

不動産賃貸借契約の進化と資金調達

- 多様化する米国の事業用賃貸借契約 -

社会研究部門 篠原 二三夫

1. 米国における賃貸オフィス需要の拡大

最近の数年間、米国のオフィスの賃貸需要は急速に拡大した。国全体の平均空室率は7%をきり6%に迫っている。失業率は4%という水準にあり、優良なオフィススペースはこれまでになく確保しにくい状況が続いている。

1999年のオフィス床の供給は約2,650万㎡であったが、これはレーガン税制改革直前における1985年の不動産景気サイクルのピーク時にみた約3,250万㎡という供給量に次ぐ水準にある。

この背景には、好景気という事情に加え、企業が流動性の低い不動産所有を回避するために、これまで以上に様々な賃貸借契約を活用しているという事情がある。

急速な成長過程にある米国企業にとってみれば、十分なキャッシュフローを確保し、当該資金を再投資に回すことによって、資金効率を最大化することが重要になってきたわけである。

不動産の所有は、急速に変貌する事業展開においては不利という経営上の判断が、さらに賃貸需要を高めている。これは従来の機関投資家が所有を増やし、一般企業が自社ビルを売却し賃貸に回しているという構図だけでは説明できない。

機関投資家もまた、流動性の低い実物不動産

投資を回避してきたからである。新たな所有者あるいは不動産を担保とした債券の購入者となっているのは、リミテッド・パートナーシップ、不動産投資信託（REITs）などのタックス・シelterである。これらには個人の一般投資家も直接的・間接的に投資していることとなる。

2. 進化を続ける米国不動産賃貸借契約

このような不動産投資を支えているのが、日本よりはるかに進化している多様な賃貸借契約形態である。特に、ネットリースによる賃貸借の普及は、投資家にとっては悩ましい不動産経営のリスクと負担を最小化したため、資本市場から不動産市場に多額の資金を導く重要な要因になっている。

ネットリースとは、契約上の賃料から、利用面積比例配分等の手段に基づいて、固定資産税や当該物件の様々な維持管理費用をテナントが実費として負担する賃貸借契約形態の総称である。

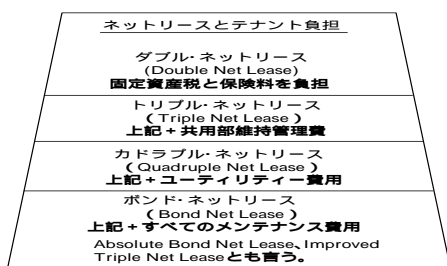
究極のボンド・ネットリースになると、固定資産税、保険料、共用部分の維持管理費、ユーティリティー費用の負担に加え、日常的なメンテナンスから主要設備の交換もテナントの責任となる。

当該不動産の所有者は、初期投資と予定した

リターンをカバーする純賃料だけをテナントから受領すれば良く、やっかいなビルの維持管理に伴うリスクと負担をほとんど回避できるわけである。

テナントから見ても、各種費用がガラス張りとなり、賃貸費用を合理的に負担できるというメリットがある。各種費用も所得から控除できる。

図表 - 1 ネットリースの種類



(資料) 各種資料に基づきニッセイ基礎研究所で作成

日本では企業リストラに伴い、雪印乳業やマイカルなど、バックリースに基づく本社ビルや工場の売却・証券化事例が急増している。

しかし、米国ではむしろキャッシュフローを高め、柔軟な経営を行うためにこれを行う。FORTUNE 500企業の資産の約25%は不動産であり、様々な賃貸借形態は、これらの企業資産を活用し、現金化する重要な手段なのである。

米国のタックスシェルターなどは、不動産を購入し、元の所有者に対し10~25年ほどの賃貸借契約に基づき、トリプル・ネットリース条件やボンド・ネットリース条件でリースバックすることが多い。

さらに、最近ではシンセティック・リース (Synthetic Lease) が登場している。企業が所有物件を特別目的会社 (SPC) 等に売却し、当該企業は特別目的会社から当該物件のリースバックを受ける仕組みである。

ただし、このSPCは、このリースバック契約 (ボンド・ネットリース条件) を担保として債券を発行し、資本市場から当該物件の購入資金を調達する。リース料の支払いは、SPCが発行した債券

の利払いにスライドして変動し、リース期間は当該債券の償還に対応し、5~7年程度となる。

単独のテナントとなるため、当該テナントの企業格付けが高くないと実現できない仕組みであるが、格付けが高い企業ほど、資金調達コストは低下し、対応するリース料支払いも最小化できる。

この仕組みによって、会計上、企業は当該物件のオフ・バランスを実現する一方、税法上は当該物件の減価償却メリットを得ることができる。その代わり、税法上、当該テナントは支払い賃料を所得から控除することはできない。

このように米国の企業は、経営状況や戦略に応じて、賃貸借契約を様々な形で活用できる機会をもっており、これが事業用賃貸借の一層の進化を生んできたのである。

3. 日本の事業用賃貸借制度の課題

平成12年3月1日における定期借家制度の導入からほぼ1年が経過しようとしている。事業用という観点からみると、企業はこの制度をリストラのために活用してきたし、同制度は不動産の証券化の促進にも寄与してきた。

しかし、日本で資本市場から不動産市場に一層の投資資金を導入しようとするならば、単に定期借家制度を設けただけでは不十分である。

米国におけるネットリースのような賃貸借制度の充実と市場慣行の改革が、不動産市場の活性化を進めるためには、今後の重要な課題なのである。

さらに、不動産を対象としたシンセティック・リースの登場をみると、日本では会計制度や税制などの柔軟なキャッチアップが極めて重要な課題であることが理解できよう。この改革は定期借家制度の導入以上に困難かもしれないが、絶え間ない進化のためには不可欠な条件なのである。