

報告番号	乙 第	号	氏 名	芦 谷 典 子
主論文題名： Strategic Management in the Age of 'Liquid' Real Assets				
(内容の要旨) 証券化技術の進展と共に世界規模で急拡大する REIT 市場。これは経済の何を変化させたのか。その変化が企業経営に及ぼす影響とは何か。本論文では企業として想定する主体を自治体にまで拡張し、理論とデータに拠る検討を行ったうえで、両者が採り得る新たな戦略および両者を取り巻く環境変化への新しい示唆を得る。 REIT の歴史は 1960 年にまで遡り、米国における REIT 創設がその年だ。日本版の上場市場は以後数十年経た 2001 年に開設され、当時 REIT 市場を有さなかった主要国のほとんどが、現在までに REIT を開始。REIT 法制や関連市場が整備されるに至っている。こうした上場市場の広がりにより、端的には、どの資産（実物資産）でもキャッシュフロー（金融資産）に変換できる時代になった。資産を担保とする新しい資金調達手法の普遍化である。技術革新と市場拡大がその容易さを助けており、これが実物資産と金融資産を分けて捉えた従来型のマネジメントを大きく変化させている。 マクロの面に視点を移せば、以上のことは、みなし金融資産（金融資産に分類可能な実物資産）の登場とも言い換えられる。あらゆる資産が金融資産の範疇に入る現代は、他の条件が変わらないとする但し書きこそ要するものの、金融資産の量的増加が起きているのとほぼ同様の状況変化に直面する。これは当然に、経営の上で考慮されるべきマクロ経済の諸条件に影響しているはずである。 本論文は、金融危機後の減速を経てもなお無視し得ない上記論点を理論に織り込み、変わりゆく企業（自治体）経営について検討するものである。データを用いた新戦略導入の可能性の検討の他、両者を取り巻くマクロ経済の環境変化とその調整プロセスの変化について、理論に基づき検討する。 理論分析の対象には、企業の競争優位を本源的に決定づける価格戦略や製品差別化も含まれる。どのような条件の下で価格約束（カルテル）が継続するのか、そうした共謀が崩壊する条件は何かについて、先行研究の指摘にもとづくモデルを使って検討する。これは証券化の広がりを受けた検討には当たらないものの、論文において、企業経営に生じるであろう変化を際立たせる役割を果たす。				

論文は大きく2つのパートに分けられる。初めのパートは伝統的企業（自治体）経営からの進展に関わるものである。具体的には、a) セール・リースバック方式の導入規準と b) 新しいマクロ経済動向の見方を提示する。それぞれ専門家（real estate professional）の知識（knowledge）の活用を通じた所有資産のマネジメントの効率化、資産流動化の広がりを受けた金融資産の量的変化に関連し、前者についてはデータによる検証も行う。そして2つめのパートでは、企業経営の本源的戦略に焦点を当てた検討を行う。具体的には、企業のカルテル行為を継続させる主要因を理論に基づき提示する。

初めのパートを構成するのは次の2つの研究論文、Ashiya (2013a) “Determinants of Potential Seller/Lessee Benefits in Sale-Leaseback Transactions” (Forthcoming in *The International Real Estate Review*) と Ashiya (2013b) “Perfect Real Estate Liquidity and Adjustment Paths to Long-run Equilibrium” (*Journal of International Economic Studies*) である。2つめのパートを構成するのは次の研究論文、Ashiya (2004) “Robustness of Cartels Facilitated by Anti-dumping Regulations” (*Australian Economic Papers*) である。

第1の研究論文、Ashiya (2013a) の目的は2つある。1つは、企業や自治体がセールリースバック取引を実施する際の意思決定の規準について、モデルにもとづき検討することである。対象物件のオフバランス化を難しくする新しいリース会計基準を鑑みたくて、オフバランスに抛らない同取引のベネフィット—対象物件の使用に関わるユーザーコストの変化—を定式化する。理論的検討からは、コスト低減を実現させる real estate professional (同取引における買い手 buyer となりかつ賃貸人 lessor にもなる) の knowledge が、同取引のベネフィットを決めることが示される。これは先行研究における指摘と同様だが、結果の意義は同指摘の確認のみならず、理論的裏付けを加えた点にある。2つめの目的は、理論的に導いた意思決定規準 (knowledge) の定量化である。質的指標である knowledge を量的指標に変換したうえで、日本の公共資産マネジメントへのセールリースバック取引の適用可能性を示す。加えてこの変換（定量化）の手法について、有効性を確認する。人口、面積、ロケーションおよびデータの利用可能性から日本の代表都市（さいたま市）を選び、公開データに拠る検討を行った他、本論文にて採用した knowledge 定量化の手法について有効性を示した。分散分析（ANOVA）および多重比較検定の結果は、物件毎のコスト情報と築年数さえわかればセールリースバック取引を実施すべきか否か—物件所有者にとって同取引のベネフィットがプラスになるか否か—を判断できることを示唆している。すなわち同取引の意思決定には物件毎の床面積や容積率といった物理的情報は不要となる。コスト情報と築年数のみに基づく knowledge 定量化の手法が有効となることを、検定結果は示唆している。

戦後日本の均整的国土開発政策を鑑みれば、以上の示唆は、分析対象としたさいたま市のみな

らず、日本の自治体一般への適用が十分可能な示唆であると評価できる。日本特有の制度や政策、公共資産を取り巻く事情 (institutional environment) を反映し、明らかするものでもある。関連諸税 (キャピタルゲイン税、所得税) を免除される日本の自治体からみれば、knowledge 指標は、セールリースバック取引の非常に簡易な実施規準に相当する (これを企業が採用する際には、税の考慮が必要になる)。論文では、knowledge 指標の計測値が、real estate professional の能力に照らし現実的なレベルに収まる場合において、セールリースバックに適する物件であると評価した。

具体的には、セールリースバック取引を検討する自治体のメリット (物件運営リスクからの解放を想定) と、同取引の実施後に物件運営を担当する real estate professional が要求する純収益 (net operating income) のいずれもが確保されることを前提として knowledge 指標を計測した。データが端的に示すのは、自治体 (seller/lessee) および物件運営の専門家 (buyer/lessor) 双方の要求が満たされるには、現状よりもより低いコストのもとで物件運営がなされなくてはならないことである。そこで論文では、この削減を実現するため専門家の knowledge が活用されるものと想定し、現状と比べ、物件運営コストをどれだけ削減すべきかを百分率で表示した。これが knowledge 指標である。knowledge 指標の分布はヒストグラムによって表現され、knowledge 0-10% (コスト削減が現状比 0-10% で済む物件) はセールリースバックに問題なく適合するもの (Best Suited for SLB) と評価した。物件毎の残存耐用年数と同じ年数分だけリースバックを実施する契約を想定し、さらに公共資産を対象とする特殊性を鑑みたくえで、キャップレート (capitalization rate) を同残存耐用年数 (リースバック年数) の逆数として把握した。これは year's purchase の考え方を援用したもので、市場で決まる同レートとは値が異なるものである。たとえば残存年数 10 年であればキャップレートはその逆数の 0.1 が適当であると考えた。すなわち real estate professional は 10 年かけて物件買収にかかる費用を回収するものと想定したうえで、データ分析を行った。これは先に示した前提、すなわち自治体側のメリットが完全かつ優先的に満たされるとする想定とも矛盾しない。

第 2 の研究論文、Ashiya (2013b) は、不動産の流動性が完全である世界をモデルに描いたうえで、不動産の完全流動性がマクロ経済の諸条件をどう変化させるのかを検討するものである。Branson と Buiter (1983) が再検討したケインジアンフレームワークを基礎として、民間保有の金融資産ポートフォリオに流動化された不動産 (liquidized real estate) を並列的に組み込む形で新たなモデルを構築した。この拡張は家計や企業の証券化商品保有意欲の高まりといった REIT 成長時代の特徴を反映し、かつモデルの複雑化を抑える利点を併せ持つものである。作成したモデルに拠るならば、証券化の広がりにより、企業や自治体を取り巻くマクロ経済の調整プロセスに変化が生じることがわかる。論文では、海外における金利上昇を想定し、この影響をモデルを使って検討した。モデルから得る結果に拠れば、短期均衡 GDP を押し上げたはずの影響が、長期においては押し下げの向きに転換する「攪乱」の可能性が消滅する。これは金融資

産の量的増加がアブソープションを刺激するという資産効果が十分大きく、仮定した純輸出への負の影響を相殺する影響をもつことに拠っている。あくまで理論的に完全な世界が前提だが、この結果は、マクロ的には、不動産の流動性が海外からくる影響を弱める役割を果たすことを示唆している。

第3の研究論文 Ashiya (2004) の目的は、反ダンピング政策が自国企業と外国企業のカルテル締結を助長するとの Prusa (1992) の指摘を定式化し、同カルテルの頑健性を決める主要要素を明らかにすることである。検討を通じて、金利と製品差別化の2つの要素が結ばれたカルテルの頑健性、すなわち同カルテルが継続するか否かを定めることが示される。モデルに拠れば、金利が低いほど、そして製品差別化の程度が小さいほど同カルテルは頑健になる。構築したのは自国企業（反ダンピング政策の保護の下にある企業）と外国企業（自国市場に向けて輸出を行う企業）の2企業によるベルトラン複占価格競争モデルであり、トリガー戦略を想定した。供給市場は自国のみが存在し、差別財が供給されるものとした。時間軸は無限である。

以上の設定下では、自国企業と外国企業の意味決定は、カルテル破りを行う場合の将来利潤の流列（割引現在価値）の和が、カルテル継続時のそれと比べて大きくなるか否かに拠ることになる。金利が低い場合には、カルテル破りを行った後に無限に続く将来利潤の割引率も小さくなる。それだけ現在獲得し得るカルテル破りによる利潤が小さく評価され、カルテル継続によって得られる将来利潤の総和が大きく評価されるので、両企業とも、カルテル継続への誘因が強くなると説明できる。また、製品差別化の程度が小さい同質的な市場においても、両企業はともにカルテルを続け、共同利潤を最大化する戦略を採り続けることに誘因をもつ。トリガー戦略の想定下では、カルテル破りを行った後に完全に近い競争状態が続いてしまうためである。同質的な市場において競争状態が発生すれば、両企業とも、得られる利潤がゼロに近づくことになる。それゆえ両企業とも、カルテル逸脱への誘因は弱くなると説明できる。

注意すべきは、市場を自国のみを設定する点である。これに矛盾無く相殺関税の発動要件を想定すれば、「外国企業の設定価格が自国企業のそれと比べて少しでも低いこと」のみをもって反ダンピング税を発動してよいことになる。すなわちこの想定により、保護当局（自国政府）の性格は過度にナイーブなもの（行き過ぎた保護を行うもの）として単純化されてしまう。論文では、モデル上のこの欠点を、以下に説明する別のメリットが大きく超えるものと考えて、市場を自国のみを設定した。想起すべきは反ダンピング税の規定であり、規定によれば、輸出企業に市場略奪の意図が有るか否か（略奪的意図の有無）が相殺課税を課す条件とされている。略奪的意図のモデル化は、母国市場における稼ぎや母国政府による補助金を源とする廉価販売を想定せずとも、輸出市場1市場のみを想定し、その市場において競争相手（自国企業）よりも低い価格を付けるという単純な輸出戦略を「ダンピング」と定義する本論文の設定により十分実現可能である。