

【研究ノート 1】

定期借地権付住宅の普及促進のための需要者側の課題に対する調査

伊澤 透

はじめに

平成4年に創設された定期借地権制度は、厳しい経済社会状況の中で着実に普及し、平成10年の定期借地権付住宅の供給戸数は、住宅着工戸数が全体で16%の減少となる中で、5%の増加となっている。また、平成10年8月には、国税庁から定期借地権付住宅の底地評価について改正通達が出されたほか、同年11月の緊急経済対策において定期借地権に関する住宅金融公庫の融資制度の改正が行われるなど、定期借地権制度を支える制度的インフラも整備されつつある。

しかしながら、低価格で高品質の住宅を供給していくという定期借地権制度の精神を具現化していくためには、定期借地権付住宅の供給実績を更に積み上げ、社会的認知の向上と供給体制の充実をなお一層図っていく必要がある。

このため、平成10年度においては、「定期借地権活用住宅研究会」（委員長：稲本洋之助東京大学名誉教授）の下に、新たに「金融小委員会」（小委員長：林道三郎（株）不動産経営研究所所長）を設け、第1に、需要者側にとって取得時の課題となっている権利金・保証金に対する融資制度の充実を図るため、定期借地権の価格評価及び権利金・保証金に関する新たなスキームについて検討を行うとともに、第2に、定期借地権普及促進のための一手段としての不動産証券化の手法と問題点について検討を行った。本稿では、その概要を紹介することとする。

なお、本調査において金融小委員会小委員長としてご活躍された林道三郎氏は、去る10月13日にご逝去された。誠に痛恨の極みである。同氏から当研究所に対しご生前に賜ったご指導に対し、ここに改めてお礼を申し上げますとともに、心からご冥福をお祈り申し上げます次第である。

1. 定期借地権付き住宅の価格評価

現状においては、定期借地権付き住宅（及び保証金・権利金）ローンに対する取り組み姿勢は、金融機関によって異なっている。このことの背景の1つには、定期借地権付き住宅の担保評価手法が未だ整備されていないことがあると考えられるため、本調査においては、定期借地権に対する融資を実行する際に必要不可欠となる担保評価方式、実行上の課題等を検討した。

(1) 評価方式の検討

不動産鑑定評価理論に基づいて考えると、定期借地権の担保評価にはいくつかの手法があり得るが、本調査においては、収益還元法による担保評価を中心に検討した。

その理由は、第1に、例えば取引事例比較法は、評価に不可欠となる中古定期借地権付き住宅の取引事例がなく、その他の手法*も理論的・実務的に採用することが困難なこと、第2に、収益価格は買い手側の主張する価格であり、比較的保守的な数値を示すことから、物的担保の安全性を測定する担保評価に適した手法であることによる。

* 収益還元法、取引事例比較法のほかに定期借地権付き住宅の評価方法として検討対象となったものは、原価法、差額賃料還元法、借地割合から求める方法、更地価格から底地価格を控除して求める方法である。

(2) 収益価格

一定の期間が経過すると契約が終了する定期借地権付き住宅の収益価格は、最近注目されているDCF(*Discounted Cash Flow*)法によって求めることができる。

DCF法は、不動産が将来生み出すキャッシュフロー（[家賃収入-支出]と[処分価値]）を予測し、それを現在価値に割り引くことによって収益価格を計算するものである。

また、本件では定期借地権を建物から切り離して評価するのではなく、定期借地権と建物が一体として生み出した家賃から収益価格を求める方針をとった。

(3) ケーススタディ

首都圏（東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県）で近年分譲された定期借地権付き戸建て住宅事例（一般定期借地権）を30事例収集し、これらを貸し家にした場合のキャッシュフローを見積もって収益価格を検討した。得られた結果は次のとおりである。

① 実際の新築分譲総額（建物価額+保証金等）に対する、それを貸家にした場合の家賃に基づく収益価格の比率（[収益価格]÷[新築分譲総額]）を見ると、48%から116%まで分布する。当然のことながら、この比率が高ければ担保評価も高まる。

② 上記で70%以上を示す事例が2/3（21事例）あり、100%以上も6事例（東

京都3事例、神奈川県3事例)ある。また、地域別に見ると、家賃水準の低い千葉県・埼玉県の都心遠隔地の事例においては分譲総額に対する収益価格水準が低く、東京都・神奈川県の事例においてはそれが高くなっている。これは、新築分譲総額を構成する要素のうち、保証金額は賃料水準に連動するものの、建物価額は下方硬直性があることによる。

③時間経過に伴う担保価値は、新築時から30年程度経過しても初期の収益価格を下回ることはない(インフレ率・家賃とも2%/年の上昇のケース)。

④収集した事例は、1事例を除いてすべてが保証金方式(①)であった。地主の受け取る実質地代を一定にして権利金方式+敷金方式(②)、敷金方式(③)にした場合、収益価格は①→②→③の順に低下するが、収益価格/分譲総額は①→②→③の順に上昇する。

以上から、定期借地権付き住宅(住宅以外でも同じ)のローン設定に当たって、DCF法による収益価格は実効性のある結果を得ることができた。すなわち、分譲価額ではなく収益価格の一定割合(例えば80%)を融資するならば、その担保価値は30年程度にわたって融資残高を下回ることなく、また、そのキャッシュフローに対する投資家も現れ、市場での担保物件処分も可能となる。

また、分譲総額に対する住宅ローンの割合を高めるためには設定一時金を低下させることが有効である。

2. 権利金・保証金に関する新たなスキームの検討

(1) 権利金・保証金に関する現状分析

権利金は返還する必要のない一時金であり、保証金は契約期限到来時に返還される一時金であるが、特に戸建て住宅の定期借地権契約では、主として税制上の要因により保証金の授受を行うことが半ば慣行化している。

保証金は、多くの場合個人と個人の間で長期にわたって預けられるものであるため、定期借地権住宅購入者、デベロッパーから、その返還に対する不安の訴えや問題点の指摘がなされている。

他方、金融機関の権利金・保証金融資の実態を見ると、一部の都銀、地銀が積極的であるほかは、定期借地権の権利金・保証金融資に対して実績が少ないか、全くないという状態である。また、保証金融資に当たって、(抵当権付)保証金返還請求権に担保設定するケースが多いが、この方法では借地人に債務不履行が発生した場合の処理など、法的な問題点が指摘される。

住宅金融公庫においても、これまで保証金に対する融資実績がなかったが、平成10年

度に制度改正が行われた。その内容は、①現行の適用融資種別は公社分譲住宅、優良分譲住宅及び公社賃貸住宅となっているが、個人建設住宅を加える（ただし、個人建設住宅にあつては、公的事業主体が造成した土地に係る定期借地権付き住宅を建設する場合に限る。）、②現行の保証金融資の対象は、公社分譲住宅及び優良分譲住宅にあつては、一戸建ての住宅に限っているが、この限定を撤廃する、③現行の保証金融資は底地に公庫の抵当権設定が必要だが、土地所有者の協力が得られないため、これを定期借地権設定登記と定期借地権への公庫の質権設定に変更する、というものである。

これがきっかけとなって、今後、保証金融資が円滑に行われ、定期借地権付き住宅の普及が進むことが期待される。

(2) 保証金に関する新たなスキームの検討

返還を要する金銭である保証金に関しては、上に述べたように、現状のスキームは法的に不安定であり、また、このことは、定期借地権付き住宅需要者にとっても、事実、不安要素となっている。そこで、本調査においては、需要者側の立場に立って定期借地権を普及促進することを目的として、保証金授受に関する改善スキームを次のとおり3案提示した。

①保証金全額を借地人が信託するスキーム

保証金を土地所有者に渡さずに、借地人が信託銀行等に信託する。信託財産の受益権を元本受益権と収益受益権に分け、元本受益権は借地人に、収益受益権は土地所有者に渡す。

これによって、土地所有者は保証金元本には全く触れることができず、土地造成費等は別途借入によって行うことになるが、第三者である信託銀行等が入ることによって、借地人側は保証金の返還を確実なものにすることができる。

②保証金全額を土地所有者が信託するスキーム

保証金を一度土地所有者が受け取るが、全額を信託する方式。土地所有者が委託者兼受益者となるが、借地人は信託受益権に質権を設定し、特約によってあらかじめ定められた条件が発生した場合に、信託銀行は土地所有者か借地権者に信託財産を渡すことにする。

③保証金の一部を土地所有者が信託するスキーム

土地所有者は、借地人から受け取った保証金の一部を信託し、信託銀行等は信託財産を複利で運用して（土地所有者は信託財産の収益を受け取らない。）、期限到来時における借地人への保証金返還原資とする。

土地所有者は、信託された部分以外の保証金を造成費に充当することなどができる。

(3) 保証金に関する今後の方向

保証金信託方式は、土地所有者にとって現状よりもメリットが減少する方式であり、直ちに採用できる方法ではないかもしれない。ただし、今後は、需要者に対して保証金授受に関する危険性を告知するとともに、既存の保証金預託方式や上記スキームを含むいくつかの商品（スキーム）を提示して、その選択の幅を増加させることが求められよう。

3. 定期借地権を活用した不動産証券化の手法と問題点

平成10年9月に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（通称SPC法）が施行され、現在、この法律に基づいた賃貸マンションや商業施設等の不動産証券化事業がいくつか着手されている。定期借地権についても、このSPC法をはじめとする不動産証券化手法を用いることによって、その普及の促進が図られるのではないかとの期待がある。

本調査においては、定期借地権付き建物の証券化に関する可能性や問題点を整理し、基本的な知見を得ることを目的として、検討を行った。

(1) 定期借地権の証券化パターン

定期借地権に関する証券化には種々のケースが想定される。定期借地権のタイプ（一般定期借地権、建物譲渡特約付き借地権、事業用借地権）はどれか、証券化の対象となる資産は定期借地権付き建物なのかその底地なのか、定期借地権の付いた建物の用途は何か、導管体に移す資産は不動産そのものか信託受益権か等々である。

本調査においては、定期借地権の3タイプ毎に、想定される用途やケースと証券化の手続、問題点を整理した。さらに、底地の証券化についても同様の検討を行った。詳細については、報告書の記述に譲ることとし、ここでは、一般定期借地権を活用して証券化を図る場合に念頭におくべき問題点について、紹介することとする。

① 計画期間と優先出資証券

A. 定期借地権に対応した優先出資証券

定期借地権の契約期間に対応して50年間の営業を行うSPCを作り、50年間一本の優先出資証券を発行することについては、50年という超長期の投資を行う主体の存在が現段階では想像しにくいことから、困難が予想される。ただし、後述するように、50年後に更地返還して処分価値がゼロとなる一般定期借地権であっても、その物件の収益性が十分な余裕を持つ場合には、減価償却費と利益の一部をSPCに留保させることにより、特定社債、優先出資ともに全額返還が可能になることから、市場開拓を今後の検討課題とすべきであろう。ただし、現状では50年間持ち切りの証券投資は考えにくく、期間途中で売却できるように流通市場を整備することが不可欠と考えられる。

B. 段階的証券発行

そこで、50年間にわたって同一SPCを使い回し、資産流動化計画は優先出資証券の発行の都度作るなどにより、期間を短くした優先出資証券を何段階かに分けて発行する方式を想定すると、50年間の一般定期借地権である限り、期限到来が近づくにしがって優先出資証券を販売する条件が悪化していく場合もあり得ることを念頭に置かなければならない。

C. 処分型

定期借地権付き建物を定期借地契約期間の途中で売却する場合には、少なくとも現時点では定期借地権付き建物自体が市場で売却できるかどうかのリスクがあるといわざるを得ず、この点に関して説得力のある説明ができるかどうかは優先出資証券に対する投資が受けられるかどうかの鍵となる。

② 特定社債

A. 定期借地期間に対応した特定社債

50年という超長期の債券を発行することも理論的には考えられるが、これを購入する主体の存在は疑わしい。投資家が見つかったとしても、50年間の債券のリスクを補完する手段を考えなければ実際の投資には結びつかないものと想像される。

B. リファイナンス

一方、5年以上の債券等の投資商品は、市場での取引の反応が悪いために、定期借地権の証券化に当たっては、3～5年程度の期間の特定社債券を何回か発行する方法が最も考えやすい。ただし、このようにリファイナンスしていく場合には、市場金利の変動に伴い、リファイナンスの度に調達額が上下するというリスクがあることに注意しなければならない。

③ 信用補完

極めて優良な物件を証券化する場合でも、投資家からは信用補完を求められることが多い。これに対して、定期借地権の場合、これまで事故発生の実績がないことや処分価格の予測も現時点においては困難であるといった事情があることから、信用補完に伴うコストについて検討が必要となる。

④ グロス金額

多数の最終投資家に証券を販売する証券会社等の引き受け業者を介して証券化を行うケースでは、これらの業者は、引受額に対する従量制の手数料によって業務を行うため、証券の総額が数十億円から100億円を超える金額でなければ取り扱わないといわれている。したがって、こうした方法をとる場合には、証券に対して支払われる配当、利払いで年間数億円以上の大型物件か、いくつかの物件をまとめて同程度の規模にしたものでなければならないことになる。

⑤ 保証金の問題

借地人から土地所有者に預託されている保証金は、定期借地権の証券化には阻害要因となる。保証金返還にまつわるリスクが発行する証券のリスクを拡大させ、投資家への販売を困難にするからである。

今後、定期借地権を活用した不動産の証券化に当たっては、保証金方式ではなく、権利金方式をとることが前提となるだろう。

⑥ 定期所有権

さらに、定期借地権に伴うリスクを軽減する方法としては、地代一括前払い・地上権方式の定期所有権を活用する方法がある。権利金の形態で地代を一括前払いにすれば、定期借地権付き建物を証券化するに当たって地代上昇リスクを除去することができる上に、賃借権という債権に比較して、地上権は物権であって安定性を有することに対して投資家サイドの安心感が高まるであろう。

(2) ケーススタディ

デベロッパーが一般定期借地権付き賃貸マンションを開発し、入居を確定してからSPCに不動産を譲渡して証券化する（特定社債と優先出資を募る。）ケースを取り上げた。想定した事例についての詳細な分析は報告書に譲ることとするが、当該分析から一般的に指摘できる点を次に述べることとする。

①一般定期借地権付き不動産の証券化（持ち切り型）

証券化の期間（資産流動化計画の期間）を一般定期借地権の契約期間である50年に対応させる場合を想定して検討した。

A. 元本返還の可能性

50年後に更地返還して処分価値がゼロとなる一般定期借地権で、投資家に元本が返還できるか否かについて見てみると、その物件の収益性が十分な余裕を持つ場合には、減価償却費と利益の一部をSPCに留保させることにより、特定社債、優先出資ともに全額返還が可能になる。

B. 投資家の存在

現状においては5年を超える証券に対しては投資家の反応が悪いため、50年という超長期投資の市場開拓は今後の課題となろう。ただし、現状においては50年間持ち切りの証券投資は考えにくく、期間途中で売却できるように流通市場を整備することが不可欠と考えられる。しかしながら、SPC法では投資家保護のために投資家や資産の組み替えを強く制限しており、流通性が付与されにくいことから、この点に関する今後のSPC法改正または不動産投資ファンド等との連動スキーム整備が待たれるところである。

②一般定期借地権付き不動産の証券化（10年後処分想定）

例えば10年後に一般定期借地権付きマンションを市場で処分し、SPCを清算するケースを想定した場合、以下の点が指摘される。

A. 特定社債権の借り換えリスク

市場に対応して5年間の特定社債を2回募集する場合、2回目の募集時に金利水準が高くなっていけば所期の資金を調達できなくなる可能性がある。ただし、これは物件の収益力（賃料と処分価格）に依存し、少なくとも本調査において取り上げた事例の場合は処分価格の高低による影響が多大である。

B. 処分価格水準

一般定期借地権付き賃貸マンションが10年後にいくらで売れるかは取引事例がないために実証的な推定はできない。理論的には、残る40年間のキャッシュフローの現在価値で処分可能と考えられるが、果たしてそうなるのか不明であり、現段階ではこの点も定期借地権付き物件の大きなリスクである。ただし、仮に理論値で処分できるとするならば、初期投資額が少ないために（土地代が含まれていない。）、極めて良好な投資パフォーマンスを示す。

C. 所有権付きの場合との比較

定期借地権付き不動産の方が初期投資が少ないために余裕を持った商品設計が可能となり、定期借地契約期間途上で処分する場合には、所有権付きより大きなキャピタルゲインを得られる可能性すらある。

また、一般定期借地権の持ち切りの場合などには、土地価格変動リスクから自由でありながらインフレヘッジできることなどの長所が指摘されよう。

さらに、正当な利益を得て定期借地権付き賃貸物件が開発できるようになることから、デベロッパーの積極的な参入が見込まれ、定期借地権の新たな活用法として広がりを見せることが期待される。

(3) 定期借地権付き不動産証券化の可能性

本調査においては、定期借地権の証券化に関する基礎的な検討を行ったものであり、市場の反応（投資家の意向）についてはその検証を行っていない。その意味では、個別事業の具体化に結びつくかどうかは今後の進展を待たなければならないが、その方向感や可能性という点では、次のことを指摘することができよう。

①都心居住の推進

不動産証券化に当たっては、一定以上の賃料水準の立地条件が必要である。したがって、定期借地権付きマンションが証券化によって供給されるとするならば、都心部がこれに該当し、その結果、都心居住問題の解決に寄与することが期待される。

②公共用地等の有効活用

都心部の公共用地や企業の所有する大規模土地等が定期借地権証券化によって有効活用される可能性がある。

③優良な都市開発の推進

証券化のスキームを取ることによって、これまでメリットが少なかったデベロッパーが定期借地権事業に参入可能となり、住宅のみならず商業・業務系施設の開発を進め、優良な都市開発の推進に貢献することが期待される。

[いざわ とおる]

[(財) 土地総合研究所 研究部次長]