

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 見直しの背景
- 2 資金調達・資本政策手段の多様化
- 3 ガバナンスの向上に向けた仕組みの導入
- 4 インサイダー取引規制の導入
- 5 その他の提言
- 6 改正時期

投資法人法制の見直しの動向

弁護士 額田 雄一郎 | 弁護士 白川 もえぎ

2012年12月12日、金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」より、最終報告(以下「報告書」という。)が公表された。金融商品取引法(以下「金商法」という。)ならびに投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)の改正案は未だ公表されていない段階ではあるが、近時とりわけ活況を呈する不動産投資法人(J-REIT)市場の更なる発展に資するものであり、改正に先行して制度設計を検討する動きも見られるため、この機会に報告書のうち投資法人法制の見直しに関する部分についてその背景および方向性を概説する。

1 見直しの背景

2001年9月に日本において最初のJ-REITが上場されて以来、投資法人制度は、主に不動産を投資対象とするJ-REITのヴィークルとして活用されている。J-REITはミドルリスク・ミドルリターン金融商品として重要な位置付けを有するほか、日本の不動産取引における買い手としても存在感を増している。一方で、不動産という原資産に裏付けられた商品ながら、その投資口価格は金融市場の変動の影響を受けることは避けられず、リーマンショック後の金融逼迫時には、資金調達手段の制約等の財務上の課題が特に顕在化した。また、運用体制に必要な人員・ノウハウの確保、投資物件の提供を含め、J-REITの運営上スポンサー企業への依存度が高まる中で、スポンサー企業の利益と投資家の利益が相反する懸念も存在する。

このため、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と、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が、投資法人制度の課題として認識されている。

2 資金調達・資本政策手段の多様化

現行制度の下では、投資法人の資金調達手段は限られており、たとえば満期の到来する負債の一部については借り換えがなされることを前提として運営する財務構造となっており、金融資本市場に何らかのイベントが発生した場合には、金融機関側の貸出姿勢の変化によって投資法人の資

金繰りが大きく影響を受ける。また、資本政策手段についても、投資法人には無償減資の規定がなく、自己投資口の取得も原則として禁止されているため、金融危機後、その影響を受けた投資法人が財務構造を改善するために採用しうる資本政策の選択肢が少ない等の問題が顕在化した。

これらの問題に対応するためには、新たな資金調達手段や資本政策手段を認めることが有効と考えられる。他方で、投資法人のガバナンス構造は通常の株式会社等に比べて簡素であり、投資主総会におけるみなし賛成制度も導入されているところから、関係当事者間の複雑な利害調整を要する手段は、投資法人にはそぐわないこともありうる。したがって、資金調達手段や資本政策手段の多様化については、投資法人の簡素なガバナンス構造や導管体としての性格、さらには投資家間の公平性をも踏まえて検討する必要があると提言された。

① ライツ・オフリング

新投資口予約権の発行等を許容する規定が投信法に存在しないため、株式会社における株主割当増資に対応するライツ・オフリングは、現行法上、投資法人には認められていない。ライツ・オフリングは、信用収縮時においても(特にコミットメント型であれば)円滑かつ確実な資金調達を実現することができるうえ、投資口を取得する権利が既存投資主に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も配慮されている。報告書では、ライツ・オフリングの導入に向けた制度整備を進めることとされており、今後、新投資口予約権の上場制度等が具体的に検討されることとなる。

② 転換投資法人債・種類投資口

現行法上投資法人は、転換投資法人債および種類投資口のいずれも発行できない。これらは、少なくとも発行時においては既存投資主に希薄化の負担が生じにくい資金調達方法であるが、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があり、また、既存投資主や他の種類投資主との利益相反が生じる可能性が高く、投資家間の利害の調整が必要になりうる。このような観点から、みなし賛成制度等を前提とする簡素なガバナンス構造の投資法人に導入するのは時期尚早であるとして、今般の見直しにおける転換投資法人債・種類投資口の導入は見送られた。

③ 無償減資

金融危機等の影響を受けた不動産市況の低迷により、一部の J-REIT においては、保有物件の評価額が低下した。投資法人はその投資ヴィークルとしての性質から、損失を吸収する内部の利益蓄積に乏しく、保有物件の減損等により多額の損失を計上すると、その後長期間にわたって累積損失を抱え、投資家への分配に支障をきたすうえ、税務所得と会計上の利益の不一致により法人税課税が発生する。しかし、現行法上、かかる税会不一致による問題に対応して欠損を填補する目的で行う無償減資制度は、投資法人には認められていない。欠損填補を目的とした無償減資は、欠損と出資を計数上相殺する処理にすぎず投資家間の公平性を害するものではないことから、その利害の調整の必要性は低く、かつ投資法人の運営の安定に資するものであるとして、今般導入に向けた制度整備を進めることとされた。

④ 自己投資口取得

現行法上、投資法人による自己投資口取得は原則として禁止されているが、投資口価格が一口当たり純資産額を割り込む等、投資口価格が割安な投資口を投資法人が自ら取得することは、投資効率を上げるための選択肢の一つであり、また自己投資口取得を通じて投資口価格が上昇すれば、円滑な増資等も促進される。自己投資口取得も、無償減資と同様に、投資家間の公平性を害するものではないことからその利害の調整の必要性は低く、かつ投資法人の運営の安定に資するものであるとして、導入に向けた制度整備を進めることとされた。ただし、内部留保を実質的に積み上げられない J-REIT においては、その原資について慎重に検討する必要がある。

⑤ 投資口発行差止請求制度の導入

現行法上、増資条件が公正な金額でない場合に投資主が投資法人に対し直接的に投資口の発行の差止めを請求できる制度は設けられていないが、上述のような資金調達・資本政策手段の多様化を認める上で、投資家保護の観点から、差止請求制度の整備を行うことが適当であるとされた。なお、現行法下でも、投資法人の増資における発行価額の公正性に疑義があった場合に、投資主が会社法第 360 条(株主による取締役の行為の差止め)の準用規定(投信法第 109 条)を根拠として差止めを請求し、これが認容された事例(東京地決平成 22 年 5 月 10 日金融商事判例 1343 号 21 頁)もあるが、株式会社であればかかる事案においては会社法第 210 条(募集株式の発行等をやめることの請求)により差し止めるのが通常であり、投資法人制度においても端的に発行差止請求制度を導入すべきと考えられ、差止請求制度の整備が提言された。

3 ガバナンスの向上に向けた仕組みの導入

(1) 現行の規制

現行法上、投資法人の資産運用業務は外部の資産運用会社に委託しなければならない。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ものの、事後報告にとどまり、必ずしも効果的な抑止とならない可能性がある。なお、J-REIT では、スポンサー企業等の利害関係者との取引の公正性を担保するため、委託先である資産運用会社にコンプライアンス委員会を設置する等の自主的な取組みが既に進められているところであるが、かかる取組みは法令上の要請に基づくものではない。

(2) 改正の方向

投資法人と資産運用会社の利害関係者との間の一定の重要な取引については、投資法人の役員会における事前同意の取得を義務づけることが適当であるとされた。また、投資法人の役員会における監督役員の資格について、現行の資産運用会社の利害関係者でないこととの要件に加え、スポンサー企業の利害関係者でないことも要件とすることが提言されている。加えて、J-REIT 毎にばらつきがある鑑定評価書の概要について、開示項目を統一するとともに、鑑定評価額の算出根拠に係る詳細な情報の公表を求めることも提言されている。

4 インサイダー取引規制の導入

(1) 現行の規制

現行法上、上場投資法人に係る投資証券の取引は、原則としてインサイダー取引規制の対象外とされている。これは、株式会社である一般の上場会社等とは異なって投資法人は簡素な仕組みであるため重要事実が発生することは少ないと考えられたこと、また、本来、運用から算出される純資産額が投資口価格を根拠付けるはずであって、投資証券のインサイダー取引の余地が比較的小さいと考えられたことによる。もっとも、実際の価格動向を見ると、当初の想定を超える投資口価格のボラティリティが存在し、不正取引が行われる可能性も存在する。また、諸外国の REIT 規制を見ても、投資証券がインサイダー取引規制の対象とされるのが通常であるため、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がなされていた。

(2) 改正の方向

上記を踏まえて、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ことが適当であるとされ、投資法人特有の事情を踏まえて下記のとおり提言された。

① 規制対象とする取引主体

J-REIT では特に、業務委託先である資産運用会社において取得物件に関する重要情報の取得・保有・管理が行われることから、資産運用会社を「投資法人の契約締結先」と位置付けるのではなく、投資法人自体と同様に取り扱う。また、スポンサー企業も人員・ノウハウや投資対象物件

の提供等の面で大きな役割を果たしていることから、スポンサー企業の関係者がその職務等に関し重要事実を知った場合およびこれらの関係者からの情報受領者を規制対象とする。

② 重要事実

報告書では、以下のような情報が投資家の投資判断に影響を与えていることを踏まえて具体的な制度化を進めることとしている。

- 投資口の内容および条件の変化(例:公募増資の発表)
- 投資法人の財産の変化(例:大口テナントの退去の発表、業績予想の修正の発表)
- 投資法人の運営や業務の変化(例:倒産手続開始の申立ての発表)
- 資産運用会社の運営や業務の変化、スポンサー企業の交代等(例:スポンサー企業の異動の発表)

5 その他の提言

報告書では上記の他いくつかの提案がされているが、そのうち重要と思われる以下の2点について特に記したい。

(1) 簡易合併要件の見直し

現行法上、投資法人間の合併においては、合併により消滅投資法人の投資主に投資口を割り当てた後の存続投資法人の発行済投資口の総口数とその発行可能投資口総数以下であれば、存続投資法人の投資主総会の決議は不要とされている(簡易合併)。これについては、存続投資法人の財務内容に対する影響が大きい場合にも簡易合併が認められ、投資主の利益が害されるおそれがあるとの指摘があるため、簡易合併の要件の見直しを行うことが適当であるとされた。具体的には、簡易合併が認められる場合を、消滅投資法人の投資主に割り当てられる存続投資法人の投資口数が合併前の存続投資法人の発行済投資口の総口数に対して一定比率以下の場合に限定することが例示されている。

(2) 海外不動産の取得の促進

現行法上、投資法人が海外不動産を取得すること自体は禁止されていない。もともと、実際の取得にあたっては、海外不動産の物件リスクの限定に加え、場合によっては不動産への直接投資を制限する規制への対応から、不動産保有ヴィークルを現地に設立する必要性が高いにもかかわらず、投信法上、投資法人は投資対象会社株式の過半の議決権保有が禁止されているため、実質的には、海外不動産の取得は困難であるという実態がある。これを解消するため、投資法人が海外不動産を取得すると実質的に同視できるような場合について、当該海外不動産を取得するためのヴィークルの株式に係る過半数の議決権保有を認めていくことが適当であると提言された。なお、国内不動産を取得する場合等におけるヴィークルの株式の取得についても議論がなされたが、投資法人の簡素なガバナンス構造や導管体としての性格から、今回の改正での導入は見送られた。

6 改正時期

報告書に基づく投信法の改正案は 2013 年の通常国会に提出され、早ければ 2014 年後半にも施行されることが見込まれている。

□ 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の額田雄一郎 (yuichiro.nukada@amt-law.com) または白川もえぎ (moegi.shirakawa@amt-law.com) までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

□ Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩
本ニュースレターの配信またはその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.com までご連絡下さいますようお願い申し上げます。

□ 本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>
にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒106-6036
東京都港区六本木一丁目 6 番 1 号
泉ガーデンタワー 38 階 (総合受付)

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>