

日本の不動産リートシステムの 海外展開に向けての一考察

元 国土交通省 国土交通大学長 神山 敬次

1. はじめに

日本のリート（Jリート/JREIT, Japan Real Estate Investment Trust不動産投資信託）は、2000年の投資信託法改正によりそのシステムが構築され、2001年に具体的な組成がはじまってから、早いもので20年が経過する。上場されている銘柄だけでも62銘柄、資産総額（鑑定評価額）23兆円強となっている（2020年12月）。米国US-REITにはまだまだ及ばないが、世界で第二位のREIT市場規模を有している。日本のリアルな収益不動産規模225兆円に比べればまだ小さいが、さらに成長が期待できる規模とまでなっていると見えるだろう。正直いって、20年前に、ここまで大きなマーケットになるとは誰も想像していなかっただろう。

日本のリートシステム（＝制度のみならずノウハウを含むものとする。以下同じ）は、他の先進諸国のリートシステムや市場と比べて、どこが違いどうしてここまで成長できたのか。市場原理に任せるだけでなく、官民が政策的に連携して育ててきたのでないか。

世界の不動産リート制度を相互に比較することは有意義ではないか。制度の違いを認識したうえで、政策面を含めた国際的な連携や情報共有が必要ではないか。とりわけ、アジア諸国間において、世界第2位・アジア第

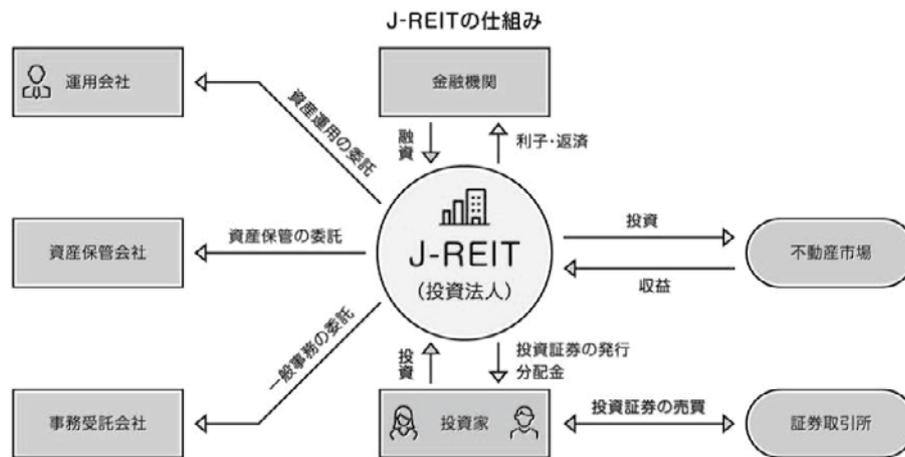
1位の市場規模を誇る日本がリーダーシップを発揮すべきではないか。リアルな不動産市場とも連動しつつ、日本流のまちづくり（スマートシティ等）の海外展開支援にも有効ではないか。

アジア諸国等で未だリートシステムや市場が整っていない国において、いわゆる日本モデルのリートシステムを紹介し展開していくことは、先方の国や経済にとっても有意義ではないか。また、中国REITは始まったばかりだが、有効な政策的アドバイスはできないのか。

同時に、日本政府にとっても、Jリートシステムの海外展開は「質の高いインフラ」システムの海外展開という政策目標に大いに合致するのではないか。

コロナ禍において、不動産市場の活性化を促進するため、日本のリートシステム自体も、DX化等に即応して進化（多様化）を遂げていくべきではないか。どのような政策を打ち出すべきか。

これらの点について、若干の考察を試みたい。なお、本稿の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であることをあらかじめ申し添える。



出典：(一財)投資信託協会HPより

2 . 日本のリートシステムの組成

不動産投資信託、いわゆる不動産リーートのシステムは、1960年代にアメリカで誕生し、1990年代になって欧米諸国において取引が活発に行われるようになった、とされている。いわゆる導管性要件（例、利益の90%以上を投資家へ分配すれば、リート法人自体は法人税が課せられない、という配当要件）等の根幹的な仕組みは、世界各国で基本的に同じであるが、各国の実情に応じて、組織形態、収入条件、資産形態等の点において、制度上・実務上の相違がある。

日本では、1980年代後半からUS-REIT等について研究がなされたのち、上述したように、法制度の改正によりリートは2001年の2銘柄からはじまった。当初は、リートという言葉そして商品内容はあまり知られておらず、不動産なのか株式なのか投資信託なのか、明確に説明できる人は少なかったのではないだろうか。筆者は、1980年代後半に建設省（現国土交通省）の関係部局に勤務していたが、果たして米国流のリートシステムが日本の不動産市場に馴染むものなのかどうか、当時は予測が付きにくかった。

今となっては、結果的に、62銘柄・23兆円の市場にまで発展したことは感慨深い。

大きく成長した要因は何か。

第一に、制度の細部まで規定される「信託型」ではなく、「会社型（投資法人）」が中心となって成長してきたということだ。「投資法人」自身は、とてもスリムな組織（＝いわば「器」にすぎない）である一方で、外部のプロフェッショナルとの連携が欠かせない。資産運用（アセットマネジメント・AM業務）資産管理（プロパティマネジメント・PM業務）等の外部ノウハウをうまく取り入れている。

国土交通省関連では、資産運用について宅建業法による特例を設けており、取引一任代理の認可を受けた投資法人に対しては重要事項説明義務等を免除している（同法50条の2）。外部の資産運用のプロと連携していく姿勢は、リート分野にとどまらず、老朽・遊休不動産の再生や地方創生を担うプロと連携していく方向性を示す不動産特定共同事業法等の改正の理念にもつながっていく。

導管性がある（＝支払配当の損金算入ができる）ということは、「投資法人」自体は

単なる「器」でしかないことを意味する。言い換えれば、投資法人は独立の法人格を持ち不動産を保有するとはいえ、内部留保がほぼない状態で、人員もほとんどいないのである。通常で考えれば、事業拡大などできない。

このような状況の中で、いわば系列の親会社・関連スポンサー会社が、利益相反にならない形で、投資適格となる優良物件を開発し紹介したり、借入金調達の保証等により、密接に寄り添って、投資法人をうまく育ててきた、といえるのではないか。そうでないと、投資法人は物件を買い増し成長することは困難だ。平たく言えば、ジャンクな物件を捨てるための箱、になる危険性も孕んでいただろうが、そうはさせなかった。

他方、親会社にとってのメリットは、直接バランスシートを重くすることなく、投資適格となる不動産物件を開発して、ほぼ確実に売却できるということであり、事業拡大のための外部からの投資を呼び込めることだろう。

Jリート開始当初は、オフィス・商業・住居等の総合型が中心となって発展した。その後、投資法人が、親会社・関連会社とともに、時代のニーズに併せつつ得意な運用資産分野へ進出し、商業、住居、物流、そして、ホテルへと特化したJリートを組成し、現在ヘルスケア部門への拡大を図ってきたことである。また、クローズドエンド型商品（途中解約に応じない）ながら、上場することにより高い流動性を確保している、とあっていいだろう。

そして、投資家にとって大切なことだが、上場リートとして、徹底した透明性、愚直なまでの情報公開を進めていることではないだろうか。これほど情報公開されている投資商

品はないと言ってよい。となると、時代の流れに沿って、個人を含めた投資家を魅了する投資方針・テーマが重要となってくる。各社の資産運用報告をみると、例えば、ESGや脱カーボンへの取り組みや、環境不動産（グリーンビルディング）投資への法人単位での評価ベンチマークの記載（日本CASBEE、米国LEED、英国BREEMENなど）が、随所に見られるようになってきた。

3. 国際的な連携や情報交換の必要性、特にAPREAについて

世界各国の不動産リートシステムを比較研究してみることは面白い。その背景となっている不動産事情、法体系、実務制度等は各国の歴史文化等に応じて違いがあるからだ。

そのような中で、時の流れに応じ各国ともシステムが進化してきている。例えば、リーートの歴史が長い米国では、今やステップ5の段階（＝下記表の第5次サイクル、ノンコア・アセット拡大や特殊コア出現段階）だといわれている（後掲：四釜論文2019年）。リートシステムが最も進化を遂げている国だ。

一方、同・四釜論文によれば、欧州では、英国リーートの歴史が長く、ステップ3の段階（＝プレグジットによる海外不動産の英国REIT化）だそうだ。加えて、英国では、公営住宅や学生寮に特化したリートも多く、他国にはみられない「ホームレス施設」特化型のリート出現もある。いずれ米国のように「刑務所施設」運営管理型のリートが出現してもおかしくないだろう。

また、近年、欧州ではリートシステムの発展が、二極化している模様だ（同・四釜論文）。英国、フランス、ベルギー等ではリートは発展をし続け、片やドイツ、イタリア、ギリシャ等では進化していない。英米法と大

米国REIT発展の歴史

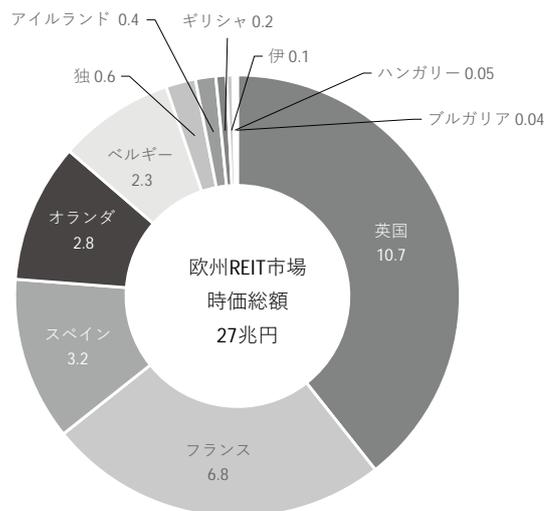
REIT市場 サイクル	年度	銘柄数 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	平均時価総額 (百万ドル)	制度改正	REIT関連事象	経済動向	新たなアセット	プロパティ セクター動向
第1次	1960				1960年税制改正 (REIT制度創設)				
	1961				初の非上場REIT組成				
	1965				初の上場REITがNYSE上場				モーゲージREIT 主流
	1970				第一次リートブーム				
	1973				オイルショック				
	1974	53社	7	\$13					
第2次	1975				1975年税制改正 (抵当物件関連)				
	1976				1976年税制改正 (会社型容認、宥恕規定)				
	1981				1981年税法改正 (加速度償却) 不動産ファンドブーム				エクイティREIT 分散型
	1986				1986年税制改正 (内部運用容認)				
	1987				ブラックマンデー				
	1989				S&L危機				
1990	119社	87	\$73						
第3次	1991				商業系キムコ大型IPO				
	1992				アップリートの考案				
	1993				1993年税制改正 (年金関連)				エクイティREIT 特化型 コア
	1994				IPOブーム (1992-)				
	1996				公募増資・M&Aブーム (-1998)				
	1997				1997年税制改正 (森林容認)				
1998				アジア通貨危機、ロシア危機					
第4次	2000	189社	1,390	\$734	1999年税制改正 (TRS整備、ホテル運営形態)				
	2001				ITバブル、9.11 S&P 500に初採用				
	2003				イラク戦争、新興国好景気				エクイティREIT 特化型 ノンコア
	2004				データセンター 学生寮 バイオ系施設				
	2005				M&Aブーム				
	2007				2007年税制改正 (ヘルスケア運営形態)				
2008	136社	1,920	\$1,409	リーマンショック					
第5次	2009				各社資本充実 (増資・株式配当等)				
	2011				ホテルIPO 転換・スピンオフ・分社化ブーム				ノンコア アセット拡大 特殊なアセット
	2012				基地局 戸建住宅				
	2013				カジノ 刑務所 農地 石油パイプライン				
	2014				広告看板 情報倉庫				
	2015				配電塔 テレコム デパート				
2016				レストラン					
2017				底地					
2018	226社	10,480	\$4,636	冷凍倉庫					

出典：四釜論文（2019年）より

陸法との違いを超えて、各国の不動産制度・市場の歴史的経緯や政策立案等が大きく関係しているようだ。

なお、旧東欧諸国の中で、なぜかブルガリアだけリートが組成されてきた経緯がある。同国特有の農地保有システムと深い関係があるらしく、興味深い。

他方で、アジア諸国の中ではタイ国等でのリート市場が熟成しつつあるが、今注目すべきは中国であり、まさにリート市場が開花しようとしている。約2年前（2019年）の時点では、「中国の投資信託を規制する現行の証券投資規制法には、リートを認める余地がな



単位：兆円

欧州上場REIT市場の時価総額の内訳

出典：四釜論文（2020年）より

い、「現在の中国にとっては、まずリートの税制要件（導管性要件等）を整備するほうがより重要で不可欠な問題である」（後掲：段磊（だんらい）論文）とのことだった。この際、リート制度が研究されていたらしい。

最新情報（2021年3月）によれば、中国政府（国家发展改革委員会及び証券監督管理委員会）は、2020年末から試験プログラム（準リート）を導入しており、2021年春には同国初の公募型不動産投資信託（C-REIT, China Real Estate Investment Fund）を認可する方針のようだ。ただし、当初は、対象不動産は政府保有の大都市圏のインフラ（道路等）であり、機関投資家向けで、政府が安定的にペイバックしてくれるらしい。現行法の範囲内での運用なので、政府指定のSPV（特別目的会社）がインフラ開発・管理に係るASB（Asset Backed Securities, 資産担保証券）を一括購入して、応募した機関投資家へ配分するらしい。二重課税問題は未解決のままですスタートする模様だ（導管性はない）。

これは、日本では厳密には「不動産リート」とは言わないが、中国でいずれリートシステムが正式に法制化されれば、インフラ分野だけでなく賃貸不動産分野全般に応用され、Cリート市場は相当大きな市場となることだろう。しかもその熟成スピードは案外速いかもれない。アジアのリート市場の活性化のためにも、政府レベルでも国家改革発展委員会との連携や意見交換を進めていくことが大切だと思う。リートの優れた実績を説明することは必要だろう。

不動産リートシステムの各国事情は、隠すべきことではなく、情報の透明性が高くシェアできるのがリートのもっとも特徴的なところだと、筆者は考えている。長らく行政政策に携わってきた身として、アジア各国は政府レベルでも国際的に連携し意見交換でき

る場を一層整備し、各国の関連政策の深化に貢献していくべきだと考える。

また、更に幅広い投資家層を獲得することがリート活性化のカギとなる。事業株式と比べて流動性リスクが高いといわれるリートについて、国内投資家のみならず、グローバルなファンド一般に関心が高い海外投資家も対象として情報発信やIR活動を広く行うべきであろう。

その際、大いに参考となる仕組み（団体）として、APREA（Asia Pacific Real Estate Association、アジア太平洋不動産協会）という民間組織がある。文字通りアジア太平洋地域において、日本をはじめシンガポール、中国、香港、インド、オーストラリア等に支部があり、国境を越えて、同地域の不動産・インフラ市場の成長を目指す業界団体である（日本支部長は住商リアリティ・マネジメント社長）。日本の主要なリート関係会社も直接加盟しており、かつ、APREAは日本の不動産証券化協会（通称ARES）の「グローバルパートナー」でもあり、アジア各国連携の観点から先導的な役割を果たしているが、更に促進できないだろうか。

アジア太平洋地域では、上記に掲げる国のほか、タイ、マレーシア、台湾、韓国、ベトナム、そしてフィリピンなどでも、上場リートやインフラファンドが台頭してきている。前述のとおり中国でも実証稼働中だ。香港経済の国際的地位が低迷しつつある中で、シンガポールに事務局本部を置くAPREAの果たす役割は益々重要となってくるだろう。

こういった場を活用し官民が連携することにより、アジア第一位のリート市場規模をほこる日本がリーダーシップを発揮し、日本の立場からもぜひ情報発信してほしいものだ。

4. 日本のJリートシステムの海外展開の可能性

さて日本では、広義の不動産リート（＝不動産証券化商品）を、地方創生やまちづくり政策の観点を取り入れていく方向が示されている。不動産共同特定事業法の数次にわたる改正がそれを物語っている。

また、国土交通省の不動産投資市場懇談会の報告書（2016）によれば、都市力の向上を目指し地方創生を進めるため、物流、ヘルスケア、国際ビジネス・観光等の成長が見込まれる不動産投資の充実を図っていくべきだとされている。コロナ禍の現在でいえば、さしずめDX化を重視した不動産投資の充実、いわゆるスマートシティの実現化促進が加味されるだろう。加えて、耐震化や環境性能に優れた不動産投資、ESG投資を促進することも大切だ。

Jリートシステムを含めた不動産リートシステムは、高度なインフラづくりに欠かせないバックアップシステムであり、世界に誇れるものである。官邸主導の「インフラシステム海外展開戦略2025」において、「我が国の強みのある技術・ノウハウを最大限活かして世界の膨大なインフラ需要を積極的に取り込むことにより、日本の力強い経済成長につなげていく」ことが肝要とされているが、Jリートシステムの海外展開や連携は、不動産分野において一つの重要な制度支援ツールとなり、日本企業の多様なビジネスチャンスの拡大につながるだろう。

たしかに、現行Jリートシステムには課題が多いのも事実かもしれない（後掲）。特に米国リート市場に比べれば、多様性や柔軟性の観点からは改善すべき余地はあるだろう。しかしながら、Jリートは、保守的であるが故に、システムのわかりやすい。世界第2

位・アジア第1位の市場規模となってきた実績を考えると、とりわけアジア等の新興国にとっては、大いに馴染みやすいのではないか。

東南アジア、南アジア、中東でも、各国の実情に応じたリートシステムが形成されつつあるが、まだまだ手付かずの国もある。对中国を含め、APREA等の場を通じて、日本Jリートシステムや政策背景について幅広く紹介意見交換することによって、ウィンウィンの関係を構築してほしい。官民が一体となって、「自由で開かれたインド太平洋」の一層の構築を目指すべきである。

5. Jリートシステム自身の深化について

Jリートシステムは大きな成果をあげてきているが、米国等の先進事例と比較すると、まだまだ課題は多い（後掲：四釜論文2019年）。米国はステップ5（＝ノンコアアセット拡大・特殊なアセット）の段階だといわれるが、いったい日本は現在どのような段階なのだろうか。せいぜいステップ4（＝エクイティREIT特化型・ノンコア）の入口段階だろうか（前記3.中の表を参照）。

「日本と米国では、運用形態（外部・内部）や運営形態（TRS（＝課税REIT子会社）の有無）の差異に加え、アップリート（Umbrella Partnership REIT, 譲渡課税繰延選択）・スピンオフ（REIT分社化）などの現物出資・M&Aの手法の違いなどの多くの違いがある。したがって、米国と同じような形で新たなタイプのプロパティを導入することや特化により細分化を図ることは、実務上はかなりハードルが高い可能性がある。」という四釜先生の見解は全くその通りだと思う。

しかしながら、コロナ禍において、不動産市場の活性化を促進するため、JREITシステ

ム自体も、日本流でいいので、スマートシティまちづくりやDX化に即応して進化（多様化）を遂げていく必要があるだろう。いくつか適用が可能と考えられる具体例をあえて提言してみたい。

セクター開発 - 特にデータセンター開発の推進 -

いわゆるノンコアセクターを手掛ける投資法人の更なる躍進に期待したい。既に日本でもヘルスケア施設に特化したリート法人が出てきている。

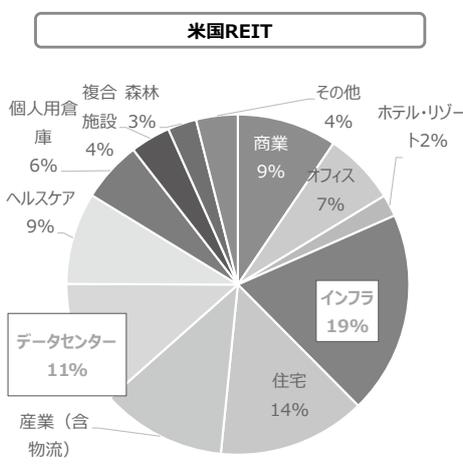
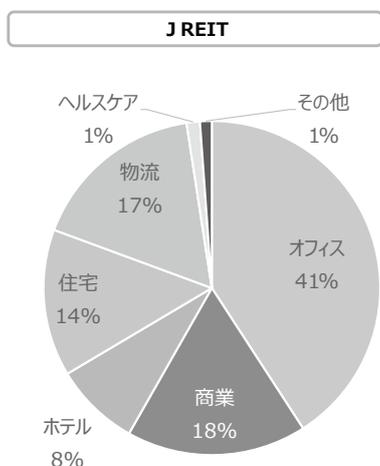
米国のように、刑務所、森林、農地等のセクター開発はすぐには無理としても、スマートシティやDX化に関連した分野のアセットに特化したセクターニーズは、想定できるのではないかと。コロナ禍の中、通信系大手会社や金融機関等がバランスシートを軽くするためにも、不動産としての通信基地局やデータセンター等をまとめて、不動産会社と組んでリート組成することはできないだろうか。或いは、デジタル設備の運営も併せて行う「インフラファンド」のような形でもいい。

米国リートではデータセンター特化型の成長が著しい。データセンター組入れについて

は機密性が高く投資家への情報開示は限定的だが、商品として人気がある。最近では米国国内物件だけでなく、アフリカを含め世界のデータセンターが組み込まれているようだ。いわゆる、GAFA（グーグル、アマゾン、フェイスブック、アップル）を中心とした関連企業による開発により、米国内だけでなく世界各地に位置する主要なデータセンターがリート商品に既に組み込まれているわけであり、不動産のデジタル化のスピードが日本とは格段に違う。

日本でも、三菱商事と米国リート会社が組むなど、既に私募ファンドにおいては情報機密性に配慮しつつデータセンター物件はかなり商品として組み込まれている模様だ。リートでは、三井不動産ロジスティクスパーク、産業ファンド、ユナイテッドアーバン、積水ハウス等がデータセンター物件を組み込んでいるが、事例はそう多くはない。

昨今のLINEが有する個人情報データへの中国からのアクセス問題からみても、通信関連企業による海外拠点への個人データ保管や管理委託は今後の大きな課題になると考えられ、日本国内におけるデータセンターの整備は更に促進されるだろう。スポンサー企業の



・J-REIT：不動産証券化協会 不動産取得価格ベース 2020年7月末時点
 ・US-REIT：全米不動産投資信託協会 セクター別REIT時価総額ベース 2020年8月末時点

出典：国土交通省HPより

動向次第かもしれないが、早晩、Jリートにおいてもデータセンター特化型やデータセンター・物流施設の総合型リートが多く出てくるかもしれない。

2021年4月、大阪の不動産会社が「不特定多数のテナントを想定し国内初のデータセンタービル（地上16階建て）」を建設し話題となっている。また、大和ハウスは、千葉県印西市にアジア最大規模のデータセンター15棟を建設する計画があり、バランスシートにとられないリート化も模索中だと聞く。DX化へ対応し日本国内のデータセンター整備促進のため、スポンサー企業によるオーダーメイド型でなく、いわゆる「ひもなし」の汎用型という選択肢も求められてくるだろう。DX化推進そしてリート市場成長のため、政府によるバックアップも大いに期待したい。

他方で、海外不動産、特にまだまだ成長が続くアジア等の新興国不動産に対象を特化したJリート組成の検討は、ARES等においても実現に向けての議論が続いていると聞く。税制面等での課題は多いかもしれないが、投資家ニーズはあると思うので、ぜひ更なる検討を進めてほしい。

まちづくりや地方創生との連携

Jリートは、上場市場にて一般投資家の信頼を高め多くの資金を集めることから、いわゆる「投資適格」不動産しか取得できない、と言われている（後掲：石川論文）。言い換えれば、買付け対象は「都市圏に立地し安定稼働している優良な不動産」であり、老朽化・遊休化した賃貸不動産、旧耐震基準時代に着工された物件、テナント退去を伴う大規模修繕や開発を要する物件は該当しない、ということになる。

別の見方をすれば、資産運用会社が大手企

業グループである場合には、大手スポンサー企業（＝資産運用会社の親会社）が「開発」した優良な物件を、投資法人が優先的に取得する契約（パイプライン契約）を結ぶことがよくある、という。もちろん、資産運用会社は、Jリート投資家の利益相反にならない範囲で中立性を保つ前提だ。

こういった優良物件を扱うケースだけでなく、まちづくりの観点から、Jリートは、もっとより広い視野をもって開発リスクを伴う不動産物件にも目を向けるべきだと思う。

具体的には、不動産特定事業法等に基づいて組成されたSPCにより開発された不動産について、社会的貢献に大いに興味がある投資家層を取り込むべく、短期的な利回りは多少低いかもしれないが、新たなノンコアセクターとして、「スマートシティまちづくり」「地方の創生」「空き家・空き店舗の再生（小規模ふるさと再生）」「SDGsの具体化推進」「ESGや脱炭素化貢献」「DX化への寄与」といった大きなPR目標を掲げ、客観的な指標を織り込んだうえで、その不動産取得を行いリート組成していくことを期待したい。また、都市再生機構（UR）等との資金やノウハウの連携も模索されるべきだ。中長期的観点から、ESG（環境・社会・企業統治）や社会的貢献、グリーン投資に賛同する企業・個人大手投資家を呼び込むための環境整備を期待したい。

内部運用型やスピノフのモデル検討

欧米リートでは主流といわれている「内部運用型」のリートシステムを、パイロット的に組成してみたらどうか（後掲：石川論文）。スピノフして、リートを子会社へ任せたとしても、税制面での課題を併せて解決していく必要があるだろう。

最後に、繰り返しとなるが、日本政府は、

シンガポールと同様かもしれないが、「質の高い海外インフラシステムの展開」を重要政策の一つとして掲げている。Jリートシステムはいわば不動産市場での「質の高いインフラ(バックアップ・技術・ノウハウ)」である。その知見やノウハウを海外へ提供していくことは、日本の国益のみならず、世界のためにもなるかと思う。今後の官民連携の促進に大いに期待したい。

主な参考文献

- ・四釜宏吏：米国REIT市場における新たな潮流 - プロパティセクターの多様化と新たなプロパティタイプのビジネスモデル -、不動産研究第61巻第2号(2019年4月)
- ・四釜宏吏：欧州のREIT制度及び市場の概要と動向、不動産研究第62巻第2号(2020年4月)
- ・段磊(だんらい)・華東師範大学準教授：不動産投資信託(REITs)の仕組み及び税法上の要件、中日民商法研究第18巻(2019年9月)、公益財団法人トラスト未来フォーラム助成案件(2016年度)
- ・石川卓弥・(一財)不動産適正取引機構研究理事：不動産の再生・流通促進に向けた不動産投資市場の役割について(改正投資信託・投資法人法、改正不動産特定共同事業法の意義)、RETIO.2014.4, No.93(2014年)