

## 証券化の進展にみる事業会社の未来

松田千恵子

株式会社ユーホレイション・インヴェストパートナー  
(日本CFO協会主任研究委員)

二〇〇五年度から、不動産の実売価格が公開されることとなった。これまで、不動産鑑定士による公示価格などが公表されていたものの、実売価格と乖離しており取引にくい、との声が高かった。新制度がうまく導入されれば、投資家の評価にも資する可能性があるだろう。急速に一般化している証券化やREIT（不動産投資信託）、私募ファンドといった不動産の金融化の動きにも影響を与えていくかもしれない。金融市場に身を置く立場からすれば、特殊かつ非合理的であった日本の不動産取引が、市場原理に基づき透明性と経済合理性を確保していくのは当然の流れとも見えるのだが、先般お会いした不動産業界の著名な論者は、不動産の金融化により、不動産会社は中長期的な存在意義を問われることになる」と鋭い懸念を口にかけていた。

この懸念を、ファイナンス的な観点

から見てみよう。一般に、投資家は自らの資金を企業経営者に委託し、企業経営者は事業を行うことにより受託したその資金を運用し、投資家にリターンを返すとされている。このとき、両者の間には情報の非対称性が存在するため、そのリスクに対して投資家はリスクプレミアムを要求する。ここで前提となっているのは、投資家は企業経営者以上には事業におけるリスクリターンを知り得ない、ということだ。不動産の金融化が覆そうとしているのはこの前提である。

すなわち、事業の対象たる不動産自体が金融商品化してくればして、そのリスクリターンは、投資家にとって、知り得るものになってくる。事業の対象のリスクリターンが直接分かるのであれば、何をわざわざ高いリスクプレミアムを払って受託者リスクを取ってまで経営者に資金を委託する必要があらうか。さらに、間に経

営者が入れれば、リターンは税金支払によつて明らかに減少する。投資家としては、透明性と経済合理性が確保され資金投下が可能であるならば、直接不動産に資金を投下することを好するであろう。不動産事業会社は「中抜き」されてしまうことになりかねないのである。事実、こうした不動産と金融の相克が日本よりはるかに早く起つた英米では、既に不動産の単純な保有はREITなどの手に移り、日本によくあるような、単に不動産を保有して賃貸している、といった形態の不動産会社はほとんど存在しなくなっている。

不動産ほど極端ではないにせよ、どのような企業において、事業の付加価値を改めて考える必要性は、金融市場が伸長するにつれ強まってくるのではないだろうか。逆説的なようだが、市場適合的な経営が求められている。昨今、企業が真剣に考えるべきは、小手先の財務テクニクや市場対応策などではなく、自らの行う事業が本当に持っている揺るぎない付加価値とは何なのか、といったことではないかと思える。そこに焦点が定まらなければ、事業の付加価値を支える、より大きな意味での財務の必要性も理解されてくるだろう。

では、存在意義はどこにあるのだろうか。金融の手の及ばないところ、それは事業においてより付加価値を付けていく、ということがありえない。不動産事業であれば、例えばそれは不動産や地域のブランドデザインを考える企画力、そして利害関係者を取りまとめる企画を実行に移していく開発能力、といったあたりになってくよう。単に「モノ」を建てて、持って、貸しているだけでは、付加価値ある事業を行っている企業として投資家に選好されることにはならないのである。そして、不