

不動産の投資運用者に求められる
スキル・行為規範・情報開示等について

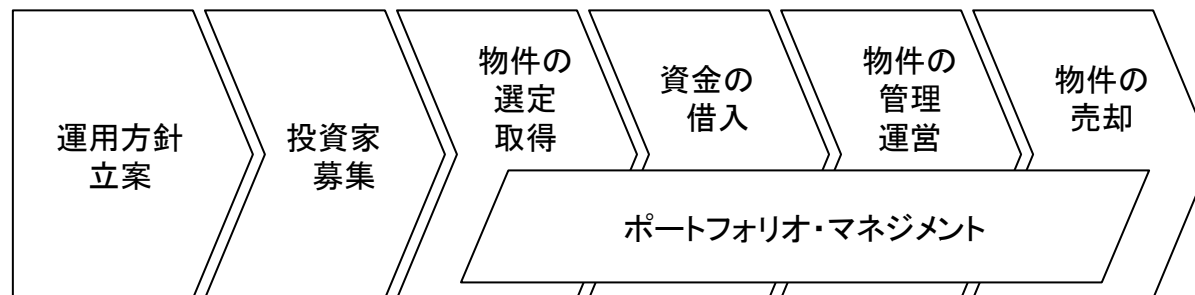
平成18年11月20日

社団法人不動産証券化協会
専務理事 巻島一郎

目 次

1. 不動産ファンド運営の流れ	.....	2
2. 不動産の投資運用者に求められるスキル	.....	3
3. 行為規範(利益相反等)について	.....	10
4. 情報開示について	.....	12
5. 金融商品取引法と不動産投資顧問業に 関する制度について	.....	14

1. 不動産ファンド運営の流れ（一任・ブラインド・プール型ファンドを想定）



①ファンド運用方針の立案

リスク・リターン、投資期間、投資規模、投資対象（地域・物件タイプ）、レバレッジ、出口戦略

②投資家の募集（エクイティによる資金調達）

③投資物件の選定及び取得

④資金の借入（デットによる資金調達）

⑤投資物件の管理及び運営

プロパティ・マネジメント業者、リーシング業者の選定

不動産の価値を高めるための管理、運営の実行

年間予算、管理・運営方針の策定、実行、報告

⑥投資物件の売却

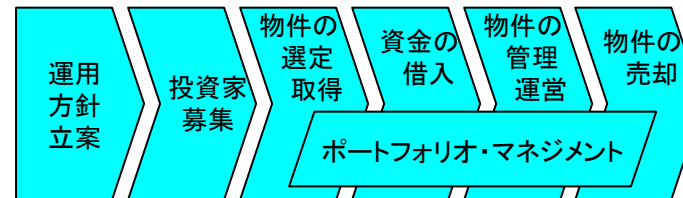
売却時期の検討、売却方針の立案、売却実行

⑦ポートフォリオ・マネジメント

ポートフォリオ全体のパフォーマンスを向上させるための管理、運営

2. 不動産の投資運用者に求められるスキル (1/7)

A. 一任



○不動産の分析等に基づき、その収益性等の価値を評価する能力

- ・投資家とのリレーション構築(ニーズ把握)
- ・市場リスク(マクロ)の判断能力、個別不動産の価値・リスク判断能力
- ・取得先・売却先情報収集(ソーシングルート)および分析能力
- ・テナントへの直接営業力
- ・不動産金融商品(ノンリコースローン等)、不動産の管理・開発の実務経験
- ・不動産価値及びCF分析及び作成能力
- ・PM管理能力、リーシング状況分析能力
- ・海外物件情報収集ネットワーク

不動産証券化協会が実施したアンケート調査による。(調査対象:正会員84社:平成18年6月末時点)

2. 不動産の投資運用者に求められるスキル (2/7)

B. 市場分析



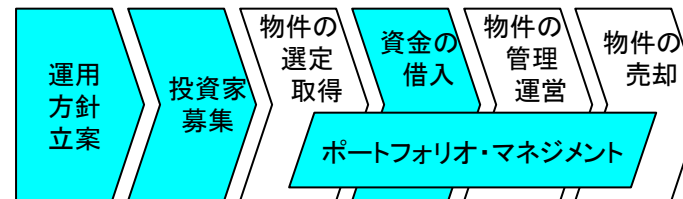
○不動産市場に関する情報収集・分析力

- ・建築、法規、税務、ファイナンス等に関する知識
- ・取引実務の経験
- ・情報収集のためのネットワークの構築力
- ・情報収集能力の強化やデータの蓄積による分析能力の向上

不動産証券化協会が実施したアンケート調査による。(調査対象:正会員84社:平成18年6月末時点)

2. 不動産の投資運用者に求められるスキル (3/7)

C. ファンドの組成



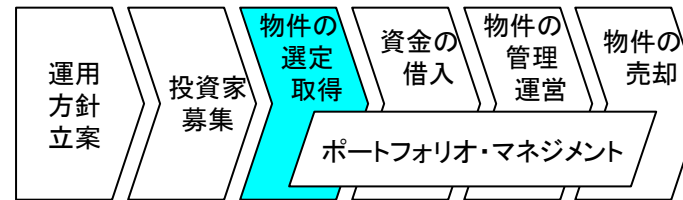
○アレンジャー業務全般についての知識と経験

- ・投資家層の開拓スキル
- ・マーケット状況、投資家の属性・ニーズに応じたストラクチャーの策定能力
- ・金融・税務会計・法務などの専門知識、契約書等の作成能力
- ・関係プレイヤーとの折衝能力
- ・クロージング実務への精通
- ・専門業者によるレポート等の評価・理解能力

不動産証券化協会が実施したアンケート調査による。(調査対象:正会員84社:平成18年6月末時点)

2. 不動産の投資運用者に求められるスキル (4/7)

D. デューデリジェンス



○デューデリジェンス実務(建設会社に多い)に係る経験と判断力

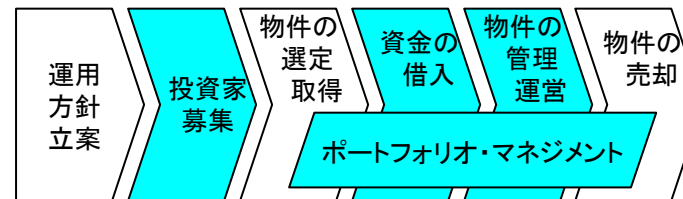
- ・建築・設備・土木その他の専門知識
- ・不動産管理、不動産鑑定・評価に関するスキル
- ・遵法性全般に係わるチェック能力
- ・建築および設計に関わるデータと知識

○デューデリジェンス業務を外部委託する場合に (ユーザーとして)レポート内容を判断できる知識・スキル

不動産証券化協会が実施したアンケート調査による。(調査対象:正会員84社:平成18年6月末時点)

2. 不動産の投資運用者に求められるスキル (5/7)

E. 情報開示・説明 (販売時・運用時)



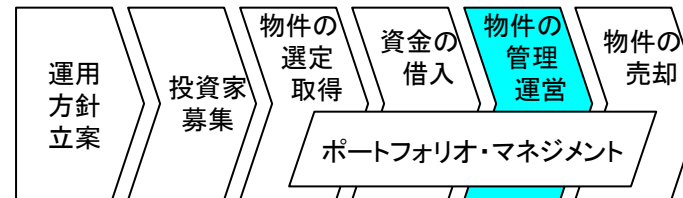
○情報収集、対象物件の分析及びレポーティングに関するスキル

- ・不動産、証券関連法令、実務に対する専門知識を持つ人材と組織体制
- ・市場リスク(マクロ)の判断能力、個別不動産の価値・リスク判断能力
- ・不動産金融商品、不動産管理の実務経験、
- ・レポーティング能力(情報の正確性や作成資料の見易さなど)
- ・運用資産の状況について適正に判断出来る能力
- ・長期的な資産配分や分散投資方針の構築、ポートフォリオ理論等に関する知識

不動産証券化協会が実施したアンケート調査による。(調査対象:正会員84社:平成18年6月末時点)

2. 不動産の投資運用者に求められるスキル (6/7)

F. 資産の管理



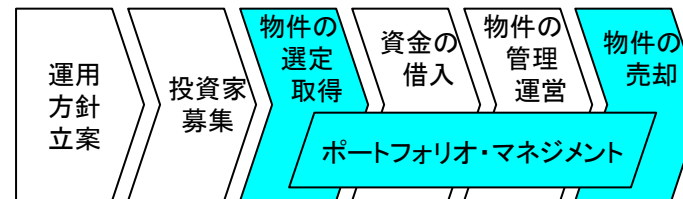
○プロパティマネジメント、テナントリーシング戦略の構築能力

- ・プロパティマネージャーの選定、評価、管理
- ・ビルメンテナンス業者を選定の経験・実績
- ・リーシング戦略、計画策定、評価能力
- ・経年老化等に対応した適切な処置、リノベーションに関する実務経験
- ・不動産のハードとしての管理に必要な専門知識

不動産証券化協会が実施したアンケート調査による。(調査対象:正会員84社:平成18年6月末時点)

2. 不動産の投資運用者に求められるスキル (7/7)

G. ポートフォリオの管理



○ポートフォリオマネジメントにかかる全般的な知識と経験

- ・市況その他情勢の把握力(不動産・不動産以外)
- ・不動産取引に係る実務知識
- ・取得先・売却先情報収集能力
- ・不動産の開発に関するノウハウ・リスクマネジメント能力
- ・不動産の運営管理能力
- ・投資やファイナンス理論、財務・会計に対する知見
- ・資金調達能力

不動産証券化協会が実施したアンケート調査による。(調査対象:正会員84社:平成18年6月末時点)

3. 行為規範(利益相反等)について (1/2)

不動産投資顧問業登録制度における利益相反防止規定

第23条(顧客の利益を害する行為等の禁止)

- ・損失補てんの禁止
- ・自己取引のための特定顧客の利益侵害の禁止
- ・顧客間取引の禁止
- ・顧客取引情報利用売買の禁止 等

3. 行為規範(利益相反等)について (2/2)

不動産市場の特性を踏まえた忠実義務に関する視点

従って、まず原則としては、例えば、利回り保証、損失補償、ファンド間の利益の付替え等、明らかに公平を逸し、又は意図的に投資家の投資パフォーマンスを損ねる行為等については禁止することとするが、当事者が利益相反関係に立つ可能性があるものの、必ずしも忠実義務に反するとは言えない行為については、行為そのものを禁止するのではなく、被害が出た場合に追求できるよう、帳簿・帳票・日誌等が適切なルールに基づき作成され、証拠として蓄積されるような体制作りを充実させる方法等が、より重視されなければならない。

また、情報開示手段を活用し、外部鑑定や複数見積等により価格や投資判断の決定プロセス等に客観性・公明性を持たせた上で、開示書類や約款等で投資家が判断できる形で情報が開示され、或いは当局にもモニタリングされ、そういった投資家等の了解のもとでの商品作り・投資が進められることや、或いは、投資家が開示情報に基づき何時でもノーと言えるガバナンス機能、モニタリング等により得られる情報等に基づき状況に応じて当局が採る監督ルールの充実も、極めて重要な手段であり効果的であると考えられる。

更に、投資家がプロである場合は、プロだからといって忠実義務に反する行為自体が許容されるものではないが、プロは専門家としての判断能力が高く、個別ニーズに合わせたテーラーメイド型の商品設計を期待していることでもあるので、形式的な事前防止的ルールにより商品設計の自由度が妨げられるよりは、情報を開示し投資家の了解を得ながら商品設計を進められ、問題発生の場合の事後的追求体制が整備されているかどうかといった点がより重視されたルールとなることが望ましい。

「不動産の集団的投資スキーム等のあり方に関する調査」検討委員会 報告書
(平成11年3月 財団法人土地総合研究所) より抜粋

4. 情報開示について (1/2)

GIPS (Global Investment Performance Standards : グローバル投資パフォーマンス基準)について

【GIPSとは?】 資産運用会社による投資パフォーマンス実績の公正な表示と完全な開示を確保するために定められた、グローバルに共通の倫理的な基準。

【目的】 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。

【特徴】 自主基準であり、基準への準拠は法律により義務付けられるものではないが、資産運用会社は、基準に準拠することにより、投資パフォーマンスの計算から提示資料作成に至るプロセスの品質を確保し、パフォーマンス記録に対する顧客の信頼を得ることができる。

GIPS基準は次の8つの節からなる。

第0節. 準拠の基本条件

第1節. 入力データ

第2節. 計算方法

第3節. コンポジット(※)の構築

第4節. ディスクロージャー(開示)

第5節. 提示および報告

第6節. 不動産

第7節. プライベート・エクイティ

(※)コンポジット

特定の投資目的または戦略を有する1つ以上のポートフォリオを1つのグループにまとめたもの

4. 情報開示について (2/2)

GIPSの不動産に関する基準(第6節)について

第6節は、GIPS用語集に定義される「不動産」投資のパフォーマンス計算および定時に適用される基準を規定するものである。不動産基準は、第0節～第5節の基準を補完するものであり、したがって、準拠表明を行う資産運用会社は、第0節～第5節の必須基準を全て満たしたうえで、不動産投資の評価、ディスクロージャー、リターンの提示・報告については、優先適用される第6節の必須基準を満たさなければならない。

【主な内容】

- 6. A. 1 少なくとも12ヶ月(2008年以降は四半期)ごとに市場価値で評価しなければならない。
- 6. A. 2 少なくとも36ヶ月ごとに外部評価しなければならない。
- 6. A. 3 構成リターンの計算方法、投資一任の概略、評価方法及び手続き等に関する追加的な必要開示事項を規定。
- 6. A. 4 トータル・リターンに加えて、その構成リターンであるインカム・リターンおよびキャピタル・リターンを提示しなければならない。

5. 金融商品取引法と不動産投資顧問業に関する制度について (1/4)

- (1) 金融商品取引法における不動産投資顧問業の一任運用制度について
- (2) 金融商品取引法の特例業務届出者と不動産投資顧問業の係り方について
- (3) 実物不動産への投資スキームについて

5. 金融商品取引法と不動産投資顧問業に関する制度について (2/4)

(1) 金融商品取引法における不動産投資顧問業の一任運用制度について

- ・規制対象範囲の検討
(制度的措置と市場の自律性活用のバランス)
- ・金商法上の「運用」と不動産投資における「運用」の概念整理
(二重規制の回避)
- ・不動産投資における「運用」の考え方に則した適切な事業者規制
(金商法上の「投資運用業」に対する規制の画一的適用によるデメリットの回避)
- ・証券会社、銀行、生命保険会社等、多様なプレイヤーが参画できる制度設計

5. 金融商品取引法と不動産投資顧問業に関する制度について (3/4)

(2) 金融商品取引法の特例業務届出者と不動産投資顧問業の 係り方について

- ・金商法上の「投資運用業」における一任運用業とファンド運用業の位置付けを踏まえた不動産投資顧問業における考え方の整理
- ・金商法63条の特例業務届出者(例えば、プロ投資家向けファンドとしてのYK-TKスキーム)と不動産投資顧問業との整合

5. 金融商品取引法と不動産投資顧問業に関する制度について (4/4)

(3) 実物不動産への投資スキームについて

- ・実物不動産投資を踏まえた不動産投資顧問業の本来あるべき全体像の構築と倒産隔離を備えた実物不動産投資スキームの整備
- ・不動産特定共同事業法の見直しについての積極的な検討

「今後の不動産投資市場のあり方について」(第一次答申) 平成18年8月7日 社会資本整備審議会より

(不動産特定共同事業法・資産流動化法の見直し)

既存の不動産を実物のままで簡易に証券化し得る枠組みである不動産特定共同事業法及び資産流動化法(TMK)についてそれぞれ見直しを行うことについて検討すべきである。

不動産特定共同事業については、実物不動産への投資と運用が一体的に行われるシンプルな集団投資スキームであるため、組成コスト等を勘案すると、地方部でのスモールサイズの証券化に比較的馴染みやすい事業形態である。

したがって、同事業について、運用資産の倒産隔離性を確保した上で、地元の投資家が地域の不動産に投資しやすい仕組みに改善することを検討すべきである。