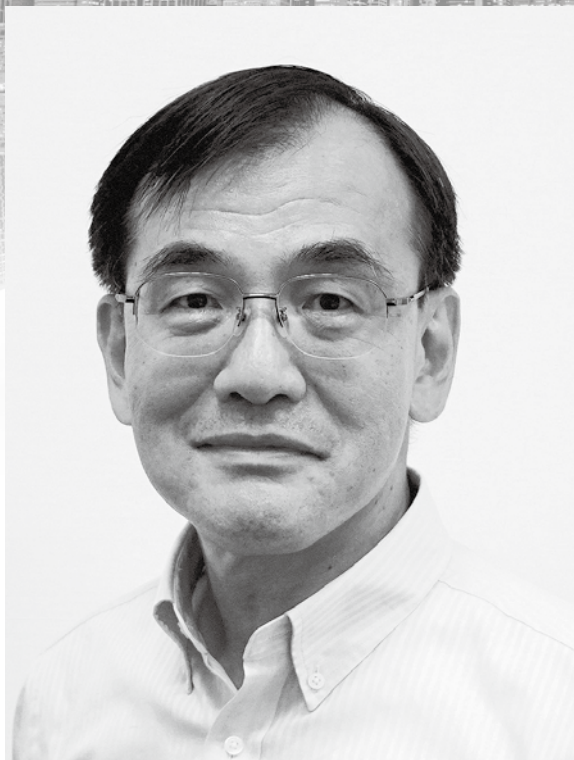


世界のREIT市場2021

～世界のREIT市場の全貌（後編）～



四釜 宏吏

株式会社グローバルREITリサーチ
代表取締役

PROFILE

しかま こうじ

(株) グローバルREITリサーチ代表取締役

30年以上にわたり米国及び日本にて不動産、不動産証券化、REITの上場の調査、コンサルティングに従事。米国大手会計事務所を経て、EY 新日本有限責任監査法人における不動産・建設・ホスピタリティセクターのプリンシパルとして多数の国内外の案件に関与。2019年6月末に退職後独立。現在、世界のREIT制度及び市場の調査、研究、コンサルティングを専門としている。早稲田大学政治経済学部卒、サンフランシスコ州立大学経営大学院経営修士号(MBA)、コーンデンゲート大学不動産修士号(MS)

1. はじめに

前編では、世界のREIT市場の歴史的発展状況と世界全体の市場規模の推移などの全体像をお伝えした。また、アメリカ、アジア、中東・アフリカ各地域の28カ国のREIT市場を概説した。

後編では残りの欧州12カ国についてふれるとともに、プロパティセクター多様化の変遷とその実態を解明したい。具体的には、世界のREIT全銘柄をプロパティタイプ別に分類・分析し、プロパティセクターの発展の経緯、各国での市場規模とプロパティセクター多様化の関係性、各プロパティセクターの構成比率や特性などを解説する。さらに近年、海外のREIT市場では多種多様なオルタナティブ不動産

(オルタナ不動産)への投資が進んでいるが、具体的にどのようなプロパティが各国で投資対象となっているか解説する。

2 各地域のREIT市場の概要

2.1 欧州地域 12カ国

欧州地域は12カ国から構成され株式時価総額は約29兆円である。上位5カ国(英国、フランス、スペイン、ベルギー、オランダ)で全体の約96%を占めている。一方、残りの下位7カ国の比率は4%程度にすぎず、欧州で二極化が進んでいることが伺える。欧州のREIT制度を類型化すると、内部運用を主体とし、上場が義務付けられた会社型REITと概

ね分類できる。

■ 英国 87社 11.5兆円

欧州で最大規模を誇る英国REIT市場。英国の特色は、①多様なプロパティセクター、②オフショア市場の台頭、③盛んな不動産開発、などが挙げられる。まず、歴史的に英国は総合型、オフィス、商業が中心の市場であったが、住宅、ヘルスケアなどへ多様化が進みつつある。特に住宅系は87社中22社と銘柄数で全体の1/4を超え、その内公営住宅が9社(後述)、学生寮が6社上場している。また総合型の内訳をみると、長期リース、地方特化、ロンドン特化、海外投資等に細分化することができる。

次に、ロンドン証券取引所市場が主要な上場市場ではあるが、銘柄数の4割相当が英国領チャンネル諸島にある国際証券取引所(TISE)に上場している。特に、EU離脱、非居住者課税強化などにより、近年TISEでの上場が増えている。そして、当初大手不動産会社の多くがREITに転換したこともあり、英国では開発が盛んである。大手REITによりロンドンの地下鉄ターミナル駅周辺等の開発案件が手がけられている。

■ フランス 23社 8.8兆円

欧州で2番目に大きいフランスREIT市場。2003年に上場不動産会社11社がREITに転換し、REIT市場が始まった。リーマンショック前の2007年末には48社に増加した、その後買収による上場廃止や上場REIT同士の合併により、銘柄数は年々減少し23社となった。その間、大手4社の①ジェシナ、②クレピエール、③コヴィヴィオ、④イカドは、M&Aを通じ規模を拡大してきた。その結果、大手4社によるREIT市場の統合、集約化が進んでいる。

フランスREITの特色は、特化型よりも総合型が多数を占めること、パリの中心ビジネス街とパリ郊外のラ・デファンス地域(再開発された金融街)に多くの優良物件を保有、運用していること、などが挙げられる。

■ スペイン 94社 3兆円

銘柄数94社と欧州最多を誇るスペインREIT市場。スペインREIT市場の特色は、①新興市場がREIT市場の成長を牽引している、②プロパティセクターの多様化が進み、特に住宅系が強い、③大手2社が代表株価指数に採用されている、ことなどが挙げられる。2009年にREITが制度化され、2013年に大幅な制度改正が実施された。改正により国内外でのオルタナティブ市場での上場が容認された。その結果、国内のスペイン・オルタナティブ市場(MAB)と国外のユーロネクスト・アクセス市場(パリ、ポルトガル)の新興市場で、大半のREITが上場している。

セクター別には住宅系の銘柄数が20社に達し、その全てが2つの新興市場に上場している。一方、国内のメイン市場であるマドリード証券取引所での上場は4社と少ないが、最大手2社がスペインの代表株価指数であるIBEX 35指数に採用され、マドリード証券取引所での存在感を示している。ちなみに、大手2社はマドリードとバルセロナのトロフィービルを保有、運用している。

■ ベルギー 17社 2.5兆円

オランダ、ルクセンブルクと合わせてベネルクス3国を形成するベルギー。首都ブリュッセルには欧州連合(EU)の主要機関の多くが置かれ、EUの首都と言われている。1995年にパッシブ型のREIT制度が誕生、その後欧州規制に対応すべくアクティブ型のREIT制度が整備された。つまり、2014年にオルタナティブ投資ファンド運用会社規制(AIFMD)により、欧州で横断的なファンド規制が実施された際、規制強化を回避すべくREIT制度が改訂されたのである。

ベルギーの代表株価指数であるBEL 20指数に大手REITの3社が採用され、証券市場での存在感は大きい。当初はオフィス系が中心であったが、セクターの多様化が進んでいる。特にヘルスケア系は3社あり、欧州域内での活発な投資により、欧州ヘル

ステアのメッカに成長している。ヘルスケアセクターが成長した要因として、欧州域内で一定のヘルスケア施設に投資した場合、配当源泉税の軽減措置が講じられたことが挙げられる(後述)。

■ オランダ 5社 1.6兆円

欧州で最も歴史があるオランダのREIT。1969年にオランダで欧州初のREIT制度が導入された。リーマンショック前には時価総額3兆円を超え、当時、欧州最大、世界で6番目の市場規模を誇った。しかし大手REITが海外のREITにより次々に買収されREIT市場は縮小した。2007年当時オランダ最大であったロダムコ・ヨーロッパが、フランス最大手のユニボールに買収された。2015年には当時オランダ最大であったコリオが、フランス商業系クレピエールに買収され、現在は欧州で第4位の市場となった。オランダの特色は、商業系が主体であり、セクターが多様化していないことが挙げられる。

■ ドイツ 5社 5,715億円

ドイツでは英国とほぼ同時期の2007年6月にREIT法が制定され、同年1月1日に遡り法律が施行された。ドイツの特色は、①経済や不動産市場の規模に比べ、REIT市場は欧州第6位と大きくない、②プロパティセクターはオフィス、商業、物流のみで多様性に乏しい、③銘柄数が少なく、代表株価指数であるDAX指数にもREITは採用されておらず、証券市場での存在感は乏しい、ことなどが挙げられる。

独REIT市場が伸び悩んでいる要因としては、①導管性要件が他国に比べ厳格である、②2007年以前に建設された国内住宅に投資できない、③上場不動産会社が、主に住宅を開発、保有している、④不動産ファンド(個人向けオープンエンドファンド、機関投資家向けスペシャルファンド)が、主に商業不動産保有、運用している、⑤オープンエンドは銀行系の運用会社が強く、銀行が窓口販売を行っている、ことなどが挙げられる。

■ ギリシャ 4社 3,014億円

銀行が主導するギリシャのREIT市場。REITのスポンサーや保有物件は大手銀行4行が関連している。最大手のプロデスはギリシャ・ナショナル銀行、第2位のトラスターはピレウス銀行がそれぞれスポンサーである。第3位のインターコンチネンタル・インターナショナルはアルファ銀行の店舗を保有している。

2009年にギリシャ財政危機が発生した際、財政危機を救ったREITが存在した事実はほとんど知られていない。2019年5月、当時2番目に大きいREITであったユーロバンク系のグリーンバリアは親会社のユーロバンク銀行に吸収合併された。合併の目的は、財務体質が良好であったREITを活用し、銀行の資本充実を図ることであった。合併により親銀行の資本が増強され、同時に証券化を通じた不良債権処理が実施された。REITがギリシャは経済危機を乗り越える重要な役割を果たしたのである。

■ アイルランド 3社 2,198億円

英国の西隣に位置するアイルランド。2012年7月、低迷していた不動産市場を活性化する目的でREIT制度が整備された。2013年7月にグリーンREITが上場、その後12月にハイバニアREITが上場した。さらにアイリッシュ・レジデンシャル・プロパティとユー・グローブの2社が上場し、2018年半ばには4社に増えた。

アイルランドの特色は、銘柄数は少ないが株式市場での存在感が大きいことである。アイルランド証券取引所の全上場銘柄数は57社に過ぎないが、そのうち3社がREITである。さらに代表株価指数のISEQ20指数にREIT2社が採用されている。一方で、最大手のグリーンREITが上場を廃止後、市場でのREITの存在感は縮小気味である。ちなみに、2019年11月にグリーンREITが入札により売却された。売却に際し、売却益が課税されなかったとの理由で、社会問題に発展した。

■ イタリア 4社 981億円

イタリアの経済は独、英、仏に続き欧州で第4位であるが、ドイツと同じ経済規模に比べREIT市場の規模は小さい。イタリアREITの特色は、①イタリア最大手のベニ・スタビリがフランスのREITに買収され、市場規模が縮小した、②総合型が中心で、投資対象はオフィスと商業に限られている、③大手銘柄による市場の寡占化が進んでいる、ことなどが挙げられる。

イタリアのREITが発展していない主な要因は、①買収により最大手が買収された、②上場不動産会社の数も少なく、主に国や同族会社により不動産が保有されている、③長年にわたり不動産価格が上昇しておらず、投資対象として魅力に欠ける、④不動産ファンドが外資主体で保有されている、ことなどが挙げられる。

■ ブルガリア 12社 468億円

バルカン半島東南に位置する東欧の農業国ブルガリア。東西に延びるバルカン山脈が国土を南北に横断し、北にドナウ平原、南にはトラキア平原が広がる。2004年にREIT市場が立ち上がり、現在ブルガリア証券取引所に12社が上場している。ブルガリアの特色は、①代表株価指数であるSOFIX指数(15社構成)にREIT2社が採用され、証券市場での存在感が大きい、②欧州で唯一農地REITが上場している、ことが挙げられる。

特に農地特化型は、最大手のアドバンス・テラファンドREITとブラント・インベストメンツの2社が存在し、そのビジネスモデルに特徴がみられる。世界のREIT市場において米、豪でも農地REITが存在するが、ブルガリアは主にキャピタルゲイン狙いである。つまり、分散所有されている農地を集積・大規模化することにより、土地の価値を高めた上で、農地を売却している。

■ ハンガリー 2社 431億円

欧州中央に位置する東欧ハンガリー。首都ブタペ

ストは「ドナウの真珠」と称えられ、街の真ん中をドナウ川が流れ、その西側がブタ地区、東側がペスト地区である。2012年にREIT制度が整備され、2018年に既存の上場不動産会社がREITに転換することにより上場した。現在ブタペストを本拠地とする2社のREITが上場している。

グラフィソフソフトパークSE(GSPA)は、近代的なサイエンスパークを投資対象とするREITである。もう1社のBIFは、ペスト地区の古い街並みの物件に投資する総合型REITである。前者のGSPAは、代表指数であるBUX指数(15社構成)に採用されている。

■ ポルトガル 1社 65億円

ユーラシア大陸最西端に位置するポルトガル。東隣りのスペインREIT市場の成功を受け、2019年2月にポルトガル版REITであるSIGI制度が整備された。SIGI制度は上場が義務付けられた会社型REITで、法人又はファンドからSIGIに転換することが認められている。

2020年6月にはオリムポ・リアルエステート・ポルトガルSIGI(オリムポ)が、新興市場のユーロネクスト・アクセス・リスボン市場に上場した。その結果、欧州で上場するREITの国の数は12カ国目となった。オリムポは、ポルトガルとスペインの商業施設を主体に保有、運用している。

3. プロパティセクターの分類・分析調査

3.1 プロパティセクターの分類・分析調査の背景

世界のREIT市場におけるプロパティセクターはどれほど多様化しているのか。多様化の実態を解明すべく、REITが上場するすべての国(40カ国)の全銘柄(1,217社)を対象とし、プロパティセクターの分類、分析を実施した。さらに一步踏み込んで、プロパティセクター多様化の変遷とその位置付け、各国のプロパティセクター多様化と市場規模の関係性、各プロパティセクターの構成比などについて考

察した。

3.2 プロパティセクターの分類・分析調査のまとめ

プロパティセクターの分類、分析調査の結果、判明したことは大きく4つあった。それは、

- ① REIT市場の規模拡大とプロパティセクターの段階的進化が関連している
- ② 市場規模が大きい国ほどプロパティセクターの多様化が進んでいる傾向が見られる
- ③ グローバルベースでは総合型の割合は低く各セクターの分散化が進んでいる
- ④ オルタナ不動産への投資が急速に進みつつある

ことである。以下に大局的視点から論考し、徐々に詳細を説明していきたい。

① REIT市場の規模拡大とプロパティセクターの段階進化が関連

プロパティセクターの多様化の進展に伴い、市場時価総額も増加している。REIT市場は、米国で1960年代に誕生し、グローバルベースで実質的に

拡大したのは90年代に入ってからである。さらに、世界でのREIT市場の発展は、大きく4つのフェーズ(後述)に区分できる。

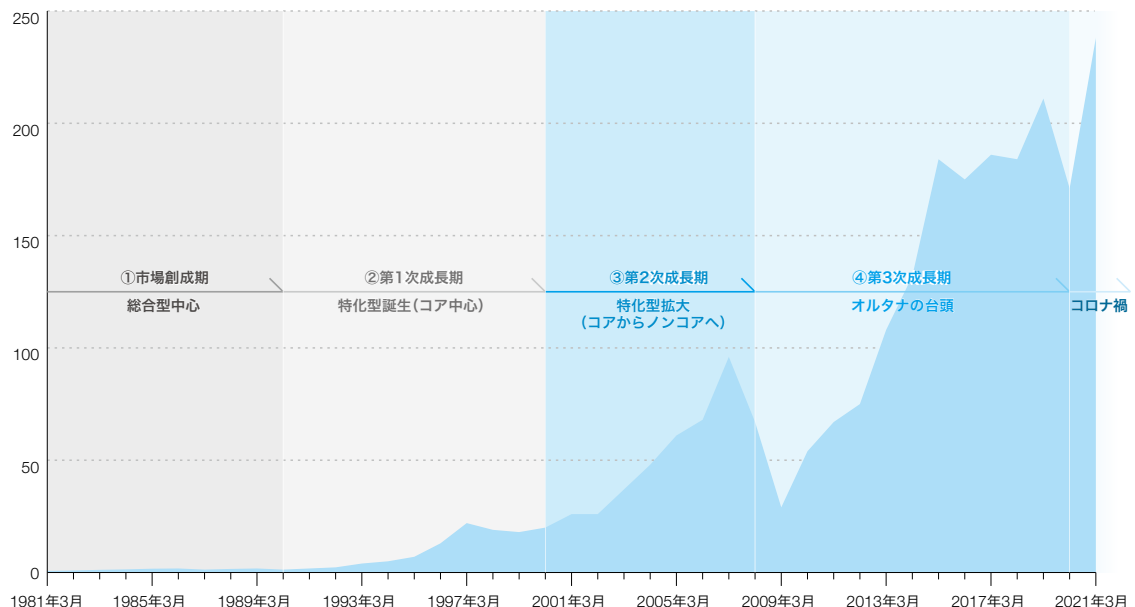
各種プロパティセクターの発展フェーズと照らし合わせると、市場創成期は総合型が主流だが、第1次成長期に入ると特化型が誕生(コアプロパティセクター中心)し、第2次成長期に拡大(コアプロパティセクターからノンコアプロパティセクターへ)。第3次成長期にオルタナ不動産が台頭している(図表1)。つまりプロパティセクターは、REIT市場の各発展フェーズに対応するように、段階進歩を遂げてきたのである。以下、各フェーズについて解説する。

市場創成期(90年代)

総合型が中心

60年代に米国でREIT市場が誕生したが、90年以前はREIT市場のグローバルな広がりには限定的であった。またプロパティセクターの観点からは、商業、オフィス、住宅、倉庫などを同時に保有する総合型が主流であった。

図表1 世界のREIT市場の規模拡大とプロパティセクターの段階的進化



出典：各国証券取引所、NAREIT、不動産証券化協会、ブルームバーグデータに基づき筆者作成

第1次成長期(90年から00年)

特化型の誕生(コアプロパティセクター中心)

1990年代に入り米国で商業特化型が誕生し、オフィス、住宅、倉庫などのコアプロパティタイプの特化型が台頭した。その後、総合型から特定の用途に特化し効率的な運用を目指す特化型へのシフトが徐々に進んでいった。1990年代末にはREIT市場は9カ国に広がり、実質的にグローバルなREIT市場が形成された。

第2次成長期(00年から08年リーマンショック迄)

特化型の拡大(コアからノンコアへ)

2000年代に入りアジア(日本、シンガポールなど)と欧州(仏、英、独など)を中心に14カ国の市場が加わり、REIT市場は21カ国に広がった。08年3月末には時価総額は67兆円に拡大した。この期間、コア特化型が拡大するかわり、ホテル、ヘルスケア、セルフストレージ、森林などのオペレーショナルアセットが投資対象となり、コア以外のノンコアが台頭した。

第3次成長期(08年リーマンショックから20年コロナ禍迄)

オルタナ不動産の台頭

リーマンショックで投資家のニーズが変化し、分散投資、逆相関性が注目され、多様なアセットが求められるようになった。まず、コアセクターの中においてサブセクター化が進んだ。オフィス系では政府関連施設、製薬・バイオ系研究施設、商業系では、店舗、住宅系では戸建住宅、学生寮、公営住宅、産業系では、物流施設、冷凍倉庫、情報管理倉庫などである。さらにノンコアプロパティのホテル系では、カジノ施設、MICE、ヘルスケア系では専門病院、その他特殊系としてデータセンター、基地局などが挙げられる。コアのサブセクター化とノンコアを合わせたものは、オルタナ不動産に他ならない(後述)。

② 市場規模が大きい国ほどプロパティセクターは多様化

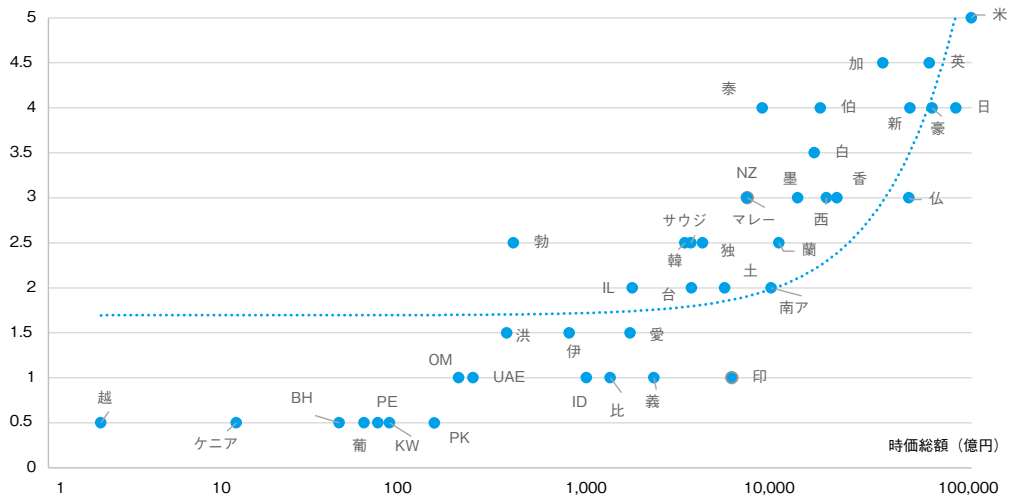
プロパティセクターの多様化と各国REIT市場の規模に関連性が存在している。つまり、プロパティセクターの多様化の度合いと各国の市場規模に相関関係が見られるのだ。図表2は各国のプロパティセクターの発展度と市場規模の関係性を示したグラフである。y軸は各国のプロパティセクターの発展度を示している。x軸は各国の時価総額を示している。

まず、y軸のプロパティセクターの発展度は任意に5段階で評価し、多様化が進んでいる国を最大5としている。したがって、最もプロパティセクターが発展している米国は5として評価している。さらに、発展度5～4(英国、カナダ、シンガポール、日本、豪州、ブラジル、タイ)、発展度4～3(ベルギー、NZ、スペイン、仏、香港、メキシコ、マレーシア)、発展度3～2(オランダ、南ア)、発展度2以下(残りの23カ国)として分類している。

次にx軸は各国の時価総額を対数目盛りで示している。表示単位は億単位であるが、対数グラフにより、10億円、100億円、1,000億円、1兆円、10兆円と目盛りごとに10倍に増えている。10億円から1,000億円の市場規模の小さい国々をグラフ上で可視化するために、x軸片対数グラフを活用した。さらに米国だけが時価総額150兆円と圧倒的な規模を誇るため、例外的にx軸の右端にプロットしている。

その結果、プロパティセクターの多様化と市場規模に相関性を示すグラフを作成することができた。この対数グラフから、市場規模が大きい国ほど、プロパティセクターが多様化している傾向が見られること(1兆円市場17カ国中15カ国が発展度3以上に分類)。時価総額が小さい市場は、プロパティセクターの発展が乏しいこと(下位23カ国は1兆円未満以下で発展度2以下に集中)、などが読み取れる。

図表2 プロパティセクターの発展度と市場規模の関係性



各国略称

新 (シンガポール)、加 (カナダ)、伯 (ブラジル)、泰 (タイ)、白 (ベルギー)、墨 (メキシコ)、西 (スペイン)、土 (トルコ)、勃 (ブルガリア)、愛 (アイルランド)、義 (ギリシャ)、洪 (ハンガリー)、IL (イスラエル)、ID (インドネシア)、OM (オマーン)、PK (パキスタン)、KW (クウェート)、PE (ペルー)、葡 (ポルトガル)、BH (バーレーン)、越 (ベトナム)

出典：各国証券取引所、NAREIT、不動産証券化協会、ブルームバーグデータに基づき筆者作成

③ グローバルベースでは総合型の割合は低く各セクターは分散化

2021年3月末時点の世界のREIT市場(時価総額238兆円)における全銘柄1,217社を分類した結果、複数の用途に投資する「総合型」が20%(49兆円)、特定の用途に投資する「特化型」が80%(189兆円)に大別された(図表3)。

次に特化型の内訳比率(時価総額)は大きい順に、特殊系24%(58兆円)、産業系14%(33兆円)、商業系13%(31兆円)、住宅系11%(26兆円)、オフィス系9%

(20兆円)、ヘルスケア系6%(15兆円)、ホテル系3%(7兆円)であった。

グローバルベースで集計、分類した結果から読み取れることは大きく4つある。

1つめは総合型の比率(20%)が低い一方、特化型の比率(80%)が高く、かつ分散していること。

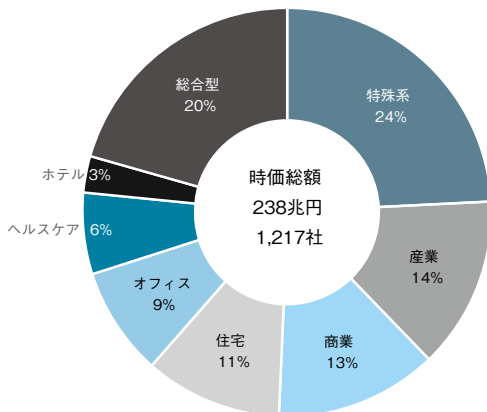
2つめは特化型の中で特殊系が24%(58兆円)と最も大きいこと。

3つめはコアプロパティのオフィス(9%)、商業(13%)、住宅(11%)、の比率はさほど高くなく、特にオフィスは特化型で5番目と順位が低いこと。

4つめは、米国が世界全体の63%を占めるためその寄与度が高く、米国の比率を反映しプロパティセクターの多様化が進んでいること。

それでは各セクター別に国ごとの比率・特色を考察していく。

図表3 世界のREIT市場のプロパティタイプ別内訳



総合型

総合型は40カ国中37カ国とほとんどの国で普及している。また銘柄数では全銘柄1,217社中437社と最も多い(銘柄数比率は36%)。その一方で、総合型の時価総額比率は全体の20%にすぎない。時

価総額49兆円の国別内訳は、米国(28%)、日本(14%)、豪州(10%)、フランス(8%)、英国(7%)、香港(6%)の順である(図表4)。

オフィス系

オフィス系銘柄は世界40カ国中24カ国のREIT市場で上場、商業と共に世界で最も普及しているセクターである。特化型の中で銘柄数(180社)が最も多いが、時価総額は全体の9%と特化型の中で上から4番目と低い。

時価総額20兆円の国別内訳は、最大の米国が全体の50%、2番手の日本18%を占めている。さらに英国6%、シンガポール4%が続いている(図表5)。多くの国でオフィス開発が行われている。また、米エンパイア・ステート・ビルなどランドマークビルを保有、運用するREITが多々存在している。

商業系

商業系銘柄は24カ国に広がり、銘柄数(167社)、時価総額(13%)とも特化型の中で2番目に大きい。時価総額31兆円の国別内訳は、米国が全体の54%を占め、フランス10%、豪州10%、シンガポール6%の順である(図表6)。

商業系は長年にわたり最大のREITセクターであった。

その背景にはショッピングモールはREITにより

世界中に普及したことが挙げられる。コロナ禍も含め、近年市場規模は縮小気味である。

住宅系

住宅系銘柄は15カ国で141社が上場、時価総額は全世界の約11%を占めている。住宅系はアジアと欧州の国々で上場する国が少ないため15カ国とさほど普及していない。時価総額26兆円の国別内訳は、米国が全体79%を占め、英国6%、カナダ6%、日本5%の順である(図表7)。

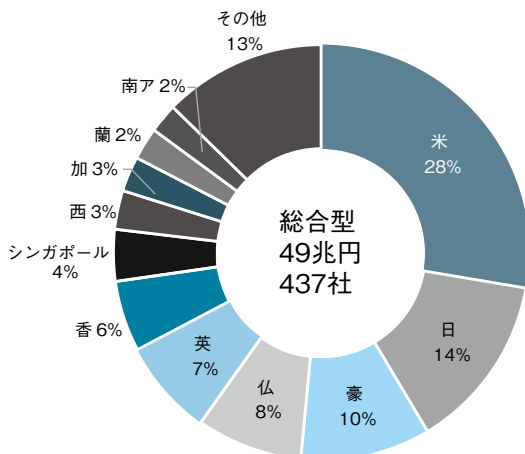
住宅系の特色は賃貸集合住宅に加え、戸建住宅、学生寮、公営住宅などのサブセクターが発達していることである。米国では公営住宅はないが、工場生産型住宅(トレーラーハウス)が低所得者向け住宅の役割を果たしている。トルコ、ブラジルなどで住宅開発を主体とするREITも存在している。

産業系

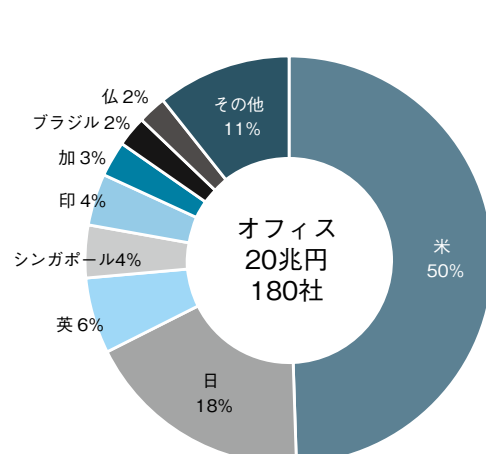
産業施設系銘柄は18カ国で111社が上場、時価総額(14%)は特化型の中で最大である。時価総額33兆円の国別内訳は、米国が全体の50%を占め、日本10%、豪州9%、シンガポール9%、英国8%の順である(図表8)。

物流系は、産業施設、物流施設、倉庫に加え、組立工場、冷凍倉庫、情報管理倉庫に特化するREITも見られる。物流施設はリーマンショック以

図表4 総合型



図表5 オフィス系



降に上場したものが多数を占める。さらにコロナ禍によるEコマースの需要拡大により物流施設は拡大傾向にある。

ホテル系

ホテル系銘柄は17カ国で74社が上場、時価総額(約3%)は特化型の中で最も小さい。時価総額7兆円の国別内訳は、米国が全体の65%を占め、日本11%、シンガポール9%、フランス7%の順である(図表9)。ホテル系は、ホテル(都市型、リゾート)、旅館・温泉、サービスアパートなどの宿泊施設に投資している。

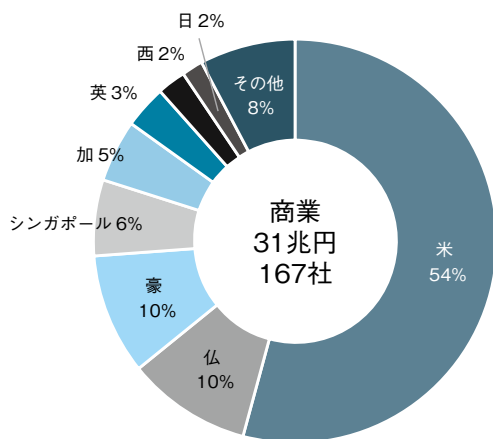
ヘルスケア系

ヘルスケア系銘柄は11カ国で44社が上場、時価総額は6%を占めている。時価総額15兆円の国別内訳は、米国が全体の84%を占め、英国6%、ベルギー3%、豪州3%、カナダ2%、シンガポール2%、ニュージーランド1%の順である(図表10)。11カ国中6カ国が英連邦(英、豪、加、シンガ、マレー、NZ)で占められている。ヘルスケア系はシニア住宅系(6カ国)と病院系(9カ国)に大別できる。

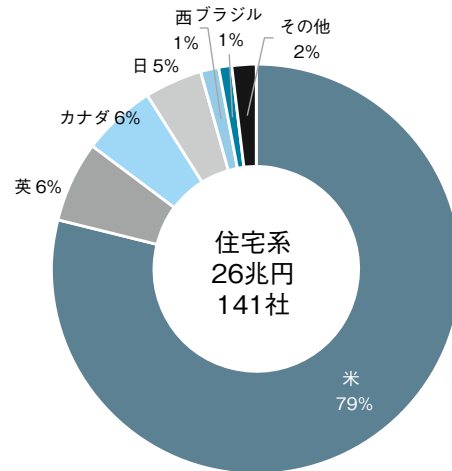
特殊系

特殊系は13カ国で63社が上場、時価総額(全体の約24%)が最大の特化型セクターである。米国が

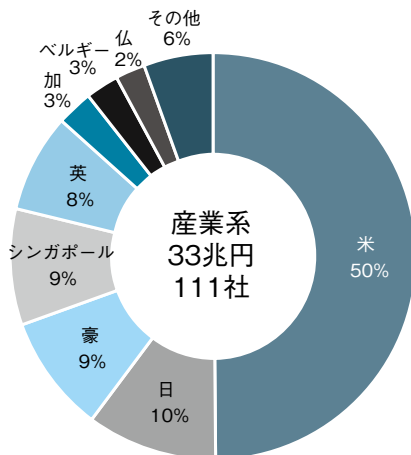
図表6 商業系



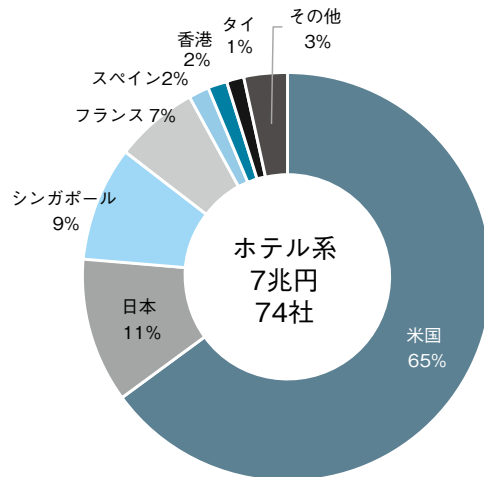
図表7 住宅系



図表8 産業系



図表9 ホテル系



58兆円市場の96%(55兆円)を占めている(図表11)。米国55兆円中、基地局とデータセンターで時価総額の37兆円に達する。また銘柄数ベースでも米国が31社と最も多く、ブラジル(9社)、豪州(6社)と続いている。なお、特殊系の詳細については次の章で解説する。

④ オルタナ不動産への投資が急速に進みつつある

最後4点目としてオルタナ不動産について解説する。図表12は、各国REITが投資対象としているオルタナ不動産を一覧表としてまとめたものである。図表上オルタナ不動産は、①左側の薄灰色の部分と②右側の灰色の部分から構成される。①はコアプロパティセクター(オフィス系、商業系、住宅系、産業系)におけるサブセクターである。つまり、コアセクターにおける中核不動産(オフィス、SC、ショッピングモール、賃貸集合住宅、倉庫・物流施設)以外となる。

たとえばオフィスでは、政府関連施設、研究施設、銀行店舗である。②はノンコアプロパティセクター(ホテル系、ヘルスケア系、インフラ系、その他特殊系)で、全てがオルタナ不動産とみなせる。なお、この表と前述のセクター分類は微妙に相違している点に留意いただきたい。たとえば、データセンターは米国での分類に従い前述の時価総額分類では特殊系、

オルタナ分類ではインフラ系に区分している。

オルタナ不動産一覧表から次のことが読みとれる。

- ①多種多様なオルタナ不動産が投資対象となり、各セクターの中にサブセクターが形成されている、
- ②特定のサブセクターが複数の国で普及し、特に米国、タイ、ブラジル、英国が多い、
- ④オルタナ不動産が新興市場(メキシコ、南ア等)にも広がりつつある、
- ⑤オルタナ不動産の大半が日本では上場しておらず、日本での拡大余地が残されている——ことである。

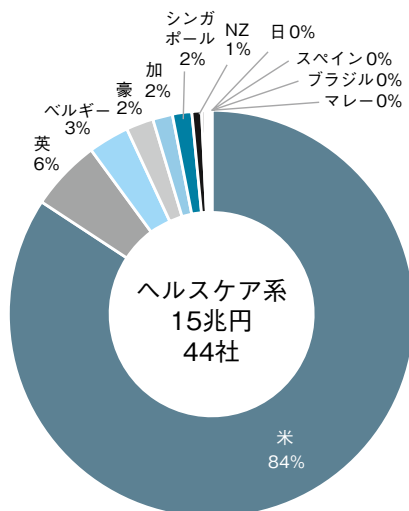
コアプロパティセクター

(オフィス、商業、住宅、産業系)

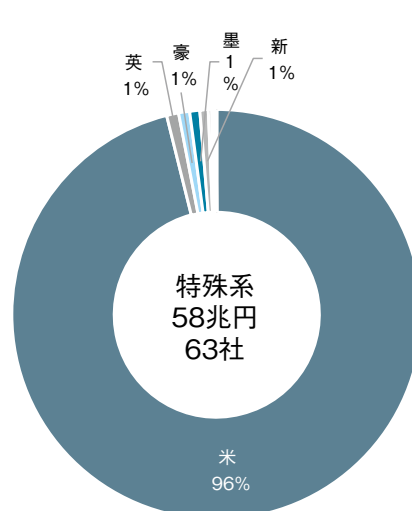
より具体的なイメージを持っていただくために、各セクターの内訳について説明する。オフィス系は、通常のオフィス(都市、郊外)に加え、政府系施設に投資するガバメントREIT、製薬・バイオ系研究施設に投資するライフサイエンスREIT、銀行店舗・事務所に投資するREITなどがある。

次に商業系は、ショッピングモール、SC、スーパー、アウトレット、店舗などのサブセクターから構成される。SC REITの中には、各国の代表的なスーパーマーケットチェーン(日 イオン、英 セインツベリー、仏 カラフル、カナダ ロブロウ、タイ テスコロタス等)を組み入れているREITも見られる。店舗系REITとしてコンビニ・ガソリンスタンド、レストラン

図表 10 ヘルスケア系



図表 11 特殊系



パブ、車販売店、シネマ特化などが存在している。

住宅系は、戸建住宅(2カ国)、学生寮(6カ国)、公営住宅(2カ国)、トレーラーハウス(1カ国)などのサブセクターから構成されている。さらに住宅系(全141社)の中で、学生寮が11社、公営住宅が10社上場し、銘柄数でも主要なサブセクターを形成している。特に英国は公営住宅(9社)と学生寮(6社)のメッカとなっている。

産業系は、産業施設、物流施設、倉庫、配送センターに加え、冷凍倉庫、情報管理倉庫、農業用倉庫などの特殊な倉庫を保有するREITも見受けられる。また組立工場に投資するREITもあり、タイでは日系企業が入居している工業団地が投資対象となっている。

ノンコアプロパティセクター

(ホテル、ヘルスケア、インフラ、その他特殊系)

ホテル系は、通常のホテルに加え、リゾートホテル、旅館・温泉、サービスアパート、カジノ施設、MICE施設などのサブセクターから構成される。タイでは主要リゾート系(プーケット、サムイ、パタヤ)が10社上場している。また米国ではカジノ施設系が3社上場し、ラスベガスの主要なホテルとカジノに投資している。また、MICE REITはタイ最大のMICE施設に投資している。

ヘルスケア系は、シニア住宅系(6カ国)と病院系(9

カ国)に大別できる。最大の米国では、シニア住宅(自立型、介護付き)、医療モール、高度介護施設、病院などに投資している。また、ブラジルでは産婦人科病院に投資するREITも存在している。

インフラ系として、データセンター(4カ国)、基地局(2カ国)、空港、刑務所・更生施設、石油パイプライン、港湾施設、太陽光がREITとして上場している。ちなみにREITとしてではなく上場インフラファンドとして、基地局がタイとニュージーランド、データセンターが豪州、太陽光が日本、豪州、ニュージーランドなどで上場している。

その他特殊系として、セルフストレージ(5カ国)、教育施設(3カ国)、農地(3カ国)、森林(米)、バスターミナル(トルコ)、広告・宣伝(米)、卸売市場(タイ)、霊園(ブラジル)、郵便局(米)などが存在している。その中でもセルフストレージは5カ国に広がり、内訳は米国(6社)、英国(2社)、豪州、メキシコ、南アフリカ(各1社)と計11社が上場している。また、教育施設はブラジル(5社)、メキシコ、サウジアラビア(各1社)が上場している。ブラジルは大学等を保有するREITが5社あり、メキシコでは専門学校、サウジアラビアではインターナショナルスクールなどに投資している。農地は3カ国あり、米と豪は農地を賃貸するインカム型、ブルガリアは売却を目指すキャピタルゲイン型と、ビジネスモデルに違いがみられる。

図表 12 REIT が投資対象とするオルタナ不動産一覧表 (特化型 REIT)

オフィス系	商業系	住宅系	産業系	ホテル系	ヘルスケア系	インフラ系	その他特殊系
オフィス 24カ国	SC モール 24カ国	賃貸集合住宅 15カ国	倉庫・物流施設 18カ国	ホテル 17カ国	病院 9カ国	データセンター 米 豪 新 泰	セルフストレージ 米 英 豪 墨 南ア
政府関連施設 米	コンビニ・ガソリン スタンド 豪 米 加 韓	戸建住宅 米 英	冷凍倉庫 米 泰	リゾートホテル 泰 西	シニア住宅 6カ国	基地局 米 墨	教育施設 伯 墨 サ
研究施設 米	レストラン・パブ 豪 米	学生寮 英 米 白 西 伯 泰	情報管理倉庫 米 泰	旅館・温泉 日	医療モール 米	空港 泰	農地 米 豪 勃
銀行店舗 伯 西	車販売店 加	公営住宅 英 西	組立工場 泰 墨	サービスアパー ト 新 泰	産婦人科病院 伯	刑務所・更生施設 米	森林 米
	シネマ 泰	トレーラーハウス 米	農業用倉庫 伯	カジノ施設 米	幼児施設 豪	石油パイプライン 米	バスターミナル 土 広告・看板 米
				MICE 泰		港湾施設 香	卸売市場 泰 郵便局 米
						太陽光 米	霊園 伯

出所：各国証券取引所データに基づき筆者作成

変わり種物件(特化型以外)

図表12のREITは全て特化型REITであるが、特化型ではなく個別物件として投資されているユニークなプロパティ(その投資国)も多く存在している。たとえば、テーマパーク(米、英)、ウォーターパーク(米)、スキー場(米)、ゴルフ練習場(米)、ボウリング場(米)、マリナー(米、トルコ)、博物館(米)、教会(ハンガリー)、貯蔵タンク(タイ)、スクリーン(米、英)、牛舎(ブルガリア)、温泉配管設備(ブルガリア)などが挙げられる。さらに欧州では特定のプロパティを改装したコンバージョン物件として、闘牛場→SC(スペイン)、駅→SC(仏)、城→ホテル(英)、ビール醸造所→イベント会場(英)、パビリオン→オフィス(伊)などが存在している。

プロパティの多様化が進んだ要因

世界のREIT市場においてプロパティの多様化が進んだ要因として、リーマンショックを契機に投資家のニーズが変化したことが挙げられる。投資家は、収益・キャッシュフローの安定性、資産クラスの逆相関による分散投資効果、低い負債比率による低リスクなどを求めるようになった。さらにESG投資が重要視され始めたことも一因となっている。ESG投資とは、E(環境)、S(社会)、G(ガバナンス)に配慮し、短期的な利益のみを追求するのではなく、長期的な成長性や持続可能性を評価して投資するものである。

その結果、それまで投資対象となっていなかった幅広いアセットがREITの投資対象となり、ESGのSである社会的に意義のあるアセット(社会的アセット)もREITに組み込まれるようになった。後編では欧州のREIT市場を概説したが、日本にとっても参考となる社会的アセットの事例として、英国の公営住宅とベルギーのヘルスケアについてふれたい。

欧州の先進事例

まず英国では、長年の研究の末、公営住宅REITのスキームが世界で初めて考案された。REITが公営住宅を取得、運用する際、REITが受領する賃料の一部(または全部)に対し、地方自治体からの家賃補助の仕組みがREITのスキームに取り入れられている。現在、英国の公営住宅REITは9社に達し、住宅セクターの中でサブセクターを形成している。

次にベルギーのヘルスケアセクターでは、源泉税の軽減措置が講じられている。ベルギーREITでは、通常、REITの配当に対し30%の源泉税が課される。一方、総資産の60%以上を欧州域内のヘルスケア施設に投資した場合、個人投資家に対する源泉税は15%に軽減される。その結果、ベルギーREITは欧州におけるヘルスケアのメッカに成長を遂げている。

社会的アセットをREIT化する際に直面する実務上の課題は、アセットの性格上、適切な利回りを確保することが難しいことである。その背景には、通常の不動産の「経済的利益」と社会的アセットの「社会的利益」の視点が、基本的に異なっている点が挙げられる。

両者のギャップを埋める方法として、政策上の支援が有効な手段となりうる。欧州の先進事例では、現行のREIT制度と政府の補助金及び税務上の恩恵をうまく組み合わせることにより、両者の差異の解消を実現したのである。なによりも、社会的アセットをREITの投資対象として検討する際には、政策面を含めた包括的なストラクチャーの検討が肝要であることを、欧州の先進事例は示している。

前号、ARES不動産証券化ジャーナル63号(10月1日発行)「世界のREIT市場2021 前編」に掲載されている図表4「世界各国の上場REIT市場規模のうちオーストラリアの時価総額に誤りがありました。お詫びして訂正いたします。」

誤) 118,678億円
正) 119,678億円