

社団法人 日本証券アナリスト協会 主催
GIPS セミナー

STB Research Institute

グローバル投資パフォーマンス基準
(GIPS)2010年改訂 —主要ポイントと実務への影響—

セッション3「不動産に関する改訂基準」

2010.3.8
株式会社 住信基礎研究所
加藤 えり子

□ GIPS不動産基準改訂のポイント

クローズドエンド・ファンドに対する基準の追加

➤現基準の不動産コンポジット全般に対するフレームに加えて、クローズドエンド・ファンドについての基準を追加

※ クローズドエンド・ファンドの定義は、用語集(Glossary)に記載

※ 現行基準では「プライベートエクイティ」の用語 →「プライベートエクイティおよび不動産」

➤時間加重収益率でのリターン提示に加え、クローズドエンド・ファンドについては、報酬控除後の運用開始時点からの内部収益率(SI-IRR; Since Inception Internal Rate of return)の提示が必須

➤投資倍率等の提示も必須

資産評価頻度

➤現行基準では既に、「2008年1月1日以降の運用実績については、不動産投資は 少なくとも四半期ごとに評価しなければならない(必須基準)」

(→Ⅱ.「評価原則」に従う)

➤独立した外部の鑑定人等による評価:現行基準36ヶ月ごと

→2012/1以降 12ヶ月ごと

→顧客との取決めがある場合には例外規定を設ける →少なくとも36ヶ月ごと

□ 不動産基準の位置付け

- 第Ⅱ章 Sections 0～5（一般的な証券プロダクト向け基準）の補完
- ただし、Sections 0～5のうち、幾つかの項目は不動産基準が優先し不適用となる

<一般基準 Sections 0～5>

- 0. 準拠の基本条件
- 1. 入力データ ※
- 2. 計算方法 ※
- 3. コンポジットの構築
- 4. ディスクロージャー ※
- 5. 提示および報告 ※

<不動産基準 Section 6>

- 6. 不動産
 - ・ 不動産 入力データ
 - ・ 不動産 計算方法
 - ・ 不動産 コンポジット構築
 - ・ 不動産 ディスクロージャー
 - ・ 不動産 提示および報告

補完

- ※ 入力データ （1A3a、1A3b、1A4、1B1は不適用）
- ※ 計算方法 （2A2a、2A4、2A7は不適用）
- ※ ディスクロージャー （4A5、4A6a、4A15、4A26、4A33、4A34は不適用）
- ※ 提示および報告 （5A1i、5A2、5A3、5B3、5B4、5B5は不適用）

□ 不動産基準の構成

➤ Section 6 不動産基準

不動産 必須基準

- ①不動産全般の必須基準
 - 入力データ必須基準
 - 計算方法必須基準
 - ディスクロージャー(開示)必須基準
 - 提示及び報告必須基準

- ②クローズドエンド・ファンド 必須基準
 - 計算方法必須基準
 - コンポジットの構築必須基準
 - ディスクロージャー(開示)必須基準
 - 提示および報告必須基準

不動産 勧奨基準

- ①不動産全般の勧奨基準
 - 入力データ勧奨基準
 - ディスクロージャー(開示)勧奨基準
 - 提示および報告勧奨基準

- ②クローズドエンド・ファンド 勧奨基準
 - 計算方法勧奨基準

- II.「評価原則」において不動産評価に言及
- V.「用語集」に不動産関連用語あり(PEとの共通用語含む)

□ 不動産基準の構成

➤ Section 6 不動産基準

不動産一般基準

- ・ 入力データ（必須基準、勧奨基準）
不動産評価頻度など
- ・ 計算方法（必須基準）
時間加重コンポジットリターン、インカムおよびキャピタルリターン→構成リターン
- ・ ディスクロージャー（必須基準、勧奨基準）
投資一任の概略、評価手法、評価状況、最高最低リターン、構成リターンの調整
時間加重収益率の非準拠期間
- ・ 提示および報告（必須基準、勧奨基準）
構成リターンの提示、非準拠期間の扱い

□ 不動産基準の構成

➤ Section 6 不動産基準

クローズドエンド・ファンド基準

- ・ 計算方法（必須基準、勧奨基準）
 - SI-IRRの計算方法→少なくとも四半期のキャッシュフローを使う(必須)
 - 日次のキャッシュフローを使う(勧奨)
- ・ コンポジット構築（必須基準のみ）
 - 組成年・戦略等によるコンポジットの定義およびその一貫性
- ・ ディスクロージャー（必須基準のみ）
 - コンポジットの最終清算(流動化)日、SI-IRR計算に用いたキャッシュフローの頻度、コンポジットの組成年とその定義
- ・ 提示および報告（必須基準のみ）
 - フィー控除後SI-IRR、払込出資金、分配金、累積出資約束金および投資倍率等
 - ベンチマークSI-IRR

□ 不動産投資の定義

- Sections 0～5(一部除く)およびSection 6 が適用となる対象
→ GIPS 用語集における不動産の定義

- ・ 全部または一部所有の土地・建物
- ・ 合同運用ファンド、プロパティ・ユニット・トラスト、保険会社の個別勘定
- ・ 非上場不動産投信(REIT)や不動産管理会社(REOC)の発行する非上場私募証券
- ・ リターンの一部が不動産のパフォーマンスに関連している参加型のモーゲージローンや私募型の権原など、エクイティ志向のデット投資

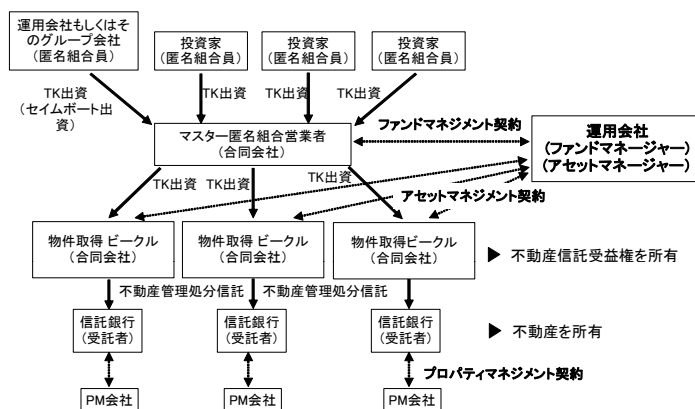
- Section 6 が適用されない不動産関連投資証券 → section 0～5のみ適用

- ・ 公に取引される不動産証券
- ・ 商業用不動産担保証券(CMBS)
- ・ 商業用および居住用不動産ローンを含む私募型デット投資であって、期待リターンが契約金利のみに連動し、原資産となる不動産の経済的なパフォーマンスには関連しないもの

□ 国内における不動産投資運用

- 国内不動産運用では、合同会社を用いた匿名組合方式(TK-GK)スキームが一般的
 - 運用会社が投資運用業として一任で運用する場合、準拠主体は運用会社
 - 運用会社が投資助言・代理業として、匿名組合営業者に助言する場合、匿名組合営業者が助言に基づく投資判断を行うため、運用会社だけの準拠では不足の可能性
- ※ この他、資産流動化法上の特定目的会社、株式会社を用いるケースがある

<TK-GKスキーム図>



□ 不動産基準(1) 基本事項

第6節 不動産 冒頭部分

- 不動産基準の位置付け： 第0節～第5節のGIPS基準を補完
- 不動産基準の発効日
GIPS基準2005年版：基準発効日は2006年1月1日
GIPS基準2010年改訂版：基準発効日は2011年1月1日
- 不動産とされない投資
 - 公に取引される不動産証券
 - 商業用不動産担保証券(CMBS)
 - 商業用および居住用不動産ローンを含む私募型デット投資であって、期待リターンが契約金利のみに連動し、原資産となる不動産の経済的なパフォーマンスには関連しないもの

□ 不動産投資全般の必須基準(1)

入力データ 必須基準 (1.A.3.a、1.A.3.b、1.A.4は不適用)

→不動産投資評価に関する基準

評価原則

- 公正価値の定義(第Ⅱ章)、GIPS評価原則に従う

四半期内部評価

- 2008年1月1日以降 → 少なくとも四半期ごとに評価
- 2010年1月1日以降 → 各四半期末または当該四半期の最終営業日にポートフォリオを評価

外部評価

- 2012年1月1日より前の運用実績 → 少なくとも36ヶ月ごとに外部評価
- 2012年1月1日以降の運用実績 → 少なくとも12ヶ月ごとに外部評価
ただし、顧客との合意文書で他の定めがある場合を除く
その場合、少なくとも36ヶ月ごと、
もしくは顧客から36ヶ月ごとよりも高い頻度を求められて
いれば当該頻度
- 外部評価は、独立した外部の専門職として認定、公認、または免許された商業用不動産を評価する資格のある評価人または鑑定人による

□ 不動産投資全般の必須基準(2)

計算方法 必須基準 (2.A.2.a、2.A.4、2.A.7は不適用)

リターンの計算方法と頻度

計算頻度

- ポートフォリオリターンを少なくとも四半期ごとに計算

取引費用の控除

- 評価期間にかかる実際の取引費用を控除してリターンを計算

構成リターンの計算

- インカム・リターンおよびキャピタル・リターン(構成リターン)は、幾何的にリンクした時間加重収益率を使用して個別に計算
- コンポジットの時間加重収益率(構成リターンを含め →トータル・リターン、インカム・リターン、キャピタル・リターン)は、個々のポートフォリオ・リターンを資産額加重して、少なくとも四半期ごとに計算

□ 不動産投資全般の必須基準(3)

ディスクロージャー(開示) 必須基準

(4.A.5、4.A.6.a、4.A.15、4.A.26、4.A.33、4.A.34は不適用)

開示事項 a~g (例3、4参照)

- 会社の投資一任の概略
- 直近の期間に使用した内部評価方法
- 評価方針、方法の重要な変更 (2011年1月1日以降の運用実績について)
- 外部評価とパフォーマンス報告で使用された評価との重要な差異およびその差異が生じた理由 (2011年1月1日以降の運用実績について)
- 外部評価の頻度
- 構成リターン(インカム・リターンとキャピタル・リターン)が幾何リンクした時間加重収益率を使用して個別に計算されていること
- 2011年1月1日より前の運用実績 → 構成リターンがインカム・リターンとキャピタル・リターンの合計がトータル・リターンに等しくなるように調整されている場合には、その旨
→ 2011年1月1日以降は、等しくなるように調整は不可

非準拠期間の開示

- 2006年1月1日より以前の運用実績について提示されたパフォーマンスが、GIPS基準に準拠していない場合、非準拠の期間を開示

リターン提示におけるフィー控除に関する開示

- フィー控除前リターン提示で、取引費用に加えてフィーを控除している場合は、その旨を開示
- フィー控除後リターン提示で、運用報酬および取引費用に加えてその他のフィーを控除している場合は、その旨を開示
→ 運用報酬、取引費用以外の取得フィーや売却フィーなどの扱いを明確にする

□ 不動産投資全般の必須基準(4)

提示および報告 必須基準 (5.A.1.i, 5.A.2, 5.A.3は不適用)

構成リターンの提示

- トータル・リターンに加え、構成リターン(インカム・リターン、キャピタル・リターン)の提示
- 構成リターンは、フィー控除前かフィー控除後かを明示

非準拠パフォーマンスのリンクについて

- 2006年1月1日以降の運用実績について、GIPS非準拠パフォーマンスをGIPS準拠パフォーマンスにリンクしてはならない。
- 2006年1月1日以降の運用実績について、GIPS準拠パフォーマンスのみが提示される場合、GIPS非準拠パフォーマンスをGIPS準拠パフォーマンスにリンクすることができる。

提示事項a～b

- 内部的な散らばりの測度 → 個々のポートフォリオの年間時間加重収益率の最高値と最低値
ただし、当該年を通して組み入れポートフォリオ数が5以下の場合には、内部的な散らばりの測度の提示は必須でない
- コンポジット資産に占める年度中に外部評価を使用して評価された資産の割合(各年度末)

□ 不動産一般の勸奨基準(1)

入力データ 勸奨基準 (1.B.1は不適用)

外部評価

- 2012年1月1日より前の運用実績についても →少なくとも12ヶ月ごとに外部評価
- 不動産投資は年度末現在で外部評価すべき
- これらの外部評価は、認定、公認、または免許された商業用不動産を評価する資格のある評価人または鑑定人による

ディスクロージャー(開示) 勸奨基準

会計原則

- コンポジット中のポートフォリオに適用されている会計基準を開示すべき

評価の差異

- 各年度末現在におけるパフォーマンス報告で使用した評価と財務報告で使用した評価との間の重要な差異について説明し、開示すべき

評価方法の重要な変更

- 2011年1月1日より前の運用実績についても、評価方針ないし評価方法の重要な変更の開示

提示および報告 勸奨基準 (5.B.3、5.B.4、5.B.5は不適用)

- フィー控除前リターンおよびフィー控除後リターンの両方を提示すべき
- 各年度末現在におけるコンポジット総資産に占める不動産ではない資産の割合を提示すべき
- 提供可能なベンチマークの構成リターンを提示すべき

□ 不動産クローズドエンド・ファンドの必須基準(1)

計算方法 必須基準

SI-IRRの計算、キャッシュフローの頻度

- 開始来内部収益率(Since Inception Internal rate of return)を計算
- SI-IRRは少なくとも四半期ごとのキャッシュフローを使用
(公開草案においては日次→本基準では日次は勧奨基準に)

コンポジットの構築 必須基準

コンポジットの定義

- コンポジットは、組成年、投資委託内容、目的、または戦略により定義
- コンポジットは、存続期間中一貫していなければならない

ディスクロージャー(開示) 必須基準

開示項目

- 流動化(清算)したコンポジットは、最終流動化(清算)日
- SI-IRRの計算で使用したキャッシュフローの頻度
- コンポジットの組成年
- コンポジットの組成年がどのように定義されているか

□ 不動産クローズドエンド・ファンドの必須基準(2)

提示および報告 必須基準

準拠提示資料における提示事項

- 各年度末までのフィー控除後SI-IRRの提示
- 少なくとも当初5年間のGIPS必須基準に準拠したパフォーマンスを提示
- 存続期間が5年未満の場合、会社またはコンポジットの開始日以降のGIPS基準の必須基準に準拠したSI-IRR
- 当初期間が1年に満たないときは、会社は当初年度末までの年率換算していないフィー控除後SI-IRRを提示
- 2011年1月1日以降を期末とする期間の運用実績 → コンポジットの最終流動化(清算)日までのフィー控除後SI-IRRを提示

フィー控除前SI-IRRを提示する場合(提示自体が必須ではないが、提示する場合には必須となる事項)

- フィー控除後SI-IRR(提示必須)と同じ期間のフィー控除前SI-IRRを提示しなければならない

コンポジットの状況を示す各指標の提示

金額ベース

- コンポジット開始来の払込出資金
- コンポジット開始来の分配金
- コンポジットの累積出資約束金

倍率ベース

- 投資倍率またはTVPI (評価総額/開始来払込出資金)
- 実現倍率またはDPI (開始来分配金/開始来払込出資金)
- PIC倍率 (開始来払込出資金/累積出資約束金倍率)
- 未実現倍率またはRVPI (残余価値/開始来払込出資金倍率)

不動産クローズドエンド・ファンドの必須基準(3) 勸奨基準



提示および報告 必須基準(つづき)

ベンチマーク

- 各年度末までのベンチマークのSI-IRRの提示
- コンポジットの投資マニフェスト、目的、戦略の反映
- コンポジットの提示期間と同じ期間
- コンポジットと同じ組成年

計算方法 勸奨基準

使用キャッシュフローの頻度

- SI-IRRは、日次キャッシュフローを使用して計算すべき