

米国 REIT 市場の発展と不動産ファイナンス

不動産投資信託（Real Estate Investment Trusts；以下 REIT）は、一定の要件を満たす法人に対して法人所得課税を免除し、課税対象を投資家の所得に一本化した不動産事業への投資スキームである。米国の REIT 市場は、1960 年に創設されたあと、約 30 年以上もの間、その位置づけは限定されたものであったが、1992 年以降、急激に成長した。REIT 市場の発展の経緯は、数回の重要な税制改革に加えて、米国の不動産金融業界が、ウォール街のスペシャリストを中心に一段の変貌をとげ、市場参加者のすそ野を広げてきた歴史に他ならない。

一方、我が国では、主として不良債権の担保不動産を流動化させる目的から、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（通称 SPC 法）が 1998 年（9 月 1 日施行）に導入され、同年 12 月より、会社型投信による不動産投資も解禁された。

このレポートでは、REIT の市場発展の経緯を振り返り、その検討を通じて米国における不動産ファイナンスの特性や変質をレビューすると同時に、日米市場の相違などについて検討する。

1. REIT とは何か

1) REIT の法人格

(1) 資格要件

REIT は、米国内国歳入法（Internal Revenue Code）に規定される下記の資格要件を満たした会社（Corporation）、信託（Trust）もしくは社団（Association）である。

表 1 REIT の資格要件

[資格要件]	
1.	単数もしくは複数の Trustee もしくは Director によって経営が行われること
2.	受益権は譲渡可能な株式もしくは受益証書によって裏付けられていること
3.	米国国内法人として課税可能であること
4.	金融機関もしくは保険会社でないこと
5.	受益権は 100 人以上の者によって所有されていること
6.	少数の株主によって集中的に所有されていないこと
7.	収入制限（Income Test）、資産制限（Asset Test）を満たすこと

[資産制限]
<p>課税年度の四半期末において、</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 75%以上の資産は、不動産、現金、現金に準ずる受取債権等もしくは政府証券でなければならない。不動産には、実物不動産、パートナーシップの持分権、担保ローン、他の REIT 株式を含む。 2. 上記以外のその他の保有証券が、総資産の 25%を超えてはならない。 3. 同一会社の発行する株式等は REIT の総資産の 5%を超えてはならない。また、ある特定の発行者が発行する議決権付き証券の発行済総数の 10%以上を保有してはならない。 4. ただし、1987 年以降、REIT は連邦所得税上一体と認識しうる 100%子会社 (Qualified REIT Subsidiaries) を設立することが認められている。
[収入制限]
<ol style="list-style-type: none"> 1. 総収入の 75%以上が、実物不動産からの賃料、不動産担保貸付債権 (Secured Loan) の受取利息、不動産の売却処分によるキャピタルゲイン、他の REIT からの配当など認められた不動産関連収入から得られなければならない。 2. 総収入の 95%以上が、上記の収入プラス配当・金利収入から得られなければならない。 3. 1 年未満保有の株式・証券および 4 年未満所有の実物不動産および不動産担保の処分もしくは売却による収入、および禁止された取引からの収入が、総収入の 30%を超えてはならない。

(出所) 野村総合研究所

上記のような資産制限・収入制限のために、多くの REIT は REIT 法人格でない子会社・関連会社を設立して第三者向けのサービス等を行っている。

米国で不動産投資資金の調達手段として多用されているリミテッド・パートナーシップは、主として開発行為による個々の不動産の価値上昇に注目して、比較的小口の投資を募ろうという面が強いのに対して、REIT は導管体としての機能に加えて、各企業が持つ経営ノウハウによって生まれる付加価値や、複数の資産をポートフォリオとして経営することによるシナジー効果が、キャッシュフローに反映されるという前提に立って、投資商品としての魅力を作り出しているといえよう。

しかしながら、90 年代に入って公開した REIT の多くは、実はパートナーシップから転換した法人である。転換の際に、REIT に直接資産移転を行うと多額の譲渡所得が認識されるという状況があるため、今日 REIT が保有する不動産の実際の所有権は、REIT がゼネラル・パートナー (パートナーシップの無限責任社員：実質的な経営者) となっているオペレーティング・パートナーシップが保有しているケースが多い。オペレーティング・パートナーシップを活用した REIT への転換手法は、UPREIT (Umbrella Partnership REIT) と呼ばれるが、その内容については後述する。

(2) REIT の課税体系

上記の資格要件を満たす REIT は、法人所得計算上、配当利益の損金算入が認められる代わりに、各年度のキャピタルゲインを除く課税所得の 95%以上を配当しなければならない。

注意しなければならない点は、REIT は所得税を完全に免除されているわけではないとい

うことだ。支払配当金を控除した後の課税所得に対しては、内国歳入法に定められた通常の法人課税が行われる。キャピタルゲインやある種のキャッシュを伴わない超過所得等は、配当原資からは除外されるが通常の法人税が課税される。また、地域によっては州税を負担しなければならない。

もう一つ、散見する誤解として、課税所得の95%を配当しなければならないために、REIT法人格をとると、毎期のキャッシュフローがほとんど内部留保されない、という見解がある。後述するように、不動産事業においては減価償却費の金額が大きいために、配当／キャッシュフロー比率は95%よりも相当低い水準になることが多い。

なお、一部のREITが、実質的に保有する子会社の利益をREITに移転して課税を回避しているとの批判があり、これに対応した議会での課税強化の動きが1998年のREIT株の下落に影響を与えたといわれている。

2) 有価証券としてのREIT

(1) 市場規模

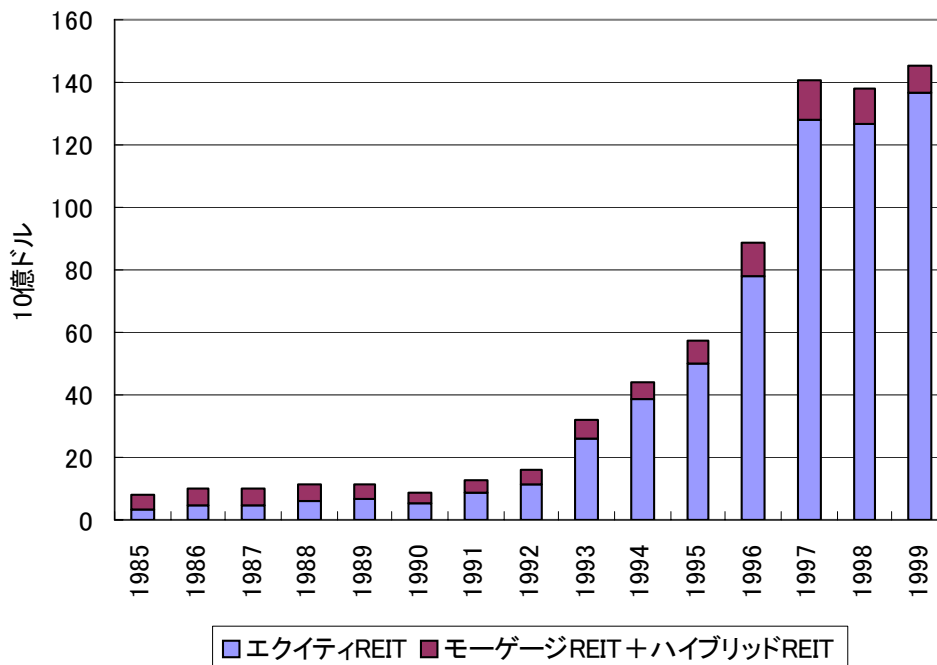
連邦の証券関連法、取引規制はすべての公開REITに適用される。すなわち、REIT株式は、1933年証券法の登録手続きを通じて発行され、1934年証券取引法の情報開示を義務づけられる。1999年6月現在、各取引所への上場銘柄数は、ニューヨーク証券取引所(NYSE)164社、アメリカン証券取引所(AMEX)30社、ナスダック(NASDAQ)18社となっている。

1999年5月末の時点で、REIT株式(212社)の市場規模は、約1455億ドル(約17兆円)に達している。米国では、我が国のように不動産デベロッパーが株式市場に公開することはほとんどなかったため、REIT株式がそれに代わって、公開市場におけるひとつのインダストリーセクターを形成したといえることができよう。ちなみに、NYSEの時価総額(1999年5月末11.99兆ドル)に対するREITのシェアは、最近3年ほど約1.0-1.3%で推移している¹。東京証券取引所一部・二部の不動産の時価総額は約3.5兆円(1999年5月末)程度で、東証全体の時価総額の約1.0%を占めるので、単純な比較は難しいが、現時点で公開株式市場全体に占める日米の不動産セクターのシェアはほぼ同水準になっているといえよう。

このような市場拡大に対応して、米国では最近REIT中心に運用するミューチュアルファンドが設定されたり、A. G. エドワーズ社、グリーン・ストリート・アドバイザー社のようにREIT専門のリサーチアナリストを抱える証券会社・調査機関もある。なお、REIT市場に関するデータや制度改正動向などの情報は、REIT及び関係機関で構成する全米REIT協会(National Association of Real Estate Investment Trusts; NAREIT)がホームページ・機関紙を通じて提供している。

¹ ただしREITの時価総額には少数の非NYSE上場銘柄を含む

図1 REIT市場時価総額の拡大



(注) 1999年は5月末時点

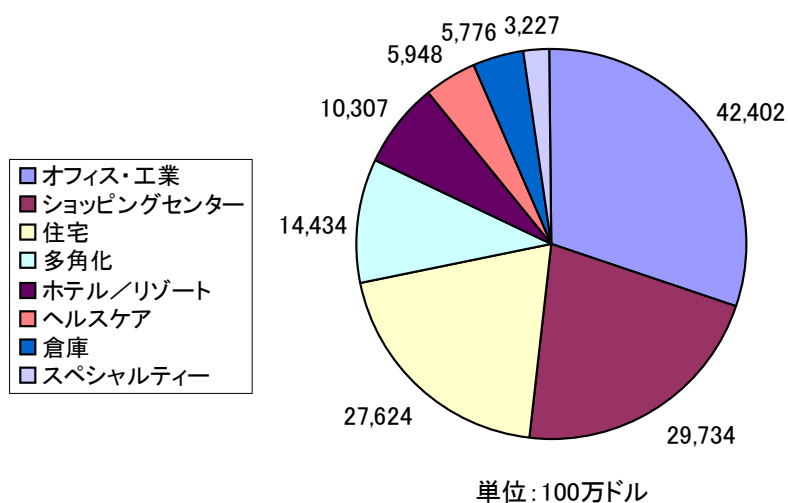
(出所) National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT)

3) REITのタイプ

REITは、その所有している資産の内容でタイプ分類が可能である。大別すれば、エクイティREITとモーゲージREITの2種類があり、前者は実物不動産を所有・経営するのに対して、後者は不動産を担保にした融資その他の債権を資産として所有している。実物不動産と不動産担保債権の両方を資産としているハイブリッドREITもある。ただし、1999年6月現在、エクイティREITに分類されるのは全212銘柄の公開REITのうち176銘柄で、エクイティREITの時価総額はREIT市場全体の約94%に及ぶ。

エクイティREITは、その所有する不動産によってさらに細かくカテゴリーが分かれる。1999年6月末時点で時価総額シェアが大きいのはオフィス・工業REITで、ショッピングセンターREIT、住宅REITが続く。

図2 資産タイプ別にみたREIT株式時価総額



(注) 1999年6月末時点
(出所) NAREIT

なお、1999年4月末時点で市場時価総額が20億ドルを超えるREITは表2のとおりである。スターウッド・フィナンシャル・トラストを除いてはエクイティREITであるが、所有している資産によってさらにカテゴリーは分かれる。時価総額最大のREITであるエクイティ・オフィス・プロパティーズ・トラスト、エクイティ・レジデンシャル・プロパティーズ・トラストの2社は、米国最大の不動産投資家として有名になったサミュエル・ゼル氏が会長を務める。パブリック・ストレージ社は、最大のセルフ・ストレージ（トランクルーム）REITで、1990年代の経済成長率の回復によって、オフィス・住宅の空室率が減少するにつれて、利用者が増え成長した企業である。プリズン・リアルティ・トラストは、拘留所・矯正施設の運営と囚人輸送サービスを専門とするユニークなREITである。

表 2 時価総額 20 億ドル以上の REIT

(1999年4月30日時点)

	企業	タイプ	資産	時価総額 (百万ドル)
1	Equity Office Properties Trust	Equity	オフィス	7,164.6
2	Equity Residential Properties Trust	Equity	アパートメント	5,491.4
3	Simon Property Group	Equity	ショッピングモール	4,856.2
4	Public Storage	Equity	セルフストレージ	3,618.5
5	ProLogis Trust	Equity	工業・産業	3,406.5
6	Vornado Realty Trust	Equity	多角化	3,317.6
7	Archstone Communities Trust	Equity	アパートメント	3,251.4
8	Host Marriott Corporation	Equity	ホテル・リゾート	2,995.3
9	Crescent Real Estate Equities	Equity	多角化	2,790.1
10	Starwood Financial Trust	Mortgage	モーゲージ証券	2,780.0
11	Spieker Properties	Equity	オフィス	2,429.8
12	Kimco Realty Corporation	Equity	近隣ショッピングセンター	2,361.6
13	Apartment Investment & Management	Equity	アパートメント	2,356.0
14	Boston Properties	Equity	オフィス	2,306.9
15	AvalonBay Communities	Equity	アパートメント	2,236.0
16	Prison Realty Corporation	Equity	スペシャルティ	2,203.9
17	Cornerstone Properties	Equity	オフィス	2,091.4
18	Duke Realty Investments	Equity	オフィス・工業混合	2,037.3

(出所) NAREIT 資料より野村総合研究所作成

4) REIT の特性

REIT は、以下の 4 つの点で優れた特性を有していると考えられる。

- ①流動性：現在、公開している REIT は 200 社以上あり、所有不動産の地域・タイプは多岐にわたる。これらの公開 REIT を通じて、投資家は分散されたポートフォリオを組み、自由に売買できる。
- ②安全性：不動産（ほとんどは賃貸）を収益の源泉とするため、長期にわたって安定的なインカムが期待できる。また一般的に REIT の多くは債務比率が低い。さらに、従来のパートナーシップ等を通じた非公開の不動産投資と異なり、投資家は SEC 規制下での迅速かつ広範な情報開示と財務データの入手が可能である。
- ③経営ノウハウとガバナンス：1991 年頃から始まった IPO ブームの時に公開した REIT の多くは、長く不動産経営の実績を持っており、しかも旧オーナーが公開後も相当量の自社の株式を所有することが多いので、株主の利益を重視して付加価値の高い不動産経営を実施することが期待される。
- ④資金調達フレキシビリティ：IPO 後も株式発行が可能であり、後述の UPREIT・DownREIT の企業形態でしばしば実施されるように、所有するパートナーシップの持分権の追加発行も可能である。また一方で、債務調達をすることも可能であり、不動産市場の

サイクルや投資案件の有無に応じて、フレキシブルな資金調達を行うことができる。

結局、REITの性格は、不動産証券化の分類にあてはめるならば、エクイティ型のストラクチャーということになる²が、リミテッド・パートナーシップや我が国の匿名組合方式による不動産共同投資事業の持分権よりもむしろ、我が国における上場不動産会社の株式にかなり近いと考えてよいであろう。それゆえに、年金資金などの機関投資家にとっては、運用資産の分散化ニーズに合うものであり、市場時価総額の急拡大によって、今や無視できない投資対象のひとつになったといえることができる。

それでは次に、市場拡大を牽引した不動産所有者からの動き、すなわち従来非公開もしくは私募・相対形態での資金調達が主流であった不動産所有者が、なぜ急速に公開市場へ進出することになったのかを整理することとする。

2. REIT市場発展の経緯

1) 1980年代までのREIT市場

(1) REITの創設

REITは小規模な投資家にも大規模な収益不動産に投資する道を開く目的で1960年に創設された。当時、米国議会は、ミューチュアルファンドの例を引きながら、普通の投資家に商業用不動産への投資手段を持たせるには資金のプーリングが最適とし、不動産所有権による収益の創造と資金調達が可能とする会社型投資信託の形態を採用した。

創設当初、REITは不動産を「所有」することは認められたものの、「経営」もしくは「運営」することはできなかった。すなわち、REITは所有する不動産を経営する第三者を見つけなければならず、オペレーターに対するフィーが発生する一方で、オペレーターは収益を最大化するインセンティブを必ずしも持っていないことから、投資家からのREITに対する評価は低かった。また、当時の不動産に対する税制と投資インセンティブも、REIT市場の発展にはネガティブに影響した。というのは、当時の不動産投資においては、そこで生じた会計上の損失を他の所得と通算することが認められていたため、債務比率を高め、金利と減価償却費を計上することでいわゆるペーパーロスが発生させ、タックスシェルターを作る（課税所得を見かけ上減らす）ことが投資家のインセンティブとなっていた。80年代の不動産ブームの際に多用されたリミテッド・パートナーシップは、まさにこの節税インセンティブに支えられて発展したといえよう。これに対して、REITでは損益通算が認め

² Mortgage Backed Securities, Commercial Mortgage Backed Securities はデット型の不動産証券化スキームである。なお、Mortgage REITは、キャッシュフローの源泉、投資家の実質的に負担するリスクなどを考慮すれば、本質的にデット型の不動産証券化ストラクチャーといえよう。

られていなかったために、長い間アドバンテージのある投資手段になり得ないでいた。

(2) 1986-90 年の状況

1986 年の税制改革法 The Tax Reform Act は、実物不動産及び REIT 市場に大きな変化をもたらした。1 つは、前述の不動産所得とその他所得との損益通算のメリットを大幅に制限したことである。この改正により、不動産投資のインセンティブは節税志向から収益志向へ大きくシフトし、REIT の有利性は相対的に上昇する結果となった。もうひとつの大きな改革点は、REIT 自体の機能強化として、不動産の経営・運営権を持たせたことである。すなわち、REIT に不動産の所有権に付随する「慣習的な (customary)」サービスを提供することを認めた。その結果、投資家・オペレーター間の経済的利益の一致が実現した³。

税制改正の影響は、すぐには現れなかったが、リミテッド・パートナーシップへの投資インセンティブがなくなったことで、不動産市場から節税目的の投資家が逃避することは時間の問題だった。当時起こっていた建設・不動産ブームは、生保・年金資金の流入や、日本を中心とする海外投資家の買い攻勢⁴によって、1990 年頃まで続いたあと、供給過剰から不況へ転じた。米国には日本のような土地価格の基準がなく、不動産全体での評価になるが、1990 年から 93 年頃にかけて、総じて商業用不動産価格は 30-50% 下落したといわれている。これに 1982 年頃からすでに顕在化していた Savings & Loan (貯蓄金融機関) 危機、商業銀行の不動産関連プロジェクトへの過剰融資もあいまって、不動産市場への投融資は、パートナーシップ・REIT を問わず急激に縮小した。

2) 1990 年代の REIT 市場の成長

(1) クレジットクラッシュと IPO ブーム -1990-1994 年

①公開ブーム

この信用縮小の期間、REIT 市場には 3 つの大きな変化が生じた。第一に、REIT 市場に起こった IPO ブームである。非公開の不動産事業者が、資本市場へのアクセスの必要性に迫られて、ウォール街のインベストメントバンカーに手を引かれる形で、次々と REIT として公開した。

「資本市場へのアクセスの必要性」とは、主にミニ・パーマナント・ローン (もしくは略称 “ミニ・パーム”) の借り換え需要を意味していた。米国では伝統的に、不動産事業に融資を行う際には、同一プロジェクトでも、建設段階と開業後運営段階ではキャッシュフロ

³ ただし、ホテル・病院など個人カスタマーサービスを行う不動産については、86 年後もオペレーターに運営委託をしなければいけなかった。

⁴ 海外からの対米不動産投資残高は 1984 年の 178 億ドルから 1989 年には 359 億ドルに増大した。なかでも日本からの不動産投資は、1984 年 7 億ドルから 89 年には 143 億ドルへと急激な増大を示した (Bureau of Economic Analysis “Survey of Current Business”による)

一やリスクが異なるものとみなし、建設期間のプロジェクトへの融資をコンストラクション・ローン、稼働中への商業不動産への融資をパーマネント・ローン（テイクアウト・ローンとも呼ばれる）と呼んで、不動産関連ローンの基本形としてきた。コンストラクション・ローンとパーマネント・ローンでは、通常ローンの出し手が異なる。

ミニ・パーマネント・ローンは、おおむね5年から7年を返済期限とし、多くの場合パーマネント・ローンまでのつなぎとして活用される融資である。1980年代の中頃、ブームに乗じて開発事業を行った非公開の不動産デベロッパーの多くが、ミニ・パーマネント・ローンを借り入れていたが、この頃の審査はかなり甘く、融資額がローン・トゥ・バリュー・レシオ（Loan-to-Value Ratio or LTV）でみて資産評価額の90-110%に達するようなプロジェクトもあった。この後、不動産不況とクレジットクランチが生じ、金融機関は、下落した資産価値に対してLTVでみて60-70%の借り換えしか認めようとしなかった。しかも、それまで無担保であった融資に担保を設定しようとする銀行が多かった。その結果、多くの不動産業者が、生き残りのために、新たな資本へのアクセスを求めて公開を検討していた。

一方で、成長機会を逃さないために、資本市場へのアクセスを求める動きもあった。生命保険会社や整理信託公社（Resolution Trust Corporation or RTC）から大量に供給された商業不動産を買い集めることで、それぞれの地域をリードしていた非公開の不動産業者を凌駕したい、という企業家たちがいた。彼らにとっては、機動的に資金調達可能なREITは最適な投資スキームであった。

1991年11月に、メルリンチ、ディーン・ウィッター、スミス・バーニーを引受主幹事として実施されたキムコ・リアルティ（ショッピングセンターREIT）のIPOは、調達額1.28億ドルに及ぶ前例のない大規模なもので、この成功によってREITのIPOが注目を集めた。

クレジットクランチを契機に公開市場に進出した不動産投資家の代表例が、3つのREITを経営するサミュエル・ゼルである。ゼルは、1970年代半ばからディストレスト不動産（不良債権の担保不動産）への投資を開始した。1988年にメルリンチをアドバイザーにして始めたディストレスト不動産専門のファンドが、あまりに積極的に不動産を買いあさったために「墓場のダンサー」の異名をとった。当時ゼルは、不動産価格が急激な供給過剰に耐えられなくなって暴落し、いわばバーゲン価格で不動産を買い集めることができるであろうことを読んでいたが、急激な流動性収縮によって、成長資金の調達・自らの資金繰りが思い通りにならなくなった。そこで1993年からREITの公開にふみきり、規模の経済の追求によって、高い成長とコスト削減が可能であることを盛んに喧伝した。前述のように、現在、エクイティ・オフィスの時価総額は71.6億ドル、エクイティ・レジデンシャルのそれは55.5億ドルに達しているが、ゼルの不動産買収・経営に対する戦略が市場に評価された結果といえよう。

②機関投資家の流入

第二の変化は、投資家サイドの意識変化である。不動産価格のサイクリックな動きに着目して安値買いを目指す投資家が、流動性・換金性・情報開示・ガバナンスの点で REIT を評価し始めた。また、上記のメリットについて、NAREIT やウォール街のプロモーションが功を奏した。

なかでも、ミューチュアル・ファンド、年金資金の運用先への組み込みが行われたことが大きい。ミューチュアル・ファンドは、REIT に投資する機関投資家の中でも最も大きなカテゴリーとみられ、純粋投資のスタンスで売買の回転も比較的早い。流動性の高さから、プライベートに所有されるパートナーシップへの投資より REIT を選好するのだと考えられる。公的年金・企業年金は、直接 REIT 株式に投資する場合と、不動産投資マネージャーもしくは REIT スペシャリストを通じて投資する場合とがある。前者のケースでは、株式・債券への運用資金の中での分散化、後者は実物不動産市場の観点での分散化（タイプ別の分散化、地理的な分散化など）が意識される。

また、もう一つの大きな機関投資家である生命保険会社の REIT への関わり方は、多くの側面を持つ。公開市場での REIT 株式投資以外にも、伝統的な不動産ファイナンスである抵当付融資や私募でのエクイティ投資にも応ずる。また、生命保険会社が直接不動産を所有することもある。ただし、自己資本規制から、直接保有を減らして証券化商品を持つ傾向が強まっており、REIT に対する不動産ポートフォリオの売り手としても重要な存在である。

③UPREIT—派生型 REIT の開発

第三の変化は、Umbrella Partnership REIT (UPREIT) の発明である。このストラクチャーにおいては、多くの場合、「親会社」となる REIT は実物不動産を直接所有せず、「子会社」であるオペレーティング・パートナーシップ (OP) の経営権 (General Partnership) を所有する。パートナーシップのその他持分の所有者 (Limited Partner) には、通常、以前の実物不動産のオーナー／経営者が含まれる。かつて実物不動産をリミテッド・パートナーシップを通じて所有していた旧オーナーは、パートナーシップ持分と交換で、OP のユニットもしくは REIT 株式を取得する (図 2 参照)。

リミテッド・パートナーシップから OP に不動産所有権を移転する際には、キャピタルゲインが認識されないため、パートナーシップから REIT への転換、もしくは REIT によるリミテッド・パートナーシップの買収が容易になる。

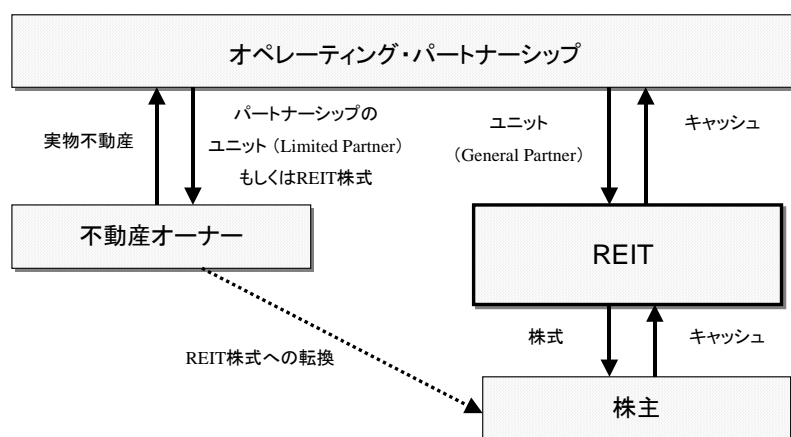
ただし、UPREIT は、ステークホルダー間の利害関係では望ましいスキームでないという指摘もある。経営陣は、時に REIT 株式ではなく (もしくは REIT 株式に加えて) OP のユニットを持つことがあり、しかもそのユニットの取得簿価はかなり低い。その場合、実物不動産の売却は、経営陣にとって即、譲渡益の認識につながるため、たとえ第三者が株主の利益となる高い買収価格をオファーしても、経営陣がそれを拒否することが考えられるためとされる。

UPREIT と同様にパートナーシップを通じた REIT の派生スキームに、DownREIT という

のもある。これは、すでに公開しているREITが、ある不動産を買収するためにリミテッド・パートナーシップを創設して、旧オーナーにユニットを交付し不動産と交換するものである。

UPREITは、1992年に実施されたショッピングセンターREITのタウプマン・センターズのIPOで初めて用いられ、主幹事証券会社はモルガン・スタンレー、ディーン・ウィッター、アレックス・ブラウンであった。

図3 UPREITの構造



(出所) 野村総合研究所

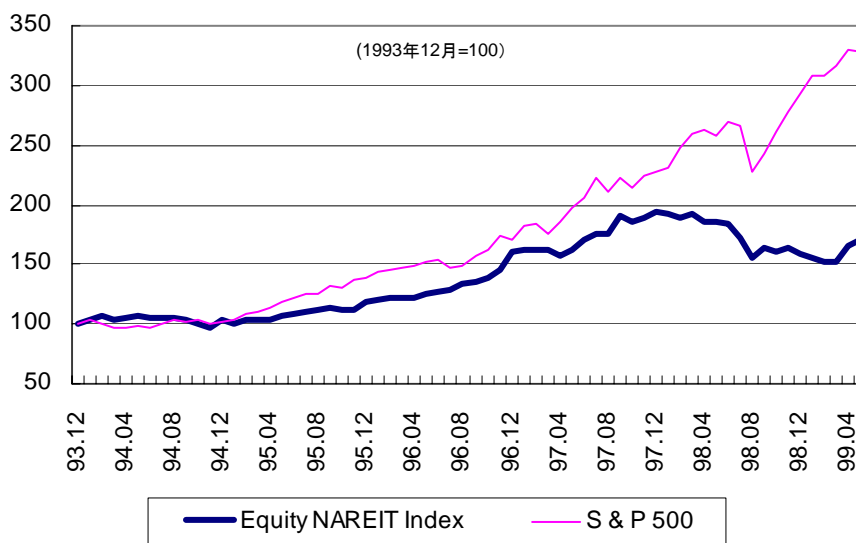
(2) 1995年以降のREIT市場

① 途切れた株価高騰

1991-1993年の間、相次ぐ新規公開の一方で、NAREITが公表するエクイティREITインデックスは、S&P500インデックスを凌駕して上昇しつづけたが、94年は3.2%の上昇にとどまり、95年以降はS&Pインデックスを下回るパフォーマンスにとどまった。また、93年に50件、94年に45件にも達した株式公開は95年8件、96年6件と急減した。

94-95年頃の市場停滞については、金利の上昇、ハイテク株に牽引された株式市場への資金シフトなどの説明もされるが、住宅REIT、ショッピングセンターREITの категорияに属する企業のオペレーションの不調が大きく影響していると考えられる。特にショッピングセンターREITの中には、商業施設の需給バランスが崩れると同時に、業態間の競争が激化し、経営不振に陥ったり、身売りせざるをえなくなったREITがあった。

図4 1994年以降のREIT株価インデックスの推移



(出所) NAREIT 資料より野村総合研究所作成

②公募増資ブーム

1995年以降は、REITによる資金調達、IPOから公募増資に主役が移った。特に97年は公募増資だけで292件、2638億ドルもの資金が調達された(表3)。持続的に好調であった米国経済、低インフレ・低金利も、収益の安定化に寄与したが、この時期顕著になったのは、M&A活動の活発化と公募増資による主要REITの大型化であった。96年にはサイモン・プロパティ・グループがデバートロ・リアルティを買収して全米最大のショッピングセンターREITになったのを皮切りに、ブラッドレーのタッカー買収(1996年)、エクイティ・オフィスのビーコン・プロパティーズ買収、スターウッドのITTシェラトン買収(ともに1997年)など、大型買収が相次いだ。この時期、買収のたびに、REITの営業収益(後述するFunds from Operations)見通しは大幅に上方修正されるため、成長の源泉としてM&Aが評価されていたといえるだろう。

表3 REITの資金調達動向

(調達額:10億ドル)

	株式				債務	
	IPO		公募増資		無担保 調達額	担保 調達額
	件数	調達額	件数	調達額		
1987	12	0.6	15	0.7	0.2	1.3
1988	13	1.4	13	0.8	0.3	0.6
1989	11	1.1	15	0.7	0.2	0.5
1990	10	0.9	8	0.4	0.3	0.2
1991	8	0.8	20	0.8	0.2	0.5
1992	8	0.9	24	1.1	0.7	3.9
1993	50	9.3	50	3.9	1.7	3.5
1994	45	7.2	52	3.9	2.1	1.5
1995	8	0.9	93	7.3	3.5	0.8
1996	6	1.1	139	11.2	4.4	0.3
1997	26	6.3	292	26.4	9.2	3.4
1998	17	2.2	297	19.4	13.8	3.1
1999*	2	0.3	35	2.3	6.1	0.9

(出所) NAREIT

3. REITのキャッシュフローとバリュエーション

1) FFO (Funds From Operations)

株式への投資家が利益 (Net Income) を収益性の重要な指標とするように、REIT への投資家は FFO (償却前営業収益) を重視する。公開 REIT の場合には、GAAP (一般に認められた会計原則) に基づく財務諸表の作成を義務づけられ、その意味では Net Income も分析可能なのであるが、不動産事業の場合、減価償却費が多額で、新たに建設された不動産が資産に加わることなどで期間利益が大きく変動するので、その影響を排除した FFO が投資分析の中心となっている。実際、REIT のアナリストは、FFO の成長率や株価 FFO 倍率などを盛んに分析する。

NAREIT の定義によれば、FFO は「GAAP による Net Income から債務のリストラクチャリングまたは不動産売却に伴う損益を控除した上で、不動産の減価償却を加算し、さらに非連結の少数持分に関する調整を行ったもの」である。したがって、概念的にはキャッシュフローに近いのだが、厳密に言えば異なるものであり、いくつかの会計処理の影響を受けることから、最近では Adjusted Funds From Operations (AFFO) や Funds (Cash) Available for Distribution (FAD or CAD) が用いられることが多くなってきた。

その調整方法は表 4 のとおりだが、影響が大きいとされるのが、賃料収入の「平準化 (straight lining or smoothing)」をどのように修正するか、という点である。すなわち、あるテナントが REIT と複数年のリース契約を結んで、最初の 1 年は低い賃料で次の年から少し上昇していく、という賃料設定であった場合、NAREIT の基準で作成される FFO の基礎と

なる収益には、平均額を計上してもよい。したがって、ある年度に、相当のテナントが集中してリース契約を更新するというような REIT の場合、FFO と実際のキャッシュフローが大きくずれることがある。この他にも、テナントの入れ替えに伴う改良工事の償却などの調整が必要である。

表 4 FFO と Adjusted FFO

収 益	
－ 費用	
＝ 経常利益	
＋(－) 不動産売買損益	
＋(－) 少数持分損益	
＝ 純利益	
＋ 減価償却費	
－ 不動産売却益	
＝ Funds From Operations [FFO]	→ 株価 ÷ 1株当たりFFO = 株価FFO倍率
－ 経常的な設備投資	
－ テナント入れ替え費用の償却	
－ リース手数料の償却	
＋(－) 平準化賃料収入の調整	
＝ Adjusted Funds From Operations [AFFO]	
－ 非経常的な設備投資	
＝ Funds(Cash) Available For Distribution [FAD(CAD)]	

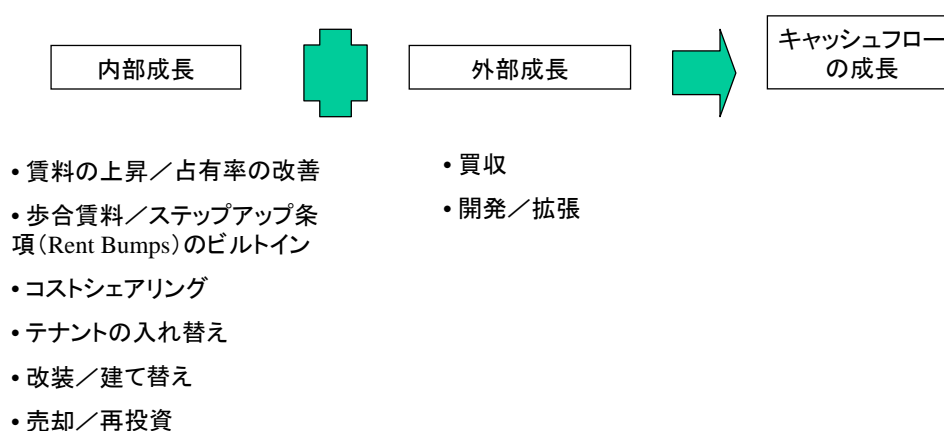
(出所) Ralph L. Block “Investing in REITs” より野村総合研究所作成

追加的に言えば、減価償却費で示される不動産の価値の低減速度は、資産の評価額の変動とは当然に異なる。したがって、AFFO や FAD も、REIT の資産となっている不動産の評価額が大きく変動しているときには、将来性を検討するのにあまり適切ではない。そのような場合には、純資産価値 (Net Asset Value or NAV) もしくは純資産倍率による企業評価も重要性が高いであろう。

2) REIT の成長性評価

REIT 株への投資が盛んになった背景に、上記のような財務分析手法が確立していったことで、投資家が比較的容易に各企業のファンダメンタルズを評価・比較できるようになったことがあげられるであろう。では REIT はどのようにして FFO ないしはキャッシュフローを成長させることができるのか。この点について、米国では REIT の成長の源泉を大きく 2 つ—内部成長 (Internal Growth) と外部成長 (External Growth) —に分けて分析する手法が主流になっている。

図5 REITの成長性



(出所) Ralph L. Block “Investing in REITs” より野村総合研究所作成

1) 内部成長

内部成長は、既に所有している不動産レベルでの収益向上を意味する。概念的には、小売業の経営分析に用いられる「比較可能店舗」の分析に似ているところがある。

基本的には、賃料・空室率に基づく有効賃貸収益が内部成長の決定要因となる。賃料・空室率とも、競合エリアの需給環境に大きく左右され、安定的であるかわりに、短期間のうちに増大させることは難しい。したがって、あるREITがインフレ率を大幅に上回る高い成長性をうたおうとすれば、外部成長に依存せざるを得なくなる。

2) 外部成長

外部成長とは、新たな資産をポートフォリオに加えることでキャッシュフローを増やすことを意味する。まず、高い利回りを持つ不動産を買収する機会があれば、それが外部成長の源泉となる。例えば、1990-95年頃は、整理信託公社 (RTC)、資金繰りの悪化したパートナーシップ、担保不動産を取得した銀行等が大量の居住用不動産を安値で処分しており、住宅REITにとっての買収機会が多くあった。逆に、1995-96年頃から全米で供給が過剰状態になったショッピングセンターに特化するREITは、有望な投資機会を失い、成長の壁に当たったといえる。

買収機会がなければ、自社で新たな不動産を開発するというのが外部成長の源泉となる。ところが、米国の投資家にとっては、新規の不動産開発というのは、キャッシュフローがいつから、どのくらい発生するのかが判断しにくく、リスクが高いという認識が強い。したがって、例えば、あるREITがIPOの際の目論見書あるいはアニュアルレポートで開示した開発プロジェクトのスケジュールが、何らかの事情で遅れたり、プロジェクト自体がキ

キャンセルされたりすると、株価は大幅に下落することがある。

このように、REIT の成長性は、大きく 2 つの源泉によって評価されており、なかでも魅力的な投資機会の有無は、高いキャッシュフロー成長率を実現するために不可欠な要因とみられている。したがって、その時の実物不動産市場の投資機会によって、個々の企業評価に格差が生じたり、内部成長／外部成長のどちらを重視するか、市場モメンタムが変化することがある。本論は、エクイティ REIT のパフォーマンスが高すぎるか低すぎるかについて議論することを目的としていないが、後述するように、1996-97 頃の REIT 市場の高いパフォーマンスは外部成長に対する強い期待を示唆したもので、1998 年の株価修正は、外部成長に対する期待が弱まった結果と解釈することは可能であろう。

4. REIT の M&A

REIT 間の合併・買収活動は、収益不動産の証券化がトレンドとなるにつれて、重要性を増している。

この背景には、まず REIT 市場の細分化がある。1993-94 年の IPO ブームのあと、REIT 市場は時価総額平均 1.5 億ドル程度の中小 REIT がひしめく状況⁵となり、新規公開の数は減ったものの、すでに公開している企業間で資金へのアクセスは限定的になっていった。

また、投資家サイドも洗練化がすすみ、経営の善し悪しによって REIT 株のパフォーマンスに格差が生じるようになった。特に、公開時に新規の開発もしくは不動産の買収を予定していたにも関わらず、その計画に遅延・中止が生じた REIT 株は、成長機会を逸したとみなされ、公開価格を大幅に下回る水準にまで売り込まれた。このような状況になると、中小 REIT の中でも、そもそも開示会社になることに伴う種々のコスト (SEC 提出資料の作成、投資家への IR 活動など) に疑問を感じていた会社等では、出口戦略としての意味合いも含めて、合従連衡を模索する気運が高まった。

次いで、合併にとまなうさまざまな経営面のメリットも説明された。なかでも、規模の経済による市場優位の獲得とコスト低減／キャッシュフロー改善は、いくつかの REIT には魅力的に見えるポイントであった。

例えば、前述のサミュエル・ゼルが経営するエクイティ・レジデンシャル (住宅 REIT) は、1993 年の IPO 以来、一般管理費を売上上の 2% 以下に抑え、巨大な交渉力を背景に保険料を 25% 削減した⁶。また同社がシアトルに所有する 14,000 戸のマンションでは、かつて 1 戸当たり 150 ドルかかっていた登録費用を半分に削減した。

もうひとつの例は、30 代のバリー・スターンリヒト社長に率いられるスターウッド・ロッキング・トラスト社 (現在スターウッド・ホテルズ・アンド・リゾーツ) である。同社

⁵ 当時、時価総額 10 億ドル以上の REIT は 300 社の公開企業中 10 社程度であった

⁶ “The New World of Real Estate” Business Week (September 22, 1997)

は、①ペアード・シェア REIT による税務上の恩典の利用、②REIT 市場ではニッチであったホテル事業への進出、③M&A による拡大とブランドイメージの向上という戦略を打ち出し、急成長した REIT である。

スターンリヒト氏は、90年代の初めに RTC による競売が始まったのをみて、不動産市場の有望性を直感し、不良債権の担保不動産であった住宅を 6000 万ドルで購入し、18ヶ月後にゼルのアパートメント REIT に売却して 200%におよぶ会計上の利益を得た。その後、ホテル事業に進出し、当時倒産寸前であったホテル・プロパティーズ・トラストを 1995 年に買収した。ホテル・プロパティーズ社は、珍しいペアード・シェア型の REIT で、旧制度下で設立されたために、姉妹会社を通じてホテル事業の所有と経営の両方を認められていた会社であった。通常の REIT では、1986 年の制度改正にも関わらず、ホテル・レストラン運営は第三者に委託しなければいけないため、スターウッドは財務・税務上のステイタスにおいて、ホテル運営会社、およびホテルに投資していた REIT のどちらとも差別化することに成功した。

スターウッドは、1995-97 年にかけて 100 件以上のホテルを買収したあと、ウエスティン、さらにヒルトングループとの買収競争に勝って ITT シェラトンを傘下に収めた。この間、規模の利益、オペレーションの合理化、ブランドネームの向上をうたって市場にアピールし、時価総額は 1995 年の約 8 百万ドルから 97 年時点で約 30 億ドル（1999 年 6 月現在では 52-53 億ドル）まで増大した。その後、皮肉にもスターウッドの急拡大が引き金になって、ペアード・シェア型 REIT の課税体系に対する見直しの気運が高まり⁷、同社は株式会社への転換を行ったが、M&A による成長という点では、最も注目すべき動きをみせた REIT といえよう。

このように、REIT の M&A 活動は、公開市場での競争をうながし、経営ノウハウのある REIT が、前近代的な経営にとどまる不動産業者を淘汰するという流れを生み出したとはいえよう。ただし、1997 年以降については、REIT の合従連衡・大型化は飛躍的に進展したとはいえず、公開 REIT の銘柄数だけでいえば再び増える傾向すらある。

5. 今後の REIT

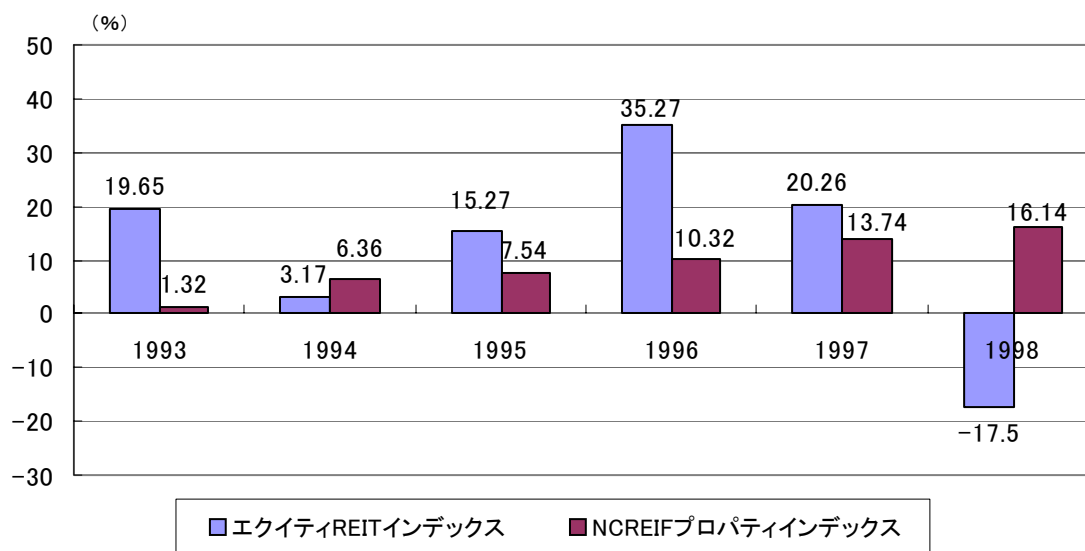
1998 年のエクイティ REIT インデックスは、3 月をピークに下落へ転じ、前年比マイナス 17.5%を記録した。その後、月末値ベースでは 99 年 3 月まで下落したあと、上昇へ転じている。

98 年の株価下落についても、ペアード・シェア型 REIT への課税強化の動きが出たこと、デット型不動産証券化商品である CMBS 市場が混乱したことなど、色々な説明が試みられ

⁷ 1998 年の内国歳入法改正により、ペアード・シェア型 REIT は、今後新たな不動産の買収や大型の改築などができないものとされた。

ているが、株価だけを見てREITの将来性を悲観するのは尚早であろう。まず、実物不動産市場の収益性が低下していない(図6)。一般的に、米国市場では不動産市場(賃料・評価額)のサイクルは、景気サイクルを1-2年のタイムラグをおいて後追いすることが知られており、マクロ経済指標や企業収益にダウントレンドが見られない限り、実物不動産市場は当面安定的に推移するであろうと考えられる。ただし、FFOの増大を外部成長に依存しすぎたREITについては、ある程度評価が修正されざるを得ないであろう。結局、本論で説明してきたような、REITの構造や成長性評価に対する理解が投資家に浸透しつつあると考えるならば、市場は安定成長期に入ったと見るべきである。そのリード役は、内部成長によってもある程度キャッシュフローを増大できる、高質なマネジメントを有するREITということになるであろう。

図6 REITインデックスと実物不動産—リターン(%)比較



(注) NCREIFはNational Council of Real Estate Investment Fiduciariesの略。毎年リターンは、機関投資家に保有されている約2500件の不動産のネット営業収益と評価額の増減によって計測される。
 (出所) Urban Land Institute 1999 Real Estate Outlook より野村総合研究所作成

REITが米国の不動産ファイナンスの歴史でどのような意義を持つかという点に関して、非常に単純化していえば、REITとCMBSの発展⁸によって、米国の機関投資家は不動産投資を、4つの象限に分けて考えることができるようになった。現在のところは、株式への運用を担当するマネージャーがREITに投資していくケースと、不動産への運用を担当するマネージャーがREITへ資金を配分するケースとが混在しているようだが、徐々にこの4象限のそれぞれの特性を考慮し、バランスを調整する手法が出現するのではないかと考えられる。というのは、例えば大手の生命保険会社は、すべてのフィールドにおいて不動産投

⁸ MBS、CMBSの商品性と発展の経緯については、金子晃三「本格化する米国の商業不動産証券化」(『財界観測』1994年10月号)参照。

資をしていくことが可能であるからである。もちろん、中小規模の機関投資家は直接投資よりREITによって運用資産の分散化を図るのがリーズナブルなはずである。いずれにせよ、REITは不動産投資市場で明確なポジションを確立していくことになると思われる。

ただし、REITが商業用不動産の相当部分を所有するようになるという事態も考えがたい。たとえば、90年代前半と比較して、非公開市場からREIT市場への公開を強く促すクレジットクランチのような要因が現在あまりない。IPOブームの頃には、公開市場で流通するREITが所有する商業用不動産は、全米時価総額のほんの数パーセントにすぎないので、将来的にREITが20-30%を保有すると考えれば成長余地は莫大である、というようなことが言われたが、根拠はあいまいであり、非公開市場のプレイヤーにインセンティブがなければ、M&Aによる拡大を含めて実現は難しいであろう。

図7 米国における不動産投資のタイプ

	プライベート	パブリック
デット	<p><u>担保の有無による分類</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・無担保融資 ・担保融資 <p><u>プロジェクト段階による分類</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・コンストラクション・ローン ・ミニ・パーマナント・ローン ・パーマナント・ローン <p><u>仕組み型融資</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・パーティシペーション・ローン ・アクリューアル・ローン Accrual Loan など 	<p>MBS (Mortgage-Backed Securities)</p> <p>CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities)</p> <p>Mortgage REIT</p>
エクイティ	<p>非公開不動産会社の株式・優先株 パートナーシップ持分権 など</p>	<p>REIT</p>

(出所) 野村総合研究所

6. 日本へのインプリケーション

米国でのREIT市場発展の経緯から、日本における不動産証券化への示唆として、以下のようなことが指摘できよう。

1) マネジメントの付加価値

REITは歴史的には証券化商品というよりも、不動産への投資手段 (Investment Vehicle)

であり、マネジメント能力はあるが資金がない「不動産経営者」の資金調達手段としてもともと考案されたものである。そして、実際に、本論でいくつか具体的に名称をあげたような、そうした資格がある企業家が90年代にREITを活用して、初めて定着した経緯がある。我が国では、不良債権の処分や担保不動産の流動化を目的として不動産証券化の導入が議論されているために、現在の不動産所有権を誰かに移転するもしくは小口化するという点に関心を持って、スキームのみを分析し、REIT類似のタックスベネフィットや流動性の確保を求める声が多い。しかしながら、本質的には、規模の経済であれ、範囲の経済であれ、マネジメントの付加価値によって、投資家に他の資産あるいは実物不動産よりも高い利回りをリターンできるという企業もしくは企業家が存在して、はじめてREITのようなエクイティ型の商品が発展するはずである。スキームの導入だけでは解決策にならないという認識がまず必要である。

2) デット型不動産ファイナンスのアンバンドリング

繰り返しになるが、REITは単にエクイティ型である、仕組みが優れているという理由だけで発展したわけではない。まず、他の不動産投資手段との相対的な評価が、税制改正によって変化したことが契機である。次に、金融機関も不動産業者も「プライベート・デット」型不動産ファイナンスに依存しきれない事態が生じて、違うタイプへのファイナンスへ向かうインセンティブが強まったわけである。すなわち、図7における他の象限で起きたことが、REITの発展を促した面がある。したがって、クレジット・クランチは証券化を進める大きな要因となる、ということがいえる。

ただし、その際に、米国では「プライベート・デット」型不動産ファイナンスが、REITブームを前にして、非常に多様化・分解化していたという事実は見逃せない。もともとミニ・パームという不動産ローン形態は、コンストラクション・ローン、パーマネント・ローンという不動産ローンのアンバンドル化が定着していたために出現したものである。そしてミニ・パームの出し手が、一斉に信用供与を縮小し、一方でパーマネント・ローンの出し手も貸し渋ったがために、「プライベート・デット」型から「パブリック・エクイティ」型へのシフトが生じている。

ちなみに、「プライベート・デット」型の不動産ファイナンスには、図7に示したように、多くの派生・ハイブリッド型の融資手法があり、しかも他の資産に遡及しないノン・リコース・ローンが組まれることが多い。

我が国のように、不動産事業に対する融資のアンバンドリングが生じていない、また担保融資、リコース・ローンが中心である状況では、金融機関も調達サイドも、エクイティでリファイナンスするインセンティブを必ずしも有していない。もちろん不動産ファイナンスの変質について、日本でも可能性がないわけではないが、その対象となる資産・企業は当面限定されるのではないかと考えられる。

3) ディスクロージャー

不動産ファイナンスが発展・分解化する過程において、日米の不動産プロジェクトに関する情報開示度が、格段に異なったものになっている。ウォール街が不動産ファイナンスを変えた、ということは、投資銀行の専門性が不動産証券化に活用されたという意味で理解されているが、金融機関が不動産プロジェクトのキャッシュフロー情報を、テナントごとリース契約ごとに把握するという風土がなければ、インベストメントバンカーも投資家のニーズに合致しえるだけの仕組みを発想することができなかつたであろう。日本の関係者も、証券化の裏側には常にディスクロージャーの強化が伴うという現実を目を向けねばならないであろう。

我が国の最近の制度改正においても、証券化手法のモデルとしてREITが参考にされているが、米国における不動産ファイナンスの歴史、仕組みが、日本と根本から異なることを考えれば、日本型REIT導入の是非や影響を検討する際に、米国市場の現実を十分に理解することが不可欠である。

(関 雄太)

[主要参考文献]

Richard Garrigan & John Persons, Editors, “Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis and Strategy”, McGraw-Hill
Ralph Block “Investing in REITs”, Bloomberg Press