

不動産投資法人による自己投資口取得に係る制度と実態

2025 年 11 月 4 日

はじめに

昨年(2024 年)は、わが国株式市場において上場企業による自己株式の取得が取得枠、実績ともに過去最高額となったとされる¹。この背景には、2023 年3月に東京証券取引所が資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を要請し、わかりやすい指標として PBR1倍割れの是正を挙げたことがある。自己株式取得で株数を減らせば、株価純資産倍率(PBR)など投資指標の改善が期待できるということである。

では、わが国のリート市場においてはどうか。上場不動産投資法人(J-REIT)に対しては、東京証券取引所からの要請等は存しないが、実は 2024 年は J-REIT による自己投資口の取得も過去最高となった。上場株式と比較すると低迷する投資口価格やこれに関連した海外投資ファンドからの TOB の動きなどが背景にあると考えられる。すなわち、J-REIT にとっても自己投資口の取得は有力な資本戦略の一つとなっているのである。

しかしながら、不動産投資法人による自己投資口の取得については、自己株式の取得に比較するとあまり取り上げられてこなかった。そこで、本稿では、不動産投資法人による自己投資口の取得に関して、その制度と実態等について概説することとする。

1. 自己投資口の取得に係る法制度の概要

投資法人による自己投資口の取得は、かつては合併後消滅する投資法人から当該投資口を承継する場合などごく限定的な場合を除き認められていなかった。2013 年の法改正(2014 年 12 月施行)により、自己投資口の取得が認められる場合として、「投資主との合意により当該投資法人の投資口を有償で取得することができる旨を規約で定めた場合」(投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)第 80 条第1項第1号)が追加され、自己株式取得と同様の形で不動産投資法人による自己投資口の取得が可能になったものである。

これは、J-REIT の投資口価格も、上場株式と同様に金融・資本市場の影響を受け、純資産価額と乖離することがあるという流通実態を踏まえれば、株式会社と同様に需給関係の調整の必要性が生じる場合があることから、自己投資口の取得制限を緩和したものである²。前もって規約に定めておかねばならないのは、自己投資口の取得は投資主に与える影響が大きいため、投資主が投資主総会を通じてその判断に関与できるようにする趣旨と考えられる³。

自己投資口を取得後、投資法人は相当の時期にその投資口の処分又は消却をしなければならない(同条第2項)。このうち「消却」については、2013 年改正により新たに設けられた取扱いである。したがって、株式会社と異なり、自己株式を期限なく保有し続けるといういわゆる金庫株と同じ取扱いはできない。これは、自己投資口の取

¹ 取得枠については、「自社株買い、過去最高の18兆円超 昨年、アクティビストの影響も」(時事通信 2025 年 1 月 21 日配信)、実績については、「2025 年の自社株買い、過去最高を更新か? ◆株価上昇の立役者、20 兆円視野に【けいざい百景】」(時事通信 2025 年 7 月 23 日配信)による。

² 古澤知之他(監修)「逐条解説 2013 年金融商品取引法改正」(商事法務 2014 年)(以下「逐条解説 2013 改正」という。)p59。

³ 澤飯敦・大越有人・滝琢磨(編著)「投資信託・投資法人法コンメンタル」(商事法務 2019 年)p267。

得は1投資口当たりの分配金の向上を通じた投資主への還元のための手段であり、例えば従業員へのストック・オプション付与や企業買収のための株式交換といった株式会社における金庫株のような扱いは想定していないためとされる⁴。「相当の時期」について明確な解釈は存しないが、自己投資口の取得が行われた決算期中に消却もなされているのが実態である。

投資主との合意による自己投資口の取得の方法としては、投資主に対する通知と通知を受けた投資主からの譲渡しの申込みによる方法(投信法第 80 条の3・第 80 条の4)と取引所金融市場における取引又は公開買付けによる方法(投信法第 80 条の5)とがある。ただし、上場投資法人による取引所金融市場外での自己投資口の取得は、公開買付けにより行わなければならないことから(金融商品取引法第27条の 22 の2第1項・同法施行令第 14 条の3の2第2項)、J-REIT の場合は取引所金融市場における取引又は公開買付けによる方法に限られることになる⁵。実際には J-REIT による自己投資口の取得は、すべて取引所金融市場を通じて行われてきている。

市場取引により自己投資口を取得しようとするときは、投資法人はあらかじめ①取得する投資口の口数、②投資口を取得するのと引換えに交付する金銭の総額、③投資口を取得することができる期間 を定めなければならない。この場合、投資口を取得することができる期間は1年を超えることができない(投信法第 80 条の5第2項・第 80 条の2第1項)。

2. 自己投資口取得の制度趣旨と取得目的

2013 年法改正において、投資法人による自己投資口取得制度を設けた趣旨については、次のように説明されている。すなわち、J-REIT の投資口は、安定的にキャッシュフローを生み出す不動産という原資産に裏付けられた商品であるものの、実際には、金融・資本市場の影響を大きく受けており、リーマンショック時には、資金調達手段の制約等の財務上の課題が顕在化し、金融・資本市場の影響を受けた金融機関の貸出姿勢の変化が投資法人の資金繰りに大きく影響した。また、ミドルリスク・ミドルリターンの商品として想定されていたにもかかわらず、市場の影響を受け投資口価格のボラティリティは拡大し、投資家の投資姿勢の萎縮を招いた。こうしたことから、諸外国の REIT に比べて資金調達・資本政策手段の面において制約が多いと指摘されることも踏まえつつ、その多様化を図る取組を講じる必要がある⁶。この資金調達・資本政策手段の多様化の方策の一つとして、自己投資口取得に係る制度が導入されたのである。

それでは、実際に J-REIT が自己投資口を取得するに当たってどのような理由を挙げているか。この点過去1年程度の間に自己投資口取得を行った投資法人についてみると、そのほとんどすべてが概括的には投資主還元と資本効率の向上、より具体的にいえば1口当たりの分配金の増加と1口当たり NAV⁷の増加を挙げている⁸。投資主還元の中身としては、投資口を売却した投資主に対する投資口対価と投資口数が減ったことによる分配金の増加分とに分けられるが、J-REIT においては後者を重視していることになる。資本効率の向上としては、1口当たり NAV の増加が該当する。すなわち、J-REIT の場合、投資口価格が1口当たり NAV を下回る(=NAV 倍率が1倍を切る。)、いわゆる NAV ディスカウントの状況が続いており、保有資産価値より安く評価されている投

⁴ 逐条解説 2013 改正 p60。

⁵ 大串淳子・田澤治郎・半田太一(監修)「不動産投資法人(REIT)の理論と実務[第2版]」(弘文堂 2019 年)p161。

⁶ 金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」最終報告(平成 24 年 12 月)p10・11。

⁷ NAV とは、Net Asset Value の略で、純資産総額のこと。貸借対照表上の資産から負債を差し引いた額であるが、J-REIT の場合、純資産額に保有不動産の簿価と鑑定評価額の差額に当たる含み損益を加えた額を指すことが多い。この額を発行済み投資口数で割った値が1口当たり NAV となり、投資口価格を1口当たり NAV で割ったものを NAV 倍率といい、上場株式の PBR(株価純資産倍率)に相当する。

⁸ 過去1年ほどの間に自己投資口の取得を行った不動産投資法人 16 法人のプレスリリース資料による。

資口を自ら取得・消却することで、1口当たりNAVが上昇することになる。さらに、これを契機に1口当たりNAVの上昇分を上回る投資口価格の上昇、これによる上場株式におけるPBRに相当するNAV倍率の上昇を期待するものである。

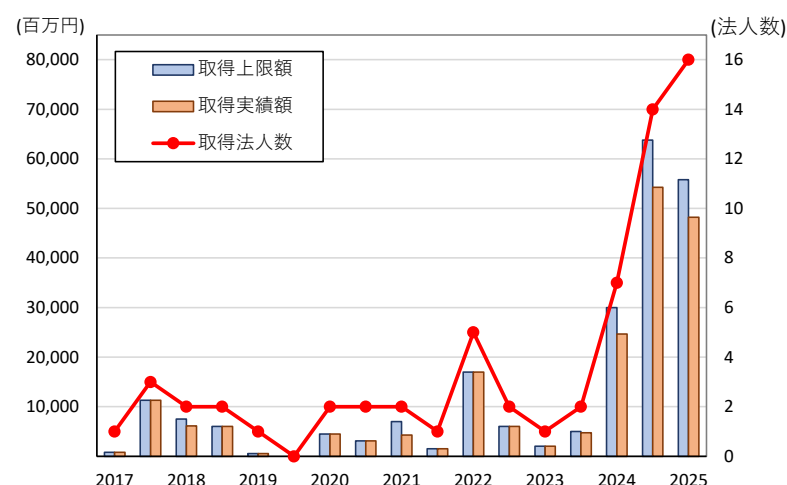
3. J-REITによる自己投資口の取得状況

(1) J-REITにおける自己投資口取得の推移

既に触れたとおり投資主との合意による自己投資口の取得が制度化されたのは、2013年であるが、J-REITにおいて自己投資口取得が初めて行われたのは2017年になる。以下では、2017年以降のJ-REITにおける自己投資口取得の状況について概観していく。

図1は、J-REITにおける自己投資口の取得上限額、取得実績額、取得を行った投資法人の数について、2017年上期から2025年上期まで半期ごとの推移を示したものである。一昨年(2023年)までは年により多少の変動はあったものの、概ね横ばいに近い推移を示してきていた。これが2024年以降急増しており、本年上半期の実績からみると今年も取得額・取得法人数とも大きく増加するものと予想される。やはりJ-REIT投資口価格の低迷を背景にして資本効率の向上を目指す投資法人が増えているものとみられる。また、導管性要件を満たすため株式会社のような内部留保が困難な不動産投資法人は、利益を主に不動産取得対価と分配金に充ててきたのであるが、昨今の大都市圏を中心とした不動産価格の高騰により、J-REITにとって新たな不動産の取得が難しくなっていることも一要因として考えられる。

図1. J-REITにおける自己投資口取得の推移



注) 2017年上期から2025年上期までの半期ごとのJ-REITにおける自己投資口の取得上限額及び取得実績額の合計、自己投資口の取得を行った法人数を示したものである。

いずれも投資口を取得することができる期間の初日がどの期に当たるかで分類している。したがって、実際の取得が翌期である場合もあり得る。

以上、別途記載なき限り、図2以下においても同じ。

資料) 各投資法人のプレスリリース資料、決算短信、有価証券報告書より作成(図2以下も同じ)。

(2) 自己投資口取得の規模・態様

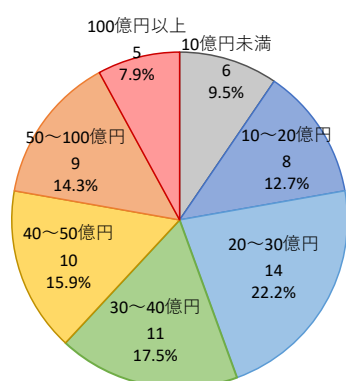
次に、J-REITにおける自己投資口取得の規模、態様等についてみていく。図2は、2017年上期から2025年上期までにJ-REITにおいて行われた自己投資口取得における取得上限額の分布を示したものである。10～50億円程度の規模が全体の約3分の2を占めている。不動産でいえば中小規模の共同住宅やオフィスビルに相当する額であり、要は中小物件1～数件程度の不動産取得に充てられる価額でもって自己投資口の取得を行っていることになる。思うに中小規模の不動産取得と比較すれば、自己投資口取得の方が投資主に対するアピール効果が大きいということではないか。

ただ、自己投資口取得額に係る評価は、各投資法人の規模によって大きく変わってくる。そこで、図3では、発

行済投資口の総口数に対する投資口取得総数の上限の割合の分布を示してみた。

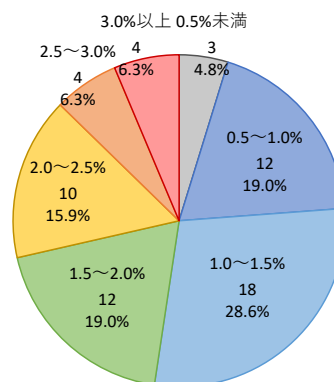
0.5%から 2.0%までが全体の8割超を占めており、しかもこの範囲でのばらつきが大きくなっている。数的にはこの割合が高いほど、分配金の額は増え1口当たり NAV も上昇することになり、投資主還元と資本効率の向上に資することになる。ただそのために調達できる資金にも限界があることから、このような結果になっているものと考えられる。ちなみに、上場企業による自己株式取得における発行済株式総数に対する取得し得る株式の総数の割合は、1～3%程度のケースが多いようであり⁹、J-REIT による自己投資口取得もこれに類似している。

図 2. J-REITにおける自己投資口取得
上限額の分布



注) 2017 年上期から 2025 年上期までに J-REIT において行われた自己投資口取得の取得上限額分布を示したもの。

図 3. J-REIT による自己投資口取得における発行済投資口の
総口数に対する投資口取得数上限の割合の分布

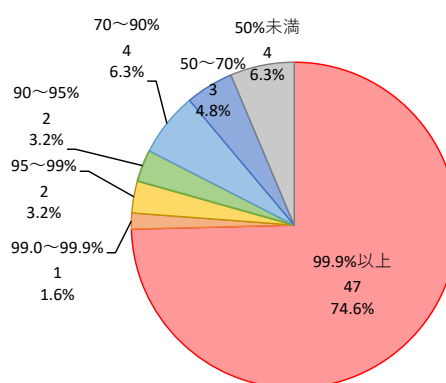


注) 2017 年上期から 2025 年上期までに J-REIT において行われた自己投資口取得について、発行済投資口の総口数に対する投資口取得数上限の割合の分布を示したもの。

以上では、自己投資口取得の取得額・取得口数の上限を取り上げたが、各投資法人はこの範囲で実際の取得を行うことになる。そこで、実際に取得された投資口の価額が取得上限額に対してどの程度の割合であるかを示したのが、図4である。

全体の4分の3を 99.9%以上が占めており、大部分のケースで上限額ほぼ一杯の投資口を取得していることがわかる。なお、一部に取得上限額に対する取得実績割合が低い水準にとどまっているケースもみられる。この点について投資法人側からの説明はあまりみられないものの、投資口価格が取得を想定した価額より高く推移したことなどを挙げる事例がみられる。また、そもそも上限額までの範囲を分割した上で、インプライド・キャップレート(ICR)等一定の指標に係る基準を満たした場合に限り更なる取得を行うといった方針をとっているケースも存する。

図 4. J-REIT による自己投資口取得における取得
実績額の取得上限額に対する割合の分布



注) 2017 年上期から 2025 年上期までに J-REIT において行われた自己投資口取得について、取得上限額に対する取得実績額の割合の分布を示したもの。

⁹ 森下千鶴「2022 年4～5月の自社株買い動向～発行済株式総数に対する割合と株価の関係～」(2022-05-27 基礎研レター ニッセイ基礎研究所) p3。

(3) 投資法人間での自己投資口取得に係る態様の相違

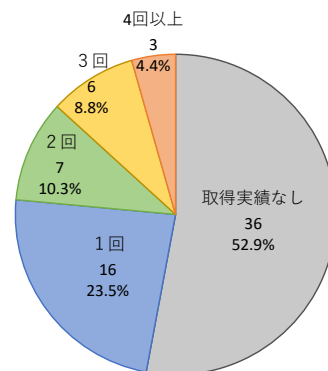
次に、J-REIT における自己投資口の取得に関して、投資法人間での方針、態様等の相違についてみていく。図5は、J-REIT において行われた投資口の取得について、各投資法人別の取得回数の分布を示したものである。

まず、過半の投資法人はそもそも取得実績を有しない。すなわち投資口取得が J-REIT において一般化しているというわけでは必ずしもないということである。もちろん、上場後年数を経っていない投資法人にとっては、まずは資金調達と不動産取得が優先され、これらと相反する投資口取得を行う誘因は乏しいと考えられる。実際 2019 年以降に上場した投資法人は自己投資口取得実績を有しない。自己投資口取得実績を有する投資法人の中で最も最近上場した投資法人は、2018 年2月上場のCREロジスティクスファンド投資法人である。この投資法人は、上場後7年目に当たる 2024 年下期に初めて自己投資口を取得している。ただ、全般的には上場時期が早い投資法人ほど自己投資口取得を盛んに行っているといった傾向はみられない。

表1は、J-REIT 市場の上場法人について、自己投資口取得実績額合計での上位 10 法人を示したものである。まず目立つのは物流施設系投資法人が4法人も含まれることである。J-REIT 全体で物流施設系投資法人は7法人あるが、その過半が上位 10 位に含まれるということである。物流施設系投資法人は、コロナ禍による EC(電子商取引)需要の高まりを受けて投資口価格がかなり上昇したが、その後物流施設供給のだぶつきなどにより投資口価格が下落しており、結果 NAV 倍率も低下していることから、自己投資口取得により投資効率の向上を図っているものと考えられる。逆にホテル系投資法人は1法人も含まれていない。ホテル系投資法人は資産規模が相対的に小さい投資法人が多いため、自己投資口取得実績額では上位になりにくいという面もあるが、ホテル系投資法人はインバウンド需要を受けて投資口価格がかなり上昇していることも背景にあるものと考えられる。

図6は、投資法人を用途タイプ別に分けてそれぞれの用途タイプで自己投資口取得実績のある投

図 5. J-REIT による自己投資口取得における投資法人別の取得回数の分布



注) 2017 年上期から 2025 年上期までに J-REIT において行われた自己投資口取得について、投資法人別の取得回数の分布を示したものの。

表 1. 自己投資口取得実績額の多い投資法人

	投資法人名	取得実績額合計	取得回数	用途タイプ
1	KDX不動産投資法人	18,999	3	総合型
2	大和証券オフィス投資法人	17,458	6	オフィス系
3	GLP投資法人	16,801	2	物流施設系
4	日本都市ファンド投資法人	13,000	3	商業施設系
5	アクティビア・プロパティーズ投資法人	11,999	3	総合型
6	ラサールロジポート投資法人	11,100	3	物流施設系
7	日本プロロジスリート投資法人	10,000	1	物流施設系
8	積水ハウス・リート投資法人	10,000	3	住宅系
9	日本ロジスティクスファンド投資法人	9,515	5	物流施設系
10	グローバル・ワン不動産投資法人	8,369	4	オフィス系

注) 上場不動産投資法人について 2025 年上期までの自己投資口取得の実績額合計の上位 10 法人を掲げている。

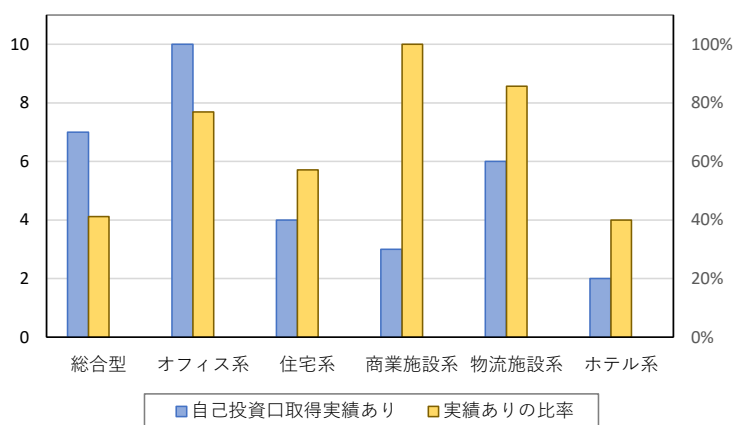
実績額合計の単位は百万円。

7位と8位は百万円未満での差がある。

用途タイプは、オフィス、住宅、商業施設、物流施設、ホテル、ヘルスケア施設の各用途いずれかが 2024 年末時点での保有資産において取得価額ベースで6割超を占める場合を当該用途系とし、6割超を占める用途がない場合(これらの用途以外の用途が4割超を占める場合を除く。)を総合型としている(図6も同じ。)

資法人数及びそれが当該用途タイプの法人数全体に占める比率を示したものである。自己投資口取得実績のある法人数はオフィス系が最も多いが、全体数に占める取得実績を有する法人の割合でみると商業施設系が最も高く、次いで物流施設系が高い結果となっている。商業施設については、ECの拡大・浸透等を背景にして他の用途と比較すると先行きが懸念されていることもあり、投資口価格の低迷が続いていることから自己投資口取得が選択されたものと考えられる。逆にホテル系は、自己投資口取得実績のある法人数、その割合ともに最も低くなっている。なお、総合型の実績割合が低いのは、比較的最近に上場した投資法人で総合型の割合が高いことが影響しているものと考えられる。

図 6. 投資法人の用途タイプ別にみた取得実績を有する法人数と当該用途タイプの法人全体に占める割合



注) 用途タイプ別で2025年上期まで自己投資口の取得を行った投資法人数及び当該用途タイプの法人数全体に占める比率を示したもの。
 2019年以降に上場した投資法人は含まない。
 合併により消滅した投資法人は含まない。合併以外の事由により上場廃止となった投資法人は含めている。
 合併前の自己投資口取得は、合併後の法人の取得実績として取り扱っている。
 ヘルスケア施設系については1法人のみのため対象から除いている(ちなみに、自己投資口取得実績はない。)

4. J-REITにおける自己投資口取得の効果と評価～むすびに代えて

以上触れてきたように、J-REITにおいても自己投資口の取得は盛んに行われるようになってきている。では、それによりどのような効果がもたらされてきているか。この点については、J-REITにおいて本格的に自己投資口取得がなされるようになって間もないこともあり、今後の検討課題として本稿においては取り上げることはしない。

ただし、既往研究¹⁰⁾においては、J-REITにおける自己投資口取得の実施には投資口価格へのインパクトがあり、自己投資口取得発表の翌日には投資口価格にプラスの反応がみられるとされている。その要因として、投資家と経営主体との間に情報の非対称性が存在しており、情報優位にある経営主体が自己投資口取得を決定することで、当該投資法人の投資口が過小に評価されているという情報を取引市場に伝えることによるという。

確かに上場株式市場においても、企業が自社株買いを発表すれば当該企業の株価が上昇するのが通例であり、自己投資口取得により投資口価格の上昇という短期的な効果が得られるのは間違いのないであろう。もっとも、不動産投資法人はもっぱら不動産から得られる賃料収入を利益の源泉としており、淡々と不動産を保有・管理するためのベークルである。したがって、不動産投資法人は、不動産企業のように大規模開発等で保有不動産を大化けさせることもなければ、不動産の戦略的・機動的売買によって利ザヤを稼ぐこともない。不動産会社の経営戦略の中身については、外部からではわかりづらい、あるいはそもそも評価自体難しいケースもあり、投資家から十分な評価が得られないことも容易に想定されるが、上場不動産投資法人の場合、その保有不動産から期待できる収益やリスクはかなりの程度評価可能であり、先に触れた情報の非対称性は、株式会社に比べるとかなり小さいのではないかと。となると、自己投資口の取得により投資口に係る過小評価を是正する必要性も株式会社に比

¹⁰⁾ 高田裕「J-REITにおける自己投資口取得に対する投資口価格の反応」(2021年 都市住宅学 113号)p167、石原雅行「J-REITにおける自己投資口の取得について」(2022年 証券アナリストジャーナル 60巻7号)p29。

べると低いのではないか。既保有不動産に係る評価がある程度定まっているのであれば、あとは投資家からの評価を上げるためには、資金はより収益性の高い不動産の取得に充てるべきであり、保有資産額の収縮にも結び付く自己投資口の取得は、中長期的には J-REIT には向いていないと考える。

今後 J-REIT における自己投資口取得がどのような展開をみせるかはわからないが、不動産価格が上昇傾向にあり、海外を含めた投資家からのわが国の不動産への注目度も高い中で、J-REIT にとって不動産を取得しにくい状況はしばらく続くものと思われる。株式と比較すると低迷する投資口価格をある程度立て直すために、自己投資口取得も一つの方策ではあろう。ただし、J-REIT の本旨が不動産取得を通じた外部成長にある点には、十分配慮する必要があると考える。

(齋藤 哲郎)