

# 基礎研 レポート

## 進化を続けるリバースモーゲージ

(その2) 英国におけるエクイティ・リリースの市場展開  
フランスにおけるヴィアジェ市場とファンド創設

社会研究部 上席研究員 篠原 二三夫  
(03)3512-1791 fshino@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

米国のリバースモーゲージである「住宅資産転換融資制度 (Home Equity Conversion Mortgage: HECM)」の金融危機を通じた進化と制度的課題については、[2016年3月31日付けニッセイ基礎研レポート](#)にて報告した。本稿では、引き続き、英国とフランスのリバースモーゲージの調査結果について報告したい<sup>(1)</sup>。

米国では、リバースモーゲージにおける長寿と金利上昇、住宅価格下落という三大リスクを、連邦住宅局が運営する FHA 保険制度を通じてカバーすることによって、民間貸付機関が消費者に対し魅力的なリバースモーゲージ商品 (HECM) を提供できるようにしている。

これに対し、英国のリバースモーゲージは、「住宅資産流動化融資又はエクイティ・リリース (Equity Release)」と呼ばれ、米国とは異なり、まったく公的支援を受けることなく、民間ベースで三大リスクをカバーしている点に大きな特徴がある。

フランスでは近年米国型のリバースモーゲージも導入されたが、フランス人の9割以上が周知している「ヴィアジェ (Viager)」と呼ばれる不動産取引手段が、フランス民法典に基づき古くから利用され、これが高齢者のためのリバースモーゲージの機能を果たしてきた。売り手は仲介市場を通じてヴィアジェで住宅を売却し、買い手は一時金と定期金にて支払いを行う。売り手には亡くなるまで居住権が認められる代わりに、余命に対応した家賃相当が売値から差し引かれる。ヴィアジェは、融資契約ではなく不動産の売買契約のひとつの形態である点に特徴がある。また、最近、このピアジェ取引を集めたファンドが増えており、新たな動きとして注目されている。

以上のように、本稿では英仏の新たな動きについて報告し、最後に、米英仏のリバースモーゲージ商品を比較しながら、日本のリバースモーゲージの今後について展望したい。

(1) (公財)不動産流通推進センターの委託調査により、本年2月に現地調査を実施した結果に基づく。本稿執筆にあたり、同センターのご理解に深謝申し上げます。

## 2—英国のエクイティ・リリースについて

### (1) 英国のエクイティ・リリースの沿革

米国のリバースモーゲージにあたる融資商品を、英国ではエクイティ・リリースと総称している。商品として登場した時期は実際には米国よりも早く、1930年代に遡ると言われる。以下では、このエクイティ・リリースの沿革を記す。

1965年には既にホーム・リバージョン (Home Reversions) 社 (後に Hodge Equity Release と改名) が、現在のエクイティ・リリースと類似した商品を市場に投入したとされる。

その後、1972年には、終身年金保険をローンで購入し、借り手は年金によって毎月の年金収入を得ながら利子分だけを返済し、元本は死亡時に担保設定した住宅を処分して返済する仕組みをもったホームインカムプラン (Home Income Plan) が売り出された。

1978年に JG Inskip & Co. (後に Home & Capital Trust Ltd. と改名) により、この一種であるキャッシュ・リバージョン (Cash Reversion) が導入され、1986年には Stalwart Assurance 社 (後に GE Life 社と改名) 及び Allchurches Life Assurance 社 (現在の Ecclesiastical Life 社) によって、より魅力あるホームインカムプランが導入され人気を博した。

1988年になると、期間中の利払いが不要なロールアッププラン、固定金利ではなく変動金利ベースで借り手リスクの高いホームインカムプランも導入されるようになった。

当時、ホームインカムプランが人気を博した理由としては、1984年までは生命保険料控除 (Life Assurance Premium Relief: LAPR) が導入され、終身年金保険加入者にとってはインセンティブになっていたこと、それ以後は、1983年財政法に基づき、住宅購入にあたり、さらに魅力的なモーゲージ利子支援制度 (Mortgage Interest Relief at Source: MIRAS) が導入されたことが大きい。MIRASを使うと、借り手は金利の25%相当が利払いから毎月控除され、最大3万ポンドまでのメリットを得られる。この支援相当分の金利は、英国歳入庁が直接貸付銀行に補填する仕組みなので、消費者には利用しやすい制度であった<sup>(2)</sup>。米国 HECM のようにノンリコース条件によって、リバースモーゲージの三大リスクをカバーする支援策ではないが、政府が利子補給を行うことでホームインカムプランの購入費用が下がったため、消費者の需要が急速に高まった。

しかし、80年代末からのインフレと住宅価格の下落は、ホームインカムプランの借り手の損失を累積させてしまった。これは担保を設定した住宅の評価額が下落し、さらに金利も上昇したため、借り入れた元本に対し複利で増える金利負担が担保設定額を超過するネガティブ・エクイティ (Negative Equity) の状態に陥り、借り手は債務超過分の利払いを余儀なくされたためである。もともと多くの借り手は年金で生活する高齢者であるため、超過債務分を支払うことができず、居住していた住宅が差し押さえられる事態が頻発し、大きな社会問題に至った。このため1990年になってホームインカムプランは金融規制による監督を受け、新規の取扱いは停止されることとなった。

しかし、1991年には「安全ホームインカムプラン (Safe Home Income Plan: SHIP)」という新商品が市場化され、同時に、同名の「SHIP」という業界団体が設立され、従来不足していた借り手に対する説明責任やコンプライアンスの充実が図られた。特に重要な点は、住宅価格の下落などによっ

(2) MIRAS は財政難等のため、90年代中頃から急速に縮減され、2000年4月には完全に廃止された。MIRAS以降、英国では持家に対する融資金利を支援する制度はない。

て、債務額が担保設定した住宅の評価額を超過しても超過額の支払い義務は生じない保証（No Negative Equity Guarantee: NNEG という）をエクイティ・リリース商品に採用し、消費者の信頼と安心を高めようとしたことである。しかし、初期段階の NNEG 付き SHIP は、社会問題発生から間もないことと、融資掛け値 (LTV) が低く設定され、消費者の需要を喚起するには十分とは言えなかった。

エクイティ・リリースが再び普及し始めたのは、1998 年に借入期間中に元利返済の必要がないロールアップ条件で、より魅力的な NNEG 条件に基づくライフタイム・モーゲージ商品（Lifetime Mortgage）が開発され、売り出されてからである。

もともと、介護施設に入居を希望する持家所有者が、十分な費用負担ができなかった場合に、地方自治体が当該物件に抵当設定を行い、最終的には物件売却によって介護費用を賄っていたことがライフタイム・モーゲージ創出のきっかけとなったという。

なお、ライフタイム・モーゲージよりもやや早めに、後述するフランスのヴィアジェと類似したホーム・リバージョン（Home Reversion）<sup>(3)</sup>も商品化されたが、現状ではほとんど需要がない。

2004 年には金融サービス機構（Financial Service Authority: FSA）によって、住宅融資や融資商品の販売に関して、適格なファイナンシャル・アドバイザーが助言や費用の説明を行うことなどを含む新たな規制<sup>(4)</sup>が導入された。これに呼応し、SHIP はライフタイム・モーゲージなどにおける商品説明や NNEG 条件の徹底を行為規定や商品規定に設け、業界主導で消費者保護策を推進することとなった。現在、英国で提供されているライフタイム・モーゲージは、すべて NNEG 条件によるノンリコース融資となっている。

このように NNEG を含めた消費者保護策が厳格になり、さらに消費者保護策を拡充する必要性や政府に対する業界活動を効率的に行えるように、2012 年には従来の SHIP を承継したエクイティ・リリース・カウンシル（Equity Release Council）が創設され、業界の関係者に広く門戸を開き、エクイティ・リリース商品や販売面での情報提供などについて総合的な活動が開始されている。

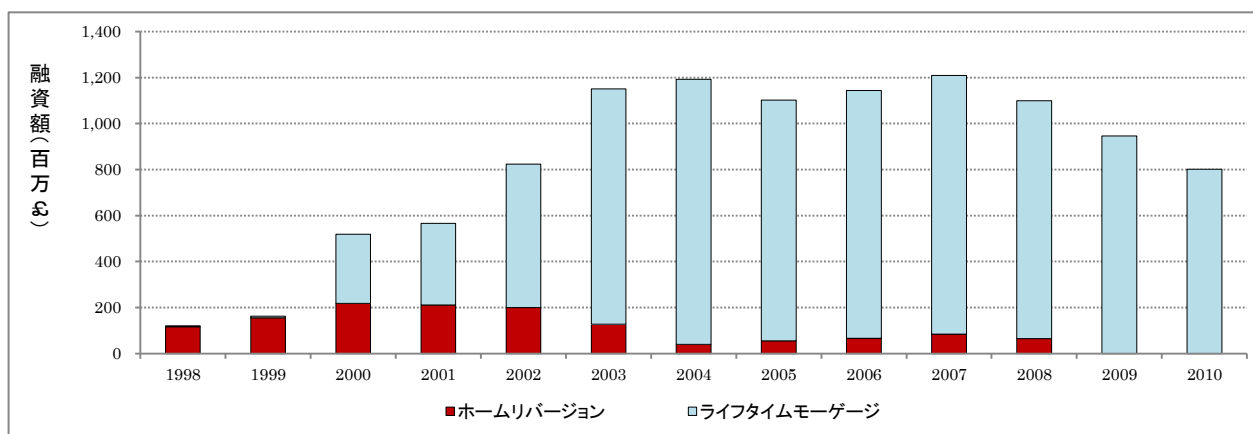
## (2) エクイティ・リリースの普及状況

SHIP が創設されて以来のエクイティ・リリースは、ライフタイム・モーゲージ及びホーム・リバージョンが主な商品となり、特にライフタイム・モーゲージが 2004 年頃から市場を占有するようになった。両者を合わせたエクイティ・リリースの融資額は拡大し、2004 年と 2007 年には約 12 億ポンドとなったが、米国に発した金融危機の影響を受け、2010 年には約 8 億ポンドまで融資額は落ち込んだ（図 1）。

(3) Home Reversion は当初はエクイティ・リリースの唯一の形態であった。該当住宅の売買契約を締結し、売買代金を一括または分割して受け取るが、亡くなるまでの居住権が与えられる仕組みである。売却することから、融資契約とは異なる高齢者の住宅資産の流動化策である。現状ではライフタイム・モーゲージの普及により、ほとんど需要がなくなったことから、本稿では詳述しない。

(4) 融資契約前にファイナンシャル・アドバイザーの助言を得ることについては、FCA による制度上の義務ではないが、助言を望まない消費者でも契約が可能なのは、融資の借換えの場合や何らかの事情で融資条件を熟知しているなどの要件がある。業界は事実上の義務と認識し、業界行為規定でもファイナンシャル・アドバイザーの助言を得ないと融資契約はできないこととしている。

図1 エクイティ・リリース融資額の推移(SHIP 加盟各社、金融危機前後)



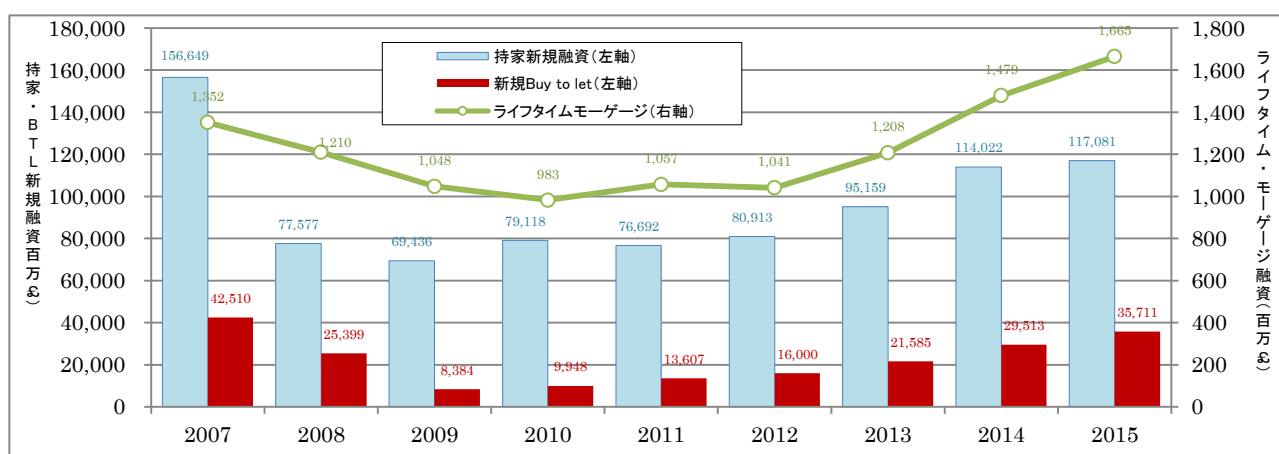
(注) 2009年と2010年のホーム・リバージョンのデータはSHIP情報では不明。同商品を取り扱う会員が減ったため、データ収集を止めたものと判断される。

(資料) 国土交通省資料及びSHIP関連資料に基づき作成。

なお、本年2月の筆者らによるエクイティ・リリース・カウンシルへのヒアリングでは、ホーム・リバージョンの需要は伸びておらず、2012年時点でホーム・リバージョンはエクイティ・リリース市場の1%程度のシェアしかなく、足下ではほぼ市場から消えた商品とのことである。ホーム・リバージョンは住宅を先行して売却し、その後の居住権を得る「売却型」の仕組みであるのに対し、ライフタイム・モーゲージは亡くなるまで住宅の所有権が借り手に残る「融資型」のため、相続時において住宅を家族が買い取る選択肢が残るのと、高齢者に亡くなるまで自分が所有している住宅に居住しているという安心感がある点が大きな理由という。

次に、ライフタイム・モーゲージなどを中心に、金融危機後の住宅融資動向をみてみよう。ここで用いたデータは、金融危機後の2012年金融サービス法により、旧FSAに代わって新たに創設された金融行為監督機構 (Financial Conduct Authority: FCA) によるものである。FCAは、2007年から金融規制対象下にある300ほどの金融機関から四半期毎に貸付行為に関する報告を得ている。これを集計したデータ値と図1で示したSHIPの2010年などの重複年次の値をみると、ライフタイム・モーゲージの年間融資額は多めだが、FCAデータの方が、規制対象貸付機関数が多いので市場全体をより正確に示していると判断される。

図2 エクイティ・リリースなどの融資額の推移(金融危機及びその後)



(注)融資額は借り換えを除いた新規融資額の推移。ライフタイム・モーゲージについては、新規分と借り換え分の内訳がないため合計額。  
(資料) FCA公開データより作成。データ提供者は、FCA及びBOE (イングランド銀行) となっている。

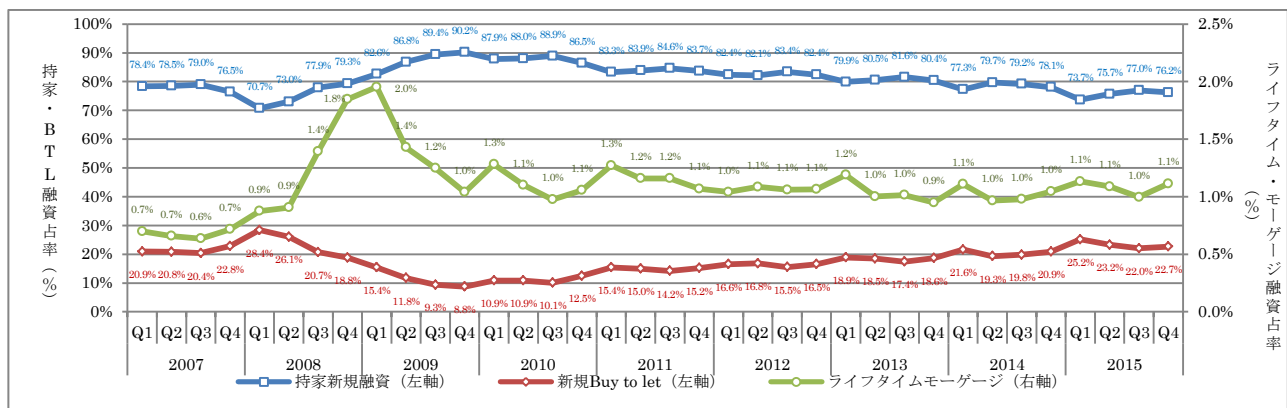
この統計データによると、2007年時点のライフタイム・モーゲージの融資額は13.52億ポンドである(図2)。2008年以降の金融危機後は、2010年に9.83億ポンドまで融資額は落ち込んだが、その後は横ばいから回復基調に入り2014年には2007年を上回る14.79億ポンド、2015年には16.65億ポンドと拡大基調にある。

この間のライフタイム・モーゲージの低迷は、持家住宅融資及び賃貸住宅投資用融資(Buy to Let: BTL)も同じような動きを示していることから、金融危機が融資市場全体に影響したことが分かる。

ライフタイム・モーゲージの新規住宅融資総額<sup>(5)</sup>におけるシェアの推移をみると(図3)、金融危機前もしくはその時点では0.7%前後であったにも関わらず、金融危機後は2009年第一四半期に2.0%まで跳ね上がっている。これは、持ち家や賃貸住宅投資のための借入を行い、金融危機後に債務の返済が難しくなった借り手が、ライフタイム・モーゲージを用いて資金を調達したことによる一時的な動向と考えられる。その後、ライフタイム・モーゲージの占率はほぼ1%前後を推移し続けている。

なお、金融危機後において、徐々に持家融資の占率が低下し、賃貸住宅投資用融資(BTL)の占率が上昇している点は興味深い。

図3 持家融資・賃貸住宅投資用融資(BTL)・ライフタイム・モーゲージ融資の推移



(資料) FCA 公開データより作成。

### (3) エクイティ・リリース市場の全体像(市場参加者の役割)

エクイティ・リリース市場に参加する関係者の相互関係や役割を図4にて概観する。

英国のエクイティ・リリースは民間市場で開発され取引されている融資商品のため、政府の関与は消費者保護を目的とした、金融行為監督機構(FCA)による金融商品全般や金融取引等の行為規制に限られており、米国のHECMのような制度保険のための基金や政府による証券化支援などの仕組みはない。

金融行為を行うものが消費者に対して契約不履行に陥ったり、損失を与えたりした場合には、FCAから金融サービス補償機構(FSCS)を通じて、消費者側を補償する仕組みがあるが、補償額は一定額で事由に応じて異なる。

エクイティ・リリース・カウンシルによると、消費者が問題を抱え、クレームしたい場合は、非営利第三者仲裁機関である金融オンブズマンサービス(Financial Ombudsman Service)に訴えるのが

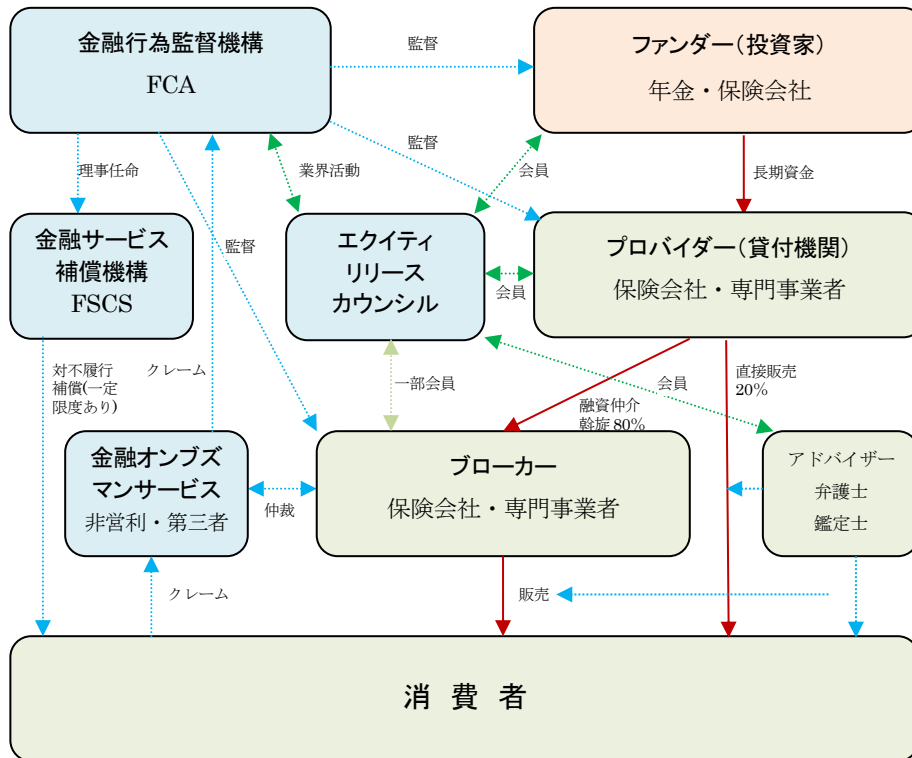
(5) ライフタイム・モーゲージ新規融資額を、持家とBTL、ライフタイム・モーゲージの合計で除した比率。



最も効果があり、金融機関も評判を落とすたくないため、真摯に対応して問題を解決するために動くという。消費者への商品説明書には、このオンブズマンサービスへの連絡先が予め記載されている。

エクイティ・リリース・カウンシルは、従前の SHIP を引き継ぎ、商品の安全性確保や消費者に向けた普及・啓発活動、ロビイング活動などを行っている。

図4 エクイティ・リリースの全体像(市場参加者の役割分担)



(資料) 現地ヒアリングに基づき作成。

2007年 (SHIP 時点) では、ライフタイム・モーゲージのプロバイダー (貸付機関) 数は27社まで伸びたが、Saffron Building Societyなどの住宅金融組合 (Building Society) や破綻したNorthern Rock (銀行)、プルーデンシャルなどの大手生保などが退会し2010年末までに12社に減った。2016年5月末現在のプロバイダーは12社 (アルファベット順) だが (表1)、今年中に新たに3社が加盟し15社に増える予定である。

表1 エクイティ・リリース・カウンシル会員のプロバイダー (2016年5月末現在)

AVIVA 大手生命保険会社、業界1位	Bridgewater Equity Release 独立系でホームリバージョンに特化
Hodge Lifetime 保険から起業、銀行業の認可も保有	Just Retirement Money Ltd 独立系
Legal & General Home Finance 独立系(保険)	LV (Liverpool Victoria) 独立系(保険)
more 2 life 独立系	One Family Lifetime Mortgage 独立系で保険商品も販売
Partnership 独立系で保険商品も販売	Pure Retirement 独立系
Retirement Advantage 年金系	Retirement Plus、独立系でホームリバージョンに特化(新規は引受停止中)
(資料) Equity Release Council	計: 12社

ただし、エクイティ・リリース・カウンシルの会員数は350社ほどいる。これは、プロバイダーだけではなく、消費者との融資契約をまとめる弁護士（消費者側とプロバイダー側は各々弁護士を起用する）や事前の相談を行うファイナンシャル・アドバイザー、物件の評価や検査を行うサーベイヤー（不動産鑑定士）、ブローカーなどの市場関係者も会員になっているためである。

ファンダー（投資家）には年金や保険会社が多い。ライフタイム・モーゲージの商品特性から、固定金利条件の長期資金をモーゲージプールにつなげているためである。プロバイダーは長期資金他、その他の資金ソースも活用し、モーゲージプールの特性に基づき、各々、様々な独自商品を開発しているという。図4ではファンダーからプロバイダー、ブローカーへと資金が流れるように見えるが、多くの場合は、融資契約は借り手とファンダーの間で直接締結され、プロバイダーはライフタイム・モーゲージ契約をオリジネートするためのネットワークシステム提供、鑑定士や弁護士起用と費用負担、ブローカー費用負担及び契約後のサービシングを引き受けている。

プロバイダーからの直接販売は20%程度であり、多くのライフタイム・モーゲージはブローカーを通じて販売されている。ブローカーにはBowerやEtc、Age、KRSなど多数がライフタイム・モーゲージを取り扱っている。

消費者の多くはブローカーを通じてライフタイム・モーゲージなどのエクイティ・リリース商品を購入することになるが、契約に際しては、双方に独立した弁護士を起用することとなっている。また、FCA規制及びエクイティカウンシルの行為規定により、事実上、ファイナンシャル・アドバイザーの助言を得た上で、融資契約を締結することが義務づけられている。米国同様に、アドバイザーの助言は電話でも得ることができる。

#### (4) ライフタイム・モーゲージの商品内容

ライフタイム・モーゲージは、持家に抵当権を設定し、プロバイダー（貸付機関）から融資を受け、契約完了時（借り手の死亡時等）には、借り手あるいは相続人が不動産を売却して融資金（元利）を一括返済する仕組みである。この際、前述のように、現在は各プロバイダー独自にNNEGを設けることが必須となっており、米国のHECMと同様に借り手にとっても安心感がある。

ライフタイム・モーゲージには色々な商品があり、一般的なのはRoll-up Mortgageと言われ、一括もしくは極度額を設けて適時に融資された資金を契約終了時まで一切返済する必要がなく、契約終了時に元利を一括返済する商品である。その他に、Interest-only Mortgageという商品もあり、この場合、元本は契約完了時に一括払いとなるが、利子分は毎月返済しなければならない。

現地でヒアリングしたプロバイダー（Partnership社）が提供している“Drawdown”と呼ばれるライフタイム・モーゲージ商品の融資契約条件等は表2の通りである。

対象となる借り手の年齢は、65歳以上である。これは他社も同じである。エクイティカウンシルによると、2014年上期の借り手の平均年齢は70.8歳だったが、2015年下期には69.8歳まで、短期間に1歳も若くなっており、米国のHECM利用者と同様に全体として継続的な傾向と言う。

米国HECMの場合と異なり、変動金利は採用しておらず、終身にわたり契約時の固定金利が適用

される。2016年3月末時点の利率は融資保証料込みで年6.45%と通常の住宅融資金利<sup>(6)</sup>よりも高めである。エクイティカウンシルの商品規定では、ライフタイム・モーゲージは固定金利商品であり、変動金利の場合は金利上限のキャッピングを付けることが要求されている。

融資は基本的に一括引き落とし（Lump Sum）であり、毎月の年金払い条件はない。しかし、このPartnership社のDrawdown商品では、6ヶ月毎に住宅の評価額を見直し、住宅価値が上昇し融資限度の拡大ができれば1万ドル単位で追加の融資を認めるという（追加融資は必ずしも保証されていない）。総借入限度が下がるため需要は少ないが、一括分に加え、極度額を設定し、その範囲なら契約期間中にいつでも引出しできる商品もあるという。

表2 Partnership社提供のライフタイム・モーゲージ(Drawdown)融資契約条件等

適格条件	
最低年齢	単身の場合：65歳以上、夫婦の場合：いずれも65歳以上 ※市場では55歳以上を条件とする場合が多い。
物件の最低担保評価	70,000ポンド、戸建てか地下を含むフラット（5階以上でリフトなしは対象外）。
物件の最高担保評価	125万ポンドまでは100%。次の125万～250万ポンドは評価額の50%を加算。250万ポンドまでの住宅を限度とする。
健康条件	寿命に影響を与える健康状態の場合は診断に基づき考慮。
住宅保険	Partnershipが認める住宅保険に加入し維持できること。
適切な維持管理	担保設定物件は適切に維持管理されること。
法的要件	英国国民であること。担保設定物件は、イングランド、ウェールズもしくはスコットランドに所在すること。適用物件に残債務がないか、借換えにより返済可能であること。物件を所有し、主たる住居であること。絶対所有権であるか、リースホールドの場合は145年から借り手年齢を差し引いた年数が65歳以上であること。物件は建築基準等に適合していること。
融資金額	
最低引出額	25,000ポンド
最高引出額	125万ポンドまでは100%の評価額にLTVを乗じた額。次の125万～250万ポンドは50%の評価額にLTVを乗じた額（これが最高）。※一般にLTVは借り手の年齢や健康状態、利率などの条件で異なり、現状では20～40%程度。
引出方法	契約後一括。ただし、6ヶ月毎に評価を見直し、残枠の範囲で、1万£単位で追加引出しできる。一括に加え、極度額を設定してその範囲で引き出せる商品もある。
相続保護オプション	最高限度融資額以下を用いる場合、差額は相続目的のために留保する特約が結べる。
手数料や費用	
手数料	無料。ただし、借り手は自分の弁護士費用を負担すること。
期限前返済手数料	返済が顧客の死亡や長期療養施設への移転、Partnershipが認めるその他の物件に移転する場合を除いて顧客が負担（一括返済に加え部分返済も可能。手数料はベンチマークレートと返済時のインデックスレートの差をベースに、一定の条件を加えて算出）。
金利条件	終身に渡り固定金利。2016年3月末時点で年率6.45%。

(資料) Partnership提供資料及び同社ウェブサイトによる。

これらの要件をみると、民間にてNNEG条件を提供できている理由として、保険や年金会社の長期資金を使うか変動金利をスワップ等の手段により固定条件で調達し、年金払いは行わず、長寿リスクは自ら生命表に基づき考慮するかファンダーである生命保険や年金会社等が負担することにより、プロバイダーにとって予測が難しい不確定なリスクを、住宅価格の下落程度に限定させている様子がうかがえる。

エクイティカウンシルによると、ライフタイム・モーゲージのLTVは最大の事例で54%位だが、

(6) 大手のNationwide社の場合、2016年5月末時点における一般の持家融資の利率は、頭金や融資額、LTV、所得等の信用度にもよるが、10年固定で3.5%弱、5年固定で2.5～3%程度である。



商品内容によって異なり、上記 Partnership 社の商品では、20～40%の範囲になっている。立地や住宅の質、借り手の年齢等の条件が良ければ、50%を超える LTV も実現されているようだが、米国のように公的支援がなければ、民間ベースで LTV の高い NNEG 条件を実現することは難しそうである。

#### (5) ライフタイム・モーゲージの値付けにおける NNEG 費用と住宅価格上昇率

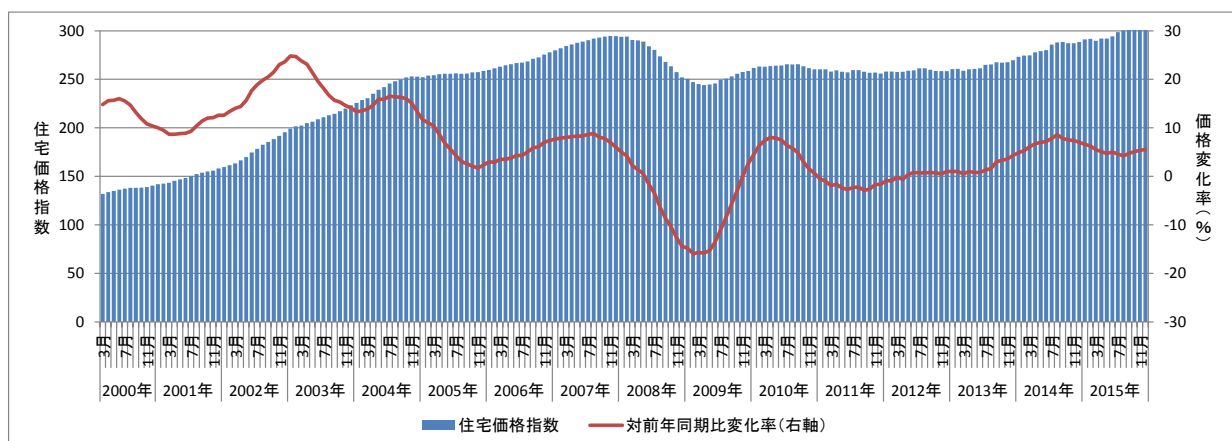
Pure Retirement から得た文献<sup>(7)</sup>によると、借り手の年齢が 55 歳、初期 LTV が 15%、90 歳時点では 50%、融資は一括引き落とし、ローンの申請料や弁護士費用、鑑定費用等の諸費用を約 1,500 英鎊、最低物件価格を 75,000 英鎊、最低引出額を 20,000 英鎊、利率を 6.5%（毎月複利、年間では 6.697%）、ブローカーの販売手数料 2%などと期限前返済等の諸条件を考慮した場合、ライフタイム・モーゲージの値付けは次のようになる。

平均スワップレート	:	5.10%	
投資家（ファンダー）の-margin	:	0.40%	(LIBOR+)
償還リスクプロファイル保険等	:	0.25%	
準備金費用	:	0.07%	
NNEG 費用	:	0.12%	→ 0.33%
その他諸費用	:	0.30%	
商品化に必要な費用合計	:	6.24%	6.45%

ここでノンリコース条件を実現する NNEG 費用は 0.12%である。この文献が書かれた 2007 年以前の 30 年間の平均住宅価格上昇率は 8.8%（ロンドンでは 9.3%、スコットランドでは 8.3%）だが、その間の物価上昇率を考慮し、NNEG 費用の試算では 4.5%の平均実質上昇率が採用されている。

金融危機は 2008 年以降に顕在化するが、2000 年 1 月から 2015 年 12 月までの住宅価格の名目平均上昇率は 6.12%（図 5）、同時期の平均物価上昇率は 2.55%なので、実質住宅価格上昇率は 3.57%となる。表 2 における Partnership 社の金利条件は 6.45%だが、上記の値付け試算例からすると、住宅価格の実質上昇率ベースが 4.5%から 3.57%に 0.93%ほど低くなったとしても、物価上昇率が低下していることもあり、NNEG 費用は 0.33%程度で十分抑えられると判断しているものと考えられる。

図5 全国住宅価格指数の長期的推移と変化率



(資料) Land Registry Linked Open Data に基づき作成。

(7) G. M. Hosty, S. J. Groves, C. A. Murray and M. Shah (2007) "Pricing and Risk Capital in the Equity Release Market" Institute of Actuaries and Faculty of Actuaries

## (6) ライフタイム・モーゲージ資金の用途

Partnership 社が彼らの顧客に対して実施したアンケート調査によると、ライフタイム・モーゲージによる資金の用途は表3の通りである。原則として、借り手側の資金用途に制限はない。

融資額は住宅の修繕や改築に使われる比率が高い。同社によると、高齢世帯の多くが、従来から所有している住宅の修繕や高齢者対応のリフォームを実施し、老後に備えたいと考えているためという。また、住宅融資残高やその他の負債の返済のためにも使われており、両者を足すと50%近くが債務の返済に使われている。その他に、車や旅行などの費用支払いに充てるという利用目的も多く19%という水準である。意外なのは、リバースモーゲージ本来の目的と考えられる退職後の所得補填目的は13%でしかない点である（退職後に備えては7%）。

この結果は、エクイティカウンシルや別のプロバイダーである Pure Retirement 社から聴取した情報でも同様であり、ほぼ英国のライフタイム・モーゲージ需要者の傾向を示すものと考えられる。

表3 ライフタイム・モーゲージによる資金の用途 (Partnership 社顧客の場合)

住宅の修繕や改築	33%
従前の住宅融資残高の支払い	30%
その他の負債の支払い	23%
車や旅行などの費用支払い	19%
退職後の所得補填	13%
家族のための資金	12%
退職後に備えて	7%
その他（介護施設費用他）	5%
コメントなし	4%

(資料) Partnership 顧客に対するアンケート調査より (300人複数回答、2014年12月)

## (7) エクイティ・リリースの今後と政府支援への期待

エクイティカウンシルの話では、英国では1979年のサッチャー保守党政権の誕生後、公的年金のスリム化が進んだ結果、中低所得者層や自営世帯を中心に低給付による年金困窮者が生じている。平均的な基礎年金額は2015年度の場合、単身世帯で年間6千£超しかない。基礎年金の2階建て部分にあたる付加年金(2016年4月に廃止され基礎年金に一本化)の適用除外が認められる職域年金(企業年金や個人年金など)の加入も進まなかったため、2008年年金法に基づき、企業年金を中心とする加入促進を目的に、2012年から被用者の自動加入方式が採用されたばかりである。しかし、これも加入後に退会可能である。こうした背景から、英国人は年金に依存するよりも、将来のために不動産投資を行うことが当たり前と考えているという。このためエクイティ・リリースにより、住宅不動産を処分することへの躊躇は日本と比べて低いとの見解である。

英国の1人辺りの私的年金積立額は£35,000(OECDの購買力平価で530万円)程度に過ぎないため、給付額も微々たるものである。したがって、老後におけるEquity Releaseによる資金需要は日本とは異なり、潜在的にかなり高いという。

このため、エクイティ・リリース・カウンシルや面談したプロバイダーは、エクイティ・リリース需要は今後も拡大するとみており、さらに弾力的な条件をもった新たなタイプの商品化が行われる可能性があるという。現状では直接的に年金払いを行うライフタイム・モーゲージはないが、住宅を流動化して資金を得ることにより、年金商品を買ってもらえばよいと考えているようである。

現在の市場規模は£16億超（購買力平価で2,420億円相当）に過ぎないが、10年後には£100億（1兆5,140億円）の市場規模に成長すると予測されているという。多額の資金需要があることを見越し、昨年は11社であったが4月に1社が参入し、さらに今年のうち、新たにライフタイム・モーゲージのプロバイダーが3社参入するとのことである。

エクイティ・リリース・カウンシルによると、現時点で政府に対し、米国のような保険制度を設けるといった支援策を要請するつもりはないが、政府が消費者に対し、高齢化の進行と年金等の財政面からも、ライフタイム・モーゲージへのアクセスを容易にするようなプロパガンダを政策的に講じてくれることを期待しており、そのような支援だけでも、需要は顕在化し、エクイティ・リリース市場の成長が促進されるとみている。

### 3—フランスのリバースモーゲージとヴィアジェ市場について

#### (1)リバースモーゲージの導入

フランスには元々、英米のようなリバースモーゲージ制度はなく、ヴィアジェ（Le Viager Immobilier）と呼ばれる不動産取引形態が高齢者の住宅資産の流動化のために利用されてきた。

しかし、ヴィアジェは、売り手がいつ亡くなるかは分からないという点で、買い手にとっては、賭け事と同様に読みにくく、射幸性の高い取引と言われている。過去には買い手の方が先に亡くなってしまうという事例もある。加えて、ヴィアジェの決定的な課題は、売り手と買い手との間に大きな需給ギャップがあることである。このためヴィアジェ市場では、かなり値下げしないと取引が成立しない場合もある。

しかし、リバースモーゲージならば、信用ある銀行が契約相手になるし、15年間を想定して契約し、3年間で死亡しても、定期金を年金として支払う条件ならば、それまでの融資額は少ないので、債務を返済し抵当を解除すれば、当該住宅は相続人に戻すことができる。相続人からすると、その時点において、ヴィアジェよりも選択肢のある制度となる。

このようなヴィアジェ契約の課題を解消するために、フランス不動産銀行（Crédit Foncier）が中心となり、米国型のリバースモーゲージとして、「年金型住宅融資（Le Prêt Viager Hypothécaire: PVH）」を開発し、2006年の制度改正後を経て商品提供を行っている。

以下では、この年金型住宅融資 PVH について、フランス不動産銀行から聴取した内容を報告する。

#### (a) 導入の背景

第二次世界大戦後のベビーブームで多くの子どもが生まれ、その結果、2015年度にはフランスでは60歳以上の人口が20歳以下の人口よりも増えた。2040年には人口の3分の1が60歳以上になり、逆に20歳未満の人口は20%以下となる見通しである。

フランスの高齢者は、4つのニーズにチャレンジする。まず、介護が最も重要な課題となる。次に自分の家を高齢者の居住に対応するように改装する必要がある。また、子孫にどのように資産を残し支援すべきかを考え出す。さらに、歳を取ると旅に出たいなど、楽しい生活への支出を増やしたいと考える人も多い。

フランスでは介護施設に入っている高齢者の負担は平均一月1,500ユーロだが、現在フランス人の

平均の年金は 1,254 ユーロでしかない。国会参議院の調査によると、フランス人の約 5 分の 1 だけしか、自分で介護施設の費用を負担できるものはないというのが実情である。

英国で行われたアンケート調査によると、介護施設の 1 年間の料金の 3 ヶ月分、5,000 ユーロ前後の改装工事をすれば、転倒等による事故は起きにくくなる。施設に入ると多額の費用がかかるが、改装工事程度の妥当な費用を投じれば、施設に入らずに、長く家にいられる。フランスの高齢世帯の 56% が、こうした点を含めて自宅を改良している。住宅を改装すると、その不動産の価値も上昇する。

高齢者は次の世代を支援したいと考える。フランスでは大学を卒業しても失業者が多い。いわゆるフリーターが多くて正規の仕事に就くために時間がかかる。結局、高齢者が若者を支援するという構図になる。最近ではさらに寿命が伸びているため、以前は 40 歳前後で子どもは相続することが多かったが、最近の平均は 60 歳位で、ほぼ年金をもらいだした時である。今後は年金制度が維持していけるかどうか分からない。

南仏などを含めて、温暖な場所を求めて移住したり、旅行したりするニーズも多い。

このようにフランスの高齢者には 4 つの欲求があるが、これを満たすために、どのように費用を負担できるかというのが常に問題となる。

財政難のため国からの援助は、当面これ以上期待できない。年金制度の拡充もあまり期待できないため、フランス不動産銀行としては、ニーズに対応できる、異なる手段の検討が必要であった。

一方、ほとんどの高齢世帯の年金収入はこうしたニーズを満たしきれないし、一般の銀行は高齢者には融資しない。収入は減るが、資産を持っているのは 60 歳と 69 歳の間の世代であり、その内容をみると、多くが不動産である。フランスの持家所有者は全体の 59% であり、50 歳以上だと 75% に増える。したがって、不動産の価値を、そこに住みながら、どのように流動させるのか。どのようにしてその財産を使えるかを考える必要があった。

現在、フランスでは持家を流動化する商品には 2 種類ある。その 1 つがヴィアジェであり、もうひとつはフランス不動産銀行によるリバースモーゲージである。後者は制度的に英米アングロサクソン法に基づく制度であり、フランスでは制度的に対応していなかったが、上述のような背景から、2006 年に担保の取扱いを含む法改正を行い PVH の導入に踏み切った。しかし、実際の商品化は、制度やリスクへの適切な対処のため、2007 年 6 月である。

## (b) 根拠法

Ordonnance du 23 mars 2006 relative aux sûretés / J.O. du 24/03/2006

(PVH 創設に係る委任立法)

Arrêté du 24 août 2006 / J.O. du 13/09/2006

(PVH のアモチゼーション関係の省令)

Décret du 6 décembre 2006 / J.O. du 08/12/2006

(PVH の用語定義、返済関係の政令)

## (c) 商品開発の経緯

商品開発が遅れたのは、制度面の整備もあるが、銀行側として 3 つのリスクにどう対処するかを検討するのに時間を要したためである。第 1 に余命がどうなるのか、第 2 に住宅価格の変動、そして第 3 に住宅価格の地域格差への対応である。リバースモーゲージの三大リスクのひとつとされる金利変



動については、フランス不動産銀行は預金をもたず、債券発行により長期資金を調達しているため、利子率を高め設定すればリスクを抑えられることとなった。余命については生命表から判断できる。

フランスでは、かつて40%もの住宅価格の下落を経験しているため、これらのうち住宅価格の変動に対するリスクが最も大きな検討課題となった。この点も、フランス不動産銀行は、他にはない不動産情報の蓄積と鑑定士などのエキスパートがおり、データに基づき地域的な格差にも対応できる体制がとれた。当初、他の銀行もPVHを商品化しようとしたが、このデータ蓄積の差から、彼らは最終的に参入を取りやめている。住宅の価値については、住宅の質的な問題にどう対処するかという課題もあったが、当面の対応として住宅を大きくAクラス、Bクラス、Cクラスと分け、クラス別に評価するようにしている。これらから、不動産下落に対するリスクもある程度は克服できると判断した。

#### (d) フランス版リバースモーゲージの概要

フランス不動産銀行が提供するリバースモーゲージは、英米と同様に、ノンリコースローンであり、住宅価格の変動や市場金利の変動があっても、住宅の売却額以上の負担を借り主（実際には相続人）にかけることはない。その概要は表4の通りである。

表4 フランス版リバースモーゲージの概要

項目	内容
年齢要件	65歳以上。配偶者がいる場合は両者連名で契約する。ただし、双方とも65歳以上を条件とする。
対象不動産	居住用物件。適切な担保価値があれば、主たる住居や別荘、条件によっては賃貸住宅も可能だが、事業用物件は対象外とした。担保価値の最低限は、租賃貸評価額で2万ユーロ。限度額は特に設定していないが、物件の鑑定結果に基づき、借り手の諸条件を加味して個別に検討する。
対象地域	コルシカ島と海外領土を除くフランスの都市部の物件のみ
抵当権	第一抵当権を設定。
資金用途	投資や事業資金などを除き、用途制限はない。
融資金額	個別物件の鑑定評価額と借り手の状況に応じて、個別にLTVを設定する。
適用利子率	2015年11月時点で6.45%。固定金利のみ。
引出方法	一括払い型のみ（第三者には譲渡できない）。いずれは年金型の定期払いも商品化する予定であるが事前調査では需要は少ない。
手数料	融資金額の4%。最初の鑑定費用を含む。
融資保証料	金利に込み。
公証人費用	実費を借り手が負担（公証人を通じた契約が必要）
生命保険	加入は不要。
返済条件	借り手の死亡まで元金の返済義務は生じない。元金の返済は、借り手の死亡により、相続人が対象住宅を売却し、その収入から行う。自分から退去し介護施設などに入る場合でも、空き家になった住宅の維持管理を適切に行うことを条件に、引き続き所有権を確保することができる。契約期間中に自ら返済することも可能。分割の場合は最低元本の10%以上の金額。
ノンリコース	金利が上昇しても、返済時に住宅価格が下落した場合も、住宅を売却した収入以上の金額を追加で支払う必要はない。
配偶者・相続人	配偶者が亡くなるまで契約は継続する。共同で居住し借りる場合は最大3名までを共同契約者とする（後見人や補佐人も対象である）。相続人に連帯保証を要求するわけではないので、借り手の債務を相続人が継承することはない。
審査要件	健康状態は審査対象外。
租税公課	引出額は融資金のため非課税。
その他条件	借り手は対象となる住宅の維持管理や修繕を行い、物件の価値を下げるようなことは慎む。

(資料) フランス不動産銀行より聴取

米国のリバースモーゲージと大きく異なる点は、保険制度や証券化などの仕組みを設けていないことだが、要件においては米国と異なり、持ち家だけに対象を限定してない。別荘も可能だし、賃貸住宅も担保額や関連条件によっては可能である。ただし、事業用物件は対象外としている。

地域的には、当面はパリ市など都市部の物件だけを対象とするが、住宅価格が上がらない地方部での取扱いについても研究している。



LTVは物件の状態や立地、評価額、借り手の状態によって様々であり一概には言えないとのことである。

利子率は6.45%だが、これには融資保証料も含まれている。

フランスでは、不動産取引だけでなく、融資契約も公証人を通じて行う。

### (e) 導入後の契約実績

現時点の実績は、これまでの累計で約800件である。フランスは高齢者に対する消費者保護策が厳しく、現状では、この商品のメディアを通じた宣伝はできない。2007年から既に9年かけているが、フランス不動産銀行の窓口での直売しか許されていない。今年から提携銀行との契約が許され、同行の窓口を通じた新たな販売チャネルができるため、徐々にPVHの潜在需要を喚起できるものとみている。

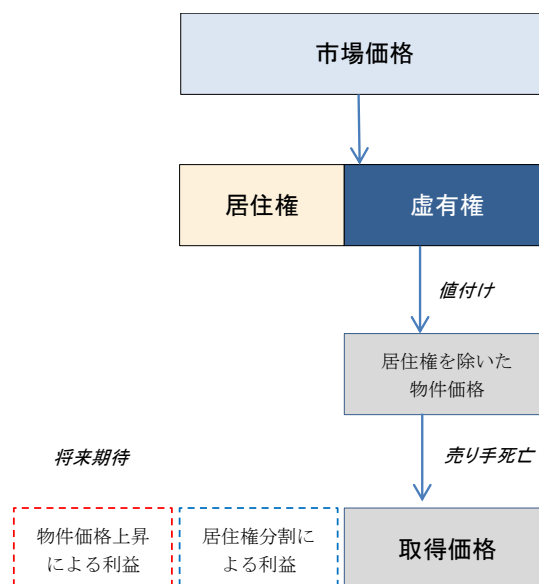
## (2) ヴィアジェと市場動向

現在のヴィアジェ市場にはヴィアジェを取り扱う不動産業者が20社から25社ほどあるが、いずれも零細企業が多い。その中でも、老舗のコスタ・ヴィアジェ社が市場の40%を占めている。以下は、ヴィアジェと市場の状況について、このコスタ・ヴィアジェ社、同社もマネージメントに参加しているセルティヴィア・ファンド及び公証人から聴取した内容である。

### (a) ヴィアジェの仕組み

ヴィアジェ契約は、不動産物件の売買取引の形態であり、フランスでは1804年からの民法典に基づく契約である。売り手は買い手から住宅を購入するが、ヴィアジェの場合には、用益権の一種である居住権(Droit d'Usage et d'Habitation: DUH)を売り手に残し、物件の所有権や処分権を含む虚有権(Nupropriété)だけを購入する契約になる。一般的なヴィアジェの契約では、この虚有権の移転の対価として、虚有権分の価値総額から一定の一時金(Bouquet)を支払う。次に一時金額を差し引いた差額を定期支払い金(Rente)として毎月支払う。居住権は買い手に残しているため、買い手は亡くなるまでその物件に住み続けることができる。

図6 ヴィアジェにおける居住権と虚有権、将来のメリット



(資料)Virage-Viager 資料より転載。

上記図6の一番上は居住者がいない場合の物件の市場価格であり（Valeur Libre）、市場価格は、用益権（Usufruit）かつ居住権である（Abattement DUH）と虚有権である（Nupropriété）かつ物件固有の価値（Valeur Décotée）から構成される。居住権の金額は契約時における売り手の年齢、つまりその後の寿命に影響される（余命×家賃＝居住権の総額）。虚有権は、物件の所有権を示し、当該物件の売買や抵当権などの権利設定が可能である。

なお、ヴィアジェ取引では、一時金と定期金の総額（虚有権額）が家賃の総額（居住権額）よりも低いと契約が成立しない。居住権の価額を算出するのに必要な家賃は市場に基づく統計データが整備されているし、余命は政府が発行する死亡率表に基づいて求められる。余命は個別のものではなく、あくまでも平均的な数値を用いる。

これらの契約金額については、契約時には公証人が認める水準でなければならない。契約前の条件説明は公証人が行うし、契約も公証人が介在して行われる。ヴィアジェに関わらず、フランスにおける不動産売買等には法の定めにより、必ず公証人が介在しなければならない。

## (b) 買い手と売り手のメリット

買い手のメリットは、銀行融資を受けなくても、あたかも融資を受ける際の頭金と元利支払いのように、ヴィアジェの一時金と年金の支払いを行えばよく、期限のメリットを得つつ、当初から大体15～20年間分の家賃に相当する居住権の価値を除いた価格で該当物件を購入できる点である（概ね市場価格の5～6割で購入することになる）。将来の所有権の完全な確保を考えれば、割安の資金額で購入できることになる。特にパリ市内の住宅は将来的な値上がりが期待でき、買い手にとっては人気がある。

フランス統計局（INSEE）の統計値でも、フランスの住宅価格は長期的に年率2%で上昇していることから、最終的には市場価格で売却すると、売却価格から虚有権部分と居住権部分を除いた残額はキャピタルゲインとなる。居住権部分は非課税であるが、キャピタルゲインは課税される。

売り手のメリットは、住みながらにして一時金（なしの場合もある）及び定期支払い金を受領し、年金の補填や様々な用途に使うことができる点である。定期金は年金生活者であるため、多くの場合は非課税であり、夫婦の場合は片方が亡くなっても、配偶者は引き続き住み続け、定期金をもらい続けることができる。定期金は物価スライド式条件付なので、物価上昇による自分の将来の購買力の縮小をある程度担保できる。もし、高齢によって老人ホームに入らねばならないとしても、退出により当該物件は空き家になり買い手は賃貸できるため、通常は従来よりも定期金額が上がる。

ただし、非常に重要なことは、ヴィアジェは射幸性の高い契約であり、契約がいつ終了するかを読むのは難しく、買い手と売り手の双方に予期しない事態が生じることがある点である。

## (c) 売り手の定期金支払いの保証

ヴィアジェ取引は個人取引であるから、買い手による定期金の払い込みが契約通り履行されるかどうかは売り手の懸念材料となる。しかし、この取引は、通常の不動産取引と同様に、契約書を公証人が作成し登記などの必要な手続きを行うことに加え、契約上、売り手から買い取った物件に対し、公証人を通じて抵当権を設定し、買い手が支払いを怠った場合には契約を解除し、売り手が所有権を取り戻せるようにしてきた。しかし、現実には契約を解除して抵当権を行使するには、9～18ヶ月ほどを

要するため<sup>(8)</sup>、訴訟費用も含めて、契約不履行が生じた場合の対処には大きな課題がある。

もうひとつ、ヴィアジェ取引において、法人が買い手となる場合、仮にその法人が破綻すると、米国のチャプター11と同様に、抵当権の行使は困難になるため、最近では別の方法で売り手の保護を図るのが一般的である。それは商品の割賦販売と同様な方法であり、一時金や定期金を全額支払わねば、所有権を移転しない方法である。売り手が死亡した場合には、自動的に所有権が移転する契約としていますが、買い手が支払いを滞納した場合には、所有権は移転していないので、契約を解除するだけで済む。実際に法人の買い手が破綻するという事件がいくつか過去に発生したため、2006年に法律の改正があり、ヴィアジェ契約にこうした条件設定ができるようになった。

#### (d) ヴィアジェの種類

ヴィアジェにはいろいろな種類があるが、売り手が住んでいる状態の“Viager Occupé”が一般的であり、全体の80%位を占める。また、ある高齢者がいくつかの物件を所有していて、自分の住む場所以外の物件をヴィアジェで売るという居住者なしヴィアジェ“Viager Libre”が15%位を占める(表5)。他にも一時金型とか定期型、契約設定型ヴィアジェなどの種類があるが、これらが使われることは少ない。

表5 ヴィアジェの種類

ヴィアジェの種類	内容
一般型ヴィアジェ Viager Occupé	売り手は売却した住宅への終身居住を認められ、対価として一時金と定期金(年金払い)を受け取る。
一時金型ヴィアジェ Viager Sans Rente ou «Nue-Propriété»	売り手は売却した住宅への終身居住を認められ、対価として一時金のみを受け取る。
居住者なしヴィアジェ Viager Libre	別荘等の二次的住宅に対するヴィアジェ。売却によって一時金と定期金を受領できる。買い手はただちに居住可能だし、当該物件を賃貸してもよい。
定期型ヴィアジェ Vente à Terme	売り手の居住期間と買い手の定期金の支払期間を一定期間とする。
契約設定型ヴィアジェ Flexi Viager	売り手の居住期間、買い手による定期金支払いを一定とするなど、条件は当事者の合意により自由に設定する。別荘のヴィアジェ取引の場合、買い手は売り手に一定回数の使用権を認める等を含む等。

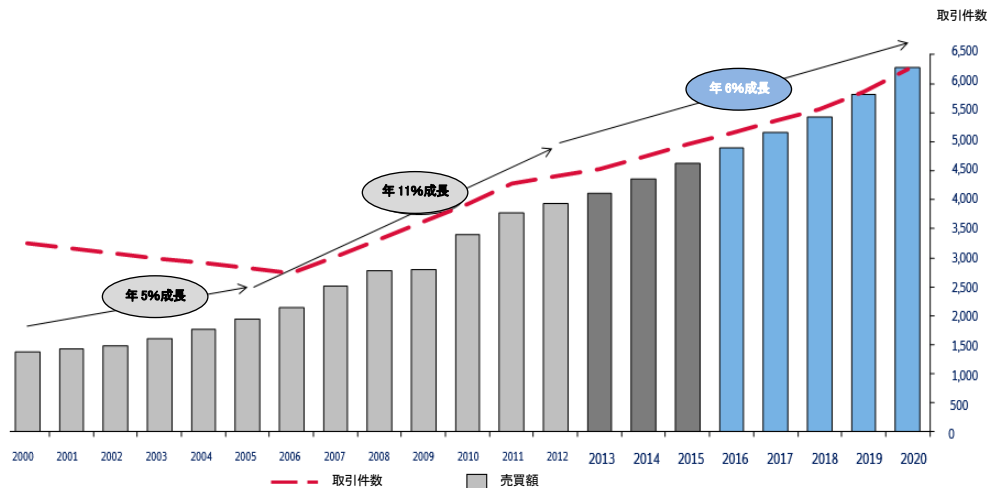
(資料) Certivia Fund プレゼン資料より転載。

(8) フランスでは家賃滞納などの不都合なテナントを退出させる手続きにも、同様の期間がかかるという。わが国同様、借家法においても、テナントの保護が優先されている。

### (e) ヴィアジェ市場の規模

ヴィアジェ取引は2015年で約4,500件であるが、2020年までには年間6,000件を超し、徐々に需要は高まるものと見込まれている(図7)。これは所得の伸び率との関係からヒアリング先のセルティヴィア・ファンドが行った予測による。

図7 ヴィアジェの取引件数と所得伸び率の動向と今後の見通し



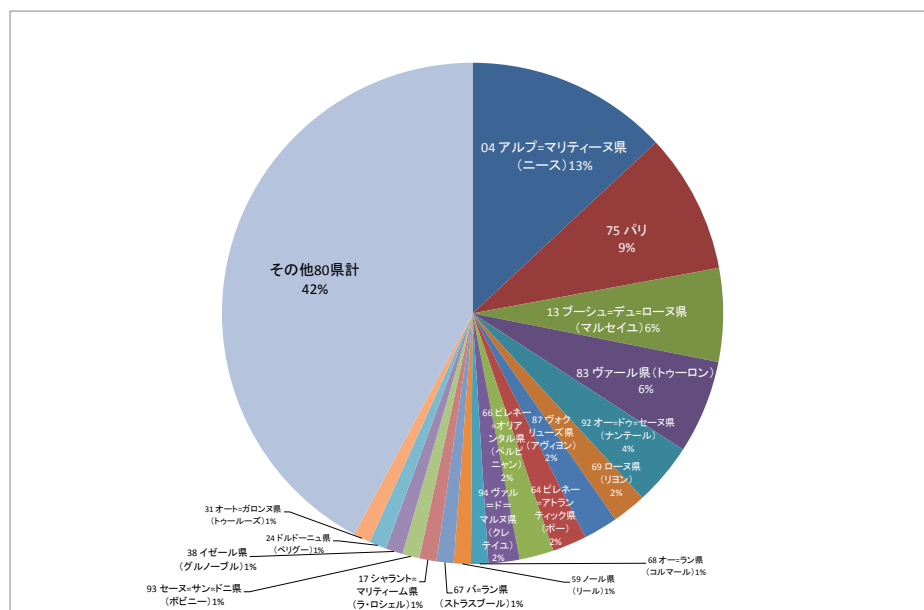
(注) 売買額のスケールは原図に示されていない。期間別の売買額の成長率のみが3期間にわたり記載されている。

(資料) Certivia Fund プレゼン資料に加筆・転載。

### (f) ヴィアジェ需要の地域性

フランスの中でパリのヴィアジェ契約のシェアは、パリ市とその郊外が市場の約3分の1、南仏で約3分の1、残りが3分の1という感じである。県別ではニースを県都とするアルプ=マリタイム県のシェアが13%、それに次いでパリの9%となっている。南仏は気候が温暖であるため、高齢になった時の準備のために、通常の売買価格よりも低い価格が期待できるヴィアジェを通じて、早いうちに物件を確保しようという需要が高いという(図8)。

図8 ヴィアジェ市場の取引数の地域シェア(2000~2010年合計)



(資料) Certivia Fund プレゼン資料に加筆・転載。

### (3) ヴィアジェ・ファンドの登場

ヴィアジェという射幸性の高い契約では市場における買い手が少ないことが普及を妨げている大きな課題であるが、最近では、ファンドを組成し、ファンドが買い手となりヴィアジェ物件を購入し、運用することによって、この課題を解消しようという動きが出ている。以下は、民間ファンドを組成しているヴィラージュ・ヴィアジェ社 (Virage-Viager) 及び公的なヴィアジェ・ファンドを組成しているフランス預金供託公庫 (Caisse des Dépôts et Consignations: CDC) の両者から聴取した内容を報告する。

#### (a) ヴィアジェ・ファンドの創設の背景

##### (a-1) ヴィラージュ・ヴィアジェ社による民間ファンドの場合

人口減少と高齢化によって年金加入者が少なくなり年金額は低下している。国民の寿命は延びても年金額は増えないため、ヴィアジェ市場を拡大させないと、年金を補填する役割を担えない。年金生活をしている人たちの75%は自分が住む場所を所有しているので、ヴィラージュ・ヴィアジェ社としては、この潜在需要に対応するには、ヴィアジェを活用するのが最も合理的と考えた。

第1号のヴィアジェ・ファンドを2010年に創設した理由は、ヴィアジェは個人と個人の契約なので、売り手が多すぎる割に買い手が少ないという需給ギャップを解消し、ヴィアジェの市場の規模を拡大するためである。ヴィアジェ市場のアンバランスは、売り手に対して買い手は10分の1程度である。買い手を拡大するためには、個人が購入するのではなく、機関投資家、大手の保険会社が投資できるファンドを組成し、十分な資金の裏付けにより、ファンドが個人と契約すれば、潜在需要を健在化し、需給ギャップを解消できる。単純に言えば、現在の10倍近くの取引が顕在化する可能性がある。

元々ヴィアジェ取引は民法典の規定により法的に安定しているので、個々のヴィアジェ契約をファンドが束ねて管理することによって、売り手にとってはより望ましい保証、安心感が得られようになる。そして、投資家に対しても、住宅資産のヴィアジェ運用を通じて、確実に期待する利益を得られるようにする。これがヴィアジェ・ファンドを創設する際の2つの重要なテーマである。

ファンド組成にあたり、新たな問題はプロパティ・マネージメントであった。個人間の契約の場合には所定の維持管理がなされておれば買い手もそれほど問題視していなかったが、機関投資家が資金を投下していることから、不動産の価値をしっかりと維持しなければならない。維持管理を怠ると、20年ほどで物件価値が下がってしまうからである。個々のヴィアジェ物件をしっかりと維持管理することは、費用負担も含め、なかなか難しい課題であったが、今では逆に積極的な維持管理を行うことによってバリューアップに結びつけ、将来のリターンを高めようとしている。

##### (a-2) 預金供託公庫(CDC)グループ出資による公的なセルティヴィア・ファンドの場合

預金供託公庫は様々な社会資本への投融資を行う公的金融機関であり、セルティヴィア・ファンド (Certivia Fund) を組成するにあたっては、公共的な問題意識と課題設定が必要であった。

まずは、人口の高齢化によって発生する様々な課題にチャレンジすることである。最大の課題は医療・介護費の負担の問題、次に高齢者に対応した住宅への改装工事をいかに推進するかである。公共施設を含めてバリアフリー化を進めることも重要課題である。暖かい場所に住みたいということで北フランスから南フランスへの高齢者の移動が増えると見ているので、公共交通機関のアクセシビリティも課題である。



さらに、高齢に伴い収入が減り貯蓄が低下するため、いざ資金が必要な時には持家を流動化する必要があるが、これにどう対応するかという課題に直面した。調査によると、高齢者の80%が自分の家に住みたいと考えている。一方、老人ホームに入っている高齢者の80%が自分でその経費が負担できなくなっているという事実が現前としてある。これらにどう対処するかが大きな課題であった。

預金供託公庫は、これらの課題に対し、2011年から財政投融资資金を活用し、医療・介護費用の一部を負担するとともに、人口の高齢化に合わせて住宅の改装工事がしやすいように融資プランなどを準備してきた。さらに、自治体のインフラの改装工事、公共交通機関を障害者が使いやすいように改装すること、ITに基づいて新しいサービスを提供する努力も続けており、新たに高齢者に対応した新テクノロジーを開発する必要性も指摘している。

このうち、高齢化と住宅、年金の問題については、高齢者の特徴である持家率の高さを活用すべきという点を再認識したものの、住宅は不動産であり、流動性が乏しく直ちには資金が得られない。住宅資産の流動化を図る方法として、前述の(1)フランス不動産銀行によるリバースモーゲージの活用、(2)低所得者用の社会住宅コミュニティ (HLM 団地) へのヴィアジェ導入 (居住者が亡くなれば HLM 公社が当該住宅を買い取る)、(3)ヴィアジェ・ファンドの創設、(4)不動産信託制度の活用という4つを検討し、(1)(2)(4)を先行して実施してきたが、(3)のヴィアジェ・ファンドの活用はやや遅れてスタートした経緯がある。

ヴィアジェによって不動産が流動化でき、医療・介護費用が捻出できるため、財政負担も減る。ヴィアジェ契約を通じて居住権を確保できるため、住み続けるという課題は解決できる。一時金に加え、定期金により、年金の補填が可能となる。最後の段階になると老人ホームに入るために多額の費用がかかるが、その経費の一部や全額を負担できる可能性がある。このため預金供託公庫は国策として、ヴィアジェ・ファンドに取り組むこととなった。

ただし、いくつかの課題があった。まず、死亡を賭け事にするヴィアジェ契約を扱う公的なファンドとしては、運営にあたり細心の注意が必要という点である。次に家を持ち続けたいという文化的意識は強く、居住権が残っても虚有権は喪失する、あるいは移転するということは高齢者に非常に不安な状況をもたらすため、その意識にどう配慮するかという点である。

さらに最大の課題は、平均余命が年々伸びており、長期に渡って定期支払いを続けることができるかという技術的な点である。現在のヴィアジェ市場規模は小さいため、透明性が確保されていないため、どう改善していくかという点も課題となった。

これらの課題を解決する方向として、ヴィアジェ・ファンドの創設が最も有効と考えられた。ヴィアジェは原則的に個人と個人の契約であるが、ファンドの創設は、これを個人と法人の契約にすることを意味する。どのようなメリットがあるかと言うと、買い手が法人、具体的には保険会社や規模の大きなファンドだと、取引するにあたり射幸性の高い博打に投資しているといった心理的な懸念がなくなることである。それに、買い手が大手の保険会社なら、売り手側からすると、長期にわたり安心して定期金の支払いを受けられるという安心感がある。

## (b) ヴィアジェ・ファンドの内容と展望

ヴィアジェ・ヴィアジェ社による民間ファンドは、同社自身がセルフマネージメントを行っているのに対し、セルティヴィア・ファンドはコンペを通じて採用した第三者のラ・フランセ社 (La

Française) 及び前述のコステ・ヴィアジェ社 (Costes Viager) がマネージメントを行っている。ラ・フランセ社は大手の年金運用等を行うアセットマネージメント会社である。コステ・ヴィアジェ社はヴィアジェ仲介取引業の老舗で市場の 40%を取り扱っている。

この2つのファンドを比べてみると (表6)、民間と公的ファンドの特徴が分かる。セルティヴィアは公的ファンドだけに、政策目的上、対象物件をパリ大都市圏に絞れないことから、ファンドの収益性確保はなかなか難しいようである。ヒアリングでは、住宅価格もあまり高額なものは対象にできず、平均 30 万ユーロ/戸を目指すとのことであり、物件確保の難しさを滲ませていた。このため 1.5 兆ユーロの資金を確保しながら、目標 500 戸に対し未だに 55 戸のヴィアジェ物件しか購入できていない (まだ後1年の購入期間があり、これから十分達成できるとのこと)。

この点、ヴィラージェ・ヴィアジェ社には政策面からの縛りはなく、物件の運用安定性が確保できるのであれば、高額物件をポートフォリオに加えることも可能であり、投資家が期待する運用特性に対応した複数のファンドのマネージメントも行っている。

表6 ヴィアジェ・ファンドの公民比較

	民間ファンド: Virage-Viager 社運営	公的ファンド: Certivia Fund
創設時期	2012 年	2014 年下期
法的形態	投資信託 (SICAV 及び SCI)	投資信託 (SICAV)
ファンド投資家	年金・保険会社、機関投資家	CDC と関連企業、機関投資家
投資対象	ヴィアジェ物件 (パリ大都市圏中心)	ヴィアジェ物件 (パリ 20%、残りは全国都市圏)
資産内容	アパート及び住宅	アパート (90%目標) 及び住宅
居住者年齢	契約時平均 75 歳	契約時平均 80 歳を維持
募集時期	募集完了	初回 2014 年 9 月 15 日 2 回目 2015 年 3 月 31 日
最低単位	500 万ユーロ (推測)	500 万ユーロ
ポートフォリオ	複数 0.4~1.0 億ユーロ (500 物件)	1.5 億ユーロ (平均価格 30 万ユーロを 500 物件)、現在 55 物件
償還期間	毎年	四半期毎
配当	資産売却及びキャピタルゲイン	資産売却及びキャピタルゲイン
投資期間	15 年 (当初 5 年で 4 割りを償還)	5 年単位
運用目標	税引き後で 5.6~7.8% (6.75%中位値)	税引き後で 6.5%
資産評価	毎年専門家、四半期毎評価 (推測)	毎年専門家、四半期毎評価
ヴィアジェ支払い方法	固定金利一時金払いのみ	固定金利一時金及び定期支払い
海外資産	EU の物件等を今後対象としていく	予定なし
アセットマネージメント	自社	La Française 及び Costes Viager

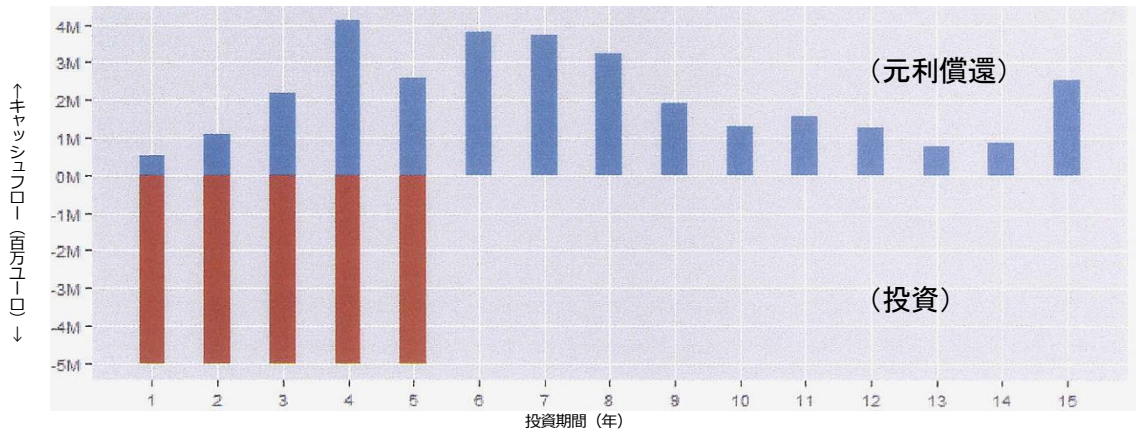
(資料) 両ファンドのプレゼン資料及び記録より作成。

また、公的なセルティヴィア・ファンドの場合はヴィアジェの支払い方法に、年金を補填するという政策目的から定期金の支払いを行っているが、ヴィラージェ・ヴィアジェ社の場合は、契約後の一時金だけの支払いに限定し、投資家にとって確実性の高いキャッシュフローを提供しようとしている。

同社が行った調査では、実際の売り手のニーズも定期金よりも契約後の一時金の受領にあるという。年金払いが必要な消費者は、一時金に基づき、別途年金商品を購入することもでき、同社の場合は、一時金だけの支出に留めたとのことである。

同社がマネージするファンドの事例では、概ね図9のキャッシュフローのイメージが得られるという。全体で 15 年の償還期間を想定し、当初の 5 年間で 40%を償還する運用方針となっており、5 年程度の償還期間を期待する投資家にとっては検討に値するものと考えられる。

図9 ファンドのキャッシュフロー・イメージ(2,500万€の投資と元利償還—Virage Viage)



(資料) Lyre Opportunity, Investment Presentation, LYRE Capital から転載。

表7 ヴィアジェ・ファンドのパフォーマンスのシミュレーション

シナリオ	年 IRR 中位値	90%信頼範囲	物件価格上昇	インフレ率
低迷	6%	4.9% ~ 7.2%	0%	+1%
ベース	6.75%	5.6% ~ 7.8%	+1%	+1%
成長	7.2%	6.1% ~ 8.3%	+2%	+1%

(資料) Lyre Opportunity, Investment Presentation, LYRE Capital

ヴィラージュ・ヴィアジェ社のファンドの目論見書では、配当率のモンテカルロ・シミュレーションを、成長、ベース、低迷という3つのシナリオによって分析しており、90%の信頼で、税引き後に年5.6~7.8%のIRR(中位値)が得られるとして、機関投資家に説明している。このときの住宅価格の上昇率は年1%、物価上昇率も1%である(表7)。

セルティヴィア・ファンドの場合、物件の管理を効率的に行うため、すべての情報はデータベース化し、簡単に参照できるようにしている。表8はヒアリング時にラ・フランセ社及びコステ・ヴィアジェ社から得た物件の概要情報である。

物件2の場合、平均余命を6年としているため、この物件の虚有権部分は、3万ユーロ+3,290ユーロ/月×12ヶ月×6年=266,880ユーロとなる。これは市場価格に対して65%の掛け値ということになる。

表8 セルティヴィア・ファンド取得済み(予定)物件情報

物件と売り手の概要等	価格条件
物件1 パリの西側7km 広さは92㎡ 74歳の女性	物件市場価値:307,000ユーロ 一時金:55,000ユーロ 年金:632ユーロ/月
物件2 パリ市内15区 広さは48㎡ 87歳の女性(平均余命:6年と想定)	物件市場価値:410,000ユーロ 一時金:30,000ユーロ 年金:3,290ユーロ/月
物件3 パリ市内15区。エッフェル塔から2km。 広さ78㎡、8階建ての6階でバルコニー付き。 85歳の女性。未成約で交渉中。	物件市場価値:595,700ユーロ オプション1 一時金:130,000ユーロ、定期金:2,863ユーロ オプション2 一時金:210,000ユーロ、定期金:2,023ユーロ
物件4 パリの東Rue Pasteur, 94210, Fontenay-sous-Bois 車で20分。 <b>(次頁写真参照)</b> 広さは36㎡。8階建ての5階。 63歳の仏在住日本人女性。コステ・ヴィアジェ社の 見積もりに基づき、売却を検討中。	物件市場価値:215,000ユーロ(公共住宅を購入、現在の価格は倍) 見積金額: オプション1 一時金:なし、定期金:410ユーロ オプション2 一時金:5,000ユーロ 定期金:388ユーロ オプション3 一時金:10,000ユーロ 定期金:366ユーロ

(資料)ヒアリング情報に基づき作成。



## 写真 ヴィアジェで売却検討中(見積もり中)の物件写真(元々は公共住宅)



(資料)居住者の了解を得て筆者撮影。

### 4—むすび：米英仏のリバースモーゲージ市場と制度比較からの示唆

以上から、米英仏のリバースモーゲージや類似商品の調査結果を比較検討し、わが国への示唆を得ることとする。

#### (1)制度形態のあり方について

制度形態としては、リバースモーゲージの言葉通りの「融資型」と、フランスのヴィアジェに代表される売買型がある。英国のエクイティ・リリースのうち、ライフタイム・モーゲージは融資型であり、ホーム・リバージョンは売買型に整理できる。ただし、英国のホーム・リバージョンは利用されなくなっている。逆にフランスの米国型リバースモーゲージである PVH は導入したものの普及は遅れており、フランス人は文化的にアングロサクソンによる融資型よりもヴィアジェによる売買型の方が肌に馴染むのかもしれない。

ヴィアジェにおける終身定期金契約の考え方はフランス民法典に記されているが、日本は民法を設ける際にフランスやドイツの民法典を参考にしたため、日本の民法の第 689 条にはフランスのような終身定期金契約の規定がある。これは現在ではほとんど使われていないと言われるが、仮にわが国においてヴィアジェと同様の制度を導入しようとした場合は、既に民法上に制度構築の足がかりがあることとなる。不動産取引ならば、金融機関のみならず、不動産業界も市場に参入できる可能性がある。射幸性のある契約については文化的な側面からの課題があるが検討する価値はある。

表9 米英仏のリバースモーゲージの比較と進化

	米国 リバースモーゲージ	英国 エクイティ・リリース	フランス PVH	フランス ヴィアジェ	フランス ヴィアジェ・ファンド
制度形態	融資型	融資型、売買型	融資型	売買型	売買型
公的支援の有無	公的 FHA 保険制度	なし (民間)	準公的な不動産銀行	なし (民間)	CDC 有、なし (民間)
政策関与	国策として推進	金融規制のみ	国策として推進	民間取引	CDC 分は国策
対象資産	居住持家のみ	戸建・共同建て住宅	持家・別荘、賃貸相談	持家・別荘等	持家・別荘等
借り主年齢条件 ※契約成立要件	62 歳以上	原則 65 歳以上	65 歳以上	特に明示なし ※虚有権 > 居住権	特に明示なし ※虚有権 > 居住権
配偶者	対象(62 歳以下も可)	対象 (65 歳以上)	対象 (65 歳以上)	対象	対象
貸付金額上限	625,500 ドル	250 万 £	個別対応	個別対応	個別対応
資金用途の制限	なし	なし	なし	なし	なし
資金引出し方法	一時金+定期金	一時金	一時金	一時金+定期金	一時+定期、一時金
LTV	0.553 (75 歳、5.5% 利子率水準)	最大 0.54 現状 0.2~0.4 程度	個別対応	0.6 前後	個別対応
住宅所有・居住権	債務返済まで	債務返済まで	債務返済まで	終身居住権	終身居住権
ノンリコース NNEG	○	○	○	終身定期金	公的: 終身定期金 民間: 一時金のみ
金利のタイプ	変動及び固定	固定	固定	—	—
現在の金利水準	3.8~4.2%位	6.45%	6.45% (保証料込み)	—	—
消費者保護	CFPB 監督、カウン セリング義務	FCA 監督、FSCS、 アドバイザー助言、 金融オンブズマン	公証人を通じた契約条件の理解		
年間契約数、規模	5.8 万戸、161 億ドル 持家世帯の 1% 弱の 需要	16.65 億ポンド 総住宅融資の 1% ほ どの需要	累計 800 件程度	年間 4,500 戸位	官民計 2~2.5 億ユー ロのファンド組成
住宅価格上昇率	長期的に 4.0% 程度	2000 年以降 6% 程度	長期的に 2% 程度、バブル崩壊を経験		
住宅の維持管理	借り手責任	借り手責任	借り手責任	売り手責任	ファンドにて管理
制度の進化状況	高齢化を強く意識。 金融危機をクリア。 安定した普及に向け て制度再構築。	金融危機をクリア。 民間ベース NNEG 商品の技術開発。	高齢化を強く意識。 2006 年の法改正に より誕生。住宅価格 の地域変動を考慮。	2006 年法改正によ り法人との契約に問 題がなくなる。	高齢化を強く意識。 需給ギャップ解消に 向けたファンド化。 一時金のみ採用。

(資料) 各国でのヒアリング結果より作成。

## (2) 高齢社会に対峙した国策・ビジネス課題

各国の政府支援策をみると、米国とフランスの場合は、今後の超高齢社会に対応し、国策としてリバースモーゲージやヴィアジェの普及を非常に強く推進しようとしている。これは従来とは大きく異なる変化である。このために、米国では FHA 保険制度の健全性を維持しながら、HECM の普及を促進するために、多くの事例データに基づき、HECM のきめ細やかなルール変更を試行してきた。

フランスでは不動産銀行に加え、特に財務省傘下の預金供託公庫 (CDC) が国策として高齢化に挑む姿勢をヒアリング時に示していた。

イギリスは民間ベースではあるが、高齢化によるニーズの変化をとらえ、民間ベースでも NNEG 条件を維持しつつ、ビジネスを拡大しようという意気込みが感じられた。

わが国では具体的な政府支援策が提示されていないわけではない。米英仏の危機感からすると、超高齢社会において世界のトップを走る日本はこのままでよいのか疑問に思えてくる。

## (3) 資金の用途と制度提供主体

米英仏各国の商品では、国が支援している商品であっても、借り手や売り手が得た資金の用途はほとんど制限されていない。これは高齢世帯においても、単に住宅のリフォームや介護費用、年金を補填するだけでなく、老後の QOL をより豊かに改善してもらうことを含め、多様なニーズに対応させるためと考えられる。



日本でも民間銀行によるリバースモーゲージ商品は、事業用や投機的目的以外の資金用途も認めている。しかし、公的な関与のあるリバースモーゲージ商品については、関係省庁による目的別のものに限定されており、消費者の選択幅は限られ、縦割り行政の弊害が出ている。たとえば、住宅金融支援機構の「住宅融資保険を活用したリバースモーゲージ型住宅ローン～特定個人ローン保険（一括返済融資型）のご案内～」(平成28年4月)によると、民間金融機関との融資契約にあたって同制度に基づき付保対象となるのは、住宅建設や改修、サービス付き高齢者向け賃貸住宅に入居する際の一時金などに限られている。生活資金を補填する目的の場合は、厚生労働省が管掌する不動産担保型生活資金貸付制度などを頼ることになるが、同制度は住民税非課税等の世帯や担保とする土地の評価額1,500万円以上を対象としており、適格者は非常に限られたものである。わが国でも、米仏のように、省庁の枠組みを越えて、高齢者の生活をあらゆる面から支えるリバースモーゲージが創設されてもよいのではないかと。

#### (4) 日本のリバースモーゲージは利払いが必要

今の所、国や民間が提供しているわが国のリバースモーゲージは、元本返済は借り手や配偶者の死亡時まで猶予するが、金利は別途、契約期間中に支払い続けなければならない。変動金利が適用される場合は、借り手は金利変動リスクも、長寿リスクも負担せねばならない。金融機関はLTVの設定により、住宅価格の変動リスクをみているように見えるが、実際には評価を見直した時点で債務が超過しておれば(住宅価格が下落しておれば)、超過分は一定期間内に返済しなければならない。したがって、日本の金融機関はリバースモーゲージ商品とは言っても、大まかに言えば、不動産担保融資であること以上のリスクを負担しているわけではない。米英流に言うと、実態はInterest Only(元本は一定期間猶予されるが、利払いは毎月行う)という融資に他ならない。

#### (5) 住宅価格変動への対応

日本でNNEGやノンリコースといった融資条件が普及しないのは、住宅価格(実際には土地価格)の見通しがマイナス成長を続けてきたからと考えられる。一方、米英仏では2～6%という長期上昇率を活かした運営が可能という違いがある。しかし、一方では金利のロールアップは米英では4～6%という高い水準で行われているわけで、住宅価格の上昇を利子負担が相殺していることにも注意が必要である。日本ではフラット35でも2%水準を下回る金利(借入期間20年以上)の適用例が出ており、低利環境をうまく使えば、住宅価格の想定上昇率が低めでも、魅力あるリバースモーゲージ商品を創出できる可能性があるのではないかと。フランスの民間ヴィアジェ・ファンドでは、住宅価格の上昇率のベースラインを1%、インフレ率を1%に設定して投資家に対する目論見書を作成している。

#### (6) 物件の維持管理の重要性

米英仏の住宅価格の上昇は、単に市場の変化に委ねられているのではなく、適切な維持管理が前提であることに注意する必要がある。何よりも維持管理が容易ではない家屋部分に依存しないで土地の価格だけに依存する不動産・金融市場体制を続けてきたことが、既存住宅市場整備を含め、わが国の不動産市場、住宅市場の発展を歪めてきた。

米英仏各国におけるリバースモーゲージ契約では、借り手による適切な維持管理は厳格な融資条件であり、これを怠ったためのデフォルトも少なくはない。フランスの伝統的なヴィアジェ契約では、そこまで厳密な維持管理は要請されていなかったようだが、最近のヴィアジェ・ファンドでは、費用

をかけ、バリューアップを含めたプロパティ・マネージメントにより総合リターンの向上を図ろうと努力している点に留意する必要がある。

わが国でも既存住宅市場の価格情報整備や鑑定・評価・検査体制、瑕疵担保責任保険制度の整備などはもちろんのこと、賃貸や分譲マンションだけではなく、戸建持家を含めた維持管理が適切に行われるようにすることが、やがて市場全体の住宅価格の水準を引き上げることになるはずである。

#### (7) 消費者保護と NNEG・ノンリコース条件のリバースモーゲージ

最後に重要な点は、消費者保護を前提にすると、米英仏の経験のように、NNEG やノンリコース条件のリバースモーゲージやヴィアジェ類似の取引方式などの開発と商品化が必須ではないかという点である。ここでも住宅の質的情報や市場価格情報、鑑定や評価手法の整備などが基盤になることは言うまでもない。NNEG やノンリコース条件をもつ商品を創出するにあたり、たとえば当初から年金のような定期払いを行わず、一括で借りてもらおう方式をとることも考えられる。年金払いが必要ならば、借り手は資金を元手に年金を購入すればよく、市場参加者がリスクを分担する発想である。

さらに、各国で行っているような消費者に対する第三者のカウンセリングやアドバイスの仕組みに学び、ネガティブ・エクイティとは何かを含め、適切な消費者保護策を講じて行かなければならない。

これまで長きにわたり各国におけるリバースモーゲージ制度の研究が行われてきたが、以上のように、わが国では米英仏と比べうるような商品化は行われていない。今後、高齢者の資金需要は急速に高まるはずであり、米英仏におけるリバースモーゲージ商品の進化を参考に、わが国でも従来にはないリバースモーゲージ商品を創出していくことは引き続き重要な課題と考えられる。