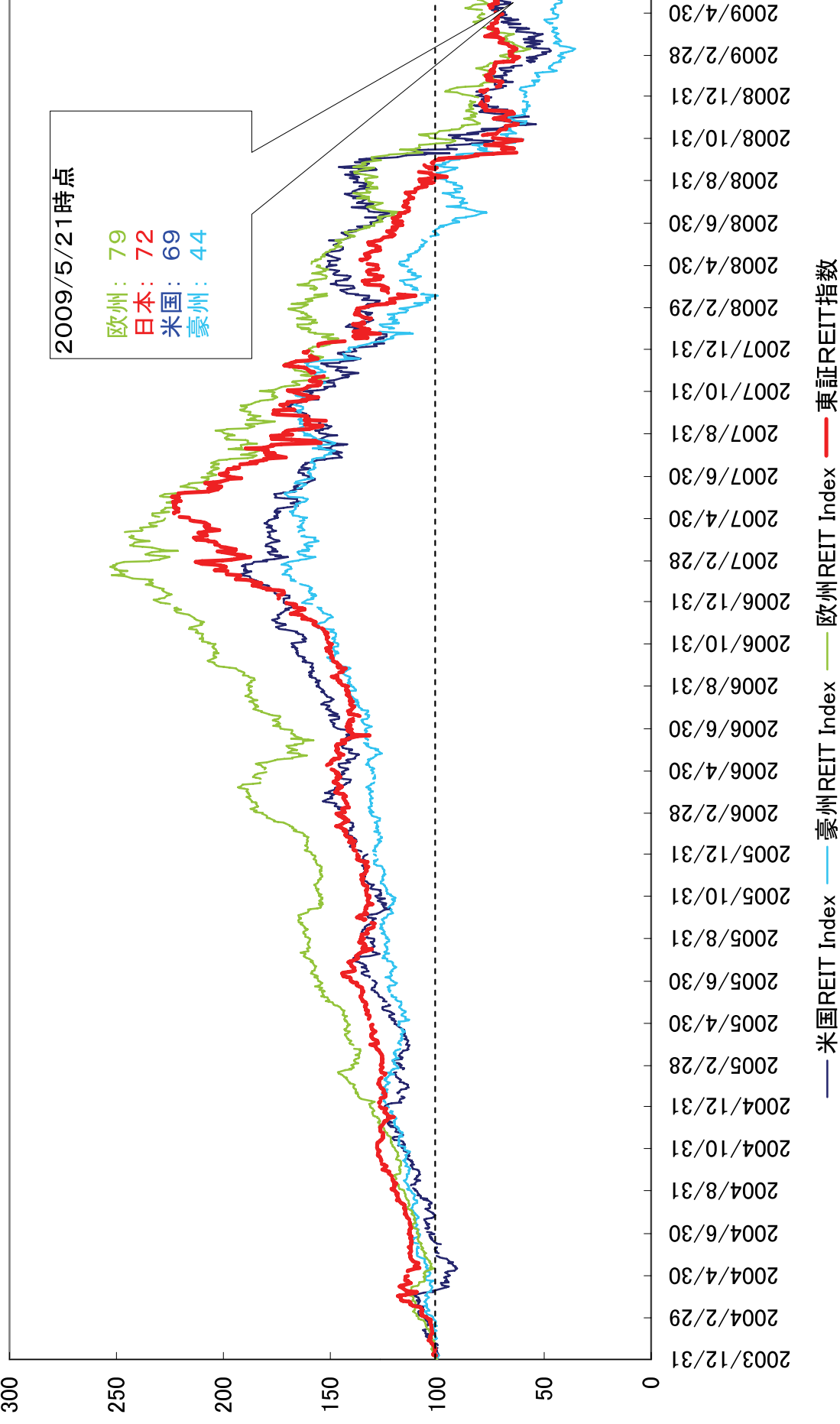


參考資料

1. はじめに

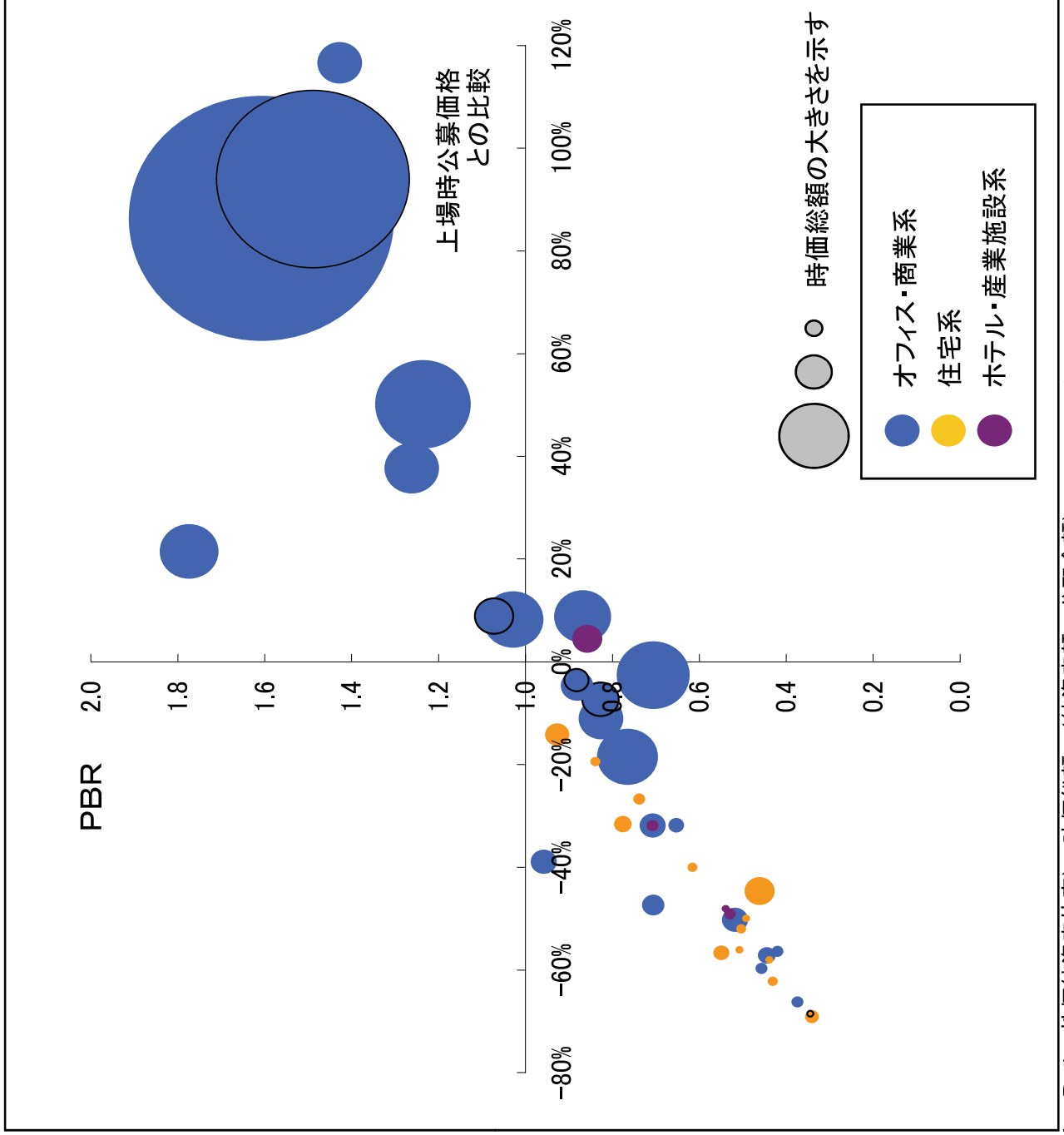
世界のREIT市場の動向

REIT指数
(2003/12/31=100として指数化)



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

多様なリポートが存在する



※PBR(Price Book-value Ratio、株価純資産倍率)＝時価総額÷(純資産額－分配金額) 出典：公表データをもとに国土交通省作成(2008年8月22日時点)

投資信託及び投資法人に関する法律

(合併契約の締結)

第145条 **投資法人は、他の投資法人と合併をすることができる。**この場合においては、合併をする投資法人は、合併契約を締結しなければならない。

(吸収合併契約)

第147条 投資法人が吸収合併(投資法人が他の投資法人とする合併であつて、合併により消滅する投資法人の権利義務の全部を合併後存続する投資法人に承継させるものをいう。以下同じ。)をする場合には、吸収合併契約において、次に掲げる事項を定めなければならない。

- 一 吸収合併後存続する投資法人(以下「吸収合併存続法人」という。)及び吸収合併消滅する投資法人(以下「吸収合併消滅法人」という。)の商号及び住所
 - 二 吸収合併存続法人が吸収合併に際して吸収合併消滅法人の投資主に対して交付するその投資口に代わる当該吸収合併存続法人の投資口の口数又はその口数の算定方法及び当該吸収合併存続法人の出資総額に関する事項
 - 三 吸収合併消滅法人の投資主(吸収合併消滅法人及び吸収合併存続法人を除く。次項において同じ。)に対する前号の投資口の割合に関する事項
 - 四 吸収合併がその効力を生ずる日(次条及び第四款において「効力発生日」という。)
- 2 前項に規定する場合には、同項第三号に掲げる事項についての定めは、吸収合併消滅法人の投資主の有する投資口の口数に応じて吸収合併存続法人の投資口を交付することを内容とするものでなければならない。

(新設合併契約)

第148条 二以上の投資法人が新設合併(二以上の投資法人がする合併であつて、合併により消滅する投資法人の権利義務の全部を合併により設立する投資法人に承継させるものをいう。以下同じ。)をする場合には、新設合併契約において、次に掲げる事項を定めなければならない。

- 一 新設合併により消滅する投資法人(以下「新設合併消滅法人」という。)の商号及び住所
 - 二 新設合併により設立する投資法人(以下「新設合併設立法人」という。)の目的、商号、本店の所在地及び発行可能投資口総口数
 - 三 前号に掲げるもののほか、新設合併設立法人の規約で定める事項
 - 四 新設合併設立法人の設立時執行役員、設立時監督役員及び設立時会計監査人の氏名又は名称
 - 五 新設合併設立法人が新設合併に際して新設合併消滅法人の投資主に対して交付するその投資口に代わる当該新設合併設立法人の投資口の口数又はその口数の算定方法及び当該新設合併設立法人の出資総額に関する事項
 - 六 新設合併消滅法人の投資主(新設合併消滅法人を除く。次項において同じ。)に対する前号の投資口の割合に関する事項
- 2 前項に規定する場合には、同項第六号に掲げる事項についての定めは、新設合併消滅法人の投資主の有する投資口の口数に応じて新設合併設立法人の投資口を交付することを内容とするものでなければならない。

Jリートの合併促進等のための制度改正等について

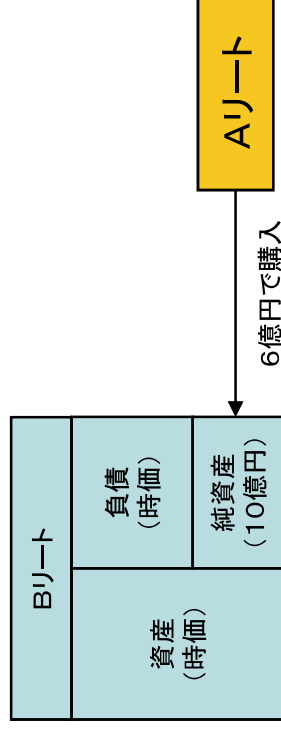
① 導管性の配当要件判定式の改善

①-1「配当要件判定式の改正」

Jリートは、各種要件を満たすと支払配当が損金算入される仕組み(導管性)だが、要件の1つである現行の配当要件判定式は、以下の通り会計上の利益と税務上の所得を比較しており、会計と税務の不一致(例：修繕費の取扱等)が大きいと判定式をクリアできない導管性リスクを抱えていた。そこで今回、会計上の利益だけで判定できるよう改正された。

(改正前)
 $\text{会計上の利益からの配当} > \text{税務上の所得} \times 90\%$
 (改正後)
 $\text{会計上の利益からの配当} > \text{会計上の利益} \times 90\%$

①-2「負ののれんの措置」



純資産10億円のBリートをAリートを6億円の対価で吸収合併した場合、「負ののれん」4億円が合併後のAリートの負債に計上される。会計上は4億円利益があったと認識される*が、実際に4億円の現金を得たわけではないので、新たに物件売却等を行って3.6億円超(4億円×90%)の現金を調達しないと左記改正後の判定式をクリアできないため、今回「負ののれん」相当額を発生事業年度において改正後の判定式から控除するよう措置。

*負ののれんの取扱いについては、「企業結合に関する会計基準(平成20年12月26日企業会計基準委員会公表)」にて20年以内の均等償却から事業年度に一括して利益計上になる改正(適用時期：平成22年4月1日以後実施される企業結合から適用。ただし、平成21年4月1日以後開始する事業年度において最初に実施される企業結合から適用することができる。)がされた。

Jリートの合併促進等のための制度改正等について

②合併交付金の活用可能性の明確化

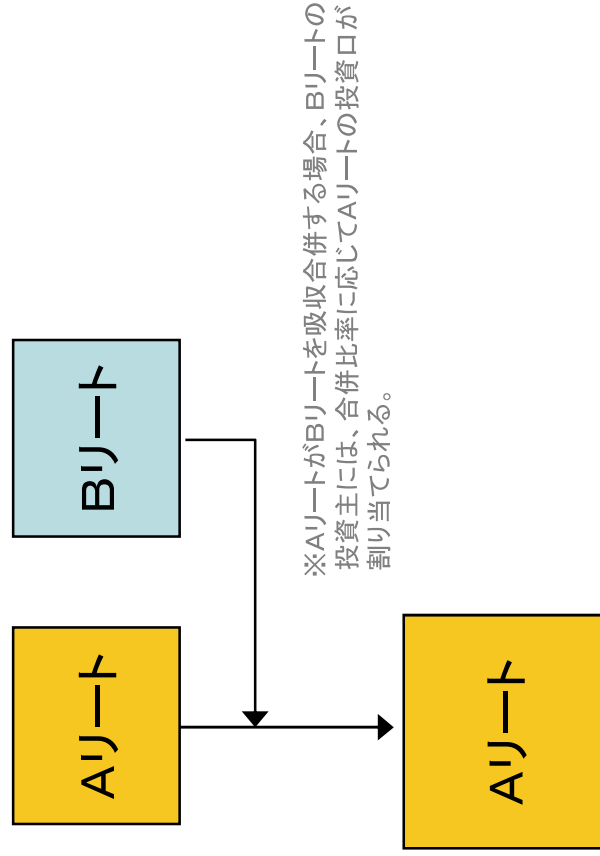
AリートがBリートを吸収合併する場合、合併比率の端数調整や合併当事者の決算期が異なる際の利益配当の調整等のために金銭(いわゆる「合併交付金」)が支払えることを明確化(内閣府令・監督指針の改正)。

(合併比率の端数調整の具体例)

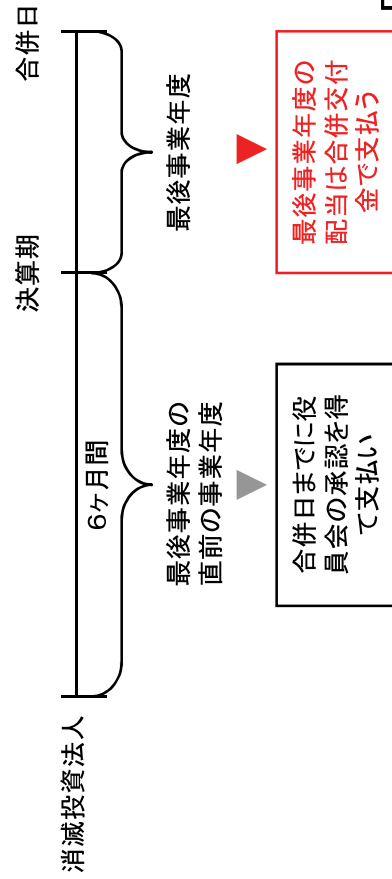
Bリートの投資主には、Aリートの投資口が割り当てられるが、合併比率が、例えば、「Aリート:Bリート=1:2.222」となるところ、合併比率を調整して最終的に「Aリート:Bリート=1:2」としたい場合、0.222分を合併交付金としてBリートの投資主に支払う。

(利益配当の調整の具体例)

消滅投資法人の最後事業年度の配当は、消滅投資法人の役員会が開催できないため支払えない。このため、最後事業年度の配当を合併交付金として支払う。



＜最後事業年度のイメージ＞



平成21年度税制改正要綱(平成20年12月12日与党決定)

- 十一 その他の政策税制
- 25 特定目的会社等の課税の特例について、次のとおり見直しを行う。
- (1) (略)
 - (2) 支払当の額が配当可能所得の金額の90%相当額を超えていることとする要件を、支払当の額が配当可能利益の額の90%相当額を超えていることとする。なお、負ののれんがある場合に、その発生事業年度において配当可能利益の額から控除する等所要の調整措置を講ずる。
 - (3) 投資法人に関する法令の規定において投資法人の合併交付金の取扱いが明確化されたことに伴い、損金算入の対象となる支払配当等の額に配当見合いの合併交付金が含まれることを明確化する。

平成21年度税制改正の要綱(平成21年1月23日閣議決定)

- 九 その他
- 15 特定目的会社等の課税の特例について、次のとおり見直しを行う。
- (1) (略)
 - (2) 支払当の額が配当可能所得の金額の100分の90相当額を超えていることとする要件を、支払当の額が配当可能利益の額の100分の90相当額を超えていることとする。なお、負ののれんがある場合に、その発生事業年度において配当可能利益の額から控除する等所要の調整措置を講ずる。
 - (3) 投資法人に関する法令の規定において投資法人の合併交付金の取扱いが明確化されたことに伴い、損金算入の対象となる支払配当等の額に配当見合いの合併交付金が含まれることを明確化する。

投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の改正(平成21年1月23日公布・同日施行)

(吸収合併消滅法人の事前開示事項)

第193条

(略)

2 この条において「合併対価」とは、吸収合併存続法人が吸収合併に際して吸収合併消滅法人の投資主に対してその投資口に代えて交付する当該吸収合併存続法人の投資口又は金銭をいう。

3 第1項第一号に規定する「合併対価の相当性に関する事項」とは、次に掲げる事項その他第147条第1項第二号及び第三号に掲げる事項についての定め(当該定めがない場合は、当該定めがないこと)の相当性に関する事項とする。

36

一 合併対価の総計(投資口の総数及び金銭の総額をいう。)の相当性に関する事項

二 (略)

三 合併対価として金銭を選択した場合にあっては、その理由

4 第1項第二号に規定する「合併対価について参考となるべき事項」とは、次に掲げる事項その他これに準ずる事項(法第149条第1項に規定する書面又は電磁的記録にこれらの事項の全部又は一部の記載又は記録をしないことにつき吸収合併消滅法人の総投資主の同意がある場合にあっては、当該同意があつたものを除く。)とする。

一 (略)

二 次に掲げる事項その他の合併対価として交付される投資口の換価の方法に関する事項

イ 当該投資口を取引する市場

ロ 当該投資口の取引の媒介、取次ぎ又は代理を行う者

三 合併対価として交付される投資口に市場価格があるときは、その価格に関する事項

5 (略)

合併交付金に係る内閣府令及び監督指針の改正

金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(平成21年1月30日改正・同日適用)

VI-2-7 その他留意事項

VI-2-7-3 投資法人の合併に関する留意事項

吸収合併をする場合において、吸収合併消滅法人の投資主に交付する吸収合併継続法人の投資口の算定にあたって、合併比率調整等のために合併比率調整金又は分配代り金等の金銭(以下「合併交付金」という。)を交付することとする場合には、投信法第147条第1項第2号に掲げる事項として、合併交付金の額又はその算定方法及び吸収合併消滅法人の投資主の有する投資口の口数に応じて割り当てる合併交付金の額に関する事項が含まれることに留意する。

投資信託及び投資法人に関する法律

(一に満たない端数の処理)

第149条の17 次の各号に掲げる行為に際して当該各号に定める者に当該投資法人の投資口を交付する場合において、その者に対し交付しなければならぬ当該投資法人の投資口の口数に一口に満たない端数があるときは、その端数の合計数(その合計数に一に満たない端数がある場合にあつては、これを切り捨てるものとする。)に相当する口数の投資口を、公正な金額による売却を実現するために適当な方法として内閣府令で定めるものにより売却し、かつ、その端数に応じてその売却により得られた代金を当該者に交付しなければならぬ。

一 吸収合併(吸収合併により当該投資法人が存続する場合に限る。)吸収合併消滅法人の投資主

二 新設合併契約に基づく設立時発行投資口の発行新設合併消滅法人の投資主

2 第88条第2項及び第3項の規定は、前項の場合について準用する。

投資信託及び投資法人に関する法律施行規則

(投資口の端数処理の方法)

第199条 法第149条の17第1項に規定する内閣府令で定める方法は、次の各号に掲げる投資口の区分に応じ、当該各号に定める方法とする。

一 その投資証券が金融商品取引所に上場されている有価証券である投資口取引所金融商品市場において行う取引による売却

二 その投資証券が店頭売買有価証券である投資口店頭売買有価証券市場において行う取引による売却

三 前二号に掲げる投資口以外の投資口当該投資口を発行する投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額による売却

ToSTNeTで不動産投信は取引可能か？（東京証券取引所HP「投資家向けREIT QA集」より抜粋）

Q: ToSTNeTでも不動産投信の取引が可能ですか？

A: 不動産投信も利用が可能で、売買ルールは株式と全く同じです。

ToSTNeT取引とは？（東京証券取引所HPより抜粋）

ToSTNeT取引とは、ToSTNeT市場において行われる有価証券の売買及び市場デリバティブ取引です。現物商品のToSTNeT取引は、単一銘柄取引、バスケット取引、終値取引及び自己株式立会外買付取引で構成されます。また、先物・オプション取引のToSTNeT取引では、同一参加者のクロス取引及び異なる参加者による取引が可能です。

ToSTNeT市場とは？

ToSTNeT市場とは、東京証券取引所の市場のうち立会市場以外の市場のことをいう。ToSTNeT市場で電子取引ネットワークシステムであるToSTNeT(Tokyo Stock exchange Trading Network system)を通じて、おこなわれる取引を立会外取引という。

東京証券取引所では、立会外取引の高度化・多様化に対応するため、立会外取引制度を改正し、平成20年1月15日より「ToSTNeT市場」を創設した。

立会市場に上場する国内株式、外国株式、転換社債型新株予約権付社債(CB)は、すべてToSTNeT市場に上場し、立会外取引が可能である。おもな取引の種類として、単一銘柄取引、バスケット取引、終値取引、自己株式立会外買付取引がある。

○合併比率の算出方法の考え方について

合併比率の算定の場面で必要となる企業評価の算定方法についてはさまざまな方法が考えられるが、例えば、以下のような考え方がある。

①市場価格

投資法人の時価総額

②NAV(Net Asset Value、純資産価値)

NAVの定義（「不動産証券化ハンドブック2008-2009」不動産証券化協会より）

「投資法人に組入れられた不動産等の評価額から借入れなどの負債を控除したもの」

なお、評価額は実勢価格での資産評価であって、鑑定評価ではない。

しかし、実際には、実勢価格の把握は困難であるため、NAVの算出方法は様々あるが、例えば鑑定評価を用いた場合の簡易なNAVの算出方法は以下のとおりである。

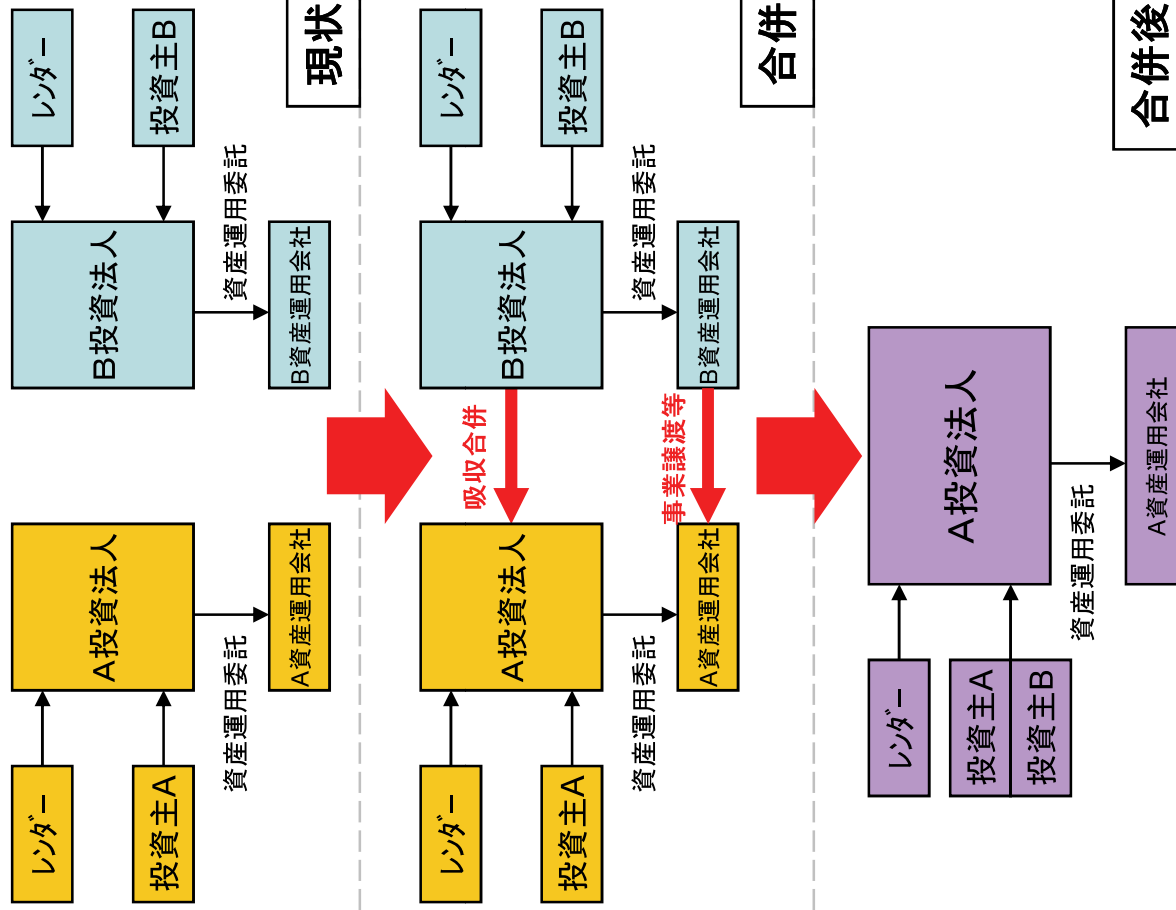
簡易なNAV＝純資産総額[配当後]＋（鑑定評価額合計－帳簿価格合計）

※純資産総額[配当後]＝純資産総額－分配総額

（マスター養成講座テキスト203[不動産証券化協会]より）

合併のモデルケース

合併の流れ(吸収合併のケース)



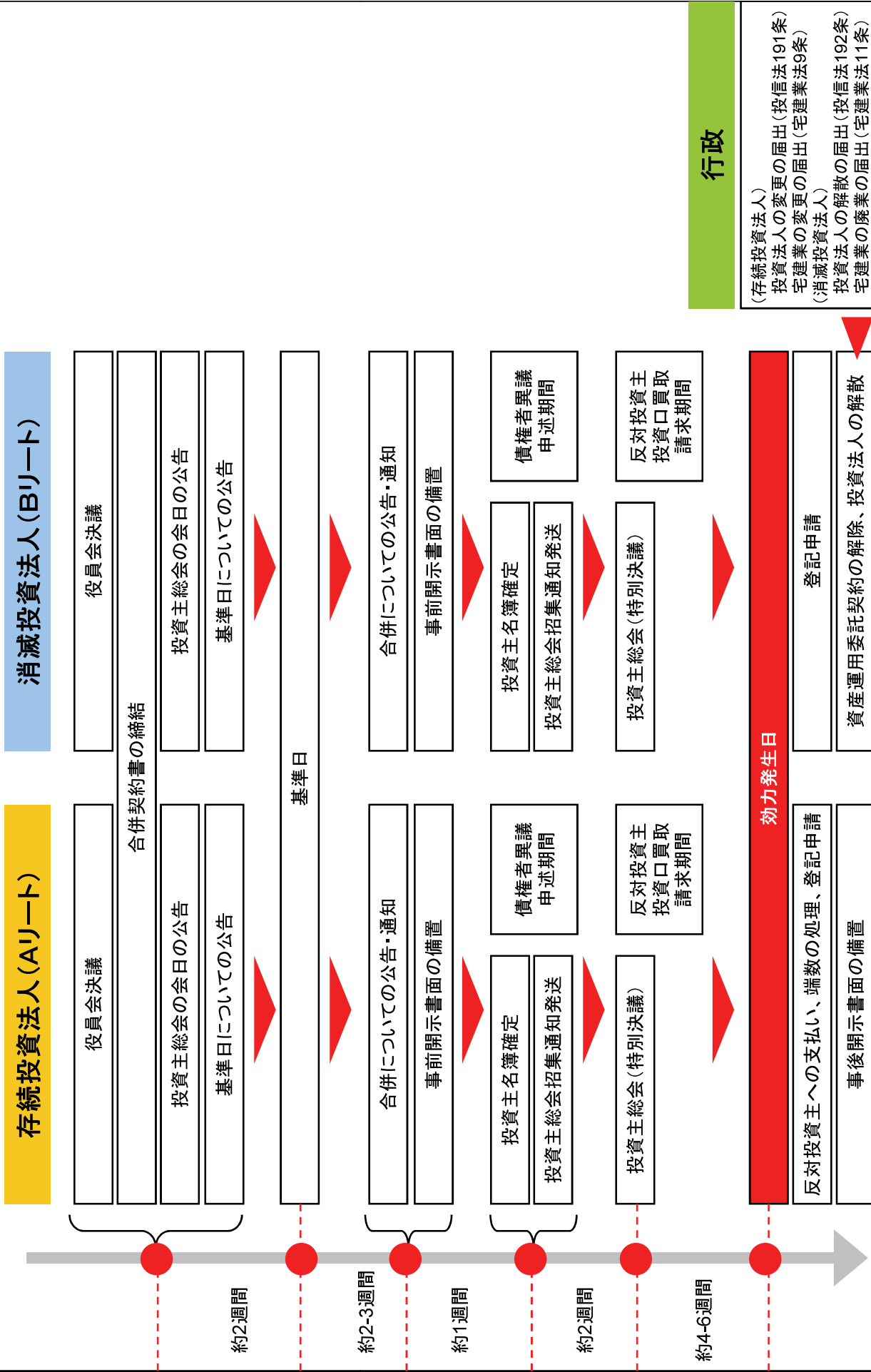
WGで議論された留意事項

- ・合併比率の算定……公正な合併比率とし、投資家に十分な説明が重要
- ・合併比率の端数調整……合併交付金を活用(内閣府令等の改正により活用可能性を明確化)
- ・デッドファイナンス……レンダー等との調整が必要
- ・投資口交付時の端数調整……ToSTNet取引を利用して売却
- ・消滅投資法人の配当……最後事業年度の配当は合併交付金(内閣府令等の改正により活用可能性を明確化)を利用して支払う
- ・負のれんの扱い……税制改正により発生事業年度の導管性判定式から控除するよう措置

合併後

合併のモデルケース

スケジュール



資産運用会社の主要株主（スポンサー）の変更

リートでは、投資法人同士の合併及び資産運用会社の変更の事例はなく、資産運用会社の主要株主（スポンサー）の変更の例がみられる。

日付	資産運用会社	内容
H20.12月	クリートリートアドバイザーズ（ジャパンプランオフィスアドバイザーズ） ※H20年12/22付商号変更	クリート→いちごアセットトラスト ※メインスポンサーのクリート及びその他株主が保有する運用会社の株式のすべてをいちごアセットトラストへ譲渡。
H20.11月	モリモトアセットマネジメント	モリモト→大和ハウス工業 ※大和ハウス工業がメインスポンサーのモリモト及びキョピタランドが保有する株式を取得し、保有比率を従前10.0%から73.5%に上昇。モリモトは50.1%から20.0%へ低下。
H20.10月	リップラスリートマネジメント （ミカサアセットマネジメント） ※H20年10/24付商号変更	リップラス→アップルリンゴHD（オークツリー） ※アップルリンゴHD（オークツリー）が投資法人に対しTOBすると同時に運用会社の株式をリップラスから35%取得。リップラス破綻後、リップラスの持ち分55%を追加取得し、最終的に90%まで取得。
H20.3月	フロンティアリートマネジメント	日本たばこ産業→三井不動産 ※日本たばこ産業が保有する株式100%を三井不動産に譲渡
H19.11月	ラサールインベストメントアドバイザーズ	アセットマネージャーズ→ラサールインベストメントマネージメント ※アセットマネージャーズがその他の株主が保有する株式をすべて取得した上で、そのすべてをラサールインベストメントマネージメントに譲渡。投資法人の商号もイーアセット投資法人からラサールジャパン投資法人に変更。

投資法人の非上場化等における反対投資主の保護上の懸念例

- ・投資主の請求による投資口の払戻しを可能とするオープンエンド化(オープンエンド化すると東証の上場廃止規定に抵触し、上場廃止となる)については、投資主総会の特別決議が必要であり、投資家保護のプロセスが存在するものの、投資主総会参考書類において投資主の議決権行使について参考と認める事項として、オープンエンド化の理由や各種手続き等の投資家保護を考えた情報開示が行われるかどうか。
- ・また、反対投資主に対して、投資口の払い戻しを行う場合、「保有する資産の内容に照らし公正な金額」(投信法125条1項)での払い戻しが義務づけられているが、当該金額の根拠についてのよう投資家に説明するか。

<東京証券取引所の有価証券上場規程第1218条2項11号の上場廃止要件に抵触>

有価証券上場規程(上場廃止基準)

第1218条(略)

2 上場不動産投資信託証券の銘柄が、次の各号のいずれかに該当する場合には、その上場を廃止する。この場合における当該各号の取扱いは施行規則で定める。

(略)

(11) 上場不動産投資信託証券について、投資法人の規約又は投資信託の投資信託約款の変更により、投資主の請求による投資口の払戻し又は受益者の請求による信託契約期間中の解約が行えることとなる場合

(略)

3. リポートのガバナンスについて

利益相反行為や内部管理態勢の不備で行政処分を受けたJリート

●利益相反行為や内部管理態勢の不備で行政処分を受けたJリート

A社（平成20年12月）【処分の内容：業務改善命令（運用会社のみ）】

運用会社が**利害関係を有する者からの物件の取得に際し**、1物件について、運用会社が定めるアスベストを使用している物件の取得に係る投資方針等の基準を満たすための**対応を怠り、投資法人に不要な費用の支出**をさせた。また、他の1物件について、増改築工事中の賃料未収入期間を考慮することなく、投資法人に物件を取得させていた。

B社（平成20年10月）【処分の内容：業務改善命令（民事再生手続開始の申立に関する部分：投資法人及び運用会社、証券取引等監視委員会の勧告（平成20年11月）に関する部分：運用会社のみ）】

投資法人が民事再生手続開始の申立を行ったことに関し、投資法人及び運用会社に対して、投資法人の資産の保全と不当な費用の禁止及び投資主保護の観点からの万全の措置を講じさせる必要が生じた。

また、運用会社が第三者割当増資を行うに際し、議決権を有する社外取締役全員の賛成が必要とされている投資委員会において、**社外取締役の1人が反対したにも関わらず、賛成多数をもって決議したものと**して処理し、**議事録に事実と異なる記載をする等の対応を行った。**

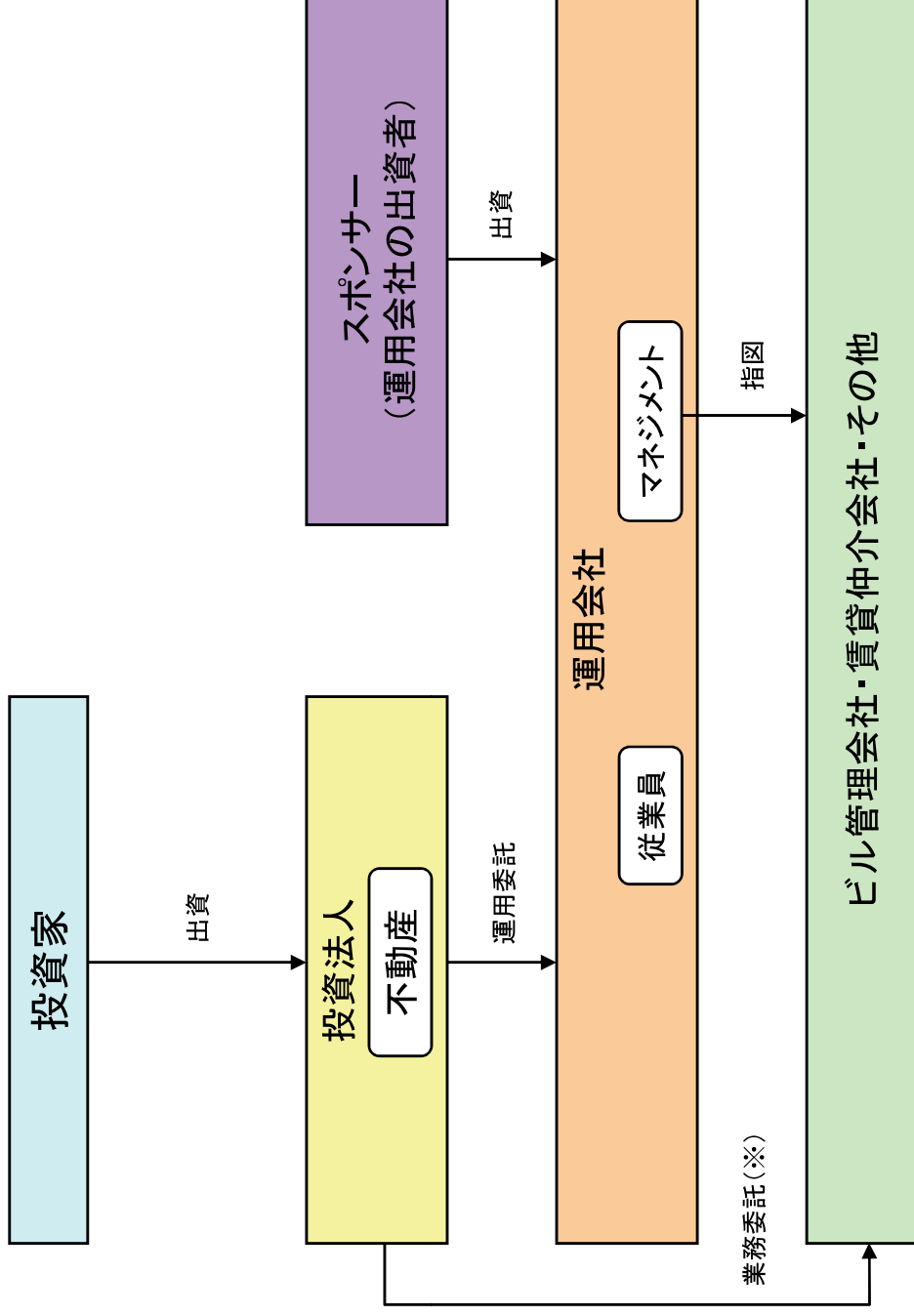
C社（平成20年9月）【処分の内容：業務改善命令（運用会社のみ）】

資産取得時の鑑定評価取得に関し、**売主（運用会社の利害関係人）の売却希望価格以上の鑑定評価を行うよう依頼する行為等**、鑑定業者の独立性を損なう不適切な働きかけを行い、また、売却希望価格近似的評価額の概算が得られるまで複数の鑑定業者に概算を依頼し、最高価額を提示した業者を選定する等の**不適切な鑑定業者選定プロセス等を行っていた。**

D社（平成20年3月）【処分の内容：業務改善命令（投資法人及び運用会社共に）】

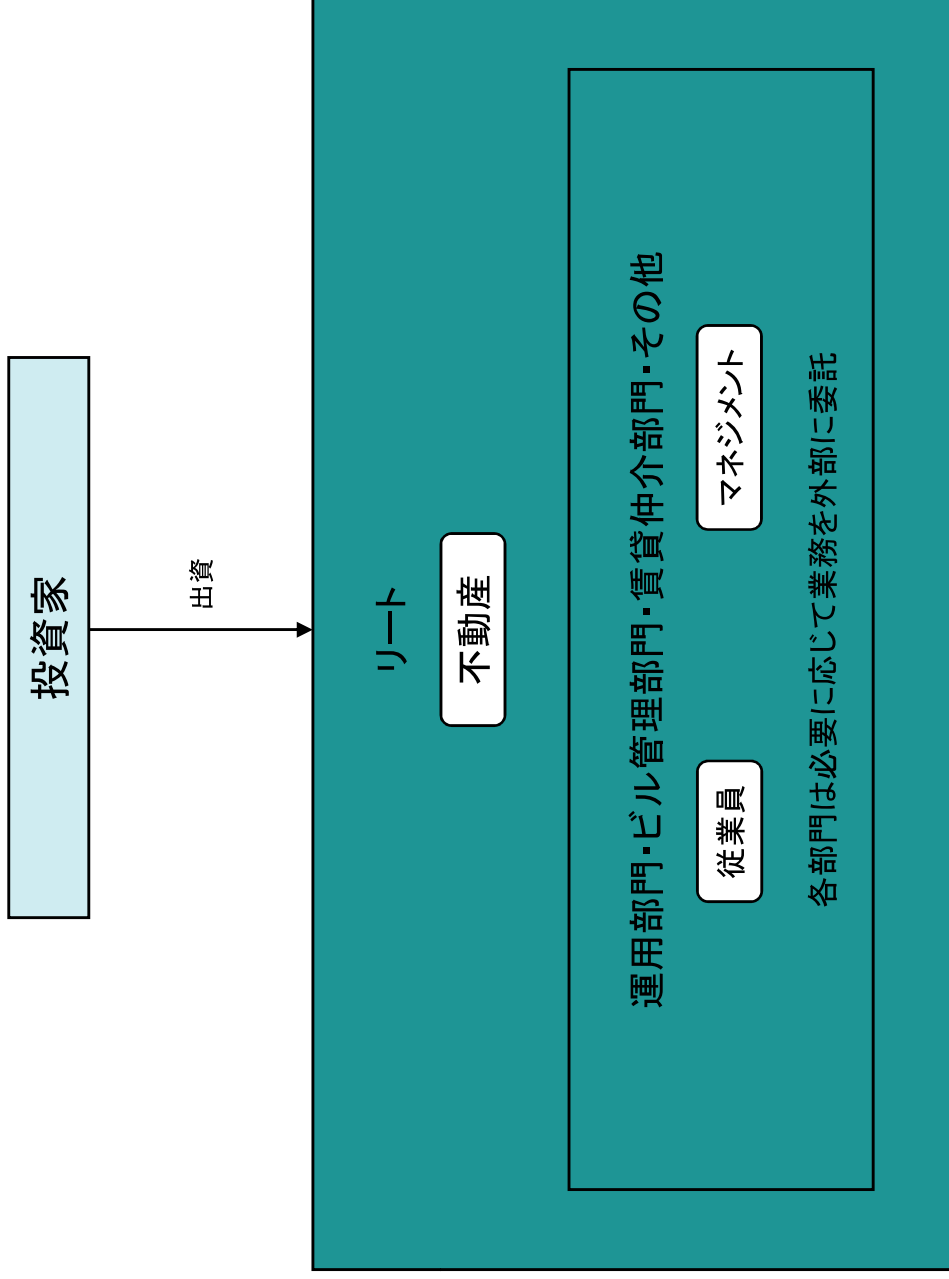
資産取得時に、**資産の適正な代金を超えて、売主（運用会社の利害関係人）が負担すべき費用までも投資法人が負担していた。**また、このことに関し、本来投資法人の売買契約を適切にコントロールすべき運用会社がそれを怠っていた。

1. 日本(Jリート)～外部運用型～



(※)但し、運用会社を経由して再委託される場合もある。

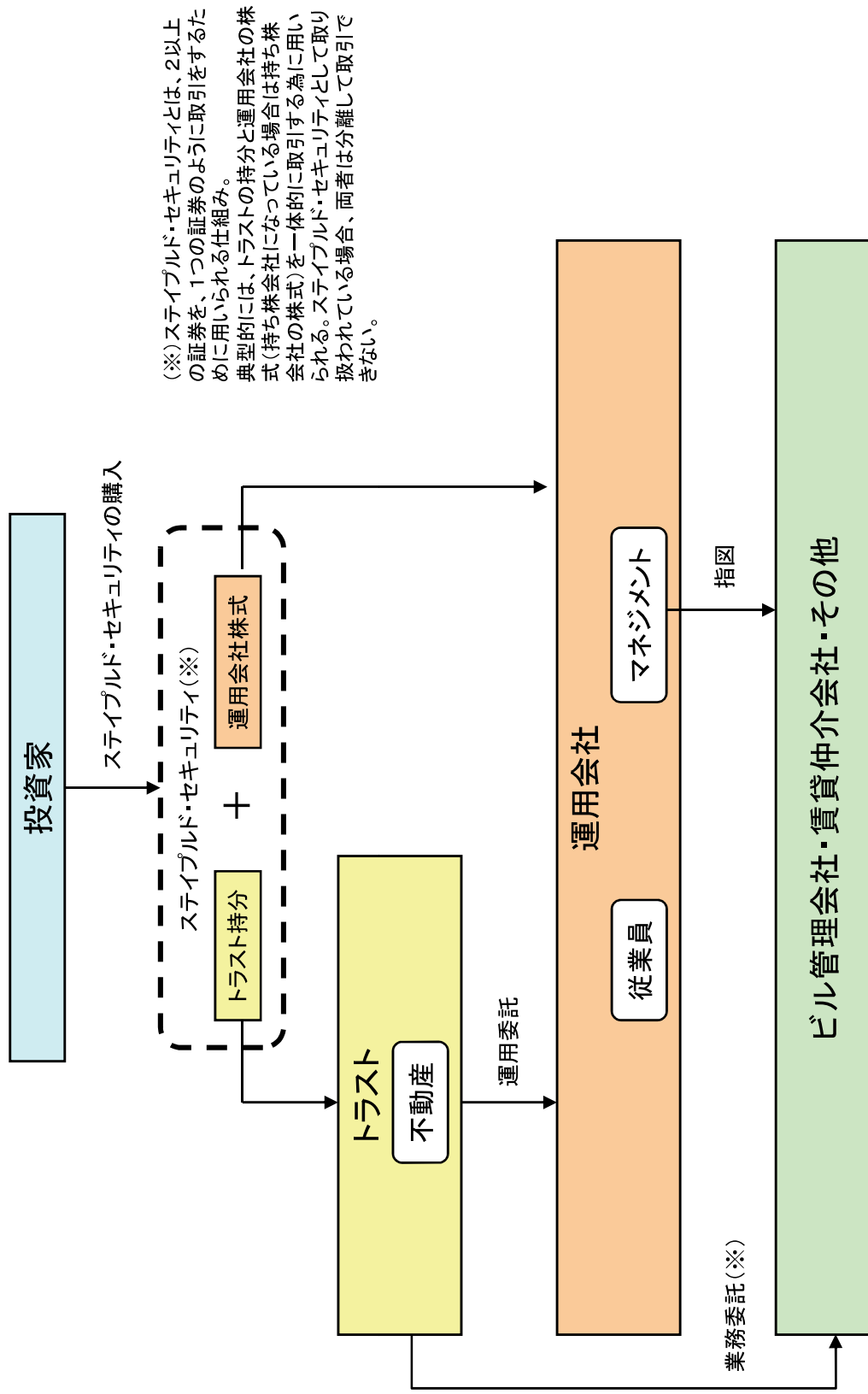
2. 米国(USリート)～内部運用型～



内部運用・外部運用の主なメリット・デメリット

	メリット	デメリット
外部運用	<ul style="list-style-type: none"> ・運用会社がスポンサーの子会社であるため、スポンサーの協力を得やすい。 (例：運営管理能力、人材確保、物件供給機能、信用力等) ・税制上のメリットがある。 (自ら資産運用を行わないことから、導管体とみなされ、支払配当の損金算入が可能) 	<ul style="list-style-type: none"> ・資産運用を外部の運用会社に行わせるため、投資家の利益と相反する行為が行われる可能性がある。 ・資産運用を外部の運用会社に行わせるため、投資法人の設立コストや運用会社が投資家の利益に沿った行動をするようにさせるためのコスト(例えば、運用会社への業務を監視するコスト、運用会社へのインセンティブ報酬)がかかり、内部運用と比べコストが高くなる傾向がある。
内部運用	<ul style="list-style-type: none"> ・資産運用を内部で行うため、投資家の利益と相反する行為が起こりにくい。 ・資産運用を内部で行うため、外部運用時にかかる運用会社が投資家の利益に沿った行動をするようにさせるためのコストがなく、コストが低くなる傾向がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・資産運用を内部で行い、スポンサーの子会社たる外部の運用会社が存在しないため、スポンサーの協力が得にくい。 ・自ら資産運用を行うため、導管体としての性格が崩れ、税制上のメリットを受けられないおそれがある。

3. オーストラリア（ステイプルド型）



(※)ステイプルド・セキュリティとは、2以上の証券を、1つの証券のように取引をすため用いられる仕組み。
 典型的には、トラストの持分と運用会社の株式(持ち株会社になっている場合は持ち株会社の株式)を一体的に取引する為に用いられる。ステイプルド・セキュリティとして取り扱われている場合、両者は分離して取引できない。

(※)但し、運用会社を経由して再委託される場合もある。

「Australian Real Estate A legal guide for foreign investors」

Blake Dawson, together with Jones Lang LaSalle, have published Australian Real Estate - A legal guide for foreign investors to assist investors to understand the Australian commercial real estate market and the legal and taxation aspects of Australian real estate transactions. (30 May 2008)

http://www.blakedawson.com/Templates/Publications/x_publication_content_page.aspx?id=51705

オーストラリアの大手法律事務所であるブレーク・ドーンソン法律事務所が海外投資家向けにオーストラリアの不動産市場の法律や税務を紹介している。



ステイプルド証券を紹介した部分 (P37)

External management and stapled securities

The idea of an external manager is deeply rooted in the legal structures used for real estate funds in Australia. In the classic structure the real estate is held on trust for the investors by a trustee and the business of managing the fund is carried on by a separate manager. More recently for REITs and for some unlisted real estate funds such as wholesale real estate funds, the role of the trustee and manager has been combined into a single responsible entity. This is still external management. The ownership and control of the manager is separate from the ownership and control over the real estate assets.

In the classic structure, the trustee's role is passive. It holds the assets for unitholders and distributes the net income of the fund to them. The manager makes all the decisions concerning the operation of the fund and undertakes all negotiations, reporting and other activities to implement those decisions.

In the new structures using responsible entities, the responsible entity performs both the passive trustee role and also provides (as part of its own business, not the business of the trust) fund management services for the benefit of the unitholders. Its function is therefore still to act as an external manager.

However, the principle of external management has recently become qualified by the market practice of stapling securities. The shares in the manager and the units in the REIT are both listed and they are quoted and traded on the ASX as if they were a single security. They cannot be traded separately.

The stapled structure effectively changes the REIT to an internal management structure for investor purposes. This has developed in the market in recent years partly in response to investor demand for returns to the manager to be more closely aligned with investor interests and partly due to the vulnerability of managers in REIT takeovers.

The stapled structure is preferred in Australia to a simple corporate structure where a listed company holds the assets. This is because of the tax advantages where the assets are passively held on trust for unitholders and the active management is undertaken by a separate vehicle.

(下線部の和訳)

ステープルド型は、投資家にとりREITを実質的に内部運用体制へと変えるものである。このステープルド型は近年市場で発展してきたものであるが、資産運用会社の収益と投資家利益をより一致させるべきであるという投資家のニーズへ対応するとともに、REITの買収に際して資産運用会社の脆弱性に対処することが発展の理由として挙げられる。