

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

2015年1月号

海外不動産投資の考察～東南アジア諸国に焦点を当てて

- | | |
|-------------------------|-------------------------------|
| I. 海外不動産投資への意欲の高まり | 森・濱田松本法律事務所 |
| II. 自己投資、そしてファンド組成へ | 弁護士 小澤 絵里子 |
| III. 海外不動産投資の対象国 | TEL. 03 5220 1816 |
| ～東南アジア諸国に焦点を当てて | eriko.ozawa@mhmjapan.com |
| IV. 日本の不動産投資のグローバル化に向けて | 弁護士 川村 隆太郎 |
| | TEL. 65 6593 9754 (シンガポール) |
| | ryutaro.kawamura@mhmjapan.com |
| | 弁護士 埴 晋 |
| | TEL. 03 6212 8362 |
| | susumu.hanawa@mhmjapan.com |
| | 弁護士 佐伯 優仁 |
| | TEL. 03 6266 8523 |
| | masahito.saeki@mhmjapan.com |

I. 海外不動産投資への意欲の高まり

昨今、日本の不動産マーケットは活況を呈しているようであり、国内投資家、海外投資家を問わず、日本の国内不動産に向けた投資意欲が旺盛であることが伺われる。金融機関等もデットファイナンスの提供に積極的である環境が、国内不動産投資をより活発にしている面もあろう。

その一方で、日本の不動産マーケットにおける各種プレイヤーが、国内不動産にとどまらず、海外不動産を対象とした取引の意欲を高めている。日本のデベロッパー企業による海外不動産の取得・開発、日本の金融機関による海外不動産を対象とするデットファイナンス提供、あるいは、海外不動産業者との提携など、各プレイヤーの専門性を活かした形で日本企業がグローバルな不動産マーケットに進出している。

実際、当事務所でも、日本企業による海外不動産の取得・開発・投資及びそれに関わるファイナンス案件について数多くご相談を受け、不動産所在国（又は物件保有ビークルや中間ビークルの所在国）の法律事務所と連携して、法律面からのサポートをさせて頂いているところである。

さらに、2014年12月1日施行の投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）の改正により、J-REITによる海外不動産取得がより現実的なものとなったことも、海外不動産投資への関心を高める一つの契機となったと思われる¹。

¹ J-REITによる海外不動産投資に関する規制の概要及び過半議決権保有制限の見直し（投信法改正）については、Structured Finance/Capital Markets Bulletin 2013年5月号「J-REITによる海外不動産取得に関する法規制の動向及び留意点」並びにCapital Markets Bulletin 2014年8月号「投資法人法制の見直し『金融商品取引法等の一部を改正する法律』について（続報）」参照。

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

II. 自己投資、そしてファンド組成へ

改めて言うまでもなく、一般的にアウトバウンド投資（国内から海外への投資）では、ソプリリスク及び為替リスクが不可避であり、かつ、法制度・慣習・言語及びそれらの理解度の違い、物理的な距離等により適時・適確な情報の確保が難しい（情報リスク）ことは否めない。

加えて、殊に不動産は、国によって法制度・慣習が大きく異なることから、後者の情報リスクを克服するには、周到な調査と検討が必要になる。

そうしたリスク認識を背景に、海外不動産への取り組みは、各プレイヤーの知識・経験に照らして段階を踏みながら実行することを志向している例が多いように見受けられる。例えば、最初のステージでは、経験豊富な外国ファンドマネージャーが運用する海外不動産ファンドの出資持分を取得し、第二ステージとして、不動産所在国のデベロッパーとともに組成するジョイントベンチャーにより海外不動産を取得し、第三ステージとして、（外資規制がない国であれば）単独で海外不動産を取得・開発し、第四ステージでは、第三者の投資家を募って自ら海外不動産を対象とする不動産ファンドを組成する、というような流れが考えられる。

また、金融機関も含め、長年にわたり米国・欧州において不動産投資の知識・経験を蓄積している日本の不動産プレイヤーは、まずは、こうした先進諸国の不動産に焦点を当てて第四ステージを検討するという方向性もあるだろう。

最近では、様々な国をターゲットとして第四ステージに向けた動きが出てきている。弊職らとしては、ここで志向される不動産ファンドが、徐々に、投資家数・規模を拡大し、私募ファンドから公募ファンドへ、あるいはクローズ・エンド・ファンドからオープン・エンド・ファンドへと発展していくことを期待しているところである。

なお、日本の投資家が海外不動産を対象として不動産ファンドストラクチャーを構築する場合には、最終的に不動産を保有するピークルだけでなく、投資家から資金を調達するピークルも必要になることが多いが、そうした資金調達レベルのピークルの仕組みは、ファンド組成の目的、志向するファンドの将来像、ターゲットとする不動産の所在国・地域、不動産の種類、想定する投資家層・数など、様々な要因により全く異なるものとなる。そのため、本稿では、資金調達レベルのピークルの仕組みについての検討・解説は割愛させて頂きたい。

III. 海外不動産投資の対象国～東南アジア諸国に焦点を当てて

最近、日本の不動産プレイヤーによる海外不動産投資のターゲットとして選ばれる不動産の所在国は、米国、英国等の先進諸国だけでなく、シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、ベトナム等の東南アジア諸国に広がっている。

米国及び英国は、安定した不動産法制の下で不動産投資マーケット及び不動産ファン

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

ドビジネスが成熟し、不動産投資のストラクチャーも確立されているため、日本のプレイヤーがいかに資金効率良く当該国の不動産に投資するかという観点からの検討（上述でいう、資金調達レベルの仕組みの検討）は別論として、当該国の中での不動産取得ストラクチャーが大きな問題となることは比較的少ない。

他方で、東南アジア諸国は、外資による不動産投資に厳しい規制がある、資産移転に政府の承認を要する、「ファンド」「SPC」「倒産隔離」という概念に馴染みがないなどの事情もあり、ターゲットである不動産の所在国の中でのストラクチャーも、ビジネス面・法務面・税務面全ての面から精緻な検討が必要になるのが実情である²。

そこで、以下では、東南アジア諸国のうち、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア及びベトナムを例にとって、ポイントとなる点を概観する。

² 国土交通省 土地・建設産業局は、2013年4月1日に「国際課」を設置し、同年4月30日には、東南アジアを中心とする18の国・地域における不動産法制、外資規制等の情報を「海外建設・不動産市場データベース」(http://www.mlit.go.jp/totikensangyo/kokusai/kensetsu_database/index.html)としてまとめ、ホームページにおいて公開するとともに、同年7月には「アジア諸国の不動産取引制度及び不動産流通システムの実態把握に関する調査検討業務報告書」(<http://www.mlit.go.jp/common/001004685.pdf>)を公表している。各国の不動産関連制度の基礎を学ぶために貴重な資料である。

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

1. シンガポール

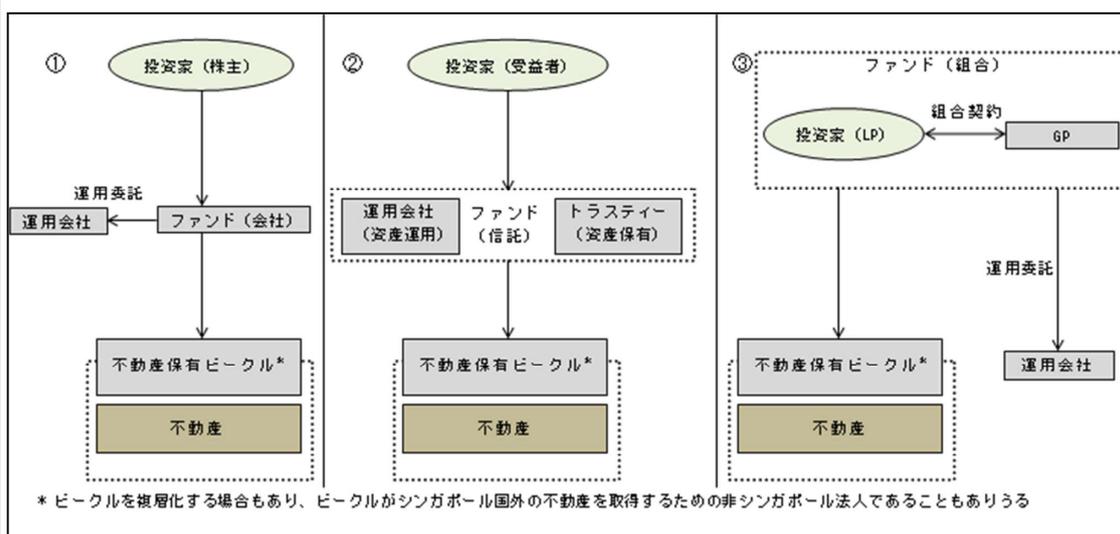
シンガポールでは、税制を中心とした各種優遇策の整備がなされ、公募・私募共に不動産ファンド市場が成熟している。公募ファンドとして REIT 及び不動産を運用するビジネストラスト（「S-REIT/BT」）が既に 40 以上シンガポール証券取引所に上場しており³、私募ファンドも数多く組成されているようである。

私募ファンドを組成するストラクチャーとしては、大別して、①会社スキーム、②信託スキーム、③有限責任組合スキームがある（下記図 1 参照）。

- ①の場合、非公開有限責任会社（private limited company）が不動産関連資産（不動産保有会社の株式など）を保有し、その資産の運用を運用会社に委託する。投資家は株主として当該会社に出資し、配当を通じて投資のリターンを得る。
- ②の場合、トラスティーが不動産関連資産を保有し、運用会社が資産運用を実施する形で、受益者（unitholder）である投資家のために各自の役割を果たす。トラスティーと運用会社の役割を一社が担う（trustee-manager）こともある。
- ③の場合、無限責任組合員（GP）と有限責任組合員（LP）との間の組合契約に基づいて組合（limited partnership）を組成し、不動産関連資産を組合財産として取得する。GP は資産運用業務を運用会社に委託することも多い。

外資企業（外国法人だけでなく、一人でも外資の株主又は外国人の取締役が存在する現地会社を含む。）による居住用不動産の取得には制限があるものの、商業用不動産の取得には制約はない。また、不動産取引に係る法律も良く整備されているため、取得ストラクチャーは構築しやすいと言えるだろう。

【図 1】シンガポール ストラクチャー



³ S-REIT/BT の IPO 時の目論見書（prospectus）には IPO 時のポートフォリオに含まれる各不動産の投資スキームが記載されており参考になる。別表「シンガポール REIT/BT の IPO 時組入物件の所在国・地域一覧」（「S-REIT/BT 組入物件所在国・地域一覧」）参照。

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

2. マレーシア

マレーシアは、アジア諸国の中で最も早く（1989年）、上場不動産信託（Listed Property Trust; 「LPT」）を実現させており、その後、LPTは、紆余曲折を経てREITに改称され、現在、15以上のREITがマレーシア証券取引所に上場されている。

上場REITでなくとも、投資ストラクチャーを用いて不動産投資を行うという実務は存在しており、外国投資家がマレーシア⁴の不動産に投資する場合、大別して、①マレーシアの現地会社（company limited by shares）を通じて不動産を取得する方法か、②証券委員会（Securities Commission）の承認を得てABS（asset-backed securities）を発行するSPV（会社又は信託）を通じて不動産を取得する方法がありうる（次頁図2参照）⁵。

マレーシアには、主としてEPU GuidelinesとNational Land Codeからなる外資規制があるため、取得ストラクチャーの検討に際しては、まず以下のポイントに留意を要する。

- 不動産を取得する主体は現地会社でなければならないが、その株主は100%外国投資家でも構わない。
- (a)2,000万リンギ（約6億6千万円）以上の不動産の取得によりブミプトラ⁶資本・政府機関の所有割合が希薄化する場合、又は(b)資産総額の50%超が2,000万リンギ超の不動産である会社の株式取得によりブミプトラ資本・政府機関の支配権に変更が生じる場合には、経済企画庁（Economic Planning Unit）の承認が必要である。この承認の条件は、取得後の不動産保有法人のブミプトラ資本は30%以上を維持し、不動産保有法人について所定の最低資本金要件を充足することである。
- 外資企業（外国法人だけでなく、50%以上の議決権付株式を外国法人が保有する現地会社等を含む。）による不動産の取得には、原則として州当局の承認が必要である。

上記に加えて、各不動産の権限証書（title）によっては、不動産の処分にも州当局の承認が要求されていることもあるので、デューディリジェンスを慎重に行う必要がある。

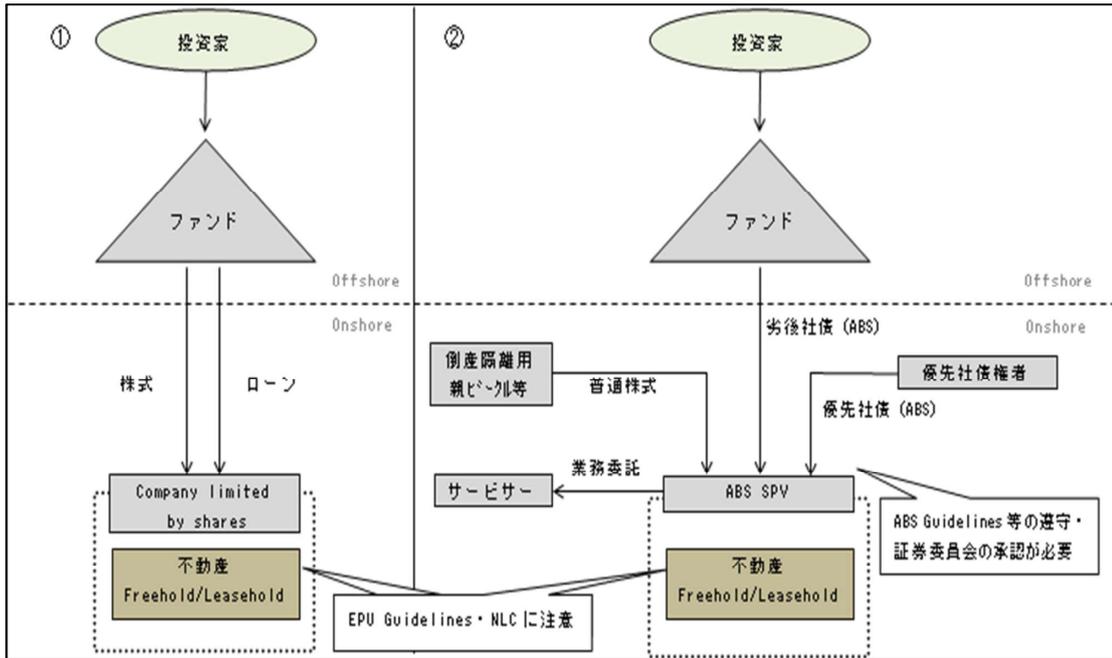
⁴ マレー半島に位置するいわゆる半島マレーシア（Peninsular Malaysia）を想定する。

⁵ S-REIT/BTの目論見書（S-REIT/BT組入物件所在国・地域一覧参照）及びアナウンスメントによれば、マレーシア物件の取得にあたり、Keppel DC REITは①の方法を、Fraisers Hospitality Trust及びStarhill Global REITは②の方法を採用している。

⁶ Bumiputera。マレー人及び先住民（aborigine）をいう。

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

【図2】マレーシア ストラクチャー



Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

3. タイ

タイでは、公募・私募ともに不動産投資ファンド市場がある程度確立しており、昨年には REIT（信託形式の上場不動産ファンド）の上場も始まっている。

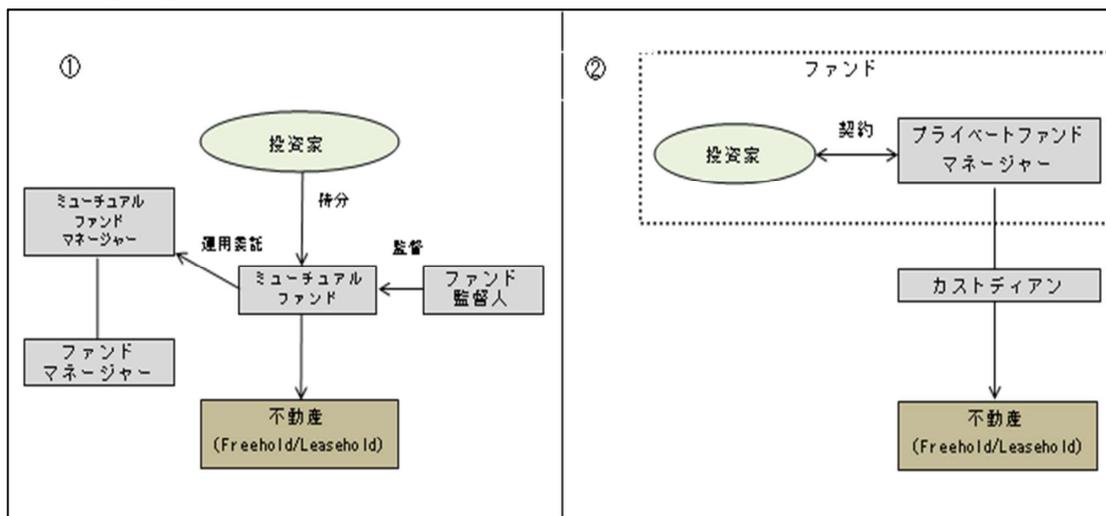
タイで一般的に利用されている不動産私募ファンドのストラクチャーとしては、①ミューチュアルファンド（プロパティファンド）及び②プライベートファンドがある。取得の対象となる不動産上の権利は、土地の所有権（freehold）又は賃借権（leasehold）である（下記図 3 参照）。

ミューチュアルファンドは、多数の投資家を想定した集団投資スキームであり、法人格を有する。ミューチュアルファンドマネージャーとして運用会社が証券取引委員会（「SEC」）から許可を得てこれを設立し、投資家を募集して運用を行う。具体的な投資意思決定は運用会社が任命するファンドマネージャーが行い、資産の管理運用の監督をファンド監督人が行うが、不動産はファンドが保有する。

これに対して、プライベートファンドは、少人数の投資家を想定した契約型のファンドであり、法人格を有しない。プライベートファンドマネージャーとして運用会社が運用を行い、不動産の保有をカストディアンが行う。

上記の各マネージャー、ファンド監督人やカストディアンに関する業務については最近外資規制が撤廃されたが、いずれも SEC のライセンスを要する業務である。他方、タイ法上、土地の所有については外資規制があり、外資保有割合が 49% を超える場合には外国人とみなされ、原則として土地を所有できない。かかる土地所有に関する外資規制がファンドについても及ぶことに留意が必要である。

【図 3】 タイ ストラクチャー



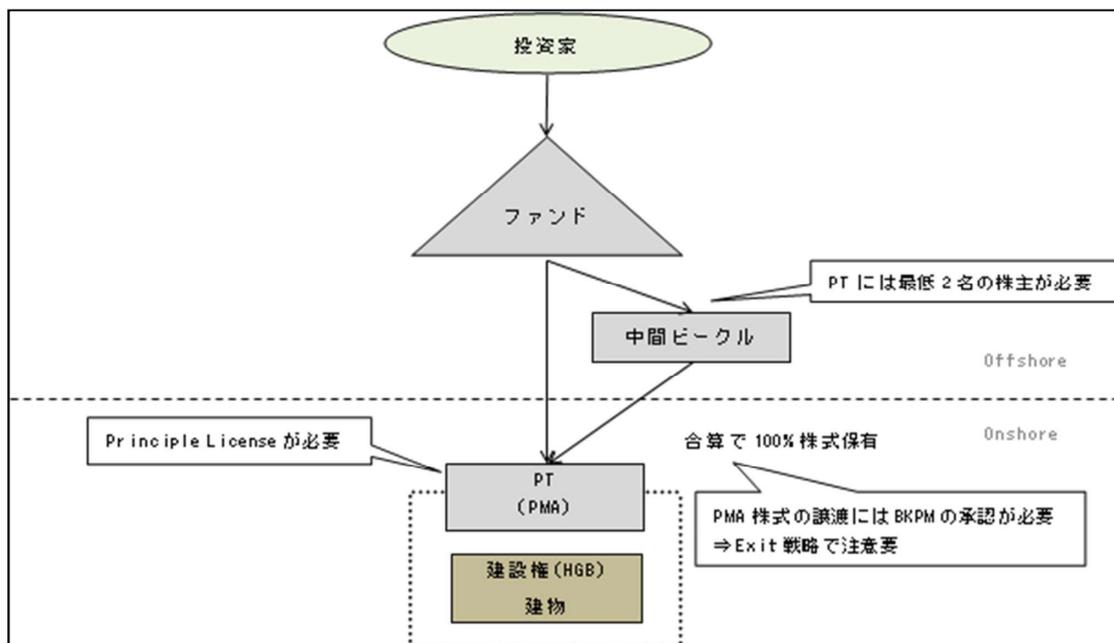
Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

4. インドネシア

現在のところ、インドネシアには、不動産投資のために一般的に利用されているファンドストラクチャーは存在しないが、以下のポイントを踏まえると、図4のようなストラクチャーをスタート地点としつつ、ターゲットとなる不動産の状況に応じて不動産取得・保有ストラクチャーを構築することになるのではないと思われる。

- 原則として、法人（内国法人を含む）は土地の所有権（Hak Milik）を取得できない。取得対象となりうるのは土地の利用権である建設権（HGB : Hak Guna Bangunan）又は使用权（Hak Pakai）であるが、投資資産としては、より期間の長いHGBが好まれるだろう。
- 原則として、外国法人は、土地の所有権・利用権を直接取得することはできない。
- 株式会社（PT）には、最低2名の株主が必要である。
- 一部でも外国投資家から出資を受けるPTは、外資会社（PMA）に該当し、業務種別毎に、投資調整庁（BKPM）から基本許可（principle license）を取得する必要がある。一定の事業については外資規制が存在するが、建設権を取得した上で、当該土地上に建物を建設し又は当該土地上の建物を購入し、当該建物を賃貸することにより賃料収入を得る事業については、100%外国投資家からの出資によるPMAにて行うことが可能である。
- PMAの株式を譲渡する場合、その都度、BKPMから承認を得る必要がある。

【図4】インドネシア ストラクチャー



Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

5. ベトナム

ベトナムでは、2012年に不動産投資ファンド制度が創設されたが、上場ファンド限定の制度であり、また、ファンドの運用を行うファンド管理会社(fund management company)のライセンスの取得が容易でないなどの難点があり、現時点において同制度に基づくファンドは1件も設立されていない。

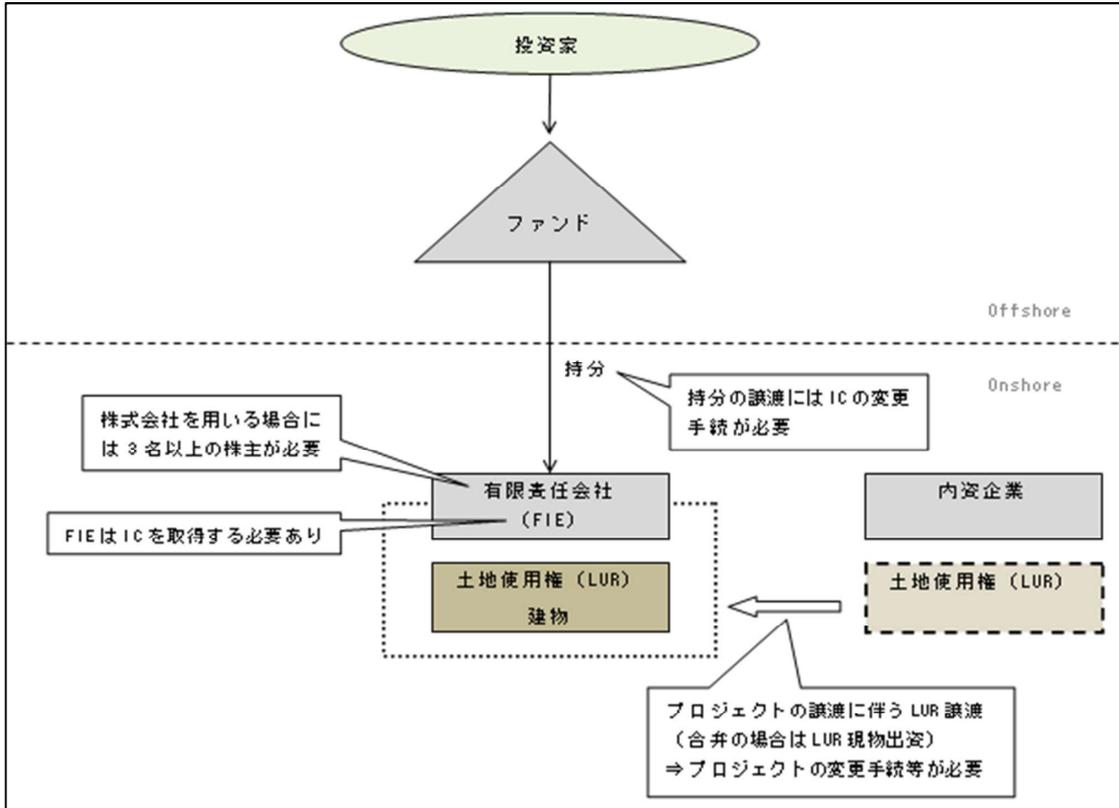
かかる不動産投資ファンドを用いずとも、外国投資家がベトナムの不動産に対して投資を行うという実務は存在しており、その場合、ベトナムの現地会社を通じて不動産を取得・保有する方法がとられる(下記図5参照)。かかる不動産取得・保有ストラクチャーのポイントは以下のとおりである。

- ベトナムでは、私人による土地の所有は認められておらず、代わりに土地使用権(LUR: land use right)が認められている。
- 外国法人は、LURを直接取得することはできないことから、現地に設立する外国投資企業(FIE: foreign invested enterprise)を通じて取得・保有する必要がある。FIEは、当局より、当該投資プロジェクトについての投資許可証(IC: Investment Certificate)を取得する必要がある。
- FIEは、株式会社又は有限責任会社の形態を選択可能である。有限責任会社は社員1名による設立も可能だが、株式会社には最低3名の株主が必要である。
- 通常、LURは、当局の許可を受けた当該土地の個別のプロジェクトと関連づけられている。この点、FIEが、新規のプロジェクトとしてベトナム政府から新規のLURの付与を受けるには、入札等の煩雑な手続を経る必要があることから、かかる投資方法は一般的ではない。従って、外国投資家がLURに対して投資を行う方法としては、①現地にFIEを設立した上で、内資企業(FIEに該当しない企業)から、既存のプロジェクトの譲渡⁷に伴いLURの譲渡を受ける、又は、②既にプロジェクトの許可及びLURを取得している内資企業の株式/持分を取得する、のいずれかの方法が一般的である。また、内資企業との間で合弁形態をとる例も多い(その場合、①の場合にはLURの譲渡ではなくLURの現物出資を、また、②の場合には内資企業の株式/持分の一部取得を行うことになる)。いずれの場合も、投資家の変更を含むプロジェクトの変更手続が必要となる。下記図5は、①の場合について記載している。
- FIEの株式/持分を譲渡する場合、ICの変更手続を行う必要がある。

⁷ 現行法上、FIEは、既存のプロジェクトの全体を譲り受けることは可能であるものの、プロジェクトの一部の譲受けについては明示的に認められていない。しかし、近時成立した新不動産事業法(2015年7月1日施行予定)では、FIEが既存のプロジェクトの一部を譲り受けることも明示的に許容されている。

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

【図5】ベトナム ストラクチャー



IV. 日本の不動産投資のグローバル化に向けて

昨今の日本の不動産プレイヤーの動きは、まさに日本の不動産投資のグローバル化というべきものであり、日本企業の海外進出の加速化とも相俟って、日本のマーケットのさらなる発展を期待させるものである。

当事務所では、各国における不動産投資の専門家弁護士と連携し、かつ、蓄積した知識・ノウハウを活用して、日本の不動産プレイヤーの皆様を全面的にバックアップする所存である。

なお、本稿Ⅲの内容については、各国の専門家弁護士からのアドバイスを基に、一般的な傾向を記述したものである。個別の不動産によっては特別な規制又は例外の適用を受けるなど、一般的な傾向とは異なる結論となることもあるため、具体的事例については個別にご相談頂きたい。

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

【別表】シンガポール REIT/BT の IPO 時組入物件の所在国・地域一覧（注 1）

	名称	種別 (注 2)	IPO 時組入物件の 所在国・地域(注 3)	上場日
1	ACCORDIA GOLF TRUST	BT	JP	2014/8/1
2	AIMS AMP CAPITAL INDUSTRIAL REIT (旧名称 MACARTHURCOOK INDUSTRIAL REIT)	REIT	SG	2007/4/19
3	ASCENDAS HOSPITALITY TRUST	Stapled	CN, JP, AU	2012/7/27
4	ASCENDAS INDIA TRUST	BT	IN	2007/8/1
5	ASCENDAS REIT	REIT	SG	2002/11/19
6	ASCOTT RESIDENCE TRUST	REIT	SG, CN, VN, ID, PH	2006/3/31
7	CACHE LOGISTICS TRUST	REIT	SG	2010/4/12
8	CAMBRIDGE INDUSTRIAL TRUST	REIT	SG	2006/7/25
9	CAPITACOMMERCIAL TRUST	REIT	SG	2004/5/11
10	CAPITAMALL TRUST	REIT	SG	2002/7/17
11	CAPITARETAIL CHINA TRUST	REIT	CN	2006/12/8
12	CDL HOSPITALITY TRUSTS	Stapled	SG	2006/7/19
13	CROESUS RETAIL TRUST	BT	JP	2013/5/10
14	FAR EAST HOSPITALITY TRUST	Stapled	SG	2012/8/27
15	FIRST REIT	REIT	ID	2006/12/11
16	FORTERRA TRUST (旧名称 TREASURY CHINA TRUST)	BT	CN	2010/6/21
17	FORTUNE REIT	REIT	HK	2003/8/12
18	FRASERS CENTREPOINT TRUST	REIT	SG	2006/7/5
19	FRASERS COMMERCIAL TRUST (旧名称 ALLCO COMMERCIAL REIT)	REIT	SG, AU	2006/3/30
20	FRASERS HOSPITALITY TRUST	Stapled	SG, MY, JP, AU, UK	2014/7/14
21	INDIABULLS PROPERTIES INVESTMENT TRUST	BT	IN	2008/6/11
22	IREIT GLOBAL	REIT	DE	2014/8/13
23	KEPPEL DC REIT	REIT	SG, AU, MY, UK, NL, IE	2014/12/12
24	KEPPEL REIT (旧名称 K-REIT ASIA)	REIT	SG	2006/4/28

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

25	LIPPO MALLS INDONESIA RETAIL TRUST (旧名称 LIPPO-MAPLETREE INDONESIA RETAIL TRUST)	REIT	ID	2007/11/19
26	MAPLETREE COMMERCIAL TRUST	REIT	SG	2011/4/27
27	MAPLETREE GREATER CHINA COMMERCIAL TRUST	REIT	HK, CN	2013/3/7
28	MAPLETREE INDUSTRIAL TRUST	REIT	SG	2010/10/21
29	MAPLETREE LOGISTICS TRUST	REIT	SG	2005/7/28
30	OUE COMMERCIAL REIT	REIT	SG, CN	2014/1/27
31	OUE HOSPITALITY TRUST	Stapled	SG	2013/7/25
32	PARKWAY LIFE REIT	REIT	SG	2007/8/23
33	PERENNIAL CHINA RETAIL TRUST	BT	CN	2011/6/9
34	RELIGARE HEALTH TRUST	BT	IN	2012/10/19
35	SABANA SHARI'AH COMPLIANT INDUSTRIAL REIT	REIT	SG	2010/11/26
36	SAIZEN REIT	REIT	JP	2007/11/9
37	SOILBUILD BUSINESS SPACE REIT	REIT	SG	2013/8/16
38	SPH REIT	REIT	SG	2013/7/24
39	STARHILL GLOBAL REIT (旧名称 PRIME REIT)	REIT	SG	2005/9/20
40	SUNTEC REIT	REIT	SG	2004/12/9
41	VIVA INDUSTRIAL TRUST	Stapled	SG	2013/11/4

- (注1) BT (ビジネストラスト) については、不動産を投資対象とする REIT 型の BT を主として記載しており、全上場 BT を記載してはいない。
- (注2) 「Stapled」とは、REIT と BT のいずれも組成した上で、それぞれのユニットを1つにまとめた証券である Stapled securities を上場させる発行体を意味する。
- (注3) 略称はそれぞれ次のとおりとする。AU...オーストラリア、CN...中国、DE...ドイツ、HK...香港、ID...インドネシア、IE...アイルランド、IN...インド、JP...日本、MY...マレーシア、NL...オランダ、PH...フィリピン、SG...シンガポール、UK...英国、VN...ベトナム。

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

セミナー・文献情報

- セミナー 『アジア新興国の不動産取得と資金調達の最新動向』
開催日時 2015年1月30日(金) 13:30~16:30
講師 埴 晋
主催 金融ファクシミリ新聞社

- セミナー 『流動化・証券化取引におけるデリバティブの活用—信託を利用したクレジットリンクローンの解説を中心に—』
開催日時 2015年2月18日(水) 14:00~16:00
講師 江平 享
主催 一般社団法人流動化・証券化協議会

- セミナー 『アジア労働法カレッジ【ベトナム編】ベトナムの労働法制と労務管理のポイント』
開催日時 2015年2月20日(金) 14:00~17:00
講師 埴 晋
主催 一般社団法人経団連事業サービス

- 論文 「速報「民法(債権関係)の改正に関する要綱仮案」決定」
掲載誌 ビジネス法務 Vol.14 No.11 2014年11月号
著者 青山 大樹

- 論文 「日本の事業に投資する上場ファンド・ピークルとしてのシンガポール・ビジネス・トラストの考察」
掲載誌 ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.22 November-December 2014
著者 佐藤 正謙、藤津 康彦、佐伯 優仁 (共著)

- 論文 「環境・エネルギー分野における2015年の展望」(2014年12月25日刊)
掲載誌 会社法務 A2Z Vol. 2015-1
著者 小林 卓泰、高宮 雄介 (共著)

- 論文 「「要綱仮案」公表! 民法改正の全貌」
掲載誌 ビジネス法務 Vol.14 No.12 2014年12月号
著者 青山 大樹、末廣 裕亮、篠原 孝典、河上 佳世子、畑江 智 (共著)

Structured Finance Bulletin / Asian Legal Insights

- 論文 「民法(債権関係)の改正に関する要綱仮案について」
掲載誌 月刊監査役 No. 634 2014 年 12 月号
著者 青山 大樹

- 論文 「「民法(債権関係)の改正に関する要綱仮案」について」
掲載誌 会計・監査ジャーナル Vol. 27 No. 1 2015 年 1 月号
著者 末廣 裕亮

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhmjapan.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com