

IV 海外だより

＜西独のオープンエンド型不動産投資信託について＞

日本生命 フランクフルト事務所
木田 達也

1. はじめに

国内景気が堅調に推移する中で、西独の不動産市況も活況を呈している。フランクフルトやミュンヘンでは、1986年から1989年の3年間にオフィスビルの賃貸料が70～80%の上昇を示す程である。

このような状況を背景に、西独では少額の賃金で不動産投資が可能なオープンエンド型の不動産投資信託（＝「Offene Immobilienfonds」、以下「投信」と略す）が個人投資家の間で人気を集めている。

そこで、本稿ではこの投信の現状について紹介することとしたい。

2. オープンエンド型不動産投資信託の概要

(1) 仕組と特徴

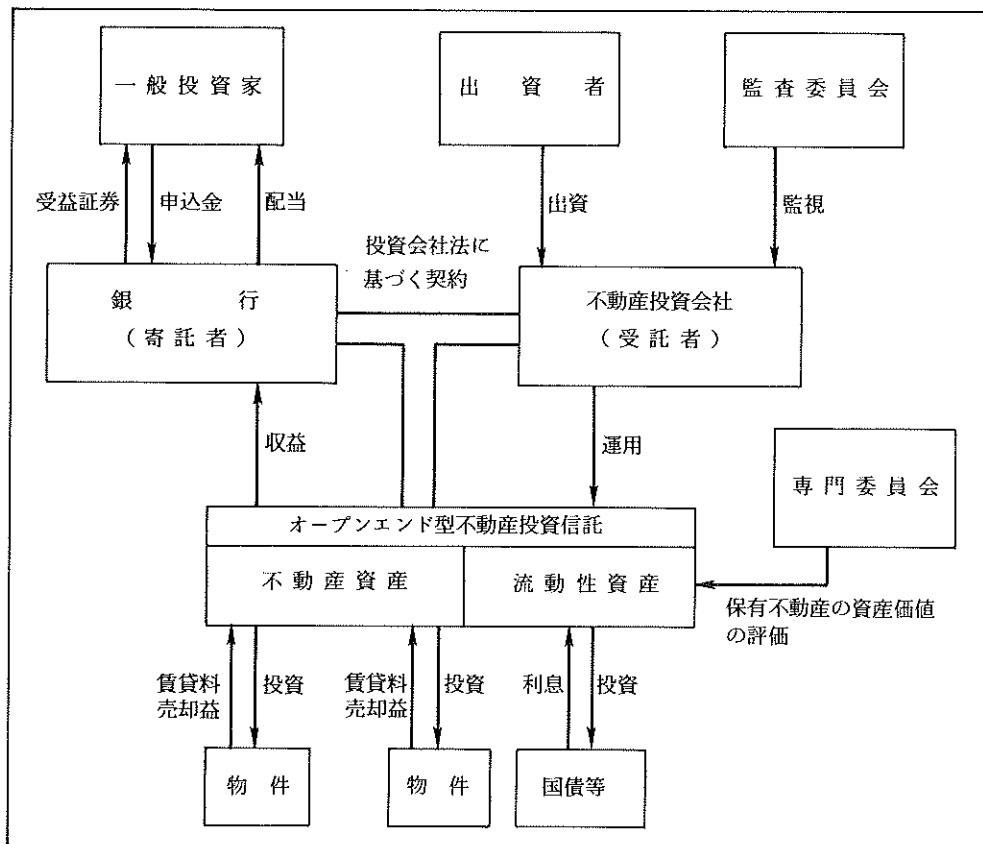
仕組は図-1のとおり、銀行が一般の個人投資家より小口の投信を募集し、代わりに応募者に対して受益証券（Anteil）を発行する。集めた資金は投資会社法（Gesetz ueber Kapitalanlagegesellschaften）に準拠して設立運営される不動産投資会社によって投資・運用される。

また、この投信には次のような特徴がみられる。

- ① 申込金一口当たりの金額が40～180マルク（約3,600～16,200円）と小額で、一口から購入できるため少ない資金で不動産投資が可能となる。

- ②複数の物件に投資するため市場リスクを分散することができる。
- ③銀行には発行した受益証券の買取りが義務づけられていることから換金性が高い。^注
- ④2重課税防止の観点から、保有物件の売却時には不動産売却益は非課税となり、個人投資家が配当として受け取る際には他の配当と合算して税金を納める。通常企業の不動産売却益には税率の高い法人税（内部留保分に対して50%、配当拠出予定分に対して36%）が課せられるのに対し、投信が非課税となる分、実効税率がかなり低くなるというメリットがある。

図-1 オープンエンド型不動産投資信託の仕組み



(出典) DGIの'89年Annual Report等をもとに作成。

(2) 不動産投資会社に関する規制

不動産投資会社は銀行や保険会社の子会社である場合が多いが、投資会社法は投資家保護の観点から不動産投資会社に対して次のような規制を設けている。

①監督機能

- 不動産投資会社の運営を監視するために不動産投資会社から独立した監査委員会

注：受益証券の販売価格 (Ausgabepreis) と買取り価格 (Ruecknahmepreis) は新聞等に毎日発表されている。買取り価格は、投信の資産総額 ÷ 販売口数で算出され、販売価格は通常これに5.5%のマージンを上乗せした価格に設定される。

(Aufsichtsrat) を設置する。

- 投信の保有不動産の公平な評価を行うため、不動産投資会社から独立した鑑定人で構成される専門委員会 (Sachverstaendigenausschuss) を設置する。
- 不動産投資会社は連邦銀行監督庁の管理下に置かれる。

②資産の安全性の確保

- 万一投資会社の経営が破綻した場合には、投信の資産はすみやかに投資会社法に基づく契約関係にある銀行 (Depositbank) に移管しその安全性の確保を図る。

③投資規制

- 保有する一件当たりの不動産価格は投信の資産総額の15%を超えてはならない。
(ただし取得時は資産総額の10%まで)
- 一人の投資家の持ち分は投信の資産総額の1%を超えてはならない。
- 投信の資産総額の5~35%の範囲で流動性資産 (主として国債等の確定利付債) を保有しなければならない。
- EC域外の不動産への投資額は投信の資産総額の20%を超えてはならない。

注: 90.3.1より改正された条項 (後述)。

(3) 投信の規模

投信の資産総額は、1989年末で約160億マルク (約1兆4,400億円) で、10年前との比較では約4倍の増加である。

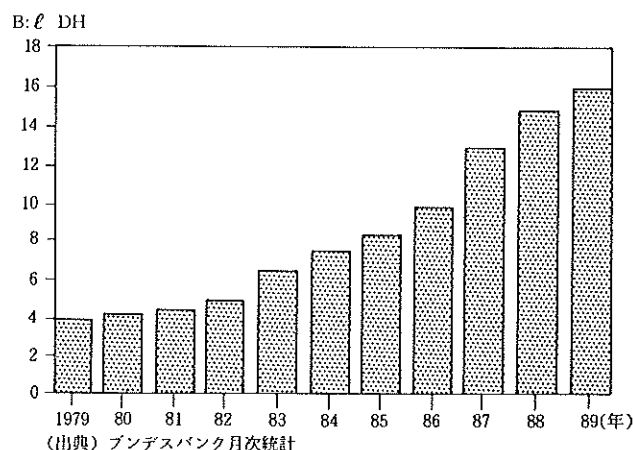
個々の投信について見ると、表-1のとおり、ドレスナー銀行系の「GRUNDWERTFONDS」とドイツ銀行系の「grundbesitz-invest」の2大投信が全体の約50%を占めている。

また、過去15年間の年平均利回りはいずれも5%以上で、投信が一般小口投資家に普及した一つの要因はこの安定した利回りにあったと見られる。

なお、上記オープンエンド型不動産投資信託の他、西独の不動産投資の主な担い手としては保険会社とクローズドエンド型不動産投信がある。資産残高では、保険会社が247億マルク (約2兆2,200億円)、クローズドエンド型不動産投信が450億マルク (約4兆500億円) と、いずれもオープンエンド型不動産投信を上回る規模にある。

ただし、クローズドエンド型不動産投信は、オープンエンド型と比較すると一口当

図-2 投信の資産残高の推移



たりの販売価格が大きく流通経路も投信募集時のみとなっているため、個人の小口投資家向け商品となっておらず、投資会社法の適用外とされている。

表－1 各オープンエンド型不動産投資信託

投資信託名	主な出資者	投信規模 (百万マルク)	過去15年間の 年平均利回り (%)
A. G. I	DBV保険会社	462.0	6.0
BfG : Immolvest	BFG銀行	151.2	—
Despa	ドイツ貯蓄銀行と州立銀行	1,975.0	6.2
DIFA	DG銀行	1,894.7	6.0
DIFA-GRUND		511.6	—
grundbesitz-invest	ドイツ銀行	3,206.3	6.8
GRUNDWERT-FOND	ドレスナー銀行	4,660.3	7.0
HANSAimmobilia	イドゥナ保険グループ	137.6	—
Haus-Invest	コメルツ銀行	1,284.0	6.7
iii-Fonds Nr. 1	バイエルン抵当為替銀行	1,056.0	5.4
iii-Fonds Nr. 2	バイエルン合同銀行	596.6	5.0
WestInvest 1	西ドイツ州立銀行	208.6	—
合計		16,143.9	—

(出典) DEGI、ブンデスバンク月次統計

- 注 1. 数値は全て'90年6月30日現在のもの。
 2. 利回りは配当を再投資した場合の数値。
 3. 投信設定後15年経過していないものについては年平均利回り表示なし。

(1) 西独不動産市場の特徴

①地方分権制

地方分権制の発達している西独では、図－3に見るとおり、人口100万人以上の都市は、ベルリン、ハンブルグ、ミュンヘンのみで、ロンドンやパリのようないわゆる「大都市」は存在しない。

ドイツ統一後の首都であるベルリンに政府機関等が集中するかどうかについては、現在盛んに議論されているところであるが、地方分権思想の強いドイツでは首都がベルリンになった後もすべての機能がそこに集中することはないだろうと見られている。

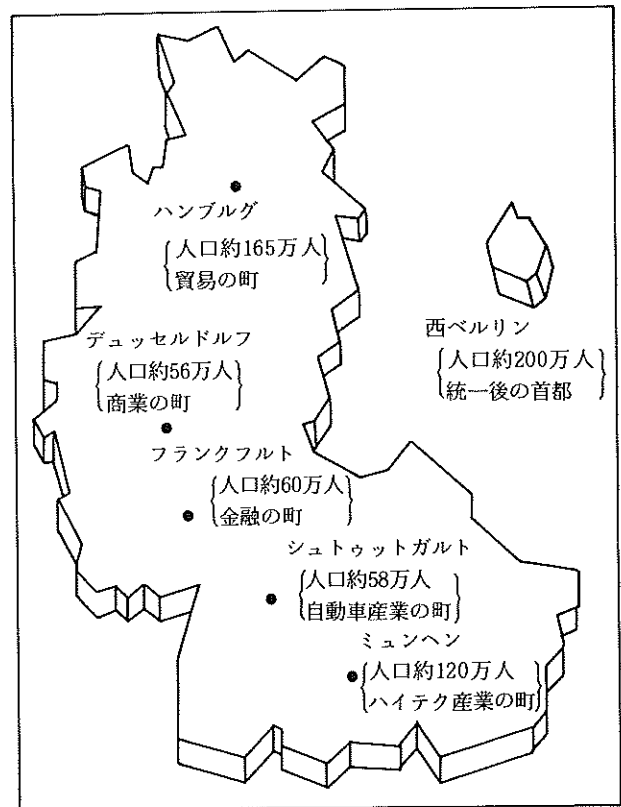
このように都市の分散化が進んだ西独では、不動産投資のあり方も地域分散的になっている。

②土地の利用規制

西独には厳格な土地利用規制があり、全国土が「建設許容地域」と「建設抑制地域」に分類されている。各市町村は個別の街区について建設管理計画を設定している。このため西独では、土地所有者が自己の裁量のみで土地を利用する余地は全くない。この土地利用規制の内容は各都市によって異なり、例えば、フランクフルトでは市の中心地に高層ビルが数多く建設されているのに対し、ミュンヘンの市街地のように10階以上のビル建設が禁止されているところもある。

こうした厳格な規制のため、各主要都市の市街地における新規不動産物件の取得は困難になってきており、同時に市街地における建物の供給不足により、既存物件の価格が高騰している。

図-3 西独の各主要都市の状況



(2) 投信の不動産投資の特徴

投信の収益の70%が賃貸料収入を中心とするインカムゲインであり、前述の西独不動産市場の特徴とあいまって、従来の投信の投資のあり方には次のような特徴が見られた。

①BUY & HOLDの投資

保有物件を売却することは希で、キャピタルゲインを狙う投資ではなく、賃貸料の値上がりを待ってインカム利回りの向上を図る投資方針が採られていた。

②オフィスビル中心の投資

投資家保護の立場から安全性の高い投資が望まれるため、オフィスビルへの投資がその大部分を占めてきた。西独最大の投信であるドレスナー銀行行系の「GRUND WERT-FOND」の場合も現在保有する物件の4分の3がオフィスビルである。これは、オフィスビルへの投資が、住宅物件ほどには国の投資政策の影響を受けず、また店舗物件ほどには大きく景気変動の影響を受けないことから、安全性が高いとされているためである。

③西独主要都市への分散投資

人口の非集中化により、各投信の投資先は、ハンブルグ、ミュンヘン、フランクフルト、デュッセルドルフ、シュトゥットガルトといった西独の主要都市とその周辺に分散している。

④ディベロッパーとの協働による新規物件への投資

西独の主要都市の中心街では優良な既存物件の取得が困難になってきていることから、出来る限り初期の段階から有力なディベロッパーと協働して新規物件に投資していく方法がとられている。

4. 投資環境の変化への対応

西独のオープンエンド型不動産投信は、長期安定した利回りの提供と安全性及び換金性に優れていることを武器に拡大を続けてきた。しかし、このところ不動産投資環境に従来と違った変化が生じてきているため、その投資のあり方についても新たな対応が求められるようになってきている。

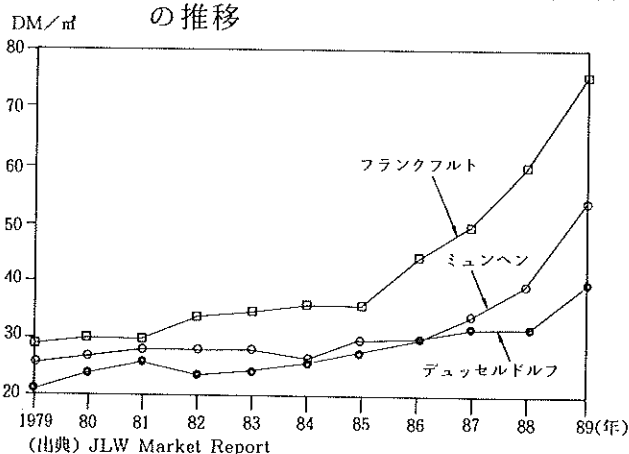
(1) 不動産価格の高騰と運用利回りの低下への対応

フランクフルト、ミュンヘン、デュッセルドルフといった主要都市のオフィスビル賃貸料は、図-4に示すとおり、需給の逼迫からここ数年急騰している。

このために、主要都市の中心街における投資物件の発掘が年々困難になってきている。同時に、不動産価格の高騰から初期投資利回りも著しく低下してきているため、もはやそうした物件への投資はインカム利回り追求型の不動産投信の投資方針には適さなくなってきている(図-5参照)。

この利回り低下への対策のひとつとして、西独最大のドレスナー銀行系の不動産投信「GRUNDWERT-FOND」では、主要都市近郊のビジネスパークへの投資を増加させている。

図-4 主要3都市のオフィスビル賃貸料の推移



都市中心街のオフィスビル不足から、主要都市近郊のビジネスパークのプロジェクトは目白押しで、こうした物件への投資は初期利回りも平均的に6～6.5%と主要都市中心街に投資する場合よりも高くなる。

このような郊外のビジネスパークへの投資については、景気後退期にいち早く空室率が上昇するとの懸念もある。しかし、この点について西独第4位の

投信であるDG銀行系のDIFAは、「自家用車が通勤の足として広く普及している現在、もはや市内にあることがオフィスビルの絶対条件ではなくなってきており、むしろ機能性の低い中心街のビルの方が今後空室率が高くなる危険性が高い」との見方をしている。

図-5 主要都市のオフィスビルの初期利回りの推移

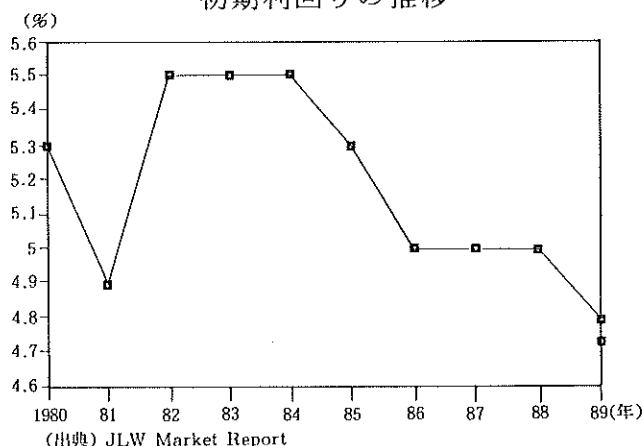


表-2 最近のビジネスパークの一例

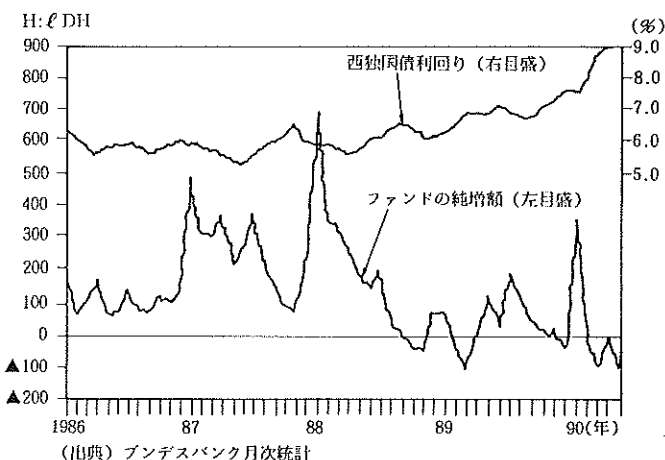
名前	規模	所在地	近郊の都市	備考
Dietzenbach Park	18,000㎡	Dietzenbach	フランクフルト	フランクフルトまで高速で30分程度。 '89年末の完成前にテナントが確定した。
AGIP-Hamburg-Innovation-Park	85,000㎡	Hamburg-Bahrenfeld	ハンブルグ	高速の側のあり空港へのアクセスに便利。現在建設中であるが既に6割のテナントが確定している。
Im Industriegebiet	15,000㎡	Muenchen-Ncufahrn	ミュンヘン	建設中のミュンヘン新空港の近く。新空港近辺にはこの他にもビジネスパーク等の計画が多い。

(2) 高金利時代への対応

「ベルリンの壁の崩壊」後、西独の金利は急騰し、9/28現在西独国債10年物利回りは9%に達している。

このような状況のなかで、金利選好意識の強い投資家が不動産投信の受益証券を売却し確定利付き債券に乗り換えているためか、不動産投資へ向かう資金の純増額は'89年以降減少する傾向が見られる(図-6参照)。

図-6 西独の国債10年物利回りと投信の純増額の推移



注：純増額＝受益証券の総売上高－受益証券の総買取り額

この金利高への対応から、保有物件の売却益で投信の配当利回りを高めようとする動きも出てきているが、基調としては、「GRUNDWERT-FOND」のように、「ファンドの利回りを高めるために一部保有物件を売却していることは事実である。しかし、重要な点は不動産投信が常に安定した利回りを提供できるかということであり、目先の現象にとらわれて従来の投資方針をむやみに変更することはしない」と保有物件の売却について依然慎重な姿勢を崩していないところが多い。

(3) 投資会社法の改正と海外不動産投資

1990年3月1日より投資会社法が一部改正され、EC域内への不動産投資についてそれまで設けられていた資産総額の20%以下という規制が撤廃された。

この改正は'92年のEC統合を意識したものであり、スペイン等今後成長が見込まれる国々への投資機会を増加させるものであると受け止められている。

ただ、西独以外のEC諸国への不動産投資については、各投信によって考え方は必ずしも同じではない。

例えば、ドイツ銀行系の投信「grundbesitz-invest」は、「既に実績のある海外不動産投資のノウハウを生かし、今のうちにEC域内の優良物件を押さえておこう」との考えを示しているのに対し、ドレスナー銀行系の投信「GRUNDWERT-FOND」は、「初期利回りの高さやオフィス賃貸料の潜在上昇力さらに基礎経済力といったいずれの点からみても、西独がEC域内で最も魅力的であり、今後も長年蓄積したノウハウを生かして国内中心の投資を実施していく」との考えである。

注：西独国内物件の売却については、今のところ投信として税制上のメリットを享受できるのに対し、他のEC諸国の投資物件の売却益については通常の課税がなされることから、「EC諸国への投資拡大はEC統合後の税制の成り行きを見てから」とする投信もある。

5. おわりに

以上みてきたとおり、西独のオープンエンド型不動産投資信託は、

(a)少額の資金で不動産取引という大規模な投資に参加できること

(b)不動産取引の知識・経験がなくても投資可能であること

(c)安全性、換金性が高いこと

といった点から、不動産に関心のある一般の小口投資家には魅力的な商品となっている。一方、不動産開発資金の供給面からみると、投信の運用資金は不動産の供給促進要因となっており、前述のビジネスパークの開発などに見られるように、オフィスビルの需給を均衡させ価格を安定させるのに大いに役立っているように思われる。

我が国においても不動産の小口証券化の必要性が議論されて久しいが、今後日本の不動産証券化の検討を推進していく中で、この西独型不動産投信から参考にしうる点も多いのではないだろうか。

【参考文献】

- ブンデスバンク月次統計 ○DEGI '89アニュアルレポート
- DGI '89アニュアルレポート ○JLW '90年市場レポート
- Immobilien als Kapitalanlage (Reinhart Knapp著) ○Bank Recht (DTV)
- HANDELSBLATT (1990.4.27/28等) ○Boersen Zeitung (1990.9.12等)
- 日経リアルエステート '90年4月号
- 新金融商品・不動産投資信託の基礎 (O.T. ヘイト/U.A. フォード著、大和銀総合研究所訳、東洋経済新報社)
- 西ドイツの土地法と日本の土地法 (藤田 宙靖著、創文社)