

アジア・中東で広がり始めたイスラム REIT 市場

ラクマン ベディ グンタ

■ 要 約 ■

1. イスラム REIT (Islamic Real Estate Investment Trust、以下、I-REIT) はシャリーア (イスラム法) に則して投資活動を行う不動産投資信託である。基本的に一般の REIT と同様の目的・仕組みを有するが、シャリーア不適格な商品・サービスを提供する事業・小売店をテナントとする不動産への投資は制限される。また、負債調達においても、イスラム金融的な手法を用いることが求められる。
2. アジアでは現在、マレーシアで I-REIT が 3 銘柄上場しているほか、シンガポールでは、世界最大の I-REIT であるサバナ REIT が上場しており、同社の運用資産規模は 10 億米ドルに達している。湾岸諸国 (GCC) では現在、1 本の I-REIT が上場している。REIT に係る規制の整備が進んでいるのはドバイとバーレーンであるが、サウジアラビアも資本市場の多様化の一環として上場 REIT の導入に取り組んでいる。
3. シャリーア委員会の設置など、特殊な要件は求められるものの、不動産投資はイスラム金融の中で重要な役割を占めており、イスラム圏の金融資産が増大するのに伴い、I-REIT の市場もさらに拡大していくことが期待される。
4. I-REIT は、日本の投資家にとって、成長する中東・アジアのイスラム教諸国の優良な不動産への投資機会をもたらす可能性があるほか、日本国内の不動産や J-REIT がシャリーア適格な投資対象として認識される可能性があり、今後のインバウンド投資の拡大という観点からも注目されよう。

I. はじめに

イスラム REIT (Islamic Real Estate Investment Trust、以下、I-REIT) はシャリーア (イスラム法) に則して投資活動を行う不動産投資信託 (以下、REIT) である。I-REIT は基本的に一般の REIT と同様の仕組みを有するが、利子の受払いを行う金融機関 (コンベンショナル銀行等)、アルコール (居酒屋等) やギャンブル (競馬、宝くじ等) など、シャリーア不適格な商品・サービスを提供する事業・小売店をテナントとする不動産への投資は制限される。

I-REIT に関してはその歴史が浅いことから、市場のデータを入手することが難しい¹。もっとも、アーンスト・アンド・ヤングはアジア、中東、アフリカのイスラム・マネーで運用される不動産の時価総額が 2012 年には 1.1 兆米ドルに達し、前年の 8,260 億米ドルから 33%増加したと見積もっており、イスラム圏の金融資産の増大に伴い、I-REIT を通じた不動産保有も着実に増大していることが予想される²。

イスラム教投資家のポートフォリオの多様化が進んでいる中、上場 REIT の流動性、アセットクラスとしての認知度と関心が高まりつつあることから、I-REIT は今後、市場の大きな拡大が見込める分野であるように思われる。しかも、I-REIT は法律上の仕組みが一般の REIT と変わらないことから、アジア、中東、アフリカのイスラム教諸国だけではなく、欧米、日本等の非イスラム教諸国においても I-REIT を組成する際の法的なハードルは潜在的に低いと考えられる。

以下では I-REIT におけるシャリーアの制限、基本的な仕組み、I-REIT 固有のリスク、市場の動向、日本市場及び投資家にとっての機会について述べる。

II. イスラム REIT の基本的な仕組み

1. I-REIT 保有不動産におけるシャリーアの制限

I-REIT も REIT と同様に、オフィスビル、居住施設、商業施設、インフラ施設等の不動産に投資を行うが、投資対象となる不動産がシャリーアによって制限を受ける。具体的には、I-REIT ではシャリーア不適格な事業からの収益・配当の受領が制限されているため、保有不動産のテナントがシャリーア上禁じられる「ハラーム」に該当する事業を行ってはいけないということになる。

I-REIT において投資が制限されるテナントの事業内容は、マレーシア証券委員会のシャリーア・アドバイザー協議会 (SAC) の「Guidelines for Islamic Real Estate Investment Trusts (I-REIT ガイドライン)」(2005 年) では、図表 1 のとおりに規定されている。

このように、シャリーア不適格な事業からの収益・配当は禁じられているが、I-REIT の保有不動産の中で販売・提供される商品やサービスにおいて、不適格なものをすべて排除し、100%のシャリーア適格性を確保することは困難であるため、I-REIT の収入源（もしくは床面積）の中で、5~20%の範囲であればシャリーア不適格な事業を認めても良いのではないかと考えるシャリーア法学者もいる。但し、この場合、投資家が受領する配当について、シャリーア不適格な収益の割合と同じ割合（5~20%）を慈善目的などに寄付するこ

¹ 時価総額、運用資産残高といった I-REIT に関する包括的な市場データが整備されていないほか、私募 I-REIT やプロパティ・トラストも数多く組成されているようであるが、その実態をデータとして把握することは難しい。

² Alex Finkelstein “Islamic Owned Real Estate Values Grow to Estimated \$1.1 Trillion in Middle East, Asia and Africa”, *World Property Journal*, April 20, 2012. イスラム圏の金融資産増大については、ラクマン ベディ グンタ「世界のイスラム金融を牽引する主要 6 カ国：QISMUT」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。

図表 1 I-REIT の投資対象にできないテナントの事業

事業内容	具体的な例
金利に基づく金融事業	コンベンショナル銀行(支店を含む)、闇金融等
コンベンショナル保険	タカフル(イスラム保険)以外の保険
金利付金融商品の取引、販売及びその仲介	コンベンショナル証券会社、投資銀行等
ギャンブル、投機等	競馬、カジノ、宝くじ屋等
シャリーア不適格商品の製造・販売 (同商品の材料の製造等を含む)	お酒(居酒屋、パブ、酒屋等)、豚肉又はノン・ハラールな肉、アダルト系商品等
タバコ製品の製造・販売	タバコメーカー、タバコショップ等
シャリーア不適格なサービスの提供	混浴エステ、混浴ジム等
ホテル、リゾート地	男女別々のサービスを提供しないホテル、リゾート

(注) 具体的な例は執筆者による。

(出所) マレーシア証券委員会の I-REIT ガイドラインを基に野村資本市場研究所作成

とが勧められる。そうすることによって残りの収益・配当がシャリーア適格化されるという解釈である。

マレーシアの I-REIT ガイドラインによると、オフィスビル、百貨店等のような、様々なシャリーア適格と不適格な事業が集まっている商業施設については、シャリーア不適格なビジネスからの賃料収入が賃料収入全体の 20%を超えない場合に限って、I-REIT による投資が認められる。一方、中東では、シャリーアの解釈、投資家やファンドマネジャーの考え方等に合わせて、シャリーア不適格なビジネスからの賃料収入の上限を全体の 5%に設定することが多い³。

また、シャリーア不適格な事業を行っているテナントが対象物件を退出した場合、その時点での対象物件におけるシャリーア不適格なビジネスからの賃料収入の比率に関係なく、新しく入居するテナントのビジネスはシャリーア適格でなければならない。つまり、シャリーア不適格な事業からの賃料収入が認められる範囲内(5%或いは 20%以下)であっても、立ち退いたテナントの代わりにシャリーア不適格な事業を入居させてはならない。

なお、I-REIT が個人用の居住施設に投資する場合には、テナントの宗教、勤め先の事業内容等は分析対象外であり、シャリーア不適格な賃料収入は発生しないと解釈される。

さらに、イスラム金融では、資金運用だけではなく、調達もシャリーア適格でなければならない。そのため、I-REIT はコンベンショナル銀行(非イスラム銀行)からのローンや金利が発生する債券の発行等による調達が認められない。その他に保険、為替ヘッジ等のサービスも可能な限りイスラム銀行・保険会社を利用することが条件となっている⁴(図表 2)。

上記のような要件から、I-REIT に関してはシャリーア適格・不適格な賃料収入比率の確認と管理、テナントの事業の確認、資金運用のシャリーア適格性等を確保することが必要である。そのため、一般に I-REIT には保有物件への入居を希望する企業の事業内容を分析

³ サバナ REIT ウェブサイト、「コンプライアンス」、2015 年 3 月にアクセス。

⁴ 例えば非イスラム教国において同サービスを提供するイスラム金融機関が存在しない場合、非イスラム機関の一般のサービスの利用が認められる。

図表 2 REIT と I-REIT の主な違い

	REIT	I-REIT
シャリーア委員会	不要	対象不動産のシャリーア適格性等を確認するために、シャリーア委員会と委託契約を締結する必要がある
テナントの事業における制限	国内法	国内法に加えて、シャリーアによる制限
資金調達方法	一般の調達手段	シャリーア適格な調達手段のみ（例：スクーク）
対象物件の保険	一般の保険	可能な限りタカフル（イスラム保険）会社を優先にする必要がある。但し、タカフルを提供する保険会社が存在しない場合、コンベンショナル保険も可能
リスク管理のための為替先物の売買	可能	可能（イスラム銀行との取引を優先すべきだが、必要に応じてコンベンショナル銀行との取引も認められる）

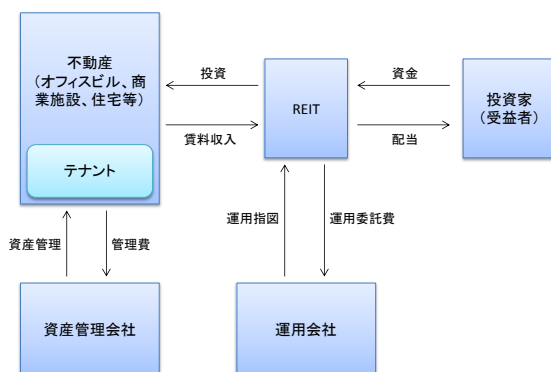
（出所）野村資本市場研究所作成

し、シャリーア適格性を認証する「シャリーア委員会」または「シャリーア・アドバイザー」（以下、シャリーア委員会）が設けられる（次章を参照）。

2. I-REIT の仕組み

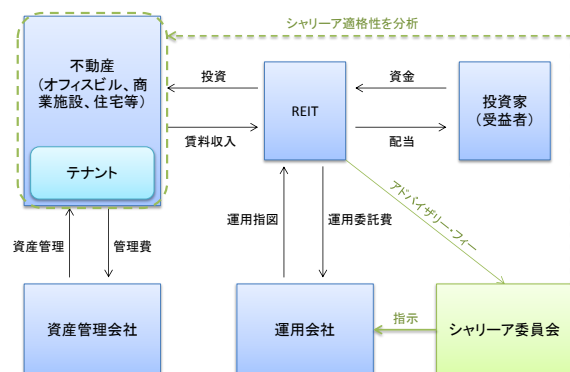
一般の REIT と同様に、I-REIT も投資家から集めた資金を不動産に投資し、保有している物件を企業や個人に貸すことで得る賃料収入を、諸経費等を除いたうえで投資家に分配する。しかし、I-REIT を組成する場合、投資と収入源のシャリーア適格性を確保するため、シャリーア委員会が設置されることが一般的である（図表 3、4）。シャリーア委員会はシャリーアに関する深い知識を持っているイスラム法学者で構成されており、シャリーア認証に係る全ての業務を委託されることが多い。シャリーア委員会のメンバーは I-REIT の内容に合わせて、イスラム法に加えて、国内法、金融や不動産制度等に詳しいシャリーア法学者を選ぶことが理想的とされている。

図表 3 REIT の仕組み



（出所）野村資本市場研究所作成

図表 4 I-REIT の仕組み



シャリーア委員会はまず、I-REIT が投資したい不動産のシャリーア適格性を認証する必要がある。また、保有物件の入居を希望するビジネスの事業内容等を分析し、テナントとしての適格性について判断を行った上で、その指示を受けて、資産管理会社がテナントを選択することになる。つまり、I-REIT においてシャリーア委員会は、対象不動産とテナントに関する主な決定者であると言える。

3. I-REIT の特殊なリスク

上記のような仕組みから、I-REIT では、シャリーア・リスクという固有のリスクが考えられる。

シャリーア・リスクとはイスラム金融商品全体におけるリスクである。例えば、シャリーア適格だと判断された商品や事業が正確にシャリーアに則していないことが分かった場合、または以前にシャリーア適格だと認証された商品や事業が再分析され、シャリーア解釈の変更等によってシャリーア法学者がシャリーア認証を否認する可能性がある。シャリーア認証が否認されたときに市場が混乱する（価格の下落、流通市場の凍結等）リスク及びそれに関連して商品提供者のレピュテーション・リスクがシャリーア・リスクに含まれる。

前述の通り、複合ビルや百貨店のような商業不動産では、様々な事業が集まるため、シャリーア委員会が全ての事業内容を分析しなければならない。特にシャリーア適格・不適格なビジネスが併存する可能性がある不動産では、予め定められた「シャリーア不適格なビジネスから受領可能な賃料収入比率」（例えば 20%）を計算するとき、包括的な分析が必要となり、少しでも間違っただけには後からシャリーア・リスクが発生する可能性がある。I-REIT においてシャリーア・リスクを避けるためには、①事業内容が批判される可能性、または解釈の変更リスクが低い不動産の選択（例えば居住施設）、②テナントの事業内容が変わらない商業施設の選択、③多数の高名なシャリーア法学者からのシャリーア適格性の承認（特に国際的な運用の場合）、④目論見書で、投資家が投資を行う前に投資家自身が信用しているシャリーア法学者に当該商品を確認してもらうこと、などが考えられる。

シャリーア・リスクに加えて、商業施設における詳細な事業分析とシャリーア不適格な収入比率等の計算は場合によって長くかかることがあり、空いている物件にテナントの募集が遅れたり、適切なテナントを募集できなかつたりすることによって、賃料収入が想定したレベルに達しないことも考えられる。そして、シャリーア委員会による分析業務には、費用が発生するため、分析の範囲が大きいくほど、また分析にかかる時間が長いほど費用も上がり、潜在的なコストも検討する必要がある⁵。I-REIT は運用報告書、ファンドレポート等に加えて、資金運用のシャリーア適格性を証明するため、毎年更新されるシャリーア適

⁵ シャリーア認証に関するコストは REIT とシャリーア委員会との交渉によって設定される。対象不動産における事業内容にしばしばの変化がなければ、定期的なシャリーア適格性の分析も安く済ませられ、シャリーア認証に関わる固定費用を抑えることも可能である。例えば、マレーシアの Al-Aqar ヘルスケア REIT の年次報告書（2013 年）ではシャリーア適格性の分析・認証コストは 3,000 リンギット（約 10 万円）、ドバイの Emirates REIT は同年で 32,000 米ドルと掲載されている。

格承認書を投資家に提供しなければならない。これは特に事業内容が変わりやすい商業施設の場合には追加費用の原因になり得る。

従って、シャーリア適格性の要件における分析プロセス・時間、そのコストとシャーリア・リスクのリスク管理が I-REIT の成功にとって重要である。

Ⅲ. I-REIT 市場の動き

前述のとおり、I-REIT については市場規模などに関する包括的なデータが存在しないことから、市場全体の動向を把握することは難しいが、一部のイスラム教国では I-REIT が積極的に組成されている模様である。

REIT は、米国で 1960 年に初めて導入され、その後、世界各国に普及してきているが、イスラム教投資家の I-REIT への認知度・関心の向上は、2006 年のマレーシアの Al-Aqar ヘルスケア REIT 上場がきっかけで、歴史は浅い。

2006 年頃に、湾岸諸国 (GCC) も不動産投資を促進するようなフレームワークの作成に取り組んでいたが、2008 年に金融危機が生じ、クウェート、バーレーン、UAE など、投資家の不動産に対する不安を受けて、規制作りを一旦停止した⁶。

そこで、現在、中東やアジアにおいて I-REIT がどのように組成されているかを確認したい。

1. 中東

中東では、GCC において I-REIT が登場しているが、これまでのところ、市場の成長は緩やかである。市場が大きく拡大していない理由として、明確な規制の欠如、投資家のアセットクラスとして I-REIT の認知度が低いこと、もともと運用益等に適用される税率が比較的低いまたは非課税であることから I-REIT における法人税非課税のインセンティブ効果が薄いことなどが挙げられる。また、多くの湾岸諸国では不動産に海外投資家保有比率の制限があり、そのことも I-REIT 市場の成長にマイナスの効果を果たしていると思われる⁷。

規制環境に関しては、現在 GCC 諸国において REIT に係る明確な規制を導入しているのはドバイ (2006 年) とバーレーン (2009 年) のみである。ドバイのガイドラインでは、REIT のレバレッジ率が純資産価値 (NAV) の 70% (バーレーンでは 60%) に制限されており、建築中の不動産への投資は NAV の 30% を超えてはいけない。また、80% (バーレーンでは 90%) 以上の収益 (キャピタルゲインを含む) は投資家に配当金として支払うことが規定されている⁸。レバレッジが制限されず、キャピタルゲインは配当対象収益に含められない米国 REIT に比べ、制約があると言えるかもしれないが、バブル回避のツールとして有意義な対策だとも思われる。

⁶ Shoyeb Ali, "KFH Capital Investment Company: GCC is opening up to real estate", International Chamber of Commerce, March 7, 2015.

⁷ AlJazira Capital, "Real Estate Investment Trusts", June 2014.

⁸ Dubai Financial Services Authority, "A Guide to the DFSA Funds Regime" 及び Central Bank of Bahrain, "Rulebook Volume 7".

GCC最大の資本市場を有しているサウジアラビアでは、不動産投資ファンド法制が2006年に導入されたものの、上場REITを想定していないものであった。サウジアラビア資本市場庁（Capital Market Authority）は現在、資本市場の多様化の一環としてREITの上場を可能とする方針を掲げており⁹、今後の規制の整備は地域におけるREIT市場の成長にとって重要なステップとみられる。

2007年にクウェートでGCC初のI-REITであるAl Mahrab Tower REITが非上場ファンドとして組成された。次に2009年にバーレーンでInovest REITが設立された。そして2014年4月にGCC初の上場I-REITとして、2010年に設立されたドバイのエミレーツREITは1.75億米ドルの新規公募でナスダックドバイに上場した（図表5）。

エミレーツREITの保有資産には商業施設、教育施設、住宅など、11件の物件が含まれている。シャリーア適格な投資においては、社会的利益をもたらすことも重視されることから、商業施設（賃貸可能面積の50%超を占める）の次に、教育施設（インターナショナル・スクール）のシェアが高くなっている（賃貸可能面積の30%弱）。保有商業施設にはインデックス・タワー（ドバイ国際金融センター）やオフィス・パーク（インターネット・シティ）など、有名な物件も入り、2014年6月現在の総資産（時価評価）は21億ディルハム（約5.7億米ドル）に達している（図表6、7）。

エミレーツREITの上場はGCC諸国、英国からの幅広い機関投資家による応募超過（3.5倍）で注目を集めた。国内外の投資家からの強い関心から、地域におけるI-REIT市場の今後の更なる成長と流動化が期待される。

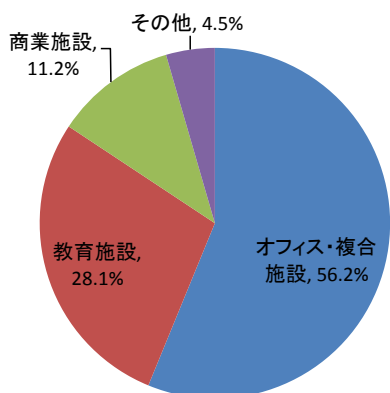
図表5 GCCのI-REIT（2014年6月末）

銘柄	本拠地	マネージャー	設立（年）	ステータス
Al Mahrab Tower REIT	クウェート	Munshaat RE Co.	2007	非上場
Inovest REIT	バーレーン	Inovest	2009	非上場
Emirates REIT	ドバイ	Dubai Islamic Bank	2010	上場（2014）

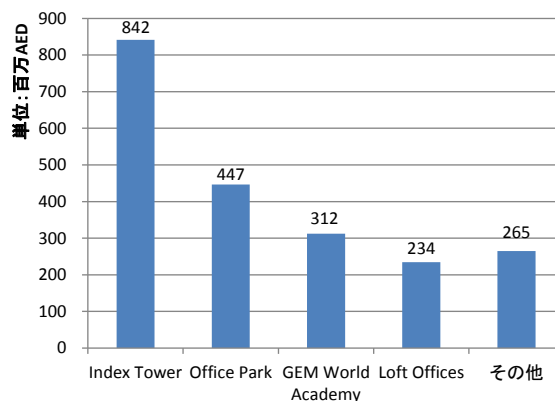
（出所）AlJazira Capital, “Real Estate and Investment Trusts (REITs) June 2014”を基に野村資本市場研究所作成

⁹ World Federation of Exchanges (WFE), “WFE Interviews with Saudi Stock Exchange (Tadawul)”, 2013.

図表 6 エミレーツ REIT のポートフォリオの構成比（賃貸可能面積）（2014 年 6 月末）



図表 7 エミレーツ REIT の保有物件（時価評価額）（2014 年 6 月末）



(注) 1 ディルハム (AED) = 0.27 米ドル、27.6 円 (2014 年 6 月末)

(出所) エミレーツ REIT データを基に野村資本市場研究所作成

2. アジア

アジアでは、マレーシアとシンガポールの I-REIT が大半を占める。マレーシアの上場 REIT 市場の誕生は、1989 年の 2 本のプロパティ・トラストの上場にまで遡るが、特に 2005 年の REIT ガイドラインと REIT の不動産取引における譲渡税、印税、徴収税等の免除¹⁰導入以来、市場が急成長してきており、2014 年末現在では 16 本の上場 REIT 全体の時価総額は約 357 億リンギット (101 億米ドル) に達している。そのうち、3 本の I-REIT が占める割合は 42% であり、時価総額は約 151 億リンギット (43 億米ドル) である (前年比 7.6% 増、図表 8)。

2015 年 1 月現在ではマレーシア証券取引所に上場している I-REIT は、2006 年に上場した Al-Aqar ヘルスケア REIT、2005 年にコンベンショナル REIT として設立され、2008 年

図表 8 マレーシアの REIT・I-REIT 市場

	2014 年末	2013 年末
上場 REIT 本数 (I-REIT)	16 (3)	17 (4)
REIT 全体の時価総額 (単位：十億リンギット)	35.67	33.13
I-REIT の時価総額 (単位：十億リンギット)	15.06	14.14
全体に対する I-REIT の割合	42.2%	42.7%

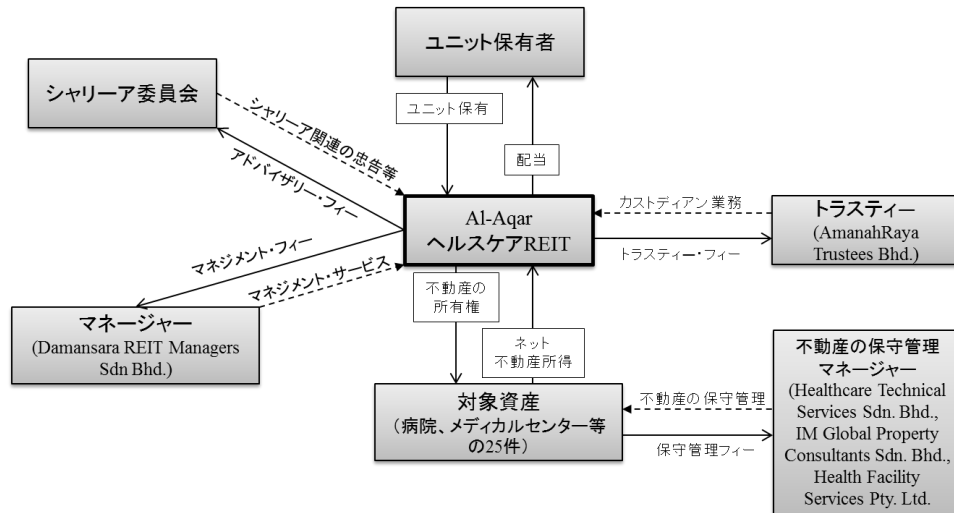
(出所) Malaysian ICM Bulletin July–December 2014 Vol. 9 No. 2 を基に野村資本市場研究所作成

¹⁰ 徴収税の免除は収益の 9 割以上を投資家に配当金として支払った場合に限る。出所：PwC Malaysia, “What are Real Estate Investment Trusts (REITs) and how do they fit into your investment portfolio?”

に I-REIT に再編された Axis REIT (オフィス) と 2013 年に世界初のステーブル I-REIT¹¹に再編された KLCC REIT (商業、オフィス) の 3 本であり¹²、それぞれ異なった分野で投資活動を行っている。

Al-Aqar ヘルスケア REIT は世界初の上場 I-REIT であると同時に、社会的に有益な分野とされるヘルスケアに特化していることから、上場時にイスラム金融業界で大きく注目された。Al-Aqar はマレーシア、インドネシア、オーストラリアに渡る病院・メディカルセンター、看護教育施設 (大学) やシニア施設 (介護施設、高齢者居住ビレッジ) など、ヘルスケア分野において幅広く投資活動を行い、次世代の介護者、ケア・テーカーの教育から老人介護まで、産業全体の発展に貢献している (図表 9、10、11)。

図表 9 Al-Aqar ヘルスケア REIT のストラクチャー

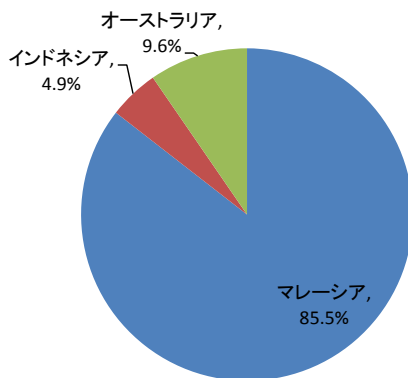


(出所) Al-Aqar Healthcare REIT Annual Report 2013 を基に野村資本市場研究所作成

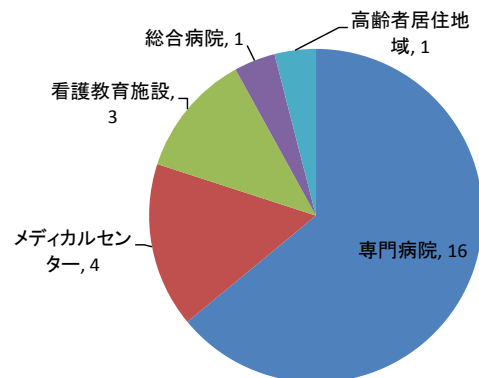
¹¹ ステーブル証券・REIT (英名: stapled security/REIT) はプロパティ・トラスト、REIT とその運用会社の株式を一体化した証券のことである。

¹² 2014 年までに上場 I-REIT の本数は 4 本だったが、2 月にマレーシア初のプランテーション I-REIT である Al-Hadharah Boustead REIT (2007 年に上場) は上場廃止となった。上場廃止の理由には、I-REIT の利益の大部分 (90%超) を投資家に配当として払い続けると、プランテーション資産規模の拡大と成長に必要な資金が十分に残らないことが挙げられている。その結果、Al-Hadharah Boustead REIT の非上場化が決められ、親会社の Boustead ホールディングスが REIT の投資口を買い取った。Al-Hadharah が運営していた 12 のパーム油プランテーション (市場価格は約 3.6 億米ドル) は、Boustead ホールディングスのプランテーション部分に組み入れられ、5 月に Boustead Plantations として株式を上場した。

図表 10 Al-Aqar の国別保有資産価値割合



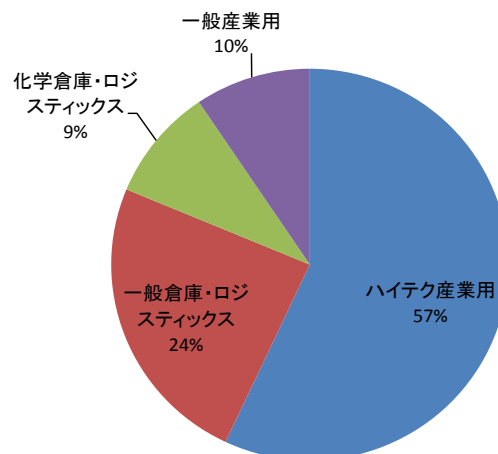
図表 11 Al-Aqar の保有施設数



(出所) Al-Aqar Healthcare REIT Annual Report 2013 を基に野村資本市場研究所作成

シンガポールでは、2010年に世界最大の I-REIT であるサバナ REIT が上場した。サバナ REIT は 23 件の建物を保有しており (図表 12)、2014 年末の運用資産規模は 12.8 億シンガポールドル (約 10 億米ドル) に達している。近年のシンガポールにおける商業用不動産市場の後退 (事業向け不動産の供給過剰による占有率の減少¹³) に対して資産運営コストの上昇を受けて、REIT の純不動産所得と配当可能な純利益の減少がみられているが (図表 13)、サバナ REIT は 2014 年にスクーク (イスラム債) の発行による調達、資産規模の拡大等続け、第 4 四半期に約 4,200 万米ドルで新たな工業用倉庫をポートフォリオに加えた¹⁴。

図表 12 サバナ REIT の保有資産の構成比 (2014 年末時価評価額ベース)



(出所) Sabana REIT, "Annual Report 2014" を基に野村資本市場研究所作成

¹³ サバナ REIT 保有不動産の総占有率は 2013 年末の 91.4% から 0.7% 減少し、2014 年末現在では 90.7% となっている。

¹⁴ Sabana REIT, "Annual Report 2014"

図表 13 サバナ REIT の決算概要 (2014 年)

(単位:千 SGD)	2014 年末	2013 年末	増減率(%)	4Q 2014	3Q 2014	増減率(%)
総収入	100,342	89,485	12.1	25,292	25,126	0.7
純不動産所得 (NPI)	72,342	80,360	(9.2)	18,163	18,048	0.6
配当可能な純利益	51,624	61,755	(16.4)	12,891	12,689	1.6
一口当たり分配金額 (DPU、単位:セント)	7.33	9.38	(21.9)	1.78	1.81	(1.7)
年換算 DPU (セント)	7.33	9.38	(21.9)	7.06	7.18	(1.7)
年換算利回り	7.9%	10.1%	(21.8)	7.6%	7.8%	(2.6)

(出所) サバナ REIT プレスリリースを基に野村資本市場研究所作成

最近では中東とアジアの間でクロスボーダーI-REITの動きもみられる。サバナ REIT のアンカー投資家の一つであるバーレーンの Al-Salam イスラム銀行は、2014 年 3 月にアジアのシャリーア適格な REIT に特化したファンドを設立した。同ファンドは、アジアの REIT 投資のパイオニアとされるスイスの B&I キャピタルに管理され、15~35 件のポートフォリオを有する。

また、2015 年 3 月に、米国サンフランシスコを拠点とする金融サービス会社 IdealRatings は世界初となる、アジア太平洋のシャリーア適格 REIT の株価指数 (IdealRatings Asia-Pacific REITs Index) をローンチした。同インデックスは、マレーシア等のイスラム教国の REIT の他に、日本、韓国、香港、シンガポール、オーストラリア等の非イスラム教国の上場 REIT も対象としている。さらに、今後、アジアの REIT をはじめ、段階的に全世界のシャリーア適格な REIT を加える予定である¹⁵。

このような動きから、I-REIT は、イスラム教投資家のポートフォリオの多様化が進むなかで、中東等のイスラム教諸国からの資金をアジアへ呼び込むツールとしての魅力があると考えられる。

IV. おわりに

1. 日本から見た I-REIT

まず、日本の機関投資家にとって、前述の I-REIT 固有のリスクを評価することは難しいと思われるが、一方で I-REIT 市場がさらに拡大していった場合、湾岸諸国やマレーシアなどにおける大都市の優良不動産への投資機会を提供する可能性については、注目しなければならないと言える。商業不動産の賃貸料収入をベースとしている点では、I-REIT は米国 REIT、J-REIT などと異なることはない。立地や不動産市場サイクルの違い、あるいは銀行ローンに依存しない資金調達構造などに注目するならば、グローバル REIT にすでに投資している投資家にとっては、I-REIT が良い分散対象になる可能性すら考えられよう。

¹⁵ IdealRatings プレスリリース、URL:
<http://www.idealratings.com/news/idealratings-launches-the-first-shariah-compliant-asia-pacific-reits-index>

2. イスラム圏の投資家から見た不動産・J-REIT

海外のイスラム教投資家を想定して、日本において、国内不動産を活用して I-REIT を組成する可能性も考えられないことはない。しかし、例えばテナントが退出した場合、新しく入居するテナントの事業内容が 100% シャリーア適格でなければならないといった条件は、非イスラム教国である日本で満たすことが難しい面もあり、また、シャリーア委員会の設置はさらに大きな課題となろう。

一方で、不動産がシャリーア適格性を持ちやすい資産クラスであることを考慮するならば、金融資産を増大させつつあるイスラム圏の投資家が今後、日本の不動産への投資を拡大する可能性はある。既に、日本にシャリーア適格な不動産を求める動きは出ているが、注目すべき事例としては、2007 年にクウェートの Boubyan Bank が運営するシャリーアに則した国際的な不動産投資ファンド (Boubyan Global Real Estate Fund, BGREF) がファイナンス・リース・スキーム¹⁶を用いて東京都内の不動産 3 物件を 43.8 億円で取得した例がある。同ディールは BGREF、国際的な機関投資家向けに日本国内の不動産に特化したファンド運営会社のアトラス・パートナーズ¹⁷とファイナンス提供者のハイポ・リアル・エステート・キャピタル・ジャパン¹⁸との提携で実現したものである。BGREF の不動産投資は全てシャリーア適格な投資であり、調達もシャリーア適格な方式で行われている。当時、投資・調達スキームの企画には 2 年もかかったようだが¹⁹、日本でもシャリーア適格な不動産投資が可能であることがわかった例といえる。

また、日本の不動産投資信託 (J-REIT) は 2014 年末には上場 49 銘柄で市場時価総額は 10 兆円を突破し、大きく拡大してきている。現在の J-REIT の市場構成比をみると、主なタイプは総合型 REIT (37%)、オフィス REIT (21%)、物流施設 REIT (15%)、住宅 REIT (14%)、商業 REIT (10%) となっている (図表 14)。この中で、住宅 REIT や住宅を主とする総合型 REIT の保有不動産は、シャリーア適格との認定を受けやすく、実際、前述の IdealRatings のシャリーア適格 REIT 指数にも、複数の既存 J-REIT が包含されているとみられる²⁰。

さらに、今後 J-REIT 市場の多様化のひとつとして期待を集めるヘルスケア REIT²¹も、イスラム金融で重視されている社会的責任投資 (SRI) の範囲にヘルスケア分野が含まれることから、マレーシアの Al-Aqar ヘルスケア REIT の事例でみられるように、イスラム圏投資家の投資対象になりえよう。

¹⁶ 特定目的会社 (SPC) を通じて物件の購入とリースバックを行うファイナンス・スキーム。

¹⁷ 2012 年 5 月から株式会社エムケーキャピタルマネジメントとの合併により商号を株式会社イデラキャピタルマネジメントに変更。

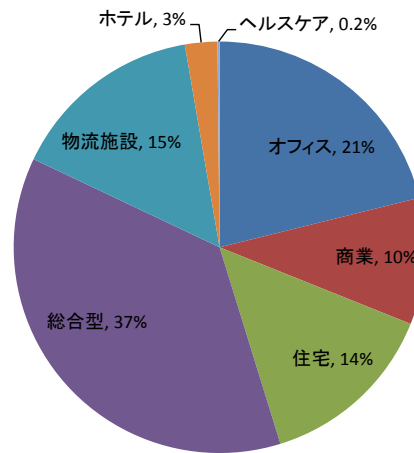
¹⁸ 2009 年からドイツのドイチェ・ファンドブリーフバンク (Deutsche Pfandbriefbank AG) の子会社となっている。

¹⁹ Miyoko Ishigami, "Boubyan Bank to launch Japan's 1st Islamic real estate finance", Kuwait News Agency, November 19, 2007.

²⁰ 指数選定基準として、賃料収入全体において、シャリーア不適格なビジネスからの賃料収入の比率が 5% を超えないことと、総資産有利子負債比率が 33% 以下であることが求められている。

²¹ ヘルスケア REIT については、関雄太「ヘルスケア REIT の活用による医療・介護施設の供給増大と再編」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号を参照。

図表 14 J-REIT 市場の構成比（時価総額ベース）（2014 年末）



(注) 「総合型」は一つ以上の分野に投資を行う REIT。

(出所) 東証「月刊 REIT レポート (2014 年 12 月分)」を基に野村資本市場研究所作成

このように、イスラム金融の国際的なプレゼンスが高まっていくなか、ストラクチャーと規制上のハードルが低い I-REIT を参考に、日本に新たな投資資金を呼び込むツールとして検討する価値は高まっていくのではないかとと思われる。