

モーゲージ・ローンの証券化と リバース・モーゲージへの展開

海藤 眞生

要 旨

一般に、不動産及び不動産担保ローンの証券化の議論の中心は、国有不動産の証券化による売却や、不動産担保ローンの抵当証券化に代表される通り、巨額の原資産を小口化することにより、資産の換金を容易ならしめることを主目的とするものが多い。これでは、原資産と小口化された証券との間には、キャッシュ・フロー、信用リスク、及び不動産価格変動によるリスク/リターンの特性については、類似性が非常に高いため、証券の新商品としての魅力に乏しく、新たな資金調達手段として期待できないのが現状であろう。本来の「証券化」の機能の1つである「資産特性の再編成」→「新たな資金提供者の発掘」→「借手の利便性向上」といった展開を計る必要がある。本稿では、1997年に英国で実行した例(SAMS)を参考として、本邦での新たな展開の可能性を検討する。現存する商品との際立った相違点は、SAMSが、当初から機関投資家の嗜好に合わせて構築された点にあり、そのため原資産である不動産担保ローン自体も一般的なものとは異なる。また、証券化により不動産価格のリスク/リターンの特性は、借手と証券の投資家との間で、不均質に分解されている。機関投資家の目的は、将来のキャピタル・ゲインの捕捉であり、SAMSでは、これをオプションを利用し、流通市場での価格形成に工夫を凝らして擬似指数化を計った。居住用不動産ローンの借手の主目的は、低コストでの当該不動産の占有と将来の資産形成であり、ここでは、金利負担を著しく低下させる(場合によってはゼロ金利)見返りに将来のキャピタル・ゲインの一部を機関投資家に分配する契約としている。本邦での「証券化=小口化」との認識と、そのため「投資家保護が重要=公共機関による信用補完が必要・民間では困難」との帰結を、リスク負担能力のある機関投資家の参入により解決し、ローンの借手に従来とは異なる返済方法を提供している。またリバース・モーゲージとしても活用できる。

はじめに

I. SAMS

1. 証券の概要・特性
2. 金利低減効果
3. リバース・モーゲージ
4. キャピタル・ゲイン
5. 期限前返済

はじめに

SAMS(Shared Appreciation Mortgage Securities)は、SBCウォーバーク・ディロンロードが、機関投資家を対象として開発したユーロ・ボンド形式の新証券であり、第一号は、英国の不動産をベースにして1997年に発行された。

この証券は、従来の古典的手法による不動産投資では解決が困難であった問題点の多く（取引コスト、換金性等）を克服し、居住用不動産市場への機関投資家の参入を初めて可能としたものである。単純化すればSAMSは、居住用不動産価格のインデックスをオプション（ワラント）としたワラント債である。SAMSは居住用不動産の下落リスクを一定範囲（ワラント価格）

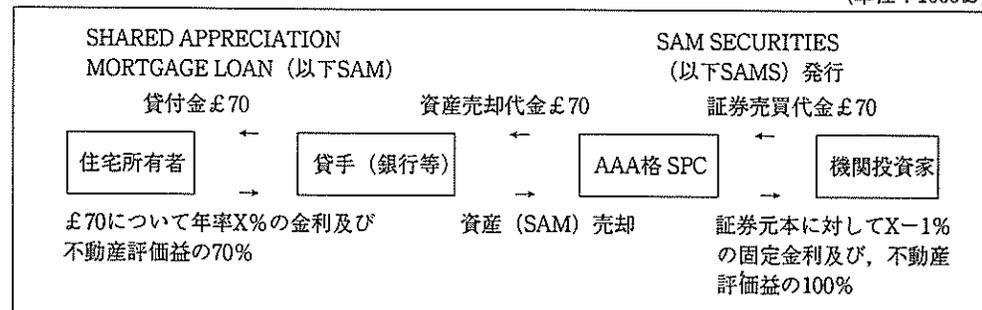
目次

6. オプション・ポートフォリオの利点
- II. 本邦での対応と問題点
 1. 商品性の比較
 2. SAMと定期借地権
 3. SAMと一般の住宅ローン
 4. 税制上のリスク

おわりに

に限定し、将来のキャピタル・ゲインを住宅所有者との間であらかじめ合意した比率で配分する。また投資家はSAMSのオプション部分のみに投資することによって、現物の不動産投資よりレバレッジの効いた投資をすることが可能となる。本稿でSAMSに注目する理由は、この仕組みにより、海外の機関投資家を本邦の居住用不動産市場に効率よく参加させることが可能となる上に、本邦の機関投資家にとって個別の現物不動産への投資よりも利便性が高くなると考えるからである。また、住宅ローンの借手にとっては、借入負担を軽減しながら、当該住宅の占有を継続できる点及び、購入時の不動産価値を確保できる点で、定期借地権を対象とした住宅ローンよりも優れた経済性を有すると考える。不動産所有権を対象とした住宅ローンとの比較では、所有者が将来のキャピタル・ゲイン相当

図1 SAMS £100の例 (単位:1000£)



額の一部を拠出する点が直感的にはハイ・リスクと解される。しかしながら、後述するように、そもそも住宅ローン完済時の不動産によって享受できるキャピタル・ゲインは、売買による譲渡課税や、最終的には相続課税により、著しく減耗される。この点は日本固有の問題点であるが、本稿前段では英国での原形の解説を行い、後段で日本固有の問題点の解決方法にも言及する。

I. SAMS

1. 証券の概要・特性

図1に、10万ポンドの実勢価格の居住用不動産（土地・建物）を前提としたSAMSの一例を揚げた。機関投資家は、投下資本に対して100%の不動産評価益を享受できる。投下資本は当該不動産価格の70%であるから、住宅所有者は、不動産評価益全体の70%相当を投資家に配分することとなる。即ち、 $70\% \times \text{不動産価格}(100) = 100\% \times \text{証券元本}(70)$ となる。仮に不動産が20万ポンドで売れる場合、不動産評価益は100%プラスとなるが、この場合投資家は、評価益10万ポンドの70%相当である7万ポンドを固定金利に加えて受け取る。これは、初期投資額の100%となる。図1は単一の不動産についてのキャッシュフローの例だが、通常のSAMSのスキームでは、数百件の不動産が集合体として原資産を形成する。しかし乍ら、個々の不動産はこの例の様に扱われる。通常米国で見られるMBS (MORTGAGE BACKED SECURITIES) との相違点は、MBSが証券の期限前返済のリスクの代償として高利回りを実現するに留まるのとは比べ、SAMSが原資産のキャピタル・ゲインを捕捉する構成となっている点にあ

る。従って、利回りは逆に通常の債券よりも低くなる。また個人の住宅用不動産市場を対象とする点でも全く新しいものとなった

2. ローンの金利低減効果

図1における借手による不動産のキャピタル・ゲインの支払時期については、証券化により、借手は最終期日（不動産の売却時期）まで支払義務が発生せず、投資家に対しては任意の時点で捕捉可能となる手段を講じている。詳細は第4節で解説するが、ここではまず借手にとっての金利低減効果について述べる。借手は、所有不動産についてコール・オプションを売却した形となるため、あたかも普通社債に対してワラント債が低クーポンとなる様にオプションの現在価値分だけ金利が低減できる。低減幅については、ワラント債と同様にローンの年限により変動する。また図1の例は、元本に対して不動産のオプションの比率（いわゆるレバレッジ）が100%であるが、レバレッジを引き上げることによっても低減幅は変動する。英国で実施した時点でのインディケーションは表1の通りである。

3. リバース・モーゲージ

ここで「リバース・モーゲージ」の機能を、住宅の所有者が当該住宅に居住しながら、住宅の経済価値を現金化させ、最終的には相続事由の発生時に住宅の売却により、資金の返済を行うものと定義する。表1で明らかな様に、SAMの仕組みではローン金額と不動産価格の比率次第でゼロ金利での資金調達が可能となる。また、SAMでは、借手はローンの最終期日までは元本の返済義務を負わない（任意の一部・全額返済は可能。後述）ため、ゼロ金利のSAMはリバー

表1 SAM:レバレッジ、年限と金利

前提条件	ローン期間	5年	10年	15年
不動産価格10万£	一般の不動産	9.44%	11.03%	11.58%
	ローン金利			
ローン7.5万£ レバレッジ100%*	SAMの金利	5.75%	5.75%	5.75%
	金利低減効果	3.69%	5.28%	5.83%
不動産価格10万£	一般の不動産	9.44%	11.03%	11.58%
	ローン金利			
ローン2.5万£ レバレッジ300%**	SAMの金利	0%	0%	0%
	金利低減効果	9.44%	11.03%	11.58%

*レバレッジが100%とは、不動産のキャピタル・ゲイン相当額のうち、投資家に支払う比率（この場合75%）が、不動産価格に対するローン比率（7.5/10）と同率の状態。
**レバレッジが300%とは、不動産のキャピタル・ゲイン相当額のうち、投資家に支払う比率（この場合75%）が、不動産価格に対するローン比率（2.5/10）の3倍の状態。

ス・モーゲージの一形態として捉えることができる。実際に英国の例では、開発者の意図通り、SAMSを利用して既存の不動産ローンから借換えを実施し、リバース・モーゲージとして資産の現金化を図ったケースが多くみられた²⁾。

マクロ経済的にみれば、英国の居住用不動産市場の経済価値は1兆3千億ポンド程であり、そのうち負債額は4千億ポンド程しかない。したがって差額である9千億ポンドが潜在的市場規模と考えられる。我が国でもリバース・モーゲージの普及の可能性については議論が始まっているが、「資金提供者のリスクが高く、公的機関の関与が必要」といった結論に至るものが多い。リスクとしては、①資産の処分時期が不明確であり、証券化商品の期日に償還されることを確保するための信用補完が必要となる点。②不動産価値の値下がりリスク。③不動産の将来の転売可能性の低下等が挙げられる³⁾。

SAMSは、①については最終期日を長期に設定し、米国のMBSと同様に期限前返済を可能とする証券として対応した。例えばリバース・モーゲージを必要とする高齢の借手層が40歳台とすれば、最終期限を70年後とすれば相続事由の発生は確実であろう。実際に最初のSAMSの満期は2072年に設定された。②については、SAMS

においては投資家は元本の返済を受ける立場にあり、不動産という現物を受けるわけではない。担保掛け目（平均50~60%）の設定により安全を見込んでいるが、最終的には不動産価格の元本割れのリスクは、借手（および相続人）にある。二次的に投資家には借手の信用リスクがあるが、証券化による大数の法則により吸収している。実際にこの手法により、SAMSはS&PからAAAの格付けを受けている。③については、当該論説の著者は日本でのリバース・モーゲージの利用形態について特に集合住宅についての問題点として指摘されている。英国では個別住宅を対象としており、問題がない。日本でも最初のスキームは都心部の個別住宅を対象とするのが望ましい。論説では日本での集合住宅の老朽化の解決手法として公的信用力のある機関の介入を前提としたリバース・モーゲージの効用も議論されている⁴⁾。

老朽化した集合住宅でも経済的価値が高ければ（容積率に余裕がある場合が典型）民間での再開発が可能である。その場合、再開発物件全体の資金調達手段としてリバース・モーゲージを利用する可能性はあると考える。しかしながら、これが不可能な大半の物件の問題点は、開発にかかる時間（資金取引については、時間は

表2 期限前返済比率と不動産上昇率による価格変化

不動産上昇率	期限前返済比率				
	6%	8%	10%	12%	14%
1%	83.62	87.45	90.38	92.65	94.44
2%	86.86	90.50	93.24	95.32	96.94
3%	91.06	94.35	96.77	98.58	99.95
4%	96.38	99.13	101.09	102.49	103.52
5%	103.06	105.01	106.29	107.15	107.71
6%	111.38	112.16	112.52	112.63	112.59
7%	121.70	120.84	119.94	119.07	118.24
8%	134.50	131.37	128.77	126.60	124.76
9%	150.45	144.19	139.30	135.42	132.29
10%	170.39	159.84	151.89	145.78	140.98

〈前提〉
SAMS金利：4.0%
不動産市場の
ボラティリティ：15.0%

表3 市場金利の変動と不動産上昇率による価格変化

不動産上昇率	市場金利の変動				
	+100	+50	0	-50	-100
1%	82.21	84.75	87.45	90.34	93.42
2%	84.88	87.60	90.50	93.60	96.92
3%	88.22	91.18	94.35	97.75	101.39
4%	92.35	95.62	99.13	102.91	106.97
5%	97.38	101.05	105.01	109.27	113.88
6%	103.48	107.65	112.16	117.04	122.34
7%	110.82	115.63	120.84	126.51	132.68
8%	119.68	125.27	131.37	138.03	145.32
9%	130.37	136.97	144.19	152.10	160.80
10%	143.35	151.21	159.84	169.35	179.84

〈前提〉
期限前返済率：8.0%
SAMS金利：4.0%
不動産市場のボラティ
リティ：15.0%

表4 ボラティリティの変化と不動産上昇率による価格変化

不動産上昇率	ボラティリティ				
	5%	10%	15%	20%	25%
1%	82.77	85.05	87.45	89.85	92.21
2%	86.35	88.21	90.50	92.90	95.30
3%	90.90	92.28	94.35	96.68	99.08
4%	96.36	97.35	99.13	101.32	103.68
5%	102.82	103.51	105.01	107.01	109.28
6%	110.45	110.94	112.16	113.96	116.11
7%	119.50	119.85	120.84	122.43	124.44
8%	130.32	130.57	131.37	132.76	134.61
9%	143.36	143.54	144.19	145.39	147.07
10%	159.19	159.33	159.84	160.87	162.40

〈前提〉
期限前返済率：8.0%
SAMSクーポン：4.0%

極めて経済的な問題である)と物件の経済的価値の減耗により、経済的価値が再開費用を下回る点にある。これには経済的支援が必要である。信用力の補完では解決しない。モーゲージ・ローン及びリバース・モーゲージは、実在するが未実現の経済的価値を、与信行為によって現金化するものであり、経済的価値を増加させるものではない点が重要である。この点は全ての証券化の議論にもあてはまる。このため集合住宅の再開発についてはリバース・モーゲージの効用は副次的・補助的と考える。

4. キャピタル・ゲイン

キャピタル・ゲインの実現方法については、新株引受権付き社債(ワラント債)の取引方法に類似する。ワラントは、株式に転換し、その株式を現金化することによってキャピタル・ゲインを実現することが可能である。しかし、通常はワラント自体の売買が効率的であるため、発行体に対して転換の要求をすることなく、流通市場で換金されるのが一般的である。転換権の行使はワラント期日の最終段階で行われる。SAMSのオプション部分についても、流通市場での換金を可能とすることによって対応する。SAMSが金利と居住用不動産の価格をベースとする証券であるため、流通価格(従ってキャピタル・ゲイン)は以下の要素により決定される。

- ①SAMS自体の需給関係
- ②市場金利の水準
- ③住宅市場のファンダメンタルズ
- ④居住用不動産指数のSAMS発行時からの上昇率と将来の期待値
- ⑤原住宅資産価格の取組時からの価格上昇率
- ⑥住宅市場の投資収益ボラティリティの変化
- ⑦SAMSのデューレーションを変化させることと

なる住宅の転出・転入率(回転率)の変化
⑧類似の投資対象(例えばインフレ連動債)との比較

表2, 3, 4は上記の要素の変動による価格への影響を一定の前提のもとに試算したものである。表2は、SAMSの原資産プールの期限前返済によって生じるデューレーションの変動と不動産価格の上昇率との関係で表わしている。不動産価格の上昇率が相対的に低い場合は、むしろ期限前返済比率が高いほうがSAMSの価格は上昇する。これは投資家にとって期待値を下回る投資から早期に資金を回収し、他の対象に再投資を可能とさせるからである。逆に不動産価格の上昇率が期待より高い場合は、期限前返済比率が高いとSAMSの価格は下落する。これは投資家にとって有望な投資から資金返済を受けることになるからである。表3は、市場金利の上下動(イールド・カーブの傾斜角度は一定と仮定する)と不動産価格の上昇率との関係で表わしている。不動産価格の上昇と、金利の低下はともにSAMSの価格を上昇させる。不動産価格の上昇率が高いほうが、金利低下によるSAMSの価格上昇率が高くなる。表4は、ボラティリティと不動産価格の上昇率との関係で表わしている。不動産価格の上昇と、ボラティリティの上昇はともにSAMSの価格を上昇させる。不動産価格の上昇率が低いほうが、ボラティリティの上昇によるSAMSの価格上昇率が高くなる。

このような流通市場での価格形成(いわゆるマーケット・メイク)については、一般の有価証券と同様に、SBCWは法的義務を負わないものの積極的にマーケット・メイクを行う予定である。新商品の常として、既存の周知の商品と比べれば初期段階においては流動性に乏しい可能

性はある。しかし乍ら、以下の2点により将来性は極めて高いと考えられる。まず①原資産である居住用不動産は、元来極めて流動性の低い投資対象であり、SAMSでは現金化のために強制的に原資産を売却する必要がないため、原資産への直接投資よりも流動性が高いと考えられる点。次に②マクロ的にみれば、英国の例でも9千億ポンドの潜在市場規模があり、機関投資家にとっては、未開の市場である点である。

5. 期限前返済

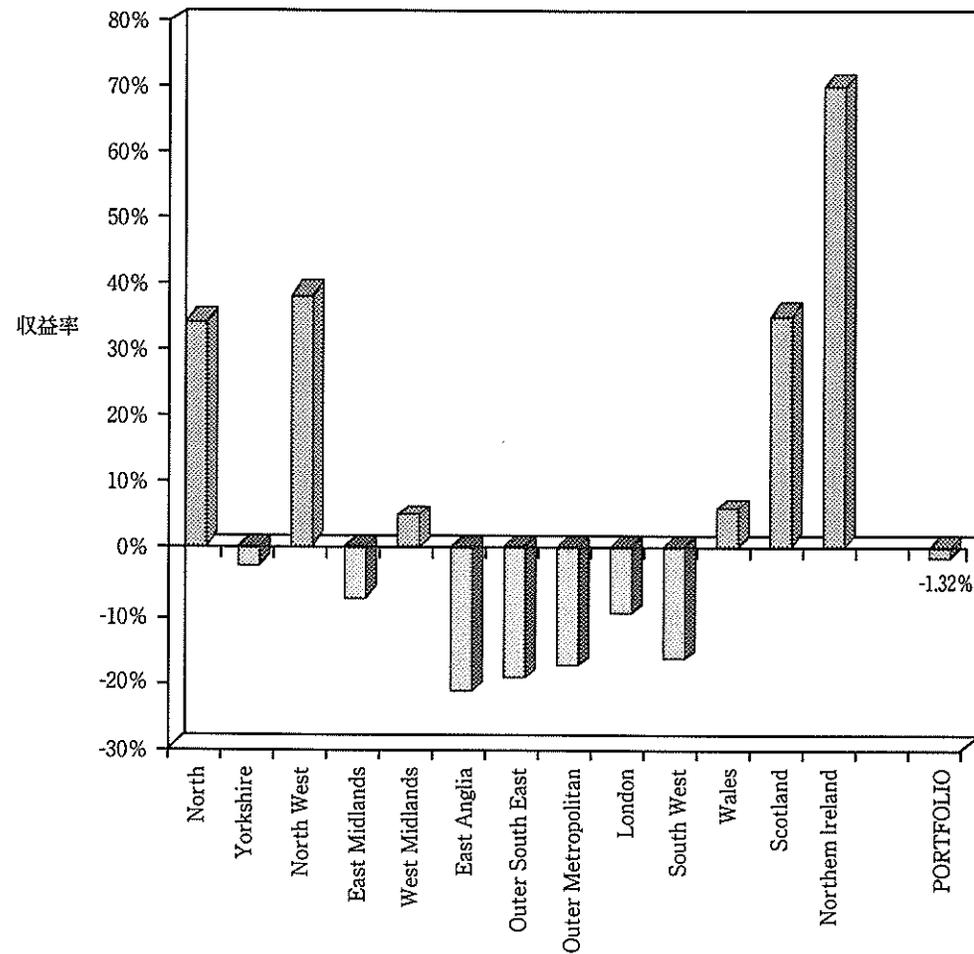
前にSAMでは、借手はローンの最終期日までは元本の返済義務を負わないが、任意の一部乃至全額返済は可能であると述べた。この点につき、借手・投資家のリスクも含め解説する。第1節で解説したとおり、借手は元本に100%乃至それ以上連動する不動産価格のオプションを売却している。従って、元本の返済に当たっては、対応するオプション部分の償還が必要となる。図1の例に戻ると、10万ポンドの不動産につきSAMにより7万ポンドのローンを設定した借手は、1万ポンドの返済を行う時点で仮に不動産評価益が100%(時価が設定時の2倍)であれば、1万ポンドの元本返済に加えて、(不動産評価益10万ポンド×70%×1万ポンド÷7万ポンド=)1万ポンドの支払が必要となる。これにより、借手の支払義務は当初の「7万ポンドについて年率X%の金利及び不動産評価益の70%」から「6万ポンドについて年率X%の金利及び不動産評価益の60%」に変更される。一部返済としての1万ポンドはSAMSの総資産を減少させ、比例配分により、個々のSAMSの投資家の元本の一部繰り上げ償還となる。不動産評価益の配分としての1万ポンドは、償還に係わるキャピタル・ゲインとして配分され収益認識さ

れる。逆に不動産評価益が0%またはマイナスの時点で返済を行う場合は、追加の支払は不要となり、借手の支払義務は前例と同じく当初の「7万ポンドについて年率X%の金利及び不動産評価益の70%」から「6万ポンドについて年率X%の金利及び不動産評価益の60%」に変更される。この例から明らかな様に、借手は所有の不動産が値上がりしている場合は著しく期限前返済の意欲を削がれ、逆に値下がりしている期間に返済意欲を高めることとなる。これは、SAMSのデフォルト率を著しく引き下げる。すなわち、不動産価格が設定時より上昇している限り、元本返済は最終的に不動産の売却により賄え、デフォルトは発生しない。担保掛け目を最大70%程度とするため、借手にも現金が残ることとなる。不動産価格が設定時より下落している状態では、特に担保掛け目を下回れば、借手及び場合によってはその相続人は、追加の返済資金を用意する必要がある。この状況で返済意欲が高まる仕組みは極めて安全性が高い。

6. オプション・ポートフォリオの利点

SAMSの投資家は、多数の「個別の不動産に係るオプション」をポート・フォリオとして保有する効果を得る。オプションの集合によるポート・フォリオの効果について現物のポート・フォリオと比較し利点を解説する。尚、この点は株式における現物のポート・フォリオと、個別株式オプションのポート・フォリオの差異と同様であり、御承知の読者は読み飛ばして頂きたい。SAMSは、当然ながら居住用不動産市場が上昇時にある時に、最大の収益をもたらす。しかしながら、その場合は現物不動産への投資も収益性が高いため、相対的な優位性は低い。むしろオプションが優位性を発揮するのは、市

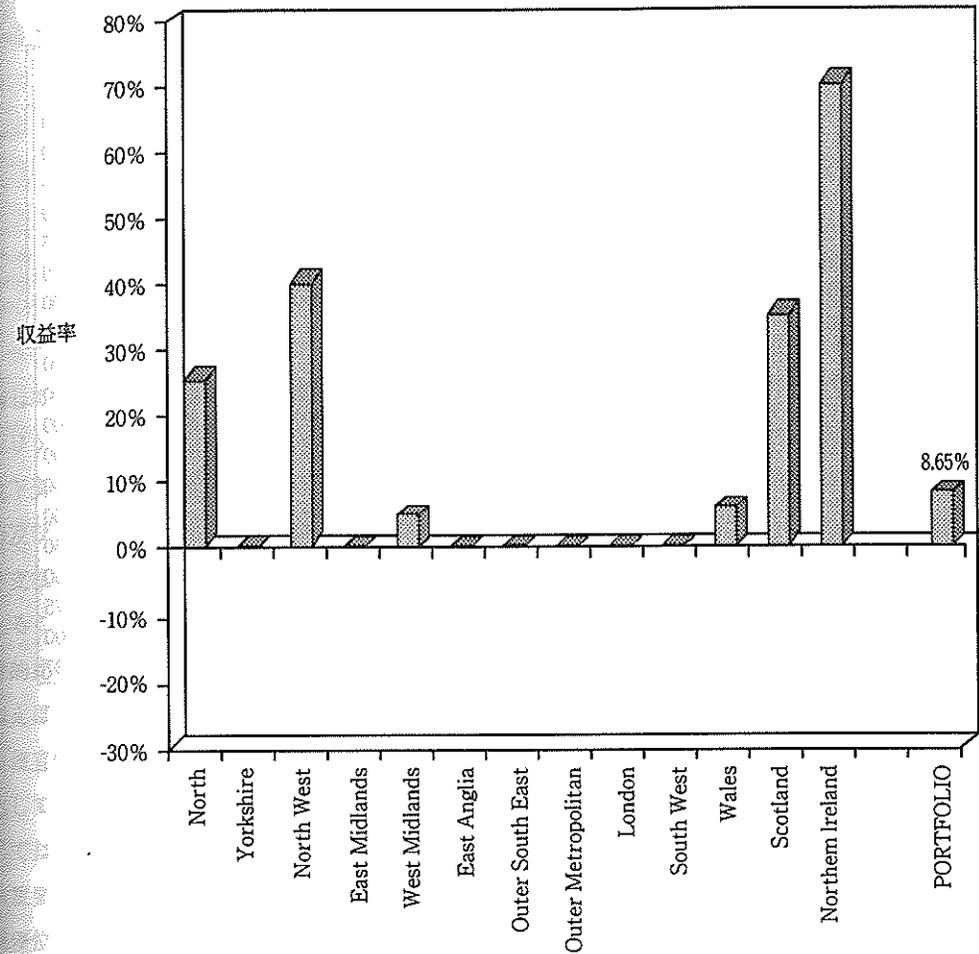
図2 全英地域別現物居住用不動産価格指数



Source:SBC Warburg Dillon Read, Nationwide Building Society

場が横ばい乃至、下落している場合である。(従って現在の日本は、この商品の導入に極めて好ましい状況である。)これは株式投資については広く認識されていることであるが、ここではSAMSの利点の具体的な検証として、英国での1989年から1997年3月までの不動産価格の実例を使う。図2は、英国の各地域で同一価格の住居を1989年に購入した場合の1997年3月の収益率を示している。右端の数値(-1.32%)は全国平均値である。これは現物のポート・フォリオに投資した場合の収益率となる。図3は、同

図3 全英地域別現物居住用不動産オプション指数



Source:SBC Warburg Dillon Read, Nationwide Building Society

じモデルでオプションを使って投資した場合の1997年3月の収益率を示している。図2でマイナスとなっている地域についてはゼロとなる。右端の数値(8.65%)は全国平均値である。これはSAMSに投資した場合の収益率とみなすことができる。オプション・ポートフォリオは、現物ポートフォリオを9.97%(8.65+1.32)上回ったことになる。

II. 本邦での対応と問題点

1. 商品性の比較

SAMSの本邦での利便性を検討するため、まず既存のローン形態との比較を試みる。比較対象は、典型的な住宅ローンと定期借地権を担保とした住宅ローンとする。表5では、比較を容易とする目的で、若干大胆な前提を加えた上で3商品の経費低減効果と最終的なネット・キャッシュを計算する。比較を目的とするため、3

商品には共通するコスト(不動産売却手数料等)は除外している。尚、比較を目的とした前提を含むため各々のケースの水準は、問題ではなく、相互の比較優位性を検討するのが目的である。表5では30年後に不動産価格が2倍になる場合の比較をおこなった。この場合、一般のローンと比べ、SAMを利用したものは、支払金利の低減額が現在価値ベース(NPV)で200万円程となる。逆に、将来のキャピタル・ゲインにおいてNPVで200万円程不利益となる。この例では税法上の取り扱いはい各商品とも同様に処

表5 商品性の比較

<単位：千円>

		CASE1 住宅ローン	CASE2 定期借地権	CASE3 SAMローン
A	購入価格 (土地・建物)	100,000	75,000	100,000
B	借入金額	70,000	45,000	70,000
C	支払金利 (年率)	4.00%	4.00%	1.75%
D	支払回数	360	360	360
E	支払金利の現在価値 (NPV: 4%で割り戻し)	48,874	31,419	28,575
F	建物の減価償却費累計 (取得費の95%)	23,750	23,750	23,750
G	不動産価格上昇率100%の場合の将来価格 (FV)	200,000	150,000	200,000
H	借地権の減価 (G÷50×30)		90,000	
I	SAMSによる評価益支払 (A×100%×70%)			70,000
J	売却時のネット・キャッシュ (G-H-I-B)	130,000	15,000	60,000
K	元本返済見合い額の積立 (みなし) による調整額	70,000	70,000	70,000
L	調整後の将来のネット・キャッシュ (J+K)	200,000	85,000	130,000
M	譲渡所得 (G-H-A+F)	123,750	8,750	123,750
N	課税対象となる譲渡所得 (M-30百万円)	93,750	0	93,750
O	譲渡所得課税 (N×20%)	18,750	0	18,750
P	税引後の将来のネット・キャッシュ (L-O)	181,250	85,000	111,250
Q	Pの現在価値 (NPV: 4%で割り戻し)	54,701	25,653	33,575
R	現在価値ベースでのトータル・メリット (Q-E)	5,826	-5,767	5,000
S	CASE1に対する優位性 (R-R (CASE1))	0	-11,593	-827

- 前提条件
- A 物件は都心の新築一戸建：土地75百万円，建物25百万円
定期借地権の場合は土地価格の2/3の50百万円を土地のコストとみなす。
借地権による地代は50百万円に含むこととする。
- B 手元資金を30百万円として残金を借り入れる。
返済方法はSAMとの調整のため，すべて30年後の期日一括とする。
各CASEとも返済資金を積立て，再投資することにより，期日に70百万円の資金を計上
再投資利回りを4%と仮定すれば，各CASEの元本返済時期の差異による金利コストの調整が不要となる。
- C 通常のローンを固定4%とする。SAMはオプションによる低減効果を年率2.25%とする。
- H 定期借地権の価格は，残存50年のものが不動産価格の上昇率に100%連動し，残存期間の短縮にともない定額法により減価させる。
- L SAMによる評価益の70%の支払は，不動産の売買とは独立した取引であるため税法上の譲渡所得の計算上は控除されないものとして試算した。
- N/O 長期譲渡所得の特別控除を30百万円，税率を20%とする。(実際は10~30%)

理した。実際には，SAMの利用者の譲渡所得以外の所得に余裕があれば，SAMの契約による評価益の70%相当の支払である70百万円については節税メリットの捕捉が可能と考える。これは，実効税率を50%とすると35百万円，譲渡所得の範囲で控除する(20%)場合は14百万円となる。但し，いわゆる「タックス・アービトラージ」としてのメリットの捕捉については，特に日本の場合には制度リスクが高いので慎重な対応が必要となる。この点については後述する。

2. SAMと定期借地権

表6は表5と同じ手法で不動産価格の上昇率を変化させた収支比較である。SAMを利用したローンは不動産の価格変動に係らず，定期借地権よりも経済的なことが理解できる。これは，表5の支払金利欄から解るとおり，金利低減効果では僅差となるが，資産価値の保全面で，前者が当初価格および評価益の30%を捕捉できるのに対し，後者が50年の期間の経過につれて減

表6 一般のローンに対する優位性

<単位：千円>

	不動産価格上昇率	定期借地権				SAMローン			
		0%	30%	100%	200%	0%	30%	100%	200%
G	不動産の将来価格：FV	75,000	97,500	150,000	225,000	100,000	130,000	200,000	300,000
H	借地権の減価	45,000	58,500	90,000	135,000	0	0	0	0
I	SAMによる評価益支払	0	0	0	0	0	21,000	70,000	140,000
L	調整後の将来のネット・キャッシュ	55,000	64,000	85,000	115,000	100,000	109,000	130,000	160,000
P	税引後の将来のネット・キャッシュ	55,000	64,000	85,000	113,250	100,000	104,250	111,250	121,250
Q	Pの現在価値	16,598	19,314	25,652	34,178	23,794	31,462	33,574	36,592
R	NPVでのトータル・メリット	-14,820	-12,104	-5,766	2,759	-4,780	2,886	4,999	8,017
S	比較優位性	10,259	-1,029	-11,592	-27,210	20,299	13,961	-826	-21,952

価していくためである。「NPVでのトータル・メリット」欄は，各々のローンを利用し，初期投下資本30百万円と期日までの追加投資70百万円及び調達コストとして年利4%または1.75%を支払った不動産投資の売却による収支戻と考えることができる。(前に説明したとおり，相対的比較のベースであり，水準には意味がない。例えば，ここでは30年間住居として使用している便宜性はどのケースとも同じであるから計数化していない。頭金も同額なので資本コストとしては算入していない。)従って，この観点から重要なものは典型的な住宅ローンに対する比較優位性の数値である。定期借地権，SAMの双方とも不動産価格が横ばいの場合は典型的ローンより有利なことは計算するまでもなく，感覚的に理解できる。この場合は，あえて当初に外部借入を利用することなく，30年後の現金の蓄積を使って，等価の物件が購入できるためである。但し，30年間に僅か30%の不動産の上昇がある場合でも，定期借地権の場合は優位性を失う点は重要である。問題は，期限付きの借地権が経年により減価する点にあり，当初の負担軽減のメリットもこのキャピタル・ロスを補えない点にある。定期借地権は最終的には不経済である。しかし，当初の段階での資金繰りが，現実的には一般の所有権にもとづく住宅ローンに

耐えられない様な借手にとっては，一手段にはなると結論できる。敢えて当初の段階で手元資金の余裕を増加させるための手段としては得策ではない。より重要な点は，50年後に退出を迫られることである。表5では「K：元本返済見合い額の積立(みなし)による調整額」を加算している。この理由は，当初の所有権と比べ，より低額の借地権を利用することのメリットを正しく評価し，かつ調整後の将来のネット・キャッシュが，退出後の新しい住居の取得に十分かどうかを確認するためである。表6のPとGの比較により，大幅な資金不足が確認できる。資金不足はSAMの場合にもみられ，特に不動産価格の上昇率が高い場合は大幅となる。但し，SAMの場合は比較の都合上，30年の期日で計算しているが，相続の開始まで退出の必要はなく，従って，新たな住居の手当は不要である。また実際には借り入れ元本についても資金手当は不要であり，物件そのものの自己返済能力をあてにできる。定期借地権の取引は，経済的には当初の土地の購入と50年後の土地の売却を組み合わせたものと同じである。すなわち，試算の例では，借手はまず75百万円で土地を購入し，かつ50年先の土地の売却を先物取引として25百万円で同時決済する。結果として差額の50百万円で50年間土地を占有できる。年利4%で計算

すれば、25百万円の30年後の価値は82百万円であり、50年後では184百万円となる。従って、30年後の実際の不動産価格が、これを下回っていれば借手に有利に働くこととなる。上昇率で示せば+9.33%が分岐点 $((82 \div 75) = 109.33\%)$ となる。定期借地権については新しい取引であり、価格形成にも今後の課題とすべきところが多いようである。開発業者も当該取引については慎重に対応している様であり、今後の価格形成次第では経済性が改善すると思われる。SAMの様な類似の取引形態が、条件改善の刺激になると考える。

3. SAMと一般の住宅ローン

表6で明らかな様に、損益分岐点は上昇率100%前後である。評価益の分配によるコストの税効果がSAMに有利に働きそうであるが、ここでは考慮しない。期中の金利低減のメリットと元金の定額返済に係わる資金負担が発生しない点において潜在的ニーズは高いと考える。借手の候補としては、資金繰りを軽減したい若手層と、死亡するまで居住するつもりで壮年層が考えられる。一方で、SAMは、英国で確認できた様に、既存のローンからの借換えによるキャッシュ・フローの軽減に有効である。ここで1977年初頭(20年前)に投資額50百万円で一戸建てを購入した現在50歳の借手をモデルに想定する。当初借入額は、購入額の80%の40百万円。金利は30年固定で6.0%とすると、毎月の元金支払は239,820円、1987年末の残高は約21百万円となる。不動産価格は20年間に2倍に上昇している。不動産の時価は、100百万円、ローン残高は21百万円である。借手は老後の準備のため、毎月の支払の軽減および可能な限りで、退職後を睨んだ資金手当を検討する時期にきて

いる。また、住宅も老朽化が進み、修繕費が必要である。住宅の売却による、より安価な物件への転居は、税務上のコスト負担が大きい。第1章第2節「金利低減効果」で表1をつかって、「SAM:レバレッジ、年限と金利」の説明をした。ここで200%のレバレッジを使った金利ゼロのSAMを利用する。担保掛け目を70%とするとSAMで70百万円のコール・オプションが売却できる。200%のレバレッジでは、借入れは35百万円となる。オプション価値で金利をゼロに設定できる年限は、現在の金利環境では50年となる。借手は、死亡時まで住み続けるつもりで借換えを実施し、余剰金14百万円は一部修繕費とし、毎月の元金支払負担から開放される。この取引は、借手にとっては好都合である。彼は老後の生活資金を、住居を売却し、より狭い場所に転居することなく捻出できる。資産に対するローンの掛け目は35%であり、おおよそ元本の返済につき、100歳時あるいは、彼の死後、相続人の負担とはならないであろう。また、不動産のキャピタル・ゲインのうち、彼またはその相続人がSAMの契約により支払う部分は、100百万円を越える部分である。SAMの契約を締結していない場合でも、相続税負担等で対外的に流出する部分もあり、考え方によれば、SAMの支払部分についての債務控除は、効率的な相続税対策となる。

SAMSの投資家にとっても、彼は理想的な原資産を提供している。第一に200%のレバレッジは魅力的である。第二に50歳という年齢が取引の年限を相対的に短くすることを可能にする。(一応100歳までに相続事由が発生すると想定できる。)第三に担保掛け目が35%であれば債権のAAA格付け取得に有効である。この点で、本邦のローン・オリジネーターとなる銀行

にも新しい顧客層として有望な収益機会が提供できるとも考える。この壮年層は従来では新たな信用供与先とはできない部類である。人口の高齢化が進むにつれ、資産家でありながら現金に乏しい層に、SAMはあたかも私設年金としての機能できる。

4. 税制上のリスク

前段で述べた様に、日本での対応については税制上の利点を取って積極的に利用していない。以下の2点につき、海外先進国と比べ、リスクが高いと考えるからである。まず、いわゆる「GRAND FATHER RULE」がない点である。これは、「既存の制度を前提として取引が実行されている場合、制度の変更によっても、変更前に完了した取引については不利益になる様な変更の効果を及ぼさない。」という考えかたである。日本では、マル優の廃止と不動産投資に係る損益通算の変更が、制度の変更により遡及して適用された。望ましい対応は、マル優の廃止では、既に預貯金として運用している残高については非課税を継続し、増額分について課税扱いをすべきであった。理由は既に制度を前提として、利息収入で生活設計を済ませている個人を不安定にするからである。不動産投資に係る損益通算の変更についても、新規投資案件に限り損益通算を限定的に扱うのが正しいやり方であった。投資案件は、一般に長期のものが多くなるが、途中での制度の改悪は致命的となり、投資家の経済活動を裏切ることとなる。また一度学習効果を発揮すると、現行の制度を前提として、例えば証券化等で、革新的な仕組みを取り入れることが商業的には困難となる。資産の証券化については、通常資産の売却時に課税関係が発生し、資産が不動産であれば

課税方法も複雑・多岐にわたる。証券として売却すると有価証券取引税、利息の源泉税等に影響がある。これらが、3次元的に関連する中で、税法の変更が遡及すれば対応は不可能である。SAMについては、制度の安定性に確信が持てれば、課税控除枠を積極的に利用した形でより経済的な仕組みを提示できるが、現状では、安全性を優先したい。二番目は、現行の税法自体の非合理性により、いわば「制度のボラティリティーが高い点である。すなわち、合理的に考えれば、改定の余地が多いものがあり、制度の継続が期待できない。例えば、個人における居住用の住宅所有(=運用、投資)の代価である支払金利(=資金コスト)は、課税所得上は費用として計上できないにも係らず、代価支払の結果である住宅の売買益(=投資の果実)は、課税対象とされている。建物の減価償却についても使用中の費用計上がなく、売買益の計算には算入される。制度の安定性と「GRAND FATHER RULE」の認知を、金融ビッグ・バンの成功のために切に希望する。

おわりに

以上モーゲージ・ローンとその証券化及びリバース・モーゲージへの展開について、核となる構成について日本での発展の一助になることを願って解説した。もとより、本稿は新商品の作成のための手引書ではなく、紙面の制約もあり、本稿の読者には細部が解らないため、解説不足を感じられる点もあると思われる。(例えば、ローン・オリジネーターとしての銀行の関与の度合、不動産の具体的な評価の方法等)これらは極めて事務的なものであり、日本においてSAMSを導入するにあたって、実務的に障

害がないと考え、ただでも複雑な証券化の解説に要点を絞り、省略することにした。むしろ導入にあたっての障害は、新しい、従来より複雑な商品を取扱う貸手側の消極性にありそうである。日本版SAMSの投資ニーズは既に海外で確認できており、日本国内の借手ニーズの大きさは歴然としている。今回の英国での例を解説する中で、筆者は、銀行が個人の借手に対して、いかにニーズに合った商品を提供するために労力を割いているかという点につき、日本の現状と照らし大きな差異を感じた。日本では、ビッグ・バンに備え、得意のリーテイルに注力するといった掛け声を聞くが、商品の構成は古き良き時代のスーパーの品揃えの様である。日本のシティーバンクで優良顧客が激増しているとのニュースも首肯できる。本来、日本での住宅ローンの顧客は、不動産価格が世界的にも極めて高額なため、リーテイル・ビジネスといっても、プライベート・バンキングに匹敵する程、有望で収益性が高い領域のはずである。売掛金のアセット・バックCPの組成に注力する程度の努力を、リーテイル側でも期待したい。高齢化社会を前にしてこの類の資金ニーズは非常に高いと考える。

注

1) SAMS第1号のロイター表示 (07:55 16JUL97) は以下の通りである。

"THE FIRST ISSUE BASED ON SHARED APPRECIATION MORTGAGES, ORIGINATED BY BANK OF SCOTLAND IS NOW LAUNCHED. THE DEAL COMPRISES 2 TRANCHEs BOTH WITH A MATURITY OF 75 YEARS. THE FIRST TRANCHE IN THE NAME OF BANK OF SCOTLAND SAM NO. 1 PLC IS FOR STG 27.2M AND PAYS 4.2% (QUARTERLY PAY) RISING TO 5.2% AFTER 30 YEARS. IT WILL BE PRICED AT OR BEFORE 11AM (LONDON TIME). THE SECOND

ONE FOR BANK OF SCOTLAND SAM No. 2 PLC IS FOR STG 105.6M AND PAYS 60% OF 3 MONTH LIBOR MINUS 30BP, RISING AFTER 30 YEARS TO 60% OF 3 MONTH LIBOR PLUS 10BP. ISSUE/REOFFER IS 101. FEES (FOR THE SALE OF TRANCHE 2 ONLY) TOTAL 1.4%, SPLIT 0.7% M+U, 0.7% SELLING. LISTING LONDON. PAY JULY 25. DENOMS 100K. US/UK LIMITS. TEFRA D.REG S 2. NON-STD TAX. ENG LAW. LEAD MANAGER IS SBC WARBURG. BOTH DEALS OFFER A PARTICIPATION IN THE EQUITY UPSIDE ON THE PROPERTIES COVERED BY THE UNDERLYING SAM MORTGAGES."

- 2) 上記注1の中で、SAM NO.1 PLCがいわゆるフォワード・モーゲージ、SAM NO.2 PLCがリバース・モーゲージを資産として利用しており、前者がstg 27.2百万、後者がstg 105.6百万であり、リバース・モーゲージの需要の大きさがわかる。
- 3) 三國仁司 (長銀総研) 「リバース・モーゲージの導入について」、『日経金融新聞』、1997年9月5日、では次のように説明されている。「このリバース・モーゲージのリスクについて簡単にふれておこう。まず、資金提供者は①資金提供期間が不確実であり、住宅の価値以上の資金提供となるおそれがある②リバース・モーゲージの終了時に住宅価格が値下がりしているおそれがある③資金提供に伴う金利資金調達とそれに伴う金利負担が長期に及ぶ—というリスクを負う。①は利用者が長命であった場合のリスクで、利用者が増えれば大数の法則によって「保険 (仮称・想定期間延長保険)」で吸収できる。②と③は民間企業ですべて負担することがむずかしく、公的信用力を持つ機関・組織によるサポートは不可避だろう。」
- 4) 前掲、三國氏はこの点について次のように述べている。「昭和三十年代に建築された集合住宅では老朽化が進んでおり、安全性の点からも今後建て替えが必要となる。かつてのニュータウンは現在の尺度からすれば居住性で見劣りがし、若年世代の住宅とするには区画の再整備や建て替えが必要となる。そこで、用地取得方法としてリバース・モーゲージを活用するのである。これによってそこに住む高齢者は年金補完ができ、資金提供者や物件取得者は再開発・再利用用地を円滑に取得でき、高齢者から若年世代への不動産の権利移転を進めることが可能となる。ただし、完全に所有権を取得し終わるまでには長期間が必要であり、一部の住民は代替住宅への引っ越しが避けられない。この時、住民の権利保護の観点から、公的信用力を持つ機関・組織の関与が必要となってくる。民間企業を利用者とリバース・モーゲージ契約を行う当事者とするは避けるべきである。」

(SBCウォーバーグ証券企業金融部ディレクター)