Ｊリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて

～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ～

平成２１年７月３日

投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム

Ｊリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて

～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ～

＜　目　次　＞

Ⅰ．委員名簿等・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・１

・「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」委員名簿
・「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

Ⅱ．とりまとめ（要約版）・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・３

Ⅲ．とりまとめ（本文）

１．はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・９

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・・・・・・・・・・・・・・９

３．Ｊリートのガバナンスについて・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・１１

４．Ｊリートのファイナンスについて・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・１２

５．個人投資家、年金等による不動産投資の促進・・・・・・・・・・・・・・・・・・１９

６．不動産鑑定評価に関する検討・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・２１

７．Ｊリートの情報開示等について・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・２２

８．その他の不動産投資市場活性化に向けた課題について・・・・・・・・・・・・・２３

９．おわりに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・２３

Ⅳ．参考・・・２５

（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」開催状況
（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

Ⅴ．参考資料・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・２７

Ⅰ．委員名簿等

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」委員名簿

平成 21 年 6 月 2 日現在

（50 音順、敬称略）

座　　長	岩原（いわはら）　紳作（しんさく）	東京大学大学院法学政治学研究科教授
座長代理	川口（かわぐち）　有一郎（ゆういちろう）	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
委　　員	市川（いちかわ）　宜克（のりよし）	社団法人全国宅地建物取引業協会連合会専務理事
	沖野（おきの）　登史彦（としひこ）	UBS 証券会社　シニアアナリスト
	海堀（かいぼり）　安喜（やすき）	国土交通省総合政策局不動産業課長
	渋谷（しぶや）　正雄（まさお）	住友信託銀行株式会社顧問
	田村（たむら）　幸太郎（こうたろう）	弁護士　牛島総合法律事務所パートナー
	檀野（だんの）　博（ひろし）	三菱地所株式会社代表取締役専務執行役員
	濱口（はまぐち）　大輔（だいすけ）	企業年金連合会 運用執行理事　チーフ インベストメント オフィサー
	原田（はらだ）　昌平（しょうへい）	公認会計士　新日本有限責任監査法人シニアパートナー
	藤沢（ふじさわ）　久美（くみ）	シンクタンク・ソフィアバンク副代表
	本間（ほんま）　良輔（りょうすけ）	ケネディクス株式会社代表取締役会長
オブザーバー	河野（こうの）　秀喜（ひでき）	株式会社東京証券取引所上場部長
	森田（もりた）　宗男（ときお）	金融庁監督局証券課長

「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 5 月 25 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］

〇田中俊平弁護士（長島・大野・常松法律事務所）

〇原田昌平公認会計士（新日本有限責任監査法人シニアパートナー）

〇桑原幸江税理士（新日本アーンストアンドヤング税理士法人代表社員）

［事業者］

〇三井不動産㈱　業務管理部　不動産証券化企画グループ統括　仲田裕一

〇三菱地所㈱　都市開発業務部副長　青柳宏一

〇日本ビルファンドマネジメント㈱　取締役　運営本部長　森広理一

〇野村不動産投信㈱　財務経理グループグループリーダー　片岡隆

〇住友信託銀行㈱　本店支配人 兼 住信不動産投資顧問㈱ 顧問　太田博之

〇野村證券㈱　アセットファイナンス部長　板垣大

［関係団体］

〇㈱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］

〇金融庁　監督局　証券課　課長補佐　神田孝司

〇国土交通省　総合政策局不動産業課　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　四釜宏吏米国公認会計士（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）

Ⅱ．とりまとめ（要約版）

Ｊリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて
～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ～
（要約版）

１．はじめに

平成１３年にスタートした我が国のＪリートは、順調に成長し、物件の取得やバリューアップなど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、サブプライム問題の発生を契機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初めての調整期に入っている。Ｊリート市場は、我が国の不動産投資市場の根幹をなすものであり、Ｊリートに対する投資家の信頼を高め、早期にこれを再活性化し、不動産を巡る良好な資金循環を再構築することで、都市・地域の再生を進めていく必要がある。

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リート市場について、例えばＰＢＲ（株価純資産倍率）の低い投資法人が多く存在するなど、買い手に有利な市場環境にもかかわらず再編が進まないことが市場全体のマイナスになっているなどの指摘がある。また、年金等の投資家にとっては資産総額の大きな投資法人が望ましいとの声も強い。合併は、多額の資金を使用することなく資産規模が拡大できる手法であり、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。本フォーラムでは、Ｊリートの再編に関し以下のような議論が行われた。また、現在までに合併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リート市場が更なる発展を遂げることに期待する。

（１）税務上の所得と会計上の利益が混在している従来の導管性判定式は、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、平成２１年度税制改正において、導管性判定式の改正が行われ、この懸念は和らげられたと考えられる。

（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く、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が、金融庁において、その活用可能性を明確化するため、関連する内閣府令及び監督指針の改正が行われ、この懸念は和らげられたものと考えられる。

（３）投資法人の非上場化や清算については、法的には可能であるものの、反対投資主保護の問題、運用資産の売却によるＪリート市場の縮小、不動産市場全体への影響等が懸念されるところであるため、合併、スポンサー変更、運用会社交代等Ｊリート市場に留まる努力をしていくべきであると考えられる。

３．Ｊリートのガバナンスについて

最近、複数の運用会社が投資法人に対する利益相反行為等で行政処分を受けるなど、運用会社に対するガバナンスについて強化すべきとの指摘がある。このため、具体的なガバナンス強化策について、各国の制度とも比較しながら、以下のような議論が行われた。

（１）世界のリート制度においては、日本等のような外部運用型と、米国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が、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が、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。

（２）内部運用型やステイプルド証券制度といった海外の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、配当前課税回避の問題、関連法制との関係の見極めなど数多くの検討すべき課題がある。これらの考え方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Ｊリート各社が自発的に行っていくことが重要であり、例えば以下のような取組が考えられるところである。

①　投資法人による運用会社の忠実義務等のモニタリング（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、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モニタリングを行うことにある。このため、執行役員がその任務を十分かつ主体的に果たせるよう、投資法人において、そのモニタリングのために必要な人員・費用を確保することが考えられる。

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強化等の観点から、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。

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。

４．Ｊリートのファイナンスについて

世界的な信用収縮の状況下、Ｊリート各社において財務体質の強化は重要な課題となっている。導入にあたっては投資家保護や我が国制度に馴染むかなどを十分見極める必要はあるが、幅広い選択肢について以下のような議論を行った。

（１）Ｊリートのファイナンス手法の多様化について

Ｊリート各社が借入金等に過度に依存しない安定した財務基盤を構築するためには、出資金を機動的に集めて借入比率を下げることなどが考えられるが、投信法上通常の投資口（株式で言えば普通株）の発行しか認められていないため、株価低迷により公募増資がしにくい市場環境下においては、第三者割当増資を行うしか現実的な方法がないところである。しかしながら、投資口価格が下落している状況下での第三者割当増資は、必ずしも投資家が歓迎するに至らない場合もある。このため、一般の会社並みにファイナンス手法が多様化されている海外の事例等も参考に、ファイナンスの多様化について以下のような検討を行った。

①　株主割当増資（投資主割当増資）

株主割当増資は、海外のリートでは不況期の資金調達手段としてとりわけ活用されている。我が国において投信法上特に禁止されてはいないものの活用事例はない。一方で、追加出資に応じない投資家や応じることのできない投資家は失権して利益を享受することができず一口当たりの投資主持分や配当の減少が生じうるなど投資家保護上検討すべき課題も存在する。このため、関係者においては、投資主割当増資を適切に行うことができるような環境整備について慎重な検討を進めていくべきである。

②　転換社債（新投資口予約権付投資法人債）

投信法上、転換社債の発行は困難と認められるが、米国等多くの国はこれを認めている。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、投資口価格がＮＡＶ水準に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させることなどが期待できる。一方、転換社債の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おそれ等もある。このため、我が国における導入も視野に入れながら、ガバナンスの十分な確保や投資家保護のための制度設計の必要性など慎重な検討を進めていくべきである。

③　種類株式（種類投資口）

投信法上、種類投資口の発行は困難と考えられるが、米国では一般に利用されている。我が国でも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、投資法人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。一方、優先投資口を発行すれば、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るなどの悪影響なども考えられる。このため、我が国における導入も視野に入れながら、ガバナンスの十分な確保や投資家の保護に配慮しつつ慎重な検討を進めていくべきである。

④　自己株式の取得（自己投資口の取得）

投資法人による自己投資口の取得については、投信法上、原則禁止されているが、米国などの国においては、自己株式の取得が認められ、資本政策・配当政策などに利用されている。投資口も上場されている以上、投資家の信頼を向上させるためにも、投資法人による投資口の価格対策は重要である。一方、その取得財源によっては既存債権者との関係や投資主相互間の平等な取扱いに留意する必要がある。このため、我が国における導入も視野に入れながら、投資家の保護に配慮した制度のあり方等について慎重な検討を進めていくべきである。

（２）Ｊリート各社の財務戦略機能の強化の必要性について

現在の信用収縮状況下、Ｊリート各社の財務戦略強化と財務体質改善が重要となっているため、Ｊリート各社においては、財務に強い人員の確保などを通じて自らの財務戦略機能の強化を図り、投資家の信頼を高める努力が重要である。

一部の投資法人においては既発投資法人債の償還という課題が指摘されているが、償還時期が到来する投資法人にあっては、十分な時間的余裕をもって、金融機関の新規融資や適正価格による不動産の売却などを通じて償還資金の確保に努める必要がある。

（３）金融機関による適切な融資の必要性

Ｊリートは長期保有による不動産賃貸が主たる事業であり、開発事業等のリスクのある事業は行っていない。にもかかわらず、金融機関がリファイナンスに応じないようなことがあれば、買い手不在を指摘される不動産市場における無理な物件売却につながり、不動産価格の下落を通じて、金融システム、実体経済への深刻な影響が懸念される。このため、金融機関にあっては、運用資産等を十分に確認した上でリファイナンスに適切に応じることを期待する。

また、Ｊリートは、収益不動産の主要な買い手として存在感を高めてきたが、昨今の株価低迷、信用収縮により新たな資金調達が困難となり、その物件取得額が急減するなど不動産市場の買い手不在の状況に拍車をかけている。信用力の高い投資法人による優良物件取得や、合併等を通じた規模拡大による経営安定化など、Ｊリートの買い手としての機能を復活させることは、我が国不動産市場及び

経済全体の安定化のために重要である。このような案件に対しては、金融機関においてもできるだけ新規融資に応じ、不動産の買い手支援を通じて我が国経済の活性化に貢献すべきである。

（４）国等の役割

Ｊリートの財務については､民間で主体的かつ適切に運用されるべきであるが、仮に一部の投資法人が破綻するようなことがあれば、投資家の信頼を失うだけでなく、物件投げ売り等により不動産市場を暴落させる恐れが強い。これを未然に防ぐべく、国においては、昨年度、「住宅・不動産市場活性化のための緊急対策」による資金繰り支援や、合併円滑化のための制度改正を行った。また、本年４月には「経済危機対策」を公表し「官民一体となったファンドの創設等によるＪリートへの資金供給」を実施することとしている。当該施策の速やかな実現が望まれるが、当該ファンドによる融資等はあくまでセーフティネットであるため、これに安心してＪリート各社が財務内容改善やガバナンス強化などの自発的努力を怠ったり、市場の再編が停滞するようなことはあってはならない。このため、モラルハザード防止措置の詳細な制度設計に当たっては、一層の経営努力を条件とすることが期待される。

５．個人投資家、年金等による不動産投資の促進

Ｊリートは安定した賃料収入を裏付けとしており、その配当や投資口価格は、本来安定的であるべきところ、最近は、株価との高い連関性や、その背後に投資口保有者が外国人等に偏り、換金売りなどにつながっていることが指摘されている。投資口本来の特性から、投資家としては長期保有を念頭に置く個人投資家や年金などが考えられるが、双方とも十分に普及しているとは言い難く、いかに投資口保有を促進していくかについて、以下の議論を行った。

（１）個人投資家への普及促進について

Ｊリートの認知率は株式の３分の１程度の低水準であるため、事業者や関係団体等が協力して普及活動等に尽力するとともに、販売チャネルである証券会社や銀行においても積極的な販売促進等の取組を期待する。

（２）年金への普及促進について

海外の年金は多くの資金を不動産に投資しているが、我が国の公的年金の多くは不動産投資を行っていない。我が国の不動産全体の規模は約２３００兆円と大きく、大きな付加価値を生む可能性があるため、積極的な検討が期待されるが、一方で年金のニーズにあった商品開発も重要である。また、投資促進のため不動産投資顧問業者の助言等のサービスの利用や、米国のＰＲＥＡのような投資教育

・啓発組織の必要性について検討することも重要である。

６．不動産鑑定評価に関する検討

鑑定評価は、売買価格の妥当性を説明する参考指標として大きな役割を果たしており、その利用拡大等に併せて随時制度改正が行われてきたが、現在の証券化対象不動産の鑑定評価で重視されるＤＣＦ法では、算出の際、割引率等利回りが変動すると、賃料収入は安定しているにもかかわらず鑑定評価額が大きく変動することが指摘されている。Ｊリートでは、鑑定評価額は公表され、投資家の投資行動に大きな影響を与えるものとなっているため、不動産鑑定士による割引率等利回りの根拠の吟味や鑑定評価書へのわかりやすい記載、Ｊリートによる開示の充実が望まれる。さらに、Ｊリートのような継続保有を前提とした不動産の継続的な評価について更なる検討が必要である。

７．Ｊリートの情報開示等について

（１）Ｊリートの情報開示について

Ｊリート各社は適時開示等で情報提供に尽力しているが、各社の公表内容にばらつきがあるため、より統一的な開示が望まれるとの指摘がある。開示にはコスト等の問題があるが、投資判断に有用な情報を提供していくため、Ｊリート各社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。

（２）住宅価格指数について

我が国では、米国のＳ＆Ｐケース・シラー住宅価格指数のような指数がないことが、住宅市場が本来の価値以下に見られる一因になっているとの指摘もあるため、我が国でも成約価格に基づく住宅価格指数を開発し、広く普及させることが必要であると考えられる。

８．その他の不動産投資市場活性化に向けた課題について

（１）多様な事業手法の整備

市場のニーズに応じた多様な事業を可能とするため、新たな事業手法の整備を検討していくべきとの議論がなされた。

（２）私募不動産ファンド等

不動産投資市場に占める私募ファンドの割合は大きく、現在その多くは信用収縮により新たな組成が困難となっており、ＣＭＢＳの償還も課題となっている。その動向は不動産市場に大きな影響を与えるとともに、新たな不動産の買い手として期待できる部分もある。このため、Ｊリート以外の不動産投資市場の活性化策についても市場関係者が一体となって考えていくことが必要である。

Ⅲ．とりまとめ（本文）

Ｊリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて

～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ～

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取得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、一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。初の投資法人の破綻事例が発生し、円高、国際的な株安、各種経済指標の悪化等もあり、東証リート指数は一時 704 ポイントを記録し、その後、900 ポイント台（平成 21 年 6 月 24 日時点）に持ち直してはいるが、今後の動きは未だ予断を許すところではなく、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。

本フォーラムにおいては、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」以降、専門のワーキンググループを設置し、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、Ｊリートのファイナンス、個人投資家、年金等による不動産投資の促進等、Ｊリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化について幅広い議論を行い、この度、その結果を以下のとおりとりまとめたところである。

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リート市場については、例えばＰＢＲ（株価純資産倍率）の低い投資法人が多く存在しているなど、買い手に有利な市場環境にもかかわらず再編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る。また、年金などの投資家にとっては資産総額が大きく安定的な投資法人が望ましいとの声も強い。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。

本フォーラムでは、合併をはじめとするＪリートの再編に関し以下の議論が行わ

れた。また、現在までに、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リート市場が更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従来の導管性判定式は、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、平成２１年度税制改正において、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（存続する投資法人が得る吸収される投資法人の含み益）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）が行われたところであり、この懸念は和らげられたものと考えられる。仮に存続する投資法人が負ののれんを得た場合、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たため、合併時に導管性維持目的の含み益相当の現金配当が必要になるのではないか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、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）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。しかしながら、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、ワーキンググループにおいては、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ところである。

（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、その算出の考え方や評価の合理性等について、投資家に対する十分な説明と開示が重要である。

（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である。

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、以下のような議論を行った。

（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プ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、委託者の利益に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更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プ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、ステイプ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リートのあり方を追求する上で、内部運用型やステイプ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Ｊリート各社が自発的に行っていくことが重要である。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。

①　投資法人による運用会社の忠実義務等のモニタリング（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モニタリングを行うことにある。

投資法人によるモニタリングの強化のためには、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、善管注意義務等のモニタリング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、必要に応じたモニタリング機能の一部外部委託等）ことが考えられる。

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。

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。

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リートは、運用会社の投資判断に従い不動産を取得するに当たって、一般投資家から出資金を募るとともに、取得資金の一部を金融機関等からの借入、投資法人債の発行などにより調達している。調達資金の一部を低コストの借入金で賄うことは、機動的な物件取得、投資家への高い配当の提供等につながるものであり、エクイティである出資とデットである借入金等を組み合わせた資金調達方法は世界的にも通例となっている。しかしながら、世界的な信用収縮の状況下、更なる増資が困

難となる一方、デット依存率が特に高いリートについては、そのリファイナンスに苦心する例が世界的に見られ、米国でもリートの倒産（チャプター11）事例が発生している。我が国においても、融資契約における財務制限条項であるＬＴＶ条項（借入比率に関する誓約条項）の抵触によるデフォルトの回避が重大な経営課題となり、やむなく売り手に不利な価格での物件売却により融資返済を行わざるを得ないケースが増加するおそれがある。

安定した収益を期待される運用資産に裏付けられているはずの投資口の価格が、国際的な株安、各種経済指標の悪化等により大幅に下落している。また、リファイナンス対策のための物件売却が進めば運用資産の縮小と配当の低下をもたらし、廉価での物件売却は不況期の不動産市場に価格低下圧力を加え、運用資産の評価額が低下するという悪循環を招くおそれがある。さらに、本年９月頃から投資法人債の償還期限の到来の最初のピークを迎えるところであり、運用資産を無理に売却することなく手元資金を確保し、借入比率を引き下げ、リファイナンスに備える必要が生じている。海外の場合、例えば米国では配当の一部を現金でなく自社株で行い手元資金の流出を防いだり、英国系の国々では一般の増資が困難な市場環境下でも、時価を大きく下回る発行価格での株主割当増資により資金調達したり、株価が回復した時に株式に転換できる社債（転換社債）を発行したり、自社株買いにより株価の下支えの自助努力を行うなどして、財務体質の強化に努める例も見られるところである。

我が国においても、Ｊリート各社の財務体質の強化は重要な課題であり、このためにどのような工夫が考えられるかについて以下のような議論を行った。

（１）Ｊリートのファイナンス手法の多様化について

Ｊリートは、本来、集団投資スキームとして投資家の出資を基本とする制度であり、借入金等はこれを補完する位置づけにある。Ｊリート各社が借入金等に過度に依存しない安定した財務基盤を構築するためには、物件売却により借入金等を返済し資産規模を縮小するか、出資金を機動的に集めて借入比率を下げることが考えられる。過度の物件売却は、安定したインカム商品というＪリート投資口の基本的な性格の喪失、一口当たり配当の減少、Ｊリート市場の縮小、不動産価格の下落誘発などその悪影響が心配される。一方、増資については、我が国の場合、投信法上、通常の投資口（株式で言えば普通株）の発行しか認められていないため、株価低迷により公募増資がしにくい市場環境下においては、借入比率を改善するためには第三者割当増資を行うしか現実的な方法がなく、実際にも数多くの第三者割当増資が行われてきた。しかしながら、投資口価格が下落している状況下での第三者割当増資は、一口当たりの出資金を大幅に下回る価格により行われることとなるため、必ずしも投資家が歓迎するに至っていない場合もある。

このため、一般の会社並みにファイナンス手法が多様化されている海外の事例なども参考にしながら、我が国においてどのような多様化が考えられるかについ

て以下のように検討を行った。我が国でも本年２月にＪリート初の劣後投資法人債が発行され、また、公正な金額での株主割当増資は投信法上禁止されていない旨の解釈が示される等、Ｊリートの資金調達の多様化に向けた変化も見られるところである。Ｊリート各社が、投資家のために最も効率的な財務政策を実行できるよう、会社法や海外の動向なども参考にしつつ、投資家の利益を逆に侵害する弊害が生じないかどうか、また、外部運用型である我が国のＪリートに馴染むかどうかなどを十分見極め、適切な統制方法を検討しながら、幅広い選択肢の導入について慎重に検討を進めていくことが必要であると考えられる。このことは、不動産賃貸収入に裏付けられた安定的なインカム志向の金融商品というリート本来の姿を再認識する上でも重要である。

①　株主割当増資（投資主割当増資）

株主割当増資は、海外のリートでは不況期の資金調達手段としてとりわけ活用され、その場合の払込金額は、全株主に権利取得の機会を提供するために市場価格よりも相当低くディスカウントされた金額であるのが通常である。我が国において投資主割当増資は投信法上特に禁止されてはいないが、会社法に規定されている株主割当増資関連規定が投信法になく、また準用もされていないこと、投信法第８２条第６項で「募集投資口の払込金額は、投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額としなければならない。」と定められているなどの理由から、Ｊリートにおける投資主割当増資の例は日本では存在していない。一方で、追加出資に応じない投資家や応じることのできない投資家は失権して利益を享受することができず、一口当たりの投資主持分や配当の減少が生じうるとともに、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も注意が必要となるなど、投資家保護上検討すべき課題も存在する。このため、関係者においては、Ｊリート各社や投資家のニーズなども把握しながら、投資主割当増資を適切に行うことができるような環境整備について慎重な検討を進めていくべきである。

②　転換社債（新投資口予約権付投資法人債）

投信法には、会社法の新株予約権や新株予約権付社債の規定に対応する規定がなく、その準用もされていない。したがって、現行投信法上は転換社債の発行は困難と認められるが、米国、オーストラリアなど多くの国は、会社型だけではなく信託型のリートも含めて、これを認めている。仮に投資口価格が低迷している時期の資金調達手段として転換社債を発行した場合、リファイナンスリスクから証券市場で過小評価された投資口価格が運用資産の資産価値であるＮＡＶ（純資産価値）水準に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させたり、投資口価格が上昇する過程で転換権が行使できるメリットに着目して戦略的投資家のような資金の出し手もつきやすく、転換社債の存続期間にわたって

投資口への転換による希薄化スピードを緩和することもできる等、低利のリファイナンスと資本の改善等の財務対策の助けになり、投資家の信頼向上につながるケースも考えられるところである。現実にも、オーストラリアのリートのＧＰＴ社は財務の再構築のため、株主割当増資と普通株への転換権付き永久劣後債を組み合わせて、シンガポール政府投資公社から支援を取り付け、その借入比率を改善している事例もみられる。

しかしながら、転換社債の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いたり、また、その転換価格に無制約の下方修正条項などが付加されていれば更に希薄化が促進されてしまう可能性もある。さらに、流通市場における投資口売却と転換権行使を組み合わせた取引方法によっては投資口価格の低下圧力を生む可能性もある。一方、発行後投資口価格が上昇せず、期限になっても普通株に転換されない場合には、当初予定した借入比率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、我が国における導入も視野に入れながら、ガバナンスの十分な確保や投資家保護のため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を進めていくべきであると考えられる。

③　種類株式（種類投資口）

投信法には、会社法の種類株式に関する規定がなく準用もされていないため、種類投資口の発行は困難と考えられる。しかしながら、米国では長期の資金調達ニーズを満たす手段として転換権付優先株は一般に利用されており、また、英国でも今年４月にリートによる転換権付優先株の発行が可能になる改正法案が発表された。我が国でも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、投資法人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。しかしながら、例えば優先投資口を発行すれば、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となるなどの悪影響も考えられる。また、投資口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金融商品というＪリート投資口のシンプルな商品特性と馴染まない可能性もある。このため、我が国における導入も視野に入れながら、ガバナンスの十分な確保や投資家の保護に配慮しつつ、投資法人における種類投資口のあり方等について慎重な検討を進めていくべきであると考えられる。

④　自己株式の取得（自己投資口の取得）

投資法人による自己投資口の取得については、投信法は、例外的に合併消滅する投資法人からの承継などの場合を除き原則禁止しており、また、会社法の株式会社による自己株式の取得に対応する規定もないことから、投資法人の意思決定による自己投資口の取得は困難であると考えられる。一方、海外の場合は、米国、

オーストラリア、香港、カナダなどの国において自己株式（ユニット）の取得が認められ、株価低迷対策や増資による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、投資家の信頼向上につながる可能性も期待される。しかしながら、その取得財源を投資法人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、また、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扱いに留意する必要がある。また、投資家保護や相場操縦の防止等有価証券取引の公正の確保の観点から、インサイダー規制等の導入についても検討が必要と思われる。投資口も上場されている以上、投資家の信頼を向上させるためにも、投資法人による投資口の価格対策は重要であり、我が国における導入も視野に入れながら、投資家の保護に配慮した制度のあり方等について慎重な検討を進めていくべきであると考えられる。

⑤　株式配当（投資口配当）

世界的な信用収縮状況下、投資法人における手元資金の充実が重要となっている。こうした環境において、一定の範囲で手元資金の内部留保を可能にするため、導管性要件に関連して、配当政策の自由度を高めることは投資法人の財務体質改善に寄与するものと考えられる。例えば米国においては、昨年１２月に上場リートに関して、導管性要件の一つである課税所得の９０％配当要件について、投資家の選択による株式配当を許容する旨の措置（ただし、配当の現金比率は１０％以上必要。平成 20 年 1 月 1 日から平成 21 年 12 月 31 日までの配当に時限的に適用される。）が施行され、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。投信法上は、配当方法として金銭以外に投資口を用いることを禁止していると考えられ、また、租税特別措置法の支払配当の損金算入規定においても損金算入できるのは「投資法人が支払う金銭の分配」となっており、金銭以外による配当では損金算入が認められず課税されてしまうことなどから、金銭に代えて投資口を交付することは困難と考えられる。また、投資家にとっても、投資法人のリファイナンスリスク軽減にはつながるものの、配当投資口を現金化しようとしても、市場価格が低い上、市場売却は更に投資口価格を低下させるといったデメリットも考えられる。したがって、投資口配当については、引き続き慎重な検討を要するものと考えられる。

⑥　減資規定の創設

投資法人について、仮に保有資産の減損により多額の資本（出資総額）の欠損が発生した場合、長期間にわたり利益配当が困難となるおそれがあり、投信法に会社法で認められている減資に相当する規定を導入して減資による欠損填補を行えば、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の意見があった。投資法人には利益超過分配が制度上用意されており、検討に当たっては、制度上での位置づけを整理す

るとともに、投資家保護等の観点にも留意しつつ、慎重な検討を要するものと考えられる。

（２）Ｊリート各社の財務戦略機能の強化の必要性について

リートが一定の借入を起こして資産運用することは世界的にも通例であるが、現在の信用収縮状況下では、その借入比率や借入期間の長短、借入金利の高低、担保の有無等の財務戦略が、リートの経営に直結する情報として投資家やレンダーの注目するものとなっている。我が国においても、証券化レンダーや短期借入への依存、高い借入比率などを指摘される投資法人については、その財務体質改善が喫緊の課題と指摘されている。このように、今後、投資家の信頼を高めるためには、アセットサイド（資産サイド）における運用財産やその管理の内容もさることながら、ライアビリティサイド（負債サイド）においてもどのような条件でどれだけ借入や投資法人債発行を行うかといった適切な財務戦略が重要である。例えば、安定的な長期借入金を合理的な範囲で準備する一方、短期の運転資金用に低金利の短期借入金で賄うなど、負債の長短のバランスをとり、各借入金の満期が重ならないように返済時期を分散させるなどである。このように、Ｊリート各社においては、財務に強い人員を確保するなどを通じて自らの財務戦略機能の強化を図り、投資家の信頼を高める努力が重要であると考えられる。

長期の資金調達手段として投資法人債の発行が投信法上認められ、多くの発行実績があるが、現在の信用収縮下においては、相当程度高い格付けを有する投資法人しか発行できない状況とされる。しかしながら、本年２月にＪリート初の劣後投資法人債が発行されたり、同月に一定の格付を有する投資法人債が日本銀行の適格担保の対象に追加されるなどのイベントもあり、今後、投資法人債の発行環境のいち早い回復が望まれる。加えて、金融機関以外から迅速に短期資金を調達する手段として、短期投資法人債についても、資金調達手法の拡充の観点から、発行環境の回復や発行条件の緩和の必要性についての検討が望まれるところである。

また、投資法人債に関連して、一部の投資法人においては、既発の投資法人債の償還という課題が指摘されている。例えば、金融機関からの借入金については、返済期日の到来時に、再度当該金融機関に対しリファイナンス（借換え）を申し込むことが可能であるが、機関投資家等が保有する投資法人債については、定められた期限までに償還しなければならない。このため、今後、投資法人債の償還が到来する投資法人にあっては、十分な時間的余裕をもって、金融機関からの新規融資、適正価格による不動産の売却、他の投資法人との合併、信用力のあるスポンサーによる経営参加等を通じて償還資金の確保に努める必要がある。

（３）金融機関による適切な融資の必要性

Ｊリート各社は、不動産を取得・運用するに当たってその取得資金の一部を借入金等に求めているが、サブプライム問題発生後のローン債権証券化商品の発行が困難になったことなどから一部金融機関においてはリファイナンスに応じることができなくなった。また、それ以外の金融機関においても、現在の信用収縮下、借入期間が短い、金利や融資手数料が重いといったそのリファイナンスの厳格さが指摘されている。しかしながら、Ｊリートは、稼働率の高い収益不動産をバリューアップしながら長期保有し、その賃料収益を投資家に還元する仕組みであり､開発事業などリスクのある事業を行っているわけではない。にもかかわらず、リファイナンスに応じないようなことがあれば、現在の買い手不在を指摘される不動産市場における無理な物件売却につながるとともに、仮に売却が間に合わない場合、最悪、破綻・清算といった事態も考えられる。これらの結果、現在の不動産価格の下落に拍車をかけ、その担保価値下落を通じて金融システム、実体経済への深刻な影響を及ぼすことが懸念される。このため、金融機関にあっては、Ｊリート市場を支える主体との自覚を持って、投資法人の運用資産とその運用状況を十分に確認した上で、そのリファイナンスに適切に応じられることに期待したい。

また、Ｊリートは、平成１３年の創設以来、収益不動産の主要な買い手としてその存在感を高め、平成１９年度は、上場企業不動産売却総額約３．３兆円のうち、約１．５兆円を取得した。しかしながら、昨今の株価低迷、信用収縮により、新たな収益不動産を取得する資金調達が困難となり、その物件取得額は平成２０年度に６０００億円台に急減するなど、不動産市場の買い手不在状況に拍車をかけている。信用力の高い投資法人による利回りの高い優良物件の取得や、投資法人同士の合併等を通じた規模拡大による経営の安定化などＪリートの買い手としての機能を復活させることは、我が国不動産市場及び経済全体の安定化のために重要であり、このような案件に対しては、金融機関においても、協調融資の活用などできるだけ新規融資に応じ、不動産の買い手支援を通じて我が国経済の活性化に貢献すべきであると考えられる。

（４）国等の役割

以上に述べたように、Ｊリートの財務については、その内容を投資家に適切に開示しながら、民間ベースで主体的にかつ適切に運用されるべきであることは言うまでもないが、仮に一部の投資法人が資金繰りに失敗し破綻するようなことがあれば、Ｊリート市場全体への投資家の信頼を失うだけでなく、本来日本の不動産市場において物件取得の担い手の役割を期待されるべきＪリートが、逆に物件の投げ売り等を行うことによって、不動産市場を暴落させる恐れが強い。

国においては、このような事態を未然に防ぐべく、昨年末に「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を行ったり、投資法人同士の合併が円滑に行われるための制度改正を早急に行うなど、Ｊリート市場を支える立場を明確にしていることは評価できるところである。また、これらに加え、本年４月に公表された「経済危機対策」において、「官民一体となったファンドの創設等によるＪリートへの資金供給」を実施することとしているところである。

当該施策は、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いるJリートに対し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ことを目的とするものであり、その速やかな実現が望まれる。但し、当該ファンドによる融資等はあくまでセーフティネットであるため、これに安心してＪリート各社が財務内容改善やガバナンス強化などの自発的努力を怠ったり、市場の再編が停滞するようなことはあってはならない。

このため、今後の当該ファンドのモラルハザード防止措置の詳細な制度設計に当たっては、当該ファンドにより投資法人の破綻が回避される場合には、スポンサーの交代や他の投資法人との合併など、一層の経営努力を条件とすることが期待される。

５．個人投資家、年金等による不動産投資の促進

Ｊリートの本来の性格は、安定した賃料収入を裏付けとしているため、その配当は安定的で、投資口価格についても本来安定的であるべきところ、最近は株価との高い連関性と、その背後に投資口の保有者が外国人や金融機関等に偏り、換金売りや損失確定売りにつながっていることが指摘されている。投資口の本来の特性からして、その投資家も長期保有を念頭に置く者、具体的には個人投資家や年金などが考えられるところであるが、双方とも十分普及しているとは言い難い。そこで、いかに貯蓄志向の強い個人投資家や長期の安定収益を期待する年金による投資口保有を促進していくかについて、以下の議論がなされた。

（１）個人投資家への普及促進について

昨年１２月に実施した社団法人不動産証券化協会の調査によれば、個人投資家のＪリートの認知率は株式の３分の１程度と低水準に留まっており、商品特性が分からないとの声もある。業界としても、本年３月に、個人投資家へのＪリートの商品特性の周知等を目的とする初めての取組である「個人投資家のためのＪリートフェア２００９」（社団法人不動産証券化協会主催）を実施しているところ

であるが、先ずは、事業者、関係団体等が協力して個人投資家に対するＪリートの普及活動や投資家教育に尽力していくことが重要である。

また、投資口の唯一の直接販売窓口である証券会社について、販売取組の更なる強化が必要である。例えば、その営業戦略におけるＪリートの位置づけを向上させたり、Ｊリートに関する販売員の認識の向上を図るなどにより、個人投資家が投資しやすい環境を構築する努力を率先して行うことに期待したい。

次に、近年、生命保険や投資信託の販売に力を入れている銀行にも一定の役割が期待される。現在、銀行では、Ｊリートを投資対象とする投資信託が販売されているが、個人投資家層を拡大する上で大変重要な販売チャネルであり、より一層の販売体制の強化が期待される。Ｊリートは法律に基づく投資商品の重要な一部であり、その投資資金が収益不動産の取得、バリューアップを通じた都市整備につながる高い公益性を有している。このような視点を持って、銀行においても、販売促進に向けた取組が積極的に行われることを期待したい。

また、投資信託の一種として、昨年、東証リート指数に連動するETF（上場投資信託）が東京証券取引所に上場されている。このETFを活用することで、投資家は、東京証券取引所に上場するＪリート40銘柄に少額で分散投資できる。こうした商品も、個人投資家に対するＪリートの普及に寄与するものと期待される。

（２）年金への普及促進について

海外の年金は、運用対象の分散、高いキャッシュリターンの追求、インフレヘッジ効果等を動機として、我が国に比べても多くの資金を不動産に投資している。しかしながら、我が国では、一部の企業年金が不動産投資を行っているに過ぎず、公的年金の多くは不動産投資を全く行っていない。

Ｊリート市場に限って言えば、年金が投資するには未だ規模が小さいとの声が聞かれ、この意味でも投資法人同士の合併など市場の再編、更なる成長が必要であると考えられるが、我が国の不動産全体を見れば約２３００兆円と規模が大きく、大きな付加価値を生み出す可能性を秘めているため、長期安定的な投資を行う年金にあっては、不動産投資の有効性についてより積極的な検討が行われることを期待する。

一方、年金側のニーズとして、長期の安定的な投資対象として、借入比率が低く安定資産への運用に特化した資産規模の大きい私募ファンドへの期待も数年来表明されているが、これに対応する商品が十分に提供されているとは言い難い。年金のニーズを満たす商品開発を行なうことは、高齢化社会における今後の年金運用という国家的課題に関する社会的使命を果たす上でも重要である。

また、年金による不動産投資の促進のためには、不動産投資の知識・経験の豊富な不動産投資顧問業者の助言等のサービスの利用や、米国におけるＰＲＥＡ（投資家（公的年金を含む。）、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1979年に設立され、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。）のような投資教育・啓発組織の必要性について検討することも重要である。

また、国連主導のもとで、欧米の主要な機関投資家は社会的責任投資（ＳＲＩ）の原則である責任投資原則（ＰＲＩ）を作成しており、社会的責任投資を積極的に行っている。不動産事業者についても年金等の社会的責任投資の対象となるような優良な不動産の開発・運用等を行う取組を促進することにより、安定した不動産投資を呼び込みやすくすることが考えられる。

６．不動産鑑定評価に関する検討

投信法における価格調査は不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて行うこととされるなど、鑑定評価は不動産証券化において大きな役割を果たしており、不動産証券化業務全般においてその重要性は高まっている。その主な理由としては、一般に不動産はその価格が相対の契約で定められる個別性が高い資産であり、市場で流通する一般の商品と異なり常設公開の取引市場での価格が存在しないところ、鑑定評価制度は、投資家に個別の不動産取引の売買価格の妥当性を説明する上での有益な参考指標として認知されているためである。

不動産鑑定評価制度については、こうした利用拡大等にあわせて改正が行われており、平成１９年４月に鑑定評価基準が改定され、証券化対象不動産の鑑定評価に関する項目が盛り込まれるとともに、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は、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。

現在の証券化対象不動産の鑑定評価においてはＤＣＦ法の適用を原則とする収益還元法による価格が重視されているが、その算出の際、割引率等利回りが変動すると、鑑定評価額が変動する仕組みとなっている。しかしながら、投資法人の運用資産は通常長期保有を目的としており、売買目的での保有ではなく、その賃料収入は長期安定しているにもかかわらず、経済動向によって利回りが変化する結果、その鑑定評価額が大きく変動することが指摘される。Ｊリート各社においては、鑑定評価額が各期末ごとに公表され、帳簿価格との比較等を通じて投資家の投資行動に大きな影響を与えるものである。

このため、不動産鑑定士は、鑑定評価額や鑑定評価に使用した割引率等利回りの根拠について十分に吟味することやわかりやすく鑑定評価書に記載することが望まれる。また、Ｊリート各社は、鑑定評価額や鑑定評価に使用された利回りの投資家への説明のため、鑑定評価書の重要な部分の投資家への開示の充実が望まれる。これにより、鑑定評価の質の向上や鑑定評価額や利回りの共通目線の醸成等の効果も期待される。このため、投資家にわかりやすい鑑定評価書の内容の開示方法について、検討を行うことが望ましい。

さらに、例えば、「満期保有目的」と「売買目的」で会計処理の仕方が分かれている有価証券の会計処理のように、Ｊリートの保有する不動産の継続的な評価においても、このような工夫を行うことも考えられる。しかしながら、一方で、物件取得時や売買時の評価額や実際の取引価格と継続的な評価額に大きな乖離が生じる可能性が高いことが投資家保護の観点から問題がないかどうかや、国際的な会計基準等との整合性等の課題も多いと考えられる。このため、Ｊリートのような継続保有を前提とした不動産の継続的な評価及び開示について、投資家、事業者、金融機関、不動産鑑定士、公認会計士等の意見を踏まえつつ、更なる検討が必要である。

７．Ｊリートの情報開示等について

Ｊリートは証券取引所に上場される上場商品として、証券取引所の適時開示を通じて、不動産市場の透明性向上に寄与してきた存在であり、その登場によって我が国の不動産市場の透明性は大きく高まった。一方、投資家の視点からは引き続き改善が必要なのではないかとの指摘もあり、Ｊリートの情報開示等について以下の議論を行った。

（１）Ｊリートの情報開示について

Ｊリート各社は証券取引所の適時開示や各社ホームページで情報提供に尽力しているが、各社の公表内容にはばらつきがある点が指摘されている。特に投資口の売買シェアの約半数を占める海外投資家のための英文開示、鑑定評価時の前提条件となるＮＯＩ（純営業収益）や直接還元利回り等の開示、物件取得時の長期修繕費用の開示などについて、より統一的な開示が望まれるとの指摘があった。もちろん、情報提供にはそれに要するコストや守秘義務等の問題があるものの、投資判断に有用な情報を投資家が理解しやすい形で提供していくために不断の努力を続けることは、その市場の活性化のために不可欠であり、今後もＪリート各社が証券取引所等の市場関係者と協議し、鋭意改善していくことが望まれる。

（２）住宅価格指数について

米国では、Ｓ＆Ｐ（スタンダード・アンド・プアーズ）ケース・シラー住宅価格指数等住宅販売の成約価格に基づく指数が公表されており、広範な地域の住宅価格動向が把握可能となり、投資家などにとっても重要な情報となっているが、我が国では、これに相当する住宅価格指数は存在せず、このことが住宅市場が本来の価値以下に見られる一因となっているとの指摘もある。このため、我が国においても成約価格に基づく住宅価格指数を開発し、広く普及させることが必要であると考えられる。

８．その他の不動産投資市場活性化に向けた課題について

（１）多様な事業手法の整備

市場のニーズに応じた多様な事業を可能とするため、例えば、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ノンリコースローンの供給により開発型の不動産投資事業を行う手法など、新たな事業手法の整備を検討していくべきとの議論がなされた。

（２）私募不動産ファンド等

Ｊリートの資産規模が総額約８兆円程度であるのに比べ、私募ファンドの資産規模は約１３兆円であり､不動産投資市場における私募ファンドの割合も大きい。私募ファンドは、一般的には、機関投資家等のプロの投資家によって組成され、借入比率もＪリートに比して高い傾向にあるとともに、その運用資産も開発型のものから小規模の賃貸マンションまで幅広く、様々な性格のファンドが存在している。

現在、私募ファンドの多くは信用収縮により、新たな組成が困難となるとともに、不動産価格の下落によりＣＭＢＳの償還が課題となっており、このまま買い手不在の市場が改善されない場合には、私募ファンドが保有する不動産が市場に流出する可能性があるなど、その動向が不動産市場に与える影響は大きいと考えられる。また、一方で、現在の割安な収益不動産の取得を目的に新たな私募ファンドが組成されるケースも見られ、新たな不動産の買い手として期待できる部分もある。

こうした私募ファンドの動向等を注視しつつ、Ｊリート以外の不動産投資市場の活性化策についても、今後、事業者、有識者、行政等の不動産投資市場関係者が一体となって考えていくことが必要である。

９．おわりに

Ｊリート市場は、我が国の不動産投資市場の根幹をなすものであり、早期にこれを再活性化し、不動産を巡る良好な資金循環を再構築することで、都市・地域の再生を進めなければならない。

本フォーラムでは投資家に信頼される不動産投資市場の確立に向け､昨年 10 月よりＪリート市場を中心にその活性化に資する様々な施策や今後解決すべき課題について議論を重ねてきた。

これまでの関係者の尽力により、投資法人の合併制度の整備が進み、各種の市場活性化策についても方向性が示されるなど、一定の成果が上がってきている。今後は各種施策が確実に実行されるとともに、課題の解決に向け、我が国

の制度のあり方についても十分議論を深め、関係する事業者、行政機関等の市場関係者がそれぞれの立場から努力を継続していく必要がある。また、こうした取組を促進するためにも、各市場関係者が協力し、ガバナンスの強化等、Jリートに対する国民一般の信頼を高めていく活動が大変重要である。

Ⅳ. 参考

（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」
開催状況

平成２０年

１０月２８日　第３回
日本の不動産証券化とＲＥＩＴの市場動向について
Ｊリート等我が国不動産投資市場に関する主な論点について

平成２１年

２月１０日　第４回
ワーキンググループにおける検討状況中間報告について

６月　２日　第５回
ワーキンググループにおける検討状況報告について

（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２０年

１１月１１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

１１月２６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②

１２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③
　　Ｊリートのガバナンスについて①

１２月２４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②
　　Ｊリートのファイナンスについて①

平成２１年

１月３０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②

３月　４日　第６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③

３月３１日　第７回ワーキンググループ
　　個人投資家、年金等による不動産投資の促進について

４月２０日　第８回ワーキンググループ
　　不動産鑑定評価、情報開示、住宅価格指数について

５月２５日　第９回ワーキンググループ
　　その他の不動産投資市場の課題について

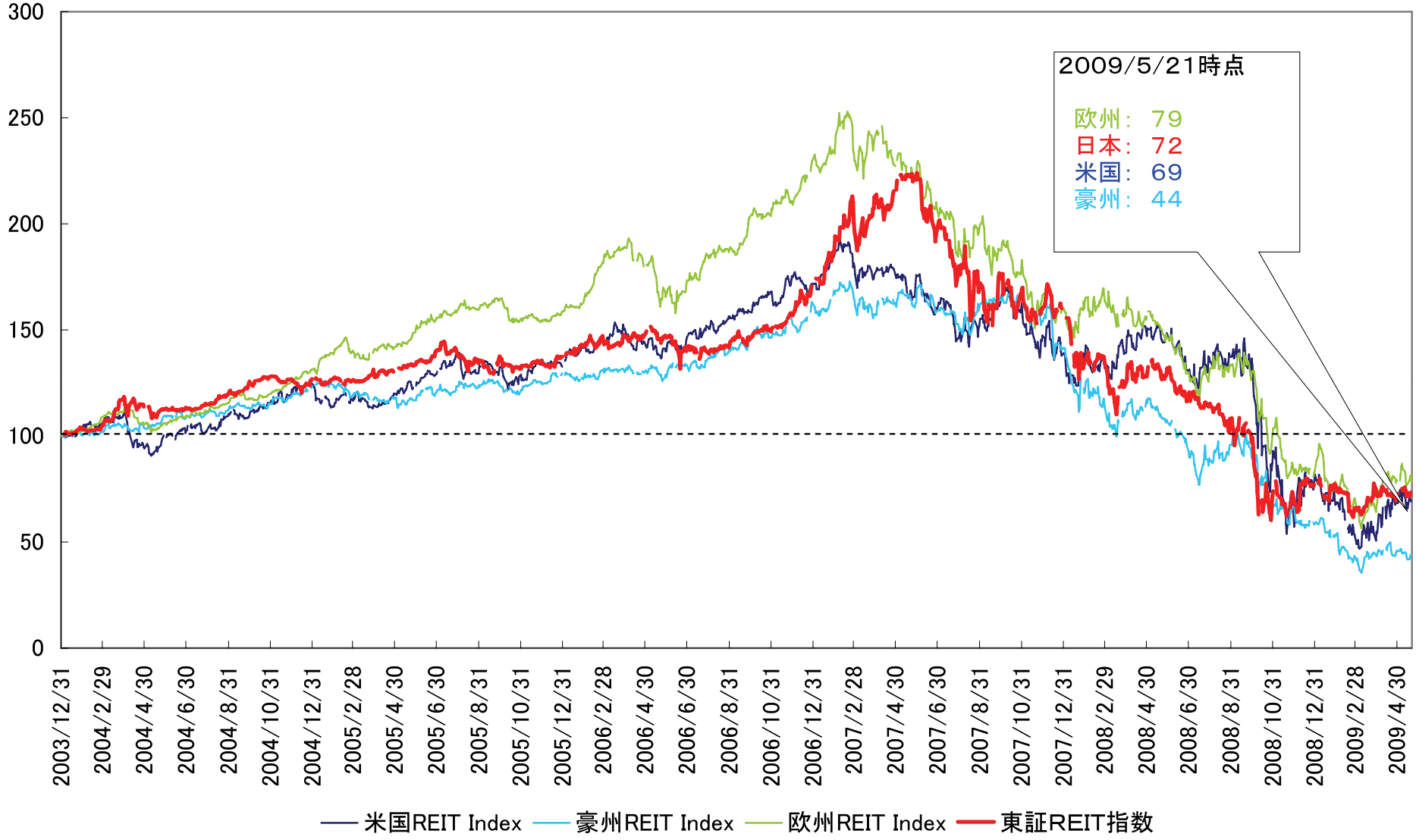
Ⅴ．参考資料

参考資料

1. はじめに

世界のREIT市場の動向

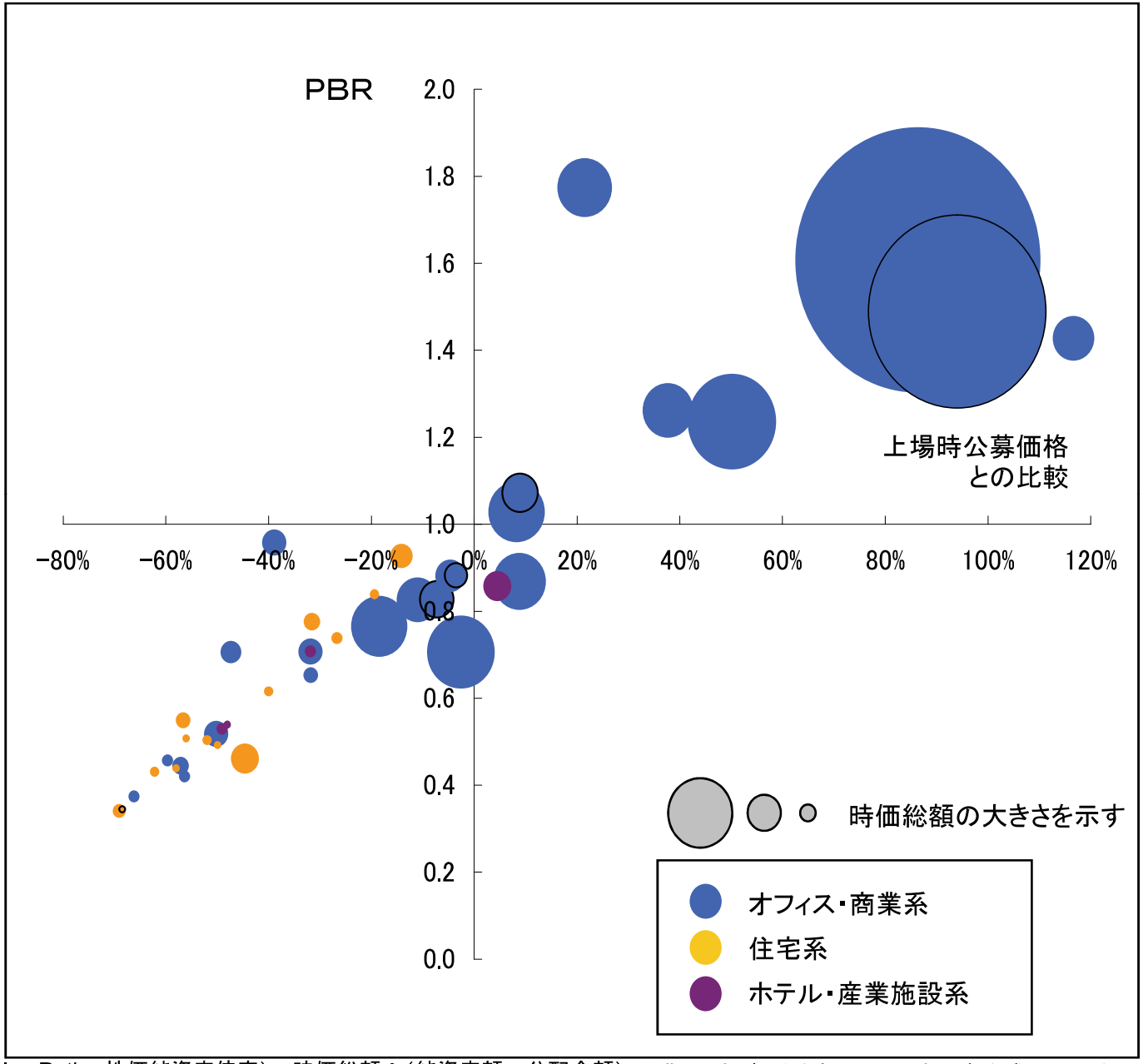
REIT指数
（2003/12/31＝100として指数化）



資料：Bloomberg 提供データに基づきARES作成

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」

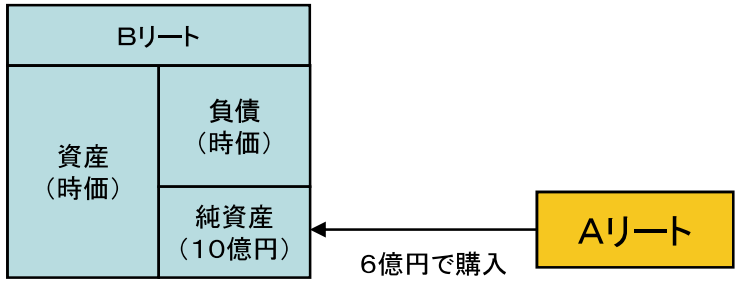
Jリートは、各種要件を満たすと支払配当が損金算入される仕組み（導管性）だが、要件の1つである現行の配当要件判定式は、以下の通り会計上の利益と税務上の所得を比較しており、会計と税務の不一致（例：修繕費の取扱等）が大きいと判定式をクリアできない導管性リスクを抱えていた。

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）
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。

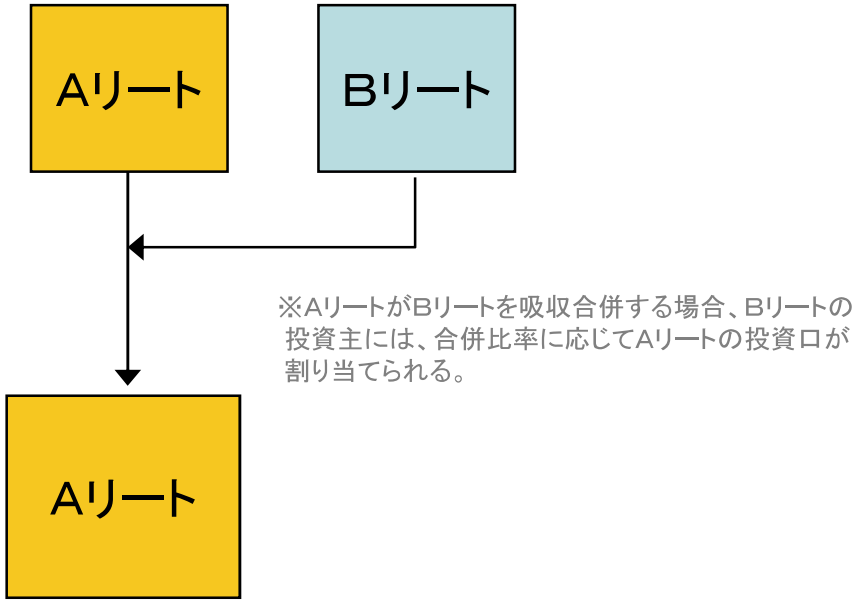
Jリートの合併促進等のための制度改正等について

②合併交付金の活用可能性の明確化

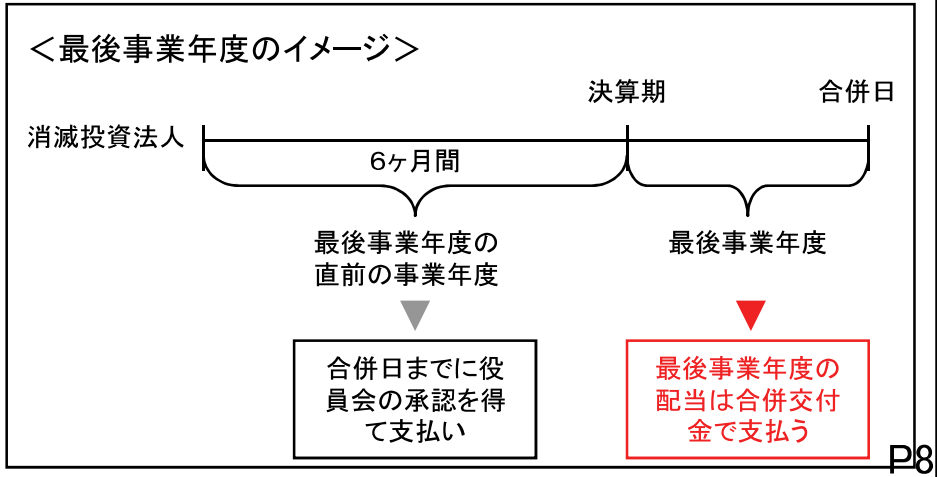
Aリートが Bリートを吸収合併する場合、合併比率の端数調整や合併当事者の決算期が異なる際の利益配当の調整等のために金銭（いわゆる「合併交付金」）が支払えることを明確化（内閣府令・監督指針の改正）。

（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。



※AリートがBリートを吸収合併する場合、Bリートの投資主には、合併比率に応じてAリートの投資口が割り当てられる。



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。

P9

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っては、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、当該同意があったものを除く。）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）

※赤字＝今回改正された部分

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。

※赤字＝今回新設された部分

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。

39

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、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。

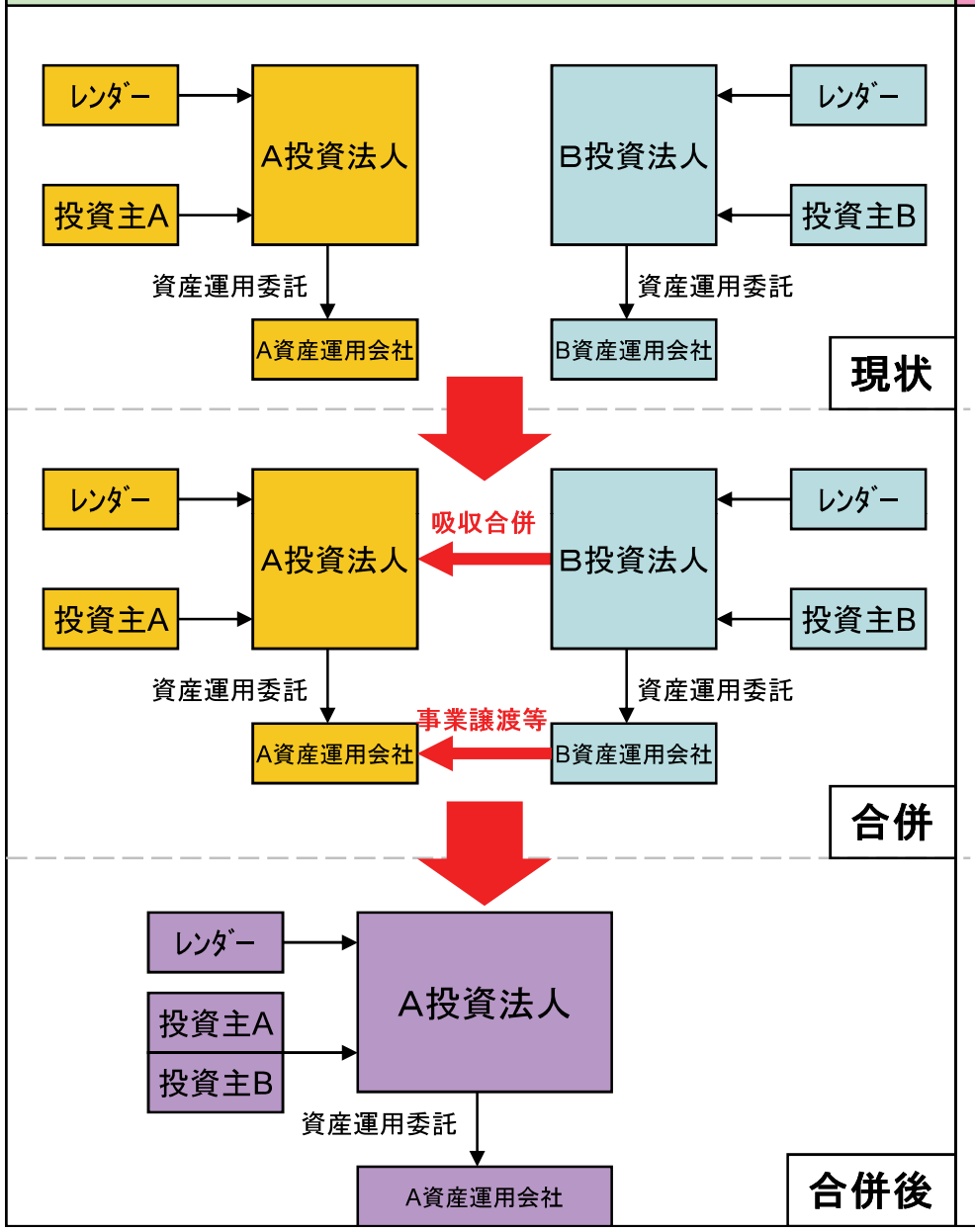
簡易なNAV＝純資産総額[配当後]＋（鑑定評価額合計－帳簿価格合計）

※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

	存続投資法人（Aリート）	消滅投資法人（Bリート）
約2週間	役員会決議	役員会決議
	合併契約書の締結	
	投資主総会の会日の公告	投資主総会の会日の公告
	基準日についての公告	基準日についての公告
	基準日	
約2-3週間	合併についての公告・通知	合併についての公告・通知
約1週間	事前開示書面の備置	事前開示書面の備置
約2週間	投資主名簿確定	投資主名簿確定
	投資主総会招集通知発送	投資主総会招集通知発送
	債権者異議申述期間	債権者異議申述期間
約4-6週間	投資主総会（特別決議）	投資主総会（特別決議）
	反対投資主投資口買取請求期間	反対投資主投資口買取請求期間
	効力発生日	
	反対投資主への支払い、端数の処理、登記申請	登記申請
	事後開示書面の備置	資産運用委託契約の解除、投資法人の解散

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	ｸﾘｰﾄﾞﾘｰﾄｱﾄﾞﾊﾞｲｻﾞｰｽﾞ（ｼﾞｬﾊﾟﾝｵﾌｨｽｱﾄﾞﾊﾞｲｻﾞｰｽﾞ） ※H20年12/22付商号変更	クリード→いちごアセットトラスト ※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ｼﾞﾒﾝﾄ	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	ﾘﾌﾟﾗｽﾘｰﾄﾏﾈｼﾞﾒﾝﾄ(ﾐｶｻｱｾｯﾄﾏﾈｼﾞﾒﾝﾄ) ※H20年10/24付商号変更	リプラス→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ｼﾞﾒﾝﾄ	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	ﾗｻｰﾙｲﾝﾍﾞｽﾄﾒﾝﾄｱﾄﾞﾊﾞｲｻﾞｰｽﾞ	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どのように投資家に説明するか。

44

＜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）】

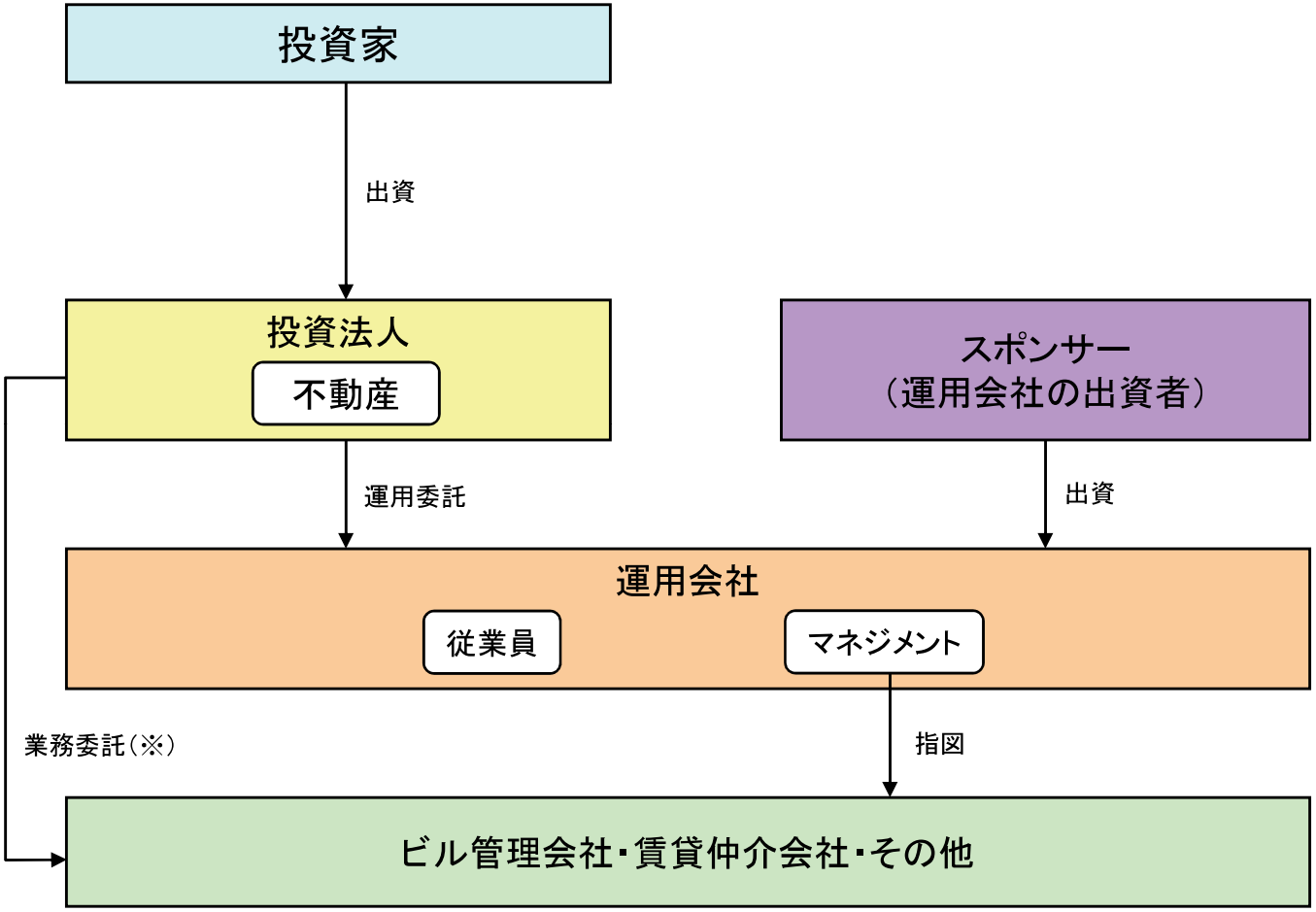
資産取得時の鑑定評価取得に関し、売主（運用会社の利害関係人）の売却希望価格以上での鑑定評価を行うよう依頼する行為等、鑑定業者の独立性を損なう不適切な働きかけを行い、また、売却希望価格近似の評価額の概算が得られるまで複数の鑑定業者に概算を依頼し、最高価額を提示した業者を選定する等の不適切な鑑定業者選定プロセス等を行っていた。

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

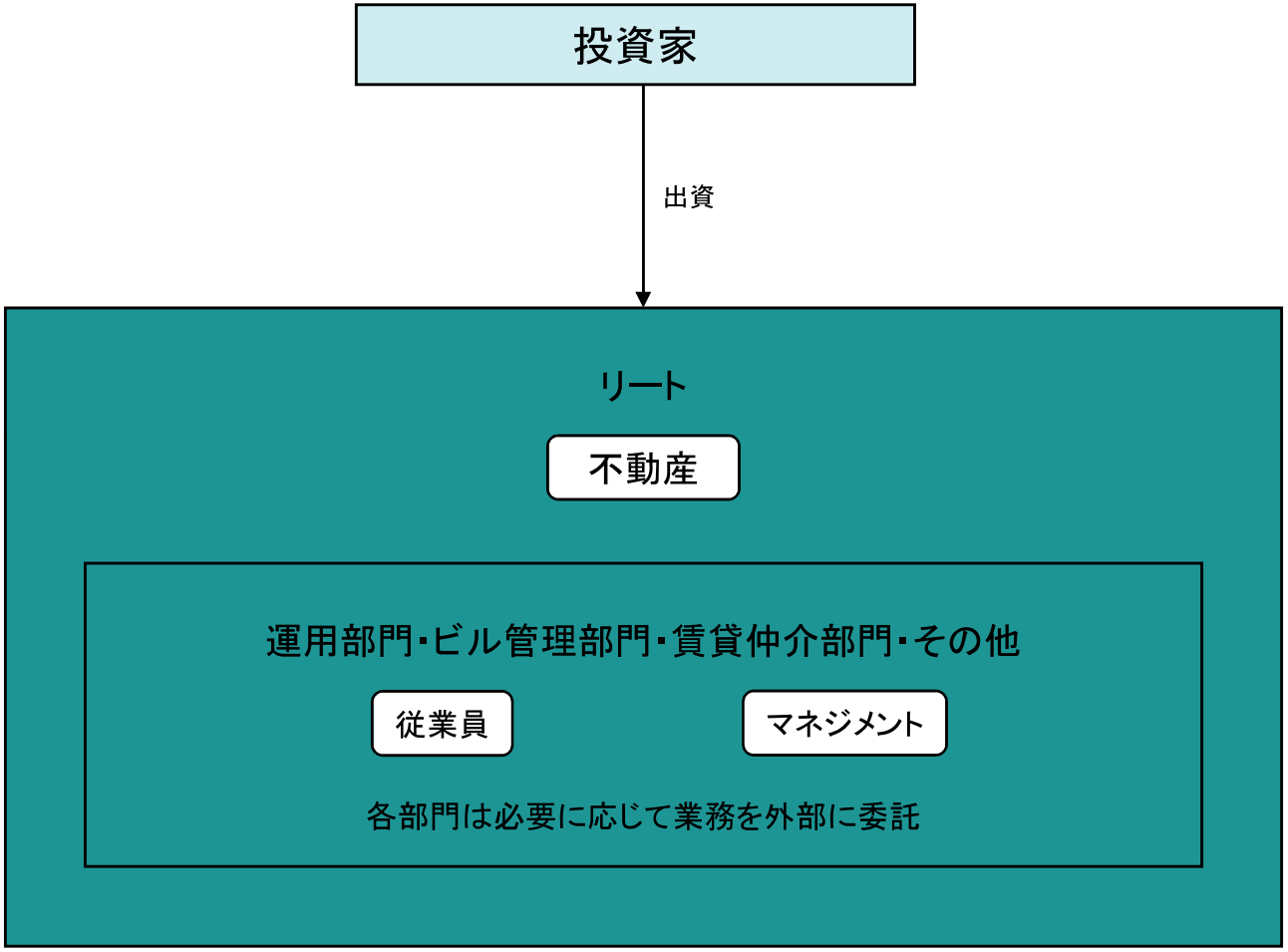
1．日本（Jリート）～外部運用型～



（※）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

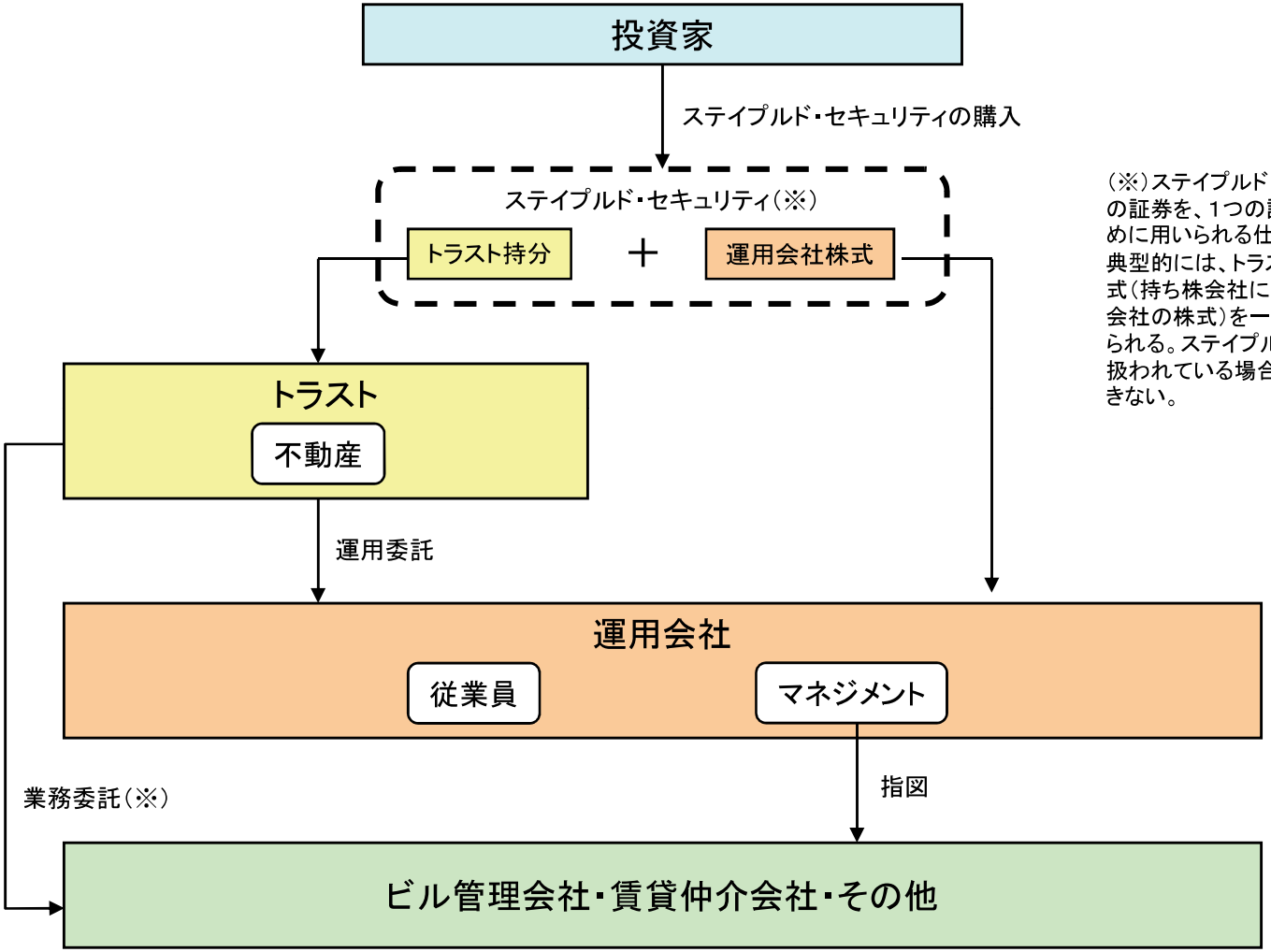
2. 米国（USリート）～内部運用型～



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	・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）	・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	・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。	・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 Investment Trusts (REITs)

「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.
<u>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.</u>
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.

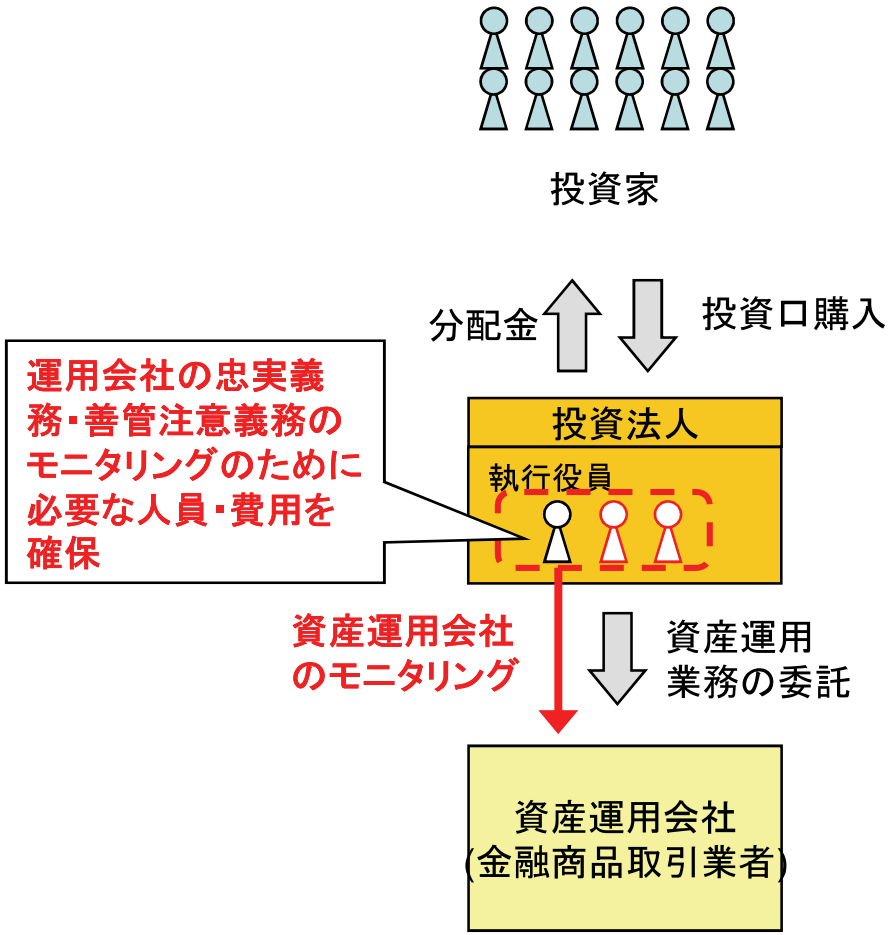
(下線部の和訳)
ステープルド型は、投資家にとりREITを実質的に内部運用体制へと変えるものである。このステープルド型は近年市場で発展してきたものであるが、資産運用会社の収益と投資家利害をより一致させるべきであるという投資家のニーズへ対応するとともに、REITの買収に際して資産運用会社の脆弱性に対処することが発展の理由として挙げられる。

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モニタリング（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モニタリングを行うことにある。

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、善管注意義務等のモニタリング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、必要に応じたモニタリング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つ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？

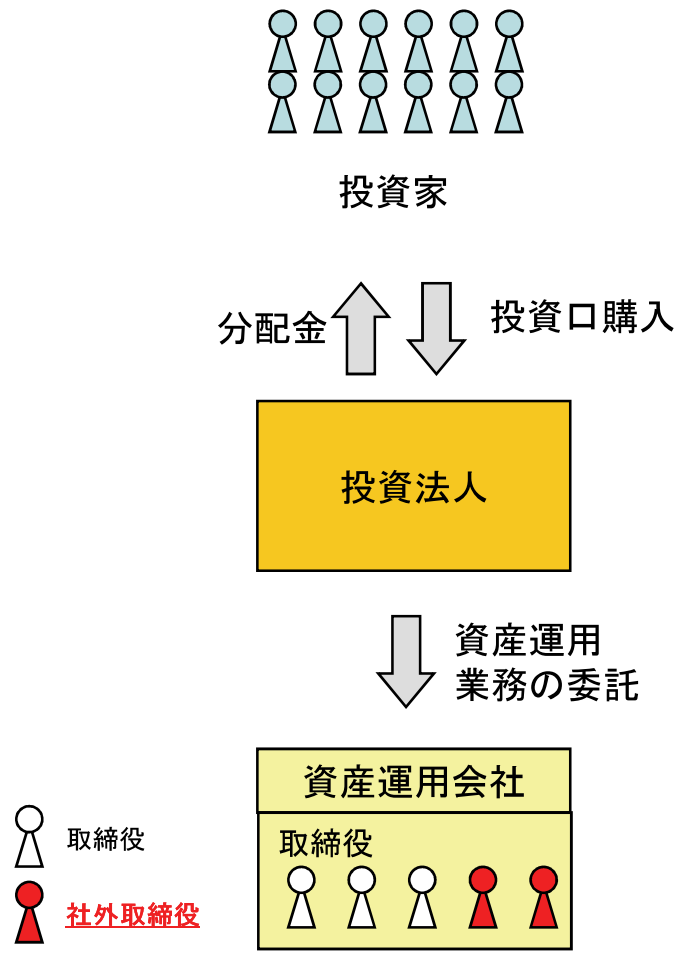
投信法では、以下の業務の外部委託を義務付けているが、それ以外にも不動産管理会社に対し、不動産管理業務の委託を行っている例もある。

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　P27

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

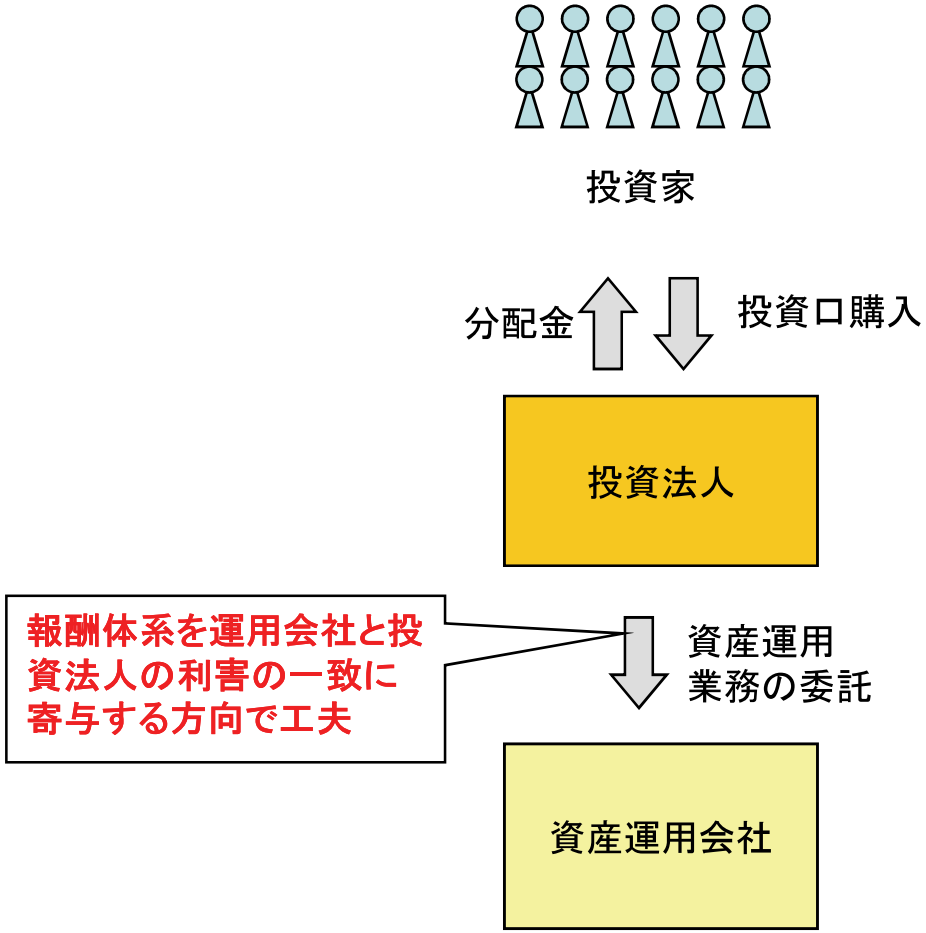
会社法第2条第15号で「株式会社の取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがないもの」と定義されており、業務を執行しない客観的な立場から経営判断を行うことがその役割として求められている。

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。



P29

運用報酬の例1

運用報酬の事例1

運用報酬＝基本報酬1＋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I 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。

56

運用報酬の事例2

運用報酬＝基本報酬1＋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）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。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	前営業期末時点における運用資産評価額総額に応じ、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。 【計算式】 ・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 ・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 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。
基本報酬2	当該営業期間における、経常キャッシュフローに応じ、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。 【計算式】 ・CFが50億円以下の部分に対し、6.0%を乗じて得た金額 ・CFが50億円を超える部分に対し、5.0%を乗じて得た金額 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。
インセンティブ報酬	当該営業期間における、東京証券取引所投資口価格（終値）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。 【計算式】 ・（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）×前営業期未発行済み投資口数×0.4% 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。 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。 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。

※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

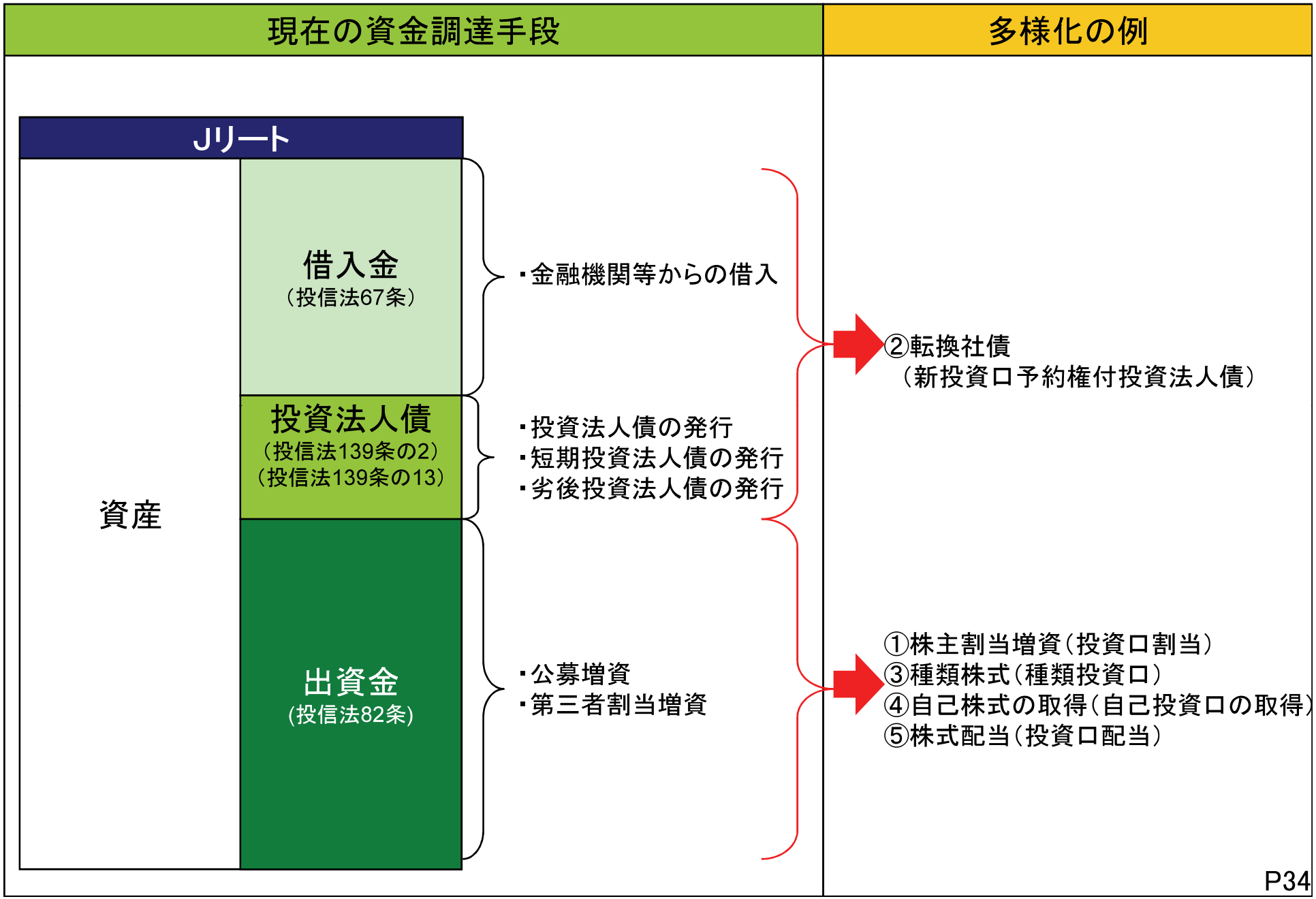
主要各国のリートのギアリング規制

＜主要各国のリートのギアリング規制＞

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



P34

第三者割当増資

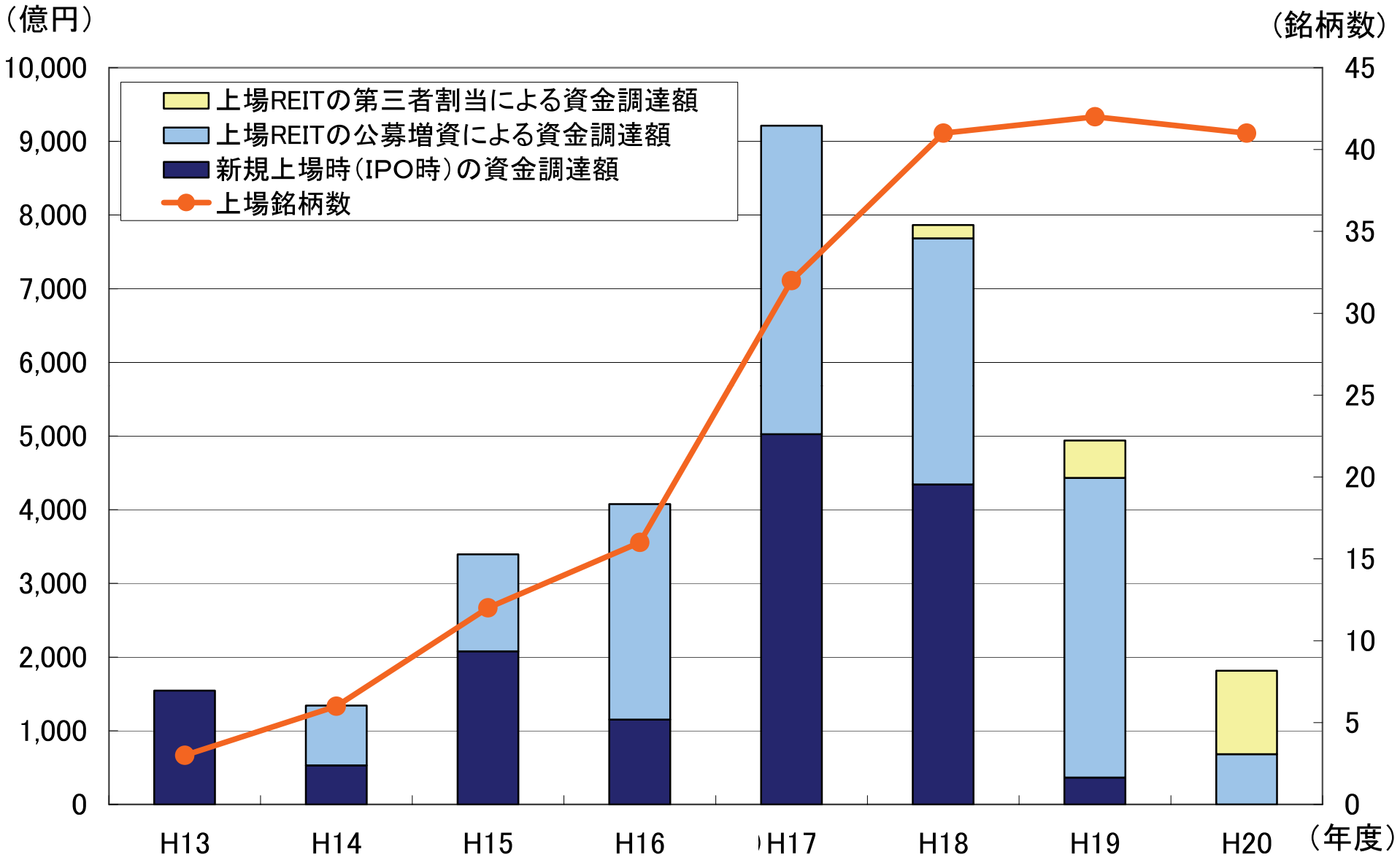
○過去1年間の第三者割当増資

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？

・投資法人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。

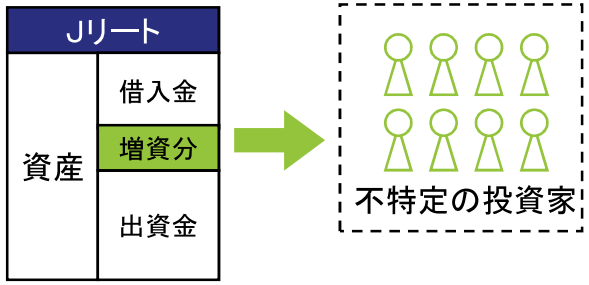
・全投資主に対し時価よりも安い価格で募集することで、投資主が募集に応じやすくなるため、投資口価格低迷時でもエクイティ調達が可能。

○投資家保護上の注意事項

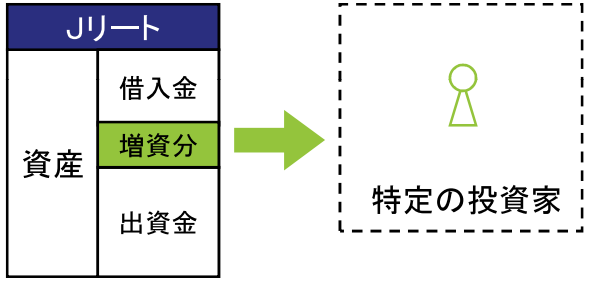
・投資主割当増資は、買い増すつもりのなかった既存投資主に出資を依頼することになるため、リートは既存投資主の投資意欲が沸くようにする等の理由から、時価よりも低い価格で発行するディスカウント増資が一般的となっている。このため、資金がない等の理由で追加出資に応じない投資主は失権し、1口当たり投資口配当が減少する（希薄化する）ため、希薄化を嫌って売却を選択することもあることや、失権の割合により資金調達額が不確定なため、その資金使途に注意が必要と考えられる。

イメージ図

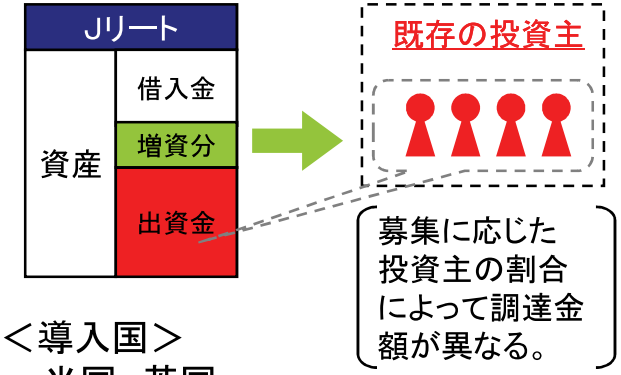
＜公募増資＞



＜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)

※各リートのプレ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、その投資法人の投資口に転換することが出来る投資法人債）

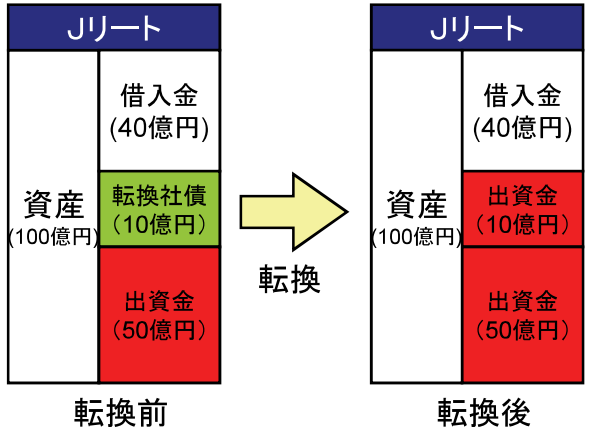
○メリット

＜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

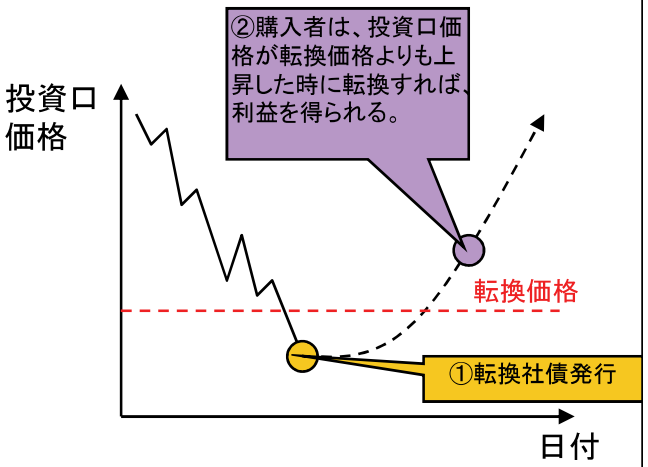
・転換価格の設定如何によっては大量の投資口に転換され膨大な希薄化を招く。また、転換価格に無制約の下方修正条項等が付加されていれば更に希薄化が促進されてしまう可能性もある。
・さらに、投資口売却と転換権行使を組み合わせた取引方法（大量に空売り等を行い時価を下げ、その時価に応じて転換価格が修正され、修正後の価格で転換し、更に売却する）によっては投資口価格の低下圧力を生む可能性もある。
・発行後、投資口価格が上昇せず、期限になっても転換されない場合には、当初予定した借入比率改善などの財務改善効果が得られない場合も考えられる。
・このため、ガバナンスの十分な確保や投資家保護の制度設計の必要性など、その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

イメージ図



借入比率
＝(40+10)÷100
＝50%

借入比率
＝40÷100
＝40%
（財務体質改善）



＜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：種類投資口の一種で、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
②残余財産の分配
③議決権
④譲渡制限
⑤株主の取得請求権
⑥会社の取得条項
⑦全部取得条項
⑧拒否権
⑨役員選任権
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、余剰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

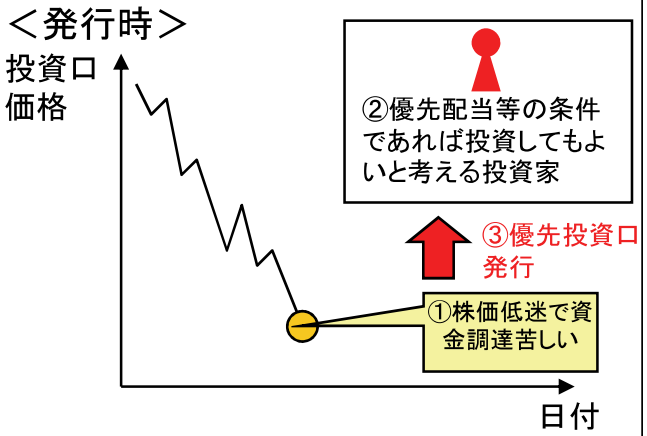
・資金調達が苦しい環境でも、議決権はないが普通投資口に優先して配当を受け取れる優先投資口であれば資金調達がしやすいなど、様々な投資家のニーズに応える形で種類投資口の発行を認めることは、投資法人の財務内容を改善させ、投資家の信頼向上につながる可能性も期待される。

○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金融商品というJリート投資口のシンプルな商品特性と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慎重な検討が必要。

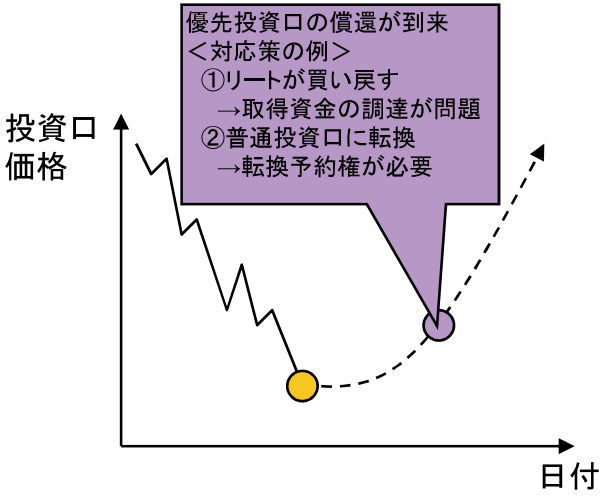
イメージ図

＜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）

＜米国上場リートの増資履歴＞

	普通株		優先株	
年	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自己株式の取得（自己投資口の取得）

○自己投資口の取得とは何か？

・投資法人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、株価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。

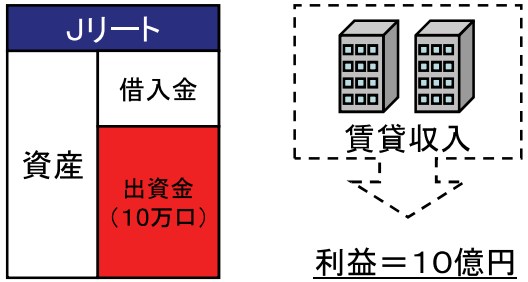
○投資家保護上の注意事項

・自己投資口の取得財源を、投資法人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についても検討が必要だと考えられる。

イメージ図

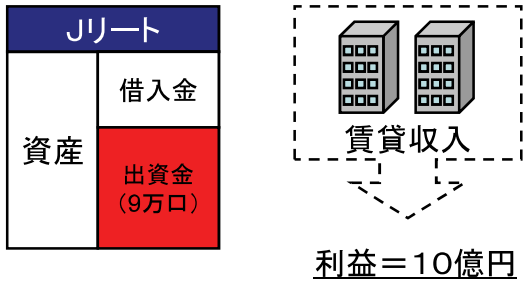
＜取得前＞



1口当たり利益
＝10億円÷10万口
＝1万円／口

自社投資口を
1万口取得後、消却

＜取得後＞



1口当たり利益
＝10億円÷9万口
＝1.1万円／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自己株式の取得（自己投資口の取得）

○海外の実施事例（自己株式の取得）

＜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株式配当（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

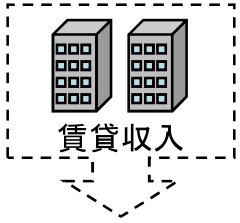
・米国では、大手優良リートも株式配当を行っており、導管性に抵触することなく手元資金の流出抑制、リファイナンスリスクの軽減につながったことが指摘されている。

○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、市場売却は更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

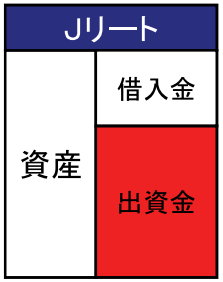
＜通常の配当＞

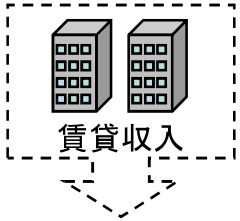


利益＝10億円

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株式配当（投資口配当）

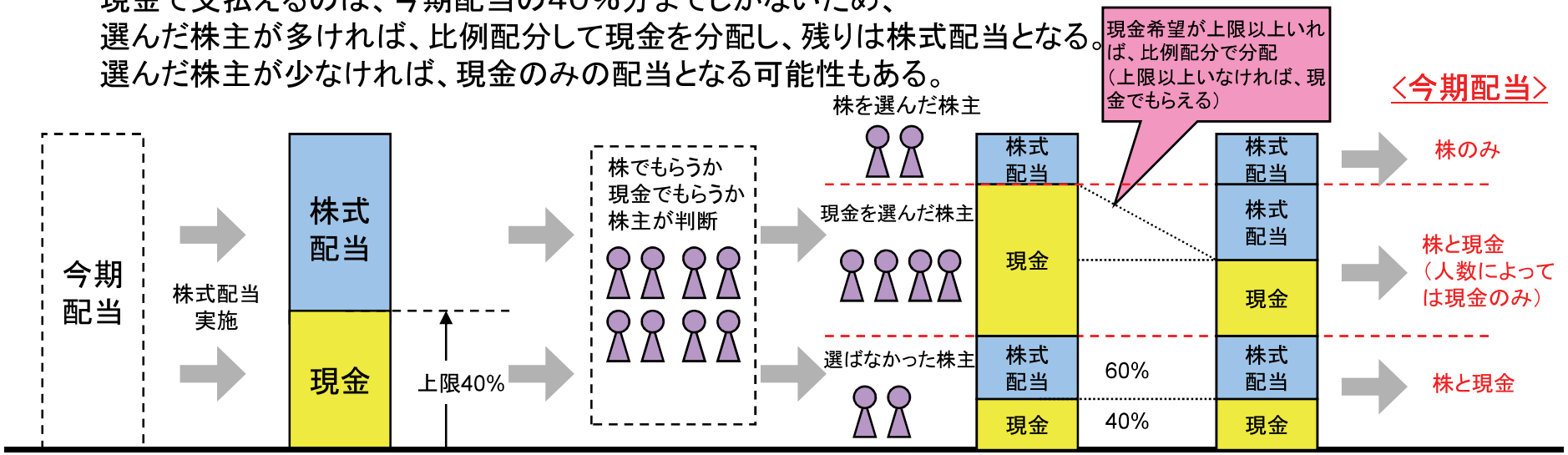
○海外の実施事例（株式配当）

＜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、大手リート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

ー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%分までしかないため、
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10億円の投資法人を例にすると、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。

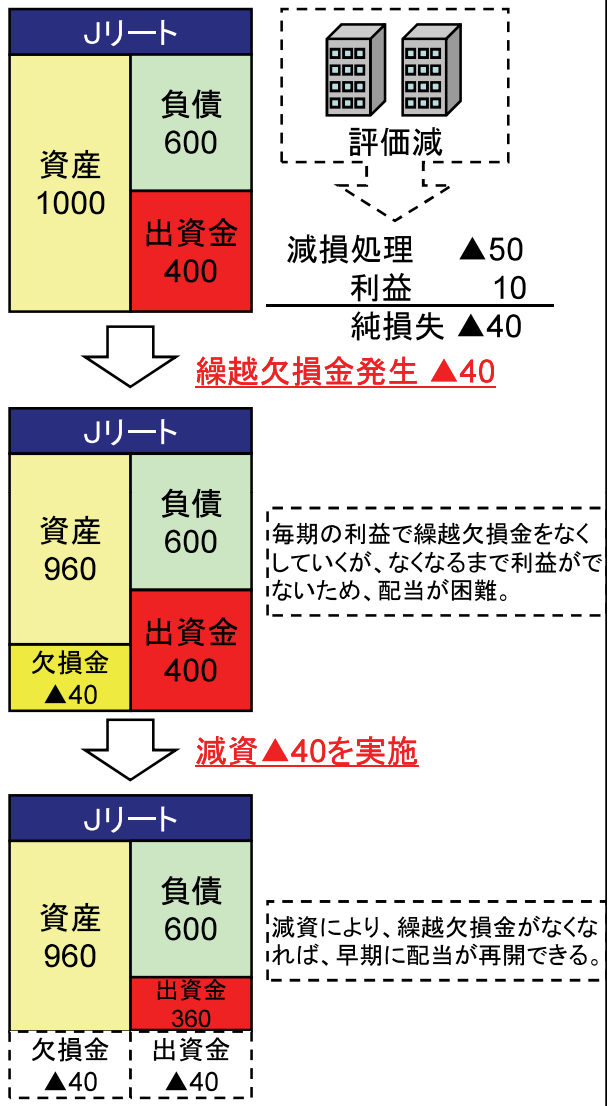
・投資法人が繰越欠損金を抱えていると、利益配当が困難となるおそれがあり、また、当該投資法人に融資を行う金融機関としては、赤字企業への融資を検討することになり、融資しにくい可能性がある。このため、減資による欠損補填を行えば、早期に配当を再開できるとともに、ファイナンス対策上も効果があるのではないかとの意見があった。

○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＞

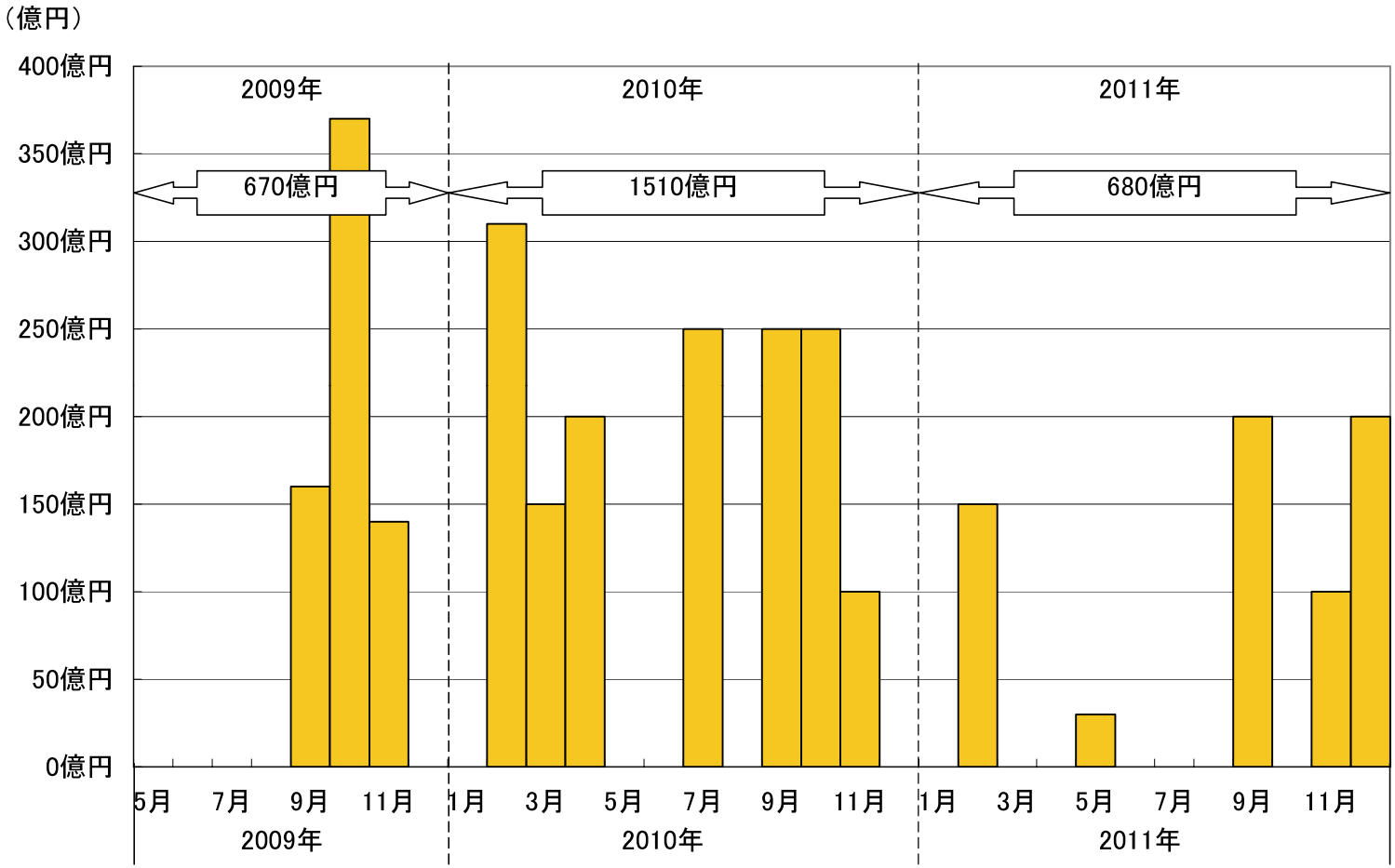


＜導入国＞

・米国、英国

Jリートの投資法人債の償還

○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リートの有利子負債総額
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、投資法人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AA格相当以上の格付を取得していること等、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）
第百三十九条の十二　第百三十九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、第百三十九条の八から第百三十九条の十までの規定は、適用しない。

（短期投資法人債の発行）

第百三十九条の十三　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　法第百三十九条の十三第一号 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っては、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っては、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っては、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っては、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って、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。

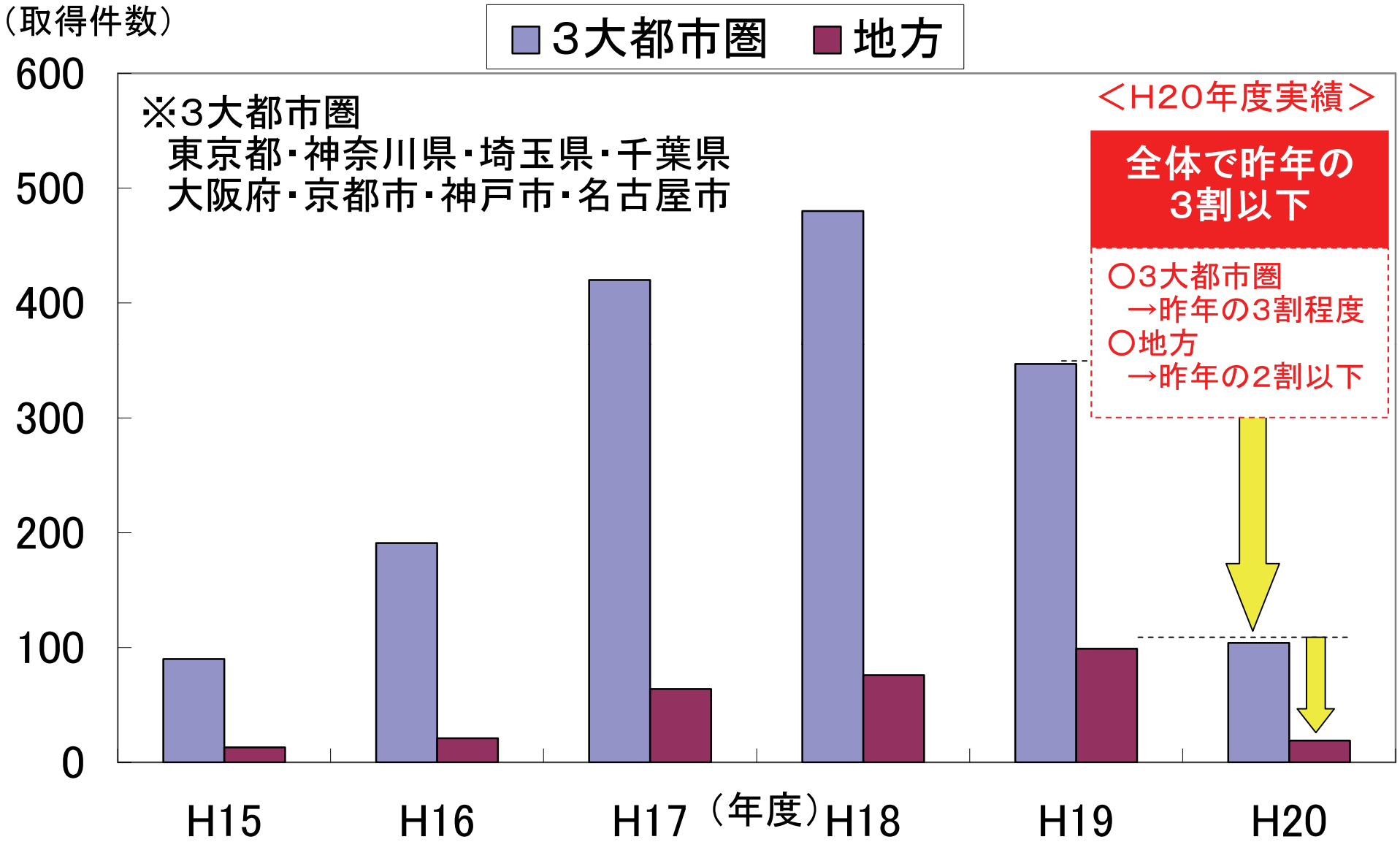
ロ　いずれかの特定短期投資法人債が第一項第四号に掲げる目的により発行された場合であって、発行を予定する短期投資法人債の元本の償還について、当該特定短期投資法人債の総額の払込みのあった日から六月未満の日とする確定期限の定めがあること。

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。



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。

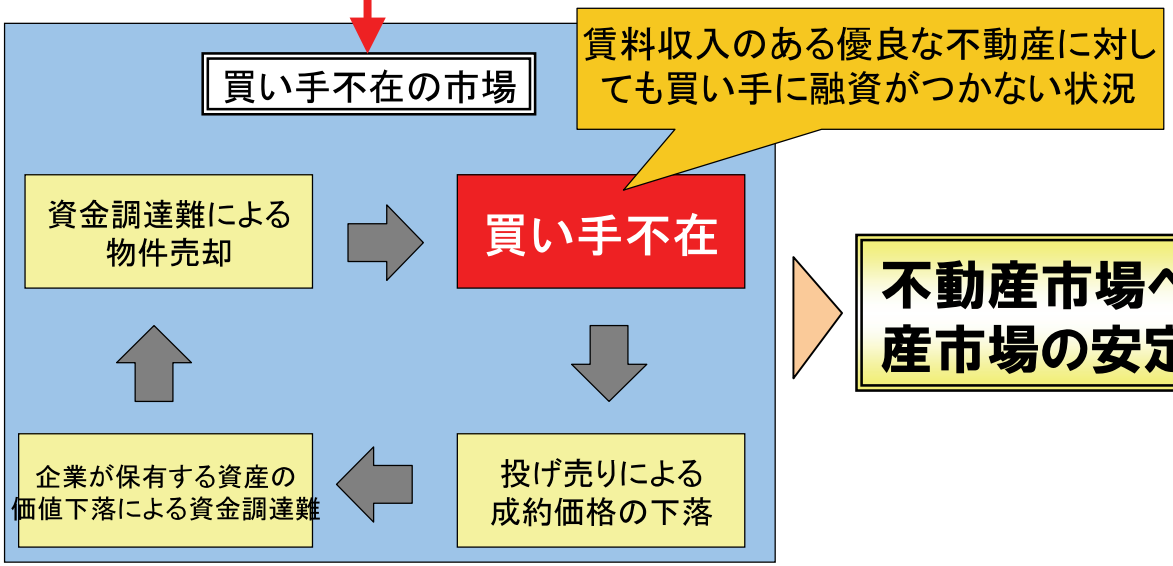
○ これまでの有力な買手のJリートも、最近の株価の低迷、信用収縮等により、金融機関等の資金の出し手が不足し、これ以上の不動産取得は困難な状況。

※ 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。



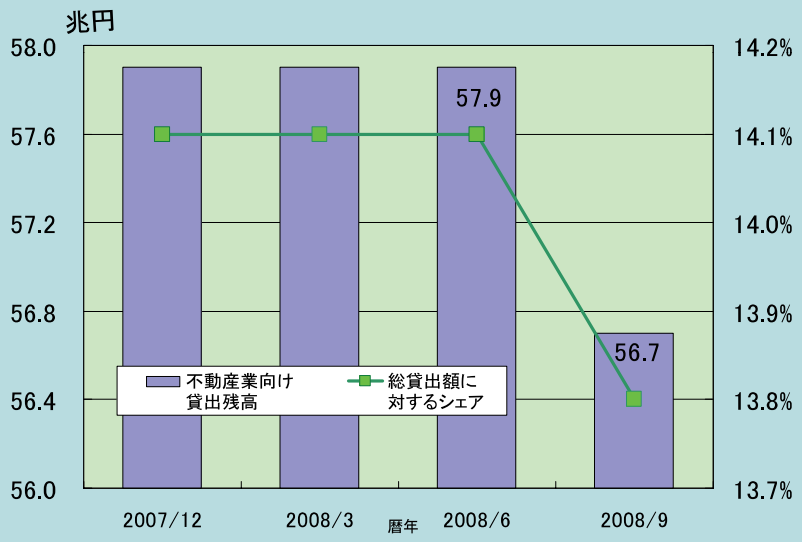
不動産市場への資金供給を確保し、不動産市場の安定化を図る。

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

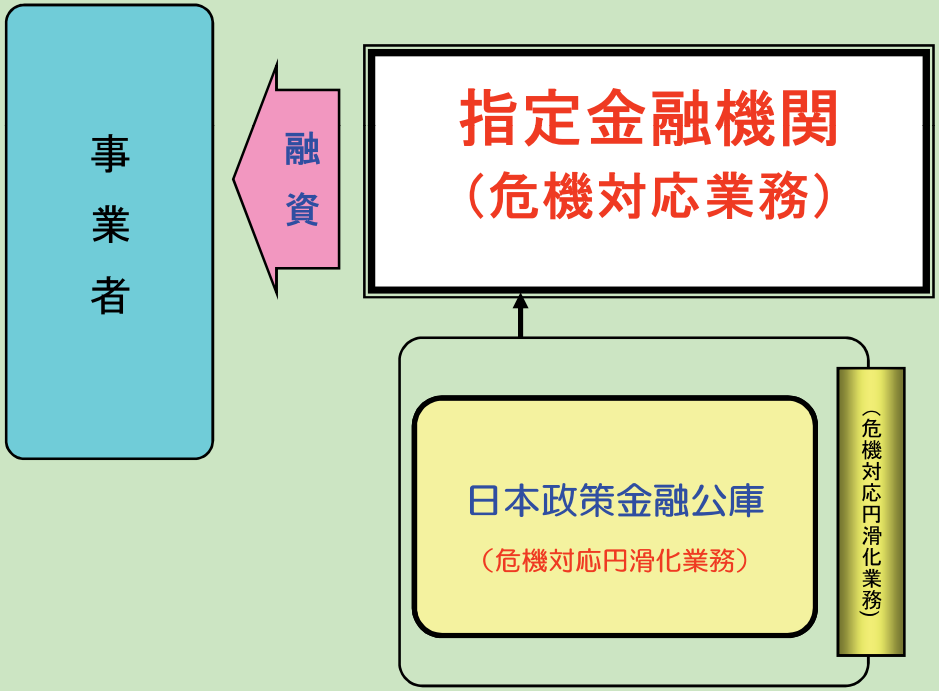
サブプライムローン問題に端を発した世界的な金融市場の混乱の影響を受け、国内金融機関が不動産業に対する融資姿勢を厳格化している。こうした急激な信用収縮への対応として、健全な事業を営む住宅・不動産事業者等に対し、日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用した資金繰り支援を図る。（2008.12.15国土交通省発表）

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。

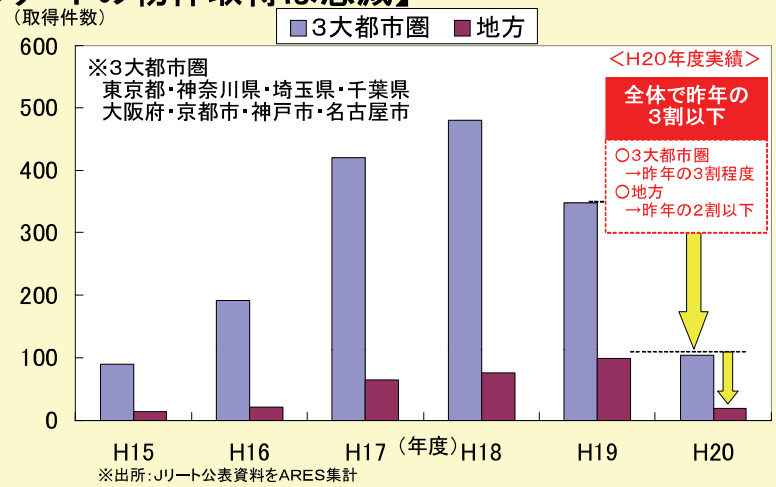
Jリートに対する新たな資金供給を行い、買い手としての機能を回復させるファンドを官民一体となって組成し、Jリートの活動を通じて市場における価格形成機能を回復させることにより、不動産市場の安定化と資産デフレの防止を図る。

【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

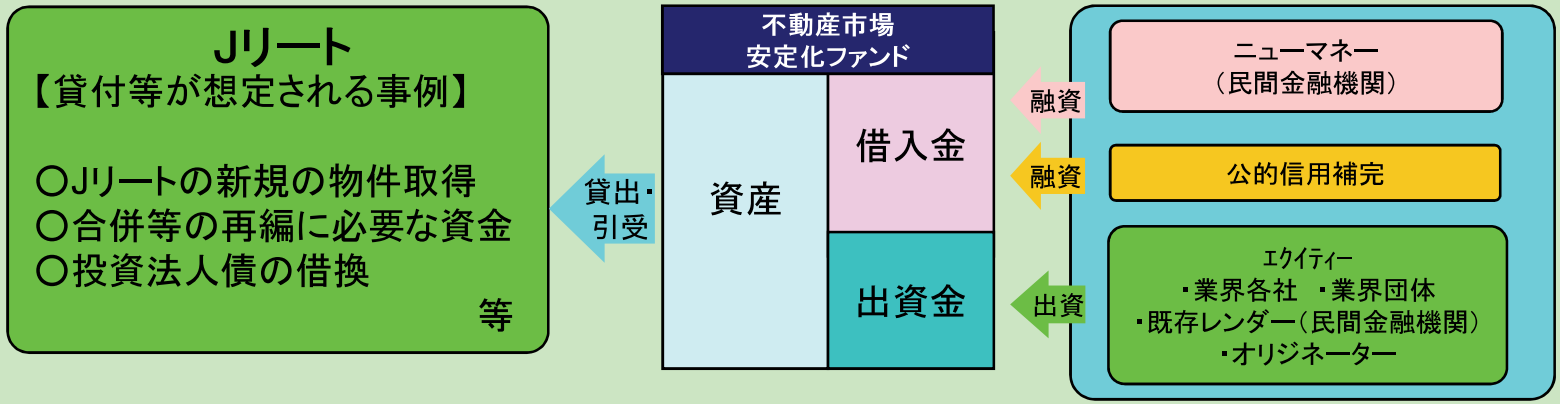
【Jリートの物件取得は急減】



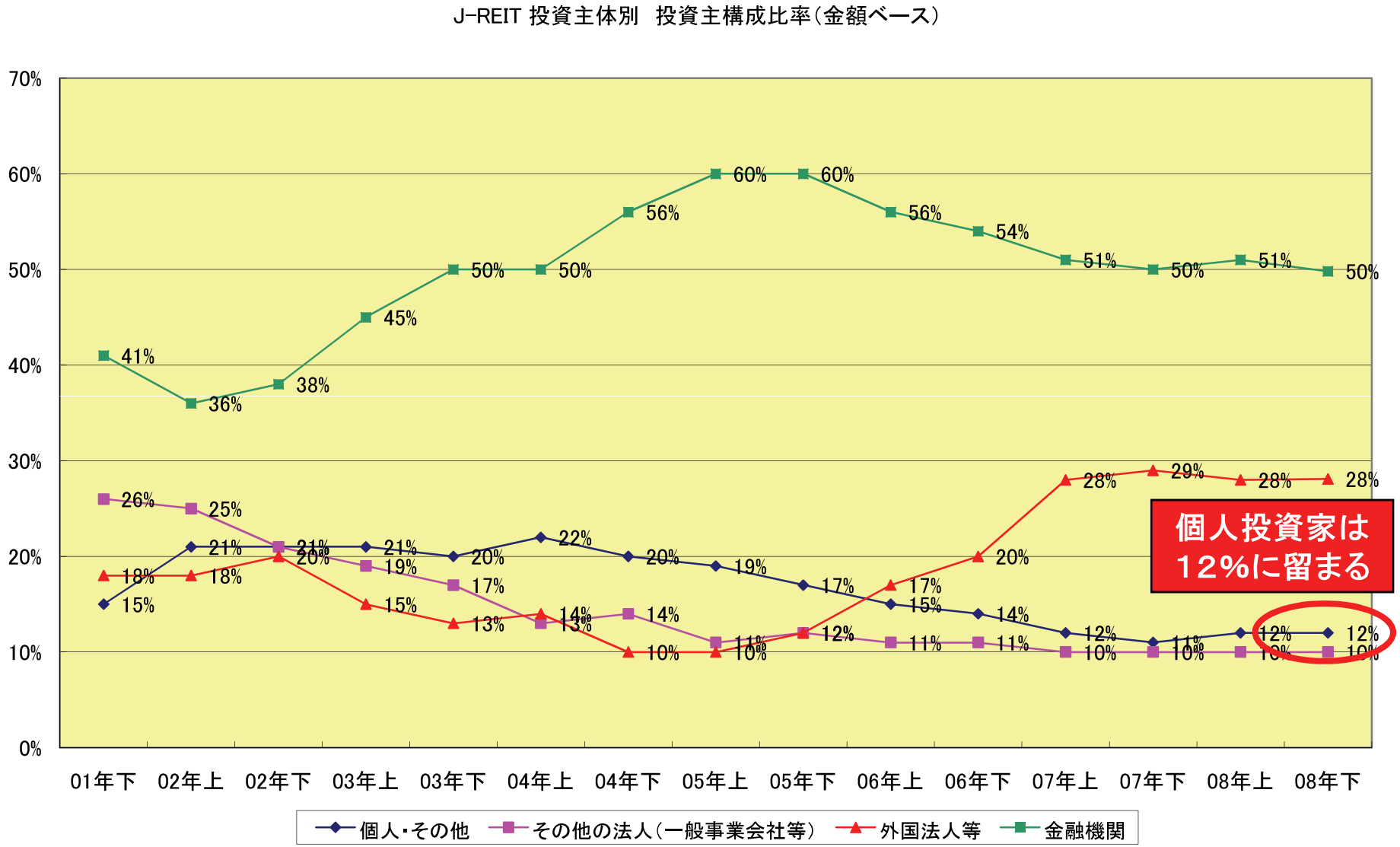
※出所：Jリート公表資料をARES集計

【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

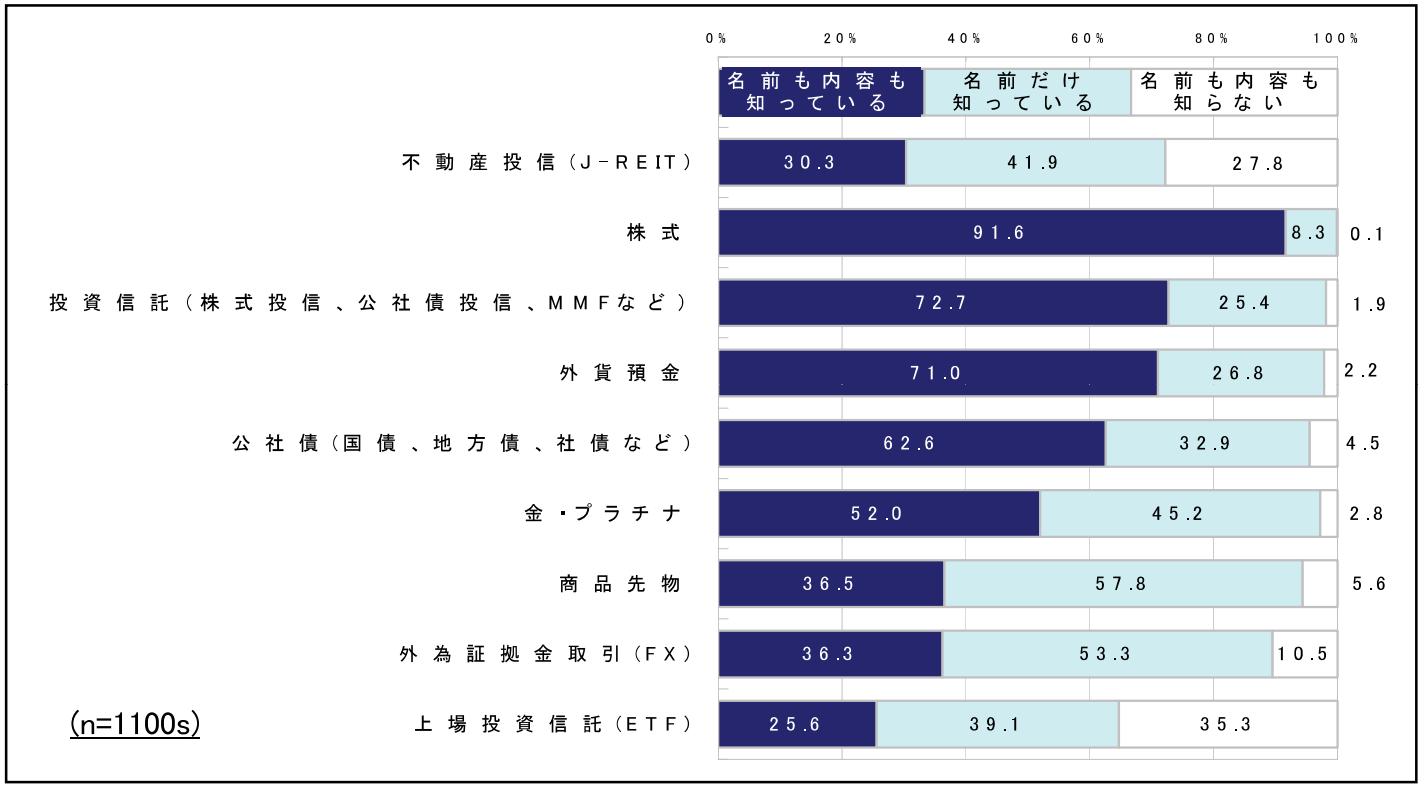


※資料：ARES

個人投資家のJリートの認知度

○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

※資料：ARES

Jリートを含む投資信託の銀行窓販での販売状況等

○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）

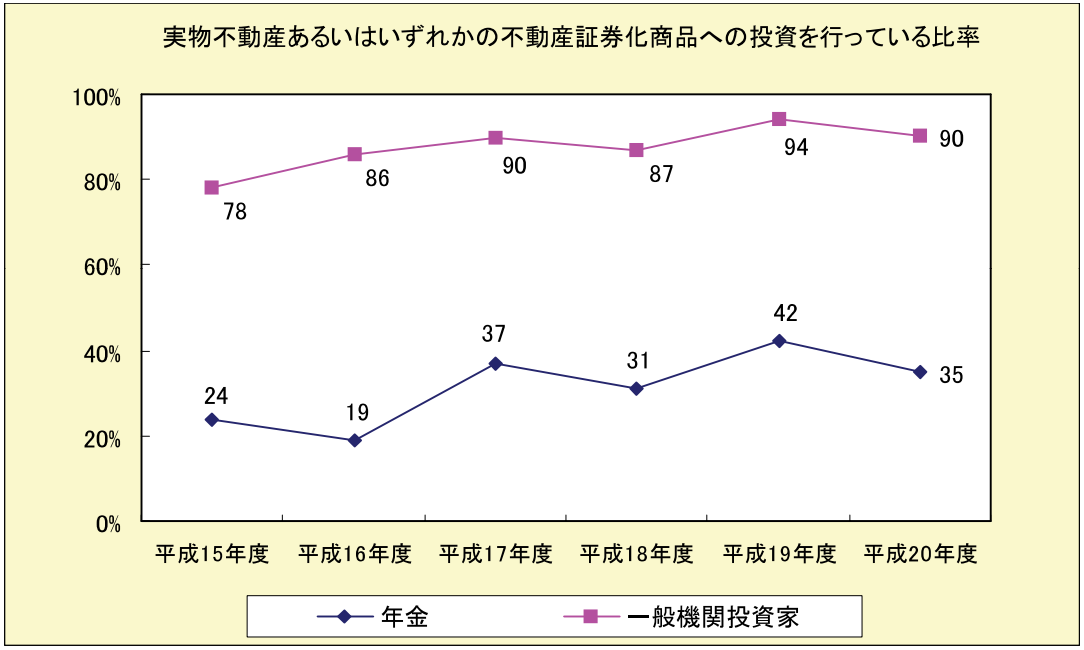
○東京証券取引所に上場している東証REIT指数に連動したETF

名称	管理会社
NEXT FUNDS 東証REIT指数連動型上場投信	野村アセットマネジメント
上場インデックスファンドJリート（東証REIT指数）隔月分配型	日興アセットマネジメント

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。



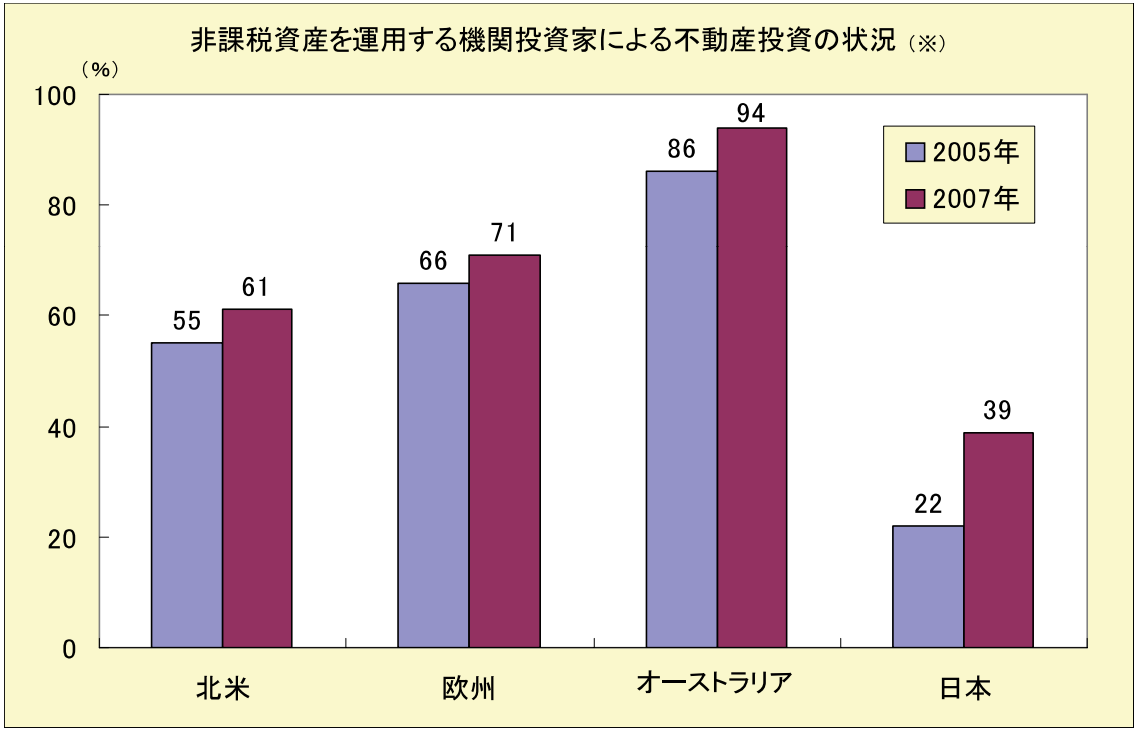
※資料：『第8回　機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査報告書』（社）不動産証券化協会（2008年7月）より

※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

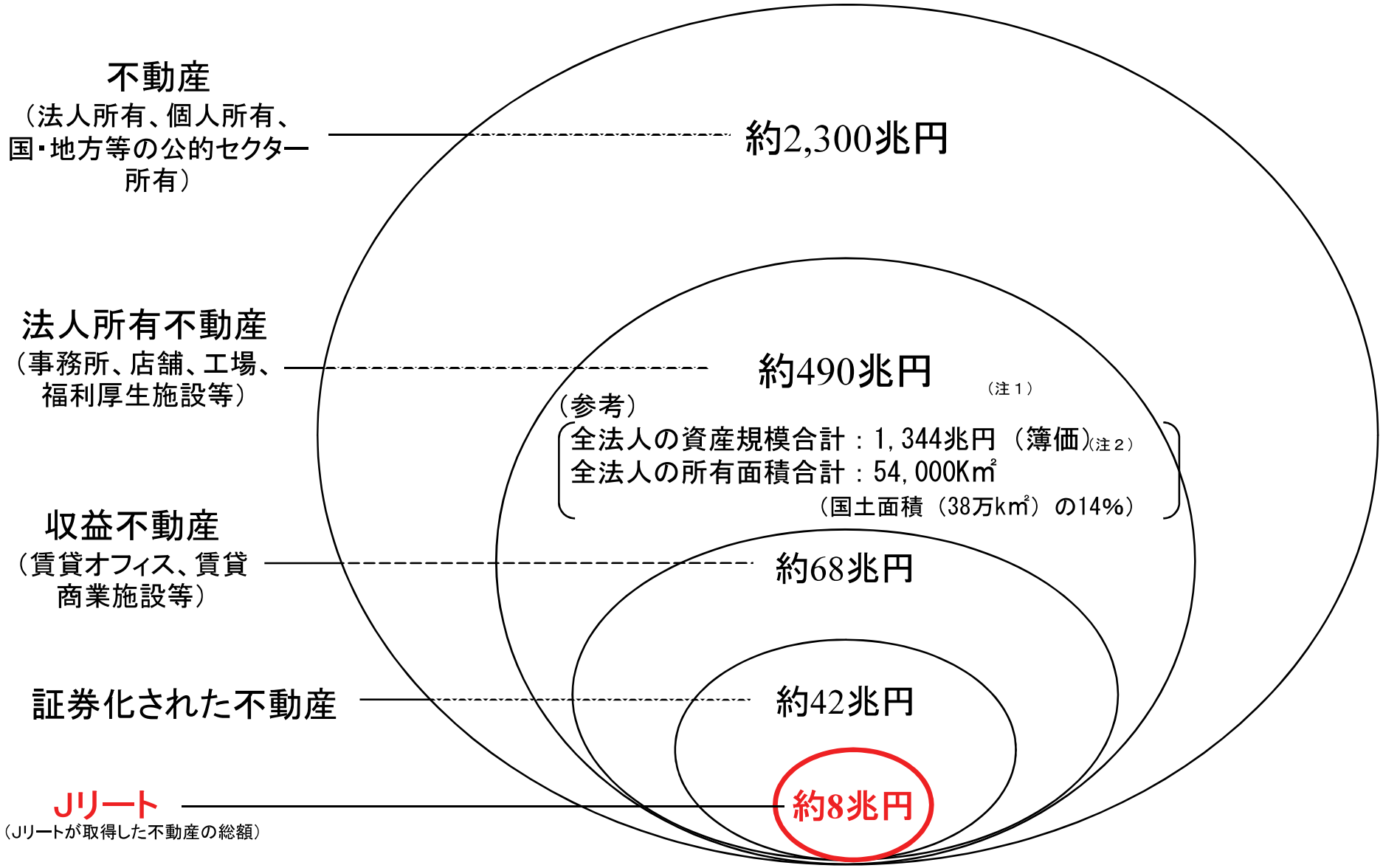
年金基金を始めとする非課税機関投資家の不動産投資について、北米、欧州、オーストラリアの状況と日本の状況を比較すると、日本においても拡大傾向にはあるものの、依然として、その水準には大きな開きがある。



※ 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

○PREA（米国年金不動産協会）とは

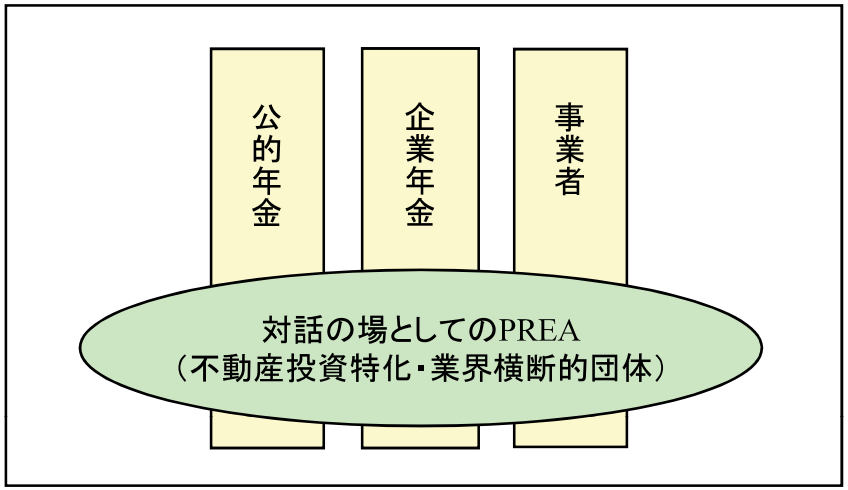
＜投資家＞
（　）内は例

企業年金
（GM、ベライゾン）

公的年金
（CalPERS、
ヴァージニア州退職金制度）

大学寄付基金、
（ペンシルバニア大学）

財団、等



＜事業者＞

投資運用会社
金融機関
年金コンサルタント
不動産会社
REIT
プロパティマネジャー
法律家
会計士
鑑定士、等

＜研究者＞
大学教授、等

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はなく、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（Corporategovernance）（＝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・セキュリティー	セキュリティー整備
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

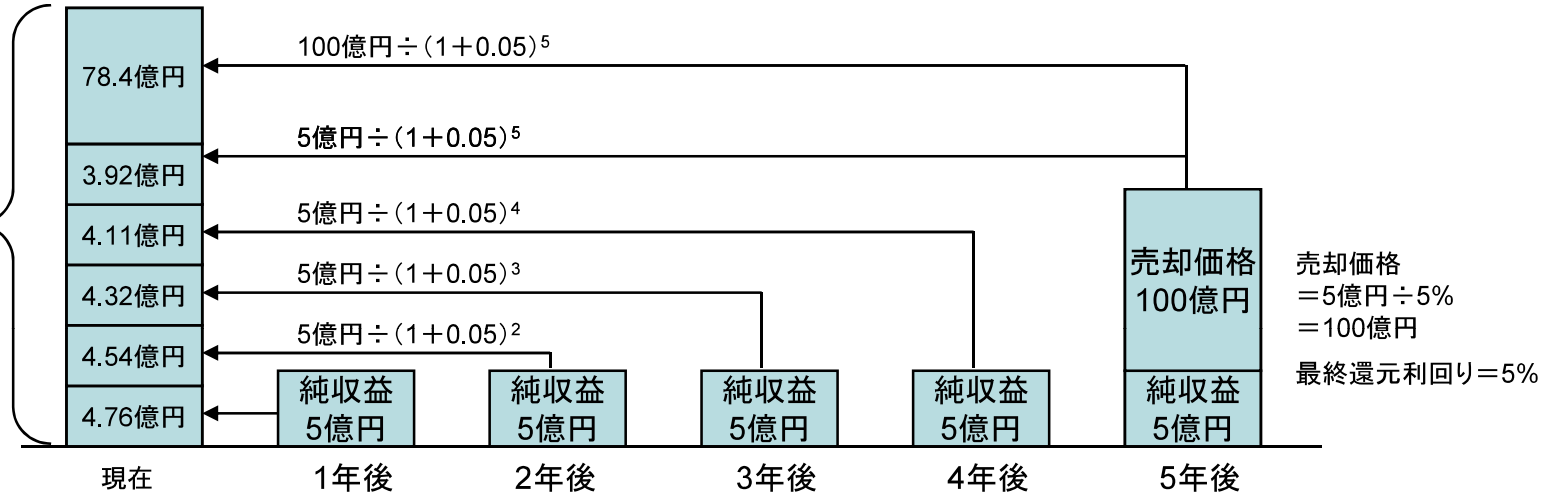
○DCF法

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。

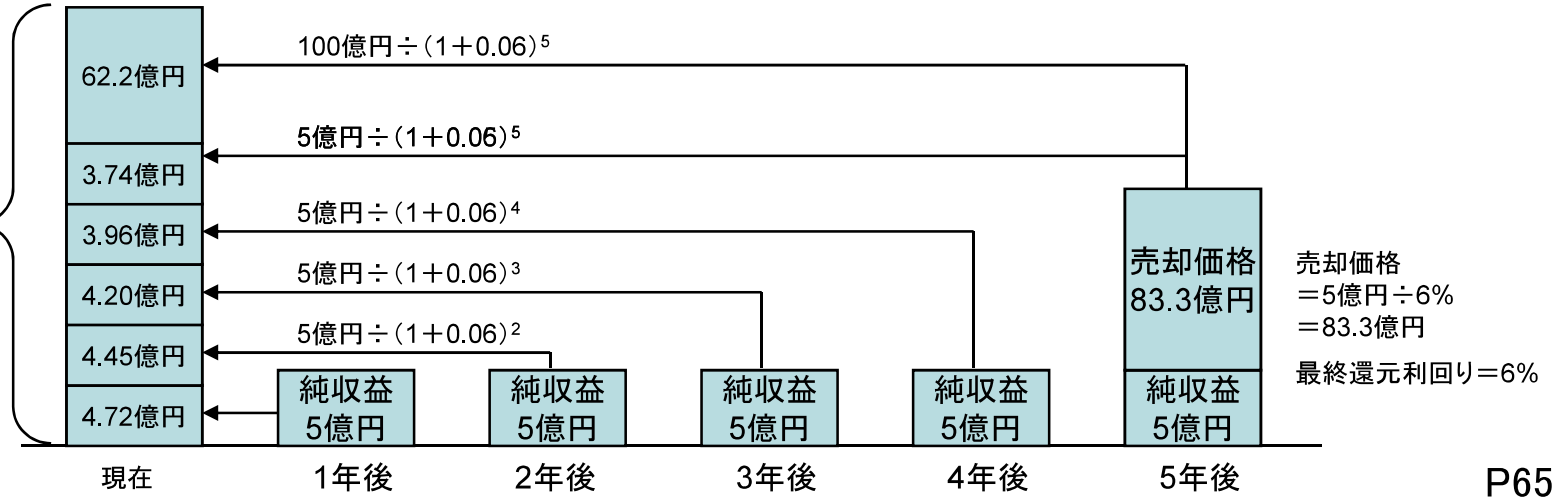
割引率＝5％

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（ｷｬｯﾌﾟﾚｰﾄ）	3.6%	4.3%	▲ 16.3%		4.0%	4.50%	▲ 11.1%
DCF法	DR（ﾃﾞｨｽｶｳﾝﾄﾚｰﾄ）	3.5%	4.2%	▲ 16.7%		3.8%	4.30%	▲ 11.6%
	TCR（ﾀｰﾐﾅﾙｷｬｯﾌﾟﾚｰﾄ）	3.6%	4.3%	▲ 16.3%		4.0%	4.50%	▲ 11.1%

影響

※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ーウォールの確立、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。

※国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会報告書「社会の変化に対応したよりよい鑑定評価に向けて」より作成

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、Jリート各社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 ・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 ・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。 ・大口テナントの契約期間等の情報の開示 ・融資関連費用の開示 ・物件取得時の想定キャップレート等の開示　　等	

＊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）

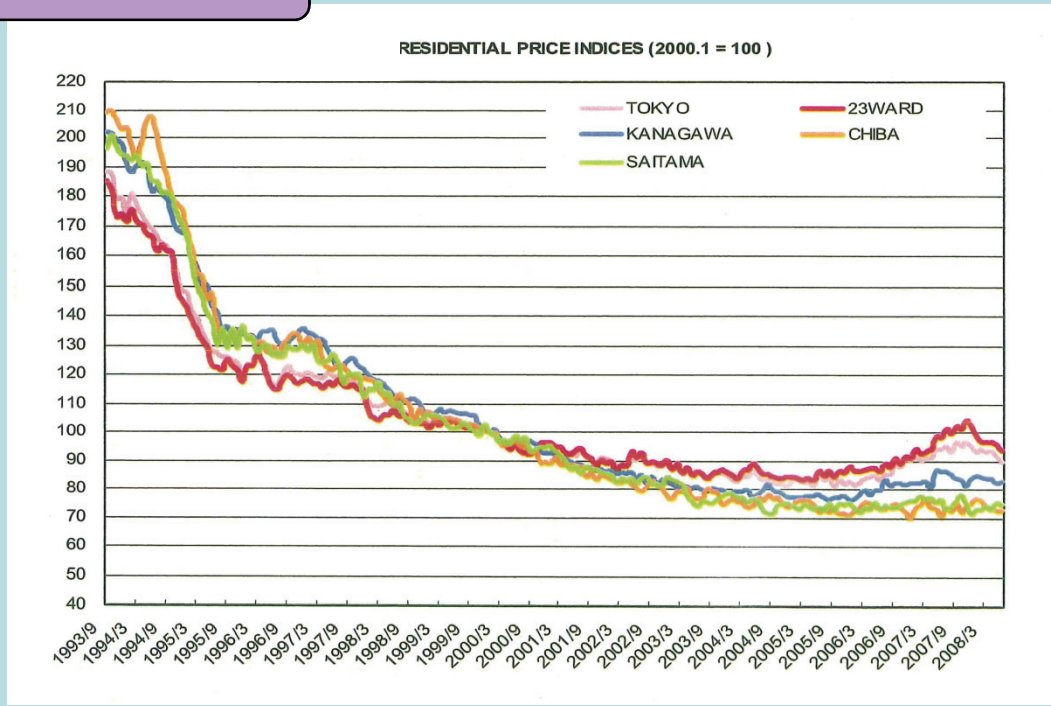
住宅価格指数について

○ 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。

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。

住宅価格指数のイメージ

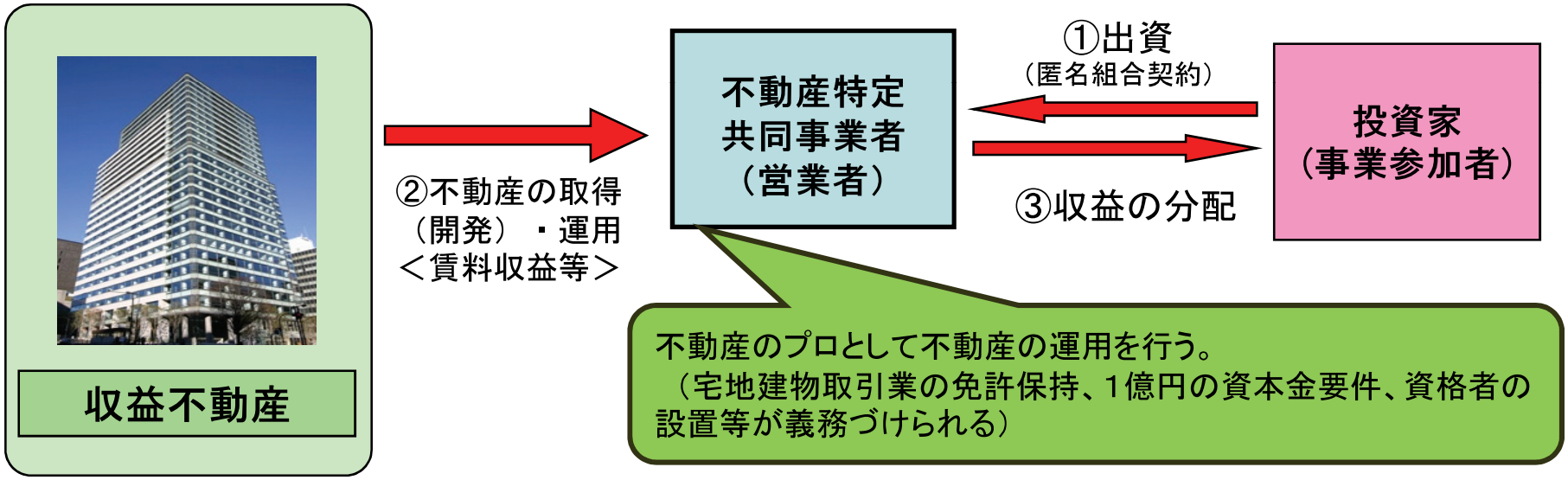


※ Ｓ＆Ｐケースシラー住宅価格指数とは、米国の住宅用不動産を対象として、格付会社であるスタンダード＆プアーズが提供する価格指数のことであり、最も広く利用されている。

多様な事業手法の整備 （ ニーズの一例 ）

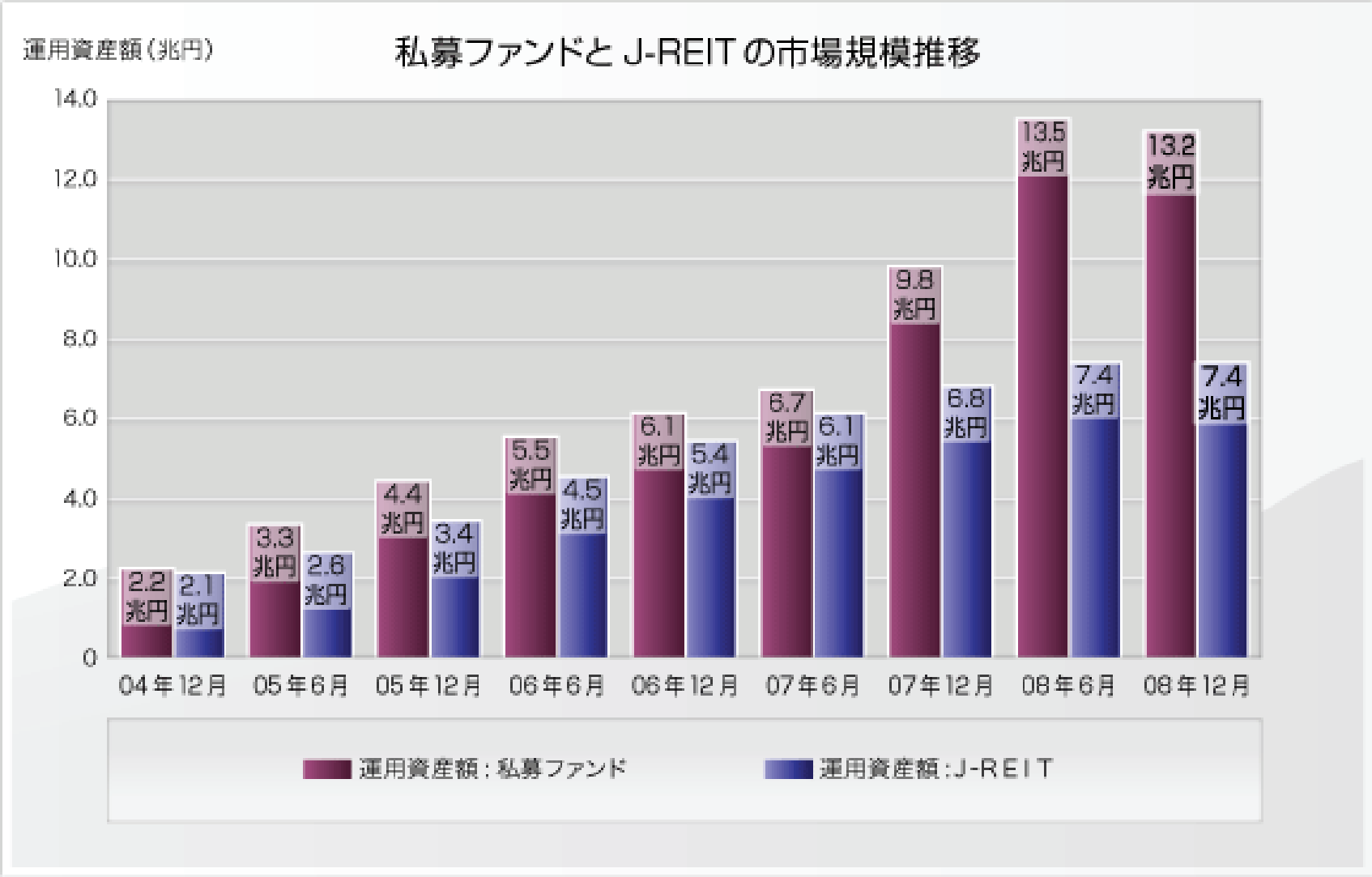
○ 実物不動産の証券化スキームの1つである不動産特定共同事業については、出資契約（匿名組合契約）の当事者である営業者（不動産特定共同事業者）について、1億円の資本金要件や業務管理者と呼ばれる資格者の設置等が義務づけられており、一般的なSPCのような、いわゆるペーパーカンパニーとして使いにくい。

○ 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