

東京大学 公共政策大学院

ワーキング・ペーパーシリーズ

GraSPP Working Paper Series

The University of Tokyo

GraSPP-DP-J-11-001

Jリート再編の実際
～合併・スポンサー交代の代償と市場評価～

内藤 伸浩
馬淵 晋吾

2011年3月

GraSPP
THE UNIVERSITY OF TOKYO

GraSPP Discussion Paper J-11-001

GRADUATE SCHOOL OF PUBLIC POLICY
THE UNIVERSITY OF TOKYO
HONGO, BUNKYO-KU, JAPAN

GraSPP
THE UNIVERSITY OF TOKYO

GraSPP-DP-J-11-001

Jリート再編の実際

～合併・スポンサー交代の代償と市場評価～

内藤伸浩¹⁾
馬淵晋吾²⁾

2011年3月

1) 東京大学公共政策大学院 特任教授
〒113-0033 東京都文京区本郷7-3-1
naitou@pp.u-tokyo.ac.jp

2) 東京大学公共政策大学院経済政策コース2年
〒113-0033 東京都文京区本郷7-3-1

注：著者の所属、連絡先はいずれも執筆当時のものです。

目次

概要

1. はじめに	3
2. Jリート再編の概要	4
2.1. 合併およびスポンサー交代があった銘柄	4
2.2. 再編Jリートがおかれた状況	5
2.3. 合併・スポンサー交代時のトレードオフ関係	8
3. 分析手法	10
3.1. ディスカウントレートの算出方法	11
3.1.1. エクイティベースのディスカウントレート	11
3.1.2. 不動産評価ベースのディスカウントレート	14
3.1.3. 企業結合会計上の「負ののれん」との関係	16
3.2. 市場評価指数の算出方法	17
3.2.1. スポンサー交代に係る市場の評価(スポンサー交代市場評価指数)	17
3.2.2. 合併に係る市場の評価(合併市場評価指数)	18
3.3. 市場評価指数とディスカウントレートの相関・回帰分析	18
4. 分析結果と考察	20
4.1. ディスカウントレート、移転価値、負ののれん	20
4.1.1. ディスカウントレートの算出結果	20
4.1.2. 被再編投資法人に係る「移転価値」	24
4.1.3. 「移転価値」と「負ののれん」の比較	25
4.2. 市場評価指数の算出結果	28
4.2.1. 合併市場評価指数の算出結果	28
4.2.2. スポンサー交代評価指数の算出結果	30
4.3. 市場評価指数とディスカウントレートの相関・回帰分析結果	31
4.3.1. 被再編投資法人の市場評価指数とディスカウントレートの相関・回帰分析結果	31
4.3.2. 取得法人の市場評価指数とディスカウントレートの相関・回帰分析結果	33
4.4. 市場評価指数の決定要因分析(重回帰分析)	35
5. まとめと今後の課題	37
参考文献	39

概要

Jリート市場は、誕生以来、順調に成長を続けてきたが、リーマン・ブラザーズの破綻に端を発した世界的金融収縮によって大きな打撃を受けた。とりわけ国内金融機関との取引関係が浅い新興不動産会社や外資系企業をスポンサーにもつJリートのリファイナンスが困難となった。そこで2008年から2010年にかけて、スポンサー信用力の弱いJリートが、信用力ないしは資金力の強い企業にスポンサー交代を行う、あるいはそうしたスポンサーの傘下にあるJリートに吸収合併されるという形でJリートの再編が進行した。

しかし再編されたJリートは、不動産時価ベースの純資産価値（Net Asset Value : NAV）に比してディスカウントで新スポンサーに第3者割当増資を行ったり、ディスカウントされた純資産価値をもとに算定した合併比率で吸収されたりするなど新スポンサーの信用力・資金力の後ろ盾を得るために、その投資主が少なくとも広義の代償を支払っている。こうした代償とそれによって得たメリットとは釣り合っていることが期待されるが、はたして実際はどうであったのか。

本研究では、このような視点を含めてJリート再編の実際とそれに対する市場評価を、「移転価値（広義の代償）」や「ディスカウントレート」、「市場評価指数」等の指標を通じて考察した。

その結果、被再編投資法人（スポンサー交代を行った投資法人および合併被取得法人）15社の移転価値合計が約2,044億円（NAV合計の約25%相当）、合併被取得投資法人7社の移転価値合計が約1,547億円（NAV合計の約45%相当）という大きなものであることがわかった。そして移転価値とは、狭義の代償（正味のエクイティ価値－取得対価）を含む場合があるものの、主として倒産コスト期待値（期待損失）の増大によって生じた未確定損失が確定損失に転じた金額であり、Jリート再編に伴う損失というよりも、おもに被再編投資法人の財務的な視野の狭さや経験不足に基づく損失と理解すべきものであろう。

しかし市場評価指数とディスカウントレートとの相関・回帰分析の結果、両者の間に正の相関性が確認されたことから、再編前あるいは再編後の企業価値に照らして必ずしも適正・妥当とはいえない再編案件があると市場が評価していることが推察された。特にディスカウントレートが大きく1.0を下回り、かつ前後10営業日ベースの市場評価指数が1.0をはっきり割り込んだ合併被取得法人については、未確定損失としての倒産コスト期待値が確定損失に転じただけでなく、不利な合併条件のために新たな損失をその投資主が被った可能性があることを市場が示唆したと考えられる。そしてそれは合併交渉にあたって被取得法人が足元を見られた、あるいは合併比率を引き上げることよりも合併成立の方を優先したからではないかという指摘がある。

しかしもしこのような推測が正しければ、それは投資家の信任を損なう事態であり、Jリート市場の健全な発展にとって決して好ましいものではない。投資法人のガバナンスのあり方を、制度的課題を含めて、市場関係者がもう一度よく検討する必要がある。

1. はじめに

2001年9月、2銘柄の上場から実質的に誕生したJリート（上場投資法人型不動産投資信託）市場は、順調に成長を続け、2007年10月には、42銘柄、保有不動産総額（取得価格ベース）7兆円を超える規模にまで拡大した（図1.1）。

しかし米国サブプライムローン問題が顕在化するにつれて世界的に下落を始めた株式市場と同様、Jリート市場も大きく下方局面に転じた。そして2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻に端を発した世界的金融収縮はJリート市場にも大きな打撃を与えた。とりわけ国内金融機関との取引関係が浅い新興不動産会社や外資系企業をスポンサーにもつJリートでは、既存借入や投資法人債の償還資金確保が極めて困難になった。いわゆるリファイナンス・リスクの顕在化である。そして2008年10月に起ったニューシティ・レジデンス投資法人の破綻（民事再生手続開始申請）によって、Jリート市場はさらに大きく混乱した。

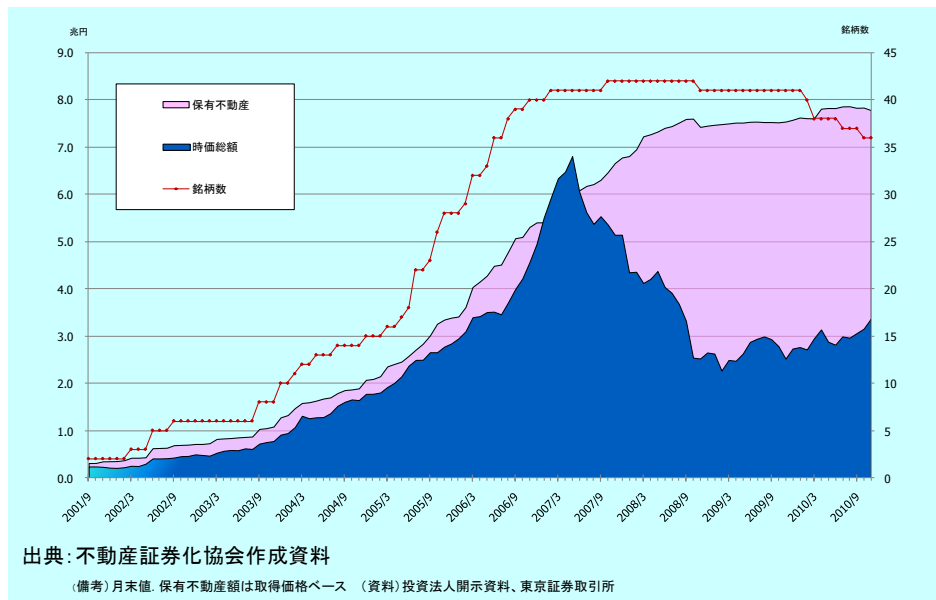


図 1.1 J-REITの銘柄数・時価総額・保有不動産額の推移

こうした事態を重く見た日本政府は、同年12月に、日本政策金融公庫による危機対応円滑化業務（「生活防衛のための緊急対策」）やJリート合併税務上の懸念の解消（平成21年度税制改正）などの対策を講じた。さらに2009年4月に「経済危機対策」として、銀行等保有株式買取機構の買取対象資産にJリートの投資口¹を追加し、また「官民一体となったファンドの創設」を決め、同年9月に「不動産市場安定化ファンド」として始動した。こうした対策が迅速にとられた結果、ニューシティ・レジデンス投資法人以外にJリートの破綻は生じていない。

¹ Jリートへの投資は、投資信託法に基づいて設立された「投資法人」の出資持ち分を保有する形で行われる。この出資持ち分を「投資口」といい、株式会社における株式に相当する。

しかし金融機関との取引関係の浅い新興企業等をスポンサーに持つ J リートの資金調達環境は、依然として厳しい状況が続いたため、その投資口価格も低迷を続けた。他方で金融機関との取引関係が深く相対的に信用力の強い大手不動産会社や総合商社等をスポンサーにもつ J リートでは、新規融資は困難なもののリファイナンスの目途は立てることができた。そして両者の資金調達環境の違いを反映して投資口価格水準の差が大きく拡大し、いわゆる「二極化現象」が生じた。特に金融収縮のあおりを受けてスポンサー企業が破綻してしまった J リート（表 1.1）では、リファイナンス・リスクをどう乗り切るかが最大の経営課題となり、資本市場の関心もその一点に集中していった。

このような状況を背景として、2008 年から 2010 年かけて J リートの再編が進行した。それは主としてスポンサー信用力の弱い J リートが、信用力ないしは資金力の強い企業にスポンサー交代を行う、あるいはそうしたスポンサーの傘下にある J リートに吸収合併されるという形で行われた。こうして J リートはリファイナンス・リスクを乗り越えた。

だがスポンサー交代を行ったり、吸収合併されたりした J リートでは、不動産時価ベースの純資産価値（Net Asset Value：以下「NAV」という）に比してディスカウントで新スポンサーに第 3 者割当増資を行ったり、ディスカウントされた純資産価値をもとに算定された合併比率で吸収されたりするなど、新スポンサーの信用力・資金力の後ろ盾を得るためにその投資主³が広い意味での代償（この意味は 2.3 で詳しく述べる）を支払っている。こうした代償とそれによって得たメリットとは釣り合っていることが期待されるが、はたして実際はどうであったのか。

本研究の目的は、J リートの合併・スポンサー交代において、支払われた代償を定量的に分析し、その代償の大きさと得たメリットとの関係を資本市場がどのように評価したかの考察を通じて、今回の J リート再編劇の実相を明らかにすることにある。

表 1.1 破綻したスポンサー一覧

民事再生手続き申請日	破綻スポンサー	投資法人
2008.9.24	リプラス(株)	日本賃貸住宅
2008.11.28	モリモト	ビ・ライフ
2009.1.9	クリード	クリード・オフィス
2009.3.10	パシフィック・ホールディングス(株)	日本レジデンシャル 日本コマース
2009.5.29	(株)ジョイント・コーポレーション	ジョイント・リート

2. J リート再編の概要

本研究では、日本の金融機関の引き締め姿勢が顕著になった 2008 年 8 月から 2010 年 6 月末までの間に発表された J リートの合併およびスポンサー交代を対象とする。

2.1. 合併およびスポンサー交代があった銘柄

2008 年 8 月から 2010 年 4 月までの間に、リプラスレジデンシャル投資法人（現・日本

³ J リートの投資口保有者のことを「投資主」といい、株式会社における株主に相当する。

賃貸住宅投資法人)をはじめとし、8件のスポンサー交代が発表された(表2.1)。

合併については、2008年から2009年にかけて合併法税制が整備されたことにより、2009年8月のアドバンス・レジデンスと日本レジデンシャルの合併合意を皮切りに、7件の合併が相次いで行われた(表2.2)。このうち、新設合併方式を採用したアドバンス・レジデンスと日本レジデンシャルの合併以外の6件は、いずれも吸収合併方式であった。

なお新設合併方式のアドバンス・レジデンスと日本レジデンシャルについても、企業結合会計上、アドバンス・レジデンスを取得法人、日本レジデンシャルを被取得法人としている(吸収合併方式を採用した他の6件について、いずれも企業結合会計上、存続法人を取得法人、消滅法人を被取得法人としている)。

表 2.1 スポンサー交代のあった銘柄一覧

発表日	割当増資日	現投資法人名	旧投資法人名	旧スポンサー	新スポンサー
2008.8.12	2008.8.28	日本賃貸住宅(2009.1.21～)	リプラスレジデンシャル	リプラス	オークツリー
2008.11.27	2008.12.17	ピライフ	—	モリモト	大和ハウス
2008.12.9	2009.3.27	いちご不動産(2011.3.4～)	クリード・オフィス	クリード	いちごアセット
2009.6.17	2009.7.1	大和証券オフィス(2010.9.1～)	DAオフィス	ダビンチホールディングス	大和証券
2009.10.6	2009.10.19	平和不動産リート(2010.10.1～)	クレッシェンド	個人	平和不動産
2009.10.20	2009.12.1	MIDリート	—	エートス・松下興産	関西電力
2010.2.19	2010.4.2	積水ハウス・SI(2010.6.30～)	ジョイント・リート	ジョイントコーポレーション	積水ハウス・SI
2010.4.26	2010.5.14	プレミア	—	ケンコーポレーション	NTT都市開発

注) 運用会社の実質筆頭株主をスポンサーとする。

注) 「割当増資日」は第3者割当増資を伴わない場合、運用会社の筆頭株主交代日

表 2.2 合併のあった銘柄一覧

発表日	合併日	取得法人(存続法人)	被取得法人(消滅法人)	被取得法人スポンサー	取得法人スポンサー
2009.8.6	2010.3.1	アドバンス・レジデンス	日本レジデンシャル	バシフィック・ホールディング	伊藤忠商事
2009.8.18	2010.4.1	ピ・ライフ	ニューシティ・レジデンス	シービーリチャードエリス	大和ハウス
2009.10.29	2010.3.1	日本リテールファンド	ラサールジャパン	ラサールジャパン	三菱商事
2009.11.17	2010.2.1	インヴァンシブル(東京グロスリート)	エルシービー	ザ・エルシービー・グループ・エルビー	
2010.2.26	2010.7.1	日本賃貸住宅	プロスペクト・リート	プロスペクト	オークツリー/プロスペクト
2010.4.22	2010.12.1	ユナイテッド・アーバン	日本コマース	バシフィック・ホールディング	丸紅
2010.6.21	2010.10.1	平和不動産リート	ジャパン・シングルレジデンス	アバマンショップサブリース	平和不動産

注) 運用会社の実質筆頭株主をスポンサーとする

2.2. 再編Jリートがおかれた状況

2007年5月31日に東証REIT指数は最高値を記録した(図2.1)。図2.2は、後に吸収合併(ないし新設合併)によって消滅する各投資法人(被取得法人)の投資口価格について、同日を1.0とし、それを東証REIT指数の変化率で割ることによって基準化した指標(以下「対東証REIT指数投資口価格指数」という)を合併発表日まで追ったものである。同様に、図2.3は、後にスポンサー交代を行う投資法人の対東証REIT指数投資口価格指数の

推移を追ったものである。

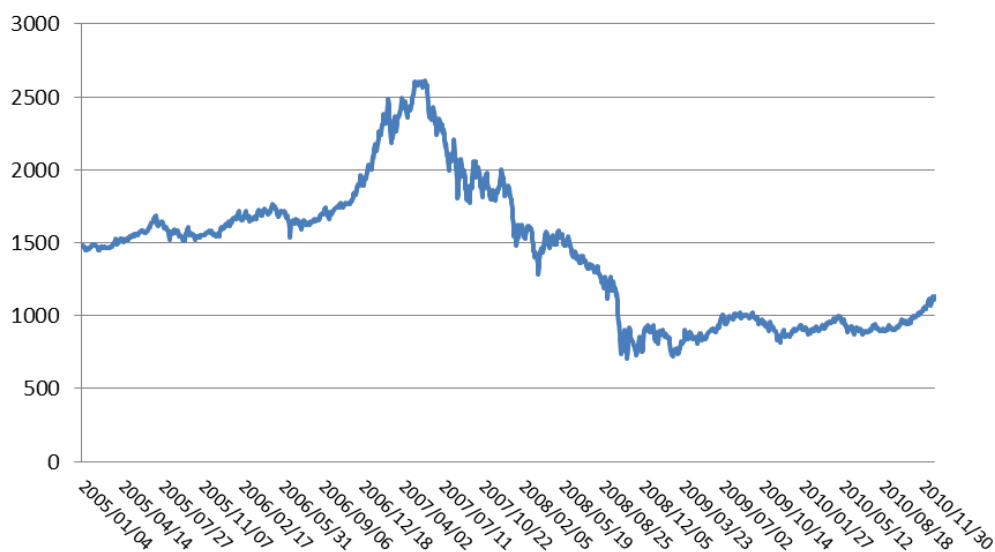


図 2.1 2005 年～2010 年の東証 REIT 指数の推移グラフ

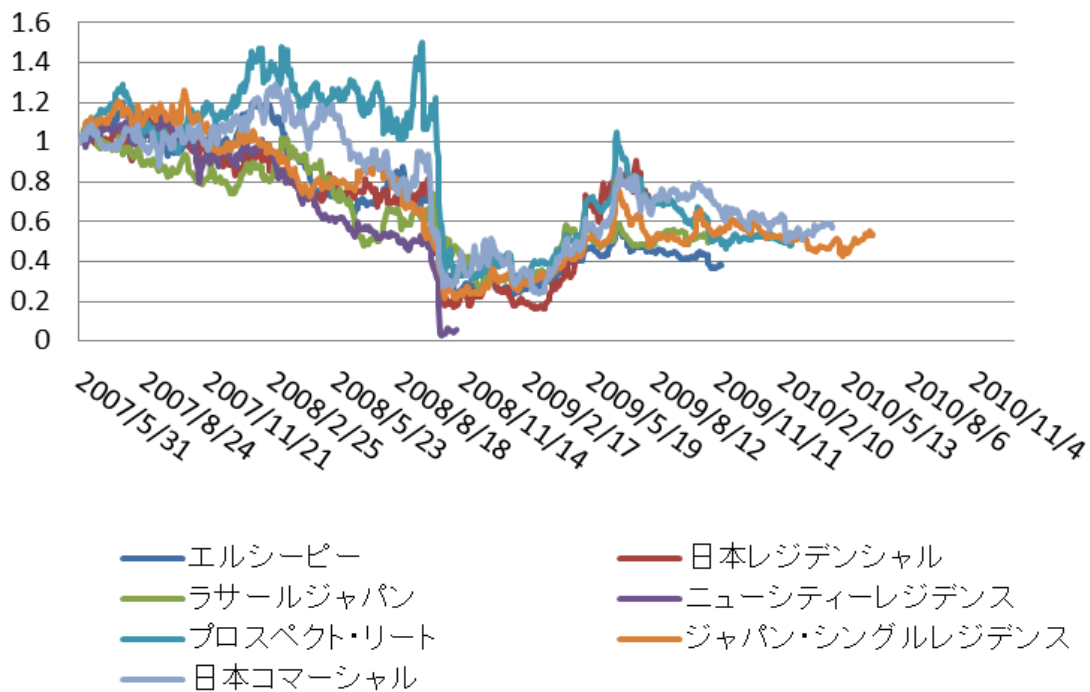


図 2.2 対東証 REIT 指数投資口価格指数(合併銘柄)

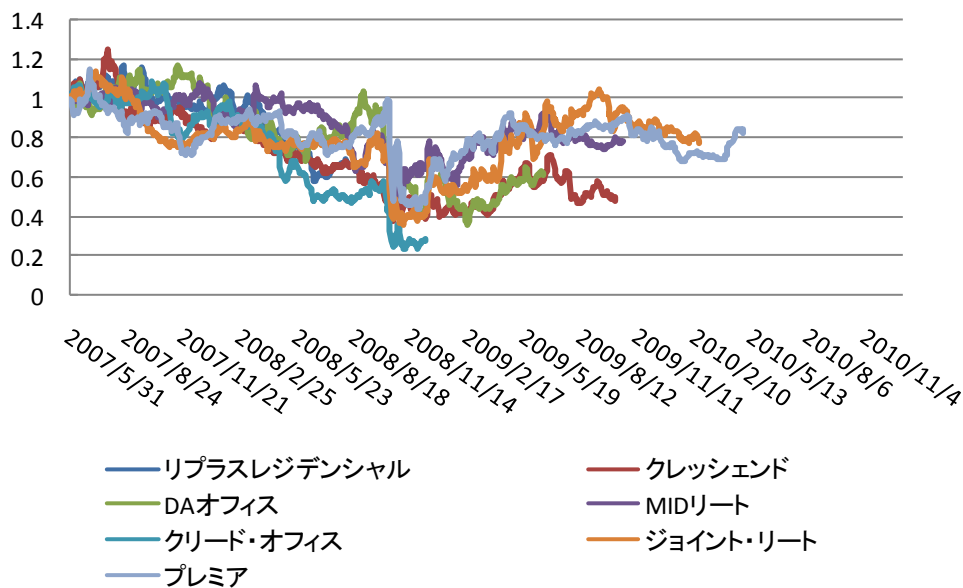


図 2.3 対東証 REIT 指数投資口価格指数(スポンサー交代銘柄)

この対東証 REIT 指数投資口価格指数が 1.0 を下回るということは、東証 REIT 指数以上に当該銘柄の投資口価格の下落幅が大きいことを意味する。2007 年夏にサブプライムローン問題が顕在化して以降、東証 REIT 指数自体も大幅に下落したが、被取得法人の指数は、2008 年後半から 2009 年前半にかけて約 0.2~0.4 へと、さらに大きく低迷していたことがわかる。スポンサー交代投資法人についても、0.6 前後であり、これらの投資法人が REIT 市場全体から見て投資口価格の下落が大幅であったことが理解できる。

合併被取得法人やスポンサー交代投資法人などのスポンサー信用力の弱い投資法人を W リート群と呼び、信用力・資金力の強いスポンサーをもつ投資法人を S リート群と呼ぶこととすると、両リート群の投資口価格水準に生じた差は、次のように説明できる(図 2.4)。

一般に法人税が存在する場合の企業価値は、負債の節税効果により負債比率の増大とともに増加する。しかし J リートの場合は実質的に非課税なので、この効果は存在せず、いわゆる MM 理論の第 1 命題によれば、その企業価値は負債比率に左右されないことになる。

しかし MM 理論の第 1 命題は、法人も個人も調達金利レートは同一であり、個人が投資で採用するいわゆる「ホームメイド・レバレッジ (Homemade Leverage)」は、投資対象法人で行われたレバレッジと全く同じ効果が持つという前提の下で成り立っている。ところが実際の金融資本市場では個人の調達レートの方が、法人のそれよりも高くなり、かつホームメイド・レバレッジは投資家個人の全財産が引き当てにされる。したがって J リートが投資法人レベルで負債を利用しレバレッジをかける方が、金利水準も低く、万一倒

産することがあっても、融資債権者から投資家個人に債務の返済を求められることはない
ので、Jリート投資家にとって有利であり、企業価値も上昇すると考えられる（図 2.4 で
は、これを「法人レバレッジの有利性効果」として表示している）。これが実質非課税主体
たるJリートがレバレッジを利用する理由の一つである。

しかし負債比率がある閾値を超えると倒産コストの期待値（期待損失）が急速に上昇を
し始め、ついにはレバレッジのメリットを凌駕してしまう。このような負債利用のメリッ
トとデメリットとが拮抗する点が、最適資本構成となる。いわゆるトレードオフ理論の考
え方である。もちろん企業の資本構成選択については、トレードオフ理論だけで説明がつ
くものではなく、情報の非対称性に基づくペッキングオーダー理論など、さまざまな仮説
が提唱されている。しかし今回の金融危機に伴うJリート市場の混乱・低迷は、リファイ
ナンス・リスクに伴う倒産コストの期待値の上昇が、その最大の原因であることは明らか
であり、トレードオフ理論の提供するモデルが、その説明概念としてもっとも適している。

さてスポンサー信用力の弱いWリート群では、リーマンショック後の金融収縮期におい
て、主としてリファイナンス失敗による予想倒産確率の上昇によって倒産コストの期待値
が飛躍的に増大した。これが相対的に予想倒産確率の低いSリート群に比べてWリート群
の投資口価格が大きく下落した要因と考えられる（図 2.4）。

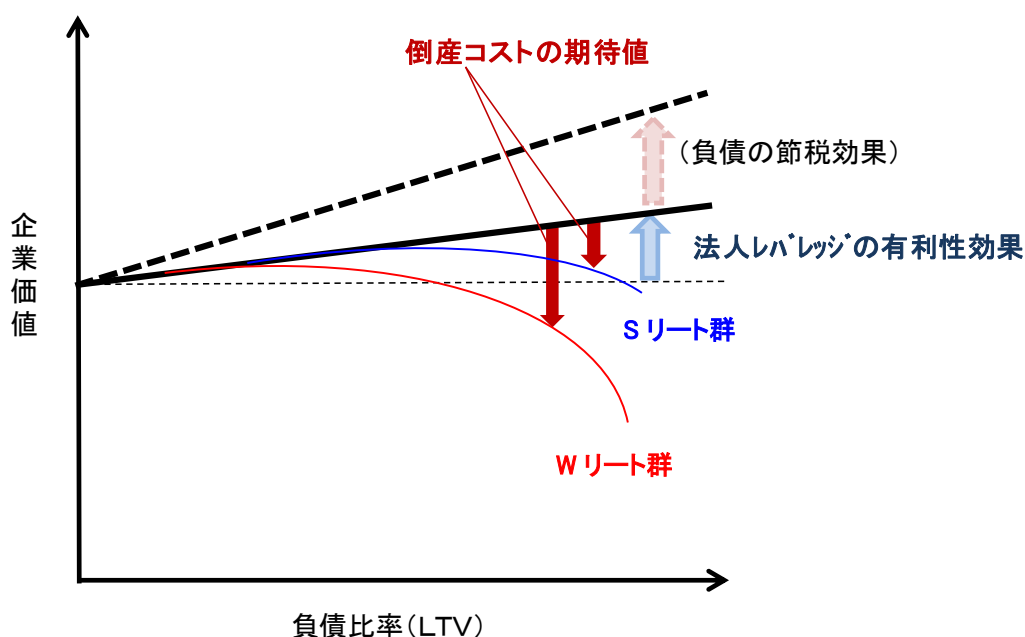


図 2.4 企業価値と倒産コストの期待値

2.3. 合併・スポンサー交代時のトレードオフ関係

Jリーートの再編劇は、太宗において上記Wリート群すなわち大きなリファイナンス・リ
スクに晒されたスポンサー信用力の弱いJリートが、Sリート群すなわち信用力・資金力の

強いスポンサー企業傘下のJリートに吸収合併される、あるいは信用力・資金力の強いスポンサーにスポンサー交代を行う、という形で行われた。この時、既存投資主と新スポンサーや吸収合併取得法人（存続法人）投資主との間で、以下のようなトレードオフ関係が生じる（図 2.5）。

まずスポンサー交代では、新スポンサーの信用力を得ることで、上記「倒産コストの期待値」を引き下げるというメリットを既存投資主が得る。しかし他方でNAVに比してディスカウントで新スポンサーに第3者割当増資が行われることで投資法人持ち分が新スポンサーへ割安に譲渡される。つまり既存投資主から新スポンサーへの価値移転が生じる。

次に合併では、取得法人（存続法人）スポンサーの信用力を得ることでやはり「倒産コストの期待値」を引き下げるメリットを被取得法人（消滅法人）の投資主が得る。ポートフォリオ拡大（外部成長）というメリットは取得法人・被取得法人双方が得る。他方でNAVに比してディスカウントで評価された純資産価値をもとに決定された合併比率によって、被取得法人持ち分が被取得法人投資主から取得法人投資主に対して割安に譲渡される。ここでも被取得法人投資主から取得法人投資主への価値移転が生じる。もし合併に先立ち取得法人スポンサーにディスカウントでの第3者割当増資が行われていれば、被取得法人投資主から取得法人スポンサーへの価値移転も生じる。

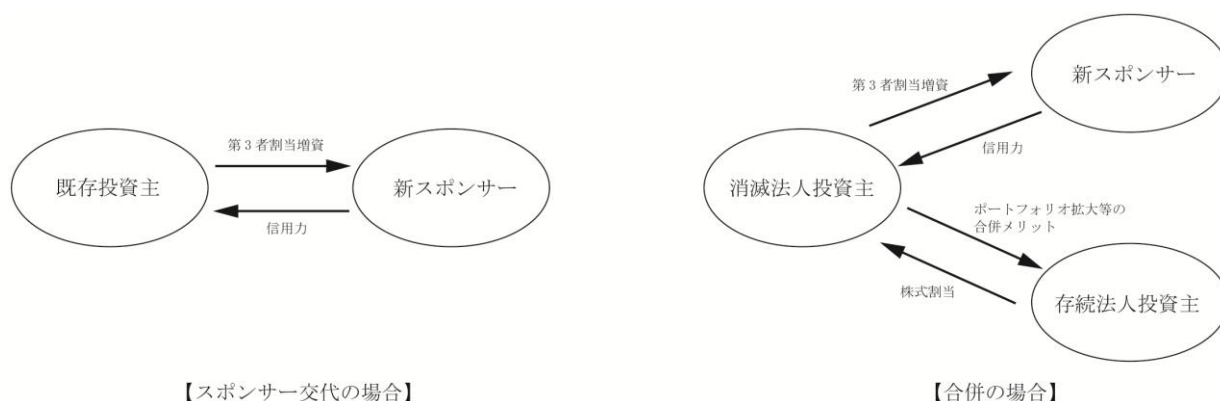


図 2.5 トレードオフ関係

このようにしてスポンサー交代を行った投資法人および合併被取得法人（両者をあわせて以下「被再編投資法人」という）の既存投資主から新スポンサーや取得法人投資主に移転する価値（以下「移転価値」という）と前節（2.2）で指摘した「倒産コストの期待値」等との関係を図 2.6 に整理しておこう。

まず同図の「取得対価」とは、被再編投資法人の投資口を取得する際に、第3者割当増資を引き受けた新スポンサーが払い込む金銭や合併取得法人が被取得法人投資主に交付する取得投資法人投資口の価値である。そして被再編投資法人NAVと「取得対価」の差額が「移転価値」である。

他方で被再編投資法人 NAV から倒産コスト期待値を差し引いたものが、被再編投資法人の「正味のエクイティ価値」である。そしてここから取得対価を控除したものが、新スポンサーや取得法人スポンサーの信用力を得るために被再編投資法人の投資主が差し出した「狭義の代償」である。なぜなら増資や合併における取得対価は、「正味のエクイティ価値」に概ね等しくなるべきだが、それを下回る取得対価しか支払われない場合、その差額が再編メリットを得るための代償と認識されるからである。

また移転価値は、以下のような考え方にに基づき「広義の代償」と位置づけられる。

まず図 2.6 からわかるとおり、移転価値は NAV と取得対価の差額であり、新スポンサーや取得法人が被再編投資法人持ち分を取得する際の割引分である。割引で取得できる理由は、上述の狭義の代償としての割引分もあるが、主として倒産コスト期待値によって被再編投資法人の正味のエクイティ価値が引き下げられていることにある。しかし倒産コスト期待値は、もし逼迫した金融情勢が緩和されれば大幅に縮小する可能性がある。あるいは投資法人自身が負債削減や金融機関との関係強化に取り組みリファイナンス懸念を払拭することによって減殺することができる。ところが倒産コスト期待値を反映したディスカウントでの増資や合併を実施してしまえば、その時点で倒産コスト期待値は期待損失から確定損失に転じる。したがって移転価値は、独力で信用を挽回して倒産コスト期待値を縮減することを諦めるという、いわば期待権の放棄ともいうべき代償が狭義の代償に加わったものである。そこでこれを広義の代償と呼ぶこととした。

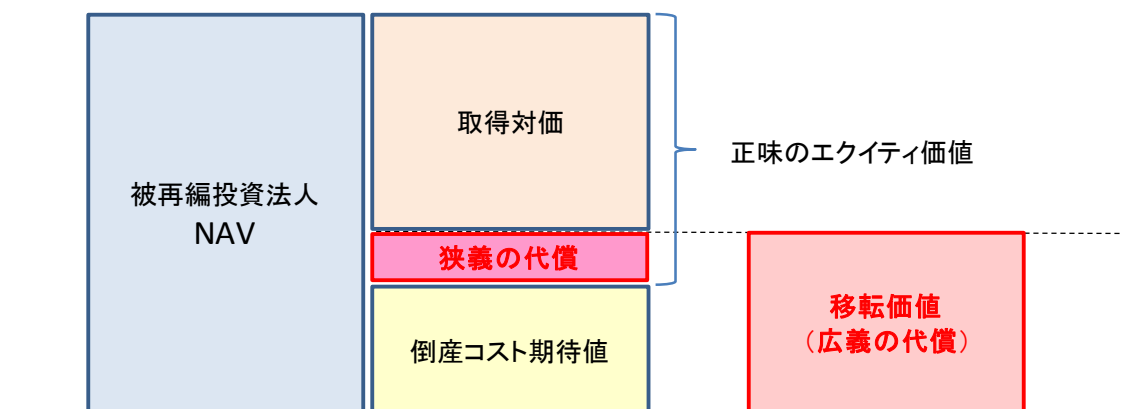


図 2.6 再編に伴う移転価値と倒産コスト期待値等との関係

3. 分析手法

そこで本研究では、まず被再編投資法人（スポンサー交代を行った投資法人および合併被取得法人）がどの程度の代償を支払ったのか、すなわち新スポンサーや合併取得法人に対して、NAV を基礎にどの程度のディスカウントで投資法人の持ち分価値が移転されたのかを計算することによって、ディスカウントの程度と広義の代償としての移転価値を算出

する。

次に、合併ないしスポンサー交代によって得た信用力向上やポートフォリオ拡大等のメリットが、その代償の大きさと釣り合っていたかどうか、すなわち両者のトレードオフ関係を検討する。本来合併やスポンサー交代によるメリットを把握するためには、調達金利水準や有利子負債比率、経費率、投資口流動性などの変化を中長期的に観測する必要がある。しかし、それらの測定は再編後間もない現時点では困難である。そこで本研究では、再編が公表された時に、市場がどう反応し、その評価（投資口価格の変化）を決める要因がどのようなものであったかを探ることを通じて検討する。

具体的な分析指標として、以下に詳述する「ディスカウントレート（掛け目）」および「市場評価指数（合併市場評価指数、スポンサー交代市場評価指数）」を用いる。

3.1. ディスカウントレートの算出方法

「ディスカウントレート」とは、被再編投資法人の NAV に比してどれだけの割引でスポンサー交代・合併が行われたかを表す指標である。単純化して言えば図 2.6 の取得対価を被再編投資法人 NAV で割ったものである。具体的には、以下のプロセスによって算出する。

まず、第 3 者割当増資や合併時の基礎データとなる NAV（被再編投資法人の鑑定評価額ベースの純資産。ここでは E_M と表記する）は、決算資料の開示データからなる(1)式によって求められる。

$$E_M = E_B + A_M - A_B \quad (1)$$

ここで、

A_M : 開示不動産鑑定評価額（時価ベースの不動産価格）

A_B : 不動産期末簿価（期末簿価ベースの不動産価格）

E_B : 会計上の純資産（期末簿価ベースの自己資本、ただし配当前）

E_M : 鑑定評価額ベースの純資産（時価ベースの自己資本；NAV）

である。

ただし開示不動産鑑定評価額や不動産期末簿価、会計上の純資産は、第 3 者割当増資や合併が公表された期日に最も近い決算期の決算資料（決算短信）に基づくデータを採用した。通常、増資や合併の公表後、実際にそれらが行われるまでには数カ月から 1 年近い期間がある。しかし増資条件や合併条件は、公表時の状況を前提に決定されるので、その意思決定時に最も近い公表直近期決算データを基に分析することとした。

3.1.1. エクイティベースのディスカウントレート

以上を用いて、まず純資産（エクイティ）ベースでのディスカウントレート（掛け目）と移転価値を計算する。

第 3 者割当増資を伴う吸収合併では、新スポンサーへの第 3 者割当増資時と取得法人による投資口取得時の 2 段階でディスカウントが起こる。本研究では、各段階それぞれのデ

イスカウントレートとそれらを総合したディスカウントレートを求めた。

①第3者割当増資時のディスカウントレートと移転価値

まず第3者割当増資時におけるディスカウントレート (r_{ei}) は、(2)式のとおり、スポンサーが払い込んだ第3者割当増資総額 (B) を、割当増資後の新スポンサーの NAV 持ち分の価値で割ったものとして求められる。

$$r_{ei} = \frac{B}{(E_M + B) \cdot \frac{d}{N + d}} \quad (2)$$

r_{ei} : 第3者割当増資時のディスカウントレート

(第3者割当増資総額/増資後の新スポンサーNAV持ち分)

B : 第3者割当増資総額

N : 第3者割当増資前の発行済み投資口数

d : 第3者割当増資時の新規発行投資口数

つまり新スポンサーは、増資総額 (B) を対価として、増資後の NAV 持ち分を取得したわけであり、その比率がディスカウントレート (r_{ei}) である。

第3者割当増資によって投資主から新スポンサーに移転した価値(「移転価値」)は、(2)式の分母から分子を差し引いたもの、すなわち割当増資によって得たJリートの持ち分価値から取得対価を控除した額(第(3)式)である。そして(3)式は、さらに(4)式に転換できる。これは増資前の一口あたり NAV と増資によって希薄化した一口あたり NAV との差に、増資前の発行済み投資口数を掛けたものに他ならない。

$$(E_M + B) \cdot \frac{d}{N + d} - B \quad (3)$$

$$= \frac{dE_M - NB}{N + d}$$

$$= \frac{E_M(N + d) - N(E_M + B)}{N \cdot (N + d)} \cdot N$$

$$= \left(\frac{E_M}{N} - \frac{E_M + B}{N + d} \right) \cdot N \quad (4)$$

②吸収合併時のディスカウントレートと移転価値

次に、吸収合併時における、取得法人による被取得法人投資口取得にかかるディスカウントレート (r_{em}) を求める。

そのためには、まず取得法人が被取得法人投資主に交付した取得法人投資口の一口あたり NAV (e_M) に合併比率 (γ) を乗じて被取得法人投資口の取得単価を求め、これに被取

得法人の（増資前の）発行済み投資口数（ N ）を乗じて取得対価を算出する。これを（増資後の）被取得法人投資主が保有する被取得法人 NAV 持ち分の価値で割ることでディスカウントレート（ r_{em} ）を求める（(5)式）。

$$r_{em} = \frac{\gamma \cdot e_M \cdot N}{\left(1 - \frac{d}{N+d}\right) \cdot (E_M + B)} \quad (5)$$

r_{em} : 吸収合併時のディスカウントレート

(取得対価/被取得法人の NAV 持ち分)

e_M : 取得法人の一口当たり NAV (鑑定評価額ベースの純資産)

γ : 合併比率 (被取得法人投資口 1 口当たりに交付される取得法人投資口数)

ただし取得法人の一口当たり NAV (e_M) は、合併公表期日に最も近い決算期の決算資料 (決算短信) データを採用した。その理由は 3.1 で述べたとおりである。

合併によって被取得法人投資主から取得法人投資主に移転した価値 (「移転価値」) も、(5) 式の分母から分子を差し引いたもの、すなわち合併によって得た J リートの企業価値から取得対価を控除した額 (第(6)式) である。

$$\left(1 - \frac{d}{N+d}\right) \cdot (E_M + B) - \gamma \cdot e_M \cdot N \quad (6)$$

③総合ディスカウントレート

以上 2 段階のディスカウントを総合したディスカウントレート (r_{et}) は、割当増資後の新スポンサーと既存投資主の出資比率でそれぞれのディスカウントレートを加重平均にした(7)式によって求められる。

$$\begin{aligned} r_{et} &= r_{ei} \cdot s + r_{em} \cdot (1-s) \\ &= \frac{B + \gamma \cdot e_M \cdot N}{E_M + B} \end{aligned} \quad (7)$$

r_{et} : 総合ディスカウントレート

$s = \frac{d}{N+d}$: 新スポンサーの第 3 者割当増資後の出資比率

ここで第 3 者割当増資を伴わない合併事例の総合ディスカウントレートについては、上記(5)および(7)式の中の d (新規発行投資口数) と B (増資総額) を 0 とすること ($d=0$ 、 $B=0$) で算出できる (第(8)式)。

$$r_{em} = r_{et} = \frac{\gamma \cdot e_M \cdot N}{E_M} \quad (8)$$

また合併を伴わない第 3 者割当増資のみのスポンサー交代事例の総合ディスカウントレートについては、(7)式において r_{em} を 1 とする ($r_{em}=1$) ことで求めることができる (第(9)式)。

$$\begin{aligned} r_{et} &= r_{ei} \cdot s + 1 - s \\ &= \frac{B(N+d) + N(E_m + B)}{(E_m + B)(N+d)} \end{aligned} \quad (9)$$

以上のとおり、本研究では不動産鑑定評価額が投資法人の保有資産の公正価値を表していると仮定し、それを基準にした場合に、そこから合併条件や増資条件がどの程度乖離しているのかを考察する。したがって合併時に取得法人が被取得法人の投資主に対価として交付する投資口の価値も同様に、合併合意発表日直近期の開示不動産鑑定評価額を基礎に算定した。

この算出方法は、合併比率や割当増資発行価格を算出する際に用いられる様々な手法の一つである「時価純資産法 (NAV 法)」の考え方と同じである。したがって、もし合併比率や割当増資発行価格が時価純資産法によって決定されていれば、本研究によるディスカウントレートは概ね 1.0 になる。しかし実際には、投資口価格法、類似投資法人比較法、配当還元法、DCF 法等の分析結果を総合して決定されているため、後述 (4. 分析結果と考察) のとおり、すべての事例でディスカウントレートは 1.0 未満であった。これは倒産コスト期待値が、被再編投資法人の正味のエクイティ価値を押し下げ、それが投資口の市場価格に反映され、しかも岩佐[2011]が指摘するように、主として投資口価格法を優先的に適用して合併比率等が決定されていたからだと推測される。

なお(5)式の導出において採用した取得対価の算定方法は、後述する「負ののれん」を計算する際の取得対価が合併日前日 (営業日ベース) の取得法人投資口の市場価格 (証券取引所取引価格) を基に計算しているのとは異なっていることに留意が必要である。

3.1.2. 不動産評価ベースのディスカウントレート

次に純資産 (エクイティ) におけるディスカウントの原因がすべて、新スポンサーや取得法人が被取得法人の保有不動産を、被取得法人の開示する不動産鑑定評価額よりもディスカウントで評価していることにあるとみなし、第 3 者割当増資の発行価格や合併比率から推定される新スポンサーや取得法人の不動産評価額を求めた。増資や合併を J リート保有不動産の売買と見立てた時の売買価格といってもよいだろう。

①第3者割当増資時の推定不動産評価額

まず第3者割当増資時の新スポンサーの推定不動産評価額 (A_{sp}) は、(10)の等式が成り立つことから求められる (第(11)式)。

$$(E_B + B + A_{sp} - A_B) \cdot s = B \quad (10)$$

$$\therefore A_{sp} = \frac{B}{s} + A_B - E_B - B \quad (11)$$

A_{sp} : 新スポンサーの推定不動産評価額

②吸収合併時の推定不動産評価額

次に吸収合併時の取得法人の推定不動産評価額 (A_m) も、(12)の等式が成り立つことから求められる (第(13)式)。

$$(E_B + B + A_m - A_B) \cdot (1-s) = \gamma \cdot e_M \cdot N \quad (12)$$

$$\therefore A_m = \frac{\gamma \cdot e_M \cdot N}{1-s} + A_B - E_B - B \quad (13)$$

A_m : 取得法人の推定不動産評価額

③総合ディスカウントレート

以上からそれぞれのディスカウントレートを求め、それらを第3者割当増資の新規発行投資口数と増資前発行済み投資口数とが増資後発行済み投資口数に対して占める割合により加重平均することで総合化したディスカウントレートを導出する (第(14)式)。

$$\begin{aligned} r_{At} &= s \cdot r_{Ai} + (1-s) \cdot r_{Am} \\ &= s \frac{A_{sp}}{A_M} + (1-s) \frac{A_m}{A_M} \end{aligned} \quad (14)$$

r_{At} : 総合不動産評価ディスカウントレート

r_{Ai} : 第3者割当増資時不動産評価ディスカウントレート
(推定不動産評価額/開示不動産鑑定評価額)

r_{Am} : 吸収合併時不動産評価ディスカウントレート
(推定不動産評価額/開示不動産鑑定評価額)

なお第3者割当増資を伴わない合併事例については、上記諸式の中の s (新スポンサーの第3者割当増資後の出資比率) と B (増資総額) を0とする ($s=0, B=0$) ことで総合不

動産評価ディスカウントレートを算出できる（第(15)式）。

$$r_{Am} = r_{At} = \frac{A_B - (E_B - \gamma \cdot e_M \cdot N)}{A_M} = \frac{A_M - (E_M - \gamma \cdot e_M \cdot N)}{A_M} \quad (15)$$

また合併を伴わない第3者割当増資のみのスポンサー交代事例については、 r_{Am} を1とする（ $r_{Am} = 1$ ）ことで、総合ディスカウントレートを算出できる。

3.1.3. 企業結合会計上の「負ののれん」との関係

今日の合併時会計処理（合併日を含む会計期間にかかる決算短信の「企業結合に関する注記」事項）では、パーチェス法にもとづいて処理されるので、被取得法人（消滅法人）が保有していた資産の帳簿受け入れ価格は、その公正価値＝時価（ A_a ；合併時の鑑定評価額を基礎に算定）である。またその取得対価（ V_a ）は、被取得法人（消滅法人）の株主に交付される取得法人（存続法人）の投資口時価総額すなわち〔合併日直前の市場投資口価格×交付数〕で計算される。

「負ののれん」（ M ）とは、受け入れ資産合計（ A_a ）から負債合計（ D_a ）の差として計算される純資産（ E_a ）からその取得原価（取得対価 V_a ＋取得費用 c ）を差し引いたものである（第(16)式および(17)式）。つまり「負ののれん」も、合併において被取得法人の純資産をディスカウントで取得したことによる利得、すなわち被取得法人から取得法人への移転価値の一種である（なお後述 4.1.3 で、この「負ののれん」と 3.1.1 で求めた移転価値とを対比する）。

$$E_a = A_a - D_a \quad (16)$$

A_a ：被取得法人の資産合計

D_a ：被取得法人の負債合計

E_a ：会計ベースの純資産

$$M = E_a - (V_a + c) \quad (17)$$

V_a ：取得対価として交付した投資口の時価

c ：被取得企業の取得に直接要した費用

M ：「負ののれん」の金額

3.2. 市場評価指数の算出方法

「市場評価指数」とは、再編公表日前後の投資口価格水準の変化を通じて、市場がJリークの再編をどう評価したかを示す指標である。

3.2.1. スポンサー交代に係る市場の評価(スポンサー交代市場評価指数)

スポンサー交代が行われた投資法人について、スポンサー交代に合意したことの発表日までの一定期間（営業日ベースで10日と60日）と発表日の翌日⁴からの一定期間（営業日ベースで10日と60日）の投資口価格（終値）の平均値を求め、後者を前者で割ることで市場によるスポンサー交代への評価を指標化する。さらにこの間のリート市場全体にかかる変動要因による変化を相殺するために、同期間の東証REIT指数変化率で割ることで、市場要因調整後の評価指数（以下「スポンサー交代市場評価指数」という）を求める。

*リプラスレジデンシャル投資法人（現日本賃貸住宅投資法人）のリプラスからオークツリーへのスポンサー交代時において、オークツリーは第3者割当増資の引き受けと合わせて、市場価格の30%プレミアムでTOBをかけている。したがってそのスポンサー交代評価指数を単純計算すると、TOBプレミアムを反映したものとなるため、他のスポンサー交代評価指数と同列に評価することができない。そこでリプラスの評価指数は、以下の算式に基づいて計算したTOBプレミアムによる理論上昇値を控除した後の数値を使用した。なおTOBによる買い付け総数は18,063口（割当増資前発行済投資口数の約18.5%）を上限とされており、上限を上回った場合には按分比例方式での買取ることになっていたため、TOBプレミアムが市場の投資口価格に与える理論上昇値は限定的な金額にとどまっている。

<TOBプレミアムによる理論上昇値の算出式>

(a) 後10営業日平均	195,450	円
(b) 前10営業日平均	189,180	円
(c) 交代評価指数[(a)/(b)]	1.03	
(d) TOB 価格	260,000	円
(e) TOB 買付上限口数	18,037	口
(f) 発行済み投資口数	97,477	口
(g) TOB 対象比率[(e)/(f)]	0.19	
(h) 理論上昇分[{(d)-(b)}×(g)]	13,104	円

(a)' 理論上昇分差引後の後10営業日平均[(a)-(h)] 182,346 円

(c)' 理論上昇分差引後交代評価指数[(a)'/ (b)] 0.96

⁴ ただし正式発表当日の証券取引市場が閉まる以前にスポンサー交代の情報が市場に流れ、それに市場が反応したと思われるプレミア、クリード、MIDについては、発表日の前日までの一定期間（営業日ベースで10日と60日）と合併発表日からの一定期間（営業日ベースで10日と60日）とを比較する。

3.2.2. 合併に係る市場の評価(合併市場評価指数)

取得法人、被取得法人、それぞれについて、合併合意の発表日までの一定期間（営業日ベースで10日と60日）と発表日の翌日から一定期間（営業日ベースで10日と60日）の投資口価格（終値）の平均値を求め、後者を前者で割ることで市場の合併評価を指数化する。さらにこの間のリート市場全体にかかる変動要因による変化を相殺するために、同期間の東証REIT指数変化率で割ることで、市場要因調整後の評価指数（以下「合併市場評価指数」という）を求める。

*被取得法人であるニューシティ・レジデンス投資法人（取得法人はビ・ライフ投資法人）は、前述のとおり2008年10月に民事再生手続きの申請を行い、上場廃止となった。したがってビ・ライフ投資法人との合併合意発表日前後の市場投資口価格が存在しない。そこでニューシティ・レジデンス投資法人の合併市場評価指数は、民事再生申請日前の一定期間（営業日ベースで10日と60日）の投資口価格の平均値を分母とし、また合併合意発表日の翌日から一定期間（営業日ベースで10日と60日）のビ・ライフ投資法人の投資口価格に合併比率（0.23）を乗じたものをニューシティ・レジデンス投資法人の投資口価格とみなし、その平均値を分子として算出した。

3.3. 市場評価指数とディスカウントレートの相関・回帰分析

スポンサー交代や合併の合意が市場に発表された際に、その合意内容が被再編投資法人投資主にとって妥当ないし適正であることを示す以下の仮定が成立するかどうかを検証するために、総合ディスカウントレート（以下、総合ディスカウントレートを単に「ディスカウントレート」という）と市場評価指数の相関関係を確認するとともに、市場評価指数を被説明変数、ディスカウントレートを説明変数とした単回帰分析を行う。

<仮定1>

「すべてのケースにおいて被再編投資法人が得る再編メリットは、狭義の代償に等しいあるいはそれを上回っている」と市場が評価した（図3.1）。再編メリットとは、スポンサー交代による倒産コストの期待値の引き下げ効果（以下「スポンサー効果」という）および合併に伴う諸効果（メリットとしてのポートフォリオ拡大や投資口流動性向上、デメリットとしての負債比率増大やポートフォリオの質の劣化等を総合した効果。以下「合併効果」という）である。

この仮定が成り立つ場合には被再編投資法人の市場評価指数は、「再編メリット」が狭義の代償をどの程度上回るかによって決まる。したがって被再編投資法人の市場評価指数は被再編投資法人NAVに対する取得対価の割合であるディスカウントレートには左右されないため、ディスカウントレートと市場評価指数とは相関性を有さないはずである。

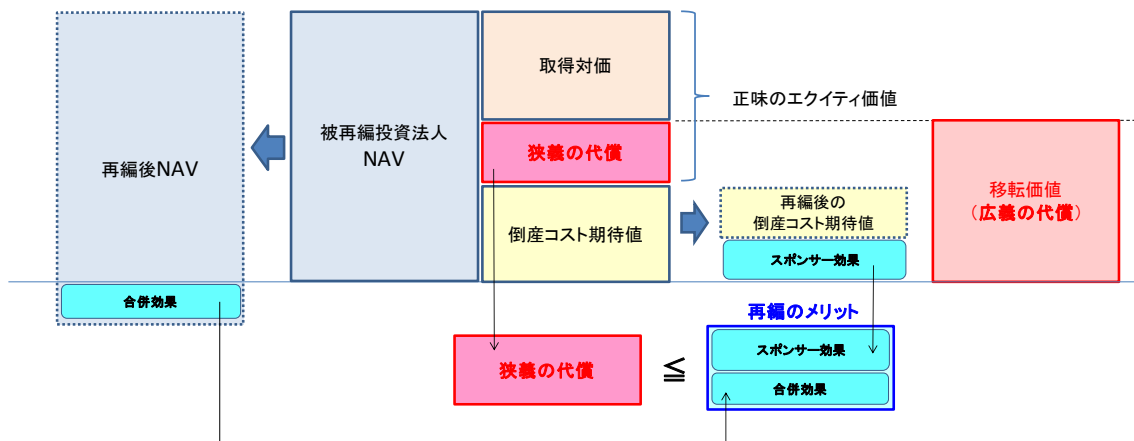


図 3.1 仮定1(再編後価値考慮)

< 仮定 2 >

「すべてのケースにおいて再編前の市場投資口価格は、倒産コスト期待値も含めて、再編対象各投資法人（スポンサー交代投資法人、合併被取得法人・合併取得法人）の正味のエクイティ価値を正しく反映しており、かつ第 3 者割当増資の発行価格や合併比率は、対象各投資法人の再編前の企業価値を正しく反映して決定されている」と市場が評価した（図 3.2）。

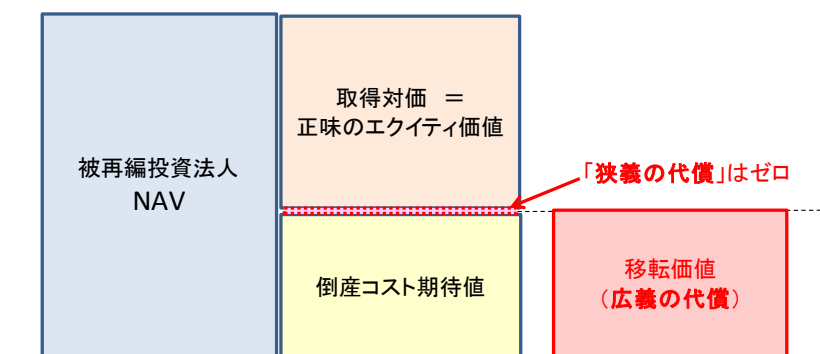


図 3.2 仮定 2(再編前価値等価)

この仮定が成り立つ場合、再編対象各投資法人の市場評価指数は、再編メリット（スポンサー効果と合併効果）に対する市場の総合的評価によって決定される（正味でプラスなら指数は 1.0 を超え、マイナスなら 1.0 を下回る）。また図 3.2 のとおり、取得対価は被再編投資法人の正味のエクイティ価値に等しく、狭義の代償はゼロである。さらに移転価値は、倒産コストの期待値に等しく、再編前の企業価値評価の中で既に織り込まれている。したがって被再編投資法人の市場評価指数はディスカウントレートには左右されないため、ディスカウントレートと市場評価指数とは相関性を有さないはずである。

なおこの仮定は、再編条件を投資口価格法で決定することを支持した上で再編メリットがディスカウントレートとは無関係に市場で評価されることを意味している。

以上のとおり、もし仮定1あるいは仮定2が成り立てば、ディスカウントレートと被再編投資法人の市場評価指数とは、相関性を持たないはずである。反対に両者の間に相関性が確認されれば、どちらの仮定も成立せず、各案件の再編条件が必ずしも被再編投資法人にとって妥当ないし適正なものばかりではなかったという評価を市場が下したことになる。なぜなら仮定1は再編条件が再編後に予想される企業価値（変化）に照らして妥当であるという市場評価を、仮定2は再編条件が再編前の各投資法人の企業価値に照らして適正であるという市場評価をそれぞれ意味しているからである。

4. 分析結果と考察

前章の手順に従って算出したディスカウントレートと市場評価指数の分析結果とそれに関する考察を述べる。

4.1. ディスカウントレート、移転価値、負ののれん

本節では、ディスカウントレートと移転価値に関する分析結果を示し、「負ののれん」との関係も含めて考察する。

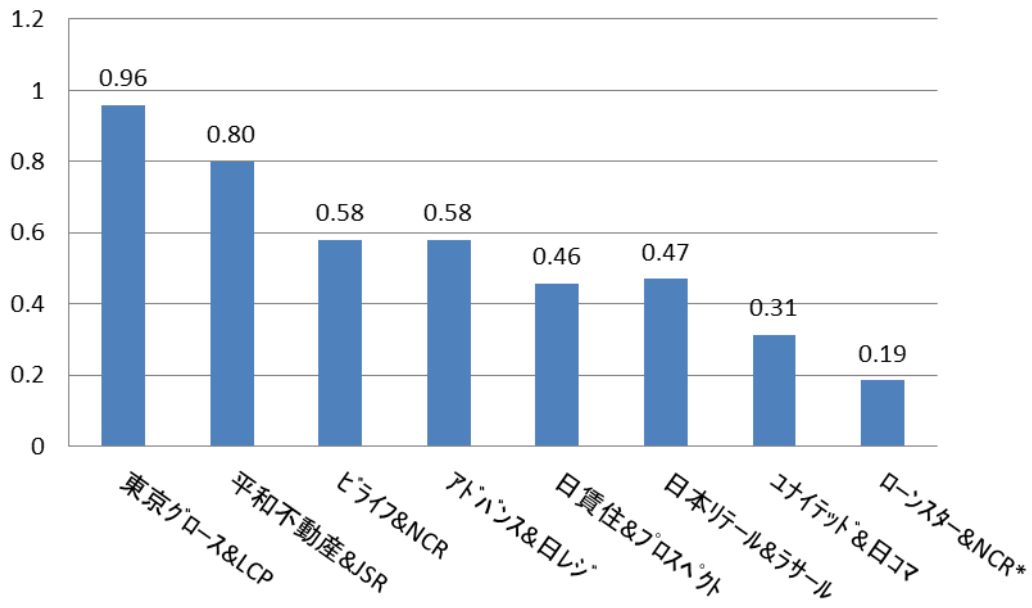
4.1.1. ディスカウントレートの算出結果

まず合併時のディスカウントレートの算出結果を示す。

図 4.1 はエクイティベースのディスカウントレートであり、図 4.2 は不動産評価ベースのそれである。

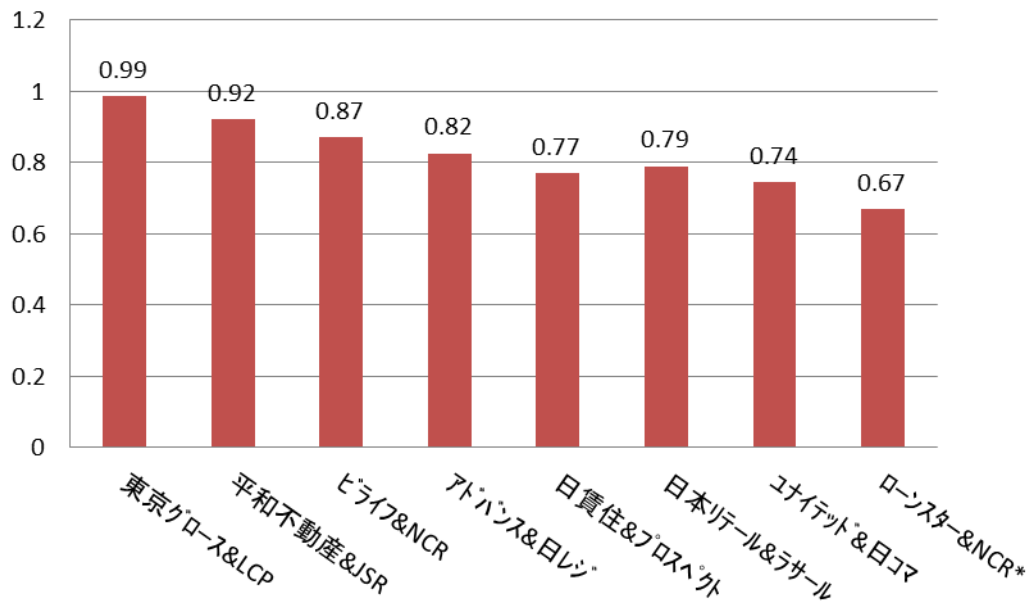
エクイティベースでは、案件によって 0.31 から 0.96 まで大きな乖離がみられる（ただし参考として付したローンスタアの未実現案を除く）。これは NAV に対する移転価値（広義の代償）の割合が合併案件ごとに大きく異なっていたことを示している。最もディスカウントレートの低かった日本コマーシャル投資法人では、NAV の約 7 割を合併の代償として支払ったことになる。

他方で不動産評価ベースのディスカウントレートは、0.74 から 0.99 までの幅にある。これは、3.1.2 の第(15)式右辺からわかるとおり、不動産評価ベースのディスカウントレートは、移転価値の開示不動産鑑定評価額に対する割合に左右され、NAV よりも開示不動産鑑定評価額の方がその絶対値が大きいため、移転価値の影響が数字としては小さく表れるからである。しかし再編合意時にもっとも近い時期に開示された不動産鑑定評価額よりも 2 割前後も割安で買収された案件が過半を占めているわけであり、増資や合併を不動産売買と見立てた時のディスカウントの幅は決して小さいものではなかったといえよう。



注)「ローンスター&NCR」については実現されなかった買収であるが、参考値として併記している。

図 4.1 合併時ディスカウントレート(エクイティベース)



注)「ローンスター&NCR」については実現されなかった買収であるが、参考値として併記している。

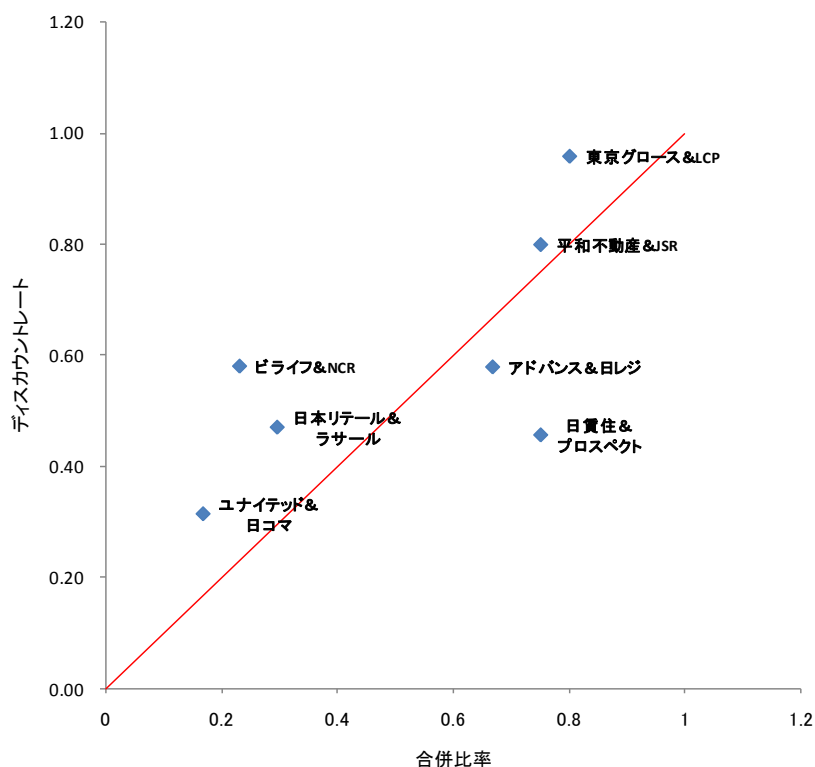
図 4.2 合併時ディスカウントレート(不動産評価ベース)

なお合併比率とディスカウントレートとの関係を示したのが図 4.3 である。これをみるとデータが散布図の 45 度線近辺に分布していることがわかる。この現象は以下のように考えることができる。

合併比率 γ とディスカウントレート r は、3.1 の第(8)式 [第 3 者割当増資を伴わない合併の総合ディスカウントレート] が、下式右辺に展開できることからわかるように、 $r = \varphi \cdot \gamma$ の関係にある (ただし、 φ は [取得法人の一口当たり NAV / 被取得法人の一口当たり NAV] を表す)。

$$r_{em} = r_{et} = \frac{\gamma \cdot e_M \cdot N}{E_M} = \frac{e_M}{E_M / N} \cdot \gamma$$

そして合併比率 γ とディスカウントレート r が散布図の 45 度線近辺に分布していることは、 φ がどの合併案件においても比較的 1.0 に近い数字であることを示している。これは、投資法人設立時に多くの J リートが、一口あたり NAV が 50 万円になることを目安に発行投資口数を決定したことに由来するものと推測される。



注)「合併比率」は、取得法人を 1 とした場合の被取得法人の比率を表す。直線は 45 度線である。

図 4.3 ディスカウントレートと合併比率の関係

次に、スポンサー交代時のディスカウントレートを図 4.4 と図 4.5 に示す。エクイティベース、不動産評価ベースともに、合併事例と比較して高い値となっている。これは対東証 REIT 指数投資口価格指数の推移を示した図 2.2 と図 2.3 の比較からもわかるように、スポンサー交代投資法人にかかる倒産コスト期待値（期待損失）が、合併被取得投資法人ほどには増大しないで済んだからと考えられる。そしてそれは両者のリファイナンスの困難度の大小が反映されたものと推測される。

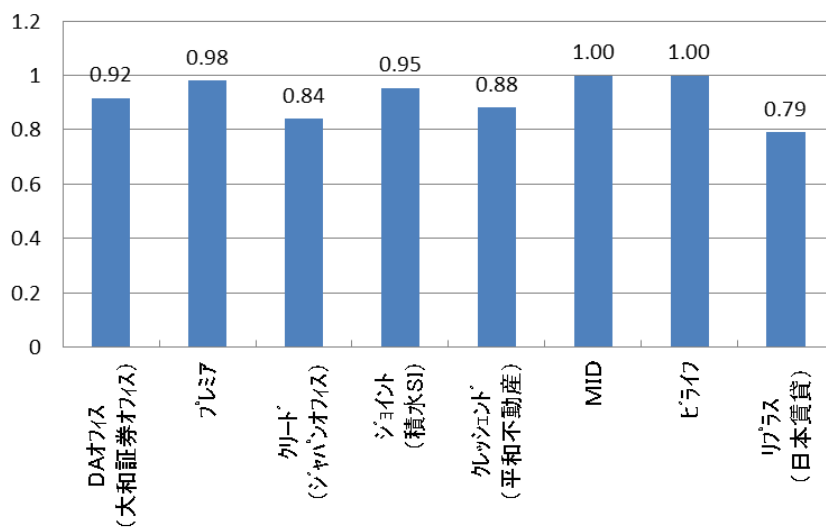


図 4.4 スポンサー交代時ディスカウントレート(エクイティベース)

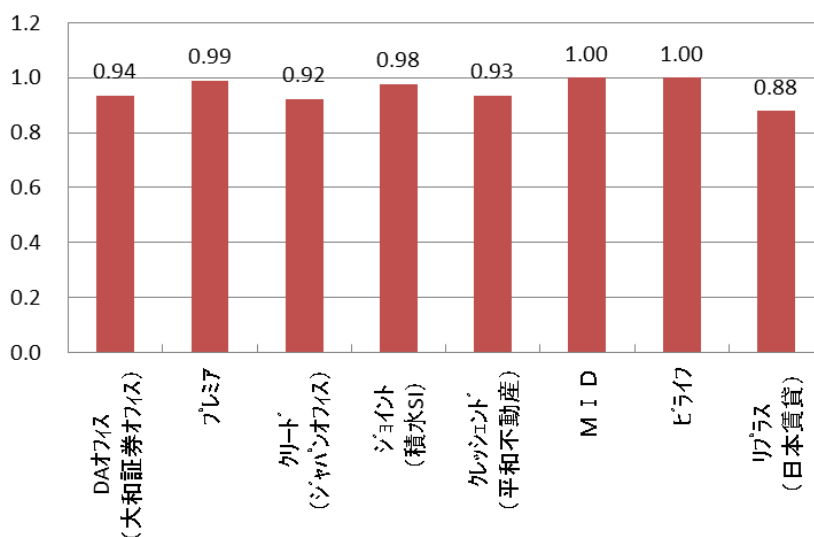


図 4.5 スポンサー交代時ディスカウントレート(不動産評価ベース)

4.1.2. 被再編投資法人に係る「移転価値」

ここではディスカウントの実体である「移転価値」の実額を見てみよう。

図 2.6 で説明したように、「移転価値」とは、被再編投資法人 NAV と「取得対価」との差額であり、「取得対価」とは、被再編投資法人の投資口を取得する際に、第 3 者割当増資を引き受けた新スポンサーが払い込む金銭や合併取得法人が被取得法人投資主に交付する投資口の価値である。

表 4.1 のとおり、被再編投資法人（合併被取得法人 7 社とスポンサー交代投資法人 8 社）にかかる「移転価値」を合計した金額は、約 2,044 億円であり、それら 15 投資法人の NAV 合計 8,049 億円の約 25% に相当する。このうち合併被取得投資法人 7 社についてみれば、移転価値が合計約 1,547 億円であり、7 社の NAV 合計 3,401 億円の約 45% にも相当する。

もちろん価値移転といっても、新スポンサーや取得法人の投資主が不当な利得を手に入れたわけではない。2.2、2.3 で分析したとおり、そもそも、それら 15 投資法人の正味のエクイティ価値は倒産コスト期待値の上昇によって、NAV を大きく下回っている。また新スポンサーは自らの信用力を被再編投資法人に付与しているし、合併取得法人（の投資主）は合併によるメリットだけではなくデメリットも引き受けている。

表 4.1 合併・スポンサー交代に伴う移転価値

銘柄	合併時		スポンサー交代時
	第3者割当増資時	吸収合併時	第3者割当増資時
東京グロス&LCP	0	1,048,245,820	
平和不動産&JSR	0	3,774,407,280	—
ビライフ&NCR	11,492,730,379	7,025,520,122	—
アドバンス&日レジ	0	48,121,651,956	—
日賃住&プロスペクト	0	7,561,279,483	—
日本リテール&ラサール	0	22,336,447,908	—
ユナイテッド&日コマ	0	53,321,617,984	—
DAオフィス	—		17,138,213,449
プレミア	—		1,310,594,827
クリード	—		10,698,398,003
ジョイント	—		1,930,572,948
クレッシェンド	—		6,267,084,219
MID	—		0
ビライフ	—		0
リプラス	—		12,417,497,268
合計	11,492,730,379	143,189,170,554	49,762,360,714
	154,681,900,932		
	204,444,261,646		

単位：円

したがって移転価値とは、狭義の代償が含まれる場合があるものの、主として被再編倒産コスト期待値（期待損失）の増大によって生じていた未確定損失が、第 3 者割当増資や合併によって確定損失に転じた金額であると理解すべきだろう。

そして J リート全体が非常に厳しい金融情勢にさらされたとはいえ、資金調達の見込を

つけないまま大型物件の売買契約を締結したり、目先の借り入れ条件に目を奪われて金融機関との安定的関係の構築を軽視したりするなど、被再編投資法人はクレジット・クランチへの備えが十分ではなかったという指摘がある。こうした被再編投資法人の財務経営や財務構成の在り方が、このように大きな倒産コスト期待値を惹起してしまったといえよう。また増大した倒産コスト期待値を独力で引き下げるチャレンジを行わなかったこと、あるいはそのチャレンジをする時間的猶予が許されないほど追いつめられてしまったことに、倒産コスト期待値という未確定損失を確定損失にしてしまった原因がある。つまり「移転価値」とは、Jリート再編に伴う損失というよりも、おもに被再編投資法人の財務的な視野の狭さや経験不足に起因する損失として理解すべきものであろう。

4.1.3. 「移転価値」と「負ののれん」の比較

さて「負ののれん」とは、合併や買収に際して、被取得法人をその純資産の時価評価額よりも低い取得原価で取得した場合の両者の差額であり、これも「移転価値」の一種である。この「負ののれん」と表 4.1 の「移転価値」（以下、単に「移転価値」という）とを比較したのが図 4.6 である。

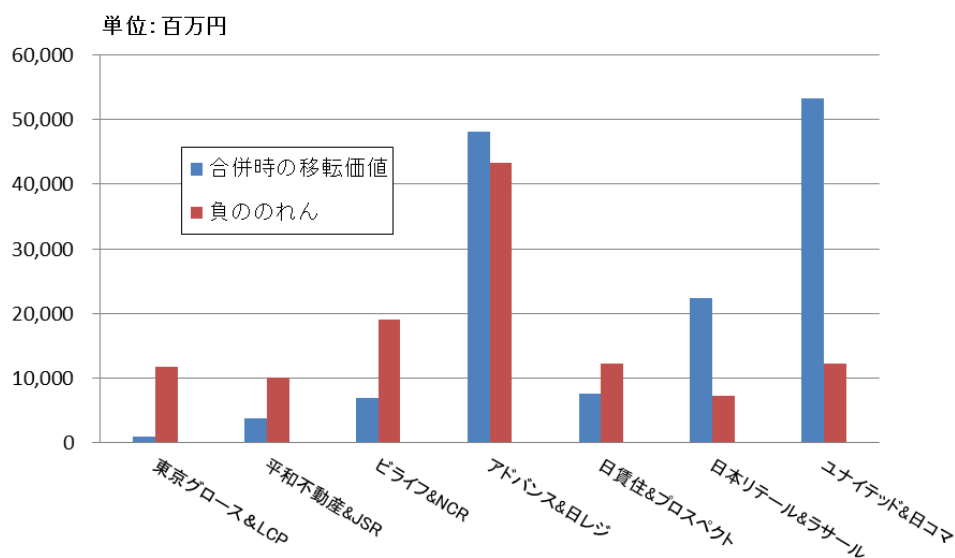


図 4.6 移転価値と「負ののれん」

同図からわかるとおり、両者の絶対額に大きな差があり、またその大小関係に 2 つのタイプが存在する。そこで、その理由を、「東京グロース&LCP」および「日本リテール&ラサール」の合併事例を使って分析してみよう（図 4.7）。

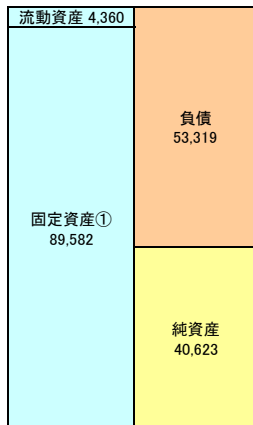
まず東京グロースリートとエルシーピーの合併事例では、移転価値が約 10 億円であるのに対して「負ののれん」が約 118 億円と、後者の金額の方がかなり大きい。この相違は次

のような要因に基づいている。

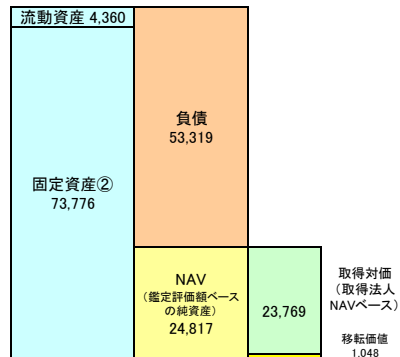
すなわち、「移転価値」の基礎となる「②LCPの発表日直近期の不動産鑑定評価額ベースB/S」の固定資産②から、「負ののれん」の基礎となる「③合併時の取得法人帳簿受け入れB/S」の固定資産③へは、約62億円(▲8%)の切り下げにとどまる一方で、取得対価は、前者が約238億円、後者が約66億円と、後者の方が約172億円も低い。「取得対価」が異なる理由は、②では取得法人のNAVを基礎に算出し、③では取得法人の株価(正式には市場投資口価格)を基礎に算出しているからだ。

東京グロス&LCP

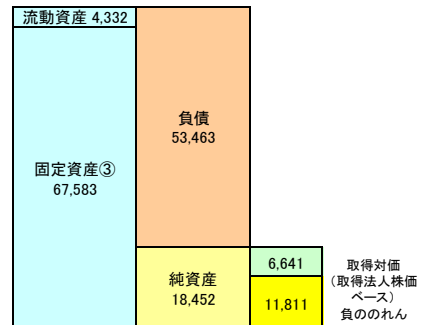
①LCPの発表日直近期の簿価B/S
(2009年8月期)



②LCPの発表日直近期の不動産鑑定評価額ベースB/S
(2009年8月期)



③合併時の取得法人による帳簿受け入れB/S

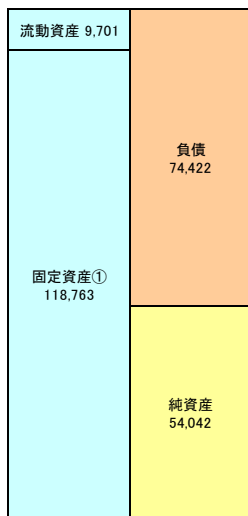


※固定資産②=固定資産①+開示不動産鑑定評価額-不動産簿価

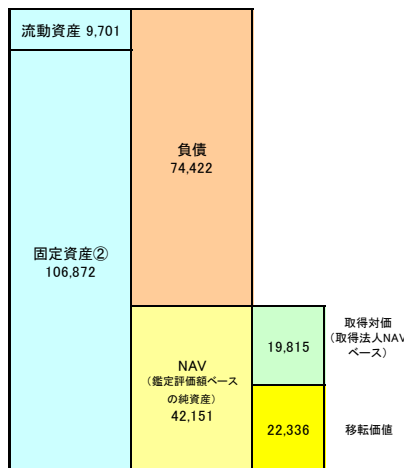
単位:百万円

日本リテール&ラサール

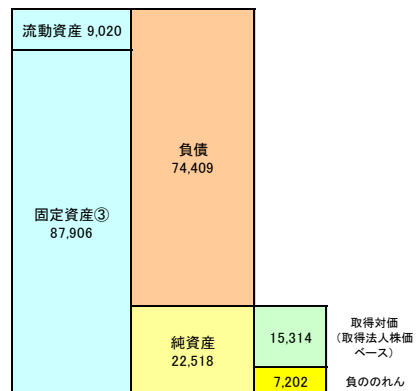
①ラサールの発表日直近期の簿価B/S
(2009年10月期)



②ラサールの発表日直近期の不動産鑑定評価額ベースB/S
(2009年10月期)



③合併時の取得法人による帳簿受け入れB/S
(2010年3月1日)



※固定資産②=固定資産①+開示不動産鑑定評価額-不動産簿価

単位:百万円

図 4.7 「負ののれん」と移転価値の関係

表 4.2 は、こうした移転価値と「負ののれん」の算定基準数値を対比したものである。「東京グロース&LCP」の「取得法人の一口あたり NAV」が 323,662 円であるのに対して、「合併日前日投資口終値」が 85,000 円と、大きくディスカウントされている。「負ののれん」の計算では、このように大きくディスカウントされた取得法人（東京グロースリート）の投資口価格を基礎に取得価格を算出しているために、取得法人 NAV を基礎に取得価格を計算する移転価値よりも、大きな額となったのである。

一方、日本リテールとラサールの合併事例では、移転価値が約 223 億円であるのに対して「負ののれん」が約 72 億円と、「東京グロース&LCP」のケースとは反対に、後者の金額の方が小さい。これは固定資産額が同図の②から③において約 190 億円（▲18%）も切り下げられている一方で、取得対価が②よりも③の方が約 45 億円低いのとどまっているからである。取得対価に大きな差が生じなかった理由は、表 4.2 のとおり、「日本リテール&ラサール」の「取得法人の一口あたり NAV」が 557,429 円、「合併日前日投資口終値」が 421,600 円と、取得法人たる日本リテールの投資口価格があまり大きなディスカウントにさらされていないことによる。

特筆すべきは「日本リテール&ラサール」の合併で、ラサールの固定資産額が合併発表日直近期の 2009 年 10 月期から、合併時の 2010 年 3 月 1 日までのわずか 4 か月余りの間で、約 18%もの切り下げが行われていることである。これに対して他の合併事例（合併時の受け入れ簿価が公表されていない「ユナイテッド&日コマ」を除く⁵⁾）では、切り下げ幅は 1~9%の間に留まっている。確かに不動産価格の下落局面ではあったものの、本当にこのように大きな下落が短期間で生じたのか、不動産鑑定評価の方法にも②と③との間に大きな不連続があったのではないかという疑念が生じるのである。

なお鈴木・吉田[2010]は、実証研究に基づき、J リート保有資産の不動産鑑定評価に用いられるキャップレートのリスクプレミアムに幾つかのバイアスが存在する可能性を指摘している。

表 4.2 移転価値と「負ののれん」の算定基準の比較

銘柄	被取得法人の固定資産額		取得対価		合併比率 (取得法人:被取得法人)
	合併発表日直近期の 不動産鑑定評価ベース	企業結合会計ベース	取得法人の一口あたりNAV	合併日前日(営業日ベース) 投資口終値(分割前一口換算)	
東京グロース & LCP	73,776,857,000	67,583,991,000	323,662	85,000	1: 0.8
平和不動産&JSR	47,459,776,000	46,872,020,000	355,985	178,800	1: 0.75
ビライフ&NCR	151,885,934,000	139,422,181,000	466,024	406,500	1: 0.23
アドバンス&日レジ	276,300,829,000	260,434,092,000	400,950	323,000	1: 0.667
日賃住&プロスペクト	57,526,899,000	52,981,305,000	197,757	120,800	1: 0.75
日本リテール&ラサール	106,872,260,000	87,906,351,000	557,429	421,600	1: 0.295
ユナイテッド&日コマ	208,395,471,000	166,577,009,000	569,498	580,200	1: 0.167

単位:円
※ユナイテッド & 日コマについては、合併後まだ開示資料がないため流動資産と負債に変化がないものと仮定し、取得対価と「負ののれん」(平成22年11月期決算短信に記載あり)から独自に算出した。

⁵⁾ 「ユナイテッド&日コマ」については、表 4.2 の注釈に示した独自の推定に基づけば、約 19%程度の固定資産額の切り下げが予想される。

4.2. 市場評価指数の算出結果

3.2の方法で算出した市場評価指数を以下に示す。

4.2.1. 合併市場評価指数の算出結果

合併市場評価指数の算出結果を図 4.8、図 4.9、表 4.3 に示す。

まず「前後 10 営業日」の合併市場評価指数（図 4.8）において、取得法人では日本賃貸住宅以外は皆 1.0 以上になっている。日本賃貸住宅を除く 7 銘柄平均で 1.05 であり、取得法人については、合併を市場が概ね好んでいることが伺える。一方被取得法人では、市場評価指数が 1.0 以上となったのは 3 銘柄、下回ったのが 4 銘柄であり、必ずしも合併が好感されたとは言えない結果となった。下回ったもののうち、2 銘柄は 0.99、0.98 と 1.0 に近い値であったが、他の 2 銘柄については、0.94 と 0.77 であった。

次に「前後 60 営業日」の合併市場評価指数（図 4.9）においては、取得法人では 1.0 を下回る事例が 4 つになり、「前後 10 営業日」の 1 銘柄にくらべて 3 事例増加した。これは澤田[2010]が、合併発表後、東証 REIT 指数に対して相対的に合併取得法人の投資口価格は上昇するものの、実際に合併してみないと合併の効用を数量的に把握できないために時間がたつにつれて積極的評価が薄れてきて、東証 REIT 指数に近づいてくるという分析と整合的である。一方、被取得法人においては、1.0 以上と 1.0 未満がそれぞれ 3 銘柄と 4 銘柄とで、「前後 10 営業日」の場合と変わらなかった。

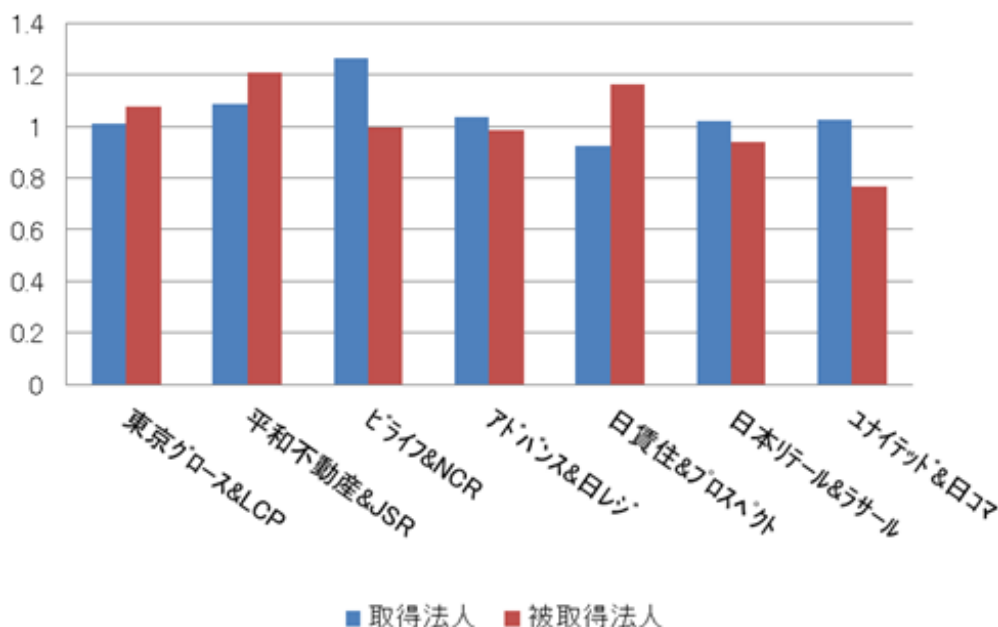


図 4.8 合併市場評価指数（前後 10 営業日）

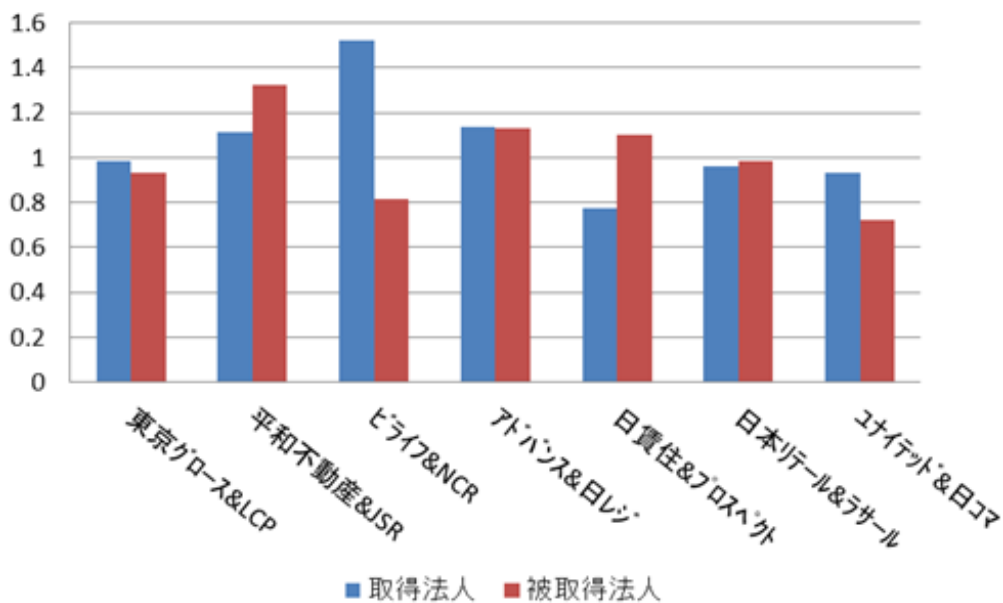


図 4.9 合併市場評価指数(前後 60 営業日)

また取得法人と被取得法人の市場評価指数をクロスで表示した表 4.3 をみると、「前後 10 営業日」と「前後 60 営業日」の両方において、取得法人と被取得法人の市場評価指数がともに 1.0 を超えた事例 (up-up) は「平和不動産&JSR」だけであった。市場が J リートの合併全体を必ずしも積極的に評価しているとは言えない結果となった。

なお「日賃住&プロスペクト」のみが、取得法人において市場評価指数が 1.0 未満、被取得法人において 1.0 以上という down-up のパターンになっている。これは合併時に取得法人である日本賃貸住宅投資法人が両投資法人スポンサーに第 3 者割当増資を実施したことが影響しているのかもしれない。

表 4.3 合併市場評価指数と合併相互関係

銘柄	市場評価指数(前後10営業日)		合併相互関係	市場評価指数(前後60営業日)		合併相互関係
	取得法人	被取得法人		取得法人	被取得法人	
東京グロス&LCP	1.01	1.08	up-up	0.98	0.93	down-down
平和不動産&JSR	1.09	1.21	up-up	1.11	1.33	up-up
プライフ&NCR	1.26	0.99	up-down	1.52	0.81	up-down
アドバンス&日レジ	1.04	0.98	up-down	1.13	1.13	up-up
日賃住&プロスペクト	0.92	1.16	down-up	0.78	1.1	down-up
日本リテール&ラサル	1.02	0.94	up-down	0.96	0.98	down-down
ユナイテッド&日コマ	1.03	0.77	up-down	0.93	0.72	down-down

注) up; 評価指数が1.0以上、down; 評価指数が1.0未満

4.2.2. スポンサー交代評価指数の算出結果

次にスポンサー交代市場評価指数の算出結果を、図 4.10 と図 4.11 に示す。

「前後 10 営業日」の市場評価指数（図 4.10）は、すべての事例において 1.0 を上回っており、市場はスポンサー交代を好感したと言えよう。一方「前後 60 営業日」の市場評価指数（図 4.11）では、クリード、クレッシェンド、リプラスの 3 銘柄が 1.0 を下回る結果となっている。その要因を本研究の範囲で明らかにすることはできないが、スポンサー交代発表日から前後 60 営業日という比較的長い期間の市場評価であるため、前述の澤田[2010]が指摘した事情や、その後に各銘柄に発生した個別要因が作用しているのかもしれない。

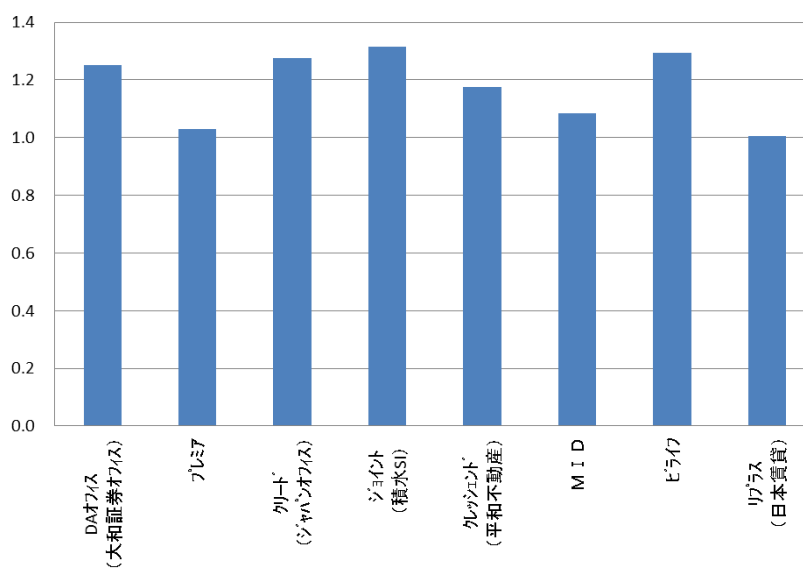


図 4.10 スポンサー交代市場評価指数(前後 10 営業日)

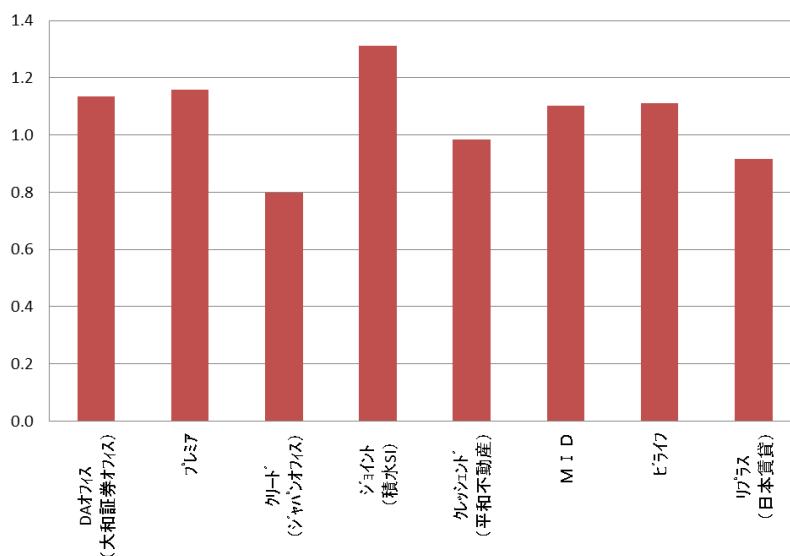


図 4.11 スポンサー交代市場評価指数(前後 60 営業日)

4.3. 市場評価指数とディスカウントレートの相関・回帰分析結果

前2節で求めた市場評価指数とディスカウントレートとの間の相関性の有無について分析する。

4.3.1. 被再編投資法人の市場評価指数とディスカウントレートの相関・回帰分析結果

図4.12および図4.13は、それぞれ前後10営業日と60営業日にかかる被再編投資法人の市場評価指数とディスカウントレートの散布図である。これらの図から明らかなように、スポンサー交代事例の方が全般的に合併事例よりもディスカウントレートおよび市場評価指数の数值が高く、かつ散らばり度合いが少ない。4.1.1でも指摘した両者の財務的困難度や第3者割当増資と合併という再編手段の違いが総合的に反映された結果といえよう。

一方、全体の相関係数を計算してみると前後10営業日ベースで0.665、前後60営業日ベースで0.439であった。また市場評価指数を被説明変数、ディスカウントレートを説明変数にした単回帰分析を行った結果、それぞれ正の回帰係数について有意性が確認された(表4.4)。

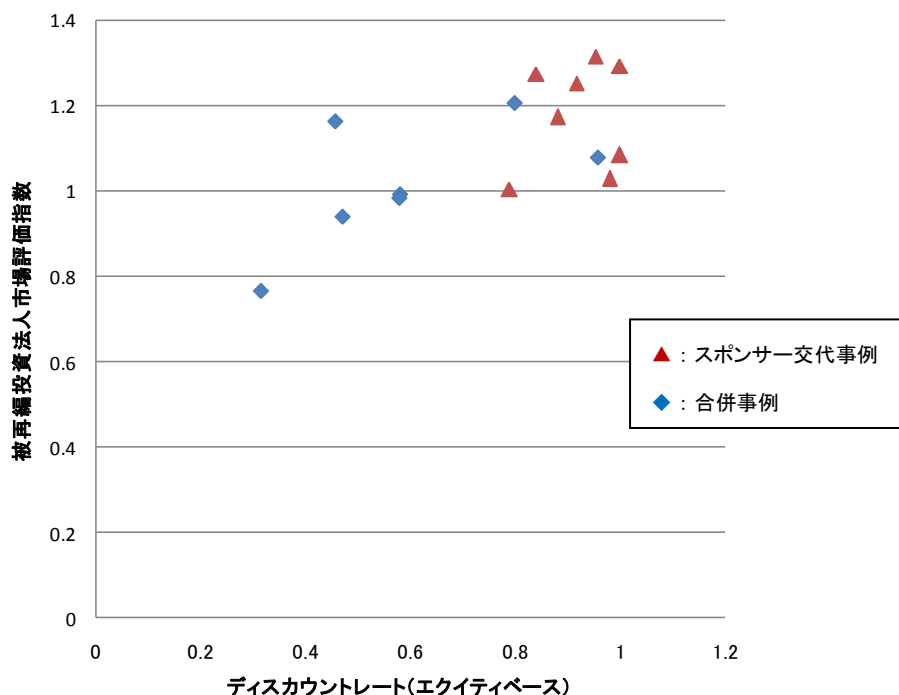


図 4.12 被再編投資法人の市場評価指数(前後10営業日)とディスカウントレートの関係

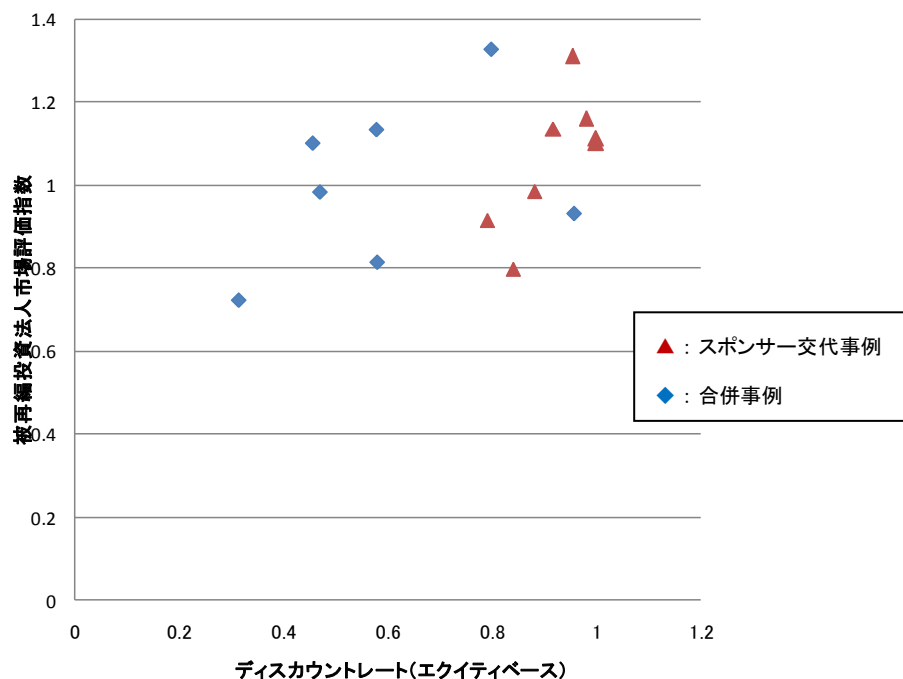


図 4.13 被再編投資法人の市場評価指数(前後 60 営業日)とディスカウントレートの関係

表 4.4 被再編投資法人に関する単回帰分析の推定結果

被再編投資法人(前後10営業日)				
	推定値	t値	P-値	
ディスカウントレート	0.452 (0.141)	3.209	0.0034	***
相関係数R	0.665			
決定係数R2	0.442			

被再編投資法人(前後60営業日)				
	推定値	t値	P-値	
ディスカウントレート	0.343 (0.195)	1.760	0.051	*
相関係数R	0.439			
決定係数R2	0.192			

注) 括弧内は標準誤差を表す。

***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

このように市場評価指数とディスカウントレートの間にはある程度の相関性があることがわかった。したがって 3.3 で提示した 2 つの仮定がいずれも成立しないと判断されるため、倒産コスト期待値を含めた再編前企業価値あるいはスポンサー効果や合併効果を念頭においた再編後企業価値に照らして、再編条件が必ずしも適正・妥当ではなく被再編投資法人投資主にとって不利とみられる案件が存在するという評価を市場が下したものと推察される。特にディスカウントレートが大きく 1.0 を下回り、かつ合併アナウンスメント効果が色濃く反映される前後 10 営業日ベースの市場評価指数が 1.0 をはっきり割り込んだ被取得法人については、未確定損失（倒産コスト期待値）が確定損失に転じただけでなく、不利な合併条件のために新たな損失をその投資主が被った可能性があることを市場が示唆したと考えられる。

4.3.2. 取得法人の市場評価指数とディスカウントレートの相関・回帰分析結果

ところで被再編投資法人の市場評価指数とディスカウントレートとの間に正の相関性が確認されたことから、その裏返しとして、合併取得法人においては市場評価指数とディスカウントレートとが負の相関関係にあることが推測される。

しかし取得法人の市場評価指数とディスカウントレートの散布図を描いてみると、図 4.14 や図 4.15 のとおり、ほとんど相関性が見られず、実際、その相関係数は前後 10 営業日ベースで 0.131、前後 60 営業日ベースで 0.203 であった。また回帰係数の符号は負ではなく正であり、有意性もなかった（表 4.5）。

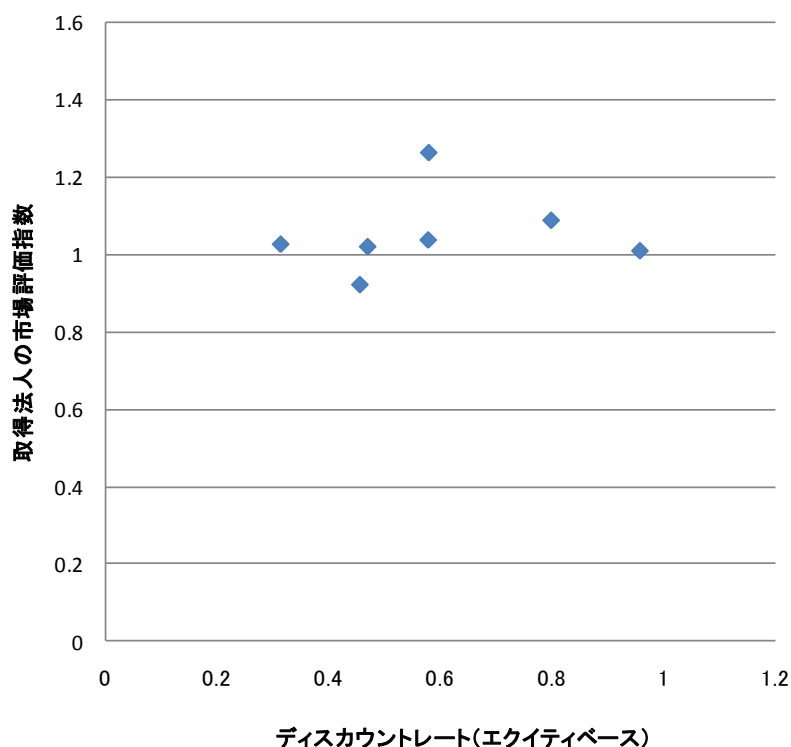


図 4.14 取得法人の市場評価指数(前後 10 営業日)とディスカウントレートの関係

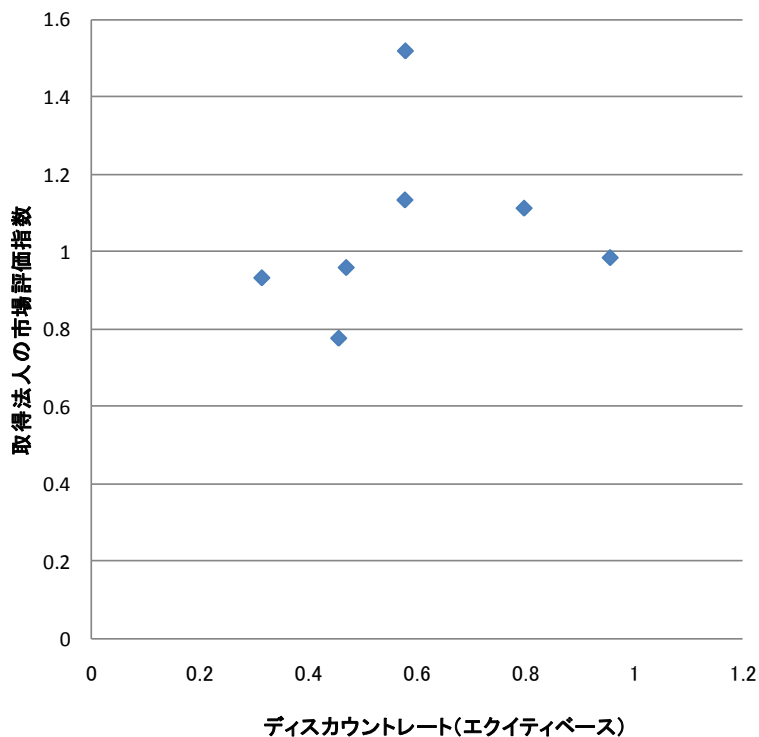


図 4.15 取得法人の市場評価指数(前後 60 営業日)とディスカウントレートの関係

表 4.5 取得法人に関する単回帰分析の推定結果

取得法人(前後10営業日)

	推定値	t値	P-値
ディスカウントレート	0.063 (0.213)	0.296	0.390
相関係数R	0.131		
決定係数R2	0.017		

取得法人(前後60営業日)

	推定値	t値	P-値
ディスカウントレート	0.219 (0.471)	0.464	0.331
相関係数R	0.203		
決定係数R2	0.041		

注) 括弧内は標準誤差を表す。

***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意あることを表す。

4.4. 市場評価指数の決定要因分析(重回帰分析)

さて4.3.2で取得法人の市場評価指数とディスカウントレートの間に相関性が確認できなかったとしても、合併によって対象投資法人には様々なメリット・デメリットが生ずるので他の要因が作用していたために両者の関係が直接的には見えなくなっていた可能性がある。したがって4.3.2の分析結果だけで両者の間に相関性がないと判断するのは早計である。

そこでディスカウントレートのほか、以下のとおり一般的に合併のメリットあるいはデメリットといわれる指標を説明変数に加えて、重回帰分析を行った。あわせて被再編投資法人に関しても、同様の視点から重回帰分析を行った。

取得法人の市場評価指数

被説明変数：合併における取得法人の市場評価指数（前後10営業日と60営業日）

説明変数：・ディスカウントレート

- ・合併後のポートフォリオ⁶拡大率（合併後不動産評価額／合併前不動産評価額）
- ・負債比率変化（合併後短期借入比率／合併前短期借入比率）
- ・負ののれんの相対的規模（負ののれんの金額／合併前不動産評価額）。

被再編投資法人[合併時被取得法人+スポンサー交代投資法人]の市場評価指数

被説明変数：被再編投資法人の市場評価指数（前後10営業日と60営業日）

説明変数：・ディスカウントレート

- ・取得法人スポンサーの信用力（業歴の長さ⁷）ダミー
（商社、老舗上場不動産会社など業歴の長いスポンサー：1、ファンドや新興不動産企業等業歴の短いスポンサー：0）、
- ・合併後のポートフォリオ拡大率（スポンサー交代のみの場合は1）
- ・短期借入比率

これらの説明変数の選択は、以下のような仮説に基づくものである。

- ・合併によるポートフォリオ規模拡大（外部成長）は取得法人と被取得法人に共通するメリットである。
- ・取得法人について、「負ののれん」の獲得はメリット、負債比率の上昇はデメリットである。
- ・被再編投資法人について、新スポンサーないしは取得法人スポンサーの信用力の高さはメリットである。

⁶ 評価額ベース

⁷ 不動産証券化協会調査部澤田氏の研究によれば、いわゆるJリークの二極化現象は、スポンサーの業歴の長さとも最も相関が強い。ここではそれを援用し、「信用力の高いスポンサー」とは業歴の長い企業であると定義する。

- ・短期借入金比率の高い被再編投資法人ほど高いリファイナンス・リスクに晒されているため、スポンサー交代や合併による信用力向上のメリットは大きい。

これらの説明変数について、2～4変数の全組み合わせで重回帰分析を行った。

しかし有意性のある重回帰モデルは一つも確認できなかった。取得法人についてはデータ数が7つしかないため、自由度が低くなり有意性が確認しにくいという事情があった。しかし単回帰分析で有意性が確認できた被再編投資法人についても、有意性のあるモデルを発見できなかったのである。

このように重回帰分析では有意なモデルが得られなかったのは、例えば合併によるポートフォリオ拡大効果（外部成長）は、合併合意の発表はあったもの実際にはまだ合併が行われていない状況下では、市場がそれを積極的に評価することはなかなか難しいという事情があったのかもしれない。

なお参考として、それぞれ4説明変数モデルの重回帰分析の推定結果を表4.6、表4.7に示しておく。

表 4.6 取得法人に関する重回帰分析の推定結果

取得法人(前後10営業日)			
	推定値	t値	P-値
ディスカウントレート	0.275 ■ (0.284)	0.968	0.218
合併後ポートフォリオ拡大率	0.168 ■ (0.105)	1.602	0.125
負ののれん相対規模	-0.711 ■ (0.762)	-0.933	0.225
負債比率の変化	0.654 ■ (0.469)	1.395	0.149

取得法人(前後60営業日)			
	推定値	t値	P-値
ディスカウントレート	0.581 ■ (0.574)	1.012	0.209
合併後ポートフォリオ拡大率	0.342 ■ (0.212)	1.609	0.124
負ののれん相対規模	-1.190 ■ (1.543)	-0.771	0.261
負債比率の変化	1.247 ■ (0.949)	1.314	0.160

注) 括弧内は標準誤差を表す。

***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

表 4.7 被再編投資法人に関する重回帰分析の推定結果

被再編投資法人(前後10営業日)				
	推定値	t値	P-値	
ディスカウントレート	0.507 ▼ (0.195)	2.594	0.013	**
信用カダミー	-0.032 ▼ (0.082)	-0.396	0.350	
合併後ポートフォリオ拡大率	0.014 ▼ (0.036)	0.398	0.349	
短期借入比率	0.089 ▼ (0.149)	0.596	0.282	

被再編投資法人(前後60営業日)				
	推定値	t値	P-値	
ディスカウントレート	0.502 ▼ (0.242)	2.073	0.033	**
信用カダミー	0.131 ▼ (0.101)	1.289	0.113	
合併後ポートフォリオ拡大率	0.127 ▼ -0.185	0.688	0.254	
短期借入比率	0.047 ▼ (0.045)	1.053	0.158	

注) 括弧内は標準誤差を表す。

***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

5. まとめと今後の課題

本研究では「移転価値」、「ディスカウントレート」、「市場評価指数」等の指標を導入することによって、Jリート再編の実際とそれに対する市場評価を考察した。その結果、被再編投資法人15社の移転価値合計が約2,044億円（NAV合計の約25%相当）、合併被取得投資法人7社の移転価値合計が約1,547億円（NAV合計の約45%相当）という大きな金額であることがわかった。そして移転価値とは、狭義の代償を含む場合があるものの、主として倒産コスト期待値（期待損失）の増大によって生じた未確定損失が確定損失に転じた金額であり、Jリート再編に伴う損失というよりも、おもに被再編投資法人の財務的な視野の狭さや経験不足に基づく損失と理解すべきものであると指摘した。

しかし市場評価指数とディスカウントレートとの相関・回帰分析の結果、両者の間に正の相関性が確認され、このことから再編前あるいは再編後の企業価値に照らして必ずしも適正・妥当とはいえない再編案件があると市場が評価していることが推察された。特にディスカウントレートが大きく1.0を下回り、かつ前後10営業日ベースの市場評価指数が1.0をはっきり割り込んだ合併被取得法人については、未確定損失（倒産コスト期待値）が確

定損失に転じただけでなく、不利な合併条件のために新たな損失をその投資主が被った可能性があることを市場が示唆したと考えられる。

こうした事態は、合併交渉にあたって被取得法人がリファイナンス・リスクにつけ入れ足元を見られたせいかもしれない。一方、岩佐[2011]は、取得法人は、一口当たりの分配金や負ののれんなどを期待して合併比率を有利にしたいインセンティブを持つ一方で、被取得法人は、市場価格を最低ラインとしても合併成立を優先し、合併比率を引き上げるインセンティブに乏しい可能性があること、また被取得法人の既存スポンサーも、投資持分のない REIT の合併比率ではなく、子会社である資産運用会社の売却価格の方に注目する可能性を指摘している。

しかしもしこれらの推測が正しければ、それは投資家の信任を損なう事態であり、Jリート市場の健全な発展にとって決して好ましいものではない。Jリートの合併が進行する前に取りまとめられたものではあるが、投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム[2009]は、Jリートのガバナンスに関する課題を取り上げている。さらに今回の再編劇で確認された諸状況を踏まえて投資法人のガバナンスのあり方を、制度的課題を含めて、市場関係者がもう一度よく検討する必要がある。

さて本研究では、実際に再編が行われてからまだ日が浅かったため、個々の再編アナウンスに対する市場の反応を中心にして検討した。しかし再編の本当の効果を見極めるには、再編によってJリートの財務構造や費用構造、収益構造等が実際にどのように変化したのかを中長期的に観察する必要がある。したがって再編投資法人のパフォーマンス・データを継続的にトレースし分析することを通じて、「Jリート再編の実際」をより客観的に明らかにしていくことが今後の課題である。

謝辞

本稿を作成するにあたって貴重なご示唆をいただいた大和ハウス・モリモト・アセットマネジメント株式会社の藤田剛社長や社団法人不動産証券化協会の澤田考士氏をはじめとする市場関係者の方々、ならびに東京大学公共政策大学院の事例研究「都市地域政策と社会資本ファイナンス」担当の諸先生方に厚く御礼申し上げます。

なお当然のことながら本稿における誤りは全て筆者達のみに戻すものであるとともに、本稿の内容・主張は全て筆者らに属するものであり、ご協力いただいた方々の見解を示すものではありません。

参考文献

- ・岩佐浩人 [2011] 『J-REIT の合併効果検証とガバナンスの課題』 不動産投資レポート 2011年3月4日 ニッセイ基礎研究所
- ・澤田考士 [2010] 『10年目に入り、新たなステージを迎えた J-REIT 市場』 ARES 2010年9-10月号 不動産証券化協会
- ・鈴木陽祐・吉田あつし [2010] 『J-REIT におけるリスク評価の合理性』 季刊 住宅土地経済 2010年夏季号 No.77 財団法人 日本住宅総合センター
- ・桑原幸江・山本恭司[2009] 『投資法人の合併に係る税務上の取扱い～平成 21 年度税制改正を中心として～』 ARES 2009年9-10月号 不動産証券化協会
- ・投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム[2009] 『リートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ～平成 21 年 7 月 3 日』
- ・岩佐浩人 [2008] 『J-REIT 初の破綻を受けて～市場は不信の連鎖を遮断できるか～』 ニッセイ基礎研究所
http://www.nli-research.co.jp/report/researchers_eye/2008/eye081121.html
- ・福田慎一・粕谷宗久・中原伸 [2003] 『デフォルト・コストの観点からみたデフレのコスト分析』 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.03-J-6 2003年10月 日本銀行
- ・各投資法人有価証券報告書ならびにプレスリリース