
不動産投資市場戦略会議 資料

2010年11月19日

森ビル株式会社

エグゼクティブサマリー

東京都心部の再開発は成長戦略の大きな柱

<課題>

(1) 土地取りまとめ用のエクイティ資金の必要性
(土地を集約化するために、一部の土地を先行取得することが必要)

(2) 開発プロジェクトのための不動産ファイナンスの必要性

(3) 不動産への安定的な資金の必要性

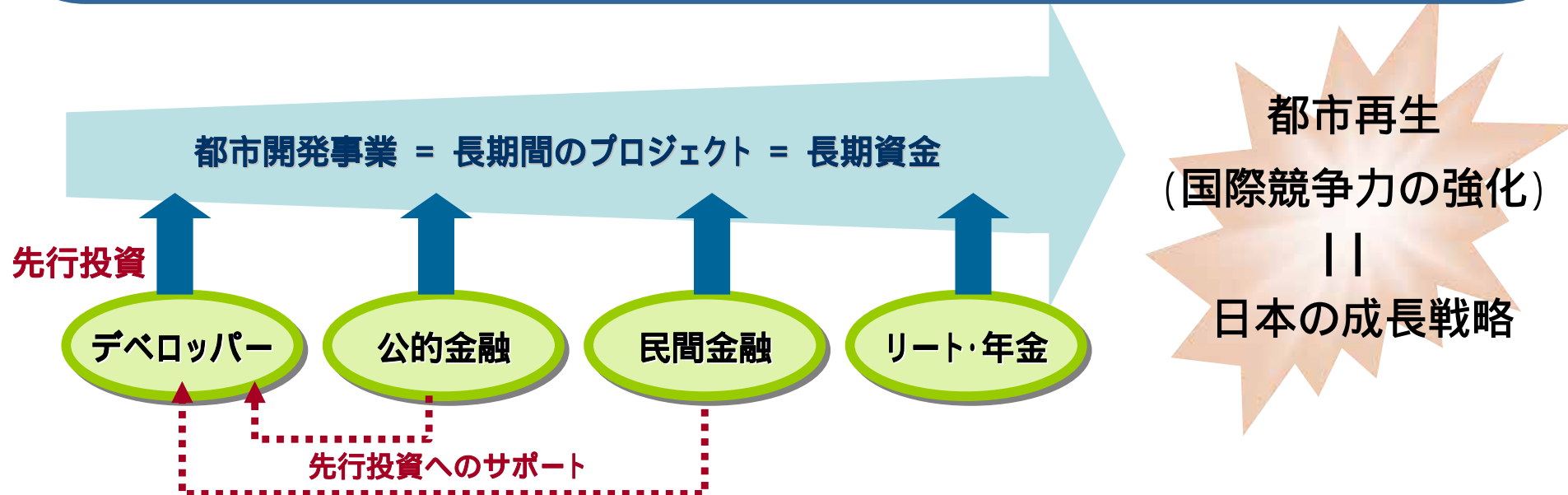
<解決の方向性>

・リスクマネーを提供する公的金融の仕組みづくり
・公的金融の拡充

・銀行の審査基準の見直し
・会計基準の柔軟対応

・民間資金導入のためのリスク緩和の仕組みづくり

・リート市場の成長
・国内外の年金基金の呼び込み



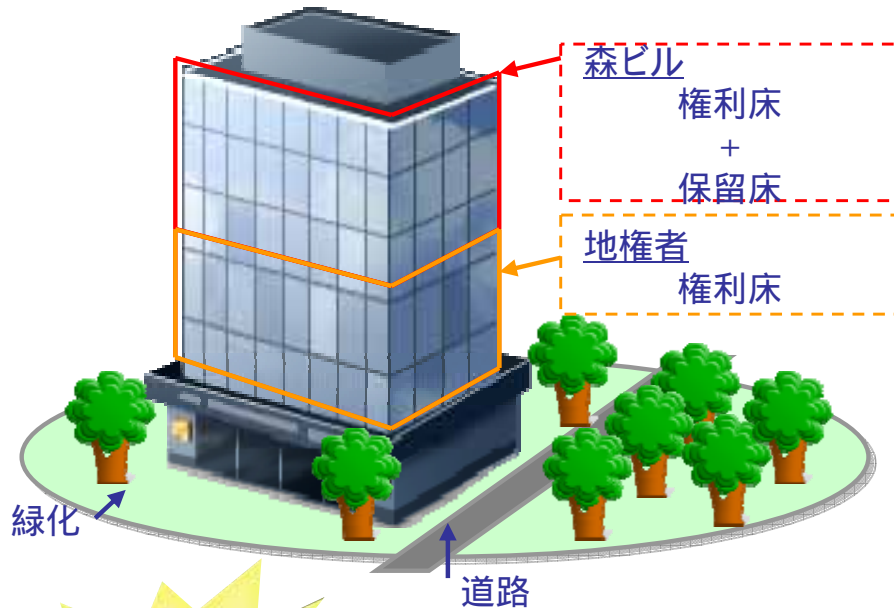
再開発には土地の先行取得が必要



森ビルによる再開発

森ビルによる
タウンマネジメント

- ・建物用途変更
- ・都市再開発計画による容積率アップ



土地集約化のための
先行投資が必要



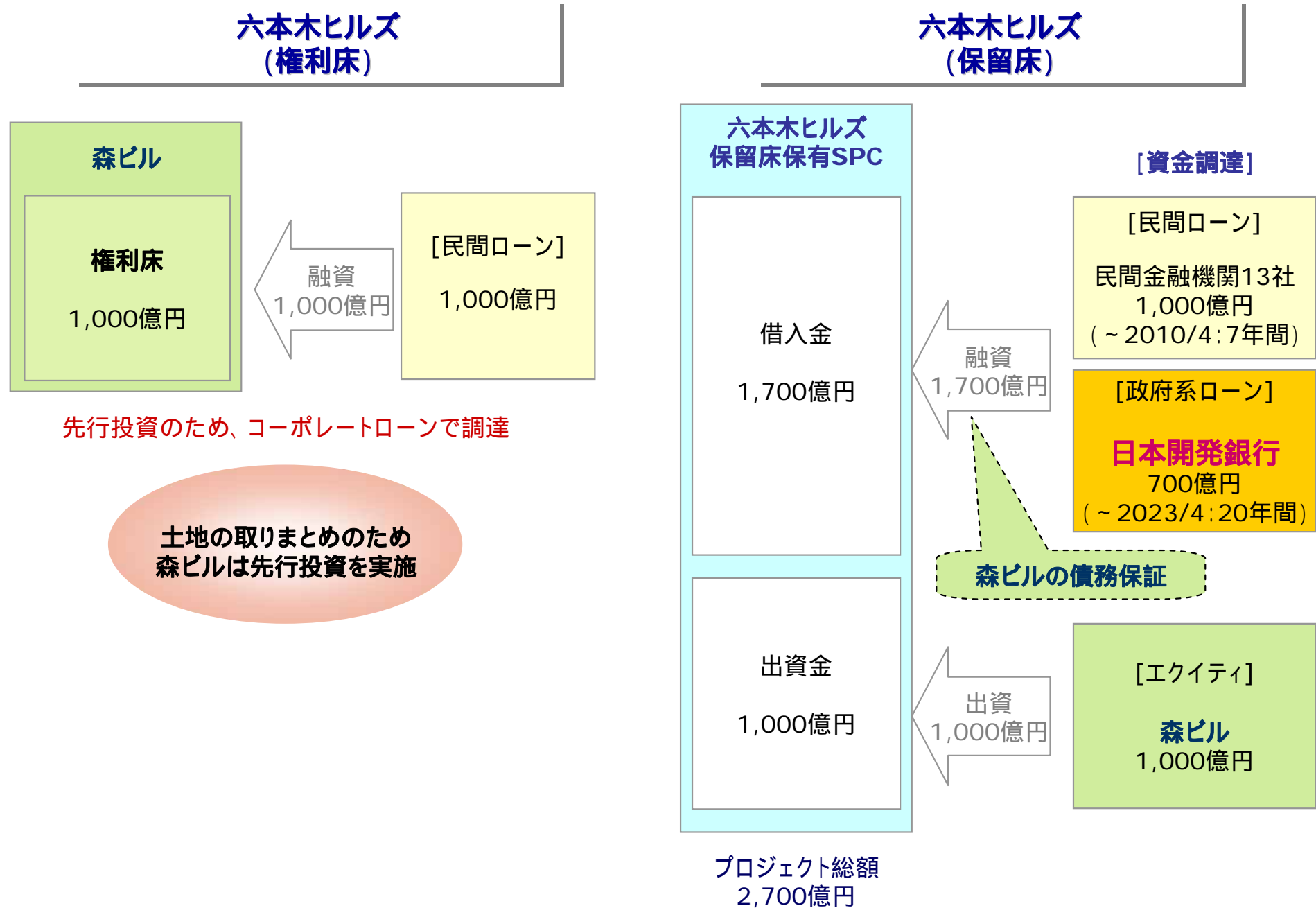
基本戦略

“**コンスタントに土地を取得し長期的に保有**”

再開発 + タウンマネジメント

- 開発地域の土地価格の上昇
⇒ 再開発後の地価が上昇
+
- 建物の資産価値の上昇
⇒ 権利床の価値上昇
⇒ 保留床の価値創出
- **プロジェクト全体の“含み益”創出**

先行投資と公的金融の活用例(組成当時) -六本木ヒルズ-



不動産ファイナンスの活用: 回転型モデルの導入

回転型モデルの導入

土地・物件の売却
開発・Project Management
エクイティ出資

森ビル

土地

既存ビル

物件売却
Property Management

非上場

開発型SPC

開発プロジェクト

森ビルの連結対象外

売却

上場

森ビルズリート

既存ビル

森ビルの連結対象外

リーマンショック以降

- 会計基準の変更に伴い、メイン出資の開発型SPCは連結の方向に
- メザニン、エクイティの出資者が激減
- リート市場の低迷

開発型SPC

開発プロジェクト

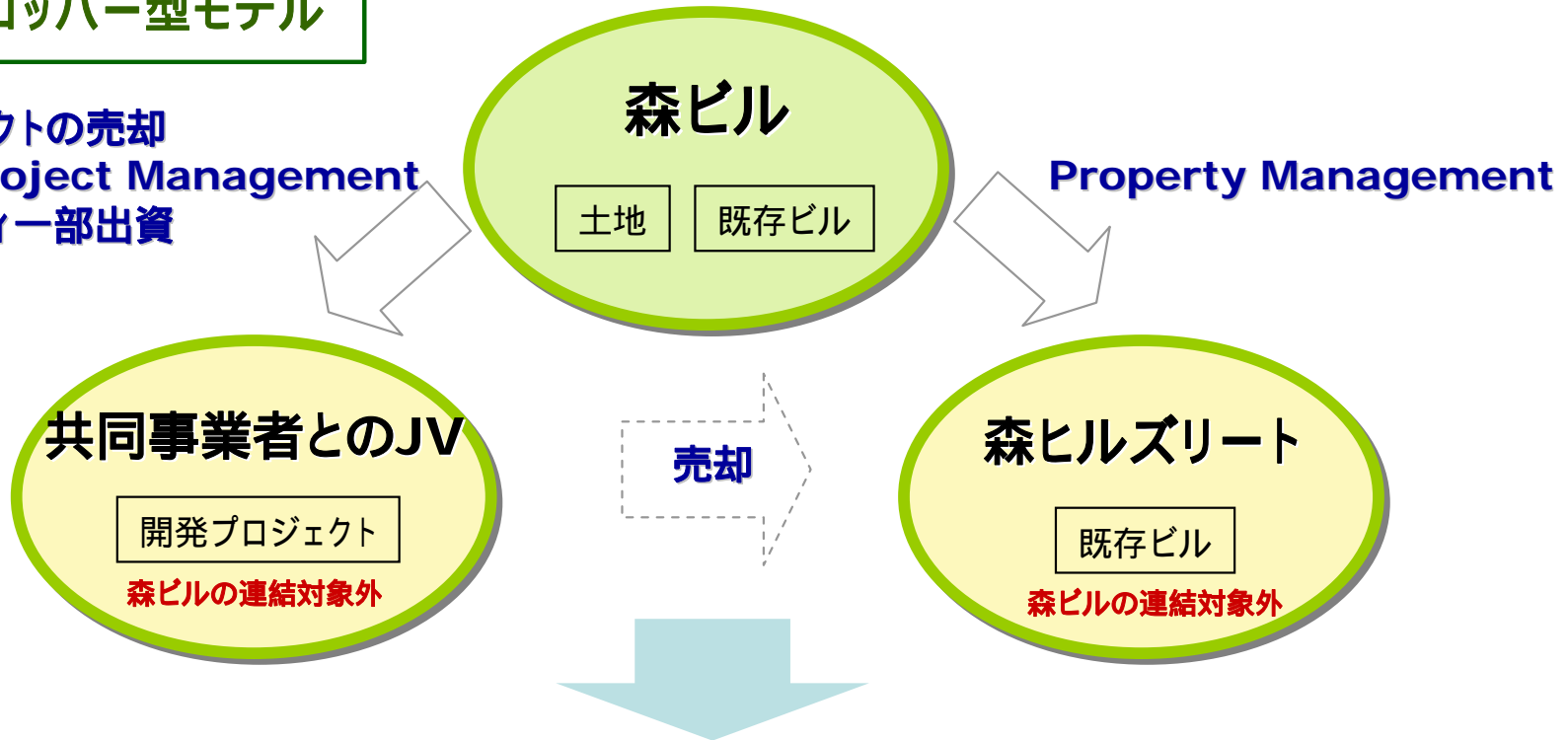
森ビルズリート

既存ビル

新たな不動産ファイナンスのモデル: 開発PJのオフバランス化

フィーデロッパー型モデル

プロジェクトの売却
開発・Project Management
エクイティー部出資



- JVを非連結にするために、最低でも50%のエクイティを共同事業者に売却することが必要
- 開発初期段階でのファイナンスは、民間金融機関では困難

土地取りまとめ段階
(先行投資)においては
公的金融が必要

(例)
・UR(土地有効利用事業等)
・民都(土地取得・譲渡業務の復活)

不動産ファイナンスの課題と解決の方向性

課題

公的金融の消滅

公的金融制度改革の結果、民間資金の呼び水となる、長期、低利、大口の公的金融の消滅

民間資金の減少

バーゼル合意などの自己資本規制やそれを受けた金融規制の強化により、民間銀行がリスクの高い資金を提供できなくなってしまったこと

会計基準の変更

国際会計基準の導入の流れを受けて、今後、デベロッパー本体の信用力から切り離れたSPC型の開発プロジェクトが、全てデベロッパーのリスクとして認識され、連結対象になる方向に

解決策

公的金融の有効利用 次頁参照

国の政策に沿う形でエクイティやメザニン部分を提供する仕組みの再構築

民間資金へのサポート 次頁参照

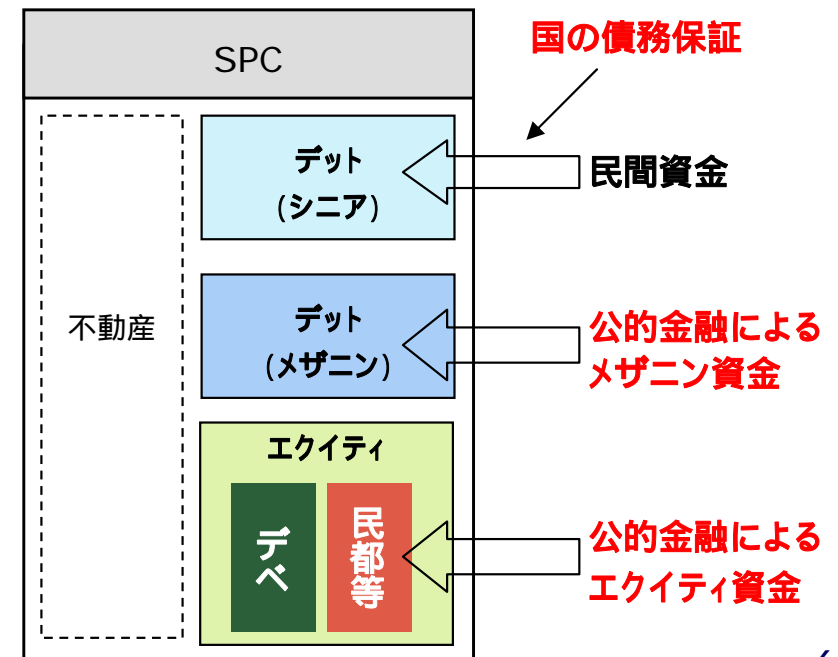
国際戦略総合特区などにおいて、シニアローンに国の保証を付与し、民間銀行も資金提供しやすい仕組みの構築

国際会計基準への柔軟対応 次々頁参照

国際会計基準について、日本特有のビジネス慣行に関わる部分については、SPCの連結問題などを含め、日本独自の基準を維持(国が認定した特定の目的に従って実行される開発型SPCのオフバランス化、非連結化を特例として認める会計ルールの制定等)

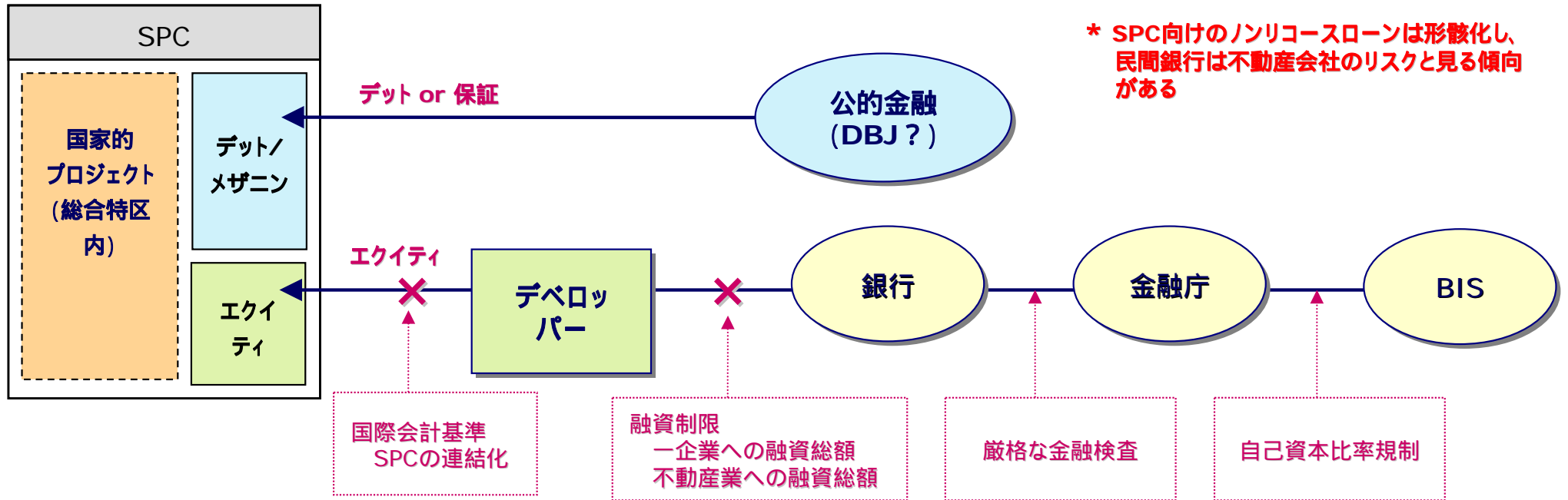
銀行の審査基準(金融庁の検査基準)の見直し

例えば、ノンリコースローンという法的に倒産隔離が担保された状態の与信については、デベロッパーのリスクから切り離して見るといった変更など



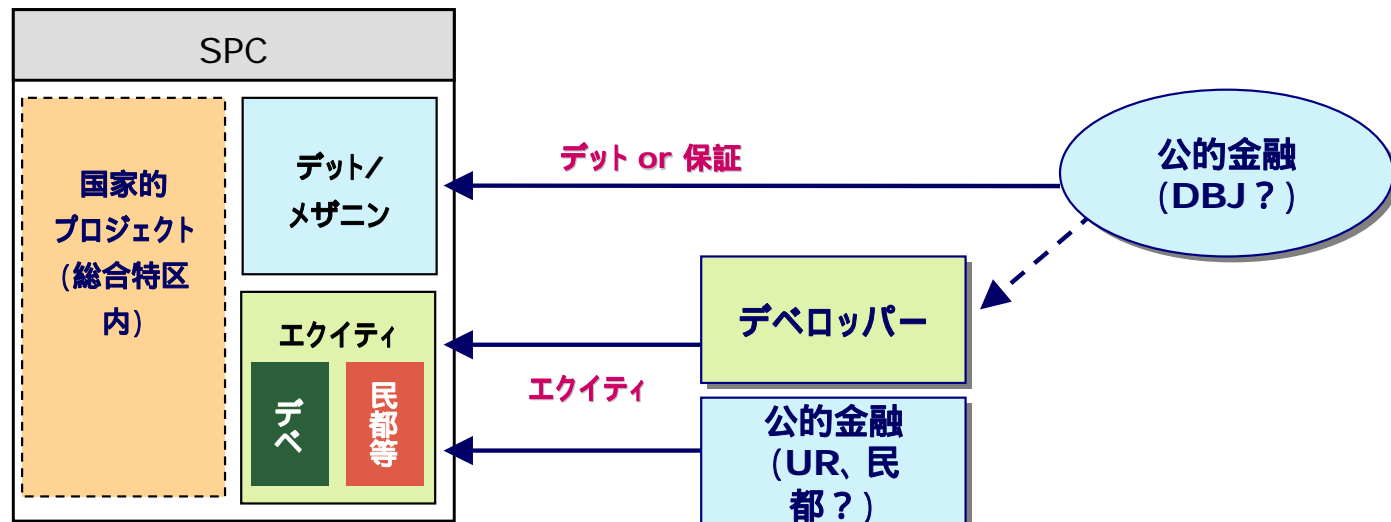
公的金融の有効利用 + 民間資金へのサポート

ワークしない仕組み

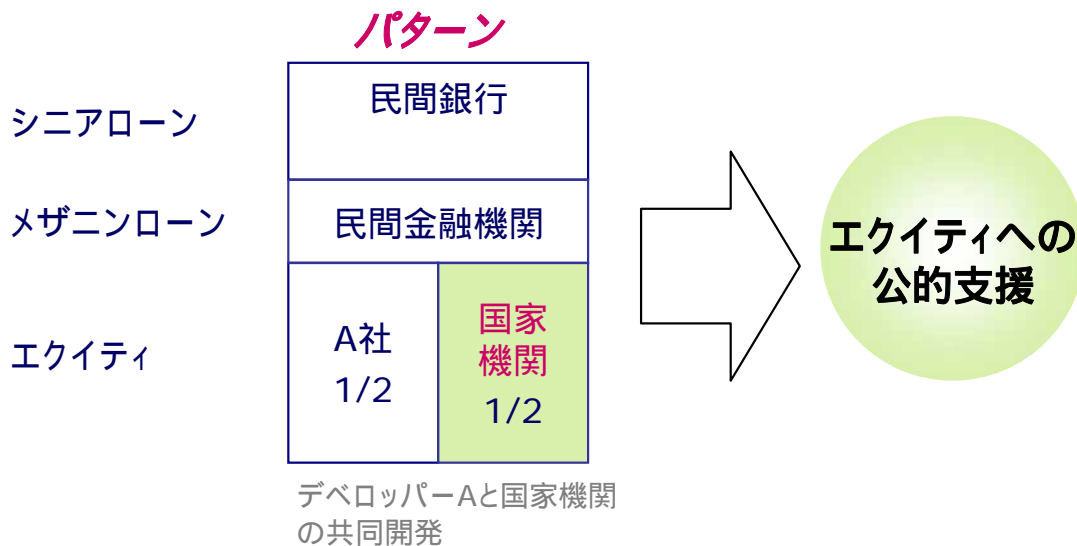


ワークする仕組み

* 民間銀行から見た場合に、デベロッパーとプロジェクトのリスクが切り離されている事が重要



公的金融の活用と国際会計基準への対応



パターン

- ・シニア/メザニンは公的金融を活用
- ・デベA社は、開発能力のないB・Cとともにエクイティ出資を実施
- ・開発するものの出資が1/3であり、デベはSPCの連結化を回避？

パターン

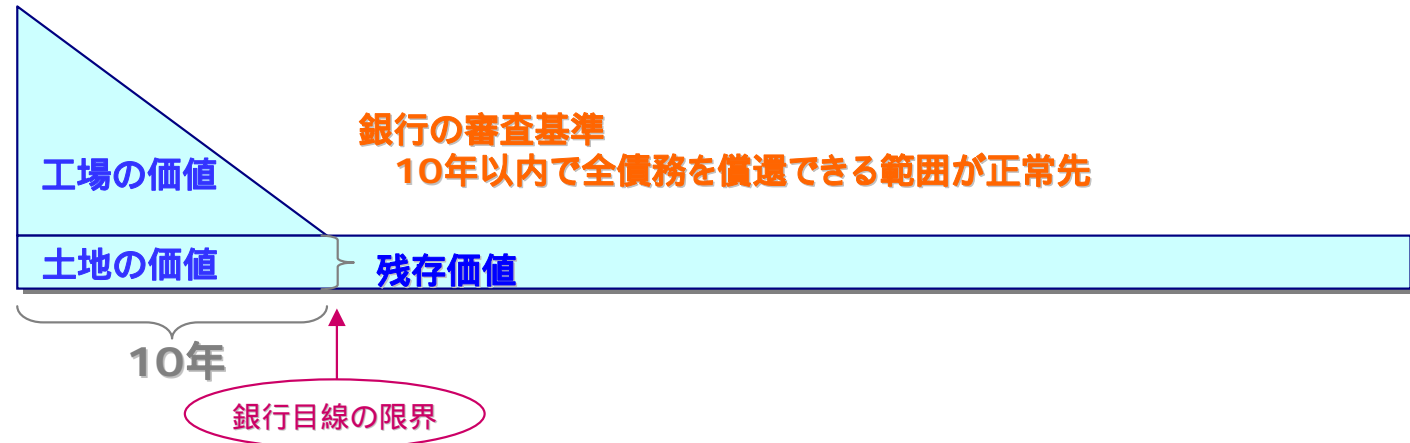
- ・シニア/メザニンは公的金融を活用
- ・デベA社・デベB社は、対等の立場で共同開発
- ・対等の立場での開発であり、出資が1/2でも、デベはSPCの連結化を回避？

パターン

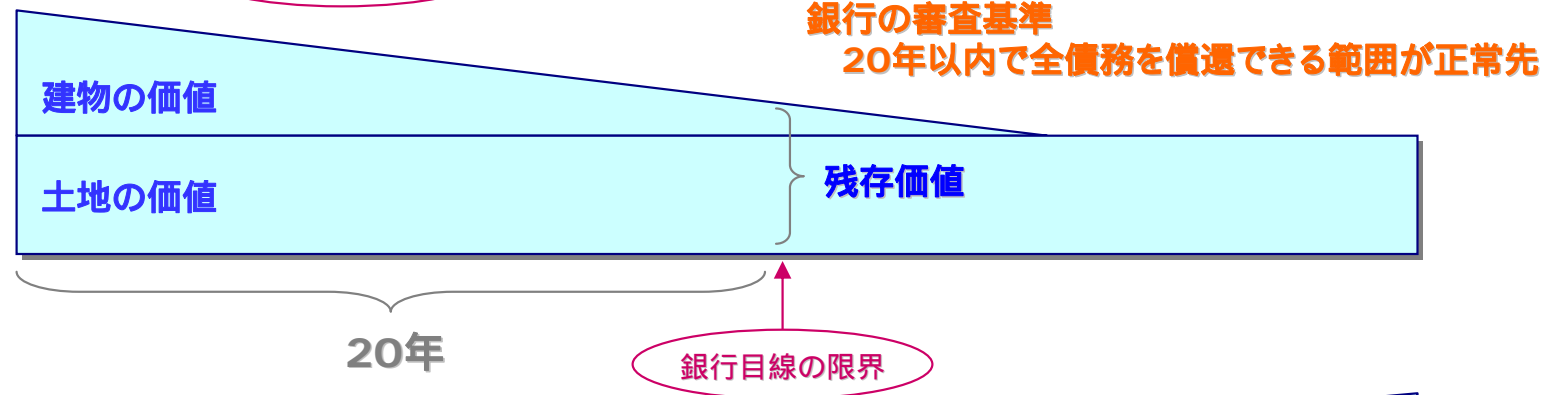
- ・シニア/メザニンは民間資金を活用
- ・国家機関から1/2のエクイティ出資を受けるので、デベはSPCの連結化を回避？

銀行の審査基準の見直し: 債務償還年数の考え方

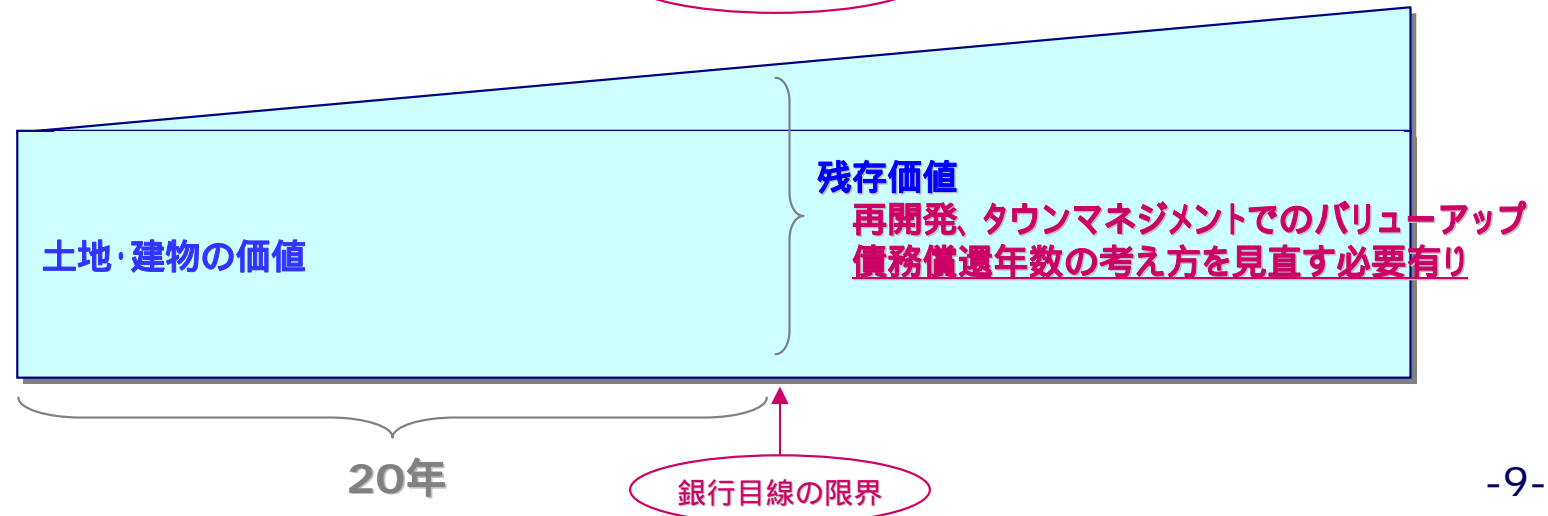
一般の事業会社



一般の不動産会社



森ビル(都市再開発会社)



REIT市場の成長・拡大のための課題

日米REIT市場比較

J-REIT
市場規模: 3.1兆円
REIT数: 36銘柄

米国REIT
市場規模: 27.6兆円
REIT数: 149銘柄

J-REIT市場の成長促進要件

市場の透明性の向上

例: 利益相反対策強化
(独立執行役員 + 拒否権)



J-REIT市場

物件供給の促進

例: UP-REITの導入



資金供給の促進

例: 年金資金の増加
資金調達が多様化
(CB、優先株等)



米国REITのような事業内容の多様化
(開発・分譲事業を含めたデベロッパーのリート化)

国内外の長期資金(年金基金等)の呼び込み

- 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は世界最大の年金基金
- これまでは国内年金の不動産投資割合は約1%(GPIFは実績無し)
- 欧米の大手年金は、運用資産の5%~10%を不動産に割当

不動産向けアロケーションの引き上げのため、分散投資に関する法制度の改正や啓蒙活動が必要

	国	名称	運用資産(億米ドル)
1	日本	年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	13,151
2	ノルウェー	政府年金基金グローバル(政府石油基金)	4,759
3	オランダ	政府公務員教職員年金(ABP)	2,999
4	韓国	国民年金公団(NPS)	2,349
5	米国	連邦公務員退職者貯蓄機関	2,344
6	米国	カリフォルニア州公務員退職年金基金(CalPERS)	1,988
7	日本	地方公務員共済組合連合会	1,645
8	米国	カリフォルニア州教職員退職年金基金(CalSTRS)	1,305
9	米国	ニューヨーク州公務員年金	1,257
10	オランダ	医療福祉年金(PFZW)	1,234
11	シンガポール	中央積立基金	1,225
12	カナダ	カナダ年金プラン	1,221
13	米国	フロリダ州投資基金	1,147
14	中国	社会保障基金	1,137
15	日本	企業年金連合会	1,134

出所)日経不動産マーケット情報(2010年10月)