

賃貸住宅融資におけるノンリコース型
金融商品に関する調査【報告書】

令和 3 年 6 月 30 日

一般財団法人 住宅改良開発公社

目次

1. ノンリコース型金融商品の市場調査	1
(1) 既存市場の調査	1
(2) ノンリコースローンの市場調査	8
2. ノンリコース型金融商品の構造調査	25
(1) 金融工学から見たノンリコースローンの整理	25
(2) 賃貸住宅向けノンリコースローンの類型	25
(3) 比較によるノンリコース型融資の論点抽出	27
(4) ノンリコースのリスク負担構造の類型化	37
(5) ノンリコースローンにおける債務者行動のケーススタディ	40
3. ノンリコース型金融商品の法的枠組みの調査	43
(1) 概要	43
(2) ノンリコース型金融商品の法的分析	43

1. ノンリコース型金融商品の市場調査

(1) 既存市場の調査

① ノンリコース型金融商品の類型

ノンリコース型金融商品とは、非遡及型の融資商品をいい、ローン返済に対する責任財産を限定する融資方式である。通常のローン（フルリコースローン、FRL）商品は、借り手の信用に基づいて融資を行い、借り手は基本的に全財産を責任財産として返済義務を負うものであるが、不動産分野におけるノンリコース型金融商品（ノンリコースローン、NRL）は、担保となる不動産の売却価格や当該不動産から生まれるキャッシュフローのみを返済原資とするため、仮に債務者が返済不能状態に陥ったとしても債務者個人の資産までは遡及されないことから、不動産分野を含む多くの場面で採用されている融資方式である。ノンリコースローンの特徴としては、責任財産が限定されるため貸し手のリスクが大きくなることから、フルリコースローンに比べて審査が厳しく、自己資金割合や金利等の融資条件も厳しくなる傾向がある。

融資サービス全体におけるノンリコースローンの位置づけとしては、下表 5 つの資金使途のうち、投機性ローンを除く 4 つの資金使途においてノンリコースローンが活用されている。

資金使途	説明	利用例
事業性ローン	■ 主に法人向け事業に係る事業者に特化した専門のローン形態 ■ フルリコースとノンリコースがある	➢ 運転資金 ➢ 設備資金 ✓ 事業用動産取得資金 ✓ 事業用不動産取得資金
半事業性ローン	■ 法人・個人両方で用いられるローン形態 ■ 賃貸住宅等の取得資金として用いられる ■ フルリコースとノンリコースがある	➢ 賃貸用住宅等取得資金
投機性ローン	■ 法人・個人両方で用いられるローン形態 ■ 投機性商品の取得に用いられる ■ フルリコースとノンリコースの区分なし	➢ 株式取得資金 ➢ 転売用土地取得資金
半消費性ローン	■ 主に個人向け消費に関連するローン形態 ■ フルリコースとノンリコースがある	➢ 自己居住用不動産取得資金 ➢ 消費性動産取得資金
消費性ローン	■ 主に個人向け消費に係るローン形態 ■ フルリコースとノンリコースがある	➢ 消費資金

当該4つの資金用途では、フルリコースローン・ノンリコースローンの区別があり、利用シーンに応じて採用が判断されているものと考えられる。

LV1 資本区分	LV2 資金用途 (大区分)	LV3 資金用途 (中区分)	LV4 資金用途 (小区分)	フルリコース	VS	ノンリコース
エクイティ				N/A	VS	N/A
ローン	事業性ローン	運転資金		運転資金融資	VS	ファクタリング
		設備資金	事業用動産取得	事業用動産の取得	VS	SPCによる飛行機や船舶等調達
			事業用不動産取得	事業用不動産の取得	VS	SPCによる商業用不動産や物流施設等の取得
		半事業性ローン		賃貸住宅の取得	VS	REITや建設会社による賃貸用マンションの取得
	投機性ローン		株式取得、転売用土地取得	N/A	VS	N/A
	半消費性ローン		自己居住用不動産取得	住宅ローン	VS	ノンリコース住宅ローン（日本にはない）リバースモーゲージ
			消費性動産取得	N/A	VS	N/A
	消費性ローン		消費	クレジットカードの利用	VS	リバースモーゲージローン

日本国内での利用が確認された不動産向けノンリコースローンは下記の4種類であり、それぞれ異なる特徴を有している。不動産ファンド向けノンリコースローンが活発に活用されている一方で、2000年代に存在したハウスメーカー紐付きのノンリコースローン等は現在の利用は観測されない等、利用状況にも差が見られる。

	不動産ファンド(REIT) 向け NRL	ハウスメーカー 紐付き NRL	ハウスメーカーとの 紐付きなし NRL	リバースモーゲージ
主な利用ケース	都心等の高収益・大型 居住用賃貸物件(マン ション)	ハウスメーカーが個 人投資家等に向けて 建設する中小規模 のアパート・マンシ ョン	ハウスメーカーの紐 づきのない比較的高 収益・安定収益のア パート・マンション	自己居住用住宅
法的枠組み	SPCによる倒産隔離 責任財産特約	責任財産特約	責任財産特約	責任財産特約
主な特徴	取得物件を高収益・安 定収益の大口物件に限 定しており、物件取得 時の審査はエンジニア	ハウスメーカーが建 築した標準化された 物件取得の際に提供 される。標準化さ	ハウスメーカーの紐 づきはなく、金融機 関が自社の審査によ り物件の収益性等を	与信時点で、個人が 保有する不動産の価 値を上限に、当該個 人が死亡するまでの

	リングレポート等により精密にされ、かつ管理もプロパティマネジメント会社に委託され適切になされる。 ローンには、財務コベナント(特約条項)が設定される。	れ、かつ相応の収益性が高い(駅徒歩10分以内等)物件のみとなるため、入口審査が省力化できる。	判断し供与する。 ただし、より厳格なコベナント(特約条項)の設定や高収益・安定収入物件に限定する等リスク軽減がされていると考えられる。	間、自由にローンを利用できるものであり、死亡により取引がクローズした時に限り、ノンリコースとなる(デフォルトという概念は無いが、期中解約には残高の一括返済が必要。また物件の売却代金で足りない場合は不足分を支払う必要がある。)
利用状況	活発に利用されている	2000年代に活発に利用されたが、現在はメニューにない	左記同様、2000年代には活発に利用されたが、現在はSMBCのみメニューが存在するものと思われる	現在活発ではないが、一定程度普及している

② 米国事例と実施環境等の整理

上記の通り、ノンリコースローンは日本においては不動産ファンド以外ほとんど利用されていない状況である。従って、日本における個人向け不動産ノンリコースローンの市場規模推計にあたっては、ノンリコースローンの利用が活発な米国の事例から、貸付対象不動産や想定顧客及びその属性等を検討することにする。つまり、ユーザーとサービスサプライヤ双方のニーズやリスク等実際の市場環境を把握することが、日本でのノンリコースローンの市場規模推計におけるデータとして有用であると考えられる。まず、ここでは米国における事例と実施環境等を紹介する。

米国では古くからノンリコースローンが存在し、投資に係るリスクを限定できる側面から不動産開発業や大規模プラント等の資金調達手段として用いられてきた歴史があり、1950年代～1970年代の税制改正前までは高所得者向けの租税回避手法としても活用されていた。現在でも米国の州によっては、債務者に対する不足金の回収を認めない所謂「ノンリコース州」が存在し、このノンリコース州を中心にノンリコースローンが

提供されている。また、一部のリコース州においても、後述の“③米国事例におけるリスク考察”で紹介する「ノンリコースカーブアウト」を設定することでノンリコースローンの提供がなされる事例も見られる。

— SSRNによる州の分類

州	法的差押可否	必要日数	カテゴリ	州	法的差押可否	必要日数	カテゴリ	州	法的差押可否	必要日数	カテゴリ
アイオワ	可	180	ノンリコ	テキサス	否	35-60	リコース	ハワイ	否	48	リコース
アイダホ	否	320	リコース	テキサス2	可	80-180	リコース		可	195	-
アラスカ	否	108-111	ノンリコ	テネシー	否	50-55	リコース	フロリダ	可	200-300	リコース
アリゾナ	否	115	ノンリコ	デラウェア	可	48	リコース	ペンシルベニア	可	300	リコース
アーカンソー	否	90	リコース	ニュージャージー	可	295	リコース	マサチューセッツ	可	75	リコース
イリノイ	可	345	リコース	ニューハンプシャー	否	75	リコース	ミシガン	否	360	リコース
インディアナ	可	266	リコース	ニューメキシコ	可	225	リコース	ミシシッピ	否	90	リコース
ウィスコンシン	可	315	ノンリコ	ニューヨーク	可	445	リコース	ミズーリ	否	61-65	リコース
ウエストバージニア	否	120	リコース	(NYC)				ミネソタ	否	270-280	ノンリコ
ユタ	否	139	リコース	ニューヨーク	可	299	リコース	メイン	可	270	リコース
オクラホマ	否	201	リコース	(NYC外)	否	355	リコース	メリーランド	可	46	リコース
オハイオ	可	217	リコース	ネバダ	否	116	リコース	モンタナ	否	163	ノンリコ
オレゴン	否	160	ノンリコ		否	121	リコース		可	209	リコース
カリフォルニア	否	120	ノンリコ	ネブラスカ	可	176	リコース	ルイジアナ	可	269	リコース
カンザス	可	230	リコース					ロードアイランド	否	74	リコース
ケンタッキー	可	198	リコース	ノースカロライナ	否	120	リコース	ワイオミング	否	180	リコース
コネチカット	可	160	リコース	(購入モーゲージ)	否	120	ノンリコ	ワシントン	否	140-150	ノンリコ
コロラド	否	173	リコース	ノースカロライナ	否	120	リコース	ワシントンDC	否	235	リコース
サウスカロライナ	可	180	リコース	(上記以外)							
サウスダコタ	可	340	リコース	ノースダコタ	可	150	ノンリコ				
ジョージア	否	150	リコース	バージニア	否	60	リコース				
				バーモント	可	275	リコース				

出典：Forbes Advisor <https://www.forbes.com/advisor/loans/recourse-loans-vs-non-recourse-loans/>
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1432437

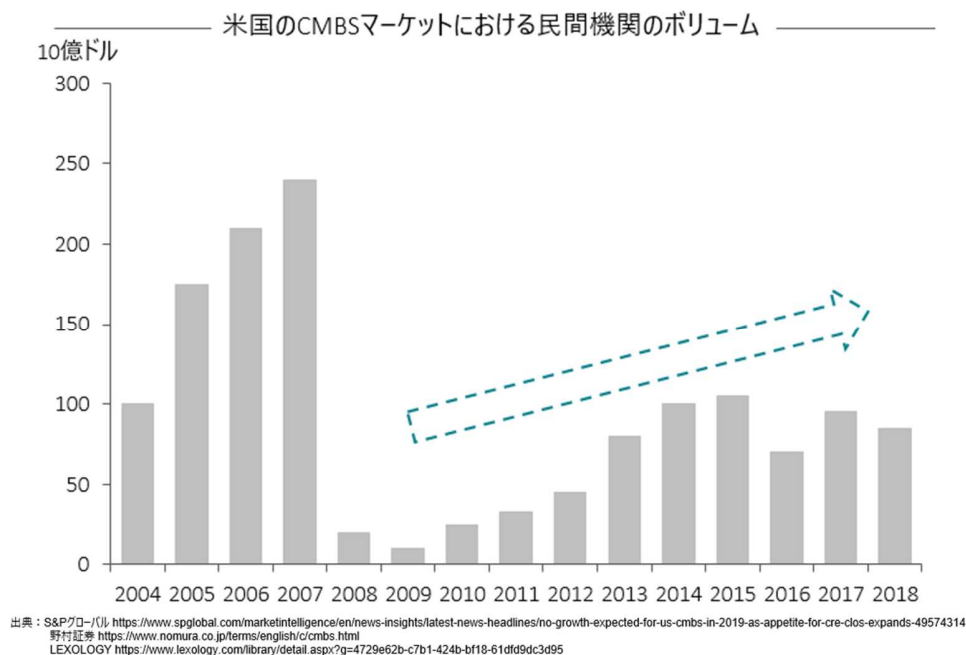
米国における個人向け不動産ノンリコースローンを提供している下記9社のサービスサプライヤについて、貸付対象不動産や想定顧客等を調査した結果、不動産向けノンリコースローンは、自己管理型IRA（IRAとは退職後資金積立制度をいい、このうち「自己管理型」は個人年金の一種で、不動産や貴金属にも投資が可能なものをいう）所有者への投資策としてサービス提供されていることが多いことが特徴として挙げられることが分かった。

調査対象9社		
First Bank		コロラド州・フェニックス都心部・カリフォルニア州中央と南部を中心に活動する銀行
First National Bank of America		ミシガン州を中心に活動する銀行
First Western Federal Savings Bank		サウスダコタ州を中心に活動する銀行
McGuire Capital Group		カリフォルニア州ソーノ郡を中心に活動する銀行
North American Savings Bank		ミズーリ州を中心に活動する銀行
Pacific Crest Savings Bank		ワシントン州西部を中心に活動する銀行
Solera National Bank		コロラド州を中心に活動する銀行
Marshall Reddick Real Estate		カリフォルニア・テキサス・フロリダ州を中心にあらゆる不動産事業を行う不動産サービスサプライヤ
Peak Asset Lending		米国西部・北部・北東部を中心に活動するサービスサプライヤ

上記9社のうちFirst Bankの例を挙げると、退職金制度に向けたノンリコースローンによる住宅購入または借り換えプログラムを推進しており、First Bankのキャッシュフロー分析事例では、返済額+利息+税金+保険の月別支払額が賃貸額を下回れば、ノンリコースプログラムの対象となるとしている。

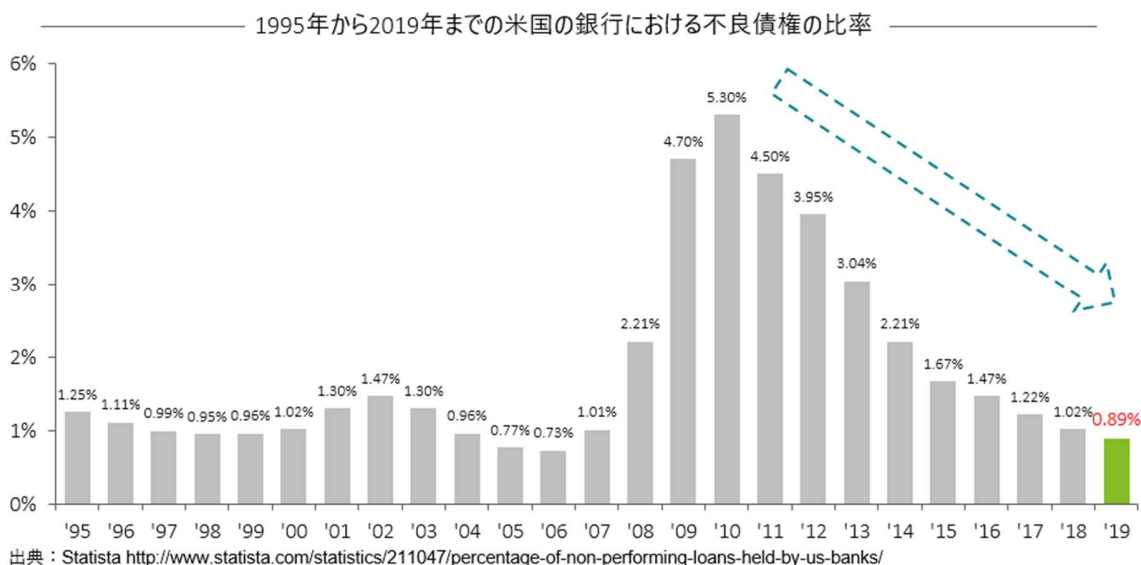
③ 米国事例におけるリスク考察

前述の通りノンリコースローンは、貸し手にとってのリスクが高いローンであることから、フルリコースローンに比べ借り手の与信が厳しくなる傾向があり、結果として「クレジットヒストリーが強く・債務対収益の比率が低く・高金利でも構わない」という高所得者層向けに提供されることが多くなっている。ユーザーとしては、審査が厳しく高金利である等融資条件が厳しいというリスクを取ることで、責任財産を限定させるというニーズを満たしているということである。一方、米国では商業不動産担保証券の担保としてノンリコースローンが存在しており、米国のノンリコースサプライヤはノンリコースというリスクを取ることで、高所得者層の資産運用市場の拡大、つまり商業不動産担保証券市場（CMBS）の拡大を目指している。下記の表は、米国のCMBSマーケットの規模を示すもので、リーマンショックにより大幅下落したのち、近年は復調傾向にある。



しかしながら、リコースが借り手の債務不履行を抑制するとの研究結果もあり、当該分析結果からサービスサプライヤとしては必ずしもノンリコースを歓迎しているわけではないことが分かっている。

また、サプライヤは契約時に「ノンリコースカーブアウト」といわれる条文を用意することで、借り手の不正行為に対しノンリコースローンのリコースローン化するリスク回避策を取っている。借り手の不正行為の例としては、詐欺・不正申告（財務力やローン返済能力、自己破産に関するもの）、貸し手に同意を得ず資産を譲渡する、家賃・保険金の不正流用、事故物件（死亡者が出た物件）に関する不正申告等である。ノンリコースローンには、ローンの回収原資が責任財産に限定されるという借り手にとってのメリットがあるが、そのメリットは表明保証の正確性や様々な誓約条項が遵守されることを前提としており、仮にこれらに違反があった場合には、責任財産の限定にかかわらず責任を遡及することが出来るような仕組みが必要である。そのため、このような条項を設けることで、借り手側が違反行為をするインセンティブ（動機付け）を弱める効果があると考えられている。このような要因もあり、米国の銀行においては不動産以外のローンも含めた、ローン全体に占める返済が行われていないローン（90日以上の延滞または4半期報告時点で未収のもの）の割合は、2019年時点で0.89%と、リーマンショック前の低水準と同等程度になっている。



④ 日本国内におけるノンリコースローンの取り扱い事例

日本国内におけるノンリコースローンの取り扱いとしては、REIT等の不動産ファンド向けノンリコースローンが主なものであり、現在確認できる非ファンド向けノンリコースローンはSMBCの直担ローンのみである。前述の通り、2000年代にはハウスメーカーと金融機関の提携による賃貸住宅向けノンリコースローン商品等が存在したが、現在は不動産ファンド以外ではほとんど利用されていない状況となっている。

SMBCの直担ローンは、下記の通りフルリコースローンと比較して①融資可能顧客が極端に限られる、②自己資金割合の増大、③金利が高い、の3つが特徴として挙げられるが、過去のハウスメーカー提携ノンリコースローンでほぼ必須とされていた、家賃回収業者（管理会社）の指定・サブリース契約・修繕積立金の積立て（SMBCの直担ローンでは、義務はないが積立て計画を融資当初に策定する）等の項目は必須条件とはなっていない。

SMBCにおけるFRアパートローンとNRアパートローンの比較	
SMBC・FRアパートローン	SMBC・NRアパートローン
① 融資対象となる顧客 ✓ 満20歳以上の個人。 ✓ 実質個人とみなされる不動産 管理会社等	① 融資対象となる顧客 ✓ 左記の中でも <u>特に行内の格付 が高いごく一部の顧客</u>
② 自己資金割合 (土地から購入の場合) 土地は100%自己資金。更に建 物金額の2～3割の自己資金が 必要 (土地持ちの場合) 建物金額の2～3割必要	② 自己資金割合 ✓ 左記に加え、 <u>更に追加自己資 金が必要。</u>
③ 金利 ✓ 資産背景によるが、おおよそ 1%前後	③ 金利・手数料 ✓ 金利は、SMBC所定の短期プ ライムレート(1.475%)に連動す る長期貸出金利がベースとな る。 ✓ <u>NRI取扱手数料として、ローン 額面に対し、1.98%が必要。</u>

出典：ハウスメーカー営業担当者へのヒアリングにより作成

(2) ノンリコースローンの市場調査

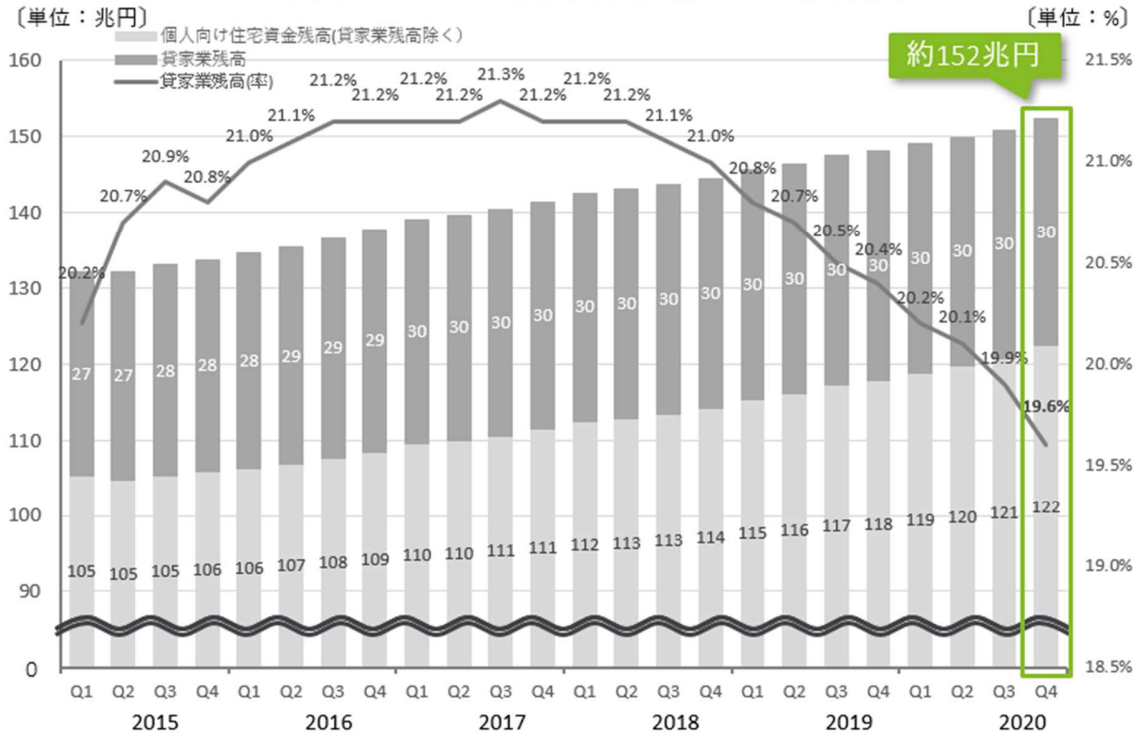
①不動産ローンの状況

既に紹介した通り、日本では個人向け不動産ノンリコースローンの利用はさほど多くない。そのため、新規に当該市場が形成された場合、現状の不動産ローン市場にノンリコースローン市場が追加的に創出される形となる。従って、ノンリコースローンの市場規模推計にあたっては、まず日本国内の不動産ローン市場について現状を理解することにする。具体的には、国内不動産ローン市場の概況の他、金融機関の融資審査の内容や状況も把握する。

A. 市場の状況

日本全国の国内銀行・信用金庫における不動産ローン残高の推移は下表の通り、個人向け不動産ローン残高は152兆円規模、うち投資用不動産ローン残高は30兆円で不動産ローン市場に占める割合は19.6%となっている。貸家業の占める割合は減少傾向にあるものの、不動産ローン市場全体は直近5年間で増加傾向にある。

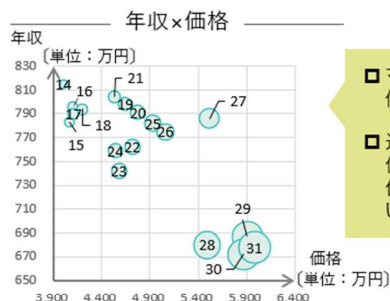
2015年から2020年までの個人向け不動産ローン残高の推移



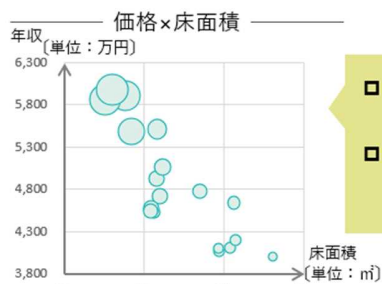
出典：日本銀行 貸出先別貸出金

首都圏においては、年収が低下傾向にある中で住宅取得価格は高まっており、近年では不動産ローンが活用されることで下表のように年収の7～8倍程度の住宅を取得する傾向がある。

マンション



- マンションの場合、価格のレンジが広い
- 近年は平均年収が低下傾向にあるが住宅価格が上がっている

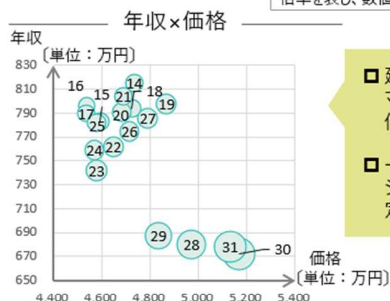


- 近年は床面積が小さくなっている
- 床面積が小さくなっても住宅価格が上昇している

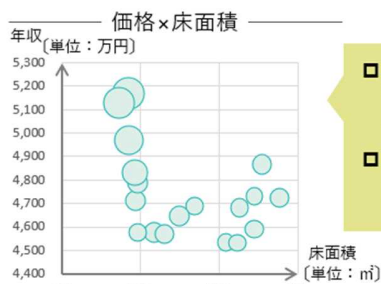
出典：不動産流通推進センター「2020 不動産統計集」

建売住宅

各グラフのバブルサイズは住宅価格の年収倍率を表し、数値は年度（平成）を表す



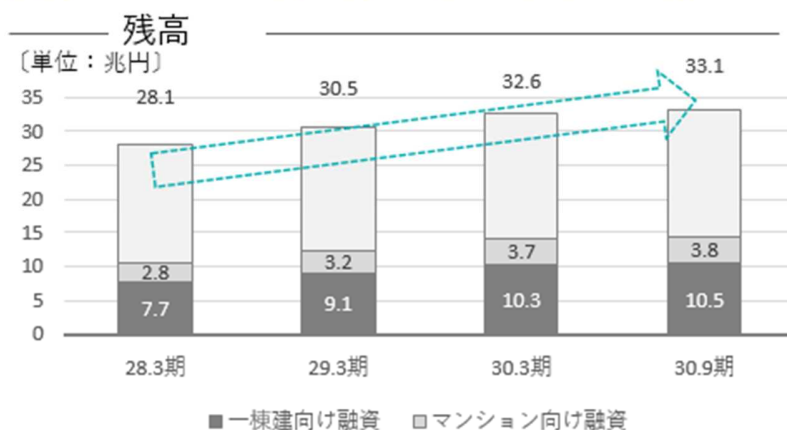
- 建売住宅においてもマンション同様住宅価格が上昇している
- 一方で、価格のレンジが狭く、上昇は限定的である



- マンション同様床面積が小さくなっているが、限定的である
- 同様の床面積でも住宅価格が上昇している

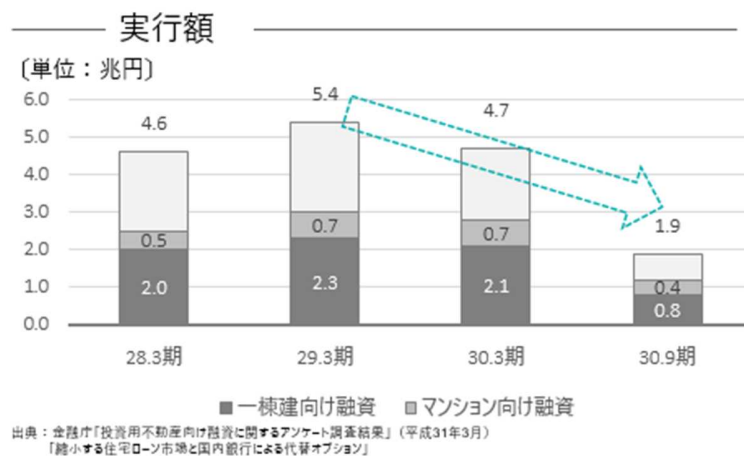
年収倍率上昇の背景としては、需要側の節税・資産運用ニーズと、供給側の高額融資により収益性を高めるニーズの合致による、一棟建への高額担保付融資の増加が挙げられ、投資用不動産向け融資全体の 30%程度となっている。

投資用不動産の融資残高・実行額の推移（銀行）



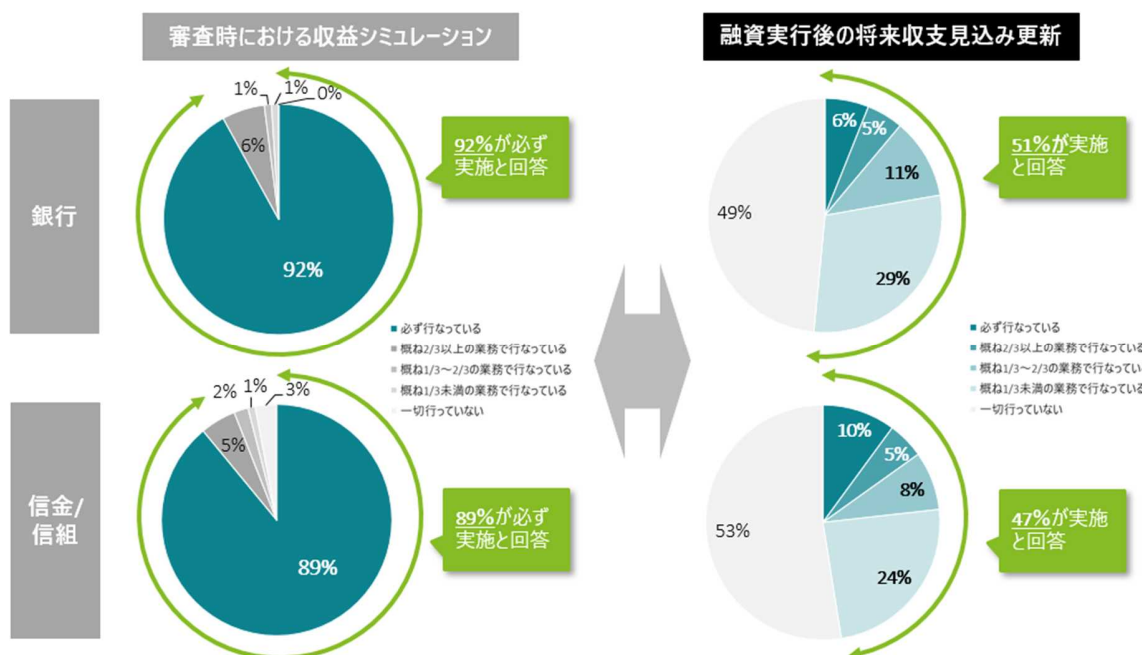
出典：金融庁「投資用不動産向け融資に関するアンケート調査結果」（平成31年3月）
「総小する住宅ローン市場と国内銀行による代替オプション」

一方で、融資実行額は平成 29 年をピークに減少傾向となっている。これは、新設住宅着工戸数の減少や、金利低下による銀行の採算悪化等が理由だと考えられる。



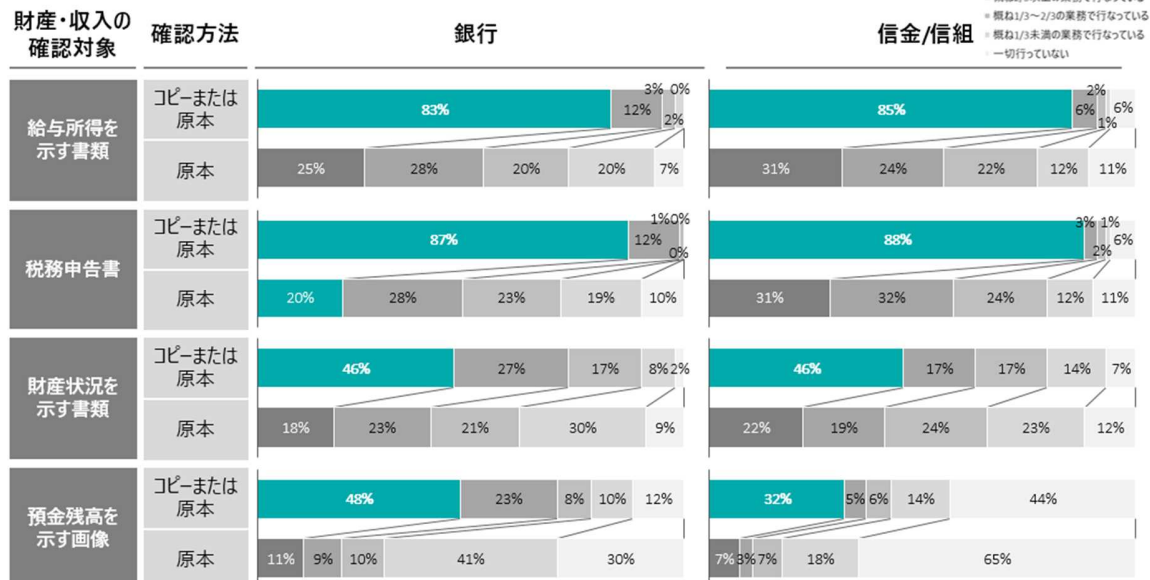
B. ローン審査状況

ローンの審査状況については、金融庁が行った投資用不動産向け融資に関するアンケート調査によると、融資審査において 9 割の金融機関で必ず収支シミュレーションを実施しているものの、融資実行後に将来収支見込の更新を行っているのは 5 割程度と低いことが分かっている。



個人の与信にあたっては、給与や税務申告に関して 8 割の金融機関で必ず確認しているが、預金残高や財務状況の確認を行っているのは 3～4 割程度に留まっている。

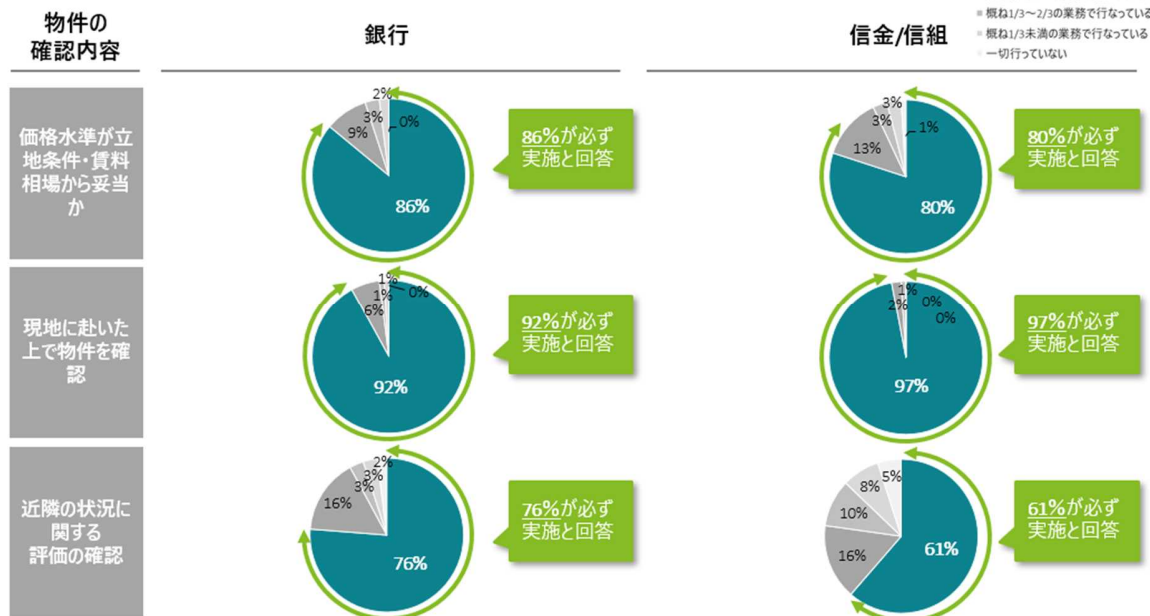
審査の確認状況



出典：金融庁「投資用不動産向け融資に関するアンケート調査結果」（平成31年3月）

物件の与信については、8～9割の金融機関が価格水準や物件の現地確認を行っているが、近隣の状況まで確認しているのは6～7割程度とやや低水準となっている。

物件の確認状況

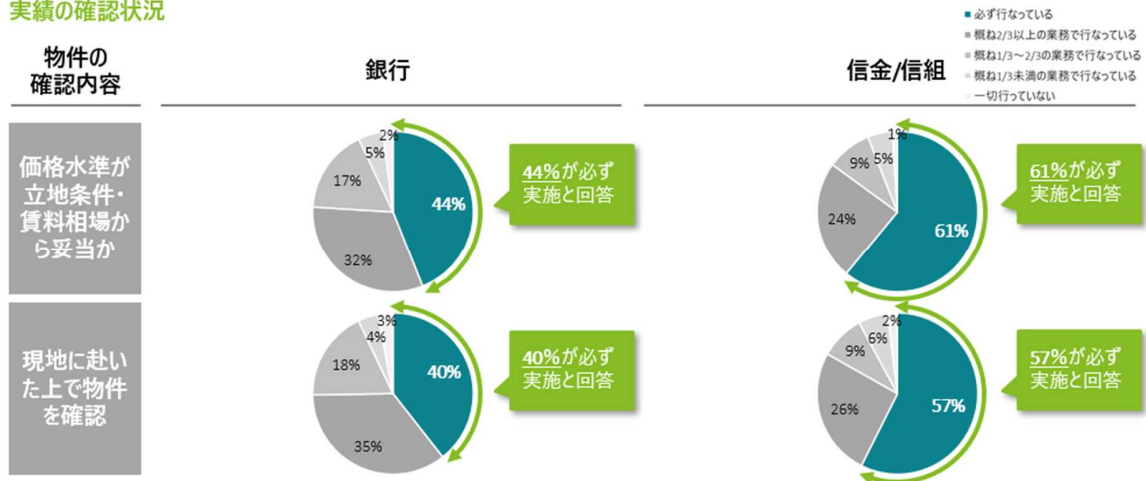


出典：金融庁「投資用不動産向け融資に関するアンケート調査結果」（平成31年3月）

また、融資実行後に物件の空室率や賃料実績を必ず確認している金融機関は4～6割程

度と低水準となっている。将来収支見込みの更新の際には、これら物件の稼働状況の把握が必要になるが、前述の通り将来収支見込みの更新を行う割合が 5 割程度であるため、これと連動して稼働状況等の確認を行う金融機関も少なくなっているものと推察される。

実績の確認状況

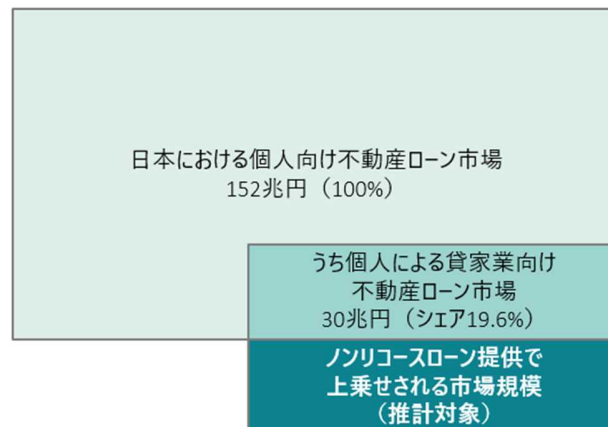


出典：金融庁「投資用不動産向け融資に関するアンケート調査結果」（平成31年3月）

これら不動産ローン市場及び国内金融機関の融資審査の状況を踏まえ、後述の通りアンケート調査を実施した。

②アンケート調査

ノンリコースローンの市場規模推計にあたって、前述の不動産ローンの状況等の統計調査を踏まえ、まず不動産ローン市場全体のうち個人による貸家業向け不動産ローン市場に新たに「ノンリコースローン提供で上乗せされる市場規模」、主に投資用不動産ローン市場にアドオンされる市場規模（推計対象）を下表の通り設定した。



本件における市場規模推計とは、ノンリコースローンによってニーズを満たすことのできるユーザー（ノンリコース型金融商品の対象となる方＝ペルソナ）像をできるだけ具体的に想定し、そのユーザー像毎に、市場規模を推計するものである。

個人向け不動産ノンリコースローンの事例を観測できない日本でこれを行うには、ノンリコースローンによってニーズを満たすことのできるユーザーとはどのような属性や背景を持つ人々であるかについて検討・明確化し、かつそれらの人々がどれだけノンリコースローンの利用意向があるかを把握しなければならない。そのため、ノンリコースローンの市場規模の推計を行うに際して、その前段階となる対象ペルソナの設定及び利用意向者の出現率把握のためのアンケートが必要と判断した。具体的には、下記の3つのステップを実施し、最終的な市場規模の推計結果を算出することにする。

STEP1 ペルソナ の設定	経済合理性、選好性の観点からノンリコースローンを利用すると考えられる4ペルソナA~Dを設定
STEP2 アンケート 設計実施	4ペルソナについて、全国における出現率をアンケートから把握
STEP3 規模推計 (③市場規模 推計参照)	下記推計式により市場規模を把握 $(\text{ペルソナ世帯の出現率}) \times (\text{世帯年収 500 万円以上世帯数}) \times \{(\text{不動産ローンの借入額}) \text{あるいは} (\text{不動産投資規模})\}$

アンケートの対象となるノンリコースローンでニーズを満たすことができるユーザーの設定（ペルソナ設定）については、まず経済合理性の観点から検討を行った結果、後述の表1の通り4つの融資パターンが考えられた。しかしながら、これは全てのユーザーが経済合理性に基づき合理的行動をとることを前提とした分類であるため、利用者の選好性に基づく判断、つまり経済合理性よりも感情を重視して意思決定を行うユーザー等を的確に拾うことができない。表1の#1パターンを例にとると、個人及び投資対象物件の与信は十分だが負債相続で家族に迷惑をかけたくない等の理由から、一般的なフルリコースローンではなく責任財産が対象物件に限定されるノンリコースローンを選択したい

ユーザー（表2のペルソナA）数を的確に把握することができないということである。つまり、表1の分類のままでは、ノンリコースローンが必要としない#1-1の人も含まれてしまい、ノンリコースローンの利用意向に関する正確なデータ集計を行うことができない。

このように、経済合理性の観点のみでペルソナ設定を行うとノンリコースローンの正確な市場規模推計ができないため、これに加え利用者の選好性の考慮や、後述するユーザーの属性及び投資対象物件の内容も加味して、表1の4パターンから表2の6区分へと細分類を行った。その上で、当該6区分の中からノンリコースローンによってニーズを満たすことのできる4つのペルソナを設定し、これをアンケート対象とした。

➤ ステップ1：ペルソナの設定

前述の通り、アンケート調査対象となるペルソナ設定を行うにあたり、まず経済合理性の観点から、与信の源となる個人及び投資を検討している物件の資産力（物件価値）に応じた以下4つの融資パターン（表1）を設定した。

（表1）

パターン	与信の源		ケース
	個人	物件	
#1	○	○	個人資産が相応にあり、物件価値も高い場合
#2	○	×	個人資産が相応にあるが、物件価値が低い場合
#3	×	○	個人資産が少なく、物件価値は高い場合
#4	×	×	個人資産が少なく、物件価値も低い場合

しかしながら、この4分類では経済合理性よりも感情で意思決定をするユーザー（利用者選考性）や、評価方法次第では高評価となる物件に投資をしたいケース、個人の属性の詳細について等が明確にならず、アンケートによる正確なデータ集計を行うことができない。従って、上記4パターンに利用者の選好性や物件特性の観点及び個人の属性の詳細等も考慮し、表2の6区分に細分類を行った。

具体的には、#1パターンは前述の通り個人及び物件の与信は十分ではあるが、負債相続をしたくない等の感情を重視するためにノンリコースローンを利用したいケースが考えられる。#2パターンにおいては、投資対象物件が評価方法次第では高評価となる物件であるケースも考えられる。これは、地方で路線価は低いが高い賃料収益がある物件等が想定される（これにより、本当に物件価値が低いケースである#2-2と分けることができる）。更に#3パターンにおいても、個人の与信について、延滞履歴があるケースや年収が低く投資対象物件の価値と見合わないケースに分類することができるということである。

(表2)

与信の源			
		個人	物件
#1-1		☐	☐
#1-2	使いたくない	☐	☐
#2-1		☐	評価方法次第
#2-2		☐	×
#3-1	属性に問題	☐	☐
#3-2	妥当性に問題	☐	☐

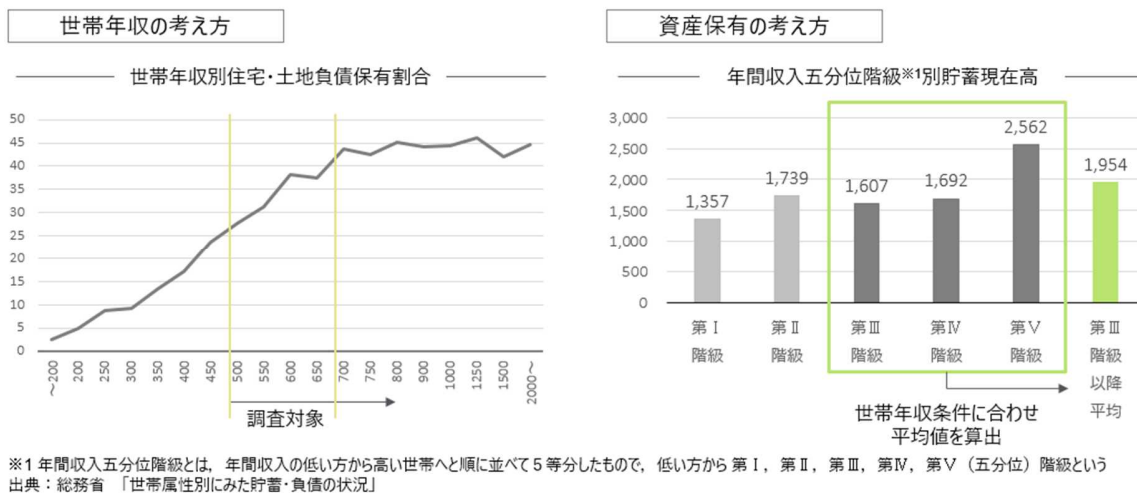
細分類した上記6区分うち、ノンリコースローンによりニーズを満たすことのできる債務者はA、B、C、Dの4つのペルソナとなる。重複するが、Aは個人の与信及び物件価値は十分だが負債相続を行いたくない方、Bは個人の与信は十分だが投資対象が地価の低い郊外の高収益物件のような、評価方法次第では高評価となる物件の方、Cは延滞履歴がある（属性に問題がある）が投資対象物件の価値は十分な方、Dは投資対象物件の価値は十分だが、年収が低い等個人の与信面で妥当性に問題がある方である。

このように、利用者の選好性や物件状況及びユーザーの属性を細分類することで、ノンリコースローンによってニーズを満たすことのできる数、すなわちノンリコースローンの市場規模を的確に推計するためのデータ収集が可能となる。アンケート対象となるペルソナをまとめたものが、下表3である。

(表 3)

ペルソナ	世帯年収	資産保有高	延滞履歴	購入したい不動産の特徴
A Ⓜ 負債相続を行いたくない	中～高 700万円以上	中～高 2000万円以上	無	特になし
B Ⓜ 地価の低いエリアだが評価方法により高評価の物件	中～高 700万円以上	低～中 2000万円未満	無	賃貸借契約が安定し収益が期待できるが積算価格と見合わず 東京23区・横浜・川崎・大阪・名古屋を除くエリアの不動産 表面利回り10%以上、オフィスとしての利用有、駅からの距離5分以内、大規模（面積300㎡以上等）にあてはまる物件
C Ⓜ 延滞履歴あり	中～高 700万円以上	中～高 2000万円以上	有	特になし
D Ⓜ 年収が低く物件価格と見合わない	低～中 500～700万円	低～中 2000万円未満	無	物件規模としては一般的だが年収に見合わない 今後投資したい不動産の規模感が4000万円以上

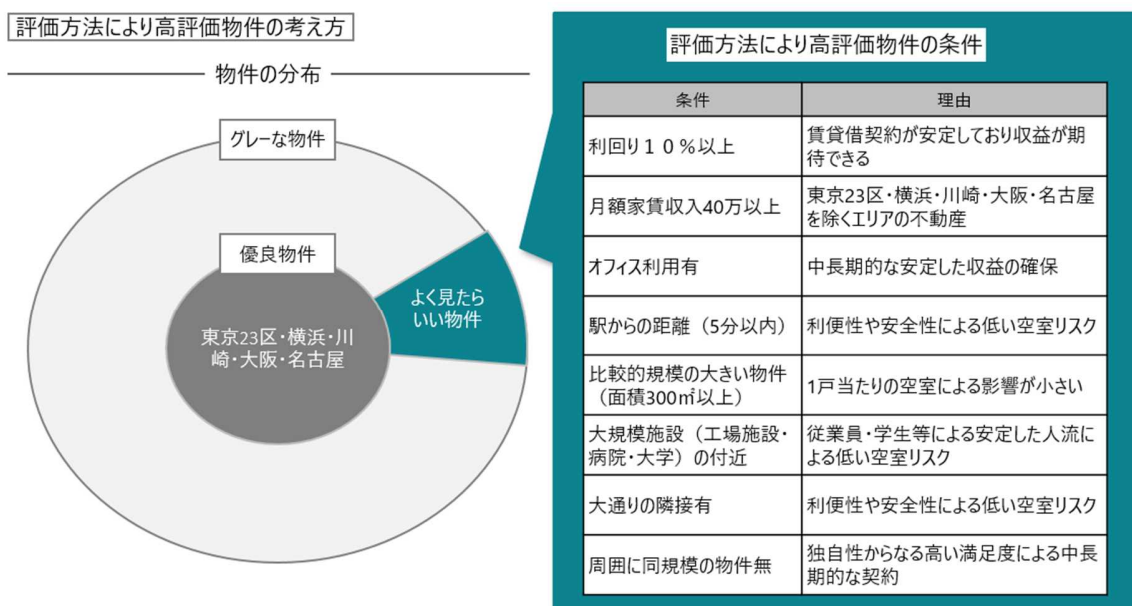
続いて、4つのペルソナ像を導出した上で、上表の通り世帯年収及び資産保有高についての設定を行った。世帯年収の閾値に関しては土地負債保有のサチレーション水準を、資産保有の閾値に関しては調査対象の世帯年収の平均貯蓄水準を下記の通り設定した。



世帯年収 500 万円以上は、日本総世帯数のうち 44.1%をカバーできることから設定し、世帯年収 700 万円以上は土地負債保有割合が 40 数%で大きな違いが無いいため 700 万円を閾値に設定した。

資産保有の考え方については、各階級は～333 万円以下、～463 万円以下、～629 万円以下、～879 万円以下、879 万円より上となっており、調査対象である世帯年収 500 万円以上が属する第三階級以降の貯蓄現残高の平均は 1,954 万円であることから、資産保有残高を 2,000 万円に設定した。

ペルソナ B の「評価方法により高評価の物件」については、下記 8 項目を設定し、これらの条件に合う投資実績の有無を検証した。



➤ ステップ2：アンケート設計実施

4 ペルソナについて、2021 年 4 月第 1 週に全国 3 万人を対象にスクリーニング調査を実施し、スクリーニングに合致した 1,000 サンプルについて市場規模推計に必要な項目把握のために本調査を実施した。

- アンケート実施日：2021 年 4 月 5 日・6 日
- スクリーニング条件：不動産投資意欲のある 20～60 代の男女でかつ世帯年収 500 万円以上の方
- アンケート対象者：全国 3 万人に対してスクリーニング調査票を配布し、スクリーニングに合致する 1,000 サンプルを収集。1,000 サンプルに対して該当ペルソナを抽出し、市場推計に必要な項目を把握するため本調査票を配布した。

- 調査項目：下表を参照

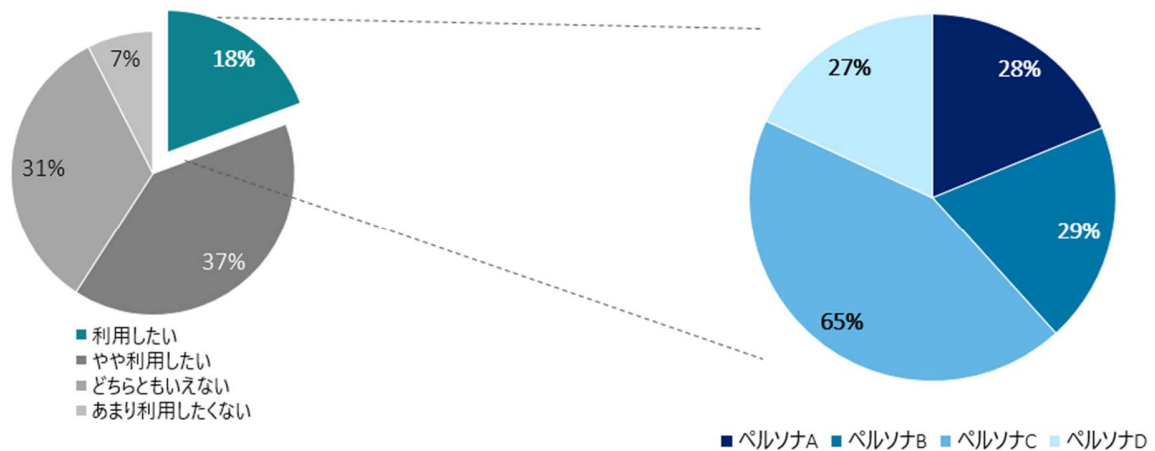
スクリーニング調査項目	
#	質問項目
1	保有経験資産（現在・過去）
2	保有資産総額
3	保有現金資産総額
4	不動産投資意向
5	資産・資産形成に関する意識価値観

本調査項目	
#	質問項目
1	現在保有している不動産の立地エリア
2	現在保有している不動産の種類
3	現在保有している不動産の駅からの距離
4	現在保有している不動産の大きさ
5	現在保有している不動産の特徴
6	現在保有している不動産の資産総額
7	現在保有している不動産の表面利回り
8	借入実績
9	不動産投資計画ステータス
10	今後投資したい不動産の立地エリア
11	今後投資したい不動産の種類
12	今後投資したい不動産の駅からの距離
13	今後投資したい不動産の大きさ
14	今後投資したい不動産の特徴
15	今後投資したい不動産の総額
16	今後投資したい不動産の想定表面利回り
17	【商品特性認知後】ノンリコースローン意向
18	【商品特性認知後】金利可能性
19	ノンリコースローンを利用して、今後投資したい不動産の総額
20	延滞履歴

- アンケートで提示したノンリコースローンの説明
- I. 個人や法人の与信を担保に融資する一般的な不動産投資ローンに対して、物件の価格やキャッシュフローのみを担保とするローンです。
 - II. 借り手の責任範囲が物件に限定されるので、返済ができなかった場合も他の資産や事業に影響が及びません。
 - III. 借り手の収入や資産による従来の融資限度を超えた借り入れも可能です。

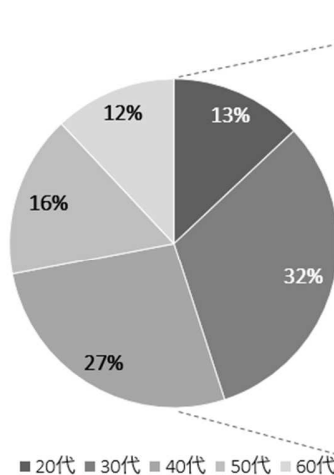
- IV. 一般的な不動産ローンに比べ、貸付審査は厳しくなります。
- V. 一般的な不動産ローンに比べ、金利が高く、貸付期間も短期間になります。

- 調査結果：4 ペルソナにおける利用意向はペルソナ C が最も「利用したい」の割合が高く、ペルソナ D は「利用したい」と「やや利用したい」を合わせると利用意向が最も高かった。利用意向の高さで見ると、ペルソナ D > ペルソナ C > ペルソナ B > ペルソナ A の順となった。

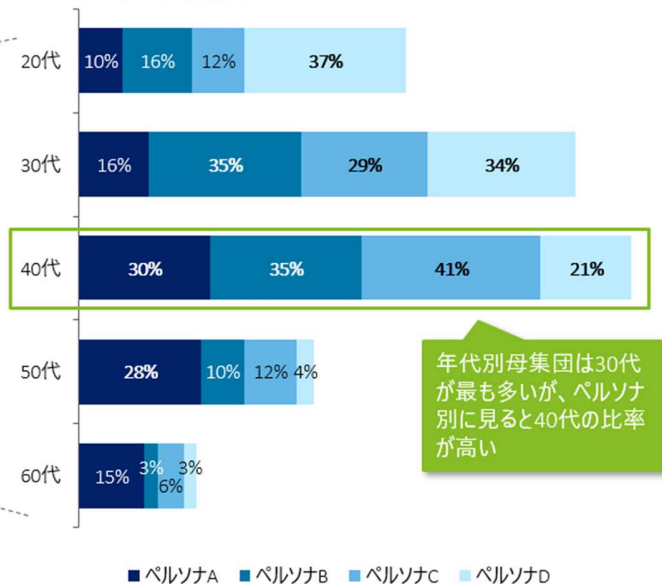


年代別割合では、ペルソナ A は 40～60 代、ペルソナ B・C は 30～50 代、ペルソナ D は 20～40 代が多い傾向にあった。

<年代別割合>

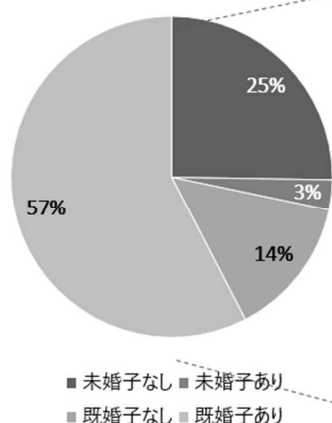


<年代・ペルソナ別割合>

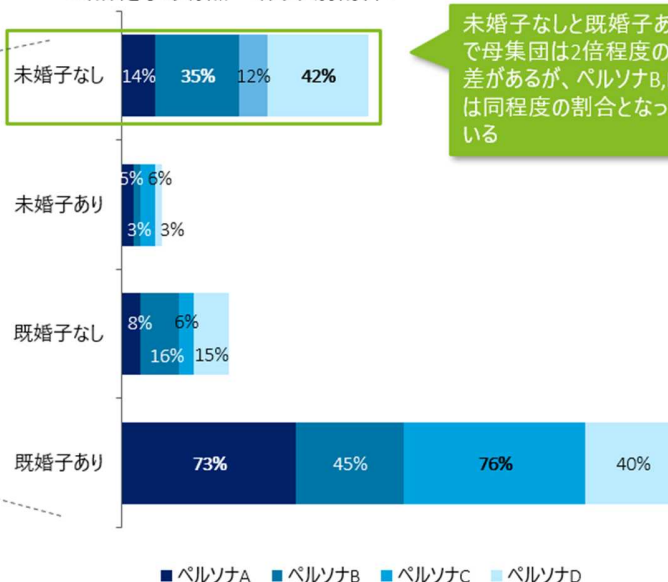


婚姻と子の有無等の割合は、ペルソナ A・C は既婚・子ありの割合が高い一方で、ペルソナ B・D は未婚・子なしの割合も一定程度いることが分かった。

<婚姻と子の有無別割合>



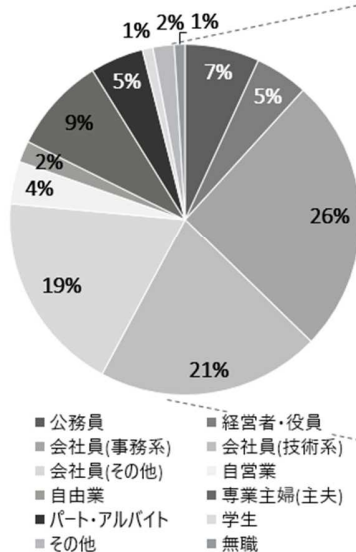
<婚姻と子の有無・ペルソナ別割合>



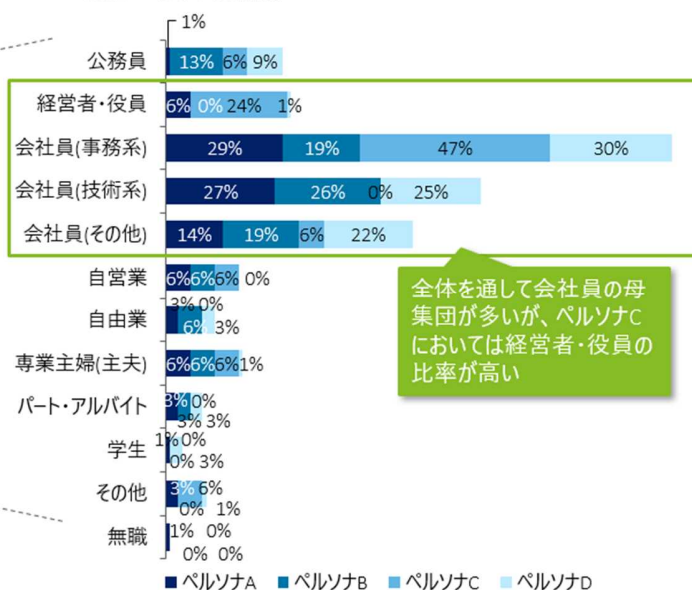
未婚子なしと既婚子ありで母集団は2倍程度の差があるが、ペルソナB,Dは同程度の割合となっている

各ペルソナの職業別割合は、全ペルソナ共通で会社員が多いが、ペルソナ C は他ペルソナと比較して経営者・役員が多い傾向にあった。

<職業別割合>



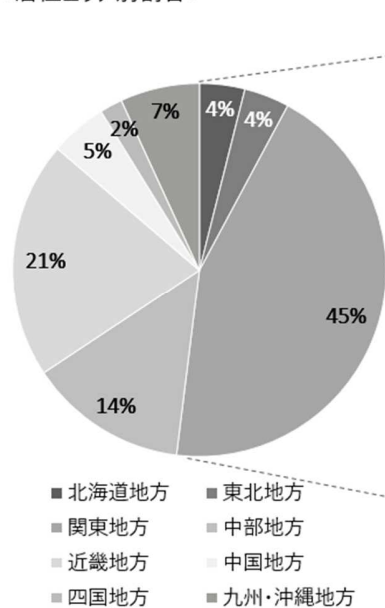
<職業・ペルソナ別割合>



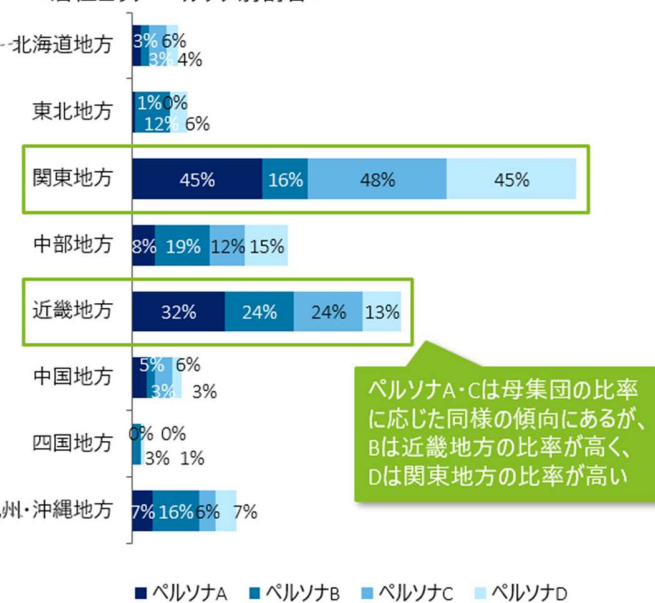
全体を通して会社員の母集団が多いが、ペルソナCにおいては経営者・役員の比率が高い

各ペルソナの居住エリアについては、全ペルソナ共通で関東圏・近畿地方（大阪府）の居住者が多い傾向にあった。

< 居住エリア別割合 >

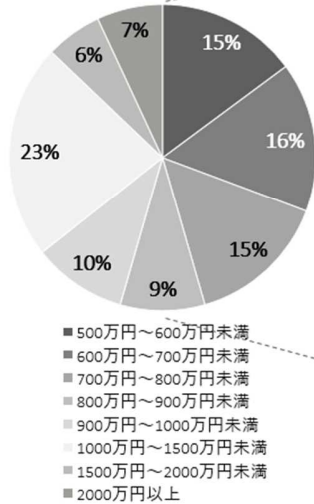


< 居住エリア・ペルソナ別割合 >

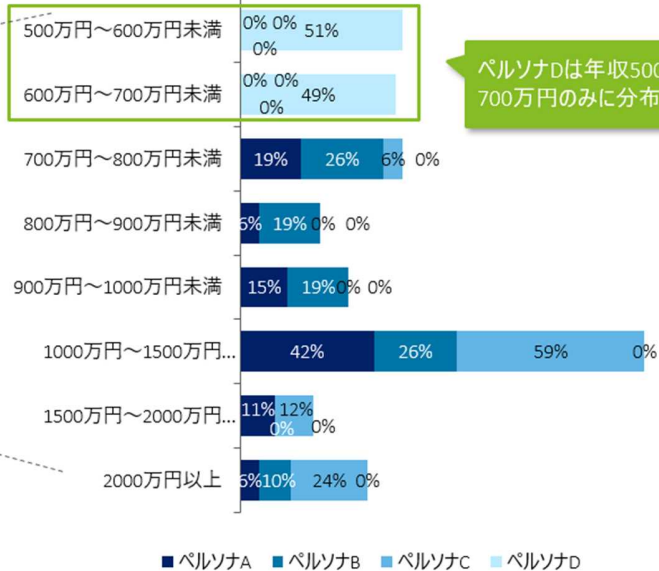


世帯年収については、世帯年収 700 万円を基準にペルソナを分割しているため、ペルソナ D は年収 500～700 万円に分布する結果となり、ペルソナ A・C は、年収 1,000～1,500 万円がボリュームゾーン、ペルソナ B は年収 700 万円～1,500 万円に分布する結果となった。

< 世帯年収別割合 >



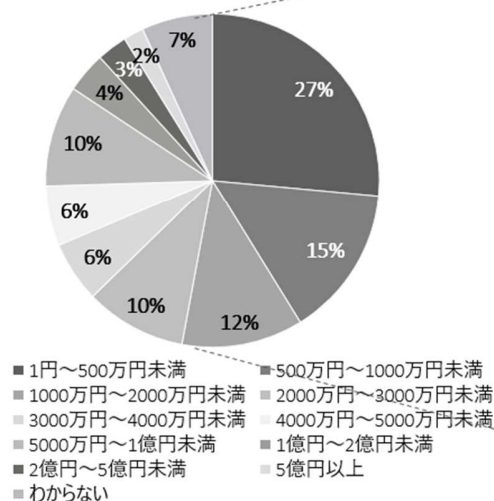
< 世帯年収・ペルソナ別割合 >



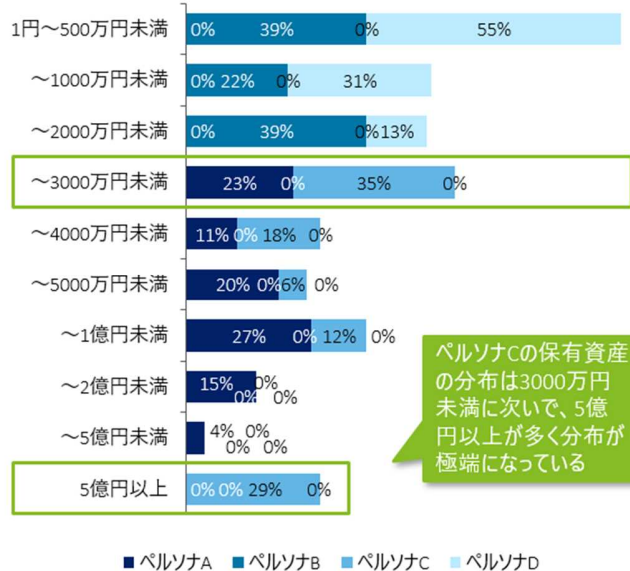
ペルソナDは年収500～700万円のみに分布

保有資産別割合は、世帯年収同様保有資産 2,000 万円を基準にペルソナを分割しているため、ペルソナ B・D は保有資産 2,000 万円以内に分布、ペルソナ A・C は保有資産 2,000 ～1 億円に分布する結果となった。

< 保有資産別割合 >



< 保有資産・ペルソナ別割合 >



ペルソナCの保有資産の分布は3000万円未満に次いで、5億円以上が多く分布が極端になっている

■ ノンリコースローンにおける金利上乘せの許容度合い

ペルソナ A・D では上乘せ金利が 0.5%未満～1.25%未満に分布し、ペルソナ B・C では 0.5%未満～2.5%未満に分布する結果となった。

	全体 (1000)	ペルソナA (79)	ペルソナB (31)	ペルソナC (17)	ペルソナD (67)
上乘せ～0.5%未満	10%	14%	10%	6%	10%
上乘せ0.5%～0.75%未満	13%	16%	3%	29%	18%
上乘せ0.75%～1.0%未満	14%	16%	19%	0%	37%
上乘せ1.0%～1.25%未満	11%	13%	13%	18%	24%
上乘せ1.25%～1.5%未満	3%	3%	19%	6%	6%
上乘せ1.5%～2.0%未満	2%	1%	3%	18%	3%
上乘せ2.0%～2.5%未満	1%	3%	6%	6%	0%
上乘せ2.5%～3.0%未満	0%	0%	0%	0%	0%
上乘せ3.0%以上	1%	0%	3%	6%	1%
利用意向無しのため回答なし	45%	34%	23%	12%	0%

許容度が0～1.25%未満に集中

許容度が0～1.25%未満に集中

若干許容度が高い

許容度合いに乖離がある

2. ノンリコース型金融商品の構造調査

(1) 金融工学から見たノンリコースローンの整理

① ノンリコース型金融商品の類型

ノンリコースローン (Non Recourse Loan、NRL) とは、日本語で非遡及型融資とも呼ばれ、ローンの返済原資の範囲に限定を加えた融資の方法である。通常は、事業用資産等の責任財産からのキャッシュフローのみを返済原資とし、その範囲以上の返済義務を負わないものとなる。

ノンリコース (Non Recourse、NR) であるとは、上記のように債務の弁済が責任財産等からのキャッシュフローに限定されることをいう。他方、債務者のその他の財産等からの弁済を求めることができる場合、フルリコース (Full Recourse、FR) であるという。

一般的に、NRL には、親会社 (スポンサー) が工事完成責任を負うなど、特定のリスクが顕在化する場合においては責任財産以外からの弁済を求めることができるように設計されている。つまり、厳密な意味では、NRL は、特定のリスクに対してはフルリコースとなるため、「リミテッドリコース」と呼ぶべきものである (以降は、リミテッドリコースであるような場合でも、主要なリスクに対してはノンリコースである場合には、そのような金融商品をノンリコースであると呼ぶものとする)。

(2) 賃貸住宅向けノンリコースローンの類型

① 不動産ファンド向け

ノンリコースローンの供与先が、不動産ファンド (公募/私募不動産ファンド、その他私募ファンド) となる。

不動産ファンドの組成には、相応のコストを要する等の理由から、比較的大規模の物件 (20 億円以上など) が取得対象となる。また、物件の立地は都心部が主であり、LTV (ローン残高 ÷ 物件評価額) も安定水準 (50~70% 程度) であることが一般的である。

② ハウスメーカー提携

金融機関と特定のハウスメーカーが提携している場合で、一般個人/法人が、そのハウスメーカーが建設し一定の基準をクリアした物件の取得するに際して、金融機関がノンリコースローンを供与するもので、SPV を利用しないもの（つまり、不動産ファンドでないもの）である。

ハウスメーカーが建設する、一定の基準をクリアした物件であることから、金融機関は物件評価に対して一定の担保を得たうえで、ノンリコースローンを供与することができる。

上の2つの切り口を組み合わせると、既存の賃貸住宅向けノンリコースローンは、以下の3つの類型に分けることができる。

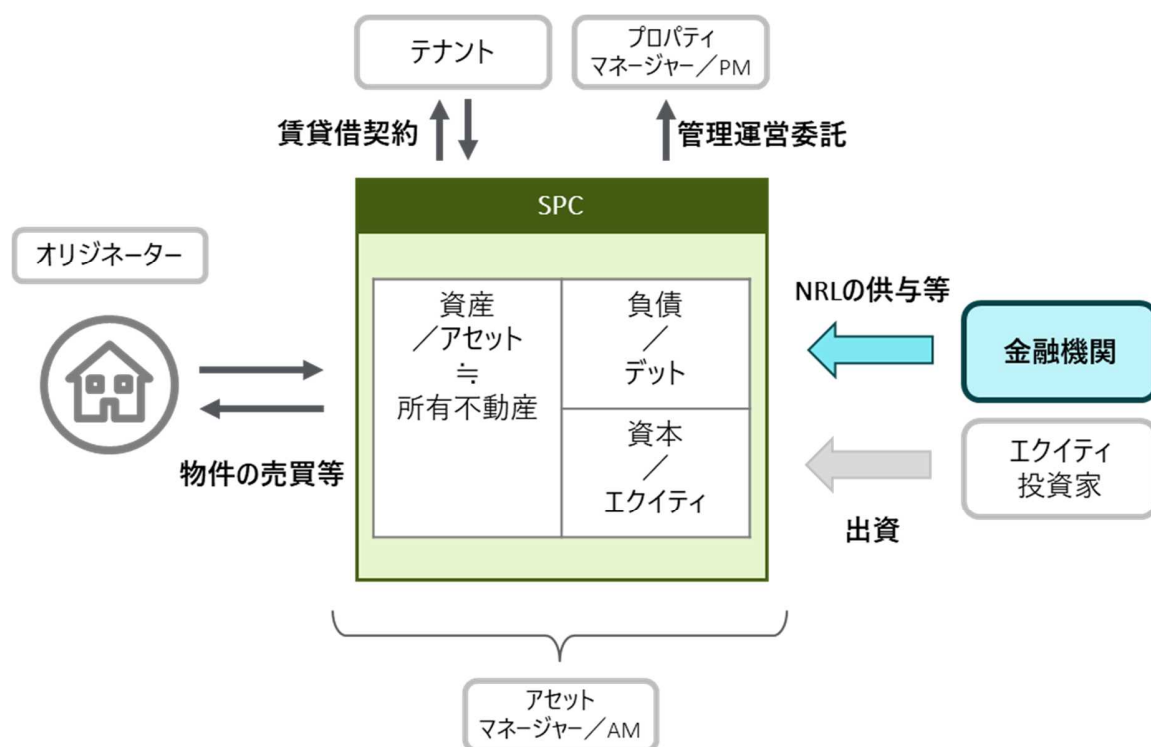
	不動産ファンド向け	非不動産ファンド向け	
		ハウスメーカーの提携あり	ハウスメーカーの提携なし
商品例	✓ 不動産ファンドに対して銀行・保険会社等が供与するノンリコースローン	✓ (大東建託と三菱UFJ信託銀行の提携) 「U-lasya」	✓ 三井住友銀行 「直担アパートローン（責任財産特約型）」

③ 不動産ファンド向け NRL のスキーム概要

i. 不動産ファンド向けノンリコースローン

不動産ファンド向けノンリコースローンは、SPC（Specialized Purpose Company、特別目的会社）または SPV（Specialized Purpose Vehicle、特別目的導管体、以下では SPC で統一）と呼ばれる法人格が物件を取得し、これに対して信用供与を行うスキームである。

ii. 不動産ファンド向けノンリコースローンの典型スキーム



倒産隔離とは、SPC を設立し、そこに対してローン等の供与を受けることで、事業が立ち行かなくなり、デフォルトした場合に、スポンサー（物件の原所有者など）のその他資産に弁済が遡及されない仕組みという。

実際には、信託銀行に物件の所有権を移転し、SPC は信託受益権を資産として保有する仕組みも一般的である。この場合、信託銀行がテナントからの家賃収入の管理や、PM・AM との契約を結ぶことになる。

SPC 自体は、ペーパーカンパニーであるため、その運営は、外部の機関が行う。AM は金融調達や物件の買入・売却等を管理し、PM は、それぞれの物件自体の管理を行う。

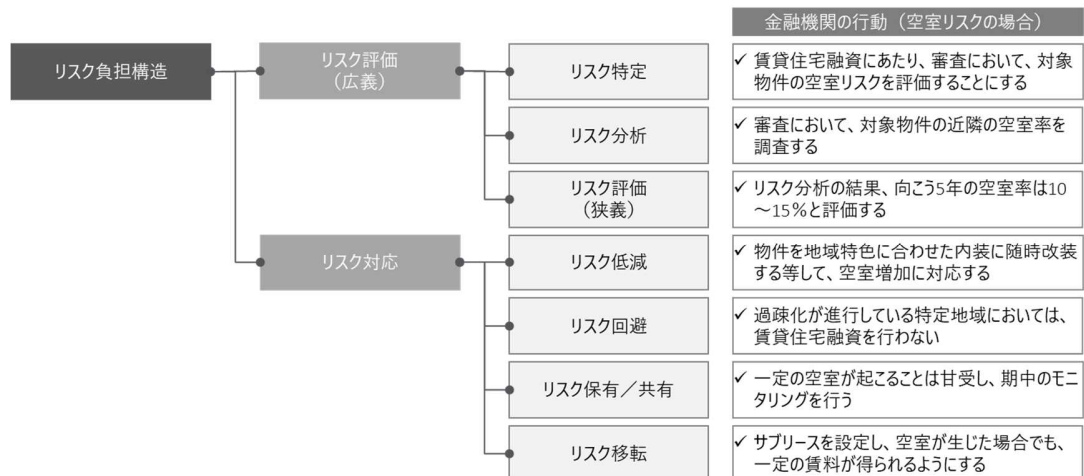
（３）比較によるノンリコース型融資の論点抽出

① リスク負担構造の分析とは

リスク負担構造の分析とは、賃貸住宅向け融資ないし融資保証をとりまくリスクのそれぞれに対して、下記のリスク評価およびリスク対応のうち、（金融機関がファイナンスを行うにあたり）どのような選択を行っているのか（＝リスク負担構

造)を分析することをいう。

それぞれのリスクに対するリスク負担構造を分析することで、ノンリコース型融資保証の商品設計において検討すべき論点を抽出することを狙いとしている。



② 賃貸住宅向け与信における主要なリスク

賃貸住宅向け融資ないしそれに係る融資保証（以下、「賃貸住宅向け与信」）に関する主要なリスクは以下の通りとなる。

i. 賃貸住宅経営に関するリスク

空室リスク ／ 賃料下落リスク*	□ 内部環境または外部環境の変化により、物件の稼働率が想定を下回り、物件の価値が想定以上に減じられるリスク。 □ 具体的には、以下のようなリスクが挙げられる。 ① 立地に関するリスク ：集客力のあったショッピングセンターの撤退や大学の建設などにより、建設当時から立地環境の訴求力が減じられたり、顧客層が変化する等により、空室が生じてしまうリスク ② 供給過剰に関するリスク ：物件建設当初より、多くの賃貸物件が近隣に設立されることで、賃貸住宅の供給が過剰になり、空室が発生するリスク ③ 経年に関するリスク ：経年により物件価値が想定以上に減じられるリスク（修繕等を適時行えばそれが発生しないという点では、修繕リスクと表裏）
修繕リスク	□ 賃貸住宅の物件価値が将来にわたって保全されるために、必要な修繕（大規模修繕や予定されたリフォームを含む）が実施されず、物件の価値が想定以上に減じられるリスク。
家賃滞納リスク	□ 入居はしているが、入居者の信用状況の悪化等により、賃料が受け取れない事態が発生するリスク。
入居者 トラブルリスク	□ 入居者とオーナー、または入居者間のトラブル等により、賃料の不払いや物件の評判下落などが生じるリスク。
金利リスク	□ 国債利回り等に代表される金融市場全体の金利が変動することで発生する事象に関するリスクであり、金融機関にとっては次の2つが主なリスクとして認識される。 ① 固定金利で実行した賃貸住宅向け融資について、より短期の金融機関の調達金利が上昇することで金融機関の期間損益が減少（住宅ローンの価値が減少）するといったリスク ② 金利上昇／低下により、キャップレートが上昇／低下する等の影響を通じて、担保物件の時価評価額が変動するリスク □ 金利水準が変動することで、期限前償還率が高まり、（繰上弁済手数料では吸収できない）収益源が発生する場合にも、金利リスクが顕在化したものであるとみなせる。
災害リスク	□ 洪水の発生などに伴い、融資対象物件である賃貸住宅が水災を被った際、水災をカバーする火災保険等に加入していない場合に、物件の価値毀損等に伴う損失が発生するリスク。 □ 近時の気候変動リスクへの関心の高まりに伴い、REITなどにおいて、不動産市場においても洪水などの物理リスク評価のニーズが高まっている。

ii. 賃貸住宅の建設に関するリスク

完工リスク	□ 材料供給の停止、許認可が取得できないこと、その他の案件のために建設会社が資金調達できなくなる（≒デフォルトする）等の理由により、賃貸物件が建設されないリスク。なお、建設会社への頭金等に供された短期の立替資金が、建設会社のデフォルトにより、回収できなくなる場合も、完工リスクに含まれるものとする。
その他の建物リスク	□ 取得した物件が、法的ないし社会的に要求された事項を充足していないリスクであり、大きく次の4つがある。 ① 建築基準法等に関するもの ② 土壌汚染リスクに関するもの ③ その他環境基準に関するもの

iii. その他リスク

その他リスク	
資金流用リスク	□ 賃貸住宅を経営している間に生じるキャッシュインが適切に管理またはプールされないリスクであり、以下のようなものがある。 ① 敷金や保証金が流用され、物件売却等の際に当該現金が充当できないリスク ② 修繕計画に従った修繕積立金が積み立てられていない／流用されている等により、必要な修繕が行えないリスク ③ デフォルト直前などにおいて、家賃収入がローンに優先充当されずに私的に利用されるリスク
物件の流動性リスク	□ 債務者の死亡に伴う相続人の相続放棄や、デフォルトの発生等、物件の売却を行う必要がある場合に、物件の売却に係る流動性が低い（≡物件がかなりの安値でしか売れない）ために、当初の想定以上の損失が発生するリスク

③ 空室リスク

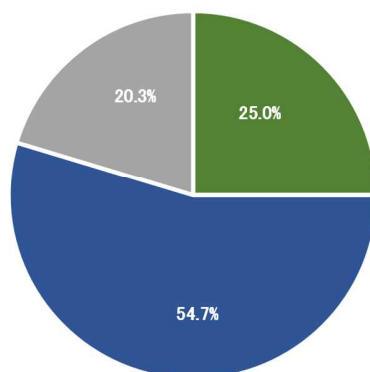
空室リスクは、賃貸住宅向け与信のリスク評価及び期中管理において、もっとも関心が高いリスク項目である。空室が発生し、元利金が支払えなくなるリスクは、賃貸住宅向け与信の種類によって、リスク評価手法及びリスク対応手法は相違する。フルリコースローン（FRL）及びノンリコースローン（NRL）に分けて、これを分析する。

		フルリコースローン（一般的な賃貸住宅向け与信）	ノンリコースローン（不動産ファンド向けNRLなど）
リスク評価 リスク回避 リスク保有 リスク移転	リスク評価	□ 顧客の提出する事業計画の分析を行う。これに加えて、債務者自身の信用評価も行い、物件から得られる家賃収入のキャッシュフローの下支えがあるかも分析する。 □ 債務者信用評価が高い場合に、事業評価が甘くなる等の場合も生じうる。	□ FRLの一般的な審査に対して、より多角的なストレスシナリオの設定、ランニングコストや大規模修繕積立に係る見積もりの策定、出口戦略の評価等までおこない、総じて、事業性評価は、FRLのそれに対して、より厳格な評価が行われる。
	リスク回避	□ 事業計画分析の結果、供与するローン等の返済が見込まれない場合には、与信を行わない。 □ 近時、ハウスメーカー等の建設業者による持ち込み案件が多く、特に地域金融機関などでは、それら業者の開拓力に依存している側面もある。	□ 不動産ファンドの取得物件が、規模が相対的に大きく、安定収益物件に偏っているため、特に不動産ファンド向けNRLの場合は、そのような物件に限定される。 □ ハウスメーカー提携NRLの場合、ハウスメーカーが建設・選定した物件に限定されている。
	リスク保有 リスク移転	□ 空室室が増加した結果、デフォルトに陥った際、債務者は、ローンについて、自己のその他の固有財産からの弁済を求められる。 □ 金融機関は、債務者の固有財産からの支払いを受けた残余部分について、損失を負担する。 □ 一定期間の家賃収入（5～10年など）については、建設会社等とサブリース契約を締結することで、空室室増加に伴う家賃収入の下落に係るリスクを、サブリース会社に移転できる。 □ ただし、サブリース契約において、一定期間の後には、家賃収入実績に基づき、リース料の改定を求められることが一般的である。	□ 空室室の下落リスクについて、債務者は保有するエクイティに相当する金額を上限として損失をこうむり、それ以上の損失は、金融機関が負担する（ノンリコースであるゆえん）。 □ フルリコースの場合同様、サブリース契約に基づく家賃保証が設定されている場合がある。 □ なお、NRLの場合、金融機関は将来的にローンを商業用不動産担保付証券として、外部に売却し、流動化することが想定されていることが多い（投資家へのリスク移転）。

（参考）個人・中小法人オーナー賃貸住宅経営におけるサブリース利用状況

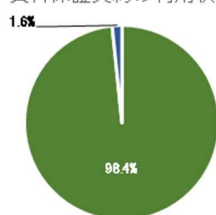
個人または中小法人がオーナーである場合は、賃料保証契約が付帯したサブリース契約が積極的に活用されている。サブリース契約期間中の一定期間においては、空室リスクに起因する家賃収入の減少に関するリスクないし損失は、サブリース会社（多くの場合は、下記に示す通り、建設業者）に移転されている。

個人・中小法人オーナーの賃貸住宅における
サブリースの利用状況



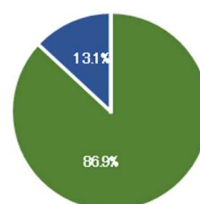
■ すべて自主管理 ■ 管理委託 ■ 一括借上げにより管理(サブリース等)

個人・中小法人オーナーの賃貸住宅における
賃料保証契約の利用状況



■ 賃料保証契約をしている ■ 賃料保証契約をしていない

サブリース等を利用する場合の
サブリース業者の属性



■ 施工業者系列の管理業者 ■ 上記以外の管理業者

出典：日本住宅総合支援センター「民間賃貸住宅の供給実態調査—供給主体やサブリース事業者の関与などを中心に」よりトーマツ作成

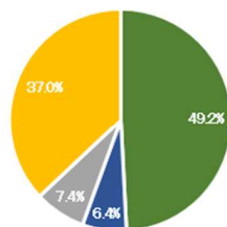
(参考) J-REIT におけるマスターリース*契約の利用状況

賃貸住宅向け不動産ファンドにおいては、そのビジネスの性質から、リースの利用による空室リスクの移転はほとんど行われていないものと考えられる。

「共同住宅」(＝賃貸住宅)については、ほとんどがパス・スルー型のマスターリース契約を利用し、一部、賃料保証型を利用している状況である。賃貸住宅の場合は、契約締結事務省力化のため、マスターリース契約を利用するニーズが大きいものと考えられる

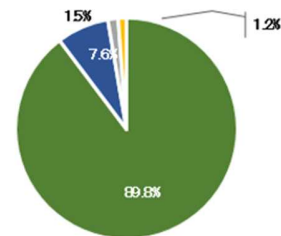
J-REIT の場合、ファンドの規模も大きく、保有物件も多数に及ぶことから、ポートフォリオ戦略として一部物件について賃料保証型のマスターリース契約を締結するニーズもあるものと考えられるが、私募ファンドの場合、保有物件も少なく、目利き力等を生かして投資物件を選んでいることから、賃料保証型を利用する機会はより小さいものと考えられる。なお、ここでは、不動産ファンドによるリース契約の利用の場合は、(サブリースではなく) マスターリース契約の利用といわれることが多いので、その慣例に従った。

J-REIT 保有物件におけるマスターリース利用状況



■ パス・スルー型 ■ 賃料保証型
■ 投資法人がマスターレシー ■ マスターリースなし

J-REIT 保有物件のうち、共同住宅におけるマスターリース利用状況



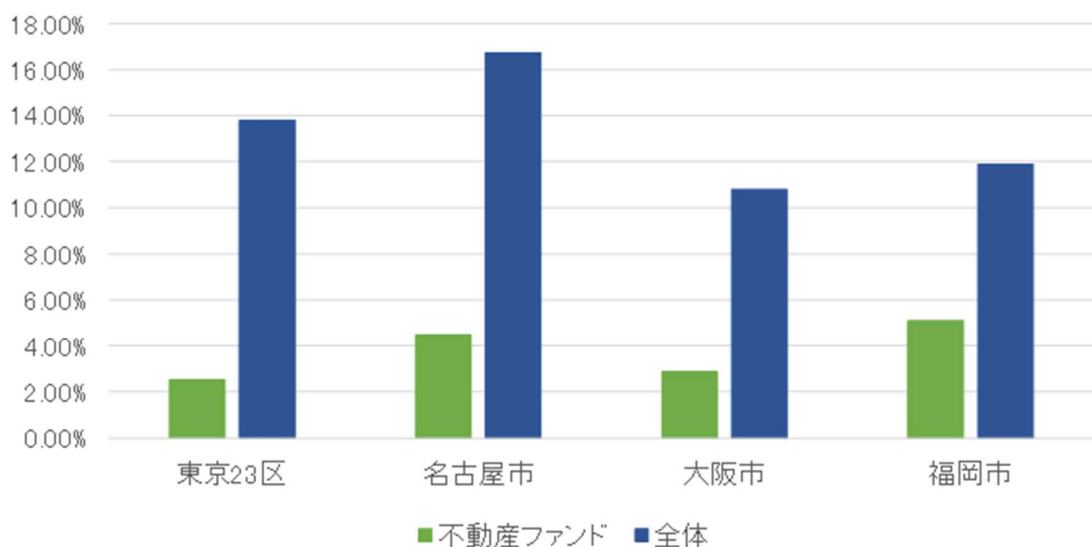
■ パス・スルー型 ■ 賃料保証型
■ 投資法人がマスターレシー ■ マスターリースなし

出典：斎藤哲郎「土地総合研究所リサーチ・メモーJ-REIT におけるマスターリース契約の活用状況について」よりトーマツ作成

(参考) 不動産ファンド所有物件の偏り

不動産ファンドが所有する賃貸住宅は、各都市の物件全体に対して、空室率が顕著に小さく、安定収益を得られる物件に偏っているものと考えられる。

賃貸住宅全体に対する不動産ファンド所有物件 の空室率(2018年度)



出典：総務省「平成 30 年度 住宅・土地総合調査」等よりトーマツ作成

不動産ファンドが保有する賃貸住宅は、平均的な賃貸住宅に対して顕著に稼働率が小さく、物件の評価（＝リスク評価）において、空室リスクを厳格に評価したうえで、空室が相応に発生すると見込まれる物件は、取得対象外にしているものと考えられる。

このため、ファンドへノンリコースローンを供与する金融機関も、対象物件の選別という形で、リスク回避を行っているものとみなせる。

④ 修繕リスク

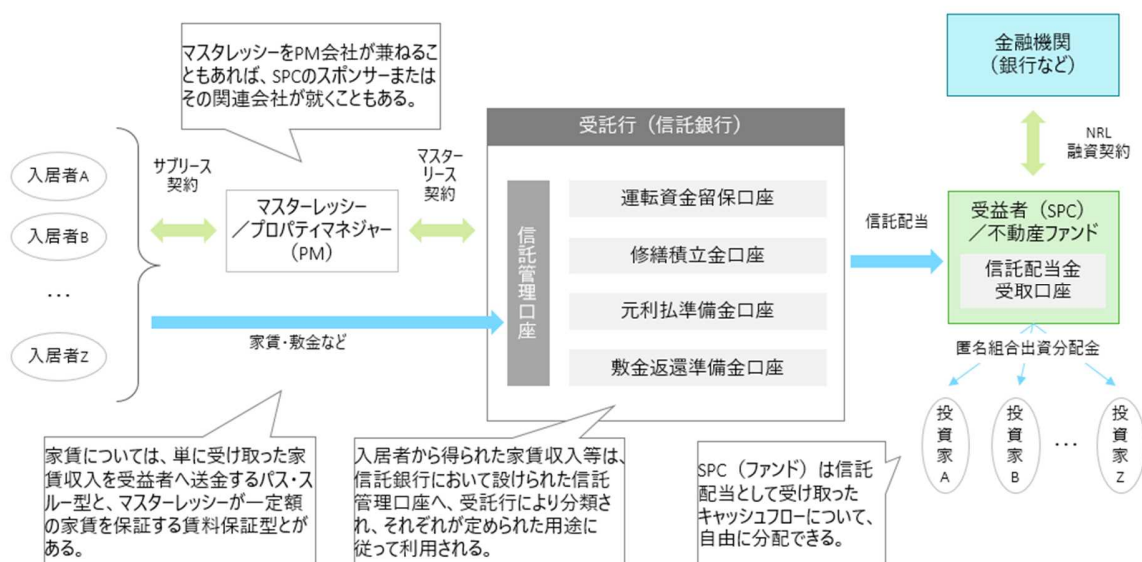
修繕リスクは、入口審査での修繕額の見積もり及び期中管理における修繕金の積み立ての双方において、厳格に評価・管理されている。特にノンリコースローンにおいては、金融機関が物件の価格下落リスクを負担するため、修繕計画の評価及び

積立金等の管理の管理が、厳格に行われている。

	フルリコースローン（一般的な賃貸住宅向け与信）	ノンリコースローン（不動産ファンド向けNRLなど）
リスク評価	顧客が提出した事業計画において、修繕費（大規模修繕費に係る積立を含む）が見込まれているか、その水準は適切であるかを審査担当者が分析する。	不動産ファンドの場合、対象物件について、エンジニアリングレポート（ER）を取得し、専門家の判断のもと、建物価値保全に必要な修繕費や資本的支出が必要であるかを見積もる。
リスク軽減	- 与信提供者が銀行である場合、修繕金の積み立てを特定の自行口座において行うように推奨する場合もある。 - サブリース契約が行われている場合は、サブリース会社が、特定の修繕の実施をリース契約更新の条件としていることがあり、その場合は、修繕がサブリース会社主導で行われる。	- 不動産ファンドかつ信託スキームの場合、家賃収入は、受託行において、元金返済口座・修繕積立金口座等に自動的にプールされるため、計画に従って修繕金積立等が行われる。 - また、不動産ファンドにおいては、不動産の修繕等、必要なオペレーションは、不動産管理会社（プロパティマネージャー／PM）が行うのが一般的であり、専門家により適切な管理が行われる。 - ハウスメーカー提携NRLの場合も、特定の不動産管理会社との契約が義務付けられている事例がある。
リスク対応	- 債務者の私的利用などにより予定されていた修繕が行われず、物件価値が下落し、デフォルトに至った場合、一次的には債務者が損失を負担する。 - 金融機関は残余部分に限り、損失を負担する。	予定されていた修繕計画が不十分であった場合において、デフォルト時に、金融機関に負担が生じる場合がある。

（参考）不動産ファンドにおける修繕積立金等の管理の例

SPC を利用する不動産ファンドの場合、賃貸住宅経営に関するキャッシュフローは、信託口座において管理され、修繕金の積立も当初の計画通りに進められる。下記は、SPC を利用した不動産ファンドにおける信託口座を通じたキャッシュフロー管理スキームの一例である。



⑤ その他の建物リスク

ノンリコースローンを供与される不動産ファンドの場合、一件当たりの物件取得金額が大きい等の理由から、遵法性や環境汚染、土壌汚染、耐震性の評価が、専門家により厳密になされる。

		フルリコースローン（一般的な賃貸住宅向け与信）	ノンリコースローン（不動産ファンド向けNRLなど）
リスク評価 リスク対応	リスク評価	□ 金融機関の審査担当者が、建築確認証や検査済証などの取得、市役所等への問い合わせ実施により、遵法性を評価している。	□ 不動産ファンドの場合、不動産鑑定評価基準において、不動産証券化案件に係る不動産評価については、ERの取得が義務付けられている。 □ ERにおいては、以下の事項が調査されており、これらを参照することでその他建物リスクの評価が行われる。 ① 建物遵法性調査 ② 建物環境リスク調査 ③ 土壌汚染リスク調査 ④ 耐震性評価
	リスク対応	□ 原則として、法律に準拠しない、またはその可能性がある物件取得に係る与信供与は行われない（なお、軽微かつ改善が容易な違反については、甘受される場合もある）。	□ フルリコース同様、法律に準拠しない、またはその可能性がある物件取得に係る与信供与は行われない。

⑥ 資金流用リスク

ノンリコースローンは、当該物件の収益のみを返済原資とするため、事業運営にまつわるキャッシュフローは、ステークホルダーの合意のもと、厳格に管理される。

不動産ファンド向けノンリコースローンでは、ステークホルダーの契約時の合意の下、キャッシュフローが厳密に管理される。非ファンド向けの場合でも、金融機関やハウスメーカーが指定する不動産管理会社や回収代行業者により、キャッシュフローが管理される商品となっていた。

		フルリコースローン（一般的な賃貸住宅向け与信）	ノンリコースローン（不動産ファンド向けNRLなど）
リスク評価	リスク評価	□ 債務者の信用状況を、与信審査の際に評価することで、資金流用のリスクがないか等評価する。 □ なお、個人向けまたは、一定の金額を下回る法人向け与信の場合は、与信後の期中管理においては、決算書等を徴求しないため、債務者の信用状況の変動、ないし係る資金流用リスクの評価は行われない。	□ 不動産ファンドの場合、資金管理は信託銀行等において厳密になされるため、資金流用に関するリスクが評価されることは想定されにくい。
	リスク軽減	□ 銀行がローンの貸し手である場合には、自行口座を家賃回収代金の振込口座として指定するよう推奨することがあり、それができた場合には、私的利用などにより、そこから元利金の返済が行われない場合には、その原因を債務者に追求できる。 □ 返還義務のある保証金や敷金についても、銀行がローンの貸し手である場合には、定期預金等により積み立てを推奨する場合があり、それができた場合には、その取り崩しなどを求められたときには、私的利用や他事業への流用がないか等の原因を追及できる。 □ 自行口座を通して、キャッシュフローの監視一定の管理ができる場合には、資金流用リスクを減じることができる。	□ 賃貸物件からの家賃収入や、敷金・保証金等の資金は、信託銀行の口座等において、厳密に管理されており、当初決められた予定通りにキャッシュフローの分配が行われるため、私的な資金流用が生じる可能性はほとんどないものと考えられる（修繕積立金における記載ご参照）。 □ なお、非ファンド向けNRLの場合でも、家賃回収業者や家賃収入の管理口座が指定され、信託銀行における口座管理のように、資金が厳密に管理されているものが多かったと考えられる。 □ 不動産ファンド向けNRLの場合、物件の価値やDSCRの数値が一定の閾値を下回った場合に、配当を停止し、将来の元利金返済のため、それらを別口座にプールしなければならない、という財務条項（／コベナント）を設定することが一般的であり、これも資金流用リスク低減の一類型であると考えられる（いわゆる「<u>キャッシュ・トラップ</u>」）。

（参考）キャッシュ・トラップの概要

家賃収入が当初想定より下振れした場合、スポンサー等への配当を制限し、将来の返済原資として、資金がエクイティとしてプールされる制度を設定している事例が多い。

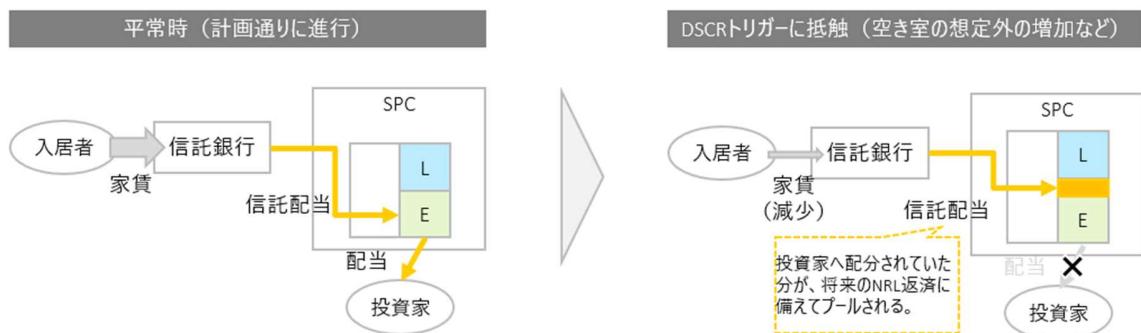
キャッシュ・トラップは、不動産ファンドにおける代表的なコベナントであり、ノンリコース型融資保証の設計においても、論点が惹起される項目であると考えられる。

キャッシュ・トラップとは、ローン契約書で定められた一定事項に抵触した場合に、入居者から支払われた賃料からローンの元利金、不動産関連費用を含む各種準備金などを控除した後の残余部分のスポンサー/出資者への配当を制限するものである。

キャッシュ・トラップ・トリガーにより留保された資金は、ただちにローンの元本償還に充当される取り決めとなっている場合や、資金は留保されるものの複数回連続してトリガーに抵触するまではローンの元本償還に充当されない取り決めとなっている場合などがある。

一般的には、DSCR（デッド・サービス・カバレッジ・レシオ）をトリガーとして、同数値が、1.2～1.5 倍を下回ったときに、上記のキャッシュ・トラップが発動する取り決めとなっていることが多い。

DSCR が低下する（＝物件の評価額や収支計画が予想を下回った場合）においては、デフォルトないし物件が売却される場合に備えて、配当を停止し、エクイティを積み増すことで、デフォルト時に NRL を供与した金融機関が被る損失をできるだけ小さくすることを企図している。



（４）ノンリコースのリスク負担構造の類型化

① ノンリコースローンと物件価値下落リスク

i. ノンリコースのポイント

ノンリコースローンは、賃貸住宅経営がデフォルトした場合に、係る貸出金の回収は、融資対象物件の売却等からしか得られず、債務者の個人資産に遡及することができないため、ノンリコースローンとフルリコースローン（通常の賃貸住宅向け融資ないし保証）の最大の相違点は、「賃貸住宅資産価値の下落リスク」を金融機関が全面的に負担するか（NRL）、債務者とこれを共有するか（FRL）にあるといえる。

ii. 賃貸住宅の資産価値

賃貸住宅の資産価値は、売却価値で測られるものと考えられる。この時の売却価値は、減価償却期間などを加味したうえで、将来 CF（＝入居宅数×家賃）を割り引くことで得られる NPV（正味現在価値）により評価される。このため、売却せずに自身で経営したときの期待 CF についても、NPV で計算した売却価値により勘案され

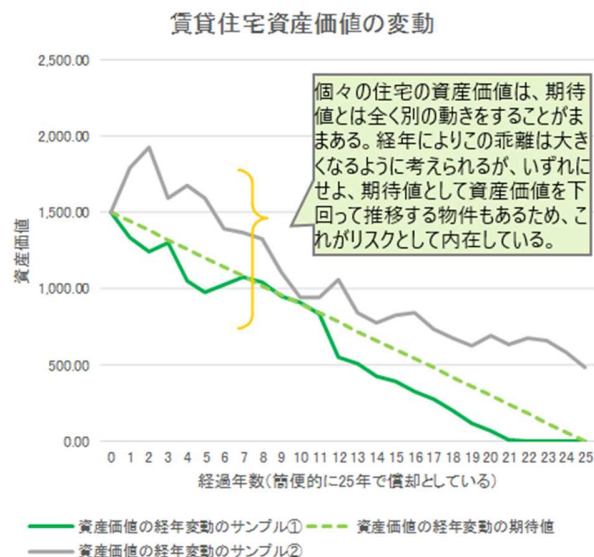
ていると考えることができる。

資産価値は、将来 CF に依存するため、内部要因や外部要因が、①入居率の増減また②家賃の増減という形で反映され、資産価値を変動させることになる。

iii. 資産価値の下落リスク

性質を同じくする賃貸住宅の経年による資産価値の変動は、期待値としてこれを想定することができるが（下図点線）、個々の賃貸住宅の資産価値は、様々な要因により変動するため、完全な予測はほとんど困難である（下図実線）。このため、金融機関の想定を超えて、資産価値が減少する場合もありうるものであり、この資産価値減少のぶれを資産価値の下落リスクと呼ぶ。

資産価値の下落リスクは、様々な要因に分解できるが、①空室リスクと②賃料下落リスクが経営にとり主要なリスクであると考えられる。



② 4つのリスク対応とノンリコースローン類型

リスク対応の4類型に関連付ける形で、ノンリコースローンを4つの類型に分別することができ、NR型融資保証がどれに該当するのかを検討することができる。

以下の4類型は完全に分けられるものではなく、どのNRLも複数のリスク対応策をとっており、どれが中心となるかの相違にすぎないことに留意が必要である。

物件の資産価値下落リスクへの対応

リスク対応の種類	概要	リスク評価の方法	既存NRL
リスク回避型	① 与信対象物件は、取引量も多く、入居率や賃料も安定した都内や地方中核都市所在物件に限定し、さらに ② 物件の価値評価（事業性、担保価値）も厳格に行うことで、資産価値下落リスクが相応にある物件を与信対象から外すことで、リスクに対応するもの。	適切にリスク回避を行うため、時間と人員をかけて物件の資産価値や、その他のリスクを評価する。また厳格なストレステストも実施する。	不動産ファンド向け ノンリコースローン
リスク移転型	- 金融機関が当初はノンリコースローンとして与信を行うが、CMBS（商業不動産担保付証券）として外部投資家にこれを売却することで、金融機関自身の資産価値下落リスクを外部へ移転することでリスクに対応するもの。 - ハウスメーカーへのサブリースが条件として付帯すること多い（ハウスメーカーへの資産価値下落リスクの移転）。	ハウスメーカーのノウハウが生かされているとの前提で、リスクの低い物件であることが、金融機関にとり一定程度担保されていたと考えられる。	非不動産ファンド向け ハウスメーカー提携 ノンリコースローン （例：大東建託）
リスク低減型	リスク回避が想定されている場合に比べて、与信対象物件は幅広いが、金融機関自身が与信発生により抱えるリスクをできるだけ小さくするために、債務者により多くの自己資金（＝エクイティ）の拠出を求めることで、資産価値下落リスクを低減するもの。	自己資金の拠出（≒LTV）に依存するが、リスク回避型に比べると、リスク評価の厳格さの程度は相対的に緩和されると考えられる。	非不動産ファンド向け 非ハウスメーカー提携 ノンリコースローン （例：SMBC）
リスク共有型	幅広い物件を与信対象とするが、資産価値下落リスクは金融機関と債務者が共有することでリスク対応を行うものであり、賃貸住宅経営がデフォルトに陥る場合、債務者は可能な限り自己の資産から金融機関へ債務の弁済を行う必要がある。	債務者が十分な資力を保有している場合には、物件の資産価値下落リスク評価の厳格さを相対的に大きく緩和できる場合がある。	通常の賃貸住宅 向け融資 （フルリコースローン）

【透かしの凡例】

- ◎：最も厳格な物件価値評価が行われる
- ：相対的に厳格な物件価値評価が行われることが多い
- △：相対的に緩和された物件価値評価が行われることが多い

(5) ノンリコースローンにおける債務者行動のケーススタディ

① 具体的な数値と設例条件

ノンリコースローンにおける債務者行動のケーススタディを行うため、デフォルトの発生が懸念されるような案件を、下記の通り設定した。

- 下表の数値条件で賃貸住宅経営の投資を行うとする。
- 償却期間は10年とし、当該期間終了後の建物価値はゼロ、土地価格は投資時点と同じとする（期間終了後の売却額は、1000）。
- ケーススタディを簡便化するため、DCF法の算出について、割引率は0%とした（将来の家賃収入等の合計が物件価値となる）。
- 借入についても、同様に、金利支払いはないものとしている（元本均等返済）。
- 債務者は3年経過時点で、あらためて今後の家賃キャッシュフローを予想しなおす。その結果が、行「期末の資産価値（3年経過後想定）」等に反映されている。

投資金額	12,000										
（うち建物）	11,000										
（うち土地）	1,000										
借入	9,000										

経過期間	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
当初の想定家賃収入	1,520	1,520	1,520	1,400	1,320	1,320	1,200	1,200	1,000	1,000
入居世帯数	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
1世帯当たりの家賃	380	380	380	350	330	330	300	300	250	250
3年経過後の想定家賃収入				1,400	1,200	1,200	720	660	600	600
入居世帯数				4	4	4	3	3	3	3
1世帯当たりの家賃				350	300	300	240	220	200	200
経費_減価償却費除く	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
NOI	1,320	1,320	1,320	1,200	1,000	1,000	520	460	400	400
元利金返済	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900
NCF	420	420	420	300	100	100	-380	-440	-500	-500
A: 期末の資産価値(当初想定)	10,680	9,360	8,040	6,840	5,720	4,600	3,600	2,600	1,800	1,000
A': 期末の資産価値(3年経過後想定)			5,980	4,780	3,780	2,780	2,260	1,800	1,400	1,000
D: 期末借入残高	8,100	7,200	6,300	5,400	4,500	3,600	2,700	1,800	900	0
D-A	-2,580	-2,160	-1,740	-1,440	-1,220	-1,000	-900	-800	-900	-1,000
D-A'			320	620	720	820	440	0	-500	-1,000

3年目までは想定通りに推移したが、3年目末に将来の収支を評価しなおしたところ、当初から乖離が生じた。

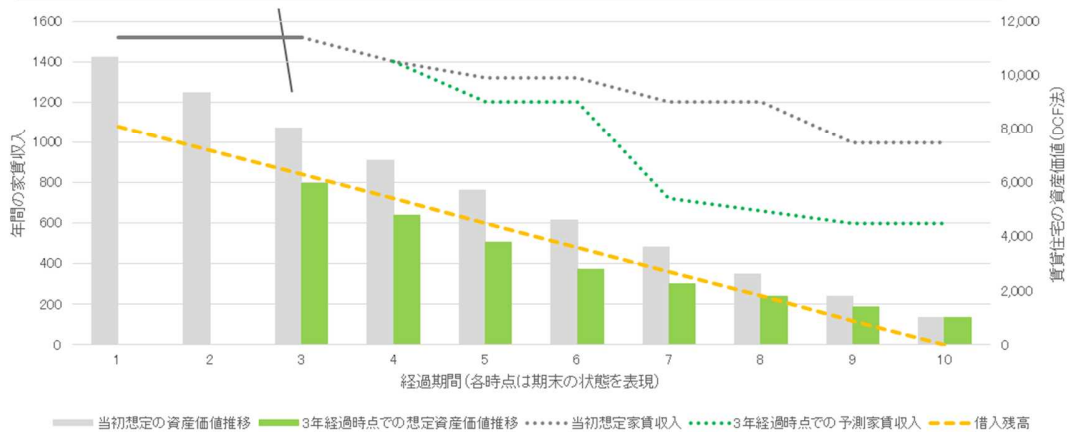
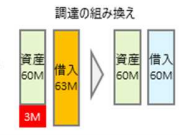
資産価値はDCF法により算出、例えば、3年目期末時点における4年目期末の予想資産価値は以下のように計算。
 5年目NOI1000 + 6年目NOI1000 + 7年目NOI520 + 8年目NOI460 + 9年目NOI400 + 10年目NOI400 + 土地売却額1000 = 4780

② 債務者の考え

ノンリコースローンにより調達した賃貸住宅事業経営が債務超過に陥った時、債務者は任意のデフォルトを選択することで、賃貸事業の将来収支を改善させることができる。

3年経過後の債務者の考え

- 3年経過して見直すと、周辺環境の変化や見積もり違いにより、家賃収入が将来的に見積もりよりも大きく下落し、DCF法ベースでの資産価値が、借入残高を下回っていることがわかった。
- 既存の借入は、ノンリコースなので、いま任意でデフォルトしてしまおう。そのあとで、同じ物件を、フルローンで調達して賃貸住宅経営を継続しよう。そうすれば、期中の返済額が、資産価値に見合ったものに軽減し、収支を改善できる。
- しかし、今任意でデフォルトするのがいいのか。今はまだ黒字なので、もう少し様子を見てからデフォルトしたほうが良いのではないかと・・・（最適な、任意のデフォルト時点については詳細を後述）。



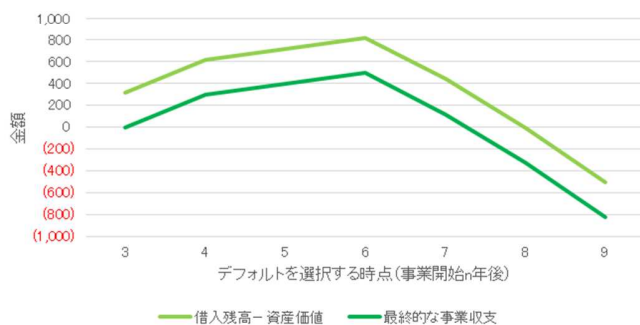
③ ノンリコースローンにおいて債務者はいつデフォルトを選択するか

ノンリコースローンにおいて、借入残高と資産価値の差額（＝債務超過額）が最大となる時点で、債務者は任意のデフォルトを行うことが想定される。

債務者はいつデフォルトを選ぶか

- 債務者は、借入額が、資産価値を上回った時に、ノンリコース・ローンをデフォルトさせることを検討するものと考えられる。
- 債務者は、その時点での想定家賃収入と想定経費を計算して、各時点における建物の資産価値を算定する。そのうえで、将来の各時点でデフォルトさせてみたとき、自身が得られる事業収支をシミュレーションし、それが最大になる時点において、デフォルトを選択するものと考えられる。
- 重要な仮定として、債務者同様、ローンを供与する諸金融機関もそれぞれ債務者と同様の家賃収入に関する予測を行うことができ、債務者は、その想定に基づく資産価値で、同額の借入を行い、物件を再取得できる（もしくは類似の物件を再取得できる）こととする。
- このとき、上記の**事業収支が最大となるデフォルトのタイミングは、借入残高と資産価値の差額（＝金融機関にとっての損失額）が最大となる時点**であることが数理的に確認できる（一定の仮定のもとで成立、次々頁ご参照）。

デフォルトを選択する時点毎の事業収支シミュレーション



- 前頁と同じ数値条件で、事業開始後3～10年目のそれぞれの時点において、任意にノンリコース・ローンをデフォルトさせたときに、最終的な事業収支（＝4～10年目の間に発生するキャッシュインの合計）を計算した結果を図示した（具体的な数値は次頁）。
- 同じ時点の借入残高－資産価値の値も載せている。これを見ると、**借入残高－資産価値が最大となる時点で、事業収支も最大となる**ことがわかる（＝その時点でデフォルトさせることが債務者にとって、最も「お得」）。
- 上記の結果は、一定の仮定の下で、数理的に正しいことがわかっている。

④ ケーススタディを踏まえた FRL と NRL の比較

フルリコースローンに対して、ノンリコースローンの場合、金融機関が資産価値下落リスクを負担することに伴い、事故率の上昇と回収率の低下が発生するものと想定される。

ケーススタディを踏まえると、FRL と NRL において、債務者行動の変化に基づき、以下のようなパラメータの変動が生じるものと想定される。

論点	FRLとNRLに比較	NRLのパラメータ調整	留意事項
事故率 (PD)	□ FRLの場合、以下設例のように、今後NCFが赤字になったとしても、債務者にその他の収入がある限り、返済が継続されデフォルトは発生しない。 □ これに対して、NRLの場合は、融資対象物件の資産価値が借入残高を下回った（または下回ると予想される）時に債務者はデフォルトを検討するため、FRLに対して、事故率（＝PD）が高くなる。	事故率が上昇 (PDが上昇)	□ どれほど事故率上昇や回収率悪化が発生するかは、債務者の資力、割引率や借入金利、債務者のモラル等に依存する。 □ ケーススタディは簡素化された状況について評価を行っているが、実際には、種々の要因が複雑に絡まりあった結果としてパラメータの水準が変動する。
回収率 (1－LGD)	□ FRLの場合、債務者はデフォルトのタイミングを選択することはできず、また、デフォルトした際にも個人資産がある限りは、そこからの回収も発生する。 □ これに対して、NRLの場合は、借入残高と資産価値の差額が最大となる（＝金融機関の損失が最大となる）時点で債務者デフォルトを選択するため、FRLに対して、回収率は低くなる（＝LGDは高くなる）。	回収率が低下 (LGDが上昇)	
資産価値維持の 動機付け	□ FRLの場合、事業経営が悪化し、デフォルトが発生した場合、債務者のその他の資産からも回収が発生するため、資産価値を維持・向上させようという動機が債務者にある。 □ これに対して、NRLの場合、ある時点で任意のデフォルトを行う戦略を立てたとき、以降の資産価値下落が生じても債務者に損失は発生しないため、適切な資産価値維持・向上施策が図られない場合が想定される。	回収率が低下 (LGDが上昇)	

参考）上述設例より抜粋

経過期間	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
NCF				300	100	100	-380	-440	-500	-500
期末借入残高				5,400	4,500	3,600	2,700	1,800	900	0
D-A'（＝物件売却損失）				620	720	820	440	0	-500	-1,000
（参考）NRLのLGD				11.48%	16.00%	22.78%	16.30%	0.00%	0.00%	0.00%

3. ノンリコース型金融商品の法的枠組みの調査

(1) 概要

本章では、ノンリコース型金融商品の法的枠組みの調査を実施した。

本調査報告では、「ノンリコース型金融商品の法的分析」において、既存のノンリコースローンに関するものを中心として、ノンリコース型金融商品の国内法令上の位置付けについて述べるとともに、ノンリコース型金融商品において用いられる法的概念について説明することとする。

(2) ノンリコース型金融商品の法的分析

本章では、既存のノンリコースローンに関する議論を中心として、最初に、①ノンリコース型金融商品の国内法令上の位置付けとして、ノンリコースローンの一般的な定義、法的性質、法的有効性及びノンリコース型金融商品に関する検討の歴史について述べる。続いて、②ノンリコース型金融商品における基本的な法的実務について説明する。

① ノンリコース型金融商品の国内法令上の位置付け

i. ノンリコースローンの一般的な定義

リコース (recourse) とは、「遡求」や「償還請求」の意味に解され、保証人に対する保証債務の追及等もリコースと言われるが、本章で論じるノンリコースローンは、日本の法令に規定された金融商品ではなく、法令に基づく定義は存在しない。ノンリコース型の融資保証についても、法令上の規定は存在しない。

ノンリコースローンとは、法的な観点からは、概要、「借主の全資産を引当てとして貸付けを行う一般的なローンと異なり、債務不履行等があった場合も（特定の引当て資産以外の）資産に対しては強制執行を行わない形式のローン」というような定義が妥当するものと考えられる。

このように、「特定の引当て資産」に対しては強制執行を行うことができたり、また「特定の引当て資産以外の資産」に対しても強制執行を行うことができる場面を定めることもあるなど、遡求が全くできないという意味での厳密な、「ノン」リコースローンではなく、一定の場合には遡求ができる「リミテッド」リコースローンであることが一般的である。なお、厳密には「リミテッドリコースローン」であるものの、本報告書では便宜上、「ノンリコースローン」と表記し

て説明することとする。

ii. ノンリコースローンの法的性質

ノンリコースローンの法的性質は、当事者間で、特定の財産以外の債務者の財産については借入債務の引当てとしないことを合意する「責任制限契約」であって、「執行制限契約」の一種が付せられた貸金返還債務と解されている。

また、取引によっては契約条項に債権消滅文言が含まれるものがあり、その法的性質は、貸金返還債務に当事者間で、特定の財産によって回収を得られなかった部分の債権については放棄することを合意する、確定期限付及び停止条件付の債権放棄の特約が付いたものと解されている。

iii. ノンリコースローンの法的有効性

ノンリコースローンの法的性質は上記 ii.のとおりであるが、現時点では特に争いはなく、その法的な有効性が認められているものと考えられる。

その理由としては、「執行制限特約」とは、民事執行の追行に関する当事者間の合意によって、債権者に不利な形で執行を排除し又は法定の執行内容を制限するものであるところ、債権者をその真意に反して保護する必要がないことから有効性を認めてよいと考えられている。

さらに、「執行制限特約」の合意は、個別執行の場面においてのみでなく、破産等の包括執行の場面においても効力を有するという有力な見解がある（山本和彦「債権流動化のスキームにおける SPC の倒産手続防止措置」日本銀行金融研究所/金融研究/第 17 巻第 2 号（1998）・126 頁参照。破産手続においても効力を認めるべき理由として、「形式的には、右合意は双務契約ではないので、相手方や管財人は破産の事実のみで右契約から離脱することはできないと考えられるし、実質的にも、右合意は当該債権者にとって不利益な（配当を減少させる）特約にすぎず、他の破産債権者に何ら不利益をもたらすものではないからである。また、特約債権者は対象責任財産の配当においては他の債権者と同等の地位にあり、ただ配当対象財産が異なるだけであるので、破産債権者平等原則に反するわけでもなかろう。」と述べられている）。

上記 ii.で述べたノンリコースローンの法的性質のうち、確定期限付及び停止条件付の債権放棄の特約がついた貸金返還債務であることについては、原則的には適法と考えられているものの、放棄内容の明確性等の観点から疑義可能性も指摘されている（山本・前掲論文・125 頁参照。債権放棄の明確性の観点か

らの疑義について、SPCが債務者であるケースに関する論述であるが、「この放棄は債権放棄の時点では放棄の内容（債権額等）が必ずしも明確でない点は問題とされよう・・・このような不明確な意思表示が有効な意思表示として認められるか、それ自体として疑問が残るうえ、債権放棄という片務的かつ不利益な事項をその対象とすること、さらに、一般投資家を対象とする場合には、その意思表示が約款により一般個人から調達されること」と述べられている）。

もっとも、当該論点の結論如何にかかわらず、上述のノンリコースローンは「執行制限特約」の合意があれば目的は達成しうることから、ノンリコースローンを実行することについての法的有効性の問題は生じないと考えられている。

以上の通り、ノンリコースローンの法的な有効性について現時点で争いはないものと考えられる。ノンリコースローンの「執行制限特約」の有効性が認められる趣旨は、ノンリコース型融資保証においても同様に妥当するものと考えられることからすれば、ノンリコース型融資保証の法的な有効性についても、現時点では特に問題は生じないものと思われる。

iv. ノンリコース型金融商品に関する検討の歴史

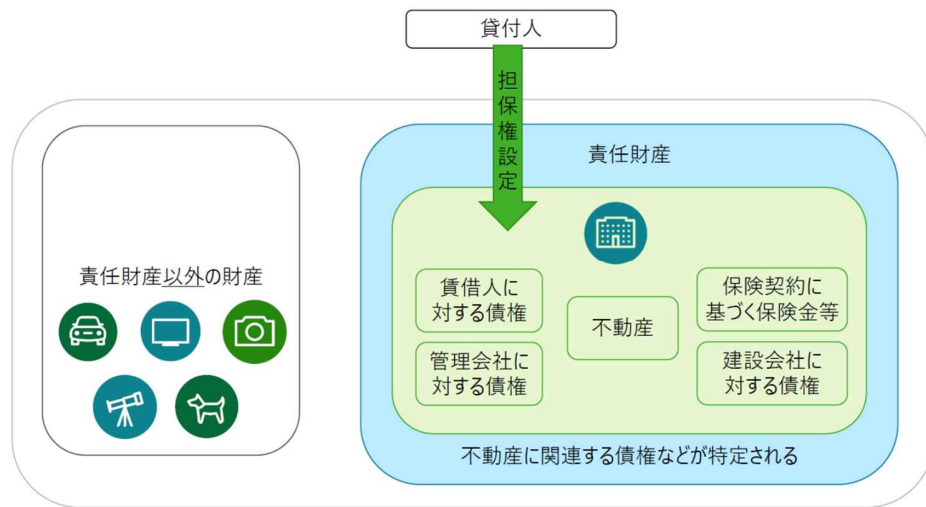
ノンリコース型金融商品に関しては、英米法の世界では古くから利用されてきたものの、日本では債権流動化スキームに関する検討を中心に、1990年代から理論的検討が盛んに行われた（主な検討として、山本・前掲論文のほかに、金融法委員会「責任財産限定特約に関する中間論点整理」（2001年）、寺山大右「資産担保証券の信用補完に関する法律問題」日本銀行金融研究所/金融研究/第20巻第2号（2001）が挙げられる）。

現在では、その法的性質及び有効性の理論は確立しており、法的に十分安定しているものと考えられる。

② ノンリコース型金融商品における基本的な法的実務

i. ノンリコースローンの一般的な概念図

ノンリコースローンでは、借入債務の引当てとなる責任財産を特定し、これと共に、責任財産へ担保権設定を行うことが一般的な実務となっている。



ii. 責任財産の範囲の設定

責任財産の範囲の設定は、当事者間の合意によって行われる。

ノンリコース型金融商品においてある資産が責任財産に含まれることを明示的に取り決めていない場合、その資産が責任財産に該当するか否かについては、当事者の合理的意思解釈によって決まることになるため、疑義を避けるために次のものを明示的に責任財産と取り決めることが多い。強制執行の場面においても、強制執行可能な財産であることを明確な形としておくことは重要である。

- 責任財産からの果実、責任財産を処分したことによる対価
- 責任財産に関する賃貸借契約、建築請負契約、管理契約、保険契約、家賃集金代行契約等に基づく各種債権

なお、責任財産の範囲の設定と同時に、責任財産限定の規定が不適用となる事由や、債務者の契約違反等による損害賠償請求については、責任財産以外の財産に対して強制執行可能であることを定めることもしばしばある。

iii. 責任財産の範囲を設定した効果

責任財産の範囲を設定した場合、債務者は、ノンリコース型金融商品の債権者が責任財産以外の財産に対して強制執行してきたときは、第三者異議の訴えをもって、その強制執行の不許を求めることができると考えられている（民事執行法 38 条）。

また、責任財産の範囲の設定は、有力学説によれば、倒産手続においても効力を有するため、ノンリコース型金融商品の債権者は責任財産以外の財産から

配当を受けることはできない（回収できない）ことになる。

iv. 担保権の設定

ノンリコースローンに関しては、責任財産が限定されるため、当該責任財産からの回収については他の債権者に先立ってできるよう、担保権を設定することがしばしば行われる。

（例）

- 不動産に対する、第一順位の抵当権
- 不動産に関する保険契約に基づく一切の債権（保険金請求権・保険料返還請求権等）に対する、質権
- 現在及び将来の賃料債権その他各契約に基づく現在及び将来の債権等に対する、質権又は譲渡担保権

債権者は、上記の担保権の設定の合意に加え、任意売却による回収も可能とするため、一般に適当と認められる方法・時期・価格等において取立・処分等を行い、取立・処分等によって取得した金額から諸費用を差し引いた残額を債務者の債務に充当する、という規定も担保契約に入ることがある。

また、破産や民事再生手続においては、抵当権・質権・債権譲渡担保権には別除権が認められるため、担保債権者は、破産手続・再生手続の制約を受けずに担保権を実行し、一般債権者に優先して個別的に権利を行使することができることになる。

破産や民事再生でも担保権消滅許可の制度があるが、担保債権者の交換価値の把握は保護されている。一方他の倒産手続である会社更生手続では別除権は認められず、更生手続内での権利行使となる。従って検討中の案件において担保権による優先回収を確保したいのであれば、借入人から株式会社を除くことが必要となる。

以上

※ 本調査報告書は、研究主体である一般財団法人住宅改良開発公社が作成しており、調査研究受託機関である有限責任監査法人トーマツのプロジェクトチームは、その作成に関して協力を行ったにすぎない。そのため、有限責任監査法人トーマツは本調査報告書の内容の正確性、完全性、適時性および利用可能性について責任を負うものではない。

賃貸住宅融資におけるノンリコース型
金融商品に関する調査
[報告書]

2021 年 6 月

<研究主体>

一般財団法人 住宅改良開発公社

〒102-0076 東京都千代田区五番町 1 4 番 1

国際中正会館ビル 3 階

<調査研究受託>

有限責任監査法人トーマツ

〒100-8360 東京都千代田区丸の内 3 - 2 - 3

丸の内二重橋ビルディング