

## 第2章第3節 金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営

「金融商品取引法施行後の投資運用業等の業務運営のあり方」に関するワーキンググループは、金商法施行に伴い、不動産証券化ビジネスに携わっているプレイヤーである不動産会社、信託銀行、証券会社、また今回、新たに誕生した不動産私募ファンドに係る投資一任業務を行う不動産投資顧問会社など、様々な立場から、同法が求める内部統制、情報開示等に関し、実務上の対応や課題について検討し、自主ルール（業界標準・ベストプラクティス等）の策定等、今後の適正な業務遂行に向け、その解決の方向性について議論することを目的に開催された。本節では、上記ワーキンググループにおける議論を通じたとりまとめの内容について述べる。

### 2. 3. 1. 不動産関連特定投資運用業者の取組

投資家の資産運用において重要な役割を担っている金融商品取引業者は、運用を委託した投資家に対して受託者責任を負っており、金商法においても、忠実義務、善管注意義務、分別管理義務等が課せられている。また、金融商品市場におけるプレイヤーとしても健全かつ適切に業務を運営することが求められている。

不動産関連特定投資運用業を主たる業務とする投資運用業の登録を完了した又は登録手続中の不動産投資顧問会社各社では、以下の通り、各々態勢整備に努めており、本ワーキングにおいて、内部統制、情報開示等に関し、各社の対応状況が報告された。各社にて整備されている組織体制、内部統制は、各々の業態に応じた形で整備されており、一様ではないが、以下の通り、一般的な取組を取りまとめた。

#### (1) 組織体制

不動産投資顧問会社各社は、取締役会等で決定又は承認された法令遵守態勢の整備、コンプライアンスに関する研修の実施等に関する実践計画（コンプライアンス・プログラム）、コンプライアンス・プログラムを具体的に実施するための行動規範（コンプライアンス・マニュアル）を策定している。これらの実施運用状況は、社内で独立性の高いコンプライアンス担当部門を設置して一元管理している。

全社的な取組として、運用財産の運用において、マーケットの変動、法制度の変更等の事業環境の変化への対応が不十分であること、役職員が正確な事務を怠ること等により顧客が損害を被り、顧客からの信認を損なうリスクなど、業務に内在するリスクの所在や種類を特定し、その程度を把握し、コントロールするため、リスク管理態勢の強化に努めている。

また、独立した組織として内部監査部門を設置し、定期的に各部門の内部監査を実施し、内部統制の実効状況を確認している。

取締役会については、コンプライアンス委員会、投資委員会で審議された案件が報告さ

れる。また、取締役会は、単に業務推進に係る事項のみではなく、業務に内在するリスクに関する重要な事項が議題として採り上げられる。

顧客情報等の重要情報については、関係部門以外の者がアクセスできないよう、社内規程（情報管理規程）を作成しており、パスワード等で物理的なアクセス制限がなされているなど、その管理に取り組んでいる。

さらに、各社は役職員の法令等遵守意識の向上を図るため、社内で策定されたコンプライアンス・プログラムやコンプライアンス・マニュアルに基づき、社内規程、関係法令の周知や業務上の留意事項徹底等のため研修に取り組んでいる。

## **（２）各委員会**

不動産投資顧問会社各社では、重要な意思決定に際し、その決定プロセスに関与する者たちでコンプライアンス委員会、投資委員会等を設置している。

### **①コンプライアンス委員会**

金商法施行に伴い、不動産投資顧問会社各社ではコンプライアンス機能の強化のため、コンプライアンス委員会の役割の見直しを行っている。コンプライアンス委員会は、会社業務全体における法令等遵守、忠実義務・善管注意義務、コンプライアンス・マニュアルの制定・改廃、利害関係人との取引に関する事項等について、関係法令・規則、社内規程の遵守の観点から審議を行う。外部の専門家（弁護士等）を含めた委員会としていくケースが大半である。審議事項については、社内規程に基づき、取締役会に報告される。

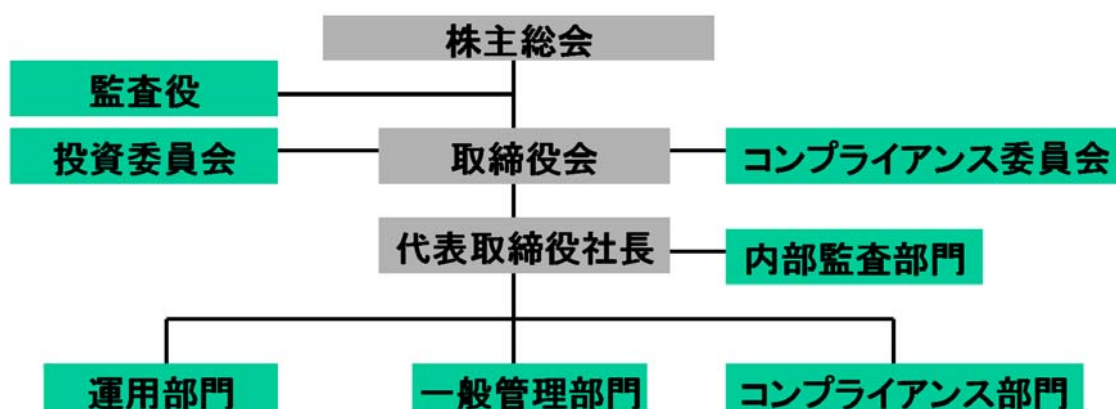
### **②投資委員会**

投資委員会は、投資助言契約や投資一任契約の締結に関する事項、ファンド資産の中長期的な運用方針および大規模修繕等の資産運用に関する事項、ファンド資産の取得売却に関する事項等に関して審議を行う。適切な投資判断がなされるよう、内部統制の観点から、各社の業態に応じ、外部の専門家（不動産鑑定士等）を委員に含めているケースや、それに準じた形で必要な措置を講じているケースがある。

### **③その他**

各社により一様ではないが、業務に内在するリスクの管理態勢強化のためリスク管理委員会を設けている例や、ファンド内組織として、利害関係人取引などの運用に係る一定の事項について匿名組合員の意見を聴取するため、匿名組合の出資者が参加する出資者委員会を設けている例もあり、各社の業態に応じて、組織体制、内部統制が整備されている。

図表 2-3-1 【組織図 (例)】



### (3) 利害関係人取引

不動産投資顧問会社各社では、利害関係人取引が行われようとする場合に、投資家保護の観点から構築された内部統制に基づき、適正な手続が行われるべく、下記の通りの態勢整備等を行っている。

#### ①利害関係人

不動産投資顧問会社各社では、社内規程により利害関係人を定義している。利害関係人としては、不動産投資顧問会社の株主、株主の子会社・関係会社及びその取締役・監査役、それらが出資・運営する SPC、不動産投資顧問会社が出資・運営する SPC 等と定義しているケースが多い。

#### ②利害関係人取引

不動産投資顧問会社各社では、社内規程により利害関係人取引を定義している。利害関係人取引としては、不動産投資顧問会社が運営する SPC と利害関係人との間での物件売買、利害関係人への不動産管理業務等の業務委託、工事発注、売買・賃貸の媒介業務の委託、ファンド間売買等と定義しているケースが多い。

#### ③内部統制

不動産投資顧問会社各社では、利害関係人取引が行われようとする場合には、社内規程に基づき、事前にその妥当性に関してコンプライアンス部門と検討を行い、コンプライアンス委員会に上程する。コンプライアンス委員会では、関係法令・規則、社内規程の遵守の観点から審議が行われる。妥当であれば取引が承認される。コンプライアンス委員会での承認をもって、又は承認を停止条件として、投資委員会等にて本件取引が審議、決議される。

金商法第 4 2 条の 2 (禁止行為) 等の規定を踏まえ、不動産信託受益権売買、不動産管理業務等の委託に関しては適正な市場価額、適正な契約条件により取引を行うこととしている。具体的には、事前に第三者鑑定評価書等を踏まえた価額の適正性、契約条件

の適正性を検証すると共に、投資家への説明にも配慮している。

特に、ファンド間売買、自己取引については、金融商品取引業等に関する内閣府令第128条（自己取引等の禁止の適用除外）及び第129条（運用財産相互間取引の禁止の適用除外）に基づき、合理的な方法により算出した価額により行われるものであることその他、全ての権利者からの同意を得ることを前提としている。

#### **（４）投資家への開示**

##### **（４）. 1. アセットマネージャーとしての開示**

不動産投資顧問会社各社は、投資家保護の観点から、また投資家の要請に応じて投資家の投資判断に必要な情報を適時、適切に開示（レポートイング）することとしている。その内容、頻度についてはバリエーションがあるが、一般的には次の通り。

###### ①運用計画書

組成するファンドの運用方針を定めたファンド運用計画、損益計画、ファンドに組み入れる物件やその数、取得予定等を示すための資産組入計画、資金調達計画や、具体的な物件管理を行うための物件毎の物件管理計画の策定を行い、投資家に報告している。

###### ②運用報告書

計画に基づく運用を行った結果として期中の収益、物件取得状況、物件売却状況等を示すための運用実績、物件毎の管理実績を定期的に報告している。

###### ※報告頻度

報告頻度・タイミングは一般的には下記の通り。

- ・運用計画書 運用年度当初に発行している。
- ・運用報告書 決算期毎及び半期毎の発行に加え、会社によっては四半期毎に発行している。

##### **（４）. 2. 第2種業者（私募の取扱い）としての開示**

不動産投資顧問会社各社では、第2種金融商品取引業者として、投資運用業務若しくは投資助言業務を行うSPCについて、匿名組合出資持分に係る「私募の取扱い」業務を行う場合がある。本件業務については、証券会社が行う場合もある。

不動産投資顧問会社各社が運営するSPCへの匿名組合出資者は適格機関投資家等の「特定投資家」である場合がほとんどであり、その場合は金商法上の契約締結前書面交付義務は適用されないが、事業計画書等を活用する等の方法により、投資家に対して投資判断に必要な情報を説明している。説明事項は投資家の要請、投資対象により一律ではないが、その概要は以下の通りとなっている。

###### ①投資事業の概要

（目標資産規模、運用期間、投資対象、借入方針、物件運営・売却方針）

###### ②証券発行体（ヴィークル）に関する情報

(スキーム、ファンド関係者、契約関係、会計等の運営方針)

- ③投資家の権利内容、譲渡性に関する情報
- ④投資対象としての不動産に関する情報
- ⑤投資リターンに関する情報
- ⑥利害関係人取引への対応方針に関する情報
- ⑦リスク情報

## 2. 3. 2. 金商法施行に伴う実務上の課題

ワーキングメンバーより提起された金商法施行に伴う実務上の課題について、以下の通り、取りまとめた。

### (1) 不動産証券化実務と金商法の運用との整合

金商法は施行されたばかりで、その運用に当たって、不動産証券化実務との整合が課題となっている。金商法の規定を実務に当てはめる中で、未だ行政窓口、弁護士、事業者において金商法の解釈の明確化・浸透が十分行われていない状況にある。この結果、例えば、以下の(5)①でも示すような広告類似行為に関する規制への対応など、事業者は解釈が不明な事項に対しては慎重に、固めに対応するため、過剰な対応のための時間とコストが膨大となり、かえって投資家の利便性を損なう事態が危惧される。金商法を投資家保護と不動産投資市場の更なる発展に資するものとするため、当局との対話・協議を重ねることで、具体的な部分の考え方、基準を市場に対して明示していくことが喫緊の重要課題となっている。

### (2) プロ投資家向けスキームへの規制緩和

不動産投資のプロが集まって行うビジネスについては、規制のメリハリをつけるべきである。

不動産投資顧問会社各社が投資運用業務、投資助言業務を行っている対象顧客のほとんどが、金商法第63条に規定する適格機関投資家等特例業務届出者であるSPCであり、また、当該SPCに出資している投資家のほとんどが適格機関投資家等の「特定投資家」である。専らこのような対象を顧客としている投資運用業者に対しては、一般投資家を顧客としている業者との間で明確な規制のメリハリをつけるべきである。

### (3) 自主規制団体の策定する自主規制ルールのあり方

金商法の運用と不動産証券化実務との整合を図る上で、自主規制団体の自主規制ルール、業界としてのプラクティスによる投資家保護のあり方を検討する必要がある。

金融庁から平成19年8月24日に公表された「平成19事務年度金融商品取引業者等向け監督方針について」において、「ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最

適な組合せ」による監督手法が示されており、プレイヤー自身による自主的取組や、自主規制機関が策定する自主規制ルールの役割が大きくクローズアップされている。

また、平成19年12月21日に金融庁より公表された「金融・資本市場競争力強化プラン」においても、「金融商品・サービスが高度化・複雑化する中において、利用者保護と利用者利便の向上、市場の公正確保と金融イノベーションの促進を同時に実現するためには、自主規制が、その自律性、専門性、機動性等の特性を活かしつつ、法令に基づく規律付けを補完する立場から、適切に機能することがますます重要となってきた」との観点から、自主規制機能の強化が重点課題として掲げられている。

不動産関連特定投資運用業を主たる業務とする投資運用業の登録を完了した又は登録手続中の不動産投資顧問会社各社では、自主規制団体である（社）日本証券投資顧問業協会への加入を進めている。

現在の同協会の自主規制ルールは、株式等の上場有価証券に関して投資助言業務若しくは投資運用業務を行う投資顧問業者を対象に策定されており、不動産を原資産とする不動産信託受益権の運用行為とは整合しない部分がある。このため、同協会では、自主規制ルールの見直しを行う予定である。

当該自主規制ルールの見直しは、株式等の一般的な有価証券とは異なり、個別性が極めて高く、製販一体の共同事業により商品が組成されるなどの実物不動産としての特性を強く保持した不動産信託受益権等を扱うという、不動産証券化の実務に十分配慮して行われることが望まれる。

#### **（４）不動産の運用に則した業規制のあり方**

原資産の特性が不動産から変質されていない不動産信託受益権は、個別性の極めて高い資産である実物不動産としての特性を強く保持しており、売買その他の取引において、株式等の一般的な有価証券取引についての規制を主として想定している金商法の規制と個別具体の不動産取引の実務とがうまく整合しない場面がある。例えば、以下の（５）③でも示すように、通常一度きりで完結する不動産信託受益権取引において、継続的な有価証券取引を想定した取引残高報告書の交付が金商法上求められること等が挙げられる。不動産証券化に携わる各プレイヤーは、金商法に対応するため様々な努力を行っているが、対応コストが過大となることは投資家も望むところではない。他の商品とは異なる様々な不動産の特性（個別性の極めて高い点、製販一体の共同事業により商品を組成していく点等）に配慮した規制のあり方を考える必要がある。

この際、不動産の特性に応じた規制のあり方を考える一環として、例えば、デベロッパー同士の実物不動産の共同開発スキームに対するニーズへの対応など、新たな事業手法の整備についても検討していく必要がある。

## (5) その他の個別課題

各社から指摘のあった、金商法施行に伴うその他の個別課題は以下の通り。本件については、行政当局との対話の中で、金商法の解釈の明確化、規制改革要望等により不動産証券化実務との整合を図っていく必要があるとの指摘があった。

### ① 広告規制

広告類似行為の範囲が広く解釈されており、広告勧誘資料については幅広く、広告規制に準拠した記載事項・体裁を遵守する必要から、資料作成、社内審査に大きな負荷がかかっている。

具体的には、第2種金融商品取引業者である不動産会社が、複数の共同事業候補者に対して、不動産開発プロジェクトに係る参加検討を呼びかける行為がある。当該不動産会社は、実物不動産の開発計画、完成後の運営計画、GK-TKスキームの活用等、開発プロジェクトの概要をまとめた資料を作成し、共同事業候補者間での協議の場で活用している。資料の記載事項の大部分は実物不動産の開発計画であるが、プロジェクト実施が決定した場合には、スキーム組成過程で土地の信託受益権化が行われ、共同事業候補者に対して匿名組合出資に係る私募の取扱いを行う可能性があること、資料配付の相手方が単数ではないことから、不動産会社の中には、金商法上の広告規制に準拠するため、事前の広告審査や、具体的には未だ何も決まっていない不動産証券化スキームにおけるリスクファクターや手数料等についても当該資料に記載しているケースがある。

不動産信託受益権や匿名組合出資持分の内容が具体的に固まる以前の段階における不動産証券化スキームの活用提案等に関しては、金商法上の広告規制の対象外であることの明確化が望まれる。

### ② 契約締結時交付書面（第2種業者）

不動産信託受益権の取引において、法令上の記載事項である「自己又は委託の別」、「売付け等若しくは買付け等の別」を売買契約書に記載することが求められている。本件記載は取引慣行上、馴染まないため、別途、契約締結時交付書面の作成・交付を行っている（契約締結時交付書面の作成・交付義務は特定投資家に対しては適用除外）。取引の実態に鑑みると、このような記載を行わせる必要性は低いと思われる。

### ③ 取引残高報告書（第2種業者）

第2種業者が不動産信託受益権等の売買・媒介等を行った場合、顧客に対して取引残高報告書を交付しなければならない（特定投資家に対しては適用除外）。不動産信託受益権等の売買・媒介等に際しては、顧客の取引口座が開設されたり、顧客から金銭や有価証券の預託を受けたりすることは行われていないため、取引残高報告書の交付については、その必要性が低いと思われる。

### ④ 顧客勘定元帳（第2種業者）

第2種業者が不動産信託受益権等の売買を行った場合等、法定帳簿書類として顧客勘定元帳を顧客毎に名寄せして作成しなければならないが、取引頻度が低く、顧客の取引

口座の開設や顧客から金銭や有価証券の預託がない第2種業者においては、かかる帳簿作成の必要性は低いと思われる。

⑤法人関係情報を提供して勧誘する行為・法人関係情報の管理（主に第2種業者）

金商法上、株式等の伝統的有価証券を取扱わない第2種業者であっても、顧客に対して「法人関係情報を提供して勧誘する行為」が禁止され、法人関係情報に係る不公正な取引の防止を図るために必要かつ適切な措置を講じなければならない。法人関係情報とは、上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるものと定義される。

第2種業者が上場企業等である信託受益権の売主から当該信託受益権の媒介の委託を受けた場合、第2種業者が買主（候補者）に提供する情報には、信託財産たる不動産に関する情報に加え、売主が売却を検討・決定した事実や売主名などの情報が含まれる。これらの情報のどこまでが法人関係情報に該当するのか、また、例えば、売主の貸借対照表の資産の部においてどの程度の割合を超えるものであれば該当するのかといった基準についてはまだ不明な点が多い。仮にこれらの情報の一部が法人関係情報に該当するとすれば、第2種業者が買主（候補者）に対しこれらの情報を提供しないで不動産信託受益権の媒介を円滑に行うことは相当困難である。

また、不動産信託受益権の媒介に当たって買主（候補者）に当該情報を与えることにより取引対象有価証券である不動産信託受益権の価値は増減しないため、不公正取引を誘発するものでもない。

なお、これらの情報が重要事実該当する場合、これに基づき当該売主の発行する株式の売買を行うことや当該情報自体の管理は、別途インサイダー規制に抵触することからすでに規制されている。

以上の事情に鑑み、本規定は不動産信託受益権を扱う第2種業者に適用する必要性は低いものと思われる。

⑥金融商品取引業者の親法人等又は子法人等が関与する行為の制限（主に第2種業者）

金融商品取引業者がその親法人等・子法人等から顧客に関する非公開情報の提供を受けることは禁止されていないが、顧客の書面同意なくこれを利用して金融商品取引契約の締結を勧誘することが禁止されている。書面同意の取得手続は、顧客、金融商品取引業者、及びその親法人等・子法人等の双方で、大きな負担となっている。顧客に関する非公開情報としては、当該顧客が売却意思を持っている不動産に係るものも含まれると考えられるが、通常、当該顧客は売却の提案を受けることを前提に当該情報を提供しているため、不動産信託受益権の売買等、一定の場合には、取引円滑化のため、同意書取得義務を緩和することが望ましい。

⑦投資助言業と投資運用業を区分するメルクマール

不動産信託受益権を投資対象とするケースで考えた場合、AM業者が不動産信託受益権の取得、売却に関し顧客に対して行う業務が投資助言・代理業に該当するのか、投資



運用業に該当するのかが問題となるが、金商法のパブリックコメントにおいても「AMの業務が「投資助言業務」と「投資一任業務」の何れに該当するかは、実質的な投資判断の一任及び投資権限の委任の有無により（金商法第2条第8項第12号ロ参照）、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものであり、一律の基準を示すことは困難」とされているとおり、そのメルクマールは定立されているとはいいがたい。

不動産信託受益権について、AM業務を行う各社は、法の規定とその精神に従い、必要に応じ、弁護士等にも相談の上、自らの行為が投資助言・代理業と投資運用業の何れに該当するかについて主体的に判断を行うことが求められる。

⑧不動産信託受益権の購入行為（第2種業者）

不動産信託受益権の販売行為だけでなく、購入行為も第2種業の対象となっているが、「反復継続性」が無いもの、「自己ポートフォリオの改善」等対公衆性が無いものに該当するものは第2種業には該当しないものと思われるが、その範囲が明確になっていない。

⑨業務管理態勢・経営管理態勢（第2種業者・助言業者）

監督指針・検査マニュアルによると、金融商品取引業者に対しては、業務管理態勢のみならず、経営管理態勢のあり方自体が監督・検査の重点項目とされており、様々な態勢整備が求められている。

不動産信託受益権に係る売買、媒介業務（当該第2種業務）を行っている不動産仲介会社や、当該第2種業務や不動産信託受益権を投資対象とするSPCに投資助言業務を行う総合デベロッパー等の事業者においては、実物不動産に関する業務が事業者の行う業務の大半を占めており、金融商品取引業務を行う場面は非常に限定的である場合が多い。

当該事業者は金融商品と実物不動産双方に係る業規制に対応するため、経営管理・リスク管理・内部管理等、全社的な態勢整備に努めているが、双方の業務フローの違いもあり、負担感が大きい。監督指針等で示されている態勢整備は業務内容等の違いにより、一律に求められるものではないと思料され、対応コストが過大なものにならないよう、業務内容に応じた態勢整備のあり方が示されることが望まれる。

以上