

第1回

不動産市場安定化ファンド(仮称)の設立・運営に関する検討委員会

議事次第

日時：平成21年6月30日 10:00～

会場：ベルサール八重洲「Room 5」

1. 開会

2. 議事

- (1) 不動産市場安定化ファンド(仮称)について
- (2) ワーキングチームの設置について

3. 閉会

[配布資料]

資料1：「不動産市場安定化ファンド(仮称)の設立・運営に関する検討委員会」委員名簿

資料2：「不動産市場安定化ファンド(仮称)の設立・運営に関する検討委員会」の設置について

資料3：経済危機対策に掲げられた「ファンド」の位置づけについて

資料4：不動産市場安定化ファンド(仮称)について(議論のたたき台)

資料5：ワーキングチーム委員(案)

以上

資料 1

「不動産市場安定化ファンド（仮称）の設立・運営に関する検討委員会」 委員名簿

平成21年6月30日現在
(敬称略)

かたやま 片山	ひろし 浩	三菱地所株式会社投資マネジメント事業推進室長
くさの 草野	すすむ 晋	株式会社日本政策投資銀行都市開発部長
くわはら 桑原	ゆきえ 幸江	新日本アーンストアンドヤング税理士法人代表社員
ごとう 後藤	としひこ 敏彦	株式会社三菱東京UFJ銀行 ストラクチャードファイナンス部副部長
こばやし 小林	のぶお 信夫	不動産鑑定士 財団法人日本不動産研究所特定事業部長
たきざわ 滝沢	さとし 聡	三菱UFJ信託銀行株式会社経営企画部協会担当部長
たむら 田村	こうたろう 幸太郎	弁護士 牛島総合法律事務所パートナー
とだ 戸田	ちふみ 千史	ジャパンエクセレントアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長
はらだ 原田	しやうへい 昌平	公認会計士 新日本有限責任監査法人シニアパートナー
ふなおか 船岡	あきひこ 昭彦	三井不動産株式会社企画調査部長
まきしま 巻島	いちろう 一郎	社団法人不動産証券化協会専務理事
わたなべ 渡辺	あきら 晶	野村證券株式会社アセット・ファイナンス部次長
かいぼり 海堀	やすき 安喜	国土交通省総合政策局不動産課長

「不動産市場安定化ファンド（仮称）の設立・運営に関する検討委員会」 の設置について

1. 目的

世界的な金融市場の混乱及び急速な信用収縮により、都市開発・不動産分野における資金調達に急速に困難となっており、キャッシュフローが安定し損益面も黒字が確保されている上場不動産投資信託（Jリート）においても、資金繰りが逼迫している状況にある。

不動産市場の動向を表す象徴的な存在であり、これまで優良な不動産の有力な買い手であったJリートに資金がつかないことは、買い手不在の不動産市場に拍車をかけ、保有する不動産を資金調達を目的として投げ売ることが続けば、成約価格が著しく下落する恐れがある。

Jリートへの資金供給の停滞は、不動産、建設、設備など、幅広い関連事業に影響が出るだけでなく、このまま放置すれば、上記のような不動産市場において適正な価格形成が行われな『負のスパイラル』に陥ることになり、不動産業のみならず、個人や企業が所有する約2,300兆円に及ぶ日本の不動産全体の資産価値が大きく下落し、不動産担保に基づく金融システムや実体経済へ深刻な影響をもたらすことが懸念される。

また、Jリートは、キャッシュフローが安定し損益面も黒字が確保されているため、投資法人債の償還リスク等を軽減し、ファイナンスを安定化させることにより自立的な成長が期待できる。

このため、本年4月10日に公表された「経済危機対策」において「官民一体となったファンドの創設等によるJリートへの資金供給」が盛り込まれ、Jリートに対する新たな資金供給を行い、投資法人債の償還リスク等を軽減するとともに、買い手としての機能を回復させるファンドを官民一体となって組成し、透明性の高いJリートの活動を通じて市場における価格形成機能を回復させることにより、不動産市場の安定化と資産デフレの防止を図ることとしたものである。

本委員会は、不動産市場安定化ファンド（仮称）の設立に向けて、関係業界（不動産業、金融機関等）、行政、有識者等により、当該ファンドの設立・運営に関するルール作りを行うために設置されるものであり、当該ルールに基づき、適切にファンドが組成・運営されることを期待するものである。

2. 検討予定

第1回委員会（6月30日）

- ・議論のたたき台について
- ・ワーキングチーム（WT）の設置

第2回委員会（7月中旬）

- ・WTでの検討状況報告

第3回委員会（7月下旬～8月上旬）

- ・ファンド組成・運用ルール等に関する中間とりまとめ

第4回委員会（8月下旬～9月上旬）

- ・最終報告に向けての議論

経済危機対策に掲げられた「ファンド」の位置づけについて

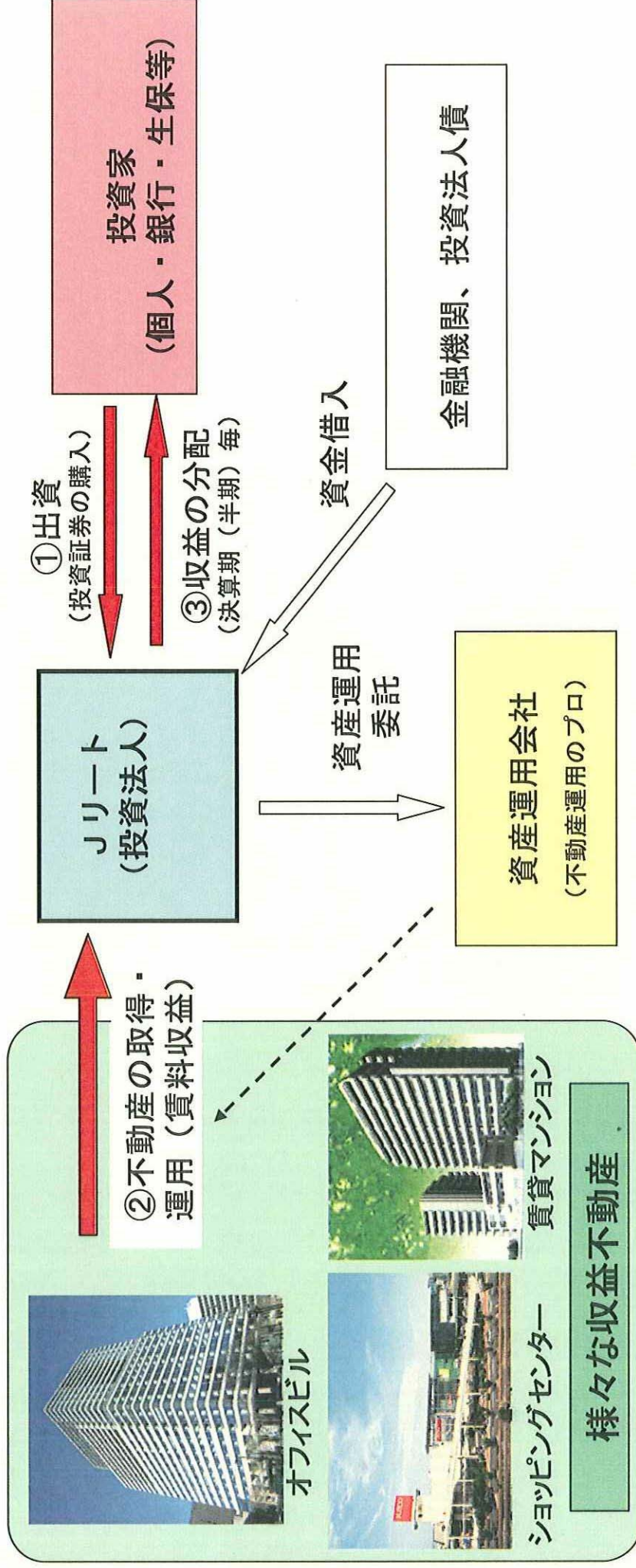
平成21年6月

Jリートのしくみ

(改正投信法の施行(H12.11)、Jリート2銘柄の初上場(H13.9))

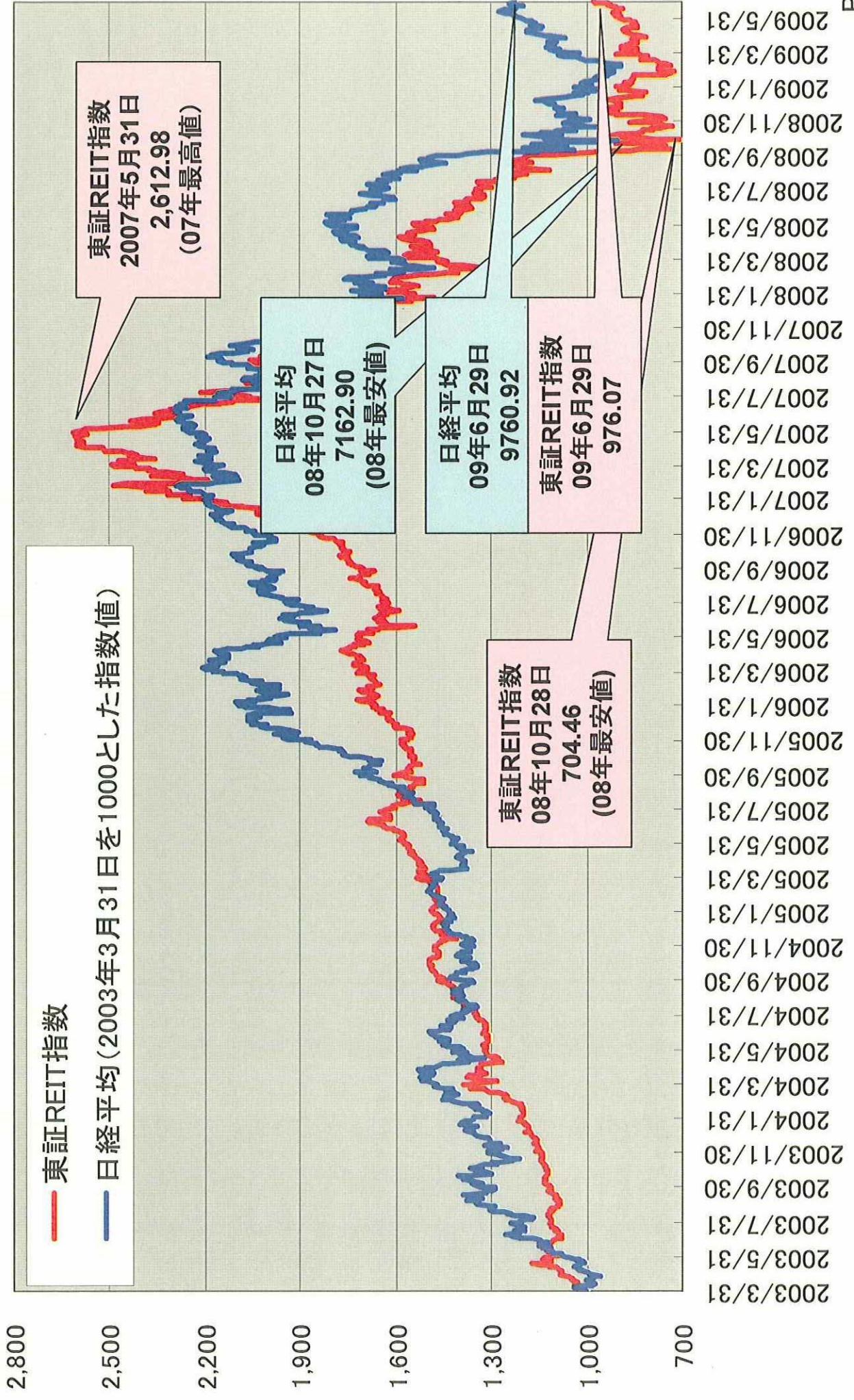
Jリートは、豊富な資金を使った物件の購入やバリュアアップ等を通じて地域経済の活性化や優良な都市ストックの形成を促進するなど、我が国の都市整備等に大きく寄与。

* REIT・・・Real Estate Investment Trustのこと
(不動産投資信託)



* 課税については、Jリートの収益には課税されず、投資家の受け取る収益に対して課税が行われる仕組みとなっている。

東証REIT指数と日経平均株価の推移



経済危機対策(平成21年4月10日) 抜粋
～「経済危機対策」に関する政府・与党会議、経済対策閣僚合同会議

(別紙2)

I. 緊急的な対策－「底割れ」の回避

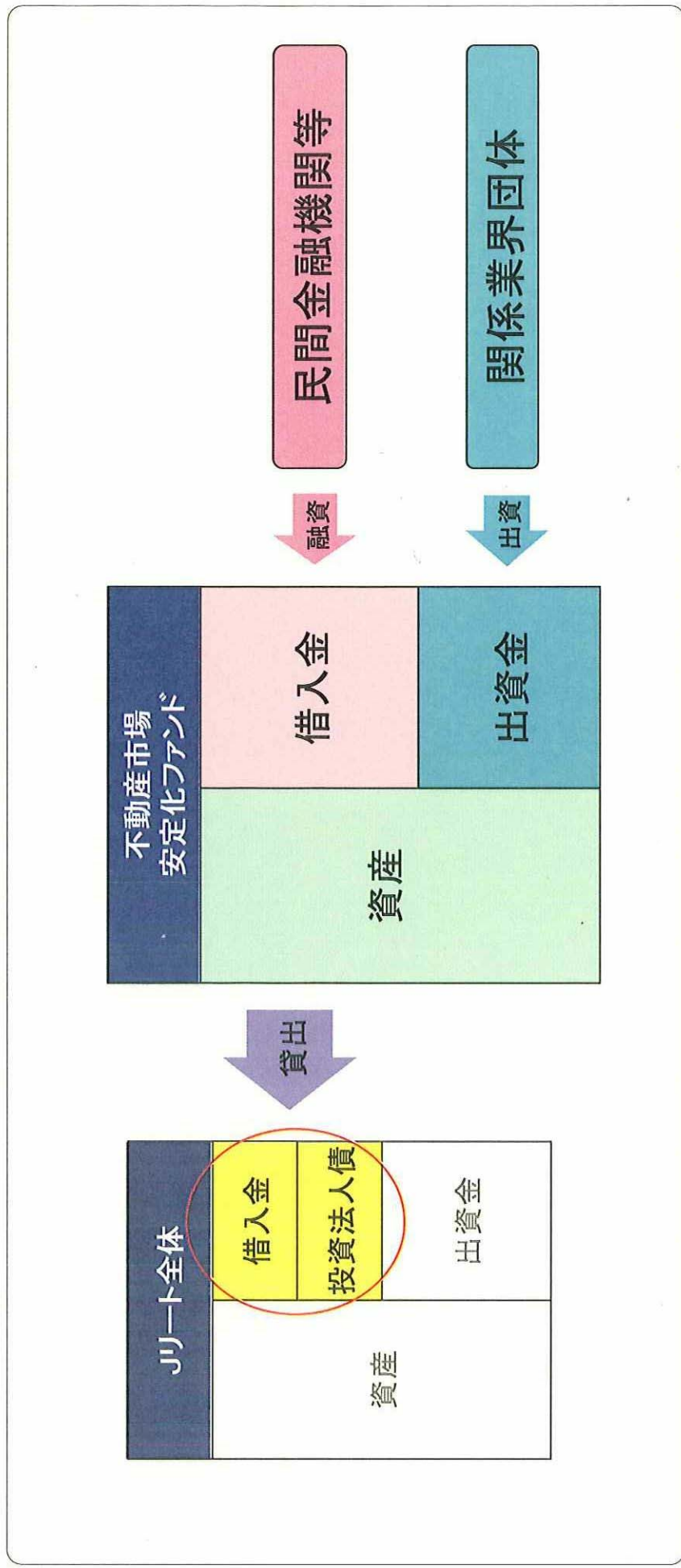
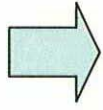
2. 金融対策

○住宅・土地金融の円滑化

- ・ 官民一体となったファンドの創設や日本政策投資銀行等によるJ-REITへの資金供給の充実

Jリートへの資金供給を目的とする官民一体となったファンドの創設

Jリートへの資金供給を目的とする官民一体となったファンドの創設に向けて、関係業界、行政、有識者、実務家等により、出資・融資など設立に関するルールを明確化する。



不動産市場安定化ファンド（仮称）について（議論のたたき台）

I. ファンドの目的・考え方

I-1. 不動産市場安定化ファンド（仮称）の趣旨・目的

- 世界的な金融市場の混乱及び急速な信用収縮により、都市開発・不動産分野における資金調達が急速に困難となっており、キャッシュフローが安定し損益面も黒字が確保されている上場不動産投資信託（Jリート）においても、資金繰りが逼迫している状況にある。
- 不動産市場の動向を表す象徴的な存在であり、これまで優良な不動産の有力な買い手であったJリートに資金がつかないことは、買い手不在の不動産市場に拍車をかけ、保有する不動産を資金調達を目的として投げ売ることが続けば、成約価格が著しく下落する恐れがある。
- Jリートへの資金供給の停滞は、不動産、建設、設備など、幅広い関連事業に影響が出るだけでなく、このまま放置すれば、不動産市場において適正な価格により取引が行われな『負のスパイラル』に陥ることになり、不動産業のみならず、個人や企業が所有する約2,300兆円に及ぶ日本の不動産全体の資産価値が大きく下落し、不動産担保に基づく金融システムや実体経済へ深刻な影響をもたらすことが懸念される。
- また、Jリートは、キャッシュフローが安定し損益面も黒字が確保されているため、投資法人債の償還リスク等を軽減し、ファイナンスを安定化させることによって自立的な成長が期待できる。
- このため、Jリートに対する新たな資金供給を行い、投資法人債の償還リスク等を軽減するとともに、買い手としての機能を回復させる端緒となるファンドを官民一体となって組成し、透明性の高いJリートの活動を通じて市場における適正な価格による取引を促すことにより、不動産市場の安定化と資産デフレの防止を図ることが重要である。

I-2. ファンドの出資構成等についての考え方

- ファンドの資金調達は、シニアローン、メザニンローン、出資の3区分を基本とし、メザニンローンは日本政策投資銀行からの資金調達を検討する。
- ファンドの資金調達は、予め一定の資金をファンドにおいてプールしておかず、ファンドへの融資の申し込み状況に応じて、その都度、上記3区分の資金を調達

することを基本とする。

- ファンド組成の基盤となる出資については、不動産市場及びJリートに関係する業界各社が共同して行うことが期待される。
- ファンドの出資者団体の組成を行う場合には、その組成及び運用について合理的かつ公正なルールに基づき行われることが必要である。

II. ファンドの融資対象

II-1. ファンドの融資対象の選定の考え方

- ① 第一には、既発投資法人債のリファイナンス（借換え）資金を融資対象とする。
金融機関からの借入金については、返済期日が到来するごとに、当該金融機関に対してリファイナンスを申し込むことが可能であるが、投資法人債については、国内外の不特定多数の投資家が保有することから再調達を行うことが難しく、償還期限にて償還を行わなければならないと考えられる。投資法人債の償還資金を、金融機関からの融資で調達する場合、この資金は金融機関にとって新規融資となるため、現在の金融環境下では非常に困難である。このため、既発投資法人債のリファイナンス（借換え）資金を融資対象とする。
- ② 既存の金融機関からの借入金については、各金融機関がJリートの保有資産とその運用状況を十分に確認した上で、そのリファイナンスに適切に応じていくことを期待するものである。しかしながら、金融機関の破綻、外資系金融機関の我が国からの撤退等により、Jリートが突発的に資金不足に陥る場合には、例外的な措置として既存借入金のリファイナンス資金も融資対象に含めることを検討する。
- ③ 第二に、Jリート市場の再編を促進する観点から、各Jリートにおいて合併等の再編を行うことにより、新たに資金が必要となる場合における資金需要への対応も検討する。
- ④ さらに、不動産市場安定化の更なる促進のため、Jリートが優良物件を新規に取得する場合についても、融資対象とすることを検討の視野に入れる。
ただし、特に④は、①、②とは資金使途の性質が異なるため、本ファンドの緊急性等に鑑み、まずは①、②の融資対象への対応を優先させることとする。

II-2. 貸付条件についての考え方

- 本ファンドによるJリートへの資金供給は、国際的な金融秩序の混乱による急速な信用収縮等によって、キャッシュフローが安定し損益面も黒字が確保されているにもかかわらず資金調達に窮しているJリートに対して資金供給を行い、投資法人債の償還リスク等を軽減するとともに、買い手としての機能を回復させることによって、市場における価格形成機能を回復させ、不動産市場の安定化と資産デフレの防止を図るためのものである。

- 本ファンドによる融資等はセーフティーネット機能を担うものであるため、金利等を含めた貸付条件については、Jリート各社が市場での資金調達により早期返済することを促すような貸付条件となるように設定する。

Ⅲ. ファンドの組織・運営等

Ⅲ-1. ファンドの組織選定の考え方

- 私募ファンドの組織形態としては、合同会社（SPC）を利用する例が多いが、融資先のJリークの導管性を確保するためには、ファンドが「税制上の機関投資家」である必要があり、合同会社で当該地位を取得することは困難と考えられる。
- そこで、ファンドのビークルとして、「税制上の機関投資家」である投資事業有限責任組合（LPS）を利用することが考えられるが、合同会社とは異なり、融資を業務とするLPSに対して金融機関から多額の貸し付けを行った例はない。
- このため、これまで金銭の運用等で一般的に用いられる信託銀行等の信託勘定を組織形態として用いつつ、出資者については「税制上の機関投資家」であるLPS（出資者合同で組成）とすることにより、Jリークの導管性を確保することを基本とする（別紙参照）。
- 上記以外の形態を選定する場合でも、導管性の確保、これまでの実績等を考慮して行う。

Ⅲ-2. ファンド組織形成のためのアレンジャーについて

- ファンドの組成は、資産の原所有者やファンドへの出資を希望する者等のファンドの組成を希望する者の依頼に基づき、証券会社等のアレンジャーがアレンジメント業務として、ファンドのスキームを構築し、アセットマネージャー（AM）を選定した後に、出資者等を募集している場合が多いが、今回の不動産市場安定化ファンド（仮称）の組成においては、基本的なスキームの構築については、客観性、合理性を広く担保するため、本検討会によって行うこととする。
- このため、本ファンドにおけるアレンジメント業務は、ファンドに対する役務提供者（アセットマネージャー、信託受託者等）の選定や出資者の募集等に限定される。これらの業務には、金融商品取引業者による実施が必要であるものもあるため、本ファンドの早期組成に向けて、業界団体（例えば、社団法人不動産証券化協会）において必要に応じて、関係法令の基準を満たしたアレンジャーを選定し、準備を進めることが想定される。
- アレンジャーの選定が必要な場合においては、関係法令の基準を満たすほか、ファンド組成の実績等が十分にあり、かつ、適切なファンド組成に向けたアレンジメント業務を行う能力がある主体を選定することが必要である。

Ⅲ－３．ファンド運営のためのアセットマネージャーについて

- ファンドの組成及びファンドからの融資の実行に当たっては、アレンジャーだけでなく、運営に係る各種業務、とりわけ貸付条件等の調整・決定を行うアセットマネージャー（AM）が必要であり、その選定を早期に行う必要がある。本ファンドにおいては、Ⅲ－１．ファンドの組織選定の考え方におけるLP Sを念頭に置いた場合、その無限責任社員（GP）をAMが務めることが想定される。
- 本ファンドは、官民共同で設立するものであり、その資金については、適切、合理的かつ公平に運用される必要がある。
- このため、AMの資格要件としては、
 - ①不動産担保融資に関するノウハウを有すること
 - ②貸金業の登録を行っていること
 - ③本ファンドで想定される組織形態であるLP Sや信託を利用したファンドに関する実績があること等が必須である。

これに加え、場合によっては貸付ではなく投資法人債という有価証券の取得の形式も想定されるため、金融商品取引業者（投資運用業）の登録を行っていることが望ましい。
- 加えて、法令上求められる金融関係の規制に加え、客観的かつ合理的に公平な観点で運用されることを担保するため、個別の融資案件毎にAMの業務が予め定められた要綱等に則っているか等を確認する、出資者代表から構成される「投資委員会（仮称）」、四半期毎等はその運営状況等を確認する、有識者、専門家等の第三者により構成される「運用委員会（仮称）」を設置することとする。
- AMの選定については、上記のような本ファンドの役割を踏まえ、例えば、アレンジャー又は業界団体（例えば、社団法人不動産証券化協会）において、上記資格要件を満たしたAMの公募手続を行った上で、合理的な基準に基づき選定するなど、公正な手続で選定されることが必要である。

Ⅳ．今後の進め方

Ⅳ－１．ワーキングチームの設置について

不動産市場安定化ファンド（仮称）の設立については、本年９月以降に本格化するJリークの投資法人債償還への対応のため、迅速な対応が必要となる。

このため、ファンドの組成に関する実務に精通したメンバーでワーキングチームを構成し、その検討内容を適宜本委員会で議論することにより、効率的かつ迅速な検討を行うこととする（ワーキングチームのメンバー案については、資料５を参照）。

Ⅳ－２．検討スケジュール（案）

6月30日（火）10：00～11：30

第1回委員会

- ・議論のたたき台について
- ・ワーキングチーム（WT）の設置

（WTでの検討）

7月中旬

第2回委員会

- ・WTでの検討状況報告等

（WTでの検討）

7月下旬～8月上旬 第3回委員会

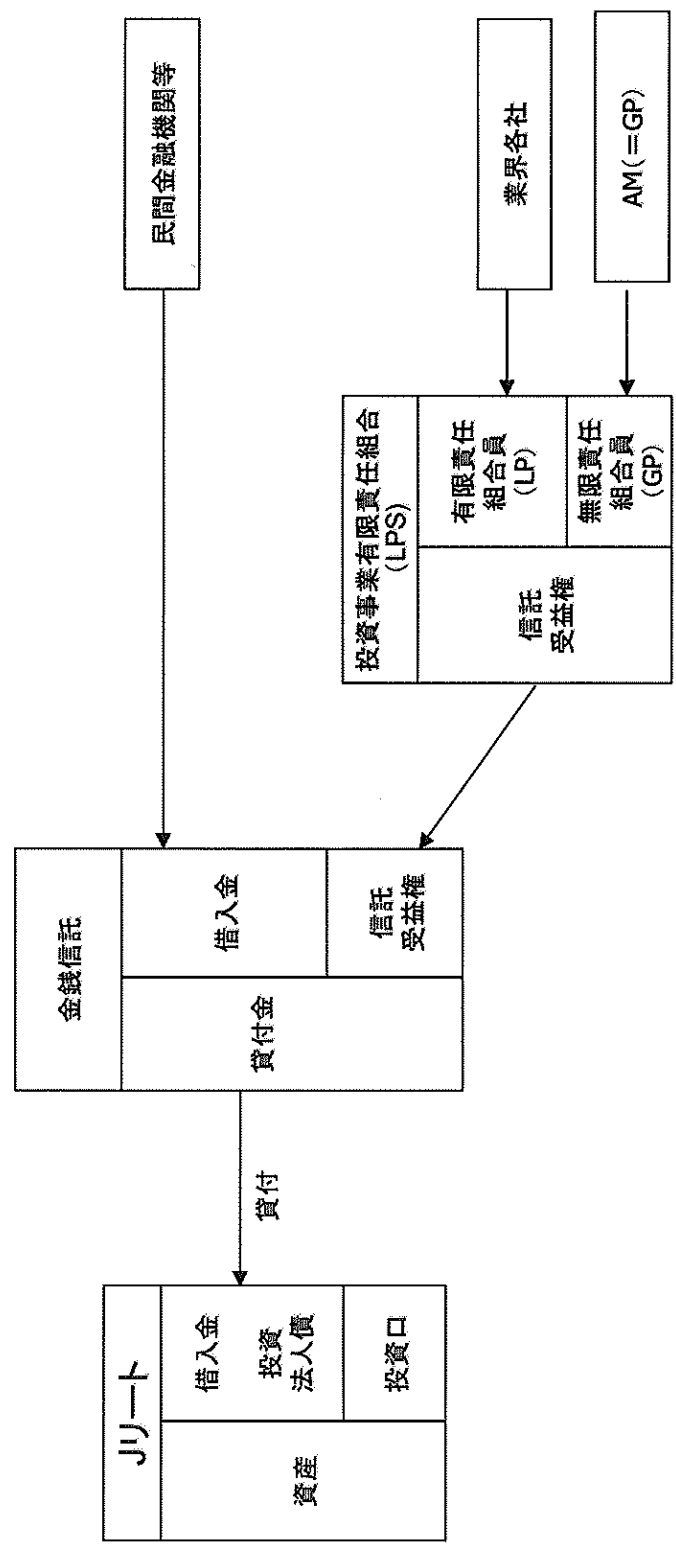
- ・WTでの検討状況報告
- ・ファンド組成・運用ルール等に関する中間とりまとめ
- ・諸外国の事例研究・調査報告

8月下旬～9月上旬 第4回委員会

- ・最終報告書に向けての議論

以上

想定されるファンドの組織形態案について



「不動産市場安定化ファンド（仮称）の設立・運営に関する検討委員会」

ワーキングチーム委員（案）

平成 21 年 6 月 30 日現在
(敬称略)

座長候補	はらだ しょうへい 原田 昌平	公認会計士 新日本有限責任監査法人シニアパートナー
委員	いくた つよし 生田 健	株式会社三菱東京UFJ銀行ストラクチャードファイナンス部 不動産ファイナンスグループ上席調査役
	いたはし としや 板橋 敏也	中央三井信託銀行株式会社不動産業務部担当部長
	おかむら まさひで 岡村 昌英	住友信託銀行株式会社 不動産投資事業部投資管理チーム主任調査役
	くさかべ たいぞう 日下部 大蔵	東急不動産株式会社事業企画室部長
	さくらい やすゆき 桜井 靖之	三菱地所株式会社投資マネジメント事業推進室参事
	しのぎ ひろし 篠木 寛司	三菱UFJ信託銀行株式会社経営企画部業務企画室室長
	たかはし ともあき 高橋 智明	株式会社三井住友銀行 不動産ファイナンス営業部企画開発グループ部長代理
	たなか しゅんぺい 田中 俊平	弁護士 長島・大野・常松法律事務所
	どき よしたか 土岐 好隆	三菱UFJ証券株式会社投資銀行本部不動産投資銀行部 マネージング・ディレクター
	なかた ゆういち 仲田 裕一	三井不動産株式会社業務管理部不動産証券化企画グループ統括
	ふじせ ゆうじ 藤瀬 裕司	みずほ証券株式会社 インベストメントバンキングプロダクツグループ コーポレートソリューション部法務戦略部長
	みつなが のぶや 光永 信也	株式会社日本政策投資銀行アセットファイナンスグループ調査役
	ももせ よしたけ 百瀬 善健	野村證券株式会社アセット・ファイナンス部 不動産投資信託課長