

米国林産会社による森林保有の構造変化 —証券年次報告書の分析を基にして—

森林政策研究室 東 真理雄

1. 研究の背景・目的・方法

アメリカにおける大規模林産会社は1990年頃までは垂直統合企業であった。しかし90年代後半から、これらの企業は自社所有林を売却し始めた。主な売却先はREIT（不動産投資信託）やTIMO（林地投資管理会社）等の機関投資家であり、森林保有構造の大きな変化が見られた（図1）。このことが示唆するのは今まで原料の確保という点でしか経済的に魅力的でなかった林地が投資の対象になり、林産会社の経営が変革の時期に差し掛かっているということである。このような大きな変化が林業界で起きているにも関わらず、林産会社の森林の売却について、企業ごとに分析した資料がなく、経営戦略の比較研究はなされていない（大塚2010）。そこで本論文では、TIMO・REITの林地購入理由、また垂直統合企業の売却理由・売却が林産企業に与える影響を各企業のIR情報や米国証券取引委員会に提出している証券年次報告書を用いて、解明することを目的とする。

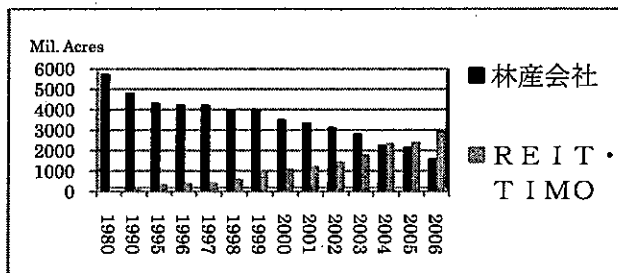


図1. 林産会社と機関投資家の森林保有面積
資料: The Timberland blog と Does Timberland Ownership Change Mean Land Use Change? A TIMO Perspective から作成

2. 調査結果

(1) TIMO・REITの林地購入理由

TIMO・REITの林地購入の理由として次の4つを挙げる事ができ、資料^{1) 2) 3) 4)}から確認した。

- ①高い内部収益率
- ②ローリスク・ハイリターン
- ③他の金融商品との低関連性
- ④REITの二重課税回避

(2) 林産会社の林地売却

林産会社の林地売却の理由として次の3つを挙げる事ができ、資料^{5) 6)}から確認した。

①林地評価額の上昇

この10年間で林地の取引価格が約3倍に上昇した。ではなぜ林産会社は林地の価格が上昇しているにも関わらず、林地を売却した。理由は次の3つを指摘できる

1) アメリカの税制によるもの（林産会社は投資収益を算定する場合、所有する林地・森林資産価値の高騰を会計で評価することができない）

2) 経営方向の変換

3) 株主からの短期配当確保の圧力

②経営地域のシフトによる資金調達手段

③原料調達手段の確保と海外依存

(3) 各林産会社の3類型と証券年次報告書の分析

上記のような要因で森林保有の構造が変化するなかで、各林産会社がとった戦略は大きく分類すると3つに分けられる。

1) 林地を売却した企業

例) International Paper, Champion International Paper, Bowater, Georgia Pacific

2) REITに変化した企業

例) Plum Creek Timber, Rayonier, Potlatch

3) 売却・REIT化しなかった企業

例) Weyerhaeuser

本論文では分類ごとに一社をピックアップして、企業経営の分析を行った。

①林地を売却した企業（インターナショナルペーパー）

インターナショナルペーパーは林地売却面積が最大の企業である。同社は、2005年7月に Three-part Transformation Plan を発表し、非塗工紙と産業・消費者包装の2点にビジネスを集中するために他のビジネスを再評価することにした。その中には木材の販売も含まれていて、結果社有林の多くを売却することになった。（図2）また売却先はTIMOが6つ、Conservation（環境保護団体）が4つであるが、その売却面積はTIMOが615.6万haに対し、Conservationが46.8万haと10倍以上の差がある。また2004年までの売却はM&Aによって膨れ上がった社

有林の処理と借金の返済という側面が強かったため、売却の際に同社の工場への木材・木材繊維の供給という条件が含まれていなかった。しかし、2005年の Three-part Transformation Plan 以後では原料調達手段を確保する必要性から10-50年間、売却先に原料を同社に供給することを契約に盛り込んでいることは注目される。

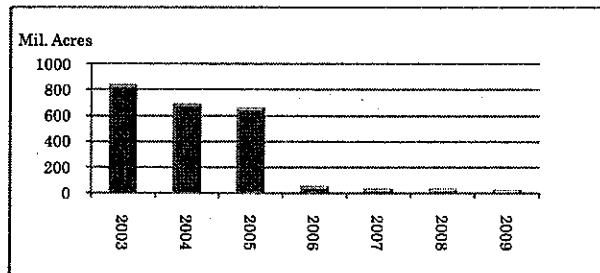


図2. インターナショナルペーパーの森林保有面積

② REITに変化した企業 (プラムクリーク)

プラムクリークはREITに変化した企業の中でも林業関係からの収益が71%と大きいこと、REITに変化したのが1999年と他の企業に比べ早かったことから選らんだ。プラムクリークはMaster Limited Partnershipとして設立されたが、MLPでは投資家への分配が課税所得となるので巨大な非課税投資機関は投資することができなかった。しかし同社代表は森林の買収が企業の成長には不可欠だと考え、森林を買収するために資本を集める必要があった。そのため、配当が課税所得とならないREIT化することによって、そのような投資家を集める上で最適だと考えた同社CEOのリック・ホーリー氏はプラムクリークをREIT化することを決定した。REIT化することで得た資金で同社は2001年にTimber Companyを買収、森林保有面積を増やした(図3)

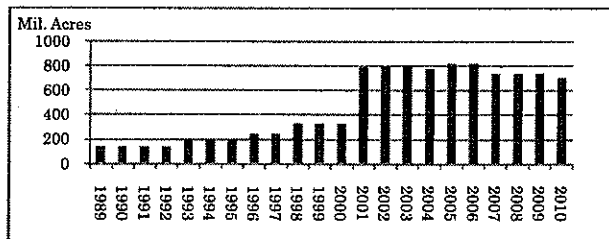


図3: プラムクリークの森林保有面積

③売却・REIT化しなかった企業 (ウェアハウザー)

ほとんどの企業が林地を売却するかREITに変化する中でウェアハウザーがどちらの道も選ばなかった理由として3つ指摘できる。

- 1) 垂直統合経営のほうが長期的に見れば高収益
- 2) 長期的育林経営ができないことによる環境への懸念

3) REITの制約(総資産額に占める不動産の割合が75%以上)

しかし森林は既に産業資産ではなく金融資産であると考えている投資家が多いことや、株主からのプレッシャーもあって2009年12月にREITに変化することを決定した。

(4) 比較

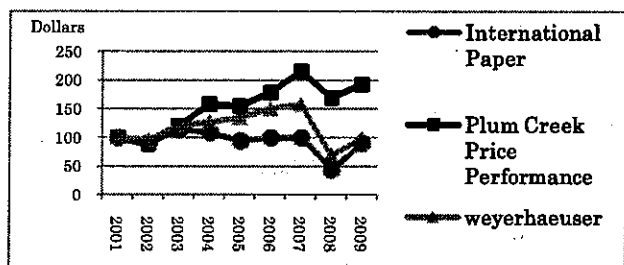


図4. 2001年に100ドル投資した場合のリターン

図4は2001年に100ドルを各社に投資した場合のキャピタルゲイン(ロス)と配当を合わせたものであるが、プラムクリークの高実績が一目で分かる。森林価格が上昇している2000年代だけで考えれば、REIT化して森林の保有面積を増やすことが、コアビジネスに特化するために森林を売却することよりも有利に働いたと言える。^{8) 9)}

3. 終わりに

1990年から2008年にかけて森林の価値は上昇し、それに伴って、森林の保有構造も変化していった。しかしウェアハウザーを除き、全ての垂直統合経営的林産会社が森林を売却したこと、また住宅バブルがはじけ、森林の資産価値が不安定になり始めた今、ウェアハウザーのREIT化の意味や投資対象となった森林の管理実態を今後検討することなどが求められる。

参考文献

- 1) 大塚生美 (2010) 環境時代のオレゴン州林業 日本林業調査会 第6章 P107-116
- 2) 勝久彦次郎 (2010) 米国における森林所有形態の変化と森林部門への投資 『世界の林業』 日本林業経営者協会 P276-278 P281,283
- 3) Timberland Report - Measuring Timberland Performance James W. Sewall Company
- 4) An Update for the Timberland Market- Overview of Key Investment characteristic 2009年7月 Dragana Timotijevic, Florian Rieser
- 5) U.S. Timberland post-recession, 2010年4月 Jim Rinehart
- 6) USDA Forest Service, 1986-2008. Timber Harvest table 16・20
- 7) The Trend in Timberland, 2010年 Prices J. Brian Fiocco
- 8) 1990年度-2009年度証券年次報告書(各社)
- 9) ホームページ上のIR情報(各社)