



旧村上ファンド系のレノが「レオパレス」を買い増しする理由



経営危機に瀕したレオパレス

賃貸アパート大手のレオパレス21<8848>が経営危機に瀕している。5月10日に発表した2019年3月期決算は、補修工事費用の拡大で686億円もの巨額最終赤字に陥り経営の先行きが懸念されている。

686億円の赤字はリーマンショック後の2010年3月期に計上した790億円の赤字に次ぐ水準で、2015年3月期以来の無配に転落。レオパレスは昨年5月、自社が手がけた賃貸アパートで建築基準法違反が発覚して以降、施工不良問題が経営を揺るがしている。

こうした状況の中で、レオパレスの株価は5月10日の終値222円から5月27日の高値438円まで約2倍に上昇した。

旧村上ファンド系のレノが買い増し

株価上昇のきっかけとなったのは、投資会社レノ（東京都渋谷区）の「買い」である。レノは旧村上ファンドの関係会社であり、「モノ言う株主（アクティビスト）」として有名である。そのレノが5月14日に大量保有報告書を提出し、レオパレス株を買い集めていた事実が明らかになったのだ。

村上ファンドが最初に世間から注目されたのは2000年。当時東証2部に上場していた昭栄（現ヒューリック）に、日本で初めて敵対的TOB（株式公開買い付け）を仕掛けたことで、一躍時の人となった。

最盛期の村上ファンドの純資産総額は4000億円を超え、膨大な資金力を背景に東京スタイル、大阪証券取引所、阪神電気鉄道などの株式を次々と取得。ライブドアがニッポン放送株を取得できたのは「村上ファンド」との共闘があったことなどが明らかになっている。

2006年にニッポン放送株のインサイダー取引容疑で代表の村上世彰氏が逮捕され、村上ファンドは解散。その後、村上氏は活動拠点をシンガポールに移している。

今回レオパレス株を取得したレノの代表取締役役に、村上ファンドで当時企画課長だった三浦恵美氏が就任しているが、実質的には村上氏が率いていると見られている。

レノはレオパレス株の買い増し、5月23日にグループの保有割合は16.18%まで上昇。保有目的を「投資および経営陣への助言、重要提案行為などを行うこと」としている。

レオパレス株はこれまで、英投資ファンドの「オディ・アセット・マネジメント」の動向が注目されていた。施工不良問題で株価が急落する中、レオパレス株を一貫して買い進めてきたからだ。オディは現在、15.62%まで保有割合を増やしているが、レノの保有割合には及ばない。

なぜレノは、レオパレス株を買い集めているのだろうか。まずはアクティビストファンドの手法から考えてみよう。

アクティビストファンドの手法

レノは旧村上ファンドの流れをくむ「アクティビストファンド」。アクティビストファンドは、イベントドリブン型のヘッジファンドとも呼ばれる。イベントドリブンとは、企業のM&A（合併・買収）、経営破綻、事業再編などのイベントを利用して収益を得る手法をいう。このようなイベントが引き金となり、株価が激しく上下する。その値動きを収益機会とするのである。

アクティビストファンドは、値ごろ感のある上場企業の株式を取得し、株価が上昇した段階で手放し、利ザヤを稼ぐ。株主の権利をフルに活用し、事業提案を行うなど経営陣にも積極的に働きかける。

株主総会に合わせて増配や自社株買いなどの要求を突きつけることもあれば、役員を送り込んだり、経営にタッチするケースもある。

時には無理な増配などの要求をしたり、リクエストが通らないと取締役の解任を迫るなど、高圧的な態度や姿勢を見せることがある。このような態度をとるアクティビストファンドは、悪名高い「グリーンメーラー*」と大した違いはない。

*グリーンメーラーとは、経営に参画する意思はないのに経営陣に揺さぶりをかけ、割安な価格で手にした株式を高値で買い取らせて利ざやを稼ぐ業者のこと

アクティビストが投資対象とするのは、株価が割安でキャッシュを比較的豊富に持っている企業だ。株価が一定水準まで上がった時点で売却し、投資収益を得るのが目的で、平均的な投資期間は1年から2年半程度である。

では、レノはレオパレスをどのように評価しているのだろうか。

レオパレスのネットキャッシュ倍率は「割安」

キャッシュの度合いを測る指標に、「ネットキャッシュ倍率」がある。ネットキャッシュとは、現金と有価証券など手元流動性資金から有利子負債を引いた金額のこと。時価総額をネットキャッシュで割ったネットキャッシュ倍率が「小さい」ほど、蓄えている現金や預金が有効に活用されてない企業として、M&Aなど企業買収のターゲットになりやすい。

レオパレスの2019年3月末時点の現金および現金同等物は、前年より約150億円減少したものの830億1900万円。有利子負債は480億4500万円であるから、ネットキャッシュは349億7400万円ある。

<ネットキャッシュ倍率の計算式>

・ ネットキャッシュ＝830億1900万円－480億4500万円＝349億7400万円

・ ネットキャッシュ倍率＝489億7640万円 ÷ 349億7400万円＝1.4倍

レノの買い占めが明らかになった5月初旬の株価は約200円。200円時点での時価総額は489億7640万円であるから、ネットキャッシュ倍率は1.4倍だ。

ネットキャッシュ倍率が1倍割れということは、理論上、その企業の全株式を買えば、買収額より高い現・預金を得ることができるということになる。株価が200円時点のレオパレスのネットキャッシュ倍率1.4倍というのは、1倍に近い水準なので、割安感が強いと考えられるのだ。

6月27日の株主総会でどうなる？

2019年の株主総会は6月27日。レノからの厳しい要求が予想されるだろう。

レオパレスは現在、8人いる社内出身の取締役のうち、深山英世社長ら7人が株主総会で一斉に取締役を退くことを発表。新たな取締役を加えた計10人で、社外取締役の割合をこれまでよりも増やし、企業統治の改善につなげたい考えだ。

最近のアクティビストファンドは、年金基金など機関投資家を味方につけて影響力を強めており、経営陣と対立した場合は、株主総会での多数決で議案を決める。これが「委任状争奪戦（プロキシファイト）」というものだ。

レノが「モノ言う株主」として、レオパレスにどのような提案を行うか注目されている。

文：M&A Online編集部