

シンガポールREIT(S-REIT)の上場 及び日本の不動産組入の実務^{注1}



佐伯 優仁

森・濱田松本法律事務所
弁護士

I. はじめに

近時、シンガポールREIT(以下「S-REIT」という。)が注目を集めている。S-REITによる日本の不動産組入は2006年頃から行われている。特に、2007年には投資対象を日本の居住用不動産に特化したSaizen Real Estate Investment Trust(以下「Saizen REIT」という。)がシンガポール証券取引所(以下「SGX-ST」という。)に上場した。その後も日本の不動産組入の実例は散見されていたが、2012年に入りその数が多くなっている。Saizen REITが3月、5月、6月及び8月に相次いで居住用物件を取得したほか、Ascott Residence Trust、Mapletree Logistics Trust及びParkway Life Real Estate Investment Trustも3月にそれぞれ物流施設、サービスアパートメント及びケア施設を取得した。さらに、Ascendas Hospitality Trustがホテルサンルート有明の入る有明プライムビルを組入資産として同年7月27日にSGX-STに上場した。

S-REITは、日本の不動産関連企業・ファンドにとって自らが保有・運用する不動産の出口戦略を提供する新たなツールとして考えられつつある。以前であればその役割は専らJ-REITが担っていた。しかし、急速な経済成長を続けるアジア諸国の金融ハブとしてこれらの国々の投資家からの資金に期待することができるS-REITが、J-REITに加えて新たな選択肢として検討されているようである。

本稿では、このように日本の不動産及び不動産に関与するプレイヤーとの関わりが大きくなりつつあるS-REITについて、その概要を紹介した上で、組成及び上場に関する法規制及び日本の不動産を組み入れる際の実務上の留意点について概観する。

II. S-REITの概要

上場S-REITには2つの形態がある。1つはReal Estate Investment Trust(以下「REIT」という。)であり、もう1つはBusiness Trust(以下「BT」とい

注1

本稿の作成に当たり、S-REIT案件に多数従事するシンガポールの法律事務所であるAllen & Gledhill LLPにおける筆者の研修経験が大いに参考となっている。加えて、本稿「V. 日本の不動産組入の実務」については筆者の所属事務所である森・濱田松本法律事務所の小澤絵里子弁護士の助言に負うところが大きい。ここに感謝申し上げる。もっとも、本稿の文責は筆者に属するものである。なお、本稿の内容は、本稿脱稿の2012年10月31日時点のものである。

う。)である。REITは不動産又は不動産関連資産(以下「不動産等」という。)を主要な組入資産とする信託型の投資ビークルである。その形態は、日本における投資信託と同じである。この点、専ら投資法人という法人型のビークルを用いるJ-REITとは異なる。一方、BTは、Business Trusts Act(以下「BTA」という。)に基づき登録された、事業を行うことを目的とする信託型のビークルである。不動産以外の安定した収益をもたらす資産又は事業に関しても、REITのような資金調達を可能とすることを目的に2005年に導入された制度であり、日本には見られない制度である。BTの組入資産に制限はない。従って、不動産等を組入資産とすれば、そのBTは機能的にはREITと同じになる。REITもBTも公募により一般市場から資金調達を行うことができ、その投資持分であるユニット(unit)(J-REITにおける投資口に相当する。)をSGX-STに上場させる。上場したREIT/BTのユニットはSGX-STで流通取引される。

2002年7月17日に初のS-REITであるCapitamall Trustが上場してから約10年が経過した。2012年10月31日現在では26のREIT^{注2}と5の不動産等を組入資産とするBTがSGX-STに上場している。なお、上記のとおり、本来BTの組入資産は不動産等に限られない。従って、これら5つのBT以外にも船舶、港湾施設又はインフラ設備等を組入資産とするBTが上場しているが、本稿では、特別言及のない限り専ら不動産等を組入資産とするBTを念頭に置くこととする。

J-REITと同様S-REITもそれぞれ投資対象とする不動産のタイプが異なる。具体的には、オフィス、商業、住居、ホテル、産業・物流又はヘルスケアを目的とする物件に特化するものや、それらを組み合わせで多様性を持たせるものがある。不動産の所在地もバラエティーに富む。J-REITでは未だ見られな

い海外不動産の組入が積極的に行われており、その範囲はアジアを中心に10以上の国・地域にまたがる。中には、むしろ投資対象を海外の特定の国・地域の不動産に特化したものもあり、その国・地域も中国、香港、インド、インドネシア、日本等幅広い。なお、日本の不動産に特化したS-REITは前記「I.はじめに」で言及したSaizen REITのみである。

これら上場S-REITのうち、現在ポートフォリオに日本の不動産を含むS-REITは7つある。それらの詳細は表1のとおりである。

III. S-REITの組成

S-REITを組成しようとする場合、まず初めに決めなければならないことの1つが、その形態をREITにするのか、あるいはBTにするのかということである。両者の基本的なストラクチャーは図1のとおりである。

両ストラクチャーの選択をするに当たっては、それぞれのストラクチャーを選択した場合にどのような差異があるのかを理解する必要がある。REITもBTもいずれも信託型のエンティティーであり、ユニットを発行して一般市場から資金調達を行い、その資金によって不動産等を取得し、外部の運用会社はその資産を運用してそこから生じる収益をもって投資家(unitholder)に分配を行う点は同じである。もっとも、それぞれ根拠法が異なるため、適用される規制内容も異なる。

そこで、ここではREIT及びBTのそれぞれについてその仕組み及び法規制を概観し、その後両者の比較を行うことによってその相違点を検討したい。

注2

Stapled securitiesを上場させているCDL Hospitality Trusts、Ascendas Hospitality Trust及びFar East Hospitality TrustはREITとして数えている。これらは、REITとBTの複合体であり、それぞれのユニットを1つにまとめた証券をstapled securitiesとして発行しSGX-STに上場させている。

表 1

(2012年10月31日現在)

	S-REIT	上場時期	ポートフォリオに含まれる日本の不動産
1	Mapletree Logistics Trust	2005年7月28日	» 物流施設 22 物件 (北海道・宮城・栃木・茨城・埼玉・千葉・東京・神奈川・愛知・岐阜・京都・広島)
2	Starhill Global Real Estate Investment Trust (旧名称: Macquarie Prime Real Estate Investment Trust)	2005年9月20日	» 商業施設 7 物件 (東京)
3	Frasers Commercial Trust (旧名称: Allco Commercial Real Estate Investment Trust)	2006年3月30日	» 商業オフィス 3 物件 (東京・大阪)
4	Ascott Residence Trust	2006年3月31日	» サービスアパートメント 3 物件 (東京・京都) » 賃貸マンション 19 物件 (東京)
5	Parkway Life Real Estate Investment Trust	2007年8月23日	» ケア施設 32 物件 (北海道・秋田・埼玉・千葉・東京・神奈川・大阪・兵庫・岡山・福岡) » 物流施設 1 物件 (千葉)
6	Saizen Real Estate Investment Trust	2007年11月9日	» 居住用マンション 135 物件 (北海道・岩手・宮城・福島・新潟・東京・岡山・広島・福岡・大分・熊本・鹿児島)
7	Ascendas Hospitality Trust	2012年7月27日	» ホテル 1 物件 (東京)

(注) これらのほかに、AIMS AMP Capital Industrial REIT (旧名称: MacarthurCook Industrial REIT) (2007年4月19日上場) が埼玉の物流施設 1 物件を保有していたが、2011年3月24日に同物件を売却したため同 REIT の現在のポートフォリオに日本の不動産は含まれない。

1. REIT

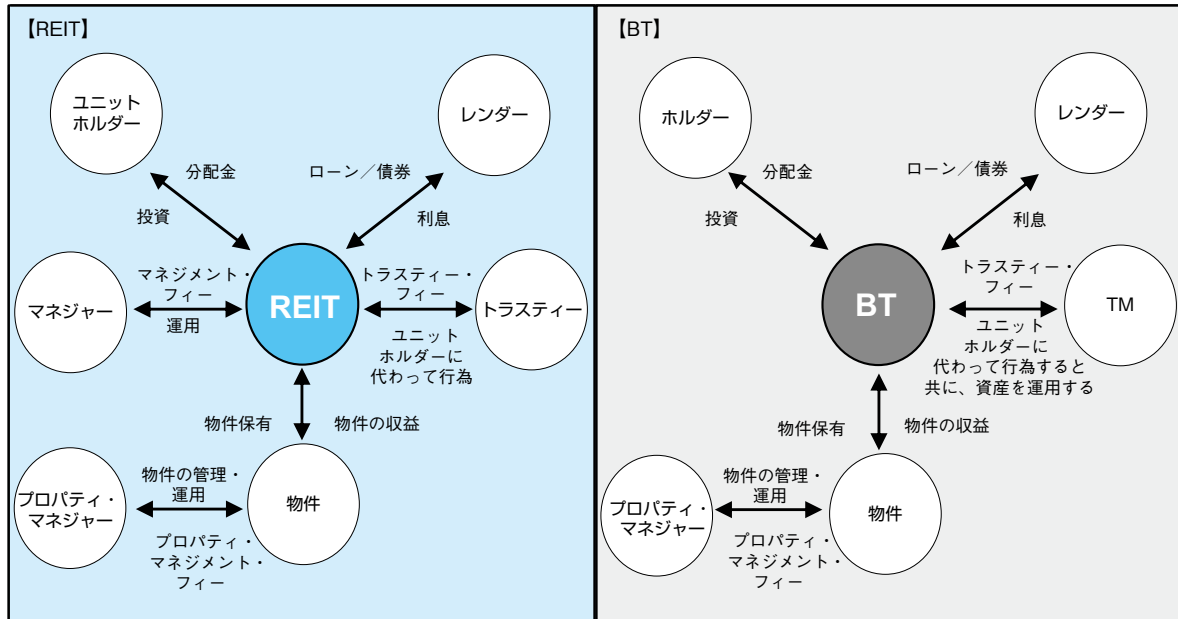
(1) 適用される法規制の概要

REITは、日本の金融商品取引法(以下「金商法」という。)に相当するSecurities and Futures Act上のcollective investment scheme(以下「CIS」という。)に該当する。従って、REITには、同法及びその下位規範のCISに適用される規定並びにCode on Collective Investment Schemes(以下「CISコード」という。)の規定が適用される。CISコードは、日本の金融庁に相当するMonetary Authority of Singapore (以下「MAS」という。)がSFAの規定に基づき発行した、CISの当事者が拠って立つべきCISの運営、事業及びマーケティングについて定めたものである。特にそのAppendix 6(property funds appendix) (以下「PFA」という。)は不動産ファンド(property fund)に対して適用される規定をまとめたものであり、REITにとって重要な規定が

多い。

SGX-ST上場に関しては、SGX-STのMainboardの上場規則(Listing Manual) (以下「上場規則」という。)が適用される。これは発行体が会社であることを念頭に規定されているため、REIT又はBTに適用する場合は適宜読み替える必要がある。また、Code of Corporate Governance 2012(以下「ガバナンス・コード」という。)にも留意する必要がある。同コードはSGX-STの上場会社が株主価値を増大するために望ましいとされる模範となるガバナンスを定めたものであり、REITやBTにも必要に応じて適用がある。SGX-STに上場するREIT又はBTは、同コードのPrinciplesの遵守状況を年次報告書(annual report)に記載しなければならないが、同コードのGuidelineを遵守していない事項がある場合は、その点について適切な説明を記載しなければならない。

図 1



(シンガポール取引所 (SGX) のウェブサイトの図を基に作成)

(2) ストラクチャー

REITには、他の(契約型)投資信託(unit trust)に通常見られるのと同様、トラスティー(trustee)(受託者)とマネジャー(manager)(運用会社)という2つの主体が関与する。CISが公募を行うためにはMASに認可(authorise)される必要があるが、その認可の条件としてもマネジャーとトラスティーの存在が要求される。トラスティーは、ユニットホルダー(unitholder)(J-REITにおける投資主に相当する。)に代わって資産を保有し、REITとしての行為を行う主体となる。マネジャーはREITの資産運用を行う主体であり、トラスティーに対して個々の行為の指示を出す。マネジャーがREITの頭脳だとすればトラスティーはREITの身体ということになる。マネジャーの役割はJ-REITにおける資産運用会社のそれに相当する。トラスティーとマネジャーは、それぞれ報酬(トラスティー・フィー、マネジメント・フィー)をREITから得る。これらとは別に、さらにそれぞれ個別の物件の管理運用を行うプロパティ・マネジャー(property manager)が置かれ、報酬(プロパティ・マネジメント・フィー)を得る。但し、その報酬はトラスティー・フィーやマネジメント・フィーと異なり、物件に関する費用として個々の

物件についての会計レベルで支払われる。プロパティ・マネジャーは日本のPM業者と同様である。

REITの資金調達の方法はエクイティーとデットの両方が可能である。エクイティーの場合ユニットを発行する。公募により一般市場から調達すること(rights issueと呼ばれる。)も日本の第三者割当増資のように特定の第三者に割り当ててその者から資金を注入してもらうこともできる。デットの場合、借入れによることも債券を発行することも可能である。

(i) 信託証書 (trust deed)

CISが公募を行うための認可をMASから受ける条件としてマネジャーとトラスティーによる信託証書の締結が定められているため、REITはかかる方法により組成される。信託証書には、Securities and Futures (Offers of Investments) (Collective Investment Schemes) Regulations 2005(以下「CIS Offer Regulations」という。)及びPFAに定める内容が含まなければならない。信託証書には、マネジャー及びトラスティーに支払われる報酬、投資対象及び投資制限、マネジャー及びトラスティーの権能・責任・免責の内容、ユニットホルダーの権利、REITの終了事由等が定められる。

(ii) マネジャー

マネジャーはREITの利益を最大化するために行動する。不動産の売買、資産価値の向上及び資金調達の各場面においてREITの収益を最大化する戦略を展開する。それ以外にも、法務・コンプライアンス、マーケティング・IR及び分配額の決定等も行う。

(A) ライセンス取得の要件・基準

REITの運用を行うには、REIT運用のcapital market service license（以下「CMSライセンス」という。）を取得しなければならないので、マネジャーはCMSライセンスを取得する。マネジャーによるCMSライセンスの取得は、そのマネジャーが運用するCISが公募を行うための認可をMASから受ける条件にもなっている。そして、マネジャーの主要役職員（representatives）（直接雇用される職員等も含まれるが単なる事務職員等は含まれないようである。）は指定役職員（appointed representative）の地位になければならない。

CMSライセンス及び指定役職員の地位を取得するための要件・基準は、MASの発行するGuidelines on Criteria for the Grant of a Capital Markets Services Licence Other Than for Fund Managementに詳細が規定されている。それによると、指定役職員の地位を取得するには、21歳以上で、一定の学位資格や試験に合格している等の条件を満たす必要がある。

(B) マネジャーの遵守すべきその他のルール

CMSライセンスを保有してREITの運用を行うマネジャーが遵守しなければならないルールはこれら以外にも、Securities and Futures（Financial and Margin Requirements for Holders of Capital Markets Services Licences）Regulations、PFA2条又はMASの発行するGuidelines on Fit and Proper Criteria等がある。これらは内容が重なる部分も多いが、そのうち主だった規制は以下のようなものである。マネジャーはこれらの要件を満たさなければなら

ない。

- ① 会社でなければならない。
- ② シンガポールに物理的な事務所を置き、その資本金（厳密には、shareholders' funds（株主資本）及びbase capitalのそれぞれ）が100万シンガポールドル（以下「S\$」という。）（約6,500万円相当）以上なければならない。
- ③ CEOはシンガポール在住者でなければならない。
- ④ 取締役会を2名以上で構成し、そのうち1名以上はシンガポール在住者でなければならない。
- ⑤ CEO、又はシンガポール在住若しくはシンガポールにおけるビジネスに直接責任を負う取締役を任命する時は、事前にMASの承認を得なければならない。
- ⑥ 2名以上の指定役職員の地位にある常勤の従業員がいなければならない。ここでいう従業員とは専門的な職務を行う者をいい、単なる事務職員等は含まれない。

(iii) トラスティー

トラスティーはマネジャーから独立していなければならない。(a)トラスティー及び(b)マネジャー又はその親会社・子会社・兄弟会社の株式が、同一主体に（直接又は間接に）いずれも20%以上保有されている場合、独立性は認められないとされる。

トラスティーはマネジャーの指示の下、REITについて、資産の保有及び売買、契約の締結、借入れ及び担保提供、保険の付保等を行い、また訴訟当事者となる。トラスティーは、ユニットホルダーの権利及び利益を擁護するために善管注意義務を負う。トラスティーはこの善管注意義務を負うことにより、マネジャーの指示内容がその義務に反すると判断する場合はマネジャーの指示に従わない。このように、マネジャーから独立した立場にあるトラスティーは、マネジャーの指示内容をチェックする機能を果たす。

CISが公募を行うための認可を受けるためには、

トラスティーはMASの承認を受けた会社法上の公開会社(public company)でなければならない。そして、paid-up capital(払 込 資 本 金) 及 び shareholders' fundsがS \$100万以上なければならないほか、健全な財政状態及び十分な人材が必要である。

(3) 主要な規制

既に述べたとおり、REITにはPFAの規定が適用される。PFAには多くの規制が規定されており、ここではそのうち主要なものについて概観する。

(i) 投資に関する規制

REITが投資できる対象はPFAに定められているもののみである。不動産及び不動産関連資産(不動産会社、不動産担保証券、不動産ファンド等の債券・証券及び家具等不動産に付随するものをいう。)の他、一般企業又は国の債券・証券及び現金等である。もっとも、直近鑑定評価額に基づく総資産額の75%以上は不動産でなければならない。不動産は、freehold(所有権)でも leasehold(借地権)でもよく、シンガポール国内外を問わず、直接所有してもSPV(special purpose vehicle)を通じた所有でもよい。

また、開発物件に対する投資についても制限がある。不動産開発及び開発中の不動産投資に関してREITが締結する契約額は、直近鑑定評価額に基づく総資産の10%を超えることはできない。

さらに、収入源も制限されている。テナントからの賃料及びSPV等からの利子、配当等の支払が全収入の90%以上を占めなくてはならず、それ以外の収入源は全収入の10%を超えることはできない。

(ii) 不動産の鑑定評価に関する規制

REITは不動産を原則として合理的な価格で売買しなくてはならない。合理的な価格とは、不動産の取得の場合評価額の110%以下であり、不動産の処分の場合評価額の90%以上である。かかる評価額は、取引前6ヶ月以内のものでなくてはならず、かつ、REITから委託された鑑定業者によって行われなければならない。但し、利害関係人との売買については別途規制がある。それについては後記「(iii) 利害関係人取引規制」を参照されたい。

REITの不動産は少なくとも1会計年度に1回は鑑定業者によって鑑定される必要がある。不動産の鑑定は専門の鑑定業者によって行われなければならない。鑑定業者は、マネジャーその他REITと契約関係にある者の関連会社(related corporation)(親会社、子会社及び兄弟会社をいう。以下「関連会社」という。)であってはならない。

(iii) 利害関係人取引(interested party transaction) 規制

REITの利害関係人との取引についてはPFAに規定がある。ここでいう利害関係人とは、(a) マネジャーの取締役、CEO若しくは支配株主(controlling shareholder)^{注3}(以下「支配株主(15%)」という。)、(b) REITのマネジャー、トラスティー若しくは支配ユニットホルダー(controlling unitholder)^{注4}(以下「支配ユニットホルダー(15%)」という。)、又は(c) これらの関係者(associate)^{注5}(以下「利害関係人(REIT)」という。)をいう。REITのスポンサー又はそのグループ会社はこれに該当することが多いであろう。

まず、利害関係人(REIT)との不動産の売買を行

注 3

ここでいう支配株主とは、基本的には、会社の議決権の15%以上を保有する株主をいうと考えられる。

注 4

ここでいう支配ユニットホルダーとは、基本的には、REITの議決権の15%以上を保有するユニットホルダーをいう。

注 5

(A) 個人であればその直近親族及びその個人が(直接又は間接に) 30%以上の interest(基本的には議決権を持つこと) を持つ会社をいい、(B) 会社であればその子会社、親会社、兄弟会社及びそれらによって30%以上の interest を持つ会社をいう。

うときは、対象となる不動産について独立した鑑定業者2社からそれぞれ鑑定を取得しなければならず、そのうち1社は(マネジャーではなく)トラスティーから委託された者でなければならない。そして、不動産を取得する場合は、取得額は2つの鑑定評価額のうち高い方の額を超えることはできない。不動産を売却する場合は、売却額は2つの鑑定評価額のうち低い方の額を下回ることはできない。ユニットホルダーの承認を得る必要がない不動産の売買の場合^{注6}、これに加えてさらに厳しい要件が課されている。すなわち、(i)2つの鑑定評価額の平均額を上回る額で不動産を取得し、又は(ii)その平均額を下回る額で不動産を売却するときは、トラスティーは、その売買について、通常条件で行われるものであり、ユニットホルダーの利益を害することはないことを確認する書面を作成しなければならない。

なお、利害関係人(REIT)がREITのプロパティ・マネジャー又はマーケティング業務の受託者となる場合は、これらの利害関係人(REIT)に支払われる報酬はマーケットの相場を超えてはならない。

(iv) REITの物件に対するコントロール権の確保に関する規制

REITが第三者と共同して物件を保有する場合、原則としてその方法は、不動産を共有する(tenant-in-common)か、不動産を保有する未上場のSPVの持分を保有することによる。いずれの場合もREITはその持分の処分を制限されてはならない。そして、かかる共同保有に関する権利義務を定める書面(合弁契約、定款等)には、(a)REITが最低限の分配を受けられること、(b)REITが重要な運営事項について拒否権を有すること及び(c)紛争が生じた場合の解決方法が明記されなければならない。「重要な運営事項」(key operational issues)は

PFAに定められており、証券の発行、借入れの実行、資産の譲渡・処分・担保提供、利害関係人取引の実行等が含まれる。

これは、原則としてBTには適用のないPFA上の規制ではあるものの、REITの組入物件に対するコントロール権の確保を目的とした重要な規制であり、実務上BTにおいても、同規定を遵守することが上場審査において求められる。その意味では、REIT固有の規制ではなく、S-REIT一般に遵守すべき規制と言えよう。

そして、実務上、この規制の趣旨(REITが物件に対するコントロール権を確保すべきこと)は、REITがSPCを通じて日本の不動産を取得する場合にも配慮する必要があるようである。実際に日本の不動産をS-REITに組み入れる場合には、この規制はストラクチャリングにおける重要なポイントとなる。詳細は、後記「V. 日本の不動産組入の実務、1. スキーム(GK-TKかTMKか)、(2) スキーム選択のポイント」又は同「5.S-REITの重要事項拒否権とレンダーの倒産隔離要請との調整」を参照されたい。

(v) マネジャーの解任に関する規制

信託証書において、ユニットホルダーの総会に出席し投票された議決権の過半数による決議によってマネジャーを解任できることが明記される。このユニットホルダーの権限を予め大きく制限しておくことはできない。

(vi) その他の規制

PFAにはいわゆるLTV(loan to value)規制があり、借入額が制限されている。借入額(債券・借入れ双方を含み、債券はSPVを通じて間接的に発行されたものを含む。)及び支払が後払いとされている額の合計額が、直近鑑定評価額に基づく総資産の35%を超えることはできない。但し、REITが

注6

上場規則上、利害関係人取引については、取引価格に応じてユニットホルダーの同意が必要とされる場合とそうでない場合がある(後記「IV. S-REITの上場、4. 上場後の主要なルール、(2) その他」参照)。

Fitch、Moody's又はStandard and Poor'sから格付を得て、その格付を公表している間はその割合を60%まで上げることができる。

(4) 主要な課税措置

法人段階での課税と投資家段階での重複課税を避ける、いわゆる導管課税の制度がS-REITにも見られる。所得の90%以上をその所得が発生した会計年度内に投資家に分配を行うことを条件に、かかる分配金はトラスティーの課税所得から控除される。かかる分配金についてはその分配を受けたユニットホルダーの所得としてそのユニットホルダーにシンガポールの所得税が課税される。

もっとも、シンガポールでは、投資振興、外資導入又は金融立国化といった政策を背景に様々な税制上の優遇措置が導入されており、その1つとして、2005年より個人の投資所得は課税が免除されている。従って、REITについても、ユニットホルダーが個人の場合、その個人が投資資産としてユニットを保有していれば、国籍や課税対象居住者としての地位にかかわらず、原則としてシンガポールの所得税が免除される。また、Income Tax Act(以下「ITA」という。)上シンガポール居住者の地位にない、個人以外のユニットホルダーは、2015年3月31日までの時限措置として、一定の条件の下通常よりも低い税率が課される。その条件とは、シンガポールに恒久的施設がなく、又はあってもその事務所の収益によりユニットを取得したのではないことであり、その場合、分配金から10%の源泉徴収が行われるだけで、それ以上にシンガポールの所得税は課されない。

なお、国外源泉所得については別途取り扱われる。国外源泉所得は、当該国外の基礎税率が15%以上であり、かつ、その国外において実際に税金が支払われたこと等一定の条件を満たした場合にはシンガポールでは課税が免除される。REITについては、REIT及びその100%シンガポール子会社が得た国外源泉所得は一定の条件の下免除される。これは2015年3月31日までの時限措置である。

REITは、かかる課税関係の確認を受けるために

日本の国税庁に相当するInland Revenue Authority of Singapore(IRAS)にその申請をしなければならない。

この他にも、stamp duty(印紙税)や、goods and services tax(消費税/GST)について優遇措置が置かれている。

2. BT

(1) 適用される法規制の概要

BTはBTAに基づき登録された上で事業を行う信託であり、BTA及びその下位規範の規定が適用される。BTはCISではないので、CISコードは適用されず、PFAも適用されない。これは、PFAに基づく多くの規制がBTには適用されないことを意味し、両者の大きな違いを生み出している。もっとも、BTにとってPFAはまるで顧みる必要のないものかと言えばそうではない。PFAは不動産ファンドに求められるコンプライアンスを定めており、REITと同じ機能を果たすBTにも参照されることがある(その例として、前記「1.REIT、(iv) REITの物件に対するコントロール権の確保に関する規制」又は後記「3.REITとBTの主要な相違点、(1)資産運用の柔軟性」参照)。

(2) ストラクチャー

BTでは、REITでは別々の主体が担ったマネジャーとトラスティーの役割を1つの主体が担う。それが、trustee-manager(以下「TM」という。)である。TMはユニットホルダーのためにBTの資産を保有し、かつ、契約上の権限に基づきそれらの資産を運用する。BTにおいてマネジャーとトラスティーの役割を単一の主体に担わせた理由は、business trustが本来事業を能動的に行うビークルとして導入された制度であるところ、事業という、組織化され有機的の一体として機能する財産の運用は、個別の資産を運用するよりも複雑であり、マネジャーの意思決定を評価・監督できるだけ能力を持つ独立の第三者を確保することが難しいと考えられているからである。さらに、マネジャーとトラスティーは意思決定者

と実行者という役割分担がなされているが、事業という複雑な財産の運用について両者で明確に責任・義務を分配することも難しいと考えられており、その責任主体が曖昧になる可能性があるため、両役割を単一の主体が担うこととし、責任の所在を明確化している。この点を除き、基本的に、BTのストラクチャーはREITのそれと変わらない。

BTは、そのユニットを公募するためにはBTA上登録されていなければならない。従って、上場を予定するBTは必ずBTA上の登録を行う。なお、逆に、登録されたBTは必ずしも上場しなければならないわけではないが、BTの発行するユニットは実質的に買戻しが保証されないクローズド・エンド型の商品であるため、投資家に流通性を確保する手段を提供するために上場するのが通常である。

(i) 信託証書

BTは、通常の信託と同様信託証書の締結によって成立する。REITとは異なり、TMが単独で締結する。信託証書には、BTの事業範囲・ストラクチャー・ユニットホルダーの権利義務、TMの権能、BTの終了時由、ユニットを譲渡する条件、TMに支払われる報酬その他のBTが支払う報酬、BTの清算手続等が定められる。

(ii) TM

TMは会社法上の会社(但し、免除非公開会社(exempt private company)^{注7}を除く。)でなくてはならない。そのガバナンスについては会社法に定められるよりも厳格なガバナンスがBTA上要求されている。

(3) 主要な規制

ここではBTA及びその下位規範の規制のうち主要なものについて概観する。これらの法令は特に、投資家保護のために十分なガバナンスを構築する義務をTMに課している。

(i) TM及びその取締役の法律上の義務

TMは、総合的に見て全ユニットホルダーの利益を最大化するよう行動する義務を負う。TMの取締役は、そのために必要となるあらゆる合理的な行動をとらなければならない。TMの取締役は全ユニットホルダーに直接善管注意義務を負うが、一定の訴訟^{注8}を除き、直接訴訟提起されることはない。

(ii) TMの他業禁止

TMは、BTの運用・運営以外の業務を行うことは禁止されており、また、複数のBTのTMとなることもできない。この規制の目的は、特定のBTの業務によって財政難に陥り清算手続が開始された場合、それによる悪影響を他のBTに及ぼさないようにすることにある。さらに、TMはBTの資産を保有し債務を負うことから、TMに倒産手続が開始された場合の処理を複雑化させないことにもある。もっとも、この規制は、BTごとに法律上別主体のTMを設置させることを目的としており、別個のTMを設ければその役職員が同一であることは禁止されていない。従って、例えば特定のスポンサーが、複数のBTを運用するためにそれぞれ別個のTMを設立し、それらのTMに同じ役職員を置くことは、理論上は可能である。

(iii) TMの取締役の独立性

TMの取締役の独立性については以下の3つの

注7

会社法上の会社の一形態である。その株式が企業によって(直接又は間接にも)保有されておらず、かつ、構成員が20名以下の会社、又は政府の完全子会社であって免除非公開会社であると公告において宣言された会社をいう。一定規模以下の場合法定の監査が不要となる等一定の会社法の規定が免除される。

注8

ユニットホルダーが抑圧的又は不公平な取扱いをうけた場合に提起できる抑圧訴訟か、全ユニットホルダーを代表して提起する代表訴訟。

ルールがある。

- ① 取締役の過半数は、TMとの間に経営上の関係（management relationship）も業務上の関係（business relationship）もあってはならない。
- ② 取締役の3分の1は、①の要件を満たし、かつ、TMの全主要株主(substantial shareholder)(基本的には、5%以上の議決権を持つ株式を保有する株主をいう。以下「主要株主」という。)から独立していなければならない。
- ③ 取締役の過半数は、TMのどの主要株主からも独立していなければならない。但し、TMの議決権の50%以上を保有する主要株主についてはこの規制は適用されない(かかる主要株主からは独立していなくてもよい)。

上記の独立性の判定基準について、Business Trusts Regulations(以下「BTR」という。)でその詳細が規定されている。例えば、TMとの間に経営上の関係がないというためには、独立した判断を妨げる経営上の関係がTMだけではなくその子会社との間にもあってはならないとされる。また、TMとの間に業務上の関係がないというためには、独立した判断を妨げる業務上の関係がTMだけではなくその関連会社又はそれらの役員との間にもあってはならないとされる。経営上の関係とは、例えば、自身が現在及びTMの過去3会計年度の間にTM又はその子会社に雇用されている／いた場合である。業務上の関係はさらに広く認められており注意が必要である。例えば、現在又はTMの前会計年度にTM又は関連会社と支払の授受をする関係にある／あった会社の主要株主、取締役又は常勤役員であれば業務上の関係があるとされる。

TMの主要株主からの独立性についてもBTRに規定されている。自身がTMの主要株主である場合はもちろん、そうでなくても、主要株主、その子会社又はその関係会社(associated company)^{注9}(以下「関係会社」という。)の雇用者、取締役等であれば独立性は通常認められないとされる。

(iv) TMの取締役会及びCEOの証明書

TMの取締役会及びCEOは、定時ユニットホルダー総会に提出する財務諸表に添付する証明書の作成義務を負う。

証明書の内容は、BTの業務又はユニットホルダー全体の利益に大きな悪影響を及ぼす可能性のあるTMの義務違反を認識していないことの証明である。取締役会の証明書にはこれに加えて、TMに支払われる報酬が信託証書に従ったものであることと、BTのためにTMが利害関係人と行った取引(interested person transaction)を行った場合その取引が行われたときの状況からみてユニットホルダー全体の利益を害するものではないことを証明するという内容も記載される。

ここでいう利害関係人(interested person)とは、TM、その関連会社、その関係会社、その取締役・CEO・支配株主(controlling shareholder)^{注10}及びそれらの関係者(associate)^{注11}(以下「関係者(BTA)」という。)、並びにBTの支配ユニットホルダー^{注12注13}及びその関係者(BTA)をいう。

(v) TMの解任

TMは、総会に参加し、投票を行ったユニットホルダーの75%以上の議決権を持つユニットホルダーに

注9

A社がその子会社と併せて、B社の20%以上50%以下の議決権を持つか、B社の方針に対して大きな支配又は影響を及ぼすことができる場合の、A社にとってのB社の立場をいう。

注10

ここでいう支配株主とは、基本的には、会社の議決権の30%以上を保有する株主をいう。

注11

(A) 個人であればその直近親族又はその個人が直近親族と共に(直接又は間接に)30%以上の議決権を持つ会社等をいい、(B) 会社であればその関連会社又は関係会社をいう。

よる総会の承認決議によってのみ解任され得る。

(4) 主要な課税措置

BTにはREITのような導管課税の制度はない。BTが事業を行う主体であるという点では会社と同じであるため、税務上は会社と同様に取り扱われることとされている。そのため、BTには会社と同様に所得税が課される。もっとも、BTの分配金は所得税が免除されているため、二重課税は排除されている。

その他、前記「1.REIT、(4) 主要な課税措置」で既に述べたREITに適用される税制上の優遇措置はあくまでREIT特有のものであり、原則としてBTには適用がない。

3. REITとBTの主要な相違点

両者の大きな違いは、REITにはPFAが適用され、BTにはBTA及びその下位規範が適用される（PFAを含むCISコードは適用されない）点である。以下、適用されるルールが異なることによる具体的な相違点を挙げたい。

(1) 資産運用の柔軟性

BTにはPFAが適用されないため、前記「1.REIT、(3) 主要な規制」で述べたような資産運用の制限がなく、REITよりも比較的柔軟な運用が可能となる。中でも、投資対象、開発物件、収入源及び借入額制限の規制がBTには適用されないことが大きな違いとなる。

まず、REITが投資できる資産は限られており、中でも不動産及び不動産関連資産の割合は75%以上とされているのに対し、BTにはそのような制限がない。次に、REITの開発物件に対する投資は総資産の10%までとされているのに対し、BTにはそ

のような制限がない。もし開発物件をこの制限以上に組み入れる場合は、ビークルをREITとすることはできず、必然的にBTを選択せざるを得ない。従って、開発物件の組入予定の有無はビークルの選択において大きなポイントとなる。そして、REITは、総収入の10%を超えて賃料収入等以外の収入を得てはならないとされているが、BTにはかかる上限はない。さらに、REITの借入額は総資産の35%（又は格付を取得した場合60%）までとされているのに対し、BTにはそのような制限がなく一時的にそれ以上の資金を借入れによって調達することもできる。

なお、BTにおいてこれらの制限がかからないとは言え、無制限に開発物件を組み入れたり、借入れを行ったりすることができるわけではない。SGX-STは、不動産等を組入資産とするBTの上場審査においても事実上PFAの規制を一定程度参考にするのが実務のようであり、PFAの規定から大きく乖離するBTは上場が許容されないのが現実である。また、健全な投資を行うことを担保するために、PFAの基準に沿った投資基準を自主的に設けるBTもある。

(2) マネジャー／TMのガバナンス

REITのマネジャー及びBTのTMとも、その義務はそれぞれの信託証書に定められる。BTについてはさらに、BTAによってユニットホルダーの利益を最大化するよう行動する法律上の義務が課されるため、投資家保護の仕組みがより整備されている。

また、REITのマネジャーとBTのTMを比べた場合、TMの方がより取締役の独立性が求められる傾向にある。マネジャーは、ガバナンス・コードに従い取締役の3分の1^{注14}以上が独立取締役でなくてはならない。ここで言う独立取締役の定義及び具体例は、ガバナンス・コードに規定されている。一方、

注 12

ここでいう支配ユニットホルダーとは、基本的には、BTの議決権の30%以上を保有するユニットホルダーをいう。

注 13

REITの利害関係人の定義における支配株主又は支配ユニットホルダーの定義とは異なる点に注意が必要である（ユニット／株式の15%以上を持つ者か、30%以上を持つ者か）（前記「1.REIT、(3) 主要な規制、(iii) 利害関係人取引規制」参照）。

TMは、前記「2.BT、(3)主要な規制、(iii) TMの取締役の独立性」で述べたように、TMから独立している取締役が総取締役の過半数を占めるとともに、TMの主要株主から独立している取締役も総取締役の過半数を占めていなければならない。取締役を何人とするかにもよるが、BTの方が独立した取締役となる人材を多く見つけなければならないことが多い。

さらに、BTの場合、前記「2.BT、(3)主要な規制、(iv) TMの取締役会及びCEOの証明書」で述べたような証明書を発行しなければならないが、REITにはそのような義務はない。

このように、概してREITよりもBTの方が厳しいガバナンスが求められている。その理由としては、REITの場合トラスティがマネジャーから独立した立場でその運用についてユニットホルダーの利益を害さないようチェック機能を果たすのに対し、BTの場合トラスティとマネジャーの機能を1つの主体が兼ねており、そのようなチェック機能を果たすことができず、法令上厳しいガバナンスを要求することによってユニットホルダーを保護しようという政策意図があるからである。

(3) マネジャー／TMの従業員

REITの場合、マネジャーの従業員に関し、前記「1.REIT、(2)ストラクチャー、(ii) マネジャー」で述べたように、その能力について一定の要件が必要とされている。一方BTの場合はそのような明確な要件はない。もっとも、BTの上場審査にあたり、TMの従業員について資産運用に必要な一定の能力がSGX-STにより要求されることには留意が必要である。

(4) スポンサーによる支配の維持

REITのマネジャーもBTのTMも、ユニットホル

ダーの総会決議によって解任され得るが、解任するのに必要な決議の条件は異なる。REITの場合、前記「1.REIT、(3)主要な規制、(v) マネジャーの解任に関する規制」で述べたとおりユニットホルダーの過半数で足りるが、BTの場合、前記「2.BT、(3)主要な規制、(v) TMの解任」で述べたとおりユニットホルダーの75%以上による決議が必要となる。このため、BTの方がREITに比べてスポンサーによる支配を維持しやすいといえる。

(5) まとめ

まず、S-REITのピークルの選択として大きなポイントとなるのは開発物件の有無である。REITの場合開発物件の組入が総資産の10%までとされているため、それ以上に開発物件を組み入れ、あるいは組み入れる可能性があるのであれば必然的にREITを選択することは難しくなる。

また、もう1つ大きなポイントとして、REITは賃料収入等以外の収入が総収入の10%を超えられないため、例えば、ホテルを組み入れ、オペレーション収入が総収入の10%を超えるような場合にも、REITを選択することはできない。

これらの点を除くと、REITとBTにはそれぞれ一長一短があるように思われる。BTにはPFAの規制が及ばないことからREITと比べて比較的柔軟な運用が可能となるが、TMのガバナンス(特に取締役の独立性)はREITのマネジャーのそれよりも厳格なものが要求される。また、投資家の立場から考えれば、規制の多いREITの方が投資家の保護が図られていることになり、投資商品としての安心感が高いという見方もある。さらに、REITには独自の税制上の優遇措置が適用されるため、その影響も考慮に入れられる。このような点を総合的に考えてREITとBTの選択がなされる。

なお、近時においては、REITとBTの利点をい

注 14

但し、2012年のガバナンス・コードの改正において、取締役会の議長とCEOが一致する場合等議長の独立性が害されている場合は、取締役の半数以上が独立取締役でなくてはならないとする規定が追加された。もっとも、これを遵守するための変更は、経過措置として、2016年5月1日以降に開始する会計年度終了後の定時株主総会において行われることが求められている。

ずれも享受するため、脚注2で紹介したような、REITとBTのユニットを結合させた証券(stapled securities)としてSGX-STに上場させていることもある。

IV. S-REITの上場

1. スケジュール

S-REITの一般的な上場スケジュールの概要は上の図のとおりである。関係当事者及び上場時組入予定物件がほぼ決まり、関係当事者間によるキックオフ・ミーティングが行われるタイミングから数えて概ね6ヶ月から8ヶ月程度で上場するのが標準的と言われている(図2)。

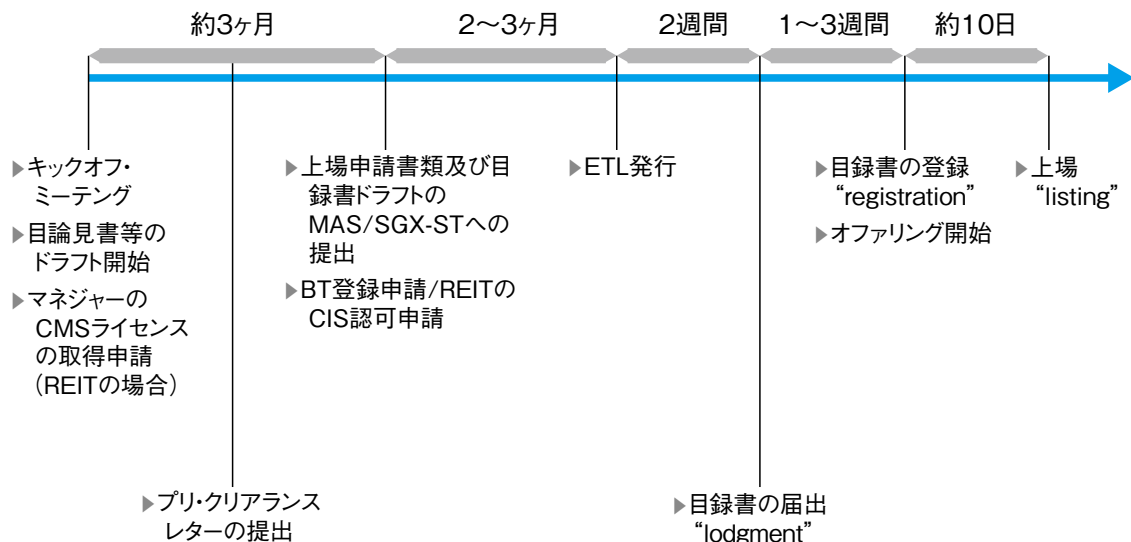
(1) 準備期間

上場にあたりSGX-STに上場申請書類を提出するため、まずそれに向けて準備を行う。具体的には、最初に幹事会社(issue manager)を選定する。幹事会社は、IPOを取り仕切り、発行体に対してIPOに関するアドバイスを行うほか、SGX-STに上場申請書類を提出し、上場手続におけるSGX-STとの連絡の窓口となる。幹事会社以外にも、弁護士、会計士及び税理士等の専門家を選定する。そして、マネジャー又はTMとなる会社を設立し、不動産の

デュー・デiligenceを行い、目論見書(prospectus)を含む上場申請書類の作成を行う。REITの場合は、マネジャーに必要とされるCMSライセンスの取得申請も進められる。

上場申請書類の提出前にも案件ごとに特有の論点についてSGX-STに相談することができる。実務上は、上場申請書類の提出前に、SGX-ST及びMASとの間で事前相談を行った上で、プリ・クリアランスレター(pre-clearance letter)を提出するのが一般的なようである。事前相談では案件の概要を説明した上で、その案件特有の個々の論点について上場又はIPOの障害となるか否かについて相談する。また、上場基準や目論見書の記載事項について免除を受ける必要のある事項があればその免除を申請する。かかる事前相談／プリ・クリアランスレターの提出によって大きな論点は事前に解決するか、あるいはSGX-STやMASの指導を受けて問題への対応を早くから行うことができる。そのため、その後の上場審査の期間を、通常必要とされている期間よりも短くすることが可能となる。プリ・クリアランスレターの提出後、SGX-ST及びMASとの間でそれぞれ(書面又は口頭による)質問及び回答のやり取りが交わされる。そして、最終的には、プリ・クリアランスレターにおいて申請された免除の可否や論点に対する当局の姿勢又は指導等について通常

図2



書面での回答を受ける。

(2) SGX-ST 及び MAS による同時審査期間

上場申請書類を提出すると、SGX-STが上場審査を開始する。上場申請書類には、目論見書のドラフトが含まれるが、最終的にMASに届け出る目論見書と大きく内容が異なってはいけないため、この段階でかなり完成度の高いものを提出しなければならない。SGX-STは、上場基準を満たしていることを確認した上で、上場適格確認書(eligibility-to-list) (以下「ETL」という。)を(通常は必要な条件を付した上で)発行する。その間2ヶ月から3ヶ月とされているが、上記のとおり、事前相談及びプリ・クリアランスレターの提出を経ている方がその期間は短くなる。

SGX-STによる上場審査と並行して、MASに目論見書のドラフトを提出し、そのチェックを受けることができる。これは届出前の確認手続(pre-lodgment review)であり、任意のものであるが、これによりMASに対する目論見書の届出からMASによる目論見書の登録までの期間を短縮することができるため、通常はSGX-STの上場審査と並行したMASによるかかる確認手続を経るのが一般的なようである。

この間、やはり、SGX-ST及びMASとの間でそれぞれ質問及び回答のやり取りがなされるほか、両者の指導を受けて目論見書の修正が行われる。

また、通常は、上場申請書類の提出と併せて、REITのCIS認可又はBTの登録の申請を行う。

(3) MAS に対する目論見書の届出 (lodgment)

ユニットを募集するにはMASに対する目論見書の届出とMASによる目論見書の登録がなされなければならない。ETLが発行され、MASの届出前の確認手続が終わると、通常、機関投資家(institutional investor)向けのリサーチレポート(research report)が発行される。かかるレポートは目論見書届出日の14日前までに発行されなければならないため、リサーチレポートの発行から14日

を経て、MASに対する目論見書の届出が行われる。これが、lodgmentと呼ばれるアクションであり、上場に向けた最後の3ステップ(lodgment→registration→listing)の1つ目である。この場合の目論見書は仮目論見書(preliminary prospectus)でもよく、実務上は仮目論見書を届け出る。仮目論見書にはユニットの発行価格や募集期間等が省略されていてもよい。MASに届け出られた目論見書はMASのウェブサイトであるOPERA(Offers and Prospectuses Electronic Repository and Access)に掲示され、一般からの意見募集手続に付される。MASに対する一般からの意見は公開されない。MASによる届出前の目論見書の確認手続を経ている場合は、この間通常MASはさらなる目論見書のチェックは行わない。

目論見書の登録前にユニットの募集に関する広告宣伝を行うことは、例外的な場合を除いて原則として禁止されている。しかし、目論見書の届出を行った後は、機関投資家や適格投資家(accredited investor)等のプロの投資家に対してのみ、届け出られた仮目論見書の配布及びロードショーの開催等のマーケティング活動を行うことができるようになる。

(4) MAS による目論見書の登録 (registration) 及び上場 (listing)

MASは、目論見書の届出の7日後から21日後までの間に、目論見書の登録を行うことができるものとされている(なお、届出を行った者は、その期間の延長を書面で申請することができる)。MASによる届出前の目論見書の確認手続を経ている場合は、最短の7日後に登録されることもあり得る。当初仮目論見書の届出を行っていた場合は、登録時までに最終の目論見書が届け出られていなければならない。目論見書が登録されると、ユニットの募集を開始することができる。上場規則上、募集期間は、募集開始日を除いて2営業日は必要とされる。通常、目論見書の登録から上場日までは10日間程度である。

なお、上場後に物件を取得するJ-REITとは異なる

り、S-REITの場合、上場前に物件の取得が完了していなくてはならない。実務上は、上場日の午前中に物件の取得手続を全て完了し、午後2時にユニットが上場され、取引が開始される。日本の不動産を組み入れる場合、このルールが存在するには注意が必要である。詳細は、後記「V.日本の不動産組入の実務、4.上場前物件取得完了ルールに関する問題点」を参照されたい。

2. 上場基準

上場規則において様々な上場基準が定められているが、その中でS-REITに適用があるのは、エクイティー証券一般に適用される上場規則チャプター2(不動産投資／開発会社に適用される222条を含む。)及び投資ファンドに適用される同チャプター4である。以下では、その中で実務上重要なポイントを説明する。

(1) 利益相反と先買権 (right of first refusal)

上場規則223条は、上場前に利益相反が解消されていなければならないとしている。そして、利益相反の解消策として、先買権が支配ユニットホルダー (controlling unit-holder。明確な定義がないが、上場規則上のcontrolling shareholderのとの平仄からすれば、支配ユニットホルダー (15%)のことをいうと考えられる。)からマネジャー (又はTM) に与えられることが挙げられている。先買権とは、支配ユニットホルダー (15%) 又はその子会社がS-REITの投資対象となり得る物件を所有してそれを処分する場合、S-REITが第三者に優先してその物件を購入できる権利である。この権利は、マネジャー (又はTM) がその地位にあり続け、かつ、先買権を与えた支配ユニットホルダー (15%) が、(その関連会社と併せて) マネジャー (又はTM) の支配株主 (15%) である限り有効でなければならないとされている。

これは、S-REITの支配ユニットホルダー (15%) がマネジャー (又はTM) の支配株主 (15%) でもある場合に、マネジャー (又はTM) に先買権を与える

ことが利益相反解消策として事実上SGX-STから求められていた従前の実務を明文化したものである。厳密には支配ユニットホルダー (15%) には当たらないものの利益相反のおそれがある者が自発的に先買権を与えることもでき、そのような実例もしばしば見受けられる。

もしスポンサーからS-REITに先買権を与える場合には、S-REITと競合する物件を自由に処分できなくなり、そのインパクトは大きいと考えられる。従って、そもそも先買権を与えなければならないのか、あるいは自発的に与える場合にはその内容をどのように設定するかについて、シンガポール法カウンセラーと相談の上よく検討する必要がある。

(2) 適用が免除される上場基準

まず、上場規則404条(5)及び407条(4)は、上場投資ファンドの運用会社に5年の運用業績が必要としている。しかし、S-REITの場合、マネジャー (又はTM) は上場直前に設立されるのが一般的であり、通常過去の運用業績はない。この場合、通常、マネジャー (又はTM) の経営陣に十分な運用経験があることを条件に、この両規定の適用は免除される。

また、上場規則409条(3)は、上場投資ファンドに、過去3会計年度の年次財務諸表 (annual account) を上場申請時に提出することを求めている。それができない場合には、24ヶ月先までの将来にわたる業績予想値を代わりに提出することが求められる。上記のとおり、S-REITのマネジャー (又はTM) は上場直前に設立されるのが一般的であり、通常過去の運用業績はないため、過去の業績値ではなく、将来の業績予想値を提出するのが通常である。

さらに、上場規則上のルールではないが、慣行として、常勤役員が上場会社の業務運営に適した経験と技能が必要とされていることに関し、CFOが上場申請から6ヶ月以上前に就任していることが実務上求められている。しかし、これも上記のとおり、そもそもS-REITのマネジャー (又はTM) が上場直

前に設立されるのが一般的であり、CFOがそれより前に就任することは物理的にできない。従って、CFO就任予定者が十分な経験及び技能を持つことを示した上で、通常この要求も免除される。

この他にも、個々の案件によっては上場基準を満たすことが難しい場合があり、その場合には、その案件ごとにSGX-STと相談しながら、必要な上場基準の免除を申請していくことになる。

3. 目論見書の記載事項

目論見書は投資家の投資判断に影響を与える情報を提供する重要な書類であるため、その記載事項は法定されている。一般論として、目論見書には、投資家及びそのアドバイザーが、当該REIT又はBTのメリット及びリスクについて十分な評価及び決定を行うために合理的に必要とされる情報が全て含まれていなければならない。さらに、具体的な記載事項についても以下のとおり細かく定められている。

(1) SFA又はその下位規範上の記載事項

REITの場合、目論見書の記載事項は、CIS Offer RegulationsのThird Scheduleに規定されている。BTの場合は、SFA282F条及びSecurities and Futures (Offers of Investments) (Business Trusts) (No.2) Regulations 2005 (以下「BT Offer Regulations」という。)のFourth Scheduleに規定されている。その記載事項には、例えば、マネジャー及びトラスティー(又はTM)、S-REITの戦略及び投資対象、報酬及び費用、利益相反に関する事項並びにリスクファクターが含まれる。

CIS Offer RegulationsのThird Scheduleの51条は、仮定に基づき算出された結果を基にした過去の業績値を開示することを明確に禁じているが、S-REITの競争力を示す指標として、IPO取得物件に関する「未監査のプロ・フォーマ財務情報(unaudited pro forma financial information)」を目論見書に記載することはこれまでも多くの例があり、MASに申請すれば、通常この条項の適用の免除が認められる。

一方で、逆に、BT Offer RegulationsのFourth Scheduleでは、直近会計年度のプロ・フォーマ財務諸表が目論見書の開示事項とされている。もっとも、(守秘義務との関係等から)IPO取得物件の売主から過去の業績値の情報を取得することができない場合は、MASにその適用免除を申請することになる。この場合、(売主がスポンサー関係者ではない場合は特に)運用体制が異なるS-REIT組入前後の数字を比較することに意味が乏しいこと、過去に遡った情報を取得することが(売主のさらに前の売主が持つ情報にまで遡らなくてはならない場合は特に)難しいこと、開発物件の場合はそもそも過去の数字がないこと等を理由に挙げることになる。

(2) 上場規則上の記載事項

上場規則チャプター6にも目論見書の記載事項が規定されている。その中の606条は、証券監督者国際機構(International Organization of Securities Commissions)(以下「IOSCO」という。)の文書(以下「IOSCO文書」という。)も参照すべきとしている。これはREITの場合には特に留意が必要である。BTの場合は、BT Offer RegulationsのFourth Scheduleの規定がこのIOSCO文書の記載事項をカバーしているため、別途IOSCO文書を参照する必要がないのに対し、REITの場合は、CIS Offer RegulationsのThird Scheduleがカバーしていない記載事項が多いため、IOSCO文書の記載事項も特に参照する必要があるからである。

なお、チャプター6内の609条(b)は、直近3会計年度におけるプロ・フォーマ損益計算書の記載を求めているが、REIT又はBTがその記載ができない場合は24ヶ月先までの将来にわたる業績予想値の記載に代えることができるものとしている。これを受けて、通常S-REITの場合は、上記BT Offer RegulationsのFourth Scheduleにおける同様の規定の適用免除をMASに申請したのと同様の理由により、SGX-STに609条(b)の適用免除を申請し、過去のプロ・フォーマの数字ではなく将来の業績予想値の記載をするのが一般的である。

(3) PFA上の記載事項

さらにREITの場合、PFAにも目論見書の記載事項が規定されている。その中の11.2条は、不動産ファンド投資特有のリスクとして、一般的な証券よりも投資が分散されていないこと、借入比率が高く利率が高くなったときのリスクが大きいこと、資産評価が主観的なものであること、及び資産の流動性が低いことを特に明記することを求めている。

4. 上場後の主要なルール

(1) 開示規制

上場S-REITの適時開示事項の詳細は上場規則702条から704条及びAppendix 7.1に定められている。また、決算短信、及び、中間又は四半期決算短信(時価総額に応じて異なる。)の開示事項の詳細については同705条、748条(2)及びAppendix 7.2に定められている。年次報告書の開示事項の詳細は、上場規則707条から711条及び1207条に定められている。全ユニットホルダーに送付される書面(circular)の開示事項の詳細は、1202条から1206条に定められている。

(2) その他

上場規則チャプター8は、資本に増減があった場合の開示事項並びに新たにユニットを発行する場合の要件及び手続を定めている。原則として、新たなユニットの発行にはユニットホルダーの総会における決議(又は従前の総会決議による授権)が必要とされている。

上場規則チャプター9は、利害関係人取引の開示事項並びに要件及び手続を定めている。ここでいう利害関係人とは、REITの場合はPFAと同定義の利害関係人(REIT)であるが、BTの場合は、BTAの定義とは若干異なる。原則として、S-REITの直近監査済純資産の3%を超える価格での利害関係人取引は開示が必要であり、それが5%を超える場合はユニットホルダーの同意が必要とされている。

V. 日本の不動産組入の実務

1. スキーム(GK-TKかTMKか)

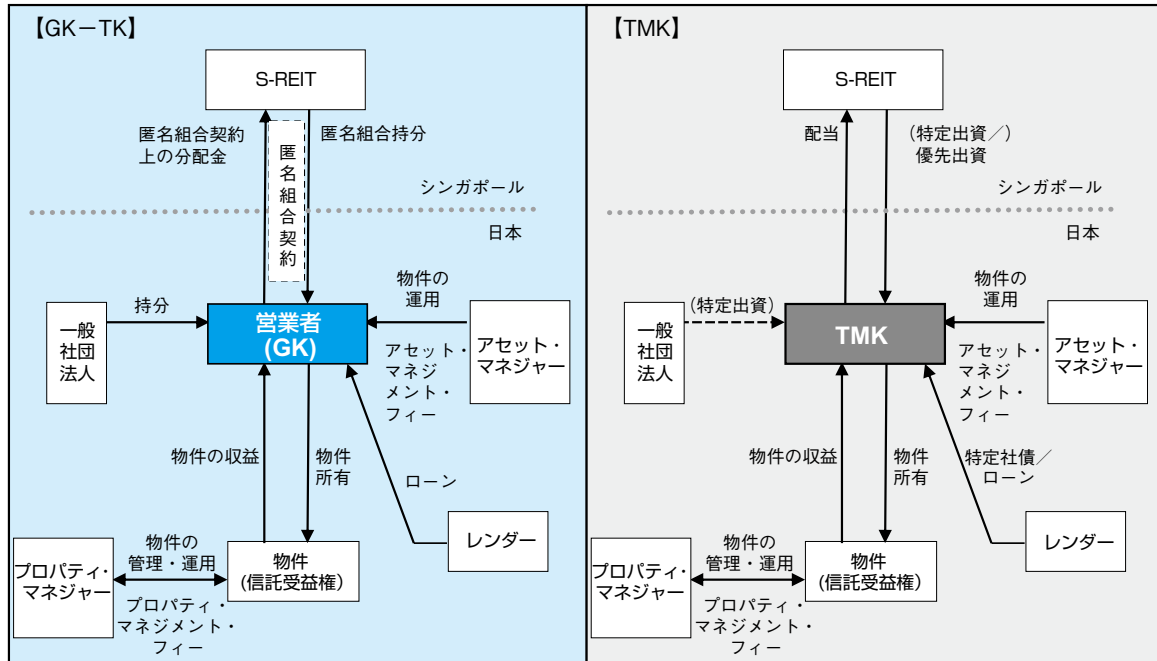
(1) 両スキームの概観

S-REITが日本の不動産を組み入れる場合、S-REITが直接日本の不動産を取得することはなく、日本のSPC(特別目的会社)が不動産を取得し、S-REITはかかるSPCの出資持分を保有するのが通常である。その場合のスキームとしては、S-REITが合同会社(以下「GK」という。)に匿名組合出資を行うGK-TKスキームをとる例と、S-REITが資産の流動化に関する法律上の特定目的会社(以下「TMK」という。)に対する優先出資を行うTMKスキームをとる例がある。それぞれの典型的なスキームの概要は図3のとおりである。なお、この図においては記載がないが、通常、シンガポール側のストラクチャーも、税務上の要請等から、S-REITの傘下に複数のシンガポールSPCを組成し、それらのシンガポールSPCを通じて日本のSPCに出資を行うように、複層化されたスキームを組むのが通常である。

GK-TKスキームの場合GKが、TMKスキームの場合TMKがそれぞれSPCとして資産保有ビークルとなる。そして、かかる資産の運用を行う日本のアセット・マネジャーが選任される。また、日本のSPCレベルで資金調達を行う場合、資金調達先のレンダーが必要となり、それがノンリコースのデットファイナンスの場合、レンダーによる倒産隔離の要請に応じてSPCの議決権持分の全部又は一部を一般社団法人等に持たせ、倒産予防措置を図ることが多い。資産の保有形態としては、不動産を現物で保有する場合と信託受益権として保有する場合がある。

もっとも、GK-TKスキームで現物不動産を取得することは難しい。この場合、通常不動産特定事業法の適用を受け、SPCであるGKが不動産特定共同事業を営む許可を取得しなければならないところ、SPCが1億円の資本金要件等を満たすことは現実的ではないからである。不動産特定共同事業法に

図 3



については、GK-TKスキームの場合であっても一定の要件を満たした上で現物不動産を適法に取得することを可能とする改正法案が国会に提出されており、当面は、かかる改正を待つことになる。

次に、GK-TKスキームで信託受益権を取得する場合、SPCであるGKの行為が金商法上の自己運用に該当し投資運用業の登録が必要とされることを回避するスキームを検討する必要がある。具体的には、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令16条1項10号に定めるいわゆる全部委託特例又は金商法63条2項の適格機関投資家等特例業務の届出のいずれかの要件を満たすスキームを検討することになる。

一方、TMKスキームの場合、取得する不動産の形態は現物不動産でも信託受益権でもよい。TMKに対する出資の形態は不動産特定共同事業法の適用外であり、同法の規制に服することはないからである。

なお、TMKスキームの場合、シンガポールSPC

のうち1つはその日本支店^{注15}を設置し、その日本支店に優先出資の過半数を持たせることになる。TMKの配当を損金に算入する税務上のメリットを受ける要件として優先出資の発行価額の過半数が国内で募集されなければならないからである。なお、同じく配当損金算入要件を満たすために、ビジネス上は日本のSPCレベルでの資金調達が必要でなくともTMKが特定社債を発行する。その場合、特定社債の発行価額の総額が1億円以上であるか、租税特別措置法に定める機関投資家等のみが保有することになる。

(2)スキーム選択のポイント

前記「(1)両スキームの概観」に記載のとおり、GK-TKスキームをとる場合、不動産特定共同事業法又は金融商品取引法が適用されることによる制限が多く、スキーム構築の上で配慮すべき課題が多い。

さらに、前記「IILS-REITの組成、1.REIT、(3)

注 15
かかる日本支店は、通常親法人である S-REIT 又はその傘下のシンガポール SPC から借入れにより資金を受ける。利息支払が損金として控除対象となり、税務上の利点があるからである。もっとも、エクイティーとの比率を過小資本税制の制限を受けない範囲におさめることとなる。なお、支店ではなく、日本法人を設立することもあり得る。

主要な規制、(iv) REITの物件に対するコントロール権の確保に関する規制」に記載のとおり、S-REITがSPCを通じて日本の不動産を取得する場合に、S-REITが物件に対するコントロール権を確保するよう配慮しなければならないが、匿名組合性の論点や、税務上の処理の透明性等、やはり検討すべき課題が多い。

以上のとおり、通常の不動産ファイナンス案件では自由度が高く柔軟性の高いスキームであると考えられているGK-TKスキームも、ことS-REIT案件との関係ではかえって解決すべき課題を多く含む。そのため、最近では、手続の煩雑さ・硬直性、事務コスト等のデメリットを考慮した上でも、なおTMKスキームをとるのが主流となっている。従って、本稿では、以下特段断りのない限り、TMKスキームをとることを前提とする。

なお、税務上の観点から見ると、GK-TKの場合も、(配当損金算入要件を満たせば)TMKの場合も、導管課税は達成されており、大きな差を生じないように思われる。もっとも、投資家に対する利益の分配又は配当の支払にかかる課税には差が生じる。GK-TKの場合もTMKの場合も、日本国内に恒久的施設を有しない非居住者又は外国法人である投資家が受け取る利益の分配又は配当の支払は20%^{注16}が源泉徴収され、それで課税関係は終了するのが原則であるが、TMKの場合、いわゆる日星租税協定により源泉徴収の額は、配当支払額の15%又は(TMKの25%以上の議決権を持っている場合は)5%で済むこととされている。

2. 上場時組入物件の選定

(1) スポンサー保有物件か第三者保有物件か

S-REITが上場時に取得する物件は、(i) スポンサーから取得する場合と、(ii) 第三者から取得する場合がある。前者は、(a) 現にスポンサーが保有している物件を取得する場合と、(b) 第三者が保有す

る物件をスポンサーが組成するウェアハウジングビークル(日本のSPCであることを想定)が取得し、上場時にかかるウェアハウジングビークルから取得する場合がある。

J-REITの場合、上場時に取得する物件の大部分がスポンサーからの取得であるが((a)又は(b)両方の場合がある。)、S-REITの場合、S-REITの制度ができた当初は、J-REIT同様スポンサーからの取得が大部分を占めていたものの、現在では第三者から取得するケースも少なくはないようである。

(2) スポンサーからの物件取得

スポンサーから物件を取得する場合、TMKの取得対象には2パターンあると考えられる。1つは、スポンサー(又はそのウェアハウジングビークル)から現物不動産又は信託受益権を取得する場合である。

もう1つは、まず、スポンサーの組成するウェアハウジングビークルであるTMKが現物不動産又は信託受益権を取得し、その上で、スポンサーが有するかかるTMKの出資持分(特定出資、優先出資)を取得する場合である。この場合、S-REIT組入以前に行ったデットによる資金調達をそのまま維持するのであれば、組入に際して必要となる手続は出資持分の譲渡だけとなり、取引がシンプルにはなる。もっとも、その場合、不動産のデュー・デiligenceだけでなく、会社としてのTMKのデュー・デiligence(特に負債)も行う必要が生じる。

スポンサーからの物件取得の場合、シンガポールの規制と日本の規制との関係でそれぞれ留意が必要である。

シンガポールの規制との関係では、前記「III. S-REITの組成、I. REIT、(3) 主要な規制、(iii) 利害関係人取引規制」に記載のとおり、スポンサー(利害関係人)から物件を取得する場合、2つの鑑定評価を取得しなければならない。S-REITでは、目論見書に鑑定評価の簡易版のレポート(英文で作成さ

注 16

2013年1月1日より25年間は、これに復興特別所得税が合わせて源泉徴収される。

れる。)を添付しなければならないため、その負担は相当大きなものになり得ることを認識しておく必要がある。なお、これはPFA上の要請であり、BTの形態では2つの鑑定評価を取得する必要はない(もっとも、任意で取得する例はあるようである)。

次に日本の規制との関係では、(i)ウェアハウジングビークルが後にS-REIT傘下のTMKに転売することを意図して、信託当初の委託者である第三者から信託受益権を取得することが、第一種金融商品取引業者でないと行えない「有価証券の引受け」(金商法2条8項6号・28条1項3号・同7項)に該当するのではないかと、また、(ii)スポンサーが後にS-REIT傘下のシンガポールSPCに譲渡することを意図してTMKの優先出資を引き受けることが、同じく「有価証券の引受け」に該当しないかが問題となる。これについては、金融庁から、投資対象からの一定期間の収益を享受することを目的とした投資を行う場合は、一般的には「有価証券の引受け」には該当しないという見解が示されているため、実務上はウェアハウジングビークルによる物件保有期間を長くする等して、かかる見解に沿うスキームを組む必要がある。

(3) 第三者からの物件取得

第三者から物件を取得する場合、(法的な問題ではないが)留意すべきこととして、デュー・ディリジェンス及び売買契約の締結までポートフォリオが確定しないため、かかる第三者によるデュー・ディリジェンス資料の開示が遅れたり、契約交渉が長期化したりすると、上場スケジュールが予定より大きく後ろ倒しになりかねない。

また、通常、売買契約において、一定の期限日までにおけるS-REITの上場^{注17}を売買実行の前提条件とするため、そのような条件に応諾してもらわなければならない。さらに、J-REITの場合に比べて、目論見書の開示事項が詳細で、かつ、守秘義務等

を根拠として非開示とすることが認められにくいいため、売主及びその関係者から、通常の日本における不動産取引よりも広く情報開示に協力してもらう必要がある。これに加えて、後記「3.「主要な契約」」に記載するとおり、主要な契約の内容を日本における同種の取引と比べて相当前の段階で合意しなければならない。

このように、売主及びその関係者から理解・協力を得なければならないことが多く、そのための交渉が難航することがあり得る。

3. 「主要な契約」(material contract)

目論見書の記載事項として、目論見書届出前2年の間に締結された、通常の業務過程で締結された契約以外の主要な契約(material contract)の要約がある。また、主要な契約は上場申請書類に含まれる。主要な契約に該当すると、原則として、その内容を上場(売買実行日)の3~4ヶ月前である上場申請書類提出時までにはほぼ完成させた上でその英訳も完了していなければならない。従って、できるだけ事前に、主要な契約に何が該当するのかをシンガポール法カウンセルとよく相談しておくことが肝要である。

過去の例を見ると、前記「IVS-REITの上場、2.上場基準、(1)利益相反と先買権」で述べた先買権を付与する契約、日本のアセット・マネジメント契約、(GK-TKスキームの場合)匿名組合契約の他、物件関係の契約として、売買契約、主要な賃貸借契約、信託契約、プロパティ・マネジメント契約等が主要な契約として記載されている例がある。

なお、要約として記載すべき項目としては、契約当事者、契約日、契約の一般的性質、S-REITに発生する支払が法令上挙げられているが、実務上はそれに限らず、期間、終了・解約事由等幅広く記載されている。

注 17

売買の実行は上場前に行われなければならないため、正確には、上場されることが確実であること等が前提条件の対象となる。

4. 上場前物件取得ルールに関する問題点

前記「IVS-REITの上場、1.スケジュール、(4) MASによる目論見書の登録及び上場」で述べたとおり、S-REITは、上場日の午後2時(日本時間午後3時)の上場までに物件の取得を完了し、SGX-STに報告しなければならない。SGX-STは、この規則を投資家保護のために非常に重要なルールと考えており、その免除が認められることは実務上ないといわれている(実際、過去SGX-STに相談した場合も認められなかったようである)。しかし、S-REITに対して投資家から払い込まれたユニットの発行代わり金がS-REITにリリースされるのは、本来、上場日であるはずであることを考えると、かかる資金リリース後に以下のプロセスを経て上場日の午後2時までにSGX-STに物件取得の完了を報告することはまず無理である。

- ① S-REITからの優先出資発行代わり金の払込(海外送金となり時間を要する。)
- ② 払込取扱銀行による優先出資の払込の取扱い(払込金の着金→保管証明書の発行)
- ③ 優先出資発行登記の申請(登記が優先出資発行の効力発生要件)
- ④ 払込取扱銀行からTMK名義口座への払込金の送金
- ⑤ (特定社債を発行する場合)特定社債発行代わり金の払込(通常、TMKの優先出資発行登記の申請が前提条件とされる)
- ⑥ 売買代金支払とそれによる売主のレンダーへの返済及び担保の解除
- ⑦ 登記(不動産の所有権移転登記又は信託受益者の変更の登記等)申請

この問題を解決するには、上場日を待たずに上記プロセスを開始する必要があり、上場日前のプリ・ファンディング等それを可能とする方法を検討する必要があり、

5. S-REITの重要事項拒否権とレンダーの倒産隔離要請との調整

前記「IIS-REITの組成、1.REIT、(3)主要な規制、(iv)REITの物件に対するコントロール権の確保に関する規制」に記載のとおり、S-REITがSPCを通じて日本の不動産を取得する場合に、S-REITが物件に対するコントロール権を確保するよう配慮しなければならない。一方、日本でデットによる資金調達を行う場合、レンダー(特定社債権者や貸付人)から倒産隔離の要請として、スポンサーによる議決権行使を制限するストラクチャーの組成を求められる。

その場合の具体策は、レンダーが求める倒産隔離の要請に応じて個別の案件ごとに検討することになるだろうが、例えば、TMKの特定出資を、慈善信託(charitable trust)を利用したケイマンSPCや一般社団法人等の倒産隔離ビークルに持たせた上で、優先出資を持つS-REIT傘下のシンガポールSPCに、物件に対するコントロール権を確保するための重要事項(資産の処分・担保設定等について)についての議決権を追加的に保有させることが考えられる。もし、S-REIT傘下のシンガポールSPCが優先出資と共に特定出資も持つ場合には、そのシンガポールSPCに黄金株(役員の選解任や定款変更等について拒否権を持つ)を発行させて、上記のような倒産隔離ビークルに持たせることが考えられる。

S-REITによるコントロール権の確保とスポンサーによる議決権行使の制限は一見して矛盾した要請のように見える。しかし、厳密に見れば、前者で必要とされているコントロール権は資産の処分等期中のオペレーションに関する事項を対象としている傾向があるのに対し、後者で制限される必要がある事項は、典型的には、倒産申立、役員の選解任又は定款変更等であり、それぞれの対象は異なる。両者の権限を適切に配分して異なる主体(前者がS-REIT、後者が倒産隔離ビークル)に保有させることにより両立させることは可能であろうし、実例としても存在する。その場合、TMK又はその親法人に

当たるS-REIT傘下のシンガポールSPCの定款を作り込むことになるが、いずれにせよ、かかる配分が明確判然としたものではないことは確かであり、シンガポール法カウンセル及び日本法カウンセルとよく相談の上、慎重な作込みが必要となる。

VI. おわりに

現在、海外不動産、特にアジアの不動産は日本からの投資対象として大きく注目されており、日本の不動産関連企業・ファンドによるそれらの不動産の取得も増えている。かかる現状を踏まえると、不動産を保有・運営する者にとっての出口戦略として、既

に海外不動産組入の実例が相当数に上り、かつ、日本以外の幅広い国々（特に今注目されているアジア諸国）の投資家からの資金を集めることのできるS-REITという選択肢が、今後より考えられてくるようになるだろう。また、海外の目線から見ると、逆に、資産の分散を図るために、法制が安定し取引規模も大きい日本の不動産が投資対象として注目されている。近時の、S-REITによる日本の不動産組入の動きの活発化もその一環と考えられる。

このように、S-REITは、日本の不動産及び不動産に関与するプレイヤーとの関わりが大きくなりつつある。本稿がかかるプレイヤーの一助となることができれば幸いである。

さえき まさひと

2004年東京大学法学部卒業、2005年森・濱田松本法律事務所入所。2010年Columbia Law Schoolに留学し、LL.M.を取得、2011年シンガポールAllen & Gledhill法律事務所にて執務、2012年に帰国。

不動産その他の資産の流動化・証券化業務及びREIT業務を中心にファイナンス分野を幅広く手掛ける。日本企業による海外投資案件及び外国資本による日本投資案件を含むクロスボーダー取引についても積極的に取り組む。シンガポールの法律事務所では、主として外国資本による日本の不動産への投資案件及び日本の不動産を投資対象とするシンガポールREITの上場案件を担当していた。