

2013 年 5 月号

編集：ストラクチャードファイナンス・プラクティスグループ
キャピタル・マーケッツ・プラクティスグループ

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

- I. はじめに
- II. 最終報告の提言内容及び投信法改正案と
ストラクチャリングにおける留意点
- III. 海外不動産投資に必要な体制整備等と留
意点
- IV. 鑑定評価
- V. 投資先国の要件
- VI. おわりに

森・濱田松本法律事務所

弁護士 小澤 絵里子

☎ 03-5220-1816

✉ eriko.ozawa@mhmjapan.com

弁護士 藤津 康彦

☎ 03-6212-8326

✉ yasuhiko.fujitsu@mhmjapan.com

弁護士 佐伯 優仁

☎ 03-6266-8523

✉ masahito.saeki@mhmjapan.com

I. はじめに

平成 24 年 12 月 7 日、金融庁の金融審議会金融分科会の下に設置された投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ(以下「投信法改正 WG」という。)は、昨年来 13 回にわたる審議の結果をとりまとめ、最終報告(以下「最終報告」という。)を提出した。かかる報告内容の一つに、「海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直し」も含まれた。そこでは、従来 J-REIT による海外不動産取得の障害となっていた、投資対象会社株式の議決権の過半保有を禁止する投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)の規定に関し、その例外を認める方向で提言がなされている。そして、これを受けて、平成 25 年 4 月 16 日に、投信法の改正案(以下「投信法改正案」という。)が国会に提出されたところである。

昨今の日系企業による海外進出の加速化に伴い、国内不動産だけでなく海外不動産を保有し始める企業も増え、海外不動産への投資意欲は高まっており、J-REIT による海外不動産取得への関心及び意欲はより現実的なものとなってきている。その環境の下で投信法改正案に基づく投信法の改正が実現すれば、J-REIT による海外不動産取得に向けて大きな一歩が踏み出されることになるだろう。もっとも、実際に J-REIT が海外不動産を取得しようとするれば、なお直面する課題が多いことも否めないところであり、また、海外不動産取得のための制度整備が十分であるとは言い難い面も見受けられる。

そこで、本稿では、投信法改正 WG によるこれまでの審議内容を踏まえた最終報告の提言内容及び投信法改正案その他の J-REIT による海外不動産取得に関する規制の動向をまとめ、その中で考えられる留意点について整理する。

II. 最終報告の提言内容及び投信法改正案とストラクチャリングにおける留意点

(1) 最終報告の提言内容及び投信法改正案

まず、平成20年5月に東京証券取引所(以下「東証」という。)が有価証券上場規程を改正して以来、上場J-REITを含め、J-REITによる海外不動産の取得それ自体は禁止されておらず、多くのJ-REITにおいては規約上の海外不動産への投資制限も撤廃されている。

他方で、事業支配を制限する趣旨から、投資法人は、「同一の法人の発行する株式」に係る議決権の総数のうち100分の50を超える議決権を有することとなる場合、かかる株式の取得をすることが禁じられている(投信法第194条・投資信託及び投資法人に関する法律施行規則第221条)。さらに、税務上の導管性要件を満たすためには、投資法人は、「他の法人の発行済株式又は出資」の総数又は総額の100分の50以上に相当する数又は金額の株式又は出資を有することができない(租税特別措置法第67条15第1項第2号へ)。これらの規制により、事実上、J-REITによる海外不動産の取得は困難となっている。

その理由は、海外不動産投資を行う場合、実務上、不動産所在地国(地域)又は第三国(地域)¹にSPC(それぞれの国の法制の下で適切な特別目的会社、しかも、可能な限り、税務上の導管性を達成しやすい法人形態が利用される。信託や組合類似の形態をとることもありうる。)を設立し、かかるSPCを経由して投資することが多いからである。SPCを介在させる理由は、まず、外資による不動産の直接投資が制限されている国では、不動産所在地国法を設立準拠法とするSPCを介して投資せざるを得ないからである。かかる外資規制が存在しない国の場合でも、物件リスク(訴訟リスク等)を限定する目的又は租税効率性の観点などから、不動産所在地国に不動産保有SPCを設立するニーズは高い。また、他国のREITが自国外の不動産を取得している事例を見ても、不動産所在地国に応じた様々なビークルを複層に重ねたストラクチャーの下で投資が行われていることが多いのが実情である。

これを受けて、最終報告では、「投資法人制度の信頼性が確保されることを前提に、投資法人の性質及び事業支配を制限する趣旨などを踏まえつつ、実質的に投資法人が海外不動産を取得することと同視できるような場合について、当該海外不動産を取得するためのビークル(SPC)の株式に係る過半以上の議決権保有を認めていくことが適当である」との提言がなされている。そして、投信法改正案においては、以下の内容で投信法第194条第2項(以下「投信法改正案第194条第2項」という。)が新設されている。

投信法改正案第194条第2項:

前項の規定〔筆者注:現行の投信法第194条〕は、登録投資法人が国外の特定資産について、当該特定資産が所在する国の法令の規定その他の制限により、前条第1項第3号から第5号までに掲げる取引〔筆者注:不動産の取得、譲渡、貸借及び管理の委託〕を行うことができないものとして政令〔筆者注:この政令案は未公表〕で定める場合において、専らこれらの取引を行うことを目的とする法人の発行する株式を取得するときは、適用しない。

¹ 本稿では、国及び地域を併せて、単に「国」と表記することとする。

なお、最終報告はあくまで投信法改正についての提言を行っているのみで、租税特別措置法の改正については特段言及されていなかったが、平成 25 年 3 月 30 日付で投信法の改正案が成立した場合の税制措置を定めた法律²が公布された。これにより、現行の租税特別措置法第 67 条の 15 第 1 項第 2 号へは以下のとおり改正される予定である(改正部分は下線箇所の追加)。

租税特別措置法第 67 条の 15 第 1 項第 2 号へ[筆者注:投資法人の税務上の導管性要件の一つ]:

他の法人(当該投資法人につき投資法人法第 194 条第 2 項に規定する場合に該当する場合における当該投資法人に代わって専ら投資法人法第 193 条第 1 項第 3 号から第 5 号までに掲げる取引(国外において行われるものに限る。)を行うことを目的とするものとして財務省令[筆者注:この財務省令案は未公表]で定める法人を除く。)の発行済株式又は出資…の総数又は総額の 100 分の 50 以上に相当する数又は金額の株式又は出資を有していること。

上記のとおり、追加された改正箇所は投信法改正案第 194 条第 2 項を参照するとともに基本的に文言の平仄も合わせており、投信法と歩調を合わせた改正内容となっている。

今後、投信法改正案の成立、並びに投資信託及び投資法人に関する法律施行令並びに租税特別措置法施行規則の改正が行われる予定であり、これらの動向も併せて注視する必要がある。

(2) ストラクチャリングにおける留意点

最終報告では、法人の過半議決権保有制限を完全に撤廃するわけではなく、あくまで「実質的に海外不動産を取得することと同視できるような場合」に例外的に同規制が及ばないようにする方向で提言がなされていることには留意が必要である。最終報告において、かかる場合が具体的にどのような場合をいうのか明示的に指摘されてはならず、また、投信法改正案第 194 条第 2 項も詳細は政令に委ねられ、かつ、その政令案は未公表であるため、現時点でどのような要件が定められるのかは明らかにされていない。投信法改正案第 194 条第 2 項の「所在する国の法令の規定その他の制限により…取引を行うことができないもの」という文言からすると、政令で定められる要件が相応に制限的なものになる可能性は否めない。この点については、投信法改正 WG 第 12 回会合において、同事務局より、以下のような提案がなされていることが参考になる。

投信法改正 WG 第 12 回会合 事務局説明資料より:

- REIT が株式を取得する海外 SPC については、海外不動産の取得、譲渡、賃貸及び管理の委託等のみを目的とし、現にこれらの業務のみを行っていること
(⇒当該海外 SPC が他の法人の株式等を取得して複層化することを含め、潜脱的に他の事業を営まないよう、実質的に海外不動産取得と同視できるような場合とする)
- 当該海外 SPC が得た収益のうち配当可能な部分について、投資法人への配当を留保しないこと
(⇒海外不動産を直接保有する場合と同じような経済効果が得られるよう、実質的に海外不動産取得と同

² 所得税法等の一部を改正する法律。

視できるような場合とする)

などが確保できる場合について、投資法人による海外 SPC 株式の過半議決権保有を認める方向で検討してはどうか。

かかる提案どおりの要件が政令等に規定された場合、J-REIT による海外不動産の取得にあたり海外 SPC を複層化することはできず、かつ、海外 SPC による配当可能利益の留保は認められないこととなる。しかし、実務上、海外不動産の実質的な所有者と海外不動産を直接所有する SPC の間に複数の SPC を介在させる例は一般的に見られるところである³。さらに、不動産所在地国の規制、租税効率性又はビジネス上の理由から、SPC の複層化又は配当可能利益の留保が必要とされる場合も十分に想定される⁴。そのような場合には、事実上、海外不動産の取得が困難となりかねない。

このように、「実質的に海外不動産を取得することと同視できるような場合」の要件が上記のとおり定められる場合、J-REIT による海外不動産取得の際に採り得るスキームが大きく制限される、あるいは、そもそも取得そのものの現実性が大きく低減してしまう可能性があり、改正の動向に注視が必要である。

III. 海外不動産投資に必要な体制整備等と留意点

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

(1) 海外不動産への投資方針

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

³ これに関し、実務上、海外不動産の取得が積極的に行われている S-REIT(シンガポール・リート又はビジネストラスト)による海外不動産取得時のスキームが参考になる。多くの場合複数の SPC を経由して海外不動産に投資されている。

⁴ これに関し、投信法改正 WG 第 12 回会合において、以下のような指摘がなされている。

- SPC の複層化に関して:租税効率性等を理由に、海外不動産投資に当たり、投資不動産ごとにそれを保有する SPC を組成し、さらにそれらの SPC に対する投資を一元化するための親 SPC を(例えば、ケイマン諸島やシンガポールに)重ねて組成する実例が存在する。
- 配当留保に関して:不動産所在地国の送金規制、税制、投資効率性等を理由に、必ずしも配当可能利益を全て配当に充てることが投資家の利益にならないこともある。

(2) 海外不動産投資に関する情報の開示

前述の投資方針に加え、海外不動産投資に係る適切なリスク開示が必要とされている。即ち、不動産投資に係る法制度、税制、不動産市況、自然災害、為替変動等に係るリスク及び当該リスクに対する対応状況をリスク情報において開示する必要がある⁵。さらに、間接投資を行う場合、投資先の運用体制、特に投資形態に複雑なスキームを用いる場合においては、そのスキームの内容に加えて、資産の内容（開示する数値の適正性確保を含む。）の開示を充実させることや投資スキームに応じた固有のリスクを分かりやすく開示する必要があるとされる。

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

(3) 海外不動産投資に対する体制の整備

海外不動産への投資を行うにあたっては、前述のリスクを踏まえた適切な資産運用及び開示体制（組織、人員、経験等）を確立することが求められており、J-REIT にとっては、かかる体制をいかに整備するかが大きな課題となろう。そこで、以下では、運用体制報告書の記載要領を基に、現地不動産情報等の収集体制、物件調査の体制、管理方針及び管理体制、適時開示体制に分けて、求められる体制の内容を概観しつつ、その留意点を考えていくこととしたい。

(a) 現地不動産情報等の収集体制

現地不動産情報等の収集は、スポンサー関連会社が現地法人としてある場合や、スポンサーに当該不動産所在地国における投資経験が十分にある場合は、スポンサーを通じて行うのが現実的であろう。もっとも、それが難しい場合又はそれでは不十分と考える場合には、不動産所在地国に詳しい専門機関等と連携することで資産運用会社の体制を補完する体制を整えることが求められ、その場合には当該補完体制についての開示も必要となる。(c)にて後述するように現地の PM 会社又は AM 会社等を選定する場合には、このような現地会社からも情報を収集していくことになろう。

(b) 物件調査の体制

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

⁵ J-REIT 及び資産運用会社が提出を義務づけられている「不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書 様式・記載要領」（本稿においては「運用体制報告書の記載要領」という。）においては、さらに、政治・経済・市場リスク等について言及すること、市場リスクについては、不動産価格変動、賃料変動リスクを記載することが求められている。

価の場合におけるガイドラインのようなものはない⁶。信頼のある業者・法律事務所を探して依頼することになるが、(特に海外不動産投資経験が十分ではない場合には)信頼のおける依頼先を見つけることも難しく、さらには、その報告項目をいかに設定するか又は報告内容をいかに検証するかという問題もある。

(c) 管理方針及び管理体制

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

もっとも、資産運用会社だけで海外不動産の管理運用を十分に行うことは通常困難であり、実際には日常的な物件の管理運用を行う現地の PM 会社を選定するほか、さらに物件の取得・処分又は大規模修繕等の投資判断にわたる事項についても現地の専門家の協力を仰ぐ場合には現地の AM 会社を選定することもある⁷。その場合、信頼のおける現地の PM 会社又は AM 会社をいかに選定するかが課題となる。これに関連し、運用体制報告書の記載要領では、現地 PM 会社の選定の有無、選定基準、管理方法等も含めて記載することが求められている。

(d) 適時開示体制

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

IV. 鑑定評価

平成 20 年 1 月、国土交通省は海外不動産鑑定評価ガイドライン(以下「鑑定評価ガイドライン」という。)を公表し、海外不動産への投資を行う場合において、海外不動産を鑑定評価する際の不動産鑑定士による鑑定評価の標準的手法を示した。上述のとおり、東証は、J-REIT が海外不動産投資をする際に取得する鑑定評価書が

⁶ 一般社団法人投資信託協会の不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則(本稿においては「投信協会規則」という。)において、「国内の物件を取得する場合と同程度の調査を行うこと」が資産運用会社に求められているが(第 24 条の 3 第(1)号)、具体的な基準等が提示されているわけではない。

⁷ なお、投信協会規則において、不動産所在地国の資産管理会社等との業務連絡の記録等の国内における保管体制の整備も求められる(第 24 条の 4 第(2)号)。

鑑定評価ガイドラインに従って作成されることを原則としている。以下、鑑定評価ガイドラインの内容と実務上の留意点について言及する。

(1) 鑑定評価方式

鑑定評価ガイドラインにおいては、「現地鑑定補助方式」及び「現地鑑定検証方式」の二通りの方式が提示されている。前者は、現地鑑定人に鑑定評価を行うために必要となる基礎資料等の収集・提供その他の補助作業を依頼し、日本の不動産鑑定士がそれを受けて鑑定評価を行うものである。それに対して後者は、現地鑑定人に鑑定評価を依頼し、現地鑑定人が行った鑑定評価を日本の不動産鑑定士が検証するというものである。いずれにせよ、現地の鑑定人と日本の不動産鑑定士が連携・共同して鑑定評価を行うことが求められている。現地鑑定検証方式による場合、日本の不動産鑑定士は、現地鑑定報告書の日本語による翻訳文を作成する必要がある。また、いずれの方式による場合でも、日本の不動産鑑定士は対象不動産の実地調査を行うことが原則として求められている。

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

(2) 鑑定人適格

日本の不動産鑑定士は、現地の鑑定人の作業が適切かつ合理的に行われていることを確認し、その作業成果が適正であることを検証するために、現地における不動産市場の動向、不動産に関連する法制・税制・鑑定評価基準、不動産鑑定人の資格制度等海外不動産の鑑定評価を行うために必要となる基礎的知識について十分理解する必要がある。かかる知識を備えた日本の不動産鑑定士の確保も課題となろう。

一方、現地の鑑定人は、現地において専門職業家として認定又は公認された不動産鑑定人を選任する必要があり、現地の不動産鑑定人の資格・称号の制度は、現地の全国組織により管理され、知識及び経験に応じて資格・称号が付与される制度であるとともに、不正又は不当な鑑定評価を行った不動産鑑定人に対する資格の停止、剥奪等の措置が執られる制度であることが必要とされる。このような不動産鑑定人制度が必ずしもどの国にも整備されているわけではない。そのような国の不動産鑑定評価については、鑑定評価の依頼を受けることは一般的には困難と考えられ、依頼の拒否も検討すべきよう提言されており、かかる国の不動産に対する投資は事実上制限されることになろう⁸。

(3) 鑑定評価報告書の記載事項

不動産鑑定評価基準に照らして必要な記載事項とされている内容に加え、現地の不動産市場の動向等に

⁸ なお、不動産鑑定人制度が十分に整っていない国においても、同制度が十分整った他の国の資格・称号を有している者が現地の鑑定人となる場合には、鑑定評価ガイドラインに基づく不動産鑑定評価の連携・共同作業を推進することが可能であるとされている。かかる運用がどの程度広く認められるかは実務の蓄積を待つ必要があろう。

ついて日本の投資家等が十分に把握していない場合が多いと考えられること等から、現地の不動産市場の動向に関する事項等についても記載が必要とされる。具体的には、(i)現地及びその周辺地域の不動産市場の動向を示す基礎資料等、(ii)現地における不動産の権利関係、不動産取引に係る契約内容及び税制の相違等、(iii)現地における不動産取引に係る慣行の相違等が挙げられている。このように、国内不動産の鑑定評価報告書に比べて記載事項が多くなることに留意が必要である。

V. 投資先国の要件

投信協会規則は、概ね上記と類似する遵守事項(第24条の3)及び社内体制整備(第24条の4)を定めるほか、J-REITが取得する海外不動産の所在国は以下の要件を満たさなければならないとしている(第24条の2)。

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

現在、日系企業が進出し不動産を保有する国(特に新興国)の中には、評価次第では、必ずしもこれらの要件を満たさないと考えられる国もあるため、上記投信協会規則が厳しく適用されると、J-REITによる海外不動産の取得は、先進国を中心とした国に事実上限定される可能性がある。

VI. おわりに

以上見てきたように、投信法改正WGによる最終提言とそれに基づく投信法改正案を始めとしたJ-REITによる海外不動産取得に関連するルールの整備状況、それに基づく現時点における留意点について概観した。J-REITによる海外不動産取得の制度は今後さらに整備される予定であり、近い時期にJ-REITによる海外不動産取得の事例も現れてくるだろう。森・濱田松本法律事務所では、J-REITによる海外不動産の取得を検討する関係者の皆様に常に最新の情報及びそれに基づく法的分析・助言を提供できるよう、今後もかかる制度整備の状況を鋭意フォローしていく所存である。

以上

文献情報www.mhmjapan.com/ja/publications/index.html

- 論文「インサイダー取引規制の平成 25 年改正と実務上の諸問題」(旬刊商事法務 No.1998 2013 年 5 月 5 日号 掲載)
著者 中村 聡
- 論文「民法改正『中間試案』全テーマ解明 徹底解説! 企業法務に関する 36 テーマ」(ビジネス法務 2013 年 6 月号 掲載)
著者 青山 大樹(共著)、足立 格(共著)、辰野 嘉則(共著)、松田 悠希(共著)、白川 佳(共著)
- 論文「平成 25 年改訂版 JSLA 標準契約書の概説」(金融法務事情 1967 号 2013 年 4 月 10 日号 掲載)
著者 佐藤 正謙(共著)、青山 大樹(共著)
- 論文「完全合意条項の機能と効果」(ビジネスロー・ジャーナル No.61 2013 年 4 月号 掲載)
著者 青山 大樹(共著)、湯田 聡(共著)
- 論文「表明保証条項の機能と効果」(ビジネスロー・ジャーナル No.61 2013 年 4 月号 掲載)
著者 青山 大樹(共著)、松田 悠希(共著)

News

- **The Fourth Edition of Best Lawyers in Japan にて高い評価を得ました**
Best Lawyers(ベスト・ロイヤー)による、The Fourth Edition of Best Lawyers in Japan に当事務所の弁護士 55 名が選ばれました。



STRUCTURED FINANCE / CAPITAL MARKETS Bulletin 2013 年 5 月号 [2013.5.13 発行]

(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