

# 研究員 の眼

## 日銀保有の J-REIT 投資口は 浮動株?それとも固定株?

～来年から東証 REIT 指数に浮動株比率を反映

金融研究部 主任研究員 岩佐 浩人  
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

11月8日の米国大統領選挙でドナルド・トランプ氏が勝利して以降、金融市場では新しい経済政策（トランプノミクス）への期待からリスク選好の姿勢が強まりました。日経平均株価は年初来高値水準を回復し、為替市場では1ドル110円を超える円安が進行しています。

残念ながら、J-REIT(不動産投資信託)市場はこのトランプラリーの蚊帳の外です。世界的な長期金利上昇への警戒感が調整の要因ですが、それでも年間収益率はプラスを維持しています<sup>1</sup>。今年は市場の外で波乱の出来事が相次ぎましたが、国内の不動産市況が底堅く推移したこともあって、J-REIT市場の値動きは総じて落ち着いた1年だったと評価できるのではないのでしょうか。

来年はトランプノミクスの内容と実行力が問われることになりますが、J-REIT市場では東証REIT指数の算出変更というイベントが控えています。リバランス売買に伴う一時的な価格変動に注意が必要です。

10月19日に東京証券取引所は、東証REIT指数について浮動株比率を反映した指数（浮動株時価総額加重型）へ移行する方針を発表しました。一般に、「浮動株」とは「市場で流通する可能性の高い株」のことを言い、その比率は「1-固定株比率」で計算されます。詳細は東証資料<sup>2</sup>の通りですが、主なポイントは、①投資主上位10位までを固定株とみなす（ただし、証券金融会社、決済機関、資産管理専業信託銀行、その他の信託銀行、グローバル・カストディアンは原則浮動株）、②市場取引への影響を考慮し1月末から5月末の5段階に分けて移行するとのことです。

この発表の翌日、スポンサー企業（設立母体）による出資比率の高いJ-REITの投資口価格が日中に急落しました<sup>3</sup>。個人投資家のなかには何事が起きたのかと驚いた方も多かったと思います。

<sup>1</sup> 年初から11/25までの東証REIT指数（配当込み）の上昇率は+2.6%

<sup>2</sup> 「東証REIT指数等の浮動株化について」(東京証券取引所)

<sup>3</sup> 対象6銘柄の投資口価格は日中▲2.4%～▲11.6%下落（6社平均で▲6.6%下落）

新しいルールではスポンサー企業による出資を「固定株」とみなすため、その分、指数の構成ウェイトが低下します。将来、東証 REIT 指数をベンチマークとするパッシブ運用資金を中心にこれらの銘柄を売却するとの思惑から価格が乱高下しました。

本来、J-REIT は不動産運用の器にすぎません。株式と異なり、創業者や親会社による持分支配や企業間の持ち合いと無縁です。しかし、東京証券取引所は、移行に伴うノイズを覚悟したうえで、株式市場と同様に多くの市場参加者が利用する指数に浮動株比率を反映することでより公正な価格形成が期待できると判断したようです。

ところで、日本銀行は一定の選定基準<sup>5</sup>のもと J-REIT を年間 900 億円購入しています。大量保有報告書によると、日銀が 5%以上保有する銘柄は 15 社に達し今後はさらなる増加が見込まれます（図表 1）。幸いにして、日銀保有 REIT は資産管理専門信託銀行扱いで「浮動株」とみなし指数への影響はありませんが、実質的には「浮動株」と「固定株」のどちらに該当するのでしょうか。「浮動株」であれば将来の出口戦略が、また、「固定株」であれば大量保有による価格の歪みが気にかかります。

日銀は今年 9 月に、金融緩和に関する総括的な検証を行い新しい枠組みを導入しました。J-REIT の買入れについても個別銘柄から指数連動型 ETF への変更やいつか訪れる出口戦略について議論し、市場との対話を深める時期が近づいていると思われます。

図表 1：日本銀行が5%以上保有するJ-REIT

証券CD	投資法人名	提出日	保有比率
8951	日本ビルファンド投資法人	平成28年6月6日	5.1%
8952	ジャパンリアルエステイト投資法人	平成28年5月19日	5.0%
8954	オリックス不動産投資法人	平成28年7月6日	5.0%
8955	日本プライムリアルティ投資法人	平成28年5月19日	5.0%
8957	東急リアル・エステート投資法人	平成28年5月19日	5.0%
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	平成28年5月19日	5.0%
8964	フロンティア不動産投資法人	平成28年5月19日	5.0%
8967	日本ロジスティクスファンド投資法人	平成28年5月19日	5.0%
8968	福岡リート投資法人	平成28年5月19日	5.0%
8984	大和ハウスリート投資法人	平成28年5月19日	5.0%
8987	ジャパンエクセレント投資法人	平成28年5月19日	5.0%
3226	日本アコモデーションファンド投資法人	平成28年5月19日	5.0%
3249	産業ファンド投資法人	平成28年5月19日	5.0%
3269	アドバンス・レジデンス投資法人	平成28年5月19日	5.0%
3462	野村不動産マスターファンド投資法人	平成28年9月6日	5.0%

(資料) EDINETをもとに作成

<sup>4</sup> 東証株価指数(TOPIX)は 2005 年に浮動株指数へ移行

<sup>5</sup> 信用格付け AA 格相当以上、売買日数 200 日以上、年間売買金額 200 億円以上、保有比率の上限 10%