

「不動産投資一任サービスのあり方について」
第二次中間整理（案）

平成 18 年 12 月 15 日

社会資本整備審議会
産業分科会不動産部会

(目次)

1	はじめに	1
2	不動産投資一任サービス制度の必要性	2
(1)	不動産投資市場の健全な発展の観点からみた投資一任サービスの必要性	2
①	不動産投資市場における長期安定的な資金の意義	2
②	長期安定的な資金の供給主体の代表としての年金	2
(2)	年金基金における不動産投資の現状	3
①	年金基金の不動産投資割合	3
②	年金基金の不動産関連投資の制度的枠組み	3
③	年金基金の運用体制・資産規模の実態	4
(3)	年金基金が不動産投資を行うに際しての投資一任サービスに対するニーズ	4
3	不動産投資一任サービスのあり方	7
(1)	事業者が投資家が求める能力	7
(2)	利益相反行為に対する考え方	8
(3)	情報開示のあり方	10
(4)	不良不適格業者に対する監視強化	10
4	具体的な検討方向	12
(1)	金融商品取引業（投資運用業）の制度的枠組みの中で不動産投資顧問業登録規程を活用する方策について	12
①	金融商品取引業（投資運用業）の制度的枠組みについて	12
②	不動産投資顧問業登録規程について	13
③	不動産投資顧問業登録規程の活用する方法	13
(2)	不動産投資顧問業登録規程の整備の方向性	14
①	不動産信託受益権の取扱いについて	14
②	不動産投資顧問業者の判断業務統括者の要件について	14
③	利益相反行為について	15
④	情報開示の充実について	15
⑤	不良不適格業者に対する監視強化について	16
5	今後の検討課題	17
(1)	不動産投資助言サービスのあり方について	17
(2)	不動産特定共同事業法の見直しについて	17
	(参考1) 米国における年金基金の不動産投資の現状と制度	19
	(参考2) グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)	23
	(参考3) 第9回、第10回不動産部会における委員の指摘事項	24

1 はじめに

平成 17 年 10 月 24 日、社会資本整備審議会は、国土交通大臣から「都市・地域経営の基盤となる不動産の価値創造と不動産への継続的かつ安定的な資金の循環を実現する不動産市場はいかにあるべきか」について諮問を受けて、産業分科会に不動産部会を設置し、検討を開始したが、昨年 12 月 26 日には中間整理「投資家が安心して参加できる不動産市場のあり方」を、本年 18 年 8 月 7 日には第一次答申「今後の不動産投資市場のあり方」をとりまとめたところである。

この第一次答申では、我が国の不動産投資市場が今後目指すべき姿を、「幅広い投資家が参加できる、リスクとリターンの透明性の高い市場」、「良質な不動産を生み出し、バリューアップを促進する市場」、「物件・資金・人材が円滑に展開し、自立的に発展する市場」の三つに分け、これらを実現するために講ずべき施策を提示している。

さらに、本答申においては、今後検討を深める必要のあるものとして、4つの課題を掲げているが、このうちの一つの課題である「一任サービス」型の不動産投資顧問業の制度設計については、来年夏頃にも施行が予定されている金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の金融商品取引業（投資運用業）の具体的制度設計と密接に関わることから、本年 10 月以降、当部会において先行して検討を行ってきたところである。

本中間整理は、これまでの 3 回にわたる当部会での検討の成果をとりまとめたものであり、今後この成果を踏まえ、不動産投資一任サービスの健全な育成のための施策が講じられることを期待するものである。

2 投資一任サービス制度の必要性

(1) 不動産投資市場の健全な発展の観点から見た投資一任サービスの必要性

①不動産投資市場における長期安定的な資金の意義

不動産投資市場の健全な発展は、投資資金による良質な不動産の維持・形成を通じて、我が国の魅力ある都市整備・地域整備、住生活の向上につながるものである。

不動産は、長期にわたる維持・管理が必要な財であることから、その質の維持・向上のためには、長期安定的な資金が欠かせない。なぜなら、不動産投資市場が、投資期間の短い資金や投機的な資金のみで占められることは、結果的に不動産の維持・管理が不十分になったり、不動産価格が不安定となったりするなど、不動産市場の健全な発展を阻害するおそれがあるからである。したがって、不動産投資市場が長期安定的に発展していくためには、投資期間が長い安定的な資金（いわゆる「足の長い資金」）が市場に円滑に供給されることが重要である。

②長期安定的な資金の供給主体の代表としての年金

このような足の長い資金を供給できる投資家の代表として、年金が存在する。年金資金は、我が国の少子高齢化が進展する中で、豊かな国民生活を実現するためにも、その資金を的確に運用し、年金受給者に対する受託者責任を全うすることが求められているところである。このような年金にとっては、分散投資の観点から株・債券と異なる資産クラスとして、また安定したキャッシュフローの源泉として、不動産投資が今後重要となってくると考えられる。

このため、不動産投資市場と年金等の投資期間の長い資金を結びつける不動産投資一任サービスを整備することは、良質な不動産の維持・形成による我が国の都市整備・地域整備の進展をもたらすだけでなく、不動産の価値の向上の結果として年金等に対してより安定的な配当が実現されるなど、広く国民全般に利益が還元される資金循環システムを確立することとなるものである。

(2) 年金基金における不動産投資の現状

①年金基金の不動産投資割合

2005 年度企業年金連合会資産運用実態調査¹によると、年金基金の投資資産構成割合は、国内債券・国内株式・外国債券・外国株式で 81.7%と全体の 8 割以上を占めているのに対して、不動産は 0.8%であり、全体の 1%にも満たない。

一方、海外の年金基金においては、不動産投資は 5%程度の割合を占め、資産クラスの一つとして位置付けられており、日本においても、今後、年金基金における不動産投資の拡大余地は大きいと考えられる。

②年金基金の不動産関連投資の制度的枠組み

年金基金の資産運用は、厚生年金保険法により規定されており、外部機関に運用の一任を行う場合には、その運用機関が限定され（同法第 136 条の 3 第 1 項第 1 号～第 3 号）、基金自らが運用を行う場合には、運用対象資産が限定されている（同項 4・5 号）。

不動産関連投資については、年金基金の自家運用の対象となるものは、安全性の比較的高いものとして、不動産投資法人の投資証券、不動産投資信託の受益証券及び特定目的信託の受益証券に限られており、実物不動産や信託受益権、匿名組合出資は認められていない。

一方、外部運用の場合は、一任先が、信託会社又は信託業務を営む金融機関（以下「信託会社等」という。）への信託（同項第 1 号）、生命保険会社等への保険料等の払込み（同項第 2 号）、証券投資顧問業法上の認可投資顧問業者との投資一任契約（同項第 3 号）に限定されている。

したがって、現行制度の下では、年金基金が、実物不動産も含めて幅広く不動産関連投資の運用を一任できるのは、信託銀

¹ 本調査の対象会員は、1411（厚生年金基金 694 件、確定給付企業年金 702 件、適格退職年金 15 件）で、このうち、1081 件から回答を得て集計したものである。

行に限定される結果となっている。

しかしながら、来年夏頃に施行が予定されている証券取引法を改組した金商法においては、信託受益権が「みなし有価証券」として位置付けられたことから、信託受益権は、登録制の金融商品取引業者（投資運用業を行う者）に移行する認可投資顧問業者の業規制に係る運用対象資産となり、実物不動産を除けば、信託会社等と同様に幅広い不動産投資商品を取り扱うことが可能となる。

今後は、投資運用業に多様な主体が参入することにより、市場競争を通じた年金への不動産投資一任サービスの向上が期待される。

③年金基金の運用体制・資産規模の実態

2005 年度企業年金連合会資産運用実態調査によれば、年金基金の中で、日常の資産運用に係る業務を担当する役職員の人数は、1 名が 58.5%、2 名が 30.4%、3 名が 7.6%、4 名が 2.5%、5 名が 0.8%となっており、役職員が 1～2 名の年金基金が、全体の約 9 割を占めている²。

また、上記体制をふまえ、年金基金の外部運用と自家運用の資産額の割合については、外部運用が 99.9%、自家運用が 0.1%と外部運用に大きなウェイトが置かれている体制となっている³。

他方、年金基金の資産規模については、2005 年 11 月 7 日 No. 399「年金情報」（格付投資情報センター）によれば、資産規模が 1000 億円未満の年金基金数は全体の 94.8%と大半を占めるが⁴、これらの小規模の年金基金は単独での実物不動産投資は難しい。

(3) 年金基金が不動産投資を行うに際しての投資一任サービスに対

² 資産運用アンケートの提出があった 1074 基金の回答を集計したものである。

³ 委託形態別資産額の回答のあった 951 基金の回答を集計したものである。

⁴ 2005 年 3 月末までに設立された 771 の年金基金のうち「2005 年日経企業年金実態調査」アンケートに回答した 332 基金が対象となっている。

するニーズ

社団法人不動産証券化協会「『第6回機関投資家の不動産・リート等投資に関するアンケート調査』結果報告書」（平成18年8月）によれば、「企業年金が実物不動産や不動産証券化商品への投資を行うために何が必要であるか。」との問いに対して、「資産運用に関する受託者責任の明確化」、「不動産投資に一任できる運用会社」及び「不動産運用に精通した運用者」、「不動産投資を一任できる法体系」を挙げている回答が多く、責任をもって不動産運用を行うことのできる専門会社に一任できる仕組みを求めていることが伺える。

また、「ベンチマークとなる不動産投資インデックス」、「個別の不動産投資情報」を挙げている回答も多いことから年金基金が不動産投資情報の環境整備も求めていることが分かる。

さらに、2005年度企業年金連合会調査によれば、「不動産についてオルタナティブ投資を実施していない理由」について、「伝統的資産のみで十分」（41.3%）、「リスクが高い」（28.2%）の回答が多く、不動産投資への警戒感がいまだ払拭しきれていないことを示す一方で、「商品知識が少ない」（37.1%）、「自身の管理体制が整っていない」（21.6%）、「優良な商品を見つけるのが困難」（20.4%）という回答も多く見られ、不動産投資一任サービスを求めるニーズの高さも伺える。

なお、我が国の年金基金は約80兆円の規模を有しているが、これらが海外並みに運用資産の5%を不動産で運用した場合には、新たに4兆円規模の不動産投資市場が生まれることとなる。

もし、この市場拡大が急激に起こるならば、我が国の不動産投資市場全体に悪影響を及ぼすことも懸念されるところである。しかしながら、年金基金は受給者への厳格な受託者責任を有するため、その投資行動は慎重であり、また、過去の経験から不動産投資への警戒感も未だ払拭しきれていない状況にある。

したがって、政策のあり方としては、市場を性急に拡大することよりも、市場が健全性を保ちながら着実に拡大と発展をとげられるよう、市場の枠組みを整えるという視点や年金基金に対して時間をかけて商品の知識の浸透を図るという視点が重要である。

その際、不動産投資についてプロではなく、その判断について
確実性を高めるため不動産投資のプロに任せたい年金基金と不動
産投資市場をつなぐ、年金基金から投資一任を受ける不動産投資
一任サービスの整備は、解決方法の一つである。

3 不動産投資一任サービスのあり方

(1) 事業者が投資家が求める能力

不動産投資一任サービスを提供する事業者には、主として、①不動産市場の分析、顧客の投資目的に応じた投資戦略の企画、個別物件の情報収集等の投資準備段階に必要な能力、②投資対象不動産についてのデューデリジェンス、価格査定等の投資段階に必要な能力、③保有物件の適正管理、物件特性に応じたテナントリーシング等の保有段階に必要な能力が求められる。

このうち、①の投資準備段階については、不動産市場、地域経済の動向や資本市場等市場全般に関する知識のほか、個別の物件の特性について情報収集し、分析する能力が求められる。また、顧客である投資家の投資目的を的確に把握し、ファンドの運用方針を確立するために、投資家の属性に応じた投資行動に関する知見や投資家との対話能力が求められる。

②の投資段階については、不動産に関する法律・税務等に精通しているなどの基礎的能力、不動産の物的性状の瑕疵や権利関係等の調査を行う物件調査能力、投資対象不動産から得られる将来の収益について、リスク要因を踏まえて分析するキャッシュフロー予測能力、さらには個別不動産の売買等における交渉能力などが求められる。

③の保有段階については、資産劣化を防止するための維持管理修繕の調査分析・判断能力、テナントリーシングに関する能力、さらに、プロパティマネジメント会社を選定・監督する能力などが求められる。

上記の①～③の各段階を通じて、不動産そのものについて知識・情報収集能力、分析能力が重要であることは当然である。これは、不動産は、他の投資対象資産と異なり、所有するだけでは収益は得られず、資産価値の維持・向上のための日常的な管理が必要であること、また、不動産には物的性状や権利関係に瑕疵が入り込みやすく、かつ、治癒することが困難な場合が多く、その瑕疵の存否が投資商品としての価値を大きく左右するからである。

一方、不動産投資運用能力については、このような、従来から

求められていた実物不動産に関する物理的・技術的な内容に関する能力とともに、資金調達などの金融に関する能力、個々の不動産を用いて営まれる様々な事業運営に関する能力の必要性が高まってきている。

例えば、金融に関する能力についていえば、有利な資金調達を行うための金融機関との交渉能力や出資を募るための投資家・パートナーへの採算性への説明能力などが重要となっている。また、投資対象物件の種類拡大とともに、とりわけ商業施設やホテル・倉庫のように、オフィスと比べれば、その収益が当該不動産を活用して営まれる事業の成否に左右されるような、事業性が高い不動産については、当該事業の収益性等を判断できる能力が重視されるようになっている。

(2) 利益相反行為に対する考え方

市場活動は可能な限り、市場の自律性に委ねることが基本であるべきである。

したがって、不動産投資一任サービスにおける利益相反行為についても、市場の中での解決が基本であり、委託者が事業者を選択する際に、当該事業者が利益相反行為が起こる可能性が低いと判断できる仕組みが最も有効である。

例えば、現在、既に、オリジネーターが自らエクイティを取得して、仮に投資家が損をする場合には自らも損をする仕組みを作り、投資家の信頼を得るという工夫が市場の中で行われている（いわゆるセイムボート出資）。

しかし、事業者と投資家との間の情報に非対称性が存在している現下では、事業者の行為規範として一定の利益相反行為を禁止することは必要である。また、このような行為規範を行政が何らかの形で明示しておくことは、当事者間の紛争解決においても、例えば、投資家側の主張の根拠となるなど意義があると考えられる。

そこで、具体的に不動産投資一任サービスの場合にどのような利益相反行為禁止規定が必要か、証券投資の一任サービスの場合と比較しながら検討する。

不動産投資一任サービスの中でも、実物不動産やその信託受益権の一任サービスについては、単に不動産を売買するのみならず、当該不動産に係る管理業務や賃貸業務を含めた不動産運用業務全般が行われる。

したがって、有価証券の売買を中心とした証券投資の一任業務にはない行為規範が求められる。

具体的には、自己又は利害関係人が市場価格より不当に安い賃料で賃借する場合や、不動産の管理を自己又は利害関係人が行い、提供されるサービスに比して必要以上の管理の手数料を徴収する場合など賃貸業務や管理業務を通じて顧客の利益よりも自己又は利害関係人の利益を優先する行為の禁止が考えられる。

一方で、不動産は同一物がなく、個別性が強い財であることから、一般的に同一物が多数存在し、代替性のある財である有価証券に適用される利益相反行為規範が直接に妥当するかどうかについて、検討を要する場合がある。

例えば、不動産の場合には、一任業者自ら出資する開発型ファンドにおいて、建設したり、バリューアップを行ったりすることによって、顧客の投資目的に合う収益物件に仕立てて、当該物件を自ら運用する別のコア型ファンドに組み入れるというビジネスモデルが普及している。

この不動産取引は、一般に投資家の視点から利益相反のおそれ強いものとされるファンド間取引ではあるが、そもそもコア型ファンドに最適な物件を供給することを前提として、開発型ファンドが運用されており、双方のファンドの投資家ニーズに合致し、その取引価格も適正なものであれば、合理的な取引と捉えることができる。

また、不動産の場合は、前述のとおり、所有するのみならず、賃貸・管理を行わなければ収益が得られないため、アセットマネジメント業務、プロパティマネジメント業務、リーシング業務など各種業務の統合力が重要であり、このような統合力を発揮できる事業者に資金を委ねたいという投資家が存在する。例えば、リートにおいては、デベロッパー系リーートの投資口価格が比較的高

いのも、このような統合力に対する評価が反映されている面もあると考えられる。

したがって、自己取引、顧客間取引や利害関係者との取引について、一律に禁止することは現在の取引実態からみて適当ではなく、むしろ、それらの取引については、その取引に関する事実を投資家に開示していくことにより、市場による規律や事後的な訴訟を通じて、取引の公正を確保することを基本とすべきである。

(3) 情報開示のあり方

前述のとおり、社団法人不動産証券化協会「『第6回機関投資家の不動産・リート等投資に関するアンケート調査』結果報告書」（平成18年8月）によれば、「企業年金が実物不動産や不動産証券化商品への投資を行うために何が必要であるか」との調査に対して、「ベンチマークとなる不動産投資インデックス」、「個別の不動産投資情報」を挙げている回答も多く、投資対象としての不動産投資の収益性や投資対象不動産に関する情報開示の整備が求められていることが分かる。

一方で、同アンケート調査では、「不動産投資に一任できる運用会社」及び「不動産運用に精通した運用者」を挙げている回答も多いことから、事業者の能力や実績についての情報開示の整備も投資家から求められていると考えられる。

したがって、このような事業者の能力や実績の情報について、比較・検証できる形で開示していくことが必要である。

このような事業者情報の開示を促進することは、市場規律をより働かせるという点でも不可欠であると考えられる。

(4) 不良不適格業者に対する監視強化

事業者への監督処分情報などのネガティブ情報を公開することで、市場による監視機能を働かせることが可能となる。

例えば、建設業では、許可行政庁による監督処分や公正取引委員会による措置等について、処分内容や処分理由等をインターネット上で公表しており、市場の規律に効果を与えている。

また、宅地建物取引業（以下「宅建業」という。）においても、現在、監督処分内容が地方整備局等の専用端末において閲覧が可能となっているが、インターネットでの公開への移行を検討中である。

このように、市場規律の確保に有効な手法として、ネガティブ情報等の開示が様々な産業で進められている。

不動産投資一任サービスにおいても市場の監視を通じた投資環境の改善を図るため、事業者のネガティブ情報を公開すべきである。なお、その際には、ネガティブ情報を公開する場合の、その後の改善情報の公開のあり方など、公開に係る留意点についても検討すべきである。

4 具体的な検討方向

(1) 金融商品取引業（投資運用業）の制度的枠組みの中で不動産投資顧問業登録規程を活用する方策について

①金融商品取引業（投資運用業）の制度的枠組みについて

現行の証券投資顧問業法では、投資一任契約の定義として、「有価証券の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約」等と規定している（証券投資顧問業法第2条第4項第1号）。

金商法では、基本的にこの現行の定義を引き継ぎ、投資一任契約を「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約」と定義した上で、投資一任契約に基づいて有価証券またはデリバティブ取引にかかる権利に対する投資として運用を行う業務を規制対象としている（金商法第2条第8項第12号口）。この業務は、「投資運用業」の一つとして位置づけられている（金商法第28条第4項第1号）。

金商法では、投資運用業を含めた金融商品取引業全般の参入規制について、原則登録制へと一本化している（金商法第29条）。投資運用業に関する登録の要件としては、業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有すること等を求めている（金商法第29条の4第1項第1号・第2号）ほか、株式会社要件（同項第5号イ）、最低資本金要件（同項第4号）、純財産額要件（同項第5号口）及び主要株主に関する要件（同号二～へ）を定めている。また、投資運用業を行う金融商品取引業者には、一定の兼業に関する規制が適用される（同号ハ・同法第35条）。

さらに、金商法では、一般的な販売・勧誘ルール（第3章第2節第1款）のほか、投資運用業を行う者が負うべき受託者責任を明確化する観点から、「投資運用業に関する特則」（第3章第2節第3款）として、忠実義務（金商法第42条第1項）や善管注意義務（同条第2項）を始めとする各種の行為規制を整備している。

②不動産投資顧問業登録規程について

不動産投資顧問業登録制度は、不動産投資顧問業の健全な発達を図るため、不動産投資顧問業を営む者（法人、個人）について、一定水準の業務遂行能力を満たす業者を登録し、その情報を開示するとともに、登録業者に投資家保護のための一定のルール遵守を義務付けることにより、その業務の適正な運営を確保し、もって投資者の保護に資することを目的とする大臣告示に基づく任意の制度である（平成12年9月1日制定）。

なお、この不動産投資顧問業登録制度に基づいて、総合不動産投資顧問業に登録したことのある業者は、これまで16業者存在する。このうち、9業者が更新期間の満了をもって、廃業している。

また、平成18年10月1日現在、一般不動産投資顧問業の登録件数は704件に上っている。

総合不動産投資顧問業者による投資助言契約の実績としては、信託銀行において、数十件の実績があり、「新規投資（商業施設、マンションへの投資）の実施についての助言」、「マンションの売却についての助言や売却価格の妥当性の検証・売却手続についての助言」等が挙げられる。

一方、投資一任契約の実績としては、認可宅建業者の場合に、「投資法人との資産運用委託契約」としての実績がある。

③不動産投資顧問業登録制度の活用の方法

金商法施行によって、前述のような制度的枠組みにある金融商品取引業者のうち投資一任契約に係る業務に相当する投資運用業を行う者（以下「投資一任業者」という。）の業規制に係る運用対象資産には、新たに、「みなし有価証券」化される信託受益権（金商法第2条第2項第1号）も含まれることとなる。

信託受益権は、受託者が受益者のために委託された財産を管理・処分し、そこから得られる経済的利益を受益権者が享受すべき権利のことをいうが、不動産信託受益権は、原資産である不動産そのものの属性がこの経済的利益に大きく影響を及ぼ

す。

したがって、不動産信託受益権を取り扱う投資一任業者には、一定の不動産運用能力を求めることが投資家保護に資すると考えられる。

金商法には、不動産運用能力を担保するような明示的な規定はないが、金融商品取引業者の登録要件の一つとして「業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有すること」（金商法第 29 条の 4 第 1 項第 1 号二）が定められている。投資一任業者が不動産信託受益権を投資対象とする場合には、この要件の運用において、一定の不動産運用能力を担保することを検討すべきである。

不動産運用能力を担保する方法として、前述の不動産投資顧問業登録制度を整備した上で、当該不動産投資顧問業の登録を受けていることや、これと同等の知識・経験等を有することを、不動産信託受益権を取り扱う投資一任業の登録審査の要件の一つとして活用することが考えられる。

(2) 不動産投資顧問業登録規程の整備の方向性

①不動産信託受益権の取扱いについて

不動産投資顧問業登録規程における不動産投資顧問業の運用対象資産は、実物不動産に限定されているところ、実物不動産と同視できる不動産信託受益権を対象とする投資一任サービスについては、前述のとおり、原資産である不動産そのものの属性がこの経済的利益に大きく影響を及ぼすため、不動産運用の観点から、適切な業務遂行を確保するための体制整備などを求めていくことが考えられる。

その際には、金商法の制定とともに整備された宅建業法において、宅建業者が不動産信託受益権を扱う場合に、不動産の場合と同様に重要事項説明が義務付けられたこと（宅建業法第 35 条第 3 項）に留意する必要がある。

②不動産投資顧問業者の判断業務統括者の要件について

前述のとおり、不動産投資運用能力については、資金調達能力についてもますます求められるようになっていく。

総合不動産投資顧問業者は、投資判断並びに不動産取引及び不動産の管理に係る判断に関する業務を統括する者（「判断業務統括者」という。）を置かなければならないとされているが（不動産投資顧問業登録規程第6条第2項第2号ウ）、この判断業務統括者にも不動産運用のみならず、資金調達能力を担保する必要がある。

したがって、判断業務統括者の要件に、例えば、不動産運用と金融に関する高度な知識を有することを認定する社団法人不動産証券化協会のマスター資格制度等を加えることが考えられる。

③利益相反行為について

不動産投資顧問業登録規程における利益相反行為禁止規定は、事業者が不動産運用を行う際の行為規範として機能し、例えば、契約に盛り込まれたり、訴訟における投資家側の主張の根拠として活用されたりすることも想定される。

不動産運用の際の行為規範として、現行の規定を見てみた場合、顧客の不動産のテナント募集を行うにあたり、自己が仲介する案件を他の仲介する案件よりも、正当な根拠なく優先させる行為や不動産管理に際して必要以上の手数料等をとる行為などリーシング・不動産管理行為についての利益相反行為禁止規定を整備することが考えられる。

④情報開示の充実について

現在、不動産投資顧問業登録規程では、投資家への情報開示手段として、毎営業年度ごとに作成される営業報告書と計算書類の公衆閲覧を規定している（不動産投資顧問業登録規程第28条第2項）。

営業報告書のうち、不動産投資運用状況に関する事項は、契約数及び契約に基づく不動産取引の状況（契約態様、不動産取引が行われた年月日、物件、不動産取引の種類、価格）である

(同条第 1 項別記様式第 17 号)。

また、インターネットで、「不動産投資顧問業データベース」として、一定の業者情報が開示されている。

しかし、年金をはじめとする投資家の不動産投資を促進するためには、不動産投資情報の開示の充実が欠かせない。

したがって、事業者に、投資家に対して、不動産投資情報を開示してもらう制度的枠組みとして、投資パフォーマンスを計算、提示するための国際共通基準であるグローバル投資パフォーマンス基準 (Global Investment Performance Standards-GIPS) (以下「GIPS 基準」という。) を活用することが考えられる (参考 2 参照)。

具体的には、登録申請の際に、事業者は GIPS 基準に準拠しているか否かも記載し、行政はこの情報を「不動産投資顧問業データベース」の一つとして、インターネットで広く公表することが考えられる。

⑤不良不適格業者に対する監視強化

不動産投資顧問業登録規程では、登録の取消しが行われたときのみ公告をすることとされている (不動産投資顧問業登録規程第 31 条)。

しかし、業務改善の勧告措置などの事業者のネガティブ情報をデータベース化し、公表することにより、市場監視を通じて、より投資環境を改善することができると考えられる。

5 今後の検討課題

(1) 不動産投資助言サービスのあり方について

不動産投資の主体としては、大規模な資金を運用する年金などのほか、一般投資家も存在する。

今後、不動産投資の裾野を拡大するためには、今回検討した投資一任サービスのみならず、投資家自らの判断において不動産や不動産関連商品への投資を行うための助言業務・サポート業務が、ますます重要となってくる。

特に、不動産投資において最も重要な情報である不動産のリスク・リターンについては、不動産についての専門的な知識を有する者が、情報を取捨・選択、加工し、投資家にわかりやすく提供するニーズが高まってくることが考えられる。

現在、不動産投資の助言サービスについては、不動産投資顧問業の登録規程により、一般不動産投資顧問業としての登録制度が整備されているところであるが、今後は、助言業の積極的な活用を促進するために、投資家のニーズに対応した助言業に関する情報開示を充実するなど、その具体的な方策について検討する必要がある。

(2) 不動産特定共同事業法の見直しについて

不動産特定共同事業者は、匿名組合出資等という形で、投資資金を集め、実物不動産の運用を任せられるという点では、実物不動産投資の一任サービス提供者の一類型として捉えることができる。

しかしながら、不動産特定共同事業は、運用対象資産について事業者から倒産隔離がなされていない点が、商品性のネックとなっており、今回の検討過程においても、その見直しの意見が出されたところである。

様々な種類の不動産の投資一任サービスが提供されることは、競争を通じた不動産投資市場の健全な発展に資するものであることから、今後、投資家・消費者保護の観点に留意しつつ、不動産

特定共同事業の改善方策を検討する必要がある。

また、今回の不動産投資一任サービスのあり方の検討にあたっては、まずは来年夏の金商法の施行によって、年金基金に対し、幅広く不動産投資関連商品を提供できる金融商品取引業者を念頭に検討を行ったものであり、当面は、不動産投資顧問業登録規程の充実の方向性についてまとめたものである。

なお、不動産投資顧問業の法制化の必要性については、同規程の運用状況も見据えながら、将来的に検討していく課題と考えられる。

(参考 1) 米国における年金基金の不動産投資の現状と制度

(1) 年金基金の不動産投資の現状

Pension Real Estate Association(2005) ”Plan Sponsor Research Report” published in March (以下「2005年3月 PREA 協会レポート」という。)によれば、PREA 協会メンバーで調査期間(1996～2004年)を通じて不動産投資を継続している68基金を対象とした調査の回答者全体でみると、不動産投資総額に対する構成率は実物不動産投資が43.9%で最も多く、コミングルフアンドが20.3%で次に多く、さらにリートが17.1%となっている。また、回答者を資産規模別で分けた場合、250億ドル以上の年金基金を対象とした場合は、実物不動産投資のシェアは46.1%と高くなり、コミングルフアンドのシェアは15.1%と低くなっている。一方、資産規模が250億ドル未満の年金基金を対象とした場合は、実物不動産投資とコミングルフアンドのシェアは35%強でほとんど変わらない。また、リートに関しては資産規模の大小による差異は存在しない。

2005年3月 PREA レポートによれば、私募不動産投資を運用戦略別にみると、70.4%もの年金がコアと位置づけていることが分かる。資産規模250億ドル以上の年金基金を対象とした場合は72.0%、250億ドル未満の年金基金を対象とした場合は66.3%となっており、私募不動産投資をコアと位置づける傾向は、資産規模が大きい場合においてより強くなっていることが分かる。

(2) 米国の不動産投資顧問業の現状

Pensions & Investmentによれば、2005年6月30日時点の米国における不動産投資顧問業者の実態についてみてみると、全米不動産投資総額上位50社のうち、專業度が50%以上の会社は41社(82%)にもものぼり、不動産業を專業に行っている不動産投資顧問業者の割合が多いことがみてとれる。

現在の米国の年金基金の投資に至るまでの業務フローについてみると、年金基金が株式投資や債券投資を含めた全体の投資戦略を決定するに際し、総合年金コンサルタントの助言・提案を受けている。その後、不動産投資部分について、運用方針の策定や外部の専門家として運用を委託する不動産投資顧問業者の選任につ

いて、不動産専門年金コンサルタント⁵の助言・提案を受けている。また、不動産専門年金コンサルタントは不動産投資顧問業者の活動の監視も行う。

(3) 1940年投資顧問業法の概要

1940年投資顧問業法は、厳しい適格要件や経歴制限を投資顧問業者に求めているわけではないが、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）（以下「SEC」という。）による投資顧問業者への検査や登録申請書・年次報告書及びこれらの訂正届出書が公衆縦覧されることとなっている。

登録要件としては、運用資産額が3000万ドル以上の場合、SECへの登録が義務づけられ、2500万ドル以上3000万ドル未満の場合、SECへの登録は任意であり、2500万ドル未満の場合、SECへの登録はできない。

投資顧問業者は、SECに登録すると、真性で正確かつ現状を示す帳簿や証憑記録を投資顧問業務に関連して作成し保管しなければならない。また、現在や今後の顧客に対し、書面による情報開示を行わなければならない。

その他の登録投資顧問業者への行為規制としては、インサイダー取引防止のための情報管理の内部統制構築義務、スキュルピング・不実広告・過当取引・利益相反の不開示の禁止が課せられている。また、顧客への開示と同意なしに、顧客の相手方となって取引してはならない。その他、広告規制、顧客資産の分別保管義務、帳簿作成義務、独立会計士による監査、顧客紹介料の支払い規制、顧客紹介とブローカーへの注文の関係の開示等も課せられている。

(4) ERISA法と1940年投資顧問業法との関係

ERISA法（従業員退職所得保障法：Employee Retirement Income Security Act）においては、指名受認者（named fiduciary）が

⁵ 不動産専門年金コンサルタントとは、一般的な不動産投資顧問会社ではなく、年金という顧客の機能を代替し、年金による不動産運用戦略の策定（Developing Strategy For Real Estate Investment）に協力し、不動産投資顧問会社やファンドの選択、モニタリングによる運用評価を行うコンサルタントのことをいう。米国では、TownsendやCallanなどがこの業態の大手となっている。

年金基金プランの最高責任者であり、「年金基金プラン運営・管理」を統括しており、信託受託者（trustee）が「年金基金プラン資産の運営・管理」に責任を持つ構造となっている。ここで、信託受託者のほかに、投資を任される投資マネージャーがいる場合、「年金基金プラン資産に係る投資」を任されることとなる。

この投資マネージャーの定義の一つとして、投資顧問業法上の登録業者であることが含まれている。したがって、投資顧問業者が、年金基金から投資の一任を受ける投資マネージャーになるためには、SEC への登録が必要となる。

投資マネージャーが任命され、年金基金プラン資産の一定部分の管理、取得、処分が任された場合、信託受託者はその部分の権限、義務及び責任を免除される。その結果、ERISA 法における義務が投資マネージャーに課せられる。したがって、投資顧問業者が投資マネージャーになる場合には、当該義務が課せられることとなる。

ERISA 法における義務としては、忠実義務や善管注意義務がある。善管注意義務の具体的な内容としては、受託者は、同程度の能力を有し、同様な課題に精通している慎重な者（prudent man）が、同じような特徴と目的をもつ事業を行う時に発揮するような注意、技術、慎重さ、勤勉さをもって責務を果たさなければならないというプルードントマン・ルールがある。また、受託者は、分散投資をしないことが明らかに慎重である場合を除いては、リスクを軽減するために、年金の資産を分散投資しなければならないという分散投資義務も含まれる。

また、利益相反行為の禁止については、ERISA 法では、行為が、年金基金プランと利害関係者との間の「財産の売却、交換若しくは賃貸」又は「財物、役務、施設の供与」又は「年金基金プランの利害関係者への譲渡若しくは利害関係者の便益のための年金基金プラン資産の使用」に該当直接または間接に該当していることを知っているか、知りうべき場合に、年金基金プランがその取引に関与することを原則として、禁止している。

もっとも、加入者への一定の融資や、適切な対価による不動産の賃貸、従業員持株制度のための融資など法令上の適用除外項目が設けられている。さらに、管理上実現可能であり、年金基金プ

ラン及び加入者と受給権者の利益に適っており、年金基金プランの加入者と受給権者の権利を擁護するものであるときは、個別に、あるいは類別された取引ごとに、米国労働省への申請を通じて適用除外となる。

しかし、当該申請は、個々の状況を調べる必要があるため、長時間を要することがある。とりわけ、不動産の場合は、運用対象不動産の取得のタイミングを失い、多額の機会損失が生じたり、規定違反を犯したりする懸念がある。

こうした問題を回避するため、米国労働省は、実務運用上のガイドラインを示すことで、適用除外の範囲を明確にするため、1984年3月13日に、禁止取引適用除外クラス 84-14 (Prohibited Transaction Class Exemption 84-14) の通達を行っている。

(参考2) グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)

グローバル投資パフォーマンス基準 (Global Investment Performance Standards-GIPS) とは、資産運用会社による運用実績の公正な表示と完全な開示 (fair representation and full disclosure) を確保するために定められた国際共通基準である (以下「GIPS 基準」という。)

GIPS 基準策定の目的は、投資パフォーマンスを計算、提示するための世界共通のベスト・プラクティスを定め、普及させることにより、資産運用会社の投資パフォーマンス記録の信頼性と比較可能性をグローバル・ベースで高めることにある。

GIPS 基準に基づくパフォーマンス実績表では、コンポジット⁶ごとのインカム・リターン、キャピタル・リターン、コンポジットの散らばり、ベンチマーク⁷、純資産額、レバレッジの割合、外部評価⁸の割合等を公表する。これにより、投資家はコンポジットごとのリターンを他と比較しながら客観的に評価することができる。

2006年1月1日から発効した改訂版においては、新たな投資分野として、不動産に関する規定が盛り込まれた。

すなわち、不動産投資については、少なくとも1年ごとに市場価値 (Market Value) で評価することが必須とされ、さらに2008年1月1日以降の運用実績については、少なくとも四半期ごとの評価が必須となる。また、少なくとも3年ごとに不動産鑑定士等による外部評価が必須となる。

さらに、不動産投資のパフォーマンス提示では、構成リターン (component returns) の計算方法、会社の投資一任の概略、評価方法・手続、評価の情報源、コンポジットの市場価値総額に占める外部評価された不動産投資割合、外部評価人による評価の頻度等の開示が必須となる。

⁶ 類似の投資目的又は投資戦略を代表する個別ポートフォリオを一つにまとめたものである。

⁷ 投資戦略が効果的に実施されているかどうかを客観的にテストするための独立の収益率のことである。

⁸ 専門職として認定、公認または免許された商業用資産を評価する資格のある評価人又は鑑定人たる第三者により実施される市場価値の評価である。

(参考3) 第9回、第10回不動産部会における委員の指摘事項
～不動産部会における主な検討課題別に整理したもの～

1. 年金の不動産投資について

- 年金は約40%が「伝統的資産のみで十分である」とのアンケート結果があるが、逆にいえば、約60%が不動産投資を望んでいることになる。
- 金商法の施行により、信託受益権を金融商品取引業者（投資運用業）が扱えるようになるが、一任業者に信託銀行のみならず他の業者も参入することによって、市場競争によってサービスが向上し、投資が促進されると考える。
- 現在、年金基金の5、6割がヘッジファンドへ投資しているが、ヘッジファンドについては、5、6年前までは商品知識が少なく、組入れ効果が良く分からなかった。その後、業界がさまざまな資料を作成するなど、営業努力を重ね、年金側の情報不足を改善して商品が普及した。
- 一部の中小年金基金は顧問業者についてよく分かっていないので信託銀行をコンサルタントとして活用したいと言っているが、業界全体の枠組みとして信託銀行に一任業者を限る必要はない。
- 現在のように不動産投資顧問業者の数が非常に少ない状況で、年金基金からの不動産市場への投資が急激に拡大すると市場が混乱するおそれがある。
- 年金基金による投資が急激に増大し、市場が混乱するという心配については、年金基金には受託者責任があることもあって、投資行動が慎重であるから心配の必要性がない。
- 一任サービスでは、一任する側の知識・能力が必要である。バブル時の投資信託の失敗は、法律はしっかりしていたが、購買者の株式市場に対する知識がない結果、適切な運用がされなかったことが大きな原因であった。株式市場については15年かけて投資家が知識をつけた。不動産についても商品に対する知識が一任側にはないといけない。

- 証券投資信託が果たしてうまくいっているのか。購入者がどの程度チェックできているのか疑問である。年金基金が不動産投資のチェックできてはじめて一任サービスが可能となる。
- 年金基金が全ての以上の状態を把握することはあり得ないことから、アウトソーシングすることが前提となっている。一任するのは、世界の年金基金の例でも同様であり、米国でも運用業者を選定することが基本的責任となっている。

2. 投資一任サービスを提供する事業者が投資家が求める能力

- 不動産運用の中でも、商業施設や倉庫のように事業性が高いものとオフィスビルのように物の管理という性質が強いものがある。事業性が高いものについては、専門業者に、事業性を判断できる能力が求められる。
- 不動産の投資・運用に関する能力については、従来の実物不動産に関する物理的、技術的な内容についての能力から金融、各種事業性全般についての能力が重要性が高まっている。
- 不動産ファンド運営に求められる能力は大きく分けて以下の4つに分けられる。①不動産取得の能力、②PMの選定・監督の能力、③ローンのための金融機関と関係を構築できる能力、④出資を募るためのパートナーとの関係を構築できる能力である。それぞれの業者によって強みは異なってくる。金融系からの参入であれば③、④に強みがある。不動産会社系は①、②に強みがある。このように様々に異なる強みを持つプレイヤーが参入できる制度を構築することが重要である。
- 不動産会社は、内部監査・内部統制が金融機関に比べてきちんとなされていない。各部門で統一的に強い内部統制をしないと投資家の信頼を失う可能性がある。

3. 不動産投資顧問業について

(1) 行政の関与と市場機能について

- 利益相反行為防止を法制度でチェックできるのか。マーケットの中で、委託者が専門業者を選択するときに、当該専門業者に利益相反行為がないと判断できる仕組みが有効なのではな

いか。

- 米国では利益相反行為が起りそうなる場合について市場判断をベースにして解決している。例えば、オリジネーターが自らエクイティを取得して仮に投資家が損をする場合には自分も損をする仕組みを作って市場の信頼を得る工夫をしている。
- 単に一任サービス型の投資顧問業制度を整備することによって不動産投資が増えるのか。その前に検討すべきことが2つあると思われる。一つは、投資の位置づけがオルタナティブ投資であることや年金基金には規模が小さいものが多いことから、合同運用の検討が必要である。もう一つは、受託するファンドの評価者が重要であるから、評価者の位置付けを検討する必要がある。例えば、信託銀行の年金運用では、不動産の運用商品ごとに、運用技術に沿ったベストの商品を他社の商品も含めてポートフォリオに組み入れていくという「モジュール戦略」をとっているところがあるが、そういうことを行うファンドの評価者を体系的に位置づけることが重要である。
- プロの投資家に関しては、事業者能力のチェックは投資家に委ねられていいのではないか。むしろ、ディスクロージャーの担保を中心とすべきである。
- リートはスポンサーから物件を取得するというように利益相反の塊であるが、一般投資家を対象とするリートでも市場の判断に委ねられている。したがって、プロの投資家についても市場に判断を委ねるべきではないか。年金基金がプロであるかアマであるか一律の線引きは難しいが、基本はディスクロージャーを中心に対応していくべきである。
- 市場が健全な競争状態にあれば、その中で、利益相反のリスクは軽減していくはずである。ただし、登録規程には、悪質な行為に対する法的対抗措置の根拠規定を入れてほしい。
- 市場が流動的である中で、制度的に最低限の能力・資質を担保することは不可能である。米国のように情報開示を促し、年金基金のみならず、一般投資家にも伝わるようにすべきである。

(2) 専門的な能力を担保する仕組みとしての不動産投資顧問業登録規程の活用について

- 不動産運用の専門の一任業者を信託銀行以外にも広げる方向は良いことだと思う。金融商品取引業者（投資運用業）は、信託受益権も扱えるようになるが、投資家保護の観点から不動産運用の能力を求めるべきである。投資運用業者に不動産投資顧問業登録規程の登録を促し、国土交通省と金融庁との共管として、実物不動産運用の適正化を図るべきである。その際、金融商品取引法の枠組みの中で健全性を図ることが必要であり、金融商品取引法とのすり合わせが必要である。
- 証券会社には宅建主任者がいないが証券会社の扱う不動産ファンドに問題は生じていない。宅建主任者やA R E Sの資格をバックにして不動産運用の適格性を担保するのは二重規制となるおそれがある。
- 登録規程を基準として使う場合には、例えば宅建業の免許が本当に必要なのかなど、金商法との関係をよく整理して議論すべきである。
- 登録規程には、プロ投資家向けの規定が存在しないが、金商法の特例業務届出者のように、メリハリのある規定の整備を検討して頂きたい。
- 証券会社・生命保険も不動産投資顧問業を行えるようにしていただきたい。

(3) 有価証券売買とは異なる不動産取引における利益相反行為禁止の規範及びその差異について

1) 過度なあるいは画一的な規制の排除

- 有価証券の運用と不動産の運用とは異なるため、過度な規制とならないようにすべきである。利益相反行為を画一的に規定・運用することによって混乱を招かないようにする必要がある。
- リスク判断可能なプロの間での取引では過度な規制となら

ないようにするなどプロ・アマ区分に応じた規制が必要である。

- 利益相反については、例えば、スポンサーから供給することが一定のディールソース (deal source) になっているというように逆に投資家に有利になる可能性もある。画一的な規制はかえって投資家の投資機会を逸失につながりかねない。
- 不動産の場合は、AM・PM・リーシングなどの各種業務の垂直統合が重要である。このような統合力を持った者に資金を委ねたい投資家は存在する。単に利害関係者であるというだけで取引が禁止され、これらの業務が分断されるということがないようにしなければならない。
- 不動産については、安定した投資商品となるまで業者が保有して、その後投資家へ販売するということが行われているが、自己やファンド間取引の禁止規定の画一的適用により、このようなビジネスモデルが否定されないようにして頂きたい。

2) 任意登録制の実効性

- 任意の登録制である登録規程はどれだけ機能しているのか。利益相反行為は現在の任意の登録規程の中でどれだけ捉えることができるのか。

(4) 情報開示について

- リート運用会社が外部に委託した内容についても当局が精査するようになってきている。これに対しては、委託した業務内容の適正さを判断する基準を作成し、その開示を徹底することで対応すべきである。
- 資格の意義には、人材の育成という点もある。不動産への関心が低い現状を考えると、GIPS 基準準拠の促進により詳細な情報を投資家に提供することは、関心を喚起する契機ともなる。

(5) 実物不動産と不動産関連資産の両方に跨る投資一任サービスの法制度について

- 不動産投資顧問業の整備にあたっては、不動産特定共同事業への一本化など不動産特定共同事業法との整合性を考える必要がある。
- 歴史的な経緯もあって、実物不動産と信託受益権の制度が並行しており、複雑になっている。金商法の施行後は投資運用業の運用対象資産に信託受益権が加わり、信託受益権への投資にも投資運用業の登録が必要となる。しかし、実物の場合は不動産投資顧問業登録規程は任意登録制である。年金基金の不動産投資の需要が高まる中で、不動産投資顧問業登録規程を法的に位置づけ、実物不動産投資を可能とすればこれまでとは異なる機能を発揮できる。
- 不動産信託の検査が厳しくなっており、一部では証券化業務が滞っているとも聞く。このような状況の下ではマーケットが実物不動産へ動いていく可能性があるため、実物不動産を含めた全体をカバーする仕組みが必要である。
- 実物不動産の集団投資スキームはTMKを除いて、倒産隔離スキームは存在しない。倒産隔離性を備えた実物不動産集団投資スキームの整備が必要である。
- 金商法の成立によりSPC自身が運用業者となる場合には、特例業務届出者となるために適格機関投資家が少なくとも1人いないといけなくなり、不動産投資市場がシュリンクする可能性がある。その場合には、現物で事業を行えないかという議論が出てくる。

5. その他

- 世界的に海外不動産に対する情報のニーズが高まっているが、各種インデックスの評価基準が異なるため比較できないことがある。今後は、情報にアクセスする能力よりも情報を加工してベンチマークとして仕立て上げる能力が必要である。一般事業法人の投資家・外国人投資家・個人投資家など投資家が置かれている状況によってニーズは異なるため、それぞれのニーズに応じて情報提供する能力が求められる。

- Y K T Kスキーム商品では、投資家が9名以内でないと源泉徴収がかかるが、年金基金の場合は、法人課税が非課税となっているため、還付請求ができなくなってしまうという問題がある。9名以内となると中小規模の年金基金は参加できなくなってしまう。

- ネガティブ情報公開はどんどん進めてもらいたい。