

## 投資法人法制の見直しについて

### 1. 資金調達手段・資本政策手段の多様化について

資金調達・資本政策手段に関しては、ライツオフリング、転換投資法人債、無償減資及び自己投資口取得の4つの手段の導入が必要と考えます。また、これらをセットで導入することが、J-REITの安定性向上、国際競争力強化等の観点から必要と考えます。

J-REIT市場の状況により、必要となる手段は異なります。現状のJ-REIT制度においては、資金調達・資本政策手段のメニューが限られているため、市場環境によってはJ-REITにかかるリスクプレミアムの上昇要因となる、あるいはそもそも機関投資家の投資対象とされない場合があると言われてしています。

#### (1) ライツオフリング

信用収縮時において円滑かつ確実な資金調達を実現するために、必要な手段と考えます。

ライツオフリングを活用してJ-REITが危機からいち早く脱することによって、不動産投資市場の中で果たすべき役割をになうことが可能となるものと考えます。欧州及びシンガポール等のリートにおいては、信用収縮時にライツオフリングによって大規模な増資が実現しています。

#### (2) 転換投資法人債

リート市場が本格回復に至っていない局面で活用可能な資金調達手段であり、導入が必要と考えます。

投資口価格が1口当り純資産(以下「NAV」)を大きく下回るような低水準にある状況での公募増資あるいは第三者割当増資の実施は困難ですが、将来的な投資口価格の回復が期待される場合であれば、転換投資法人債による調達を検討可能となります。転換価格につき回復を織り込んだ価格に設定することによって、実質的に、回復後の投資口価格での増資を先取りして行なうことと同様の効果を期待できます。

収益・希薄化の予測が困難となるとの指摘に関しては、投資法人役員会や投資主等に対して丁寧に説明を行い十分な理解を得ることが重要と考えます。一方、転換条件の設定については、投資家保護の観点から、自主的なルール整備も視野に入れて十分な議論を尽くすべきと考えます。

### (3) 無償減資

「欠損填補を目的とした無償減資」制度は、J-REIT が安定した配当を維持し投資家の信頼を得て投資をしていただくために必要不可欠な制度であると考えます。是非とも、下記の論点を念頭においてご検討いただきたいと思います。

不動産の価格は景気変動の影響を受け、当然ながら循環的に変動します。J-REIT は基本的に不動産を長期的に運用することを方針としており、リセッション時には、運用する不動産につき会計上減損損失を計上することとなる事態が十分に起こり得ます。

J-REIT は、減損損失を計上した場合、税務所得と会計上の利益の不一致により、税務上の導管体でありながら、高率の法人税課税が発生します。さらに、一定程度大きな減損損失が発生すると、会計上の利益が税務上の所得を大きく下回る結果、減損損失計上期だけでなくその後複数期にわたって多額の法人税課税が発生し、その法人税支払いにより会計上の繰越損失をさらに増やしてしまうといった負の循環に入る可能性があります。国際比較の観点から、こういったことが発生するのは主要な国のリート制度では日本だけであると認識しています。

このような場合、増資や借入等の資金調達に支障が生じ、不動産投資市場における J-REIT の役割を果たせず、資産デフレの進展により国民経済にも負の影響をあたえる可能性があります。したがって、減資の実施により繰越損失等を消すことで、早期に利益の配当を行い、市場の信認を回復し、増資や資金調達につなげていくことが、不動産投資市場等にとっても有益であると考えます。

### (4) 自己投資口取得

金融資本市場の動向が投資口価格に与える影響を緩和し、円滑な増資及び物件取得による不動産投資市場の活性化につながる資本政策手段として、導入が必要と考えます。

投資口価格は、金融資本市場における需給動向等の影響を受け、大きく変動する場合があります。先般の金融危機時には、NAV 倍率が J-REIT 市場全体の平均で約 0.6 倍という水準まで売り込まれました。こういった状況下では、物件取得によって分配金を向上させながら増資を行なうということも困難となり、不動産投資市場において J-REIT に期待される役割を果たせません。このような事態に対し、J-REIT が市場に投資口価格が割安であるとメッセージを発する手段として、自己投資口の取得が必要となります。

### (5) 資金調達手段にかかる投資主関与のあり方について

みなし賛成制度を前提に新たな資金調達手段等を検討いただくことに関しては、J-REIT の投資主像や投資主総会の運営実務を踏まえ、賛成いたします。

上記の前提の下で「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」とありますが、投資家保護のための措置を図りながら導入するこ

とも視野に入れてご検討いただきたく存じます。

投資家保護策としては、例えば、投資法人役員会、投資主及び市場に対する十分な説明義務を課すこと、「投資口発行差止請求制度」等の導入ならびに発行条件等にかかる自主ルールの整備等が考えられます。

## 2. 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

本論点に関しては、J-REIT の現状を踏まえ、機動的な運用及びコストベネフィットといった投資家利益の観点から、慎重にご検討いただきたく存じます。

現状では概ね 9 割以上の投資法人において、スポンサー等の利害関係者との物件取得・譲渡等の取引時に、資産運用会社内に設置された第三者の入ったコンプライアンス委員会等にて、取引の妥当性等を検証する仕組みが導入されています。

投資法人役員会によるチェックが義務付けられた場合、実質的に現存するコンプライアンス委員会等による仕組みと重層的な枠組みとなる可能性があります。

## 3. インサイダー取引規制について

重要事実の範囲及び軽微基準については、上場会社等と同等の基準としていただければと考えます。

軽微基準等の設定において重要なことは、投資家の判断に影響をあたえるかどうかであると思料します。あまりに細かい事項を重要事実とした場合、下記のように実務上の弊害が大きくなる可能性を十分想定して、ご検討いただければと存じます。

- ・ 過剰に規制対象者を増やす可能性
- ・ 重要事実にかかる公表がされないことによって、規制対象者が長期にわたり投資口の売買を行なえなくなる可能性

## 4. J-REIT による海外不動産取得促進のための他法人株式保有制限見直し

J-REIT による海外不動産等への投資を可能とするために、他法人の株式の取得割合制限の撤廃が必要と考えます。

金融庁が平成 22 年 12 月 24 日付で発表した「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」で指摘しているように、資産運用業を含めた金融業が成長産業として日本経済を支え、東京がアジアのメインマーケットとなるべく、その国際金融センターとしての機能強化と地位向上が必要です。他のアジア市場では、アジア各国の不動産・インフラに投資するリート等が上場していますが、J-REIT も、東京市場において内外の投資家のニーズに答え多様な投資機会の提供を行う役割を果たすべきであると考えます。

現在、アジア各国の都市開発等にあたっては、海外からの資本及びノウハウ等の導入が求められており、日本企業の活躍の機会は大きいものと考えられます。また、流通・小売、製造業及び建設業等の日本企業が、成長著しいアジアに収益基盤を見だし積極的に事業展開を加速しています。そういった状況下、J-REIT が優良な海外資

産の取得を行うことは、実質的に、アジア各国の成長・開発及び日本企業の事業展開を、東京市場がファイナンスのハブとなり支援する役割も果たすこととなるものと認識しております。

J-REIT の海外不動産投資にあたっては、不動産所在国の非居住者に対する不動産保有規制等の法制度上の問題や、不動産投資にあたっての様々なリスクマネジメントの観点から、SPC等の投資ビークルを利用した投資が想定されるため、当該SPC等への投資に際して現在支障となっている投信法上の株式の取得割合制限の撤廃の実現を是非お願いいたします。なお、他の主要国のリートも導管的な取り扱いがされておりますが、出資制限がある制度はありません。

国際金融センター実現に向け、J-REIT 制度の国際競争力の維持・向上の観点からご検討をお願いいたします。

## 5. 運用財産相互間取引について

不動産を裏付けとする信託受益権の取引について規制の合理化を図るべく、下記の措置について、建設的なご検討をお願いいたします。

- ・ 不動産を裏付けとする信託受益権について、現物不動産と同様に、合理的理由があり不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえた価格により行う場合には運用財産相互間取引を可能とすること。
- ・ 運用財産相互間取引に関して同意を取得すべき「権利者」を、投資法人とすることもしくは、必要な投資主の同意を全員同意ではなく一定の割合とすること。

金商法上、原則禁止されている運用財産相互間取引につき、投資信託にかかる投信WGにおいて、合理的な範囲で規制の見直しが議論されました。不動産投資法人についても、私募リークの創設や、一つの運用会社が複数のファンドを運用し規模の拡大を図るといった取り組みも散見され、資産運用業を含む金融業の発展につながるものと期待されます。そういった状況下、運用財産相互間取引も、運用対象としての不動産の特殊性や投資家のニーズ等の要因により、その実施が想定されます。

## 6. その他

「投資主総会開催の2か月前公告規制」及び「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」について、記載いただいている内容につき賛同いたします。

「役員任期」の問題については、現行の投資主総会の円滑な運営等に弊害がでないように、慎重なご検討をお願いします。

以 上