

J-REIT におけるマスターリース契約の活用状況について

2020年5月7日

(はじめに)

不動産の証券化においては、出資、借入、不動産の取得・保有などの場面で、匿名組合、ノンリコースローン、信託等々様々な契約ツールが用いられる。本稿は、これらのツールのうちマスターリース契約を取り上げ、J-REIT(上場不動産投資法人)を題材にしてその活用状況について分析を試みるものである。マスターリース契約は、不動産物件の効率的な保有・運用のため、不動産ファンド等において盛んに活用されてきている。以下では、まずマスターリース契約の主旨や位置づけについて触れたのち、J-REIT におけるその活用状況について明らかにすることとする。

なお、以下において用いているデータは、特に注記のない限り各投資法人のプレスリリース資料及び有価証券届出書により筆者が作成したデータベースに基づいている。

(不動産証券化におけるマスターリース契約の主旨と位置づけ)

不動産証券化における収益スキームは、不動産投資法人、特定目的会社(TMK)、GK-TK スキームにおけるSPC といったいわゆる不動産ビークル等が、保有する不動産をテナントに賃貸し、それによる収入を投資家に分配金等として還元することが基本となっている¹。したがって、不動産の所有者とテナントの間では不動産賃貸借契約を締結することになる。この契約の主体は、不動産ビークルが保有する不動産が、実物不動産であるか、不動産信託受益権²であるかによって異なる。実物不動産を保有する場合には、不動産ビークルが賃貸人となる。他方、不動産信託受益権を保有する場合には、不動産の所有権は受託者たる信託銀行³にあることから、所有者たる信託銀行が賃貸人としてテナントとの間で不動産賃貸借契約を締結することになる。

いずれにおいても、大型の集合賃貸住宅などテナントが膨大な数に及ぶようなケースなどでは、貸主としての業務がかなり煩雑とならざるを得ない。不動産証券化においては、プロパティマネジメント(PM)業務の外部委託はほぼ必ず行われることから⁴、賃貸管理業務についてもPM 会社がある程度行うのが通常であるが、契約締結・更新・変更・解除など貸主としての業務はどうしても残ることになる。そこで活用されるのが、マスターリース契約である。これは、不動産の所有者たる不動産ビークル又は信託銀行が、第三者(マスターレシー)に対して不動産を一括賃貸し、マスターレシーがエンドテナントに対して賃貸(転貸)するというスキームである。所有者とマスタ

¹ インカムゲインの場合。これと並んで、保有不動産を売却し、その売却益を投資家へ還元するパターンもある(キャピタルゲインの場合)。

² 不動産証券化においては、不動産ビークルは実物不動産よりも不動産信託受益権を保有する場合の方がはるかに多い。平成29年度「不動産証券化の実態調査」によると、不動産ビークルが取得する実物不動産が0.70兆円に対して、不動産信託受益権は4.06兆円と85.1%を占めていた。平成30年度の同調査では、TMK及びGK-TKスキーム等の実物不動産と不動産信託受益権との内訳が不明であるが(ただし、GK-TKスキーム等の場合は、法的制約上実物不動産は保有できない。)、不動産投資法人の取得不動産の中の不動産信託受益権の割合は89.1%となっている。

³ 例は少ないが、信託銀行ではなく信託業法上の運用型信託会社が受託者となる場合もある。

⁴ 投資法人やTMKについては、法律上不動産の管理を外部に委託することとされている(投資信託及び投資法人に関する法律第193条第1項第5号・資産の流動化に関する法律第200条)。

ーレシーとの間の契約がマスターリース契約、マスターレシーとエンドテナントとの間の契約がサブリース契約となる。

マスターレシーをプロパティマネジメント(PM)会社が兼ねる場合もあれば、マスターレシーとして SPC を充てる場合もある。前者の場合であれば、不動産ビークルのスポンサー会社やその関連会社がマスターレシーである場合も多い。また、不動産投資法人が不動産信託受益権を保有する場合については、不動産投資法人自身がマスターレシーとなって信託銀行から不動産を一括賃借する例もみられる⁵。この場合は、エンドテナントとの関係では、不動産投資法人が実物不動産を所有し直接エンドテナントに賃貸する場合と同じということになる。

マスターリース契約の内容としては、エンドテナントから収受した賃料をそのまま所有者に支払うパターン⁶とマスターレシーが収受した賃料にかかわらず一定額の賃借料を所有者に支払うパターンとがある。前者はパス・スルー型と呼ばれており、後者は賃料保証型、賃料固定型、サブリース型、非パス・スルー型などと呼ばれている(なお、以下では「賃料保証型」と称する。)。賃料保証型としては、単純に固定賃料を支払うパターン以外にも、最低賃料を設定しているものや固定賃料相応分と変動賃料相応分とを分けているもの⁷などがある。賃料保証型の場合、賃料下落やテナント退去による減収リスクを減殺することができる一方、賃料上昇局面ではそれによる増収分を逃すおそれがあることになる。

なお、マスターリース契約を利用するリスクとして、マスターレシーの財務状況が悪化した場合においては、エンドテナントによる賃料支払いがあっても、マスターレシーの債権者による賃料差押え等によりマスターレシーからの賃料支払いが滞るおそれがある。

物件の取得に伴いマスターリース契約を新たに締結する際には、従前からの入居テナントにとっては賃貸人の変更となるため、当該テナントの承諾を得る必要がある⁸。従前の所有者もマスターリース契約を結んでいたケースであっても、物件取得に伴いマスターレシーが交代する場合には同じく入居テナントの承諾を得る必要がある。

(J-REITにおけるマスターリース契約の活用状況)

① 活用状況全般

それでは、J-REIT を題材にしてマスターリース契約の活用状況について探っていく。図 1 は過去 10 年間の J-REIT の取得不動産計 2911 件⁹について、マスターリース契約の有無・種類別の割合を示したものである。なお、不動産信託受益権を取得する投資法人が不動産の所有者たる信託銀行との間でマスターリース契約を結んでマスターレシーとなる場合については、不動産ビークル等の負担軽減というマスターリース契約の本来の主旨からやや離れることから、一般的なマスターリース契約とは別に集計している。この場合は投資法人がエンドテナントと直接賃貸借契約を締結することになるため、マスターリース契約はほぼ必ずパス・スルー型となる。

この図にあるとおり、J-REIT の取得物件の約半数はパス・スルー型のマスターリース契約を締結しており、約 3

⁵ 不動産投資法人がマスターレシーとなるケースは、J-REIT としては低価額の中規模以下のオフィスビルや共同住宅を主たる投資対象としている投資法人に多い。規模が小さい分 1 物件あたりでの賃貸管理業務負担は軽い一方で、価額が低い分物件数は多くなる傾向にある。受託者たる信託銀行は異なる場合も多いことから、投資法人としては多数の物件を包括的に管理する趣旨でマスターレシーとなるものと考えられる。

⁶ マスターレシーが収受した賃貸料から一定の経費を差し引く場合もある。

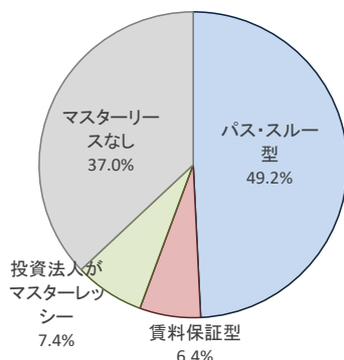
⁷ 例えば、固定賃料のほかに固定資産税・都市計画税相当額を変動賃料としているケースや共同住宅の住宅部分を固定賃料、1 階店舗部分を変動賃料としているケースなどがみられる。

⁸ 不動産賃貸借契約上の貸主としての地位の移転に相当することになる(民法第 593 条の 2)。なお、所有権の移転に伴い単に譲受人(新たな所有者)が貸主になる場合については、借主の承諾は不要である(民法第 605 条の 2・第 605 条の 3)。

⁹ 各投資法人のポートフォリオ上の物件数とは必ずしも一致しない。また、匿名組合出資持分や優先出資証券は含めていない。

分の1強はマスターリース契約を締結していない。賃料保証型のマスターリース契約を締結している件数は約6%強にとどまっている。

図1. J-REITの取得不動産に係るマスターリース契約の有無と種類の件数別割合



注) 2010年から2019年までのJ-REITが取得した実物不動産・不動産信託受益権を対象としている。

マスターリース契約の有無は、原則として投資法人公表資料の記載に依拠しており、特に記載がなければマスターリースなしに分類している。したがって、マスターリースなしの中に実質的にマスターリース契約の存する物件が含まれている可能性がある。

マスターリース契約の有無・種類は、取得時点で判断しており、その後の契約変更等は反映していない。

物件内でマスターリース契約に係る取扱いが異なる場合(例:店舗付き集合住宅で、店舗部分のみパス・スルー型、住宅部分は賃料保証型となっている場合等)については、主たる用途部分の取扱いで分類している。

転借人がマスターレスシーから一括して賃借し、転借人からエンドテナントに賃貸しているケースで、当該転貸借契約が賃料保証型である場合は、マスターリース契約自体はパス・スルー型であっても賃料保証型に分類している。

2019年末現在で既に売却済みの物件も含む。

投資法人の上場前から保有していた物件については、上場時を取得時期として処理している。

物件数は各投資法人のポートフォリオ上の物件数とは必ずしも一致しない。

保有物件の追加取得は件数に含めていない。

以上、以下の図においても同じ。

資料:各投資法人のプレスリリース資料及び有価証券届出書より作成(以下同じ。)

② 用途別の活用状況

次に、マスターリース契約の有無・種類の割合について、物件の用途別に比較する(図2)。一見してわかりやすく、マスターリース契約の活用状況は用途によってかなり異なる。

エンドテナントのほとんどが個人であり、テナント数が多くならざるを得ない共同住宅については、やはりマスターリース契約を利用している物件の割合が非常に高い。オフィスについては、本社ビルのリースバック物件のように1社に1棟貸しする事例から、多数のテナントが入居する超大型のオフィスビルを取得するような事例まで、エンドテナントの数は様々であり、個々の場合に応じてマスターリース契約を利用するか否かを選択しているものと考えられる。

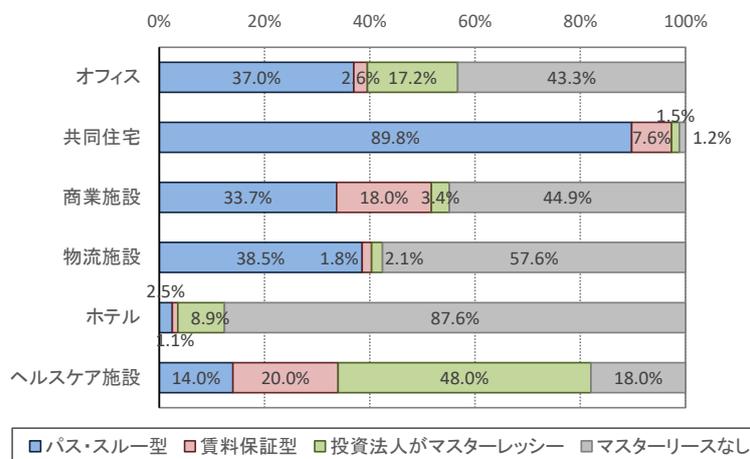
商業施設についても、オフィス同様1棟貸しから大型ショッピングセンターのように多数のテナントが入居する場合まであることから、個々の場合に応じてマスターリース契約の要否を判断しているようである。また、商業施設については、テナントの経営状況の良し悪しが明確に表れる等の理由により、テナントの撤退リスクはオフィス等よりも大きく、特に基幹テナントの撤退は大きな減収につながりかねないことから、賃料保証型の割合が高めになっていると考えられる。

物流施設については、1社に1棟貸しをするケースが多く、マスターリース契約を利用しない物件が約6割を占めている。ホテルについては、ホテル運営のオペレーターに1棟貸しする場合は圧倒的に多く、マスターリース契約の利用割合はかなり低くなっている。

ヘルスケア施設についても、老人ホームの運営会社等に 1 棟貸しするケースが多い。しかしながら、ヘルスケア施設は不動産証券化市場における投資対象とされるようになったのは比較的最近であり¹⁰、老人福祉法等の規制下にあるなど他の用途にはない特性を有する。したがって、信託銀行としても受託者・所有者として賃貸管理業務を直接行うことに躊躇し、投資法人がマスターレシーとなるケースが多いのではないかと考えられる。また、オフィス、共同住宅等に比較してその需要や必要なコスト¹¹も読みにくいと思われることから、投資法人としても減収リスクに備えて賃料保証型を利用する割合が高いものと考えられる¹²。

なお、底地のみ保有する物件については、借地人が 1 社である場合がほとんどであり、マスターリース契約を利用する意義は乏しい¹³。インフラ施設、研究開発施設、工場等については、物件数が少なく傾向を把握することは困難であるため取り上げていない。

図 2. J-REIT の取得不動産におけるマスターリース契約の活用状況：用途別



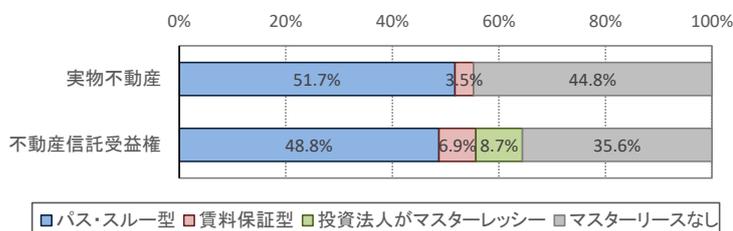
注) 各用途とも底地のみ所有する場合は含まない。

③ 不動産の種類別の活用状況

図 3 は、マスターリース契約の有無・種類の割合について、実物不動産と不動産信託受益権とに分けて示したものである。なお、投資法人がマスターレシーとなるパターンは、スキーム上実物不動産についてはあり得ない。

比較すると、実物不動産と不動産信託受益権それぞれの割合に大きな差はない。投資法人がマスターレシーとなっている物件を、エンドテナントと直接賃貸借契約を結んでいるという点でマスターリース契約なしとして分類すれば、両者の割合にほとんど差がなくなる。結局実物不動産

図 3. J-REIT の取得不動産におけるマスターリース契約の活用状況：不動産の種類別



¹⁰ 例えば、オフィス、共同住宅、商業施設、物流施設、ホテルについては、2006 年までに特化型の投資法人が上場したのに対し、ヘルスケア施設特化型の投資法人が最初に上場したのは、2014 年である。

¹¹ 老人ホーム等は法律上の福祉施設であるから、当然規制強化等によるコスト増も想定され、たとえ採算が合わなくとも規制等には従わざるを得ない。

¹² なお、ホテルや商業施設、ヘルスケア施設の場合、エンドテナントの減収リスクに備えて、物件所有者とエンドテナントとの間で賃料保証型の不動産賃貸借契約を結ぶ場合も多い。

¹³ 底地のみ取得物件(平面駐車場は除く。)については、2010～2019 年で 133 件中、パス・スルー型のマスターリース契約が 3 件あるのみである。

産であろうと不動産信託受益権であろうと、同様に所有者・賃貸人の判断でマスターリース契約の要否を決定しているということであろう。

④ 取得価額別での活用状況

図4は、マスターリース契約の有無・種類の割合について、各物件の取得価額により分類して示したものである。全般的傾向としては、取得価額が高いほどマスターリース契約の利用割合は低い。これは、マスターリース契約が最も利用されている集合住宅の取得価額が、オフィス、物流施設等に比較して低い傾向にあることによると考えられる¹⁴。取得価額が高くなると、オフィスや物流施設の物件数割合が高くなり、これによりマスターリース契約の利用割合も低くなるということである。ただし、100億以上の大型物件については、オフィスビルや商業施設でも多数のテナントを有する場合が多くなり、マスターリース契約の必要度が高まることということであろうか。なお、賃料保証型の割合は、いずれの取得価額帯においてもあまり違いはない。

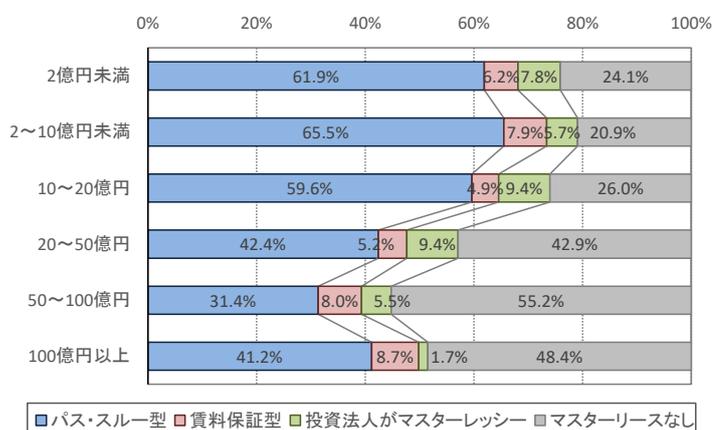
参考までにオフィスビルのマスターリース契約の活用状況を取得価額別に示してみた(図5)。低い価額帯では投資法人がマスターレシーである割合が高いが、これを除くとマスターリース契約の有無は価格帯による相違はあまりみられない。ただ、価額が100億円を超えると賃料保証型の割合が大きくなる傾向にあるようである。

(マスターリース契約の活用状況の推移)

次に、過去10年間のJ-REITにおける取得物件について、マスターリース契約の利用状況を時系列で分析してみる(図6)。概ねの傾向として、最近の取得物件ほどマスターリース契約の利用割合が低いようである。

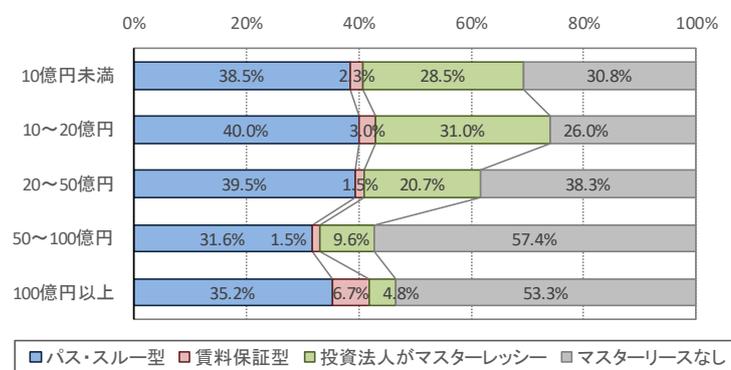
ただ、これはマスターリース契約の必要性が低下しつつあるというわけではなく、マスターリース契約が比較的多く用いられる共同住宅や商業施設の物件数割合が減少し、マスターリース契約があまり用いられない物流施設やホテルの物件数割合が高くなっていることによる¹⁵。実際、用途別でマスターリース契約の利用状況を時系列でみ

図4. J-REITの取得不動産におけるマスターリース契約の活用状況: 取得価額別



注) 取得時の価額により分類している。したがって、取得後の評価額の変化や売却時の価額は反映していない(図5も同じ。)

図5. J-REITの取得不動産におけるマスターリース契約の活用状況: 取得価額別・オフィスビルのみ

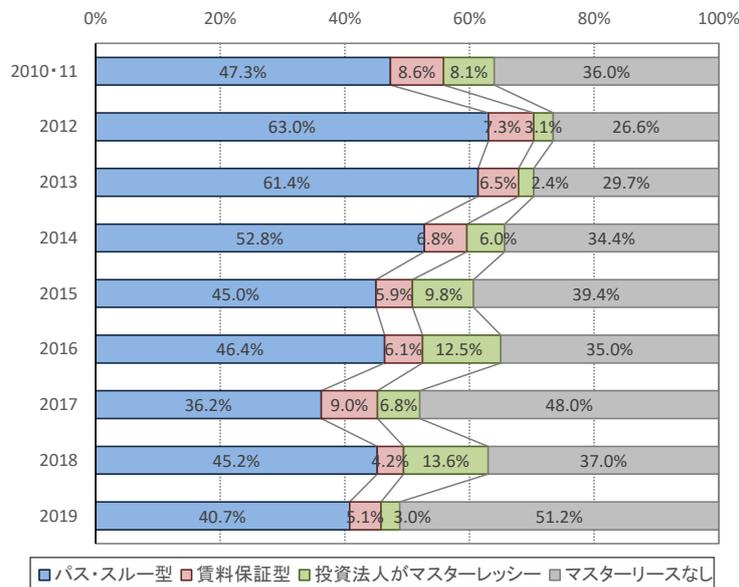


¹⁴ 過去10年間の用途別の取得価額平均(追加取得分は含まない。)は、オフィス66億円、共同住宅16億円、商業施設59億円、物流施設75億円、ホテル48億円、ヘルスケア施設20億円となっている。

¹⁵ 用途別での取得物件数割合の推移については、拙稿「J-REITにおける投資対象不動産の用途の広がり」(2018年3月2日)

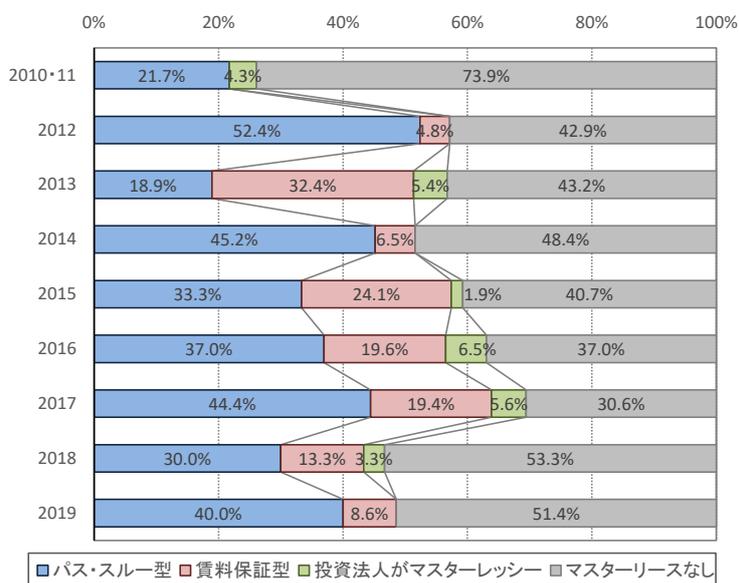
でも、いずれの用途についても特に利用減少傾向はみられない(商業施設について図7)。

図6. J-REITの取得不動産におけるマスターリース契約の活用状況の推移



注) 2010年・2011年は、リーマンショック及び東日本大震災の影響で物件取得数が少なかったため、まとめて掲載している(図7も同じ。)

図7. J-REITの取得不動産におけるマスターリース契約の活用状況の推移: 商業施設



注) オフィスや物流施設についても特にマスターリース契約の減少傾向はみられない。共同住宅についても概ね9割前後がパス・スルー型マスターリース契約を利用している状況が続いている。

(むすび)

以上、J-REITの取得物件におけるマスターリース契約の活用状況について概観してみた。マスターリース契約の有無が、物件の用途によってかなり異なることについては、経験的に感じている向きも多いのではないかと思

付けリサーチ・メモ (http://www.lij.jp/news/research_memo/20180301_10.pdf) p2を参照。

われるが、今回これを定量的にも示すことができたのではないかと考える。他方、不動産の種類や価額、取得時期については、用途の違いによる影響を除けば、マスターリース契約の有無等とはあまり関連がないようである。

マスターリース契約は、今後とも不動産証券化における有力なツールの一つであり続けるであろう。どのような主体をマスターレシーとし、どのような契約条項を定めるかの判断も、アセットマネジメント会社等の重要な役割の一つであり、これをさらに有効に活用することで、不動産の証券化がより効率的になることを期待したい。

*後注:グラフのデータについて、修正を加えた(2020年7月22日)。

(齋藤 哲郎)