Best Value Theme 7

小売業の概況と商業施設の不動産証券化

戦略調査事業部　主任研究員　**山口　まみ**

本稿は、小売業の概況および商業施設の不動産証券化について、駆け足で整理を試みたものである。

小売業の概況

1．業態の変遷

日本の小売業は、法制度と景気動向、消費性向に対応して変化しつづけている［図表1］。

業態開発と法規制との関係は深い。例えば大規模小売店舗法（大店法）は2000年の廃止まで（途中緩和措置はあったが）大型店出店抑制方向に機能し続け、結果としてコンビニエンスストア他小規模店舗の開発・高密度出店を促したことに顕著にみられる。

1970～80年代までに現在の流通業の主流の業態の雛型がほぼ出揃ったが、1990年の大店法緩和以降、好景気を背景に各業態の大型化・専門化が進む。バブル崩壊後の1993年、百貨店の業績悪化を皮切りに流通業は長い低迷期に入り、1995年前後から、生き残りを模索した小売業の合従連衡や新業態開発が活発化、その成否が先の優勝劣敗を分けることとなり、1997年のヤオハンジャパン倒産以降、大手・中堅流通業の破綻が相次いだ。2004年、個人消費の低迷が長期化する中で、小売業は依然激戦状態にある。既存の業態内での淘汰・再編や世界的外資系企業の本格参入も相俟って、業態分化・専門化の動きは一層加速している。例えば食品・住居関連品を低価格で提供する「スーパーセンター」は、ポストGMS（総合スーパー）として、GMS、ホームセンター企業からの参入・開発が今後増加すると思われる。MD戦略面でも、一時期競争力の切り札のように使われた「価格破壊」戦略は、EDLP（エブリディ・ロー・プライス）として業界全体に定着し、現在は「安さ」だけでない付加価値商品（例えば超高級ブランド）へシフトする等、消費者の志向も短期化しており、小売業の業態開発・MD戦略の重要性はますます増大している。

2．店舗出店状況

2000年6月、大規模小売店舗立地法（大店立地法）が施行され、実質的な商業調整を伴う大店法は廃止された。大店法廃止前のかけこみ出店の影響で、大店立地法施行後しばらくは緩やかであった大型店の新規出店数も、最近は増加傾向にある［図表2］。

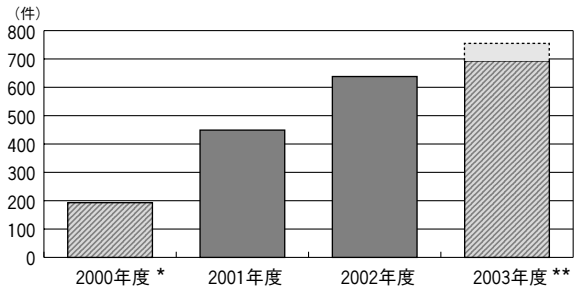
小売業は店舗のS&Bを積極的に行いながら成長を維持してきた。その背景には、人口に連動した郊外への展開、GMS・食品スーパー等1970～80年代に開業した店舗の老朽化対策、業態開発・店舗効率適正化のための店舗大型化への対応、競争力を失った不振店舗の退店、M&Aによる商圏重複店舗の閉鎖、他企業出店阻止のためには自社競合も厭わないドミナント構築等様々な理由がある。なお、S&Bではなく既存店舗のリニューアルによる梃子入れも当然行われているが、一般的にはリニューアルによるドラスティックな売上改善は期待しにくい面もあり、不十分な市場分析による拙速なリニューアルで経営上逆効果になる例も散見される。

最近では、工場跡地等の低・未利用地活用や農地転用による、大型ショッピングセンターやGMS等の郊外・地方への出店が活発化している一方で、消費ポテンシャルの高い都心部での大規模開発（六本木ヒルズ、丸ビル、汐留等）が注目を集めている。

店舗面積に関する商業調整がかからなくなった大店立地法は、従前に比べて有力企業がさらに有利となる政策という側面があり、来る2005年の法の見直しにおいて商業調整への回帰を望む中小商業者も多い。一方で、より出店を容易にすべく規制緩和（駐車台数、騒音規制、廃棄物規制等の軽減）を求める大型店からの意見も強い。

なお、流通関連の構造改革特区（中心市街地活性化目的）として、立地法手続きを10ヶ月から1ヶ月に緩和することが可能となり、第1号の特区認定を受けた「宇都宮にぎわい特区」には、2003年に西武百貨店跡地にラ・パーク長崎屋宇都宮店が開業した。

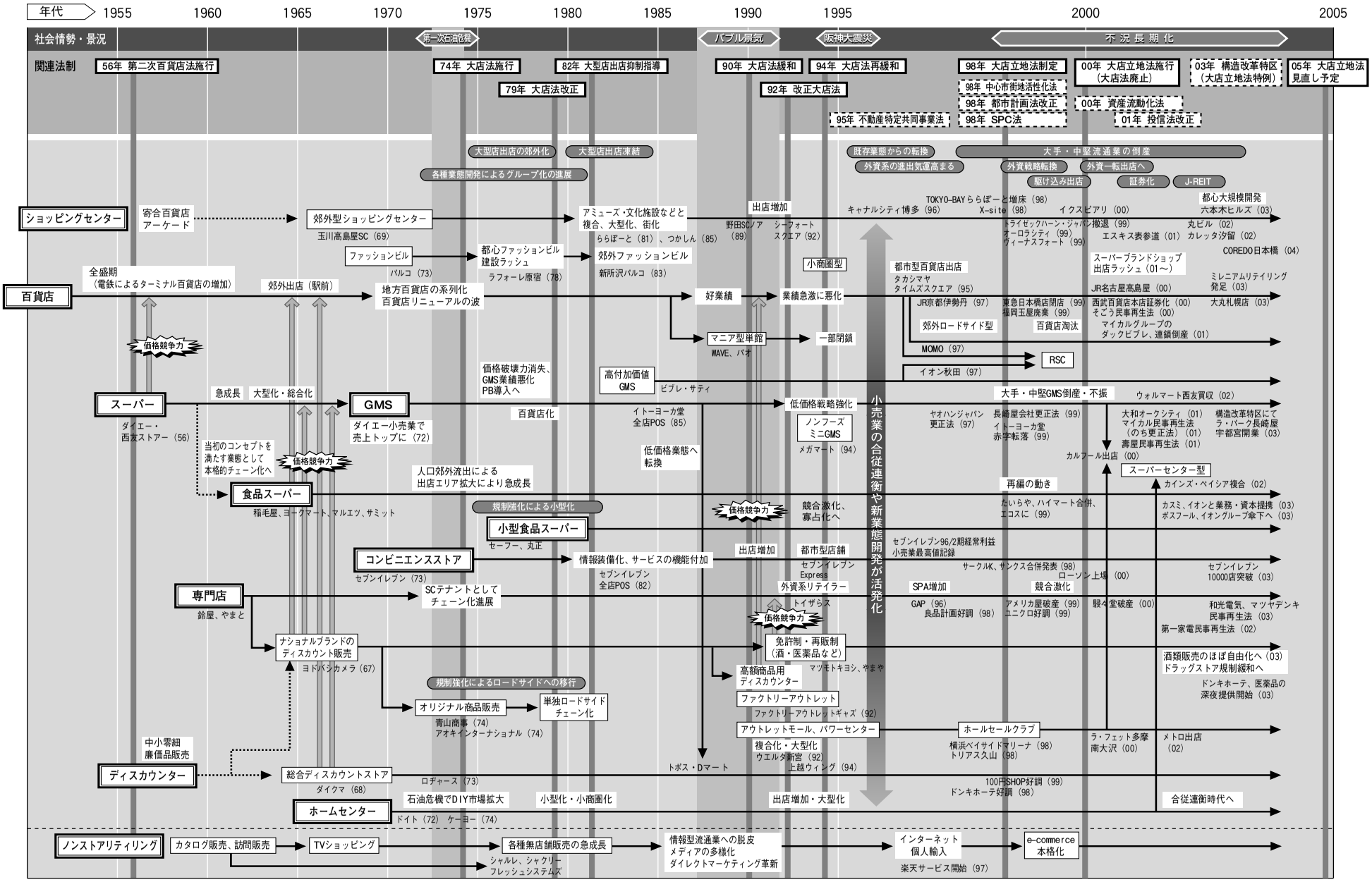
［図表2］大規模小売店舗立地法5条1項（新設）届出数の推移



【注】増床により大規模小売店舗になる場合を含む
*　：2000年6月1日～2001年3月末日の10ケ月
**：2003年4月1日～2004年2月末日現在の11ケ月
点線は外挿した年度予測値

資料：経済産業省資料より価値総合研究所作成

［図表１］小売業の変遷（2004/03/02）



出所：価値総合研究所作成

商業施設の証券化

1．不動産証券化の市場規模

我が国の証券化物件には、一般に公表されない私募債も多いことからその全容を把握するのは難しいが、国土交通省「平成15年版　土地白書」によれば、2002年度に実施された不動産証券化の対象となった不動産あるいはその信託受益権の総額は約２兆8,000億円、1997～2002年度の累計資産額は９兆300億円である。[1)]

証券化等の対象となった不動産は依然としてオフィスが主流であるが、多様化は着実に進んでおり、当初のオフィスビルや住宅中心から、現在では商業施設、ホテル、工場、倉庫、研究所、駐車場、それら複合施設等へと広がりを見せている。同白書によれば、1997～2002年度の累計ベースで、証券化された不動産のうち商業施設の資産額の比率は13.4％を占める。

2．商業施設における証券化

我が国では商業施設の証券化はオフィスに比べリスクが高いと言われているが、前述の通り厳しい時代に勝ち残っている商業施設の優位性はより強化される傾向にあり、むしろ個別物件の収益力に基づいた証券化による資金調達に適している。適正な商圏調査のもとで組み立てられた郊外型の好立地の地域一番店、しかもクレジットが高い１～２核での固定賃料中心の商業施設においては、長期的に安定したキャッシュフローが期待される。一方、都心部で多いマルチテナント型・歩合賃料中心の商業施設は、例え立地ポテンシャルが高いエリアであってもハイリスク傾向となるのは否めず、テナントミックス戦略を構築するオペレーターの質が成否の大きなポイントとなるだろう。

オリジネーターサイドに立てば、現在の低金利下では、銀行融資による資金調達で不動産を自己所有した場合の金利支払いと比較して、不動産を手放しリースバックして営業して家賃を支払い続けることによる営業利益の圧迫を考えると、事業収支上ではむしろ証券化しないほうが有利な場合がある。とは言え、激戦の時代に企業としての競合力を維持するためには、好立地への店舗出店は不可欠である。早期に投資を回収して新規物件に投資する、あるいは一気に大量に出店するといった積極的な出店戦略において、証券化は魅力的な資金調達手法といえる。また、影響は限定的ではあるが減損会計導入により施設売却検討機会も増加すると予想される。

ところで、セールス＆リースバック型の商業用不動産ローン担保証券（CMBS）については、オリジネーターの倒産から完全に切り離すことができないリスクに留意すべきである。2001年のマイカル倒産は、日本初のCMBSに関連した企業の破綻であり、「たとえ倒産隔離が図られていても、オリジネーターであるリテイラー（賃借人）の破綻により更生担保権のリスクが発生する可能性がある」ことを示唆した点で、不動産証券化市場に大きな波紋をもたらした。破綻前にマイカルが証券化したCMBSについて、マイカルの管財人が「店舗賃貸料債権を更生担保債権と取り扱うことが可能かどうか検討している」と述べたことから、真正売買が成されていない、すなわちマイカルからSPCへの店舗譲渡は譲渡担保による金融取引（資金の融資）であったとの疑義が生じたものである（最終的には、賃料は更生担保権としないことで決着した）。同様に、J-REIT「日本リテールファンド投資法人」上場時も、真正売買に疑義が生じる可能性を考慮して「エスキス表参道」（旧表参道ビブレ）の組み込みを見送った経緯がある（2004/3/2に取得）。

3．商業施設の開発型証券化

開発型証券化の実績も増えつつある。前述の土地白書によれば、開発型証券化全体で2002年度では78件、約5200億円が調達された。商業施設においても銀座並木通りビル(東京都中央区)、メッツ大曽根（愛知県名古屋市）等の事例がある。

開発型証券化は、既存物件に比べて法規制、土壌汚染、工事遅延、コストオーバーラン、テナント確保等、開業前の様々なリスクが大きく、また営業状況の履歴がわからないため投資規模の算定が困難であること（故に既存物件に比べ、やや保守的に見られがちである）、借入などに比べ証券化スキームの組成コストの分、調達コストが高くなる場合があることが懸念材料として挙げられる。しかし着工時からオフバランス効果が得られること、土地購入費用・建物建築費用等の初期投資を調達する手法が多様化できること、投下資本縮小により資本効率が向上できること等の点で有力な手法である。着工から収益発生までの期間を極力短くすること、また売却先は予め決定しておく、等のリスクヘッジが必要である。

4．J-REIT

J-REITは2004年３月３日現在、12銘柄、277物件、取得金額ベースで１兆5584億円である。

米国のREITでは、オフィス以外にも住宅、リゾート、ヘルスケア関連、倉庫等、多様な投資先があるが、商業系不動産への投資はオフィスと並んでトップクラスで、ショッピングセンターを中心に20％を超える[2)] 高いシェアを占めている。

一方J-REITでは、オフィスへの投資が圧倒的に多いものの、商業施設は着実に増加傾向にある。商業施設専門

1）　社団法人信託協会に加盟する信託銀行を対象として実施した調査、不動産特定共同事業の実績・不動産投資信託の実績に関する調査等による。

2）　NAREIT資料。時価ベース。

［図表３］商業施設が組み込まれたJ-REIT銘柄一覧（2004年3月3日現在）

*1　区分所有物件を含む。
*2　キャロットタワーとOX世田谷は１物件としてカウントした。

投資法人名称	主要株主	上場日	運用資産主用途（）内は取得価格別比率	主な運用資産	運用対象地域	運用資産取得価格（百万円）	投資物件数（棟）
日本リテールファンド投資法人	三菱商事、ユービーエス・エー・ジー	2002/3/12	商業施設（98） 事務所（2）	・奈良ファミリー（商業施設） ・エスキス表参道（商業施設） ・JRF大阪心斎橋（商業施設） ・香椎浜ショッピングセンター（商業施設）　他	全国主要都市	180,315	18
オリックス不動産投資法人	オリックス	2002/6/12	事務所（84） ホテル（11） 住居（3） 商業施設（3）	・クロスゲート（ホテル、商業施設、事務所、駐車場） ・ランディック赤坂ビル（事務所） ・オリックス池袋ビル（事務所）　他	全国主要都市	146,718	47（*1、*2）
日本プライムリアルティ投資法人	東京建物、安田生命、安田不動産、大成建設等	2002/6/14	事務所（74） 商業施設（26）	・兼松ビル（事務所） ・クラレニッセイビル（商業施設） ・神南一丁目ビル（商業施設）　他	全国主要都市	153,139	35（*1）
東急リアル・エステート投資法人	東急電鉄、東急不動産	2003/9/10	事務所（63） 商業施設（37）	・りそなマルハビル（事務所） ・世田谷ビジネススクエア（事務所） ・QFRONT（商業施設）　他	都心５区・東急沿線地域	110,160	13（*1）
ユナイテッド・アーバン投資法人	トリニティ・インベストメント・トラスト・エル・エル・シー、丸紅、アンブロウズ・キャピタル・リミテッド東京支店、大和生命、極東証券	2003/12/22	商業施設（38） ホテル（35） 事務所（16） 住居（11）	・新宿ワシントンホテル（ホテル） ・ダイエー碑文谷（商業施設） ・ジョイパーク泉ヶ丘（商業施設）他	東京区部を中心に、全国主要都市	60,186	12
森トラスト総合リート投資法人	森トラスト、パルコ、損保ジャパン	2004/2/13	事務所（85） 商業施設（11） 土地（底地権）（4）	・日立本社ビル（事務所） ・日産自動車本社ビル新館（事務所） ・三田MTビル（事務所） ・イトーヨーカドー湘南台店（商業施設）他	東京都心部（主要６区）、首都圏及び全国主要都市	107,200	7

資料：目論見書、各投資法人HP、不動産証券化商品検索サイトspc-reit.comより価値総合研究所作成

のJ-REITは2004年３月３日現在で「日本リテールファンド投資法人」１銘柄のみだが、他に商業施設を組み込んだJ-REITが５銘柄あり［図表３］、J-REIT全体での商業施設の占める割合は取得価格ベースで約19%に上る。現時点の商業系アセットは都市型・郊外型を問わず、概ね立地・運営共に競争力が高く、長期的な好業績が期待できるものが多い。ただし、商業施設の好物件は限定的とも言われており、例えば都心一等地等において、物件獲得競争はヒートアップしている。今後はポートフォリオ上、粒ぞろいのインカム型物件を確保するだけでなく、グロース型物件を上手く組み入れて収益拡大を図る工夫も必要となろう。

５．商業施設のデュー･デリジェンス

我が国では商業施設の評価分析に必要なデータがあらゆる面で未整備で、とりわけ賃料相場把握の困難さが商業施設評価の難易度を上げてしまっている。例えば建設協力金方式を採用している場合、テナントの交代が殆ど発生しないため、賃料相場が顕在化しない。2005年度春にスタートする計画であった不動産取引価格の公開制度も、今国会での法案提出は見送られた。

加えて、商業施設はオフィスや住宅に比較して比べ立地・業態等のバリエーションが多く一般化しにくいこと、事業収支に影響するファクターが多様であること、競合の出店や先述のような業態・消費性向の変化の影響等を踏まえた売上高のぶれ幅の把握、コスト負担の変化、最終的な当該地域からの撤退等のリスク等、様々な事業リスクの計量化が困難であること、長期的な店舗戦略については、証券化の対象店舗における出店戦略のみならずグループ企業を含む企業戦略の影響も大きいこと等の理由で、資産価値評価手法は依然試行錯誤の段階にある。DCF法を用いた評価においては、上述の点に留意しながら、複数のシナリオを組立て、幅を持った予測を立てていくことになるが、シナリオの多義性が反映できない点が欠点として指摘されている。最近はこの欠点を補うべく、ダイナミックDCF法の調査研究も進んでいる[3)]が、パラメータ設定等の点で課題も残されている。商業関連データの開示及びデータのストックが進めば、評価の精度を上げることが可能となろう。

なお、小売業の企業M&A、事業再生等に関わる投融資の可否の評価に資するためのデュー・デリジェンスについても、証券化の際の評価と類似の手法で分析するケースが増えてきている。

終わりに

小売業の将来を予測することは非常に難しい。立地や業態の激しい変化を捉えつつ、評価手法を精緻化することで、優良な商業施設案件が証券化され、結果として小売業界の活性化が促されること、あるいは投資家にとって有益かつ多様なポートフォリオが構築されることを期待するものである。

3）　例えば、刈谷武昭「商業用店舗賃貸不動産の価値評価、テナントマネジメントとリアルオプション」（不動産金融工学会、2002）等。

参考文献

・山口まみ「商業施設のデュー・デリジェンス」（『月刊プロパティマネジメント』、2000年6～8月号、綜合ユニコム）
・国土交通省編「平成15年版　土地白書」pp36-37（2003年）
・「規制改革」（『激流』、2004年2月号、国際商業出版）