

## 金融環境の変化に伴う新たな住宅政策等のあり方に関する調査（要旨）

### 1 調査の経緯等

バブル崩壊後の社会経済の構造変化に対応して進められている金融市場改革は住宅・不動産市場にも影響を及ぼし、先進的な企業において不動産証券化等の流動化手法活用の取組みが行われている。本調査は、金融環境の変化に対応した住宅・不動産市場の形成に向けた住宅政策等のあり方を調査研究することを目的として、岩田一政東京大学教授を座長とする研究会を設置し、平成10年度から2年間の予定で検討を進めてきたものである。

昨年春に公表した中間報告でまとめられた不動産証券化について米国における動向把握と日本の住宅・不動産市場への効果等の項目に引き続き、第二年度は、我が国における最近の不動産証券化の取組み事例、米国における賃貸住宅を対象とした投資の条件、米国以外の英・独・仏・豪州における動向把握を行うとともに、住宅政策における意義・効果等について検討を進め、この度、最終報告書としてとりまとめた。以下、第二年度における調査内容を中心に記述する。

### 2 不動産の証券化・小口化の最近の動向

SPC法が施行された1998年9月前後から、様々な不動産流動化案件が相次いで登場し、2000年3月末までにSPC登録件数は39件、有価証券の発行総額は1兆8,905億円、うち不動産および不動産信託受益権を対象としたものは登録件数17件、発行総額5,537億円であるが、住宅を対象とするものは少数である（図表1）。

また、投資家から直接資金を調達するスキームである不動産特定共同事業についても、同事業商品の99年の供給実績は、10件・募集額667億円で、法施行後99年末までの累計実績は、29件、募集額1,224億円に達している（図表2）。99年2月に最低出資額が1,000万円から500万円に引下げられ、同時に第三者への持分譲渡が解禁となる改正が行われた。現状では、投資家のほとんどは機関投資家で占められているが、99年に大手不動産会社が相次いで発行した商品は、個人投資家にも好評であったという。

SPCによる証券化は私募で行われたものがほとんどであるが、今後はより有利で多様な証券化を実施するために公募事例が増えていくものと思われる。投資額が最低500万円まで小口化され、第三者への譲渡が可能となったため、不動産特定共同事業法による小口化事例が徐々に増えつつある。

図表1 SPC法に基づく証券化事例（住宅を対象とするもの）

登録日	特定目的会社名	特定資産譲渡人 (発起人)	特定資産	管理処分 受託者	発行証券	(上限) 発行額	計画 期間
98.11.26	高輪アパートメント	森村産業、フォレストヴィレッジ(東京建物)	種類：不動産 用途：賃貸マンション 物件数：1	東京建物	特定社債 優先出資証券	30億 70億	7年
99.6.18	パシフィック・センチュリー・レジデンシャル・ワン	ソライト・デベロップメント・グループ・リミテッド 他	種類：信託受益権 用途：賃貸マンション等 物件数：11	安田信託銀行	特定社債 優先出資証券	120億 40億	15年
99.6.30	共同住宅証券化	スターツ	種類：信託受益権 用途：賃貸マンション 物件数：1	大和銀行	特定社債 優先出資証券	2億 8000万	7年

99.12.20	ナカバヤシ	個人(中林総合研究所)	種類：不動産 用途：共同住宅 物件数：1	ルドルフ	優先出資証券	3500万	4年 6ヶ月
----------	-------	-------------	----------------------------	------	--------	-------	-----------

(注)証券発行額はあくまでも流動化計画に記した上限枠であり、必ずしもこの規模で証券が発行されているわけではない。  
(出所)大蔵省資料、不動産シンジケーション協議会資料等を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表2 不動産特定事業法施行後の件数と募集額



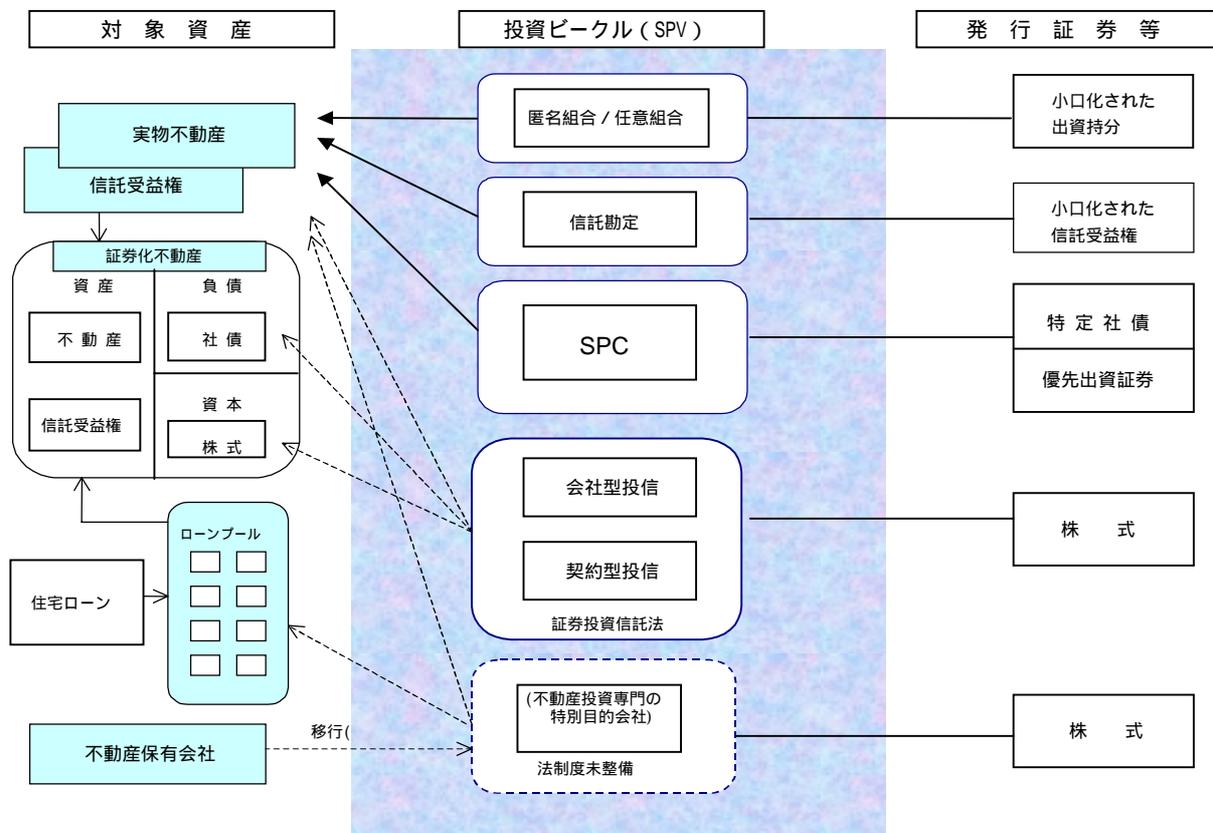
(注)95年は4月から12月までの実績  
(出所)不動産シンジケーション協議会資料より

### 3 不動産の証券化・小口化の今後の可能性

今後は、内外の投資家の多様なニーズに応えるため、様々なスキームを活用した多種多様な不動産の証券化商品・小口化商品の開発と供給が期待される(図表3)。

特に、国内SPC法に基づく特定目的会社を活用した商品、不動産特定共同事業法による小口化商品などが期待される。先の通常国会で成立した投資信託法改正の動きをうけ、大手不動産会社の中には、米国のREIT(不動産投資信託)に類似した不動産ファンドを設立する動きが出てきている(図表4)。

図表3 多様なスキームを活用した不動産の証券化・小口化のイメージ



(出所) ニッセイ基礎研究所にて作成

図表4 不動産投資ファンド分野への参入を計画する企業

不動産会社	信託銀行	証券会社	その他
三井不動産(住友生命) 森トラスト(大和 SBCM) 野村不動産 三菱地所	住友信託銀行 安田信託銀行 三菱信託銀行 中央三井信託銀行	大和 SBCM(森トラスト) 日興証券	ダヴィンチ 住友生命(三井不動産) 住友海上火災保険 オリックス 三菱商事 三井物産 伊藤忠商事 GE キャピタル クエストプロパティーズ 第一生命 東京海上火災

(注)カッコ内は公表されたパートナー。計画だけでなくすでに組成した企業も含む。

(出所)公表資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

## 5 米国 REIT 市場における賃貸住宅等への投資の条件

最近の米国 REIT 市場の特徴として、賃貸住宅を対象とした REIT がその他の REIT と比べて株価変動が少なく収益が安定しているとの評価を受けて、REIT の市況が悪い時の方がむしろ、賃貸住宅 REIT の占有率は高まる傾向を示している。2000 年に REIT が成長のために取得した不動産のうち、住宅 (Residential) が 39%と、最も多くなっている (図表 5、6)。

その背景については、第二次ベビーブーム世代の需要に支えられて共同建て賃貸住宅市場の将来性・収益安定性の評価が高いこととともに、中間報告で分析したとおり、供給側の要因として、地価が上がらなくても適正な増改築・修繕・維持管理により家賃収入の増加を通じてキャピタル・ゲインを生むという米国の賃貸住宅経営システム、米国の加速度的な減価償却制度、正当事由による解約制限のない自由な賃貸住宅経営が可能であることが指摘されている。いずれも我が国の賃貸住宅市場の活性化を図る上で重要な検討課題であるが、三点目については2000年3月1日から定期借家制度が施行されており、今後の制度の普及が期待される。

さらに米国における賃貸住宅 REIT のメリットとして明らかになったことは、次の2点。

第一に、REIT は、SPC などの導管体を活用した証券化と異なり、いわば株式会社として継続的に事業を展開していく実体のある経営主体であり、賃貸住宅居住者に対して細かな管理業務を行うことができる点、新たな物件を取得して修復・改良し、市場に提供するという業務を繰り返してストック更新ができる点において、住宅事業に適合性の高い仕組みである。さらに、開発許可、建築許可が取得できそうな土地は、既存投資家の理解が得られる範囲内で開発用地として取得・所有することも可能であり、REIT は開発型の証券化にもある程度は対応できる特殊な不動産会社ともいべき存在であること。

第二に、REIT の収益確保の源泉は、資産の取得・拡大だけにあるのではない。所有不動産の適切な管理と維持によって所有不動産の価値を高めるとともに、テナントの満足度を高めることを通じて賃料収入を増加させ、収益性を高めることができる。その手法は卓越した不動産管理業 Property Manager の手腕に負うところが大きく、業務の専門性も極めて高い。REIT 経営者も収益が低下した場合は Property Manager を直ちに解雇・交代させるなど、管理に細心の注意を払っている。厳しい競争の中で育成されてきた不動産管理の専門職が賃貸住宅等の REIT を支えていることは重要である。

図表 5 REIT の時価発行総額における賃貸住宅投資のシェア  
(1999年2月及び2000年2月時点)

NAREIT Performance Indices - Equity REITs (1999年2月26日現在)					
REIT Type (リートタイプ)	Year to date Return (平均総合利回り)	Dividend Yield (配当利回り)	No. of REITs (数)	Market Cap. (\$ million) (発行済時価総額)	Market Share (シェア)
All REITs	5.11%	7.66%	178	\$123,731	100%
Diversified (分散投資型)	7.91%	8.38%	18	13,007	10.3%
Health Care (ヘルスケア投資型)	9.47%	10.08%	9	5,622	4.5%
Self Storage (倉庫等投資型)	7.39%	5.46%	5	5,084	4.1%
Industrial (工場等投資型)	2.72%	7.13%	14	9,449	7.6%

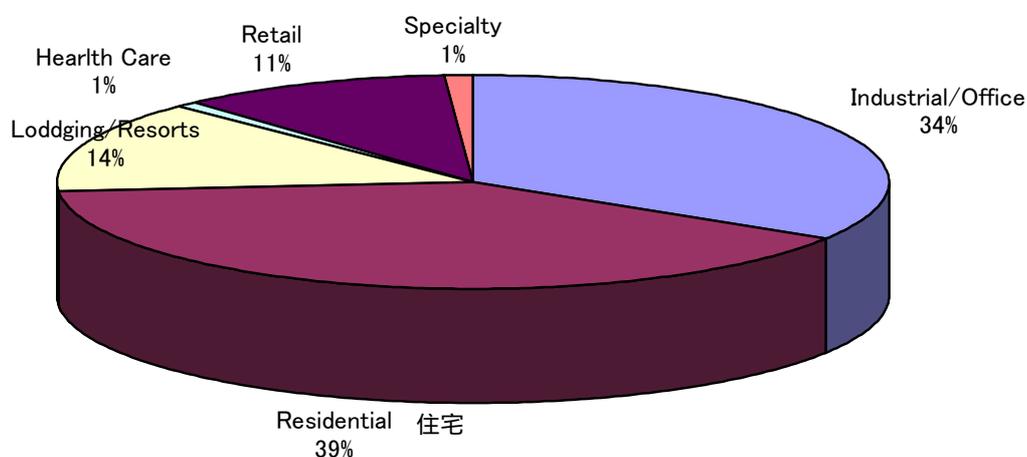
Office (オフィス投資型)	0.05%	6.97%	20	23,132	18.7%
Mixed (混合投資型)	8.01%	6.86%	8	5,461	4.4%
Apartments (賃貸アパート投資型)	2.28%	7.69%	26	21,818	17.6%
Manufactured Homes (モービルホーム投資型)	6.72%	6.53%	6	2,117	1.7%
Retail (商業・流通投資型)	8.49%	8.20%	49	26,405	21.3%
Lodging/Resorts (ホテル・リゾート投資型)	2.99%	7.15%	16	8,623	7.0%
Specialty (その他)	14.69%	8.98%	7	3,226	2.65%

NAREIT Performance Indices – Equity REITs (2000年2月29日現在)

REIT Type (リートタイプ)	Year to date Return (平均総合利回り)	Dividend Yield (配当利回り)	No. of REITs (数)	Market Cap. (\$ million) (発行済時価総額)	Market Share (シェア)
All REITs	年初来平均 0.87%	8.46%	167	\$118,110	100%
Diversified (分散投資型)	4.03%	8.36%	17	8,944	7.60%
Health Care (ヘルスケア投資型)	6.22%	13.94%	9	3,537	3.00%
Self Storage (倉庫等投資型)	0.20%	5.91%	4	4,653	3.94%
Industrial (工場等投資型)	2.28%	7.54%	10	8,426	7.13%
Office (オフィス投資型)	0.10%	7.99%	21	24,006	20.33%
Mixed (混合投資型)	5.70%	8.31%	7	5,911	5.00%
Apartments (賃貸アパート投資型)	2.22%	7.88%	21	22,423	19.0%
Manufactured Homes (モービルホーム投資型)	4.77%	7.41%	6	2,083	1.76%
Retail (商業・流通投資型)	2.43%	9.34%	50	26,745	22.64%
Lodging/Resorts (ホテル・リゾート投資型)	2.72%	12.47%	14	6,719	5.69%
Specialty (その他)	14.81%	4.75%	8	4,663	3.95%

(出所) NAREIT

図表6 2000年1月31日時点でREITが取得した不動産のタイプ別シェア  
(総投資額：12.2億ドル)



(出所) NAREIT

## 6 英国・フランス・ドイツ・豪州の住宅・不動産投資市場の現状

### (1) 英国

不動産証券化商品である Property Unit Trust (不動産小口信託、PUTs) には、非課税機関投資家を対象に 1960 年に創設された Unauthorised Property Unit Trust (非上場不動産小口信託 UPUTs) と、1991 年に創設された Authorised Property Unit Trust (上場不動産小口信託 APUTs) がある。しかし、UPUTs は流動性が低く、APUTs は法人課税の優遇を受けるための条件や上場規制が厳しいため、両者の市場規模は 95 年時点で 42.5 億ポンドにとどまっている。民間賃貸住宅市場を一層活性化させる目的で導入された住宅投資信託 (Housing Investment Trust: HIT) は、税制上の優遇措置が十分ではないこと、証券市場が上場に際して厳しい条件を付けたことから、目的を達成できない状況にあり、米国の REIT に準じた制度に転換する必要性が指摘されている。

### (2) フランス

不動産共同投資商品である SCPI は、基本的に売却を前提にしない定期的に配当のある貯蓄型商品である。募集額は 1990 年の 129 億フランをピークに、不動産市況の悪化を反映して減少が続き、98 年は 1～9 月で 5.7 億フランにとどまっている。1997 年末時点における SCPI の資産規模は 690 億フランである。SCPI が所有している不動産の総面積に占める居住用資産の面積割合は 11%強 (89 万㎡) である。

### (3) ドイツ

途中で換金可能な 不動産投資信託 (オープン・エンド・ファンド) が普及している。このファンドはドイツ国内のみならず、英国、フランスなど他の欧州諸国の投資用不動産も直接購入し成長を続けており、1998 年の時価総額は 920 億マルクに達している。ただし、投資対象は事業用不動産である。住宅モーゲージの証券化市場は欧州の中では比較的発達しており、96 年時点で 1 兆 4,310 億マルクの残高をもつファンドブリーフ債が中心となっている。

### (4) 豪州

豪州の証券化・小口化商品の動向をみると、豪州の不動産共同投資事業を含む、共同投資事業の規模は約 3,500 億豪ドルで、そのうち プロパティ・トラスト が約 280 億豪ドルを占め、1992 年以降その規模は徐々に拡大している。このような成長の背景には、豪州証券投資委員会によるライセンス制度をはじめとする新たなプロパティ・トラスト制度を構築したことによって、機関投資家の信頼が増したこと及び不動産市場の回復によるところが大きい。

## 7 住宅市場における不動産流動化策の活用と住宅政策の方向性

### (1) 不動産流動化策の住宅市場への活用

民間資金を最大限に活用しながら、良質な住宅ストックの形成を図っていくことが重要であり、証券市場からの直接的な資金調達、不動産証券化等の金融環境の変化に対応して、不動産流動化策の住宅市場への活用を図るため、投資家が不動産証券投資の可否を判断するために必要となる様々な必要な制度インフラの整備を進めることが重要。

### (2) 制度インフラ整備の取組み状況と今後の課題

a) 2000年3月1日から「定期借家制度」が導入され、賃貸収入等の不確実性を改善し不動産証券化のインカム・ゲインの予測が可能となった。ただし、居住用建物についてはやむを得ない事情による借家人からの中途解約権が認められており、これが賃貸住宅資産の証券化のリスク要因になるとの指摘がある。このリスクをカバーするには、賃貸住宅管理業者などが間に入りサブリースすることで投資家に対するリスクをヘッジする方法、また、多くの賃貸住宅をプールして証券化することによりリスク分散を図る方法が考えられる。

b) 投資家が投資判断を行うためには、裏付けとなる不動産や発行者、証券等に関する情報開示(ディスクロージャー)が必要不可欠。投資家の運用成績を判断するためのベンチマークとして、キャッシュ・フローの確定と時価評価に基づく不動産インデックスの開発が試みられているが、現時点ではオフィスと高級賃貸住宅に止まっている。賃貸住宅については成約ベースの家賃情報を得ることは容易ではないという問題が残されている。

c) 国内外の格付機関が徐々に不動産証券の格付手段を確立しつつあり、その実績が積み上げられてきている。

d) プロパティ・マネジャーなどの関連専門職の活動が注目され始めて、最近では、国内企業がデューデリジェンスと呼ばれる物件精査、アセット・マネジメント、プロパティ・マネジメント、不動産投資顧問業などサービス業種へ進出する傾向がみられる。高度な金融・証券知識と不動産・賃貸住宅市場の知識を兼ね備えた専門サービス業者が形成されることが、市場重視の住宅政策を推進する上でも求められる。

e) SPC法の改正により、流動化計画の簡素化や最低資本金の引下げ、資産取得のための借入れなどが可能になり、また、投資信託法が改正され日本版REITへ発展する可能性がでてきた。しかし、一方では、これまで明確ではなかった様々な会計上、税務上の問題があらわれており、ガイドラインの提示などが求められている。

f) 不動産証券化を進めるためには、他の金融商品との間にある税制上の不利をなくしていくことが重要。特にSPCや投信などの導管体が不動産を取得する際の取引税(不動産取得税、登録免許税)については、一層の軽減を図る検討が必要。米国における賃貸住宅取得の加速度的な減価償却制度(27.5年)、価値を保全し高める修繕に対する減価償却制度(5年など)も良質な賃貸住宅を供給するために参考とすべき。

g) 賃貸住宅を証券化する動きに対しては、年金基金等が資金運用することが期待される。賃貸住宅の証券化商品は、安定した配当利回りを提供する点で年金基金の資金運用の特性に見合

った適切な投資対象となりうる。国民の資産である住宅等の証券化を進めることが、経済の資金循環の改革に貢献することにもなる。

## 8 むすびにかえて - 金融環境の変化に対応した住宅政策の展開 -

a) 最後に、住宅宅地審議会で示された、住宅政策を市場重視、ストック重視の政策体系に再編する作業に関連して、不動産の小口化・流動化の住宅市場における意義を再確認すると、21世紀に向けて豊かな国民生活を実現するのに不可欠な良質な住宅資産、とりわけ良質な賃貸住宅のストックを確保するために活用するという視点が重要である。土地本位制が崩壊し不動産に関わるビジネスのリスクが増加する状況において、今後とも必要な住宅投資が安定的にかつ円滑に行われるよう、住宅政策の側から金融市場に対しアプローチしていくべきである。

b) 事業者、投資家に対する証券化の意義は先に述べた通りであるが、住宅政策の観点からは、住宅資産の価値が市場において投資対象として適正に評価されることを通じて、良質な住宅ストックの形成とともに、住宅資産の有効利用・適切な管理が行われるといった効果がもたらされることが期待される。

c) 住宅政策と住宅市場（関連する金融市場を含む）の関係を、住宅市場が円滑に機能するための条件整備、目標達成に向けた住宅市場を活用した政策誘導、住宅市場を補完するセーフティネットの整備の三つに分けると以下のとおり整理できる。

については、市場が有効に機能するための制度インフラの整備、特に、投資リスクを明示する等の市場の透明性確保が最重要課題である。賃貸借契約の在り方、賃貸住宅の適正な管理さらには経営を行う業務の健全な育成等の課題については、今後引き続き検討を要する。

については、良質な賃貸住宅ストックの形成という政策目標達成のために証券化等の金融手法が積極的に活用されるべきである。但し、短期的な収益性等に着目した低水準の借家が投資対象として選択されて、質の向上につながらない「市場の失敗」が生じる可能性がないわけではない。市場において良質な不動産が評価され選択される市場原理を尊重するのは当然だが、政策目標達成に必要な限りで、リスク軽減、投資家へのインセンティブを与える等の当局の誘導方策の検討も必要になろう。いかなる政策誘導手段をどのように講じるべきかは慎重に検討すべきで、その際、公的な市場介入が必要となる「市場の失敗」が認められるかどうか、市場動向を注意深く見極める必要がある。

については、市場において自力で居住水準を確保できない住宅困窮者に対して、市場を補完するセーフティネットとして公共賃貸住宅の供給を図るといった公的セクターの役割は、先の臨時国会で成立した「良質な賃貸住宅等の供給の促進に関する特別措置法」で再確認されたところであるが、公的セクターも効率的な経営を求められる中で、資金調達や保有資産管理等において証券化等の新たな金融手法の活用を検討する等、財投改革や金融市場における変化への適切な対応が求められることとなろう。

(参考)

研究会委員・メンバー (役職名は平成 11 年 4 月 1 日現在)

(座長)

岩田 一政 東京大学総合文化研究科国際社会科学専攻 教授

(委員 - 50 音順)

伊藤 和博 (株)日債銀総合研究所 開発研究部 副部長  
川元 朗 三井不動産投資顧問(株)金融商品部長(平成 10 年度)  
佐藤 一雄 (株)SATAS INTEGRATE 代表取締役  
神内 敏之 (社)日本高層住宅協会 審議役  
中井 検裕 東京工業大学 工学部社会工学科 助教授  
七搦 晃 (社)不動産協会 事務局次長  
林 道三郎 不動産経営研究所所長 日本ナイトフランク(株) 会長・社長(平成 10 年度)  
古川 尚志 モルガン・スタンレー・リアルティ(株) ヴァイス・プレジデント  
前川 俊一 明海大学 不動産学部 教授  
三國 仁司 (株)日本格付研究所 格付け企画部 ABS 室長  
村山 利栄 ゴールドマン・サックス証券 東京支店調査部ヴァイス・プレジデント

研究会の実施状況

平成 10 年度の研究会は、以下の通り 4 回にわたり実施した。

- 第 1 回 日本版ビッグバンと不動産市場(講演者:村山利栄 委員)
- 第 2 回 証券化等不動産金融におけるインフラ整備の課題(講演者:伊藤和博 委員)
- 第 3 回 不動産の証券化の活用方策について(講演者:七搦晃 委員)
- 第 4 回 中間報告書の概要について

平成 11 年度の研究会は、以下の通り 3 回にわたり実施した。

- 第 1 回 日本における不動産の小口化・証券化の最新動向  
欧米における住宅政策等と金融
- 第 2 回 不動産証券化・小口化が住宅市場へもたらす意義  
米国のアパートメント REIT
- 第 3 回 報告書の概要について