

## 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

### 議事概要

1. 日時：平成21年6月30日（火）10：00～11：30
  2. 会場：ベルサール八重洲「Room 5」
  3. 出席者：〔委員〕  
片山委員/草野委員/桑原委員/後藤委員/小林委員/滝沢委員/田村委員/  
戸田委員/原田委員/船岡委員/巻島委員/渡辺委員/海堀委員（計13名）  
〔国土交通省〕  
小澤建設流通政策審議官/内田大臣官房審議官
  4. 議題：(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
- 

#### ○開会

○国土交通省 小澤建設流通政策審議官 挨拶

○座長、座長代理互選（座長に田村委員、座長代理に原田委員を選出）

<以降、座長により議事進行。>

○開催趣旨説明（田村座長・資料2）

○「経済危機対策の位置づけ、本ファンドの趣旨」等の説明（海堀委員・資料3）

○「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）」の説明  
（事務局・資料4）

○自由討議

#### 【巻島委員】

・ Jリートに対する新たな資金供給を行って、自立的な成長路線に戻す力を与えることは不動産市場の安定にとって大変重要なことである。

・ 伝統的な間接金融だけでなく、市場型の金融を育成しなければならない、新しい第2の資金の流れをつくらなければいけないという趣旨で不動産証券化市場がつけられ、この市場が健全に発展するように、不動産証券化協会は設立以来会員各社とともに努力をしてきた。そしてその中核がJリート市場である。

・ Jリート市場が今回の金融危機によって資金の流れがストップし、それにより不動産価格が下落して、負のスパイラルに陥ることで金融システムや実体経済に深刻な影響をもたらすことが懸念される。このような状況の中で、各国とも同じような事情に陥っている中

で、不動産証券化協会は海外のリート団体と連携、連絡を取り合いながら議論している。

・議論されている第3の資金の流れは何かということだが、それは政策金融だろうということが一致して出ている意見である。証券市場、資本市場が機能不全になっているため、公的な関与による政策金融がそれを支えてやらないと負のスパイラルに陥る懸念をぬぐい去ることはできない。この意味で、日本の官民一体となったファンドの創設、それによるJリートへの資金供給が海外では非常に高く評価されおり、一部の新聞や英文での報道にも現れている。是非、スピード感を持ってファンドの設立、運営に関するルールづくりを行い、当協会としても設立のルールができた暁には、できる限りの協力をさせていただきたいと考えている。

#### 【船岡委員】

・Jリート市場を安定化させることを目的として、今回、官民一体となって不動産市場安定化ファンドをつくるというスキームをご決断いただきました関係行政庁の皆様方に深く感謝申し上げます。

・秋に到来する投資法人債の償還リスクが焦点となっている。そこから逆算して、緊急対応的に民間側で研究を進めてきた。今日提示した「議論のたたき台」は民間による研究の途中段階として取り纏めたものである。アレンジャーやAMの選定についても秋に向けてやっていかなければいけないので、前に進めるように議論いただければと思う。

#### 【海堀委員】

・今回の事務局の取りまとめをされる前提となる経済対策、その後の補正予算は既に決定され、関連法案についても、先週、政策投資銀行法の改正等が議決され、国会を含め国全体で取り組もうということになった。今回の金融対策の中で大きな役割を占めるのが、政策投資銀行等、政府系の政策金融をどうしていくかということである。現在8兆円の枠を拡充する取り組みが進められている。今回、Jリート向けに、このファンドを設立することで、政策投資銀行からの資金調達をメザニンローンという形をベースに検討していこうと事務局から提案されており、具体化について検討して取り組んでいくことが求められている。

・無条件の融資がモラルハザードにつながるという意見については、具体の運営をきちんとした客観的、合理的な観点を担保すること、委員会組織できちんとチェックしていくことが、今後、重要になってくるのではないかと考えている。

#### 【原田座長代理】

・本件はマーケットが非常に低迷している中で重要度や緊急性の高い政策でありこのような議論をすることはマーケットにとって有意義である。資料4の中で、ファンドの融資対象

とその選定の考え方として4点挙げられている。1つ目に投資法人債のリファイナンス、2つ目に既存の金融機関からの借入金、3つ目がJリート市場の再編を促進、4つ目にJリートが優良物件を新規に取得する場合であるが、ただし書きとして、①、②を中心となっている。確かに、施策として投資法人債と借入金のリファイナンスの優先度は高いと思われるが、現状のマーケットではJリートが二極化している中で、Jリートが保有する物件の含み損が徐々に増えており、損切りが必要になるような場合やそれに伴い資金繰りに困窮する場合も考えられる。このような弱体化しているJリートの再編を促進することでマーケットの活性化をしようということから鑑みると、③のJリート市場の再編を促進する施策が埋没しているような印象も受ける。また、④についても私募ファンド、特にCMBSのリファイナンスの問題も顕在化しており、場合によっては十分にリファイナンスが行われないとマーケットが底抜けするのではないかと懸念もある。それがひいては、Jリートの価格にも反映してくると考えれば、マーケットの価格機能を取り戻すという意味においても、私募ファンドの物件をJリートが投資適格に合うものを買収することによって市場の価格発見機能を回復させ、不動産市場をまた活性化させるということも重要ではないかと思う。

**【桑原委員】**

・LP Sは機関投資家ということで、税務上、実務的にもそのように扱っていると理解するが、所得税・法人税法上、LP Sはパススルーであり、機関投資家の判定は組合員のステータスを見なくてもいいのかという疑義が残る。ただし、あそこまで租税特別措置法でLP Sが税務上の機関投資家として列挙されていることからいけば、後ろの組合員は見なくてもいいと一般的に理解しているが、組合員の中に機関投資家に該当しない者がいるケースについて、当局への確認はするのか。

**【事務局】**

・取り扱いについては確認を行っているところ。

**【船岡委員】**

・原田座長代理からファンドの融資対象に関してご指摘があったが、研究の段階でもいろいろな可能性を追求した。投資法人債の償還が緊急の問題であるという認識から、このような優先順位となったということを示し添える。

**【巻島委員】**

・私も融資対象の件だが、この委員会で優先順位について今後、議論していくということで異論はないが、融資をする側が何か再編を相手様に促すとか、やや優越的な地位の乱用という問題があるのではないかという気がする。確かに、こういう資金需要が出てきた場合

に対応するのは当然ではあるが、①に絡んで③が優先順位が高いという位置づけは心理的な抵抗感がある。

**【海堀委員】**

・融資対象の優先順位については、足元は市場などでもリファイナンス、特に投資法人債の借換えの懸念が強く言われており、当面これをきちんと解決することが第一である。その意味で①、②をきちんと議論することが重要である。検討できる時間についても限りがあることから、優先順位についても、委員の皆様にご協力いただければと思う。

**【田村座長】**

・投資法人債については社債という性格上、なかなかリスケジュールが難しく、期限が来ると、そのデフォルトの影響は大変強いものだと推測される。マーケットがさらにクラッシュすることも想定されることから、9月に償還期を迎えることにおいては、今のところ優先順位は先ほだのご説明のとおりかと理解している。

**【巻島委員】**

・①、②を優先するということで、賛成する。

○了承事項

- ・不動産市場安定化ファンドの設立・運営のルールづくりを迅速かつ効率的に進めていくため、専門的な知識、経験を持った実務家を中心としたワーキングチームを設置することを了承。併せて、原田委員を当該ワーキングチームの座長とすることを了承。
- ・本年9月から本格化する投資法人債の償還を踏まえ、ファンドの立ち上げに向けて迅速な準備が必要となるため、ワーキングチームでの検討と連携しつつ、業界でも順次必要な準備を進めていくことを了承。
- ・「不動産市場安定化ファンド」を正式名称とすることを了承。

○閉会

以 上