

J-REITの上場制度等について

平成22年11月22日
株式会社 東京証券取引所

J-REIT市場の変遷

- J-REIT市場のスタート
 - ✓ 平成13年9月10日にJ-REIT市場は2銘柄(日本ビルファンド、ジャパンリアルエステイト)でスタートしたが、スタート翌日の米国同時多発テロ、また株式市場全体が軟調に推移するなど、厳しい船出
- J-REIT市場の成長過程
 - ✓ その後J-REITの知名度向上、相対的に高い利回りや分配金実績等が評価され、また以下の制度面でのサポートによりJ-REIT市場は堅調に成長し、平成19年5月には東証REIT指数は公表以来最高値(2,612.98)を付け、時価総額も約6.7兆円に達し、東証上場J-REITも41銘柄に
 - 全国銀行協会通達(平成14年12月):銀行においてJ-REITの配当収入が業務純益に計上可能
 - 東証REIT指数公表(平成15年3月):MSCI-JAPAN指数にJ-REIT2銘柄採用(平成15年6月)
 - 税制改正(平成15年4月):個人投資家に関し、譲渡税・配当課税10%に減税
 - J-REITのファンドオブファンズ(FOF)解禁(平成15年7月):投資信託協会ルールの改正により、FOFの組成が解禁
- 世界的金融危機の影響を受けたJ-REIT市場
 - ✓ サブプライム問題に端を発した平成20年の世界的金融危機の影響により、リファイナンスリスクが顕在化し、平成20年10月にJ-REITでは初の破綻となる民事再生をニューシティレジデンスが申請。東証REIT指数は同年同月には、最低値(704.46ポイント)に
- 回復の兆しを見せるJ-REIT市場
 - ✓ 平成21年9月にセーフティーネットとしての不動産市場安定化ファンドが組成され、合併・スポンサー変更等の再編、公募増資・投資法人債発行の再開による資金調達環境も改善傾向などにより、回復の兆しが見られた東証J-REIT市場はやや落ち着きを取り戻し、現在1,000ポイントを越える水準で推移し、本格的回復が期待される

J-REITの上場規程（新規上場）

- 東証のREIT市場のコンセプトは、投資者が不動産への擬似的な投資の心積もりで投資に参加すること。
- 不動産投資信託証券の上場審査基準は、「有価証券上場規程（不動産投資信託証券）」に定められており、資産運用会社の体制や運用総資産等に対する不動産等の比率といった様々な基準を規定。

項目	内容
(1)運用会社等の内容	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 運用資産の総額に占める不動産等の比率...70%以上 ➤ 運用資産等の総額に占める不動産等、不動産関連資産及び流動資産等の合計額の比率...95%以上
(2)財務内容等	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 純資産総額...10億円以上 ➤ 資産総額...50億円以上 ➤ 一口当たりの純資産総額...5万円以上
(3)上場投資口数	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 4,000口数以上運用
(4)投資主の分布状況	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 投資主が1,000人以上
(5)大口投資主（上位10位）の所有口数	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 上場投資口数の75%以下
(6)運用体制等	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 不動産投資信託証券に関する情報の開示を適正に行うことができる状況にあること ➤ 資産の運用等を健全に行うことができる状況にあること ➤ 金銭の分配又は収益の分配が上場後継続して行われる見込みのあること

J-REITの上場規程（適時開示ルール）

- 市場の透明性確保・投資者保護のため、投資法人に関する情報、運用資産の内容等の情報については、株式と同様の適時開示を求めている。
- 適時開示に加え、不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等の情報を投資者に対して継続的に提供することを目的として、営業期間ごとに不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書の公衆縦覧を求めている。

項目	内容
(1)投資法人等の情報	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 投資口の追加発行や売出し、投資口の併合・分割、投資法人債の募集・資金の借入れ、合併、規約の変更等の決定事項 ➤ 投資信託法第214条の規定による業務改善命令等の発生事項 ➤ 資産運用会社に関する情報、等
(2)運用資産等の情報	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 一定の運用資産の譲渡や取得の決定(対象資産の価格が5,000万円以上) ➤ 運用資産等に生じた偶発的事象に起因する損害見込み額が、直前営業・計算期間末日の純資産総額の3%に相当する額以上 ➤ 予想値より当期利益で30%以上又は分配金で5%以上の差異が見込まれる場合、等
(3)決算の情報	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 決算の内容 ➤ 分配予想等に係る情報 ➤ 運用資産等の価格に関する情報、等

J-REITの上場規程（上場廃止）

- 不動産投資信託証券については、有価証券上場規程第1218条において、流動性、財務内容等についての上場廃止基準を規定。
- ただし、資産運用会社等の業務が他の資産運用会社等に引き継がれ、一定の要件を満たす場合は、上場の継続が可能となる場合もあり。

項目	内容
(1) 投資証券の発行者である投資法人	次のいずれかに該当する場合 <ul style="list-style-type: none"> ➤ 投資信託法第143条に掲げる解散事由のいずれかに該当する場合 ➤ 法律の規定に基づく破産若しくは再生手続を必要とするに至った場合又はこれに準ずる状態になった場合
(2) 上場不動産投資信託証券	次のいずれかに該当する場合 <ul style="list-style-type: none"> ➤ 運用資産等の総額に占める不動産等の額の比率が、上場不動産投資信託証券に係る毎営業期間の末日において70%未満となった場合において、1年以内に70%以上とならないとき ※1 ➤ 運用資産等の総額に占める不動産等、不動産関連資産及び流動資産等の合計額の比率が、上場不動産投資信託証券に係る毎営業期間の末日において95%未満となった場合において、1年以内に95%以上とならないとき ※2 ➤ 営業期間に係る金銭の分配又は収益の分配を行わなかった場合において、1年以内に金銭の分配又は収益の分配を行わないとき ※3

※1 平成18年10月より、運用資産等の総額に占める不動産等相当部分の額の比率が75%未満としていた上場廃止基準から変更。

※2 平成18年10月より、運用資産等が不動産関連資産、現金又は現金同等物等に限られなくなった場合としていた上場廃止基準から変更。

※3 決算期間が6ヶ月の投資法人の場合、3期連続で金銭の分配又は収益の分配を行わなかったとき。

J-REITの上場規程（過去の改正）

- 有価証券上場規程に関連して、以下のような上場制度の見直し・整備を実施。

時期	項目	内容
平成16年10月	不動産の定義の拡大	特定の不動産に付随する商標権、温泉権その他の資産であって当該不動産と併せて取得することが適当と東証が認めるものは、不動産とみなす
	上場審査基準の緩和	運用目的資産以外の資産のうち、投資法人の商号に係る商標権等その組織運営に伴い保有するものであって、東証が適当と認めるものについては、運用資産等を不動産関連資産、現金又は現金同等物等に限定している上場審査基準・上場廃止基準における審査対象外とする
	IPO時のロックアップ規制の導入	上場申請者が、上場申請日の6か月前の日以後において不動産投資信託証券を発行している場合には、割当を受けた者との間で、上場日以後6か月間を経過する日（当該日において割当後1年間を経過していない場合には、割当後1年間を経過する日）までの継続所有等について、書面により確約を行うことに
平成18年10月	実質審査基準の導入	上場審査の透明性を高めるとともにより充実した審査を実施できるよう、実質的な上場適格性の確認について基準上の位置付けを明確化
	運用体制等に関する報告書の導入	不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書を上場申請時、計算期間又は営業期間ごとに提出することに
	適時開示の厳格化	資産運用会社に対しても適時開示を義務化 資産の取得・譲渡及び収益の分配又は金銭の分配の予想の修正に係る適時開示の軽微基準を厳格化
	運用資産等に係る基準の緩和	上場審査・上場廃止基準の運用資産等の総額に占める不動産等の比率を75%から70%に引き下げ（同時に自由度の高い資産取得を可能にするため「不動産等」の定義も拡大） 上場審査・上場廃止基準の運用資産等の総額に占める不動産等・現金・現金同等物の比率を100%から95%に引き下げ
平成20年5月	海外不動産への投資制約の解除	海外における不動産等及び不動産関連資産をREITの保有資産となる不動産等及び不動産関連資産の対象にそれぞれ含める

J-REIT市場拡大に向けての課題・取組み

- J-REIT市場拡大に向けての課題
 - ✓ 投資家層の拡大
 - 個人投資家の認知度
 - 海外投資家からの信認
 - ✓ 更に魅力のある商品の供給
 - 安定性(資金調達が多様化、内部留保の許容)
 - 多様な商品性

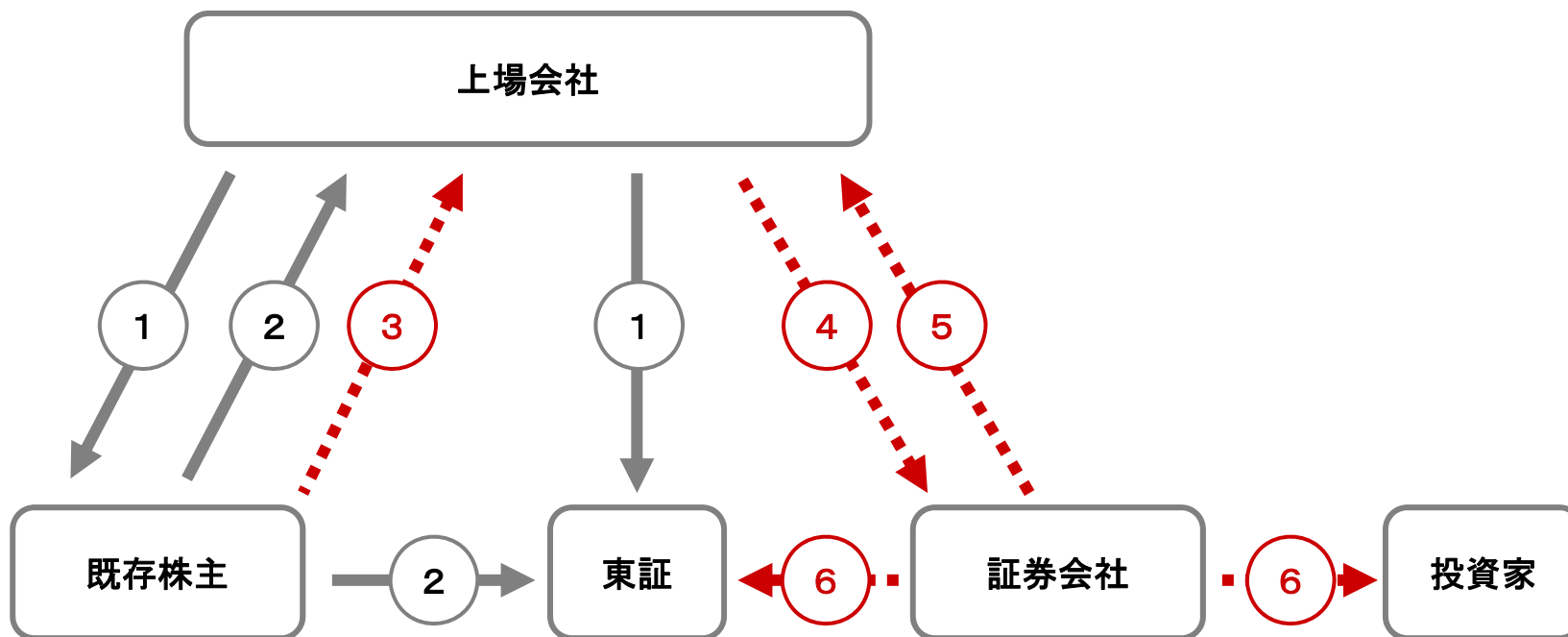
- 東証での取組み
 - ✓ 国内個人投資家・海外機関投資家へのプロモーション活動
 - ✓ Bloombergにて英文投資情報提供サイト「J-REIT Flash」(ティッカーコード:JRTF)の開設(平成22年10月より)
 - ✓ 東証REIT用途別指数シリーズの算出・公表(平成22年9月より東証相場報道システムを通じてリアルタイム配信)
 - ✓ 東証配当フォーカス100指数の算出・公表
 - ✓ 資金調達の多様化に係る法制整備を踏まえ、投資者保護に留意した制度改正
 - ✓ TOKYO AIMの活用

【参考】株式に関するライツ・イシュー（他手法との比較）

- ライツ・イシューは、他の増資手法と比較すれば、既存株主の持分の希薄化や経済的損失の観点からは優位性を有するものの、機動性面では優位性に欠ける。

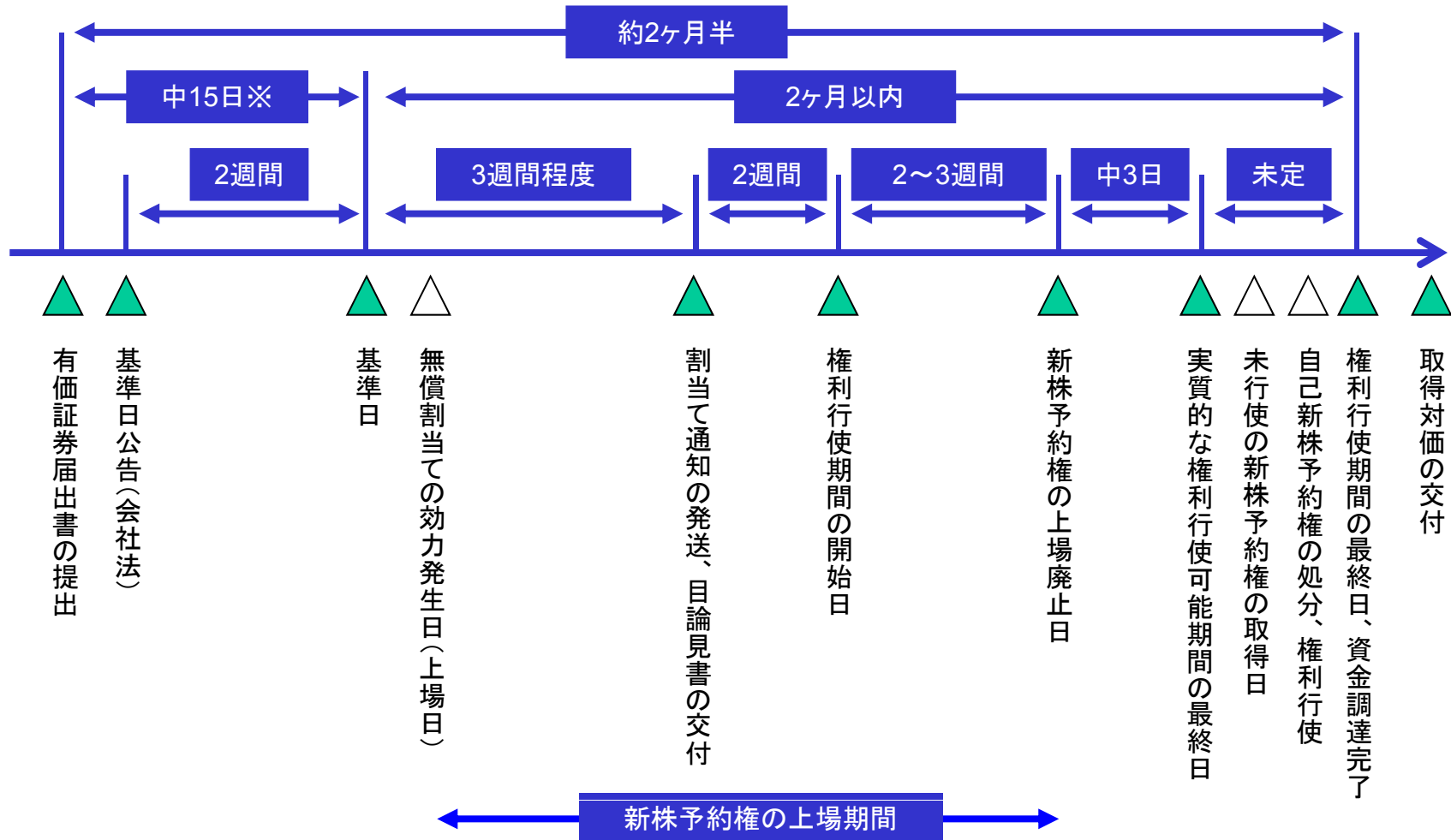
手 法		株主の持分の希薄化等	その他
公募（一般募集）		△ ➤ 既存株主は、持分の希薄化を回避できない（一般募集に応募することは可能だが、割当ては保障されていない）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 発行決議から払込期日まで約1ヶ月程度 ➤ 証券会社の買取引受けにより確実な資金調達が可能
第三者割当て		× ➤ 既存株主は、持分の希薄化を回避できない（上場会社が割当先を選択するため、応募の機会も存在しない）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 発行決議から払込期日まで最短2週間強 ➤ 上場制度により、25%以上の希薄化を伴う第三者割当てについては一定の手続き規制 ➤ 多額の資金調達は困難
株主割当て	株主に割当てを受ける権利を付与	○ ➤ 既存株主は、持分の希薄化を回避できる（払込みに応じない場合は持分が希薄化）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 発行決議から払込期日まで3ヶ月程度 ➤ 払込みに応じない株主が存在した場合に、資金調達額が未達となる
	新株予約権無償割当て（ライツ・イシュー）	◎ ➤ 既存株主は、持分の希薄化を回避できる（権利行使を行わなければ持分が希薄化するが、新株予約権を譲渡することで、経済的損失を軽減できる）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 発行決議から払込期日まで2ヶ月半 ➤ 未行使の新株予約権（取得条項付）を上場会社が取得し、別途契約を交わした証券会社に譲渡する（自己新株予約権の処分）ことで、確実な資金調達が可能（証券会社が当該新株予約権を行使）

【参考】株式に関するライツ・イシュー（スキーム・イメージ）



- ① 上場会社は、既存株主に新株予約権を無償割当てし、東京証券取引所に新株予約権の上場を申請。
- ② 既存株主は、新株予約権の権利行使を行って株式を取得するか、新株予約権を東証市場で売却するかを選択。
- ③ 上場会社は、一定の取得日において未行使の新株予約権を取得（未行使分の新株予約権者には、後日対価を交付）。
- ④ 上場会社は、自己新株予約権を証券会社等に譲渡（処分）。
- ⑤ 証券会社は、譲渡を受けた新株予約権の全部を権利行使して株式を取得。
- ⑥ 証券会社は、別途、取得した株式の売却等を実施。

【参考】株式に関するライツ・イシュー（日程イメージ）



※参照方式、組込方式の利用要件を満たす場合には、中7日に短縮可能。

【参考】株式に関するライツ・イシュー（制度改正・課題）

項目	内容
(1)最近の制度改正	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 新株予約権の電子化(平成21年1月)...証券保管振替機構での振替決済が可能に ➤ 新株予約権の上場基準の見直し(平成21年12月)...新株予約権無償割当てにより発行される新株予約権の目的株式の数を1株とする規定を廃止→発行会社のニーズに適った柔軟な発行条件の設定が可能に ➤ 企業内容等の開示に関する内閣府令の改正(平成22年4月)...新株予約権無償割当てにより発行された新株予約権が、取引所に上場される場合の有価証券届出書の提出時期の見直しなど、ライツ・イシューの実施に係る規制を緩和
(2)法令上の課題	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 資金調達機動性の確保・日程の短縮のカギとなる会社法上の割当通知に係る日程の制約(権利行使期間の初日の2週間前までに送付が必要)など ➤ 「コミットメント型ライツ・イシュー」における公開買付規制の適用リスク(未行使の新株予約権を証券会社が引受ける際に、公開買付規制の適用を受ける可能性(株券等所有割合が3分の1を超える場合)) ➤ 新株予約権無償割当てを受ける既存株主のうち米国人株主が10%を超える場合、米国の開示・届出規制の適用を受けるリスク ➤ 新株予約権無償割当てにより取得した上場新株予約権は、特定口座の預入れ対象外(平成23年度の税制改正要望事項)
(3)実務上の課題	<ul style="list-style-type: none"> ➤ コミットメント型ライツ・イシューの実現 ➤ 新株予約権の価格形成の適正性確保、流動性の向上 ➤ 証券会社のインセンティブ問題 ➤ 株主割当て、新株予約権無償割当てのイメージの改善