

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4回



GIPS2010  
不動産・プライベートエクイティ基準の解説

---

「不動産ガイダンス・ステートメントを中心に」

2011.2.4

株式会社住信基礎研究所

SAAJ-IPS委員会委員、GIPS Real Estate WG委員

加藤 えり子

## □ 本日の内容

---

1. 不動産基準
2. 不動産ガイダンス・ステートメント
3. 日本における準拠上の課題とその背景

## □ 1. 不動産基準

---

## □ 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)

## □ 不動産一般の勧奨基準(1)

---

### 入力データ 勧奨基準 (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) 勧奨基準

#### 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 勧奨基準 (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の計算で使っ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

非準拠期間のSI-IRR  
提示に関する基準なし

### 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ンドート、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

## □ 2. 不動産ガイダンス・ステートメント

---

## □ 不動産ガイダンス・ステートメントの構成

---

- 序論および適用範囲
- 投資一任
- コンポジット構築
- ポートフォリオのコンポジットへの組入れ
- 報酬と費用
- クローズドエンド・ファンドにおけるGIPS非準拠SI-IRRパフォーマンス期間



## □ 序論および適用範囲

### 不動産基準が適用される「不動産」とは

#### ⇒ 用語集「不動産」と同様の記載

- 全部または一部所有の土地・建物
- 合同運用ファンド(commingle funds)、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)および不動産管理会社(REOC)の発行する非上場私募証券
- エクイティ志向のデット(例えば、参加型モーゲージ・ローン)または投資時点で投資家へのリターンの一部が原資産である不動産のパフォーマンスに関連している私募型の不動産の権原

#### ⇒ 不動産ガイダンス・ステートメントのみ記載

- 土地、開発中の建物、竣工後建物、その他投資目的のストラクチャー保有などを含む
- 不動産投資が利益を生むかどうかにかかわらず適用
- レバレッジをとまなう不動産投資にも適用

#### ⇒ 不動産基準に同様の記載

- 「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

## □ 投資一任①

### GIPS基準の対象となるのは「会社」が運用する「投資一任」ポートフォリオ

#### 一般基準における「投資一任」

- 運用実績のあるフィー（運用報酬）を課す投資一任ポートフォリオは全て、投資マニフェスト、投資戦略、または投資目的により定義される、少なくとも1つのコンポジットに組み入れることを必須としている（序論、概要）。
- 会社の投資一任の定義は、どのポートフォリオをコンポジットに含めなければならないかを判断する基準となり、また会社が投資戦略を実行する能力に基づくものである（第1章0.）

#### コンポジットの定義に関するガイダンス・ステートメントにおける「投資一任」

- 一任には程度の差があり、必ずしも、顧客の課す制約のすべてがポートフォリオを非一任であるとするわけではない

#### 不動産ガイダンス・ステートメントにおける「投資一任」

##### <投資一任の定義>

- 会社の一任の定義は、会社が単独で責任を有するか、「主要な投資判断」に対して有効な意思決定権を有するか、不動産ポートフォリオが一任とみなされるか、などの基準を含まなければならない

「主要な投資判断」は、投資の事前調査と選定、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、予算運営などの決定を含むが、これに限らない

- 顧客により課される制約が、顧客に意思決定権を持たせる場合もある  
⇒ 会社が意図する投資マニフェスト、目的、戦略の実行に十分な意思決定権を持つならば、可能であれば当該ポートフォリオは一任とみなすべきである

## □ 投資一任②

---

### 不動産ガイダンス・ステートメント

#### <一任ポートフォリオの例>

- 会社は、顧客の承認なしに、全ての取得、投資ストラクチャリング、資金調達、リーシング戦略、資本的支出、売却判断を行う。すなわち会社がすべての投資戦略を実行できる  
⇒会社が提供する合同運用ファンドに多い

#### <会社が一任とみなすことができるポートフォリオの例>

- 会社は、合同運用でない顧客と合意した範囲内で、顧客の承認なしに、全ての取得、投資ストラクチャリング、資金調達、リーシング戦略、資本的支出、売却判断を行う
- 会社はプロパティ・マネジメント(日常の運営)をコントロールし、戦略的取得、投資ストラクチャリング、資金調達、リーシング戦略、資本的支出、売却推奨を行う。必ずではないが多くの場合、これらの取引が実行される前に顧客の承認を得る

#### <会社が非一任とみなすポートフォリオの例>

- 顧客が不動産投資に関して、完全に投資判断権を有する
- 顧客が、物件売却によるポートフォリオのリポジショニングを禁止している、もしくは厳しく制限している

## □ コンポジット構築①

### コンポジットの定義、プロパティ・レベル～投資レベル

#### <一般基準、不動産基準におけるコンポジットの定義>

- クローズドエンド・ファンド以外 ⇒ 投資マニフェスト、投資目的、または投資戦略に従って定義  
(一般基準)
- クローズドエンド・ファンド ⇒ 組成年、投資マニフェスト、投資目的、または投資戦略に従って定義  
(不動産基準)

#### <クローズドエンドファンドにおける「組成年」>

- 組成年の概念は、不動産クローズドエンドファンドのコンポジットにとって重要な要素
- 会社は同じ組成年において同じ戦略の別ファンドを組成することはほとんどないため、潜在的に不動産クローズドエンドファンドコンポジットは1コンポジットにつき1ファンドとなる制約がある

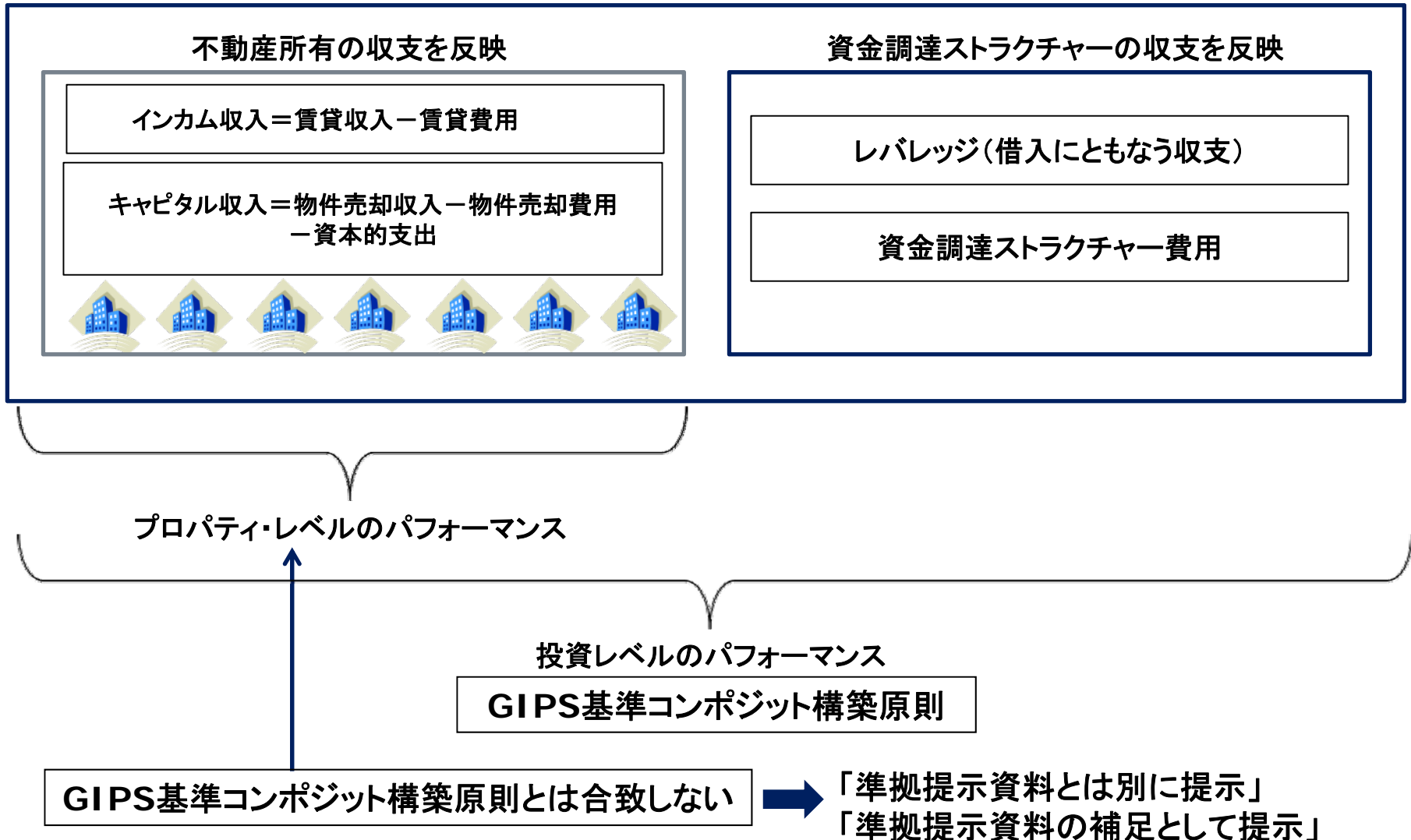
#### <「プロパティ・レベルのパフォーマンス」提示>

- 不動産パフォーマンスのユーザーや受け手は、「プロパティ・レベルのパフォーマンス」を集めたもののみを要請することがしばしばある  
「プロパティ・レベルのパフォーマンス」提示 ⇒ 「投資レベルのパフォーマンス」に基づくGIPS基準のコンポジット構築原則とは合致しない
- 「プロパティ・レベルのパフォーマンス」を「準拠提示資料とは別に提示」「準拠提示資料の補足として提示」することは禁止されないが、見込み顧客に対して準拠提示資料を提供するよう、あらゆる合理的な努力を行わなければならない

#### <投資レベルのリターン>

- 不動産所有および資金調達ストラクチャーの影響を反映することを目的としたリターン
- 物件以外の収支を反映しない「プロパティ・レベルのパフォーマンス」と区別

## □ コンポジット構築① <補足資料>



## □ コンポジット構築②

### グループ化したパフォーマンス、クローズドエンドファンドを含むコンポジット

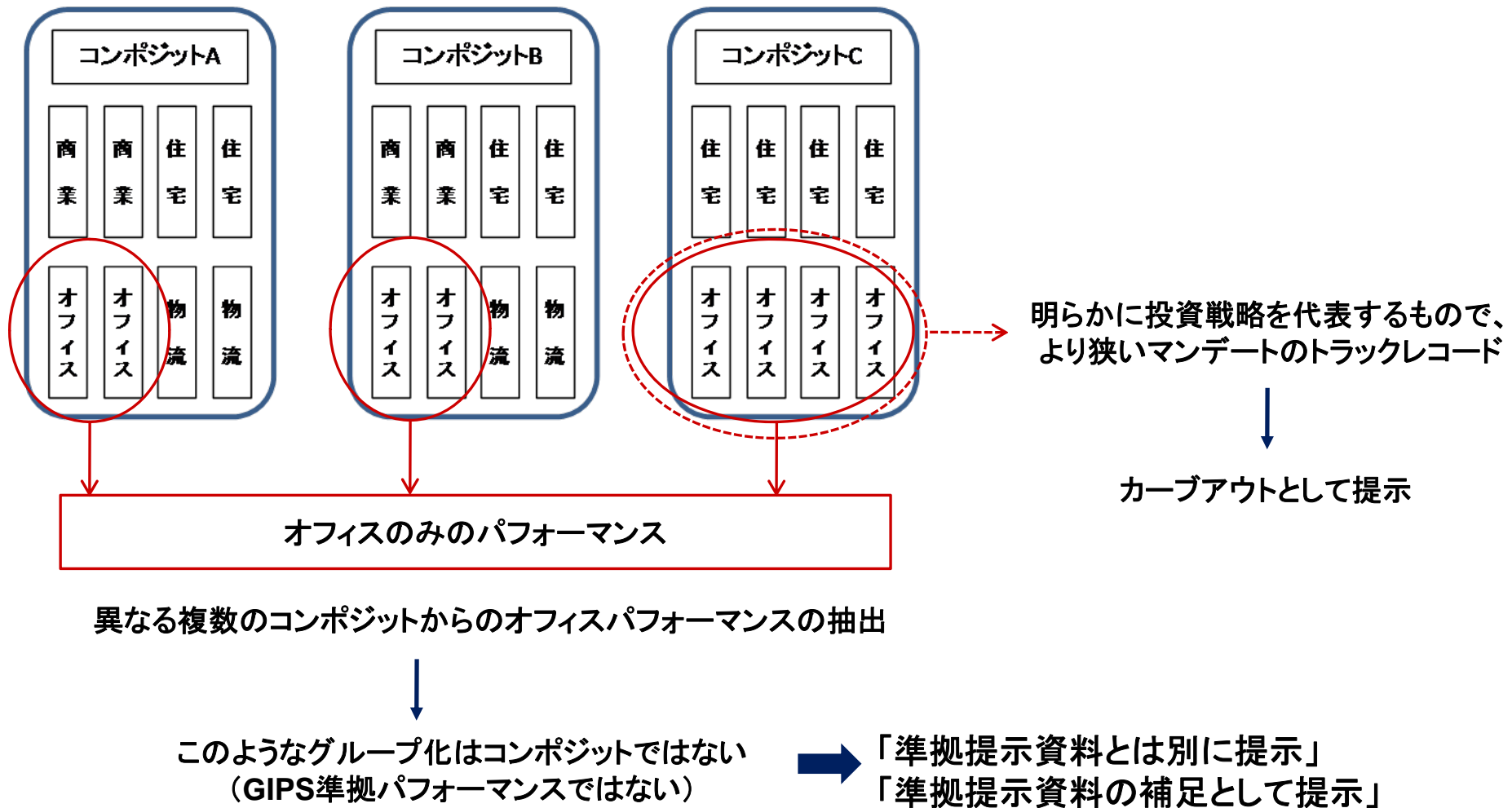
#### <物件用途別パフォーマンスとカーブ・アウト>

- 投資戦略より狭い範囲である、物件用途ごとのパフォーマンス提供が求められることがある
- 例えば、広範な不動産投資戦略から全てのオフィスビル投資を抽出し、会社によるオフィスビル投資のみのパフォーマンスを求められる
  - ⇒そのようなグループ化はコンポジットではない
  - ⇒「準拠提示資料とは別に提示」「準拠提示資料の補足として提示」
- このグループ化が明らかに投資戦略を代表するもので、より狭いマンドートのトラックレコードであるならば「カーブアウト」として提示

#### <同一コンポジットにおけるオープンエンドおよびクローズドエンド>

- 2011年1月1日以降、クローズドエンド・ファンドは分別されたコンポジットに組入れられなければならない
  - ⇒ 分別されたクローズドエンド・ファンド・コンポジットにはクローズドエンド・ファンド基準を適用
- 別個のクローズドエンド・ファンドのコンポジット構築に加え、会社はクローズドエンド・ファンドとオープンエンド・ファンドを含むコンポジットを構築することもできる
  - ⇒ クローズドエンド・ファンドとオープンエンド・ファンドを含むコンポジットに対しては、クローズドエンド・ファンド基準は適用されない
  - ⇒ 会社は、コンポジットに含まれるポートフォリオのタイプを開示することを考慮すべき

## □ コンポジット構築② <補足資料>



## □ ポートフォリオのコンポジットへの組入れ

ポートフォリオの組入れにより発生する「partial period (stub period)」

⇒これまで、会社ごとに異なるアプローチがとられていたことを改善するためのガイダンス

＜新規ポートフォリオのコンポジット算入＞

- GIPS基準では、「新規ポートフォリオは、各ポートフォリオの運用開始後適時に一貫性のある方法でコンポジットに組み入れなければならない(3.A.5)」としている
  - 2011年1月1日以降に時間加重収益率を計算する場合、不動産コンポジットは、新しいポートフォリオをその開始日において含むべきである。開始日は一般に、ポートフォリオの最初の外部からの資金流入があった日とされる
- ⇒時間加重収益率を計算するにあたり、コンポジットのフルピリオドが始まるまでに、ポートフォリオが開始し、コンポジットに組み入れられると、「partial period (stub period)」が発生する可能性がある。

＜終了したポートフォリオのコンポジットからの除外＞

- GIPS基準では、「運用契約が終了したポートフォリオは、各ポートフォリオが運用されていた最後のパフォーマンス測定期間(期中で終了したときは当該期間の直前の期間)まで、コンポジットの過去のパフォーマンスに含めなければならない(3.A.6)」としている
  - 2011年1月1日以降に時間加重収益率を計算する場合、不動産ポートフォリオはコンポジットの戦略に従って投資している限りはコンポジットに組入れ、顧客がポートフォリオを終了し売却が始まり、戦略を反映しなくなれば速やかに、そのポートフォリオはコンポジットから除外されるべきである。
- ⇒新規ポートフォリオ算入の場合と同様に「partial period (stub period)」が発生する可能性がある。

＜組入れ方針等の開示＞

- 各会社は、不動産ポートフォリオのコンポジットへの組入れ方針と手続きを記録しなければならず、これらの方針や手続きは一貫して適用しなければならない
- 2011年1月1日以降、会社は準拠提示資料に、時間加重収益率を計算するにあたっての不動産ポートフォリオの組入れに関する会社の方針を開示しなければならない
- 2011年1月1日以降、コンポジットとベンチマークにおける期間の差異について全て開示すべきである



## □ 報酬と費用①

### 不動産投資の場合、実態に則した費用と運用報酬の峻別が必要

#### <フィー控除前リターンとフィー控除後リターンの共通事項>

- ともに「プロパティ・レベルの費用」は控除されなければならない
- ともに「優先エクイティ配当を含むデット支払い」は控除されなければならない

#### <フィー控除前リターンとフィー控除後リターンの差異>

- フィー控除前とフィー控除後のリターンの違いは、会社が投資運用/顧問サービスを提供することに対してかかる運用報酬のみを反映したものであるべきである
- 運用報酬は一般に繰り返し発生する基本運用報酬(多くの場合、当初投資額あるいはコミットメント額をベースに計算)およびパフォーマンス・フィーを含む

#### <報酬と費用の取り扱い>

- 特定の取引における取得、売却、資金調達、開発の費用は、「取引費用」とみなされ、これらのサービスを会社が行うものであろうと、第三者が行うものであろうと、フィー控除前およびフィー控除後リターンの双方において、控除されなければならない
- これらのサービスを会社が行う場合、サービスの記述を準拠提示資料で開示しなければならない
- 不動産投資運用業の慣行として、投資運用契約において運用報酬が複数の構成要素(基本運用報酬、取得報酬、売却報酬、開発報酬、資金調達報酬)に分けられることがあることに留意
- これらは投資判断形成プロセスの一部として会社が行う業務であり、「取引費用」とは区別され、運用報酬の一部とみなされる

## □ 報酬と費用②

---

### 取引費用以外の費用、運用報酬以外の報酬

#### <投資レベルの管理費用>

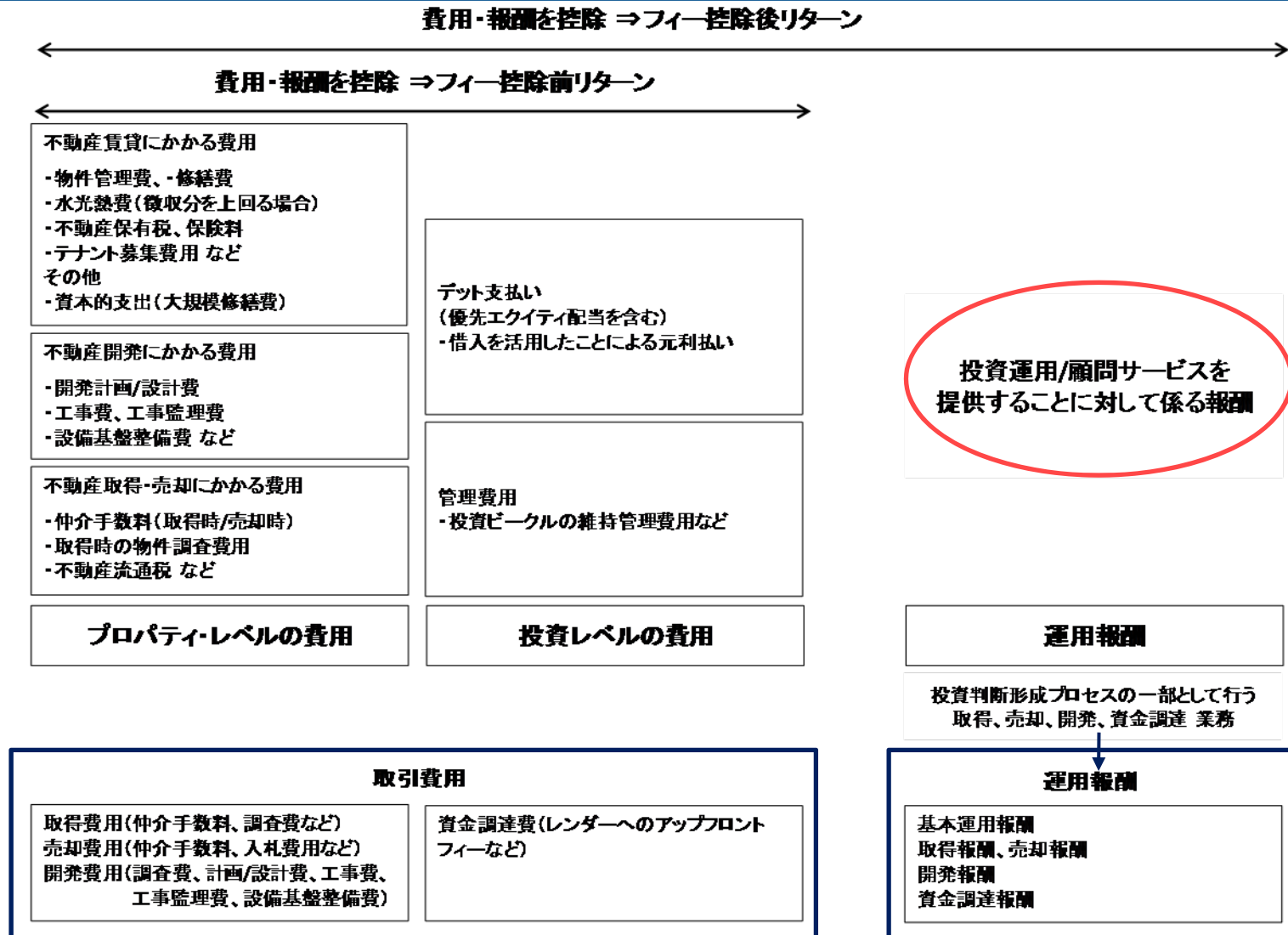
- 投資レベルの管理費用は、フィー控除前およびフィー控除後のリターンから控除する必要はない

投資レベルの管理費用:投資ビークルの維持管理費用など

⇒不動産業の慣行で、フィー控除前およびフィー控除後のリターンから控除していることが多い

- フィー控除前リターンを提示する場合、取引費用の他に、控除されている報酬があるかどうかについて開示しなければならない。
- フィー控除後リターンを提示する場合、取引費用および運用報酬の他に、控除されている報酬があるかどうかについて開示しなければならない

# 報酬と費用 <補足資料>





# クローズドエンドファンドにおける GIPS非準拠SI-IRRパフォーマンス期間の開示

## SI-IRR 非準拠期間の取り扱いと提示方法

### GIPS不動産基準

- 会社は、コンポジットの各年度末までのフィー控除後のSI-IRRを提示しなければならない
- 会社は、初めに少なくとも5年間(または、会社またはコンポジットの存続期間が5年未満のときは会社の開始またはコンポジットの開始日以降)のGIPS基準の必須事項に準拠したパフォーマンスを提示しなければならない
- それ以降の各年について、会社は、追加年のパフォーマンスを提示しなければならない

### 不動産ガイダンス・ステートメント

#### <SI-IRRの非準拠期間の扱い>

- 会社は、2006年1月1日以降を期末とする期間のGIPS非準拠SI-IRRを提示してはならない
- 2006年1月1日以降を期末とする期間においてGIPS準拠パフォーマンスのみを提示する場合は、2006年1月1日より前を期末とする期間において、GIPS非準拠パフォーマンスを提示してもよい
- 2006年1月1日より前を期末とするいかなるSI-IRRもGIPS基準には非準拠である場合には、会社は非準拠期間を開示しなければならない

#### <SI-IRRの計算期間、各年度末SI-IRRの提示>

⇒SI-IRRが時間加重収益率と異なる指標であるため、提示方法等に差異

- SI-IRRの計算期間は、開始日から報告済の期末を含む期間である
- 時間加重収益率と異なり、SI-IRRの始点は一定で変わらない。したがって、非準拠期間はSI-IRRの期末日を用いて定まる
- 例えば、会社が2006年1月1日から始まるGIPS基準への準拠を表明し、不動産クローズドエンドファンドコンポジットが2003年1月1日に始まっている場合、SI-IRRは2003年1月1日を開始日とし、2006年12月31日を期末日とした年度末から始まる各年度末のSI-IRRを提示しなければならない  
会社が2006年1月1日より前の期末を含んだ期間のSI-IRRを提示することを選択した場合、これらのパフォーマンス期間は非準拠であることを開示しなければならない



# クローズドエンドファンドにおける GIPS非準拠SI-IRRパフォーマンス期間の開示

## 提示例 4

不動産：クローズドエンド型ファンド

Sample 4 Real Estate Managers

2006年バリュートゥアド戦略クローズドエンド型ファンド・コンポジット

パフォーマンス結果一覧表 2006年4月1日－2011年12月31日

年度	コンポジット フィー控除前 TWR			コンポジット フィー控除後 TWR			ベンチマーク			年度末現在のコンポジット					
	インカム・リターン	キャピタル・リターン	トータル・リターン	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	トータル・リターン	ポートフォリオ数	コンポジット資産額 (百万米ドル)	レバレッジ (%)	コンポジット資産に占める外部評価の割合 (%)	会社の運用総資産額 (百万米ドル)	会社の運用総資産額に占める割合 (%)	コンポジット資産に占める非不動産の割合 (%)	
4/06-12/06	-3.2%	0.8%	-2.5%	-4.0%	4.9%	2.2%	7.2%	1	70	40	35	2,641	20	0	
2007	2.5%	3.4%	6.0%	4.5%	5.8%	1.1%	7.1%	1	164	45	28	3,125	18	0	
2008	6.2%	1.9%	8.2%	6.7%	6.9%	3.8%	10.9%	1	215	50	100	2,754	18	0	
2009	7.4%	30.7%	38.6%	36.1%	7.0%	10.2%	17.4%	1	256	53	44	2,142	21	0	
2010	6.6%	-13.7%	-7.3%	-8.8%	6.1%	-8.8%	-2.5%	1	111	57	28	1,873	19	0	
2011	5.8%	-1.5%	4.3%	2.8%	5.4%	-2.6%	3.0%	1	112	60	85	2,247	20	15	

年度	フィー控除前 SI-IRR	フィー控除後 SI-IRR	出資約束金総額 (百万米ドル)	払込出資金 (百万米ドル)	累積分配額 (百万米ドル)	TVPI 倍率	DPI 倍率	RVPI 倍率	PIC 倍率
4/06-12/06	-2.3%	-3.1%	250	71	0	0.99	0.00	0.99	0.28
2007	3.7%	2.2%	250	161	1	1.02	0.01	1.02	0.64
2008	5.8%	4.2%	250	226	26	1.07	0.12	0.95	0.90
2009	18.5%	15.2%	250	236	76	1.41	0.32	1.08	0.94
2010	11.5%	9.8%	250	240	201	1.30	0.84	0.46	0.96
2011	10.8%	9.1%	250	245	208	1.31	0.85	0.46	0.98

TVPI (投資倍率) = 評価総額 / 払込出資金

DPI (実現倍率) = 累積分配額 / 払込出資金

RVPI (未実現倍率) = 残余価値 / 払込出資金

PIC (PIC 倍率) = 払込出資金 / 出資約束金

### □ 3. 日本における準拠上の課題とその背景

---

## □ 日本における準拠上の課題とその背景

---

- 投資一任の定義 ⇒ 不動産ガイダンス・ステートメントにおける投資一任の定義は広範  
金融商品取引法の投資運用業の投資一任や、年金運用における運用委託と区別
- 準拠主体(会社) ⇒ 不動産運用会社か匿名組合営業者か  
不動産ガイダンス・ステートメントに基づき、実態的に投資判断を行う不動産運用会社  
が準拠主体
- パフォーマンス算出手法が浸透していない ⇒ 今後の「ハンドブック」改訂、算出フォーマットの共有化
- 不動産運用会社の準拠表明が希少 ⇒ 準拠していることが投資家にとって有効か

日本では、具体的な不動産投資対象は有期限の不動産私募ファンド

⇒IRRによる投資判断が一般的

投資家が投資判断をする場合、予定運用期間における当該ファンドの想定IRRで投資判断  
一貫した投資戦略で長期に運用されるコンポジット自体がまだ稀

(不動産運用の歴史が浅い、オープンエンドファンドが普及していない)

## □ 日本における準拠上の課題とその背景

---

- 不動産運用業界の黎明期～発展期において、マーケットが上昇基調にあり、パフォーマンス測定の標準化が求められてこなかった
  - ⇒ 見込み顧客が、実績パフォーマンスを比較して商品選定をすることがまだ稀
- ベンチマーク対比でのパフォーマンス評価を行うには、実物不動産投資インデックスが、まだ未整備
  - ⇒ 投資家も、実物不動産投資あるいは不動産私募ファンド投資のパフォーマンス測定の難しさを認識

### 今後の可能性

- (不動産投資パフォーマンス基準に準拠したパフォーマンス提示への認識が高まるには)
- オープンエンドファンドの普及
  - 国内不動産運用会社におけるトラックレコードの蓄積
  - 国内年金運用における不動産投資残高の増加
  - 外資系不動産運用会社によるマーケティング活発化