

J-REITの基本と仕組み

NAV倍率と自己投資口の取得について

2022年3月18日

NAV倍率と自己投資口の取得について

J-REIT市場で資産価値からみたバリュエーション指標として重要なNAV倍率と指数が下落するなかで、最近発表が相次いでいる自己投資口の取得（株式での自社株買いに相当）について解説します。

■ 足元のJ-REIT市場はNAV倍率1倍に近づき、割安感高まる

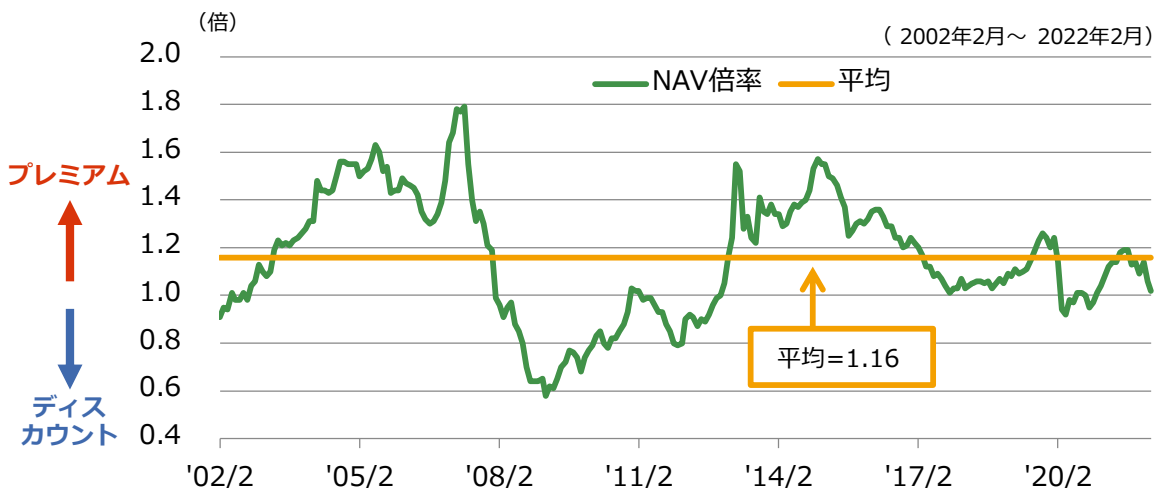
不動産証券化協会が発表したJ-REIT市場全体のNAV倍率は、2022年2月末時点で1.02倍となりました。2月末の東証REIT指数が年初来で▲9.1%の1,877ptと2022年入り後下落したことから、NAV倍率は1倍水準に近づき、割安感が高まっています。

■ NAV倍率は資産価値からみたバリュエーションを判断する指標

NAV倍率はJ-REIT市場で重要な指標の一つです。株式におけるPBR（株価純資産倍率）に近く、資産価値からみたバリュエーションを判断する指標で、数値が低いほど割安、高いほど割高になります。PBRとの違いは、純資産ではなく、保有不動産の時価と簿価の差分を調整した「時価ベースの純資産」が基準であることです。J-REITでNAV倍率が重要な指標なのは、保有資産のほとんどが賃貸用不動産で、一般企業が保有する工場施設や機械などと異なり、適切な価格での売却が可能だと考えられるためです。NAV倍率1倍は、投資口価格がJ-REITの時価評価した純資産価値並みに評価されていることを意味します。

2002年2月以降のNAV倍率の平均は1.16倍と1倍よりも高い水準（プレミアム、低い場合はディスカウントと表現）となっています。要因の一つは、J-REITの実物不動産に比した「流動性」の高さです。J-REIT銘柄は上場しているため、市場が開いていればいつでも売買可能です。一方で実物不動産の売買はすぐに行うことができません。J-REIT市場の流動性の高さがプレミアムにつながっています。

■ J-REITのNAV倍率の推移（月次）



※NAV倍率はJ-REIT全銘柄の時価総額加重平均値。

(出所) 不動産証券化協会より大和アセット作成

不動産売買市場は活況。NAV倍率以上に割安感があるJ-REIT市場

前ページではJ-REIT市場においてNAV倍率の計算では純資産ではなく、保有不動産の時価と簿価の差分を調整した時価ベースの純資産が基準となると説明しました。では保有不動産の時価はどのように算出されているのでしょうか。J-REIT市場では、NAVの計算に利用する保有不動産の時価は投資法人が決算ごとに発表する不動産鑑定評価額が一般的です。国家資格である不動産鑑定士が、不動産鑑定業者の業務として、不動産の鑑定評価を行うため、投資法人の意見で価格がゆがむことがない客観的な評価といえます。

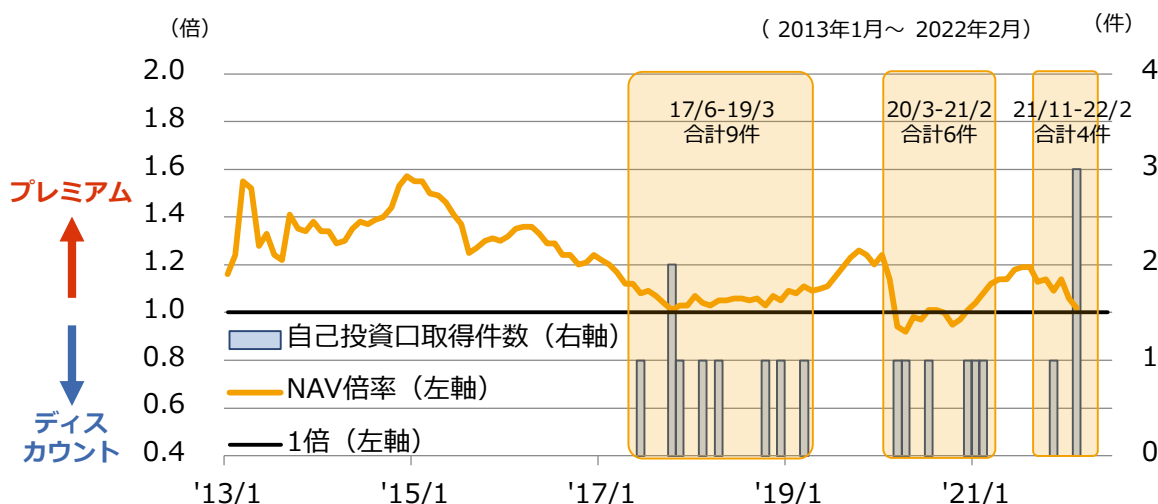
一方で、J-REITでは取得した物件を長期保有することが多く、決算ごとに鑑定評価を繰り返し行っています。この継続評価での鑑定評価額は、実際の売買事例に比べて変動が緩やかな傾向があります。そのため、数年来不動産価格の上昇傾向が続く現状では、鑑定評価額が実際の売買価格に比べて過小評価されていることもあります。

例えば、2021年にJ-REITが売却した物件のうち、売却価格が100億円を超えた物件を集計すると、売却価格と鑑定評価額（※売却決定時点で確認できる決算期末時点）とのかい離は+14%でした。仮に売買市場における物件価格が鑑定評価額を上回る場合、保有不動産の時価を売買市場における物件価格で置き換えてNAV倍率を計算すると、鑑定評価額を用いて計算したNAV倍率よりも水準が下がり、資産価値でみた割安感が強まります。J-REIT市場では活況な不動産市況を意識し、入替を前提に、物件売却に積極的な投資法人が多くみられます。物件を売却する際、その売却額が鑑定評価額を大きく上回るとJ-REITの割安感が意識される可能性があります。

なぜJ-REIT市場は「解散価値」に近いNAV倍率で1倍近傍で自律反発することが多いのか

J-REIT市場全体でNAV倍率が1倍近傍となると、個別銘柄単位で見ると質の高い不動産を保有しているにもかかわらず、NAV倍率が0.7-0.8倍台まで低下する銘柄が出てきます。これらの銘柄では、理論的には保有不動産を全て売却し、負債を返済すれば投資家はリートの市場価格を上回る資金を手にできる状態にあり、「解散価値」となる1倍を下回る水準にあります。この時、M&A（合併・買収）や自己投資口の取得が投資法人にとって合理的な選択肢となり、J-REIT市場の割安感が意識され、自律反発につながる展開が多くなっています。次ページで詳しく説明しますが、足元でJ-REIT市場全体のNAV倍率が1倍に近づくなかで再び自己投資口の取得が増加しています。

■ J-REITのNAV倍率と自己投資口取得件数の推移（月次）



※NAV倍率はJ-REIT全銘柄の時価総額加重平均値。自己投資口取得件数は発表日ベースで月間件数を集計。

(出所) 不動産証券化協会、QUICKより大和アセット作成

相次ぐ自己投資口取得の発表

2022年2月にはJ-REIT市場が下落するなか、3件の自己投資口取得決定の発表がありました。自己投資口の取得は、株式における自社株買いに相当します。2013年の投信法改正により解禁されましたが、解禁後数年はNAV倍率の水準が高かったこともあり、2017年6月にインベスコ・オフィス・ジェイリートが発表した自己投資口取得の決定がJ-REIT市場で初めての事例です。2022年2月末時点で延べ19件の実施がありました。2021年まで半期ごとに集計すると最も自己投資口取得の発表が多かったのは2017年下半期の3件であり、2022年2月の1カ月で3件もの発表はJ-REIT市場で初めてとなる頻度です。

自己投資口取得の目的と意味

株式における自社株買いの目的は、①株主還元の拡充、②株価の過小評価の是正、③資本効率の向上、④買取リスクの低減などが一般的です。J-REIT市場における自己投資口取得も一般的な目的は同様です。

ただし、J-REIT市場での自己投資口取得は、②投資口価格の過小評価の是正、③資本効率性の向上が主たる目的となる事例が多いです。②は、自社のことを最もよく知る投資法人が保有物件価値などに対して今の投資口価格が割安だというメッセージ性に加えて、実際の投資口の取得による需給のプラス要因が期待されます。またJ-REIT市場では基本的に取得した自己投資口は消却され、総投資口数が減少することで1口当たり利益・分配金の増加を通じて、③資本効率性の向上につながります。

仮に不動産売買市況が現在のように活況な状態が続き、J-REIT市場がNAV倍率で1倍近傍の水準が続く場合には、各社からの自己投資口の取得が続くことや、M&Aを通じた再編期待などが持てます。ウクライナ情勢や国内外での長期金利の動向などにより、J-REIT市場も変動が大きい状況が続く可能性はありますが、自己投資口の取得と資産価値でみた割安感から底堅い推移を想定しています。

2021年以降の自己投資口取得の事例

発表日	投資法人名	規模（上限）		NAV倍率 (発表時点)	発表翌営業日の 投資口価格 騰落率	取得期間 (発表時点)
		金額	取得口数の 割合			
21/1/7	いちごオフィスリート	15億円	1.96%	0.76倍	+4.3%	21/1/8-21/3/31
21/2/22	大和証券オフィス	55億円	1.63%	0.92倍	+6.9%	21/2/24-21/5/14
21/11/16	グローバル・ワン	15億円	1.87%	0.87倍	+1.7%	21/11/17-22/2/28
22/2/17	ジャパンエクセレント	20億円	1.33%	0.78倍	+2.0%	22/2/18-22/4/13
22/2/17	アクティビア・ プロパティーズ	40億円	1.58%	0.84倍	+2.1%	22/2/18-22/5/13
22/2/24	大和証券オフィス	40億円	1.43%	0.87倍	+2.2%	22/2/25-22/5/16

※取得口数の割合は自己投資口を除く発行済投資口数に対する割合。

(出所) 各社開示より大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。