

[巻頭言]

# 「豊かな住生活」の実現に向けて

矢野 龍

住友林業株式会社代表取締役会長・社団法人住宅生産団体連合会副会長

「豊かな住生活」を実現するための「住生活基本法」に基づき策定された「住生活基本計画」では、「住宅の質の向上」を重要課題とし、ハード面では、省エネ化の促進、耐震化の促進、住宅の長寿命化の促進など、ソフト面では、高齢者が安心して暮らせる住まい方や福祉サービスの供給、低炭素社会の実現に向けた住まい方など、ハードとソフト両面での取り組みが求められている。

一方、社会保障と税の一体改革関連法案が成立した。わが国の将来に向けて消費税引き上げは避けて通れまいが、過去の例によれば、消費税引き上げにより20万～30万戸規模で住宅着工が落ち込むことが予測され、直接および間接的な投資や雇用の損失を招き、わが国の経済に大きな打撃を与えかねない。同時に、消費税引き上げを契機とする駆け込み需要、その反動による落ち込みなど、市場の混乱も予想される。

そもそも長期にわたり使用する住宅に対し、取得時に一括して課税するのは不合理であるとともに、すでに取得時と保有時にさまざまな税が課せられている。住宅取得者への現行以上の負担が、ひいては重要課題である「住宅の質の向上」を遅らせることにもなりかねない。よって住宅取得に関しては、なんらかの負担軽減措置が必要不可欠と考える。加えて、市場は引き続き若干の一次取得層が多くを占めており、法律に基づく長期にわたる安定的な制度を構築し、安心して家作りが計画できる環境整備も要望したい。

これらを踏まえ、「住宅の質の向上」を果たし「豊かな住生活」の実現に向けて努力する決意である。

---

## 目次●2012年秋季号 No.86

---

[巻頭言] 「豊かな住生活」の実現に向けて 矢野 龍	—1
[特別論文] 不動産市場の現状と課題 石澤卓志	—2
[論文] 証券化の経済的な意義 吉田二郎	—12
[論文] 固定資産税の経済効果に関する実証分析 宮崎智視	—18
[論文] Jリート再編の実際 内藤伸浩	—26
[海外論文紹介] 「縮小都市指標」に向けて 鈴木崇之	—36
エディトリアルノート	—10
センターだより	—40
編集後記	—40

# 不動産市場の現状と課題

石澤卓志

現在の不動産市場は、地価、オフィスビル、住宅のいずれについても底を打ち、回復途上にある。この動きを受けて、外資系ファンドなどが不動産投資を拡大しており、また、J-REITなど不動産金融商品に対する投資も回復しつつある。しかし、不動産市場が発展を継続するためには、さまざまな課題が存在する。本稿では、不動産市場の現況を把握するとともに、自律的な回復に必要な要素を検討してみる。

## 住宅需要が、地価上昇の最大の牽引役

2012年1月1日現在の公示地価は、全国ベースでは、住宅地・商業地・全用途とも4年連続の下落となったが、下落率は2年連続で縮小した。全国ベースでは、住宅地の89.1%、商業地の91.8%で地価が下落したが、上昇地点数は、住宅地が前年調査の152地点から441地点へ、商業地も同35地点から93地点へと、大幅に増加した。2012年公示地価において、比較的高い上昇率を示した地点は、①住宅需要が回復した地域（川崎市中原区・高津区、横浜市戸塚区、神戸市・岡本駅周辺など）、②交通インフラの整備が進んだ地域（九州新幹線沿線、名古屋市緑区、滋賀県草津市など）、③大学や観光施設などを核に再整備が進行している地域（東京都北千住、押上など）、④商業施設の出店が盛んな地域（大阪市阿倍野区、京都府八幡市、千葉県木更津市など）が中心だった。全体としては、上記①に示されるように、大都市圏のマンション需要が、地価上昇の牽引役として大きな役割を果

たしたと言える。

不動産市場に関するデータのうち、住宅関連のものは景気の先行指標と捉えられる場合が多く、オフィスビル関連のものは景気に対して遅効性があると見られている。住宅分野は、取引の主体が個人であるため、金利変動や税制などの影響が直接的に市況に反映されやすい。また、住宅は関連産業が多いため、住宅市場の動向は、半年～1年程度のタイムラグを伴って、さまざまな分野に波及する。2009年度の場合、住宅に対する直接投資額（新築・増改築）は13.5兆円だったが、設備修繕・インテリア・水道光熱費などの「居住関連支出」を加えた額は41.4兆円に達した。一方、オフィスビルは、法人による取引が中心のため、当該の企業の業績が回復しなければ、なかなか投資が顕在化しない場合が多い。また、不動産関連の投資は、金額が張る割には、その効果を明確に把握することが困難であるため、企業が行なう設備投資の中でも優先順位が劣後する場合が多い。例えば、新しいオフィスに移転して執務環境が向上しても、業績への貢献度を算定することは困難である。

上記②の、交通インフラ整備の影響が大きかった地域のうち、九州新幹線の沿線では、今後、いわゆる「ストロー効果」が顕在化し、地価が下落に転じる場所が出てくる可能性がある。2012年公示地価でも、熊本県の一部で、在来線特急が減少した影響により大幅な下落率となった地点が出るなど、新幹線開業がマイナスに作用した例が見られた。

一方、「ストロー効果」が、一定の期間を経て、地価にプラスに作用するようになった例も見られる。2012年公示地価では、上記④に示されるように、千葉県木更津市の調査地点が東京圏・住宅地の上昇率第10位となった。同市では、新興住宅地の整備が進み、隣接地域から人口が流入している他、2012年4月に開業した「三井アウトレットパーク木更津」の開発効果などが、地価上昇につながった。木更津市では、1997年12月に開通した「東京湾アクアライン」を經由して、対岸の川崎市や東京都に都市機能が流出したため、2006年まで大幅な地価下落が続いていた。しかし最近では、アクアラインの通行料が引き下げられたことが、商業施設の誘致につながったとの見方が強くなっている。同じ千葉県では、チェルシージャパンが2013年春に「酒々井プレミアム・アウトレット」をオープンする計画を進めている。

上記③の、再整備が進んでいる地域のうち、東京都北千住の調査地点は、2012年公示地価で前年比7.3%の上昇を示し、全国・商業地の上昇率トップとなった。この地点は、2011年公示地価では東京圏・商業地の上昇率第5位、2011年基準地価では全国・商業地の上昇率第5位（東京圏・商業地では上昇率トップ）だった。

北千住駅周辺では、2006年4月に旧足立区役所跡地に「あだち産業芸術プラザ」がオープンした他、2006年9月に「東京藝術大学千住キャンパス」が、2007年4月に「東京未来大学」が、2010年4月には「帝京科学大学」が開学した。さらに、2012年4月には、日本たばこ産業の社宅跡地に、「東京電機大学」の本部が、約5000名の学生とともに、千代田区神田から移転してきた。一方、同大学の「神田キャンパス」跡地（約1万㎡）では、同大学の事業パートナーとなった住友商事が中心となって、オフィスビル開発を進めている。

東京・城東地区は、東京スカイツリーの開発効果などもあり、地域イメージが大きく向上し

(石澤氏写真)

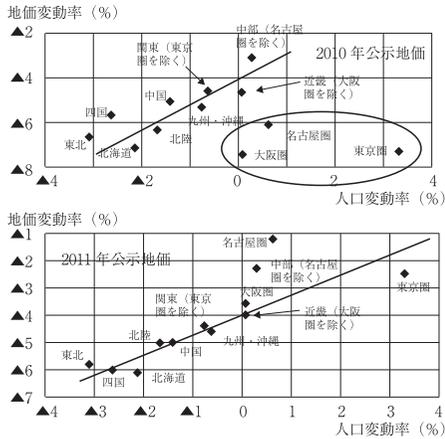
いしざわ・たかし

1958年、岩手県宮古市生まれ。慶應義塾大学法学部卒業後、1981年日本長期信用銀行に入行。長銀総合研究所主任研究員、第一勧銀総合研究所主任研究員を経て、2001年よりみずほ証券金融市場グループ金融市場調査部チーフ不動産アナリスト。国連開発機構技術顧問、上海国際金融学院客員教授などを歴任。

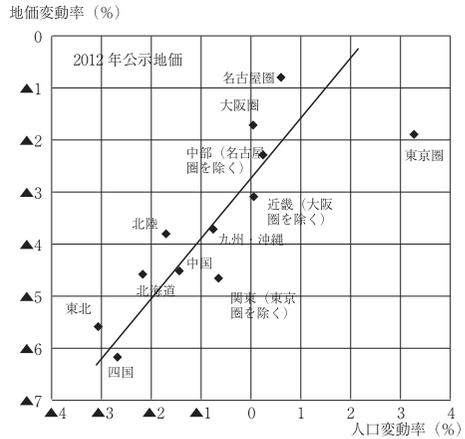
つつある。押上駅周辺では、飲食業を中心に出店需要が増加しており、地元の不動産関係者によれば、賃料（坪当たり）が3万円に達する例も出ている。また、押上駅から徒歩10分圏のワンルームマンションの家賃（1戸当たり・月額）は7万5000円程度が相場であるが、大手不動産会社には5000円～6000円を上乗せして入居者を募集している例が見られる。これに対して、オフィス需要は乏しく、東京スカイツリーとともに建設されたオフィスビル「東京スカイツリータワー」の稼働率は25%程度にとどまり、同ビルの募集賃料も、当初の想定から大幅に低下している模様である。

大学や文化施設の誘致は、東京都中野区の「警察大学」跡地で進められている「中野セントラルパーク」の開発でも重要な部分を占めており、地域開発の手法として注目されているが、オフィス需要を高めるまでにはある程度の時間が必要と思われる。国土交通省が3カ月ごとの地価動向をまとめた「地価LOOKレポート」の2012年4月時調査では、名古屋駅前の「太閤口」の地価が上昇に転じた。隣接する「ささしまライブ24」地区に、愛知大学の「新名古屋キャンパス」が開校したことが地価上昇の一因となったが、その一方で、同地区で計画されている大規模オフィスビルは、着工が大幅に遅れており、計画内容の見直しが行なわれている模様である。

図1—人口と地価との関係



出所) 国土交通省「地価公示」、総務省「国勢調査」により、みずほ証券が作成。



## 地価動向は、おおむね人口動態で説明できる

現在、地価の評価方法は、不動産事業の収益性を重視した「収益還元法」によるものが主流である。不動産の収益性はさまざまな要素で構成されているが、最終的には「不動産の利用者数」、すなわち人口で決定される部分が多いと考えられる。このため、最近の地価動向は、おおむね「人口動態で説明できる」状況となっている。

人口変動率（国勢調査による2005年～2010年の変動率）を横軸に、地価変動率（公示地価による圏域別・地方別の商業地価格の変動率）を縦軸に設定してグラフ化すると、2年前の2010年公示地価には、三大都市圏を除いて、「右上がりの直線」が傾向線として認められた（図1）。すなわち「人口が増加した場所は地価が上昇しているが、人口が減少した場所では地価下落が続く」という傾向が見られた。三大都市圏は、この傾向線から大きく乖離して下落したが、これは2007年～2008年の「ミニバブル期」に、大都市圏を中心に不動産投資が過熱して、地価が高騰した反動によるものと思われる。この見方が正しければ、三大都市圏以外は人口減少などに伴う「地域の活力の低下」によって、

大都市圏では「不動産投資の減少」によって、それぞれ異なる要因によって地価が下落したと言える。

一方、2011年の公示地価を同様にグラフ化すると、三大都市圏の地価動向も「右上がりの直線」に近づいた。これは、「ミニバブル期」に過度に地価が上昇した部分の修正が進み、「人口動態で地価動向が説明できる」状態に戻ったためと考えられる。しかし、2012年公示地価では、東京圏の地価が、傾向線から大きく乖離して下落した。これは、千葉県浦安市など地震による被害が大きかった地域で、地価が下落した影響と考えられる。東北地方の2012年の地価動向は、傾向線からの乖離状態については、2011年とあまり変わっていない。これには、被災地には地価水準が低い場所が多く、全体の変動率に及ぼす影響が小さいことや、被災地の地価が津波被害の有無によって二極化していることなどが要因と考えられる。

2010年国勢調査によれば、人口がある程度増加している地域は、東京圏と名古屋圏を除けば僅かである。このため、多くの地域では、「人口の呼び戻し対策」などによって地域経済の活性化を図らなければ、今後も地価下落が続く可能性が高いと思われる。

## オフィスビル市場も底打ち

現在の不動産市場は、住宅市場の回復が先行している状態であるが、東日本大震災を機に、オフィスビル市場にも回復傾向が出始めてきた。震災前は、景気低迷を背景にオフィスビルの移転事例が少なく、またコスト削減を重視した移転が中心だったため、「賃料さえ安ければ、ビルは多少古くてもかまわない」と考えるテナントが多かった。しかし、震災後はテナントの防災意識が高まったため、「安全性が高ければ、賃料が多少高くてもかまわない」という移転事例が増えている。このため、2011年7月以降に東京都心部で竣工した新築ビルには、オープン時から満室あるいは高稼働率を達成した例が目立つ。

森ビルの調査（2012年12月時点）によれば、2012年に東京23区で供給される大規模オフィスビル（延床面積1万㎡以上）は181万㎡と、1986年以降では過去第3位の大量供給となる見込みである（図2）。前述した通り、2011年7月以降に竣工したオフィスビルには、テナント募集が好調な例が多く見られるが、すべてのビルがオープン時から満室となるわけではないため、ビル供給が多い地域では、オフィス空室率が大幅に上昇した例が目立つ。三鬼商事の調査によれば、東京都心5区（千代田、中央、港、新宿、渋谷）の平均空室率は、2012年5月末時が9.40%（前月比+0.17ポイント）、さらに6月末時が9.43%と、2カ月連続で過去最高値を更新した（図3）。また、都心5区の新築ビル（竣工後1年未満のオフィスビル）の空室率は、2012年4月が35.65%（同+6.55ポイント）、5月が39.16%と、2カ月連続で大幅に上昇した。6月の新築ビル空室率は36.37%に低下したものの、依然として過去最高水準にある。しかし、不動産関係者には、6月以降、「オフィスビル市場は最悪期を脱した」との見方が強くなっている。

2012年4月の新築ビル空室率の上昇は、新宿6丁目の「日本テレビゴルフガーデン」跡地の再開発である「新宿イーストサイドスクエア」のオフィス部分の稼働率が約30%にとどまったことが、大きな要因である。しかし、同ビルには、大手ゲーム会社や外資系金融機関の本社機能などの入居が決定し、2012年7月時点の稼働率は約50%に上昇した。

2012年5月の新築ビル空室率の上昇は、東京駅前の「東京中央郵便局」跡地の再開発である「JPタワー」が、まとまった空室を残したまま竣工したことが大きな要因である。同ビルには、情報機器メーカーや大手都市銀行の本社機能が入居したが、2012年7月時点の稼働率は45%程度と見られる。

この他の新築ビルの稼働率を見ると、4月に竣工した「住友不動産田町ファーストビル」は約60%、5月に竣工した「中野セントラルパーク」は50%程度、同じく5月竣工の「三田ベルジェビル」は40%以下、8月竣工の「アークヒルズ仙石山森タワー」は約55%と、多くのビルがまとまった空室を残している。

その一方で、6月に竣工した「JR南新宿ビル」「住友不動産渋谷ガーデンタワー」「相互館110タワー」、7月に竣工した「アーバンネット神田ビル」などは満室、あるいは、ほぼ満室を達成した。全体的としては、オフィス需要の回復傾向が明確になってきたと言える。

東京都心部では、2012年9月頃まで、大規模ビルの大量供給が続く見込みであるが、2012年前半で、大量供給に一定の区切りがついたと考えられる。2012年9月に竣工予定の「大手町フィナンシャルシティ」は、外資系金融機関の本社機能や監査法人などが入居し、高稼働率を達成する見込みである。

2013年に竣工予定のビルにも、1月竣工予定の「日本橋本町二丁目計画」や、3月竣工予定の「日立本社ビル」跡地の再開発である「御茶ノ水ソラシティ」など、すでに満室、あるいは

図2—東京23区の大規模オフィスビル供給量の推移

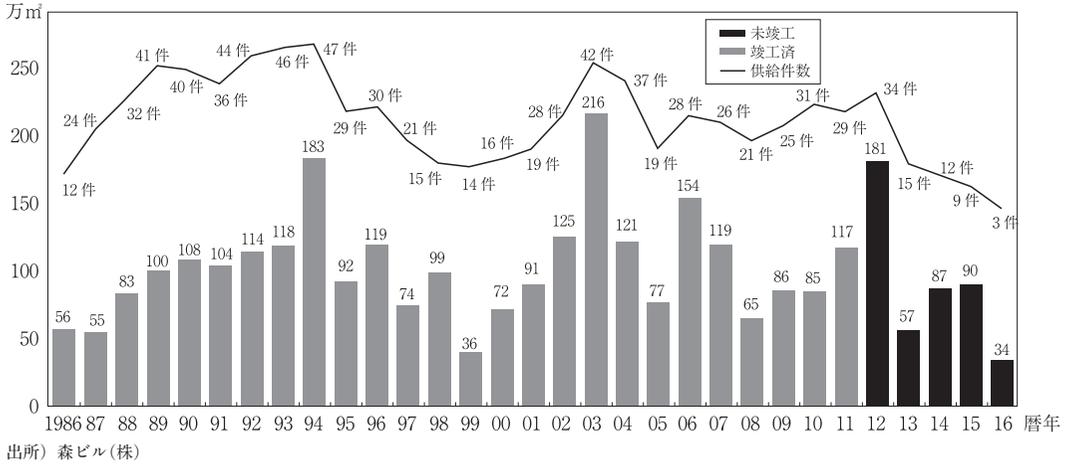
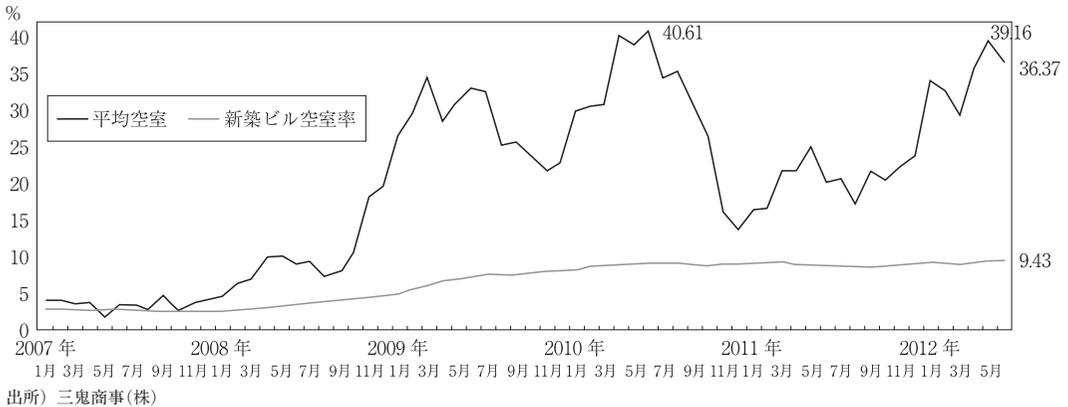


図3—東京都心5区のオフィス空室率の推移



高稼働率を達成した事例が出ている。

2012年春に竣工した大規模ビルの移転元で二次空室が顕在化するため、2012年10月頃まではオフィス空室率が上昇する可能性が高い。しかしそれ以降は、東京23区における大規模ビルの供給量は大幅に減少し、2013年は57万㎡と2012年の3分の1以下に、2014年は87万㎡と同2分の1以下にとどまる見込みである。このため、東京23区のオフィス空室率は、2012年秋から徐々に低下してくると予想される。

地方都市のオフィスビル市況もおおむね改善傾向にある。2012年前半に竣工したビルについては、「札幌北ビル」、仙台市の「一番町平和ビル」、「横浜三井ビルディング」、「広島トランヴ

ェールビルディング」などが、満室あるいは高稼働率を達成した。大阪では、2013年3月から、「梅田北ヤード」跡地を中心とする再開発である「グランフロント大阪」で複数の大規模ビルが竣工することから、オフィス空室率が大幅に上昇する可能性がある。しかし、オフィスビル市場全体としては、東京の影響度が大きいため、回復傾向が強まってくると予想される。

東京都心部では、オフィス賃料にも上昇傾向が見られる。2012年1月に竣工した「丸の内永楽ビルディング」は、80%弱の稼働率でスタートし、賃料(坪当たり)は4万円台半ばと、現在の市況を考慮すると、比較的高い水準で成約した模様である。また、2012年4月にオープン

した「渋谷ヒカリエ」のオフィス部分の賃料も、4万円超と見られる。その一方で、「丸の内・大手町」地区の既存ビルでは、相当にグレードの高い物件でも3万円台前半で成約した事例が出ており、ビルごとの格差が拡大している。一般的な傾向として、オフィス賃料の回復は、空室率が底を打ってから半年ほどのタイムラグがあるため、東京23区のオフィス賃料が全般的に上昇に転じる時期は、2013年春頃からになると予想される。

現在は、景気の低迷によってオフィス需要の拡大が見込めないため、ビル供給量が市況を左右する最も大きな要因となっている。しかし、経済が好調である時期には、オフィスに対する潜在需要が強い場所で優良ビルの供給が増加すれば、潜在需要が「受け皿」を得たことによって顕在化し、顕在化した需要が新たな需要を喚起する「供給が需要を生む」効果が期待できる。当然のことながら、オフィスビル市況の本格的な回復には、景気の拡大が不可欠な条件と言える。

### 外資による不動産投資が活発化

このように、不動産市況の底打ちが明確になるなかで、不動産投資も活発化しつつある。特に最近では、外資系ファンドが、日本での不動産投資を拡大している。日本の不動産の投資利回りは、欧米などに比べて低いものの、資金調達コストも低いため、一定の収益が見込める。また、欧州問題が深刻化する一方で、アジアの主要都市にも政治的・経済的な問題が顕在化した例が増えており、日本の投資環境の相対的に高い安定性が外資系ファンド等に評価されている。2011年（暦年）に日本国内で行なわれた最大の不動産取引は、シンガポールのGLPと中国投資有限公司（CIC）が、「ロジポート柏」などの物流施設15物件を、ラサール・インベストメントから約1226億円で取得した事例だった。売手も買手も外資系という点は、最近の不動産

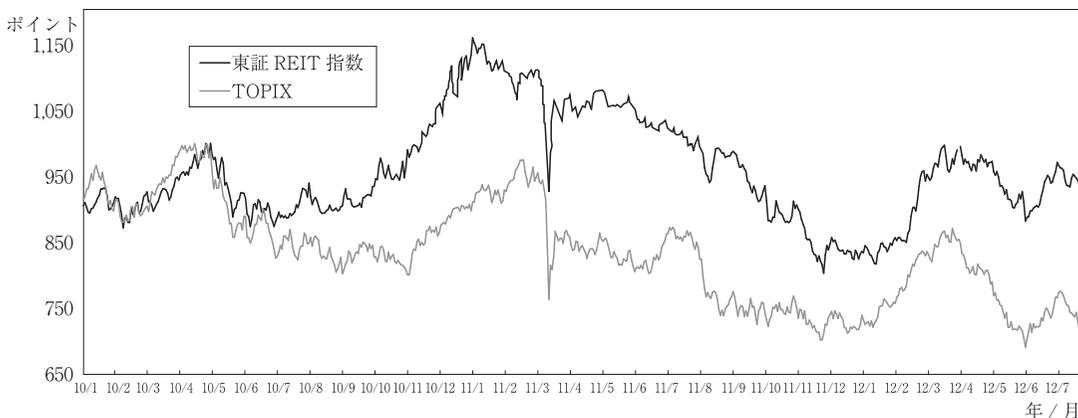
投資市場の状況を端的に反映していると思われる。

米国のアンジェロ・ゴードンは、2012年3月に、オリックス不動産と共同で、森ビルから複合ビル「紀尾井町ビル」（延床面積6万2540㎡）の持分約70%を取得した。また、アンジェロ・ゴードンは、2012年6月に、シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズと共同で、第一生命保険から、店舗ビル「青山ベルコモンズ」（延床面積1万3995㎡）を取得した。アンジェロ・ゴードンは、これまでに、「プラザミカド」（赤坂）や、「JTB池袋ビル」などを取得した実績を有するが、日本での不動産投資をさらに拡大する方針を示している。この他、英国のグロブナーやアヴィヴァ、ドイツのエイエム・アルファなど、多数の外資系ファンドが、東京都心部などで不動産を取得している。

外資系ファンドによる不動産投資は、大都市圏の物件が中心であるが、物件利回りが高い地方都市へ投資している例も見られる。シンガポールのパークウェイ・ライフは2012年3月に、さわやか倶楽部（本社：北九州市）などから、北海道東神楽町・枚方市・北九州市の介護付有料老人ホーム3棟を取得した。シンガポールのIPCは、2011年12月に「松山ワシントンプラザホテル」を取得し、2012年1月には横須賀市でマンション開発用地を取得した。同社は、今後3年～5年で、30棟～50棟のホテルを取得する計画を立てている。

シンガポールやオーストラリアには、日本の不動産に特化したREITが複数存在する。このうち、シンガポールREITのサイゼンは、2007年に、日本の12地方都市・148物件を運用対象としてシンガポール証券取引所に上場したが、2012年3月から東京都内の物件の取得を開始した。この他、J-REITのスポンサー企業となる外資系ファンドも増えており、日本の不動産投資市場におけるプレイヤーは、多様な形で拡大していると言える。

図4—東証REIT指数とTOPIXの推移



出所) 東京証券取引所

## J-REIT は、将来は「社会インフラ」として定着する可能性も

J-REIT市場は2007年6月以来、長らく低迷が続いていたが、最近では回復傾向が顕著になっている。J-REITの値動きを示す東証REIT指数は、2011年中はほぼ一貫して低下したが、2012年1月下旬から上昇傾向に転じ、4月2日には、およそ8カ月ぶりに終値ベースで1000ポイント台を回復した。その後の東証REIT指数は、5月に大きく低下したが、6月以降は再び回復傾向が強まっている(図4)。

これまでJ-REIT市場の低迷が続いていた要因には、さまざまな要素があるが、2011年後半については、(a)地方銀行などによるロスカットが増加したこと、(b)REIT(海外REITを含む)を運用対象に組み込んだ投資信託が、解約に対応するためにREITの換金売りを進めたこと、が大きかったと思われる。

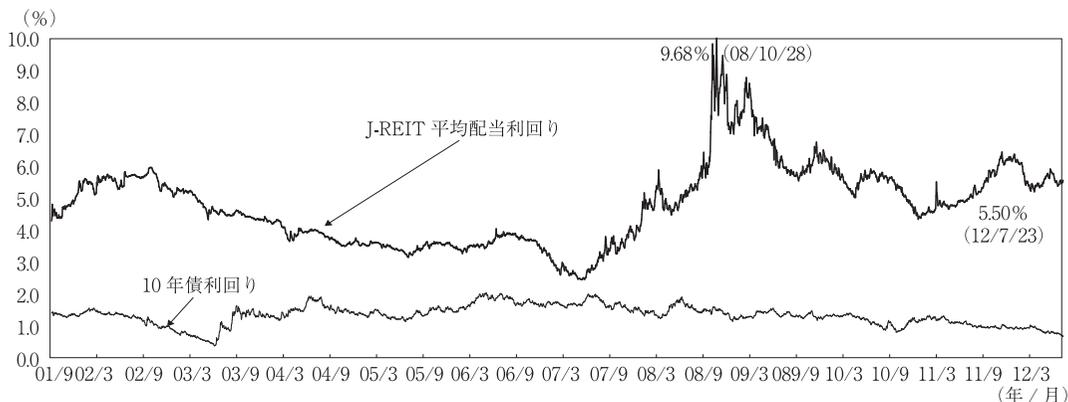
現在、J-REITの発行済投資口数の5割弱は、国内金融機関や投信が保有している。国内金融機関の多くは、保有する有価証券の価格が取得時から2割～3割程度下落した段階で売却を検討するなどの「ロスカットルール」を設定している。このため、国内金融機関の保有比率が大きいJ-REIT市場は、「下落がさらなる下落を

呼ぶ」悪循環に陥りやすい。また、投信の多くは、東証REIT指数をベンチマークとするインデックス運用を行なっているため、同指数が低下している局面では、時価総額が大きい(指数への影響度が大きい)銘柄を中心に売却を進める傾向がある。

2011年前半には、海外REITなどで運用する投信が、高水準の利回りを提示して個人投資家の人気を集めたが、同年後半には、米国REITの評価の低下や、為替相場の変動などによって、従前のセールスポイントがマイナスに作用するようになった。J-REITを中心に運用する投信も、通貨選択型の商品が増えたため、為替変動などの影響を受けた例が多かった。このため、2011年後半は、資金が流出した投信が、解約対応の換金売りを進めたことが、東証REIT指数の大きな低下要因となった。しかし、地方銀行などによるロスカットは2011年12月で一段落し、投信によるREIT売却も、2012年1月までにピークを過ぎたと見られる。

2012年5月からは、欧州債務問題が深刻化するなかで、投資家がリスク資産への投資を敬遠するようになったことが、東証REIT指数の低下要因となった。しかし、6月に入って、ギリシャの総選挙が終了するなど、欧州債務問題に一定の進展が見られたことから、一般事業法人

図5—J-REITの平均配当利回り等の推移（時価総額加重平均）



出所) みずほ証券

の株価とともに、東証REIT指数にも上昇傾向が強まってきた。

これまでに見てきた東証REIT指数の低下要因の多くは、J-REITの「本業」である不動産賃貸事業とは、あまり関連性がない。不動産賃貸事業は、景気変動の影響を受けにくく、多くのJ-REITは、堅調な不動産運用を続けている。不動産運用が好調を維持している一方で、株価（投資口価格）が大きく低下したため、J-REITの配当利回り（年換算値）は2012年7月末時点で約5.5%と、国内の金融商品としては最も高い水準となっている（図5）。このため、最近では、地方銀行など国内金融機関を中心に、J-REIT投資を再開あるいは本格化する動きが強まっている。今後は、J-REITによる不動産運用の「手堅さ」に注目して、企業年金などが新たにJ-REIT市場の投資家層に加わると考えられる。

2013年度には、J-REIT制度の改正が予定されている。現在のJ-REIT制度は、2000年11月の「証券投資信託法」改正において、投資信託の投資対象を、有価証券主体から不動産等に拡大することによって誕生した。あえて悪い表現をすれば「内容よりもスピード」を重視して制度が新設された経緯があり、市場スタートから10年を経て、制度のさまざまな問題点が明らかになってきた。

現在は、改正内容の検討が進められているが、特に「自己投資口の取得」は、J-REITの投資口価格の安定化につながる措置として、多くの市場関係者から期待されている。また、J-REITへの現物出資を容易にする「日本版アップリート」の導入は、J-REIT市場の規模拡大に貢献すると予想されている。その他、「種類投資口」や「転換投資法人債」、「ライツ・イシュー」（投資口予約権の付与）の導入なども、投資家層の拡大に資すると見られている。

バブル崩壊期から20年ほどが経過したものの、個人投資家や国内金融機関の一部には、依然として不動産投資を「ハイリスク、ハイリターン」と捉える向きがある。実際の不動産投資は、安定したインカムゲインを長期にわたって得られることに、最も大きな特徴があると思われる。このような不動産投資の特徴に対する理解が浸透すれば、J-REITなどの不動産金融商品は、預金や公的年金などに替わる、一種の「社会インフラ」として、重要な役割を果たすようになると予想される。

地価、オフィスビル、住宅、不動産投資など、いずれの分野においても、現在の不動産市場は大きな「変わり目」にある。この「変わり目」は、不動産が日本経済の中において、新たな位置付けを確立できるかどうかの重要な時期に当たると言える。

吉田論文（「証券化の経済的な意義」）は、実物資産を証券化する際の経済的な意義について、解説した論文である。実物資産の集積である企業も、株式や社債という形の保有資産を証券化する仕組みと捉えることができる。証券化の意義を考えるうえで、社会的必要性だけでなく、各個別主体としての必要性についても言及している。

一般に、証券化によって実物資産を小口化することができる。こうした資産に対する需要関数の価格弾力性は、小口化することによって大きくなる結果、さまざまなショックが働いて、需要曲線がシフトしても価格の変動は相対的に小さなものになる。小口化によって、より多くの投資家を見出すことができ、流動性が高くなることは、これまでよく知られた機能である。

証券化をする際には、金融機能を分解する必要がある。審査や融資あるいは資金回収という機能には、それぞれ規模の経済性が働くために、それらを分離することによって、社会全体の厚生水準を高めることができる。これが証券化の重要な機能のひとつである。

現代の証券化の問題は、トランジェと呼ばれるさまざまな種類の証券を発行することに伴って生じる。証券化には多くのプレーヤーが必要なために、モラルハザードや逆選択のリスクというものは常々生じている。情報の非対称性によって戦略的な行動をもたらすことが多い。そうした戦略的行動

を抑止するためには、資産の品質についての細かな情報を把握していないほうがむしろ流動性にプラスになるという論文も紹介されている。

さらに、こうした証券化の過程で、優先権侵害の問題も発生する。資産のプールの中から、安全な資産だけを切り分けて売却することによって、従来の債権者にとっては、危険な資産ばかりを保有する結果になる。こうした問題に対しては、債務制限条項等によって債権者を保護する必要があることにもふれている。

また、セルフセレクションメカニズムを用いて、借り手が担保を提供することによって、担保付の債権と無担保債権を分離すると同様に、部分保証という形でスクリーニングをすることの可能性も紹介されている。

債券と株式の場合のように、決定権の違いを重視する立場もある。債務超過にならないときには、企業にとっては株主が最終的な意思決定権を有することが望ましいが、ひとたび債務超過が発生すると、株主に意思決定権を持たせておくと、より危険な投資をするインセンティブが生じるので、望ましくない。これを回避するためには、自動的に意思決定権を株主から債権者に委譲する必要が出てくる。そのためには、株式と社債というのは権利について異なるオプションを持っているなければならない。

こうしたさまざまな観点から、証券化のメカニズムとその帰結がコンパクトに紹介されている。若

干説明不足の点もあるが、それは証券化が基本的に金融市場全般にかかわる問題だからであろう。



住宅に対する固定資産税が、住宅の供給量や価格にどのような影響を及ぼすかについては、さまざまな考え方が存在する。基本的には人々の移動可能性や資本供給の価格弾力性に依存することになるが、宮崎論文（「固定資産税の経済効果に関する実証分析」）では、こうしたさまざまな見方について解説したうえで、自らの実証研究が紹介されている。

Traditional View の前提は、家屋の需給の価格弾力性が無限大であるとする点にある。固定資産税が課税されると、それによって家屋や資本が速やかに他の地域に移動する結果、住宅資産の収益率は固定資産税によっては影響されず、土地の価格だけが変化する。これに対して、New View では、住宅の収益率の低下となって、住宅の所有者も固定資産税の一部を負担することになる。

さらにもうひとつの考え方は、Benefit View と呼ばれる考え方で、これはそもそも住宅の所有者も、土地の所有者も、固定資産税の税負担をいっさい被らないという考え方である。ある地域での固定資産税の増税が、その地域の人々にとって望ましい公共支出の増加になるのであれば、その人たちの家賃や地代の上昇を通じて、固定資産税の増税によって受ける負担は完全に相殺されるという考え方である。

宮崎論文では、まず Benefit View について、税率等の地域のデータを代入して、実際に固定資産税の増税が居住者にどのような負担を及ぼしているかについて検証している。その結果、日本の居住者の純負担はほとんどゼロであることから、現行の固定資産税は居住者にとって応益課税であるという。しかし、住宅の所有者にとっては税負担が避けられないことが示されている。

さらに、実際のデータを用いて New View と Traditional View を検証した実証研究が紹介されている。固定資産税の課税標準を家屋に対する資本ストックとして、それが税率の格差、すなわち当該地域の家屋の固定資産税の実効税率と全国平均との差からどのような影響を受けるかについて推定した。そのうえで、Traditional View の考え方をチェックするために、家屋の実効税率が地価にどのような影響が及ぶかを推定している。

都市圏を中心とした一部の府県では、住宅のストック量は税率格差からほとんど影響を受けないのに対して、地方圏では、高税率のところから資本ストックが流出するという結果が得られている。こうした結論は、都市圏では、資本と土地の補完性が高いために、資本の供給の弾力性が小さいためではないだろうか。

いずれにしても、こうした推定結果がどのくらいの頑健性を持っているかについては、十分な注意が必要であるように思われる。



J-REIT（上場投信法人型不動産投信）は証券化の典型ともいえる商品である。不動産という大規模な実物資産を証券化によって、誰でもが小口で投資できるようにした商品である。しかし、2008年のリーマンショックによって、大規模な流動性の枯渇と呼ばれる現象が生じた。これは J-REIT にとっては過酷なことであった。実際に2008年以降の J-REIT 価格は大きく下落することになる。もともと REIT はレバレッジ、つまり借入比率を高めることによってその商品の魅力を高めてきた。

しかし、2008年のリーマンショックによって、債務返済後の借入をどのように、ファイナンスするかという問題が発生した。そしてこの後、破綻をまぬがれるために、J-REIT は再編の道筋をたどることになるが、その過程で二つの選択肢が生まれてきた。一つは、J-REIT のスポンサーを銀行や信用力の裏付けのある企業に変更することによって、J-REIT を救済するという選択肢である。もう一つは、他の J-REIT と合併するという選択肢である。

ここで興味深い点は、価格の下落幅の大きい REIT ほどスポンサー変更よりもむしろ合併に依存したということである。内藤論文（「Jリート再編の実際——合併・スポンサー交代の代償」）の目的は、J-REIT の再編のために、誰がどのようなコストを負担したかについて検証することにある。新しいスポンサーや合併企業によって救済されるために、どのような

価値の移転が図られたかということである。新株を発行して救済企業に割当てるときに、J-REIT の既存の投資家から新しい投資家へ何らかの価値の移転が発生する、つまり増資に応じてもらうために払い込まれた価格以上の価値が、新しい企業の純資産価値として反映される。これによって、スポンサー交代企業の得る平均的な利益率は10%であるのに対して、合併企業の移転価値は平均で33%という高い値になっている。

この理由として、ファイナンスの困難度の大小が反映されていると解釈されている。ファイナンスの難しい REIT は合併という選択肢を選ぶのに対して、ファイナンスの比較的容易だった企業はスポンサーの交代という結果を選んだという。いわば、J-REIT の救済に向かわせるために十分なレントを企業に支払わなければならなかったという。価格の下落幅の大きな REIT の救済は、スポンサーの変更だけでは不可能で、新しい企業との合併という形でなければならなかったことができる。海外の REIT ではさまざまな資金調達手段が可能になっており、いざというときに多様な資金調達手段によって、REIT を守ることが可能であるのに対して、日本では規制によって、ファイナンスの手法が限定されていることが指摘されている。これも救済時に多額の価値移転をもたらす原因のひとつかもしれない。（F・Y）

# 証券化の経済的な意義

吉田二郎

## はじめに

資産証券化は、2008年に発生した経済危機の要因の一つとして俄かに注目を集めたが、証券化の歴史は長く、米国の住宅ローンの証券化に絞っても1971年から行なわれている。さらには、一般的な株式会社の株式や社債も、会社の保有資産を証券化する仕組みと捉えることができる。近年では、証券化の対象資産が増えるとともに、複数種類の証券に切り分けるトランシングや、証券化を重層的に行なうCDO<sup>2</sup>など、証券化の複雑さも増している。

広範に利用されている証券化であるが、その経済的意義は自明ではない。モディリアーニ=ミラー（MM）の定理が成立するような税金も取引費用もない理想的な資本市場では、既存の資産をいかに組み合わせようと価格は変わらないので、証券化に経済的な意義が存在しない。では、複雑な証券化を行なうことの意義はどこにあるのだろうか。

本稿の目的は、現代的な証券化を理解するのに役立つ先駆的な学術研究をサーベイし、証券化の経済的な意義を総括することである。証券化に関する議論は従来実務者によるものが中心で、学術研究がまとめて整理されることはほとんどなかった。本稿では、吉田（2009-2011）に基づき、証券化の経済的な意義に関する既存研究を、証券化全般、複数資産を束ねるプーリング、複数の証券に切り分けるトランシング（ストラクチャリング）の要素に分けて新たに

整理しなおす。ただし、経済的な意義とはいつでも、経済全体の効率化に資するものと、ある特定の当事者にのみメリットのあるものとがある。以下の各節では、まず経済全体としての意義をまとめ、その後で特定の当事者にとってのメリットをまとめる。なお、紙幅の都合からサーベイは網羅的ではなく、それぞれの観点で代表的なものを選択的に取り上げる<sup>1)</sup>。また、各項目で紹介するモデルのより詳細な解説は、吉田（2009-2011）を参照されたい。

## 1 証券化全般

証券化全般に共通した意義のうち、経済全体にとっての意義として小口化と金融機能分解、特定の当事者の利益として制度アービトラージ、金融業の回転率、有限責任に伴う価値移転を挙げる。

### 小口化

商業用不動産などの大規模で分割できない資産は、それを裏付けにした小口証券を発行することでより多くの投資家を見つけることができる。潜在的な買い手を見つけるのが容易になるため、探索費用が軽減され、また流動性が増す。

### 金融機能分解と規模の経済

証券化で典型的に見られる金融機能の分解によって金融仲介が効率化した側面がある。従来、各金融機関の中で審査、融資、証券保管・管理、資金回収等の機能をすべて担ってきたが、各機

関で扱う件数は限定的だった。しかし、例えば資金回収だけを生業とする企業が複数の金融機関の案件を扱うと規模の経済が生まれる。ただし、融資、信用格付、資金回収などの機能を分離することによってモラルハザードが生じる可能性もあり、メリットとデメリットのバランスは今後の研究課題である。

### 制度アービトラージ

会計制度や金融規制に関連した動機として、企業のオフバランス化がある。資産規模を縮小することで会計上のROAを改善、または自己資本比率を改善できる場合がある。ただしこれは、特定の制度のもとでの表面上の指標改善である。

### 金融業の回転率

証券化は、融資機関や金融仲介機関（投資銀行など）がビジネスの回転率を上げ事業規模を拡大するための仕組みでもある。DeMarzo (2005) は、特に投資銀行などの金融機関にとっての動機に着目している。情報優位にある金融機関が資産を割安に購入できる能力あるいは情報力を有するとする。金融機関は資産を購入して保有し続けるだけでも超過収益を得られるが、そのまま資産を保有するよりも資産の大部分を証券化し、それにより得た現金を新たな資産購入に使うことで、追加的な超過収益を得ることができる。金融機関は、新たに取得した資産についてもさらに証券化を繰り返すことで、超過収益を最大化することができる。証券化には逆選択リスクによる値引きがつきものだが、トランチングを行ない優先債券のみ売却することで、値引きによる損失を抑えることができる。金融機関がトランチングを利用した証券化を拡大してきたことを説明するモデルである。

### 有限責任に伴う価値移転

Leland (2007) は、証券化するスポンサー企業の株主にとっての価値を分析している。既

(吉田氏写真)

よしだ・じろう

1970年岩手県生まれ。1992年東京大学工学部卒業。MIT 修士、カリフォルニア大学バークレー校修士・博士。日本政策投資銀行調査役等を経て、現在、ペンシルバニア州立大学助教授。2007年米国不動産都市経済学会最優秀博士論文賞受賞。

存債務の担保になっていない比較的安全な資産を証券化すると、リスクの高い資産がスポンサー企業に残る。そのため、スポンサー企業のデフォルトリスクは高まる。しかし、株式会社などでエクイティ投資家が有限責任しか負わない場合、最悪でも出資した資金がゼロになるだけで、出資額を超える資産価値の減少は債権者が負担する。つまり、有限責任によって価格下落リスクが債権者に転嫁される。無担保債権の債権者は、企業全体としての資産の安全性に着目して当初の資金を提供していたのに、当てにしていた資産のうちリスクの低い資産がはずされてしまう。既存債権者にとっての見込み違いは、株主への価値の移転となる。ただし企業金融においては、この問題を避けるためにさまざまな債務制限条項を盛り込むことが多い。

## 2 プーリング

証券化では、多数の資産を信託勘定や特定の法人にまとめる「プーリング」が行なわれる。プーリングの経済全体への意義として、リスク分散、流動性需要の分散、逆選択の回避を、特定主体への意義として非完備市場における価格の幅を挙げる。

### リスク分散

多数の資産をプールすると標準的なリスク分散効果が得られる。個々の資産の個別リスクは分散され、大規模資産プールには構造的なリスクだけが残る。しかしそれ自体は証券化においてプールが行なわれる理由にはならない。個々の資産を裏づけにした証券に分散投資しても同

様の効果が得られるからである。先に資産をプールしたほうが分散投資にかかる費用が低い場合にはプーリングの意義が生まれる。さらに、リスク分散がトランピングと組み合わせられることで生まれる追加的な効果は次節で整理する。

### 流動性需要の分散

複数の資産を組み合わせるリスク分散ではなく、一定規模のプールに多数の投資家が投資することにもメリットがある。Diamond and Dybvig (1983) および Diamond (2007) の研究は、銀行とりつけ騒ぎのモデルとして有名であるが、本質的には多数の投資家の流動性需要分散のモデルである。投資家が現金を必要とするタイミング（流動性需要）が不確定な場合、短期的な投資（預金など）にしておくとして長期投資の高収益を見過ごさなくてはならない。他方、長期的な投資にすると予定より早く換金したときに資産の値引きにさらされる。この場合、多数の投資家が同じ資産プールに投資をすると、大数の法則により投資家全体として必要となる流動性資金の量は一定水準に落ち着く。投資家全体として短期的に資金が必要となる分を除いて資金を長期投資に向けることで、流動性に関する非効率性が解消される。投資の効率性が増した分を用いて短期で資金を引き出した場合の収益率を引き上げることができ、投資家の期待収益を引き上げることができる。

### 逆選択回避

Glaeser and Kallal (1997) の研究では、投資銀行が住宅ローンなどの資産を買い取って証券化する場合、資産の品質について細かな情報を把握していないほうがむしろ流動性（証券需要）にプラスとなり証券販売価格を高める場合があるという興味深い結果が示されている。投資銀行が資産の品質について情報を持っていると、割高に売却しようとする誘因が生まれるため投資家は損を被る可能性が高くなる。銀行が元々情報を持っていなければ、割高に証券を購

入する可能性が減るため投資家は安心して値引きせずに投資することができる。情報の非対称性を緩和するには、取引の双方が同様に多くの情報を共有する以外にも、双方が同様に情報を持たない方法もあるという洞察である<sup>2)</sup>。実行された住宅ローンがすべて自動的に資産プールに入れられ、投資銀行が取捨選択できないような仕組みはこれに当たる。

### 非完備市場における価格の幅

Gaur, Seshadri and Subrahmanyam (2010) は、非完備市場においては価格評価が評価する主体によって異なることに基づいてプーリングの価値を示している。非完備市場では証券の価格が一つに定まらないため、現在の資産保有者が評価する資産価値と市場で評価される価値が違うかもしれない、さらに市場においても複数の評価がありうる。確実に売却相手が見つけれられる価格として評価の下限の価格に着目すると、多数の資産のプールの下限価格のほうが個々の資産の下限価格の合計よりも高いことを示すことができる。つまり資産をプールしてから証券化することで、売り手としては高い価格を設定することができる。

## 3 トランピング

現代の証券化は、資産プールを作ったうえでさらにトランシェと呼ばれる異なる種類の証券を発行することが多い。特に、優先弁済される債権、劣後の債権、最劣後のエクイティなど、償還優先度の異なる証券へのトランピングが一般的である。トランピングの価値は、情報の非対称性に基づくもの、非完備市場に基づくもの、資産価格評価に基づくものに分類できる。

以下では、経済全体にとっての意義として、状況確認費用最小化、情報密度の低い証券の創出、部分保証によるスクリーニング、短期投資家による規律付け、経済危機証券の創出、意思決定権の移転による利害相反の緩和を挙げる。特定の当事者にとっての意義としては、価格差

別化とモデルリスクを挙げる。

#### 情報非対称性：状況確認費用最小化

起業家は事業の状態を把握しているが外部の投資家はデューデリジェンス費用をかけないと事業の状態を把握することができないようなモデルは Costly State Verification (CSV、状況把握費用) モデルと呼ばれる。Gale and Hellwig (1985) は、投資家と起業家の持つ情報にずれがある場合に、最適な資金提供契約の形態は優先的に弁済される負債の形態となる仕組みを明らかにした。事業価値が一定額以上の場合は投資家はデューデリジェンスを行わず、起業家はあらかじめ定めた額面を投資家に返済するが、事業価値が定めた一定額を下回る場合は、投資家はデューデリジェンスを行ない、確認された事業価値をすべて受け取ることで、状況把握費用を最小化できる。この研究でパススルーの比例按分証券ではなく優先・劣後構造を作り優先債権を生み出す意義が見出される。

#### 情報非対称性：情報密度の低い証券

投資家の間に情報力の差がある場合、情報力の低い投資家は逆選択リスクを加味して買取り価格を低く設定する。Gorton and Pennacchi (1990) のモデルは、トランチングによって「情報密度の低い」証券を作ることで逆選択を防ぎ、結果として証券の値引きを抑えることにトランチングの価値を見出す。証券の中には、投資に入念な情報収集と分析を要するものもあるが、他方どれだけ入念な分析を行なおうがさほど投資収益に差が生じない情報密度の低い証券もある。例えば、企業の株式の配当可能性を分析する必要性は高いのに対し、国債の元利返済を分析する必要は（信用力の低い国を除けば）あまりない。トランチングにおける優先債は、リスクが低いと同時に情報密度が低い証券である。情報密度の低い優先債を情報力の低い投資家向けに販売し、情報密度の高い劣後債を情報力の高い投資家向けに販売することで、全

体として値引きが最小限に抑えられる。

#### 情報非対称性：部分保証によるスクリーニング

融資の仕組みを適切に設計することで、借手が自らのリスクを明らかにするような選択をするように仕向けることができる場合がある。住宅ローンにおいて、当初手数料の高低に差をつけることで、借手の繰上返済リスクを明らかにするのはその一例である。Greenbaum and Thakor (1987) のモデルは、証券化において部分保証を用いることによって、借手の信用リスクを明らかにし審査費用を削減できることを示している。銀行が融資債権を証券化しようとするときに投資家に対して部分保証を提供し、その保証割合を借手が決められるようにしたとする。そうすると、借手は自分の返済能力に応じて保証割合を選択するため、保証割合が借手の真の返済能力を反映するようになり、投資家としては別途審査の費用をかけなくても借手の返済能力を知ることができる。必要な情報が自然に明らかになるような仕組みをうまく作ることで、金融商品の費用を削減できるというわけである。

#### 情報非対称性＋非完備契約：短期投資家による規律付け

トランチングによって作られる異なる証券の違いについては、権利の優先度の違いからだけでなく、意思決定権から理解することも重要である。起業家が投資家よりも強い立場にあり、かつ契約が非完備な場合、起業家は事業収益が十分にもかかわらず戦略的にデフォルトを起こして事後的な再交渉を行ない有利な結果を引き出そうとする。投資家はそれを事前に予想するため、値引きの形で非効率性が生じる。

Berglof and von Thadden (1994) のモデルでは、短期投資に当たる契約と長期投資にあたる契約を用意し、短期投資家が資産流動化の決定権をすべてもち、企業との交渉を行なうような契約が効率的であることが示されている。事

業の途中で企業がデフォルトした際に、短期投資家が積極的に交渉と資産売却に関与することで企業が規律付けられ、全体として効率的な状態が達成されるのである。

証券化においては、債務不履行時におけるさまざまな意思決定権を劣後証券の投資家が持つのが通常である。劣後証券の投資家の収益は、交渉または資産売却の成果次第で大きく変化する。そのため劣後投資家は強い交渉インセンティブを持ち、それがエクイティ投資家に規律をもたらすと考えられる。証券化されないメザニン・ローンや劣後債権についても、債務不履行時の交渉・資産売却における役割が同様の効果をもたらすと考えられる。

#### 非完備契約：意思決定権の移転

契約が非完備である場合は、契約に盛り込まれていない事項を誰が決めるのかが重要になる。最善なのは、起業家と投資家の利益を両方合わせて最大化するような企業行動であるが、起業家と投資家の求めるものがずれている場合、意思決定権を誰が持っているかによって問題が生じる。

Aghion and Bolton (1992) はその点から最適な契約を検討している。資金力がない起業家が普段は決定権を持っており、収益性がある水準を下回ると決定権が投資家に移転するような契約が最適となる場合があることが示されている。これは負債契約において借り手が債務不履行した場合の状況に近い。このモデルから劣後のエクイティ部分をスポンサー企業が保有して通常時には意思決定を行ない、優先的な負債部分に投資する外部投資家が債務不履行時に意思決定をコントロールする仕組みの効率性を理解することができる。

#### 資産価格評価：経済危機リスク

プーリングによる個別リスクの分散とトランピングを組み合わせると、優先債を持つ興味深い特性が明らかになる。Coval, Jurek and Staf-

ford (2009a) は、大規模な証券化商品の信用格付けと個別企業社債のデフォルト特性の違いを明らかにしている。個別企業の社債のデフォルトは企業の個別事情に大きく左右されるが、大規模債権プールを裏付けにした最優先債は、経済全体が壊滅的に打撃を受けた場合のみデフォルトするような債券になる。そのリスク特性は分散効果をもたらさないという意味で投資家にとって望ましくないため、価格は個別企業の同格付け社債よりも低くなる。つまり同じ債券格付であっても、証券化の優先債のスプレッドが高くなるのである。証券化で発行されるAAA債権は、そのユニークなリスク特性によって、市場の完備性を高める意義を持つ。

#### 非完備市場：価格差別化

Oldfield (2000) の価格差別化に基づく証券化のモデルは、投資家の投資需要特性に応じて証券を設計することで証券を高く販売できる場合があることを示している。複雑な証券化において当該金融機関が一定の市場独占力をもつ場合に、一般の企業が行なうのと同様に価格差別化を用いて利益増大を図っているという説明である。特に、第三級の価格差別化と呼ばれる学生割引などと同様の仕組みが当てはまる。需要の価格弾力性が高い投資家には低い価格で、弾力性の低い投資家には高い価格で証券を販売するのである。なお、そのメカニズムには情報の非対称性は働いていないが、投資家が異なる資産を保有し異なる証券需要を持っているという非完備市場を前提としている。なお、Gaur, Seshadri and Subrahmanyam (2010) のトランピングの部分の価値は、このモデルと類似のものである。なお、ここでの価値は経済全体にとってのものではなく、証券を販売する金融機関またはスポンサー企業にとってのものである。

#### 資産価格評価：重層的証券化とモデルリスク

雑多な非優先債券を集め、さらにプールして個別リスクを分散したうえでトランピングする

ことで、スーパーシニアとばれる AAA 格の証券を作り出すことができる。この仕組みでは、モデルリスクによって信用格付が大きく影響されることを Coval, Jurek and Stafford (2009b) は示している。債券の CDO をさらに CDO<sup>2</sup>として 2 度目の証券化をする場合、当初の資産プール特性に関する見込み違いが CDO<sup>2</sup>の値付け極めて大きな影響を及ぼしうることが示されている。当初想定では AAA だった証券が若干の想定見直しによって投機的な格付に格下げされる可能性もある。証券発行体が格付機関のモデルの誤差を認識している場合には、その誤差を利用して収益を上げることが可能となる。もちろんこれは経済全体の効率化ではない。

## まとめ

最新の研究を含め、新しい視点を提供してくれる代表的な研究を紹介した。多くの視点が提示されている一方で、まだ証券化の経済が十分に体系化されているとは言い難い。金融危機において、さらなる説明を要する新たな状況も生まれている。今後もこの分野においては活発な研究が行なわれると期待される。

## 注

- 1) 証券化には、対象資産によって、不動産担保ローンの証券化 (MBS, CMBS)、消費者信用や自動車ローンの証券化 (ABS)、不動産エクイティの証券化 (REIT)、既存債権の再証券化 (CDO, CMO, CLO) などに分類されることが多いが、本稿での整理は特定の対象資産に限ったものではない。
- 2) 証券化における逆選択は理論的には回避または緩和できるが、実証的にはある程度の逆選択が見られる。Downing, Jaffee and Wallace (2009) は、フレディーマックのパススルー MBS を REMICs と呼ばれる仕組みで再証券化する場合、再証券化対象の MBS の品質が低いことを示している。

## 参考文献

- Aghion, Philippe and Patrick Bolton (1992) "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting," *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No.3, pp. 473-494.
- Berglof, Erik and Ernst-Ludwig von Thadden (1994) "Short-Term versus Long-Term Interests: Capital

- Structure with Multiple Investors," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109(4), pp.1055-1084.
- Coval, Joshua, Jakub Jurek and Erik Stafford (2009a) "Economic Catastrophe Bonds," *American Economic Review*, Vol.99(3), pp.628-666.
- Coval, Joshua, Jakub Jurek and Erik Stafford (2009b) "The Economics of Structured Finance," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23(1), pp.3-25.
- DeMarzo, Peter. M. (2005) "The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation," *Review of Financial Studies*, Vol. 18 (1), pp. 1-35.
- Diamond, D.W. (2007) "Banks and Liquidity Creation: A Simple Exposition of the Diamond-Dybvig Model," *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, Vol.93(2), pp.189-200.
- Diamond D.W. and P.H. Dybvig (1983) "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, Vol. 91(3), pp. 401-419.
- Downing, Chris, Dwight Jaffee and Nancy Wallace (2009) "Is the Market for Mortgage-Backed Securities a Market for Lemons?," *Review of Financial Studies*, Vol. 22(7), pp.2257-2294.
- Gale, Douglas and Martin Hellwig (1985) "Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem," *Review of Economic Studies*, Vol. 52 (4), pp. 647-663.
- Gaur, Vishal, Sridhar Seshadri and Marti G. Subrahmanyam (2010) "Securitization and Real Investment in Incomplete Markets," *Management Science*, published online before print March 23, 2010, DOI: 10.1287/mnsc.1100.1155.
- Glaeser, Edward L. and Hedi D. Kallal (1997) "Thin Markets, Asymmetric Information, and Mortgage-Backed Securities," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 6(1), pp. 64-86.
- Gorton, G. and G. Pennachi (1990) "Financial Intermediaries and Liquidity Creation," *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 49-71.
- Greenbaum, Stuart I. and Anjan V. Thakor (1987) "Bank Funding Modes : Securitization versus Deposits," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 11(3), pp. 379-401.
- Leland, Hayne E. (2007) "Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance," *Journal of Finance*, Vol. 62(2), pp.765-807.
- Oldfield, George S. (2000) "Making Markets for Structured Mortgage Derivatives," *Journal of Financial Economics*, Vol.57(3), pp.445-471.
- 吉田二郎 (2009-2011) 「証券化の経済的な意義 (1) - (15)」『日経研月報』2009年10月号—2011年4月号、日本経済研究所。

# 固定資産税の経済効果に関する 実証分析

宮崎智視

## はじめに

地域主権改革の機運が高まって久しい。その流れのなかで、地方税制の改革も求められている。とりわけ、市町村の基幹税として、固定資産税の役割を強化すべきとの主張が根強く聞かれる。これは、地方税の原則の一つである応益原則を固定資産税が満たし得ることを根拠としている。

しかしながら、たとえ理論的には応益課税であったとしても、現実の固定資産税が応益原則を満たしうるのかは別である。実際に、佐藤(2011)は、固定資産税の「Benefit View(応益説)」の前提である地方政府の課税自主権が制限されているため、「Benefit View」の成立する余地が小さく、現状では応益課税でない可能性を指摘している。この点を踏まえ、宮崎・佐藤(2011a)は、計量分析と数値計算を通じて、固定資産税の「Benefit View」について検証している。分析の結果、現行の固定資産税は住宅消費者にとっては応益性が認められる一方、住宅供給者については課税後収益率(受取賃料)の低下という形で税負担が及んでおり、応益課税に即していないことを示している。

ところで、住宅の供給者側、とりわけ資本(家屋)所有者に税負担が及んでいるとするならば、固定資産税は資本課税としての側面を持つてしまう。この点は、固定資産税の「New View」で説明される。「New View」では、一般均衡分析を通じて固定資産税が部分的に資本

にも帰着することが強調される。もしこの「New View」が成立しているならば、固定資産税は実態として資本課税となるため、住宅供給者には応益課税に即していないとの宮崎・佐藤(2011a)のファインディングを強くサポートするものとなる。

この点について、宮崎・佐藤(2011b)では、固定資産税の「New View」の成否を検証している。宮崎・佐藤(2011b)は、計量分析を通じて、資本(家屋)への固定資産税は資本(家屋)の資産価格を引き下げる効果が有意に計測される一方、土地の資産価格も有意に下げるとの結果を得ている。また、土地の資産価格関数の推計で得られた推定値を基に、弾力性の数値計算を行なった結果、都市圏を中心とした一部府県では「New View」で想定される状況が確認されるものの、それ以外の多くの地域では、資本(家屋)への固定資産税は資本(家屋)ではなく土地に帰着するとの結果を得、むしろ「Traditional View」に近い状況にあることが示唆された。

本稿では、上記の宮崎・佐藤(2011a)と宮崎・佐藤(2011b)という二つの研究について紹介をする。まず、1節では、固定資産税の経済効果に関する三つの見解である「Traditional View」、「New View」、および「Benefit View」について整理する。2節では、宮崎・佐藤(2011a)と宮崎・佐藤(2011b)の二つの論文の概要を紹介する。3節は本稿の結論部分であるが、ここでは上記の二本の論文の成果も踏ま

えたうえで、現実の固定資産税の制度設計のあり方について提言する。

## 1 固定資産税の「三つの見解」の整理

まず、固定資産税の負担の帰着に対する見解としては、(a)「Traditional View」と(b)「New View (Capital Tax View)」とがある。いずれも(i)資産税は土地のほか資本を課税対象とする、(ii)資本は地域間で自由に移動する、という2点が前提となる。

このうち Netzer (1966) などによる「Traditional View」によれば、資本所有者は税負担を免れる。なぜなら、同税は本来資本に帰着する分を合わせて、全額土地所有者等他の経済主体に転嫁されるためである。他方、「New View」が成立する場合、Mieszkowski (1972)、Wilson (1986)、そして Zodrow and Mieszkowski (1986) などで示されているように、一般均衡分析を通じて固定資産税が部分的に資本にも帰着することが強調される<sup>1)</sup>。換言すると、「New View」の下では固定資産税は資本所有者に税負担が帰着する一方、「Traditional View」の場合には資本所有者は負担を免れることになる。もし、「New View」で説明されるように、固定資産税が資本所有者に帰着することが現実に観察されたならば、固定資産税が家屋等の資産市場にもたらす歪みに注意すべきことになる。

ここで、「New View」では、「excise tax effect」と「profit tax effect」という二つの経済効果が想定される。「excise tax effect」とは、課税により資本収益率が一時的に低下し、さらに税率の格差により高税率地域から低税率地域への資本が流出するという効果である。一方、profit tax effect とは、税率が平均よりも低い地域では資本が流入し超過供給になるなど家屋等の資産市場の需給が崩れることに起因する。この結果、当該地域では、均衡における資本の課税後収益率は物品税効果のみの時よりも低下する。

このなかで、物品税効果で想定されるような、

(宮崎氏写真)

みやざき・ともし

1977年高知県生まれ。早稲田大学政治経済学部経済学科卒。一橋大学大学院経済学研究科博士後期課程修了。博士(経済学)。名古屋学院大学経済学部講師、同准教授を経て、現在、東洋大学経済学部准教授。論文：“On the Determinant of Fiscal Adjustment” *International Economic Journal*, Vol. 26 No.1, 2012, ほか。

一時的な資本収益率の低下とそれにより生じる資本の流出入については、固定資産税の「Traditional View」でも捉えられる。ここで、「Traditional View」と「New View」のいずれが適切であるのかについては、固定資産税の帰着について考察する必要がある。すなわち、「Traditional View」では、資本所有者は税負担を免れ、家屋分の固定資産税負担と合わせ、他の経済主体に全額税負担が転嫁されることとなる。一方、「New View」のもとでは、資本への固定資産税は資本所有者に帰着する。

もし、資本への固定資産税が、土地所有者に転嫁されず、資本所有者に帰着することが確認された場合には、「New View」がサポートされることとなる。しかしながら、土地の収益率を引き下げることが確認されたならば、(本来資本の所有者が負担すべきであるにもかかわらず)土地所有者に負担が転嫁されることとなるため、資本への固定資産税は「Traditional View」と整合的にならう。

上記の固定資産税の「Traditional View」と「New View」では、固定資産税の負担と帰着が対象とされていた。ただし、以上の議論では、固定資産税の負担と公共サービスとの関連が無視されていた。この点は、固定資産税の「Benefit View」で説明される。「Benefit View」のエッセンスは、固定資産税が公共サービスと完全にリンクしているならば、固定資産税の負担は相殺されることを示す。

まず、供給サイド(所有者側)への効果を説明する。固定資産税率の上昇は住宅所有者の負

担となり、賃貸住宅の収益性を低下させる。一方、固定資産税により賄われた公共サービスが資本化することで、住宅の資産価格も上昇する結果、住宅所有者が税負担を完全に免れることになる。これが、「Benefit View」の必要条件の一つである。次に、住宅の消費者サイド（賃借人）にとっては、固定資産税率の上昇は彼（彼女）の税負担増につながる。しかしながら、（固定資産税によりファイナンスされた）公共サービスが地域のアメニティを改善することで、彼（彼女）の支払意思額（賃料）が増加する。結果、実際の固定資産税の純負担額が相殺されることになる。これが、もう一つの必要条件である。

もし、「Benefit View」で説明されるように、賃借人・所有者の双方の税負担が、固定資産税により賄われた公共サービスにより相殺されるのであれば、固定資産税の税負担と帰着の問題は議論の必要がなくなる。しかしながら、固定資産税の負担が完全に相殺されない場合、固定資産税は家屋等の資産市場に歪みをもたらすことになり、また資本の所有者と土地の所有者が別々である場合には、土地所有者に転嫁されるなど、資源配分面で好ましくない影響が示唆されることになる。すなわち、もし「Traditional View」で想定されるように、本来資本所有者の負担となるべき資本への固定資産税が土地の収益性を低下させるのであれば、資本への固定資産税は土地所有者に転嫁されていることになる。一方、「New View」で説明される状況が成立するのであれば、資本への固定資産税は家屋等の資産市場に歪みをもたらす税となる。

以上の点については、次の手順で分析をすることが必要である。まず、固定資産税の「Benefit View」の成否の検証を通じ、固定資産税の負担が公共サービスからの受益により相殺されるのか否かを明らかにすることが必要である。そのうえで、もし公共サービスより税負担が相殺されないのであれば、次に税負担の帰着に関する議論である「Traditional View」と「New

View」の検証に移る。

## 2 固定資産税の実証分析についての紹介

### 2-1 宮崎・佐藤（2011a）の概要

最初に、賃貸住宅の資産価格関数を基に、住宅所有者の負担を示すフォーミュラを説明する。ここでは、Oates（1969）などで用いられる、素朴な資産価格関数を基に議論する。

すなわち、資産価格関数は、

$$V = V(t, g) \quad (1)$$

とおく。ここで、 $V$  は賃貸住宅の資産価格（＝賃貸住宅価格の割引現在価値、課税後収益率）であり、 $t$  は固定資産税率（＝実効税率）、 $g$  は公共サービスの水準をそれぞれ示す。

以下では、住宅消費者（＝居住者）は公共サービスの水準に応じて自由に地域間移動すると仮定する。簡単化のため、企業活動は捨象する。合わせて実証研究も住宅資産価格のみに着目する。

ここで、固定資産税率を一単位変化させると、 $V$  は以下のように変化する。

$$\frac{dV}{dt} = V_t + V_g \frac{dg}{dt} \quad (2)$$

(2)式の関係は、住宅所有者の純便益（純負担）を示す。ここで、 $V_t$  は負、 $V_g$  は正、 $\frac{dg}{dt}$  は正になると考えられる。 $V_t$  の符号が負になる理由は、固定資産税の増加が住宅所有者の負担となり、賃貸住宅の収益性を低下させるためである。これは、固定資産税の「直接効果」と解釈される。一方、ここでは固定資産税率が上昇すると、それに伴い公共サービスが増加し、その結果住宅の資産価格が上昇すると考えられる。(2)式の右辺第2項はこの効果を捉えるものである。これは、固定資産税の「間接効果」と解釈される。

以上の関係を利用し、数値計算を行なう。数値計算の結果、 $\frac{dV}{dt} = 0$  となるならば、資本化仮説が成立していると解釈される。すなわち、固定資産税の間接効果が直接効果を完全に打ち

消し、住宅所有者が税負担を免れることになり、Benefit View 成立のための必要条件の一つが成立していることになる。もっとも、固定資産税と公共サービスの増加が完全にリンクしていない（＝ハード・バジェットではない）ならば、右辺第2項の間接効果は、直接効果を打ち消すほどには大きくないと考えられる。このとき、 $\frac{dV}{dt} < 0$ となり、固定資産税率の上昇により資産価格が下落することのみが観察されるだろう。

次に、居住者の負担について説明する。以下では、賃貸住宅資産の割引現在価値を、Yinger et al. (1988) および Carroll and Yinger (1994) に従い、以下の(3)式で求めた。

$$V = \frac{pH}{(r+t)} \quad (3)$$

ここで、p は賃貸住宅の価格（＝賃料）、H は賃貸住宅の数（＝世帯数）、r は金利をそれぞれ示す。

(3)式は、

$$\frac{pH}{r} = \left(\frac{r+t}{r}\right)V$$

と書き換えられる。これは、居住者の支払賃料の現在価値を示す。この式を固定資産税率 t について微分して整理すると、

$$\frac{\partial}{\partial t} \left[ \frac{pH}{r} \right] = \frac{V}{r} + \left(\frac{r+t}{r}\right) \frac{dV}{dt} \quad (4)$$

を得る。ところで、公共サービスが資本化し賃貸住宅の資産価格が上昇することは、居住者にとっては生活環境の改善につながる。アメニティの改善は、彼（彼女）が支払っても良いと思う賃料（＝支払意思賃料）を増加させることとなる。これは、

$$\frac{\partial}{\partial g} \left[ \frac{pH}{r} \right] \frac{dg}{dt} = \left(\frac{r+t}{r}\right) V_g \frac{dg}{dt} \quad (5)$$

という関係式で捉えられる。(4)式と(5)式より、居住者に帰着する固定資産税の純負担額（Net tax burden、NTB）は、以下の(6)式のように定義される。

$$NTB = \frac{\partial}{\partial t} \left[ \frac{pH}{r} \right] - \frac{\partial}{\partial g} \left[ \frac{pH}{r} \right] \frac{dg}{dt} \quad (6)$$

(6)式は、固定資産税率が変化した時に、税負担と公共サービスの増分がともに支払賃料に及ぼす効果を示す。(6)式は、(4)式と(5)式で与えた関係を用い、さらに(2)式より、

$$NTB = \frac{V}{r} \left( 1 + \left(\frac{r+t}{t}\right) \frac{t}{V} V_t \right) \quad (7)$$

と書き換えられる。

もし、数値計算の結果、(7)式の値がゼロになるならば、「Benefit View」のもう一つの必要条件（＝居住者が負担を完全に免れる）が成立していると解釈する。これは、税負担が増加したとしても、固定資産税によりファイナンスされた公共サービスが居住者の賃料への支払意思額を増加させるため、両者が相殺しあうことでネットの税負担（NTB）がゼロになり、居住者が負担を免れるためである。

以下では、現行制度を前提とした数値計算の結果について説明する<sup>2)</sup>。居住者の純負担は、市町村の公共サービスを公共投資とした場合に0.00621%、歳出とした場合に0.00166%（ともに標本平均値による数値）とゼロ%に近くなる一方、住宅所有者の純便益の値は-7.587%と-5.675%と、負になることが明らかとなった。この結果は、居住者の純負担がほぼゼロという、「Benefit View」の居住者側の必要条件が満たされていることを示すものであり、現行の固定資産税は居住者にとって応益課税であることを示唆するものである。

しかしながら、住宅所有者の税負担は負に計測され、「Benefit View」のもう一つの必要条件は成立しない。これは、地方に課税自主権がない現行制度下においては、固定資産税の増加がすべて公共サービスの増加に結びつくとは限らず、そのために住宅供給者については課税後収益率（受取賃料）の低下という形で税負担が及んでおり、応益課税に即していないことを示すものである。もし、住宅の供給サイドにとって応益課税であるならば、税負担は公共サービスの資本化により相殺されるはずであるが、宮崎・佐藤（2011a）はこの点が確認されておら

表1—数値計算の結果（現行制度を前提としたケース）

	公共投資のケース	歳出額のケース
生産者の純便益	-7.587	-5.675
消費者の純負担	0.00621	0.00166

出所) 宮崎・佐藤 (2011a) の表3-3を再掲。

ず、供給サイドに税負担が帰着している可能性を示唆している。

## 2-2 宮崎・佐藤 (2011b) の概要

宮崎・佐藤 (2011a) の結果を踏まえ、宮崎・佐藤 (2011b) では、固定資産税負担が供給サイド、とりわけ「New View」で想定されるように資本所有者に帰着するの可否かを問題意識として、実証分析を行なっている。

まず、固定資産税の資本 (家屋、 $KPTB_{it}$ ) への影響については、Wassmer (1993) で用いられた、以下の(8)式のようなヘドニック関数で計測する。

$$KPTB_{it} = KPTB(K_{it}, L_{it}, DAPT_{it}, G_{it}, Y_{it}, A_{it}) \quad (8)$$

ここで、添え字の  $i$  は地域 (=道府県)、 $t$  は年次を示す。また、 $KPTB_{it}$  は固定資産税課税標準 (家屋分、家屋分の固定資産税評価額) を示す。資本=家屋とした理由は、New View で想定されるように、資本を対象とするためには、土地や償却資産を含めないことが、理論的に整合性があると考えたためである。次に、 $DAPT_{it}$  は「税率格差」を示す変数であり、具体的には当該地域の家屋の固定資産税実効税率と、全国平均値との差額を示す。これは、Wassmer (1993) で採用された変数であり、特に全国平均値よりも税率が高い地域において、短期的な収益率の低下はもちろん、長期的な資本移動により資本の超過供給が発生することで、家屋の資本収益率がさらに低下する結果が得られることが期待される。

$L_{it}$  は宅地面積、 $Y_{it}$  は人口当たり県民所得、 $G_{it}$  は公共サービス (市町村社会資本) をそれぞれ示す。 $K_{it}$  については、持ち家比率と木造

家屋比率とをそれぞれ採用した。最後に、 $A_{it}$  については、地域の生活環境や居住環境、産業構造を表す諸変数のうち、人口当たり刑法犯認知件数、第1次産業比率と第2次産業比率を用いている。

ここで、前節で述べたように、「New View」では「excise tax effect」と「profits tax effect」という二つの経済効果が想定される。(8)式からは、税率格差  $DAPT_{it}$  の推定値がマイナスであれば excise tax effect で想定されるように当該地域からの資本の流出が示唆されると解釈される。他方、profits tax effect で想定される税率の地域差→資本の流入→平均よりも税率が低い地域における収益率の更なる低下、という一連の経路は、「地域差」を扱うよう加工しているものの(8)式の定式化だけでは明確にすることはできない。この点を踏まえ、Wassmer (1993) は、excise tax effect は強くサポートするものの、profits tax effect については「必要条件」の論証とはなるもののおそらく「十分条件」の完全な論証にはならない、としている<sup>3)</sup>。すると、(8)式からは、「New View」で想定される効果のうち、excise tax effect は明らかにできるものの、profits tax effect は厳密に検証できない可能性が考えられる。この点は、解釈において注意を要する。

さらに、excise tax effect で想定されるような、一時的な資本収益率の低下とそれにより資本移動が生じることは、固定資産税の「Traditional View」でも説明される。すると、 $dapt_{it}$  の係数が負に計測されたとしても、それは「New View」で想定される効果を示しているのか、あるいは「Traditional View」における固定資産税の家屋に対する経済効果を捉えているのが識別できない。ただし、「Traditional View」によれば、家屋に課された固定資産税は最終的には土地の所有者側に帰着することになる。この場合、たとえ家屋に課された固定資産税であっても、長期的には土地の収益率に影響を与えることとなる。したがって、「New

View」の妥当性を検証するには、計量分析において家屋だけではなく土地まで扱うことが必要とされよう。

そこで、以下の(9)式により、家屋の実効税率の土地への効果について計測する。

$$LPTB_{it} = LPTB(K_{it}, L_{it}, T_{it}, G_{it}, Y_{it}, A_{it}) \quad (9)$$

ここで、 $LPTB_{it}$ は宅地地価を示す<sup>4)</sup>。なお、ここでの固定資産税実効税率は、地域差ではなく、実効税率 $T_{it}$ を用いる。これは、資本の場合には、「New View」の想定から税率の「地域差」が問題となる一方、土地への実効税率では、地域差は影響しないと考えられるためである。

(9)式では、 $L_{it}$ 、 $G_{it}$ と $Y_{it}$ のほか、アメニティ変数として、地価に関わると考えられる要因として、義務教育の生徒当たり教員数、人口当たり刑法犯認知件数、第1次産業比率と第2次産業比率、地方債の対地方税収比（地方債比率）、金融機関店舗数、人口当たり生活保護受給者をそれぞれ加えた。

推定の結果、表2より明らかなように、(8)式の税率格差および(9)式の家屋の実効税率とも、有意に負に推定された<sup>5)</sup>。

ここで、(8)式の税率格差の係数が有意に負に計測されたことは、Wassmer (1993)を踏まえると、excise tax effectで想定される、短期的な収益率の低下を示すことを強く裏付けるものと解釈されよう。ただし、profit tax effectについては、Wassemr (1993)に従い、「必要条件」のみ確認されたと解釈する。一方、(9)式の推計結果からは、家屋に課された固定資産税であっても、土地の収益率を低下させることが示された。すると、得られた結果だけでは、現実には観察された状況が「New View」で説明できるのか、あるいは「Traditional View」であるのかが判別できない。

そこで、現実には観察される状況が「New View」ないしは「Traditional View」で説明されるのかについては、家屋の固定資産税の、現実には観察された土地への収益率の影響が、経済

表2—(8)式と(9)式の推定結果

	(8)式の結果	(9)式の結果
税率の地域差	-7.82E+07 * (5.57E+07)	
家屋の実効税率		-2.44E+08 ** (1.76E+08)

注) 被説明変数 = (8)式は家屋課税標準、(9)式は宅地資産額。サンプルの大きさ = (8)式は138、(9)式は184。

\*\*は5%、\*は10%の有意水準で帰無仮説が棄却されたことを示し、括弧内の数値は、分散不均一を修正した係数の標準誤差を示す。なお、推定に当たっては、(8)式は2年分の年次ダミー、(9)式は3年分の年次ダミー変数が、それぞれ含まれている（推定結果は省略）。

出所) 宮崎・佐藤 (2011b) の表3を一部抜粋し、再掲。

理論で想定される値と同じになるのか否かで判別を行なう。すなわち、現実の値が、理論値と同じかそれ以上に収益率を低下させるのであれば、家屋への固定資産税は土地の収益率を低下させると判定し、「Traditional View」に近いと解釈する。一方、理論値よりも小さいのであれば、家屋への固定資産税は当該地域の資本収益率を低下させる方向に作用していると判断し、「New View」に近い状況であると解釈する。

数値計算は、サンプル期間の平均値と、最も新しい年度である2003年度の数値を用いて試みた。紙幅の都合上、2003年度の結果を紹介する。具体的には、表3を参照されたい。

なお、両方の係数を明確に比較するため、絶対値表記をしている。すなわち、解釈に当たっては、表3の各係数にマイナスの符号をつけることに注意されたい。表の右欄には、家屋の固定資産税率の、土地の資産価格への弾性値の理論値を示し、表の左欄には、実際の弾性値から計測された数値を示し、特に「New View」と判定される道府県については、道府県名と数値の下にアンダーバーを付し、太字で表記した。

表3から明らかなように、多くの地域において、理論で想定されると同じかそれ以上に、家屋の実効税率が宅地の収益を引き下げることが示された。これは、経済理論との関連で見た場合、当該地域での固定資産税の経済効果から、たとえ家屋に課される固定資産税であっても、

表3 一弾力性の数値計算の結果

	推定値による数値	理論値
全国平均	0.375	0.093
北海道	<b>0.128</b>	<b>0.137</b>
青森	0.558	0.123
岩手	0.473	0.111
宮城	0.162	0.075
秋田	0.644	0.116
山形	0.539	0.111
福島	0.266	0.111
茨城	0.242	0.142
栃木	0.255	0.105
群馬	0.238	0.090
埼玉	<b>0.046</b>	<b>0.054</b>
千葉	<b>0.083</b>	<b>0.088</b>
神奈川	<b>0.009</b>	<b>0.017</b>
新潟	0.256	0.121
富山	0.542	0.132
石川	0.311	0.079
福井	0.492	0.091
山梨	0.481	0.085
長野	0.218	0.102
岐阜	0.261	0.099
静岡	0.080	0.067
愛知	<b>0.030</b>	<b>0.051</b>
三重	0.319	0.115
滋賀	0.478	0.133
京都	0.085	0.041
大阪	<b>0.016</b>	<b>0.032</b>
兵庫	<b>0.046</b>	<b>0.053</b>
奈良	0.287	0.058
和歌山	0.403	0.065
鳥取	1.537	0.152
島根	1.445	0.166
岡山	0.165	0.057
広島	0.090	0.050
山口	0.497	0.128
徳島	0.672	0.098
香川	0.436	0.087
愛媛	0.259	0.067
高知	0.418	0.053
福岡	0.061	0.059
佐賀	1.027	0.141
長崎	0.353	0.088
熊本	0.274	0.082
大分	0.442	0.100
宮崎	0.717	0.125
鹿児島	0.340	0.098
沖縄	0.559	0.120

注) 2003年度のデータ、数値は絶対値表記  
出所) 宮崎・佐藤 (2011b) の表5を再掲。

現実には経済理論で想定される水準以上に土地の収益を下げると解釈されるため、「Traditional View」で想定される状況に近いことを示唆

するものである。

一方、都市圏を中心とした一部府県では、むしろ理論値のほうが大きく、現実には土地の収益率を（理論で想定されるほどには）引き下げず、家屋の収益率を下げるが示された。すると、都市圏の一部地域では、「New View」で想定される状況に近いことがわかる。

ここで、当該道府県の多くは、税率格差の値が負である、すなわち実効税率が全国平均値よりも低い<sup>6)</sup>。逆に、地方圏を中心としたそれ以外の県は、実効税率が平均値よりも高い。このため、高税率を忌避して地方圏から（短期的に）資本（家屋）が流出すると考えられる。流出した資本は、実効税率が全国平均値より低い、上記の都市圏の一部地域に流入すると考えられよう。ただし、これらの地域では、都市集積の利益が大きく、賃貸マンションや工場、ないしは商業施設が立地することによるメリットが大きい。そのため、土地・資本いずれについても、実際には供給の価格弾力性が著しく低いと考えられる。このため、たとえ資本収益率が低下したとしても、資本の流出がほとんど起こらないと考えられよう。

### 3 まとめ

前節の2本の実証論文からは、現行の固定資産税は、居住者にのみ応益課税となる一方、所有者にとっては応益課税ではなく、特に都市圏の一部では「New View」で想定される状況を確認した。この結果は、当該地域では固定資産税は家屋等の資産市場に歪みをもたらす税であることを示唆するものである。

また、たとえ「Traditional View」が成立する場合でも、少なくとも excise tax effect で想定されるように、（短期的に）資本が当該地域から流出していることは示唆されよう。この点からも、「New View」が成立しない地域であっても、やはり家屋への固定資産税は望ましいものではなく、極力課すべきではないことがわかる。

さらに、家屋への固定資産税は、山崎(2011)でも言及されているように、建築物の構造にも歪みをもたらすことが考えられる。一つの理由は、耐震化が課税評価額を高め、固定資産税負担が上昇するからである。実際に、(本稿では結果を示していないが)宮崎・佐藤(2011b)では、耐震性の低い木造家屋比率は、家屋評価額に対し有意に負の影響を与えることを示している。すると、家屋への固定資産税を撤廃することは、資源配分面だけでなく、耐震性の面からも要請されることがわかる。

一方、それまで家屋に課されていた固定資産税は、佐藤(2011)でも言及されているように、移動のない生産要素である土地への固定資産税の増税で賄うことで、税収中立を図ることが考えられる。家屋への固定資産税を撤廃する一方、土地への課税のみで固定資産税制度を設計することで、地域間の資源配分の歪みがなく、かつ応益性を満たすように制度改革を行なうことが望まれよう。

\*本稿は宮崎・佐藤(2011a)と宮崎・佐藤(2011b)の一部をまとめたものである。単独での掲載にご許可を下された佐藤主光先生(一橋大学大学院)に強く感謝の意を表す。また、本稿の執筆をご紹介頂いた山崎福寿先生(日本大学)、ならびに研究会で詳細なコメントを下された浅田義久(日本大学)、金本良嗣(政策研究大学院大学)、中川雅之(日本大学)の各先生方にも合わせて謝意を示したい。なお、本稿は宮崎が受給している科学研究費補助金(若手研究B:課題番号23730308)の成果の一部である。言うまでもなく、本稿に存するすべての過誤は筆者のものである。

## 注

- 1)「資本課税説」のサーベイ論文としては、Mieszkowski and Zodrow (1989)やZodrow (2001)などが挙げられる。より詳細な議論については、これらも参考にされたい。
- 2) 計量分析の結果と具体的な数値計算の式、および用いた推定値などは宮崎・佐藤(2011a)を参照のこと。
- 3) 詳しくは、Wassmer (1993)のp.154を参照のこと。
- 4) 土地の固定資産税課税標準額を用いることも考えられるが、なるべく「時価」に近い指標を用いることが適切と考えたため、本稿ではSNAの宅地資産額を用いた。

- 5) 紙幅の都合上、この2変数以外の結果は割愛した。詳細は宮崎・佐藤(2011b)を参照のこと。
- 6) 表3に示した2003年度の数値では、北海道 = -0.002、埼玉県 = -0.0007、千葉県 = 0.0001、神奈川県 = -0.0069、愛知県 = -0.0031、大阪府 = -0.0059、兵庫県 = -0.0039、福岡県 = -0.0035であった。

## 参考文献

- 佐藤主光(2011)『地方税改革の経済学』日本経済新聞社。
- 宮崎智視・佐藤主光(2011a)「広益課税としての固定資産税の検証」『経済分析』第184号、99-119頁。
- 宮崎智視・佐藤主光(2011b)「資本への固定資産税の経済効果——固定資産税の『New View』の検証」一橋大学経済研究所 Discussion Paper、A 545。
- 山崎福寿(2011)「市場メカニズムを通じた、被災地の困難と復興コストの共有」伊藤滋・奥野正寛・大西隆・花崎正晴編『東日本大震災復興への提言——持続可能な経済社会の構築』264-270頁。
- Carroll, R. J. and J. Yinger (1994) "Is the Property Tax a Benefit Tax? The Case of Rental Housing," *National Tax Journal*, Vol.47(2), pp.295-316.
- Mieszkowski, P. (1972) "The Property Tax: An Excise or Profits Tax," *Journal of Public Economics*, Vol.1, No.1, pp.73-96.
- Mieszkowski, P. and G. R. Zodrow (1989) "Taxation and the Tiebout Model," *Journal of Economic Literature*, Vol. 27, No.3, pp.1098-1146.
- Netzer, D. (1966) *Economics of the Property Tax*, Brookings Institution, Washington.
- Oates, W. E. (1969) "The Effects of the Property Taxes and Local Public Spending on the Property Values: An Empirical Study of Tax Capitalization and the Tiebout Hypothesis," *Journal of Political Economy*, Vol.77, pp.957-971.
- Wassmer, R. W. (1993) "Property Taxation, Property Base, and Property Value: An Empirical Test of the "New View"," *National Tax Journal*, Vol. 46(2), pp. 135-160.
- Wilson, J. D. (1986) "A Theory of Inter-Regional Tax Competition," *Journal of Urban Economics*, Vol. 19(3), pp.296-315.
- Yinger, J., H. S. Bloom., A. Borsch-Supan., and H. F. Ladd (1988) *Property Taxes and House Values: The Theory and Estimation of Intra-jurisdictional Property Tax Capitalization*, Academic Press.
- Zodrow, G. R. (2001) "The Property Tax as a Capital Tax: A Room with Three Views," *National Tax Journal*, Vol.54(1), pp.139-156.
- Zodrow, G. R. and Peter M. Mieszkowski (1986) "The New View of the Property Tax: A Reformulation," *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 16(3), pp.309-327.

# Jリート再編の実際 合併・スポンサー交代の代償

## 内藤伸浩

### はじめに

2001年9月、2銘柄の上場から実質的に誕生したJリート（上場投資法人型不動産投信）市場は、順調に成長を続け、2007年10月には、42銘柄、保有不動産総額（取得価格ベース）7兆円を超える規模にまで拡大した。

しかし2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻に端を発した世界的金融収縮はJリート市場にも大きな打撃を与えた。とりわけ国内金融機関との取引関係が浅い新興不動産会社や外資系企業をスポンサー<sup>1)</sup>にもつJリートでは、既存借入や投資法人債の償還資金確保が困難になった。いわゆるリファイナンス・リスクの顕在化である。そして同年10月に起ったニューシティ・レジデンス投資法人の破綻によって、Jリート市場はさらに大きく混乱した。

この事態を重く見た政府・日銀によって、同年末から翌年にかけて諸種の対策がとられた結果、その後新たな破綻は生じていない。

しかし、金融機関との取引関係の浅い新興企業等をスポンサーに持つJリートの資金調達環境は、依然として厳しい状況が続いたため、その投資口<sup>2)</sup>価格も低迷を続けた。他方で、金融機関との取引関係が深く相対的に信用力の強い大手不動産会社や総合商社等をスポンサーにもつJリートでは、少なくともリファイナンスの目途を立てることができた。そして、両者の資金調達環境の違いを反映して投資口価格水準の差が大きくなり、いわゆる「二極化現象」が生

じた。特に金融収縮のあおりを受けてスポンサー企業が破綻してしまったJリート（表1）では、リファイナンスをどう乗り切るかが最大の経営課題となり資本市場の関心もその一点に集中した。

このような状況を背景として、2008年から2010年にかけてJリートの再編が進行した。それは主としてスポンサー信用力の弱いJリート（以下「Wリート群」と呼ぶ）が、信用力や資金力の強い企業にスポンサー交代を行なう、あるいはそうしたスポンサーの傘下にあるJリート（以下「Sリート群」と呼ぶ）に吸収合併されるという形で行なわれた。こうしてJリートは危機を乗り越えた。

だがスポンサー交代を行なったり、吸収合併されたりしたJリートでは、新スポンサーの信用力・資金力の後ろ盾を得るために、不動産時価ベースの純資産価値（Net Asset Value：以下「NAV」という）に比してディスカウントで新スポンサーに割当増資を行なったり、ディ

表1—破綻したスポンサー一覧

破綻スポンサー*	投資法人
リプラス (2008.9.24)	日本賃貸住宅
モリモト (2008.11.28)	ビ・ライフ
クリード (2009.1.9)	クリード・オフィス
パシフィック・ホールディングス (2009.3.10)	日本レジデンシャル 日本コマース
ジョイント・コーポレーション (2009.5.29)	ジョイント・リート

\* ( ) 内は民事再生手続き開始申請日

スカウントされた価値をもとに算定された合併比率で吸収されたりするなどの代償を、その投資主<sup>3)</sup>が支払っている。

本研究の目的は、今回のJリート再編の実際を、その際に要した代償の定量化を通じて明らかにすることにある。

## 1 Jリート再編の概要とその代償

本研究では、日本の金融機関の引き締め姿勢が顕著になった2008年8月から2010年6月末までの間に発表されたJリーートの合併およびスポンサー交代を対象とする。

### 1.1 合併およびスポンサー交代のあった銘柄

2008年8月から2010年4月までの間に、8件のスポンサー交代が発表された(表2)。また

(内藤氏写真)

ないとう・のぶひろ  
1958年愛知県生まれ。東京大学法学部卒。修士(慶應義塾大学)。現在、三井不動産株式会社(原籍)、不動産証券化協会(出向)より、東京大学公共政策大学院特任教授。著書:『アセット・ファイナンス』(ダイヤモンド社)ほか。

2008年から2009年にかけてJリーートの合併法税制が整備されたことにより、アドバンス・レジデンスと日本レジデンシャルの合併合意を皮切りに7件の合併が相次いで発表された(表3)。このうち新設合併方式を採用した1件を除き他の6件はすべて吸収合併方式であり、企業結合会計上も存続法人を取得法人、消滅法人を被取得法人としている。新設合併方式の1件も企業

表2—スポンサー交代のあった銘柄一覧

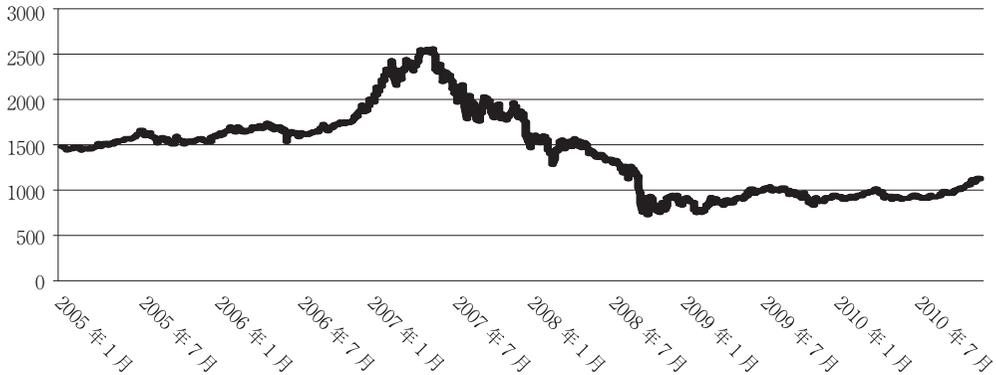
発表日	現投資法人名	旧投資法人名	旧スポンサー	新スポンサー
2008.8.12	日本賃貸住宅	リプラスレジデンシャル	リプラス	オークツリー
2008.11.27	大和ハウス・レジデンシャル	ビ・ライフ	モリモト	大和ハウス
2008.12.9	いちご不動産	クリード・オフィス	クリード	いちごアセット
2009.6.17	大和証券オフィス	DAオフィス	ダビンチホールディングス	大和証券
2009.10.6	平和不動産リート	クレッシェンド	個人	平和不動産
2009.10.20	MIDリート	—	エートス・松下興産	関西電力
2010.2.19	積水ハウス・SI	ジョイント・リート	ジョイントコーポレーション	積水ハウス・S I
2010.4.26	プレミア	—	ケンコーポレーション	NTT 都市開発

注) 運用会社の実質筆頭株主をスポンサーとする。

表3—合併のあった銘柄一覧

発表日	被取得法人	取得法人	被取得法人スポンサー	取得法人スポンサー
2009.8.6	日本レジデンシャル	アドバンス・レジデンス	バシフィック・ホールディング	伊藤忠商事
2009.8.18	ニューシティ・レジデンス(NCR)	ビ・ライフ(現「大和ハウス・レジデンシャル」)	シービーリチャードエリス	大和ハウス
2009.10.29	ラサール・ジャパン	日本リートファンド	ラサールジャパン	三菱商事
2009.11.17	エルシーピー(LCP)	インヴィンシブル(旧東京グロスリート)	ザ・エルシーピー・グループ・エルピー	
2010.2.26	プロスペクト・リート	日本賃貸住宅	プロスペクト	オークツリー/プロスペクト
2010.4.22	日本コマース	ユナイテッド・アーバン	バシフィック・ホールディング	丸紅
2010.6.21	ジャパン・シングルレジデンス(JSR)	平和不動産リート	アバマンショップサブリース	平和不動産

図1—2005年～2010年の東証REIT指数の推移



結合会計上はアドバンス・レジデンスが取得法人、スポンサーが破綻した日本レジデンシャルが被取得法人である。

このように全42銘柄の半数が関わる大きな再編がJリート市場で進行した。

### 1.2 倒産コスト期待値による投資口価格の低迷

東証REIT指数は2007年5月31日に最高値を記録した後、サブプライムローン問題が顕在化したその夏以降、大きく下落した(図1)。

図2は、後に吸収合併(ないし新設合併)によって消滅する各投資法人(被取得法人)の投資口価格について、同日を1.0とする指数にし、さらにそれを東証REIT指数の変化率で割ることによって基準化した指標(以下「対東証REIT指数投資口価格指数」という)を合併発表日まで追ったものである。同様に、図3は、後にスポンサー交代を行なう投資法人の対東証REIT指数投資口価格指数の推移を追ったものである。

この指数が1.0を下回ることは、東証REIT指数以上に当該銘柄の投資口価格の下落幅が大きいことを意味する。2008年後半から2009年前半にかけての合併被取得法人の指数はおおむね $0.4 \pm 0.2$ の間にあり、スポンサー交代投資法人のそれは $0.6 \pm 0.2$ である。これらの投資法人の投資口価格の下落がJリート市場全体のそれよりも大幅であったことを示している。

さて、スポンサーの信用力が弱いWリート群と強いSリート群との間で生じた投資口価格の水準差は、次のように説明できる(図4参照)。

一般に法人税が存在する場合の企業価値は、負債の節税効果により負債比率の増大とともに増加する。しかしJリートの場合は実質的に非課税なので、この効果は存在せず、MM理論の第1命題によれば、その企業価値は負債比率に左右されないことになる。

しかしMM理論の第1命題は、法人も個人も調達金利水準は同一であり、個人が投資で採用するいわゆるHomemade Leverageは、投資対象法人で行なわれた借入(レバレッジ)とまったく同じ効果を持つという前提の下で成り立っている。ところが実際の金融市場では個人の調達金利水準のほうが、法人のそれよりも高くなり、かつHomemade Leverageでは投資家個人の全財産が債務の引き当てにされる。したがって、Jリートが投資法人レベルで負債を利用しレバレッジをかけるほうが金利水準も低く、万一Jリートが倒産しても投資家個人が残債の返済を求められることはないため、投資家にとって有利であり、企業価値もそのメリットを反映して上昇すると考えられる。これを図4では「法人レバレッジの有利性効果」として表示している。これが実質非課税主体たるJリートがレバレッジを利用する理由の一つと考えられる。

図2—合併被取得銘柄の対東証 REIT 指数投資口価格指数

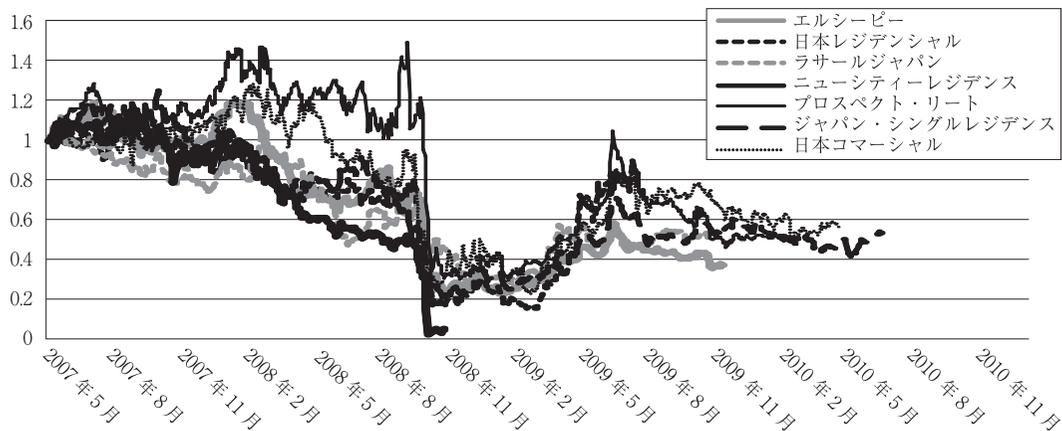


図3—スポンサー交代銘柄の対東証 REIT 指数投資口価格指数

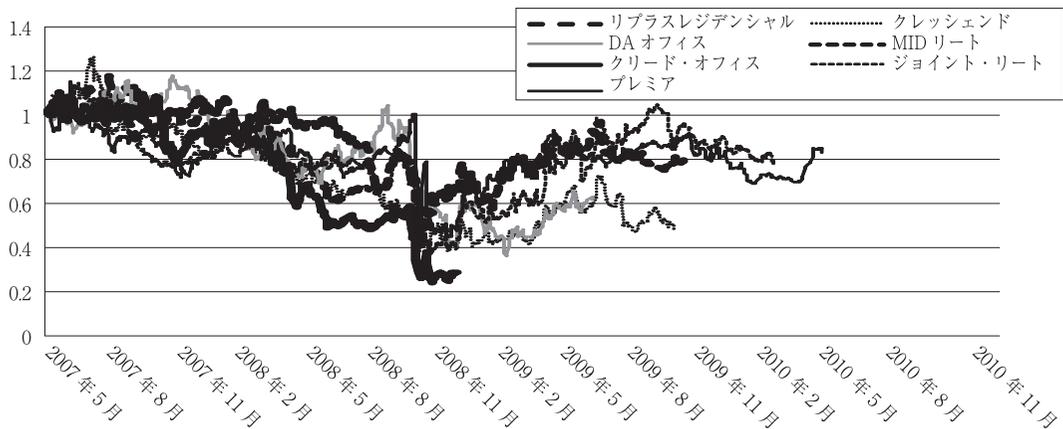
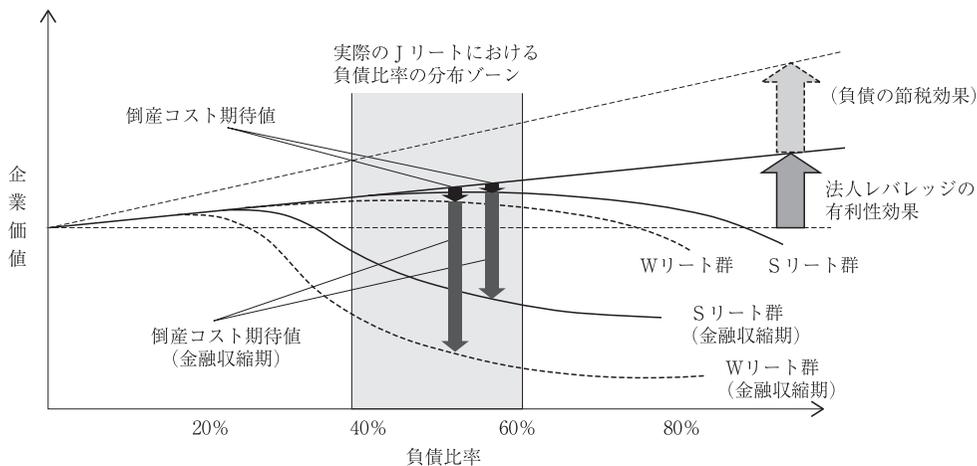


図4—企業価値と倒産コストの期待値



しかし、負債比率がある閾値を超えると倒産コストの期待値（期待損失）が急速に上昇をはじめ、ついにはレバレッジのメリットを凌駕してしまう。このような負債利用のメリットとデメリットとが拮抗する点が、最適資本構成となる。これがいわゆる「トレードオフ理論」の考え方である。

もちろん企業の資本構成選択は、トレードオフ理論だけで説明がつくものではなく、情報の非対称性に基づくペッキングオーダー理論など、さまざまな仮説が提唱されている。しかし今回の金融危機に伴うJリート市場の混乱・低迷は、リファイナンス・リスクに伴う倒産コスト期待値の上昇が、その最大の原因であることは明らかであり、トレードオフ理論の提供するモデルが、その説明概念としてもっとも適している。

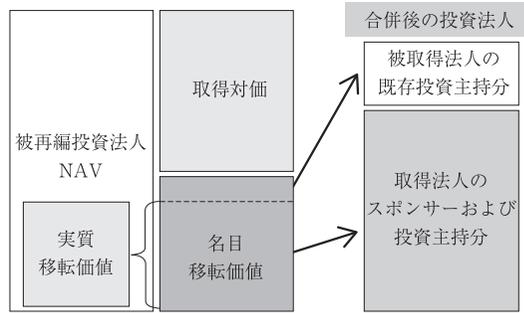
さて、リーマンショック後の金融収縮期において、主としてリファイナンスの失敗懸念に基づく予想倒産確率の上昇によって倒産コスト期待値が飛躍的に増大した。そしてSリート群に比べてWリート群では、その値（期待損失）が大きかったことが、その投資口価格が大きく下落した要因と考えられる。

### 1.3 合併・スポンサー交代時に生じる価値移転

Jリーートの再編劇は、太宗においてWリート群がSリート群に吸収合併される、あるいは信用力・資金力の強いスポンサーにスポンサー交代を行なう、という形で行なわれた。この時、既存投資主と新スポンサーや合併取得法人投資主との間で、以下のようなトレードオフが生じる。

まずスポンサー交代では、新スポンサーの信用力を得ることで、上記の倒産コスト期待値を引き下げるといったメリットを既存投資主が得る。しかし他方で、NAVに比してディスカウントで新スポンサーに割当増資が行なわれることによって投資法人持分が新スポンサーへ割安に譲渡される。つまり既存投資主から新スポンサーへの価値移転が生じる。

図5 一再編に伴う移転価値の定義



次に合併では、取得法人のスポンサーの信用力を得ることでやはり倒産コスト期待値を引き下げるメリットを被取得法人の投資主が得る。ポートフォリオ拡大（外部成長）のメリットは取得法人・被取得法人双方が得る。他方でNAVに比してディスカウントで評価された価値をもとに決定された合併比率に従って、被取得法人持分が被取得法人投資主から取得法人投資主に対して割安に譲渡される。これによって前者から後者への価値移転が生じる。もし合併に先立ち取得法人スポンサーにディスカウントで割当増資が行なわれていれば、被取得法人投資主から取得法人スポンサーへの価値移転も生じる。

そこでスポンサー交代を行なった投資法人および合併被取得法人（両者をあわせて以下「被再編投資法人」という）の既存投資主から新スポンサーや取得法人のスポンサーや投資主に移転する価値を、以下単に「移転価値」という。

しかし合併の場合は、被取得法人の投資主は、合併後の投資法人の投資主として、その持分に応じて移転価値の一部を取り戻すことができる。いわば「行って来い」の部分がある。

したがって図5のとおり、被再編投資法人NAVから「取得対価」を差し引いたものを「名目移転価値」と呼び、そこから合併後に被取得法人の既存投資主の合併後投資法人持分に比例して取り戻した部分を差し引いたものを「実質移転価値」と呼ぶものとする。

なお「取得対価」とは、第三者割当増資を引

き受けた新スポンサーが払い込む金銭や合併取得法人が被取得法人投資主に交付する取得投資法人投資口の実質価値である（詳しくは後述）。

#### 1.4 名目移転価値の構成要素

ここで名目移転価値の構成要素について検討しておこう。

上述のとおり、名目移転価値はNAVと取得対価の差額であり、新スポンサーや取得法人が被再編投資法人持分を取得する際の割引分である。割引で取得できる理由を、証券取引所における被再編投資法人の再編前投資口時価総額（以下、「投資口時価総額」という）とNAVや取得対価との関係から考えてみよう。なぜならJリークの投資口は市場商品であるため、その時価が再編時の取得対価を決定する際に参照されるのは当然であり、ひいてはそれが名目移転価値に反映されるからだ。

まず投資口時価総額がNAVよりも低くなる要因は、倒産コスト期待値があるからだが、それだけではない。NAVは不動産鑑定評価額を基礎に算定されるもので、もし市場がその鑑定評価が割高に評価されていると判断すれば、割高部分を減算修正したうえで、市場は投資口価値を評価する。つまり鑑定評価減算も投資口時価総額をNAVよりも低くさせる要因である。少し乱暴だが、金融収縮によりJリート市場や不動産投資市場が萎縮している局面では、投資口価格は、NAVから倒産コスト期待値と鑑定評価減算を控除した額を基準に形成されると考えてよいだろう。

次に、取得対価と投資口時価総額との関係を見ると、まず前者が後者よりも高い場合、その差額は、取得側のプレミアム支払いである。企業買収にはTOBという方法もあるが、TOBを成功させるには、市場価格に相応のプレミアムを乗せた価格を提示する必要がある。また取得側にも再編によるメリットがあり、そのメリットを上限としてプレミアムを支払うことには合理性がある。

反対に取得対価が投資口時価総額よりも低い場合は、プレミアムがマイナスである。マイナスとなる要因はいろいろ考えられるが、リファイナンス・リスクに直面したWリートが再編交渉で足下を見られた可能性もある。

以上を総合すると、名目移転価値の構成要素は、以下のように表される。

$$\begin{aligned} \text{名目移転価値} &= \text{倒産コスト期待値} + \text{鑑定} \\ &\quad \text{評価減算} - \text{プレミアム} \\ \text{プレミアム} &= \text{取得対価} - \text{投資口時価総額} \end{aligned}$$

#### 1.5 証券市場と不動産市場で生じたギャップ

このように新スポンサーや取得法人が被再編投資法人持分をNAVに比して割引で取得できる理由は、主として倒産コスト期待値や鑑定評価減算があるからである。しかし、これらは増資や合併の前から生じており、それによって投資口時価総額は再編前からNAVを大きく下回っていた。したがって、一見被再編投資法人の投資主から新スポンサーや取得法人投資主に価値が移転したように見えても、実質的には価値移転は起こっていないということもできる。

しかし倒産コスト期待値は、もし逼迫した金融情勢が緩和されれば大幅に縮小する可能性がある。あるいは投資法人自身が負債削減や金融機関との関係強化に取り組みリファイナンスの失敗懸念を払拭することによって減殺できる。また、鑑定評価減算も金融逼迫が原因で極度に委縮した不動産投資市場の状況を投資家が織り込んだ結果であると考えれば、金融情勢が回復すれば解消される可能性がある。

ところが、倒産コスト期待値や鑑定評価減算を反映したディスカウントでの増資や合併を実施してしまえば、被再編投資法人の投資主にとって、その時点でそれらは「期待損失」から「確定損失」に転じる。なぜなら再編後、新スポンサーの信用力や金融情勢の回復によってリファイナンス・リスクが解消されたり不動産投

資市場が回復したりしても、(実質) 移転価値部分は新スポンサーや取得法人投資主の持分に転化・帰属しているため、被再編投資法人の投資主のもとには戻ってこないからである。

このようにJリート再編に伴う価値移転について異なる見方が対立するのは、倒産コスト期待値等を原因として、証券市場でのJリートの価値と不動産市場でのそれとの間にギャップが生じたからである。

しかしJリートは、不動産が生み出す果実を多様な投資家が幅広く享受できるようにすることで社会資本形成と健全な不動産投資市場の育成をはかることを目的に創設された。したがってJリートの価値は、不動産市場を基礎に形成されるのが本来の姿である。ところが「移転価値」は、金融逼迫によって不動産市場の価値から大きく乖離した証券市場の価値を基準に再編が行なわれたことにより生じたものであり、混乱を乗り越えるには、それもやむを得なかった。

そこで本研究では、(実質) 移転価値を再編のための「代償」と位置づける。なお移転価値があるといっても、再編は公正な手続きに基づいて進められており、新スポンサーや取得法人投資主が不当な利得を手に入れたわけではないのももちろんである。

## 2 移転価値と代償率の計算方法

本研究では、移転価値の額と、それが被再編投資法人のNAVに占める割合(以下「代償率」という)を算出することで分析をすすめる。

### 2.1 増資による移転価値と代償率

スポンサー交代は多くの場合、新スポンサーへの割当増資を伴う。また合併では取得法人スポンサーへの割当増資を伴う場合がある。割当増資によって新スポンサーや取得法人スポンサー(以下「新スポンサー等」という)が得る移転価値は、割当増資後に新スポンサー等が有するNAV持分価値から新スポンサー等が払い込んだ増資額を控除した額である((1)式)。そし

て(1)式は、さらに(2)式に転換できる。これは増資前の一口当たりNAVと増資によって希薄化した一口当たりNAVとの差に、増資前の発行済み投資口数を乗じたものに他ならない。

$$V_{\text{inc}} = (E_M + B) \cdot \frac{d}{N+d} - B \quad (1)$$

$$= \left( \frac{E_M}{N} - \frac{E_M + B}{N+d} \right) \cdot N \quad (2)$$

$V_{\text{inc}}$ : 第三者割当増資による新スポンサーまたは取得法人スポンサーへの移転価値

$E_M$ : 被再編投資法人のNAV(鑑定評価額ベースの純資産\*)

$B$ : 被再編投資法人の増資額

$N$ : 被再編投資法人の増資前の発行済投資口数

$d$ : 被再編投資法人の増資時新規発行投資口数

\*増資公表日に最も近い決算期資料に基づき算出。

増資を伴うスポンサー交代時の代償率は、増資前のNAV( $E_M$ )で、増資による移転価値を除いたものと定義する((3)式)。

$$R_{\text{inc}} = \frac{V_{\text{inc}}}{E_M} \quad (3)$$

$R_{\text{inc}}$ : 増資を伴うスポンサー交代時の代償率

### 2.2 合併による実質移転価値と代償率

合併により被取得法人投資主から取得法人投資主に移転する名目移転価値は、取得法人スポンサーへの増資が先行する場合、増資後に取得法人スポンサーを除く被取得法人投資主(以下「被取得法人既存投資主」という)が保有する被取得法人NAV持分価値から、取得法人が支払った取得対価( $e_M \cdot \gamma \cdot N$ )を差し引いたものである((4)式。ただし増資を伴わない場合は $d=0, B=0$ 。(5)式、(6)式においても同じ。)

$$V_{\text{nomi}} = (E_M + B) \cdot \frac{N}{N+d} - e_M \cdot \gamma \cdot N \quad (4)$$

$V_{\text{nomi}}$ ：合併による名目移転価値

$e_M$ ：取得法人の一口当たり NAV（鑑定評価額ベースの純資産\*）

$\gamma$ ：合併比率（被取得法人投資口1口当たり交付される取得法人投資口数）

\* 合併公表日に最も近い決算期資料に基づき算出。

次に実質移転価値は、名目移転価値から被取得法人既存投資主が取り戻した分を差し引いたものであり（(5)式）、それは名目移転価値のうち取得法人のスポンサーと投資主に帰属する部分である（(6)式）。

$$V_{\text{real}} = V_{\text{nomi}} - \frac{\gamma \cdot N}{\gamma(N+d) + K} \cdot V_{\text{nomi}} \quad (5)$$

$$= \frac{\gamma \cdot d + K}{\gamma(N+d) + K} \cdot V_{\text{nomi}} \quad (6)$$

$V_{\text{real}}$ ：合併による実質移転価値

$K$ ：取得法人の合併前の発行済投資口数

合併時の代償率は、増資による移転価値と合併による実質移転価値の和を、増資前の被取得法人 NAV で除したものと定義する（(7)式）。

$$R_{\text{real}} = \frac{V_{\text{inc}} + V_{\text{real}}}{E_M} \quad (7)$$

$R_{\text{real}}$ ：合併時の代償率

### 2.3 他の算出方法との異同

以上のとおり、本研究では、鑑定評価額を基礎にしたJリートのNAVから、移転価値や代償率を計算した。この計算方法は、合併比率や増資発行価格を算出する際に用いられるさまざまな手法の一つである「時価純資産法（NAV法）」の考え方と同じである。したがって、もし合併比率や増資発行価格が時価純資産法によって決定されていれば、ほとんど移転価値は生じないだろう。

しかし実際には、投資口価格法、類似投資法

人比較法、配当還元法、DCF法等の分析結果を総合して決定されているため、後述のとおり、大きな移転価値が発生している。これは倒産コスト期待値等が投資口価格に織り込まれ、しかも岩佐（2011）が指摘するように、主として投資口価格法を優先的に適用して合併比率等が決定されたからだと推測される。

また合併時の取得対価の計算で採用したNAVを基礎とする方法は、いわゆる「負のれん」を計算する際のそれとは異なっていることに留意が必要である。負のれんの計算では、取得対価は合併日前日（営業日ベース）における取得法人投資口の市場価格を基に計算される。

## 3 計算結果と考察

移転価値と代償率の計算結果を示し、その内容を考察しよう。

### 3.1 3割を超えた合併時の平均代償率

表4は移転価値の計算結果の集計であり、図6および図7は再編時の代償率である。

まず増資を伴ったスポンサー交代投資法人6社について見てみよう。表4のとおり、その移転価値合計は約465億円で、NAV合計約4648億円に対する割合、すなわち増資を伴ったスポンサー交代全体の平均代償率は10%である。なお個別銘柄毎の代償率は、増資によって新スポンサーが取得した持分割合におおむね比例している。

これに対して合併被取得投資法人7社の移転価値合計は約1109億円、平均代償率は33%であり、スポンサー交代のそれを大きく上回っている。また個別銘柄ごとの代償率のばらつきもより大きい。最小のLCPが2%である一方で、40%を超えるものが4銘柄あり、最大の日本コマースは57%に及んでいる。

このように銘柄による差や例外はあるものの、スポンサー交代時と比較すると合併時の代償率は全般的に大きな値となっている。これは、対東証REIT指数投資口価格指数の推移を示した

表4—合併・スポンサー交代に伴う移転価値

単位：億円		単位：億円		単位：億円			
被取得法人（取得法人）	実質移転価値*	スポンサー交代銘柄	移転価値		合併	スポンサー交代	合計
LCP（東京グロース）	4	プレミア	13	移転価値合計	1,109	465	1,574
日レジ（アドバンス）	152	ジョイント	19				
JSR（平和不動産）	29	D A オフィス	171				
NCR（ビ・ライフ）*	160	クレッシェンド	63				
プロスペクト（日賃住）*	120	クリード	107				
ラサール（日本リテール）	205	リプラス	124				
日コマ（ユナイテッド）	440	合計	465				
合計	1,109			NAV 合計	3,401	4,648	8,049
				代償率	33%	10%	20%

注) MID、ビライフのスポンサー交代時には第三者割当増資は行われなかった。

\*取得法人スポンサーへの増資に伴う移転価値(NCR:115億円、プロスペクト:57億円)を含む。

図6—スポンサー交代時の代償率

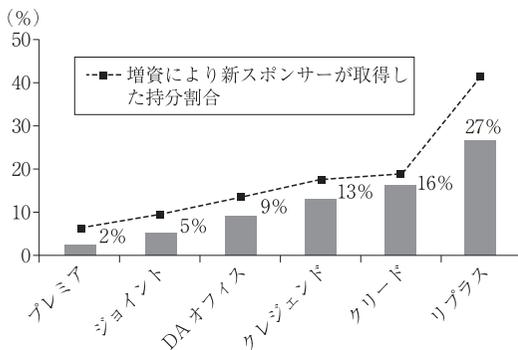


図7—合併時の代償率

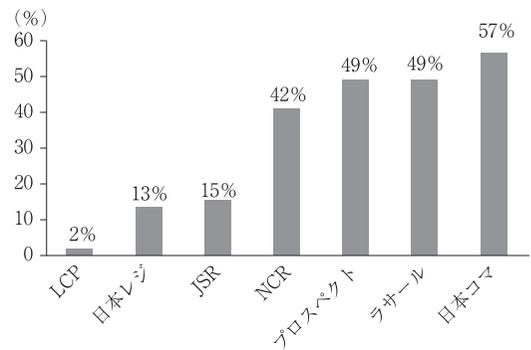


図2と図3の比較からわかるように、両者のリファイナンスの困難度の大小が反映されて、合併被取得法人にかかる倒産コスト期待値のほうがスポンサー交代投資法人のそれよりも大きくなっていったことによるものと推測される。

さてスポンサー交代投資法人6社と合併被取得投資法人7社を合わせた被再編投資法人全体13社では、移転価値合計が1574億円、平均代償率は20%である。

### 3.2 大きな代償を要した内的要因と制度的要因

このようにJリート再編では、証券市場で織り込まれた倒産コスト期待値等を反映して大きな代償が要求された。

そしてJリート全体が非常に厳しい金融情勢にさらされたとはいえ、財務的破綻や激しい資

金調達リスクに直面した被再編投資法人では、資金調達の目処をつけないまま大型物件の売買契約を締結したり、目先の借り入れ条件に目を奪われて金融機関との安定的関係の構築を軽視したりするなど、クレジット・クランチへの備えが十分ではなかったという指摘がある。そうした経営財務の在り方が、大きな倒産コスト期待値を惹起した一因であったといえよう。

またリファイナンスの失敗懸念を財務的努力によって独力で解消するチャレンジを行なわなかったこと、あるいはそのチャレンジをする時間的猶予が許されないほど追いつめられてしまったことに、倒産コスト期待値等の期待損失を確定損失にした原因がある。

つまり、財務的破綻や激しい資金調達リスクに直面した被再編投資法人にかかる大きな代償

は、Jリート再編に伴って生じたものの、その財務的な視野や姿勢に内在していた問題点が招いた部分が多いのではないかと指摘している。

一方、岩佐（2011）は、取得法人は合併比率を有利にしたいインセンティブを持つ一方で、被取得法人は合併成立を優先し、合併比率を引き上げるインセンティブに乏しい可能性があること、また被取得法人の既存スポンサーも投資持分のないJリーートの合併比率ではなく、子会社である資産運用会社の売却価格のほうに注目していた可能性を指摘している。

さて、Jリート再編に大きな代償を要したのは、厳しい市場環境とこのような内的要因があったからだけでなく、制度的要因もあったからではないか。

投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム（2009）は、事業法人や海外のリートでは実施可能な株主割当増資や株式配当、転換社債の発行等がJリートでは実質的に行なうことができないために、ファイナンス手法が限定されていることを指摘している。また、ガバナンス上の論点にも言及している。もしこうした課題が解決されていれば、今回の再編に要した代償はもっと小さくなっていくかもしれない。

投資法人制度を規定する投資信託法の見直しを検討されている。今回の再編劇の経験と反省がJリーートの法税制改正に反映されることでJリート市場が投資家により信頼されるものとなり、さらなる発展をとげることを期待したい。

## おわりに

本研究では、被再編投資法人が支払った代償を中心に考察した。しかし再編の実際を総合的に評価するためには、再編によってJリーートの資金調達力や財務構造、費用・収益構造等がどのように変化したのかを中長期的に観察する必要がある。したがって被再編投資法人のパフォーマンスを総合的・継続的にトレースし分析することを通じて、Jリート再編の実際をより多角的に明らかにすることが今後の課題である。

\*本稿は東京大学公共政策大学院での馬淵晋吾氏との共同研究の一部について、筆者が再考し修正を加えたものである。したがって本稿の成果は同氏との共有である一方、その不備はすべて筆者に責めがある。なお本稿の内容・主張はすべて筆者個人の見解であり所属する組織とは無関係である。

## 注

- 1) Jリーートの運用は、投資信託法に基づいて設立された「投資法人」が不動産を所有・賃貸することで行なわれるが、同法上その業務を別法人の運用会社に一括委託しなければならない。そのため運用会社の実質筆頭株主は、市場や金融機関から、Jリーートのスポンサーと呼ばれている。
- 2) 投資法人の出資持ち分を「投資口」といい、株式会社における株式に相当する。
- 3) Jリーートの投資口保有者のことを「投資主」といい、株式会社における株主に相当する。

## 参考文献

- 岩佐浩人（2011）「J-REITの合併効果検証とガバナンスの課題」『不動産投資レポート』2011年3月4日、ニッセイ基礎研究所。
- 澤田考士（2010）「10年目に入り、新たなステージを迎えたJ-REIT市場」『ARES』2010年9-10月号、不動産証券化協会。
- 鈴木陽祐・吉田あつし（2010）「J-REITにおけるリスク評価の合理性」『季刊住宅土地経済』No. 77、14-22頁。
- 投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム（2009）「リートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて——『投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム』とりまとめ」平成21年7月3日。
- 内藤伸浩・馬淵晋吾（2011）「J-REIT再編の実際——合併・スポンサー交代の代償と市場評価」東京大学公共政策大学院ディスカッションペーパー（GraSPP-DP-J11-001）

# 「縮小都市指標」に向けて

Michigan 州 Flint 市における人口減少と土地利用変化に関する分析

Hollander, Justin B. (2010) "Moving Toward a Shrinking Cities Metric: Analyzing Land Use Changes Associated with Depopulation in Flint, Michigan" *Cityscape: A Journal of Policy Development and Research*, Vol. 12, No.1, pp. 133-152.

## はじめに

近年、世界中の多くの都市は、過去に例を見ない規模で人口減少に直面している。過去50年で10%以上の人口減少が記録された人口10万人以上の都市は、世界で370にのぼる。とりわけ、アメリカ合衆国、カナダ、欧州、日本の都市は、この先数十年でさらに10%以上の減少が見込まれている。これを受けて研究者は、都市がいに「縮小」できるか、創造的かつ革新的な発想を模索している (Hollander and Popper 2007)。

では、その「縮小」とはどういうことだろうか。Popper and Popper (2002) は、「限りある人、建物、土地利用のための計画」と定義づけている。具体的な取り組みとしては、Detroit の廃ビルや碎けた舗装を敢えて残し文化的価値を見出そうと提案した Vergara (1999) の例がある。また、Detroit の都市構造は都市計画や規制ではなく、人の活動によって変化していると見出した Armborst et. al (2005) は、空いた土地を庭の拡大に活用し、住宅密度を抑制する手法を編み出した。

このように都市の「縮小」に対してさまざまなコミュニティ計画や都市計画が行なわれているが、その前に、人口が減少することでどのようにして物理的に地域が変化するか理解しておかなければならないと Hollander (2010) は主張する。研究者や専門家にとって最大の難点は、過去や将来の物理的変化を測る手法が確立されていないことである。現在、空き区画と空きビルを数える手法が使われているが、非常に人的労働力を必要とするため、時系列変化や長期的な分析が難しいのが課題である。例えば、Bowman and Pagano (2004) は、地方政府への質問紙調査を通して空き地問題の程度を網羅的に調査したが、それぞれの市においての基準が異なるため、

相互比較の信頼性が低かった。また、Ryznar and Wagner (2001) は、GIS を活用して人口減少の影響を研究したが、農地における変化しか測れなかった。

そこで、Hollander (2010) は10年センサス (Decennial Census) を使用する手法を提案している。このセンサスは、アメリカのすべての住宅を「空き」か「占有」に分類し、「占有住宅数」のデータを提供してくれる。地方政府によっては、自ら土地利用、住宅、空き地データを集めているところもあるが、そのような地域には、この占有住宅の指標は、チェックする役割を果たし、集めていない地域にとって、国のデータから得られるこの指標は貴重である。

Hollander (2010) は、人口減少に伴う都市における物理的変化を測る指標として、「占有住宅密度」(occupied-housing-unit density) の有用性を示す。このような分析は、減少する居住者と占有住宅に起因する課題に対応する政策立案に役立つと期待されている。

## 人口減少と地域の物理的変化

人口減少と言うと、その原因、すなわち自然災害、空洞化、郊外化、グローバル化、そして景気のサイクルから説明されることが多いが、Hollander (2010) は人口減少が及ぼす都市への物理的変化、そしてそれを測る指標として「占有住宅密度」の有用性を議論していく。

人口減少と地域の物理的変化の過去の研究として、Glaeser and Gyourko (2005) は、人口減少都市のほうが、住宅価格が低下するため、住宅の耐久性は地域の安定性に影響することを明らかにした。その他には、空きビルは犯罪を助長 (Wallace 1989)、低所得者ほど行き場がない (Surgrue 1996) ことが指摘されている。Keenan et.al. (1999) によると、住宅需要が一定の水準以下に落ちると、所有者もそ

の土地を見捨てるようになるという。それゆえ、人口減少地域では、占有住宅は、非占有住宅へと変化していき、占有住宅は、地域の物理的形態がどのように変化しているかを明確に映し出す、と Hollander (2010) は主張する。Hollander (2010) では、Michigan 州 Flint 市を対象地域とし、センサスデータ分析、地区の状況の観察およびインタビューによる定性的データによって本手法の有用性を実証する。

### Flint 市における占有住宅密度の活用事例

Flint 市は Detroit 市から北東へ約90キロにある、自動車を主産業とする街である。General Motors が創設され、20世紀前半は大きく成長したものの、1970年に入って自動車産業の衰退と並行してこの街も勢いを失っていった。その後、連邦政府、Michigan 州双方から、成長を促すよう数千万ドルに及ぶ開発投資や慈善家による中心市街地への多額の寄付を受けたが、衰退を食い止めるには至っていない。就業者数は1970年から2006年までに42%減少し、人口は半世紀で3分の2までになった。一方で、人種分布の変化も見られ、アフリカ系アメリカ人の割合は1980年から2006年までに42%から56%に増加した。

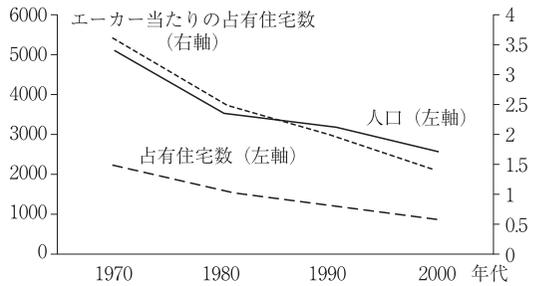
Hollander (2010) では、1970、1980、1990、2000年のセンサスデータを活用している。変数は、人口減少、占有住宅密度のほか、所得、貧困度、人種、年齢を使った。対象地域は、人口と占有住宅密度の減少が著しい Carriage Town, Grand Traverse, Max Brandon Park の3地区とした。

2008年の4月から8月にかけて、それぞれの地区において、長い間居住している住民2人、開発、都市計画に携わる人4人に対して、インタビューを行った。その他、2008年6月にそれぞれの地区の現在の土地利用、歴史的保存についての現地調査も実施した。

### Grand Traverse : オープンスペースとグループ住宅

図1からわかる通り、この2地区では過去30年あまりで人口、占有住宅が減少の一途を辿っている。

図1—Carriage Town と Grand Traverse の経年変化



1960年代に雇用削減が行なわれて以来、住宅需要は落ち込み、一家族が住む戸建住宅は、複数家族が住む二世帯住宅や賃貸住宅に変えられた。この取り組みは占有住宅密度の増加へ働くと考えられるが、実際は長続きしなかった。なぜなら、このような住宅は十分な補助や維持管理を家主から受けなかったため、火災や放火が相次いだためだ。火災によって焼けた住宅は取り壊され、住宅密度はさらに減ることとなったのだ。やがて、このような壊れた住宅は、地域の団体によって片づけられ、空き地に変えられるようになった。長らくこの地に住んでいる住民は、「土地所有者に空き地を売れるようになったので、彼らの家の横には広大な緑地があって、庭園やお庭に使われているよ」という。

図1に見られるように、1エーカー当たりの占有住宅密度3.6(郊外型)から1.4(農村型)に変化した。このような積極的な空き家・空き地の利用によって、地域の犯罪に対する不安感が和らぎ、住民によると犯罪の絶対数も顕著に減少した。

Grand Traverse において土地利用に影響を与えたもう一つの要因は、住宅からオフィスや集団施設への転換である。この地は、町、郡、連邦政府の裁判所から徒歩圏にあり、1960年代から70年代に多くの住宅が弁護士事務所に変えられた。それと同時に、社会福祉団体の働きかけによって、住宅を精神障害者用の施設に転換された。

これらのような取り組みは地域が「縮小」していることの表れであり、一定の効果を出している。それと同時に、「占有住宅密度」の減少が「縮小」という現実を如実に表しているともいえよう。

表1—地区におけるアフリカ系アメリカ人の占める割合の違い（単位：%）

	'70	'80	'90	'00
Carriage Town, Grand Traverse	11.4	18.4	41.5	49.0
Max Brandon Park	60.2	87.1	93.5	95.9

### Carriage Town：歴史保存の謎

Carriage Town 地区は、市指定の歴史的保存地区に含まれている。そのため、Grand Traverse 地区で行なわれたような、建物の取り壊しやそのために生じた空き地利用という取り組みはほとんど行なわれておらず、Grand Traverse 地区と比べて、遺棄された歴史建築物が数多くある。

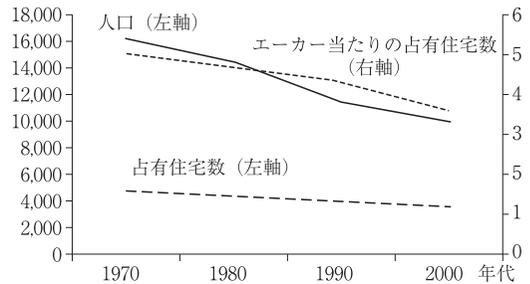
Grand Traverse 地区と同様、Carriage Town 地区も住宅は一家族が住む戸建住宅が主流であったが、二世帯住宅や賃貸住宅に変えられ、家主の管理不徹底のために火事が発生するなどした。歴史的住宅の取り壊しが制限されているにもかかわらず、図1に見られるように、Carriage Town 地区では人口と住宅の大幅な減少を経験している。ある住民によると、住宅の数はここ30年で半分まで減ったという。そしてそれに伴い、住宅供給も同じ期間で半分に減ったという。

Carriage Town 地区は郊外であるが、残された住民は十分な緑地のある住宅に住んでいる。建物が取り壊された後はその空き地を購入し、庭や駐車場にして、未利用にならないように心がけている。これは、地域の安全性を高めるのに役立っているという。

### Max Brandon Park：コミュニティ・参加の欠如

この地区は4つの点において上記2地区と異なる。(1)中心から徒歩圏にないこと。(2)人種が多様でないこと（アフリカ系アメリカ人が多数）（表1）。(3)活動的な地域の団体がなく。(4)人口が上記2地区の合計の2倍以上であること。1970年から2000年にかけて、占有住宅密度は27%減少し、人口

図2—Max Brandon Park の経年変化



は40%減少した。

Grand Traverse 地区と Carriage Town 地区と違い、Max Brandon Park 地区の住民の多くはアフリカ系アメリカ人で、住宅も賃貸が主となっている。住宅は取り壊されたが、その後の地域によって活用されることなく、遺棄物も残っている状態である。このように空き地が手入れされない状態であると、犯罪者の隠れ場所となったりゴミの溜まり場となったりしやすい。

Max Brandon Park 地区では、一家族が住む戸建住宅が空いた後でも、一家族用の賃貸を続けていたため、占有住宅密度は大きく減少しなかった。しかしながら、他の地区同様、火災の被害に遭うことは多かった。人口が減少し、占有住宅密度も減少していくなかで、建物の代替的利用としてドラッグストアがあるようだが、それ以外には適切なものは見つからないのが現状だ。

### 以上を踏まえての議論

Carriage Town 地区は、市や地区の団体が空きビルを自由に活用できないため、Grand Traverse 地区よりも犯罪のリスクが高いと言える。例えば、Grand Traverse 地区のある自治会長は、片手で数えられるほどの麻薬密売所しかないと言う。一方で、Carriage 地区では廃ビルが不法占有されていることは珍しくない。インタビューによると、Carriage Town 地区の歴史的価値を誇りに思う人も多いが、土地所有者にとっては自らの土地を再建できないなど、課題もある。

Grand Traverse 地区と Carriage Town 地区ではともに、地区が低密度になりながらも、地域の団体

や住民が空いた土地を利用することで街の印象を改善してきた。これらと Max Brandon Park 地区を比較すると、コミュニティの結びつきと住宅所有の度合いがこの、空き地の活用法に大きな役割を果たしていることがわかる。また、Grand Traverse 地区と Carriage Town 地区は農村型や郊外型の地区になりつつあり、1970年代から続いた占有住宅密度の減少の緩和が予想されるのに対し、Max Brandon Park 地区は、まだ人口、占有住宅密度がともに高く、今後さらに縮小が進むことが予想される。これら3地区の研究から、街の物理的変化は占有住宅密度と密接に関わることを明らかにした。すなわち、占有住宅密度の指標はそれぞれの地区の状態を反映していると言える。

## おわりに

Hollander (2010) は、人口減少社会において、占有住宅密度という指標の研究および都市計画への有用性を示した。

対象地区3カ所すべてにおいて変化は見られ、最も深刻だったのが Max Brandon Park 地区であった。このことから、占有住宅密度という指標は都市の物理的変化を説明することができるが、地域の生活の質 (Quality of life) はまた別の要因で決まることがわかる。

Hollander (2010) は、人口が一つの都市の3地区を対象としたため、占有住宅の減少がどのような利用に置き換えられるのか、一般的な答えを出すことはできない。今後の研究では、人口の減り方、占有密度の度合いの違いなどに注目し考察を深める必要がある。

コミュニティ計画、都市計画はこれまで成長や開発を目指して作られてきた。縮小を前提とする都市計画はまだ現れたばかりで、効果的な対策を模索している段階である。縮小都市において、コミュニティ計画は、信頼性のある経験的証拠に基づいて作られなければならない。

Hollander (2010) は、人口減少の土地利用への影響を調べるのに有効な「占有住宅密度」という指標を提案し、これは将来の縮小都市における都市計

画にも有効利用される可能性がある。Flint 市では最近まちの将来を話し合うパブリックミーティングが開かれた。もちろん、縮小するまちは一つのテーマとして挙げられた。連邦政府もしくは州からの支援の有無にかかわらず、Flint 市のように、人口減少に直面している都市は、この占有住宅密度という指標を、土地利用変化をチェックするのに使うことを強く勧める、と Hollander (2010) は結んでいる。

## 参考文献

- Amborst, Tobias, Daniel D'Oca, and Georgeen Theodore (2005) "However Unspectacular," In *Shrinking Cities*, Vol. 2, Interventions, edited by Philipp Oswalt. Ostfildern, Germany: Hatje Cantz.
- Bowman, Anne O'M., and Michael Pagano (2004) *Terra Incognita: Vacant Land and Urban Strategies*, Washington, DC: Georgetown University Press.
- Glaeser, Edward L., and Joseph Gyourko (2005) "Urban Decline and Durable Housing," *Journal of Political Economy*, Vol. 113(2), pp.345-375.
- Hollander, Justin B., and Frank Popper (2007) "Planning Practice and the Shrinking City: Reversing the Land Use Allocation Model," *Plan Canada*, Vol.47(2), pp.38-40.
- Keenan, Paul, Stuart Lowe, and Sheila Spencer (1999) "Housing Abandonment in Inner Cities: The Politics of Low Demand for Housing," *Housing Studies*, Vol. 14 (5), pp.703-716.
- Popper, Deborah E., and Frank J. Popper (2002) "Small can be Beautiful: Coming to Terms with Decline," *Planning*, Vol.68(7), pp. 20-23.
- Ryznar, Rhonda M., and Thomas W. Wagner (2001) "Using Remotely Sensed Imagery to Detect Urban Change: Viewing Detroit From Space," *Journal of the American Planning Association*, Vol. 67 (3), pp. 327-336.
- Sugrue, Thomas J. (1996) *The Origins of the Urban Crisis: Race and Inequality in Postwar Detroit*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Vergara, Camilo J (1999) *American Ruins*, New York: Monacelli Press.
- Wallace, Rodrick (1989) "Homelessness, Contagious Destruction of Housing and Municipal Service Cuts in New York City: I. Demographics of a Housing Deficit," *Environment and Planning, A* (21), pp. 1285-1603.

鈴木崇之  
米タフツ大学都市環境政策学科修士課程

### ●新刊レポートのご案内

#### 『住宅取得における資金需要実態の経済分析——生前贈与と住宅ローン選択の視点から』

「調査研究レポート」No.10304  
平成24年8月刊  
定価：1800円（税込）

多くの家計にとって、住宅は保有する最大の資産であり、住宅取得は家計のライフプランに大きな影響を与える。また家計を通じてマクロ経済にもその影響は波及し、関連産業が多岐にわたる住宅建設の経済効果は非常に大きく、しばしば住宅建設は景気刺激政策の目標とされる。

例えば、平成21年度税制改正では、所得税の住宅ローン減税が延長・拡大や、住宅取得等のための金銭贈与に係る贈与税の時限的軽減措置が実施されたほか、住宅金融支援機構の「優良住宅取得支援制度（フラット35S）」の金利の大幅な時限的引下げなど、さまざま

な住宅購入促進を図る政策が実行された。

このような景気対策の効果を検証するうえでは、家計の住宅取得行動の分析が重要である。本報告書は、財団法人住宅総合センターの平成22年度調査「住宅取得における資金需要実態の経済分析」プロジェクトの一環として行なわれた二つの研究を取りまとめたものである。

第1の研究が、「世代間移転と住宅取得行動の分析」である。本研究は、親世代からの贈与が家計の住宅需要に与える影響、および贈与の特例制度の変更が親の贈与および子の住宅取得行動に与える影響についての検証を目的としている。

家計が住宅を購入する際、住宅購入のための頭金貯蓄は、家計の貯蓄において大きな制約となっている。親世代からの贈与は、子世代にとって、こうした制約を緩和するために大きな役割を果たす。一方で、親世代から子世代への所

得移転を行なう動機はさまざまであり、親世代の動機によって、最適な贈与・相続税制は異なるため、親世代の動機を把握することは重要である。

第2の研究は、「家計の住宅ローン借入行動の分析」を取りまとめたものである。サブプライム危機以降、日米の住宅金融市場は大きく変化している。その変化の背景には、借手行動の変化がある。借手の住宅ローン選択によって、ローン需要額および返済額が変化するだけでなく、住宅購入タイミングさらには家計の消費全体も影響を受ける。本研究では、日本の借手行動の変化を住宅ローンの選択を中心に分析し、住宅ローン市場で拡大傾向にある変動金利が選択される要因の検証を通じて、今後の住宅金融政策への示唆を与えたい。

これらの研究成果によって明らかになった家計の住宅取得行動を通じて、政策策定の一助となれば幸いである。

### 編集後記

消費税率の引き上げがようやく決まった。2015年4月には10%まで上がるそうだが、日本の財政赤字を考えると無理もないと思う。むしろ、もっと早く再建の道筋をつけられたら、これほど大きな赤字にはならなかっただろう。

増税による住宅市場への影響を緩和するため、住宅ローン減税などの処置が検討されている。テレビでは早くも「駆け込み需要の影響か？」という特集が組まれていた。将来的に住宅購入を検討している身としては、どの程度還付されることになるのか気になるところだ。

消費税がかからない中古住宅購入へと需要をシフトする選択肢も考えられる。住宅ローンの金利が非常に低くなっていること考えると、さっさと購入するほうが賢明かもしれない。しかし、先立つものが心もとなく、増税が始まればいろいろなオプションがつくなどして実質的に値引きされる可能性があることを考えると、結局いつ買えば良いのか、悩みはつきない。

ところで、この膨大な財政支出はいったい何処に消えたのだろうか……。少なくとも、私の懐は全然潤っていないのだが。 (K・H)

### 編集委員

委員長——山崎福寿  
委員——浅田義久  
金本良嗣  
瀬古美喜

### 季刊 住宅土地経済

2012年秋季号（第86号）

2012年10月1日 発行

定価750円（内消費税35円）送料180円

年間購読料3,000円（税・送料共）

編集・発行—（財）日本住宅総合センター

東京都千代田区麹町4-2

麹町4丁目共同ビル10階

〒102-0083

電話：03-3264-5901

<http://www.hrf.or.jp>

編集協力——堀岡編集事務所

印刷——精文堂印刷(株)

本誌掲載記事の無断複写・転載を禁じます。