

# イギリスにおけるREIT導入の動向

川島 いづみ

## I はじめに

1990年代以降、アメリカのリート型不動産投資スキーム（以下US-REIT型）が欧米諸国において相次いで導入されたことから、イギリスは、US-REIT型のスキームを採用していない数少ない国のひとつになりつつある。

もっとも、イギリスにおいても、不動産に投資する信託等が存在しないわけではない。不動産証券化（資産流動化型）のための媒体としては、私募によるABSの他にも、後述のようなリテール型の単一不動産スキームがあるし、資産運用型の不動産投資スキームも、クローズド・エンド型ではインベストメント・トラスト（investment trust）と呼ばれる上場会社（株式会社）があり、オープン・エンド型では、投資家に投資持分（ユニット）の買取請求権が認められるユニット・トラスト（unit trust）や、オープン・エンド型投資会社（Open-ended Investment Company: OEIC）も存在する。ユニット・トラストは所定の要件を充たした認可ユニット・トラストであれば、一般投資家への販売が可能である。一般投資家への販売が可能な認可ユニット・トラストとOEICは、認可投資ファンド（Authorised Investment Fund）と総称される。しかしながら、不動産投資に関する制限がいろいろとあったため、必ずしも使い勝手はよくなかったようである。

さらに、税制の問題がある。認可投資ファンドは、ファンド段階で課税され、この扱いは信託型のユニット・トラストであっても同様である。二重課税の調整は、投資家の段階で、個人の配当所得については、部分的インピュテーション方式で行われ、法人については、受取配当が全額益金不算入とされる<sup>1)</sup>。しかしながら、ファンド段階での課税のために、認可投資ファンドは、現在のところ魅力的ではなく、オフ・ショアのユニット・トラストやリミテッド・パートナーシップ（LP）など、他の媒体の方が好まれ続けているといわれている。つまり、イギリスには、課税制度とリンクしたUS-REIT型の不動産投資ス

---

1) 佐藤慎一編『図説日本の税制（平成16年度版）』283頁（財経詳報社・2004）。

キームが、法制度上存在しないのである。

このような状況のなか、イギリスにおいても、US-REIT型の不動産投資スキーム（いわゆるUK-REIT）を導入すべきかが、近時検討され始めている。また、認可投資ファンドの不動産投資に関する制限も緩和され、集団投資スキームの勧誘に関する規制自体を見直す動きも出ている。本稿は、このようなイギリスにおける法改正の動向から、いわゆるUK-REIT導入の行方を考察しようとするものである。はじめに、金融サービス市場法において、集団投資スキームがどのように位置づけられているか（Ⅱ）と、不動産投資スキームや不動産証券化スキームが従来どのように規制されていたか（Ⅲ）を概観した上で、2004年4月に実現した集団投資スキームに関する規制の見直し（Ⅳ）を取り上げる。そして、US-REIT型の不動産投資スキームを導入する方向で現在進められている改正作業の状況を、若干詳しく取り上げてその内容を検討することにする（Ⅴ）。

## Ⅱ 金融サービス市場法と集団投資スキーム

イギリスにおいて、投資ファンドを規制する基本となる法律は、金融サービス市場法（the Financial Services and Markets Act 2000: FSMA）である。金融サービス市場法は、規制業務（a regulated activity）を行うことができる者を、認可業者（an authorised person）と免除業者（an exempt person）に限定し、規制業務を行う者に対する認可制度、業務行為規制や業者の財務健全性基準等の業者規制、公正な市場を確保するための様々な市場行為規制、投資家保護のための私訴権や金融サービス補償制度（Financial Services Compensation Scheme）、裁判外の紛争処理制度であるオンブズマン制度等を定めている。そして、規制業務の定義の中核に、投資物件（investments）という概念をおくことで、広い範囲の投資業・金融業を網羅する規制体系を形成している。

投資物件は、同法の附則2（FSMA s. 22（1）, schedule 2（part II）.）に、限定列举方式で、①証券（株式、OEICを除く会社の持分証券）、②負債証券（社債、預金証書等）、③国債・公債、④ワラント、引受権（予約権）、⑤証券を表章する証書、⑥集団投資スキーム（collective investment schemes: CIS）のユニット（OEICの株式・証券、ユニット・トラストのユニット、LPの持分）、⑦オプション、⑧先物、⑨差金契約、⑩保険契約、⑪ロイズのシンジケートへの参加、⑫預金、⑬土地を担保とする貸付（loans secured on land）、⑭投資物件に関わる権利、と定義されている。これらのうち、投資物件に包括的な意義を与えているのが、⑥集団投資スキームのユニットである。集団投資スキームの定義は、つぎに見るように包括的であるため、このユニットが投資物件とされることで、投資物件の定義規定は包括規定としての性格を有することになる。

集団投資スキームとは、金融サービス市場法235条によれば、①金銭を含むあらゆる種

類の財産に関する取決めであって、参加者が、当該財産の取得・保有・管理・処分から生じる利益・所得に参加するものであり、②取決めの参加者は、財産の管理について日常的なコントロールを有さず、③参加者の拠出金や参加者への支払に充てられる利益・所得がプールされるか、または、財産が全体としてスキームの運営者（operator）によっては運営者のために管理されるものをいう。そして、これだけでは、既存の様々な取決めが集団投資スキームに該当することになるので、他の法律によって既に規制されているものや規制の必要がないものは、個別列挙規定によって、規制の対象から除外される。たとえば、保険契約、住宅金融組合等の団体、オープン・エンド型投資会社以外の法人、預金等は除外され、投資業以外の事業目的で締結される取決めやフランチャイズ契約等も除外される。このようにして多くの取り決めが除外される結果、残る集団投資スキームの主要な形態は、ユニット・トラストとOEIC<sup>2)</sup> にしぼられる。なお、ユニット・トラストには、認可を受けたか否かの区別があるが、OEICは、所定の要件を充たさなければ設立が認められないので、その意味では認可を受けたものしか存在しない。認可ユニット・トラストとOEICを併せて、最近では、認可投資ファンド（AIF）という総称も使用される。

集団投資スキームを公衆に対して投資勧誘することは、金融サービス市場法によって原則として禁止され、例外的に、規制集団投資スキーム（regulated CIS）である①認可ユニット・トラスト、②OEIC、③承認海外スキームだけが投資勧誘を許される。また、金融サービス市場法239条により、勧誘禁止規定の適用が免除されるものとして、単一不動産スキームがある。単一不動産スキームは、その名称が示すように、不動産に投資するスキームである。他方、認可ユニット・トラストまたはOEICには、その種類の1つとして、不動産を投資の対象とするファンド、すなわち不動産ファンド（property funds）ないしは不動産スキーム（property schemes）が存在する。

### Ⅲ 従来の不動産投資（証券化）スキームに関する規制

#### 1 単一不動産スキーム

単一不動産スキーム（Single Property Schemes）とは、スキーム財産が単一の建物または単一企業によって管理される一群の建物から成るスキームであるが、金融サービス市場法239条は、一定の条件の下で、投資勧誘に関する一般的禁止規定の適用から単一不動産スキームを除外している。つまり、単一不動産スキームは、この一定の条件を満たせば、公衆に対する販売が可能な不動産スキームである。

適用除外の対象となる単一不動産スキームの要件として、第1に、スキームの不動産が

---

2) 可変資本制投資会社（Investment Company with Variable Capital: ICVCs）とも呼ばれる。

つぎのものから構成されることが必要である。すなわち、①当該スキームの運用者 (operator) によってまたは運用者のために管理される単一の建物 (もしくは単一の建物とこれに付随する建物)、または、②単一の企業としてスキーム運用者によってまたは運用者のために管理される一群の隣接もしくは近接する建物である (FSMA s. 239 (3) (a))。第2に、スキーム参加者のユニットが、承認投資取引所において取引されるか、または、かかる取引所への上場認可を条件として取得のための契約が提供されることが必要である (FSMA s. 239 (3) (b))。このようにして、当該スキームは上場基準を満たすものであることが要請されるため、スキームには一定の品質が確保され、また、参加者 (投資家) の権利を売却する機会が保障されることとあわせて、参加者の保護が図られているものと思われる。

スキームの法形態としては、会社形態と信託形態の二つが予定されている。いずれにしても、前述のように、参加者のユニット (ユニット・トラストのユニットまたは株式) の取引所への上場が必要とされる<sup>3)</sup>。

## 2 不動産スキーム

金融サービス機構の2004年1月時点での規制によれば、不動産スキームとは、連合王国または海外の不動産に投資することのできるスキームを指すが、不動産スキームが認可ファンドであるためには、その投資および借入について、金融サービス機構の定める次のような規制に服さなければならない<sup>4)</sup>。法形態としては、認可ユニット・トラストかオープン・エンド投資会社が想定されている。

まず、ファンドの資産規模が、最低500万ポンド以上でなければ、不動産に投資することはできない。この基準を超える金額の引受または引受の合意がなければ、認可ファンドとしての不動産スキームを設定できないのであるから、認可ファンドとしてかなり大規模なファンドが想定されていることがわかる。

つぎに、不動産に投資する場合、ファンド資産の20%ないし80%を、承認不動産 (approved immovables) に投資することが要求される。承認不動産とは、連合王国に所在する土地または建物に関する権益であって、定期賃借権 (leasehold interests) の場合はその期間が20年以上のものでなければならない。残りの資産も、不動産投資会社の株式などの不動産関連資産か、公社債に投資することが要求される。ただし、公社債に対する投資の上限は35%とされている。また、承認証券 (approved securities) ではない不動産関

3) 単一不動産スキームの詳細は、1986年金融サービス法に関するものであるが、川島いづみ「英国における集団投資スキームの法規制」専修法学論集77号 (1999年) 33頁以下参照。

4) 以下の記述は、金融サービス機構 (Financial Services Authority) の規則集である FSA Handbook, Release 027 (January 2004), at Sec. 5A.8による。

連資産への投資上限は10%とされる。資産の5%以内であれば、集団投資スキームのユニットに投資することもできる。

不動産であっても、定期賃借権や担保付不動産など、さらに投資が限定されるものがある。第1に、スキーム不動産の価値の10%を超えて期間60年未満の定期賃借権から成る承認不動産に投資してはならず、第2に、非居住不動産や開発中または再開発中の不動産等は、スキーム資産価値の25%を上限とする。第3に、担保付不動産は、スキームの不動産から成る資産価値の15%を上限としなければならない、などである。

さらに、分散投資に関して、次のような制限がある。第1に、単一の不動産への投資は、不動産スキームのスキーム資産価値の15%を上限とする。ただし、所定の条件を満たせば、25%までの増加が可能である。第2に、単一の発行者の不動産関連資産、たとえば、不動産投資会社の株式等への投資は、資産価値の5%を上限とする。ただし、全体でスキーム資産の価値の40%以内に留まるならば、この5%という上限は、10%まで引き上げることができる。第3に、単一企業集団の構成会社等から派生する収益は、収益全体の20%を上限とするが、公社債はこの制限の例外とされる。いずれも、リスクの分散を図るための制限である。

借入制限は、認可ファンドに共通の制限として、スキーム資産の価値の10%が借入の上限とされているが、さらに、不動産ファンドの場合には、不動産以外で構成されるスキーム資産の価値の10%に制限されている。

なお、投資対象以外の点で、不動産スキームに特有の規制として、ファンド・マネージャーは、スキームの法形態により受託会社または預託機関の承認を得て独立の常任評価人(standing independent valuer)を選任し、不動産スキームの保有する不動産資産のすべてを評価させなければならない<sup>5)</sup>。不動産の評価は、少なくとも月一回のペースで行われなければならないが、また、ファンド・マネージャーまたは預託機関が不動産の評価結果に影響すると思われる事柄に気付いたときは、速やかに評価人にこれを通知する義務を負う。

## IV 集団投資スキームに関する規制の改正

### 1 改正の経緯

金融サービス機構は、2004年4月、集団投資スキームに関する規制を見直し、認可及び投資勧誘に関する規制の構造を改めた<sup>6)</sup>。これは2003年5月に公表した意見聴取文書<sup>7)</sup>とそれに対するパブリック・コメントの結果を踏まえて、実現された改正である。

5) FSA, FSA Handbook, Release 028 (February 2004), at Sec. 12.3.

6) FSA, The CIS sourcebook—A new approach (March 2004).

7) FSA, CP185, The CIS Sourcebook—A New Approach (2003).

規制見直しの目的として、2003年公表の意見聴取文書<sup>8)</sup>では、高いレベルの消費者保護と認可集団投資スキームに対する信頼性の提供、市場の発展と変化する消費者ニーズへの対応、長期的なコスト削減に適う耐久性と技術的な中立性の増進等が掲げられているが、それらの中に、異なるレベルの知識・経験をもつ投資家への考慮が挙げられており、とりわけ重要であるように思われる。それは、こうした規制の見直しが行われた背景について、金融サービス機構関係者の論稿において、機関投資家の存在が強調されているからである<sup>9)</sup>。この論稿では、規制見直しの背景として、UCITS指令の改正にみられるようなヨーロッパにおける展開のイギリスへの影響と、サンドラー報告書<sup>10)</sup>の勧告にしたがった簡素化された投資商品の発展を指摘し、いずれにしても、従来の規制は、FSAの前身であるSIBの規則を起源とするものであって、10年以上前の規制ニーズを基礎に組み立てられていること、さらにSIB規則の起源を辿ると、1958年詐欺（投資）防止法（the Prevention of Fraud (Investments) Act 1958）やその前身である大恐慌後の立法まで遡ることができるともいわれていることにふれた後、従来の規制は、現在の機関投資家等の存在を十分反映していない旨が述べられている<sup>11)</sup>。このように、EUにおけるUCITS指令の改正といった展開とともに、イギリスの現行法制が機関投資家等の存在を十分に反映した体系になっていないという認識が、規制機関側に強かったことが伺われる。

## 2 改正の概要

集団投資スキームは、従来、規制集団投資スキーム、すなわち、認可ユニット・トラスト（AUT）、オープン・エンド型投資会社（OEIC）、または、公認海外スキーム（海外で設定されたUCITSファンド等）だけが、公衆に対する投資勧誘を認められる、いわゆるリテール型のスキームとされていた。改正規則は、このような従来の規制区分を見直し、リテール型のスキームをUCITSスキームと非UCITSスキーム（Non-UCITS Retail Scheme）に分けるとともに、新たに適格投資家スキーム（Qualified Investor Scheme: QIS）という分類を設けた。そして、それぞれのスキームについて、従来と比べてかなり緩和された規制を適用することにしている。これらのうち、不動産に投資できるのは、非UCITSリテール・スキームと適格投資家スキームである<sup>12)</sup>。

まず、非UCITSリテール・スキームは、イギリスのすべての投資家を対象（公募を想

8) Ibid., at para. 2.3.

9) Ashley Kovas, *Efficiency, Conflicts of Interest and Governance—Regulatory Developments for Investment Managers/Law and Regulation of Investment Management* (ed. Dick Fraser) (2004), at p. 129.

10) HM Treasury, *Medium and Long-Term Savings in the UK* (2002).

11) Ashley Kovas, *supra* note 9, at p. 129.

12) 以下の説明は、FSA, *New Collective Investment Schemes Sourcebook, Instrument 2004* (2004).による。

定)とするスキームであるが、不動産に対して上限なしで投資することが認められた。ユニット・トラストやOEICのようなオープン・エンド型のスキームでは、ユニットの償還請求に応ずるために、スキーム資産に一定の流動性を確保することが要請され、不動産への投資にはどうしても一定の制限が設けられる。従来は、前述のように資産の20%~80%に制限されていた。改正規則は、償還請求には直ちに応じなければならないとしていた従来の規則を改め、償還請求に応ずべき期間に6ヶ月の猶予を認めることとしたために、不動産投資に関する制限がその他の点でもかなり緩和できることになった。従来同様、単一不動産に対する投資は、スキーム資産の価値の15%を上限とするとされているが、担保付不動産への投資上限は、スキーム資産価値の20%まで引き上げられ、非居住不動産等への投資もスキーム資産価値の50%まで認められることになった。単一集団からの収益は、いずれの会計年度についても不動産からの収益の25%（ただし、国または地方公共団体の場合には35%）を上限とすると、上限値が5%引き上げられている。なお、不動産に関するオプションを利用することは認められない。

これに対して、適格投資家スキームは、知識・経験のある投資家（sophisticated investors）に対してのみ、勧誘・販売ができる認可ファンドであり、それゆえファンド・マネージャーは、適格投資家スキームのユニットが所定の種類の顧客のみによって引き受けられるように、合理的な注意を払わなければならない。適格投資家スキームの勧誘が許される投資家は、①現在または過去30ヶ月の間に、非規制の集団投資スキームまたは適格投資家スキームに参加している投資家、②業者がその適合性を合理的に確認した投資家、③他法（the Charities Act等）に基づく所定のスキームに参加する資格のある投資家、④投資会社等の役員・従業員等である<sup>13)</sup>。勧誘対象の絞り込み自体は従来の規制と同様であるので、このような規制の仕方を実務的に適当であるかは、疑問が残ろう。

適格投資家スキームにおいては、その運用や投資権限に関する規制は、リテール型のスキームと比べてかなりの程度緩和されており、規制の重点は、むしろ目論見書の記載内容に置かれている。不動産投資についても、リテール型のスキームにおけるような投資制限は設けられていず、ただ、不動産担保額とオプションに関して、つぎのような制限があるのみである。第1に、不動産に対する担保の額は、適切な評価人による直近の評価額の100%を超えてはならない。第2に、ユニットの償還に悪影響を与えるおそれのある場合には、スキーム財産を構成する不動産権益に関するオプションを何人にも付与してはならない。第3に、不動産取得オプションに支払われるプレミアムの総額は、スキーム価値の10%を超えてはならない<sup>14)</sup>。これを日本の適格機関投資家に関する証券取引法の規制と

13) FSA, FSA Handbook, COB 3 Annex 5.

14) その他の点も含めて、主要な規制の相違は表1に示している。

表1

スキームの分類	リテール型		適格投資家スキーム (Qualified Investor Sc.)
	UCITS スキーム	非 UCITS スキーム	
引受対象	英国のすべての投資家 と EU passport (公募型)	英国のすべての投資家 (公募型)	機関投資家 所定の適格投資家
資産 (Assets)	UCITS の規制に服する (譲渡性証券、預金、 デリバティブ、通貨、 CISs 等)	UCITS スキームと同 様の種類に加え ・金 (上限 10%)、 ・不動産 (上限なし)、 ・非 UCITS-CISs	非 UCITS スキームと 同様の種類に加え、そ の他適切な金融資産 (規制市場のレアメタ ル・商品を含む)
証券投資に関する制限 1) 非承認証券* 2) 非規制 CIS 3) 規制 CIS	UCITS の制限 1) 10% まで 2) 不可 3) 20% (in any one CIS)	1) と 2) 併せて 20% 3) 35% (in any one CIS)	任意 (fund documents による)
投資の集中に関する 制限 (Concentration)	1) 証券と負債性証券 の比率 10% 2) CIS のユニット 25%	不適用	不適用
借入制限	10% (一時的)	10% (恒常的)	スキーム資産の価値の 100%
ユニットの償還制限	なし (随時償還)	可能 (最長 6ヶ月)	可能 (fund documents による)
価格計算頻度	最低月 2 回	最低月 2 回 (償還制限 があれば、月 1 回)	任意 (fund documents による)
目論見書	請求があれば交付		交付義務
簡略目論見書	交付義務		不要

(FSA, The CIS sourcebook—A New Approach, PS 04/7 (2004), Annex 3 による)

\*承認証券 (approved securities) とは、EU 加盟国取引所の上場証券等および EU 非加盟国の同等の証券等をいい、非承認証券とは、承認証券ではない譲渡性証券をいう。

比べると、日本の証券取引法では、適格機関投資家に対する勧誘はいわゆるプロ私募として発行開示の対象とされないわけであるから、知識・経験のある投資家に対する勧誘であっても、目論見書による開示に規制の重点がおかれるという行き方は、ユニークなものとして注目される。

なお、英国財務省は、知識・経験のある投資家の定義に、富裕な個人を含めることなどを柱として、投資家概念と勧誘規制の見直しに着手している<sup>15)</sup>。

15) HM-Treasury, A Consultation document on proposed changes to the Financial Promotion Order (January 2004).



## V UK-REIT導入の動向

### 1 これまでの経緯

イギリス政府において、US-REIT型の不動産投資スキームについて検討が始まったのは、比較的最近のことである。その端緒は、2003年12月、Pre-Budget Reportとともに公表された住宅供給に関するバーカー報告書（Baker Report）において、不動産市場への「機関投資を促すために、US-REITモデルを基礎とするヴィークルの検討にメリット」があると述べられたことであった<sup>16)</sup>。

これを受けて、2004年3月の2004年度予算（Budget 2004）公表に際し、英国財務省と内国歳入庁は、共同で、不動産投資ファンド（Property Investment Fund: PIF）に関する意見聴取文書<sup>17)</sup>を公表して、商業用不動産および居住用不動産へのより効率的な投資を促進するために、不動産投資ファンドとその税制をどのように構築すべきかについての意見聴取を開始した。この文書は、UK-REITの導入を検討するものであったが、多くの質問事項が設けられていたのに対して、具体的な提案の少ない文書であった。他方では、2004年4月から、IVでみたように、認可投資ファンドに関する規制緩和が実施され、さらに2004年7月には、AIFの課税に関する意見聴取文書<sup>18)</sup>の公表とパブリック・コメント手続がなされている。このような経緯から、2005年度には、UK-REIT導入のための法改正が行われるのではないかと見られていたが、2004年12月、ブラウン蔵相は、Pre-Budget Reportにおいて、2005年度中におけるUK-REIT導入は延期し、再度のパブリック・コメント手続を行う予定であることを明らかにした<sup>19)</sup>。そこでは、税制の重要性を認識し、UK-REITを導入するかAIFの税制改正を行うことで対処するかについて、さらに議論を尽くすべきことが述べられていた。

そして、2005年3月に、2005年度予算（Budget 2005）の公表と併せて、英国財務省と内国歳入庁は、UK-REITに関する審議文書<sup>20)</sup>を、昨年公表の意見聴取文書に対するパブリック・コメントの結果を添えて公表した。この文書では、後述のように、UK-REIT導入のためはかなり具体的な提案が行われている。以下、2004年3月公表の意見聴取文書を紹介し、これと併せて2005年3月公表の審議文書を検討する。

16) Kate Baker, Review of Housing Supply: Securing our Future Housing Needs (Interim Report) (2003).

17) HM Treasury & Inland Revenue, Promoting more flexible investment in property (March 2004).

18) Inland Revenue, Technical Discussion Paper (July 2004).

19) Chancellor of the Exchequer, 2004 Pre-Budget Report (2004), at paras. 3.126 & 3.127.

20) HM Treasury & Inland Revenue, UK Real Estate Investment Trusts: a discussion paper (2005).

## 2 不動産投資ファンドに関する意見聴取文書の概要

### (1) 経済的背景<sup>21)</sup>

本文書では、はじめに、イギリス経済における不動産および不動産市場の状況が示される。まず、商業用不動産をみると、ロンドンのオフィス賃料は、世界の主要都市と比べても高額で、シティのオフィス賃料は、東京より高く、ウエスト・エンドは、フランクフルトやパリを抜いて世界一高額である。ところが、不動産への投資、特に生命保険や年金基金などによる不動産への機関投資は、1980年代初頭から下降傾向にある。居住用不動産をみると、イギリスは持ち家率が高く（70%）、民間の賃貸は小規模なものが中心である。民間賃貸部門は、高額高品質なものもあるが、劣悪な賃貸物件も多い。

このような状況を生んだ主たる要因は、不動産への間接投資媒体が未発達なためであるというのが、本文書の立場である。すなわち、不動産への直接投資では、分散投資が難しいため、小規模投資家のための選択肢が欠如してしまう。そのため、商業用不動産市場は大規模投資家が支配し、プレーヤーは少数であって、個別取引が主流のため、流動性が低い。また、不動産業者は、開発資金等を借り入れに頼らざるを得ず、高い比率のデット・ファイナンスが、経済の不安定要因を導いている。さらに、租税制度にゆがみがあって、不動産への投資方法によって課税に違いがあるため、投資効率等の比較も困難である。

これに対して、間接投資が促進されれば、規模の利益による効率化が可能となり、不動産のより効率的な利用も促される。つまり、イギリスの不動産及び不動産市場の非効率性を改善するには、不動産投資ファンド（Property Investment Fundという表現が使われている。以下、PIF）が有効であると考えられる。そこで、PIFに関して、つぎの4つの政策目標を掲げて、制度改正の方向が検討されている。政策目標は、第1に、商業用不動産及び居住用不動産への投資を、経済的安定性と市場の自由度を促進する方法を通じて、質的・量的に改善すること、第2に、安定した充分な規制に基づく広範な種類の貯蓄商品の利用を拡大すること、第3に、不動産部門の租税を公正なレベルに確保し、租税回避を防ぐことで、納税者を保護すること、そして第4に、借主のコスト削減、品質・供給改善、効率化等により、不動産市場の構造変化を支援すること、である。

### (2) 不動産投資ファンド（PIF）の構造<sup>22)</sup>

本文書では、PIFの構造について、具体的な提案はなされていず、具体化のための意見を求める段階にある。

まず、成功した不動産投資ヴィークルの特徴をまとめて、クローズド・エンドと上場、

---

21) HM Treasury & Inland Revenue, op. cit., supra note 17, at ch. 1.

22) HM Treasury & Inland Revenue, op. cit., supra note 17, at ch. 2.

そして内部管理 (internally managed)、つまり不動産投資ヴィークルが投資対象である不動産の管理も行う形態であると述べる。また、多くの国で採用された不動産投資ヴィークルが、高い割合での収益分配を強制し、借入や開発業務を制限していることを資料を挙げて説明する。イギリスの既存ヴィークルである認可ユニット・トラストとOEICの利用可能性にも言及している。その上で、構想される新たなPIFについて、不動産に投資しても持分に流動性を持たせるためにはどのような構造を取るべきか、上場を要求すべきか、不動産の管理方法を立法によって定めるべきか (外部委託を義務付けるべきか)、収益分配の最低要件を90%とすべきか、どの程度まで借入を許容すべきか、開発・投資活動に制限を設けるべきか、許容される不動産の定義をどのようにすべきか、不動産の最低保有期間規制を設けるべきか、設けるとすればどのくらいの期間とすべきか、そして、如何にすればPIFによって、全体として財務省の費用負担なしに、高品質の居住用不動産を供給することができるか、商業用不動産利用者の選択肢を広げられるか、等について意見が求められている。

### (3) 不動産投資ファンド (PIF) に関する課税<sup>23)</sup>

第一に、ヴィークル段階の課税をどうすべきかであるが、PIFが不動産管理業により受領する賃料収入 (rental income) には課税せず、賃料収入をすべて投資家に分配できるようにするために、2つの案が示されている。第1案は、PIFが投資家に対して行う賃料の分配を、法人税の課税対象所得を計算する際に控除しうる費用 (a deductible expense) として扱う方法であって、ユニット・トラストにおける利子の分配と同様の扱いである。投資家に分配しない賃料収入は、PIFの不動産所得として課税されることになる。第2案は、賃料収入の一部又は全部について、特別に課税を免除するものである。ヴィークル段階の課税をどのように行うべきであるか、また、高率での収益分配を要求すべきかについて意見が求められている。

つぎに、投資家段階での課税について、個人投資家、法人投資家、非居住者を分けて、検討が行われている。以下、投資家段階での扱いに関する検討を紹介する。

第1に、個人投資家の扱いであるが、不動産投資ファンドの投資家は、ファンドの形態が例えば会社であれば配当所得を得ることになると考えられる。これを不動産所得とみることはできないか、という提案が示される。認可ユニット・トラストの場合、認可ユニット・トラストの保有資産により、例えば、公社債投信であれば、分配を利子所得として扱う措置が認められるので、これとの対比から、不動産投資ファンドからの分配を不動産所得として扱うことを検討している。そして、不動産所得として扱うとすれば、どのような

23) HM Treasury & Inland Revenue, op. cit., supra note 17, at ch. 3.

問題が生じうるかについて、意見が求められている。なお、現在、イギリスにおける配当所得の課税制度は総合課税であって、イギリス非居住者または基本税率（22%）もしくは軽減税率（10%）適用のイギリス居住納税者については、追加的な課税は行われませんが、イギリス居住者で高税率（40%）適用の納税者には、32.5%の配当課税がなされている<sup>24)</sup> <sup>25)</sup>。

第2に、法人投資家の扱いであるが、内国会社の場合、配当として扱うとすれば、PIFからの収益は内国会社投資家において全額益金不算入とされ、さらに法人税を課されない<sup>26)</sup>。これに対して、個人投資家の場合と同様に、不動産所得として扱うとすれば、会社の利益に含まれて、法人税の課税対象となる。なお、外国会社の場合には、個人（非居住者）がイギリスの不動産に直接投資をする場合と同様とすることが適切かと述べられる。

そこで、第3に、イギリス非居住者の扱いであるが、現状では、イギリス非居住者のイギリス不動産からの収益は、所定の要件を充たせば総額で課税される。本文書では、非居住家主スキーム（the non-resident landlord scheme）のPIFへの適用が示唆されている。非居住家主スキームでは、不動産賃貸の仲介業者が、受け取った家賃収入について、経費を差し引いた後、基本税率である22%を掛けた金額を納税する方式がとられている<sup>27)</sup>。また、イギリス非居住投資家によるイギリス不動産の処分益については、キャピタル・ゲイン税を免除している<sup>28)</sup>。

ところで、仮に、PIFは実現したキャピタル・ゲインについての課税を免除されるが、キャピタルからの分配は認めないこととすると、PIFによるキャピタル・ゲインは、PIFの持分価値の増加に反映される。しかし、持分の売却によってイギリス非居住投資家を得る利益は、現行法と同様に、イギリスによる課税の域外におかれてしまう。他方、実現したキャピタル・ゲインの分配を不動産投資ファンドに要求するとすれば、それらは不動産からの収益とされる必要がある、というのが本文書の提案である。さもなければ、非居住者についての現行法上のキャピタル・ゲイン課税免除のために、各々の分配がキャピタル・ゲインからの分配か、収益からの分配かを区別して示すことを要求する、複雑な源泉ルールが必要になるからである。

この他、印紙税補完税（Stamp Duty Reserve Tax）や土地印紙税（Stamp Duty Land

---

24) 佐藤・前掲書（注1）283項、日本証券経済研究所『2005年度版図説イギリスの証券市場』160頁（日本証券経済研究所・2005）。

25) 所得税の税率区分につき、藤井大輔『欧米主要国における最近の税制改正の動向』財政金融統計月報624号7頁（2004）。

26) 法人間配当は全額益金不算入。佐藤・前掲書（注1）291頁、日本証券経済研究所・前掲書（注24）161頁。

27) Inland Revenue, The Non-resident Landlords Scheme, Guidance notes for letting agents and tenants (2003); Inland Revenue, Non-resident landlords, their agents and tenants, IR 140 (2004)。

28) 佐藤・前掲書（注1）299頁。

Tax)の適切なあり方、国際会計基準(IAS)の影響についても意見が求められ、制度改革に伴う経過措置と移行の費用、不動産投資に関する税制の改正とその集団投資ヴィークルへの影響についてもふれて、それぞれについて意見が求められている。

### 3 UK-REITに関する審議文書

#### (1) UK-REIT導入の政策上の根拠

2005年3月公表の審議文書では、従来のPIFという用語をやめて、UK-REITという表現が使われている。文書の冒頭において、UK-REITは、以下の点でイギリスの不動産投資市場を改善すると期待できると述べられているが、その論調には若干の変化がみられる<sup>29)</sup>。すなわち、第1に、現在の不動産投資ヴィークルに、さらに流動性を補完し、第2に、小規模投資家に、商業用不動産からのリターンを享受する機会を提供し、第3に、不動産会社の負債と自己資本をバランスさせることにより、不動産投資市場に安定をもたらし、第4に、会社がバランスシートから不動産資産を分離し、専門の会社に委ねる機会を提供し、第5に、民間および公共の賃貸分野において、プロフェッショナルリズムを通じて住宅供給市場を潜在的に改善し、第6に、新たに開発される賃貸住宅が販売されるルートを提供し、それによって住宅建設業者の住宅供給意欲を高めることが、掲げられている。昨年の文書と比べて、不動産市場の改善よりも不動産投資市場の改善が、一段と前面に出てきたようである。

そして、制度設計上の基本方針として、つぎの2点が確認されている。それは、イギリス不動産への異なる形態の直接投資又は間接投資から生ずるリターンが、広い意味において同様の方法で課税されることを確保することと、新たなヴィークルが全体的にみて財務省のコスト負担なしに導入されること、である。

#### (2) 構造上の特徴<sup>30)</sup>

まず、UK-REITの法的形態は、イギリス会社法に基づくクローズド・エンド型の会社法人、つまり株式会社であって、少数の株主によって株式を閉鎖的に所有される会社(閉鎖会社)ではないものが考えられている。換言すれば、UK-REITのために、特段の法形態を創設するような提案はなされていない。典型的には、インベストメント・トラストと同一ということになる。

つぎに、UK-REITの事業活動を制限するか否かという問題であるが、リング・フェンス(a ring fence)と呼ばれる事業収益の強制分離に、類似する方式の採用が提案されている。

29) HM Treasury & Inland Revenue, op. cit., supra note 20, at para. 2.5

30) HM Treasury & Inland Revenue, op. cit., supra note 20, at ch. 3.

リング・フェンスとは、収税促進のため、北海油田について北海油田事業の収益を他の事業収益から強制的に分離する方式である。UK-REITでは、①リートの不動産賃貸事業（the ring-fenced property letting business）と、②不動産賃貸業に付随する補助的サービスを含めて、その他の事業（the non ring-fenced business）とを分離する。①にいう不動産賃貸事業は、所得・法人税法（the Income and Corporation Taxes Act 1988）15条に基づき付表A（Schedule A）に列挙される利益（課税対象となる利益を生ずる賃料等（rents or receipts））及び海外不動産について同様の利益を生ずる事業とされる。

そして、①が主要な活動であることをUK-REITの要件とするために、総収益の最低75%が①から生ずること、総資産価値の最低75%が①のための不動産に関するものであること、付表Aの利益（及びこれに相当する海外不動産からの利益）のかなりの割合を生む不動産だけが①の範囲内のものとされること、並びに、適切な控除（deductions）及び資本控除（capital allowances）の適用後、①の純利益の最低95%を投資家に分配することを要求するものとしている。ただし、これらの点については、業界とさらに協議する予定である。さらに、UK-REITが①と②を行う場合には、両活動を支える経費と控除（allowances）は、正当かつ合理的な基礎に基づいて配分されなければならないこと、UK-REITは、総不動産資産価値の一定割合を超えて単一の不動産を保有することなしに、複数の不動産を保有できることを要求し、UK-REITが、上述のルールに従えば、世界中のいかなるタイプの不動産にも投資できるものとするとしている。「世界中のいかなるタイプの不動産にも」となると、イギリスの不動産市場の改善という政策目標から、かなり距離があるように思われる。追加的なルールがさらに必要であるかも、今後検討される。

第3に、UK-REITに上場要件を課すかについては、賛成・反対の両論を記載した上、さらに検討するとしている。賛成意見によれば、上場によって、投資家に配慮した適切な上場基準の適用、情報開示、市場による審査がなされると、そのメリットが強調されるが、これに対し、反対意見は、その分コンプライアンス・コストが高くなり、小規模会社の参入障壁として働くおそれがあること、住宅供給市場の構造をみると上場会社はわずかであること等を理由として反対している。

第4に、その他の制限を課すか否かについて、なるべく規制を加えない方向が示されている。すなわち、すべての納税者にとって公正な体系を維持するとともに、柔軟な方針をとって必要な規制を最小限に抑えることが、UK-REIT市場の成功に不可欠であって、国際不動産投資におけるイギリスの立場を強化することに繋がる、と述べる。具体的には、第1に、ヴィークルの管理構造は特段の定めをおかず、市場に決定を委ねること、第2に、不動産の開発（property development）についても、一定の開発活動は禁止せず、前記②の範囲内で限定的な開発活動に従事することを認めること、第3に、不動産の種類（types of property）について、UK-REITの保有不動産から特段の除外規定を設けないこと（ただ

し、REITの活動は伝統的な不動産投資を反映するものとし、純粹の金融取引の代替ではないこと)、第4に、REITに特段の家主要件 (landlord requirement) を課さないこと、第5に、資産保有期間について制限を課さないことが、明示的に示されている。「国際不動産投資におけるイギリスの立場」を強化するため、規制を最小限に抑えるという表現に、UK-REIT導入の議論が、グローバルな不動産投資市場の動向を強く意識してなされていることを伺わせる。

### (3) 課税上の取扱い<sup>31)</sup>

課税上の取扱いについても、つぎのような具体的な案が示されているが、なお修正の可能性もあるとされており、依然として流動的である。

まず、ヴィークル段階での課税をどのように行うかであるが、前記①のリートの不動産賃貸事業からの収益については法人税を免除し、②のその他の事業からの収益は法人税の課税対象とする、という案が示されている。①事業のために保有する不動産の売却益についても、法人税を免除するが、不動産の取引や開発その他の活動から生ずる利益 (profits) は、②の事業によるものであり、法人税の課税対象となる。①の事業から生ずる損失を、UK-REITの他の活動から生ずる利益と通算することは認めず、②の事業から生ずる損失を①の事業から生ずる利益と通算することも認めない。昨年の文書で示された第1案、つまり、リートの不動産賃貸業からの収益のうち、投資家に分配した分についてはヴィークル段階の課税所得の計算に当たり、控除しうる費用とするという案は、ここでは取り上げられていない。パス・スルーを認める案である。パブリック・コメントの結果を見ると、投資家に分配された賃料収入について費用としての控除を認める方式 (第1案) と特別の免除を認める方式 (第2案) の双方に対して、その長所と問題点が指摘され、いずれか一方又は両者の折衷案を支持する見解とで意見が分かれていたようである<sup>32)</sup>。いずれにしても、このようなパス・スルーを認める課税制度がもし実現すれば、かなり特徴的なものとなる。

なお、土地印紙税 (Stamp Duty Land Tax) は、不動産資産の取得についての通常税率とするものとされている。

つぎに、投資家段階での課税であるが、個人投資家については、個人投資家が受けるUK-REITからの分配を2つに分けて、①の事業からの収益の分配は、個人投資家の不動産所得 (property income) とする。そして、基本税率 (22%) が適用される納税者については、コンプライアンス費用の最小化のため、当該分配は所得税 (22%) を源泉徴収し

31) HM Treasury & Inland Revenue, op. cit., supra note 20, at ch. 4.

32) HM Treasury & Inland Revenue, op. cit., supra note 20, at paras. A.33 & A.34.

て (under deduction of income tax)、支払う。他方、②事業からの収益の分配は、通常の配当所得として課税される。法人投資家については、①の事業からの収益の分配は、不動産所得として通常の課税対象利益となり、②事業からの収益の分配は、やはり通常の配当として扱うものとする。以上によれば、UK-REITでは、不動産の売却益についても、ヴィークル段階の課税が免除され、そのまま投資家に分配することが可能である。

なお、資本控除 (capital allowance) は、投資家段階では適用されない。印紙税補完税 (Stamp Duty Reserve Tax) は、株式取引についての通常の税率<sup>33)</sup> が適用される。

もっとも、課税に関連して、つぎのようないくつかの問題点があることも指摘されており、上述の案がそのまま立法化されるか予断を許さないところである。まず第1に、国際課税に関わる問題がある。UK-REITは、二重課税条約 (Double Taxation Agreements) (以下、DTAs) およびヨーロッパ法に服することになり、UK-REITの利用は、内国会社 (UK resident companies) に限定されない。そこで、①の事業からの収益分配は、イギリス居住投資家 (UK resident investors) については不動産所得とされるとしても、イギリス非居住の投資家がこれを受け取ると、OECDモデル条約との関係で、これは不動産所得ではなく<sup>34)</sup>、通常の配当<sup>35)</sup> とされる。

しかも、DTAsの義務により、イギリスは、外国会社 (non-resident companies) に対して、イギリス非居住株主に分配する配当について、イギリスの税の源泉徴収 (withhold) を要求することはできない。外国会社が、ヴィークル段階で税を支払わないとすれば、イギリス財務省は、この形態で保有されるイギリスの不動産から生ずる賃貸収益について、租税の徴収ができなくなる。また、イギリス内国会社のイギリス非居住株主については、配当に適用される源泉課税 (withholding tax) の最高限度は、DTAsによって定められる。イギリスと他国間の租税条約の大半において、これは15%であって、非居住家主スキーム (the Non-Resident Landlords Scheme) の下での不動産投資の現在の扱いである22%より低率である。加えて若干の締約国は、株式保有割合によって、配当の源泉課税をより低いレートに引き下げている。そのため、非居住投資家の不動産への直接投資と間接投資とを課税上同様に扱うことは困難であるといわざるを得ないことになる。

代案として、ヴィークル段階での課税を維持しつつ①の収益について22% (個人の基本税率) の軽減税率を適用することとし、投資家段階では、すべて通常の配当として扱うことも考えられるとするが、さらに意見聴取が行われる予定である。

課税に関連してつぎに問題となるのは、借入制限を課すか否かである。本文書では、不要説と必要説の両論が併記されている。不要説は、良識ある借入レベルは市場が決定すべ

33) 現在の税率は0.5%。日本証券経済研究所・前掲書 (注24) 156頁。

34) The OECD model tax convention, Article 6 'Immovable property'.

35) The OECD model tax convention, Article 10 'Dividends'.



き事項であること、他国のREITの借入率は、伝統的不動産会社より低いこと、法規制がなくても低い借入率を実現できることを理由とする。これに対し、必要説は、借入率は租税に対する直接的な影響が大きいこと、意図的な借入増により、利子と収益を使い分けて課税上最も効率的なポジションを達成できてしまうことから、規制が必要であると説く。一案として、UK-REITの借入額を、収益に対する支払利率や自己資本比率で制限する案も示されているが、さらに意見聴取が必要であるとして、借入を合理的なレベルに押さえ、課税回避のために濫用させない措置は、どのようなものがよいか、上場を要求することがリスクを最小にするために必要かについて、意見が求められている。

第3に、企業グループの扱いも問題である。UK-REITを企業グループ内の子会社で営む場合に生ずる問題点として、第1に、UK-REITの枠組みは、子会社単体に適用すべきか、それともグループ全体に適用すべきか、第2に、租税徴収の時期、並びに、UK-REITによる賃貸収益の受領と、グループ外の投資家への収益の分配との間に生ずる遅延（時差）に関する問題、第3に、既存の企業グループのUK-REITへの組織再編及び資産移転に基づく再編に対する課税について、さらに意見が求められている。

なお、集団投資スキームに関する規制の変更に対応した税制改正の必要性も、確認されている。

## VI むすびに代えて

以上のように、イギリス政府は、UK-REIT導入のために特別の法形態を創設することはせず、これを通常の株式会社として、税制上の手当をすることで対処しようという方針である。このような対処が可能であるのは、イギリス会社法が株式会社の機関構造についてきわめて柔軟な規制を採用し、定款自治に委ねる比重が高いことも寄与している。会社法が要求する機関は、株主総会と取締役（公開会社では2名以上）だけであって、その他の取締役会等の機関については、会社法は設置した場合の扱いを定め、モデル定款を示すだけである。そのため、集団投資のヴィークルとして会社法上の株式会社を使うことに、さしたる問題はないものと思われる。インベストメント・トラストの存在がそれを証明している。むしろ、問題となるのは、金融サービス市場法上の投資勧誘規制であろうが、この点もIVでみたように、見直しの方向で検討されており、その内容はわが国の勧誘規制を考える上でも示唆に富むものである。UK-REITの動向と併せて、その帰趨が注目される場所である。また、構想のような税制改正を伴うUK-REITが実現するとすれば、その暁には、他の集団投資スキーム、すなわち、認可ユニット・トラストやOEICに対する課税の場合にも同様の扱いを認めるのかという問題が、とりわけ不動産を投資対象とする場合について顕在化しよう。

いずれにしても審議文書では、次のステップとして、政府は、ワーキング・グループを設置して、さらに問題点を検討するとともに業界代表との意見交換を行い、2005年度後半には、その結果を報告書にまとめて公表すること、そして、法案についてのパブリック・コメント手続を経て、2006年度のFinance BillにおいてUK-REITの立法化をめざすことが述べられている<sup>36)</sup>。不動産に対する直接投資と間接投資をできる限り同一の方法で課税する、という基本方針に立ったパス・スルーが、本当に実現するのか、引き続き立法化の行方を注目していきたいと思う。

---

36) HM Treasury & Inland Revenue, *op. cit.*, supra note 20, at ch. 5.

2005年9月に筆者がケンブリッジ大学不動産経済研究所 (University of Cambridge, Department of Land Economy) で行った聴き取り調査において、John L. Glascock教授は、法律の成立が2007年度になるとの見通しを述べられていた。