

第1章 事業法人は不動産の夢を見るか？

～不動産の機関化停滞が意味するもの

株式会社都市未来総合研究所

執行役員 研究第一部長 兼 研究第二部長

主席研究員 平山重雄（ひらやま しげお）

hirayama@tmri.co.jp

はじめに

1997年は、日本の不動産市場において“維新”といえる年であったと考えている。不動産流動化SPCの“公認”、外資系投資家の大規模不動産開発への参入、銀行から外資系ファンドへのバルクセールの実施、複数の不動産投資顧問会社の設立など、欧米の流儀による、投資ヴィークルを用いた不動産投資が本格的に始まった。後にREITの創設や固定資産の減損会計へと続いていく「金融ビッグバン」も始動した。

この一連の動きは、不動産業界や金融業界のみならず、事業法人の不動産への向き合い方を変えた。減損会計が収益還元法による不動産の評価を事業法人に浸透させ、株主からの圧力は企業不動産に対する資産効率の向上を要求した。バブル期のような含み益依存や多角化経営による不動産収益への期待に対しては、説明責任が問われることとなった。

あれから15年、日本の不動産市場、中でも投資および流通市場はどのように変わったか。そして、事業法人の不動産に対するビヘイビアと期待はどうか。本稿はこれらの問題意識を軸に、推論を含め構成するものである。

なお、本稿における主張や意見、見解は筆者である平山個人のものであり、編集人である都市未来総合研究所として協議、意思決定を行ったものではないことをお断りしておく。

Season 1：東日本大震災後の不動産市場

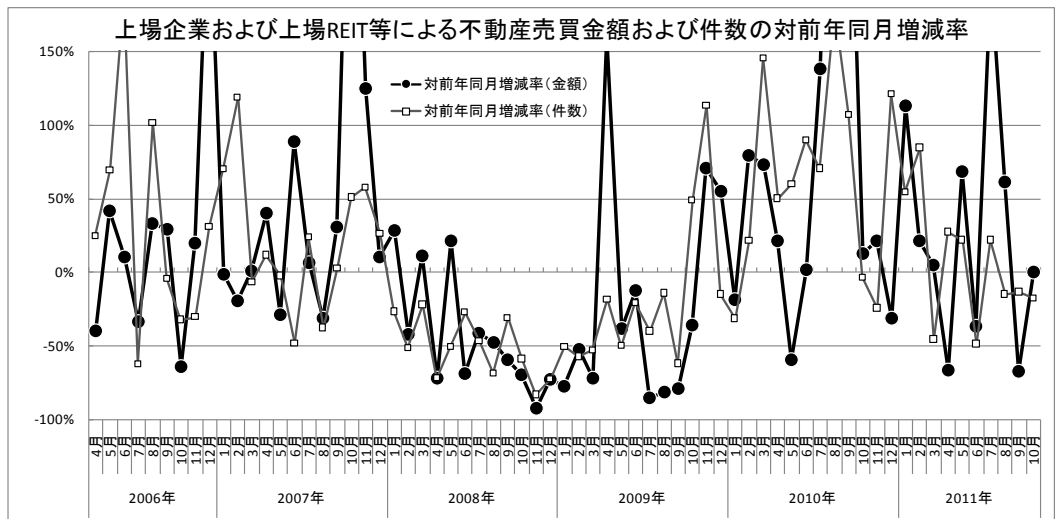
上場企業や上場 REIT 等による不動産の売買取引は、東日本大震災後の4月から6月にかけて停滞し、上場企業等が証券取引所に開示または報道機関が公表した不動産売買総額は前年同期比4割減にとどまった。その直接的な原因は売買予定物件の被災状況確認のための取引時期の延期や REIT 価格の急落による公募増資の停止とこれに起因する売買契約の解除などで、取引交渉途上の物件について、市況の先行きが不透明となったため交渉が中止されたものも少なからずあったと聞く。

しかしながら震災後ほどなく、REIT が運用する物件の被災額は総資産比で軽微であることが判明し、賃貸不動産も、立地や用途などで一部に影響の濃淡はあるものの、東京を含む大都市圏の物件の資産被害は総体的に軽微であると考えられた。原発事故の収束について冷温停止に向けた目途が付き始め、計画停電による業務継続のリスクも節電というコストに転換されて、ある程度管理可能なものとなった。ネガティブな要素が払拭されただけでなく、新耐震ビルをはじめとして建物の耐震性能があらためて確認され、不動産の物的安定性が再認識されもした。新耐震ビルへのテナント需要が高まったこと等から、東京都心部のオフィスの賃貸市況は空室率が4月から低下に転じ、地方大都市でも同様に空室率が低下している。

このような背景から、停滞していた不動産取引が再開され始め、停滞期間の反動もあって上場企業等による7月と8月の不動産売買額はそれぞれ対前年同月比299.1%増、161.6%増となる大幅な伸長を示した〔図表 1-1-1〕。大震災前には2009年11月からおおむね増加が続いており、売買市場は震災後の停滞を越えて、再び増加基調に戻るものと思われた。

しかし、2011年9月の売買実績は前年同月比67.5%減に低下、9月単月でみて2009年に次いで2000年以来二番目に低い実績となった。10月は前年同月比0.3%増と戻したものの、2009年および2010年と同程度の水準にとどまっている。

〔図表 1-1-1〕 再び低調に転じ始めた上場企業等の不動産売買



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

Season 2 : 欧米の信用バブル崩壊以降、機能停滞が続く不動産流通

(1) 事業法人等の資産リストラと不動産投資セクターの新興 ～増幅された取引の流れ [～ 2007 年]

当社が 1994 年以降に上場企業等が行った不動産取引を観察したところによれば、日本において法人間の不動産売買は不動産の非プロ、すなわち事業法人や金融法人、公共法人等が主たる売り手セクターとなり、不動産関連セクターが主たる買い手となって推移してきた。事業法人が事業または資産のリストラチャリングや決算対策を主な動機として閉鎖事業所や社宅等を売却、不動産会社やマンション・ディベロッパーが取得し分譲または賃貸事業を行うといった形態で不動産の利用転換が行われた。資産流動化や不動産投資の受け皿として SPC や REIT が法制化されると、不動産会社に加えてこれらの投資セクターが有力な買い手となった。

市況がピークであった 2007 年度には、開示または公表された不動産売買の総額 5 兆 4 千億円のうち、売却サイドでは事業法人と公共法人等の売却額が 2 兆 8 千億円と過半を占め、反対側の購入サイドでは不動産関連セクター（REIT、SPC、不動産会社）が 4 兆 8 千億円を取得、その構成比はおよそ 9 割に達した [図表 1-1-2]。非プロから不動産関連セクターに不動産が譲渡されるダウン・フロー（順流）に加えて、ピーク時期には、一部の SPC や不動産会社が関与した回転売買によって市場が底上げされた。

(2) 金融収縮による不動産流通の急減速 [2008 年～ 2011 年]

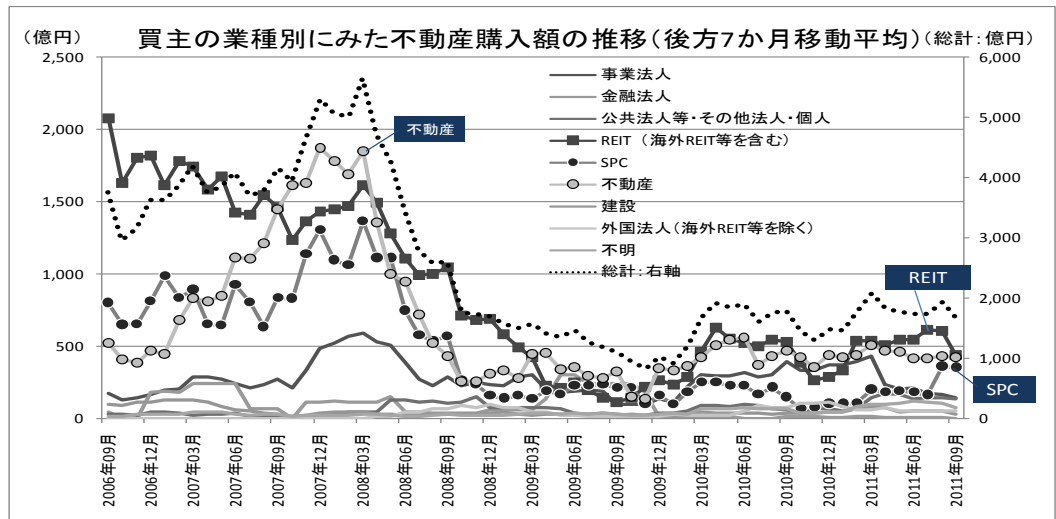
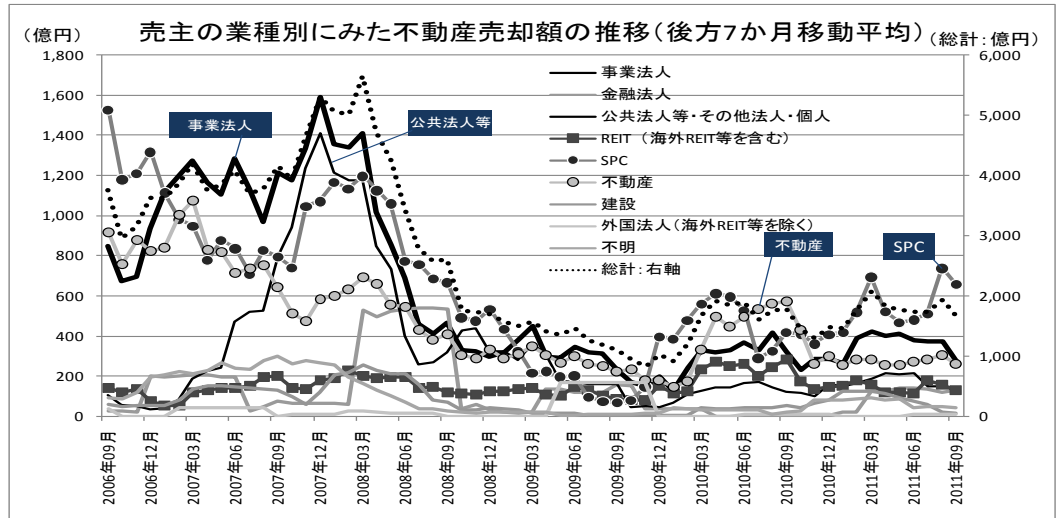
このような流通の基本構造は、2008 年になって大きく変化した。

サブプライム・ローン問題からリーマン・ショックへと続いた米欧の信用バブル崩壊によってクレジット・クランチが拡大、既に 2008 年の初めから停滞化の様相を呈していた不動産売買市場では、不動産関連セクターの資金調達が困難化、急激に“買い手不在”のマーケットと化した。買いの主力セクターの価格提示力が急落したため不動産価格が下落、想定した出口価格で売却ができない状態に陥り私募ファンド等の運用は困難に直面した。公共法人等の売却入札では不調や不落が続出、事業法人の売却実績も低迷している。

痙攣的な信用収縮は、米国の QE1・2（2009 年 3 月～ 10 年 3 月、2010 年 11 月～ 11 年 6 月）や日本の経済危機対策（2009 年 4 月～）など、主要各国の金融緩和と新興成長国の需要拡大によって収束、買いの主力セクターである不動産関連セクターの資金調達環境は、特にデットについて好転した。エクイティについても、米系の勢いは乏しいものの、電鉄や倉庫等の兼業投資家を含めて国内勢を中心に投資意欲は高い。分譲マンション素地についても、2009 年春ごろから大手ディベロッパーが、翌 2010 年には中堅も取得を強化しており、マンション購入者の需要が強い地域では土地価格が上昇している。

しかし、今なお不動産売買総額は低調なまま推移しており、2011 年 9 月以降、低調さの度合いが強まったようにも見える。

[図表 1-1-2] 上場企業等の不動産売買におけるセクター構成の推移



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

Season 3：不動産流通が低調な理由

カネ（資金背景）が概ね改善された状況下で不動産売買が低調な要因は、分類学的に整理すれば、ヒト（取引主体）の減少か、モノ（取引対象物件）の減少か、その両方に起因するもの、となる。

実態はどうか。ピーク時の2007年と比較してファンド運用会社等の投資プロバイダーの数は減少したものの、事業法人や公共法人等をはじめ他の主体は大きくは変わっていない。運用会社についても、自己勘定投資の失敗による市場退出と、投資案件が減少したための新規参入減が主な要因であり、市場の低調の結果として事後的に減少したものである。

こうしたことから消去法で考えると、不動産売買が低調な要因はモノ不足、すなわち取引対象物件の市場流通の不足が主因であり、以下に述べるとおり、主に新規取引対象の流入不足（ダウン・フローの不足）と既存市場内での回転低下の二要因に因ると考えられる。

(1) 不動産関連セクターの事情

物件の市場流通が減少している理由として、不動産関連セクターに係るものは次の3つが挙げられる。

①不動産私募ファンド運用物件のセクター内滞留（既存市場内での回転低下）

ファンドの投資出口において売却せずリファイナンスを選択する事例や、他の運用会社等に相対で直接売却する事例が少なくない。価格下落の大きい物件や投融資当事者が多数で調整が困難な物件、ネガティブ要素のある物件などでは売却終了は採りにくい。流通性の高い物件であっても、価格下落局面で早期売却を企図する場合には、相対取引が選択されることがある。

②回転売買の減少（既存市場内での回転低下）

保有期間が短期の転売取引が減少したため、物件が取引市場に露出する回数が減少した。

国土交通省「不動産証券化の実態調査」によれば、市場ピーク時の2007年度には、REITやSPC等の不動産投資主体の取得額約8兆4千億円のうち「リファイナンスまたは転売」により取得した額は約2兆5千億円（29.3%）を占めた。不動産価格が高騰していた時期でキャピタルゲイン期待が高く、このうちかなりの額が回転売買によるものであったと推測される。

③新規開発の減速（ダウン・フローの不足）

金融収縮とオフィス賃貸市況の低迷、東京では都心部における大規模開発適地の払底もあって、不動産開発による新規物件創出が減速、新規取引物件の供給が減少している。2008年から2011年のオフィスビル竣工床面積（自社ビルや複合用途の物件を含む。）は、東京都区部では従前と比べて低水準であり、他の大都市についても概ね同様の傾向で推移した（本誌第2編「第2章オフィス市場の動向」を参照）。

(2) 事業法人や金融法人、公共法人等の事情

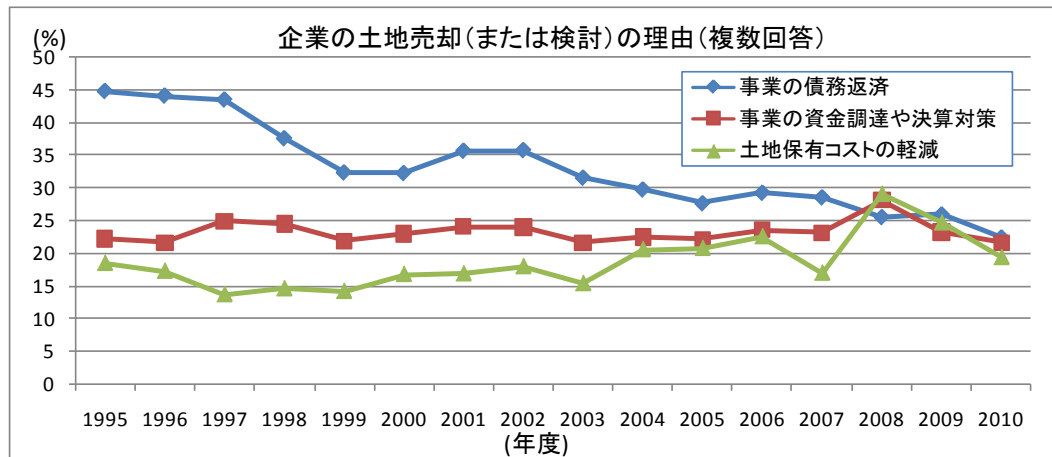
不動産市場への新規物件供給のおおもととなるのが、事業法人等の非不動産関連セクターの資産売却（ダウン・フロー）であり、ダウン・フローが減少したことが不動産流通の停滞の主因の一つと考えられることを前述した。以下、事業法人等による売却が減少し、買い手の資金背景が改善された2009年以降も低調に推移している理由を考察する。

①売却理由のうち最上位であった「債務返済目的」が一貫して減少

1990年代半ば以降の長期的傾向としては、事業法人の債務削減が進み、不動産売却理由の中で借入金返済の割合が減少^{※1}していることが挙げられる〔図表1-1-3〕。ただし、決算対策等の他の理由も含め、一定方向の安定した動きであり、変動の大きい売却動向を説明する要因とはみられない。

※1 国土交通省「土地所有・利用状況に関する企業行動調査」によれば、不動産売却の理由のうち最上位の「事業の債務返済」が大きく割合を減らしており、債務の返済を目的とする売却が減少していることがうかがえる。「事業の資金調達や決算対策」を目的とする売却はほぼ一定の割合で推移する一方、景気が急減速した2008年度は増加しており、財務環境の変化に対応して資金調達や利益捻出を目的とする売却が行われているものと推察される。かたや、「土地保有コストの軽減」は割合が上昇傾向にある。

[図表 1-1-3] 事業法人の土地売却において債務返済目的の割合は減少



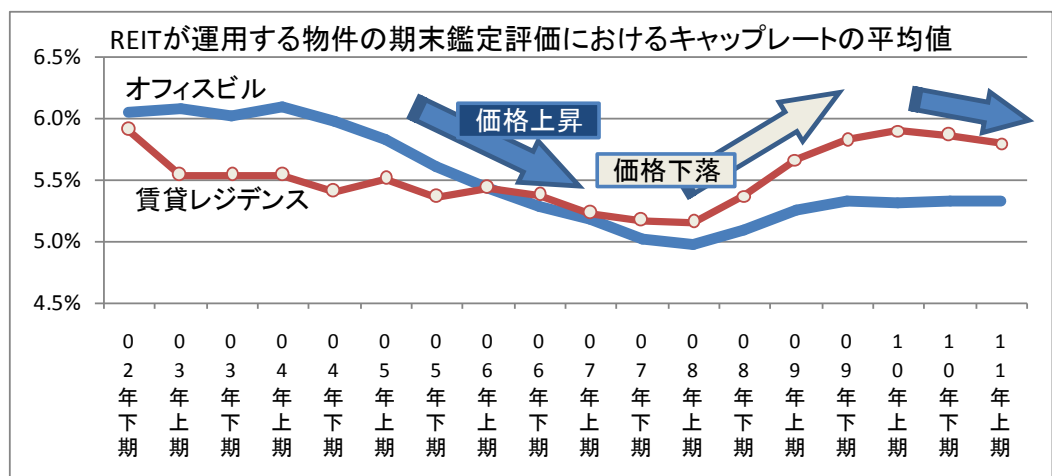
データ出所：国土交通省「土地所有・利用状況に関する企業行動調査」

②不動産価格の変動と売却行動

不動産価格の動向について REIT が保有するオフィスビルを例にとると、期末時価評価に用いられたキャップレートの平均値は 2008 年上期から 2009 年下期まで上昇（価格は低下）している [図表 1-1-4]。価格下落局面で資産売却を抑制するのは理に適っており、売却額の減少時期とも一致している。しかし、2010 年以降、オフィスビルのキャップレートは横ばいとなり、しかも 2000 年代前半と比較して高価格といえる水準が保たれている。賃貸レジデンスについては 2010 年下期から価格が上昇に転じている。

価格水準が高い、または価格上昇期にも関わらず売却を抑制した理由は何か。大震災後、売却額が減少し、更に抑制的となった可能性があるのは何故か。価格以外の背景はあるのか？

[図表 1-1-4] REIT の物件評価からみた不動産価格の変動状況



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

③売却実績からは、売らない理由は判らない。

業種や企業間で差違はあるものの、2008年の世界景気の悪化に直撃された事業法人等の経営環境は力強さを欠いた回復軌道にあり、特に今7月以降は欧州のソブリン債務危機やアメリカの財政問題と景気悪化懸念、歴史的円高、中国のインフレ抑制、タイの洪水被害など景気の下押し要因が続発していることから、利益捻出や資産リストラ等の売却動機が後退しているとは考えにくい。

売却対象資産については、2011年3月期末で、開示企業1社あたり時価平均約4百億円の賃貸不動産や遊休不動産を保有（自己使用と併用している物件の時価は含まない。不動産業を除く。）しており、ほかにも所有する業務用不動産があることを考え合わせると、資産リストラが一巡して売却可能な不動産が払底したということは考えにくい。また、公共法人等についても、行財政改革や独立行政法人改革などを背景として、不動産の売却ニーズは引き続き存在していると推測される。

市場での需給マッチングの問題として、分譲マンションの素地需要が2010年から強まる中で、グラウンドや大型社宅などの売却が概ね一巡し企業が保有する好適物件が払底していたことや、一棟あたりの価格が比較的手ごろで収益安定性も高い賃貸レジデンスの需要が高まったことなどが挙げられるが、一部の物件属性に限った問題であり、大勢に影響する事柄ではない。

このように、売却実績から分析を試みたが、“売らない”理由は売った実績からは判明しなかった。むしろ、次項で述べる購入実績から、事業法人のビヘイビアの一面が浮かび上がることとなった。

(3) 事業法人の不動産購入実績からみて ～ 不動産セクター化

事業法人の不動産購入額は、不動産取引が急増し不動産価格が上昇した2006年から2007年にかけて、不動産業およびSPC^{※2}の購入動向と動きを一にして増加した〔図表1-1-5 図中①〕。業務用資産として不動産を取得するのであれば、ROI（投資収益率）の観点からみて投資額は小さいほど好ましく、不動産価格が上昇した時期に取得が増加するのは事業法人の投資行動としては合理的ではない。キャピタル・ゲイン期待が背景にある、不動産セクター的な行動と推察される。本編第2章で湯目が述べるように本業の成長力低下で不動産収益への依存度が高まったか^{※3}、いわゆる不動産神話が今だ存在しているか、いずれも事業法人が不動産セクター化している可能性がうかがえる。

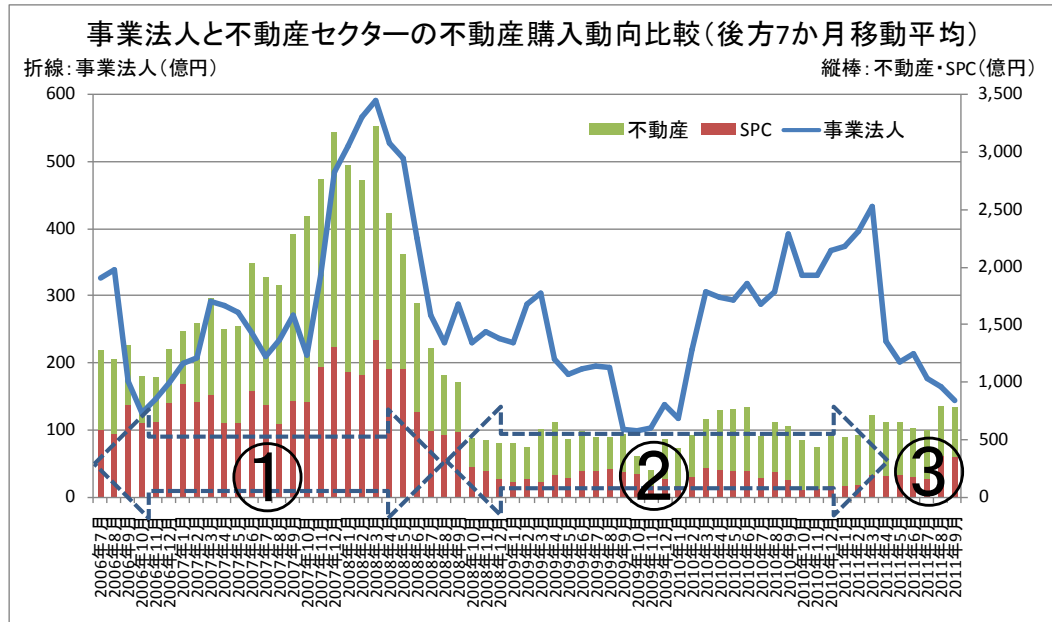
一方、信用収縮を受けて不動産関連セクターの購入額が急減した時期〔同②〕にあつては、事業法人の購入額は不動産関連セクターほどは減少せず、購入額の推移も異なる動きであった。市況商品ではなく、産業財として必要な（あるいは割安となった）不動産を取得したものと考えられ、事業法人として合理的な投資行動の一面がうかがえる。

過去、1990年代後半は〔②〕と同様のビヘイビアであったとみられる〔図表1-1-6〕。事業法人の不動産セクター化が事業法人の最近の行動の一面を表しているとするれば、一種のキャピタル・ゲイン期待や賃貸収益への依存が背景にあつて、不動産売却に抑制的になっているという仮説が浮かんでくる。

※2 REITは不動産の購入セクターとして最主力の一つであるが、公募増資や投資法人債発行等の市場調達環境との関係で不動産取得額が変動する傾向が強いため、比較対象としなかった。

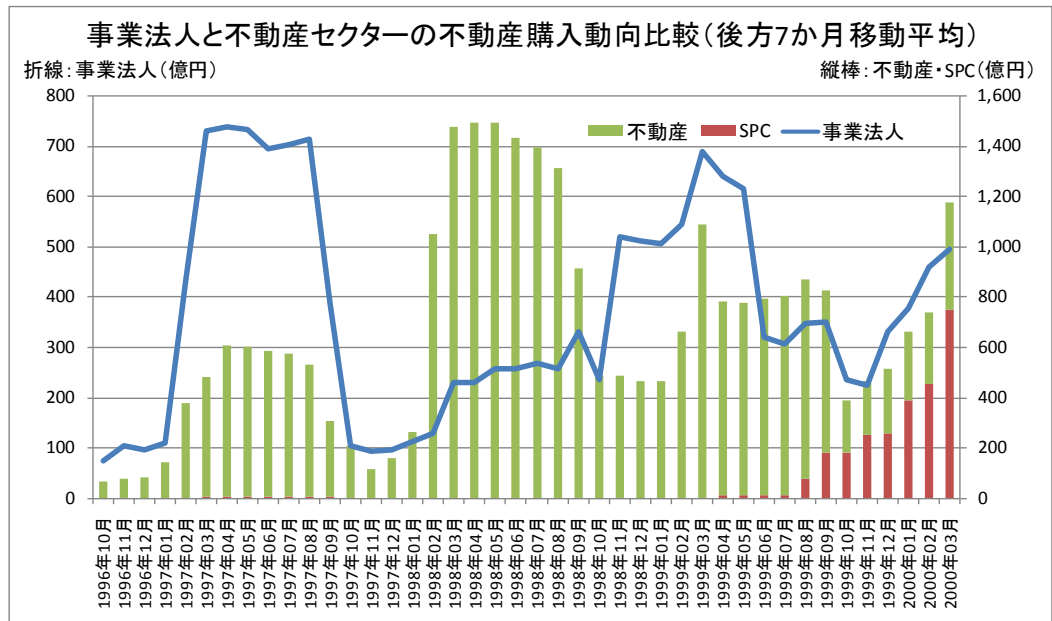
※3 前項の賃貸不動産等の保有額参照

[図表 1-1-5] 価格上昇時、事業法人の不動産購入額は不動産セクターと同様の動き



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

[図表 1-1-6] もともと事業法人の不動産購入動向は不動産セクターとは異なる。



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

Season 4：不動産機関化の停滞

(1) 不動産の機関化

「機関化」または「機関所有化」とは、一般に証券市場において個々の投資家による直接投資の割合が減少し、保険や年金、投資信託、財団等の機関投資家の所有比率が高まることをいう。アメリカでは「不動産の機関化」の概念は業界において一般的で、REIT や私募ファンド、年金基金、財団、保険会社などが運用する不動産は Institutional Real Estate (機関化不動産) と呼ばれる。日本でいう証券化不動産に近いが、年金信託や年金指定単の運用不動産や、生損保の投資用不動産等を含めた、やや広い概念である。なお、私見であるが、日本の不動産業のうち（開発および）賃貸業態が保有する不動産は、機能の点からみて機関化不動産に準ずるものと考えられる。

Season 3 で述べた事業法人等から不動産流通市場へのダウン・フローとは、ほとんどが不動産機関化に該当する動きであり、ダウン・フローの停滞とは、大略、不動産機関化の停滞を意味する。

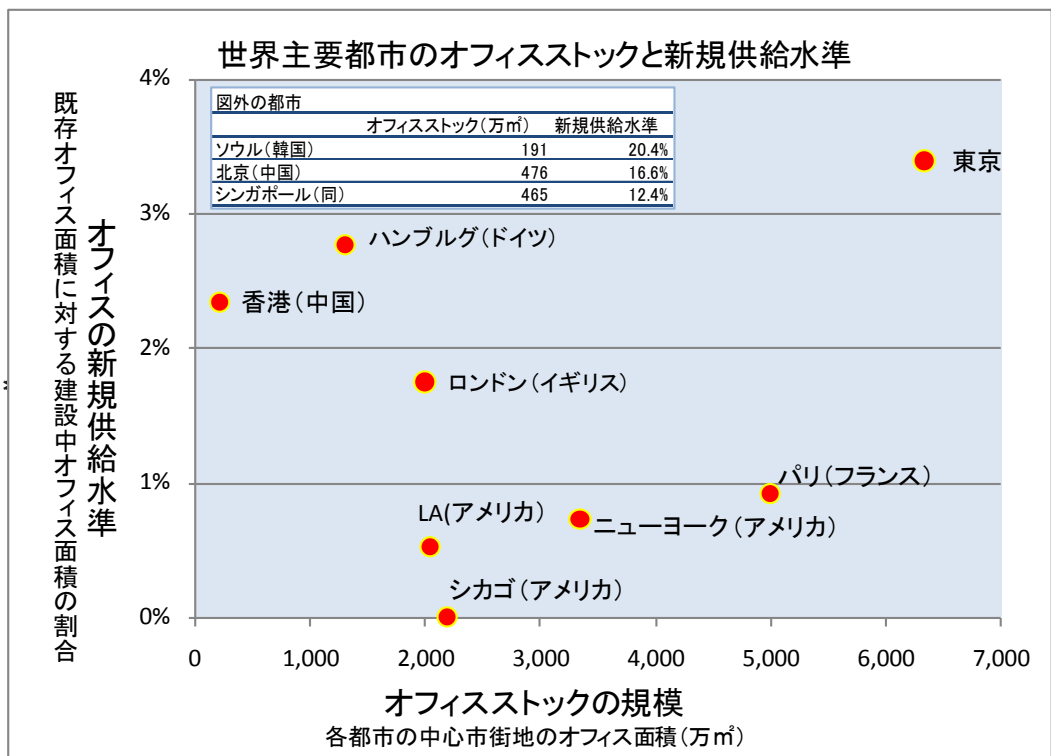
(2) 東京のオフィスの機関化度

日本の不動産市場は、例えば東京のオフィス市場は、ニューヨーク・マンハッタンやロサンジェルスを中心ビジネス地区などを上回る世界最大の集積規模があり、適度^{※4}な新規供給で市場の新陳代謝も行われている[図表 1-1-7]。ところが、事業法人等が自己所有する物件の割合が多く、機関化不動産の割合は低いとみられる。

東京 23 区で REITs が所有する(した)オフィスの面積は貸床面積で 341 万㎡、下図のスト

※4 国土交通省の報告書によれば、建物の年間減失率は全規模平均で 1.8% であり、平均的には 2% 程度が市場で必要な“基礎代謝量”と考えられる。

【図表 1-1-7】 東京のオフィス集積は世界最大規模



データ出所：Colliers International 「Global Office Real Estate Review Second Half 2010」

ク面積に対して5.4%のシェアがある。都市別、例えばニューヨーク全域の不動産機関化状況について定量把握されたデータは見当たらなかったが、米国 REIT の SL Green Realty 1 社だけで 217 万㎡（同社 2011 年 6 月期 Form10-Q による。）を保有しており、機関投資家 1 社で市場の 6.5% を占有している計算となる。他にもニューヨークでオフィスビルを保有する REIT は大手の Boston Properties や Brookfield Properties などがあり、機関化の程度は東京を上回る^{*5}と思われる。

REIT の時価総額についても、2011 年 9 月末日時点で、アメリカのエクイティ REITs は 27 兆 691 億円（出所：NAREIT、1\$ = 76.63 円換算）に対して、日本の REITs は 3 兆 2,267 億円（出所：社団法人投資信託協会）。8.4 倍の開差がある。

^{*5} 東京のオフィス所有について、以下の大手不動産会社 2 社の面積を加えても構成比は 11.4% である。
三井不動産：東京都心部で所有するオフィスの賃貸可能面積 222.5 万㎡（同社 2011 年 3 月期 Fact Book による。）
三菱地所：丸の内ですべて所有する賃貸可能面積 158.2 万㎡（同社 Fact Book 2011/3 による。）

(3) 不動産の機関化が進まないことによる影響

法人が所有する不動産の機関化が進まない、その結果として機関化不動産の市場規模が相対的に小さいまま推移することで、いかなる利点があり、またいかなる弊害が生じるか。不動産の機関化に関わるステーク・ホルダーと、そこに生じるミクロの得失を以下①から⑤に整理する。

①不動産の現所有者（事業法人、金融法人、公共法人等）

<視点：不動産の所有と利用、資産価値>

利点としては、自己の裁量で安定した不動産利用を続けることができる。立地や建物・設備が特殊または専用用途の場合、事実上借りる選択肢がないことが多く、保有の合理性が高い。立地や物件形態によっては資産価値が見込め、財務戦略上の選択肢を増やす効果がある。不動産セクター化仮説で前述したように、キャピタル・ゲイン期待や賃貸収益を経営目的化することもある。

一方、利用上の安定と固定は類義でもあり、保有することで企業の事業戦略や立地戦略の自由度が損なわれることがある。オフィスビルや社宅など汎用性の高い用途については、必ずしも保有する必然性はない。効率的経営の観点からは、保有という選択肢は見直すべき点が少ない（第 2 章で湯目が述べる。）。また、不動産セクター化した事業法人等については、これに見合った財務およびリスク管理態勢、成長戦略の構築が必要だが、これらは本来、一般の事業法人等に求められるコンピタンスではない。

②不動産の専門運用機関（REIT や私募ファンド等）

<視点：運用対象資産の市場賦存量と流入量>

市場成長が停滞することでの利点はなく、逆に市場規模が小さいことで生じる、物件の流動性の問題や、投融資資金量の変動に対する価格ボラティリティの増大など弊害が大きいと考えられる。

③専門運用機関に資金を拠出する受託運用機関（年金基金、銀行、保険会社等）

<視点：不動産の投資ユニバース>

総体としては現状において必ずしも不動産への投資アロケーションが高いわけではなく、機関化市場が拡大しなくとも、現状のまま推移することは消極的には可能とみられる。

実物不動産運用の持つ収益の低ボラティリティや長期スパンでの元本価値の安定性など、不動産のメリットを運用の選択肢に加えられない機会損失が弊害と考えられる。

かたや、不動産運用を行っている、あるいは視野にしている機関の立場に立つと、市場規模が小さいことで生じる物件の流動性の問題や取引のマーケット・インパクト、価格ボラティリティの増大など、弊害は大きいと考えられる。

④機関投資家に対する資金の出し手（個人、法人）

＜視点：不動産投資へのチャネル＞

年金掛け金の運用や預金、投信の運用など、資金の出し手からは運用方法の指定ができない形式の制度や運用商品が大多数であり、利点も弊害も運用機関からパススルーされる形であることから、③または②と同じである。

⑤サポーティング・インダストリー（融資金融機関、弁護士・会計士等の専門サービス業、不動産仲介会社等）

＜視点：サポート業務の対象市場規模＞

機関化市場規模≒業務の対象市場規模であり、規模の拡大が事業拡大に繋がる。逆も然りである。

⑥マクロの影響

上記のミクロの影響は、「①不動産の現所有者」と「②不動産の専門運用機関」「⑤サポーティング・インダストリー」においては相対的に大きい、あくまでビジネス・レベルの問題ととらえられる。

かたや、これらに加えて、不動産の機関化には産業や経済活動、金融構造、社会資本等に係るマクロの側面がある。機関化とは、不動産という社会資本・産業財について保有形態の変更を促すものであり、論じるべき点はマクロの影響に係るところにあると筆者は考える。

不動産という社会資本・産業財について、流通が衰えて新陳代謝（再配分・再構成）が機能不全化に陥ることは社会・経済としてみてマイナスである。市場の再配分機能に基づいて、不動産の保有主体と使用用途が適正化されることが必要であるが、サービス産業化し国際化する産業構造の中で、一定の業種業界の枠の中での流通はもはや現実的ではなくなっている。「担保不動産等証券化パッケージ」において匿名組合方式によるSPCが公的に“認知”された1997年、TMK等のSPCが法制化された1998年、個人資産に不動産投資への途を開くべく期待されたREITの上場が始まった2001年、企業会計審議会において減損会計の意見書がまとめられた2002年、これらを節目として事業法人等から不動産投資セクターへの流れが流通（新陳代謝）の主軸であり、これは不動産の機関化でもあった。

Season 5 : かつて見た風景（金融ビッグバン）

時計を15年ほど前に戻そう。

事業法人が不動産を抱え、不動産の時価価値を眠らせ続ける。その反面、合理的な時価の測定方法はなく、期待として膨らんだ含み益が担保価値を増大させ、あるいは期待を破裂させ、事業法人および金融機関の経営を左右する。個人資産は預貯金として滞留し、金融機関や郵政を通じて国債や財政投融资などに投じられ、不動産を含めた直接投資への運用選択肢を失っている。

こうした中で、投資の受け皿となるヴィークルを法制化し（SPC法→資産流動化法、投信法、金商法等）、個人金融資産が不動産投資に向かう下地を作る。事業法人が保有する不動産の時価と価格変動リスクを顕在化させる制度（固定資産の減損会計、賃貸等不動産の時価開示等）を作り、不動産を切り離すよう誘導する。これが、不動産を軸としてみた金融ビッグバン^{※6}であったと考えられる。

制度は作られ、市場も立ち上がりの軌道に乗った。しかし、今また金融ビッグバン「以前」のように、機関化は停滞し、個人資産も行き場を見失っているようだ。

※6 1996年11月橋本総理大臣は、2001年までに我が国金融市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場として復権することを目標として、金融システム改革、いわゆる日本版ビッグバンに取り組むよう指示。21世紀の高齢化社会において、我が国経済が活力を保つためには、1200兆円にも上る個人金融資産がより有利に運用される場が必要であり、これら資金を次代を担う成長産業へ供給していくことが重要。また、我が国として世界に相応の貢献を果たしていくためには、我が国から世界に円滑な資金供給をしていくことが必要。金融システム改革とは、このような観点から、フリーすなわち市場原理が働く自由な市場、フェアすなわち透明で信頼できる市場、グローバルすなわち国際的で時代を先取りする市場の3原則にのっとり、抜本的な金融市場の改革を進めていくもの。（以上、金融庁のWEBサイト http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb1.htm から引用）

Season 6 : 大震災後、すでに起こっているかもしれない未来

さて、現在の話。

東日本大震災の後、事業法人等の不動産に係る状況は大きく変化した。建物および立地条件に対する耐震・防災性能への要求の高まり、サプライチェーン維持やエネルギー確保等において事業継続性を担保するための国内立地展開の見直し、急激な円高進行と欧米景気の悪化懸念から来る生産拠点等の海外移転など、従来から検討課題であった事柄が喫緊の問題として顕在化している。

こうした事態の中で、今9月の半期末、例年は決算対策目的の不動産売却が相当数行われるにも関わらず、上場企業等の不動産売却はほとんど発表がなく、不動産取得額も減少した〔図表1-1-5③〕。

静かである。だが、跳躍の前に一旦沈み込んでいるかのようでもある。我々が接する事業法人等の情報からは、不動産の見直しが、これまでの財務対策のフェイズから事業戦略を含むフェイズに移り、より本質的で大掛かりな経営課題として検討されているように思われる。建て替える、国内で分散する、海外に移転する、買い替える、売却する、機関化する。法人所有不動産の流動が始まる未来図が、すでに描かれ始めているのかもしれない。

それとも、事業法人等は不動産を持ち続け、再び含み益や不動産収益の夢を見るのだろうか。

（2011年11月11日、記）