

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックより、企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

1. お知らせ「セミナーのご案内」

IPO を目指す全ての企業様必見！ ~ 貴社は IPO 後、何処へ向かって行くのか？ ~

IPO をステップとしてさらなる成長を目指す企業向けの企業価値向上セミナーを開催いたします。

東京 IPO を運営するフィナンテック・グループの I R コンサルタントが、IPO 前後の成長企業にとって重要な中期計画の目的、作成方法などについて豊富なノウハウと実践経験に基づいて説明します。

申込・問い合わせはこちら <http://www.mapka.jp/seminar/enterprise/20071012.html>

2. コーポレートガバナンスレポート「買収防衛策に関する司法の判断」

商事法務 NO.1809(9/5) & NO1810(9/15)に「ブルドックソース事件の法的検討(上/下)」(成蹊大学 田中 亘准教授)が掲載されています。ブルドック事件は買収防衛策の差し止め仮処分申請が地裁から最高裁で取り扱われ、それぞれで司法判断が示されました。最高裁判断が一応の最終的な司法見解となりますが、各裁判所で異なる見解もあり、非常に興味深いものです。ブルドック事件については、防衛策を導入・検討している企業は内容を研究し、今後の防衛策の設計・運用方針にも活かして行く必要があるでしょう。

地裁から最高裁までを経ての司法の見解としては、防衛策の必要性は基本的に株主総会の特別決議の判断を尊重する。株主が買収者の支配権獲得は企業価値を毀損すると判断し、買収防衛先の導入を認めるならば、その判断は尊重される、という考え方が示されました。上記の著者は、株主の意思を尊重するという点については合理的と認めていますが、一方で以下のような疑問を提示しています。

- ・ 株主の意思確認は定時株主総会で行われるべきか？ブルドック事件ではスティールパートナーズ(以下、S P)による TOB への個々の株主の対応で確認できるのではないかと。総会は 3 月時点の株主の意思であり、一方 TOB への応諾は現在の株主の意思である。
- ・ 買収者の支配権獲得が企業価値を毀損するかどうかについて、株主が判断するのが適当であるか？TOB 価格が有利な価格と考えてこれに応じる株主にとっては、その後の企業価値の変化には無関心であると思われる。

さらに以下の点についても疑問を提示しています。

- ・ 新株予約権無償割当と S P からの買戻しというスキームの妥当性。
- ・ 買い戻し価格が S P 提示の TOB 価格を基準としていること(新たに発行される新株予約権を加味して、その 1/4 の水準となりました)。

これは TOB 前の市場価格に 13~18%のプレミアムをつけたものです。S P が会社の主張するようなグリーンメーラーであるなら、S P はプレミアム付の価格で新株予約権を売却することで目的はある程度達成したことになります。一方、S P は、主張するように TOB とその後の何らかの取り組みで企業価値を高めることができ、中期的に株価は TOB 価格以上になると考えているなら、この価格での売却は潜在価値より低い価格で手放すことになるでしょう。そうすると、この買い戻し条件の防衛策はグリーンメーラーを喜ばせるものであり、一方、真面目な買収者とそれを信じる株主にとっては不利なものではないか？裁判所はこれも株主判断だからよしとしているが、それでいいのか？

- ・ また今回の事件で考慮すべきは、平時の事前導入の事前警告型防衛策でないこと。緊急時の後出し防衛策なので、買収者に有利な条件になった面もあると考えられる。
- ・ 買収者による TOB 価格を、買い戻し価格の基準にしない場合どう決めるか？もし会社側が TOB 価格は基

準として高すぎる！と主張するならば、この経営者では自らの経営の下では企業価値・株価を TOB 価格まで高められないと言っているとも考えられる。それならば株主は TOB は有利な売却機会なのでこれに応じたほうが良いとなる。したがって経営者は、こうした主張をすることは難しい。

また参考としてアメリカの防衛策を紹介していますが、それによると、買収者は裁判と総会で争って負けた場合に、買収者がその時点で経済的リスクなしに撤退できる環境が与えられていれば、それでも買収を強行する場合には、予約権買取などの救済策なしの防衛策発動で買収者に経済的損失を与えても OK、という考え方だそうです。

- ・ ブルドック事件の場合は、最終の司法判断前に防衛策発動となったので、司法の最終判断を見てからの撤退では、買収者に損失が発生した可能性があります。だから予約権買取のような救済措置が必要なのでは、という意見も提示されています。

また司法制度の問題として以下の点を挙げています。

- ・ 日ごろ会社法事件を多く扱っていない裁判所が、短期間で防衛策の是非を判断することの限界。
- ・ しかも上級審に行くほど扱いの例が少ない。(地方裁判所も取り扱い例が少ないが仮処分申し立てを受けるケースがあります)。この点、東京地裁は下級審だが案件数が多く、非常に重要な存在！

著者の締めくくりとしては、今回は特殊なケースであるので、ストレートに前例とできない面もあり、いろいろ検討事項を提示した。それでも総会特別決議を取れば行ける、という流れを加速するであろうというものでした。

買収防衛策もコーポレートガバナンスにおける一つの要素であり、その原点にかかわるものだと思います。従って防衛策がだれのために、どういう観点で構築されるべきか、というところを見なければなりません。これも商事法務(商事法務 1793号 西本強弁護士「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点」)からの引用ですが、「米国においては、コーポレートガバナンスは二つのエージェンシー問題解消のためにあるという考え方が主流である」という記述が印象に残ります。会社において生じる二つのエージェンシー問題とは以下のものです。

1. 所有と経営の分離に起因し、エージェントである経営者がプリンシパル(株主)の利益を犠牲にして、自らの利益と保身を図る。
2. 支配株主(エージェント)と少数株主(プリンシパル)の間に生じる。会社を支配することで初めて得られ、少数株主は得られない私的利益を支配株主は得られる。株主間不均衡の問題。

そしてこの二つの問題は、片方の問題を解消するともう一方が大きくなるようなトレードオフの関係である。

これはすごく分かりやすい、納得感のある考え方です。経営者を監視し、圧力をかける大株主が存在すると経営者は好き勝手ができない。一方でその大株主は、他の少数株主が知らない有利な情報を得て得している、ということも何かありそうな気がします。MBOするオーナーや親子上場の親は少数株主の知らないインサイダー情報を得て行動しているのは明らかです。

ブルドック事件のSP始め、アクティブファンドは経営者に企業価値を上げろ、余剰資金は配当しろ、さもなければ会社から去れと圧力をかけます。それ自体は少数株主にもメリットがあります。一方でSPだけが買い占めた株を高値で売り切って儲けたりする局面では、少数株主は損をする可能性があります。また内情に詳しい大株主だけが、有利な条件でファイナンスに応じるケースは多々見受けられます。

経営者が支配的な株主による短期的な利益要求の圧力なしで少数株主に配慮した経営をすることが理想ですが、どんなに立派な経営者でも長期に渡り、常に正しい判断を行なうことはできないでしょう。それが人間。時には支配株主の圧力が有効な局面もあると考えます。

(株)フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史)

3. 東京 IPO コラムから「最近のREIT市場」

最近のメディア報道では中小 REIT において、上位株主の持分が非常に大きくなり、REIT に認められている法人税の優遇措置が適用されなくなり、分配金が大きく減る可能性が出てきたという記事が時々出ています。エルシーピーREIT や FC レジデンシャル REIT などが該当するようです。買い進んでいるのは自らもプロスペクト・レジデンシャル REIT の母体であり、運用会社を運営するプロスペクト・アセット・マネジメントとのこと。FC レジ REIT とその母体の(株)ファンドクリエーションに対しては、「母体企業は FC レジ REIT の運用会社の株式をもっと強力なスポンサーとなりうる会社に売却せよ」と要求しているそうです。自社グループの REIT との合併なども画策しているのかもしれませんが。REIT は上場法人数が 40 超まで増えましたが、最近は新規上場が非常に少なく、特に新興の不動産企業がスポンサーとなる REIT はまったくありません。自社の運営する私募ファンドの物件を、自分がスポンサーとなる REIT に売却するというモデルが機能しなくなったようです。私募ファンドとグループ REIT 間の取引の透明性、それぞれの運営の独自性等についての監督が厳しくなったことがあります。また投資家の REIT に対する評価が極端に二分化して、新興企業系 REIT は価格が純資産割れで、公募増資ができず新規投資ができない状況。それでますます人気も落ちるといふ悪循環です。REIT は差別化が難しい商品です。以前は物件の供給さえ継続的にできれば REIT は成長していくと多くのスポンサーが考えたでしょうが、REIT にとって同じくらいに重要なのは他の REIT よりも自社の REIT を一生懸命売ってくれる販売会社だったのではないかと思います。そこを各社とも十分考えていなかったようです。三井・三菱・野村・森・東急などブランドのある大手や、福岡など地元金融機関も含めて地域で支援する REIT はいいのですが、新興・首都圏・オフィス&住宅ミックス型 REIT は差別化要因がなく、厳しい状況です。

REIT の数値を見てみます（出所：ブルームバーグ、9/28 時点）。全上場 REIT の時価総額は 5 兆 5 千億円で、世界最大である米国 REIT の約 10 分の 1 の規模、米国、豪州、フランス、英国、オランダについて世界 6 番目の規模です。最大の日本ビルファンド投資法人(三井不動産系)は 8,483 億円で全体の 15% を占めています。二位のジャパンリアルエステイト(三菱地所系)は 5,658 億円で 10%、3 位の日本リテールファンド(三菱地所系)は 3,865 億円で 7% を占めています。上位 8 銘柄(約 2 割)の時価総額が 3 兆円(54%) に達しており、上位 2 割で 8 割を占めるのパレートの法則まではいきませんがかなりの規模になります。一方で下位 8 法人の合計はわずか 1,723 億円で、規模の二極化を感じます。また三井不動産や三菱地所など日本を代表する総合不動産会社の REIT ビジネスでの存在感が際立っています。三井不動産は、帝国ホテル株を取得して日比谷の一体開発に取り掛かるということですが、帝国ホテルに隣接する大和生命ビルも三井系の日本ビルファンド投資法人の所有で、この大型再開発にこの REIT も何らかの形で参加すると予想されます。最近では東急不動産の銀座東芝ビル取得、森トラストの虎ノ門パストラル取得など大手が大型物件の取得し大型再開発を進めるようです。こうしたプロジェクトには、それぞれの系列 REIT も参加し、魅力的な大型案件をポートフォリオに組み込んでいくことで成長していくと思われます。

全 REIT の配当利回りは平均で 4.42% ですが、上位大型 REIT は 2% 台、一方下位小型 REIT では 6% 台です。PBR は平均 1.37 ですが、利回りと同様に上位大型 REIT は 2 倍前後、一方下位小型 REIT では 0.9 倍前後という格差。下位 REIT の不人気は顕著で、ファイナンスもできず、こうした REIT 市場全体の傾向が変わらない限り、下位リートは本当に M&A での局面打開が必要かもしれません。

新興系で健闘しているのは、(株)ケネディクス系のケネディクス REIT とダヴィンチ系の DA オフィス REIT。時価総額で 10 位と 11 位、PBR でも 1.38 と 1.43 と平均水準です。新興不動産企業では一段抜けた強さを見

せている母体企業の力を反映した形です。ただ配当利回りには極端な違いが出ています。ケネディクスは3.4%に対して、DAは6.5%です。ダヴィンチはいろいろ世間を賑わす企業でその系列REITはブランド力は弱く上乗せ金利を要求されているものの、大型物件（芝パークビル（通称軍艦ビル）、PCCWビル、虎ノ門パストラルにも参加）を次々取得するパワーと、噂に聞く強烈なテナント向け賃料上げ交渉力で、非常に高い収益を上げて配当しているということでしょうか。

信用力や格付けを反映した価格、利回りという面もあるにせよ、現状のREITの価格形成はやや非合理的で、アービトラージ機会がありそうです。M&Aも可能性はありそうで、イベント型投資機会としてもREIT投資を検討する投資家は増えてきそうです。

（株）フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史

お問合せ：（株）フィナンテック e-mail info@finantec-net.com 電話 03-3560-5444（代表） FAX 03-3560-5445

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/jp/> に掲載しております。