

はじめに

本年7月、上場不動産投資法人の資産運用会社である株式会社エスコンアセットマネジメント(以下「(株)エスコン AM」という。)が、金融商品取引法に定める忠実義務に違反するとして、金融庁より行政処分を受けた。不動産投資法人の資産運用会社に対する行政処分は、2008年12月以来となる。本稿は、本事例を題材として、金融商品取引法上の忠実義務等について考察を試みるものである。

なお、(株)エスコン AMは、2018年上場のエスコンジャパンリート投資法人の資産運用会社であり、東証プライム市場上場の不動産会社である株式会社日本エスコンの子会社である。また、株式会社日本エスコンは、中部電力株式会社の子会社である。

1. 行政処分の経緯・概要

本年6月17日証券取引等監視委員会は、(株)エスコン AMに対する検査結果として金融商品取引法(以下「金商法」という。)第42条第1項に定める「忠実義務」違反が認められるとして、内閣総理大臣及び金融庁長官に対して、金融庁設置法第20条第1項の規定に基づき、行政処分を行うよう勧告した。これを受けて、本年7月15日金融庁が、(株)エスコン AMに対して、業務停止命令及び業務改善命令を発したものである。

証券取引等監視委員会が忠実義務違反として指摘した具体的内容は、以下のとおりである¹。

(1) 不動産鑑定業者の独立性を損なう不適切な働きかけ

当社(=(株)エスコン AM)は、親会社等の利害関係者が保有する不動産を本投資法人に取得させる際には、第三者である不動産鑑定業者に対して、取得させようとする不動産の鑑定評価を依頼し、算定された鑑定評価額を上限として当該不動産の取得価格を決定している。しかしながら、当社は、不動産鑑定業者から提示された鑑定評価額に係る中間報告又は概算額が親会社の売却希望価格に満たなかった3物件の不動産について、親会社の売却希望価格を優先し、親会社の売却希望価格を伝達するなどしたうえで、鑑定評価額が当該売却希望価格を上回るものとなるよう、算定を依頼した不動産鑑定業者に対し、鑑定評価額を引き上げるための働きかけを行っていた。こうした行為は、不動産鑑定業者の独立性を損なう不適切な働きかけであると認められる。

(2) 不適切な不動産鑑定業者選定プロセス

当社は、親会社からの取得となる複数物件の不動産鑑定評価を依頼する際、親会社の売却希望価格を上回る鑑定評価額を得ることを企図して、複数の不動産鑑定業者から不動産鑑定評価に係る概算額を聴取し、そのうち最も高い概算額を提示した不動産鑑定業者(以下「当該不動産鑑定業者」という。)の鑑定報酬額が、概算額を聴取した他の不動産鑑定業者と比して最も廉価になるよう、当該不動産鑑定業者と交渉していた。さらに、当社

¹ 「株式会社エスコンアセットマネジメントに対する検査結果に基づく勧告について」(令和4年6月17日 証券取引等監視委員会)。

は、当該不動産鑑定業者による概算額が最も高かったことを伏せうえて、当該不動産鑑定業者の鑑定報酬額が最も廉価であることを理由に、当該不動産鑑定業者を鑑定評価の依頼先として選定していた。これは、親会社の売却希望価格で本投資法人に取得させることを最優先とした不適切な不動産鑑定業者選定プロセスであると認められる。

また、行政処分 of 具体的な内容は以下のとおりである²。

(1)業務停止命令

新たな資産運用委託契約の締結禁止及び不動産(不動産信託受益権を含む)の取得に係る運用指図禁止
(令和4年7月15日から令和4年10月14日までの間)

(2)業務改善命令

- 1)本件に関する投資法人の投資主に対し、今回の行政処分の内容を十分に説明し、適切な対応を行うこと。
- 2)投資法人資産運用会社として、公正かつ適切な業務運営を実現するため、法令等遵守に係る経営姿勢の明確化、経営陣による責任ある法令等遵守態勢及び内部管理態勢の構築、並びに、これらを着実に実現するための業務運営方法を見直すこと。
- 3)本件発生原因を究明したうえで、投資運用業に係る意思決定の妥当性を検証するための社内プロセスの明確化など、利益相反管理について十分な態勢を構築することを含め、具体的な再発防止策を策定すること。
- 4)今般の検査結果を踏まえ、経営陣を含めた責任の所在の明確化を図ること。
- 5)上記1)から4)までの対応状況について、令和4年8月15日までに書面で報告するとともに、その全てが完了するまでの間、随時書面で報告すること。

2. 資産運用会社や不動産鑑定評価の法的位置づけ

今回の行政処分事例の内容について検討を行う前に、資産運用会社や投資法人が法律上どのように位置づけられているか、適正な不動産の取得等のために不動産鑑定評価がどのように位置づけられており、いかなる規律が設けられているかについて概観する。

(1) 投資法人、資産運用会社の投信法上の位置づけ

投資法人は、資産を主として特定資産³に対する投資として運用することを目的として設立された社団である(投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)第2条第12項)。投信法は、投資法人を投資者による集団的な投資のための純粋なファンドとして位置づけるため⁴、投資法人に資産の運用以外の行為を営業として行うことを認めておらず(投信法第63条第1項)、さらに、その資産の運用に係る業務については資産運用会社への委託を義務づけている(投信法第198条第1項)。

資産運用会社とは、登録投資法人⁵の委託を受けてその資産の運用に係る業務を行う金融商品取引業者をい

² 「株式会社エスコンアセットマネジメントに対する行政処分について」(令和4年7月15日 金融庁)。

³ 特定資産とは、有価証券、不動産その他の資産で投資を容易にすることが必要であるものとして政令で定めるもの(投信法第2条第1項)とされており、不動産投資法人の場合、不動産、不動産の賃借権等が特定資産として位置づけられることになる。

⁴ 渥美坂井法律事務所・外国法共同事業、あずさ監査法人、KPMG 税理士法人(編)「不動産投資法人(REIT)の理論と実務」[第2版] (弘文堂 2019年) (以下「REITの理論と実務」という。) p31。

⁵ 登録投資法人とは、内閣総理大臣の登録(投信法第187条)を受けた投資法人をいう(投信法第2条第13項)。投資法人は、内閣総理大臣への届出(投信法第69条)を行った上で、設立の登記をすれば成立するが(投信法第74条)、登録を受けなければ資産の運用を行うことができない(投信法第187条)。

う(投信法第 2 条第 21 項)。なお、不動産投資法人から資産運用を受託する場合、資産運用会社は、宅地建物取引業法第 50 条の 2 第 1 項(取引一任代理等の特例)の認可を受けている必要がある(投信法第 199 条)。

このように投資法人の資産運用の実質的裁量は資産運用会社に委ねられていることから、適正な資産運用を担保する趣旨から、投信法上資産運用会社に対しては様々な規制が設けられている。まず、投資法人の監督役員との間に一定の利害関係を有する金融商品取引業者に対しては、資産運用業務の委託が禁止されている(投信法第 200 条)。投資法人のガバナンスにおける監督役員の重要性は非常に高く、資産運用会社及びその親会社等からの独立性を十分に確保する必要があることから設けられたものである⁶。次に、資産運用会社は、自らが行う一定の取引(いわゆる競合行為)について、投資法人に対して 3 カ月に 1 回以上当該取引に係る事項に関する書面を交付しなければならず(投信法第 203 条第 1 項)、投資法人と資産運用会社の利害関係者等との間で一定の取引が行われたときは、当該取引に係る事項に関する書面を遅滞なく交付しなければならない(同条第 2 項)。資産運用会社が第三者と行う取引のうち、投資法人による投資の機会を奪い、投資法人の利益を害するおそれのある取引について、定期的な報告義務を課すとともに、利害関係者等との間で利益相反のおそれのある行為を行った場合には、事後的な報告義務を課すものである⁷。さらに、資産運用会社が、投資法人と資産運用会社の利害関係人等との間で、不動産の取得・譲渡などの取引を行う場合は、軽微基準⁸に該当する場合を除き、あらかじめ投資法人の同意を得なければならず、かかる同意に当たっては投資法人の役員会の承認を経なければならない(投信法第 201 条の 2)。資産運用会社のスポンサーが投資対象の物件供給等に関して重大な影響力を有することを踏まえると、前述の投資法人への事後報告(投信法第 203 条)のみでは、投資主の利益を害する取引を必ずしも抑止できないからである⁹。

(2) 資産運用会社の金商法上の位置づけ

(1)のとおり、資産運用会社は、登録投資法人の委託を受けてその資産の運用に係る業務を行う金融商品取引業者とされている。金融商品取引業者とは、金融商品取引法(以下「金商法」という。)第 29 条の規定により内閣総理大臣の登録を受けた者をいう(金商法第 2 条第 9 号)。金融商品取引業にはいくつかの類型があるが、資産運用会社は、金商法第 2 条第 8 項第 12 号(登録投資法人と締結する資産の運用に係る委託契約(同号イ)に基づく財産の運用)を業として行う(=投資法人資産運用行為)ことから¹⁰、金商法第 28 条第 4 項に規定する投資運用業を行う者(投資運用業者)に該当する。

したがって、資産運用会社に対しては、金融商品取引業者一般に対する行為規制である誠実公正義務(金商法第 36 条第 1 項)のほか、投資運用業者に対する行為規制である忠実義務(金商法第 42 条第 1 項)、善管注

⁶ 「平成 25 年金融商品取引法等改正(1年半以内施行)等に係る政令・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」(平成 26 年 6 月 27 日 金融庁)別紙 No.51。

⁷ 澤飯敦・大越有人・滝琢磨(編著)「投資信託・投資法人法コンメンタール」(商事法務 2019 年)p690。

⁸ 不動産の取得・譲渡であれば、不動産の取得・譲渡価額が、当該登録投資法人の最近営業期間の末日における固定資産の帳簿価額の 100 分の 10 に相当する額未満であると見込まれる取引が該当する(投信法施行規則第 245 条の 2 第 1 項)。したがって、ある程度資産の蓄積のある不動産投資法人であれば、大部分の不動産取引は軽微基準に該当し、本条項の適用対象外になると考えられる。

⁹ REIT の理論と実務 p41。

¹⁰ なお、同号で定める行為は、「有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資」としての財産運用であり、実物不動産に対する投資は含まれておらず(なお、不動産信託受益権に対する投資は含まれる(金商法第 2 条第 2 項)。)、また、実物不動産に係る投資運用行為は金融商品取引業の付随業務(金商法第 35 条)からも除かれている(同条第 1 項第 15 号イ)。この点については、投信法上、資産運用会社が業として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利以外の資産に対する投資として登録投資法人の資産の運用を行う場合は、投資法人資産運用行為に該当するとされており(投信法第 223 条の 3 第 3 項)、不動産に係る投資運用行為にも金商法上の行為規制が適用されることになる。

意義務(同条第2項)、自己執行義務(金商法第42条の3)、分別管理義務(金商法第42条の4)も課されることになる¹¹。これら投資運用業者に対する行為規制については、基本的には抽象的ないし簡明な条項が設けられているのみであり、投資法人資産運用行為を念頭に置いた具体的義務づけ等はなされていない。金商法第42条の2に禁止行為が列挙されているものの、これらは忠実義務・善管注意義務の典型的な内容として、特に明確に禁止しておくべき行為を列挙するものであり、これらの該当しない行為であっても金商法第42条に違反することはあり得る¹²。

実際不動産投資法人の資産運用会社に対する過去の行政処分事例をみると、忠実義務違反が1件、善管注意義務違反が4件となっている¹³(うち、1件は、善管注意義務違反とともに不適切な利益相反管理態勢が問われた。)。いずれも2006年から2008年にかけての時期になされている。具体的には、本来売主負担であった不動産の設備設置費用を投資法人負担とすることを容認した事例(忠実義務違反)、不適切な資料を不動産鑑定業者に提出して結果的に過大な鑑定評価額を基に資産取得を行った事例、アスベストやPCBを使用している建物について適切な対応を怠った事例、増改築工事期間やフリーレント期間を考慮することなく投資法人に資産を取得させた事例(いずれも、善管注意義務違反)などがみられる。

(3) 不動産鑑定評価の投信法・金商法上の位置づけ

資産運用会社は、投資法人について特定資産である不動産の取得・譲渡が行われたときは、当該不動産の鑑定評価を利害関係人等でない不動産鑑定士に行わせなければならない。ただし、当該取得・譲渡に先立って鑑定評価を行わせている場合は、この限りでない(投信法第201条第1項)。投信法が不動産鑑定士による鑑定評価を義務づけている理由としては、一般に不動産はその価格が相対的契約で定められる個別性が高い資産であり、市場で流通する一般の商品と異なり常設公開の取引市場での価格が存在しないところ、鑑定評価制度は、投資家に個別の不動産取引の売買価格の妥当性を説明する上での有益な参考指標として認知されているためとされている¹⁴。

また、投資法人は、各営業期間に係る資産運用報告を作成しなければならず(投信法第129条第2項)、そこには投資法人の現況に関する事項(投資法人の計算に関する規則第72条第1号)として、不動産の物件ごとの当期末現在における価格を記載しなければならない(同規則第73条本文・第7号ロ)。不動産鑑定評価が義務づけられているわけではないが、保有不動産の評価方法については規約に定めるものとされており(不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則(令和4年2月改正 一般社団法人投資信託協会)第5条第1項)、規約において不動産鑑定士による鑑定評価額による旨定め、決算期ごとに不動産の鑑定評価を取得しているのが一般である。

金商法においては、不動産鑑定評価に係る規定は特に存しないが、(2)のとおり不動産鑑定評価に不適切な影響を及ぼす行為は、金商法上の忠実義務・善管注意義務(金商法第42条)違反とされており、資産運用会社は、不動産鑑定業者に適正な不動産鑑定評価を行わしめる義務を有するものと考えられる。

金商法の制定が不動産鑑定にもたらした影響としては、その背後にある不動産証券化市場の拡大と相まって、

¹¹ 松尾直彦「金融商品取引法〔第6版〕」(商事法務 2021年)p428。

¹² 岸田雅雄(監修)「注釈金融商品取引法【第2巻】業者規制」(きんざい 2009年)(以下「注釈金商法2巻」という。)p458(堀弘)。

¹³ 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦(編著)「金融商品取引法コンメンタル2―業規制」(商事法務 2014年)p423～425(石田眞得)。

¹⁴ 「Jリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて」(平成21年7月 投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム)p21、REITの理論と実務 p43。

従来の不動産鑑定においては依頼者との1対1の関係が重視されていたのが、背後にいる投資家等の第三者との関係がより重要となり、第三者を含む多くの関係者に中立性・客観性を供与することが、鑑定の大きな役割となったことがあるとされる¹⁵。

(4) 不動産取引の適正性の担保

以上のように、投信法においては、投資法人による不動産の取得・譲渡等の適正性を担保するため、不動産鑑定評価を義務づけることによりその価格の公正を確保するとともに、特にスポンサーとの間で生じやすい利益相反等により投資法人の利益が害されることを回避するため、資産運用会社に一定の規制を設けている。金商法の忠実義務・善管注意義務には、資産運用会社が適正な不動産鑑定評価を確保することも含まれている。そして、この投信法・金商法の趣旨を実現するため、次のような規律も設けられている。

金融庁の監督指針においては、資産運用会社の経営陣は、利益相反取引が起り得るリスクを認識し、法令上定められている利害関係人のみならず、利益相反取引が起り得る可能性のある取引相手方を把握した上で、それらの者との取引に係る適切な管理態勢を構築する必要があるとされており、そのために、①物件取得に係る取引価格に関し、鑑定評価額を基準として一定の幅を加減した額であれば公正であるとの方針である場合は、当該加減をする幅が市況に鑑み適切であるかについて、定期的に見直しを行う態勢となっているか、②物件情報(売買に係る折衝状況等を含む。)について、一元的に管理できる態勢を構築し、利益相反取引防止の観点から、売買に係る折衝状況等をコンプライアンス担当者が管理できることとなっているか、などの点を検証することとしている¹⁶。

また、証券取引等監視委員会の検査マニュアル¹⁷においては、投資運用業者の運用管理体制について、①不動産等の評価に当たっては、利害関係のない複数の不動産鑑定士による鑑定を受けるなど、公正性を確保するための措置を講じているか、②親法人等又は子法人等が保有する不動産等を取得する場合において、取得の妥当性を検証するとともに、当該不動産の対価の決定について適正性が確保される態勢となっているか、などが確認項目として挙げられている¹⁸。さらに、投資運用業者の代表取締役等について、投資法人との間の利益相反として、親法人等又は子法人等が保有する物件を、適正価格より高値で投資法人資産に組み入れていないかなどの点を挙げ、取引内容の検証と投資法人の利益保護がなされているかを確認することとしている¹⁹。

なお、不動産投資法人の上場に際しても、上場審査において、①新規上場申請者とスポンサーの企業グループとの間に取引が発生している場合において、当該取引が取引を継続する合理性及び取引価格を含めた取引条件の妥当性を有すること、②スポンサーの企業グループが自己の利益を優先することにより、新規上場申請銘柄の投資主又は受益者の利益が不当に損なわれる状況にないことが求められており²⁰、不動産取引の適正性がチェックされている。

¹⁵ 御旅屋徹・熊倉隆治・牧野明彦・古谷幸男「(座談会)金融商品取引法と鑑定評価 ―どういった効果と影響をもたらしているか―」(不動産鑑定 558号 2009年)(以下「御旅屋他」という。)p14・36 御旅屋発言。

¹⁶ 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(令和4年7月 金融庁監督局証券課)p338。

¹⁷ 金融商品取引業者等検査マニュアル(平成27年4月一部改正 証券取引等監視委員会事務局)(以下「検査マニュアル」という。)は、金融商品取引業者等の取引やそのビジネスモデル等の複雑化・多様化が急速に進む環境下において、チェックリスト形式による一律の検証を行う意義は薄れてきており、また、本来金融商品取引業者等がそれぞれの業務の規模や特性に応じて自ら実効性ある事務手続の方法を策定すべきであるとして、令和2年6月に廃止されている(今後の証券モニタリングの基本的な考え方(令和2年6月 証券取引等監視委員会)p4)。ただし、検査マニュアルの記載事項の趣旨に変更があったわけではなく、その内容は資産運用会社自らの規律としては意義を有することから、掲載するものである。

¹⁸ 検査マニュアル p117。

¹⁹ 検査マニュアル p189。

²⁰ 上場審査等に関するガイドライン(平成19年11月 東京証券取引所)XⅢ3.(2)。

3. 今回の違法事由と行政処分の内容

(1) 今回の違法事由

今回の行政処分の理由としては、二つの違法事由が挙げられている(1. 参照。)。一つは、親会社(スポンサー)の売却希望価格を伝達するなどした上で、鑑定評価額が当該売却希望価格を上回るものとなるよう、不動産鑑定業者に対して鑑定評価額を引き上げるための働きかけを行ったことである。資産運用会社は、権利者のため忠実に投資運用業を行わなければならない(金商法第 42 条第 1 項本文)。ここでの権利者とは、登録投資法人である(同項第 1 号・金商法第 2 条第 8 項第 12 号イ)。したがって、資産運用会社は、投資法人の利益と自己又は第三者の利益との抵触を起さずに投資法人のために忠実に業務を行わなければならない²¹。しかしながら、鑑定評価額がスポンサーの売却希望価格を上回るよう働きかける行為は、明らかに投資法人よりスポンサーの利益を優先させており、金商法上の忠実義務に反するものといえることができる。

二つ目は、親会社の売却希望価格を上回る鑑定評価額を得ることを企図して、複数の不動産鑑定業者のうち最も高い鑑定評価概算額を提示した不動産鑑定業者の鑑定報酬額が、他の不動産鑑定業者と比して最も廉価になるよう交渉し、鑑定評価概算額が最も高かったことを伏せたうえで、鑑定報酬額が最も廉価であることを理由に、当該不動産鑑定業者を鑑定評価の依頼先として選定したことである。鑑定報酬額が廉価であること自体は、投資法人の利益を害するものではないが、鑑定報酬額が最も廉価となるよう交渉したのは、投資法人の鑑定費用負担を減ずるためではなく、鑑定評価額を上げることによってスポンサーの売却希望額に沿った売却となるよう意図したものである。したがって、これも投資法人の利益よりスポンサーの利益を優先させており、忠実義務に反するものといえることができる。

なお、不動産投資法人の資産運用会社に対する過去の行政処分事例 5 件(2. (2)参照。)のうち、不適切な不動産鑑定評価が処分理由に含まれる事例は 3 件ある。このうち、1 件は、本件と同じく不動産鑑定評価額の引上げを意図したものであり²²、不動産鑑定業者への不適切な働きかけと不適切な鑑定評価業者選定プロセスが違法事由として挙げられた点でも共通している²³。これらうち、前者については、鑑定評価額が売主の売却希望価格以上ないしこれを超える価格となるよう働きかけたという点で内容的にもほぼ同じである。後者については、過去の事例では概ね売主の売却希望価格以上の概算評価額が提示されるまで、不動産鑑定業者を追加したのに対して、今回の事例では、複数の不動産鑑定業者の中から最も高い概算評価額を提示した不動産鑑定業者を特定した上で、(当該業者に対しては鑑定評価額が売主の売却希望価格を上回るよう働きかけるとともに、)当該業者の鑑定報酬額が他の不動産鑑定業者と比して最も廉価となるよう交渉した。すなわち、鑑定評価報酬額が最も廉価であるという当該業者を選定する表面上の理由を取り繕おうとした点でより悪質性が高いものと考えられる。

ちなみに、当該過去事例では、上記の点について、特に違法事由の根拠となる条文を挙げずに、不適切な利益相反管理態勢を違法事由としていたのに対し、今回の行政処分では、不適切な利益相反管理態勢ではなく、金商法上の忠実義務違反として抵触する条項(金商法第 42 条第 1 項)をはっきりと示しており、不動産鑑定業者に対する不適切な働きかけなどの金商法上の位置づけをより明確化したものと考えられる²⁴。

²¹ 注釈金商法 2 巻 p458。

²² ちなみに、他の 2 件については、不動産鑑定業者に対する提示資料の不備等により、結果的に不適切な不動産鑑定評価が行われた事例である。

²³ 「プロスペクト・レジデンシャル・アドバイザーズ株式会社に対する行政処分について」(平成 20 年 9 月 5 日 金融庁)。なお、本事例では、別途違法事由として不動産鑑定業者に対する不適切な資料提供に係る善管注意義務違反も挙げられている。

²⁴ 当該過去事例では、違法行為が行われた時点において金融商品取引法は施行されておらず、平成 19 年改正前の投信法に違

(2) 行政処分の内容

今回の違法行為に対する行政処分は、業務停止命令(金商法第 52 条第 1 項)及び業務改善命令(金商法第 51 条)である(1. 参照。)。業務停止命令については、金商法第 52 条第 1 項に列挙されたどの事由に該当するかは明確にされていないが、「投資助言・代理業又は投資運用業の運営に関し、投資者の利益を害する事実があるとき」(第 9 号)又は「金融商品取引業に関し、不正又は著しく不当な行為をした場合において、その情状が特に重いととき」(第 10 号)に該当するものと考えられる。

なお、(1)で触れた過去の行政処分事例においては、業務停止命令は発せられておらず、業務改善命令にとどまっている。この点、今回の行政処分の方が、業務停止命令にまで至った分厳しいものとなっている。その理由は定かでないが、過去に同様の行政処分事例があったことや J-REIT 市場開設から 20 年超を経ており、法制度等に対する理解も十分浸透しているはずであること、選定した不動産鑑定業者の鑑定評価報酬額が最も廉価となるよう繕ったという悪質性(1)参照。)などを勘案した結果なのではないか。

4. 業務改善策の内容

本年 8 月 15 日、(株)エスコ AM は、業務改善報告書を金融庁長官に対して提出した。そこに記された業務改善策は多岐にわたるが、主な要点は次のとおりである²⁵。なお、これらの中には既に実施済みのものも含まれる。また、本報告書を受けて、同月 31 日には(株)エスコ AM の取締役会において、コンプライアンス宣言が採択されている²⁶。

○法令等遵守態勢・内部管理態勢の構築²⁷

- ・取締役会の構成について、親会社の代表取締役が本資産運用会社の取締役を退任するとともに、本資産運用会社専任の取締役を 1 名から 2 名に増員する。また、具体的な物件取得を取締役会の決議事項とする。
- ・監査役 1 名体制から監査等委員会体制に移行し、監査等委員である取締役 3 名の内、社外取締役を 2 名とする。監査等委員は、投資運用委員会、コンプライアンス委員会に必要に応じオブザーバーとして出席し、業務改善計画の着実な実施の観点から、取締役の職務執行状況を監査する。
- ・内部監査部を代表取締役直下の部署から、監査等委員会の下部組織に変更する。
- ・投資運用委員会においては、従前より就任している不動産鑑定士である外部委員に加えて、投資運用経験を豊富に有し、不動産等の投資運用判断に知見を有する外部委員 1 名を追加し、当該外部委員を委員長とする構成に変更し、委員会における決議には外部委員 2 名の賛成を必須とする。また、投資運用委員会及びコンプライアンス委員会の構成員として新たに本資産運用会社専任のコンプライアンス部副部長を加える。

○具体的再発防止策の策定

- ・不動産鑑定評価の発注業務に係るルールを物件取得業務マニュアルとして整備する。
- ・コンプライアンス部による不動産鑑定発注業務に係るモニタリングを社内規程(物件取得業務マニュアル)に定

反する行為として行政処分がなされている。ただし、改正前投信法においても、投資法人に対する忠実義務と善管注意義務が定められおり(同法第 34 条の 2 第 1 項・第 2 項)、この時点でも忠実義務違反として位置づけることは可能であったと考えられる。

²⁵ 「資産運用会社における業務改善報告書提出に関するお知らせ」(2022 年 8 月 15 日 エスコジャパンリート投資法人・株式会社エスコアセットマネジメント)。

²⁶ 「資産運用会社におけるコンプライアンス宣言採択に関するお知らせ」(2022 年 8 月 31 日 エスコジャパンリート投資法人・株式会社エスコアセットマネジメント)。

²⁷ なお、資産運用会社の組織体制一般については、REIT の理論と実務 p56～62 参照。

める。

- ・親会社等エスコングループの利害関係者を相手方とする不動産取引に関しては、親会社と協議のうえ共通の交渉ルールを設ける。
- ・中部電力及び親会社と連携し、外部の専門家の知見も活用して、事実関係の解明と原因の更なる究明に努め、その結果を踏まえて当社の内部管理態勢及び再発防止策の一層の充実を図る。
- ・役職員全員に中部電力グループ・共同ヘルプラインについて改めて周知を徹底し、躊躇することなく共同ヘルプラインを利用できるよう、同制度の最大活用を図り、もって違法・不正な行為の未然防止に努める。

今回の違法事由発生の直接の原因としては、「本資産運用会社及び親会社において投資者の利益を最優先するために忠実義務を尽くす意識が極めて低かったため…、親会社の影響力を排除できず、親会社の購入希望価格での物件取得を最優先した」としており、その要因として、「本資産運用会社の組織としてもガバナンスが十分に機能しておらず、利害関係人取引への監視監督体制が不十分であったこと、本資産運用会社の経営陣含む役職員においても法令遵守意識が欠けていたこと、人的リソースが不足していたこと」を挙げている。これを受けて、業務改善策として、外部人材の登用を含めガバナンス体制を強化するとともに、利害関係人との取引の適正化に向けた手続の整備を進める趣旨であると考えられる。

5. その後の展開

今回の行政処分を受けて、本年9月21日には、一般社団法人不動産証券化協会より、当協会の準会員であるエスコン AM に対して、戒告及び協会活動の自粛勧告(9カ月間)の処分がなされた。当協会の自主行動基準に違反する行為とされたものである²⁸。

今後、4. の再発防止策の中に、「事実関係の解明と原因の更なる究明に努め、その結果を踏まえて当社の内部管理態勢及び再発防止策の一層の充実を図る」との文言があることから、(株)エスコン AM より今後さらに新たな業務改善策が打ち出される可能性がある²⁹。また、今回の行政処分は、一般社団法人投資信託協会定款第17条第1項(6)の「金商法若しくは投信法若しくはこれらの法令に基づく命令若しくはこれらに基づく処分若しくは本会の定款その他の規則若しくは投資信託約款若しくは投資法人規約に違反し、又は取引の信義則に背反する行為をしたとき」に該当することから、いずれ投資信託協会より会員に対する処分ないし勧告がなされることになる予想される³⁰。

さらに、今回の不動産鑑定業者への不適切な働きかけや不適切な鑑定評価業者選定プロセスを経た不動産鑑定評価自体が、果たして適正なものといえるかどうかも問題となる。本年7月15日時点における本投資法人の資産運用状況の予想についての修正はないとのことであるので³¹、鑑定評価額自体が過大であり、保有不動産の評価額を見直す必要が生じるといった事態には至っていないと考えられるが、不動産鑑定評価のプロセスに不適切な点があった可能性は否定できない。この点、公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会からは、証券取

²⁸ 「会員に対する処分について」(2022年9月21日 一般社団法人不動産証券化協会)。

²⁹ 9月26日に「経営理念」の制定と物件取得等の運用フロー変更(取締役会の関与)、同月30日にREIT運用部長の交代、10月5日に取締役の交代がなされているが、いずれも8月に提出された業務改善報告書に記載された業務改善策である。

³⁰ なお、行政処分に先立つ2021年12月に、エスコン AM は投資信託協会から複数の法令違反の疑いを指摘されていた旨の報道もある(一井純「投信協会が警告、エスコンリート『さらなる不正』」(2022年9月14日 東洋経済 ONLINE) (<https://toyokeizai.net/articles/-/618076>)。公式発表等はないためここでは触れないが、報道によると処分対象となった3件以外の物件についても違法性を指摘されていたとされる。

³¹ 「資産運用会社に対する行政処分に関するお知らせ」(2022年7月15日 エスコンジャパンリート投資法人・株式会社エスコンアセットマネジメント)p5。

引等監視委員会が認めた問題点は、適正な鑑定評価の実施を阻害するものであり、誠に遺憾あること、同連合会においても本件の情報収集に努め、不適切な事実関係が判明した場合は厳正に対処する旨のコメントが出されており³²、もし不動産鑑定業者側にも不適切な点があった場合には、しかるべき対応がなされることになる。

ちなみに、エスコンジャパンリート投資法人は、2017年から2021年にかけて38件の不動産を取得している(うち3件は上場前に取得)。これらのうち、スポンサーである株式会社日本エスコンとその兄弟会社である中電不動産株式会社から取得した不動産は24件ある。不動産鑑定業者への不適切な働きかけ等があったとされる3物件がどれかについては非公表であるが³³、いずれの不動産も鑑定評価額より低い価格での取得となっている³⁴。同投資法人の場合、不動産1物件当たりの取得価格は、不動産鑑定士の鑑定評価額を上限額として決定するとされていることから³⁵、原則として鑑定評価額を超える取得価格設定はなされないが、鑑定評価額と同額で取得したケースもみられない。

むすび

今回の行政処分は、不動産投資法人の資産運用会社に対するものとしては14年振りであり、しかもその違法事由の内容は、明らかに投資法人の利益に反する意図があった点において、投資家やJ-REIT関係者にとってはかなりショッキングな事例であったのではないかと。他方、不動産価格が上昇局面にある場合には、実勢価格は鑑定評価額を上回ることが多く、鑑定評価額に引っ張られては不動産私募ファンド等にも買い負けることになるとの指摘もある³⁶。スポンサー会社の利益を優先させるといった行為は、投資法人の資産運用会社としてはあってはならないが、鑑定評価額の取扱いについては、より柔軟に考えていく必要もあると考える³⁷。

今回の事例は、不動産投資法人・資産運用会社とスポンサー会社との関係に対する投資家の疑念を深めたこととは間違いなくであろう。もともとわが国のリートがスポンサー会社との関係では利益相反が生じやすい仕組みであることは確かであり³⁸、J-REITの各資産運用会社においては改めて投資法人に対する忠実義務を確認し、投資家の信頼を高めていくよう期待したい。

(齋藤 哲郎)

³² 「株式会社エスコンアセットマネジメントに対する検査結果に基づく勧告について」(令和4年6月22日 公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会 会長(代表理事) 吉村真行)。

³³ なお、不動産鑑定業者への不適切な働きかけ等があったとされる3物件とそれぞれの不正の経緯については、既に報道がなされているものの(一井純「14年ぶりの行政処分、『鑑定評価引き上げ』の深層」(2022年9月14日 東洋経済 ONLINE) (<https://toyokeizai.net/articles/-/618062>))、当事者等からの公式発表などはないため、ここでは触れない。ちなみに、当該記事で挙げられていた3物件の鑑定評価を担当した鑑定会社はすべて異なっており、特定の鑑定会社が(株)エスコンAMと癒着関係にあったといった事情はなさそうである。

³⁴ 上場前に取得した3件を除く21件の不動産の取得価格の鑑定評価額からの乖離度は、-0.2%から-10.2%まで、平均すると-3.2%となっている。

³⁵ 「不動産投資信託証券の発行者等の運用体制等に関する報告書」(2022年7月5日 エスコンジャパンリート投資法人・株式会社エスコンアセットマネジメント) p37。

³⁶ 一井純「金融庁の厳罰が示す「リート」成長の曲がり角」(2022年7月27日 東洋経済 ONLINE) (<https://toyokeizai.net/articles/-/606745>)。

³⁷ なお、4.(4)で触れた金融庁の監督指針においても、「鑑定評価額を基準として一定の幅を加減した額」という記述にみられるように、鑑定評価額を上回る価格での取得がある程度想定されている。

³⁸ 日本の不動産ファンドが外部運用の仕組みをとった以上、どうしても利害関係人との取引が問題にならざるを得ず、その適正性を判断する物差しとして鑑定評価が位置づけられている。つまり鑑定評価額どおり買わないとスポンサー利益を優先させたのではという話になってしまうという(御旅屋他 p35 熊倉発言)。