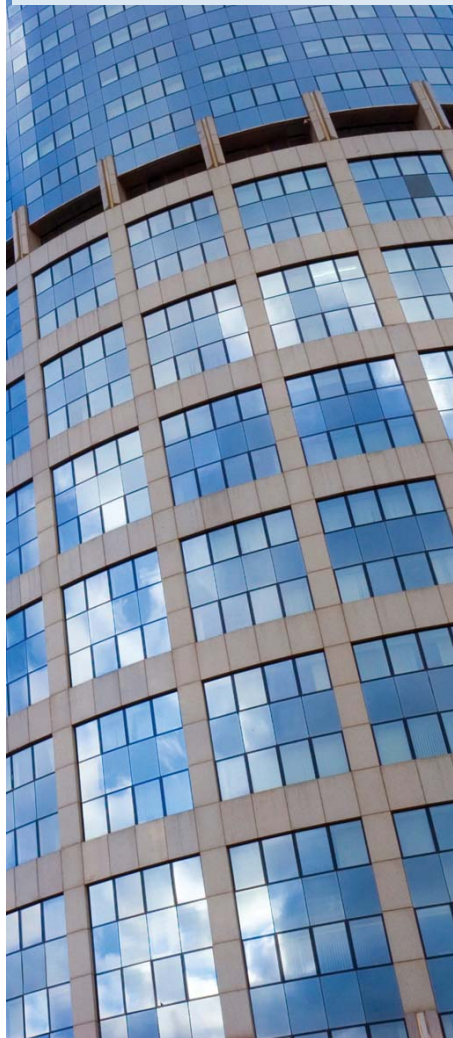




Promoting the ongoing strength, liquidity, and viability of commercial real estate capital market finance worldwide

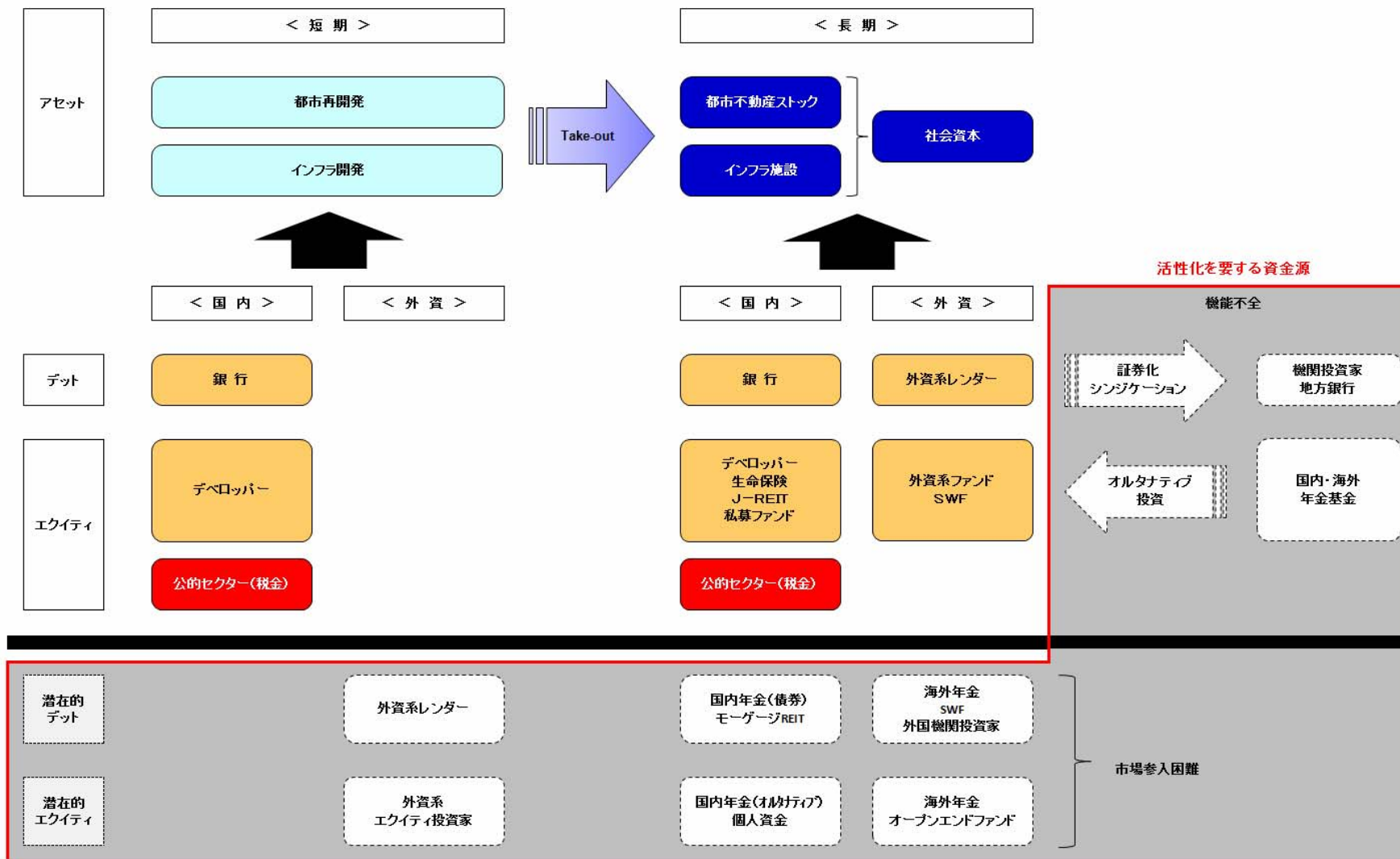


都市の成長戦略を支える ファイナンス環境整備のあり方 について

**CREFC日本支部
2010年9月24日**

エグゼクティブサマリー

～都市再生プロジェクトを取り巻く資金供給の担い手～



エグゼクティブサマリー

～日本の不動産市場への新規資金の呼び込みと短・中長期的課題～

日本の不動産金融を取り巻く現状と問題点

- 短期資金に依存する日本の不動産金融
- 投資家層も都市銀行、地銀、系統金融機関等が中心
- 年金や個人資金等の長期資金の取り込みも不十分
- 長期プロジェクトを短期資金でファイナンスする現状
⇒日本市場の持つ潜在力はまだ生かしていない
(不動産投資市場規模: 対GDP比5%)

(参考) 米国の場合

- CMBSの平均償還期間は約7.8年と日本(3.3年)の2倍以上
- 年金・保険・個人等の長期資金が不動産市場を支える
- 不動産投資市場規模: 対GDP比25%



日本の不動産市場へ新規資金を誘致し、ミスマッチを解消することが必要不可欠

- **海外資金と国内長期資金**の呼び込み
 - 海外資金: 年金基金、機関投資家、ソブリン・ウェルスファンド
 - 国内長期資金: 年金基金、個人資金
- 新規資金誘致にあたっての環境整備、税務を始めとした制度改革が前提条件
- 短期不動産金融市場(**CMBS市場**等)の市場機能の再活性化



短期的に取組み可能な課題

- 海外からの直接投資を容易にする税制・法令上の制度改革
- 海外や国内個人資金を呼び込むための投資法人(J-REIT)の使い勝手の向上
- 国内年金に対する啓蒙活動
- 公的サポートの導入によるCMBS市場の再活性化

中長期的課題

- アセットファイナンス型パブリックファイナンス市場の創設
 - レベニュー債及びプロジェクトファイナンス
- 不動産金融商品のインデックス導入
- プロジェクトリスクに関する公的サポート
 - 証券化商品買取機構の設置
 - 公的メザニンファンドの創設 等

不動産市場における資金の種類

不動産市場における資金の種類 -デット-

～各種資金の性質と資金導入上のボトルネック～

デット・プレーヤー

プレーヤー	資金の性質	問題点	期待される役割	提言
邦 銀 (主にメガバンク、 信託銀行)	<ul style="list-style-type: none"> ● 短期資金 ● バランスシートによる貸出(預金の運用) ● 比較的低リターンでも可 ● 安全性重視 	<ul style="list-style-type: none"> ● ALM上の制約から短期貸出が中心 ● 自己資本比率が低く、BIS規制等の制約により、貸出増(特に下位トランチへの貸出)は期待できない ● リスク許容度が低い 	<ul style="list-style-type: none"> ● 都市再開発・インフラ開発への短期資金供給 ● 不動産ストック・インフラ施設への一定の長期資金供給(投融資) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 開発リスクヘッジ手段の提供 ✓ 公的セクターによる開発リスク保証(開発物件引取保証、賃借保証) ✓ 公的セクターによる劣後出資、劣後融資
地方銀行	<ul style="list-style-type: none"> ● 短期資金 ● バランスシートによる貸出(預金の運用) ● 比較的低リターンでも可 ● 安全性重視 	<ul style="list-style-type: none"> ● ALM上の制約から短期貸出が中心 ● リスク許容度が低い ● 運用能力に欠ける ● リーマンショック以降、不動産金融商品に対する投資意欲消失 	<ul style="list-style-type: none"> ● 地方都市への資金供給 	<ul style="list-style-type: none"> ● 地域経済活性化への貢献を啓蒙 ● 運用機会としての不動産金融商品の啓蒙 ● 地方銀行の人材育成・運用力強化
外資系レンダー	<ul style="list-style-type: none"> ● 短期資金 ● エグジット前提の貸出 ● 証券化などのエグジットを通じて、様々なリスクプロファイルの資金を不動産市場に供給 ● 高リターン志向 	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資家の大半が短期の投資家であり、短期貸出が中心 ● リーマンショック以降、プレーヤーの数が激減(ビジネスからの撤退、日本市場からの撤退) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 証券化・シンジケートローンを通じて、様々なリスクプロファイルの資金を不動産市場に供給 	<ul style="list-style-type: none"> ● CMBS市場・シンジケートローン市場の活性化(テコ入れ) ✓ CMBS等を日銀適格担保に追加 ✓ 日銀適格基準の緩和 ✓ 公的セクターによる劣後出資、劣後融資、保証

不動産市場における資金の種類 -デット-

～各種資金の性質と資金導入上のボトルネック～

デット・プレーヤー

プレーヤー	資金の性質	問題点	期待される役割	提言
生命保険	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期資金 ● ALM上の要請としての投資(固定金利) ● 生命保険予定利率以上のリターン ● 安全性重視 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産金融商品はほぼ全て短期商品であり、ALM上の制約から投資できない ● リスク許容度が低い(原則、AAA) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 都市再開発・インフラ開発への長期資金供給 ● 不動産ストック・インフラ施設への長期資金供給(投融資) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期固定資金の受け皿としての新たな不動産金融商品を導入 ✓ アセットファイナンス型レベニュー債 ✓ アセットファイナンス型プロジェクトファイナンス ✓ 長期CMBS
国内年金	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期資金 ● ゲートキーパーとしての信託銀行や投資顧問会社に運用を委託するケースが大半 ● デット性商品に投資するのは債券投資勘定、エクイティ性商品に投資するのはオルタナティブ投資勘定 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産はオルタナティブ運用の対象として想定されており、不動産デット商品(CMBS、ローン)やエクイティ商品という投資対象の概念が定着していない ● インデックスの不在 ● ゲートキーパー(信託銀行、投資顧問会社)の不慣れ ● 年金積立金管理運用独法(GPIF)、企業年金連合会(PFA)の投資対象は不動産現物のみ 	<ul style="list-style-type: none"> ● 債券投資の一環としての不動産デット商品への長期投資 ● オルタナティブ投資の一環としての不動産エクイティ商品への投資 ● 年金積立金管理運用独法(GPIF)、企業年金連合会(PFA)のイニシアチブ 	<ul style="list-style-type: none"> ● 債券運用としての不動産デット商品、オルタナティブ運用としての不動産エクイティ商品に関する啓蒙 ● 年金運用担当者(特に信託銀行、投資顧問会社)への啓蒙、人材育成 ● インデックスの開発 ● 年金積立金管理運用独法(GPIF)、企業年金連合会(PFA)に対する啓蒙 ● 不動産デット商品の流動性改善 ✓ 日銀適格担保 ✓ 適格基準緩和 ✓ 情報開示 ● 年金資金の運用の受け皿としての新たな不動産金融商品を導入 ✓ アセットファイナンス型レベニュー債 ✓ アセットファイナンス型プロジェクトファイナンス ✓ 長期CMBS

不動産市場における資金の種類 -デット-

～各種資金の性質と資金導入上のボトルネック～

デット・プレーヤー

プレーヤー	資金の性質	問題点	期待される役割	提言
海外年金	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期資金 ● ミドルリスク・ミドルリターンを志向 ● 分散投資(アセットアロケーション)の一環 ● 流動性重視 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金商法、税法上の要請が市場参入障壁となっている ● 長期不動産金融商品が存在しない ● 英語 ● 円高 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産デット・エクイティ市場への長期資金供給 ● 都市再開発・インフラ開発への長期資金供給 ● 不動産ストック・インフラ施設への長期資金供給(投融資) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 海外年金を金商法上の適格機関投資家、税法上の機関投資家として位置付ける ● 長期資金の受け皿としての新たな不動産金融商品を導入 ✓ アセットファイナンス型レベニュー債 ✓ アセットファイナンス型プロジェクトファイナンス ✓ 長期CMBS
ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF)	<ul style="list-style-type: none"> ● 中長期資金 ● デットからエクイティまで対応可能、リスク許容度は高い ● 高リターン志向 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金商法、税法上の要請が市場参入障壁となっている ● 英語 ● 円高 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産デット・エクイティ市場への中長期資金供給 ● 都市再開発・インフラ開発への長期資金供給 ● 不動産ストック・インフラ施設への長期資金供給(投融資) 	<ul style="list-style-type: none"> ● SWFを金商法上の適格機関投資家、税法上の機関投資家として位置付ける ● 中長期資金の受け皿としての新たな不動産金融商品を導入 ✓ アセットファイナンス型レベニュー債 ✓ アセットファイナンス型プロジェクトファイナンス ✓ 長期CMBS
個人資金	<ul style="list-style-type: none"> ● 中長期資金 ● ミドルリスク・ミドルリターン志向 	<ul style="list-style-type: none"> ● J-REITの投資口以外、個人が投資できる不動産金融商品が不在 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産デット市場への中長期資金供給 	<ul style="list-style-type: none"> ● 個人資金の受け皿としてモーゲージREIT解禁、不動産デット商品への流動性供給 ● 金融商品に係る損益通算範囲及び損失繰越期間の拡大

不動産市場における資金の種類 -デット-

～各種資金の性質と資金導入上のボトルネック～

デット・プレーヤー

プレーヤー	資金の性質	問題点	期待される役割	提言
海外機関投資家 (日本未進出)	<ul style="list-style-type: none"> ● 短期～中期資金 ● ミドルリスク・ミドルリターンを志向 ● 分散投資(アセットアロケーション)の一環 ● 流動性重視 	<ul style="list-style-type: none"> ● 証券化市場、シンジケートローン市場が十分回復しておらず、不動産デット性商品(ローン、社債)の流動性が低い ● 金商法、税法上の要請が市場参入障壁となっている ● 英語 ● 円高 ● 円のファンディング問題 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産デット・エクイティ市場へのリスクマネー供給 ● 都市再開発・インフラ開発への長期資金供給 ● 不動産ストック・インフラ施設への長期資金供給(投融資) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 税法上の機関投資家の範囲拡大(金商法上の適格機関投資家と合わせる) ● 中長期資金の受け皿としての新たな不動産金融商品を導入 ✓ アセットファイナンス型レベニュー債 ✓ アセットファイナンス型プロジェクトファイナンス ✓ 長期CMBS
既存投資家	<ul style="list-style-type: none"> ● 主に短期資金 	<ul style="list-style-type: none"> ● リスクマネーの絶対額が減少 ● 特にリーマンショック以降、投資意欲減退 ● リファイナンスリスク ● デューデリジェンス負担 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産デット商品への投資意欲復活 	<ul style="list-style-type: none"> ● 市場機能が回復するまで、公的セクターによる一時的なサポート(劣後出資、劣後融資、保証) ● CMBS市場・シンジケートローン市場の活性化(テコ入れ) ✓ CMBS等を日銀適格担保に追加 ✓ 日銀適格基準の緩和 ✓ 情報開示の徹底

不動産市場における資金の種類 -エクイティ-

～各種資金の性質と資金導入上のボトルネック～

エクイティ・プレーヤー

プレーヤー	資金の性質	問題点	期待される役割	提言
デベロッパー	<ul style="list-style-type: none"> 自らの開発案件にスポンサーとして出資 長期保有前提 	<ul style="list-style-type: none"> 開発ローンの調達難 経済情勢が不冴えであり、事業採算の見通しが不透明 SPCを通じた開発プロジェクトの場合、法制・税制上の制約 開発プロジェクト完成後、十分なファイナンスが調達しにくい 	<ul style="list-style-type: none"> デベロッパーとしての都市再開発 都市の耐震性向上 	<ul style="list-style-type: none"> 都心容積率の緩和により、再開発のリスク・リターン改善 公的セクターによる開発リスクヘッジ手段の提供 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公的セクターによる開発リスク保証（開発物件引取保証、賃借保証） ✓ 公的セクターによる劣後出資、劣後融資 不動産特定事業法の改正など、アセットファイナンスを利用した再開発の環境整備
国内不動産ファンド	<ul style="list-style-type: none"> 短期資金 収益物件に対する投資 短期のエグジット志向 	<ul style="list-style-type: none"> リーマンショック以降、ファンド投資家の投資意欲が未回復 ファンド投資家の情報開示要請が強く、投資の機動性が低下 ファイナンスの調達難 	<ul style="list-style-type: none"> 不動産エクイティ市場への流動性供給 都市再開発・インフラ開発への流動性供給 	<ul style="list-style-type: none"> CMBS市場・シンジケートローン市場の活性化(テコ入れ) <ul style="list-style-type: none"> ✓ CMBS等を日銀適格担保に追加 ✓ 日銀適格基準の緩和 ✓ 公的セクターによる劣後出資、劣後融資、保証
外資不動産ファンド	<ul style="list-style-type: none"> 短期資金 収益物件に対する投資 短期のエグジット志向 分散投資(アセットアロケーション)の一環 	<ul style="list-style-type: none"> ファイナンス調達難 英語 法制・税制上の制約 円高（外貨ベースでファンド募集をしているファンドにとって、為替リスクは大きい） 	<ul style="list-style-type: none"> 不動産エクイティ市場への流動性供給 	<ul style="list-style-type: none"> CMBS市場・シンジケートローン市場の活性化(テコ入れ) <ul style="list-style-type: none"> ✓ CMBS等を日銀適格担保に追加 ✓ 日銀適格基準の緩和 ✓ 公的セクターによる劣後出資、劣後融資、保証

不動産市場における資金の種類 -エクイティ-

～各種資金の性質と資金導入上のボトルネック～

エクイティ・プレーヤー

プレーヤー	資金の性質	問題点	期待される役割	提言
J-REIT	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期資金 ● 機関投資家から個人まで、幅広く資金調達 ● ミドルリスク・ミドルリターン志向 	<ul style="list-style-type: none"> ● デットの資金調達が短期中心であり、リファイナンスリスクが大きい ● 市場からの増資が困難(J-REIT) ● ファイナンス(ノンリコースローン、投資法人債)が調達しにくい 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産市場への継続的な流動性供給 ● ミドルリスク・ミドルリターン志向の投資資金の受け皿 ● 不動産市場の情報開示促進 	<ul style="list-style-type: none"> ● 上場基準(全資産に対する不動産の割合を75%以上とする)の緩和により、J-REITの不動産デット商品への投資を促進 ● モーゲージREIT解禁 ● 借入先制限(適格機関投資家からのみ可能)の撤廃 ● 合併・上場廃止・借入要件等、ルールの明確化によるJ-REIT市場の新陳代謝促進
国内年金	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期資金 ● ゲートキーパーとしての信託銀行や投資顧問会社に運用を委託するケースが大半 ● 不動産の現物投資が一般的 	<ul style="list-style-type: none"> ● オルタナティブ運用の対象として想定されているのは不動産現物投資及びヘッジファンド等への投資のみ ● 不動産デット商品やエクイティ商品という概念が定着していない ● インデックスの不在 ● ゲートキーパー(信託銀行、投資顧問会社)の不慣れ ● 年金積立金管理運用独法(GPIF)、企業年金連合会(PFA)の投資対象は不動産現物のみ 	<ul style="list-style-type: none"> ● 債券投資の一環としての不動産デット商品への長期投資、オルタナティブ投資の一環としての不動産エクイティ商品への投資 ● 年金積立金管理運用独法(GPIF)、企業年金連合会(PFA)のイニシアチブ 	<ul style="list-style-type: none"> ● 債券運用としての不動産デット商品、オルタナティブ運用としての不動産エクイティ商品に関する啓蒙 ● 年金運用担当者(特に信託銀行、投資顧問会社)への啓蒙、人材育成 ● インデックスの開発 ● 年金積立金管理運用独法(GPIF)、企業年金連合会(PFA)に対する啓蒙

不動産市場における資金の種類 -エクイティ-

～各種資金の性質と資金導入上のボトルネック～

エクイティ・プレーヤー

プレーヤー	資金の性質	問題点	期待される役割	提言
海外年金	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期資金 ● ミドルリスク・ミドルリターンを志向 ● 分散投資(アセットアロケーション)の一環 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金商法、税法上の要請が市場参入障壁となっている ● 長期不動産エクイティ商品が存在しない ● 英語 ● 円高 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産市場への長期資金供給 ● 都市再開発・インフラ開発への長期資金供給 ● 不動産ストック・インフラ施設への長期資金供給(投融資) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 海外年金を金商法上の適格機関投資家、税法上の機関投資家として位置付ける ● 長期資金の受け皿としての新たな不動産金融商品を導入 ✓ アセットファイナンス型レベニュー債 ✓ アセットファイナンス型プロジェクトファイナンス ✓ 長期CMBS
欧州オープン・エンド・ファンド	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期資金 ● ミドルリスク・ミドルリターンを志向 ● 分散投資(アセットアロケーション)の一環 ● 直接投資 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産に関するオープンエンドファンド不在 ● 英語 ● 円高 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産市場への長期資金供給 ● 都市再開発・インフラ開発への長期資金供給 ● 不動産ストック・インフラ施設への長期資金供給(投融資) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産に特化した国内オープンエンドファンド導入により、欧州よりファンド・オブ・ファンド資金導入 ● 長期資金の受け皿としての新たな不動産金融商品を導入 ✓ インフラ施設のアセットファイナンスにおけるエクイティ商品導入
生命保険	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期資金 ● 生命保険予定利率以上のリターン ● 不動産の現物投資が一般的 ● 安全性重視 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産エクイティ投資は稀 	<ul style="list-style-type: none"> ● 都市再開発・インフラ開発への長期エクイティ性資金供給 ● 不動産ストック・インフラ施設への長期エクイティ性資金供給 	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期エクイティ性資金の受け皿としての新たな不動産エクイティ性商品を導入 ✓ インフラ施設のアセットファイナンスにおけるエクイティ商品導入

不動産市場における資金の種類 -エクイティ-

～各種資金の性質と資金導入上のボトルネック～

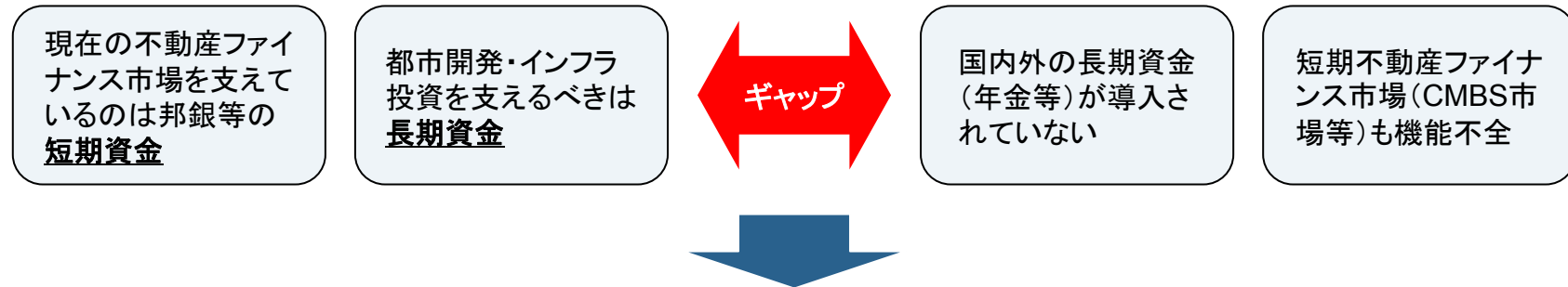
エクイティ・プレーヤー

プレーヤー	資金の性質	問題点	期待される役割	提言
ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF)	<ul style="list-style-type: none"> ● 中長期資金 ● ハイリスク・ハイリターン志向 ● 分散投資の一環 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金商法、税法上の要請が市場参入障壁となっている ● 英語 ● 円高 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産エクイティ市場への中長期資金供給 ● 都市再開発・インフラ開発への長期資金供給 ● 不動産ストック・インフラ施設への長期資金供給(投融資) 	<ul style="list-style-type: none"> ● SWFを金商法上の適格機関投資家、税法上の機関投資家として位置付ける ● 長期エクイティ性資金の受け皿としての新たな不動産エクイティ性商品を導入 ✓ インフラ施設のアセットファイナンスにおけるエクイティ商品導入
海外不動産投資信託	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期資金 ● ミドルリスク・ミドルリターン志向 ● 分散投資の一環 	<ul style="list-style-type: none"> ● 国内でファイナンスが調達しづらい ● デットの資金調達が短期中心であり、リファイナンスリスクが大きい 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産市場への新規の流動性供給 	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期エクイティ性資金の受け皿としての新たな不動産エクイティ性商品を導入 ✓ インフラ施設のアセットファイナンスにおけるエクイティ商品導入

不動産ファイナンス市場の抱える課題 ～早急な解決が求められる課題～

不動産ファイナンス市場の抱える課題

～長期の新規資金を誘致していくことの重要性～



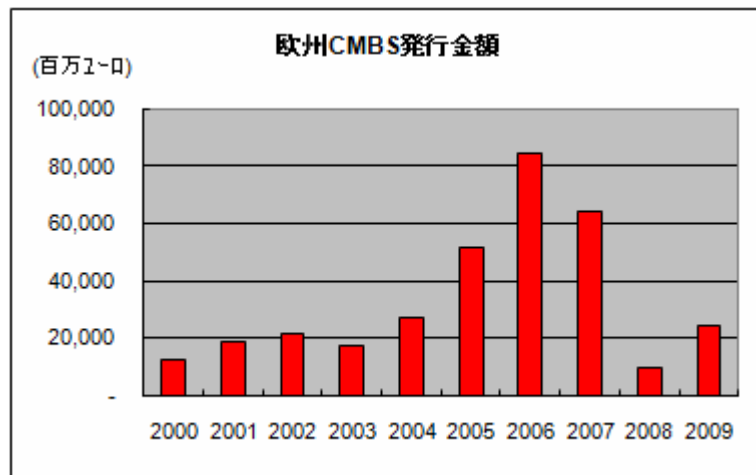
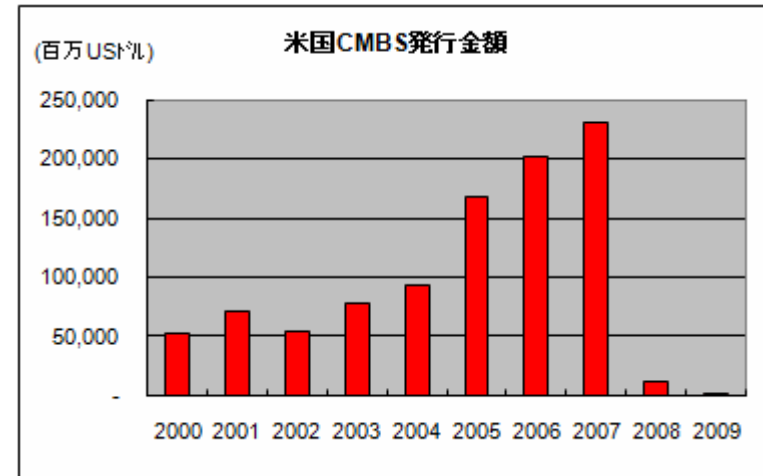
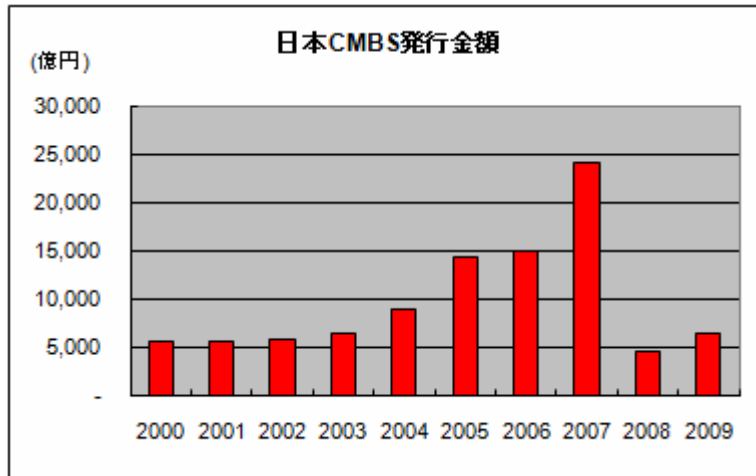
いかにして長期資金を導入するか？
いかにして短期資金の市場機能(不動産金融市場)を活性化するか？

- ✓ 日本の不動産ファイナンス市場を支えているのは、短期の資金運用(期間5年以内、多くは2年から4年程度の短期変動金利での運用)が主体の都市銀行、系統金融機関、地方銀行等。
- ✓ 短期資金に依存しているため、サブプライム問題といった不況時になると、不動産ファイナンス市場の流動性がなくなり、ローンのデフォルトが増加(2008年9月時点では約70億円(3件)だったが、2010年8月時点では約2,800億円(67件)に急増)。その結果、不動産の無理な換金売りが広がり、健全な不動産市場の成長を阻害。
- ✓ また、2010年4月以降に満期を迎える不動産向けファイナンスは、CMBSの裏付ローンだけでも約2兆6,900億円あり、不動産に対するファイナンスニーズはさらに高まるものと予想。

短期資金だけに依存するのではなく、国内外の長期運用を行う新規投資家を誘致することで、安定的な資金循環及び不動産ファイナンス市場の拡大が可能

流動性を供給できていないCMBS市場

～本邦CMBS市場も欧米市場同様に低迷～



日本市場の特徴

- 本来、サブプライム問題からリモートであるはずの本邦CMBS市場は、震源地の欧米CMBS市場と同様に低迷。
- 本邦CMBS市場の機能不全は、不動産市場の流動性を大幅に低下させた原因のひとつとなっている。
- 不動産向けノンリコースファイナンス市場規模(約14兆円)のうち、CMBSは約30%を占める。

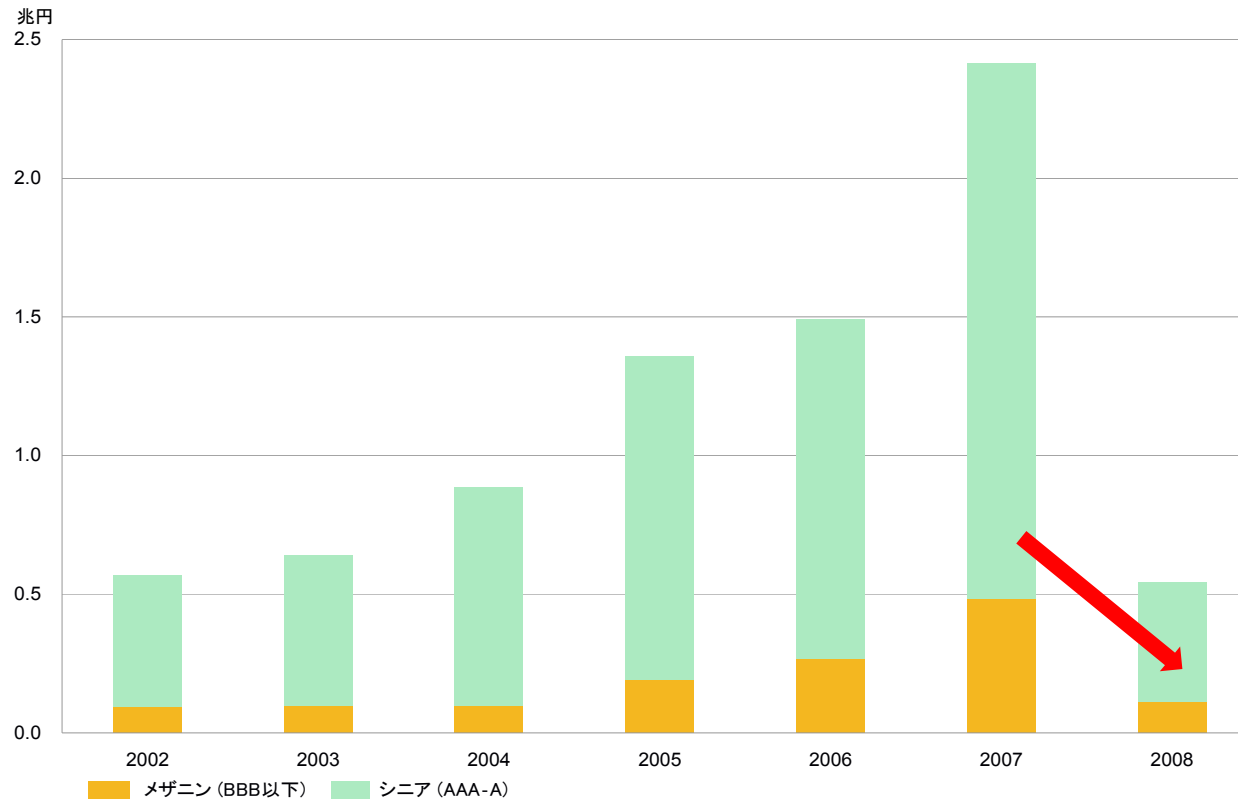
出所: 不動産ファイナンス協議会(CREFC) 2009年12月末時点

萎縮するメザニンファイナンス

～不動産ファイナンス市場におけるメザニン発行額も大幅に減少～

- ✓ 2000年以降、日本の不動産ノンリコースローン市場が拡大するのに伴い、メザニントランチの投資家も徐々に増え、発行額も相応に伸びてきた
- ✓ サブプライム問題発生以降、メザニンに対する投資ニーズは激減し、発行も極めて難しくなっている

証券化された不動産ノンリコースローンのシニア / メザニン発行額の推移



出所 モルガン・スタンレーMUFJ証券集計

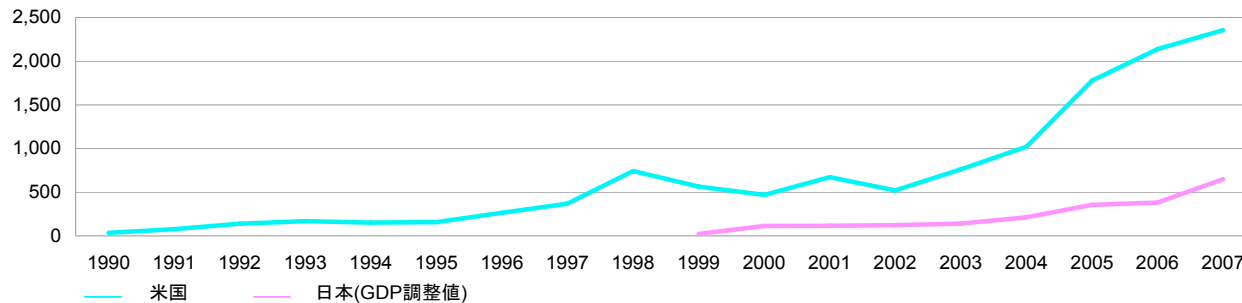
不動産ファイナンス市場の潜在力

～日本の不動産ファイナンス市場は大きな潜在力をもつ～

- 日米の不動産ファイナンス市場には、GDP比で大きな格差がある。日本市場の持つ潜在力はまだ生かせていない

CMBS新規発行額

億ドル



出所 モルガン・スタンレー-MUFG証券

米国の不動産投資市場

(円貨換算)

REIT	30兆円
CMBS	60兆円
ノンリコースローン	180兆円
私募ファンド(エクイティ)	100兆円
合計	370兆円 (対GDP比25%)

出所 モルガン・スタンレー-MUFG証券 (2009年12月時点)

日本の不動産投資市場

REIT	3兆円
CMBS	4兆円
ノンリコースローン	13兆円
私募ファンド(エクイティ)	5兆円
合計	25兆円 (対GDP比5%)

出所 モルガン・スタンレー-MUFG証券 (2009年12月時点)

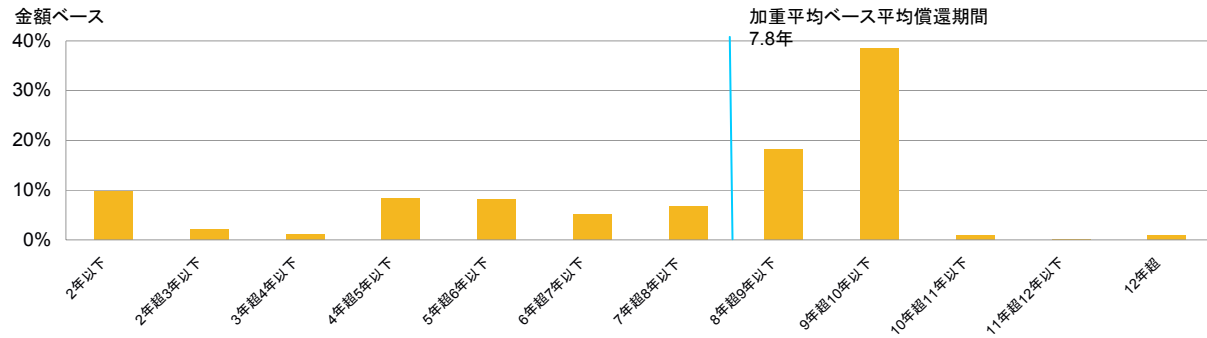
短期資金に依存する日本の不動産ファイナンス ～米国に比べて大幅に短いCMBSの平均償還期間～

米国

- 7年超のCMBSが全体の約65%を占め、市場全体での加重平均ベースの平均償還期間は約7.8年
- そのため、ローンの満期到来等のファイナンス事由による商業不動産の無理な換金売りは相対的に多くない

2006年以降発行の日米のCMBSの平均償還期間

2006年以降発行の米国のCMBS（全体）

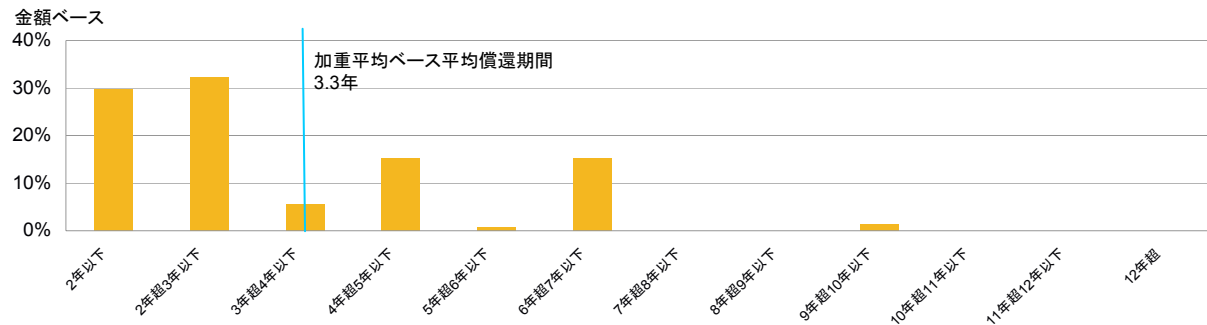


出所 モルガン・スタンレー MUFG証券集計に基づく

日本

- 平均償還期間は3.3年程度に留まり、資本市場を通じた不動産市場への長期安定資金の供給が進んでいない、いびつな構造となっている
- 間接金融システムと資産市場のリスク遮断はまったく進んでいない
- 本来の不動産運用に適した長期性のファイナンス資金を不動産市場へ流入させることにより、不必要なボラティリティの幅を少なくすることが可能

2006年以降発行の日本のCMBS（全体）



出所 モルガン・スタンレー MUFG証券集計に基づく

CMBS投資家属性の日米比較

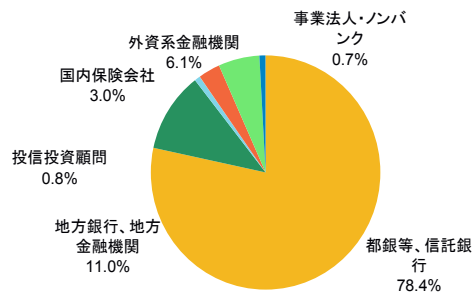
～短期資金に圧倒的に依存する日本の不動産ファイナンス市場～

日本

- 発行額の8～9割が都市銀行、系統金融機関、及び地方銀行など、短期の資金運用ニーズの強い投資家によって占められている
- 償還期間が5年以上のCMBSが発行されにくい理由として、資金提供側・投資家側のほとんどが、短期の資金運用を念頭においている投資家に占められていることが挙げられる

新発CMBS購入投資家層の属性 (日本)

2005年 金額ベース

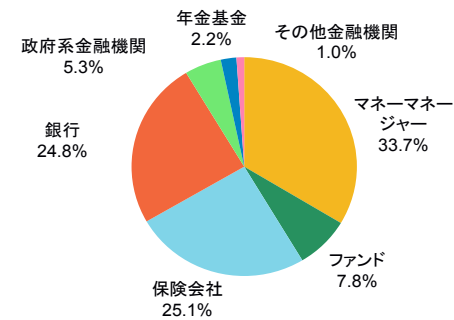


米国

- 年金・保険の長期資金や、マネーマネージャー経由での年金・個人の長期資金が不動産市場を支える

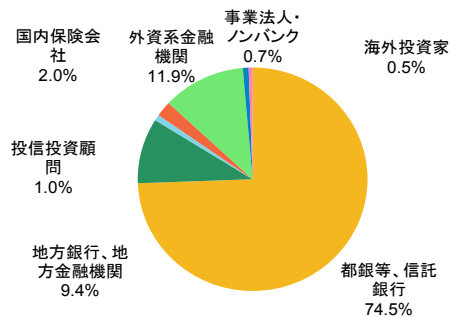
新発CMBS購入投資家層の属性 (米国)

2005年 金額ベース



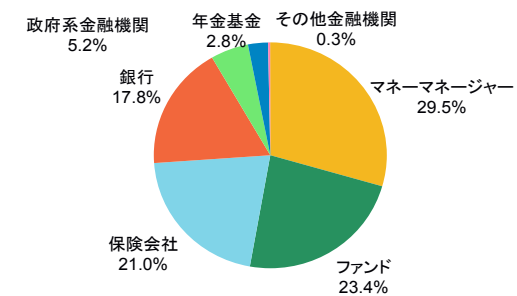
新発CMBS購入投資家層の属性 (日本)

2006年 金額ベース



新発CMBS購入投資家層の属性 (米国)

2006年 金額ベース



出所 モルガン・スタンレーMUFJ証券

日本の不動産市場への新規資金の誘致

～海外資金と国内長期資金を呼び込み、不動産金融市場を活性化～

新たな資金源として

- ✓ 分散投資の観点から日本のCMBS投資に興味を持つ、海外の年金その他の機関投資家、及びソブリン・ウェル・スファンドといった海外資金
- ✓ 長期の資金運用を行う年金や個人(投資信託等のビークルを通じた投資)からの国内長期資金
- ✓ グローバルな分散投資及びレラティブバリューの観点から、日本を含めた海外からのCMBSに対するニーズは強い

新規資金を誘致するにあたっての課題

- ✓ TMK社債への投資、及びドキュメント言語といった日本のCMBS市場の特殊性があることから、特に海外投資家への販売については、ユーロ債形態(ユーロクリア決済)での発行が必須
- ✓ また、TMK社債・TMK社債が裏付となっているパッケージ商品への投資にあたり、税務上の適格機関投資家(QII)であることが必要とされており、海外投資家が直接のCMBS投資ができない状況が存在した
 - 例として、現行は、海外年金基金がTMK債に投資可能な税法上のQII要件を満たすためには、国内に100%子会社を設ける必要があるが、当該要件は海外年金基金の投資体制と一致せず、実際の利用は殆どない

国内外の年金基金の概要

～日本の不動産ファイナンス市場の有力な資金提供者として～

- ✓ 世界13カ国の主要年金市場における年金基金の資産総額は、2009年時点で約23兆ドル(約2,000兆円)。中でも、米国、日本、英国は世界最大の年金市場であり、それぞれ資産総額の約57%、約14%、約8%を占める。また、不動産を含むオルタナティブ投資へのアロケーションは、過去5年間で12%から17%へと上昇
- ✓ 海外の年金基金は、CMBSを債券ポートフォリオの重要な一角に位置づけ、直接投資及びマネーマネージャー及びファンドを通じた投資を行っている。分散投資及びレバティブラリュウの観点から、日本を含めた海外からのCMBSに対するニーズは強い
- ✓ 国内の年金基金は、安定稼働した不動産への投資を中心に、中程度のリターン(ターゲットリターンは4～5%)を期待
- ✓ CMBSに投資する海外年金基金の例として、
 - カルパース(カリフォルニア州職員退職年金基金)(CalPERS)
 - 資産残高は約2,000億ドル(2010年8月時点)
 - フロリダ州管理理事会
 - 資産残高は約1,300億ドル(2010年6月時点)
 - 米教職員保険年金連合会・大学退職株式基金(TIAA-CREF)
 - 資産残高は約4,100億ドル(2010年6月時点)

出所 タワーズワトソン。年金基金の残高は各基金のホームページに基づきます

その他海外投資家へのアプローチ

- ✓ 海外機関投資家の中には、グローバルな分散投資及びレラティブバリューの観点から、資産のアロケーションを決定し、既に一部の資金を日本のCMBS市場に割り当てている投資家も存在する
- ✓ モルガン・スタンレーの例では、2007年にユーロ債形態でCMBSを発行し、2,000億円程度を海外機関投資家へ販売
 - 投資家属性としては、国際機関、銀行、保険会社、マネーマネージャー、ファンド等、多岐にわたる。地域属性は、欧州、米国、日本以外のアジア
 - 裏付資産にTMK社債を含まず、かつユーロ債形態でCMBSを発行したことにより、ストラクチャー上、TMK社債に関連する税務上のQIIのみへの譲渡制限といった制約がなく、投資家ニーズを一層取り込むことが可能であった
- ✓ その他新規の資金源としてソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)、米国Mortgage REITが挙げられる
 - SWF: 2009年時点で、資産総額は約3.8兆ドル(約320兆円)。SWFの中には、日本の不動産に関心を示し、実際に投資を始めているところもある。しかしながら、税務上のQII要件といった制度上の制約があり、積極的なCMBS投資の足かせとなっている。
 - Mortgage REIT: 分散投資の観点から、日本の不動産デット性商品に対してアロケーションを考えるMortgage REITもある。しかし、上記同様のQII制約があり、日本へのアロケーションは進んでいない。

比較的短期間に取り組み可能な課題

～制度上の問題等～

1. 金商法上の適格機関投資家と税務上の機関投資家について

- ✓ TMKが税務上「導管」とされるためのTMK債の機関投資家要件(措置法第67条の14第1項第1号ロ(2))における機関投資家の範囲が、現状、金商法上の適格機関投資家の範囲(定義府令第10条第1項各号)より狭くなっているが、税法上の機関投資家を金商法上の適格機関投資家と同義にすることにより、TMK債への投資家(特に海外投資家)層を拡大するとともに、投資家(特に海外投資家)にとってTMK債に投資可能かどうかの判断を容易にすべきである。

具体的には、例えば、以下のような問題が生じている。

- ① (両者の各要件に差異があることによる問題点として) 資金の有力な出し手になり得る海外の機関投資家(海外の上場会社など)が金融庁への届出(定義府令第10条第1項第23号イ)を行うことにより金商法上の適格機関投資家に該当したとしても、税法上の機関投資家となるためには、措置法施行規則第22条の18の4第1項第3号イにより日本で有価証券報告書を提出することが要求されてしまう場合があり、海外投資家がTMK債に投資を行うに際して障壁となっていると思われる。
 - ② (両者のいずれにも該当しない投資家として) 長期資金の有力な出し手と想定される海外の年金基金がTMK債への投資を検討する場合、金商法上の適格機関投資家にはそもそも海外年金基金が含まれておらず(プロ私募とする場合に要件を満たさない)、また、税法上の機関投資家には海外年金基金が国内100%子会社を設立し、定義府令第10条第1項第23号の届出をした場合に限り機関投資家として認めており(措置法施行規則第22条の18の4第1項第3号ロ)、海外からの直接投資を認めていない。前者については正面から適格機関投資家となりうる余地を認めるべきであり、また、後者についても、平成22年税制改正によりTMK債の国内募集要件が撤廃されたことにより、国内100%子会社を設立する意義はなくなっており、海外の年金基金を機関投資家に含めることで海外からの直接投資を容易にすべきである
 - ③ (両者のいずれにも該当しない投資家として) 同じく長期資金の有力な出し手として期待される海外ソブリン・ウエルス・ファンドについて、定義府令第10条第1項第26号に「外国の政府機関」が定義されているものの、海外SWFが管理目的で設立した国内外のSPCは第26号に基づく届出を金融庁が受付けていない実務があり、改善が望まれる。
 - ④ 海外不動産投資信託(米国Mortgage REIT等)についても上記②同様の措置が必要と考える。
- ✓ 適格機関投資家の届出期間が現状、毎年、1月、4月、7月、10月の4ヶ月間のみだが、これを常時可能にすべきである。

比較的短期間に取組み可能な課題 ～制度上の問題等～

2. TMK債の利子に係る源泉所得税について

- ✓ 平成22年度税制改正において非居住者債券所得非課税制度(措置法第5条の3)が導入され、一定の海外投資家に支払われるTMK債の利子について源泉所得税が非課税とされたが、非課税となる非居住者の範囲は、非居住者個人・外国法人・公募外国投信と定義され、海外の年金基金(業界団体が個別に課税当局と非課税として取り扱われることを確認した英米の例はある)や海外ファンドが用いるパートナーシップ等のヴィークルが含まれていないため、これらが含まれるよう、非課税となる非居住者の定義の整備が望まれる。

3. 投資法人(REIT)の投資口に対する国内募集要件について

- ✓ 投資法人の導管性要件として、投資法人の発行をした投資口に係る募集が主として国内において行われることが要件とされているが(措置法第67条の15第1項第1号ハ)、実務上、発行毎に過半数が国内で募集されることと解釈されており、業績の悪化したREITに対して資金提供が可能になる海外投資家の資金提供を阻害しているため、発行毎ではなく累積で国内募集要件を認めるべきである。
- ✓ この点については金融庁の平成23年度税制改正要望項目に含まれている。

4. 投資法人(REIT)を利用した不動産投資及びインフラ投資の活性化策について

- ✓ 米国におけるアップリット(Umbrella Partnership REIT)制度を日本においても導入し、優良な不動産物件をREITに拠出しやすくするために譲渡所得に対する課税を一定期間繰り延べることを認めるべきである。
- ✓ 個人投資家のインフラ投資を促すべく、米国におけるモーゲージREITのように、投資法人の裏付資産が、不動産担保融資や不動産担保証券などの長期デット等、不動産又は不動産関連資産に該当しない場合においても、投資法人の発行する投資口及び社債について上場制度を導入すべきである。

5. 担保付社債信託法上の制限について

- ✓ ユーロ債を発行するに際し、担保付社債とする要求が海外投資家からなされることが多いが、発行体が外国会社と信託契約を締結し当該会社が社債権者のために担保権を保有することとしようとしても、担保付社債信託法第17条の存在により、かかる信託契約の締結が内閣総理大臣の許可を要するのではないかが懸念材料となる。かかる懸念を払拭する法改正等の措置が望まれる。

比較的短期間に取組み可能な課題 ～制度上の問題等～

6. CMBSの日銀適格担保化について

- ✓ 現行の日本銀行適格担保取扱基本要領において、適格担保として「資産担保債券」が認められているが、国内で発行されるCMBSの大半は“信託受益権”方式であり、CMBSは適格担保として位置付けられていない。不動産市場に流動性を取り戻すため、適格担保として「資産担保証券または資産担保ローン」という定義語を追加し、CMBSのみならず、不動産デット性商品を幅広く適格担保として位置付けるべきである。
- ✓ 現行の日本銀行適格担保取扱基本要領において、適格担保の格付要件として「適格格付機関からAAA格相当の格付」が求められているが、欧州中央銀行(ECB)同様、格付要件を「A一格」に緩和するべきである。

7. 都心部容積率の緩和について

- ✓ 都心部再開発が進まない理由の一つとして、エクイティ投資家(デベロッパー等)及びレンダーのリスク許容度の低下があげられる。リスク許容度を改善するには投資リターンの絶対水準の引き上げが必要であり、容積率の緩和による再開発メリットの拡大を促すべきである。

8. 公的セクターによる一時的な信用サポートについて

- ✓ 最終期限を迎えた不動産ファイナンス(ローン及びCMBS)について、借換え不能によるデフォルトが頻発しており、担保不動産の投げ売りによる市況の悪化が懸念される。デフォルト事例の大半のケースは、不動産の収支は安定的に推移しているにもかかわらず、①キャップレートの上昇によって担保評価額が下落し、さらに②レンダー・投資家の担保掛目が浅くなり、リファイナンス不能に陥ったものである。投資家・レンダーのリスク許容度の減退が最大の要因といえる。投資家・レンダーのリスク許容度が復活するまでの間、一時的な公的サポート(=不動産金融のセーフティネット)が必要であり、公的セクターによるメザニン出資・投資・保証等を一時的に導入すべきである。

9. 地方銀行の活性化による地方都市の不動産市場テコ入れについて

- ✓ 地方都市の不動産市場の流動性は枯渇している。地方銀行の多くはリーマンショック以降、不動産ファイナンス業務及びCMBS投資業務を大幅に縮小しており、地方都市に流動性を供給するプレーヤーが不在の状況に陥っている。地方銀行に対して不動産ファイナンス及びCMBSの啓蒙を行いつつ、人材育成、運用力強化を促し、もって地方都市への流動性供給の担い手として啓蒙・位置付けるべきである。

新たな不動産金融商品の導入 ～中長期的な課題～

不動産ファイナンス市場の抱える中長期的課題

長期プロジェクトには長期のファイナンスを導入し、資金のミスマッチを解消

アセットファイナンス型 パブリックファイナンス 市場の創設

- アセットファイナンス型レベニュー債（及びその証券化）
- アセットファイナンス型プロジェクトファイナンス（及びその証券化）

不動産金融商品の インデックス導入

- 不動産デット性商品に対する年金資金の債券投資勘定の取込み
- 不動産エクイティ性商品に対する年金資金のオルタナティブ投資勘定の取込み

プロジェクトリスクに 関する公的サポート

- 「証券化商品買取機構」（仮称）の創設、機構債の発行
- 公的メザニンファンドによる、都市開発資金の導入促進

アセットファイナンス型パブリックファイナンス

アセットファイナンス型パススルー証券（レベニュー債、プロジェクトファイナンス）

- ✓ 都市開発・インフラ施設の代替的な資金調達手段として導入
- プロジェクトの長期的な事業性を勘案した、長期資金の導入
- アセットファイナンスの仕組みを採用することにより、公的債務を削減
- プロジェクト単位のパススルー証券(*)を採用することにより、プロジェクト単位での透明性を確保
 - * パススルー証券：プロジェクトから生み出される収支(キャッシュフロー)の過半を、元利金として、投資家に分配する証券。投資家は信用リスク(事業リスク)及び期間リスクを負う。

- ✓ 期待されるプロジェクト
 - 都市再開発
 - インフラ施設
 - 空港、港湾、上下水道、道路、発電所、通信施設、鉄道、その他インフラ施設全般

- ✓ 期待される資金導入源
 - 国内外の年金資金
 - 生命保険会社等、長期負債を有する国内外の投資家

- ✓ 海外の導入実績
 - 添付参考資料ご参照

參考資料

参考資料(1): 米国パブリックファイナンス市場の規模

～資本市場から資金導入を進めるアメリカの公的部門～

地方債(Municipal Bond)市場におけるパブリックファイナンス市場の役割

- ✓ General Obligation Bond: 公的セクターが直接発行する債券 ⇒ 公的セクターの直接の債務
 - 市場から積極的な資金調達を行っている
- ✓ Revenue Bond: 公的プロジェクトの収益にのみ依存した債券 ⇒ 公的セクターにとって限定的な債務
 - 市場から積極的な資金調達を行っている
 - 上下水道、産業廃棄物、有料道路、空港施設、港湾施設、鉄道、発電所など、Revenue Bond を発行する公的セクターは多岐にわたる

Public Sector - General Obligation (Year 2009) (US\$-million)

	Inv't Grade	# of Issues	Non-Rated	# of Issues	Total Amount	# of Issues
Development	165	10	5	3	170	13
Education	47,447	2,555	1,423	626	48,870	3,181
Electric Power	193	14	103	4	296	18
Environmental Facilities	92	8	-	-	92	8
General Purpose	86,179	2,309	1,391	565	87,570	2,874
Healthcare	2,076	45	164	19	2,240	64
Housing	474	23	54	4	528	27
Public Facilities	2,775	275	219	119	2,994	394
Transportation	6,672	161	735	52	7,407	213
Utilities	5,257	386	427	173	5,684	559
Total	151,331	5,786	4,521	1,565	155,852	7,351

Source: Moody's Investor Services, "Long-Term Municipal Issuance by General Use of Proceeds"

Public Sector - Revenue Bond (Year 2009) (US\$-million)

	Inv't Grade	# of Issues	Non-inv't Grade	# of Issues	Non-Rated	# of Issues	Total Amount	# of Issues
Development	6,452	128	-	-	689	41	7,141	169
Education	43,076	904	-	-	933	173	44,009	1,077
Electric Power	15,320	164	-	-	466	57	15,786	221
Environmental Facilities	6,226	95	-	-	1,616	22	7,841	117
General Purpose	38,927	601	25	1	1,060	201	40,012	803
Healthcare	42,201	443	-	-	1,566	98	43,767	541
Housing	9,203	232	-	-	510	33	9,713	265
Public Facilities	9,579	201	-	-	179	40	9,759	241
Transportation	40,383	298	150	2	1,034	24	41,567	324
Utilities	33,840	618	-	-	524	118	34,365	736
Total	245,208	3,684	175	3	8,577	807	253,960	4,494

Source: Moody's Investor Services, "Long-Term Municipal Issuance by General Use of Proceeds"

参考資料(2): 民間からの資金調達を進める新興国

新興国の民間資金導入

- ✓ 公的セクターによるインフラストラクチャーに対する投資において、新興国では積極的に民間資金を導入
 - プロジェクトファイナンス（プロジェクトファイナンスを証券化する事例も多い）
 - PFI、PPP
- ✓ 邦銀は、海外インフラストラクチャー案件のプロジェクトファイナンスにおいて、主要な資金供給源
 - 欧米系金融機関はシンジケートレンダーとして参加することが通常 ⇒ 市場でトレード
 - 邦銀はバランスシートレンダーとして参加することが多い ⇒ 満期まで持ち切り(損切りは例外)

Investment in Public Sector with Private Participation (Energy, Transport, Water, Telecom)

Country Name										US\$-million	JPY-billion
	YR 2000	YR 2001	YR 2002	YR 2003	YR 2004	YR 2005	YR 2006	YR 2007	YR 2008	YR2000 - YR2008	YR2000 - YR2008
Brazil	21,327	18,072	8,569	7,104	7,692	9,599	11,246	16,321	23,422	123,353	12,335
China	8,131	2,103	5,486	9,396	3,916	9,342	10,578	8,859	1,864	59,675	5,967
India	2,665	4,026	5,717	3,364	9,115	8,519	22,399	22,127	27,912	105,843	10,584
Malaysia	5,511	3,064	600	4,058	5,277	2,670	1,221	1,018	837	24,256	2,426
Philippines	2,153	2,738	863	916	1,551	768	1,969	4,264	3,217	18,437	1,844
Russian Federation	1,939	3,055	2,879	4,466	6,202	6,250	7,669	20,335	19,450	72,244	7,224
Thailand	1,377	3,257	1,198	2,079	1,287	2,560	1,149	1,031	2,747	16,685	1,668
Vietnam	150	241	1,800	642	70	82	815	1,199	365	5,363	536

Source: World Bank

参考資料(2): 民間からの資金調達を進める新興国

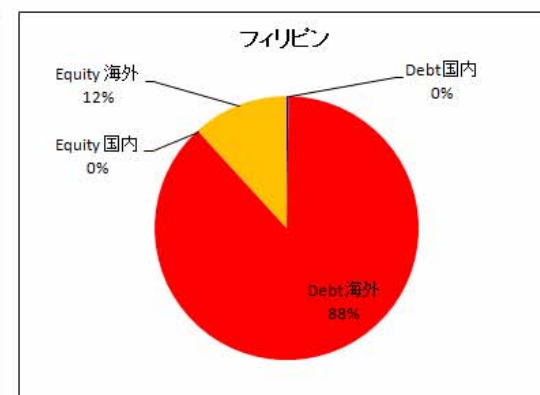
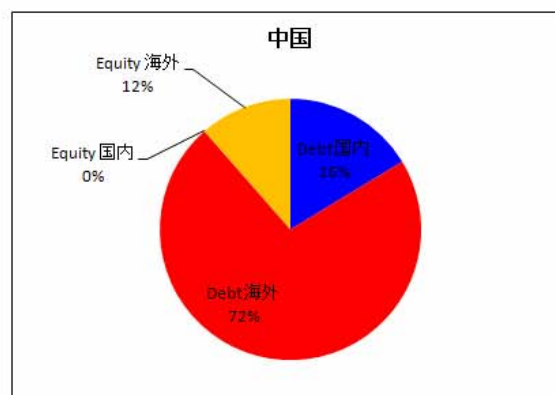
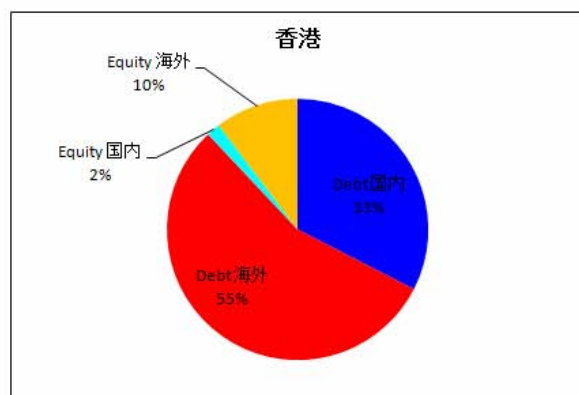
民間部門のインフラ投融资状況

- ✓ 国内民間部門に資金力がないフィリピンでは、国内インフラに対する投融资に積極的に海外資金を導入
- ✓ 国内金融機関の充実している香港でさえ、インフラ部門に対する民間投融资の65%を海外から導入
- ✓ 邦銀はアジアのプロジェクトファイナンス市場において主要プレーヤー

(US\$-million)

		香港		中国		フィリピン	
Debt 資金	国内	8,797	33%	5,941	16%	35	0%
	海外	14,977	55%	26,306	72%	12,690	88%
	総額	23,774	88%	32,247	89%	12,725	88%
Equity 資金	国内	458	2%	-	0%	-	0%
	海外	2,790	10%	4,172	11%	1,698	12%
	総額	3,248	12%	4,172	11%	1,698	12%
Debt + Equity	国内	9,255	34%	5,941	16%	35	0%
	海外	17,767	66%	30,478	84%	14,388	100%
	総額	27,022	100%	36,419	100%	14,423	100%

出所： JBIC Institute 『Exploring the Use of Revenue Bond for Infrastructures Financing in Asia』
(2008年7月, Suk Hyun, Toshiro Nishizawa, Naoyuki Yoshino) よりドイツ銀行東京支店作成



参考資料(3): アセット・ファイナンスを活用した公共インフラの資金調達 ～ロンドン・シティ空港～

ロンドン・シティ空港の概要

- ✓ロンドンにおける5大空港の一つであるロンドン・シティ空港は、ロンドン行政区内に位置する唯一の空港であり、欧州主要都市及びニューヨーク便が就航
- ✓ビジネス利用客を中心に、2008年には320万人(前年比12%増)の乗降客数を記録
- ✓1987年の本空港の開業は、空港が所在するドックランド地区の再開発を行った政府機関の関与のもとで行われた
- ✓本空港から2012年オリンピック会場までは約3キロ、カナリーワーフ地区(ロンドン東部に所在する、大規模ウォーターフロント再開発地域)までは約5キロ、ロンドン市内中心部までは約10キロ

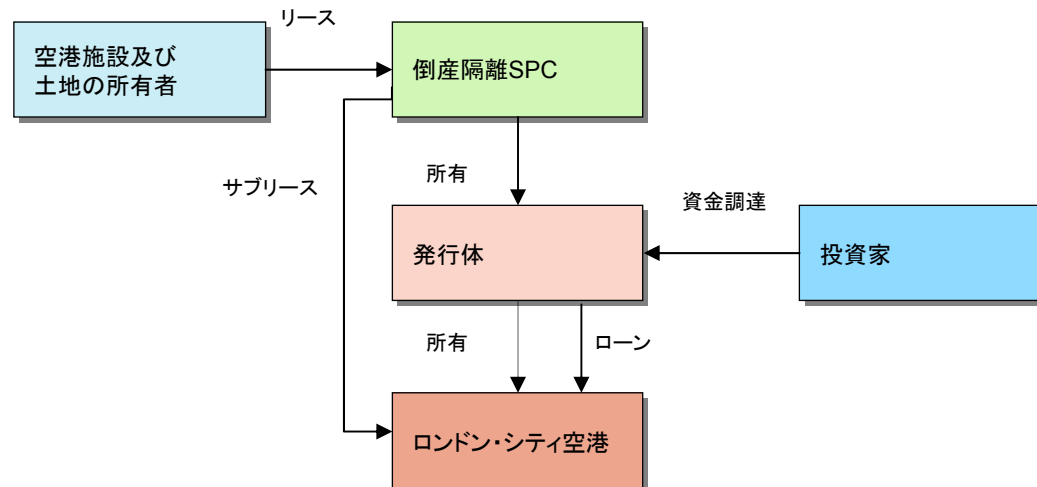


出典 モルガン・スタンレーMUFG証券
<http://www.lcacc.org/history/>
<http://www.londoncityairport.com/AboutUs/LCysBusiness.aspx>
<http://static.panoramio.com/photos/original/5293741.jpg>

参考資料(3): アセット・ファイナンスを活用した公共インフラの資金調達 ～ロンドン・シティ空港～

アセット・ファイナンスの先駆的事例としてのロンドン・シティ空港案件

- ✓ 本案件は、欧州における空港の資産価値及び空港収入(着陸料、空港使用料、駐車場収入、商業収入などを含む)を裏付とする最初の証券化案件
- ✓ 本案件は、ロンドン・シティ空港の取得した企業格付に比べて2-3ノッチ高い格付を取得し、また銀行からの借入である間接金融と比較し、30%以上多いより有利な条件で資金調達に成功
 - その結果、既存債務の長期化、アセット・ファイナンスを活用した欧州における他の空港関連事業の買収に行うことに成功



出典 モルガン・スタンレーMUFG証券

CREFCについて

- CREFC (Commercial Real Estate Finance Council)は、商業用不動産ファイナンスの普及促進を目的とする国際的な業界組織です。米国本部(ニューヨーク)のほか、カナダ(トロント)、欧州(ロンドン)、日本(東京)に拠点を持っています。加盟企業数は、世界全体で339社となっています。(米国・カナダ:245社、欧州:61社、日本:33社)
- CREFC は、商業用不動産ファイナンスに携わる世界各国の関係者のために、法規制に関する提言を行い、業界スタンダードの確立において重要な役割を果たします。また、業界のベストプラクティスを促進し、教育の機会を提供いたします。
- 日本支部は、米国本部のサポートの下、ヨーロッパ支部、カナダ支部に次いで2003年に設立され、各国の支部と共にグローバルな視点での活動を行っています。現在、次の四つの小委員会が設置され、CREFCの設立目的を達成するための活動を展開しています。
1)企画小委員会 2)規制小委員会 3)教育小委員会 4)標準化小委員会
- 不動産ファイナンス及びCMBSを通じた不動産市場への資金の流れは、わが国の経済活動の活性化に重要な役割を果たしてきました。今後、不動産ファイナンス及びCMBSの流動性を高めることは、不動産市場の発展のためにますます重要になると考えられます。CREFC日本支部は、日本の不動産ファイナンス・CMBS市場の健全な発展のために、積極的に貢献して参る所存です。

Disclaimer

The information contained in this paper is prepared from a variety of sources including data collected from other organizations. The information and data is believed to be reliable. However, errors, omissions and outdated or misleading information may sometimes be present. Accordingly, use of the information is solely at the risk of each reader. CREFC and its members, data providers, directors, officers and employees disclaim any and all warranties of any kind, either express or implied, including any warranty of merchantability or fitness for a particular purpose.