

## J-REIT における M&A シナジー効果の評価

Evaluation of M&A Synergy Effect in J-REITs

木村 哲\*, 森 えり佳<sup>1\*\*</sup>

Satoru Kimura, Erika Mori

\* 明治大学大学院グローバル・ビジネス研究科

\*\* オリックス信託銀行株式会社

本稿は、J-REIT の M&A シナジー効果バリュエーション手法研究について報告する。注目した点は、信用リスクの変化が M&A シナジー効果の中心になるだろうということと、不動産鑑定評価額と J-REIT 時価の乖離情報を活用できるという点である。まず、全銘柄の過去の決算データと決算発表後 2 か月後の株式時価データを整備し、個々の J-REIT 銘柄の鑑定評価額と時価の乖離率を財務ファクターで推定する重回帰モデルを構築した。次に J-REIT の M&A シナジー効果の分析方法を開発した。その方法は、鑑定評価額と時価の 2 社単純合計ベースによる乖離率と、M&A 後の仮想合算財務諸表から計算される財務ファクターに重回帰モデルを適用して得た推定乖離率の二つを比較する方法である。この二つの乖離率の差を、M&A によるシナジー効果とした。この方法により J-REIT40 銘柄を組み合わせで分析を行った。

キーワード：J-REIT, M&A のシナジー効果, 信用リスク, 重回帰分析モデル, マートン型構造モデル

### 1. はじめに

日本版上場不動産投資信託 J-REIT は金融商品であり、保有する不動産から生み出される利益が投資家へ配当される。過去には J-REIT は「ミドルリスク・ミドルリターン」と宣伝されることが多かった。ところが、2008 年 10 月のニューシティ・レジデンス投資法人の破綻が象徴するように、金融危機の影響から J-REIT の倒産リスクが懸念材料となり、東証 J-REIT 指数は低迷した。本来 J-REIT は、単純な不動産保有事業であるので信用リスクは少ないはずの事業であったが、不動産価格下落による担保力減少とリファイナンスリスクが顕在化した。これに対し、国土交通省主導により官民共同で 2009 年 9 月 5000 億円規模の「不動産市場安定化ファンド」が設立され、政府は J-REIT の支援策を打ち出し、個別信用

リスク対策が実行された。この対策もあり、東証 J-REIT 指数は、2008 年 10 月 28 日の 704 ポイントから 2009 年 7 月 2 日には 1005 ポイントまで回復し、2010 年 9 月末は 935 ポイントである。J-REIT は現在、構造的な転換期にあり「資産規模を拡大させながら、投資家に安定的かつ、国債よりも高いリターンを提供する」という「失われた特徴」を取り戻す過程にある。

もう一つの J-REIT の問題は、M&A に関するものである。国土交通省の 2009 年 4 月「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」報告書で J-REIT 市場の問題点の筆頭に挙げられていたのが、J-REIT の再編を促進する必要性である。現状は J-REIT が大手と中小に 2 極化しており、機関投資家にとって、大型の安定感のある REIT のほうが投資しやすいといわれている。そのためには再編が必要で