

資料2  
(参考資料)

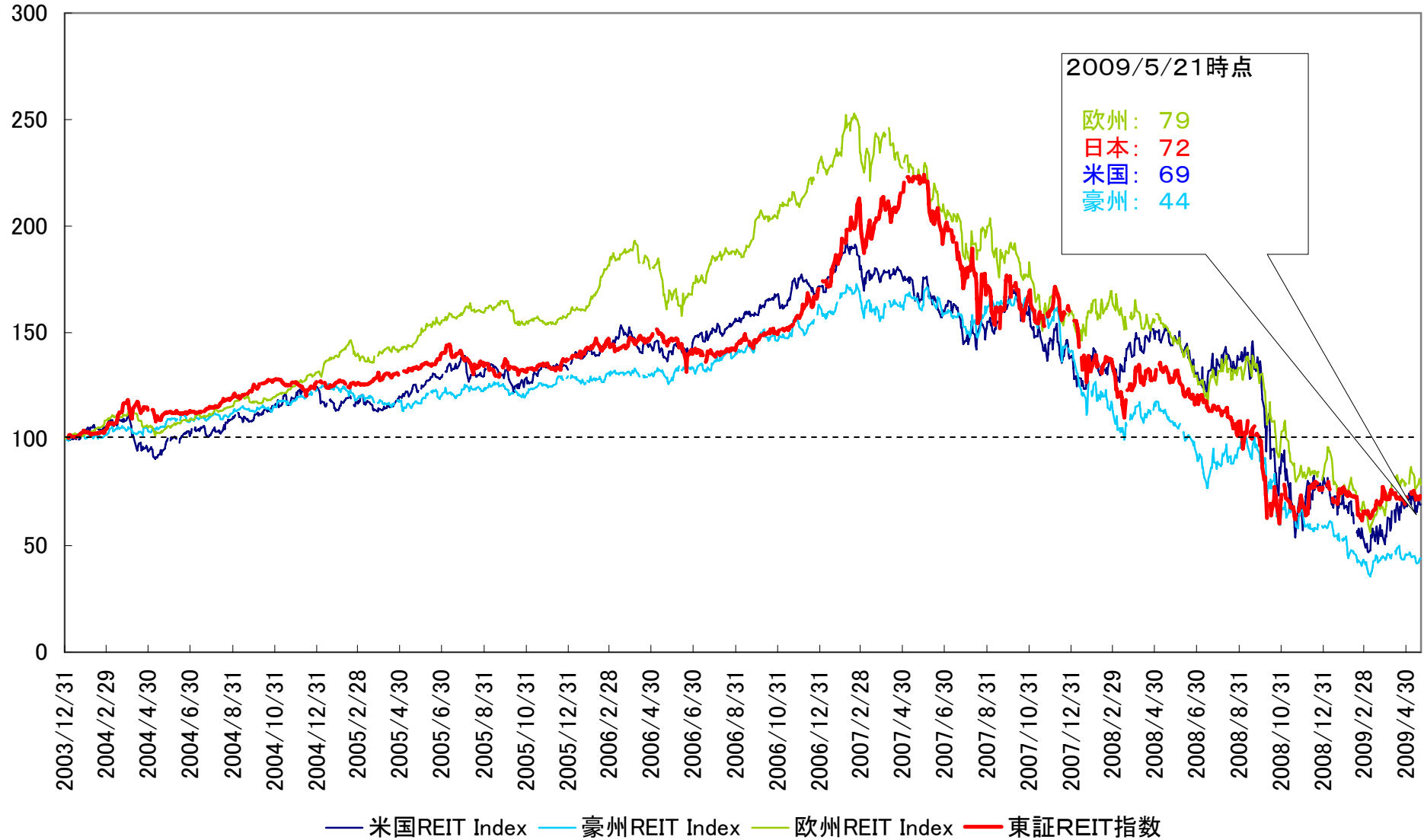
# 参考資料

# 1. はじめに

# 世界のREIT市場の動向

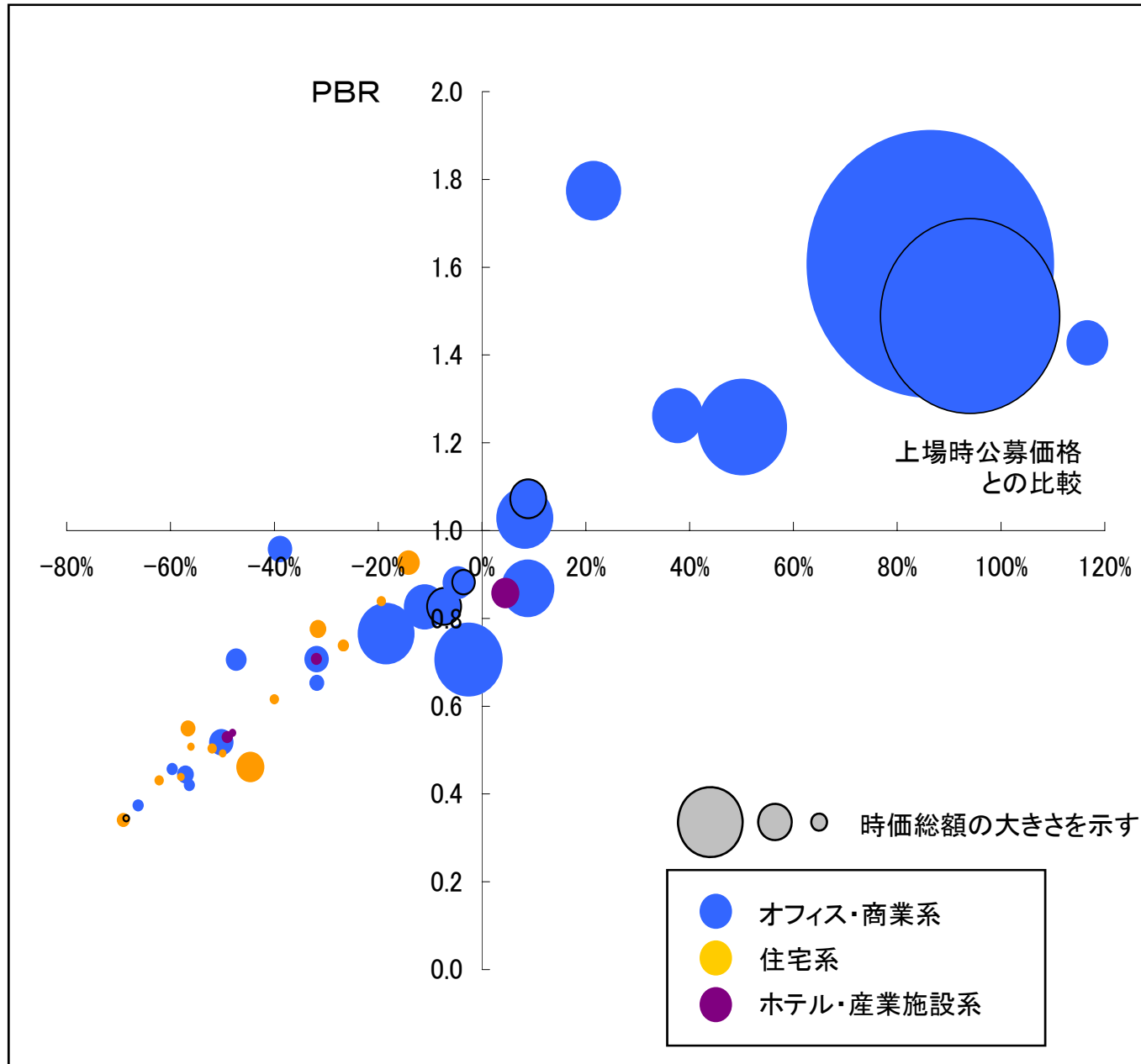
## REIT指数

(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リートの合併促進等のための制度改革等について

## 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」

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。

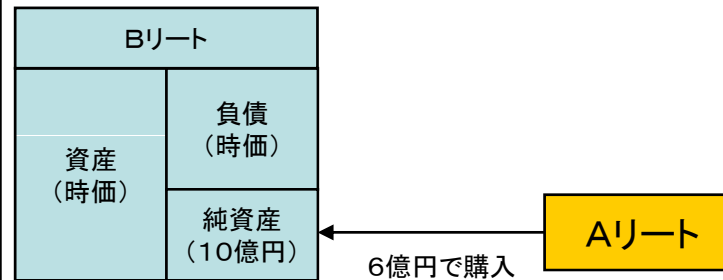
(改正前)

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%

### 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リートの合併促進等のための制度改革等について

## ②合併交付金の活用可能性の明確化

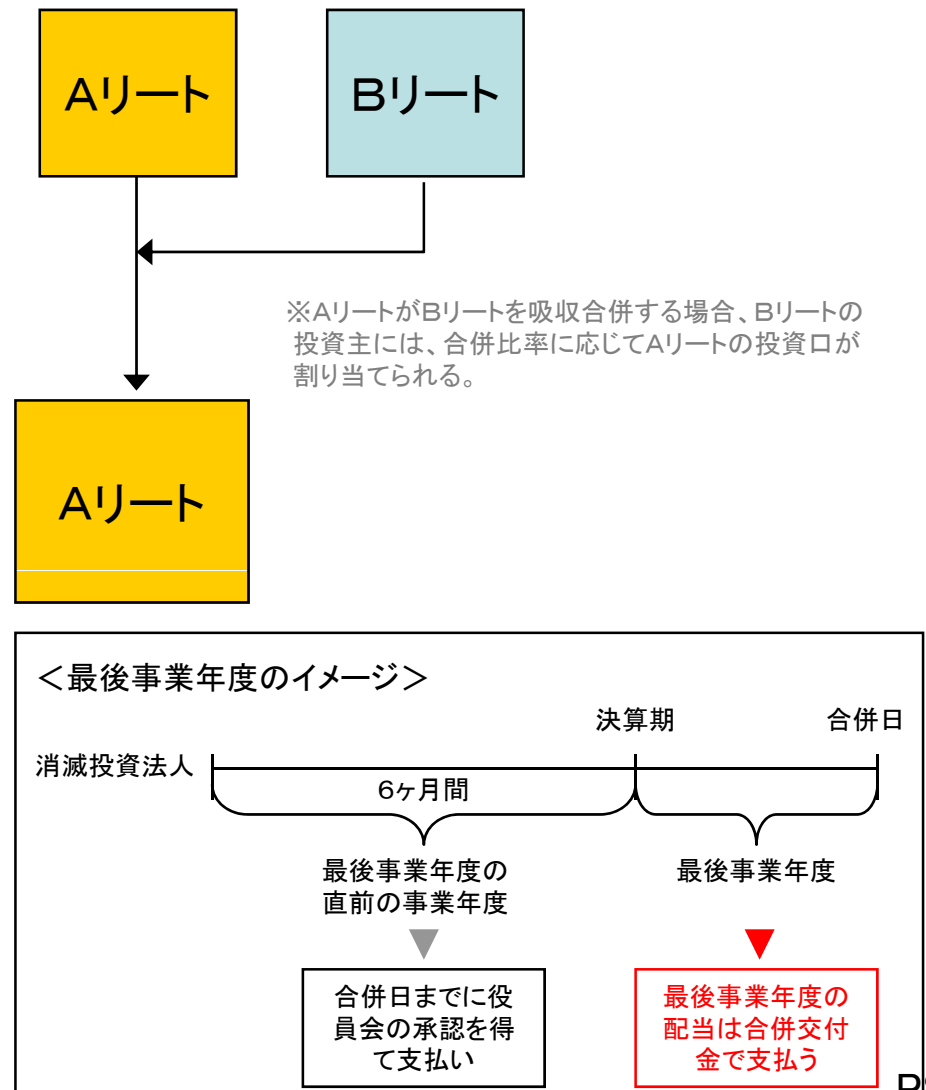
AリートがBリートを吸収合併する場合、合併比率の端数調整や合併当事者の決算期が異なる際の利益配当の調整等のために金銭(いわゆる「合併交付金」)が支払えることを明確化(内閣府令・監督指針の改正)。

(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。





# 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)

### 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替金等の金銭(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項及び第三項の規定は、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

## ○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。

### 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)

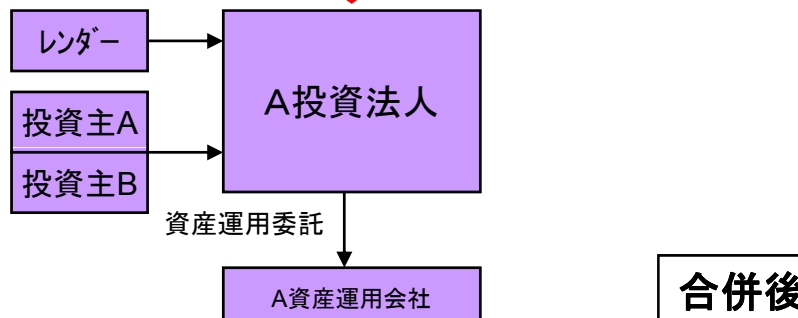
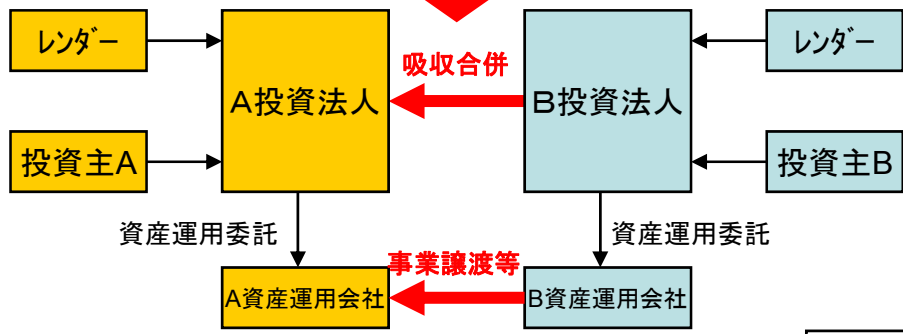
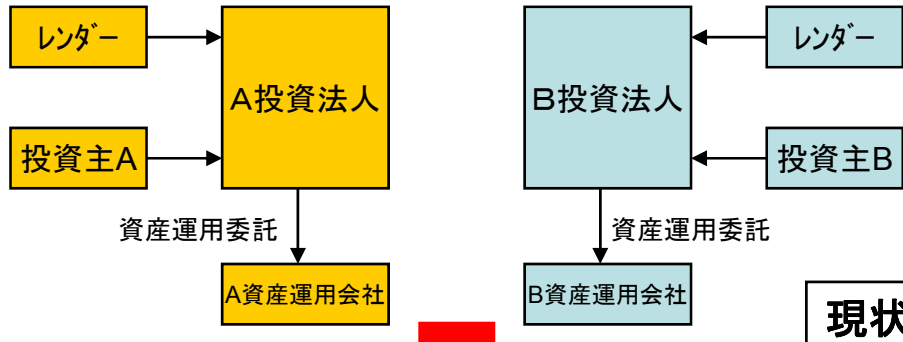
※純資産総額[配当後] = 純資産総額 - 分配総額

(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)

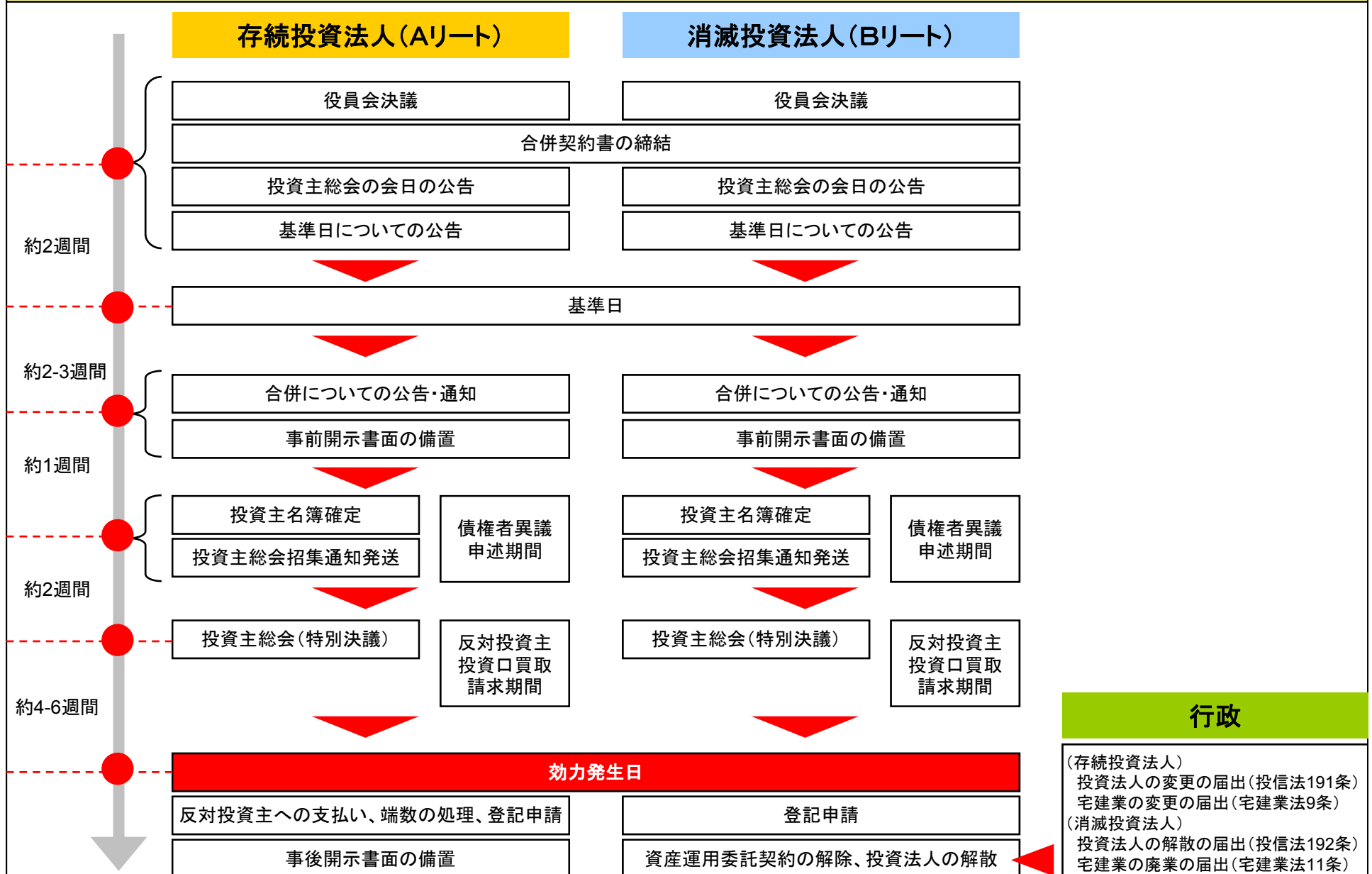
## WGで議論された留意事項



- ・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。

# 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

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	クリート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	<u>クリート→いちごアセットトラスト</u> ※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	<u>モリモト→大和ハウス工業</u> ※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(ミカアセットマネジメント) ※H20年10/24付商号変更	<u>リプラス→アップルリンゴHD(オークツリー)</u> ※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	<u>日本たばこ産業→三井不動産</u> ※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	ラサルインベストメント	<u>アセットマネージャーズ→ラサルインベストメントアドバイザーズ</u> ※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)】

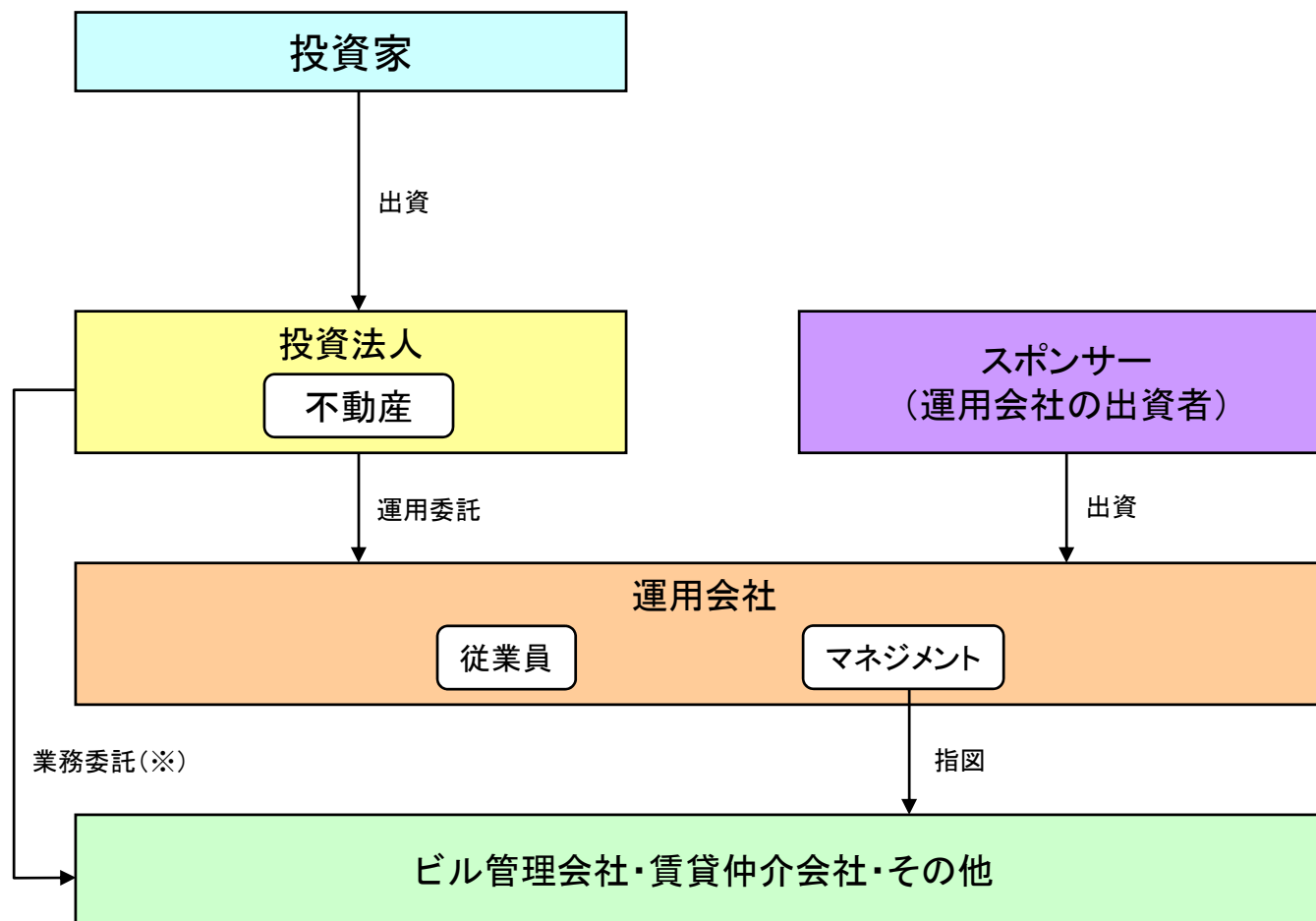
資産取得時の鑑定評価取得に関し、**売主(運用会社の利害関係人)の売却希望価格以上での鑑定評価を行うよう依頼する行為等**、鑑定業者の独立性を損なう不適切な働きかけを行い、また、売却希望価格近似の評価額の概算が得られるまで複数の鑑定業者に概算を依頼し、最高価額を提示した業者を選定する等の**不適切な鑑定業者選定プロセス等**を行っていた。

#### 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

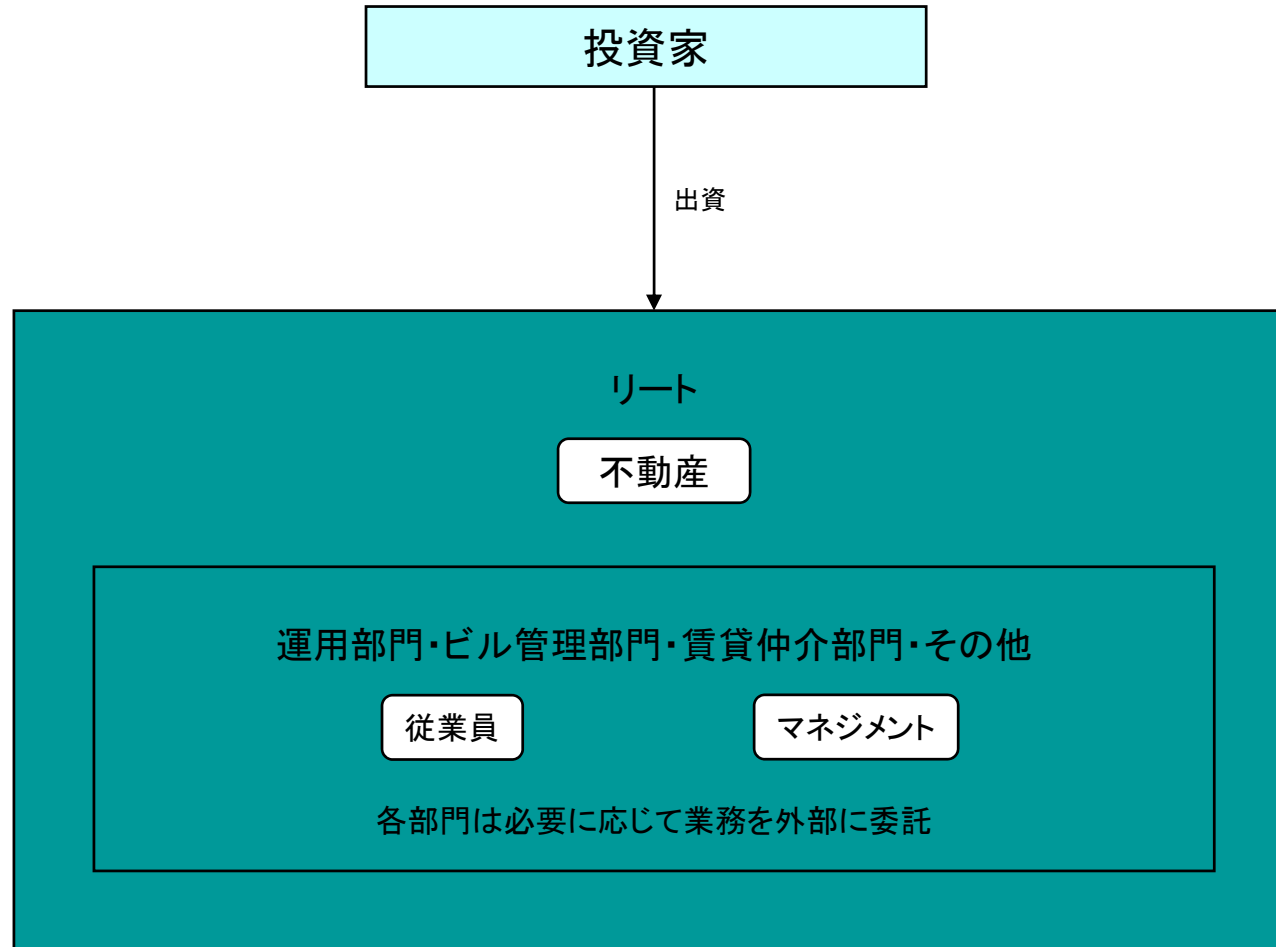
## 1. 日本(Jリート)～外部運用型～



(※)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~

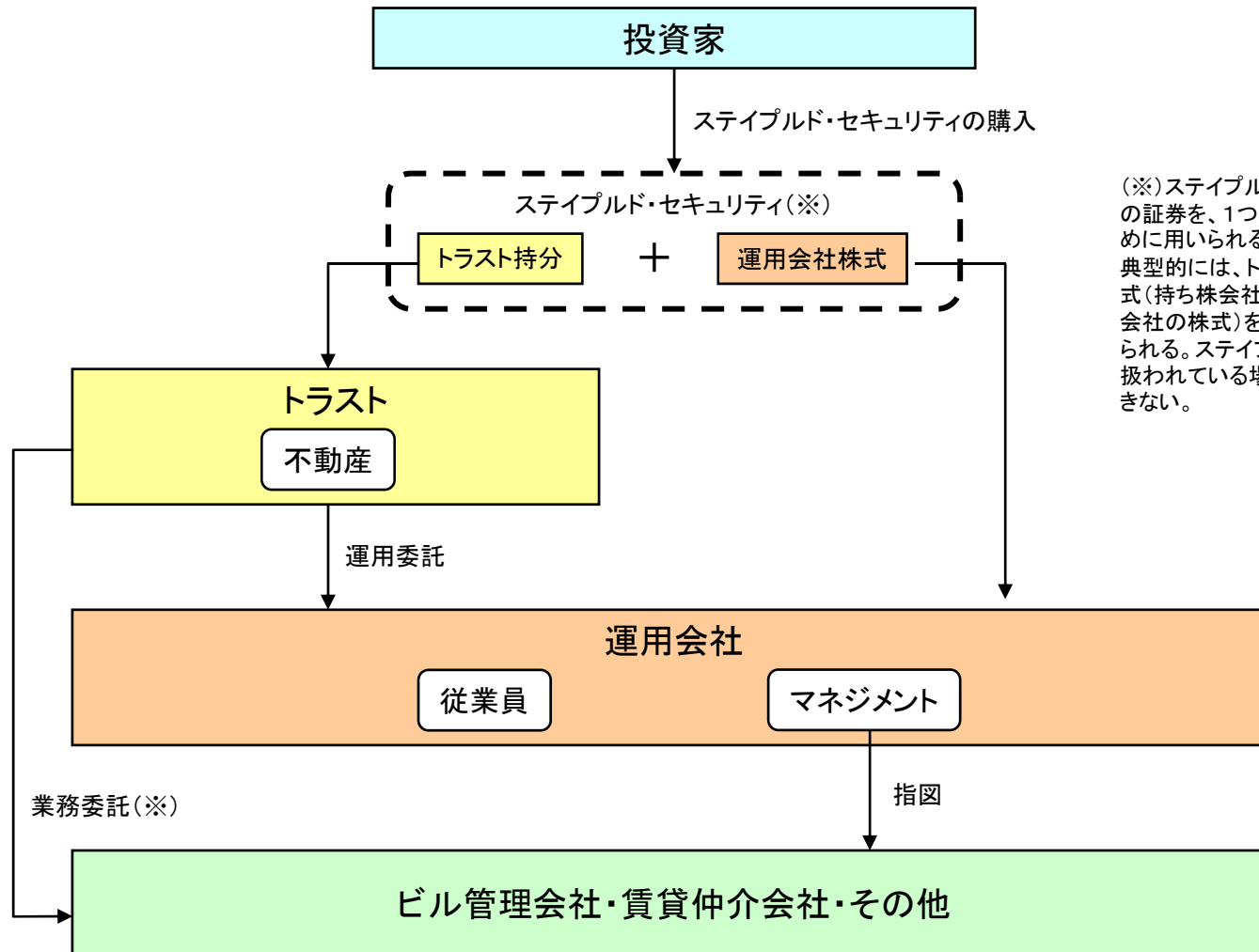


## 内部運用・外部運用の主なメリット・デメリット

	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. 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。



# 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)

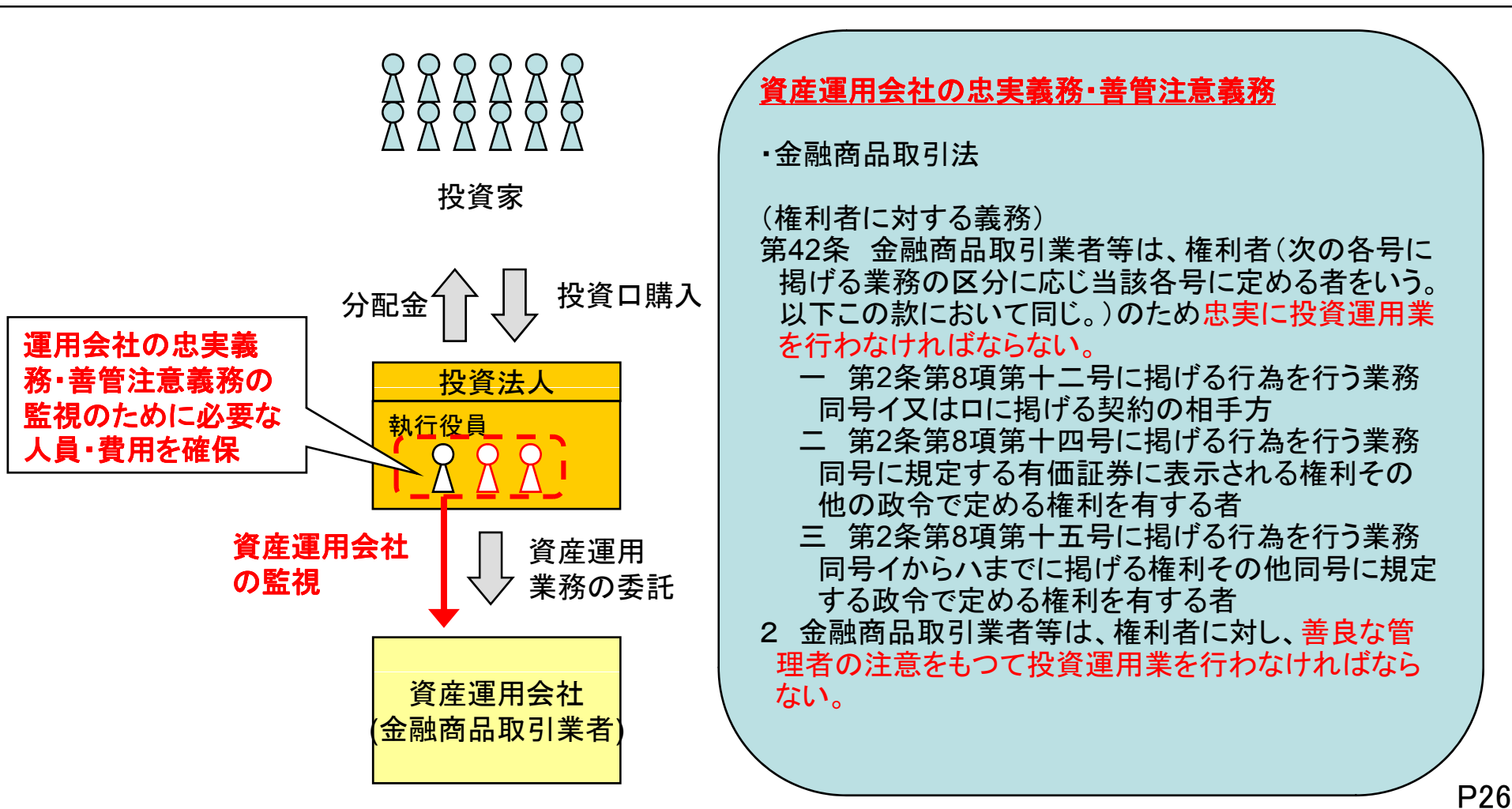
ステープリド型は、投資家にとりREITを実質的に内部運用体制へと変えるものである。このステープリド型は近年市場で発展してきたものであるが、資産運用会社の収益と投資家利害をより一致させるべきであるという投資家のニーズへ対応するとともに、REITの買収に際して資産運用会社の脆弱性に対処することが発展の理由として挙げられる。

## ガバナンス強化の例①

### ○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。



### 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  
同号イからハ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)

第〇条 **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？

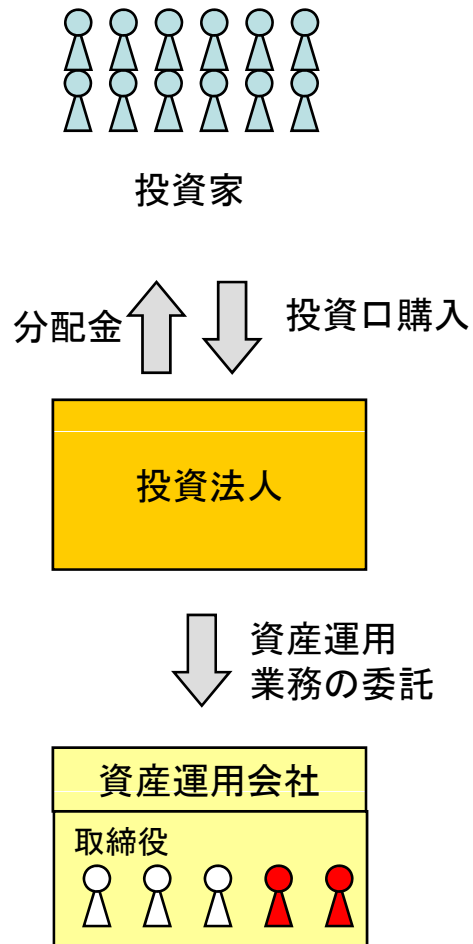
投信法では、以下の業務の外部委託を義務付けているが、それ以外にも不動産管理会社に対し、不動産管理業務の委託を行っている例もある。

- ①一般事務の委託(例:投資主名簿等の作成及び備置き等)……………投信法117条
- ②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
- ③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②

### ○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

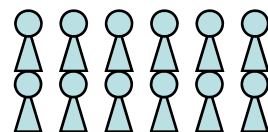
会社法第2条第15号で「株式会社の取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となつたことがないもの」と定義されており、業務を執行しない客観的な立場から経営判断を行うことがその役割として求められている。

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③

#### ○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

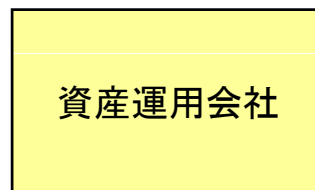
分配金 ↑ ↓ 投資口購入



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。

※運用報酬は、各投資法人のHPで公表されている「投資法人規約」に記載

## 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>

※運用報酬は、各投資法人のHPで公表されている「投資法人規約」に記載

## 4. Jリートのファイナンスについて



## 主要各国のREITのギアリング(LTV)規制

### <主要各国のREITのギアリング(LTV)規制>

米国	なし
オーストラリア	なし(過小資本ルールのみ)
香港	資産価値の45%
シンガポール	不動産資産価値の35% (格付の取得と公開により60%まで拡大可能)
フランス	なし(過小資本ルールのみ)
英国	インタレスト・カバレッジ・テスト (金利・金融費用控除前の課税所得 / 支払利子 > 1.25)
ドイツ	固定資産の価値の45%(IAS40)
ベルギー	総資産の65%

※東京青山・青木・狛法律事務所 / ベーカー & マッケンジー 調べ

# ファイナンス手法の多様化

## 現在の資金調達手段

## 多様化の例

リート

借入金

(投信法67条)

・金融機関等からの借入

投資法人債

(投信法139条の2)  
(投信法139条の13)

・投資法人債の発行  
・短期投資法人債の発行  
・劣後投資法人債の発行

資産

出資金

(投信法82条)

・公募増資  
・第三者割当増資

② 転換社債  
(新投資口予約権付投資法人債)

① 株主割当増資  
③ 種類株式(種類投資口)  
④ 自己投資口の取得  
⑤ 配当の自社株交付(株式配当)

## 第三者割当増資

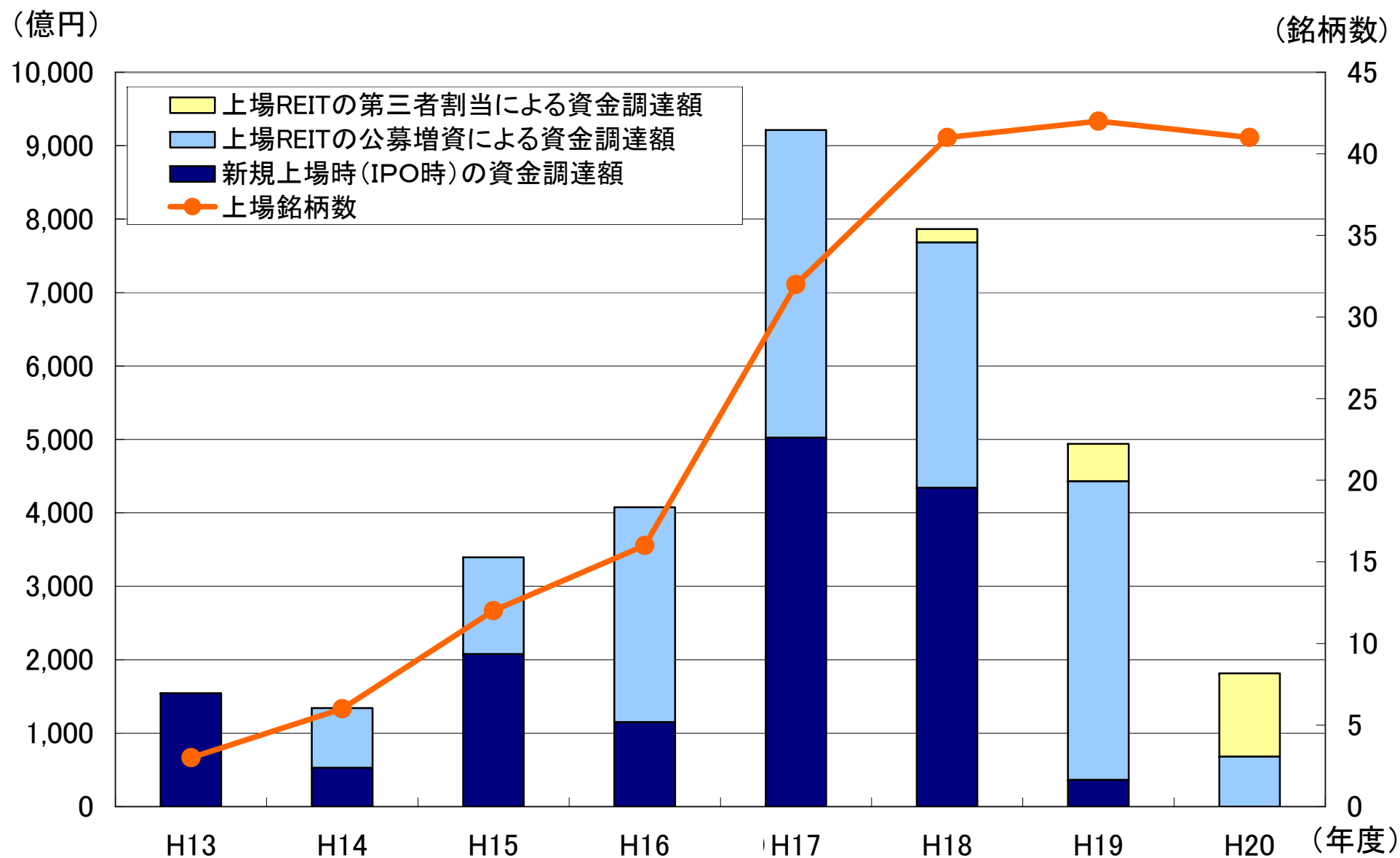
### ○過去1年間の第三者割当増資

過去1年間に実施された第三者割当増資では、配当が3～4割程度減少した例も見受けられる。

プレス発表	投資法人名	配当予想		変動率	調達額	資金使途
		増資前	増資後			
2008年4月	A社	14,954円	→ 10,050円	▲ 32.8%	51億円	借入金返済、物件取得
2008年5月	B社	14,706円	→ 14,232円	▲ 3.2%	600億円	借入金返済、投資法人債償還
2008年8月	C社	10,321円	→ 5,766円	▲ 44.1%	123億円	借入金返済、物件取得
2008年9月	D社	14,117円	→ 13,500円	▲ 4.4%	147億円	物件取得
2008年9月	E社	20,334円	→ 20,500円	0.8%	176億円	借入金返済(但し、配当予想は、直近に取得した物件の収益も反映しているため、増加。)
2009年1月	F社	22,027円	→ 18,862円	▲ 14.4%	15億円	借入金返済
2009年3月	G社	5,200円	→ 4,200円	▲ 19.2%	20億円	借入金返済

※各社プレスリリースより作成

# Jリートのエクイティ調達状況



※2009年3月末時点(各投資法人公表資料より大和総研調べ)

# ①株主割当増資(投資主割当増資)

## ○投資主割当増資とは何か？

・リートが一定の基準日の投資主名簿に記載されている全投資主に投資口の割当を受ける権利を与えて行う新投資口発行。  
 (募集に応じるかの判断は、投資主が行う。そのため、募集に応じる投資主の割合によって資金調達額が異なる。募集に応じない投資主は、権利を失権する。)

＜投資主割当増資の解釈＞  
 平成20年度10月受付規制改革要望(内閣府)での投資主割当増資の解釈に関する金融庁回答  
 「投資法人が既存投資主に対して**公正な金額**で募集投資口を割り当てることは、必ずしも禁止されていない。」

## ○メリット

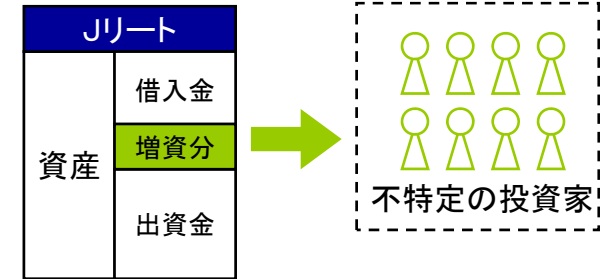
- ・全投資主が権利を取得するので、第三者割当増資と異なり、不平等がなく、全投資主が参加機会を得る。
- ・全投資主に対し時価よりも安い価格で募集することで、投資主が募集に応じやすくなるため、投資口価格低迷時でもエクイティ調達が可能。

## ○投資家保護上の注意事項

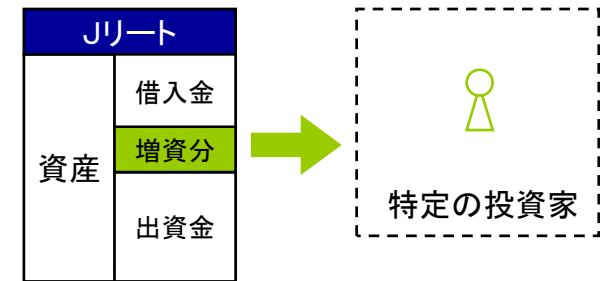
・投資主割当増資は、買い増すつもりがなかった既存投資主に出資を依頼することになるため、リートは既存投資主の投資意欲が沸くようにする等の理由から、時価よりも低い価格で発行するディスカウント増資が一般的となっている。このため、資金がない等の理由で募集に応じない投資主は失権し、投資主が持っている1口当たり投資口配当が減少する(希薄化)ため、希薄化を嫌って売却を選択することもあることや、失権の割合により資金調達額が不確定なため、その資金使途に注意が必要と考えられる。

## イメージ図

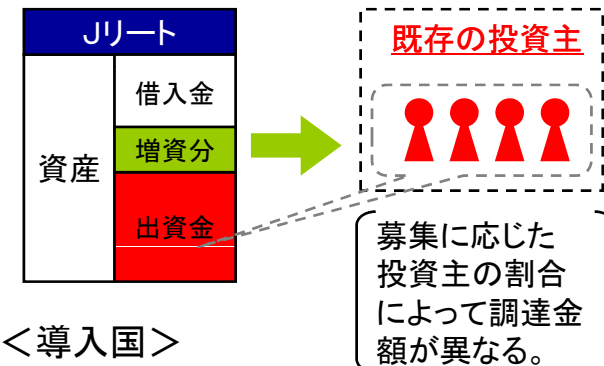
### ＜公募増資＞



### ＜第三者割当増資＞



### ＜投資主割当増資＞



＜導入国＞  
 ・米国、英国

## ①株主割当増資(投資主割当増資)

### ○海外の主な実施事例(株主割当増資)

国	REIT	時期	金額	発行価格の ディスカウント率
オーストラリア	GPT Group	2008/10/23発表	約793億円	▲48%(10/21終値比)
	Goodman Group	2008/10/29発表	約443億円	▲29.7%(10/28終値比)
	Mirvac Group	2008/11/5発表	約261億円	▲37.5%(11/4終値比)
	ING Office Fund	2008/12/8発表	約153億円	▲22%(12/2終値比)
英国	Workspace Group	2009/1/27発表	約131億円	▲69.2%(1/26終値比)
	Hammerson	2009/2/9発表	約876億円	▲62.2%(2/6終値比)
	British Land	2009/2/12発表	約1,100億円	▲53%(2/11終値比)
	Land Securities	2009/2/19発表	約1,134億円	▲51%(2/18終値比)

※各リートのプロスリリース等から作成。1ポンド=150円、1豪ドル=61円にて算出

## ② 転換社債(新投資口予約権付投資法人債)

### ○新投資口予約権付投資法人債とは何か？

・新投資口予約権を付した投資法人債  
(初めは投資法人債として発行され、購入者が一定期間内に請求すれば、発行時に決めておいた価格(転換価格)で、そのリートの投資口に転換することが出来る投資法人債)

### ○メリット

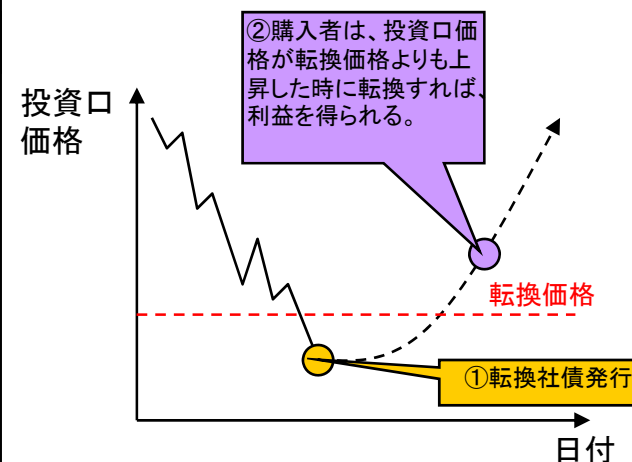
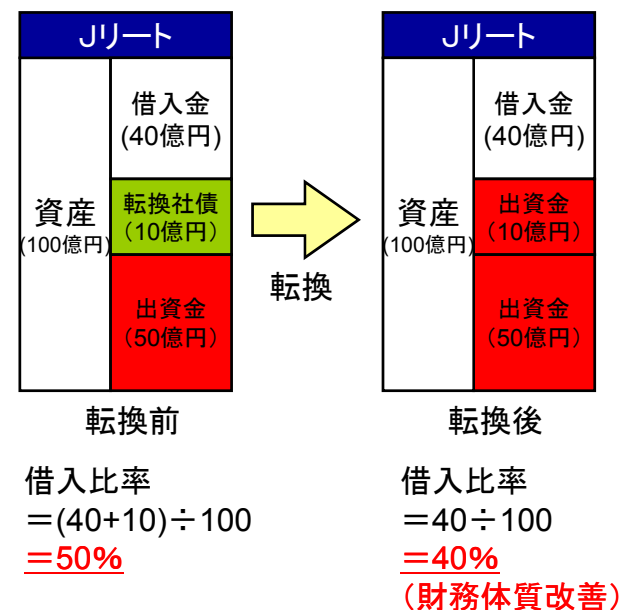
<仮に、投資口価格が低迷している時期に転換社債を発行した場合>

- ・市場で過小評価された投資口価格が回帰する過程で転換権が行使されることにより借入比率を減少できる。
- ・投資口価格が上昇する過程で転換権が行使できることに着目した戦略的投資家の資金もつきやすい。
- ・転換社債の存続期間にわたって投資口に転換する希薄化スピードを緩和することができる。

### ○投資家保護上の注意事項

- ・転換価格の設定如何によっては大量の投資口に転換され膨大な希薄化を招く。また、転換価格に無制約の下方修正条項等が付加されていればさらに希薄化が促進する可能性がある。
- ・さらに、投資口売却と転換権行使を組み合わせた取引方法(大量に空売り等を行い時価を下げ、その時価に応じて転換価格が修正され、修正後の価格で転換し、さらに売却する)によっては投資口価格の低下圧力を生む可能性もある。
- ・発行後、投資口価格が上昇せず、期限になっても転換されない場合には、当初予定したLTV改善などの財務改善効果が得られない場合も考えられる。
- ・このため、ガバナンスの十分な確保や投資家保護の制度設計の必要性など、その商品性等について慎重な検討が必要である。

### イメージ図



<導入国>

・米国、オーストラリア

## ② 転換社債(新投資口予約権付投資法人債)

### ○ 海外の実施事例(転換社債)

<オーストラリア:The GPT Group> 2008/11/28完了

- ・既存債務の返済に充当し、財務健全性を図るため、株主割当増資と転換権付永久劣後債を組み合わせ、計15.5億豪ドル(約946億円)の資金調達を実行。
- ・その結果、借入比率が約47%→約42%に低下。

#### ① 株主割当増資(合計13億豪ドル(約793億円))

##### 1. 機関投資家向け株主割当

- ・10億豪ドル(約610億円)
- ・1unitにつき1unit割当、@0.60豪ドル/unit(▲48%ディスカウント)

##### 2. 個人投資家向け株主割当

- ・3億豪ドル(約183億円)
- ・1unitにつき1unit割当、@0.60豪ドル/unit(▲48%ディスカウント)

個人投資家向けの応募未達分はGIC REが引受

#### ② 転換権付永久劣後債(2.5億豪ドル(約153億円))

- ・GIC REが引受。2.5億豪ドル(約153億円)
- ・利回り10%
- ・発行後41日間に限り、1.25豪ドル/unitで普通株への転換可能

※GIC RE: The Government of Singapore Investment Corporation Real Estate Pte Ltd

#### ① 借入比率の低下

約47% → 約42%

#### ② 中期債の買取償還

約5.3億豪ドル相当を実施

※各リートのプレスリリース等から作成。1豪ドル=61円にて算出



### ③種類株式(種類投資口)

#### ○種類投資口とは何か？

・配当等の権利について普通投資口とは内容が異なる投資口  
 (優先投資口:種類投資口の一つで、普通投資口の投資主に優先して、配当金や残余財産の分配を受ける権利が認められた投資口。)

ちなみに、会社法上では、種類株式として

- |           |          |
|-----------|----------|
| ①剰余金の配当   | ⑥会社の取得条項 |
| ②残余財産の分配  | ⑦全部取得条項  |
| ③議決権      | ⑧拒否権     |
| ④譲渡制限     | ⑨役員選任権   |
| ⑤株主の取得請求権 |          |

が定められている。

<参考>

一般企業では、株主総会において議決権がない代わりに、配当と残余財産の分配を普通株主に優先して受ける優先株が多い、(発行時に決めた通常よりも高い金額の配当を優先株主に配当した後、剰余金があれば普通株主に配当する。残余財産の分配も発行時に決めた金額を優先株主に分配した後、残余財産があれば普通株主に分配する。)

加えて、一定期間後に、普通株に転換できたり、投資家が企業に対し買取を請求できたり、企業が買い戻しができたりする等の条件を付加している。

#### ○メリット

・資金調達が苦しい環境でも、議決権はないが普通投資口に優先して配当を受け取れる優先投資口であれば資金調達がしやすいなど、様々な投資家のニーズに応える形で種類投資口の発行を認めることは、リートの財務内容を改善させ、投資家の信頼向上につながる可能性も期待される。

#### ○投資家保護上の注意事項

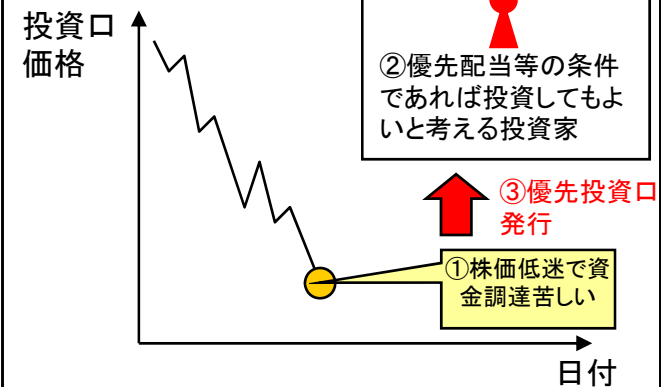
・優先投資口を発行した場合、現在の投資口が全て劣後する結果、既存の投資家に大きな影響を与え、その償還も大きな問題になるなどの悪影響も考えられる。

・現在の投資家が相対的に劣後することになれば、安定的なインカム志向のリートの商品特性に馴染まない可能性もある。

・このため、ガバナンスの十分な確保や投資家の保護に配慮しながら、種類投資口のあり方等についての検討が必要。

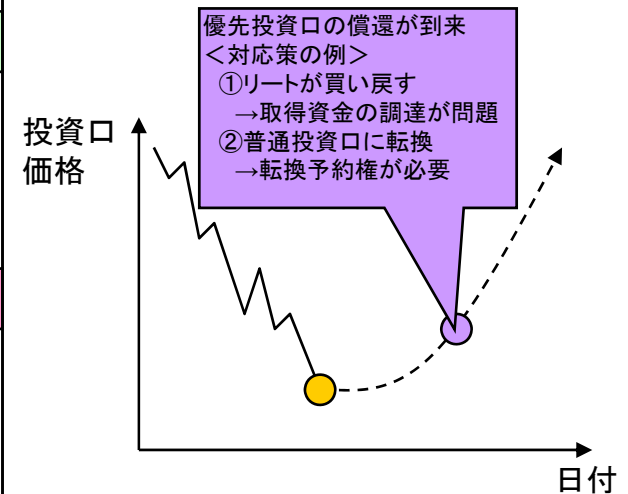
#### イメージ図

<発行時>



一定期間後

<償還時>



<導入国>

・米国、英国

### ③種類株式(種類投資口)

#### ○海外の実施事例(種類株式)

<米国上場リートが増資履歴>

年	普通株		優先株	
	件数	金額	件数	金額
2000	11件	12億ドル	31件	17億ドル
2001	58件	42億ドル	21件	19億ドル
2002	85件	58億ドル	25件	20億ドル
2003	82件	55億ドル	64件	52億ドル
2004	79件	73億ドル	61件	59億ドル
2005	71件	85億ドル	36件	31億ドル
2006	75件	157億ドル	39件	42億ドル
2007	56件	119億ドル	26件	42億ドル
2008	60件	111億ドル	9件	12億ドル

※NAREIT 「Industry Capital Offerings – Summary Historical Offerings: April 2009」より作成

<例>

リート名	発表時期	金額	内容
Alexandria Real Estate Equities	2008/3/18	2.5億ドル	転換権付優先株(利率7.0%)
Entertainment Properties Trust	2008/3/26	0.9億ドル	転換権付優先株(利率9.0%)

※各社プレスリリースより作成

## ④自己投資口の取得

### ○自己投資口の取得とは何か？

・リートが自己の発行済投資口を取得すること。

### ○メリット

・自己の発行済投資口を取得すると、市場に流通する投資口が減少するため、投資口価格が維持される効果が期待される。  
 ・また、自己の発行済投資口を取得し消却した場合（発行済投資口数を減らした場合）、利益が同じであれば、1投資口当たりの利益が増加する効果がある。

・このため、米国などの導入国では、投資口価格低迷対策や増資による一株当たり利益の減少（希薄化）後の希薄化改善手段として資本政策・配当政策などに利用されており、投資家の信頼向上につながる可能性も期待される。

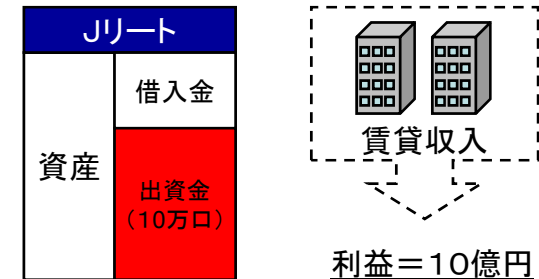
### ○投資家保護上の注意事項

・自己投資口の取得財源を、リーートの資本金に求める場合には、出資の払い戻しとなるため既存債権者との関係に、投資主への分配可能金に求める場合には、投資主相互間の平等な取り扱いに留意する必要がある。

・当該リーートの役職員等が内部情報を知り、公表される前に当該リーートの投資口の売買をする可能性等があることから、インサイダー規制の導入も必要だと考えられる。

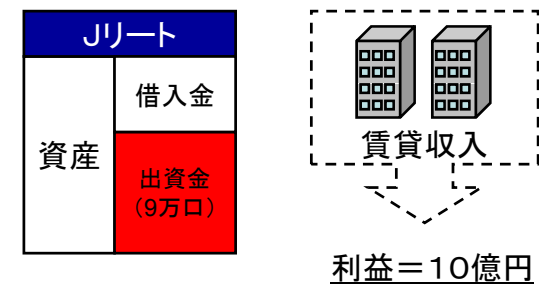
### イメージ図

<取得前>



1口当たり利益  
 $= 10 \text{億円} \div 10 \text{万口}$   
 $= 1 \text{万円/口}$

<取得後>



1口当たり利益  
 $= 10 \text{億円} \div 9 \text{万口}$   
 $= 1.1 \text{万円/口 (約0.1万円UP)}$

<導入国>

・米国、オーストラリア、香港、カナダ

## ④自己投資口の取得

### ○海外の実施事例(自社株の取得)

#### <米国: Plum Creek >

・プラムクリークでは、当期(2009.1~2009.3)に、発行済株数の約1.66億株のうち約2%にあたる約330万株を8700万ドルで購入。消却せず、そのまま手元に保有している(いわゆる「金庫株」)。その結果、プラムクリークの金庫株は、7.73億ドルから8.6億ドルに増加。

#### <米国: SL GREEN >

・SLグリーンでは、2007年3月に、2008年12月を期限として約3億ドルの自社株買いを行うことを発表(発行済株数の約3.4%に相当)  
・以後、定期的に自社株買いを行い、2008年12月までに約3億ドルの自社株買いを購入し、金庫株として現在保有。

## ⑤ 配当の自社株交付（投資口配当）

### ○ 投資口配当とは何か？

・投資主への配当を、金銭ではなく投資口で配当すること。

＜米国の例＞

米国では、2008年12月、上場リートに関して、課税所得の90%以上を配当しなければいけない要件（導管性要件）について、投資家の選択により株主配当を許容（但し、配当の10%以上は現金でなければならない）した新規則を施行。

（※2008年1月1日～2009年12月31日までの配当に適用される時限立法）

### ○ メリット

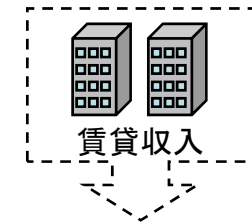
・米国では、大手優良リートも株式配当を行っており、導管性に抵触することなく手元資金の流出抑制、リファイナンス・リスクの軽減につながったことが指摘されている。

### ○ 投資家保護上の注意事項

・投資口配当を実施する時は、リファイナンス・リスク等で投資口価格が低迷している時であると想定されるため、配当された投資口を現金化しようとしても、市場価格が低い上、市場売却はさらに投資口価格を低下させてしまうデメリットも考えられる。

### イメージ図

＜通常の配当＞

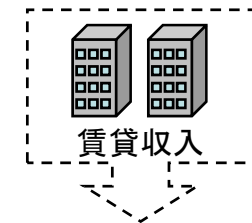


利益 = 10億円



金銭を投資家に配当

＜投資口配当＞



利益 = 10億円



投資口を投資家に配当 内部留保へ

投資家は、  
 ・継続保有して配当金を得る  
 ・売却して売却益を得る

＜導入国＞

・米国

## ⑤ 配当の自社株交付(投資口配当)

### ○ 海外の実施事例(株式配当)

<米国>

・米国では、昨年12月IRS(内国歳入庁)から公表されたガイダンスによって、配当の90%までを株式で支払うことが可能となったため、大手REITが配当の一部を現金ではなく株式で実施している。

#### Vornado Realty Trust(2009.1.14発表)

・ボルナドでは、リファイナンスリスクの低減等のため、株式配当を実施。

2009年、この方針を維持すれば、3億9000万ドル(約390億円)を内部留保できる計画。 ※為替:1ドル=100円で計算

一株主が株式か現金を選んで配当を受ける。ただし、現金は今期配当の40%分までしか支払えない仕組み。

①まず、株主は、配当をすべて現金で受領するか、すべて普通株式で受領するかを選択する。

②選択しなかった株主は、配当を株式配当60%、現金40%の内訳でもらえる。

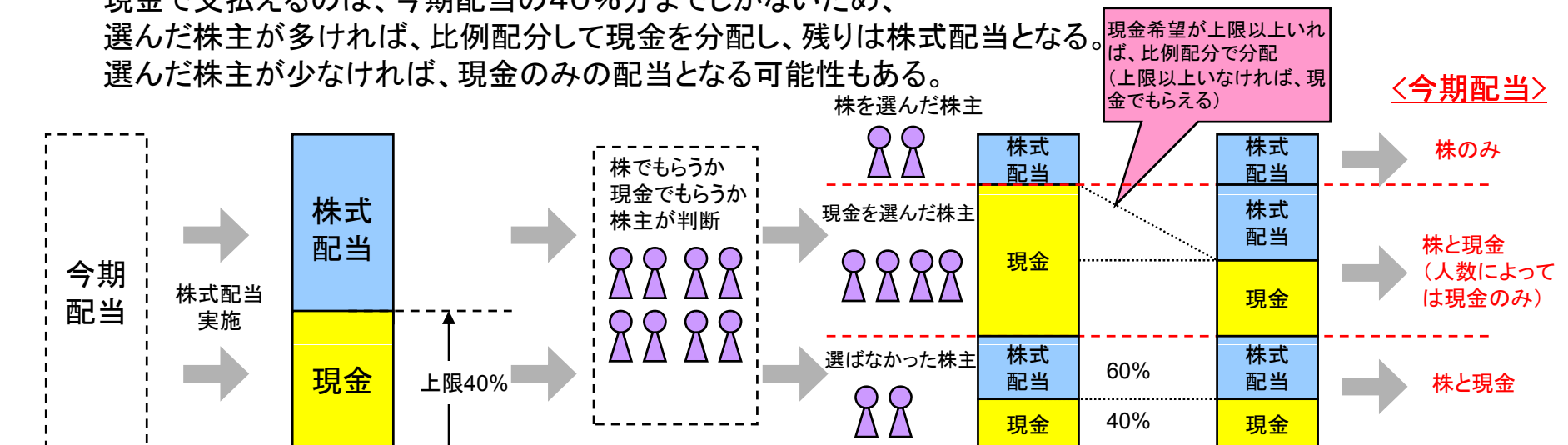
③すべて株式配当で受領することを選んだ株主は、今期の配当はすべて株式配当でもらえる。

④すべて現金で受領することを選んだ株主は、それを選んだ株主の割合によって受領できる現金の金額が変わる。

現金で支払えるのは、今期配当の40%分までしかないので、

選んだ株主が多ければ、比例配分して現金を分配し、残りは株式配当となる。

選んだ株主が少なければ、現金のみの配当となる可能性もある。



## ⑥減資規定の創設

### ○減資とは何か？

- ・減資とは、企業が資本金を減らすこと。
- ・企業は当期決算で赤字が出ると、それを繰越欠損金として貸借対照表に計上し、翌期の利益でその繰越欠損金を埋めるが、翌期の利益でも足りなければさらに翌々期以降までも繰越欠損金が残っていく。その場合、利益が出るまでの期間、利益配当が困難となるおそれがある。これを解消するため、資本金を取り崩して繰越欠損金を一括処理する方法が減資である。
- ・一般企業では、減資に伴い株主資本が少なくなるため、減資後に増資を行うことがある。

### ○メリット

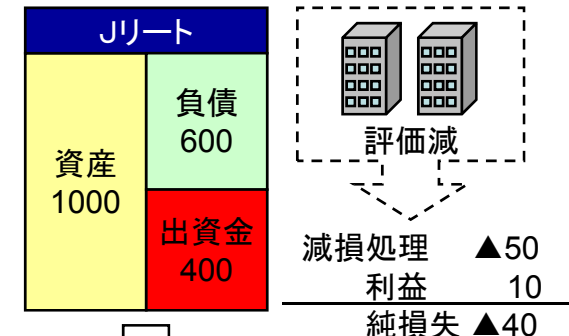
- ・例えば、資産規模1000億円で毎期の純利益が10億円のリートを例にすると、仮に、保有不動産の大幅な価格下落により▲50億円の減損が発生し、当期純利益が▲40億円の当期純損失に陥った場合、▲40億円は繰越欠損金として計上され、翌期にも▲30億円の繰越欠損金が残り、翌々期に引き継がれていく。
- ・リートが繰越欠損金を抱えていると、利益配当が困難となるおそれがあり、また、当該リートに融資を行う金融機関としては、赤字企業への融資を検討することになり、融資しにくい可能性がある。このため、減資による欠損補填を行えば、早期に配当を再開できるとともに、ファイナンス対策上も効果があるのではないかとこの意見があった。

### ○投資家保護上の注意事項

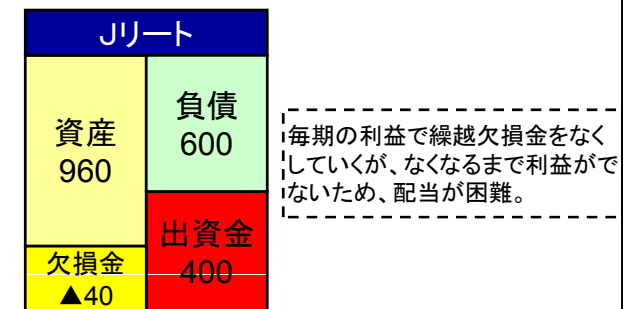
- ・減資を行うと、株主資本が少なくなるとともに借入比率が上昇する等、投資家に重大な影響を与えるため、その意志決定方法について慎重な検討が必要であると考えられる。(株式会社では、株主総会での決議が必要)

### イメージ図

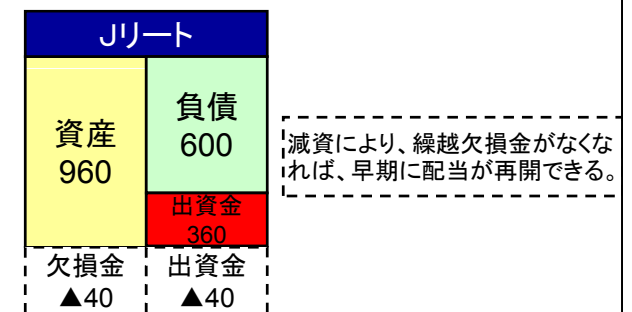
＜損失発生から減資までの流れ＞



繰越欠損金発生 ▲40



減資▲40を実施

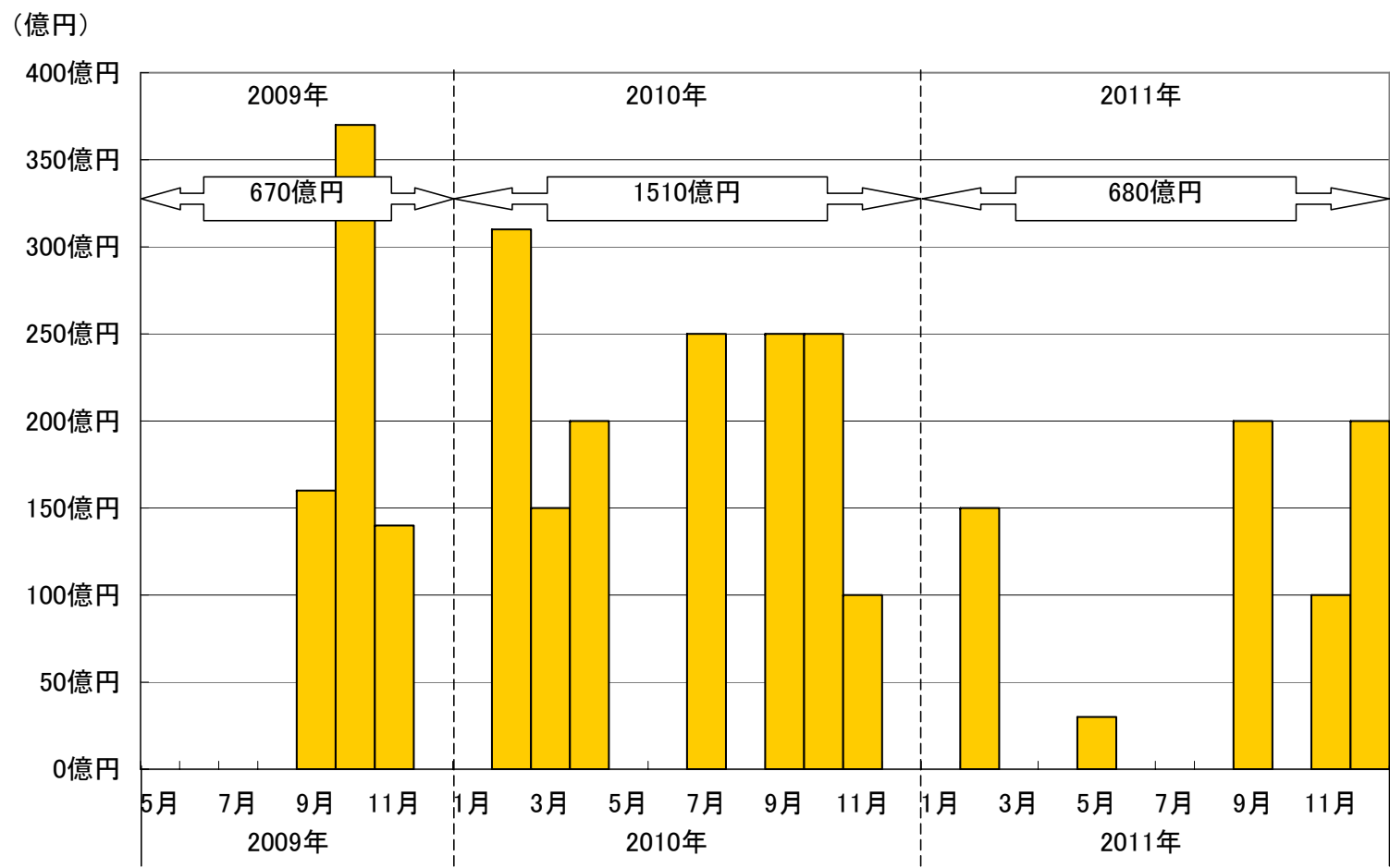


＜導入国＞

- ・米国、英国

# Jリート投資法人債の償還

## ○投資法人債の償還



(参考)

償還年	償還金額
2009年	670億円
2010年	1,510億円
2011年	680億円
2012年以降	3,530億円
合計	6,390億円

◎Jリート有利子負債総額  
約3.5兆円(H21年4月末)

○うち借入金  
約2.9兆円

○うち投資法人債  
約6,400億円

※2009年4月末時点(各投資法人公表資料より大和総研調べ)



## 劣後投資法人債

### ○劣後投資法人債の発行

投資法人名	産業ファンド投資法人
銘柄	産業ファンド投資法人第1回無担保投資法人債 (劣後特約付及び適格機関投資家限定)
割当先	三菱商事株式会社
発行総額	金 8,000百万円
発行日	平成21年2月27日

#### <劣後投資法人債>

・投資法人が解散や破産をした場合、投資法人の財産が一般の債務者に分配されるが、その際の返済順位が普通の投資法人債に比べて低い。まず、一般の債務者に返済が優先され、まだ残余財産がある場合に、劣後投資法人債の保有者に分配されることになる。

・このため、一般企業では、通常の社債よりもリスクが高い劣後債の方が利率が高くなる。

・また、当該投資法人に融資を行っている銀行への返済順位が、劣後投資法人債の保有者より優先されることになるため、銀行によっては、融資審査の際、劣後投資法人債を負債としてではなく、資本として考える場合もあり、その場合には、劣後投資法人債を借入比率(=有利子負債÷総資産)の計算上、有利子負債とみなさないため、リートは通常の投資法人債を発行した場合より、借入比率を抑えることができ、その結果、融資が受けやすくなるとの指摘もある。

# 投資法人債の適格担保化

## ○日本銀行の適格担保化

- ・日本銀行が金融機関に資金提供する際に受け入れる担保資産に選定されること。
- ・日本銀行は、信用度と市場性を重視して適格担保資産を選定している。

<プレスリリース(2009.1.22)>

「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について(抜粋)

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、**不動産投資法人債**、短期不動産投資法人債、不動産投資法人が振出す手形、不動産投資法人コマーシャル・ペーパーおよび不動産投資法人に対する証書貸付債権を適格担保とし、また、短期不動産投資法人債および不動産投資法人コマーシャル・ペーパーをコマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入の対象とする

担保の種類	適格基準
不動産投資法人債	(1)および(2)を満たしていること。 (1)投資法人(投資信託及び投資法人に関する法律(昭和26年法律第198号)第2条第12項に規定する投資法人をいう。以下同じ。)が発行するものであって、適格格付機関から <b>AA格相当以上の格付を取得</b> していること等、発行投資法人の信用力その他の事情(連帯保証をしている企業がある場合には、当該企業が適格格付機関からA格相当以上の格付を取得していること等、その信用力を含む。投資法人が債務者である債務の適格基準において以下同じ。)を勘案して、本行が適格と認める公募投資法人債であること。 (2)発行投資法人の主たる運用対象が、不動産、不動産の賃借権および地上権ならびにこれらを裏付資産とする資産担保証券、その他本行がこれらに類する不動産関連資産と認める資産であること。
短期不動産投資法人債 不動産投資法人が振出す手形 不動産投資法人コマーシャル・ペーパー	(1)から(3)までをいずれも満たしていること。 (1)投資法人が発行するものであって、発行投資法人の信用力その他の事情を勘案して、本行が適格と認めるものであること。 (2)発行投資法人の主たる運用対象が、不動産、不動産の賃借権および地上権ならびにこれらを裏付資産とする資産担保証券、その他本行がこれらに類する不動産関連資産と認める資産であること。 (3)発行日から償還期日までの期間が1年以内のものであること。

日本銀行が受入れている担保の残高:不動産投資法人債=43億円(額面) 2009年4月30日時点

# 短期投資法人債

## ○短期投資法人債の発行実績

投資法人名	期間	金額	資金使途
野村不動産オフィスファンド 投資法人	H20.4.24～H20.6.6	200億円	物件取得
	H20.6.24～H20.9.24	150億円	物件取得
日本リテールファンド投資法 人	H19.12.25～H20.3.23	250億円	物件取得
	H20.3.24～H20.6.23	250億円	既存短期投資法人債の償還
	H20.6.24～H20.9.23	250億円	既存短期投資法人債の償還
	H20.9.24～H20.12.24	250億円	既存短期投資法人債の償還

### ○投信法

(短期投資法人債に係る特例)

第三十九条の十二 第三十九条の七において準用する会社法第六百八十一条の規定にかかわらず、次に掲げる要件のいずれにも該当する投資法人債(次項及び次条において「短期投資法人債」という。)については、これを発行した投資法人は、投資法人債原簿を作成することを要しない。

- 一 各投資法人債の金額が一億円を下回らないこと。
- 二 元本の償還について、投資法人債の総額の払込みのあつた日から**一年未満の日とする確定期限の定め**があり、かつ、分割払の定めがないこと。
- 三 利息の支払期限を、前号の元本の償還期限と同じ日とする旨の定めがあること。
- 四 担保付社債信託法の規定により担保が付されるものでないこと。

2 短期投資法人債については、第三十九条の八から第三十九条の十までの規定は、適用しない。

(短期投資法人債の発行)

第三十九条の十三 投資法人は、短期投資法人債については、次に掲げる場合を除き、これを発行することができない。

- 一 次に掲げるすべての要件を満たすものである場合
  - イ **特定資産(不動産その他の政令で定める資産に限る。)**の取得に必要な資金の調達その他の内閣府令で定める目的のために発行するものであること。
  - ロ 規約においてその発行の限度額が定められていること。
  - ハ イ及びロに掲げるもののほか、投資主の保護のため必要なものとして内閣府令で定める要件
- 二 短期投資法人債の償還のための資金を調達する場合(内閣府令で定める場合に限る。)

### ○投信法施行令

(短期投資法人債の発行の要件)

第九十八条の二 法第三十九条の十三第一号イに規定する政令で定める資産は、次に掲げるものとする。

- 一 第三条第三号から第五号までに掲げるもの
- 二 前号に掲げる資産のみを信託する信託の受益権
- 三 当事者の一方が相手方の行う前二号に掲げる資産の運用のために出資を行い、相手方がその出資された財産を当該資産のみに対する投資として運用し、当該運用から生ずる利益の分配を行うことを約する契約に係る出資の持分
- 四 資産流動化法第二条第三項に規定する特定目的会社(同条第一項に規定する特定資産が第一号又は第二号に掲げる資産であるものに限る。)が発行をした同条第九項に規定する優先出資証券

# 短期投資法人債

## ○投信法施行規則

(短期投資法人債の発行の要件)

第百九十二条 法第百三十九条の十三第一号 イに規定する内閣府令で定める目的は、次に掲げるものとする。

- 一 特定資産(令第九十八条の二各号に掲げる資産に限る。次項第二号において同じ。)の取得に必要な資金の調達
- 二 次に掲げる不動産の修繕(事故、災害その他の事由により緊急に必要となったものに限る。)に必要な資金の調達
  - イ 投資法人が有する不動産
  - ロ 投資法人が有する令第九十八条の二第二号に規定する信託の受益権に係る信託財産に属する不動産
- 三 前号イ又はロに掲げる不動産の賃借人に対する敷金又は保証金の返還に必要な資金の調達
- 四 投資証券又は投資法人債の発行により資金の調達をしようとする場合における当該発行までの間に必要な資金の調達

## 資金使途の制限

2 法第百三十九条の十三第一号 ハに規定する内閣府令で定める要件は、次に掲げるものとする。

- 一 発行を予定する短期投資法人債について指定格付機関(企業内容等の開示に関する内閣府令第一条第十三号の二に規定する指定格付機関をいう。次項第一号において同じ。)から同令第九条の五に規定する格付を取得していること。
- 二 前項第一号の目的により短期投資法人債を発行する場合にあつては、同号の特定資産の取得に係る契約を締結し、又は当該契約の締結の見込みが確実であること。
- 三 前項第二号の目的により短期投資法人債を発行する場合にあつては、同号の不動産の修繕に係る契約を締結し、又は当該契約の締結の見込みが確実であること。
- 四 前項第三号の目的により短期投資法人債を発行する場合にあつては、賃貸借契約の終了の見込みが確実であること。
- 五 前項第四号の目的により短期投資法人債を発行する場合にあつては、元本の償還について、当該短期投資法人債の総額の払込みのあった日から六月未満の日とする確定期限の定めがあること。

3 法第百三十九条の十三第二号に規定する内閣府令で定める場合は、次に掲げるすべての要件を満たす場合とする。

- 一 発行を予定する短期投資法人債について指定格付機関から企業内容等の開示に関する内閣府令第九条の五に規定する格付を取得していること。
- 二 次のいずれかに該当すること。
  - イ いずれかの特定短期投資法人債(発行を予定する短期投資法人債の発行により調達した資金をもって償還が行われる短期投資法人債をいう。ロ及び次項において同じ。)が第一項第一号から第三号までに掲げる目的により発行された場合であつて、発行を予定する短期投資法人債の元本の償還について、当該特定短期投資法人債の総額の払込みのあった日から一年未満の日とする確定期限の定めがあること。
  - ロ いずれかの特定短期投資法人債が第一項第四号に掲げる目的により発行された場合であつて、発行を予定する短期投資法人債の元本の償還について、当該特定短期投資法人債の総額の払込みのあった日から六月未満の日とする確定期限の定めがあること。

4 前項第二号イ及びロにおいて、特定短期投資法人債(この項の規定により特定短期投資法人債とみなされる短期投資法人債を含む。)の発行により調達した資金をもって償還が行われる短期投資法人債は、特定短期投資法人債とみなす。

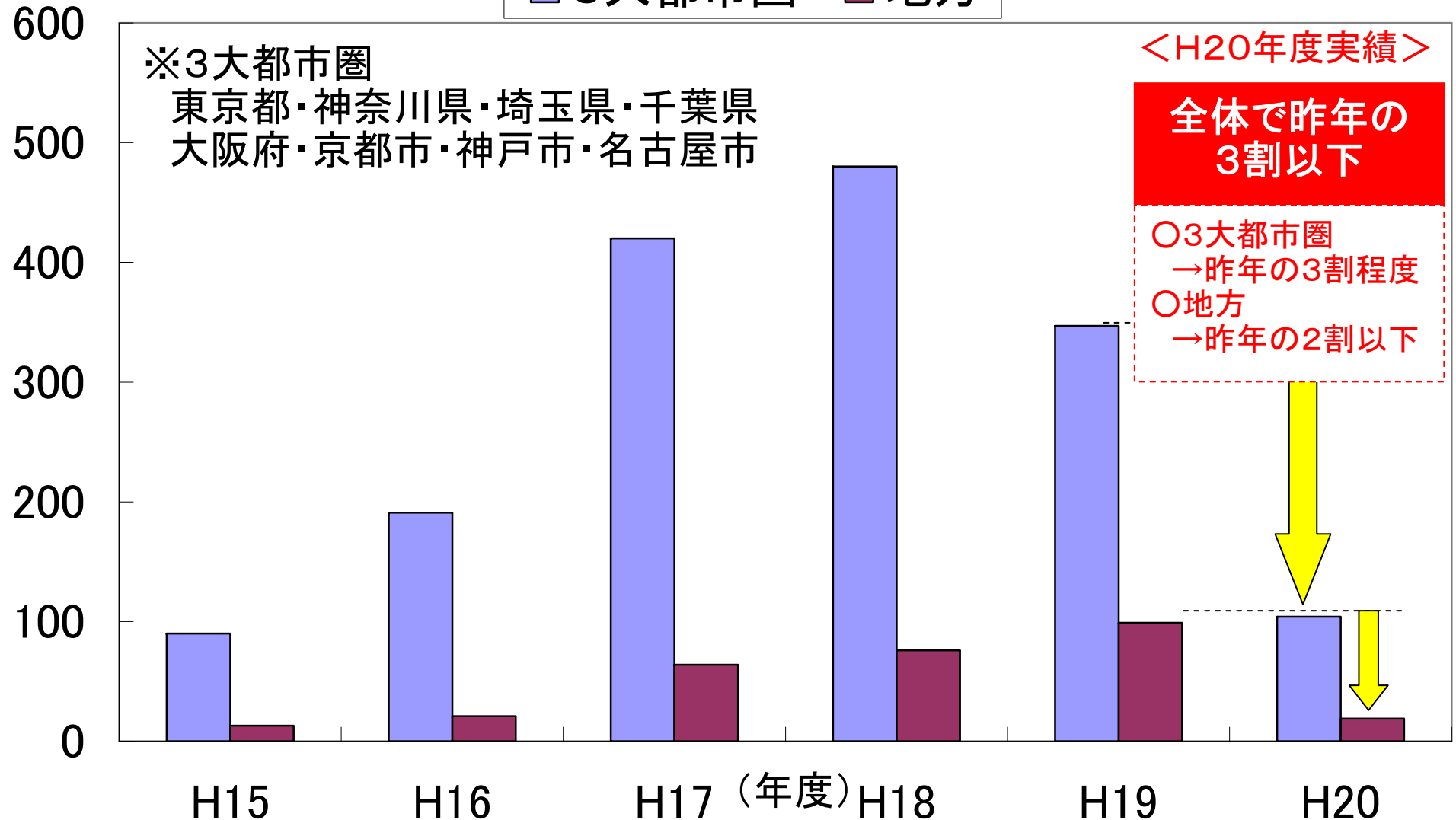
※資金使途が、物件取得や修繕、敷金等の返還、投資法人債の発行までのつなぎ資金に制限されているため、新規融資を調達するまでの短期資金などの目的で短期投資法人債を利用することはできない。

# Jリート の 物件 取得 実績

Jリート の 物件 取得 は、昨 年 度 大 き く 下 落 し て お り、不 動 産 市 場 に 大 き な 影 響 を 与 え て い る。

(取得件数)

■ 3大都市圏 ■ 地方



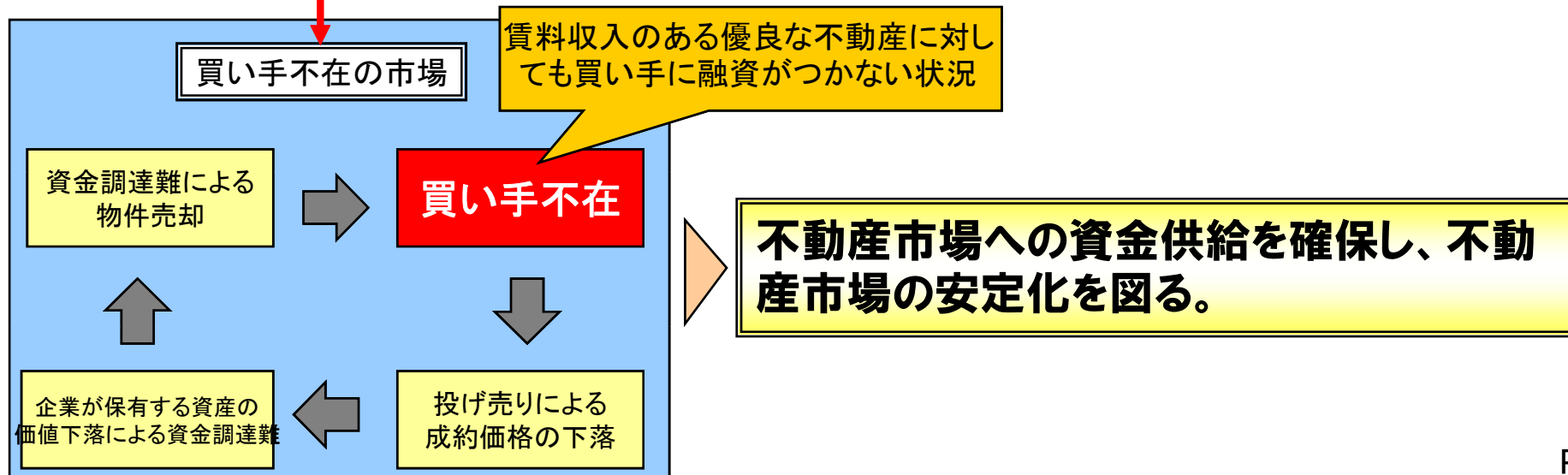
資料：公表データをもとにARESとりまとめ(2009年3月末時点)

## 不動産市場の安定化の必要性

- 現在の不動産市場においては、買い手に対する資金供給が著しく減少。加えて、資金調達を行うための投げ売りが続出することにより、成約価格が著しく下落するおそれがある。
- これまでの有力な買手のJリートも、最近の株価の低迷、信用収縮等により、金融機関等の資金の出し手が不足し、これ以上の不動産取得は困難な状況。
  - ※ H19年度上場企業等の不動産売却総額 約3.3兆円中 約1.5兆円をJリートが取得。
- このため、Jリート等について、幅広い資金を活用した取得方策を検討し、不動産取得資金の拡充による不動産市場の安定化を図る。

### <現在の不動産市場が直面する問題点>

- ・現在の金融環境下において、不動産市場は売り一辺倒で買い手不在の状態であり、このまま放置すれば、不動産市場は適正な価格形成がなされない“**負のスパイラル**”に陥ることになる。

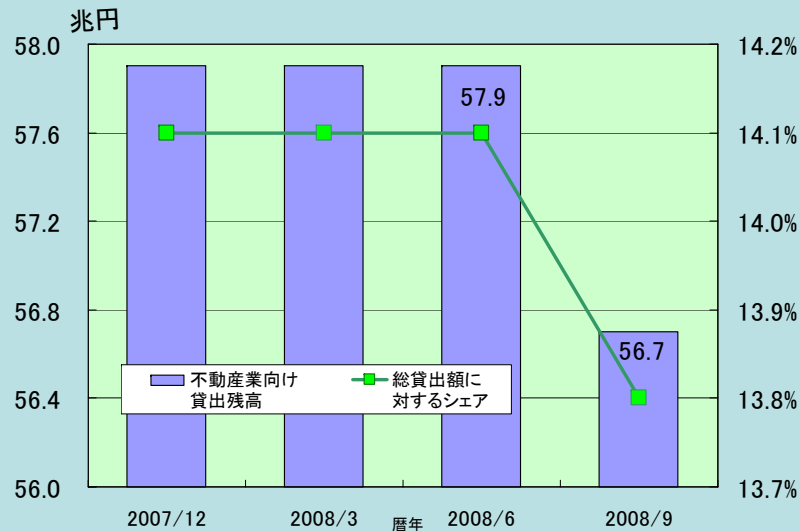


# 日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した資金繰り支援

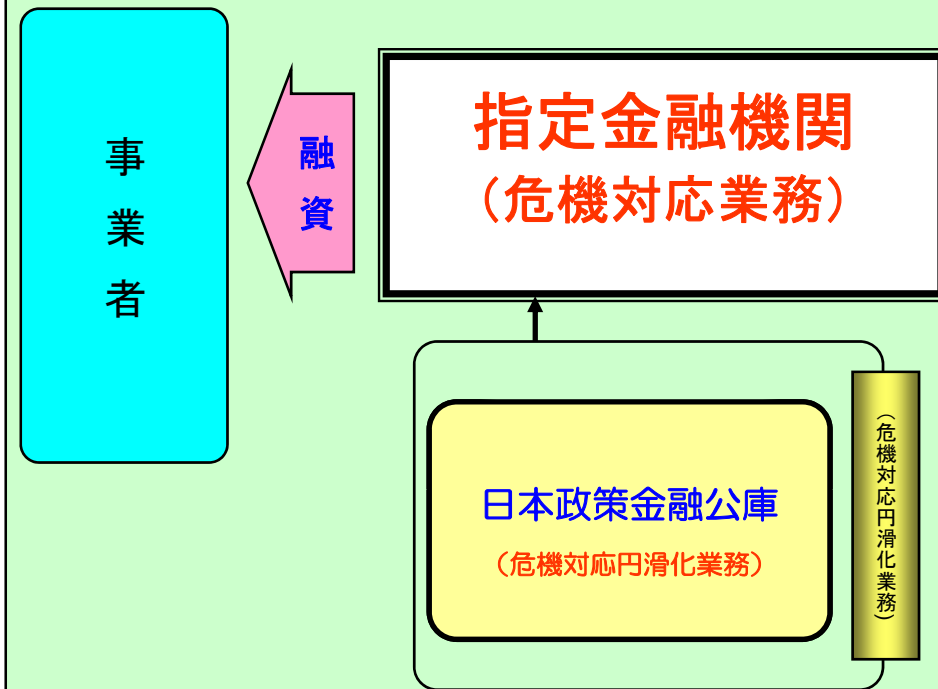
サブプライムローン問題に端を発した世界的な金融市場の混乱の影響を受け、国内金融機関が不動産業に対する融資姿勢を厳格化している。こうした急激な信用収縮への対応として、健全な事業を営む住宅・不動産事業者等に対し、日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した資金繰り支援を図る。  
(2008.12.15国土交通省発表)

## 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



# Jリートへの資金供給を目的とする官民一体となったファンドの設立

## 【ファンドの設立意義】

国際的な金融秩序の混乱による急速な信用収縮によって、これまで有力な買い手だったJリートは、キャッシュフローが安定し損益面も黒字が確保されているにもかかわらず資金調達に窮しており、不動産市場は適正に価格が形成されない「負のスパイラル」に陥っている。

Jリートに対する新たな資金供給を行い、買い手としての機能を回復させるファンドを官民一体となって組成し、Jリートの活動を通じて市場における価格形成機能を回復させることにより、不動産市場の安定化と資産デフレの防止を図る。

## 【有力な買い手であるJリート】

H19年度上場企業等の不動産売却総額

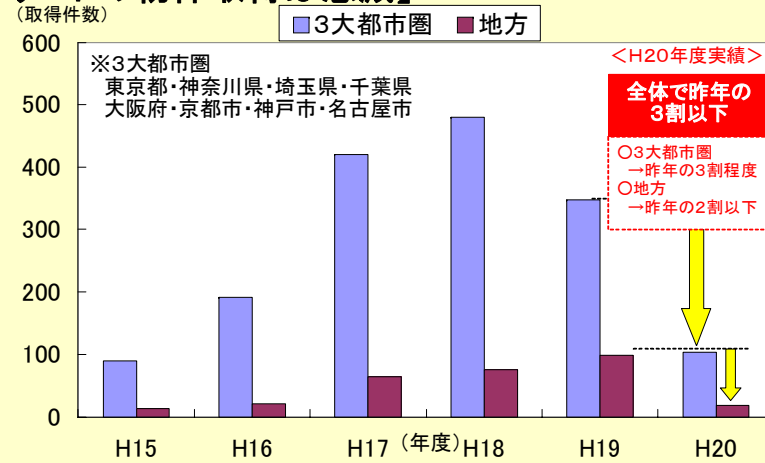
→ 約3.3兆円中 約1.5兆円をJリートが取得

※出所：不動産証券化ハンドブック2008-2009



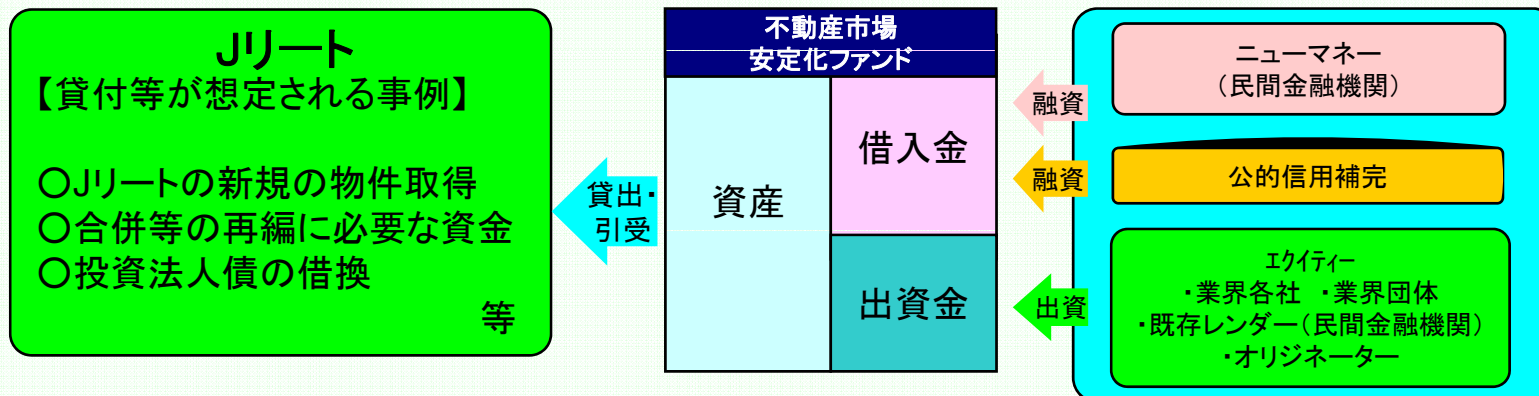
## 【Jリートの物件取得は急減】

(取得件数)



## 【ファンドの設立】

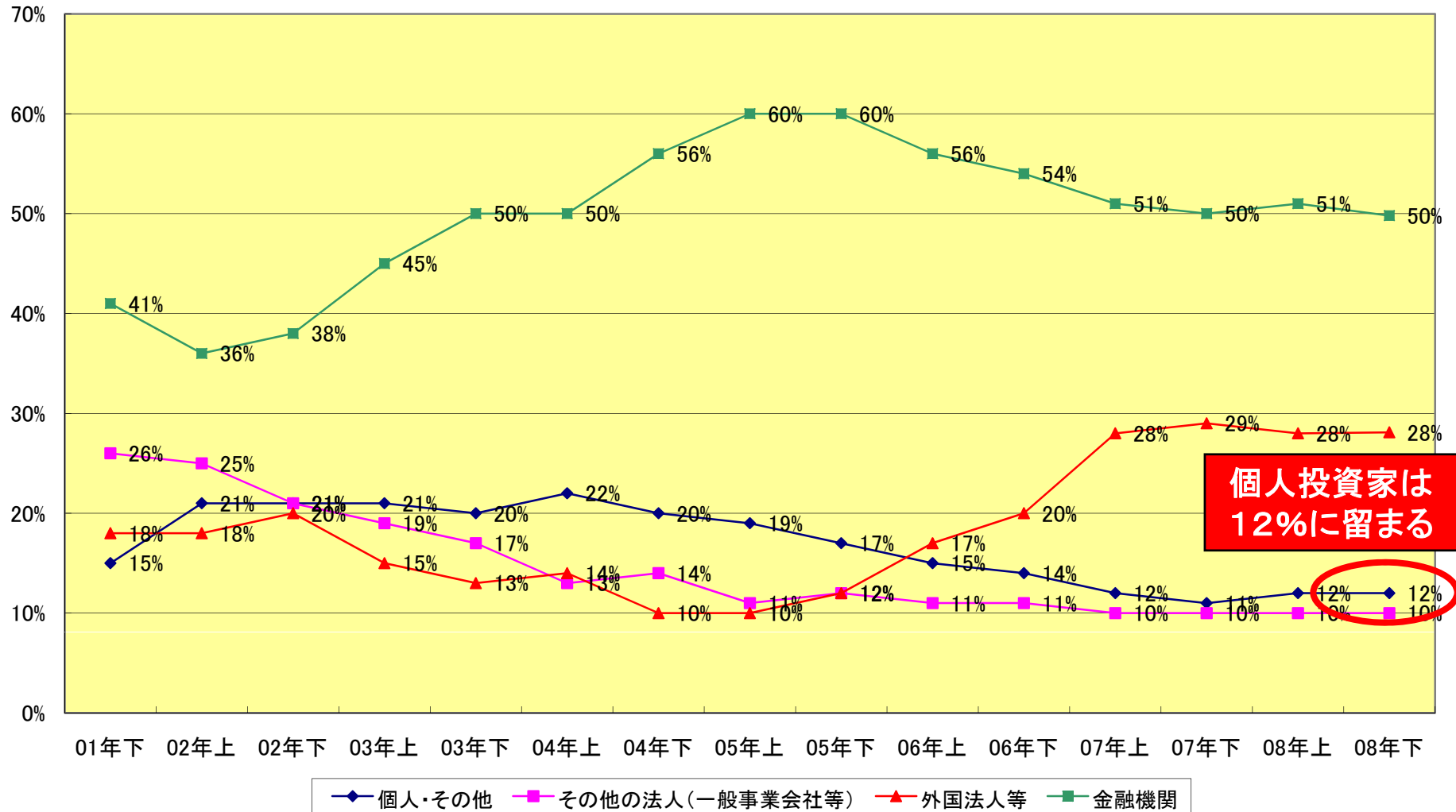
○Jリートへの資金供給を目的とする官民一体となったファンドの設立に向けて、関係業界(不動産業、リート、金融機関)、行政、有識者、実務家等により、出資・融資など設立に関するルールを明確化。





# 個人投資家の割合

J-REIT 投資主体別 投資主構成比率(金額ベース)

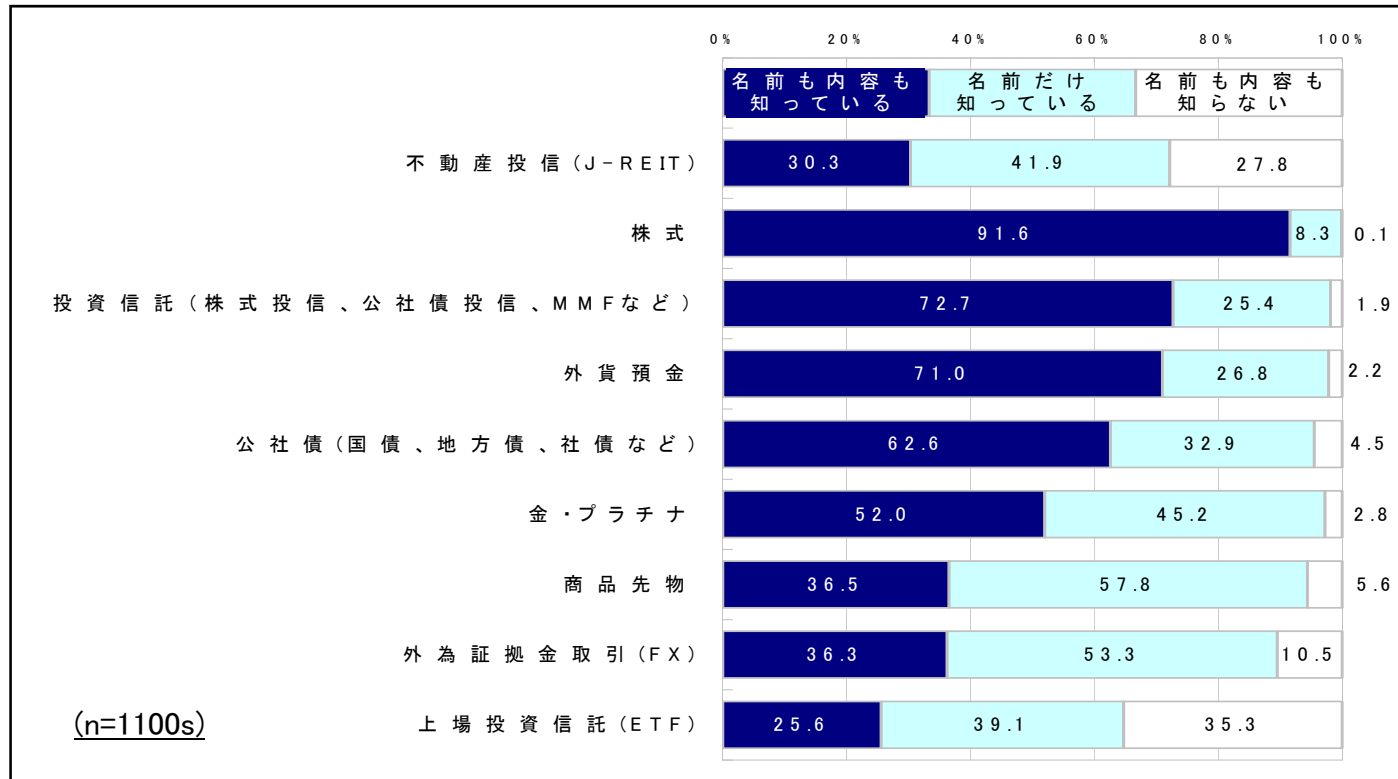


※資料:ARES

# 個人投資家のJ-REITの認知度

## ○認知度

J-REITの認知度は、株式の1/3程度で、商品先物、外為証拠金取引等より低く、名前も知らない個人投資家が相当程度存在する。



### 「J-REIT認知度調査」概要

- ◇実施期間: 2008年12月
- ◇調査方法: インターネット
- ◇サンプリング: 日経リサーチ保有のインターネットモニター
- ◇対象地域: 全国
- ◇対象者: 個人投資家 (貯蓄と保険以外の金融商品の保有者)
- ◇回答数: 1100件

## Jリートを含む投資信託の銀行窓販での販売状況

### ○大手銀行の銀行窓口で販売しているJリートを投資対象とした投資信託

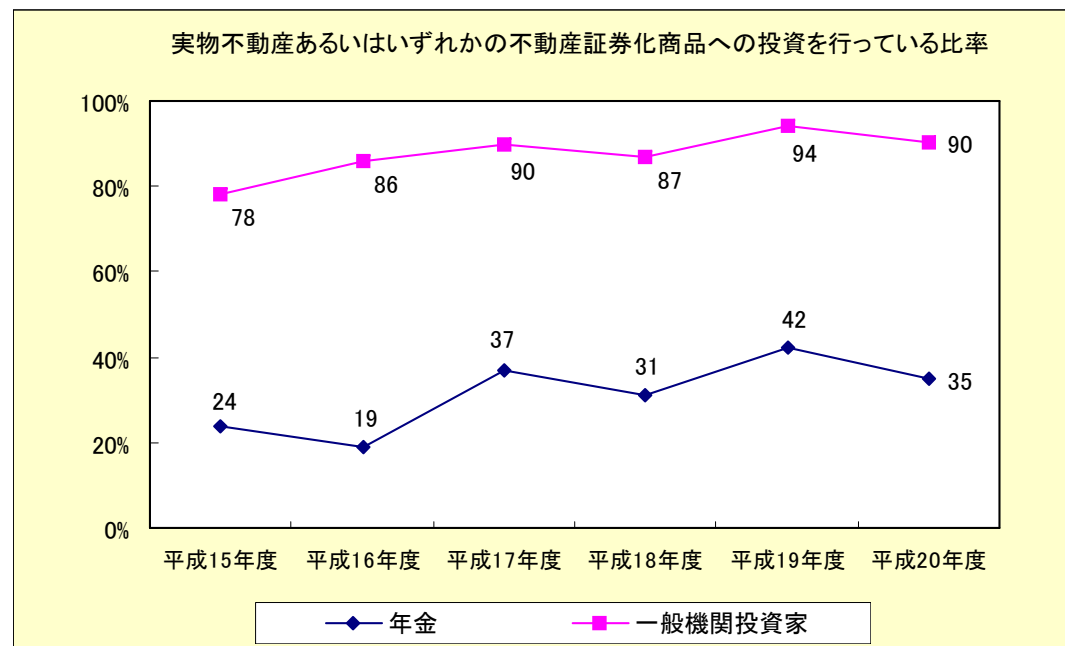
銀行名	銀行の窓口で販売している商品
三菱東京UFJ銀行	ニッセイJ-REITファンド(2ヵ月決算型)
	ワールド・リート・オープン(毎月決算型)
みずほ銀行	みずほJ-REITファンド
三井住友銀行	J-REITオープン
住友信託銀行	住信J-REIT・リサーチ・オープン(毎月決算型)
三菱UFJ信託銀行	三菱UFJ Jリートオープン(3ヵ月決算型)
	ニッセイJ-REITファンド(2ヵ月決算型)
	ノムラ日米REITファンド(毎月分配型)
	ワールド・リート・オープン(毎月決算型)
中央三井信託銀行	中央三井J-REITファンド
ゆうちょ銀行	野村世界6資産分散投信
	野村資産設計ファンド
	DIAM世界リートインデックスファンド(毎月分配型)

※各銀行のHPで公表されているもの(H21.5.20時点)

# 年金の不動産投資について

## ○不動産投資を行っている年金の比率の推移

不動産投資を行っている年金の比率は上昇傾向にあるが、一般機関投資家(生命保険会社、損害保険会社、銀行、信託銀行等)と比較すると、その比率は低い。



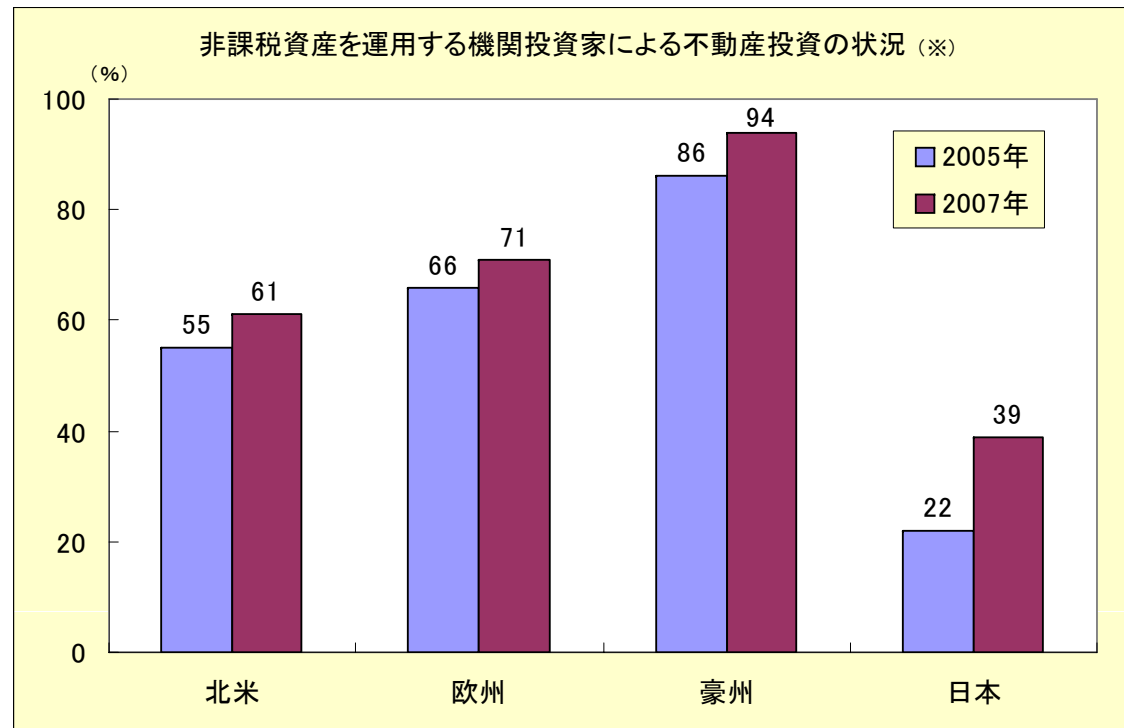
※資料:『第8回 機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査報告書』(社)不動産証券化協会(2008年7月)より

※なお、ARESのアンケート調査(機関投資家の不動産投資に関するアンケート)への回答者は、アンケート項目の性質上、不動産投資に関心が高い傾向がある可能性について留意が必要である。例えば、大和ファンド・コンサルティングの実施しているアンケート調査によれば、年金による不動産投資の実施比率は以下のように推移している。  
2005年:16.8%、2006年:17.0%、2007年:20.1%

# 年金の不動産投資について

## ○各国における年金の不動産投資の状況

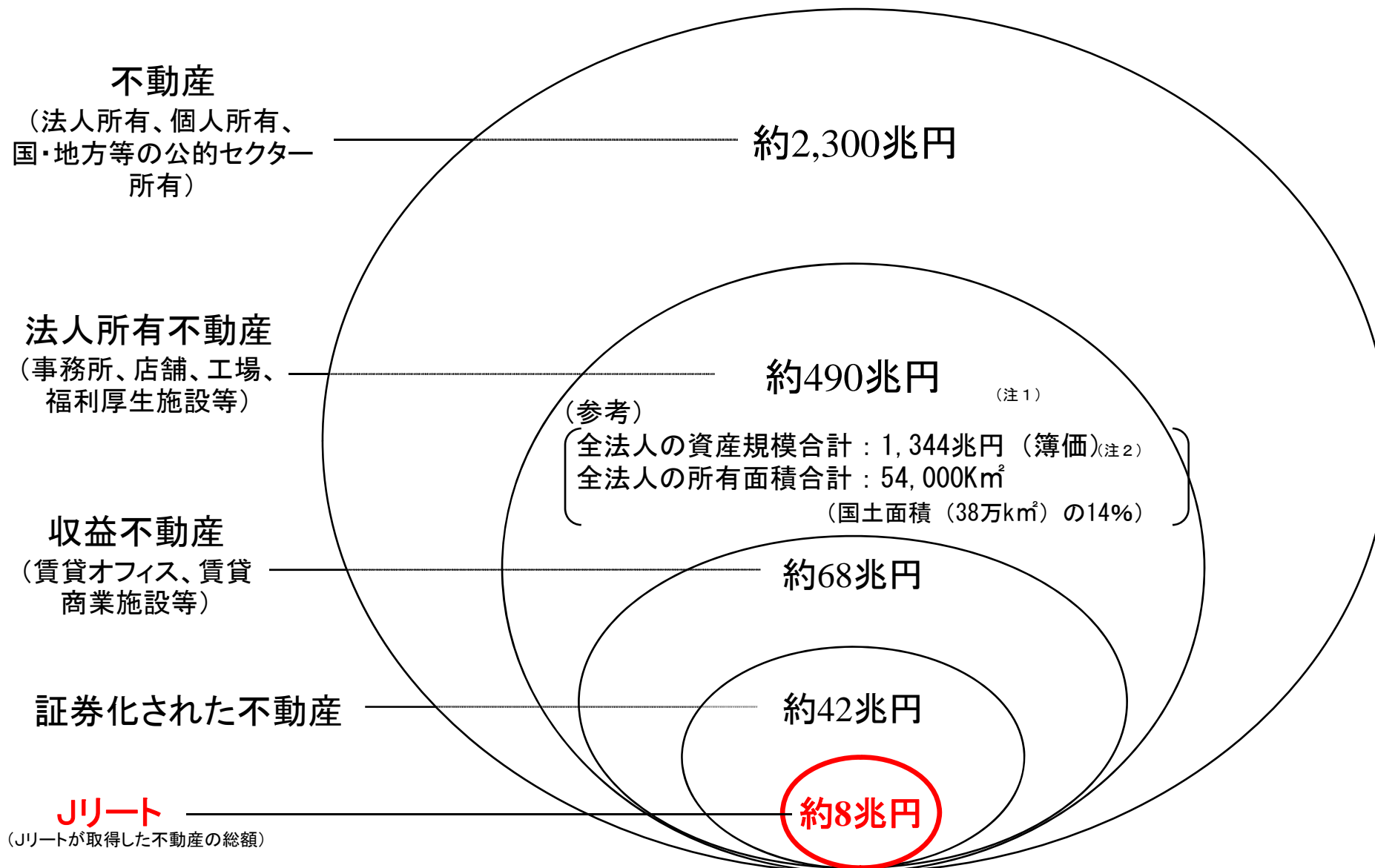
年金基金を始めとする非課税機関投資家の不動産投資について、北米、欧州、豪州の状況と日本の状況を比較すると、日本においても拡大傾向にはあるものの、依然として、その水準には大きな開きがある。



※ アンケート調査において、不動産投資を利用していると回答した回答者の比率

※資料:『2007-2008年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査』ラッセル・インベストメント公表資料 より ARES 作成

# 我が国の不動産の資産規模



資料：国民経済計算年報(平成17年版)、土地基本調査総合報告書(平成18年)、不動産の証券化実態調査(平成19年)

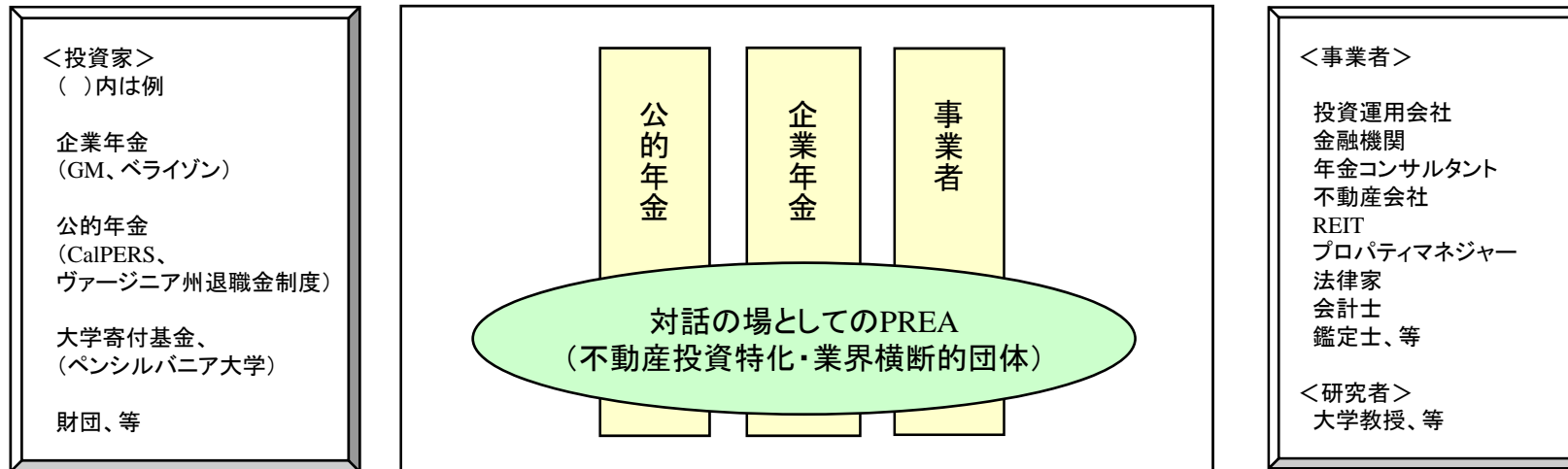
(「不動産」、「法人不動産」、「収益不動産」の資産額は平成15年1月1日時点、「証券化された不動産」、「Jリート」の資産額は平成19年度末時点)

(注1)土地基本調査に基づく時価ベースの金額(平成15年1月1日現在) (注2)法人企業統計に基づく簿価ベースの金額(平成17年末時点)

(注3)証券化された不動産については、累計の実績規模(平成19年度末時点) (注4)平成19年度末時点 (注5)道路・水路等の面積を含む

# PREA(米国年金不動産協会)とは

## OPREA(米国年金不動産協会)とは



米国においては、公的年金・企業年金・事業者・研究者と幅広い会員組織であるPREAが存在し、不動産投資に特化して、業界横断的な対話の場を提供している。

PREA(米国年金不動産協会:Pension Real Estate Association)とは？

1979年に投資家、運用機関、不動産サービス提供機関のコミュニケーションの場を提供することを目的に設立  
会員への教育・啓蒙に焦点をあてており、カンファレンスや会報誌等を通じて情報提供を実施。  
学術リサーチに係る研究者へのスポンサー、研究機関の運営等、不動産投資に関する学術研究に資金を提供。  
不動産情報開示スタンダード(Real Estate Information Standard)の策定に参画。

# 責任投資原則

## ○社会的責任投資(SRI: Socially Responsible Investment)

社会的責任投資とは、企業への投資にあたって、収益や成長の見通しだけでなく、倫理性や環境問題への取組などの評価を取り入れること。

## ○責任投資原則(PRI: The Principles for Responsible Investment)

「責任投資原則」は、2005年、当時の国連事務総長が世界の大手機関投資家を招き、これら投資家等が投資の分析・評価に“持続可能な発展”の考え方を組み込む世界共通のガイドラインを策定したもの。“環境上の問題(Environmental)・社会の問題(Social)・企業統治の問題(Corporate governance)(=ESG)”が投資パフォーマンスに影響を及ぼすとの前提に立ち、世界の大手年金基金や運用機関等の機関投資家が投資判断の意思決定プロセスにおいて受託者責任の範囲内で、これら「ESG」の視点を取り入れることを目的として策定。

「責任投資原則」の策定作業は、国連環境計画・金融イニシアティブ(United Nations Environment Programme Finance Initiative : UNEP FI)並びに国連グローバル・コンパクト(UN Global Compact)によって推進され、2006年に公表された。

## ○責任不動産投資の着目点

UNEP FIの中のワーキンググループの1つであるUNEP FI不動産ワーキンググループ(UNEP FI-PWG)は、世界の金融機関が協働し持続可能な開発を促進する不動産ファイナンスを推進する取組を行っており、責任不動産投資の着目点を発表している。

	視点	内容
1	省エネルギー	エネルギー消費の節約
2	交通アクセス	公共交通機関の利用促進、自動車利用の減少
3	居住環境、動線環境	室内環境・共用スペース整備、障害者対応
4	環境保護	地球温暖化対策、水資源の節約、環境配慮資材の活用
5	資格認証・ブランディング	省エネ、グリーンビル(環境配慮物件)に関する各種認証
6	公共性	法令順守・ディスクロージャーなど
7	公平性	公平な労働環境・雇用機会・低所得者用住居など
8	安全・セキュリティ	セキュリティ整備
9	都市再生	都市活性化への貢献

※資料: UNEP FI PWG, Responsible Property Investment Center



# DCF (Discount Cash Flow) 法とは

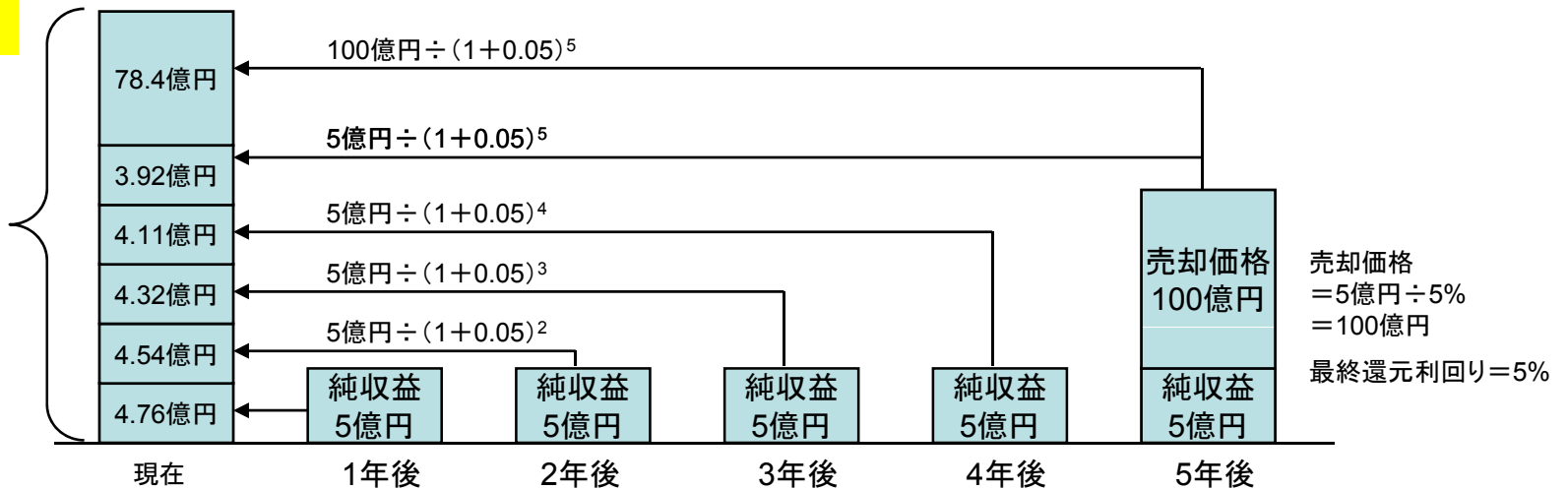
## ODCF法

DCF法とは、対象不動産が将来生み出す一定期間の純収益と一定期間後の売却価格の合計を現在価値に割り引くことで、現在の不動産価格を求める手法。

100億円規模の物件では割引率が1%違うと不動産価格が約20億円違ってくる。

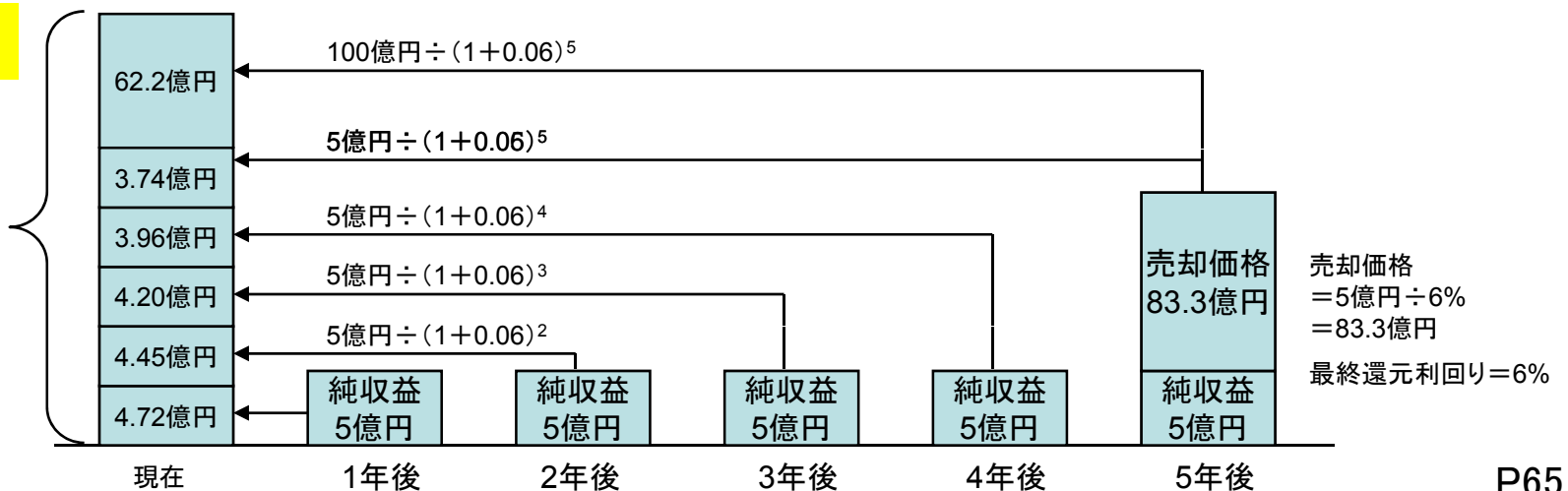
割引率 = 5%

不動産価格 = 100億円



割引率 = 6%

不動産価格 = 83億円



## キャップレートの上昇による価格変動の例

### ○キャップレートの上昇による価格変動の例

Jリートが期末に行っている保有物件の鑑定評価において、将来の想定賃料の下落ではなく、キャップレートの上昇によって鑑定評価額が低下している事例も見うけられる。

		Aビル				Bビル		
		H19.12末	H20.12末	変動率		H19.12末	H20.12末	変動率
鑑定評価額(調査価格)		6280	5260	▲16.2%		5730	5190	▲9.4%
NCF(鑑定)		227	228	0.4%	影響	232	238	2.6%
直接還元法	CR(キャップレート)	3.6%	4.3%	▲16.3%		4.0%	4.50%	▲11.1%
DCF法	DR(ディスカウントレート)	3.5%	4.2%	▲16.7%		3.8%	4.30%	▲11.6%
	TCR(ターミナルキャップレート)	3.6%	4.3%	▲16.3%		4.0%	4.50%	▲11.1%

※NCF: ネットキャッシュフロー(=賃料-費用+敷金等の運用益-資本的支出)

## ○国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会報告書

本年4月に発表された「国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会報告書」において、鑑定評価の信頼性向上のための内部統制体制の強化等の方向性が示されているところである。

### ■国民に広く利用される証券化対象不動産等の鑑定評価業務の信頼性の向上

不動産証券化や企業会計上の不動産の鑑定評価は、投資家等に広く大きな影響を与える可能性があるため、従来の鑑定評価以上に透明性や客観性、依頼者等からの独立性・中立性を確保することが必要となる。

#### 1. 鑑定業者の内部統制体制の整備

鑑定評価書の審査体制、鑑定部門と営業部門等他部門とのファイアウォールの確立、依頼者に対する評価額に関する経過報告のあり方、インサイダー取引の防止等の内部統制体制の整備等が必要

#### 2. 複数不動産鑑定士による関与／鑑定評価書の審査体制の充実

鑑定評価の質を維持・向上させるため、一つの鑑定評価に対し複数の鑑定士が関与することが望ましく、作業を担当した鑑定士以外の鑑定士が鑑定評価書を審査する体制の整備等が必要。

#### 3. 関係者からの依頼の透明化と受注の見合わせ

鑑定士・鑑定業者の独立性や中立性が目に見える形で明らかであることが望ましく、対象不動産の利害関係者等、特別の関係者を有する者からの鑑定評価の依頼について、依頼者にあらかじめ当該関係の存否を伝えるとともに、より詳細に鑑定評価書に記載することにより、その透明化を図るべきである。

## Jリートの情報開示

### ○情報開示が望まれる項目の例

例えば、以下の項目等について、各リートは市場関係者と協議し、鋭意改善していくことが望まれる。  
(Jリートによっては、既に開示しているリートもある)

要望項目の例	各社の現状
海外投資家のための英文開示(英文ホームページを含む)	上場リート41社中、35社が英文開示実施
鑑定評価時の前提条件となるNOI*や 直接還元利回り等の開示	上場リート41社中、39社が開示実施
物件取得時の長期修繕費用の開示	上場リート41社中、17社が開示実施
その他 <ul style="list-style-type: none"> <li>・フォワードコミットメントの場合の資金の裏付等の開示</li> <li>・確定していない売却物件の売却益を業績予想に反映させない。</li> <li>・大口テナントの契約期間等の情報の開示</li> <li>・融資関連費用の開示</li> <li>・物件取得時の想定キャップレート等の開示</li> </ul>	/

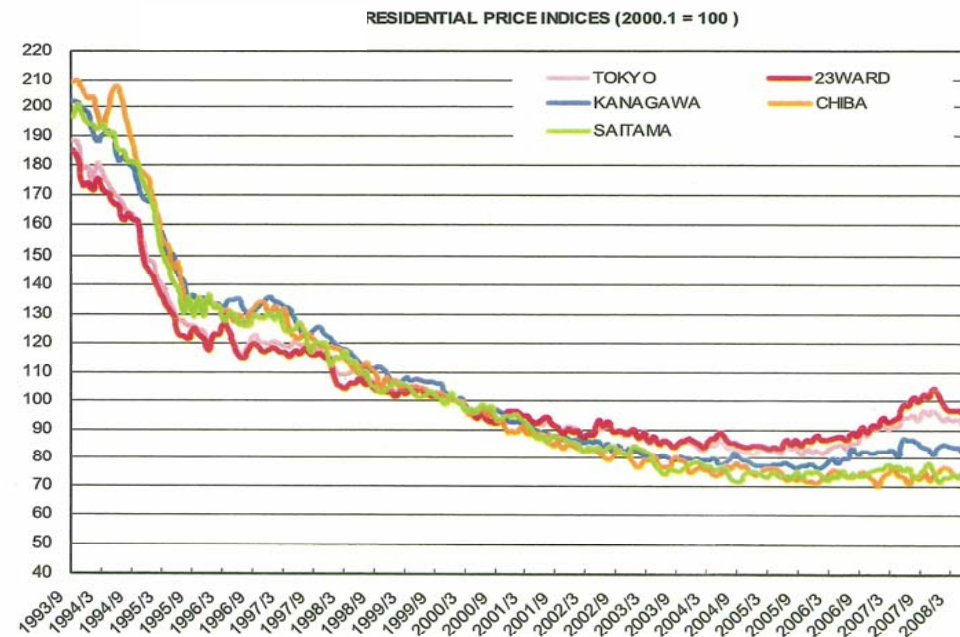
\* NOI:Net Operating Incomeの略で、純営業収益のこと

※各社発表のプレスリリース、資産運用報告書等から集計(2009.5.20時点)

## 住宅価格指数について

- 米国では、S&Pケース・シラー住宅価格指数※など、住宅販売の成約価格に基づく指数が公表されている。
- これにより、米国では、広範な地域の住宅価格動向の把握が可能であり、投資家、事業者、中古住宅の購入者等にとって重要な情報となっている。
- 日本では、上記に相当する指数はなく、このことが住宅市場が本来価値以下に見られる一因との指摘も存在。

### 住宅価格指数のイメージ



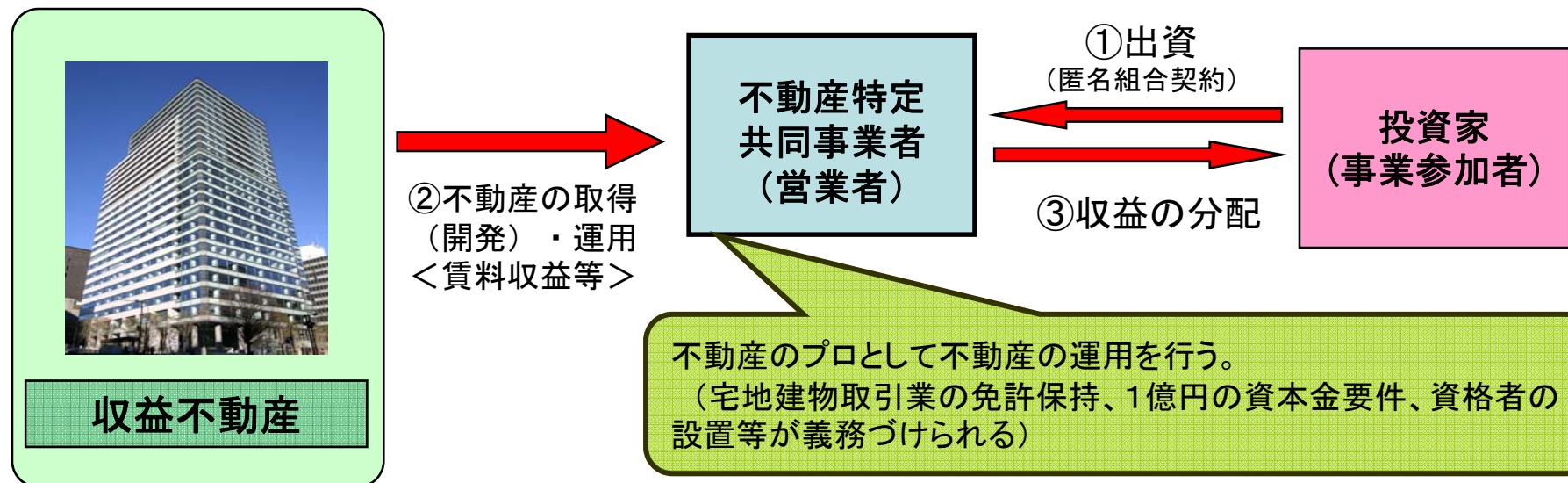
我が国でも、成約価格に基づく住宅価格指数の開発、普及が必要。

→ 不動産投資市場の透明性の向上、市場の活性化に貢献。

※ S&Pケースシラー住宅価格指数とは、米国の住宅用不動産を対象として、格付会社であるスタンダード&プアーズが提供する価格指数のことであり、最も広く利用されている。

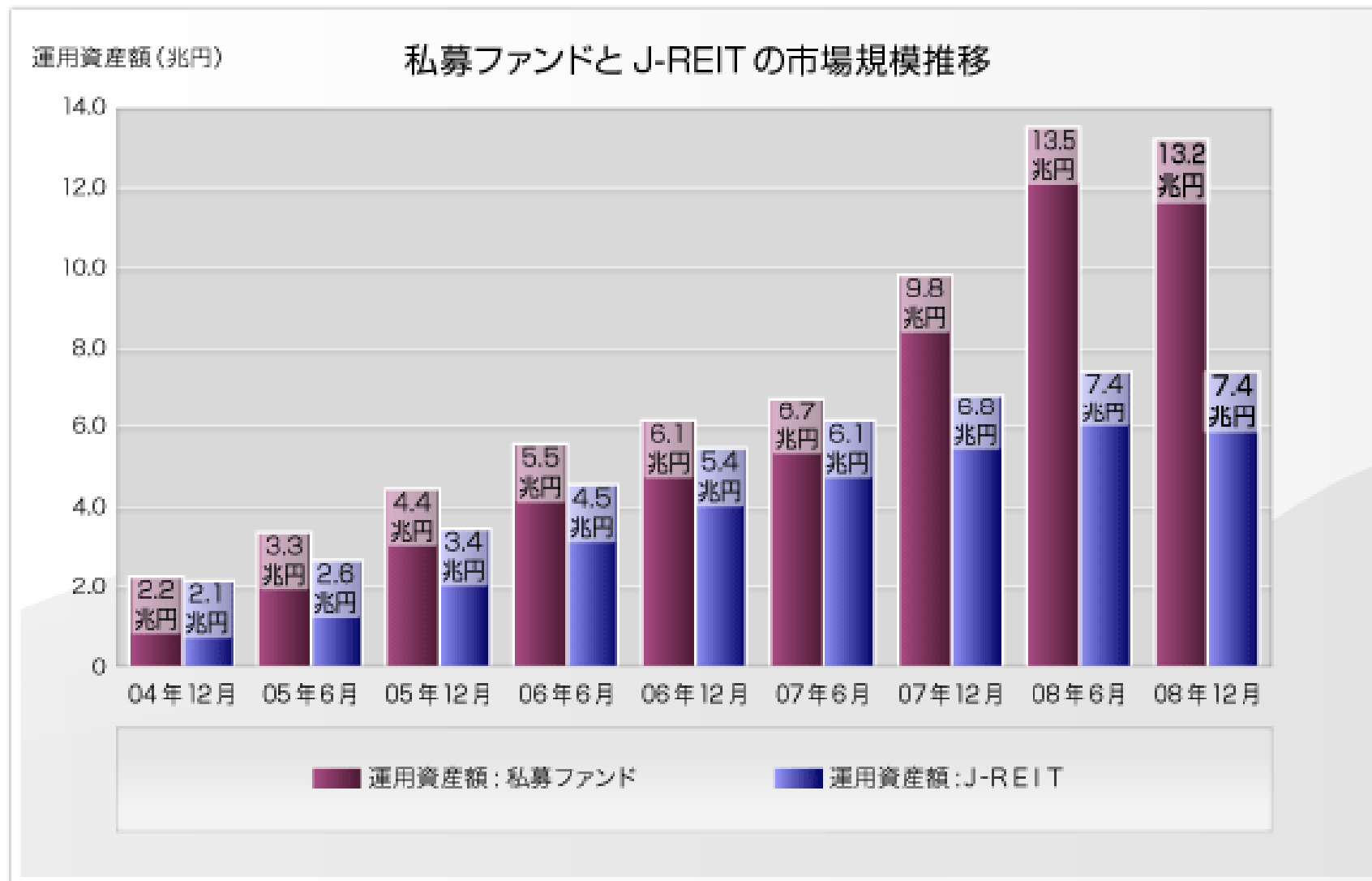
## 多様な事業手法の整備（ニーズの一例）

- 実物不動産の証券化スキームの1つである不動産特定共同事業については、出資契約（匿名組合契約）の当事者である営業者（不動産特定共同事業者）について、1億円の資本金要件や業務管理者と呼ばれる資格者の設置等が義務づけられており、一般的なSPCのような、いわゆるペーパーカンパニーとして使いにくい。
- このため、デベロッパーや不動産投資のプロのみで構成された共同事業体が、本スキームを用いて開発事業を行うに当たって、ペーパーカンパニーを利用したノンリコースローンの調達が困難との意見がある。



→ 上記のようなニーズへの対応等も含め、**市場のニーズに応じた多様な事業を可能とする手法の検討が、継続的に必要。**

## 私募ファンドの市場規模



※資料: 住信基礎研究所