

(はじめに)

新型コロナウイルスの感染拡大は、不動産投資に対しても様々な影響を与えているといわれている。今回はホテルについて取り上げ、宿泊・観光等に係る需要喪失によりホテルの営業は甚大な影響を受け、上場不動産投資法人(J-REIT)においても、ホテル系投資法人は、個々の投資法人による程度の差はあるものの、いずれも減益に陥っていることを示したところである。本稿では、ホテルと並び新型コロナウイルス感染拡大の影響を強く受けていると推察される商業施設について、J-REITを題材にして取り上げてみた。

結論から言って、商業施設については、投資法人のレベルではホテルほどの深刻な影響は生じていない。以下順にその状況と背景について概観していく。

(商業施設系投資法人の運用状況)

まずは商業施設系投資法人²の直近での運用状況についてみていく。

図 1. 投資法人別でみた直近の営業利益予想と前年同期の営業利益

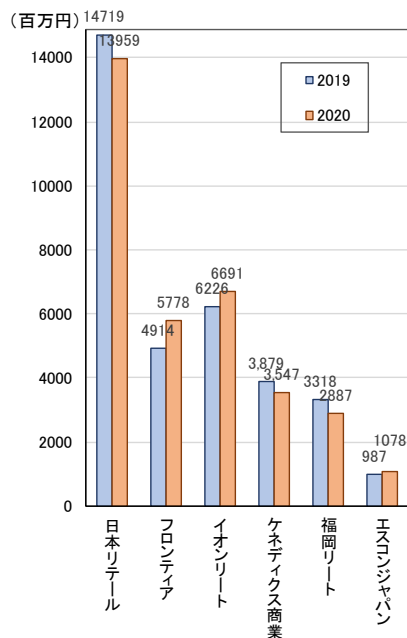
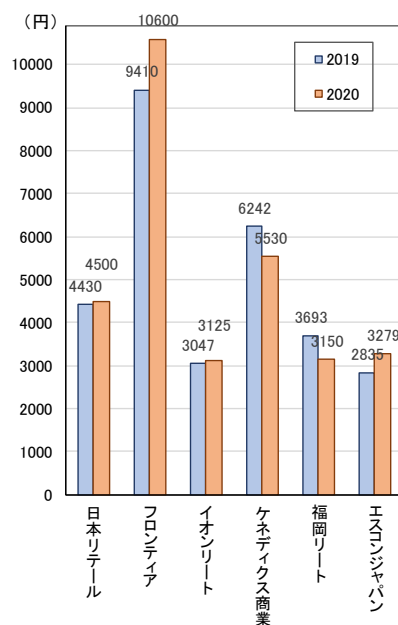


図 2. 投資法人別でみた直近の1口当たり分配金予想と前年同期の1口当たり分配金



¹ 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。

² 商業施設系投資法人としては、商業施設特化型の投資法人である日本リテールファンド投信法人、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(ただし、ケネディクス商業は20%未満の範囲で物流施設等への投資も行っている。)に、取得価額ベースでの商業施設物件のシェアが5割を超える福岡リート投資法人、エスコンジャパンリート投資法人を加えた6法人を商業施設系投資法人として位置付けている。なお、以下では各投資法人の名称を適宜略している。

注) 日本リテールと福岡リートは 8 月期(3~8 月)、フロンティアは 6 月期(1~6 月)、イオンリートとエスココンジャパンは 7 月期(2~7 月)、ケネディクス商業は 9 月期(4~9 月)のそれぞれ 2019 年実績と 2020 年予想を示す。

(資料) 各投資法人の決算短信他プレスリリース資料より作成。

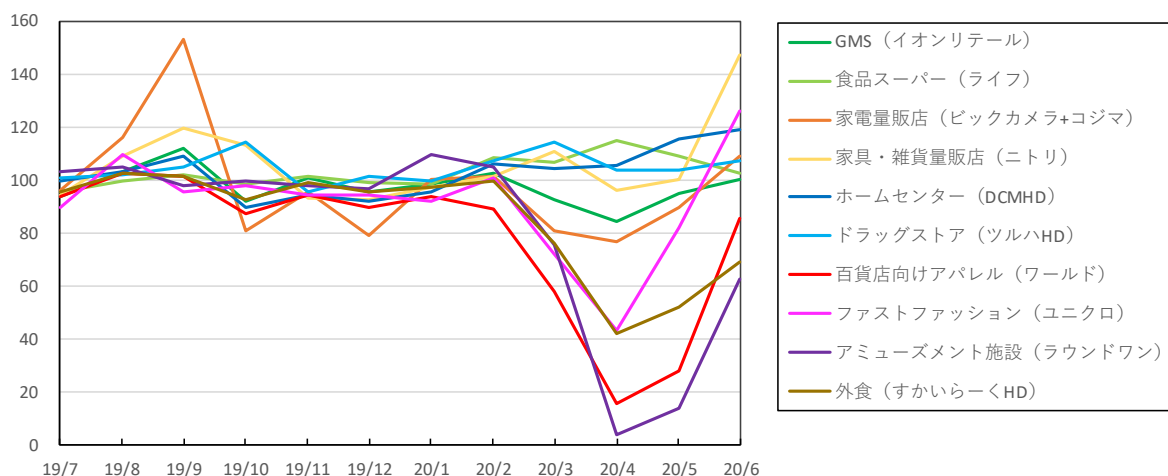
図 1 は、各投資法人より直近に公表された運用状況予想における営業利益と前年同期の営業利益とを比較したものの、図 2 は、同じく各投資法人より直近に公表された運用状況予想における 1 口当たり分配金予想と前年同期の 1 口当たり分配金とを比較したものである。

ホテル系投資法人が軒並み減益、分配金減少予想であったのと比較すると、商業施設系投資法人については、2019 年実績からの増減は投資法人によりまちまちであり、いずれの投資法人も利益や分配金の予想が前年から大きく変動するといった事態には至っていない。今のところ、新型コロナウイルス感染拡大の影響により分配金予想を下方修正したのは、ケネディクス商業と福岡リートのみである³(なお、福岡リートはポートフォリオにホテル 2 件が含まれており⁴、こちらの影響も少なくなかったと考えられる。)。確かにこの 2 法人については、1 割前後の減収予想となっており、他の商業施設系投資法人と比べて前年比での減収割合が大きくなっている。

(商業施設テナント等の運営状況)

商業施設系投資法人自体の運用状況にさほど悪化傾向はみられないとしても、その商業施設に入居しているテナント等の運営にも大きな問題はないということにはならない。ホテル系投資法人とは異なり、通常商業施設系投資法人においては入居テナントの運営状況についての月次での情報公表は行っていない⁵。そこで、商業施設系投資法人の保有物件の主要テナントになり得る企業ないしブランドについて、ここ最近の売上高推移をみることにする。商業施設の場合、テナントの業種・業態は多岐にわたり、かつ、業種・業態によって新型コロナウイルス感染拡大の影響も大きく異なると考えられることから、業種・業態別に代表的な企業・ブランドを選び、月次売上高の前年比の推移を示した(図 3)。

図 3. 商業施設テナント関連業種・業態別の代表的企業・ブランドの月次売上高前年比の推移



³ このうち、ケネディクス商業は、「テナントとの一時的な賃料減額や支払い猶予に関する協議の状況や変動賃料の減少、空室率の上昇等の営業収益への影響を加味した」としている(2020年5月18日付けケネディクス商業リート投資法人プレスリリース資料)。

⁴ うち 1 件は固定賃料だが、1 件は固定賃料に変動賃料を上乘せる形となっているため、変動賃料分の減収は不可避であったものと考えられる。

⁵ なお、福岡リートは、不動産賃貸収入が売上の変動による影響を受けやすい商業施設 5 物件について、アクティブ商業と称して逐次各施設の月次売上データをグラフ化して公表している(https://www.fukuoka-reit.jp/reit_apps/portfoliodatas/index_ja#anc02)。これによると、物件によっては 2020 年 4 月売上が前年比で数パーセントにまで落ち込んでいる。

注)原則として各業種・業態で最も売上高の大きい企業・ブランドを選んでいる。ただし、月次売上データの公表がなされていない場合(家電量販店のヤマダ電機など)、上位企業・ブランドが商業施設系投資法人との関連が薄い場合(アミューズメント施設のオリエンタルランド、外食のゼンショーHD(月次売上データは「すき家」のみ公表)など)についてはより下位の企業・ブランドを選んでいる。

原則として既存店売上高の前年比を示している(100が前年と同比)。ただし、ビックカメラ+コジマは全店売上高の前年比となっている。

GMSとは、General Merchandise Storeの略。いわゆる総合スーパーを意味する。

(資料)各社の公表資料より作成。

この図からわかるように、業種・業態によって新型コロナウイルス感染拡大の影響は大きく異なっている。食品スーパー、ホームセンター、ドラッグストアについては、新型コロナウイルス感染拡大はむしろ業績の拡大要因となっているように見える。その他の業種・業態については、売上のマイナス要因となっているようであるが、特に外食、アミューズメント施設、アパレル系の落ち込みが大きい。緊急事態宣言解除後の戻りも業種によって差があり、ファストファッションが反動増ともいえる伸びを示しているのに対して、外食やアミューズメント施設の戻りが鈍い。

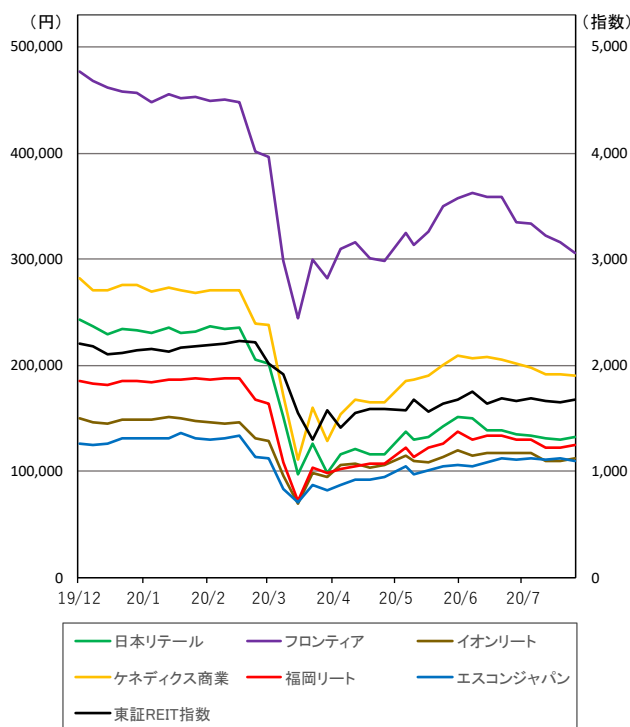
したがって、商業施設テナントの運営状況については、ホテルのように一律に悪化といった状況にはなく、業種・業態によってかなり異なることになる。中・高価格帯アパレルブランドや飲食店が主テナントの都心型の商業施設やアウトレットモール、アミューズメント施設では運営悪化が見込まれる一方で、食品スーパーやホームセンターのような生活密着型商業施設やこれらを核にするNSC(ネイバーフッドショッピングセンター)については運営が懸念される状況にはないことになる。

なお、ショッピングセンターの運営会社については、例えばイオンモール(株)が2021年2月期第1四半期決算(2020年3~5月)において新型コロナウイルス感染症による損失として158億円余の特別損失を計上したほか⁶、三井不動産(株)が、2021年3月期の業績見通しとして、「賃貸」セグメントにおいて、政府、自治体からの要請等による商業施設の休館や、それによる保有施設における家賃減免等の影響を考慮し、360億円の減収、328億円の減益を見込んでいる⁷。

(投資口価格の動向)

新型コロナウイルス感染拡大の懸念から、J-REITの各投資法人の投資口価格は3月中旬から下旬にかけて急落した。その後急速に値を戻しており、6月上旬には東証REIT指数は12~2月の最高値と比べほぼ半値戻し、物流施設系や住宅系の投資法人はほぼ急落前の水準に回復している。ただ、6月半ば以降新型コロナウイルス感染の第2波への懸念からか上値の重

図4. 商業施設系投資法人の投資口価格と東証REIT指数の推移



注)2019年12月から2020年7月までの週最初の営業日の終値ベース。

(資料)Yahoo ファイナンス HP、Bloomberg「マーケット:アジア太平洋の株価指数」より作成。

⁶ 2020年7月7日付けイオンモール株式会社プレスリリース資料。なお、158億円の内訳は、休業期間中の地代家賃や減価償却費等の固定費、賃料減免によるテナント支援である。

⁷ 三井不動産株式会社2020年3月期決算短信。

い状況が続いている。

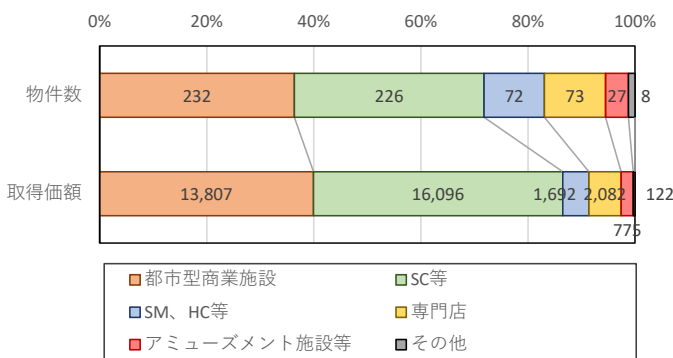
図4にあるとおり、商業施設系投資法人の投資口価格は、物流施設系や住宅系の投資法人ほどではないものの、最安値から概ね5割超の戻りとなっている⁸。ただ、日本リテールの戻りが4割弱と鈍いが、これは日本リテールが新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けやすい都市型商業施設の割合が高いことによるものと考えられる(次章参照)。6月半ば以降は、商業施設がコロナ感染拡大第2波の影響をより受けやすいことを懸念してか、商業施設系投資法人の投資口価格は、下落傾向にあるものが多い。

なお、商業施設系投資法人については、Eコマースの拡大による影響への懸念などから、J-REITの中でも従来から投資口価格の低迷傾向が強かった⁹。今回のコロナショックにおいてホテル系投資法人に比較すれば投資口価格の変動が相対的に小さかった¹⁰背景には、もともと投資家の成長期待があまり高くなかったこともあると思われる。

(J-REITにおける商業施設の業種・業態)

次に、J-REITにおける商業施設の業種・業態について具体的にみていく。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

図5. J-REITにおける商業施設の業種業態別の内訳



に基づいている。

図5は、2019年末現在でのJ-REITが保有する商業施設について、業種・業態別の内訳を示したものである。物件数ベースで全体の3分の1、取得価額ベースで4割強を都市型商業施設とSC等がそれぞれ占めている。

注) 実物不動産又は不動産信託受益権を対象としている。ただし、海外物件については、海外不動産保有法人株式の保有によるものを含む(以下の図においても同じ。)

対象は、2019年末現在でJ-REITが保有し、又は保有を予定する商業施設であり(売却予定物件を除く)、底地のみ保有する場合を含む。

取得価額は億円単位。

用語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
- ・アミューズメント施設: 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
- ・その他: 結婚式場、単独の飲食店

なお、SM、HC等、専門店、アミューズメント施設については、都市型商業施設やSC内にあるものを除く。

⁸ 12~2月の最高値と急落時の最安値との値幅をその後どの程度戻したかについてみると、日本リテール37.3%、フロンティア50.5%、イオンリート61.5%、ケネディクス商業57.7%、福岡リート56.0%、エスコンジャパン63.9%となっている。

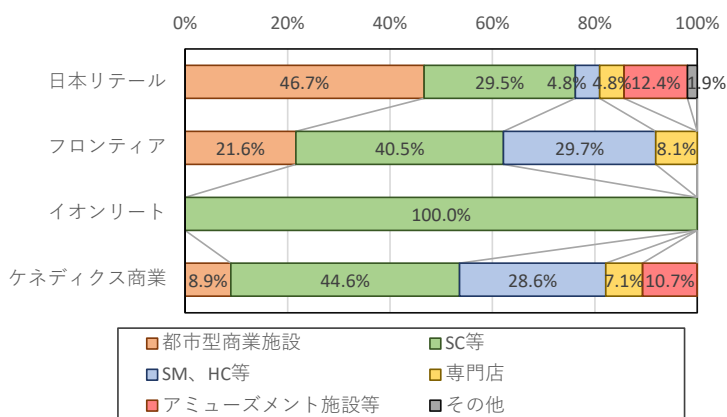
⁹ ホテル系、物流施設系投資法人との投資口価格の傾向の比較については、拙稿「J-REITにおける物流施設、ホテル、商業施設の取得傾向について~電子商取引の拡大とインバウンド需要の高まりを受けて~」(土地総研リサーチ・メモ2020年1月6日)(http://www.lij.jp/news/research_memo/20200106_1.pdf)参照。

¹⁰ 12~2月の最高値から急落時の最安値への下落率をみると、ホテル系投資法人の平均が62.8%に対して、商業施設系投資法人の平均が55.4%であった。

ただし、いずれの業種・業態に重点投資するかは、各投資法人の投資戦略によるところが大きい。そこで、商業施設特化型の4投資法人について、保有する商業施設の内訳をみる(図6)。図で明らかなように、投資法人によって商業施設の業種・業態は大きく異なる。

日本リテールは、都市型商業施設やアミューズメント施設の割合が大きく、このことにより新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けやすいことから、投資口価格の戻りも芳しくないものと考えられる。ケネディクス商業はSM、HC等の割合が高く、SCについてもNSCが主体であることから、(分配金予想を下方修正したものの)業種・業態からいえば比較的新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けにくいはずである。イオンリートは大型SC特化型であり、スポンサー企業の物件供給能力を最大限生かした投資戦略を進めている。スポンサー企業の系列会社が賃料保証型マスターリース契約のマスターレシーとなっており、コロナ禍の下でも減収が生じにくい構造になっている。

図6. 商業施設特化型投資法人の保有商業施設に係る業種業態別の内訳(物件数ベース)

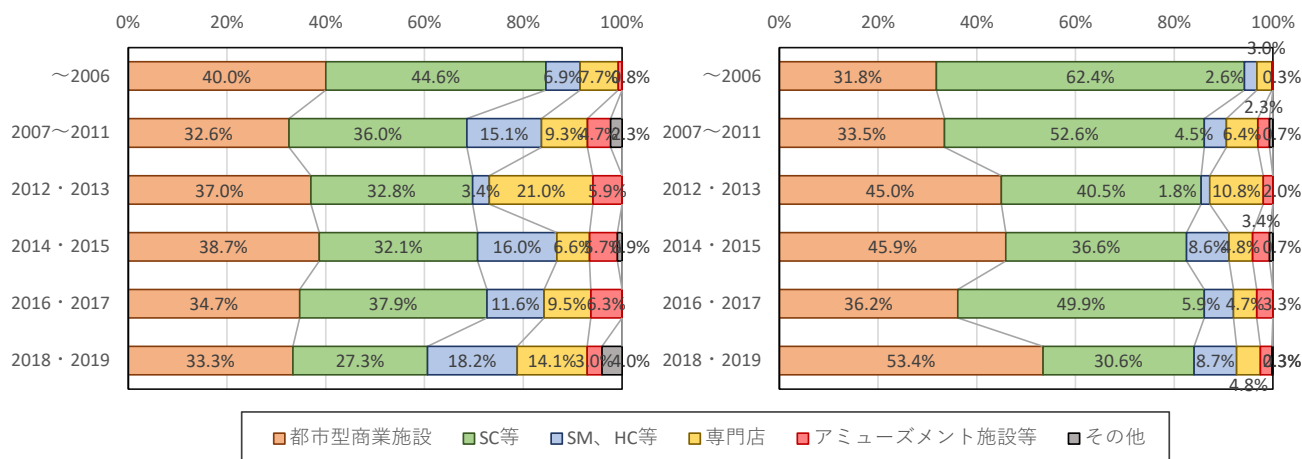


注) 対象は、2019年末現在で各投資法人が保有又は保有を予定する商業施設であり(売却予定物件を除く)、底地のみ保有する場合を含む。

図7. 時系列でみたJ-REITが取得した商業施設の業種業態別の内訳

(件数ベース)

(取得価額ベース)



注) 対象は、各年にJ-REITが取得した商業施設であり、売却済物件を含む。

底地のみ保有する場合を含む。

追加取得分については、件数ベースには含めていないが、取得価額ベースでは最初の取得時点で取得したものとして算出している。

投資法人上場前から保有していた物件は、上場時に取得したもののみとしている。

最後に、J-REITが取得した商業施設の業種・業態別内訳の時系列での変化についてみる(図7)。傾向はあまり明確ではないが、件数ベースでは都市型商業施設とSC等がやや減少傾向にあり、SM、HC等と専門店が総体として増加傾向にあるようにもみえる。他方、取得価額ベースではSC等は同じく減少傾向にあるように

みえるが、都市型商業施設についてはむしろ増加傾向にあるようである。これには都心部の不動産価格の上昇といった事情とともに、確実に収益が上げられる都市型商業施設を選別する傾向の強まりもあるのではないかと。いずれにしてもリーマンショック(2008年)と東日本大震災(2011年)をはさんで、東京都心部等の都市型商業施設と生活密着型商業施設とに二極分化傾向が生じてきていることは確かであろう。そして生活密着型商業施設へのシフトは、今回の新型コロナウイルス感染拡大に当たって緩衝材的役割を果たした可能性が考えられる。

(商業施設における賃貸借契約のあり方)

投資法人が安定した収益を上げるためには、テナントの経営が順調で確実に賃料収入が確保できることがまず重要である。ただし、今回のコロナ禍にあるように回避することのできない外部要因によりテナントの経営が悪化することも当然想定される。そのような際のリスク回避手段として、賃貸借契約の形態も重要となる¹¹。前回ホテル系投資法人の急激な収益悪化の要因の一つに変動賃料主体の賃貸借契約があったことを指摘したところであるが¹²、商業施設ではどうであるか。詳細については別稿に委ね、ここでは商業施設における賃貸借契約のあり方について簡単に触れておく。

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テナントの経営悪化、倒産等による賃料の不払・遅延、③更新・再契約¹³、賃料減額請求に伴う賃料減収、④テナントの売上減少による変動賃料の減少・消失などが挙げられる。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やシングルテナント・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・テナント独自の構造・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といった点において、オフィスや共同住宅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契約上制限を設けること¹⁴がまず考えられる。さらに賃料保証型のマスターリース契約を締結する¹⁵、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。各法人の投資方針にもよるが、テナントの業種・業態の多様化を進める、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。もちろん、物件の立地や業態によっては、例えば空室リスクの極めて小さい東京都心部一等地の都市型商業施設のようにむしろ機動的テナント入替えが求められるケースもあるため、一概に契約期間を長くすればよいというようなわけではない。

(むすび)

以上、新型コロナウイルスの感染拡大が商業施設に係る不動産投資にどのような影響を与えているかについて

¹¹ なお、保有物件が実物不動産か不動産信託受益権かによって賃貸借契約の当事者は異なる。実物不動産の場合には、投資法人が賃貸人となるが、不動産信託受益権の場合には受託者(信託銀行・運用型信託会社)が賃貸人となり投資法人は受益者として賃料収入を得ることになる。

¹² 脚注1資料 p2・p4。

¹³ 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のが通例であり、この場合は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。

¹⁴ 賃料を減額しない特約を結んでも賃借人の賃料減額請求は可能である(借地借家法第11条第1項・第32条第1項、最判H16.6.29判タ1159.127)。これらの条項では、賃料を増額しない特約についてのみ賃料増減請求権を否定する効力を認めている(同項ただし書)。ただし、賃料を減額しない特約自体一般に用いられており、必ずしも特約が無効というわけではないであろう。賃料減額請求権の適否・改定額を決定する際には、このような特約があること自体について十分斟酌されるべきである(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)p70[澤野順彦])。

¹⁵ 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。

て、J-REIT を題材にして概観してみた。冒頭でも触れたように、商業施設については、投資法人レベルでは新型コロナウイルス感染拡大により深刻な影響を被っているといった状況にはない。ただ留意しなければならないのは、J-REIT が投資対象とする商業施設はある程度以上の規模・収益性を有する物件に限られており、小規模あるいは収益性の低い商業施設に係る不動産投資については既に深刻なダメージを受けている可能性が高いことである。さらに、今後の感染動向によっては、賃料収入の大幅な減少といった形で投資法人に重大な影響を及ぼす可能性も否定できない。今後とも商業施設に係る不動産投資の動向について注視していく必要があるだろう。

なお、すでに触れたように商業施設における賃貸借契約の形態についての検討・分析は、次回別稿にてとりまとめることとする。

(齋藤 哲郎)