

●最優秀論文●

# 次世代街づくりの中心を担う SC の創造

証券化スキームとタウンマネジメントの融合を探る

## 増井 紀洋

東京急行電鉄株式会社 都市開発事業本部ビル事業部商業部 SC 担当課長補佐

はじめに

### 第1章 次世代 SC のあるべき姿

1. 次世代 SC の要素抽出へのアプローチ
2. 「商」における3つの不変要素
3. 「商」における変化
4. これからの変化を予想する
5. 次世代 SC のあるべき姿

### 第2章 次世代 SC の実現に向けた「資金」の壁

1. 次世代 SC にかかるイニシャルおよびランニングコスト
2. ショールーミングの進行に伴う不動産賃貸収入の減少
3. コンパクトシティの実現に向けた市街地再活性化の必要性

### 第3章 証券化手法の活用とその発展による「面」のバリューアップ実現

1. 資金収集に関する考察
2. 「面」のバリューアップによる不動産価値と地域価値の向上

### 第4章 証券化手法活用による課題およびソリューション

1. 証券化手法活用に伴い想定される課題
2. ソリューションの提案

### 第5章 次世代 SC の実現に向けて

おわりに

# 次世代街づくりの中心を担う SC の創造

証券化スキームとタウンマネジメントの融合を探る

## 増井 紀洋

東京急行電鉄株式会社 都市開発事業本部ビル事業部商業部 SC 担当課長補佐

### はじめに

現在、巷には数多くの SC が存在し、増え続ける一方で、差別化に苦慮し、苦戦している SC も数多く存在する。このような中、次世代に必要とされる SC とはどのようなものか、また、それを実現するための最も効率的で SC のステークホルダー同士が WIN-WIN の関係を構築できる手法としてどのようなものが考えられるかを探っていききたい。

まず、次世代の SC とはどのようなものが求められるのか。これまでのモノ消費からコト消費への変化に加え、特に東日本大震災以降の日本においては、防災センター機能やソーシャルセンター機能、さらにはコミュニティ形成機能などが求められはじめている。ところが、これらの機能はどちらかという金を生み出すというよりは支出を伴うものである。また、近年においてはコト消費のコトの質も求められるレベルが上がっており、コト消費をさらに加速させるためには、ランニングコストのみならず、イニシャルコストも従来にも増して必要となってくる。SC を開発・運営する一企業が単純に収益性を犠牲にしてもこれらの部分に投資をすることは考え難い。むしろ投資回収期間が長くなり、事業性は悪化するばかりである。一方で、現在のままのスタイルで開発運営を続けていけば、競合施設との差別化を図れず、衰退の道を歩むであろうことも想像に難くない。つまり、今後 SC として生き残っていくためには、新たに社会から求められている価値を付加していかざるを得ない状況に置かれているといっても過言ではあるまい。よって、次世代 SC を開発するためには従来以上の開発コストが必要となり、さらにこれらを継続的に魅力ある施設として集客力を維持するためには、従来以上の運営コストがかかることとなる。

さて、ではこれらのコスト負担を企業の事業性を確保しながらどのように受け入れれば良いのであろうか。ここで私が注目したのは、不動産証券化の仕組みを活用することである。今更目新しい話でもないが、オフィスと比較して商業施設、ホテル、ヘルスケア施設等の REIT 活用事例などは決して多くはなく、しかも大規模な事例は少ない。その要因は、例えば SC はオフィスのように単なる不動産賃貸業ではなく、小売業的要素を持ち合わせていることから、実務上運営に無理が生じるケースが少なくないこと、そして街づくりに与える影響の大きい商業において、常に出口を見据えた投資対象としての見方は、街づくりの一貫性を覆すことになりかねないことなどから敬遠されてきたものと思われる。そこで、今回はこれらの課題を克服しつつ、次世代 SC の実現させるために、①不動産証券化の手法を活用して街全体をポートフォリオ化し、②タウンマネジメントによってエリアのバリューアップを図る手法を提言していきたい。

## 第 1 章 次世代 SC のあるべき姿

### 1. 次世代 SC の要素抽出へのアプローチ

次世代 SC を論じるにあたり、本論文においては前提として以下のことを考えたい。

まずは SC、さらに遡って SC が生まれる前の商の歴史における不変の要素は何か。これを考察することは、歴史を振り返ることに留まらず、現在および将来にわたって当てはまるものと思われるゆえ、しっかりと捉えておきたい。そして、その不変の理由が偶然のものなのか必然のものであるのかの考察も忘れてはなるまい。

そして、次に世界に商業が生まれてから今日に至るまで、変化してきたものは何か。この変遷を辿ることにより、今後進むべき変化の方向性を見出すきっかけを掴めればと思う。

これらを踏まえた上で、人類が未だ経験したことのない未来のあるべき次世代 SC 像を浮かび上がらせてみたい。

さらに、変化する周辺環境に合わせて、SC が進化し続けるための仕組みづくりを提案していきたい。

### 2. 「商」における 3 つの不変要素

世界における「商」の発生から今日に至るまで、「商」には主に不変の 3 つの要素が存在していると考えられる。まず、最初に挙げられるのは「人生を彩る場」であること。これは、来訪者をはじめとして、従業員や運営者含めあらゆるステークホルダーについて当てはまらなければならない。次に挙げられるのは「経営」である。商いを営む以上、継続的な収益性の確保はもちろんのこと、社会から求められるコンプライアンス遵守の姿勢も守り続けなければならない。つまり、経営力が必須となる。そして、最後に「地域社会への貢献」である。商業施設は、税収への貢献の他、雇用の確保や地域社会の中核機能としての役割を果たしている場合も少なくない。

では、これらの要素がなぜ必要なのか。また、どのように商業の存続および発展に関わってきたのかを少し詳細に見ていきたい。

#### (1) 「人生を彩る場」

近代ミュージアムの起源を見てみると、「人、物、情報、夢と感動が持ち寄られ、人が集い知を共有する場」から生まれた。そこで記憶が記録され、人と人が結びついていった。すなわち、個人の「感動」が「コレクション」のきっかけとなり、せっかく「コレクション」したのだから出来るだけ多くの人に見せたいという人の思いが「展示」につながり、「展示」によって周囲に“ビックリ”をもたらし、これが「コミュニケーション」を生み出す。この流れが渦を巻いて拡大することにより、さらに人が集まり近代ミュージアムへと進化していった。つまり、全ての発端は人の「感動」であり、これは人生において他の何物にも代えがたい大きな「価値」であり「彩り」である。

そして、このミュージアムこそが、百貨店の原点となり、百貨店は「暮らしのコレクシ

ョンと未来を演出」する場として発展していった。これは私が学んだ百貨店が誕生した際の話であるが、それから長い年月を経て、様々な商の場が存在する今日においても生き続けている考え方であり、現に全国の百貨店のトップに君臨する伊勢丹新宿本店では、先般のリニューアルに際して、「ミュージアム型百貨店」をコンセプトとして「驚き」と「意外な出会い」が絶えない売り場を実現している。

また、一方で市場の発生から始まり、現在も日常生活を送る上で必要な買い物のある。これも、前述の非日常的商空間とは明らかに性質が異なるが、やはり人々の日常を彩る重要な要素であると考え。「今日の晩御飯は何にしようか。美味しそうなお肉が売っているから、これでローストビーフを作ろう。あっ、あちらのショーケースにきれいなパプリカがある。これを付け合せにすればキレイな彩りのプレートになる。」といった具合に、日々の日常生活にプチ感動を添えるのである。そして、これも時代や場所を問わず不変の事実であると考え。

この事実こそ、「商」とは「人生を彩る場」であり続けていることを証明している。

## (2) 「経営」

経営とは「事業目的を達成するために、継続的・計画的に意思決定を行って実行に移し、事業を管理・遂行すること。」である。商いを営む以上、この視点を落とすわけにはいかない。そもそも、商いは買い手にベネフィットを提供する一方で、売り手はその対価を受け取り、継続的に商売を行っているからである。つまり、商においてはいつの時代も継続的に一定の収益を稼ぎ続ける仕組みが存在しているのである。

最もシンプルな商売は、売り手は作り手から対価を払って売るモノを買い、そこに様々な付加価値をつけて買い手に販売する。ここで、継続的に付加価値の対価として利益を得る仕組みが出来上がっている。まさに経営がなされているのである。

かつて、平賀源内が日本でミュージアムの仕組みを創出した際、全国からモノを集める場面において、出来るだけ多くのモノが集まりやすい環境を整えるために着払いでモノを送らせ、集まったモノの絵を描いてカタログを作成し、これを販売することによって、作り手と買い手が双方 WIN-WIN の関係を築くと同時に、金が生まれる仕組みを作っていたそうである。ここでもやはり、経営がなされていたわけである。

そして、現在、ほぼ全ての商業を営む企業の事業目的は、モノやサービスの提供を通じて人々の生活を支えると同時に、事業として利益を生み出すことであり、利益の創出なくして商業を営むことなどあり得ないと言っても過言ではない。

すなわち、商の発生以来、商の中には常に経営が存在しているのである。

## (3) 「地域社会への貢献」

前述のとおり、企業は利益創出のために商業を営んでいるが、商は必ずしも金だけが目的ではない。商の発生以来、やはり常に商と隣り合わせになっていたのが、商がもたらす地域社会への貢献である。

市場は、もともと教会などの周辺で、教会を訪れる人々の衣食住を支える場面から発生している。また、現在の商業施設は、運営する企業が地域に税金を納めることによって金銭的な地域貢献を行い、地域住民を従業員として雇用することで雇用促進につなげている。さらに、施設によっては全国各地から多くの来街者を生み出し、地域の活性化に繋がっているケースも少なくない。さらに、東日本大震災以降の日本においては、全国各地の SC



や道の駅が防災拠点としての役割を担うところも出てきている。

今後、少子高齢化が進み、少ない若年層が多くの高齢者を支えなければならないことが想定される日本においては、このような民間活力を利用した地域貢献機能は、より一層期待されると同時に、その期待に応えていかなければならないことは疑う余地がない。

### 3. 「商」における変化

さて、ここまでは商が発生してから今日に至るまで、商に関わる不変の要素について見てきたが、ここからは、次世代 SC 像を描くヒントを掴むべく、前段とは逆に変化してきた部分について考察していきたい。

#### (1) 「モノ消費」から「コト消費」へ

目まぐるしい世界の産業構造の変化を経て、消費の場には大きな変化が訪れている。かつては、モノを作れば売れる時代であったが、モノに溢れる今日においては、モノを作っておいておくだけでは売れない。第一次産業、第二次産業メインの時代から第三次産業が台頭し、現在の日本においては、ほぼ全ての消費活動がサービス業と結びついていると言っても過言ではない。まさに「モノ消費」の時代から「コト消費」の時代へ移りつつある。このような時代において、消費者の購買意欲を高めるためには、モノをコトと結びつけることが重要になりつつある。

#### (2) 所有と経営の分離

かつて商業施設の運営は所有者と運営者は一体であることが常であったが、現在においては、所有と経営の分離が当然のこととして行われている。つまり、所有者の意思イコール運営者の意思の時代は終わり、所有者は意思を持たずとも、利益を生むことができればそれで良いと考えたり、証券化により「所有者」＝「投資家」の場合も少なくない。一方、運営者は所有者から運営を任せられ、運営者の意思のもとで運営することができ、オペレーターとしての役割に専念できることから、運営のプロフェッショナルとしての専門性が高まるが、所有者の利益を生み出すことができなかつた場合などは、交代させられるリスクを抱える。これは、長期的な視点で、街の中心機能を商業施設が担い、地域住民や行政と協力して共存・共栄を図ろうとする場合、道半ばして大幅な方針転換を求められたり、それまで進めてきた施策が後退するなど、街づくり視点を阻害される潜在リスクを背負っていることに他ならない。

#### (3) 距離と時間および情報量の変化

現代社会では、産業の発展に伴い、移動手段や通信手段が変化し、距離と時間の関係が大幅に短縮されてきた。人々の移動手段は徒歩から馬、さらにモータライゼーションやジェット機の登場などにより格段にスピードが向上し、かつてのはるか遠方の地が身近な地となっていった。

一方で、通信手段も、手紙から固定電話、さらに携帯電話、スマートフォンと情報伝達のスピードと質が格段に向上し、現在では幸か不幸かマーケティング活動にもビッグデータとよばれる膨大な情報を扱わざるを得ない状況に置かれている。

これらの変化が、商業の世界においては物流を大きく変化させてきたと同時に、モノ消費からコト消費への移行を促進してきたことは間違いない。

#### 4. これからの変化を予想する

ここまで、商が発生してから今日に至るまでの「不変」と「変化」を考察してきたが、これらの変遷を振り返ることで、今後の SC 像の可能性を浮かび上がらせてみたい。

まず、商の発生から今日まで不変の部分についてはこれからも不変であるとする。すなわち、今後の SC においても「人生を彩る」「経営」「地域社会への貢献」という 3 要素を満たしつつ、目まぐるしく移り行く社会の変化を取り込んでいく必要があると考える。では、これからの変化とは何であろうか。それは、前述のこれまでの変化から紐解けるのではなかろうか。私は大きく以下の 4 点が挙げられると考えている。

##### (1) コト消費のコトの変化

コト消費の時代になってもモノ消費がなくならないことは前述のとおりであるが、これからは、コトの質がさらに変化を遂げるものとする。人々が扱う情報量が格段に増えることにより、様々の周囲の情報環境に応じてコトの質が多様化することが想定される。

##### (2) 街づくりの仕組み化

所有と経営が分離されても、長期的な視点で街づくりに取り組める仕組みづくりを早急に行うべきであるとする。そのためには、誰にでも理解でき、かつ金融商品として投資している投資家に対しても納得がいく説明を可能とする指標の構築が求められる。また同時に、投資家保護の観点と地域活性化の双方のバランスを調整する役割を誰かが担わねばならないが、この点については今後の行政も巻き込んだ動きが必要となるであろう。

##### (3) 時空を超えたフラヌール（遊歩者）への対応

これまでの歴史における距離と時間、情報量の変化は先に述べたとおりであるが、今後はこれまで以上に情報量が膨大となり、距離と時間の短縮が促進されることが想定される。

そんな中、ヴァルター・ベンヤミンが著書『パサーージュ論』などの中で触れているように、かつてパリのフラヌール（遊歩者）がパサーージュにおいて、様々なものを観察し、それによってインスピレーションを得ていたことをヒントにして、これからの SC は時空を超えたフラヌールに対するアプローチが必要となるであろう。つまり、膨大な情報の中を彷徨う現代人が、自らの求める情報を取捨選択したり、新たな発想に出会えるようにインスピレーションを刺激するような場の提供が求められるであろう。

##### (4) シェア発想の拡大

近年の新たなトレンドとして、シェアハウスやカーシェアリングなど、様々な分野において、かつての私有主義的消費からシェア型消費への移行が見受けられる。これは、価値観の変化を社会的環境が後押しすることによって促進されていると考えられるが、当面はこの傾向が続くものと思われる。これらの変化に、いかにスピーディーに、先行対応できるか否かが今後の SC の明暗を分けるものとする。

## 5. 次世代 SC のあるべき姿

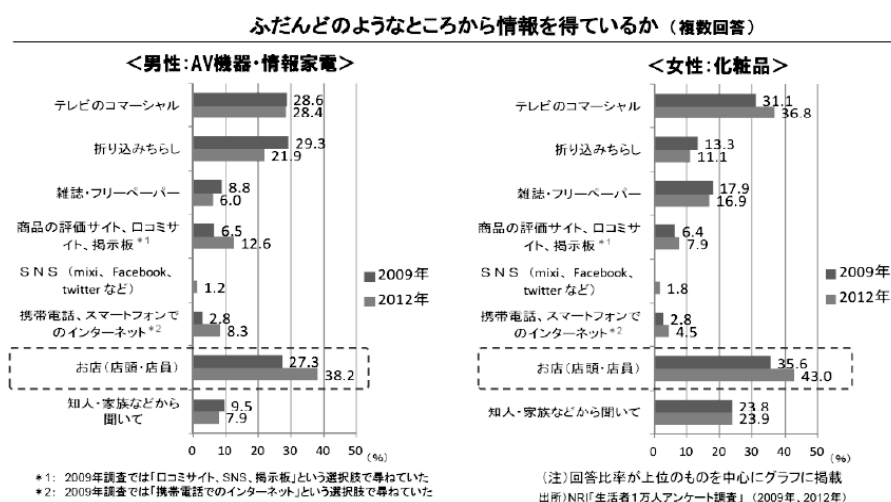
では、以上のことを踏まえて、次世代 SC に求められているニーズとはどのようなものなのであろうか。これは時代によって変化する様々な要素が考えられるが、ここではそろそろ具体的な検討を始めるべきと思われる「10 年後」を見据えてみると、私は主に以下の 3 つの要素があると考えている。

### (1) 「モノ消費の入り口機能」

近年、モノ消費からコト消費の時代へと移りつつあることは、周知の事実であるが一方で、SC がモノ消費の入り口としての機能は今後に向けても果たし続けることとなり、その重要性は増すものと考えられる。現在も E コマースの台頭が著しいが、今後は一層拍車がかかるものと想定される。それに伴い、SC のようなリアル店舗はショールーミングが進むと考えられるが、このショールーム機能がなくなることはあり得ない。なぜならば、実物を五感で感じて確かめることができる唯一の場となるからである。また、以下の図が示すように、人とコミュニケーションする媒体としての店舗の重要性も高まっている。つまり、従来の販売の場から広告的な要素が強まり、ショールームと現物確認の場（フィッティングスペース等）およびコミュニケーション媒体機能としては残り続けるであろう。

先日、スタートトゥデイ社が始めた WEAR のように、商品をバーコードで撮影してコーディネートした上で自宅から発注できるような仕組みが作られつつあり、現時点では大半のディベロッパーが導入に否定的であるものの、今後、まさに現場確認の上バーコードを撮影するための場としての SC は必要であり、これがなくなることはない。よって、今後は SC を通じて商品が購入された際には、商品購入への誘導に対する対価としてフィーを受け取るアフィリエイトビジネスに変化していく可能性も秘めている。この場合も、アフィリエイトビジネスの入り口となるのは、やはり SC や百貨店、路面店などのリアル店舗に他ならない。海外では既に導入が始まっており、日本においても導入期を迎えつつある「O2O」への取り組みは、まさにこの「モノ消費の入り口機能」を補強、強化するための施策であると言えるであろう。

### 人とコミュニケーションする媒体として店舗の重要性はましている



(出典: 野村総合研究所「リアルとネットの融合による競争環境変化と価値創造の可能性」)

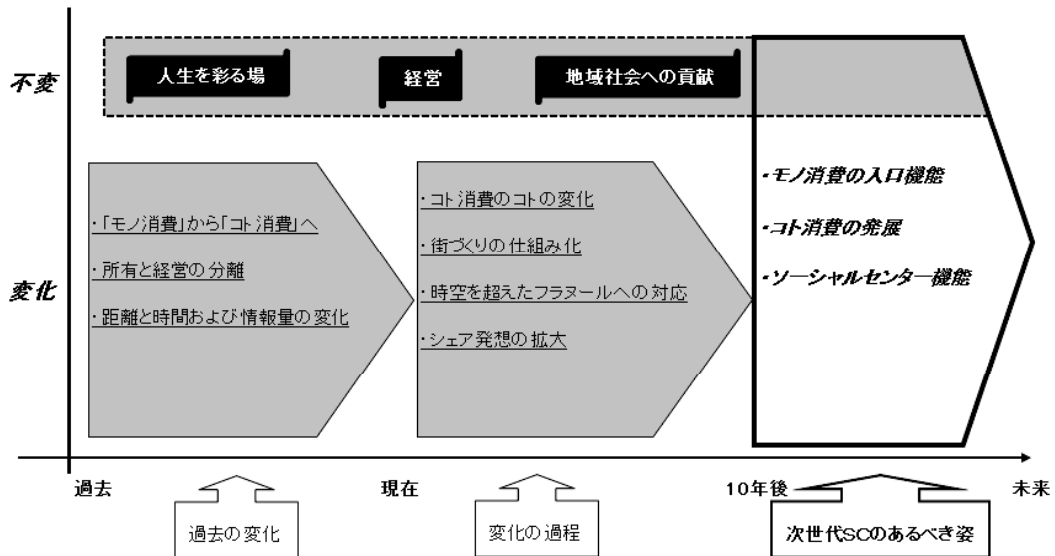
(2) 「コト消費の発展」

コト消費とは、はっきりとした定義があるわけではないが、消費活動の目的において、モノを所有することから、サービスや体験を得ることにシフトしていくという概念である。そして、モノ消費からコト消費に移行してきた従来のコト消費は、映画館やカルチャースクール、マッサージやネイルサロンなどの理美容サービス業などどちらかと言えば受動的なコト消費であった。しかし、モノ消費の勢いが衰えてきた近年においては、ディズニーランドに代表される体験型消費、さらには野外フェス、テーマ型体験ツアー、キッズニアやリアル脱出ゲーム、さらには雲海カフェ人気など、より能動的な関わりが可能となる方向へ、コト消費のコトの質が大きな変化を遂げつつある。また同時に、モノ消費を生み出す装置としてのコト消費が見受けられる場面も増えてきた。例えば、エシカル消費を促す仕組みを備えた環境負荷低減型商品の販売、駅ビルの屋上に登場した家庭菜園とガーデニンググッズの販売など様々なものが挙げられ、従来のコトに飽きた消費者の動向を受けて、今後ますます発展するものと思われる。これは、CCC の増田社長が代官山の店舗を作る際に述べている「編集権が売り手から買い手に移行している」ということに繋がっているものと思われる。

(3) 「ソーシャルセンター機能」

冒頭で述べたとおり、商業施設はかねてより地域社会に貢献する機能を有していたことは言うまでもないが、東日本大震災後の日本において、震災時に一定のライフライン機能を果たした SC が少なからず存在したことや、地域の絆が見直されているように、従来以上に防災センター機能やコミュニティセンター機能も含めた総合的なソーシャルセンター機能が求められるようになってきた。今後、さらなる高齢化社会を迎え、コンパクトシティの必要性がしきりに叫ばれたり、都心における待機児童対策などが求められる時代において SC が果たせるソーシャル機能的な役割のニーズはますます高まるものと思われる。

<次世代 SC のあるべき姿>



(作図筆者)

## 第2章 次世代 SC の実現に向けた「資金」の壁

### 1. 次世代 SC にかかるイニシャルおよびランニングコスト

ここまで、次世代 SC に求められる要素について挙げてきたが、これらのニーズを満たすために必要不可欠なものがある。それは、これらの機能を付加することにより大幅な増大が見込まれる「直接的な収益を生まない部分のコスト」である。開発コストが増大するばかりでなく、さらに運営にかかるランニングコストの増加も想定される。例えば、前述の O2O への取り組みなどは、莫大な投資がかかり、ある程度のボリュームがありスケールメリットが存在する施設でなければ導入が困難なのが現実である。さらに、これらの仕組みを取り巻く環境は変化の流れも速く、一度投資したとしても、効果を得られる期間は短い、もしくは変化に対応する追加投資が必要とされる。

#### <Amazon の投資額および純利益推移>

(単位: 100 万ドル)

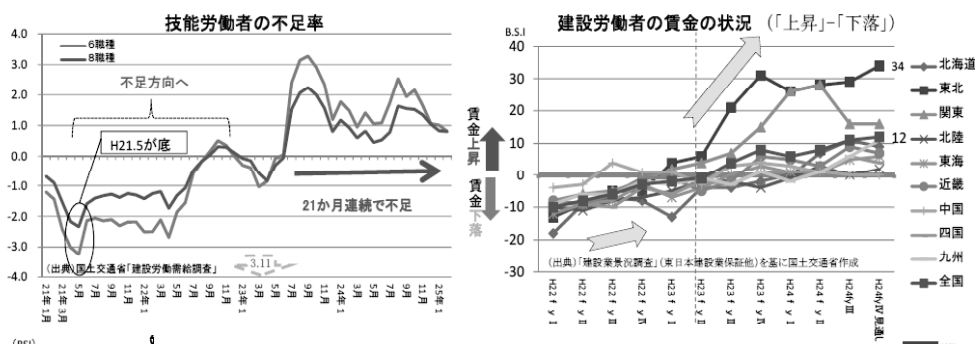
Amazon投資	2007	2008	2009	2010	2011	2012
物流関連	1,292	1,658	2,052	2,898	4,576	6,419
マーケティング	344	482	680	1,029	1,630	2,408
IT関連	818	1,033	1,240	1,734	2,909	4,564
管理費	235	279	328	470	658	896
その他	9	-24	102	106	154	159
合計	2,698	3,428	4,402	6,237	9,927	14,446
純利益		645	902	1,152	631	-39

(出典: 総務省「O2O が及ぼす企業活動の変化に関する調査研究」平成 25 年)

また、ソーシャルセンター機能については従来、国や地方自治体などの行政が税金を原資として運営してきた機能の一部を SC に取り込むという発想であり、行政のような税収が見込めない SC においてソーシャル機能を維持することは、単なる支出増とも捉えられる。

さらに、東日本大震災以降、建設労働者の人材不足や賃金上昇に伴う建設コストの高騰や燃料費の上昇などにより SC の開発運営コストが増大し、この傾向は今後東京オリンピックの開催に向けて一層拍車がかかるものと思われる。

#### <労働建設者の不足傾向、賃金の上昇傾向>

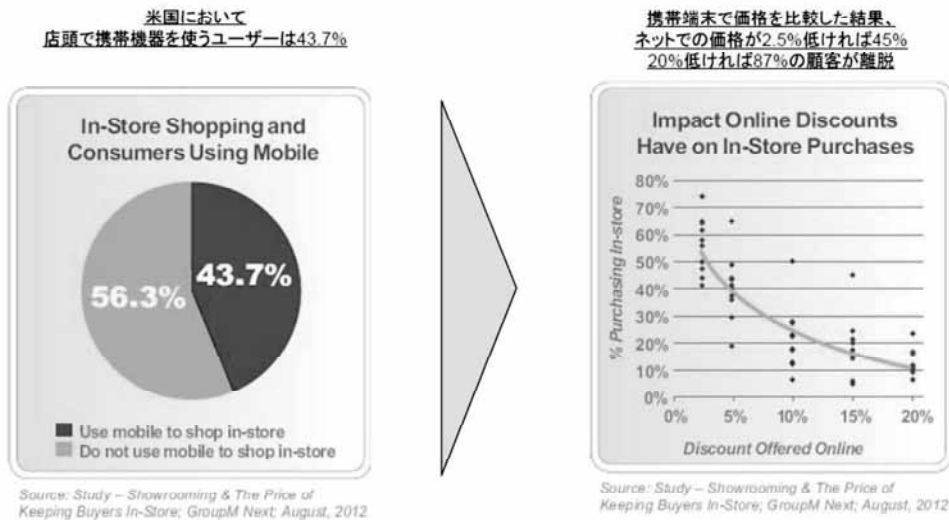


(出典: 国土交通省HP)

## 2. ショールーミングの進行に伴う不動産賃貸収入の減少

一方で、以下のデータが示すように、ショールーミングの進行によりリアル店舗での売上が減少することは明白である。これは、米国の事例であるが、さらに欧米と比較して売上連動型の歩合賃料の割合の高い日本においては、E コマース対策としてネット売上も自社運営施設内店舗での収入計上を行うような事前の策を打っておかない限り、ディベロッパーは賃料収入の大幅な減少を余儀なくされ、不動産賃貸事業としての収益性は現在と比較すると格段に悪化することとなる。実際に、一部の外資系テナント企業ではすでにディベロッパーとの建物賃貸借契約の中で、E コマースによる売上の一切はリアル店舗の売上に紐づかない（＝歩合賃料の対象とならない）と謳っているケースも存在する。このような傾向が継続すれば、収益性が悪化するというよりは、当初から見込まれないために SC 開発自体がなされなくなってしまうと言っても過言ではないであろう。

### <ショールーミングによるリアル店舗での購買減に関する分析>

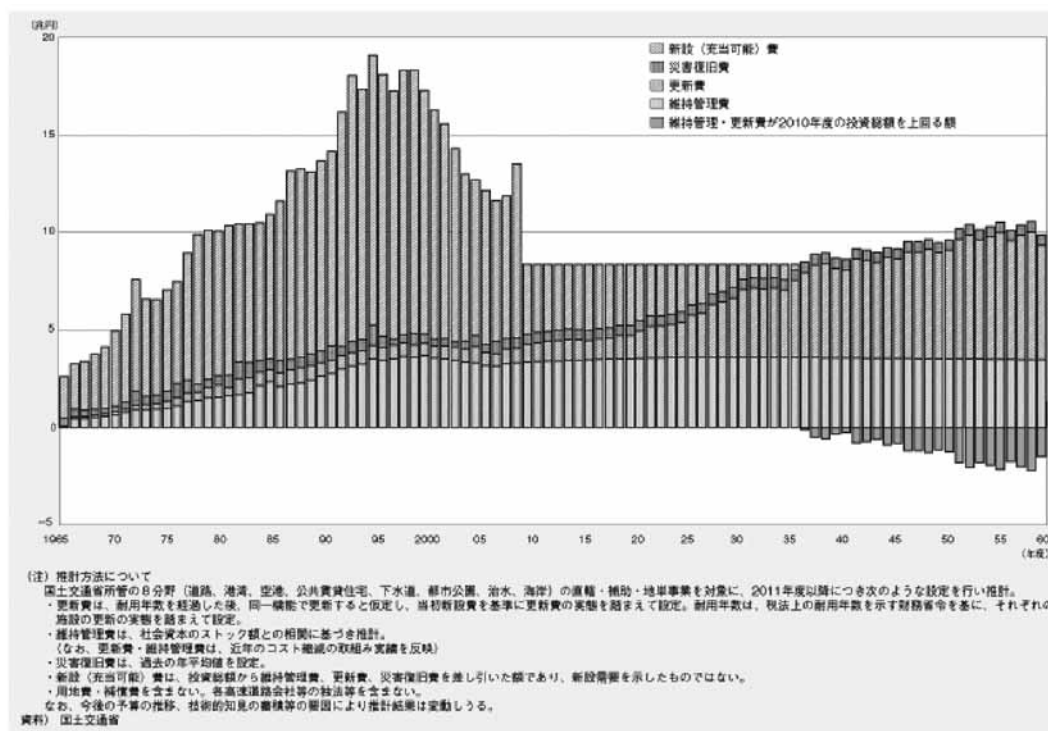


(出典：野村総合研究所「リアルとネットの融合による競争環境変化と価値創造の可能性」)

## 3. コンパクトシティの実現に向けた市街地再活性化の必要性

ここで、SC を取り巻く都市環境に視点を移してみると、現在日本の各地で、少子高齢化の進行に伴う過疎化および高度成長期に建設された建物やインフラの老朽化が進行しており、更新や追加投資が求められている。これらの問題を解消するための手段として、全国各地においてコンパクトシティの実現が謳われているものの、財源の確保がネックとなり、思うように進んでいないケースが少なくない。公共施設や商業施設などにおいて旧耐震基準の建物の耐震工事が進まないのも、ここに原因がある。これらの問題は、これまで何となく世間に認識されながらも目を背けられてきたが、東日本大震災や笹子トンネルにおける天井崩落事故の発生などにより、問題が顕在化してきており、市民が安心・安全に暮らせる都市機能を維持するためには一刻も早い対応およびそのための財源の確保が求められている。

＜今後も増大が見込まれる公共インフラの維持管理・更新費＞



（出典：国土交通省 HP）

また、これらの施策を推進することによって中心市街地の利便性や安全性を高め、中心市街地の魅力を向上させることにより、少子高齢化に伴い過疎化が進んだ地域からの集約がなされることがコンパクトシティの早期実現に繋がるものと考えられる。

### 第3章 証券化手法の活用とその発展による「面」のバリューアップ実現

#### 1. 資金収集に関する考察

第2章では、次世代 SC の実現および、それを取り巻く市街地の環境整備に莫大な資金が必要となることを述べてきたが、ここでは、これらを実現する資金を集めるために、どのような方法があるのかを考察していきたい。

まず、最初に考えられるのが、ディベロッパーによる投資が挙げられる。しかし、企業は一定期間のうちに収益に直結しない投資を行う理由も乏しく、かつ一企業が投資できる投資額は限られている。

つぎに考えられるのが、国や地方自治体などの行政による投資である。しかし、これも財源の多くは市民が納める税金であるゆえ、少子高齢化が進むこれからの日本においてはあまり期待できない。

そんな中で、最も資金を集められる方法が、証券化手法による投資家からの資金収集で

あると考える。一口に証券化といっても J-REIT からふるさと投資のようなものまで、様々な種類が存在するが、特に、今回のようなケースに最適であると考えられるのは、想いを同じにする投資家から資金を集め、彼らの想いを実現するためにその資金を投入するというパターンである。実際に、日本においても高松の丸亀商店街のようにこのような手法を活用して街の再活性化を図っているケースが存在する。さらに近年、顕著な世界的趨勢として、民間企業においては株主利益最大化だけでなく、企業の社会的責任（CSR）が重視され、環境対策や社会貢献などの社会貢献が評価されるようになってきており、「ビジネスの社会化」ともいわれている。この流れはファンド投資においても現れており、このように二つの投資収益や投資目標を設定した投資はダブル・ボトムライン投資といわれ、投資家に対して市場実勢のリターンを提供する（ファースト・ボトムライン）一方、地域社会や環境面での貢献（セカンド・ボトムライン）を重視するものである。次世代のコンパクトシティ実現およびその核となる次世代 SC を実現するために、これらの流れを利用することは自然な流れであると考ええる。

## 2. 「面」のバリューアップによる不動産価値と地域価値の向上

財源の確保については前述のとおりであるが、それらを利用して、最も効果的かつあらゆるステークホルダーをWIN-WINの関係構築するような次世代SCを実現するためにはどのような方法があるのだろうか。私は、次世代SCを実現するためには、従来のSC事業のビジネスモデルを以下のように転換する必要があると考える。この考え方の根底にあるのは、「面で街を開発するディベロッパーにとっては街の価値向上そのものが事業性の向上につながる」ということである。それは、今後のディベロッパーによるSC事業は不動産賃貸業にとどまらず、街全体のバリューアップを図ることにより、コンテンツビジネス、付帯事業、エリアマネジメントビジネスに重心を移し、これを国内外に幅広く展開していくことに他ならない。そしてこれにより、以下に述べるようなメリットを享受できるものと考ええる。①「東日本大震災の前後事例に見るローカルビジネスのリスクヘッジ」、②「様々な特性のエリアで展開することにより幅広いノウハウの蓄積が可能」、③「ライフスタイルに関わる様々な分野において地元企業や住民とのコラボレーションを図ることによりエリアにおける企業価値を高めることが可能」といったメリットである。

では、以上のことを前提とした上で、いかにして次世代SCを開発するのかという点についてであるが、具体的な流れは以下のとおりである。（詳細なスキーム図は第4章に掲載）  
<具体的手順>

### （ア）流れ

物件取得⇒開発・コンバージョン⇒REIT等のファンドに拠出（一部自己所有。）  
⇒運営・PM・エリアマネジメント・その他付帯事業による永続的なビジネス展開

### （イ）開発コスト

REIT等ファンドの活用（施設全体もしくは一部の周辺施設）  
⇒資金の短期回収、新規出店の加速、オリンピックに向けた投資熱の利用  
※ディベロッパー主体でハードによるバリューアップを図った後に拠出

ここで、重要なのは、上記（ア）に記載した「運営・PM・エリアマネジメント・その他付帯事業によるビジネス」の収益構造を強固に確立することである。具体的には以下のよ



うな施策を事業展開エリアや規模に応じて上手く使い分けることにより、実現させるもの  
と考える。具体的施策とは、例えば①中心施設は自社所有を前提として安定した賃料収入  
(その他の施策によるエリア全体のバリューアップにより賃料アップを実現)を稼ぐ、②  
街全体を差配する PM もしくはマスターレッサーとしてエリアに点在する物件運営に関与  
しつづけることにより安定したフィー収入を稼ぐ、③付帯事業(鉄道、カード、リテール  
事業など)の収益に繋げて企業としての収益を確保するなどである。

ただし、現在の日本国内においては、PM に対する評価や報酬が低く、PM 業単体では事  
業として成立しない場合が多いことから、米国のように PM の報酬体系や地位向上などが図  
られることも合わせて必要となる。

## 第 4 章 証券化手法活用による課題 およびソリューション

### 1. 証券化手法活用に伴い想定される課題

ここまで、次世代 SC を実現するための具体的な流れを提示してきたが、これを実現する  
ために克服すべき大きな課題があると思われる。その課題とは以下の 3 点である。

<想定される課題>

- (1) 出口を見据えた REIT 等のファンドの利用により、地域住民やディベロッパーがそ  
れまで築いてきた「街づくりへの想いや DNA」が時代やエリアによって分断される  
リスクを負う。
- (2) 金融商品である以上、施設運営に対する費用対効果の検証が必要となると同時に  
厳格な遵法性確保が求められるなど、通常の施設運営以上の手間がかかるため、  
フィービジネスが成立しない恐れがある(実際に現在 REIT 物件の PM 業において  
は、純粋な PM フィーのみではビジネスが成立せず、修繕や販促など各社の得意分  
野における付帯事業収入で回収しているケースが多い)。
- (3) 金融商品とソーシャル機能との融和をどのように進めるか。定量化しにくいソー  
シャル機能への貢献を金融商品に馴染むように数値化しなくてはならない。

### 2. ソリューションの提案

これらの課題を克服すべく、以下にあげる証券化手法の一部活用による 2 パターン、お  
よび全面活用の計 3 パターンのソリューションを考えてみた。

#### (1) 商業周辺用途物件への証券化手法活用

まず、1 つ目であるが、これは街の中核となる SC は自己所有としたまま、底地、周辺  
の高齢者介護施設、物流施設、住宅、ホテルなど、一つの街機能として確立しており、た  
とえ所有者や運営者が変更されても、街の環境変化に大きな影響を与えない周辺施設に対

して証券化スキームを活用する。これらの施設は証券化への取り込み実績も多く、評価指標も確立されつつあると同時に商業施設との親和性も高いことから、証券化しやすく、かつ商業施設とのシナジー効果が発揮しやすいものと考えられる。

これにより、前述の課題の中で最も大きなリスクとなりうる「街づくりへの想いや DNA」が分断される事象は回避しつつ、一定の開発資金を得ることが可能となる。また、中心となる商業施設等を自社運営しつつ、エリア全体の床は所有にかぎらず、何らかの形態で差配してエリア全体のバリューアップを図ることにより、拋出したこれらの物件が誰の手に渡っても、常に WIN-WIN の関係を築くことが可能となる。もう少し具体的に、大きく二段階に分けてみていくと以下のとおりである。

#### ① 第一段階

まず、対象エリアを決定したら街の中心となり得る商業施設（もしくは開発用地）を取得もしくは PM 業務等を受託する（差配床とする）一方で、周辺の高齢者介護施設や物流施設などの関連（もしくはそれらの用途に転用可能な）施設を合わせて取得もしくは PM 業務等を受託する。つまり、冒頭で述べた「街全体のポートフォリオ化」を実施する。その上で、ポートフォリオの最適化を考慮しつつ、中心施設の開発やコンバージョン、また関連施設のハードおよびソフト面におけるコラボレーションによるシナジー効果を発揮させることにより、各物件さらには街全体のバリューアップを図る。ここで一部もしくは全部の施設をファンドに拋出することにより、バリューアップ分の差益を稼ぎつつ、取得資金の回収を行う。そして、この売却資金を次の対象エリアの投資に回すことが可能となる。言い換えれば、ポートフォリオ全体の最適化を目指した投資および資産売却を実施することと言える。

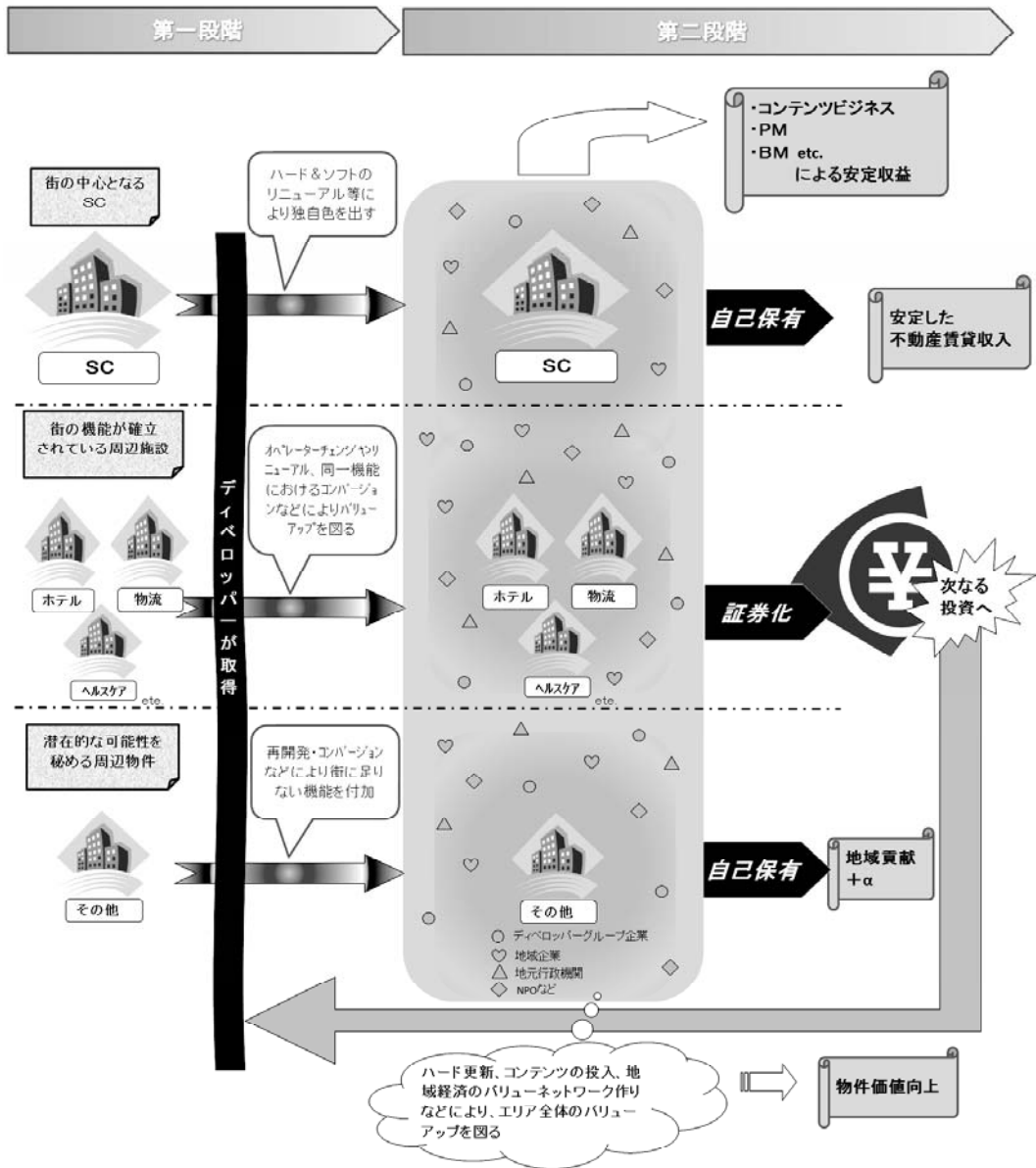
#### ② 第二段階

ここまでであれば、数多の不動産会社が従来も一部実施してきたことであるが、本提案においては、物件拋出後も、エリアにおける社会貢献機能などにより行政とのパイプを強めたり、周辺差配床のボリュームと各々のシナジー効果の演出により、他社によるエリアマネジメントや物件運営への参入障壁を高めて当該エリアにおける主導権を維持することが重要な意味を持つ。一方で、物件運営に必要な個々の業務については、地元企業の活用などにより地元との一体運営を構築し、地域の雇用創出や法人税の増加などに繋げ、地域にとってかけがえのない存在となる。これが実現できれば、たとえ各施設の所有者が変わっていったとしても、従来からの街づくりの DNA を活かしつつけることが可能となる。同時に、自社グループによるコンテンツビジネスの展開や来街者の増加に伴う交通機関やオフィス、ホテルなどの付帯事業による収益も確保可能な状態を保てる。

つまり、詳細は以下の〈想定スキーム図〉に示すとおりであるが、ディベロッパーとしては、当初の物件購入資金は必要となるものの、一部物件を証券化することにより回収し、かつ、自社所有物件で安定した不動産賃貸収入を、その他コンテンツビジネスや PM、BM 業にて安定収益を挙げ、地域経済のバリューネットワーク作りによりエリアの価値を上げられれば、正のスパイラルが完成する。さらに地域にも大きく貢献できるであろう。

次世代街づくりの中心を担う SC の創造

<想定スキーム図>

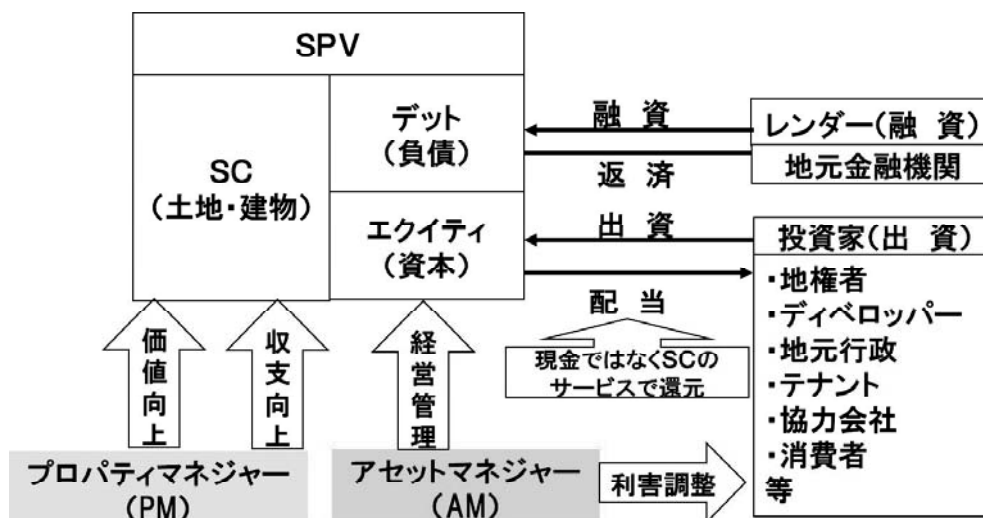


(作図筆者)

(2) ステークホルダーを投資家とする商業施設自体への証券化活用

これは、利害関係者全員の利益を最優先に考えた新ビジネスモデルとして SC-1 代表の白川氏が 2011 年に織研新聞上にて提案している事業モデルであるが、物件を証券化し、そのステークホルダー（地権者、ディベロッパー、地元行政、テナント、協力会社、消費者など）全てが投資家、すなわち実質的な所有者となる事業スキームである。この場合、SC 運営の目的はあくまで「SC の生み出すキャッシュフローの最大化ではなく、当該 SC が長期間継続して営業が行われること」であることから、配当も現金ではなく、SC のサービスにて還元するというものである。

<白川氏提唱スキーム>



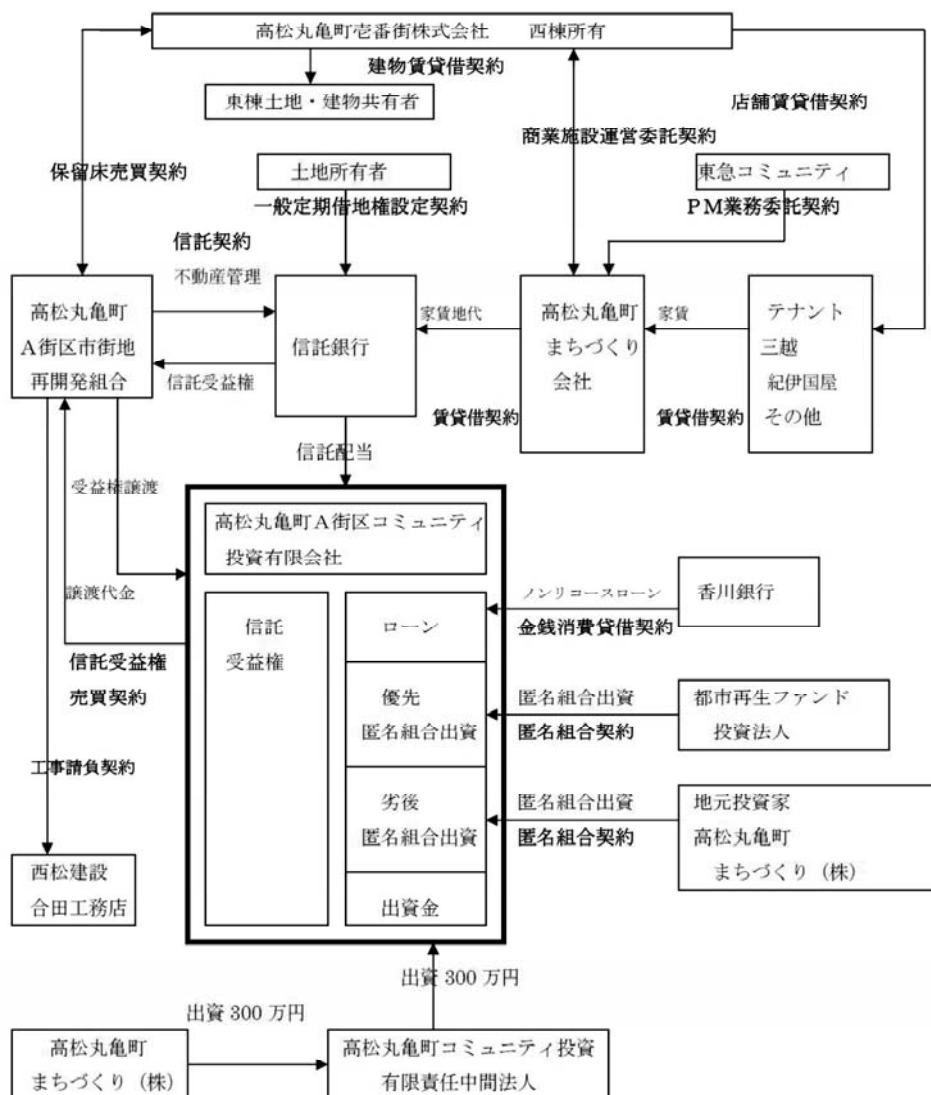
(出典：織研新聞)

このスキームは、SC の運営・開発を専業とし、現在のイオンのように新規出店を加速するための資金元を得るための手法としての機能は弱いですが、第3章で私が述べたようなあらたなビジネスモデルを展開する上では、エリア全体の付加価値向上に大いに寄与し得る提案であると考えられる。なお、これに近い形で運用がなされている事例として以下2点が挙げられると思う。

まず1つ目は、街区を合理的に利用する再開発事業スキームを導入した高松の丸亀町商店街である。400年の歴史をもつ丸亀町商店街では、1988年の400年祭をきっかけに500年祭もできるようにしたい、という想いからハード面におけるまちづくりに着手し始め、着手当時は、歩行者はピークの2/3、売上は280億円から120億円へと減少し、さらにバブル崩壊の影響で地価も下がっていた。しかしながら、1970年に商店街で株式会社をつくり、用地を取得して共同駐車場事業を始め、成功を収めるなど、プチ成功体験を積上げており、その経験がまちづくりのきっかけとなったそうである。こちらの再開発のポイントは、i) 街並みのイメージを統一するデザインコード、ii) 街区の個性を発揮させ、高松らしいライフスタイルを提案する商業戦略 (MD 戦略)、iii) 合理的な土地利用、経済的に自立した資金調達を可能にする事業プログラムという3つのタウンマネジメント・プログラムをもとに持続的な中心部再生の仕組みが構築されていることが挙げられる。その一部として、転退出者分の土地と建物を市街地再開発組合が取得し、SPC を通した証券化手法の導入により、転退出者が発生した場合においても、前述の仕組みを守っている。また、これ以外の部分も含めた全体の事業スキームとして、不動産所有者とテナント、運営会社等が同じようなリスクを背負いながら、顧客満足の向上、商店街の魅力を高めていく方式となっている。これはまさに、「地域社会および消費者の生活に貢献するかどうか」に行動基準が収斂され、かつ目的があくまで「商店街の生み出すキャッシュフローの最大化ではなく、商店街が長期間継続して営業が行われること」となる典型的な事例であると考えられる。

次世代街づくりの中心を担う SC の創造

<高松丸亀商店街スキーム>



(出典：野口秀行『地方都市における不動産証券化の潮流とその可能性』2007)

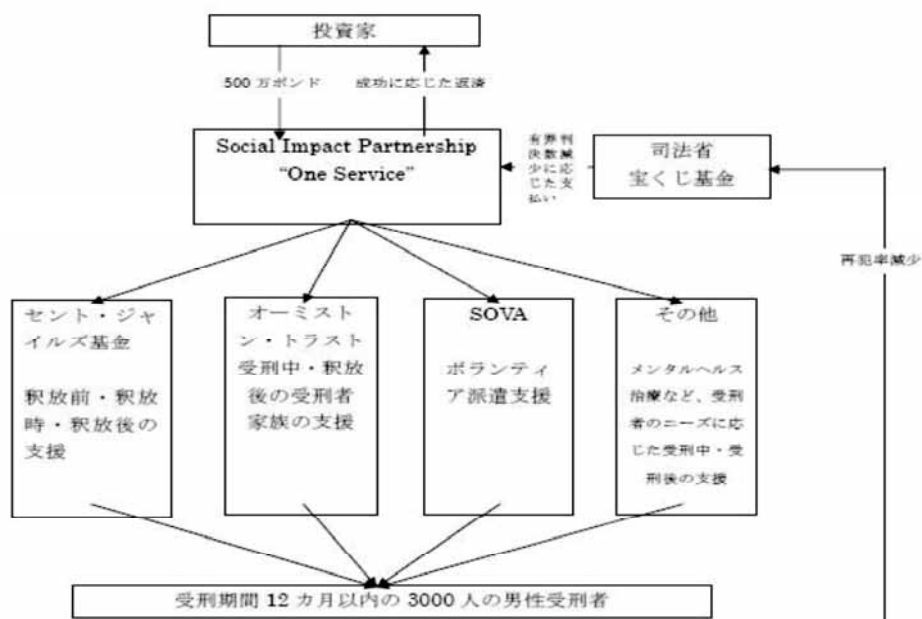
そして、2つ目の事例は、米ポートランドの事例である。これは証券化スキームの利用はないものの、「大規模商業施設と中小小売店、ナショナルチェーンと地元ローカルストアがうまく融合した「商い」を形成し、人と街と商いがリンクエージ（連携）しながら成長を続けている」街である。ここでは、街の治安や美化を向上させる制度の運営には商工会議所が携わり、資金は街がにぎわうことで潤うディベロッパーがテナント料の一部をまわして負担する流れができています。さらに、最もポートランドらしいサステナビリティ思想をもった企業であるニューシーズンズ・マーケットという地元スーパーの事業哲学には「地域産業のサポーター」「地元の良い雇用の創造」「コミュニティーの良きパートナー」とあり、そこにはローカル・ファーストという地域最優先、地域を大事にする思いがあり、充実した食生活の提案、地域循環経済の追及、住民から愛される地域共生商業の在り方があるとされている。そして注目すべきは、「地元新聞の第1面に「ニューシーズンズ・マーケットが進出すると、周辺の住宅価値が17.5%上昇する」という記事があり、ニューシー

ズンズ現象と書かれていた」という点だ。まさしく、エリア全体の価値向上につながっている。また、ニューシーズンズ・マーケットでは「毎年どれだけ地域に貢献したかというサステナビリティレポートを発行し、地元貢献度の見える化を推進しており、例えば、地域の農家からどれだけ買い入れたかとか、スクールフルーツと掲げられたサインのある果物は、すべて利益を地域の小学校での教材に寄付をするなど、様々な地元でどれだけの貢献をしたかが具体的な数値として表される。」とのことである。これは、第3章で述べた課題（3）のソーシャル機能への貢献度を数値化する一つの参考事例となるであろう。

### （3） よりオープンな証券化手法の全面活用

街づくりにおける定性的な側面を、金融商品に通用する定量測定可能な指標を作成する。これがなされれば、最も多額の資金を集められる方法である。商業物件を中心として組成される REIT 等が増加し、彼らが所有する施設形態も多様化する一方で、運営の現場では金融商品と商業施設運営の不和により、既に多くの無理が生じているケースが少なくない。これらを、解消し、かつ次世代 SC に必要不可欠なソーシャル機能という定性的な機能がもたらす効果を定量化し、金融商品に通用する定量測定可能な指標を今こそ策定すべき時期であると考え。これは、金融庁や経済産業省など、国が音頭を執って整備する必要があると考える。では、どのようなところにこのヒントがあるのだろうか。これは、証券化市場の花形であるオフィスはもちろんのこと、住宅やホテル、ヘルスケアなど証券化市場で先行実績を作っているものの指標が大きな参考となることは言うまでもない。また、ソーシャル機能の定量化については、イギリス発の社会貢献投資となるソーシャル・インパクト・ボンドのような政府と民間との約定により政府が成果に対する支払いを行う仕組みが重要な参考事例となるものと思われる。現在では、イギリスを出て、アメリカや韓国でもソーシャルセクターや公共セクター向けの新たな資金調達手段として広がりを見せるこの制度は十分に検討の価値があるものと思われる。

#### <ソーシャル・インパクト・ボンドの事例>



(出典：イギリス内閣府HP)

また、ブータンの国民総幸福量という概念も、一つのヒントとなりうると思う。ブータンにおいては、2年毎に聞き取り調査を行い、合計72項目の指標に一人当たり5時間の面談を行い、データ収集した結果を数値化して国民総幸福量として幸福度合いを定量化している。SC 単体での算出は困難かもしれないが、エリアとしてのバリューアップを図り、エリア自体の幸福度を定量化することであれば、これだけ IT の発展した現代社会においては、現実的なソリューションとして十分考慮できるであろう。あとは、指標を受け取る側である金融側の世界における意識改革および浸透をどこまで進められるかである。だが、こちらも私募ファンド等では一部ですでに環境や福祉などへの投資を生む仕組みがコミュニティ・ファンドなどとして機能していることから、実現可能は高いものと考えられる。

## 第5章 次世代 SC の実現に向けて

ここまでは、エリア規模を限定しないで一般的に考察してきたが、以下図表に示すように、各スキームにそれぞれの特徴があるため、やはり実現させる際には、対象エリアの特性によってソリューションの在り方および組み合わせを変えるべきであると考えられる。例えば、出来るだけ多くの資金を調達するには、(3) が適している一方で、街づくりの DNA を色濃く残す必要があるエリアや、地方都市などにおいては同じ想いをを持った投資家が自らの想いを実現するための (1) や (2) などの方が適しているものと思われる。

### <提案ソリューションのメリット・デメリット>

ソリューションの種類	メリット	デメリット(リスク・課題など)	メリット・デメリットを踏まえた今後の方向性
(1) 商業周辺用途物件への証券化手法活用	<ul style="list-style-type: none"> <li>各物件の機能変更を伴わないことから街の環境変化に与える影響が少なく、たとえ所有者が変わっても街づくりのDNAを活かし続けることが可能</li> <li>各用途毎の証券化事例が存在することから、評価指標が確立されつつあると同時に商業施設との親和性が高い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>街の構成要素が既にバランスよく配置されていることがエリア選定の前提となるため、エリア選定の選択肢の幅が少ない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>(2)(3)との並存により、選択肢の幅ある程度増やすことができる</li> <li>コンパクトシティの実現が望まれている今日の日本においては、まだまだ数多くの選択肢が存在する</li> </ul>
(2) ステークホルダーを投資家とする商業施設自体への証券化活用	<ul style="list-style-type: none"> <li>全ての行動基準が「地域社会及び消費者の生活に貢献するかどうか」に収斂し、目的はあくまで当該SCが長期間継続して営業が行われることとなることから、地域社会への貢献度は最も高いと考えられる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ステークホルダーが出資者となることから、利益相反の問題が生じることやSC利害関係者同士の統一したコンセンサスの形成が困難であるなどが挙げられる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>「総有」の理念のもとに成功している丸亀商店街や米ポートランドの事例など、先行する類似事例を参考にしながら、行政とデベロッパーが中心となって全てのステークホルダーの合意形成を図る</li> </ul>
(3) よりオープンな証券化手法の全面活用	<ul style="list-style-type: none"> <li>より多額の資金を集められることから、大規模開発にも利用することが可能となる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>所有者の変更にもない、街づくりのDNAが分断されてしまう可能性がある</li> <li>投資家の範囲が広がるほど、投資家保護の観点が強くなるため、スキームの運営に支障が生じやすくなる</li> <li>オフィスと異なり、商業環境を取り巻く物件の運用評価指標が確立されていない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ソーシャル・インパクト・ボンドを参考とした指標および評価システムの構築を行うとともに、行政による街づくりを目的としたルールを示すことにより、投資家保護と地域社会との利益のバランスを図る</li> </ul>

(作成筆者)

すなわち、上記手法のハイブリッド型スキームを、その地域やデベロッパーの特性に合った形にアレンジしつつ進めていくことが必要である。多くのケースで最も現実的なのは、(1) を中心にしつつ、ケースバイケースで (2) や (3) の一部を取り込んでいくとい

うスタイルではないかと思われる。

また、ハイブリッド型にすることにより、賃料が見合わない新興テナントのインキュベーション機能を、自社所有の SC もしくは、ハイリスクハイリターン専用ファンドを創設するなどして、企業や地域として育てていく環境を確保することも可能となる。(賃料重視の上場 REIT などの証券化スキームでは、このような機能が成り立たないため。)

さらに、次世代 SC では SC 単体ではなく、街全体として「総有」の概念で捉え、SC 以外の街機能と合わせて差配床を広げることにより、様々な機能を相互補完することが実現できる。これにより、あらゆるステークホルダーにおいて WIN-WIN の関係を築くことが可能となり、コト消費の幅を広げたり、効率的な物流スキームを組み立てたりすることで、理想のコンパクトシティに近づくものと確信している。そして地域価値が向上すれば、ディベロッパーとしての業績にも繋がっていく。

これこそが、まさに今回の提案である①不動産証券化の手法を活用して街全体をポートフォリオ化し、②タウンマネジメントによってエリアのバリューアップを図る手法である。

## おわりに

このスキームを実現することができた暁には、冒頭に述べたとおり、旧来から不変の商業の要素である「人生を彩る場」「経営」「地域貢献」を満たしながら、かつ、これからの時代に求められるであろう要素を盛り込むことも可能な SC 開発・運営の一つの有効なアプローチになり得ると考える。

その前提としてまずは「証券化に対するディベロッパーおよびテナント企業のアレルギー」を取り除くことが必要である。これは、従来の日本においては、投資家保護に偏重し、不動産や小売業の実務を超越した規制や報告義務が横行していることが背景にあると思われる。これにより、証券化スキームに関わったテナント企業や関連プレーヤーの一部に強いアレルギーがあることは筆者も日々痛感している。

しかしながら、これらは海外においては既に改革が進んでおり、日本が出遅れている部分と言っても過言ではないと思われる。今後、日本においてもこれらの意識改革を進め、本提案のようなスキームを全国各地において成立させ、プライスレスな来街者の笑顔に満たされる街が数多く誕生することを願って已まない。

## 参考文献

- 入川ひでと『カフェが街をつくる』クロスメディア・パブリッシング 2012
- 三橋重昭『よみがえる商店街 5つの賑わい再生力』学芸出版社 2009
- 栗山浩一『成功する SC を考えるひとたち』ダイヤモンド・ビジネス企画 2012
- デジタル コンサルティング パートナーズ『ポスト 3.11 のマーケティング』朝日新聞出版 2011
- 足立基浩『シャッター通り再生計画』ミネルヴァ書房 2010
- 木下斉 広瀬郁『まちづくり：デッドライン』日経 B P 社 2013
- 赤井厚雄 小松真実 松尾順介『ふるさと投資のすべて ——金融システムを変える 地域活性化小口投資入門』きんざい 2013



#### 次世代街づくりの中心を担う SC の創造

- 三浦展『これからの日本のために「シェア」の話をしよう』NHK出版 2011  
植野正美『アメリカビル物語 プロパティマネジメント奮戦記』総合ユニコム 2007  
増田宗昭『代官山オトナT S U T A Y A計画』復刊ドットコム 2011  
中沢康彦『星野リゾートの事件簿』日経BP社 2009  
三浦展『第四の消費 つながりを生み出す社会へ』朝日新聞出版 2012  
石綿昌平『リアルとネットの融合による競争環境変化と価値創造の可能性』野村総合研究所 2013  
野口秀行『地方都市における不動産証券化の潮流とその可能性』野口秀行事務所 2007  
『日経MJ』2008年7月21日 日本経済新聞社  
『日経MJ』2008年7月28日 日本経済新聞社  
『日本経済新聞』2013年12月10日夕刊 日本経済新聞社  
『織研新聞』2011年8月17日』

#### 参考ウェブサイト

ブータン政府観光局ホームページ

[http://www.travel-to-bhutan.jp/about\\_bhutan/%E5%9B%BD%E6%B0%91%E7%B7%8F%E5%B9%B8%E7%A6%8F%E9%87%8F](http://www.travel-to-bhutan.jp/about_bhutan/%E5%9B%BD%E6%B0%91%E7%B7%8F%E5%B9%B8%E7%A6%8F%E9%87%8F)

国土交通省ホームページ <http://www.mlit.go.jp/index.html>

総務省ホームページ <http://www.soumu.go.jp/index.html>

(指導教授：白川富章)