

井出不動産金融研究所 不動産金融アナリスト **井出保夫**

青山オフィス 東京都港区北青山 3-6-7 青山パラシオタワー-11 階 〒107 0061

Tel 03-5778-7644 Fax 03-5778-7676

E-Mail : idx@hi-ho.ne.jp URL : <http://www.hi-ho.ne.jp/idx/index.htm>

< 2000年8月8日 第4回不動産投資学校2000年版 基礎編資料 >

『米REIT（不動産投資信託）のしくみ』

REITの構造 / 適格基準 / 市場 / 規制 / 投資分析

/ UPREIT / その他

講師 井出保夫

井出不動産金融研究所 代表
不動産金融アナリスト 井出保夫

2000年8月8日（火）

主催 井出不動産金融研究所

1. REITの構造について

< REITとは何か >

REITはReal Estate Investment Trustの略で、日本語に直訳すると「不動産投資信託」となる。しかし、より実態に近い訳語を敢えて使うとすれば次のようになる。

「REITとは、多数の投資家の資金を集めて様々な形態の不動産を **取得 運営 管理**するために創られた株式会社もしくは信託である」。したがって投資信託というよりは、「**積極型不動産投資・運営専門会社**」と呼ぶほうが正しい。それだけ不動産のビジネス・マネジメントに重きを置いている。単に資産をかき集めて来て運用するだけという消極的なイメージはほとんどない。

REITは、課税所得の95%以上を配当すれば会社レベルでの法人税が免除される等の**税法上の特典**があるだけで、一定の基準を満たさなければただの会社と同様に課税される。

REITは株式会社もしくは信託の形態をとっており、会社であれば株式や社債（普通社債、転換社債）を発行し、信託であれば受益権証券を発行する。いずれも経済的な効果に大きな違いはなく、株式や受益権に対しては配当を払い、借入金に対しては金利を払う。通常配当は年4回、各期末毎に支払われる。

< REITの種類 >

エクイティREIT : 不動産の所有権に直接投資する。REITの株主は不動産のエクイティ部分を所有する。

モーゲージREIT : 不動産ローンに主に投資するREIT。

ハイブリットREIT : 両者の中間的な構造のREIT。

最近の主流は圧倒的にエクイティREITである。

2 . R E I T の市場概要と現状

< 市場規模 >

2000年7月現在197銘柄のREITが株式公開されており、その時価総額は1,310億ドル(約14.4兆円)に達する。90年の時価総額87億ドルと比べて10年間で15倍に成長した

< 種類別 >

エクイティREIT	165銘柄
モーゲージREIT	23銘柄
ハイブリット	9銘柄

3 . R E I T の適格基準

REITが税制上の特典を受けるためには、いくつかの種類の要件がある。これらの要件は時代の変遷とともに見直され、現在もたびたび新規要件の追加や削除、撤廃が行われている。

< 根拠条文 > 米国内国歳入法 (IRC = Internal Revenue Code) の第856条から860条。 www.nareit.com に全条文掲載。

< 適格要件 >

(1) Conduit (導管体) としての基本要件

REITは各課税年度の課税所得(キャピタルゲインを除く)の95%以上を配当すること。

(2) 資産構成に関する規制

- ・ 課税年度の各四半期末時点のREIT資産の75%以上が、不動産、現金もしくは現金類似の資産、国債等の政府証券でなければならない。要するに不動産業以外の事業を事実上禁止している。
- ・ その他の株式、証券等はREIT総資産の25%以下でなければならない。
- ・ 同一会社の発行する株式等は、REITの総資産の5%を超えてはならずかつその会社の議決権付株式の10%超となってはならない。

(3) REITの所得に関する規制

- ・ 税引き前収入の75%以上が、賃料収入、不動産担保貸付債権の受取利息、

不動産持分権や債権の売却処分によるキャピタルゲイン、他のREITの配当等不動産関連であること。

- ・同時に収入の95%以上は、上記の収入プラス不動産以外の有価証券等の配当、金利、証券売却によるキャピタルゲインによって構成されること。要するに、不動産業以外での事業で収益をあげるのを実質的に禁じている。

(4) 経営支配に関する規制

- ・100人以上の株主で構成されなければならない。
- ・課税年度下半期において、発行済み株式の50%以上が5人以下の株主によって集中的に保有されてはならない。要するに、幅広い投資家層による保有が要求され、閉鎖的な所有によって特定の株主の権限が大きくなり、REIT本来の公共性が損なわれるのを防いでいる。

(5) 投機的取引に対する規制(1997年に撤廃された)

差押え物件を除くディーリング収益(4年未満の保有不動産の売却収入)が、税引き前収入の30%以上であってはならない。

<近年のREIT規制>

REITは税制上の厳しい規制とSECの監視をクリアすることが義務付けられているが、その規制内容は時代の変化に対応する形で改正され、またREIT業界の積極的なロビー活動の影響もあって、最近はごく一部の例外を除いて緩和される傾向にある。以下はREITに関する近年の制度変更の代表例である。

規制緩和

- ・1986年税制改正(REITの自家運営・管理が認められる)

REITは不動産の所有だけが認められているだけで、運営・管理を自ら手がけることは認められていなかったが、86年の税制改正によって実質的にREITの自家運営・管理が認められるようになった。これによって、いかに手持ち物件の価値を高め、そこから得られる賃料収入を伸ばすかをREITの経営者が真剣に競い合うようになった。REITの所有者と経営者の利害が一致したことで、その後のREITブームの火付け役になったと言われている。

- ・1992年UPREIT(アップリート)の創設

モルガンスタンレーが当時のリテールREIT最大手と組んで、UPREITによるIPOを成功させる。

- ・1993年税制改正(機関投資家の投資家としての参入が自由化される)

受益者が多数の企業年金等については、受益者が個別に異なる受託者を持つ限りは、5人で50%以上の同一REIT株の保有を禁じた規定に抵触しないと解釈され、以後年金基金等の機関投資家による同一REIT株への多額投資が可能になった。

- ・ 1997年REIT簡素化法
 - ・ 4年未満の短期所有物件のキャピタルゲインを30%未満にせよという規制を廃止した。
 - ・ REITが二重課税を受けることなくキャピタルゲインを留保することを容認した。
 - ・ REITの100%子会社がREIT適格子会社として取り扱われることを容認した。
- ・ 1999年12月REIT改正法
 - ・ 2001年からREITの総資産の20%まで資産を保有できる課税対象子会社の設立を認める。
 - ・ 子会社には75%以上の不動産関連収入要件の規制にとらわれない、自由な不動産関連ビジネスが認められる。
 - ・ REITの所得配当比率を95%から90%に引き下げる。

規制強化

- ・ 1999年規制強化
 - ・ 議決権の有無にかかわらず、REITは他社の株式を株式数もしくは保有額において10%以上保有してはならない。
 - ・ 株式の50%集中規制を、株式数だけでなく保有額にも適用する。
 - ・ ペアード・シェア(Paired-share)REITが新規に進出する業種および新規取得物件において税務メリットの享受を禁止する。
- ・ 1998年FRB(米連邦準備理事会)のREIT向け融資自粛令
FRBは全米約1000の民間銀行と銀行検査官に対して、REIT向け融資を自粛するよう求める書簡を送付した。これによって、特にREIT向け融資残の多い商業銀行(JPMorganやチェースマンハッタン銀行等)がREITに対する融資を絞り始めたと言われる。

これは税制や規制法強化によるREIT規制ではなく、金融当局がREIT向け融資の量的拡大や審査 手続、貸出金利について審査基準を厳格にするよう

求めたもので、どちらかといえば日本の不動産バブル潰し的手段として多用された不動産融資総量規制に似た方法と言える。

4 . R E I T 投資の特徴

< R E I T の投資家 >

R E I T は 1 9 6 0 年に個人向けの不動産投資を優遇する目的で導入された。したがって今でも投資家の 1 / 2 は個人投資家だといわれている。

個人投資家にとってのメリット

- ・ 小口化されている
- ・ 流動性が高い
- ・ 高配当
- ・ 長期的なキャピタルゲインが狙える

しかし、92年以降は機関投資家の割合が急増している。主な投資家は投資信託、保険会社、投資顧問、年金基金等で、ここ数年の R E I T ブームは、これらの投資家が積極的に R E I T 投資に参入してきたことが最大の要因である。

さらに最近では、伝統的に不動産の直接投資を行ってきた生保や年金基金の不動産勘定が、ポートフォリオの一部を R E I T に振り替えている。

例えばプルデンシャル生命は、不動産の直接投資に充てている残高の半分を R E I T に振り替える計画を発表している。今後も機関投資家の割合は高まる。

< R E I T 投資のポイント >

- ・過去に実績のある経営陣が不動産の管理・運営を担当している。
- ・不動産の管理・運営を第三者に委託せず、自社による自己管理を行っている。
- ・地域別、不動産のタイプ別に、不動産の運用の焦点をしばっている。
- ・不動産のロケーションとそのマーケットの状況
- ・物件の質、入居率、運営コスト
- ・マーケットでの新規供給（競合物件の新規開発）状況の予測
- ・借入比率がマーケットに適した水準である。
- ・発行時価総額が高いほど流動性が高い。
- ・資本コストが低い。
- ・借入金利の変動・固定割合、金利キャップの有無、期間等。
- ・主要経営陣の持ち株比率が高い。

5 . R E I T の利回り

< R E I T の総合利回りとは >

$(\text{期末時価} + \text{期中配当金} - \text{期首時価}) / \text{期首時価}$
インカムゲイン（配当金）にキャピタルゲイン（株価の値上がり益）
を加えたものを証券価格で割ったもの。

R E I T は適格基準を満たすために、会計上の利益の 9 5 % を配当しなければならない。したがって R E I T は構造的に高配当である。

6. REITのメリット・デメリット

<メリット>

・流動性の高さ

REIT投資を不動産の直接投資と比較すると、REITのほうが圧倒的に流動性が高いことがわかる。

・優れた経営陣

アメリカの不動産投資や運営は、非常に高度な専門性を要する。REITは全米で選りすぐられた不動産投資のエリートが経営陣に参加することが多く、投資家もその会社というよりも有能な経営者やファンドマネージャー個人を信頼して投資に踏み切るケースがほとんど。

・経営陣と投資家の利害の一致

経営陣が優れていても、投資家との利害が一致していなければ投資家が利益を得るチャンスは少ない。REITは経営陣の自社株保有率が高く（約20%）、最大株主が経営者自身であることが多い。

・時価表示が容易

REITの時価は日々証券取引所で表示されている。つまり無料で知ることができる。もしも不動産そのものの時価評価額を知りたいければ、高い鑑定料を出して不動産鑑定士に依頼しなければならない。

・資本市場へのアクセス

REITはLPと比べて、資本市場から資金調達できる選択肢が広い。エクイティ・ファイナンス、デット・ファイナンスともに資金調達力は優れている。

<デメリット>

・株式市場の影響

上場REITは不動産市場のみならず株式市場との連動性が強い。したがって、いくら不動産のファンダメンタルズが良好でも株式市場が暴落すればREITも連れ安になる。

97年10月27日のブルーマンデーの例

7 . R E I T の成長力

内部的成長力 (Internal Growth)

- ・ 賃料の上昇
- ・ 入居率の上昇
- ・ 経費の減少
- ・ 物件のイノベーション
- ・ 物件の入れ替え

外部的成長力 (External Growth)

- ・ 買収
- ・ 拡張
- ・ 開発
- ・ 金融コストの低減

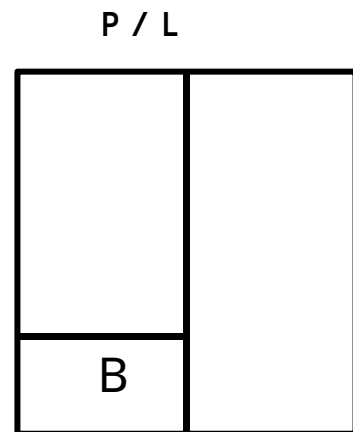
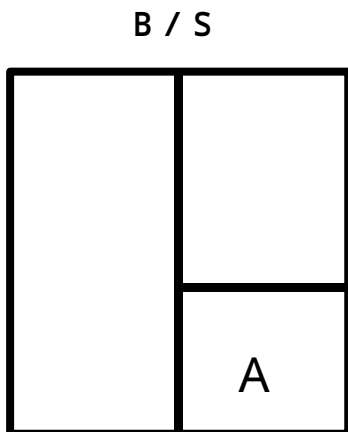
8 . R O E (株主資本収益率)

既存の上場不動産会社の R O E (9 9 / 3 期)

三井不動産 1 . 3 %

三菱地所 4 . 6 %

ダイビル 5 . 6 %



$$R O E = B / A$$

9 . R E I T の投資分析

F F O (Funds From Operation)

： G A A P (一般に認められた会計原則) により算出された当期利益から、財務リストラや不動産売却による損益を控除し、それに減価償却費を加算して求める。

実務ではこれに非連結のパートナーシップやジョイントベンチャーに関する調整を行う。

F A D (Funds Available for Distribution)

： 分配可能資金

F F O から資本的支出を控除したもの。

F F O 乗数

： 現状の取引価格 / 向こう 1 年の 1 株当たり期待収益

N A V (Net Asset Value)

： 純資産価値

1 0 . 投資家サイドの課税関係

配当金：通常所得として課税

減価償却費分のキャッシュ

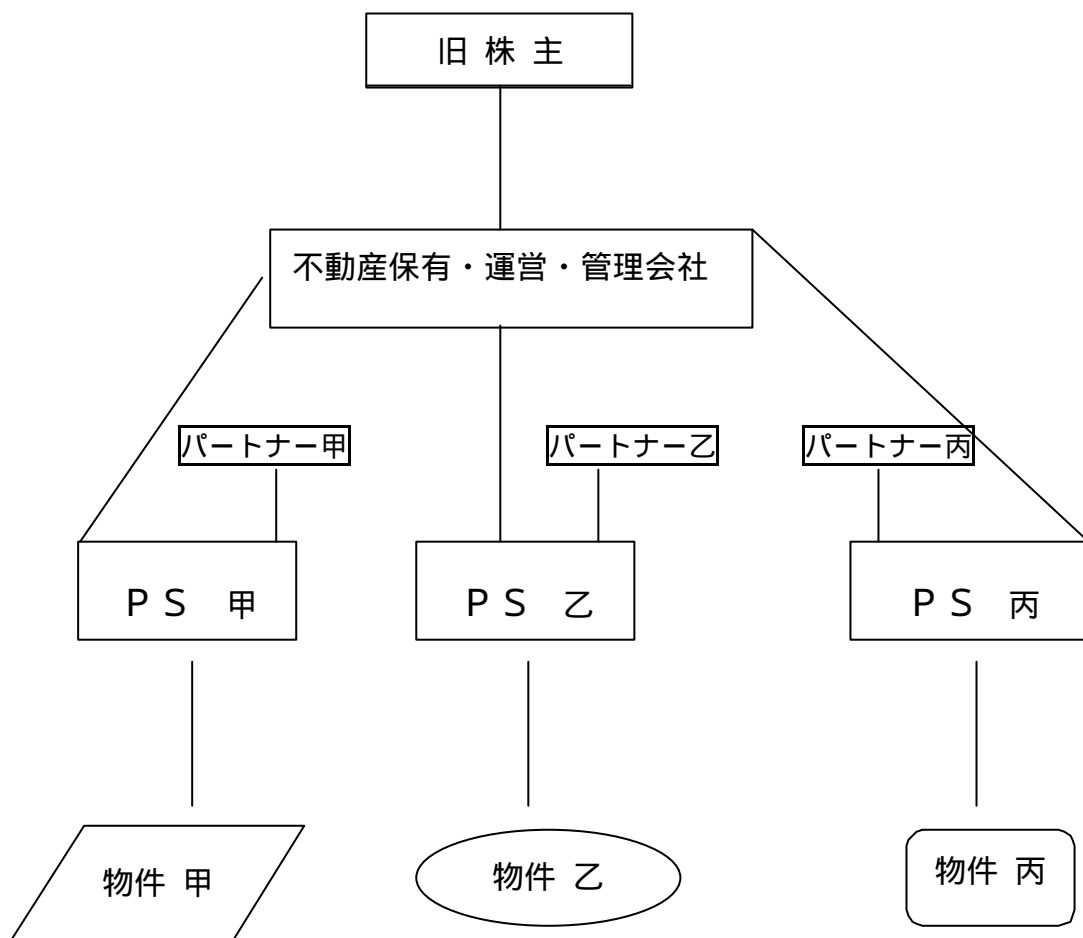
： 出資の戻しとして非課税

将来の売却時まで課税の繰り延べが行われ、売却時点でキャピタルゲイン課税される。

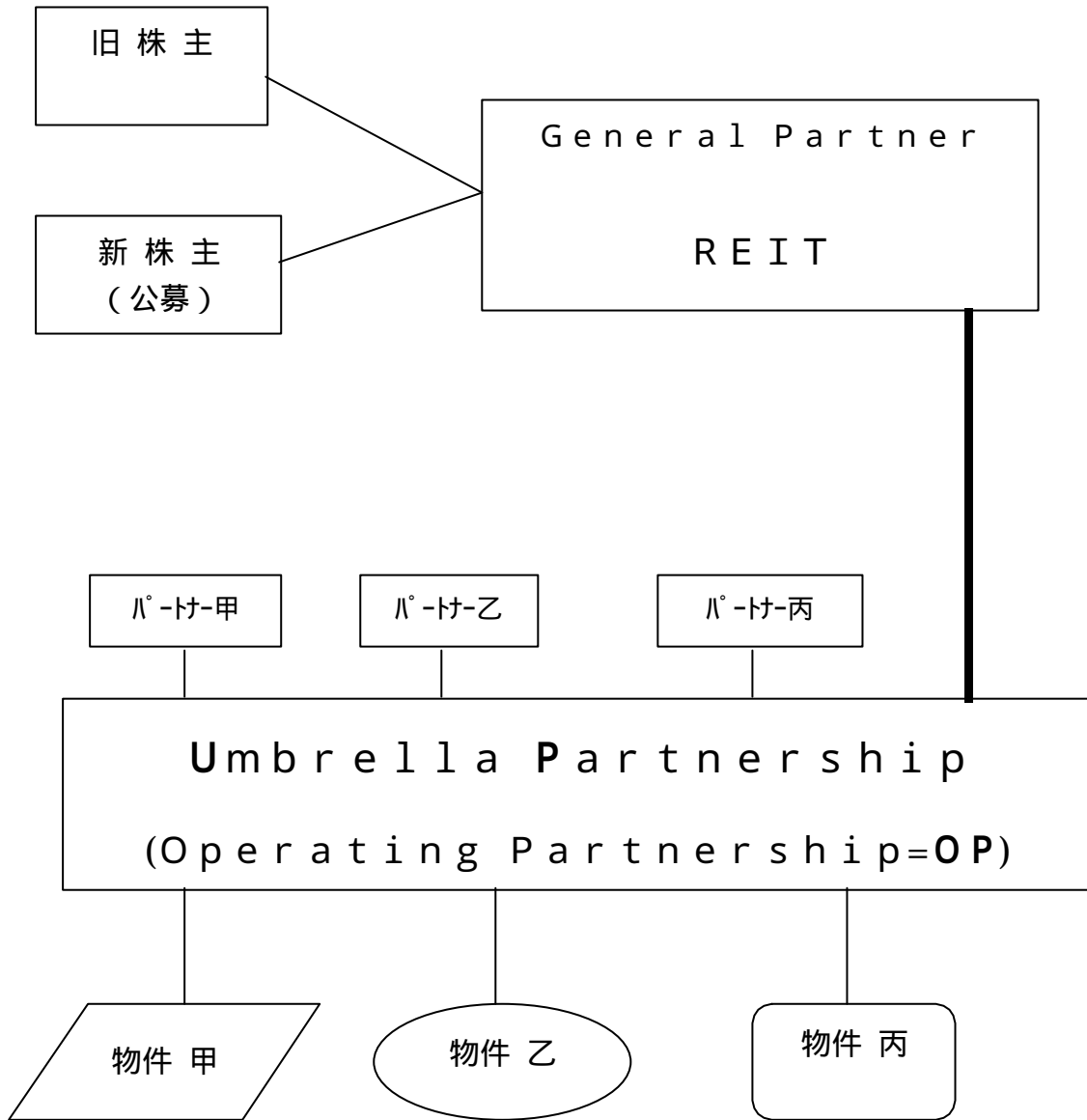
11. Umbrella Partnership REIT

= UP REIT (アップリート)

< REITのフォーメーション前 >



< R E I T フォーメーション後 >



不動産投資分析

1. 第3回講義レジュメ13PのIRRの訂正

総合収益率 : 11.12% → 11.44%

自己資本収益率 : 15.49% → 17.79%

ヒューレットパカード社製金融電卓HP12を使って計算すると、次のようになる。

< 総合収益率 >

	1,000	<u>CHS</u>	<u>g</u>	<u>CF₀</u>
1年目	100		g	CF _j
2年目	105		g	CF _j
3年目	110		g	CF _j
4年目	110		g	CF _j
5年目	1,160		g	CF _j

$$\underline{f} \quad \underline{IRR} = 11.44$$

< 自己資本収益率 >

	500	<u>CHS</u>	<u>g</u>	<u>CH₀</u>
1年目	63		g	CF _j
2年目	68		g	CF _j
3年目	73		g	CF _j
4年目	73		g	CF _j
5年目	714		g	CF _j

$$\underline{f} \quad \underline{IRR} = 17.79$$

2 . N P V と I R R

投資家はその不動産から期待される将来の毎年の純収益と投資終了時点における売却益を予測して、その不動産投資が投資家の求める投資採算に見合うものか否かを検討する。

よって、不動産の収益価格とは、投資対象不動産から毎年計上される純収益と、将来売却するときが発生する売却による回収額を現在価値に割り戻した金額の合計と解釈できる。

・ N P V (Net Present Value) = 純現在価値

不動産投資に際して、投資金額と将来の入金額の現在価値の合計を比較して、投資家が求める投資利回りよりも有利か不利かを判断する投資採算の算出手法

$N P V = P W C F$ (Present Worth Cash Flow = 将来の入金額の現在価値の合計)
 $C O$ (Capital Outlay = 投資額)

N P V がゼロ (ブレイク・イーブン)

プロジェクト利回りと必要利回りが等しくなる → 投資を行う

N P V がプラス (ポジティブ)

投資家の必要利回りが投資コストを上回る → 投資を行う

N P V がマイナス (ネガティブ)

投資家の必要利回りが投資コストを下回る → 投資は行わない

・ I R R (Internal Rate of Return = 内部収益率)

不動産プロジェクトにおいて、現金流入と現金流出を等しくさせる割引率、もしくは N P V をゼロにする割引率。

但し、I R R はアメリカではもう古い。

100億円投資をする場合、

10億円で1億円の現在価値のリターン (I R R 10%) がある案件

100億円で5億円の現在価値のリターン (I R R 5%) がある案件

のどちらを選択するか。

I R R だけの判断では高利回りで小粒な の方を選択しがち。

< 計算例 >

不良資産の投資分析 (D I V)

E X . 次の条件で不動産担保付きの不良債権に投資をする場合に、最適な投資金額 (純現在価値 N P V = Net Present Value) を求めよ

- (1) a . 債権額 1 0 億円
- b . 純収益 N O I (Net Operating Income) 1 0 0 0 万円
- c . 競売落札価格 (想定) 5 億円
- d . 期間 3 年
- e . 割引率 (Discount Rate) 1 5 %

< キャッシュフロー計算 >

	1 年目	2 年目	3 年目
純収益	1 0	1 0	1 0
売却収入	0	0	5 0 0
合計	1 0	1 0	5 1 0
複利現価率	0.8695	0.7561	0.6575
N P V	8.695	7.561	335.325

合計 N P V 3 5 1 . 5 8 1

< H P 1 2 C を使った計算 >

f CLEAR REG

1 5 i

1 0 0 0 CHS g CFo

1 0 g CFj

1 0 g CFj

5 1 0 g CFj

f NPV 6 4 8 . 4 0 9

N P V は、 $1 0 0 0 - 6 4 8 . 4 0 9 = 3 5 1 . 5 9 1$