

公益社団法人 日本証券アナリスト協会 主催  
GIPSセミナー ～シリーズ第12回～

# 「GIPSガイダンス・ステートメント:不動産」の解説 及び不動産ワーキンググループの課題

2013年9月25日

株式会社KPMG FAS パートナー  
GIPS 不動産ワーキンググループ委員  
加藤 淳哉

# 不動産基準が適用される「不動産」

- 不動産(含む共有、区分所有)
- 合同運用の不動産ファンド
- 個別勘定の不動産ファンド
- プロパティ・ユニット・トラスト
- 私募REIT
- 不動産運用(管理)会社(REOC)の私募証券
- 株式に類似する負債(例えば利益参加型モーゲージローン)
- 投資家へのリターンの一部が、原資産としての不動産のパフォーマンスに関連づけられている不動産の非上場(私募)持分

# 不動産基準が適用されない「不動産」

- J-REIT(公募のREIT)
- MBS及びCMBS(不動産担保証券)
- 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

# 投資の一任

GIPS基準では、実在し、フィーの支払いを伴う投資が一任されている全てのポートフォリオは、少なくとも一つのコンポジットに含めなければならない。投資一任は会社が意図した戦略を実行する能力である。

- 投資の一任の有無は実態に応じて判断

判断のポイント

- 投資調査
- 投資対象の選定、取得、売却
- 投資ストラクチャリング
- 資金調達、
- 資本的支出
- リーシング
- 物件管理予算作成

- リーマンショック後の不動産私募ファンドの投資一任性について

- “Guidance Statement on the Applicability of the GIPS Standards to Pension Funds, Endowments, Foundations and Other Similar Entities”について

# コンポジットの構築 (1/2)

会社は、投資マンドート、目的、もしくは戦略により定義されたコンポジット単位によるパフォーマンスを開示することが必須である。不動産クローズドエンド・ファンドのコンポジットは、組成年毎に投資マンドート、目的、もしくは戦略により定義され、コンポジットの投資期間を通じて同じ定義を適用しなければならない。

## 不動産クローズドエンドファンドの特徴

- 流動性がない(出資持ち分の購入・売却が自由にできない)
- 投資期間に期限がある
- 同じ投資戦略のファンド間で利益相反が発生する可能性がある



- ✓ 組成年 (vintage year) でコンポジットを形成
- ✓ 1コンポジットにつき1ファンドとなることが多い(同じ組成年に同じ戦略の別のファンドを組成することはあまりない)
- ✓ 利回りはSI-IRR (Since Inception Internal Rate of Return) で計算

# コンポジットの構築 (2/2)

## その他の留意事項

- コンポジット(ポートフォリオ)を構成する物件のパフォーマンス情報の開示



- ✓ 所有形態及びファイナンスのストラクチャーの影響を加味した「投資レベル」のパフォーマンスではないためGIPSのコンポジット構築の原則と合致しない
  - ✓ 物件レベルのパフォーマンスはあくまで補足説明資料
- 物件タイプごとのパフォーマンス情報(例:総合型ファンドからオフィスのパフォーマンスのみを抽出)の開示



- ✓ GIPSのコンポジット構築の原則と合致しない(補足説明資料)
- ✓ 但し、「カーブアウト」<sup>(注)</sup>として提示することも場合により可能(固有の投資戦略の下で運用されており、CF管理が区分され、独立したポートフォリオを構成している場合)

# ポートフォリオのコンポジットへの組入(1/2)

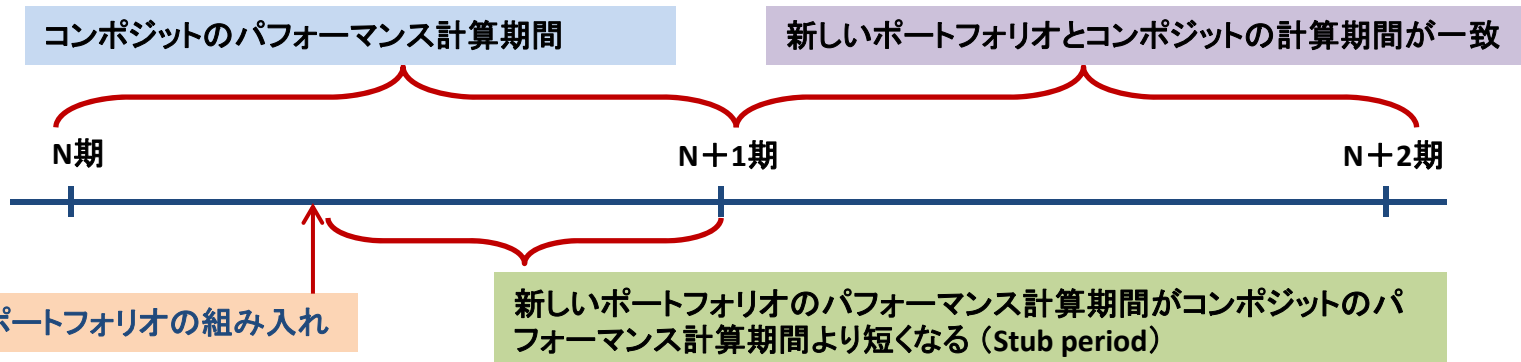
時間加重収益率 (time-weighted rates of return) を計算する際には、Partial period もしくは Stub period の問題、すなわち、コンポジットの計算期間の途中でポートフォリオがコンポジットに新たに組み入れられるか除外された場合の対応がある

## 新しいポートフォリオのコンポジットへの組み入れ

- 組み入れのタイミングは、ポートフォリオの組成日 (投資家の資金 (External Cash Flow) が実際に投資された日)



- ✓ コンポジットの計算期間の途中で新しいポートフォリオがコンポジットに組み入れられると、その計算期間中につき、新しく組み入れられたポートフォリオのパフォーマンス期間はそのコンポジットのパフォーマンス期間よりも短くなる



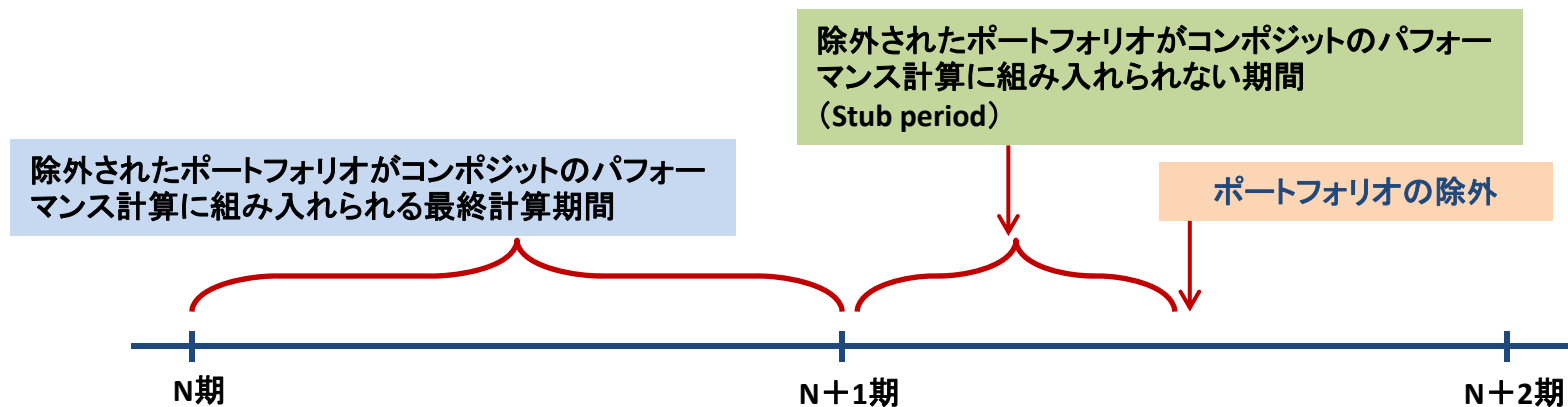
# ポートフォリオのコンポジットへの組入(2/2)

## ポートフォリオのコンポジットからの除外

- ポートフォリオに組み込まれている不動産の売却が始まり、当該ポートフォリオがコンポジットの投資戦略を反映しなくなった場合、当該ポートフォリオはコンポジットから除外されるべき



- ✓ ポートフォリオが、コンポジットの計算期間の途中でコンポジットから除外された場合、当該期中のポートフォリオのパフォーマンスはコンポジットの計算に含めない





# フィーと費用(1/4)

- フィー控除前(Gross-of-fees return)及びフィー控除後リターン(Net-of-fees return)は、全ての物件レベルの費用控除後でなければならない。
- フィー控除前およびフィー控除後リターンは、優先株の配当を含むデットサービス控除後でなければならない。
- フィー控除前およびフィー控除後リターンの違いには、会社が投資運用/顧問サービスの提供に対して課す投資運用報酬のみを反映すべきである。

- ここでいうフィーとはインベストメント・マネジメント・フィーのこと



会社が投資運用/顧問サービスの提供に対して  
課す投資運用報酬

インベストメント・マネジメント・フィー {  
✓ベース・フィー  
✓パフォーマンス・フィー  
✓その他のフィー

# フィーと費用(2/4)

## インベストメント・マネジメント・フィー

### ベース・フィー

- コミットされたキャピタルに基づき計算
- 投資されたキャピタルに基づき計算
- AUM (Asset Under Management) に基き計算

### パフォーマンス・フィー

- クライアントと合意した一定のパフォーマンスを成果が上回った場合の成功報酬

- (例) ✓ IRRがターゲットレートをクリア  
✓ 売却価格が目標価格をクリア 等

### その他のフィー (場合により)

- 取得、売却、開発および資金調達に関するフィー (仲介手数料とは相違)

# フィーと費用(3/4)

インベストメント・マネジメント・フィー以外の費用(物件固有のコスト以外)

プロパティ・マネ  
ジメント・フィー

- プロパティマネジメント会社に対して物件管理運営に関して支払う手数料
- 物件レベルの費用科目として処理

取引費用

- 物件の取引に伴い発生する取得、売却、資金調達、および開発に関するコスト
- 物件レベルの費用科目として処理

Investment-level  
administrative  
costs

- 投資ビークルの維持に伴い経常的に発生するコスト(会計士費用、弁護士費用、カストディ報酬等)
- フィー控除前及びフィー控除後リターンから控除する義務はない(処理の方法につき明示要)

# フィーと費用(4/4)

インベストメント・マネジメント・フィー以外の費用(物件固有のコスト以外)

Organizational  
costs

- 投資ビークルの組成に伴い一時的に発生するコスト(弁護士報酬等)

Offering costs

- ファンドレイズに伴い一時的に発生するコスト(プレースメント・フィー、弁護士報酬、マーケティング費用等)

以下から処理の手法を選択

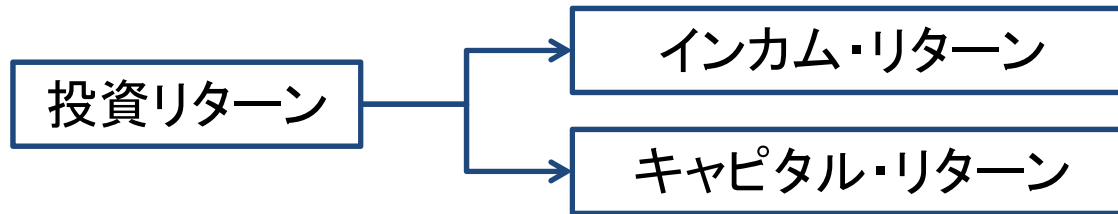
- ✓ 費用として扱い初年度に全額処理
- ✓ キャピタライズさせ5年間で償却
- ✓ クライアントに別途請求

# GIPS非準拠のSI-IRRパフォーマンス期間

- 会社はまずは、GIPS基準の必須事項を満たした、最低限5年間のパフォーマンス(もしくは、会社が設立もしくはコンポジットが開始されてから5年に満たない場合には、会社の設立もしくはコンポジットの開始日以来の期間のパフォーマンス)を開示しなければならない。
- それに続く各年に関しては、会社はその後の年度のパフォーマンスを開示しなければならない。
- 会社は2006年1月1日以降に終了する期間につきGIPS非準拠のSI-IRRを提示してはならない。但し、会社は、2006年1月1日より以前に終了する期間についてはGIPS非準拠のSI-IRRを開示してもよいが、この場合でも2006年1月1日以降に終了する期間に関してはGIPS準拠パフォーマンスのみが開示されなければならない。
- 2006年1月1日より以前に終了する期間についてGIPS基準に準拠しないSI-IRRを開示する場合、会社はその非準拠の期間を開示しなければならない。

# 投資リターン算出の留意点(1/2)

- 投資リターンを3ヶ月毎に計算する必要がある



- ✓ キャピタル・リターンを算出するためには不動産価値の変動を計測する必要がある
- ✓ 同時に、不動産価値には客観性が必要がある



3ヶ月毎に第三者による不動産の鑑定評価を取得する必要があるか



No

# 投資リターン算出の留意点(2/2)

- 第三者による不動産鑑定評価の取得は年1回でよい
- 3ヶ月毎の不動産の評価は会社で実施可能
  - ✓ どの様に評価するのか開示が必要
  - ✓ 評価手法に客観性が必要
- 第三者による不動産鑑定評価の取得コストを削減するために会社が算定した不動産価値を不動産鑑定士にレビューを依頼することで代用が可能か



Yes

〔 独立性を満たす必要がある  
レンジで示すことは不可 〕

# GIPS不動産基準と ARES私募不動産ファンドガイドライン(1/7)

## 主な類似点

- 投資家に開示する投資情報の標準化が目的
- 私募投資を対象にしており上場しているREITは対象外
- デット性の出資証券は対象外



# GIPS不動産基準と ARES私募不動産ファンドガイドライン(2/7)

## 主な相違点

### GIPS不動産ガイドライン

### ARES私募不動産ガイドライン

開示対象者

投資を検討する投資家

投資を検討する投資家  
及び  
既存の投資家

開示内容

特定の投資戦略  
の投資実績

勧誘する投資商品の内容  
及び  
既存の投資家への投資実績報告

投資一任性  
の要件

あり

なし

Firm-Wide  
での適用

あり

なし

# GIPS不動産基準と ARES私募不動産ファンドガイドライン(3/7)

## 主な相違点(続き)

GIPS不動産ガイドライン

ARES私募不動産ガイドライン

コンポジット  
の概念

あり

なし  
〔個別のファンド毎の  
情報開示〕

トラックレ  
コード期間

5年以上

当期と比較されるべき同程  
度の営業日数の営業期間  
を4期程度以上

第三者鑑定  
評価の要件

あり

なし

# GIPS不動産基準と ARES私募不動産ファンドガイドライン(4/7)

## ARES私募不動産ファンドガイドラインの概要

### 発行開示(Placement)～商品概要書

#### 第1章 発行概要

1. ファンドの名称
2. 発行体の名称
3. 発行形態
4. ファンドの運用目的
5. AM会社・FM会社の名称等
6. 運用期間
7. 当初出資の発行概要
8. 資金使途

#### 第2章 ファンドの概要情報

1. 運用方針の概要
2. ストラクチャー概要
3. 運用調達計画の概要
4. 分配方針
5. 目標利回り
6. 主要な投資リスク等
7. 手数料等及び税金

#### 第3章 組入不動産の概要

#### 第4章 ファンドの詳細情報

#### 第5章 出資契約・関連契約等の概要

#### 第6章 投資上の留意事項

# GIPS不動産基準と ARES私募不動産ファンドガイドライン(5/7)

## ARES私募不動産ファンドガイドラインの概要

### 継続開示(Reporting)

#### 1. 運用状況等の推移

##### (1) 運用実績の推移

- |             |                        |
|-------------|------------------------|
| A. 営業成績の概況  | ポータルフォリオの不動産収支情報       |
| B. 財産等の概況   | 借入金、出資等の表示             |
| C. 収益率等の概況  | インカム利回り、キャピタル利回り、総合利回り |
| D. 分配等の概況   | 利益分配金、出資の戻し等           |
| E. 投資不動産の概況 | 物件数、稼働率等               |

##### (2) 運用概況

当期の資産の運用経過、今後の運用方針等

出所: ARES「私募不動産ファンドガイドライン」より抜粋

# GIPS不動産基準と ARES私募不動産ファンドガイドライン(6/7)

## ARES私募不動産ファンドガイドラインの概要

### 継続開示(Reporting)(続き)

## 2. 出資・分配等の状況

- (1) 出資の異動・残高等の推移
- (2) 出資のNAVの推移(推奨)
- (3) 収益率等の実績・推移

投資不動産の評価損益を考慮した出資の額(出資のNAV)の記載  
インカム利回り、キャピタル利回り、総合利回り等の収益率(会計ベース)について当期実績及び推移を記載。上記「(2)出資のNAVの推移」(鑑定ベース等)を記載している場合、NAVを構成する評価損益の増減額をキャピタル損益に加減算した収益率等を追加表示することが推奨される

出所: ARES「私募不動産ファンドガイドライン」より抜粋

# GIPS不動産基準と ARES私募不動産ファンドガイドライン(7/7)

## ARES私募不動産ファンドガイドラインの概要

### 継続開示(Reporting)(続き)

#### 3. ファンドの収支概況

- (1) 損益計算書・貸借対照表の概況・推移
- (2) キャッシュフロー等の概況・推移(推奨)
- (3) 借入金・社債等の状況

#### 4. 投資不動産の状況

#### 5. 管理・修繕・資本的支出等の概況

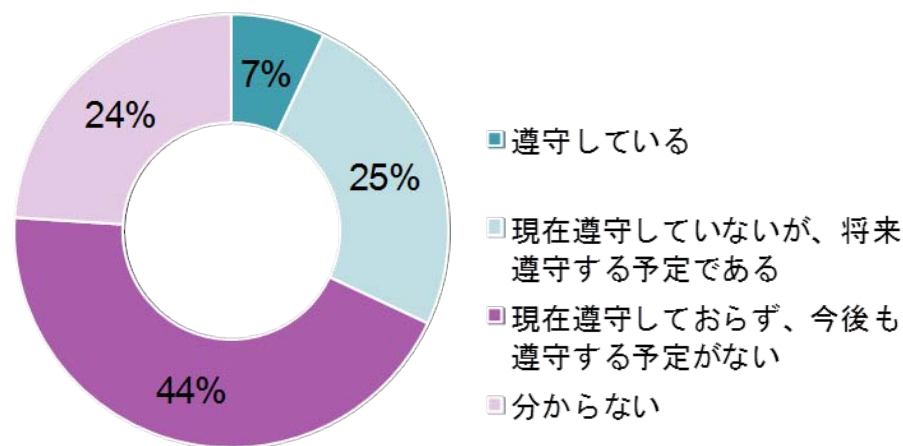
#### 6. 投資不動産の売買の状況

#### 7. AM報酬及び利害関係人等との主な取引状況

出所: ARES「私募不動産ファンドガイドライン」より抜粋

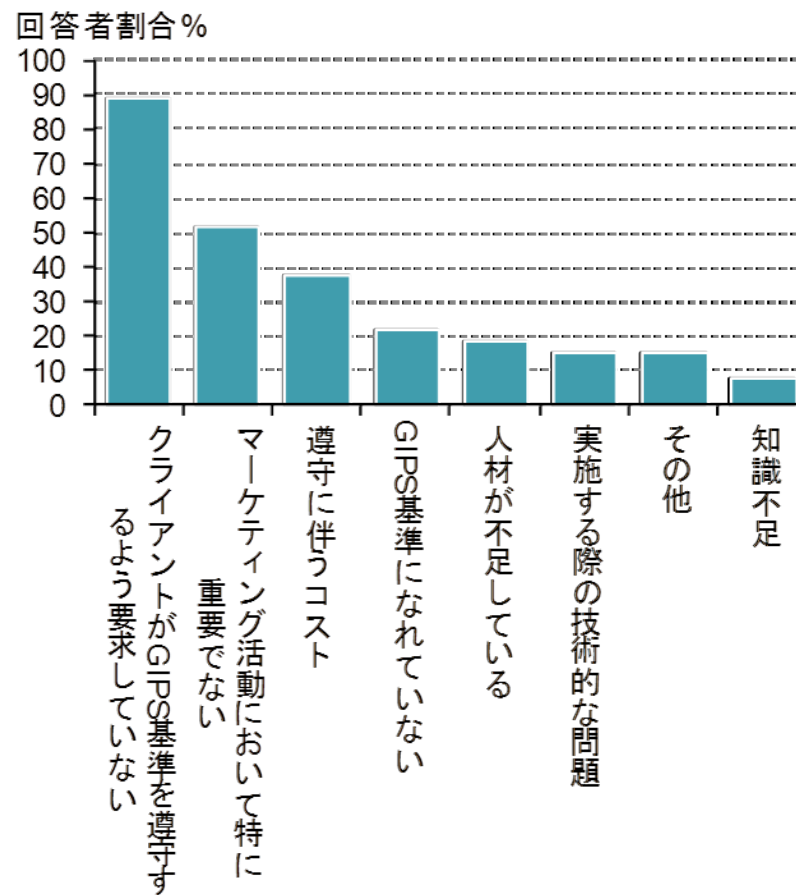
# GIPS不動産基準の普及～INREVのアンケート結果 (1/2)

GIPS基準を遵守している回答者割合



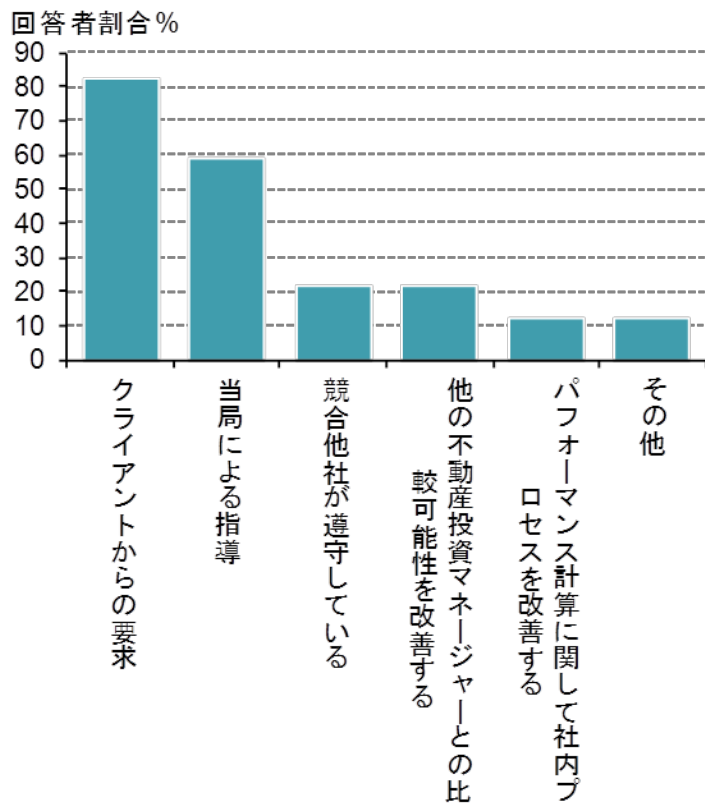
出所: "An Analysis of the GIPS Standards in European Real Estate Performance Reporting", INREV Research & Market Information, June 2013

GIPS基準を遵守しない理由

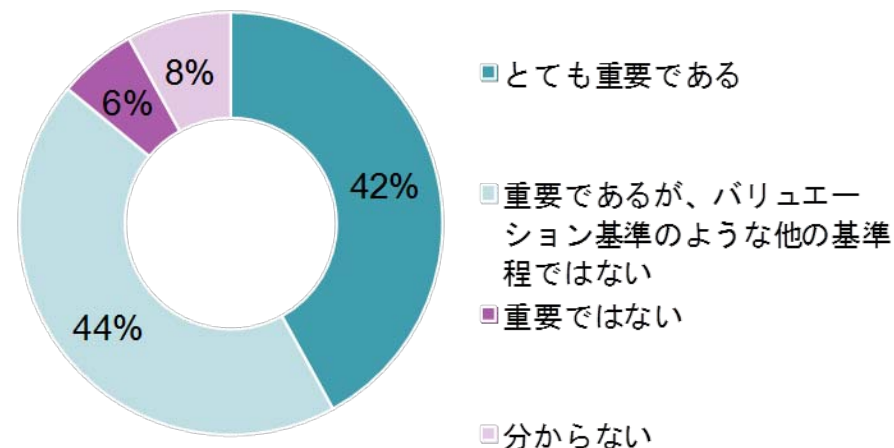


# GIPS不動産基準の普及～INREVのアンケート結果 (2/2)

GIPS基準を遵守する主な理由



ファンドマネージャーを選ぶ際のGIP基準の重要性



出所: “An Analysis of the GIPS Standards in European Real Estate Performance Reporting”, INREV Research & Market Information, June 2013



## 講演内容及び資料に関する問い合わせ先

加藤 淳哉

03-5218-6737

[junya.kato@jp.kpmg.com](mailto:junya.kato@jp.kpmg.com)

株式会社KPMG FAS

東京都千代田区丸の内1-8-1