

はじめに

今回は、投資用不動産の分割取得・分割譲渡について、J-REIT を題材にして分析・考察を進めている。本稿は、その後編である。後編では、不動産の属性との関連について分析を試みた後、分割取得・分割譲渡が行われる背景について考察を加えることとする。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。

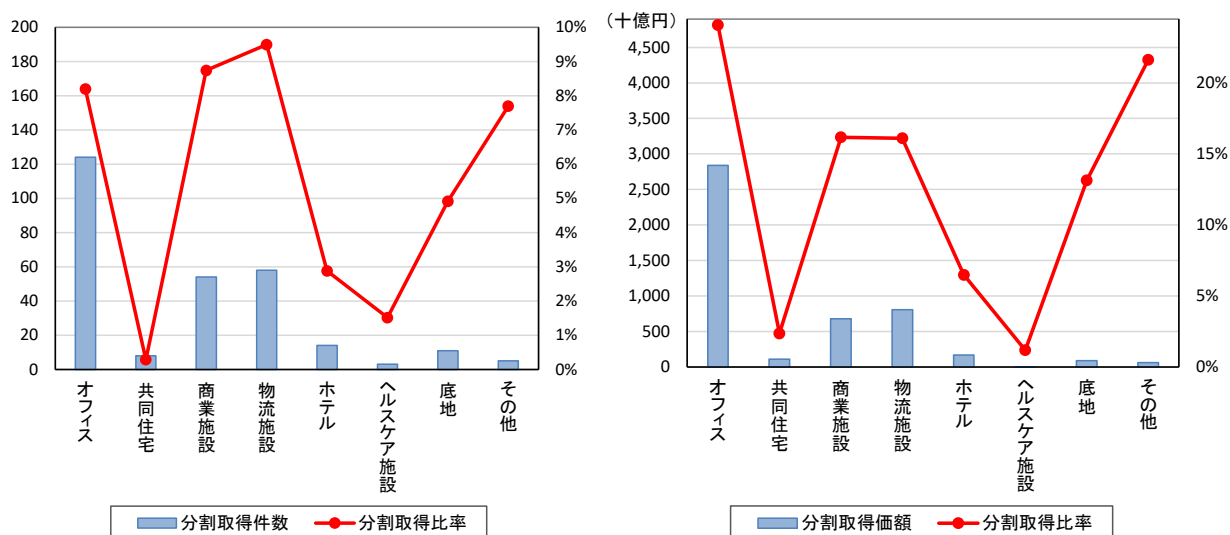
3. 不動産に係る属性と分割取得・分割譲渡

次に、個々の不動産に係る属性と分割取得・分割譲渡との関連についてみていく。不動産の属性といっても、価格、規模、築年数、立地エリアなど多岐にわたるのであるが、ここでは分割取得・分割譲渡との関連が予想される用途と不動産価額、それに不動産自体の属性ではないが、取得・譲渡先の属性について取り上げることとする。

(1) 不動産の用途と分割取得・分割譲渡

図8は、J-REIT の取得済み又は取得予定の不動産について、その用途別に取得件数・取得価額とそれが用途別の全取得件数・取得価額総合計に占める比率を示したものである。

図 8. J-REIT における不動産用途別にみた分割取得件数・価額とその割合
 (物件数ベース) (取得価額ベース)



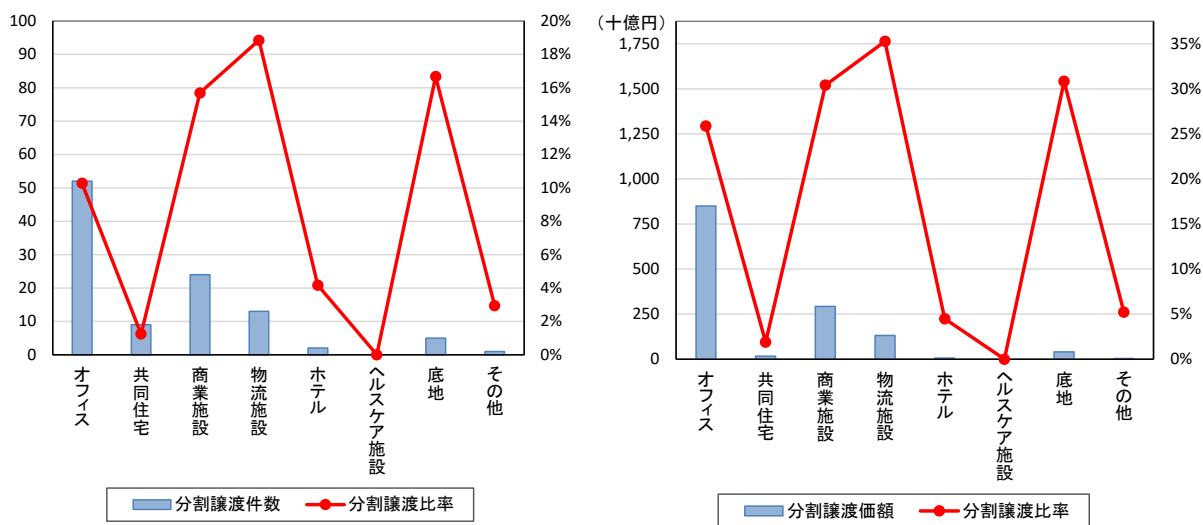
注) 2025 年末現在までの J-REIT の取得不動産 (2025 年末現在での取得予定不動産を含む。) について、用途別に物件数と取得価額合計及びそれぞれの用途別の全物件数・取得価額総合計に占める割合を示したものの。

物件数でも取得価額でもオフィスがずば抜けて多くなっている。各用途の中でオフィスは物件数ベースでは共同住宅に次いで多く、取得価額ベースでは最も多くなっていることも要因の一つではある。ただ、やはりオフィス

は他用途と比べて1物件当たりの価額が高めであり、分割取得を用いる必要性が高いこと、さらには、大型のオフィスビルの場合区分所有権を用いて階層によって所有者が異なることが一般的にみられ、分割取得との親和性が高いことがその理由として考えられる。オフィスに次いで分割取得が多いのは、物流施設と商業施設である。いずれも規模が大きく取得価額が高額である物件が相当数含まれることによるものと考えられる。なお、不動産を分割して保有するに当たっての権利関係は、オフィスでは区分所有権を用いることが多い一方、物流施設では区分所有権によるものはほとんどみられず、不動産信託受益権の準共有によるものが多い¹。全物件に占める割合でも、オフィス、商業施設、物流施設の比率が高くなっている。なお、「その他」の分割取得比率も高くなっているが、これはデータセンター等インフラ施設や研究開発施設など相対的に価額の高い物件によるところが大きいと考えられる。

逆に、物件数でも取得価額でも、またそれぞれの全物件に占める割合でも、共同住宅とヘルスケア施設が少なく(低く)なっている。これらは、他用途と比べて1物件当たりの価額が低めであり、分割取得を用いる場面が少ないことによるものと考えられる。なお、老人ホーム等ヘルスケア施設については、その性格上法的安定性が強く求められることから、事業者側において借地・借家関係が複数主体に及ぶことを回避して、分割取得が成立しにくいといった事情もあるものと考えられる²。

図 9. J-REIT における不動産用途別にみた分割譲渡件数・価額とその割合
(物件数ベース) (譲渡価額ベース)



注) 2025 年末現在までの J-REIT の譲渡不動産(2025 年末現在での譲渡予定不動産を含む。)について、用途別に物件数と譲渡価額合計及びそれぞれの用途別の全物件数・譲渡価額総合計に占める割合を示したもの。

図 9 は、J-REIT の譲渡済み又は譲渡予定の不動産について、その用途別に譲渡件数・譲渡価額とそれが用途別の全譲渡件数・譲渡価額総合計に占める比率を示したものである。分割取得のグラフ(図 8)と傾向はほぼ同じである。全譲渡件数・譲渡価額総合計に占める比率が、分割取得の場合に比べて高めになっているが、これは

¹ 商業施設については、区分所有権、土地・建物の共有、不動産信託受益権の準共有いずれのケースも相当数みられる。なお、この辺りの詳細については、拙稿「不動産投資ピークルによる不動産保有に係る権利スキームの態様と J-REIT にみるその傾向」(土地総合研究 2025 年秋号) p66~67 参照。

² 有料老人ホーム設置運営標準指導指針(平成 14 年老発第 0718003 号 厚生労働省老健局長)4(4)「借地・借家等の契約関係が複数になる場合にあっては、土地信託方式、生命保険会社による新借地方式及び実質的には二者間の契約関係と同一視できる契約関係であって当該契約関係が事業の安定に資する等やむを得ないと認められるものに限られること。」

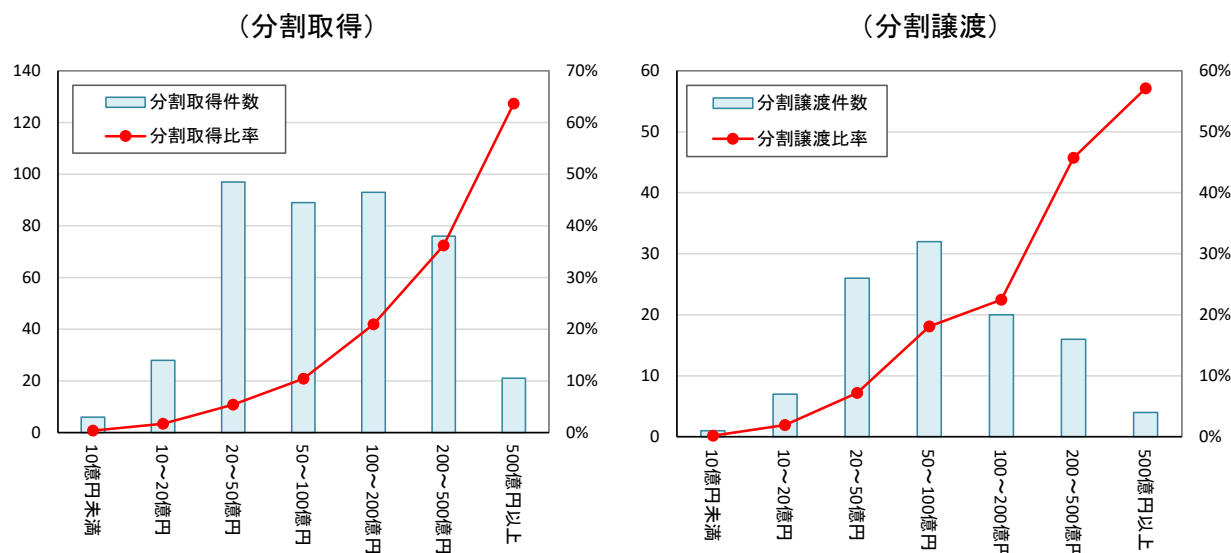
元々全体に占める分割譲渡の割合が、物件数ベースでも価額ベースでも分割取得に比べ高いことによるものである(図1・2参照。)。 「その他」の比率が分割取得に比べかなり低いですが、これはインフラ施設等高額物件が比較的最近取得したものが多いため譲渡にまで至っているものが少なく、譲渡物件が平面駐車場等低額物件が主であることによるものである。

(2) 不動産価額と分割取得・分割譲渡

図10は、J-REITの取得済・取得予定不動産と譲渡済・譲渡予定不動産について、その取得価額・譲渡価額の階層別に分割取得・分割譲渡物件数とそれが階層別の全取得物件数に占める比率を示したものである。

分割取得、分割譲渡ともに、価額的には20億円から500億円が多くを占めている。価額の階層別にみた比率については、分割取得は取得価額が大きくなるほど高くなり、かつ、比率の伸びも加速している。分割譲渡も譲渡価額が大きくなるほど高くなる傾向が明らかである。高額物件ほど分割して取得・譲渡する傾向が強まること、実態的にも明確に表れたものといえる。

図10. J-REITにおける価額別にみた分割取得・分割譲渡の物件数とその割合



注) 2025年末現在までのJ-REITの取得不動産(2025年末現在での取得予定不動産を含む。)及び譲渡不動産(2025年末現在での譲渡予定不動産を含む。)について、それぞれ取得価額・譲渡価額の階層別に物件数及びそれぞれの階層別の全物件数に占める割合を示したもの。

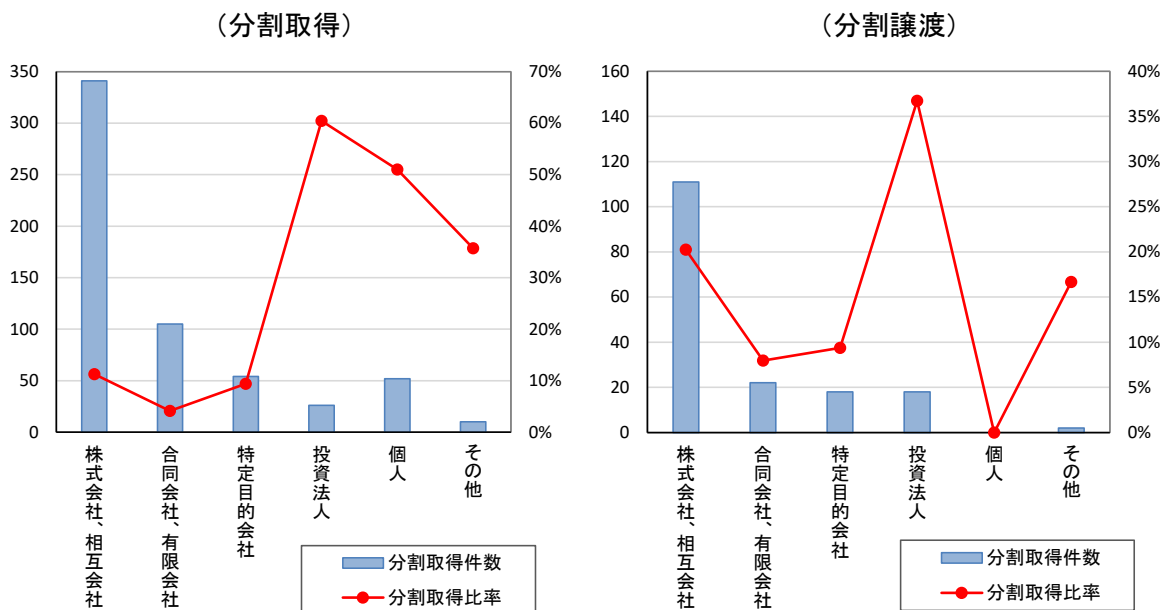
(3) 分割取得・分割譲渡と取得・譲渡先の属性

次に、不動産自体の属性ではなく、取得先・譲渡先の属性に即した分析を試みる。図11は、J-REITの取得済・取得予定不動産と譲渡済・譲渡予定不動産について、その取得先、譲渡先の法的属性別に分割取得・分割譲渡に係る引渡件数とそれが取得・譲渡先属性別の全引渡件数に占める比率を示したものである。分割取得・分割譲渡の場合、複数回の引渡しが生じることになるが、個々の引渡しによって相手方の法的属性が異なることもあることから、物件数ベースではなく引渡件数ベースで集計している。

引渡件数では、株式会社・相互会社が多くなっているが、これは株式会社が引渡しの相手方であることが多いことによるものであり、当然の結果である。そこで引渡件数全体に占める分割取得・分割譲渡の割合をみていくと、まず件数は少ないが投資法人相手の取引では分割取得・分割譲渡の割合が高い。これは投資法人間で取引さ

れる不動産は相対的に高額な物件の割合が高いことによるものであろう(なお、5.(1)(2)も参照。)。個人についても分割取得の割合が高いが、これは再開発物件等において残存していた個人の区分所有権や土地持分等を事後的に投資法人が追加取得したことによるものと考えられる。事業会社等(株式会社・相互会社)と不動産私募ファンドのビークル(合同会社・有限会社・特定目的会社)とで比較すると、前者の方がやや分割取得・譲渡の割合が高いようである。これはスポンサー会社等が自らの裁量で投資法人側の資金調達等の都合に配慮した結果なのかもしれない。そこで、相手方の投資法人との利害関係の有無も考慮に入れて分析を試みる。

図 11. J-REIT における取得先・譲渡先の属性別にみた分割取得・分割譲渡の引渡件数とその割合

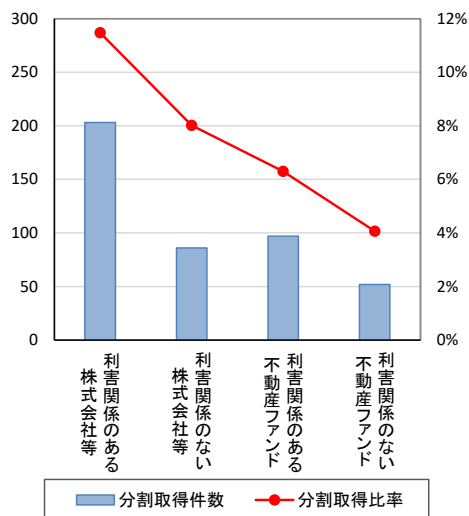


注) 2025 年末現在までの J-REIT の取得不動産(2025 年末現在での取得予定不動産を含む。)及び譲渡不動産(2025 年末現在での譲渡予定不動産を含む。)について、それぞれの引渡しに係る取得先・譲渡先の法的属性別に引渡件数及びそれぞれの属性別の全引渡件数に占める割合を示したもの。

分割取得・分割譲渡については、複数回の引渡しごとに相手方の属性を評価・計上している。

引渡しの相手方が複数で属性が異なる場合については、当該異なる属性それぞれに引渡件数を計上している。

図 12. J-REIT における取得先の利害関係の有無と分割取得の引渡件数・割合



注) 2025 年末現在までの J-REIT の取得不動産(2025 年末現在での取得予定不動産を含む。)について、それぞれの引渡しに係る取得先について、株式会社等実体のある会社か不動産私募ファンドのビークルか、投資法人と利害関係があるかないかにより分類し、それぞれの分割取得に係る引渡件数及び全引渡件数に占める分割取得に係る割合を示したもの。

「株式会社等」は、株式会社又は相互会社を意味し、「不動産ファンド」は、合同会社、有限会社又は特定目的会社を意味する。

分割取得については、複数回の引渡しごとに相手方の属性と利害関係を評価・計上している。

引渡しの相手方が複数のケースにおいて、属性が異なる場合については、当該異なる属性それぞれに引渡件数を計上しているが、利害関係ありの相手方と利害関係なしの相手方が並存する場合については、利害関係ありとして処理している。

図 12 は、J-REIT の取得済・取得予定不動産について、その取得先が株式会社等実体のある会社等であるか、不動産私募ファンドのベークルか、及び投資法人と利害関係があるかないかによって分類し、それぞれにおける分割取得に係る引渡件数とそれが全引渡件数に占める比率を示したものである。

事業会社等と不動産私募ファンドのベークルとを比較すると、図 11 と同じく前者の方が分割取得の割合は高くなっている。加えて、利害関係のある取得先の方が利害関係のない取得先よりも分割取得の割合が高い傾向がみられる。これは、事業会社等と不動産私募ファンドのベークル双方に当てはまる。

以上より、スポンサー会社等が投資法人側の資金調達等の都合に配慮していることは明らかと考えられる。それはスポンサー会社又はその関連事業会社が取得先である場合のみならず、ブリッジファンド等スポンサー会社側が組成した不動産ファンドが取得先である場合もそうである。ただ、事業会社等であれば投資法人との利害関係がなくとも一定程度分割取得等に係る配慮がなされることもあると考えられる。この点、投資法人との利害関係のない不動産ファンドが取得先の場合には、当該ファンドへの出資者との関係もあり、このような対応が期待しにくいということであろう。

4. 不動産投資法人別にみた分割取得・分割譲渡の傾向

不動産の取得・譲渡において、これを分割するかどうかについては、各投資法人の投資方針や投資戦略によることも大きいものと考えられる。そこで、個々の投資法人によって分割取得・分割譲渡の実施状況がどの程度異なるか、そこに何らかの傾向を見出すことが可能かについて検討を試みる。

表1は、上場不動産投資法人のうち、取得物件数全体に占める分割取得物件数の比率が1割以上の法人について、当該比率の高い順に示したものである。

表 1. 分割取得の比率が高い上場不動産投資法人

投資法人名	タイプ	取得物件数 全体	分割取得 物件数	分割取得 比率
森ヒルズリート投資法人	オフィス系	18	6	33.3%
三井不動産ロジスティクスパーク投資法人	物流施設系	51	12	23.5%
ジャパンエクセレント投資法人	オフィス系	52	11	21.2%
サンケイリアルエステート投資法人	オフィス系	19	4	21.1%
日本ビルファンド投資法人	オフィス系	108	22	20.4%
SOSiLA物流リート投資法人	物流施設系	18	3	16.7%
日本プライムリアルティ投資法人	オフィス系	92	15	16.3%
ジャパンリアルエステイト投資法人	オフィス系	97	15	15.5%
日本ロジスティクスファンド投資法人	物流施設系	65	10	15.4%
ラサールロジポート投資法人	物流施設系	26	4	15.4%
GLP投資法人	物流施設系	104	15	14.4%
森トラストリート投資法人	オフィス系	28	4	14.3%
東急リアル・エステート投資法人	オフィス系	48	5	10.4%
産業ファンド投資法人	物流施設系	129	13	10.1%

注) 2025 年末現在までの J-REIT の取得不動産 (2025 年末現在での取得予定不動産を含む。) について、各上場不動産投資法人ごとに全取得物件数と分割取得物件数及び後者の前者に占める割合を示したものである。

各投資法人の物件数には、合併前の投資法人が取得した物件を含む (表2も同じ。)

タイプについては、オフィス、共同住宅、商業施設、物流施設、ホテル、ヘルスケア施設のいずれかの用途が取得価額ベースでの保有不動産 (2025 年末現在) のポートフォリオの過半を占める場合には、当該用途系とし、ポートフォリオがこれらの用途複数からなり過半を占める用途がない場合には、総合型としている (表2も同じ。)

まず投資法人の用途タイプでは、オフィス系と物流施設系で占められている。このあたりはオフィスと物流施設で分割取得の割合が高かったこと(図8)とも合致している。分割取得比率トップの森ヒルズ投資法人は、六本木ヒルズをはじめとした超大型オフィスビルの保有が特徴であり、高額物件の区分所有権による取得が多いことから、結果的に分割取得比率が高まったものと考えられる。

逆に、分割取得物件が全くない投資法人も13法人存する。比較的近年に上場された法人が多いものの、既に400件近くの物件取得実績を有する投資法人も含まれる。分割取得比率1%未満の2法人も含めると、用途タイプでは、住宅系が7法人中5法人、ホテル系が6法人中4法人と目立つ結果となっている。住宅系が多いのは、ワンルームマンション等オフィスなどに比べ低額な物件が多いことによると考えられる。ホテル系が多いのは、ホテルはいわゆるオペレーショナルアセットであって、複数の所有者の存在はオペレーターとの権利関係が複雑となりなじみにくいからではないか。同じくオペレーショナルアセットであるヘルスケア施設についても、J-REIT 唯一のヘルスケア施設系投資法人1法人は分割取得実績を有していない。

次に、分割譲渡の傾向についてもみていくが、上場後年数を経っていない投資法人などについては、そもそも物件譲渡自体の実績が少ない。そこで、物件譲渡件数10以上の投資法人を取り上げて、分割譲渡物件数が1割以上の投資法人を当該比率が高い順に示してみた(表2)。

表 2. 分割譲渡の比率が高い上場不動産投資法人

投資法人名	タイプ	譲渡物件数 全体	分割譲渡 物件数	分割譲渡 比率
グローバル・ワン不動産投資法人	オフィス系	11	4	36.4%
ジャパンエクセレント投資法人	オフィス系	20	6	30.0%
ヒューリックリート投資法人	オフィス系	15	4	26.7%
産業ファンド投資法人	物流施設系	16	4	25.0%
MIRARTH不動産投資法人	総合型	16	4	25.0%
ジャパンリアルエステイト投資法人	オフィス系	19	4	21.1%
東急リアル・エステート投資法人	オフィス系	21	4	19.0%
Oneリート投資法人	オフィス系	15	2	13.3%
日本都市ファンド投資法人	商業施設系	71	9	12.7%
コンフォリア・レジデンシャル投資法人	住宅系	16	2	12.5%
スターアジア不動産投資法人	総合型	17	2	11.8%
NTT都市開発リート投資法人	オフィス系	20	2	10.0%

注)2025 年末現在までの J-REIT の譲渡不動産(2025 年末現在での譲渡予定不動産を含む。)について、各上場不動産投資法人ごとに全譲渡物件数と分割譲渡物件数及び後者の前者に占める割合を示したもの。
譲渡物件数10件未満の投資法人は含めていない。

投資法人の用途タイプでは、やはりオフィス系の割合が高くなっている。分割取得の場合に比べると物流施設系が目立たないが、これは物流施設系投資法人は比較的近年に上場した法人が多く、そもそもの譲渡物件数自体が少ないことによる。逆に、分割譲渡物件が全くない投資法人は15法人存する。比較的近年に上場された法人が多いものの、100件超の物件譲渡実績のある投資法人も2法人含まれている。それぞれホテル系と住宅系の投資法人であるが、ホテル系投資法人についてはかつて住宅系として運用されていた経緯があり、譲渡実績はその頃取得した共同住宅を手放したことによるところが大きい。

5. 分割取得・分割譲渡の理由・背景

最後に、分割取得・分割譲渡を行う理由や背景について探してみる。ただ、各投資法人の公表資料において、

分割して譲渡する理由についての記述はみられる一方、分割取得についてはこのあたりの記載が乏しいのが実情である。そこで、以下では分割譲渡の理由から触れていくこととする。

(1) 分割譲渡に係る理由

不動産を分割して譲渡する理由としては、複数期にわたる売却益の還元・分配金の平準化を挙げるケースが最も多い。異なる会計期間にまたがる形で不動産を譲渡することにより、売却益を分散させて分配金を平準化させるということである。投資法人の場合、導管性要件である 90%超支払配当要件を満たさなければならないため、もし高額不動産の一括売却により多額の売却益を計上すると、別途高額の不動産取得でも行わない限り当該会計期間にそれに見合う多額の分配金を配当せざるを得なくなるのである。

次に分割譲渡の理由としてみられるのが、圧縮積立金の内部留保である。長期所有資産の買換え、国庫補助金取得などに伴い、圧縮積立金を計上して将来の支出に備えることは投資法人においても行われているが、圧縮積立金の額が大きいと 90%超支払配当要件を満たせなくなる場合(配当可能利益から圧縮積立金限度額を差し引いた額が配当可能利益の 90%に満たない場合)が生じる³。このため分割譲渡により圧縮積立金計上を分散させて会計期間ごとの圧縮積立金限度額を低く抑えるということである⁴。

他方、賃貸事業収益低下の緩和を挙げる例もみられる。不動産を一括譲渡してしまえば、当該譲渡により当該不動産に係る賃料収入も0となるわけであるが、大型物件の譲渡などの場合これにより賃貸事業収益が大きく低下することがある。賃料収入の急低下を緩和するため、不動産を異なる会計期間に分割して譲渡するということがある。

その他、物件取得、債務返済、自己投資口取得などを挙げる例もあるが、いずれもそれぞれのタイミングに合わせて機動的に収益を分散して原資を確保する趣旨であろう。

(2) 分割取得に至る事情・背景

既述のとおり分割取得の理由等について明確に触れている公表資料は調べた限りでは見当たらない。このあたりの事情の一つとして、分割取得の場合、分割譲渡とは異なり1つの契約で複数の取得を定めるケースが非常に少なく(図3・4参照。)、大概の場合分割取得が対外的に公表できるほどに計画化されていないことがあると考えられる。とはいっても、分割取得に至る何らかの事情・背景はあるはずであり、以下ではそのあたりを探っていくこととする。

まず(1)で取り上げた事情を物件取得の相手方が有している場合には、相手方の事情に合わせて分割取得を選択するということは想定される。賃貸事業収益低下の緩和などは、取得先が一般の法人であってもあり得ることである。分配金の平準化や圧縮積立金の内部留保についても、投資法人・特定目的会社以外は導管性要件は関係ないとしても、手元資金や配当を異なる会計期間で平準化したいという意図は一般の法人でも十分に考えられるところである。

ただ、上記の場合であれば、分割取得が事前に明確になっており、1つの契約によることが可能なはずである。したがって、多くの場合はこれとは異なる事情によるのではないかと考えられるのが、資金調達上の都合であ

³ 山本恭司・古川英章「投資法人の最新税務動向 第7回圧縮記帳(1)」(2017年 ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.39) p93。

⁴ なお、資産の買換えに伴う圧縮積立金を買換特例圧縮積立金(投資法人の計算に関する規則第2条第2項第28号)として積み立てた場合には、90%超支払配当要件の判定上、その積立額を配当可能利益から控除されることになり、資金の内部留保を行いつつ90%超支払配当要件を充足できる。ただし、買換特例圧縮積立金は、その取崩しの事由及び金額が制約されることから(同規則第18条の2)、取崩しの自由度の面からは、任意積立金の方が運用上好まれるとされる(大串淳子・田澤治郎・半田太一(監修)「不動産投資法人(REIT)の理論と実務[第2版]」(弘文堂 2019年) p493~494)。

る。高額な不動産の場合、それを一括して取得しようとするれば、(交換による場合等を除き)当然その対価として多額のキャッシュを借入れ等で調達する必要がある。これにより LTV の上昇など財務指標の悪化を招きかねず、また、銀行等貸手側の融資条件が厳しくなることも想定される。これを緩和・回避するために、対象不動産を分割して取得するのである。

さらに、不動産保有・運用リスクの分散という側面もあると考えられる。手持資金が 100 億円、投資対象不動産候補として時価 100 億円のビルが3棟あるとする。1棟のビルを全部取得するのと3棟のビルの共有持分を3分の1ずつ取得するのとを比べれば、管理コスト自体は前者が最も低く抑えられるかもしれないが、運用リスクは1棟のビルに依存しない分後の方が低下するものと考えられる。管理コストと運用リスクを勘案して、不動産の一定割合を取得するというのは当然あり得る選択肢なのであり、取得後の運用実態等をみた上で追加取得を進めるということになるのではないかと。

むすび

以上、J-REIT を題材にして投資用不動産の分割取得・分割譲渡の実体とその傾向、さらには分割取得・分割譲渡を行う理由や事情について探ってみた。金利の上昇傾向が顕著となり、資金調達コストが膨らむことが予想される中で、分割取得・分割譲渡は当面大きく減少することはないと考えられる。

そもそも分割取得・分割譲渡は、従前より当たり前に行われてきた取引手法である。ただその具体的戦略は、個々の物件の属性、不動産の管理・運用、資金調達、税務、さらには取得・譲渡先の事情などを勘案して決められるものであり、また、その後の経済環境等事情の変化により当初の戦略を改めるべき場合も少なくないと考えられる。したがって、投資家目線でみても、不動産取得・譲渡に当たっての分割取得・分割譲渡の採否やその態様は、投資法人の運用主体の戦略が表れる事象として注目すべきものではないか。また、総体としてその傾向や変化を把握することは、わが国の不動産投資市場の状況を知る手がかりの一つになり得るのではないかと考える。

(齋藤 哲郎)