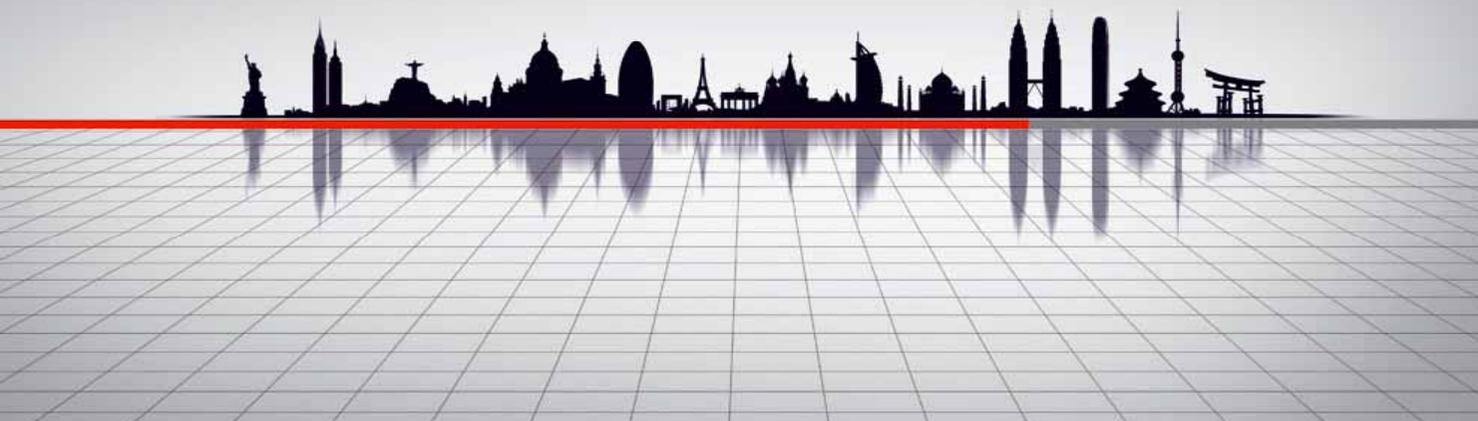


NOMURA



「資産の有効活用等に関する検討会」資料

平成22年11月19日

野村證券株式会社

執行役員 内藤 隆明

I. はじめに



日本の大都市の地盤沈下懸念

ファンドや機関投資家のアンケートによると、東京、大阪に投資したいという順位が低下傾向

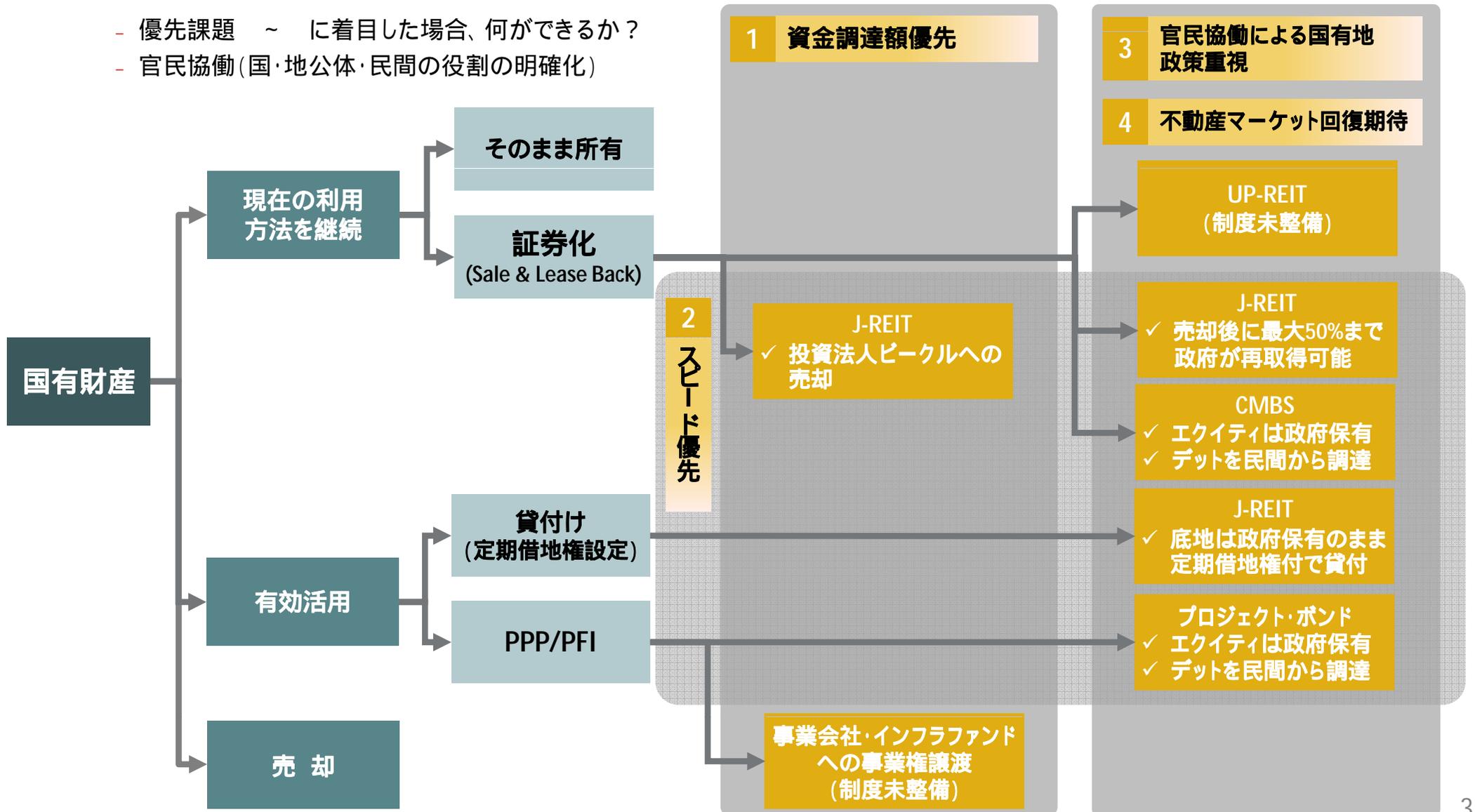
- 資産デフレ防止のためにも日本の不動産に資金を呼び込み活性化させる取組みが必要

アジア太平洋で最も投資したい都市ランキング				
	2007	2008	2009	2010
1	大阪	上海	東京	上海
2	上海	シンガポール	シンガポール	香港
3	東京	東京	香港	北京
4	シンガポール	大阪	バンガロール	ソウル
5	台北	香港	上海	シンガポール
6	メルボルン	北京	ソウル	シドニー
7	広州	ソウル	ムンバイ	東京
8	バンコク	ホーチミンシティ	台北	ムンバイ
9	北京	広州	ニューデリー	メルボルン
10	バンガロール	ムンバイ	クアラルンプール	ニューデリー
11	香港	クアラルンプール	メルボルン	台北
12	ホーチミンシティ	バンガロール	北京	広州
13	ソウル	ニューデリー	ホーチミンシティ	ホーチミンシティ
14	ニューデリー	オークランド	シドニー	バンガロール
15	クアラルンプール	シドニー	大阪	クアラルンプール
16	シドニー	台北	広州	オークランド
17	ムンバイ	メルボルン	オークランド	ジャカルタ
18	マニラ	バンコク	バンコク	大阪
19	ジャカルタ	マニラ	マニラ	バンコク
20	-	ジャカルタ	ジャカルタ	マニラ

国有財産の管理・処分方法について

“何を優先させるか”により方法論は変わる

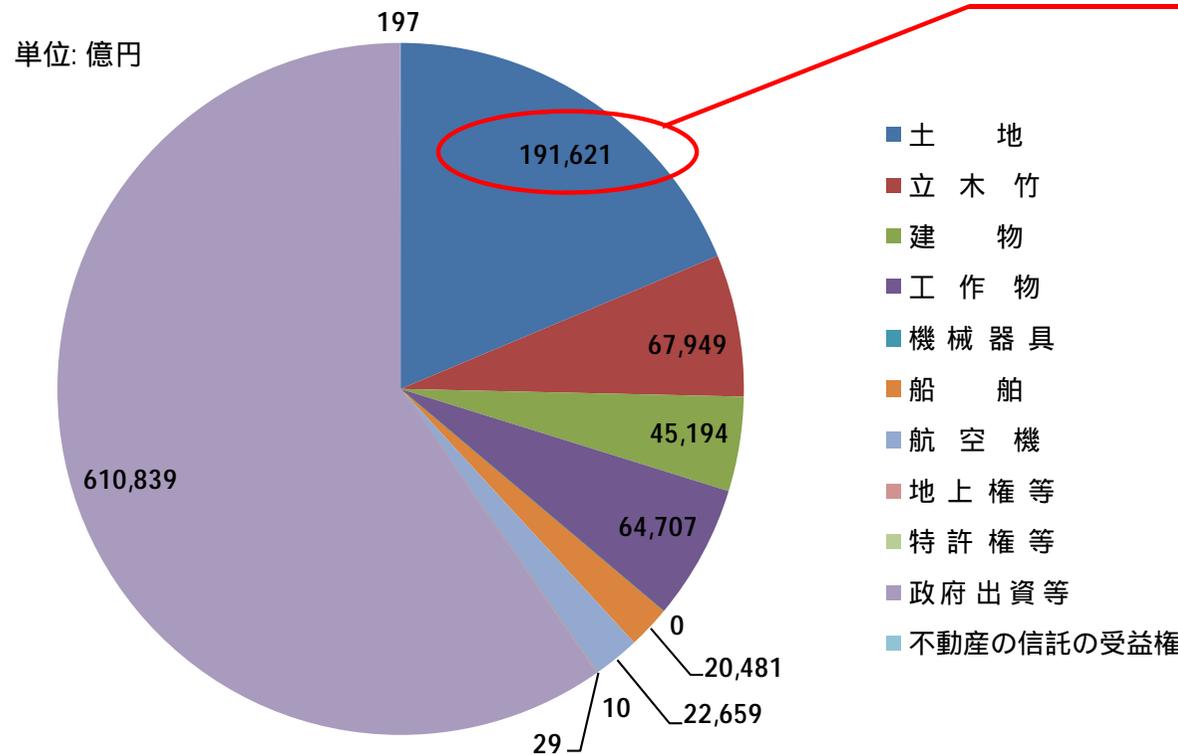
- 優先課題 ~ に着目した場合、何ができるか？
- 官民協働(国・地公体・民間の役割の明確化)



国有財産の内訳(平成20年度末現在)

国有財産102.3兆円のうち、土地の現在額は19.1兆円

- 土地のうち、行政財産13.7兆円、普通財産5.4兆円



普通財産(土地)

(平成21年3月31日現在) (単位: 千㎡, 億円, %)

区分	数量	割合	価格	割合
一般会計所属財産	946,985	91.7	52,081	95.6
在日米軍への提供地等	72,691	7.1	25,732	47.2
地方公共団体等への貸付地	93,987	9.1	20,714	38.0
時借貸付	17,239	1.7	5,186	9.5
無償貸付	73,193	7.1	13,953	25.6
減額貸付	3,554	0.3	1,573	2.9
未利用国有地	8,637	0.8	4,038	7.4
その他(山林原野等)	771,669	74.7	1,595	3.0
特別会計所属財産	85,962	8.3	2,397	4.4
合計	1,032,948	100.0	54,478	100.0

(注) 「在日米軍への提供地等」には専用施設以外の厚木海軍飛行場を含む。

行政財産(土地)

(平成21年3月31日現在) (単位: 千㎡, 億円, %)

区分	数量	割合	価格	割合
公用財産	1,172,154	1.4	124,619	90.9
うち 防衛省所管	988,895	1.1	51,760	37.7
うち 財務省所管	12,157	0.0	15,767	11.5
公共用財産	99,508	0.1	5,061	3.7
皇室用財産	19,059	0.0	4,391	3.2
企業用財産(国有林野)	85,344,408	98.5	3,070	2.2
合計	86,635,130	100.0	137,142	100.0

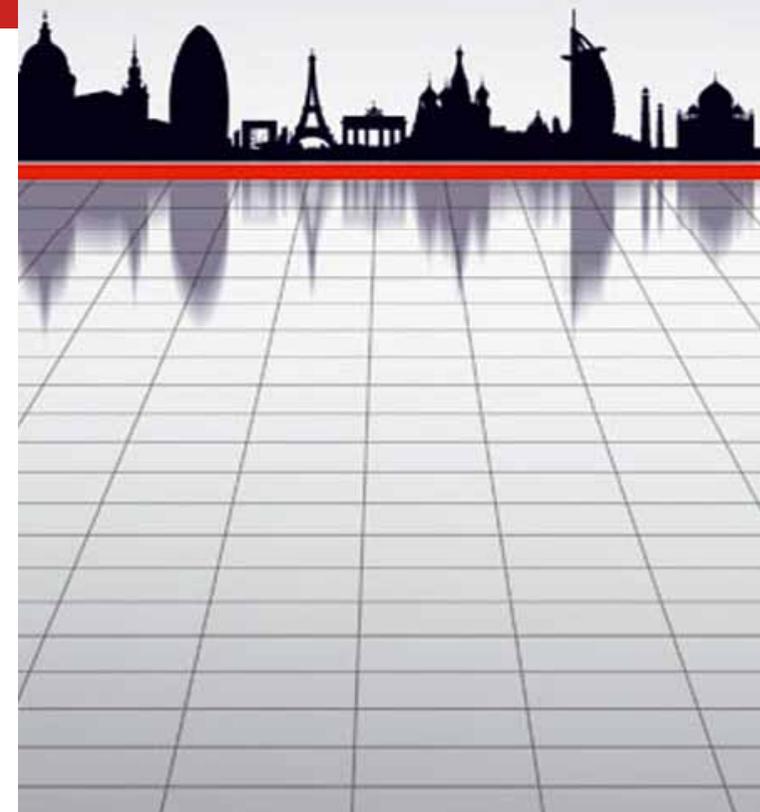
国有財産の有効活用の方針(平成22年6月発表)

新成長戦略における国有財産の有効活用について

- 新成長戦略に盛り込まれた施策の実施に当たって、地域や社会のニーズに対応して国有財産の有効活用を図っていくことにより民間主導の経済成長を後押し。
- 併せて、国有財産行政について「透明性・情報提供」、「地域連携」、「財政貢献」を旨とした見直しを行い、新たな展開を図る。
- [財務省の内部のみでなく、①一般からの意見募集②民間有識者・実務者からのヒアリング実施など、プロセスもオープンにしながら検討]

◇ 新成長戦略における国有財産の活用等		◇ 国有財産行政の新展開	
新成長戦略	国有財産の活用		
(1)人々の安心につながる分野 ～健康大国戦略、 雇用・人材戦略～	<ul style="list-style-type: none"> ○保育所、介護施設、障害者福祉施設等の整備、家庭的保育(保育ママ)事業、小規模多機能型居宅介護等の事業について、地方公共団体等の事業者が施設整備等を行う場合に、下記を実施 ①定期借地権を利用した未利用国有地の貸付 ②庁舎・宿舎の空きスペースの貸付等 ③庁舎・宿舎の建替時におけるPFIの活用による施設併設 	<p>(1)未利用国有地の管理処分方式の多様化</p> <ul style="list-style-type: none"> ○原則売却優先との管理処分方針を見直し、売却に加え、定期借地権を利用した新規貸付等個々の土地の特性に応じた最適な活用手段を選択できるよう、管理処分方式を多様化 	
(2)地方都市・大都市の再生 ～観光・地域活性化戦略～	<ul style="list-style-type: none"> ○庁舎・宿舎の集約化・跡地創出とその活用による地域活性化・都市再生への貢献 ○上記取組みの実施に当たってはエリア・マネジメントの考え方を導入し、地域と一体となって開発に貢献 	<p>(2)国有財産に関する情報提供の充実</p> <ul style="list-style-type: none"> ○財務省ホームページや「国有財産情報公開システム」を改善し、情報内容の充実、利便性の向上を図る ○国有財産台帳の土地価格を、より時価を反映したものとすよう毎年度改定(現行は5年に一度。次回は平成22年度末) 	
(3)社会資本ストックの戦略的維持管理・緑の都市化 ～観光・地域活性化戦略～	<ul style="list-style-type: none"> ○国有財産の維持管理におけるファンリテイ・マネジメントの手法の導入によるコスト圧縮 ○庁舎等施設のグリーン化の一層の推進及び省コスト化に向けた取組みの強化 	<p>(3)地域との連携強化</p> <ul style="list-style-type: none"> ○各財務局等でのワンストップ・サービス化(国有財産に関する相談・連絡等窓口の設置)を促進し、地方自治体との間で実施している連絡会議を定例化 ○未利用国有地等の情報について早期・積極的な提供を実施 	
		<p>(4)行政財産の効率的活用のための監査の充実等</p> <ul style="list-style-type: none"> ○特別会計所属財産を含めた各省庁の行政財産等に対する監査の充実・強化 ○監査結果の公表、是正事項の徹底による無駄の排除、未利用国有地などの創出に貢献 ○各省庁所管の特別会計所属の未利用国有地を財務省が一元的に管理・処分する仕組みを検討 ○独立行政法人について、総務省による不要資産見直しに協力し、国庫納付された土地を有効活用 	
		◇ 今後の取組み	
		<ul style="list-style-type: none"> ○速やかな実施と適切なフォローアップ ○「PRE(Public Real Estate)戦略」(不動産最適化戦略)の考え方を踏まえた検討や国有財産の法制度等の検討 ○独立行政法人や国立大学法人、地方公共団体など、土地等の資産を持つ他の公的部門との情報交換や連携について検討 	

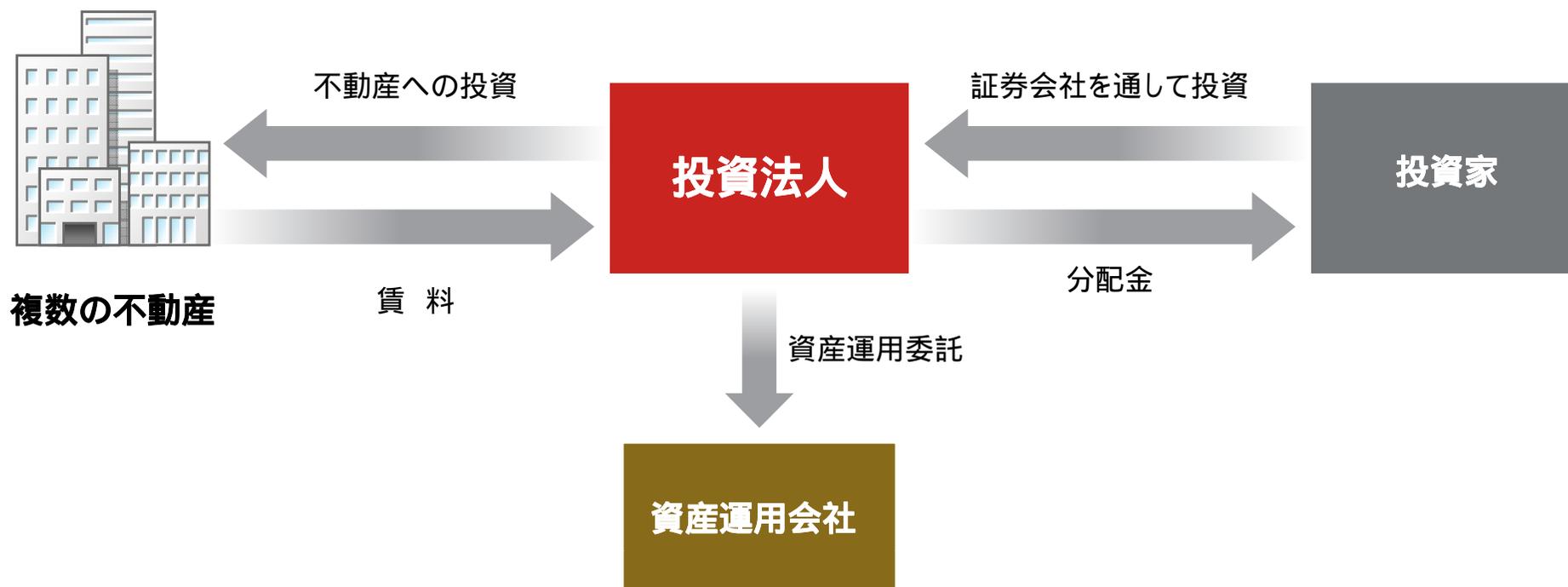
II. J-REITの活用について



J-REITとは

不動産投資信託(J-REIT: Japanese Real Estate Investment Trust)の仕組み

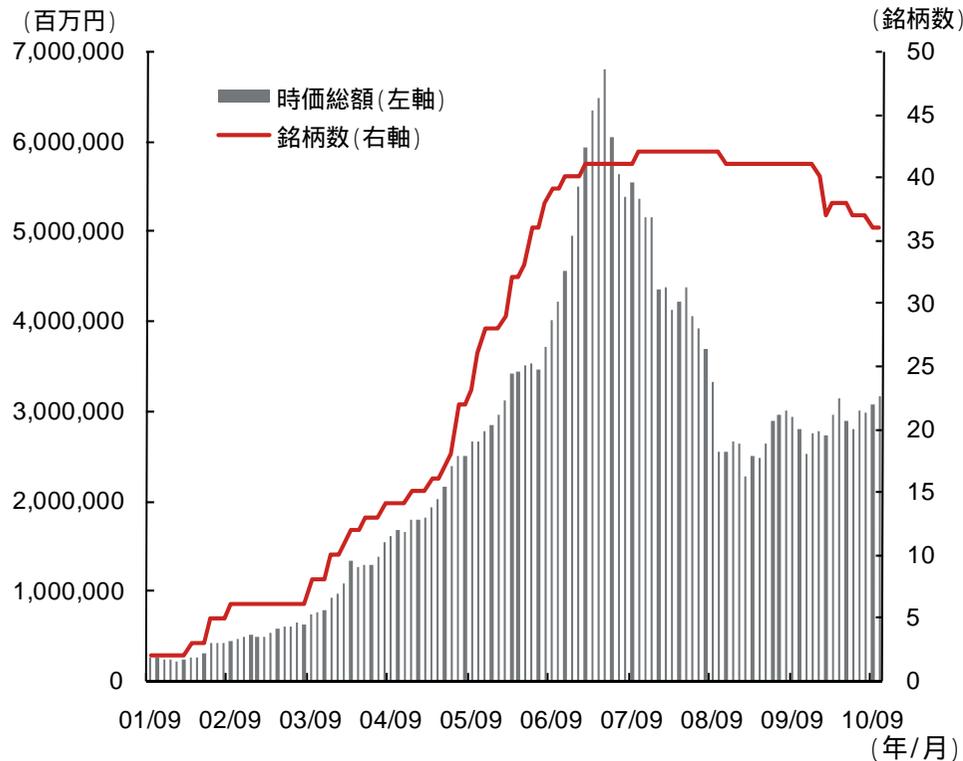
- 投資家から集めた資金で不動産投資の専門家がオフィスやマンション等の不動産を購入し、運用します
- 購入した不動産を賃貸し、その賃料収入や売却益から費用を差引いた残りの収益を投資家に分配します
- 配当可能利益の90%超を分配すること等、一定の要件を満たすことにより、法人税が実質非課税となります。要件を満たせない場合には、法人税が課税されます
- 金融商品取引所に上場していることから、現物不動産投資に比べ高い流動性(換金性)が確保されています



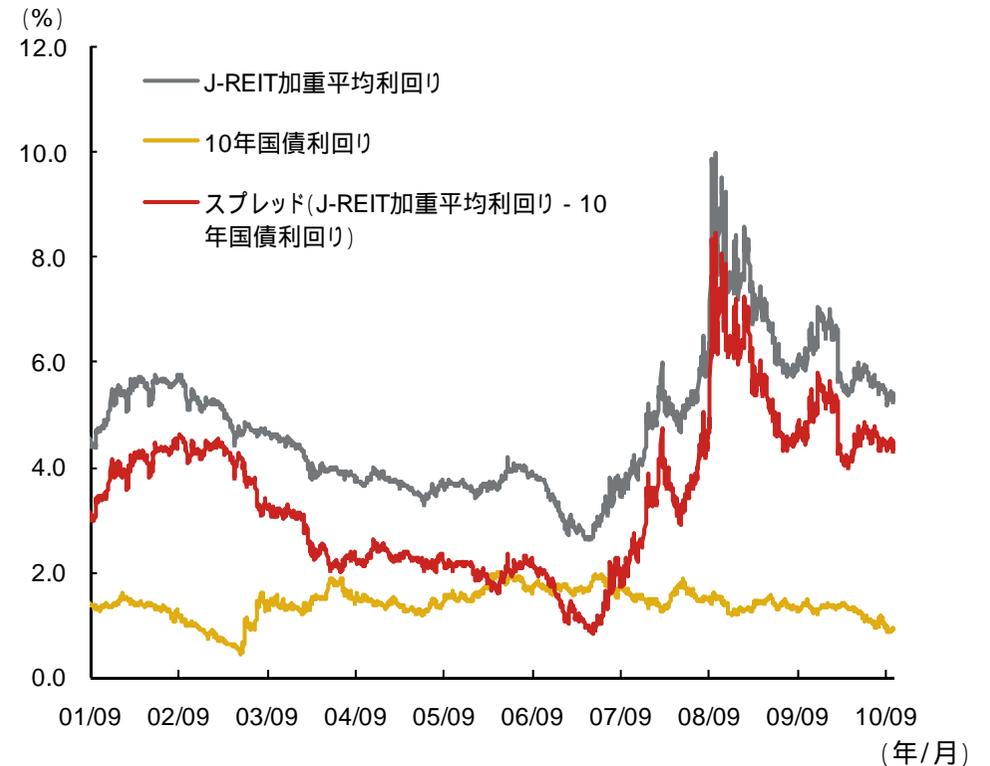
J-REITマーケットの状況

2010年10月末の上場REIT数は36銘柄、時価総額の合計は3兆1,572億円となっています

J-REITの銘柄数と時価総額



J-REITの分配金利回りと10年国債利回り



前提) 上場REIT加重平均利回りは、各社の分配金利回りを時価総額で加重平均した数値。各社の分配金利回りの算出にあたっては、直近決算期(但し2010年7月末以前)会社予想を使用。但し、上場直後の銘柄については、翌期(上場2期目)を開示している場合は、翌期分配金を使用
出所) 各REIT開示資料及び野村総合研究所のデータより野村証券作成

J-REITの意義

Key Factor	Contents
<p>J-REITの活性化</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ わが国経済に与える影響 <ul style="list-style-type: none"> - J-REITによるわが国不動産の購入が進み、売買が活発化することで不動産ビジネスも活性化され、結果としてわが国経済の回復にも資する ■ 資産デフレの防止 <ul style="list-style-type: none"> - わが国金融は不動産担保を基本にしているため、不動産価格の下落は不動産業界だけの問題ではなく、わが国経済全体の問題に直結する - わが国の血液の流れが悪くなり、国民の主要な資産である不動産価値の下落により資産デフレが懸念される - 不動産価値を安定化させることは非常に重要なことであり、不動産の有力な買い手としてのJ-REITが機能すれば、資産デフレの防止に一定の役割を果たしうる
<p>J-REITの活用</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国有財産の証券化においてJ-REITを活用する意義 <ul style="list-style-type: none"> - 制度的に最も安定しているヴィークルのため、投資家にとって安心感がある - 開発型証券化、処分型土地信託の出口としても機能 - 国としてREIT化後に投資口を一定割合保有することで利益(損失)に参加する事も可能 - 投資法人の他に、資産運用会社や運営管理会社が必要な仕組みであるため、国有財産の運営・管理に関して民間の知見を活用することが可能 - ミドルリスク・ミドルリターンの運用手段を投資難に直面する日本国民に信頼できる形で提供することが可能
<p>J-REITの更なる発展のために</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ UP-REIT(Umbrella Partnership REIT)制度の導入 <ul style="list-style-type: none"> - 不動産の所有者の現物出資に対する譲渡益課税を繰り延べることを可能にするもの - 米国では、UP-REIT制度の導入が米国REITマーケットの拡大発展に大きく貢献

国有財産の有効活用におけるJ-REITの活用

テーマ	狙い	留意点
<p>国有財産(庁舎) REIT</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国保有の官舎、庁舎で構成されるJ-REITを組成 <ul style="list-style-type: none"> - 合理的かつ透明性の高い運用が要求されることを踏まえると、情報開示の充実した上場J-REITは最適な仕組み - 米国では、政府機関が入居するビルのみを扱うREIT (Government Properties Income Trust) が存在 ■ 国有財産の売却で得られた資金を政府債務の削減に充当 <ul style="list-style-type: none"> - 国債による調達代替手段を確保 - 財政健全化への取組みの象徴としての納税者向けアピール ■ 中長期的な視点で運用できる投資商品の供給 <ul style="list-style-type: none"> - 政府系テナントという性格から安定的なパフォーマンスが期待できる運用商品は、個人の投資家でも安心して投資できる不動産関連金融商品となりうる 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国有財産の売却後はJ-REITに対して賃料支払義務が生じる <ul style="list-style-type: none"> - 賃料の負担増と債務削減効果のバランスに留意が必要 ■ 一般的には、国債利回りに比べて、J-REITの要求利回りの方が高い <ul style="list-style-type: none"> - 経済性を高めるスキームや経済性を上回るメリットの検証が必要 ■ 資産運用会社その他の業者選定等において、中立性の配慮が必要
<p>ヘルスケアREIT</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国有財産(未利用国有地)をヘルスケア施設で構成されるREITに貸付け又は譲渡 <ul style="list-style-type: none"> - 介護施設等として有効活用を促す一方で賃料収入を得ることができる(安定的な税外収入の確保) - 高齢者施設需要の増大への対応という社会的ニーズを充足 - J-REITの新しいアセットクラスの創出により、投資家層の拡大、J-REIT市場の発展に資する 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 同上

III. CMBS市場の再構築について

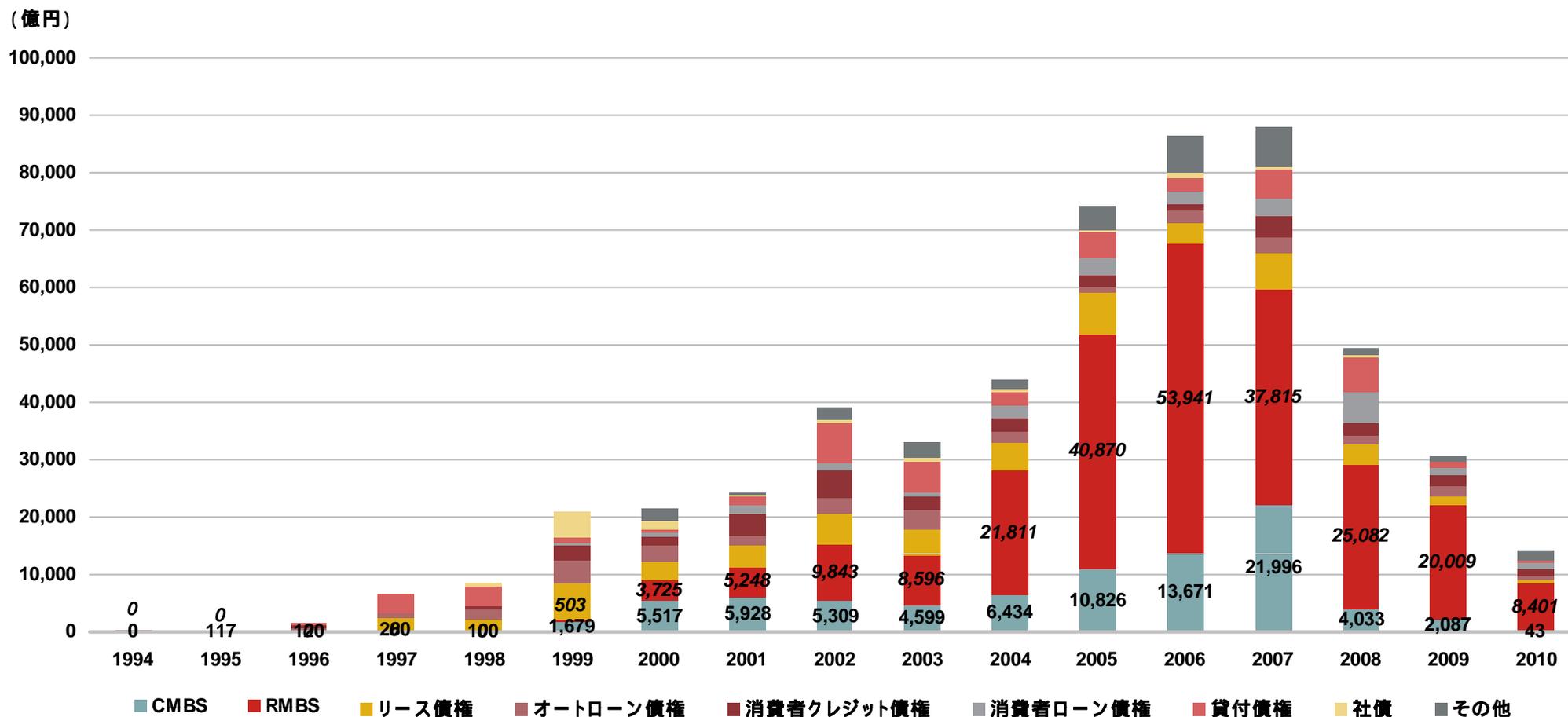


証券化市場の動向

金融セクターの混乱に伴い、証券化市場の規模は2007年をピークに急減しました

- CMBSの新規発行は限定的な水準にとどまっています

発行残高推移



注) 2010年は8月までの集計
出所) 野村証券調べ、暦年ベース

CMBS市場再構築の意義

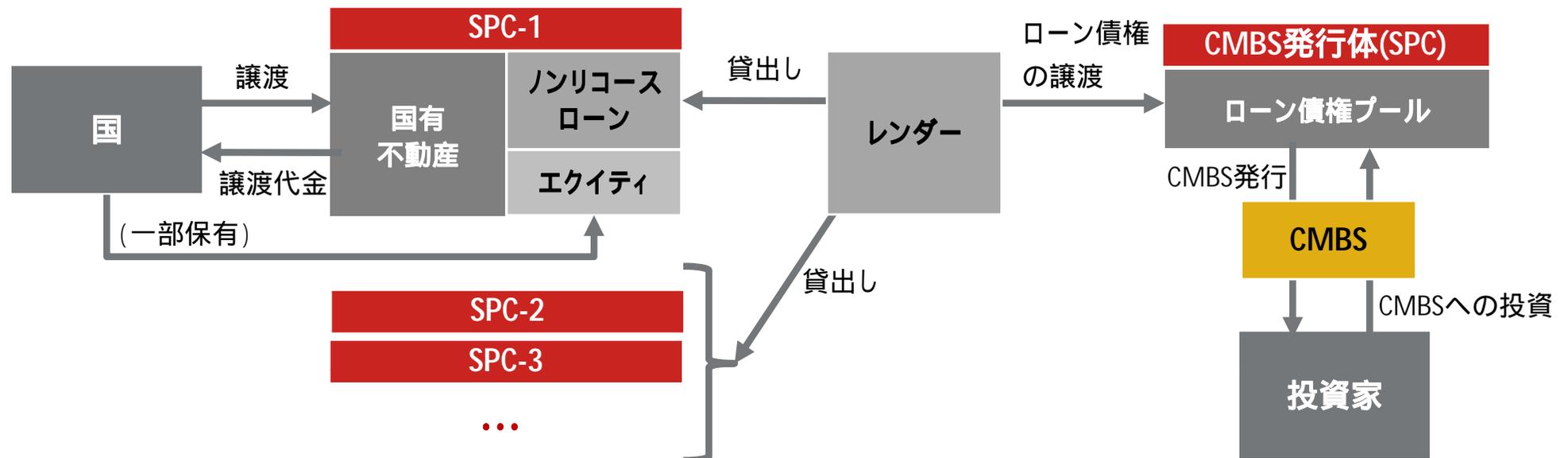
Key Factor

不動産投資市場への
長期性資金の導入

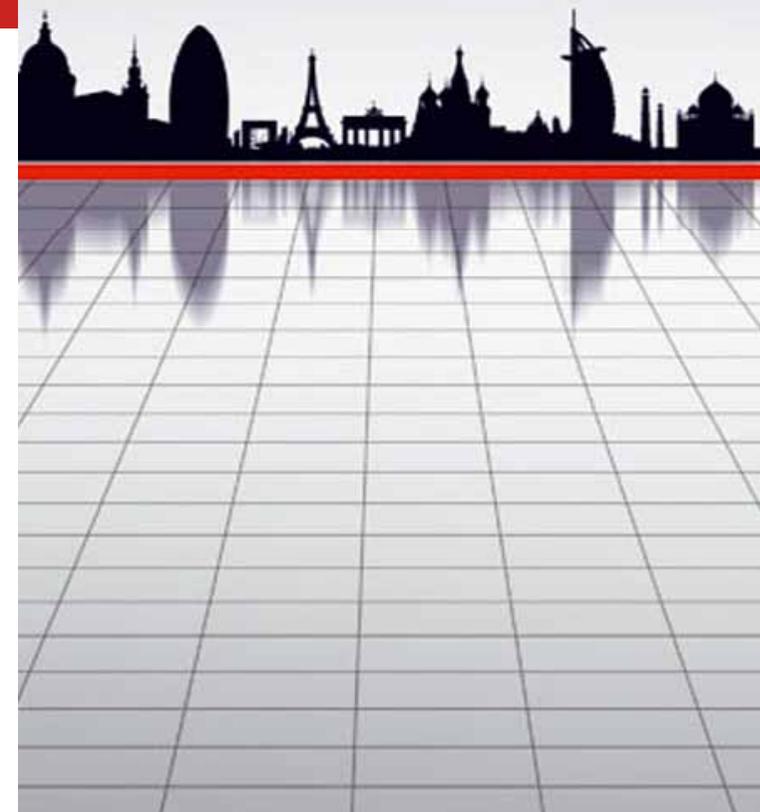
Contents

- 公的関与によるCMBSの組成により長期資金を導入し多くの投資家を募る
 - キャッシュフローのある国有不動産をエクイティとデットに分け、そのデット部分をCMBSで調達する事でリスク及びリターンは引き続き国が所有
 - 日本のCMBSはその受け皿として不動産担保ローンを提供している間接金融市場に大きく依存し、平均償還期間も米国と比較して大幅に短い
 - 長期的に安定的な運用を行うためには、運用期間と資金調達期間の構造のミスマッチを解消すべく年金等の長期性資金の導入が期待される
 - 国がCMBSに関与することによりCMBSマーケットへの関心が再び向上するとともに、国内外の年金や生損保の長期資金が流入する可能性が見込める

CMBSのストラクチャー(イメージ)

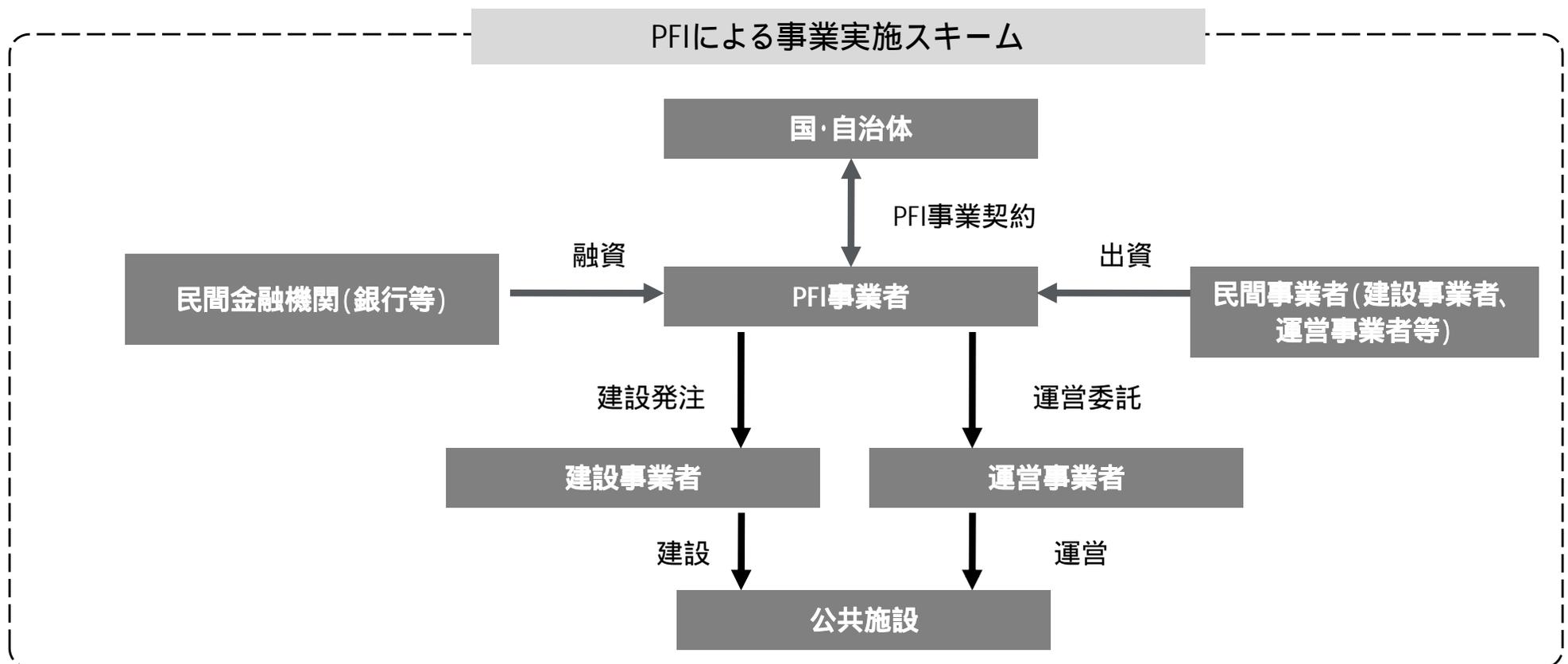


IV. PFI/PPPの活用について



従来のPFIは公共施設整備を民間事業者に一括してアウトソースする仕組み

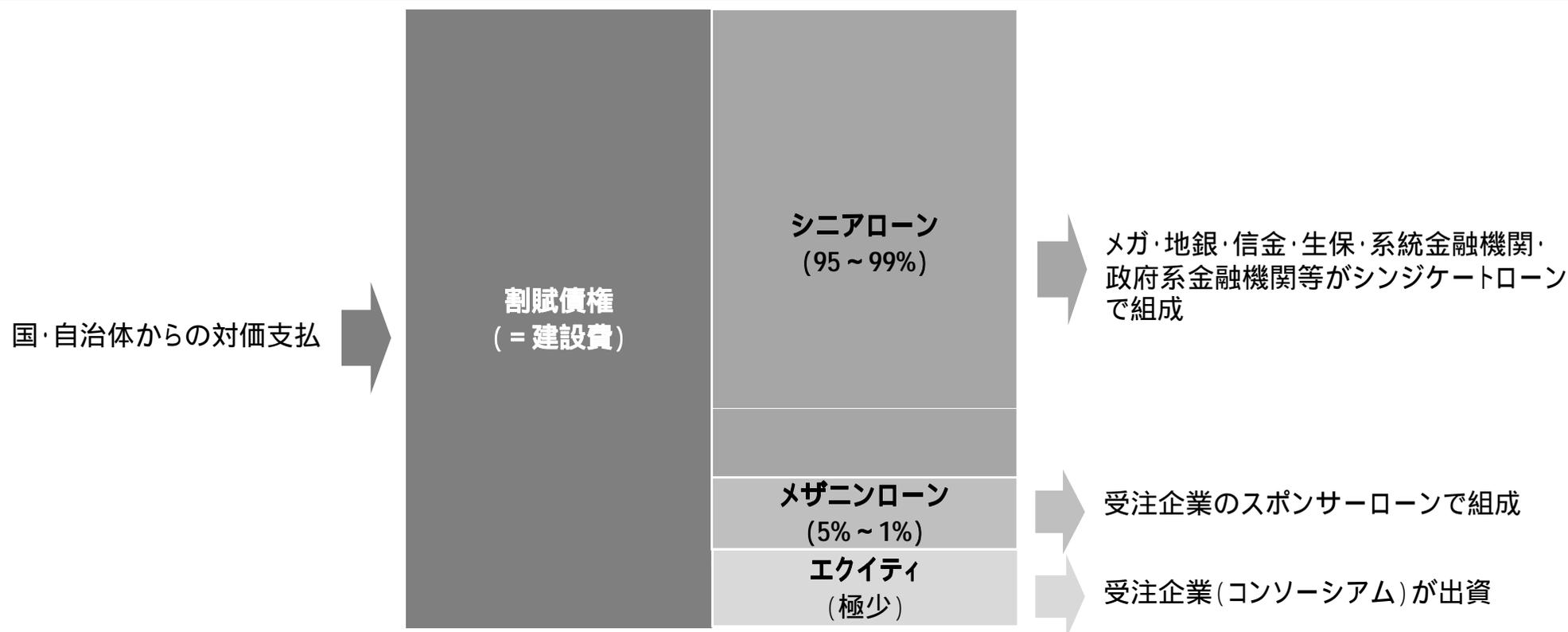
- 従来の公共事業は、国や自治体が自ら資金を調達し、建設事業者に発注して建設し、その施設を運用(ないしは第三セクター等に委託)するというスキームが一般的であった
- PFIでは、それら業務を一括アウトソーシングすることで、民間事業者が必要な資源を集めて最適な組み合わせを行い、行政にはないノウハウを活用することでVFM(Value For Money)の向上を図ることを目指している
- PFIを通じて公共事業に事業契約の概念が持ち込まれプロジェクト・ファイナンスによる資金調達の道が開かれた



従来のPFIの標準的なファイナンスでは、受注企業がエクイティ、銀行等がローンを提供

- これまでのPFIの大半を占めるサービス購入型事業の場合、施設を整備する企業(ゼネコン等)の信用力の影響は一定程度あるものの、リスクが限定されるため、建設費の殆どをシニアローンで調達するのが一般的である
- ローンの期間はプロジェクトの事業期間に左右されるが、7年～20年程度が一般的
- 長期安定的なリターンを求める投資家は、これまでのPFIファイナンスに参加していない

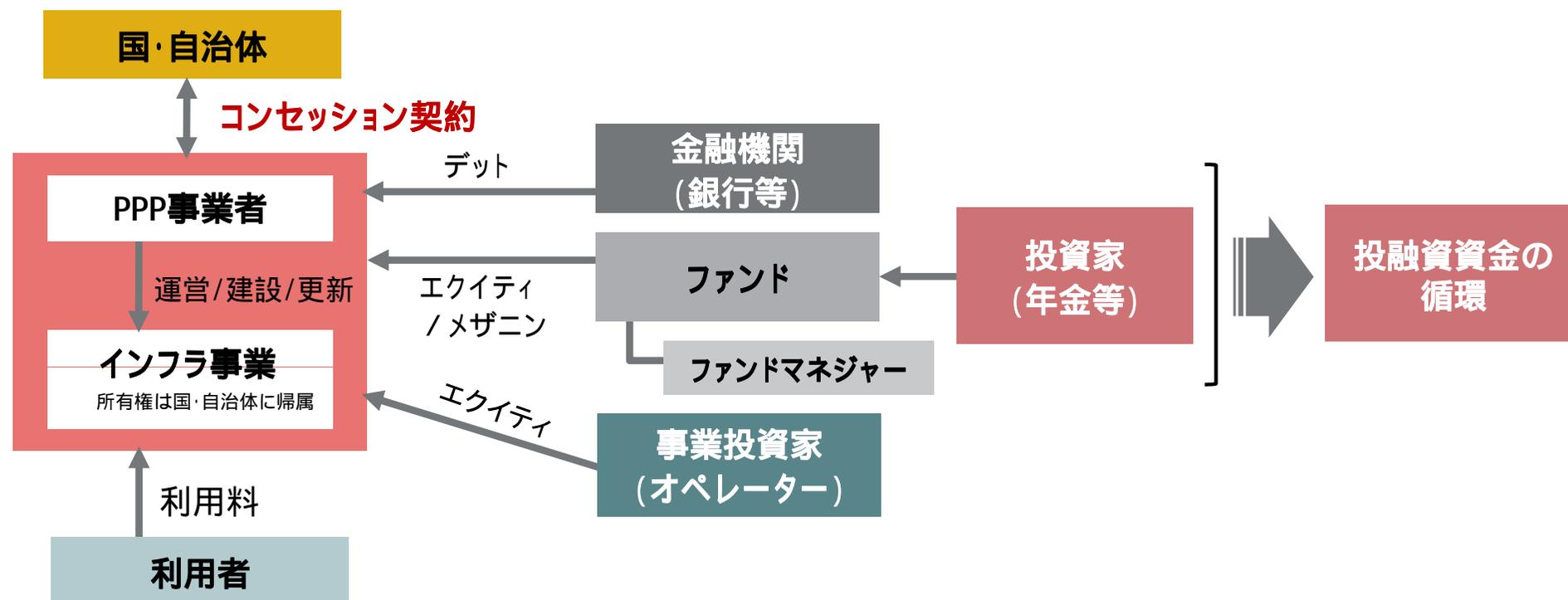
PFI事業のSPCのバランスシート



新たなPFI/PPP事業への民間資金はインフラ・ファンドを通じて提供されると想定

- インフラ資産は、長期安定運用を目指す年金等の機関投資家にとっては有用な投資対象であり、投資家の関心も高いが、これまでは国内での投資機会に恵まれていない
- 民間資金によるインフラ整備が国内で成立するためには、制度整備 対象事業 投資家 事業運営者(オペレーター)という要素が必要となる
- インフラが民間のビジネス分野ではなかったことにより、インフラ・ビジネスに関わる民間事業者は少ない

コンセッション方式によるPFI/PPP事業

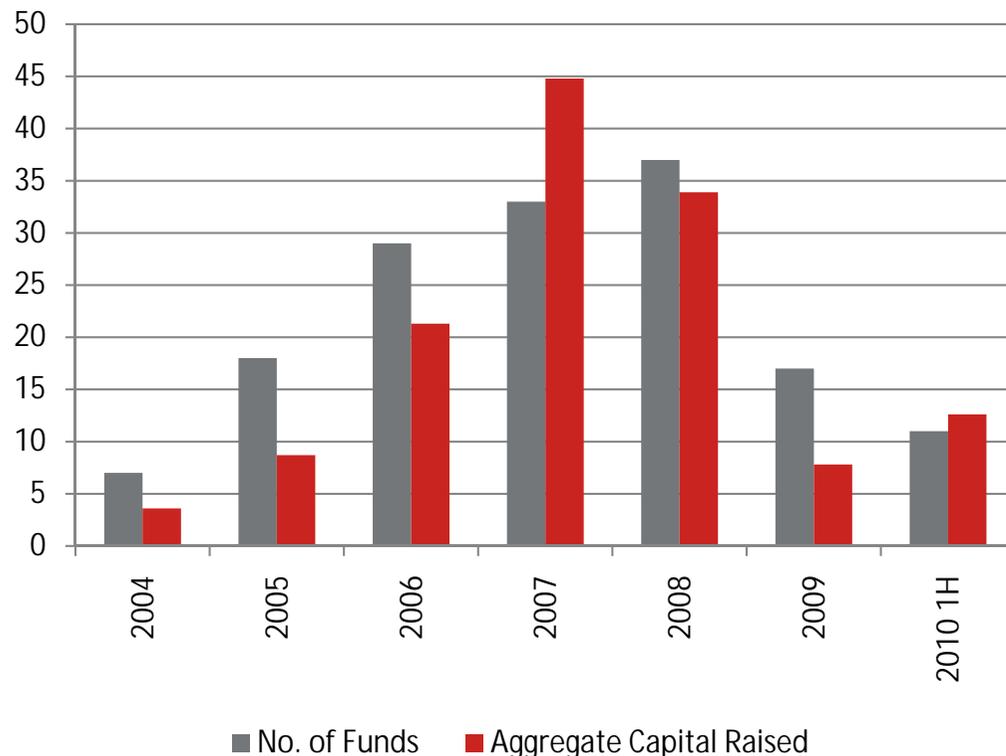


インフラ事業への投資はインフラ・ファンドを経由した年金等の長期資金が支えている

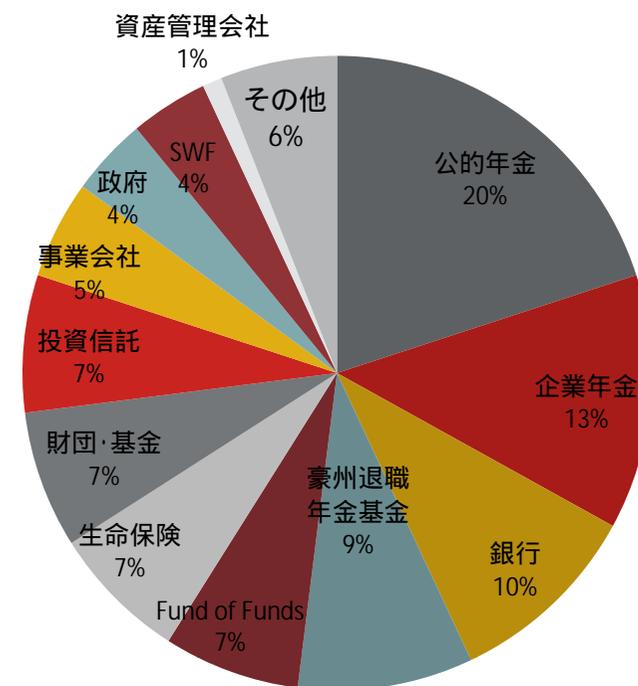
- インフラ・ファンドの投資先は、従来は欧州や米国などの先進国中心の市場であったが、2007年以降新興国と先進国をミックスして投資するグローバル型のファンドが増えてきており、金融危機後は新興国への展開が予想される
- 世界におけるインフラ・ファンド向けの資金は、年金基金が占める割合が圧倒的に大きいものとなっている。年金基金からファンドに直接投資されるものに、信託銀行や資産運用会社、ファンド・オブ・ファンズを経由して投資されるものを加えれば、全体の半分を年金基金が占めるものと考えられる

インフラ・ファンドの設立状況

(ファンド数、10億ドル)



世界のインフラ・ファンドへの資金提供者の割合



新たなPFI/PPP事業の制度整備を巡る最近の動き

- 国土交通省が「新たなPFI/PPP事業」の提案を募集(8月下旬説明会開催)
- 国土交通省が「官民連携による民間資金を最大限活用した成長戦略の推進」を実施するために14億円の予算要求
- 内閣府PFI推進室が「民間資金等活用事業支援事業」として官民インフラファンドへの投資資金150億円を予算要求(特別枠)
- 新成長戦略(2010年6月閣議決定)に基き、内閣府PFI推進室によりPFI法改正に向けて検討がなされている

PFI法改正のポイント

既存の法制度に特例を措置する機能をPFI法に組み込むことが有効と史料
(公共サービス改革法第29条と同じ機能)

- コンセッション方式の導入を前提とした公物管理権の民間への部分開放(事業者の権限・業務範囲の拡大)
- コンセッション方式の導入における事業運営権限を包括的な一つの財産権として位置づける
- 税制面での優遇措置
- 民間には無いノウハウを持った公務員の民間への出向を円滑化
- 事業に適合した調達手続きの設定

プロジェクト・ボンド導入の意義

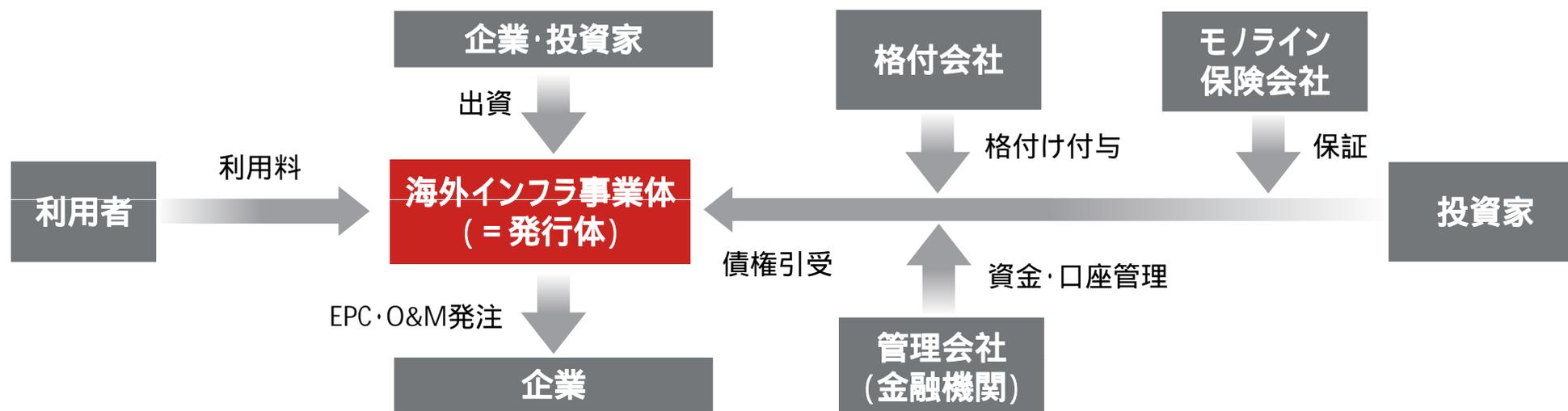
Key Factor

インフラ事業への
民間資金の導入

Contents

- インフラ事業から生み出されるキャッシュフローを原資とした証券化商品
 - 本来はPPP事業のデット部分の調達手段の一つ
 - 事業運営権は引き続き政府及び政府関連企業が保持しデット部分のみ民間から調達することも可能
 - 政府保証の枠組みからは外れ、事業の安定性により調達コストは変化
 - 多くの発行体が発行する債券に格付会社から格付を取得しており、低格付を補うためにモノライン保険会社からの信用補完を受けているケースも
 - 米国においては公営企業などが営む特定の事業(電力・ガス・上下水道・病院・学校等)の資金調達として一般化

海外におけるプロジェクト・ボンドのストラクチャー



注) EPC; Engineering, Procurement and Construction (設計・調達・建設), O&M; Operation and Maintenance (運転・保守)
出所) 経済産業省資料より野村證券作成

民間資金によるインフラ投資を誘発するために必要な検討項目

投資家が参加しやすいフレームワークの整備

我が国のインフラ整備事業が、国内投資家の投資対象として認識され活発な投資が行われるためには、投資家がこれまでインフラへの投資経験が十分ではないという状況を踏まえ、投資家が参加しやすいフレームワークが整備されることが望まれる

- インフラ分野への投資家の参画を促すために、既存のインフラ(キャッシュフロー及びトラックレコード)を新たなPPP事業の対象とする
- 投資資金が循環するようにPPP事業における投資持分の売却を前提とする
- インフラ・ファンド等の金融投資家がPPP事業へ参画できる枠組みとする
- 民間ビジネスとして定着するように優良なPPP事業を国・地方自治体が持続的に提供する

まとめ

- 先進国及び新興国においては、民間資金を活用したインフラ整備の必要性が増大しており、特に日本を含む先進国では、新規だけではなく更新需要についてもPFI/PPPの活用が期待される
- 我が国へのPFIの導入(1999年7月PFI法施行)により、公共事業に契約の概念が持ち込まれ、プロジェクトファイナンスによる資金調達の仕組みが導入された
- 一方で、従来のPFIは、全体の約70%がサービス購入型を占め、民間へのリスク移転は限定的となっており、ファイナンスに関しても投資家が参画する余地は無かった
- インフラ資産は長期安定運用を目指す年金等の機関投資家にとっては有用な投資対象であり、投資家の関心も高いが、これまでは国内での投資機会に恵まれていない
- 世界のトレンドを見ても、民間資金はインフラ・ファンドを通じてインフラ資産へ投資される
- 新たなPFI/PPPのフレームワークを構築する際に投資家が参画できる制度整備を行うことができれば、本格的なPFI/PPP事業の発展を期待できる
- 投資家及び民間事業者がインフラ事業という新しい産業分野で活躍することにより、経済の活性化と財政負担の軽減が実現できる
- プロジェクト・ボンドというデット部分のみの調達も考えられるが、マーケットの対応力は未知数であり、制度的な問題も存在

本資料は、ご参考のために野村証券株式会社が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、野村証券株式会社はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券株式会社に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。