



不動産ファイナンス入門 目次

その1	コーポレートファイナンスとアセットファイナンス	P2
その2	借入比率と金利の関係	P8
その3	ローンの法的位置づけ	P15
その4	元本返済方式	P19
その5	金利の決定要因	P25
その6	ローンと担保（物的担保）	P32
その7	ローンと担保（人的担保）	P40
その8	不動産証券化とアセットファイナンス	P45
その9	不動産ノンリコースローン	P48
その10	不動産経営とノンリコースローン	P53

はじめに

不動産と金融（ファイナンス）は表裏一体の関係にあるにも関わらず、不動産業界で取り扱うのは「モノ」中心となり、「カネ」の流れのうち、重要であるはずのローンの部分についての知識を習得する機会がなかなかないというのが現状かと思っています。私は運よくもこれまでのキャリアで、不動産ファイナンスのうち、コーポレートローン、ノンリコースローン、エクイティブファイナンスの業務を経験することができました。

一方で、不動産業界（デベ）に転身した後は、皆さんモノの知識は圧倒的にあるのですが、ファイナンスの知識が乏しい人が多かった印象があります。不動産は投資金額が大きいという特性から、全て自己資金（フルエクイティ）で購入することはむしろ稀であり、必ずといって何らかの資金調達が必要となります。

ましてや、J-REIT、私募リート、私募ファンドなどの集団投資スキームの裾野が拡張されている現代においては、ファイナンスの知識なしに不動産業界を渡り歩いていくにはますます困難になっています。

一方で、書店に「不動産ファイナンス」本を探し求めると、入門編でもかなり専門的知識がなければ理解できないなど、入門者にとっては入り口自体でもハードルが高いという印象があります。

そこで、不動産ファイナンスの入門編として、これらの入門本を読むための事前知識を提供するということで本レジュメを作成いたしました。

もちろん、レジュメだけ読めば、実務の入り口に立てるところまでを書いていくつもりですのでご安心ください。

読んでほしい人は次のような方々です。

- ・不動産業界に入社したが、ファイナンスを取り扱う業務に従事したことがない。
- ・いきなりアセットマネジメント会社への出向が決まったが、ファイナンスの知識がない。
- ・今後、ファイナンスの知識を生かして、不動産業界で活躍したい。

著者

株式会社インターアセット
代表取締役 長井 稔

その1 コーポレートファイナンスとアセットファイナンス

不動産ファイナンスは、コーポレートファイナンスとアセットファイナンスの2つに大きく分類できます。

その分類の前に、不動産ファイナンスにおける主要なプレイヤーを見ていきましょう。

不動産ファイナンスにおける主要プレイヤー

不動産ファイナンスには多くの関連プレイヤーが携わることになります。

主たる関連プレイヤーには、債権者、債務者、エクイティ投資家の3つに分類することができます。

債権者

貸付人、レンダーとも言います。ずばり銀行などの金融機関となりますね。世間一般に言えば、「カネ貸業」ということになります。

このカネ貸業には、銀行法に基づく免許を受けて営業する銀行や信用金庫などの金融機関と貸金業法に基づくリース会社や不動産ファイナンス専門のノンバンクに分かれます。一般に銀行のローンの金利は安く、ノンバンクの金利は高い傾向があります。

債務者

借入人、ボロワーとも言います。通常のコーポレートファイナンスでは、不動産購入者その当人となります。ただし、後述するアセットファイナンスでは形式上異なることになります。

エクイティ投資家

エクイティとは自己資金のことです。通常のコーポレートファイナンスは、上記の債務者と一致しますが、アセットファイナンスの場合は形式上一致しません。

上記の主要関連プレイヤーのうち、債務者とエクイティ投資家は通常一致しますね。

住宅購入であろうが、個人の不動産投資であろうが、自己資金を準備して、ローンを借り入れて不動産を購入するというのが一般的です。（個人の住宅購入も広義では不動産投資です。）

不動産会社などの事業会社が不動産を購入する場合も同じ構造となります。

一方で、後述するアセットファイナンスの場合は、債務者とエクイティ投資家一致しないことがむしろ多くなります。

コーポレートファイナンスとアセットファイナンス

不動産に関連するローンには、住宅ローン、不動産投資ローン、事業会社に対する融資、プロジェクト融資など様々な形態がありますが、不動産ファイナンスを大きく分けると、次のコーポレートファイナンスとアセットファイナンスの2つに分かれます。

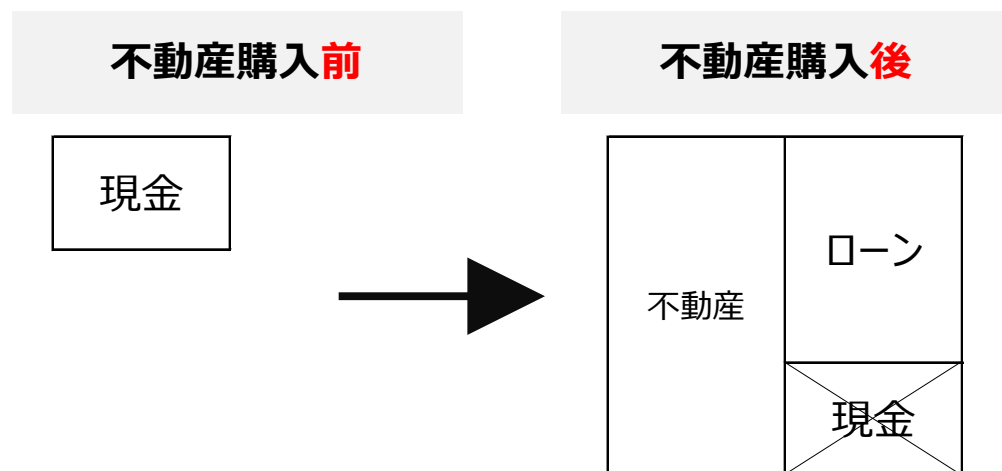
コーポレートファイナンスの特徴

コーポレートファイナンスとは、借入人と自己資金（エクイティ）を出して不動産を購入する投資家が一致するファイナンス方式を言います。

そういう意味では、住宅ローンの借り手は個人であり、会社（コーポレート）ではないですが、広義の意味では、コーポレートローンの一種になります。

簿記を勉強された方は理解できるでしょうが、コーポレートファイナンスにおいては、企業のバランスシート上の借方（資産勘定）に不動産が、貸方（負債勘定）に長期借入金（ローン）が計上されることになります。

不動産売買の前後でバランスシートを比較すると次のようになります。



手持ちの現金と金融機関から借り入れたローンの合計額が不動産の売り主に手渡されて、事後のバランスシート上には、資産としての不動産と負債としてのローンが残るという構造になりますね。

コーポレートファイナンスはリコースローン

何を言っているんだ？という感じだと思いますが、重要な論点なので我慢して見てください。

ここでいう「リコース」とは、「遡求する」という意味で使われます。

何を遡求するのかというと次のような考え方になります。

コーポレートローンでは、借入人、つまり債務者はその名の通り「会社（又は個人）」となります。

その会社は、不動産以外に多くの資産や債務を有しているのが一般的ですね。

ここで、債務者が不動産ローンの支払いに支障をきたした場合を考えてみましょう。

不動産ファイナンスでは一般的に債権者がその不動産に抵当権などの担保権を設定し、債務者が支払い不能に陥った時は、この担保に供されている不動産を売却することによって債権回収を図ります。

このとき、担保不動産の売却金額よりローン残高が多いとき、その差額が借金として残るとするのはイメージが付くと思います。

これを「**残債（ざんさい）**」といいます。

この残債が生じた場合における処理方法の違いがリコースローンとノンリコースローンの違いとなります。

リコースローン	債務者は残債返済の義務有り
ノンリコースローン	債務者（及び投資家）は残債返済の義務無し※

※ただし、ノンリコースローンでは、実質的に投資家に遡求していく疑似ノンリコースと呼ばれるものもあり。

住宅ローンもリコースローンなので、任意売却によって、担保不動産（つまり自宅）を売却した場合において、残債が残る場合はその残債について返済義務が残ることになります。

このようにコーポレートローン（リコースローン）は、債務者自身が破綻するまでは、追いかけてくるというローンとなります。

アセットファイナンスの特徴

アセットファイナンスとは、資産から生じるキャッシュフローのみを返済原資とするファイナンスです。

不動産で言えば、不動産からの生じる賃料や売上などの収益から所有に関わるコストを控除したものがネットのキャッシュフローとなりますが、このネットキャッシュフローが返済原資（※）になります。

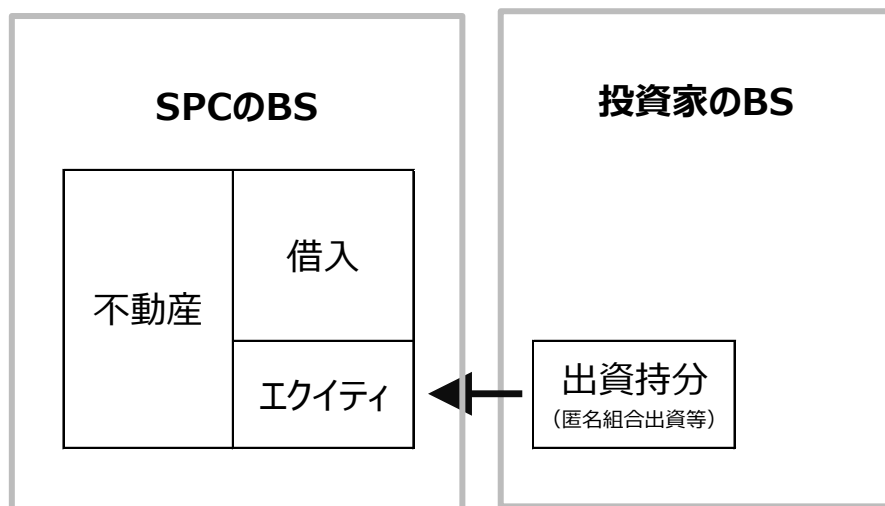
※実際には、ローンとその他債権（例；管理会社への管理料の支払い）の優先順位についても実際は細かくローン契約書にて設定されます。

アセットファイナンスでは、コーポレートファイナンスと異なり、一般的に債務者と投資家が異なることになります。

投資家のお財布と投資ビークル（SPC 等）のお財布が分別して管理されるというのがアセットファイナンスの特徴です。

アセットファイナンスの場合、新規に設立される SPC が不動産を所有し、その SPC に対して投資家は出資持分を有するという形式を取ります。

アセットファイナンス SPCのBSと投資家BS



ここで、SPC を補足しておきます。

SPC は、Special Purpose Company の略であり日本語では、「特別目的会社」と訳されている不動産保有のための会社です。具体的には合同会社や SPC 法上の特定目的会社（TMK）などが該当します。

これについては、別途「不動産投資スキーム」にて詳しく説明しますので、今は、「特別に作られた会社」程度の理解で十分です。

※実際は、信託スキームなどを考えた場合においては、信託銀行が形式的な不動産所有者となり、SPC は信託銀行から発行された信託受益権を保有することになるケースが殆どですが、上記図では、議論を単純化するために不動産を直接 SPC が保有するスキームを前提としています。

アセットファイナンスはノンリコースローン

勘のいい方は、もうお分かりかと思いますが、アセットファイナンスはノンリコースローンとなります。

ノンリコースローンとは、「リコース（遡求）しないローン」と言う意味です。

上記の債務者である SPC が不動産ローンの支払いに支障をきたした場合において、担保不動産を売却したとして、残債が残ったとしても、SPC に対して出資持分を有するエクイティ投資家には、遡求していかないということになります。

つまり、エクイティ投資家は、不動産の運用が上手くいかなくとも、実際に出資した持分以上の損害を被ることがないということになります。

と言う意味で、投資家から見れば**不動産投資が「有限責任」となるという利点**があります。

一方で、銀行などの債権者からすれば、リコースローンでは債務者に残債を追いかけていけるのに対して、ノンリコースローンでは、残債を追いかけていけないことになるので、不動産キャッシュフローの管理がより厳格になされます。

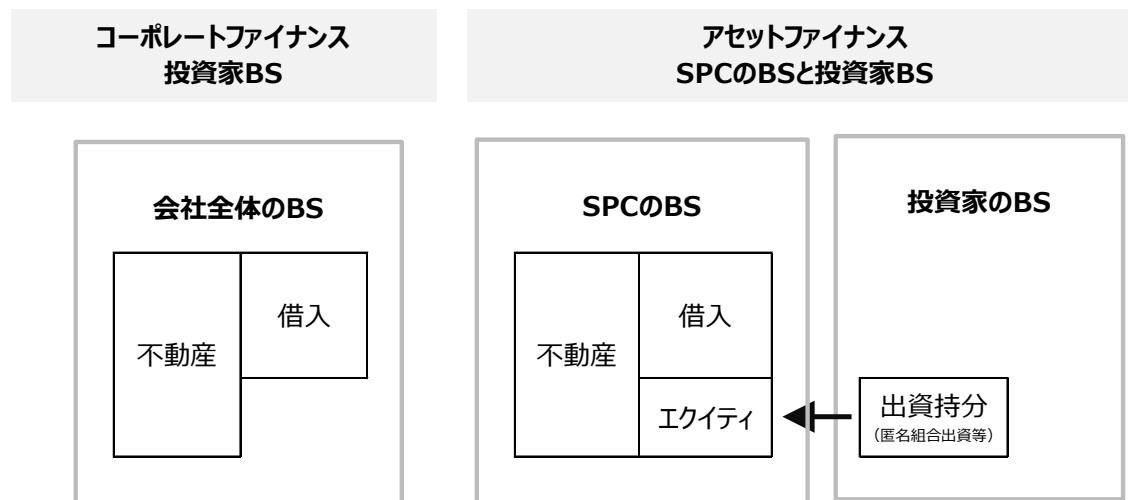
ちなみに、このアセットファイナンスやノンリコースローンは、証券化先進国アメリカから輸入された考え方です。従って、アセットファイナンスの用語には英語が非常に多いです。

まとめ

以上をまとめると次のようになります。

	コーポレートファイナンス	アセットファイナンス
別名	リコースローン	ノンリコースローン
投資家の責任	無限責任	有限責任
責任財産への遡求	担保権実行後において残債ある場合 ⇒ 債務者に 遡求できる 。	担保権実行後において残債ある場合 ⇒ エクイティ投資家に 遡求できない 。
具体例	住宅ローン 不動産投資ローン（個人、事業者とも） 投資法人（REIT）へのローン	私募ファンドにおけるノンリコースローン

不動産保有形態の比較図



その2 借入比率と金利の関係

今回からは、ローンの基礎的な知識を原点に戻りながら一つ一つ見てみることにします。

不動産担保ローンの特徴

細かい論点に入っていく前に、このコラム全体は「不動産担保ローン」を前提に話を進めていくことについて補足してきます。

ローン一般では、債務者による返済能力が大事になりますね。

例えば、消費者金融を見れば、年収の高い人は返済能力高い、年収の低い人は返済能力が低いというのは直観的に理解できると思います。

消費者ローンというのは、一般的に「無担保ローン」となります。

保証人を入れるケースも多いでしょうが、これは人的保証（人的担保）であり、物的担保を提供することは稀なケースでしょう。

宅建などで民法を学んだ方は、担保には「人的担保」と「物的担保」があることを聞いたことがあると思います。

人的担保は一般に保証人を立てる保証、物的担保は不動産などの資産に担保設定（具体的には抵当権、根抵当権等）を行うことを指します。

消費者ローンのような無担保ローンとの比較で言えば、不動産ファイナンスの特徴として不動産自体を担保に入れる「不動産担保ローン」となることが一般的です。

一つ注意が必要なのは、コーポレートファイナンスでもアセットファイナンスでも不動産事業に関わるローンは一般的に「不動産担保ローン」となることです。

大手不動産会社が無担保のコーポレートローンにて金融機関から融資を受けるケースもありますが、原則として、個々の不動産を買って不動産開発、不動産投資を行う場合においては、殆どが不動産担保ローンとなります。

一方で、アセットファイナンスの場合はほぼ 100%が不動産担保ローンとなります。

以上の前提を元に次の各論に入っていきたいと思います。

不動産担保ローンの構成要素

不動産担保ローンの構成要素は、大きく次の 3 つになります。

LTV（担保掛目）、借入期間、金利

後々に解説する「返済方式」を併せると更に細分化され複雑になりますが、ここでは、議論を単純化するために、この 3 つの構成要素の相関関係を見ていきたいと思います。

ローンの貸し手である金融機関などの債権者（レンダー）の立場から見ると、ローンの元本と金利（併せて「元利金」：がんりきん）がきちんと期日ごとに返済されるかということが重要になります。

債権者である金融機関から見たリスクを表にしてみると次のような相関関係が成り立ちます。

LTV	高い	低い
借入期間	長い	短い
	↓	↓
金利	高い	低い

今回は、このうち、借入金割合と金利の相関関係について詳しく見てみることにします。

※借入期間と金利の関係については、別途「その 4 元本返済と金利返済」にて詳細を解説します。

LTV（担保掛目）

LTVとは、Loan to Value の略で日本語では、「担保掛目（たんぽかけめ）」と呼ばれています。英語の直訳の通り、「価格に対するローン割合」という意味となります。

不動産担保ローンについてみると、債務者が最終的にローン返済に支障を来したとき、つまり債務不履行が発生して、デフォルトに陥った時に、債権者（銀行）は、担保となる不動産を売却により処分して未返済の元利金や遅延損害金を回収することになります。

従って、**不動産の評価(時価)に対する担保の割合が極めて重要な要素**となります。

この不動産の評価は「金融機関の査定する不動産の価値」となり、債務者側、つまり不動産購入者が認識する不動産価格と異なることとなります。

しかしながら、借り手（不動産購入者）から見れば、当初ローンの不動産の購入金額に対するローンの割合が重要となるのは当然でしょう。

例えば、以下のような事例を見てみましょう。

- ・不動産投資の購入金額は 1,000 万円
 - ・銀行の担保査定とローン条件については、次の通りとします。
- A 銀行では、担保査定額 1,200 万円、LTV80% つまり融資実行額は 960 万円
B 銀行では、担保査定額 900 万円、LTV70%、つまり融資実行額は、630 万円

上記の例ですと、A 銀行から借りた場合は、LTV は 96%、B 銀行から借りた場合は 63%となりますね。

このように投資家サイドから見れば、LTV はどこの金融機関から借り入れるかによって変わってきます。

そして、ややこしいのが、期中の元金返済、不動産価格(時価又は簿価)の変動により、その時々 LTV も変動していきます。

ということで単に LTV と言っても借入当初の LTV なのか、現時点での時価ベースでの LTV なのか、現時点での簿価ベースでの LTV なのかをきちんと分別して会話しないと意味がないということになります。

ちなみに、LTV が 100%となるローンをフルローン、LTV が 100%を超えるローンをオーバーローンと呼ばれています。

※不動産の価格算定手法については、別途かなり詳細に書きます。ここでは単に不動産の価格と見ていただいて OK です。

金利

ここでは、ローンの構成要素の一つである金利について、原点に戻ってさっと確認してみましょう。

※金利の具体的な決定方法と元金と金利の関係等の細かい論点については、別途「その4 元本返済と金利返済」にて解説します。

金利の特徴を整理すると次のようになります。

特性1：年利で表される。

金利は年〇%というのが常識ですが、日利(日歩)や月利なども表記方法としてあります。一般的に不動産担保ローンでは年利で表されます。

あと、金融界においては、1%を 100bp(ベースポイント)と細かく刻んで表現することもあります。例えば、50bp は 0.5%のことになります。

ちなみに不動産ファンド業界では、不動産の利回りも〇〇ベースと読んだりしますね。

特性2：固定金利と変動金利がある。

ローン返済の全期間又は一定期間において金利が固定しない金利設定方式であり、変動金利は、返済期間中、金利の見直しが行われる金利設定方式です。

一般的に、銀行は市中から変動金利を調達して、これに固定 SWAP をかけて金利を固定化することになります。この仕組みは厄介なのでここでは深入りしません。

特性3：消費税がかからない

ローンの元金はもちろんですが、金利にも消費税はかかりません。時々、不動産業界の方で、土地取引に消費税がかからず、建物に消費税がかかるということを連想して金利に消費税がかかると誤解している人がいますが、金利は事業貸付の場合においても消費税はかかりません。ただし、貸出に際しての事務手数料には消費税がかかります。

特性4：損金算入ができる

ローンの元金返済は、損金算入できませんが、各期の支払い金利は損金算入が可能です。

この意味から、不動産のキャッシュフローは税引き後において、税務上・会計上の損益と一致しない現象が起こります。つまり、会計上で言えば、元金返済は貸借対照表(BS)の動きですが、金利は損益計算書(PL)の動きになります。ただし、住宅ローンは損金算入できません。その代わりに住宅ローン控除と言う制度があります。

特性5：上限金利がある

金利には、利息制限法により上限金利が定められています。従前は利息制限法を超え出資法の金利を超えない金利

が「グレーゾーン金利」として社会問題になっていましたが、今は利息制限法を超える金利は無効となっています。執筆現時点における利息制限法の上限金利は 15%（100 万円以上）となっています。

不動産担保ローンは、一般的に消費者ローンより低いことから上限金利が意識される局面は少ないでしょう。

その他、細かい論点としては、ローンの支払いを遅延した場合の遅延損害金についても 20% の上限規制があります。

借入比率（担保掛目）と金利の関係

冒頭で述べた通り、理論的に言えば、借入比率と金利には次のような関係が成り立ちます。

借入比率（LTV）が高い（自己資金が少ない）⇒ 金利が高くなる傾向

借入比率（LTV）が低い（自己資金が多い）⇒ 金利が低くなる傾向

これは銀行から見たリスクを考えてみると当然のことになります。

金融機関から見た場合、LTV が高いということは、債務者からのローン支払いが滞った際において、担保となる不動産の売却価値が回収リスクに直結するため、LTV が高いということは、未回収リスクを背負うことになるからです。

先ほどの A 銀行と B 銀行の事例で見ると、一目瞭然です。

再掲すると

A 銀行では、担保査定額 1,200 万円、LTV80% つまり融資実行額は 960 万円

B 銀行では、担保査定額 900 万円、LTV70%、つまり融資実行額は、630 万円

※ここでの前提条件は、融資実行後の元金返済無し、金利の未回収、遅延損害金無しとの前提で議論しています。

債務者が債務不履行に陥り、銀行は不動産を売却した資金でローンの残債を回収するという局面を見ていきましょう。

上記の例で売却価格が 1,000 万円の場合は、A 銀行も B 銀行も全額回収して安心ということになりますね。

ここで売却金額が 700 万円だったとすると、B 銀行は全額回収できますが、A 銀行は不動産の売却資金との差額 260 万円が未回収となります。

この場合、260 万円の未回収債権は、無担保債権になって債務者に徴求が可能です。不動産担保ローンの元利金すら支払えない債務者がこの 260 万円をキチンと支払ってくれるかは不透明となります。

しかも債務者が破産すると、無担保債権は一般債権として微々たる金額しか回収できない可能性が高いです。

このように LTV が高いということは金融機関側からみればリスクが高いということになります。

金利というのは、リスクの高低の裏返しであります。

LTV が高いということは金利が高くなるというのが直観的に理解いただけたかと思います。

LTV が高いことを LTV が深いといい、LTV が低いことを LTV が浅いという表現も使われます。

つまり LTV が深い⇒金利高い、LTV が浅い⇒金利が低いという関係が成り立つことになります。

ただし、住宅ローンのような画一的な商品では、借入比率の高低によって金利を変動させない場合が多いです。住宅ローンについて見ると、金利を債務者ごとに管理するのが事務コストやシステムコストが嵩んでしまうことから、LTV の高低に関わらず、一律で金利が設定されるということになっています。

実際の金融実務では「エイヤ！」で決まることのほうがむしろ多いかもしれません。

証券化ファイナンスにおける金利構造

この LTV と金利の関係は、証券化ファイナンスにおけるローン債権の証券化の構造を見ると意外にスッと理解できます。

証券化ファイナンスにおいては、CMBS や RMBS などのようにローンを更に証券化して投資家に販売することが行われます。

この CMBS ではムーディーズや S&P などの格付機関から格付けを取得して、各リスクが異なるトランシェ（Tranche）に応じて機関投資家などに販売していきます。

トランシェは具体的に、最上位の AAA（トリプルエー）から順に BBB など順番にリスクを横割りにする各部分を指し、このトランシェに応じた CMBS を投資家に販売していきます。

AAA は最優先で元利金の償還を受け、順番に配当されていくという構造となるため、不動産担保の価値によって、回収不能リスクが異なってくることになります。

イメージとしては、次のような形で LTV と利払いの相関関係を発生させます。

CMBSの各トランシェのLTVと利払いのイメージ 金利単位:bp

格付	一般的名称	LTV	金利	各利払	累積利払
AAA	シニア	40%	50	20	20
AA		50%	100	10	30
A		60%	150	15	45
BBB	メザニン	70%	200	20	65
BB		80%	300	30	95
B	投資不適格	90%	500	50	145
CCC		-	-	-	-

このようなリスクを分解する作業をトランチング(Tranching)と言います。

例えば、AAA の債権者は不動産価値の LTV40%までの優先弁済権を持ち、最も安全ですが、金利は 50bp(0.5%、以下同)となり、安全だが面白くない商品となります。

次のトランシェの AA は LTV が 50%となり、AAA より少し深めのリスクを背負う代わりに、金利は 100bp(1.0%)となり、リスクは比較的高いが金利はやや高めなので面白い商品ということになります。

このようにリスクに応じて格付けの高い債権から順々に元金を配当していくということが証券化市場では行われます。

不動産ファイナンス市場は、このような細分化された証券化マーケットの裏返しという関係になります。

※実際の CMBS の格付けは、LTV だけでなく DSCR などの指標により更に細かく検討されます。

証券化ファイナンスについて勉強したい方は、「ムーディーズ CMBS」「S&P CMBS」などでググってみてください。

かなりマニアックな不動産証券化ファイナンスが勉強できます。

その3 ローンの法的位置づけ

これまでは、ローンの支払いについての経済的条件について解説してきました。

今回は、一歩立ち止まって、ローンとは法律上どのような位置づけにあるのかを見てみることにします。

ローンとは金銭消費貸借

ローンは、消費者ローン、自動車ローン、住宅ローンなど、事業ローンなど生活、事業のあらゆる面で活用されていますね。

このローン契約の正式名称は「金銭消費貸借契約」といいます。

俗に「金消（きんしょう）契約」と言われます。

細かく言うと、「金銭を消費貸借する契約」であり、民法には「消費貸借」の規定があります。

第587条 消費貸借

消費貸借は、当事者の一方が種類、品質及び数量の同じ物をもって返還をすることを約して相手方から金銭その他の物を受け取ることによって、その効力を生ずる。

「おカネに色は付いていない」ということを聞いたことがあるでしょう。

例えば、Aさんが銀行からお金を借りると、そのお金を使いますよね。

そして、Aさんは銀行に同じ種類、数量のもののおカネを返済することを約束します。

ここでは、**当時借りたお金を「消費」してしまうという意味において、ローン契約は民法上「消費貸借」に位置付けられます。**

金銭債務の特質

ローンは正に金銭債務であり、民法では、金銭債務については次のような特例を設けています。

履行不能という概念がない

金銭債務については、民法でいう「履行不能」と言う概念がないと宅建などの民法学習者は記憶にあるかと思います。

モノはこの世の中から無くなりませんが、おカネはこの世の中からは無くなりません。

従って、「手元にカネがないので債務が履行できない」というのは、民法でいう「履行不能」でなく、単に「おカネを支払うことができない」という意味で常に「履行遅滞」になります。

債務者が履行遅滞に陥り、債務者に帰責事由があると債務不履行となります。

債務者の帰責事由は問わない

民法上、債務不履行の場合においては要件として「債務者の帰責事由」が必要とされるのが原則です。

しかし、金銭債務においては、債務者に帰責事由がなくとも、債務不履行になるという特則が設けられています。

民法 419 条 3 項では「不可抗力をもって抗弁することができない」と規定されています。

つまり、モノと違って、カネは「電車が止まったので支払いできない」などの言い逃れができないということになります。

期限の利益とは

そもそも債務者から見れば、ローンとは「元金を後払いする経済的メリット」と言えます。

例えば、不動産をフルローンで購入後において、1 年後に全額支払えと言われても支払えないように、通常は元金の返済を繰り延べしていく約定が金消契約で設定されます。

このローン返済を、一括返済でなく繰延して返済していいという返済期限について債務者は「利益」を享受していると言えます。

このローン返済を一括して返済しなくていいことは、法律上「期限の利益」と呼ばれています。

しかし、この「期限の利益」は、債務者がきちんと契約通りの期日のローンを支払ってくれば享受できるという条件付きの利益です。

つまり、ローン返済が滞ると期限の利益を失い一括返済を迫られます。

当然、高額に残債を返済することができない場合においては、担保となる不動産を売却することによって借入金を返済する必要に迫られることになります。

これを「**期限の利益の喪失**」と言います。

金消契約には、期限の利益の喪失事由が事細かに記載されることになります。

次のような条項ですね。

第〇条（期限の利益の喪失）

乙について次の各号の事由が一つでも生じた場合には、乙は甲から通知催告等がなくても甲に対する一切の債務について当然期限の利益を失い、直ちに債務を弁済しなければならない。

- （１）甲の請求にも関わらず乙が債務の一部でも履行を遅滞したとき
- （２）支払いの停止または破産、民事再生手続開始、会社更生手続開始もしくは特別清算開始の申立があったとき
- （３）手形交換所の取引停止処分を受けたとき
- （４）仮差押、差押または滞納処分を受けたとき
- （５）監督官庁より営業許可取消し、停止その他行政処分を受けたとき
- （６）乙が担保に供している不動産を滅失させ、損傷させ、又は減少させたとき
- （７）乙が担保を供する義務を負う場合において、これを供しないとき
- （８）前各号のほか甲に債権保全を必要とする相当の事由が生じたとき

期限の利益の放棄

以上の期限の利益は、ローンの借入人（債務者）に認められた権利なので、この権利を債務者側から放棄することも可能です。

これを「**期限の利益の放棄**」といいます。

よく住宅ローンなどで「繰り上げ返済」を行いますね。

繰り上げ返済とは、返済期限が先であるにも関わらず、あえて先払いするという債務者側の意思表示と言えます。

つまり、繰り上げ返済とは、債務者が「期限の利益を放棄する」行為なのです。

銀行側も契約事務や資金運用上の理由から、繰り上げ返済に対しては通常条件を設定します。

例えば、繰り上げ返済ができる時期又は額、繰り上げ返済手数料などを事前に金消契約で取り決めておくのが一般的です。

ノンリコースローンの金消契約の特徴

「不動産ファイナンス入門その1【コーポレートファイナンスとアセットファイナンス】」にて、アセットファイナンスの代表例がノンリコースローンであることを解説いたしました。

ノンリコースローンの定義は以下の通りです。

日本語訳としては「非遡及型融資」。伝統的な企業融資（コーポレートローン）に対比される概念。ローンがデフォルトした際に債権者(レンダー)は、担保対象となる資産（不動産）からのみ資金回収ができる特約が付いたローン。不動産証券化にスキームにおけるアセット・ファイナンスで提供されるローンの殆どはこのノンリコースローンとなる。

以上の定義のように、ノンリコースローンもコーポレートローンと同じく、金銭消費貸借契約となりますが、特約にて責任財産を不動産とその不動産から生じるキャッシュフローに限定するという趣旨の「責任財産限定特約」を付すという違いがあります。

ここでいう責任財産の定義は次の通りです。

債権者は、債務者が金銭債務の履行をしない場合、勝訴判決などの債務名義（強制執行の根拠となる文書）を得た上、債務者の財産に対して強制執行をして、債権回収をすることができる。この債務者の財産を責任財産という。

不動産ノンリコースローンの契約では、この責任財産が不動産に特定されるという特約を金消契約に付し、債務者のその他の財産に対しては、強制執行ができない旨を約定することになります。

このようにノンリコースローンの契約書では、責任財産が不動産に限定され、他の資産に遡求できないというリスクを債権者側が負うことから、一般の金消契約より不動産キャッシュフローを細かく債権者が監督し、支払いルールを詳細に設定することになります。

従って、ノンリコースローンの契約は一般の金消契約より膨大な量の条項設定が行われ、ページ数も半端ないほど多くなります。

その4 元本返済方式

今回は、ローンの元金支払い方式について説明します。

事業用の不動産担保ローンでも住宅ローンでも、基本構造は全く同じです。

まず、基本的知識として、ローン返済期間中においては、各期日に元金返済部分と金利返済部分の2つに分かれ、この合計額が元利金（がんりきん）の支払いとなります。

元利金の返済公式

期中の各期日の支払い（元利金支払い）

= 元金返済部分 + 金利返済部分

当たり前のことですが、次の元本返済方式の違いにより各期の元利金の支払い額が異なってくるので、大変重要です。

そして、金利は、前期の期末残高、つまり計算期間中の元本残高に対して付加されることになります。

やや細かい話となりますが、住宅ローンなどの月次返済方式だと、年利を12分の1にして、各月ごとに元本と金利計算がなされることになります。

以下では、議論を単純化して年払い想定で各返済方式を見てみましょう。

元本返済方式

元本返済方式の代表的なものとしては、次のようなものがあります。

元利均等返済方式（がんりきんとう）

元金均等返済方式（がんきんきんとう）

期日一括返済方式（きじついつかつ）

元金据置返済方式（がんきんすえおき）

全ての前提条件として以下の設例で返済額がどのように変わるかをビジュアルで示していきます。議論を単純化させるため設定は極めてシンプルにしてみます。

当初借入額 1,000 万円

借入期間 25 年

年利 5%

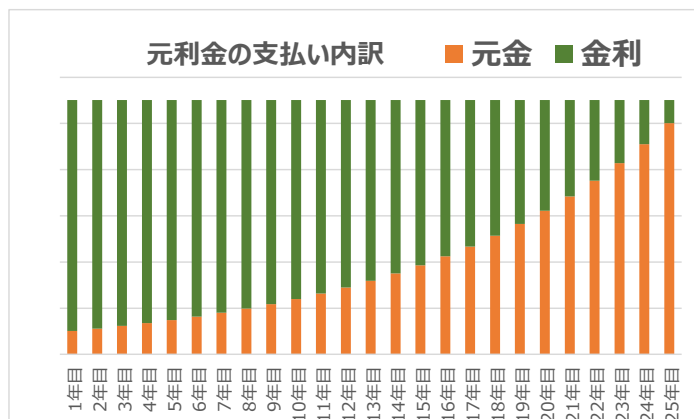
元利金は年末払い

元利均等返済方式

各期の元利金が均等になる返済方式です。

住宅ローンなどで採用される返済方式であり、毎期の返済額が均等になります。

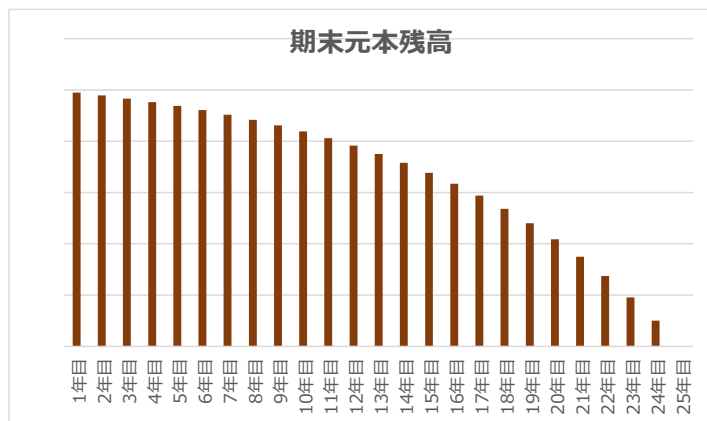
【元利均等返済方式による各期の支払い】



元利均等返済方式による各期の返済の特徴

- ・元利金の支払いが一定
- ・当初の支払いは金利が多く、元金が少ない。
- ・期間の経過により元金の返済が進み、金利が少なく、元金返済部分が多くなっていく。

【元利均等返済方式による元本残高の推移】



元利均等返済方式による元本残高の推移の特徴

- ・返済当初の元金の元本残高の減少は少ない。
- ・期間の経過により元本残高の返済が加速していく。

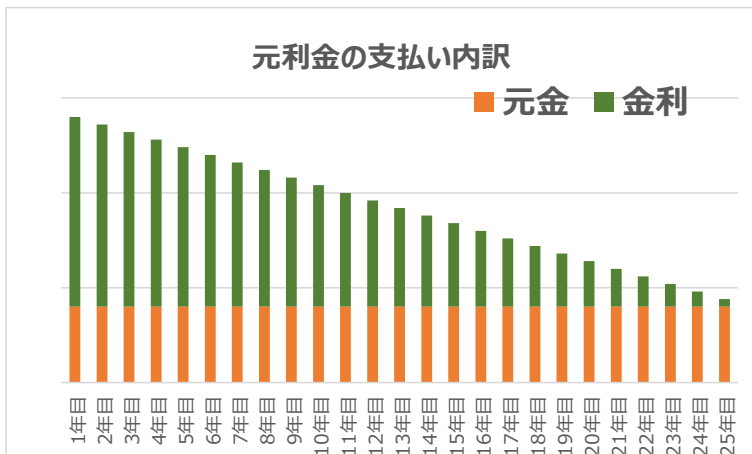
EXCEL では、PPT 及び PPMT 関数によって自分でも計算することができます。

元金均等返済方式

各期の元金が均等になる返済方式です。

事業ローンなどで採用される返済方式であり、毎期の元金が均等になりますが、金利分を考慮すると元利金の返済が当初に重い返済方式となります。

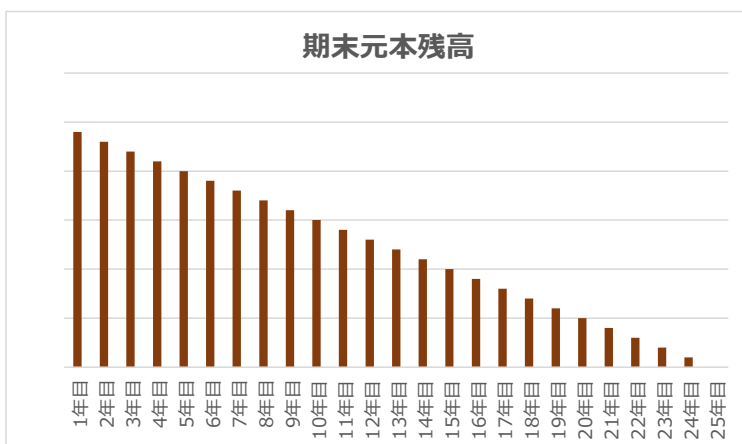
【元金均等返済方式による各期の支払い】



元金均等返済方式による各期の返済の特徴

- ・元金の支払いは支払期間中一定であるが、元利金の支払いは一定でない。
- ・期間の経過により元金の返済が進み、金利が低減していくことから元利金の返済も逡減していく。

【元金均等返済方式による元本残高の推移】



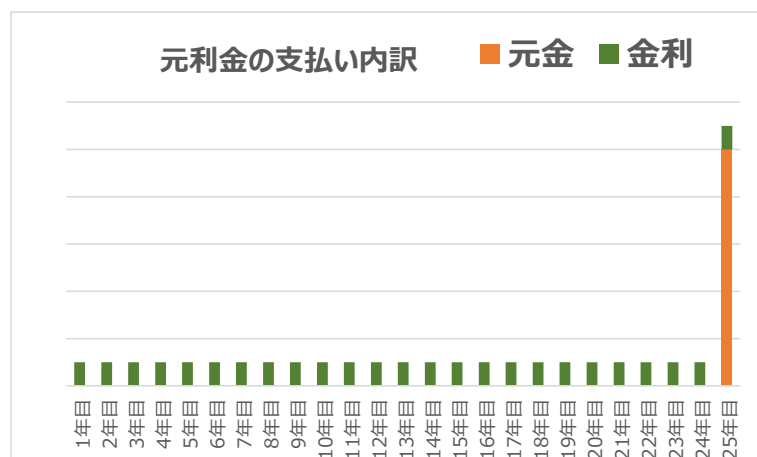
元金均等返済方式による元本残高の推移の特徴

- ・返済期間中、元金の支払いが一定のため、元金の減少も一定となる。
- ・ローンの最終期日まで直線的に元金残高が減少していく。

期日一括返済方式

ローン期間中は元金の返済がなく、最終期に一括返済する返済方式です。別名、バルーン返済、テールヘビー返済と呼ばれています。事業ローンなどで多く採用される返済方式ですが、比較的短期のローンの返済に多い傾向があります。

【期日一括返済方式による各期の支払い】

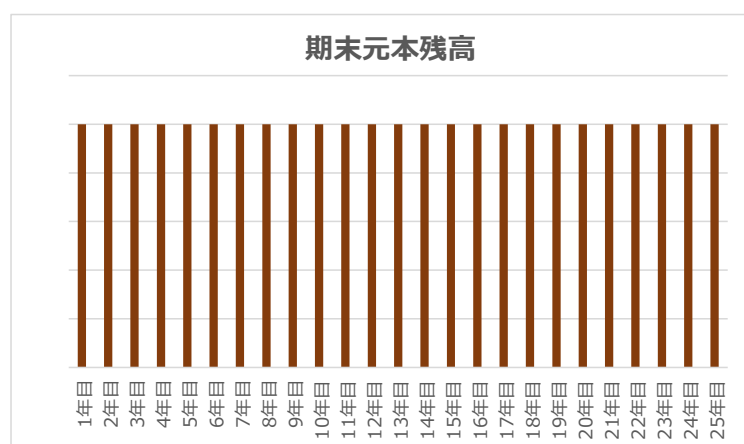


期日一括返済方式による各期の返済の特徴

- ・ローン期間中の返済は金利のみとなるため、他の返済方式より期中の支払額は少なくなる
- ・元本の返済は、ローン期間の最終期に一括してされるので、返済額が最終期に突出する。

※期日一括返済方式の場合、更にローン期間を延長したり、一括返済と同時に新規借入れを行ういわゆるリファイナンスが行われることが多い。

【期日一括返済方式による元本残高の推移】



期日一括返済方式による元本残高の推移の特徴

- ・返済期間中、元金の支払いがないため、元金も当然ない。
- ・元本残高が期間中全く減らないため他の返済方式と比較して最もリスクの高い返済方式である。

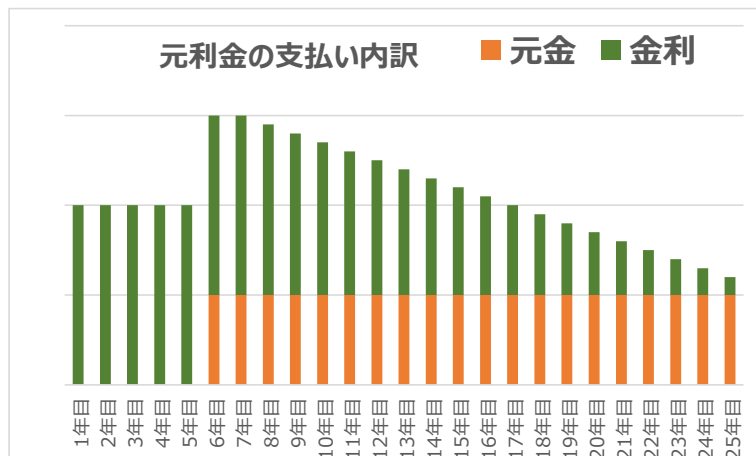
元本据置返済方式

上記の均等返済方式と一括返済方式を組み合わせた返済方式。ローン開始から一定期間中は元本返済を行う必要がないが、一定期間の経過により元本返済を開始させる方式。

借入当初の元利金の返済が抑えられることから、スタートアップなどの事業融資などで利用されるケースもあります。

ただし、据置期間終了後の返済が一気に大きくなることから、リスクは比較的高い返済方式と言えます。

【元本据置返済方式による各期の支払い】

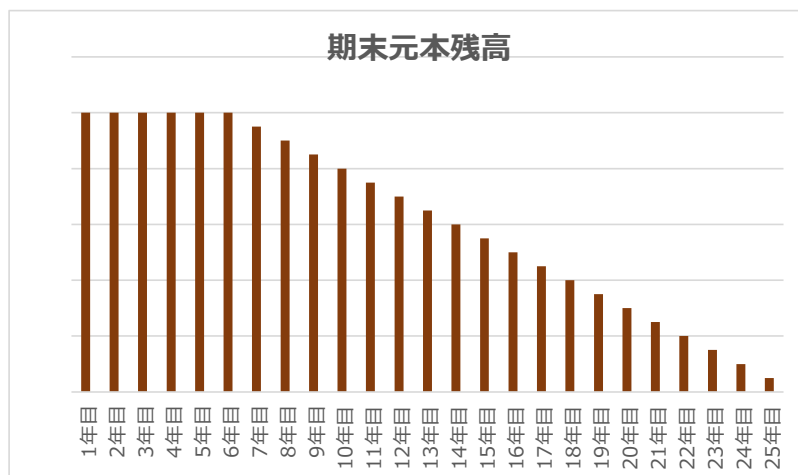


元本据置返済方式による各期の返済の特徴

- ・据置期間中（上記例では当初5年間）の返済は金利のみとなる。
- ・据置期間満了直後は、元本の返済が始まるため、元利金の支払い額が急増する。
- ・その後は、元金均等（又は元利均等）返済方式と同じ。

※ただし、据置期間満了後の支払いはローン期間が一定であれば、他の返済方式より大きくなる。

【元本据置返済方式による元本残高の推移】



元本据置返済方式による元本残高の推移の特徴

- ・返済開始から据置期間中においては、元本残高は減少しない。
- ・据置期間満了後において、元金が減少していく。

※なお上記の試算では据置期間満了後の返済を元金均等返済方式としているが、この部分を元利均等返済方式とすることも当然可能である。

各返済方式のまとめ

以上の各返済方式の特徴を整理すると、次のようになります。

返済方式	期中の元利金返済	元金返済スピード
元利均等	期中は一定	当初少ないが後に逡増
元金均等	当初多い	一定して減少
期日一括	金利負担のみ	期中返済無し
元本据置	当初少ない	当初返済なし、据置以降減少

元本の返済方式には上記の通りいろいろあります。

上記では金利が一定（固定金利）と言う前提で議論を進めましたが、これが変動金利になると金利負担分が変動することになり、より返済額の計算が複雑になります。

次回は、各種金利の設定方式を見てみることにします。

その5 金利の決定要因

不動産ファイナンス入門その2 【借入比率と金利の関係】にて金利の特性について説明してみました。

金利には、消費税が掛からない、損金算入できるなどの特性を説明いたしました。

今回は、金利の設定方式について、不動産ファイナンスの実務の基礎知識を眺めてみることにします。

金利の決定要因

市場金利は、金融経済環境の様々な要因によって決定されます。

一口で金利といっても、担保か無担保か、債務者の信用リスク、期間などの様々な要因によって異なります。

ここで金融機関が個々のローンを貸し出す際における金利の決定要因を整理してみましょう。

結論から言えば、ローン全般としての一般的な傾向としては次の通りとなります。

金利の高低についての傾向

金利の高低	低くなる傾向		高くなる傾向
債務者の信用力	高い	⇔	低い
担保の有無	有担保	⇔	無担保
LTVとの関係	低い	⇔	高い
貸出期間	短い	⇔	長い
金利変動	変動金利	⇔	固定金利
期中返済額	少ない	⇔	多い

それでは一つ一つ見ていきましょう。

債務者の信用力

消費者ローンを考えると債務者の収入が少ない、安定しない場合や、債務者が多重債務者であるなどの場合、つまり債務者の信用力が低い場合においては、金利が高くなるのは直観的に理解できますね。

多重債務者の場合は、ヤミ金などから借りるしかなく、トイチ（10日で1割）などの話は聞いたことがあると思います。

これを不動産に関して言えば、収入の安定度は対象となる不動産の性質によっても違ってきます。

例えば、住宅の賃料は安定していますが、店舗やホテルの収益は安定しないことから、アセットファイナンスにおいては、事業色の強い不動産に対するローンのほうが一般的に高くなる傾向があります。

担保の有無

金融機関からすれば、債務者が債務不履行に陥った場合において、担保を処分して債権回収を図れるか否かは重要です。

従って、有担保となる不動産担保ローンの金利は一般的に低く、消費者ローンのような無担保ローンの金利は一般的に金利が高くなる傾向があります。

また、担保には、抵当権のような物的担保以外に、人的担保と言われる保証もあることから保証人の有無によっても金利の高低が変わってきます。

LTV（担保掛目）との関係

LTVと金利の関係は、不動産ファイナンス入門その2【借入比率と金利の関係】にて説明した通り、LTVが高くなると金利が高くなるということを再確認しておきます。

貸出期間との関係

貸出期間が長くなるということは、金融機関からすれば、将来の未知の事象をリスクとして受け入れるということになります。

1年後のことですら予想できないのに、30年後のことは全く予想不能ですね。

このようにローンの貸出期間が長くなるということは金利が高くなる要因となります。

不動産にしても、通常、建物が長期間において減価したり、周辺環境の変化から過疎化になってしまうリスクなどは長期の方があり得るというのは直観的に理解できると思います。

金利変動

金融機関は預金者や金融市場からマネーを調達して、それを貸出するという金融仲介機能を有すると言えます。

これは金利を安く仕入れて高く貸し出すことによる「利ザヤ」を取る行為こそが、正に金融機関の収益となります。

この調達に関して金融マーケットでは、短期金利（変動金利）＜長期金利(固定金利)の関係が成り立っています。

詳しい金利決定構造は、後に長短マーケットにて解説します。

期中返済額

住宅ローンなどでは、年間の返済額が年収の 30%前後までと言われるようにローンの期中における元利金の支払額が高いということは、支払い不能リスクを抱え込むことになり、金利を高める要因となります。

特にアセットファイナンスにおいては、期中の不動産 CF に対するローンの元利金支払額の割合（DSCR）が低い場合においては、リスクが高いと認識され金利が高く設定される可能性があります。

※実際は、DSCR が低いにも関わらず、金利を高めると更に DSCR を悪化させることになるので、通常はローン実行金額の減少、エクイティの追加拠出で対応するケースのほうが多い。

過去の金利変動

超長期；基準貸付利率の推移

ここで、超長期の金利がどのように推移してきたかをビジュアルで確認してみましょう。

次のグラフは日本銀行が公表している基準貸付利率（旧公定歩合）の推移です。



現在は、金利の自由化により日銀が公表している基準貸付利率が意識されるケースはむしろレアケースだと思いますが、長期トレンドを見るには有用です。

1980 年代の前半、つまりバブル経済の最終期には、基準貸付利率（公定歩合）が 9%の時代があったのです。その後のバブル崩壊により一気に引き下げられることになりました。

その後 IT バブルの影響により一時期は持ち直しましたが、その後はずるずると下がり、足元においては 0.3%の水準まで引きさがっている状況が続いています。

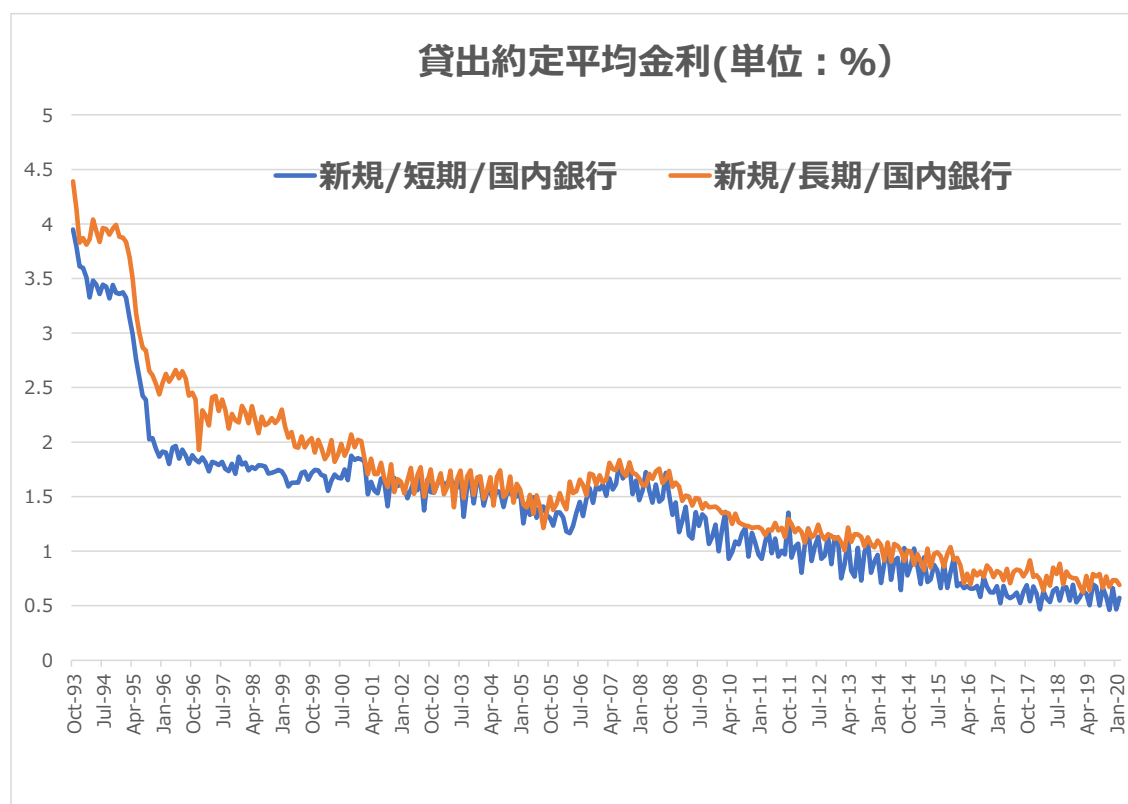
（現在、基準貸付金利は、短期市場の上限値として認識されている。）

長期：貸出約定平均金利の推移

貸出約定平均金利とは、日本銀行が国内の金融機関の貸出金利の約定分を集計したものです。

次の表は、1993 年 10 月から 2020 年 2 月までの短期貸出、長期貸出についての月次データをプロットしたものととなります。

※「短期」の貸出金利は、約定時の貸出期間が 1 年未満、「長期」の貸出金利は、貸出期間 1 年以上。



バブル崩壊後は一貫して貸出金利が低下しており、2020 年 2 月 1 日現在においては、短期の新規貸出平均レート

は、0.57%、長期の新規貸出レートは0.69%まで低下してきています。

以上の図からも分かるように、長期貸出金利が短期貸出金利よりやや高めになっていることが見て取れます。

変動金利と固定金利

不動産担保ローンは、通常、数年又は数十年に及ぶ長期ローンとなることから、ここでは長期ローンを前提として話を進めます。

金利商品には、変動金利、（完全）固定金利の2種類があり、この2つを組み合わせたハイブリッド商品があるという原則をまず押さえてください。

変動金利とは、一定の期日において定期的に金利が見直される商品

固定金利とは、返済期間中、金利が見直されない商品。

住宅ローンで、変動金利型、固定金利型（〇年）という商品を目にしますね。

住宅ローンの商品特性を説明すると分かりやすいので変動金利は毎年、年2回金利を見直す商品である一方で、固定金利型（〇年）というのは、実際は完全固定金利でないことに注意が必要です。

固定金利型（5年）と言う商品は、当初5年間は約定金利となりますが、5年後においては、5年後における変動金利又は固定金利型商品を再選択しなければならない商品となります。

そう意味において、固定金利型（〇年）と言う商品は、ローン期間全体において金利が固定化される商品でないため、変動金利と完全固定金利型のハイブリッド商品というほうが正しい認識です。

例えば、固定金利型（1年）と言う商品は実質的な意味において変動金利商品となります。

住宅ローン以外の事業用不動産担保ローンにおいては、金利は個別の交渉により銀行と借り手の相対で設定される傾向が強いです。

金融機関からみた金利

金利には変動金利と固定金利があることを上記で説明しました。

金融機関は、金融市場で資金を調達してこれを貸し出します。この金融機関が金融市場で調資金調達する際の金利相当分を調達コストと言います。

金融機関は、この調達コストに収益相当分の利ザヤを加算し、更に、貸し倒れリスクや事務コストが加算して、貸出金利を決定します。

これを俗に「出来上がり金利」と呼んでいます。

出来上がり金利

金融機関の調達金利 + 利ザヤ + 貸し倒れリスク + 事務コスト

通常、金融機関は、事務コスト相当分や貸し倒れリスクを分解して表示せず、以下のベンチマークとなる金利にレートをプラスマイナスして借入人に提示することになります。

金融機関側から見た貸出金利のベンチマークとしては次のものがよく利用されます。

LIBOR と TIBOR

金利決定でよく用いられるのが、以下の LIBOR と TIBOR です。

LIBOR（ライボー）

「London Interbank Offered Rate」の略称であり、ロンドン市場での銀行間取引金利のこと

TIBOR（タイボー）

「Tokyo Interbank Offered Rate」の略称であり、東京市場での銀行間取引金利のこと

LIBOR も TIBOR も円ベースや外貨ベース、期間 3 か月、6 か月、12 か月などがあります。

例えば、ローン契約においては、「6 か月 TIBOR+50bp」と約定されると、当該期間中における支払い金利は、6 か月 TIBOR が 12bp とすると、出来上がり金利は 62bp つまり、0.62%となることになります。

よく現場では、「T+50」などと表現されます。

長プラ、短プラ

日本の伝統的な金融機関は、長期貸出の際の基準レートである「長プラ」、短期貸出の基準レートである「短プラ」を基準レートに採用するケースが多いです。

長期プライムレート（長プラ）

金融機関が優良企業向けの長期貸出（1 年以上の期間の貸出）に適用する最優遇金利

短期プライムレート（短プラ）

金融機関が優良企業向けの短期貸出（1 年未満の期間の貸出）に適用する最優遇金利

長プラは、旧長期信用銀行（日本興業銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行）が企業融資の際にベンチマークとして採用していた基準金利であり、現在はあまり使われていません。

一方で、短プラは住宅ローンの変動金利型商品に連動させるなど現在も使われていますが、実質的には各銀行が更に優遇して競争しているため形骸化している向きもあります。

イールドギャップ(Yield Gap)

不動産投資家の目線から言えば、不動産投資で重要なのは、上記の銀行から低い金利水準で借入、これを高利回りの不動産で運用することに利ザヤ水準が重要になってきます。

不動産投資利回りと貸出金利の差はイールドギャップとされています。

例えば、購入金額の全額を銀行からの融資で調達できたと仮定した際においては、次のような計算式によるイールドギャップが投資家サイドから見た実質的な運用利回りとなります。

イールドギャップ

不動産投資の利回り（NET）－ 借入金利

例えば、不動産投資のネット利回りが 5%で、調達金利が 1%だったとすると、イールドギャップは 5%マイナス 1%の 4%となります。

諸外国を見ると、イールドギャップがマイナスになる国もある中で、日本は低金利環境が続いていることからイールドギャップが高い国として海外の投資家からも注目を集めています。

ただし、将来の人口減少リスク等を考慮に入れると、日本のイールドギャップは必ずしも高くないとの意見も多いです。

以上で見てきた通り、不動産投資は、不動産投資家と銀行との間における「利回りの喰い合い」という側面があるのです。

その6 ローンと担保（物的担保）

不動産ファイナンスにおいて重要な役割を果たす担保。

担保には、物的担保と人的担保に分かれます。

不動産ファイナンスに関連する物的担保の代表例としては、不動産そのものに設定する抵当権がまず思い浮かびますが、その他火災保険や信託受益権に対する質権も思い浮かびます。

また、民法の規定にはない特殊な担保として譲渡担保や仮登記担保などもあり物的担保の種類は非常に多いです。

一方で人的担保とは、正に保証人制度であり、不動産に関わる保証人としては、不動産賃貸借の保証人のほか、ローン債務に対する保証人が挙げられます。

今回は担保のうち、物的担保を取り上げ、特に論点の多い抵当権を中心に眺めてみることにします。

抵当権とは

宅建試験などの不動産関連資格の受験勉強で必ずでてくる抵当権。

ここでは法律論の細かい点はこれらの受験参考書に譲るとして、受験参考書ではあまり触れられないローン実務における抵当権の扱いを中心に解説していきます。

不動産ファイナンスとは、すなわち不動産担保ローンのことであり、この担保は通常、抵当権のことを指しています。

抵当権は、不動産ファイナンスに携わる銀行などの金融実務家にとっても、ローンを受けて不動産を購入する投資家にとっても重要な担保物権です。

しかし、抵当権に関連する論点はかなり広くて深く、パターンが複雑なためここでは深入りせずザクとした説明をするということでご了承ください。

抵当権と質権

抵当権が、後に説明する質権と決定的に異なるのは、「**所有者が担保に提供するモノを占有するか否か**」という点です。

例えば、質屋にネックレスを預け入れて、お金を借りるというのは、正に質権を設定する行為であり、ネックレスの占有権を質屋、つまり債権者に移転することになります。

一方、抵当権の場合は、所有者が自ら利用してもいいし、他人に利用させる、つまり賃貸してもいいことになります。（賃貸でも賃借人が所有者に代理して占有しているという意味でも占有していることになります。）

このように抵当権は利用権と担保権を上手く分離させた権利だといえるため、不動産ファイナンスの担保では殆どの場合、抵当権が利用されます。

別除権

抵当権が強力な権利であることの一つに一般債権から分離されて優先的に回収が図れるという効力を持っていることが挙げられます。

例えば、債務者（抵当権設定者※）が破産した場合においては、破産管財人による資産の処分が行われ、債権者に平等に配当されることとなりますが、抵当権だけは特別扱いを受け、他の債権者から優先的に回収できるという効力を持っています。

※抵当権の目的とする不動産の所有者は債務者以外でも構いません。この場合、債務者以外の不動産の所有者が担保提供する場合における、抵当権設定者を物上保証人と呼んでいます。例えば、親族や関連会社などがローン実務では多いですね。ここでは、債務者＝抵当権設定者となるシンプルなパターンで解説します。

これを**別除権（べつじょけん）** 言います。

抵当権者とその他一般債権者の大きな違いはこの別除権を有しているか否かによるのです。

任意売却と競売

上述の通り、抵当権は債務がローン契約通り順調に支払われている場合は、債務者（抵当権設定者）が自分で利用しても OK、他人に賃貸しても OK と不動産所有者にとっても便利ですし、債権者にとっても不動産を管理する手間が省かれ非常に使い勝手のいい債権保全手段となります。

しかし、債務者がローンの支払いの延滞を繰り返し、期限の利益を失うと債権者は抵当権が設定された不動産を売却して、債権回収を図ることになります。

具体的な債権回収の方法としては、任意売却と競売（けいばい）の 2 種類があります。

任意売却

略して「にんばい」と言われています。この任意売却は、債務者（抵当権設定者）が売却に同意し、自ら又は仲介会社に委託して一般市場にて不動産を売却し、売却代金から債権回収を図ることになります。

任意売却による価格が残債権を上回る場合は、債権者、債務者とも満足が得られますが、問題は、任意売却の価格が残債権を下回る場合において抵当権者（つまり銀行）の同意が得られるかどうか任意売却のポイントとなります。

何故なら、抵当権者の同意が得られない場合、抵当権の抹消を行えないため、そのような抵当権付きの不動産を買う人は殆どいないからです。

※抵当権付きの不動産を購入した買主は、抵当権の負担を享受しなければなりません。

競売（けいばい）

上記の任意売却の交渉は、債権者、債務者、買主の三方が満足いくことが前提となるため、交渉が長期化し複雑化しがちです。

通常は、債権者は任意売却を行うように債務者を誘導しますが、債務者が任意売却に同意しない場合や、任意売却では買手が見つからないと判断した場合は、民事執行法に定める手続きに基づき裁判所に競売の申立てを行い、裁判所の監督のもと競売が行われることになります。

任意売却の場合は、一般の不動産マーケットでの売却となりますが、競売の場合は、競売マーケットという特殊なマーケットにおける売却となります。

最近では、アマの投資家も競売マーケットに参入しておりますが、基本的に競売マーケットはプロ中心となり、一般的に市場価値の7割前後でマーケットが形成されていると言われています。

なお、上記の任意売却でも競売においても、不動産の売却価格が残債務より低い場合は、未返済債務が残ることになります。

この未返済部分は、一般債権（つまり無担保債権）として残債として残ることに注意が必要です。

つまり所有者は不動産を手放しても、ローン残債が残る可能性が十分あるということです。

※上記の説明は、銀行と言う債権者が申立てを行う「担保不動産の競売」の説明でしたが、国や債権者が債務名義を受けたうえで強制的な手続きとして「強制競売」という制度もあります。よく似た手続きですが、厳密には異なる手続きです。

担保余力

抵当権には、順位と言う概念があります。不動産登記簿の乙区を見ると、抵当権が上から順番に設定され、第一順位⇒第二順位⇒第三順位と順番に抵当権が設定されていきます。

※抵当権の順位に絡む論点としては、抵当権の譲渡・放棄、順位の譲渡・放棄、順位の変更などがあります。非常に雑なので深く立ち入りません。司法書士の試験では重要論点ですが、あまり実務ではできません。

競売による不動産の換価手続きの場合、第一順位から順番に換価代金の配当が行われることになります。第一順位が満額（※）回収してから、後順位が順番に回収していきます。

※実際に優先弁済を受けるのは、利息、賃料などの定期金に関しては満期となった最後の2年分が限度。元本はこのような制約がない。

このようにして考えると、不動産価値が1000で、第一順位の抵当権が500、第二順位の抵当権が300設定されているとすると、残る200は第三順位の抵当権を付けるメリットが理論上はあることになります。

この200の部分を担保余力と言います。

不動産担保ローンの利用後において、追加ローンを受けたい場合において、この担保余力の有無は、債権者にとっても債務者にとっても重要な要素となるのは言うまでもないでしょう。

根抵当権

不動産担保ローンでは、通常、抵当権が用いられますが、特殊な抵当権として根抵当権があります。

根抵当権は、通常、商品販売事業などから発生する反復性のある債権を担保する場合におけるいわゆる事業ローンに使われることが殆どなので、不動産担保ローンで使われるケースは非常に稀です。

根抵当権は、極度額を設定して、その極度額までは目いっぱい債権を回収できるという特殊な抵当権です。

先ほどの抵当権の順位との話からすると、第一順位に高額な極度額の枠が設定されている根抵当権があると第二順位以下の担保余力は担保価値からこの極度額を差し引いたものになるため、後順位の担保権者のローン提供を逡巡させてしまうということがよく起こり得ます。

不動産担保ローンの実務ではあまり出てこないのですが、根抵当権が設定されている不動産が出てきたら要注意ぐらいの感覚でOKです。（一方、バンカーは抵当権と根抵当権の違いを熟知しておく必要があります。）

共同担保

不動産を複数持つオーナーが例えば無担保の A 不動産を所有しているとしましょう。

この不動産の価値が 5,000 万円としましょう。

このオーナーが更に 1 億円の B 不動産を買いたい場合に、A 不動産と B 不動産をどちらにも抵当権を設定すれば、銀行から見た不動産の担保価値は 1 億 5,000 万円になりますね。

銀行の融資方針として、担保価値の 70%を融資するという方針があった場合においては、1 億 5,000 万円×70%＝1 億 500 万円までが融資の上限となるはずです。

買いたい価格が 1 億円ですから、500 万円余分に融資してくれることになりますね。

この不動産価格を超えるローンを俗にオーバーローンと呼びます。

この場合において、銀行は A 不動産及び B 不動産に抵当権を付けるため、これを共同担保と言います。

共同担保がなされた場合は各不動産の不動産登記簿本（登記事項）に共同担保目録が債権ごとに作成されることになります。

ということから抵当権設定のない不動産を多く所有するということは、手元資金がなくともどんどんと金融機関からローンを引ける可能性を秘めることになります。

質権

前述の通り、抵当権と質権の違いは、債権者に占有を移転するか否かの大きな違いがあると説明いたしました。

民法上、不動産質権という方式もありますが、不動産質権は債権者が自ら不動産を管理する必要があることから殆ど利用されません。

不動産ファイナンスの分野で質権が利用される局面は次の通りです。

火災保険

建物を所有すると火災や事故などの災害を補償するため通常、火災保険や損害保険に加入します。

所有者が火災保険に入るか否かは任意なのですが、ローンの債権者が抵当権を設定すると同時に火災保険に入ることとローンの条件とされることが一般的です。

通常、事故が発生した場合における火災保険金の支払は、契約者、つまり不動産所有者に支払われることになります。

宅建などの民法で抵当権を学んだ方は、抵当権の「物上代位性」と言う言葉を学んだ方も多いと思います。

建物に抵当権を設定した債権者から見れば、**火災保険の保険金支払請求権は建物の価値代替物となり、物上代位性により抵当権の効力が及ぶこと**になります。

そこで、金融機関は、この保険金支払請求権を保全するため、火災保険証書に質権を設定して、保険証書を預かることになります。

住宅ローンでも火災保険証書に質権が設定されますよね。

このように、不動産担保ローンの実務では火災保険証書に質権を設定することが慣行となっています。

信託受益権

不動産証券化スキームにおいては、現物の不動産を信託受益権化して、その信託受益権を投資ビークルが保有するスキームが採用されるケースが多いです。

不動産投資ファンドにおける GK-TK スキームにおいては、不動産特定共同事業法の規制を回避するために、投資対象の全てを信託受益権としたり、投資法人（J-REIT、私募 REIT）についても流通コストの低減を目的とした信託受益権での取得が殆どとなります。

信託受益権は、受託者から発行される受益権証書に権利が化体されますので、その受益権証書に金融機関が質権を設定することになります。

実務上は、信託受益権に質権設定のみを行い、不動産に対する抵当権は、信託の終了を停止条件として設定する内容を当事者間で合意しておくケースが多いです。

（抵当権の設定の実務コストや登録免許税コストを軽減するため。）

譲渡担保

上述の抵当権は、債務者に所有権と利用権を留めるという債務者側のメリットと債権者側も担保となる不動産を管理する必要がないという点で、不動産ファイナンスの局面で最も利用が多い債権の保全方法となっています。

ただ債権者から見れば、債権回収の最終手段は「競売」となり、この競売は民事執行法に基づく各種手続きを踏まなければならない点で煩雑です。

この煩雑さを無くして、債権回収を強力にしたのが、譲渡担保です。

譲渡担保は民法に規定がないことから非典型担保と言われております。

譲渡担保の定義は次の通りです。

譲渡担保

債務者（又は第三者）に属する資産を債権者に移転（譲渡）して、債務者が債務を約定通り弁済した場合は、資産を債務者に返還するが、約定通り弁済されない場合は、債権者がその資産を売却して債権回収を図るという担保形態。

更に、譲渡担保には、次の2つに分かれることになります。

売渡担保

債務者が自分の不動産を債権者に売却し、その代金支払の形で融資がなされ、所有権を完全に貸主に移転させる。更に、債務者は債権者からこの不動産を賃借し、一定の期間内に、一定の売買代金で買い戻せるという特約（買戻し特約、再売買の予約）を付す方法。

所謂、セル&リースバック取引のこと。

狭義の譲渡担保

債務者と債権者間にて金銭消費貸借契約を結び、その債務の担保のために、債務者がその所有物を債権者に譲渡し、債務者がそれを無償で使用し、一定の期間内に借金を返せば、所有権が戻るとする方法。所謂、ファイナンスリース取引のこと。

譲渡担保は、不動産ファイナンスの現場実務ではあまり出てきませんが、流動化型の不動産証券化実務では、真正売買の議論においてよく出てくる言葉なので、そもそも何かぐらいは知っておいたほうがいいでしょう。（マイカルの証券化議論が有名ですね）

つまり、譲渡担保とは、不動産売買（形式）なのか？債権担保取引（実質）なのか？ということが議論になります。

仮登記担保

仮登記担保契約に関する法律にて規定された債権保全方法です。

不動産ファイナンスの実務では殆どみられることは有りませんが、たまに銀行実務で出てくるので、概要を知っておく程度で十分です。

仮登記の特性

仮登記では効力生じないが、本登記によって効力が発生する。

仮登記には順位を保全する効力がある。

債務の完済によって仮登記を抹消する。

債務不履行の際には本登記を行い、債権回収を図る。

債権者 A が第一順位に仮登記を設定した後に、債務者が他の債権者 B からおカネを借り第二順位に債権者 B の抵当権の本登記が設定された場合を考えてみましょう。

第一順位に仮登記を付した債権者 A は、この仮登記を本登記に移すことにより、第一順位の抵当権者として第二順位である債権者 B に優先して債権回収ができるということになります。

仮登記担保とは

以上が抵当権の仮登記ですが、更に進んで、仮登記担保という債権担保方式もあります。

仮登記担保契約に関する法律にて規定された債権保全方法です。

不動産ファイナンスの実務では殆どみられることは有りませんが、たまに銀行実務で出てくるので、概要を知っておく程度で十分です。

仮登記担保の概要

登記原因を「代物弁済予約」、登記の目的を「所有権移転請求権仮登記」とする仮登記しておく。

金銭債務が債務不履行となった場合は、仮登記を本登記にする。

本登記により、代物弁済により所有権が債権者に移転する。

債権者は、モノの売却により債権を回収する。

趣旨としては、停止条件付の代物弁済なので強力な債権回収方法ですが、純然たる不動産ファイナンスであまり見かけない担保形態です。

以上のように、不動産担保ローンに関連する物的担保には様々な形態があります。

正攻法で抵当権について詳しく理解しておき、その他担保についてはサラッと知っておくというスタンスで十分だと思います。

その7 ローンと担保（人的担保）

前回の物的担保の説明の冒頭で、担保には物的担保と人的担保があることを説明しました。

今回は物的担保に対して、人的担保、つまり保証について説明していきましょう。

不動産関連の保証で言えば、今回説明する貸金の保証以外に、賃貸借の分野における保証契約が重要ですが、ファイナンスに関連する保証に焦点を絞って解説していきます。

貸金債務の保証の殆どは、連帯保証になることから、特段の説明がなければ、連帯保証を念頭に置いて説明していきます。

なお、保証契約については、2020年4月1日施行の改正民法にて、事業債務の情報提供ルールや保証委託契約における主たる債務の履行状況の情報提供ルールが新設されています。

不動産ファイナンスにおける保証契約

不動産ファイナンスにおいては伝統的なコーポレートファイナンスとノンリコースローンに代表されるようなアセットファイナンスに分類されることは、「**不動産ファイナンス入門その1【コーポレートファイナンスとアセットファイナンス】**」にて説明いたしました。

ノンリコースローンでは、原則として不動産から生じる期中のCFと不動産の換価価値に着目してローンが供与されることから、原則として保証の問題はあまり生じません（※）。

※ローン債権の証券化などでは、外部信用補完として金融機関や保険会社による保険の提供、CDSのような信用リスクの補完が行われますが、ここではローン債権の証券化までは言及する趣旨でないので割愛します。

従って、本稿では伝統的なコーポレートファイナンスにおける企業向けの不動産投資ローンを前提として、以下話を進めていきます。

不動産ファイナンスにおいて保証が活用される局面を例示してみましょう。

ケース 1：事業会社の借入れの際の社長保証（個人保証）

中小企業の事業融資の際においては、債権者である銀行は、出資者兼代表取締役などの実質的支配者から個人保証を要求する場合があります。

会社の債務と個人の債務が実質的に一体化してしまい、株主有限責任であるはずの会社制度が無効化してしまうというのが現実です。

このように、中小企業では、会社の財産と負債＝社長の財産と負債になってしまう個人商店の法人化というのが実態であり、会社で不動産を購入したとしても、実質は個人で不動産投資しているのと何ら変わらないことになります。

ただし、会社方式にするには税務上のメリットもあり、会社方式による借入も十分に合理性はあります。

一方、上場企業などの大企業で社長を連帯保証人にするような話はあまり聞きません。

ケース 2：事業会社の借入れの際の親会社保証（法人保証）

例えば、信用力の高い親会社とその 100%出資であるが資本が脆弱な子会社があったとしましょう。

この子会社で不動産投資を行えば、子会社が破綻したとしても出資金以上のロスが生じない有限責任となり、親会社としてはラッキーということになります。

こんなラッキーは債権者である銀行が簡単には許してくれません笑

このようなケースでは、親会社の連帯保証を求めることが一般的です。

ケース 3：事業会社の借入れの際の第三者保証（法人保証）

中小企業の融資の場合、信用保証会社、信用保証協会などの制度保証を付けることが多いですね。

債務不履行が生じた場合、信用保証会社に代位弁済をもらい、ローン債権が信用保証会社に移管されることになります。

ただし、純然たる不動産投資の場合、外部の信用保証会社や信用保証協会が保証を引き受けてくれるのはレアケースでしょう。

と言う意味で、不動産を「設備」として利用する製造業などでなければ、信用保証協会の保証を獲得するのは困難であると考えます。

なお、住宅ローンでも保証会社を付けますが、だいたい銀行のグループの信用保証会社のため、外部の信用補完とは少し意味合いが違います。

上記で個人保証と法人保証にわざわざ分けて説明したのは、後に述べる情報提供ルールに違いが生じてくるためです。

ここでは、何となくそうかという程度で OK です。

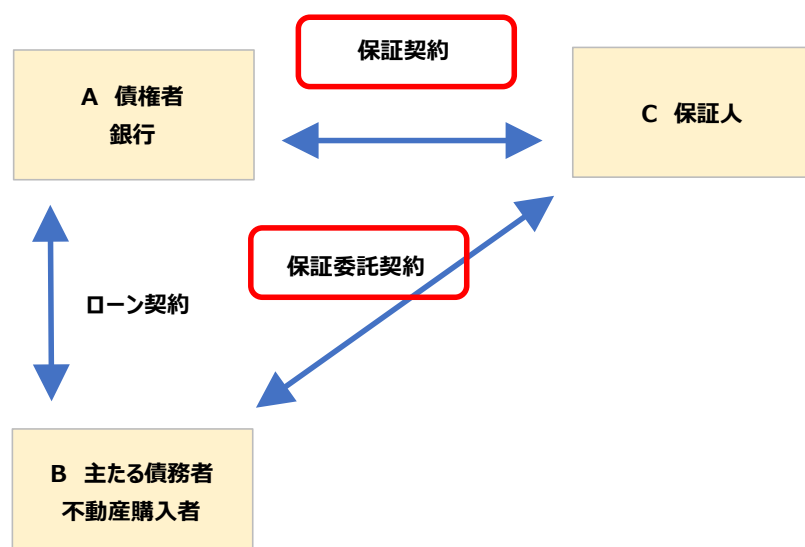
保証契約と保証委託契約

保証には、保証契約と保証委託契約の 2 種類があります。

普通、世の中で「保証」と言っているのは、保証委託契約のことです。

保証契約とは、債権者と保証人との間で締結されるもの。
保証委託契約とは、債務者と保証人との間で締結されるもの。

あえて関係図にしてみると次のようになります。



金融機関がこの人に保証人になってくれと言うケースより、債務者がこの人を保証人として連れてきましたと言うケースのほうが圧倒的に多いですね。

ここで保証契約と保証委託契約の違いを理解した上で、後段で説明する民法改正における情報提供ルールを見ると、スッと理解できると思います。

保証と連帯保証

保証契約とは、一般の保証契約と連帯保証契約があります。

通常、保証というと連帯保証です。連帯保証じゃない保証は殆どないのが現実です。

金貸しはそんなに甘くないです笑

少し、眠たいですが、宅建民法によく出題される連帯保証について復習してみましょう。

連帯保証とは 催告の抗弁権、検索の抗弁権がない保証契約

法律用語というのは、わざわざ分かりにくく書いてあるものです。

催告の抗弁権とは、「まずは、借金をしている債務者に催告（請求）した後に、私に請求してくれ」と主張する権利

検索の抗弁権とは、「借金をしている債務者はベンツに乗っているでないか！先に債務者に返済させてくれよ」と主張する権利

こんな感じに、事実上、主たる債務者と同様の債務を負うというのが、連帯保証です。

「間違っても連帯保証人にはなるな！」というのは、一理あるのです。

情報提供ルールの新設

2020年4月1日施行の改正民法で、保証契約又は保証委託契約に関する情報提供ルールが新設されているのに注意が必要です。

不動産分野で言えば、賃貸借契約の保証人にもこれらのルールが該当するケースがあるので、不動産業に従事するプレイヤーにとってみれば、重要な改正ポイントとなっています。

ここでは、ローンに関する貸金保証についての論点を中心に整理してみたいと思います。

今回の民法改正での情報提供ルールの新設を一覧でまとめると次のようになります。

	条文	情報提供義務の内容	保証契約	対象となる債務	説明する人	説明を受ける人
ルール1	465条10	契約締結時の情報	保証全般	事業債務	債務者	個人保証人
ルール2	458条2	主たる債務の履行状況	保証委託契約	全般	債権者	保証人
ルール3	458条3	主たる債務者が期限の利益を喪失した場合	保証全般	全般	債権者	個人保証人

ややこしいのが、各ルールにおいて、説明すべき人と説明を受けるべき人が異なることです。
上記の図では、赤文字部分が顕著に違うところです。

その8 アセットファイナンス概論

「不動産ファイナンス入門その1【コーポレートファイナンスとアセットファイナンス】」にてコーポレートファイナンスとアセットファイナンスの違いについて、ザックリと説明をしました。

コーポレートファイナンスとアセットファイナンス（再確認）

不動産関連ローンは、コーポレートファイナンスとアセットファイナンスの2種類に分類されたとの事を再度確認しておきましょう。

コーポレートファイナンスとは

債務者、つまり会社や個人の信用を元に貸し出すファイナンス方式。代表的なものとしては、企業又は個人向けの事業ローン、住宅ローン。

アセットファイナンスとは

債務者は不動産などの資産を保有することに目的が限定されたSPCとなり、そのSPCに対する投資家は投資額以上の責任を負わないファイナンス方式。代表的なものとしては、ノンリコースローン。

不動産ファイナンスの分野では、コーポレートファイナンスもアセットファイナンスも不動産を担保に入れるということは同じですが、顕著な違いとしては、債務不履行が発生した場合にける担保処分後の取扱いでしたね。

債務不履行の際の処理

コーポレートファイナンス

担保処分の場合に残債が残った場合、無担保債権として債務者に遡求できる。

アセットファイナンス

担保処分の場合に残債が残ったとしても、残債を債務者に遡求できない。

アセットファイナンスの代表例としては、ノンリコースローンでしたね。

以上の違いをまとめると次の通りです。

	コーポレートファイナンス	アセットファイナンス
別名	リコースローン	ノンリコースローン
投資家の責任	無限責任	有限責任
責任財産への遡求	担保権実行後において残債ある場合 ⇒ 債務者に 遡求できる 。	担保権実行後において残債ある場合 ⇒ エクイティ投資家に 遡求できない 。
具体例	住宅ローン 不動産投資ローン（個人、事業者とも） 投資法人（REIT）へのローン	私募ファンドにおけるノンリコースローン

不動産証券化とアセットファイナンス

さて、「不動産証券化」と言う言葉を最近よく聞くようになりました。

書店に行けば、不動産証券化に関する本がたくさん売られていますね。

私は、世間一般にいう不動産証券化という言葉の取扱いに日々？？と思っています。

皆さん、不動産証券化の厳密な定義から言うと、「不動産と言う原資産から得られるキャッシュフロー（CF）を投資家に配当する証券を発行すること。」となるはずですが、

元々は、このような意味が正しいと思います。

しかし、不動産証券化の本を読むと、「これ実は証券化ではないよね？」という説明がよく見受けられます。

例えば、後で説明するファンドスキームでよく活用される GK-TK 方式においては、投資家の投資持分は匿名組合出資であり、証券でもありませんし、ローンはノンリコースローンであり、ローン債権を個別に証券化しているわけではありません。

強いて言えば、不動産を信託受益権にて組み入れるという意味では、ギリギリ証券化ともいえるかなという程度です。

このように**不動産証券化には広義の証券化と狭義の証券化があることに注意が必要です**。

単にノンリコースローンを SPC に供与するという行為だけ見れば、証券化と言えないと考えますが、広義の意味では、これらのアセットファイナンスを総称して不動産の証券化と言っていることをまず理解しておいてください。

一方で、不動産や不動産ノンリコースローンを証券の形に化体させて、投資家に販売する行為は正に証券化です。

例えば、J-REIT の投資口やノンリコースローンの証券化である CMBS などには正に投資家が証券を購入するという意味において、狭義の証券化と言えます。

以上のアセットファイナンスに関連する基本的な考え方のおさらいでした。

その9 不動産ノンリコースローン

ノンリコースローンとは

不動産アセットファイナンスの代表ノンリコースローンを中心に以下説明していきましょう。

ノンリコースローンの正式名は、「責任財産限定特約付き金銭消費貸借契約」です。

もう漢字だらけですね笑

不動産ノンリコースローンの場合においては、ここで言う責任財産とは、ずばり不動産のことを指します。

この点が通常のコーポレートローンであるリコースローンとの大きな違いであり、債務不履行が生じた場合における債権回収に以下のような違いが生じてきます。

債務不履行後の処理 比較

	リコースローン	ノンリコースローン
担保不動産の処分	売却代金から債務に充当	
未回収（残債権）部分	無担保債権として債務者に 遡求可	債務者や投資家に 遡求不可

そして、ノンリコースローンにおいては、最終的に拠り所となるのは不動産のみであることから、その不動産から生じる収益や価値について厳格に債権者から監督されることになります。

債権者の懸念としては、大きくわけて次の2つ集約されます。

懸念点 1

不動産から生じる毎期のキャッシュフローにより毎期の返済ができるか？

⇒DSCR チェック

懸念点 2

万が一、債務不履行となった場合において、担保処分により債権額を全額回収できるか？

⇒LTV チェック

チェック指標

繰り返しになりますが、ノンリコースローンでは、最終的に不動産の処分にて回収不能となった価値部分については、もはや債務者や投資家に追求できないことになります。

上記のような懸念点を事前に把握し、もし、懸念点が顕在化するようであれば、債権者としては、何らかの手当をしておかなければ、債権の全額回収が満足できない事態に陥ることになります。

そして、上記の懸念点 1、懸念点 2 のそれぞれについて、事前にアラームを鳴らすチェック指標が、DSCR と LTV となります。

このあたりの説明から、英語が多く登場しますので、ご注意ください。

DSCR Debt Service Coverage Ratio

上記で説明した懸念点 1 の毎期のキャッシュフローで元利金の返済がきちんと行えるかという指標が DSCR となります。

DSCR の定義

年間の不動産 NCF（又は NOI）に対する元利金の返済比率。この値が高ければ元利金の返済能力が高いことを示す。例えば DSCR が 1 を割り込んだ場合は、不動産 NCF から元利金の返済が困難になることから、順守すべき DSCR を 1.2 等に設定して、これを下回る場合においては、エクイティの追加出資に応じさせるなどのコベナント条項が入るケースが多い。単に、DCR と呼ぶこともある。

DSCR = 毎期の不動産キャッシュフロー ÷ 毎期のローン元利金の返済額

例えば、ローンの元金と利息を合計した元利金の年間返済額が 1,000 であったとしましょう。

不動産賃貸事業から得られる収入が 2,000 あり、経費が 500 あったとすると、ネットキャッシュフローは 1,500 になりますね。

この場合、 $DSCR = 1,500 \div 1,000 = 1.5$ となりますね。

元利金の返済に対して、50%の余裕があることになります。

逆に、上記の例で、賃貸収入が 2,000 から 1,000 に急減した場合を考えてみましょう。

この場合、経費が一定だと仮定すると、ネットキャッシュフローは 500 まで落ち込みますね。

この場合は、 $DSCR = 500 \div 1,000 = 0.5$ となりますね。

年間の不動産ネットキャッシュフローでは返済ができない危険な状況であると言えます。

このように考えると、DSCR が 1 を下回ると危険、1 を上回ると安全ということが一般的に言えますね。

ちなみに、この DSCR の考え方は、住宅ローンで言う返済比率と同じような考え方です。

住宅ローンでは、年収のうちローン返済を 35% までに抑えましょうなどの指標を聞いたことがあると思います。

家計簿を見ると、年収から、食費、水道光熱費、被服費、教育費、遊興費などの経費が出ていきますね。

これを収入から差し引くと貯金ができる金額、つまり家計のネットキャッシュフローになります。

そして住宅ローンの返済がこの家計のネットキャッシュフローに満たない場合は、貯金を取り崩して支払う必要がありますね。

これは家計にとって深刻な状況です。

不動産ファイナンスにおいては、小難しい DSCR という指標となっていますが、家計収支と考え方は全く同じです。

ただし、DSCR の場合、収支÷返済額となるので、数式の分母と分子が逆になっているのに注意が必要です。

LTV Loan to Value

上記で説明した懸念点 2 の担保処分にてレンダーがローン債権を全額回収できるか否かという指標が LTV となります。

LTV の定義

担保掛目のこと。不動産価格に対する当初ローン元金の比率。REIT の LTV は 40～50%、私募ファンドでオポファンドの LTV は 80～90% など、エクイティ投資家や商品設計によって LTV は異なることになる。一般的に、LTV 比率が高ければ金利設定も高くなる傾向がある。不動産ファイナンスにおいては、元本返済の状況、不動産価格の変動により LTV が上下することになり、DSCR のチェックに加えて期末で LTV のチェックを行うケースも多く見受けられる。

公式にすると以下ようになります。

LTV = ローン期末残高 ÷ 不動産価格

不動産価格が 100 だとして、ローンの元本が 70 残っているとすると
LTV は 70% となりますね。

ここで大きな注意点があります。

そもそも、ここで言う不動産価格は何を指しているのか？ということです。

時価なのか？簿価なのか？

簿価でも当初簿価と現在の簿価なのか？

によって、不動産価格が異なるのでどの価格を指しているのかに注意が必要です。

建物は減価していくので、帳簿上の価格は減価償却により時間の経過とともに簿価が切り下がってきます。

一方、土地は、不動産マーケットの波により大きく変動することもあり得ます。

このようにどの時点でのどの価格を不動産価格と言っているのかについて、時々議論がかみ合わないことがあります。

通常、LTV チェックの際に採用される不動産価格は、毎期末の時価です。

大型のノンリコースローンの取り組みでは、期末に不動産鑑定評価を取得して、LTV チェックを義務付ける金融機関もあります。

また、時間の経過とともに元本返済が進む返済方式の場合、元本残高自体が減少していくので、LTV は時間の経過とともに変化していくことに覚えておいてください。

コベナンツ

上記の DSCR や LTV について、ノンリコースローンのレンダーから厳しく監督されるということを説明しました。

レンダーから見れば、これらの指標が悪化した場合において、状況を放置しておくで債権の回収が満足にいかないリスクを背負い込むことになります。

通常、ノンリコースローンの契約書には、これら DSCR や LTV が一定程度の指標を下回った場合は、投資家にエクイティの追加差し入れ、追加担保の提供を求めるなどの契約条項が盛り込まれることになります。

これを「**財務制限条項**」、又は、「**コベナンツ (Covenants)**」と言います。

例えば次のような文言が例として挙げられます。

DSCR や LTV の数値が一定の基準を満たさなくなった場合における処理としては次のようなものが考えられます。

コベナント例
・エクイティ投資家に対する配当の一時停止 ・追加のキャッシュリザーブ追求 ・追加担保の徴求

このようにノンリコースローンでは、厳しく不動産キャッシュフローと不動産価格がレンダーの監督下に置かれ、これらの報告義務を債務者に課しているのです。

実務的には、この場合の債務者は、通常 SPC というハコになるので、このハコから運用を委託されているアセットマネジメント会社（AM 会社）が定期的にレンダーに対して報告を行うことになります。

その 10 不動産経営とノンリコースローン

ノンリコースとレバレッジ

不動産会社に限らず、企業経営にとって資産を有効に利用しているか否かの指標として、ROA の向上が重要な経営課題となります。

ROA とは、Return On Assets の略で総資産利益率のことです。

次のような公式となります。

$$\text{ROA} = \text{利益} \div \text{総資産}$$

ROA が高いということは少ない資産で、多くの利益を獲得していることを表し、逆に ROA が低いということは資産が膨れ上がっているに関わらず、利益がさほど上がっていないという状況を指します。

次の例にて考えてみましょう。

投資の前提条件

- ・ある不動産投資家が 1,000 の価値のある不動産に対し投資
- ・この不動産のネット利回りは 5%。
- ・自己資金は 300 として、金融機関から 700 をローンで調達
- ・ローンの金利は 2%

ローン期間中の元本返済の必要がない前提で次の 2 パターンで考えてみます。

これをリコースローンで調達する場合とノンリコースローンで調達する場合の投資家のバランスシート（BS）を比べると次のようになります。

リコースローン 投資家のBS		ノンリコースローン 投資家のBS	
不動産 1,000	ローン 700	投資持分 300	
不動産NOI	50	不動産NOI	50
利払い	14	利払い	14
損益	36	損益	36
ROA	3.60%	ROA	12.0%

パターン1 リコースローン

リコースローンの代表例はコーポレートローンであり、不動産会社や個人が自らのバランスシートにて不動産を購入し、自らローンという負債をバランスシートに計上するという形を取ります。

上記の例では、不動産から得られる毎期の NOI は、ネット利回りが 5%という前提であったことから、 $1,000 \times 5\% = 50$ が不動産 NOI となりますね。

ここから、ローン金利を支払わなければなりません。

ローン元本残高に金利を乗じて、毎期の利払いは $700 \times 2\% = 14$ ということになりますね。

そして、法人税や個人所得税を考慮する前の損益（※）は $50 - 14 = 36$ ということになります。

※減価償却費、金利の損金計上はここでは無視しています。

すると、先ほどの ROA の公式に当てはめると

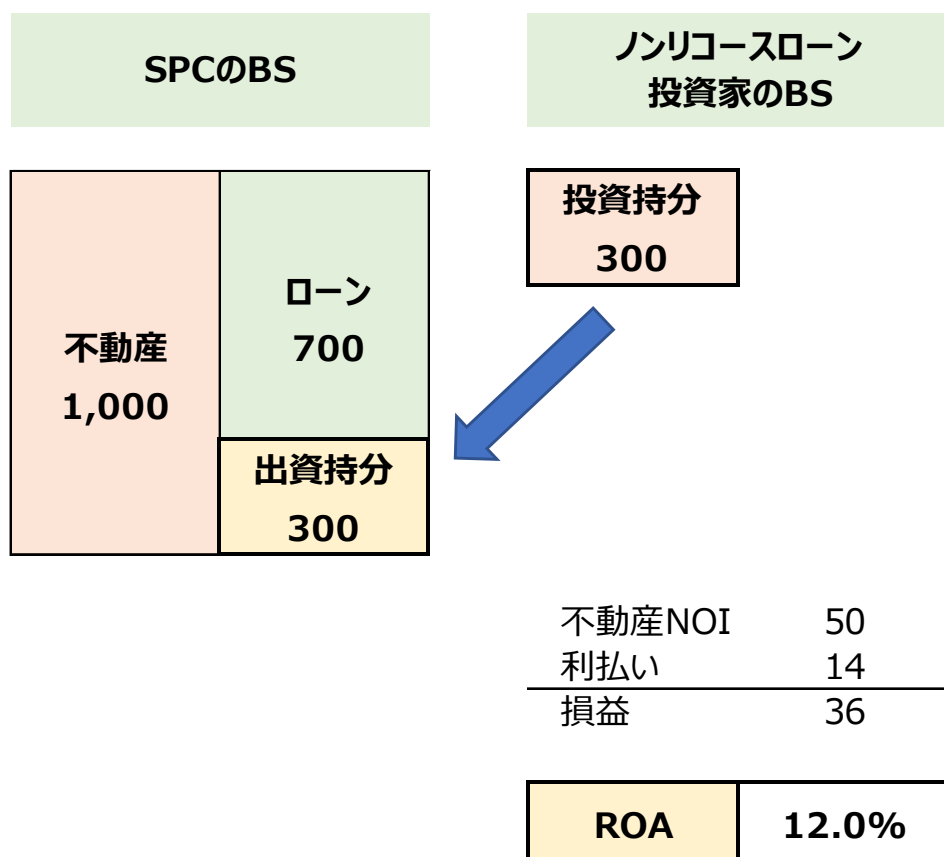
$ROA = 36 \div 1,000 = 3.6\%$ が不動産会社の総資産に対する利益率となります。

パターン2 ノンリコースローン

ノンリコースローンの場合、投資家のバランスシート上には、投資持分である 300 のみが資産計上され、SPC のバランスシートに、当該投資持分が出資持分として計上されることになります。

具体的に言えば、GK-TK スキームの場合、投資持分は匿名組合出資として計上されることになります。

概念図としては次の通りとなります。



よくこの図を見てみると SPC のバランスシートは、パターン 1 で見た不動産会社のバランスシートと同じ構造になっていますね。

つまり、ノンリコースファイナンスの場合は、SPC があたかも不動産会社のバランスシートを肩代わりしてくれるという機能を有することになります。

ここで、パターン 1 と同様に、投資家の投資持分に対応した ROA を計算してみることにしましょう。

不動産は同じもの、ローン条件も同じものとの過程で言えば、損益は全く同じものになりますね。

しかし、不動産会社（又は SPC）のバランスシート上の資産である不動産の価値が 1,000 であるのに対して、投資家の投資持分は 300 となります。

従って、この場合の ROA は $36 \div 300 = 12.0\%$ となりますね。

リコースローンを採用した場合とノンリコースローンを採用した場合においては、ROA が 3.6% から 12.0% に跳ね上がるようになります。

これを**レバレッジ効果**といいます。

このようにノンリコールローンの導入は、資産効率を高め、ROA を向上させることになり、不動産会社の社長は株主に対していい顔ができるという効果をもたらすことになります。

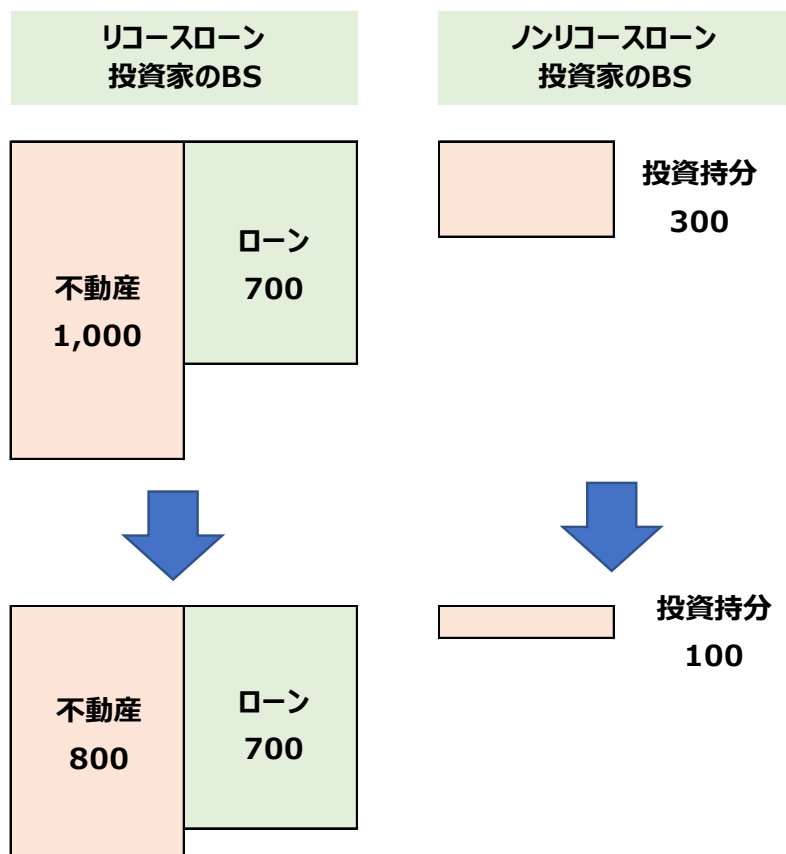
不動産投資はノンリコースローンを用いようが通常のコーポレートローンを用いようが、不動産担保ローンとなることから、不動産価値に対する自己資金が少なくて済む投資形態となります。

しかし厳密に言えば、リコースローンでは、不動産価格がゼロになるまでのリスクを背負い込むのに対して、ノンリコースローンでは、投資持分の価格がゼロになるまでのリスクで済むという利点があります。

そういう意味では、リコースローンでは、リスクの上限が 1,000、ノンリコースローンではリスクの上限が 300 ということになりますね。

逆レバレッジ

以上は、ローン活用によるプラスの側面を見てきましたが、投資指標がマイナスになれば、逆レバレッジが発生することになります。



例えば、上記の設例で NOI が 50 から 40 に減少したことを仮定してみましょう。NOI 利回り 5 % が不変との過程とすると、収益還元法で考えた場合の不動産価格が $40 \div 5\% = 800$ となり不動産価値が ▲200 となりますね。

この場合においてバランスシート上の資産の変化率を整理すると次のようになります。

パターン 1 リコースローンの場合

1,000 ⇒ 800 に変化 ▲200 資産価格 20%の減少

パターン 2 ノンリコースローンの場合

300 ⇒ 100 に変化 ▲200 資産価格 66.7%の減少

このように見ると、不動産価格のマイナスの影響をバランスシート上で捉えてみると、ノンリコースローンを活用した投資家

のバランスシートのほうが、毀損率が高いという結果になります。

このように、ノンリコースは賃料収入が成長し、不動産価格がそれに伴い成長していく過程においては、プラスのレバレッジ効果となって現れるが、それらが逆回転し始めた際には、マイナスのレバレッジ効果となることが分かります。

レバレッジが諸刃の剣と言われる所以です。

疑似ノンリコースローン

アセットファイナンスの代表例であるノンリコースローンは、投資家から見れば、リスクを投資持分に限定できるという利点があることから、多くの不動産会社により「これは錬金術だ！」ということで、飛びつくように利用されてきました。

特に、2008年のリーマンショック前においては、SPCを設立して、開発ファンドやら、不動産投資ファンドやらを多く立ち上げた不動産会社が多く存在しました。

実際に、アセットファイナンスの仕組みを「現代の錬金術」と宣った上場不動産会社の社長もいるぐらいです笑

最悪、不動産投資が上手くいかなくとも、投資持分（エクイティ）が全部吹っ飛んでも、損は投資持分だけで済み、会社のバランスシートをそれ以上痛めることがないという利点がノンリコースローンにはあります。

しかし、こんな虫のいい話が世の中にあるでしょうか？

金融機関からみたノンリコースローン

さて、ここでおカネを貸す側の金融機関の立場から見てみましょう。

ある不動産会社のメインバンクに、不動産会社から多数の不動産投資プロジェクトの融資が持ち込まれたとしましょう。

この不動産会社は、投資プロジェクトの全てをノンリコースローンでの調達を実現しました。

その後、経済環境が激変し、不動産価格が大幅に下落して、ノンリコースローンの返済に行き詰ったと仮定しましょう。

そこで、この不動産会社が「あのプロジェクトはノンリコースだから、返せないでごめんね。」という言った場合、金融機関はどのような態度でこの会社に対応するでしょうか？

当然ながら、**プロジェクトの新規融資はストップ、コーポレートローンの回収に走る**というのが常識的です。

これは実際にリーマンショック後に起こった現象であり、ノンリコースローンと雖も、エクイティの追加出資を不動産会社に求

めたり、コーポレートローンにて回収を進めたりと、**金融機関は「総合的に」当該不動産会社との関係性を見直すようになります。**

このように不動産会社が活用するノンリコースローンは、現実的にはコーポレートローンと殆ど同じとなります。

このようなノンリコースローンを**疑似ノンリコース**と呼ばれています。

SPC の連結化の議論

ノンリコースに関して、会計上のルール変更による SPC の連結化が重要な論点となります。

上記のように見ると、企業のバランスシートで保有しようが、SPC 方式での投資であろうが、リスクの総体は実質的には変わらないこととなります。

単に表面上の ROA が改善しているだけと言えます。

グループ経営を行っている会社の株主や銀行などの外部利害関係者から見れば、親会社、子会社、関連会社などを含めたグループ全体の決算状況、つまり、連結ベースでの決算状況が重要となってくるはずです。

従来の会計ルールの下では、SPC による資金調達に関しては、投資持分（エクイティ部分）のみを当該不動産会社のバランスシートに計上していたことから、総体的にリスクがどの程度があるのか投資家から全く把握できないという批判がなされていました。

この批判に応じて連結会計ルールが 2011 年に変更されることになりました。

いわゆる **SPC の連結化の議論**です。

2011 年に改正された連結会計基準によれば、ノンリコース債務について次のようなルールが導入されました。

連結会計基準（注 11-2）
特別目的会社に係る債務の表示について 連結の範囲に含めた特別目的会社に関して、当該特別目的会社の資産及び当該資産から生じる収益のみを返済原資とし、他の資産及び収益へ遡及しない債務（以下「ノンリコース債務」という。）については、連結貸借対照表上、他の項目と区別して記載する。なお、当該記載に代えて、注記によることもできる。

このように、投資持分とノンリコースローンの債務を開示させることにより、企業が負っている総体のリスクの把握が可能となっています。

不動産会社による SPC 連結化議論については、こちらが詳しく書かれているので、参考にしてみてください。

ご参考：デロイトトーマツ 連結会計基準等の改正による SPE 連結の事例分析

<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/real-estate/articles/re/article-spe-consolidation.html>

以上の SPC の連結化により、単にバランスシートを身軽にするという意味でのアセットファイナンス（ノンリコースローン）の意義は薄れているというのが現状です。

しかも、AM 会社への報酬などの SPC の管理コストを考えると、SPC 方式による資金調達とは時代に逆行しているとの見方もあります。

著者紹介

長井 稔（ながい みのる）

大学卒業後、安田信託銀行（現：みずほ信託銀行）に入社、その後、大学職員、ORIX を経て東京建物に入社。業務としては、不動産の法人仲介、不動産金融、不動産鑑定、中国不動産事業、不動産投資顧問などを幅広く経験。

2019 年に東京建物を退職し、行政書士事務所、不動産会社を設立して現在に至る。

行政書士業では、宅地建物取引業の免許申請、旅館業法の許可申請、外国人の在留ビザ関連を行っております。

不動産関連ビジネスでは、ホテル・旅館などの宿泊施設の売買仲介、不動産鑑定評価を行っております。

運営会社：株式会社インターアセット

不動産コンサルティング会社です。

宅建業、不動産鑑定業、人材紹介業、旅行業を展開しております。

<https://inter-asset.com/>

運営行政書士事務所：代々木国際行政書士事務所

外国人の在留ビザ、宅建業の免許申請、旅館業の申請を得意としています。

その他、不動産関連事業の許認可を取り扱っております。

<https://yoyogikokusai.com/>