

《論文》

J-REITの海外不動産投資制度の諸問題⁽¹⁾

森 宏 之

要 旨

リート（不動産投資信託）の海外不動産運用に関しては、諸外国では自由化されていたが、日本においては東京証券取引所の上場規定により、Jリート（日本版不動産投資信託）の海外不動産への投資ができない状態にあったが、2008年1月に国土交通省が「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」を策定したことに続き、同年5月に東京証券取引所が上場規定を改定し、Jリートの海外不動産投資組み入れについての制度面の制約は解除された。

各国金融市場間との競争力向上の観点からも関係者の期待が高かった海外不動産投資解禁であったが、解禁時期がリーマンショック後の世界的な不動産市況悪化時期と重なった為、投資家保護重視の観点から、海外不動産鑑定評価基準は他国リート市場よりも厳格かつ実務上の負担も重い制度改正となった。

海外投資の解禁後2年が経過し、海外の不動産市況も回復しつつある現在においても、Jリートの海外不動産投資は進まない状態にあることから、海外不動産の鑑定や情報開示の制度についても実務的な観点から改善を検討する余地があるといえる。

キーワード：海外不動産鑑定評価ガイドライン、東証上場規定、リート市場間競争

目 次

1. はじめに
2. グローバル化が進むリート市場
3. 海外不動産投資の自由化
4. おわりに

1. はじめに

1960年に米国で始まったリート制度⁽²⁾は世界各国に普及し、2008年3月末現在、21カ国でリート制度が導入されている。日本においては、2000年5月に「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」が改正されて、上場不動産投資信託（以下、Jリートという）制度が開始され、2001年9月に初の上場銘柄が登場した。

Jリート市場は、2008年3月末には運用資産総額（取得価格ベース）が約7.4兆円にまで達した

が、その後リーマンショックの影響を受けて伸び悩み、2010年6月現在7.8兆円の規模となっている⁽³⁾。

経済のグローバル化の進展により、リート制度を活用した不動産のクロスボーダー取引が各国で活発化している。既に日本の不動産のみを投資対象とする他国のREITが登場⁽⁴⁾しているし、海外不動産から得られる高い利回りへのニーズの高まりから、ファンド・オブ・ファンズを通じた日本の投資家による海外リートへの投資も大きく拡大している。

しかしながら、日本など数カ国を除く、殆どの

国のリートが海外投資を認めるなかで、Jリートは東証の上場規程によって、海外の不動産に投資が禁止された状態にあった⁶⁾。

このような状況下、Jリートのみが海外不動産への投資を行えない状況が続けば、Jリート制度の魅力が損なわれる事態になりかねない。

Jリートによる海外不動産投資が可能となれば、日本企業が海外へ進出する際に利用する不動産を保有することが可能となり、日本企業が円滑に国際展開できる環境の整備にもつながるし、Jリートが開発後の不動産の引き受け手となることによって、不動産開発能力に優れた我が国のデベロッパー等が、その能力を活かして海外で不動産開発を行うことができ、いずれも日本の産業における国際競争力強化策の一環として重要である。

さらに、我が国金融・資本市場の魅力を高め、競争力を強化するためには、金融商品取引所において取扱商品の多様化を図っていく必要があり、Jリートによる海外不動産投資の実現は、そのような政策に沿ったものであった。

しかし、海外不動産投資解禁後2年が経過したが、Jリートの海外不動産投資はほとんど進んでいない。

そこで、本稿では現行の制度を海外不動産の鑑定制度や東証の上場規定改正、他国リート市場との比較や税務処理等の各方面からJリートの海外不動産投資が進まなかった原因を検証したい。

2. グローバル化が進むリート市場

2.1. 世界のリート市場の動向

2008年3月末現在、私募ファンドを除いた世界の市場リート市場は21カ国・地域にて開設されており、株式時価総額は67兆円、銘柄数も522となっている(表1参照)。

前年3月末の96兆円と比較すると全世界で29兆円、約30%と大幅に時価総額が減少しているが、これは2007年に米国で発生し、世界に拡大したサブプライム・ローン危機による不動産市場と株式市場の全面的な下落の影響によるものである。

各国別に市場規模とシェアをみると、米国が株式時価総額最大で30.7兆円と世界全体の45.6%を占めており、次いでオーストラリアが9兆円で13.4%、フランスが8.2兆円で12.2%、英国が5.3兆円で7.9%と続き、日本が4.1兆円で6.1%となっており、先進諸国の中での日本の市場規模は経済規模に比して小さく、潜在的には成長の余地があると思われていた。しかし、2008年10月以降は世界的に株価の暴落が起こり、これまで証券化商品の担い手であり主要なプレーヤーでもリーマン・ブラザーズの破綻や米国主要投資銀行が経営不安に陥り、金融システム不安が発生し、リート市場も投資家の換金売りなどから大幅安となっている。

2008年10月9日にニューシティ・レジデンス投資法人が東京地裁に民事再生法の申請を行い、Jリート市場開設以来、初めての経営破綻が発生して、投資家のJリートに対する信頼が失墜した。

2.2. Jリートによる海外不動産投資解禁の経緯

Jリートの海外投資自由化問題については以前から各種審議会で議論されており、2006年7月5日付の国土審議会土地政策分科会企画部会不動産投資市場検討小委員会の最終報告、2007年4月20日付の経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキンググループ第一次報告一次報告、2007年5月10日付の社会資本整備審議会産業分科会不動産部会の「今後の不動産投資市場のあり方に関する第二次答申」等においても早期に実現すべきである旨の提言がなされた。

世界の上場リート市場では、表2記載のごとく日本など数カ国を除き、多数の国で海外不動産の運用資産組み入れは認められており、例えば、オーストラリアのリート(LPT)においては運用資産のうち海外不動産投資が4~5割を占めている⁶⁾、日本より遅い2003年にリート市場を開設した香港(HK-REIT)も2005年には制度を改正し、海外投資の制限を撤廃している。

これまで、Jリートの海外不動産投資が東証の上場規程によって禁止されていた背景には、日本

J-REITの海外不動産投資制度の諸問題

表1 世界各国の上場リート市場の規模と国外不動産投資の可否

(単位: 億円)

連番	国・地域	制度開始時期(年)	REIT制度の略称	2008年3月末現在 上場銘柄数	2007年3月末現在 株式時価評価総額	2008年3月末現在 株式時価評価総額	2007-2008年3月末 時価総額増減額
1	米 国	1960	REIT	151	495,700	306,744	▲ 188,956
2	オ ラ ン ダ	1969	FBI	8	32,367	26,002	▲ 6,365
3	南 ア フ リ カ	1969	PUT	6	—	2,808	2,808
4	オーストラリア	1971	LPT	69	128,250	90,307	▲ 37,943
5	マ レ ー シ ア	1986	M-REIT	13	1,552	1,650	▲ 98
6	カ ナ ダ	1994	C-REIT	31	30,000	22,461	▲ 7,539
7	ト ル コ	1996	REIC	13	2,047	1,698	▲ 349
8	ベ ル ギ ー	1995	SICAFI	14	7,755	7,531	▲ 24
9	タ イ	1997	REPO	17	1,582	1,562	▲ 20
10	シ ン ガ ポ ー ル	1999	S-REIT	20	20,434	18,388	▲ 2,046
11	ギ リ シ ア	1999	REIC	2	—	949	949
12	日 本	2000	J-REIT	42	63,348	41,220	▲ 22,128
13	韓 国	2001	K-REIT	6	817	573	▲ 244
14	ブ ル ガ リ ア	2003	SPIC	49	491	1,358	867
15	台 湾	2003	T-REIT	8	2,136	1,928	▲ 208
16	香 港	2003	HK-REIT	7	10,444	8,169	▲ 2,275
17	フ ラ ン ス	2003	SIIC	48	80,179	82,327	2,148
18	イ ス ラ エ ル	2005	REIF	1	83	110	27
19	ニュージーランド	2006	PIE	6	—	2,756	2,756
20	英 国	2007	UK-REIT	18	80,952	52,884	▲ 28,068
21	ド イ ツ	2007	G-REIT	2	—	1,274	1,274
合 計				531	958,137	672,699	▲ 285,434

出所:『証券化ハンドブック 2008-2009』, (株)不動産証券化協会 [2008]

では海外不動産の鑑定評価の方法⁽⁷⁾が定まっておらず、投資家への情報開示のあり方等、Jリート
の海外資産運用に際しての環境が未整備であった
ことがあげられる。

そこで、国土交通省において、国土審議会土地
政策分科会不動産鑑定評価部会が設置した海外不
動産の鑑定評価のあり方に関するワーキンググル
ープにて2007年8月10日より「海外投資不動産鑑
定評価ガイドライン」のあり方に関する検討が開始
され、同年12月14日に、国土審議会土地政策
分科会不動産鑑定評価部会にて同ワーキンググル
ープでの検討を経て策定された「海外不動産投資鑑
定評価ガイドライン(案)」が議論され、パブリッ
クコメントを経て、本年1月25日、「海外投資
不動産鑑定評価ガイドライン」(以下、ガイド

ラインという)が策定・公表された。

一方、2007年12月21日に金融庁より公表さ
れた「金融・資本市場競争力強化プラン」におい
ても、Jリートへの海外不動産の組入れを可能と
するよう必要な環境整備について適切に対応を行
う旨が言及された。

こうした動きを受けて、東証は、本年2月28
日付で海外不動産への投資制約を解除する規程の
改正案を公表、パブリックコメントを募集し、
「提出された意見とそれに対する考え方」を取り
まとめた上で、本年5月9日に一部規程の改正を
公表するとともに、情報開示のあり方を定め、同
月12日に改正規程が施行され、Jリートによる
海外不動産投資が可能となったものである。

2.3. Jリートの海外不動産投資の形態

Jリートの海外投資において想定されるスキームは、①直接投資、②間接投資（LPS形式での投資）、③間接投資（外国リートなどの法人への投資）に大別される。

2.3.1. Jリートの海外不動産直接投資

① スキームの概要

直接投資とは、Jリートが海外不動産を直接取得するスキームを指す（図1）。

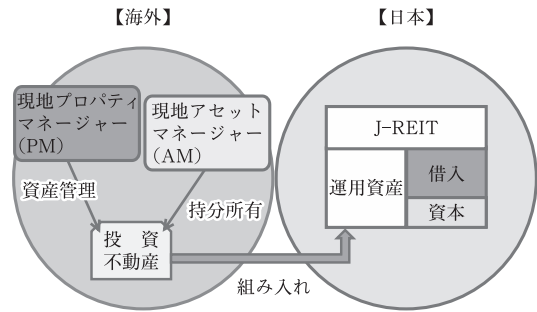


図1 Jリートの海外不動産直接投資

出所：筆者作成。

表2 世界各国の上場リート市場の国外不動産投資の可否と鑑定評価制度の状況 (単位：億円)

	国・地域	制度開始時期 (年)	自国 REIT の海外不動産投資の可否	鑑定評価制度の整備*
1	米 国	1960	○	◎
2	オ ラ ン ダ	1969	○	—
3	南 ア フ リ カ	1969	○	—
4	オーストラリア	1971	○	◎
5	マ レ ー シ ア	1986	○	—
6	カ ナ ダ	1994	○	—
7	ト ル コ	1996	○ (総資産の49%を限度)	—
8	ベ ル ギ ー	1995	○	—
9	タ イ	1997	×	—
10	シンガポール	1999	○	◎
11	ギ リ シ ア	1999	○	—
12	日 本	2000	×	—
13	韓 国	2001	×	◎
14	ブルガリア	2003	×	—
15	台 湾	2003	○	◎
16	香 港	2003	○	◎
17	フ ラ ン ス	2003	○	—
18	イスラエル	2005	△ (25%未満)	—
19	ニュージーランド	2006	○	—
20	英 国	2007	○	◎
21	ド イ ツ	2007	○	◎

出所：『証券化ハンドブック 2008-2009』(社)不動産証券化協会 [2008] と『海外投資不動産鑑定評価ガイドライン別表』[2008] に基づき作成。

*国土交通省調査による不動産鑑定評価制度が整備されていると認定されている国、地域（ガイドライン別表記載国）。

② 税務上の処理

Jリートは、海外不動産の賃貸事業収入・譲渡益等に対し、一般的に現地国で外国法人税が課税される。

Jリートが現地国で納付した外国法人税の額は、Jリエートの投資家への配当等に対して日本で課税される源泉所得税の額を限度として当該所得税の額から控除することが出来るが、国内で法人税が課税されていないJリートの場合、控除する税額そのものが存在しないので現地国で発生した税額がそのまま。投資家への負担増につながる懸念がある。

2.3.2. 間接投資（LPS[®]）を利用した投資）

① スキームの概要

間接投資（LPS形式の投資）とは、投資法人が海外不動産を保有する事業体の出資持分（リミテッド・パートナーシップ：LPS）を取得する手法である（図2）。

現地パートナーとJリートが出資する事業体を通じての不動産保有となるので、Jリエートの責任は限定される。

② 税務上の処理

LPSは導管体として機能するので、海外現地国で外国法人税を課税されないが、LPSの構成員であるJリートは、現地国で外国法人税が課税される⁹⁾。

Jリートが現地国で納付した外国法人税額はJリエートの投資家への配当等に対して日本で課税される源泉所得税額の額を限度として当該所得税から控除が可能だが、租税特別措置法において、投資法人の導管性要件として「他の法人の発行済み株式又は出資の総数又は総額の50%以上の出資」の禁止が定められており（租税特別措置法67条の15項第2項）、また同様の規定が投信法第194条にも定められている。

しかし、外国LPSの出資は持分取得であって株式取得ではないため、投信法上禁止されている50%超株式取得にはあたらないとの解釈が金融庁より示されているが、租税特別措置法上の「他の法人」に該当するかについては明確になっていない。

2.3.3. 間接投資（リート等法人向投資）

① スキーム概要

外国リートなど法人への投資とは、Jリートが海外不動産を保有する法人株式を取得する手法である（図3）。

現地法人を通じての不動産を保有するため、Jリエートの責任は限定される。

また、投信法上、投資法人はほかの同一法人の発行する株式を50%超取得の禁止が定められており（投信法第194条、法律施行規則第221条）、Jリエートの法人株式の持分取得は50%未満に限られる。

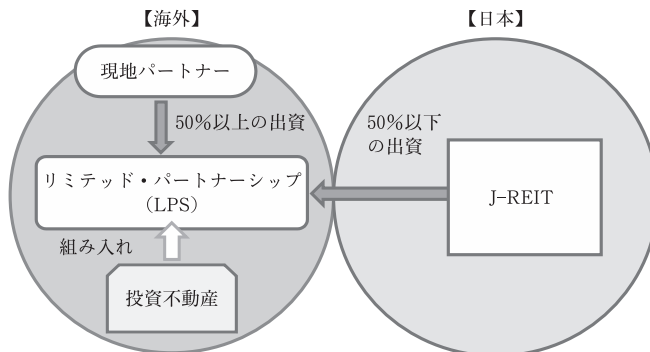


図2 Jリエートの海外不動産間接投資（LPS等法人への出資）

出所：筆者作成。

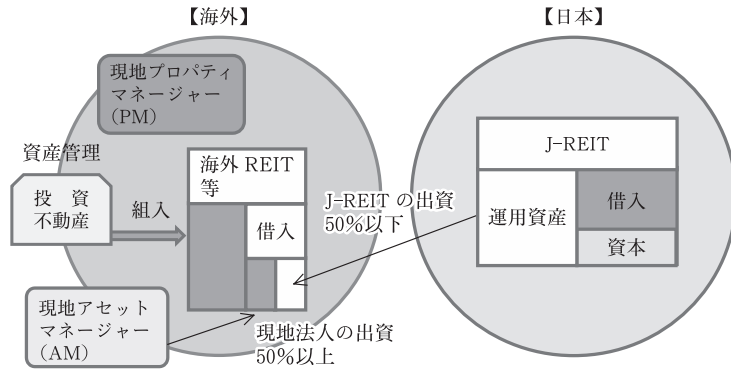


図3 Jリークの海外不動産間接投資（海外法人投資）

出所：筆者作成。

② 税務上の処理

外国リートなどの外国法人に対して、現地国で外国法人税が課税される。

ただし、現地国法人が米国リート等であって、一定の要件が満たされる場合は現地国で課税されない。外国法人リートに出資するJリートは配当を受け取る。当該配当に対しては、一般的には現地国において源泉税が課され、Jリートが現地国で納付した源泉税の額は、Jリークの投資家への配当等に対して日本で課税される源泉所得税を限度として当該所得税額から控除が可能となる。

2.3. 海外不動産投資におけるリスクと情報開示

Jリークの海外不動産投資においては、国内不動産投資とは異なるリスクが発生するために、本ガイドライン⁽¹⁰⁾では投資家に対して以下の情報開示が新たに求められている。

- (1) 海外不動産の権利関係
- (2) 海外不動産への投資に関する仕組みや契約の説明
- (3) 海外不動産の所在地国における不動産市場動向に関する統計資料等
- (4) 海外不動産にかかる鑑定評価の概要（日本における鑑定評価制度との相違）
- (5) 海外不動産投資に関する投資法人（資産運用会社）の運用・管理に係る方針、体制及びその能力
- (6) 海外不動産に係る会計・税務上の取扱い

- (7) 為替リスク、当該不動産の所在地国の政治・経済・市場リスク

JリートおよびJリークの依頼に基づき海外不動産の鑑定を行う不動産鑑定士の負担は大きい。

また、海外では一般に義務化されていない土壌汚染等の環境調査報告書やエンジニアリング・レポートに関しては現地鑑定人では十分な調査ができない可能性が高いため、不動産鑑定士が現地で実地調査するか、別途専門家の依頼しなければならない。

このような海外特有のリスク情報を短期間で調査・作成し、不動産鑑定評価書や現地基礎資料、現地鑑定報告書等に適切に盛り込むことは、日頃から海外現地不動産市場に対する知識や経験と現地法令や商慣習等に対する理解のない不動産鑑定士には困難であり、円滑な海外不動産の鑑定業務の遂行には不動産鑑定士と現地鑑定業者との国際的な提携のネットワーク作りが必要となろう。

3. 海外不動産投資の自由化

不動産証券化取引において、最も重要な情報は対象不動産の適正な価値の評価である。

既に、国内の証券化対象不動産については2007年4月に国土交通省が不動産鑑定評価基準の改定⁽¹¹⁾を行って統一基準を定めたものの、海外不動産に対する基準については未整備のまま残されていた。また、前記のごとく東証の上場規定

においてはJリートの海外不動産の運用資産への組み入れが禁じられていた⁽¹²⁾ことから、Jリートの海外不動産投資自由化推進の為に海外不動産の鑑定評価基準のガイドラインの作成と東証上場規定の改正の2つの制度改革が行われた。

3.1. 海外投資不動産鑑定評価ガイドラインの概要

3.1.1. ガイドラインの目的

ガイドライン策定の目的は、これまで海外不動産投資が禁じられていたJリートや私募ファンドおよび一般の日本企業が海外不動産へ投資を行う際に、不動産鑑定士が海外不動産の鑑定評価を行う場合において、投資家保護の観点から適正な鑑定評価の標準的手法を示すものである。

ことに、実務的な問題として国内の不動産鑑定士が単独で海外の不動産鑑定を適正に実施することの困難さを鑑み、予め海外現地の不動産鑑定人との連携や共同作業を行うことを想定して、その連携・共同の在り方、鑑定手法等を示すことで、海外不動産投資の利便をはかるものである。

3.1.2. 海外投資不動産の鑑定評価方法

本ガイドラインにおいて、海外不動産投資する場合の不動産鑑定方法として想定している海外不動産の鑑定評価方式は以下の2方式である。

1) 現地鑑定補助方式

不動産鑑定士は、現地鑑定人⁽¹⁴⁾から海外現地の取引事例、市場動向等鑑定評価を行うために必要となる基礎資料等（以下、現地基礎資料という）の提供を受けるとともに、こ

れらの現地資料等の理解・分析をして、自ら鑑定評価を行う方式である。

現実には日本の不動産鑑定士で海外現地の不動産事情や法制度について国内不動産と同様の知識と経験を有する者は稀有であることから、信頼できる現地の鑑定人等⁽¹⁵⁾の現地資料提供等の補助を利用する方式ではあるが、鑑定評価の作成と責任は日本の不動産鑑定士が負うこととなる。

2) 現地鑑定検証方式

不動産鑑定士は、現地鑑定人の行う鑑定評価の手法、鑑定評価の作業に活用される海外現地の取引事例、現地基礎資料等を理解・分析し、現地鑑定人による鑑定評価報告書の判断の妥当性や鑑定評価額の適正性を検証することにより、鑑定評価を行う方式である。

これは一般に日本の不動産鑑定士が海外現地の情報や知識経験に疎い状況に鑑み、日本の不動産鑑定士が信頼できる現地鑑定人が作成した鑑定評価報告書を検証することで対応するというやり方であるが、問題は、この鑑定評価についての責任は現地鑑定補助方式と同様、日本の不動産鑑定士が負うことになっていることである。

そもそも、日本の不動産鑑定士が自ら現地で調査して鑑定評価することが困難と想定した上で、現地鑑定を検証するという方式なのであるが、日本の不動産鑑定士が現地鑑定人等の評価した鑑定の適正性を判断し、かつ実地調査を含む現地調査報告書の作成や責任を負うというというのは想定として無理がある

表3 現地鑑定人との連携・共同作業の役割分担

担当者	現地鑑定補助方式	現地鑑定検証方式
不動産鑑定業者	① 現地鑑定人の選任 ② 鑑定評価書全体（品質管理）	① 現地鑑定人の選任 ② 鑑定評価書全体（品質管理）
不動産鑑定士	① 現地基礎資料等の検証 ② 鑑定評価書全体作成	① 現地鑑定評価報告書の検証 ② 現地鑑定評価報告書の鑑定評価検証報告書作成 ③ 現地鑑定報告書の日本語による翻訳文作成
現地鑑定人	① 現地基礎資料等作成	① 現地鑑定評価報告書

出所：国土交通省『海外投資不動産鑑定評価ガイドライン』IV表 [2008]

と思われる。

3.1.3. 海外不動産の鑑定評価の実施方法

不動産鑑定士は依頼人からの海外不動産の鑑定依頼に対して、前項で説明した現地鑑定人を補助員として行う方式、現地鑑定人の鑑定評価を検証して行う2方式を用いて、当該不動産を海外現地で認定・公認された不動産鑑定評価基準に基づく現地鑑定人との連携・共同作業のもとに鑑定評価を行う⁽¹⁶⁾。

現地鑑定人と国内不動産鑑定士が連携して、海外不動産鑑定を行う際の仕事の分担については表3の通りである。

両方式とも最終的には依頼者から鑑定を依頼された不動産鑑定士が負うことになる⁽¹⁷⁾。

従って、上記連携・共同作業に関しては、現地鑑定人と不動産鑑定士間において契約書面を交わして責任と業務範囲を明確化することが必要である⁽¹⁸⁾。

3.1.4. 現地鑑定人の選任

本ガイドラインでは、鑑定の依頼を受けた不動産鑑定士が現地鑑定人を選任することとなっている。しかし、通常は依頼者が事前に現地鑑定人等から事前に情報を得た上で不動産鑑定士を対象となる海外不動産の鑑定を依頼するケースが多いと予想されるので、もし、迅速かつガイドライン通りに行くとすれば、事前に海外の投資物件選びの段階から不動産鑑定士と相談して行うか、依頼者の不動産選択後の確認業務を行うことになる。

なお、前者の場合はエンロン事件のときに問題となった監査法人にコンサルタント業務をしてもらいながら、監査を受けることによって発生した利益相反問題と類似したスキームになることが懸念されるし、後者のケースでは既に対象物件が決まっているので、より短い期間での迅速な鑑定評価を不動産鑑定士求められることになり、結果的に十分な調査や検証ができない危険性も否定できない。

3.1.5. 海外不動産投資の鑑定評価の条件

本ガイドライン⁽²⁰⁾では海外投資をする当該国において不動産の適正な鑑定評価が行われるための制度が整備されていることが必要として、以下の3条件を挙げている。

- ① 鑑定評価を行うために必要となる事例資料、対象不動産の物的確認及び権利の態様等の確認に必要な資料並びに価格形成要因に照応する資料その他不動産市場の動向を示す基礎資料があること。
- ② 認定又は公認された不動産鑑定人の資格・称号を付与し、かつ、不動産鑑定人を指導育成する不動産鑑定人団体が存在していること。
- ③ 認定又は公認された不動産の鑑定評価基準を有し、これを逸脱するなど不正又は不当な鑑定評価が行われた場合には、不動産鑑定人団体により不動産鑑定人の資格・称号の使用停止・剥奪等の指導監督が行われること。

なお、国土交通省が調べた上記①～③の要件の整った8カ国の地域については、本稿の表2に明示している⁽²¹⁾。

この対象国中には、最近日本企業の進出や投資が増加している中国、インド、ベトナム、タイ、インドネシア、マレーシア、モンゴル等のアジアの新興国の多くは含まれておらず、これらの国々に関しては、上記のごとく本ガイドラインを厳格に適用した場合、進出した日本企業の工場や商業施設を運用不動産としてJリートのポートフォリオに組み入れることは事実上不可能であると思われる。

3.2. ガイドラインの課題

本ガイドラインでは広く投資家保護の観点から、海外不動産の鑑定評価報告書については、基本的には国内不動産鑑定基準で必要とされる記載事項を載せた上で、海外不動産特有の情報について追加的事項の記載を義務付けている。

しかし、一般企業における海外不動産投資については理解できるが、リートの場合については保有資産の時価評価に不動産鑑定評価書を義務付けているのは世界的には珍しい。

本来、ガイドラインはJリーートの運用資産のグローバル化推進を目的としていたはずであるが、国際的な市場間競争が進む中で、他国のリート市場よりも全般的に厳しい基準となっており⁽²²⁾、結果的にJリーートの事務負担やコスト増につながり、国際的な競争力向上においてはマイナス要素である。

また、不動産鑑定士に対しては海外現地の不動産事情に精通してないゆえに、現地で公認された資格を有する現地鑑定人の利用を求めながら、原則として責任はすべて不動産鑑定士が負う形が良いのか、今後他国のリート制度や不動産鑑定制度とも比較検討の上で議論する余地があるのではないかとも思われる。

3.3. 東証の上場規定改正

東京証券取引所は国土交通省のガイドライン決定によるJリートによる海外不動産投資のための枠組みが整備されたことを受けて、Jリートに対する海外不動産への投資制約解除に伴う対応の為に有価証券上場規定等の一部改正を行い、2008年5月12日以降実施に踏み切った。

主な改正点は次の3点である。

1) 対象不動産の範囲の拡大

海外における不動産等及び不動産関連資産をリーート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こととした(有価証券上場規定(以下、「規定」という)第1001条第32号から第34号まで)。

2) 運用体制等に関する報告書記載事項の追加
海外不動産へ投資を行うリートは、「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」において、海外不動産への投資姿勢(投資を行う理由を含む)、海外不動産に投資する際の指針(投資する地域、投資する割合、投資の形態等)、海外不動産への投資に対する運用体制及びリスク管理体制並びに海外不動産に係る情報の適時開示体制等について記載することとなった。

3) リートの適時開示に係る軽微基準の追加
規約または投資信託約款の変更を決定した

場合及び金融商品取引法に基づき内閣総理大臣等へ届出を行うことを決定した場合の適時開示について、軽微基準を設けた(規定第1213条第2項第1号、有価証券上場規定施行規則第1229条第1項第1号、第2号等)。

この中で2)の報告書記載事項の追加については当然ではあるが、問題は他国にはない海外不動産への投資運用の体制及びリスク管理体制と海外不動産情報の適時開示体制の義務化による投資法人の事務負担増である⁽²³⁾。

既にJリーートの情報開示規定に関しては、有価証券報告書や金商法、証券取引所等による商品の情報開示義務が錯綜している中で、さらに海外不動産投資についても詳細な内容の開示を求めることは他国のリートに比較して、大きなコストアップを招きかねない。

この点については、国土交通省がガイドライン案を発表した後のパブリックコメントにおいても、業界団体である(株)不動産証券化協会等より指摘されていた。

そこで、適時開示の緩和策として3)の軽微条項が盛り込まれたが、実際にはどの程度軽減されたかは不明である。

4. おわりに

ガイドライン策定と東証の規定改正によりJリート及び私募ファンドの海外不動産投資をする際の鑑定評価基準が明確になったことはJリーートの海外不動産運用に道を開いたことは評価できるものの、これによって制度的不備が解消したわけではなかった。

海外不動産投資解禁後、2年が経過し海外の不動産市況も改善の気配がある中でJリーートの海外不動産投資の実績がほとんどないのは、海外不動産のリスクの問題もあるが、実際には海外投資の手続きの煩雑さや管理コストの割高さにあると思われる。

例えば、JリートがLPSや現地法人等を通じた海外間接不動産投資を行う場合の50%以下という現行の出資規制⁽²⁴⁾は現地出資先を探さなけ

ればいけないし、現地法人からの配当等も減価されるので、コストアップ要因となる。

既に先行して海外投資の自由化を進めている米豪等の他国リート市場と比較して厳格な不動産鑑定条件を不動産鑑定士に負わせることは現実的ではないので、今後海外の不動産鑑定の専門家団体間において交流や技術提携を進めて、相互主義の観点から内外の専門家間の役割分担と調整が合理的な形で進むことが望ましい。また、Jリーの本格的な海外不動産への投資が行われる為には、日頃から日本の不動産鑑定士と海外現地鑑定人間のコミュニケーションやネットワークが構築されていることも必要であろう。

これまで国内の不動産流動化ビジネスで成長してきた新興不動産会社が相次いで経営破綻したことからJリートよりも規模が大きい私募ファンド⁽²⁵⁾に対する金融機関の融資規制も強化されているとの報道がなされている⁽²⁶⁾。

国内の不動産市場を取り巻く環境が非常に悪化して、Jリート市場も調整局面にある中での海外投資解禁の狙いの一つは、これまで国内になかった海外の多様な収益不動産への投資が可能となるので、投資家に対して魅力的な商品を提供することで、Jリート市場へ内外の投資を呼び込み、また日本企業の海外不動産投資のインフラとして機能することの期待であったが、実際にはガイドラインの規定通りに適用が可能な国は鑑定制度が整備された8カ国のみに限定されていた。

またJリートが海外不動産を実際に組み入れた時には、現時点では軽微基準を設けるとされる適時開示義務が実務上どの程度の軽減効果があったのかも不明であり、既存の金商法、投信法、投信協会規則等における決算短信、有価証券報告書や運用体制報告書等の各種報告業務に海外不動産の情報開示が加わるので、海外不動産への投資はこれまでの国内投資よりもコスト高を招いており、Jリーートの海外投資増加を促進するためには投資家保護への配慮に加えて、鑑定制度や情報開示制度についての各国リート市場間競争や実務的な観点からの再検討が必要と思われる。

《注》

- (1) 本稿は2008年10月26日に埼玉大学で開催された日本財務管理学会第27回秋季全国大会報告「上場不動産投資信託の海外投資自由化に関する課題」を基に、その後の状況の変化を織り込み、改めて加筆修正したものである。
- (2) REIT (Real Estate Investment Trust, リート) 不動産投資信託制度のことであり、信託を導管体とすることで二重課税を避けた金融商品として投資家に広く販売されている。
- (3) 住信基礎研究所の「不動産私募ファンドに関する実態調査2010年7月」[2010年]によると住信基礎研究所2010年7月の調査では2010年6月末現在のJリーートの運用資産は7.8兆円であるのに対して、不動産私募ファンド運用資産残高は15兆円であり、Jリーートの運用資産の約2倍の規模となっている。
- (4) 特にオーストラリアのリート(LPT)は積極的に海外投資を進めており、2008年3月現在、日本の不動産に特化したLPTもバブコック・アンド・ブラウン・ジャパン・プロパティ・トラスト、ルビコン・ジャパン・トラスト、ガリレオ・ジャパン・トラスト、チャレンジャー・ケネディックス・ジャパン・トラストの4銘柄がある。また、シンガポールでは日本の12ヶ所の都市の不動産に投資を限定したサイゼン(日本語で最善の意味)という名称のリート商品がある。
- (5) 表1記載のごとく、2008年3月末現在ではリート制度がある21カ国中、海外不動産の組み入れを禁止しているのは、日本、韓国、タイ、ブルガリアの4カ国のみであった。
- (6) オーストラリアでは2007年度に税制改正が行われ、ステーブルド・セキュリティ(SS)を採用するLPTが、保有持分との交換により海外の不動産を取得可能となった。
尚、ステーブルド・セキュリティとは不動産を保有するLPT持分と運用会社の株式を非課税組織再編により創設し、一体の株として上場することにより積極的な運用を可能とする仕組みである(四釜宏史[2008])。
- (7) 現在、自国リーートの海外不動産運用を認めている国の多くでは、海外不動産の鑑定方法の詳細まで明確に定めているわけではない。この背景には欧州では以前より市場統合と市場間競争とが同時進行していることも一因と思われる。
- (8) Limited Partnership (LPS)：一般的には無限責任を保持し、業務執行権を有する一人以上のゼネラル・パートナー(GP)と有限責任を保持し

- 業務執行権を有しない一人以上のリミテッド・パートナー（LP）からなる共同事業体である。海外での税務上、事業体であるLPSに対する課税はなく、その事業体の構成員であるGPとLPに対して、パススルー課税される。わが国ではファンドによる投資手法の自由化と投資家保護を目的として、「投資事業有限責任組合契約に関する法律（LPS法）」として2006年5月1日に施行している。
- (9) Jリートが海外LPSを通じて間接的に不動産投資を行う場合はLPとして不動産投資を行うことが考えられる。一般的に海外における税務上LPS段階では課税されず、投資法人（英国・米国等）において不動産投資にかかる所得を申告することにより、直接課税されることとなり、二重課税が避けられるのでJリートが直接不動産投資を行っている場合と同様だが、LPであれば法律上は有限責任とすることになる。
- (10) ガイドライン（IV 実地調査、市場動向、法令等の調査、IX 鑑定評価報告書等の作成等、X 鑑定評価報告書等の記載事項）
- (11) 国内の証券化不動産に関する不動産鑑定評価基準改正とデュー・デリジェンスの整備に至る経緯や内容については森 [2008a, b] を参照のこと。
- (12) 東証の今回の改正（2008年5月）以前の有価証券上場規定第1001条では「(32)不動産 投資法人の計算に関する規則（平成18年内閣府令第47号）第37条第3項第2号イ、ロ及びホに規定する資産のうち本邦内にあるものをいう」。及び(34)において不動産等として、国内の不動産（地上権、地役権、信託受益権も含む）のみと限定していた。尚、詳細は次項の東証の上場規定改正を参照のこと。
- (13) 本稿ではJリートを前提に議論を進めているが、ガイドラインにおける海外不動産の鑑定評価依頼者はJリートだけでなく、私募ファンドや海外不動産投資を行う企業全般へ広く適用することを想定している。
- (14) ガイドラインにおける現地鑑定人とは、専門家として日本の不動産鑑定士や米国の州公証・公認鑑定人英国のMRICS、ドイツのProperty Valuation Expert等の海外現地において不動産鑑定人として認定または公認された資格・称号を有する者に限定している。
- (15) ガイドラインによれば、現地鑑定補助方式および現地鑑定検証方式の鑑定評価を行う現地鑑定人とは、適正な鑑定評価が行われる3条件の②で指摘している海外現地において認定または公認された資格・称号を有するものであることとされている（III 現地鑑定人の選任、XI その他留意事項、別表）。
- (16) 具体的な連携・共同作業の内容に関してはガイドライン（I～VII）に定められている。
- (17) ガイドライン（「VIII 鑑定評価額の決定等」）に記載、また不動産鑑定士は現地検定検証方式を利用した場合も不動産鑑定士は厳密に数値にも責任を持って検証することを義務付けされている（ガイドライン「VII 現地基礎資料または現地鑑定報告書の検証および追加・補完」）。
- (18) 米国の評価基準で言う「業務範囲（Scope of Work）」、鑑定評価を行う上で生じる不確実性のリスクを鑑定人と依頼者がどう分け合うかの問題について、契約等で決めておくことが大事であるし、実際に鑑定評価にトラブルが生じたときに、どこの国で最終的に紛争を解決することになるかも重要である。
- (19) ガイドライン「III 現地鑑定人の選任」。
- (20) ガイドライン「IX その他留意事項」。
- (21) 表2記載の8カ国の国及び地域は米国、英国、オーストラリア、シンガポール、台湾、韓国、ドイツ、香港であり、国土交通省では、これら諸国以外の国での不動産投資が不可との意味ではないとの解説をしているものの、上場Jリートにおいては、事実上この8カ国以外の投資は制約されると解するべきであろう。
- (22) 米国、豪州、シンガポールのリート制度には、海外不動産特有の開示規則はなく、香港においては2005年6月の海外不動産投資解禁の規則改定時に定めたREITによる海外投資に関する実務指針に開示すべき項目が示されている。「香港証券先物監督委員会が認可したREITによる海外投資に関する実務指針（Practice Note on Overseas Investments by SFC-authorized REITs）」。
- (23) リートの海外不動産投資が認められている米国および豪州、香港等ではそれぞれの国内法による一般的な開示項目の規定は存在するが、海外不動産投資についての規定はない。また東証のように証券取引所の上場規則として海外不動産投資に関する特別な開示規定も存在しない。
- (24) 租税特別措置法67条の15項第2項。
- (25) 注(2)参照のこと。
- (26) 金融機関の不動産向け融資圧縮の動きについては、『週刊エコノミスト2008年9月2日号』記載の特集記事、友田「銀行の「厳格化」、縮不動産融資」[2008]、宮川[2008]、「新興不動産「経営不安」の瀬戸際」[2008]に詳しい。

参考文献等

- 国土交通省 [2008年], 「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」, 国土交通省
- 四釜宏史 [2008], 「世界の REIT 市場 2007-2008」『ARES』Vol.31, 2008年1-2月号, (株)不動産証券化協会
- 住信基礎研究所 [2010年], 「不動産私募ファンドに関する実態調査 2010年7月」STB NEWS RELEASE
- 田邊 昇 [2002], 『投資ファンドと税制 — 集団投資スキーム課税の在り方 —』弘文堂
- 東京証券取引所 [2008], 「上場不動産投資信託証券に対する海外不動産への投資制約解除に伴う有価証券上場規定等の一部改定について」, 東京証券取引所
- (株)投資信託協会「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」
- (株)不動産証券化協会編 [2008], 『不動産証券化ハンドブック 2008-2009』, (株)不動産証券化協会
- 財団法人日本不動産研究所海外不動産評価チーム [2008], 「海外不動産鑑定評価ガイドラインについて」, 『季刊不動産研究』第50巻第2号・2008年4月号, (財)日本不動産研究所
- 森 宏之 [2008a], 「不動産鑑定基準の改正と不動産証券化市場への影響」, 『東北経済学会誌』, 東北経済学会
- 森 宏之 [2008b], 「不動産証券化市場の動向と投資家保護 — 不動産証券化における情報開示について —」, 『証券経済学会年報』第43号, 証券経済学会
- 渡辺卓美・(株)日本不動産研究所編 [2008], 『不動産鑑定評価の国際化』, 住宅新報社

雑誌記事

- 友田信男 [2008], 「銀行の「厳格化」縮む不動産融資」, 『週刊エコノミスト 2008年9月2日号』, 毎日新聞社
- 宮川淳子 [2008], 「新興不動産「経営不安」の瀬戸際」, 『週刊エコノミスト 2008年9月2日号』, 毎日新聞社