



研究レポート

No.317 April 2008

証券化の活用による賃貸住宅市場の革新

主任研究員 米山 秀隆

富士通総研(FRI) 経済研究所

証券化の活用による賃貸住宅市場の革新

主任研究員 米山秀隆

yoneyama.hide@jp.fujitsu.com

要旨

賃貸住宅供給において証券化を活用する手法は、従来少なかった良質な賃貸マンションの供給増につながるなど、新規供給で効果を発揮し始めている。証券化手法は、将来的には、今後急増すると見込まれる老朽分譲マンションの再生策としても活用できる可能性がある。老朽分譲マンションを、ファンドが投資家から資金を集めることによって購入し、リノベーションした上で各種の賃貸住宅（若年者向け、ファミリー向け、高齢者向け、住宅弱者向けなど）として再生するという形である。

こうしたことが活発に行われるようになれば、高齢者は、保有する分譲マンションを売却した資金を基に、高齢者向けの住宅に移るようなことも容易になる。また、若年層は、住宅を敢えて購入せず、多様な形態の賃貸住宅を、ライフステージに応じて住み替えるといった形の住まい方も可能になる。こうした住宅の循環は、既存の住宅ストックの有効活用にもつながる。

キーワード：J-REIT、証券化、賃貸マンション、分譲マンション、住み替え

目次

1. はじめに	1
2. J-REITによる賃貸マンション投資の現状.....	3
3. 投資商品としての賃貸マンションの特性	6
4. 証券化がもたらす効果.....	10
5. 証券化を活用した「住宅利用モデル」の可能性	11
6. おわりに	13
参考文献	14

1. はじめに

近年、証券化の手法を活用して資金調達を行うことで、都市開発を行う動きが活発化しているが、賃貸住宅の分野も例外ではない。証券化の手法を使えば、大規模な資金調達が容易になるため、従来に比べ、より優良な、あるいはより多様な形態の賃貸住宅を供給できる可能性が高まると考えられる。

これまでの賃貸住宅の供給では、地主が土地の有効利用や節税対策などの目的で賃貸住宅を建設することが多く、その際の資金調達も地主が金融機関から借り入れできる範囲で行うことが主流だった。資金調達に制約があることは、当然のことながら、良質な物件の供給を阻害する一つの要因となる。また日本では、共同住宅での居住を選択する場合には、若い時は賃貸住宅に住むものの、家族を持った後では分譲マンション志向となり、そのような志向の特性から、市場に供給される賃貸住宅は単身者向けや若夫婦向けが主流であった。日本で共同住宅に住む場合、分譲マンション志向が強かったのは、戦後長い間、不動産価格が右肩上がりですばる上昇を続け、いち早く不動産を取得することが資産形成と考えられたからである。一方、供給業者にとっては、分譲マンション供給は、投じた資金を早期に回収できるという点で大きなメリットがあった。

このほか、日本において、市場に供給される賃貸物件が単身者向け、若夫婦向けが主流であった理由には、借地借家法の制度的要因も無視し得ない。借家法では、戦中戦後において、住宅不足に対し借主を保護した名残が残されており、「正当な事由」がない限り、家主から解約できない規定がある（更新が原則）。これは住宅不足の中では一定の役割を果たしてきたが、家主にとってはいったん物件を貸すと返ってこないというリスクになることから、居住者の回転の速い単身者や若夫婦向けの賃貸物件の供給が中心になり、とりわけ良質なファミリー向けの広い賃貸物件の供給が阻害される要因になっていると、従来から問題視されてきた。この問題については、2000年3月の定期借家制度（「良質な賃貸住宅等の供給促進に関する特別措置法」）の創設（建物の賃貸借について一定の期間を定め、期間が終了すれば契約が更新されないという仕組み（再契約は可能））により、一応の解決は図られている（定期借家制度において、残された課題については米山（2008）を参照）。

証券化を活用した賃貸住宅の供給が活発化すれば、これまで日本で不足していた、ファミリー向けを含む良質な賃貸住宅が市場に供給されるようになる可能性が高まると考えられる。資金は証券を購入する（つまりファンドに出資する）投資家が提供し、ファンドは、物件からの収益率を上げるため、稼働率が高まるよう、入居者にとって魅力的な物件を供給しようとする。また、ファンドは全体としてリスクを最小化するため、保有する物件のポートフォリオとしては、単身者や若夫婦向けだけでなく、ファミリー向けなど様々なタイプの物件を保有することが望ましいということになる。後に明らかにするが、賃貸住宅のタイプによって、リスク、リターン構造は大きく異なる。このように証

券化を活用した賃貸物件の供給は、これまでの賃貸市場の様々な問題点を解決できる可能性を持っている。

さらに、賃貸住宅の供給で証券化を活用する手法は、今後深刻化していくと考えられている分譲マンションの老朽化問題を解決する一助になる可能性も有している。日本で分譲マンションの供給が行われるようになってすでに50年以上が経過しているが、老朽化した物件をどのように再生していくかが大きな課題となり始めている。国土交通省は、今のところは、区分所有者の合意による建て替えが円滑に行われるような施策を中心に講じているが、むろん、すべての物件が建て替えできるというわけではない。何より区分所有者の合意を得ることが難しいと考えられるし、居住者が高齢化していく中では建て替え資金の調達も困難になっていく。また、マンションの建築時には合法だったものの、その後の法令変更により同じ建築物を建てられないという既存不適格物件も少なからず存在する。

他方、老朽化した分譲マンションの中には、建て替えなくても、リノベーションによって十分再生しえるという物件も増えていくと思われるが、居住者が高齢化していく中では、やはり資金面でそのようなことが困難であり、本来はより長く使える物件でも、基本的なメンテナンスも満足に行われず、空室も増加していくことによって、スラム化する可能性が高まっていくという問題もある。このように、リノベーションによって再生し得る物件であるにも関わらず、それができない状態になっている場合に考えられる一つの方法は、ファンドがすべての区分所有者から物件を買い取り、分譲マンション全体をリノベーションした上、賃貸住宅として再生するという道である。

このように証券化を活用した賃貸住宅の供給は、新規供給、中古分譲マンション再生を通じた供給の両面で、これまでの日本の賃貸住宅市場を変革し得る可能性を持っている。本稿では、証券化を活用した賃貸住宅の供給の現状を分析した上、それを今後どのような形で活用し得るかについて考察を行うこととする。本稿の構成は以下の通りである。第2章では、J-REIT（不動産投資信託）による賃貸マンション投資の現状がどのようなになっているかを分析する。第3章では、投資商品としての賃貸マンションの特性を分析し、第4章では、証券化がもたらす効果について考察を加える。そして第5章で、証券化手法を中古分譲マンションの再生に使うことで、新たな住宅利用モデルを構築し得る可能性について検討する。第6章では以上をまとめ、今後の政策課題について述べる。

2. J-REITによる賃貸マンション投資の現状

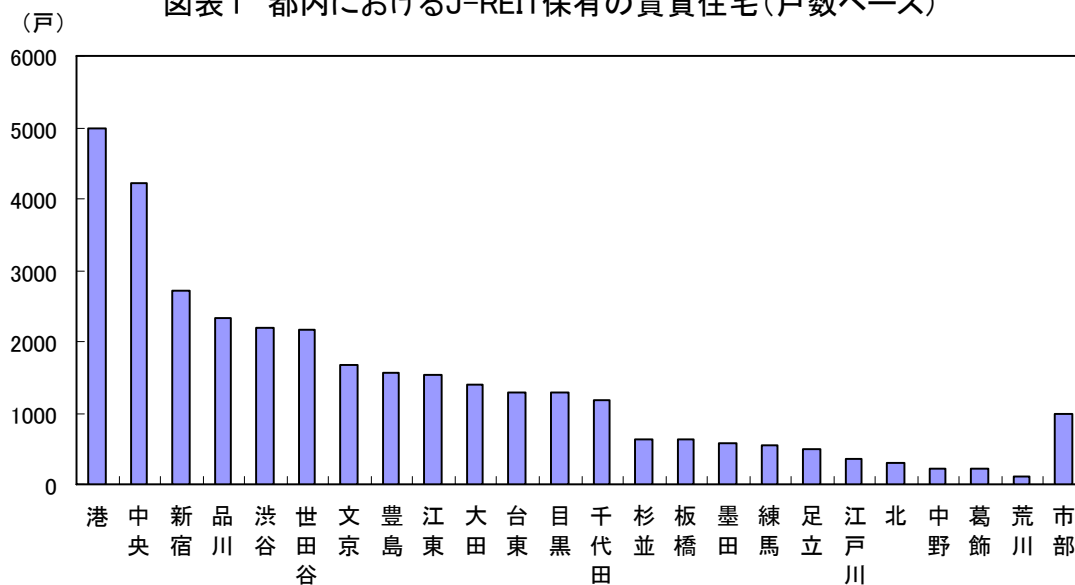
J-REITによる賃貸マンションの取得は、近年、都心部を中心に活発化している。新築物件、既存物件を取得するほか、J-REITが取得することを前提に、ディベロッパーが賃貸マンションの開発を行う開発型証券化と呼ばれる形態も多くなっている。

J-REIT物件の特徴を探るために、各投資法人が東京都内で保有するすべての賃貸マンションの個別データの収集を行った。08年1月末現在で、J-REITが東京都内で保有する賃貸マンションは600棟に達するが、その属性をみると、港区、中央区、新宿区、品川区などの物件が、戸数ベース、取得価格ベースとも多くなっている（図表1、2）。賃貸住宅ストックに占めるJ-REIT物件の割合は、すでに都心3区（中央区、千代田区、港区）では15～30%の比率に達している（図表3）。都心3区は、もともと賃貸住宅ストックが少なかったが、J-REITによる取得を前提とした物件開発が近年急激に増加したため、このような高い割合になっていると考えられる。

こうしたことに伴い、都心に住む場合には、分譲マンションを取得せず、賃貸マンションに住むという選択肢が広がりつつある。賃貸管理会社の中には、敢えて購入しないというライフスタイルを売り込むことで、賃貸マンションニーズを掘り起こそうという動きもある。また、J-REITによる投資は、フロントサービス付きのサービスアパートメントや高齢者向け住宅にも及んでおり、賃貸物件の多様化にもいくらか貢献するようになっている。

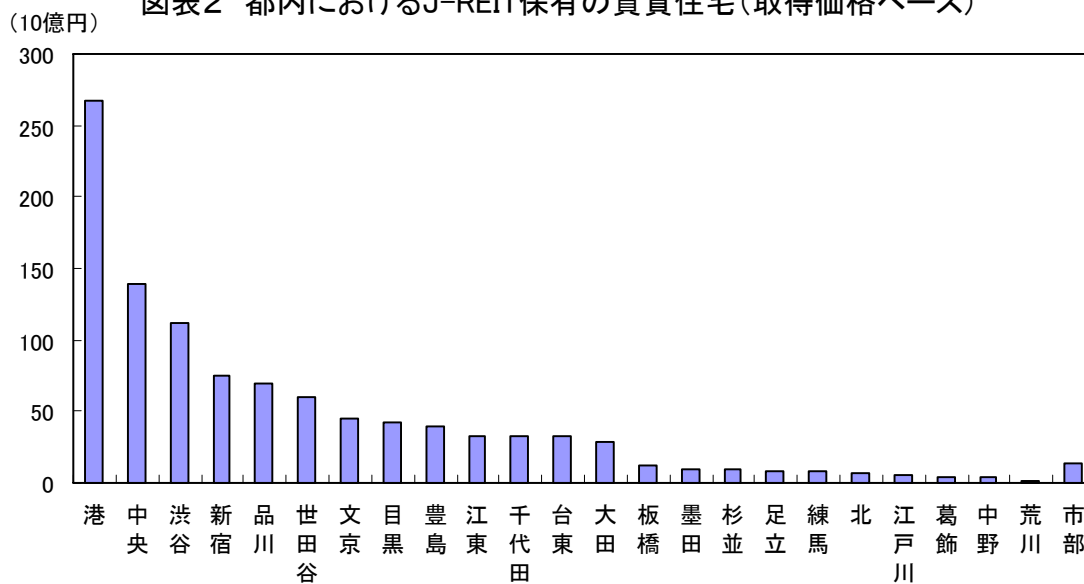
J-REITの保有物件の築年数をみると、新しい物件が圧倒的に多い（図表4）。しかし中には、古い物件を取得するケースもあり（最も古い物件は1968年竣工のもの）、入居者が確保されており、収益性が期待できる状態の良い物件であれば、必ずしも新しさに拘らずに取得していることがわかる。

図表1 都内におけるJ-REIT保有の賃貸住宅(戸数ベース)



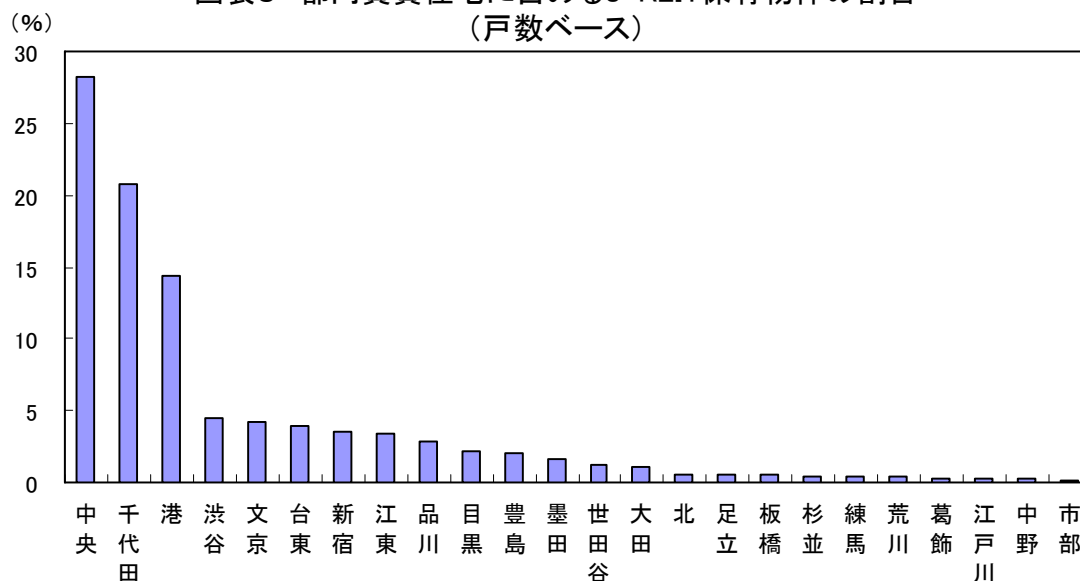
(出所) J-REIT 各投資法人「有価証券報告書」、「資産運用報告」および聞き取り調査により作成

図表2 都内におけるJ-REIT保有の賃貸住宅(取得価格ベース)



(出所) 図表1と同じ

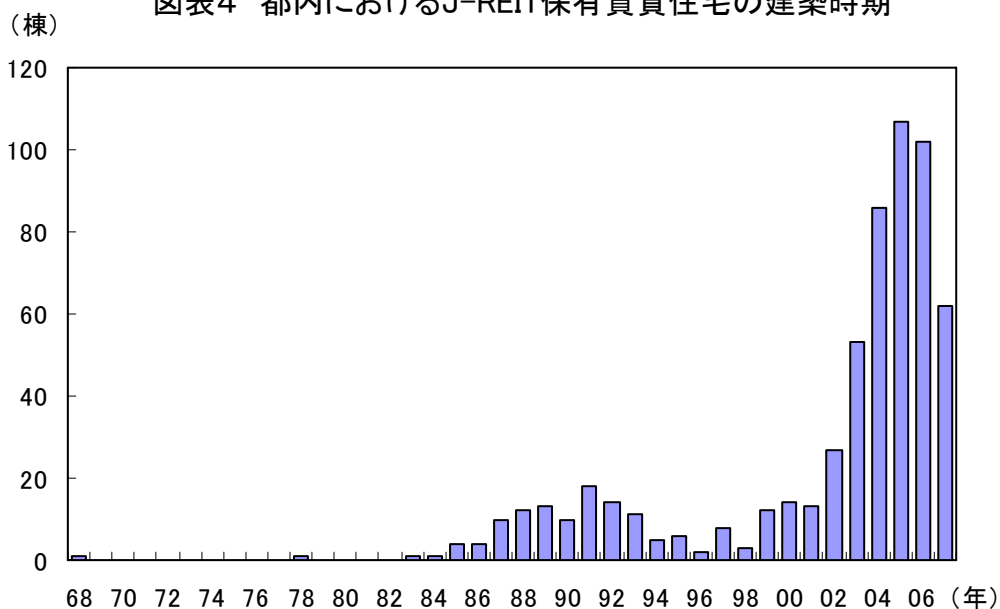
図表3 都内賃貸住宅に占めるJ-REIT保有物件の割合
(戸数ベース)



(出所) J-REIT 各投資法人「有価証券報告書」、「資産運用報告」および聞き取り調査、国土交通省「住宅・土地統計調査」、「住宅着工統計」により作成

(注) 賃貸住宅ストック数は筆者推計

図表4 都内におけるJ-REIT保有賃貸住宅の建築時期



(出所) 図表1と同じ

3. 投資商品としての賃貸マンションの特性

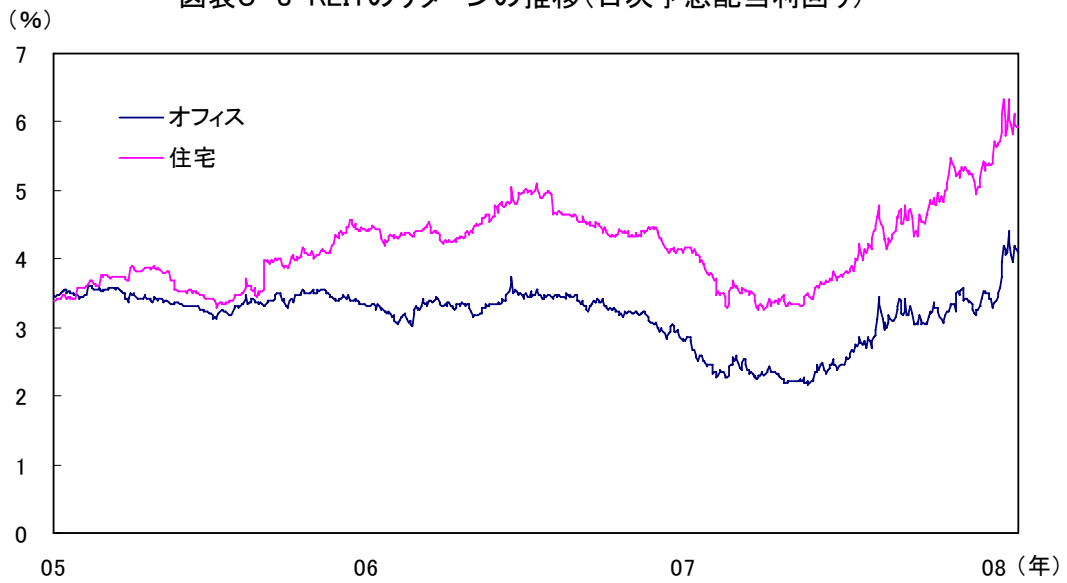
次に、投資商品としての賃貸マンションのリスク、リターンの特性を分析する。J-REIT 投資法人 41 のうち、住宅特化は 8 法人、住宅を含む総合型は 12 法人、住宅・オフィスビル複合は 1 法人、住宅・ホテル複合は 2 法人、住宅・商業施設複合は 2 法人、その他（オフィスビル特化、商業特化、ホテル特化、物流特化、オフィスビル・商業複合）16 法人となっている。

J-REIT のリターンを、住宅とオフィスに分けてみると、最近では、サブプライム問題の余波により J-REIT の価格（J-REIT 投資法人の株価）が下落しているため、利回りは住宅、オフィスとも上昇傾向にあるが（図表 5）、以前から住宅の利回りがオフィスの利回りを上回っている状態には変わりがない。この要因としては、オフィス賃料の将来の上昇期待が反映された結果として、オフィスを組み入れている J-REIT 価格が相対的に高まり、それに伴い利回りが低くなっている可能性が指摘されている。つまりは、賃貸マンションの場合は、オフィスほど将来の家賃上昇期待が大きい結果、価格が低くなっていることになる。しかし、そうした結果として利回りが相対的に高くなり、この点で有利な投資対象となっている。

賃貸マンションでも、物件の属性によって、リスク、リターンの構造が異なっていると考えられるが、J-REIT の個別物件の収益性のデータは開示されていない。そこで、住宅インデックスフォーラムのデータを活用し、東京都区部の賃貸マンションについて、物件のタイプ別にリスク、リターンの構造を図示したのが図表 6～8 である。都区部の賃貸マンション投資のリターン（利回り）リスク（利回りの標準偏差）を、区別に過去 10 年間（98 年上半期～07 年上半期）の平均をとり、プロットしている。これをみると、中古の小型物件（ワンルームなど）はローリスク・ハイリターンの特性がはっきりと出ており、中型物件については新築、中古ともローリスク・ローリターンとなっている。また、大型物件（ファミリータイプ、高級タイプなど）については、リスク・リターンのばらつきが大きくなっている。

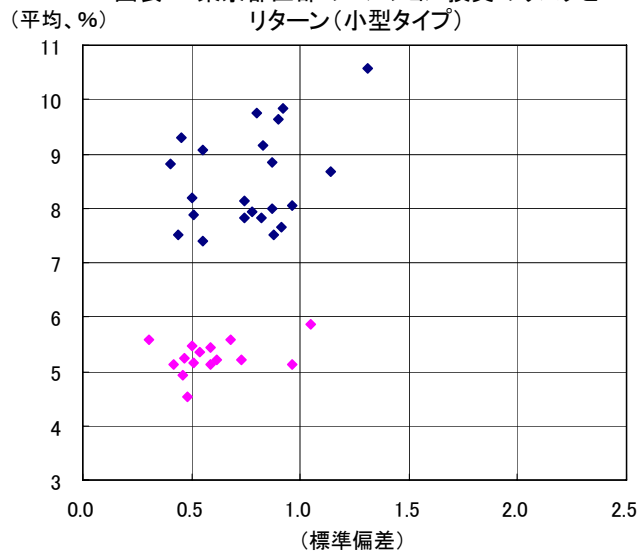
このように、物件の特性によってリスク・リターンの特性が異なっており、J-REIT 投資法人は、こうした特性を踏まえながら、その投資戦略に応じて組み入れ物件を決めていると考えられる。住宅特化型の 8 投資法人の保有物件の建築時期をみると、保有物件のほとんどが新しい物件である投資法人と、古い物件を積極的に組み入れている投資法人に分かれていることがわかる（図表 9）。

図表5 J-REITのリターンの推移(日次予想配当利回り)



(出所) 住信基礎研究所「STBRI J-REIT INDEX」により作成

図表6 東京都区部のマンション投資のリスクとリターン(小型タイプ)



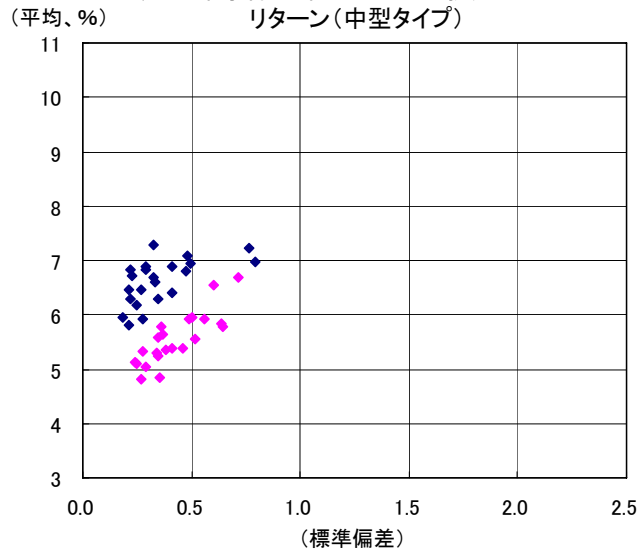
(出所) 住宅インデックスフォーラムのデータにより作成

(注) 1. 利回り = 賃料年額 / 売買価格

2. 赤い点は新築、青い点は中古

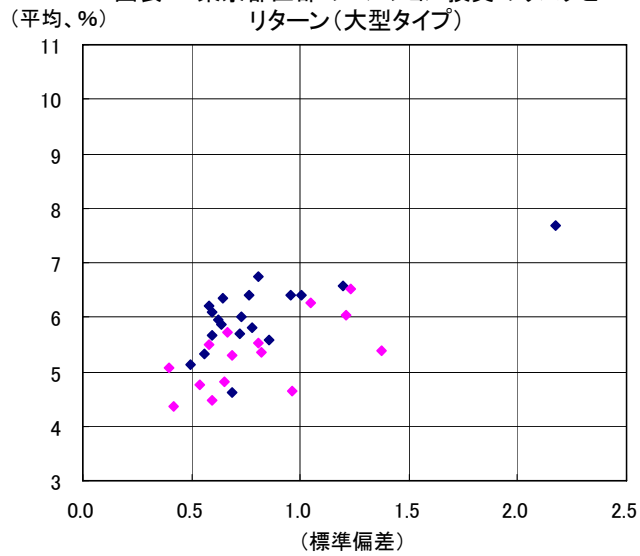
3. 大型は 80 m² ~、中型は 40 ~ 80 m²、小型は ~ 40 m²

図表7 東京都区部のマンション投資のリスクとリターン(中型タイプ)



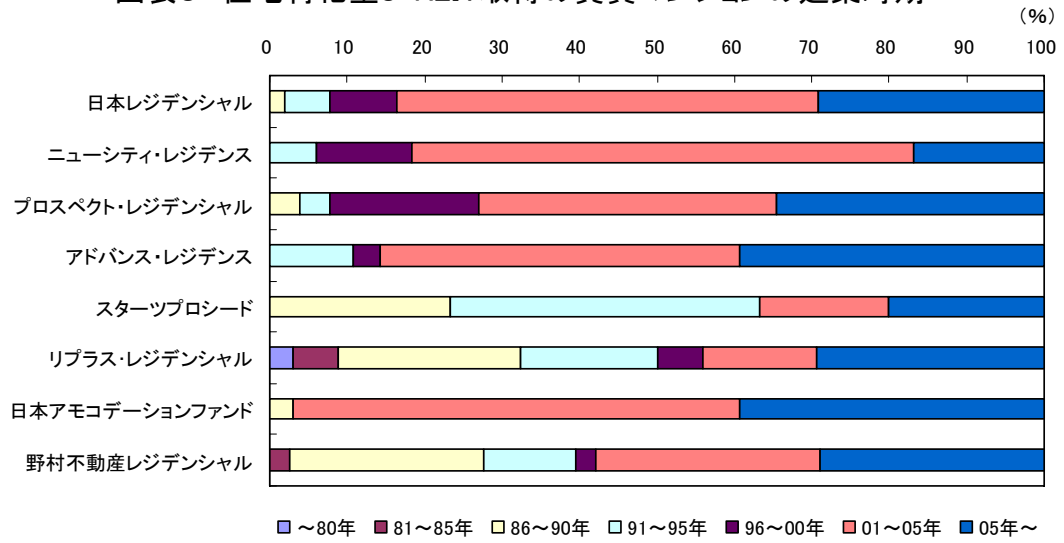
(出所) (注) 図表6と同じ

図表8 東京都区部のマンション投資のリスクとリターン(大型タイプ)



(出所) (注) 図表6と同じ

図表9 住宅特化型J-REIT取得の賃貸マンションの建築時期



(出所) J-REIT 各投資法人「有価証券報告書」、「資産運用報告」により作成

4. 証券化がもたらす効果

証券化の手法を活用した賃貸マンション供給の活発化は、どのような効果をもたらすと考えられるだろうか。

賃貸マンション供給に関連して、考えられる効果は次のようなものである。まず、多くの投資家から資金を集めることで、大規模な資金調達が可能になる。また、これまでディベロッパーが共同住宅については分譲マンションの供給に力を入れてきたのは、前述のように、マンションを売却することによって早期に資金を回収できるというメリットが大きかったからである。開発したマンションを個人ではなく、**J-REIT**に売却できる選択肢が出てきたことは、ディベロッパーにとっては、資金回収のもう一つの出口が現れたということの意味する。また、賃貸マンション供給に関わるプレーヤーが、物件供給はディベロッパー、物件管理はプロパティマネージャー、資産管理はアセットマネージャーという具合に、各段階に分かれて激しく競争するようになれば、そうした結果として、物件やサービスの質が高まっていくという効果も期待できる。

一方、マンションに居住する側にとって考えられる効果は次のようなものである。前述のように、これまで共同住宅に住まう場合、分譲マンションを購入する選択が多くとられてきたのは、賃貸マンションの質が劣悪な上、ファミリー向けの物件が少ないという要因があった。しかし、証券化の手法を活用することで、ファミリー向けを含む良質な賃貸マンションが多く供給されるようになれば、そのような理由からマンション購入を選択する必要性は薄まる。

また、やはり前述のように、分譲マンション購入には、右肩上がりの不動産価格の上昇が続く時代では、マンションの早期取得が資産形成につながると考えられていたが、現在は、マンション購入が将来の値上がりによって資産形成につながる可能性は低くなっている。ただ、こうした状況に変わりつつあるとはいえ、なお、資産としての不動産の取得を希望するのであれば、今後は、何も分譲マンションという現物を購入しなくとも、**J-REIT**を初めとする不動産投資商品を購入することでそうした目的を達することができるようになる。この場合は、賃貸マンションに住みつつ、余剰資金を不動産投資商品に回すという形で資産運用するという形になる。これまで分譲マンション購入において、住まうことと投資することが一体化していたのを、分離するということになる。

このようにして投資した資金は、老後の住まい（各種の高齢者向け住宅）のためにも使うことができる。いったん分譲マンションを購入してしまうと、別の住まいに移るためにはそれを売却する必要があることが、物件の流動性を低め、居住者がより適切な住まいに移ることを阻害する面があったことは否定できない。

5. 証券化を活用した「住宅利用モデル」の可能性

以上が、証券化が賃貸マンションの新規供給に与える効果と考えられるが、証券化手法は、将来的には、今後急増すると見込まれる老朽分譲マンションの再生策としても活用できる可能性がある。現在、分譲マンションのストックは500万戸を超えているが(図表10)、今後、老朽化が急速に進展し、2011年には築30年超の分譲マンションが100万戸を突破すると見込まれている(図表11)。

分譲マンションは、物件の質を劣化させないためには、区分所有者による合意の上、適切なメンテナンスを行っていくことが欠かせない。さらに劣化が激しくなり、最終的に建て替えざるを得ない場合も、所有者の合意なしには行えない(この場合は5分の4以上の多数による合意)。しかし現状では、必ずしも適切なメンテナンスが行われている物件ばかりではなく、また、老朽化して建て替えを行いたくても種々の制約(資金調達、既存不適格など)から困難な場合が少なくない。このような問題を放置しておく、建物が劣化し、さりとて建て替えられたり取り壊されたりすることもなく、最悪の場合、スラム化した物件が都市内に存在することで、都市環境を悪化させる要因になる可能性もある。

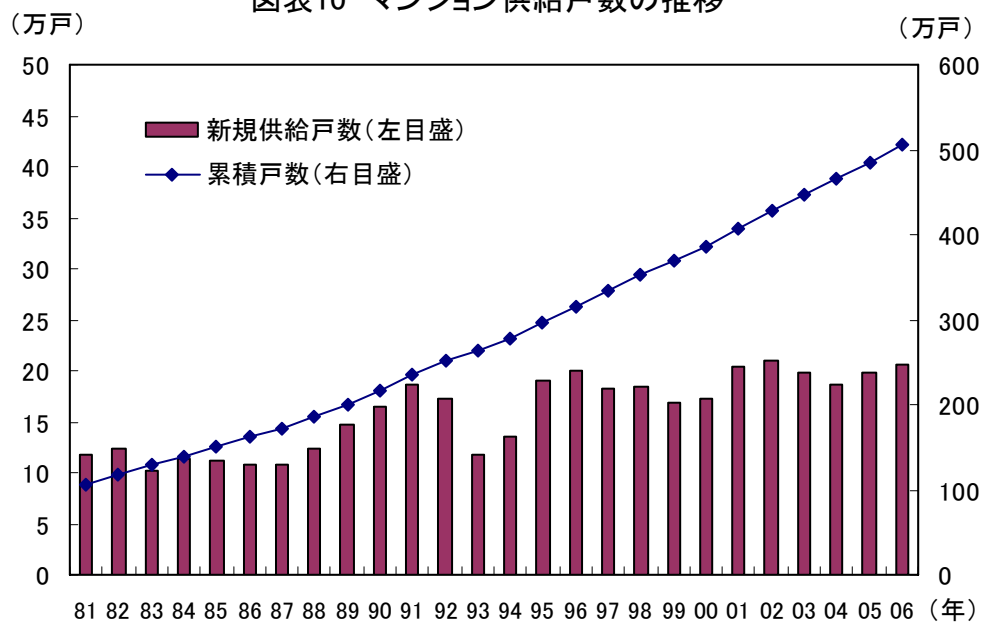
こうした問題に対処するためのもう一つの出口として考えられるのが、ファンドによる分譲マンションの買い取りである。ファンドにとっては、中古分譲マンションを全区分所有者から買い取り、リノベーションによって魅力的な物件に再生できれば、それを賃貸することによって収益を上げることが可能になる。先に述べたように、賃貸マンション投資では、新規物件を取得する場合に比較して、中古物件を取得する方が高利回りになる場合がある。中古物件を取得した上、さらにリノベーションを行うことになれば費用がかさみ、利回りを低下させる要因にはなるが、物件の条件(立地や状態の良さ)によっては、相応の利回りを確保できる場合もあると考えられる。すべての物件は無理ではあるが、一定の条件を満たした中古分譲マンションについては、こうしたやり方で賃貸マンションに再生できる可能性がある。

また、区分所有権を売却した居住者のメリットとしては、それを基に、高齢者向け住宅などに移ることも容易になるし、また、売却益から家賃を賄うことで、その物件に居住し続けることもできる。このような形の中古分譲マンションの再生は、ファンド、区分所有者にメリットをもたらすばかりではなく、いったん建築された物件を長く使うことで、建築廃棄物の排出を抑制することを通じ、環境問題にも貢献し得るし、スラム化による都市環境の悪化を防ぐことにもつながる。

さらにこのような形で良質な賃貸マンションが供給されるようになれば、若年層は、そうした賃貸マンションをライフステージに応じて自由に住み替え、最終的には高齢者向け住宅に居住するなどの住まい方もより容易となろう。こうした住まい方は、既存のストックを循環させ、有効に活用することを通じ、これまでの住宅保有に拘る「住宅保有モデル」から、ストックを有効に活用して自由に住み替える「住宅利用モデル」に変えていくこと

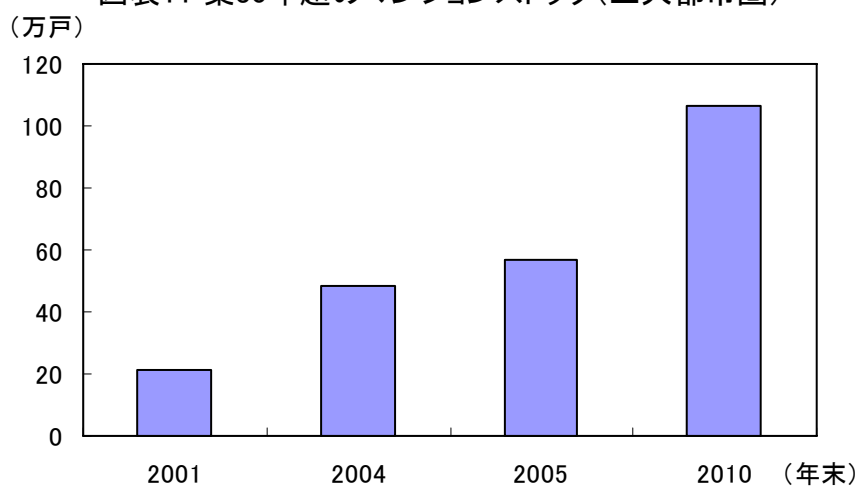
にもつながる可能性も秘めている。

図表10 マンション供給戸数の推移



(出所) 国土交通省監修『2007年度版 住宅経済データ集』により作成

図表11 築30年超のマンションストック(三大都市圏)



(出所) 東京カンテイ資料により作成

6. おわりに

これまで述べてきたように、賃貸住宅供給において証券化を活用する手法は、従来少なかった良質な賃貸マンションの供給増につながるなど、新規供給で効果を発揮し始めている。証券化手法は、将来的には、今後急増すると見込まれる老朽分譲マンションの再生策としても活用できる可能性がある。

特に今後、後者について推進していくためには、どのような施策が必要だろうか。これまでファンドによる老朽分譲マンションの再生は行われた実例はないため、都市再生機構などが自らも出資することによってパイロット事業を行い、問題点を洗い出していく必要がある。さらに、民間でこのような形の老朽分譲マンション再生プロジェクトが出現した場合には、優良と考えられるプロジェクトについては、都市再生機構などが出資することで、プロジェクトを側面から支援することも有効と考えられる。

また、サブプライムローン問題から得られる教訓の一つは、証券化を活用したリスク商品については、十分な情報開示とそれに基づいた適切な格付けが行われる必要があるという点である。老朽分譲マンション再生プロジェクトにおいても、投資家が自らの責任で判断するに値する、十分な情報開示が行われる仕組みも研究していく必要がある。

一方、日本における住まい方について、これまでの「住宅保有モデル」から「住宅利用モデル」に変えていくためには、住宅取得控除に代表される、住宅を取得した場合に特に優遇する税制についても、今後は、より中立的に変えていくことが課題になると考えられる。例えば、一定の要件を満たした優良な賃貸住宅に住む場合には、家賃控除をある程度認めるというような形の税制改正も検討に値する。

さらに、証券化手法を活用することで再生された老朽分譲マンションは、一般向けのみならず、住宅弱者向けなどにも活用することも可能と考えられる。これまでの住宅弱者向けの住宅対策は、公的機関が公的賃貸住宅を直接供給することが主流であったが、今後については、既存の民間ストックを有効に活用することで必要な供給を行っていくことが、財政負担の軽減という面からも、より適切になっていくと考えられる（この場合は、住宅弱者向けの施策は、住宅弱者が民間賃貸住宅に入居する際に家賃補助を行う形となるが、こうした施策のあり方については、米山（2007）を参照）。

このように、証券化を活用することで老朽分譲マンションを再生する手法は、既存ストックを有効活用することにより、若年者向け、ファミリー向け、高齢者向け、住宅弱者向けなど、多様な賃貸住宅を市場に供給していくための一助になる可能性を秘めている。

参考文献

- 巻島一郎 2007 「賃貸住宅と不動産証券化」『住宅土地経済』夏季号, pp.2-9
- 山崎福寿 2007 「持ち家も所有・利用分離を」『日本経済新聞』4月9日朝刊、p.22
- 米山秀隆 2007 「住宅セーフティネットの再構築」『Economic Review』Vol.11 No.3, pp.10-25
- 米山秀隆 2008 「定期借家制度の活用による賃貸住宅市場の活性化」『Economic Review』
Vol.12 No.1、pp.36-47

研究レポート一覧

No.317	証券化の活用による賃貸住宅市場の革新	米山 秀隆 (2008年4月)
No.316	欧州との比較による日本の林業機械と作業システムの課題	梶山 恵司 (2008年4月)
No.315	中国企業の海外投資戦略と政府系ファンド	金堅敏 (2008年4月)
No.314	カテゴリー化の消費者行動における重要性 －Willingness to payへの影響－	新堂 精士 (2008年3月)
No.313	女性労働者の出生行動と金銭的インセンティブ －健康保険組合データに基づくパネルデータより	河野 敏鑑 (2008年3月)
No.312	オープン・イノベーションと研究成果の無償公開	絹川 真哉 (2008年3月)
No.311	市民の資金拠出による社会変革活動	米山 秀隆 (2008年3月)
No.310	物流、卸売・小売のイノベーションにおける重要要因② －ケーススタディから導出された要因の検証－	木村 達也 (2008年3月)
No.309	物流、卸売・小売のイノベーションにおける重要要因① －ヤマト運輸とセブン-イレブン・ジャパンの ケーススタディー	木村 達也 (2008年2月)
No.308	グローバル市場における日本企業の CSRサプライチェーン	生田 孝史 (2008年1月)
No.307	外貨準備の本格的運用を始めた中国 －中国投資設立の影響とビジネスチャンス－	朱 炎 (2008年1月)
No.306	企業の取引関係ネットワークと企業規模との関係	齊藤有希子 (2008年1月)
No.305	高齢化社会における家計の資産選択行動の変化と その含意	南波駿太郎 (2007年11月)
No.304	サービス・コストに関する一考察 －利用者の視点から－	長島直樹 (2007年11月)
No.303	企業の研究開発活動のオープン化	西尾好司・絹川真哉 湯川 抗 (2007年11月)
No.302	Intergovernmental Relation from the Fiscal Aspect in China -Reform movements and Tasks Compared to Japanese Experience-	Jiro Naito (2007年11月)
No.301	「エネルギー分野の規制改革(第2段階)のあり方 －電力分野に関する検討」	武石 礼司 (2007年10月)
No.300	「日本の医療産業イノベーション」 －科学技術戦略による統合医療推進－	田邊 敏憲 (2007年10月)
No.299	定期借家制度の活用による賃貸住宅市場の活性化	米山 秀雄 (2007年10月)
No.298	内部統制を形骸化させないために	浜屋 敏・瀧口樹良 前川 徹 (2007年10月)
No.297	Web2.0企業の実態と成長に関する研究	湯川 抗 (2007年9月)
No.296	CGMと消費者の購買行動	浜屋 敏 (2007年8月)
No.295	中国市場における環境評価の動向と日本への影響	大隈慎吾・生田孝史 濱崎 博 (2007年6月)
No.294	高齢化社会における家計貯蓄と資金循環構造の変容 －安倍政権の中期方針とその含意－	南波駿太郎 (2007年6月)
No.293	アジア企業の対日投資戦略と日本の誘致策	朱 炎 (2007年6月)
No.292	自治体の情報セキュリティ・個人情報保護対策としての 外部委託先への管理監督に関する対応策に向けて	瀧口 樹良 (2007年5月)

<http://jp.fujitsu.com/group/fri/report/research/>

研究レポートは上記URLからも検索できます



THE POSSIBILITIES ARE INFINITE

富士通総研 経済研究所

〒105-0022 東京都港区海岸1丁目16番1号 (ニューピア竹芝サウスタワー)
TEL.03-5401-8392 FAX.03-5401-8438
URL <http://jp.fujitsu.com/group/fri/>