

投資家・市場関係者にとって望ましい
REIT の情報発信事項について
(ケース・スタディ集)

2016 年 4 月

REIT 有識者ミーティング
(株式会社東京証券取引所)

目次

| | |
|---|----|
| I. 本ケース・スタディ集について..... | 4 |
| 1. はじめに..... | 4 |
| 2. REIT 有識者ミーティングについて..... | 6 |
| (1) REIT 有識者ミーティングについて..... | 6 |
| (2) 有識者 M における検討方法等について..... | 7 |
| 3. 本ケース・スタディ集の位置づけ及び目的について..... | 9 |
| (1) 本ケース・スタディ集の位置づけについて..... | 9 |
| (2) 本ケース・スタディ集の目的について..... | 9 |
| II. 有識者 M における議論・検討にあたっての基本的な考え方及び議論・ 検討の方法について..... | 11 |
| 1. 議論・検討にあたっての基本的な考え方..... | 11 |
| (1) REIT の商品特性について..... | 11 |
| (2) 投資者本位の望ましいファンド運営態勢について..... | 11 |
| (3) 投資者本位の観点で望ましい情報発信を行ううえで、重視される ことが望ましい事項について..... | 13 |
| 2. 有識者 M における議論・検討の方法..... | 16 |
| III. 投資者本位の観点で望ましい情報発信を行っている事例について | 18 |
| 1. ビジョンに係る情報についての望ましい情報発信事例について .. | 18 |
| (1) 発行者等のファンド運営環境の認識に係る情報等の発信について | 18 |
| (2) ビジョンとして発信されることが望ましい事項等について | 20 |
| (3) 将来の分配金水準やファンド収益に関するビジョン..... | 22 |
| (4) 外部成長行為に関するビジョン | 24 |
| (5) 運用資産の内部成長行為に関するビジョン | 26 |
| (6) 財務運営等に関するビジョン..... | 27 |
| 2. ファンドの運営見込みに関する望ましい情報発信事例について .. | 30 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 3. ファンドの運営行為に係る望ましい情報発信事例について..... | 33 |
| 4. ファンドの運営実績（ファンドの運用結果）に関する情報..... | 39 |
| 5. ビジョンとファンド運用結果を「レビュー」（対比）する情報 .. | 41 |
| 6. 情報発信の方法について | 43 |
| IV. おわりに | 47 |

I. 本ケース・スタディ集について

1. はじめに

東京証券取引所（以下、「東証」といいます。）の REIT 市場は、2001 年 3 月の市場開設から 15 年目を経過しました。REIT が保有する不動産の総額は 14 兆円を超えるなど¹、本邦の不動産投資市場において極めて重要な位置づけを占めています。

また、REIT 市場の時価総額は東証二部市場、マザーズ市場及び JASDAQ 市場をも凌ぐ規模まで拡大するとともに、投資主数が 60 万人程度²まで拡大し、市場流動性（売買代金）は市場開設来の最高水準で推移するなど、本邦内外の幅広い投資者層の資産運用にとって、REIT は重要な位置づけを占める金融商品となっています。

これまでの REIT 市場の発展は、REIT の発行体及び資産運用会社（以下、発行体及び資産運用会社又は発行体若しくは資産運用会社を指すために「発行者等」といいます。）のほか、投資者を含む数多くの市場関係者による尽力の結実であると考えられますが、その一方、昨今では、REIT 市場に関して市場関係者から以下の指摘がなされています。

¹ 投資信託協会統計データ（2015 年 12 月末時点）

² 「上場不動産投資信託証券(REIT)投資主情報調査(2015 年 8 月)の調査結果について」（2015 年 12 月 2 日、株式会社東京証券取引所など）

【昨今、REIT 市場に関して指摘されている事項】

- (REIT の) 発行者等ごとに投資者との対話・情報発信態勢に差異が生じている。
- 具体的には、①法令諸規則に基づく開示事項以外の情報発信が限定的な発行者等と、②法令諸規則に基づく開示を実行したうえで投資者の情報分析又は投資者との対話に資するよう、積極的かつ創意に富んだ情報発信を行う発行者等との間に差異がある。

東証では REIT の発行者等が自らのファンドの特性等を踏まえ、(法令諸規則に基づく開示のほか) 投資者の情報分析に資する「投資者本位」の情報を積極的に発信することが望ましいと考えています。また、REIT 市場が今後一層の発展・拡大を期するためには、市場関係者の REIT に対する信認を維持・強化するため、投資者本位の観点から、情報の発信が自主的に行われることが必要不可欠であると考えています。

このような認識のもと、東証では投資者本位の望ましい情報発信事例に関する議論・検討を行うために「REIT 有識者ミーティング」を組成し、同ミーティングでの議論・検討結果に基づき「投資者本位の望ましい情報発信事例」をケース・スタディ集として取りまとめました。

2. REIT 有識者ミーティングについて

(1) REIT 有識者ミーティングについて

学識経験者及び市場関係者 6 名で構成する「REIT 有識者ミーティング」(以下「有識者 M」と記載します。)において、REIT の発行者等が行う投資者本位の望ましい情報発信事例等について議論・検討を行いました。

【REIT 有識者ミーティング委員】

| | 委員名 | 役職 |
|----|-----------|--|
| 座長 | 川 口 有 一 郎 | 早稲田大学 大学院ファイナンス研究科 研究科長 ファイナンス研究センター所長 |
| 委員 | 河 合 延 昭 | (株)三井住友トラスト基礎研究所 REIT 投資顧問部長 |
| 〃 | 関 大 介 | アイビー総研(株) 代表取締役 |
| 〃 | 田 澤 淳 一 | UBS 証券(株) 調査本部 株式調査 シニアアナリスト |

| | 委員名 | 役職 |
|---|---------|-----------------------------------|
| 〃 | 田 邊 信 之 | 公立大学法人 宮城大学 事業構想学部 教授 |
| 〃 | 鳥 井 裕 史 | SMBC 日興証券(株) 株式調査部 シニアアナリスト |

(敬称略、五十音順)

(2) 有識者 M における検討方法等について

有識者 M においては、下表の方法で議論・検討を行いました。

| 項目 | 内容 |
|-----------------------------------|--|
| ○議論・検討 事項 | ○REIT の発行者等が行う投資者本位の「望ましい情報発信事例」等の抽出及び検討。(法令諸規則に基づく情報開示事項を除く) |
| ○議論・検討 にあたって 参照した情 報発信事例 | ○REIT の発行者等が近年、公表・情報発信した、以下の資料等を参照。 ・法令諸規則に基づく開示書類 (同書類に記載された事項のうち、法令諸規則で記載が求められる項目を除いた事項) |

| 項目 | 内容 |
|--------|---|
| | <ul style="list-style-type: none"> ・ 決算説明会資料等（IR、セミナー等の説明会で利用した資料のうち、公表されている資料） ・ 発行者等のウェブサイトに掲載されている情報 |
| ○検討の方法 | <p>○以下の方法で議論・検討を実施。</p> <p>①投資者本位での望ましい情報発信態勢の議論・検討</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資者にとって望ましい情報発信態勢についての議論・検討。 <p>（以下②で「望ましい情報発信事例」を抽出・検討するうえでの「考え方」・「視点」の整理）</p> <p>※本ケース・スタディ集の【Ⅱ】に記載。</p> <p>②望ましい事例の抽出等</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 上記①の「考え方」・「視点」に基づき、情報項目毎に「どのような情報が発信されれば投資者にとって望ましいか」を検討。そのうえで、当該検討結果に沿う情報が発信されている事例を抽出。 <p>※本ケース・スタディ集の【Ⅲ】に記載。</p> |

3. 本ケース・スタディ集の位置づけ及び目的について

(1) 本ケース・スタディ集の位置づけについて

本ケース・スタディ集は、(法令諸規則に基づく情報開示事項ではない)投資者の情報分析や投資者との対話を行ううえで情報発信することが望ましい情報発信事項について、有識者 M での議論・検討結果を取りまとめたものです。

有識者 M では、投資者にとって望ましい情報発信事項は各 REIT の投資対象資産や運用仕法によって異なるものとの認識に立ち、本ケース・スタディ集に記載される事項が必ずしも全ての REIT にとって、適切(フィージブル)な情報発信事項等とはならない可能性があるものと認識しています。そのため、本ケース・スタディ集に記載される事項をご参照いただくにあたっては、ケースとして記載された事例やその背景に係る解説をご確認ください。

(2) 本ケース・スタディ集の目的について

本ケース・スタディ集は、REIT の発行者等及び REIT 市場への新規上場を検討する関係者の皆様に、投資者本位の観点で望ましい REIT の情報発信事項(情報発信内容)について再考・検討いただくための「端緒」となることを企図して取りまとめられたものです。

そのため、REIT の発行者等及び新規上場を検討する関係者の皆様には、

本ケース・スタディ集に掲載された事例等を参考とし、自ファンドの情報発信態勢や、情報発信事項についての改善等をご検討いただきたいと考えております。

Ⅱ. 有識者 M における議論・検討にあたっての基本的な考え方及び議論・

検討の方法について

1. 議論・検討にあたっての基本的な考え方

本有識者 M では、次の(1)から(3)までに記載する考え方に基づき、投資者本位の観点で望ましい REIT の情報発信事例についての抽出・検討を行いました。

(1) REIT の商品特性について

本書では、REIT が、とりわけ次の①及び②の特性をもつ金融商品であるとの認識に立っています。

- ①投資者が発行者等に資金運用（不動産等の特定資産の運用のみ）を委ねる特性を有する金融商品（投資者から付託された資金の運用を、発行者等の裁量によって行う金融商品）
- ②上記①の運用の成果として、中長期で安定・継続的な分配金収益を投資者にもたらすべき金融商品（安定・継続的な分配金収益の獲得を目的に、REIT に投資する投資者が多い）

(2) 投資者本位の望ましいファンド運営態勢について

本有識者 M では、上記(1)の REIT の商品特性に基づいて、投資者に対

して中長期での「運用予見性」、とりわけ分配金水準に係る予見性のあるファンド運営³が行われることが望ましいと考えており、具体的には、次の①から④のPDCA（Plan-Do-Check-Action）に沿ったファンド運営が行われることが望ましいと考えています。

①発行者等がファンド運営に係る環境を分析。

（テナントや関係法人—資産運用会社、特定関係法人、金融機関、およびその他の関係者—の動向を含む）

②中長期での「目指す姿」や「ファンド運営を行ううえでの考え方」を示した「ビジョン」を策定。

※本ケース・スタディ集では、発行者等のファンド運営を行ううえでの考え方や将来目指す姿について、「ビジョン」という表現を用います。

（ビジョンの内容は有価証券報告書に記載される「今後の運用方針」および「対処すべき課題」等だが上記①と関連したものであることが従来のものとは大きく異なる）

③ビジョンと統合的なファンド運営の実施。

（上記②のビジョンを実現するための行為）

④営業期間終了後、ビジョンと当該営業期間のファンド運営内容が整合

³ 本ケース・スタディ集では、投資法人の決定行為及び資産運用会社の運用行為全般を「ファンド運営」または「ファンドの運営」と記載しています。

的であったかの「レビュー」を実施。

(分配金の予想と実績の比較、および両者に差が生じたことの原因など)

(3) 投資者本位の観点で望ましい情報発信を行ううえで、重視されることが望ましい事項について

前(2)に既述した「投資者本位の望ましいファンド運営態勢」に鑑み、本有識者 M では、REIT の発行者等が情報発信を行うにあたっては、以下①から④までの事項が重視されることが望ましいと考えています。

①投資者が REIT の収益分析を行える十分な情報の発信

発行者等は、投資者がファンドの収益性等を分析することが可能となるよう、量的・質的双方の観点から、十分な情報を発信することが望まれます。

また、REIT の商品特性を踏まえると、定量的な情報の発信にあたっては「分配金」への影響が投資者に認知され得るよう配慮することが望まれます。

②ビジョンの情報発信

REIT は投資者が発行者等に資金運用を付託する商品であるため、ビジョンについては、下表の事項に係る情報が発信されることが望ましいと考えています。

| ビジョンに関して 情報発信が望まれる事項 | 発信することが望まれる理由 |
|-------------------------|---|
| (i) 発行者等のファンド運営環境の認識 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資者が想定する REIT の運用環境との差異を認識するため。(発行者等の認識について、投資者が妥当か否かを判断するため) ・ 環境認識を踏まえてビジョンが策定されているか否かを投資者が認知するため。 |
| (ii) ビジョン (ビジョンの内容) | <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資者が、REIT の将来的な「目指す姿」を認知するため。 ・ ビジョンに沿ったファンド運営が行われる場合の (REIT の) 収益性等を (投資者が) 分析可能とするため。 ・ 投資者は、これら事項を踏まえ、発行者等に資金運用を付託することが適切かを判断。 |

③ ファンド運営に伴う行為に関し、発行者等の見解や意思決定根拠が示されること (運用行為がビジョンと整合していることを示す情報が発信されること)

運用資産（REITが運用する資産、主に不動産を指します。以下同じ）の取得や資金調達などのファンド運営に伴う行為に関しては、下表の事項に係る情報が発信されることが望ましいと考えています。

| ファンド運営に関して 情報発信が望まれる事項 | 発信することが望まれる理由 |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ファンド運営に伴う行為について、その「意思決定根拠」、「見解」 | <ul style="list-style-type: none"> ・「意思決定根拠」や「見解」が、ビジョンに沿ったものであるかを投資者が確認するため。（投資者は、ビジョンに沿ったファンド運営が行われるものとして発行者等に資金を付託しており、当該前提に沿ったファンド運営を行っているかを確認） ・発行者等の見解等と、投資者自らの見解等の差異を認識するため。 ・投資者はこれら事項を踏まえ、発行者等に資金運用を付託することが適切かを判断。 |

④ ビジョンとファンド運営の結果を「レビュー」（対比）することができる情報の発信

（上記②及び③のとおり）投資者は、発行者等から示されたビジョン

をもとに投資判断を行います。そのため発行者等には、(i)ビジョンとして示した事項と、(ii)実際のファンド運営結果を投資者が「レビュー」(対比)し得る情報を発信することが望まれます。

2. 有識者 M における議論・検討の方法

本有識者 M では、(発行者等が発信する) 情報項目の区分に応じ、上記 1. (3) に既述した観点から、望ましいと考えられる事例の抽出・検討を行いました。

(以下Ⅲでは、下表①から⑥の区分毎に、投資者本位の観点で望ましい情報発信を行っていると考えられる事例を記載します。)

| 情報項目の区分 | 情報の内容 |
|--|--|
| ①ビジョンに係る情報 | ○ビジョン (ビジョンの前提となる環境認識) に関する情報。 |
| ②ファンドの運営見込み (ファンドの資産運用結果見込み) に関する情報 | ○ファンドの運営結果 (分配金) の予見性を高める定量・定性的な情報。 ※業績予想の前提や (一時的な) 収益の変動要因、等の将来的なファンドの運営結果に影響を及ぼし得る事項に係る情報。 |

| 情報項目の区分 | 情報の内容 |
|-------------------------------|---|
| ③ファンド運営に伴う行為に係る情報 | <p>○運用資産の取得や工事（リニューアル）、資金調達など、ファンド運営に関して発行者等が行う意思決定行為に関する情報。</p> <p>（外部成長行為、内部成長行為、資金調達行為等に関する情報）</p> |
| ④ファンドの運営実績（ファンドの運用結果）に関する情報 | <p>○投資物件の稼働実績値等、ファンド運営の実績・結果を示す情報。</p> |
| ⑤ビジョンとファンド運営結果を「レビュー」（対比）する情報 | <p>○ビジョンと実際のファンド運営結果について、投資者が両者の対比を行うことができる情報</p> <p>※ビジョンとして示した事項の「レビュー」を示す情報等が該当</p> |
| ⑥情報発信方法等 | <p>○発行者等が投資者に対して行う情報発信の方法等</p> |

Ⅲ. 投資者本位の観点で望ましい情報発信を行っている事例について

1. ビジョンに係る情報についての望ましい情報発信事例について

(1) 発行者等のファンド運営環境の認識に係る情報等の発信について

望ましい情報発信事例

【事例 1-1：ファンド運営環境の認識についての発信】

足もとの①不動産売買マーケットにおける取引価格の水準（「過熱化」しているとの認識を示す事例）、②金融環境又は③REIT が運用対象とする不動産の賃貸マーケットの状況等について、発行者等の現状認識を決算説明会資料で定期的に説明するケース。

発行者等には、足もとのファンド運営環境についての現状認識に係る情報の発信を行うことが望まれます。

望ましい情報発信事例

【事例 1-2：ファンド運営環境とビジョンの関連性を説明する事例】

以下①から③のように、決算説明会資料において、ファンド運営環境に係る認識と、策定されるビジョンとの関連性が説明されるケース。

①足もとの不動産市況が過熱感を帯びていると認識したうえで、運用資産の取得ペースを緩める方針を示すケース。

②足もとの金利水準が低位だと認識したうえで、資金調達に負債にて行う方針を示すケース。

③足もとの不動産賃料水準や不動産の利用状況（ホテル、小売などの動向）を分析したうえで、運用資産の取得、改装方針などに係るビジョンを示すケース。

ファンド運営環境とビジョンの関連性を投資者が認知可能となるよう、(i)発行者等により策定・発信されるビジョンは、(ii)ファンド運営環境との関連性をもって説明されることが望まれます。

なお、ビジョンの前提となるファンド運営環境が変化した際には、ビジョンの内容についても見直しを図られることが望まれます。

(2) ビジョンとして発信されることが望ましい事項等について

ファンドの将来の収益性を投資者が分析を行えるよう、発行者等には以下に掲げる事項に関するビジョンを発信することが望まれます。

①将来の分配金水準やファンド収益に関するビジョン

- ・ 中長期での分配金水準に関する考え方、目指す姿
- ・ ファンドの収益状況（NOI 利回り等）・規模等に関する事項

②外部成長行為に関するビジョン

- ・ 運用資産の取得・譲渡に関するスタンス
- ・ 取得・譲渡対象とする運用資産についての考え方等

③運用資産の内部成長行為に関するビジョン

- ・ 物件の工事・リニューアルに係る中長期計画、考え方等

④財務運営等に関するビジョン

- ・ 資金調達方法等、ファンドの財務運営に関する考え方等
- ・ フリー・キャッシュの活用に関する考え方等

①から④までに掲げる情報の発信事例については、以下(3)から(6)までで記載します。

望ましい情報発信事例

【事例 1-3：定量情報を含むビジョンを策定・発信】

定性的な記載にとどまらず、定量的な数値を含むビジョンを投資者に説明するケース。

前頁①から④までに掲げたビジョンについては、定性的な記載にとどまらず、「目標値」等の具体的な定量数値を示して投資者に説明が行われるケースが見受けられます。

定量数値を含むビジョンが投資者に示されることによって、(i)発行者等が想定する REIT の将来像と、(ii) 投資者自らの分析結果に基づき推定する REIT の将来像に関する見解の差異が定量的数値をもって明らかとなるため、投資者が当該 REIT に資金を付託することが適切か否かの投資判断を精緻に行い得ることが期待できます。

そのため、発行者等が行うビジョンに関する情報発信については、定性的な考え方等を示すに留まらず、定量的な数値をもって説明されることが望まれます。

(3) 将来の分配金水準やファンド収益に関するビジョン

望ましい情報発信事例

【事例 1-4：中長期での分配金水準に関する考え方、目指す姿の発信】

決算説明会資料やウェブサイトにおいて、中長期で目指す（見込む）分配金水準を発信するケース

多くの投資者は、中長期で受領し得る分配金水準を重要視して REIT の投資判断を行います。

投資者は、ビジョンや発行者等により開示・発信された情報に基づき、発行者等によって示された中長期の分配金水準が達成可能か否かについての分析を行うこととなります。そのため、中長期で目指す（見込む）分配金の水準（例えば、今後数年間は●円程度の安定分配を目指す旨や、年率●%程度の成長を目指す旨など）に関する情報が、発行者等により情報発信されることが望まれます。

なお、当該情報の発信を行うにあたっては、当該項目以外のビジョンとの関連性、具体的には 以下(a)又は(b)の言及方法にて説明がなされることが望まれます。

- (a) (当該項目以外の) ビジョンに掲げた事項等を達成する「結果」として当該分配金水準が見込まれる旨の説明を行う方法

又は

- (b) 中長期での分配金水準を「目標値」として取扱い、当該目標値を達成するための「手段」として、(当該項目以外の) ビジョンを説明する方法

望ましい情報発信事例

【事例 1-5：ファンドの収益状況・規模等に関する事項の発信】

決算説明会資料において、中長期で目指す REIT の収益やファンド規模等に係る将来像が発信されるケース。

具体的には、運用資産の NOI 利回り、含み益率、投資対象物件の特性(立地や特徴毎の投資比率)、時価総額、資産規模等を示すケース。

投資者が事例 1-4 に掲げる分配金水準に係る発行者等の見込値等が妥当なものか否かを投資者が分析をする際、REIT の収益性や将来像を示す情報は、重要な位置づけを占める情報となり得るものと考えられます。

そのため、発行者等には、中長期でのファンドの収益状況等に関する情報の発信を行うことが望まれます。

(4) 外部成長行為に関するビジョン

望ましい情報発信事例

【事例 1-6：運用資産の取得・譲渡に関するスタンスの発信】

①当面の運用資産の取得・譲渡に関するスタンスを示すケース

決算説明会資料において、(足もとの不動産売買マーケットに「過熱感」があるため) 運用資産の取得ペースを調整する旨を示すケース。

②外部環境に応じた運用資産の取得・譲渡スタンスを示すケース

不動産価格の水準に応じた運用資産の取得・譲渡スタンスを予めウェブサイトに掲載し、投資者に明示するケース（具体的には、不動産が安値圏と発行者等が認識する場合には運用資産の取得を積極検討し、高値圏と認識する場合には売却姿勢を強めるスタンスを明示するケース）。

足もとの不動産価格の水準認識については、営業期間末における決算説明会資料で説明。

望ましい情報発信事例

【事例 1-7：取得・譲渡対象とする運用資産についての

考え方等の発信】

①取得・譲渡の対象とする不動産の種類や特性についての考え方を示す

ケース

決算説明会資料において、取得・譲渡の対象（ターゲット）とする不動産の種類（オフィスや住居などの物件のカテゴリをいう。）や、（地域などの）不動産の特性等を明示するケース。

②取得物件の「ハードルレート」を示すケース

決算説明会資料において、自らのファンドの資本コスト等（エクイティ、デットコスト、販管費、減価償却費）を示し、取得対象物件の NOI ベースでの「ハードルレート」を示すケース。

投資者が将来のファンド収益性を予見・分析し得るよう、発行者等には事例 1-6 及び事例 1-7 に挙げるようなビジョンについての情報発信を行うことが望まれます。

(5) 運用資産の内部成長行為に関するビジョン

望ましい情報発信事例

【事例 1-8：物件の工事・リニューアルに係る中長期計画の発信】

決算説明会資料において、資産計上工事の金額と、減価償却費についての5か年計画値（金額）を情報発信するケース。

本有識者 M では、REIT が中長期に渡って安定した収益を稼得するためには、物件の工事・リニューアルが計画性をもって行われることが必要であると考えています。

投資者がファンドの将来収益を分析するにあたっては、(i)計画的な工事計画が策定されているか否か及び(ii)中長期での工事（リニューアル）に要する費用規模を認知することを望んでいるものと考えられますので、発行者等には、中長期での工事（リニューアル）計画及びその概算費用の情報発信を行うことが望まれます。

(6) 財務運営等に関するビジョン

望ましい情報発信事例

【事例 1-9：ファンドの財務運営に関する考え方等の発信】

①資金調達方法等の考え方を示すケース

ウェブサイトにおいて、不動産価格の水準・金融環境の別に応じた資金調達方法の方針を示すケース。具体的には、(i)及び(ii)の資金調達方法等に関する考え方を明示するケース。

(i)(a)不動産価格の水準が安値圏で推移する時期、(b)金融環境が逼迫している時期と発行者等が認識する際には、借入比率（LTV）を高める方針である旨又は増資を行う方針である旨を明示

(ii)(a)不動産価格の水準が高値圏で推移している時期、(b)金融環境が緩和している時期と発行者等が認識する際には、借入比率（LTV）を低下する方針である旨を明示

※不動産価格の水準及び金融環境に関する現状認識については、営業期間末における決算説明会資料で投資者に説明

②運用資産の特性に関連付けて財務運営に係る考え方を示すケース

決算説明会資料において、運用資産の特性と整合的な財務基盤を構築する方針を説明するケース。具体的には、運用資産の賃貸借契約期間が長期中心であるため、長期・固定の借入を中心とする方針を示すケース。

望ましい情報発信事例

【事例 1-10：フリー・キャッシュの活用に関する考え方等の発信】

決算説明会資料において、フリー・キャッシュ（以下「FC」）の活用方法に関する基準・考え方を「ディシジョンツリー」形式で示すケース。

具体的には、分配金水準に関する考え方（分配金を安定化する旨）等を示したうえで、以下(i)から(iii)までのFCの活用方法に関する基準を明示。そのうえで(i)から(iii)までの基準に係る現状での判断内容にも言及するケース。

<ディシジョンツリー形式で示されるFC活用の判断基準>

(i)一時的な費用の発生により、分配金を安定化させる必要があるか

- ・当該基準に該当すると判断した場合は、積立金があれば取崩し

(ii)ポートフォリオの収益性または安定性向上に資する投資先があるか

- ・当該基準に該当すると判断した場合には、新規・既存物件への投資を行う旨、該当しないと判断した場合には(iii)の基準での判断を行う旨を記載。

(iii)デットマーケット環境を鑑み、財務安定性を強化する必要があるか

- ・「ある」と判断した場合には追加借入返済。「ない」とした場合には投資主還元策を検討

投資者が REIT の財務運営についての予見性を持ち得るよう、事例 1-9 の①及び事例 1-10 のケースのような、財務運営に係るビジョンが発信されることが望まれます。

また、財務運営に関するビジョンについては、事例 1-9 の②のケースのように、運用資産等の特性や、中長期での分配金水準に関する考え方等に関連づけられて説明されることが望まれます。

2. ファンドの運営見込みに関する望ましい情報発信事例について

望ましい情報発信事例

【事例 2-1：業績予想に関する情報の発信】

①将来発生し得る公租公課の影響額を情報発信するケース

将来 2 営業期間 (X 期、X+1 期) に渡る業績予想情報の適時開示を行っている発行者等において、将来 3 営業期間目 (X+2 期) 以降に発生見込みの固定資産税及び都市計画税等の見込額を情報発信するケース。

※REIT が投資する一部又は全ての運用資産について、(期間 i 及び期間 ii においては、固定資産税等が費用計上されないものの) 期間 iii から固定資産税等が費用計上されるケースにおいて、その費用計上見込額を情報発信するケース

②一定の仮定をおいた「調整後利益」を情報発信するケース

期中に運用資産を取得する場合や、資金調達を行う場合において、(当該営業期間に係る業績予想について) 当該事象等に係る(i)公租公課などの一時的な要因を除外し、(ii)取得物件が通期稼働するなどの仮定をおいて試算した「取得予定資産等を考慮した調整後利益」を情報発信するケース。

投資者は、発行者等が公表する（X 期、X+1 期の）業績予想情報を分析対象とし、業績予想の対象となる期間以降（X+2 期以降）の REIT の収益性等についての分析を行います。

そのため、業績予想を示す情報の発信にあたっては、投資者が REIT の「ポートフォリオの実力」を精緻に分析可能となるよう、①将来、発生することが見込まれる公租公課の額や、②一時的な収益変動要因が「分かり易く」示されることが望まれます。（①・②の情報発信にあたっては、分配金に「どの程度の影響があるか」が示されることが望まれます。）

とりわけ（新規上場時など、プレスリリースにおいて情報発信する）業績予想の公表時点で課税対象となっていない運用資産の規模が多額にのぼる場合、将来発生する公租公課額の見込値（概算値）が投資者の想定を超えるケースなどが想定されることから、上記の情報が発信されることが強く望まれます。

望ましい情報発信事例

【事例 2-2：業績や分配金の水準をシミュレーションした情報の発信】

REIT の運用資産の稼働状況等が REIT の収益や分配金額に及ぼす影響をシミュレーションし、稼働状況等の変動による REIT 収益への影響を示すケース。

具体的には、ホテルの客室単価の変動に応じ、一口当たりの分配金が「どのように変動するか」について投資者に情報発信するケース。

投資者は、運用資産の稼働状況等の変動が REIT の収益に及ぼす影響について分析を行いますが、運用資産の賃料体系に「変動的な賃料体系」が採用されている場合、投資者が当該分析を行うことは困難を極めることとなります。（発行者が各運用資産の賃料体系の詳細を情報発信していない場合、投資者は、運用資産の稼働状況等の変動が REIT の収益に及ぼす影響についての分析を行うことが困難となります。）

そのため、発行者等には、REIT の収益に影響を与えるファクター（上記事例では、ホテルの客室単価）の変動状況等に応じた、REIT の収益シミュレーションを示す情報の発信が望まれます。

なお、当該情報の発信にあたっては、1 口当たりの分配金への影響額の目安が示され、更には、REIT の収益が（現状比で）向上・下落するいずれのシナリオをもが示されることが望まれます。

3. ファンド運営に伴う行為に係る望ましい情報発信事例について

望ましい情報発信事例

【事例 3-1：ファンドの運営プロセス（運用資産の取得検討）に係る 情報の発信】

決算説明会資料において、運用資産の取得に係る「情報取得件数」（発行者等に取得候補案件として紹介された物件数）や、取得することを詳細に検討している案件数（「詳細検討案件数」）が情報発信されるケース。

具体的には、各営業期間における①情報取得件数や詳細検討案件数が、②物件の立地や用途（オフィスや住宅など）の別に情報発信されるケース

投資者は発行者等が発信するビジョンに基づいて REIT の収益性分析を行います（以下、事例 3-1 ではビジョンに基づく収益分析を「当初分析」と記載します。）。そのため、投資者の投資判断上、発行者等がビジョンに沿った運営を行っているか否かを投資者は認知する必要があります。したがって、発行者等には、ビジョンとして示した事項に関する「プロセス」の進捗状況等に係る情報の発信が望まれ、とりわけ、REIT の運用収益に大きな影響を与え得る、運用資産の取得に係る検討状況については、上枠に記載する情報についての発信が望まれます。

望ましい情報発信事例

【事例 3-2：運用資産の取得時に発信する情報の発信】

運用資産の取得を公表する適時開示資料等において、①取得予定資産の足もとの収益をもとに算定される NOI 値（「実績 NOI」）と、②取得予定資産の将来の収益をもとに算定される NOI 値（「想定 NOI」）が情報発信されるケース。

REIT が運用資産を取得する際、投資者は適時開示書類中の「鑑定評価書の概要」に係る記載から、当該運用資産の収益性分析等を行います。

この際、投資者は(i)足もとの実績収益をもとに算定される収益情報（NOI：「実績 NOI」といいます。）を参照し、当該資産の収益性（当該物件から創出される将来収益）についての分析を行うこととなりますので、実績 NOI が情報発信されることが望まれます。

また、投資者は、(ii) 発行者等が当該資産からの稼得を見込む将来の収益額（NOI：「想定 NOI」といいます。）も分析の対象としますので、想定 NOI についても、情報発信が行われることが望まれます。投資者は、自らの分析結果と想定 NOI に乖離がある場合、その「背景」についても分析を行うこととなるため、想定 NOI の算出にあたって考慮した事項が存在する場合には、当該考慮事項についても投資者に説明されることが

望まれます。

なお、投資者は分配金への影響に重点をおいて分析を行うこととなるため、(i)実績 NOI、(ii)想定 NOI とも、減価償却後の数値が併記されることが望ましく、加えて、(i)実績 NOI 及び(ii)想定 NOI として提示した数値の算出定義も示されることが望まれます。

望ましい情報発信事例

【事例 3-3：運用資産の改修・リニューアル、賃料改定に係る情報の発信】

①決算説明会資料において、運用資産のリニューアル効果の見込値が定量的に示されるケース。具体的には、(i)リニューアルが行われない場合の稼得収益（NOI）と、(ii)リニューアルが行われた場合に見込まれる稼得収益（NOI）の差異を示すケース。さらに、当該リニューアルを行うことによる1口当たり利益の増加見込額を示すケース。

②決算説明会資料において、運用資産の賃料改定見込み（賃料改定時の賃料改定の意向）を示すケース。具体的には、賃料改定の時期（営業期間）の別に、(i)現状で適用される賃料水準と、(ii)マーケット水準の賃料水準の乖離状況を示し、乖離状況の水準毎に賃料の改訂意向を示すケース。（下表の内容を示すもの）

| 市場賃料比 | X 期改定 | X+1 期改定 | ... | |
|---------------|---|---------------------------|-----|-------------------|
| -5%未満の 物件 | <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; display: inline-block;"> ・各項目の面積や評価額を 記載 </div> | | ← | ・賃料増額改定を目指す意向を発信 |
| -5%以上 0%未満 | | | ← | ・適正賃料での更改を目指す旨を発信 |
| 0%以上 | | (X m ² Y 円) | | ← |

運用資産のリニューアルや賃料改定などの「内部成長行為」についても、発行者等の見解に係る情報が示されることが望まれます。

その観点において、運用資産のリニューアルに関する情報（上枠①）については、発行者等が見込む収益改善効果とその判断根拠とともに定量的に示され、さらには、「分配金に対してどの程度の効果が見込まれるか」についての情報が発信されることが望まれます。

また、賃料改定（上枠②）についても、現状の賃料と市場賃料水準との乖離水準が定量的に示されたうえで、発行者等の賃料改定意向や、その実績が示されることが望まれます。

望ましい情報発信事例

【事例 3-4：資金調達（増資）に関する情報の発信】

新投資口の発行に係る適時開示資料において、当該新投資口の発行が、投資主価値の向上に資する旨を定量的に説明するケース。

具体的には、①「1口当たり NAV の向上を目指す増資を行う」旨を予めビジョンとして表明したうえで、②新投資口の発行時に1口当たりの NAV が、本増資により「どの程度増加することが見込まれるか」を示す定量的な情報が発信されるケース。

発行者等は、投資主価値の向上が見込まれることを前提とした資金調達（増資）を行う必要があります。そのため、新投資口の発行時等、資金調達を決定した際の情報発信においては、投資主価値が「どの程度向上すると見込まれるか」について、定量的な説明がなされることが望まれます。（なお、定量的な説明がなされる際には、1口当たり NAV の他、分配金の増加見込額をもって説明されることが望まれます。）

また、投資者が（当該資金調達が）REIT の収益性に与える影響を十分に分析可能となるよう、発行者等には(i)当該資金調達方法を選択した理由を示す情報及び(ii)当該資金調達とビジョンとの関連性を示す情報を発信することが望まれます。

4. ファンドの運営実績（ファンドの運用結果）に関する情報

望ましい情報発信事例

【事例 4-1：賃料収入実績等に関する情報の発信】

適時開示資料及び決算説明会資料又はウェブサイトにおいて、運用資産毎の以下①から③までの情報が発信されるケース。

①賃貸に伴う収益実績

- ・ 賃貸事業収入、その他賃貸事業収入等の区分に応じた金額

②賃貸に伴う費用実績

- ・ 水道光熱費、外注委託費、プロパティマネジメント費用、修繕費、公租公課、保険料、減価償却費、その他費用等の区分に応じた金額の細目の実績ベースでの金額

③主要借主名（主要テナント名）

投資者が運用資産の収益性を十分に分析し得るよう、発行者等には、毎営業期間末の決算説明会資料又はウェブサイトにおいて、運用資産毎に、運用資産の賃貸に伴う収益実績、費用実績、運用資産の主要借主名を発信することが望まれます。また、運用資産の取得を公表する適時開

示資料においても、賃貸借契約に基づく収益や、その他契約または鑑定評価書において採用された費用により、収益性を示すことが望まれます。

なお、テナントが「1者」の場合（「シングルテナント」の場合）、上枠の情報が発信されることによって賃料水準が第三者に推測され、却って投資者の利益を損なう可能性も想定されます。そのため、シングルテナントの場合には、上枠に記載した情報を発信せず、投資者利益に鑑みて上枠の情報の発信を行うことが適切でない旨及びその理由（投資者の利益を損なうと考えられる理由）が説明されることが望まれます。

望ましい情報発信事例

【事例 4-2：鑑定評価書の概要の情報発信】

ウェブサイトにおいて、（毎）営業期間末の鑑定評価書の概要（鑑定評価サマリー）が情報発信されるケース。

投資者が運用資産の収益性を十分に分析し得るよう、営業期間終了後、発行者等には鑑定評価サマリーをウェブサイト等に掲載することが望まれます。

5. ビジョンとファンド運用結果を「レビュー」(対比)する情報

投資者は、発行者等が示したビジョンをもとに投資判断を行います。そのため、本有識者 M では、(i)ビジョンとして示した事項と、(ii)実際のファンド運営結果を投資者が「レビュー」(対比)し得る情報が発信されることが非常に重要であると考えます。

発行者等がビジョンとして示した事項のうち、とりわけ①分配金水準に関するビジョン、②運用資産の取得に関するビジョン及び③資金調達に関するビジョンについては、投資者の投資判断に与える影響が大きい事項となりますので、下表の内容が「レビュー」情報として発信されることが望まれます。

| ビジョン項目 | 「レビュー」情報として 発信されることが望まれる事項 |
|------------------|--|
| ①分配金水準に関するビジョン | ○ビジョンとして示した分配金水準と、足もとの分配金水準の比較。 ○ビジョンとして示した水準と乖離した場合にはその理由。 |
| ②運用資産の取得に関するビジョン | ○取得物件の収益稼得状況が当初の想定に見合った内容であるか否か及びその理由を説明。 |

| ビジョン項目 | 「レビュー」情報として 発信されることが望まれる事項 |
|-------------------|---------------------------------------|
| | ※NOI等の数値を示して、ビジョンと合致する収益を稼得しているか等を説明。 |
| ③資金調達（増資）に関するビジョン | ○（既存）投資主の価値を向上させる資金調達（増資）であったか否かの言及。 |

6. 情報発信の方法について

望ましい情報発信事例

【事例 6-1：英文情報の発信】

日本語での適時開示又は（決算説明会資料等の）情報発信後、速やかに（若しくは短い間隔で）英文での情報が発信されるケース

多数の外国人投資家が REIT の投資主となっている現状に鑑みると、発行者等には日本語による適時開示・情報発信後、速やかに英文での情報発信等（適時開示内容の英文での発信を含む）を行うことが望まれます。

（英文での情報発信等を行うにあたっては、日本語で行った情報発信等と同質の内容が発信されることが望まれます。）

また、決算説明会を開催する場合においても、例えば、「電話会議システム」を用いて、日本語での説明会終了後速やかに英語での説明会を実施する方法などが考えられます。

望ましい情報発信事例

【事例 6-2：決算説明会内容のウェブサイト上での配信等】

決算説明会の様子を①会議録（書面）又は②ウェブサイトでの動画配信形態で情報発信するケース

投資者に公平な情報発信を行う観点から、決算説明会の内容は、幅広い投資者がその内容を認知できる方法で発信されることが望まれます。また、発行者等が個人投資家を対象とした説明会を実施する事例も認められますが、投資家の別に説明会等を開催し、これらの資料等についても上枠①・②の方法で情報発信することは望ましい取組みであると考えられます。

なお、上枠①・②の情報は、発行者等による「説明」部分のみならず、「質疑応答」に関する部分も情報発信することが望まれます。

望ましい情報発信事例

【事例 6-3：決算データ、運用資産の収益データ等の エクセルファイル形態でのウェブサイトへの掲載】

過去の決算数値、運用資産の収益・費用状況等の細目情報がエクセル形式でウェブサイトに掲載されるケース

法定開示書類（有価証券報告書等）、適時開示書類（決算短信等）又は情報発信書類にて発信した決算情報若しくは物件毎の収益や費用項目を表す「定量データ」（細目別のデータ値）については、投資者の情報分析コストの低下を図る観点から、エクセル形態でウェブサイトに掲載されることが望ましいと考えられます。

望ましい情報発信事例

【事例 6-4：決算短信の開示所要期間及び業績予想の対象期間】

- ①決算短信情報が営業期間の末日から 45 日以内に適時開示されるケース。
- ②将来 2 営業期間にわたる業績予想の開示が行われるケース。

決算短信は投資者が収益分析を行ううえで、最も基礎となる情報となり得ます。そのため、開示する決算の内容の正確性・信頼性にも留意しつつ、営業期間の末日から可能な限り早期の時点で開示を行うことが求められます（事業法人では、決算期間末日から 45 日以内の開示が求められています）。

また、業績予想値も投資者が投資判断上、重視する事項となります。そのため、少なくとも 6 カ月決算の場合は将来 2 営業期間分の業績予想数値が公表されることが強く望まれます。

IV. おわりに

本ケース・スタディ集は、これまで発行者等が情報発信をした事例をもとにして有識者 M で議論を行った結果を取りまとめたものです。本有識者 M では、REIT の発行者等が投資者本位の情報発信を行うことにより、投資者の REIT に対する信頼感が醸成・向上するものと確信しています。発行者等の皆様におかれましては、本ケース・スタディ集の記載内容を参考としていただき、創意工夫に富んだ情報発信を行っていただきたいと考えています。

本有識者 M では「どのような内容の情報発信を行うことが望ましいか」という点に焦点を当てて議論・検討を行って参りましたが、発行者等が情報発信を行うにあたっては、「いかに分かりやすい情報発信を行うか」という観点もが十分に考慮されることが肝要であると考えております。そのため、東証及び本有識者 M では、将来的に「分かりやすい情報発信」についての議論・検討を試みたいと考えています。