

2017
4
April

Topics

不動産トピックス

トピックス1

金融ビッグバンから20年が経って
～企業不動産と不動産投資市場の新たな関係構築の可能性～ …… 2

トピックス2

大規模物流施設の需要と立地の動向…………… 6

マンスリーウォッチャー

企業不動産の保有・貸主としての米国REITの事例 … 8

熊本地震で被災された皆様に御見舞いを申し上げます。
被災された地域が一刻も早く復興できますよう、心より
お祈り申し上げます。

金融ビッグバンから20年が経って ～企業不動産と不動産投資市場の新たな関係構築の可能性～

バブル崩壊による金融市場の停滞と不良債権問題の深刻化が進む1996年11月、第二次橋本内閣の主唱で金融ビッグバン(金融システム改革)がスタートしました。金融ビッグバンは、金融市場の自由化、国際化と不良債権処理を推し進めただけでなく、様々な法整備等を通じて、J-REITなど現在の不動産投資市場の枠組みの元となりました。

以下、企業不動産と不動産投資市場の関係性を軸に金融ビッグバンの成果について整理し、米国REITの事例から得た示唆をふまえて、日本における企業不動産と不動産投資市場の新たな連携の可能性を考察します。

金融ビッグバンが企業不動産と不動産投資市場を変えた。

金融ビッグバンとは

1996年11月、橋本内閣総理大臣が「我が国金融システムの改革～2001年東京市場の再生に向けて」を示し、内閣の重要課題の一つとして金融システム改革に取り組むよう三塚大蔵大臣と松浦法務大臣に指示しました。

当時の日本では、1990年代の初めにバブル経済が崩壊した影響などから、東京の金融・資本市場が低迷し、ニューヨークやロンドンの国際市場に劣後。企業活動が停滞するとともに、金融機関の不良債権問題が深刻化していました。

このような背景のもと「21世紀の高齢化社会において、我が国経済が活力を保っていくためには、1200兆円にも上る個人金融資産がより有利に運用される場が必要であり、これら資金を次代を担う成長産業へ供給していく」^{*1}ための市場改革^{*2}と、金融機関の不良債権処理の推進が並行して進められたのでした。1986年にイギリスで実施された証券市場改革が天文学の用語になぞらえてビッグバンと称されたことから、この金融システム改革は日本版金融ビッグバンと呼ばれました。

金融ビッグバンは、5つの審議会等^{*3}の答申を経て、改正外為法(1998年4月)と金融システム改革法^{*4}(1998年12月)が施行され、実行段階へと移りました。

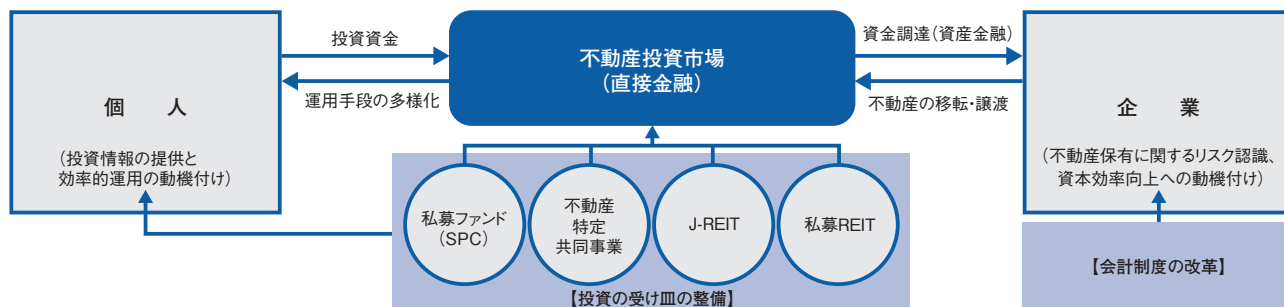
金融ビッグバンが企業不動産と不動産投資市場を繋げた。

以降、金融ビッグバンの開始からわずか10年近くの間、不動産証券化の法制度である旧・SPC法と資産流動化法や、J-REITの根拠法である投信法、固定資産の減損会計、改正信託業法、会社法、改正信託法、投資サービス全般に係る法制度として旧・証取法を発展させた金商法など^{*5}、多くの法や会計制度が整備されました。金融ビッグバンを契機として、一連の制度整備が体系的に行われたことが、現在の不動産投資市場の枠組みを形成したといえるでしょう。

投資市場改革としてSPCを用いた私募不動産ファンドやJ-REITなどの集団投資スキームが整備され、投資対象資産については、企業の不動産所有に関するリスク認識を高め、所有から利用への多様化を促し流動化を進めることにおいて、会計制度改革が奏功しました。

滞留する個人金融資産を資本市場(直接金融)を通じて成長産業に誘導するという金融ビッグバンの目的は、不動産投資市場では、J-REIT等の投資セクターを個人資金の受け皿とし、事業法人等が保有する賃貸用不動産や業務用不動産をこれらのセクターが取得して運用するという形で具体化しました[図表1-1]。さらに、固定資産として保有し続けることで資金化されずにいた企業不動産に流動化の途を開きました。その

【図表 1-1】 不動産投資市場における金融ビッグバンの構図



出所：都市未来総合研究所作成

結果、事業法人等には、銀行借入等の間接金融と、株式や社債発行等のコーポレートファイナンス(企業信用に基づく直接金融)に加え、アセットファイナンス(資産価値に基づく直接金融)が資金調達手段に加わるという効果が生じました。

事業法人から不動産投資市場への不動産移転は一巡

資産リストラ等の財務上の意図と整備された投資制度を背景に、2000年から2008年にかけて事業法人による不動産売却額は高水準で推移。

企業不動産と不動産投資市場の繋がり～日米の事例から

日本の企業不動産に対する新たな投資の萌芽

事業法人から不動産投資セクターへの不動産売却額が大幅に減少した状況にあって、本業等に用いられる業務用不動産を不動産投資セクターが取得した事例が徐々に現れています。

商業施設や物流施設、データセンターなど、相対的に流動性が高いとみられる物件用途の業務用不動産を取得した事例は比較的以前からありましたが、2007年に物流施設と地域冷暖房センターを投資資産に持つJ-REITが上場すると、空港内の航空機整備用格納庫や化学タンク・ガスタンクの底地なども取得、こうした業務用不動産の取得用途は工場やカーディーラーの営業所底地などに広がっています。

米国 REIT にみる不動産投資セクターと企業不動産との関係

米国では不動産投資セクターが保有する企業不動産の範囲は更に広く、日本ではほとんど例がない^{※7}と思われる携帯電話の通信用電波塔や光ファイバー基幹回線、石油や天然ガスのパイプライン、屋外広告掲示板などにREITが投資しています。これらの企業不動産をREITが企業か

中でも、不動産投資セクターに対する譲渡はその9割近くに達し、金融ビッグバンの成果が顕著なものとなりました[図表1-2]。

しかし、世界金融危機後、不動産価格が下落し売却の誘因が薄れたことや、オフィスビルや住宅などの投資に適した汎用的な不動産の売却一巡などによって、事業法人が不動産投資セクターに売却した不動産の金額は2009年以降大幅に減少し[図表1-2]、不動産投資セクター間で物件を売買する傾向が強まっています[図表1-3]。

ら取得するにはセール&リースバック(SL)^{※8}が用いられることが多く、不動産賃貸借(リース)も、テナントの信用に依拠したものや、投資物件数を

※1：大蔵省「特集 金融システム改革(日本版ビッグバン)とは」(http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bbl.htm)

※2：フリー(市場原理が働く自由な市場)、フェア(透明で信頼できる市場)、グローバル(国際的で時代を先取りする市場)を3原則とする。

※3：証券取引委員会と企業会計委員会、金融制度調査会、保険審議会、外国為替等審議会

※4：正式名称は「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」。各審議会等の答申を受けて大蔵省が作成した「金融システム改革のプラン」に盛り込まれた項目を実施するための証券取引法、証券投資信託法、銀行法、保険業法等の改正を一括化した法律

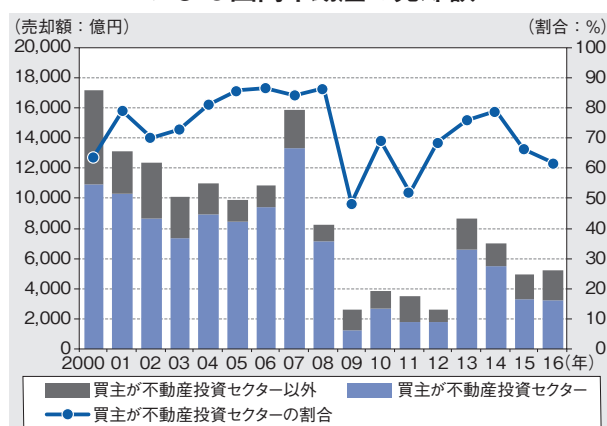
※5：旧・SPC法の正式名称は「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」で1998年8月施行、改正SPC法とも呼ばれる資産流動化法は「資産の流動化に関する法律」(2000年11月施行)、投信法は「投資信託及び投資法人に関する法律」(2000年11月施行)、「固定資産の減損に係る会計基準」は企業会計審議会が2002年8月公表、改正信託業法2004年12月施行、会社法2006年5月施行、改正信託法2007年9月施行、金商法「金融商品取引法」2007年9月施行

※6：[図表1-2,3]で不動産投資セクターに分類した業種は、不動産、J-REIT、私募REIT、SPC、インフラファンド、その他の投資目的の法人、外資系法人、建設、生損保のほか、東証業種分類でサービス業に登録する一部の不動産投資運用会社、同じく卸売業の総合商社、金融業のうち一部のリース会社である。

※7：2006年にソフトバンクが携帯電話の事業証券化を実施した事例がある。ソフトバンクグループ株式会社のWEBサイト掲載の「移動体通信事業のリファイナンスに係る取締役会決議のお知らせ」(2006年11月17日)

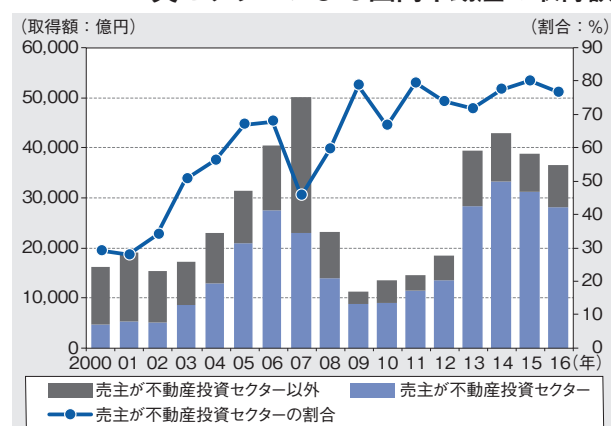
※8：Sale & Leaseback。物件の取得先に当該物件を貸し戻す取引

【図表 1-2】 買主の業種セクター別にみた事業法人による国内不動産の売却額



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」。図の不動産投資セクターの定義は※6に記載した。

【図表 1-3】 売主の業種セクター別にみた不動産投資セクターによる国内不動産の取得額



増やし、かつ属性や立地する地域を広げてリスク分散を図るものなど、金融的側面が強くなるか否かです。

日米で市場慣行や税法を含む投資法制、会計などの違いはありますが、米国REITは今後の企業不動産と不動産投資市場の関係を考察する上で示唆に富んだ事例と考えられ、以下その概要を紹介します（詳細は後掲Monthly Watcherを参照）。なお、記載した事業内容には、一部に課税REIT子会社（TRS）^{*9}によるものを含みます。

ネット・リース REIT

- 独立路面店舗や施設を保有し、単一のテナント（シングルテナント。多くは投資適格グレードの企業）に賃貸。テナントの業態は主にホームセンターやコンビニエンスストア等の物販店舗とレストランだが、製造業の営業所や物流施設、州政府のオフィス、保育所などの例も。
- 賃貸借契約は10年から実質25年程度の長期契約で、物件の運用経費（固定資産税、損害保険料、維持修繕費等）はテナント持ちのトリプルネット（NNN）リースのため、REITの賃貸純収入は安定的。賃料はテナントが発行する社債の利息と近似した性格となり、当該REITは「企業に不動産ベースの資金調達ソリューションを提供する」^{*10}金融会社に近い。
- テナント分散（業種数と企業数）と地域分散（全米、一部のREITは海外も。）を効かせることで、複数の社債で構成する投信などと同様にリスクを分散化
- 物件は通常、SLで売主（＝テナント）から取得する。シングルテナントとの賃貸借であることから、クレジット・テナント・リース（CTL）^{*11}の概念と重なることが多い。また、NNNリースで賃貸借の固定性が強いものは、社債との類似性の高さからボンドリース^{*12}とも呼ばれる。

シングルテナントの中規模物流施設に特化した REIT

- シングルテナントの中規模物流施設の特徴を以下のようにとらえ、集中して投資するREIT。中小企業向け不動産担保融資に近似した事業形態
 - ① シングルテナントの物流施設は、テナント退去による無収入化と維持コスト負担の影響が大きく、ハイリスクと解されて割安
 - ② 物流施設は他用途よりも資本的支出が少額、かつ、シングルテナントの場合はテナントが物件の運営コストを負担するため、賃料収入に対するマージン率が高い。
 - ③ 物流施設の投資家は限られた好立地の大規模物件を 선호する傾向があり、中規模以下の物流施設は取得競争が緩やか。主なテナントが中堅・中小企業であることも影響。競争する地場の投資家に対して、REITは資金調達力と洗練された運用能力で勝る。
 - ④ SLで取得対象とする物件の潜在量は大きく、外部成長の余地大
- 当該属性のキャッシュフロー変動リスクには、案件の

選別（精査対象360物件に対して成約33物件^{*13}）と分散化（テナント業種数と企業数、立地地域）で対応

通信用タワー（基地局）REIT

- アメリカでは、携帯電話その他の無線用途で使用する電波塔（タワー）は、自社所有もあるが、通信会社等がテナントとしてタワー所有会社からスペース（区画）を賃借し、自社設備を設置して利用する形態が定着
- タワー所有会社は長期契約の借地または所有地上にタワーを建設し、マルチテナント方式で通信会社に賃貸し収益を得る〔図表1-4〕。4～5テナントを上限とする当初の区画が埋まっても、アンテナ支持部材の増設やタワーの高さ延長など相対的に少額の追加投資で賃貸区画が創出できるため、テナント数の増加が収益増加に直結
- 土地利用のゾーニング規制が厳しく、タワー新設に係る参入障壁として機能している。
- 典型的な賃貸借条件は、テナント事由による解約不可、当初契約期間10年で延長可（最終的に25年近くとなる）、賃料上昇条項あり（アメリカの場合で年間は約3%。海外では各国の物価上昇率相当）^{*16}
- 業界は大手3社の寡占状態で、これらは事実上の不動産保有会社。税制上の優遇措置（配当の損金算入＝ペイスルー課税）を受けるため、2社は2012年と2014年にREIT転換済で、残る1社も2017年1月にREITに転換した。

通信用光回線 REIT

- 携帯電話その他の無線通信用の施設やその底地、回線を所有し、通信会社やアマゾンなどのインターネットサービス事業者、タワー REITなどに賃貸
- タワー REIT同様にタワーの保有賃貸も行うが、それ以外にタワー用地の賃貸や建物等に設置したスモールセル（小型基地局）の賃貸、基地局と交換局を繋ぐ光ファイバーの回線ネットワーク^{*17}の賃貸など、通信インフラ全般に係る賃貸業としてのビジネスモデルが特徴
- 回線賃貸の形態は、ダークファイバー（賃貸用光回線）の賃貸事業と、ライトファイバー（特定企業等の自用光回線）のSLの二つ。ビル賃貸業と比較すると前者がマルチテナントビルで、後者はシングルテナントビルのSLに類似

〔図表 1-4〕 通信用タワー事業の収益モデル

金額単位：米ドル

	テナント数		
	1	2 ^{*14}	3 ^{*14}
建設・改良コスト	275,000	—	—
賃貸収入	20,000	50,000	80,000
運営費（地代、電力費、監視費含む）	12,000	13,000	14,000
粗利益	8,000	37,000	66,000
粗利益率	40%	74%	83%
収入増加額に対する粗利益増加額の割合	—	97%	97%
投資収益率 ^{*15}	3%	13%	24%

データ出所：American Tower [Introduction to the Tower Industry and American Tower (As of June 30, 2016)]

送配電施設 REIT

- 高圧鉄塔や電線、変電設備等の送配電インフラを保有するREITで、スポンサーである電力会社から資産を取得し同資本系列の電力会社に長期契約で賃貸する、実質的にSLのビジネスモデル

エネルギー資源パイプライン REIT

- 石油や天然ガスの加工・移送施設をエネルギー事業者から取得し、長期のNNNリースでリースバック(SL)するREITで、エネルギー資源の産出地から集約・加工・貯蔵地を経て需要者に至る一連のパイプラインや貯蔵施設等を、ポートフォリオとして保有

鉄道 REIT

- 鉄道の軌道と関連施設を保有し、鉄道運営会社に賃貸するREITで、スポンサーである鉄道会社から線路その他の鉄道資産を取得し、賃貸借契約期間99年

(同条件での更新オプション付)のNNNでリースバックするビジネスモデル

- スポンサー傘下の鉄道不動産は追加取得による外部成長が見込めないが、長期の固定的賃貸借で収益変動は小さい。収益成長は、併営する太陽光発電所や風力発電所の底地事業側の役割

広告掲示板 REIT

- 借地上に屋外広告掲示板や電子広告看板を設置し、広告を掲示して収入を得る事業体がREITとして認められ、ペイスルー課税の適用を受けている。
- 日本の国税庁に相当する米国歳入庁 (IRS) が、REIT転換を計画する企業等からの事前照会に対し、連邦規則^{※18}に基づきREITの不動産や賃料への適合性を検討。広告掲示板が不動産に固着化し一体的なものとして、その広告掲出収入が賃料相当と解された^{※19}ことでREIT転換が可能となった。

企業不動産と不動産投資市場の新たな展開

新たな連携の可能性

これまで日本では汎用的な不動産の投資セクター移転が進んできましたが、その一巡化もあって、今後は企業の業務用不動産や民間保有の事業インフラなどが投資対象として注目される可能性があります。

事業法人にとっては、コーポレートガバナンス・コードへの対応として、効率経営の推進が資産移転の動機付けとなるとみられます。国際会計基準を適用する会社については、2019年に開始される新リース会計基準(IFRS第16号)が資産移転の会計上の効果を弱める^{※20}可能性があります。資産を不動産管理のプロに委ねることや事業活動への集中の利点などを考慮して、実質ベースで判断することが合理的と思われます。

不動産投資における投資対象とビジネスモデルの拡張

業務用不動産を対象とする投資の特徴は不動産の市況変動の影響を受けにくいことや、多くの物件用途では償却資産の割合が小さいことから、J-REITのように償却後の利益(≒配当)の水準と安定性を重視する投資主体に適しています。社債見合いと考えれば、対象用途は店舗施設に限らず、企業が保有し使用する不動産全般が投資対象となりえます。なかでもNNNリースやシングルテナントへの投資は、投資先の分散によるリスク低減が投資成果に繋がる鍵で、一般的な賃貸用不動産への投資以上に規模の経済性(大数の法則)が働く、金融会社に類似したビジネスモデルを展開することに繋がります。

さらに、タワーや通信回線などのようなインフラ・シェア型の資産では、マルチテナントを対象とするシェア(共用)収益の成長上限は非常に大きく、市場賃料×稼働率100%で上限となる不動産賃貸業の収穫逦減性とは異なり、不動産投資に収穫逦増的なビジネスモデルが加わることになります。

このように、事業法人の業務用不動産を投資対象とすることは、企業不動産と不動産投資市場に新たな連携をもたらすだけでなく、不動産投資セクターのビジネスモデルに思考転換を促す可能性もあります。

(以上、都市未来総合研究所 平山 重雄)

※ 9 : Taxable REIT subsidiary. REIT がペイスルー課税を認められるための資産要件と配当要件を満たさない事業(例、太陽光発電による売電事業)であっても、TRSを用いれば一定の制限の中で行うことが可能。なお、事例中の通信用基地局や光ファイバー回線、屋外広告掲示板などはREIT要件に適合

※ 10 : W.P. Carey Inc. の WEB サイトによる。

※ 11 : Credit Tenant Lease. テナントの信用に依拠した不動産賃貸借。格付会社では、CTL を裏付けとする債権について固有の格付基準を定めているところがある。

※ 12 : Bond Lease. Bondable Lease と呼ばれる場合もある。

※ 13 : STAG Industrial「Investor Presentation Fall 2016」

※ 14 : 通常、併置するテナントは、BTS (入居テナントの要望に対応した整備方式) で導入した核テナントよりも高額の賃料を支払う。

※ 15 : 投資収益率 = 粗利益 / 建設・改良コストとして算出

※ 16 : American Tower「Introduction to the Tower Industry and American Tower (As of June 30, 2016)」

※ 17 : バックホール (Backhaul) のこと

※ 18 : CFR (連邦規則集) 26 卷 Internal Revenue (内国税収入) 1 章第 856 条

※ 19 : 直近の改訂版は、Internal Revenue Service「Internal Revenue Bulletin : 2016-39 - Definition of Real Estate Investment Trust Real Property」

※ 20 : 賃借不動産に係る資産・負債の貸借対照表への計上や、SLでの借り戻し部分に関する売却損益の計上否認などが規定されている。一方で、NNN の場合にはメンテナンス費などが賃料から除外されるため、貸借対照表の計上額が一般的な賃料形態によるものより少なくなる可能性がある。

大規模物流施設の需要と立地の動向

インターネット通信販売の市場拡大や配送時間短縮などのサービス競争を背景に先進的な機能を持つ大型物流施設の開設が相次いでいます。東京圏^{※1}の2017年の新規供給面積は昨年比では減少しますが、来年は再び高水準になる見込みです。大型施設の開設が集中したエリアでは、新規賃貸物件が空き床を残して竣工する一方、延床面積が10万㎡を超える超大型の施設の開発も計画されています。

東京圏における需給の動向

最近の東京圏の賃貸物流施設は、大量の新規供給を背景に、空室率が上昇する場面もありましたが、新規需要も大きく、供給の拡大に対して需要もついてきているという見方があります。施設・設備の高度化や新しいエリアへの立地展開といった供給側の取組みが新たな需要を喚起しているとみられます[図表2-1、2-2]。

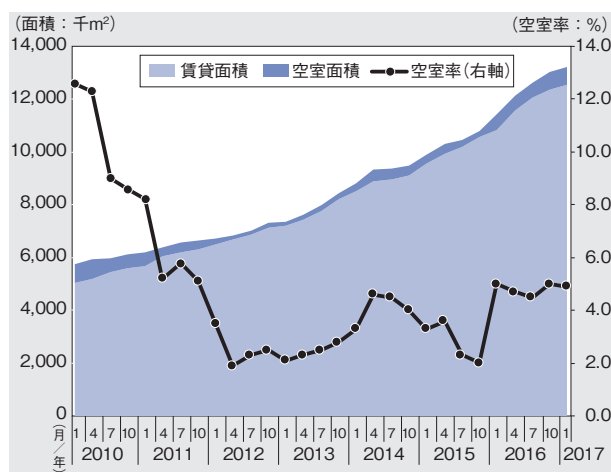
RC造とSRC造^{※2}による比較的大規模とみられる物流施設の新設を着工状況からみると、東京圏における着工棟数は2011年をピークに減少しているものの、床面積は2015年まで拡大傾向が続きました(鉄骨造を含めると、棟数・床面積とも

増勢が続いています)[図表2-3]。1棟あたりの床面積は2008年に1万㎡を超えた後、大きく縮小しましたが、2014年以降急拡大しました。1棟あたりの工事費予定額も上昇傾向にあり、この背景には建築費の上昇に加え、自動化設備や従業員が利用するカフェや託児所などのアメニティー設備の充実といった施設の高度化があるとみられます[図表2-4]。

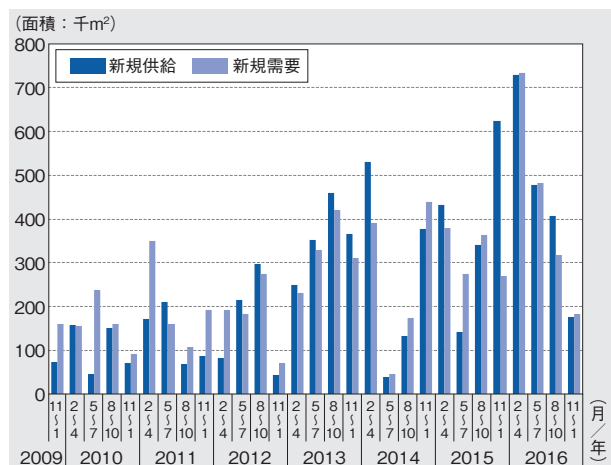
※1：本稿の「東京圏」は茨城県・埼玉県・千葉県・東京都・神奈川県を指す。

※2：RC造は鉄筋コンクリート構造、SRC造は鉄骨鉄筋コンクリート構造のこと。他の構造による大規模施設も存在する。

[図表 2-1] 東京圏の賃貸物流施設の需給状況

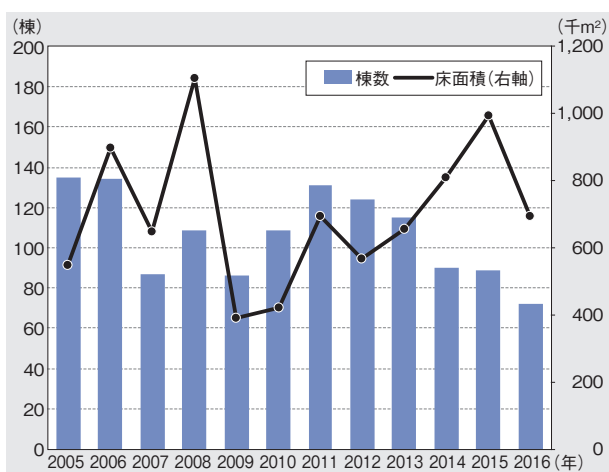


[図表 2-2] 東京圏の賃貸物流施設の新規需要・新規供給

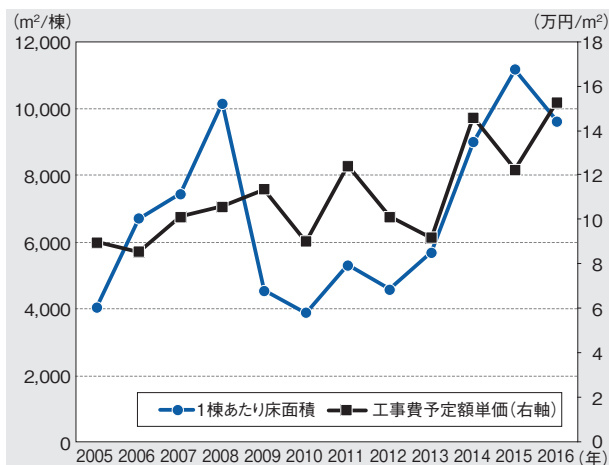


図表 2-1、2-2 のデータ出所：一五不動産情報サービス「物流施設の賃貸マーケットに関する調査」

[図表 2-3] 大規模倉庫の着工件数と床面積の推移



[図表 2-4] 着工倉庫における1棟あたりの床面積と工事費予定額の推移



※倉庫の構造はSRC造とRC造(木造、鉄骨造他を除く)

図表 2-3、2-4 のデータ出所：国土交通省「建築着工統計」

東京圏における新たな立地動向

都市未来総合研究所の不動産売買実態調査によると、東京圏における自社用途を含む物流施設の開発目的（従前建物が倉庫の物件を除く）での不動産取引件数は、2015年、2016年にそれまでと比べ大きく増加しました。特に埼玉県や茨城県で取引が増加しています。既に首都圏中央連絡自動車道（圏央道）沿いのエリアには大型物流施設が多く立地してきましたが、今年2月に茨城県区間が全線開通したことで利便性が一段と向上し、沿線への立地ニーズがさらに高くなると考えられます。

取引された開発用地は、工場跡地や工業団地、造成地等が多く、売主は不明（非開示）を除くと、製造業や自治体等が多数を占めています。また、千葉県で日本初のケースとして、原則転用禁止とされる第一種農地（休耕地が過半を占めていた）が農地転用許可を受け、大規模物流施設が開発されています。大型の物流施設は、物資を保管するだけでなく、検品・値付け・箱詰や梱包等の流通加工業務を行うことから、自動化や機械化を進めている施設もある一方、人手を必要とする施設も依然多く、労働力の確保

が容易な都市近郊の産業利用可能な土地が選好されています。

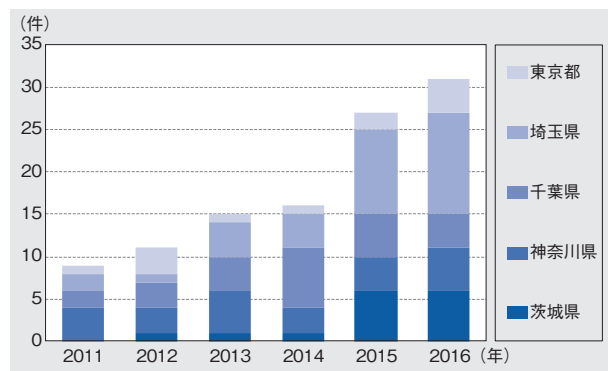
物流施設（自社用途を含む）を開発する企業の公開情報等（2017年2月までに入手した情報）から、東京圏における今後の物流施設（建物面積1万㎡以上が対象、以下同じ。）の供給動向をみると、今年の供給面積は、昨年から床面積ベースで約130万㎡ほど減少し、約140万㎡（うち賃貸物流施設は約100万㎡）が新規に供給される見込みです。2018年は同じく約210万㎡（同、約200万㎡）が見込まれます。大阪圏^{※3}や名古屋圏^{※4}でも大型物流施設の建設が相次ぎ、今年は昨年を上回る面積が新たに開設される見込みです〔図表2-7〕。

東京圏では、今年は埼玉や東京臨海といったエリアで新規供給量が比較的多くなります。2018年は千葉内陸において10万㎡を超える大規模施設が複数竣工し、東京圏全体の約4割にあたる86万㎡ほどが新たに供給される見込みです〔図表2-8〕。

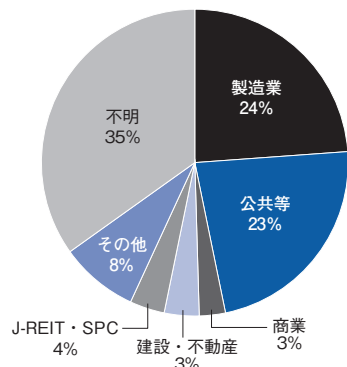
（以上、都市未来総合研究所 下向井 邦博）

※3：本稿の「大阪圏」は大阪府、京都府、兵庫県、奈良県を指す。
※4：本稿の「名古屋圏」は愛知県、岐阜県、三重県を指す。

〔図表 2-5〕 物流施設開発目的の不動産取引件数の推移（取引価格不明も含む）

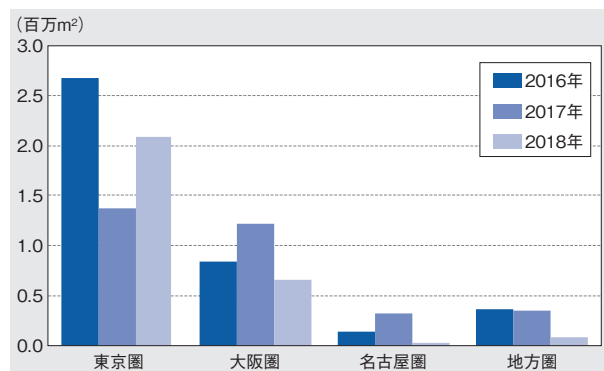


〔図表 2-6〕 物流施設開発目的の不動産取引の売主構成（取引価格不明も含む）

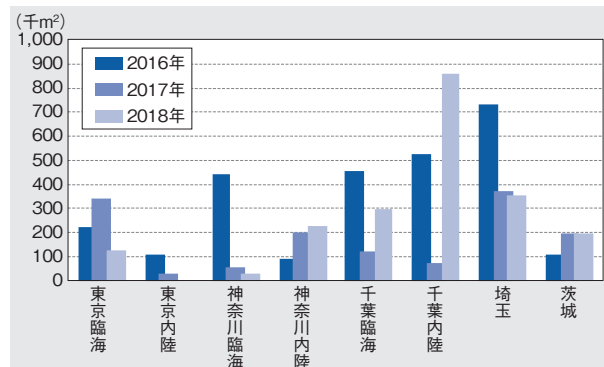


図表 2-5、2-6 のデータ出所：都市未来総合研究所
「不動産売買実態調査」

〔図表 2-7〕 地方別の物流施設開設（竣工）予定建物面積



〔図表 2-8〕 東京圏の物流施設開設（竣工）予定建物面積



※図表 2-7 および 2-8 は 2017 年 2 月までの公表資料に基づいて作成
図表 2-7、2-8 のデータ出所：都市未来総合研究所

企業不動産の保有・貸主としての米国 REIT の事例

分類	主なREITの社名	資産内容等	配当 利回り	時価総額 (億\$)	β値
ネット・リース REIT	Realty Income Corporation	店舗を中心に4,700物件以上を保有。物販店舗と飲食店舗、映画館など店舗形態の物件が81.2%、運輸や飲料、食品加工などの非店舗施設(営業所等)が18.8%。薬局チェーンのウォルグリーン、運輸業のFedEX、1ドルショップのダラージェネラル、サークルKやウォルマートなどがテナント	4.24%	153.9	0.13
	VEREIT, Inc.	シングルテナントの店舗(構成比34.6%)と飲食店(同24.0%)を中心に4,213物件を保有。非店舗用途であるオフィス(23.1%)と物流施設(16.3%)の投資割合が相対的に大きい。また、非投資適格グレードのテナント比率が58.5%と大きいのも特徴	6.45%	84.0	0.75
	W. P. Carey Inc.	保有物件数は903で、店舗の割合は16%と小さく、代わって営業所その他の産業用施設(30%)とオフィス用途(25%)、倉庫・物流施設(14%)といった業務系用途の施設の割合が大きい。米国所在物件の割合は66%で、ドイツ(9%)やイギリス(5%)、スペイン(4%)など海外物件の保有も特徴	6.39%	65.9	0.87
	National Retail Properties, Inc.	2,485の店舗物件を保有。業態別構成比の上位はレストラン、コンビニエンスストア、自動車サービス店で、セブンイレブンやタコベル、キャンピングワールド、ベストバイなどがテナント	4.17%	63.5	0.23
	Spirit Realty Capital, Inc.	店舗のほか、ヘルスケア施設や産業用施設など総数2,705物件を保有。店舗の業態上位は、雑貨店、カジュアルレストラン、ファストフード、映画館、コンビニエンスストア	6.84%	50.8	0.44
	STORE Capital Corporation	社名のSTOREは、Single Tenant Operational Real Estateの略。1,576物件を保有し、テナントは物販店舗と飲食店舗のほか、保育所164施設や映画館37施設、フィットネスクラブ58施設などサービス系施設の保有も特色	4.90%	36.7	N/A
シングルテナント の中規模物流 施設に特化した REIT	STAG Industrial, Inc.	社名のSTAGは、Single Tenant Acquisition Groupの略。投資対象としてニッチなシングルテナント中規模物流施設に投資を集中、WEBサイト記載の保有物件数は300。2016年秋の投資家向けプレゼンテーション資料では、保有277物件に対してテナントは262と分散。テナントの7割は投資適格の格付を取得していない中堅・中小企業	5.90%	18.3	1.41
通信用タワー (基地局) REIT	American Tower	世界13か国で14万4千か所を超える電波塔を所有、うち4万が米国内のもの。2015年の営業収入ベースで大口テナントは、AT&T、ベライゾン、スプリント、T-モバイルの順	2.24%	444.5	0.88
	Crown Castle International Corp.	屋外の電波塔から屋上アンテナによる小型施設まで約4万か所の基地局を保有。2013年10月にAT&Tから48.5億ドルで9,100塔を賃借し600塔を取得する契約を締結、AT&Tはこれらの電波塔をサブリースして使用	4.33%	315.9	0.29
	SBA Communications Corporation	2017年1月にREITに転換済み	N/A	126.6	0.84
通信用光回線 REIT	Communications Sales & Leasing, Inc. (CS&L)	米国とメキシコで420万ストランドマイルの光ファイバーと通信用タワー 102基を所有。通信会社やアマゾンなどのインターネットサービス事業者のほか、同業のAmerican TowerやSBAも顧客に持ち、用地やマクロ基地局、スマールセル(小型基地局)、ダークファイバー(空き光回線)などを賃貸するビジネスモデルが特徴	9.13%	40.8	N/A
送配電施設 REIT	InfraREIT, Inc.	テキサス州で高圧鉄塔や電線、変電設備等の送配電インフラを保有。保有資産の賃貸先である電力会社のシャリーランド・ユーティリティーズとは同資本系列(ハントグループ)	6.07%	10.1	N/A
エネルギー資源 パイプライン REIT	CorEnergy Infrastructure Trust, Inc.	石油や天然ガスその他のエネルギーインフラ施設(パイプラインや貯蔵基地など)をエネルギー事業者から取得、長期のトリプル・ネット・リースでリースバック。エネルギー資源の産出地から集約・加工・貯蔵地を経て需要者に至る一連のパイプラインや貯蔵施設等を、ポートフォリオとして保有	N/A	4.2	N/A
鉄道REIT (太陽光発電所の 底地も)	Power REIT	太陽光発電所の土地を600エーカー所有。子会社のピッツバーグ&ウェストバージニア鉄道を通じてノーフォークサザン鉄道に線路その他の鉄道資産を賃貸。賃貸借契約期間は99年で、NNN リース。同条件でさらに99年の更新を制限なく繰り返せるオプション付き。併営する太陽光発電所等の底地保有はセール&リースバックによる物件取得が中心	0.00%	0.1	-0.37
広告掲示板 REIT	Lamar Advertising Company	米国とカナダほかで6万以上の地主(個人・法人)が所有する不動産上に、広告掲示板を32万5千件以上所有し賃貸	4.03%	72.9	1.18
	Outfront Media, Inc.	米国で40万件以上の広告掲示板を所有し賃貸	5.04%	37.2	N/A
産業(物流)施設REIT平均、合計			3.50%	578.2	—
オフィスREIT平均、合計			3.01%	999.5	—
商業施設REIT平均、合計			4.00%	2,027.3	—
住宅REIT平均、合計			3.16%	1,291.6	—
分散投資型REIT平均、合計			4.30%	567.8	—
ホテル/リゾートREIT平均、合計			5.85%	487.4	—
ヘルスケアREIT平均、合計			5.41%	985.3	—
トラנקルームREIT平均、合計			3.96%	553.9	—
森林REIT平均、合計			3.91%	289.3	—
インフラREIT平均、合計			3.47%	806.0	—
データセンター REIT平均、合計			2.63%	574.4	—
特殊用途REIT平均、合計			5.79%	376.0	—
実物資産に投資するREIT平均、合計			3.95%	9,536.5	—

注：β値が1より小さいREITは、その値が小さいほど、月間の株価変動と市場平均(S&P500)の変動との間で連動性が低かったことを示す。ネットリースREITの多くは配当利回りが高くβ値が低いので、高利回りかつ市場変動に左右されにくかったといえる。

出所：資産内容等は各REITのWEBサイトのポートフォリオ情報とAnnual Report等から都市未来総合研究所が作成(2017年2月上旬に閲覧しデータ収集)。配当利回りとし時価総額、β値はYahoo! Finance(<http://finance.yahoo.com/>) 2017年2月上旬に閲覧しデータ収集)、ただしREITセクター別のデータはNAREIT(the National Association of Real Estate Investment Trusts)による2017年1月末時点の集計値で、上表の個別REITのデータは平均値の内数として含まれる。

不動産トピックス 2017. 4

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒103-8670 東京都中央区八重洲 1-2-1 <http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-3-4 日本橋プラザビル 11 階 <http://www.tmri.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

金子 伸幸 TEL.03-3274-9079 (代表)

株式会社都市未来総合研究所 研究部

佐藤 泰弘、池田 英孝 TEL.03-3273-1432 (代表)

※本資料は参考情報の提供を目的とするものです。当行は読者に対し、本資料における法律・税務・会計上の取扱を助言、推奨もしくは保証するものではありません。

また、金融商品取引法において金融商品取引業として規定されている一切の業務について、当行が勧誘することはありません。

※本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成していますが、その正確性と完全性、客観性については当行および都市未来総合研究所は責任を負いません。

※本資料に掲載した記事の無断複製・無断転載を禁じます。