

(はじめに)

不動産投資における主たる収益はテナントからの賃料収入である。不動産投資において安定した収益を上げるためには、テナントが着実に月々の賃料を支払うことが重要となる。しかしながら、今般の新型コロナウイルス感染拡大にみられるように、様々な外部要因、あるいはテナント側の財務・経営上の要因等により、賃料の支払いが滞る、あるいはテナントが退去するといった事態も想定される。そのような場合に備えたリスク回避手段として、賃貸借契約の形態も重要となる。本稿はテナントの業種・業態が多様な商業施設に絞り、上場不動産投資法人(J-REIT)を題材として、そこでの賃貸借契約の実態とリスク管理のあり方について検討を試みるものである。

(賃貸借契約に係るリスク)

賃貸借契約に係るリスクとしては、①賃貸借契約の解約・終了による空室発生、②更新・再契約¹、賃料増減請求に伴う賃料減額、③テナントの売上減少等による変動賃料の減少・消失、④テナントの経営悪化、倒産等による賃料の不払・支払遅延などが挙げられる。

特に商業施設は、個々のテナントの営業不振が賃料の原資に直接影響すること、シングルテナント・核テナントの撤退による賃料収入の大幅な目減りが起きやすいこと、建物について業種・業態やテナントにより独自の構造・様式を有することが多く新たなテナントを誘致しにくい場合があること、特に小規模なテナントについては賃貸借期間が短期となる場合も多いことといった面において、他の主たる投資対象であるオフィス、共同住宅、物流施設等に比べて賃料減収リスクにさらされやすいと考えられる。

これらのリスクをできるだけ回避するためには、賃貸借契約の期間をできるだけ長くし、中途解約や賃料減額について特約を設けて制限を設けることがまず考えられる²。また、賃料保証型のマスターリース契約を締結する、エンドテナントとの契約において過度の変動賃料の導入を控えるといった対応策も有効であろう。さらに、テナントの業種・業態の多様化や需要の安定した業種・業態へのシフトを進める、底地のみ保有する物件を増やすといった対応も、賃料収入の安定化に資すると考えられる。

以下では、これらのリスクとその回避手法について、順次検討を試みることにする。なお、以下で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。また、テナントとの賃貸借契約の内容については、投資法人によって公表の程度にかなり差がある上、テナントの意向により非公表としている場合も多い。本稿は公表データのみによるゆえに、必ずしもJ-REITの商業施設全体の賃貸借契約の状況を反映できているとは限らない点について留意されたい(なお、参考までに、悉皆的な集計ができなかったグラフについては、サンプル数(n)を併記している。)

¹ テナントとの賃貸借契約が定期建物賃貸借(借地借家法第38条)、定期借地権等(同法第22～24条)による場合は、契約更新を排除することになるため、契約終了後も入居を継続する際には再契約によることになる。

² なお、借地借家法上賃貸借契約の特約の効力については、一定の制約が存する。そしてこの制約が法的リスクにも結びつくことになるが、この点については、稿を改めて検討することとした。

(賃貸借契約の解約・終了に係るリスクの管理)

賃貸借契約の解約や終了によりテナントが退去した場合、速やかに後継テナントが確保できれば問題はないが、テナントが見つからない場合には空室期間が相当程度続くことになり、賃料の減収に直結することになる。特に商業施設の場合、建物が特定の業種・業態やテナント向けに設計されていることで建物の汎用性が低いことも多く、後継テナントの確保が容易でないケースも想定される。

この点からいえば、賃貸借における契約期間や中途解約ができない期間はできるだけ長い方がリスク管理上望ましいことになる。まず、賃貸借契約期間の長さについては(図1)、全体の65%が20年以上と長期の賃貸借契約を締結している。業種・業態別にみるとショッピングセンターや食品スーパー、専門店などの契約期間が長めなのに対して、都市型商業施設については契約期間10年未満が6割弱を占めており、短めとなっている。都市型商業施設の場合、比較的小規模なテナントが多く、飲食店、アパレル等店舗の入替えが頻繁な業種が主体であることによるものと考えられる。規模的な面でいえば、投資法人としては、規模の大きい物件についてはその初期投資の大きさゆえに賃貸借期間をできるだけ長くしたいであろう。図2はJ-REITが取得した商業施設について、賃貸可能面積の階層別の賃貸借契約期間の内訳を示したものである。規模の大きな物件ほど賃貸借契約の期間が長くなる傾向が明らかにみとれる。

中途解約不可期間については(図3)³、全体の6割弱が10年以上となっている。やはり都市型商業施設での中途解約不可期間が短い傾向にあり、10年以上は全体の3割にとどまっている。また、中途解約が可能な物件の割合も大きい。これは都市型商業施設のようにある程度のテナント入替えを想定している場合のほか、テナントによる初期投資の規模等にかんがみて中短期での撤退が想定しにくい場合も含まれていると考えられる。

以上、投資法人としては、商業施設保有に当たって20年以上の賃貸借期間、10年以上の中途解約不可期間を設けるなど、賃貸借契約の解約・終了に係るリスクへの対応策を講じているようである。特に大規模物件については、9割超の物件が契約期間20年以上と初期投資の大きさに見合った対応を行っている。ただし、一部都市型商業施設については、その特性から契約期間は相対的に短くならざるを得ず、解約・契約終了リスクがやや懸念されるところである。

図1. 商業施設における賃貸借契約期間の内訳



注)対象は、2019年までにJ-REITが商業施設として取得した実物不動産又は不動産信託受益権であり、底地のみ取得した場合を含む。売却済み物件を含む(n=195)。

商業施設の種別の定義は以下の通り(必ずしも厳密な定義によるものではない)。

- ・都市型商業施設:大都市圏・主要都市の主要駅隣接エリア又は繁華街に所在し、高い視認性を有する商業施設
- ・SC等:ショッピングセンター(SC)、総合スーパー(GMS)
- ・SM,HC等:食品スーパー(SM)、ホームセンター(HC)、ドラッグストア、コンビニエンスストア

・専門店:家電量販店、ファストファッション店舗、家具・雑貨量販店、スポーツ用品店、自動車販売店等

なお、SM,HC等、専門店については、都市型商業施設やSC内にあるものを除く。また、全体の中には、上記施設以外にアミ

³ 期間の定めのある不動産賃貸借契約は、中途解約に係る特約がない限り、貸主・借主ともに中途解約は認められないというのが、民法・借地借家法の原則であるが(借地借家法第38条第5項を除く。)、通常不動産賃貸借契約においては中途解約に係る条項が設けられている。なお、貸主からの中途解約に係る条項については、借地借家法上の有効性も問題になるが、この点は別稿において取り上げることとした。

ューズメント施設等、結構式場、単独の飲食店を含む。

賃貸借契約の内容は、物件取得時で判断している。したがって、取得後の契約変更等は反映していない。

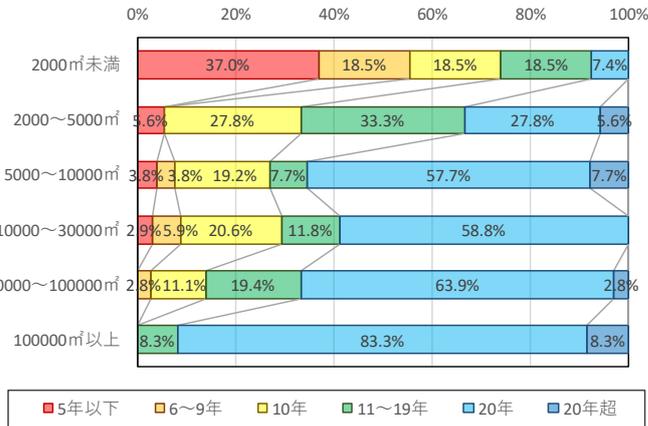
賃貸借契約期間は、取得時の賃貸借契約上の契約期間である。したがって、前所有者から賃貸人の地位を引き継いだ場合は取得時の残契約期間とは一致しないことになる。

テナントによって契約内容が異なる場合には、主テナントの契約内容によっている。

以上、特に注書のない限り、図 2 以下においても同じ。

主テナントが存しない場合でテナントによって契約期間が異なる場合には、概ね最も契約期間の長いテナントによっている。

図 2. 商業施設の賃貸可能面積と賃貸借契約の期間

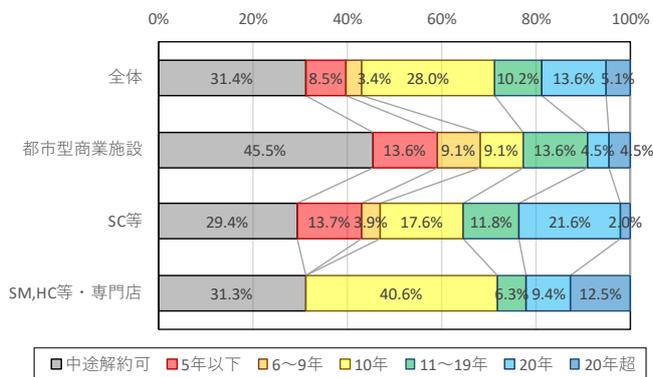


注) 底地のみ保有する物件は含まない (n=153)。

追加取得分の賃貸可能面積を含む。

物件の共有持分又は区分所有権を保有する場合は、建物の賃貸可能面積については、建物全体の賃貸可能面積に当該持分割合・敷地権割合を掛けて算出している。

図 3. 商業施設における中途解約不可期間の内訳



注) 賃貸借契約上中途解約ができないとされている期間の長さの内訳を示す (n=118)。

中途解約可には、中途解約原則不可だがやむを得ない場合は除くといった事実上中途解約が可能とみられる場合や敷金を放棄すれば中途解約可能な場合、一定の違約金を支払えば中途解約可能な場合を含む。

中途解約不可期間内であっても契約残期間の賃料全額を支払えば中途解約可能な場合や後継テナントを確保すれば可能とされている場合は中途解約不可期間があるものとして取り扱っている。

契約期間を通じて中途解約不可とされている場合には、契約期間を中途解約不可期間としている。

特に主テナントが存しない場合でテナントによって中途解約禁止期間が異なる場合には、概ね最も中途解約禁止期間の長いテナントによっている。

(賃料減額リスクの管理)

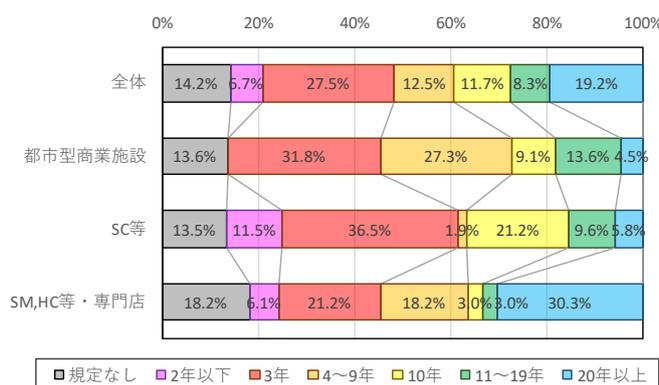
土地や建物の賃貸借では、貸主・借主は、経済事情の変動等により賃料が不当となったときは、賃料の増減を請求することができる(借地借家法第 11 条第 1 項本文・第 32 条第 1 項本文)。したがって、契約期間中の賃料減額リスクを回避するためには、一定期間賃料増減をしない旨の特約を設けることとなる⁴。なお、契約更新に当たっても、特に契約変更がない限り当該特約は引き継がれるが、賃貸借契約が定期建物賃貸借、定期借地権等による場合は、契約期間満了によりいったん契約は終了するため、再契約時の賃料を担保する手段は、法令や従前の契約上は存しないことになる⁵。

⁴ なお、そもそもこのような特約が法的にどの程度有効かについても問題となるが、この点は別稿にて取り上げることとする。

⁵ 実務上は定期建物賃貸借においては再契約の予約が普及している(田山輝明・澤野順彦・野澤正充(編)「新基本法コンメンタール 借地借家法[第 2 版]」(日本評論社 2019 年)p245(吉田修平))。

図4は、J-REITが取得した商業施設における賃貸借契約上賃料増減をしないとしている期間の内訳を示したものである。食品スーパー、専門店などにおいて賃料増減をしない期間が長めの傾向がみられるが、契約期間や中途解約不可期間に比べると業種・業態間での差があまりみられない。食品スーパーなど比較的長期にわたって安定した収益が見込める業種・業態を除き、ある程度の賃料見直しは避けられないこと、また、投資法人にとっても特約の存在により賃料増額の機会を逸する結果になりかねないことといった事情があるものと考えられる。また、賃貸借契約の解約・終了と比較すれば、賃料収入全体が途絶えるわけではないため、リスク自体が相対的に小さいこともあろう。

図4. 商業施設における賃料の増減をしない期間の内訳



注) 賃貸借契約上賃料の増減をしないとされている期間の長さの内訳を示す (n=120)。

規定なしには、賃料増減が原則不可だがやむを得ない場合は除くといった事実上賃料増減が可能とみられる場合や借地借家法上の規定と同様の規律となっている場合を含む。

契約期間を通じて賃料増減をしないとされている場合については、契約期間を賃料増減をしない期間としている。

(変動賃料に係るリスクの管理)

建物や土地の賃料は、賃貸借契約で定めた一定額であるのが通例である。しかしながら、テナントの売上等の変動が大きい場合などには、その売上等に連動して賃料の額を定める手法をとることがある。このような形態の賃料は、変動賃料あるいは歩合賃料と呼ばれる。変動賃料を採用するにあたっては、変動賃料のみによる手法と変動賃料と固定賃料とを組み合わせる手法とがあるが、リスク低減の観点から大半は固定賃料+変動賃料の形をとっている。

変動賃料は、テナントの売上が伸びればその分賃料収入も増える一方、テナントが売上不振に陥ればその分賃料収入も減少することになる。ホテルは変動賃料を採用している物件が多いが⁶、今般の新型コロナウイルス感染拡大による大幅な売上減少により、ホテル系投資法人の営業利益も大きく減少する事態となっている⁷。

商業施設も、業種・業態によってはテナント売上の変動が大きく、また、そこでの収入が賃料支払いの原資となるわけであるから、当然変動賃料の採用も想定されることになる。ただし、J-REITが取得した商業施設の場合、物件ごとに変動賃料の導入の有無を明らかにしているケースが乏しく、変動賃料導入を確認できたのは29件にとどまった。いずれの物件も固定賃料+変動賃料であり、かつ収益見込みは固定賃料のみをベースにして計算されており、変動賃料の減少・消失が収益に深刻な影響を及ぼすような物件は見当たらなかった。ちなみに、商業施設特化型投資法人⁸のうち、固定賃料と変動賃料の構成比率を公表している日本リテールファンド投資法人

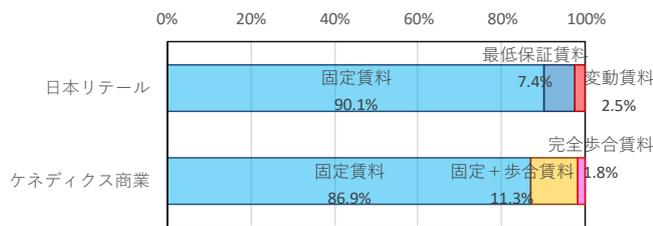
⁶ 2019年末現在でJ-REITが保有するホテル物件のうち、実質的に変動賃料であるものを含めて67.2%が変動賃料を採用している(下記拙稿p4)。

⁷ 拙稿「新型コロナウイルス感染拡大とホテルに対する不動産投資の状況」(土地総研リサーチ・メモ 2020年7月2日)(http://www.lij.jp/news/research_memo/20200702_1.pdf)参照。

⁸ 日本リテールファンド投資法人、フロンティア不動産投資法人、イオンリート投資法人、ケネディクス商業リート投資法人の4法人。なお、文中では適宜略称を用いる。

とケネディクス商業リート投資法人の数値を図 5 に掲げた。日本リテールとケネディクス商業とでは分類の仕方が異なるが、日本リテールの場合賃料全体の 97.5%は固定賃料が占めている。ケネディクス商業の場合、固定＋歩合賃料の固定賃料部分がどの程度を占めるかが不詳だが、2015 年前半のデータでは固定＋歩合賃料 16.3%のうち歩合賃料分は 1.0%であり⁹、2020 年 3 月末も同じ割合と仮定すれば、賃料全体の 97.5%が固定賃料ということになる。したがって、いずれの投資法人も賃料収入のほとんどは固定賃料分であり、変動賃料の減少・消失で収益に大きな影響が生じるような状況にはない。実際、商業施設系投資法人については、ホテル系投資法人とは異なり新型コロナウイルス感染拡大による変動賃料の減少・消失で大幅な減収となった投資法人は見当たらない¹⁰。

図 5. 商業施設特化型投資法人 2 法人の固定賃料・変動賃料の構成比率



注) グラフ中の用語は、各投資法人が用いている用語をそのまま使用している。

日本リテールが 2020 年 2 月末、ケネディクス商業が 2020 年 3 月末現在の数値。

最低保証賃料とは、固定賃料＋変動賃料のうちの固定賃料分を意味する。

固定＋歩合賃料とは、固定賃料＋変動賃料と同旨。

完全歩合賃料とは、賃料の額が変動賃料のみである形態をいう。

(資料) 日本リテールファンド投資法人 HP: ポートフォリオデータ (<https://www.jrf-reit.com/portfolio/data2.html>)、ケネディクス商業リート投資法人 HP: ポートフォリオデータ (<https://www.krr-reit.com/ja/portfolio/data.html>)。

変動賃料自体はある程度リスクを容認した上で増収を図る手法であるから、減収リスクを回避するためには固定賃料に移行するしかない。ただ、リスクを抑制するためには、変動賃料の割合が高くなり過ぎないようにするほか、変動賃料の算出根拠となる売上等の対象期間を長くする、物件によって変動賃料の算出根拠となる売上等の対象期間をずらすといった手法により、月々の変動賃料による収入の振幅を小さくすることは可能であろう。

(賃料保証型のマスターリース契約)

空室発生、賃料減額、変動賃料の減少・消失、さらには賃料の不払・支払遅延といった賃貸借契約に係るリスク全般の回避・軽減策の一つとして、賃料保証型のマスターリース契約がある。マスターリース契約とは、不動産の所有者たる投資法人又は信託銀行等が、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。マスターリース契約の内容としては、マスターレシーが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(パススルー型)とマスターレシーが収受した賃料の額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(賃料保証型)とがある。パススルー型であれば賃料の減収リスクは投資法人が負うことになるが、賃料保証型であれば基本的にはマスターレシーが負うことになる¹¹。したがって、賃料保証型のマスターリース契約は、賃料下落やテナント退去等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

⁹ 2015.8.27 ケネディクス商業リート投資法人有価証券届出書(一般募集) p48。

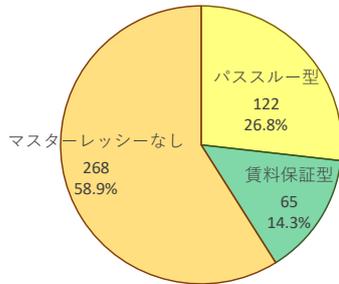
¹⁰ 拙稿「新型コロナウイルスの感染拡大と商業施設に対する不動産投資の状況」(土地総研リサーチ・メモ 2020 年 7 月 31 日) (http://www.lij.jp/news/research_memo/20200731_3.pdf) 参照。

¹¹ 賃料保証型としては、単純に固定賃料を支払うパターンのほか、最低賃料を設定しているものやエリア等により固定賃料相応分と変動賃料相応分とを分けているものなどがある。したがって、賃料減収リスクすべてをカバーできるとは限らない。

れがあることになる¹²。

図 6 は 2010 年以降に J-REIT が取得した商業施設について、マスターリース契約の有無・タイプ別の内訳を示したものである。賃料保証型のマスターリース契約を締結している物件が全体の 15%弱存する。この商業施設における賃料保証型マスターリース契約の割合は、他の用途よりかなり高めとなっている¹³。

図 6. 商業施設におけるマスターリース契約の有無・タイプ



注)2010 年から 2019 年までに J-REIT が取得した商業施設(取得予定物件を含む。)であり、底地のみ保有する場合を含む(したがって、底地を含んでいない脚注 12 資料の図 2 データとは対象範囲が異なる。)

2019 年末現在で、すでに売却済みの物件を含む。

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。

不動産信託受益権について、投資法人自らがマスターリースとなって、投資法人自らがマスターリースとなっているパススルー型マスターリース契約は、マスターリースなしに含めている。

核テナント等に一括賃貸し、核テナント等が自らエンドテナントとして賃借するとともに一部を別のエンドテナントに転貸する場合は含まない。ただし、核テナント等への一括賃貸であっても大型 SC などのように核テナント以外の店舗面積が核テナントの店舗面積を超えるような場合については含めている。

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。

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みなしている。

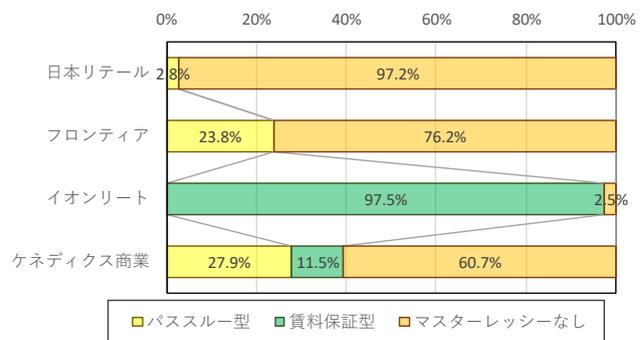
物件数は各投資法人のポートフォリオ上の物件数とは必ずしも一致しない。

保有物件の追加取得は件数に含めていない。

以上図 7 においても同じ。

ただし、マスターリース契約の活用については、個々の投資法人の戦略によるところが大きい。図 7 は商業施設特化型の投資法人についてマスターリース契約の有無・タイプを比較したものである。イオンリートはほとんどの物件で賃料保証型マスターリース契約を用いている。ケネディクス商業も、賃料保証型の割合が比較的高い。他方、これらの投資法人に先行して上場した日本リテールとフロンティアは賃料保証型を用いていない。結局商業施設であれば賃料保証型を採用する傾向が高くなるとは必ずしも言えないようである。

図 7. 商業施設特化型投資法人の取得物件におけるマスターリース契約の有無・タイプ



(底地のみ保有する手法)

J-REIT における不動産投資は、土地とその上にある建物を一体的に所有してテナントに賃貸するのが通例である。しかしながら、賃貸借契約に係るリスクの軽減という側面からみると、建物の敷地(底地)のみを保有する手法も有効であるといわれる。投資法人が底地のみを保有する場合、テナントは自らの費用で底地に建物を取得・

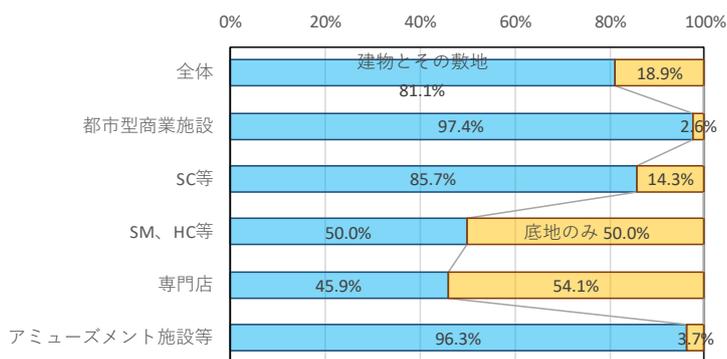
¹² マスターリース契約の詳細については、拙稿「J-REIT におけるマスターリース契約の活用状況について」(土地総研リサーチ・メモ 2020 年 5 月 7 日)(http://www.lij.jp/news/research_memo/20200507_2.pdf)参照。

¹³ 脚注 12 資料 p3~4。ただし、底地物件は含んでいない。

保有することになるため、初期投資が大きい分テナントの退去リスクが低く、かつ、賃貸借契約期間も長くなり、投資法人は長期にわたり安定した賃料収入を得られることになる。また、賃貸借契約に係るリスクではないが、投資法人側には減価償却がなく、維持・修繕もほとんどないことによるコストの低減、災害等による資産価値の下落リスクが低いことも、底地のみ保有する手法をとる要因といわれている。特に賃料減収リスクが大きく、建物の汎用性が低い商業施設に向けた手法といえ、2019年上半期までにJ-REITが取得した底地物件の8割を商業施設が占めている¹⁴。

図8は、商業施設の業種・業態別に、投資法人が建物とその敷地を保有する物件と底地のみ保有する物件との件数割合を示したものである。これによると、業種・業態によって底地のみ保有する物件の割合はかなり異なる。都市型商業施設やSC等の場合、多数のテナントが入り、かつ、小規模なテナントも少なくないことから、テナント自らが建物を取得・所有するといった手段をとりにくいことがあると考えられる。これに対して、食品スーパー等や専門店の場合、テナントが単独である場合も多く、複数テナントが入居していても核テナントに付随した店舗である場合が通常であるから、テナントによる建物の取得・所有が比較的容易であると考えられる。アミューズメント施設については、食品スーパー等や専門店とは異なり長期の安定した収益を見通しづらく、テナントにとって建物所有のリスクが大きいのではないかと。

図8. 商業施設の業種・業態別にみた建物・敷地保有物件と底地のみ保有物件の物件数割合



注) 対象は、2019年末現在でJ-REITが保有、又は保有予定の商業施設物件すべて。ただし、売却予定物件を除く。

商業施設の種別の定義は図1と同じ。なお、アミューズメント施設等とは、劇場・映画館、ボーリング場、カラオケ店、スポーツクラブ、ゲームセンター等をいう。

全体の中には、上記施設以外に結構式場、単独の飲食店を含む。

図9. 商業施設における底地のみ保有物件の取得件数とその割合の推移



注) 各年にJ-REITが取得した商業施設であって、底地のみ保有する物件の件数と当該件数の商業施設取得件数に占める割合を示す。

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みなしている。

追加取得分は含まない。

¹⁴ 拙稿「J-REITの保有不動産における規模の傾向とその推移」(土地総研リサーチ・メモ 2019年11月28日)(http://www.lij.jp/news/research_memo/20191129_2.pdf)p4。

次に、商業施設における底地のみ保有物件の取得について時系列的にみてる(図 9)。取得件数については、年によってかなり凹凸があるが、長期的には増加傾向にあるように見える。昨年(2019 年)は、底地のみ保有物件の取得件数が最も多かった。これは底地への重点投資を主要な投資方針として掲げているエスコンジャパンリート投資法人の上場があったことによるところが大きい。取得件数割合でも昨年から最も高かったが、これと並んで高かった 2010 年はリーマンショック(2008 年 9 月～)等世界金融危機の直後であり、不動産投資に対する慎重姿勢から底地への投資傾向が強まったのではないかと推察される。いずれにしても底地のみ保有する手法は、今後とも逐次用いられていくことになるだろう。

(むすび)

以上、J-REIT を題材にして商業施設における賃貸借契約の実態とリスク管理のあり方について概観してみた。商業施設に対する不動産投資に際しては、契約期間や契約上の特約においてリスク低減を図るほか、変動賃料設定に当たっての配慮、賃料保証型マスターリース契約の締結、底地のみ取得する手法の採用といった対応策が講じられている。昨今のコロナ禍をはじめ、E コマースの進展による店舗での購買需要の減少など商業施設にとっては厳しい状況が続いている。そのような中で、リスクを 0 にすることは困難であるものの、今後とも商業施設投資については、その特性を踏まえリスク管理手法を講じ、安定した収益を上げていくことが期待される場所である。

(齋藤 哲郎)