

英国のエクイティリリース及びフランスのヴィアジェ等の現状

株式会社ニッセイ基礎研究所 社会研究部 上席研究員 篠原 二三夫
しのはら ふみお

はじめに

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)」と呼ばれている。米国のリバースモーゲージ (HECM) とは異なり、公的支援を受けることなく、①長寿と②金利上昇、③住宅価格下落というリバースモーゲージにおける三大リスクを民間ベースでカバーした商品を開発し、販売している点に特徴がある。

フランスでは近年米国型のリバースモーゲージが導入されたが、フランス人の9割以上が周知しているという「ヴィアジェ (Viager)」と呼ばれるフランス民法典に基づく不動産取引手段があり、これがリバースモーゲージの役割を古くから代替してきた経緯がある。最近では、このピアジェ取引を集めたファンドが増えている。これは注目すべき、新たな動きである。

本稿では英仏におけるリバースモーゲージ等の新たな動きについて報告し⁽¹⁾、最後に、米国も含めて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. 英国のエクイティリリースについて

(1) 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。

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。

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

⁽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る。エクイティリリース及びヴィアジェ等についてヒアリングを実施した相手側のリストは巻末に記した。

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によって、借り手は金利の25%相当を利払いから毎月控除でき、最大3万ポンドまでのメリットが得られた。この控除相当分の金利は、英国歳入庁が直接的に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⁽²⁾。

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た。

しかし、1991年には「安心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

⁽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や住宅取得を支援する制度は、社会住宅関係の賃貸・持家化支援策であるShared Ownershipを除くと、最近の一次取得者向けのHelp to Buy: ISA位しかない。この制度概要は、次のリンクを参照のこと。

<https://www.helptobuy.gov.uk/help-to-buy-isa/how-does-it-work/>

た。特に重要な点は、住宅価格の下落などによって、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条件付きSHIPは、社会問題発生から間もないことと、融資掛け目(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。

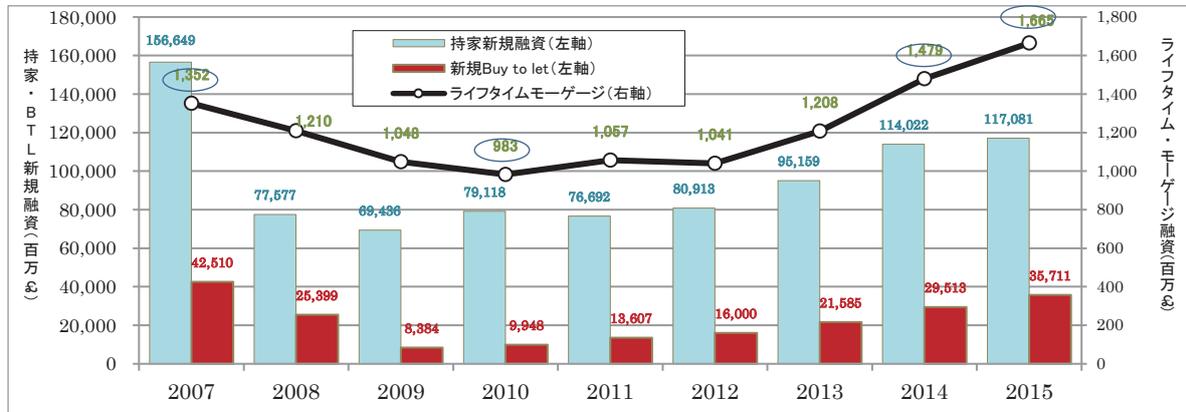
なお、ライフタイム・モーゲージよりもやや早めに、後述するフランスのヴィアジェと類似したホーム・リバージョン(Home Reversion)⁽³⁾も商品化されたが、現状ではほとんど需要がない。

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⁽⁴⁾が導入された。これに呼

⁽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に基づき、売り主は販売代金を一括または分割、またはその組み合わせで受け取る代わりに、売り主もしくはその配偶者が亡くなるまでの終身居住権を得る仕組みである。所有権を売却することから、融資契約とは異なる高齢者の住宅資産の流動化策とも言える。

⁽⁴⁾ 融資契約前に消費者にファイナンシャル・アドバイザーの助言を得てもらうことは、厳密には法制度上の義務ではないが、業界は事実上の義務と認識し、業界行為規定でも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 ライフタイム・モーゲージなどの新規融資額の推移（金融危機後）



(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) データは、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。このデータは、2007年からFCAの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作成されている。この融資額のデータには融資件数のデータは付随していない。

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条件を含めた消費者保護策が厳格化され、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行われている。

(2) エクイティリリース市場におけるライフタイム・モーゲージの普及状況

SHIPが創設されて以来、エクイティリリースとしては、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して供給されてきたが、2004年頃からライフタイム・モーゲージの市場シェアが拡大したのに対し、ホーム・リバージョンのシェアは低下し、2012年時点ではエクイティリリース市場の1%程度まで落ち込み、足下ではほ

ぼ市場から消えた状態にある。

ライフタイム・モーゲージは亡くなるまでは居住する住宅の所有権が借り手に残る「融資型」であるのに対し、ホーム・リバージョンは住宅を契約時点で売却し、その後の終身居住権を得る「売却型」の仕組みである。エクイティリリース・カウンシルの話では、後者の場合には、相続時において住宅を家族が買い取る選択肢がないことや、高齢者にとっては亡くなるまで自分が所有している住宅に居住できるという安心感がないことが、ホーム・リバージョンが市場から淘汰された理由という。

エクイティリリース市場におけるライフタイム・モーゲージの新規融資額は、2007年時点には約13.5億ポンドに達している(図1、右軸・線グラフ)。金融危機後は、2010年の約9.8億ポンドまで落ち込んだが、その後は横ばいから回復基調に入り2014年には2007年を上回る約14.8億ポンド、2015年には約16.7億ポンドと拡大基調にある。

金融危機後の動きは、持家住宅融資及び賃貸住宅投資用融資 (Buy to Let: BTL、図1、左軸・棒グラフ) もほぼ同じであることから、住宅融資市場全般の動きであり、ライフタイム・モーゲージ

だけに特徴的な動きではない。

新規住宅融資市場におけるライフタイム・モーゲージのシェアは、2015年時点では持家融資が76.2%、賃貸住宅投資用融資が22.7%であるのに対し1.1%程度である。このシェアは2010年頃から1%前後で横ばいを続けている。

(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入している関係者の相互関係や役割を図2のようにまとめてみた。契約関係からみると、ライフタイム・モーゲージの当事者関係は、ファンダー（主に機関投資家）からの投資資金に基づきプロバイダー（貸付機関）が商品化し、ブローカーが消費者に販売するのが一般的である。プロバイダーからの消費者に対するライフタイム・モーゲージの直接販売もあるが、20%程度でしかなく、残りの80%相当はブローカーを通じたものである。

ファンダー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が、短期から長期資金に利子率スワップを行う専門プロバイダーもいる。

図2ではファンダーからプロバイダー、ブローカー間の実質的な契約関係を示しているが、実際の融資契約は、ファンダーと消費者の間で直接締結され、プロバイダーは商品化やライフタイム・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の提供、モーゲージプールの管理、契約後の融資金の払い出しや元利の回収を行うサービシング業務、鑑定士や弁護士起用と費用負担、ブローカー費用負担などを引き受けている場合が多い。

モーゲージ・ブローカーとしてはBowerやAge、KRSなどがあげられる。複数の融資・保険商品を扱う一般的なモーゲージ・ブローカーの他に、エクイティリリースを専門とするブローカーもいる。

消費者との契約に際しては、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ス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。アドバイザーの助言は多くの場合、電話を通じて行われている。

エクイティリリースの貸付けなどを行う金融行為者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。

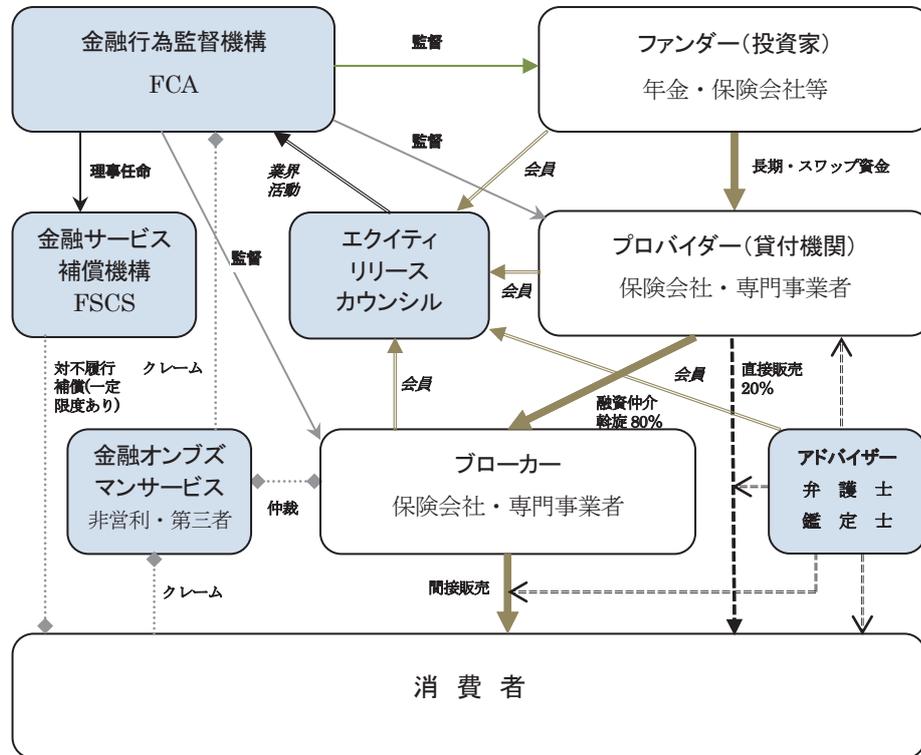
エクイティリリース・カウンスルによると、消費者が問題を抱え、クレームしたい場合は、非営利第三者仲裁機関である金融オンブズマンサービス（Financial Ombudsman Service）に訴えるのが効果的とのことである。金融機関は評判を落とすたくないため、問題を解決するために真摯に対応するという。ブローカーやプロバイダーによる消費者への商品説明書には、このオンブズマンサービスへの連絡先が予め記載されている。

エクイティリリース・カウンスルは、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。

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）、ブ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。

ただし、エクイティリリース・カウンスルの会員数はこれらの15社だけではなく、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）、ブローカーなどを含めて350社ほどとなっている。

図2 エクイティリリース市場の全体像（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。

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

(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）を一括返済するリバースモーゲージである。この契約の際には、前述のように、各プロバイダーは消費者保護策の大前提として、各々NNEG条件

を設けることが必須となっている。

ライフタイム・モーゲージには消費者の好みやライフスタイルに向けた様々な商品があるが、一般的なのはRoll-up Mortgageと言われ、一括もしくはは極度額を設けて随時もしくは一定期間内に融資された資金を、契約者や配偶者の死亡等による契約終了時に、元利共に一括返済する商品である。この場合、発生した金利は複利計算により元化さ

れ積み上がっていくこととなる。Interest-only Mortgage という商品も一般的である。この場合、元本は契約終了時に一括払いとなるが、利子分は Roll-up Mortgage とは異なり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の 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。エクイティカウンスルによると、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歳と短期間に1歳も若くなっており、近年における継続的な傾向という。

ライフタイム・モーゲージでは、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月末時点の利子率は融資保証料込みで年6.45%と通常の住宅融資金利⁵⁾よりも高めである。エクイティカウンスルの商品規定では、ライフタイム・モーゲージは固定金利が原則であり、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となっている。

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。総借入限度が多少下がるが、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。また、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を高めることができる場合は、1万ドル単位で追加の融資を認めるという(追加融資は評価額の見直し次第であり保証されているわけではない)。

これらの要件をみると、ライフタイム・モーゲージ融資を民間だけで NNEG 条件付で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、住宅価格の下落だけに限定させている様子が見える。

エクイティカウンスルによると、ライフタイム・モーゲージのLTVは、住宅の立地や質、借り手の年齢等の条件が良ければ商品内容によっては50%を超える場合があるようだが、上記Partnership社の商品を含め、実際には20~40%の範囲という。

(5) 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。借り手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%)。

エクイティカウンスルや別のプロバイダーであるPure Retirement社から聴取した資金用途に関する情報もPartnership社と同様の結果となっており、同社のアンケート調査結果は、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。

(6) エクイティリリースの今後と政府支援への期待

エクイティカウンスルの話では、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

⁵⁾ 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子率は、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。

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、利子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	最高限度融資金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。

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	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）

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ことである。現在、英国の1人当た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。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 12 社となり、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、米国のリバースモーゲージ（HECM）のような制度保険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。

2. フランスのヴィアジェ等について

フランスでは最近導入されたリバースモーゲージ制度（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とともに、ヴィアジェ市場の現状とファンドの導入について、公的ファンドを組成したフランス預金供託公庫（Caisse des Dépôts et Consignations: CDC）や民間ファンドを組成したヴィラージュ・ヴィアジェ社などから聴取した内容を報告する。

（1）フランス不動産銀行によるリバースモーゲージ制度「年金型住宅融資（PVH）」の創設

①導入の経緯

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かったが、ヴィアジェ（Le Viager Immobilier）と呼ばれる、住宅を一時金と定期金（年金）払いで売却し、引き続き居住権を確保できる不動産取引の仕組み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、ヴィアジェの場合は、売り手がいつ亡くなり、買い手が占有できるかは、賭け事と同様に読みにくく、射幸性の高い取引である。過去には買い手の方が先に亡くなってしまふという事例もある。このためヴィアジェ市場の大きな課題は、売り手と買い手との間にある大きな需給ギャップをどう埋めるかという点にあった。

この需給ギャップを埋める方策として、米国型のリバースモーゲージの導入が考えられたという。リバースモーゲージならば、個人ではなく信用ある銀行が契約相手になる。15 年間で死亡しても、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、ヴィアジェよりも選択肢のある制度となる。

しかし、リバースモーゲージは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ため、2006 年に担保の取扱いを含む次の法改正が行われた。この法改正に基づき、フランス不動産銀行（Crédit Foncier）は、制度やリスクへの対処を行った上、「年金型住宅融資（Le Prêt Viager Hypothécaire: PVH）」を開発し、2007 年 6 月から販売している。

○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）

表4 フランス版リバースモーゲージ (PVH) 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。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、賃貸貸評価額で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利の返済義務は生じない。元利の返済は、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

②商品開発の経緯

商品開発にあたっては、リバースモーゲージの3大リスクにどう対処するかを検討するのに時間を要した。金利変動リスクについては、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、利率を高め設定すればリスク回避が可能であり、借り手の長寿リスクについては生命表に基づく対応でよいと判断した。住宅価格の変動リスクは、かつて40%もの住宅価格の下落を経験したことがあるため、最も大きな検討課題となったが、フランス不動産銀行は、他にはない不動産情報の蓄積があり、鑑定士など多くのエキスパートを抱えていることから、最終的には地域的な条件格差にも対応できるリスク回避体制がとれたと考えている。当初、法制度に基づき、他の銀行もPVHを商品化しようとしたが、データ蓄積や体制の違いから、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、実際の運用を経て見直しを行っている。

③フランス版リバースモーゲージPVHの概要

フランス不動産銀行によるリバースモーゲージPVHは、商品開発の経緯の通り、英国のNNEG条件付ライフタイム・モーゲージと同様な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、借り手が長生きしても、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。

米国のリバースモーゲージと大きく異なる点は、制度保険や証券化などの仕組みを設けていないことだが、米国と異なり、融資対象は持ち家だけに限定してない。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である。

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、住宅価格が低迷している地方部については、直接的な資金の支出ではなく、地方自治体を通じた介護サービスの提供に置き換える商品にできないかを研究している。

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。

④導入後の契約実績

現時点の実績は、2007年6月に販売を開始してから累計で約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PVHのメディアを通じた宣伝はできない。しかも、従来はフランス不動産銀行の窓口での直売しか許されていなかったが、今年からようやく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ンネルができるため、徐々にPVHの潜在需要を喚起できるものとみている。

(2) ヴィアジェの仕組みと市場の現状

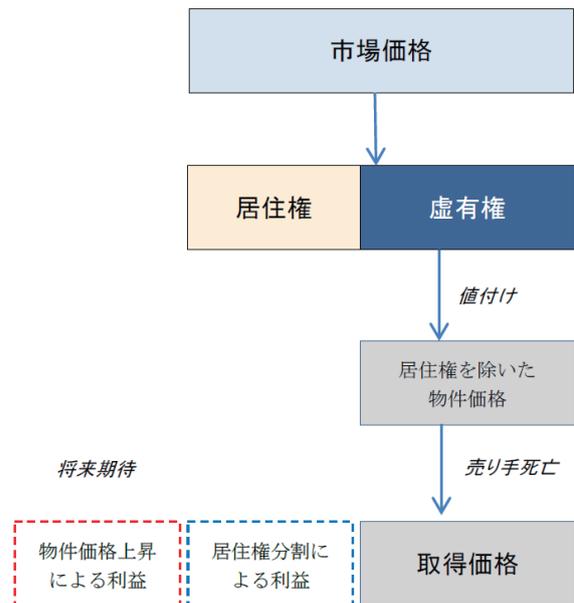
フランスのヴィアジェ市場にはヴィアジェを取り扱う不動産業者が20社から25社ほどあるが、零細企業が多く、老舗のコスタ・ヴィアジェ社が市場の40%を占めているのが現状である。以下は、ヴィアジェと市場の状況について、コスタ・ヴィアジェ社、同社もアセットマネジメントに参加している公的なセルティヴィア・ファンド関係者及び公証人から聴取した内容である。

①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。住宅を購入する場合、ヴィアジェ契約を用いると、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)だけを買手は購入する契約にな

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)を買手は売り手に支払う。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。居住権は売り手に残しているため、売り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3 ヴィアジェにおける居住権と虚有権、将来期待



(資料) Virage-Viager 資料より転載 (翻訳・加筆)。

上記図3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) 及び、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。

一般に、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) よりも低いと契約は成立しない。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公証人等で整備されているし、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。実際の個別案件では、個別の事情によって平均どおりには成らず、売り手側もしくは買い手側に不利益が発生する場合がある。しかし、ヴィアジェのような射幸性をもった契約では、契約当事者は、この点を許容しなければならない。

これらの契約金額は、諸要因を勘案し、契約時点において公証人が認める合理的水準でなければならないし、公証人の下、ヴィアジェ契約は合理的かつ公正な内容で締結されなければならない。なお、ヴィアジェに関わらず、フランスにおけるすべての不動産売買契約や融資契約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。

②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、全額ではなくヴィアジェ契約に基づく一時金と年金の支払いを行うことによって物件を取得できることである。また、家賃の前受けに相当するとは言っても、購入に際しては、約15～20年間分の居住権の価値を除いた価格で該当物件を購入できる(概ね市場価格の5～6割で購入することになる)点も魅力となっている。将来の所有権を予定通りに確保できると考えれば、現時点において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)の統計によると、フランスの住宅価格の長期的な平均上昇率は約2%/年であることから、売却時点においては、売却価格から虚有権部分と居住権部分を除いた残額部分(キャピタルゲイン)が期待できる。ただし、キャピタルゲイン部分には課税される。

売り手のメリットは、亡くなるまで住みながらにして一時金(なしの場合もある)及び定期金(月払い)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。売り手は年金生活者であるため、多くの場合、定期金は非課税となる。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回避できることとなる。もし、最終的に売り手が老人ホームに入らねばならないとしても、リバースモーゲージとは異なり、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、従来よりも売り手が受け取れる定期金額が上がるというメリットもある。

③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ため、買い手による定期金の支払いが契約通りに行われるかは売り手の懸念材料である。この点については、一般の不動産取引と同様に、契約書を第三者である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、買い手が最終的に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いる。しかし、現実に契約を解除して抵当権を行使するには、9～18ヶ月ほどの手続き期間を要する^⑥ことや、実際の解除にあたっては受領した代金の返還が必要となるため、むしろ、買い手から定期金を支払わせるための法的手続きを行う必要があるなど、争議のための弁護士費用の負担を含め、契約不履行が生じた場合の対処には大きな課題があることは否めない。

また、ヴィアジェ取引で法人が買い手となる場合、その法人が破綻すると、米国のチャプター11のようにフランスでも抵当権の行使は困難になる。実際に法人の買い手が破綻するという事件が過去に発生したため、2006年の法律改正によって、商品の割賦販売と同様に、一時金や定期金を全額支払わねば、所有権を移転しない契約条件を設けられるようになった。売り手が死亡した場合には、自動的に所有権が移転するが、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、

^⑥ 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。

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。

図4 ヴィアジェ市場の取引数の地域シェア (2000~2010年合計)

県名	取引シェア
04 アルプ=マリティーム県(ニース、南仏)	13%
75 パリ	9%
13 プーシュ=デュ=ローヌ県(マルセイユ、南仏)	6%
83 ヴァール県(トゥーロン、南仏)	6%
92 オー=ドゥ=セーヌ県(ナンテール)	4%
69 ローヌ県(リヨン、南仏)	2%
87 ヴォクリューズ県(アヴィニヨン、南仏)	2%
64 ピレネー=アトランティック県(ボー)	2%
66 ピレネー=オリエンタル県(ペルピニャン、南仏)	2%
94 ヴァル=ド=マルヌ県(クレティユ)	2%
68 オー=ラン県(コルマル)	1%
59 ノール県(リール)	1%
67 パ=ラン県(ストラスブール)	1%
17 シャラント=マリティーム県(ラ・ロシェル)	1%
93 セーヌ=サン=ドニ県(ボビニー)	1%
38 イゼール県(グルノーブル)	1%
24 ドルドーニュ県(ペリゲー)	1%
31 オー=ガロンヌ県(トゥールーズ)	1%
以上小計	58%
その他 80 県計	42%

(資料) Certivia Fund プレゼン資料に基づく。

契約を解除するだけで済み、買い手の保護が図られるようになった。

④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ほとんどない。

⑤ヴィアジェ市場の規模

ヴィアジェ市場で最も取扱い実績を持つ老舗の

コステ・ヴィアジェ社によると、ヴィアジェの取引件数は2015年で4,500件ほどである。また、ヒアリング先のセルティヴィア・ファンド関係者の見通しでは、ヴィアジェ取引は2020年までに年間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。フランスの年間の既存住宅取引数は足下では約80万戸であるため、現状では住宅取引の約0.56%がヴィアジェ取引ということになる。

⑥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=マリティーム県のシェアが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4）。

（3）新たな動き：ヴィアジェ・ファンドの登場

ヴィアジェの課題として市場に買い手が少ないことがあり、この対策として第1に前述のようにフランス不動産銀行によって米国型のリバースモーゲージが導入された経緯があるが、第2の対策として、最近では個人が買い手になるのではなく、法人であるファンドを組成し、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。

①ヴィアジェ・ファンドの創設の背景

(a) 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。国民の寿命は伸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ため、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。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・ファンドを創設した際の2つの重要な目標である。

ファンド組成にあたり、大き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出していることから、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。

(b) 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

CDC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。

CDCは、これらの課題に対し、2011年から財政投融資資金を活用し、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PVH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、遅れていた(3)のヴィアジェ・ファンドの活用が今始まったところである。

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CDCは国策として、ヴィアジェ・ファンド組成と運用に取り組むこととなった。

②ヴィアジェ・ファンドの内容と展望

ヴィラージェ・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)が共同でアセット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の資産運用等を引き受けており、コステ・ヴィアジェ社は前述のようにヴィアジェ仲介取引業の老舗で市場の40%を占有している。

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とのことであり、物件の確保に難渋している。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る。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(まだ残り1年の購入期間があり、目標戸数は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個別ファンドの運用管理もでき、実際に行っているとのことである。

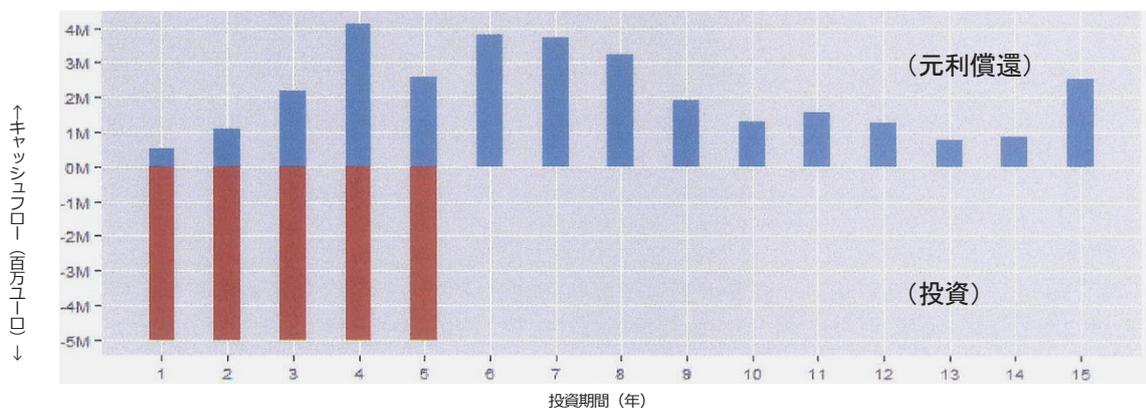
また、公的なセルティヴィア・ファンドの場合はヴィアジェの支払い方法に、年金を補填するという政策目的から定期金の支払いを行っているが、ヴィラージェ・ヴィアジェ社の場合は、契約後の一時金だけの支払いに限定している。この理由は、投資家に対しより確実性の高いキャッシュフローを提供することと、ヴィアジェ取引の売り手の資金ニーズからすると、長期にわたる定期金よりも契約後の一時金の一括受領にあることが同社の調査によって分かっているためという。また、一部の年金払いが必要な消費者は、一時金に基づき、別

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 歳だが、90 歳のみというように、年齢に応じたポートフォリオも設けている	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	ファンドにより設定	500万ユーロ
ポートフォリオ	0.4～1.0億ユーロ等、複数ファンドあり。（1.0億ユーロは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。

図5 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

途、幅広い年金商品を購入することもできるため、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。この点は、英国のライフタイム・モーゲージの場合と同じ考え方ようである。

同社が運用するファンドでは、概ね図5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%を償還するのが運用方針とのことであり、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。

ヴィラージュ・ヴィアジェ社のファンドの目論見書では、成長、ベース、低迷という3つのシナリオによって配当率のモンテカルロ・シミュレーションを行っており、90%の信頼で、税引き後に年5.6~7.8%のIRR（中位値）が得られるものとして、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%なので、住宅の実質価格は横ばいを続ける前提となる（表7）。

3. むすび：英仏市場と制度比較からの示唆

以上から、英仏の調査結果を比較検討し、わが国への示唆を考えてみたい。検討にあたっては、米国のリバースモーゲージ（HECM）も加えた。

（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、ホーム・リバージョンの需要はなくなっている。一方、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条以降にはフランスのような終身定期金契約の規定がある。この規定だけではフランスのヴィアジェ取引をわが国において実現するのは難しいとされるが、少なくとも、既に母法にならって、民法上に制度構築の足がかりがあることとなる⁷⁾。ファンドが行う不動産取引ならば、制度整備を含め、金融機関に限定されることなく、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みて大きな課題であるが熟考する検討する価値がある。そもそも生命保険自体が人間の余命に基づくビジネスである。ファンド等の法人による市場参入が普及すれば、個々の余命による個人間の射幸的取引という見方は、社会的な側面も含めて、平均的な余命に基づく予見可能な投資リスクに置き換えることができるはずである。

（2）高齢社会に対峙した国策やビジネスの課題

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。このために、米国ではFHA保険制度の健全性を維

⁷⁾ 大垣尚司(2014)「ファミリーヴィアジェの設計～終身定期金契約を利用した扶養・相続の取引法的構成～」のp. 75~77にて、母法であるフランス民法典と日本の民法の違いについて先駆的な検討が行われているので参照いただきたい。「個人」間のヴィアジェ類似取引では日本の民法第691条の「任意規定」を修正するのは難しいとの判断であるが、ファンドである「法人」が行うのは可能とも読める。大垣氏が指摘しているのは、日本の民法の規定では、ヴィアジェ契約は売り手である消費者により解除可能であるが、所有権を取り戻すには、それまで収受した定期金の元本部分を返還せねばならない。しかし、ヴィアジェを需要するような高齢の消費者にはその元本を返還する余力はなく、契約を解除しても、争議費用の負担の問題を含めて消費者は救済されないという点である。一方、フランスの民法典の場合には、債務者（買い手）の定期金債務不履行の場合には債権者（売り手）による即時の解除を認める前に、債務者の財産を差押え、これから確実に定期金が支払われるよう求める権能のみを認め（1978条）、あるいは、買い手が所有権を返還しすでに支払った年金の返還請求権を放棄しても、それ以降の終身定期金債務を免除されず、結果的に債務が重い負担となっても給付を行うことを要求する（1979条）ことができるという。

表8 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条件	○	○	○	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	- (注)	- (注)
現在の金利水準	3.8~4.2%位	6.45%	6.45%(保証料込み)	- (注)	- (注)
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、既存住宅取引の1%位	1665億ポンド 総住宅融資の1%ほどの需要	累計800件程度	年間4,500戸位 既存住宅取引の0.6~0.75%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年以降約6%	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	ファンドにて管理	売り手責任	ファンドにて管理
制度の進化状況	高齢化を強く認識、金融危機をクリア。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。	高齢化を強く認識、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。	高齢化を強く認識。需給ギャップ解消に向けたファンド化。一時金のみ採用。

(注) ヴィアジェ契約は融資ではなく不動産取引であるため金利の概念は適用されない。

(資料) 各国でのヒアリング結果より作成。

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。政府は過去の経験から、NNEGを消費者保護のために必要な要件としているために、民間による商品開発が進んだ経緯があり、これは形を変えた促進策とも言える。

わが国では具体的な政府支援策やリバースモーゲージ等に対する規制が提示されているわけではない。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ランナーである日本はこのままでよいのか疑問である。

(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や取引の仕組み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みえるが、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。このため、日本の金融機関のリバースモーゲージ商品は、不動産担保融資以上のリスクを負担しているわけではないし、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、米英仏では長期の平均年率2~6%という住宅価格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1%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。実際に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%、物価上昇率を1%、実質住宅価格上昇率を0%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ことを含め、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注目する必要がある。

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

備などは当然として、賃貸や分譲マンションだけでなく、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、市場全体の住宅価格の水準を引き上げることにつながるはずである。

(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。

以上のように、わが国では米英仏と比べるような政策目標の設定や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等の進化を参考に、わが国でも従来にはないリバースモーゲージ商品や取引制度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。

ヒアリング先リスト（順不同）

1. 英国

Equity Release Council (ERC)
<http://www.equityreleasecouncil.com>
 Pure Retirement
<http://www.pureretirement.co.uk>
 Age Partnership
<http://www.agepartnership.co.uk>

Partnership Assurance Group
<https://www.partnership.co.uk/>

2. フランス

Crédit Foncier（フランス不動産銀行）
<http://www.creditfoncier.fr/>
 Virage-Viager <http://www.leviagermutualise.fr>
 Caissé des Dépôts: CDC（フランス預託金庫）
<http://www.caissedesdepots.fr/>
 Renée Costes Viager
<https://www.costes-viager.com/>
 La Française <http://www.lafrancaise-group.com>
 Conseil Supérieur du Notariat（公証人高等評議会）
www.notaires.fr/fr/le-conseil-supérieur-du-notariat

参考資料

(ERC 提供分)

1. Equity Release Market Report, spring 2015
2. Equity Release Market Report, autumn 2015
3. Accessing your property wealth through Equity Release
4. Unlocking the potential: The future of equity release
5. Funder and Pure Retirement, an Introduction to Funding, Pure Retirement
6. Lifetime Mortgages, an Introduction to Funding, Pure Retirement
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
8. Sample Illustration as required by Financial Conduct Authority: FCA for each of potential borrower before origination of Lifetime Mortgage

(Partnership 提供分)

1. Partnership Presentation
 - Partnership Life Assurance Company Limited
 - Provider View of Market
 - Medical Underwriting in Equity Release
 - Our Customer Experience
 - Distributor Model
 - Regulation: qualification and professional standards

- Distribution models
- Lead generation
- Customer Journey
- 2. Partnership, a Strong Company
- 3. Enhancing Your Client's Income, A Guide to Partnership Underwriting
- 4. Funding Care in Old Age, Understanding Your Choices
- 5. Enhanced Lifetime Mortgage, Product Brochure
- 6. Enhanced Lifetime Mortgage, Adviser Guide
- 7. Enhanced Lifetime Mortgage, Early Repayment Charges

(Crédit Foncier 提供分)

1. Guide Pratique, Le Prêt Viager Hypothécaire, Le prêt réservé aux seniors
2. PRET VIAGER HYPOTHECAIRE A DEBLOCAGE UNIQUE

(Virage-Viager 提供分)

1. Fonds Viager Mutualise Visant à Faciliter Maintien à Domicile des Seniors et à Agir Contre la Perte D' Autonomie
2. Lyre Opportunity, Investment Presentation, LYRE Capital

(Certivia Fund 提供分)

1. Certivia, Le Viager en Toute Spécificité, De la Phase d' étude à la création du fonds viager Certivia, 19 février 2016
2. Certivia, Le Viager en Toute Spécificité
3. La Française, Investing Together
4. Presentation of Viager Market
5. Renée Costes Viager, Profitez de Votre Retraite, Grâce au Viager

(公証人高等評議会提供分)

1. 公証人の一般的パンフレット(英・仏版)
2. フランス不動産市場の現況資料
3. ヴィアジェの契約書の様式