

『証券経済学会年報』第51号別冊
証券経済学会創立50周年記念大会
学会報告論文

「住宅所有と賃借の経済性比較への一考察」

ーリアルオプションの観点よりー

「住宅所有と賃借の経済性比較への一考察」

ーリアルオプションの観点よりー

青木 克人

三井住友信託銀行

1. はじめに

個人が住宅を所有するか、賃貸住宅（官舎・社宅等を含む、以下同様）を賃借するかは古くて新しい、ライフプランニング上のテーマであり、様々な観点からの比較が試みられている。

一般的には、一時的コスト及び各種ランニングコスト（住んでいる期間ずっと生じるコスト）を比較しながら、個々人のライフプラン、嗜好等によって判断するのが正しいとする論調が多いと思われる。

第83回全国大会においては

1. 日本国内で、①住宅を購入すること②住宅を賃貸住宅とすることで、各々 (a) 得られる選択肢（以下、オプション）、(b) 失うオプションを洗い出し、各オプションのリアルオプション性を検討、
2. また、住宅取得に影響を与える個人の代表的属性のカテゴリーを分類し、
3. その個人の代表的カテゴリー毎のリアルオプションを織り込んだ住宅保有戦略策定フローチャートを提示

することを試みた。

経済主体たる個人が居住するために不動産を所有するか、賃借とするか、という古典的命題には膨大な知見が蓄積されているが、リアルオプションの観点で論じた先行研究は存在しない。所有するか、賃借とするかの意思決定には、今後のライフプランに対する、明確に認識しているオプションと明確には認識されていないオプションが介在すると考えられるが、特に明確には認識されていないオプションをリアルオプションとして明確に評価することにより、個人のライフプランニングがより納得性の高いものとなることが期待される。また、賃貸住宅または分譲住宅のマーケティングを行う際の有効な訴求ポイントの導出にも寄与することが期待される。

本報告においては、第83回大会の報告内容を発展させ、より具体的な賃借と所有の比較モデルの提示に踏み込む

ことを目的とする。具体的にはリアルオプションモデルとして、経済性比較の数式を提案、さらに具体的な数値を代入して比較することを試みる。

2. 既存の論点の整理

自宅を賃借とする所有するかについては、やや一方的な視点の刊行物が存在する。賃借すべきという観点からは石川 [2010]・エイブル [2005]、所有すべきという観点からは藤川 [2012] が挙げられる。

また、石川 [2010] は住宅を次々と取得 (=所有) して賃貸に出し、大家になることを啓蒙している。

島田 [2003] は住宅の需給の観点から、住宅市場は供給過剰の状態にあるが、中古住宅の流通性の問題点（情報の非対称性及び日本市場の新築選好）により、特にファミリー層向け良質な賃貸住宅の不足を問題点として挙げている。この点につきリクルートホールディングス [2015] は「物件データを比べると、同じ間取りでも賃貸より買うほうが基本的に面積は広い。」(p16) としている（表1）。

表1 賃借と所有（購入）の場合の専有面積

間取り	賃借(※1)	所有(※2)
1DK・1LDK	42.79 m ²	42.97 m ²
2DK・2LDK	52.01 m ²	61.06 m ²
3DK・3LDK	64.07 m ²	72.17 m ²
4DK・4LDK	93.74 m ²	87.32 m ²

※1 前住居が賃貸の人の前住居の平均、首都圏マンション契約者データ（2013年5月～2015年4月）より／リクルート住まいカンパニー調べ

※2 新築マンション購入者の平均、同上

（出所）リクルートホールディングス [2015] 16頁より
著者作成

一方、田中 [2017] は相続税の「小規模宅地等の特例」を考慮に入れ、「親が評価額の高い場所に持ち家を所有し

ており将来それを相続することになる人(特に一人っ子)は「圧倒的に賃貸派でいたほうがいい」としている。

3. 当報告の論点

当報告においては自宅を賃借とするか所有するかについて、住宅供給者の視点ではなく、住宅需要者としての個人の選択肢(リアルオプション)として分析する。

(1) 賃借する場合のオプションの例

賃借する場合には(賃借に比べて)転居の自由度が高いことが考えられる。これは将来の選択肢という観点からコールオプションとして分析が可能との観点に立つ。同様に、賃借する場合には(借主は)建物の維持管理費を負担する必要が無い、つまり将来の支出回避という観点で、プットオプションとしての分析が可能と考える。

(2) 所有する場合のオプションの例

所有する場合には(賃借する場合と比べて)、建物のレイアウト変更・各種追加施工等の自由度が高い(コールオプション)、住宅ローン完済後は賃借の場合の家賃に相当するコストは生じない(プットオプション)等のオプションが考えられる。

(3) 賃貸経営への参画オプション

(1)(2)は自己の居住を前提としているが、所有する場合には、自己居住の他に、賃貸経営に参画するというオプションが存在する(コールオプション)。

4. 賃借と所有においてオプション、失うオプション

賃借の場合と所有の場合に各々得るオプションと失うオプションにつき検討する。

(1) 賃借の場合

(a) 得るオプション

①コールオプション

職業の変更等に応じて転居するオプションが挙げられる。また、ライフスタイル等の変更に応じて転居する(住宅の規模を拡大・縮小する)オプションが存在する。さらに、常に最新の(築浅の)住居に住み替えるオプションが存在する。

②プットオプション

所有する場合と比較すれば、建物の維持管理費及び将来の補修費用の負担の回避という観点から、プットオプ

ションと見做すことが可能である。また、ローン借入を行って購入する場合と比較して住宅支出をライフタイムに分散することが可能である。

(b) 失うオプション

①コールオプション

住宅への各種設備追加等(太陽光発電、光ケーブル等導入)は所有に比べると所有者等の承諾が必要となり行い難いことが考えられる。また、住宅の間取りや内装を変更することも困難となる。また表1の通り、所有と比較して広い間取りの選択肢は狭くなる傾向にある。

②プットオプション

住宅ローンの返済期間に住宅費用を集中し、老後は住宅費用を負担しない(管理費等を除く)というオプションは失われ、終生賃料負担が生じる。

(2) 所有の場合

(a) 得るオプション

①コールオプション

追加の設備等を導入するのは賃借の場合より容易である。また、内装や間取りの変更も可能である。家財の収容能力に応じ、趣味等の活動も自由度が高い。表1の通り、ファミリー層等にとり、広さの点で物件の選択肢も広い。

さらに、資金に余裕があれば、自己居住用住居を確保した上で、賃貸経営に参入することも可能となる。

②プットオプション

住宅支出(維持費を除く)を住宅ローン支払い期間に限定することが可能(老後の住宅費負担を一定額以下に限定することが可能)である。

(b) 失うオプション

①コールオプション

居住地域を変えることや住宅のサイズを変えること、さらには築浅の住居に住み続けること等が困難となる。

②プットオプション

賃借の場合と比べて、維持費や、修理費を負担する必要がある。また、住宅ローン完済前に何等かの理由で就労できなくなった場合に物件を手放すことが困難な場合が生じ得る。

5. オプション整理より得られた知見

(1) 賃借と所有のオプション整理

表2の通り、賃借と所有の場合に得られるオプションと失うオプションは対称である。

表2 オプションの整理

分類	内容		補足
賃借の場合に得るオプション/ 所有の場合に失うオプション	コール	転居するオプション（住所を変える）オプション	新居への居住（コール）
		転居するオプション（住所のサイズを変える）オプション	
		最新の（築浅の）住居に住み替えるオプション	
	プット	維持費を負担しないオプション	市場で取引されるプット系オプションに酷似
		何等かの理由で物件を手放すオプション	撤退オプション
所有の場合に得るオプション/ 賃借の場合に失うオプション	コール	追加の設備等を購入するオプション	拡張オプション
		内装や間取り等を変更するオプション	転用オプション
		賃貸経営に参画するオプション	参入オプション
	プット	住宅支出を現役世代に限定するオプション （老後の住宅費負担を修繕費・公租公課等に限定）	市場で取引されるプット系オプションに酷似

(出所) 著者作成

(2) 賃借に適合する人とは

(a) 得るオプションからの考察

ライフプラン上、居住地、住宅規模につき、変更することが多く考えられる人や最新のデザイン・設計に基づく築浅の住宅に住み続けたい人が該当すると考えられる。

(b) 失うオプションからの考察

所謂「断捨離」をモットーとし、「持たざる生活」を志向する人、家族を持たないか、持っても少人数の家族構成を予定する人、住居そのものをカスタマイズして住むという嗜好の少ない人が該当する。また、現役時代とリタイア後の収入・支出に大きな差が無く、終生家賃を払える人も該当する。

(3) 所有に適合する人とは

(a) 得るオプションからの考察

転居の可能性が低い人、同居者が多く個室数を多く必要とする人、住居のカスタマイズが必要となる人、趣味等で家財が多い人等が該当する。

また、賃貸経営を志向する人にも合致する。

(b) 失うオプションからの考察

住居費を現役時代に集中して負担することが可能な人 (i. e. 必要な住宅ローンの取り組みが可能な人) が該当する。

6. 定量的な分析への考察

以下、定量的な分析への考察を行う。

(1) コストの整理

(a) 所有する場合

・購入コスト $C_1 = \ell \beta$ … 数式①
 (ℓ : ローン期間 (年)、 β : 年間返済額 (元利均等))
 ※頭金、仲介手数料、引越費用、その他諸費用、及び維持・修繕費・固定資産税等) は無視する。

(b) 賃借する場合

・賃借コスト $C_2 = L \alpha$ … 数式②
 (L : 賃借期間 (年)、 α : 年間賃料)

※敷金・礼金、引越費用、その他諸費用は無視する。

$$(L > l \text{ かつ } \beta > \alpha)$$

(2) 便益の想定

便益を(効用-コスト)とする。また、賃借の場合の効用を U 、所有の場合の効用を $(1+\alpha)U$ とする ($\alpha \geq 0$)。

(a) 所有する場合

$$\text{便益 } B_1 = (1+r)U - l\beta$$

(b) 賃借する場合

$$\text{便益 } B_2 = U - L\alpha$$

(3) 便益の比較

便益の差分 $f = B_1 - B_2 > 0$ (所有が有利) となるのは、

$$f = B_1 - B_2 = (1+r)U - l\beta - (U - L\alpha) > 0$$

$$\therefore r > (l\beta - L\alpha) / U$$

となる場合である。

(4) コールオプションの導入

住宅購入(i. e. 所有)をコールオプションと見做した場合のコールオプション価値 C が便益の差分 f を上回る場合について1期二項過程にて検討する。 R を適切な割引率、上昇シナリオの確率 P ($0 \leq P \leq 1$)とおくと下記 r の不等式が得られる。

$$\{P(rU) - (1-P) \cdot 0\} / (1+R) \geq l\beta - L\alpha$$

$$\therefore r \geq (1+R)(l\beta - L\alpha) / PU \quad \dots \text{ 数式③}$$

この不等式が成立する場合に所有が賃借に比して優位となる。

(5) 仮の定数での検討

効用(U , α)については数値化困難のため費用に着目して検討する。

(a) 購入する場合

数式①に $l=35$ (年)、 $\beta=120$ (万円); 元利均等返済(月10万円×12カ月)を代入すると、

$$C_1 = 4,200 \text{ 万円}$$

を得る。

(b) 賃借する場合

数式②に $L=50$ (年)、 $\alpha=96$ (万円); 家賃(月8万円×12カ月)を代入すると、

$$C_2 = 4,800 \text{ 万円}$$

を得る。

(c) 費用からの考察

(a) 及び (b) より $C_2 > C_1$ を得た。ごく単純に生涯の住宅費を比較すると賃借の方が高コストに見える。この差

額 $C_2 - C_1$ を、賃借のもつ各種オプションの評価と比較することが考えられる。

(d) 外部要因

ここで C_1 及び C_2 についての外部要因を検討する。不動産価格及び賃料の変動以外には、 β に線形の影響を与える金利は低金利傾向が継続していること、一方で L に線形の影響を与える平均寿命は伸び続けていることは大きな考慮点と考えられる。

(e) 賃借、所有の典型的なリスク

賃借、所有の場合の典型的なリスク要因を検討する。

① 所有の場合に転居を伴う異動

所有の場合に転居を伴う異動が発生し、新任地で賃借物件を $L=10$ 年間賃借と想定。

$$\text{コスト } C_1' = C_1 + 10 \times 96$$

$$= 5,160 \text{ (万円)} > C_2$$

ローン35年の内、10年間賃料とローンを両方支払うと50年賃借より高コストとなった。所有の場合の転居リスクは考慮に値する。

② 賃借の場合に家族が増加

年間賃料が期間 L の内 L_1 ($< L$)年間、 1.3α に上昇、また $L_1=18$ (年)とする。

$$\text{コスト } C_2' = L_1 \times 1.3\alpha + (L - L_1)\alpha$$

$$= 5,318.4 \text{ (万円)}$$

賃借のもつ自由度のオプション(転居)を行使すると相応のコストがかかる。

7. 纏めと課題

(1) 賃借と所有の場合のリアルオプションの整理

本稿においては個人が住宅を賃借する場合と所有する場合の経済性比較をリアルオプションの観点から試みた。賃借と所有各々の場合に得るリアルオプション、失うリアルオプションの洗い出しを行った結果、表2において、相互に得るリアルオプション=失うリアルオプション、という知見を得た。

一方で、識別した各リアルオプションの原資産及びそのリスクの源泉については一部言及するに留まり、今後の検討が求められる。

(2) コールオプションと見做した場合の定式化

コールオプションと見做す場合の経済性比較につき1期の二項ツリーに当てはめ、数式③を得た。(1)同様、各変数へのさらなる考察が求められる。

(3) リスクのもたらすコストについての考察

所有、賃借の際の典型的なリスクである、「家族の増加」「転居を必要とする異動」の顕在化した際のコストにつき考察を加え、各々の影響を検討した。他のリスクについてのケースの策定もファイナンシャルプランニングの観点から有用と思われる。

参考文献

- 石川貴康 [2010], 『サラリーマンは自宅を買うな』, 東洋経済
- 株式会社エイブル編 [2005], 『「一生賃貸!」家を持たないという価値観』, ダイヤモンド社
- 島田晴雄 [2003], 『住宅市場改革』, 東洋経済
- 田中歩 [2017], 「「賃貸派」と「持ち家派」30年後に笑うのはどちらか」『プレジデント』第55巻第5号, 1月, 30頁, プレジデント社
- 藤川太 [2012], 『マイホーム、買ったほうがトク!』, 朝日新聞出版
- 山本大輔 [2001], 『入門リアル・オプション』, 東洋経済
- リクルートホールディングス [2015], 『SUUMO 新築マンション 首都圏版 6月9日号』, リクルートホールディングス