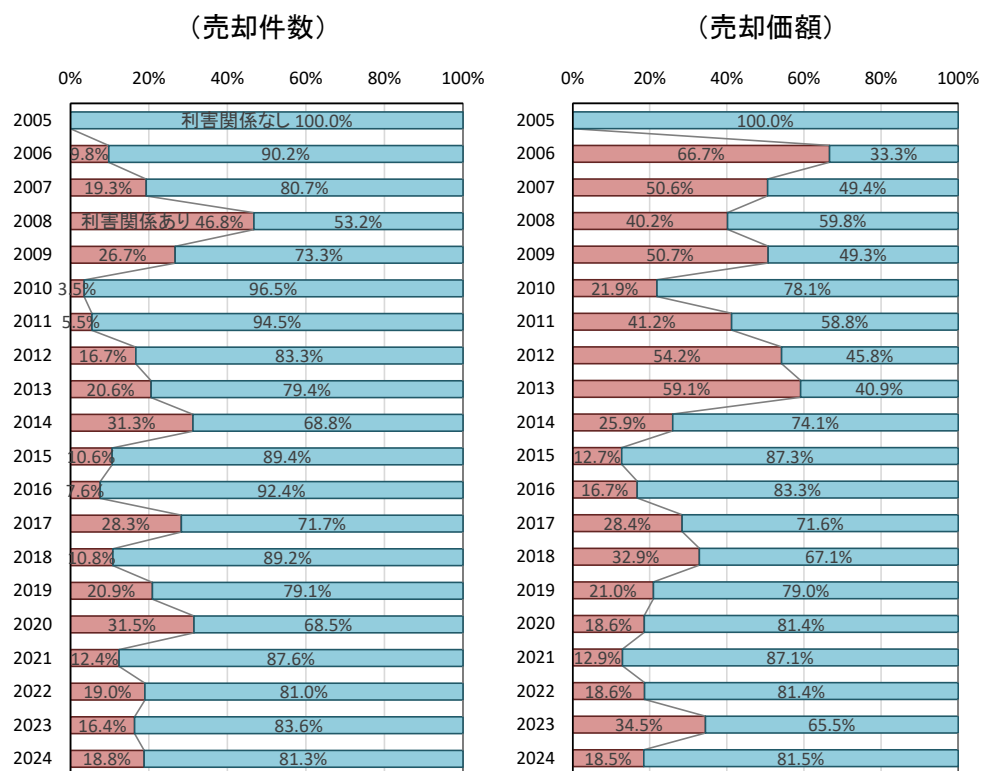


注) 2005 年以降の暦年ベースでの物件売却件数・売却価額を事業法人と特別目的会社それぞれについて利害関係の有無で分類し、それぞれの件数・価額の推移を示したものである。

図 22 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。時系列的な傾向を見取することは難しいが、売却価額ベースでは 2010 年代半ばを境に利害関係のない主体への売却の割合が高くなっている。2010 年代半ばは J-REIT においてポートフォリオ改善・変更を目的とした売却が本格化した時期であり、より有

利ないし機動的な売却が可能な取引相手を求めて投資法人が売却先の範疇を広げた結果ではないか。なお、売却件数ベースでは多少の変動は伴いつつ利害関係の有無の比率は安定的に推移してきている。件数ベースでは経年に伴う採算性低下などに起因する物件入替えを目的とする売却が多くを占めることから、ほぼ一定のペースで売却を進めてきている結果なのではないかと考える。

図 22. J-REIT における売却先の利害関係の有無の比の推移



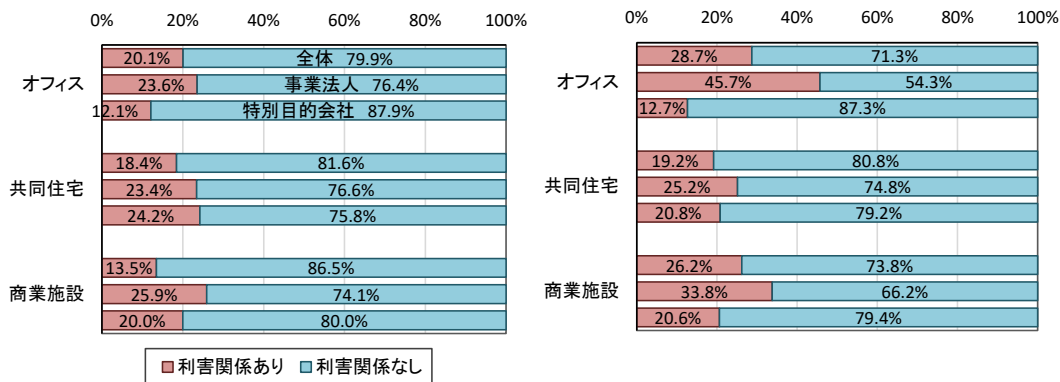
注) 2005 年以降の暦年ベースでの物件売却件数・売却価額を利害関係の有無で分類し、それぞれの割合の推移を示したもの。
すべての売却先を対象としている。したがって、図 21 とは異なり、売却先に不動産投資法人、個人等を含み、売却先が事業法人か特別目的会社か不明の場合も含む。

(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有無

次に、4.(3)における取得件数・取得価額に係る分析と同様に、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は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、4.(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 23 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、売却先の属性別に、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。その中でやや特徴的なのは、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、売却価額ベースで約半分が利害関係のある者に対する売却となっている。J-REIT が保有するオフィスには大型オフィスビルが多く、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ことによるものと考えられる。

図 23. 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
(売却件数) (売却価額)

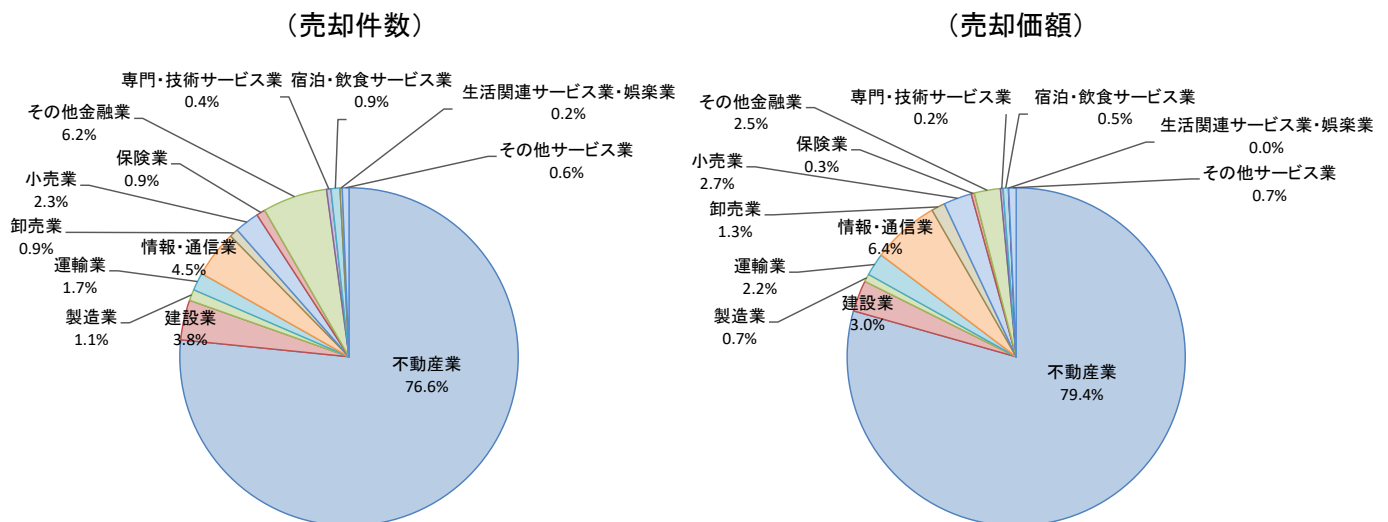


注) 各用途とも、上から順に全体、事業法人、特別目的会社それぞれの利害関係の有無の比を示している。
対象は、2005 年以降 2024 年までに J-REIT が売却した物件(2024 年末時点で売却予定のものを含む。)である。
売却件数が 100 件超の用途のみ取り上げている。
事業法人、特別目的会社の定義については、図 12 の注書を参照。
全体は、全ての取得先を対象としており、事業法人、特別目的会社のほか、不動産投資法人、個人等を含み、取得先が事業法人か特別目的会社か不明の場合も含む。

(5) 物件売却先に係る実態上の属性

最後に、3.(2)における物件取得先に係る分析と同様に、物件売却先に係る実態上の属性として、売却先が事業法人である場合における売却先の業種について取り上げる。ただし、既述のように売却件数自体取得件数と比べるとはるかに少なく、加えて売却先については取得先に比べて名称非開示の割合が非常に高いことから、ここでの分析結果についてはあくまで参考程度である点付言しておく。

図 24. J-REIT における売却先に係る業種別の物件売却件数・売却価額の割合



注) 2001 年以降 2024 年までの物件売却件数・売却価額(2024 年末時点で売却予定のものを含む。)を売却先の業種に応じて分類し、それぞれの件数・価額の割合を示したもの。
集計対象は、株式会社及び学校法人(相互会社は公表された売却先の中には存しない。)であり、延べ 470 法人となる。

図 24 は、J-REIT が行った物件売却における売却先について、物件売却件数、売却価額それぞれの業種別の割合を示したものである。物件取得先の業種別割合(図7・9)と比較すると、不動産業の割合が1割前後高くな

っている。やはり事業会社が自社施設用不動産を投資法人から直接取得するといったパターンは想定しにくく、主たる売却先としては業として不動産運用を行っている会社となるということであろう。建設業、運輸業（鉄道会社）、その他金融業（総合リース会社、投資運用会社）についても不動産運用部門を有する会社が主となっている。また、取得先としてはごくわずかな割合にとどまっていた情報・通信業が、売却先としては5%前後の割合を示している。理由はさだかでないが、順調に利益を計上する中、会社によっては運用等の一環として不動産に資金を振り向けているのかもしれない。なお、その他金融業は売却件数ベースと売却価額ベースとの乖離が大きくなっているが、これは某投資運用会社が10億円未満の単身世帯用マンションをまとめて取得したことによるものである。

なお、売却先の上位には、大手不動産会社が多いものの、その他金融業や情報・通信業を営む会社も含まれており、取得先については上位が不動産会社で占められていることと比べると若干様相が異なっている。

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、その法的属性や利害関係の有無、業種に即して、時系列や物件用途別での分析を試みた¹²。

分析を通じ、その時々を経済情勢や不動産証券化市場の変化に伴って、例えばここ10年ほど取得先に占める株式会社の比率が高くなっているなどJ-REITによる不動産の取得・売却における相手方の法的属性も変化していること、物件用途別でも底地の取得先で株式会社の割合が高く、物流施設・ホテルの取得先で特定目的会社の割合が高いなど取得先の法的属性の傾向に違いがあることなどがわかる。利害関係の有無については、取得先としてはスポンサー会社等利害関係を有する者の割合が高めに推移している一方、売却先は利害関係のない主体の割合が高い傾向にあること、物件用途面ではホテルや底地の取得先で利害関係のない割合が高いことなどがみてとれる。業種的には取得先・売却先ともに不動産業の割合がずば抜けているものの、取得先では総合リース会社などその他金融業、売却先では情報・通信業のウエイトも高まっているとみられるようである。

J-REITにおける不動産の取得先・売却先の属性等の状況とその変化は、わが国不動産証券化市場の現状と今後の変化を探る上で有力な手掛かりの一つになるものと考え。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）

¹² 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。