

土地の担保価値に関するオプション的解釈¹

早稲田大学政治経済学部

植杉 大

概 要

本論文では、企業が銀行から借入を行う際の担保価値を数量的に把握する方法として、担保価値に対してオプション的な解釈を行い、その計測可能性を考察した。一般的な担保と金融オプション、特にアメリカン・プット・オプションの類似性に着目しその近似解を導出した。また、数値例を用いて静学分析を行い、オプション価値の存在によって危険な借り手ほど抵当権行使のタイミングが遅れることを示した。実証分析では、1980年代後半のバブル経済期までは、土地が担保として有効であったにもかかわらず、1990年代中頃以降、その有効性が失われていることが明らかになった。

1. はじめに

本論文では、企業が銀行借入を行う際に提供する担保資産の価値について、金融工学の手法を援用してオプション的解釈を行い、特に土地担保を考察することを目的としている²。

1980年代後半のバブル経済期は、大企業にとって直接金融方式で資金調達することがコスト面で有利となり銀行離れが加速した時期であった。安全な貸手を失いつつあった銀行は、情報の非対称性という観点から見ると貸付先としては危険な中小企業への融資を積極的に行った。これは、銀行の視点で考えるならば、貸付先のデフォルト確率が高まり、債権回収の不確実性が急激に高まったことを意味している。貸倒れを防止するために融資の際にとった担保は概ね土地であり、銀行は企業が保有している土地に対して、そのファンダメンタル価値以上の何らかの価値を認めていたと考えられる。

この点について、実勢地価とファンダメンタル価格の乖離を単に『バブル』といういわば「ブラックボックス」として扱うのではなく、地価形成の説明要因の一つとしてこのファンダメンタル以外の要素を把握する作業が必要であると考え。そこで第2節で考察するように、本論文ではオプション理論を援用した「担保価値」の解釈を通じてその価値を数値的に求め、実際に担保資産として重要な役割を持つことが指摘されてきた土地の現実の価格との比較を行い、理論的妥当性を検討したい。

以下、本論文の構成を述べる。第2節では、担保価値に関するオプション的解釈についての考察を述べる。第3節では理論モデルを示し、オプション的解釈に基づく担保価値の解を導出する。第4節では、第3節で導出された理論モデルに数値例を当てはめ、静学分析を試みる。第5節では、理論モデルに基づき導出された担保価値を実際の土地資産額と比較、分析する。第6節では、まとめと今後の課題を示す。