

事務局説明資料

平成 24 年 6 月 1 日

考えられる主な論点(投資法人)

資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上等

① 財務基盤の安定性を向上させるための資本政策の多様化措置については、投資法人の簡素なガバナンス構造・導管体としての性格も踏まえて検討する必要

- (例) ・ 新たな資金調達手段として、ライツオファリング、転換投資法人債、種類投資口などが考えられるか
・ そのほか、新たな資本政策手段として、無償減資、自己投資口取得などは考えられるか

② 合併手続について、簡易合併制度を見直してはどうか

- (例) ・ 投資家利益に配慮し、簡易合併制度の利用基準を発行可能投資口基準から資産規模基準へ見直してはどうか

投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等

① 資本政策等に関するガバナンス体制について見直してはどうか

- (例) ・ スポンサーから独立した意思決定を確保するため、投資法人役員会によるチェック機能をより広く活用してはどうか
・ 資本政策の多様化にあたり、既存投資家との利益相反性が高い場合、既存投資家保護のため、新たな手段実施に係る投資主総会決議についてみなし賛成制度の見直しは必要ないか

② インサイダー取引規制の対象とすべきではないか

- (例) ・ 公正な市場取引担保のために投資口をインサイダー取引規制の対象とする場合、会社関係者の範囲や重要事実はどうするか

1. 資金調達手段・資本政策手段の多様化について

(1) 考えられる手段の具体的検討

- (a) ライツオフアリング**
- (b) 転換投資法人債**
- (c) 種類投資口**
- (d) 無償減資**
- (e) 自己投資口取得**

(2) 資金調達手段にかかる投資主関与のあり方

2. 簡易合併手続の見直しについて

3. 投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みについて

4. インサイダー取引規制について

5. その他検討事項について

- (a) J-REIT による海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限見直し**
- (b) その他**

1. 資金調達手段・資本政策手段の多様化について

現行制度

投資法人は、導管体として制度設計されており、簡素な仕組みが前提

簡素な組織

- 全業務の外部委託義務
- 従業員の雇用禁止

限定的な資金調達手段

- 公正な金額での公募増資、第三者割当増資
- 借入(導管性要件充足のためには租税法上の機関投資家限定)
- 長短期投資法人債(短期債は、厳格な資金用途要件)

限定的な資本政策手段

- 無償減資の規定無し
- 限定的な自己投資口取得

金融危機の発生

金融資本市場の混乱

J-REIT 市場への影響

金融機関の貸し出し姿勢の慎重化

満期の到来する負債の一部については借り換えを前提として運営する財務構造となっており、金融資本市場の影響を受けた金融機関の貸出姿勢変化が資金繰りに大きく影響

投資家の投資姿勢の萎縮

裏付け資産である賃貸不動産から生み出されるキャッシュフローには大きな変化が生じていないにもかかわらず、金融資本市場の影響を受け、投資口価格のボラティリティが拡大

破綻

資金繰り逼迫

物件取得低迷

投資口価格低迷

ディスカウント増資

投資口の希薄化

高ボラティリティ

制度創設時には想定していなかった問題に直面

問題への対応策として新たな資金調達手段・資本政策手段を認めてはどうか

但し、検討に当たっては以下の投資法人の特性を踏まえる必要

簡素なガバナンス構造

導管体としての性格

投資家間の公平性

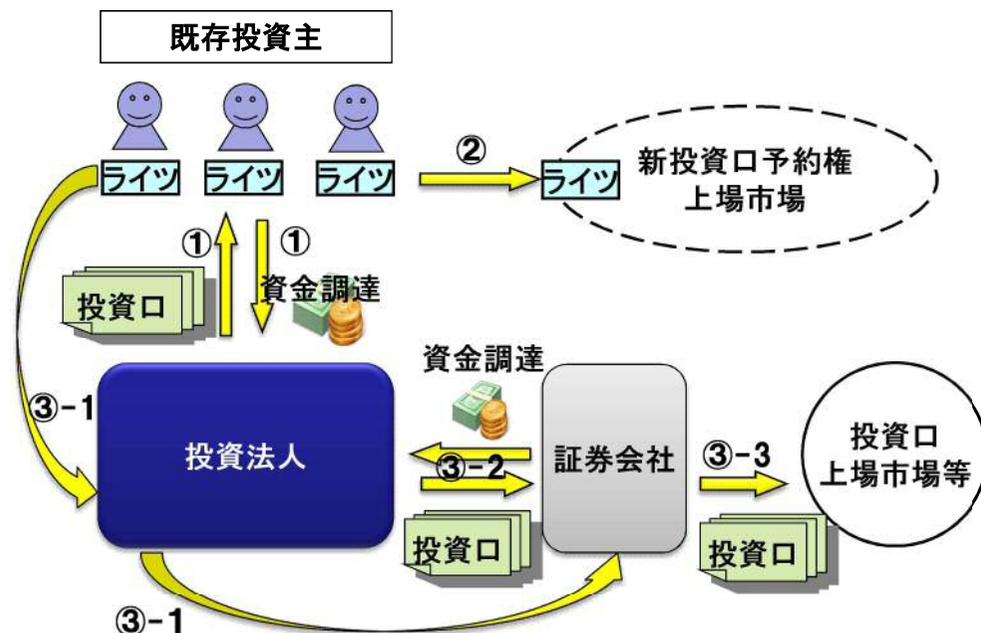
顕在化した課題

対応

1-(1) 考えられる手段の具体的検討-(a) ライツオフリング

【ライツオフリングの概要】

既存投資主全員に新投資口予約権(ライツ)を無償で割り当てることによる増資手法



ライツの割当を受けた既存投資主は、

- ① ライツを行使して金銭を払込み、投資口を取得または、
- ② 市場にて、ライツを売却

若しくは、

- ③ 投資法人へ譲渡
 - ③-1: 発行投資法人は、行使されなかったライツを取得し、証券会社に譲渡
 - ③-2: ライツを取得した証券会社は、ライツを行使して金銭を払込み、投資口を取得
 - ③-3: 証券会社は、取得した投資口を市場に売却

【本件に関し指摘される事項】

現状と課題

- リーマンショック以降のディスカウント増資 (NAV 以下での増資) の経験や、リーマンショック以降の投資口価格の低迷の下で、既存投資口希薄化に対する懸念のため、公募増資のみならず第三者割当増資すら困難な状況となっているとの指摘。
- 新投資口予約権等の規定が投信法に存在しないため、現状、投資法人においてライツオフリング実施は不可能。

導入効果

- 投資口を取得する権利が既存投資主にその持分割合に応じて与えられるため、希薄化懸念の緩和に資し、既存投資主の公平な取扱いに配慮されている。
- 信用収縮時においても円滑かつ確実な資金調達を実現し得る。

留意点

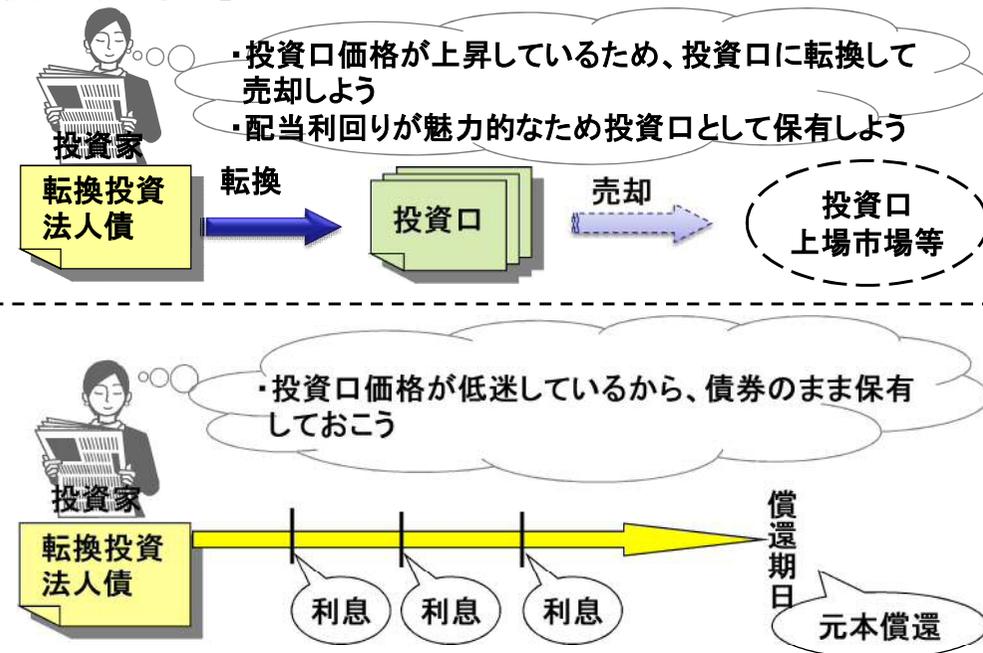
- 投資主が、市場にてライツを売却できるように、金融商品取引市場にライツを上場するための諸規定が必要。

1 - (1) 考えられる手段の具体的検討- (b) 転換投資法人債

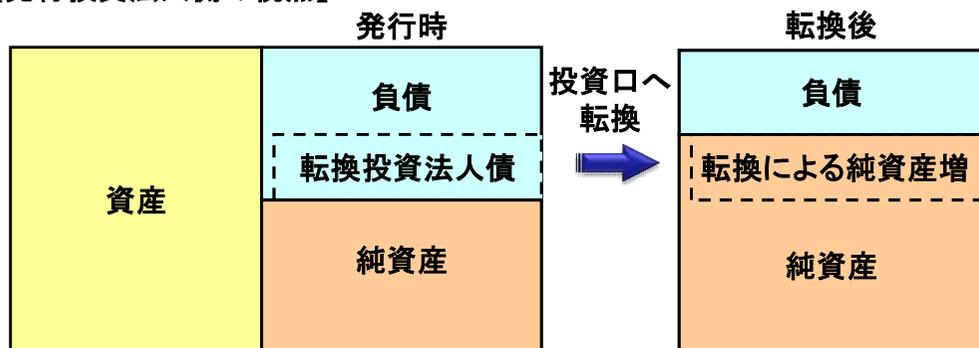
【転換投資法人債の概要】

保有者が、自らの判断により、一定期間内にあらかじめ定められた条件で、投資口へ転換することができる投資法人債

【投資家側の視点】



【発行投資法人側の視点】



【本件に関し指摘される事項】

現状と課題

- 既存投資主に希薄化等の負担が生じ難い資金調達手法の導入が必要。
- 現行の投信法上、転換投資法人債発行は不可能。

導入効果

- 転換が進むことで借入比率(LTV)の低下に寄与。
- 通常の投資法人債と比較して低金利での発行可能性があり、転換が進まない場合でも金利負担軽減効果が期待できる。

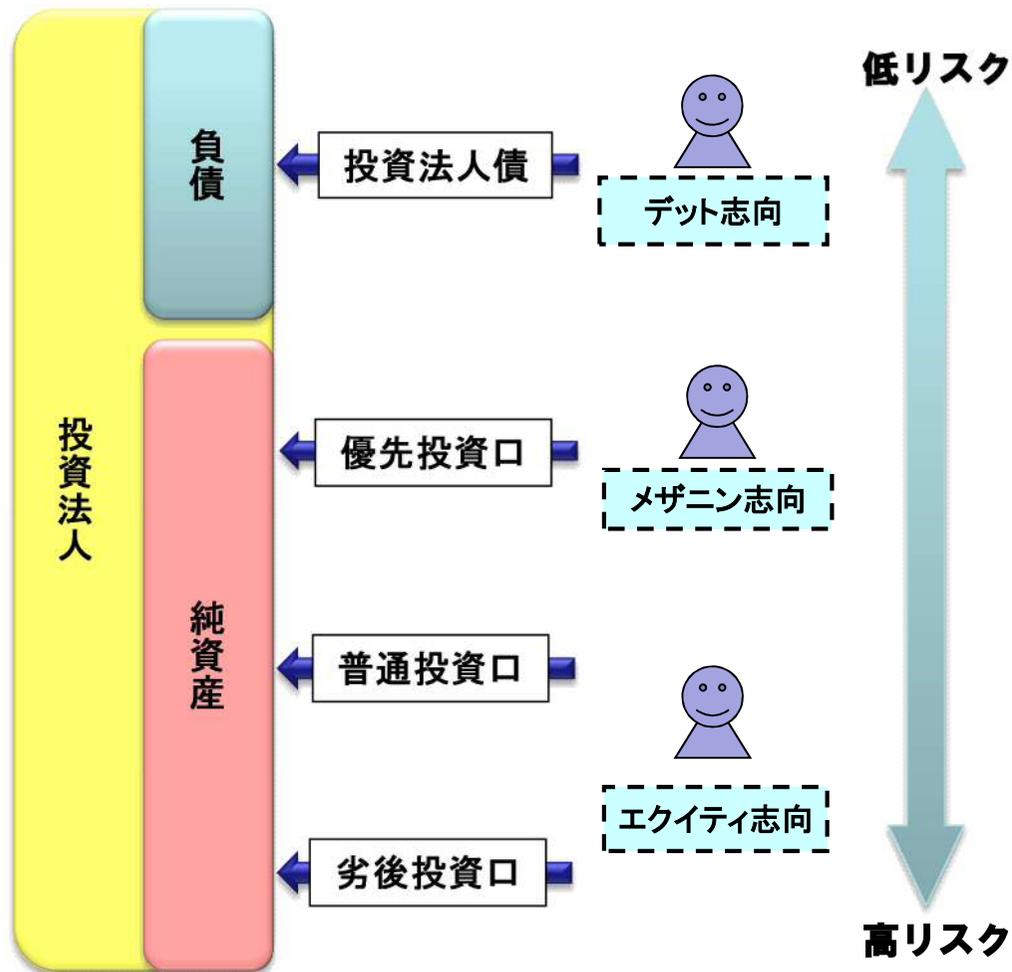
留意点

- 既存投資主の将来の収益・希薄化の程度の予測を困難とするおそれ。
- 転換条件の設定について発行体に大幅な裁量を認めると市場の不安定化を招くおそれ。
- 権利行使価格修正条項(例: 投資口価格が下落した場合、転換権行使価格も連動して低下する条項)が付される場合は、投機的な転換投資法人債権者等が転換価格低下を企図して投資口への空売りを行うおそれがある等、既存投資主の利益を極度に損なう危険性。

1-(1) 考えられる手段の具体的検討-(c) 種類投資口

【種類投資口の概要】

剰余金の配当や残余財産の分配等の権利の内容が異なる投資口



【本件に関し指摘される事項】

現状と課題

- 既存投資主に希薄化等の負担が生じ難い資金調達手法の導入が必要。
- 投資法人では投資口の募集に当たって募集事項は均等に定めることが規定されており(投信法 82 条 5 項)、種類投資口の発行は認められていない。

導入効果

- 様々なリスクを選好する投資家を呼び込むことで、普通投資口による公募増資等では資金調達が困難な状態にある投資法人等にも資金調達の道を開く期待。

留意点

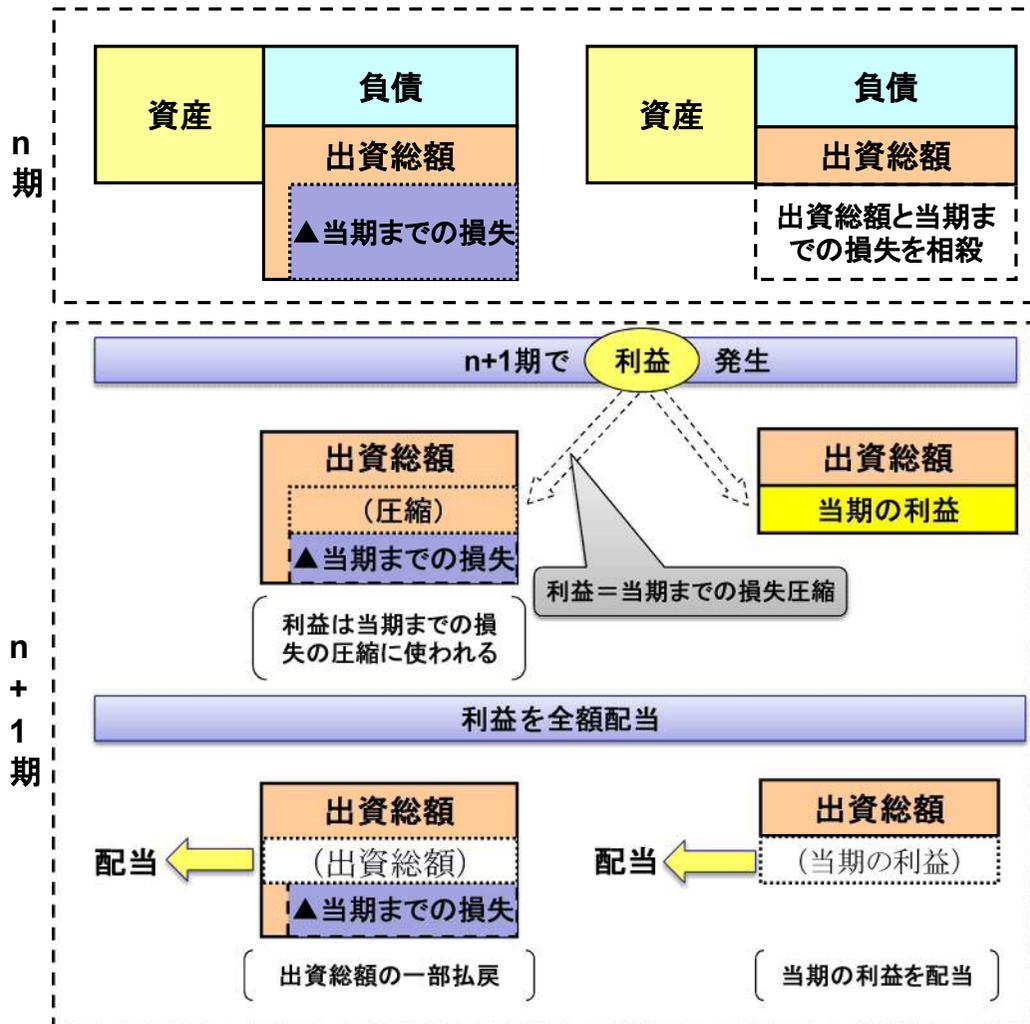
- 会社法では、剰余金の配当等につき種類株式が幅広く認められているが、より簡素なガバナンス構造・導管体としての性格を有する投資法人にとって相応しいか。
- 既存投資主や他の種類株主との利益相反が生じる可能性が高い。

1 - (1) 考えられる手段の具体的検討- (d) 無償減資

【欠損填補のための無償減資の概要】

投資法人財産を減少させずに、出資総額を減少させる手続

〔 累積した損失が存在する場合の無償減資の有無による相違点 〕
 無償減資を実施しない場合 無償減資を実施した場合



【本件に関し指摘される事項】

現状と課題

- 金融危機等を受けた不動産市況の低迷により、相当程度評価額が低下している J-REIT 保有物件も存在。
- 投資法人は損失を吸収する内部の利益蓄積が皆無であるため、一度多額の損失を計上すると(例えば、減損による損失の計上)その後生じる利益により当該損失を解消するためには長期間が必要。
- 累積した損失が残った状態での配当はその全部又は一部が利益超過配当扱いとなるため、実質的な配当原資は各期の利益であったとしても、原則として利益超過配当(出資の払戻し)に該当するという状態が長期固定化。
- 投資法人において、現在無償減資制度は存在しない。

導入効果

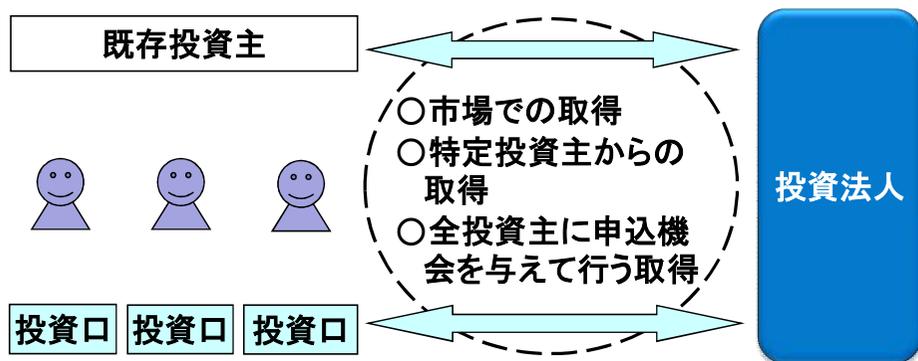
- 欠損填補を目的とした無償減資の実施により、累積した損失を解消することが可能となり、上記の歪な構造を解消。

※上図は、無償減資実施の有無の比較のため、その差異を単純化して表現した概念図であり、n期末BSの上記以外の純資産項目や税等は考慮していない。

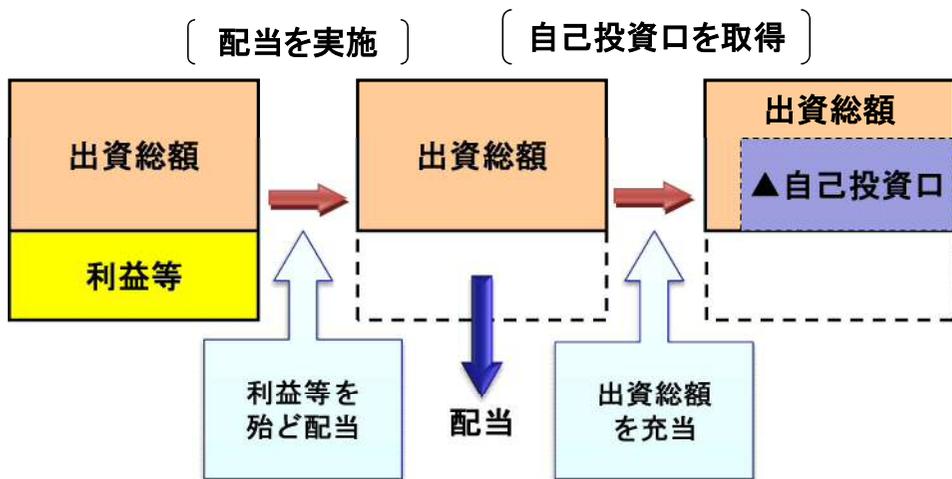
1-(1) 考えられる手段の具体的検討-(e) 自己投資口取得

【自己投資口取得の概要】

資本政策手段の一環として、投資法人が自ら発行した投資口を取得



○会計上の投資口取得原資について



※上図は、自己投資口取得原資に関し、単純化して表現した概念図であり、税等は考慮していない。

【本件に関し指摘される事項】

現状と課題

- 投資法人では、自己投資口取得は原則禁止（投信法 80 条、同施行規則 129 条）。
- 金融資本市場の動向が投資口価格に与える影響を緩和する手段として、各方面から導入が必要ではないかとの強い指摘。

導入効果

- 手元資金（減価償却費相当額及び売却物件簿価相当額等）があっても、適当な取得物件が無い場合に資金を有効活用し、投資効率を上げるための選択肢の一つ。流通投資口数削減により、一投資口当たりの配当金向上に寄与。
- 市場に対して、投資口価格が割安に放置され適正に評価されていないという意思を表明する効果。
- 投資口価格が上昇すれば、円滑な増資、物件取得による REIT の規模拡大につながる。

留意点

- 投資法人は、導管体としての性質上、配当可能利益は配当済み。株式会社と異なり配当可能利益を超えた配当（投信法 137 条）が認められていることに鑑み、出資の払い戻しとなる自己投資口取得を認めることとするか。

1 - (2) 資金調達手段にかかる投資主関与のあり方

現状と課題

- 投資法人では、「みなし賛成制度」(投信法 93 条)が規定されている。
 - 規約にその旨を定めた場合には、投資主総会欠席・議決権非行使投資主は総会議案に対して賛成したものとみなされる(相反する議案が提出された場合を除く)。
- 各投資主は主に資産運用の結果得られるリターンに関心を有し、議決権の行使には関心を有さないと想定されることから、投資主総会の開催に当たって定足数を充足する数の投資主出席を促し、決議を成立させることが困難であるという前提の下で導入。総会議案の円滑な成立を図ることで、投資法人業務の円滑な運営の確保に資している。
- 新たな資金調達・資本政策手段導入の検討に当たり、みなし賛成制度の見直しの必要はないか。

検討の方向性

- 上述の投資主の特徴等を踏まえると、みなし賛成制度を前提に新たな資金調達手段等を検討することが適切ではないか。
- みなし賛成制度の下では、議決権行使に関心のない投資主の非能動的姿勢により、投資家保護の観点から問題となるような決議が可決されるおそれがあることから、投資主間の利益相反性の高い資金調達手段の導入は慎重に検討する必要。
- また、投資主によるガバナンス強化のため、投資口発行差止請求制度を検討してはどうか。
 - 現行投信法上は、会社法 210 条(募集株式の発行等をやめることの請求)の準用が規定されておらず、増資条件が公正な金額でない場合に同条を根拠とする増資の差し止め請求ができない。
 - 増資における発行価額の公正性に疑義があった場合に、投資主が会社法 360 条(株主による取締役の行為の差し止め)の準用規定(投信法 109 条)を根拠として差止請求を認容した裁判例あり(東京地決平成 22 年 5 月 10 日金融商事判例 1343 号 21 頁)。この種の事案は、株式会社であれば会社法 210 条で差し止めるのが通常であり、会社法 360 条で差し止めた事例は見当たらない。
- ➔ 投資口の発行差止請求等についても株式と同様の扱いとすべきではないか(投信法における会社法 210 条の準用)。

2. 簡易合併手続の見直しについて

現状と課題

- 現行制度上、投資法人間の吸収合併は、存続投資法人の規約上の発行可能総投資口数の枠内に収まる場合（基準の詳細は下記【現状】を参照）には簡易合併となり、存続投資法人の投資主総会の承認決議は不要となる（投信法 149 条の 7 第 2 項）。
- 消滅投資法人の規模や存続投資法人の財務への影響の程度にかかわらずに簡易合併によることができるため、存続投資法人の投資主が利益を害されるおそれ。

☞ 会社法における株式会社の簡易合併制度（会社法 796 条 3 項本文）を参考に、投資法人の簡易合併の要件を、例えば以下の発行済投資口数基準に変更してはどうか。

【現状】

発行可能総投資口数基準 $[(A-B) \geq C]$

A: 存続投資法人の発行可能総投資口数

B: 合併前の存続投資法人の発行済投資口の総数

C: 消滅投資法人投資主に割り当てる存続投資法人投資口の総数

【改正例】

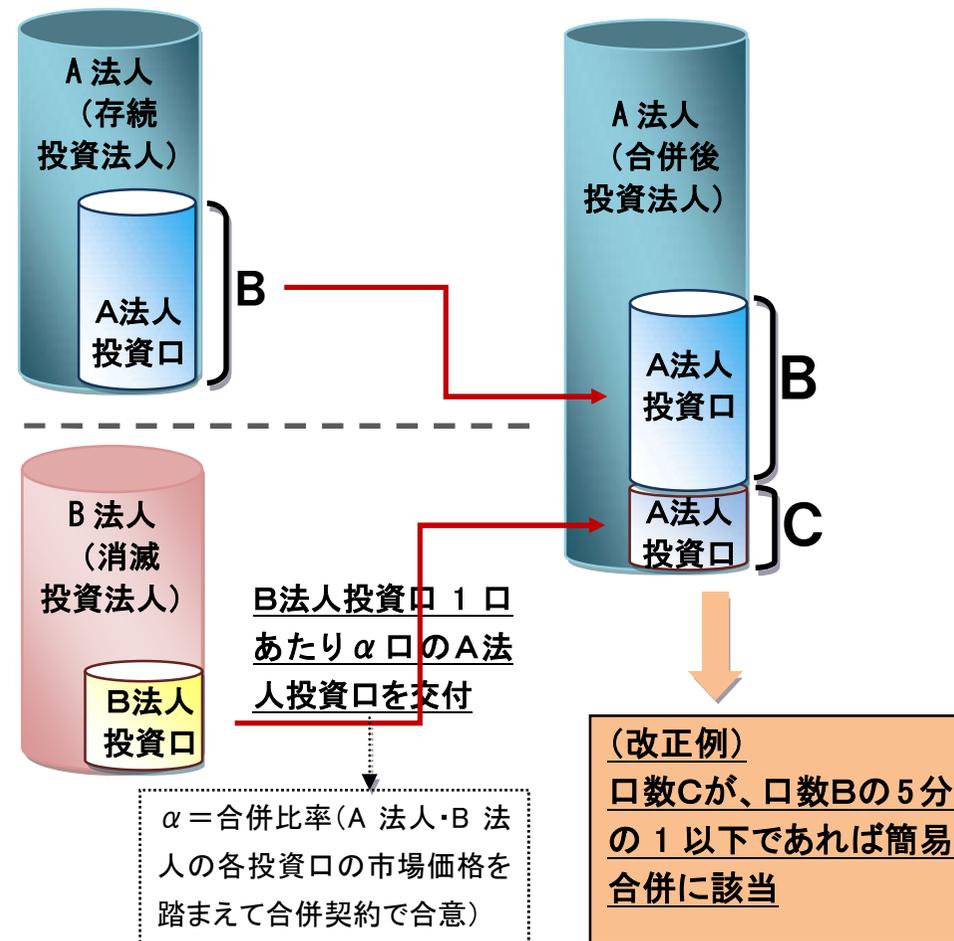
発行済投資口数基準 $[(B \times 1/5) \geq C]$

検討の方向性

【投資法人の合併手続の概要】

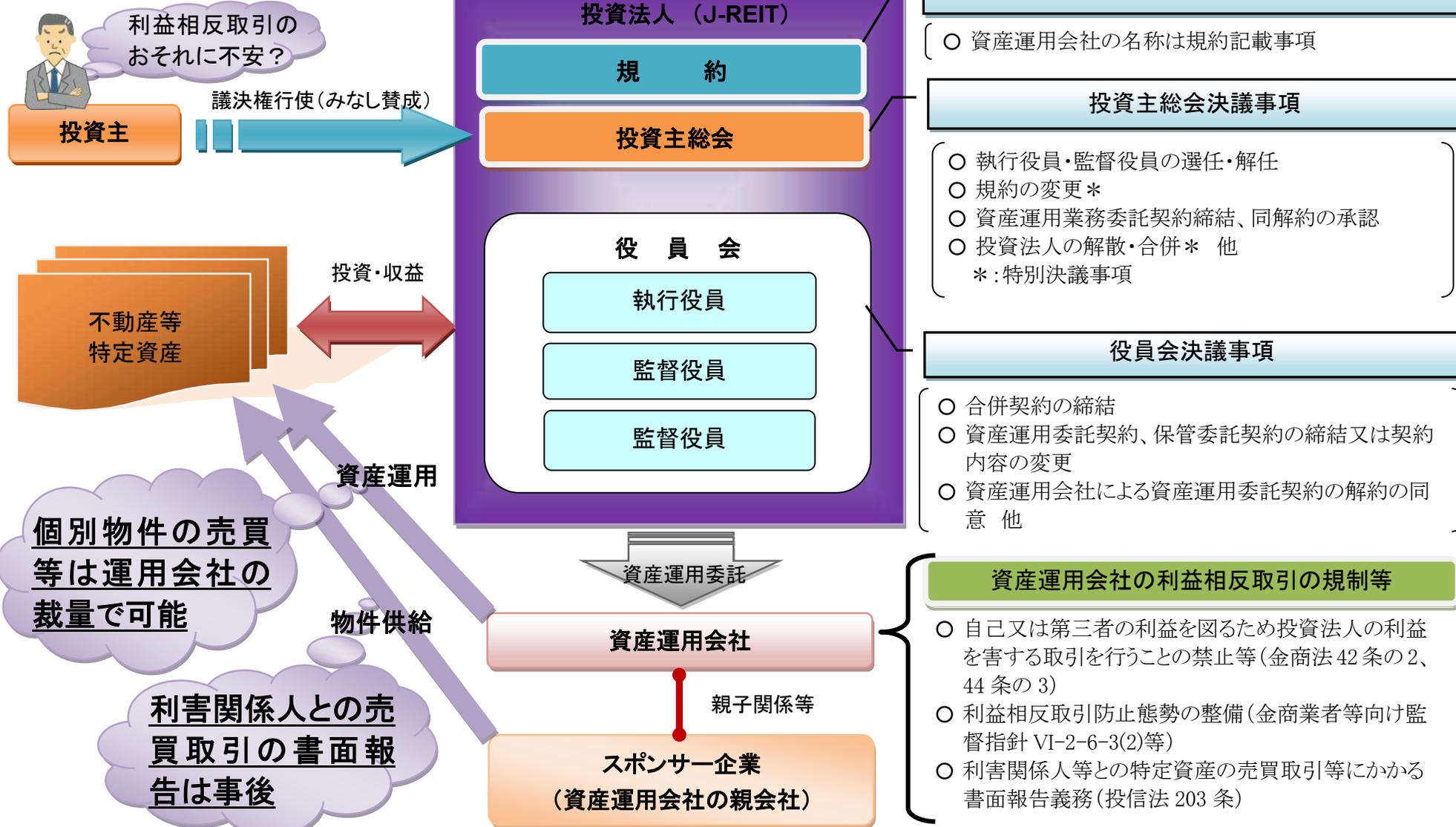
A法人・B法人ともに投資主総会での承認決議を要するのが原則。

→簡易合併にあたる場合、A法人は役員会での承認決議で足りる。



3. 投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みについて①

【利益相反取引にかかるガバナンスの例】



現状のガバナンス体制と課題

3. 投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みについて②

対応

利害関係者との取引にかかる第三者チェックの仕組みを強化してはどうか

【諸外国 REIT のガバナンス体制の事例】

- 日本同様の外部運用型(資産運用業務を外部委託)を採用するオーストラリア REIT、シンガポール REIT では、純資産額の5%相当額を超える金額の関連当事者取引は、禁止(豪)または投資主総会決議を要する(星)こととされている。

【J-REIT のガバナンス強化に向けた任意の取組事例】

- 重要な意思決定(例:一定規模以上の物件取得)にあたっては、任意に投資法人の役員会決議を経ることとしている。
- 資産運用会社に、社外取締役や社外委員から構成されるコンプライアンス委員会を設置。

具体的な検討の方向性

☞ **スポンサー等の利害関係者との物件取得・譲渡等の取引を対象として、例えば以下のような取組みを法令等で義務付けることにより、利益相反取引に係るガバナンスを強化することが考えられるか。**

- 以下により、第三者チェックの仕組みを強化することが考えられるか。
 - 資産運用会社による取引内容の役員会への事前説明(←役員会が有する牽制機能に期待)または取引に係る役員会の事前承認取得(←法令による規定は投資法人の運用の外部委託義務との関係が問題となるか)による役員会チェック機能の活用。
 - 資産運用会社における社外取締役またはコンプライアンス委員会の設置による外部者の活用(←資産運用会社内部の機関によるガバナンスに限界はないか)。
- 上記の仕組みにおいて、例えば、利害関係者から十分な情報を収集した上で鑑定評価を発注しているか、鑑定評価を踏まえて利害関係者との取引条件の交渉が適切になされているかなど、資産運用会社の意思決定の公正性をチェックすることが考えられるか(←どこまでチェックを求めるべきか)。
- これらに加え、鑑定評価については、投資法人が現状公表している評価の概要以上の詳細について公表すること等が考えられるか(←市場関係者によるチェックを期待)。

留意点

- 上記の検討に当たっては、ガバナンス強化の対象となるスポンサー等の利害関係者との取引に関し、取引金額要件等を設定するなど軽微基準を検討する必要。

4. インサイダー取引規制について①

現行制度

上場投資法人(J-REIT)に係る投資証券の取引は、インサイダー取引規制の対象とされていない

原則として、投資証券は、インサイダー取引規制の対象とされる「特定有価証券等」(金商法 166 条 1 項、163 条 1 項、金商法施行令 27 条の 3、27 条の 4) には該当しない。

- 投資法人は、株式会社である一般の上場会社等とは異なり、簡素な仕組みを旨としている。
- 投資法人においては本来、構成する資産から算出される純資産価額(NAV)が投資口価格を根拠付ける。
- 金融商品取引法 157 条の不正行為の禁止に関する規定は投資証券にも適用あり。

現状の検証

- 当初想定以上の投資口価格のボラティリティが存在し、不公正取引で利益を得る可能性も存在。
- 諸外国 REIT は通常インサイダー取引規制の対象(金融商品取引所上場商品全般に関し、バスケット条項で規制)となっているため、上場投資法人(J-REIT)がインサイダー取引規制の対象外となっていること自体を問題視する指摘。
- インサイダー取引規制の不存在を投資リスクとして投資家側に明示(有価証券報告書)するとともに、情報管理の取組を開示している上場投資法人(J-REIT)もある。

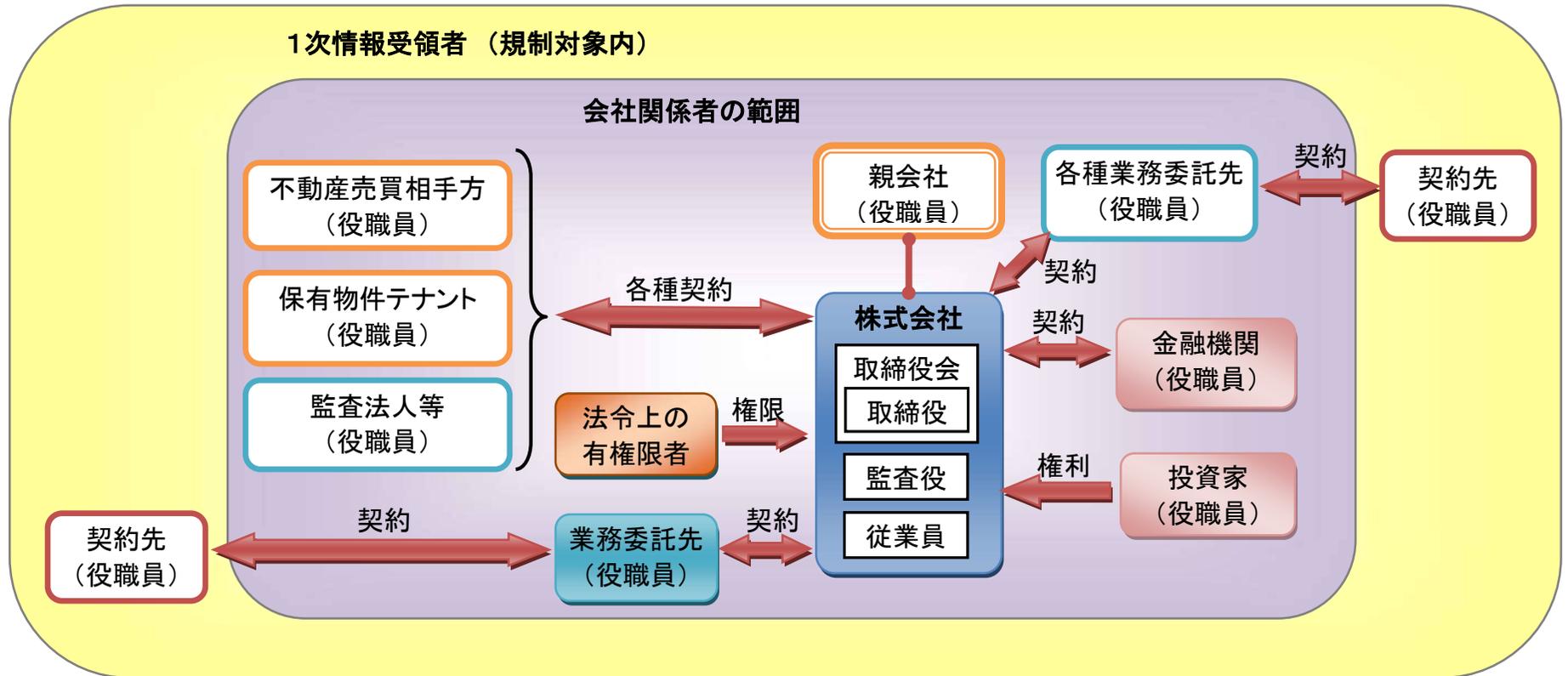
対応

上場投資法人(J-REIT)に係る投資証券の取引を、インサイダー取引規制の対象としてはどうか

4. インサイダー取引規制について②（会社関係者の範囲）

【一般の上場不動産会社(委員会設置会社以外の株式会社)の例】

2次情報受領者（原則として規制対象外）



○ 会社関係者とは、上場会社等(その親会社及び子会社を含む。)と以下の関係にある者(金商法 166 条 1 項)。

- ① 役員、代理人、使用人その他の従業者
- ② 会計帳簿閲覧請求権を有する株主、他
- ③ 法令に基づく権限を有する者
- ④ 契約を締結している者、または契約の交渉をしている者
- ⑤ ②又は④に該当する者が法人である場合で、その法人の役員等がそれぞれ②又は④の重要事実を知った場合のその法人の他の役員等

○ 情報受領者とは、会社関係者等又は元会社関係者から重要事実の伝達を受けた者(金商法 166 条 3 項)。

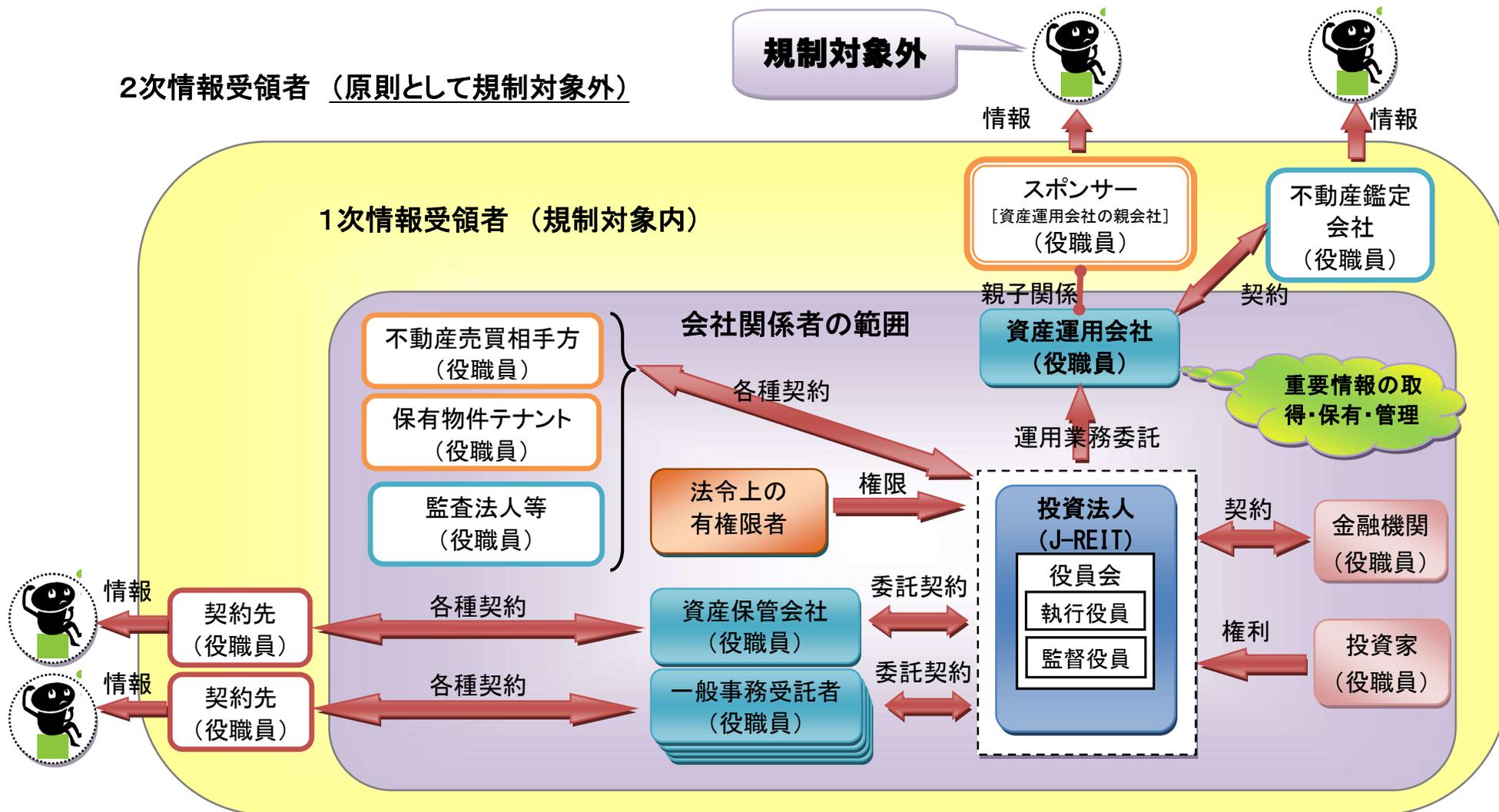
4. インサイダー取引規制について③（会社関係者の範囲）

【J-REIT の例】

(1) 投資法人という法人を一般の上場会社と同じ位置付けとしてインサイダー取引規制を導入する場合

☞ 資産運用会社その他の業務委託先と契約を締結している者等（1次情報受領者）から情報の提供を受けた者は、2次情報受領者として規制対象外となる可能性がある。

検討の方向性（既存制度との比較）



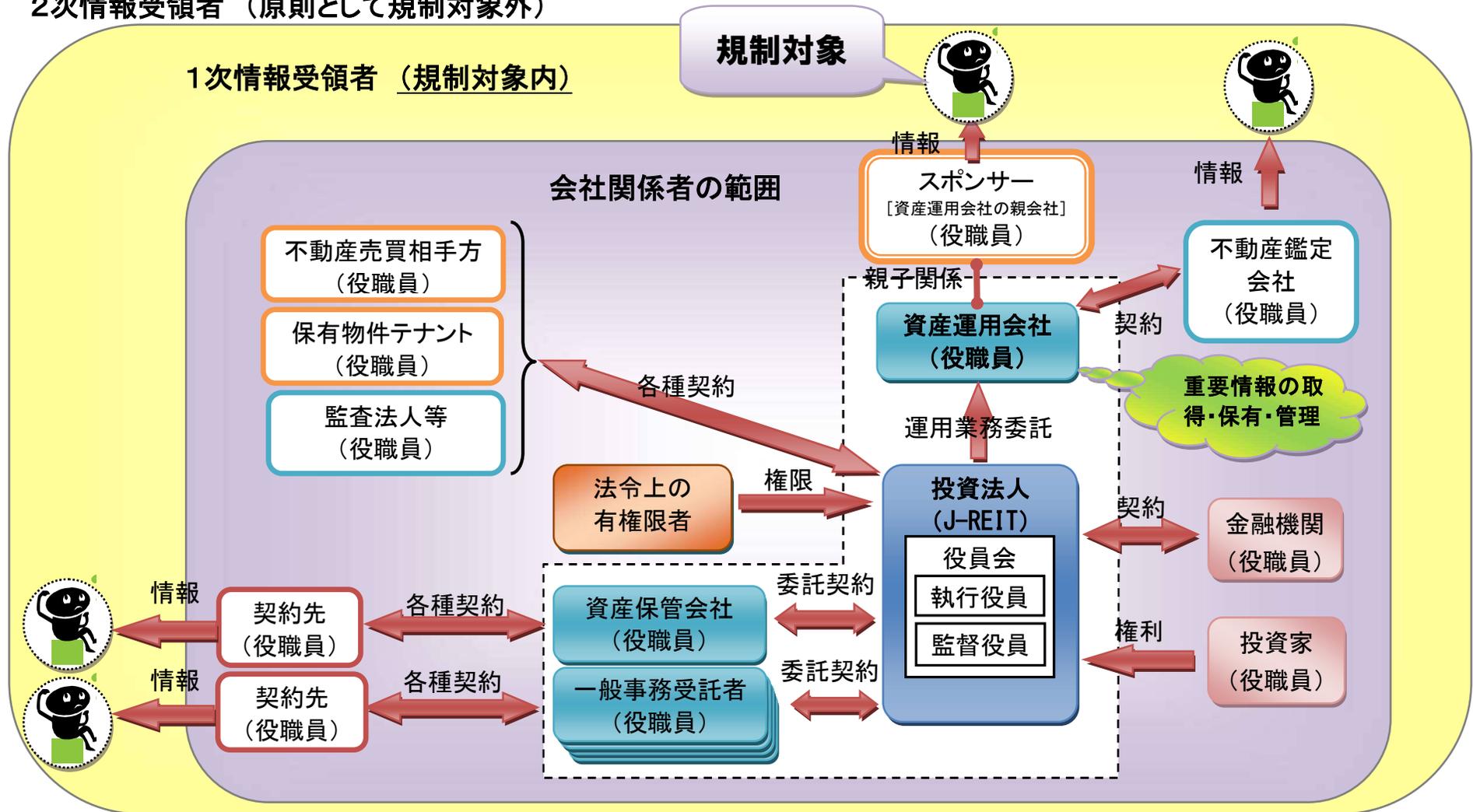
4. インサイダー取引規制について④（会社関係者の範囲）

(2) 投資法人の業務委託先を、投資法人と同視してインサイダー取引規制を導入する場合

☞ 資産運用会社その他の業務委託先と契約を締結している者等から情報の提供を受けた者は、1次情報受領者として規制される。

2次情報受領者（原則として規制対象外）

検討の方向性（既存制度との比較）



○ 仮に、資産保管会社及び一般事務受託者も投資法人と同様の規制を及ぼすとした場合、これらの親会社及び子会社の役員に対しても会社関係者として投資法人と同様の規制を及ぼすべきかが問題となる点に留意。

4. インサイダー取引規制について⑤（重要事実等）

検討の方向性（既存制度との比較）

【一般の上場会社等の場合（金商法）】

- 上場会社等・子会社等に関する決定事実、発生事実等の「重要事実」を列挙。
- そのうち、軽微基準に該当するものは規制対象外。

【投資法人（J-REIT）特有の事情】

- 物件取得・譲渡や、業務委託先、スポンサー企業に係る事項は J-REIT 特有。
- 東証適時開示基準では、資産運用会社に関する事実を適時開示事項に含めているほか、J-REIT 特有の軽微基準を規定。
（例：不動産の取得・譲渡に係る価額の軽微基準につき、一般の上場会社等では純資産額の3割未満であるのに対して、J-REIT は 5,000 万円未満となっている）。

👉 **重要事実・軽微基準については、一般の上場会社等のインサイダー取引規制の規定を基本的にベースとしつつ、投資法人（J-REIT）特有の事情を考慮して、例えば資産運用会社に係る事実を重要事実に加えるなど、投資者の判断に及ぼす影響を勘案した調整を行うことが考えられるか。**

留意点

- 会社関係者等の範囲、重要事実及び軽微基準以外の事項について、例えば、役員及び主要株主の売買報告書の提出や短期売買利益の返還に関する規定、公開買付者等関係者のインサイダー取引規制に関する規定、規制対象となる行為及び適用除外要件等も株式会社と同様に規定することができるか。

5 - (a) J-REIT による海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直し

現状と課題

- 従前より投信法上の規制はなく、J-REIT による海外不動産の取得は制限されていない。
- 実際の取得に当たっては、海外不動産の物件リスクの限定や、不動産への直接投資規制が存在する国の不動産取得を可能にするため、不動産保有 SPC を現地に設立する必要性が高い。
- しかしながら、投信法は、資産運用のビークルたる投資法人を利用した投資対象会社支配を防ぐ観点から、投資対象会社株式の過半の議決権保有を禁止しているため、海外不動産の取得自体を制限されていないにもかかわらず、事実上取得が困難となっている。

検討の方向性

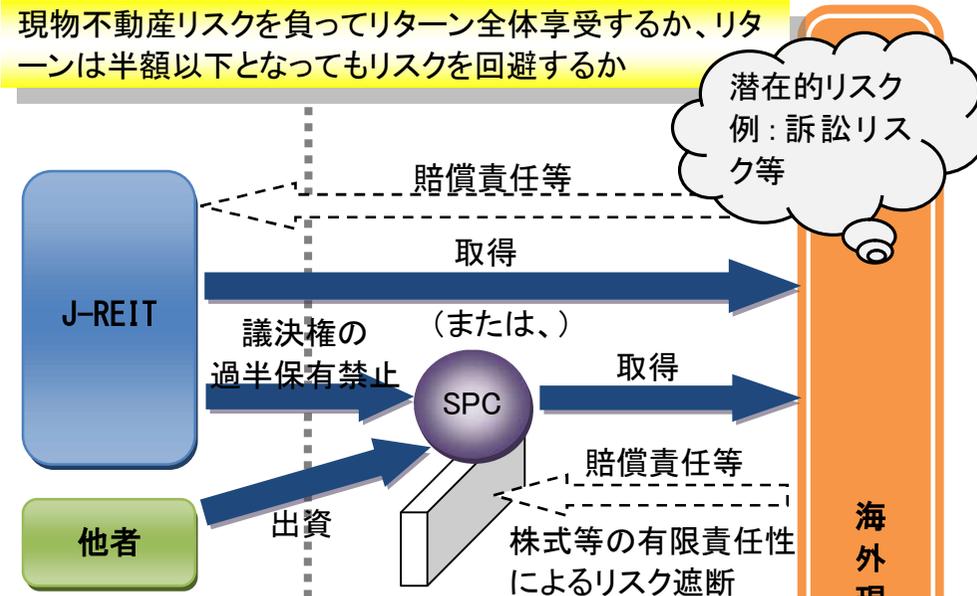
- 海外現物不動産を主たる投資対象とする外国法人を対象とする場合のみ例外的に緩和対象とするのであれば、会社支配禁止の趣旨を逸脱するものではないのではないか。

留意点

- 例外の対象とすべき合理的な例が他に存在するか。
- 租税特別措置法も、投資先の株式・出資の 50%以上を保有していないことを導管性要件として規定。

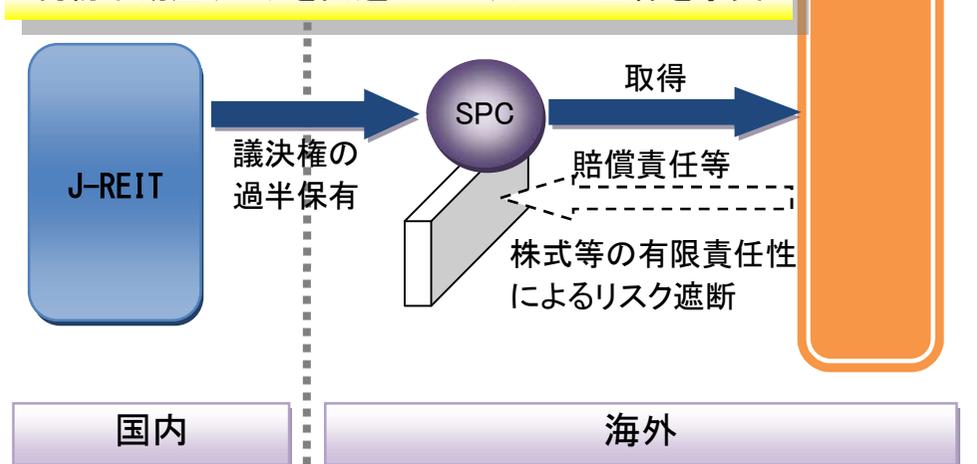
【現行】

現物不動産リスクを負ってリターン全体享受するか、リターンは半額以下となってもリスクを回避するか



【改正の方向性】

現物不動産リスクを回避しつつリターン全体を享受



5-(b) その他検討事項

その他の論点として、投資法人制度創設後の実態を踏まえ、投資主利益を害しない範囲で以下のような課題にも対応してはどうか。

○ 役員任期

- 現行法における執行役員の任期は、旧商法の規定を踏まえ、2年を超えることができないとされている(投信法 99条)。毎回一定の曜日に開催しようとするれば、役員選任の投資主総会を経る毎に徐々に役員任期末日ひいては投資主総会開催日が前倒しされていくこととなり、実務上支障があるとの指摘がある。

(注)任期満了日に先立って投資主総会で役員選任決議を行い、任期満了日を新たな任期の起算日とすることで上記の問題に対応している事例もあるが、選任決議が行われる時点と役員任期開始日の間の乖離が常態化する恐れがあるという問題がある。

○ 投資主総会開催の2か月前公告規制

- 投資主総会の招集には、二か月前までに公告を要する(投信法 91条)が、投資法人の機動的な意思決定を阻害しているとの指摘がある。

(注)上記公告制度は、投資主の議題追加権(行使する場合は投資主総会の8週間前まで)を行使し易くするためとの考えもあるが、同様の議題追加権が株主に認められている株式会社においては会社法上上記公告制度は存在しない。

○ 一般事務委託契約変更のうち軽微な変更の投資主への通知方法

- 一般事務委託契約の内容変更は、投資主への通知事項とされている(投信法施行規則 169条3項)が、全ての投資主に随時通知を行うのは実務上多大なるコストを要し、かえって投資主の利益とはならないとの指摘がある。

※なお、今回の検討は、不動産投資法人(J-REIT)を念頭に置いているが、それ以外の投資法人一般(例:証券投資法人)について同様に見直しを行うことが適切か否か配意・点検が必要。