

不動産調査

No.414 (2019/7/1)

ARES 国際不動産投資フォーラム 2019

W-3 : RICS・JREI セッション・パネルディスカッション

アウトバウンド不動産投資の課題～鑑定現場から～ …… 3

■パネリスト

ロイヤル・チャータード・サバイヤーズ協会

(RICS) アジア支部 バリュエーション

専門委員会 委員長

デービッド・フォークナー氏

コリアーズ・インターナショナル株式会社

マネージング・ディレクター

イオン・リートマネジメント株式会社 投資運用部長

山本 宗明氏

株式会社竹中工務店 FM 本部 本部長付 DD 担当

楠 浩一氏

ロングライフビル推進協会 (BELCA) ER 作成者連絡会議幹事長

■モデレーター

一般財団法人日本不動産研究所シンガポール駐在員事務所長

兼 国際部次長

福山 雄次



一般財団法人

日本不動産研究所

ARES 国際不動産投資フォーラム 2019

W-3 : RICS・JREI セッション・パネルディスカッション

アウトバウンド不動産投資の課題 ～鑑定現場から～

モデレーター

パネリスト



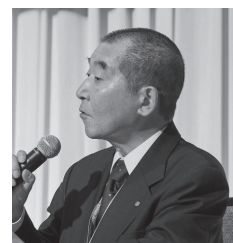
日本不動産研究所
シンガポール駐在員事務所長
フクヤマ ユウジ
福山 雄次



RICS アジア支部バリュエーション専門委員会委員長
デービッド・フォークナー 氏



イオン・リートマネジメント
投資運用部長
ヤマモト ムネアキ
山本 宗明 氏



竹中工務店
FM 本部 本部長付 DD 担当
クスノキ ヒロカズ
楠 浩一 氏

司会 お待たせいたしました。時間となりましたので、W-3 : RICS・JREI セッションを始めさせていただきます。このセッションのモデレーターは、一般財団法人日本不動産研究所シンガポール駐在員事務所長、福山雄次様をお願いしています。

パネリストの皆さまをご紹介します。コリアーズ・インターナショナル株式会社マネージング・ディレクター、デービッド・フォークナー様。イオン・リートマネジメント株式会社投資運用部長、山本宗明様。株式会社竹中工務店 FM 本部本部長付 DD 担当、楠浩一様です。

それでは進行を、福山様、よろしくお願いします。

福山 本日はお忙しい中、RICS・JREI セッションにご出席いただき、誠にありがとうございます。私は本日のモデレーターを務めさせていただきます日本不動産研究所、福山と申します。現在シンガポールの事務所で働いており、そこで感じ取った、アジア、特に東南アジア

の投資などについて、皆さまのご意見を聞き出していきたいと思っております。どうぞよろしくお願いいたします。

本セッションは、RICS 様と ARES 様、弊社日本不動産研究所が毎年共同開催をさせていただいているセミナーの一環として、今回この当フォーラムで開催をさせていただいているものです。前回は AI を通じた不動産の話をしていただいたりと、先進的な取り組みをしている中で、今回、海外、アウトバウンド投資の課題について、投資、調査、評価のそれぞれのスペシャリストをお招きして、その課題と解決策を探っていきたく思っております。皆さまの投資に役立つように、なるべく実践的な話にしたいと思っておりますので、できる限り個別具体的話をしていきたいと思っております。

本日、ディスカッションの流れとしては、国土交通省が「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」というものを、もう 10 年以上たっていますが、2008 年に策定していますので、こちらに基づいて話を進めていきたいと思



ARES国際不動産投資フォーラム2019
W-3 : RICS・JREIセッション

アウトバウンド不動産投資の課題
～鑑定現場から～

【パネリスト】
コリアーズ・インターナショナル株式会社 デービッド・フォークナー
イオン・リートマネジメント株式会社 山本 宗明
株式会社竹中工務店 楠 浩一

【モデレーター】
一般財団法人日本不動産研究所 福山 雄次

2019年3月8日(金) 16:20~17:30
於 帝国ホテル東京 孔雀の間:西

(写真:シンガポール)

います。

その点について、私から「海外投資不動産鑑定評価ガイドライン」のことについて若干お話をさせていただきたいと思います。当ガイドラインは2008年に、当時、東京証券取引所でJリートによる海外不動産の取得が禁止されていた状況を解禁するために策定されたと認識しています。

2008年5月に策定されたものの、皆さまご承知のとおり、9月にはサブプライムローン問題が顕在化して、海外への投資への機運が収まってしまった。その後、徐々に市場が安定化し、海外への投資機運が高まってきたのですが、今度は2011年3月に東日本大震災という未曾有の大災害があり、国内、内需に投資需要が向いていく流れになりました。

その後、2012年12月、本日ビデオメッセージも開会セレモニーにいただいた第二次安倍政権が誕生して、積極的に海外の投資も皆さま検討するような機運になったのかと認識しています。安倍首相のはじめの外遊先がベトナム、タイ、インドネシアだったところからも、東南アジアに対し国がすごく力を入れていることは分かるかと思っています。

このようなグローバル化の流れについては、コリアーズ・インターナショナルのデービッド・フォークナー様から、30年以上、香港や中国などアジア地域で不動産市場のプロジェクトに関わっているの、そういったグローバル的な視点からご意見をいただきたいと思っています。

その後、安倍政権ができてからですが、領土問題に端を発したチャイナ・プラス・ワンという流れの中で、かなり東南アジアに日系企業の興味が出てきた流れがあったかと思っています。その中で2013年5月に、バーナンキFRB議長(当時)が「量的緩和を縮小するかも」と示唆しただけで、東南アジアから大量の資金が引かれて通貨安が起こる事態になりました。そのときに東南アジアの経営者としては、1997年のアジア通貨危機を連想する方も多く、その中で日本と一緒にスポンサーシップを結びたいというオファーがそのころから増えてきた。私どもも実際仕事をしていても、そのように感じているところです。

そのような中、2014年6月に、イオン・リート投資法人様がリート初となる海外物件をマレーシアで取得されています。その後、2016年9月にも2物件目を取得

しています。海外物件の取得をなさった運用会社の投資運用部長である山本様からは、実際の投資に当たって感じた課題、今後の戦略などについてお伺いできればと思います。

その投資に際しては竹中工務店様が ER の調査をしていただいています。マレーシアで施工実績も多くあるということで、安心してお願いできることもあったかと思えます。そういった点で、1990年代から ER 業務の第一人者として活躍されている竹中工務店の楠様から、今後の海外投資に当たっての ER の可能性や、それに当たっての課題などについてお話いただければと思います。前置きが若干長くなりましたが、以上のような形で進めていきたいと思えます。

具体的なアジェンダについて、次の目次でお示しします。海外評価ガイドラインは、このようにセクションがいくつかあります。I から III のセクションでは、現地鑑定人をどういう基準で選びなさいとか、どういった方法で調査しなさいということになっています。そういう意味では、どこの国に投資できるか、どういったアセットタイプに投資できるかは、この I から III のセクションで話をまとめていきたいと思えます。

その次の IV から VII のセクションでは、実際にどうやって評価をするのか、ER の調査をするのか、鑑定評価の適用はどうするのか、この辺りで実際の問題点を探っていきたいと思えます。

最後、VIII では鑑定評価額を決定します。ここで為替レートの問題等が出てくるので、為替リスクについて海外投資家、日本の投資家としてどのように考えているか、この辺りを議論していきたいと思えます。その後の IX 項以降は鑑定評価書に記載する事項ということなので、ここでは VIII の為替リスクについて絞っていきたいと思えます。

大きく 3 点について話をしていきたいのですが、まず先ほど申しましたように、鑑定評価ガイドラインの目的にあるように、不動産市場のグローバル化についてお話を伺いたいと思えます。この点については、デービッド・フォークナー様から、海外におけるアウトバウンド投資の状況について、自己紹介も兼ねてお伺いできればと思います。

フォークナー 簡単に自己紹介します。35 年間、アジアに住んでいます。主に香港です。今はコリアーズのマネージング・ディレクターをしています。アジアを管

海外投資不動産鑑定評価ガイドライン（目次）

〔ガイドラインの目的〕

- I 海外不動産の鑑定評価の基本的な実施方法
 - II 海外不動産の鑑定評価の基本的な実施方法の確認
 - III 現地鑑定人の選任

 - IV 実地調査、市場動向、法令等の調査
 - V 現地鑑定人との連携・共同作業
 - VI 現地鑑定人との連携・共同作業のための契約内容
 - VII 現地基礎資料等又は現地鑑定報告書の検証及び追加・補完調査

 - VIII 鑑定評価額の決定等
 - 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等
 - XI その他留意事項
 - XII 本ガイドラインの位置づけ
- （別表）不動産鑑定制度を有する国／地域の例示

轄しています。同時に RICS というグローバルなバリュエーショングループに所属しています。会員のためのポリシーを設定する組織にいます。

クロスボーダーの不動産投資はアジアにおいて新しいことではありません。アジアはもちろん、これまで長年、魅力的な投資市場であったわけです。最近増えているのは ASEAN 地域への流入です。過去と比べ、それは増えています。というのは、より高いリターンが期待できる。そして、そういった市場の成熟化が進んでいるからです。とりわけ、タイ、マレーシア、インドネシアといったところに日本の投資家も高い関心を寄せています。

また、投資はどこから来ているかというと、主要国から来ています。オーストラリアの大手の会社がマレーシアにポジションを持っていますし、アメリカ、英国のファンドもインドネシア、マレーシアなどに投資をしています。ですから、もう既に確立された市場です。

ASEAN における課題ですが、ほとんどの市場の規模が小さいことです。あまり大規模な資本を簡単に投下できないことです。それにより、一部の投資家がなかなか入りにくい状況があります。

福山 ありがとうございます。まず、概況は把握でき

ましたので、次の話を伺いたいと思います。次はイオン・リートの山本様。きょう午前中、話も出ていたのですが、いまリート等の資産規模を 30 兆円にすることで国を挙げて取り組んでいるわけです。その中で、Jリートによる不動産取得に向けた税制改正が行われております。そういう意味で、今後リートによる海外不動産取得が増えていくとは期待できるのですが、この辺りを山本様からお話を伺いたいと思います。

山本 イオン・リートマネジメントの山本です。簡単に自己紹介します。私自身は金融業界や不動産業界を経て、2010年にイオングループに入りました。翌年の2011年ごろから当時のイオン・リートの立ち上げのプロジェクトに参加して、運用資産の選定や取得業務を担当しています。現在も投資運用部長として、運用資産の取得業務を担当しております。

イオン・リートの海外投資についてですが、取り組みのところを簡単にご案内したいと思います。検討を当時2011年ごろから始めていたのですが、当初から海外不動産の投資も行う前提でリートの立ち上げの検討をしてきました。現在はマレーシアに2物件、商業施設を保有している状況です。

(参考) 不動産投資市場の成長に向けたアクションプラン

Jリートによる海外不動産取得に向けた税制改正

国土交通省

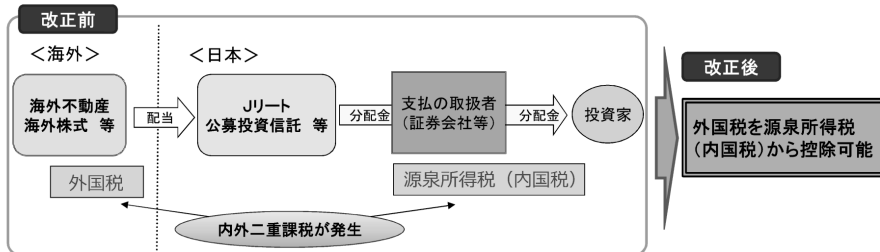
【平成30年度税制改正】公募投資信託等の内外二重課税の調整 [金融庁主担、国交省共同要望]

【現状及び問題点】

- 公募投資信託等が海外の資産に投資している場合、そこから得られる配当等に対して外国で課税が行われる(外国税)。この公募投資信託等が国内の投資家に分配金を支払う際には、国内で源泉所得税が課されるが、現在、上記の外国税を控除する仕組みがないため、内外二重課税となっている。
- 諸外国においては、公募投資信託等を経由して支払った外国税を、投資家が支払う所得税から控除できる等、内外二重課税に関する所要の措置が講じられているところ。

【大綱内容】

- 内外での二重課税が生じないよう、公募投資信託等を経由して支払った外国税は、当該公募投資信託等の分配金に係る源泉所得税の額から控除できることとする調整措置を講ずる。



7

こういった海外投資を実現するリートの組成を検討した背景としては、スポンサーであるイオングループが当時から重要な経営戦略の一つとしてアジアシフトというものを掲げていました。その上で、アジアでの投資を加速している状況でした。イオン・リート組成に当たっては、ほかの銘柄との差別化、イオンならではのリートをつくりたいというところで、イオンのアジアシフト戦略を背景とした、将来的にも豊富なパイプラインがあることを背景に、アジアの成長性を取り込むJリートをぜひつくりたいというところで検討を始めた経緯があります。

いま税制改正についてという話だったので、それについても触れます。マレーシアでの投資については、後ろのほうのスライドで物件の写真を用意していただいているようなので、細かいことはそちらのほうでご案内しますが、いま2物件あり、それぞれ取得スキームは違いますが、2物件目は投信法の改正等、海外の現地法人の株式を100%取得できるようになった改正を受け、現地に不動産保有のための法人を設立して、いま株式100%を取得するというので、現地の会社に不動産を保有させています。

そこで一つあるのは、いま間接外国税額控除が使えない状況があるので、現地の子会社が現地で支払っている外国税については、今のところ取り返す方法がないという認識です。

ですから、この点、われわれとしてはいろいろ検討しながら海外不動産投資を実践してきていますが、まだ海外から得られる果実を完全には投資家の皆さまに還元できていないのかなという課題認識はあり、これについては何らかの手当てがなされると、より魅力的な投資になるのではないかとは思っています。

福山 ありがとうございます。今の点については税制改正要望も出されていて、ARES様も要望書を提出していただいたり動きがあるので、早期にその辺り、改善されることを期待しているところです。

それでは今度、海外投資に当たり、国内投資ではもちろん当たり前になっているのですが、海外でも必要となるERの業務について、楠様からスライドを交えてご説明いただけるということなので、よろしくお願ひします。

楠 ただいまご紹介にあずかりました株式会社竹中工務店、楠です。私の所属しているBELCA ER作成者連絡

会議の活動においては、本日ご出席の皆さま方にも大変いろいろなシーンでお世話になっており、誠にありがとうございます。本日機会を頂戴して、今更のようですが、デューデリジェンス、エンジニアリング・レポートということでの、国内はもちろんそうですが、海外での取り組みということでお話をさせていただきたいと思ひます。

こちらの資料のほうに書かせていただいておりますが、言うまでもなくデューデリジェンスは法的な調査、本日いらっしゃる不動産鑑定士の先生方が行う経済的な調査、それと併せ不動産そのもの、建物、環境側面ということでの物理的調査を行うエンジニアリング・レポートを作成して、各種のリスク分析、キャッシュ・フロー分析の基本となる資料を作成するのが、私どもエンジニアリング・レポート作成者の役割となっています。

よくご存じの方も多いとは思ひますが、日本でデューデリジェンス、エンジニアリング・レポート、物的調査、このようなルールが始まりましたのは、外資系金融機関の日本不動産の購入目途、ないしは流動化というニーズを受け、1990年代後半、ゴールドマン・サックスに代表されるような海外の投資家が日本の不動産を購入するに際して、国内と異なる欧米のルールを持ってきた。

よくご存じの方もいらっしゃるかと思ひますが、ASTM International (旧称: American Society for Testing and Materials) などいろいろな標準のものがありますが、日本でこのようなルールを受け、日本流にアレンジして日本の法律の法制化の下でのルールづくりを行ったのがBELCAでの一連の作業です。国内で唯一のERガイドラインを作成させていただきました。こちらにも書かせていただいておりますが、PCA (Property Condition Assessment) ということ、建物環境面でのリスク耐性、そういったものを順次、法的なものも含め、2019年度版をBELCAでは改訂中ということで、現在執筆作業中です。早ければ5月ぐらいには出版できると思うので、また機会を捉えて皆さま方にご紹介させていただければと思ひます。

これも皆さま方はよくご存じのことかもしれませんが、デューデリジェンス、エンジニアリング・レポートの基本的な性格としては、一つ大きくスコープ・オブ・ワーク。すなわち、投資家の方ないしはそれを補助する方、または金融機関の方が、どういうリスクをどのような形態でヘッジするのかということ、逆にその業務をお選びいただくことができる。何が何でもエンジニアリ

「ERガイドライン」等は、ASTMを参考として策定



ング・レポートとしてのフルスペック、フルメニューをすべて実施するというよりも、あるルールに基づき、ある一つの基準に基づき、あるであろうリスクに対しアプローチする。

また、エンジニアリング・レポートの一つの特徴としてはウォーク・スルー。いわゆるフェーズ1調査に代表されるように、目視レベルでの調査が許されるもの。ただし、そこで問題点や疑問点があれば、さらに高次のフェーズ2以降のレベルの調査を行う必要があるのではないかとアプローチをするのが基本的な特徴です。

さりとて、たぶん皆さま方が一番興味があるであろうER上のCapexに関しては、国内であろうと海外であろうと、実際に現物の建物があり、図面がある種正しく表現される大前提がいくつかありますが、ほぼ海外のエンジニアリング・レポートに関しても国内と同水準レベルのものは十分に対応できることが過去の私どもの実績でもあります。

ただし、ご存じのとおり、地域性により大きく変わる要素、先ほどから出ている東南アジアだと、いわゆる高温多湿、熱帯気候の、日本の環境とはまた少し違った著しい劣化とか、湿度とか温度に対する対応が必要という

ことも現実です。私どもはゼネコンなので、過去に施工させていただいたデータベースなどがあるので、そういったもので確実に適応することができる。これは当社だけの問題ではなく、各社、ご存じのとおり大手ゼネコン含め、かなりの会社が東南アジアの施工実績を持っているので、そのようなデータベースは既にある程度あるということ。

これもまたよく言われる話ですが、これはロンドンオリンピックでの事例ですけれども、いわゆるオリンピックイヤーとか、そういったいろいろなイベントがあると、ご存じのとおり、今まさに日本がそうですが、建設物価が非常に乱高下、どちらかというと非常に高騰する。ただし、そのイベントをある境にして、それらが逆に急激に下降する傾向もある。ないしはマーケットバランスの中で、いろいろなそういった物価変動がある。このようなものも確実に、トレンド的なデータ解析により、ある程度判断して評価できる特徴があります。

これは一つの海外の物価上昇事例ですが、2007年から約十数年。ある建物用途ごとに、このようなデータはいろいろな形で用意されているので、非常に大切な要因である再調達価額については、当然、修繕更新費である

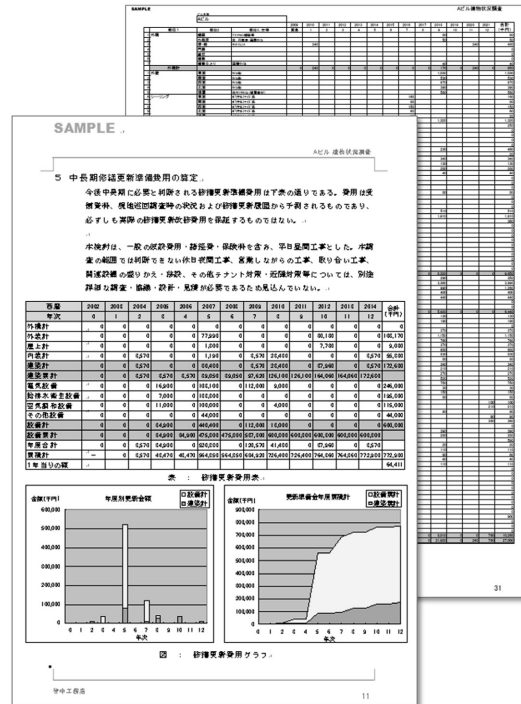
緊急・短中長期修繕更新費用 (Capex) の算定

建物状況調査として実施する
建築・設備劣化診断は、

- ・書類等調査
- ・目視による現地調査
- ・インタビュー

により実施しますので、
国内で実施する建物調査と
同様の手順を踏んで、ほぼ
相違ない結果が得られます。

但し、地域等により必要書
類の存在・種類等々が大き
く異なる点や外部環境等が
変化する点に留意が必要で
す。



Capex に対する影響は常に捉えていかなければいけない
ということがあります。

日本でもご存じのとおり、物価デフレーターや物価版
など、いろいろなものが用意されているわけですが、当
然海外でも、逆に日本よりかなり進んだインデックスは
用意されているので、そのようなものを駆使しながら、
各国、各地域での的確なコスト入や、値入というか、そ
ういったものが対応可能です。

私の前段の話は以上とさせていただきますと存じます。
ありがとうございました。

福山 ありがとうございます。Capex の算定も日本と
同じ精度でできることと、マレーシアなどは消費税が撤
廃されたりという動きもあったり、それで建設物価も変
わってくるとか、そういった動きもあるので、海外はや
はりいろいろと気を付けなければいけないことが多いと
常々私どもも思っているところです。

それでは、次のセクションからがガイドラインの本文
に入るわけですが、だいたい皆さんペースが整ってきた
ところで、そろそろピッチを上げ、本題、論点に踏み込
んでいきたいと思えます。

ここで、赤字で書かせていただきましたが、海外評価

ガイドラインでは、「海外現地において認定又は公認さ
れた不動産の鑑定評価基準に基づき、鑑定評価を行うこ
とが原則」と書かれているので、これは言い換えると、
しっかり鑑定評価基準がないと、その国に投資できない
のではないかとということにも読めるわけです。

この辺りについて、国際評価基準カウンシルの前メン
バーであったデービッド様から、各国の鑑定評価基準の
策定の状況や IVS（国際評価基準）の普及の状況などにつ
いて、お話を伺いたいと思います。お願いします。

フォークナー 国際評価基準については、いま広く世
界中で認識されていると思います。多くの国がサイン
アップしており、こうした国際基準を使っています。そ
して、現地での基準をつくる際にも、こうした国際基準
が義務になっているところもあります。ASEAN の国々で
もメンバーになっている国がありますし、メンバーに
なっていない国もあります。

この基準は市場により、その対応がかなり異なってい
るところもあります。RICS など大きな組織については、
IVS（国際評価基準）をその基準の中にも取り込んでい
ます。このように確立した国際基準がどの市場であって
も適用されるような形になっています。現地の鑑定人で

あれば、現地の基準に従う場合もあるかと思えます。マレーシアの基準は大変包括的になっています。

タイ、インドネシアについては独自の基準があります。非常に厳しいものもあります。インドネシアについては、レポートをインドネシア語で準備しなければなりません。これはなかなかクロスボーダー投資家にとっては不便な規制になっています。

ベトナムのような市場については、まだ独自の基準は適切につくられていません。いま作成の途上にあります。ですから、IVS（国際評価基準）を参照しているRICS基準などについては、メンバーでなくても参考している国もあります。

福山 ありがとうございます。状況が大変よく分かりました。ベトナムについては確かにそういう状況ですが、いま日本は私ども鑑定士の協会が国交省と一緒に、制度の輸出、ソフトインフラの輸出としてサポートしている面もあるので、そういった意味でもまずはRICS基準を使うことでベトナムへの投資は今後も可能になってくだろうと感じていることを少し補足させていただければと思います。

それでは、次のセクションⅡ。ここで、明確にERについて活用しなさいというように言われています。この赤字のところです。そういった意味で、ERの調査がで

きないとまた投資できないのではないかという面も出てくるので、この点につき、特に東南アジア諸国で日本同様のERの調査が可能かどうか、楠様にお伺いしたいと思います。

楠 私からERの調査は各国で対応可能なのかというお話で、ご存じのとおり、ASEAN各国、私どもを含めゼネコン各社、50年以上前から空港建設、港湾含め、もちろん都市部のビルディング、レジデンス、ホテル、さまざまなものを実際に施工させていただいている実績があります。

ということ言うと、シンガポールはじめマレーシア、タイ、インドネシアというところでの建物に対する調査は十分可能です。私どもゼネコンだけではなく設計事務所の方、またいろいろなエンジニアリング会社の方のいろいろな評価とか、そういった調査もされている実態もあります。機会がありましたら私どもにお問い合わせいただいたり、またBELCAのほうにお問い合わせいただければ、海外不動産のエンジニアリング・レポートないしはデューデリジェンスというところでお役に立たせていただけるのではないかと思います。

福山 ありがとうございます。楠様からは言いづらいのかと思いますが、竹中工務店様で施工している国としては、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、



ベトナム、ミャンマー。フィリピンは空港を建設されてメンテナンスを今されているということで、調査可能な国としてはそういった国が列挙できるのかと勝手ながら思っております。

ERについて、海外の投資家が投資をするに当たりERの取得を求められているのかについて、グローバル的な観点からデービッド様にお伺いしたいと思います。

フォークナー 本当に少ない市場でしかERは必要ではありません。しかしながら、非常に多くのマーケットでグッドプラクティスと思われているので、特に国際的な投資家の方であればERは少なくとも入手したい。それが制度上必要であるかどうかにかかわらず、ERは欲しいと思うのが普通だと思います。どういった資産を買おうとしているのか、どういった状態なのか、問題がないのか、そういうものがあれば知っておくべきですし、トランザクションのクロージング前にそれは全部把握しておくべきです。

特に環境レポートというものが、やはり環境のサステナビリティの問題がどんどん重要性が増しているの、そこは重要性が今後必要になってくると思います。

福山 ありがとうございます。ERについてはまた次も出てくるので、ここで次の話題に移らせていただきます。

セクションⅢ。一つ目の論点としては最後です。ここでは、先ほどの繰り返しで、認定または公認された鑑定人が鑑定をするなりサポートしなければいけないことになっているのですが、その下にある、「必ずしも海外現地の国に居住する者であることを要しない」。しかし、「海外現地における鑑定評価を行うことができる」と認められる者」とあります。

先ほどのベトナムも、こうなるケースもあるのではないかと思います。こういった点で重要になってくるのは、RICS様の教育プログラムなど資格の制度が大事になってくるかと思いますが、東南アジアにおけるRICS様の活動や教育プログラムについて、引き続きデービッド様にお伺いしたいと思います。

フォークナー RICSとして、さまざまなレベルの教育を提供しています。まず、ベーシックな学術的トレーニングというものが大学のコースであり、RICSが単位を認めるものです。そして、このプロフェッションに就

くためにはそれを取らなければいけないという最低限なものです。そして、メンバーになりたいこのようなコースを卒業した人たちは継続的なトレーニングを受け、テストを受けて認定を受ける。

認定を受けた後に、これはまだまだ旅の始まりで、一生かけてCPD (Continuing Professional Development) と呼ばれていますが、常に学ばなければいけない。Continuous education (継続的教育) です。そして、常にマーケットで何が起きているのか、ついていかなければいけない。基本的な鑑定の技術は若いときに学べることですが、やはり知識とかセクターに関する経験を積みなければいけない。

International standardの中で、まだきちんと知識と経験をアセットタイプとそれぞれのロケーションに関して持たなければいけないところが盛り込まれていない。簡単に飛行機に乗ってどこかに行き、そこで鑑定をすることはできません。というのも、ライセンスを持っている、持っていないではなく、本当に知識があるかどうかの問題になってきます。そういった知識があればいいですが、クロスボーダーの物件になると基本的にはコラボレーションが必要になってきます。

ですから、どのマーケットで仕事をするのか。だいたいRICSは100カ国以上でプロがいるので、どの人に当たっても基本的なところは同じ知識を有しているはず。その人たちが助けてくれるはず。しかしながら、皆さん、それぞれのローカルマーケットの知識を積み上げていくところは、それぞれがやらなければいけない。

そしてアプローチが、インカムアプローチ、マーケットアプローチ、コストアプローチという三つがあります。その中で、例えば残存価値の計算とかプロフィット・メソッドとか、そういったトレーニングもやっています。ですから、RICSは基本的なところではすべてのアセットタイプ、例えばホテルとか、いま日本では非常にポピュラーですが、そういったアセットタイプについても特別な知識を有しています。ですから、メンバーであれば、どこにいてもその辺の知識は持っていることを期待してください。

福山 最近、ホテルとかサービスアパートとか、そういった相談が東南アジアで多くなってきているのですが、そのようなアセットタイプにも対応できるということで、投資対象という幅は広がってくるのかと思います。

このガイドラインでは別表があるのですが、別表の中では例示国としてアメリカ、イギリス、オーストラリア、シンガポール、台湾、韓国、ドイツ、香港と挙げています。例示国、鑑定士制度を有する国、地域ということです。実際、ここに例示のないマレーシアでイオン・リート様は投資されている。この辺りは投信法に関わる Q&A の中で、投資法人が同一法人の発行する株式の過半を取得することができる場合について、具体的な例示でアメリカのほか、インド、インドネシア、中国、ベトナム、マレーシアを列挙しています。これは投信法上の Q&A です。ガイドラインの例示国に加え、こういった国が今後 J リートの中では対象になってくるのかと思います。

その他、タイなどはこの Q&A にはなかったのですが、タイはリーートのマーケット市場があり、今だんだん盛り上がってきているということで、投資市場が発展しつつあるわけです。しかし、タイは外資規制が厳しく、過半を持たせないということで、基本的には 49% しか持分を持たないという規制があるので、過半を持たないでも

投資するのとか、そういった論点にもなってくるのかと思います。

そういう意味で、この辺りも踏まえ、今後投資を検討される可能性のある国とか、そういった過半を持たないでの投資のリスクを含め、山本様からお伺いしたいと思います。

山本 先ほども申したとおり、イオン・リートの場合にはイオンを活用するところが最大の強みであり、国内不動産を主としながらも一定の割合、ポートフォリオの 15% までということに今はしているわけですが、海外不動産も入れていく。それをするのはアジア、われわれはいまマレーシアですが、そこの経済成長を取りに行きたいというところでやっています。

そういった意味では、引き続き、マレーシアはもちろんのこと、その他の ASEAN の国々に投資をしたいという中で、実際、例示国で挙げられているところも含め、日本から海外に投資するに当たっては、現地に不動産を保有するためのピークルをつくるのが前提になってくるの

(別表) 不動産鑑定士制度を有する国/地域の例示

	アメリカ合衆国	英国	オーストラリア	シンガポール	台湾	大韓民国	ドイツ	香港
資格・称号	①州公証・公認鑑定人 ② MAI (商・住・工) 、 SRPA (商・住・工) 、 SRA (住)	MRICS (member) FRICS (fellow)	CPV Certified Practising Valuer	SIV Singapore Institute Of Valuers	不動産估價師	鑑定評価士	Property Valuation Expert	MHKIS (member) FKKIS (fellow)
登録機関	①州不動産鑑定評価委員会 (50州) ②不動産鑑定協会 (Appraisal Institute)	RICS Royal Institution of Chartered Surveyor	①州不動産鑑定評価委員会 (APIのmemberから登録) ②API Australian Property Institute	Singapore Institute of Surveyors and Valuers	市 (地政局等)	国 (建設交通部)	IfS-ZERT	Hong Kong Institute of Surveyors
鑑定評価基準 (基準作成団体)	USPAP (Appraisal Foundation)	RICS Appraisal and Valuation Standards (RICS)	Professional Practice Standards (API/PINZ)	SISV Valuation Standards and Guidelines (SISV)	不動産估價技術規則 (中央政府内政部地政司)	不動産価格公示および鑑定評価に関する法令 鑑定評価に関する規則 (建設交通部)	WERTV (IfS-ZERT)	the HKIS Valuation Standards on Properties (HKIS)

かと思えます。それと併せ、われわれのスポンサーであるイオンが実際に商業施設を開発し、運営している実績があり、今後も伸びていくだろうという国が今後、検討対象になっていくのかなというところですね。例えばインドネシアとか、先ほど鑑定評価ガイドラインの鑑定ではベトナムも可能性があるという心強いお言葉があったと思うので、そういった国とか、その辺が実際、今後研究していかなければいけないのかとは考えています。

あとは過半の話ですか。これはイオン・リートからの視点ということではないのかと思うのですが、私の中で一般論的な話になってしまうと思います。基本的に過半が取れないということは、コントロールしにくくなるということだと思っているので、誰と組むのかということになると思います。それが重要だと思います。コントロールできないわけですから主体的に運営するとか、あとは当然、流動性のところで問題となり得るとか、そういったところが恐らくリスクではないかと思えます。

福山 ありがとうございます。お聞きしていると、デベロッパーさんだと過半なくてもということもあるかもしれませんが、リートとして、ピークルとして投資するときに支配権を持ってないところがネックになるのかとは思っているのですが、そういう意味で、タイ、フィリピンもですが、外資規制が少し強いのかと。

しかし、鑑定評価制度も整っているのでも、評価の観点からも今後、投資対象国になると思っていますし、タイは、ホテルは事業の外資規制から外れている。BOI (The Board of Investment of Thailand) の許認可を取らなければいけません、そうするとホテルだと100%タイで持てる可能性がある。これは法律面も整理しないといけません、可能性があるわけです。

そうすると、ここでまたERができないとここで投資ができないという話になりかねないので、タイ、特にホテルについて、ERの可能性についてお伺いできれば。楠さん、お願いします。

楠 タイに限らずですが、最初に申しましたとおり、私どもは施工実績。特に、ご存じの方も多いと思いますが、いまバンコクの一番大きな大型再開発のホテルも含んだ複合施設は、日本のゼネコンが施工していることを含め、十分可能であると考えます。

ただ、ホテルの場合はFFE (Furniture, Fixture & Equipment) をどのように調査するかとか、メンテナン

ス区分をどのようにするかといったような諸問題があるので、その辺の書類的なもの、ないしは区分的なものを十分注意しなければいけない。

また、タイでは官公庁の提出書類が、先ほどもありましたが、すべて現地語、タイ語です。ご存じのとおり、なかなか読みづらい言葉なので、その辺の翻訳的なものは要るかと思いますが、各国含め、そういった調査も十分、私どもでは可能であると考えています。

福山 ありがとうございます。ここで一度、投資対象国をまとめると、ガイドラインにあるシンガポールのほか、東南アジアに絞っていくと、マレーシア、インドネシア、ベトナムでの投資が考えられるのかと。さらには、RICS様のほうでも、ホテルなどのアセットに関して鑑定に対するサポートが受けられるような状況かと思うので、タイにおけるホテルとか、そういったものが今後リートの投資対象になっていくのではないかと、こちらでいま考えているところです。いったん、ここで対象国については議論を終わらせていただき、次のセクションに入りたいと思います。

次のセクションからが、実際どのように調査をしていくかという話で、鑑定的なところが多いので、私の説明も多くなる面もあるのですが、今のところ、現地に行つて実地調査により対象不動産を確認しなさい、しかし、再評価をする場合には、現地鑑定人等による実地調査の報告により確認を行うこととしても差し支えないとされているのですが、私も何回かイオン・リート様の評価をしている中で、現地鑑定人との価格形成要因の考え方の違いなどがあるので、基本的に鑑定評価でもあるので私も現地に半年に1回行っているところです。

まだ少し時間がかかるのかということと、鑑定評価ではなく価格等調査という業務のできるのであれば、こういった方法も考えられるのかとは考えています。この辺りは今後のガイドラインをどう扱っていくかということにもなるかと思いますが、当面は現地に行くのが基本かと考えています。

次のところで、同じセクションIVですが、そこではエンジニアリング・レポートのより具体的な活用について、まず話をしないといけないことになっています。その辺りを楠様にお伺いしたいのですが、資料収集などについては海外と日本でどう異なるのかとか、少し気になることです。

楠 まず、デューデリジェンス、エンジニアリング・レポートで皆さま方も苦労されますし、われわれの関心の一番高いところは、必要な資料がどのように集まるか。また、その内容は如何なものかというのが皆さま方の一番の焦点だろうと思います。これはほぼ物が建っているという前提で言うと、国内の事情とは変わらない。

ただ、先ほど申しましたとおり、言葉が違う。英語表記がない。当然のことながら表現が違う。そのような通訳的な、そういった所作は当然必要となってくるので十分注意が必要です。

現地調査に関しても、既に建物があるという前提で言うと、既にあるものを評価するので、その調査・診断のところも国内の事情と変わらない。もちろん、開発型証券化で出来上がってくるものをモニタリングないしはプロジェクトマネジメント的に調査することも十分可能です。

あと、先ほどからご説明しているとおり Capex の算定に関しては、かなり更新サイクル、メンテナンスサイクルというものが変わってくるということで、いわゆるリニューアルコストとしての、その内容的な部分で十分注意しなければいけないということ。すなわちメンテナンスの問題、リペアなのかリニューアルなのかといった問題が必ず出てくると、物価上昇の状況が調査時点で変わってくるので、十分気を付けなければいけないということです。再調達価額に関しても、当然のことながらそのような背景があるということ。

ただ、遵法性に関しては、ご存じのとおり日本では建築基準法という非常に優れた法律があるので、これをそのまま当てはめても全く意味がない。ないしは許認可とかそういった問題が、各国、下手をすると地域によっても事情が全く違うという要注意のところはありますが、ベーシックな部分としては、日本と同様のある程度以上のクオリティーのレポートは作成してお納めできる自信はあります。

福山 ありがとうございます。海外でいろいろ細かいところが異なり、特に私はマレーシアで評価するとき、面積などは例えば屋上の面積が入り、床面積のカウントの仕方が大分違うということに驚きました。日本でも施工床とか建築基準床とかいろいろある中で、面積の統一化を図ろうという動きもあると認識しています。

そこで、いろいろな要職に就かれています、国際不

動産測定基準のトラスティーでもあるデービッド様、各国の床面積の違いや統一の方向性などについてお伺いできれば。一番大事なベースとなるところなので、お願いできればと思います。

フォークナー IPMS (The International Property Measurement Standards) と呼んでいますが、国際的な会計基準、そして国際的な鑑定基準を採用しているのに評価対象を定義していないのではないかとことから、こういったものをつくっているわけです。総床面積、Gross Floor Area が測り方により、あるいはマーケットにより、最大 24% 食い違うということなので、建物を測定する方法を標準化する必要があるということで、IPMS のプロジェクトが 3 ~ 4 年前に始まりました。

IPMS は、オフィス・物流・住宅用、それぞれ発行されています。リテール、商業用はいま最終的にまとめられているところ。それから複合ビル、複合プロジェクトというものがもう一つつくれます。こういった一連の標準ができると一貫した方法で全世界的に建物を測定できるようになります。測定基準がない一部の国は IPMS をそのまま採用することもしています。

一部の国では、ほかの測定基準にそれを取り込んでいます。RICS あるいは BOMA のスタンダード、アメリカの基準ですけれども、これもアジアで使われていますが、これらには既に IPMS が反映されています。

一部の国、政府の独自の基準があるところでは、新しい基準に切り替えるのにもう少し時間がかかることになります。特に私が住んでいる香港など、政府自体に一貫した基準がない、省庁により違う基準が使われているところでは、やはり時間がかかります。そういったマーケットでは IPMS を迅速に採用することは難しいかもしれませんが、IPMS はテナントが推進しているのが興味深いところ。テナントは、実際にリースしている面積はどれぐらいなのかということに気にしているわけです。地主のほうは、外国のテナントを誘致したいということで、IPMS を導入しようとしているわけです。

ASEAN ということで見てみると、IPMS が着実に普及してきていますが、それぞれ各国のやり方も残っています。ベトナムにはもともと測定基準は何もない、好きなように測っていいところなので、そういったところにこそ、ぜひ IPMS を導入してもらいたいと思います。

ですから、この国際基準を使うように勧めているわけ

です。BOMA、RICSあるいはIPMSをそのまま使っているところもあります。建物が、適切にこれらを使うことで測れることになります。IPMS オフィスでは床面積の測定基準として3種類を採用しています。具体的には、総床面積（2種類）や総賃貸可能床面積（1種類）をこうした基準で測っています。

福山 私も東南アジアで比較するときIPMSを基準に、その国がIPMSとどれくらい乖離しているか把握すると日本とどれくらい乖離しているかも分かるので、ベースとする基準として使っていくと各国間の違いが分かりやすいのかと思います。日本もそうだと思いますが、なかなか各国の基準をすぐ変えることは無理だと思いますが、そういった比較の参考には絶対なるのかと感じています。

次です。セクションVでは鑑定評価の方式で、まずは現地鑑定補助方式。現地鑑定人にサポートしてもらう方式。あとは現地の鑑定人が鑑定したものを検証する方式と二つ挙げられています。

イオン・リート様の1号案件では、私どもは検証方式を使い、現地鑑定人の鑑定を検証しました。2号案件では、私どもは補助方式を採用しています。それは現地鑑

定人の鑑定フィーがかかるとか、スピードの問題とかもあり、投資家様のためといろいろ考えた結果。あと、私どももかなり継続案件をさせていただく中で、マレーシアの商業施設についてのノウハウが蓄積されたということで、私どもが主体的に評価する補助方式を採用させていただいている。この2点あることを申し添えたいと思います。

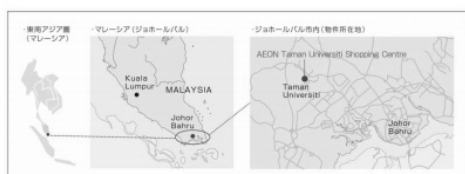
これがいま話題に上った、左がAEON Taman Universiti Shopping Centre。これは1号案件。右側が2号案件です。これらの物件の特徴などについて、イオン・リートの山本様からお話しただけければと思います。

山本 税制改正の話とか、そういった過去からのいろいろな制度の改正とかの話なので、物件というよりは、それぞれ取得したときの状況なども踏まえ、違いと共通している部分をご案内したいと思います。

左側が1号案件で、取得したのが2014年6月ですが、検討自体はリートの立ち上げの2011年ごろから延々とやっていたところ。投信法が2014年12月施行で改正されましたが、不動産を取得するのは基本的に現地子会社でないといけないのですが、それまでは過半数議決権を取れないところでマイナー出資のような形になってしま

(参考) J-REIT海外投資不動産

〈AEON Taman Universiti Shopping Centre〉



〈AEON MALL SEREMBAN 2〉



出所：イオンリート投資法人 ホームページ

うということでした。

何かほかにできないかという中で、マレーシアの法制度の中では、当時オリジネーターはグループの1社、スポンサーの子会社の1社であるイオンマレーシアという会社ですが、そこに信託宣言してもらい、受益権化してもらい、その受益権を保有する形を取りました。ただ、これも金額のところではいろいろ制限があったりして、結局 Taman Universiti の 18.18% までにとどめたのが1号案件の状況です。

その後、投信法改正を受け、現地法人に100%出資をした形で現地の不動産を保有できるところを受け2号案件の検討に入り、2016年9月に右側の SEREMBAN 2 を100%取得することができたという流れです。

両物件に共通していることは、先ほど出たイオンマレーシアという現地で30年以上の業歴のある現地で上場している会社ですが、こちらをマスターレシーとして、マスターリース条件の概要で言うと、イオン・リートはもちろん海外の成長、アジアの成長を取り込むことで取り組んではいますが、安定性は確保したいところで、日本と同様に長期固定賃料をベースとしています。それに加え、マレーシアの経済成長を取り込む意図で、CPI（消費者物価指数）連動の賃料改定条項を加えたことになっています。これは両物件とも共通した取り組みになっています。

ちなみに、2014年6月に取得した Taman Universiti は3年後に最初の改定時期が来ましたが、ここでは当初から7.35%の賃料増額改定を実現しているのです、当初のもくろみどおり、マレーシアの経済成長を取り込むところは実現できているのかなというところです。

福山 ありがとうございます。一般的にキャップレートだけに着目してしまうのですが、これは初年度における利回りなので、マレーシアでも6~7%だと思います。そうすると、国内の物件とあまり変わらないのではないかという話をいただくケースもあるのですが、今おっしゃられたように賃料の上昇がある。そうすると、いわゆるIRRといわれるものや、ディスカウントレートといわれるトータルリターンで見るときには9%とか10%といった高い利回りになる。それが海外投資物件の魅力かと思えます。

次にVI項は、契約の内容なので細かい話は今回割愛させていただきますが、結構費用、現地の鑑定フィーがか

かったりする。あと日程が、祝日がたくさんあったり、春節といわれる中国の旧正月があると、東南アジアのビジネスが止まる週があり、なかなか連絡が取れないといったことがあるので、なるべく事前に、海外の祝日も含め予定を組まないといけないところで、当該項目を赤字表記にさせていただいたところです。

VII項の前段は資料の話ですが、中盤以降では追加・補完調査などいろいろ述べられている中で、ここでまた認定または公認された不動産の鑑定評価基準に適合して行われているかの検証をちゃんとしなければいけないという調査の内容が書かれています。日本では原価法を基本的には使いますが、マレーシアの例を取ると収益還元法や取引事例比較法がメインになっております。その中で日本企業だと、減価償却費の問題等も出てくるので、原価法を弊所としては手法適用をしているという特殊性があります。

この辺りは現地で使わないような手法をしないといけない点に留意が必要ですが、ここでデービッド様に、東南アジア諸国で、投資ファンド等での場合ですが、どのような評価手法が主に使われているかについて、確認をしたいと思います。

フォークナー リートや収益を生むアセットなどの場合、インカムアプローチが通常使われます。マーケットの分析もキャップレートやディスカウントレートを測定するために行わなければなりません。われわれはクロスボーダーにおいてこの評価で行っています。それはマーケットアプローチを減らすためでもあります。

レポートの中に含まれるものとして、コストアプローチは通常使われるものではありません。特に特定の物件でない限り、あるいはマーケットエビデンスがないような場合でない限りは、コストアプローチは用いませぬ。原価方式は用いませぬ。

福山 そういう意味では、基本的には日本の鑑定評価基準は各国の評価方法をすべて網羅しているとは思っていて、かなり幅広く網羅しているのです、日本の鑑定士であれば、いま挙がっているような国・地域については評価が可能かとは考えています。

とはいっても、今度また環境関連の調査が追加・補完調査としてこちらに書かれています、これがまたできないと投資にも問題が出てくるという話になりかねないので、この辺りについて楠様に、環境リスク等について

概略を、またスライドを使ってお願いできればと思います。

楠 先ほどフォークナーさんの話からもありましており、欧米ではビルディングコンディションないしはPCAといった、建物、ハード側だけではなく環境だけに特化したレポートがあるように、環境問題は非常に重要な問題だということで、一つ建物環境ということで言うと、言うまでもなくアスベストに代表されるのかと思います。

こちらでお示ししているように、この分野で欧米と日本の国内ルールはかなり違って見えています。見ていただいておりますのとおり、日本では法律の縛りがある。一つアスベストにしても、これだけ七つの法律。これはご存じのとおり、日本の役所の管轄により範囲が異なるので監督官庁が違う。だから法律が違う。だから規制の概念が違う。

そういったいろいろな問題が混在してしまい、これは東南アジアであろうと中国であろうと、いろいろな各国での諸事情があるということ。また、分析の方法から、何から何まで、そのように規制の問題そのものが違ってしまおうというベースがあります。

また特に、仕上げ剤に鉛を含んだ塗料又はラドンガスといった、日本ではまず聞きなじみのない、とはいえ、室内空気環境等が問題視される傾向もあるということで、テナントや利用者、ユーザーに対しての健康被害に対するアプローチが違うということ。また、ラムサール条約（保全すべき湿地等）に代表されるようにワールドワイドの基準の中では当たり前にするのですが、リゾート開発の際に非常に重要な項目が日本では扱いが結構違う。海外、東南アジアを含め、非常に重要な違いであるという現実的な問題はあります。ただし、あくまでもデューデリジェンス、エンジニアリング・レポートなので、スコープ・オブ・ワーク（依頼者はエリアや特性に応じて調査項目・範囲を委託可能）であるところのベーシックなところは変わらない。

また、土壌関係においても、日本だと、ご存じのとおり、国土地理院、国会図書館といったいろいろなインターネットの環境の中で地歴調査はかなり過去に遡ってできますし、アメリカでも当然そうです。ところが、発展途上国を含め、いろいろな国では、軍事秘密、国家秘密ということで、このようなものは一切開示されない。または、そういうものを探しに行った途端にスパイ容疑で捕

建物環境リスク評価（海外での評価のポイント）

日本では、国内の法令・不動産取引の慣行に基づきPH-1調査として行なうべき項目と評価方法を整理し、アスベスト（吹付材）とPCBを主として評価している。

海外では、特に「室内空気環境」等が問題視される傾向も有る。

- ・ 仕上塗料（鉛を含む使用建材）
- ・ 地下室の換気設備（ラドンガス等）



また、「保全すべき湿地等（ラムサール条約）」が、対象となったケースもあるため、注意が必要



尚、依頼者は、対象物のエリアや特性に応じて、調査項目・範囲を委託出来る（Scope of Work）

まってしまうという、笑えない話もあるぐらいで、その辺のデリケートな情報開示というところ、ベーシックなところでの相違があるところです。

また、土壤環境リスクに関しても、欧米では油・オイルの汚染など、現時点及び過去の時点のほか、将来において漏洩による影響が懸念される場合を含め REC (Recognized Environment Condition) と判断、疑わしきは、というようなこと。そういった考え方が元々違うので、この分野のところも何をもってリスクと考え、何を調査するのか。さらに、エンジニアリング・レポートで足りなければフェーズ2以降のさらに突っ込んだ調査をしなければいけない。

また、日本の場合は自然災害の最大たるものとして、盛んにいまマスコミで言われているとおり、大地震、ないしは大地震に伴う二次被害というものが最大です。従って、日本ではこうしたリスクがハザードマップのような形で細緻に日本列島を俯瞰した形で非常に丁寧に説明されますが、当然のことながら、国により、ないしはエリアにより、ある程度しか開示されない。または逆に開示される情報の種類が違うということ。

また、国によっては地震よりも津波、水害、洪水、落

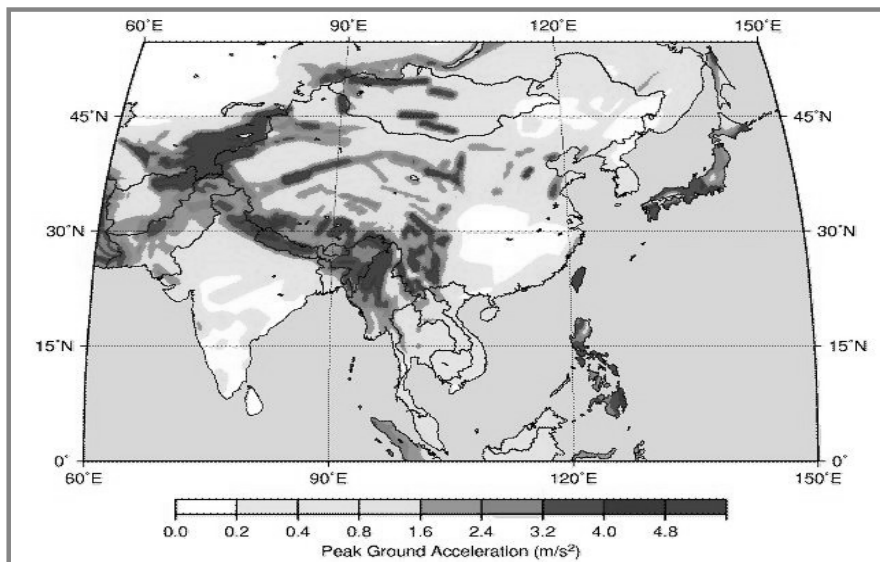
雷、台風など、ほかの自然災害のほうが、リスクが大きい。これもケース・バイ・ケースで、その分野のところは非常にデリケートな問題もあるでしょうが、いろいろな可能性について調査、ないしはリスクヘッジというのが図られなければいけないところだと思います。私の話は以上です。

福山 ありがとうございます。イオン・リート様のマレーシア投資の際には洪水等の調査もしていたと私は認識しています。そういった意味で、日本と同様の調査に加え、現地において必要な調査も可能で、これまで挙げられていた投資対象国では問題ないのかと、今のところ考えています。大きなセクション二つ目としてはそのような結論になるかと思っています。

最後の大きなセクションとしては、鑑定評価額の決定の中で、海外現地の通貨によりなさいということなので、ここで為替リスクの問題は避けて通れないこととなります。最後の論点ですが、この点について山本様から所見をお伺いできればと思います。

山本 イオン・リートの場合は長期保有を前提としているので、短期的な為替のぶれは許容できるのかなというのが基本的なスタンスです。現在は2物件、マレーシ

東南アジア地震ハザードマップ(参考)



国やエリアによっては、地震よりも洪水や水害・津波や落雷等の自然災害リスクが多い場合も有るため、注意が必要

アに投資はしていますが、全体のポートフォリオに占める割合が1.6%ということで、多少ぶれても実はあまり影響しないところがあります。とはいえ、15%以下で投資できるという基準をつくっているの、それなりの規模感で今後投資する可能性もあるところなので、われわれなりの為替リスクに対する備えというものは検討しています。

具体的にいくつか言うと、現時点で実際取り組んでいるものは、為替変動による分配金の予想のずれを最小化することを目的として、まずは最初に予算策定時には円転時の為替を保守的に見込む。それに加え、海外の不動産保有法人からの配当額が確定してきた段階で早めに為替予約を入れ確定させるということ。非常に短い期間の話なので、あまり大きな財務戦略ではないのですが、そういった実際の運用はしていますということなんです。

加えて、これはイオン・リートの場合ですが、いま5億円程度の配当準備積立金というものを持っているので、もし万が一、想定以上の為替変動があり、収益が落ち込むようなときには、これを使ってカバーすることも可能です。もともとイオン・リートはキャッシュ・フローが非常に多い。年間約90億円程度のキャッシュ・フローを生むリートになっています。ですから、為替により分配金が減るような状況になりましたら、この辺のキャッシュ・フローを投資家様に還元する利益超過配当とかいろいろあると思いますが、そういうことも将来、場合によっては検討材料にはなるのかなということなんです。

ですから、短期的にはそれなりに動く通貨ではありますが、本質的なところで、今のところそこまでは心配していない状況です。そういった成長国の通貨に対する期待も含め、経済成長も含め、そちらの成長のほうが大きいのかなというのが、今のところの認識です。

福山 ありがとうございます。グローバル的な視点から、デービッド様に、Cross-border real estate investorが為替リスクについてどのように考えているか、所見をお伺いできればと思います。

フォークナー 最初に申し上げたいのは、もしお金を借りる、もしくはレバレッジをかけるということであれば、それを現地通貨でやるべきだということです。というのも、97年で何が起きたか知っているかと思いますが、ルピアなどで投資をするのにアメリカドルを借りていたらあまりうまくいかなかった。ですから、非常に重

要です。あくまでも現地通貨で借りる。そして、ローカルの現地の貸し手がリーズナブルな金利で貸してくれることを、まずはめどをつけるということだと思います。

それから、さまざまな通貨の乱高下がありますが、これは短期の投資であれば通貨のヘッジングができます。しかしながら、ヘッジコストがあるマーケットでは非常に高くなることもあります。もしそれをやらない、もしくはもっと長期的な投資をするということであれば、やはりファンダメンタルズを見極めなければいけないと思います。そして、どちら方向に行くのかということを見極めなければいけない。

例えばイギリスです。一つの例ですが、みんないまブレクジットに関してネガティブなビューを持っているし、本当に通貨安だと言っています。ですから、いま買う人は今後アップサイドがあるかもしれません。アップサイドが出てくるまでには3年、5年かかるかもしれませんが、いまポンドは割安になっています。

それから、東南アジアに関して、もう少し気を付けなければいけません。というのも、東南アジアの通貨はボラティリティが高いですが、ファンダメンタルズを見るというのは、やはり長期的な見方が重要。そして、人口動態、経済成長、通貨とか、これが安定するのか、それともアップダウンするのか、長期的にアップダウンするのか、そういったことを見極めなくてはいけないと思います。それをやらないということであれば、海外投資はしないほうがいいかと思います。

福山 ありがとうございます。弊所でも不動産エコノミストもいて、長期的に新興国の通貨は上昇していくのではないかという説もあったり、あと貿易収支の黒字国とか、外貨準備高がしっかり整っていると、そういった点を私どもも着目して各国のリスクを考えているところです。そういう意味では、為替リスクより成長性が魅力的なマーケットと一言で言えるのではないかと思います。

IX項以降は鑑定評価報告書の作成事項で、どちらかというところ私ども鑑定士の仕事なので省かせていただき、最後、留意事項の中で、皆さまから少しずつまとめの言葉をいただきたいと思っています。海外不動産の鑑定評価の要件として、①基礎資料があること、②鑑定人団体が存在していること、③鑑定評価基準があり、指導監督が行われることがあり、②又は③の要件が十分になくても、そ

XI その他留意事項

海外不動産の鑑定評価に当たっては、IからXまでに定める手続きにより実施されるべきであり、その際には、海外現地の国又は地域において、

- 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となる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、これに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。
- など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である。

ただし、これらの要件のうち②又は③の要件が十分に整っていない国又は地域においても、これらの要件が整った他の国又は地域の資格・称号を有している者が現地鑑定人となる場合には、本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。

以上の要件が満たされない海外不動産の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である。

Japan Real Estate Institute

のほかの国で適切に評価できる鑑定人がいれば当該鑑定人と一緒に作業できることになっています。

そういう意味で、先ほど挙げられた、東南アジアでいくとシンガポール、マレーシア、インドネシア、ベトナム、タイのホテルといったところは鑑定評価可能というところになるかと思えます。その他タイ、フィリピンについては外資規制があり、投資に当たってはフィリピンは持分40%までですが、それぞれ鑑定評価の面からは問題ございません。

この辺りを踏まえ、投資家にとって海外不動産投資の有用性や必要性という点を簡単にデービッドさんのほうからお伺いできればと思います。

フォークナー 海外不動産投資の有用性を一言で言うと投資のダイバーシティ。ダイバーシティによって、新たな投資機会やより高い成長性を享受できる。そのためには、やはり、現地に関する知識が重要です。こういった市場評価をするにせよ、鑑定をするにせよ、フィージビリティスタディをするにせよ、日本人の鑑定士であれば現地のパートナーが必要です。国際的な会社は、そういった多くの国に支店を持っているので、そういったところと一緒に実施することもできますが、現地の知識の

重要性は強調しておきたいと思えます。不動産をきちんと評価するためにはそれが大事です。

福山 ありがとうございます。やはり多様化や新しいビジネスチャンスなど、今回のフォーラムのパンフレットにも書いてあるような点が重要になってくるのかと思います。

山本様も最後、まとめも含め、今後の海外投資戦略などお伺いできればと思います。

山本 2011年に1号案件を検討したところに比べれば、環境はずいぶんよくなったのかと思いつつも、もっとよくなると思うので、ぜひ関係各位の引き続きのご協力をいただき、このアウトバウンド投資が盛り上がっていったらと思います。

イオン・リートとしては、イオンの強みというものを最大限活用できるリートなので、これまで以上に魅力的な投資機会を投資家の皆さまに還元できるように、今まで以上に頑張っていきたいと思えます。

福山 ありがとうございます。最後に楠様から、改めてになるかもしれませんがER調査の可能性を、かなり大事になってくると思うので、それも含め、まとめ的に一言、二言でも結構です。お願いします。

楠 まず、先ほどもご説明申し上げましたとおり、ER、デューデリジェンス、そのもの自体がスコープ・オブ・ワークであるということ。すなわち、ER、デューデリジェンスを行う方は、調査メニュー、項目を自ら選定することができるということです。ですから、その国、エリアによってのリスクをどこでヘッジするのか、その辺のマネジメントということになるので、おっしゃっていただければ、もちろん私どもを含めアドバイスすることもできるので、いつでもご相談いただければと思います。

また、この分野のエンジニアリング・レポートに関わる海外不動産に関しては、BELCAの2019年度ERガイドラインの改訂版に一部掲載することとなっておりますので、ぜひご興味ある方はご覧いただければと思います。

福山 ありがとうございます。それでは、本日は年度末のお忙しい中お集まりいただき誠にありがとうございます。本セッションが皆さまの海外投資戦略の一助となれば幸いです。ご清聴どうもありがとうございました。(拍手)

司会 どうもありがとうございました。パネリストの皆さま、モデレーターをお務めいただきました福山様、ありがとうございました。

それでは皆さま、ご降壇いただきたいと思います。どうぞ、いま一度大きな拍手をお送りください。(拍手)

では、以上をもちましてARES国際不動産投資フォーラム2019のセッションを終了させていただきます。

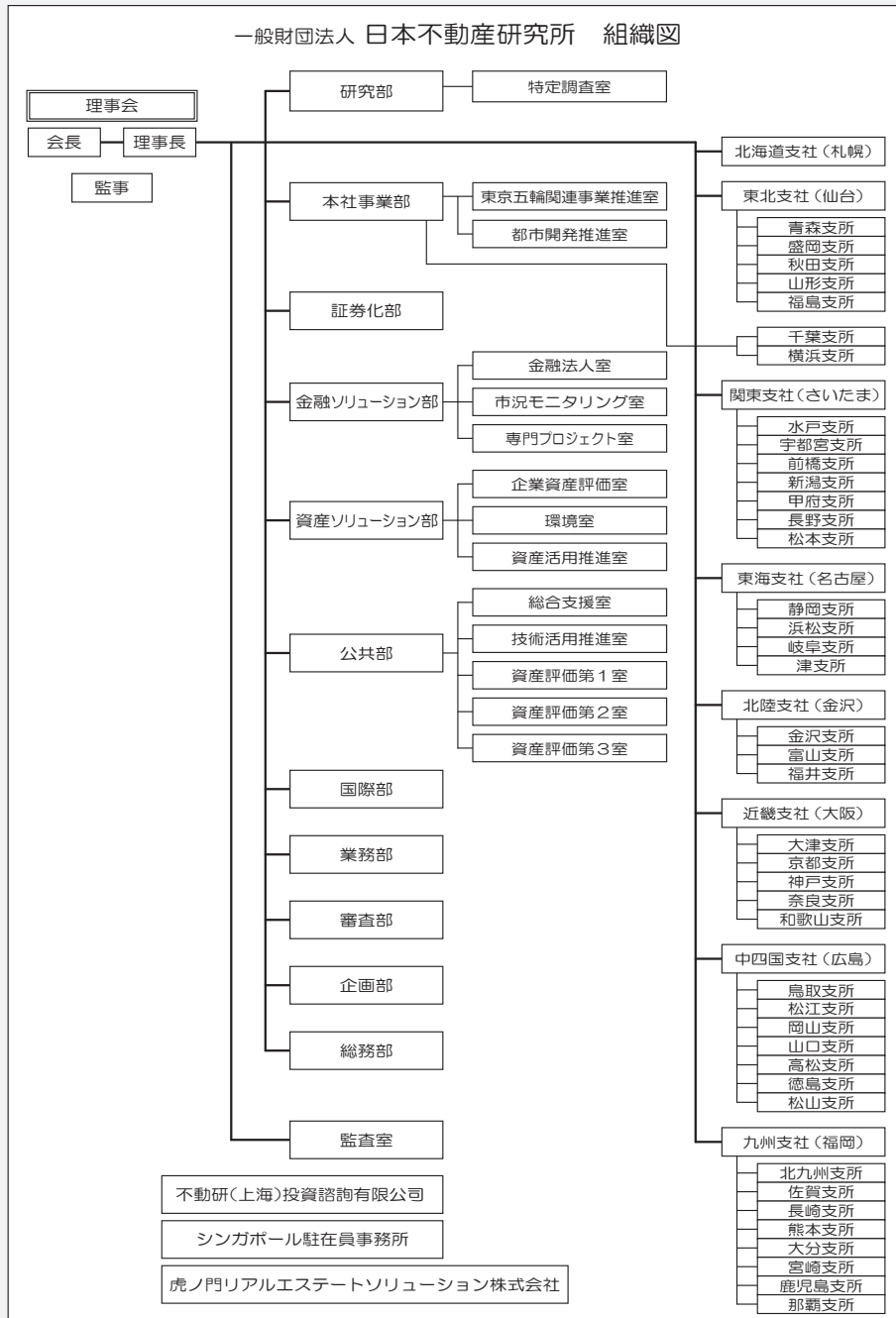


※本稿は、2019年3月8日に開催された「ARES 国際不動産投資フォーラム2019」のRICS・JREIセッションの内容をもとにとりまとめたものです。

一般社団法人不動産証券化協会の機関誌「不動産証券化ジャーナル No.49」に同フォーラム基調講演
①白川方明氏、②武田洋子氏の抄録が掲載されております。

不動産の新しい可能性のために

弊所は「組織力」「研究・開発力」「情報力」の3つの力を融合し、社会の更なる発展に向けて、不動産を見守り続けています。



ホームページ
<http://www.reinet.or.jp/>
 フェイスブック
<http://www.facebook.com/jrei.jp>



一般財団法人
日本不動産研究所 (JREI)
 〒105-8485
 東京都港区海岸 1-2-3 汐留芝離宮ビル
 お問い合わせ先：03-3503-5330 (企画部)

業務内容のご案内

評価・ソリューション業務

不動産鑑定評価

- ・独立した審査体制（審査部）
- ・客観的・中立的な全国 49 拠点を擁する機関鑑定評価
- ・特定専門分野別のスタッフ（専門チーム）の配置

時価会計支援

- ・賃貸等不動産の時価開示支援
- ・減損会計対応支援
- ・販売用不動産（棚卸資産）の評価
- ・M&A に関する評価

証券化に伴う評価・コンサルティング

- ・投資リスクを適切に分析した評価
- ・物件の用途・特性に応じた適切な処理
- ・海外投資家に対する適切な対応（英文評価書等）

CRE（企業不動産）戦略支援

- ・CRE 戦略策定支援
- ・不動産有効活用事業支援
- ・不動産運用相談

環境不動産調査

- ・不動産の環境デューデリジェンス（DD）
- ・環境リスクを反映した不動産鑑定評価、価格調査等
- ・建物環境性能評価（GB 認証）

PRE（公的不動産）戦略支援

- ・PRE 戦略策定支援
- ・公会計制度関連支援
- ・不動産利活用支援

固定資産税評価支援

- ・固定資産税のための土地評価システム
- ・土地価格比準表の作成、画地計算法・所要の補正調査
- ・家屋評価の支援

再開発ビル事業・まちづくり支援

- ・市街地再開発事業支援
- ・共同ビル事業支援
- ・土地区画整理事業支援

海外不動産評価

- ・海外に所在する不動産の鑑定評価
- ・海外の不動産市場調査・コンサルティング
- ・海外提携機関とのネットワーク
（米国・英国・中国・韓国・台湾・タイ・その他）
- ・中国現地法人
（不動研（上海）投資諮詢有限公司）
- ・シンガポール駐在員事務所

不動産市場に関する投融資リスク管理等支援

- ・不動産市場の予兆管理等支援
- ・将来予測市況モニタリング
- ・オフィス投資インデックス作成

防災・減災関連事業

- ・復興事業設計支援
- ・防災集団移転促進事業等・復興事業関連土地評価
- ・各種災害影響評価

各種調査・基礎研究

各種調査

- ・「市街地価格指数」、「全国木造建築費指数」（年 2 回）
- ・「田畑価格及び賃借料調」（年 1 回）
- ・「山林素地及び山元立木価格調」（年 1 回）
- ・「全国賃料統計」（年 1 回）
- ・「不動産投資家調査」（年 2 回）
- ・「国際不動産価格賃料指数」（年 2 回）

基礎研究

- ・土地政策・制度に係る調査研究及び提言
- ・不動産評価に係る調査研究及び提言
- ・不動産利活用・事業推進等に係る調査研究及び提言
- ・中国、韓国等の関係研究機関等との連携による調査