

J-REIT のインプライド・デフォルト確率の測定

－オプション・アプローチを用いて－

Implied Default probability of J-REITs : Using an Option Approach

株式会社 住信基礎研究所 岩崎 茜¹

本稿では、投資口価格情報からインプライドに抽出されるデフォルト確率に着目し、オプション・アプローチによる J-REIT の信用リスクの計量化を試みた。具体的には、住宅系 REIT とオフィス系 REIT を取り上げ、Merton モデルと Leland and Toft モデルを用いて、「満期時の負債価値が企業価値を上回る（債務超過）確率」であるデフォルト確率を求めた。この結果、サブプライム・ローン問題以降、ボラティリティと LTV(Loan to Value)の上昇を背景として、デフォルト確率は急上昇したが、その後は、ボラティリティの低下と共に若干収束したことがわかった。この方法は、時系列で資本市場の投資家の心理状態の変化を把握できると同時に、銘柄間で相対比較することができるため、信用リスクを見る際、格付けや財務諸表情報と併せて役立つと考えられる。

1. J-REIT の信用リスク計量化の必要性

J-REIT は稼動不動産が生み出す安定的なキャッシュフローを分配する仕組みに基づき、従来、インカムゲイン（分配金）志向の投資家に好まれ、ミドルリスク・ミドルリターンあるいは債券代替投資の商品として認識され、順調な右肩上がりの成長を遂げてきた。

しかし、サブプライム・ローン問題に端を発する世界的な信用収縮と金融機関の融資態度の厳格化を機に、J-REIT 時価総額は 07 年 5 月のピーク時から 08 年 10 月末までの間に約 5 兆円消失し、従来考えられてこなかったリスクが問われるようになった。このリスクは通常ボラティリティによって計測されるが、投資口価格の下落によって、投資口収益率のボラティリティは急上昇している（図 1）。

このようなリスクは資金調達力（信用力）格差に起因し、現在 J-REIT 市場ではデット・エクイティ双方で資金調達力格差による二極化が進行している。負債による資金調達では、金融機関の融資態度の厳格化によりリファイナンスリスクが顕在化しており、信用力の低い REIT では借換え時に従前より高いスプレッドや融資関連手数料を要求されるものもある。一方、投資口価格の下落によって PBR が 1 を下回る銘柄が大半となったため、増資による資金調達も困難な状況にある。したがって、投資判断の指標として資金調達力（信用

¹ 本稿作成に際し、ご指導いただいた早稲田大学大学院ファイナンス研究科の森平爽一郎教授と川口有一郎教授に心より謝意を表す。なお、本稿内容に関する責任は全て岩崎個人に属する。