

# 中国における不動産投資信託（REIT）の 実務進展及び法的問題

—日本法やアメリカ法との比較—\*

段 磊

名古屋商科大学商学部 専任講師

## はじめに

不動産投資信託（real estate investment trust、広い意味の不動産投資信託、以下「REIT」という）とは、投資家から集めた資金をオフィスビルなどの収益不動産で運用し、賃貸収益や売却益などを配当金として投資家に分配する集団投資スキームである。REIT制度は、①株式会社のような事業法人の性格と②証券投資信託のような集団投資スキーム（collective investment scheme）の性格を同時に備え、その誕生のおかげで、昔は大口の資金がないと投資できなかった不動産開発賃貸事業等に、一般の投資者が小口の資金を投資できるようになり、そして、もともと流動性が低かった不動産にも流動性を持たせることができるようになった。他方、不動産の開発及び賃貸等を行う業者にとっては、自己資金と銀行からの借入金のほか、REIT制度を利用して証券市場から資金調達することができ、さらに、「導管性要件」を満たせば法人税の免除も受けることができる。

このような集団投資スキームは1960年にアメリカで誕生し、1971年にオーストラリ

アで制度化された。日本では、2001年3月に、不動産投資信託市場が東京証券取引所に初めて開設された。その後、韓国・香港・台湾などのアジア諸国でREIT制度の創設が続き、さらにはヨーロッパでも2003年にフランス、ブルガリア、2007年にイギリス、ドイツ、2008年にはイタリアで導入された。2016年12月現在REIT市場が存在する国・地域は37ヶ国に達している<sup>1</sup>。

中国においては、2005年から2008年にかけて、新たな投資商品や資金調達手段として、不動産業界に活力を入れるために、REIT制度の導入に向けて活発な議論がなされた。しかし、中国の金融規制機関は、2008年のアメリカ発のサブプライム問題及びそれ以後の金融危機から影響を受けて、REIT制度の導入に対して強い懸念を抱いていた。こうした状況は2014年までに維持されていた。2014年以後、中国の不動産業界の大手会社は、REITに関する法制度の導入に先行して、REITの金融商品の開発・発行を試みた。しかし、これらの金融商品は、本当の意味のREIT商品といえるかどうかには疑問が残る。

本稿は、まず、中国におけるREIT商品の現状及び問題点について考察を行う（I）。

\* 本稿は、公益財団法人トラスト未来フォーラムの助成を受けた成果の一部である。ここに謝意を表する。

<sup>1</sup> European Public Real Estate Association, *Global REIT Survey 2016* (2016.8), at [http://www.epra.com/media/EPRAREIT\\_2016\\_GLOBAL\\_1481196802652.pdf](http://www.epra.com/media/EPRAREIT_2016_GLOBAL_1481196802652.pdf) (2017年3月2日最終アクセス)。不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック2015』（不動産証券化協会・2015年）第9章も参照。

表 1 「鵬華前海万科REITs」の特徴

発行者	万科株式会社 (China Vanke Co. Ltd)	発行時間	2015年6月8日
証監会の認可の有無	あり	上場の有無	あり (深セン証券取引所)
原資産となる不動産	広東省深セン市の前海開発区にある高級オフィスビル		

その後、REIT分野の先進国である日本やアメリカのREIT商品の特徴を分析することにより、REIT制度の判断基準を明らかにした上で（Ⅱ及びⅢ）、中国のREIT制度に関する特有の法的問題に焦点を当てて、その解決策を模索することとする（Ⅳ及びⅤ）。

## I 中国におけるREIT商品の現状及び問題点

2014年1月16日、中国の証券業監督管理委員会（以下「証監会」という）は、中信証券<sup>2</sup>による「中信啓航」という名称の「REIT商品」の私募発行を認めた<sup>3</sup>。その狙いは、私募REITの形で中国の不動産金融分野のイノベーションを促進することにあるといわれる<sup>4</sup>。さらに、同年9月30日、中国人民銀行と証監会は、共同で通達を出すことにより、必要な条件を満たしている不動産会社がデッ

ト・ファイナンスのために銀行間債券市場で金融商品を発行することを認めた。これは、中国の金融規制機関がモーゲージ型REIT商品<sup>5</sup>の発行を許容したと解される。

このような背景において、中国の不動産及び金融業界の大手企業は手を組んで、「REIT商品」の開発・発行を試みた。例えば、2015年6月8日、万科<sup>6</sup>は、証監会の認可を得たうえで、「鵬華前海万科REITs」という名称の金融商品を発行し、さらに深セン証券取引所に上場させた（表1）。中国のマスコミでは、この商品について「中国初の公募REIT」として大いに報道されたこともある。

しかし、同商品の目論見書では、それが「ハイブリッド型の証券投資基金」（日本の証券投資信託に相当するもの）であると書かれている<sup>7</sup>。そうすると、同商品に対しては、なぜREIT（不動産投資信託）の名義で発行されるのに証券投資信託と位置付けられている

<sup>2</sup> 中信証券株式会社（CITIC Securities Company Limited）は中国最大の証券会社である。1995年10月25日に北京で設立され、2003年1月6日に上海証券取引所に上場し、2011年10月6日に香港証券取引所に上場した。2015年の営業収益は560億人民元（約8,546億円）に達した。

<sup>3</sup> 当該商品の原資産となる不動産は、中信証券株式会社の保有する北京と深センのオフィスビル2棟である。当該商品の受益証券の保有者は、オフィスビルの賃貸収入などの利益を得ることができるとされる。「中信啓航専項資産管理計画受益証券目論見書」12頁を参照。

<sup>4</sup> 中国の証監会は、同年5月29日に、「証券経営機構のイノベーション発展のさらなる促進に関する意見」を公布した。同意見の第六条は、不動産投資信託（REIT）制度の体系及びその関連商品の運用方案の設立を検討すべきという証監会の態度を明確に示した。

<sup>5</sup> REITを原資産の形態で区分すると、不動産に直接投資するエクイティ型のほか、不動産貸付資金に投資するモーゲージ型、どちらにも投資するハイブリッド型の三形態が存在する。

<sup>6</sup> 万科企業株式会社（China Vanke Co. Ltd）は1984年に広東省深セン市に設立された中国不動産会社の最大手であり、深セン取引所と香港取引所に上場している。住宅の建設及び販売はその主な事業であり、2015年末まで中国全土の66都市と海外5都市で事業を展開している。

<sup>7</sup> 「鵬華前海万科REITs」の目論見書、at [http://www.phfund.com.cn/main\\_new/files/2015/06/23/231390574609.pdf](http://www.phfund.com.cn/main_new/files/2015/06/23/231390574609.pdf)（2017年3月2日最終アクセス）。

表2 「穩賺1号」の特徴

発行者	万達グループ (Dalian Wanda Group)	発行時間	2015年6月7日
証監会の認可の有無	なし	上場の有無	なし
原資産となる不動産	中国の5つの都市にある万達広場（ショッピングモール）		

か、本当にREIT商品なのかなどのような疑問を抱かざるを得ない。

また、2015年6月7日、万達<sup>8</sup>は、オンライン決済サービス会社と手を組んで、インターネット金融（FinTech）のプラットフォームで「穩賺1号」という名称の金融商品を発行することにより、3日間で50億人民元（約836.58億円）の資金を募集した（表2）。万達によると、この商品を3年後REITとして上場申請する計画がある。そうであると、この商品は準REITということになる。

しかし、この商品のように、不動産会社が不動産関連資産に投資運用する目的で、一般投資家から資金を集める金融商品を発行すれば、直ちにそれをREIT商品と呼ぶことができるか。それとも、REIT商品と認定するには、これ以外に何か必要な条件があるか。これらの問題をきっかけとして、中国では、REIT商品の認定要件やREIT制度の判断基準などについて議論されているが、今のところ、統一的な見解がないようである。

## II 日本の不動産投資信託の特徴

ある国にREIT制度が存在するかどうかを

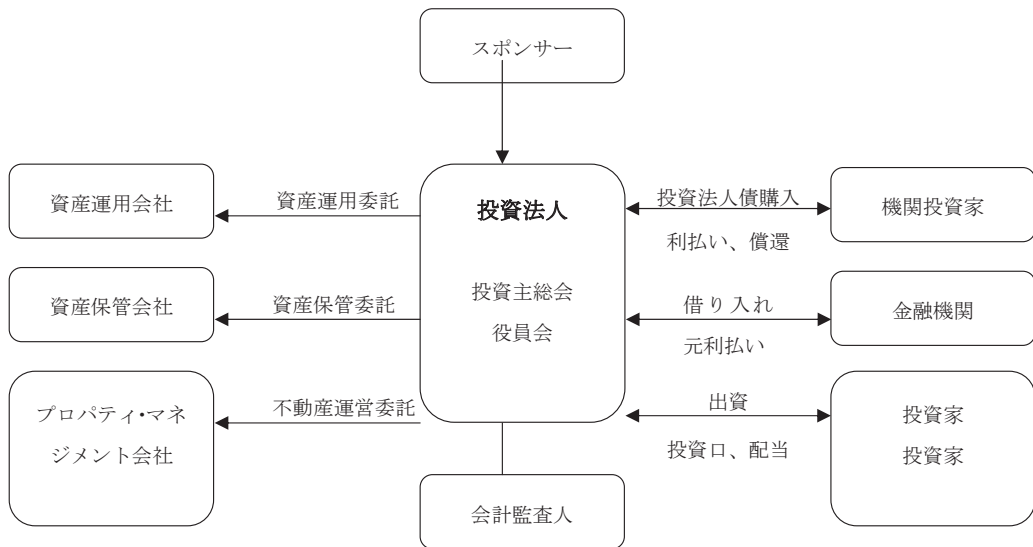
判断する際に、まず見るべきは、この国の投資信託を規制する法律である。例えば、日本の投資信託を規制する法律は、「投資信託及び及び投資法人に関する法律」（以下「投信法」という）という法律である。投信法は、平成12年5月に「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」から改正・名称変更された法律であり、同改正によって、従来、主として有価証券とされていた運用対象（特定資産）の範囲が不動産等へと拡大された<sup>9</sup>。つまり、平成12年投信法改正後、日本の投資信託は、有価証券のみならず、不動産等の資産にも投資できるようになった。この法律は、まさに日本の不動産投資信託（以下「J-REIT」という）の根拠法である。

投信法は、J-REITのために、信託型（狭い意味の不動産投資信託）と会社型（不動産投資法人）という2つのタイプの仕組みを提供しているが、信託型J-REITは日本の実務でほとんど利用されていない。例えば、2016年12月現在、東証で上場されているすべてのJ-REIT（58社）は、いずれも会社型J-REIT（不動産投資法人）である。そのような現況に鑑みると、本稿は、主に会社型J-REIT（不動産投資法人）を考察の対象とすることとする。

<sup>8</sup> 万達グループ（Dalian Wanda Group）は1988年に遼寧省大連市に設立された大手不動産会社であり、香港取引所に上場している。もともと住宅の建設及び販売を主な事業としたが、2000年以後は商業物件の開発・運営に移転してきた。現在は大型ショッピングモール（万達広場と呼ばれる）や高級ホテルの運営、隣接するマンションの販売など中国の111都市で事業を展開している。

<sup>9</sup> 金融審議会の第一部会において、集団投資スキームについて審議が行われ、資産運用型スキームである旧「投信法」を改正し、不動産を含めた幅広い投資運用が可能となる横断的法制とすることが適当であるとの結論に達し、1999年11月30日、「集団投資スキームに関するワーキンググループ報告」が公開された。これを受けて、投信法が改正された。

図1 不動産投資法人の仕組み



\* 出所：不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック2015』（不動産証券化協会・2015年）47頁

## 1 仕組要件

### (1) 事業法人としての仕組要件（不動産投資法人のガバナンス）

会社型J-REITは、投資法人が、投資者に投資証券を発行するなどして調達した資金で複数の不動産を取得し、主に当該不動産の賃貸事業収益を投資主に配当金として分配する仕組みである（投信法2条19項）。これのみが日本で利用される理由としては、そもそもREITが株式会社のような事業法人の性格を備えている点が挙げられる。例えば、投資法人における資産運用状況の監視機能として投資主総会や役員会を設置して投資主ガバナンスを確保すること、投資主に株式会社の株主と同様の権利を付与することなど、投資信託制度にはない仕組みが施されている。そこで、J-REITの事業法人としての仕組要件を認識するには、まず、投資法人のガバナンスを構成

する機関について説明する必要がある。

#### (a) 投資主総会

投資主総会は、投資主の全員によって構成される投資法人の意思決定機関であり、投資主によるガバナンスの中心的な機関として位置付けられる。法律及び規約<sup>10</sup>に定める事項に限り決議ができ（投信法89条）、その権限が限定されている点は取締役会設置会社における株主総会のそれと同じである。また、投資主総会は、執行役員、監督役員及び会計監査人の選任・解任、規約の変更、資産運用委託契約の締結の承認・解約<sup>11</sup>、解散、合併の承認などの重要事項についての意思決定権限を有している<sup>12</sup>。

#### (b) 役員会

投資法人の役員会は、執行役員とその職務執行を監督する監督役員から構成されるが（投信法112条）、株式会社の取締役会と同じ

<sup>10</sup> 投資法人の規約は株式会社の定款に相当するものである。

<sup>11</sup> 本章2で説明するとおり、投資法人はその資産運用業務等を外部のサービス業者に委託しなければならない義務を負うのである。

<sup>12</sup> 新家寛＝上野元編『REITのすべて：新規組成・上場から倒産処理まで』（民事法研究会・2012年）48-49頁。

立場の取締役のみから構成される点で異なる。役員会の権限は、投信法及び規約に定める権限を行使するほか、執行役員職務執行を監督し（同法114条1項）、執行役員重要な職務執行に対して承認を行う（同法109条2項）ことである。株式会社の取締役会との権限と比較すると、一定の類似性はあるものの、かなり異なっている<sup>13</sup>。

#### (c) 執行役員

執行役員は、投資主総会で選任され（投信法96条1項）、投資法人の業務を執行し、投資法人を代表する（同法109条1項）。執行役員は株式会社における取締役と相当するものと位置づけられている。ただし、すべての執行役員が当然に代表権を有する点（同法109条1項）が取締役会設置会社の取締役と異なる。

#### (d) 監督役員

監督役員は、執行役員職務の執行を監督する権限を有する（同法111条1項）ため、株式会社における監査役に相当するものと位置づけて理解することもできる。しかし、監査役は取締役会の構成員ではないのに対し、監督役員は、役員会の構成員として、執行役員重要な職務執行の承認、投資法人の計算書類等の承認（同法131条2項）、執行役員解任（同法114条2項）などに参加できるため、社外取締役の役割に近いと理解するほうが適切であると思われる。また、執行役員に対する監督役員の監督権限の実効性を担保するため、役員会の過半数が監督役員となるように、監督役員の人数は執行役員よりも必

ず1名多いことが求められる（同法95条2号）<sup>14</sup>。

#### (2) 投資ヴィークルとしての仕組要件（外部運用・管理型の仕組み）

もちろん、会社型J-REITにおいても、一般の事業法人と異なる特徴がいくつかある。最も典型的な例は、いわゆる外部運用・管理型の仕組みである。投資法人は、法人格を有しているものの、資産運用を超える権限を有しない。加えて、投資法人は、本店以外に営業所を設けたり従業員を雇用したりすることができず（投信法63条）、資産の運用や資産の保管などの業務は外部のサービス業者に委託することを義務付けられているため、資産の集合体としてのヴィークルであるとも言える（同法117条、198条、208条）。

図1が示すように、不動産投資法人は、複数のサービス業者による高度で複雑な分業によって成立している集団投資スキームである。このような集団投資スキームにおいては、一般的には、投資運用業者（資産運用会社）及び資産管理業者（投資法人の資産を管理する者）という二種類のサービス業者が存在する。

まず、資産運用会社とは、投資法人が前記のとおり純粋な投資ヴィークルとして位置付けられたため、投資法人から委託されてその資産運用にかかる業務を行う者であり、金融商品取引法（以下「金商法」という）上の金融商品取引業者である（同法198条1項）。資産運用会社は、投資法人による不動産等の投資対象資産の購入・売却に関する投資判断、

<sup>13</sup> 例えば、業務執行に関する決定権限については、役員会は限定されているのに対して、取締役会は無限定で、特定の事項について決定権限の取締役への委任禁止という逆方向の縛りがかけられている（会社法362条4項）。

<sup>14</sup> 現在、上場J-REITの監督役員に選任されているものは、ほとんど弁護士、公認会計士、不動産鑑定士または大学教授などの外部専門家である。日本の取締役会には、株主に代わって内部者出身の取締役を監視することを期待されている社外取締役が少ない状況に鑑みると、投信法が構築する不動産投資法人の役員会は、独立性・中立性において相当高いレベルに達していると考えられる。

その他資産運用に関する一切の業務を行う、投資法人スキームにおけるメインプレイヤーといえる。

次に、不動産投資法人の資産管理業者については、財務的な資産管理と不動産の運営管理という2つの主な業務に分けて、それぞれの担い手がある<sup>15</sup>。

(a) 財務的な資産管理とは、投資法人が所有する不動産や不動産信託受益権に係る重要書類の保管、口座の管理等の業務をいう。このような業務を行う者は資産保管会社と呼ばれる。資産保管会社になることができるのは信託会社と金融商品取引業者である（投信法208条2項）が、これまで全ての上場J-REITの資産保管会社は3大信託銀行が就任してきた<sup>16</sup>。

(b) 不動産の運営管理とは、対象不動産から賃料収入等を得るための日々の運用管理をいう。この役割を担うのがプロパティ・マネジメント会社（property management、以下「PM会社」という）である。すなわち、不動産投資法人の仕組みにおいて、資産運用会社が、アセット・マネジメント（AM）として不動産ポートフォリオ全体の運用を担当するのに対して、個別の不動産について、その日常の維持管理を担当するのはPM会社である<sup>17</sup>。

前述のとおり、REITは、証券投資信託と同じような集団投資スキームの性格を備えているが、両者の投資対象が異なることから、投資先財産の違いを反映して、相違点も少なくない。両者の違いは、PM会社の存否から垣間見ることができる。証券投資信託の場合、

キャッシュ・フローを生み出すのは株や債券などの有価証券である。これらの有価証券の対象資産はまったく別の者（有価証券の発行者等）により運営管理されるため、証券投資信託の投資運用業者の主な役割は、どのような有価証券をいつ買うか、あるいはいつ売るかという投資判断に集中する。投資運用業者の外にはPM会社のような資産の運営管理業者が必要ではない。これに対し、REITの投資対象となる不動産は、その収益性を維持するために、投資判断をするだけでは不十分であり、日々の維持管理が不可欠である。この点で見ると、REITは、証券投資信託より事業性が高く、株式会社のような事業法人の性格を有する。

## 2 税制要件（導管性要件）

以上に述べたように、J-REITは、①株式会社のような事業法人の性格のほか、②証券投資信託のような集団投資スキームの性格も持っている。事業法人の性格は、不動産投資法人のガバナンスという点で反映されているが、集団投資スキームの性格については、外部運用・管理型の仕組みと集団投資スキームの課税という2つの側面がある。

集団投資スキームの課税については、その投資ヴィークルとしての特殊な性格に照らして、また、その活用を促進するという政策的な意図を含めて、税制上の様々な「課税の特例」が設けられている。例えば、投信法改正に伴う平成12年度税制改正は、「租税特別措置法」（以下「措法」という）に第67条の15（投資法人に係る課税の特例）を新設し、投

<sup>15</sup> 不動産シンジケーション協議会「海外不動産投資ファンドに学ぶ」（証券化プロセス研究会報告書・1999年）70頁。

<sup>16</sup> 前掲注(9)の「集団投資スキームに関するワーキンググループ報告」では、資産保管会社の必要性について、「コミングリングリスク（commingling risk）への対応や相互牽制の観点から、資産運用会社と資産保管会社は分離することが適当である。」との検討結果が報告されている。

<sup>17</sup> 現在の担い手の多くはディベロッパー、不動産仲介会社、不動産メンテナンス管理会社、独立系のPM会社などである。

### 3. 中国における不動産投資信託（REIT）の実務進展及び法的問題

資法人のうち導管性要件を満たすものが支払う利益の配当の額については損金の額に算入することを認めた。不動産投資法人はこの特典により、課税所得を非常に少額にすることができるため、法人税と投資主に対する所得税の二重課税を回避することが可能となる。

不動産投資法人の導管性要件は、大きく分けると①持分保有要件、②非同族会社要件、③資産要件、④支配禁止要件及び⑤配当要件の5つに大別される。これは、J-REITの税制要件である。

#### (1) 持分保有要件

投資法人の設立に際して発行した投資口の発行価額の総額が1億円以上であるもの、または、事業年度終了の時ににおいて、その発行済投資口が50人以上の者によって所有されているもの、あるいは機関投資家のみによって所有されているものであることが必要である。これは投資口の募集方法及び保有人数に関する規定である<sup>18</sup>。

#### (2) 非同族会社要件

投資法人が事業年度終了の時ににおいて同族会社に該当していないという要件である。投資法人が発行する投資口は株式とみなされるため（措法67条の15第2項）、投資法人であっても、法人税法上の同族会社に関する規定が適用される<sup>19</sup>。具体的には、1投資主グループ（平成20年税制改正以前は3投資主

グループ）により投資口総数の50%超の投資口を所有されていない必要がある<sup>20</sup>。

#### (3) 資産要件

すなわち、事業年度終了の時ににおいて、投資法人が有する不動産、不動産の賃借権、地上権等の資産の帳簿価額は、その時ににおいて有する総資産の帳簿価額の50%を超えなければならない。不動産投資法人は資産を主として不動産等に対する投資として運用することを目的として設立される社団であることから、その主な資産を不動産等<sup>21</sup>に限定する必要がある。

#### (4) 支配禁止要件

投資法人が他の法人の発行済株式総数又は出資総額（当該他の法人が有する自己の株式又は出資を除く）の50%以上を有してはならないという要件である。この要件について、平成25年投信法改正により、会社支配禁止の趣旨を維持しつつ、海外不動産投資を促進する上で必要性が認められる場合に限り、例外的に過半議決権保有制限の緩和が行われた<sup>22</sup>。

#### (5) 配当要件

すなわち、事業年度に係る配当等の額の支払額が当該事業年度の「配当可能利益」の額として政令で定める金額<sup>23</sup>の90%に相当する金額を超えていることが求められる。いわゆる90%超配当要件である。

<sup>18</sup> 不動産投資法人は、発行公募とプロ私募という2つの募集方法があるが、少人数私募の方法は採らない。

<sup>19</sup> 法人税法2条10号により、「同族会社」とは、会社の株主等（その会社が自己の株式又は出資を有する場合のその会社を除く）の3人以下並びにこれらと政令で定める特殊の関係のある個人及び法人がその会社の発行済株式又は出資（その会社が有する自己の株式又は出資を除く）の総数又は総額の50%を超える数又は金額の株式又は出資を有する場合その他政令で定める場合におけるその会社をいう。

<sup>20</sup> 稲葉孝史「J-REITの組織再編への影響と留意点」経理情報1215号61頁。

<sup>21</sup> 不動産等の詳細は大きく分けて、実物不動産、不動産の賃借権、地上権などの「不動産等」と、それらの不動産への運用を目的とする優先出資証券、特定目的信託の受益証券等の「資産対応証券」が対象とされている。田村威「投資信託基礎と実務（九訂）」（経済法令研究室・2012年）186頁。

<sup>22</sup> 財務省「平成25年度税制改正の解説」531頁。

<sup>23</sup> 投信法136条に規定する利益の額として財務省令で定めるところにより計算した額をいう（措法施行令39条の32の3第6項）。

表3 上場US-REITの詳細

	エクティ型	モーゲージ型	内部型	外部型	UP/DOWN	一般
会社型 (167社)	129社 (77%)	38社 (23%)	127社 (76%)	40社 (24%)	104社 (62%)	63社 (38%)
信託型 (43社)	40社 (93%)	3社 (7%)	36社 (84%)	7社 (16%)	32社 (74%)	11社 (26%)

\*出所：2014年9月時点での各上場US-REITの公開資料に基づいて整理してまとめたものである。

### Ⅲ アメリカの不動産投資信託の特徴

アメリカの不動産投資信託（以下「US-REIT」という）は、1960年誕生して以来、1970年代初頭の第一次ブーム、1980年代中頃の第二次ブームを経て、1992年にUPREIT制度が考案された不動産の供給と年金資金流入による1990年代の第三次ブーム、さらに2000年以後2007年までのグローバル化を背景とした第四次ブームと、四回のサイクルを経ながら市場を発展させ、現在に至っている。2016年9月現在、上場銘柄数は219銘柄、時価総額合計は約1兆650億ドル（約110.5兆円）であり、時価総額ベースで全世界のREIT市場の半分を超える世界最大のREIT市場となっている<sup>24</sup>。

#### 1 仕組要件

##### (1) 会社型REITと信託型REITの仕組み

US-REITの仕組要件については、当初の税法上に会社（corporation, 会社型REIT）を認めなかったため、その多くがマサチューセッツ州法に基づき設立されたビジネス・トラ

スト（business trust, 信託型REIT）である。しかし、ビジネス・トラストの法的内容の不明確性を理由に、REITの適格を会社にも認めるべきとする主張が1960年代のREIT誕生時から存在する<sup>25</sup>。そのため、1976年の法改正によって、会社型REITが認められることになる等、ビジネス・トラスト（信託型REIT）の優位性は次第に失われていった。現在では、上場US-REITは約8割（79.5%）が株式会社の形態を採っている（表3）。

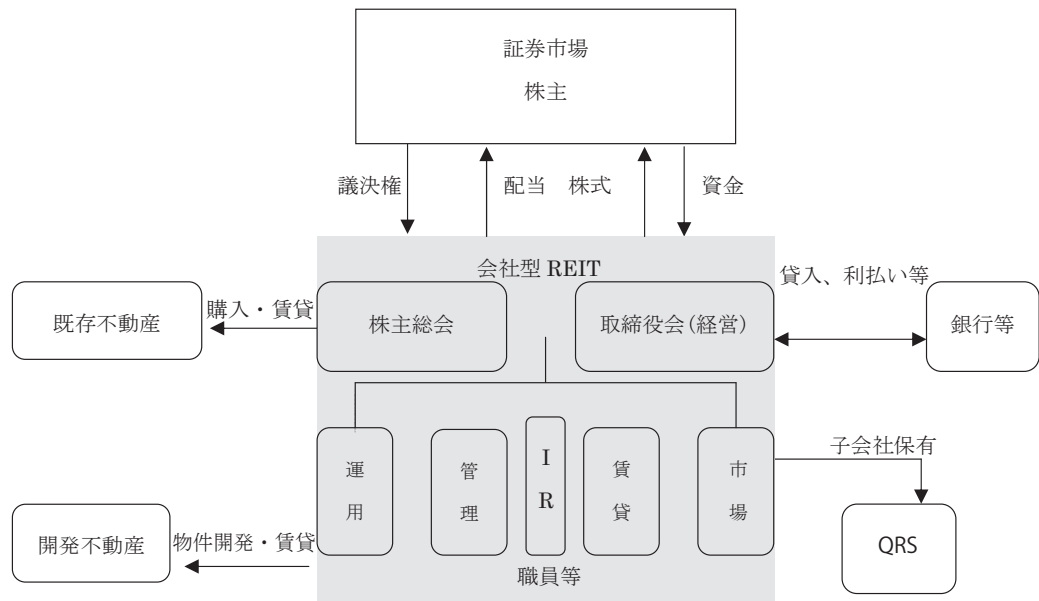
US-REITの根拠法といえば、内国歳入法（Internal Revenue Code、以下「IRC」という）の第856条から第860条までの規定がこれに該当するが、US-REITの仕組要件については、IRCは各州の会社法またはビジネス・トラスト法などの組織法に委ねている。つまり、これら州法は、US-REITの仕組上の根拠法に該当する。

現在、上場US-REITの大半は、メリーランド・コーポレーション（Maryland Corporation）またはメリーランドREIT（Maryland REIT）の組織形態を採用しているため、US-REITにとっては、その最も重要な根拠法はメリーランド会社及び団体法（Maryland Code Corporations and

<sup>24</sup> そのうち、ニューヨーク証券取引所で上場しているREITは189銘柄があり、時価総額合計は約9860億ドル（約102.3兆円）である。NAREIT: REITWATCH, 2016.9, Page1.

<sup>25</sup> Earle W. Carr, *Federal Tax Aspects of Real Estate Investment Trusts*, 16 *The Business Lawyer*, 934(1961); Godfrey, Jr. & Bernstein, *The Real Estate Investment Trust-Past, Present and Future*, *Wisconsin Law Review*, 659(1962); William A. Kelley, J. R., *Real Estate Investment Trusts after Seven Years*, 23 *The Business Lawyer*, 1005(1968).

図2 会社型US-REITの仕組み



\* 経営運用判断等を外部の顧問会社に委託しているケースもある。

\* 出所：不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック 2003』（不動産証券化協会・2003年）75頁

Associations) である。同法の第1章から第7章はメリーランド会社法であり、第8章はメリーランドREIT法である。後者は、信託型REITを規制するために、US-REIT誕生直後の1963年に制定された特別法である<sup>26</sup>。

### (2) 内部運用・管理型の仕組みへの認容

前述したとおり、REITのヴィークルについて、J-REITは、信託型（投資信託）と会社型（投資法人）の選択制であるが、現在の上場J-REITの実務では投資法人という特別の法人組織しか使われていない。一方、US-REITは、信託型（ビジネス・トラスト）と会社型（株式会社）の選択制であるが、上記表3で示したとおり、現在の上場US-REITの約

79.5%は、各州会社法に基づく株式会社を利用している<sup>27</sup>。また、会社型J-REIT(投資法人)と会社型US-REIT（株式会社）との違いといえば、資産の運用・管理方法について、会社型J-REITは、外部運用・管理型の仕組みのみを採用しているのに対して、会社型US-REITは、外部運用・管理型と内部運用・管理型とのいずれかを選択することができる。2014年10月現在、すべての上場US-REITの約77.6%は内部運用・管理型の仕組みを採用している<sup>28</sup>。この点は、両者間の最も顕著な違いであると考えられる。

実際には、アメリカ法は、US-REITのヴィークルと仕組みについて、(1)1960年代の誕生

<sup>26</sup> これに対して、デラウェア州法では、信託型REITに関する特別法が存在しておらず、すべて一般法であるデラウェア・スタチュートリ・トラスト法の規制に服する。信託型REITについて一般法と特別法を区別して規制することは、メリーランド州のUS-REIT分野で優位性を確立した要因の1つではないかと考えられる。

<sup>27</sup> 210社の上場US-REITには、会社型は167社（79.5%）あり、信託型は43社（20.5%）ある。

<sup>28</sup> 210社の上場US-REITには、内部運用・管理型は163社（77.6%）あり、信託型は47社（22.4%）ある。また、会社型のヴィークルと内部運用・管理型の仕組みの両方を採る上場US-REITは、127社で全体の60.5%を占めている。

表 4 US-REITとJ-REITの導管性要件の比較

	①持分保有要件	②非同族会社要件	③資産要件	④収入要件	⑤支配禁止要件	⑥配当要件
US-REIT	100人以上の者による保有	5人以下の投資者の持分保有割合は50%以下	75%以上が不動産関連資産、現金、現金等価物及び国債；これら以外の有価証券が25%以下 <sup>29</sup>	95%以上が不動産関連資産からの収入；75%以上が株式・証券以外の不動産関連資産からの収入 <sup>30</sup>	他の法人の発行済株式総数10%超を保有してはならない。ただし、100%子会社をQRSとして保有できる <sup>31</sup>	90%以上
期間要求	事業年度のうち最低335日	事業年度の下半期の期間	各四半期末の時点	事業年度内	事業年度の全期間	各REITの配当時（四半期、半年又は年）
J-REIT	50人以上の者による保有	1人の投資者の持分保有割合は50%以下	50%超が不動産、不動産の賃借権、地上権等	なし	他の法人の発行済株式総数の50%以上を保有してはならない	90%超配当
期間要求	事業年度終了の時	事業年度終了の時	事業年度終了の時	なし	事業年度の全期間	事業年度内

当初、信託型のヴィークルと外部運用・管理型の仕組みしか認めず、(2)1970年代の税制改革で会社型のヴィークルを、(3)1980年代の税制改革で内部運用・管理型の仕組みを、それぞれに導入した経緯がある。これらの税法改正を契機に、US-REITは不動産に投資する信託から、より事業法人（不動産事業会社）としての性質を強く帯びようになっていく（図2）。

## 2 税制要件

US-REITは税法を根拠法とし、税法上の要

件を充足することにより導管性を享受できる。US-REITの投資ヴィークルである株式会社またはビジネス・トラストが州法に準拠して設立されるため、各州の会社法、ビジネス・トラスト法などの規制を受けるが、アメリカでは税法以外に、日本の投信法のようなREIT独自の連邦法律は存在しない。US-REITの税制はIRC第856条から第860条までに定められており、具体的なREIT関連の規定は次のとおりである。

<sup>29</sup> ただし、新規資本調達資金で取得した株式等は、資本調達後1年間は75%資産要件の判定上において不動産関連資産とされる。  
<sup>30</sup> ただし、新規資本調達資金からの一時的な投資所得は、資本調達後1年間は75%収入要件の判定上において適格所得とされる。  
<sup>31</sup> QRSとは、適格REIT子会社（qualified REIT subsidiary）をいう。REITから独立した法人とはみなされないとともに、収入要件や資産要件の判定上及び税務上において、QRSの資産、負債及び収入、費用等は全てREIT自体のものとして扱われる。

IRC第856条……………REITの定義
IRC第857条……………REIT及び株主に対 する課税
IRC第858条……………事業年度終了後の REITからの配当
IRC第859条……………事業年度
IRC第860条……………追加配当の損金算 入

税制要件の内容について、J-REITとUS-REITとの間には、それほど大きな違いがない。US-REITは①持分保有要件、②非同族会社要件、③資産要件、④収入要件、⑤支配禁止要件及び⑥配当要件等の規制を受ける必要がある。そして、US-REITの導管性要件は、ほぼすべての面でJ-REITの規制より厳しいといえる（表4）。

例えば、②非同族会社要件について、J-REITは、1人の投資者の持分保有割合が50%以下であることを要求するのに対して、US-REITは、5人以下の投資者の持分保有割合が50%以下であることを要求する。また、④収入要件について、J-REITは、これを設けていないのに対して<sup>32</sup>、US-REITは、総収入の95%以上が（株式・証券を含む）不動産関連資産からの収入であることと、総収入の75%以上が株式・証券以外の不動産関連資産からの収入であることを要求する。ところが、税制要件におけるJ-REITとUS-REITの違いは、あくまでも程度の差があるにすぎず、実質的なものではない。

## Ⅳ 中国の不動産投資信託の存否

日本及びアメリカにおけるREIT商品の認定要件が明らかにされた後、Iで紹介した中国の不動産会社最大手2社が発行した金融商品がREIT商品といえるかどうかについて考察を行いながら、中国にはREITの仕組要件と税制要件の存否を検討する。

### 1 仕組要件

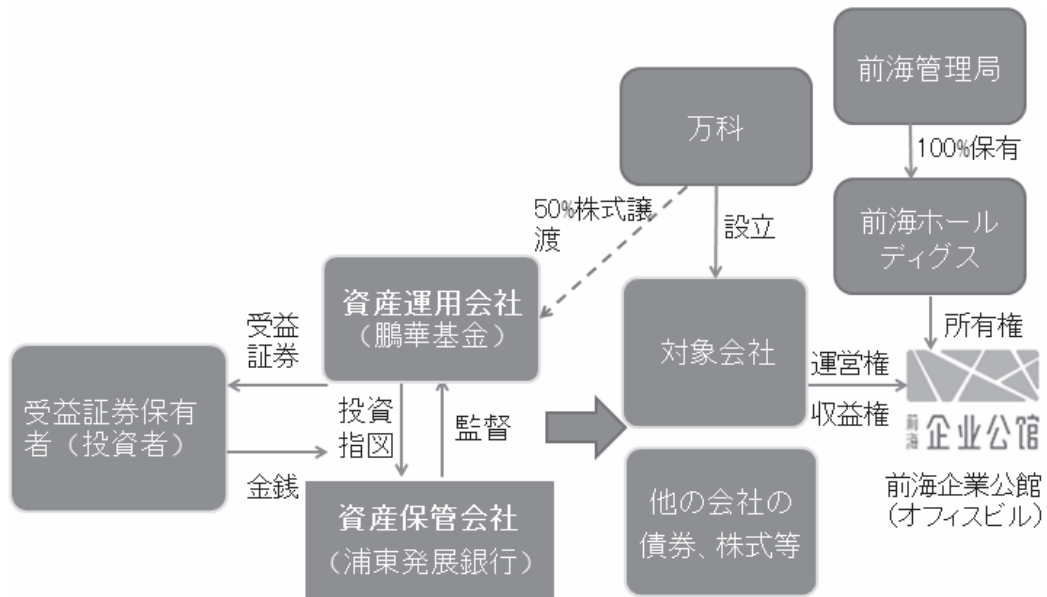
まず、中国の投資信託を規制する証券投資基金法にはREITを認める余地がないと考えられる。同法2条は、中国の投資基金（投資ファンド）の投資範囲を有価証券に限定しているため、不動産等への投資が禁止されている。そのため、この法律の題名は「投資基金法」ではなく、「証券投資基金法」になる。中国の現行法にはREITの仕組要件に関する内容がないため、REITの仕組要件がまだ整備されていないといえる。

そこで、万科は、「鵬華前海万科REITs」という商品を発行する際に、証券投資基金法の要求に従って証券投資信託の仕組みを採用した。図3で示したとおり、それが日本またはアメリカで採用される会社型REITと異なることは明らかである。

具体的には、①「鵬華前海万科REITs」は、証券投資信託として、原資産となる前海企業公館（オフィスビル）に対して直接投資を行うことができないため、万科は、対象会社を設立して、前海企業公館の運営権及び収益権を取得させた。②「鵬華前海万科REITs」は、有価証券に投資することができるため、万科

<sup>32</sup> ただし、J-REITの導管性要件には、業務委託要件がある。これは、外部運用・管理型の仕組みに合わせるものである。

図3 「鵬華前海万科REITs」の仕組み



\*出所：「鵬華前海万科REITs」の目論見書に基づいて作成されるものである。

から対象会社の50%の株式を取得した。これを通じて、2015年1月1日～2023年7月24日の前海企業公館の賃貸収益を得ることが可能となる。これは主な投資対象であるが、証券市場で他の会社の株式・債券を取得することも可能である。ただし、対象会社は前海企業公館の所有権を有していないことから、投資者は、前海企業公館の不動産の売却益を享受することができない。③投資者への利益配当は金銭を原則とする。配当の条件が満たされた場合には、少なくとも年1回の配当を行う。配当の割合は配当可能利益の90%を下回ってはならない。④「鵬華前海万科REITs」は、信託契約の効力が生じてから10年以内にクローズエンド型で運用され、深セン証券取引所に上場されるが、クローズエンド期間が満了したら、オープンエンド型に転換する予定である。

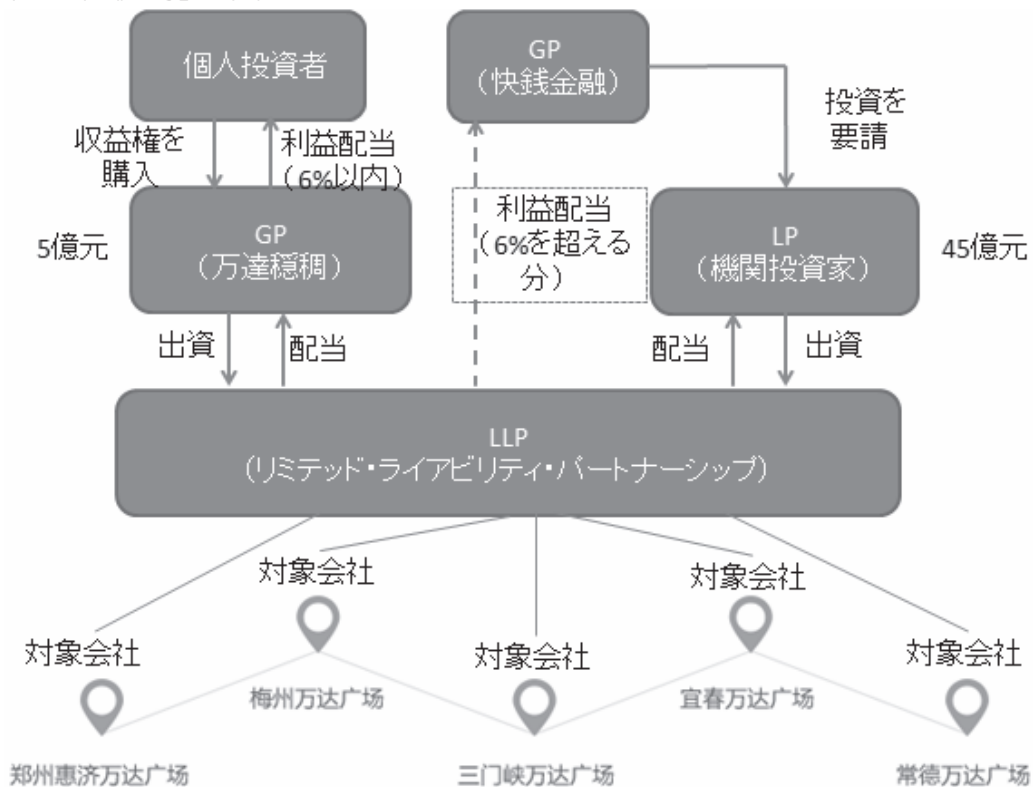
こうみると、この商品は、REITの名称を使用しているものの、日本やアメリカで利用

されているREITの仕組みと異なる点が多く、中国の証券投資基金法に基づいた証券投資信託であるにすぎないといわざるを得ない。

また、万達の「穩賺1号」については、図4に沿ってその仕組みの詳細について説明する。

①万達傘下の万達穩稠は、まず、オリジネーターとして、5つの対象会社（2016年にオープンする予定の5つの都市の万達広場を開発・運営する会社）に対して投資を行うことを目的とする有限責任組合（LLP）を設立した。万達穩稠と快錢金融（オンライン決済サービス会社）は、普通組合員（GP）として、LLPの日常運営業務等を担当しつつ、LLPの10%の収益権を保有する。機関投資家は、有限組合員（LP）としてLLPに参加し、45億人民元の出資で90%の収益権を取得した。②万達穩稠は、快錢金融のプラットフォームにおいて、GPとしての収益権を1口1000人民元（約16,730円）の価格で個人投資者に譲

図4 「穩賺1号」の仕組み



\*出所：「穩賺1号」の目録見書に基づいて作成されるものである。

渡して、併せて5億人民元を調達した。

③「穩賺1号」は設立から3年以内にクローズエンド型で運用されるが、個人投資者は、快銭金融のプラットフォームで収益権を他人に譲渡することで、投下資本を回収することができる。ただし、譲渡後の個人投資者は、万達広場の不動産の売却益を享受することができない。④「穩賺1号」の存続期間は最長7年間とされる。設立3年後、万達は、対象会社を上場させたり、第三者に売却したりすることができる。その売却益は投資者に対して配当を行う。7年満了後、上場も売却もしない場合、万達は投資者の投下資本の1.5倍の価格で収益権を買い戻すものとされる。⑤「穩賺1号」の利益配当は、実際の賃貸収益に基づいて算定し、毎年7月15日

に金銭で行われる。ただし、個人投資者への配当は年6%を上限とする。6%を超える利益が生じた場合に、6%を超える分の利益は快銭金融に配当しなければならない。

万達の自社宣伝では、この商品が準REITと呼ばれているが、以上の説明でわかるように、この商品は、信託型でも会社型でもなく、組合理（LLP）の仕組みを採用しているため、日本やアメリカのREITの仕組みと大きく異なっている。

## 2 税制要件

そして、さらに問題となるのは、REITの税制要件の欠如である。中国の現在の税法ではREITに関する優遇措置が一切設けられていない。たとえ「REIT」と名付けられた商

品が発行されたとしても、この商品の発行者にとっても、商品を購入した投資者にとっても、税制上の優遇政策（二重課税の回避）を享受することができない。

例えば、「鵬華前海万科REITs」の③の90%以上の利益配当という要件を一見すると、それはUS-REITとJ-REITの導管性要件の配当要件に合致しているように見えるが、前海企業公館の賃貸収益はまず、対象会社の段階で法人税が課税されることが必要なので、「鵬華前海万科REITs」の投資者にとっては、二重課税を回避することができない。

また、対象会社の段階で法人税が課税されるという点では、「穩賺1号」も「鵬華前海万科REITs」と同様である。その本当の狙いは、万達がファンド型クラウドファンディング<sup>33</sup>（crowd funding）で個人投資者から商業施設の建設資金等を調達するという点にあるが、個人投資者は、税制優遇政策を享受することができない。よって、この2つの商品はREITまたは準REITとまではいえない。

そもそもREIT制度の誕生原因及びその最大の魅力は、導管性要件を満たしている集団投資スキームに対して税制上の優遇政策を付与することにより、一般投資者の不動産への投資を促進するという点にある。そのため、税制要件を確立しない限りは、REIT制度の基盤が築かれているとはいえない。

## V 中国におけるREIT制度の確立に向けて

以上で述べたとおり、2015年には中国の

不動産関連金融商品の改革の一環として、不動産会社最大手2社は、「REIT」と名付けられた商品を発行した。しかし、この2つの商品の仕組みや税制等を分析すると、いずれも名ばかりのもので、実質的にはREIT商品とは言い難い。実際には、中国においては、現在、REIT制度が確立されていない状況にある。その主な理由としては、(1)REITの仕組要件の不存在と(2)REITの税制要件の欠如という2つの法的問題が存在するのである。

### 1 投資基金の投資範囲の拡大

REIT制度の誕生の経緯からみれば、US-REITもJ-REITも、自国の証券投資信託から受けた影響が大きいということがわかる。例えば、J-REITの誕生と仕組設計は、日本の証券投資信託から受けた影響が大きいといわれている。もともと日本で証券投資信託に会社型の創設が求められたのは、信託型にはなじまない投資者による直接的な監視機能の導入にあった<sup>34</sup>。その範とされたアメリカではミューチュアル・ファンド（mutual fund、適格証券投資会社）が一般的であるが、日本で株式会社によりこれを行おうとすれば商法上様々な問題があるため、新たに証券投資法人<sup>35</sup>という特別の法人組織として構成されたのである<sup>36</sup>。そして、平成12年投信法改正は、資金の運用対象を、「主として有価証券」から「特定資産」へと不動産を含めた幅広い資産に拡大した。その結果、「証券投資法人」も「投資法人」に改称されて普遍性を持つものに改められ、クローズエンド型の投資法人には債券の発行も認められた<sup>37</sup>。

<sup>33</sup> ファンド型クラウドファンディングの詳細については、本柳祐介ほか編『FinTechビジネスと法25講：黎明期の今とこれから』（商事法務・2016年）の第9講を参照。

<sup>34</sup> 森田章「資産運用手段の多様化」ジュリスト1145号7頁。

<sup>35</sup> 証券投資法人は、平成10年誕生以来、日本の実務でまだ広く利用されていない。

<sup>36</sup> 黒沼悦郎「証券投資法人制度：会社型投資信託の導入(1)経緯」インベストメント309号85頁。

したがって、今後、中国においてREIT制度を確立するためには、まず、日本と同じように、証券投資基金法の改正によって投資基金の投資範囲を「有価証券」から不動産を含めた幅広い資産に拡大することが必要ではないかと思われる。

## 2 REITの仕組要件の確立

中国の投資基金の投資範囲が限られているという問題を克服することができれば、その次に、REITの仕組要件を確立する必要があると思われる。

(1) まず、仕組要件としては、REIT制度の事業性が高いという性格を考慮するうえで、日本及びアメリカと同様に、中国も会社型REITの仕組みを導入すべきではないかと思われる。前述のとおり、J-REITとUS-REITは、信託型（投資信託/ビジネス・トラスト）と会社型（投資法人/株式会社）の選択制であるが、両国の実務において会社型REITの仕組みを採用する上場REITの数が圧倒的に多い。その理由は、REIT制度の事業性が高いという性格にあると考えられる<sup>38</sup>。

REIT制度の事業性が高いという点では、中国は日本及びアメリカとさほど大きな違いがあるわけではない。また、投資信託の投資行為に対しては、中国で受託者と受益者の責任関係について明確な基準が確立されていない。さらに、中国の信託法10条では、不動産を信託財産とする信託契約について、不動産の信託登記が効力発生要件とされている。しかし、今まで不動産の信託登記制度は整備されていないため、実物不動産の信託が中国

において全く利用されていないのは現状である。これらの問題を回避するためには、最初から会社型REITの仕組みを導入したほうが得策ではないかと思われる。

(2) 次に、REITの資産の運用・管理方法については、2つの選択肢がある。すなわち、J-REITのような外部運用・管理型の仕組み（投資法人）を導入すべきか、それともUS-REITのような内部運用・管理型の仕組み（株式会社）を導入すべきかという問題である。

不動産投資に必要なアクティブな資産運用については、J-REITでは外部のサービス業者への委託しか認められていないが、US-REITでは外部委託のほか、自社による運用も認められる。この点は、仕組要件において、J-REITとUS-REITの違いのポイントとなる。US-REITは、当初J-REITと同様に、外部運用・管理型の仕組みしか認めなかったが、1986年の税制改正で内部運用・管理型の仕組みを解禁した。現在、US-REITは、継続企業を前提とした株式会社により近い存在であるように思われる<sup>39</sup>。

しかし、内部運用・管理型の仕組みの解禁は、US-REIT制度が誕生してから25年余り経ち、豊富な経験が積み重ねられた後のことである。REIT制度が確立されていない中国にとっては、US-REITのような内部運用・管理型の仕組み（株式会社）を直ちに導入する必要がなく、J-REITのような外部運用・管理型の仕組み（投資法人）を導入すれば十分ではないかと思われる。仮に中国は会社型REITと内部運用・管理型の仕組みをセットで導入すると、REITの仕組みは一般の不動産会社

<sup>37</sup> 竹中正文「投資法人の統治機構：株式会社との対比において」法学研究73巻12号139頁。

<sup>38</sup> ここでいう「会社型REIT」は、REITの事業性に適合する、法人格のある株式会社と投資法人に限定される。REIT制度の事業性については、本稿第1章1(2)(b)で証券投資信託と比較しながら検討を行った。また、会社型REITのうち、株式会社か投資法人かの選択については、下記(2)で検討を行う。

<sup>39</sup> 石田尚己『不動産会社とREITのM&A：国際比較とJ-REIT版M&Aルールの提言』（住宅新報社・2010）38-39頁。

のそれと区別することができなくなるおそれがあるのである。特に、REITは中国の一般投資者に馴染みのない金融商品であるという点を考慮する上で、資産の運用・管理方法で一般の不動産会社と区別しやすい外部運用・管理型の仕組みを導入したほうが賢明であろう。

### 3 REITの税制要件の確立

さらに、現在の中国にとっては、資産の運用・管理方法の導入より、REITの税制要件（導管性要件）を整備するほうがより重要で不可欠な課題である。前述のとおり、そもそもREIT制度の誕生原因及びその最大の魅力は、導管性要件を満たしている集団投資スキームに対して税制上の優遇政策（二重課税の回避）を付与することにより、一般投資者の不動産への投資を促進するという点にある。税制上の優遇政策がなければ、どのタイプの資産の運用・管理方法を導入しても意味が乏しい。なぜならば、資産の運用・管理方法ひいてはREITの仕組要件のみでは、不動産への投資促進につながらないからである。税制要件の整備こそは、REIT制度を確立するために喫緊の問題ではなかろうかと考えられる。

しかし、今までは、中国の税務機関にはREITの導管性要件にかかわる政策立案の動きが全く見られない。中国におけるREIT制度の確立に向けては、やはり税務機関の理解及び協力が不可欠であるが、現時点では難しい問題といわざるを得ない。今後、中国は、J-REITやUS-REITなどの導管性要件を参考し、①持分保有要件、②非同族会社要件、③資産要件、④収入要件、⑤支配禁止要件及び⑥配当要件等の規制を導入することが必要であるように思われる。

## おわりに

本稿の考察により、中国においてREIT制度が確立されていないことがわかる。その理由としては、①中国の証券投資基金法が不動産への直接投資を禁止しており、REITの仕組要件が整備されていないこと、②中国の税法にはREITに関する優遇措置が一切ないことという2つの法的問題が挙げられる。

今後、中国においてREIT制度を確立するためには、まず、証券投資基金法の改正によって投資基金の投資範囲を「有価証券」から不動産を含めた幅広い資産に拡大することが必要ではないかと思われる。投資基金の投資範囲が限られているという問題を克服することができれば、その次に、REITの仕組要件と税制要件を確立しなければならない。

具体的には、仕組要件については、REIT制度の事業性が高いという性格を考慮するうえで、日本及びアメリカと同様に、中国も会社型REITの仕組みを導入すべきではないかと考えられる。ただし、REITの資産の運用・管理方法については、アメリカのような内部運用・管理型の仕組みを直ちに導入する必要がなく、日本のような外部運用・管理型の仕組みを導入すれば十分であろう。なお、税制要件については、中国は、J-REITやUS-REITの導管性要件を参考し、REITの特徴に適合する規制を導入することが不可欠であるように思われる。

# 段報告コメント

梶田 幸雄  
麗澤大学外国語学部 教授

## I はじめに

段報告は、日本及び米国の不動産投資信託(REIT)の法的特徴を分析し、中国における実務の動向と比較して、中国においてREIT制度を発展させるために必要な課題を検討し、中国政府に対する政策的提言を行なったものである。

中国でREIT類似商品が生まれていることは、日米で若干の報道がなされているが、全体像は明らかではなかった。これに対して、段報告は、万科と万達の事例を詳しく紹介し、日米との比較をしつつ事例を分析しており、現時点における中国版REITの構造を理解する上で有用である。

中国は、持続的経済成長を目指し、この過程において都市化を推進しようとしている。計画では、2025年までに都市化率を65%前後にするという目標を達成したいとしている。段会員は、ここに中国でREITが発展する可能性があると考え、REITについて研究したものと考える。

将来的には外国企業の参入も見込める中国不動産投資信託であるが、日本における中国REIT制度の研究は、極めて少なく、空白のある分野を埋める当該研究は有意義なものである。

ただ、段報告においては中国固有の(1)不動産投資の現状及び(2)経済体制から生じる問題

についての検討がなされておらず、この点を考慮した政策的提言は不十分であると思われる。そこで、以下において中国版REITを形成する上で検討しなければならない課題として、(1)不動産投資の現状、及び(2)経済体制上の制約要因について叙述し、段会員への要望を述べたい。

## II 不動産投資の今日的課題と制約要因

段報告は、中国初のREITとして2つのケースを紹介している。このうち、万達のケースは、商業、文化、金融、電子商取引、サービスを融合させたプロジェクトである。最低1000円で投資でき、50億円の資金調達ができた。うち5億元が個人投資家によるものである。保有期間は個人投資家には長すぎると思われる7年間である。

段会員は、2つのプロジェクトを分析し、日米REITと比較検討した結果、主に2つに集約される提言をしている。第一に、(1)現時点においてREITを規律する法は、中国に存在しないので証券投資基金法の改正により投資範囲を不動産にも広げること、第二に、(2)日米のREITに見られる仕組みの確立及び税制上の優遇を図ることである。

しかし、中国において日米同様の制度を確立することには難点がありそうである。そもそも中国固有の経済・社会体制により、先進

資本主義国と同様の法制・制度を形成できるかに関して、多くの制約がある。

中国の不動産投資の現状を見ると以下の課題がある。

第一に、(1)現在の不動産売買の90%が個人の投資目的になっていることである。中国では、富裕層への信託サービスとして不動産投資信託が行われていた。不動産開発のための資金調達手段としての信託である。この投資は、居住者がいない状況での高級マンション向けの仮性需要でもあり、実需のないところでの住宅の供給になっている。

第二に、(2)上述のような状況下で日米のように不動産投資に各種優遇を与えると、所得格差の拡大及び貧困の未解消という問題がさらに顕在化する。「脆弱群体」を放置するような制度改革を今の中国政府は採用し難い。

第三に、(3)不動産開発資金の70~80%は銀行融資によりなされていることである。また、銀行の融資先の60%が不動産会社向けである(金融政策による影響が大きい)。実務上は、資金調達手段の多様化が要請されている。都市住民の不動産投資意欲は高いものがある。不動産信託の規模は毎年経済成長率を大きく上回る水準で成長している。しかし、不動産業界の競争激化、消費水準が高いのは大都市であり、内陸の中小都市の消費は高くない。そうであるとREITの規模はそれほど大きくはないのではないかと。

REITを発展させる上での制約要因としては、以下の問題が指摘できる。

例えば、土地使用権の制約がある。中国の土地は、(1)国有土地使用権、(2)集団土地使用権(農民集団)、(3)割当土地使用権、(4)払下げ土地使用権がある。また、建物の処分は、土地と一体化であり、抵当権の設定はできるものの、処分は土地と建物の一体化が原則と

なっている。不動産の適正な評価方法が不在であるという問題もある。

このような中国固有の仕組み、経済・社会制度を考えると、日米と同じ制度を導入することには困難がある。

### Ⅲ 今後の検討事項

段報告は、中国は、当面はJ-REITやUS-REITなどの導管性要件を参考にし、①持分保有要件、②非同族会社要件、③資産要件、④収入要件、⑤支配禁止要件及び⑥配当要件等の規制を導入することが必要であると述べている。将来的には日米のREITと融合するものになるのかも知れないが、その過程にあって当面の中国における現実的な固有のREITの型を考えることも必要であろう。

中国REITは、不動産投資市場の現状の課題に向かい合い、投資を工業、商業及びインフラ建設などの有効な建設プロジェクトに向かわせることができるか。このようなREITを形成できるかが中国にとって重要な政策課題になる。

段会員には、今後、この提案をさらに深め、中国の現時点の経済・社会発展段階に適した中国版REITのあり方について検討して欲しい。REITが中国経済の課題を解決し、貢献できるものでないと、実際に中国政府が採用するところの制度にはならない。民間資金及び小口投資家資金の活用を考え、かつ中国の都市化に貢献しようとする場合、いかなる制度設計のための政策的提案ができるか。万達のケースは、最低1000円で投資でき、50億円の資金調達ができたということであるが、個人投資家の投資は10分の1である。小口投資家資金の活用を考えるのであれば、小口投資家の保護、このための不動産市場におけ

## 段報告コメント

る不透明性の存在に対する対策(情報の公開・透明性の確保)、受益者と受託者の義務と責任の明確化、不動産危機発生の予防法などさまざまなリスクを認識し、このリスク軽減策を講じることが必要である。今後、段会員が、小口投資家の資金を活用するためのより細かい制度設計についての提案をすることを期待したい。