

REPORT II

企業不動産(CRE)戦略と企業経営

- 総合スーパー大手の事例を中心に -

社会研究部門 百嶋 徹
hyaku@nli-research.co.jp

1. はじめに

「企業の土地投資行動の裏にあるもの」『ニッセイ基礎研REPORT』2005年9月号では、「企業の土地投資行動の本質は、かつての財テクのように土地の値上がり益を追求するのではなく、敷地上に構築する建物や機械装置など上物とのセットで利益最大化を図ることであり、地価や地代など不動産市場の動きを見極めながら、土地投資と設備投資、立地、企業財務など複数の戦略間の最適化を図ることである。更に真の全体最適を図るためには、地域社会との共生の視点が必要である」と提案した。

ここでは経営戦略の一翼を担い、企業価値向上に資する土地投資行動を意思決定する企業戦略を「企業不動産(CRE: Corporate Real Estate)戦略」と呼ぶことにする。減損会計の適用もあり一層の資産効率向上が求められる中、CRE戦略の重要性が高まってきている^(注1)。

本稿では土地投資と新規出店、企業財務などの戦略間でバランスを取ることを、すなわちCRE戦略の本質が企業存続の命運すら分けることを大手スーパーの事例により考察してみたい。

2. スーパー大手の不動産投資の長期推移

(1) 2000年を境に拡大均衡から縮小均衡へ
大手スーパー5社(ダイエー、イトーヨーカ堂、イオン、西友、ユニー)について、主として総合スーパー(GMS: General Merchandise Store)事業を担う単体ベースの不動産関連指標の集計値により、GMS業界における土地や店舗上物を中心とする不動産投資の過去30年間の長期トレンドをまず概観しておこう。

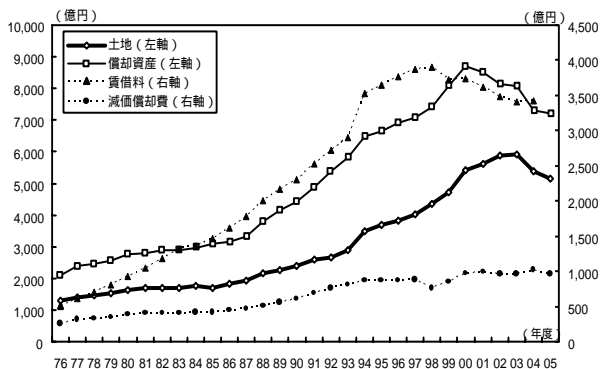
GMS大手5社集計の土地資産(簿価)と店舗建物を中心とする償却対象有形固定資産(同、以下償却資産)は、70年代後半から90年代まで右肩上がり急拡大を続けてきた(図表-1)。しかも地代家賃など賃借料の大幅増加が同時に見られ、償却負担増を大幅に上回る増加ペースを示した。このことからGMS業界では、基本的に土地取得と借地を両輪として新店投資の拡大が図られてきたと見られる。

しかし2000年以降は、一部の大手スーパーの破綻や財務体質の大幅な悪化などを受けて不採算店舗の閉鎖など事業再構築が行われ、一転して縮小均衡を余儀なくされた。

大手5社では償却資産が2000年度をピークに減少局面に入り、土地は減損会計の早期適用

(ダイエーとイトーヨーカ堂が2004年度、イオンとユニーが2005年度より適用)を主因に2004年度より減少に転じた。土地は2004年度515億円、2005年度260億円減少したが、一方、土地部分の減損が2004年度573億円、2005年度267億円計上されたため、実体としては減少していないが、これまでのような増加ペースにはない。一方、賃借料は99年度よりいち早く減少局面に入ったことから、新店投資抑制の影響としては借地の抑制が土地取得の抑制に先行したと見られる。

図表 - 1 総合スーパー大手5社集計：不動産関連指標の推移（単体ベース）



(注)土地と償却資産は簿価。
(資料) 有価証券報告書からニッセイ基礎研究所作成。

(2) 90年代初頭以降に土地所有志向の高まり

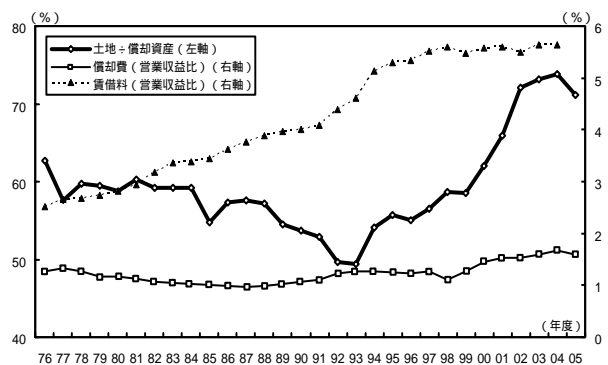
ここで土地の所有と賃借の相対感を大雑把に捉えるために、「償却資産の土地装備率」という指標を導入しよう。同指標は土地資産を償却資産で除することにより算出される。店舗上物の自社所有を基本ケースと想定すると、土地取得ペースが店舗投資ペースを上回れば土地装備率は上昇し、借地での店舗投資が高まれば低下することになる。

過去30年間の土地装備率の動きを見ると、70年代後半から90年代初頭まで低下傾向を示し、それ以降は急上昇している(図表-2)。すなわち、90年代初頭を境に前半は借地志向、後半は土地所有志向が相対的に高まったと推測される。つれて営業収益対比の賃借料は後半より前

半での増加幅が大きくなっている。

バブル崩壊後の90年代以降、「土地神話の崩壊」を契機に企業は「持たざる経営」に軸足を移したとされるが、GMS業界では必ずしもそうではないと見られる。売り手である土地オーナーが資金回収を早急に行ってリストラを進めたい企業である場合など、賃貸より売却が優先される物件が全般的に増えている面もあると思われる。

図表 - 2 総合スーパー大手5社集計：償却資産の土地装備率と不動産関連費用の推移（単体ベース）



(資料) 有価証券報告書からニッセイ基礎研究所作成。

3. 企業の命運を分けたCRE戦略

(1) 土地の過剰投資が財務体質悪化や企業破綻につながった事例

店舗投資を上回るペースで土地取得が行われると土地の過剰投資につながる可能性が高く、それに伴う財務負担の高まりが当該企業の財務リスク許容力を超えていけば、企業破綻につながりかねない。店舗用地の取得・賃借の選択に関わる意思決定は、企業財務とのバランスの下でなされることが不可欠である。

CRE戦略の本質を示すこのような視点を踏まえて、GMS大手の不動産投資の長期トレンドを各社ごとに考察してみよう。ここでは大手5社に加えて、2001年に破綻する直前の決算期(2000年度)までのマイカル(注2)を含めた6社

について考察を行う。また営業面でのパフォーマンス等の視点は捨象し、所有不動産と財務体質の関係にのみ着目することとする。

まず財務リスク許容力を超えた土地の過剰投資が財務体質の大幅な悪化や企業破綻につながったと見られる事例（マイカル、ダイエー、西友）を見てみよう。

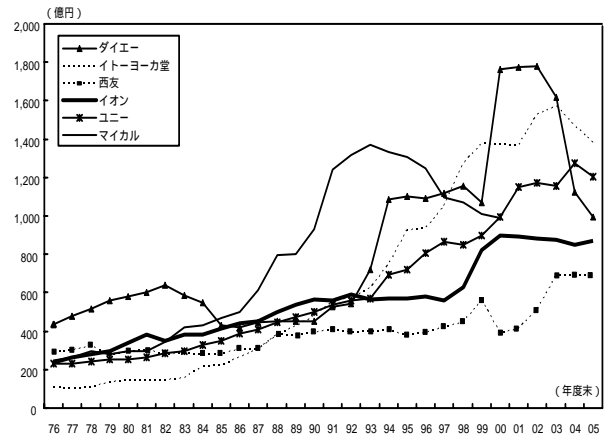
マイカルは80年代後半から90年代初頭にかけて、他社に比べて突出した土地資産の拡大が図られ、その増加ペースは償却資産の増加を上回っていた（図表 - 3、図表 - 4）。90年代初頭以降は土地及び償却資産が大幅に圧縮されたものの、土地資産の水準は相対的に高く、償却資産の土地装備率は93年度以降、恒常的に100%を超え他社の水準を大幅に上回っていた（図表 - 5）。土地装備率の上昇に合わせ、財務体質は悪化し、株主資本比率は89年度の41%をピークに低下傾向を辿り、破綻直前の2000年度に15%へ急落した（図表 - 6）。

2004年12月に産業再生機構による支援が決定したダイエーも「償却資産増を上回る土地資産増 土地装備率上昇 株主資本比率低下」という経路を経て、財務体質が大幅に悪化したと見られる。ダイエーでは90年代にも土地資産の大幅な拡大が見られたが、この時は償却資産増が伴っており、土地装備率は50%台で安定していた（図表 - 3、4、5）。つれて株主資本比率も20%台で安定して推移していた（図表 - 6）。

異変が生じたのは2000年からであろう。償却資産が97年度の2,111億円をピークに低下傾向にある中、土地資産が2000年度に1,765億円へと大幅に増加し、2003年度まで大手5社の中で最も高い水準だった。つれて土地装備率は2000年度に86%へと急上昇し、2002年度には100%に達し、2001年度には債務超過に陥った。うけて2000年11月及び2002年2月に主力銀行による金

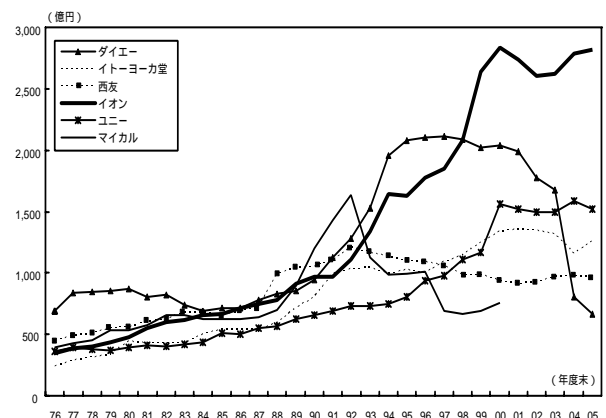
融支援が決定し、更に2004年末には再生機構活用の枠組での3回目の金融支援が決定した。

図表 - 3 総合スーパー大手6社：土地簿価の推移（単体ベース）



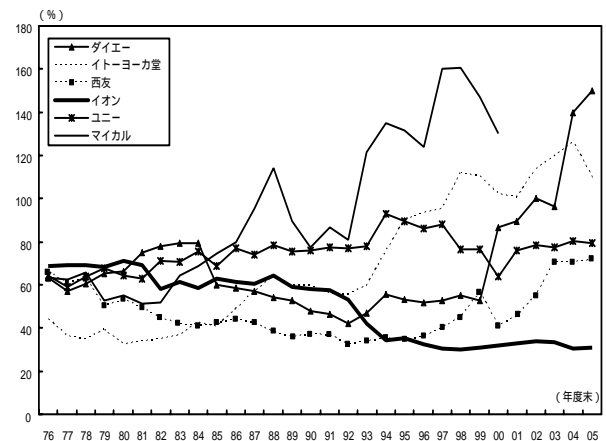
（資料）有価証券報告書からニッセイ基礎研究所作成。

図表 - 4 総合スーパー大手6社：償却対象有形固定資産(簿価)の推移(単体ベース)



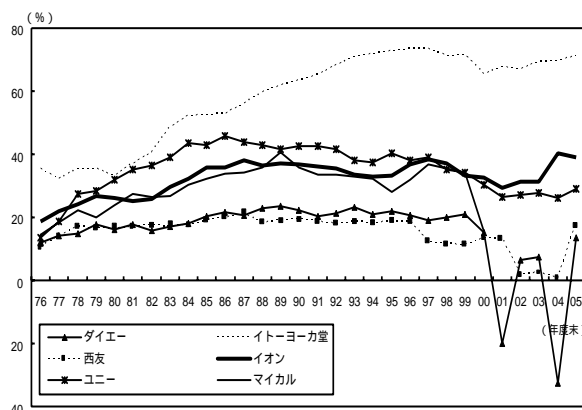
（資料）有価証券報告書からニッセイ基礎研究所作成。

図表 - 5 総合スーパー大手6社：償却資産の土地装備率の推移（単体ベース）



（資料）有価証券報告書からニッセイ基礎研究所作成。

図表 - 6 総合スーパー大手6社：株主資本比率の推移（単体ベース）



（資料）有価証券報告書からニッセイ基礎研究所作成。

土地資産は2003年度に減少に転じ、2004～2005年度には減損会計適用による大幅な簿価引下げが行われ、2005年度末には993億円と、ピークを付けた2002年度に対して56%の水準まで減少したが、土地装備率は2005年度末で150%と突出して高い状況にある。

西友はマイカルやダイエーに比べれば、土地資産の増加や土地装備率の上昇が大幅ではないが、2001年度以降、「土地資産増 土地装備率上昇 株主資本比率低下」という悪循環に陥ったと見られる（図表 - 3、5、6）。2002年に西友に資本参加した米ウォルマート・ストアーズは、2005年末に同社の資本増強・子会社化を実施した。

（2）相対優位企業は三者三様の戦略

一方、イトーヨーカ堂、イオン、ユニーの動きはどうであったか。

イトーヨーカ堂では、ほぼ一貫して償却資産増を上回るペースで土地資産が増加してきたが、90年代初頭以降、その傾向が強まっている。土地の資産規模は86年度末まで大手6社中で最も小さかったが、その後の拡大により2004年度より首位に立った（図表 - 3）。土地装備率は

93年度までは35～65%のレンジで推移していたが、94年度以降は75～125%のレンジへシフトしているため、90年代初頭以降に償却資産と比較した土地資産の増加ペースが高まったことがわかる（図表 - 5）。一方、株主資本比率は大手6社中、一貫して最も高く、80年代後半以降は他社との格差が拡大している（図表 - 6）。高水準の土地装備率は、圧倒的な財務体力をベースにした財務リスク許容力が背景にあるから、可能となっていると見られる。

イオンはイトーヨーカ堂と対照的な動きを示している。すなわち、ほぼ一貫して土地資産増を上回るペースで償却資産が増加してきた。76年度から92年度にかけて償却資産は土地資産をやや上回るペースで拡大し、土地装備率は69%から53%へと緩やかに低下した（図表 - 3、4、5）。続く93～97年度には償却資産が急拡大し、土地装備率は97年度末に30%まで急低下し、その後は30%前後の水準で安定して推移している。借地を中心に積極的な新店投資を継続してきた結果、償却資産は99年度以降、大手6社中で最も大きい規模を確保する一方、土地装備率は96年度以降、最も低い水準にとどまっている。一方、株主資本比率は過去30年間で20～40%のレンジで推移しており、極めて安定している（図表 - 6）。

ユニーの動きはイトーヨーカ堂とイオンの間に位置していると言えよう。すなわち、土地資産はおおよそ償却資産の増加テンポに合わせて拡大してきた。その結果、土地装備率は極めて安定した動きとなっている。土地装備率は80年代初頭以降、90%前後で推移した94～97年度を除けば、おおよそ70～80%のレンジで推移してきた（図表 - 5）。土地資産は2004年度以降、イトーヨーカ堂に次ぐ規模にまで拡大しているが、店舗投資と土地取得のバランスを取った拡

大戦略が図られてきたため、財務体質は80年代後半以降、緩やかな悪化にとどまっている。株主資本比率は86年度末の46%をピークに低下傾向ながら、2005年度末で29%を確保している(図表 - 6)。

(3) CRE戦略を反映する不動産賃貸借収支

GMS業界は2000年以降、全体では縮小均衡を余儀なくされているものの、企業戦略面から見れば、これまでの横並びの戦略ではなく、各社独自の戦略が明確化してきた面もあると思われる。このような視点からGMS大手5社(単体ベース)の不動産賃貸借収支(2000年度と2005年度の比較)を考察してみよう(図表 - 7)。

ダイエーは財務体質の大幅な悪化を受けて賃借料の大幅な圧縮に動き、2000年度から2005年度にかけて不動産賃貸借収支を384億円改善させた。同時に不動産賃貸収入も68億円減少しているが、財務体質の改善に向けて借地物件に加え自社物件の削減も進めているものと推測される。

西友は地代家賃の削減(37億円)に加え、賃貸収入の増加(54億円)を図り、賃貸借収支を91億円改善させた。これまでのところ借地物件の削減より自社物件での収入拡大が先行していると思われる。

一方、イトーヨーカ堂、イオン、ユニーは相対的に良好な財務体質を維持しており、積極的な出店戦略を採れるポジションにあるが、不動産賃貸借収支の状況は三者三様である。イトーヨーカ堂は賃貸収入が38億円増加する一方、地代家賃の削減が9億円にとどまり、賃貸借収支の改善幅は47億円であった。2005年度の賃貸借収支は614億円の赤字と5社中、最も負担が大きい。自社物件での拡大が先行し、テナント収入が増加しているものと推測される。

図表 - 7 総合スーパー大手5社の不動産賃貸借収支(00年度と05年度の比較)

単位: 億円

		00年度	05年度	伸び率(%)
ダイエー	不動産賃貸収入	448	381	15.1
	地代家賃	1,249	797	36.2
	収支 = -	801	417	384
	(÷ 売上高) (%)	4.2	3.7	-
イトーヨーカ堂	不動産賃貸収入	144	182	26.5
	地代家賃	805	796	1.1
	収支 = -	661	614	47
	(÷ 売上高) (%)	4.5	4.2	-
イオン	不動産賃貸収入	521	775	48.8
	地代家賃	745	967	29.9
	収支 = -	224	192	32
	(÷ 売上高) (%)	1.4	1.1	-
西友	不動産賃貸収入	127	181	42.3
	地代家賃	499	462	7.5
	収支 = -	372	281	91
	(÷ 売上高) (%)	4.7	4.1	-
ユニー	不動産賃貸収入	237	281	18.7
	地代家賃	280	237	15.3
	収支 = -	43	44	87
	(÷ 売上高) (%)	0.6	0.6	-
5社合計	不動産賃貸収入	1,477	1,800	21.9
	地代家賃	3,578	3,260	8.9
	収支 = -	2,101	1,460	641
	(÷ 売上高) (%)	3.2	2.5	-

(注1) 不動産賃貸収入: ダイエーは「不動産収入」を採った。
(注2) 地代家賃: ダイエー及びユニーは「賃借料」を採った。
(注3) 収支の「伸び率」欄には増減額(億円)を記載した。
(注4) 00年度は01年2月期、05年度は06年2月期。ただし西友の05年度のみ05年12月期。
(資料) 有価証券報告書からニッセイ基礎研究所作成。

イオンは賃貸収入が254億円増加したが、地代家賃も222億円増加したため、賃貸借収支の改善幅は32億円にとどまった。賃貸収入、地代家賃とも大幅に増加しているのは、借地を中心とした積極的な新店投資に伴い地代が増加する一方、拡大した自社店舗に入居する専門店などからのテナント収入も急増したためと推測される。地代家賃の増加は、イオンモールやダイヤモンドシティなどグループのディベロッパーが開発した物件への入居により、家賃が増加している面もあると見られる。イオンは本体でもディベロッパー事業を兼営しており、賃貸収入の規模が突出して大きい。

ユニーは賃貸収入が44億円増加するとともに、地代家賃も43億円減少したため、賃貸借収

支は87億円改善し、5社中で唯一黒字転換を果たした。ドミナントエリア展開を行う中京地区などで土地取得を積極化させた結果であると見られる。

4. 高まるCRE戦略の重要性

2000年施行の大規模小売店舗立地法（大店立地法）による出店規制の緩和を受けて、商業施設の店舗面積が拡大を続けており、2004年度以降は大型店が拡大を牽引している（図表-8）。店舗面積が本格的な拡大局面に入った2001年度以降では、2004年度に全国の店舗面積に占める大型店のウェイトが半分以上を超えた。

店舗の大型化に伴い、上物の投資額だけでなく敷地面積や駐車場規模も大型化し、総投資額が膨らむため、大型店の台頭は基本的に体力勝負につながる。例えば、イオンモールが手掛ける大型ショッピングセンター（SC）は、敷地面積10万㎡以上、商業施設面積6万㎡以上、店舗数（核店舗、専門店）130店以上、駐車場台数3,500台以上が目安となっている。またダイヤモンドシティが開発した大型SCの総投資額は、2004年にオープンした6店舗（いずれも借地案件）の平均で1店舗当り140億円に達している。

GMS業界では、財務体力とのバランスを取った最適な新店投資を選択するCRE戦略の重要性が更に高まっている。

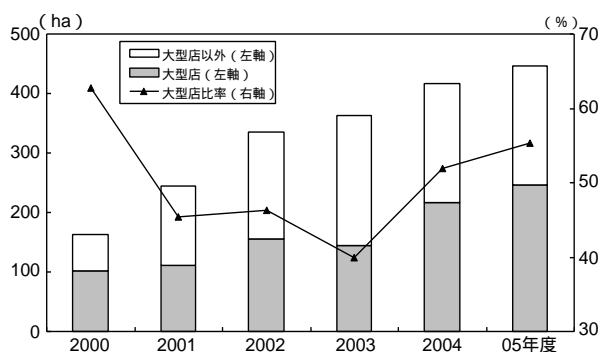
土地投資の戦略的重要度は、製造業（工場）と小売業（商業施設）など業種間で異なる面はある^{（注3）}。しかし本稿で分析した総合スーパー大手の事例から、業種に関わらず企業経営へのインプリケーションが得られると思われる。

すなわち、CRE戦略には企業財務面を通じて企業の命運すら左右する側面があり、経営の全体戦略の中で決して軽視できないということ

である。CRE戦略は事業の立地、設備投資、企業財務など複数の戦略と密接に関わっており、それら戦略間の最適化を図ったうえで、土地を取得するのか賃借するのか、あるいは売却するのか賃貸するのか、といった土地投資行動を選択する必要がある。戦略間の最適化の以前に、各戦略内での最適化も勿論重要である。ある一つの戦略内でも複数条件の最適化が必要である。例えば、財務戦略では、財務体質及び収益の現状など内部要因と、企業財務に影響を与える税制（法人課税や不動産税制）など外部要因を総合評価する必要があり、個々の要因のみでは最適化は図れない。

更にCRE戦略と企業全体のビジネスモデルの整合性を取ることが、「定石経営」を実践するための必要条件と言えよう。

図表-8 大店立地法に基づいて出店届出がなされた商業施設の店舗面積



（注1）2000年度は6月以降の数値（5月末まで旧大店法適用）

（注2）大型店は店舗面積1万㎡以上とした。

（資料）経済産業省HPからニッセイ基礎研究所作成。

5. 真の全体最適に向けて

（1）求められるCSRの視点

企業の土地投資行動は利益最大化の追求が目的ではあるが、真に全体最適を図るためには、土地投資行動を通じて地域社会との共生を図り、地域活性化に貢献することにより、良き企業市民としてCSR（企業の社会的責任）を果

たす視点が必要であろう。

土地は経営資源のなかでも地域に根ざした公共財的色彩のある、再生産不可能な唯一無二の生産要素であると言える。工場を建設するにせよ商業施設を建設するにせよ、開発・使用段階において自然環境や景観など地域社会に何らかの影響を与える。このため、事業化や事業運営において地域コミュニティの理解と協力が欠かせない。

事業撤退時も同様である。競争力を構造的に喪失した事業を維持する必要は勿論ないが、収益悪化を理由に経営努力もなしに安易に撤収するというスタンスはCSRの観点からも許されないだろう。雇用や税金など経済面への影響に加え、土地売却者や地権者など事業のために土地を供し、土地の利用機会を手放した主体への配慮が求められる。土地提供者はやむを得ず他の使用目的を犠牲にして、断腸の思いで企業に土地を提供するケースもあるだろう。企業が土地を取得した場合、所有権は法律上絶対のものではあるが、それでも地域社会への十分な配慮が必要であると考えられる。

企業が所有する土地を公共財的視点から捉えた場合、その公共性の度合いによって土地利用の自由度（制約）が決まってくる面もあるように思われる。次のような事例を挙げれば、この点が明確になるだろう。

東京電力は、ミズバショウの群生で知られ、国立公園及び特別天然記念物に指定されている尾瀬のうち群馬県側のほぼすべて、尾瀬全体（尾瀬ヶ原、尾瀬沼を含む特別保護地区）の7割に当たる6,096万㎡の土地を所有している。また尾瀬に連なる戸倉山林も所有しており、これらの面積を合わせると山手線の内側の約3倍に相当する広さになると言う（東京電力ホームページ）。仮に山手線の内側の面積を約6,000万㎡と

すれば、約1.8億㎡と推定され、同社の社有地全体の敷地面積（単体ベースの2004年度末で約2.64億㎡）のほぼ三分の二に達する。

同社は群馬県内の所有地を中心に約20kmの木道を湿原に敷設し維持管理を行うなど、尾瀬の自然保護に長年取り組んでいる。また首都圏の水がめでもある戸倉山林では、尾瀬の自然を守る緩衝地帯として、より水源涵養機能の高い理想的な森林とするため、ブナ植林ボランティア活動も行っている。

東京電力が所有する尾瀬の土地は極めて公共性が強く、民有地とはいえず一企業の判断で自然保護以外の目的で土地を利用することは事実上不可能であろう。例えば、大型リゾート施設の開発や水力発電所の建設を行うことなどありえない。

その他に公共性の強い事例としては、電力会社による送電線路の敷設など公益産業の設備構築に当たって設定される「地役権」が挙げられる。地役権は無形固定資産であって土地そのものではないが、公益的目的のために他者の土地を利用する権利であるから、土地に近い性格を持った資産と捉えることができよう。

一方の極にあるのが、工場や商業施設など企業の事業目的のために利用されている土地であろう。この場合、東京電力の尾瀬の所有地と比べ、土地利用の自由度は明らかに高い。工場用地を例にとると、企業側が十分な経営努力を行った上で地域住民や自治体の理解が得られれば、工場撤収の意思決定を行い、更に工場跡地を商業施設やマンションなどに用途転換することも可能だろう。

（2）コミュニティとの共生の視点

商業施設の領域では、例えば大型SCを開発する場合、各地域にふさわしい「まちづくり」の

コンセプトを持って、コミュニティとの共生を図り地域社会に貢献する視点が必要であろう。

イオンの子会社でSC開発を手掛けるイオンモールは、SCを核店舗や専門店など単なる店舗の集まりではなく「街」と考えており、地域住民が集う「コミュニティセンター」としてのSCづくりを進めている。そうした考えを具現化するため、医療や行政サービスが提供できる機能を積極的に取り入れている。同社の各SCに設けられている多目的ホール「イオンホール」は、地域のサークルや各種団体の活動の場として利用され、また確定申告会場としても活用されている。

まちづくり3法の見直しなどで現状は必ずしも大型商業施設の開発に有利な環境にはないと見られるが、見方を変えれば、SCなど商業施設を運営する事業者は、まちづくりへの強い参画意識を持って開発計画を提案することがますます重要となり、適正な都市計画ビジョンを持つ自治体に積極的に協力していくスタンスが求められていると捉えることもできよう。

(3) 2つのレイヤー間のシナジーが重要

CRE戦略の裏には、2つのレイヤー（層）があると考えられる。第1層は設備投資、立地、企業財務など複数の戦略との間で最適化を図って、企業利潤の最大化を追求する企業行動である。第2層はCSRの視点から良き企業市民として地域活性化に貢献することで、社会的リターンを創出する企業行動である。第2層の社会的リターンの創出は、中長期的には商業施設の事例では集客力向上など、第1層の経済合理性追求との好循環につながることを強調したい。

企業価値向上の追求には、この2つのレイヤー間のシナジーが不可欠になってきていると言えよう。企業が果たすべき普遍的な社会的責任

は、持続的な付加価値創造（経済的価値創出）であり、企業の「ボトムライン（収支尻）」はあくまで一つであると考えられる。しかし、それを達成するプロセスが問われており、地域社会への十分な配慮という第2層の視点が、CRE戦略の下での企業価値創造プロセスに組み込まれることが求められている。

社会的リターンの創出には、コミュニティに内在する構成員間のネットワーク、信頼感、規範など、いわゆる「ソーシャル・キャピタル」の涵養に資するとの発想が欠かせない。企業は地域社会から共鳴や信頼を勝ち得るためには、「誠実な経営」に徹する必要がある。しかし、企業の誠実性（インテグリティ）は、企業文化や組織のDNAに深く関わるものであり、創立以来長年かけて熟成されるものであるから、CSR専門部署の設立など小手先の制度導入のみによって一朝一夕で実現できるものではないだろう。

継続的な企業価値向上に向けたCRE戦略では、最適化されるべき複数の戦略の中に、地域社会への配慮と貢献というCSRの視点が極めて重要な要素として含まれる。このことを経営トップが認識し、率先垂範して「誠実な経営」を推進し、インテグリティを企業組織のDNAに一刻も早く組み込む必要があるのではないだろうか。

-
- (注1) CRE戦略に関するフレームワークや事例分析の詳説については、CRE研究会（日本土地建物、ニッセイ基礎研究所、プロパティデータバンク）「CRE戦略と企業経営」（東洋経済新報社、2006年7月発行予定）を参照。
 - (注2) 2001年11月にイオンの支援を受け、2002年初より会社更生手続を開始し、2005年末に計画より7年早く手続を終結した。2003年11月末にイオンの完全子会社となった。
 - (注3) 土地投資行動を規定する要因や土地確保の戦略的 중요度に関する工場と商業施設の違いについては、拙稿「企業の土地投資行動の裏にあるもの」（基礎研REPORT 2005年9月号）を参照。