

Jリートの海外不動産投資



塙 晋

森・濱田松本法律事務所
弁護士



佐伯 優仁

森・濱田松本法律事務所
弁護士

I. はじめに

法令上投資法人による海外不動産投資は禁止されていない。株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）の有価証券上場規程（以下「上場規程」という。）上も、2008年5月12日の改正により、投資対象適格を国内の不動産等に限定する制約は撤廃され、それ以来、上場リートによる海外不動産の取得それ自体は禁止されていない。かかる改正以降、上場リートにおいて、規約上の海外不動産への投資制限を撤廃する例が徐々に増えている。

昨今、日系企業による海外進出の加速化に伴い、国内不動産だけではなく海外不動産を保有し始める企業も増え、海外不動産への投資意欲は高まっており、上場リートによる海外不動産投資への関心及び意欲はより現実的なものとなってきている。かかる機運の中で、2014年6月25日にはイオンリート投資法人

が、上場リートとしては初の海外不動産である、マレーシアのショッピング・センターの共有持分に係る信託受益権^{注1}を取得した。

さらに、2014年12月1日には、従来投資法人による海外不動産投資のネックになっていた投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）に定める過半数議決権保有制限及び租税特別措置法（以下「租特法」という。）に定める出資に係る制限が撤廃され、今後のJリートによる海外不動産投資の益々の活性化が期待される。

本稿では、かかる状況をふまえ、上記2014年12月1日の法改正の概要を紹介するとともに、Jリートによる海外不動産投資に必要な体制整備等を検討することで、主に法的な面から見たJリートによる海外不動産投資の可能性及び課題等について若干の考察を試みる。なお、本稿中意見にわたる部分は筆者らの個人的な見解であり、筆者らの所属する法律事務所の見解ではないことをあらかじめお断りする。

注1

共有持分割合は物件全体の約18%に相当する。売主が当該持分について自らを受託者とする信託宣言を行い、その信託受益権を投資法人が取得するスキームをとる。

II. 2014年12月1日改正の概要 －海外不動産保有法人に 関する規制

1. 投信法の改正

(1) 改正の背景と改正の概要

2013年6月12日に成立し、同月19日に公布された金融商品取引法等の一部を改正する法律（1年半以内施行）（以下「改正法」という。）により、海外不動産保有法人の株式の過半取得の解禁を含む投信法の改正が行われた。改正法及び関連する政省令は、2014年12月1日から施行されている。

投資法人は、2014年12月1日の改正前投信法の下でも、国外の不動産について直接取得、賃借等の取引を行うことは可能であった。しかし、非居住者による直接の不動産取引が現地法上規制され又は実務上困難である国（地域）^{注2}については、現地法人を設立した上で投資法人がその株式を取得し、当該現地法人に不動産を取得させることで間接的に不動産取引を行う必要がある。かかる規制が存在しない国の場合でも、物件リスク（訴訟リスク等）を限定する目的又は租税効率性の観点等から、不動産所在地国に不動産保有SPCを設立するニーズは高い。他国のリート^{注3}が自国外の不動産を取得している事例を

見ても、不動産所在地国に応じたさまざまなピークル（それぞれの国の法制の下で適切な特別目的会社。しかも、可能な限り、税務上の導管性を達成しやすい法人形態が利用される。信託や組合類似の形態をとることもありうる。）を複層に重ねたストラクチャーの下で投資が行われていることが多いのが実情である。かかる海外不動産投資の実務をふまえたとき、登録投資法人は他の法人の発行済株式の過半数を取得することはできなかった（2014年12月1日の改正前投信法194条。以下「過半数議決権保有制限」という。）ため、事実上海外不動産の取得等を行うことが困難であるという指摘があった^{注4注5}。

この点、改正法は、過半数議決権保有制限は維持しつつ（投信法194条1項）、その例外として同条2項を設け、国外の特定資産について、当該特定資産が所在する国の法令の規定その他の制限により、不動産の取得又は譲渡、不動産の賃借及び不動産の管理の委託（同法193条1項3号～5号に掲げる取引^{注6}。以下「不動産取引等」と総称する。）を行うことができないものとして政令で定める場合には、例外的に、もっぱらこれらの取引を行うことを目的とする現地法人の発行する株式に係る議決権の過半数を取得することができる旨規定した（かかる場合における当該現地法人を、以下「海外不動産保有法人」という。）。これにより、Jリートによる海外不動産の取得がよ

注2

本稿においては、国及び地域を併せて、単に「国」と表記する。

注3

シンガポール・リート／ビジネス・トラストの例が参考になる。

注4

50%以下の議決権に係る現地法人の株式を保有する合併等の形態での投資は可能であったが、この場合には、共同出資者との関係等において新たなリスク要因が生じるおそれもあり、必ずしも投資主の利益につながらないおそれが指摘されていた。齊藤ほか編『逐条解説 2013年金融商品取引法改正』（商事法務・2014）378頁。

注5

なお、過半数議決権保有制限は株式についての規制であり、①リミテッド・パートナーシップ等の組合の持分、②日本の持分会社に類する会社に対する出資、③ユニット・トラストのユニット等の受益権については当該制限は及ばない。ただし、2014年12月1日より前は、投資法人の導管性要件の一つとして、他の法人の出資の総額の50%以上を保有していないことが定められていた（租特法67条の15第1項2号へ）ため、上記②の場合、出資の総額の50%以上を保有すると導管性要件を満たさなくなることから、事実上投資は困難であった。

注6

これに対して、投信法193条1項1号・2号に掲げる取引（有価証券の取得もしくは譲渡又は賃借）については、不動産とは異なり、非居住者に対する取引制限が課されている事例は必ずしも多くはないと考えられる旨指摘されている。齊藤ほか・前掲注(4)379頁。

り現実的になったと思われる。

(2) 海外不動産保有法人の株式過半取得の要件

(a) 「政令で定める場合」の内容

それでは、上記例外規定（投信法194条2項）に基づき投資法人が国外の特定資産について海外不動産保有法人を通じて不動産取引等を行うことができる「政令で定める場合」とはどのような場合か。投資信託及び投資法人に関する法律施行令（以下「投信法施行令」という。）116条の2は、かかる「政令で定める場合」について、以下のとおり規定する。

①登録投資法人が、特定資産が所在する国の法令の規定又は慣行その他やむを得ない理由^{注7}により不動産取引等のうちいずれかの取引を自ら行うことができず、かつ、

②海外不動産保有法人が、当該登録投資法人が自ら行うことができない取引を行うことができる場合^{注8}

このうち、上記①の要件に関しては、ある国について、たとえば非居住者が当該国の不動産に係る不動産取引等を行うことを禁止することが法令の規定により明確に定められていれば、この要件を充足するという判断は比較的容易である。しかし、かかる法令の規定がない場合において、どのような内容及び程度のものであればここでいう「慣行」や「その他やむを得ない理由」に該当するのかが必ずしも明確ではないこ

とから、個別の国ごとに又は特定の不動産に係る取引ごとに上記要件を満たすかどうかの判断が困難な場合が生じることが予想される。

(b) 金融庁「投資法人に関するQ&A」

この点について、金融庁は、2014年6月27日付で「投資法人に関するQ&A」を公表し、上記①及び②の要件を満たす国を例示している。具体的には、「各国の法令の規定、慣行等に鑑み、例えば、アメリカ合衆国、インド、インドネシア、中華人民共和国、ベトナム及びマレーシアが該当するものと考えられます。」として6ヶ国を挙げている。

かかるQ&Aは、上記①及び②の要件を充足し、海外不動産保有法人を通じて不動産取引等を行うことができる国に該当するセーフ・ハーバー・ルールを定めるものであり、ここに例示されていない国について、上記要件を満たす余地がないことまでを示すものではないと考えられる^{注9}。

(3) 海外不動産保有法人の要件

(a) 概要

上記のとおり、改正法は、過半数議決権保有制限自体は維持しつつ、あくまでも、「実質的に海外不動産を取得することと同視できるような場合」に例外的に同制限が及ばないこととするものである^{注10}。したがっ

注7

取引不能の理由については、「例えば、(当該国での)非居住者の土地取引が許可制となっている場合に、その許可基準は法令ではなく、告示等で規定されており、登録投資法人による不動産の取引に実際上の制限が存在している場合などが想定される」と指摘されている。齊藤ほか・前掲注(4)379頁。

注8

したがって、たとえば登録投資法人及び海外不動産保有法人が法令の規定又は慣行その他やむを得ない理由により不動産の貸借をできない一方、これらの法人がどちらも不動産の取得又は譲渡を行うことができる場合において、不動産の取得又は譲渡を行う海外不動産保有法人の発行済株式の議決権の過半を取得することはできない(宮本孝男ほか「平成25年改正金商法等(一年半以内施行)政府令の解説(2) - 投資信託・投資法人法制の見直し」商事法務2045号(2014)88頁以下注34参照。)

注9

上記要件とは別の観点として、国土交通省の「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」において、適正な鑑定評価が行われるための制度が十分に整っていると判断される国であることも投資先国の要件として求められる(詳細は、下記「IV.4. 適正な鑑定評価が可能な国」を参照のこと。)

注10

この点については、「専ら当該取引(筆者注：不動産取引等)を行うことを目的とする法人の株式を取得することを過半数議決権保有制限の対象外とすることは、登録投資法人が本来担い得るはずの業務の遂行を可能とするものであり、194条による禁止の趣旨である、投資法人が(自らは担い得ないような)別の事業を行う会社を支配することとは、実質的にその局面がことなると考えられる」と指摘されている。齊藤ほか・前掲注(4)378頁、379頁。

て、登録投資法人が海外不動産を保有する現地法人の発行する株式に係る議決権の過半数を保有する場合は、登録投資法人が当該不動産を直接保有するのと同様の性格を有する必要がある。具体的には、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則（以下「投信法施行規則」という。）221条の2は、海外不動産保有法人の要件として、以下のとおり規定する。

- ①当該国においてもつばら不動産取引等を行うことをその目的とすること、かつ、
- ②各事業年度経過後6ヶ月以内に、配当可能額のうち当該国における法令又は慣行により割り当てることができる金銭を当該登録投資法人に支払うこと^{注11}

(b)要件①：不動産取引等に対する専従

まず、上記(a)①のとおり、登録投資法人が株式に係る議決権の過半を取得することができる法人は、当該不動産所在国においてもつばら不動産取引等を行うことを目的とするものに限られ、定款等においてかかる取引を行うことを法人の目的として明記している法人が想定される^{注12}。

この要件があることから、登録投資法人が株式に係る議決権の過半を取得することができるのは、海外不動産について直接不動産取引等を行う法人に限られる。したがって、たとえばSPCを複層化し、個別のプロジェクトごとに組成する子SPCへ出資する親SPCの株式に係る議決権の過半をJリートが取得す

るようなスキームをとることはできないと考えられる^{注13}。

(c)要件②：各事業年度における満額配当

また、上記(a)②の要件は、登録投資法人が海外不動産を直接保有する場合と同じような経済効果が得られるよう、実質的に海外不動産取得と同視できるようにするために設けられたものである^{注14}。

この「配当可能額」は、各事業年度ごとに、直前の事業年度の末日における資産の額から、以下の金額の合計額を減じた金額である（投信法施行規則221条の2第1項2号）。

- (イ)負債の額
- (ロ)資本金の額
- (ハ)資本準備金、利益準備金その他の法定の準備金の額の合計額
- (ニ)資産に時価を付す場合においてその時価総額が当該資産の取得価額総額を超える場合の、当該増加した純資産額
- (ホ)その他当該国の法令又は慣行により配当することができない金額

この「配当可能額」は、監査法人等による監査又は証明を受けた当該法人の直近の貸借対照表に計上された各金額で計算される（投信法施行規則221条の2第1項3号）。また、その算定の際の計算基礎については、当該法人の所在する国における会計基準による算出を行う必要があるとされている^{注15}。

注 11

税制、投資効率性を理由に、必ずしも配当可能利益を全て配当に充てることが投資家の利益にならないこともある、という指摘もなされていたところであるが（金融庁金融審議会「投資信託・投資法人の見直しに関するワーキング・グループ」（以下「投信法改正WG」という。）第12回会合議事録（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/gijiroku/20121109.html）（2012年11月9日））、最終的に当該要件が設けられた。

注 12

齊藤ほか・前掲注(4)379頁。

注 13

租税効率性等を理由に、海外不動産投資に当たり、投資不動産ごとにそれを保有するSPCを組成し、さらにそれらのSPCに対する投資を一元化するための親SPCを（たとえば、ケイマン諸島やシンガポールに）重ねて組成する実例が存在する、という指摘もなされていたところであるが（投信法改正WG第12回会合議事録（2012年11月9日））、最終的に当該要件が設けられた。

注 14

投信法改正WG第12回会合「事務局説明資料」（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryou/20121109/01.pdf）（2012年11月9日）19頁参照。

注 15

平成26年6月27日付金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（以下「平成26年6月27日金融庁パブコメ回答」という。）18頁49番参照。

(4) 海外不動産保有法人の株式過半取得の際に必要なとなる手続

改正法による海外不動産保有法人の株式に係る議決権過半取得の解禁に伴い、下記の各事項も改正されている。これらのうち、(a)から(e)までは、投資法人が海外不動産保有法人の株式に係る議決権の過半を取得する場合に必ず必要となる手続である。

(a) 投資法人の登録申請書及びその変更届出

投資法人の登録に際しては、登録の際に提出する登録申請書に海外不動産保有法人に関する事項を記載した上で、海外不動産保有法人に関する定款、登記、株主名簿又はこれらに相当する書類及び直近の貸借対照表や当該海外不動産保有法人所在国における会社制度等の概要を説明する書面の提出が求められる(投信法188条1項7号、投信法施行規則214条10号、215条14号)。

また、登録投資法人は、登録事項に変更があったときは、その日から2週間以内に届け出なければならない(投信法191条1項)。したがって、すでに登録済みの投資法人が、海外不動産保有法人の株式又は出資の過半を取得する場合、上記手続に従い、登録事項の変更の届出が必要となる。

(b) 規約の記載事項及びその変更

投資法人は、海外不動産保有法人の株式又は出資の過半を取得する場合には、その旨を規約に記載する必要がある(投信法67条5項、投信法施行規則105条1号チ)。したがって、すでに設立済みの投資法人が、海外不動産保有法人の株式又は出資の

過半を取得する場合、あらかじめ規約の変更が必要となる。

(c) 鑑定評価

投資法人が海外不動産保有法人の株式に係る議決権の過半を取得するときは、資産運用会社は、不動産鑑定士であって利害関係人等^{注16}に該当しないものに、当該法人の保有する海外不動産の鑑定評価を行わせなければならない(投信法201条1項、投信法施行令122条の2第2号)。

この場合、不動産鑑定士は、国土交通省が作成・公表した海外投資不動産鑑定評価ガイドラインに従って鑑定評価を行うことになる(当該ガイドラインについては、下記「IV. 鑑定評価」を参照のこと)。

(d) 資産運用報告

投資法人が海外不動産保有法人の株式又は出資の過半を取得した場合、資産運用報告において、投資法人の現況に関する事項として、当該海外不動産保有法人に関する事項(投資法人の計算に関する規則(以下「投資法人計算規則」という。)73条8号)及び当該海外不動産保有法人が有する不動産に関する事項(同条9号)の記載が必要となる^{注17}。

(e) 計算書類

投資法人が海外不動産保有法人の株式又は出資の過半を取得した場合、損益計算書に関する注記(投資法人計算規則63条4号)及び資産の運用の制限に関する注記(同規則66条の4)に記載が必要となる。この点、資産の運用の制限に関する注記として記載が要求される海外不動産保有法人の貸借対

注 16

投信法施行令123条、投信法施行規則244条の3は、資産運用会社の利害関係人等として以下の者を定める。

- ① 当該資産運用会社の親法人等
- ② 当該資産運用会社の子法人等
- ③ 当該資産運用会社の特定個人株主
- ④ 当該資産運用会社の主要株主

注 17

一般社団法人投資信託協会(以下「投信協会」という。)[「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」(以下「不動産投信規則」という。)]26条(34)・(35)、同「不動産投資信託等の運用報告書等に関する委員会決議」別表5(34)・(35)も参照。

照表及び損益計算書における主要項目の開示について、当該数値は、上記(3)記載の投信法施行規則221条の2の「配当可能額」の算定の場合と異なり、日本の会計基準に従い作成をする必要がある^{注18}。

(f) 募集投資口に係る通知

投資法人が投資口を発行する際、募集投資口の引受けの申込みをしようとする者に対して行う通知において、海外不動産保有法人の発行済株式又は出資に関する事項及び海外不動産保有法人が有する不動産に関する事項を記載しなければならない(投信法83条1項7号、投信法施行規則135条3号・4号)。

(g) 短期投資法人債の発行

投資法人による短期投資法人債の発行は、特定資産の取得等の一定の目的の場合に限定されている(投信法139条の13)が、改正法において、海外不動産保有法人の株式の過半を取得する場合には、短期投資法人債の発行によりその過半部分の取得に必要な資金や海外不動産保有法人が保有する不動産の緊急修繕に必要な資金を調達することができる旨規定された(投信法施行令98条の2第5号、投信法施行規則192条1項1号・2号ハ)。

2. その他関連法令等の改正

海外不動産保有法人を通じた不動産の取得が解禁されたことに伴い、以下に記載するとおり各法令や指針等も併せて改正されている。

(1) 特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令(第四号の三様式)

投資法人が、海外不動産保有法人の株式等の総数の50%を超えて株式等を有する場合、当該海外不動産保有法人の概況(組織形態、目的、事業内容、利益の分配方針等)を記載するとともに、当該海

外不動産保有法人の投資する不動産について、投資不動産一般の記載要領に準じて記載することが求められている(同府令第四号の三様式・記載上の注意(35)c)。

(2) 租特法

2014年12月1日より前は、投資法人の導管性要件の一つとして、他の法人の発行済株式又は出資の総数又は総額の50%以上を保有していないことが求められていた(租特法67条の15第1項2号へ)。

しかし、改正法に合わせ、租特法及びその政省令が改正され、「投信法施行規則221条の2第1項各号に掲げる要件の全てを満たす法人」は上記の「他の法人」から除外されることとなった(租特法施行規則22条の19第11項)。つまり、投資法人が他の法人の発行済株式又は出資の総数又は総額の50%以上を保有する場合であっても、当該法人が投信法施行規則221条の2第1項各号に掲げる要件を満たせば、導管性要件を充足することが可能になった。

(3) 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針

同監督指針は、投資法人が海外不動産保有法人の株式取得を行う場合の留意事項として、当該海外不動産保有法人の株式に係る議決権の過半を取得する場合、以下の点を全て充足する必要がある旨規定している(VI-2-6-3(4))。

- ① 海外不動産保有法人が、その所在する国においてもつばら不動産の取得や譲渡等の取引を行うことをその目的としていること。
- ② 海外不動産保有法人の各事業年度の配当可能額のうち、投資法人の保有する当該海外不動産保有法人の有する株式の数又は出資の額に応じて按分した額(又は当該海外不動産の所在する国における法令もしくは慣行により、割り当てることができる額)の金銭を当該投資法人に支払うこととしていること。

注18

平成26年6月27日金融庁パブコメ回答22頁69番参照。

- ③海外不動産保有法人が、その財務書類について他人の求めに応じ報酬を得て監査又は証明をすることを業とする者による監査又は証明を受けていること。

(4) 東証の上場規程

上場規程上、資産の全てが不動産及び流動資産等^{注19}である海外不動産保有法人の株式は、「不動産等」に該当する（上場規程1201条（12）号、同施行規則1201条5項）。また、上記には該当しないものの不動産が資産の過半数を占める海外不動産保有法人の株式は、「不動産関連資産」に該当する（上場規程1201条（11）号、同施行規則1201条4項）。

上場基準を満たすには、運用資産等の総額に占める不動産等の額の比率が70%以上である必要があり（上場規程1205条（2）a、1218条2項（1）号）、また、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額の合計額の比率が95%以上である必要がある（上場規程1205条（2）b、1218条2項（2）号）。したがって、上場リートは、海外不動産保有法人の保有資産の構成に応じて、その株式を運用資産等の総額比で以下の比率までしか取得できない点留意が必要である。

- ①不動産が資産の過半数を占めるものの、不動産又は流動資産等以外の資産を保有する海外不動産保有法人…30%まで
- ②不動産が資産の半数以下であり、かつ、不動産又は流動資産等以外の資産を保有する海外不動産保有法人…5%まで

(5) 投信協会規則との関係

以上に対し、投信協会の規則においては、本稿作

成時点において、今回の海外不動産保有法人に関する改正に明示的に対応した改正はなされていないように見受けられる。すなわち、海外不動産保有法人の株式は、不動産投信規則上、「不動産等」や「不動産等を主たる投資対象とする資産対応証券等」に該当しないため（不動産投信規則3条2項及び3項）、かかる株式を財産の総額の2分の1以上保有する投資法人は、同規則上の「不動産投信等」に該当しないこととなる（同規則3条1項）。

Ⅲ. 海外不動産投資に関する開示及び必要な体制整備等

東証は、上場投資法人が海外不動産投資を行う場合、不動産所在地国における法制、税制等の不動産投資に関する制度が日本と異なる等、国内の不動産への投資を行う場合のリスクとは異なるリスクが生じると考えられることから、海外不動産への投資方針及び海外不動産への投資に関するリスクの適切な開示、そして当該リスクに対応する資産運用会社への体制の整備を求めている^{注20}。

1. 海外不動産への投資方針

開示されるべき投資方針の具体的内容としては、海外不動産への投資を行う理由、投資対象とする国、投資する割合、投資の形態、投資対象とする不動産の用途及び物件の選定基準が挙げられている。したがって、海外不動産投資を行おうとする上場リートは、資産運用会社の運用ガイドライン等を改訂し、これらの投資方針を具体的に定め、それを適切に開示していく必要がある。また、投資法人規約等の改訂が必要又は望ましい場合もありえよう（上記「Ⅱ.1.(4)

注 19

「流動資産等」とは、投資法人計算規則37条3項1号に定める「流動資産」や4号に定める「投資その他の資産」に該当する資産の一部及び当該資産を信託する信託の受益権（有価証券に該当するものを除く。）をいうと定義されている（上場規程1201条（19）号）。

注 20

東証「REIT（投資証券）上場の手引き」（<http://www.tse.or.jp/rules/reit/b7gje60000005y9d-att/b7gje60000005yb5.pdf>）20頁。

(b) 規約の記載事項及びその変更」に記載のとおり、海外不動産保有法人の株式又は出資の過半数を取得する場合には、その旨の規約の改訂が必須である。

2. 海外不動産投資に関する情報の開示

投資方針に加え、海外不動産投資に係る適切なリスク開示が必要とされている。すなわち、不動産投資に係る法制度、税制、不動産市況、自然災害、為替変動等に係るリスク及び当該リスクに対する対応状況をリスク情報において開示する必要がある^{注21}。さらに、間接投資を行う場合、投資先の運用体制、特に投資形態に複雑なスキームを用いる場合には、そのスキームの内容に加えて、資産の内容（開示する数値の適正性確保を含む。）の開示を充実させることや投資スキームに応じた固有のリスクを分かりやすく開示する必要がある。

海外不動産投資を行う場合には、これらのリスクを把握する前提として、投資対象とする国における不動産投資に係る必要な情報の収集及びリスク評価が不可欠となる。

3. 海外不動産投資に対する体制の整備

海外不動産への投資を行うにあたっては、上記のリスクをふまえた適切な資産運用及び開示体制（組織、人員、経験等）を確立することが求められており、上場リートにとっては、かかる体制をいかに整備するかが大きな課題となる。そこで、以下では、運用体制報告書の記載要領を基に、(1)現地不動産情報等の収集体制、(2)物件調査の体制、(3)管理方針及び管理体制、(4)適時開示体制に分けて、求

められる体制の内容を概観しつつ、その留意点を説明する^{注22}。

(1) 現地不動産情報等の収集体制

現地不動産情報等の収集は、スポンサーが現地法人として関連会社を有している場合や、スポンサーに当該不動産所在地国における投資経験が十分にある場合は、スポンサーを通じて行うのが現実的であろう。もっとも、それが難しい場合又はそれでは不十分と考える場合には、不動産所在地国に詳しい専門機関等と連携することで資産運用会社の体制を補完する体制を整えることが求められ、その場合には当該補完体制についての開示も必要となる。下記「(3)

管理方針及び管理体制」に記載のとおり、現地のプロパティ・マネジメント会社（以下「PM会社」という。）又はアセット・マネジメント会社（以下「AM会社」という。）等を選定する場合には、このような現地会社からも情報を収集していくことになろう。

(2) 物件調査の体制

運用体制報告書の記載要領においては、物件調査の体制として、デュー・デリジェンス、鑑定評価に対する考え方（現地鑑定評価への依拠、鑑定評価業者の選定等）を記載するものとされている。鑑定評価については、国土交通省より海外投資不動産鑑定評価ガイドラインが公表されており、東証もかかるガイドラインを遵守した鑑定書を参考とすべきとしている（当該ガイドラインについては、下記「IV. 鑑定評価」を参照のこと）。しかし、デュー・デリジェンスに際して通常取得される法務、ER、地震、環境、マーケット等の各レポートについては鑑定評価の場合にお

注 21

上場投資法人及び資産運用会社が提出を義務づけられている、東証「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 様式・記載要領」（以下「運用体制報告書の記載要領」という。）においては、さらに、政治・経済・市場リスク等について言及すること、市場リスクについては、不動産価格変動、賃料変動リスクを記載することが求められている。

注 22

なお、仮に、海外不動産を主な投資対象とするJリートを組成する場合、現地のPM会社やAM会社を通じた体制整備の必要性が相対的に高まる一方、日本側のJリート自身の資産運用会社について具体的にどの程度の体制を整える必要があるか（逆にいえばどの程度の体制で足りるか）について別途検討が必要となる可能性がある。

けるガイドラインのようなものはない^{注23}。信頼のある業者・法律事務所を探して依頼することになるが、(特に海外不動産投資経験が十分ではない場合には)信頼のおける依頼先を見つけることも難しく、さらには、その報告項目をいかに設定するか又は報告内容をいかに検証するかという問題もある。

(3) 管理方針及び管理体制

まず、管理体制として、不動産所在地国の法制度、税制、不動産市況等に係る知識、経験等を持つ人員が必要となる。投資対象国が特定の少数の国に止まる場合にはスポンサー等を通じてかかる人員を確保することもできるかもしれないが、それが広範に及ぶ場合には、かかる人員を確保するのはより難しくなる。一般の従業員にも上記知識を習得させる必要があるとして、そのための所内研修を行う体制等の整備が求められることも十分考えられる。

もともと、資産運用会社だけで海外不動産の管理運用を十分に行うことは通常困難であり、実際には日常的な物件の管理運用を行う現地のPM会社を選定するほか、さらに物件の取得・処分又は大規模修繕等の投資判断にわたる事項についても現地の専門家の協力を仰ぐ場合には現地のAM会社を選定することもあろう^{注24}。その場合、信頼のおける現地のPM会社又はAM会社をいかに選定するかが課題となる。これに関連し、運用体制報告書の記載要領では、現地PM会社の選定の有無、選定基準、管理方法等も含めて記載することが求められている。

(4) 適時開示体制

海外不動産の場合、時差や言語の差異等から、

当該不動産に影響のある情報(現地で自然災害等が発生した場合等)を資産運用会社が適時に把握するのは国内不動産よりも難しい。したがって、海外不動産についての情報収集、情報の分析判断等の体制をよりきめ細かく整備する必要があり、運用体制報告書の記載要領においてもかかる記載が求められている。実務上は現地のPM会社等から情報を取得することが想定されるものと考えられ、当該PM会社等と適切な連絡体制を構築する必要がある。

IV. 鑑定評価

2008年1月25日、国土交通省は海外投資不動産鑑定評価ガイドライン(以下「鑑定評価ガイドライン」という。)を公表し、海外不動産への投資を行う場合において、海外不動産を鑑定評価する際の不動産鑑定士による鑑定評価の標準的手法を示した。上記「Ⅲ. 3. (2) 物件調査の体制」に記載のとおり、東証は、上場リートが海外不動産投資をする際に取得する鑑定評価書が鑑定評価ガイドラインに従って作成されることを原則としている。以下、鑑定評価ガイドラインの内容と実務上の留意点について説明する。

1. 鑑定評価方式

鑑定評価ガイドラインにおいては、「現地鑑定補助方式」及び「現地鑑定検証方式」の二通りの方式が提示されている。前者は、現地鑑定人に鑑定評価を行うために必要となる基礎資料等の収集・提供その他の補助作業を依頼し、日本の不動産鑑定士がそれを受けて鑑定評価を行うものである。それに対して後者は、現地鑑定人に鑑定評価を依頼し、現地鑑定

注 23

不動産投信規則において、「国内の物件を取得する場合と同程度の調査を行うこと」が資産運用会社に求められているが(同規則24条の3第(1)号)、具体的な基準等が提示されていないわけではない。この点、不動産に関する法制度や実務慣行は国によって相応に異なるため、不動産の取引に際してデュー・ディリジェンスを通常どの程度行うか、また、どの専門家がどのような役割分担で通常調査を行うかも国により大きく異なる場合がある。したがって、「国内の物件を取得する場合と同程度の調査」が可能かについて、各国ごとに、その不動産法制や実務慣行をふまえて慎重に検討する必要があると思われる。

注 24

なお、不動産投信規則において、不動産所在地国の資産管理会社等との業務連絡の記録等の国内における保管体制の整備も求められる(同規則24条の4第(2)号)。

図表1 海外不動産鑑定士の責任分担

	現地鑑定補助方式	現地鑑定検証方式
(日本の) 不動産鑑定業者	<ul style="list-style-type: none"> ● 現地鑑定人の選任 ● 鑑定評価書全体 (品質管理) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 現地鑑定人の選任 ● 鑑定評価書全体 (品質管理)
(日本の) 不動産鑑定士	<ul style="list-style-type: none"> ● 現地基礎資料等の検証 ● 鑑定評価書全体 	<ul style="list-style-type: none"> ● 現地鑑定報告書の検証 ● 現地鑑定報告書の鑑定評価検証報告書 ● 現地鑑定報告書の日本語による翻訳文
現地鑑定人	<ul style="list-style-type: none"> ● 現地基礎資料等 	<ul style="list-style-type: none"> ● 現地鑑定報告書

人が行った鑑定評価を日本の不動産鑑定士が検証するというものである。それぞれの方式における、依頼者に対する日本の不動産鑑定業者及び不動産鑑定士ならびに現地鑑定人の責任分担は【図表1 海外不動産鑑定士の責任分担】のとおりとされている。

いずれにせよ、現地の鑑定人と日本の不動産鑑定士が連携・共同して鑑定評価を行うことが求められている^{注25}。現地鑑定検証方式による場合、日本の不動産鑑定士は、現地鑑定報告書の日本語による翻訳文を作成する必要がある。また、いずれの方式による場合でも、日本の不動産鑑定士は対象不動産の実地調査を行うことが原則として求められている。

このように、事実上、現地と日本の両鑑定人による鑑定評価が求められ、かつ、翻訳や海外への移動も必要となる等、時間もコストも国内不動産の鑑定評価に比べて大きくなることが想定される。

2. 鑑定人適格

日本の不動産鑑定士は、現地の鑑定人の作業が適切かつ合理的に行われていることを確認し、その作業成果が適正であることを検証するために、現地における不動産市場の動向、不動産に関連する法制・税制・鑑定評価基準、不動産鑑定人の資格制度等海外不動産の鑑定評価を行うために必要となる基

礎的知識について十分理解する必要がある。かかる知識を備えた日本の不動産鑑定士の確保も課題となる。

一方、現地の鑑定人は、現地において専門職業家として認定又は公認された不動産鑑定人を選任する必要があり、現地の不動産鑑定人の資格・称号の制度は、現地の全国組織により管理され、知識及び経験に応じて資格・称号が付与される制度であるとともに、不正又は不当な鑑定評価を行った不動産鑑定人に対する資格の停止、剥奪等の措置が執られる制度であることが必要とされる。しかし、このような不動産鑑定人制度は、必ずしもどの国にも整備されているわけではない。そもそもそのような国の不動産鑑定評価については、鑑定評価の依頼を受けることは一般的には困難と考えられ、依頼の拒否も検討すべきよう提言されており、かかる国の不動産に対する投資は事実上制限される可能性がある^{注26}。

3. 鑑定評価報告書の記載事項

不動産鑑定評価基準に照らして必要な記載事項とされている内容に加え、現地の不動産市場の動向等について日本の投資家が十分に把握していない場合が多いと考えられること等から、現地の不動産市場の動向に関する事項等についても記載が必要とさ

注 25

日本の不動産鑑定業者は、書面により、現地鑑定人との連携・共同作業の実施に関する契約を現地鑑定人が所属する鑑定業者と締結するものとされる。かかる契約は依頼者を含めた三者契約とすることも想定されている。国土交通省「『海外投資不動産鑑定評価ガイドライン（案）』に関するご意見の概要とそれに対する国土交通省の考え方」13番、14番。

注 26

不動産鑑定人制度が十分に整っていない国においても、同制度が十分整った他の国の資格・称号を有している者が現地の鑑定人となる場合には、鑑定評価ガイドラインに基づく不動産鑑定評価の連携・共同作業を推進することが可能であるとされている。かかる運用がどの程度広く認められるかは実務の蓄積を待つ必要がある。

れる。具体的には、①現地及びその周辺地域の不動産市場の動向を示す基礎資料等、②現地における不動産の権利関係、不動産取引に係る契約内容及び税制の相違等、③現地における不動産取引に係る慣行の相違等が挙げられている。このように、国内不動産の鑑定評価報告書に比べて記載事項が多くなることに留意が必要である。

4. 適正な鑑定評価が可能な国

鑑定評価ガイドラインにおいて、同ガイドラインに定める手続を実施するためには、対象不動産の所在国において適正な鑑定評価が行われるための制度が十分に整っていることが必要とされている。かかる要件は、①上記「2. 鑑定人適格」に記載の不動産鑑定人制度が整備されていることに加え、②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となる資料なら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とされている。そして、かかる要件を満たす国の例示として、米国、英国、オーストラリア、シンガポール、台湾、韓国、ドイツ及び香港が挙げられている。さらに、かかる8ヶ国に追加する国として検討されている、インド、インドネシア、オランダ、カナダ、タイ、中国、フランス、ベトナム及びマレーシアの鑑定評価制度の整備状況等に関する情報提供がなされている^{注27}。

V. 投資先国の要件

1. 不動産投信規則上の要件

不動産投信規則は、おおむね上記「Ⅲ. 海外不動産投資に関する開示及び必要な体制整備等」及び「Ⅳ. 鑑定評価」に記載の内容と類似する遵守事項（24条の3）及び社内体制整備（24条の4）を定めるほか、上場リートが取得する海外不動産の所在国は以下の要件を満たさなければならないとしてい

る（24条の2）。

- ①不動産等の使用、収益、処分に係る権利を適正に確保するための法制等が整備されていること。
- ②不動産等に係る権利の内容について第三者に対抗することができるための登記制度等の制度が整備されていること。
- ③不動産等に係る取引契約を適正に締結・履行するための法制等が整備されていること。
- ④取引に使用する通貨について、為替相場が適正に公表され、必要に応じて遅滞なく邦貨に転換できること。
- ⑤資金決済、送金等が適正に行える環境が備わっていること。
- ⑥裁判等の紛争処理制度が整備されていること。

現在、日系企業が進出し不動産を保有する国（特に新興国）の中には、評価次第では、必ずしもこれらの要件を満たさないと考えられる国もあるため、上記不動産投信規則が厳格に適用されると、上場リートによる海外不動産の取得は、先進国を中心とした国に事実上限定される可能性があることには留意が必要である。上場リートによる海外不動産投資に対し過度な委縮効果が生じないよう、Q&A等で上記要件を満たす国が例示されることが期待される。

2. 投資先国の要件のまとめ

上記の不動産投信規則上の要件に加え、海外不動産の鑑定評価の観点から、上記「Ⅳ. 4. 適正な鑑定評価が可能な国」に記載の要件を満たす国である必要がある。さらに、現地SPCを通じて海外不動産を取得する場合には、上記「Ⅱ. 1. 投信法の改正」に記載の要件を満たす国である必要もある。適正な鑑定評価が可能な国及び現地SPCを通じた海外不動産取得が可能な国については、上記のとおり、該当する具体的な国が監督当局から例示されており、上場リートが海外不動産を取得するときは、まずはかかる例示国の不動産の取得を検討することにな

注 27

「海外の鑑定評価制度の整備状況等に係る情報提供について」第31回国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会資料3、参考資料2。

るものと思われる。

VI. 終わりに

Jリートによる海外不動産投資は実例としてはまだほとんど見られないが、潜在的なニーズは確実に存在する。Jリートの関係者はもちろんのこと、日本の不

動産マーケット・金融マーケットの各プレイヤーの関心も高く、フィージビリティ・スタディーのレベルでの検討・調査を開始するプレイヤーも現れ始めており、今後実例が出てくることが期待される。本稿が、そのようなプレイヤーにとって、より具体的な検討を進める一助になれば幸いである。

はなわ すすむ

2003年東京大学法学部卒業、2004年森・濱田松本法律事務所入所。2012年シンガポール国立大学及びニューヨーク大学卒業 (Dual Degree LL.M.)。2012年ベトナム LCT Lawyers 法律事務所、2013年インドネシア SSEK 法律事務所にて執務、同年帰国。駐在経験のあるインドネシア、ベトナムを中心に、日系企業による東南アジア諸国への進出やクロスボーダー取引を多く手掛ける。また、不動産の証券化や REIT 業務などの不動産ファンド、不動産ファイナンス分野にも造詣が深く、近時は、インドネシア、マレーシア等の東南アジア諸国の不動産投資案件に積極的に取り組んでいる。

さえき まさひと

2004年東京大学法学部卒業、2005年弁護士登録と同時に森・濱田松本法律事務所に入所、2011年コロンビア・ロースクール卒業 (LL.M.)、同年シンガポール Allen & Gledhill 法律事務所 (研修)、2012年ニューヨーク州弁護士登録。不動産その他の資産の流動化・証券化業務及び REIT 業務を中心にファイナンス分野を幅広く手掛ける。日本企業による海外投資案件及び外国資本による日本投資案件を含むクロスボーダー取引についても積極的に取り組む。近時は、シンガポール REIT / ビジネス・トラストや、インフラファンド等の新しい市場における案件にも関与する。