

研究成果報告書

高齢富裕層による新たな資産運用手法と金融サービス諸法

(課題番号 17530079)

平成17年度～平成18年度科学研究費補助金(基盤研究(C)) 研究成果報告書

平成20年 5月

研究代表者 川島 いづみ
(早稲田大学・社会科学総合学術院・教授)

は し が き

本研究は、少子高齢化社会の進展を背景に、高齢富裕層を対象とする新たな資産運用手法やミドル・リスクの投資商品への関心が高まっていることに対応して、そのような資産運用手法や投資商品の開発・販売について、証券市場法制と税制の観点から、英米法との比較法的考察に基礎を置いた研究を行うことを目的とした。

英米における発行市場規制や勧誘規制については、アメリカの連邦証券法制の研究を中心として、すでにかかなりの先行研究が存在する。そこで、本研究では、イギリスの金融サービス市場法とアメリカの連邦証券諸法について、富裕層を対象とする投資ファンド等の規制や投資勧誘規制がどのように行われているかという視点から、比較法的な考察を行い、わが国の法制との相違を検証した。また、投資商品の開発という点では、実務上税制の影響が大きいところから、不動産投資信託（REIT）の課税上の扱いを中心に、こうした投資商品に対する税制の影響を研究した。

本報告書は、このような観点から、第1部においては、投資勧誘・販売規制を含めた発行市場規制において、富裕層等の投資家がどのように扱われているかを、英米の法制について考察するとともに、平成18年の証券取引法改正後の法律（金融商品取引法）について、これに関連する問題点を検討している。また、第2部として、ミドル・リスクの富裕層向けの投資商品となりうる不動産投資信託について、イギリスを中心に税制面から検討をまとめた研究分担者の講演録を添付し、税制上の考察としている。

研 究 組 織

研究代表者 : 川島 いづみ（早稲田大学・社会科学総合学術院・教授）

研究分担者 : 岩崎 政明（横浜国立大学・国際社会科学研究所・教授）

交付決定額（分配額）

（金額単位：千円）

	直接経費	間接経費	合計
平成17年度	1,800	0	1,800
平成18年度	1,300	0	1,300
総計	3,100	0	3,100

第 1 部 富裕層向け投資商品に関する証券市場規制

－英米における投資勧誘規制と投資家の区分－

I はじめに

平成 18 年に内容を一新した金融商品取引法（証券取引法の名称変更後の法律）（以下、条文の引用については金商法と省略する。）は、適切な利用者保護とリスク・キャピタル供給の円滑化を両立させる必要性を勘案し、投資家を一般投資家と特定投資家（プロ投資家）に分けて、行為規制を区分して適用するという規制手法を導入した。金融商品取引業者等が一般投資家との間で取引を行う場合等には、投資者保護のための十分な行為規制が適用される一方、顧客が特定投資家である場合には、情報格差の是正を目的とする行為規制の適用を除外することとしたのである¹。投資家は、特定投資家と一般投資家という 2 類型ではなく、選択によって他方に移行できるか否かにより、中間層を加えた 4 類型に区分される。このように、投資家をプロ投資家と一般投資家に分け、選択によっていずれかに移行できる中間層を設ける方式は、EU の投資サービス指令に倣ったものである。

特定投資家とは、適格機関投資家、国、日本銀行および投資者保護基金その他の内閣府令で定める者とされる（金商法 2 条 31 項）。この適格機関投資家について、金融商品取引法は、その範囲を大幅に拡大し、金融機関などの従来 of 適格機関投資家に加えて、富裕な個人も、届出によって適格機関投資家となりうるものとした。このように、個人も適格機関投資家となりうるとしたのは、従来に見られない取扱いであって、大きな転換といえることができる。富裕な個人・法人について、特別な投資家として、証券規制の一部を適用除外とする規制手法は、英米の証券諸法に由来からみられたものであるが、英米における制度と今回の金融商品取引法が導入した制度とは、必ずしも同様のものではない。

本稿は、イギリスおよびアメリカの証券規制において、投資物件ないしは証券の勧誘・販売に関して、富裕な投資家等がどのように扱われているかを検討することを主たる目的とする。そして、金融商品取引法との相違を整理し、金融商品取引法の問題点について示唆を得ることができればと考える次第である。

II イギリスにおける勧誘規制と投資家の区分

1 勧誘禁止の原則

連合王国（以下、単にイギリスという）における投資商品の勧誘については、2000 年金

¹ 詳細は、松本圭介＝池田和世＝堀弘「金融商品取引法の行為規制と投資者区分」商事法務 1816 号（2007 年）18 頁以下、松尾直彦＝松本圭介編著『実務論点 金融商品取引法』（金

融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000, c.8) (以下、金融サービス市場法という。条文の引用については FSMA と省略する。) と、同法に基づく財務省 (HM Treasury) の省令、および、金融サービス機構 (Financial Services Authority) (以下、FSA という。) の規則 によって、規制の体系が構築されている²。

金融サービス市場法 21 条は、原則として、何人についても、業務の過程において、投資活動への勧誘または誘引のためにコミュニケーションを行うこと (communicate an invitation or inducement to engage in investment activity) を禁止し、同法に基づく認可業者 (authorized person) による勧誘等の場合、または、認可業者によってコミュニケーションの内容が承認される場合について、例外的にこの禁止が解除されることとしている (FSAM21 条 1 項 2 項)。そして、同条 5 項に基づき、財務省の定める投資勧誘令 (the Financial Promotion Order / the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005)³ (以下、条文の引用について FPO と省略する。) が、このような勧誘禁止規定の適用が除外される場合について規定を設ける、という構造が採られている。また、集団投資スキームについては、後述のように、別段の勧誘規制が設けられている。

金融サービス市場法は、上述のように、情報伝達手段の如何に左右されない「コミュニケーション」という用語を用いている。コミュニケーションには、コミュニケーションをとるために行われる行為も含まれる (FSMA21 条(13)項)。コミュニケーションは、「現時のコミュニケーション」 (real time communication) と「異時的コミュニケーション」 (non-real time communication) とに区分され、さらに前者は、「招請されたもの」 (solicited) と「不招請のもの」 (unsolicited) に区分される。そして、適用除外の対象となるコミュニケーションを、さらにこのような区分によって限定するという規制手法が採られている⁴。

勧誘禁止原則の違反には、刑事罰として、罰金または 2 年以下の懲役が科され (FSMA23 条)、加えて、違法なコミュニケーションによる勧誘の結果、投資家が規制対象となる契約を顧客として締結した場合、当該契約はその者に対して効力を有さず、当該投資家は、支払った金銭の返還や損害賠償を求める権利を有するとされている (FSMA 30 条)。また、FSA は、勧誘規制の違反を未然に防ぐための権限や、違反による利益の吐き出しと損害賠償を命ずる権限を有している (FSMA 380 条・382 条)⁵。

なお、金融サービス市場法に基づく金融資本市場規制の基本姿勢として、プリンシプル・ベースということが強調されている点にも留意すべきであろう。FSA の構築する規制体系もプリンシプル・ベースで形作られており、たとえば、FSA の定める認可業者の業務規制のはじめには、業務原則 (Principles for Business) が設けられている。

融財政事情研究会、2008 年) 180 頁以下。

² 最近までのイギリスにおける投資勧誘販売規制と顧客区分の詳細については、青木浩子「英国における投資勧誘販売上の顧客区分 (上・下)」証券経済研究 53 号・同 54 号 (2006 年) 19 頁以下。

³ SI 2005/1592

⁴ 金融サービス市場法にける勧誘規制の概要については、楠本くに代「2000 年金融サービス市場法における金融プロモーション・レジームの法的枠組み」イギリス資本市場研究会編『イギリスの金融規制』(日本証券経済研究所、2006 年) 63 頁以下。

⁵ 金融サービス市場法による規制の概要については、上村達男＝神田秀樹＝犬飼重仁編著『金融サービス市場法制のグランドデザイン』(東洋経済新報社、2007 年) 210 頁以下。

2 勧誘禁止原則の適用除外

(1) コミュニケーションの形態と適用除外

非認可業者 (unauthorized person) が、認可業者の承認を得ることなく、勧誘をしようとする場合、利用しうる勧誘規制の適用除外は、数多く存在する。利用しうるか否かは、コミュニケーションの形態によって異なるが、すべての規制対象行為 (controlled activities)⁶ に適用がある適用除外には、次のものがある。

(i) 海外の受け手に対するコミュニケーション

(ii) 爾後のコミュニケーション (follow-up communications)、および、

(iii) 投資の専門家 (investment professionals) であると合理的に考えられる者のみに対してみなされ、または、その者のみを名宛人としてなされるコミュニケーション (FPO19条)、である。

このうち、投資の専門家とは、(a) 認可業者、(b) 当該コミュニケーションが関係する規制対象行為がその者の規制業務 (regulated activity) である免除業者 (exempted person)、(c) 日常業務において、当該コミュニケーションが関係する規制対象行為に、業務として携わるその他の者、または、そのように合理的に考えられる者、(d) 政府、地方自治体もしくは国際機関、(e) (a)~(d) に該当する者の取締役、役員もしくは従業員である者、とされる (FPO19条(5)項)。

なお、勧誘制限は、一回限りのコミュニケーション (one-off communications) には適用がない。この適用除外は、異時的コミュニケーション、もしくは、招請による現時のコミュニケーションのいずれか、または、受け手についての追加的条件が満たされれば、すなわち、受け手がコミュニケーションを期待しかつ投資のリスクを理解すると合理的に信じられる者である場合には、不招請の現時のコミュニケーションについても、認められる。

金融商品勧誘令には、コミュニケーションが一回限りと扱われるためのセーフ・ハーバール規定が定められている (FPO 28条(2)項(3)項)。

(2) 富裕な投資家

富裕な投資家についての適用除外には、富裕な個人投資家に関するものと富裕な法人に関するものの2つがある。

第1に、勧誘制限は、富裕な個人 (high net worth individuals) については適用を除外される。この適用除外は、投資家を募る会社が、富裕な“事業エンジェル”に働きかけることを容易にするために、採用されたものであり、投資勧誘令48条に規定されている。同条によれば、この適用除外は、個人に対する異時的なコミュニケーションおよび招請された現時のコミュニケーションに適用され、投資家の自己認証書 (self-certification) に依拠し、勧誘を行う者が「健全な注意喚起」 (healthy warning) を行わなければならないとされる。

この制度については、2年間の検討の後に、2005年に金融商品勧誘令等が改正され、従来のように、投資家に対して、会計士や従業員のような第三者から、この適用除外に該当

⁶ 規制対象行為については、FSMA21条(9)項に定義規定が置かれている。

することの証明 (certificate of high net worth) を得ることを要求する要件が削除された⁷。

改正の結果として、認証による富裕な個人投資家とは、コミュニケーションがなされた日の直近 12 カ月以内に、投資勧誘令附則 5 の第 1 部に定める書面 (Statement for Certified High Net Worth Individual) に署名した個人であると定義され (FPO48 条(2)項)、当該書面には、当該者が以下のいずれかの項目の少なくとも 1 つに該当する故に、認証による富裕な個人投資家である旨が記載されている。その項目とは、(a)直近の年収が 10 万ポンド以上であること、(b)直近の年度を通じて、25 万ポンド以上の価値の資産 (居住用の資産、ローンのある資産、年金などは除かれる。) を有すること、である。

自己認証制度の影響もあり、富裕な個人に関する適用除外は、主として、非上場会社の株式・社債と、主として非上場会社の株式に投資する集団投資スキームのユニットの勧誘のみに、限定されている。詳しく述べれば、当該コミュニケーションが次の投資物件のいずれかに関するものである場合に限られる (FPO48 条(8)項)。すなわち、

- (a) 非上場会社の株式であって、投資勧誘令附則 1 第 14 条に包含される投資物件、
- (b) 非上場会社の負債を表章する投資物件であって、投資勧誘令附則 1 第 15 条に包含される投資物件、
- (c) 前記(a)号もしくは(b)号の投資物件に関する権利または権限を与える、投資勧誘令附則 1 第 17 条もしくは第 18 条に包含される投資物件、
- (d) 前記(a)号もしくは(b)号の投資物件に専らまたは主として投資する集団投資スキームのユニット、
- (e) 前記(a)号、(b)号もしくは(c)号の投資物件のコール・オプションまたはプット・オプションであって、金融商品勧誘令附則 1 第 21 条に包含される投資物件、
- (f) 前記(a)号、(b)号もしくは(c)号の投資物件の売却のための契約に基づく権利であって、投資勧誘令附則 1 第 22 条に包含される投資物件、または、
- (g) 前記(a)号、(b)号もしくは(c)号の投資物件に関する契約、または、その価値もしくは価額の変動に関する契約であって、投資勧誘令附則 1 第 23 条に包含される投資物件、である。

いずれについても、投資家が追加的な支払義務や拠出義務を負わないという条件に基づく投資物件に限定されている。ハイリスクな投資物件を除外する趣旨と思われる。

第 2 に、富裕な法人・団体 (high net worth companies, unincorporated associations etc.) についても、勧誘制限の適用が除外される。対象となるのは、(a) 法人については、20 名以上の構成員を擁する場合は、払込済み資本または純資産価額が 50 万ポンド以上、その他の法人については、払込済み資本または純資産価額が 500 万ポンド以上、(b) 法人格のない団体またはパートナーシップについては、純資産価額が 500 万ポンド以上、(c) 高額信託 (a high value trust) の受託者、(d) (a)~(c)に該当する者(B)の取締役、役員もしくは従業員として行為する者(A)であって、B のために投資活動に携わる権限を有する者、等が該当する (FPO49 条(2)項)。上記(c)で掲げられている高額信託とは、信託資産の一部であ

⁷ 改正の経緯については、HM Treasury, *Informal capital raising and high net worth and sophisticated investors: A consultation document on proposed changes to the Financial Promotion Order (2004)*; HM Treasury, *Informal capital raising and high net worth and sophisticated investors: Changes to the Financial Promotion Order Government response (2004)*.

る現金および投資物件の総額が、現在 1000 万ポンド以上であるか、または、最初に当該コミュニケーションがなされた日に先立つ年度を通じて、1000 万ポンド以上である信託をいうとされる。

(3) 自衛能力ある投資家

一定の自衛能力ある投資家 (sophisticated investors) に対してなされるコミュニケーションについても、金融サービス市場法の勧誘規制に対する適用除外が設けられている。自衛能力ある投資家については、認可業者の署名した認証書によるものと、自己認証によるものの2つがある。

前者の自衛能力ある投資家とされるには、当該投資家が特定の種類の投資に伴うリスクを理解する十分な知識を有する旨が記載され、認可業者が署名した認証書 (current certificate) を有しなければならない。コミュニケーション自体にも、様々なリスクに関する注意喚起と責任を負わない旨の情報伝達 (various risk warnings and disclaimers) を伴わなければならないとされる (FPO 50 条)。なお、認証書は、その認可業者の署名の日および作成日付が、コミュニケーションのなされた日の3年以上前であってはならない (FPO50 条(4)項)。

さらに、この適用除外のためには、コミュニケーションにおいて、次のことを示さなければならないとされている。

- (a) 自衛能力ある認証投資家に対するものであることを理由に、投資活動への勧誘等に関するコミュニケーションの一般的な制限 (FSMA21 条の規制) が適用されないこと、
- (b) 個人が自衛能力ある認証投資家とされるために満たすべき要件、
- (c) 当該コミュニケーションの内容が認可業者によって承認されていないことと、および、そのような承認が、適用除外規定が適用される場合を除いて、金融サービス市場法 21 条によって要求されていること
- (d) 投資活動に携わるために当該コミュニケーションに依拠することは、財産のすべてを失い、あるいは、追加的な責任を負担する重大な危険を個人に負わせるおそれがあること、ならびに、
- (e) 当該コミュニケーションが関わる投資に何らかの疑問を抱くときは、問題となる種類の投資について助言することを専門とする認可業者に相談すべきこと、である (FPO50 条(3)項)。

これに加えて、新たに自己認証による自衛能力ある投資家 (self-certified sophisticated investors) の制度が、法改正によって導入されている⁸。これは、自己認証と健全な注意喚起に基礎を置くもので、従来のように、投資家が認可業者から認証を取得するという要件がなくなり、自己認証によって自衛能力ある投資家としての扱いを受けることができる。自衛能力ある自己認証投資家とは、投資勧誘に関するコミュニケーションがなされる日の前 12 カ月以内に、投資勧誘令附則 5 第 2 部を遵守した書類に自ら署名した個人であるとされる (FPO50A 条(1)項)。この投資家について勧誘制限の適用が除外されるためには、当該コミュニケーションにおいて所定の注意喚起を行うことが、その時期や方法も含めて、

⁸ 改正の趣旨については、HM Treasury, supra note 6.

具体的に定められており（FPO50A条(4)項(5)項(6)項）、また、自衛力ある自己認証投資家に対するものであることを理由に、一般的な勧誘制限（FSMA21条の規制）が適用されないことや、自衛能力ある自己認証投資家となるために満たすべき要件などを示さなければならぬとされる（FPO50A条(7)項）。

前述の富裕な個人投資家の場合とは異なり、この新しい自己認証投資家の適用除外は、既存の自衛能力ある投資家の適用除外に代わるものではなく、その適用対象となる投資物件（investments）の種類がより限定されて、追加されたものである。自衛能力ある自己認証投資家に対するコミュニケーションについて、一般的な勧誘制限の適用が除外されるのは、当該コミュニケーションが所定の投資物件のいずれかに関するものである場合に限られる（FPO50A条(3)項(b)号(8)項）。限定の内容は、富裕な個人投資家の場合と同様で、非上場会社の株式・社債か、主として非上場会社の株式等に投資する集団投資スキームのユニットである。いずれについても、投資家が追加的な支払義務や拠出義務を負わないという条件に基づく投資物件に限定されており、同様に、ハイリスクな投資物件を除外する趣旨と思われる。

3 集団投資スキームの勧誘規制

(1) 総説

イギリスでは、沿革的な経緯などもあり、集団投資スキーム（collective investment schemes）（以下、単に CISs という）の勧誘・販売については、以下に見るような別個の、より厳格な規制が設けられている⁹。

まず、金融サービス市場法 238 条が、同法に基づく認可業者によるイギリスでの CISs の勧誘を、原則として一般的に禁止し、その上で、規制 CISs（regulated collective investment schemes）について、勧誘禁止規定の適用を除外する、という枠組みを設けている。規制 CISs には、認可ユニット・トラスト等の FSA が認可したスキームと EU 加盟国の認可ファンドが含まれる。これらは一般投資家に対して勧誘・販売されることを想定して規制が設けられている投資ファンド（認可ファンド）とすることができる。ただし、近年の制度改革によって、認可ファンドであって、一般投資家を対象としない CISs が、導入されている。これは、適格投資家スキーム（qualified investors scheme; QISs）¹⁰と呼ばれ、後述の FSA のハンドブックでは、勧誘について非規制 CISs と同様に扱われている。QISs は、一般よりは限定された自衛能力のある投資家等を対象とする投資商品である。

非規制 CISs についても、財務省規則または FSA の規則によって適用除外が提供される。このように、金融サービス市場法 238 条は、認可業者についての勧誘禁止を規定しており、非認可業者についての規定にはなっていない。非認可業者による勧誘については、一般的に、先に見た同法 21 条によって規制される。

ここでは認可業者について概観し、非認可業者については、後に若干言及することにする。認可業者は、一般的に、投資商品の勧誘・販売のためにコミュニケーションをしよう

⁹ イギリスの集団投資スキームの規制構造については、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）1 頁以下。

¹⁰ 適格投資家スキーム（QISs）は、限定された投資家向けの認可集団投資スキームとして、2004 年から導入されている。参照、FSA, CP185

とする場合、または、その承認をしようとする場合に、投資勧誘令の下で適用除外となるためには、FSA のハンドブックに定める規則を遵守しなければならない。他方で、非規制 CISs については、認可業者は、原則として、投資商品の勧誘についてコミュニケーションすることも (FSMA 238 条)、それに関する承認をすることも (FSMA240 条) 禁止されている。この禁止の違反については、損害を受けた者による訴訟が可能である (FSMA150 条)。加えて、FSA の規則により認可業者に対する厳しい規則がある。ただし、これらの禁止には、2つのタイプの適用除外が設けられている。

(2) 集団投資スキーム勧誘令に基づく適用除外

集団投資スキームの勧誘 (適用除外) 命令 (the Promotion of Collective Investment Scheme (Exemptions) Order) ¹¹ (以下、集団投資スキーム勧誘令) は、個人について、投資商品の勧誘を受けることのできる一定の種類投資家を規定している。最も利用される適用除外は、この場合についても、富裕な投資家と自衛能力ある投資家である。富裕な投資家は、個人の年収または資産の客観的な基準によるものであり、自衛能力ある投資家は、一定の種類投資に伴う危険を当該個人が認識していると主観的に判断することによるものである。ただし、2つの適用除外には重要な違いがある。富裕な個人投資家の適用除外は、非上場会社にもつばらもしくは主として投資するファンドの勧誘・販売に適用が限定されている。他方、自衛能力ある投資家についての適用除外には、ファンドのタイプによる限定は設けられていない。

集団投資スキーム勧誘令の下での適用除外は、大まかにいえば、投資勧誘令の下での主たる適用除外と類似している。投資勧誘令 19 条に定める投資の専門家、集団投資スキーム勧誘令 14 条の定める投資の専門家 (investment professionals) と類似しており、投資勧誘令 28 条および 28A 条の定める一回限りのコミュニケーションは、集団投資スキーム勧誘令 15 条の定めと類似している。自衛力ある投資家について定める投資勧誘令 50 条および 50A 条と集団投資スキーム勧誘令 21 条も、ほぼ類似した規定である。ただし、次のような違いも存在する。たとえば、富裕な個人投資家については、集団投資スキーム勧誘令 21 条と金融商品勧誘令 48 条に規定があり、いずれも自己認証によって富裕な個人投資家である旨の記載のある書面に署名することによって自ら適用除外を受ける制度である。当該個人投資家が署名すべき書面の記載については、21 条の要求の方が厳密である。また、コミュニケーションに伴う責任を負わない旨の記載等の要件は著しく異なっている。

(3) FSA の規則

FSA の採用する規則は、集団投資スキーム勧誘令の適用除外よりさらに制限的である。FSA のハンドブックと呼ばれる規則集の業務行為規制 (COB) の中で、最も利用されるとされる適用除外の類型には、次のものが含まれている (COBs 5.9.1R(4))。

(a) 認可業者は、直近 30 ヶ月間に、非規制 CISs に参加した者に対して、次のいずれかを勧誘することができる。

(i) 当該スキーム、

¹¹ SI 2001/1060, amended by SI 2002/1310, SI 2002/2157, SI 2003/2067, SI 2005/270.

- (ii) 基となる財産と危険の内容が当該スキームと実質的に類似する他のスキーム、
 - (iii) 当該スキームの資産を吸収するスキーム、または、
 - (iv) 当該スキームの清算に当たり現金の代替として運用者 (operator) によってそのユニットが提供されたスキーム、
- (b) 認可業者は、非規制 CISs を、スキームへの投資が適合することを確認するために会社が合理的な手続を採った者であって、会社の顧客として確立したまたは新たに受け入れた者に対して、勧誘することができる。
- (c) 非規制 CISs は、適格性のある相手方 (an eligible counterparty) または専門家である顧客に対して勧誘することができる。

顧客には、3つのカテゴリーがあり、(a) リテール顧客、(b) 専門家顧客 (professional clients)、および、(c) 適格性のある相手方 (counterpart)、に区分される。顧客が該当するカテゴリーは、認可業者が顧客に対して負担する義務の範囲を決定する。たとえば、認可業者は、リテール顧客に事業条件を書面によって提供しなければならない。これには、当該業者が顧客に提供している金融サービスを記載する他、FSA ハンドブックが要求する一定の規定を盛り込まなければならない。COB 規則では、リテール顧客と分類される個人投資家も、個人顧客として享受できる権利の詳細についての記載を含む、オプト・アウトの通知を認可業者から受領すれば、専門家顧客となることを選択することができる。認可業者は、リテール顧客に対しては、投資の勧誘に先立って、アドバイスを与える場合には、投資が当該顧客に適合すること (suitable for) を、また、アドバイスを与えない場合でも、投資が当該顧客にとって適切であること (appropriate for him) を、それぞれ確認する義務を負う。専門家顧客であっても、認可業者はなお、適合性や適切性の評価を行わなければならないとされるが、しかし、当該顧客が要求されるレベルの知識と経験を有することを確認することができる。顧客は、あまり保護を提供されない顧客カテゴリーへの移動の結果として、個人顧客には勧誘できない、私的投資ファンドのような投資商品の販売を受けることができる。このような規制方法は、EU の投資サービス指令 (MiFID) に従って、採用されたものである。

(4) 非認可業者 (unauthorized person)

イギリスにおいて、非規制 CISs が、たとえば、投資ファンドの無限責任組員 (general partner) や運用担当者 (investment manager) のような非認可業者によって販売される場合、関係するコミュニケーションは認可業者によって承認されなければならないか、あるいは、金融サービス市場法や金融商品勧誘令の定める適用除外に該当しなければならない。認可業者による承認が得られたときは、非認可業者は認可業者と同様に、CISs の勧誘・販売を行わなければならない。

実務的には、非認可業者の一定の行動が、投資のためのアレンジとして分類されるおそれのあることが懸念されている。投資のためのアレンジ (arranging deals in investment) は、規制される活動であり、適用除外に該当しない限り、認可業者しか従事できない。引受の申込みを受け、金銭を受領し、投資家に確認証を提供するような行為は、問題を生じやす

いと指摘されている¹²。逆に言えば、それだけ規制が包括的であって、漏れる範囲が少ないということになる。

(5) 残る問題

イギリスにおいては、投資ファンドのピークルとして会社形態を採用する場合に、オープン・エンドとするかクローズド・エンドとするかによって、FSAの規制方法が著しく異なっている。オープン・エンドの会社型ファンドは、集団投資スキームの定義に当てはまり、その運用はFSAの認可を必要とする規制業務 (regulated activity) となる。対照的に、クローズド・エンドの投資会社は、会社法の適用される通常の会社の範疇に含まれるため、集団投資スキームに関する規制の適用を除外され、それゆえ、認可された運用者を必要とせず、さらに、FSAに承認を申請することなく、ファンドに関わるものが自らその証券をリテール投資家に販売することができる。これは、イギリスにおける規制の沿革的な事情によるものであるが、結果として、投資家に提供される投資商品が同様のものであるにもかかわらず、異なる規制方法に服する状況が残っている。

そのため、実務においては、集団投資スキームに関する規制に関して、特に非規制 CISs のリテール向けの勧誘・販売について、規制を緩和する方向での法改正を望む声が多いようである。FSAも、リテール向けの勧誘規制について改正を検討しているものの、まだ、着地点を見出してはいない模様である¹³。

Ⅲ アメリカにおける勧誘規制と投資家の区分

1 投資勧誘に関する規制

アメリカ合衆国（以下、単にアメリカという）では、連邦証券諸法によって、連邦の証券規制が形成されている。このうち、1933年証券法 (Securities Act of 1933) は、証券の勧誘・販売について、連邦証券取引委員会（以下、単にSECという。）への登録を要求し、登録届出書の公開と証券購入者への目論見書の交付によって、投資家が情報に基づいて証券を取得するか判断できるようにしている。投資のためのピークルに関する規制は、1940年投資会社法 (Investment Company Act of 1940) によって行われる。また、ブローカー・ディーラーに対しては、1934年取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) が、SECへの登録を義務づけている。

なお、連邦証券諸法に加えて、アメリカにおける投資家の所在地に基づき、届出や届出に要する費用など、各州法の適用も問題になるが、州法については、本稿では取り上げないこととする。

2 1940年投資会社法の規制

(1) 1940年投資会社法に基づく登録

1940年投資会社法（以下、単に投資会社法という。）³条は、投資会社 (investment company) を幅広く定義し、証券への投資に携わる投資ピークルを、その法的な形態を問わず、適用

¹² たとえば、Timothy Spangler, *The Law of Private Investment Funds* (2008), at p. 40.

¹³ 改正の検討については、FSA, DP 05/3, *Wider Range Retail Investment Products* (2005); FSA, *Handbook development No. 74* (2006), at p.6.

対象に包摂している。したがって、同法の邦訳としては「投資会社法」という訳語が定着しているものの、その実質は、投資ファンド法ということができる。同法によって、投資会社の定義に該当するものは、原則として、SECへの登録を要求される。登録した投資ファンドは、同法上の多くの制限に服することになる。ただし、投資会社の定義には、同法3条(c)項(1)号および3条(c)項(7)号によって、典型的な二つの適用除外が提供されており、これに該当すれば、登録義務を免れることができる。一つは、投資家の数による適用除外であり、もう一つは、投資家の属性による適用除外である。

(2) 投資家の数による適用除外

投資会社法3条(c)項(1)号は、投資会社の定義からの2つの適用除外の中では、より一般的なものである。次の2つがその要件である。

- (a) 当該発行者の証券が、公募 (public offering) されていないこと、および、
- (b) 当該発行者の証券が、100名以下の投資家によって受益的に保有されていること、である。

このような数による適用除外について問題となるのは、どのようにその数を数えるかということと、通算の扱いである。

投資会社法の趣旨において公募 (public offering) を構成するものは、実務的には、1933年証券法4条(2)項と同様であると理解されている。その結果、この適用除外を利用しようとする投資ファンド等は、1933年証券法4条(2)項のセーフ・ハーバー規定である Regulation D の諸規則を遵守して募集を行っているようである。なお、4条(2)項のセーフ・ハーバー規定である Regulation D の規則 506 に従って、投資ファンドの権益についてアメリカにおいて私募 (private offering) が行われる場合、オフ・ショアの公募と通算されることはないとされている。

他方、3条(c)項(1)号の趣旨で100名までをどのように数えるかについては、必ずしも自明でなく、多くのルールと解釈に委ねられているようである。特に問題となるのは、オフショア・ファンドの扱いであるが、アメリカ合衆国外で組成されたファンドの場合、典型的には、アメリカ合衆国の者 (US person) だけがカウントされるため、結果として、投資ファンドにおけるその他の投資家の数は、当該ファンドの準拠法によって課される上限に服するのみになるようである。

(3) 投資家の属性による適用除外

投資会社法3条(c)項(7)号は、公募を行わないことを条件に、投資ファンドにおける投資者の数ではなく、その属性に焦点を当てて、次の要件に該当するものを投資会社から除外している。すなわち、(a) 当該発行者の有価証券が公募されていないこと、および、(b) 当該発行者の証券が、もっぱら適格取得者 (qualified purchasers) である者によって保有されていること、である。つまり、3条(c)項(7)号は、公募をしないことを条件に、適格取得者等の数に上限を設けず、投資ファンドへの投資を許容するものである。

適格取得者には、投資会社法2条(a)項(51)号により、次の者が含まれる。

- (a) 投資 (investment) において50万ドル以上を有する自然人 (適格性のある配偶者と共同で、またはその他の共有形態において、発行者の権益を有する場合を含む)、

- (b) 投資において500万ドル以上を有し、兄弟または配偶者（過去の配偶者を含む）の關係を持つ2名以上の自然人によって直接または間接に所有される会社等（ファンド）、
- (c) 自己の計算で、または、他の適格取得者の計算で行為する団体（entity）であって、投資において2500万ドル以上を、全体として所有し、または、裁量ベースで投資する者、
- (d) 自己の計算、他の適格機関取得者の計算、または、適格取得者の計算において行為する、証券法に基づく規則144A条(a)項において定義する適格機関買主（qualified institutional buyer）¹⁴、
- (e) 当該団体の証券の受益的所有者がすべて、適格取得者である団体、である。

したがって、もし投資ファンドの投資家がすべて適格取得者であれば、その投資ファンドにおける投資がそれ自体では適格取得者の定義を満たすものでなくても、その投資ファンド自体が適格者とみなされることになる。投資ファンドがアメリカ合衆国外で組成された場合、典型的には、（US person）である投資家のだれもが、適格取得者でなければならない、とされる。

3 1933年証券法による勧誘規制

(1) 規制の構造

投資会社法における「投資会社」が投資ファンド等の法形態の如何を問わない包括的な概念であるのと同様に、連邦証券規制の適用範囲を画する概念として、「証券」（securities）という包括概念が用いられる。1933年証券法（以下、単に証券法という。）は、2条(a)項(1)号において、「証券」を包括的に定義し、1934年取引所法も、これとほぼ同じ定義規定を設けている。ある権利が「証券」に該当すれば、その発行・流通について、連邦法の開示規制が適用され、SECへの発行登録等が必要となる。また、その証券の取引には、連邦証券規制の不正取引禁止規制が適用され、その証券の受託取引を行う者やその証券について自己売買を業として行う者には、業者規制が適用される。法的形態の如何を問わないので、リミテッド・パートナーシップであると、ユニット・トラストであると、カンパニーであるとかかわらず、投資ファンドの権益は、一般に証券の定義に当てはまる。そのため、適用除外に該当しない限り、その勧誘と販売には、SECへの登録が要求される。

証券法の目的の一つは、公衆に対してなされる証券の発行に際して、投資家に適切な情報開示を提供することであるといわれる。この目的を達成するため、発行者は証券の発行前に、登録届出書をSECに提出し、そこにおいて発行者と証券に関するすべての重要情報を開示しなければならない。しかしながら、すべての証券発行がこの登録要件に服するわけではなく、証券法にはさまざまな適用除外が規定されている。適用除外の主要なものは、適用除外証券と適用除外取引に分けられ、適用除外取引には、私募（プロ私募、少人数私募、少額免除に相当）が含まれる。

証券法4条は、同法5条の適用が除外される取引を列挙する規定であるが、4条(2)号において、発行者による取引であって、公募（public offering）を含まないものを掲げ、これについて、発行者の登録を定める同法5条を適用しない旨規定している。つまり、私募に

¹⁴ 規則144A(a)の定める適格機関買主とは、保険会社、投資会社、所定の小規模事業投資会社、従業員年金基金（employee benefit plan）、投資会社法202(a)(22)の定める事業開発会

対しては、登録の規定は適用されない。とはいえ、公募と私募という概念の曖昧さは、なかなか払拭できないため、SECは、1982年に、それまでの規則を統合したセーフ・ハーバー規定として、Regulation Dを設けている。

(2) Regulation D

Regulation Dの基本となる概念は、適格投資家 (accredited investor) であり、Regulation Dの定義規定である規則 501においても、はじめに適格投資家の定義が定められている。その具体的な内容は後述するが、Regulation Dの規則 506によれば、他の規則の遵守を前提として、発行者 (投資ファンド等) は、第1に、適格投資家に対しては、上限数なしに、証券法 4条(2)号の定めにも抵触することなく、つまり SECへの発行登録なしに、当該ファンドの証券について、勧誘・販売することができ、第2に、35名までは、適格投資家ではない者に対しても、自衛能力ある投資家 (sophisticated investors) であることを条件に、証券を勧誘・販売することができる。

Regulation Dは、前述のように、証券法 4条(2)号のセーフ・ハーバー規定であるので、規則 506の条件を満たすことができない場合であっても、当然に4条(2)号の該当性が否定されるわけではない。ちなみに、規則 504には、12ヶ月間において総額 100万ドル以下の募集、規則 505には、12ヶ月間において総額 500万ドル以下の募集について、それぞれ適用除外規定が設けられている¹⁵。

また、Regulation Dのはじめには、解説 (Preliminary Notes) が付されており、そこにおいて、Regulation Dに定める諸規則が証券法 5条の登録要件に対する適用除外取引に関するものであることとともに、そのような適用除外取引も、連邦証券諸法の詐欺禁止規定や、民事責任規定等の適用を免れるものではないこと、州法の規定についても同様であることが、注意的に述べられている。

まず、適格投資家 (accredited investor) の定義は、規則 501(a)に置かれている。そこでは、銀行その他の金融機関、証券会社、保険会社などのいわゆる適格機関投資家が列挙された後に、次のように、富裕な個人・法人等が列挙されている。判断の基準となる時期は、当該証券の勧誘・販売がなされる時点である。

- (a) 1940年投資顧問法 (Investment Adviser Act of 1940) 202条(a)項(22)号に定める私的事業会社 (private business development company)
- (b) 証券の取得を目的に設定もしくは設立されたものではない、資産総額が 500万ドルを超える、内国歳入法典 (Internal Revenue Code) 501条(c)項(3)号に定める組織、マサチューセッツ・トラストもしくは類似の事業信託、または、組合
- (c) 発行者の取締役、業務執行役員、もしくは無限責任組合員 (general partner)、または、発行者の無限責任社員の取締役、業務執行役員、もしくは無限責任組合員
- (d) 個人の純資産 (net worth) または配偶者と合算した純資産が 100万ドルを超える者
- (e) 最近 2年間の年収が、毎年 20万ドルを超える個人、または、配偶者と併せて毎年 30万ドルを超える者であって、当該年度の年収もこの基準に達すると合理的に予測される者

社、投資顧問業法に基づき登録された投資顧問などである。

¹⁵ 規則 505は、投資会社以外の発行者による募集に適用される。

(f) 証券の取得を目的に設定されたものではない、資産総額が 500 万ドルを超える信託であって、規則 506(b)(2)(ii)に定める自衛能力ある者によって証券の取得がなされる場合
(g) すべてのエクイティー保有者が適格投資家である事業体 (entity)

次に、自衛能力ある投資家については、規則 506(b)(2)(ii)に規定が置かれている。まず、規則 506(a)において、同規則(b)に定める条件を満たす発行者による証券の申込の勧誘および販売は、証券法 4 条(2)号の公募を含まないものとされる。そして、規則 506(b)(1)において一般的な条件として、規則 501 および規則 502 の定めるすべての条件を満たすことを要求し、規則 506(b)(2)において、特別の条件として、(i) 発行者の証券の取得者が 35 名を超えないこと、または、35 名を超えないと発行者が合理的に信ずること、(ii) 適格投資家ではない各取得者が、当該投資の利益とリスクを評価する能力を有するに足りる、金融および事業に関する知識と経験を有すること、または、有すると発行者が合理的に信ずること、が掲げられている。つまり、35 名以下の者であって、適格投資家ではないが、投資に関するリスクを判断できる知識・経験を有する者、または、そのように合理的に信ずべき者を相手方とするのであれば、公募とはならず、SEC への登録は不要とされるのである。

いずれの場合も、適用除外を利用するには、一般的な勧誘または一般的な広告等が販売期間内になされてはならないという要件 (Rule 502(c)) を遵守しなければならない。たとえば、新聞や雑誌に広告や記事を掲載すること、テレビやラジオで、インタビューやお知らせを放送すること、一般人を対象としたセミナーを開催すること等は、私募の該当性を失わせる。

なお、アメリカ国外で行われる証券の勧誘・販売については、Regulation S によって、証券法の適用が除外されている。投資ファンドの勧誘・販売が国際的に行われる場合、アメリカでの勧誘・販売については Regulation D に依拠し、他の者については、Regulation S に依拠するという方法がとられるようである。

元来、私募という用語には、当該証券が売主（この場合には、証券の発行者である投資ファンド等またはその代表者）と買主の間の私的な交渉（相対での交渉）に基礎をおいて、売却されるべきである、という観念が内在している。証券法 4 条(2)項および関連規則は、Regulation D によりこの関係の標準を確立したものである、と理解される¹⁶。それゆえ、勧誘・販売制限の目的は、自営能力、経験、または、数のいずれかに基づき、証券を取得する投資家が、詐欺的な行為や貧弱なパフォーマンスから自らを保護するための情報を、交渉によって取得できる者であることを確保することとされている。

近年、Regulation D の改正が検討されている。2007 年 3 月には、アメリカ法曹協会の Fed. Reg. of Sec.委員会が、SEC に対して書簡を送り、2005 年の公募に関する登録制度の全面的な改正に匹敵する規模で、私募に関する改正のための広範な検討を行うことを促した¹⁷。また、2006 年 4 月には、SEC の小規模公開会社に関する Advisory Committee が、その報告書において、私募 (private and limited offering) に関する多くの勧告を公表した¹⁸。そして、

¹⁶

¹⁷ The America Bar Association, ABA Private Offering Letter (Comment letter in Commission Rulemaking File No. S7-11-07), (2007).

¹⁸ Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the United States

SECは、2007年8月に、Regulation Dの改正提案を公表しており¹⁹、その中には、規則507の改正提案として、大規模適格投資家（large accredited investor）の対する証券の販売に限って、募集に関する一定の宣伝を認めることなどが提案されている。大規模適格投資家の定義としては、規則506の適格投資家の概念を基礎とし、個人であれば、投資額250万ドル、または、年収40万ドルもしくは配偶者と通算した年収60万ドルを有する者、等とされている²⁰。

4 1934年取引所法

1934年取引所法（以下、単に取引所法という。）は、ブローカー・ディーラーに対して、SECへの登録を求めている（取引所法15条）。ブローカー・ディーラーとは、他の者の計算において、証券の取引を行う業務に従事する者とされ（取引所法S3条(a)項(4)号）、証券の公募か私募かによって違いは設けられていない。

ブローカー・ディーラーとしてのSECへの登録の他、一定の場合には証券業協会(NASD)に加入しなければならず、別に州法にも規定がある。SECへの登録申請者は、Form BDを作成して提出しなければならず、そこにおいて、申請者とその所有者および業務執行者のownership operationや規則等の違反歴を開示しなければならない。Form BDに加えて、NASDは、資本の源泉、財務統制、運営手続に関する情報や、申請者の取締役、役員および主要な従業員について、さらなる詳細を要求する。ブローカー・ディーラーの登録手続は全体として、投資顧問の登録（比較すれば、手続も簡単で時間もかからない）よりも、FSAによる認可手続に類似している、といわれている²¹。継続基準に基づきNASDのConduct Rulesを遵守することに加えて、登録ブローカー・ディーラーの役員と従業員は、特別なNASDの試験をパスしなければならない。

以上のようなブローカー・ディーラーとして登録にも、適用除外が設けられている。2.87の対象となる資格が必要である。しかしながら、私的投資ファンドについては、自ら所有する証券をその取締役、役員または従業員を通じて販売する場合に、利用できる適用除外がある。

IV むすびに代えて

金融商品取引法は、金融商品取引業者等が特定投資家と取引を行う場合は、一定の行為規制の適用を除外している（金商法45条）。具体的には、第1に、金融商品取引業者等が行う金融商品取引契約の締結の勧誘の相手方が特定投資家である場合には、広告等の規制（金商法37条）、不招請勧誘の禁止（金商法38条3号）、勧誘受諾意思の確認義務（金商法38条4号）、再勧誘の禁止（金商法38条5号）、適合性の原則（金商法40条1号）、第2に、金融商品取引業者等が申込みを受け、または、締結した金融商品取引契約の相手方が特定投資家である場合には、取引態様の事前明示義務（金商法37条の2）、契約締結

Securities and Exchange Commission(2006).

¹⁹ SEC, Revisions of Limited Offering Exemptions in Regulation D; Proposed Rule, Federal Register/ Vol. 72, No.154(2007).

²⁰ Ibid, at p. 45118.

²¹ Spangler, supra note 12, at p. 51.

前の書面交付義務（金商法 37 条の 3）、契約締結時等の書面交付義務（金商法 37 条の 4）、保証金の受領に係る書面交付義務（金商法 37 条の 5）、書面による解除（クーリングオフ）（金商法 37 条の 6）、最良執行方針等記載書面の事前交付義務（金商法 40 条の 2 第 4 項）、顧客の有価証券を担保に供する行為等の制限（金商法 43 条の 4）、第 3 に、金融商品取引業者等が締結した投資顧問契約の相手方が特定投資家である場合には、金銭または有価証券の預託の受入れ等の禁止（金商法 41 条の 4）、金銭または有価証券の貸付け等の禁止（金商法 41 条の 5）、第 4 に、金融商品取引業者等が締結した投資一任契約の相手方が特定投資家である場合には、金銭または有価証券の預託の受入れ等の禁止（金商法 42 条の 5）、金銭または有価証券の貸付け等の禁止（金商法 42 条の 6）、運用報告書の交付義務（金商法 42 条の 7）、がそれぞれ適用されない。

このような扱いについては、特定投資家制度の必要性を含めて、批判的な見解が強いようである²²。とりわけ、金融商品取引法が特定投資家に対して適合性原則の適用を除外したことについては、批判が強いし、民法上の適合性原則の適用はあると解されることを強調する見解も見られる²³。そうであるとすれば、適用除外を定めたことの意義を再検討することが求められよう。

本稿において検討した英米の勧誘・販売規制における適格投資家等の取扱いから、次の 2 点が指摘できると思う。第 1 に、アメリカでは、Regulation D において強調されているように、適用除外取引として私募であることを理由に適用が除外されるのは、SEC への発行登録であって、連邦証券諸法の詐欺禁止規定や民事責任規定等ではない。適合性原則や助言義務も、業者の基本的な義務（信認義務）として、コモン・ローのレベルからその法源を辿ることができる。第 2 に、イギリスでは、自己認証による自衛能力ある投資家については、勧誘・販売できる投資商品を非上場会社の株式等に限るなどの限定がある他、適格投資家等に該当する富裕層を主たる対象として、適格投資家スキームが導入されている。つまり、単に行為規制の一部を外す、という規制ではなく、ミドルリスクないしミドル・ハイリスクくらいの投資商品を設計し、これを一定の適格投資家等である個人に勧誘・販売できるとしている。富裕層に対して、適切な投資商品と勧誘・販売規制を提供することは、依然として、金融商品取引法制の重要な課題であるといえよう。

²² たとえば、上柳敏郎＝石戸谷豊＝桜井健夫『新・金融商品取引法ハンドブック〔第 2 版〕』（日本評論社、2008 年）143 頁以下。

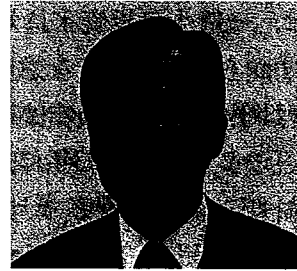
²³ 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』（日本経済新聞社、2007 年）159 頁、上柳＝石戸谷＝桜井・前掲（注 22）144 頁。

第 2 部 富裕層向け投資商品に対する課税制度

－イギリス型不動産投資信託の導入と課税制度の特色－

UK-REIT（イギリス型不動産投資信託） の導入と課税制度の特色

横浜国立大学大学院教授 岩崎政明



はしがき 本稿は、平成19年8月3日開催の会員懇談会における、横浜国立大学大学院教授岩崎政明氏の『UK-REIT（イギリス型不動産投資信託）の導入と課税制度の特色』と題する講演内容を取りまとめたものである。

I. はじめに

横浜国立大学大学院国際社会科学部法曹実務専攻長の岩崎政明でございます。

私の専攻は租税法ですが、これまでは所得課税の分野における租税回避に関連して、法解釈方法論を研究してきました。最近、考えているテーマの1つとして、少子高齢化社会を迎え、私的年金を補完するようなミドルリスクの投資商品について、課税制度はどうあるべきかということがあります。その一環として、不動産投資信託（Real Estate Investment Trust：以下、REITという）について研究をしています。本日は、そのREITに関する研究の中でも、2007年1月1日からイギリスで導入・施行されるようになりましたイギリス型不動産投資信託（以下、イギリス型REIT、UK-REITともいう）の特色をご説明させていただき、この制度が日本に対してどのような示唆を与えるかということをお話させていただこうと思います。

REITは多くの国において、安定的利回りの投資商品として運用されていまして、日本でも

J-REITが導入されて以来、順調に売り上げが伸びてきております。ただ、日本のREIT導入の時期は、バブル崩壊後、優良不動産が、大量に安く供給されていた時期でしたから、そういう安い優良不動産を投資対象とするREITは、当然、非常に運用益が高く上げられたので、多くのREITが発売され、活況を呈したわけです。しかし、不動産市況が安定化し、良い不動産があまり市場に提供されなくなった今日、J-REITがこれからも安定的な利回りを上げられるかということになると、不動産市場を日本に限定していたのでは、もはやそれほど良い商品は組成することができないのではないかとわれています。そういう意味で、国外不動産を投資対象とするようなREITが組成できないかということが提唱されているわけです。

UK-REITは、国外不動産を投資対象とすることができるREITの代表的な1つですし、外国の証券取引所に上場することも認める制度になっているという点でも特色のある制度です。それゆえ、日本の将来のREITを考える上においても、非常に参考になるのではないかと思います。

イギリスは金融大国で、ロンドンでは、実にさまざまな金融商品が売買され、ヨーロッパ最大の金融マーケットとして機能してきました。しかし、従前、イギリスにおいては、REITというものは存在していませんでした。イギリスにあった不動産投資信託は、ユニットトラスト

だけでした。これはオープンエンドの、プロを対象とした私募の投資信託で、一般投資家に販売するものではありませんでした。通常のREITは、一般小口投資家に対する不動産投資信託ですから、そのような意味で、イギリスにおいてはREITというものは存在しなかったわけです。ところが、2003年に金融サービス機構(FSA)が、集団投資スキームに対する規制の見直しを打ち出しまして、その過程の中で、不動産の証券化に関する規制を緩和すると同時に、広く一般大衆を顧客とする米国型のREITを導入すべきではないかと提案いたしました。イギリスにおけるREIT導入の発端は、2003年のこのFSAの発表にあったわけですが、この後、法改正が極めて迅速に進められまして、2006年段階で法案ができ、2007年の1月1日から実際に施行されることになりました。一般的に言えば、法改正に時間を要するイギリスにおいては、極めて異例の速さで新制度が導入されたわけです。

このイギリスの方針転換は、近隣のドイツに非常に強い影響を与えました。ドイツはイギリスが2003年に方針転換を発表した後に、REITの導入を検討し始めて、法案制定においてはイギリスより若干遅れましたが、2007年3月30日に、ドイツにおいてもアメリカ型のREITを認める法律ができました。その施行は2007年1月1日にさかのぼって行われることになりましたので、結果としては、2007年1月1日から、イギリス型のREITとドイツ型のREITは、並行して動き始めたという状況になっています。

この結果、現在、一般小口投資家を対象とするREITはフランス、イギリス、ドイツというEUの主要3カ国において導入されました。ヨーロッパでは、REITのグローバル化といわれています。

II. UK-REIT導入の経緯

UK-REITの導入の経緯としては、2003年の

FSAの発表の後、2003年12月のPre-Budget Report (税制改正大綱)の付属文書として、Baker Reportが発表されました。そこで、Baker委員長が、「機関投資を促すため、US-REITをモデルとするヴィークルを検討する必要がある」と発表し、これにより、イギリスとして公式に、REITの導入が検討されることになったといえます。

FSAおよび政府において2003年の時点でREIT導入への動きが始まったわけですが、この背景には、実はフランスが2003年からREITを施行し、これがイギリスに大きな影響を与えたといわれています。それは、フランスでREITが導入されたことを受けて、イギリスの不動産会社の多くがフランスに移転して、REIT転換をする。すなわち、EU域内では事業や投資の移動が自由になっていますから、イギリスにあった不動産賃貸業部門の実業会社がフランスに移動して、「REIT成り」し、フランスからイギリス投資家に対してREIT商品を販売する動きがあり、これがイギリス経済に大きな悪影響を及ぼすのではないかと懸念されたわけです。このように、フランスのREIT導入が引き金となり、イギリスにもREITを導入すべきであるという動きになって現れたといつてよいと思います。

2003年のBaker Reportに続きまして、2004年の3月に発表されたBudget 2004 (2004年度予算書)の公表に際して、財務省・内閣蔵入庁共同で、不動産投資ファンドを導入すべきである旨を提案しました。この段階ではまだREITという表現は使われておりませんで、Property Investment Fund (PIF) という表現が使われていました。そして、このPIFを導入することに対する業界からのパブリックコメントを募集しました。

Budget 2004段階では、新しいタイプの不動産投資ファンドを導入する理由は、ロンドンにおける高品質の住宅供給を促進することにあるといわれていました。確かに、ロンドン是非常

に古い歴史的建造物が街中にたくさん建っていて、家賃が極めて高く、一般人が住めるような住宅はほとんどなかったのです。

政府としては、それではロンドン中心部の発展が後れると同時に、経済活力も落ちるということで、何とかロンドン中心部にも一般居住者を増やしたいという構想を持っていました。そのために、従前、居住用としてはあまり良い場所ではないといわれてきたイーストエンド（ロンドン東部）のドックランドといわれる地域を開発して、新しい交通システムを導入するとか、港湾整備を図るなど、インフラを整備することによって、高層マンションをたくさん建て始めました。

それをさらに発展させて、ロンドンのテムズ川の南部と北部を再開発するための1つの起爆剤として、REITを使い、新規住宅建築を推進したいということ、当初企図していたわけです。このように、2004年段階の政府の目標は、居住用不動産の整備を、REITを使って図ることとされていました。

その後、2005年3月のBudget 2005の公表に際しまして、財務省・内閣歳入庁共同で、2004年のパブリックコメントを踏まえた形で、UK-REITの法案を初めて発表しました。この段階で「UK-REIT」という言葉が使われるようになり、「UK Real Estate Investment Trustsに関するディスカッションペーパー」という形で発表されました。

この2005年の提案の段階では、REITを導入する目的は、もはや居住用不動産の供給とはいわれなくなりました。それは、イギリスが2012年オリンピックの開催地として採択されたため、ロンドン中心部および郊外に多くのオリンピック関連施設と、ショッピングモールやオフィス・ビルやホテルが建設され始めたからです。ロンドン中心部のホテルは古い建物を利用しているため、あまり収容人員は多くはありませんし、宿泊料金が非常に高額です。オリンピックの観光客を収容するためには、もっと大規模な

高層近代型ホテルを建ててもらふ必要があるということで、そういう事業用の不動産を整備することが、2005年段階におけるREIT導入の根拠とされたわけです。

2005年3月に発表されたBudget 2005は、ほぼそのままの形で法案化され、2005年12月、当時のブラウン財務大臣（現首相）がREIT導入にゴーサインを出し、2006年4月7日に議会で提出されたFinance (No.2) Billの中に、UK-REITに関する法案が全部収録されました。そして、この法案は、庶民院と貴族院ともそのまま通過して、2007年1月1日施行となったのです。

最初にPre-Budget ReportにREITの原案が示されてから法律が制定されるまで、ほぼ3年で済んだということは、イギリスのように、法制定や改廃に時間のかかる国においては、異例のことであるといつて良いと思われます。この背景には、先ほど述べたEUの主要国内におけるREITの競争があり、またオリンピック特需による不動産建設ラッシュがあったことが、極めて重要な意味を持っているといつて良いでしょう。

III. UK-REITの特色と英連邦諸国におけるREITとの異同

1. UK-REITの一般的特色

UK-REITは、REIT本体として、(1)不動産賃貸事業と、(2)不動産賃貸に付随するサービスその他の不動産販売・開発関連の積極事業とを行うことができるとされている点で、特色を有しています。

いわゆるアメリカ型のREITにおいては、日本のJ-REITも同じですが、REIT自体は積極事業を行うこと禁止されています。つまり、passiveな事業体であって、投資家にリスクを負わせるような事業活動をしない、あくまでも投資媒体として組成されています。もしREITがさまざまな積極事業を必要とするときには、

外部の法人等 (independent contractor) に委託しなければなりません。

これに対して、イギリスのREITは、構想段階ではアメリカ型といわれていましたが、実際に施行されたものはアメリカ型とはかなり違う性質を持っていて、REIT本体により、passiveとactive両方のビジネスを行うことができるようになっていきます。逆に言いますと、ゼネコン等の事業体自体が内部にREITを設けることも可能です。

そういう意味では、REITの事業体としての組成の仕方が非常に自由であるということが出来ます。もちろん無制限ではなくて、後に述べるように、active部門はそれほど大きな比率になってはいけないという規制がありますが、両方できる制度になっている点は重要な特色であるということが出来ます。

REIT事業体が、activeとpassiveの両方の事業を行うときには、active部門の不動産とpassive部門の不動産を、財務諸表上明確に分ける必要があります。まず、不動産賃貸事業 (passive business) については、「リング・フェンスド不動産賃貸事業 (ring-fenced property letting business)」と呼ばれる経理区分をしなければいけません。この経理をすることにより投資家が当該事業から受ける分配所得は、所得課税法15条のschedule Aに規定される不動産所得に分類されることとなります。

他面、REIT事業体における不動産賃貸事業からの利益については、次にお話する導管要件をすべて満たしている「リング・フェンスド不動産賃貸事業」に該当すれば、法人税が非課税とされます。なお、投資対象は国内不動産、国外不動産を問わない、それから、REITが他の国のREITに投資することも可能であるということで、投資対象も非常に自由に設計することができるということが特色になっています。

もう1つの不動産関連積極事業 (active business) については、「ノンリング・フェンスド不動産賃貸事業 (non ring-fenced prop-

erty letting business)」として経理区分することになっています。その部門については、REIT事業体の所得分類は通常の事業所得に分類され、法人税が課税されることとなります。反面、法人税の課税を受けるといことになれば、その部門においてはactive businessを行うことができますから、開発事業であれ、サービス事業であれ、いかなる事業でも行うことができます。従って、REIT事業体の内部でもactive部門を持つことができ、例えば、投資家からお金を集めて、ホテルを建設するというREITを組成すると同時に、REIT本体の中に、ホテル事業に関するサービスを行うactive business部門も組成することができますし、ホテル建築をする開発部門もREITの中に置くことができます。ただし、これらのactive businessから得られた所得だけは、法人税の課税対象となるわけです。

activeとpassiveは、アメリカ・日本型ですと、別法人、子会社を作らなければいけないのですが、イギリスの場合には子会社を設立する必要はなくて、会計区分だけでできるというのが大きな特色になります。

2. 導管性要件

「リング・フェンスド不動産賃貸事業」として、法人税が課税されないようにするためには、次の3つの要件をすべて満たしていなければなりません。その1番目が事業体要件、2番目が非課税事業要件、3番目が事業比率要件です。

(1) REITとしての事業体要件

事業体要件としては、次のような条件を満たす必要があります。まず、第1の条件として、事業主体たるREITは、英国会社法に基づき英国内に設立されたクローズドエンド型の会社法人、つまり株式会社の形態を取るものでなければなりません。これは租税法上も、英国における内国法人でなければならないということになっています。

イギリスの法人課税における内国法人の要件

は、事業の本拠地が英国内にあるかないかで判断することになります。従って、REITの事業部門の本拠地がイギリス国内であれば、他の国において設立された法人であっても、英国REITと見なされることはあり得るということになります。

このように、英国居住者としての会社でなければならないとされている点が、イギリスREITの事業体要件の非常に大きな特色になるのですが、イギリスにちょっと遅れて成立したドイツのREITも全く同じで、ドイツの居住者でなければ、REITとなれないということになっています。

これがなぜ特色かといいますと、この居住者要件というのは、例えばフランス・オランダ・ベルギーなど、他のEU諸国のREITにおいては存在しないのです。イギリスとドイツだけが居住者要件を設けましたので、EU域内におけるREITにも派閥が生ずることとなりました。イギリスは居住者要件を設けたのですが、先ほどお話したように、イギリスのREITは、外国の不動産に投資をすることもできますし、外国の証券取引所に上場することもできますので、その外国の証券取引所にイギリス居住者であるREITが上場したときに、居住者要件を持たない他の国との関係で、制度の公平性、中立性を害しないかということが問題となります。

第2の条件として、イギリスのREITは、クローズドエンド型、すなわち株式会社型のREITしか認められないことになりました。オープンエンド型の会社は法人格を有し、自己の名義により財産を所有することができますが、定款により解散の時期を短期に定めることができますので、そうすると、ユニットトラストと同じことになってしまいます。すなわち、損失を配布することも可能になるということから、オープンエンド型のREITはイギリスでは認められないということになりまして、クローズドエンド型の株式会社型のREITとなったわけです。

ところが、同じく英連邦諸国の国々のREITを見ていきますと、カナダのREITはオープンエンド型のREITも認めています。従って、イギリス型のREITが他の英連邦諸国と同じ性質を持っているかということ、そうとも言えないという点で、このクローズドエンド型のREITというのは、イギリス固有の制度ということができます。

第3の条件として、イギリスのREITは証券取引所に上場していなければなりません。上場すべき証券取引所は、イギリスの証券取引所をもちろん含みますが、イギリスと同等の上場基準を設けていれば、世界中のどこでも良いことになっています。日本の証券取引所もこの基準を満たしています。ですから、イギリスで組成されたREITを、日本の証券取引所に上場する可能性もあります。あとは、日本の証券取引所がそれを認めるかどうかという問題で、イギリス法自体では、それが可能になっています。

日本の証券取引所に上場するのは、かなり将来のことだと思いますが、EU域内の状況はと言いますと、これは非常に大きな影響力を持っていて、イギリスで組成されたREITは、フランスやドイツの証券取引所でも上場することが可能で、フランスの投資家やドイツの投資家から、資金を集めることもできるわけです。そういう点で、イギリス以外のEUの国々からすると、投資家のお金がみんなイギリスに持っていかれる恐れがあるという点で、警戒されています。

第4の条件として、イギリスのREITは公開の株式会社でなければいけない、逆に言えば、閉鎖会社であってはならないということになっています。閉鎖会社であるかないかの要件は、日本とは若干異なりまして、「発行済み証券の50%超を5人以下の株主もしくは会社債権者、又は取締役が有する会社をいう」と定義されています。

第5の条件として、REITが発行できる株式は、普通株式と議決権のない優先株式の2種類

に限定されています。

第6の条件として、REITは一般的でない条件により資金を借り入れてはいけないとされています。具体的には、支払利子が収益・資産価値に連動しないような借入れや、合理的な金利水準を超えるような借入れ、ローン元本を超えて返済する必要があるような借入れなどは、ここでいう一般的でない条件による借入れと認定されて、そのような借入れを行えば、REITとしての事業体要件を欠くと認定されることになります。

最後に、第7の条件として、REITに対する会社債権者が、利益の分配に事実上参加できるようであってはならないということになっています。

先ほど申しましたように、ゼネコンも自社の中にREITを設けることができますから、ゼネコンが出資をして、REITを作り、それで自分のゼネコン部門に建築を依頼して、不動産を作り、さらにそのREITの分配金もゼネコンが受けるということになったら、これはゼネコンそのものです。それとREITをはっきり区別する必要があるということから、REITに対する会社債権者が、利益の分配に事実上参加するようであってはならないという要件が付け加えられたということです。

(2) 非課税事業要件

次に非課税事業要件については、一会計年度を通じて、これからご説明する3つの条件を満たしている場合に、その不動産賃貸事業は、非課税事業と判定されることになります。

第1の条件として、一会計年度を通じて、少なくとも3つの不動産を保有していなければなりません。ただし、3つの不動産保有条件というのは、実際には非常に緩和されていて、例えば、同一建物内であっても別々に賃貸することが予定されている物件は、別個の不動産と見なされることになっています。

例えば、オフィスビルの中のフロアは、フロアごとに1つの物件と見なされますから、1つ

の建物しか持っていないとしても、3フロア以上をREITの部門が持っていれば、これで3つ以上の不動産を持っていることという条件をクリアすることができます。ショッピングモール、テナントビルのような場合も、テナント1店舗ごとに1つの不動産とカウントされますので、3つの不動産を保有していなければならないという条件は、現実にはそれほど厳しいものではないと考えられています。

第2の条件として、保有不動産は、単体で、REIT全体の不動産賃貸事業の資産総額の40%を超えてはならないとされています。この資産価値は、イギリスでは国際会計基準に基づいて判断されますので、国際会計基準に基づく公正価格、つまり時価で評価され、簿価ではないということが重要です。

第3の条件として、REIT事業主体が占有する不動産は、不動産賃貸事業の対象とされていないこととされています。これは逆に言えば、REIT自体が固有の不動産を保有することができるということを言っているともいえます。要するに、REITが自社ビルを持つことはできるが、自分の保有する不動産をREITの対象にはいけないということです。

第4の条件として、REITは不動産賃貸事業に係る利益の90%以上を、その事業年度に係る確定申告の期日までに配当として分配しなければいけません。90%以上分配要件ということになります。これは日本のREITと同じで、分配基準としては、かなり高い比率が求められています。

これらの4つの条件のうち、3つの条件が満たされていれば、非課税事業要件をクリアしたことになるという取扱いになります。

しかし、第4の条件、つまり90%以上分配要件を満たすことができない場合には、当該年度については、REITとしては非課税資格を失って、法人税が課されることになります。90%以上は分配しなければいけないというのは、非常に厳格に適用されます。それ以外の、第1から

第3までの条件を満たすことができない場合には、当該年度の翌々年度の終了時点までに満たしていればいいのですが、翌々年度の終了に至っても満たすことができない場合には、REITの上場は廃止されます。

以上が、REITの非課税事業要件です。

(3) 事業比率要件

最後、3番目の要件が、事業比率要件です。

その第1の条件が、REITの総収益の75%以上は、非課税の不動産賃貸事業、すなわち「リング・フェンスト不動産賃貸事業」から得られたものでなければならないということになっています。逆にいうと、残りの25%部分については、キャピタルゲインが含まれてもよいこととなりますし、或いは、それ以外のサービス事業部分からの収益金が含まれてもよいこととなります。REIT自体も、イギリス型では、積極事業を行ってよいと認められていますので、その比率が25%までであれば、active businessを行っても構わないといえるわけです。

第2の条件として、会計年度の始期において、非課税事業に係る資産価値が総資産価値の75%以上でなければならない。つまり「リング・フェンスト不動産賃貸事業」用の不動産の比率が75%以上でなければいけないということです。逆にいうと、active business用の不動産は25%までだったら持ってよいことになるわけです。

以上が事業比率要件で、これまでお話してきた3要件、つまり、事業体要件、非課税事業要件、最後の事業比率要件が全部満たされている場合に、そのREITは法人税非課税の取扱いを受けることができるとされています。

IV. UK-REITにおける事業体課税・投資家課税制度といくつかの問題

REITに対するイギリスの課税制度については、事業体における課税の問題と、投資家における課税の問題を分けてお話いたします。

1. 事業体段階での課税

まず事業体段階での課税は、第1に、不動産賃貸事業からの収益については、90%以上を分配することを条件に、法人税が非課税になります。日本の場合には、J-REITは非課税にはなりません。日本の場合には、損金算入が認められるだけで、結果として90%以上分配していれば、法人税はかからないことになるのですが、イギリス型の場合には、90%以上分配されることを条件に、REIT自体が全部非課税 (tax exempted) の取扱いを受けるということが特色です。先ほどキャピタルゲインの話をしてきましたが、分配対象となる収益金の中には、賃貸事業部門から入ってきた運用収益と、キャピタルゲインとして入ってきた収益との両方含めて、その90%以上を分配するというようになっています。

第2に、「ノンリング・フェンスト不動産賃貸事業」の部分、すなわち普通のactive businessからの収益については、法人税が課税されます。そこで、1つの団体で会計区分をすることによって、法人税が、非課税になる部分と課税になる部分との、2つの部門を経営することができます。ただし、その非課税部分と課税部分の損益通算はできません。これは、REITのいわゆる倒産隔離として重要です。

第3に、利益計算の段階で、減価償却費の取扱いはどうなるかという問題があります。イギリスのREITは国際財務報告基準、すなわち、いわゆる国際会計基準に従って財務報告がなされることになっています。従って、コストベースの計算を選択しない場合には、REITは投資用不動産に関する減価償却費を計算できないことになるはずですが。

国際会計基準によれば、投資用不動産に関する減価償却費は計上できないことになっています。減価償却費を計上できないということは、REIT自体の利益計算が増えることとなりますから、それを90%以上分配しなければならないということになると、REIT本体としては、本

租税条約により、別の問題が生ずることがあります。イギリスでREITが制度化されるにあたっては、フランスのREITによる影響が大きかったということを「導入の経緯」のところでお話しました。フランスでどういうことが起こったかというところ、フランスでREITが制度化されたときに、スペインの不動産会社がフランスのREITを買収しようとして、フランスのREITの発行株式の大半を取得しました。そうすると租税法上、REITからの分配金は、配当所得になるわけですから、スペインの大株主である不動産会社は、REITからの分配金という形で、多額の配当所得を受けたことになるのですが、フランスとスペインとの間の租税条約においては、配当所得税率を0%にするという規定がありました。その関係で、買収を仕掛けたスペインの不動産会社は、フランスのREITの上げた利益の分配金を大量に受けたわけですが、この配当所得に対しては非課税の恩恵を受けたうえで、しかも、フランスのREITを自分の傘下に収めることが可能になったという事実が起こりました。

イギリスがREITを導入するに当たって、これと同様なことが起こると困る。イギリスも、EU加盟各国と租税条約を結んでおりますが、配当所得税率は0%としている国がほとんどです。最近EUに加盟した国々との間では、少し違いがあるのですが、当初からのEUコアメンバー国との間では、イギリスとの間の租税条約で、配当所得税率を0%に軽減している国が多いので、もしこのままにしておくと、イギリスのREITが外国投資家に、事実上買収されてしまうということがあり得る。

そこで、これを防ぐために、イギリスでは、REITの設立要件として、非居住者の投資家はREITの10%以上の株式を保有できないという条件が付加されました。正確には、イギリスでは直接保有、間接保有両方とも、非居住者の投資家は、10%以上の株式を保有することができないという条件を入れました。

これに対して、同時期にREITを導入したドイツでは、直接保有の場合にだけ、10%以上保有することはできないという要件を入れました。そうすると、要するに、法人形態とか、さまざまな事業体を介して、10%超を事実上保有することが、ドイツREITの場合には可能になっています。将来、もし濫用事案が出た場合には、恐らく法改正が行われることには思うのですが、ドイツREITについては、非居住者がREITを保有することより、租税条約を使った節税、及び買収に利用される余地はかなりあるという問題が指摘されています。

第3に、不動産賃貸事業等の消極事業部門については、事業体段階で90%分配条件を満たすことにより法人税が免除(exempt)されることになっていますから、もしREITに欠損が出たときにどうなるかという問題があります。REITが利益分配をできる間はいいのですが、欠損が出て、90%分配条件を満たせないことにより上場を廃止されるというような場合に、清算により、投資家に損失配賦がなされることもあるのかという問題が起こります。この点、イギリス型REITでは、個人投資家段階で受ける分配所得は、不動産所得になっているものですから、損失配賦がなされると他の所得との間で損益通算が可能となります。そうすると、実質ペイスルーと同じになるわけです。この点は、明確な判断が示されていません。

実際には、イギリス型REITは施行されて間がないので、まだ損失配賦という事態は生じていないのですが、もし損失配賦も可能なREITということになれば、非常に重要な特色ということができると思われます。

(2) 法人投資家について

次に、法人投資家についてですが、まず、REITの消極事業からの分配金は、法人の益金に算入されることとなります。キャピタルゲイン分も、この中に含まれることもあり得ることとなります。ただ、法人課税の場合には、所得分類はあまり意味がありませんので、不動産所

得としてもらおうが、事業所得としてもらおうが、法人投資家の場合にはそれほどの影響は出ません。

第2に、積極事業部門からの分配金は、配当所得として、益金不算入の取扱いを受けることとなります。従って、ある法人の積極事業部門をREITに転換して行えば、その所得については配当所得税率分の課税だけで済むこととなりますから、事業形態を、非常に自由に構想することができると思います。

以上が、イギリスの法人投資家がREITに投資した場合の課税取扱いですが、非居住法人がイギリスのREITに投資した場合どうなるかという点においては、変わりがないはずです。そうすると、EUの法人投資家がイギリスのREITに投資した場合、消極事業部門から分配されるお金も積極事業部門から分配されるお金も全部が配当所得になります。

イギリス型REITの事業体段階では、源泉徴収をすることができないので、消極事業部門からの不動産所得については先ほど、REITの段階で基本税率の源泉徴収が行われるという話をしましたが、これが法人投資家の場合にはなくなるわけです。ここでもイギリス居住者と外国居住者で、取扱いが変わってくることとなりますので、それが中立性に反することにならないかという問題が起こるかもしれないと思っています。

(3) 海外投資家

それ以外の海外投資家一般のお話を、最後にまとめていたします。

イギリスと租税条約を締結している国の投資家については、消極事業部門の分配金について、22%の源泉徴収がイギリス国内で行われることとなりますが、しかし、一般的には、イギリスとその条約締結国との間の個別の租税条約に基づき、配当所得については軽減税率が適用されることが多いです。その場合に、還付を受けることにより調整をするのが一般的なのですが、

イギリスと租税条約を締結していない国の間では、22%の源泉徴収によって納税は完結してしまうこととなりますので、還付を受けることはできないこととなります。

その点で、イギリスと租税条約を結んでいない国の投資家についていうと、不利益を受ける恐れが出てくるという点が残っています。日本についていえば、日本はイギリスと租税条約を結んでいますので、これは問題ないということとなります。

V. おわりに：2007年1月1日以降のUK-REITの状況

以上、UK-REITの概要と租税制度の特色をお話してまいりました。最後に、2007年1月1日の施行時点で、REITがどのような事業体によって組成され、どれだけの時価総額があるかということをご説明いたします。

2007年1月1日段階で上場されたREITは、9本あります。発行済み時価総額は約350億ポンド（約8兆円）規模です。日本のJ-REITは2000年に導入されて、現在時価総額6兆3,000億円程度で、日本としてはけっこう大きいと考えられていますが、イギリスは発行した初年度に、日本を上回る時価総額を上げているということで、これはいかにイギリスの不動産投資が盛んであるかということを示す証左であると思っています。

それから、どういう事業体がREITになっているかといいますと、REITができる前に、事業会社として不動産事業を行っていた会社がREITに転換しているものがほとんどです。一番大きなREITは、ランド・セキュリティーズ・グループ (Land Securities Group PLC) で、時価総額で約100億ポンド（2兆3,000億円）の事業体です。ここは、もともとイギリス国内でオフィスビルや商業施設、ショッピングセンター、倉庫、ホテル、それから、集合住宅について投資を行っている総合型のゼネコンだ

含み益課税という問題が起こるかもしれませんが、それでも、REITに転換するのであれば、投資の継続性が認められ、法人税課税を受けませんので、分割しやすかったのではないかと思います。

[Q.2] 2点ほど教えていただきたいのですが、1つは、passive businessとactive businessの区別です。もう少し教えていただけるとありがたいです。それから、賃貸、イギリスの場合は、最初は家屋の賃貸だと思いますが、どのぐらいのレートで賃貸されているのか、ご存じであればお教えいただきたい。

(岩崎) まず、passiveとactiveの区別の基準ですが、原則は、passiveというのは賃貸事業です。賃料を収入するというのがpassiveの主な内容で、オフィスビルに貸して賃料収入を得るといって、REITの収入はそういう賃料収入が主であるというのがpassiveの条件です。ただ、ぎりぎりのところへいきますと、activeとpassiveの境目はわからない部分があると思いますので、最終的には、その会社がどういう経理をするかにかかってくると思います。ですから、実際には、リング・フェンスド不動産からの回収金という形で入ってくるものをpassiveと呼び、そうっていないものはactiveというように、形式的に経理上分けるといって、区別の基準となるのではないかと思います。

次に、賃貸レートの問題ですが、実際に発売されたREITのほとんどは、事業用不動産の賃料で、当初企図されていた居住用の不動産を提供して、家賃収入を得るといって、ほとんではない状態です。オフィスビルを貸したときの賃料レートは、実際には、イギリスの不動産賃貸会社のホームページなどをみると出ていると思いますが、東京の丸の内以上に高額であると思います。

最近ロンドン市内に新築ビルがたくさんでき

ています。新しいオフィスビルの特色は、ガラス張りであることと、奇抜な形をしていることで、昔はロンドンのオフィスビルというのは、伝統的な石造りが多かったのですが、最近できるものは、スイスの保険会社のリ社が所有している、マトリョーシカ人形のような、円筒形の、大きなグチョウの卵のような形をしたガラス張りの建物に代表されるように奇抜です。

ロンドン・アイという観覧車に乗りますと、ロンドン市内全域が見渡せるのですが、最近できた奇抜なビルは、ものすごく高い賃料を取っていると聞いています。ヨーロッパでも家賃の高いロンドン市内で、その中でもさらに高いといわれるレートで賃料回収をしていますので、REITの収益は、新規ビルについては非常に大きなものが上げられると言ってよいと思います。

[Q.3] 不動産賃貸事業からの収益について90%分配を条件に、法人税免除という話だったのですが、そのときの、この90%の計算の分母ですが、日本の場合だと、法人税の課税所得ということになっているものですから、調査があると、意図した比率がずれてしまうというので、かなりバッファを持って、90%よりも高くしておかないと、法人税の調査があったときに危ないという話があるわけですが、イギリスの場合には、先ほど伺った、国際会計基準の所得そのものなのではないでしょうか。

(岩崎) 国際会計基準による所得金額そのものです。ただ、賃料収入と、それからキャピタルゲインがあれば、それも加えた金額が、分母になります。その90%を分配しなければいけないということになります。

日本と違うのは、不動産を持っていけば、減価償却費というのは本来生じるはずでして、日本では、それは当然コストですから、引けるのですが、投資用不動産についての減価償却は、国際会計基準だと控除できないと思うのです。そういう意味では、イギリスの方が、REIT自

体の利益が大きくなりますから、これを90%分配するというのは、かなり厳しいのではないかという気はします。

日本のJ-REITでも、90%を実際に分配するというのは、減価償却とか、将来のリスクとか、いろいろ考えると、かなり厳しくて、もう少し

この比率を下げてほしいというのが業界の希望だと聞いています。イギリスだと、それよりも控除できる金額が少ないと思いますから、90%分配というのは、REITとすると、全部分配というのとほとんど変わらないぐらいの重みを持っていると思います。

