

## J-REIT の投資家から見た DONAV の意義と投資判断への活用

2025 年 2 月 25 日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

REIT 投資顧問部 副主任研究員 高橋 寛行

- 資本コストや資本効率性を意識した運用戦略を提示する J-REIT が増加しており、運用上の新たな KPI として DONAV (Dividend On Net Asset Value) に言及する銘柄が出てきた。
- J-REIT の投資家は、J-REIT の運用戦略が資本コストに応えられるものか否かを、DONAV を通じて評価することが可能であり、DONAV は J-REIT の投資家にとっても意義のある財務指標である。
- DONAV は、J-REIT の投資口価格の代表的なバリュエーション指標である分配金利回りと NAV 倍率の積に他ならない。また、NAV 倍率 1 倍に対応する分配金利回りに相当することから、当該 J-REIT が私募運用されることを仮定した場合の分配金利回りとして理解することもでき、ヒストリカルには DONAV と分配金利回りの間に緩やかな連動・対応関係があることを確認することができる。
- DONAV は、J-REIT に対する投資判断において、分配金利回り・NAV 倍率による市場評価の銘柄間序列の解釈、NAV 倍率のディスカウント状態の解消に向けた運用戦略の成否の検討、分配金利回り・NAV 倍率を用いた投資口価格予想の検証手段といった活用が考えられる。

### DONAV の登場

J-REIT の投資口価格の低迷が継続し、不動産投資市場に対する劣後が目立つ中、資本コストや資本効率性を意識した運用戦略を提示する J-REIT が増加しており、運用上の新たな KPI として DONAV (Dividend On Net Asset Value) に言及する銘柄が出てきた。

DONAV は、NAV (Net Asset Value) に対する分配金総額の比率として定義される財務指標である。ストック面から見た投資主価値 (NAV) とフロー面から見た投資主価値 (分配金総額) の比率という形式は、分配金利回り (= 分配金総額 ÷ 時価総額) と同一であるが、分配金利回りは J-REIT の投資家が投資口価格の決定を通じて資産運用会社に提示する資本コストの一種であるのに対し、DONAV は資産運用会社が運用戦略の決定を通じて J-REIT の投資家に提示する資本効率指標の一種である。一般に、DONAV を KPI とする銘柄は、足元の分配金利回りを上回る水準まで DONAV を引き上げることを企図した運用戦略を提示するが、これは当該運用戦略が資本コストを上回る資本効率性を実現しうるものであることを、客観的・定量的に把握可能な分配金利回りと DONAV の大小関係を通じて明確に示す試みと理解することができる。

裏を返すと、J-REIT の投資家は、資産運用会社が提示する運用戦略が資本コストに応えられるものか否かを、DONAV を通じて評価することが可能であり、DONAV は J-REIT の投資家にとっても意義のある財務指標といえる。本稿では、J-REIT の投資家から見た DONAV の意義や、投資判断への活用について考察する。

## DONAV の定義と算出方法

DONAV の定義式は以下のとおりである。

$$\text{DONAV} = \text{分配金総額} \div \text{NAV} \quad \dots\dots\text{定義式①}$$

定義式は簡明だが、実際に算出するとなると、代入すべき分配金総額は予想分配金か実績分配金か、NAV は分配金控除前か分配金控除後か、等の判断が必要になる。この点、筆者としては、J-REIT の投資家が DONAV を投資判断に活用することを念頭に置く場合、分配金総額は年間予想分配金を、NAV は分配金控除後のものを採用することが整合的と考えており、以下、その理由を示したい。

DONAV は、上記の定義式①から、以下のように変形することができる。

$$\begin{aligned} \text{DONAV} &= \text{分配金総額} \div \text{NAV} \\ &= (\text{分配金総額} \div \text{時価総額}) \div (\text{NAV} \div \text{時価総額}) \\ &= \text{分配金利回り} \times \text{NAV 倍率} \quad \dots\dots\text{変形式①} \end{aligned}$$

DONAV は、J-REIT の投資口価格の代表的なバリュエーション指標である分配金利回りと NAV 倍率の積に他ならない。投資口価格のバリュエーションに際しては、年間予想分配金を用いることが一般的であるから、DONAV の算出に際しても、分配金総額として年間予想分配金を採用すると整合的に解釈しやすい。

DONAV は、定義式①のとおり、フロー面から投資主価値を表している分配金総額を、ストック面から投資主価値を表している NAV で除したものであり、元本と果実の関係を表す資本効率指標としての側面がある。果実たる分子に年間予想分配金を用いる場合、分母の NAV にはその元本に相当する値を採用すべきであり、投資法人外に流出し、予想期の運用原資となり得ない実績期の分配金は含めるべきではない。従って、DONAV の算出に際しては、分配金控除後の NAV を用いることが整合的と考える。

以降、特に断りのない限り、本稿においては、分配金総額は年間会社予想分配金を、NAV は三井住友トラスト基礎研究所による評価に基づく分配金控除後 NAV を意味するものとする。

## DONAV は NAV ニュートラル分配金利回り、私募運用を仮定した場合の分配金利回りに相当

変形式①から、分配金利回りと NAV 倍率について、以下の大小関係を得ることができる。

$$\text{DONAV} = \text{分配金利回り} \times \text{NAV 倍率} \quad \text{より、}$$

### 【大小関係①】

$$\text{NAV 倍率} > 1 \text{ 倍} \quad \Leftrightarrow \quad \text{分配金利回り} < \text{DONAV}$$

$$\text{NAV 倍率} = 1 \text{ 倍} \quad \Leftrightarrow \quad \text{分配金利回り} = \text{DONAV}$$

$$\text{NAV 倍率} < 1 \text{ 倍} \quad \Leftrightarrow \quad \text{分配金利回り} > \text{DONAV}$$

DONAVは、NAV倍率1倍に対応する分配金利回り(NAVニュートラル分配金利回り)である。また、POや自己投資口取得の実施基準をNAV倍率1倍に設定する銘柄が多いが、これはDONAVと分配金利回りの大小関係を実施基準にすることと同義であることも分かる。NAV倍率1倍超というPO実施基準は、ストック面において、J-REIT市場による投資主価値評価が不動産投資市場による投資主価値評価を上回る(時価総額 $>$ NAV)ことを基準とするものであるが、それは同時にフロー面からも、J-REIT市場による投資主価値評価が不動産投資市場による投資主価値評価を上回る(分配金利回り $<$ DONAV)ことを意味している。

なお、一般に、私募REITの投資口価格(基準価額)は各保有不動産の不動産鑑定評価額に基づく一口当たりNAVとして算出されているから、私募REITの分配金利回りは、分配金総額をNAVで除することで算出され、それは一種のDONAVに他ならない。従って、J-REITにおけるDONAVは、私募運用されることを仮定した場合の分配金利回りとして理解することもできる。

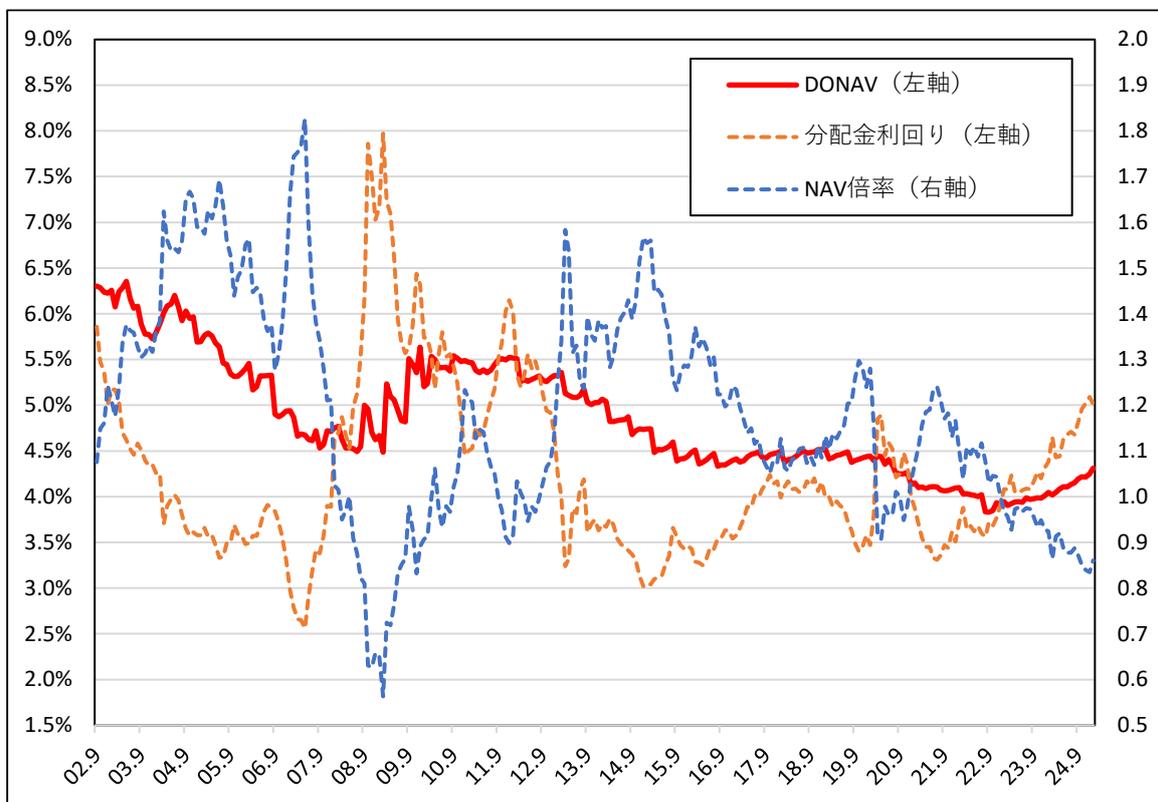
## J-REIT 市場全体の DONAV の時系列推移と分配金利回りととの緩やかな連動・対応関係

図表1は、J-REIT 市場全体の DONAV と併せて、変形式①に基づく構成要素として、分配金利回りと NAV 倍率の時系列推移を示している。

DONAV は定義式①で見たとおり、短期的に大きく変動しうる投資口価格の影響を受けない財務指標であり、分配金利回りや NAV 倍率と比較して短期的な変動が小さく、相対的にトレンドを把握しやすい。

DONAV の長期的なトレンド変化は、①J-REIT 黎明期の低下局面（～2008 年頃）、②リーマンショック期に上昇して高止まった局面（～2012 年頃）、③アベノミクスを背景に一時停滞が見られつつも低下が進んだ局面（～2022 年頃）を経て、④足元では緩やかな上昇局面（2023 年頃～）にある（2025 年 1 月 31 日時点で DONAV4.3%、分配金利回り 5.0%、NAV 倍率 0.86 倍）。先に触れたとおり、DONAV は資本効率指標であるのと同時に、私募運用されることを仮定した場合の分配金利回りとも見ることができ、図表1からは、DONAV と分配金利回りの間に緩やかな連動・対応関係があることを確認することができる。

図表1 J-REIT 市場全体の DONAV と分配金利回り・NAV 倍率の時系列推移



注) NAV 評価は三井住友トラスト基礎研究所による

出所) Bloomberg データ、投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## DONAV の投資判断への活用

以下、J-REIT の投資家がどのように DONAV を投資判断に活用できるか、考察する。

### (1) DONAV が分配金利回り・NAV 倍率による市場評価の銘柄間序列に与える影響

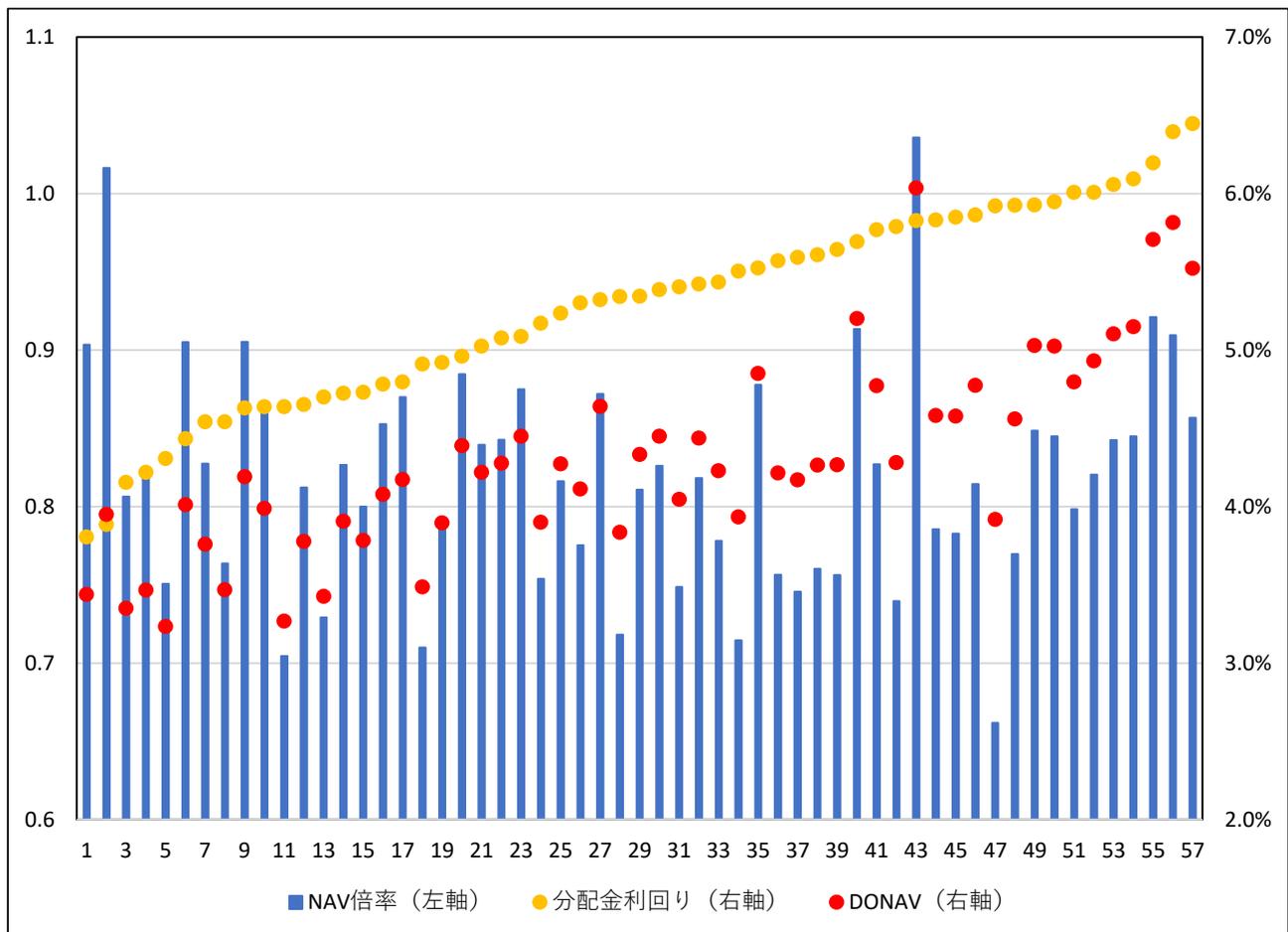
変形式①は、更に以下のように変形することができる。

$$\text{NAV 倍率} = \text{DONAV} \div \text{分配金利回り} \cdots \cdots \text{変形式②}$$

NAV 倍率は DONAV に比例し、分配金利回りに反比例する。仮に DONAV が銘柄間で共通の値をとるならば、分配金利回りが低い銘柄ほど NAV 倍率が高くなるから、分配金利回りによる市場評価の序列と、NAV 倍率による市場評価の序列は完全に一致する。しかし、実際には DONAV は銘柄毎に異なる値をとるため、市場評価の序列は完全には一致せず、特に DONAV に格差のある銘柄間で入替わりやすい。

図表 2 は、2025 年 1 月末時点の J-REIT 全 57 銘柄を対象として、左から右に分配金利回りが低い順に(=フロー面の市場評価が高い順に)、NAV 倍率(鑑定ベース)、分配金利回り、DONAV(鑑定ベース)を表示している。左から右に、NAV 倍率の序列が頻繁に入替わっているが、これは DONAV の水準差によるものである。

図表 2 J-REIT 全 57 銘柄の分配金利回りと NAV 倍率・DONAV(鑑定ベース)(2025 年 1 月 31 日時点)



出所) Bloomberg データ、投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

NAV は全ての保有不動産を時価評価額で譲渡した場合に顕在化する価値であり解散価値とされるが、これはJ-REITが継続企業の前提を持つことと相反する「解散シナリオ」を前提とした評価結果であることを意味している。J-REITのNAVが直接的に顕在化する状況は、吸収合併の消滅法人になる場合等の特殊な状況に限定されるから、通常時において、J-REITの投資家がNAVの直接的な顕在化を期待する蓋然性は低く、これはNAV倍率が1倍から大きく乖離する市場局面が存在する理由の一つだろう。

継続企業の前提を持つJ-REITの投資家が、「解散シナリオ」よりも分配金を継続的に受け取る「継続シナリオ」をより現実的と見る場合、投資口価格のバリュエーション上、分配金利回りによる序列化がより重視される可能性がある。この場合、銘柄毎に固有の値を持つDONAVを介してNAV倍率が定まるが、先に見たとおり、DONAVの水準差は、分配金利回りによる序列化からの入替を引き起こす。仮に、特定銘柄のNAV倍率の序列に違和感を覚えることがあれば、当該銘柄のDONAVが他銘柄との比較で相対的に高いまたは低い水準にないか確認し、当該違和感が分配金利回りによる序列化からの入替によって生じたものでないか確認するべきであろう。もし、分配金利回りで見た序列に違和感がないのであれば、NAV倍率で見た序列の違和感は、「継続シナリオ」のもとでは解消されにくい傾向があるかもしれない。

## (2) 分配金利回り-DONAV スプレッド(上場スプレッド)

J-REIT の DONAV は私募運用されることを仮定した場合の分配金利回りであるから、分配金利回りと DONAV のイールドスプレッドは上場で生じたものと考えられ、以下、これを「上場スプレッド」と呼ぶ。

$$\text{上場スプレッド} = \text{分配金利回り} - \text{DONAV}$$

大小関係①は、上場スプレッドを用いて、以下のように表現することもできる。

### 【大小関係②】

NAV プレミアム率 > 0 ⇔ 上場スプレッド < 0

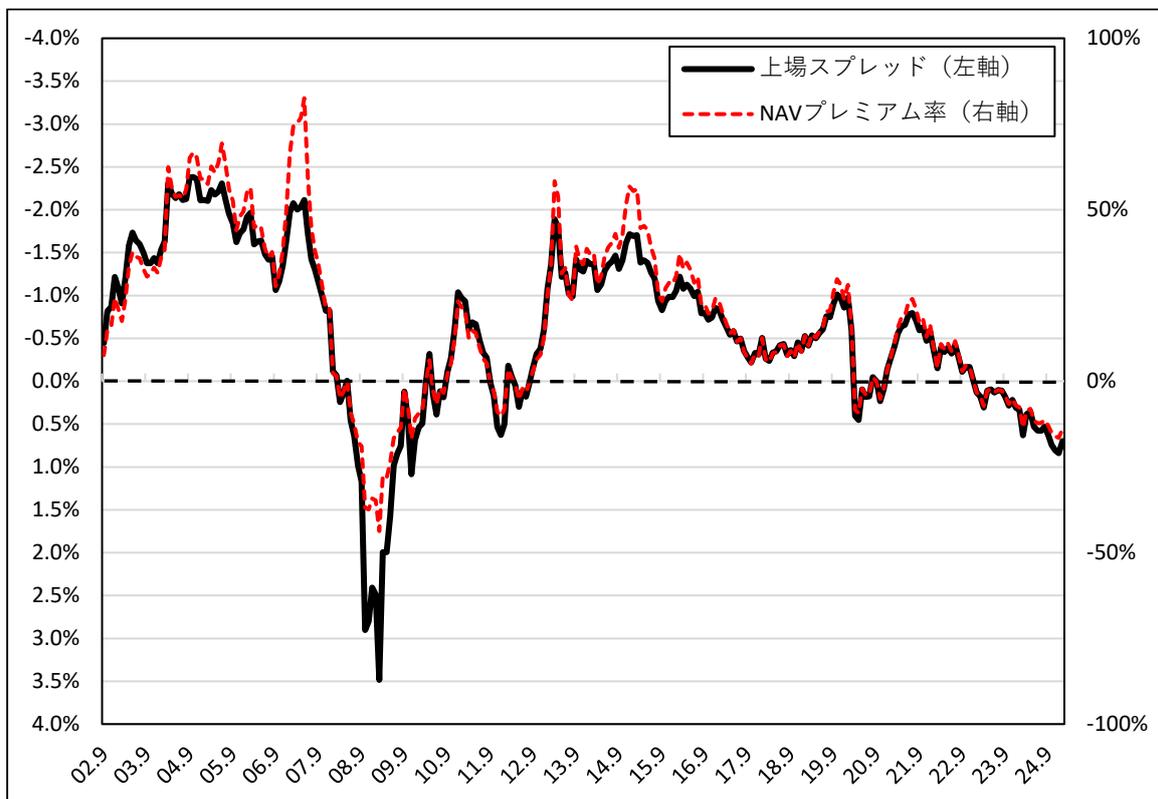
NAV プレミアム率 = 0 ⇔ 上場スプレッド = 0

NAV プレミアム率 < 0 ⇔ 上場スプレッド > 0

NAV プレミアム率と上場スプレッドの正負の符号は逆転する(または共に0である)。NAV プレミアム(ディスカウント)率は、ストック面において、不動産投資市場から見た投資主価値と、J-REIT 市場から見た投資主価値の乖離の程度を表しているが、上場スプレッドは、これを分配金フローに対する評価水準の差として表現し直したものであり、主に上場に起因するリスク要因が反映される。

図表3として、J-REIT 市場全体の市場スプレッドとNAV プレミアム率の時系列推移を示した。両者の時系列推移は連動しており、対応関係を読み取ることができる。市場スプレッドは、経済・金融ショック時に急激な変動を見せるが、安定的なマクロ環境では一定のトレンドを確認することができる。

図表3 J-REIT 市場全体の市場スプレッドの時系列推移



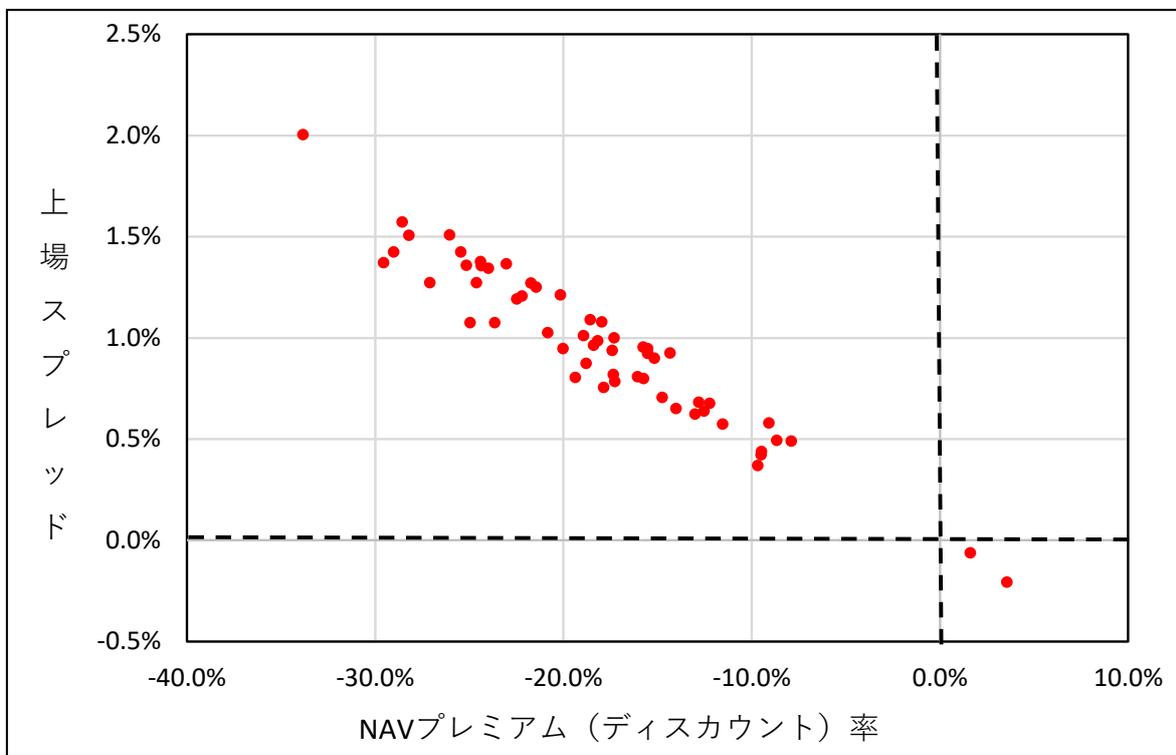
注)NAV 評価は三井住友トラスト基礎研究所による

出所) Bloomberg データ、投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表4は、2025年1月末時点のJ-REIT全57銘柄を対象として、NAVプレミアム(ディスカウント)率(鑑定ベース)と上場スプレッドの対応関係を示したものである。両者の関係は線形関係に近いが、完全な線形関係でもない。同等のNAVプレミアム(ディスカウント)水準にある銘柄間において、上場スプレッドに一定の差異がある場合もある。

NAVディスカウント状態にある銘柄が、NAVプレミアム状態への回帰を目標とした運用戦略を掲げることがあるが、これは上場スプレッド相当分だけ分配金利回りを圧縮することを目標とした運用戦略と読み替えることができる。「分配金利回り=リスクフリーレート+リスクプレミアム-期待成長率」とモデル化して捉える場合、J-REITの投資家は、当該運用戦略によるリスクプレミアムの圧縮と期待成長率の押上げの合計が、上場スプレッドを上回るものであるか否かを検討する形で、当該銘柄のNAVプレミアム状態への回帰可能性を定量的に検討することができる。

図表4 J-REIT全57銘柄のNAVプレミアム(ディスカウント)率(鑑定ベース)と上場スプレッド  
(2025年1月31日時点)



出所) Bloomberg データ、投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

### (3) 投資口価格予想における検証手段としての活用

J-REITの投資口価格の予想は、代表的なバリュエーション指標である分配金利回りとNAV倍率を用いて、予想分配金を予想分配金利回りで除する、または、予想NAVに予想NAV倍率を乗じる、という2つのアプローチが代表的であり、併用されることも多い。2つのアプローチを併用する場合、予想分配金利回りと予想NAV倍率をそれぞれ算出することになるが、それらを掛け合わせれば容易に予想DONAVを得ることができる。先に見たとおり、DONAVは比較的安定的に推移する性質があるため、算出された予想DONAVが直近の水準やトレンドから大きく乖離していないか確認し、仮に大きな乖離がある場合には、不動産投資市場の急激な変調を意図せず織り込んでいないか確認するべきであろう。このように、DONAVは投資口価格予想における検証手段として活用することもできる。

### J-REITの投資家から見たDONAV

J-REITの投資口価格の低迷が継続し、不動産投資市場に対して劣後する苦しい市場環境の下で、J-REITの運用戦略上のKPIとして登場してきたDONAVではあるが、本稿で見てきたように、J-REITの投資家から見ると、興味深い意義や性質を有しており、投資判断に活用することも可能な財務指標である。特に、DONAVは、投資主価値のストック評価の議論と、フロー評価の議論を変換するカギとしての機能を有しており、J-REITの投資家の想定シナリオからは一定の距離があると思われる「解散シナリオ」に基づくNAV関連の議論を、より現実味のある「継続シナリオ」における分配金フローの議論に置き換えることができる点で魅力的である。J-REITと投資家が、将来的な投資主価値向上に向けた議論を、現実的な「継続シナリオ」の下で行うための翻訳機となり得るDONAVの登場を歓迎したい。

**【お問い合わせ】REIT 投資顧問部**

<https://fofa.jp/smtri/a.p/115/>

- 1.この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
- 2.この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
- 3.この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
- 4.当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。