

海外不動産オープンエンドファンドの特性について

～日本の非上場不動産オープンエンドファンド(私募 REIT)の商品特性との比較

2013年9月13日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 研究員 三武 真知子

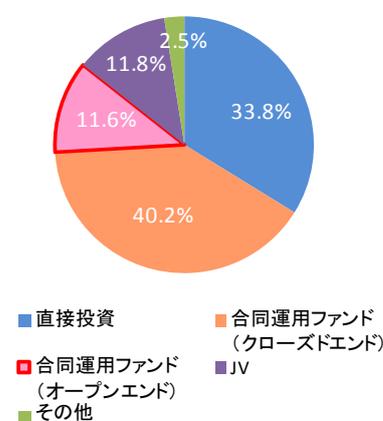
2010年11月に国内初の非上場不動産オープンエンドファンドとして私募 REIT の運用が開始されてから、2013年8月末までに6銘柄が運用を開始した。報道によれば運用資産額の合計は2013年8月末現在で4,000億円を超過しており、順調に資産規模を拡大させている銘柄も見られる。一方海外に目を向けると、オープンエンドファンドが古くから不動産金融商品として認知されている国も多い。本稿では、先進事例として米国の不動産オープンエンドファンドの商品特性を整理し、ドイツ・欧州の状況にも触れる。更に、主に米国商品との比較を通じ、日本で提供されている不動産オープンエンドファンドの商品特性をまとめ、今後の課題と展望について述べる。

1. 米国の不動産オープンエンドファンドの商品特性

米国の不動産私募ファンドは非公開の投資ビークルであり、アメリカ証券取引委員会(SEC)の規制にもかかるため、個別銘柄の商品内容など大部分は公表されていない。なお、米国年金不動産投資協会(The Pension Real Estate Association:PREA)が2013年4月～6月に行った690超の会員を対象とした不動産投資に関する調査によると、PREAの米国会員の私募不動産投資戦略全体に対して合同運用ファンドでの投資が占める割合は51.8%であり、クローズドエンドファンドとオープンエンドファンドの内訳はそれぞれ40.2%、11.6%であることから、米国の主要な機関投資家が投資している不動産私募ファンドのおよそ2割をオープンエンドファンドが占めていることがわかる。

当社が国内に拠点を持つ外資系運用会社数社に対して行ったヒアリングやその他入手可能な情報をもとに、米国の不動産オープンエンドファンドの商品特性をまとめた。

図表1 PREA 米国会員の
私募不動産投資戦略の内訳
(2013年4月～6月調査)



出所)PREA Investor Report2013をもとに
三井住友トラスト基礎研究所作成

①歴史(ファンドの設定時期)、ファンド規模、投資件数、最低投資単位

米国における不動産オープンエンドファンドの歴史は長く、プルデンシャル・リアルエステート・インベスターズ(PREI)は1970年に最初のオープンエンドの合同運用不動産ファンドを設定した。PREIを始めとして、草創期のファンドの多くは保険会社系列であり、保険契約の形態やセパレートアカウント(SA)で運用を開始したようである。これらのファンドについては、2000年代に入り保険業法等の規制強化を背景に、不動産運用チームごと買収され名称を変更する形でファンドの運用が引き継がれているケースが多い。また、不動産に特化した運用会社等が2000年代に入り新たに参入し運用を開始している。30年以上のトラックレコードを持つ商品はファンドサイズも大規模であり、投資件数で200件超、アセットサイズで100億ドル超となっているものも複数ある一方で、小規模なファンドでは十数件、10億～20億ドル程度のものもある。最低投資単位も100万ドル～1,000万ドルとファンドによって幅がある。

②投資対象(物件タイプ、地域)

投資対象物件タイプは、複合型(オフィス、商業、住宅、物流)がほとんどであり、ホテルやセルフストレージ(個人用倉庫)を加えたファンドもある。特定の物件タイプに特化したファンドは少ない。

投資対象地域は、米国内の主要ゲートウェイ都市(NY、ワシントン D.C.、ロサンゼルス、ボストン、サンフランシスコ、シカゴ等)を中心に地域分散を図っているファンドが多い。

③リスクプロフィール、レバレッジ

米国の不動産オープンエンドファンドのほとんどはコア型(コアプラス型含む)かバリューアッド型であり、オポチュニスティック型はほとんどない。これは、長期無期限で安定的に運用するオープンエンドファンドの性質からして、ハイリスク・ハイリターンを狙うオポチュニスティック型はなじまないためである。歴史のある大規模ファンドのほとんどはコア型と見られる。なお、コア型の中に一部ノンコア型を取り入れているファンドも多く、中には優良物件を長期保有する目的での開発案件への投資枠を設けているものもある。

レバレッジについては、コア型のファンドでは上限値を30%程度とするファンドが多く、コア・コアプラス型で40%、バリューアッド型で60~65%程度である。実績値を見るとコア型では20%以下のファンドもあり、高いものでも30%程度と総じてレバレッジを低めに抑えているファンドが多い。バリューアッド型では50%程度のファンドが確認できる。

④ストラクチャー

投資ファンドとして二重課税の回避と投資家の有限責任性の確保を可能とするための構造として、米国ではパートナーシップ等が利用されている。不動産オープンエンドファンドで利用されている代表的なものとしてはリミテッド・パートナーシップ(LP:1名以上の無限責任パートナーと、1名以上の有限責任パートナーからなる組織)、リミテッド・ライアビリティ・カンパニー(LLC:出資者全員が有限責任)が挙げられるが、LPの形態をとるものが多いようである。なお、物件を保有するビークルは非上場REITであるケースが多く、投資家はこれらのパートナーシップを通じて非上場REITに投資を行う。また、投資家が直接非上場REITに投資するケースもある。

⑤ベンチマーク(NFI-ODCE)

米国では、米国不動産投資受託者協会(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries, : NCREIF)が作成している不動産インデックスが普及しており、不動産投資成果を評価するための指標として広く利用されている。全米の地域別・物件タイプ別に四半期毎のデータが蓄積されており、2006年には、コア戦略を採用する分散型のオープンエンドファンドをユニバース(母集団)にしたパフォーマンス・インデックス(NCREIF Fund Index - Open End Diversified Core Equity :NFI-ODCE)が公表された。NCREIFのホームページによれば、31本のファンドがユニバースとして使用されている。コアあるいはバリューアッド戦略をとる運用会社の多くが、目標リターンを「NFI-ODCEと同等」、あるいは「NFI-ODCE+100bp」などのようにベンチマークとして利用しており、ファンドのリターンの実績や資産配分状況の評価にあたっては当該インデックスとの比較を行っているケースがほとんどである。

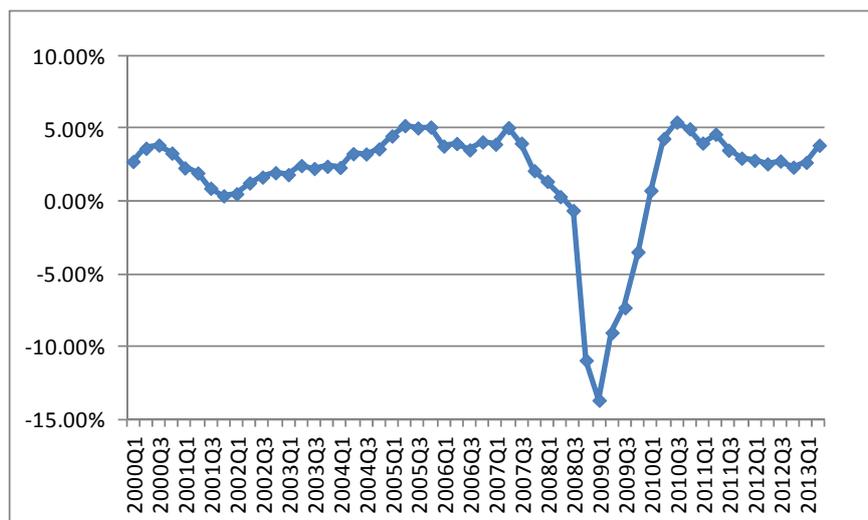
図表2 NCREIF オープンエンドファンド指数(NFI-ODCE)による期間収益率

	2013Q2 (非年率化)	1年間	3年間	5年間
総合収益率	3.86%	12.17%	14.96%	-0.15%

※時間加重平均収益率(報酬控除前)

出所)NCREIFのHPをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表3 NCREIF オープンエンドファンド指数(NFI-ODGE)による収益率の推移



※時間加重平均収益率(報酬控除前)

出所)NCREIFのHPをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

⑥設定・解約頻度、鑑定評価頻度、運用戦略の変更

募集の形態としては、常時募集型と随時募集型とがある。随時募集型はファンドのエクイティ資金が必要なときに一定期間のみ募集を行う形式であり、常時募集型は定期的に募集を行う形式をとる。常時募集型のファンドの設定・解約頻度としては四半期毎が多いが、設定・解約いずれの場合にも募集時に申し込み／解約通知を行い、Queue(列)に並んでファンドに入退出する仕組みとなっている。Queue(列)の規模はファンドにより異なり、また不動産市場全体の影響も強く受ける。

外部の不動産鑑定士による鑑定評価頻度は、年次で行っているファンドと四半期毎に行っているファンドに大別される。年次の場合でも四半期毎に運用会社内部でバリュエーションを行い、その際に外部のコンサルタントや不動産鑑定士のレビューを入れているケースが多い。いずれの場合もグローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)に準拠した評価プロセスとなっている。鑑定業者の選定にあたっては、自社で行うのみではなく第三者機関の意見を取り入れている運用会社もみられ、鑑定業者を数年に一度変更するルールを定めている運用会社もある。

運用会社の中には、自社内や関連会社でリサーチ機能を有し、それにもとづきアロケーション等の運用戦略を機動的に見直している会社が多い。

2. 欧州の不動産オープンエンドファンド

①ドイツのオープンエンドファンド

ドイツの個人投資家向け不動産オープンエンドファンド(Offene Immobilien-Publikumsfonds、以下「Publikumsfonds」)は、同国の法律にもとづく投資信託の一種である。非上場であるが、保有不動産の鑑定評価額をベースにした価格を公開しており、金融機関の窓口でいつでも購入や換金ができる仕組みで、オープンエンドファンドと一口に言っても米国商品とは大きく異なる。個人投資家向けの商品であるため投資単位も小さく、古くからポピュラーな投資商品として普及してきた。ドイツのファンド業界団体であるBVIのデータによれば、2013年6月末現在のPublikumsfondsの運用資産総額は820億ユーロ(約10.7兆円)にのぼり、J-REITと同規模の運用資産総額となっている。また、ドイツにはこれとは別に機関投資家向けの不動産投資信託であるスペシャルファンド(Offene Immobilien-Spezialfonds、以下「Spezialfonds」)が存在しており、その運用資産総額は2013年6月末現在で約376億ユーロ(約4.9兆円)である。

ドイツの不動産オープンエンドファンドは2011年2月に成立した投資家保護法(以下、「新法」)により大きな転換期を迎えている。2008年の金融危機直後に大量の換金売りに直面して現金不足に陥り、償還停止を余儀なくされる銘柄が出た後、2010年にドイツ政府が個人投資家保護のために規制強化を検討していることが報道されると、投資家の換金請求の動きが加速した。最長2年と定められている償還停止期間を経て、2013年6月末現在では11本のファンドが清算中であり、このほか4本が凍結中となっている。BVIのデータによれば、Publikumsfondsの運用資産総額820億ユーロのうち約2割が清算中および凍結中のファンドの運用資産である。

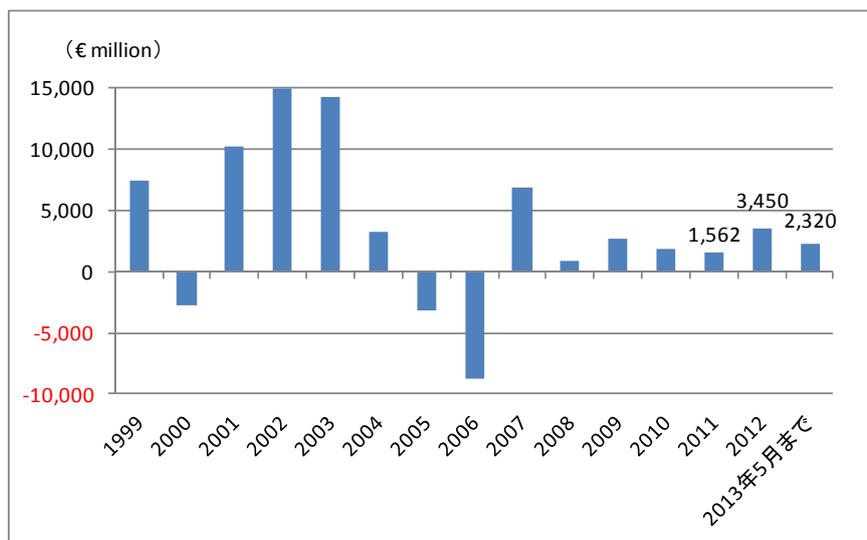
図表4 ドイツの不動産オープンエンドファンドの運用資産総額(2013年6月末時点)

	運用資産総額 (百万€)	割合
個人投資家向けファンド (Publikumsfonds)総計	82,041	-
うち、存続中ファンド	63,527	77.4%
凍結中ファンド	1,646	2.0%
清算中ファンド	16,869	20.6%
機関投資家向けファンド (Spezialfonds)総計	37,597	-

出所)BVIのHPをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

なお、新法の内容は、Publikumsfondsにおいて機関投資家による短期売買を抑制し、個人投資家を保護することを主眼に置いたものである。具体的には購入してから2年間のロックアップ期間の設定や、これまで一律にポートフォリオ全体の50%まで許可していたレバレッジを2015年までに最大30%の水準にまで引き下げるなどが盛り込まれている。機関投資家の資金の引き上げにより、それらの資金の比重が高かったファンドの多くが償還停止に追い込まれた反面、古くから個人投資家が主要な投資家層となっている大型銘柄には資金の流入が続いており、結果としては新法成立後の2011年、2012年においても、流入した資金が流出する資金を上回った。また、新法では機関投資家向けのSpezialfondsについてはレバレッジ規制の対象外としている。新法により個人投資家向けのPublikumsfondsと機関投資家向けのSpezialfondsの棲み分けが明確となり、市場が整理されつつある状況ともいえる。

図表5 ドイツの不動産オープンエンドファンドへの資金流入額の変遷



出所)Bundesbank 月次レポート(2013年7月)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

②欧州の不動産オープンエンドファンド

ドイツの不動産オープンエンドファンド以外にも、欧州の不動産を対象としたオープンエンドファンドは多数運用されている。しかしながら、欧州全域を対象とした汎ヨーロッパファンドの本数は少なく、国・地域を限定した特化型の小規模ファンドが多い。

投資対象国によって使用通貨・税制・ピークルが異なるため、汎ヨーロッパファンドは米国ファンドに比べてやや複雑な構造となっている。また、比較可能なファンド数が少ないため、欧州ファンド全体の特徴として列挙できる事項は少ない。しかしながら、情報を収集できたファンドにおいて共通項の一つとして挙げられるのは、投資対象物件タイプは総合型が多いが、オフィス、商業、インダストリアルが主要タイプであり、賃貸住宅は対象とされていないという点である。これには各国の住宅政策等の影響もあると思われる。国・地域を限定したファンドではセクター特化型もあり、商品内容は多岐にわたるようである。

インデックスとしては、英国では古くから IPD がインデックスを公表しており、英国特化型ファンドではそれを利用してケースが多いものと推察される。一方、汎ヨーロッパファンド用としては 2012 年に IPD が Pan-European Property Fund Index を開発したが、現段階ではファンド毎に具体的な数値目標を設定するケースが多いようである。設定・解約の頻度は、英国特化型ファンドでは月次のものもある。なお、設定・解約いずれの場合にも募集時に申し込み/解約通知を行い、Queue(列)に並んでファンドに入退出する仕組みとなっているファンドが多い点は、米国ファンドと同様である。

欧州ではいまだ金融危機の傷跡が残っており、パフォーマンスも好調とはいえないファンドが多いため、海外の投資家に対しては積極的に提供していないという運用会社も見られる。

3. 日本に拠点を持つ外資系運用会社の不動産オープンエンドファンドの商品展開

日本に拠点を持つ外資系運用会社数社に対して当社が行ったヒアリングによれば、海外不動産を対象としたオープンエンド型の商品を持つ運用会社は図表 6 の通りである。

図表 6 日本に拠点を持つ運用会社(※)の不動産オープンエンドファンドの商品展開

	コア/コアプラス		バリューストック	デット
米国	BlackRock	LaSalle Investment Management	BlackRock	CBRE Global Investors
	CBRE Global Investors	Morgan Stanley	Prudential Real Estate Investors	UBS Global Asset Management
	Deutsche Asset & Wealth Management	Prudential Real Estate Investors	UBS Global Asset Management	
	Heitman	UBS Global Asset Management		
	Invesco			
欧州	BlackRock	LaSalle Investment Management	CBRE Global Investors	
	CBRE Global Investors	Morgan Stanley	UBS Global Asset Management	
	Deutsche Asset & Wealth Management	UBS Global Asset Management		
	Invesco			
アジア	LaSalle Investment Management	Prudential Real Estate Investors	CBRE Global Investors	
グローバル	CBRE Global Investors	Deutsche Asset & Wealth Management		

※ 当社がヒアリングを行った運用会社を対象としている。会社名についてはアルファベット順で表記。

縦軸は投資対象国(地域)、横軸はリスクプロフィール(投資運用戦略)

出所)各社へのヒアリングをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

4. 日本の不動産オープンエンドファンドの商品特性

以下では、主に米国ファンドとの比較を通じて、現在日本で提供されている不動産オープンエンドファンドの商品特性についてまとめた。

①ファンドの運用開始時期、ファンド規模

国内初の非上場不動産オープンエンドファンドとして私募 REIT の運用が開始されたのは 2010 年 11 月である。2013 年 8 月末時点で 6 銘柄が運用されており、国内オープンエンドファンドの運用資産総額は 4,000 億円超に拡大している。米国では生保系会社が草創期のプレーヤーであったのに対し、日本では大手不動産会社系列の運用会社が先行する形となった。その後、投資銀行や総合商社系列の運用会社などが参入し、日本市場においてもプレーヤーが多様化し始めている。運用資産額は、三井不動産投資顧問と三菱地所投資顧問のファンドが 1,000 億円を突破しているが、その他のファンドは現段階では数百億円規模であり、トラックレコードを積んでいる米国の 1 兆円超の大型ファンドと比べるとまだ小規模である。

②投資対象(物件タイプ、地域)

投資対象物件タイプは 5 銘柄が複合型であり、オフィス、住宅、商業を中心として、物流施設を加えているファンドもある。現在のところ 1 銘柄が住宅特化型である。なお、現段階でファンド資金により開発を手掛けているファンドはないと思われるが、将来的に含まれる可能性はある。

投資対象地域は三大都市圏と政令指定都市を中心とする分散投資としているファンドが多く、首都圏の比率を 7 割以上としているファンドもある。米国では経済規模が拮抗する主要ゲートウェイ都市が複数存在する一方で、日本では東京の経済規模が突出しており、他の主要都市との差が大きい。そのため、実際の組入れにおいては首都圏の物件のウェイトが高くなっている。

③リスクプロフィール、レバレッジ

国内で運用されているオープンエンドファンド 6 銘柄は全てコア型の戦略をとっている。米国や欧州で見られるバリュアード型のファンドはまだ登場していない。レバレッジの上限値は多くのファンドで 40%程度としているが、上限値を 50%とするファンドもある。なお、野村不動産投資顧問のファンドでは 30%程度と低めの設定をしている。一方、米国ファンドでは上限値が概ね 30%程度に設定されていることと比較すると、野村不動産投資顧問以外の国内ファンドのレバレッジ水準はやや高めであるといえる。現在の日本では借入金利が米国と比較しても非常に低い水準にあるため、リスクレベルの低いコア型ファンドにおいても、パフォーマンスを確保する目的で一定程度のレバレッジをかけることが許容されていることが、両国においてレバレッジ水準が異なる理由の一つとして考えられる。

④ストラクチャー

国内で運用されているオープンエンドファンドは全て私募 REIT の形態をとっており、上場 REIT と同様に、「投資信託及び投資法人に関する法律(以下、「投信法」)を根拠法として、投資法人のスキームで設計されている。複数のストラクチャーが選択的に使用されている米国と比較すると、現在までのところストラクチャー面でファンドによる違いはない。投信法に基づいたビークルを使用することにより、投資家に対する法定の情報開示と投資主総会を通じたガバナンス体制の構築がなされている。

⑤ベンチマーク

米国では、前述したNFI-ODCEが市場インフラとして広く普及し定着しており、ベンチマークあるいは参考指標として利用されている。一方、日本では、2012年10月に一般社団法人不動産証券化協会(ARES)が、J-REIT の保有不動産データから作成したインデックスに新たに私募・非上場不動産ファンドのデータを加え、ARES Japan Property Index(新AJPI)の提供を開始し、同時にコア・ファンドのインデックスとして国内初となるARES Japan

Fund Index (AJFI) の提供も開始した。現状、各ファンドにおける目標リターンの設定やパフォーマンス評価にあたっては具体的な数値を使用しており、インデックスによるベンチマークの設定やパフォーマンス比較は行っていないようであるが、今後AJFIのユニバースへの参加ファンドが増加し、トラックレコードが蓄積されていくことにより、米国と同様に市場インフラとして定着していくことが期待される。

⑥設定・解約頻度、鑑定評価頻度、運用戦略の変更

募集の形態としては 6 銘柄全て随時募集型であり、設定・解約頻度、鑑定評価の頻度は半期毎とするファンドが多い。この点で四半期毎の出入りが可能な米国ファンドと異なる。また、米国および欧州のファンドでは、Queue (列) に並んだ上で運用会社の裁量によりファンドへの投資実行のタイミングが決まるため、投資家のファンドへの申込みとファンドによる物件取得のタイミングは切り離されているといえる。一方、日本ではファンドの規模拡大期にあたるため増資の際に物件を取得することが多く、投資家のファンドへの申込みと物件取得がセットとなっているケースが多い。

鑑定評価にあたっては、日本では継続鑑定が主流であると思われるが、米国では数年に一度鑑定業者を変更する独自のルールを設けている会社もあり、継続鑑定が重視されている訳ではない。また、米国では内部のリサーチにもとづく運用戦略の変更を機動的に行う運用会社が多いのに対し、日本では物件タイプ・地域配分等の投資戦略にあらかじめ幅を持たせており、市況に対応した戦略の機動的な変更を予定している運用会社は、現状ではないものと見られる。

米国と日本の不動産オープンエンドファンドの特性について、簡潔に図表にまとめた。

図表 7 米国と日本の不動産オープンエンドファンドの特性

	米国の不動産オープンエンドファンド	日本の不動産オープンエンドファンド
ファンドの設定時期 (最初に運用を開始した時期)	1970年	2010年11月
ファンド規模	10億ドル～100億ドル超 (1000億円～1兆円超)	数百億円～1000億円超
投資対象物件タイプ	複合型が多い (主要タイプはオフィス、商業、住宅、物流 +ホテル、セルフストレージ)	複合型(5銘柄) (主要タイプはオフィス、商業、住宅+物流) 住宅特化型(1銘柄)
投資対象地域	米国内 主要ゲートウェイ都市中心	日本国内 東京圏を中心として、他の主要都市も含める
リスクプロフィール	コア/コアプラス型が中心 バリュアード型もある	コア型
レバレッジ(上限値)	コア型: 30%程度 コアプラス型: 40%程度 バリュアード型: 60～65%程度	コア型: 40%程度 (野村不動産投資顧問のファンドは30%)
ストラクチャー	LP、LLCを通じた投資形態、 非上場REITに直接投資する形態など	投資法人
ベンチマーク	NCREIF Fund Index - Open End Diversified Core Equity (NFI-ODCE)	現状ではベンチマークを設定しているファンドはない ※インデックスとしては、ARES Japan Fund Index (AJFI) が開発された
設定・解約頻度	四半期ごとが多い	半期ごとが多い
鑑定評価頻度	年次と四半期に大別される	半期ごとが多い
運用戦略の変更の有無	内部のリサーチにもとづき、 機動的に見直しをする会社が多い	当初の運用戦略に幅を持たせているため、現状では 変更を予定している運用会社はないものと見られる

出所)運用会社各社へのヒアリング、公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

5. 日本の不動産オープンエンドファンド市場の今後の課題と展望

これまで米国を中心とする海外のオープンエンドファンドの商品特性と日本のオープンエンドファンドの特性について述べてきたが、市場が成熟している米国と、市場が創設されて間もなく拡大期にあたる日本とでさまざまな違いが生じるのは当然ともいえる。

米国では、30年以上に渡る歴史の中で、さまざまな危機を乗り越えたファンドが現在に至るまで残っている。一方、日本のオープンエンドファンドは金融危機後に誕生した新しい商品であり、当然ながら景気後退期を経験していない。日本のオープンエンドファンドにおいては、商品の設計段階で、安定的な運用を維持するために解約請求への対処法（換金制限の設定等）が施されているケースも見られる。これにより、流動性がかなり制限されるのではないかと懸念も提起されるが、米国においては、過去の危機時に換金制限を発動したことにより、既存の投資家の利益が守られ、今日まで安定的に運用されているファンドもある。ファンドの安定的な運用のために流動性が一定程度制限されることはやむを得ないと考えられる一方で、今後日本において景気後退期に入る局面が訪れ、大規模な解約請求が現実のものとなった場合に、運用会社各社がどのような対応ができるのか、多くの米国ファンドのように危機を乗り越えていくことができるのか、長期的な市場の発展に関わってくるであろう。

更に、運用会社としては、今後トラックレコードを積んでいくなかで、米国を中心とする海外の商品や制度を参考に、取り入れるべきところは取り入れて、投資家保護を損なわない範囲で、柔軟に商品内容を変更していく姿勢も必要になるものと思われる。

投資家サイドに立って言えば、先行する海外オープンエンドファンド市場や商品についての理解を深めることにより、不動産投資の選択肢が広がるだけでなく、日本の不動産市場や商品内容に対する要望等を通じて、市場全体を発展させることにも繋がるだろう。

9月に入り私募 REIT の新規参入が年度内に予定されているとの報道がなされ、今後も日本の不動産オープンエンドファンド市場は拡大していくことが予想される。各方面からのさまざまな取組みにより、市場が更に発展していくことを期待したい。

【本レポートに関するお問い合わせ】

私募投資顧問部
TEL: 03-6430-1329

https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 ヒューリック神谷町ビル 3 階

<http://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。