

## ワーキンググループ検討状況中間報告

### 1 . はじめに

平成 13 年にスタートした我が国の J リート ( 上場不動産投資信託 ) 市場は、市場規模、取得物件数、銘柄数ともに順調に成長し、豊富な資金を使った物件の購入やバリューアップ等を通じて我が国の都市整備等にも大きく寄与してきたが、昨年のサブプライム問題の発生を契機として、市場全体として下落基調に転じ、J リートによる物件取得数も急減するなど、制度スタート 7 年を経て初めての調整期に入っている。現時点においても、円高、国際的な株安、各種経済指標の悪化等により、東証リート指数は 800 p 台に低迷しているところであり、J リートに対する投資家の信頼を高めることは急務であると考えられる。

本ワーキンググループにおいては、昨年 10 月 28 日に開催された「第 3 回投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」において示された方針に従い、合併をはじめとした J リートの再編、J リートのガバナンス強化の必要性等について議論を重ねてきたところであるが、この度、その中間的な検討状況を以下のとおり報告する。

### 2 . 合併をはじめとする J リートの再編の必要性について

J リートについては、PBR ( 投資口価格 ÷ 1 口当たり純資産額 ) の低い投資法人が多く存在するにもかかわらず M & A が進まないことが市場全体のマイナスになっているとの指摘があり、また、年金基金などの投資家にとっては資産総額が大きく安定的なリートが望ましいとの声が強い。投資法人同士の合併は、多額の資金を使用することなく、より規模の大きな投資法人を創出できる手法であり、これにより、投資家の期待に応えるとともに、J リート市場の一層の活性化が見込まれるものである。

本ワーキンググループでは、合併をはじめとする投資法人の再編に関し以下の議論が行われた。また、これまでの間、合併の促進に寄与すると考えられる各種制度改正も行われているところであり、これらの制度を活用した投資法人同士の合併等を通じて J リート市場がさらなる発展を遂げることに期待したい。

- ( 1 ) 税務上の所得と会計上の利益が混在している現行の導管性判定式は、導管性の不安定性を解消するため、会計上の利益のみを基準に判定する等の改正が求められていた。投資法人同士の合併においても、導管性が不安定となる可能性があり、合併をためらわせるのではないかとの懸念があったが、昨年末決定された与党税制改正大綱において、導管性判定式の改正（税務上の所得でなく、会計上の配当可能利益の9割超を配当することを要件とすること、合併時に発生する負ののれんについて、その発生事業年度における会計上の配当可能利益から控除すること等）が明記されたところであり、この懸念は和らげられたものと考えられる。更に判定式の改正では、仮に存続する投資法人が吸収される投資法人の含み益（いわゆる「負ののれん代」）を得た場合、この含み益は発生事業年度の配当可能利益から控除するとされているため、導管性を維持する為、合併時に含み益相当の現金配当が必要になるとの懸念も和らげられたものと考えられる。
- ( 2 ) 投資法人同士の合併においては、合併比率の端数調整や合併当事者の決算期が異なる際の利益配当の調整等のために、存続投資法人から消滅投資法人の投資主に対し、いわゆる合併交付金を交付する必要があるところ、投信法上明確な規定がないとしてその活用可能性について疑義があり、このことが投資法人同士の合併をためらわせるのではないかとの懸念があったところ、金融庁において、その活用可能性を明確化するため、関連する内閣府令の改正（平成21年1月23日施行）及び監督指針の改正（同月30日から適用）が行われ、この懸念は和らげられたものと考えられる。
- ( 3 ) 吸収合併に際して、消滅投資法人の投資主に交付される投資口の口数に1口に満たない端数があるときは、投信法上、その端数の合計数に相当する口数の投資口を取引所市場において売却し、その端数に応じて売却代金を交付しなければならないため、取引所市場での売却により投資口価格が著しく下落してしまうのではないかとの懸念があったが、例えばToSTNeT市場による取引の活用により、これを回避できるのではないかとの意見が多かった。
- ( 4 ) 合併に際しての公正な合併比率の算出方法については、その算出の考え方等について、投資家に対する十分な説明が重要であるとの意見が多かった。
- ( 5 ) Jリート再編の一形態として、非上場化や清算についても議論が行われた。いずれも法的には可能であるが、反対投資主の保護のあり方、投資対象不動産の売却によるJリート市場の縮小、投げ売り等による不動産市場全体への影響等が懸念されるところであり、合併、スポンサー変更、運用会社の交代等Jリート市場に留まる努力をしていくべきとの意見が多かった。

### 3. Jリートのガバナンスについて

最近、投資法人から資産運用業務を受託している複数の運用会社が、投資法人に対する利益相反行為や内部管理態勢の不備について行政処分を受け、投資家の信頼を高める上でも運用会社に対するガバナンスについて強化すべきではないかとの指摘があるところであり、各国の制度とも比較しながら、以下のような議論がなされた。

- (1) 世界のリート制度においては、大きく分けて、日本やオーストラリア、シンガポールのような外部運用型と、米国、欧州等のような内部運用型又は内部運用・外部運用併存型がある。外部運用型、内部運用型それぞれにメリットがあり、どちらが投資家にとって有用であるか一概には評価できないところである。しかしながら、例えばオーストラリアにおけるステイブルド証券制度のように、基本的に外部運用型を保持し、リートの配当前課税を回避する一方、運用会社の株式とリートのユニットを併せて上場し流通させることで運用会社と投資家の利害を一致させようとする試みも見られる。このように、運用会社と投資家との利害をできるだけ一致させ、投資家の信頼を高めようとする努力は世界共通のものと考えられるところである。
- (2) Jリートにおいても、投信法及び金融商品取引法上、運用会社は委託者である投資法人に対し、忠実にかつ善良な管理者の注意をもって投資運用業を行わなければならない義務があるところであるが、投資家の信頼を高めるために、投資家の集合である投資法人との利害をさらに一致させていく努力は重要である。この意味で、海外で見られる内部運用型やステイブルド証券制度といった工夫は参考になるが、我が国で同様の制度を導入しようとする場合、例えば、内部運用型については、自ら資産運用を行うことになるため、会社法上の会社に接近し、その他の法制度との比較からも、配当前課税を回避できるのかといった数多くの検討すべき課題がある。また、ステイブルド証券制度にしても、我が国に複数の会社の株式を一体として流通させる例はなく金融商品取引法等関連法制との関係を見極める必要があるなど、やはり数多くの検討すべき課題があると考えられる。投資家に信頼されるJリート制度のあり方を追求する上で、内部運用型やステイブルド証券制度といった考え方についても関係者において引き続き検討されることが重要であるが、Jリートへの投資家の信頼をいち早く高めていくためには、むしろ投資家の信頼を一層高める様々な取組をリート各社が自発的に行っていくことが重要との意見が多かった。投資家の信頼を一層高める取組としては、例えば、以下のようなものが考えられるところである。

#### 投資法人による運用会社の忠実義務等の監視の強化

投資法人の執行役員の重要な任務は、投資家の代表として、投資法人との委託契約に基づき資産運用を行う運用会社が投資法人に対してその忠実義務、善管注意義務等を十分に果たしているか監視を行うことにある。

投資法人の執行役員がその任務を十分かつ主体的に果たせるよう、運用会社の忠実義務、善管注意義務等の監視のために必要な人員・費用を投資法人が確保する（役員の増員、必要に応じた監視機能の一部外部委託等）ことが考えられる。

#### 運用会社における社外取締役の選任

運用会社のガバナンスを強化し、投資家の信頼を高める観点から、運用会社において、投資家の利益を確保する視点で運用会社の業務執行のモニタリングを期待できる独立性の高い社外取締役を選任することが考えられる。

#### 運用会社の報酬体系のより一層の工夫

運用会社の報酬体系について、運用会社と投資法人の利害の一致に寄与する方向でより一層の工夫を行うことが考えられる。

なお、運用会社と投資法人の利害を一致させる試みとして、投資法人が運用会社の株式を保有することにより、運用会社に対して一定の影響力を行使することも考えられるが、このことは投資法人が運用会社の事業リスクを負担することにもなるなど、投資家保護等の観点から慎重な検討が必要であると考えられる。

## 4. Jリートのファイナンスについて

Jリートのエクイティ・ファイナンスについては、現在の投資口価格の低迷下、通常の公募増資が難しい中で、自主的に財務内容を強化するため、投資法人における資本政策の多様化（自社株（自己投資口）の購入、転換社債（新投資口予約権付投資法人債）、優先株（優先投資証券）等の発行等）が必要との議論があったが、投資家保護の観点も踏まえつつ、引き続き議論していくこととした。

また、Jリートのデット・ファイナンスについては、世界的な金融市場の混乱の影響を受け、Jリートにおけるデット調達が困難となっているところである。このため、昨年末に国土交通省は「住宅・不動産市場活性化のための緊急対策」を発表し、健全な事業を営む住宅・不動産事業者等（Jリートを含む。）に対し、日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した資金繰り支援が行われることとなっているところである。しかしながら、過去発行された投資法人債の償還が今年9月か

らはじまることもあり、本ワーキンググループにおいては、引き続き、Jリートの  
デットファイナンスのあり方についての検討を行うこととした。

#### 5．その他の不動産投資市場活性化に向けた課題について

不動産投資市場の活性化に向けたその他の課題（Jリートによる情報提供、鑑定  
評価、年金基金・個人投資家への普及策等）についても、今後、ワーキンググルー  
プで議論を行うこととしている。

( 参考 1 )

## 投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム ワーキンググループメンバー表

平成 21 年 1 月 30 日現在

( 敬称略 )

座長：原田昌平公認会計士

### [ 法律・会計・税制の専門家 ]

田中俊平弁護士(長島・大野・常松法律事務所)

原田昌平公認会計士(新日本有限責任監査法人代表社員)

桑原幸江税理士(新日本アーンスト&ヤング税理士法人代表社員)

### [ 事業者 ]

三井不動産(株) 業務管理部 不動産証券化企画グループ統括 仲田裕一

三菱地所(株) 都市開発業務部副長 青柳宏一

日本ビルファンドマネジメント(株) 取締役 運営本部長 森広理一

野村不動産投信(株) 財務経理グループグループリーダー 片岡隆

住友信託銀行(株) 不動産業務部長 太田博之

野村證券(株) アセットファイナンス部長 板垣 大

### [ 関係団体 ]

(株)東京証券取引所 上場部 上場会社担当 課長 広瀬英明

### [ 関係省庁 ]

金融庁 監督局 証券課 課長補佐 神田孝司

国土交通省 総合政策局不動産課 不動産投資市場整備室長 石川卓弥

同室 課長補佐 高藤喜史

### [ テーマメンバー ]

海外の REIT 制度 角谷仁之弁護士(東京青山・青木・狛法律事務所)

海外の REIT 制度 四釜宏史米国公認会計士(新日本有限責任監査法人ディレクター)

税制 鬼頭朱実税理士(税理士法人プライスウォーターハウスクーパース代表社員)

( 参考 2 )

## 投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム ワーキンググループ開催状況

平成 2 0 年

- 1 1 月 1 1 日 第 1 回ワーキンググループ  
合併をはじめとする J リートの再編について
- 1 1 月 2 6 日 第 2 回ワーキンググループ  
合併をはじめとする J リートの再編について
- 1 2 月 9 日 第 3 回ワーキンググループ  
合併をはじめとする J リートの再編について  
J リートのガバナンスについて
- 1 2 月 2 4 日 第 4 回ワーキンググループ  
J リートのガバナンスについて  
J リートのファイナンスについて

平成 2 1 年

- 1 月 3 0 日 第 5 回ワーキンググループ  
J リートのファイナンスについて  
中間報告 ( 案 ) について