

ブラックストーンによるエクイティ・オフィス 買収と REIT の非公開化

関 雄太

要 約

1. 米国最大のオフィスビル REIT エクイティ・オフィス・プロパティーズ (EOP) は、2006 年 11 月 19 日、ブラックストーン・グループに承継債務も含め総額約 360 億ドルで買収されることで合意したと発表した。その後、他の投資家連合から対抗提案も出されたが、最終的にはブラックストーンが買収合戦に勝利し、2007 年 2 月 7 日に買収が正式に承認された（買収総額は 390 億ドルまで引き上げられた）。
2. 米国 REIT 市場では、2005 年頃から推定純資産価値を下回る株価評価しか得られていない REIT に対し、非公開化を提案する私募不動産ファンドが増えている。中期的な成長を実現できていなかった EOP は、オフィス REIT の非公開化を連続的に手がけていたブラックストーンに買収されることになったが、更なる M&A 取引への期待から米国 REIT の株価は 2006 年後半も好調に推移した。
3. 史上最大のバイアウト案件でもある EOP の買収は、負債レバレッジを高めることによるエクイティリターンの極大化をモチベーションとしているが、バイアウト取引に対する豊富なデット資金の供給と大手金融機関の積極的なサポートがこの巨大 M&A を実現させた背景といえる。
4. M&A と非公開化の増加を背景に、米国 REIT の企業価値あるいはガバナンスに関する議論が活発化している。J-REIT および私募不動産ファンドの市場規模が拡大している日本でも、こうした議論が注目を集める可能性がある。

I. 史上最大のバイアウト案件となったエクイティ・オフィスの買収

米国最大のオフィスビル REIT であるエクイティ・オフィス・プロパティーズ (EOP) は、2006 年 11 月 19 日夜、ブラックストーン・グループに、承継債務も含め総額約 360 億ドルで買収されることで合意したと発表した。後述するように、その後ブラックストー

ンは買収総額を約 390 億ドルまで引き上げた。

この買収は、EOP が米国不動産業界で最も有名な投資家の一人であるサミュエル・ゼル氏によって創業された REIT であることから、案件総額で史上最大のバイアウト案件となることから、大きな注目を集めた。今や買収ターゲットとならない REIT はないといった観測も飛び交うようになったが、本稿では、この大型 M&A が成立し得た背景と影響について、被買収側、買収側の観点から整理して

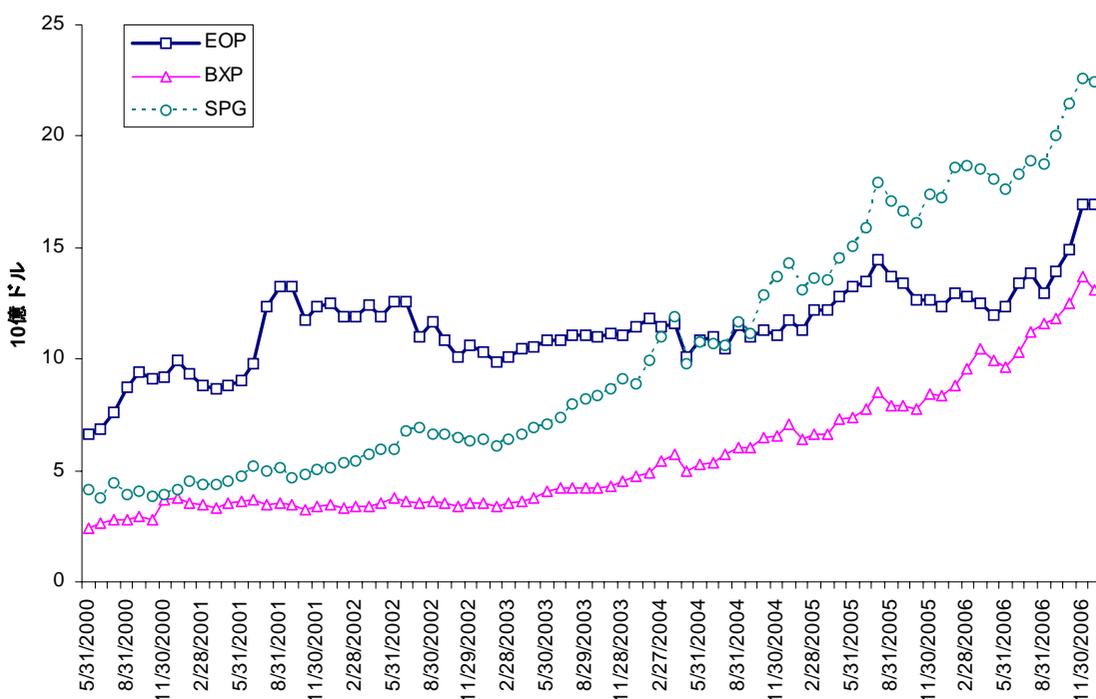
みたい。

まず、売り手となった EOP の状況についてみると、2005 年末までの 5 年間の株価トータルリターンが 5.53%/年と、同業のボストン・プロパティーズの 18.12%/年や、エクイティ REIT 平均の 19.12%/年を大きく下回るパフォーマンスに苦しんでいた。配当成長が止まっていたことが低評価の主な要因だが、さらに原因を考えていくと、2001 年 2 月のスピーカー・プロパティーズの買収にいきつく。スピーカーはサンフランシスコ・シリコンバレー地域を中心とするオフィス REIT であり、買収したのが IT バブル崩壊の影響が顕在化する直前であったことから、その後の EOP の収益性にもかなり影響したと見られる。EOP は 2003 年には約 15.3 億ドル、2005 年には約 27.4 億ドルの不動産売却を行うなど調整を図り、2002 年以降の 4 年間でネット売却額は合計約 26.7 億ドルに達

したが、功は奏さず、サイモン・プロパティーズ・グループに REIT 業界の株式時価総額 1 位の座を奪われた上、ボストン・プロパティーズにも迫られるという事態になっていた（図表 1）。実際、2006 年春頃から、カルパースやティッシュマン・スパイヤー＝KKR 連合などが EOP 買収を検討しているという噂があった¹。

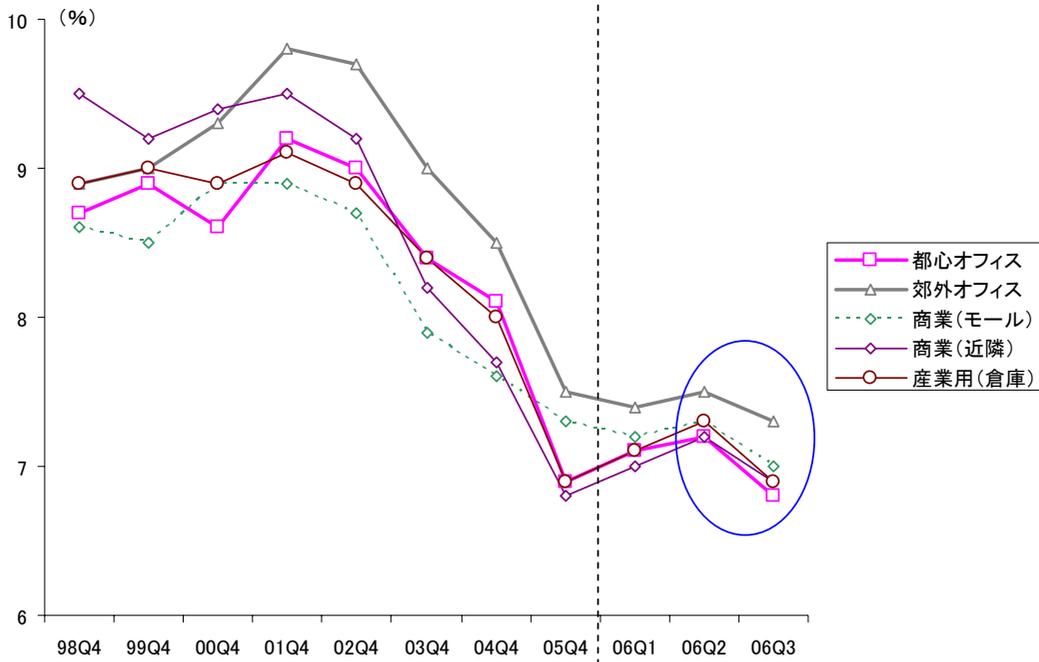
EOP の株価は、買収の噂が広がった 2006 年夏頃までは停滞していた。一方で、米国オフィス市場は好調に推移し、FRB の利上げ停止などもあって、再びキャップレート（還元利回り）の低下が見られていたため（図表 2）、EOP の保有する資産の理論価値は増大していたものと見られる。主要 REIT の NAV（純資産価値）を継続的に調査している独立リサーチ会社グリーン・ストリート・アドバイザーズによれば、2005 年 8 月末時点の EOP の株価は、推定 NAV に対して

図表 1 エクイティ・オフィスの株式時価総額（各月末、2006 年 12 月まで）の推移



(注) EOP=エクイティ・オフィス、BXP=ボストン・プロパティーズ、SPG=サイモン・プロパティーズ
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 2 米国不動産市場におけるキャップレートの推移



(出所) Urban Land Institute “Capital Market Update”より野村資本市場研究所作成

4.8%のプレミアムをつけていたが、2006年8月末時点では逆に1.9%のディスカウント、9月末時点では3.2%のディスカウントという状態になっていた。

11月19日時点でのブラックストーンのEOP取得価格は48.5ドル/株で、直前営業日の終値に8.5%のプレミアムを乗せることを決めたわけだが、いずれにせよ、プライベート市場のプレイヤーの方がREITの保有資産価値を高く評価しているという見方が広まり、推計NAVからディスカウント状態にあると見られるREITを中心に、株価が上昇するという動きが出た。FTSE/NAREITエクイティREIT株価指数でみた2006年のREITの年間リターンは、35.06%と、S&P500指数の上昇率15.79%を大きく上回り、2000年から7年連続でREIT株価がS&P500をアウトパフォームした。非公開化を含むM&Aへの期待が米国REIT市場を支えているとあってよさそうである。

II. REITの非公開化に積極的に取り組むブラックストーン

一方、買い手となったブラックストーンは、バイアウトファンドで有名な投資会社だが、現在では、図表3に見られるように、ヘッジファンドなどプライベート投資全般を手がけている。不動産グループは、ブラックストーンの中では比較的早い段階から結成された組織で、最近ではファンドの大型化と国外市場への進出が話題となっていた。近年は、商業用不動産のプライベート市場における最大の買い手として、突出した地位を占めてきたといえる²。

ブラックストーンは最近、個別の不動産あるいはポートフォリオを取得するのではなく、公開不動産会社・REITを丸ごと買収して非公開化する(ゴーイング・プライベート)という投資を立て続けに行っていた(図表4)。

図表3 ブラックストーン・グループの組織と投資対象

| | |
|--|--|
| プライベート・エクイティ・グループ | 世界のリーダー的存在（今までに約 300 億ドルを調達）。1987 年から。156 億ドルを集めたブラックストーン・キャピタル・パートナーズ V は世界最大の PE ファンドのひとつ。 |
| 不動産グループ（ブラックストーン・リアルエステート・パートナーズ：BREP） | 不動産プライベート・エクイティ分野で世界最大級（約 130 億ドルを調達）。1992 年から。 <ul style="list-style-type: none"> ・ BREP I：約 3.38 億ドル（1994 年） ・ BREP II：11 億ドル超（1996 年） ・ BREP III：14 億ドル超（1999 年） ・ BREP インターナショナル：8 億ユーロ（2002 年） ・ BREP IV：20 億ドル超（2003 年） ・ BREP インターナショナル II：15 億ユーロ超（2005 年） ・ BREP V：52.5 億ドル（2006 年） |
| コーポレート・デット・グループ | メザニン（18 億ドル超を調達）と CDO（46 億ドル以上）。1999 年から。 |
| 市場性オルタナティブ投資（BAAM） | 約 140 億ドルのファンド・オブ・ヘッジファンズ。1990 年から。 |
| 破綻証券（ディストレスト・セキュリティーズ・アドバイザーズ） | 財務的に困難な中小企業の債権などに投資。2004 年から。 |
| ロング・ショート・エクイティ・アドバイザーズ | 株式ロング・ショート戦略による絶対リターン投資。2006 年に結成。 |
| コーポレート・アドバイザー・サービス | M&A、財務戦略に関わるアドバイスを提供。 |
| リストラ・再生アドバイザー・サービス | 企業再生に関わるアドバイスを提供。150 ケース以上の実績。 |

（出所）ブラックストーン・グループホームページより野村資本市場研究所作成

最初にブラックストーンが狙いを定めたのはホテル分野で、2004 年にはエクステンディッド・ステイ・アメリカ、プライム・ホスピタリティ、ボカ・リゾーツを、2005 年にはウィングダム・インターナショナルを、そして 2006 年にはラ・クインタ、メリスター・ホスピタリティを買収し、この 6 社の案件価額は合計で 143 億ドル強に達した³。そして、2006 年に入ってから、オフィス REIT の非公開化案件に積極的に投資を始め、3 月にカーアメリカ、6 月にはブルックフィールド・プロパティーズと共同でトライゼック・プロパティーズの買収を公表しており、EOP 案件は一連のオフィス REIT 投資の集大成とも言える⁴。

米国における REIT の非公開取引は、私募不動産ファンドの豊富な資本を背景に、分譲

住宅市場と賃貸住宅市場、あるいはパブリック市場とプライベート市場との間に生じていると見られる裁定機会を獲得しようという動きによって活発化してきた（図表 4、図表 5）⁵。また、REIT の不動産ポートフォリオを人材や運営ノウハウごと取得した方が、個別の不動産ごとにデューデリジェンスや交渉というコストをかけて購入するよりも効率的であり、複数の REIT のポートフォリオを束ねることでより付加価値が増すことができるというのが、ブラックストーンが同じサブセクターに属する REIT を連続的に買収・非公開化したことの狙いと考えられる。

一方、REIT を非公開化した後の戦略については、具体的には①分散効果などの観点から魅力のない地域や競争力のない資産を一気に処分する、②仕掛の開発プロジェクトにリ

図表 4 2005 年以降に公表された米国 REIT の非公開化事例

| 公表日 | 非公開化する REIT (被買収側) | 買収価額 (承継債務含む) | 買収者 |
|------------|-------------------------|------------------|---|
| 2005.2.17 | プライム・グループ・リアルティ・トラスト | 9 億ドル | ライトストーン・グループ |
| 2005.6.7 | ゲーブルズ・レジデンシャル・トラスト | 28 億ドル | ING クラリオン |
| 2005.6.17 | CRT プロパティーズ | 17 億ドル | DRA アドバイザーズ LLC |
| 2005.9.6 | キャピタル・オートモーティブ | 34 億ドル | DRA アドバイザーズ LLC |
| 2005.10.24 | AMLI レジデンシャル | 21 億ドル | モルガン・スタンレー |
| 2005.12.19 | タウン&カントリー・トラスト | 13 億ドル | モルガン・スタンレー、オネックス・リアル・エステート |
| 2005.12.22 | アルデン・リアルティ | 48 億ドル | GE リアルエステート |
| 2006.2.11 | ベッドフォード・プロパティ | 9 億ドル | LBA リアルティ |
| 2006.2.21 | メリスター・ホスピタリティ | 26 億ドル | ブラックストーン |
| 2006.3.6 | カーアメリカ・リアルティ | 56 億ドル | ブラックストーン |
| 2006.3.8 | センターポイント・プロパティーズ・トラスト | 34 億ドル | カルイースト (カルパースとラサール・インベストメント・マネジメントの JV) |
| 2006.6.5 | トライゼック・プロパティーズ | 89 億ドル | ブルックフィールド・プロパティーズ、ブラックストーン |
| 2006.8.9 | サクソン・キャピタル | 7 億ドル | モルガン・スタンレー |
| 2006.8.21 | グレンボロー・リアルティ・トラスト | 19 億ドル | モルガン・スタンレー |
| 2006.9.20 | セントラコア・プロパティーズ・トラスト | 3.96 億ドル | ジオ・グループ |
| 2006.11.6 | コロンビア・エクイティ・トラスト | 5.02 億ドル | JP モルガン |
| 2006.11.19 | エクイティ・オフィス・プロパティーズ・トラスト | 360 億ドル | ブラックストーン |

(注) サクソン・キャピタルはモーゲージ REIT。その他はエクイティ REIT である。

(出所) National Real Estate Investors, Real Estate Portfolio, Wall Street Journal より野村資本市場研究所作成

ソースを投入して付加価値を高める、などの方策が実施されているようである。どちらの例も、公開している REIT の場合には、短期的には利益や配当を低める可能性があつて積極的には採用しにくい策で、ブラックストーンはこうした手法を組み合わせる利益を狙うものと考えられる⁶。

さらに注目されるのは、買収資金の構成である⁷。ブラックストーンは、EOP 買収に、今年組成したばかりのブラックストーン・リアル・エステート・パートナーズ 5 号ファンドから、エクイティ資金約 32 億ドルを拠出する予定とされている。エクイティ資金については他に、ブラックストーンの財務アドバイザーとなったゴールドマン・サックス、バンク・オブ・アメリカ、ベア・スターンズが、合計で約 35 億ドルの「ブリッジ・エクイテ

図表 5 米国 REIT 業界の M&A 取引額推移 (10 億ドル)



(出所) “Deals, Deals, Deals (and a Great Year for REITs)”, *New York Times*, 12/10/2006

ィ」を拠出する（この資金のリファイナンス方法は不明である）。その他はすべて負債で、手段の詳細は明らかではないものの、やはり上記の3社がコミットする形で調達する予定である。したがって、デットファイナンスは合計で290億ドルにも達し、EOPの負債対企業価値（総負債+株式時価総額）比率は、従前の約44%から、バイアウト後には一気に80%超まで上昇することになると考えられる⁸。

このように見てくると、REITの非公開化の最大のモチベーションは、負債比率を高めることによるエクイティリターンの極大化であり、EOP買収が実現した環境要因として、私募不動産ファンドの隆盛よりも、莫大なファイナンスを可能にするデット資本市場の現在の状況、そしてフィー獲得に誘引された大手金融機関の積極的なサポートの方が大きかったのではないかと考えられる。もちろん、負債性資金の出し手とアドバイザーは、相当のリスクをとることになるはずであり、今後の行方が注目されよう。

Ⅲ. REITの企業価値をめぐる議論

EOP経営陣は、2006年11月20日のプレスリリースで「ブラックストーンによる買収はEOPにとって株主価値最大化の手段であると信じる」と述べたが、その後、48.5ドル/株の取得価格は公正価値を十分に反映していないのではないかという声が出た。最初に異見を述べたのは、EOPの最大株主コーエン&スティアーズで「原価法あるいは再調達価格（Replacement Cost）で評価すれば60ドル台になるはず」と公にコメントした⁹。その一方で、ブラックストーンが他のREIT買収案件に比べ、高い価格でEOPを買収してしまったのではないかとする声もある。例えば、モルガン・スタンレーの推計によれば、EOPの買収価額から計算したキャップレー

ト（初年度NOI利回り）は5.5%で、トライゼックの時の5.8%、カーアメリカの時の6.7%よりも低く、プレミアムをつけすぎた可能性があるという¹⁰。

2006年12月14日にSECに登録された予備的委任状説明書（Preliminary Proxy Statement）の「本合併の背景」では、2004年11月頃以降、EOPの経営陣に対し、複数の機関から買収提案があったことが明らかになった。委任状説明書の該当箇所では、45ドル/株以上でしか売却しないと当初から主張していたEOP経営陣に対し、最初のビッダー（匿名）が37~38ドル/株で提案し、その後ブラックストーンが48.5ドル/株に買収価額を引き上げるまでの過程が、詳細に記述された¹¹。ちなみにウォール・ストリート・ジャーナル紙は、ブラックストーン以外に買収提案した投資家は、具体的にはボルネード・リアルティ・トラスト、ブルックフィールド、カルパースであったと推測している¹²。また、メリル・リンチによるフェアネス・オピニオンの欄では、類似公開企業との比較、NAV分析、割引キャッシュフロー（DCF）分析、類似バイアウト事例との比較など、さまざまな方法でEOPの企業価値が推計されている。

買収合意後も関わらず、上記のような経緯や情報が細かく分析され、メディアでも議論がされたのは、合併を審議する臨時株主総会（Special Meeting、2007年2月5日に予定されていた）までにブラックストーンの提示価格を上回る提案が出てくる可能性がないと言い切れなかったからである。というのも、EOPと同じオフィスREIT業界では、2006年7月に合意されたSLグリーン・リアルティによるレックソン・リアルティの買収案件において、同11月22日の臨時株主総会直前（11月16日）になって、投資家のカール・アイカーン氏とニューヨークの不動産デベロッパー、マックロウ・プロパティーズ、

マック・キャリ・プロパティーズの連合が SL グリーンの価格を上回る提案を発表するという事件が起きたからである。

このケースでは、レックソンがいったん資産を丸ごと SL グリーンに売却した後、全資産の約 3 分の 1 にあたる郊外部の不動産だけをレックソンの CEO レックラー氏が買い戻す（しかもレックラー氏は 2500 万ドルの退職手当を支払われる）という取引構造だったため、機関投資家やアクティビストから、郊外のポートフォリオだけをオークションにすればレックソンの既存株主が獲得できる価値はより高まったはずとの批判が起き、それにアイカーン氏が呼応した形となっている。その後、臨時株主総会は 2006 年 12 月 7 日に延期されたものの、アイカーン氏が提示した買収対価にアメリカン・リアルエステート・パートナーズ（ニューヨーク証取上場の投資会社）の優先株が含まれていたため一部の機関投資家が流動性を懸念して対抗提案を支持しなかったこと、レックラー氏が退職手当を辞めたことなどから、アイカーン連合の提案は実を結ばなかった。しかし、REIT の買収を巡る競争が活発化していることを市場に印象付け、REIT のガバナンスについても問題を提起した可能性が高い。

一方、EOP 買収についても、2007 年 1 月 17 日に至って、複合 REIT の大手ボルネード・リアルティ・トラストに、スターウッド・キャピタル、ウォルトン・ストリート・キャピタル（ともにプライベート不動産投資会社）が加わる形で、ブラックストーンに対抗する新買収提案がなされた¹³。この対抗提案では、1 株当たりの取得額を 52 ドル/株、買収価額（エクイティ分）215 億ドルとしており、ブラックストーンを上回る金額を示したが、支払手段は現金（40%）とボルネード株式（60%）との組み合わせであり、ブラックストーンが設定したマッチング・ライト（優先交渉権）や 2 億ドルのブレイクアッ

プ・フィー（違約金）など、ボルネード連合側にとっての障害もあった。

ボルネードが名乗りを上げたことを受けて、ブラックストーンが最初に行った行動は、提示額を当初の 1 株 48.50 ドルから同 54 ドルへと、約 11% 引き上げるといったものだった。その後、違約金の引き上げなども積極的に提案するブラックストーンに対し、ボルネードは提示額をほとんど変えず、現金部分の割合を増やして手続きが迅速化するようにしただけだった。それでも、ブラックストーンは最終的には、提示額は 55.50 ドル/株まで引き上げた（買収総額 230 億ドル、この他に承継債務 160 億ドルは変わらず）。

2 月 7 日に、ボルネード連合が買収案を取り下げ、更にエクイティ・オフィスの株主が同日中に買収案を承認したため、エクイティ・オフィスを巡る買収合戦は、ブラックストーンの勝利に終わった。

結局、ボルネードの試みは失敗したわけだが、彼らの背後には、JP モルガン・チェース、リーマン・ブラザーズ、UBS、バークレイズ・キャピタル、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランドと、欧米の大手金融機関が財務アドバイザーとして顔を揃えており、大型パイアウト案件をファイナンスするデット資金が豊富であることが改めて確認されたといえよう¹⁴。

EOP 買収を巡る動きや一連の REIT 非公開化取引をみていると、従来、閉鎖的な市場と思われていた不動産投資においても、資本の力でマーケットリーダーや市場の競争環境が瞬時に変わるという、米国市場のダイナミズムが現れ始めていることが感じられる。また、こうした案件の背後にある資金の大きさや投資家の多様性も目立つ。さらには、米国において不動産取引の「市場化」が進展する中で、商業用不動産の価値をどのように評価すべきか、誰が真正な価値を実現できるのかという問題が常に議論の中心となっていることにも

留意すべきであろう。J-REIT 市場、私募不動産ファンド市場が急速に拡大している日本でも、同様の問題が今後強く意識されるようになっていくと思われるからである。

- ¹ “EOP Deal Puts Entire Market in Play”, Investment Dealers’ Digest, 11/27/2006 など参照。
- ² “Blackstone Acquiring Trust in Richest Buyout”, New York Times, 11/20/2006.
- ³ 6 社のうち、メリスター・ホスピタリティだけが REIT であった。
- ⁴ ブルックフィールドは、トロントとニューヨークに上場する公開不動産会社で、ニューヨークのワールド・ファイナンシャル・センターなど旧オリンピア&ヨーク社が保有していた不動産ポートフォリオなどを取得して成長してきた。
- ⁵ 関雄太「米国機関投資家の不動産投資と私募不動産ファンド」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号参照。
- ⁶ “Value Proposition”, Real Estate Portfolio, Mar/April 2006
- ⁷ “\$30bn debt package seen on EOP”, Financial Times, 11/22/2006, “Is Blackstone Setting a Bridge Too Far?”, Wall Street Journal, 11/25/2006, “EOP Deal Puts Entire Market in Play”, Investment Dealers’ Digest, 11/27/2006 など参照。
- ⁸ ただし、ブラックストーンは買収決定前後から EOP が保有していたポートフォリオの一部を売却することを決定しており、一部のデット資金は即座に回収されているといえることができる。
- ⁹ “Equity Office Sale to Blackstone Seen As Low Price”, Dow Jones Newswire, 11/20/2006 など参照。コーエン&ステイアーズは、06 年 9 月末時点で EOP の発行済み株式数の 8.23%に相当する 2892.8 万株を保有していた。
- ¹⁰ “What Blackstone Bet Means For Real-Estate Investors”, Wall Street Journal, 11/21/2006
- ¹¹ ブラックストーンは、2006 年 8 月に 42 ドル/株での買収を提案し一回断念したが、同 11 月になって再提案したことがわかっている。
- ¹² “Equity Office Drew Several Suitors”, Wall Street Journal, 12/20/2006
- ¹³ <http://www.vno.com/press/display.phtml?id=2675>
(ボルネードのプレスリリース) など参照。この対抗提案には当初、ヘッジファンドのサーベラス・キャピタル・マネジメントが加わると報じられていたが、最終的にコンソーシアムからは脱退している。“Cerberus leaves EOP bid consortium”, Financial Times, 1/17/2006 など参照。
- ¹⁴ “EOP Bids Show Real Estate Is Still Kicking”, Wall Street Journal, 1/18/2007, “How the Vast Capital Pool Fuels Bids for Equity Office”, 同参照。