

J-REIT における理論倒産確率に関する実証研究

Model Based Measures of Default Risk on JREITs

岩崎 茜

Akane Iwasaki

早稲田大学大学院ファイナンス研究科¹

【概要】

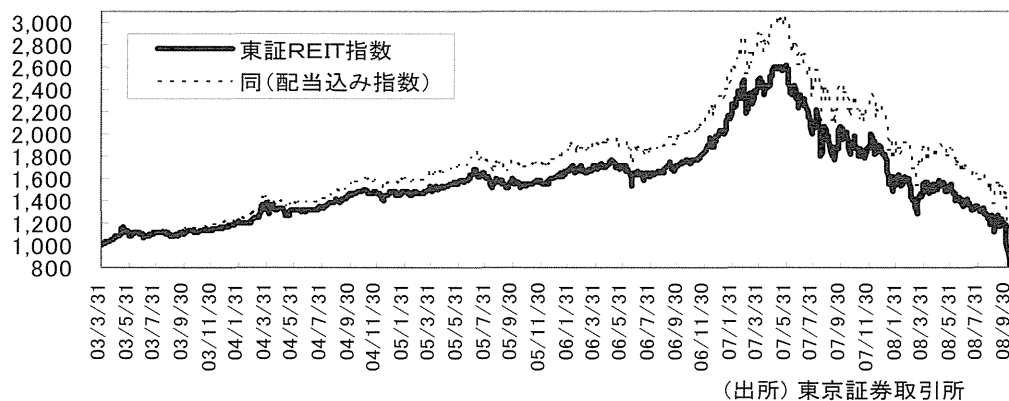
本稿では、日々変動する投資口価格情報を用いた理論倒産確率に着目し、理論倒産確率を用いた実用的な J-REIT の信用リスクの評価方法を提案する。具体的には、「リスク中立世界の下で満期時の負債価値が企業価値を上回る（債務超過）確率」を理論倒産確率と定義し、構造モデルに属する二種類のモデルにより、満期時の理論倒産確率（Merton モデル）および満期前のデフォルトを考慮した理論倒産確率（Leland and Toft モデル）を求め、J-REIT の信用リスクの計量化を試みた。この方法では、時系列データで理論倒産確率が得られるため、格付けや LTV 等の財務指標と併せて信用リスクを評価するのに活用することが可能である。

キーワード：構造モデル（Merton モデル、Leland and Toft モデル）、理論倒産確率

1. J-REIT における信用リスク評価の必要性

2001 年 11 月の上場以来、順調な成長を遂げた J-REIT 市場は、2007 年 5 月末のピーク時に時価総額が約 7 兆円に達したが、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を機に J-REIT 投資口価格は大幅に下落し、2008 年 10 月上旬には時価総額が 2 兆円台まで落ち込んでいる。

図 1 東証 REIT 指数の推移



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川口有一郎教授と森平爽一郎教授に心より御礼申し上げます。なお、本稿内容に関する責任は全て岩崎個人に属します。