

不動産投資市場（Jリート市場）の活性化に向けた課題や対応策等について

平成 22 年 11 月 29 日

ケネディクス・リート・マネジメント株式会社

項目	具体的な課題	意見（対応策）	効果等
J リートのガバナンスについて（利益相反行為の回避）	<ul style="list-style-type: none"> ・ 現在もコンプライアンス委員会等の設置等により一定のガバナンスが機能しているところではあるが、投資家に信頼される J リート市場のためには、より一層のガバナンス強化が必要 ・ また、潜在的な利益相反のもととなる運用会社スポンサーと J リートとの物件売買及びそれに伴う資金調達手法等については投資家（特に海外投資家）からの厳しい見方が存在することも事実 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用会社と投資法人の利害を一致させる一段の工夫の一環として投資法人による運用会社株式の一部保有により、運用会社への影響力を確保する 	投資家からの信頼性が高まることによる J リート市場への資金流入
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、諸外国のリートに比べファイナンス手法に制約が多く、資本政策・財務戦略が限られている。特に金融危機時においては、内部留保がないこと、ファイナンス手法が公募増資、第三者割当増資、借入れ等に限定されることから財務上のストレスを受けることとなった。	<ul style="list-style-type: none"> ・ 転換社債（新投資口予約権付投資法人債）が発行できるようにする ・ 自己投資口の取得を可能とする ・ 投資口配当を可能とする ・ 不動産売却益の一定程度につき内部留保を可能とする ・ 銀行による J リートへの貸出業種区分が「不動産」に含まれることについての検討。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 負債比率の低下、新たな投資家層への広がり、増資に比べて希薄化のペースが緩やかとなる。 ・ 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活用できる。 ・ 一定の範囲で手元資金の内部留保を可能とすることにより、財務体質改善に資する。 ・ （同上） ・ 不動産業向け融資への制約等の影響を排除する。

以上

(参考) 不動産投資市場整備検討会 平成13年5月9日付け最終報告(国土交通省及び(財)土地総合研究所)における不動産投資ファンドの論点等について

	H13年の不動産投資市場整備検討会における課題	実績、進捗等		現状の課題
① 情報開示 (ディスクロージャー)	適切な情報開示が一般投資家の投資を呼び込む鍵と指摘している。開示すべき情報の内容に関しては、関係法令に基づき、物件価格、賃料収入、管理費用等投資家が投資を行う際の判断に必要なものを適切に開示すべきことが義務付けられている。	法令に基づく開示だけでなく、自主的な開示を含め、Jリートは非常に透明性の高い市場となった。	◎	-
② 周辺プレイヤーの業務遂行能力の強化	デューデリジェンス業務、運用不動産のパフォーマンスの極大化を目指すためのプロパティマネジメント業務等、周辺業務を行う多様なプレイヤーが高度に洗練されたノウハウを駆使して業務を遂行する必要がある。	鑑定、デューデリジェンス業務等の高度化	○	・プロパティマネジメント業務等の遂行能力の向上
③ 不動産投資インデックスの整備	ファンドの優劣にとって最重要なのは運用を行うアセットマネージャーの運用能力であるが、そのパフォーマンスが不動産投資インデックスのようなベンチマークにより的確に評価され、投資家はそのパフォーマンスの優劣でファンドを選別されるという米国のような投資環境が整備されることが平行して必要になる。	・ ARES J-REIT Property Index ・ TMAX Commercial Property Price Index (J-REIT 不動産価格指数) ・ 東証 REIT 指数等の各種 Index あり。	○	・ 資本戦略も含めたマネジメント能力の評価 ・ 投資家による Index の活用
④ 利益相反行為の回避	各プレイヤーはそれぞれの立場で利益の極大化を目指して努力するが、個々のプレイヤーの利益を増すことは投資家の利益を害することも懸念される。このような「利益相反」といった事態に対する懸念が生じないよう、各プレイヤーが収受する管理コストや各種手数料等について算定根拠を明確にし、「投資家への忠実義務」が適切に遂行されるような高い透明性の確保が望まれる。	各種手数料といった数値に関する透明性は確保されているが、「利益相反」といった事態に対する懸念を払拭できないでいる。	△	・ 運用会社と投資法人の利害を一致させる一段の工夫が必要。 例：投資法人による運用会社株式の一部保有
⑤ 多様な商品供給	米国 REIT の例などではミドルリスクミドルリターンの商品として評価されている。将来的なファンドの大きな飛躍を図るためにはハイリスクハイリターンタイプも含めた様々な商品供給が図られることが期待される。	海外不動産投資が可能となった。(事例なし)	○	-
⑥ 多種多様な	不動産投資ファンドにおいても将来的には、ショ	オフィスビルのほか、ショッピ	◎	-

ファンドの組成	ツピングセンター、ホテル、住宅等多種多様な用途別ファンドやそれらの複合型のファンドが組成されること、また、既に稼働中の物件だけでなく開発物件を取り扱うようなファンドの登場も期待される。	ングセンター、ホテル、住宅等多種多様な用途別ファンドが組成されている。また、地域的な特徴を持つファンドも組成されている。		
⑦投資用不動産の供給促進	各事業会社の様々な事情に応じて所有という形態にこだわらず、多様な利用形態も含めた柔軟な不動産の活用を選択肢を有するとの意識改革を進め、投資用不動産の供給量増加につながる努力を関係者が一体となって進めていくことが必要。	-	○	-
⑧米国REIT型との関係	米国REITが自ら事業を行う形態であるのに対して、投資法人自体は自ら事業は行わず、運用会社に運用を委託する形態であり、事業形態は全く異なる。米国REITも過去には我が国と同様の形態であったものがその後の制度改正により現在の形態になった経緯がある。	外部運用型のみ	△	・投資法人が一定の事業を行える仕組みの検討
⑨税制上の措置	個人投資家の配当等課税の問題や、譲渡益課税の繰り延べ（UPREIT税制）等の必要性。	-	△	・Jリート市場の大幅な拡大にはUPREIT税制は欠かせない制度

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日における論点等

	2009年「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめにおける議論	実績、進捗等		現状の課題
①合併をはじめとするJリークの再編の必要性について	<ul style="list-style-type: none"> ・Jリート市場には、規模が小さく、投資家からの評価が低い銘柄が存在するにもかかわらず再編が進まない、投資家にとっては資産総額が大きく安定的なリートが望ましいとの指摘 ・合併の促進に寄与する制度改正も行われており、合併等による市場再編を通じて、Jリート市場が更なる発展を遂げることを期待。(制度改正例) 合併時の税制上の取扱いの改善、合併交付金の活用の明確化 	7件の合併が実現	◎	・中堅以上のリート同士の再編によるJリート市場の活性化

②J リートのガバナンスについて	<ul style="list-style-type: none"> ・投資法人から資産運用業務を受託している運用会社が、利益相反行為で行政処分を受けるなど、投資家の信頼を高める上で、運用会社に対するガバナンスを強化すべきとの指摘が存在 ・運用会社と投資法人の利害を一致させ、投資家の信頼を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必要 	運用会社における社外取締役の設置等が一部で実現	△	<ul style="list-style-type: none"> ・運用会社と投資法人の利害を一致させる一段の工夫が必要。例：投資法人による運用会社株式の一部保有
③J リートのファイナンスについて	関係者は、投資家の利益を侵害することがないか等を十分に見極めながら、株主割当増資の実施、転換社債、種類株式、自己投資口取得の導入など、Jリーートの資本政策の多様化について検討していくことが必要	劣後投資法人債の発行 短期投資法人債の発行	△	諸外国のリートで導入されている自己投資口の取得や転換社債の発行等の資本政策の多様化が必要

以上