

パネルディスカッション
日本企業の不動産経営戦略の新潮流

コーディネータ：

加藤 淳哉 （株式会社 KPMG FAS パートナー）

パネリスト：

塚原 啓仁 （イオン株式会社 財務部 財務企画 グループマネジャー）

高松 太樹 （東京ガス株式会社 管財部 活材推進グループ 主幹）

石川 尋夫 （社団法人不動産証券化協会* 企画部）

川口 有一郎 （早稲田大学大学院 教授、不動産金融工学学会 会長）

川口有一郎氏（以降、敬称等略） 引き続きましてパネルディスカッションを行いたいと思います。コーディネータは株式会社 KPMG FAS パートナーの加藤様です。イオン株式会社財務部財務企画グループ・マネジャーの塚原様。お二方日は東京ガス株式会社管財部活材推進グループ主幹の高松様です。社団法人不動産証券化協会企画部の石川様です。それから私もパネルに参加させていただきます。では先生、どうぞよろしくお願ひします。

加藤淳哉氏（同） 皆さん、こんにちは KPMG の加藤と申します。これから3時半まで、CRE 関連の話題でパネルディスカッションを進めていきたいと思ひます。具体的なパネルディスカッションに入る前に、皆さんは川口先生は十分ご存じでいらっしゃると思ひますが、今日ご登壇いただきましたパネリストの皆さんに簡単に自己紹介をしていただこうと思ひます。まず高松さんからお願いいたします。

高松太樹氏（同） 東京ガス管財部から参りました高松と申します。弊社のことしか分かりませんが、何かお役に立てればと思ひます。よろしくお願ひいたします。

塚原啓仁氏（同） 私はイオン株式会社財務部財務企画グループから参りました塚原と申します。イオンはいろいろな事業を行っており、

よく言われるのがGMS、総合スーパーでございます。ジャスコ、サティのブランドで全国に展開しております。またディベロッパーとしては、モール型タイプを中心としたイオンモール（株）、あるいはイオンリテール（株）の中にディベロッパー事業を持っており、そちらでも事業を展開しております。ほかにクレジットカードビジネスやサービス事業といったものを展開しながら、グループとして事業を行っております。今回私は財務部門として参りました。ホールディングス会社の立場から今回のCREMについていろいろな角度から意見を述べさせていただきたいと思っております。よろしくお願ひします。

石川尋夫（同） 不動産証券化協会の石川と申します。私は当協会の事務局の中でCRE マネジメント懇談会という勉強会を担当し、主に実務家の皆様方とCRE マネジメントに関する勉強にここ4年ほど携っております。本日はこの勉強会での議論の内容を中心にご紹介させていただきたいと思ひます。どうぞよろしくお願ひいたします。

加藤 ありがとうございます。最後に私ですが、あずさ監査法人の100%子会社であるKPMG FASというアドバイザー会社で不動産や建設セクターに関連した様々なアドバイ

* 平成23(2011)年4月1日に一般社団法人不動産証券化協会に名称変更。

1. CREマネジメントが必要とされている背景

従前

- 不動産の含み益に着目した敵対的M&A
- 減損会計の導入

現在

- 賃貸用不動産の時価注記
- 資産除去債務の計上
- IFRSの導入



© 2010 KPMG FAS Co., Ltd. a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

ザリーサービスを提供しています。その関連で、CRE マネジメントに関するアドバイザーサービスを事業法人に対して提供させていただいています。

〔スライド1〕 それでは具体的なパネルディスカッションに入っていこうと思います。今日のこのパネルディスカッションの目的としては大きく四つぐらいのことを考えております。まず最初に、CRE マネジメントが必要とされている背景はどういうことなのかというお話を簡単にさせていただき、その後にCRE マネジメントとは具体的には何を意味しているのか、それを実行することによってどんな効果が期待できるのか、その辺りのところを皆さんからお話ししていただこうと考えています。その後、最後に今後CRE マネジメントを実行していく上でどんなことが課題として挙げられるのかをお話ししたいと思います。

最初にCRE マネジメントが必要とされている背景です。お手元の資料ではCRE マネジメントが必要とされている背景を従前と現在の二つに分けて記載しています。従前というのは5～6年ぐらい前のことをイメージし

ていただければいいと思います。実際CRE マネジメント云々というものがいろいろメディアで言われたり、事業法人の皆さんがCRE マネジメントを考え始めたり、あるいは投資家や金融機関がCRE マネジメントをどうやっていますか、今後の対応はどうしますかというようなCRE マネジメントに関するお話をするようになり、関心が高まってきました。

当時どういうことが起こっていたかと言いますと、まず第一に不動産の含み益に着目した敵対的M&Aが盛んに行われていた、あるいは話題になっていた。例えばスティール・パートナーズがサッポロビールの恵比寿ガーデンプレイスの含み益に着目して、敵対的M&Aをサッポロビールに仕掛けていました。あるいは村上ファンドが阪神電鉄の持っている不動産の含み益に着目して敵対的M&Aを仕掛け、その結果思いもよらぬところで阪急と阪神が合併してしまいました。そうこうしているうちに村上ファンドも状況が変わり、その後リーマン・ショック等でプライベートエクイティファンドの投資も停滞しました。

今はとくに敵対的 M&A という脅威はさほどありませんが、当時は敵対的 M&A を契機として企業の経営者の皆さんは、自分たちもしっかりと不動産の有効利用を図らない敵対的 M&A の標的となると感じました。

一方、制度的点から申し上げますと、当時は会計手続きの変更がありまして、減損会計が導入されました。それに伴い、固定資産も放ったらかしにしておく、ある日時価が簿価を割り込んだときに、割り込んだ部分の含み損の顕在化を会計的に迫られるようになりました。

いわば会計手続きの変更と敵対的 M&A という二つの外圧が大きな契機となって、企業の経営者は自分たちの持っている不動産の有効利用に対する関心を今まで以上に払うようになったというのが、大きな流れとして従前にありました。それが投資市場の低迷や減損会計の導入に対する対応が一巡したあたりから、CRE マネジメントに対する議論もスーッと尻すぼみになったというのが、実は3年ぐらい前にありました。

ところがここに来て、また CRE マネジメントに対する関心が高まっています。その背景としては、お手元の資料の「現在」の箇所に記載していますが、またまた会計手続きの変更として賃貸用不動産の時価注記が導入されたことが挙げられます。事業法人の持っている賃貸不動産の時価を、每期每期鑑定評価等を取って、財務諸表に注記することが必要となったのです。

そうすると何が起こるかと言いますと、証券アナリストはそれを見て、バランスシートに載っている簿価ベースで見た場合の ROA などの分析をするのと同時に、もう一つ時価に置き直した場合の ROA などの分析ができるようになります。この会社は不動産を有効に使っていないという評価を下されるケースが実際起こり始めていますので、ここに来てまた企業経営者の不動産を持つことに対する緊張感が高まってきています。

これにさらにとどめをさしているのが、IFRS（国際会計基準）の導入に向けた動きで

す。IFRS が導入されると、先ほど申し上げた減損会計の判定基準が厳しくなります。これも会計手続きの変更という外圧なのですが、これに伴って企業経営者が不動産を持つことに対して、あるいは不動産をいかに活用してキャッシュフローを生むかということに対して、関心が高まっていると私達は理解しています。

そこでパネリストの皆さんにお話をお聞きしたいと思います。まず高松さんにお話をお聞きしたいと思います。高松さんは、東京ガスというインフラ系の企業で実務を担当していらっしゃいます。事業で活用する CRE には所有しているものも賃借しているものも含まれていると思いますが、CRE を活用して事業を行っている企業の CRE 担当者としてのお立場から見て、CRE マネジメントが必要とされている背景についてのお考え等ございましたらお聞かせいただきたいと思います。

高松 CRE マネジメントについては、会社の保有する不動産についてどのぐらいの物件をどういうふうに使って、どういうふうに管理していくかをきちんと把握するのは経営の最初のステップとしてとても重要でございます。当然それについての使い方も含めた説明責任も考えていくことが、CRE マネジメントの原点であろうと思っています。

個別、具体的な作業としては、不動産ごとに直接の事業に供している・いないかを整理し、遊休化しているものについても本来の目的が終了しているのか、あるいはまだ可能性があるのか、また、いたずらな管理費用が発生していないかを検証していくことも大切な作業です。これも人的な作業だけではなく仕組みとして会社の中に根付かせていくことが、今、百数十年弊社の歴史の中でとても重要なこととして取り組んでいるところでございます。

弊社グループも1万人規模の人数を有している会社ですので、各事業部門の独立化が非常に進んでおり、そもそも各事業部門で不動産の取得や賃貸の意思決定がされていた経緯があります。それぞれの部門がそうとう強い

権限を持っていますから、不動産の取り扱いに関する会社のガバナンスについては、非常に機能しにくい環境にあったというのが十数年前の状況です。

そうした中で、会計制度の国際基準の導入も含めて、世の中の変化にきちんと会社として対応していくには統一的なコントロールが必要で、まだ完成しているわけではございませんが、東京ガスとしての取り組みを今形作っていくことに勢力を注いでいるところでございます。

不動産については、それぞれの事業部門の新規の大型投資案件、例えば工場建設とか、あるいは弊社で言うと大きなガスタンク（弊社では「ホルダー」と称します）の設置等については、大規模な投資案件として非常に注目されることになるのですが、小さい物件、例えば皆様のお宅のそばにもひょっとしたらあるかもしれませんが、圧力を小さくするような設備がございます。その設備の用地は10平米とか15平米ぐらいの土地で、数千という数でございます。

そういうところはあまり注目されませんが、それなりに管理をきちんとしていかないと遊休化したり、あるいは（将来のパイプライン用地として）事前に余裕を持って取得するようなことにつながる場合があります。そうした部分も含めて、遊ばせているのではないかというような最近の投資家の皆様の視点に対して、きちんと応えられるような整理をしていく。そういう点からも、CRE マネジメントの必要性があるのではないかと考えています。

古くから機能しているの物件は簿価が低いという意味で、含み益の話にもなってくると思いますが、古い設備ながらも現在稼働しているものについてどんなふうに評価するかといった部分もこれからのCRE マネジメントの中では、会社としての判断基準を明確にして、今後もそこをそのまま使っていくのか、あるいは整理して新しい取り組みをしていくのかということ、個々の物件について判断できるようにしていく。今までは弊社の各

事業部門に任せていたところがありましたので、そういうところを今整理し直しているところでは。

M&Aの脅威という意味では、どこの事業者さんも考えていらっしゃると思いますが、買収を目的として来られる方が、それなりの利益創出がもっとできるということで対立提案として出されてくるということだと思います。どういう狙いで来られているのかをきちんと把握して、弊社として社会的な意義、あるいはそれに対抗するだけの正当性をきちんと確立することが必要になってまいります。そうした部分の材料がいかに整えられるかが必要になってきますので、その点でもCRE マネジメントの必要性は十分あるのではないかと。従前も、今も、きちんと会社の説明責任を果たさなければいけないと認識しております。

会計制度の変更という意味では、世界にいろいろな企業が飛び出している状況の日本としては、国際化に対応していくことは一つの大きな必然性とは思っています。けれども今の会計基準の取り組みは、将来にわたっての商品開発の取り組みなど長期的な、先がやや不透明な取り組みに対しては、評価基準が曖昧になってくる。どうしても数字としてのアウトプットに対する評価が基準になってきますので、そうした部分を今後社会に対してどう説明していけるかというところは、私どもとしても課題ですし、国としての一つの方針みたいなものももし出てくるのであれば、一緒に考えさせていただきたいと考えています。

今の取り扱いを進めるにあたっては、結果としては新しい会計基準が保有不動産の価値に与える影響が大きいと、弊社としては考えております。自社として適正なCRE マネジメントは、まだまだ不十分なところが多々あるので、今後ともいろいろな外部の企業様、それからここにいらっしゃるような先生方のご意見等も踏まえて十分考えていきたいと思っております。

不動産関連プレーヤーさんということでは、弊社も昔からガスを製造する原料の変遷がありました。昔は石炭で、つい30年ほど

前までは原油を使い、今は天然ガスを外国で液化してそれを輸入し、単純に言えば日本で海水をかけて気化せて、パイプで皆様に送り届けている。そのため、昔は重厚長大な設備があったものが、使わなくなっている広大な遊休地があります。最近で言えば東京都さんと話題になっている、築地の市場の移転先となっている豊洲の用地もございしますが、そうしたところも含めて、とくに大規模な、広大な土地について企業様の関心度が高いというところは正直ございします。

弊社に向けてのCREのコンサルを含めたご提案はいろいろなところからいただくのですが、お話を伺っているとご提案いただいている企業のメリットを追求されているのか、私どものメリットということでお話をいただいているのか、よくわからないお話もございします。そうした中でも、弊社として何が正しいCREなのかをきちんと確立し、会社としての考え方を明確にしておくことが必要だと考えております。

加藤 ありがとうございます。続きまして塚原さん。塚原さんはイオンさんの財務部で不動産ファイナンスの担当ということで、不動産を活用したアセットファイナンスなど様々なCREに関連した業務をご担当されていらっしゃると思います。例えばイオンさんで商業施設をどこかに建設するとなると、出店の立地の選定から検討が始まります。特に商業不動産は店舗単位でB/SとP/Lが作成することが比較的容易なため、非常にCREマネジメントをやりやすく、CREのパフォーマンスも計測しやすいと思います。塚原さんのお立場から見て、CREマネジメントが必要とされている背景をどの様にご理解されていらっしゃるでしょうか。

塚原 私は今財務部におりまして、先ほど加藤さんがおっしゃったようなアセットファイナンスも含めて、コーポレート全体の資金調達を行っております。また財務戦略を立案したり、資金調達やIR等を担当しております。思うにイオンという会社はやはり小売グループなんですね。「お客さま第一主義」を徹底

しまして、基本的にわれわれの発想、DNAはすべて、お客さまに最も近い店舗不動産が重要です。

店舗というのは、それこそ数百億の大規模なリージョナル・ショッピングセンターから、総合スーパー、あとは食品スーパーまで色々あります。食品スーパーはマックスバリュという業態で展開しております。この店舗出店を日本全国はもちろん、今後中国、ASEANに対してより加速してまいります。

そうした中で、店舗不動産の位置づけは、投資用不動産というより、事業用不動産です。要はインフラです。この店舗を使い、どのように会社全体、あるいは各部門の経営指標、あるいは店舗そのものの業績、パフォーマンスをチェックしていくかというのは非常に重要な話です。CREMというのは、第一に、いろいろな不動産をノンコアアセット、コアアセットへ区分をし、あるいはそのアセットの処分や活用を行うといった概念だと思うのです。しかも、われわれのような事業会社は、不動産を必ず使わざるを得ない業態です。とくに小売ですと、まさにCREMとは、それらの概念に加え、不動産を切り口にした経営戦略そのものだと私は考えております。また同時に財務戦略であると考えております。

私は今日こちらに来る前に、弊社グループ全体の店舗の数をあらためてもう1回調べてみました。弊社は2月、8月の決算を行っており、8月末でいったん上期の決算を行ったときに、GMS（総合スーパー）と呼ばれるものが国内外合わせて約600ございします。うち50が海外にございします。食品スーパーにつきましては、合計で今約1280ございします。またミニストップというコンビニエンスストアも、約3700ございします。ほかにドラッグなど、いろいろな専門店をやっております。またいちばん投資が大きいリージョナル・ショッピングセンターは、全国に約100のモールをわれわれが所有あるいはリースをしております。

これらの全ての店舗のパフォーマンスをいかに上げるかが重要です。われわれの場合、リージョナル・ショッピングセンターのアン

カーテナントには、ジャスコ、サティと言う、いわゆる総合スーパーであることが特徴的です。ここでは食品、衣料、住居・余暇の全ての品揃えをし、安心安全を第一に、しかも価格メリットも当然お客さまにご提供しながら、そのほかのコンペティターと勝負を行っております。

こうした中でわれわれの事業用資産は、現在、連結 B/S の中で約 1 兆 4300 億円あり、これがほぼ固定資産の半分を占めます。これら事業用資産をいかに弊社グループとして、とくに財務部門としても、コーポレート全体としての成長に活用するか、同時に財務バランスも改善させるかが重要です。当然、ステークホルダーの中の債権者様、格付機関等はわれわれの借入金の増減について非常に注視しているからです。

一方でわれわれは成長のために投資を行います。現環境下では内部留保で基本的には投資をしていきます。今後 ASEAN あるいは中国で展開する上では、限られた投資資金をいかに国内と海外で配分を行うかが重要です。またこれまで投資した国内の既存店舗に対してどのように活性化を行うか、投資を新店と活性化でも、どのように配分していくかも非常に重要になってくると思います。

不動産コストの削減の観点では、もともと小売グループは、P/L の発想は非常に強いです。コスト削減についても本当に徹底しています。我々の前期末決算あるいは今上期の決算で、他のコンペティターとも比較しても、これは自信を持って言えるのですが、大幅なコスト削減を続けてまいりました。それぞれ不動産費、光熱費の削減は勿論、不要不急の修繕費も削減しています。但しお客様にご迷惑をかけないという前提の範囲です。またエコに向けた CO₂ 削減もしっかり取り組んでおります。

その他の CREM への取り組みについてですが、社内にあるサービス事業としてイオンデイトという会社で PM 会社を展開しております。CREM のデータベース化や、いかにコストパフォーマンスを更に上げていくか

というのは、小売にとって非常に重要な取り組みです。

CREM を、財務的観点から、資金調達も含めて活用し、しかも投資した事業用資産をいかに回収して収支コントロールをしていくかというのはまさに経営であり、これこそが CREM だと私は考えています。IFRS 等の会計的な動きにつきましても、当然財務ですので経理部門と密接に連携し、私自身も非常に注視しております。

会計的な課題では、第一に、先ほどお話がありました賃貸不動産の時価評価が注目されています。不動産会社であれば、殆どが賃貸用不動産であり、企業価値を考える上で分かりやすいと思うのです。賃貸用ビルを今いくらで売れるのかという時価が考えの基本であります。

但し、われわれのような事業会社ですと不動産をどのように評価すれば良いのか。純粋な賃貸用不動産とも若干違ってくると思います。なぜならば、われわれの大型ショッピングモールをイメージしていただくと分かりやすいのです。例えば、商業施設全体で延床 6 万平米で、アンカーテナントのジャスコあるいはサティゾーンを直営ゾーンとし、1 万 5000 から 2 万平米ぐらいまであります。専門店ゾーンのテナント・リーシングゾーンは、約 100 から 200 のテナント用区画がございます。

こうした中で、我々のような事業会社ですと、賃貸用不動産時価評価の注記の対象となるものは、実は専門店ゾーンと呼ばれるテナント・リーシングゾーンに限られます。直営ゾーンにつきましては注記の対象外です。

普通の賃貸業が中心の大手デベさんですと、賃貸用不動産の時価評価は、重要な情報となります。注記に載っている賃貸不動産の時価というのは、賃貸用ビルであれば、まさにそれぞれ REIT に組み入れられているビルと同じく、マーケットバリュエーにほぼ等しいと思います。

われわれの小売ですと、当然装置産業ですので、お客さまに来ていただくためには大きな投資、あるいはショッピングセンターが必

要です。そうした中でショッピングセンター全体を時価評価するのではなく、実は一部の専門店ゾーンしか、賃貸不動産の時価の対象にならないのです。

箱型GMSと呼ばれるものも同じです。例えば多層階で駅前にあるようなジャスコやサティがあります。ほとんど大半の面積がジャスコあるいはサティゾーンの直営部分で、外部テナントへ賃貸している専門店ゾーンが本当に一部しかありません。

当然重要性の議論はありますが、一店一店、ある評価指標なりキャッシュフロー等を用いて時価評価を行っています。600ぐらいのGMSを擁しておりますと、本当に評価作業も非常に手間です。しかも有価証券報告書に載るものが、注記で直営ゾーンを除いた部分的な不動産が時価評価として行われる。

ショッピングモール全体の中で、専門店部分のリーシングゾーンだけを果たして売買できるのかと言いましたら、当然できないと思います。すると、事業会社において賃貸不動産の注記の中の時価が、果たして何を意味するのかというのが、評価の手間と費用を考えた上でやや疑問に思います。

開示された情報をどのように活用されるのか、ご覧になる方にもぜひお考え頂きたいと思います。

第二の会計の課題としては、弊社の場合、借地上に店舗を多く展開しておりますので、資産除去債務についてです。

賃貸不動産の時価評価につきましては今期、資産除去債務については来期に、われわれの場合は決算で開示するスケジュールがそれぞれ異なりますが、今作業を進めています。

最後の会計の課題としては、減損です。われわれの店舗のなかでも、規模が大きい店舗につきましては非常に競争力がございます。大型ショッピングセンターは約100ございますが、他社のショッピングセンターの売上と比較しても大きなパフォーマンス誇り、業界平均より各指標が上ブレをしています。

一方で、規模が大きい食品スーパーにつきましてはどうでしょうか。弊社の場合、

より地域密着を進めており、大型ショッピングセンターより、今後更に加速して全国に対して展開を行っていきます。しかし食品スーパーの場合には、競争も激しく、他の競争店が新たに出た場合、中にはどうしても売上が下がる店舗があります。そうすると将来的には減損の可能性があるかがポイントになってきます。

われわれの事業の場合、評価単位があくまでも店舗単位が基本です。当然、各店長、あるいは各店舗を統括部門、もちろんマネジメントも含めて、投資した店舗用不動産をどのように投資回収するか、競争力が低下した店舗の減損を回避するため、いかに活性化等を行い、競争力を維持・向上し、減損を最小化していくか、今まさにCREを経営の課題として取り組んでおります。

加藤 ありがとうございます。川口先生はご研究者の立場から様々な企業のCRE担当者とお話をしたり、最近ですと、さらにパブリックセクターの不動産有効活用ということで役所の担当者の方たちともお話をしたりと、様々な活動、ご研究をなさっておられます。先生のお立場からご覧になりまして、CREマネジメントが必要とされている背景について、お考えがございましたらご披露いただけますでしょうか。

川口 私が日本で最初にCREの講演会をやったのは、1999年か2000年です。リロケーションという社宅を持っているところが、違う用途にしたい、これは何か概念的な枠組みはありますかと言うから、それはアメリカではCorporate Real Estateと言っているということだったと記憶しています。

CREは企業不動産と訳しますが、今お二方がおられました、私自身は実は企業経営そのものと思っています。なぜ企業経営そのものが問われているかと言いますと、先ほど矢野先生からお話がありましたように、キーワードはマクロには経済の金融化ですね。これが実はマクロ経済においても、ケインズ以降あまりよく進んでこなかったというところで、最近非常に熱心に研究されている。

例えばどういうことかと言いますと、村上ファンド等の活動は日本ではあまり評価されていませんが、彼はかなり物言う投資家ということで、日本の企業経営をかなり変えていった。要するに企業価値最大化ということが、理論のみならず企業経営に落ちていった。

その中で、では企業が持っている不動産は効率的に利用されているのかどうか。あるいは企業の不動産を金融のアセットと同じようにアセットとしてみなす、要するに資産クラスとしてみなすという考え方ですね。そうなるといった利回りはいくらかというような議論に落ちてくる。そのうちのいくらかをアセットとして切り出して、アセットファイナンスといういわゆる流動化、証券化という流れと結びつけてきた。

これが経済の金融化ということで、先ほどのご講演では、要するに実体経済という、景気が将来の実質金利の無限期間の合計であると。これはまさに経済の金融化ということです。実体経済は将来の期待、マネーとかファイナンスにからまるものの合計として表されるというのが理論的な枠組みで、それを具体化しているのが一つのCREマネジメント。つまり企業経営の戦略の見直しが余儀なく迫られている。その中で塚原さんからございましたように、事業用不動産の戦略の見直しということで、一時期はちょっと苦しい時代があったので、アセットファイナンスということで証券化し、本社を売却してそのお金で財政を立て直すというようなことがありました。

国の関係では、小泉・竹中政権のころに、財務省が保有している国有財産について、アセットファイナンスすべきだろうという議論があったわけです。どうも計算しますと国債の利回りが非常に低いので、アセットファイナンスで外に出したほうがコストが高いということは、民間の人も口々におっしゃいました。

最近では600兆という資産を国は持っているわけですが、そのうちの200兆円は証券化できるので、証券化して200兆円分を財政の先ほどの負債の部分の返済にあてればいいと、今の政権の中で、ある大臣はおっしゃっ

ている。

これは再び数年前の証券化の議論と同じ結果になるということで、今度はそうではなくて、事業用不動産として国の不動産も見ていくべきだろう。例えば国の不動産というのは、アセットクラスで、行政財産と普通財産という仕分けがあるんですね。行政財産は民間に使えないんです。

例えば、海浜地でいいロケーションの土地がある。これは行政財産である限り、民間に貸すことも転用することもできない。ということで最近では行政用不動産を普通財産に変えて外資をここに誘致するというように、国の不動産の見方、戦略も変わってきている。

どういうことかと言いますと、普通投資用の日本の不動産は、だいたい今利回りでもいいもので5%ぐらいしか生まない。表面利回り、要するに売上高と資産規模にしても、20%回ればいいほうです。ところが高松さんや塚原さんが扱われている事業不動産は、1550社平均で言っても、表面利回りが250%~500%もあるんです。

つまりこういうところで250%、500%回るということは、先ほどの経済の金融化、あるいは物言う投資家からのリクエストを受けて、これをどのように高めていくかということに、民間企業さんの場合にはCREマネジメントの流れというか圧力というか、企業経営戦略の見直し。

国の財産につきましても、物的な管理、つまり国土交通省的な管理ではなく、どちらかという経済産業省あるいは財務省的な、まさしく事業用不動産として見た戦略、財政であるとか、国民の期待を変えるような使い方に不動産を変えていくべきである。そういう流れが背景ではないかと思います。以上です。加藤 ありがとうございます。石川さん、不動産証券化協会では、事業法人の皆さんをお招きしてCRE懇談会を3年ぐらい続けていらっしやと思います。またCREに関連したアンケート調査を行っていらっしやいます。石川さんのお立場やご経験からして、CREマネジメントが必要とされている背景を

2. CREマネジメントのポイント

- CREに関するデータの整理がなされており、パフォーマンスの評価ができるか ～ CRE管理システムの導入
- CREの有効活用が効率的になされているか ～ CREのポートフォリオ管理の実行
- 効率的なCREマネジメント体制が構築されているか ～ CREマネジメント体制の集約



© 2010 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

どの様にお考えになっているか、ご披露いただけますでしょうか。

石川 少し背景とは異なる観点からご説明させていただきたいと思います。先ほど当協会のアンケートというお話が加藤様からありましたが、当協会では、2年に1度、一般事業会社を対象に不動産保有に関する意識調査を実施しており、2年前の平成20（2008）年に第3回の調査を行いました。前回は上場約260社の企業から回答をいただいております。この調査の中で、CREマネジメントの認知度に関する項目を設けていますが、CREマネジメントを戦略的に取り入れていると回答した企業は、前々回の平成18（2006）年には約4%だったものが直近の平成20（2008）年度では約9%に、倍増しております。

平成20（2008）年度の調査では、認識はしているが体制は未整備であると回答した企業が34%でした。先ほどの9%と合わせると、約半数弱の企業がCREマネジメントを認識しているという結果が出ております。

今年平成22（2010）年の10月、11月にかけて第4回目の調査をしており、結果はこれ

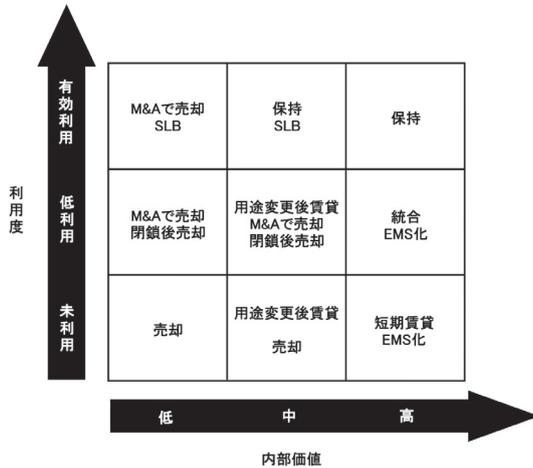
から精査をして来年の春に公表の予定ですが、先ほど皆さんからお話がありましたとおり、経営戦略の変化、見直しが行われている中で、CREマネジメントの重要性はますます高まっているのではないかと考えております。

もう一つ注目すべきところでは、CREマネジメントを認識していないという企業の中で、資産規模の大きな企業ほど、CREマネジメントの必要性を強く感じているという傾向が出ております。

もう一つ、業種の特徴として、非認知企業の中でも建設業、運輸・倉庫業は、CREマネジメントを導入する必要性を感じている傾向が高いという結果が出ております。こうした傾向が今回の調査でどうなるか、注目しているところです。

加藤 ありがとうございます。それではもう少し具体的に、CREマネジメントとは何かというところに話を進めていきたいと思えます。〔スライド2〕に、CREマネジメントのポイントということで、勝手ではありますが私もKPMGが様々な事業法人にCREに関連した相談を受けたりアドバイスをしている

3. CREのポートフォリオ管理



- コアビジネスに活用されており内部価値が高いCREは継続保有
 - ✓ 利用度が低い場合、他の事業と統合か、EMS化により稼働率改善
 - ✓ 未利用の場合は、EMS化により稼働させるか、暫定的な用途で短期賃貸
- 準コアビジネス、ノンコアビジネスで活用されており内部価値が中程度もしくは低いCREは基本的には売却、但し、
 - ✓ 利用度が高い場合、継続保有、M&Aで売却かSLBを選択
 - ✓ 利用度が低い場合、用途変更後に賃貸(CREの資産価値向上戦略)、事業売却(M&A)か閉鎖後単純売却を選択

(注) SLB(Sales & Leaseback): 売却後賃借
EMS(Electronics Manufacturing Service)化: 生産受託サービス

出所: FM推進連絡協議会編[2003]、『総解説ファンシリティマネジメント』日本経済新聞社を参考にKPMGIにて作成



© 2010 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

ときに、何が話題になっているのか、事業法人が何をやろうとしているのかを中心にまとめました。

大きく分けるとこのポイントは三つです。まず一つは、CREの見える化をしましょうということで、所有しているものも賃借しているものも含めて、自分たちがどこに何をどれだけ持っていて、どの様に使っているのか、不要なものは何なのかということが理解できるようにデータの整理をどの様にしましょうかということです。これができていないと、CREのパフォーマンスの評価もできません。

次に、CREの見える化ができたあと、CREの有効利用を体系的に実行するためのCREのポートフォリオマネジメントの導入があります。

もう一つの大きなポイントが、CREのデータを整理して、ポートフォリオマネジメントを実行する場合、誰がどの様に効率的にCREマネジメントを実行するのかという、CREのマネジメント体制の作りこみです。

すなわち、インフォメーションとポートフォリオマネジメントとマネジメント体制の整備

という三つの大きなニーズがCREマネジメントにおけるポイントです。

[スライド3] ご参考までに、CREのポートフォリオ管理といった場合、主にどういうことを意味するのかをご理解いただくためにお手元の資料の中にCREのポートフォリオ・マトリックスの例を掲載しました。マトリクスですから大きく二つの軸がありますが、その軸をどの様に設定するかはポートフォリオ・マトリックスを作成する企業によって違ってきます。マトリクスを作ってマトリクスの分野ごと、象限ごとに、CREのマネジメントの戦略を明確に実行してゆくというものです。

この辺りのお話を皆さんからお聞きしたいと思います。まず最初に石川さんにお聞きしたいと思います。不動産証券化協会では、先ほど私が申し上げたとおりCRE懇談会を数年に渡り行っていますが、その中で事業法人の皆さんのご発言や議論を通して、CREマネジメントという場合どういうことを皆さんが考えているのか、ご披露していただければと思います。よろしくお祈りします。

石川 先ほど加藤様のご説明の中でパフォー

マンス評価というお話がありましたので、当協会の勉強会メンバーのパフォーマンス評価に関するご意見を紹介いたします。実務担当者がパフォーマンス評価に用いている指標としましては、投下資本利益率 (ROIC) やキャッシュフローといった財務数値を用いた企業が多い傾向にございました。中には CRE の規模こそがすべてだという実務担当者もいらっしゃいました。何を指標にするかは業種によっても異なると思いますが、財務分析等に用いられている一般的な指標を、工夫しながら評価に用いているのが現状ではないかと思えます。

細かいところでは、ROIC を上げるために、実務担当者が個別物件の稼働率を見てそれぞれの CRE をどのようにすべきかを考えたり、さらに細かい話をすれば、半期に一度オフィスを回って机と椅子の使用状況を調査したりといったように、かなり細かなところまでケアされている実態が分かってきております。

ただ CRE マネジメントの効果そのものを評価するような指標が今のところ見当たらないというところで、悩まれているということも多くの方から聞いております。

もう一つ、CRE マネジメント体制というお話がございましたが、まだまだ経営戦略に CRE マネジメントを取り入れるところまでは、わが国の企業は至っていないようです。経営陣にも徐々に CRE マネジメントの重要性は認識されつつあるようですが、欧米に比べるとまだまだ理解は低いというのが現状のようです。欧米の話でよく聞くのは、CRE マネジャーの地位が非常に高いということです。トップから数えて上位 3 階層以内のところに位置していて、経営戦略と一体となって CRE マネジメントが展開されているのが実情のようです。

話は変わりますが、先日、当協会のジャーナルに論文を投稿されている方と CRE マネジメントに関する座談会をいたしました。わが国の企業を対象にした実証分析の一つで、外国人の持ち株比率の高い企業ほど過剰な不動産を処分している傾向にあるという結果が

出されているというお話がありました。

CRE マネジメント懇談会で実務家の皆さんと話をしているほどなと思ったのは、経営陣の中に外国人の方が最近非常に増えていると思うのですが、こうした企業は比較的 CRE マネジメントが進んでいるということです。それが、外国人持ち株比率が高い企業で CRE マネジメントが進んでいるという実証結果に整合的であると感じました。CRE マネジメントの推進には、やはりトップの意識が非常に大切であると改めて感じているところです。

加藤 ありがとうございます。それでは実務をやっているお二方にお聞きしたいと思えます。まず高松さん、いかがでしょうか。

高松 パフォーマンスの評価については、私も個別案件に対してきちんとまず把握をして取り組んでいくことを今目指しているわけですが、それがどういう利益につながるかについては、われわれの中でも整理の仕方に苦慮しているところです。端的に言えば、お客様の現場を逐一回っていく仕事をしている部門においては、駐車場がそれなりの規模で必要だとか、事業所の建物としてはそんなに (オフィスビルのように) 大きな建物は要らないのですが、高度化ができるようなエリアにおいても、そういう拠点は必要になります。

ではどういう集約なり整理をしていくかというのは非常に悩ましいジレンマがあるところで、ディベロッパーさんとかゼネコンさんあたりからそういうところに目を付けられて、こんなふうにしたらいかがですかというご提案はけっこういただくのですが、トータルとしてでき上がった、ご提案いただいたようなビルにした場合、今度は私どもが存在していることによってそのビルの価値が下がってくるようなことも想定出きますので、そういうところの取り扱いについてはかなり慎重に考えていきたいと、パフォーマンスの評価のところを今検討しているところでございます。

そう言いながら、われわれの都合ばかりも言っていられず、世の中の声を十分踏まえていかないと、社会づくり、町づくりといったところで一歩も二歩も出遅れてしまう。気

が付いたらせっかくご協力いただけそうな企業様にも、ここで言うのもなんですが、ビルが建ってみたら、エネルギーがガス不採用になっちゃったということになると、私どもとしては洒落にならなくなります。いかにいろいろなステークホルダーさんと関係を持ちながら、(社会における不動産として、また企業不動産としての)あるべき姿をパフォーマンスとして評価するかというところが大事と考えているところです。

先ほども申し上げましたが、それぞれの企業によってCREマネジメントにはいろいろな体制があるのではないかと思います。財務部門に取り組みのやり方もあると思いますし、私どものように不動産管理から扱いを検討するところもございます。

私どものようにいろいろな原料の変遷とともに汚染地を持つ企業の部署からしますと、それなりの専門性を有した組織は体制としても考えていかなければいけない。行政サイドも法的な制度改正などが今、日々動いているところですので、そういう専門的な情報を踏まえてどういうふうに価値を高めていくかを検討する部署として、弊社管財部のような機能があってもいいのではないかと考えています。

加藤 ありがとうございます。塚原さん、いかがでしょう。

塚原 CREのポイントと言いますか、パフォーマンス評価そのものを、弊社の場合は、個店の業績として、がほぼタイムリーで見られます。当然小売としての指標、KPIとしましては、「坪売」、要は坪当りの売上高と、「坪粗」、いかに坪当りで粗利益を効率よく展開しているかが重要です。当然ディベロッパーの指標にしますと、賃貸可能エリア、レンタルなエリアをいかに高い坪単価で貸すかという視点が重要と思います。

この辺りは明快でよろしいかと思うのですが、ただ弊社グループはいろいろ環境が変わってまいりました。と言いますのは、弊社グループは、これまでは、どちらかというと郊外出店に強みがありました。過去を振り返ってみますと、他のコンペティターさんは

どちらかという都心部の駅前に従前から土地を持たれていたとか、あるいは土地を買われて含みを創出し、積極的にレバレッジを効かせて来た違いがあります。

われわれはどちらかという、タヌキやキツネの出るところに、ショッピングセンターを展開してまいりました。大きなモータリゼーションの流れを意識して、郊外にショッピングセンターを作っていたのです。特徴として、グループ中に大規模なディベロッパー部門があり、開発からリーシングまですべてインハウスで行っております。加えて、先ほどから申しておりますコア事業である総合小売が、とても強く、郊外ショッピングセンターは、これまで非常にいいパフォーマンスでした。

ただ一方で、まちづくり三法改正等で、いろいろな郊外に大規模に土地が確保できない、あるいは以前のように作れないという環境になってまいりました。あとはマクロ的な流れである少子高齢化と言いますか、より都心部に対して人が流れるという人口動態上の動きは、当然われわれも経営としても注視しております。

そうした中で、先般発表した中期の経営戦略の中では、本来のわれわれの強みである郊外に加えて、「アーバン」という、人口がいる都心部に対しても積極的に展開しようと考えております。例えば、これは一つの例としてお聞きいただきたいのですが、四国の四つの県の人口を合わせても、今神奈川県とほぼ並ぶかという話をちらっと聞いたことがあります。

われわれはこれまで全国で店舗を展開しております。既に出店した店舗の活用、店舗についてだけでなく、既にある商圈、あるいはお客様に対して、これからはしっかり地域密着と責任を持って事業を行っていきます。一方都心部、アーバンという切り口で事業展開していく場合、非常に不動産コストが高くなっていきます。

具体的には土地です。われわれは建築費などについては、かなり規模のメリットを生か

し、また追求して比較的安く出店できたのですが、一方都心部になりますと、たしかに商圈としては人口がしっかりしているが、不動産コストが高すぎる中で、後発でどのように出店するかが課題です。

イニシャルの投資が非常にかかると思うのです。ましてや会計上の流れからしますと、今所有不動産だけにとどまらず、今後はいろいろなリース、例えばオペレーティングリースといったものも B/S にのっかるという話も聞いております。

こうした会計の変化の中で、いかに B/S 効率を追求し、出店を行い、われわれ自体も、お客さまやお取引先さまと共存共栄できるように、WIN・WIN の関係が構築できるように、いかに収益を上げて成長していくか。そういう中で、財務部門として、今後どのように限りあるキャッシュフローを活用し投資を行うか。対外的にも、中期的に財務バランスを改善するとことを公約として発表しており、今後の課題と考えています。

ただ P/L の管理については徹底しており、B/S について、マネジメントレベルでこのへんは当然意識しています。CRE を考える上で、今後はよりその下の幹部クラス、店長であったり、店長を束ねる方たちがいかに B/S あるいは投資回収、あるいはキャッシュフローを更に高いレベルで管理していくかが、非常にポイントになってくると思います。

われわれはノンコア・アセットはごさいません。すべてコア・アセットです。そうした中でいかに出店エリアの商圈をしっかりドミナントとして守っていくかが重要です。なぜならば、一つのエリアにドミナント形成を行いますと、例えばマーケティング費、いろいろな販促が共通で行えます。例えば一つのその表れとして、既にご案内にありますが、先般ジャスコとサティのブランド統合を発表いたしました。我々は今後の競争力を増す上で、重複している組織、異なったオペレーション、あるいはブランドそのものも含めて、より統一することで、聖域なき事業再編を行っております。

それを行わないと、逆にそのエリアでの価格競争力で負けてしまうのです。お客さまには、われわれの安心安全というものに対してはご共感いただけると理解していますが、やはりコンビニエンスストアやディスカウントストアという一つの脅威がございます。そうした他業態にいかに関われわれが競争力を維持するかという中で、ドミナント単位としてのポートフォリオ管理は非常にポイントになってくると思います。そのポートフォリオ管理というのは、まさに CRE であり、われわれがどのように不動産を管理・活用するかに尽きると思います。

CRE 管理体制について、かといって各現場にとって難しすぎるのは非常に問題がございます。財務が投資家やプロの方を相手にしているような非常に難しい指標を、現場の方に落としていっても、なかなか浸透するのに難しいと思うのです。と言いますのは、求められる情報のレベルが社内組織でもそれぞれ違い、社外から求められるものではやはり違うと思うのです。私はグループのホールディング会社の財務として、12 の事業のパフォーマンスあるいは投資についてある程度見えるものがありますが、それと現場の店長のレベルでは、当然向き合っているものがぜんぜん違いますので、難しすぎてもいけないのが CREM で大事なことだと思います。

今後はいかに CREM の中に、事業用不動産のコスト感、B/S 視点、キャッシュフロー、投資回収等を盛り込むかが重要になってきます。一方で今後これは CREM のデータ管理あるいはシステム構築に関係すると思うのですが、先ほども述べましたが、不動産の時価評価が B/S で注視されるというのは、今後の社外の投資家はコーポレート自体も評価するにあたり、そのように見てまいります。そうした投資家サイドからみた視点を、どのように社内の各事業側あるいは個店の店長、モールマネジャーのほうに認知させていくかが今後の課題と考えております。以上です。

加藤 ありがとうございます。川口先生にお聞きしたいのですが、CRE マネジメントと

いった場合、所有か賃借かと並びまして、立地の考慮というものがあると思います。先ほど塚原さんから郊外型の店舗と都心型の店舗の違い等のお話が出ましたが、そのへんで先生、コメントがございましたら頂戴できますでしょうか。

川口 国の成長戦略の下でおそらく郊外開発を抑制して、中心部を建て替えていく方向に、コンパクトシティ、選択と集中という方向に変わっていくのではないかと。そういう意味では先ほどのアーバンという戦略は、今後の戦略にも合っているのではないかと。そのぐらい日本のデモグラフィックといいますか人口の動態については、構造変化に対応しなければいけないと思います。

これと関連しまして、不動産の価値、不動産の時価。先ほど時価評価の中で問題点を指摘していただきましたが、誰が持つかによって収益が変わるので、不動産の価値はものすごく変わるんですね。金融庁はそこが分からないので、こういう価格と鑑定が付けたらそれを守らないといけないという形で、かなり厳しくやってきた。それがかなり今回の問題を大きくしているという一例に見られるように、とくにCREは、事業用不動産というのは誰が持つかによってずいぶん変わる。

CREの担当者の人と議論をしまして、一つのテーマは立地価値は変化しうるかどうか。不動産会社の方は、立地価値はほとんど変化しないと。だから丸の内があり日本橋があり六本木がありということなのですが、CREのマネジャーの方は、立地価値は大きく変化する、それがCREマネジャーの存在意義だと。日産自動車が使えば、宮崎の村の工場は大きな売上がある。でもほかの人ではほとんど使用価値はゼロである。そういうことをやっているのがCREマネジメントであると。

そういう意味では、立地の選択と不動産の価値というのも二通りあるのかなと思うんです。不動産会社さんの考え方や、事業会社さんの考え方では大きく違う。そういうこともありまして、パフォーマンス評価はなかなか難しいのではないかと。ただ先ほどKPIと

おっしゃいました坪当たりの売上、坪当たりの粗利益等の指標がまずベーシックとしてあると思うのですが、二つ目は多次元尺度。要するに一つの尺度だけではとらえられない。

とくに公共の不動産はこういうことでして、経済的に合理的であっても世論が許さない。例えば公務員宿舎は縮小しろと。ただ国債の利回りを考えると、日本の不動産経営の中では国が大家さんであるのがいちばんいいんですね。しかしそれは世論が許さないので、おそらく国は今後経済的にはどうであれ、不動産を売却せざるを得ないと思います。それは社会的に意味がある。

余談になりますが、リーマン・ショック以降どういうことになっているかと言いますと、欧米を中心とした国際資本主義から、BRICsと呼ばれる社会主義、共産主義国の考え方は国家資本主義ですね。要するに自分たちの国をどうやって高めていくか。他はそれなりにやってくださいということなので、要するに社会性、社会的な選択というものが評価軸に入ってくる。

国はそうですが、おそらく民間さんのほうでも多次元尺度という、いくつかの尺度ということですね。そうなりますと何が大事かと言いますと、データベースが重要になります。要するにデータマイニング的に評価をしていくということで、私が関連しているアメリカの企業では、このデータマイニングのシステムを会社に売っているわけです。

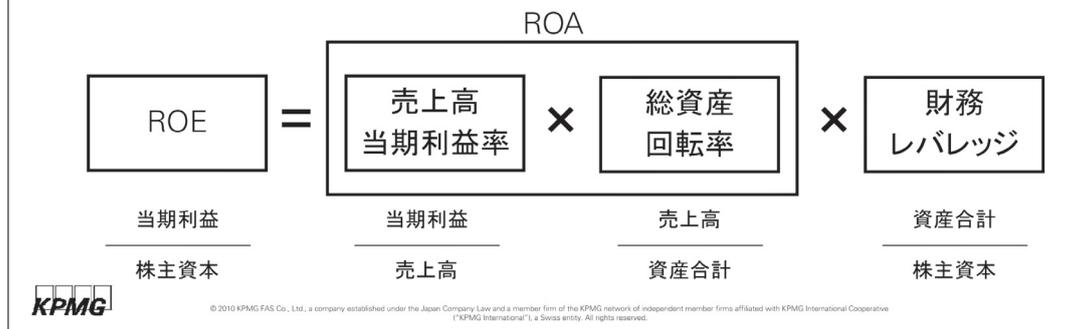
例えば金融機関に売ると、金融機関の人がメールをやりますね。そのすべてが毎秒毎秒データベース化されていくわけです。どのメールが顧客のディールにどのぐらい役に立ったかということまで指標化されている。経営者はそれをモニターで見ながら、刻一刻と変化するものを見ている。

今回のリーマン・ショックで分かったことは、巨大になればなるほど、例えば塚原さんのところもそうだと思いますが、日本にはだいたい有形固定資産1兆円以上という企業が東証の銘柄指数だけでも50社ぐらいありま

4. CREマネジメントにより期待される効果

キャッシュフローの増加による企業価値の向上

- 売上増加、コスト削減によるP/Lの改善(売上高当期利益率の改善)
- B/Sの効率性改善(総資産回転率の改善)
- アセットファイナンスの活用(財務レバレッジ)



す。こうしたところはそういうモニタリングをしていかないと。不確実性というのは将来の不確実性だけでなく組織の中の不確実性もあるので、そういう意味ではデータマイニング的な手法というのが二つ目。

それからアカデミックに申し上げれば、企業不動産というのはリアルオプション・アプローチそのものだと思うんです。先ほどの31ページの下のほうの加藤先生の図であります。ポートフォリオの管理で保持とかコンバージョン、統合、売却とかありますが、これはすべてリアルオプション的なアプローチと符号するわけです。

したがいまして、個人的にはリアルオプション・バリューというものを評価していくというのがCREの評価では不可欠。つまり不確実性と不可逆性と、柔軟性ですね。これに対してどのように対応しているかということが、その企業のCREマネジメントを評価する一つの軸になるのではないかと。以上です。加藤 ありがとうございます。残り時間が10分を切りましたので、後二つ本日のテーマがあるのですが、これからはそのうちの一つの

CRE マネジメントにより期待される効果というテーマに絞ってお話をさせていただければと思います〔スライド4〕。

とどのつまりCREマネジメントによって何を実現するかと言うと、キャッシュフローの増加に伴う企業価値の向上ということだと思います。すなわち、キャッシュフローを向上させるためには、コストのカットと売上のアップが必要です。これはP/L的な要素に着目したもの。次に資産効率の改善。これはB/S的な要素に着目したもの。最後はアセットファイナンスによってレバレッジを活用です。この3つの要素の掛け合わせ、あるいはその個別要素のパフォーマンスをCREマネジメントを通してどうやって改善するかですが、皆さんにそれぞれお聞きしていきたいと思っています。

まず、不動産証券化協会の石川さん。石川さんがいろいろご活動の中から感じたりお考えになっているCREマネジメントの効果をお話いただけますでしょうか。

石川 CREマネジメントにより期待される効果というお話ですが、CREマネジメントの効

果を測定すること、評価することは非常に難しいということをよく耳にします。

評価には大きく二つの方法があると思われる。まず一つは、競合他社との比較の中で、ご自身の会社がどこに今位置しているかという指標、評価の方法。もう一つは、CRE マネジメントにより自社の財務体質がどのように改善したかという、先ほど加藤様からご説明があったような評価の仕方です。

現状、CRE に関する開示情報が限られている中では、実務担当者が言うには今は後者の自社の財務状況がどのように改善したのかということで、CRE マネジメントの効果を測られているのが現状に即しているということです。

ただ実務担当者の要望としましては、前者の方が圧倒的に多い。ご自身の会社がどこに位置しているのかを共通の尺度で測って、他社と比較をして、それを経営陣への説得材料に使いたいというリクエストがありますので、私どもの勉強会では川口先生のご指導をいただきながら、CRE のマネジメント、CRE が企業の業績、端的に言えば株価にどれだけ寄与しているかを分析する手法を検討しております。

メンバーの意見を伺いながら、ある程度の方向性がまとまりつつあるので、こちらの成果については何らかの形でご披露させていただきたいと考えております。

加藤 ありがとうございます。私も今石川さんがおっしゃられた不動産証券化協会の CRE 懇談会に参加させていただいているのですが、その中で川口先生が CRE ヘキサゴンというお考えを何度かお話をされていたと思います。川口先生、CRE ヘキサゴンの考え方と、それにより CRE マネジメントの効果がどのように出てくるかお話しいただけますでしょうか。

川口 CRE ヘキサゴンというのは、去年は『ハーバード・ビジネス・レビュー』で6回ぐらい、今年は日経 BP さんの『トップリーダー』で最近3回ぐらい連載されていますが、要するに PDCA サイクルですね。問題を認識して、それに対する回答を作って、アクション

ンをして、それをチェックするというプロセスです。企業再生のヘキサゴンというモデルがありまして、要するに企業価値を高めるための一つの方法です。ヘキサゴンというのは六つのステップということで、モデルといえますか定式化をしているということです。

その中でとくに〔スライド4〕ROE の式でいきますと、ROE という尺度や ROA という尺度は、資産は現在保有しているものということですが、ヘキサゴンの中では最後の二つのステップがリアルオプション・アプローチと戦略的再編ということになりますので、資産の持ち方とか、資産も潜在的なオプション的な資産を入れていくということで、結局一言で申し上げれば成長をどのように作り出していくかということですね。

CRE マネジメントに期待していますことは、外需で戦う、要するに外で戦っていくのはもちろん続けていただきたいのですが、国内の中でどのように成長を作り出していか。人口減少、デフレということがありますが、私はソリューションはあると思います。シンガポールは GDP15 兆円です。静岡県は 16 兆円あるんですよ。丸の内地区の三菱地所が持っているところは企業の売上合計をすると 140 兆円で、シンガポールの 10 倍です。シンガポールのように東京を独立させれば、世界に冠たる、ニューヨークもロンドンもかなわないような金融街がすぐできます。

これは要するに戦略なので、そういう意味ではそういう大きな話ではなくても、各企業さんがリアルオプション的なアプローチで CRE マネジメントをやっただけであれば、期待が形成されますので、資産インフレが起こると思っています。資産インフレは先ほどの矢野先生の言葉で言えば、ミドルインフレ、ミドル失業率。日本では 2004 年から 2007 年に、不動産ではこれが実現されているんですね。当時をバブルだと言った方もいるのですが、実はあれは戦略的な CRE マネジメントが功を奏したのではないかと思うんです。そういう期待を持っています。以上です。

加藤 ありがとうございます。高松さんい

がでしょうか。

高松 効果という意味では、私どもの事業のように、作るところから輸送して営業・販売するところまでいろいろな業務がある中で、かなりプリミティブな話ですが、社有不動産に対するガバナンス強化という点で、ここ数年にわかに不動産に対する生産性についての意識が高まり、全社的な考え方ができるようになってきたことが、目に見えてきたと考えております。

ただ私どもの中では、まだまだ遊休化している部分をどう圧縮していくかというような取り組み、すなわちバブル崩壊以降の効率化を求めるといことで、それ以外の効率的に動いていない部分を切り捨てるという、縮小均衡的な取り組みのほうが強いのですが、これからは、私どもとしてはCREを意識しながら、いかに新しいエネルギー供給システムをインキュベートしていくための不動産に変えていくかというベクトルに、変えていかなくてはいけないかなと。ひいてはそうしたことが、CREマネジメントによる日本の強さというにつながっていくのではないかと今考えているところです。

加藤 ありがとうございます。では最後に塚原さん、一言お願いします。

塚原 まさにこの表、ROE、ROAですね。レバレッジも含めて、財務でありますと格付け機関、あるいはIRで説明するたびに、いろいろ喧々諤々いつもやっております。私の場合は、本当にCREMはまさに経営、マネジメントそのものだと考えております。

一つアセットファイナンスについて最近考えていることがございます。

私はもともとストラクチャー・ファイナンスと言いますか、アセットファイナンスが担当だったのですが、そこから発展させコーポレートファイナンスも担当するようになりました。今いろいろな事業やファイナンスを見て思うことなのですが、やはりアセットファイナンス、とくに我々のような商業施設は、いろいろな方に聞いても、かなりオペレーターの信用力に依拠しすぎているという理由

で、敬遠されます。皆さんオフィスビルやレジデンシャルが良いという話ですが、欧米では商業施設は非常に投資パフォーマンスが安定しているアセットと評価される私は聞いております。実際、いろいろなコーポレート内の各事業を見ても、非常に安定しております。

それについて、先ほど川口先生がおっしゃったいろいろなパブリックの公共機関のアセットはもちろんだと思うのですが、そこに立地する理由が何かあって、そこでサービスを提供しているアセットというのは、非常に安定しているモデルだと思うんです。まして細かい内部の資料を見ても、例えばオフィスより商業施設の郊外型の空室率が非常に低かったり、業績についても下ブレについてなかなかない。そういう中で今後、例えば東京ガスさんのような事業用不動産のものもそうかもしれませんが、事業用のインフラあるいはパブリックなインフラに対して、どのようなファイナンスの可能性があるのかという部分なのです。

アセットファイナンスというものが、本来、物件自体が生み出すキャッシュフローから見たファイナンスであるならば、ある意味でコーポレートの信用力を上回ってもいいと思うのです。さもないと事業会社はアセットファイナンスを使う意義を考えた場合、自社のインフラ不動産をファイナンスするとき、コーポレートファイナンスと比較し、調達コストがあまりに高くなってしまうと、それは絶対コーポレートファイナンスを採用すると思うのです。

すると、日本の不動産マーケットの中で、アセットファイナンスが活用されれば、マンションやオフィスビルは既にそうですが、いろいろなファイナンス手法や理論が生まれ、マーケット価値、さっき言った時価評価もそうなのですが、評価手法自体も安定してくると思うのです。

やはりより商業施設に対してもいろいろな見方があっても良く、そのためには、当然事業会社側としても商業施設の情報発信もすべきだと思います。そうした中で地域や事業の

インフラ的な色彩が強く、我々のような長い事業モデルのショッピングセンターに合致する、アセットファイナンスが何か今後可能性があるのかと、私自身もいろいろな勉強をしながらやっている最近です。

加藤 ありがとうございました。時間を若干オーバーしてしまいましたが、本日のパネルディスカッションはここまでとさせていただきたいと思います。どうもご清聴ありがとうございました。
