

第2章第2節 Jリートによる海外不動産投資

2. 2. 1. Jリートによる海外不動産投資の必要性和解禁に向けた動き

「Jリートによる海外不動産投資」に関するワーキンググループでは、Jリートによる海外不動産投資の解禁に向けて、Jリートが海外不動産投資を行うに当たっての投資家等への情報開示のあり方、投資に当たって想定されるスキームとそれぞれのスキームにおける課題等を議論・検討するために設置された。

本節では、上記ワーキンググループにおける議論を通じた、とりまとめ内容について述べる。

(1) Jリートによる海外不動産投資の必要性

1960年に米国で始まったリート制度は既に世界各国に普及し、2008年3月末現在、21カ国で既にリート制度が導入されている。日本について、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Jリート制度がスタートし、2001年9月に初の上場銘柄が登場した。Jリート市場は、その後順調に成長し、2008年3月末現在、運用資産総額（取得価格ベース）が約7.2兆円にまで達した。しかしながら、Jリートは、他国の大多数のリートとは異なり、東証の上場規程によって、海外の不動産に投資することが事実上できない制度であった（2008年3月末時点で海外に投資できないリート制度は、日本、韓国、タイ、ブルガリアの4カ国のみであった。）。

不動産市場がグローバル化し、他国のリート制度を活用した不動産のクロスボーダー取引が活発化している。日本においては、既に日本の不動産のみを投資対象とする他国のREITが登場しているし、また、海外不動産から得られるキャッシュフロー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が大きく拡大している。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。また、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の国際競争力強化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、そのような方向に沿ったものであると言える。

(2) 解禁に向けた動き

Jリートの海外不動産投資は、東証の規程によって制限されていたわけであるが、日本

における海外不動産の鑑定評価の方法が定まっておらず、投資家への情報開示のあり方など J リートによる取得に際して投資家の適切な投資判断を確保するための状況が整っていないことがその一因であった。その一方、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、J リートの海外投資について、早期に実現すべきである旨の提言がなされた。

このような状況下、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手続を経て、本年1月25日、「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」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。

以下では、こうした流れを受けて、本WGで検討した J リートによる海外不動産投資における情報開示のあり方及び想定されるスキームと引き続き検討が必要な課題について述べる。

2. 2. 2. J リートによる海外不動産投資における情報開示

本WGにおいては、J リートによる海外不動産投資の解禁に向けて、海外不動産投資に当たっての情報開示の基本的なあり方を検討した。以下は、その検討内容である。

(1) 基本的な考え方

情報開示に関する規定は①金商法（有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、開示書類の虚偽記載等）、②投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）（資産運用報告、投信協会規則等）、③東証の上場規程（有価証券上場規程第5編第3章、決算短信、運用体制報告書、有価証券報告書又は運用報告に係る確認書、適時開示規制）によ

って定められている。国内不動産について求められている記載は、海外不動産についても求められていると考えられるため、これに加え、海外不動産特有の事項（国内不動産との相違等）について記載すべき事項を検討する必要がある。

また、金商法 17 条～21 条の 2 においては、虚偽記載、記載の欠如が損害賠償規定として定められており、また、虚偽の記載については、行政罰として課徴金が課される。これを踏まれば、海外不動産投資においても同様の対応が求められるが、虚偽記載について対策を講じることは可能であっても、記載の欠如については、何を記載すべきかが明らかでない限り、十分な対策を講じることは容易ではない。海外不動産投資を行う場合にあっては、開示すべき内容が何であるかについて十分認識することが必要である。

なお、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、香港においては開示すべき項目が示されている例がある（参考資料 3 参照）。J リートでは、基本的には、上記のような開示規制が行われており、海外不動産の開示についても、当該規制を踏まえて、実務上の運用の中で個別に検討がなされるべきと思料される。また、(社)投資信託協会（以下「投信協会」という。）の「不動産投資信託等の運用報告書等に関する部会決議」における金額などの通貨表示や面積の記載方法等は、一部読み替えるような対応が必要となろう。

（２）J リートの運用不動産に係るディスクロージャー制度

J リートの運用不動産に係るディスクロージャー制度は以下の通りである。なお、関連条文等については、参考資料 1 を参照されたい。

（Ⅰ）金商法

- （ⅰ）有価証券届出書（金商法 4 条、5 条 5 項、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令（以下「特定有価証券府令」という。） 10 条）

J リートの場合：4 号の 3 様式（フル・ディスクロージャーの場合）

運用方針、運用体制、投資リスク、投資状況等についてのディスクロージャー

- （ⅱ）目論見書（金商法 13 条、特定有価証券府令 15 条）

=有価証券届出書と同じ内容

- （ⅲ）有価証券報告書（金商法 24 条 5 項、特定有価証券府令 22 条）

J リートの場合、7 号の 3 様式

ファンドの状況等については、基本的に有価証券届出書に準ずる。

- （ⅳ）開示書類の虚偽記載等

金商法 17 条～21 条の 2

「重要な事項について虚偽の記載があり、若しくは記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けている場合」に

おける届出者等の賠償責任規定
金商法 172 条、172 条の 2、197 条 1 項 1 号

「重要な事項につき虚偽の記載がある」発行開示書類又は有価証券報告書等を提出した場合、課徴金及び罰則の対象

(II) 投信法

(i) 資産運用報告（投信法129条、投資法人の計算に関する規則71条乃至75条）

資産運用報告に記載し、又は記載すべき重要な事実についての虚偽の記載又は記録があった場合の執行役員及び監督役員の第三者に対する損害賠償責任義務（投信法115条の7）

(ii) 投信協会規則等

資産運用報告に表示すべき事項等につき投信協会の規則、「不動産投資信託等の運用報告書等に関する部会決議」別表 5 等に定めがある。

(III) 東証の上場規程等

・資産の取得又は譲渡の決定時における適時開示

資産の取得に関するお知らせ、資産の譲渡に関するお知らせについて開示様式が定められている。

・決算短信

投資リスクの記載は任意。但し、最近の有価証券報告書における記載から投資者に速やかに伝達すべき新たなリスクが顕在化している場合は開示することとされている。また、参考情報とされる運用資産等の価格に関する情報については、有価証券報告書と同等の内容を記載すべきこととされている。

・運用体制報告書（有価証券上場規程 1204 条 2 項、1213 条 6 項）

記載要領

・有価証券報告書又は運用報告に係る確認書（有価証券上場規程 1215 条）

以上の法令等によって、海外不動産投資についても、国内不動産投資と同様に、以下のような項目が当然に開示される。

<国内の場合と同様に開示される項目の例>

a. 当該物件を譲渡又は取得する理由

b. 資産の内容（不動産の場合は、デューデリジェンス状況、賃料収入等の個別不動産の情報）、譲渡方法又は投資に関するストラクチャーの概要

c. 相手会社の概要（商号、本店所在地、代表者、資本金、大株主、事業の内容、投資法人又は資産運用会社との関係（資本的關係、人的關係、取引關係）等）

d. 決済方法

e.譲渡又は取得の日程

f.今後の見通し（譲渡又は取得後 2 営業期間程度の業績見通しを含む。）

（３）海外不動産投資に関して、投資家の投資判断に資する情報

Jリートによる海外不動産投資に関して、投資家の投資判断の要素として考えられる特有の事由として、以下の事由が考えられる。

- ・海外不動産の権利関係
- ・海外不動産への投資に関する仕組みや契約の概要
- ・海外不動産の所在地国における不動産市場の動向に関する情報（統計資料等）
- ・海外不動産に係る鑑定評価の概要（日本における鑑定評価制度との相異）
- ・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
- ・海外不動産投資に係る会計・税務上の取扱い
- ・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

（４）海外不動産投資に関するディスクロージャー制度の検討

（３）を踏まえ、以下において、海外不動産投資に関する現行のディスクロージャー制度（以下「現行制度」という。）について検討する。

現行制度においては、有価証券届出書、目論見書及び有価証券報告書について、不動産に係る物件の名称、所在地、用途、面積、構造、所有・それ以外の別、価格、担保の内容、不動産の状況、不動産の状況に関する第三者による調査結果の概要及び調査者の氏名又は名称並びに投資比率といった不動産等に係る基本的な情報の記載が求められており（有価証券届出書 4 号の 3 様式の記載上の注意（32）（34））、これらは海外不動産についても当然に開示が求められるものと考えられる。また、資産運用報告及び適時開示についても、基本的に同様であると考えられる。

（Ⅰ）海外不動産の権利関係

現行制度においては、海外不動産に係る権利内容について開示を求めることが前提とされる。投信協会の規則（不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則）においては、外国の法令に基づく不動産等の評価に関する規定がある。

第3条

2 この規則において「不動産等」とは、次に掲げる資産をいう。

- (1) 不動産
- (2) 不動産の賃借権
- (3) 地上権
- (4) 外国の法令に基づく前3号に掲げる資産

第5条 不動産投信等が保有する不動産、土地の賃借権及び地上権の公正な価額を算定する場合に使用する評価方法は、次に掲げる方法の中からそれぞれの資産毎に適当と考えられる評価方法を約款又は規約において定め、当該評価方法により評価するものとする。ただし、私募（金商法第2条第3項に規定する私募をいう。以下同じ。）の不動産投信等については、この限りでない。

- (1) 不動産鑑定士による鑑定評価に基づいた評価額
- (2) 近傍の類似物件の取引実例に基づいた評価額
- (3) 当該物件を、当該時において再調達した場合に要すると想定される額に基づき減額修正した額（建物を評価する場合に限る。）
- (4) 収益還元法（DCF法又は直接還元法）により計算した価額
- (5) 前各号に掲げる評価方法を組み合わせた方法

第6条 不動産投信等が保有する次に掲げる資産は、当該各号に定める価額により評価するものとする。

- (1) 第3条第2項第4号に規定する外国の資産 第5条第1項に規定する評価方法の中から運用会社が適当と認めた評価方法により算出した価額（当該資産が外貨建ての場合は、邦貨換算した価額とする。）

外国の法令に基づく不動産等に係る権利の内容については、日本の法制に基づくものとは大きく異なる場合があり、かかる権利内容の相違が投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性がある。従って、かかる相違の開示がなされることが望ましい。

もっとも、ポートフォリオに占める海外不動産の割合が低い場合等、常に各国の不動産法制についての詳細な開示を求める必要があるかについては、検討を要するところである。

(II) 海外不動産への投資に関する仕組みや契約の概要

海外不動産に直接投資をする場合ではなく、LPS等を用いて間接的に投資を行う場合（2.2.3.を参照）、当該LPSその他の仕組みにおける権利の内容は、投資家の投資判断にとって重要な情報であるといえる。

現行制度においても、有価証券届出書4号の3様式の記載上の注意(35)は、「投資資

産が不動産に係る権利である場合には、当該権利の内容（種類、存続期間等）及び当該権利の目的物の内容を記載すること」としており、上記権利内容についても、開示が求められるものと解される。

もっとも、これらの要請は、海外不動産に限定されるべきものではなく、日本において、現物不動産又は信託受益権等一般的な仕組み以外の仕組みで投資を行う場合においても開示することが妥当であると考えられ、現行制度の運用で対応できると思われる。

(Ⅲ) 海外不動産の所在地国における不動産市場の動向に関する情報（統計資料等）

この情報も投資家にとって重要性は認められるが、いかなる情報を開示すべきかにつき、容易に判断がつかず、また、開示された情報の客観性・信頼性が担保されなければ、意味がないだけでなく却って誤解を生じさせかねないという課題があるが、一定の統計（過去一定期間における当該国又は合理的に関連する地域における同種不動産の取引価格等の推移）と当該統計の出所の開示を行うことにより、投資家への適切な情報提供が実現できるものとする。但し、海外不動産についてのみ、特別にこれらの情報開示が要請されるべきものであるかについては、検討を要するところである。

(Ⅳ) 海外不動産に係る鑑定評価の概要等（日本における鑑定評価制度との相異）

当該不動産の価格評価は、投資家の投資判断に極めて重要であるといえる。価格の評価方法等については、有価証券届出書及び有価証券報告書の様式上、記載が求められているところである。海外における評価手法が日本において一般的な鑑定評価等の評価手法と異なる場合や、海外不動産における鑑定評価について、日本の不動産に係る鑑定評価とは異なる評価手法を認める場合には、その相違についても投資家に対して開示することにより、海外不動産の鑑定評価について十分な情報提供が可能であるとする。

(Ⅴ) 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

現行制度上も、投資法人の運用方針や運用体制、リスク管理体制等についての開示は求められていることから、その運用として海外不動産に対する投資を行う場合の運用方針や運用体制等の開示は求められていると考えられ、現行制度の運用によって対応できる。

なお、平成20年5月9日の上場規程改正の際の東証の説明資料においても、海外不動産への投資を行うJ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されている。

(VI) 海外不動産投資に係る会計・税務上の取扱い

税務上の取扱いに関しては、重要なものについては、有価証券届出書や有価証券報告書の課税上の取扱いにおいて記載することが求められていると考えられる。

会計上の取扱いについても、それが重要なものである場合には、現行制度の枠内で、財務諸表の注記や投資リスク、物件情報の記載などにおいて開示を行うことが想定される。

(VII) 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

これらについては、有価証券届出書や有価証券報告書の「投資リスク」において開示されるべきである。

なお、上記(VI)と同様、海外不動産に係る投資に関する適時開示に関し、海外不動産に対する投資については、当該海外不動産の所在地国に特有の投資リスクがあれば、そのリスクを記載することが想定される。

2. 2. 3. Jリートの海外投資で想定されるスキーム

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（L P S形式での投資）、③間接投資（米国リートなどの法人への投資）に大別される。それぞれのスキームの概要と本WGで議論された今後の主な課題を以下に示す。

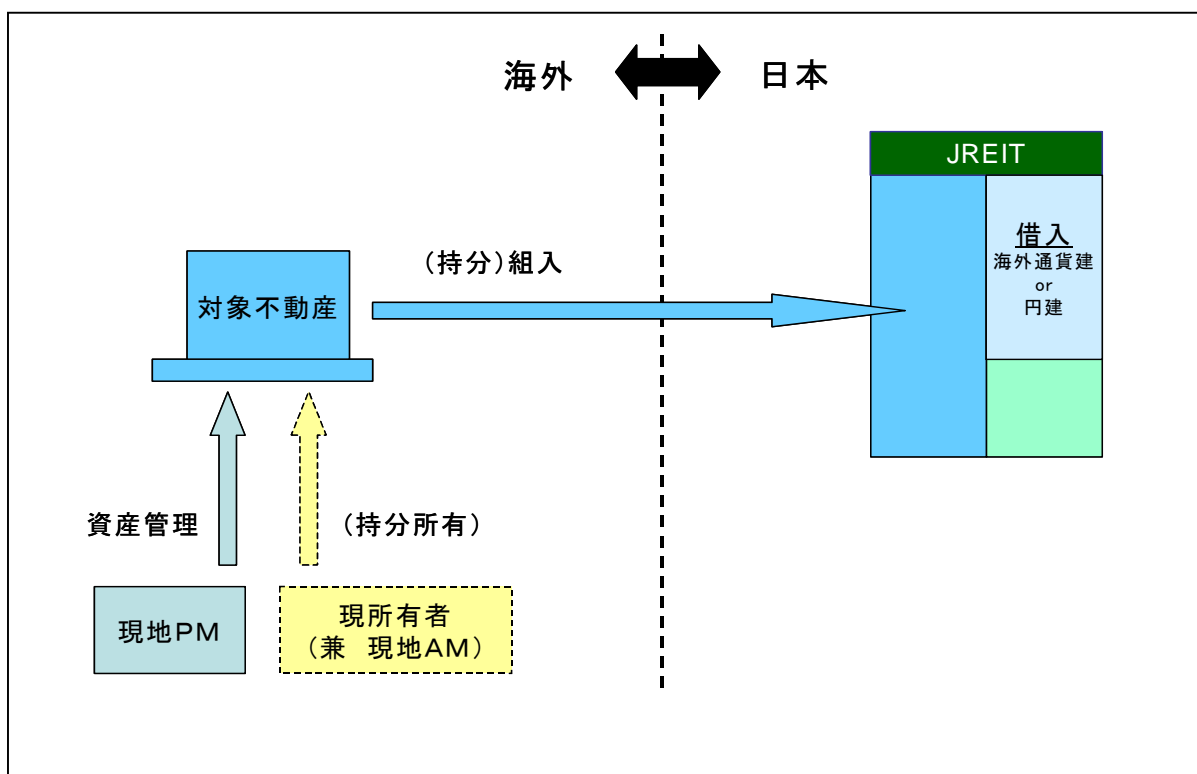
なお、Jリートによる海外不動産投資における税の取扱い等に関する以下の記載内容については、想定される原則的な取り扱いを記述したものであり、実際の業務運営に当たっては、個別の事案に応じて関係当局や専門家への確認が必要なことに注意されたい。

(1) 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(図表2-2-1)。

(図表 2-2-1) Jリートの海外不動産投資：直接投資のスキーム図



②税務上の取扱い

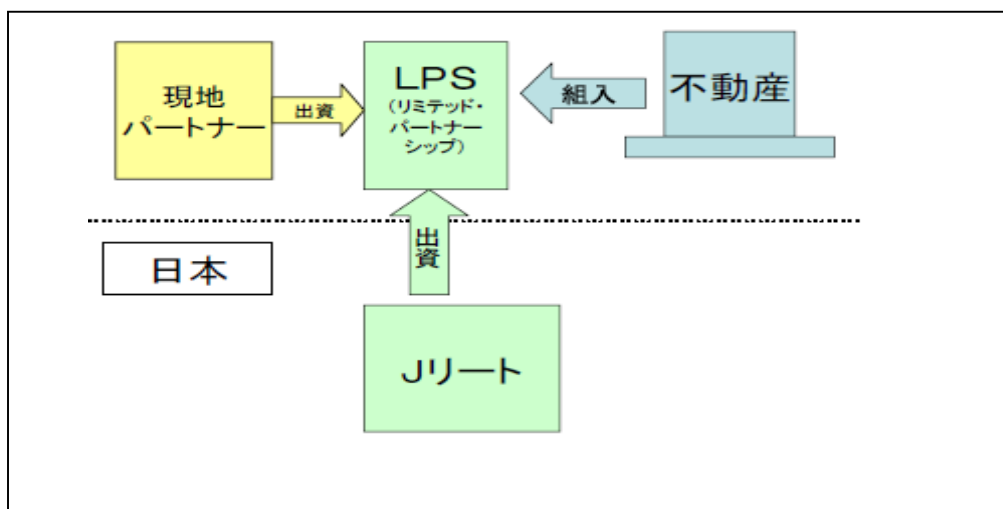
- ・Jリートは、海外不動産の賃貸事業収入・譲渡益等に対し、一般的に現地国で外国法人税が課税される。
- ・Jリートが現地国で納付した外国法人税の額は、Jリートの投資家への配当等に対して日本で課税される源泉所得税の額を限度として当該所得税の額から控除することが出来る。

(2) 間接投資 (その1) (LPS 形式での投資)

①スキームの概要

間接投資 (その1) (LPS 形式での投資) 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) を取得するスキームを指す (図表 2-2-2)。事業体は、現地での物件調達等も踏まえ、現地パートナーとJリートが出資する事業体となることが想定される。LPS を通じて保有するため、Jリートの責任が限定される。

(図表 2-2-2) Jリートの海外不動産投資：間接投資（LPS 等投資）のスキーム図



(参考1) リミテッド・パートナーシップとは？

リミテッド・パートナーシップ（以下「LPS」という。）とは、一般的に、無限責任を保持し、業務執行権を有する一人以上のジェネラル・パートナー（以下「GP」という。）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（以下「LP」という。）から成る共同事業体である。海外における税務上、一般的に、事業体である LPS 自体に対する課税はなく、その代わりに、その事業体の構成員である GP 及び LP に対して課税（パススルー課税）される。

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には、LP として不動産投資を行うことが想定される。そうすることによって、一般的に、海外における税務上 LPS の段階では課税されず、投資法人は外国（英国・米国）において不動産投資に係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、二重課税を避けることができる。すなわち、海外における税務上、Jリートが直接不動産投資を行っていると同様に取り扱われるということになる。一方、直接保有とは異なり、法律上は有限責任を担保できることとなる。

(参考2) 投信法上の整理・税務上の整理

- ・投信法上、投資法人は他の同一法人の発行する株式を 50%超取得してはならない旨定められている（法第 194 条、法律施行規則第 221 条）が、外国 LPS の出資は、持分取得である（株式取得ではない）ため、この 50% 超株式取得制限規定において禁止される取得ではないとの解釈が金融庁から示されている。
- ・一方、税務上においては、租税特別措置法において、投資法人の導管性要件として「他の法人の発行済株式又は出資の総数又は総額の 50%以上の出資」をしてはならない旨が定められているが（法 67 条の 15 第 2 項へ）、外国 LPS が同条の「他の法人」に該当するか否かは、明確になっていない。

②税務上の取扱い

- ・LPS は、導管体として機能するので、一般的に現地国で外国法人税を課税されない。
- ・LPS の構成員である Jリートは、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リー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。

(今後の課題)

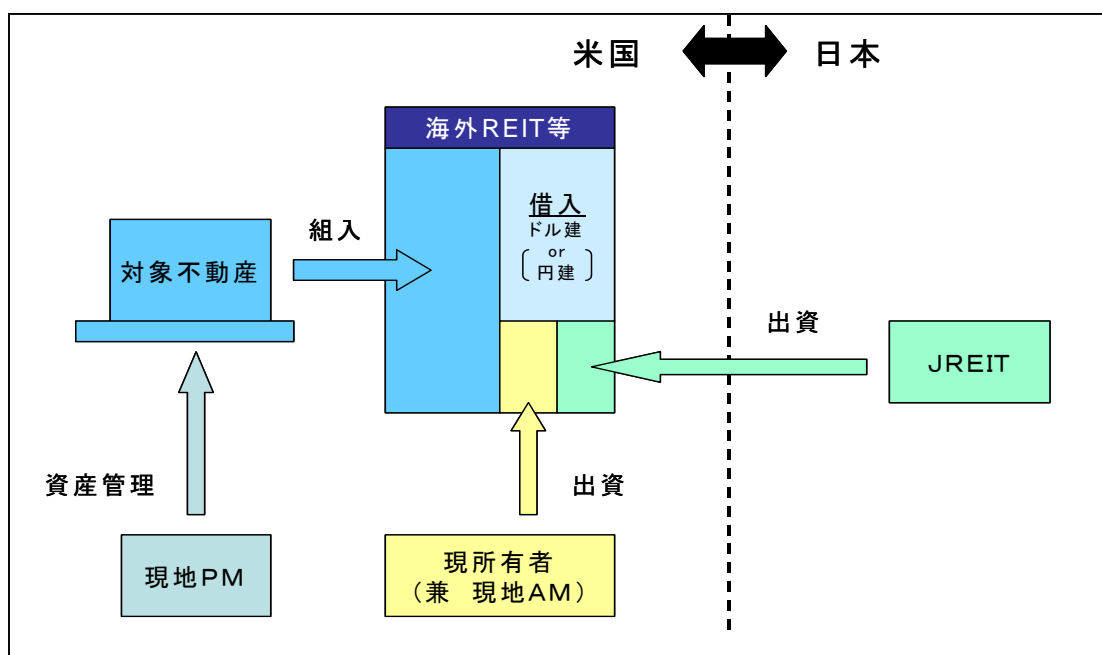
海外不動産投資の進捗を踏まえ、50%以上の出資持分の取得に向けた制度改正の必要性についても引き続き検討が必要である。

(3) 間接投資 (その2) (米国リートなどの法人への投資)

①スキームの概要

間接投資 (米国リートなどの法人への投資) 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スキームを指す (図表2-2-3)。法人を通じて保有するため、Jリーートの責任が限定される。

図表2-2-3 Jリーートの海外不動産投資：間接投資 (法人投資) のスキーム図



なお、税法上の導管性の要件及び投信法において、投資法人は他の同一法人の発行する株式を50%以上取得してはならない旨定められている ((2) ①の (参考2) を参照) ため、Jリーートの法人株式の持分の取得は、50%未満に限られる。

②税務上の取扱い

- ・現地国の法人に対し、現地国で外国法人税が課税される。ただし、現地国の法人が米国 REIT 等であって一定の要件を満たす場合、現地国において法人税が課税されない。
- ・当該外国法人に投資する J リートは、配当を受け取る。当該配当に対して、一般的に、現地国において源泉税が課される。
- ・J リートが現地国で納付した源泉税の額は、J リ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。

(今後の課題)

海外不動産投資の進捗を踏まえ、50%以上の株式持分の取得に向けた制度改革の必要性についても引き続き検討が必要である。

2. 2. 4. その他の課題

更に、海外不動産投資がより円滑に行われるために、以下の制度改革等の必要性についても引き続き検討が必要である。

- ・導管性要件において投資法人の借入れ先は「機関投資家」に限定する制約（租税特別措置法施行令第 39 条の 32 の 2）の緩和（例えば、外国不動産を購入する際には、英国あるいは米国において銀行業を営む者からの借入れも「機関投資家」からの借入れと取扱う等、外国の銀行からの借入れも行うことができるような改正）

以上

- 参考資料 1 現行ディスクロージャー制度関連条文
- 参考資料 2 各国の開示制度（発行開示法規）
- 参考資料 3 海外における不動産投資に関する開示規則・指針
- 参考資料 4 海外不動産投資目論見書事例分析

(1) 金商法

有価証券届出書（金商法 4 条、5 条 5 項、特定有価証券府令 10 条）

J リートの場合：4 号の 3 様式（フル・ディスクロージャーの場合）

第二部 ファンド情報 第 1 ファンドの状況 3 投資リスク

（記載上の注意）（25）投資リスク

「a 投資に関するリスクの特性について、具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。

また、投資リスクに関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある事項を一括して分かりやすく記載すること。

b 投資リスクに対する管理体制について、具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。」

第二部 ファンド情報 第 1 ファンドの状況 5 運用状況 (1) 投資状況

（記載上の注意）（32）投資状況

「a 有価証券届出書提出日の直近日現在の状況について記載すること。

b 投資資産についてはその種別（有価証券にあっては有価証券の種類、不動産にあっては用途等、有価証券及び不動産以外の資産（以下この様式において「その他の資産」という。）にあっては具体的な内容等による区分）及び地域別（有価証券にあっては発行地又は上場金融商品取引所等の地域別（国別又はこれに準ずる地域区分をいう。）、不動産にあっては物件の所在地の地域別、その他の資産にあっては当該資産について取引される取引所等、当該資産の取引の相手方の所在地若しくはこれに準ずる方法により区分した地域別）ごとに、価格（有価証券にあっては時価、不動産にあっては規約に規定された評価方法若しくは基準により評価された価格又は鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格その他これらに準じて公正と認められる価格（併せて評価方法等について記載すること。））、その他の資産にあっては時価又は評価額（併せて評価方法等について記載すること。））及び投資比率（投資法人の資産総額に対する当該資産の価格の比率をいう。以下この様式において同じ。）を記載すること。

c 負債総額及び資産総額に対する負債総額の比率並びに純資産総額及び資産総額に対する純資産総額の比率を記載すること。」

同 (2) 投資資産 ② 投資不動産物件

(記載上の注意) (34) 投資不動産物件

- 「a 有価証券届出書提出日の最近日現在の状況について記載すること。
- b 投資不動産について、所在地による地域別、用途別、賃貸用・それ以外の別等に区分し、物件ごとに物件の名称、所在地、用途、面積、構造、所有・それ以外の別、価格（規約に規定された評価方法若しくは基準により評価された価格又は鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格その他これらに準じて公正と認められる価格（併せて評価方法等について記載すること。）、担保の内容、不動産の状況（不動産の構造、現況その他の投資不動産の価格に重要な影響を及ぼす事項）、不動産の状況に関する第三者による調査結果の概要（行っていない場合にはその旨）及び調査者の氏名又は名称並びに投資比率を記載すること。また、当該不動産に関して賃貸借契約を締結した相手方（以下この様式において「テナント」という。）がある場合には、テナントの総数、総賃料収入の合計、総賃貸面積の合計、総賃貸可能面積の合計及び最近5年の稼働率（各年同一日における稼働率。以下この様式において同じ。）の推移並びに主要な不動産の物件（一体として使用されていると認められる土地に係る建物・施設であり、その総賃料収入が総賃料収入の合計の10%以上を占めるもの）ごとのテナントの総数、総賃料収入、総賃貸面積、総賃貸可能面積及び最近5年の稼働率の推移並びに主要なテナント（当該テナントへの賃貸面積が総賃貸面積の合計の10%以上を占めるもの）の概要（テナントの名称・業種、年間賃料、賃貸面積、契約満了日、契約更改の方法、敷金・保証金等賃貸借契約に関して特記すべき事項等）について記載すること。なお、年間賃料等につき、やむを得ない事情により開示できない場合には、その旨を記載すること。」

同 (2) 投資資産 ③ その他投資資産の主要なもの

(記載上の注意) (35) その他投資資産の主要なもの

- 「a 有価証券届出書提出日の最近日現在の状況について記載すること。
- b 投資資産のうちその他の資産について、当該資産の種類ごとに記載すること。
- c 当該資産について取引所で取引されるものについては当該取引所、権利の相手方があるものについては当該権利の相手方の住所又は所在地の区分による地域別に区分し、当該資産ごとに資産の名称、数量、価格（簿価及び時価又は評価額（併せて評価方法等について記載すること。））及び投資比率を記載すること。
- d 投資資産が有価証券又は不動産に係る権利である場合には、当該権利の内

容（種類、存続期間等）及び当該権利の目的物の内容（（33）c又は（34）bに掲げる事項）を記載すること。

- e 投資資産がdに掲げる権利以外の権利である場合には、dに準じて記載すること。」

目論見書（金商法13条、特定有価証券府令15条）

＝有価証券届出書と同じ内容

有価証券報告書（金商法24条5項、特定有価証券府令22条）

Jリートの場合：7号の3様式

（記載上の注意）(1)一般的事項

「f 有価証券報告書の記載に当たっては、以下に掲げるものを除き、第4号の3様式「記載上の注意」に準ずるものとする。」

運用不動産については、特別な記載上の注意はない。

上記開示書類の虚偽記載等

金商法17条

「第4条第1項本文若しくは第2項本文の規定の適用を受ける有価証券又は既に開示された有価証券の募集又は売出しについて、重要な事項について虚偽の記載があり、若しくは記載すべき重要な事実若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けている第13条第1項の目論見書（中略）を使用して有価証券を取得させた者は、記載が虚偽であり、若しくは欠けていること（中略）を知らないで当該有価証券を取得した者が受けた損害を賠償する責めに任ずる。（後略）」

金商法18条 第1項

「有価証券届出書のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けているときは、当該有価証券届出書の届出者は、当該有価証券を当該募集又は売出しに応じて取得した者に対し、損害賠償の責めに任ずる。（後略）」

同条 第2項

「前項の規定は、第13条第1項の目論見書のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合について準用する。この場合において、前項中「有価証券届出書の届出者」とあるのは「目論見書を作成した発行者」と、「募集又は売出しに応じて」とあるのは「募集又は売出しに応じ当該目論見書の交付を受けて」と読み替えるものとする。」

- ・金商法 19 条以下に、虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任の推定規定、提出会社の役員等の賠償責任規定あり。

金商法 21 条の 2 第 1 項

「第 25 条第 1 項各号（中略）に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）のうち、重要な事実について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該書類の提出者は、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（中略）の提出者（中略）が発行者である有価証券を募集又は売出しによらないで取得した者に対し、第 19 条第 1 項の規定の例により算出した額を超えない限度において、記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）により生じた損害を賠償する責めに任ずる。」

- ・その他

「重要な事項につき虚偽の記載がある」発行開示書類又は有価証券報告書等を提出した場合、課徴金及び罰則の対象となる（金商法 172 条、172 条の 2、197 条 1 項 1 号）。

(2) 投信法

資産運用報告（投信法129条、投資法人の計算に関する規則71条乃至75条）

投資法人の計算に関する規則73条：投資法人の現況に関する事項

「前条第 1 号に規定する「投資法人の現況に関する事項」とは、次に掲げる事項その他当該投資法人の現況に関する重要な事項とする。

- 1 当該投資法人の営業期間中における資産の運用の経過
- 2 直前三営業期間（当該営業期間の末日において三営業期間が終了していない投資法人にあつては、成立後の各営業期間）の営業成績及び財産の状況の推移（中略）
- 7 不動産、不動産の賃借権又は地上権ごとに、次に掲げる事項
 - イ 当該不動産の所在、地番その他当該不動産を特定するために必要な事項
 - ロ 物件ごとに、当期末現在における価格（鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格その他これらに準じて公正と認められる価格をいう。）
 - ハ 当該不動産に関して賃貸契約を締結した相手方（以下このハにおいて「テナント」という。）がある場合には、物件ごとに、当期末現在における稼働率及びテナントの総数並びに当該投資法人の営業期間中における全賃料収入（当該全賃料収入について、やむを得ない事情により表示できない場合には、その旨）
 - ニ 当該投資法人の営業期間中における売買総額（中略）

- 11 特定資産（法第 2 条第 1 項に規定する特定資産をいう。以下同じ。）以外の資産につき、種類ごとに、当期末現在における当該資産の主な内容
 - 12 当期末現在における令第 3 条第 1 号若しくは第 3 号から第 8 号までに掲げる特定資産又はその他の資産のそれぞれの総額の資産総額に対する比率（同条第 1 号の有価証券にあつては、株式、公社債又は新株予約権証券のそれぞれの総額の資産総額に対する比率）
 - 13 法第 201 条の規定により、特定資産の価格等の調査が行われた場合には、当該調査を行った者の氏名又は名称並びに当該調査の結果及び方法の概要
（中略）
 - 18 当該投資法人が対処すべき課題
 - 19 決算後に生じた投資法人の状況に関する重要な事実
 - 20 その他当該営業期間中における投資法人の運用状況を明らかにするために必要な事項」
- ・資産運用報告に記載し、又は記載すべき重要な事実についての虚偽の記載又は記録があつた場合の執行役員及び監督役員の第三者に対する損害賠償責任義務（投信法 115 条の 7）

投信協会規則等

「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」

第 5 条：保有不動産の評価

第 6 条：不動産等の評価

第 1 項

- (1) 第 3 条第 2 項第 4 号に規定する外国の資産（外国の法令に基づく不動産、不動産の賃借権、地上権）

第 5 条第 1 項に規定する評価方法の中から運用会社が適当と認めた評価方法により算出した価額（当該資産が外貨建ての場合は、邦貨換算した価額とする。）

（中略）

- (6) 第 3 条第 2 項第 9 号に規定する資産（外国の法令に準拠して組成された信託受益権、匿名組合出資持分等と同様の性質を有する資産）

前 4 号に規定する価額（当該資産が外貨建ての場合は、邦貨換算した価額とする。）

第 2 項

前項第 2 号から第 6 号に規定する資産を評価する場合において、当該資産の受託会社又は営業者から当該資産に係る価額の提示が得られない等やむを得ない事由が生じた場合には、運用会社は、細則（*1）で定める評価方法により当該資産

を評価できるものとする。

※1「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則に関する細則」

第2条

投資信託委託業者が当該資産を組成する資産毎に、それぞれの資産の種類に応じて規則第5条、第7条第1項及び第8条の規定に基づき評価した価額を合計した額に基づき評価する方法

「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」

第2章 投資信託（中略）の運用報告書の表示事項等

第3条

- (16) 投資信託財産の構成 当期末における組入れ資産について、細則（※2）で定める資産の種類毎に区分して、それぞれの資産の評価額及び投資信託財産総額に対する比率を表示するものとする。

※2「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則に関する細則」

第7条：（前略）(9)信託受益権、(10)匿名組合出資持分、(11)金銭信託受益権、（中略）(13)コール・ローン等、その他

- (17) 特定資産の価格等の調査 特定資産の価格等の調査を行った場合には、当該調査を行った者の氏名又は名称並びに当該調査の結果及び方法の概要を表示するものとする。

第7章 不動産投資法人の資産運用報告の表示事項等

第26条

- (12) 不動産投資法人の財産の構成 当期末における資産の種類毎の額の資産総額に対する比率を表示するものとする。この場合、各資産の実質的な不動産の組入比率及び不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則第3条第2項第5号から第8号に掲げる資産の当期末における主な運用対象を、資産の種類毎に注記するものとする。

- (13) 主要な保有資産 当期末に保有している資産のうち期末の帳簿価額の上位10位以上の個別資産について、それぞれの個別資産の全賃貸可能面積及び全賃貸収入等に占める比率等を表示するものとする。

- (14) 組入資産明細 当期末における組入資産の明細を資産の種類毎に区分して表示するものとする。ただし、この表示に代えて、（中略）不動産等については不動産等明細表（投資法人計算書類規則第80条第1項第5号に規定する不動産等明細表をいう。）を添付することができるものとする。

（中略）

- (30) 不動産等の評価方法の変更 当期末又は当期中に不動産、不動産の賃借権又は

地上権の評価方法を変更した場合は、評価方法の変更日、変更前の評価方法、変更前の評価方法による評価額、変更後の評価方法、変更後の評価方法による評価額、変更理由及びその他特記事項を表示するものとする。

「不動産投資信託等の運用報告書等に関する部会決議」

別表5：不動産投資法人の資産運用報告の様式及び表示例について規定。

(3) 東証の上場規程等

「有価証券上場規程」

第5編第3章 不動産投資信託証券

第1213条 上場不動産投資信託証券に関する情報の開示

第3項(1)号 a. 資産運用会社等が資産の譲渡又は取得を決定した場合

軽微基準（価格が5,000万円未満である場合）（有価証券上場規程施行規則1229条1項）

- ・ 適時開示ガイドブックにおいて定められる開示様式
 - ・ 資産の取得に関するお知らせ
 - ・ 資産の譲渡に関するお知らせ

- ・ 決算短信
 - 決算短信作成要領
 - 投資リスクの記載は任意、但し、最近の有報における記載から投資者に速やかに伝達すべき新たなリスクが顕在化している場合は開示することとされている。
 - また、参考情報とされる、運用資産等の価格に関する情報については、有報と同等の内容を記載すべきこととされている。

- ・ 運用体制報告書（有価証券上場規程1204条2項、1213条6項）
 - 「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」及びその記載要領（上場投資法人用）

- ・ 有価証券報告書又は運用報告に係る確認書（有価証券上場規程1215条）
 - 当該発行者の代表者がその提出時点において、不実の記載がないと認識している旨及びその理由

以上

1 米国

米国では証券取引委員会の監督下、1933年証券法（The Securities Act of 1933）により登録届出書（Registration Statement）の提出が義務付けられている。REITに適用される発行開示規定として規則 S-K（Regulation S-K）、規則 S-X（Regulation S-X）、Industry Guide 5がある。

規則 S-K および規則 S-X は、REIT だけでなく一般の上場企業にも適用され、前者は非財務情報、後者は財務関連情報を規定している。Industry Guide 5 は、リミテッド・パートナーシップおよびREITに適用され、REITに特有な開示項目を規定している。さらに、REITの発行開示については、様式として Form S-11 が定められている。

以上の一般規則、REIT規則、開示様式において、特に、海外不動産投資の開示に関する特別な規定は存在しないようである。

2 豪州

豪州では、豪州証券投資委員会 (Australian Securities and Investment Commission-ASIC)の監督下、2001年会社法 (2001 Corporations Act)、により目論見書 (Product Disclosure Statement) の提出が義務付けられている。LPTの発行開示については、Management Investment Schemes-MIS、Chapter 5C に目論見書の開示項目が規定されている。さらに、実務的指針として様々な規制ガイド (Regulatory Guide) が存在するが、海外不動産投資の開示に関する特定の規定は存在しないようである。

さらに、ASX 上場規則 (ASX Listing Rules) は開示を定めているが、海外不動産投資の開示に関する特定の規定はないようである。

3 シンガポール

シンガポールでは、金融監督庁 (The Monetary Authority of Singapore-MAS) の監督下、2001年証券先物法 (The Securities and Futures Act) に基づき、集団投資スキーム法 (The Code on Collective Investment Schemes) により REIT が規定されている。集団投資スキーム法において海外不動産投資の開示に関する特定の規定はないようである。

開示については、SGX 上場マニュアル (SGX Listing Manual, Chapter 6 Prospectus, Offering Memorandum and Introductory Document) にて規定している。さらに、実務指針 (Practice Note) が存在するが、海外不動産投資の開示に関し投資目的、方針につき記述する旨を規定している。

4 香港

香港では、香港証券先物監督委員会(Hong Kong Securities and Futures Commission)の監督下、証券先物規則 (The Securities and Futures Ordinance- SFO) に基づき、2003年7月 不動産投資信託規則(Code on Real Estate Investment Trusts)が定められている。

2005年6月に不動産投資信託規則が改正され、海外不動産投資が認められた際、「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)において海外不動産投資を行う際の開示すべき項目が示された。

香港証券取引所の上場規則 (The Rules Governing the Listing of Securities on the HK Stock Exchange) にて集団投資スキーム第20章 (Chapter 20 Investment Vehicles, Authorized Collective Investment Schemes) があるが、海外不動産投資の開示に関する特定の規定はないようである。

1 香港 REIT による海外不動産投資に関する実務指針

香港では 2003 年 7 月に不動産投資信託規則が施行されが、当初海外不動産投資は禁じられていた。2005 年 6 月の規則改正により海外不動産が認められ、海外投資を行う際の指針として「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)」が公表された。

当該実務指針では、運用体制の整備、デューデリジェンス、不動産の評価とともに、ディスクロージャーに関する項目が盛り込まれており、その開示すべき内容は以下の通りとなっている。

資産運用会社が開示すべき項目

- ・ 当該スキームが投資を予定する海外管轄地域、又は、当該投資地域を選定した基準に関する説明。
- ・ 海外不動産投資に関する金融的側面からの評価（例えば、通貨リスクに対するヘッジ機能、外国為替管理・制限、又は海外政府による制限、不動産価額の上昇、賃貸収入及び物件売却益に対する課税関係、海外キャピタルマーケットの状況と市場へのアクセス、利益と資本を回収し保護する機能）
- ・ 各関連海外管轄地域への不動産投資に特有な運営事項の説明（例えば、賃料の回収及び賃貸敷金の返還の慣行、関連許認可取得要件、関連政府機関により定められた行政上の要件、物件所有権回復に関する法律、テナント保護法）
- ・ 物件の評価日と関連資料の公表の直近日における為替が大幅に変動した場合、その事実と評価報告書に記載された価値に対する変動の影響を記載すること

海外不動産投資スキーム

海外不動産に投資するスキームは、物件の権利関係、当該スキームが所有する海外不動産に関する所有権などの法制度の枠組みを投資家に対し説明すること。専門家により提供された情報に基づき、運用会社は海外物件に関する以下の項目につき目論見書等において解説を行う必要がある。

- ・ 所有権の譲渡及び不動産の法的所有権を管轄する海外市場に関する法的枠組みの概要
- ・ 香港と海外市場において定められた法体系に基づく不動産に対する所有権の法的保護の程度の比較
- ・ 直近の価格評価日から過去 5 年間に於いて当該スキームにより取得した（または予定の）海外物件の所有権に関する過去に生じた問題、取引、リストラクチャリングに関する概要

- ・ 当該物件の所有権及び当該スキームが取得する（又は予定の）物件に関連する権利の保護及び効力に影響を及ぼした可能性がある行政上の措置、政策転換及び当該スキームに関連する全ての重要な影響についての評価
- ・ テナントを制限又は保護する法規
- ・ 海外物件の権利関係の所有及び執行及び外国法制度の観点から当該物件を運用するにあたっての運営上の主な懸念事項についての運用会社の評価と説明
- ・ 物件が取得したタイトル・インシュアランス（権限保険）の内容と付保の範囲（該当する場合）
- ・ 評価報告書において開示された前提条件または当該物件に関する法律意見書により開示された法的権利関係の状態に影響を及ぼす重要な条件の記述
- ・ 当該物件に課される全ての税金及び賦課金

海外法人が選任されたか否かの事実及び選任の基準に関する説明を目論見書等で行うこと。海外法人名とその概要、当該スキームの運営会社、又は当該スキームが投資する物件との関係、さらに、当該海外法人との契約に関する主要な条項（期間を含む）などを目論見書で開示すること。

注：海外法人が海外物件を運用する場合、その契約内容の詳細についても開示が必要となる。

2 シンガポール証券取引所上場マニュアルにおける海外不動産投資に関する記述

(SGX Listing Manual, Chapter 6 Prospectus, Offering Memorandum and Introductory Document)

投資目的の詳細 (キャピタルゲイン・インカムゲインが目的か)

投資方針 (国別又は地域別分散及び投資ファンドが資産に投資する際に守るべき制限の要約)

投資ファンドの外国為替に対する方針の詳細及び投資ファンド又は投資方針・目的に関連する外国為替管理又は制限の詳細

事例 1 チャレンジャー・ケネディックス・ジャパン・トラスト (CKT)**概要**

CKT は、日本の不動産に特化し投資する豪州の上場プロパティトラスト (LPT) である。2007 年 4 月 30 日にオーストラリア証券取引所に上場し、日本に不動産投資に特化した 4 つ銘柄のうち最も新しいものである。上場時の投資対象物件は合計 12 物件、スーパーマーケット、ショッピングセンター、家電量販店、ホームセンターなどの近郊型商業施設から構成されている。

なお、日本の不動産投資に特化した類似案件として、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 (2005 年 4 月上場)、ルビコン・ジャパン・トラスト (2006 年 10 月上場)、ガリレオ・ジャパン・トラスト (2006 年 12 月上場) などの事例が存在する。

リスク要因

投資リスクとして、1 CKT に関連する特定のリスク、2 不動産市場に関するリスク、3 受益証券に関する一般的経済リスク、4 法令等の変更リスクの 4 つに分類し記載されている。

その中で、海外不動産投資である日本の不動産投資に関連するリスクとしては、①権原 (権利関係)、②賃貸借契約、③外国為替、④匿名組合契約、⑤地震リスク、⑥投資に関する登録義務などの項目が記載されている。

①権原 (権利関係)

オーストラリアのトーレンズ式登記制度と比較し、日本の法律では無効となり、制限・負担がある権原を取得するリスクがより高い。例えば、日本の登記制度は瑕疵のない権原を保証していない。しかし、資産運用会社は制限・負担がある権原を取得するリスクを軽減するために、物件に対するデュー・デリジェンスを行なった。

②賃貸借契約

豪州の法律と比較し、日本の賃借人は法律上保護されている。賃借人は市場賃料の変動により、賃貸借期間中において賃料の減額を請求することができる。

通常の賃貸借契約では、賃貸人は賃貸借期間の満了時、正当事由がある場合に限り、賃借人に対し退去を要求することができる。通常の標準的賃貸借契約では、賃貸期間の定めがない場合 (または、1 年未満の期間の場合)、賃借人は 3 ヶ月前、または、賃貸契約書に記載された適当な通知期間内に通知することにより賃貸借契約を終了することができる。

③外国為替

CKT が保有する資産と所得は殆どが円建てのため、豪州ドル・円の外国為替の変動により投資家のリターンは影響を受ける。過去、豪州ドルは円に対し大幅な変動を経験しており、今後も変動の可能性は否定できない。CKT の外国為替ヘッジ戦略は、為替レート変動の影響を受けないように考えられているが、投資利益に関し外国為替の変動の影響を完全に排除することはできない。

予想分配金に対する外国為替ヘッジについては、ヘッジすべきリスクとそのタイミングを完全に一致させることはできない。CKT のヘッジ方針にもかかわらず、長期的には、CKT による豪ドルの分配額は、ヘッジされていない金額および為替変動ヘッジのタイミングが不正確であった場合と同様になる可能性がある。

日本の資産の純投資に対する外国為替ヘッジに関しては、資産運用会社の方針は、出資金をヘッジすることである。よって、日本の資産の純投資の大部分である豪ドルの価値は、円との為替変動とともに変動する。外国為替ヘッジの清算時、豪ドルと円の外国為替の変動が生じた場合、清算時に支払いの必要性が生じる可能性がある。其のような場合、その現金による支払により（資産を売却または、借り入れにより）埋め合わせが必要となり、収益に悪影響を及ぼす可能性がある。

④匿名組合契約

CKT は匿名組合契約に基づきマスター匿名組合事業に投資を行なう（マスター匿名組合契約）。マスター匿名組合事業者は、別の匿名組合契約に基づきサブ・マスター匿名組合事業者に投資する（サブ・マスター匿名組合契約）。マスター匿名組合事業者は投資された資金を使い、不動産の信託受益権を取得する。

マスター匿名組合契約において、CKT の権利は契約上の権利に限定され、匿名組合事業について議決権を有さない。匿名組合事業はマスター匿名組合事業者のみにより遂行される。もし、CKT、または、CKT の代理人が匿名組合事業の運営に積極的に関与した場合、任意組合（豪州ジェネラル・パートナーシップに類似するもの）とみなされ、その場合、CKT はその組合員として匿名組合事業の運営を行うマスター匿名組合事業者と共に法律上の責任を負うとともに、より高い日本の税金を課税される可能性がある。

⑤地震リスク

保有不動産は地震が頻繁に発生し相対的にリスクが高い日本にあり、過去において大きな地震が発生し広範囲にわたる物件の毀損が生じている。日本では地震リスクを、所謂「予想最大損失率」により測定している。

⑥ 投資に関する登録義務

金融商品取引法施行後（現時点では2007年7月頃が予定されている）は、当該法律により、もし信託受益権を含む投資一般につき資金調達を行なった場合、匿名組合事業者の投資運用活動に関し登録義務が生じる。投資運用登録制度は日本の金融庁により管轄されている。

マスター匿名組合事業者とサブ・マスター匿名組合事業者は、金融商品取引法施行前は登録が必要ではないが、金融商品取引法施行後の資金調達については登録が必要となる。当該登録は財務・コンプライアンス上の厳しい履行義務を課すこととなる。金融商品取引法施行後、マスター匿名組合事業者とサブ・マスター匿名組合事業者について、投資ストラクチャーに重大な影響をあたえず、一定の登録免除の適用があると現在理解している。

日本の不動産市場

下記の通り、日本の不動産市場についての記載がある。

（内容は通常の不動産市場レポートとほぼ同様であるため、内容の記載は割愛する）

- ① 日本経済の概要
- ② 日本の人口の推移と年齢区分別動向
- ③ 日本不動産市場の概要
- ④ 日本の商業施設市場の概要
- ⑤ 不動産市場における慣行

さらに、下記の通り、日本の不動産市場に特有な慣行についての記載がある。以下概要について記載する。

① 通常の賃貸借契約

通常の賃貸借契約において、賃借人は賃貸借期間の満了後も、賃借人を退去させる正当事由がない場合には、賃借人は建物を使用継続する権利を有する。

通常の賃貸借契約では、賃貸期間の定めがない場合（または、1年未満の期間の場合）、賃借人は3ヶ月前、または、賃貸契約書に記載された適当な通知期間内に通知することにより賃貸借契約を終了することができる。このような賃借人の権利により、賃借人の退去を要求し、他の場所へ移動させるにはコストがかかるため、大規模再開発のために土地を統合し再開発することは容易ではない。さらに、合理性がある場合、賃料の見直しをすることが可能である。実務上、市場賃料が下落している場合、賃借人は賃料の減額を、市場賃料が上昇している場合、賃借人は賃料の値上げを行なっている。

②定期賃貸借契約

賃貸人と借借人は、借借人が使用継続する権利を有さない定期賃貸借契約を結ぶことができる。定期賃貸借契約は大型の新しい建物においてより一般的になっている。

③土地登記制度

土地の権利は登記簿と呼ばれている公的登録制度に登録されている。しかし、登記によって瑕疵のない権利は保全されているわけではない。土地の登記制度は、優先主義にて運用されており、優先した登記したものが優先的権利を得る。日本では、土地と建物の登記は別々に行なわれている。

さらに、土地登記制度は、対象不動産の規模と境界線を保証するものではない。境界線は隣の土地の所有者との契約により確認されることとなる。

④信託銀行

豪州のカストディアンと比べ、日本の信託銀行は物件を保有し、不動産の取引においてより大きな役割を果たす。たとえば、信託銀行はデューデリジェンス調査を行い、顧客の要求を良く理解している。日本における信託持分の譲渡は複雑ではなく、トラスティーが譲渡を認める権利を有しており、不適正な受託者に譲渡が行われないように受益者の調査を行なっている。

⑤ 床面積の測定

床面積は一方にカベの中心から他方の中心までを測定し、計算される。公式の測定単位はメーター法が使われるが、不動産業界では坪単位により測定されている。

1坪=3.3 スクエアーメートル=35.58 スクエアフィート

⑥賃料

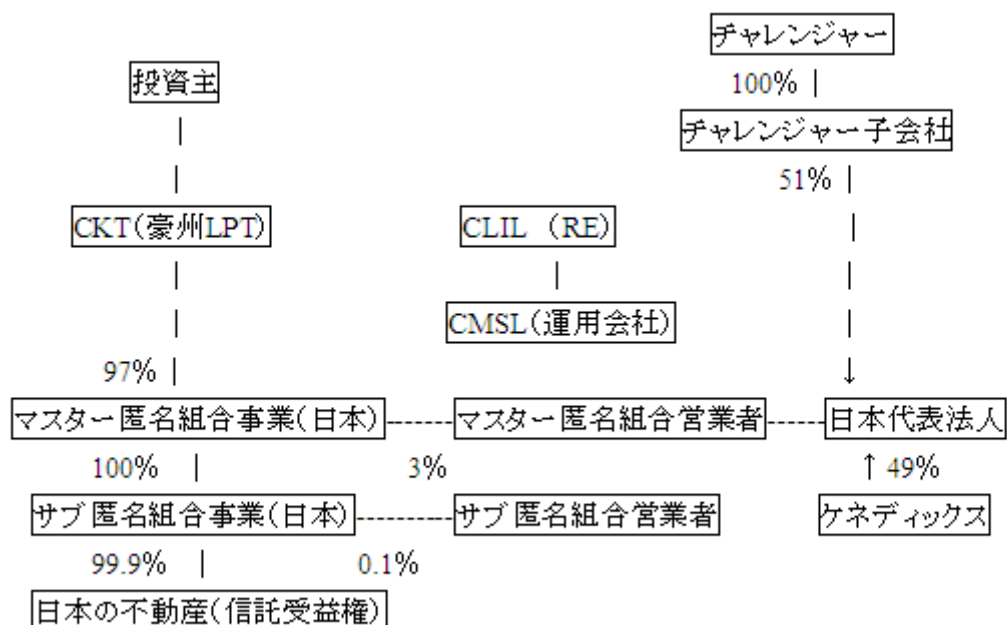
日本では、商業賃貸借上の賃料は、基本賃料と共益費の 2 つに別けられる。基本賃料と共益費とも月次の坪単位または、月次のスクエアーメートル単位で計算される。基本賃料を分析する場合、3つの条件が使用される。募集賃料は、賃貸人から仲介業者・一般に提示された賃料である。

⑦その他の項目

日本に特有な慣行として、「共益費」、「敷金・保証金」、「レントフリー期間」、「原状回復」、「新耐震基準及び地震」などの記載がされている。

投資ストラクチャーの概要

日本と豪州における、上場プロパティ・トラスト、匿名組合事業、運用会社などの投資ストラクチャーは下記の図の通りである。



投資主は、豪州 LPT である CKT の投資受益証券を所有する。豪州 LPT は、マスター匿名組合契約に基づき、日本のマスター匿名組合事業に投資し、マスター匿名組合は、サブ・マスター匿名組合契約に基づき、サブ・マスター匿名組合に投資する。さらに、サブ・マスター匿名組合は日本の不動産の不動産信託受益権へ投資する。

豪州法人として設立された CLIL は、CKT の責任法人 (RE) であり、CMSLL は CKT の運用会社である。日本法人である日本代表法人は、チャレンジャーの 100% 子会社により 51% 所有され、ケネディックスにより 49% が所有されている。日本代表法人は、マスター匿名組合営業者を設立し、唯一の営業者としてマスター匿名組合事業に関与している。

課税関係の概要

日本における課税関係

CKT への匿名組合の利益 (キャピタルゲインを含む) の分配について 20% の源泉税が日本で課税される。この源泉税は日本での最終的な課税であり、日本で税務申告書の提出義務はない。利益の分配以外の分配 (例えば、匿名組合出資の戻し) に対して源泉税は課税されない。

(もし、税務上 CKT が恒久的施設 (PE) を有し、匿名組合事業において匿名組合員とし

て取り扱われない場合、例えば、匿名組合事業が任意組合としてみなされた場合、CKT は日本源泉所得に対し通常の法人税（現行税率約 42%）が課税され、税務申告書の提出義務が生じることとなる）。

豪州における課税関係

CKT は、投資主に CKT の利益を分配した場合、CKT において所得税は課税されない。

豪州税法上、CKT がパブリック・トレーディング・トラスト、または、法人・ユニット・トラストとして分類された場合、当該事業年度において豪州所得税が課税される。匿名組合事業利益の配当は CKT の所得として計上される。CKT から投資主への分配は、利益の分配、資本の戻しなどに区分される。匿名組合からの利益の配当に対し日本の源泉税が課されるが、ある一定の要件を満たした場合、CKT の投資主は日本で支払った源泉税を豪州にて外国税額控除として取ることができる。

日本に特有な投資ストラクチャーの記載（匿名組合契約）

日本の商法上、匿名組合契約は法人格を有せず、投資家と匿名組合業者との契約関係とされている。匿名組合契約では、匿名組合員は契約書により匿名組合事業と定義された事業に資金を提供し、匿名組合契約に従い業者の名義により全て事業が遂行され、匿名組合業者は匿名組合事業の運営に責任を負っている。

匿名組合員は匿名組合業者への出資はしておらず、匿名組合業者および匿名組合事業について議決権も有しておらず、CKT の権利は契約上の権利に限定されている。匿名組合員は（匿名組合の匿名組合への出資の割合に基づき）匿名組合業者の事業の損益の割合に従い権利を有している。匿名組合員は、匿名組合契約により当初投資額を限度に責任を負うか、または、キャピタルコールによる追加出資が必要となる。

日本の税法上、匿名組合業者の名義により関連資産が保有され事業が遂行されるが、匿名組合員は持分割合に応じた匿名組合所得に対し日本で課税される。匿名組合業者は、匿名組合員に帰属する利益を、課税所得の計算上控除することができる。

事例2 レクソン・ニューヨーク・プロパティ (Reckson New York Property Trust-RNY)

概要

RNY は米国ニューヨーク州周辺のオフィス不動産に投資する最初の豪州 LPT である。2005 年 9 月 25 日にオーストラリア証券取引所に上場した、米国不動産に特化した銘柄である。投資対象物件はニューヨーク州の 5 つのサブ・マーケット（ニューヨーク、ウエストチェスター、フェアフィールド、ロング・アイランド及び北ニュージャージー）に所在するオフィスに投資している。

米国の不動産に投資している同様な案件として、米国オフィスに投資する Mariner America Property Income Trust が存在する。（投資ストラクチャーは RNY と同様、投資主により所有される豪州 LPT は米国 REIT を保有、米国 REIT は米国 LLC の持分を保有し、個々の物件は米国 LLC により 100%保有されている）。

リスク要因

リスク要因については、特にリスク別に分類することなく記載されている。投資先が米国にあるためか、リスクの記載は他と事例と比べても少ない。海外不動産投資である米国の不動産投資に関連する特有のリスクについては、①法令および政策の変更リスク、②税務リスク、③外国為替リスクなどが記載されている。

①法令および政策の変更リスク

豪州および米国における不動産または金融市場に影響を与える法律または政策の変更。米国と外国との間の租税条約または米国における不動産に対する外国の保有に関する法律または政策の変更。

②税務リスク

- ・豪州および米国における税法、解釈、実務の変更が将来の収益に影響を与える。
- ・投資主は、REIT の投資に対する現行の米国連邦所得税の取扱いは、立法、司法、行政により何時にも修正される可能性があるため、過去における投資およびコミットメントに影響を与える。米国連邦所得税法およびその解釈の変更は、米国 REIT の投資に対する税法上の取扱いに悪影響を及ぼす可能性がある。
- ・米豪租税条約および米国と豪州の税法改正を含む各国の法律の変更は将来の収益およびトラストへの投資に対する相対的魅力に影響を与える可能性がある。

③外国為替リスク

RNY が保有する資産と所得は殆どが米国ドル建てのため、米ドルと豪州ドルとの外国為替の変動により投資家のリターンは影響を受ける。過去、豪州ドルは米ドルに対し大幅な

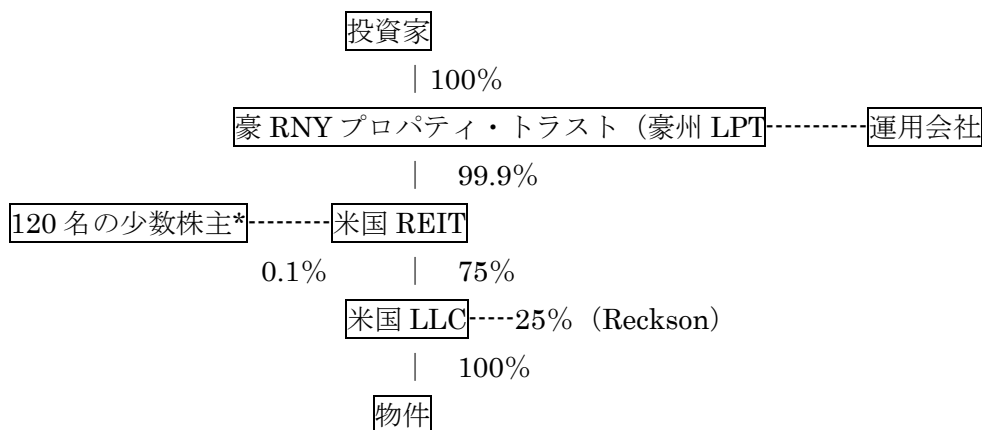
変動を経験しており、今後も変動の可能性は否定できない。RNY の外国為替ヘッジ戦略は、為替レート変動の影響を受けないように考えられているが、投資利益に関し外国為替の変動の影響を完全に排除することはできない。

予想分配金に対する外国為替ヘッジについては、ヘッジすべきリスクとそのタイミングを完全に一致させることはできない。RNY のヘッジ方針にもかかわらず、長期的には、RNY による豪ドルの分配額は、ヘッジされていない金額および為替変動ヘッジのタイミングが不正確であった場合と同様になる可能性がある。

よって、投資家は、ヘッジされていない予想分配に対する豪州ドル/米国ドル外国為替の変動の影響を考慮する必要がある。もし、豪州ドル/米国ドルの取引に関し、外国為替の制限・管理が導入された場合、RNY に悪影響を与える可能性がある。

投資ストラクチャーの概要

当該トラストと関連法人の保有および運用アレンジメントは下記の通りである。



投資主は、プロパティ・トラスト（豪州 LPT）の投資受益証券を所有する。豪州 LPT は米国 REIT の約 99.9% を保有し、米国 REIT は米国 LLC の持分の 75% を保有する（米国税法上、LLC はパートナーシップとして取り扱われることとなる）。さらに、個々の物件は米国 LLC により 100% 保有される。残りの LLC 持分の 25% は、当初レクソンにより保有される予定である。

* REIT に関する米国の税務規則に準拠するため、追加で約 120 名（エクイティ価値の合計の 0.1% 以下）が米国 REIT の少数持分を保有している。

課税関係の概要

米国 REIT における課税関係（導管性）

米国では様々な導管性要件を満たすことにより、投資家である RNY に対する配当を REIT にて損金算入することができる。REIT の導管性要件として、株式所有要件などの組織要件、さらに、資産要件、総収入要件、毎年 90%以上の配当を義務付ける配当要件などがある。

米国 REIT の配当に対する米国源泉税

米国 REIT が支払った配当に対し、原則 15%の米国源泉税が課税される。

豪州 LPT における課税関係

豪州における課税関係

RNY は、米国 REIT からの配当を RNY の課税所得として計上するが、投資主に RNY の全ての分配可能所得を分配した場合、RNY での課税関係は生じない。但し、RNY がパブリック・トレーディング・トラスト、または、法人・ユニット・トラストとして取り扱われた場合、当該事業年度につき法人所得税が課税されることとなる。

RNY から投資主への分配は、利益の分配、資本の戻しなどに区分される。米国 REIT からの利益の配当に対し米国源泉税が課されるが、ある一定の要件を満たした場合、RNY の投資主は米国で支払った源泉税を豪州にて外国税額控除として取ることができる。

ニューヨーク州近郊のオフィス市場の概要

ニューヨーク州近郊のオフィス市場は、ニューヨーク市、ウエストチェスター、フェアフィールド郡（コネチカット）、ロング・アイランドおよび北ニュージャージーなどの 5 つの主なサブ・マーケットにより構成されている。人口 3140 万人、GLA5.6 億スクエアフィートを有するニューヨーク州近郊のオフィス市場は、全米の平均よりも低い空室率、全米の平均よりも高い純吸収（需要）率、上昇する賃料および全米平均より高い一世帯あたり平均収入など、より競争力のある不動産市場を提供している。

各サブ・マーケットの市場概観

ロング・アイランド、北ニュージャージー、ウエストチェスター、フェアフィールド郡の順で、各サブ・マーケットの市場の概観と地域、純吸収（需要）率、オフィス空室率、平均総賃料などを記載し、各地域に所在する物件の概要も説明している。

事例3 アセンダス・インディア (Ascendas India)

概要

アセンダス・インディアはインドの不動産に投資するシンガポールのREITである。2007年8月1日にシンガポール証券取引所に17番目のREITとして上場し、シンガポールREITで初めてインドの不動産に特化し投資した銘柄である。ちなみに、世界のREITの中で初めてインドの不動産に投資した事例でもある。

投資対象物件は、インドのバンガロール、チェンナイ、ハイデラバードの各都市に所在するオフィス・パーク4物件から構成されている。

リスク要因

リスク要因として、1 運営に関するリスク、2 不動産に関するリスク、3 インドに関するリスク、4 不動産投資に関するリスク、5 受益証券の投資に関するリスクの5つに分類し記載されている。その中で、海外不動産投資であるインドの不動産投資に関連するリスクとしては、土地の権利関係が不確実性、土地の権利関係上の法的問題などのリスク項目が記載されている。

①土地の権利関係が不確実さらに、瑕疵のない権利が保証されていない

インドでの土地に関する記録方法は十分にコンピュータ化されていない。関係記録書類は通常手作業で更新され、更新手続きには時間がかかり、正確性も保たれていない。土地に関する記録はローカルの言語により手作業で記入されており、読解が難しく、内容自体も確認しにくい。さらに、保存状況が悪く、時に照合不可能な場合もあり、権限調査プロセスに重大な支障が生じる。よって、トラスティー・資産運用会社は、物件が所在する土地の権原に対し潜在的問題やクレームがあるとは認識はしていないものの、REITが今後投資する物件の権原に瑕疵、または疑義が生じる可能性もある。

インドでは権原保証や第三者による権原の調査を行うことは難しく、保険を入手することも難しい。よって、第三者が物件の権利を主張するリスクにさらされ、物件の権原を失い、物件の価値に影響を与え、または、ビジネス、運営成績または財務状態に影響を与える可能性がある。さらに、土地の権原は細かく分筆されており、1つのプロジェクトに関する土地が複数の所有者が存在する場合もある。また、未署名、移転登記未完了、認証不十分な状態、権原が定かでない、認識することなく負担が存在している土地が存在する可能性もある。土地の権限が不確定なため、取得プロセスがより複雑となる。

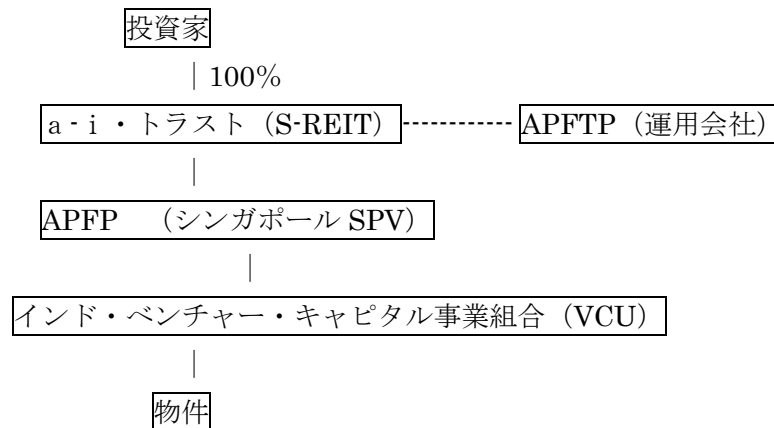
また、権原の移転が行われず、訴訟のリスクにさらされ、土地の価値に悪影響が生じる可能性がある。土地の権限に関する争いは数年に及ぶ可能性もあり、もし訴訟に発展した場合多大な費用が生じる可能性がある。土地の権原に関しインドの法廷にて判決を得た場合、強制執行が可能であっても、実施することが不可能な場合もある。

②土地の権利関係上の法的問題

物件が所在する土地の権利について、現在十分に判定・確認ができない様々権利関係上の法的問題が存在する可能性がある。土地の権利に関し、物件の権利が変更される時に、適切な譲渡手続きがなされず、土地に対する制限・負担などが登記されず、親族からの権利の主張も否定できない可能性がある。権利関係の欠陥は、土地の権利を喪失し、土地の開発計画の取消しに発生する可能性もある。

投資ストラクチャーの概観

当該トラスト、運用会社、投資家との関係は下記の図の通りである。



投資家は、シンガポール REIT (S-REIT) である a-i・トラストを所有している。S-REIT はシンガポール法人として設立された運用会社であるアセンダ・プロパティ・ファンド・トラスティー (APFTP) により運用されている。

S-REIT は、シンガポール SPV としてシンガポールで設立された法人であるアセンダ・プロパティ・ファンド (APFP) を保有している。さらに、シンガポール SPV は、インドの不動産を保有するインドで設立されたベンチャー・キャピタル事業組合の持分に投資している。

課税関係の概要

インドにおける課税関係

2007年税法改正により、シンガポールハイブリッドエンティティはインドにおけるベンチャー・キャピタル事業組合の持分からの金利所得、VCU 持分の売却益に対し課税される。インドにおける所得税については、VCU は産業施設の開発・運営事業に対するタックス・ホリデーが適用され、事業からの所得・売却益は 10 年間免税となる。さらに、インドにお

いて資産税、セールスタックス・付加価値税、サービス税、印紙税、登録免許税などが課税される。

シンガポールにおける課税関係

シンガポール SPV は、外国源泉配当を受取った場合、ある一定の要件を満たした場合、免税となる。シンガポール居住法人であるシンガポール SPV からの配当は、シンガポール REIT である a-i・トラストにて非課税となる。シンガポール REIT から投資家に対する配当は免税となり、源泉税も課されない。

インド不動産市場

インドの不動産市場について、以下の項目の記載がある。

- ①南インドにおける商業不動産市場の概要
- ②インドにおけるマクロ経済の概観
- ③商業物件セクターの成長
- ④インド IT セクターにおける好景気
- ⑤各市場の概要（バンガロール、チェンナイ、ハイデラバード）

事例4 リーフ・チャイナ・コマーシャル (RREEF China Commercial Trust-RCT)

概要

RCTは中国の不動産に投資する香港のREITである。2007年6月22日に香港証券取引所に上場した香港で最も新しい7銘柄目のREITであり、中国の不動産に特化した2番目の香港REITでもある。投資対象物件は北京の25階建てオフィス・タワー2棟となっている。

リスク要因

リスク要因として、1 組織及び運営に関するリスク、2 不動産投資に関するリスク、3 物件に関するリスク、4 中国に関するリスク、5 受益証券に関するリスクの5つに分類し記載されている。その中で、海外不動産投資である中国不動産投資に関連するリスクとしては、①中国の土地使用権の延長、②中国の法律、税法法規の解釈の不確実性、③中国不動産の私有権の未発達な状態などのリスク項目が記載されている。

①土地使用権の延長

資産運用会社が、2053年に土地使用権の延長を申請した場合、RCTが支払うべき土地使用一時金および追加の契約条件に関し現時点において予測することは難しい。

香港の不動産保有法人は、2053年に50年間の期限を迎える。現在、中国政府から土地使用権に基づき物件を保有しているが、土地使用権の期限の延長を申請しない場合には、土地使用権と不動産の所有権は中国政府に返還される。申請した場合には土地使用一時金を支払う必要があるが、過去中国政府からの土地使用権について期間を満了した事例はない。資産運用会社が、期間満了時に土地使用権の延長を求めた場合、RCTが支払うべき土地使用一時金および追加の契約条件に関する前例は存在していない。

②中国の法律、税法法規の解釈の不確実性

土地の権原、建物の所有権、賃貸借関連法などの中国の不動産法は十分に発達しており、日々改正が行われている。近年、中国議会、中国委員会、国土資源省、建設省は土地と不動産に関する法律上の問題に関する数々の法律、規則、省令を公布した。さらに、多くの郡・都市の地方議会および地方自治体はその地域における法規を公布した。これらの法律、政令、省令、自治体法規の適用、解釈について、一貫性および不確実性が存在する可能性がある。

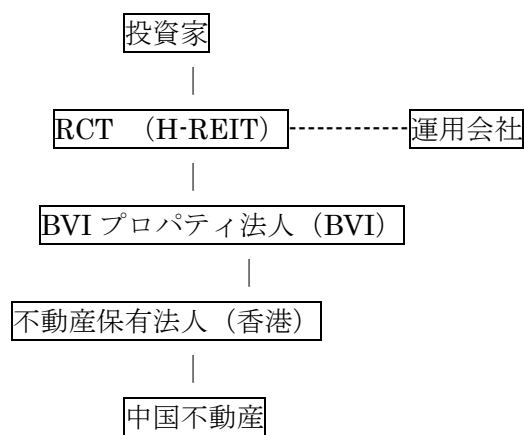
③未発達な私有権

中国における不動産の私有権はまだ発展初期の段階にある。中国が経済成長し、生活水準が向上するにつれ、中国での私的所有権に対する需要が認識されているが、不動産市場の発展に影響を与える多くの社会的、法律的、政治的、法的要因が存在するため、そのよう

な因果関係が確実に成り立つことになるとは限らない。さらに、中国における投資活動および不動産開発の内容および程度、不動産の需要、新規開発の供給、開発・投資に適当な土地、建物がどの程度存在するかなどに関する信頼のある過去および最新の情報が不足しているため、中国の不動産市場に関する予測を確実に分析することは難しい。

投資ストラクチャーおよび関連組織

当該トラスト、運用会社、投資家との関係は下記の図の通りである。



投資家は、香港 REIT (H-REIT) である RCT を所有している。H-REIT は香港法人として設立された運用会社であるリーフ・チャイナ REIT 運用会社 (RCTRM) により運用されている。

H-REIT は、ブリティッシュ・ヴァージン諸島 (BVI) に設立された、ブリティッシュ・ヴァージン不動産法人 (BVIPC) を保有している。さらに、ブリティッシュ・ヴァージン不動産法人は、中国の不動産を保有する香港で設立された香港不動産保有法人に投資している。

課税関係の概要

中国における課税

香港不動産保有法人は、中国に恒久的施設 (PE) はないため、賃貸所得および不動産売却益に対し中国の源泉税 10% が課される (2008 年 1 月 1 日より税率は 20% に引き上げられる予定)。また、中国にて賃貸所得および売却代金に営業税 (5%) が課される。さらに、都市不動産税、都市土地使用税、印紙税、土地値上税などが中国に課税される。

香港における課税関係

原則、香港不動産保有法人は香港での事業により生じる所得に対し香港利益税 (現行税

率 17.5%) が課されが、香港外の不動産からの賃貸所得は、香港外からの事業所得として取扱われ香港利益税は課税されない。

さらに、ブリティッシュ・ヴァージン不動産法人 (BVIPC) はブリティッシュ・ヴァージン諸島 (BVI) で課税されず、RCT への分配に対しても源泉税は課されない。

香港 REIT (H-REIT) である RCT は、香港利益税は免税となる。また、RCT からの投資家への分配に対して香港にて源泉税は課されない。

北京のオフィス不動産市場および中国商業不動産市場

下記の通り、北京のオフィス不動産市場および中国商業不動産市場についての記載がある。(内容は通常の不動産市場レポートとほぼ同様であるため、内容の記載は割愛する)

①北京における経済の概要、今後の経済の見通し

北京の都市計画及びインフラ開発

北京のオフィス市場の分析

北京のオフィスサブマーケット

グレートAオフィスの供給・需要・空室率

グレートAオフィス賃料、売却価格事例、テナント構成、供給・需要、予測

ルフトハンザ地区の供給・需要

②中国における商業不動産市場

中国における商業不動産市場の概要

中国のオフィス市場

北京、上海、広州 (コワンチョウ)、深圳 (シェンチェン)、その他の市場、

中国の商業施設市場