

2021年12月号

日本企業を単独スポンサーとする初の S-REIT 上場事例の紹介

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. ストラクチャー	弁護士 佐伯 優仁
III. S-REIT の概要	TEL. 03 6266 8523
IV. 事業運営に対するコントロール権	masahito.saeki@mhm-global.com
V. 利益相反規制	
VI. 取得不動産の権原確保の重要性	
VII. おわりに	

I. はじめに

2021年11月26日、大和ハウス工業株式会社（以下「スポンサー」という。）を単独スポンサーとする、シンガポール法上の REIT¹（以下「S-REIT」という。）である、Daiwa House Logistics Trust（以下「本 REIT」という。）のユニット（unit）がシンガポール証券取引所（以下「SGX-ST」という。）に上場した（以下「本案件」という。）。これは、日本企業を単独スポンサーとする S-REIT が上場した初の事例である²。本 REIT は、日本を含むアジアの物流不動産及び産業用不動産を主要な組入資産とし、当該不動産の賃貸運営による収益を投資家であるユニットホルダー（unitholder）（J-REIT における投資主に相当する。）に分配する S-REIT である。上場時には、日本国内に所在する物流不動産 14 物件（以下「本物件」という。）の信託受益権をポートフォリオに組み入れ、運用を開始した。当該資産自体は日本の特定目的会社（以下「TMK」という。）及び合同会社（後記で「GK2」と定義される。）が保有している。本 REIT は、間接的に TMK に優先出資の形で出資を行い、優先出資の配当として本物件の賃料収入を原資とした運営収益の分配を受ける。かかるストラクチャーの概要は後記のとおりである。当事務所は、発行体及びスポンサーの日本法法律顧問として本案件に関与し、本案件の立案・検討から物件取得・上場に至るまで全面的にこれをサポートした。

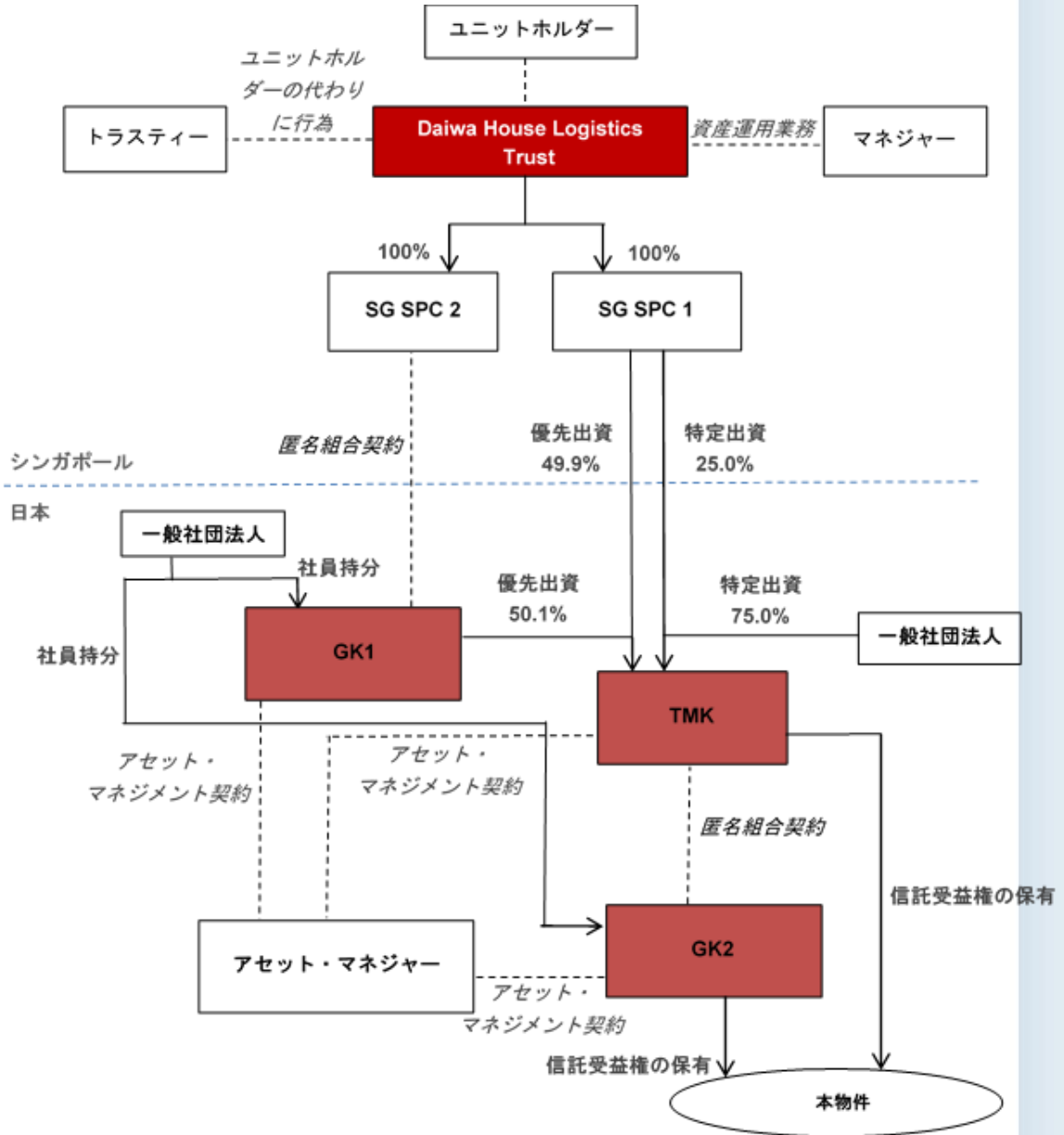
本ニュースレターでは、本案件の概要を公表情報に基づき一部紹介する。

¹ S-REIT の基本的な制度・仕組み・規制等については、佐伯優仁「[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](#)」ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.10 November-December 2012 96 頁以下（2012）、及び、佐伯優仁「[シンガポール REIT 及びその運用会社に適用される規制枠組の強化](#)」ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.31 May-June 2016 73 頁以下（2016）参照。いずれも当事務所のウェブサイトを通じて参照可能である。

² 日本企業をスポンサーとするシンガポールのビジネス・トラスト（Business Trust）の上場事例はあったが、S-REIT の事例は初である。

II. ストラクチャー

本案件のストラクチャー図は以下のとおりである³。



- ① スポンサーの子会社であるシンガポールに設立された会社が、必要な許認可を受けた上で、本REITのマネジャー（Manager）（運用会社）となる。マネジャーはシンガポールの信託会社であるトラスティー（Trustee）との間で信託証書（Trust Deed）を締結して本REITを組成する。
- ② 本REITはシンガポール及びその他国・地域（日本は含まない）においてその

³ 本 REIT の上場時の目論見書（Prospectus）から抜粋及び和訳の上、一部筆者により改訂。

ユニットの募集・販売を行う。

- ③ 本REITの子会社としてシンガポールにSPCを2つ設立する（それぞれ以下「SG SPC 1」及び「SG SPC 2」という。）。
- ④ 日本に特定目的会社及び合同会社を2つ設立する（それぞれ以下「GK 1」及び「GK 2」という。）。TMK、GK 1及びGK 2は、いずれも大和ハウス不動産投資顧問株式会社とアセット・マネジメント契約を締結する。
- ⑤ SG SPC 2はGK 1に対して匿名組合出資を行う。
- ⑥ TMKの特定出資の25%をSG SPC 1が保有し、75%を倒産隔離のために設立された一般社団法人が保有する。また、TMKの優先出資の49.9%をSG SPC 1が保有し、50.1%をGK 1が保有する。TMKは、本物件のうち、敷地の権利が所有権又は普通借地権である7物件の信託受益権を取得し保有する。
- ⑦ TMKはGK 2に対して匿名組合出資を行う。GK 2の社員持分は倒産隔離のために設立された一般社団法人が保有する。GK 2は、本物件のうち、敷地の権利が定期借地権である7物件（以下「定期借地物件」という。）の信託受益権を取得し保有する。
- ⑧ 本物件のうち、シングルテナント物件は、信託受託者とテナントが直接建物賃貸借契約を締結する。マルチテナント物件は、GK 1がマスターリースとなり、信託受託者との間にマスターリース契約を締結し、テナントとの間で建物賃貸借契約を締結する。
- ⑨ デットの資金調達は、日本のTMKが行う。具体的には、TMKが特定社債の発行及び特定借入れを行い、本物件の信託受益権の取得資金等に充当される。

本案件において上記のようなストラクチャーがとられたのは多くが税務上の理由に基づく。たとえば、(i)SG SPC 2からGK 1に資金を入れるのに匿名組合出資の形で行われたこと、(ii)TMKの優先出資の50.1%（過半）をGK 1（国内の会社）が保有すること（TMKの導管性要件）、(iii)TMKの特定出資の25%をSG SPC 1が保有すること（日星租税条約）、(iv)定期借地物件の信託受益権はTMKではなく別途設立したGK 2が保有し、GK 2に対してTMKが匿名組合出資を行ったこと（定期借地権の償却及び資産除去債務の計上による税会不一致）、(v)TMKが（特定借入れだけでなく）特定社債を発行したこと（TMKの導管性要件）は、いずれも税務上の要請又は効率性を考慮に入れた結果となっている。

Ⅲ. S-REIT の概要

1. 概要

S-REITは、不動産又は不動産関連資産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。S-REITは、その投資持分であるユニット（unit）の公募により一般市場から資金調達を行うことができ、通常はユニットをSGX-STに上場させる。上場したS-REITのユニットはSGX-STで取引される。

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て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では未だ数が少ない海外不動産の組入れが積極的に行われ、大半のS-REITは海外不動産をそのポートフォリオに含み、その範囲はアジアを中心に15以上の国・地域にまたがる。その中で本REITは、投資不動産のタイプが主として物流不動産及び産業用不動産、投資対象地域が日本を含むアジアと設定されている。なお、上場時のポートフォリオに組み入れられた本物件はいずれも日本に所在する物件であるが、将来のパイプライン物件としてスポンサーが保有するベトナム、マレーシア及びインドネシアに所在する物件が本REITの上場時の目論見書（Prospectus）において紹介されている。

公表情報によれば、2021年11月30日現在、本REITを含め40のS-REITのユニットがSGX-STに上場している⁴。かかるS-REITのうち日本に所在する不動産をポートフォリオに組み入れているものは7つある。その一覧は以下の表のとおりである。

S-REIT	日本所在のポートフォリオ物件
Ascott Residence Trust	宿泊施設、賃貸住宅 22物件
Daiwa House Logistics Trust	物流施設 14物件
Frasers Hospitality Trust	宿泊施設 1物件
Mapletree North Asia Commercial Trust	オフィス 9物件
Mapletree Logistics Trust	物流施設 18物件
Parkway Life REIT	ヘルスケア施設 55物件
Starhill Global REIT	複合（オフィス・商業施設） 2物件

2. 基本ストラクチャー

S-REITは、日本の金融商品取引法に相当するSecurities and Futures Act上のcollective investment scheme（以下「CIS」という。）に該当し、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、日本の金融庁に相当するシンガポール通貨監督庁（Monetary Authority of

⁴ S-REITとビジネス・トラストを両方組成し、それぞれのユニットを1つにまとめた証券を発行しSGX-STに上場させていることがあり、かかる証券はStapled Securitiesと呼ばれる。かかるStapled Securitiesとして上場されている数を含む。

Singapore) (以下「MAS」という。)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、ユニットホルダーに代わって資産を保有し、S-REITとしての行為を行う主体となる。マネジャーはS-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S-REITの頭脳だとすればトラスティーはS-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S-REITから得る。

S-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。

IV. 事業運営に対するコントロール権

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。かかる規制により、ストラクチャーには一定の工夫が必要となる。

1. S-REIT の物件に対するコントロール権の確保に関する規制

S-REITに適用されるCode on Collective Investment SchemeのAppendix 6 (property funds appendix) ⁵ (以下「PFA」という。)において、S-REITが第三者と共同して物件を保有する場合には、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) において、S-REITが重要な運営事項について拒否権を有することが明記されなければならないとされている。「重要な運営事項」(key operational issues) はPFAに例示列挙されており、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挙げられている。

なお、PFAの規定は物件を共同保有する場合に適用されるものとされているが、単独で保有する場合でもSPCを通じて物件を保有する場合には、S-REITに同様のコントロール権を付与することが実務上日本の金融庁に相当するシンガポール通貨監督庁 (Monetary Authority of Singapore) (以下「MAS」という。)により求められるようである。

⁵ MAS の定める規則 (Code) であり、不動産ファンド (property fund) 全般に適用される。

2. レンダーの倒産隔離要請との調整

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。本案件では、TMKの特定出資の75%を倒産隔離ビークルである一般社団法人に持たせた上で、残りの25%の特定出資を保有する本REIT傘下のシンガポールSPCであるSG SPC 1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）についての拒否権を保有させている。

3. 匿名組合性との調整

本案件では定期借地物件の信託受益権をTMKではなく別途設立したGK 2にて保有し、TMKからGK 2に匿名組合出資を行うこととしている。この場合、GK 2の物件の運営に対するコントロール権を有することも求められる一方、匿名組合スキームにおいては、日本法上、匿名組合員たるTMKの対象事業への関与は受動的なものに限定される。実務上は、匿名組合員たるTMKに、事業運営上の重要事項について承諾権（拒否権）を付与することによって調整が図られる。

法律上、匿名組合においては、匿名組合員は営業者の遂行する事業に関与せず、損益の分配の利益にのみあずかることが想定されている（商法 536 条 2 項）。したがって、商法上許容される範囲を超えて匿名組合員に事業上の権限を付与した場合、事業は営業者と匿名組合員の共同事業と見られ、営業者と匿名組合員の関係は民法上の組合と見られる可能性が生じ得る。もっとも、匿名組合員の事業への関与が全く認められないわけではなく⁶、匿名組合員の利害に重要な影響を及ぼす一定の事項について、匿名組合員が営業者に対する承諾といった受動的な態様において事業に参加することを認めたとしても、直ちに当該事業が営業者と匿名組合員の共同事業になるわけではないと考えられている⁷。

本案件でも、PFA に列挙される「重要な運営事項」その他事業運営上の重要事項の実施を匿名組合員たる TMK の承諾事項とすることは可能であり、TMK にそれらの拒否権を付与することによって、MAS の要請と匿名組合性の維持を両立させている。

⁶ 商法上も、匿名組合員は、事業遂行に関与する権利として、営業者の事業遂行についての監視権を有している（商法 539 条）。

⁷ 学説上、特約により、一定の重要な事項については営業者が業務を遂行するに当たって匿名組合員の承諾を得ることを要することは差し支えないとする見解が有力である（平出慶道「商行為法」334 頁（青林書院、第 2 版、1989 年））。

V. 利益相反規制

S-REIT の組成、上場及び運営に当たって SGX-ST 及び MAS が特に関心を寄せるのがスポンサーとの利益相反の問題である。J-REIT においても利益相反は問題となることが多いが、シンガポールでも日本と同等かそれ以上に厳しい規制が課され、実務上スポンサー及び S-REIT への影響も大きい。以下では、かかる S-REIT に適用される利益相反規制について説明する。

1. 先買権 (right of first refusal, ROFR)

SGX-ST の Mainboard 上場規則 (Listing Manual) 223 条は、上場要件として利益相反が解消されていることを規定している。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 unitholder)⁸ (以下「支配ユニットホルダー」という。) から S-REIT に付与さ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又はその子会社が S-REIT の投資対象となり得る資産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資産を購入できる権利とされている。この権利は、S-REIT がその地位にあり続け、かつ、当該支配ユニットホルダーが、(その関連会社 (related corporation)⁹と併せて) マネジャーの支配株主 (controlling shareholder)¹⁰ (以下「支配株主」という。) 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がマネジャーの支配株主でもある場合に、S-REIT 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。また、厳密には支配ユニットホルダー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。

本案件でも、スポンサーは、マネジャーの支配株主ではあるものの、本 REIT の支配ユニットホルダーではないが、アジアに所在するスポンサーの物流不動産及び産業用不動産のパイプライン物件について、原則として本 REIT に先買権を付与している (但し、日本に所在する物件については、大和ハウスグループが運用する J-REIT、私募 REIT、私募ファンド等への優先交渉権に劣後する。)

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

S-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、(b)S-REIT のマネジャー、

⁸ S-REIT の議決権を 15%以上保有するユニットホルダー又は実際に S-REIT に対して支配権を持つユニットホルダーのことをいう。

⁹ 親会社、子会社及び兄弟会社をいう。

¹⁰ 会社の議決権の 15%以上を保有する株主又は実際に会社に対して支配権を持つ株主をいう。

トラスティー若しくは支配ユニットホルダー、又は(c)これらの関係者 (associate)¹¹ (以下「利害関係人」という。)をいう。S-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、利害関係人と不動産の売買を行うときは、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することはできない。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¹²、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、通常の場合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。

本案件でも、本REITは、TMK及びGK2を通じて上場時に取得した本物件の信託受益権について、鑑定業者2社から鑑定評価書を取得し、その概要を目論見書において開示している。

VI. 取得不動産の権原確保の重要性

S-REITは個々の不動産の収益力を裏付として一般市場から資金調達を行うことから、これらの保有不動産について権原を確保することが厳格に求められる。かかる権原について、PFAでは、proper legal and good marketable titlesと表現される。このうちgood marketable titlesは日本ではなじみのない概念であるが、その定義は、許容されない物的担保や権原の瑕疵がないこと (a title free and clear of objectionable liens or other title defects)とされ、さらに具体的に、当該物件を売却する際に買主が異議を唱え、売却に支障となるような物的担保や権原の瑕疵がないこと (It also enables its owner to sell the property freely to others and allows others to accept without objection)とされている。

これを日本の不動産に当てはめると、不動産の権原(所有権、賃借権、地上権等)があることはもちろんのこと、その権原を第三者に対抗できる対抗要件も具備することと、当該対抗要件を具備した権原に優先する物的担保や負担その他物件の運営に支障を及ぼし得る物的担保や負担がないことが事実上求められるものと考えられる。本物件は借地物件を含み、その場合、借地権登記を具備するか、借地借家法に基づく賃借権の対抗要件を具備することが求められる。

¹¹ (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。

¹² 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。

さらに、本案件では借地物件のほとんどが転（々）借地物件であるため、転（々）借地権の権原及び対抗要件を適式に具備することに加え、当該転（々）借地権の基礎となっている原（転）借地権が消滅しないよう、信託受託者に土地を転（々）貸するスポンサーが、原（転）借地契約上の義務を遵守すること等を、スポンサーと信託受託者間の転（々）借地契約で約束をしている。

VII. おわりに

本 REIT のユニットの上場により、日系企業が自らをスポンサーとする S-REIT を組成し SGX-ST において上場させるという新たな事業活動の選択肢の実現可能性が示された。これまで、日本の上場 REIT や私募 REIT、国内外の不動産私募ファンドを組成し、日系企業が開発及び保有する物件を売却し運用するプラットフォームとする例は多数見られたところであるが、今後は、その新たなプラットフォームとして S-REIT が選択肢の一つとなることが期待される。かかる S-REIT の活用の際に、本ニュースレターが一助になれば幸いである。

本ニュースレターは、日本国内外を問わず、また、本 REIT のユニットであるかを問わず、いかなる投資勧誘又はそれに類する行為のために作成されたものでもありません。本ニュースレターは、日本の居住者に対して本案件の取組みに関する情報提供を行うことを目的としたものであり、シンガポールを含む日本国外の居住者に対して情報提供を行うものではありません。本ニュースレターは、税に関する記載の有無にかかわらず、税務上のアドバイスを行うものではありません。本ニュースレターについては、その一部又は全部について、いかなる方法又は態様においても、複製若しくは転送等を行うこと、又は英語その他の言語に翻訳をすることを禁じます。

セミナー情報

- セミナー 『第 4767 回金融ファクシミリ新聞社セミナーデータセンターに係わる不動産投資の法的実務—投資ストラクチャー、DD・契約、デットファイナンスなど—』
開催日時 2021 年 1 月 25 日（火）13:30～16:30
講師 蓮本 哲
主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

文献情報

- 論文 「電子契約・電子署名の基礎—不動産取引分野を中心に—」
掲載誌 ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.63
著者 内津 冬樹、村田 陽祐（共著）
- 論文 「民法・不動産登記法（所有者不明土地関係）の改正等（後編）」
掲載誌 ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.63
著者 佐伯 優仁、繁多 行成、佐藤 喬洋、西條 景、満木 瑛子、鋤崎 有里
- 論文 「Chambers Global Practice Guides Banking & Finance 2021 – Japan Chapter」
掲載誌 Chambers Global Practice Guides Banking & Finance 2021
著者 青山 大樹、松田 悠希（共著）

NEWS

➤ 福岡オフィス移転のお知らせ

森・濱田松本法律事務所 福岡オフィスは、この度、2021 年 11 月 15 日より下記に移転いたしますのでご案内申し上げます。

移転先：

〒810-0001 福岡県福岡市中央区天神 1 丁目 10 番 20 号 天神ビジネスセンター
15 階

TEL：092-739-8140 / FAX：092-739-8141

※オフィス及び各弁護士の TEL・FAX に変更はございません。

業務開始日：

2021 年 11 月 15 日（月）

▶ 当事務所が女性活躍推進法に基づく「えるぼし」認定を取得しました

この度、当事務所は女性の活躍推進に関する取り組みの実施状況が優良であるとして、「えるぼし」認定の2つ星を取得しました。

「えるぼし認定」は、女性活躍推進法に基づく行動計画の策定・届出を行った事業主のうち、女性の活躍推進に関する取り組みの実施状況が優良である等の一定の要件を満たした場合に厚生労働大臣が認定する制度です。

当事務所では、スタッフ全体に占める女性の割合が約9割に上ります。だからこそ、女性が長く、生き活きと働ける環境であることはとても重要であると考えています。女性の活躍をより推進するため、当事務所は下記の計画に取り組んでいます。

<目標および取組内容>

女性はその能力を最大限に発揮し、安心して活躍できる職場環境を整えるため、リーダー職に占める女性比率80%以上を維持することを目標とする。

誰もが仕事と生活を両立でき、心身の健康を維持向上させ長く働き続けることができる環境を整えるため、1ヵ月あたりの法定外労働時間が、部署単位で20時間以上の部署の法定外労働時間を10%削減する。

このような取組みなどが評価され、この度の「えるぼし」認定の取得にいたしました。

今後も女性活躍推進のみならず、多様な人材が個々の能力を発揮できる組織・環境づくりに取り組んでまいります。

(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@mhm-global.com

03-6212-8330

www.mhmjapan.com