

# 「不動産所有形態」の違いによる格付けの視点

## 1. はじめに

不動産証券化商品に対する格付けは、1999年以降増加の一途をたどっており、対象不動産の用途も高級賃貸マンション、賃貸オフィスビル、倉庫・工場、銀行店舗、ショッピングセンター・百貨店など多岐にわたっている。これら不動産証券化商品を格付けする際には、わが国特有の不動産取引慣行や法制度などを考慮し、日本の不動産事情に適応した格付け手法の適用が求められる。本稿では、不動産証券化のストラクチャー・組成において重要な留意点である「不動産の所有形態」について、その所有形態ごとに格付けの視点を述べることにする。

なお、JCRでは、不動産の法律・税制、取引慣行の変化といった不動産証券化を取り巻く環境の変化に応じて、適宜格付け手法を見直していく予定である。

## 2. 不動産の所有形態

### (1) 所有形態

不動産の所有形態については、土地および建物について、それぞれ「完全所有権、共有、分有、区分所有権(敷地利用権)」などの組み合わせによりさまざまなパターンが想定されるが、本稿では不動産証券化案件で見受けられる以下のパターンについて言及する。

- 区分所有建物およびその敷地
- 共有物件(土地・建物とも共有)
- 借地権付建物

このうち については「建物の区分所有などに関する法律」(昭和37年4月4日法律69号、以下「区分所有法」と略す)に基づく「区分所有建物」を指している。

なお、いずれのパターンも「貸家およびその敷地」(不動産証券化においてキャッシュフローを生み出すべく第三者との間に建物賃貸借契約が締結されている状態)を念頭においている。

### (2) 各所有形態の特徴

#### 区分所有建物およびその敷地

区分所有法により、一棟建物のうち構造上および利用上の独立性を有する建物部分(専有部分)の所有権と、当該専有部分にかかわる共用部分の共有持分および敷地利用権をいい、これらは一体として処分されるのが通常である。通常、賃貸事務所ビル・マンションなどの不動産証券化案件に多くみられる所有形態で、以下の特徴がある。

- ・ 建物、敷地、付属施設の管理および使用に関することを管理規約に定めることができる。
- ・ 規約の設定や変更は、区分所有者および議決権の各4分の3以上の多数による集会の決議によって行われ(区分所有法31条1項)、その効力は区分所有者全員(区分所有権の譲受人も含む)に及ぶ。
- ・ 共用部分の変更(大規模修繕など)は原則として区分所有者数および議決権の各4分の3以上の多数による集会決議で決定する(区分所有法17条)。
- ・ 建て替えについては、区分所有法に定める老朽・損傷・一部滅失などの建て替え要件を満たし、かつ、区分所有者および議決権の5分の4以上の多数による集会決議が必要(法定建て替え)となる。ただし、区分所有法によらず区分所有者全員の合意に基づく任意建て替えもある。

共有物件（土地・建物とも共有の場合）

一個の物の所有権を、二人またはそれ以上の者が共同して有することを「共有」という。各共有者に特別な共同関係はなく、その所有権の目的物が同一物であるという点で結合されているに過ぎない（共有者間に格別緊密な団体的関係の存在しない共同所有関係である）。

共有持分については、自由に譲渡・処分が可能であり、原則的にいつでも共有物の分割請求が可能である。しかし現実の不動産市場で共有持分が売買されるのは第三者が取得する場合より、残りの共有者が当該持分を取得して完全所有権化を図る方が圧倒的に多く、買い手が限定的となっているのが実情である。これは、一般的にいつても共有持分権者が他の共有者と合意の上、不動産の管理・運営・処分などの一定の事項を執り行わなければならない、所有者としての権利行使に一定の制約を受け、不動産全体について独占的、排他的な支配権を取得しているものではないことに起因していると思われる。具体的には、図表に示す共有物件の特徴に起因して買い手が限定的になる傾向があると思われる。

図表：共有物件の特徴

|           |                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 持分割合      | 当事者間に特段の定めがない場合などは相等しいと推定される（民法 250 条）                                                                                                                                                                                      |
| 目的物の変更    | 共有者全員の同意を要する（民法 251 条）                                                                                                                                                                                                      |
| 目的物の保存・管理 | 保存行為は各共有者が単独で可能（民法 252 条）。<br>利用・改良行為としての管理（共有物の賃貸借契約締結・解除など）は持分の価格に従い過半数により決定、管理費用・公租公課などは持分に応じて各共有者が分担（民法 253 条）                                                                                                          |
| 共有物の分割    | 各共有者はいつでも共有物の分割請求が可能。<br>共有者の一人が欲せば他の者は分割に応じる義務がある。<br>各共有者が不分割の契約をした場合には分割できないが、その契約も 5 年を超えることができず、不分割契約を更新しても、更新の時から 5 年を超えない。（民法 256 条）また、不分割の特約は持分の特定承継人をも拘束するが、不動産の共有にあたってはその旨の登記がなければ持分の特定承継人に対抗ができない（不動産登記法 39 条ノ二） |

#### 借地権付建物

借地権を権原とする建物が存在する場合における当該建物および借地権を言い、当該建物を借地権者自らが使用している自用（自家用）の場合と、当該建物を賃借している貸家の場合に分かれる。

借地権については、平成 4 年 7 月末までに設定された借地権（旧法上の借地権）と、それ以降に設定された定期借地権などに代表される借地借家法に基づく借地権がある。定期借地権の場合、借地契約の更新がないなどの特徴がみられる。

また、借地権は大別して物権である「地上権」と、債権である「賃借権」に分けることができるが、実際に利用されている借地権のほとんどは地上権ではなく賃借権である。この賃借権には主に次のような特徴がある。

- ・賃貸借契約であるため、土地所有者（貸主）の承諾を得なければ譲渡・転貸をすることができない。無断で譲渡・転貸をした場合には土地所有者は契約を解除することができる（民法 612 条）。
- ・また、借地権である賃借権の譲渡・転貸については、賃借人である借地権者が、その上の建物を第三者に譲渡・転貸する場合に、土地所有者（貸し主）に不利となるおそれがないにもかかわらず、その譲渡・転貸を承諾しない場合は、借地非訴手続きによって、裁判所が土地所有者の承諾に代わる許可を与えることができることとなっている（借地借家法 19 条）。
- ・借地権は、その登記がなくても、土地の上に借地権者が登記されている建物を所有するときは、これをもって第三者に対抗することができる。（借地借家法 10 条）

### 3. 格付けの視点

不動産証券化の格付けに当たっては、上記のような不動産の所有形態ごとの特徴を踏まえた上で、後述のリーガルポイントに照らして各関係当事者間で締結されている契約書類を個別にチェックしていくことになる。

#### (1) 区分所有建物およびその敷地

##### 建物の修繕・建て替えなど

建物の修繕・建て替えなどについては区分所有法に独特の規定<sup>(1)</sup>があるため、他の区分所有者の同意が得られない場合には単独で修繕・建て替えができないことになる。このため不動産証券化にあたっては、期中の修繕・建て替えなどについてあらかじめ詳細に規定されていることが求められ、格付けにおいても当該規定の具体性・実行可能性に重点をおいて内容を検証していくこととなる。ただし、区分所有建物でも、建物一棟全部をSPVが所有している場合には、当該SPVが単独で必要と判断する修繕・建て替えなどの措置を講じることが可能となるため、上記問題は顕在化しないと思われる。

##### 管理規約・管理組合

区分所有建物の場合、管理規約が非常に重要なことから、専有部分を利用制限する規定が区分所有者間で取り交わされていないかなどを不動産証券化の格付けにおいて入念にチェックすることとなる。また、特に区分所有建物の場合は管理次第で建物のグレードが大きく左右されることから、プロパティマネジャーたる管理会社のマネジメント能力・実績および信用力なども格付け上の重要なチェックポイントとなる。

##### 建物滅失

建物が全部滅失してしまった場合は、区分所有建物が存在しないので区分所有法による建て替え手続きではなく、民法の共有の原則により共有者全員の建て替え合意が必要となる。ただし、実務上は証券化期間中に建物が全壊した場合、賃貸事業遂行不可能ということで社債の繰り上げ償還事由に該当し、不動産を処分することになるだろう。したがって、売却期間中の社債利払い・諸費用支払などのタイムリーペイメントに支障がないよう各種保険（火災・地震・利益保険など）の付保、修繕積立金・利払い準備金などのキャッシュリザーブにより極力キャッシュフローに支障をきたさないような仕組み上の措置を講じる必要がある。

ちなみに、全壊した場合、各共有者は敷地を分割請求することが可能となり、敷地の一体利用に支障が生じる可能性がある。各共有者間で協議が整わず敷地が分割されてしまった場合、証券化対象の敷地を売却する際に従前の一体敷地としての単価より敷地分割後の売却単価が低くなり、ひいては社債の償還に支障をきたす懸念がある。その意味において、区分所有建物の不動産証券化の場合には、特に耐震強度に優れた物件であることが求められる（すなわち全壊の可能性が極力低い物件を選定することが区分所有建物の証券化には特に求められ、不動産証券化に当たっては、一定の耐震補強工事を実施することが望ましいケースもある）。

#### (2) 共有物件（土地・建物とも共有）

##### 共有者間の覚書・合意書などの必要性

共有物に関しては、法律上、その変更<sup>(2)</sup>には共有者全員の同意が必要であり（民法 251 条）、共有物の管理<sup>(3)</sup>については持分価格の過半数（頭数の過半数ではない）によって決められることになっている（民法 252 条）。

一方、共有者間で覚書および修繕合意書などが締結されている場合には、これらの規定に従うこととなり、それ以外の規定されていない事項については、法律に従って決められ

ることとなる。したがって、証券化後の円滑な事業推進のためには共有不動産の管理、運営および処分などについて詳細な規定が覚書などにより共有者間であらかじめ締結されている必要がある。

また、修繕や資本的支出を伴う工事に関して共有者間で意見が一致しないケースも考えられる。このため、あらかじめ証券化の段階で当該不一致が生じた場合には特定の第三者に修繕工事などの可否判断などを一任する取り決めを共有者間で覚書などにより締結しておくことが望ましい。

したがって、格付けに当たっては証券化期間中の円滑な賃貸事業運営の可能性の観点から共有者間で締結された覚書・修繕合意書などの内容を検証していくこととなる。

#### 共有者交替による管理・運営上のリスク

共有物件の不動産証券化の場合、共有者が持分を売却しようとしたときには他の共有者が優先的に買い取る交渉権（First refusal right）をもつケースが多い。この優先買い取り交渉権の条項は、円滑な賃貸事業運営の観点から、上記の覚書・修繕合意書などの合意内容を適用できないような第三者の出現を排除することを企図している（同時に、当該条項は「買い取る側の共有者」にしてみれば、共有形態から独占的・排他的な支配権を持つ完全所有権形態へのステップとしての意味も併せ持つ）。

しかし、他の共有者がもつ共有持分権が競売に付された場合には、特定承継人としての競落人に上記の覚書および修繕合意書などの合意内容（民法 254 条の「共有物に関する債権」に該当しない内容など）が対抗できないので、証券化期間中の事業推進に支障をきたすリスクが依然として残ることとなる。

したがって、共有物件の不動産証券化に当たっては、こうしたリスクを極力縮減させるためにも共有者の数ができるだけ少ない方が望ましいと思われる。また、実務上も共有者数が多くなればなるほど共有者間の覚書・合意書締結など不動産証券化のコンセンサスを得るのにより多くの時間と労力を費やす必要が出てくるだろう。

#### 共有形態の特徴から求められる信用補完措置

共有の場合には共同賃貸人として賃貸を行うこととなるが、敷金返還債務などテナントに対する賃貸人としての債務は、一般に不可分債務に当たると理解されている。このため、テナントは各共同賃貸人に対して敷金全額返還など賃貸人の債務「全額」の履行を求めることができる（通常、共同賃貸人の間では各自の共有持分割合に従い負担するものとされ、ある共同賃貸人が上記債務「全額」を履行した場合には、自己の共有持分割合を超過して履行した部分につき、他の共同賃貸人に求償権が発生すると理解されているが、テナントとの対外的な関係においては全額につき債務を負担することになる）。

また、共有者の管理に要する費用は、共有持分の割合に応じて各共有者が負担することとされている（民法 253 条）。しかし、共有者が資力悪化その他の事情により、共有者持分にかかる費用の支払義務を履行することができない場合や支払いを拒んだ場合には、自らの持分割合を超えて費用を負担せざるを得なくなるリスクがある。

したがって、共有物件の不動産証券化に当たっては、上記リスクに備え優先劣後構造による社債発行、匿名組合出資、一定のキュッシュリザーブなど各種信用補完を組み合わせる仕組み上の工夫が求められることになる。

#### 共有物分割請求にかかるリスク

不動産証券化でキャッシュフローを不安定にさせる可能性がある「共有物分割請求」にかかるリスクについては、それを排除することを企図して、あらかじめ共有者間で不分割特約の覚書などを締結することが考えられる。不動産証券化の場合、いわゆるテール期間を含めた証券化期間が 5 年超となる場合が多いことから、民法で定められた不分割特約の有効期間 5 年との関係上、証券化後も不分割特約の覚書などを再締結する必要が生じるの

で留意する必要がある。また、不分割特約は特定承継人への対抗上、不動産登記することが望ましいが、格付けにあたっては個別案件事情に滑らしてその要否を判断している。

共有者の破産管財人、更生管財人および管財人（ただし、管財人が選任されていない場合は再生債務者）は、不分割の合意にもかかわらず共有物の分割を請求することができる（破産法 67 条、会社更生法 61 条、民事再生法 48 条 1 項）。

したがって、不動産証券化において不分割の合意があったとしても発行された社債の償還期日より前に共有物の分割が請求される可能性があり、証券化当事者の権利関係が不安定になるおそれがある。このため、実務的には上記理由が発生した場合には繰り上げ償還事由などに該当させて、不動産処分などにより社債が償還されるなどの仕組み上の工夫が必要となろう。

#### 他の共有者に対する信用リスク分析の必要性

共有物件の不動産証券化の格付けにおいては、以下のような共有独特の特徴から「他の共有者に対する信用リスク分析」が必要となってくる。

テナントに対する賃貸は、各共有者が共同賃貸人として行うこととなる。こういった、いわゆる共同賃貸借契約に基づく賃料債権は不可分債権であるとする説もあり、この場合、共同賃貸人たる各共有者はそれぞれ単独で賃料全額をテナントに対して請求する権利を持つ。（共同賃貸人内部においては、ある共同賃貸人が共有持分割合を超えて受領した部分については、他の共同賃貸人に交付する義務を負うことになる）。

通常時は、共有覚書などによりテナントからの賃料収受方法が各共有者間で取り決められていたとしても、各共同賃貸人の信用状況が悪化した場合などは、上記の不可分債権としての特性から、当該共同賃貸人の債権者から当該共同賃貸人の共有持分割合を超えて賃料債権「全額」を差し押えられる可能性がある。

確かに、共同賃貸人の一方についてこのような事由が生じた場合、他の共同賃貸人は当該差し押えを行った債権者に対して、当該事由の生じた共同賃貸人の共有持分割合を超えて受領された賃料相当額につき、自己への返還を認められる可能性はある。しかし、その場合にでも他の共同賃貸人が実際にこのような金員の返還を受けられる可能性は当該債権者の資力などの要因により影響を受け、また、当該債権者が争った場合には、社債の元利払いのタイムリーペイメントに重大な影響を及ぼす可能性があるため、「他の共有者についての信用リスク分析」が肝要といえる。

また、共同賃貸人の更生管財人（会社更生法 103 条）または管財人（管財人が選任されていない場合には再生債務者。民事再生法 49 条）は、各共有者間で締結した賃料収受事務委任契約などを双方未履行の双務契約として解除することが可能である（破産の場合には、破産宣告により当然終了扱いとなる。民法 653 条）。

この場合、管財人などは、賃料収受事務委任契約に定められた方法によらずにテナントに対して賃料を請求することが可能だが、テナント賃料が不可分債権とされる可能性もあることから、テナント賃料全額を請求することも可能である。この場合、理論的には共有持分権割合を超えて受領された資料相当額につき、自己への返還を認められる可能性はあるが、やはりタイムリーペイメントの問題が生じる。

上記管財人などに対する支払請求権は、それぞれ破産宣告、会社更生手続き開始決定、または再生手続き開始決定後の原因に基づいて発生した債権に当たるため、財団債権（破産法 47 条 5 号）または共益債権（会社更生法 208 条 2 号・6 号、民事再生法 119 条 2 号・6 号）となり、破産債権・更生債権または再生債権に先立って、破産手続きや更生手続き、または再生手続きによらずに随時弁済される。ただし、仮にこれらの倒産手続きにおいて保全管理人が選任された場合に、かかる保全管理人がテナントに対して賃料金額の請求を行った場合には、その求償権は一般債権として行使される。

また、かかる求償権による金員の返還を受けられる可能性は、共有者にかかわる倒産財団の状況いかんにより影響を受け、また管財人などが争った場合にはかかる支払いを受け

るために別途時間および費用などが発生するリスクもあり、社債の元利払いに影響を及ぼすおそれがある。したがって、格付けに当たっては「他の共有者についての信用リスク分析」を行い、その信用リスク如何では一定の信用補完措置を講ずる必要も出てくると思われる。

### (3) 借地権付建物

借地権付建物の市場流動性に関するリスク

借地権の態様および建物の残存耐用年数、借地権の取引慣行および底地の取引利回りなどにより借地権価格は左右される。同時に、借地権付建物の売買取引があまり行われていない地域においては、土地・建物とも完全所有権の物件に比べ市場流動性に難が生じる場合があることに留意する必要がある。

なお、借地権者自らが建物を使用している場合、借地権価格については、第三者が買い取る場合（正常価格）と、地主が買い取る場合（正常価格または限定価格）があり、DCF法を適用する際の復帰価格の算出においても注意を要する。したがって、LTV(Loan To Value)の換算において基礎となる証券化対象不動産の査定に当たっては、上記の点を踏まえながら、不動産鑑定士などとマーケット分析や収益還元方法について十分な協議・意見交換を行っていく必要がある。

借地上にある建物が地震などにより滅失した場合のリスク

借地権存続中（または更新後）建物が滅失した場合、借地権の存続期間を超えて存続すべき建物の再築について地主が遅滞なく異議を述べなかった場合、借地権は建物滅失の日から起算してさらに30年間存続する（堅固建物）。地主が遅滞なく異議を述べれば（この場合地主の異議に正当事由は不要）本来の期間通り借地権の期間は満了する（ただし、この場合の更新拒絶には正当事由が必要と解されている）。

したがって、証券化期間中に借地権の期限が到来する場合には、上記リスクが顕在化する可能性があるため、弁護士などの意見をもとに地主による更新拒絶の正当事由の存否を検証しなければならない。

賃貸人の更新拒絶の正当事由

平成4年7月末までに設定された借地権（既存借地権）(4)については、借地権の期限到来時に建物が存在する場合、借地権者が契約の更新を請求すれば従前の契約と同一の条件をもってさらに借地権を設定したものとみなされる。ただし、土地所有者が自ら使用する場合など正当事由がある場合で、遅滞なく異議を述べたときには更新されない。

不動産証券化においてオリジネーターからSPVなどに借地権譲渡を行う際、地主から借地権譲渡の承諾が得られないリスク

借地権譲渡については地主の承諾が得られない場合、民法612条違反の問題が生じる。ただし、同条違反を理由とする解除については「賃貸人に対する背信行為と認めるに足りない特段の事情」がある限り解除は認められないとする、いわゆる「信頼関係破壊の法理」が判例上確立されてはいるが、格付けに当たっては個別案件ごとに弁護士などの専門家の意見を参考にしながら慎重に検証していくことになる。

更新料・承諾料が請求されるリスク

既往の借地契約に更新料支払いの取り決めがない場合は、法的には地主は更新料を要求できないこととなっているものの、実際の借地契約の更新では更新料を支払い、契約書を書き換えて更新する「合意更新」も多くみられることから、借地権付建物の不動産証券化においては更新料・承諾料のキャッシュフローに与える影響の可能性についても考慮する必要がある。証券化期間中に更新期限が到来するケースでは、格付けに当たり、円滑な

賃貸事業推進のため期中にキャッシュリザーブの積み立てを要求する場合もある。

#### その他の留意点

賃借人は賃貸人に対して賃料を支払う義務を負う。賃貸借契約に賃料支払いを怠ったときは賃貸借を解除できる旨の定めがあった場合でも、裁判所が解除権の行使を認めないことがある。建物の借賃が土地もしくは建物に対する租税その他の負担の増減により、土地もしくは建物価格の上昇、もしくは低下、その他経済情勢の変動により、近傍同種の建物の借賃に比較して不相応となったときは、契約の条件にかかわらず、建物の貸し主または借り主は将来に向かって建物の借賃の減額を請求することができる。

借地権付建物の場合は、特に建物の存在が重要となることから、地震リスクについては十分な措置を講じる必要がある。地震リスクの回避策としては「地震保険」が挙げられる。

企業が使用する事務所ビル・店舗などについては、火災保険あるいは店舗総合保険に地震危険担保特約を付すことで対応しているようだが、契約内容によっては地震についてある一定額までの「免責規定」が付与されている場合があるので注意を要する。「免責規定」がある場合には同金額に相当する部分のキャッシュリザーブなどが積み立ててあることが望ましい。

#### [注]

(1) 大規模修繕については管理組合集会で区分所有者および議決権各4分の3以上の多数による決議が必要となる(管理規約で上記区分所有者数の4分の3以上を2分の1以上までに減ずることは可能、区分所有法17条)。また、地震などにより建物の一部が滅失し建て替えを行う場合でも、各5分の4以上による決議が必要となる(区分所有法62条)。

(2) 例えば、共有物全部の売却など。

(3) 例えば共有物の賃貸、賃貸借契約の取り消し・解除、あるいは共有物の改良行為など。

(4) その期間は、堅固建物で60年(契約で約定する場合は30年以上)、非堅固建物で30年(約定20年以上)となっており(旧借地法2条)、期間が満了した場合に、地主が更新を拒絶しても、正当の事由がなければ更新され、堅固建物で30年(約定30年以上)、非堅固建物で20年(約定20年以上)延長される(旧借地法5条)。

また、平成4年8月1日以後に設定された普通定期借地権の期間は、堅固・非堅固と区別することなく、原則一律に30年(約定30年以上)となっており、当初の借地期間が満了して更新されたときは原則20年(約定20年以上)延長され、次の更新からは原則10年(約定10年以上)となり、その後はこれを繰り返すこととなる(借地借家法4条)。

以上  
(2000.11)