

## 国内・外投資家、 文化の違いで異なる狙い目

### JLL 森井鑑定

米国REITの農地、森林、監獄、遊園地、カジノ、屋外看板、教育施設、医療用大麻関連施設や、アジアで投資が進むインテリナショナルスクールなど、世界のREIT市場には、国内では金融商品化されていないアセットタイプが数多く存在します。海外市場は、歴史的に不動産の所有と事業の運営が分離しているのに比べ、国内市場は運営者が不動産所有者であるケースが多く、それら資産の流動化、アセットタイプの広がりとは道半ばです。その点で海外の機関投資家は、開拓余地が大きいと見ており、日本への投資意欲が旺盛です。

現在、われわれに鑑定依頼のある顧客のなかで、投資家の属性はおおむね、①海外機関投資家、②そのなかでも日本に拠点を置く外資系ファンド、③国内機関投資家などに分けられます。

一般的な海外機関投資家は、都心部の大規模オフィスビルなどコア投資を継続しています。一方で、日本に拠点を置く外資系ファンドは、本国では一般的でも日本では未開拓のアセットタイプに着目しています。例えば、水族館やスタジアムなどの時間消費型レジャー施設への投資については、国内外のプレーヤーとも問い合わせが増えていきます。

姿勢はおおむね自制的で、投資リスクに配慮しつつ、合理的な範囲で対象を拡げている。売買マーケットの停滞は、投資家・金融機関ともに冷静に市況をみていることの証左といえるのである。

#### まだ陽の目見ぬ 有望なセクターとは

主要なアセットやエリアがひとつとおり物色され、価格が上昇、あるいはJ-REITのような長期投資主体の保有となったいま、投資対象として残っているのが、不動産分野の中でのオルタナティブ（不動産はそれ自体が伝統的な投資資産に対するオルタナティブでもあるが）、すなわち代替的な物件用途や投資手法である。

オルタナティブという一般的なにはリスクの高い、新奇性の投資対象というイメージをもたれやすいと思われる。しかし、機関投資家が求めるオルタナティブ資産とは、一義的には、安定的なキャッ

シュフローがあり、他の資産に対する投資分散効果が見込めるものである。安定性に劣る場合には、バリュー・アッド戦略等によって相対的に高いリターンを狙うこともある。

不動産分野のオルタナティブも同様で、①キャッシュフローは安定的だが投資対象としての実績が少ない物件用途や、②物件の投資判断や運用態勢などにおいて個性・専門性が強い、競合が少なく、特定の運用者が高いリターンを得られる固有市場や物件用途などが対象となる。

いくつか事例を挙げよう。アメリカには通信鉄塔や鉄道施設に投資するREITがすでに存在している。屋外看板に投資するサインージREITもある。これらの事業資産は、①に該当するもので、安定したキャッシュフローを期待でき、市場規模も相応に大きいことから、日本でも不動産投資市場の“フロンティア”となり得る可能性を秘めている。ただし、事業者



JLL 森井鑑定のメンバー。左から執行役員 営業本部長 門脇昭憲氏(左側左)、代表取締役社長 永野誠氏(左側右)、市場分析部長 平尾佳誉子氏(右側左)、東京鑑定第2部長 本田裕昭氏(右側中)、執行役員 副社長 武部康博氏(右側右)

国内機関投資家は投資妙味を求め、新規セクターや小規模不動産への投資に着目し始めています。単体では資産規模が小さいセクターも、ポートフォリオ構築により規模拡大が可能です。例えば保育園は、賃料、建設費、開発支援費など補助金の種類が多く複雑ですが、J-REITによる資産取得も見られます。すでに都心施設のキャップレートは4%台前半と、ヘルスケア施設などと比べても、大きな差異はありません。またファンドスキームによる都心納骨堂の開発や、独自寮のセール&リースバックについても相談がありました。これらは、日本特有の制度や文化の違いから、海外投資家には参入しづらい分野と言えますが、国内では実需のある資産であり、成長の可能性を秘めています。

が資産を譲渡後賃借して事業を行う点について、事業と資産の切り分けや事業用設備の所有・更新形態、事業者の収益構造の変化と企業価値への影響、複数事業者が共同利用する場合は、これに係る課題、公益性や安定供給の担保など、さまざまな論点が想起される。

J-REITやインフラファンドといった既存の枠組みであつかうためには、制度の適用対象資産か否かから始まり、多くの論点を整理する必要がある。市場規模が大きければ、一般に、新たな枠組みを導入したときの市場への影響も大きい。制度や商品設計には時間がかかる。その意味で、対象とする事業資産と証券化スキームにもよるが、一朝一夕には実現がむずかしいといえそうだ。

その一方、②の投資運用者が強みを持つ特定の分野を対象とした投資は、市場規模が相対的に小さい反面、ミドルリスクでハイリターンの投資となる可能性がある。例えば、星野リゾートは、祖