

P A N E L D I S C U S S I O N

資本市場を意識した
不動産戦略の必要性

パネリスト

松田千恵子氏

マトリックス代表取締役/
ブーズ・アレン・アンド・
ハミルトン エグゼクティブ・
ディレクター/
日本CFO協会主任研究委員

古川英一氏

TOKYO企業情報
代表取締役社長

佐藤明夫氏

弁護士/
日本CFO協会主任研究委員

モデレーター

富川秀二氏

三井不動産
不動産ソリューション本部
法人ソリューション部長

ノコンア不動産と企業価値

富川 日本不動産市場を振り返ると、バブル崩壊後から九七年頃までは資本が枯渇した時代が続き、その後、不良債権処理が進んだ二〇〇〇年頃までは外資勢が猛威を振るいました。二〇〇一年には、日本でREIT市場が創設され、日本の機関投資家や個人投資家のお金が一〇年ぶりに不動産に戻ってきました。REIT市場の拡大に伴って、不動産市場に多くの資金が集まっており、同時にプレイヤーマルティプル化しています。不動産投資会社やアセットマネジメント会社が急増し、海外のお金を抱えて不動産市場に現れたのです。こうしたファンド間で競争が起る一方で、J-REITも六兆円近い規模のマーケットになっています。新たな投資を求めて、従来の不動産会社に加え、投資ファンドやREIT等のプレイヤーの間で競争が激化してきています。

富川 こうした状況の中で、もう一つ注目すべきは、不動産をターゲットとしたM&Aの増加です。ノコンア事業として不動産を抱える企業をターゲットとするケースが多く見られます。本業が不動産でなくとも、やはりCFOの方々は不動産がバナンス、つまり資本市場の環境変化をよく見て、自社の不動産のあり方を真剣に考えるべきでしょう。古川 一般に複数事業があった場合、その成長力は必ずしも同じではありません。企業価値は、複数事業の価値の合計とはならず、いわゆるコングロマリット・ディスカウントが観測されます。将来性の高い事業の価値が、成長の望めない事業によつて相殺される。アメリカのある学者の観測によると、コング



ロマリット・デスカウントは二一・三％存在すると言われています。この事業が不動産事業である場合も同様です。投資家は、電子部品の会社に不動産事業を期待していません。したがって、不必要に不動産を抱え込むデスカウントは顕著になります。

企業は、営業用資産（不動産）と非営業用資産（不動産・ノンコア事業の資産）を精一杯高度に活用して、キャッシュフローを稼ぎ出します。ところが、ノンコア事業の資産については、通常その活用度が測られることがありません。その活用度が低ければ株価と実体価値に大きなギャップが生じ、M&Aの原因にもなり得るし、会社全体の価値を沈める要因にもなつてきます。ですから、不動産を保有し続けた場合と売却した場合のシミュレーションを、ぜひ行つていただきたい。

松田 こう二〇年で起つた金融の環境変化は、財務戦略の必要性を高め、不動産の持つ意味を変えたと思います。今、資本市場が大きく発展し、企業の成功は「企業の価値」で測られるようになり、また、企業価値を向上させる施策は三つしかありません。①「追加の資本投下はせずに事業から得られる収益を増やす（事業戦略）」②「資本コストを上回る収益を上げる事業に資本投下するか、資本コストを下回る収益しか上げない事業から資本を引き上げる（投資戦略）」③「資本コストを引き下げる（財務戦略）。こうした施策をとつていくとすると、企業が保有している不動産の非効率性がクローズアップされてきます。

そもそも上場企業と投資家は「企業は投資家よりも事業についてよく知っている」という前提で成

り立っています。ところが、不動産についてはその前提が崩れてしまっている。不動産が金融商品化し、投資家たちは自由に売買できるようになったことで、企業がノンコアの事業として持つている不動産のリスクについても、おそらく投資家の目は非常に厳しくなつていると思います。

日本企業のノンコア不動産

富川 そもそも、なぜ、日本企業にはノンコア不動産の保有が目立つのでしょうか。

松田 戦後、連続と続いたメイバンクシステムによって、日本企業は財務戦略や株主に対するガバナンスを気にする必要がなかった。成功指標は売上であり、バランスシートの右側は、ほとんどメイバンクが面倒を見てくれたからです。バランスシートの効率性に注意を払う必要性がなく、不動産保有の可否にあまり注意を払わなかったのだと思います。もう一つは、不動産担保融資が主流だったことでしょう。これが長く続いたために、いまだに保有が続いている。もちろん、今も不動産担保融資がなくなつたわけではありませんが、将来のキャッシュフローを見合いにお金を貸すノンコースローが増えてきました。不動産はかつてのように企業の信用力の補完としてではなく、独立したキャッシュの源泉であり、金融商品化している。

富川 古川さん、海外ではどうでしょうか。

古川 アメリカと日本の違いは、市場の効率性の違いにあります。デイトジョーの制度が違いますから、日本に比べてアメリカでは、キャッシュフローを測定できる情報の開示が進んでいます。ですから、一



般的には、アンダーバリューに置かれるようなノンコア資産を持たないと言われている。アメリカもかつては、日本のような状況があったのですが、市場の洗礼を受けて今日があるので、一九八〇年代に、キャッシュを有効に活用して、いない企業を標的に、解体型のM&Aが進みました。その中で、株式価値に対して欲でない資産は、除外されるようになったのです。

これから日本でも不動産の流動性が高まって、換金性の高い資産と認識されるさになり、時価の測定さきつちりといれば、不動産だからといってバランスシートの固定資産のいちばん下のほうに計上することなくなってくるのではないかと思います。

富川 そういう意味では、今後、会計制度の変更も含めて日本企業にもプレッシャーがかかってくるかもしれませんね。

不動産をターゲットとしたM&A

富川 こうした状況の中で、近年、日本でも企業買収が増えてきました。

古川 通常、敵対的買収が起るのは、おそらく継続保有価値（現経営陣の事業計画に基づいて達成できる理論的な株式価値）よりも、市場価値が低い場合です。ここに不動産が入ってくると、清算価値が出ます。不動産を高度利用できる人たちは、清算価値を高めることができるのです。今の不動産に関連するM&Aはこの清算価値を非常に高く評価できる人々たちによって、極めて高額のオファーが可能になる場合があるわけです。例

財務戦略の視点で考える“不動産ガバナンス”講演録

えは、二〇〇七年には、一三〇%プレミアム、市場価格に対して二・三倍という日本のTOB史上最高のプレミアムによるTOBがかけられました。これは友好的な買収でしたが、事業価値によるM&Aでは、こうした大きなギャップが出ることはありませぬ。ギャップがあるから狙われやすいのです。

得るために必要な額を対象会社の営業キャッシュフローの何年分で買えるかをランキングで示したもので、かつて村上ファンドの標的になった東京スタイルは、M&Aレシオが常に二（前後一年程度で回収できた）。あとはP/B R 株価純資産倍率が一倍以下だと、やはり標的のなりやすくなります。不動産を狙っていく場合は、かなり緻密に調べています。M&Aレシオなどで割安株を探し出して、世の中の人々が気づいていない宝物を持っている会社を探し当てる。実際に現地に足を運び、ビルを持つて

がでようか。

佐藤 私は基本的に、企業が買収防衛策について云々するのはよくないと思っています。多くの企業が事前警告型の防衛策を検討されてきたと思いますが、結局、プレスリリースを出すだけだったりします。ブルドックソースの最高裁判決は少々情緒的でした。そもそも防衛策を発動する必要性があったのかどうか疑問です。



防衛策というのは、資本市場と真正面から対決することになつてしまふ。特定の人を買ってもらうては困るというのは上場の理念に反することだからです。また、一連の買収防衛策に関する判例が今後も絶対的な規範力を持った事例として維持できるかどうか、私はわからないと思っています。

性質を持っている上、換金性が非常に高いので投資する側には、非常に面目がある。プロが見れば価値があるが、一般人は気づいていない。それを狙っていくわけです。

がら、空室状況などフロアの様子を見て歩くのです。近所の不動産屋で資料相場を問いたり、実際に細かく調査しています。後は、やはり少数株主比率ですね。最後は、需給の関係などを総合しながらターゲットングしていくと聞いています。

防衛策は結論ではないし、防衛策を講じたからといって安心できるものでもない。不動産を狙った買収に対するいばんまうような防衛策は、その不動産を手放してしまうことです。しかし、果たしてこれが本当によい策なのかと思う部分もあります。

富川 不動産の有効活用については、マネジメント能力が問われます。ものづくりですばらしい工夫をされている会社でも、こと不動産に関しては素人視されている経営者の方が多いように思います。われわれから言えは、全く素人はできません。不動産は資本

富川 最近、ファンドを経由した資金流入が拡大しています。資産株を狙った買収についてはどうでしょうか。

古川 アメリカでは、最近、ライツプラハ、いわゆるボイズン・ビルを発動する例はほとんどありません。実際にM&Aの対象になった会社を見ると、防衛策を入れている会社が多いというわけでもないのです。防衛策の有無で何が違うのかと言えば、買収プレミアムです。防衛策を入れている会社は、入っていない会社と比べて一三〇—一五〇%高いとされています。経営陣が株主に対して有利な



集約的な簡単なビジネスで、マネジメント集約的でないというの大きな誤解なのです。そこに、ギャップが生まれてくるように思います。

佐藤 ファンドマネジャーの方で、経営が行き詰った企業を再生させて、株価を回復させた方には残念ながらほとんど会ったことがありません。関心はB/Sに行つてしまふことが多いのです。B/Sの目玉商品は現預金や有価証券です。これらは、その日の価値が一目瞭然なんです。誰でもわかつてしまふ。だからファンドマネジャーには、不動産の目利きで勝負したくなるというのは常にありますね。

富川 企業としての買収防衛策については、いか



投資ファンドのスクリーニング手法

富川 投資ファンドが投資先を選定する場合、どのようなスクリーニング手法を採用しているのでしょうか。

古川 流動資産を見るのが一つ。最近、M&Aレシオという指標があります。過半数の株式を取



は、より高く売れるチャンスを引き出すという意味で、買収防衛策が機能しているのです。

松田 日本では買収防衛策は一種の企業の自信のなせる現われのように思えます。買収の攻防は現経営陣の描く事業シナリオAに対して、シナリオBを提示し、どちらが優れているかを争うのが本来の姿であると思います。より企業価値向上がシナリオBが簡単に書けてしまうことが問題です。つまり、しっかりと書けようというところが株主に知っておいてもらうこと(情報開示、IR)が、いちばんの買収防衛策であると思います。

佐藤 ダウインチアドバイザーズによるテオシー株のTOBや、スティーリング・パートナーズによるブルドックソフスのTOBは、両方とも、実は会社は何も発信していないのです。金融商品取引法的重要な改正点は、TOBをやめることができるようになったことです。例えば、会社が意見表明してTOBに対する賛否を表明しなければならぬし、TOBの期間も延ばしやすくなりました。その結果、TOBを撤回する例が以前よりも増えてきました。法制度はそうなるのですが、本当にいちばん議論されなければならぬところで、全くなされないままに終わってしまったところ、少し貧しいという印象を持っています。

富川 ノンコア不動産を抱えている会社は、TOBがかかったら、「われわれはこう活用しよう」と思っている」と意見表明しなければならぬのです。佐藤 本来はそうですが、実際は「先祖代々の土地を持っているの」という程度の理由しかなく、正々堂々と意見表明しないケースが多い。

財務戦略から考える 企業不動産のあり方

富川 今後、資本市場の資産効率に対する見方は非常に厳しいものになっていくと思われるが、資本市場は企業に何を求め、それによって企業の財務戦略はどのように変わっていくのでしょうか。

古川 買収防衛策は万能策ではなく、海外の事例を見ると敵対的買収を仕掛けられた会社のうちの三分の二は、また仕掛けられている。そこにギャップがある限り、次から次に買収者が現れるのです。結局、自分が変わっていくなければ、何も変わらない。内なるガバナンスと外なるガバナンスに努め、不動産マネジメントをしっかりしなければならぬし、専門家に依頼するなどして、ギャップをなくしていくことが必要であろうと思います。



松田 不動産については、単に不動産部門の問題ではなく、広くCEO、CFOの問題になると思っています。実際、三年後のCFOにとつて最も重要な課題として、多くのCFOの方々が事業ポートフォリオの構成、資本構成の最適化、IRやM&Aを挙げいらつしています。これらは、すべてバランスシートの左側をどうするか、という問題です。そこでは、不動産所有をどう考えていくかが問われてくると思います。

富川 買収ターゲットにならないためにわれわれが不動産のプロとして事前対応策をアドバイスするすべは、まず所有する不動産をよく見ていただきたい、ということです。そこには、リスクを抱え

ていたり、ポートフォリオの集中を抱えている危険性があり得るのです。企業の規模からすれば、小さく思える不動産であっても、投資家は見えない価値を探し出す場合があるのです。われわれはそのあたりでターゲットになることを、危惧しています。そういう意味で、バランスシートに載っている不動産を財務部門や経営企画部門でもう一度見直し、財務の専門家の意見を聞くなどして、対応策をとっていただきたい。そのとき、防衛策にリスクがあつてはいけないので、弁護士の方に相談するなど専門家の力が必要になってきます。

佐藤 常備的な話として、われわれのような弁護士とも付き合いたいという会社が増えているように思っています。

富川 富裕層の方がプライベートバンカーを雇うように、企業がインベストメントバンカーのようなアドバイザーを雇っているケースもありますね。古川 昨今、買収防衛策となると、新しい制度もあるし、根回しも必要だし、防衛策に強い弁護士事務所とフィナンシャルアドバイザーがセットで招聘されるということになりますね。

富川 加えて不動産に関する専門的な意見、あるいは専門家から見た付加価値を知っておくことによつて、プライベートエグジティブやTOBファンドにも備えられる。ノンコア資産とコア事業のリタインの違いを理めるものを用意しておくことが、企業防衛策の第一歩であり、企業の財務戦略、経営戦略の重要な部分なのではないかと思っています。

※本稿は、二〇一七年二月二日開催の「CFOセミナー特別号」の講演内容をもとに要約したものです。