

信用収縮下のグローバル REIT 市場

2009年5月15日

株式会社 住信基礎研究所

REIT 投資顧問部 研究員 河村 理恵

グローバル REIT 市場は近年、各国での REIT 制度新規導入やグローバルマネーの流入で急速な成長を遂げたが、サブプライムローン問題以降、成長は鈍化し、かつてない調整局面を迎えている。世界的な信用収縮が続き、投資家がリスク資産からの逃避傾向を強めるなかで、REIT にとって資金調達環境は厳しくなり、不動産市況の悪化も次第に顕著となるなど REIT の運用環境は一変した。

J-REIT 市場では資金調達環境の悪化が REIT の安定的な運用基盤を揺るがしているが、海外 REIT 市場でも日本と類似した状況が生じている。海外においても、多くの REIT が資金調達の安定化を図るため資本構成の見直しを迫られており、借入返済や増資によりレバレッジ低下を図っている。また、他の解決策として非上場化や M&A を選択する事例も見受けられる。

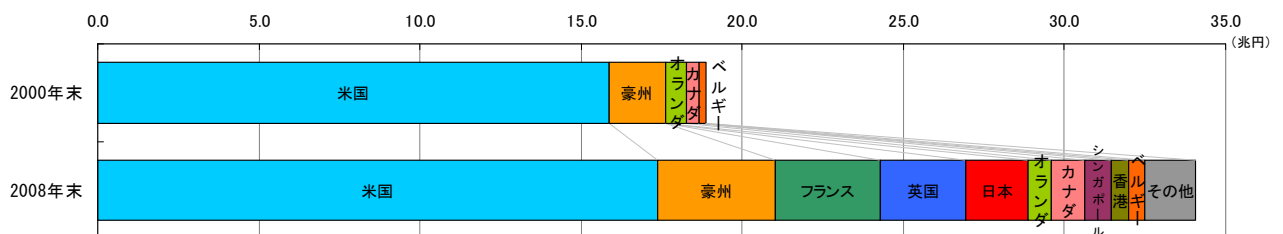
本稿では、まず信用収縮環境下のグローバル REIT 市場で起きた変化を概観した上で、REIT が厳しい冬をいかに生き残ろうとしているのか、主要 REIT 市場の事例をもとに探ることとする。

《 概観 》 ～ 転換点を迎えたグローバル REIT 市場 ～

グローバル REIT 市場は近年順調な発展を遂げたが、サブプライム問題以降成長は鈍化

グローバル REIT 市場は 2000 年代に入り、投資家のオルタナティブ投資需要の受け皿となったことや、不動産証券化の進展、各国での REIT 制度新規導入¹により順調な発展を遂げ、市場規模は急速に拡大した。REIT 制度は多くの国で採用され、グローバル REIT 市場の多様化が進展し、米国以外にアジア・欧州各国のシェアも拡大した(図表 1)。しかしサブプライム問題が顕在化した 2007 年春から夏を境として状況は一転し、投資家が安全資産への逃避傾向を強めたこともあって、成長は鈍化し、市場規模は縮小傾向をたどっている(図表 2)。

図表 1: 各国 REIT 市場時価総額シェア (2000 年末及び 2008 年末、日本円換算ベース)

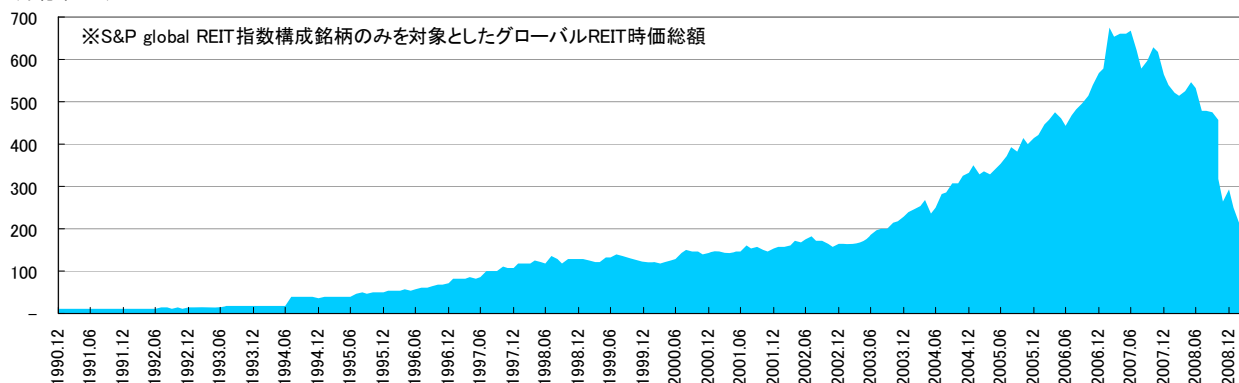


注) 年末時点の各国クロスレートに基づき円換算した上場 REIT 市場時価総額をベースとするシェア
出所) 各国証券取引所、Bloomberg 等のデータより住信基礎研究所作成

¹ 日本で J-REIT 市場がスタートした 2001 年以前に REIT 市場が存在した地域は米国(開始時期:1960 年)、豪州(1971 年)、カナダ(1994 年)、オランダ(1969 年)、ベルギー(1995 年)等数えるほどであった。しかしその後相次いで韓国(2001 年)、シンガポール(2002 年)、フランス・台湾(2003 年)、香港(2005 年)、英国とドイツ(2007 年)などで REIT が導入された。2008 年にはイタリアで REIT 制度が導入され、現在、中国・インドなどでも制度導入に向けての検討が進んでいる。

図表 2: 世界 REIT 市場規模の成長(1990 年 12 月～2009 年 3 月) (S&P global REIT Index USD ベース)

(十億米ドル)



注)S&P global REIT Index を利用

出所)Standard&Poors データを基に住信基礎研究所作成

当社試算では、2008 年末の世界の REIT 時価総額は約 34 兆円となり、ピーク時(2007 年 5 月)の約 100 兆円に対して約 3 分の 1 に縮小した。2008 年末時点で世界の上市 REIT 銘柄数は約 520 銘柄と見られるが、REIT への転換を含む新規上市数は、2007 年の 50 銘柄超に対し、2008 年は 10 銘柄程度と減少した。

世界的な信用収縮を受けて REIT の資金調達環境は厳しさを増している

2007 年半ばまで REIT は、資本市場を通じた余剰資金の流入により、積極的なポートフォリオや事業拡大を行いやすい環境下にあった。ところが、サブプライム問題以降、徐々にエクイティ調達環境が悪化し、新規上市が減少、資本市場からの資金調達による積極的な事業展開もしづらな状況となっていた。REIT の株価ボラティリティが高まったこともあって、米国では REIT が自主的な上市廃止や買収を通じてプライベート化する事例が増えた。

また金融危機の拡大で、エクイティ・デットともに直接金融が困難ななか、金融機関からの融資も以前のように容易ではなくなった。このため米国や豪州においても、信用力の低下した一部の REIT は資金調達難に陥り、運用の継続が困難となるケースが見受けられる。REIT は財務の安定性を一層求められている状況といえる。

米国・豪州 REIT は手元資金確保とバランスシート改善を急ぎ、多様な手段で存続基盤の安定化を図る

REIT の運用環境悪化を受けて、主要 REIT 市場では M&A や上市廃止を含めた市場の再編と淘汰が進んだ。また最近では一層の信用収縮のなか、資金調達の安定化を図るために、増資や資産売却等を通じた借入返済などを通じて、手元資金の確保とバランスシート改善に努める傾向が強まっている。

米国では、資金繰りに行き詰まった REIT を資金力のある REIT 等が買収する例も見受けられるほか、自主的に非上市化する例も見受けられた。また豪州でも、利払い負担の増加や資産評価損により赤字を計上する REIT もあり、借入金調達が困難となったり上市を維持できなくなるケースも出ている。豪州は米国に比べれば M&A に解決を求める例は少ないが、破綻回避のため債務リストラクチャリングを進める REIT が複数ある。

さらに、レンダーの貸し出し余力が低下する局面では、高レバレッジがデットコスト上昇を招き REIT の安定的なキャッシュフロー基盤を損なう要因となっており、多くの REIT がバランスシート改善を急いでいる。存続の危機に瀕した REIT は、資産売却等による負債圧縮やレンダーとの交渉による債務リストラクチャリング等、あらゆる手段により存続を図ろうとする一方、従来比較的運用基盤が安定的であった REIT でも、資産売却による債務返済や増資などによって、自己資本の増強と手元資金の確保を図る動きが顕著となっている。こうした傾向には保有資産価値の下落により、レンダーが評価する実質レバレッジ(保有資産時価評価ベースの有利子負債比率)が上昇していることも反映されている。

1. サブプライム問題以降の海外 REIT のパフォーマンス

グローバル REIT のパフォーマンスは 2007 年-11%、2008 年-45%とマイナスに

米国では2006年より主要都市の住宅価格が下落し始めた(p.17 参考図表 A)ことをきっかけに、徐々にサブプライム問題が市場に認識されるに至った。米国 REIT 指数は2007年2月初旬にピークアウトし、豪州 REIT 指数はその直後の2月下旬に、また J-REIT 指数は約3ヶ月遅れて5月末にピークをつけた(図表 3)。2008年には、さらなる金融危機の拡大に伴い世界的な信用収縮が起こり、REIT 指数の回復は見られなかった。

2008年の年次パフォーマンスは、グローバル REIT 指数の S&P Global REIT Index (Total Return、USD ベース)は-45.0%と大幅なマイナスを記録した。主要 REIT 市場では、米国-37.7%、豪州-55.3%、日本-48.4%、英国-42.9%、フランス-33.5%、シンガポール-56.1%と、総じて大きくマイナスとなった(p.18 参考図表 C、現地通貨ベース)。因みに2007年の年次パフォーマンスは、グローバルで-11.1%、国別では米国-15.7%、豪州-8.4%、日本-2.8%、英国-35.1%、フランス-20.4%、シンガポール+2.8%であったが、2008年にはマイナス幅はさらに拡大したことが分かる。

REIT 配当利回りのイールドスプレッドは各国で拡大

各国で REIT の配当利回りが上昇、リスクフリーレートとのイールドスプレッドは拡大している(図表 4)。米国と豪州を見ると、REIT 配当利回りは、2006年末時点では米国 3.7%、豪州 5.4%であったが、2008年末時点では米国 7.6%、豪州 12.8%と大きく上昇した。10年国債利回りとのイールドスプレッドは、2006年末では米国-0.9%、豪州-0.5%とともにネガティブスプレッドだったが、その後の国債利回りの低下も影響して、2008年末には米国 5.3%、豪州 8.8%と大きく拡大した。これ以外の国でも総じて REIT のイールドスプレッドは拡大傾向にある。

地域間の REIT 相関性はサブプライム問題以降、高水準に

日本、米国、豪州の REIT 指数の相関性は、サブプライム問題顕在化前後の2006年末頃より徐々に高まった。足元では若干落ち着きも見せているものの依然として高い水準が続いている(図表 5)。また、これ以外の国の主要 REIT 指数でも同様に、近年地域間の相関性が高まっている。この背景としては、世界的な景気悪化局面において投資家が一斉にリスク資産から逃避したことに加えて、企業の資金調達環境の悪化が各国でほぼ時期を同じくしており、REIT の財務運営も以前より格段と厳しいものとなったことがある。

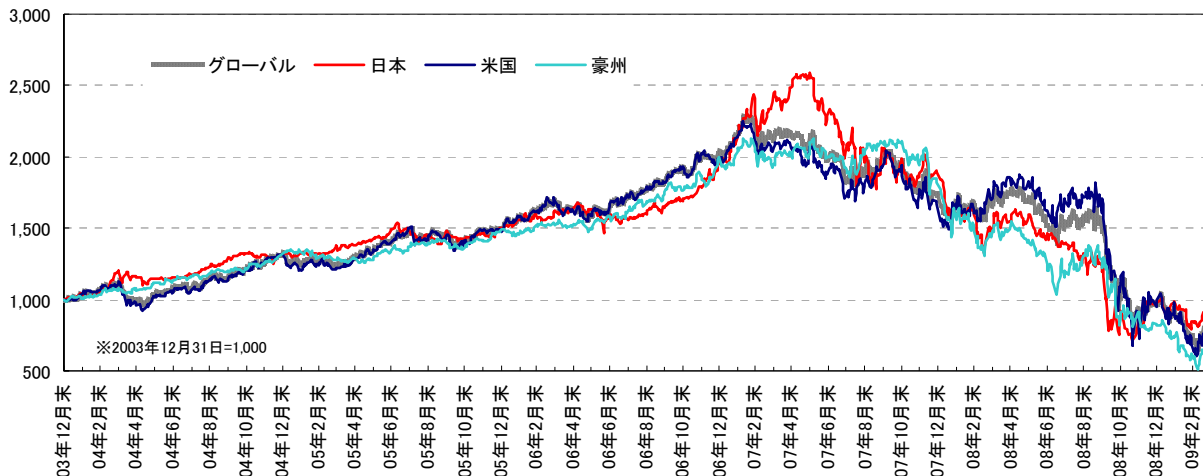
また世界景気の後退によって不動産市況の悪化も先進諸国で同様に生じており、REIT の保有資産を源泉とするキャッシュフローもその影響を受けた。各国 REIT の相関性の高まりは、サブプライム問題以降の資金調達環境や不動産市況の変化という共通の要因が作用したものと考えられる。

米国・豪州 REIT 市場のパフォーマンスとその背景

米国 REIT 指数は、2008年秋までは徐々に下落してきたが、9月のリーマン・ブラザーズグループ破綻後は実体経済悪化の見通しを受けて、10月に前月比-32%、11月にも前月比-23%の収益率(FTSE NAREIT Equity REIT Index ベース)を記録した。背景には、金融業や製造業等、幅広い業種で雇用調整が進んだことや、消費の冷え込みによる小売業者の破綻、REIT 保有物件の空室率上昇による業績見通しの低下などがある。雇用と消費の悪化はオフィス、物流施設、商業施設、ホテルと幅広いセクターに影響を与えた(p.18 参考図表 D)。

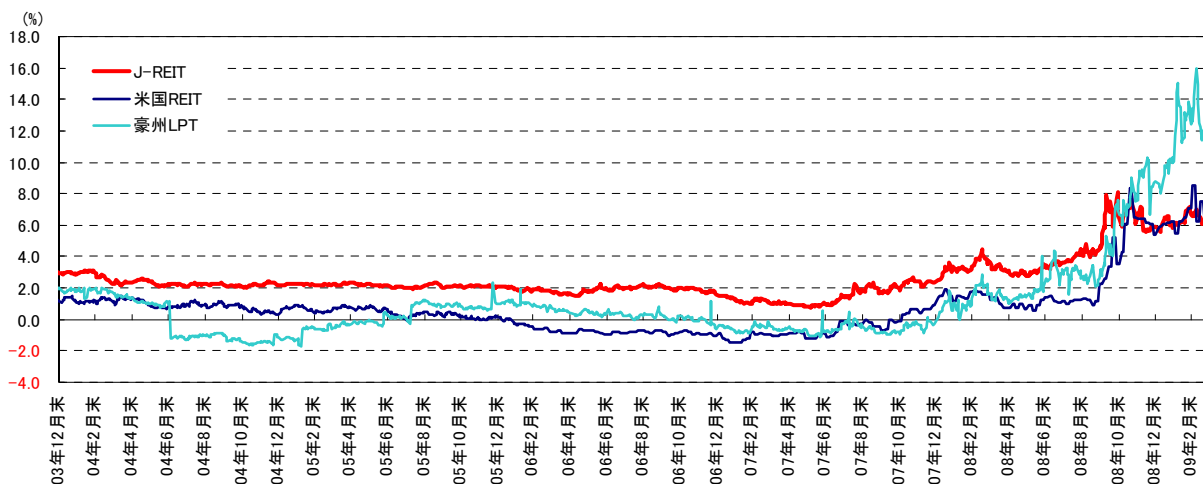
豪州 REIT 指数は、デット市場の悪化を発端とし、2007年末にセントロ・プロパティーズ・グループの資金調達難が公となったことをきっかけに下落に転じ、翌1月は前月比-14%のパフォーマンスとなった。2008年に入り、市場環境の悪化とともに他の REIT でも資金調達に対する懸念が徐々に膨らみ、また海外投資を行う一部の銘柄では為替リスクも顕在化したため、REIT 指数の回復は見られなかった。さらに主要 REIT でも保有資産価値の下落による評価損計上が相次いだことも投資家心理にネガティブに働いた。

図表 3: 日本・米国・豪州の REIT 指数の推移 (2003.12.31~2009.3.31)



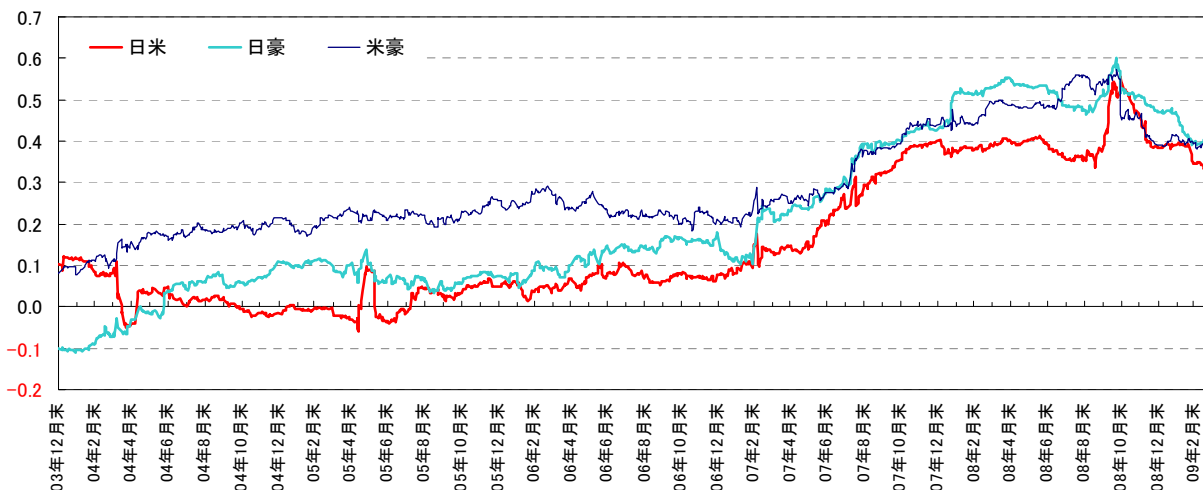
注) 日本:STBRI J-RETI 総合インデックス(配当込み)、米国:FTSE NAREIT Equity REITs TR Index、豪州:S&P/ASX 300 A-REIT Accumulation Index、グローバル:S&P/Citigroup REIT Global Equity Indices を利用
出所) Bloomberg データ等を基に住信基礎研究所作成

図表 4: 日本・米国・豪州の REIT 配当利回りと各国 10 年国債利回りとのスプレッド(2003.12.31~2009.3.31)



注) 日・米・豪の利用インデックスは図表 3 に同じ 出所) Bloomberg データ等を基に住信基礎研究所作成

図表 5: 日・米・豪の REIT 相関係数の推移 (過去 250 日間ローリング) (2003.12.31~2009.3.31)



注) 日・米・豪の利用インデックスは図表 3 に同じ 出所) Bloomberg データ等を基に住信基礎研究所作成

2. 信用収縮下での米国・豪州 REIT 市場

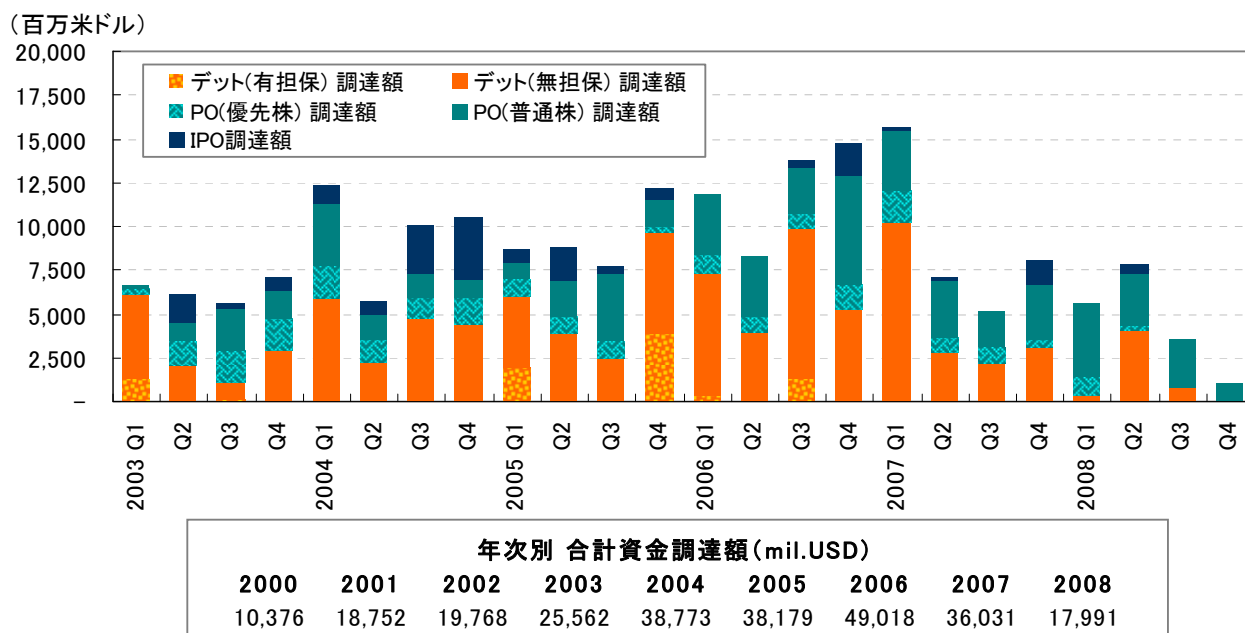
(1) 米国 REIT (US-REIT)

資金調達環境の変化で市場再編が進行。足元では手元資金の充実等、保守化傾向に

米国 REIT による資金調達動向 (図表 6) を見ると、2007 年第 1 四半期まではデット・エクイティとも調達額が堅調に推移していたが、同年第 2 四半期以降は急速に調達額が収縮しており、特にデット調達の低下が著しいことが分かる。背景にはデット市場の収縮や金融機関の融資余力低下があると推測される。また、新規上場 (IPO) は 2004 年に大きく伸びたが、2006 年以降は鈍化、2008 年には 2 銘柄に留まった。米国では近年、過剰流動性を背景として M&A による市場再編が進んできたが、2007 年からは M&A 件数が減り始め、モーゲージ REIT では破綻事例も生じた。

最近では、デット調達は一層高コストとなっただけでなく調達自体が非常に困難な状況となっており、資産売却や事業整理を行うことでレバレッジ低下と同時に手元資金の確保を図るケースも増えている。また、手元資金確保の必要性が高いことから、いくつかの REIT では、配当要件に関する制度改正²を受けて、毎期の配当を現金ではなく株式で行う例も出てきている。

図表 6: 米国 REIT の資金調達額の推移 (IPO、PO、デット)



出所) NAREIT 資料を基に住信基礎研究所作成

近年の M&A 事例に見られる米国 REIT 運用環境の変化

上場 REIT に対する M&A の形態を確認すると (図表 8、9-1、9-2)、2004 年・2005 年では上場主体による M&A (取引後も上場を維持) がほとんどであったのに対し、2006 年・2007 年には、プライベートエクイティによる買収事例が増えており、非上場化の増加で上場銘柄数は大きく減少した (図表 7)。2007 年後半以降は、M&A 資金の調達が困難になってきたことから M&A 件数も格段に減った (図表 8)。

² 08 年 12 月に行われた内国歳入法の改正により、REIT の配当要件が一時的に緩和され、配当可能利益の 90% を上限として、株式による配当が可能とした。

市場環境に応じて M&A の内容も少しずつ変化してきている。2004 年から 2006 年にかけての M&A は、ポートフォリオ拡張による規模の経済性を追求した例が多く見られる。同セクター内の REIT 同士の合併も多く、セクター内再編が進んだ(物流 REIT 首位のプロロジスによる物流 REIT 第三位のカテラスの買収、ホテルセクターのホスト・マリオットとスターウッド、オフィスセクターの SL グリーンリアルティとレクソンなどがその例である)。一方で、海外 REIT が買収主体となる M&A も増え、豪州 REIT が米国 REIT の買収などを手始めに海外資産保有比率が上昇し始めたのも同じ時期だった。また、2006 年には徐々にブラックストーン・グループなどプライベートエクイティが存在感を見せ始めた。

2007 年には、大型の非上場化案件が相次いだほか、継続困難な REIT を対象とする M&A も生じるなど、従来とは異なる M&A も見受けられるようになった。

非上場化の大型案件としては、2 月のオフィス特化型 REIT 首位のエクイティ・オフィス・プロパティーズに対するブラックストーン・グループの買収³や、5 月の賃貸住宅特化型 REIT 第 2 位のアーチストーン・スミスに対する買収などがある。プライベートファンドや年金基金による上場 REIT 買収事例が目立ったが、その背景には上場 REIT よりもプライベートエクイティの方が M&A の資金調達を行いやすい状況となったことがある。

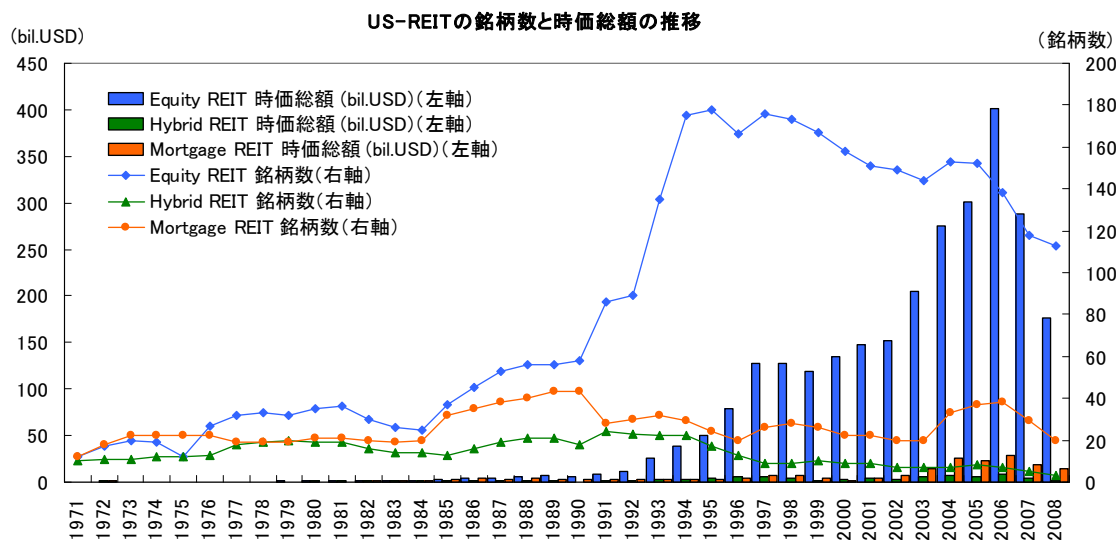
一方、自力での運用継続ができなくなった REIT を、財務的に余力のある REIT が買収する例も出てきた。例えば、大型ショッピングセンター保有の大手 REIT ミルズ・コーポレーションは借換えが困難な状況に陥っていたが、複数社による競争の後、2007 年 4 月に商業施設 REIT 首位のサイモン・プロパティーズに買収された。

2008 年に入ると、M&A によって REIT が運用継続を模索するケースや、上場コストの削減のために自主的にプライベート化する REIT も出てきた。2008 年 4 月、モーゲージ REIT のグラマシー・キャピタル・コーポレーションと金融機関のビルを保有するオフィス REIT のアメリカン・ファイナンシャル・リアルティ・トラストとが合併、共に運用継続が難しくなった 2 つの REIT の合併シナジーを狙って実施されたものだった。しかし同年 10 月にはグラマシー・キャピタルは債務返済が滞ったことを契機に株価が大幅に下落し一時取引休止となった(現在はオフィス REIT の SL グリーンリアルティの傘下にある)。

また図表 10 のように、2008 年にはエクイティ REIT においても、上場コスト削減や株価ボラティリティの上昇を嫌って自主的に非上場化する例も出ている。そのほか、モーゲージ REIT を金融機関が買い取る事例も生じている。

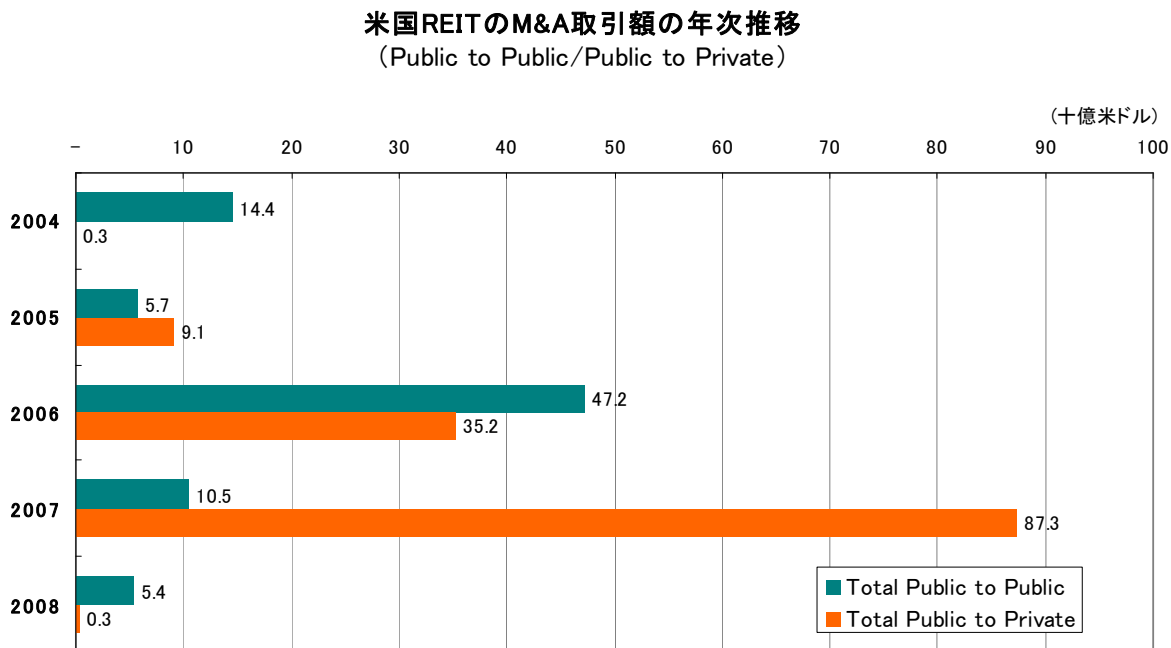
³ REIT 市場最大の買収案件として注目されたエクイティ・オフィスの事例では、ブラックストーン・グループがボルネード社との買収合戦となって最終的には買収価格がさらに引き上げられた。このような M&A を通じて、実態から乖離した株価形成が REIT 市場の活況を支えていた側面もあった。M&A 等のイベント要因やサブプライム問題によって株価ボラティリティが急速に高まったのも 2007 年からである。

図表 7: 米国 REIT の銘柄数と時価総額の推移



出所) NAREIT 資料を基に住信基礎研究所作成

図表 8: 米国 REIT の M&A 取引額の年次推移



出所) NAREIT 資料を基に住信基礎研究所作成

図表 9-1: US-REIT の M&A 事例一覧-1 (2004~2008 年)

※緑のセルはパブリックからパブリックへの M&A 事例

2004年

発表日	完了日	買収者	買収者の事業種別	被買収者	取引総額 (MillUSD)
03/11/19	04/2/5	Ventas, Inc.	Public REIT	ElderTrust	191
04/1/21	04/4/27	Aslan Realty Partners, LLC	Private Real Estate Company	Great Lakes REIT	252
04/5/3	04/8/4	ProLogis/Eaton Vance Corporation	Public REIT/Investment Advisor	Keystone Property Trust	729
04/6/21	04/10/14	Simon Property Group	Public REIT	Chelsea Property Group	3,000
04/8/19	04/11/12	General Growth Properties, Inc.	Public REIT	The Rouse Company	7,000
04/8/24	04/12/21	PL Retail LLC (Kimco Realty & DRA Advisors)	Public REIT/Investment Advisor	Price Legacy Corporation	3,500
2004年 合計					(mil.USD)
Total Public to Public Transaction Value					14,420 98%
Total Public to Private Transaction Value					252 2%
Total Transaction Value					14,672 100%

2005年

発表日	完了日	買収者	買収者の事業種別	被買収者	取引総額 (MillUSD)
04/10/24	05/2/28	Camden Property Trust	Public REIT	Summit Property Group	1,100
04/10/25	05/4/1	Colonial Properties Trust	Public REIT	Cornerstone Realty Income Trust	566
05/1/20	05/3/2	iStar Financial, Inc.	Public REIT	Falcon Financial Investment Trust	120
05/2/17	05/7/1	The Lightstone Group	Private Real Estate Company	Prime Group Realty Trust	1,500
05/6/6	05/9/15	ProLogis	Public REIT	Catellus Development Corporation	3,819
05/6/7	05/9/30	ING Clarion	Private Equity Joint Venture	Gables Residential Trust	4,900
05/6/17		DRA Advisors LLC	Investment Advisor	CRT Properties, Inc.	890
05/9/2	05/12/16	DRA Advisors LLC	Investment Advisor	Capital Automotive REIT	1,800
		Centro Properties Limited	Australian LPT	Kramont Realty Trust	120
2005年 合計					(mil.USD)
Total Public to Public Transaction Value					5,725 39%
Total Public to Private Transaction Value					9,090 61%
Total Transaction Value					14,815 100%

2006年

発表日	完了日	買収者	買収者の事業種別	被買収者	取引総額 (MillUSD)
05/10/3	06/1/4	Brandywine Realty Trust	Public REIT	Prentiss Properties Trust	1,921
05/10/23	06/2/7	Morgan Stanley Property Fund	Investment Advisor/Brokerage Firm	AMLI Residential Properties	2,100
05/11/14	06/4/7	Host Marriott Corporation	Public REIT	Starwood Hotels and Resorts	4,040
05/12/1	06/3/31	Kimco Realty Corporation	Public REIT	Atlantic Realty Trust	83
05/12/7	06/3/8	CalEast Industrial Investors	Real Estate Operating Partnership	CenterPoint Properties Trust	2,436
05/12/19	06/3/31	Morgan Stanley Real Estate and Onex	Private Real Estate Joint Venture	Real Estate Town and Country Trust	1,500
05/12/21	06/5/2	GE Real Estate, Inc. & Trizec Properties	Public non-REIT and REIT	Arden Realty Trust	3,032
06/1/19		CDP Capital-Financing Inc.	Investment Advisor/Pension Fund	Criimi Mae Inc.	1,700
06/2/10	06/5/5	LBA Realty LLC	Private Real Estate Company	Bedford Property Investors	432
06/2/16	06/6/5	Mack-Cali Realty Corporation	Public REIT	Gale Real Estate Services Corp.	545
06/2/20	06/5/2	Blackstone Group LP	Private Equity Firm	MeriStar Hospitality Corporation	2,600
06/3/2	06/3/4	Duke Realty Corporation	Public REIT	The Mark Winkler Company	855
06/3/6	06/7/13	Blackstone Group LP	Private Equity Firm	CarrAmerica Realty Corp.	5,600
06/3/7	06/8/23	Public Storage Inc.	Public REIT	Shurgard Storage Centers Inc.	3,200
06/5/2	06/10/6	Health Care Property Investors	Public REIT	CNL Retirement Properties	5,300
06/5/10	06/6/2	Spirit Finance Corporation	Public REIT	Sun Capital Partners, Inc. (ShopKo Stores)	815
06/5/22	06/9/21	Westmont Hospitality and Cadim Inc.	JV- Public Pension Fund	Boykin Lodging Company	417
06/6/5	06/10/5	Brookfield Properties Corporation	Real Estate Operating Company	Trizec Canada, Inc.	2,670
06/6/5	06/10/5	Blackstone Group and Brookfield Properties Co.	JV- Private Equity Firm & REOC	Trizec Properties, Inc.	6,500
06/6/29	06/7/31	Archstone-Smith	Public REIT	Deutsche WohnAnlage GmbH	649
06/7/9	06/10/19	Centro Watt	JV - Australian LPT & Private Equity Firm	Heritage Property Investment Trust Inc.	3,200
06/7/10	06/10/31	Kimco Realty Corporation	Public REIT	Pan Pacific Retail Properties	4,000
06/7/18	06/12/29	Koll/PER LLC	Real Estate Operating Partnership	AmeriVest Properties	273
06/7/25	07/1/3	Lexington Corporate Properties	Public REIT	Newkirk Realty Trust, Inc.	1,080
06/8/3	07/1/25	SL Green Realty Corp.	Public REIT	Reckson Associates Realty Corp.	6,000
06/8/7	06/11/10	Morguard Corporation	Canadian REIT	Sizeler Property Investors, Inc.	324
06/8/8	06/12/4	Morgan Stanley	Brokerage Firm	Saxon Capital	706
06/8/21	06/11/29	Morgan Stanley	Brokerage Firm	Glenborough Realty Trust, Inc.	1,900
06/8/31	07/2/28	Babcock & Brown Real Estate Investments	Investment Advisor/Brokerage Firm	BNP Residential Properties Inc.	766
06/9/1	07/1/31	Hospitality Properties Trust	Public REIT	TravelCenters of America Inc.	1,900
06/9/13	06/12/20	Health Care REIT	Public REIT	Windrose Medical Properties Trust	877
06/9/14	06/10/1	Accredited Home Lenders Holding Co.	Mortgage Banking Firm	Aames Investment Corporation	340
06/9/19	07/1/24	Geo Group	Correctional Facility Operator	CentraCore Properties Trust	428

(次ページに続く)

図表 9-2: US-REIT の M&A 事例一覧-2 (2004~2008 年)

※緑のセルはパブリックからパブリックへの M&A 事例

(2006 年 続き)

06/10/16	07/1/12	Crown Castle International Corporation	Public Tower Company	Global Signal Inc.	4,000
06/10/23	07/2/27	Developers Diversified Realty Corp.	Public REIT	Inland Retail Real Estate Trust, Inc.	6,200
06/10/24	07/4/13	Record Realty Trust	Australian LPT	Government Properties Trust, Inc.	223
06/10/30	07/2/27	GE Capital Solutions	Financial Lending Company	Trustreet Properties, Inc.	3,000
06/11/6	07/3/1	JP Morgan-Special Situation Property Fund	Pension Trust Fund	Columbia Equity Trust	502
06/12/21	07/10/31	National HealthCare Corporation	Health Care Provider (Public Company)	National Health Realty	268
05/6/28 合計					(mil.USD)
Total Public to Public Transaction Value					47,182 57%
Total Public to Private Transaction Value					35,200 43%
Total Transaction Value					82,381 100%

2007年

発表日	完了日	買収者	買収者の事業種別	被買収者	取引総額 (Mil.USD)
07/1/14	07/4/26	Ventas, Inc.	Public REIT	Sunrise Senior Living REIT	1,036
07/1/17	07/4/3	Simon Property Group; Farallon Capital Management	Public REIT; Investment Advisor	Mills Corporation	1,350
07/1/19	07/4/12	Morgan Stanley	Brokerage Firm	CNL Hotels & Resorts Inc.	6,702
07/2/5	07/4/20	Brookfield Asset Management Inc.	Asset Management Firm	Longview Fibre	2,150
07/2/7	07/2/9	Blackstone Group	Private Equity Firm	Equity Office Properties Trust	39,000
07/2/16	07/7/17	Credit-Based Asset Servicing and Securitization LLC	Mortgage Banking Firm	Fieldstone Investment Corporation	259
07/2/27	07/4/20	Centro Properties Group	Australian LPT	New Plan Excel Realty Trust, Inc.	6,200
07/3/13	07/8/1	Macquarie Bank Limited, Kaupthing Bank hf, et al.	Advisor/Brokerage Firm	Spirit Finance Corporation Investment	3,500
07/4/3	07/7/2	Inland American Real Estate Trust Inc.	Asset Management Firm	Winston Hotels, Inc.	460
07/4/16	07/6/29	Apollo Investment Corporation	Closed-End Investment Company	Innkeepers USA Trust	1,500
07/4/24	07/7/28	JER Partners	Private Equity Firm	Highland Hospitality	2,000
07/4/27	07/8/15	AP AIMCAP Holdings LLC	Closed-End Investment Company	Eagle Hospitality Properties Trust,	319
07/5/23	07/8/3	Morgan Stanley	Brokerage Firm	Crescent Real Estate Equity	6,500
07/5/29	07/10/5	Tishman Speyer/ Lehman Brothers	Real Estate Company/Brokerage Firm	Archstone-Smith	22,200
07/6/21	07/10/25	Whitehall Street Global Real Estate, LP	Investment Advisor/Brokerage Firm	Equity Inns, Inc.	2,200
07/6/25	07/9/18	Sentinel Omaha LLC	Real Estate Advisory Firm	America First Apartment Investors	532
07/7/24	07/10/4	Liberty Property Trust	Public REIT	Republic Property Trust	850
07/11/5	08/4/1	Gramercy Capital Corp./New York	Public REIT	American Financial Realty Trust	1,094
05/6/29 合計					(mil.USD)
Total Public to Public Transaction Value					10,530 11%
Total Public to Private Transaction Value					87,321 89%
Total Transaction Value					97,851 100%

2008年

発表日	完了日	買収者	買収者の事業種別	被買収者	取引総額 (Mil.USD)
08/2/12	08/6/11	American Campus Communities	Public REIT	GMH Communities Trust	1,400
08/1/29	08/3/14	Hypo Real Estate Bank AG	Brokerage Firm	Quadra Realty Trust	179
08/5/24	08/6/10	Boston Properties	Public REIT	Macklowe Properties (New York Office Portfolio)	3,950
08/12/10	09/2/24	Green Courte Real Estate Partners	Private Equity Firm	American Land Lease	113
2008年 合計					(mil.USD)
Total Public to Public Transaction Value					5,350 91%
Total Public to Private Transaction Value					292 3%
Total Transaction Value					5,642 100%

出所) NAREIT 資料を基に住信基礎研究所作成

モーゲージ REIT が破綻、エクイティ REIT でも存続困難な状況に陥る銘柄も

米国では、サブプライム問題が顕在化した直後はモーゲージ REIT⁴で数件の破綻事例が生じただけであったが、最近では大手のエクイティ REIT の破綻も生じている。

モーゲージ REIT は、2007 年に、サブプライム問題により多くの資産担保証券や資産担保融資が不良債権化し、このあおりで複数のモーゲージ REIT が連邦破産法 11 条(日本の民事再生法に相当)の適用申請を行った(図表 10)。2008 年には、複数のモーゲージ REIT が株価の急落によって取引一時停止状態となったほか、自主的に上場を取りやめる事例も出た。

一方、エクイティ REIT では、2008 年には、リージョナルモールを保有する REIT2 社(フェルドマン・モール・プロパティーズ及びアムリート)が、上場コスト削減などを理由として自主的に上場廃止を決定している。

さらに、最近では主要エクイティ REIT であるジェネラル・グロース・プロパティーズ(商業施設 REIT 大手)が 2009 年 4 月に連邦破産法 11 条を申請するに至った。2008 年 10 月期限の借入金につき返済資金調達の見込みがつかず保有資産を売却して 2008 年第 3 四半期に約 1,500 万ドルの損失を計上した。その後もショッピングセンターを順次売却しつつ、再三返済の繰り延べを試みたが交渉は難航し、最終的に破綻に至った。同社は、2004 年に商業施設 REIT ラウスの買収などを契機に近年債務が増加し利払い負担が増大していた。同社の発行体格付けは、S&P が D、Fitch は C に引き下げていた。

手元資金確保、バランスシート強化の動きが顕著に

米国でも多くの REIT が、手元資金の確保を優先すると共に、ノンコアアセットの売却などを通じてポートフォリオの最適化とともに債務圧縮を図るなどしており、調達ストラクチャーの再構成を図る必要性が高まっているようである。投資家も REIT のバランスシートの健全性とキャッシュフローの安定性により注目している状況にある。

2008 年 12 月には、融資環境の悪化を受けた一時的緩和措置として、内国歳入庁ガイドラインにおいて REIT の配当要件を一部改正、配当の一部を現金でなく普通株式で行うことが可能となった。これを受けて 2009 年 1 月以降、手元資金確保を優先し、配当の一部を普通株式で支払うケースが増えている。例えば、分散型 REIT 首位のボルネード リアルティ トラストは、2009 年 1 月に四半期通常配当のうち 6 割を普通株式で 4 割を現金で行うことを公表した。リテール特化型首位のサイモン・プロパティーズも同配当の 9 割を普通株で 1 割を現金で配当することを公表した⁵。

一方、一部の REIT は資産売却資金による借入返済などでバランスシート強化を図っている。例えば、物流 REIT 首位のプロロジスは、2008 年 12 月に中国での事業と日本の一部施設の持分を GIC リアルエステート(シンガポール政府系不動産投資会社)に 13 億米ドルで売却すると発表した。また新規開発などを手控えたり延期する傾向も顕著となっている。ボストン・プロパティーズはニューヨーク市での新規開発を延期することを 2 月に公表した。

⁴ 米国には、不動産資産を保有する通常の資産保有型のエクイティ REIT に加えて、不動産担保証券の発行や住宅や商用物件を担保に貸し出しを行うモーゲージ REIT がある。両タイプが混じったハイブリッド REIT も存在する。モーゲージ REIT は 1960 年代には通常融資に代替する不動産のデットファイナンス手段として拡大した。当時はエクイティ REIT よりむしろモーゲージ REIT のほうが多く存在した。モーゲージ REIT は不動産開発事業への資金調達を促した。しかし、1970 年代には不動産の供給過剰が起り、さらに 1973 年のオイルショックや金融引き締めをきっかけとして、相当数の不動産担保証券がデフォルトとなり、多くのモーゲージ REIT が破綻した。これにより、当時の REIT 市場のパフォーマンスは、1973 年に-27%、1974 年-42%と急速な悪化局面を経験した経緯がある。

⁵ これらの配当では、普通株投資家の応募選択に応じて現金・株式比率が変わる。普通株投資家からは現金のみによる配当を請求できない場合もある。

図表 10: 近年の米国 REIT の破綻事例及び非上場化事例

◆主な破綻事例

	REIT名称	REIT種別	セクター	イベント
2007年 2月	New Century Financial	モーゲージ	住宅ローン	米国連邦破産法11条適用
" 7月	American Home Mtg	モーゲージ	住宅ローン	米国連邦破産法11条適用
" "	Luminent Mortgage Capital	モーゲージ	住宅ローン	米国連邦破産法11条適用
" "	HomeBanc	モーゲージ	住宅ローン	米国連邦破産法11条適用
" 10月	Impac Mortgage	モーゲージ	住宅ローン	米国連邦破産法11条適用
2009年 4月	General Growth Properties	エクイティ	リージョナルモール	米国連邦破産法11条適用

◆主な非上場化(M&A 以外)の事例

	REIT名称	REIT種別	セクター	イベント
2008年 7月	Feldman Mall Properties	エクイティ	リージョナルモール	非上場化 (NYSEからOTC(店頭市場)へ)
" "	Maxus Realty Trust	エクイティ	賃貸住宅	非上場化(Nasdaq→OTC)
" 11月	CBRE Realty Finance	モーゲージ	商用不動産ローン	非上場化(NYSE→OTC)
" "	American Mortgage Acceptance Co	モーゲージ	商用不動産ローン	非上場化(NYSE Alternext→OTC)
" "	Crystal River Capital	モーゲージ	住宅ローン	非上場化(NYSE→OTC)
" 12月	Origen Financial Inc.	モーゲージ	住宅ローン	非上場化(Nasdaq→OTC)
" "	AmREIT	エクイティ	ショッピングセンター	非上場化(AMEX→OTC)

注) 住宅ローン;Home Financing、商用不動産ローン;Commercial Financing

出所)NAREIT 及び各社資料を基に住信基礎研究所作成

(2) 豪州 REIT (A-REIT)

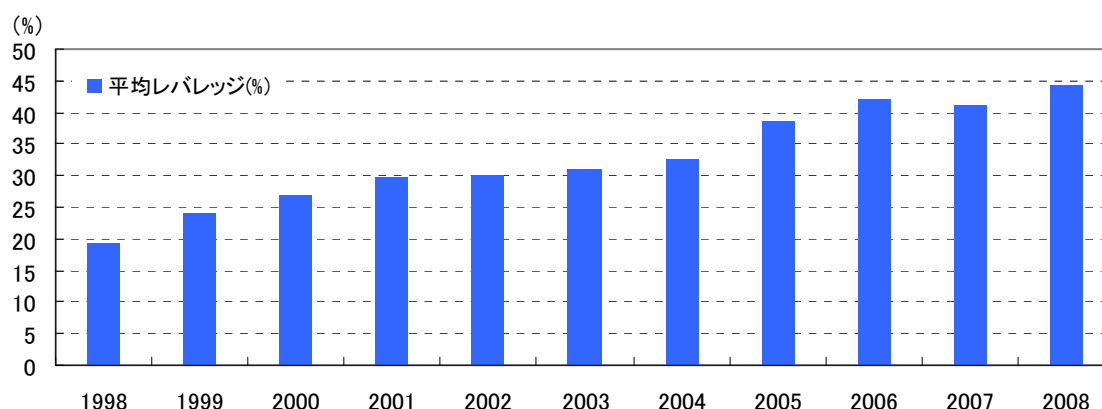
市場環境の変化により、豪州の REIT 運用は保守的な方向性へ舵を切りつつある

豪州 REIT (A-REIT) は、2000 年代に入り国内の不動産投資市場が飽和状態となり投資適格不動産のストックが枯渇してきたことから、積極的に海外投資を進めてきた⁶。また、従来はユニット・トラスト型という J-REIT に近い形態により運用が行われていたが、近年、ステーブルド・ストラクチャー⁷を活用する REIT が増えたことで実質的な内部運用化が進んできた。こうした傾向は 2007 年まで続いた。この環境下で A-REIT のレバレッジは上昇傾向が続き、民間調査会社のデータによると A-REIT 平均の総資産有利子負債比率は過去 10 年間を通じて上昇し 2008 年 6 月時点では 44%と近年で最高の水準に達した(図表 11)。

しかし、サブプライム問題以降は資金調達環境が悪化するなか、積極的な事業拡大よりも安定運用を望む投資家が増えている。海外投資よりも国内資産の安定運用が好まれ、また内部運用による柔軟かつ積極的な事業展開よりも、外部運用のユニット・トラストを通じた安定配当を望む投資家も増えている。また一定程度を超える高レバレッジは財務リスクを高めるため、負債圧縮も望まれている。従来 A-REIT 市場は退職年金基金が中心的な投資家⁸となることで安定的な成長が支えられてきた側面があるが、年金基金のリスク選好から見れば、現在の環境下では事業拡大よりも安定運用による配当維持への期待が高いといえる。

豪州の REIT は決算毎に保有資産の時価評価による洗い替えを行う必要があるが、最近では保有不動産価値の下落で評価損を計上する例が増えており、最近の評価損拡大はレバレッジの上昇を招いている。また、A-REIT の平均調達利率は 2008 年度では 6.5%程度⁹と高水準であり、信用力低下によってデットコストが膨らむと配当利益を大きく圧迫する要因となる。こうした背景から最近債務圧縮や自己資本増強を目的とした増資が相次いでいる。

図表 11: A-REIT の平均レバレッジの推移(6 月末年度ベース、調査対象の REIT のみの平均)



出所)BDO Kendalls 資料を基に住信基礎研究所作成

⁶ 豪州 REIT (A-REIT) の海外資産保有比率は 2008 年で 4 割程度に達している。2004 年～2005 年までは A-REIT の米国への投資が拡大し、さらに 2005 年以降は欧州や日本の不動産にも積極的に投資を進めた。

日本の不動産のみで構成される A-REIT は、豪州の市場に 4 銘柄上場している。しかしルビコン・ジャパンの為替取引の失敗による信用力低下をきっかけとして、日本特化型 A-REIT の株価は下落した。

⁷ ステーブルド・ストラクチャーは、不動産を保有するトラストとこれを運用する運用会社が一体不可分のものとして(ステーブルド)上場取引されるものである。別箇に取引されず、実質的には内部運用形態に近いものとなる。

⁸ 豪州では国内の退職年金基金にとっての長期安定的な運用対象として、不動産投資が重要な位置を占めており、その一環として A-REIT にも一定程度が投資されている。

⁹ 豪州民間会社 BDO Kendalls 社の調査による。2007 年 7 月～2008 年 6 月における調査対象の A-REIT 平均。

サブプライム問題以降、財務リスク・為替リスクの顕在化で継続困難となった REIT が出現

2008年には、セントロ・プロパティーズ・グループや、ルビコン・ホールディングスが運用する複数 REIT などでデット資金調達が困難となって破綻寸前の状況となったり、上場廃止となったりしている。

商業施設 REIT 第2位のセントロ・プロパティーズ・グループは2007年12月、同月に満期を迎える長期債務の借換えが困難となったことを明らかにし、2007年7-12月期を無配とし、2008年1-6月期業績を下方修正した。セントログループは、他 REIT 買収などを通じて近年急速にポートフォリオを成長させた。2005年には米国 REIT を12億米ドルで買収、さらに2007年4月には米国のショッピングセンター特化型 REIT を62億米ドル(債務含む)で買収したことで、同社のポートフォリオの半分以上を米国資産が占めるようになった。特に後者の買収は同社の債務を膨張させ高レバレッジ体質をもたらした。セントログループは、借換え資金確保のため米国内保有物件の大半を売却するなど資産売却を進め、つなぎ融資を受けつつ債務返済を進めていたが、2009年1月、デットストラクチャーの整理などを条件にレンダーとの間で今後3年間の債務延長を確約した上で豪州レンダーなどに対し普通株式と転換社債の新規発行を実施した。

ルビコン・ジャパン・トラスト¹⁰は、豪州投資会社オールコ・ファイナンス・グループ¹¹が傘下に置くルビコン・ホールディングスが組成したリートのうちの一つだが、同トラストは08年3月に期限を迎えた為替保証金取引につきナショナル・オーストラリア銀行による3千万豪ドルの追加証拠金差し入れの要求を満たせる状況にないと発表し、株価が大きく下落し(単日で-57%)、取引停止となった。同トラストは主要レンダーのナショナル・オーストラリア銀行と協議を進め債務返済計画を進めることとなった。ルビコングループが運用する上場プロパティートラストは上記以外に米国及び欧州の不動産を投資対象とする、ルビコン・アメリカ・トラストとルビコン・ヨーロッパ・トラストがある。3トラストの合計保有資産額は約54億豪ドルのうち海外資産が52億ドルと見られる。両トラストもルビコン・ジャパンに続いて追加証拠金差し入れ要求を受けた。3トラストは2008年6月期に大きく営業外損失が拡大して当期赤字を計上し無配となったほか、損失計上により負債比率が高まり2008年6月期末で7~8割の水準に達し債務返済が一層困難な状況に追い込まれた。3トラストとも株価が大きく下落したことを受け、ルビコン・ヨーロッパは昨年11月にASXでの上場取引を中止したほか、ルビコン・アメリカ及びルビコン・ジャパン・トラストは今年2月に上場を廃止した。

主要 REIT でも業績悪化が見受けられるが、増資により自己資本の充実を図っている

主要 REIT でも業績悪化が著しい銘柄が一部出てきているが、足元では、借入返済や負債比率の削減に努め、一部の上位銘柄は次の成長戦略を描き始めている。

ミルバックは2008年6月に前期比-69%の減益となって負債比率が上昇し、11月には借入返済目的で5億豪ドルの増資を行い、利益予想を-20%下方修正した。増資自体を市場は好感して増資後の株価は上昇したものの2008年のトータルリターンは-76%と大きくマイナスとなった。

分散投資型 REIT 大手の GPT グループも2008年10月に借入返済のために約16億豪ドルの増資を行うと発表し、増資発表と同時に、他社との合弁事業や海外資産の売却を行い、国内不動産の運用を重視するとの戦略変更が表明された。同増資はシンガポールのシンガポール政府不動産投資公社のGICリアルエステートが部分的に引受けたが、割当価格は直近終値の1.15豪ドルを50%下回る水準であった。一方11月には、豪州で第二位の規模のストックランド(分散型 REIT)が、GPT グループ株式の12.7%を5億4,400万豪ドルで取得した¹²。

¹⁰ 日本のオフィスへの投資に特化する REIT (2006年11月上場、保有物件22物件、資産規模約1,100億円)

¹¹ オールコ・ファイナンス・グループについては、2007年12月にルビコン・ホールディングスを買収したことで債務が大きく膨張、2008年2月に借換えが困難となる可能性について公表した。金融機関との取引継続のため資産売却を初めとする事業再編計画を遂行し、オールコが保有していたルビコンの3トラスト持分も2008年3月にバブコック・ブラウンに譲渡した。しかしその後もさらに保有資産の損失は拡大し2008年6月期には赤字を計上、債務返済に行き詰まり、2008年11月には管財人の管理下に置かれた。ルビコン・ホールディングスも同時に管財人の管理下に置かれた。

¹² スtockランドによるGPTの株式取得は敵対的ではなく同業種間での事業提携を目的としたものであることが表明されている。

またインダストリアル REIT 大手のグッドマン・グループも、財務体質強化と負債比率引き下げを図るために、10月29日に約10億豪ドルの増資を行った。

さらに、豪州 REIT 市場時価総額の3分の1を占める商業施設 REIT のウェストフィールドグループは、他社に比べれば安定的な経営状況を維持しているが2008年6月末決算では保有不動産の価値下落により減益となった。2009年に入り、負債比率削減のため29億豪ドルの増資を発表、決定価格は一株あたり10.5豪ドルと直近終値に対して13%のディスカウント水準となったため希薄化懸念から大きく株価が下落し、その後過去最安値をつけた。しかし同社は、調達資金をもとにして他社買収等も積極的に検討している模様である。

以上のように、時価総額上位の主要 REIT のほとんどが2008年秋以降増資を実施しており、バランスシートの強化に努めている状況にある(図表12)。このなか、調達資金をもとに主要 REIT 間での株式取得による事業提携も行われている。

豪州 REIT に見られるこうした増資は、機関投資家を対象とする株式割当を主体としている。最近では REIT だけでなく豪州の主要銀行や上場企業¹³においても同種の株式割当が相次いでおり、特定の機関投資家へのディスカウント増資が行われることで他の一般投資家は置き去りにされているとの批判もある。こうした割当方式は自己資本増強を図りたい発行主体にとっては情報開示準備にも時間を割かず迅速に増資を実施できるメリットがあり、機関投資家にとっては有利な価格で投資実行できるメリットがあることから多く選択されていると見られるが、価格決定の透明性を確保しづらいことが問題点として挙げられるだろう。

図表12: A-REIT 時価総額順位上位10社の2008年10月～2009年3月の増資状況

時価総額順位	略称	銘柄名	時価総額 (08.12末) (百万豪ドル)	タイプ (注)	実施時期	調達額 合計 (百万豪ドル)
1	WDC	Westfield Group	25,444	S	2009年2月	2,900
2	SGP	Stockland	6,417	S	2008年10月	300
3	CFX	CFS Retail Property Trust	4,576	U	2008年10月	325
4	GPT	GPT Group	4,110	S	2008年11月	1,600
5	DXS	Dexus Property Group	2,851	S	2008年12月	300
6	MGR	Mirvac Group	2,172	S	2008年11月	500
7	GMG	Goodman Group	2,057	S	2008年10月	955
8	CPA	Commonwealth Property Office Fund	1,908	U	2009年1月	192
9	IOF	ING Office Fund	1,396	S	2008年12月	400
10	MOF	Macquarie Office Trust	906	U	2008年12月	508

(注) S; Stapled Securities (ステープルド型)、U; Unit Trust (ユニット・トラスト型)

出所) ASX 及び各社開示資料等を基に住信基礎研究所作成

¹³ 豪州主要銀行のナショナル・オーストラリア銀行やコモンウェルス銀行、航空会社のカンタス、不動産開発のレンドリースを初め多くの豪州大手企業で機関投資家を対象とする第三者割当増資や株主割当増資が実施された。

3. 主要 REIT 市場の事例にみるサブプライム問題以降の REIT 市場の課題

調達環境悪化により継続困難となった REIT の共通点

REIT は 2007 年前半まで、資本市場への潤沢な資金流入を背景にポートフォリオを拡張するとともに、海外投資や開発や関連サービス事業を拡大するなどより柔軟な運用にシフトする傾向が見られた。主要都市の優良不動産の価格が高騰し、国内の資産保有事業だけでは投資家の要求リターンを得ることができないため、多くの REIT が良好な市場環境を味方に積極的にリスクテイクをしつつ収益機会を探る方向性をとったと見られる。

しかしサブプライム問題以降は、REIT 株価の下落、融資態度の厳格化、不動産価値下落、テナント企業の業績悪化などによって REIT のリスクが一度に顕在化した。こうしたなか米国・豪州でも、破綻や上場廃止に至った REIT が複数ある。

存続の危機に直面した REIT の共通傾向としては、まず好況期に資産規模拡大を急ぎすぎたり、タイミングを誤った他社買収の実施などで債務を膨張させたケースが多いといえる。信用収縮の環境下での高レバレッジは、信用力低下によるデットコスト上昇を招き、利払い負担の膨張によって分配利益が大きく減少し、借入金調達を困難にさせる要因となる。また海外投資や開発事業のリスクをとってきた REIT が、一旦市場環境が悪化すると、裏目に出て業績悪化を招くケースも見られる。

総じていえば、近年 REIT は、国内資産保有事業以外にもビジネスの枠を広げレバレッジ上昇を許容してきたが、適切なリスク管理ができなかった REIT では、好況期に有効に機能したビジネスモデルが不況下では機能しなくなったといえる。

各国において REIT のレバレッジ解消が顕著に

前述のように、最近各国の REIT では負債比率の削減と自己資本増強を目的とした増資や資産売却が相次いでいる。米国・豪州以外にも、英国やシンガポールでも REIT の大型増資が実施されている。英国では今年 2 月、不動産セクターで時価総額上位 2 社のブリティッシュランド、ランド・セキュリティーズ(両社は REIT でもある)などが、金融機関からの融資調達安定化のためにバランスシート強化を図ることを目的として相次いで増資を行った。また同 2 月にはシンガポールでも最大 REIT のキャピタモールドトラストがスポンサーのキャピタランドとともに株主への株式予約権発行の形を通じて増資を実施した。

こうした各国の状況を見ると、国内経済環境の悪化を受けて、REIT はそれぞれの手法で足元の経営基盤を固める動きが顕著であり、余力のある REIT は今後の成長機会に向けて備えを行っている状況にあるといえる。背景には、金融機関の融資余力の低下による融資態度の厳格化が働いており、他方では保有不動産の評価額が下落してバランスシートの見直しを余儀なくされる REIT の状況があるといえるだろう。世界の主要都市の不動産には、近年グローバルマネーの流入が加速したが、サブプライム問題以降の信用収縮と景気悪化のなかでキャップレートは上昇し資産評価額は下落傾向となった可能性が高く、主要都市の不動産を保有する REIT はその影響を受けたことが推察される。

REIT 市場の成長力回復には、多様な資金手段の確保と再編による効率化が必要に

米国や豪州では、J-REIT と同様に物件売却による資金手当や増資などの手段を講じるほか、M&A やプライベート化、レンダーとの交渉による債務整理、多種の証券発行といったさまざまな手法を通じて運用継続が図られている。現状、米国や豪州では運用継続が困難になった REIT が即破綻に至っている例は少なく、ニューシティ・レジデンス投資法人で生じた突然の REIT 破綻は世界でも稀なケースであったといえる。(ただ、再三の債務繰り延べののち破綻ないし上場廃止に至った REIT も前述の如く存在する。) REIT 先進国では、従来 M&A やプライベート化の実績が豊富であり、REIT の資金調達の多様性が制度上確保されていることが寄与している部分もあろう。

J-REITにおいても、現在議論が進みつつあるように、破綻に至るまでにとり得る複数の手段が制度上確保されることや、また資金調達方法の多様性が確保されることも期待される。REITは本来、融資の上で担保価値となる不動産を有しており、賃料収入という安定的なキャッシュフローが確保される器である。市場安定化のためには、こうしたREITが有する保有資産価値やキャッシュフローの安定性などの要素に、デットサイド・エクイティサイド双方から適切な評価が与えられることが必要であろう。またM&Aによる再編・再生が進むことも、J-REIT市場の成長力の回復には必要と考えられる。

市場インフラとしてのREITの機能を再確認し、長期的視点で市場再生を図ることが肝要

原点に立ち帰れば、REIT市場には、その導入に際して、不動産に小口流動性を付与し資金アクセス経路を確保することで不動産への資金流入を促し、ひいては国内経済の活性化に寄与させるという市場インフラとしての機能が期待されている。これは日本に限らずREIT制度を導入した多くの国において同様である。

REIT市場の経済的有用性が広く認知されたことによって、近年多くの国で制度が導入されグローバルREIT市場の形成が促された。例えば英国ではREITの導入を検討するにあたって、当時J-REIT市場が成功例として参照されたが、実際に日本ではJ-REIT導入が経済活性化の一助となった経緯がある。こうした国内経済の観点から見た有用性に加えて、REITはミドルリスク・ミドルリターン資産として、グローバル・国内投資家のオルタナティブ投資や分散投資のニーズにも合致していたため、REIT市場は大きな発展を遂げることが可能であったといえる。

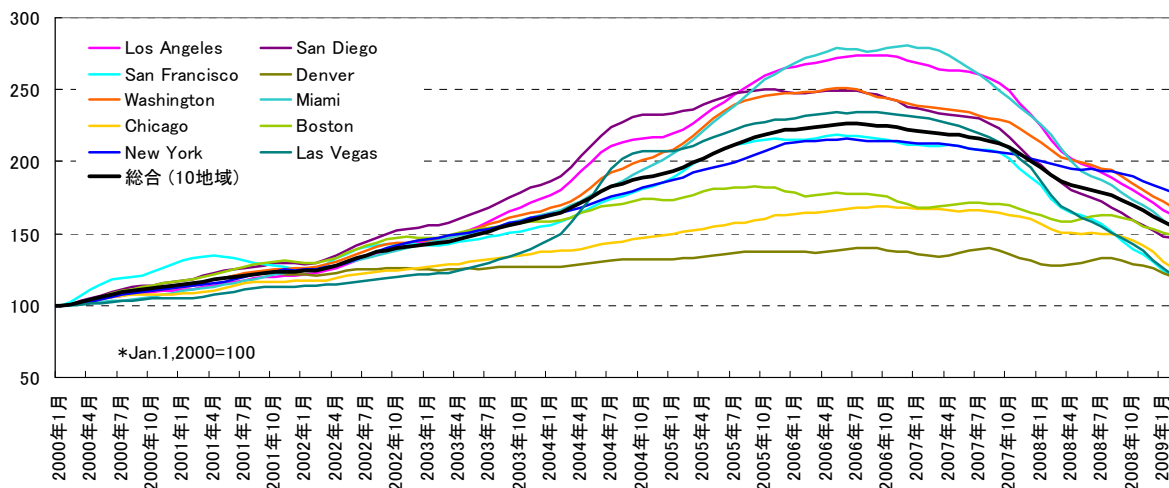
さらに、REIT市場の発展は不動産売買市場の透明性向上を促すとともに、REIT市場の透明性は投資家の信頼性獲得のための情報開示や自己規制など市場関係者の努力を通じて維持向上が図られてきた。このなかでREITは不動産への資金流入を促進し、社会基盤形成と経済活性化にも寄与してきたといえる。

2007年以降市場環境は激変したものの、前述のようなREITの市場インフラとしての意義自体が否定されるものではなく、この観点に立てば今後も長期的視野に基づき再度REIT市場の活性化を図っていくことが必要である。現在も中国やインドを初めREITの導入検討を行っている国が複数存在しており、今後は市場環境を勘案しつつ導入検討が進むものと考えられる。こうしたなか今後も健全な市場を維持するには、投資家の信頼性の回復と投資家ニーズに合致した商品の提供が必要である。今後の投資ニーズの一つとして、欧米に加えてアジア諸国で近年急速に高齢化が進みつつあることから、将来、年金基金や金融機関、個人の資金運用の必要性はいっそう高まるだろう。不動産投資への一経路として、また国内経済の活性化策としてREIT市場が大きな機能を果たしてきたことを鑑みれば、投資家のニーズを今後いかに取り込んでいくか、市場参加者の一層の工夫が必要となるだろう。

【参考図表】

参考図表 A: 米国住宅価格指数(S&P/Case-Shiller Home Price Indices)の推移
(主要 10 地域及び総合、2000.1~2009.3)

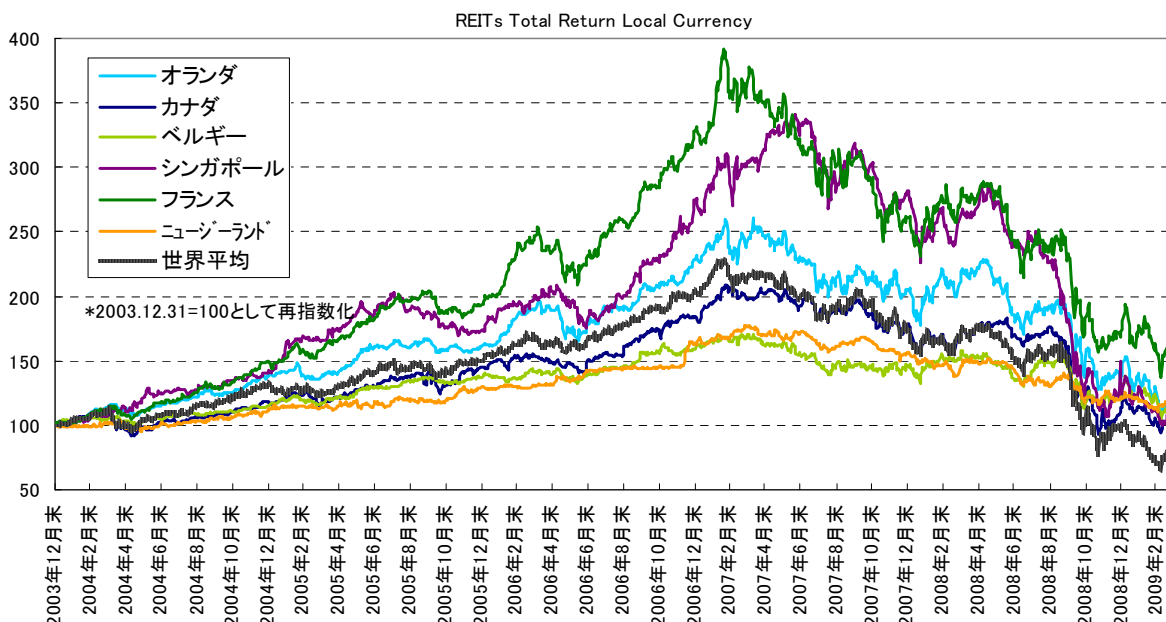
～住宅価格指数はおおむね 2006 年後半をピークとして下落、REIT 指数もこれを追随した～



出所) Standard&Poors データを基に住信基礎研究所作成

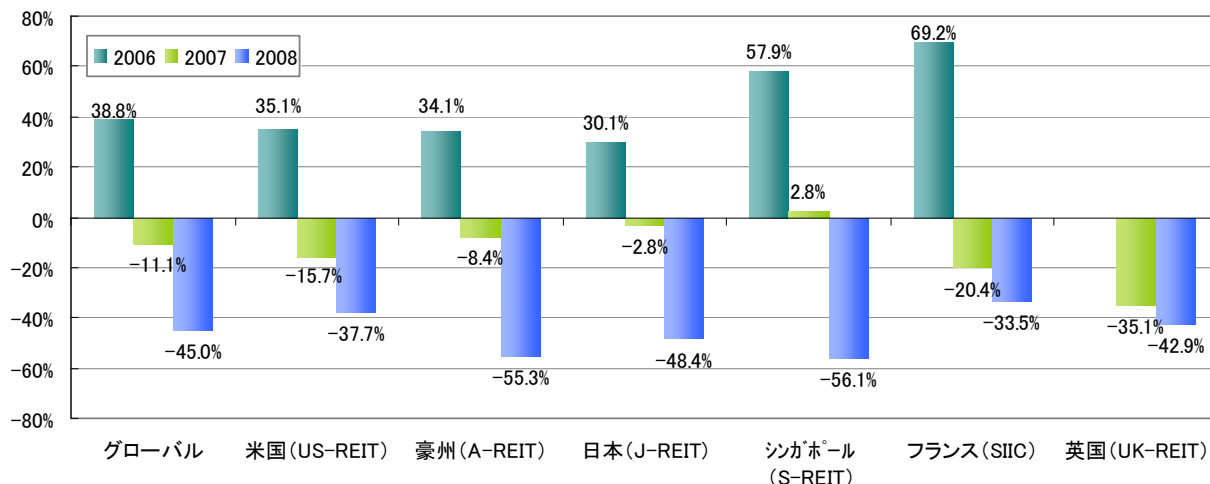
参考図表 B: オランダ・カナダ・ベルギー・シンガポール・フランス・ニュージーランドの REIT 指数推移
(現地通貨ベース、2003.12.31~2009.3.31)

～米国・豪州以外の REIT 市場でも REIT 指数は 2007 年をピークに低下した。とりわけ 2008 年秋以降の落ち込みが大きい～



出所) S&P Global REIT Index を基に住信基礎研究所作成

参考図表 C: 日・米・豪・英 REIT 市場の年次トータルリターン比較 (2006 年、2007 年、2008 年)

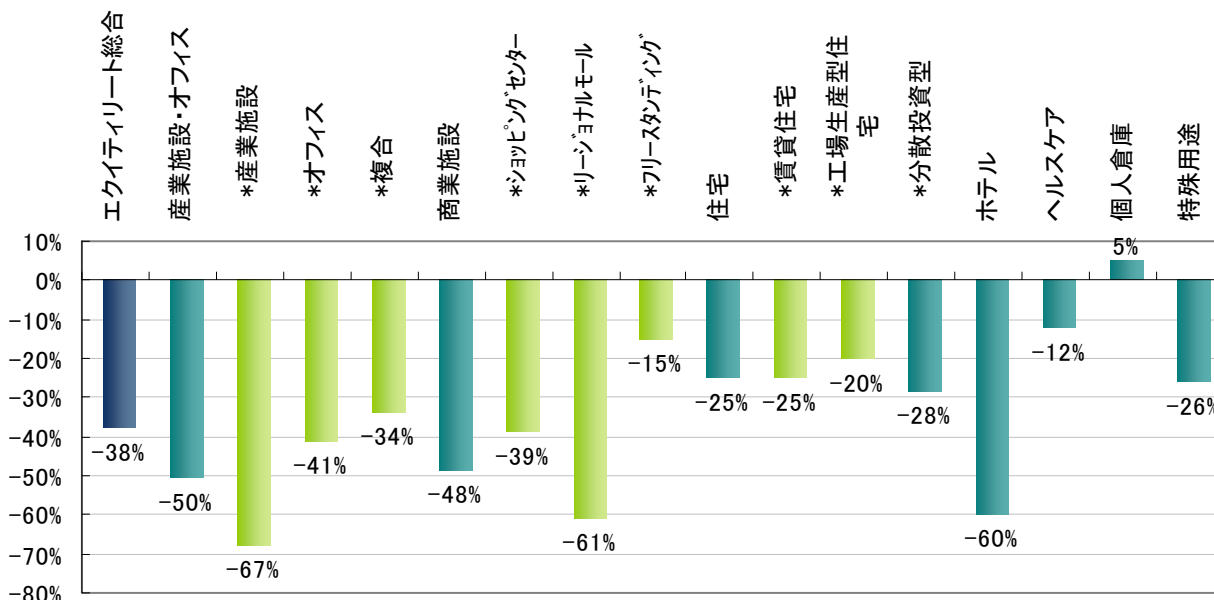


注 1) グローバルは S&P global REIT TR Index より算出
 米国 (US-REIT) は FTSE NAREIT Equity REITs Total Return Index より算出
 豪州 (A-REIT) は S&P/ASX 300 A-REIT Accumulation Index より算出
 日本 (J-REIT) は STBRI J-REIT 総合インデックス (配当込み) より算出
 シンガポール (S-REIT) は S&P REIT TR Index (Local Currency) より算出
 フランス (J-REIT) は S&P REIT TR Index (Local Currency) より算出
 英国 (UK-REIT) は FTSE EPRA NAREIT UK REIT TR Index (Local Currency) より算出
 注 2) 英国は REIT 市場のスタートが 2007 年初であったため 2006 年のパフォーマンスは示していない。

出所) 住信基礎研究所作成

参考図表 D: 米国 REIT のセクター別年次リターン (2008 年末)

～セクター別では、ホテル・リゾート (-60%)、オフィス・産業施設 (-50%)、商業施設 (-48%) の順に大きなマイナスに。一方、個人倉庫 (+5%)、ヘルスケア (-12%)、住宅 (-25%) は打撃が小さくセクター間の差が顕著だった。～



注) 黄緑(*) は各セクターのサブセクター、一番左 FTSE NAREIT Equity REIT はエクイティリート総合出所) FTSE NAREIT Equity REIT Index を基に住信基礎研究所作成

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-jreit/jreit.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料のご提供方法は、当社からの直接提供のみです。提供されましたお客さま限りでご利用ください。この資料の一切の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。
5. STBRI J-REIT Index は当社が独自に開発した J-REIT インデックスです。STBRI J-REIT Index は当社の知的財産であり、STBRI J-REIT Index の算出、数値の公表、利用など STBRI J-REIT Index に関する権利は当社が所有しております。「STBRI J-REIT Index®」は当社の登録商標です。