参考資料 5

第 3 回研究会参考資料

「J-REIT の進化・成長と法制度」

（東京青山･青木･狛法律事務所　角谷仁之）

本資料は、第 3 回研究会における議論の参考のために作成・配布されたものであり、本資料に示された見解は当該メンバーの所属企業・団体の見解を示すものではないことをお断りしておく。

なお、本参考資料に掲載された内容の全部又は一部について、当協会及び本人の許諾なく複製又は転載することを一切禁ずる。

BAKER & MCKENZIE

J-REITの進化・成長と法制度

Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会

2011年11月28日

東京青山・青木・狛法律事務所

弁護士　角谷仁之

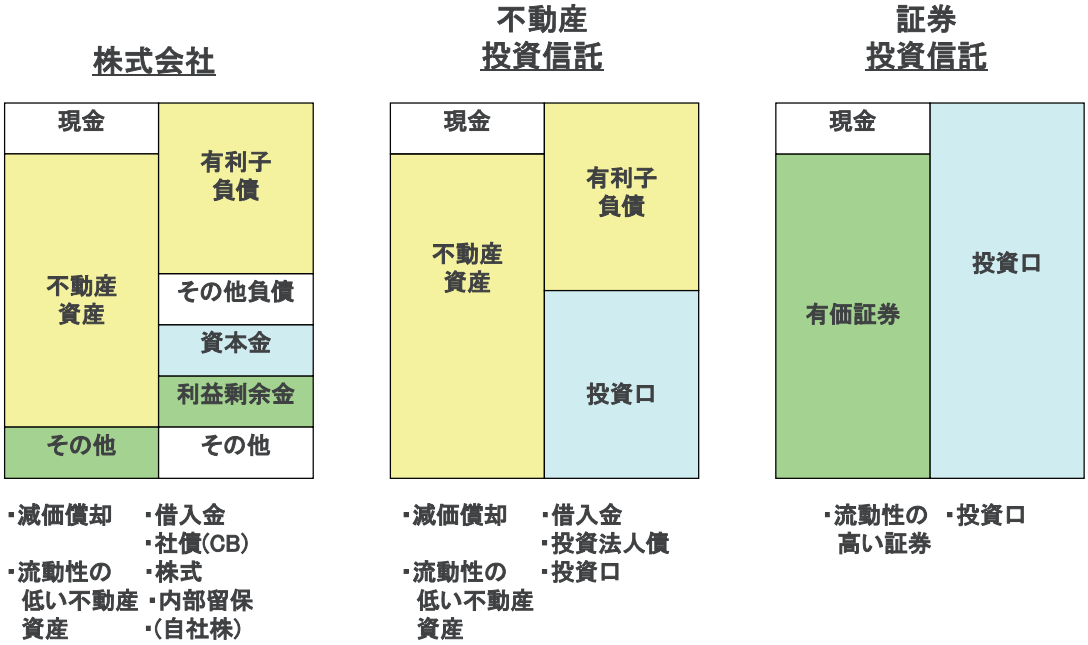
J-REITの進化・成長と法制度

- Jリートの構造と成長に向けた課題
  - 証券投資信託と株式会社との比較
- 35投資法人の財務状況
  - レバレッジとリファイナンスの課題
  - 利益留保の課題
- REITのファイナンス手法の多様化

  (総論)　増資と既存投資主との利害調整
  - 1.　投資主割当増資(ライツ・オファリング)
  - 2.　新投資口予約権付投資法人債(転換社債)
  - 3.　自己投資口の取得
  - 4.　資金調達とガバナンス
  - 5.　資金調達と租税特別措置法
  - 6.　時価を意識した運用とストック・オプション

Jリートの構造と成長に向けた課題

- 証券投資信託との比較
  - 不動産投資信託＝集団投資スキーム
  - デットに依存＝レバレッジ型投資スキーム
    - デフレ期のレバレッジ投資のリスク
  - 運用資産の流動性が低い（リファイナンス・リスクと時価情報の限界）
  - 運用資産の減価とメンテナンス
  - 投資家のインカム・ゲインへの期待
- 上場株式会社との比較
  - 従業員がいない投資ヴィークル（支払配当の損金算入）
  - 資金調達手段の限定（株式募集、投資法人債と借入金のみ）
  - 不動産賃貸業に限定
  - 内部留保ができない（信用力を蓄積できない）



35投資法人の財務状況ーレバレッジと利益留保

- **財務と資本政策**
  - 借入金と投資法人債、株式募集のみ
  - LTV:40%～60%程度（出資総額＜有利子負債総額のREITもある）
  - 配当性向が100%で利益留保なし
  - 借入金元本は半永久的なリファイナンスが前提
  - ゼロ金利政策下での支払い金利と分配金のバランス
  - 中小REITに担保融資の負担が見られる
- **分配と成長**
  - 利益の90%分配による法人税の導管性要件(ほぼ100%配当）
  - 現金等残高＜減価償却累計のREITが多い
  - 分配において「減価償却費＋資産売却金」の留保は必要ではないか
    分配可能額＝営業CFー減価償却費ー営業CF内の投資CF
  - 公租公課の支払いは運用報酬より大きい
  - 総資産・経常利益率は約1%⇒総資産の約1%の価値変動により経常利益相当額が変動する（IFRSの時価会計の影響と導管性要件）

35投資法人ー成長のための制度的課題

- デフレ経済下でのレバレッジ金融対策
- リファイナンスと経済耐用年数経過後の物件売却とデット返済
- 株式会社並みの資金調達手段の検討
- 内部資金の調達（内部留保）の検討
- 自己投資口取得—上場投資法人の時価対策
- 時価を意識した運用—ストック・オプション
- 集団投資スキームにおける資金調達に対するガバナンス
- 内部者取引規制
- アジアでのプレゼンス-海外募集と導管性要件
- 資金調達・外部成長と導管性要件

資金調達手段の海外REITとの比較

	日本	米国	英国・欧州	豪州
運用体制	外部運用	内部運用も外部運用も可	内部運用	外部運用 ステープル型
組織形態	投資法人と投資信託 (不動産投資信託)	会社型 (外部運用型から拡大)	会社型 (不動産会社からの転換が多い)	信託型 ステープル型
資金調達	普通株募集と借入れのみ	普通株 (公募・第三者割当・株主割当は少数) 優先株発行 転換社債発行	普通株 (株主割当が原則、公募・第三者割当) 転換社債発行 優先株は限定的	米国と同様に全部可 海外不動産取得では各国でSPVがノン・リコース・ローン調達
自社株取得	不可	事業会社と同様に可能	事業会社と同様に可能	事業会社と同様に可能

REITの進化・成長と法規整(投信法)

- 投信法上の投資法人・投資信託
  - 投資法人のガバナンスの限界（総会は2年に1回、従業員はいない）
  - 証券投資信託と異なり、多額の負債
  - 運用会社には資産運用能力と財務管理能力が必要
  - 資本政策の限界（株式募集と第三者割当増資のみ）
  - 海外では会社も信託(豪州・シンガポール・香港）も、転換社債、株主割当、自社株買い、が可能
- 株価状況や成長ステージ、経済状況に応じた資本政策を可能にするためには転換社債、株主割当、自社株買い、が可能になることが期待される。
- 外部成長として公開買付は可能で、子投資法人の概念もあるが、導管性要件から50%以上の取得は出来ない。

REITのファイナンス手法の多様化

- ライツ・オファリング（新投資口予約権の投資主割当）
  - 金融危機時等に時価より低い発行価格での大規模増資
- 転換社債（新投資口予約権付投資法人債）
  - デットからエクイティへの改善手段
  - 低金利の資金調達手段
- 自己投資口の取得
  - 投資口価格の対策ツール
  - 利益還元と将来の分配のコントロール
- 内部留保
  - レバレッジ投資におけるリファイナンス対策・成長対策
- 新投資口予約権とストック・オプション
  - 時価を意識した経営のためのインセンテイブ

1. ライツ・イシュー（投資主割当増資）英米比較

英国・EU 株主が割当てを受ける権利を持つ国	米国　(日本) 授権資本制度を採用する国
ライツイシューは、英国やEUにおいて一般的な資金調達方法(欧州62.3%:2009年)	米国での株式による資金調達は、公募増資が主流(株主割当は0.1%:2009年)
英国・EU会社法（ドイツ・フランス） 株主は新株引受権を持つ	各州の会社法：定款に記載しない限り、株主は新株引受権を持たない
株主以外への新株割当には、定款規定又は株主総会の特別決議が必要 ライツ・イシューは、定款又は総会の授権の範囲内で取締役会が株主割当手の決定	取締役会決議により、機動的に 公募増資、第三者割当増資を行なう
英国の伝統的クラブ社会 ドイツ間接金融のカルテル EU統合前の欧州資本市場の未成熟 株主＝メンバー／オーナー感覚	独占資本の形成に対する反トラスト法： シャーマン法(1890)クレイトン法(1914) 33年・34年証券法と資本市場への信頼 所有と経営の分離／経営専門家への委任

ライツ・イシュー（株主割当増資）

- 英国系の取引所規則：発行価格のディスカウント率は10%程度まで。
- 英国系の市場慣行：ライツイシュー以外、大規模の稀釈化を生ずる新株発行ができない。
- このため英国系の国では、金融危機の大規模な増資には、ライツ・イシュー以外の公募増資（Open offer）や第三者割当（Placing）の選択肢がない。
  - RBS244億ドル(2008年）、ロイズ225億ドル(2009年）
  - ロイズの割引率60.6%、年間株価下落率18.9%
- 米国在住株主がいる場合、ライツ・オファリングに関しSEC登録が必要。
  米国株主が10%未満の場合、登録免除を得て英訳開示書類（Form CB）。
  - 英国実務では、外国の証券法の遵守が困難な場合は、ライツ・イシューの対象から除外することができる。

日本のライツ・オファリング

- 2006年会社法：新株予約権の無償割当増資(日本型ライツ・オファリング）
  - 新株予約権の割当基準日の公告義務
  - 割当基準日の15日前までに届出義務
  - 割当通知と同時に、目論見書交付義務
  - 株主が新株予約権を行使しない場合、取引所市場で売却
    - 行使期間の終了日は基準日後2ヶ月以内
- 英国のRights issue（コミットメント型）
  - 株主はRightsを行使して新株を引受けるか、売却して価値相当の金銭を受領するか、選択する。
  - 行使期間中に権利行使されない未行使分をアンダーライターが買取る。
  - 株主は失権で損失せず、発行会社は確実に資金調達できる。
- (日本型）証券会社の新株予約権取得(発行会社から）と行使・転売

公募とライツ・オファリングの比較

時価総額1000億円の会社（発行済み100万株、株主2万人）
株価：10万円　純資産1000億円
100億円の増資による資金調達のケース：

100億円の増資	A：10万円で公募	B：5万円で公募ー有利発行（総会特別決議）	C：5万円でライツ・オファリング（1株：0.2株）
増資後の純資産	1100億円	1100億円	1100億円
増資後の株式数	110万株	120万株	120万株
増資後の理論株価	10万円	91667円	91667円？
投資家の持分比率の低下（稀釈化）	90.91%	83.33%	参加者はなし／失権者は83.33%
株価の低下	なし	91.67%	91.67%以下？

コミットメント型ライツ・オファリング

会社法277条に基づく新株予約権無償割当て

【市場参加者すべてが、理論値を91667円と仮定】【現実には低下圧力】

- 5万円での割当てを嫌気する株主は、基準日前に保有株を売却
- ①基準日の株主は、新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得する。
  ⇒　70%の株主が行使すれば、14万株分で70億円の資金調達
- ②追加出資を嫌う基準日株主は新株予約権を市場売却。
  ⇒　30%の株主が4万1667円未満で新株予約権を市場売却
  ⇒　20%の購入投資家が権利行使すれば、4万株分で20億円の資金調達
- ③発行会社は行使されなかった新株予約権を取得条項により取得。
- ④発行会社は、取得した新株予約権を証券会社に売却。
- ⑤証券会社は、新株予約権を行使して金銭を払い込み株式を取得。
  ⇒　10%の新株予約権を行使すれば、2万株分で10億円の資金調達。
- ⑥証券会社は、取得した株式を市場等へ売却。
  ⇒　2万株の市場等での売却（9万1667円未満での販売）

2. Jリートと転換社債

Jリートの財務上の課題の対策として転換社債は有益なツールの一つ

- 将来のゼロ金利時代の後の金利上昇期において、転換社債は低利の資金調達手段の選択肢となる。
- REITのデット元本の多くは、資産売却による出口まで半永久的なリファイナンスが想定され、資産は減価し売却時の選択も容易でないが、転換社債ではデットの転換部分がエクイティとなり、社債元本返済額を減少できる。
- 転換社債の転換は、LTVの比率を改善させる効果を持つ。
- 投資家がREITの安定した配当収益に魅力を感ずればインカム・ゲイン目当てで転換することも考えられる。
  - キャピタルゲイン狙いの株式のCB投資家のように転換後の即売却ではなく、REITではインカム収入のために長期保有する投資家の資産形成プランにもなじむ。

転換社債（新投資口予約権付投資法人債）

- **投信法規定**

- 投信法では、第139条の2「投資法人債の発行」、第139条の3「募集投資法人債に関する事項の決定」等が規定され、これらは会社法第四編第676条「募集社債に関する事項の決定」以下の社債発行に関する規定に対応している。
- しかし、投信法には、会社法第二編第三章「新株予約権」の第236条「新株予約権の内容」以下の規定、及び、第2条第1項第22号の「新株予約権付社債」の定義規定に対応する規定がなく、同条の準用もされていない。
- このため、現行の投信法は、「新株予約権付社債」も「新株予約権」も想定していないものと解釈されるので、これらの導入には法改正が必要。

新投資口予約権付投資法人債の留意事項

- 投資法人が転換社債を導入する場合は、一般に流動性が高くなく、インカム志向の投資家保護を配慮して、ごくベーシックな商品性の転換社債が望ましいと思われる。このため、不況期に対応するための転換価額の下方修正条項はともかく、MSCBの弊害を防止するようなガイドラインの設定が考えられる。
- 投資法人のCBの商品性の統制方法としては、投資法人と事業会社の性格の違いも配慮して、協会や東証規則によるガイドラインや、投資法人の規約の規定(下記4. 参照)や運用会社の運用方針など、投資法人の特性に応じた対策が考えられる。
- また、新株予約権については、当面は、現実的なニーズが考えられる①ライツ・オファリングに利用する場合、②新株予約権付社債を構成する場合、②運用会社の役員・従業員向けのストック・オプションを構成する場合のみに利用を限定するような方策も考えられる。

3. Jリートと自社株取得

- 上場会社において、自己株式の取得は、柔軟な財務・経営政策の実施のために利用される。
  - 1株当りの株主価値の向上を図る
  - 株価対策として発行会社が買手となり需給バランスを調整する
  - 投資家に対する利益還元や株価が割安であるメッセージの発信
  - 会社の将来の配当負担を軽減する
  - 持合い株式の解消の受け皿や組織再編時の稀釈化回避
- Jリートの場合、PBRに見られるような投資口に対する市場の評価を改善するために、1投資口当りの価値の向上や投資口の市場価格対策が、REITの自己投資口の取得に期待される主な機能と考えられる。
- 投資家に対する利益還元という意味では、利益の内部留保制度がないが、利益留保を認める制度改正とともに創設されることが望ましい。

自己投資口の取得と投信法

- **投信法規定**

- 投信法第80条では自己の投資口の取得を原則として禁止しており、例外的に合併消滅する投資法人からの承継や投信法に従った買取りが許容されているが、相当の時期に処分しなければならない。同条を受けた施行規則第129条では、禁止の例外として、①投資口の無償取得、②他法人の剰余金の配当または残余財産の分配による投資口の交付、③他社の合併、株式交換、組織変更により、保有株式と交換取得する場合、権利の実行に投資口取得が伴う場合が定められている。
- また、投信法には、会社法第二編第二章「株式」第4節「株式会社による自己の株式の取得」（第178条の株式の消却を含む。）に対応する規定がなく、これらの規定の準用もされていない。
- このため、投信法は、投資法人の意思決定による自己投資口の取得を想定していないものと解釈されるので、導入には法改正が必要。

自己投資口の取得と留意事項

- ①　投資口は一般に流動性が低いため、相場操縦･インサイダー取引による投資家の信用の喪失を招かないよう、これらの金商法対応も考えられる。
- ②　投資主総会を決算期毎に開くわけではないが、市場取得は規約で投資法人役員会に授権する対応策がある。特定の株主からの取得に対する総会決議の対応は容易ではないが、その必要性も少ないのではなかろうかと思われる。
- ③　長期的には配当の改善が期待できるが、投資法人は現行法では内部留保できないため、資金調達方法や取得額と配当とのバランスにも配慮が必要である。
- ④　会社法では、自社株取得は剰余金の配当と並んで投資家に対する投下資本の回収手段と位置づけられ、分配可能額による財源規制もある。
- 自己投資口取得により投資家に還元される資金につき、税務上の損金算入要件に関して90%の配当義務との関係での整理が必要。現行税法では利益配当額のみが損金算入対象。
- ⑤投資法人の保有資産は、上場規則上、95%は不動産関連資産･流動資産である必要がある。投資法人の総資産が400億円の場合はその5%の20億円相当額が金庫株の保有上限となるように思われる。

4.　資金調達とガバナンス

- 英国系の国々では、株主が新株の割当てを受ける権利を持つ我が国の授権資本制度とは異なる会社法構造に立脚する。
- 一般の公募では、増資の最大限度や発行価額の最低価額が限定される。
- 株主持分の稀釈化を招く大規模増資も時価より低い発行価格の増資も、全株主が平等に取扱われる株主割当は取締役会で発行できる。

- 日本のような授権資本制度の国では、株主割当は例外であり、公募も第三者割当も、持分の異常な稀釈化を招くような不公正な発行価額でなければ、取締役会の裁量により機動的に新株発行や転換社債発行ができることが原則である。

投資法人の資金調達の機関決定

- **エクイティ**:

  規約に記載される**発行可能投資口総数**の範囲内で**役員会の承認**を得て「**資産の内容に照らし公正な金額**」で発行される。
- **デット**:

  規約において「**借入金および投資法人債発行の限度額**」（投信法67条1項15号）を記載し、かつ、投信法67条5項、施行規則105条7号で、

  (1)**借入れの目的、借入金の限度額および借入金の使途**に関する事項並びに**借入先を適格機関投資家に限る**場合はその旨、

  (2)**投資法人債の発行目的、発行の限度額および資金使途**に関する事項をその細目として規約に規定することが要請される。
- 投資法人は**規約に定める「借入金および投資法人債」の細目**と、それを受けて採択された**資産運用会社の運用ガイドライン等の内規において定める財務方針**に従って、エクイティまたはデットの調達手段のうち時宜に応じて最適な資金調達手段を選択する。

新投資口予約権付投資法人債の機関決定

- 投資法人債の発行目的、その発行の限度額およびその発行により調達した資金の使途に関する事項をその細目として**規約**に規定すること
- **規約**に、新投資口予約権の行使価額についての方針（例えば、行使価額は時価を下回らないものとする、行使価額の修正は1会計年度に1回以上は行なわないなど）や、発行時における潜在株式の限度額（例えば、発行済み投資口数の25%以上の新投資口に転換する新株予約権を付す場合は、その理由を開示するなど）等の規定をおくことが考えられる。
- **規約**により、リスクを限定する財務方針の自主規制とともに、転換社債による財務戦略の投資家向け説明責任を果たすことにもなる。
- 協会において、かようなリスクの自主規制や説明責任の自主規律のガイドラインを作成し、各投資法人と運用会社が主体的に財務運用方針を決定するサポートを行なうことも考えられる。

ライツ・オファリングの機関決定（1）

- 全株主に権利行使の機会があるから総会決議は不要とするのが基本発想。
- ライツ・イシューが望まれる状況は①金融危機時のように株価が極端に低く一般の公募は実施できない経済環境で、発行価額を気にせずにエクイティ調達が必要な時や、②財務制限条項などからLTVを改善する必要性やリファイナンスに迫られている状況などが考えられる。
- 財務的に深刻な状況で、臨時投資主総会を開催するのも投資法人のコストや手続の負担が大きく、投資主の授権よりも、専門家たる運用会社の危機管理や財務判断の技術的な合理性に力点がおかれるべき局面と思われる。
- また、REITの一般投資家は、支配権の稀釈化よりも安定したインカム収益（経済的利益）に対する関心が高いと思われる。
- 仮に、ライツ・イシューに反対の投資主が30%いたとしても総会決議で実施される。売却する場合も権利行使しない場合も、反対の投資主にとっては総会時と権利行使時の2回ネガティブな意思表明を迫られるだけ（売却が反対投資主の意思表明）。

ライツオファリングの機関決定（2）

- 投資法人債と同様に、**規約**において「投資主割当て（ライツ・オファリングを含む）の限度額」を記載し、「投資主割当ての目的、投資主割当ての使途に関する事項等」を規約に規定することは考えられる。
- その他の規約記載事項としては、例えば、発行済み投資口数が25%以上増加するようなライツ・オファリングを行う場合や、市場価格を25%以上下回る行使価額のライツ・オファリングの場合は、その**理由を開示する**など、稀釈化が予想されるファイナンスについては財務戦略を開示する投資家向けの説明責任という手続的対応も考えられる。
- 投資主総会における規約の改定により、投資主の新たな権利の授権が行なわれ、その後は、運用会社の運用方針と専門的財務判断に従って役員会の承認により、財務運用方針の説明責任を果たしつつ、ライツ・オファリングが行なわれるという制度設計が考えられる。

5. 資金調達と租税特別措置法(導管性要件)

- 支払配当損金算入要件
  - 発行投資口の累計50%超が国内募集
  - 運用業務を資産運用会社に委託していること
  - 年度末に同族会社グループでないこと(50%超の支配株主の不存在）
  - 配当可能利益の90%超の配当
  - 他の法人の株式・出資の50%以上を保有しないこと
  - 借入れが機関投資家からのものであること
- 海外では会社型でも「支払配当の損金算入」でなく「課税免除の導管性」を認める国もある(ドイツ等）。信託型は導管体。
- IFRS適用国では減価償却がなく、時価変動分が損益計上⇒分配に影響
- IFRS導入により利益の90%超配当の限界の可能性
- J-REITの公開買付けは可能だが50%超保有のM&Aの制約
- 子会社や子REIT（投信法規定はある）、SPVが利用できない。

資金調達と導管性要件(各論)

- **50%超の国内募集要件**
  - 資本市場の国際化と海外資金調達への対応
- **50%超の支配投資主の不存在**
  - 組織再編の関係では12カ月の税務上の年度の可能性
- **利益の90%の分配要件**
  - IFRS時代の分配可能額の再考
  - 利益留保の必要性との調整
- **他の法人の50%以上の持分取得の禁止**
  - 海外不動産投資ヴィークルの資金調達と為替リスク対策
- **機関投資家以外から借り入れを行わない**

6. ストック・オプション

- Jリートのガバナンスの向上手段としては、運用会社に独立取締役を迎えることも考えられるが、集団投資スキームの運用会社の役員や従業員がREITの時価を意識して運用スキルを向上させるインセンティブとして、ストック・オプション制度も考えられる。
- 投資法人が運用会社という取引先にストック・オプションを提供することになるため、投信法が新株予約権を認めた場合、税法や労働法の観点からも検討が必要となる。
- 具体的には、投資法人が運用報酬の一部として運用会社にストック・オプション用の新株予約権を提供し、運用会社は役員・従業員に権利を付与することが考えられる。

Date　2011 年 11 月 28 日

To　不動産証券化協会

CC　J リート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会

From　弁護士　角 谷 仁 之

Re　Ｊリートの進化・成長と法制度（資金調達手段の多様化）

I.　10 年目を迎えた J リートの現状と課題

１．35 の上場投資法人の現状分析

（１）資産規模と財産状態

2001 年 9 月 10 日に J リート 2 社が東京証券取引所に上場されて 10 年が経過した
2011 年 9 月末日現在、東証上場 J リートは 35 銘柄、各 REIT は約 8700 億円から 234 億円の収益不動産を取得し、20 期から 5 期の決算期を経過している。
REIT 投資口の時価総額も 4622 億円から 72 億円まで大・小の REIT があり、時価総額合計は 3 兆 2287 億円、運用不動産の資産規模合計は 8 兆 1757 億円となっている。
10 年目を迎えた J リートが今後 10 年間でさらに成長を遂げ、時価総額を拡大するために、J リートの現状を分析し法制度上の主な課題とその対策を検討する。

（２）近時の低 PBR とその原因

J リートは約 7 年間順調に成長と拡大を遂げた後、2007 年以降サブプライム問題やリーマン・ショック･金融危機を経験し、大半の投資法人の時価総額は簿価純資産を下回ることとなった。2011 年 9 月末日現在でも、PBR（株価純資産倍率）が 1.0 を上回る投資法人は、35 のうち 8 にとどまり、PBR が 0.5 を下回る投資法人が 8、0.7 を下回る投資法人が 17 も存在する。
一方、運用不動産の期末算定価額（時価）が帳簿価額（簿価）を上回っている投資法人は 35 のうち 11 あり、資産状況は投資口の市場評価より順調とみられる。
J リートの投資口の市場評価は、不動産賃貸業という安定した収益基盤とほぼ 100％の配当性向にも拘らず低く評価され、投資法人間の格差も大きい。その原因は、本来業務である資産運用能力の差よりも、スポンサー･ブランドに着眼した信用力とこれに関連する資金調達能力の差に市場評価における課題があるようにも思われる。
ここで、運用会社の財務スキルと努力で市場の評価を得ようとしても、利益留保により信用力を高めることができない一方、外部資金の資金調達手段が限定されているという制度的な課題の検討の必要性が認められる。

（３）J リートの構造と課題

J リート（不動産投資法人）の構造を、上場株式会社や証券投資信託と比較すると、J リートの持続的成長のためには、資金調達手段の不足（内部資金として「利益の内部留保」を含む）が、今後の基本的な課題と考えられる（別紙の表参照）。

A. 証券投資信託との比較

Jリート（不動産投資法人）の構造は、投資家のための資産運用型の投資ヴィークル（集団的投資スキーム）である国内の「証券投資信託」と比較すると、上場投信やクローズドエンド型投信と比較としても、以下のような基本的な違いがある。
①資金調達において、国内の証券投資信託ではデット（有利子負債）に依存しないのに対して、不動産投資信託は資金調達の半分前後をデットに依存しているレバレッジ型の投資スキームであること、
②運用資産において、証券投資信託では、運用資産は極めて流動性が高い有価証券で資産の入れ替えも時価情報（基準価格）算定も容易であるのに対し、不動産投資信託では、運用資産は流動性が低く、資産の時価算定も容易でなく、耐用年数に応じた資産価値の減少を伴う不動産である（運用資産の物理的限界をもつ）こと、
③運用方法について、証券投資信託では有価証券のキャピタル・ゲインに着目して機動的な資産の入れ替えによる運用が可能であるのに対して、不動産投資信託では物件のインカム･ゲインを基本的な収益源とし、長期的な資産のメンテナンスと安定的な資産運用が必要であること、

証券投資信託との比較では、賃貸事業に特化するJリートは収益基盤は比較的安定しているが、巨額の負債を持つレバレッジ投資の性格から、有利子負債対策という課題が明らかとなる。また、保有資産も長期間で価値が減少していく有形物で短期間での換金は容易ではないことからも、財務基盤の安定性が必要と考えられる。

B. 株式会社との比較

Jリート（不動産投資法人）の構造は、不動産事業を営む上場株式会社と比較すると、以下のような違いがある。

①資金調達において、株式会社では、内部資金として(i)利益の内部留保、(ii)減価償却費、外部資金として(iii)借入金、(iv)普通社債発行、(v) 転換社債、(vi)普通株式発行、(vii)種類株式発行、(viii)自社株取得と再発行等の資金調達手段があるのに対し、投資法人では、(i)借入金、(ii)投資法人債と(iii)投資口発行の手段しかないこと、
②不動産業務において、不動産会社ではリスクの高い開発行為も他業も行うが、投資法人では不動産賃貸業が主たる業務である（事業可能性の限界をもつ）こと、
③利益留保について、株式会社では多様な業務から生ずる利益を留保して有利子負債の返済原資とできるのに対して、投資法人では、利益は毎期ほぼ全て分配するため、利益の内部留保を返済原資とできないこと、

株式会社との比較では、Jリートは、収益基盤は比較的安定しているが、分配額が損金となる税務上の特典の反面として、利益留保による負債の返済原資を持たず、株式会社のように利益を剰余金として蓄積して将来の事業活動に備えたり資本市場での信用力を高めることができない。
そして、負債の返済手段は、(i)負債返済のための追加の資金調達か、(ii)減価償却分の手元資金の流用か、(iii)不動産資産の売却しかないという構造から、いずれも、Jリートの成長のためには生産的とはいえない選択肢しか持たない。
上場リートは時価総額という形で資本市場から評価される一方、資本市場を利用した資金調達手段が限定され、業務が限定されて内部留保もできないから、株式会社よりもさらに財務戦略対策の課題が重要であると考えられる。

また、ガバナンス上は所有と経営の分離が株式会社よりもさらに徹底し、投資法人と運用会社という形で経営が高度に専門化されている特徴も有している。

（4）10年目の各Jリートの財務状況

Jリートは運用資産と事業内容には制度的な限界を持つ一方、利益留保手段を持たず負債の返済手段が限定されている。この基本構造を持つJリートが3年から10年間事業を継続した結果、Jリートの財務状況は以下のような状態となっている。

①デットの状況：

・上場リート35法人のうち、16のREITで、出資（エクイティ）総額よりも有利子負債（デット）総額のほうが金額が大きくなっている。
・分配状況—投資家への「分配金支払額」よりも「融資コスト（利息支払額+金融費用）」のほうが大きいREITは4法人ある。
・運用会社と金融機関—35のREITのうち34で運用会社への「資産運用報酬」は「利息支払額」の金額よりも小さい。
・運用資産への影響—小さいREITほど借入金に担保提供するケースが多く（有報で合計12社確認）、うち9法人は非担保債権の2倍以上の資産を担保提供。
・リファイナンス—小さいREITでは、融資関連費用（リファイナンス費用等）の負担が相対的に重いケースが見られる。

（考　察）

⇒小さいREITほど、本来の主役である投資主（所有者）や運用会社（経営者）よりも金融機関（債権者という意味では投資主と利益相反関係がある）が、ガバナンス上の影響力が強い可能性がある。
⇒過去10年間は、REIT財務は低成長・デフレ経済下での「ゼロ金利」政策の恩恵を受けてきた。今後の経済環境によっては、金利水準の2-3%の上昇や利息支払額が2-3倍になることは歴史的に現実的な想定である一方、賃料水準の上昇率は限定されるので、将来的には金利変動リスクの対策も検討課題となりうる。

②レバレッジとリファイナンス：

・有利子負債の資産時価比率（LTV）は、概ね、40%強から55%の範囲で推移。
・総資産経常利益率は、概ね1%前後である。有利子負債の元本総額が総資産の約40%から50%とすれば、仮に経常利益の全てを負債の元本返済につぎ込んでも、借入元本の完済には40から50会計年度（20年から25年）を要する計算になる。
・資産価値が約1%変化すれば、約1年分の経常利益分に相当することになる。

（考　察）

⇒実際には、配当性向がほぼ100%で内部留保制度がないことから、REITの借入金は資産売却までの半永久的なリファイナンスが原則であると想定される。
⇒資産が減価するのに対して（分割返済型でなければ）負債元本は不変だから、減価償却相当額の蓄積がなければ、REITの資産規模は収縮していく傾向にある。
⇒特にデフレ経済の時期には、資産価値減少がレバレッジ投資に与える損失の拡大というリスクにも注意が必要と思われる。
⇒減価償却費分で蓄積した現金をリファイナンス費用等の金融費用で流出させれば、REITの収縮を加速させることになる。

③利益留保：

・配当性向がほぼ 100%の結果、配当後の「利益剰余金」の蓄積はほとんどない。

・毎年の分配後、「現金･同等物」の残高が、減価償却累計額の合計額に達しないREITは15社ある。

（考　察）

⇒税務上の導管性要件維持のために、利益のほぼ全てを分配金として投資家に分配する結果、負債の元本返済の原資が蓄積されない。

⇒利益の90%の配当義務というものの、利益の10%を留保すると42%の法人税の課税対象とされるために、配当政策における成長か分配かという選択肢が事実上なく、ほぼ100%の配当性向とならざるをえない。

⇒減価する固定資産を持つレバレッジ投資方針の上場投資スキームにおいて、利益留保の可能性を持たず、自己資本の充実は公募頼りという構造は、REITの将来の持続的成長のためには改善の余地があると考えられる。

（５）Jリートの今後10年の成長に向けた検討

10年目のJリートの財務状態を考察すると、今後10年間のJリートの継続事業性や持続的成長を確保するためには、REITの構造に即した財務基盤の安定化対策が、投資主保護と時価総額拡大のために必要と考えられる。

① デットの側面では、デフレ経済下でのレバレッジ金融対策が必要であるうえ、内部留保の制度がない結果、負債元本の返済能力に限界があるため、リファイナンスに負荷をかけない対応が望まれる。
② エクイティの側面では、内部留保がなく公募以外の自己資本充実手段がないので、株式会社並みの増資手段の多様化の検討が必要と考えられる。
③ 財務対策と自己資本の充実のため、導管性要件の再考を含めた内部留保の確保手段の検討が必要と思われる。
④ 時価総額拡大のためには、自社株取得のような株価対策ツールも必要であり、そのための原資としても内部留保は必要と考えられる。
⑤ 資本市場におけるREITの評価を高めるにはガバナンスに対する信頼確保は必要だが、集団的投資スキームでは、投資主の支配権の行使よりも、運用会社の専門的スキルによる経済的リターンの確保に軸足が置かれると思われる。
⑥ 市場の信頼確保という意味では、自己投資口取得制度等に対応して、REIT投資口の内部者取引規制も検討の余地がある。
⑦ アジア市場におけるプレゼンスの確保の関連で、外国人株主の確保のためには、海外REITで認められている株式会社並の資金調達手段の確保や、導管性要件の安定化や国内募集要件や海外不動産取得ビークルの利用のための持分保有要件の緩和などの税務上の要件の再検討も考えられる。
⑧ 株価を意識した運用の促進のためには、運用会社の役員・従業員がストック・オプション報酬を持つ方策も考えられる。

II. ファイナンス手法の多様化（総　論）

以下では、REIT の資金調達手法の多様化を中心に、今後 10 年間の J リートの成長のための具体的対応策を検討する。

１. 時価総額を意識した財務戦略のための制度対応

J リートの事業モデルを株式会社と比較すると、不動産を所有して賃貸業務のみを行うことから資産と業務は安定的な反面、サービスの高度化や多角化で収益を向上させる余力は多くなく、資産圧縮が困難なうえデフレ時には固定資産の減価に対応する必要があり、資産面での工夫の余地は限界がある。このため、経済環境の変化に対応するには、株式会社と同等の財務手段の検討が必要と考えられる。
J リートの財務面の課題を考えると、従来から認められている公募や第三者割当増資や普通社債に加えて、①株主割当増資、②転換社債、③自社株取得、④内部留保に対応する新制度は、課題対策と成長確保のために有益と思われる。J リートの時価総額を意識した運用会社の財務運用を促進する観点では、運用会社役員･従業員のための⑤ストック・オプション制度の導入も考えられる。

① 「投資主割当増資」は、特に金融危機や不況時などにおいて、時価発行増資が困難な時期に、REIT が市場価格よりも低い価格で増資を行うために利用できる。リーマンショック後の金融不況時には世界の REIT の処方箋ともなっていた。

② 「新投資口予約権付投資法人債」（転換社債の REIT 版）は、低金利のデットを発行しながら投資口価格の上昇に応じたエクイティへの転換により、急速な稀釈化を抑えながら、返済元本を減少させると同時に資本を増加させる。特に、内部留保ができない結果、元本返済能力に限界がある REIT には有益と思われ、将来の金利上昇期に低金利で資金調達したい場合にも有効である。

③ 「自己投資口の取得」は、配当と同様に投資主に対する利益還元手段であると同時に、時価総額対策として投資口価格維持のための REIT 投資口の市場価格の刺激策としても有効と考えられる。

④ 「内部留保」は、借入金・投資法人債返済や関連費用の資金源として一定程度確保することが望ましく、自己投資口の取得資金としても必要となる。但し、税務上の導管性（支払配当損金算入）要件から、90%超の利益は配当することが要求されており、残りの 10%についても約 42%の法人税課税を負担するためほぼ 100%配当する結果となり全く留保できないのが実情で検討が必要である。

⑤ 「ストック・オプション」は、上記①と②について、投信法における「新投資口予約権」の導入が必要になるが、所有と経営が分離した REIT の運用会社に対して、投資口価格や時価総額を意識した財務戦略を実施するインセンティブとして、「新投資口予約権」を運用会社役員･従業員のストック・オプションのために利用することが考えられる。

２．株式会社の増資における既存株主と新株主の利害調整

（１） 基本的制度設計

J リートへの資金調達手段導入の検討の前に、会社法における増資による資金調達と投資家（既存株主）保護の基本的な制度設計を概括する。

① 授権株式制度

会社法では、「授権株式制度」を定め、会社が将来発行する予定の株式の数（発行可能株式総数）を定款で定め、その「授権」の範囲内で会社が取締役会決議により機動的に株式を発行することを認めている（授権資本制度＝米国各州の会社法制度と共通の制度）。株式の発行は既存の株主の利益に影響を及ぼすが、発行のつど株主総会決議を要求すると、資本市場における市場価格に応じた機動的な株式発行を行うことができず、機動的な資金調達を阻害し、結局は株主のためにもならない。

② 株式の割当てを受ける権利の位置付け

既存株主の利益を完全に保護しようとすると、持分比率の低下を防止するために株主に「株式の割当てを受ける権利」を与え、新株はつねに既存株主にその持株割合に比例して与えることとなる（株主の新株引受権＝英国・EU の会社法制度と共通の制度）。その場合は既存の株主だけが資金提供者ということとなり、既存株主が十分な資金を有しない場合は会社の資金調達目的が達成できなくなる。他方、既存株主のうち十分な資力を有するものだけが増資のたびにその支配権を強化するおそれもある。その結果、資金調達の不足や支配株主の寡占化が生じ、ひいては既存株主や個人投資家の利益にならないこともありうる。

したがって、法による既存株主の利益保護が「合理的な程度」で必要ということになる[1]。

（２）会社法の制度設計

会社法は、非公開会社（全株式譲渡制限会社）については、既存株主は新株の割当てを受ける権利を有するのが原則であり、必要があれば新株発行の際に株主総会の特別決議でこれを排除することができる建前としている。

上場会社等の公開会社の場合は所有と経営の分離が進んでおり、授権株式制度の原則に従い、取締役会決議により新株発行を行うのが原則である。但し、既存株主への持株割合に応じた割当て以外の方法による新株発行は「公正な払込金額」で行われなければならず、株式引受者に「特に有利な」払込金額での新株発行（有利発行）には株主総会の特別決議が必要である。

「株式」とは株式会社における出資者（所有者）である株主の地位の割合的単位である。これは個性のない多数の投資家の資本を会社に集め、株主の地位の

[1] 参考「会社法」神田秀樹

流動性を容易にするための法技術である。増資に伴う株主の持分比率の低下（稀釈化）については、授権株式制度を採用し、授権株式数を定款記載事項とし、公開会社では授権株式数は発行済株式総数の 4 倍までに限るとしている。したがって、既存株主は、最高 4 倍までの限度で授権株式数の枠までは持分比率の低下を覚悟しなければならないが、それ以上の希薄化については、定款変更のために株主総会の特別決議が必要となる。さらに、会社法は、新株発行の無効確認の訴え、不存在確認の訴えを定めるとともに、「著しく不公平」な方法による新株発行は株主の差止め事由としている。

３．J リートにおける投資主保護

投資信託及び投資法人に関する法律（「投信法」）は、大衆から資金を集めて専門家に運用を委ねる投資法人について、基本的に公開株式会社の新株発行規制と同様の投資口の発行制度を定めている。J リートも資本市場において一般投資家からの資金調達を想定することから公開株式会社の法制と類似する制度となっている。株式会社のガバナンスと比較すると、投資法人と運用会社に所有と経営が明確に分離しており、一般の投資主は、高度に専門的な資産運用業務に関与せず、法人支配権には関心が薄く、長期的かつ安定的な経済的利益の分配が投資法人の存在意義ということができる。投資主は、金融商品取引法（「金商法」）や宅建業法などの業者規制に従う運用専門家に、不動産資産に特化した資金運用を委託するという基本構造を念頭に置いて、投資主保護のための制度設計を検討することになる。

投信法では、投資主の「投資口の割当てを受ける権利」は認めていない一方、以下のような制度により投資主の利益保護を図っている。すなわち、規約において「投資法人が発行することができる投資口の総数」を定め、「役員会が投資口の募集を承認する（授権資本制度）」一方、発行価額は「資産の内容に照らし公正な金額」とすることを定め、授権資本制度を基礎とする上場株式会社に類似する新旧投資主間の利害調整や投資家保護の配慮をしている。

① 「発行可能投資口総口数」を規約に定め（第 67 条第 1 項 4 号）、
② 「投資口の募集」には執行役員が「役員会の承認」を受ける（第 82 条第 1 項）。
③ 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。
④ 投資主は「新株発行の無効確認の訴え」や「新株発行の不存在の確認の訴え」を提起することができる（投信法第 84 条）。

III. ファイナンス手法の多様化（各　論）

１．株主割当増資（投資主割当増資）

（１）株式の割当を受ける権利（新株引受権）－投信法第 82 条と会社法規定

投信法では、第 82 条以下において「募集投資口の募集事項の決定等」が規定され、これは会社法第八節「募集株式の発行等」第 199 条「募集事項の決定」、第 201 条「公開会社における募集事項の決定の特則」等に対応している。

一方、投信法には、会社法第 202 条の株式の募集において「株主に株式の割当てを受ける権利を与える場合」に対応する規定（割当方法、株主への通知方法、失権等に関する規定）がなく、同条の準用もされていない。
他方、株主割当の場合の払込金額は、全株主に権利を与えて払込みを求め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。また、株式の時価の変動に関わりなく一定の発行価格での新株発行を進めるのが、本来の株主割当の特徴である。しかし、投信法第 82 条第 6 項では「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。この規定を受けて、投資法人の規約において払込金額について同様の規定を定める投資法人もある。
このため、投信法において会社法第 202 条「株主に株式の割当てを受ける権利を与える」株主割当制度は想定していないものと考えられる。また、新株引受権は、会社法上は譲渡できないと解されており、株主に資金がなければ失権し、資金調達目的が達成されず、失権株主は持分の稀釈化の不利益を甘受する問題は解決されない。

株主割当ては、最近の我が国では主に閉鎖型のタイプの会社が利用する方法になっている。昭和 40 年代半ば頃までは、わが国の上場会社も株主に「株式の割当てを受ける権利」を与え、かつ、株式の市場価値がいくらかに関わらず、当時存在した額面株式の券面額を払込金額として株式の募集を行う例（額面発行増資）が多かった。しかし、この方法は、時価発行に比し発行会社にとり資本コストが高くなることや、既存株主はその権利を行使して株式を引き受けないと、持分権の低下（稀釈化）による会社支配権の低下とともに、持株（旧株）の値下りによって経済的不利益を被ることから払込みを強制される状況となること等の事情から、上場会社では一部の業種を除き、実施が稀になった。

わが国と異なり、英国や大陸法系の会社法文化では、伝統的に、上場会社等についても株主の持株比率維持の利益が強行法により保障されるべきだとの考えが根強い。このため、英国、英連邦諸国や欧州では全株主に新株を引受ける権利を認めるライツ･イシューを一般的な新株発行形態とする実務が定着している。そして株主割当以外の増資では株主総会決議による株主の承認が要請される基本構造となっている。

これに対し、米国の各州の会社法では、日本と同様に、株主は原則として新株引受権を持たず、授権資本制度に従い、取締会の経営判断により増資を行い、機動的に資本市場で資金調達を行なうことが原則とされる一方、新株引受権（ライツ）は会社乗取りなどの非常時の買収防衛策として意図的に会社支配権の稀釈化を生じさせるライツ・プランとして利用されるなど、英連邦系とは異なる発達を示している。

（2）<u>ライツ・オファリングと金商法</u>

ライツ・オファリングとは、会社が株式の新規発行による資金調達を行う場合に、株主割当の一方法として、既存株主にその株式の保有割合に応じて新株式の引受に関する権利を付与するものをいう。これにより新株式の引受権を付与された株主は、引受権を行使して資金の払込を行うことにより自らの持分を維持することができる。また、新株引受権の譲渡が可能な場合は、その譲渡により資金の払込みを行わないことによる保有株式の経済的損失を軽減することが可能となる。
日本の会社法の下では、会社法 227 条に規定する新株予約権の無償割当のスキームを利用することにより、このライツ・オファリングを行うことができる。

一定の基準日現在の株主に対して、その所有株式数に応じて新株予約権を与えて新株式の募集を行う株主割当て発行では、権利行使を促進するために発行価格が時価よりも低いことが一般的である。このような場合、通常、流通市場では株価が下がるいわゆる「権利落ち」が生じる。株主は、増資払込を行って新株を取得しなければ権利落ち分だけ損失を被ることから、株主は権利落ち日（権利確定日である基準日の 3 日前）よりも前に、株主割当に応ずるか否か、保有株を売却するか否か、を判断しなければならない状況に直面することになる。

従来、伝統的な株主割当増資では、追加の払い込みをするか、失権による権利落ちのリスクを甘受するか、あるいは保有株を売却するかを判断するため、発行会社は割当日の 25 日前に有価証券届出書を提出する必要があった。しかし、株主割当であっても、発行価格や有価証券の種類等からみて権利落ちによる投資家の不利益が生じないと理解される有価証券の募集や売出しについては、原則どおり 15 日前の開示で足りるとされている（金商法第 4 条第 4 項但書、開示府令第 3 条）。この中には、「新株予約権無償割当てに係る新株予約権証券であって、取引所金融商品市場において売買を行うこととなるもの（ライツ・オファリング）」が認められ、株主に新株予約権の市場売却による投下資本回収の機会が与えられていれば、持分割合や支配権の稀釈化はともかく投資家の経済的リスクは軽減されていると認識されている。

（3）ライツ･オファリングと金商法の平成 23 年改正

① 目論見書の交付方法等の弾力化

現行法上、ライツ・オファリングを行う場合、株主全員への引受け勧誘は有価証券の募集に該当するため、既存株主に新株予約権を割当てることに伴い、株主全員に目論見書を交付することが義務付けられることとなる。このため、特に株主数が多い企業においては、ライツ・オファリングを行うことは事実上困難であった。
この対策として、投資者保護を図りつつもライツ・オファリングが企業の資金調達の現実的な選択肢となるよう、改正金商法では、①割当てられる新株予約権が金融商品取引所に上場されているか、上場が予定されている場合であって、②当該新株予約権に係る有価証券届出書の開示情報等が遅滞なく日刊新聞紙に掲載される場合には、目論見書の作成・交付義務を免除とすることとされた。日刊新聞紙に掲載する具体的な情報の内容は、内閣府令により、有価証券届出書の提出日、EDINET のウェブページのアドレス、発行者の連絡先等が規定される。
また、届出書の効力発生後に継続開示書類が提出される場合も、予め提出時期が開示されていれば訂正届出書の提出は不要とされる。

②「有価証券の引受け」の範囲の見直し

ライツ・オファリングでは、権利行使がなされなかった新株予約権について、発行会社が取得条項に基づき取得した上で証券会社に売却し、当該証券会社が権利行使をして取得した株式を市場等で売却するというスキーム（以下「コミットメント型ライツ・オファリング」という）が市場関係者において想定されている。コミットメント型ライツ・オファリングでは、証券会社の権利行使により最終的に全ての新株予約権の行使が担保されているため、発行会社にとってあらかじめ資金調達額を確定できるメリットがある。
このコミットメント型ライツ・オファリングにおける証券会社の行為は、投資者が行使しない新株予約権について、その取得・行使をあらかじめ約束するものであり、

行為態様やリスク負担の点で、「有価証券の引受け」と類似性があると考えられる。このため、コミットメントを行う証券会社において、有価証券の引受けに係る適切な引受審査の義務付けなどの規制を課すことが適当と考えられた。そこで、改正法では、投資者保護および資本市場の健全性確保を図る観点から、「引受人」等の定義に「新株予約権の募集等に際し当該新株予約権の未行使分を取得して自己または第三者が当該新株予約権を行使することを内容とする契約をする者」が追加された。

③　公開買付・大量保有報告規制の適用範囲の見直し

ライツ・オファリングが行われた場合の株券等所有割合の変動の特性を踏まえた規制の適用を行うため、公開買付規制や大量保有報告規制の適用範囲が見直される。コミットメント型ライツ・オファリングでは、新株予約権を全株主に割当てた上、引受証券会社を介して、最終的に全ての新株予約権が行使されることが確保されているので、新株予約権の付与時点ではなく行使時を基準とする所有割合により、公開買付規制や大量保有報告規制が適用される。
引受証券会社の未行使分の新株予約権取得の取得日から下記の期間は株券等所有（保有）割合から除外される。
公開買付規制（株券等所有割合）：　60 日
大量保有報告規制（株券等保有割合）：5 営業日

④　インサイダー取引規制に係る重要事実の範囲の明確化

新株予約権無償割当てに関する決定について、インサイダー規制が適用される重要事実に該当することとその場合の軽微基準を明確化している。

（4）コミットメント型ライツ・オファリングの取引シミュレーション

コミットメント型ライツ・オファリングが実施される場合、典型的には次のような取引が行われることが想定される。

① 発行会社は、会社法 277 条に基づく新株予約権無償割当ての実施を公表する。
株主向けの基準日公告が行われる。
② 株主は、
(a) 基準日前に保有株式を売却する。
(b) 新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得する。
(c) 追加出資を嫌う株主は新株予約権を市場売却する。
③発行会社は、一定期間内に行使されなかった新株予約権を取得条項により取得。
④発行会社は、取得した新株予約権を証券会社に売却。
⑤証券会社は、新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得。
⑥証券会社は、取得した株式を市場等で売却や売出し。

ライツ・オファリングの手続の特徴としては、取締役会決議から増資の完了までに約 2 ヶ月の実施日程を要することとが挙げられる。また、一般に、発行価額は市場価格よりもかなり低い金額で設定され、発行価額のプライシングにおいて市場価格との関連性がないため（かつての「額面発行」のように）、マーケットでの株価の動きに関係なく発行が可能であることも特徴とされている。

（5）コミットメント型ライツ・オファリングと株価への影響

コミットメント型ライツ・オファリングが行われた場合の株価（投資口価格）と時価総額への影響（理論値）を公募事例と比較したシミュレーションをしてみる。

【参考事例：A 社（A 投資法人）】
時価総額：　1000 億円
発行済み株式（投資口）数：100 万株
株主（投資主）数：　2 万人
1 株（投資口）の時価：　10 万円
純資産：　1000 億円
100 億円の増資の資金調達により 100 億円の収益不動産を取得する事例

ケース **A**：1 株 10 万円で公募（時価発行）：

10 万株の新株発行により 100 億円資金調達、増資後の純資産は 1100 億円、株式数は 110 万株となる。
増資後の 1 株は 10 万円で変わらず、時価総額は 1100 億円となることが想定される。
・株主の持分比率の低下（支配権の稀釈化）⇒100/110　＝　90.91％に減少
・株式の経済的価値は不変ということになる。

ケース **B**：1 株 5 万円で公募（有利発行－株主総会特別決議が必要）：

20 万株の新株発行により 100 億円資金調達、増資後の純資産は 1100 億円、株式数は 120 万株となる。
増資後の 1 株は 9 万 1667 円で、時価総額は 1100 億円で変わらないと想定される。
・株主の持分比率の低下（支配権の希薄化）⇒100/120　＝　83.33％に減少
・株式の経済的価値の低下⇒　91.667％となる。

ケース **C**：1 株 5 万円でコミットメント型ライツ・オファリング（取締役会決議）：

【事例】
行使価額 1 株 5 万円で総額 20 万株分の新株予約権を無償で 2 万人の株主全員（発行済み総数 100 万株）に、保有株式数に比例的に、1:0.2 の割合で発行することにより、20 万株分が 100％行使されれば 100 億円の資金調達、純資産は 1100 億円、発行済み株式数は 120 万株となる予定である。
理論的には、仮に新株予約権が 100％行使されれば、増資後の市場価格の理論値は、1 株 9 万 1667 円となり、時価総額は 1100 億円となることが想定される。

【市場参加者全てが増資後の株価が 9 万 1667 円と想定すると仮定した場合】

①発行会社は、基準日公告までに有価証券届出書を提出し、権利確定日までに届出の効力を生じさせ、会社法 277 条に基づく新株予約権の無償割当てを実施する。
②・この割当てを嫌気する株主は、基準日前に保有株を売却する。
　・他の株主は、新株予約権を行使して金銭を払い込み、株式を取得する。
　　⇒　70％の株主が行使すれば、14 万株分で 70 億円の資金調達
　・追加出資を嫌う株主は新株予約権を市場売却
　　⇒　30％の株主が 4 万 1667 円未満で新株予約権を市場売却
　　⇒　20％の購入投資家が権利行使すれば、4 万株分で 20 億円の資金調達
③発行会社は、一定期間内に行使されなかった新株予約権を取得条項により取得。
④発行会社は、取得した新株予約権を証券会社に売却。

⑤証券会社は、新株予約権を行使して金銭（1 株 5 万円）を払い込み、株式を取得。
　⇒　10%の新株予約権を行使すれば、2 万株分で 10 億円の資金調達。
⑥証券会社は、取得した株式を市場等へ売却や売出し。
　⇒　2 万株の市場等での売却（売出し）（全株消化のためには 9 万 1667 円未満で販売する可能性がある。少なくとも時価以下でなければ大量の売却は困難）

・株主の持分比率の低下（支配権の稀釈化）⇒権利行使すれば持分比率維持、
　資金がない株主が権利行使しなければ、100/120=　83.33%に減少
・株式の経済的価値の低下⇒　100%権利行使されたとして 91.667%となる。
・権利行使残の株があれば、証券会社の市場売却や売出しの影響を受ける。

（6）留意事項

A.　株価（投資口価格）・時価総額への影響

現実には、上記のシミュレーションにおいて、市場参加者の全てが増資後の株価が 9 万 1667 円と想定するとは思われず、かつ、新株予約権の上場期間中に市場参加者の行動の想定も市場価格の変化につれて変化すると考えられる。
実際には増資による新株の市場供給と 5 万円での株主割当を発表した時点で、基準日前に売却する株主も現れて、市場には供給（売り）圧力が働く可能性がある。
すると、新株予約権を市場売却するタイミングでは、投資家が権利行使により利益を得る価格の想定は、市場価格により変化し、低下している可能性がある。
このため、株主が新株予約権を市場で時価と行使価格との差額である 4 万 1667 円で売却する想定の前提は変化することになる。
さらに、基準日から約 2 ヵ月後以降に証券会社が 5 万円で取得した新株を市場などで 9 万 1667 円で売却することも、現実的な想定とは思われない。
おそらく、1 株 5 万円での発行価格に対する心理的影響と証券会社での売却に至るまでのコストや利益加算、市場への新規供給（売り）圧力などにより、証券会社の売却価額は公募の場合よりも低い価格となり、市場価格は当初想定した理論値よりも低下し、時価総額は公募の場合ほどは増加しない可能性がある。

有利発行と比較した場合、有利発行ではスキームのシンプルさゆえに稀釈化の影響が 9 万 1667 円の理論値と単純に評価され短期間で市場価格に織り込まれやすいのに対し、ライツ・オファリングでは、取締役会での資金調達が可能である一方、スキームが複雑で多数参加者と一定期間を要することから、各取引時点での時価の影響やコスト等から、理論値を下回る市場価格が形成される可能性は認められる。
すなわち、基準日の 2 週間前の基準日公告から基準日から 2 ヶ月以内の行使期間満了まで長期間を要し、証券会社が売却する残余株式量とその場合の売却価格という不確定要素を最後まで残すことは、大規模なディスカウント増資の事実が長期間、市場価格に影響を及ぼす可能性があることに注意が必要である（この対策として海外では下記のアクセラレイテッド・ライツ・イシュー等が行なわれている。）。
但し、時価発行増資やリファイナンス・資産売却が困難な不況期などにおいては、ライツ・オファリングは貴重なエクイティ資金調達の手段として、市場に好感されるであろうと思われる。

B.　未行使株主の権利への影響と配慮

株主割当増資（rights issue）は、権利行使を促進させるため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であり、海外 REIT も不況期の資金調達手段として活用している。株主割当の払込金額は、市場価格よりも相当低く設定されるため、募集に応じず追加出資しない投資家は失権して利益に預かることができず、会社持分割合・支配権の稀釈化が生ずる結果となる。払込金額が低ければ一定額の資金調達に必要な発行株式数も増加するので、失権した投資家の稀釈化の程度が通常よりも拡大する傾向もある。投資家は、株主平等の観点では機会の平等はあるものの、稀釈化による「権利落ち」に対処するため、基準日までに「追加出資して新株を取得するか、稀釈化前に株式を売却するか」の判断にせまられることになる。

但し、REIT では、投資口 1 口の時価の低下は関心事である一方、支配権の稀釈化については、株式会社の株主とは状況が異なる。集団的投資スキームである REIT の場合、投資主は運用会社の専門的資産運用能力を信頼し、所有と経営が制度的に分離した構造になっているため、投資主の主要な関心事は経済的な利益、特にインカムゲインの確保であり、投資法人における支配権維持や議決権行使意欲は事業会社の株主とは同視できない。むしろ、上場投資信託における投資主の判断は、期待する利益が見込まれなければ、専門的な経営に関与して経営を改善するのではなく、投資口を売却してより良い投資商品に乗り換えることが一般的な行動と考えられる。投資法人が増資を繰り返して巨大化した結果、持分割合が低下したとしても、安定的に成長して一投資口当りの経済的リターンが確保されれば、REIT 投資主の一般的期待には沿っているように思われる。

投資主の利益の保護対策について、日本の会社法と金商法では、支配権保護としては全株主に株主割当への参加の機会を平等に提供し、経済的利益保護としては、権利行使の意思がない投資家に新株予約権の上場取引市場を提供して増資後の株式の価値と新株予約権の行使価格との差額分を新株予約権の売却の形で経済的損失を填補することにより、既存投資主の利益保護が図られていると考えられる。

C. <u>会社の資金調達目的の達成</u>

ライツ・オファリングにおいて新株予約権を行使しない株主の失権は、同時に、発行会社の資金調達目的が達成されないことを意味する。但し、上記のコミットメント型ライツ・オファリングでは、証券会社が発行会社との間で、権利行使されない新株予約権の購入と権利行使を約束することにより、発行会社の一定額の資金調達目的は、約 2 ヵ月半程度の時間をかけて達成されることが保障されることになる。但し、上記のとおり、比較的長期のオファング期間中の市場価格の変動リスクは、新株予約権の売却価格の低下や残余分の引受証券会社による最終的な市場売却（売出し）価格の低下という形で、投資家がリスクを負担することになる。

D. <u>米国 SEC 登録対策</u>

発行会社の株主の中に米国投資家が存在する場合は、全株主に対して証券の取得勧誘を行なうライツ・オファリングでは、株主の中の米国居住投資家に対する証券の売付け勧誘が行なわれているとみなされる。このため、かような場合、ライツ・オファリングを行なう発行会社は、米国投資家に対して証券発行勧誘を行っているものとして、米国の SEC に発行会社情報（フォーム F-1）の登録義務と将来の SEC への継続開示義務という発行会社にとって大きな負担が生ずることになる。但し、米国居住投資家の数が関連規則に従い全株主の 10%未満であることが確認できれば、

簡略化した様式で日本での株主向け開示資料の英訳（フォーム CB）を SEC に提供する手続に依拠することになる。

かような米国 SEC 登録義務という重大な負担を回避するため、英国のライツ・イシューにおいては、ある海外の法域での新株の募集行為が発行会社に過度の負担をもたらすような場合には、株主割当の場合であっても、かような法域における株主への株主割当を回避することが認められている。
日本でも、ライツ・オファリングの普及を促進させる観点から、米国の証券法令に抵触するおそれが生じる場合には、米国居住株主による新株予約権の行使を制限することも、株主の共同利益の保護のためにはやむをえないものであるから、直ちに株主平等原則の趣旨に反するものではないとの議論が行なわれている。

（7）海外のライツ・イシュー事例

英国やオーストラリア、シンガポール、香港などの英国連邦系の諸国は、「株主は新株の割当てを受ける権利を持つ発行会社のメンバーである」という会社法文化の諸国であることから、ライツ・イシューが株式会社における原則的な発行形態といえる。証券取引所のルール等においても支配権維持の慣行を反映し、通常の公募や私募において、10％～15％の稀釈化を生ずるような発行数の増資や株式の時価を10％超下回るような増資は禁止されていることが多い。
このため、株価が低迷した金融危機の時期に、時価を大きく下回る発行価格で増資をしたり、発行株式数に比較して大量の新株を発行する大規模な資金調達を行なうためには、ライツ・イシュー以外には増資の選択肢がなかったという事情がある。

A.　オーストラリアの REIT

オーストラリアの REIT は、2008 年中に A-REIT インデックスが 54%低下し、金融危機に直面した 2008 年 7 月から同年中に 8 件のライツ・イシュー（株主割当増資）が行なわれ、これと平行して 9 件の第三者割当増資（プレイスメント）も行なわれていた。
当時のライツ・イシューにおける時価からのディスカウント幅は、最大 62%、最小で 20.2%で、基準とする時価は「終値」「1 日の加重平均値」から「15 日間の加重平均値」まで様々あった。当時は第三者割当増資や公募の場合でも、市場価格から 5.6%ないし 11.1%のディスカウントが行なわれていた。

オーストラリアのライツ・イシューでは、2008 年 5 月の規則改正以来、既存の全株主向けの増資勧誘となるため発行開示資料は簡略化され、原則 23 日間の開示期間について、大量に株式を保有する少数の機関投資家向けの割当を先行させて短期間で迅速な資金調達を促進する手法（アクセラレイテッド・ライツ・イシュー）も開発されている。上場規則により、株主の承認がない限り、12 ヶ月間の新株発行の上限を発行済株式数の 15%とする株主保護規制があるが、株主割当増資は 15%ルールの例外なので、これと第三者割当増資を組み合わせて、危機に直面した企業や REIT に対する 15%以上の救済増資が可能となっている。

伝統的なライツ・イシューの基本原則は「全株主に平等な機会の提供」であり、その要件は、以下のものである。
(i)　同一種類の証券保有者の全てに対するオファーの提供
(ii)　オファーはプロ・ラタで（所有株数に応じて比例的に）提供されること

(iii)　オファー条件が全株主に対して均一であること
(iv)　オファーのタイミングが均一であること

最近のノン・トラディショナルなライツ・イシューとしては、以下のような新手法が開発されている。

(a)　アクセラレイテッド・ライツ・イシュー：
　機関投資家向けオファーとその他の一般投資家向けオファーに分け、
　少数の大口投資家に対するオファーを短期間で先に済ませる。
　その後で 2 ヶ月以内に多数の一般投資家向けのオファーを通常の期間で消化する。
・オファー条件は機関投資家向けと一般投資家向けで多少異なるが、わずかな差異であって、株主平等取扱いの原則を著しく損なうものではない。
・例えば、発行済み株式数の 80%以上を総株主数の 10%未満の機関投資家が保有するケースも少なくないので、短期間で機関投資家向けに大半の割当てを決着して、早期の資金調達と株式市場への影響を最小化するという効果が期待される。

(b)　失権部分の処分オファー:
ライツ・イシューの実施後、発行会社は権利行使されず失権した部分についても資金調達ニーズは維持しているため、ライツイシューと同様の目論見書の免除特典を受けて、失権株を他の既存株主に募集することを認めている。これにより、日本のライツ・オファリングにみられる残余株式量の不確定要素と市場売却や売出しによる市場価格への影響が緩和されている。
・失権部分の第 2 次募集は当初のライツ・イシューから 2 ヶ月以内に行なわれる必要がある。
・アクセラレイテッド・ライツ・イシューの失権株処分の場合は、機関投資家向けと一般投資家向けで別のブック・ビルデイングを行なうことも許容される。
・当初のライツ・イシューで平等取扱い原則が維持されたことを条件として、第 2 次募集における目論見書免除が許容されている。

(c)　転換社債保有者に対するオファー：
転換社債の要項に従い、普通株式のライツ・イシューは、これに転換する潜在株主としての転換社債保有者に対しても行うことができる。この場合も、株主に対すると同様の目論見書免除が許容されている。

さらに、2009 年にはオーストラリア証券投資委員会（ASIC）は、金融危機下の市場での一般的なエクイティ増資を促進させるため、①上場投資スキームの場合に市場価格から 10%以上ディスカウントした発行価格で私募や第三者割当増資ができることとし、②株主割当増資や第三者割当増資の開示の簡略化を許容し、③発行済株式数の 20%を上限とする買収規制について、株主割当増資や配当再投資プランに参加する引受業者や大口投資家のために規制緩和した。

B.　英国の REIT

金融危機下の英国の REIT は、テナントのデフォルトや不動産価値の下落に直面し、融資契約の財務制限条項違反によるデフォルト・リスクが発生し、リファイナンス・リスクに直面していたが、その対応手段は、①ライツ・イシュー（株主割当増資）、②リファイナンスの財務制限条項の見直し交渉（金利上昇を伴いがち）、③資産売却（安売りになりがち）、の三種類に限定されていた。

英国ではREIT株価の低迷のため、ライツ・イシュー（株主割当増資）は控えられて資産売却が行われていた。最大手のLand Securitiesは20億ポンドの資産売却、第2位のBritish Landは40億ポンドの資産売却を行なった。REITには不動産市場の出口としての役割りが期待されるが融資契約のデフォルト回避のためには資産売却の安売りもやむを得ない切迫した状況にあったと思われる。
しかし、2009年には、主に融資契約の財務制限条項（LTV等）の抵触によるデフォルトを回避するため、結局、立て続けにライツ・イシューによるバランスシートの改善が行なわれることとなった（British Land、Hammerson、Workspace等）。

２．転換社債／新株予約権付社債（新投資口予約権付投資法人債）

（１）転換社債とREIT

会社法の新株予約権付社債は、従来の転換社債・新株引受権付社債と同様に、社債権者に対して発行会社の株式を取得するコール・オプションを社債発行と同時に付与するものである。社債権者は、社債の保有者として安定的な地位を享受できるとともに、発行会社の業績があがれば新株予約権を行使して社債を株式に転換することができる。転換社債は、社債の堅実性と株式の投機性を併有する。発行会社からみれば、株式オプションを付与する分だけ社債を低利で発行することができ、転換が進めば返済元本を減少させ、デットからエクイティへの転換により負債の比率を減少させることができる。

Ｊリートの財務上の課題の対策として転換社債は有益なツールの一つと考えられる。
① 将来のゼロ金利時代の後の金利上昇期において、転換社債は低利の資金調達手段の選択肢となる。
② 一般に総資産の40%強を占めるデットの元本の多くは、資産売却による出口まで半永久的なリファイナンスが想定されるところ、転換社債では元本返済額を減少させることができる。
③ 転換社債の転換は、LTVの比率を改善させる効果を持つ。
④ 投資家が将来の安定した配当収益に魅力を感ずれば、インカム・ゲイン目当てで転換することも考えられる。
⑤ キャピタルゲイン狙いの株式のCB投資家と比較して、転換後の即売却ではなく、インカム収入のために長期保有する投資家の資産形成プランになじみやすい。

（２）転換社債の有利発行（会社法）

新株予約権付社債の新株予約権部分について、①無償で発行し、それが新株予約権を引き受ける者に「特に有利な条件」である場合と、②払込金額（行使価額）が新株予約権を引受ける者に「特に有利な金額」である場合には、新株予約権に関する規定に従い、「有利発行」として株主総会の特別決議が必要とされている。

転換社債の場合は、新株予約権というオプションの対価は金利の低減部分という考えから、一般に行使価額が株式の時価に近い水準であれば、有利発行とまではみなされないことが一般的といえる。

新株予約権の「権利行使価額」とは、新株予約権の行使に際し出資される金額である（会社第281条第1項）。一株当たり権利行使価額がその時点の一株の時価より低ければ、権利行使によりキャピタル・ゲインが見込まれる。行使価額に関しては

希薄化防止条項が設けられるのが通常であり、1 株を 2 株とする株式分割があれば権利行使価額が半額になる等、新たな新株発行があったとしても新株予約権の実質的な価値を維持するために「算定方法」の算式が定められている。

（３）下方修正条項とＭＳＣＢ

新株予約権付社債に付される新株予約権については、株価が当該権利を行使すべき水準まで上昇しない場合に備えて、行使期間中の一定時期において、権利行使価額を目的たる株式の時価を基に（下方）修正する旨を定める例がある（下方修正条項）。下方修正条項は、その払込金額（会社第 238 条第 1 項 3 号）次第では、新株予約権が「特に有利な払込金額」（会社 238 条第 3 項 2 号）による発行であると評価される余地はあるが、有効と解されている。

また、権利行使価額を株価の変動に従い上下に修正し、かつ当該修正を頻繁に（月次）行うものは、MSCB と呼ばれ、通常であれば公募による資金調達が困難な会社が多く利用していた。しかし、株価の極端な低下を招く事例が多く、株式の空売りにより権利行使価額を下げようとする動きを呼びやすいことや、一株当たり権利行使価額が常にその時点の株価の 90 パーセントになるよう設計されていることが問題とされている。MSBC と同じ仕組みの新株予約権で新株予約権付社債の形をとらないものは MSSO(権利行使価額修正条項付新株予約権)と呼ばれる[2]。

（４）投信法の投資法人債と会社法規定

投信法では、第 139 条の 2「投資法人債の発行」、第 139 条の 3「募集投資法人債に関する事項の決定」等が規定され、これらは会社法第四編第 676 条「募集社債に関する事項の決定」以下の社債発行に関する規定に対応している。
しかし、投信法には、会社法第二編第三章「新株予約権」の第 236 条「新株予約権の内容」以下の規定、及び、第 2 条第 1 項第 22 号の「新株予約権付社債」の定義規定に対応する規定がなく、同条の準用もされていない。
このため、現行の投信法は、「新株予約権付社債」も「新株予約権」も想定していないものと解釈される。

（５）新株予約権付社債･新株予約権を導入する場合の検討事項

J リートが転換社債を導入する場合は、一般に流動性が高くなく、インカム志向の投資家保護を配慮して、ごくベーシックな商品性の転換社債が望ましいと思われる。このためには、不況期に対応するための転換価額の下方修正条項はともかく、MSCB 等の弊害を防止するようなガイドラインの設定が考えられる。
REIT の CB の商品性の統制方法としては、REIT と事業会社の性格の違いも配慮して、投信協会、証券業協会や東証規則等による機動的なガイドラインや規約の規定など、投資法人の性格に応じた独自の対策が考えられる。

また、新株予約権については、当面は、現実的なニーズが考えられる①ライツ・オファリングに利用する場合、②新株予約権付社債を構成する場合と②運用会社の役員･従業員向けのストック・オプションを構成する場合のみに限定するような方策も

[2] 参考「株式会社法」江頭憲治郎

考えられる。例えば、Ｊリートの場合は、買収防衛策としてライツ・プランを構成するような新株予約権の必要性には疑問がある。

A.　潜在株の増加による稀釈化対策

①　転換社債の発行による稀釈化に上限を設ける
例えば、転換により発行される新株は発行済株式数の 25~30%まで、それを超える場合は、救済増資による再建などの合理的な理由の開示を行う等。
②　転換価額の修正条件を制限する
投資法人は、一般に安定的な資産と固定的な収益事業に裏付けられた安定したインカム志向の投資手段と理解されている。このため、例えば、転換価額の修正を認めるとしてもその頻度は一事業年度に一回に限る、修正の合理的な上限・下限を設ける等の対策が考えられる。
③　MSCBの発行を防止する
日本証券業協会　平成19年2月22日付け「会員における引受審査のあり方・ＭＳＣＢの取扱いのあり方等について」－会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告－の報告以降、MSCBの商品性は比較的安定してきているが、キャピタル・ゲイン目当ての特殊な投資家向けのMSCBは、インカムゲイン志向の長期投資が期待されるＪリートには不向きと思われる。

B.　市場での売却オペレーション対策

上記の転換価額の下方修正の条項を受けて、例えば、MSCB 発行企業の株について、MSCB を大量に保有し、貸株を用いた空売り（現在高く売って、将来安く買う）等により、大量の売却により値段が下がった時価に応じて転換価額が修正され、修正後の転換価額で転換しさらに売却するようなオペレーションが行なわれる可能性がある。かような場合、取引高が少なくインカム志向の REIT では市場を混乱させるおそれが高いので、かような取引は排除すべきものと思われる。
その対策、上記のように J リートについては MSCB の発行を規制する対策が考えられるが、CB ヘッジ・ファンド等の行動様式等についても、市場関係者の検証が必要と思われる。

（６）海外 REIT の CB 事例

A.　信託型 REIT の CB

会社型 REIT の米国だけではなく、信託型 REIT のオーストラリア、シンガポール、香港でも、長期で低金利の資金調達手段として、多数の REIT が CB（Convertible Bonds 転換社債）を発行している。
普通社債だけではなく、劣後債の出口として REIT 普通株（ユニット）への転換権が付されている場合も多い。オーストラリアの GPT は資本の再構築（リキャピタライゼーション）のため、株主割当増資と普通株への転換権付永久劣後債（資本性証券）を組み合わせて、GIC（シンガポール政府投資公社）からの支援の取り付けと LTV を改善することに成功している。

B.　CB のリストラクチャリング

金融危機の後、東南アジアの海外市場では、外国資本の海外への逃避により深刻な経済危機を招来し、株価も低迷した。このため、REIT や会社を問わず、経済が活況

を呈していた時期に発行されたCBの転換価額を大きく下回る株価水準となった。
また、REITの株価低迷を受けてCBの流通価格も低迷した。
このため、既発行のCBについて、現在時点の株価水準に即した転換価額を転換条件とし、新規にCBを発行して既存のCBをリファイナンスするCBのリストラクチャリングが行なわれた。

（7）検　討

A. 不況期のCB

CBは、PBRが低い不況期に発行されると、リファイナンス・リスクから過小評価されていた時価がNAV水準に回帰する過程で転換権が行使され、負債比率を減少させる効果が期待される。

B. CBのリストラクチャリングと修正条項

海外の景気後退期のCBのリストラクチャリングやCBの流通価格が低迷する現実を見ると、転換価額の時価修正も一営業年度に1回くらいのものであれば、健全な商品として機能すると思われる。不況下でいったん無価値になりかけた株式転換権を、時価に従って行使価額を修正することにより、再びデットからエクイティへの転換を促進させることになる。これにより、CB投資家にREITのエクイティへの転換機会を提供してCB投資家を保護し、REITも転換促進によりLTVを改善させ、リファイナンスのための再度の社債発行費用を節約でき、ひいては一般投資家もバランス・シート改善の恩恵を受けるというメリットがある。

C. CBとPBR・金利水準

例えば、PBRが0.5前後で過小評価されているREITのリファイナンス手段としてCBの活用が想定される。運用スキルがあるにもかかわらず、ブランド・イメージだけで市場評価が低いREITにとっては、PBRにおいて成長の伸びしろが見えており、投資家に株価上昇の期待を与えて転換促進につながるうえ、転換が促進すればLTVも改善するためより効果的といえる。また、大手REITにとっても、日本のREIT はゼロ金利環境しか経験していないが、UK 等ではかような低金利環境になく、金融危機の時期にはLTV等の財務制限条項を改定しようとすると高金利を求められていた。日本でも中･長期的な金利リスク対策として、大手REITも含めて、将来の金利上昇期の長期資金調達の対応手段としてCBのニーズが考えられる。

D. CBと戦略投資

2008年10月、GPTに対してGIC（シンガポール政府投資公社）が株価低迷時に救済増資を行なったときに18%の株式持分を取得したが、稀釈化のリスクを限定するため、株主割当増資と転換権付き永久劣後債（転換価額は株価にプレミアムを乗せるのが一般的）を組み合わせている。このような戦略的な投資家が増資に応じる場合、現状のように投資口しか使えないと、増資では時価から若干のディスカウントなくして市場で消化できないため、一時に大きな稀釈化を招くことになるが、CB等のエクイティ手法があれば、稀釈化の程度とスピードを緩和できる。一方、かような投資家にエクイティの出口を与えることにより、新たな投資家層の投資ニーズを満たすとともに、REITは現金返済以外の負債解消手段を得ることになる。

３．自己投資口の取得と消却

（１）会社法における自社株取得

上場会社において、自己株式の取得は、柔軟な財務・経営政策の実施のために利用される。例えば、1 株当りの株主価値の向上を図ること、株価対策として発行会社が買い手となることによって需給バランスを調整したり、投資家に対する利益還元や株価が割安であるメッセージを証券市場に発信すること、将来の配当負担を軽減すること、持合い株式の解消の受け皿となること、組織再編に際して新株発行による稀釈化を回避することなどの目的で利用される。

Ｊリートの場合には、PBR に見られるような投資口に対する市場の評価を改善するために、1 投資口当りの価値の向上や投資口の市場価格対策、ひいては時価総額の改善が、自己投資口の取得に期待される主な機能と考えられる。
配当と並ぶ投資家に対する利益還元という意味では、利益の内部留保制度がないので、利益留保を認める制度改正とともに創設されることが望ましいと思われる。

（２）投信法の自己投資口取得の禁止と会社法規定

投信法第 80 条では自己の投資口の取得を原則として禁止しており、例外的に合併消滅する投資法人からの承継や投信法に従った買取りが許容されているが、相当の時期に処分しなければならないとされている。同条を受けた施行規則第 129 条では、禁止の例外として、①投資口の無償取得、②他法人の剰余金の配当または残余財産の分配による投資口の交付、③他社の合併、株式交換、組織変更により、保有株式と交換取得する場合、権利の実行に投資口取得が伴う場合が定められている。
また、投信法には、会社法第二編第二章「株式」第 4 節「株式会社による自己の株式の取得」（第 178 条の株式の消却を含む。）に対応する規定がなく、これらの規定の準用もされていない。
このため、投信法は、投資法人の意思決定による自己投資口の取得を想定していないものと解釈される。

（３）自己投資口の取得を導入する場合の留意事項

A.　会社法における留意事項

① 資本金を財源とする場合は出資の払戻しとして会社債権者に影響する（資本維持の原則）。このため、会社法では、財源規制により自己株式の取得対価は原則的に「分配可能額」に限定されている。
② 株主への分配可能額を財源とする場合も、剰余金の配当と並ぶ株主への財産分配の一方法として、株主相互間で投下資本回収の機会の不平等の可能性がある（株主相互間の公平）。このため、会社法では取引規制として、市場取引、公開買付け又は株主の全員に譲渡の勧誘をする方法を原則とし、特定の株主からの相対取得には株主総会決議が必要とされている。
③ 取締役が自己の会社支配を維持するため反対株主から株式取得する等、経営を歪めるおそれがある（会社支配の公正）。この点も取引規制で対応される。
④ 自社株取得に関わる会社経営陣による相場操縦･インサイダー取引のおそれがある（証券市場の公正）。この点は金商法で対応規制が整備されており、諸外国でも自社株取得に関連する不公正取引に対する証券法規制は一般的といえる。

B. 投資法人における留意事項

① 投資口は一般に流動性が低いため、相場操縦･インサイダー取引による投資家の信用の喪失を招かないよう、金商法対応も考えられる。自社株取得は、インサイダー取引規制における重要事実の中でも関心事が高いものといえる。
② 投資主総会を決算期毎に開くことはないが、市場取得は規約で投資法人役員会に授権する対応策がある。特定の株主からの取得に対する総会決議の対応は容易ではないが、その必要性も少ないと思われる。
③ 長期的には配当の改善が期待できるが、投資法人は現行法では内部留保できないため、資金調達方法や取得額と配当とのバランスにも配慮が必要である。
④ 会社法では、自社株取得は剰余金の配当と並んで投資家に対する投下資本の回収手段と位置づけられ、分配可能額による財源規制もある。財源規制を検討するとともに、税務上の損金算入要件に関して、自己投資口取得により投資家に還元された資金が 90%の配当義務でも同等に扱われることが望ましいが、現行税法では利益の配当額のみが損金算入対象であり、理論的整理が必要となる。
⑤ 投資法人の保有資産は、上場規則上、95%は不動産関連資産･流動資産である必要がある。仮に自己投資口を不動産関連資産等から除いた場合、投資法人の総資産が 400 億円の場合はその 5%の 20 億円相当額が金庫株の保有上限となる。

（4）海外事例

米国はもちろん、信託型の国でも、オーストラリア、香港、カナダなどにおいて、自己投資口（ユニット）の取得が認められている。金融危機下の株価低迷対策として、米国では自社株取得による株価の下支えが行なわれ、近時、金庫株の保有量が急速に増加した REIT もある（2007 年 12 月末日に米国の GGP は 9563 万米ドル（約 95 億円、総資産の約 0.3%）の金庫株を保有した）。
自社株取得は、株価対策に加えて、増資による稀釈化後に発行済み株式数を減らすことによる資本政策・配当政策や再編時の対価利用、景気回復後の発行など種々の財務政策に利用されている。

IV. REIT 財務の柔軟化に関連する制度の検討

１．資金調達手段の拡大とガバナンス

（1） 投資主総会決議と役員会決議

A. ライツ・オファリング・転換社債発行の機関決定

J リートにライツ・オファリングや転換社債発行を認める場合に、その発行決議については、投資口の発行や投資法人債の発行と同様に役員会の承認事項とするか、投資主総会の決議を要することとするべきかの検討の余地がある。

まず、英国系の国々では、株主が新株の割当てを受ける権利を持つという我が国の授権資本制度とは異なる会社法構造に立脚しており、一般の公募では、増資の最大限度や発行価額の最低価額が限定される一方、株主持分の稀釈化を招くような大規模増資も、時価よりも低い発行価格の増資も、全株主が平等に扱われる株主割当であれば、株主総会決議なくして取締役会によって発行できるというのが、ライツ・イシューが増資の原則と考えられる国々での一般的な取扱いと考えられる。

日本のような授権資本制度の国の上場会社では、株主割当は例外であり、公募も第三者割当も、持分の異常な稀釈化を招くような不公正な発行価額でなければ、取締役会の裁量により機動的に新株発行や転換社債発行ができるのが原則である。

B. 投資法人の資金調達と機関決定

エクイティの授権について、投資法人の増資では、規約に記載される発行可能投資口総数の範囲内で役員会の承認を得て、「資産の内容に照らし公正な金額」で発行される。ここで、上場投資法人の投資口の発行における「投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額」について、平成 21 年度規制改正要望での金融庁回答や裁判例（東京地裁平成 22 年 5 月 10 日）においては、通常は投資法人の資産の内容を含む客観的価値は市場価格に反映されているとの理解を前提に、「原則として市場価格を基準とすべきである」と考えられている。

デットの授権について、投資法人は、規約において「借入金および投資法人債発行の限度額」（投信法第 67 条第 1 項第 15 号）を記載し、かつ、投信法第 67 条第 5 項、投信法施行規則第 105 条 7 号で、(1)借入れの目的、借入金の限度額および借入金の使途に関する事項並びに借入先を適格機関投資家に限る場合はその旨、(2)投資法人債の発行目的、その発行の限度額およびその発行により調達した資金の使途に関する事項をその細目として規約に規定することが要請される。

投資法人はかかる規約に定める「借入金および投資法人債」の細目と、それを受けて採択された資産運用会社の運用ガイドライン等の内規において定める財務方針に従って、上記のエクイティまたはデットの調達手段のうち時宜に応じて最適な資金調達手段を選択すべきこととなる。

（2）ライツ・オファリングの機関決定

ライツ･イシューが原則的な国々の発想では、全株主が平等に取り扱われるライツ・イシューだけは、大量の増資や市場よりも低い発行価額での増資による持分の稀釈化が生ずるとしても、全株主に権利行使の機会が提供されるために株主総会の決議なくして取締役会決議で発行できるということが原則論である。

一方、発行価額が低い場合の持分の稀釈化や発行後の時価の低下の効果を考えると、一般の時価発行の公募が可能な状況でライツ･イシューを選択する必要性は低いかもしれない。かといって、投資主総会で承認されれば問題が解決されるわけでもない。
ライツ･イシューが望まれる状況は、①金融危機の時代のように PBR が極端に低く一般の公募はとても実施できない経済環境でも、発行価額を気にせずにエクイティ調達を行ないたい時や、②LTV を改善する必要性とリファイナンスに迫られている財務的に切迫した状況などが考えられる。
かように財務的に深刻な状況で、時間と費用をかけて臨時投資主総会を開催するのも投資法人のコストや手続の負担が大きく、運用専門家に投資運用を委託する集団投資スキームでは、投資主の経営参加よりも運用会社の迅速な危機管理や財務判断の技術的な合理性に力点がおかれるべき局面とも考えられる。
仮に、ライツ･イシューに反対の投資主が 30%いたとしても総会決議で実施されることとなるし、反対の投資主にとっては総会と権利行使時と 2 回ネガティブな意思表明を迫られるだけのようにも思われ、総会で投資主に問いかける実益も少ないように思われる。

但し、投資主割当は、投資主の基本的権利の属性に関することであるから、借入金や投資法人債発行の規約記載と同様に、投資法人は「規約」において「投資主割当て（ライツ・オファリングを含む）の限度額」を記載し、かつ、「投資主割当ての目的、投資主割当ての使途に関する事項等」を規約に規定することは検討に価すると考えられる。その他の規約記載事項としては、例えば、発行済み投資口数が 25~30%以上増加するようなライツ・オファリングを行う場合には、その理由を開示するなど、稀釈化が予想されるファイナンスについては財務戦略を開示するという投資家向けの説明責任という手続的対応も考えられる。
投資主総会における投資主割当のための規約の改定により、投資主の新たな権利の授権が行なわれ、その後は、運用会社の専門的な財務判断に従って役員会の承認により、財務方針の説明責任を果たしつつ、ライツ・オファリングが行なわれるという制度設計が考えられる。

（３）新投資口予約権付投資法人債の機関決定

株式会社では、転換社債は、転換価額が公正な価額（市場価額）であれば、発行会社の取締役会決議により発行される。
新投資口予約権付投資法人債が導入された場合は、これもまた投資法人債の一種であることから、投資法人は規約において「投資法人債発行の限度額」（投信法第 67 条第 1 項第 15 号）を記載し、かつ、投信法第 67 条第 5 項、投信法施行規則第 105 条 7 号で、投資法人債の発行目的、その発行の限度額およびその発行により調達した資金の使途に関する事項をその細目として規約に規定することは要請されるものと考えられる。
加えて、新投資口予約権の行使価額についての方針（例えば、行使価額は時価を下回らないものとする、行使価額の修正は 1 会計年度に 1 回以上は行なわないなど）や、発行時における潜在株式の限度額（例えば、発行済み投資口数の 25~30%以上の新投資口に転換する新株予約権を付す場合は、その理由を開示するなど）、リスクを限定する財務方針の自主規制という方針の他にも、転換社債による財務戦略の投資家向けの説明責任を果たすという方針も考えられる。
関係協会において、かようなリスクの自主規制や説明責任の自主規律のガイドラインを作成した上、各投資法人が主体的に財務方針を決定することも考えられる。

２．税務上の導管性要件の関連問題

（１）導管性要件

租税特別措置法における税務上の支払配当の損金算入要件の中には、J リートの資金調達や財務戦略に影響を及ぼすものも含まれている。

①投資法人に関する要件

(a)投信法第 187 条の登録を受けているものであること
(b)次のいずれかに該当するものであること
(i) その設立に際して発行をした投資口が公募でかつ、その発行価額の総額が 1 億円以上であるもの
(ii) 当該事業年度終了の時において、その発行済投資口が 50 人以上の者によって所有されているものまたは機関投資家のみによって所有されているもの

(c)その発行をした投資口にかかる募集が主として国内において行われるものとして政令で定めるものに該当するものであること（施行令第 39 条の 32 の 3 第 3 項）
投資法人の規約において、投資口の発行価額総額のうちに国内において募集される投資口の発行価額の占める割合が 100 分の 50 超である旨の記載があることと規定されている。
(d)その他政令で定める用件（施行令第 39 条の 32 の 3 第 4 項）
投資法人の営業年度等が 1 年以内であることと規定されている。

②事業年度に関する要件

(a)投信法第 63 条の規定に違反している事実がないこと
(b)その資産の運用に係る業務を投信法第 208 条第 1 項に規定する資産保管会社に委託していること
(c)その資産の保管にかかる業務を投信法第 208 条第 1 項に規定する資産保管会社に委託していること
(d)当該事業年度終了の時において法人税法第 2 条第 10 号に規定する同族会社のうち政令で定めるものに該当していないこと（施行令第 39 条の 32 の 3 第 5 項）
投資主の一人およびこれと特殊の関係のあるものが発行済投資口の総数又は一定の議決権の総数の 50%超を有する場合における当該投資法人をいう。
(e)当該事業年度に係る配当等の額の支払額が当該事業年度の配当可能利益の金額として定める金額の 100 分の 90 に相当する金額を超えていること
(f)他の法人の発行済株式又は出資の総数又は総額の 100 分の 50 以上の数又は金額の株式又は出資を所有していないこと
(g)その他政令で定める要件（施行令第 39 条の 32 の 3 第 8 項）
機関投資家以外の者から借入れを行っていないこと

（2）各　論

①　投資口の発行価額総額のうちに国内において募集される投資口の発行価額の占める割合が 100 分の 50 超である）こと（過去の累積数で計算する）。

・集団的投資スキームの会社型投資ヴィークルに法人税法の例外を認めて、配当を受領した投資家レベルにおいて課税を捕捉する制度と考えると、外国投資家レベルでは日本国の徴税権が及ばないというジレンマがあるのかもしれない。
しかし、今日では外国人投資家が過半数の国内企業も珍しいことではなく、投資法人が上場した以上は、投資資金も国際化するのが自然な姿と思われ、外国人投資家への配当課税も源泉税で捕捉する制度であれば実害は特にないようにも思われる。
・J リートは、法人税以外でも、一般販管費中の「公租公課」が、利息の支払額に匹敵するような金額の水準となっており、不動産を所有せざる企業経営等において、固定資産税の負担母体となっていると思われる。
・投資家の分散が図られていれば、海外の特定の支配投資主が法人税法の特典の恩恵を被るということにもならないと思われる。
・海外募集と国内募集をグローバル・オファリングで行う場合、大口の海外機関投資家と多数の国内個人投資家の場合にも、資金調達の便宜を図る実益が考えられる。
・以上からすると、国内募集要件を緩和して、海外での資金調達を促進することも、流動性の向上を図ることも、J リートのアジアでの国際的なプレゼンスを高めることに資するのではなかろうかと思われる。

② 当該事業年度終了の時において、投資主の一人およびこれと特殊の関係のあるものが発行済投資口の総数または一定の議決権の総数の 50%超を有する投資法人ではないこと。

・投資家の分散が図られていれば、特定の支配投資主が J リート支配を利用して、国益のための法人税法の特典の恩恵を特定の主体が独占するという弊害を防止することができる。
・集団的投資スキームに対する政策的判断として、投資家の分散は理解できるが、合併に至る前段階の TOB というような M&A のプロセスを考えると、6 ヶ月間という事業年度内に過半数支配から合併まで完結させることは難易度が高いというケースもありうる。
・導管性要件の関係での事業年度を 12 ヶ月間として、合併による外部成長のための再編プロセスにおける導管性破綻のリスクを緩和させる対策も考えられる。

③ 当該事業年度に係る配当等の額の支払額が当該事業年度の配当可能利益の金額として定める金額の 100 分の 90 に相当する金額を超えていること

・内部留保の関係では、配当方針として 90%の配当の残りの 10%について、42%の法人税の課税対象としない対策の検討が望まれる。
例えば、10%分の内部留保を促進するにはドイツの REIT のように 90%分配すれば残りは非課税としてアジアの信託型 REIT と同一の競争条件を確保することも考えられる。または、REIT が、全額配当したと同額の 10%の源泉税相当額を支払えば、90%分は投資家への分配金、残りの 10%分は REIT に内部留保を認めるというような方策も考えられるかもしれない。
・分配の限度額に関しては、投資法人の健全な成長を考えると、分配方針として「減価償却費＋資産売却金」の留保を必要と考える投資法人があれば、かような成長戦略を尊重することも合理的な配慮かと思われる。
例えば、以下のように、測定に評価の要素を残す利益の処分ではなく、現金主義の営業キャッシュフローから「不動産投資法人用の分配可能額」を設定して、この剰余金の「90%を分配すれば導管性要件を満たす」というような対応策も考えられる。

「不動産投資法人の分配可能額」＝営業 CF－減価償却費－営業 CF 内の投資 CF

ここで「営業 CF 内の投資 CF」とは、「営業キャッシュフローの中に含まれている売却不動産の簿価とキャピタルゲイン部分の現金収入」をいう。

・導管性要件の関係での事業年度を 12 ヶ月間として、12 ヶ月のトータルで 90%の配当要件を満たせば足りるという導管性の安定化のための緩和策も考えられる。

④ 他の法人の発行済株式又は出資の総数又は総額の 100 分の 50 以上の数又は金額の株式又は出資を所有していないこと

・不動産投資法人という集団的投資スキームに租税の特例を認めているので、子会社を通じて他業を営むことは認められていない（子会社で他業務を展開して連結経営の安定を図る米国 REIT の展開とは異なる）。

・投信法では、「親子投資法人」という概念が認められている。このような投資法人相互の接続は不安定な他業を営むような行為ではない。また、将来、REIT の合併

にいたる M&A のプロセスや REIT の株式交換のような形式での組織再編による外部成長戦略も考えられ、同業の投資法人子会社には実害はないように思われる。

・海外 REIT では、例えば日本国内の不動産は TMK スキームで調達している。内外の不動産資産の調達に有益なスキーム組成に必要なものであれば、効率的な不動産事業のためのヴィークル保有は、子会社を利用した他種の業務の遂行とはいえないから許容することも考えられる。

・J リートが海外の不動産証券化ヴィークルの出資持分を保有できれば、当該資産の信用力を背景としたファイナンスが可能になるとともに、外貨資金を当該国の資産の信用力で資金調達することも、かような為替リスクのヘッジ方法も可能になるので、海外不動産投資戦略には有益と思われる。

⑤　機関投資家以外の者から借入れを行っていないこと

J リートに対する与信主体は、機関投資家であることを要求し、不動市場や国民経済における J リートの重要性を配慮してか半永久的なリファイナンスが想定される J リートの構造を配慮してか、融資や債権回収行動の予測可能性の担保という意義は考えられる。例えば、海外投資ファンドなどがエクイティ以外の手段で公共的性格を持つ REIT を支配することが警戒されているのかもしれない。

３．ストック・オプション

J リートのガバナンスの向上手段としては、集団的投資スキームは資産運用を運用会社の専門的な運用能力に期待するものであるから、運用会社に独立取締役を迎えることなどが考えられるが、運用会社が REIT の時価を意識して運用業績を向上させる時価総額拡大のインセンティブとしては、ストック・オプション制度も考えられる。

（１）ストック・オプションと新株予約権

ストック・オプションとは、会社の役員・従業員等が一定の権利行使期間内にあらかじめ定められた権利行使価格で所定の数の株式を会社から取得することのできる権利をいい、会社法のもとでは、新株予約権の形態で付与されるのが一般的である。その性質は、非金銭報酬（相殺構成で付与される場合には、法律構成としては金銭債務の代物弁済として交付される）であって、将来被付与者に実現する利益の額が株価等に連動していることにより、被付与者に対し、その労務提供等による将来の株価向上等への動機付け（インセンティブ）を行うもの、すなわちインセンティブ報酬の一類型であると一般に解されている。

新株予約権とは、それを有する者（新株予約権者）が会社に対してそれを行使したときに、会社から株式の交付を受ける権利をいう。その性質は、会社がライターとなって付与するその会社の株式のコール・オプションである。通常は、新株予約権の行使は、あらかじめ定めた一定期間（行使期間）内にあらかじめ定めた一定の金額（行使価額）の払込みをすることによって行う。また、新株予約権の発行は、その価値に対応した対価で（すなわち有償で）行われる場合以外に、無償で（対価の払い込みを求めないで）発行する場合もある。

取締役へのストック・オプションの付与については、「有償」の場合には、公正価値を払込金額とする新株予約権の発行であると解し、取締役は会社に対して公正価値に対応する額の報酬債権を有し、それにより新株予約権の発行対価の払込みにあてる（相殺）と考え、そうでない「無償」の場合であっても、将来の報酬額を減額するような場合には「特に有利な条件」での発行ではなく、取締役会決議で付与できると考えられているようである。

（2）Jリートとストック・オプション

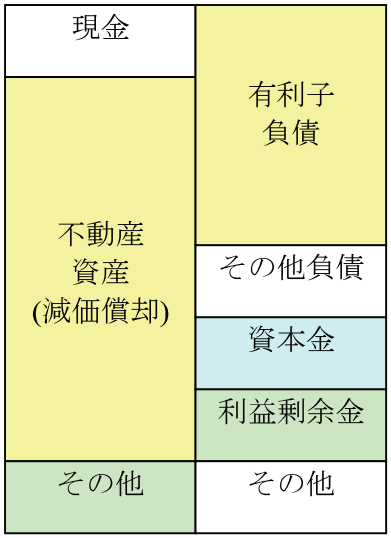
Jリートの運用会社にストック・オプションを提供することは、運用会社の役員･従業員にREITの時価を意識した経営を行なうインセンティブを与え、投資主と運用会社担当者の利害を共有させるという意味では、合理的な手段と考えられる。但し、REITが運用会社という取引先にストック・オプションを提供することになるため、仮に投信法が新株予約権を認めたとしても、税法や労働法の観点からも検討が必要となる。例えば、投資法人が運用報酬の対価の一部として運用会社にストック・オプション用の新株予約権を提供し、運用会社がその役員・従業員に権利を付与するなどの方法が考えられる。

以　　上

BAKER & McKENZIE

（別紙）**J-REIT** の構造比較と資金調達手段

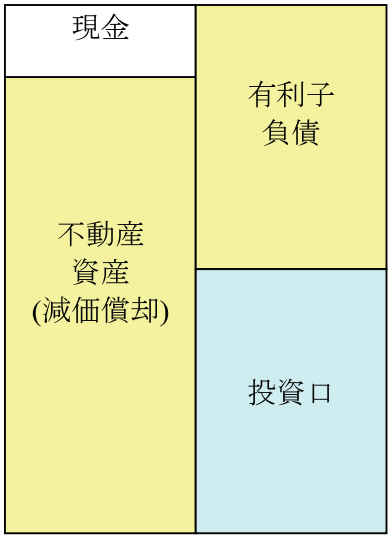
株式会社



資金調達手段

- 減価償却
- 流動性の低い不動産売却
- 資産売却
- 借入金
- 社債
- 転換社債
- 普通株式
- 優先株式
- 内部留保
- 自社株

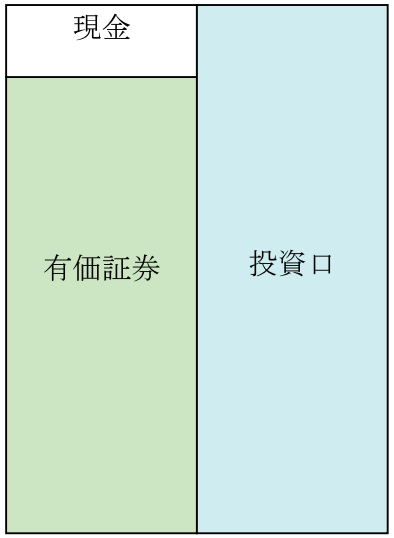
不動産
投資信託



資金調達手段

- 減価償却
- 流動性の低い不動産売却
- 借入金
- 投資法人債
- 投資口

証券
投資信託



資金調達手段

- 流動性の高い証券の売却
- 投資口

東京青山・青木・狛法律事務所　ベーカー＆マッケンジー外国法事務弁護士事務所　（外国法共同事業）
はスイス法上の組織体であるベーカー＆マッケンジー　インターナショナルのメンバーファームです。