特集【論説】 不動産鑑定評価基準の改正とデュー・ディリジェンス

不動産投信等に対する最近の指摘事例について

The recent cases which was pointed out by Finance Agency in J-REITs's market

Katsuhiro KONISHI : The Investment Trusts Association, Japan

小西 克廣*

Recently, Financial Service Agency charged a few J-REIT investment entities that they provided information to the real estate appraisers inappropriately. These cases indicate that investment management agencies should practice more explicable decision making process.

keywords : Necessity of reinforcement in internal control and check systems, Execution of strict decision making process, Accountability
内部管理体制及び審査体制の充実・強化, 厳格な審査の実施, 運用業者の説明責任

1. はじめに

わが国の投資信託は、主として有価証券に投資運用を行うものに限られていたが、2000年11月に施行された改正投資信託法（投資信託及び投資法人に関する法律）により不動産等の幅広い資産への投資が認められ、2001年9月には不動産投資法人が証券取引所に上場され、取引が開始されている。最近では、41本の不動産投資法人が上場され、時価総額では約6兆5千億円とその市場規模も急速に拡大してきている。

投資信託は、多数の投資者から集めた資金を運用業者が有価証券等の対象資産に投資運用する仕組みであり、国民の資産運用の中核商品と期待されている投資信託への信頼性はひとえに運用業者の行動にかかっている。このため投資信託法においては、運用業者の受益者等に対する忠実義務や善管注意義務、利害関係人との利益相反防止等の行為準則、価格調査義務などの運用の適正性や業務の健全性等を図るための様々なルールが定めら

れている。

最近、不動産投資法人や不動産投資法人の運用業者に対する証券取引等監視委員会の検査において、不備事項が指摘され、中には同委員会の勧告に基づく金融庁の行政処分が課されるケースも見られる。本稿においては、証券取引等監視委員会が公表している「投資信託委託業者等に係る検査マニュアル」を概観し、その後同委員会から指摘された不動産投資法人の運用業者等に係る不備事項に触れてみたい。なお、文中の意見、感想にかかる部分は私見であることを申し添える。

2. 証券取引等監視委員会の検査マニュアルについて

投資信託法に基づく不動産投資法人や同法人から運用委託を受けた運用業者等に対する検査は、従来、金融庁検査局が担っていた。2005年7月1日の改正投資信託法の施行に伴い、運用業者等に対する検査権限は証券取引等監視委員会に委任され、現在、同委員会が実施している。また、同委

員会においては、運用業者等に対する検査の基本的な考え方や検査に際しての具体的着眼点などを整理した「投資信託委託業者・投資法人・投資顧問業者に係る検査マニュアル」を策定・公表しており、運用業者等に対する検査は、この検査マニュアルに基づき実施されている。

(1) 検査の基本的考え方等

この検査マニュアルでは、運用業者の役割等について、投資者の証券市場へのアクセスの担い手として市場の公平性と効率性の確保に重要な役割を果たすほか、投資者保護を図る上で重要な役割を占めているとし、公益及び投資者保護のため、運用業者の運用の適正性及び業務の健全性・適正性の確保を検査の際の基本項目と位置付けている。また、運用業者の運用の適正性等の確保は、証券取引等監視委員会の検査のみによって図られるべきものではなく、運用業者が内部管理体制を充実・機能させることにより、自己責任原則の下でその運用の適正性等の確保を求めている。

また、このような点を踏まえ、運用業者に対する検査は、運用業者自身が、自己責任原則に基づき整備・運用する内部管理体制の下で、法令に定められた規制を遵守しているかどうかの実態把握を的確に行うものであることが基本原則であるとしている。

(2) チェックリストについて

前述のように運用業者の自己責任原則の下で、運用の適正性等の確保が求められているが、運用業者の自己管理にも資するよう検査マニュアルでは、チェックリストを定め、これを公表している。このチェックリストは、全ての運用業者に共通する法令等遵守態勢の確認のためのチェックリスト、運用の適正性確保のための態勢（運用管理態勢）の確認のためのチェックリスト、運用や事務処理等のリスク管理態勢の確認のためのチェックリス

ト等のほか、特に不動産投資については、不動産等の運用管理態勢や不動産投資リスク管理態勢の確認のためのチェックリストが定められている。運用業者にあつては、これらチェックリストを参考に内部管理体制の一層の整備を図るとともに、適切な内部管理等の実施し、投資者利益の視점에立った運用等をお願いしたい。なお、不動産等の運用管理態勢等に係るチェックリストには、次のような項目が盛り込まれている。

①不動産等の運用管理態勢のチェックリスト

- ・不動産投資信託等に対する取締役会の認識等（投資者保護の重要性の理解、運用の基本方針の明確化、不動産等の評価方法及び評価基準のチェック体制の整備等）
- ・運用管理のための社内規定の整備（基本方針に則ったポートフォリオ、デューデューリジェンス、コンプライアンス等を考慮したうえで取得・売却すること等）
- ・運用管理の適切な実行（資産管理計画に基づく管理、取引に係る帳簿・伝票等の作成、適切なチェックの実施等）
- ・利益相反の防止（自己、利害関係人、他の投資法人等との間において利益相反のおそれのある取引についての検証等）
- ・適切な情報開示（投資判断に必要な情報の適時適切な開示等）

②不動産投資リスク管理態勢のチェックリスト

- ・リスク管理に対する認識等（取締役会・管理者の理解、リスク管理のための組織の整備等）
- ・不動産の取得に関する管理（投資の採算性・適格性を勘案した基本方針に基づく取得基準及び審査手続きを含んだ社内規定の整備、取得に当たっての価格調査、取得価格の妥当性等の審査等）
- ・保有に関する管理（管理規程の整備、採算性・適格性の定期的な調査、投資基準に適合しなくなった不動産等の見直し等）

- ・不動産の売却に関する管理（投資の採算性・適格性を勘案した基本方針に基づく売却基準及び審査手続きを含んだ社内規定の整備，売却に当たっての価格等の調査，売却価格の妥当性等の審査等）

3. 最近の指摘事例について

最近，不動産投資法人の運用業者等に対する証券取引等監視委員会の検査において，不備事項の指摘が散見される。中には金融庁による行政処分を受けた事例も見受けられるが，これらの事例を簡単に紹介する。

①物件取得時の不適切な審査（投資法人に対する善管注意義務違反）

投資法人の物件取得に当っては，その取引価格の参考とするため，通常，外部評価機関へ鑑定評価書の作成を依頼する等の鑑定評価手続きが行われていると思われる。この取得予定物件の鑑定評価に必要な資料や物件に関する情報等は，運用業者から提供されているため，運用業者においては，取得予定物件の現況確認，他の調査会社へのエンジニアリング・レポートの作成依頼等さまざまな業務を通じて鑑定評価に必要な資料や物件情報等を収集し，外部評価機関へ提供しているのが一般的であると思われる。

これら取得予定物件に関する資料・情報等は，鑑定評価額の算定に直接影響を及ぼす重要な情報であり，運用業者においては，これらの資料・情報等の内容についてその適正性等を十分審査したうえで，運用業者が把握し得る最新の資料・情報等を外部評価機関に提供することが鑑定評価額の適正性・公正性に繋がるものである。

投資信託については，投資対象資産の取引価格の公正性・適正性を確保することが投資者保護を図るうえで重要な要素の一つである。証券取引等監視委員会検査においては，個々の取得物件の取引価格等についての検証が行われているものと思

われるが，その取引価格の参考としている鑑定評価額の適正性・公正性を説明するためには，鑑定評価額の算定の基となる資料・情報等の内容について適切かつ十分な審査を行っていることが重要であり，また，審査状況・内容等の事跡を残しておくことも適切な説明を行ううえで必要なものと思われる。

本件は，投資法人の物件取得に当って，中にはこうした運用業者が本来行うべき物件情報やデータの審査等が適切に行われていなかった事例が認められたことから，結果として過大に算定された鑑定評価額により取得していると見られ，こうした審査等を適切に行っていなかったことについて「投資法人に対し，善良な管理者の注意をもって当該投資法人の運用に係る業務を遂行しなければならない」とする投信法第34条の2第2項（投資法人に対する善管注意義務）違反に問われたものである。

②結果的に過大に算定された鑑定評価額による取得（投資法人に対する善管注意義務違反）

本件も，取得予定物件の鑑定評価手続等に係る不備事項の指摘である。鑑定評価を依頼した外部評価機関に対し適切かつ最新の情報・資料等を提供していない事例が見られたこと，また，外部評価機関から受取った鑑定評価の内容等を十分に検証していなかったことから，結果的に過大に算定された鑑定評価額を基づいて物件が取得されるとの指摘であり，こうした行為について投資法人に対する善管注意義務違反に問われている。

③投資法人に対する指摘事例

上記の指摘事項は，いずれも運用業者に対する指摘事例であるが，このほか投資法人の事務運営についても指摘されている事例が散見される。いずれも投資法人の役員会を法令に違反して持ち回りの形で行っていたものであり，また，一部には役員会議事録の不実記載の指摘も見られる。

4. 最後に

前述の証券取引等監視委員会の運用業者に対する指摘事例は、取引価格そのものに対する指摘ではないものの、運用業者における物件取得時の取引価格の参考としている鑑定評価額の基礎となる取得予定物件の資料・情報等に係る審査の実施状況等の不備についての指摘である。

不動産価格は、一定の市場に集中され多数の需給の下で取引価格が決定する伝統的な有価証券の取引とは異なり、様々な評価方法や考え方がある中で、物件の単一性や所在地域の地域性といった物件環境などの様々な要因もからみ、有価証券の市場価格のような絶対的な価格を見出すことは極めて困難であると思われる。しかしながら、不特定多数の投資者を対象としている投資信託においては、投資者の保護する上で、投資対象資産の取

引価格の適正性・公正性が重要な要素の一つであり、投資信託の運用業者には、一般の不動産取引以上に不動産投資法人の取引価格についての説明責任が求められている。

また、前述の指摘事例は、その背景には様々な事情があったものと思われ、意図的に行われたものとは考えにくいものの、取引価格の公正性・適正性等についての認識が十分にあれば防止できたのではないかとと思われる。不動産投資法人は、不特定多数の投資者が参加する金融商品であることを十分認識し、物件取得時の審査プロセスや個々の取引毎の審査の実施状況等を的確に説明できる体制を整備するなど内部管理や審査体制の一層の充実を図るとともに、物件取得に当っては厳格な審査を実施し、その事跡を残すなど運用業者として投資者への説明責任を果たしていくことが望まれる。