

## （不動産投資）：J-REITの「負ののれん」が問う投資家への説明責任

J-REITの合併効果の1つに、合併で生じる「負ののれん」の活用が挙げられる。一方で、多額の「負ののれん」計上は、被合併REITの純資産価値を下回る水準での合併成立を表しており、既存投資家への説明責任など新たな課題も明らかになった。

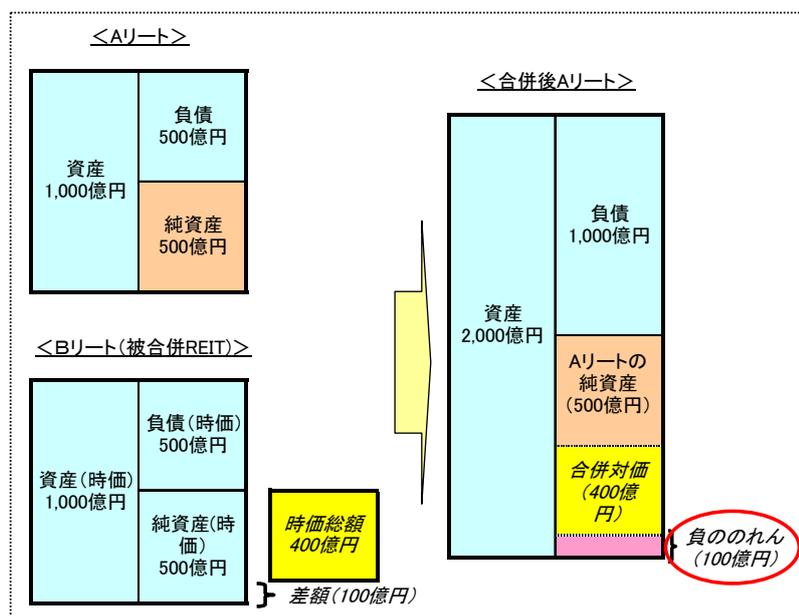
J-REIT（不動産投資信託）市場では、平成21年度税制改正などにより合併実現に向けた実務上の課題が解消されて、これまでに7件の合併が成立した。この間、合併比率の決定や投資主総会での承認など合併成立までのプロセスが明確となり、市場の自律的な価格調整機能が回復したことで、上場銘柄数は42社から35社へ減少したものの、市場時価総額はリーマンショック後の2.3兆円を底に3.5兆円（2011年3月末）まで回復している。

J-REITの合併効果の1つに、合併で生じる「負ののれん」の活用が挙げられる。図表1のケース①は、AリートがBリートを吸収合併した場合のバランスシートの変化を示している。Aリートが合併対価として時価総額400億円分の投資口を発行し、負債500億円を継承したとすると、合計900億円を元手に資産1,000億円を手に入れることができ、差額100億円は「負ののれん」として合併事業年度に利益計上されて、純資産にオンバランス化される。

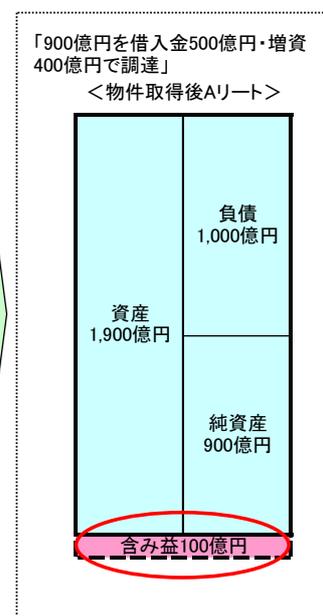
Aリートが1,000億円の不動産を900億円で購入するケース②と比較してみると、ケース②では割安に購入できた100億円が簿外の含み益となり、物件を売却しない限り利益計上されず、その売却益も投資主に全て分配されて内部留保できない一方、ケース①の「負ののれん」は含み益を予め内部留保したのと同じ効果があり、運用環境の変化に対するリスクバッファーとして自由に活用できる。

図表1： J-REITの合併で生じる「負ののれん」

ケース①：AリートがBリートを吸収合併



ケース②：Aリートが1000億円の不動産を900億円で購入



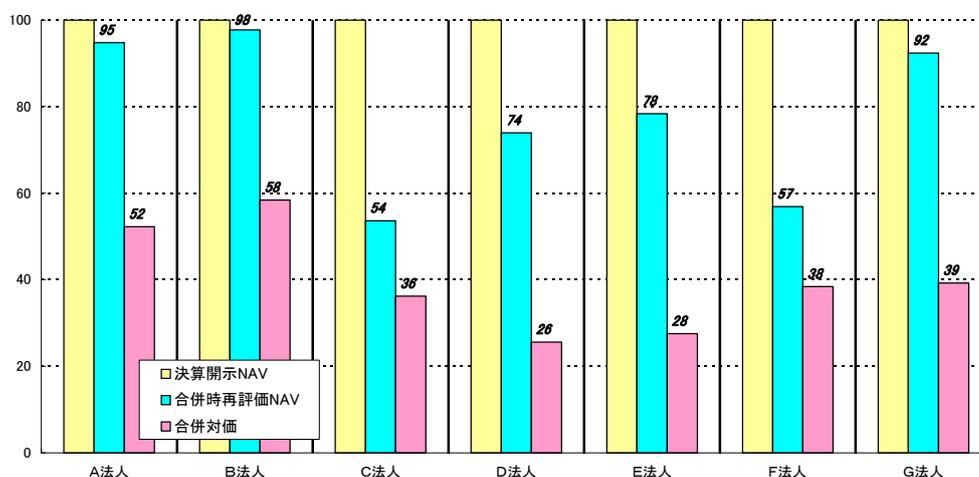
増資時の分配金希薄化や物件売却に伴う損失、保有不動産の減損、建物のリニューアルや建て替え、災害による建物損傷などに対応して、「負ののれん」をいつでも取り崩して安定した分配金を捻出できるため、資産運用会社は J-REIT 特有の運用制約から解放されて、運用戦略策定の自由度が飛躍的に向上することになる。今回の 7 件の合併で生じた「負ののれん」は約 1,159 億円で、合併 REIT は「負ののれん」という他の REIT にはない競争優位を獲得したことになり、合併効果に対する投資家の評価も高い。

ただし、多額の「負ののれん」計上は、被合併 REIT の純資産価値 (NAV、Net Asset Value) を大幅に下回る水準で合併が成立し、投資主価値の一部が「負ののれん」を通じて合併相手に移転したことを表わしている。被合併 REIT の決算開示に基づく NAV を 100 とすると、合併時に再評価した NAV は平均 78 (最低 54~最高 98)、最終的な合併対価は平均 40 (最低 26~最高 58) であった (図表 2)。

もちろん、合併比率の算定は第三者の財務アドバイザーによる価値評価を参考に、適切なプロセスを遵守し決定されている。しかし、J-REIT は収益不動産を裏づけとする投資信託である。投資主利益の最大化を責務とする資産運用会社が、自らの開示する NAV と大きく乖離した合併比率に合意して既存投資主への説明責任を十分に果たせたのか、また、投資主利益よりも REIT の運営方針に多大な影響力を持つスポンサー企業 (REIT の設立母体) の意向を優先することはなかったであろうか。

最近では、J-REIT の投資口価格が不動産ファンダメンタルズ以外の要因で大きく変動するとして、不動産鑑定評価による基準価額で投資口の払い戻しを行うオープンエンド型の非上場 REIT への注目が、年金基金を中心に高まっている。今後、J-REIT が年金運用における不動産投資の受け皿の 1 つとして、私募ファンド等との商品競争に勝ち抜くためには、資産運用会社はガバナンスや開示 NAV への信頼を高めるとともに、運用不動産の評価に照らした REIT の本来価値について投資家に丁寧に説明する姿勢が、これまで以上に求められると思われる。

図表 2: 被合併 REIT の NAV と合併対価 (決算開示 NAV=100)



(注) 決算開示NAV: 合併効力日時点の直近決算データ、合併時再評価NAV: 「負ののれん」+「合併対価」、合併対価: 合併効力日の投資口価格×発行済投資口数×合併比率

(岩佐 浩人)