

J-REIT市場の投資環境 NAV倍率と自己投資口の取得について

2025年2月20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（バイバック、株式での自社株買いに相当）を解説します。

J-REIT市場はNAV倍率0.8倍近傍。過去10年で最安値圏

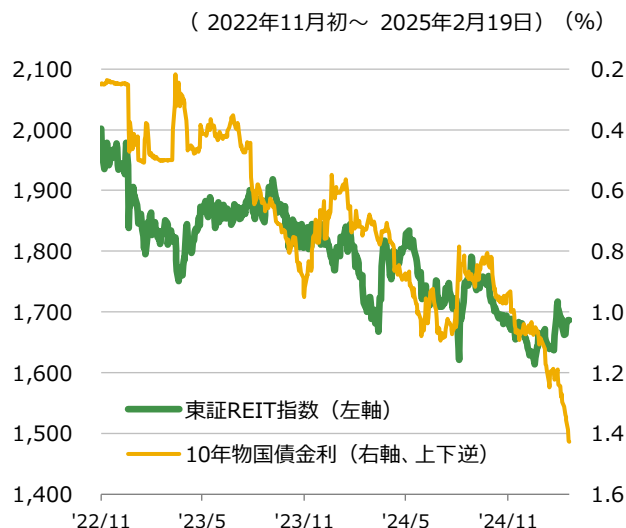
不動産証券化協会が発表したJ-REIT市場全体のNAV倍率は、2025年1月末時点で0.82倍となりました。J-REIT市場は日銀の金融政策の正常化、利上げなどによる長期金利の上昇のなかで、軟調な推移が続いており、NAV倍率でみると過去10年での最安値圏にあります。

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1.13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。その主因は、J-REITの実物不動産に比べた「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からプレミアムがある状態が自然です。

J-REITと国内長期金利の推移



※NAV倍率はJ-REIT全銘柄の時価総額加重平均値。

J-REITのNAV倍率の推移（月次）



（出所）ブルームバーグ、不動産証券化協会より大和アセット作成

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

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。

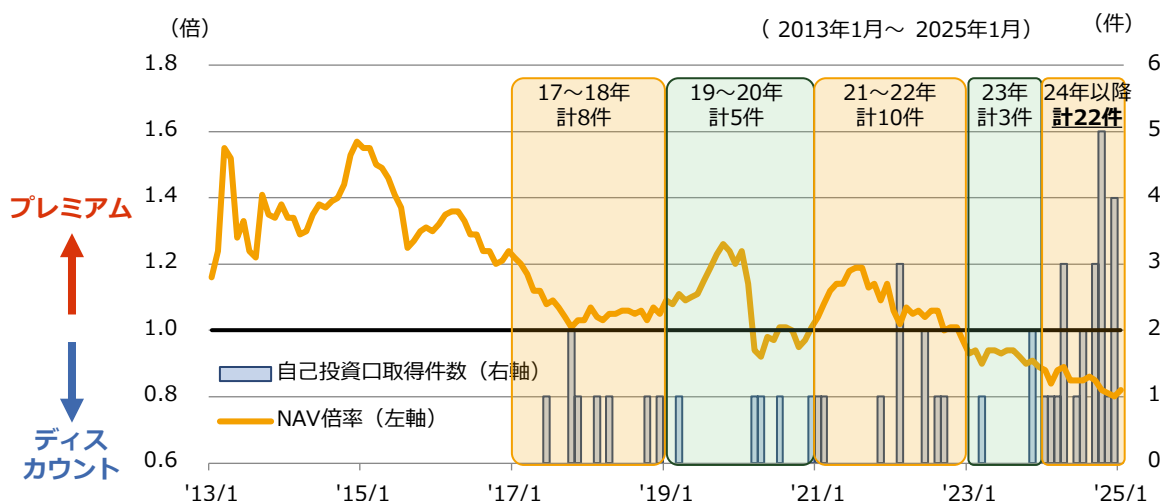
一方で、J-REITでは取得した物件を長期保有することが多く、決算ごとに鑑定評価を繰り返し行っています。この継続評価での鑑定評価額は、実際の売買事例に比べて変動が緩やかな傾向があります。そのため、J-REIT市場のNAV倍率が1を下回る（ディスカウント）状態が正当化される環境として、不動産価格が大きく下落している局面があげられます。いわゆるリーマン・ショックを契機とした世界的な金融危機が発生した2008年以降は、国内の不動産価格が大きく下落しました。実際の売買価格が急落するなか、継続鑑定での鑑定評価額は緩やかな下落にとどまり、中期的にNAVが低下するとの懸念があるなかで、NAV倍率のディスカウントが長期化し、それが正当化される環境でした。

一方で、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多くあります。2024年にJ-REITが売却を発表した物件のうち、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（※売却発表時点で確認できる決算期末時点）との乖離は+8%程度でした。0.82倍という時点で割安なJ-REIT市場ですが、その数値以上に資産価値からみた割安感があるとみています。

J-REIT各社は資本コストを意識した経営を志向し、バイバックが増加

現状、J-REIT市場では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倍台と低位の銘柄が増えていきます。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。低迷する株価に対する危機感もあり、J-REIT各社は資本コストを意識した経営への転換を進めており、保有する不動産の売却による含み益の具現化や自己投資口取得（バイバック）による資本効率の改善を進めています。下図のようにバイバックの件数は顕著に増加しています。

■ 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とその意味・目的

2024年にはJ-REIT市場が下落する中、年間で22件の自己投資口取得が発表されました。2023年末時点のJ-REIT市場の銘柄数は58銘柄であり、多くの銘柄でバイバックが実施されたことが確認されます。J-REIT市場で初めてバイバックが発表された2017年から2023年までの件数が26件だったことと比較すると、2024年にバイバックが急拡大したことがよく分かります。

J-REIT市場での自己投資口取得は、①投資口価格の過小評価の是正、②資本効率性の向上、③投資主還元のさらなる拡充が主たる目的となる事例が多いです。①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、②資本効率性の向上につながります。

スポンサー企業による投資口の取得と投資部門別売買動向

また2024年にはスポンサー企業によるJ-REITの投資口の取得の発表も相次ぎました。スポンサーによる投資口取得の目的は様々ですが、バイバックと同様に、投資口価格の過小評価の是正に加えて、スポンサーが一定の投資口を保有することで、他の投資主との利益を一致させ、スポンサーのサポート姿勢をより一層明確化することなどが上げられます。

こういったバイバックの増加やスポンサー企業による投資口の取得はJ-REIT市場の売買動向にも影響が出ています。特に自己投資口の取得が増えた2024年10-12月には、「事業法人」による買い越し額が顕著となっています。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倍を下回る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。国内金融政策見通しの不透明感は懸念材料ですが、海外ファンドによるTOB（公開買い付け）の発表などから、被買収リスクを意識して、賃料収入の増加を通じた利益成長のみならず、物件売却益による増配やバイバックなど、投資主還元の強化が一段と進み、J-REIT市場が上昇することを期待しています。

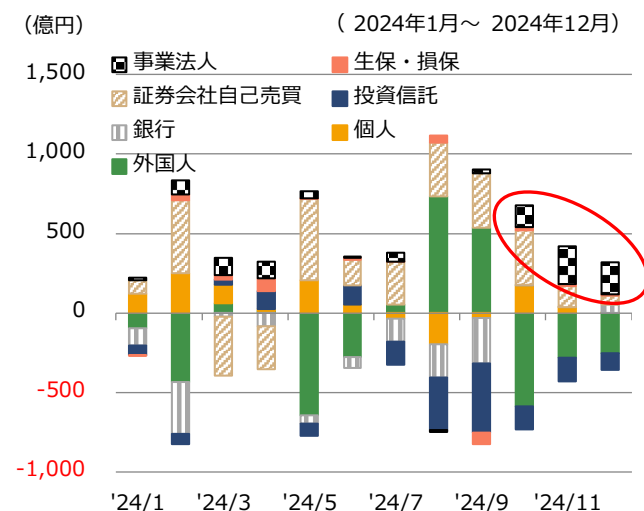
2024年発表のスポンサーによる投資口取得

発表日	投資法人名	規模（上限）	
		投資口数	取得口数の割合
24/4/1	星野リゾート・リート	2,397	0.94%
24/5/28	ヒューリックリート	28,800	2.00%
24/5/30	福岡リート	※	
24/8/28	日本ホテル&レジデンシャル	4,000	1.70%
24/9/13	東急リアル・エステート	48,760	4.99%
24/9/26	森ヒルズリート	95,800	5.00%
24/10/21	オリックス不動産	27,600	1.00%

※規模（上限）の投資口数、割合は発表日時点。

※福岡地所による福岡リートの投資口取得は取得総額上限30億円の金額指定。

J-REITの主要投資部門別売買動向



※投資部門は上記以外にもあります。

（出所）各社開示資料、東京証券取引所より大和アセット作成

ファンドに関するお電話でのお問い合わせ

☎0120-106212

(受付時間：営業日 9：00～17：00)

※お客様の取引状況・その他口座内容に関するご照会はお取引先の銀行、証券会社等の金融機関にお問い合わせください。

URL <https://www.daiwa-am.co.jp/>

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。