

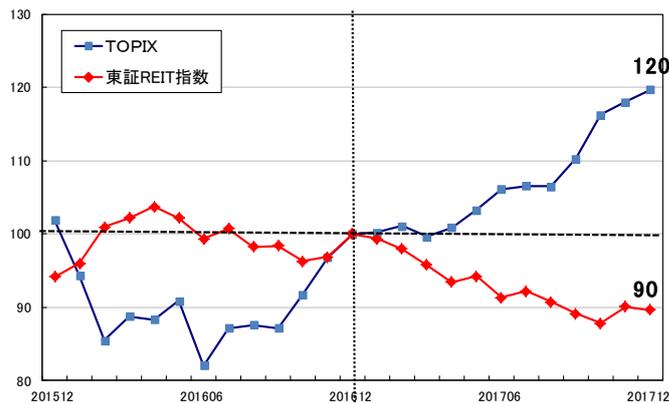
# 研究員 の眼

## J-REIT による自社株買いへの 期待と課題

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

昨年の J リート（不動産投資信託）市場を振り返ると、オフィス市況など不動産ファンダメンタルズは好調を維持したものの投資信託からの資金流出に伴う需給悪化を受けて、東証 REIT 指数（配当除き）は前年比▲10%下落しました。好業績を背景に 20%上昇した国内株式と比較した場合、J リート市場の低迷が際立つ1年となりました（図表1）。

図表1：東証 REIT 指数と TOPIX の推移（2016年12末=100）



（出所）東京証券取引所のデータをもとに作成

ところで、昨年の新しい動きとして、J リートによる自己投資口の取得（以下、自社株買い）を挙げることができます。自社株買いは 2013 年の投信法改正で既に解禁されていたものの、これまで活用の事例はありませんでした。しかし、6月にインベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人が初の自社株買いを発表し、その後は計4社が実施しています。

一般に、自社株買いは、(1)株主への利益還元拡充、(2)アナウンスメント効果や需給改善による株価上昇、(3)EPS(1株当たり利益)やROE(自己資本利益率)の向上、(4)買収リスクの低減を目的として実施されます。現在の J リート市場は不動産価格が上昇する一方で投資口価格が下落し、上場 59 社のうち半数以上の銘柄が NAV 倍率（純資産価値に対する時価総額）で1倍を下回っています。そこで、各社は(2)を目的に、割安な株価を是正するため自社株買いに踏み切りました（図表2）。

発表後の市場の反応をみると、自社株買いは株価に対してプラスの効果をもたらしています。4社の平均上昇率（配当含み）は発表翌日に2.8%、累計で7.8%となり同期間の東証REIT指数を6.0%上回りました。「現在の株価は不動産価値と比べて過小評価されている」とのメッセージを市場にうまく伝えることができたのではないのでしょうか。

図表2：自社株買い発表後の株価動向（2017年12月末時点）

発表日	投資法人名	自社株買いの規模(上限)		P/NAV倍率 (発表時点)	投資口価格(配当込み)	
		金額	比率		発表翌日	その後の上昇率
6月12日	インベスコ・オフィス・ジェイリート	8億円	1.23%	0.87x	1.2%	11.8%
10月10日	いちごホテルリート	3億円	1.16%	0.79x	4.0%	10.0%
10月16日	日本リートファンド	100億円	2.25%	0.94x	3.4%	3.1%
11月15日	グローバル・ワン不動産	10億円	1.34%	0.76x	2.5%	6.4%
4社平均					2.8%	7.8%

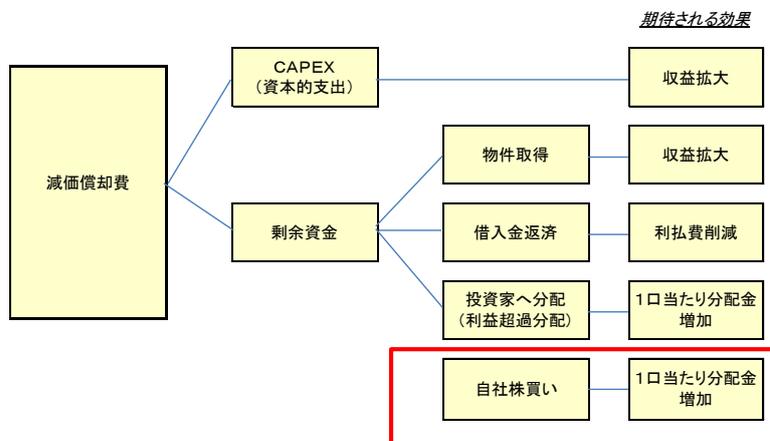
(出所)開示資料をもとに作成

もっとも、Jリートが自社株買いを継続して実施するには課題もあります。Jリートは、①もとより利益還元率100%であること、②増資による資金調達ニーズが高いこと、③原資となる余剰資金が少ないなど上場企業と異なる特性を持っています。

①については、投資主にとって分配金支払いと自社株買いは同じ経済効果であり「分配金+自社株買い」の還元率は100%を超えてしまいます。②については、「自社株買い⇒株価上昇⇒増資⇒株価下落⇒自社株買い」の資本政策を繰り返した場合、投資家サイドが混乱し不信を抱く恐れがあります。③については、剰余資金が減価償却費から資本的支出(CAPEX)を控除した金額に限られるなか、内部資金の使い道として自社株買いが最適かどうか(図表3)、さらには剰余資金の枠内に限らず不動産の売却代金を自社株買いに充当できないかなど、検討の必要がありそうです。

今回、Jリートの自社株買いは市場下落の副産物として思わぬ形でスタートしました。しかし、経営上の選択肢が増えたことは大変有意義であり、今後とも投資主価値の向上に向けた各社の取り組みが期待されます。

図表3：Jリートによる剰余資金の使途



(出所)ニッセイ基礎研究所

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。