

日本の外国人の不動産投資に関する法と政策

田中俊平*

目次

- | | |
|----------------------|---------------------|
| I. 本日のスピーチのテーマ | IV. 外国投資家が検討すべき、法的、 |
| II. 外国投資家による日本の不動産への | 実務的問題点 |
| 投資についての規制 | V. 日本における不動産投資において |
| III. 日本の不動産市場 | 一般的 に使用されるストラクチャー |
| | VI. 結び |

I. 本日のスピーチのテーマ

外国投資家による日本の不動産市場への投資を禁止する重大な法的規制はありません。実際、日本の不動産市場には、数多くの活発な外国投資家が現に存在しています。1990年代において、外国投資家は当時の日本の不動産市場にとって新規の投資ストラクチャーを導入しました。かかるストラクチャーは、その後すぐに、外国投資家だけでなく、日本国内の投資家にも広く受け入れられて使用されるようになりました。これは、当時の日本における不動産投資取引において存在したさまざまな問題にかかるストラクチャーが解決又は緩和させたからです。

今日のスピーチでは、以下の事項を話そうと思います。

* Nagashima, Ohno & Tsunematsu law firm, Lawyer

- (1) 外国投資家による日本の不動産に対する投資に対する規制
- (2) (日本の不動産市場における様々な投資家を代理した経験に基づく)私見により、日本の不動産市場における外国投資家の動向及び傾向の概観
- (3) 外国投資家が注意しなければならない法的又は実務的問題点
- (4) 外国投資家が良く使う投資ストラクチャー

II. 外国投資家による日本の不動産への投資についての規制

日本の不動産に対する外国からの投資についてはいくつかの規制があります。しかし、いずれも外国投資家にとって重大な障壁とはなってません。これらの規制は以下のとおりです。

(1) 外国人土地法は一定の範疇に該当する外国人が日本の土地の所有権その他の物権を有することを禁じています。かかる一定の範疇というのは、政令にて指定されることになっていますが、これまでに一度も指定がなされたことはなく、従ってこの規制は一度も実際に効力を有したことはないわけです。現在、この法律の存在自体を知っている日本人はほとんどいないと思います。

(2) 外国為替管理法は、国境をまたぐ、物流、資本投下その他の行為を規制しています。外国為替管理法においては、一定の要件に該当した外国人が一定の要件に該当する日本の不動産を取得した場合、不動産関連証券を取得した場合には、かかる取得について日本の当局に対して事後報告しなければならないとしています。しかし、これはシンプルなjご報告に過ぎないので、外国投資家にとっての実質的障害とはなっていないようです。

(3) 日本には、資産の証券化・小口化スキームのみを目的として使

用することができる特別な投資ビークルのための特別法がいくつかあります。一つは、資産流動化に関する法律とありますが、一般にSPC法と呼ばれています。SPC法においては、特定目的会社(一般にTMKとよばれます)という投資ビークルを設立して使用することができます。そのほかには、投資法人及び投資信託に関する法律、所謂投信法があります。所謂JREITは投信法に基づき設立される投資法人です。これら、TMK及びJREITについては、税務上の特別措置がとられています。それは、配当を課税所得から控除するという措置です。これは、二重課税を避けることで魅力的な投資商品を創出することを目的としています。この特物措置の適用を受けるためには、いくつかの条件を満たさなければなりません。そのうちの一つに、投資証券の過半が日本国内で募集されることというのがあります。このことは、外国投資家にとって直接の障害になるわけではないですが、これによりストラクチャーなどの柔軟性が低下します。この規制の理由はハッキリしませんが、おそらく、日本国の不動産が源泉の所得について日本国の租税をきちんと課税して徴収したいということにあると思われます。また、ついでに申し上げますと、日本の税務当局は、租税回避ストラクチャーには敏感であり、租税を不当に回避するように見える当市スキームについては慎重に調査・検討する傾向にあるように思われます。

Ⅲ. 日本の不動産市場

日本のバブル経済は1991年中に終わったというのが通説だと思います。バブル経済の終焉まえにおいては、外国人による日本の不動産への投資はほとんど行われていなかったと理解しております。こ

れにはいくつか者理由があると思われますが、主要な理由の一つは、西洋人の目には、日本の不動産は経済的に考えて投資に適しているとは映らなかったということだろうと思います。

まず、1950年代からバブル経済の終焉まで、日本の土地価格は上昇し続けたのですが、賃借人の権利がとても手厚く保護されているために土地価格の上昇に見合った賃料の増額が難しかったことが挙げられます。これに加え、日本における金利その他の不動産取得、維持費用は高額でした。これらはIRRを低く抑える要因になるわけです。次に、日本の会社は大規模不動産(都市部の主要ビルディングやシンボリックなビルディング)を長期保有する傾向にあったため、魅力的な物件が市場に出てくることは少なかった。更に、他国の法律と共通事項が多い金融や国際取引に関する法制度と違って、不動産法制は文化や歴史に基づく制度であるため国によって大幅に異なります。日本の不動産法制は、特に外国投資家には理解しにくいいため、外国投資家が日本の不動産投資に含まれるリスクとコストを評価するには困難とコストを要した。

しかし、バブル経済終了後事情が変わりました。バブル時代に日本の金融機関は、土地の価格は上昇し続けると信じて多くの不動産担保ローンを実行しました。バブル経済崩壊の結果、日本の金融機関は多くの不良債権を抱えることになり、このことはこれら金融機関の財務状態に深刻な悪影響を与えました。さらに悪いことには、不動産市場が低迷しました。日本の個人金融資産は1400億円を超えていましたが、これらの資金は不動産投資にはあまり使われませんでした借入金の返済や財務体質改善のため、多くの会社が保有不動産を売却する必要に迫られました。そして、大規模不動産を売却することになりました。これらの事情により、魅力のある物件を魅力的な価格で

買収するチャンスが増えました。一方で、政府も、不動産の流動性を増加させるための施策として、不動産の小口化、証券化のための法制度を整備し始めました。1998年にSPC法が制定され、証券化、流動化専用のビークルである特定目的会社(TMKといいます。)が導入されました。2000年には投資信託及び投資法人に関する法律が改正されてJREITが本格的に可能となりました。

外国投資家は、1990年代のいて、TMKの導入前に投資を始めました。彼らは、欧米流の手法を日本の法律と実務に取り込み、日本の旧来の不動産取引におけるリスク、コストその他の問題点を改善しました。このような手法は日本の不動産市場においては新しい手法でしたが、まもなく広く採用されることになりました。ただ、一部の海外投資家はアグレッシブな手法(オランダ法人を使った節税方法など)を採用して財務当局にチャレンジされるということもありました。その結果、海外投資家は税務当局のチャレンジを受けにくいと考えられているTMKを使う例が多くなっていると思われます。最近においては、上場投資法人たるJREIT市場においても、外国投資家とそのファンドアドバイザーは主要なプレイヤーとなりつつあります。

IV. 外国投資家が検討すべき、法的、実務的問題点

日本の不動産に投資するに当たり海外投資家が特に気にする法的又は実務的問題点を私個人の経験に基づきお話しします。

(1) 賃貸借に関する問題

日本では、かつては賃借人の地位は非常に弱く、賃貸不動産が売却

されると賃借人は賃借権を買主に対して主張できないようなことも多かったのですが、1921年以来不動産賃借人を保護する法律がいくつが制定されました。その結果現在では賃借人は非常に強く保護されています。このため、日本の不動産投資においては投資リスク、投資効率の葉判断にあたり、考慮しなければなりません。具体的には、以下のような事項が問題となります。

- ・賃貸人が、不動産賃貸借契約を解除するには、重大な違反がなければなりません。また、更新拒絶や中途解約をする場合には、賃貸人が自分で使う必要があるなどの正当事由が必要です。

- ・一定の例外を除き、不動産賃借人は賃料減額請求権を有しており、これは契約により排除することはできません。賃料減額請求を行うためには、さまざまな事情を勘案して非常に高額になっていなければならないのですが、リターンを確保するとの観点からは問題となります。

- ・建物の賃借人は登記をしなくても、建物を占有し始めることで対抗要件を獲得します。従って、賃借人は建物に住み始めたら、その後現れた建物の買受人や抵当権者に対して自己の賃借権を主張できます。また、建物を所有する目的の土地の賃借人は、建物を登記することで対抗要件を備え同様に保護されます。

(2) 賃借人の敷金

日本においては高額な敷金を差し入れる習慣がありました。かつては、20か月賃料相当額以上というのも多く見られました。現在でも金額は減りましたが、6ヶ月分くらいの敷金を差し入れるのが通常ようです。敷金は、賃借人の債務不履行のための現金担保ですので、賃借人が対象物件を明け渡すときには返還されます。しかし、

通常、この返還債務には担保をつけないため、賃貸人が倒産した場合には敷金の回収方法が問題となります。外国人から、アンフェアな習慣であると批判されました。

しかし、一方で、建物所有者が賃貸人の場合において、建物が売却されると、賃貸人の地位は新所有者に引き継がれ、敷金返還債務も引き継がれます。建物を買収する投資家は、テナントの敷金について正確な情報を得て、これを売買代金から差し引かなければなりません。

(3) 不動産登記制度

日本には政府が管理する不動産登記制度があります。しかし、これは対抗要件を具備するための制度に過ぎず、登記簿記載の権利が正しいことを保証するものではありません。従って、登記を信じて取引したが、実は登記が間違っていたという場合には、きわめて例が気的な場合を除き、その信頼は保護されません。

(4) 流通税等

不動産取引要するコストのうち、もっとも重要なものの一つは、流通税です。これは、登録免許税と不動産取得税の二つです。不動産の所有権移転登記についての登録免許税は、いろいろと特例などありますが(たとえば、2008年までは1%に減税されています)、原則として固定資産税評価額の2%です。不動産取得税は、固定資産税評価額の4%です。固定資産税評価額とは、政府が3年に一回改定する固定資産税などの課税標準額です。実際の取引価格よりは低額となる傾向にあります。特に、1990年代においては登録免許税は5%でしたので、重大影響がありました。そこで、外国投資家はこれを節税できる手法

を検討しました。

信託の利用: その一つは信託を使う方法です。信託を使うというのは、不動産の売主が不動産を信託会社に対して信託して、その結果取得した信託受益権を買主に売却するという方法です。買主は、不動産そのものではなくて信託受益権を取得するわけですが、不動産の管理処分指図権を持ちますし、不動産から得られた利益は全て受益者に帰属しますので、不動産を保有するのとあまり変わりません。一方で、信託設定、受益権の譲渡については、上記の登録免許税も不動産取得税も課税されません。そこで、信託が多く使われるようになりました。ただ、信託設定する場合には信託登記という特別の登記を行います。この登記については固定資産税評価額の0.4%の登録免許税がかかります。また、信託会社に対するフィーも必要となります。しかし、これらの費用は、不動産を現物で売買するときの流通税に比べると定額であうのが通常です。

特定目的会社: TMKについては、政策的に流通税が減額されています。一定の要件を満たした場合ですが、通常の3分の1とされています。

(5) 善意取得、時効

動産の取引などについては、売主が本当の権利者であることについて、過失なく信じた買主は、例え売主が無権利者であった場合でも一定の条件のもと当該動産等について権利を取得します。しかし、不動産にはかかる制度はありませんので、売主が無権利者の場合には甚大な損害をこうむることになります。諸外国には、不動産にもかかる制度を適用する国があるようですし、権原保険といって売主が

権利者でなかった場合のための保険などあるようですが、日本にはありません。ただ、時効取得することは可能です。一定の条件を満たすことは必要ですが、善意無過失の者は10年で、そうでない者は20年で時効取得することができます。

(6) 不動産の瑕疵により生じる損害についての不動産所有者の無過失責任

土地の所有者は、土地の工作物の瑕疵について無過失責任を負うことがあります。このリスクは保険でカバーするか、有限責任ビークルを用いることで防がなければなりません。

(7) 否認、詐害行為

売買完了後、売主が倒産した場合に、取引が遡って否認されないかという問題があります。諸外国の法制では、取引が完了したのち一定期間が(数ヶ月くらい)経過すると否認できないとか、売買の価格が公正価格であれば否認できないということが多いと思われます。しかし、日本では、時間制限は消滅時効の20年であり、公正価格であっても否認される場合があります。この点は、事前の法務調査や契約における表明保証等によってリスクを低減する必要があります。

(8) 抵当権と倒産手続

日本にはいくつかの倒産制度があります。その中で、会社更生手続きについては、いわゆる“Automatic Stay”の効力があります。これは、会社更生手続きが開始されると、更生会社に対する担保付債権者は担保権を行使することができなくなるという効力です。担保権を行使できない代わりに更生計画で保護され、元本は長期に亘ってですが担保価値分は満額返済されるのが通常です。しかし、裁判所はtime

valueを考慮しない傾向にありますので、実質的には減価します。そこで、レンダーは会社更生法の適用を避けようとします。日本の会社法に基づく会社は、株式会社と持分会社ですが、会社更生法は株式会社には適用されますが、持分会社には適用されません。また、TMKにも適用されません。持分会社のうち、有限責任会社を合同会社(GK)といいます。そこで、不動産投資スキームにはGKとTMKが多く使われます。

(9) 地震保険

地震保険は保険料が高いため、保険をふすか付さないかがエクイティ投資家とレンダーの間で議論になることが多いです。

(10) 匿名組合

日本には匿名組合という制度があります。これは、投資家と営業者の契約で、投資家は営業者に出資して利益の分配を受けるが、営業については一切口を出さず、営業者の資産について一切の権利を取得しない代わりに、営業者の債務も負担しないという制度です。この制度を利用した場合、税務上は、匿名組合は導管として扱われますので、匿名組員は出資割合に応じてあたかも自ら対象営業を行っているかのように扱われます。従って、匿名組合による税務メリットは非常に大きくなります。しかし、特に外国投資家の場合には日本の税金が最終的に課税できない場合がありますので、そのような場合には税務当局が目を光らせることになります。慎重なストラクチャリングをお子する必要があります。また、不動産特定共同事業法という法律があり、事業者が不動産を現物で所有し、不動産取引からの収益を分配する匿名組合契約を締結する規制しています。信託を使用することでこの規制を回避することができます。

V. 日本における不動産投資において一般的に使用されるストラクチャー

(1) 合同会社・匿名組合ストラクチャー

このストラクチャーにおいては、投資家はGKに対して匿名組合により出資します。売主は不動産を信託して信託受益権をGKに売却します。このスキームを使うことで、流通税は節約できますし、投資家の所在地によって日本の法人税を節約できます。20%の源泉徴収税は支払わなければなりません、これは本国で害税控除できれば大きな問題にはなりません。また、GKもTKも有限責任ですから、不動産に関係する責任を切断することができます。さらに、GKを使っていますのでレンダーも良い条件での融資をしやすくなります。

(2) 特定目的会社

このストラクチャーの下では、投資家は優先出資を引き受けてTMKに出資します。TMKは目的不動産を取得します。特別減税の適用があるため流通税は提言されています。また、法人税にも特例が適用されて、一定の条件を満たせば、配当を損金としてあ使うことができます。すなわち、2重課税を避けることができることになります。これにより、信託フィーを節約することができます。

VI. 結び

日本の不動産に対して外国投資家が投資するにつき、これを実質的に阻害する障害はありません。しかし、いろいろな面で、日本の不動産法制や実務には外国人にはなじみの薄い制度やプラクティスが

あります。今日申し上げた以外にも外国投資が気にするであろう問題はありますので、日本の不動産に投資する場合には良く事前に制度や実務を研究すべきでしょう。また、今年の夏から、金融商品取引法という法律が施行されます。その結果、不動産投資にかかるファンドマネジャーやアセットマネジャーさらには投資ビークル自体に許認可が必要になる場合があります。反面この法律によりいろいろと柔軟性が増す部分もあります。いずれにしろ法規制と物件の調査を十分に行ったうえで目的に沿った投資手法で投資することが大切です。

[국문요약]

일본에서의 외국인의 부동산투자에 관한 법과 정책

Shunpei Tanaka*

일본에서는 외국인이 일본의 부동산에 대해서 투자하는 것을 금지하는 실체법이 존재하지 않으며, 실제로 상당히 많은 외국인이 적극적으로 일본의 부동산에 대해서 투자하고 있다. 특히 1990년대 초기의 외국인 투자자들의 일본 부동산에 대한 투자는 일본 부동산시장에서 다소 생소한 투자구조를 야기하였지만, 이후 이러한 투자구조는 일본에서 보편화 되는 현상으로 나타났다. 왜냐하면, 당시의 투자구조의 변화는 종래의 일본 부동산시장에 대한 외국인 투자의 활성화를 저해하는 요소들을 제거하는 과정에서 생겨난 구조변화이었으며, 이러한 새로운 투자구조는 짧은 시간 안에 일본인 투자자들에 의해서도 이용되기 시작하였기 때문이다.

다만 외국인의 일본 부동산에 대한 투자는 버블경제가 붕괴된 이후에 본격적으로 활성화되기 시작하였다. 버블경제 이전에는 일본의 부동산 가격이 매우 고가이었으며, 부동산을 보유하려는 성향이 강한 일본인의 속성으로 인해 투자가치가 있는 매력적인 매물도 적었기 때문에 외국인의 투자가 활성화되지는 않았다. 또한 세계적으로 보편적인 성격을 띠는 금융시장이나 국제무역시장과는 달리, 해당 국가의 역사나 관례에 따른 고유한 특성이 강하게 나타나는 부동산시장의 특수성은 일본 부동산시장에서도 마찬가지로 나타나는 현상이었으며, 이는 일본의 부동산에

* Nagashima, Ohno & Tsunematsu law firm, Lawyer

대한 외국인의 투자를 방해하는 주된 원인 중의 하나였다.

그러나 버블경제가 붕괴된 이후, 자금시장의 경색으로 인하여 자금을 조달하기 위한 다량의 매력적인 부동산 상품들이 매력적인 가격으로 매물로서 나오게 되었고, 이는 외국인들의 투자가 증대되는 주된 계기가 되었다. 정부 역시 부동산의 유동성을 증가시키기 위한 각종의 정책을 개발해서 이를 시행하였다. 예컨대, 1998년에는 「자산유동화에 관한 법률(SPC법)」이 제정되어 부동산의 증권화와 유동화를 전문으로 하는 특정목적회사(TMK)가 도입되었다.

또한 2000년에는 「투자신탁 및 투자법인에 관한 법률」(이하 ‘투신탁법’이라고 약함)이 개정되어, 투신탁법에 기초하여 설립되는 투자법인(JREIT)이 가능하게 되었다. 한편 외국인 투자자들은 이미 특정목적회사제도가 도입되기 이전부터 일본 부동산에 대한 투자를 증대하면서, 투자리스크를 줄이거나 거래비용을 감소하기 위한 구미법에서의 투자방법을 일본의 법률과 실무에 도입시키고자 하였으며, 이러한 방법들은 일본의 부동산시장에서 새로운 제도로써 자리 잡아갔다. 다만, 임대차제도, 부동산 등기제도, 거래세, 신탁제도, 특정목적회사제도, 선의취득제도, 하자담보제도에서의 부동산소유자의 무과실책임제도, 파산절차나 지진보험제도 등에 있어서는 여전히 외국투자자들이 검토하여야 할 법적·실무적인 문제점들이 존재한다.

한편 현재 일본에서의 부동산투자에 있어서는 합동회사·익명조합의 구조와 특정목적회사 구조가 주로 사용되고 있다. 전자의 경우는 투자자들이 익명조합의 형식으로 합동회사에 투자하는 방식이다. 이 외에 특정목적회사구조라 함은 투자자가 우선출자의 방법으로 특정목적회사에 출자하고, 부동산은 특정목적회사가 취득하는 방법을 말한다.

주제어 : 투자구조, 버블경제, 외국인투자증대, 투신탁법, 특정목적회사