

商業施設投資マーケット

(株)立地評価研究所 東京支社

不動産鑑定士 羽入田 洋司

0.はじめに

1. 商業施設投資の推移
2. 投資対象としての特徴
3. 投資対象としての課題
4. 商業施設投資の動向予測
5. さいごに

0.はじめに

前例がなくリスクが高いとされた商業施設投資市場は、不動産投資法人、国内外の不動産私募ファンド、不動産信託等による不動産投資の活発化により、アセットタイプ及び地方への拡充という投資対象の多様化により、市場規模を拡大してきた。近年は、米国に端を発したサブプライムローンの影響により、不動産市場は以前の市場活況は影を潜めつつある。商業施設投資においても、投資環境はより一層厳しい状況へと変貌をとげているが、今後の投資動向について考察する。

1. 商業施設投資の推移

(1) 流動化不動産の推移

不動産投資市場全体の推移は以下のとおりである。図 1 表に示すように、ここ数年は件数及び売却額ともに増加傾向にあったことがうかがえる。特に 2004 年度から 2006 年度までの上昇幅は、件数及び売却額共に急拡大しており、当該期間の不動産投資市場の拡大は目覚ましいものがある。2007 年度においては、依然として売却額は増加傾向にあったが、売却件数が減少へと転じ、一時の拡大傾向に減速感が出始めている。

なお、売却事例全体の中の流動化不動産の占める割合は図 2 表のとおりである。件数及び売却額は増加傾向で推移していたものの、2004 年度を境に、その上昇幅は縮小又は減少へと転じている。また、直近の 2007 年度のデータでは、流動化不動産の件数及び売却額の売却事例全体に対する割合は減少へと転じている。これは、不動産取引全体の中でも流動化不動産の件数及び売

却額の減少が進行した結果と考えられる。

図 1 表

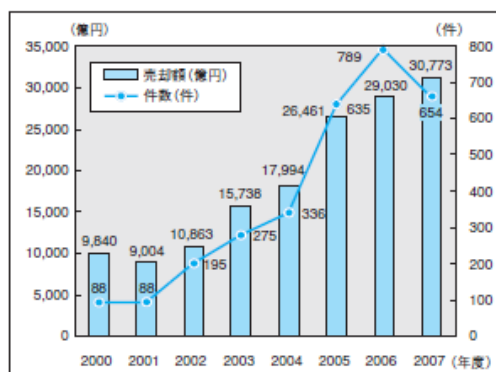
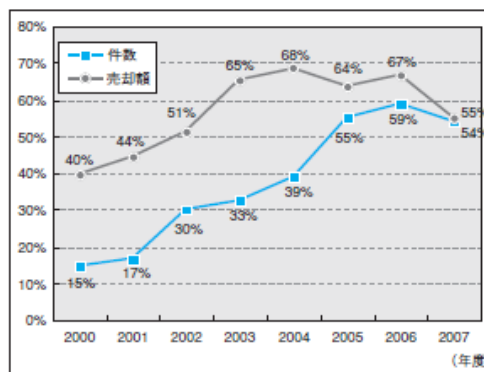


図 2 表



出展：みずほ信託銀行「2008.5 不動産トピックス」より

(2) 流動化不動産の建物用途別の割合の推移

流動化不動産投資市場における建物用途別の割合の推移は図 3 表のとおりである。商業施設の取引件数の全体に対する割合は、2000 年の 40% を最後に 10% から 20% の間で推移している。2007 年度は、住宅、事務所ビルに次ぐ 3 番目の取引件数を誇る。また、図 4 表の金額割合によれば、2003 年度当時全体に占める割合が 10% を若干上回る程度であったのが、2007 年には 20% を若干上回るまで拡大し、事務所ビル、倉庫・物流に次ぐ 3 番目の金額割合を誇る。なお、他の用途が上昇傾向にある 2006 年度から 2007 年度にかけて、商業施設は取引件数及び金額割合共に減少傾向となっている。これは、2006 年度は、商業施設特化型の J-REIT の上場による取引件数の増加による反動が大きな原因と考えられる。

図 3 表

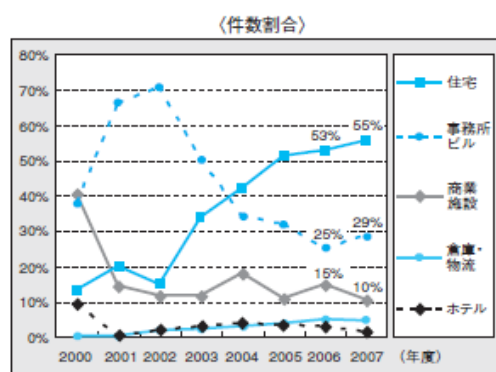
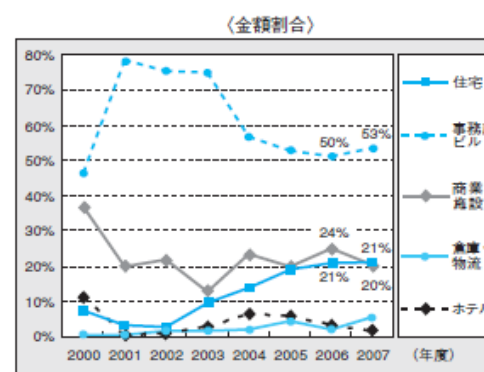


図 4 表



(注)「その他」「不明」は除いています。

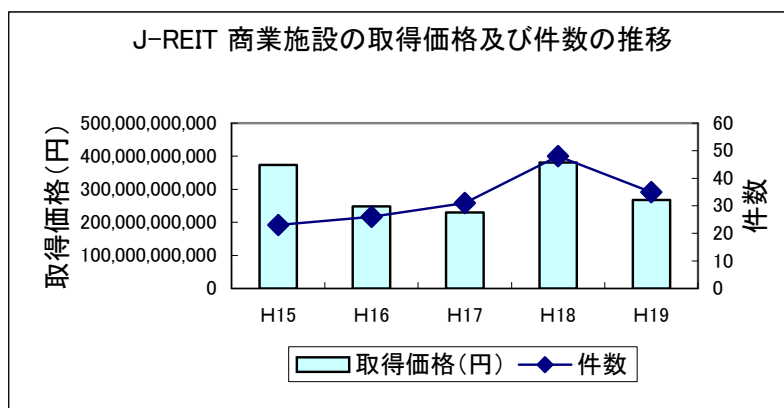
出展：みずほ信託銀行「2008.5 不動産トピックス」より

(3)J-REIT における商業施設取引の推移

J-REIT における商業施設取引の推移を把握するため、各投資法人より公表されている資料に基づき集計した結果が図 5 表となる。

平成 15 年から平成 17 年にかけては、取得価格は減少傾向にあったが、取引件数は緩やかな増加傾向となっている。平成 18 年は前述のとおり、商業施設特化型の投資法人の上場の影響により他年よりも取得額及び取引件数共に大きく増加している。平成 19 年に入ると、前年の活況は影を潜めるも、平成 17 年当時の水準よりも、取得額及び件数は若干の増加を示している。このようなことから、J-REIT においても商業施設への投資は増加傾向にあったことがうかがえる。

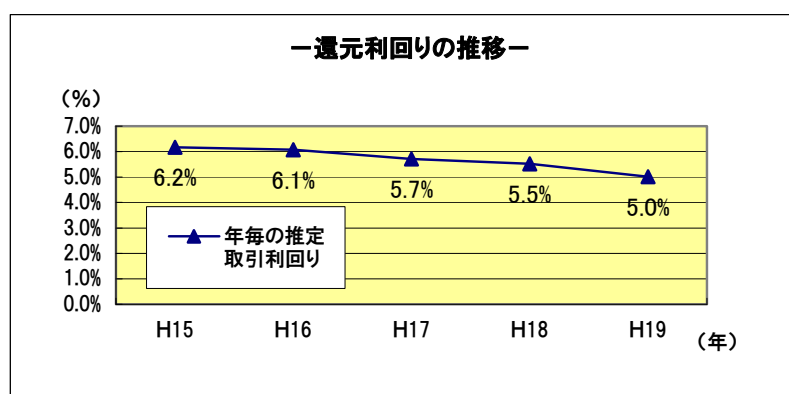
図 5 表



※各投資法人による公表データを集計(新規取得によるデータのみ)

なお、参考に J-REIT に組み込まれた商業施設の還元利回りの推移は図 6 表のおおである (各投資法人により公表されている鑑定評価で採用された還元利回り)。利回りの低下傾向は明確であり、平成 15 年の 6.2% から平成 19 年には 5.0% まで低下し、物件取得競争激化による利回りの低下傾向が読み取れる。

図 6 表



※各投資法人による公表データを集計(新規取得によるデータのみ)

(4)商業施設投資の推移

全体的に商業施設の流動化不動産市場におけるシェアは拡大傾向にあったと判断できる。また、日本で不動産証券化が盛んになり始めた当初、商業施設の代表的な投資物件といえば、たとえば、イオンやイトーヨーカ堂のGMSや商業デベロッパーが運営の一切を引き受け、長期かつ賃料固定型（マスターリースしている）の比較的大規模なモール型が大半を占めてきた。近年では、大型のモールよりも小型ではあるが足元商圈を固めた実用的な「ネイバーフット型」の商業施設や都心型商業施設への投資、さらには、開発段階の物件を取得する動きも見られ、投資対象の多様化により商業施設への投資は増加傾向にあったといえる。

2.投資対象としての特徴

投資対象としてみた場合の商業施設がオフィスやマンションなどと大きく異なる特徴を考えると以下の点が考えられる。

(1) 賃料負担力は店舗売上と密接に関連していること。

事務所やマンションが、エリアや物件の規模・グレード等により一定の賃料相場が形成されるのに対し、商業施設は、売上が直接賃料の負担原資となるため、賃料負担力は店舗売上と密接な関連を有しているという点が、商業施設最大の特徴と言える。また、長期の賃料固定型であってもこの売上との関係を見無視できず、詳細なマーケット調査が行われて最終的な賃料が決定されるのが一般的である。

また、テナントの賃料負担力は、業種・業態により売上高や利益率の水準が

異なるので、同じようなエリア内の同じような物件でも、テナントの賃料負担力は異なることが一般的である。したがって、個々の契約賃料にはバラツキがあり、同じエリア内でも相場感が掴みにくい。

なお、社団法人日本ショッピングセンター協会の資料によると、売上高対賃料比率の推移は下表のとおりである。年々、売上高に占める賃料の比率は上昇傾向にあったが、平成18年に減少へと転じ売上高対賃料比率の改善がみられた。

■売上高対賃料比率 単位: %

全国/総合	平成16年	(対前年比)	平成17年	(対前年比)	平成18年	(対前年比)
物販店	9.26	(+8.30%)	10.12	(+9.29%)	9.63	(-4.84%)
飲食店	10.50	(+4.79%)	12.37	(+17.81%)	10.74	(-13.15%)
サービス店舗	10.00	(+13.51%)	12.68	(+26.80%)	12.18	(-3.94%)

出展: SC賃料・共益費2004～2007より

(2) 商圏人口・競合店の把握

前述の売上に影響を与える最大の要因は商業施設の場合、商圏人口と同一商圏内に存する競合店との優劣である。

商圏人口が豊富で、且つ、同一商圏内に競合店がない場合には、当該商業施設の集客力は高く、売上も高い。逆の場合は当然、集客力は低く、売上も少なく、事業存続の可能性についての検討が必要となる。このように、商業施設の評価を行う場合、商圏人口・競合店について調査することは重要な意味をもつ。

なお、競合店の把握に当たっては、特に郊外の商業施設の場合、顧客の移動手段は自動車のため、商圏の範囲は広域となることに留意する。また、現状商圏内で優勢であっても、新たな大型の商業施設が同一商圏内に新店することにより商圏内でのポジションが一気に劣勢となることがあるため、将来の新店動向にも留意が必要である。

(3) 業種・業態の多様性

前記Ⅱ.と関連するが、商業施設といっても多種多様な業種・業態が存在し、また、業態により想定する店舗の規模・商圏人口が異なる。

立地・タイプ別商業施設の分類は下表のとおりで、各業態に必要な売場面積及び商圏人口などの参考となる。

■立地・タイプ別商業施設分類表

	都心		生活圏			(観光立地)
商業施設タイプ	ブランドストリート・ファッションストリート	百貨店・駅ビル・ファッションビル・大型専門店	ネイバーフド/コミュニティSC (生活圏型SC)	リジョーナルSC(広域型商業施設)	フリースタANDING・パワーセンター	アウトレットセンター
特徴	建物の低層フロアを店舗利用している路面店型店舗。立地特性に応じてハイエンドブランド、若者向けの最先端ファッションなど店舗特性が異なる	ファッションビルなど特定のテーマで専門店を集積したビル。百貨店など多数の人が行き来する鉄道駅に立地する大型店	地域密着型で最寄品主体の品揃えSC	ファッションストアを中心としたモール専門に複数の核テナントやアミューズメント機能などを有する広域型SC	ロードサイド業態の単独出店 複数複合したSCがパワーセンター	有名ブランドなどのアウトレットショップを集積させたSC
店舗面積	300㎡ ～2,000㎡	8,000㎡ ～15,000㎡	5,000㎡ ～30,000㎡	40,000㎡以上	(パワーセンター) 30,000㎡ ～50,000㎡	10,000㎡ ～20,000㎡
敷地条件	ファッション性の高いストリート	都心部 郊外生活拠点	住宅地近辺 ロードサイド	郊外部主要幹線道路 結節点	幹線道路 ロードサイド	大都市外縁部 観光立地
商圏人口	300万～ 500万人以上	100万人以上	5万人以上 郊外部で3km程度が 基本商圏	100万人以上	30万人以上、フリースタANDINGのケースは個々の業態の商圏	300万人以上

出典：総合ユニコム「商業施設の事業戦略と投資評価実務資料集」より弊社抜粋

(4) オペレーターによる運営力の差

オフィスビルや住宅は立地や賃料が適正であれば、有る程度は運用できるが、商業施設はオペレーターの実力で大きく施設の成否が変化する。したがって、オペレーターの実力の見極めが非常に重要となる。投資用不動産の場合（ここでは複数のテナントで構成された施設を対象とする）、オペレーターはPM業者がその役割を担うことが多く、商業施設を得意とするPM業者も近年増加傾向にある。オペレーターは、その商業施設が最大限効用を発揮するようなテナント誘致、テナントミックス、宣伝・広告活動、イベント運営などを通じて施設運営（各テナントの売上）に大きな影響を与えることになる。

3.投資対象としての課題

商業施設がオフィスや住宅に比べ投資対象としてリスクが高いと考えられる主な点を考察する。

(1)賃料減額リスク

投資対象としての適格性が高い物件は、安定した収益性が見込める物件である。商業施設の場合、賃料の負担原資は店舗の売上に依拠するところが大きい。しかし、小売業界全体の売上高は、図7表に示すとおり全体的なトレンドとし

ては減少傾向で推移することが予測されている。特に、地方の郊外型商業施設については、商圈内の過疎化による人口減少及び大型開発が多数行われたことで、商業床が増加し、競合環境の激化による商圈の縮小など、店舗売上が減少する要因が顕在化している。

また、実際に、日本リテールファンド投資法人の「イトーヨーカ堂鳴海店」、トップリート投資法人の「イトーヨーカ堂東習志野店」では、売上の減少による賃料減額交渉により、「イトーヨーカ堂鳴海店」では▲20%、「イトーヨーカ堂東習志野店」においては▲35%をも減額（固定賃料のみの比較、新たに歩合賃料を加算する契約がなされている。）した賃料で両者合意に至っている。

このように、賃料下落リスクは、安定した収益性の確保を妨げる要因となり商業施設投資へのリスク要因となる。

図7表

(単位:十億円、%)

年度	2004	2005	2006	2007 (見込み)	2008 (予想)
小売業全体	128,100	129,712	135,054	135,078	▲1.0~▲0.5%
<経済産業省>	(▲0.7)	(1.3)	(—)	(0.0)	
百貨店	7,819	7,851	7,757	7,663	▲2.0~▲1.5%
<日本百貨店協会>	(▲3.4)	(1.3)0.4)	(▲1.2)	(▲1.2)	
スーパー	14,161	14,148	14,022	13,895	▲0.5%程度
<日本チェーンストア協会>	(▲2.1)	(▲0.1)	(▲0.9)	(▲0.9)	
コンビニエンスストア	7,137	7,230	7,290	7,360	+1.0%程度
<日本フランチャイズチェーン協会>	(2.0)	(1.3)	(0.8)	(1.0)	

(注)1.統計上の制約上、小売業全体の売上高には通信販売は含まれない。また、小売業全体のデータは統計値の一部見直しが行われたことにより2005年度と2006年度のデータに連続性はない。

2.()内は前年比伸び率。

資料:経済産業省および業界団体資料をもとに三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

(2)店舗データの非開示性リスク（賃料、売上等の非開示）

近年は商業施設が投資物件としての認知度も上がり、また、J-REIT等のように各投資法人が取得時及び各期毎に物件データ等を開示しているため、以前に比べると商業施設投資における情報の開示性は高まったといえる。

とは言え、依然として都心部の集客性の高い店舗などの賃料はテナントとの守秘義務などの障壁もあり開示が進んでおらず、相場感を把握するのが非常に困難な状況にある。

また、店舗売上などについても開示が進んでいない。商業施設の賃料は売上と密接な関連があるため、投資対象となる商業施設の収支の安定性の把握が必要不可欠であるが、実績に基づく検討が行えず精緻な分析の障壁となっている。

このような情報の非開示性が、商業施設投資がオフィスや住宅に比べリスクが高いと言われる一因となっている。

(3)法制上のリスク

昨年の 11 月末より施行された新まちづくり三法の施行に見られるように、商業施設の出店に関する法律は流動的に変遷している。そもそも、商業施設の出店に関する法律は、大規模小売店舗法（大店法：S49～、大規模小売店の出店調整）→大規模小売店舗立地法（大店立地法：H12～、郊外への大規模小売店舗の出店の自由化）→新まちづくり三法（郊外の無秩序な開発を抑制し、中心市街地の活性化）と変遷し、その都度、商業施設（とりわけ郊外の大規模商業施設）の出店に影響を与えてきた。

このような制度上の規制・緩和は、商業施設の出店、戦略に影響を与え、商圏内の競合環境を変化させる要因となるため、商業施設投資におけるリスク要因として加味する必要がある。

4.商業施設投資の動向予測

商業施設投資の拡大を牽引してきた開発案件は、新まちづくり三法による郊外の 10,000 m²以上の大型商業施設の新規出店の規制で、今後、郊外の大規模商業施設への投資は減少傾向に向かうと考えられる。また、前記図 7 表のとおり、小売業界の売上は減少傾向で推移することが予想され、人口減少及び消費財の高騰による消費意欲の低下など、小売業界でこの先明るい材料が見当たらない。

このような状況の中で、拡大期にあった商業施設投資市場は、小売業界の淘汰・再編の動きにより今後縮小傾向に向かうことが考えられ、商圏内の勝ち組・負け組がより鮮明となるものと考えられる。

商業施設への投資拡大期には、多くの投資家の参入で物件取得競争が激化し、投資判断は還元利回りの高低で決定されていた時期もあった。今後、商圏内の勝ち組・負け組を判断するためには、還元利回りだけで投資判断をする時代は終焉を向かえ、投資対象として成立し得るかどうかは十分なマーケット分析（商圏分析・競合分析・売上分析）を実施する必要性が生じている。

また、商業施設投資市場においても、リスクを投資家が負担できるだけの情報が開示され透明性の高い投資商品として組成されるような環境が作られることが望まれる。

5.最後に

サブプライムローン問題の影響により、不動産投資市場は一時の活況は影を潜め、先行き不透明な状況にある。不動産投資市場におけるプレーヤの物件選別は、より一層厳しさを増しており、取引は二極化傾向が鮮明となっている。

このような状況の中、不動産の鑑定評価を行う立場としても、商業施設投資市場の動向には十分な注意を払い見守って生きたい。また、評価作業の中でも、商圈分析・競合分析・売上分析は必要不可欠な作業であり、情報の開示性が進んでいない商業施設ではあるが、特に売上分析においては、公表資料やヒアリング等により推定値を査定し、対売上負担力の検証を試み、純収益の安定性についてできる限りの検討を加えたいと考える。