

# 不動産 投資 レポート

## J-REITの合併効果検証とガバナンスの課題

金融研究部門 不動産投資分析チーム 主任研究員 岩佐 浩人

[hiwasa@nli-research.co.jp](mailto:hiwasa@nli-research.co.jp)

### 1. 増加するJ-REITの合併

今年、創設から節目の10年が経過するJ-REIT（不動産投資信託）市場では、REIT同士の合併が増加して市場再編が進んでいる。これは、平成21年度税制改正などにより、合併に向けた実務上の障壁が解消されたため、2009年8月に住宅REIT2社が初の合併を発表以来、計7件の合併が発表され、2010年12月までに全て完了している（図表1）。

図表1 J-REITの合併事例

合併発表日	合併効力日	合併存続投資法人		合併消滅投資法人		合併比率	負ののれん発生益
		名称	資産規模(用途)	名称	資産規模(用途)		
2009/8/6	2010/3/1	アドバンス・レジデンス	861億円(住宅)	日本レジデンス	3,027億円(住宅)	1:0.667	433億円
2009/9/18	2010/4/1	ビ・ライフ	511億円(住宅)	ニューシティ・レジデンス	1,841億円(住宅)	1:0.23	190億円
2009/10/29	2010/3/1	日本リートファンド	5,711億円(商業)	ラサール・ジャパン	1,199億円(総合型)	1:0.295	72億円
2009/11/17	2010/2/1	東京グロースリート	430億円(総合型)	エルシービー	875億円(総合型)	1:0.80	118億円
2010/2/26	2010/7/1	日本賃貸住宅	1,054億円(住宅)	プロスペクト・リート	680億円(住宅)	1:0.75	123億円
2010/4/22	2010/12/1	ユナイテッド・アーバン	2,199億円(総合)	日本コマース	2,418億円(オフィス・商業)	1:0.167	122億円
2010/6/21	2010/10/1	クレッシェンド	969億円(オフィス・住宅)	ジャパン・シングルレジデンス	566億円(住宅・ホテル)	1:0.75	100億円

(注) 資産規模は、合併発表時の運用不動産の取得価額。アドバンス・レジデンスと日本レジデンスの合併方式は新設合併

(出所) 開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

この間、合併比率の決定や投資主総会での承認といった合併成立までのプロセスが明確となり、合併に伴う資産規模の拡大、「負ののれん発生益（以下、負ののれん）<sup>1</sup>」を活用した分配金の安定化や物件入替による収益力強化など、合併効果に対する投資家評価は高い。7件の合併成立により、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2009年2月の2.3兆円を底に3.7兆円まで回復（図表2）、東証REIT指数は最安値から60%上昇し、REIT各社は公募増資や投資法人債発行により市場から資金を調達し物件取得を再開している。リーマン・ショック以降、借入金のリファイナンスに窮するREITが出現するなど機能不全状態に陥り、のちに不動産サイクルの大きな落ち込みを経験したJ-REIT市場は、官民一体の制度強化を支えに苦難を克服し、合併などによる市場再編を経て、新たな成長ステージを迎えることになりそうだ。

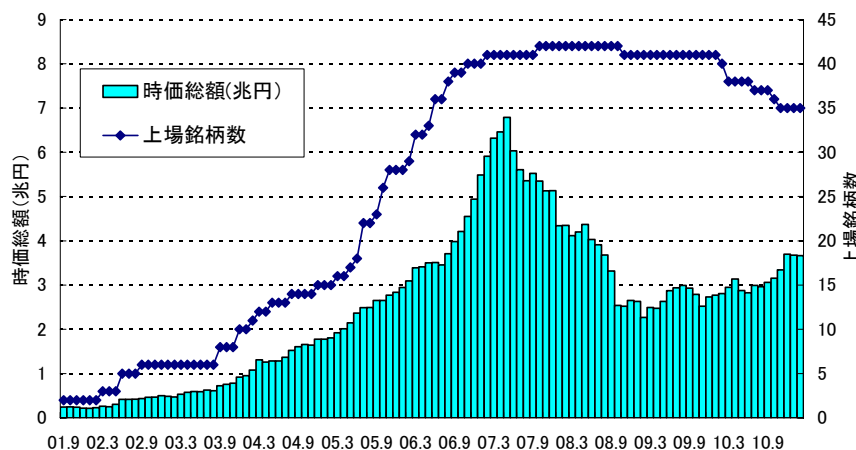
一方、J-REITは、「投資信託及び投資法人に関する法律（以下、投信法）」を根拠法に、導管性要件を満たすことで法人税が免除された「非課税の不動産賃貸事業」を行う器であるため、会社法がベース

<sup>1</sup> 合併投資法人が被合併投資法人の資産・負債を時価評価し、時価純資産額が合併により増加する資本の額より大きい場合、その差額を負ののれん発生益として合併事業年度に利益計上する。

の株式会社と異なり、J-REIT 特有のガバナンスや資金調達手段の制限などが存在する。しかし、株式市場と同様に、投資口交換（株式市場では株式交換に相当）による合併がいつでも可能となったことで、市場価格を優先し保有不動産の評価額と比べて不利な比率で合併されるリスクや既存投資主への説明責任など、検討すべき課題も明らかになってきた。

以下では、合併実現に向けた環境整備の経緯や J-REIT の合併効果を確認したうえで、今後の投資主ガバナンスのあり方や課題について述べたい。

図表2 市場時価総額と上場銘柄数



(出所)ニッセイ基礎研究所

## 2. J-REIT の合併実現に向けた環境整備

### (1) 割安な市場価格が常態化した J-REIT 市場

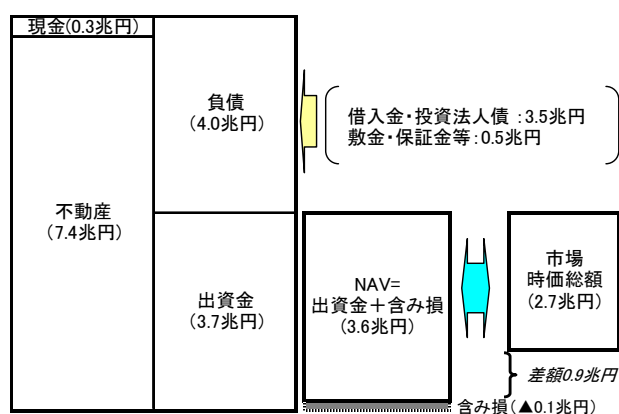
2007 年 5 月をピークに下落に転じていた J-REIT 市場では、運用不動産から生じる収益は比較的堅調を維持しており、市場価格の調整はいずれ収束し自律回復に向かうとの期待があった。しかし、2008 年 9 月のリーマン・ショックによる世界的な信用収縮が J-REIT 市場にも波及し、同年 10 月にニューシティ・レジデンス投資法人が民事再生適用を申請するに至り、市場の閉塞感は強まり価格下落が一層深刻化した。

市場全体の時価総額とエクイティ投資家の出資金に運用不動産の含み損益（鑑定評価額と帳簿価額の差額）を加えた純資産価値（以下、NAV : Net Asset Value）を比較すると、2008 年末時点の時価総額は 2.5 兆円で NAV(4.6 兆円)を 46% 下回り、1 年後の 2009 年末時点においても時価総額は 2.7 兆円で NAV(3.6 兆円)を 25% 下回っている（図表 3）。

J-REIT の投資口は公開市場で自由に取引されて、将来の不動産価値の変動を織り込みながらも他の金融市場の動きや国際的な資金フロー、資金調達環境、税・会計制度の変更など外的要因の影響を強く受けるため、時価総額が NAV を下回ることが決して珍しくない。しかし、良質で分散の効いた不動産ポートフォリオ、上場商品としての流動性・換金性、情報開示の透明性、シンプルな商品ストラクチャー、専門家による不動産マネジメント、高い資金調達力など、J-REIT の優れた付加価値を投資家が正しく

評価すれば、本来、時価総額が NAV を上回って然るべき商品と思われる。また、不動産投資市場の根幹ともいえる J-REIT 市場が自律的な価格調整機能を失い、不動産価格と比べて割安な市場価格が長期にわたり常態化してしまうと、REIT による物件取得や新規 REIT の組成意欲が過度に抑制されることで不動産価格の下落を誘発し、さらに市場価格が下落する悪循環に陥りかねない。こうした事態を打開するため、①公的な信用補完による資金調達環境の改善、②J-REIT 同士の合併を促進する環境整備、を主眼とした政策対応が 2008 年末より順次実施されることになった。

図表3 J-REIT市場全体のバランスシート(2009 年末時点)



(注)対象: 上場REIT41社、決算期(2009.7月~2009.12月)。現金は、一部資産・負債・剰余金などで調整

(出所) 開示データよりニッセイ基礎研究所が作成

## (2)公的な信用補完による資金調達環境の改善

まず、バランスシートに計上された負債(図表3、借入金・投資法人債: 3.5兆円)のファイナンスを万全にして、J-REITの信用力強化と資金調達環境の改善につながる政策が策定・実行された。日本政策投資銀行を窓口とする危機対応融資制度(2008年12月)、日本銀行による投資法人債(AA格相当以上)の適格担保化(2009年1月)、投資法人債の償還に対応し官民一体で出資する「不動産市場安定化ファンド」創設(2009年9月)など、資金繰りのセーフティネットが整備されてファイナンスリスクが大きく低減した。また、2009年4月に銀行等保有株式取得機構の買い取り対象にJ-REITが追加され、2010年10月に日本銀行が包括的な金融緩和政策を決定し「資産買入等の基金」を通じて500億円のJ-REIT買入(AA格相当以上)を発表するなど、公的な信用補完は、負債の調達支援からエクイティ市場への直接介入にまで拡充している。

## (3)J-REIT 同士の合併を促進する環境整備

元来、J-REITは投信法により他のREITと合併できる<sup>2</sup>。例えば、図表3に示した市場全体のバランスシートを1つのREITとみなし、これを吸収合併すると仮定しよう。時価総額2.7兆円の対価として投資口を発行し、負債4.0兆円をそのまま継承すると、合計6.7兆円を元手に資産7.6兆円(不動産時価7.3

<sup>2</sup>投信法145条「投資法人は、他の投資法人と合併をすることができる。この場合においては、合併をする投資法人は、合併契約を締結しなければならない。」

兆円、現金 0.3 兆円) が手に入り、労せずして差額 0.9 兆円の利益 (負ののれん) を得ることになる。こうした不動産と証券の価格乖離に着目した裁定取引が活発になれば、やがてはNAVに対するディスカウント幅の縮小も期待できるが、これまで実務上の障壁からJ-REITの合併は実現しなかった。そこで、合併を促進する環境整備に向けて、以下の制度改正が実行された。

### ①導管性要件の判定式を変更し配当可能利益から負ののれんを控除

J-REIT が導管性要件を満たして法人税を免除されるには、会計上の利益 90%超を投資家に分配しなければならない。しかし、合併により生じる負ののれんはあくまで評価益に過ぎず、利益を金銭で分配するには物件売却などの資金手当てが必要になる。こうした不具合を解消するため、H21 年度税制改正において導管性要件の判定式を変更し、合併時に発生する負ののれんについて会計上の配当可能利益から控除する措置がとられた。

### ②合併交付金の活用明確化

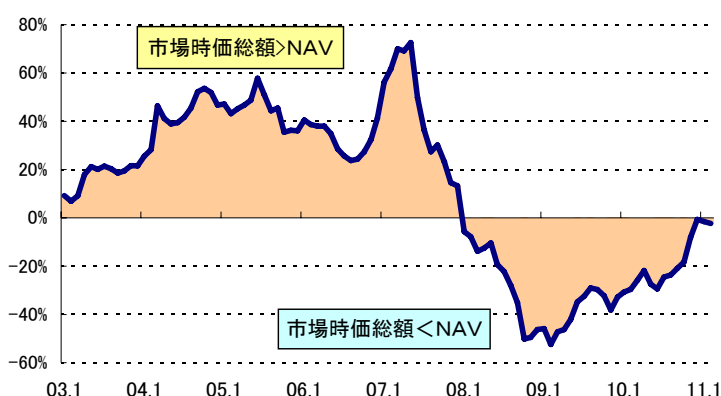
吸収合併されるREIT (消滅REIT) は合併効力日に消滅し、役員会も同じく消滅する。そのため、合併期日を含む最終事業年度の利益分配を役員会で承認できず、代わりに合併交付金を支払うことになるが、投信法には合併交付金に関する規定がなかった。そこで、投信法施行規則の改正などにより合併交付金の活用を明確化<sup>3</sup>するとともに、合併交付金の損金算入が認められた。

### ③法人税法上の適格合併の適用

J-REITの合併が、法人税法上の適格合併に該当するかどうか不明瞭との意見があった。2009 年 3 月、国税庁は「投資法人が共同で事業を営むための合併を行う場合の適格判定について」を公開し、J-REITの合併が共同事業要件<sup>4</sup>を満たして、存続REITが消滅REITの資産・負債を帳簿価額で引き継ぎ、譲渡損益や課税関係の生じない税法上の適格合併に該当することが確認された。

こうした政策対応による市場基盤の改善を受けて、資金調達環境の正常化や合併事例の増加につれて市場価格も回復局面に入り、約 3 年間続いた NAV に対するディスカウント状態はようやく解消されつつある (図表 4)。

図表 4 市場時価総額とNAVの乖離率



(出所) 開示データよりニッセイ基礎研究所が作成

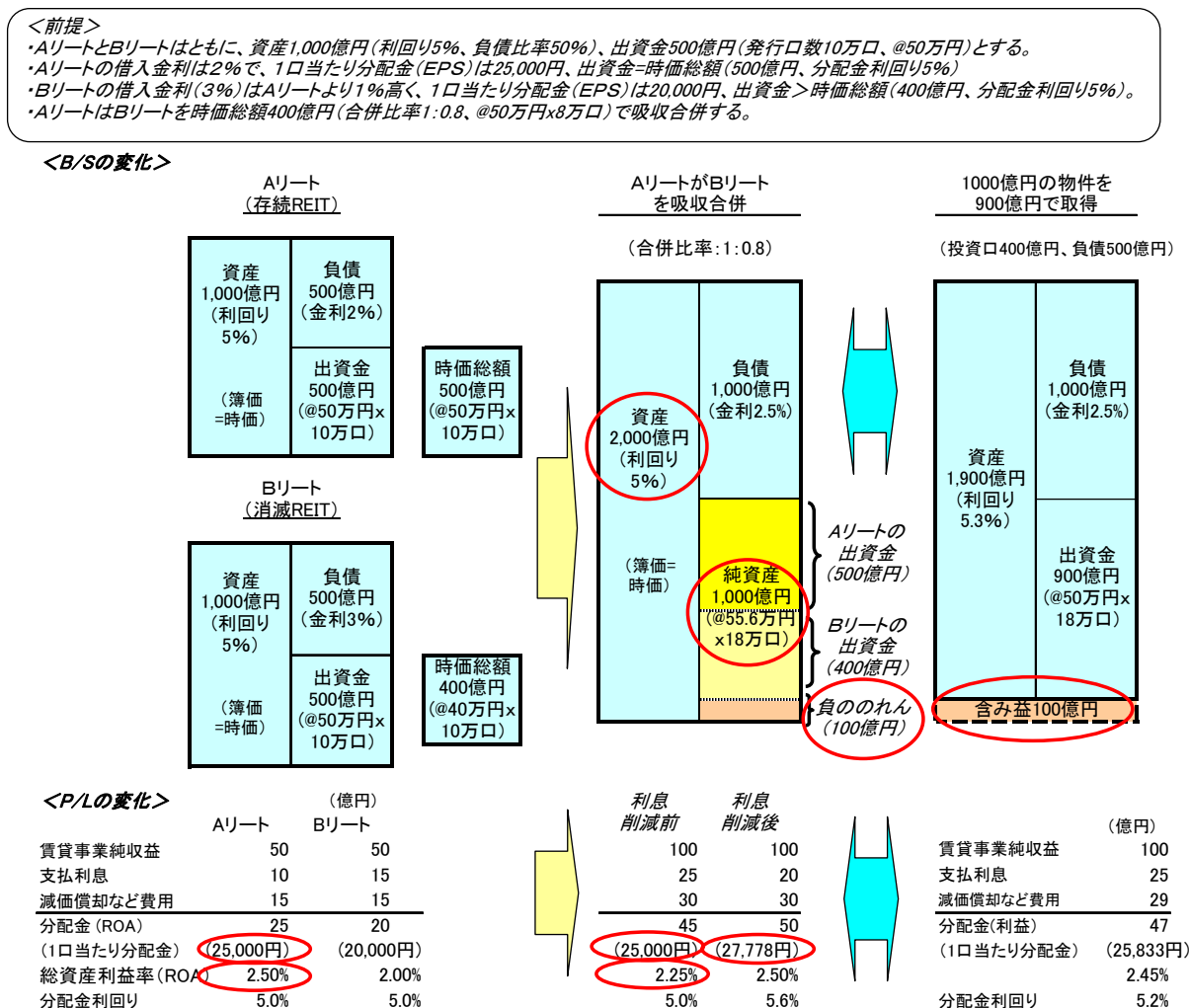
<sup>3</sup>投信法施行規則 193 条及び合併交付金に係る内閣府及び監督指針の改正

<sup>4</sup> ①事業関連性要件、②事業規模要件又は役員の経営参画要件、③従業員引継要件、④事業継続要件、⑤株式継続保有要件

### 3. J-REITの合併効果の検証

以下では、図表5のような「モデル REIT (資産 1,000 億円、負債比率 50%)」を設定し、一定の前提条件のもと、Aリート (存続 REIT) が B リート (消滅 REIT) を吸収合併した場合の財務状況の変化を試算し、J-REIT の合併効果を検証する。

図表5 J-REIT 同士の合併による財務状況の変化



(出所) ニッセイ基礎研究所

#### ①合併により収益力強化とリスク分散を図る外部成長を一度に実現

一般に、J-REITは、①不動産を取得し資産規模を拡大することでポートフォリオの収益力強化とリスク分散を図る「外部成長」、②賃料引き上げや管理コスト削減により収益増加を図る「内部成長」、の2つの成長エンジンにより、投資主利益の最大化を目指す金融商品とされる。図表5では、AリートがBリートの投資主への対価として投資口を発行(時価総額400億円)し、資産(1,000億円)・負債(500億円)を継承することで、資産規模が1,000億円から2,000億円へ倍増している。この合併と、投資口発行と負債調達により1,000億円の物件を900億円で割安に取得する外部成長を比較してみると、



J-REITの合併が、収益力強化とリスク分散を図る外部成長と本質的に変わらないことがわかる<sup>5</sup>。

ただし、新規の資金調達を必要とする外部成長は、その時々金融市場の動向に左右されるため急速な規模拡大は難しく、時間を要することが多いが、相手先の運用不動産をまとめて継承する合併は、外部成長スピードを速める効果がある。例えば、2001年9月に上場し、資産規模が最大の日本ビルファンド投資法人(NBF)の外部成長率が年率27%であるのに対して<sup>6</sup>、7件の合併事例では、規模に劣るREITがより規模の大きいREITを吸収合併するなど外部成長率は平均132%で、NBFの約4.9年分に相当する外部成長を一度に実現している。

## ②負ののれんをリスクバッファーとした運用自由度の向上

図表5の物件取得の場合、割安に購入してきた差額100億円が簿外の含み益であるのに対して、合併では100億円を利益計上し純資産にオンバランス化するため、負ののれんを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。

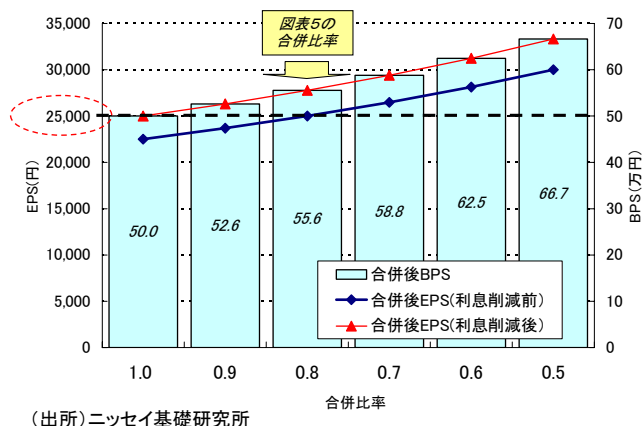
J-REITは、利益のほぼ100%を分配し利益を内部留保しないため、運用上の制約や財務の脆弱性といった構造的な課題を抱えている。しかし、低収益物件の売却に伴う損失や増資による一時的な分配金の希薄化、保有不動産の減損処理に伴う税務上の所得と会計上の利益との乖離(税・会不一致)などに対応し、純資産に計上した負ののれんをいつでも取り崩して安定した分配金を捻出できるため、運用戦略の自由度が飛躍的に向上する。7件の合併により生じた負ののれんは約1,159億円と大きく、合併存続REITは負ののれんという他のREITにはない競争優位を獲得したと言える。

## ③財務改善による1口当たり分配金(EPS)の上昇

図表5では、合併前後の1口当たり分配金(EPS)は25,000円変わらない。これは、Aリートに有利な合併比率(1:0.8)により発行済投資口数が減少し、1口当たり純資産(BPS)が50万円から55.6万円へ11%増加する一方、Bリートの高金利を継承し借入金利が2%から2.5%へ上昇し、総資産利益率(ROA)が2.5%から2.25%へ低下するためである。しかし、合併後にAリートが自らの信用力を糧に借入金利を元の水準へ引き下げると、EPSは25,000円から27,778円へ11%増加する。

図表6は、こうした合併比率と合併後EPSの関係を示している。合併比率が1:1の対等合併では、BPSは50万円変わらず、借入金利の上昇分だけEPSはひとまず減少する。しかし、合併比率が1倍を下回って低下していくと、EPSとBPSが増加し、これに支払利息の削減による財務改善が加わると、EPSはさらに増加することになる。

図表6 合併比率と合併後EPS

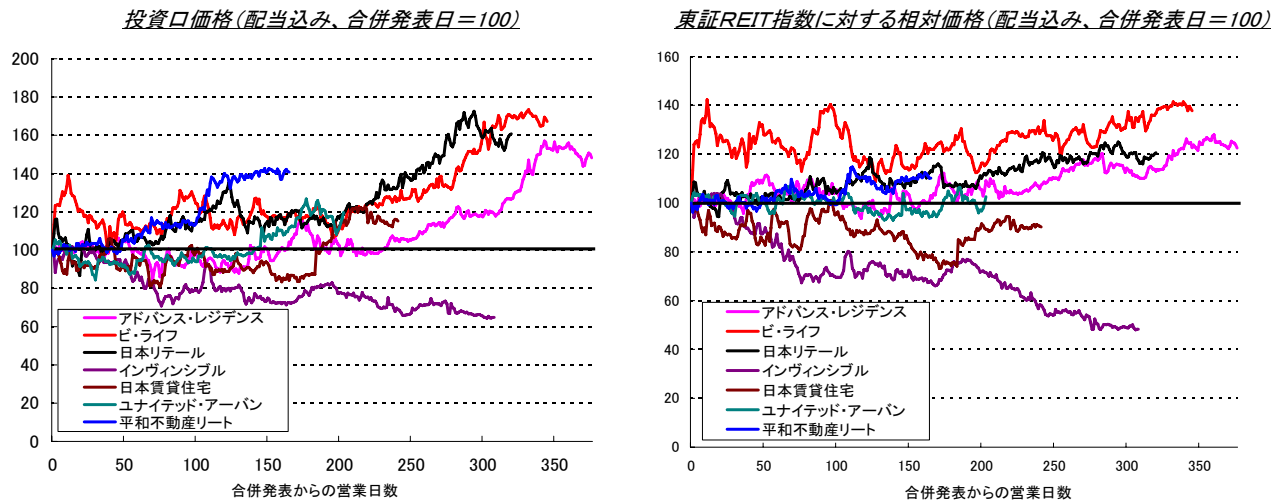


<sup>5</sup> 仮に、不動産の売却・買戻しにより含み益100億円を利益計上すると、両者のバランスシートは一致する。ただし、J-REITの場合、売却益は内部留保せずに投資主に分配されるため、合併により生じる負ののれんは売却益の繰延効果を持つ。

<sup>6</sup> H13.12月末(第1期)からH22.12月末(第19期)までの9年間の不動産取得価格

このように、J-REIT の合併は、外部成長スピードの上昇、負ののれんを活用した運用戦略の自由度の向上、財務改善による EPS 増加といったボーナス特典の付いた外部成長であり、合併効果に対する投資家評価は高い。合併存続 REIT の投資口価格を見ると、7 銘柄のうち 6 銘柄が合併発表時より上昇し、5 銘柄が東証 REIT 指数（配当込）をアウトパフォームしている（図表 7）。

図表7 合併存続 REIT の投資口価格



(出所)ニッセイ基礎研究所

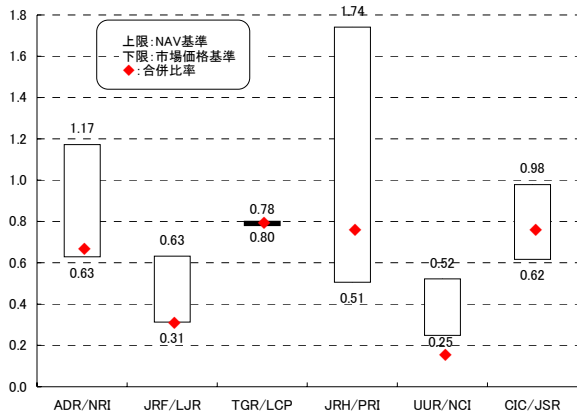
#### 4. 合併を前提にした投資主ガバナンスのあり方と今後の課題

以上の検証を踏まえて、合併を前提にした投資主ガバナンスのあり方や課題について整理したい。2009 年上期に J-REIT の合併環境が整ったものの、要となる合併比率について確たる市場の共通認識はなく、2009 年 8 月に最初の合併合意が公表されるまでその実現性に懐疑的な見方もあった。J-REIT 市場の再編の必要性やファイナンスなどについて議論し、今回の制度改正の指針となった国交省主催の「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」の報告書は、合併比率の算出方法について市場価格と NAV（純資産価値）の基準を併記したうえで、投資家への十分な説明と情報開示が重要としている。

取引所で日々変動する市場価格には世の多数の人々の意見が反映されるため、上場商品である J-REIT の合併比率が市場価格に着目して決まるのは当然であろう。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。投資主価値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 と乖離した不利な合併比率に合意して、既存投資主への説明責任を果たしているかという疑問もある。

これまでの合併比率を確認すると、NAV より市場価格を優先して決まる傾向が強いようだ（図表 8）。また、多額の負ののれん計上は、消滅 REIT の NAV を大幅に下回る水準で合併が成立したことを表している。株式市場の M&A(合併・買収)では、買収企業が正ののれんを計上したり、市場価格に一定の買収プレミアムを上乗せしたりすることが一般的だが、これまでのところ、J-REIT 市場では合併する側がプレミアムの大部分を享受している。仮に、消滅 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(54~98)、最終的な合併対価は平均 40(26~58)であった（図表 9）。

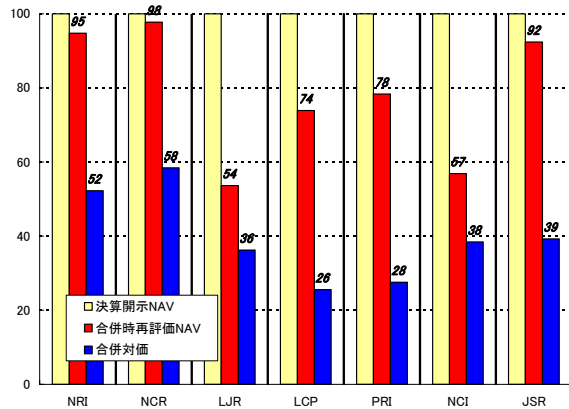
図表 8 J-REIT の合併比率



(注)NAV基準:合併発表日時点の直近決算データ。市場価格基準:合併発表日の過去3ヶ月平均価格をもとにニッセイ基礎研究所が算出。したがって、合併発表時の開示値と異なる。ピ・ライフとニューシティレジデンスの合併は、ニューシティレジデンスが非上場のため除く

(出所)開示データよりニッセイ基礎研究所が作成

図表 9 消滅 REIT の NAV と合併対価



(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

(出所)開示データよりニッセイ基礎研究所が作成

存続REIT（資産運用会社）は合併後のEPS増加や負ののれんなどを期待して、合併比率を有利にしたインセンティブを持つ。一方、消滅REIT（資産運用会社）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。また、合併方針などREIT運営に多大な影響力を持つスポンサー企業（REITの設立母体）は、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に注目するかもしれない。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<sup>7</sup>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、財務アドバイザーは既存投資主の代理人ではない。合併交渉などにおいて代理人たるREITの執行役員が本来のモニタリング機能を十分に果たせず、投資主利益が少しでも損なわれるリスクが存在するならば、現在のガバナンス体制を冷徹に見直し強化する必要があるのではないだろうか。昨年12月に、リート制度のグランドデザイン見直しを含めて、不動産投資市場の課題と対応策を検討してきた「不動産投資市場戦略会議」の報告書では、J-REIT市場の課題の1つにガバナンス強化を指摘し、運用会社における独立取締役の設置、REIT執行役員の監督機能の履歴開示、インサイダー規制の適用などを提言している。

J-REIT市場全体では、市場価格とNAVの乖離はほぼ解消されたが、依然としてNAVを下回る市場価格で取引されるREITは少なくない。また、変動の大きい市場価格ではなく不動産鑑定評価による基準価額で投資口の払戻しを行うオープンエンド型の非上場REITの設立や、NAVを下回る市場価格への不満からREITの解散を請求する「モノ言う投資主」が登場するなど、REITの公正価値の基準となるNAVと市場価格に対する投資家の関心は高い。

J-REIT市場も株式市場と同様に合併がいつでも可能になっただけに、資産運用会社は日頃よりガバナンスや開示NAVへの信頼性を高めるとともに、NAVと市場価格についてこれまで以上に投資家への説明責任が問われようになっている。

<sup>7</sup> 市場価格比較、NAV比較のほか、類似企業比較法・配当還元法・DCF法などを用いて合併比率を算定している。