

## 金融技術が変える不動産マネジメント



経営戦略研究科教授(経営戦略専攻) 甲斐良隆

この10年を振り返ると、不動産を取り巻く環境変化は凄まじく、不動産に対する見方、経営戦略も大きく変わりました。それは一言でいえば、不動産の「金融商品化」現象であり、企業経営にとっては、不動産マネジメントの自由度が一挙に拡大したことを意味します。本稿では、特に金融技術の波及によって不動産がどのような影響を受けたかを概観します。

### (1) 利用と所有の分離

日本は世界有数の不動産大国です。国富の半分は不動産が占め、個人資産に占める割合もずば抜けて高いのです。土地神話の言葉が象徴するように、土地に対する愛着は一種の国民性であり、そもそも、企業にとって、土地はビジネス活動における極めて重要なリソースです。生産、営業、物流、何を行うにも土地の利用が伴います。また、不動産は銀行から融資を受ける際の最も頼りになる担保であり、苦しくなった時に切り売りできる「打出の小槌」でもあります。

その不動産が一転して企業を困難な状況に追い込む時がきました。それがいわゆる「バブルの崩壊」です。不動産の総資産に占める割合が禍になって、コア事業の業績に関わらず、地価の上がり下がり企業が全体の価値を左右してしまいます。もともと不動産を抱えるビジネスである建設・不動産業は当然として、一般製造業でも不動産の値下がり塗炭の苦しみを味わうことになりました。

このままでは不動産と心中することになると考えた企業は、地価の変動に一喜一憂しないで済むよう、不動産の呪縛から解放されるよう、その模索が始まりました。

### (2) 金融商品化した不動産

その切り札が「不動産の金融商品化」です。金融商品化にはいくつかの側面がありますが、ここではそれらを3つに集約してみます。

まず、不動産が証券市場で取引されるようになったという面です。具体的には、住宅ローン債権の証券化(MBS)や不動産投資信託(REIT)、私募ファンドであり、いずれも本来高価格の不動産を小口化、標準化することで投資家層を広げることに成功しました。使い勝手の悪い不動産市場から、インフラが整った証券市場に売買の軸足を移すことによって流動性も飛躍的に高まりました。それらの中心的な買い手は年金や保険会社等の機関投資家ですが、個人の保有も少なくありません。

この現象は2001年前後に始まりましたが、企業の不動産切り離しはその後加速していきました。本社の「証券化」した企業はNEC、森永製菓、日本鋼管をはじめ数知れず、店舗や営業

支店、ガソリンスタンドを対象にした企業もありました。

金融商品化の第2の側面は、不動産の価格評価の方法がDCF法等の金融資産並みになったことです。従来の代表的な方法は、取引事例比較法と呼ばれ、評価したい物件と類似の取引事例を収集し、その取引価格に時間や地域、交通の便等、プラス要素、マイナス要素を加味して該当物件の価格を決定する方法でした。それに対し、物件の将来収益（キャッシュフロー）をもとに評価する方法が収益還元法、DCF法であり、広く金融商品の値付けに用いられてきました。DCF法を簡単に説明するために、更地にオフィスビルを建てテナント料を得る例を取り上げます。ビルの建設費をC、期間tでの売上から費用を控除した純収益をIt、保有期間T、割引率rとすると、土地の価格Ptは、将来キャッシュを割引して

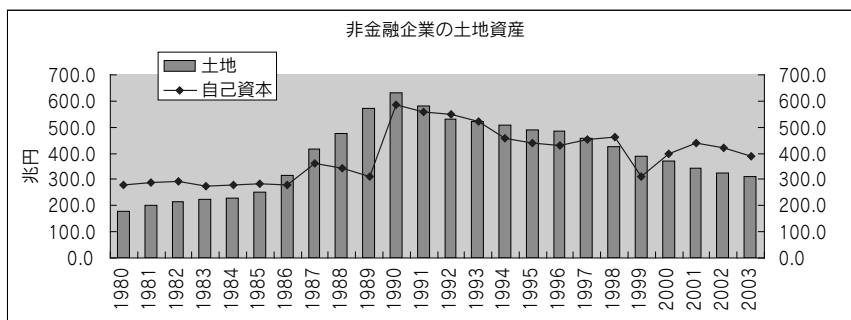
$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{I_t}{(1+r)^t} + \frac{P_T}{(1+r)^T} - C$$

で得られます。なお、2001年の不動産鑑定評価指針の改定で、DCF法の使用が原則となり、特に、証券化や投資信託では必須となりました。

第3の側面が不動産のリスク管理、投資手法への金融技術の適用です。現に、ポートフォリオの考え方や優先劣後構造の設計、デリバティブ等は不動産分野でも大きな力を発揮し始めています。また、金融技術の利用によって、不動産に関する個別のニーズを充足するだけでなく、社会全体にとって望ましい資源・リスク配分が実現されることとなります。

### (3) 企業経営における不動産マネジメント

次のグラフは日本の代表的企業（上場の非金融企業）の自己資本額と土地保有額の推移を表しています。



注目すべきはこの2つの指標が見事なまでに重なっていることです。極端な言い方をすれば、企業は資本や利益のすべてを不動産に注ぎ込んできたと解釈できます。俗に、日本企業は半分コア事業で半分不動産業だと揶揄されるゆえんでもあります。バブル崩壊前の不動産価格は高度成長の波に乗って上昇し、その収益率は債券や株式より高かったのです。一方、企業の側では、不動産は簿価で計上すれば良く、古くからの土地持ち企業は膨大な含み資産を持つに至る

等、マネジメントの対象と考える必要性がありませんでした。

一転、バブル崩壊後は不動産保有のリスクが意識されだし、会計ルールの変更が矢継ぎ早になされました。リスク情報の開示制度が2003年から始まり、2005年には固定資産の減損会計が適用となりました。時価が簿価×50%を下回ると強制的に評価替えを行い、損失計上するというものです。ついで、2008年には、販売用不動産の低価法適用が実現し、さらに今日では、投資不動産の時価評価も視野に入ってきました。もはや、経営者にとって、不動産を手に入れるとじっとしまいでいけば良い時代でなくなりました。

経営に必要なリソースは、資金・人材・設備・知的財産そして不動産と言われています。そして、資金なら財務部、人材なら人事部といった具合に管理セクションが決められ、権限と責任が明確にされています。しかしながら、金額もリスクも大きい不動産をマネジメントする機能は未だ確立されていません。管理部門は契約やメンテナンスの立場から関与してきましたが、不動産の価値変動、事業連携に対しては経験が十分ではありません。

2006年、KPMGによって行われた調査（資本金10億円以上の企業を対象）によれば、管理セクションを設けている（予定含む）企業は38%に過ぎず、逆に管理体制に問題があるとする企業は62%に上りました。不動産をマネジメントできる、特にファイナンスの一環として切り盛りできる人材の育成が急務です。

金融技術は銀行や証券会社の中で生まれ、育成されてきましたが、その中心テーマは価値評価や不確実性の制御であったため、近年では、経営の場でも強い威力を発揮することが徐々に認識されだしました。まさに金融技術の波及が不動産を「不動」から解き放ち、必要に応じて最小限保有すればよい資産に変えたのです。

ところで、今日の金融危機、サブプライムローン問題が示唆しているように、技術の独走はブレーキが壊れた自動車で走る類であり、放置すれば市場に致命的な災いをもたらすこととなります。技術進歩が社会に幸福をもたらすには、倫理教育と適切な規制が不可欠です。とりわけ金融技術は儲け話に直結することが多く、関係者はその危うさを十分に心しなければなりません。

