

資料2  
(参考資料)

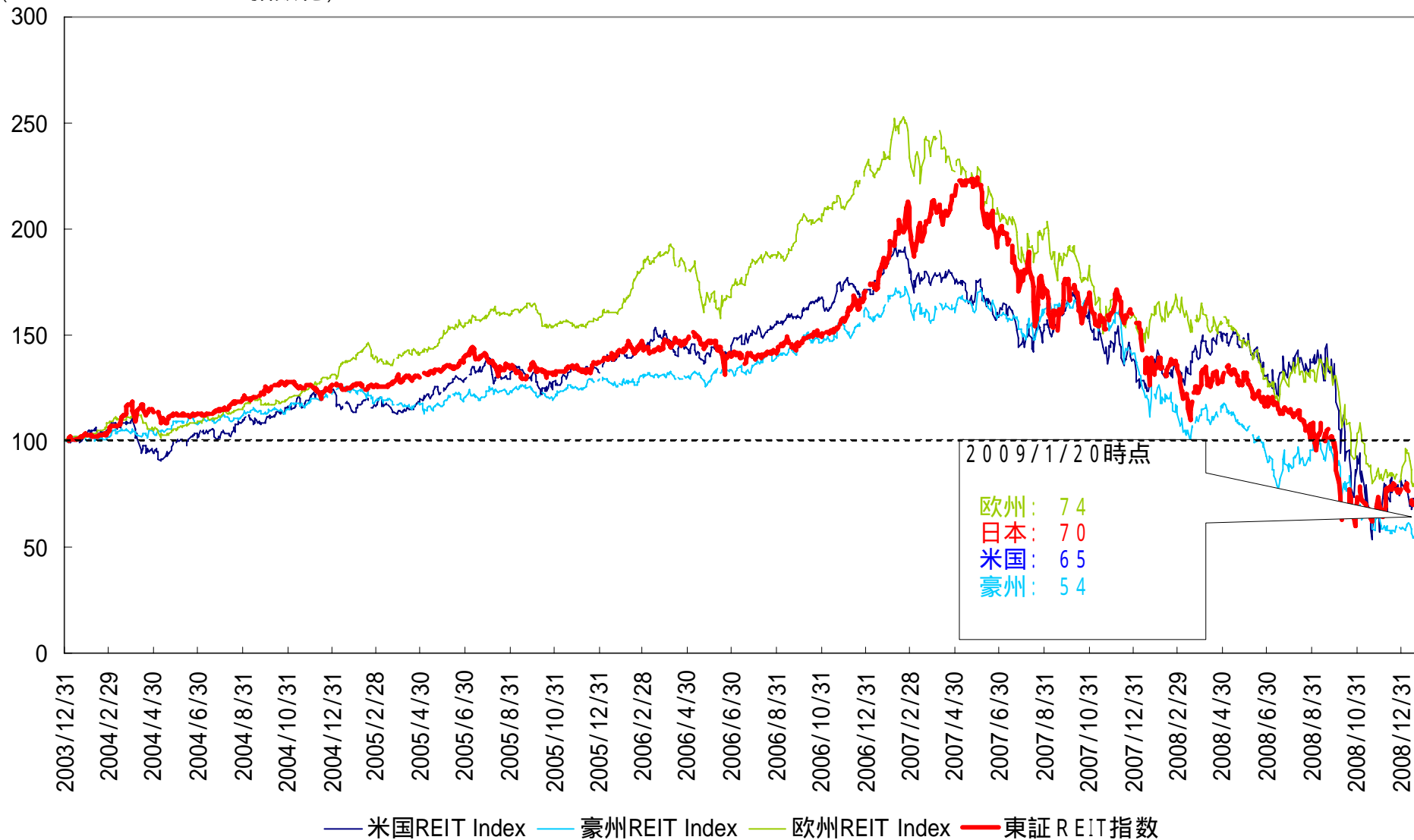
# 中間報告の参考資料

# 1 . はじめに

# 世界のREIT市場の動向

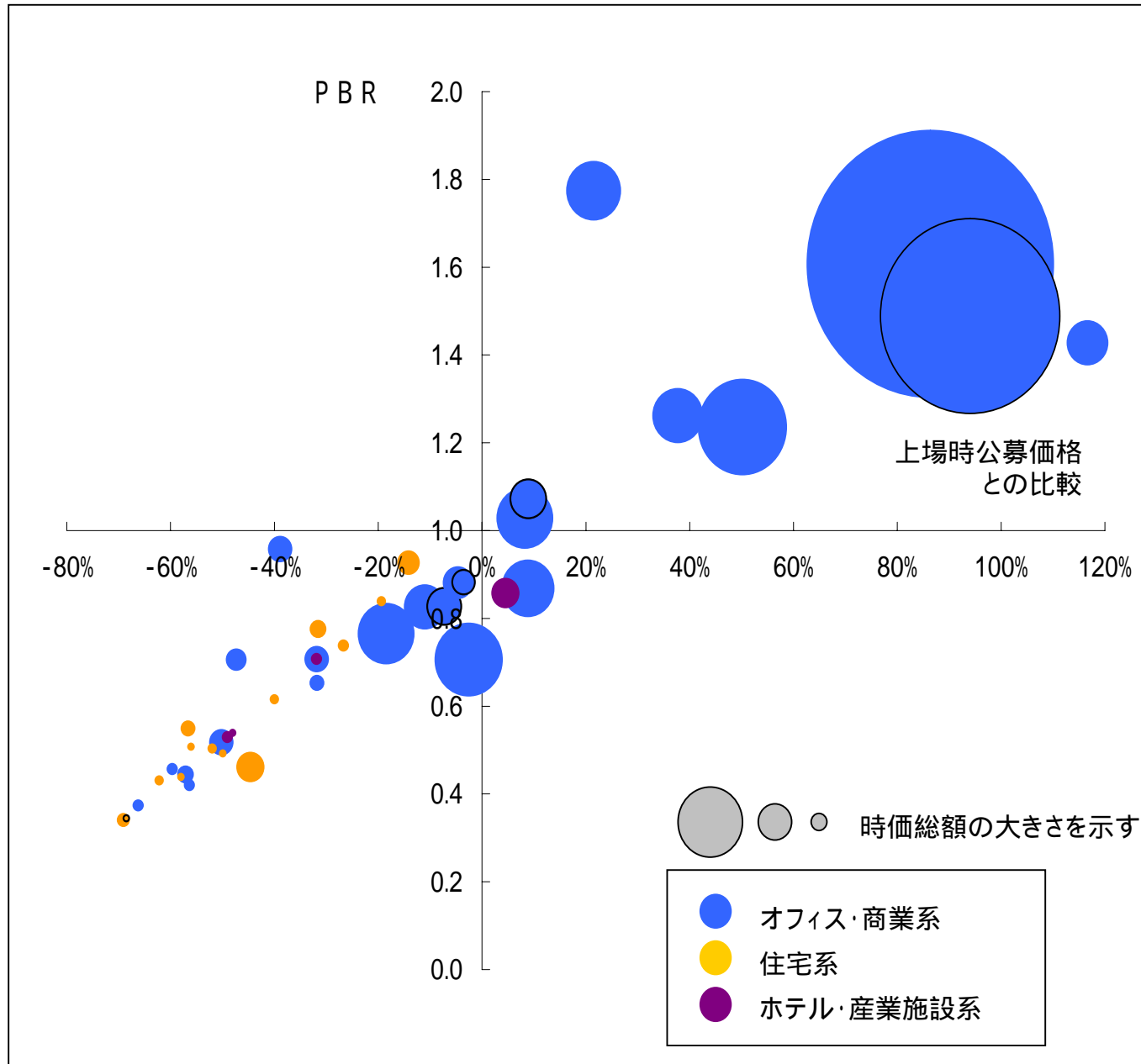
## REIT指数

(2003/12/31 = 100として指数化)



## 2. 合併をはじめとするJリークの再編の 必要性について

# 多様なリートが存在する



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)

# 合併に関する条文

## 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。)及び吸収合併により消滅する投資法人(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当てに関する事項
  - 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当てに関する事項
- 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リークの合併促進等のための制度改正等について

## 導管性の配当要件判定式の改善

### - 1「配当要件判定式の改正」

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る予定。

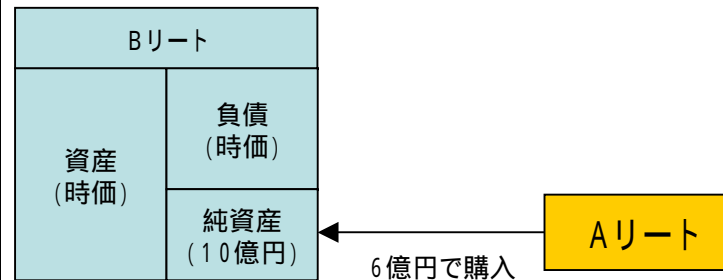
(改正前)

会計上の利益からの配当 > 税務上の所得 × 90%

(改正後)

会計上の利益からの配当 > 会計上の利益 × 90%

### - 2「負ののれんの措置」



純資産10億円のBリートをAリートが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リークの合併促進等のための制度改革等について

## 合併交付金の活用可能性の明確化

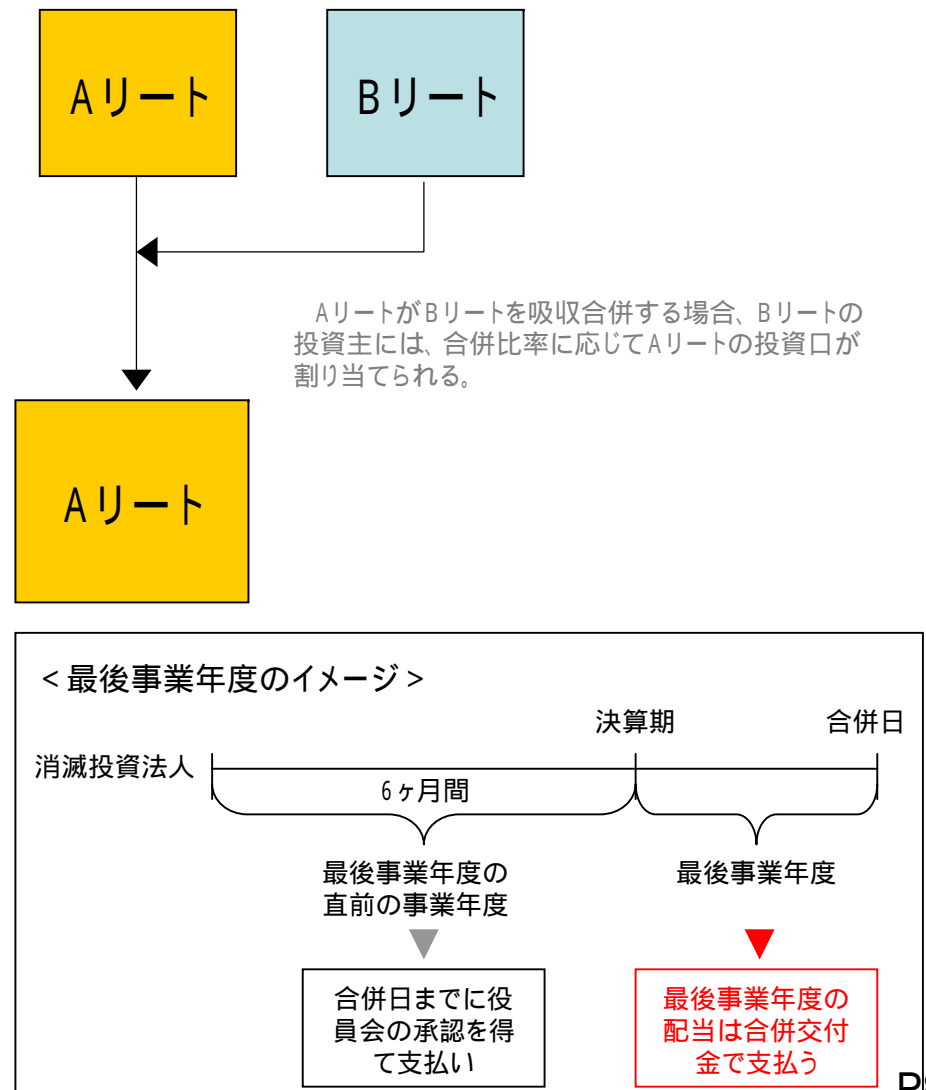
AリートがBリークを吸収合併する場合、合併比率の端数調整や合併当事者の決算期が異なる際の利益配当の調整等のために金銭(いわゆる「合併交付金」)が支払えることを明確化(内閣府令・監督指針の改正)。

(合併比率の端数調整の具体例)

Bリークの投資主には、Aリーク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リークの投資主に支払う。

(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。





# 平成21年度税制改正要綱

## 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) 支払配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、支払配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) 支払配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、支払配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。

# 合併交付金に係る内閣府令及び監督指針の改正

## 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法第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にあつては、当該定めがないこと)の相当性に関する事項とする。
  - 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つては、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つては、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)

### - 2 - 7 その他留意事項

#### - 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存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。

# 消滅投資法人の投資主に交付される一に満たない端数の処理

## 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ない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ない。

- 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取引とは

### 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

## 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、ワーキンググループでは、例えば、以下のような考え方がある。

### 市場価格

投資法人の時価総額

### NAV (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り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)

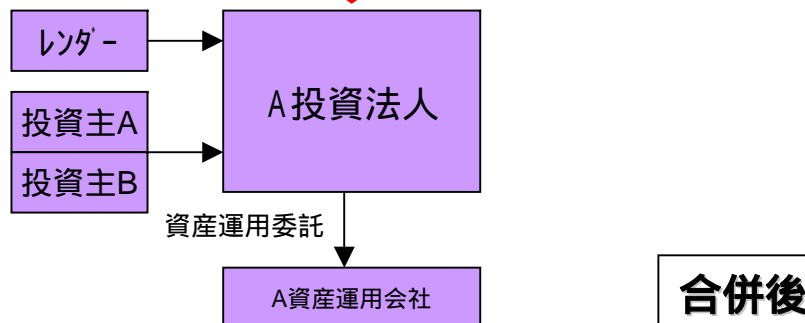
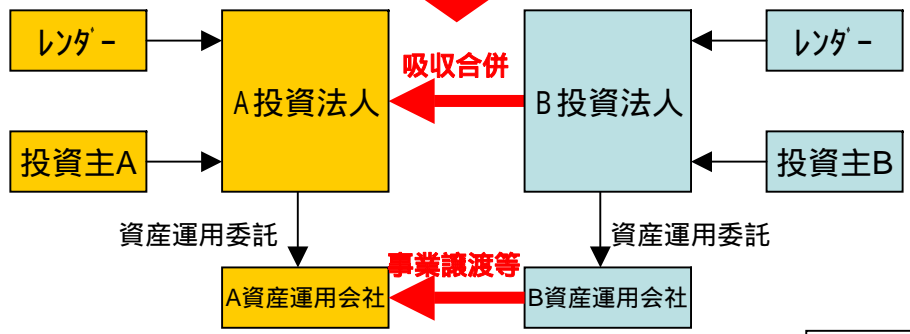
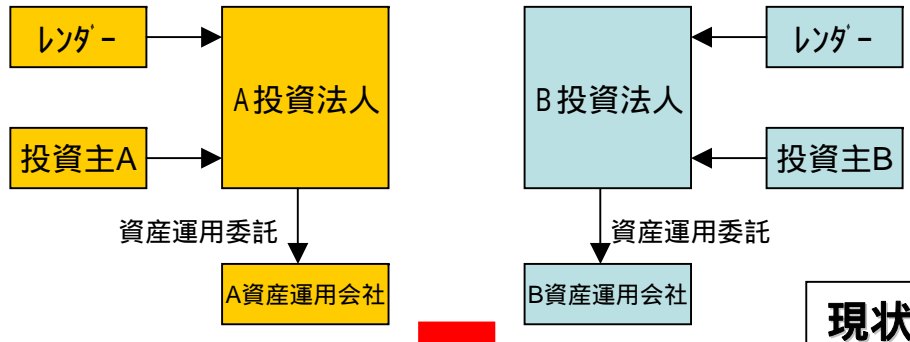
純資産総額[配当後] = 純資産総額 - 分配総額

(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)

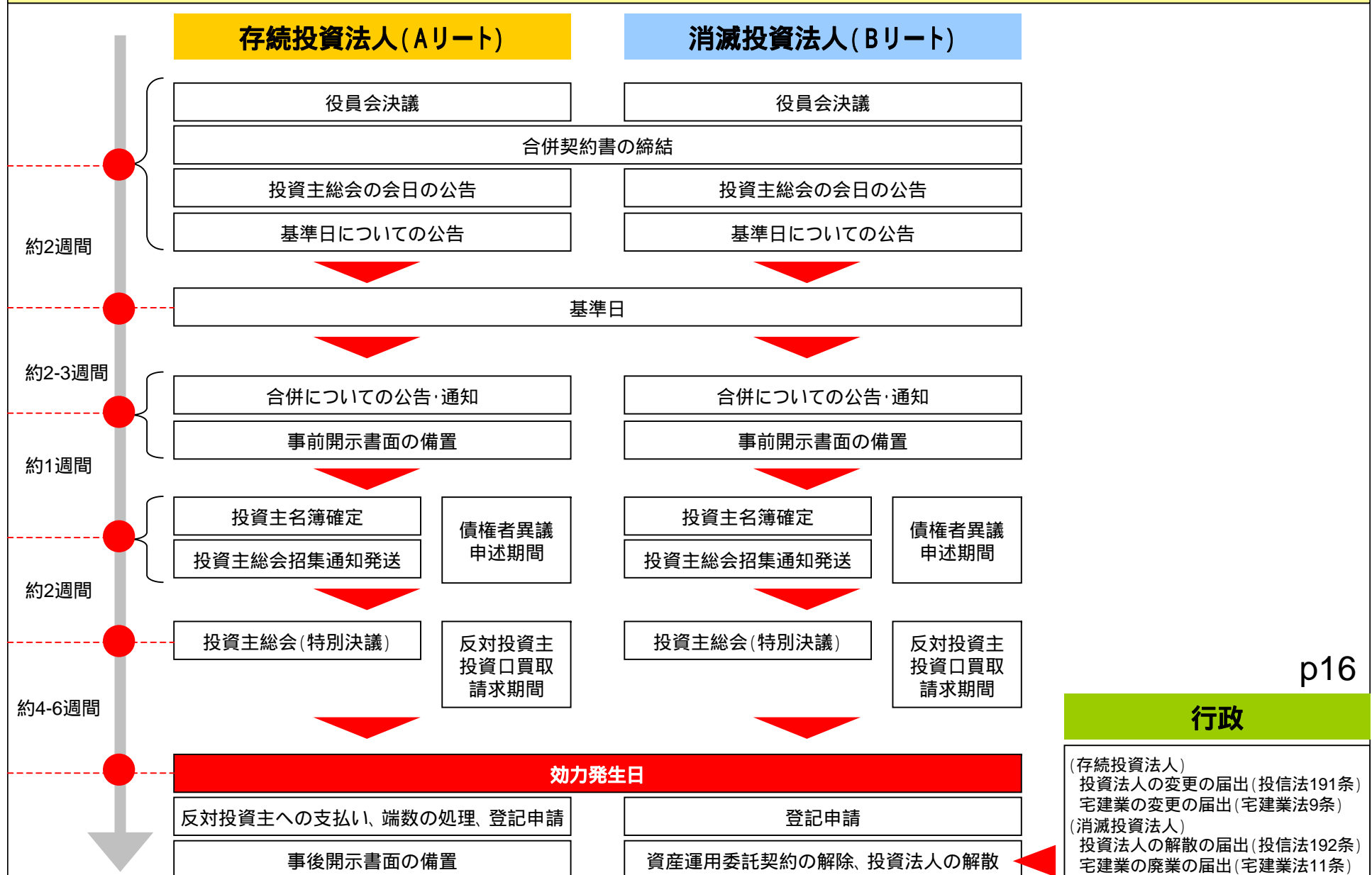
## WGで議論された留意事項



- ・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される見込み

# 合併のモデルケース

## スケジュール



p16

### 行政

(存続投資法人)  
 投資法人の変更の届出 (投信法191条)  
 宅建業の変更の届出 (宅建業法9条)

(消滅投資法人)  
 投資法人の解散の届出 (投信法192条)  
 宅建業の廃業の届出 (宅建業法11条)



## 資産運用会社の主要株主(スポンサー)の変更

J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	クリードリートアドバイザーズ (ジャパンオフィスアドバイザーズ) H20年12/22付商号変更	<b><u>クリード いちごアセットトラスト</u></b> メインスポンサーのクリード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	<b><u>モリモト 大和ハウス工業</u></b> 大和ハウス工業がメインスポンサーのモリモト及びキャ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	<b><u>リプラス アップルリンゴHD(オークツリー)</u></b> 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プラスから35%取得。リプラス破綻後、リプラスの持ち分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	<b><u>日本たばこ産業 三井不動産</u></b> 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	<b><u>アセットマネージャーズ ラサールインベストメントアドバイザーズ</u></b> 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アドバイザーズに譲渡。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どのように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 . Jリ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消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)】

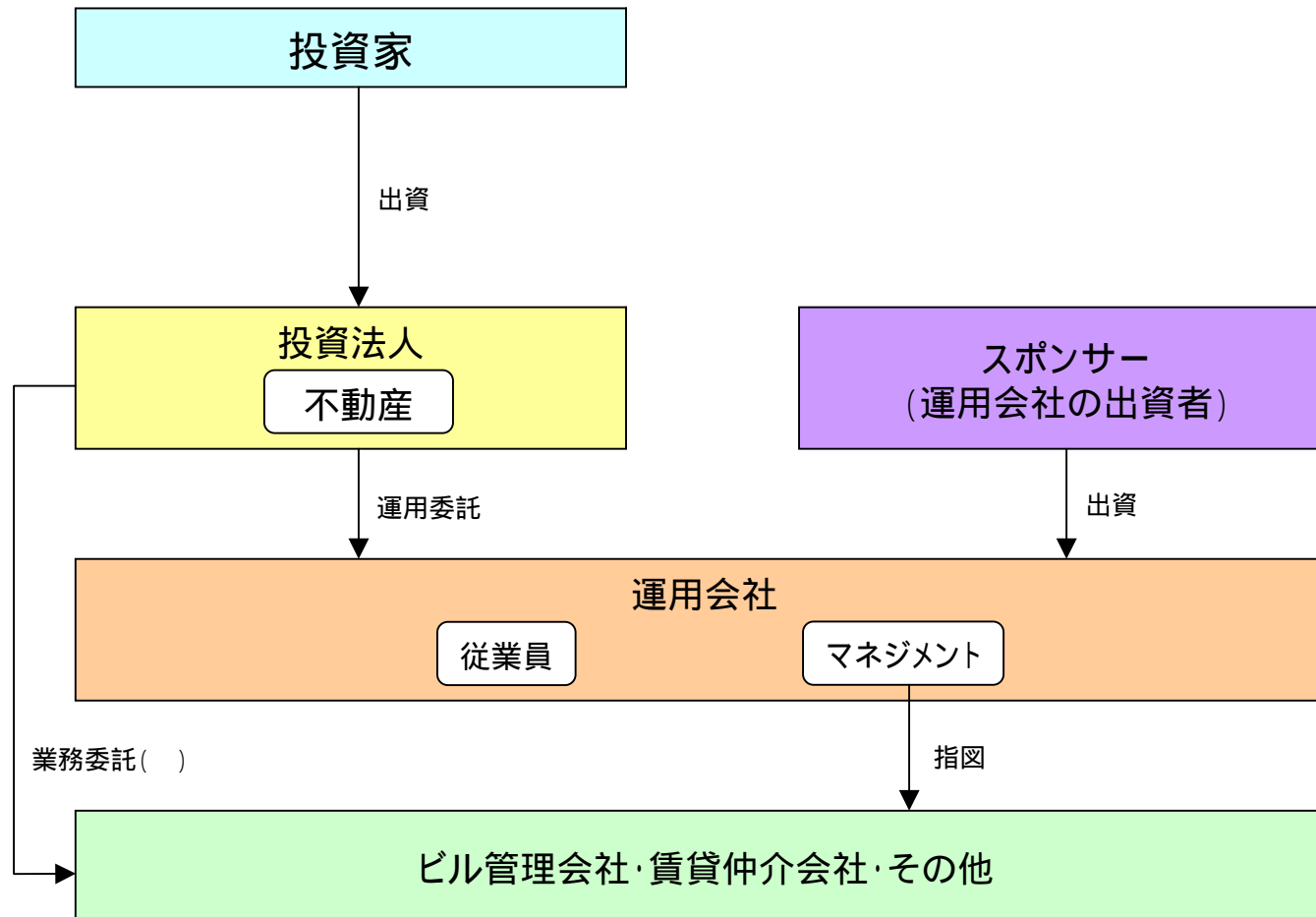
資産取得時の鑑定評価取得に関し、**売主(運用会社の利害関係人)の売却希望価格以上での鑑定評価を行うよう依頼する行為等**、鑑定業者の独立性を損なう不適切な働きかけを行い、また、売却希望価格近似の評価額の概算が得られるまで複数の鑑定業者に概算を依頼し、最高価額を提示した業者を選定する等の**不適切な鑑定業者選定プロセス等**を行っていた。

#### 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。

# 各国リートのスキーム

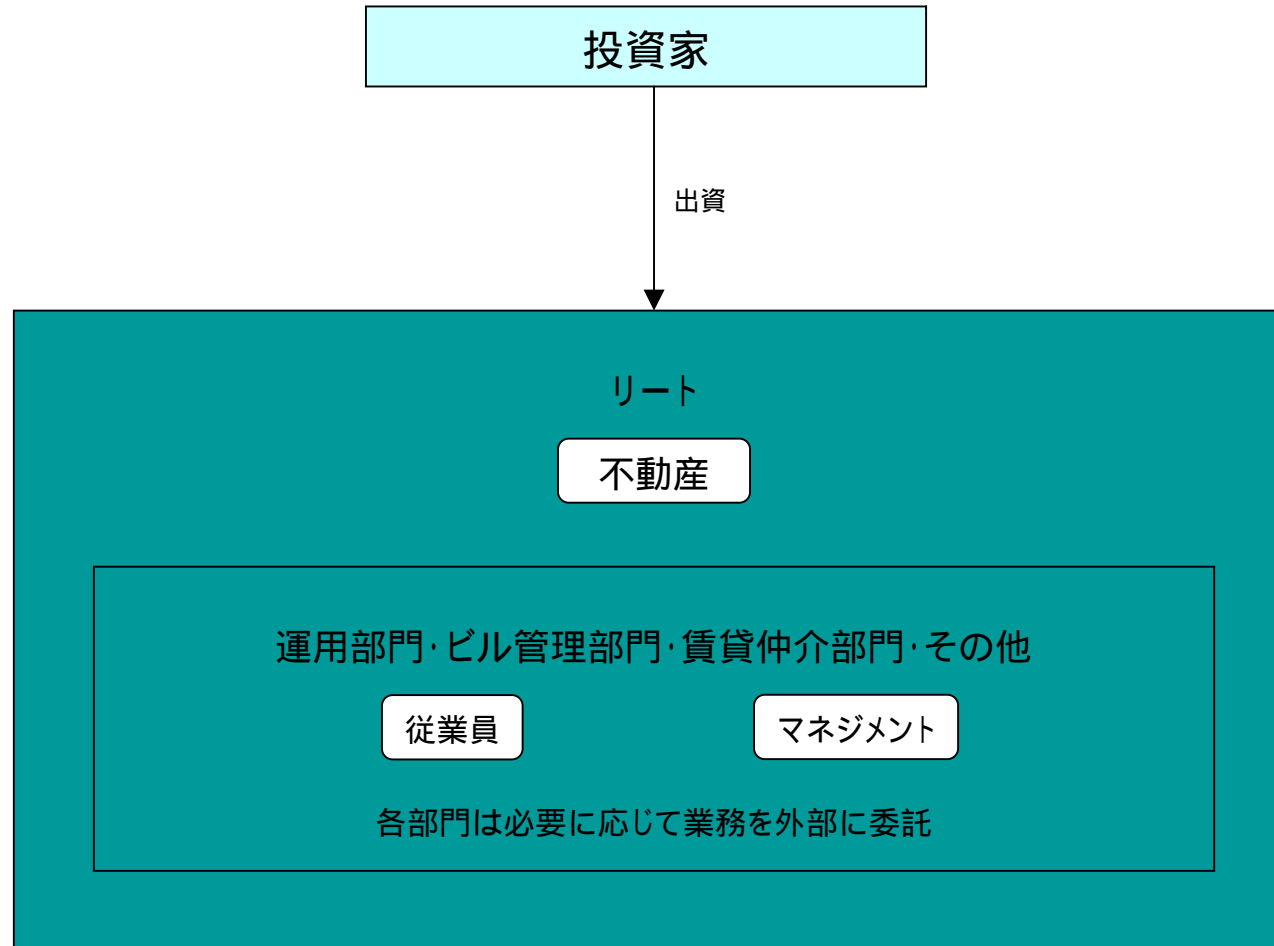
## 1. 日本(Jリート) ~ 外部運用型 ~



( )但し、運用会社を経由して再委託される場合もある。

# 各国リートのスキーム

## 2. 米国 (USリート) ~ 内部運用型 ~

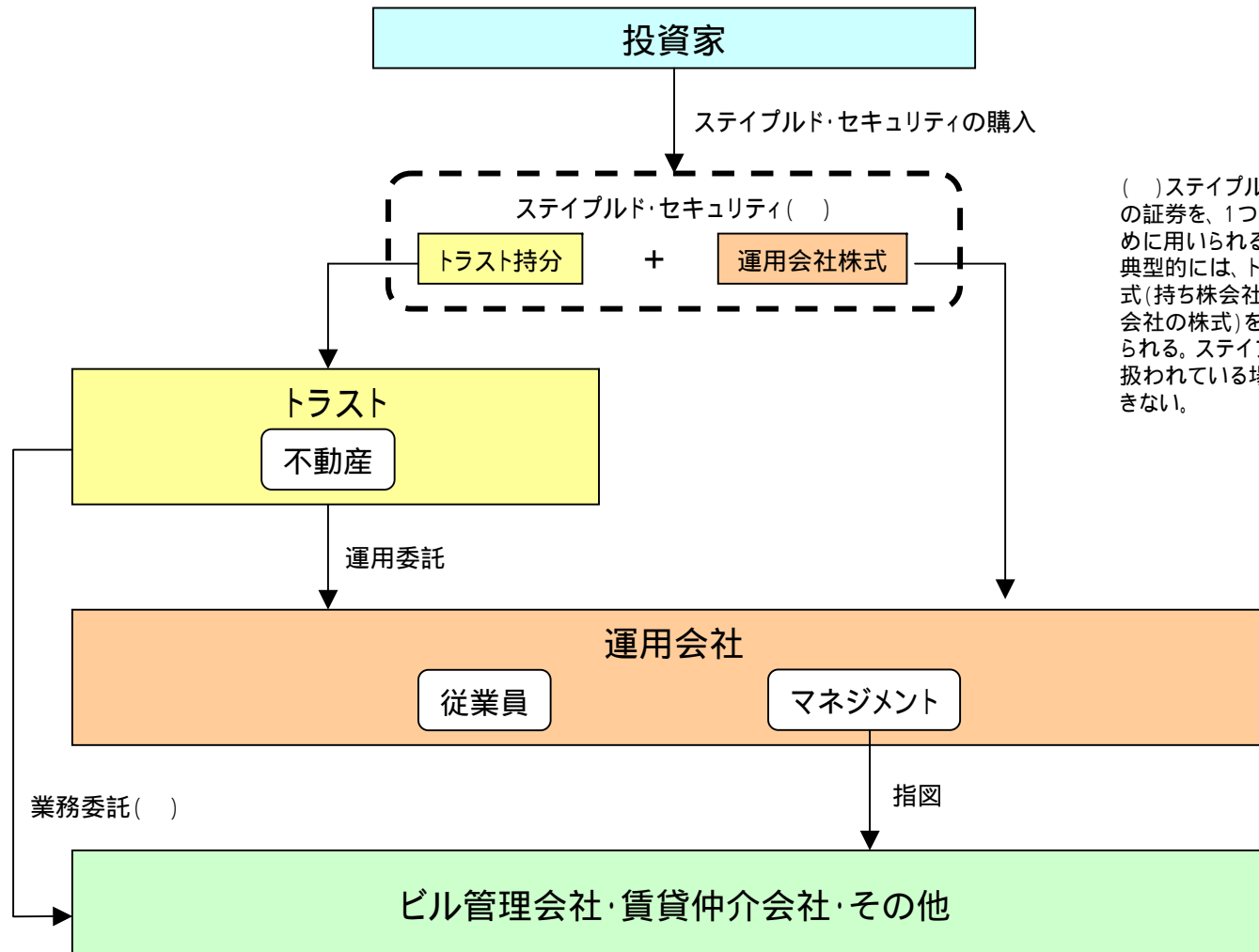


## 内部運用・外部運用の主なメリット・デメリット

	メリット	デメリット
外部運用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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)</li> <li>・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)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・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。</li> </ul>
内部運用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・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。</li> </ul>

# 各国リートのスキーム

## 3. 豪州(ステイブルド型)



( )ステイブルド・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るために用いられる仕組み。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。ステイブルド・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。



# インベスターズガイド



## 「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](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イク・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)

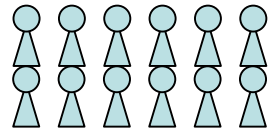
ステーブルド型は、投資家にとりREITを実質的に内部運用体制へと変えるものである。このステーブルド型は近年市場で発展してきたものであるが、資産運用会社の収益と投資家利害をより一致させるべきであるという投資家のニーズへ対応するとともに、REITの買収に際して資産運用会社の脆弱性に対処することが発展の理由として挙げられる。

# ガバナンス強化の例

## 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。



投資家

分配金 ↑ ↓ 投資口購入

運用会社の忠実義務・善管注意義務の監視のために必要な人員・費用を確保



資産運用会社の監視 ↓ 資産運用業務の委託

資産運用会社  
(金融商品取引業者)

## 資産運用会社の忠実義務・善管注意義務

・金融商品取引法

(権利者に対する義務)

第42条 金融商品取引業者等は、権利者(次の各号に掲げる業務の区分に応じ当該各号に定める者をいう。以下この款において同じ。)のため**忠実に投資運用業を行わなければならない。**

- 一 第2条第8項第十二号に掲げる行為を行う業務  
同号イ又はロに掲げる契約の相手方
- 二 第2条第8項第十四号に掲げる行為を行う業務  
同号に規定する有価証券に表示される権利その他の政令で定める権利を有する者
- 三 第2条第8項第十五号に掲げる行為を行う業務  
同号イから八までに掲げる権利その他同号に規定する政令で定める権利を有する者

2 金融商品取引業者等は、権利者に対し、**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。**

# 投資法人の執行役員について

## 投資法人に執行役員を何名置く必要があるのか？

投信法上に定めがある他、各投資法人の規約でも人数を定めている。  
(なお、投資法人規約で定める人数以上に増やす場合、規約変更(投資主総会の決議)が必要。)

### 投資信託及び投資法人に関する法律

第95条 投資法人には、次に掲げる機関を置かなければならない。

- 一 **1人又は2人以上の執行役員**
- 二 執行役員の員数に1を加えた数以上の監督役員
- 三 役員会
- 四 会計監査人

### 投資法人規約の例

(執行役員及び監督役員の員数)

第 条 **執行役員は2名以内**、監督役員は3名以内とします。但し、監督役員の員数は、執行役員の員数に1を加えた数以上とします。

## 投資法人が外部委託を行うことは可能か？

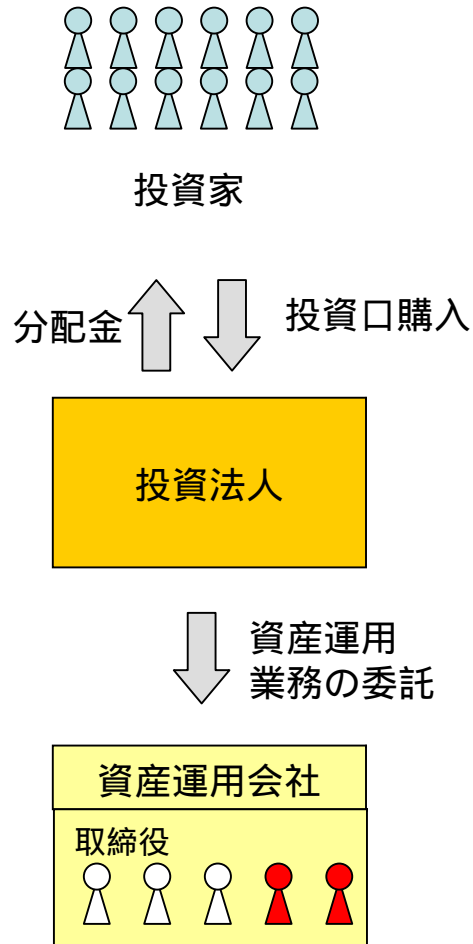
投信法では、以下の業務の外部委託を義務付けているが、それ以外にも不動産管理会社に対し、不動産管理業務の委託を行っている例もある。

- 一般事務の委託(例:投資主名簿等の作成及び備置き等)……………投信法117条
- 資産運用業務の委託(例:不動産の取得又は譲渡等)……………投信法198条
- 資産保管業務の委託(例:不動産登記済権利書等の重要書類等の保管等)…投信法208条

# ガバナンス強化の例

## 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。



## 社外取締役とは

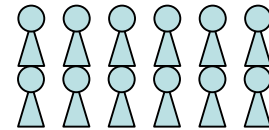
会社法第2条第15号で「株式会社の取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となつたことがないもの」と定義されており、業務を執行しない客観的な立場から経営判断を行うことがその役割として求められている。

社外取締役は、経営の執行と監督の分離を強化することが企業に求められる中で、取締役会の監督業務の強化を目的として設置されることが多い。

## ガバナンス強化の例

### 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。



投資家

分配金 ↑ ↓ 投資口購入

投資法人

報酬体系を運用会社と投資法人の利害の一致に寄与する方向で工夫

資産運用業務の委託

資産運用会社

# 運用報酬の例1

## 運用報酬の事例1

$$\text{運用報酬} = \text{基本報酬1} + \text{基本報酬2}$$

報酬の種類	計算方法と支払時期
基本報酬1	総資産額に0.15%を乗じた金額(1円未満切捨て)を基本報酬1とする。「総資産額」とは、本投資法人の当該営業期間初日の直前の本投資法人の決算期における貸借対照表(投信法第131条第1項の承認を受けたものに限る。)に記載された総資産額とする。基本報酬1の支払期日は、当該営業期間内とする。
基本報酬2	決算期毎に算定される分配可能金額に3.0%を乗じた金額(1円未満切捨て)を基本報酬2とする。「分配可能金額」とは、一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行に準拠して計算される基本報酬2控除前の税引前当期純利益に繰越欠損金があるときはその金額を補填した後の金額とする。基本報酬2の支払期日は、役員会で当該営業期間に係る計算書類等(投信法第129条に定める計算書類等をいう。)を承認後1か月以内とする。

## 運用報酬の事例2

$$\text{運用報酬} = \text{基本報酬1} + \text{基本報酬2}$$

報酬の種類	計算方法と支払時期
基本報酬1	決算日毎に算定される運用資産中の不動産(本投資法人が取得する信託の受益権その他資産の裏付けとなる不動産を含む。以下本条において「不動産等」という。)から生じる賃料、共益費、駐車場使用料、付帯収益、施設利用料、施設設置料、遅延損害金、賃貸借契約解約に伴う解約違約金若しくはそれに類する金銭その他賃貸業務から生じる収益の額(但し、運用資産中の不動産その他の資産の売却による収益を除く。以下本号において「賃貸収益」という。)の2.5%に相当する金額(1円未満切捨て)とする。なお、資産運用委託会社が資産運用委託契約に従い本投資法人に対して1年毎に年初に提出する年度運用計画に基づいて、毎年3月、6月、9月及び12月の各末日(かかる末日が銀行休業日の場合は直前の営業日)までに、それまでの3ヶ月分の賃貸収益の2.5%に相当する金額を支払い、決算確定後遅滞なく過不足を精算する。
基本報酬2	決算日毎に算定される基本報酬2控除前の税引前当期利益(但し、繰越欠損金がある場合は、その全額を補填した後の金額)の3%に相当する金額(1円未満切捨て。但し、負の値の場合は0円とする。)とし、決算確定後遅滞なく支払う。なお、報酬の対応する期間が決算期間に満たない場合については、日割計算により精算する。

## 運用報酬の例2

### 運用報酬の事例3

運用報酬 = 基本報酬1 + 基本報酬2 + インセンティブ報酬

報酬の種類	計算方法と支払時期
基本報酬1	<p>前営業期末時点における<b>運用資産評価額総額</b>に応じ、以下の計算式により求められた金額の合計額。            なお、ここで運用資産評価額総額とは、各不動産物件(不動産を信託する信託の受益権の場合は、信託財産である不動産)の鑑定評価額の合計額とする。</p> <p>【計算式】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・運用資産評価額総額が2,000億円以下の部分に対し、0.150%を乗じて得た金額</li> <li>・運用資産評価額総額が2,000億円を超える部分に対し、0.125%を乗じて得た金額</li> </ul> <p>当該営業期間に係る報酬の支払時期は、当該営業期間の決算期までとする。</p>
基本報酬2	<p>当該営業期間における、<b>経常キャッシュフロー</b>に応じ、以下の計算式より求められた金額の合計額。なお、ここで経常キャッシュフローとは、本投資法人の損益計算書上の経常損益に減価償却費及び繰延資産償却費を加えて、特定資産の売却損益及び評価損益(特別損益の部に計上されるものを除く。)を除いた金額とする(以下「CF」という。)。また基本報酬2の計算に際しては、基本報酬1、2及び以下に規定するインセンティブ報酬控除前のCFを基準とする。</p> <p>【計算式】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・CFが50億円以下の部分に対し、6.0%を乗じて得た金額</li> <li>・CFが50億円を超える部分に対し、5.0%を乗じて得た金額</li> </ul> <p>支払時期は、当該営業期間に係る決算期後2か月以内とする。</p>
インセンティブ報酬	<p>当該営業期間における、東京証券取引所<b>投資口価格(終値)</b>に応じ、以下の計算式により求められた金額。ただし、本投資法人が投資口を併合又は分割した場合は、以下の計算式は速やかに見直されるものとする。</p> <p>【計算式】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・(当該営業期間における投資口価格終値平均 - 前営業期間までの各営業期間における投資口価格終値平均のうち過去最も高い価格) × 前営業期末発行済み投資口数 × 0.4%</li> </ul> <p>投資口価格終値平均は、当該営業期間中の各営業日の投資口価格(終値)の単純合計を営業日数で除したものとする。終値がつかなかった日は計算から除外するものとする。</p> <p>当該営業期間における投資口価格終値平均が前営業期間までの各営業期間における投資口価格終値平均のうち過去最も高い価格を上回らなかった場合の報酬は0円とする。</p> <p>支払時期は、当該営業期間に係る決算期後2か月以内とする。</p>

## 4 . Jリートファイナンスについて

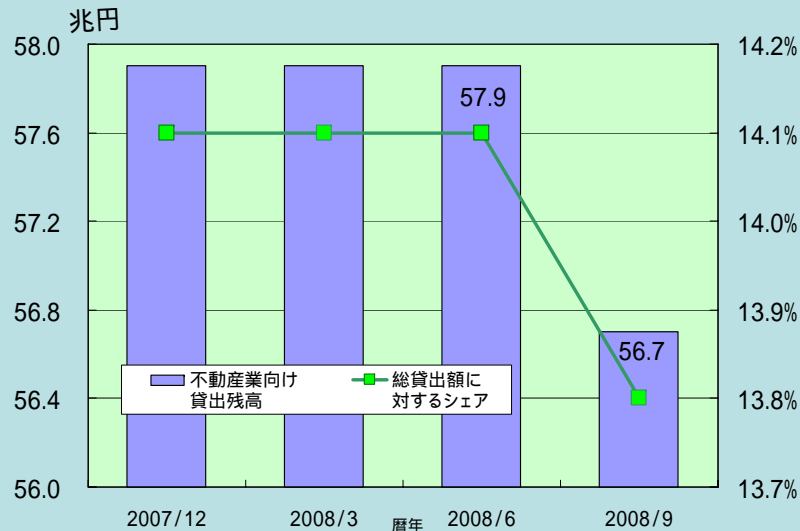


# 日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した資金繰り支援

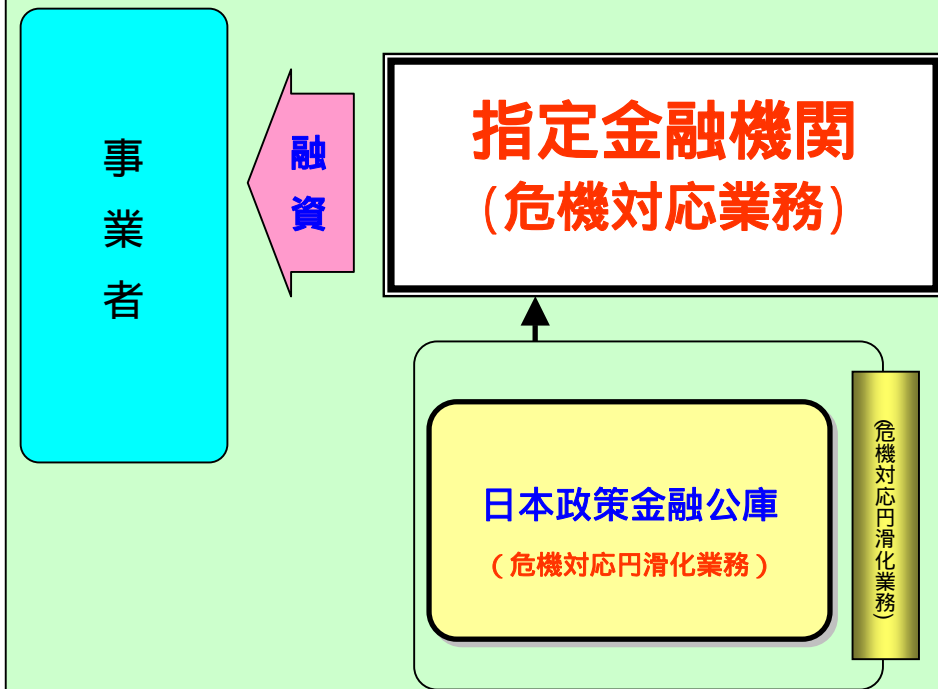
サブプライムローン問題に端を発した世界的な金融市場の混乱の影響を受け、国内金融機関が不動産業に対する融資姿勢を厳格化している。こうした急激な信用収縮への対応として、健全な事業を営む住宅・不動産事業者等に対し、日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した資金繰り支援を図る。  
(2008.12.15国土交通省発表)

## 事業者向け資金の縮小

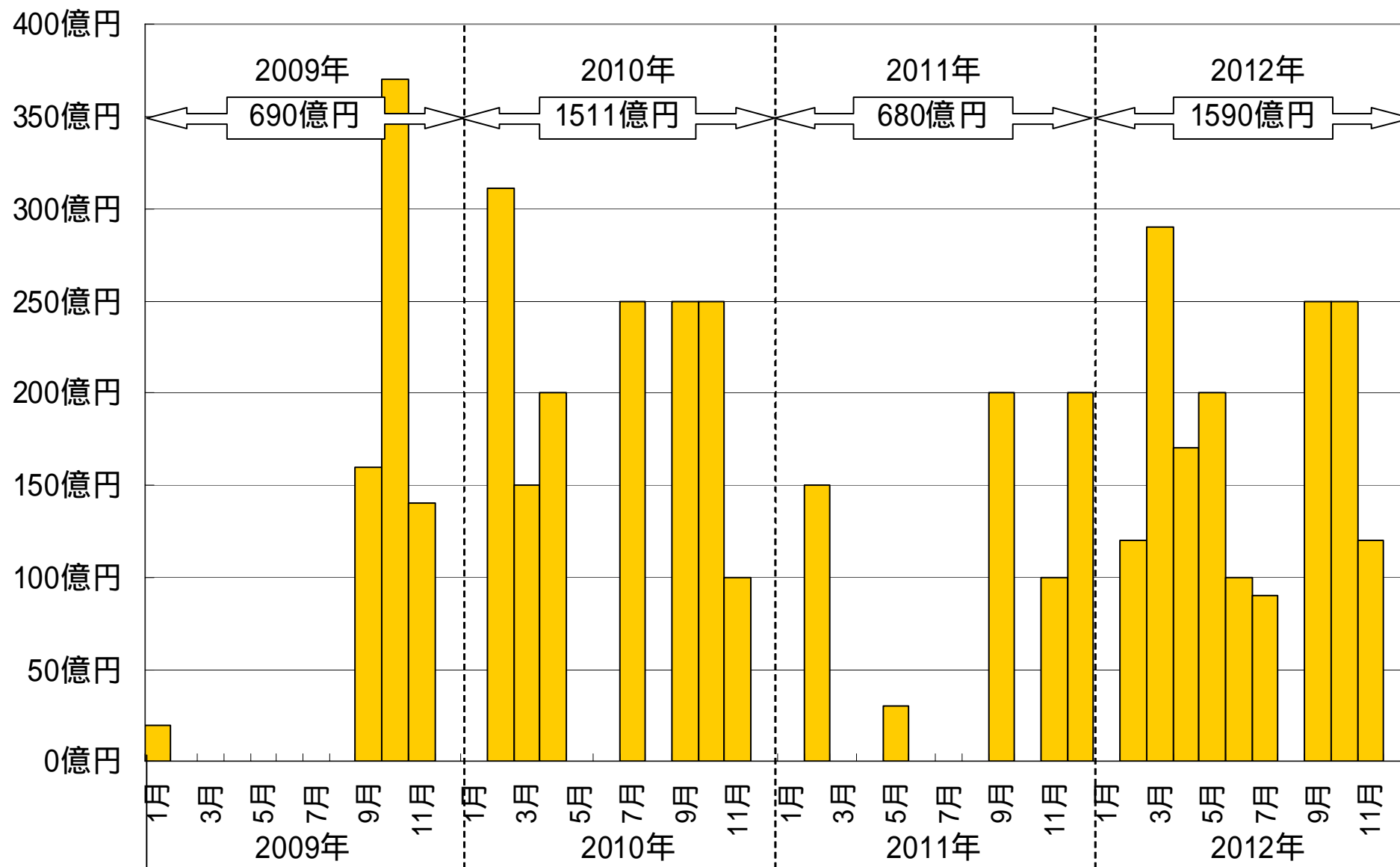
不動産業向け貸出残高は、6月末から9月末まで、1.2兆円減少



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



# 投資法人債の償還スケジュール



2008年12月末時点