

吉崎誠二の REIT NOW

本連載は、不動産エコノミストの吉崎誠二が JREIT や私募 REIT など、証券化された不動産商品に関する、最近の話題、注目トレンドなどをお伝えするものです。

第 1 回：自社株買いが目立つ JREIT、その背景と次に自社株買いを公表する銘柄は？

連載初回から、かなりマニアックな内容をお届けしますが、JREIT が抱える矛盾についての解説ですので、ぜひ最後までお読みください。

24 年に入り、自社株（投資口）買いする銘柄が増えています。その背景には、投資口価格の下落、それに連動する NAV 倍率が低くなっていることがあるようです。

過去を振り返れば、JREIT の自社株買いは、2017 年 6 月から解禁されましたが、例えば 22 年など、価格が低調な時に自社株買いは行われています。ちなみに、2023 年は年間で 3 銘柄でしたが、2024 年はすでに 3 銘柄が自社株買いを行い（表明を含めれば 6 銘柄）しています。株式市場でも近年は自社株買いをする企業が目立ちます。自社株買いにより、JREIT 銘柄では理論上配当分配金が増えることになり、株価上昇可能性が高まります。株主は恩恵を受けますが、「本来の実力により株価上昇」したわけではなく、否定的な声もあります。

（自社株買いとは）

改めて、自社株買いとは、企業（JREIT の場合は SPC、実行は AM 会社）が、自社の株式を市場から買い戻すことを指します。目的としては、株主への利益還元や株価の上昇促進などを目的に自社株買いを実行します。

JREIT が自社株買いを行うと、その分消却が行われます。つまり発行済み投資口数が減少するため、分配金原資が減らない限り、1 口当たりの利益配分が増えます。

（NAV 倍率 1 割れ銘柄の自社株買い）

執筆時点（4 月末日）では、JREIT 銘柄は 3 月半ばから上昇基調にあるとはいえ、全 58 銘柄中 11 銘柄だけが NAV 倍率が 1 倍を超えているという、JREIT 全体的に割安感が見られます。

とくに NAV 倍率の低い銘柄が自社買いを行うことが多くなりますが、これは実行する AM 会社からの現状の投資口価格に割安感があることをアピールする効果もあり、投資口価格の上昇を促す効果が期待できます。

(自社株買いと公募増資の矛盾する関係)

多くの J-REIT は、資産規模を順次拡大しています。その主な資金源としては、借り入れと公募増資によるものです。借り入れを増やせば、LTV の値が高くなり、昨今のような金利上昇懸念のある局面では投資家も LTV が高い銘柄は警戒する可能性があり、公募増資とのバランスを取りながら資産規模拡大を行いたいという思惑が働きます。そのため、資産規模拡大と公募増資はセットで行われることとなります。この点は、上場不動産会社（事業会社）は異なる点です。

このように考えると、自社株買いを行い「投資口数を減らす」というアクションは、仮に、そのあとに資産規模拡大のために公募増資を行えば、「投資口数を増やす」ということになり、相矛盾するアクションを行うということになります。

(JREIT 銘柄の投資口価格を上げる方法は?)

先に述べたように、JREIT 銘柄における「自社株買い」は、投資口価格上昇の糸口を模索するアクションと考えられます。

企業の株式では、配当を増やす、配当性向を増やすという方法もありますが、JREIT 銘柄においては、利益の実質 100%近くを配当に回しています（導管性要件は 90%以上）。そのため、この手法による価格上昇は、実質的にできません。また、譲渡益による分配金増は、一時的なものであり、投資口価格の上昇も一過性のものとなります。そこで「自社株買い」を行うわけですが、昨今の JREIT 銘柄の自社株買いでは、それほどの投資口価格の上昇は見られません。

24 年 3 月中旬以降の JREIT の価格上昇は、日経平均などの株価上昇の中で、出遅れ感のある JREIT への資金流入の影響もあったと思いますが、それ以上にマイナス金利解除が決定されても、「金融緩和政策が継続される」ことに安堵した要因も大きいと思われる。

こう考えれば、金利上昇の足音が聞こえてくるなかで、借り入れ状況の改善、例えば変動金利借り入れ分の固定金利化、あるいは借入金の一部返済などを行うと、市場は好感するものと思われる。

(今後の自社株買い銘柄は?)

24 年に自社株買いを実施&発表した銘柄を順にあげれば、1 月には東急不動産がメインスポンサーであるアクティビア・プロパティーズ投資法人（商業施設+オフィス）、2 月には、みずほ銀行や第一生命がスポンサーのジャパンエクセレント投資法人（オフィス中心）、3 月には KDX 不動産投資法人（総合型）、がすでに行い、4 月に入って、15 日にはラサールロジポート投資法人（物流施設）が、16 日には大和ハウスリート投資法人（総合型）、17 日には KKR がスポンサーの日本都市ファンド投資法人（総合型）が自社株買いを発表しました。

4 月に発表した 3 銘柄は全て 2 月決算の銘柄で、決算発表と同時に自社株買いを発表して

います。5月中には3月決算の3銘柄、6月中には4月決算の8銘柄が決算を発表しますが、このタイミングで、いくつかの銘柄では自社株買いが発表される可能性が高いと思われます。