



さくら総合リートが合併に反対 初の敵対的買収となるのか？



1. J-REIT（不動産投資信託）初の敵対的買収

2019年5月10日に、スター・アジア投資法人<3468>の運用会社が、さくら総合リート投資法人<3473>に対して合併提案を行い、注目が集まっています。さくら総合リートがスター・アジアからの合併提案に反対し、J-REIT初の敵対的買収劇に発展したからです。

敵対的買収とは、買収者が買収対象企業の同意を得ないで買収を仕掛けることです。J-REITの合併には、企業の株主総会にあたる投資総会での承認が必要。スター・アジアは運用会社の変更などを提案し、過半数の同意を得られれば合併を具体的に進めたい考えです。

一方、さくらは合併しないほうがJ-REITの価値向上につながると主張しています。株主総会が開かれれば、両者が支持を争う形になり、J-REIT初のプロキシーファイト（委任状争奪戦）になりそうです。

2. J-REITの合併には2種類ある

J-REIT（不動産投資信託）の合併には、次の2つがあります。

（1）吸収合併

吸収合併とは、一方の投資法人がもう一方の投資法人を吸収することです。吸収する側が存続法人となり、吸収される側は消滅して上場廃止になります。J-REIT史上初の合併は、2010年2月の東京グロースリート法人とエルシーピー投資法人の吸収合併でした。

この合併による存続法人は東京グロースリート法人で、エルシーピー投資法人は上場廃止となり消滅しました。

（2）新設合併

新設合併とは、合併する2つの投資法人が新たな投資法人を新設し、それまでの投資法人は新設合併消滅法人となり解散するというものです。

3. 合併のネックとなる税制度

ただ、これまでの再編は経営難のJ-REITの救済などに限られていました。合併のネックになっていたのは税制です。J-REITの高い分配金の要因として「法人税等が課税されない」点があります。

具体的には、以下の条件を満たすと法人税が免除されます。

1.配当可能利益の90%超を配当していること 2.他社株式の50%以上を保有していないこと 3.筆頭株主の投資口保有比率が50%以下であること

J-

REITは他社株式の保有比率が50%を超えると分配金が課税対象になってしまいます。経営権を握るには50%超の取得が必要になるので、TOB（株式公開買い付け）などによる買収を仕掛けるのが難しいのです。

今回のケースは、3%以上の株式保有で総会集会などの提案ができるルールを活用して買収を仕掛けました。（発行済投資口の3%以上の投資口を6カ月前から保有していれば、投資主総会の招集を請求することが可能）。

4. J-REITの割安度はNAV倍率で

今回の敵対的買収の背景には、過熱気味ともいわれている不動産市況に比べて、J-REITの中には投資口価格の低迷が続いているものがあり、割安感が強いことがあります。

さくら投資法人の分配金利回りは5.51%と、J-REIT全銘柄の平均利回り約4%を大きく上回っていました。さらにNAV倍率は0.94倍と1倍を下回っています。

「NAV倍率」とは、不動産を時価評価した純資産価値に対する投資口価格の割安感を表す指標です。株式におけるPBR（株価純資産倍率）と似た指標で、NAV倍率が低いほど割安といえます。

J-REIT全銘柄のNAV倍率の推移は以下の通りです。現在は1倍を少し上回る程度で推移しています。

図：J-REIT全銘柄のNAV倍率の推移（2009年5月～）

出典：不動産証券化協会 マーケット概況「NAV倍率の推移（10年間）」

NAV倍率1倍というのは、現在の株価と純資産価値が一致している状態。1倍以下というのは、保有している不動産をすべて売却しても利益がでるという状態です。ですから、1倍割れは割安感が強いと判断できるのです。

J-REITは2018年以降、右肩上がりの上昇を続けてきましたが、一部の大型J-REITに人気が偏っていました。都心の大型ビルなどを組み入れるJ-REITにマネーが流入したためです。

中小のJ-REITの中には、NAV倍率が1倍を下回り割安に放置されている銘柄もあります。そこでJ-REITが保有している優良な不動産を取得するため、運用会社やスポンサーの意に反し、敵対的買収でもJ-REITを取得しようとする動きがでてきています。

5. J-REITは買収防衛が難しい

さくら総合リート投資法人は、「優れた運用実績を残している」として、スター・アジア不動産投資法人から受けた合併提案に反対しています。しかし、J-REITが敵対的買収を仕掛けられた場合、いわゆる事業会社の敵対的買収に比べて、買収防衛は困難です。

J-

REITの投資法人は資産運用会社に運用を委託し、保有する不動産の価値も公表しています。現在の投資口価格（株価）よりも高い買収価格が提示された時に、価格を理由に拒否することは難しく、むしろ投資家にとっては高く売れるチャンスです。

さらに、価格が低迷する中小のJ-REITは、物件取得のために増資すると希薄化（1株当たりの価値の減少）を招くため、物件の取得力を高めるのが難しい状況です。

合併のメリットとして、増資による安定的な成長基盤の確保があります。資産規模が大きくなれば、増資を行っても分配金への影響を少なくすることができます。

資産規模が5,000億円あれば、500億円程度の増資を行っても分配金への影響は少ないものの、資産規模が2,000億円程度だと増資の割合が高くなるので、大きな影響を受けるからです。

物件を取得できずに成長が頭打ちになっている銘柄もあるので、今回の敵対的買収が価格低迷している中小J-REITの起爆剤になる可能性もあります。敵対的買収が仕掛けられるとなれば、他のJ-REITの危機感を高めることになり、なんらかの価値向上策が打ち出されるという期待も高まります。

敵対的買収は、NAV倍率1倍割れで割安に放置されているJ-REITの価格上昇要因となるのです。

6. J-REITを敵対的買収する方法

スター・アジア不動産投資法人は、株主総会でさくら総合リート投資法人に対し運用会社の変更や執行役員の入れ替えを提案し、過半数の賛成を得られれば合併の具体化に移る考えです。では、具体的にどのような方法が考えられるのでしょうか。

まず、保有する不動産を売却して利益をだすために、さくらリート投資法人とその運用会社に対して保有するすべての不動産の購入を希望。スター・アジア投資法人にとっては、さくらリート投資法人を存続させる必要もないでの、J-REITの解散を前提として保有資産の全部譲渡を求める。

しかし、さくらリート投資法人は買収に反対しているので、投資口を買い集めることも考えられます。

現在、スター・アジア投資法人は、さくらの投資口の約3.6%を保有。投資口を取得する方法としては、市場で買い集めるほか、公開買付け（TOB）を行う方法があります。

ただ、さきほどの税制のところでも説明しましたが、他社の株式保有割合が50%を超えると法人税の免除がなくなるため、過去にも50%を超える公開買付けはありません。

公開買付けの実例としては、2008年8月のアップル・リンゴ・ホールディングス・ビー・ヴィが、リップラス・レジデンシャル投資法人に対して行った例があります。ただし、同投資グループであるオーネクツリー・キャピタル・マネジメントに対する第三者割当増資も実施しており、“友好的”な公開買付けでした。第三者割当増資と公開買付により約48.40%の株式を取得しています。

7. 市場で好感されたJ-REITの合併

これまでのJ-REITにおける買収は、経営難のJ-REIT救済やグループ内における規模の拡大といった友好的な買収のみでした。しかし、保有する不動産の価値に対して割安に放置されている中小のJ-REITも多く、今後は敵対的な買収もえてくることが予想されます。

J-REITの合併は市場にも好感され、スター・アジアの買収提案がなされた5月10日から24日までの上昇率は、スター・アジアで5.7%、さくらで6.2%です。

今後もNAV倍率が1倍割れで保有資産の価値が高いJ-REITは、買収期待の買いが入る可能性が高いと考えられます。

文：M&A Online編集部

参考資料：・さくら総合リート投資法人の投資主の皆様へ
スター・アジアグループからの提案に対する見解(5/17)・補足説明資料-
スター・アジアグループへの反論(5/23)

ご注意：当記事の個別の銘柄および企業については、あくまで説明のための例示であり、個別企業の推奨を目的とするものではありません。