

# 高まる J-REIT へのスポンサー影響力

## － 事業運営に関する計量分析をもとに －

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門  
不動産投資分析チーム  
主任研究員 浅原 大介  
[asahara@nli-research.co.jp](mailto:asahara@nli-research.co.jp)

### 要 旨

- ✚ J-REIT(不動産投資信託)市場が拡大してきた過去3年間(2005年1月～2007年11月)について、その相場局面に応じて、J-REITのスポンサーとJ-REITの関係がどう変化してきたかを計量的に分析した。
- ✚ スポンサーとの関係は、時間の経過に対して一定ではなく、その影響度は時期によって大きく変化している。またその影響度の変化の仕方は、運営効率の良否によって異なり、スポンサー力利用の巧拙がJ-REIT銘柄の二極化に作用した可能性も考えられる。
- ✚ スポンサー影響度の変化の仕方は、J-REITのタイプによっても異なるが、総じて時間を追うごとにスポンサーの影響度が増してきている。2007年後半以降、相場低迷によって時価発行増資による成長が困難となる一方、不動産投資市場の過熱で物件調達も難しくなる中、存続のためにはスポンサー力を活用せざるを得ない状況が覗われる。ただし、これと相反する動きとして、一部にはスポンサー力に頼らない、パイプラインの多様化等もみられる。
- ✚ スポンサー影響度の変化には、スポンサー自身の合併・経営統合による経営体制や規模の変化、スポンサー構成の変化、運用会社の業務提携の状況等も関係があると思われる。

## 1. J-REITとスポンサーの協同関係

J-REITはその構造上、利害関係者との利益相反の可能性を常に内包<sup>1</sup>しており、中でもその運営に直接・間接の影響力を有するJ-REIT運用会社への出資企業（以下、スポンサー）との関係は注目されることである。

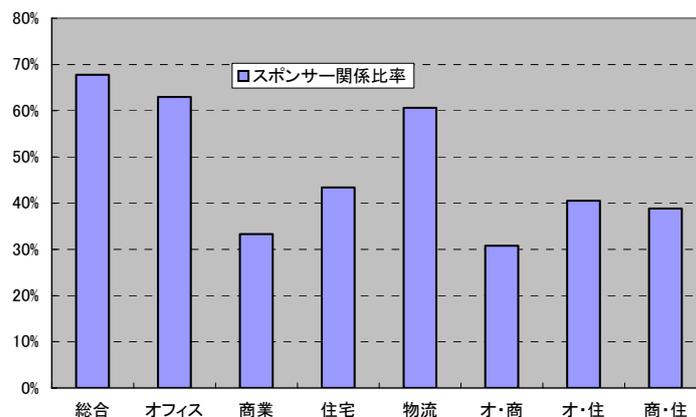
特に、J-REIT市況が低迷する現在、スポンサーの構成を変えたり、スポンサーと協同して難局を乗り切ろうという姿勢が散見される。

ひとくちに協同関係といっても、スポンサーの業態も、不動産会社、金融機関、商社、内外不動産ファンドまで多種多様なうえ、たとえば、その知名度や信用力が投資家の出資を促す場合もあれば、物件供給のパイプラインとしてサポートする場合もあり、各企業の関わり方も様々である。

そこで、2005年から2007年までの3年間におけるスポンサー関係企業からの物件取得をみると、取引総数1,509件の47.2%に相当する713件にのぼった。

これをタイプ別にみると、不動産投資市場が過熱気味で、特に都心部での物件取得が難しかったオフィス型（及びオフィス占率の高い総合型）、供給源が限られる物流型で、スポンサーの関与する取引の割合が高くなっていることがわかる（図表-1）。

図表-1 物件取引先がスポンサー関係企業である比率（用途タイプ別）

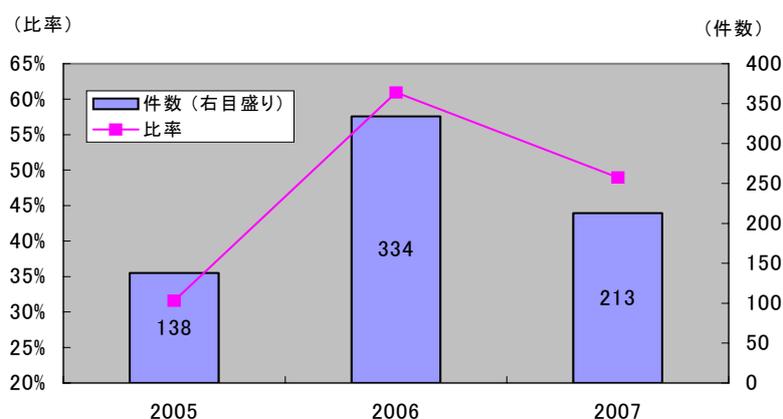


（出所）東急不動産「TOREIT」を基にニッセイ基礎研究所が作成

また年別にみると、2005年中盤以降のJ-REIT上場ラッシュでは、スポンサーの運営する私募不動産ファンドの出口戦略として用いられた銘柄や、経営力不足から物件供給をスポンサー関係企業に頼らざるを得ない銘柄の増加に伴い、2006年にかけてスポンサー関係比率が6割強に急上昇した。その後2007年でも、約半数の49%がスポンサーの関係する取引となっている（図表-2）。

<sup>1</sup> 運用を外部の運用会社に委託することが定められているJ-REITは、その運用会社に出資や人材を派遣（出向）することで、投資法人の運営に多方面から影響を与えているとされる。利益相反の代表例は、同一スポンサーが私募ファンドとJ-REITに関与している場合のファンド間取引である。

図表－2 スポンサー関係比率・取引件数の推移(過去3年間)



(出所) 東急不動産「TOREIT」を基にニッセイ基礎研究所が作成

このようにパイプライン機能ひとつをとっても、時期によりスポンサーの関与度合が変化していることがわかる。実際には、その他様々な協同関係やスポンサー構成が時間と共に変化するため、これらの総合的な影響を完全に切り分けて把握することは簡単ではない。

## 2. スポンサーの影響を何で測るか

そこで本稿では、スポンサーが J-REIT 運営に与える影響をみるための 1 つの切り口として、運営の相対評価を「事業効率性」の違いに着目して分析を行った。

ここでいう「事業効率性」とは、確率的フロンティアモデルという計量モデル<sup>2</sup>を用いて算出され、投入コストを最大限活用している最も望ましい生産状態（コスト・フロンティア）からのかい離（常に正值）で表現され、この値が小さいほど、効率性が高いことを表わす。

スポンサーの企業規模や、開発力、営業力、ネームバリューが、財務データ<sup>3</sup>を通じてその総資産、売上高、時価総額、出向者比率に反映しているものと考え、それら変数（以下、スポンサー変数）を当モデルに取り入れる前後を比較して、効率性の変化を見ることでスポンサーの影響度を測った。

たとえば、上記変数を考慮する前後の同一銘柄を比較し、効率性が上昇（フロンティアからのかい離幅が減少）する場合は、スポンサーの何れかの要素を有効活用しており、その影響度が大きいと判断した。また、効率性が低下（フロンティアからのかい離幅が増加）する場合は、スポンサー力を有効活用しておらず、その影響度が小さいと判断した。後者

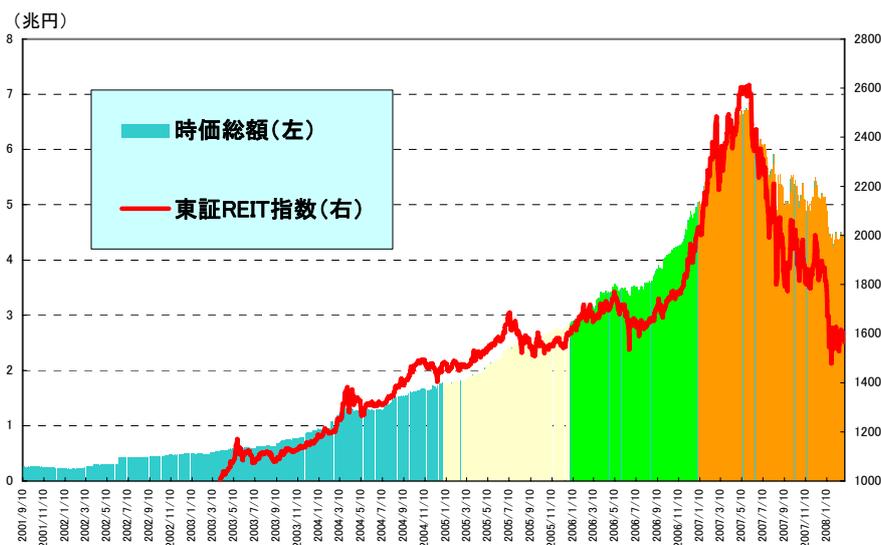
<sup>2</sup> モデル定式化に関する詳細は割愛する。興味のある方は、拙稿、ニッセイ基礎研究所報、vol46「不動産投資信託（J-REIT）の事業効率格差に関する考察－規模の経済性、事業効率性と投資パフォーマンスへの影響－」（2007）を参照されたい。

<sup>3</sup> 運用会社 1 社についてスポンサーが複数ある場合、全スポンサーの出資比率加重平均と、筆頭スポンサーのみの 2 通りについて検証した。

は、今後の有効活用によって、更なるコスト削減余地がある状態ということもできる。

また、先に述べた“時間経過に伴うスポンサーの影響の変化”をみるために、直近3年間に、J-REIT市場が軌道に乗り巡航速度で順調に拡大した2005年、不動産ファンダメンタルズの実態とかけ離れてバブルと言われながら急上昇した2006年、更なる相場上昇の後、サブプライムローン・ショックを受けて急落した2007年に3区分し、その変遷をみた(図表-3)。

図表-3 J-REIT 相場と時価総額



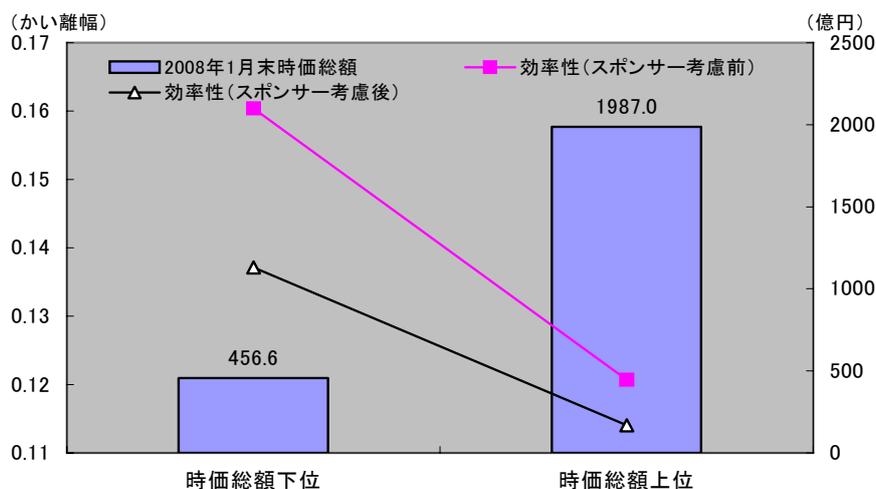
(出所) トムソンコーポレーション社データよりニッセイ基礎研究所が作成。

まず、有意となった変数をみると、2005年は総資産残高と株式時価総額、2006年は総資産残高と株式時価総額、2007年は総資産残高と売上高となった。このことから、総資産残高がスポンサーの規模を表す指標として常に説明力を持っていることがわかる。

時価総額は、企業としてのネームバリューや将来の開発力等も含めた総合的な代理変数になり得ると思われたが、2007年のサブプライムローン・ショックで、企業実態以上に株価が下落した影響を受け、説明力が失われたようである。代わって、単年度の営業成績を表す売上高が選択されたことは、漠然とした将来の企業価値よりも、足元の着実な事業成果(の伴うスポンサー)が、J-REIT運営に恩恵をもたらしている結果と考えられる。

またこの期間、J-REIT銘柄間の二極化が進んだとされるが、投資口の時価総額で上下2分した場合の効率性は、スポンサー変数考慮の前後に関わらず、時価総額上位グループの運営効率の方が良いという、直感と違わぬ結果となった(図表-4)。

図表-4 時価総額の2極化と効率性



(出所)財務データを基にニッセイ基礎研究所が作成

### 3. 運営状態の良否による影響度の違いはあるか？

以下では上記と逆に、運営効率の良否（効率・非効率な集団）でグループを2分して、スポンサーの影響がどのように異なるかをみた。

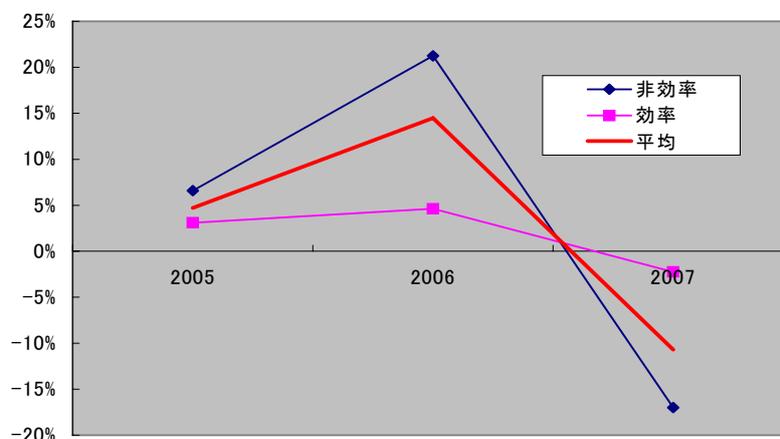
それぞれの期間における、スポンサー変数考慮後の効率性（フロンティアからのかい離幅）の変化率（全J-REIT平均）は、2005年+4.71%、2006年+14.49%、2007年-10.70%と、相場の急激な上昇と共にスポンサーの影響度が一時薄れてかい離幅が拡大した後、直近はかい離幅が大きく縮小し、スポンサーの恩恵を有効活用しているという推計結果となった。

すなわち2006年は、世界的なREITブームによって市場全体が活況となる中で、J-REIT価格の上昇によって、上場（IPO）や増資（PO）が容易であったことに加え、不動産投資市場も活況で、スポンサー力にそれほど頼らずとも事業運営が成り立っていたことが理由であろう。

2007年には、スポンサーの影響がより大きくなっているが、相場が急落後低迷し、不動産投資市場の過熱化により物件の調達も困難となる中、存続のためにはスポンサー力に頼り、これを活用せざる得なくなった状況が覗われる。

さらに、フロンティアからのかい離幅の上位（効率）、下位（非効率）をもとに2分して運営状態の良否を比較すると、これまでにみた全J-REIT平均の変化率の動きが、主に、運営状態が非効率なグループの影響であることが分かる（図表-5）。

図表-5 スポンサー影響度の推移



(出所)財務データを基にニッセイ基礎研究所が作成

私募不動産ファンド運用会社等をスポンサーとする多くの小規模 J-REIT が出現した 2005 年以降、非効率なグループほど、スポンサーの影響力、その恩恵の活用程度がドラスティックに変化したといえるが、実際の J-REIT で観測された以下の事象と合致する部分が多いと思われる。

すなわち、相対的に経営力に劣るとみられる小規模 J-REIT が相次いで上場を果たしたが、海外投資家の投機資金を呼び込みながら急成長する過程では、スポンサーの恩恵を有効活用できずに、以降のコスト削減余地が拡大する一方、J-REIT 市場の冷却化に伴い、特に運営状態の苦しい銘柄ほど、スポンサー資源に頼らざるを得なくなった姿が浮き彫りになる。

また、このことから、J-REIT の二極化が進行した背景には、スポンサー力の強弱、活用の巧拙も一因として作用していたとも推測され、その活用程度だけを基準に考えると、下位銘柄はその影響をより大きく受けることによって、二極化の進行が押しとどめられているとみることもできる。

#### 4. J-REIT タイプ別の影響度の違い

最後に、ファンドのタイプ別にスポンサーの影響度をみたのが図表-6 で、商業型を除く全てのタイプで、時間経過と共に影響度を増していることがわかる。なお、これまで同様、プラス変化率（グラフ上方）はかい離幅の増加を表し、スポンサーの影響度小を、マイナス変化率（グラフ下方）はかい離幅の減少を表し、影響度大を意味する。

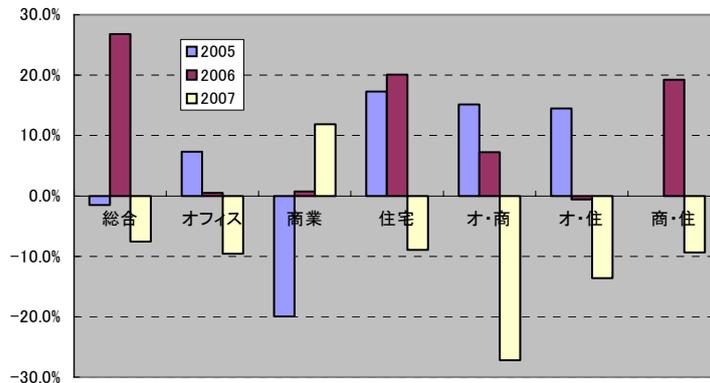
特に、総合型、住宅型、商業・住宅型では、そのセクターに含まれる小規模ファンドの影響が大きく現れていると思われるが、以下では、各セクターの中で、特にセクター全体に大きな影響を与えていることが確認された特定の銘柄についてみる。

まず、住宅型では、2005、2006 年には分析対象に含まれていない大手不動産会社をスポ

ンサーとする複数の REIT が 2007 年にかけて新規上場した影響と、外資系企業と業務提携した REIT (ケース①) の影響が現れている。

商業型 (ケース②) では、当初スポンサーが大きな影響を持っていたが、ファンド規模の拡大と共にパイプラインも多様化し、スポンサー関係企業の関与が弱くなったと推測される。またオフィス・商業の複合型では、スポンサーの経営統合により、運営する REIT への影響が高まったことがわかった (ケース③)。

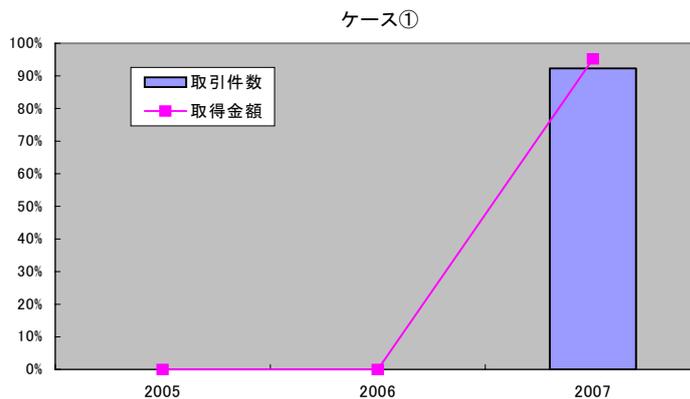
図表-6 スポンサー影響度(タイプ別)



(出所)財務データを基にニッセイ基礎研究所が作成

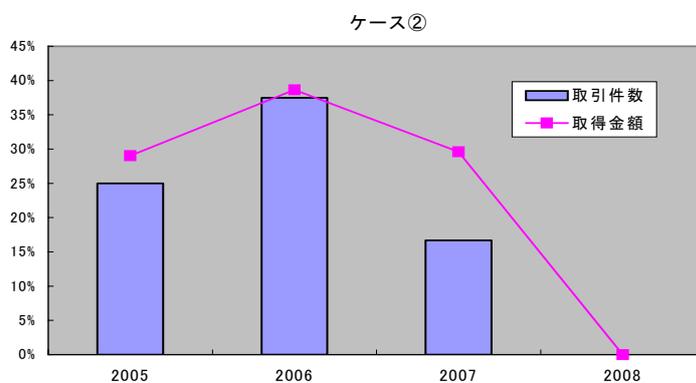
以下は、各ケースについて、過去数年の物件取得取引総件数に対するスポンサー関係企業取引の割合を調べたもので、それぞれ取引件数と取得金額をベースにその割合を示している (図表-7~9)。

図表-7 スポンサー関係企業取引の割合



(出所)東急不動産「TOREIT」を基にニッセイ基礎研究所が作成

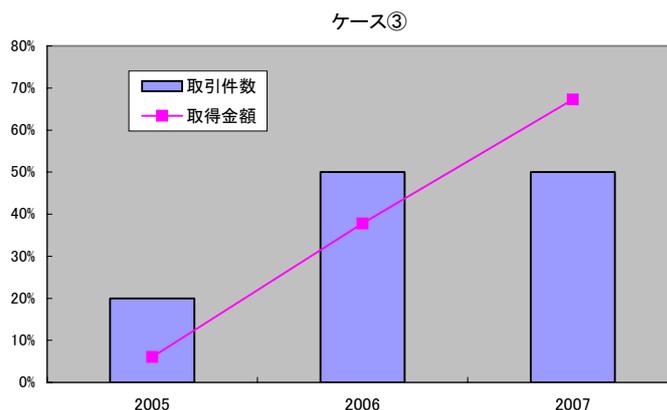
図表-8 スポンサー関係企業取引の割合



(注) 2008年は取得日ベース複数件の取引があったが、比率は0であった。

(出所) 東急不動産「TOREIT」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-9 スポンサー関係企業取引の割合



(出所) 東急不動産「TOREIT」を基にニッセイ基礎研究所が作成

これらの取引割合は、スポンサーと J-REIT の関係の一端を表しているに過ぎないが、先に見たタイプ別のスポンサー影響度とほぼ符合するような推移になっていることがわかる。

このように、財務データによる計量分析でスポンサーの影響度を測ることは、その一断面を切り口にして捉えたものであるが、それでもパイプラインとしての役割などが、ある程度そこに反映していることを実証する結果となった。

J-REIT 同士の M&A の可能性も高まる現在、こうした手法を活用してスポンサーと J-REIT の関係を客観的に捉えていくことの重要性が高まっているものと思われる。

以上