

事務局説明資料

平成 24 年 10 月 12 日

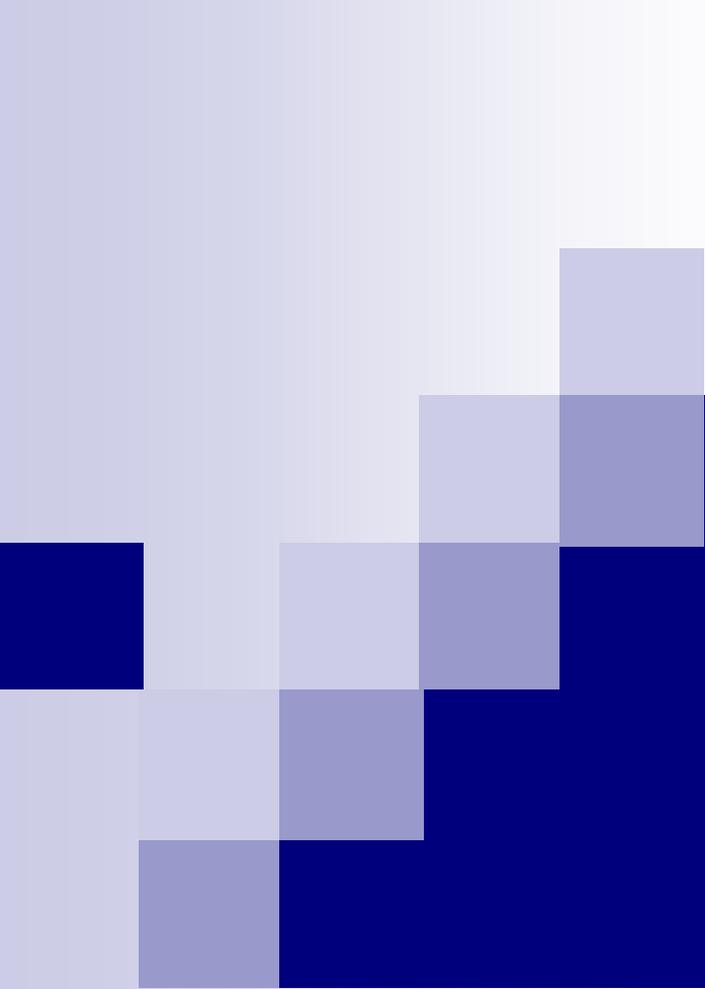
投資法人制度

(WG検討事項)

- 投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みの導入
- インサイダー取引規制の導入

(事務局検討事項)

- 資金調達・資本政策手段の多様化



投資家の信頼を高める意思決定 確保のための仕組みの導入

投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みの導入（WG 検討事項）

中間論点整理の概要

- 現在、投資法人の資産運用業務は外部の資産運用会社に委託することとされている。委託先は原則として運用資産の取引について裁量を有し、委託先の利害関係者との取引を行う場合、投資法人等への報告義務を負う。しかし、当該報告は事後報告のため、投資主の利益を害する取引を必ずしも抑止できていないとの指摘もある。こうした中、例えば、利害関係者との一定規模以上の物件に係る取引を投資法人の役員会または投資主総会や外部者を含めた資産運用会社のコンプライアンス委員会の監視にかからしめる等の取組みが考えられるところ、実務を踏まえつつ、ガバナンス強化の具体的方策につき引き続き検討を行うべきである。
- 現在、上場投資法人は、金融商品取引所の実務指針等により、取得した物件の鑑定評価書の概要を公表することとされている。市場関係者の事後的なチェック機能の向上に向け、鑑定評価書の概要に加え、例えば、鑑定評価額の算出根拠に係る詳細な情報を公表する取組みを併せて検討すべきである。

検討を要する主な事項

- 中間論点整理を踏まえ、以下の内容を検討してはどうか。
 - 利害関係者との取引内容に係る第三者監視機能強化策として、投資法人の実務上も有効に機能するガバナンス強化策・主体
 - 利害関係者との取引価格に係る事後的なチェック機能向上策として、鑑定評価額の算出根拠にかかる詳細な情報の公表の具体策

利害関係者との取引内容に係る第三者監視機能強化策

第三者監視機能の活用・強化

中間論点整理を踏まえて、ガバナンス強化の方策として監視機能強化を図るべき機関としては、投資法人役員会、投資主総会又は資産運用会社のコンプライアンス委員会が考えられるが、

- 投資法人役員会は、資産運用会社を監視する権能を有する第三者（監督役員^注）が過半を構成しており、役員会の権限を強化・活用することで監視機能の実効性の確保が期待できるのではないかと。

（注）監督役員は、いつでも資産運用会社に対して投資法人の業務及び財産の状況に関する報告を求め、又は必要な調査をすることができる（投信法 111 条 2 項）。

- 投資主総会による監視機能の更なる強化は、原則として業務の外部委託が義務付けられている投資法人の性格にそぐわないこと、みなし賛成制度の下では実効性に疑問があること、および総会開催コストが嵩み投資家の利益にはならないこと等の問題が考えられるのではないかと。
- 資産運用会社のコンプライアンス委員会は、資産運用会社内部の組織であり、かつ外部委員が就任している場合でも資産運用会社との契約に基づくものであることから、その第三者監視機能が制度的に十分に保証されているとは考えられないのではないかと。

意思決定の仕組み

- 具体的には、資産運用会社における個別取引執行に関し、資産運用会社の利害関係者との重要な取引については投資法人役員会の事前同意の取得を義務化することとしてはどうか。

事前同意対象とする個別取引の範囲

取引の相手方

資産運用会社の利害関係者（親会社、子会社、兄弟会社等）を対象者の範囲としてはどうか。

取引の内容

運用資産への影響に鑑み、不動産の「取得・譲渡・賃貸借」に係る取引を対象としてはどうか。

重要な取引

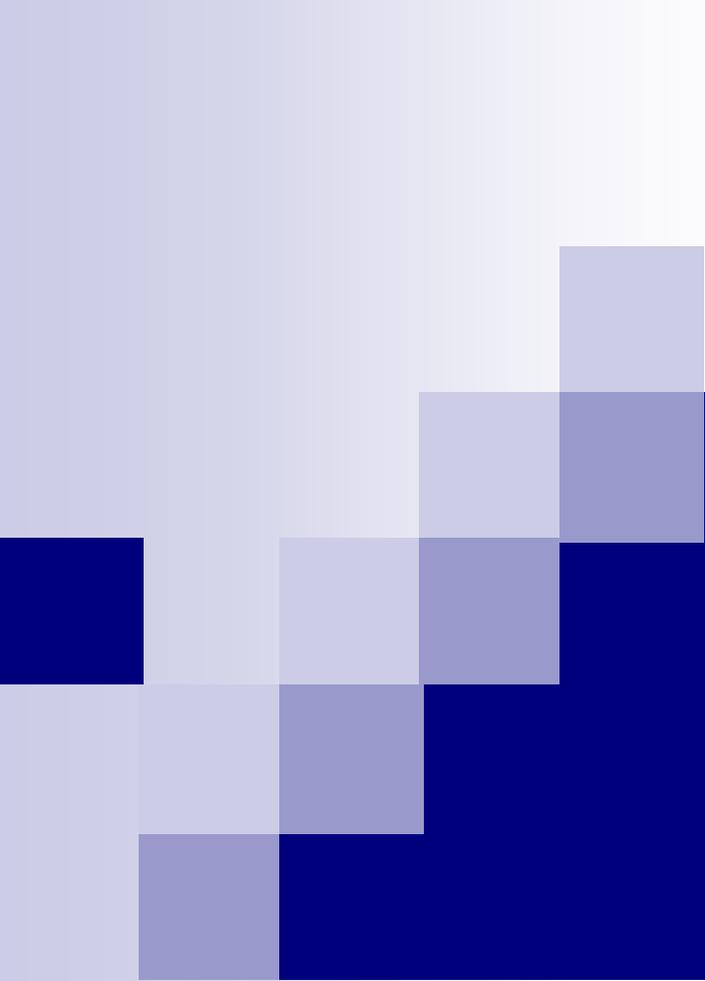
影響が小さい取引まで事前同意の対象とする必要性は低く、運用資産の特性を踏まえて対象とする取引規模を設定することとしてはどうか。

- さらに、投資法人役員会の監視機能強化策として、監督役員の欠格要件に該当する者に、現在規定されている資産運用会社の利害関係者のみならず、スポンサー（資産運用会社の親会社等）の利害関係者を追加してはどうか。

利害関係者との取引価格に係る事後的なチェック機能向上策

中間論点整理を踏まえ、利益相反性が高まるおそれのある利害関係者との取引において、物件売買価格の一つの根拠である鑑定評価額の算出根拠の詳細な情報の公表により、投資法人が利害関係者との間で公正とは言えない価格で取引を行うことの抑止を図ることとしてはどうか。

- 上場不動産投資法人は、取引所の適時開示基準に従い、物件売買時に「鑑定評価書の概要」の開示を求められている。但し、どのような概要を公表するかは投資法人に委ねられている。
- 資産運用会社の利害関係者との取引においては、開示項目を統一し、さらに詳細な情報も開示することとしてはどうか。
- 具体的には、現在上場不動産投資法人が実施している適時開示を参考に、
 - ① 現在、投資法人毎にバラツキのある開示項目の様式を統一^(注)し、
(注) 様式に定める具体的開示内容は、現状比較的詳細に情報を開示している上場不動産投資法人のベストプラクティスを基準とする。
 - ② テナントの承諾が得られない等の特段の理由がある場合は当該項目の開示を免除すると共に、右理由を開示する
とすることについてどう考えるか。



インサイダー取引規制の導入

インサイダー取引規制の導入（WG 検討事項）

中間論点整理の概要

- 上場投資法人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する方向で、引き続き検討を行うべきである。
- その際、一般の上場会社に係るインサイダー取引規制の規定を参考にし、投資法人特有の事情を考慮する方向が考えられる。
- 投資法人では、資産運用業務を外部に委託することとされており、主として業務委託先である資産運用会社で取得物件に関する重要情報の取得・保有・管理が行われている。従って、資産運用会社を「投資法人の契約締結先」との位置付けではなく、投資法人自体と同様に取り扱うことが考えられる。この場合においては、資産運用会社以外の業務委託先の取扱いを業務の性格に応じて検討すべきである。

インサイダー取引規制の導入（取引主体の範囲）

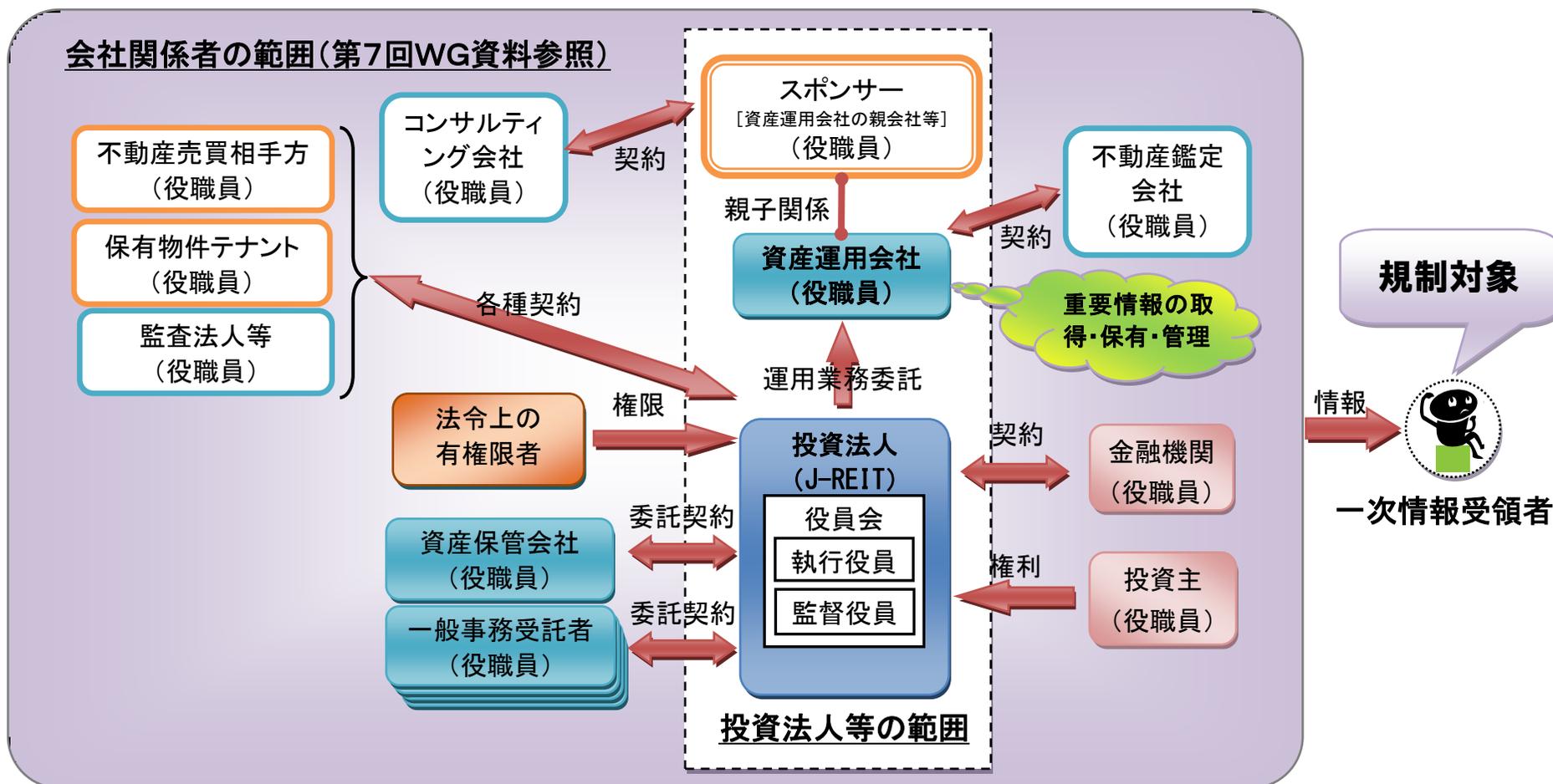
- 投資法人の各委託先等を、投資法人やその親会社と同様の位置付けとするか、投資法人の契約締結先とするかで、規制対象となる取引主体の範囲（委託先の契約締結先・株主等が、会社（投資法人）関係者となるか、情報受領者となるか）が異なる。（※情報受領者からの二次情報受領者は原則として規制対象外）

⇒ 投資法人に関して有する権限・役割等の相違に着目し、以下の点を考慮することが考えられるか。

資産運用会社	スポンサー
<ul style="list-style-type: none"> ○ 投資法人では、法制上、主として資産運用会社が重要情報を取得・保有・管理する構造となっている。 ○ 資産運用会社を契約締結先とすると、資産運用会社の投資法人関連の契約締結先が会社関係者に該当しない場合が生じるなど、規制範囲が不十分となるおそれ。 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 投資口に関する「実際の価格動向を見ると、例えばスポンサー企業の変更等によっても相当程度変動」している（中間論点整理）。 ○ 投資法人の運営を見ると、人員・ノウハウ、投資対象物件の提供等の面でスポンサー企業が大きな役割を果たしている。
一般事務受託者	資産保管会社
<ul style="list-style-type: none"> ● 一般事務受託者が取得・保有・管理する投資法人の情報の範囲は個々の契約内容により異なるが、例えば、投資口の募集事務の委託に関し、一般の上場会社からの募集事務の委託先は契約締結先として規制されるところ、投資法人からの委託の場合のみ異なる規制枠組みとすると過剰な規制となるおそれ。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 資産保管会社は、権利証や契約書等の保管業務を行っている。 ● 資産保管会社に投資法人の意思決定機能はなく、重要事実の適時開示が行われた後に投資法人の情報を保有・管理するケースが多いと想定される。

インサイダー取引規制の導入（取引主体の範囲）

- 投資法人、資産運用会社及びスポンサーの関係者が、その職務等に関し、重要事実を知った場合、及びこれら関係者からの一次情報受領者を規制対象としてはどうか。



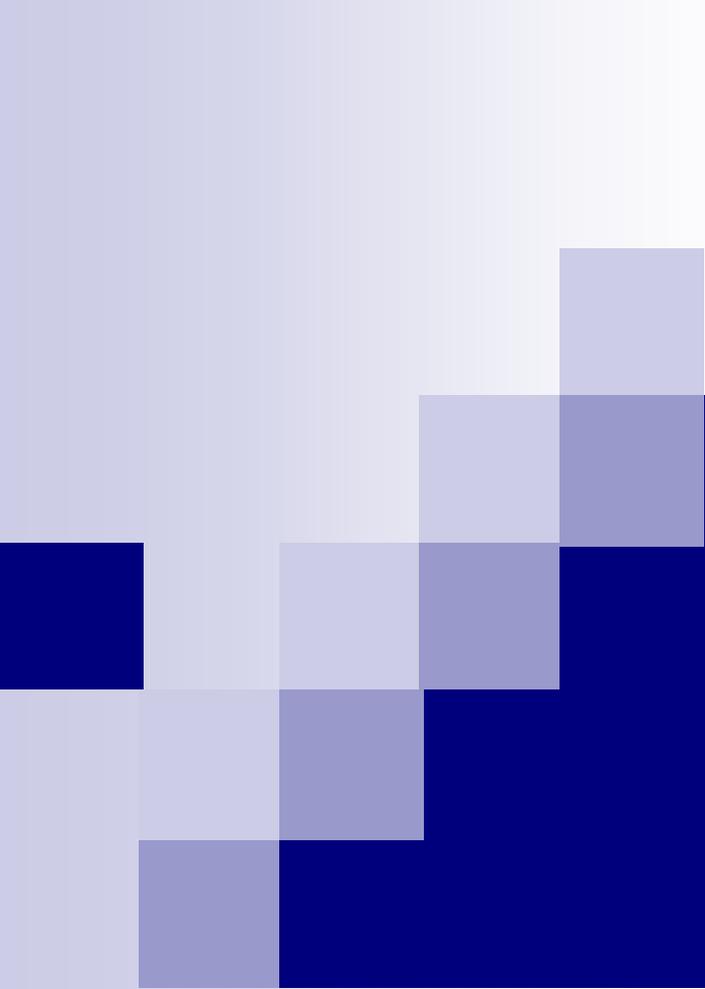
インサイダー取引規制の導入（重要事実の範囲）

考え方

- どのような事象が投資者の投資判断に重大な影響を与えるか検討するに当たって、投資法人に関する情報が公開された後に投資口価格が変動した事例を参考に以下のような整理が考えられるのではないか。

投資口価格に影響を与える主な場合

- ① 投資口の内容及び条件の変化を通じて投資口価格に影響を及ぼす場合（別添参考事例1）
- ② 投資法人の財産の変化を通じて投資口価格に影響を及ぼす場合（別添参考事例2-1、2-2）
- ③ 投資法人の運営・業務の変化を通じて投資口価格に影響を及ぼす場合（別添参考事例3）
- ④ 資産運用会社の運営・業務の変化及びスポンサーの交代等を通じて投資口価格に影響を及ぼす場合（別添参考事例4）
- ⑤ その他



資金調達・資本政策手段の多様化

資金調達・資本政策手段の多様化（事務的検討事項）

中間論点整理の概要

- 投資法人は、投資者の資金を主として一定の資産に対する投資として集合して運用し、その成果を投資者に分配するための仕組み。業務の外部委託が義務付けられており、ガバナンス構造は簡素。
- 投資法人の資金調達・資本政策手段は、これらの性質を踏まえて設けられているものと考えられる。他方、リファイナンスリスクが顕在化しやすいという問題を抱える。この問題への対応策として、上記の性質は維持しつつ、資金調達・資本政策手段の弾力化を図ることが望ましい。
- 投資法人について、みなし賛成制度が導入されている。上記の性質を維持するという観点から、みなし賛成制度の維持を前提に考えるべき。
- 資金調達・資本政策手段の多様化の具体策として、ライツ・オファリング、転換投資法人債、種類投資口、無償減資及び自己投資口取得等の導入が挙げられている。
 - 転換投資法人債及び種類投資口については、投資主間の利益相反の可能性がより高く、利益相反防止のための強固なガバナンスが構築されない限り導入に慎重であるべきである。他方で、投資法人のガバナンス構造が徒に複雑化することも回避する必要がある。
 - その他の手段については、投資法人にとって適切かつ有効な資金調達・資本政策手段とは何かとの観点から、導入に向けて事務的に検討すべきである。

検討を要する主な事項

- 中間論点整理を踏まえ、簡素なガバナンス構造、導管体としての性格および投資主間の公平性という投資法人の性質を踏まえて導入する資金調達・資本政策手段の範囲を定め、必要な制度整備を行う。
 - 転換投資法人債及び種類投資口に関しては、みなし賛成制度等を前提とする簡素なガバナンスの仕組みのままで、利益相反防止のための強固なガバナンスの構築は困難であり、今般の投資法人法制見直しにおける導入は時期尚早ではないか。
 - 他方、ライツ・オファリング、無償減資及び自己投資口取得に関しては、当該手段導入に当たっての留意点及び意思決定方法を検討してはどうか。

概要・主な導入目的

導入手段	概要	主な導入目的
ライツ・オファリング	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。	投資主間の公平性を保った増資手法の創設による投資主保護強化および投資法人の資金調達の円滑化。
無償減資	投資主への払い戻しを伴わずに出資額を減少させる手続。	投資法人の財務基盤・投資主への配当の安定性向上に資するよう、発生した損失の財務上の処理を可能にする。
自己投資口取得	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すること。	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こと等による投資法人の財務基盤安定性向上。

投資法人の性質を踏まえた導入の留意点

ライツ・オフリング

- 投資者間の利益相反の恐れに鑑みると広く新投資口予約権の発行を認めるのは適切ではないことから、ライツ・オフリング以外の新投資口予約権の発行は認めないことについてどう考えるか。

無償減資

- 株式会社では、欠損填補の他、資本金の剰余金への振替による自己株取得や配当原資産確保等の目的が考えられるが、投資法人への制度導入に当たっては、その性質を踏まえ欠損填補を目的とする出資の減少に限定することについてどう考えるか。
- 債権者保護手続は、事実上欠損と出資を計数上相殺する処理に過ぎないため総資産・純資産規模に影響はなく、かつ投資法人からの資金流出もないことを踏まえると、不要ではないか^(注)。

自己投資口取得

- ①全投資主に売却の機会を与えた上での取得、②市場取引による取得、③公開買付、④特定投資主からの取得が考えられるが、投資主間の公平性という投資法人の性質を踏まえると④特定投資主からの取得は適切と言えるか。
- 出資の払い戻しとなる自己投資口取得を認めざるを得ないが、実施に当たっての取得限度額を定めることについてどう考えるか。
- 債権者保護手続は、現行規定上、同様の経済的効果を持つ利益超過配当についても特別な手続の規定がおかれていないことを踏まえると不要ではないか^(注)。
- 投資法人では、取得した自己投資口を株式会社のように企業買収・再編等に活用する必要性が認められないという性質を踏まえ、取得した自己投資口の決算期末迄の消却を義務付けることについてどう考えるか。

(注) 現行投信法上、最低純資産額を減少させる規約変更を行う場合には債権者保護手続が必要(投信法 142 条)。

各手段にかかる意思決定方法

ライツ・オファリング	現在、投資口の募集には役員会の承認を要する一方、投資主総会の決議は必要とされていないことを踏まえ、新投資口予約権の無償割当てに関する事項決定も役員会の承認事項とすることについてどう考えるか。
無 償 減 資	投資主の権利に与える影響は比較的小さく、利益超過配当の決定や計算書類の承認が役員会に委ねられていることを踏まえ、役員会の承認事項とすることについてどう考えるか。
自 己 投 資 口 取 得	<p>自己投資口の取得は、出資の払い戻しに相当するケースが殆どと想定されるため、会社法や投信法の規定^(注)を踏まえ、自己投資口取得上限枠の決定は投資主総会の普通決議事項とし、個別の取引執行は役員会の承認事項とすることについてどう考えるか。</p> <p>(注) 投資法人による自己投資口取得としては、出資の払い戻しに該当するものが想定される。会社法においては、資本金の額を減少して当該減少額を配当する場合、資本金の額の減少について株主総会の特別決議を要するのに対し、投信法においては同様の経済的効果を有する利益超過配当が役員会決議とされている。</p>