

基礎研 レポート

J-REIT市場における敵対的 TOBを考える

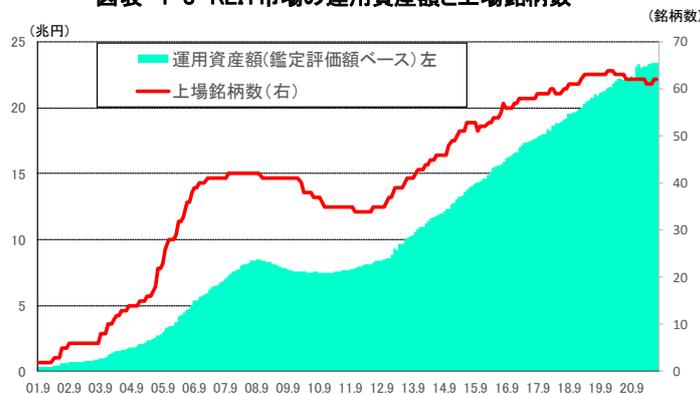
～TOBリスクが市場拡大を阻害する要因に

金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

1—J-REIT市場は20年間で大きく成長。一方、「敵対的TOB」という新たな課題も

今年9月に、J-REIT（不動産投資信託）市場は創設20年を迎える。この間、リーマン・ショック（2008年）や東日本大震災（2011年）、コロナショック（2020年）など、幾多の厳しい環境変化に直面したが、良質な保有不動産並びに資産運用会社のマネジメント力に加えて、官民一体での政策支援・制度改正にも支えられて大きな成長を実現することができた。7月時点の上場銘柄数は62社、市場時価総額は17.6兆円、運用資産額は23.4兆円に拡大している（図表-1）。

図表-1 J-REIT市場の運用資産額と上場銘柄数



(出所) 投資信託協会のデータなどをもとにニッセイ基礎研究所が作成

もともと、次なる20年に向けてさらなる成長が期待されるなか、新たな課題も生じている。それが、J-REIT市場における「敵対的TOB¹（株式公開買付け）」である。4月2日、米国投資ファンドのStarwood Capital Group（スターウッド・キャピタル・グループ）は、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人（以下、インベスコリート）に対して、非上場化を目的とした「敵対的TOB」を発表し、4月7日より公開買付けを開始した。その後、5月20日にインベスコリートのスポンサー企業であるインベスコ・グループが対抗案（以下、防衛TOB）を公表したため、

¹ 敵対的TOBとは、被買収会社の取締役会の同意を得ないでTOB(Take Over Bid)を実施することを言う。

「敵対的 TOB」は不成立となり、「防衛 TOB」が成立する結果に終わった。しかし、J-REIT 市場を構成する 62 社のうち 1 社が、自らの意に反して公開市場からの退出を余儀なくされたことには変わりない。

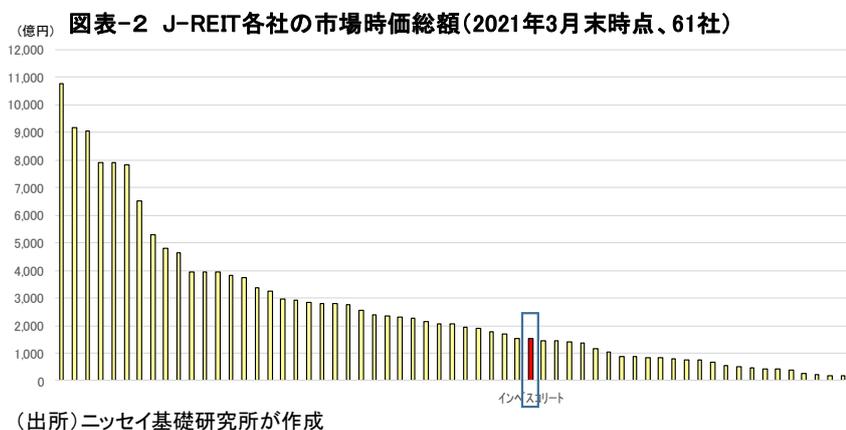
現状、J-REIT 側が「敵対的 TOB」を防止する手段は限られている。また、J-REIT 制度の根幹である導管性要件²が否認される 50%超の投資口取得³について、そもそも規制されるべきではないかとの疑問もある。

コロナ禍を受けた大規模金融緩和を背景に、潤沢な投資マネーが不動産投資市場にも流入するなか、J-REIT が保有する不動産ポートフォリオの価値に着目して、同様の買収事案が増加する可能性がある。そうした場合、「敵対的 TOB」リスクを勘案して、自ら上場廃止を選択する REIT や新規上場を見送る REIT が出現する事態となれば、これまでのような J-REIT 市場の持続的成長は困難となるであろう。

以下では、インベスコリートのプレスリリース⁴などをもとに、約 4 カ月にわたる本件の経緯を確認したのち、J-REIT 市場における「敵対的 TOB」の問題点について考えたい。

2——「敵対的 TOB」を巡る経緯。結果的に、「防衛 TOB」が成立

インベスコリートは、国内の大都市圏に所在する大規模オフィスビルを投資対象とするオフィス特化型 REIT で、2014 年 6 月に上場した。保有不動産は 18 棟・2,743 億円（鑑定評価ベース）、1 口当たり NAV（Net Asset Value、解散価値）は 17,782 円となっている⁵。3 月末時点の市場時価総額は 1,534 億円（市場ウェイト 0.9%）で、J-REIT 市場では中規模(37 位/61 社)に位置する（図表-2）。また、スポンサー企業は世界有数の独立系資産運用会社（運用資産額約 155 兆円、うち不動産運用額約 9.1 兆円）のインベスコ・グループである。



まず、今年 4 月から 7 月までの「敵対的 TOB」を巡る経緯を確認する。図表 3 に、インベスコリートの投資口価格（以下、株価）の推移と、両陣営の主な動きを時系列で示した。

² 投資主への分配金などを損金算入し、法人段階で課税されないための要件。J-REIT は導管性要件を満たすことで実質的に法人課税が免除されて高い分配金利回りを実現している。

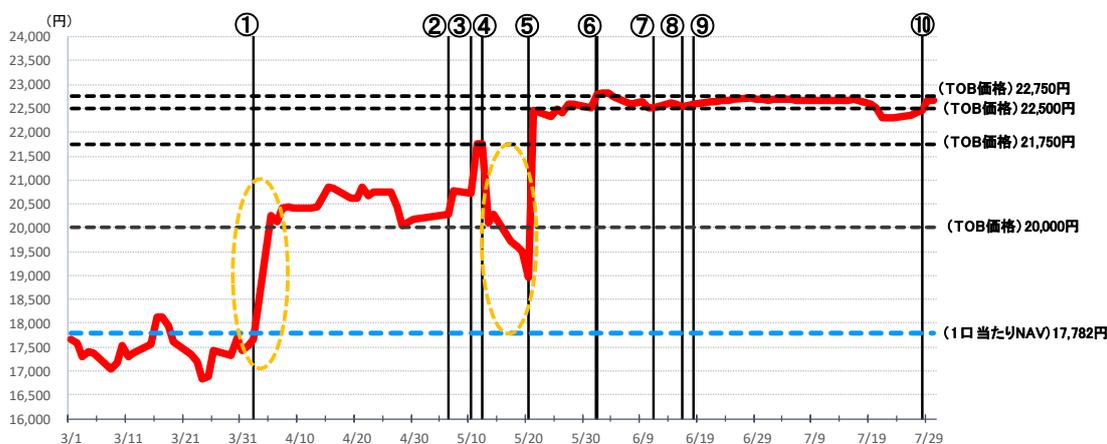
³ 従前は「3つの同族グループで 50%超」であったが、平成 20 年度税制改正で「1つの同族グループで 50%超」へと改正された。

⁴ [「インベスコ・グループによる本投資法人投資口に対する公開買付けに関する意見表明（賛同）のお知らせ」（2021 年 6 月 17 日）ほか](#)

⁵ 直近値として、2021 年 4 月期決算の数値を記載した。

4月2日に、スターウッド・キャピタル・グループ（以下、公開買付者）がインベスコリートに対する「敵対的 TOB」を発表すると、それまでNAV(17,782 円/口)近辺で推移していた株価は、TOB 価格(20,000 円、NAV 対比+12.5%)にサヤ寄せして上昇した①。これに対して、TOB に対する意見表明を留保していたインベスコリート⁶は、5月6日に反対意見（後述）を表明し、併せて、スポンサー企業に対して投資口の追加取得を要請した②。その後、5月10日に公開買付者は TOB 成立の確度を上げるため、TOB 価格の引き上げ（20,000 円→21,750 円）と成立要件となる買付予定口数(下限)の引き下げ（66.67%→55.27%）を発表した③。しかし、スポンサー企業による投資口の買い増しが判明すると（5/12：5.66%→5/17：7.06%）、「敵対的 TOB」は不成立との見方が強まり、株価は一時 18,950 円へと急落した④。その後、5月20日にスポンサー企業が TOB 価格を 22,500 円とする「防衛 TOB」を発表すると⑤、公開買付者は TOB 価格の引き上げ（21,750 円→22,500 円）と買付予定口数(下限)の引き下げ（55.27%→50%+1 口）を発表⑥。これに対して、スポンサー企業が TOB 価格（22,500 円→22,750 円）の引き上げを発表するなど⑦、両陣営の攻防は激しさを増していった。しかし、REIT 側の提示価格が公開買付者の価格を上回ったことなどから、「敵対的 TOB」への応募口数(3.96%)は買付予定口数を下回り、6月16日に不成立となった⑧。これを受けて、6月18日にスタートした「防衛 TOB」への応募口数（65.07%）は買付予定口数を上回り、7月28日に成立した⑩。なお、7月末時点の株価は 22,750 円(3月末比+30%上昇)となっている。

図表-3 インベスコリートの投資口価格の推移(21年3月～7月)



■敵対的TOBを巡る両陣営の主な動き

	日付	発表者	主な内容
①	4/2	公開買付者側	TOB 価格: 20000円/口。成立要件: 投資口の2/3以上を発表。4/7より、TOB開始
②	5/6	REIT側	TOBに対する反対表明。並びに、スポンサーに対して投資口取得を要請
③	5/10	公開買付者側	TOB 価格: 21750円/口に引き上げ。成立要件: 投資口の55.27%に引き下げ
④	5/12	REIT側	スポンサーが大量保有報告書を提出(5.66%)⇒5/17(7.06%)⇒6/22(7.10%)
⑤	5/20	REIT側	スポンサーが対抗案を発表。TOB 価格22500円/口
⑥	6/1	公開買付者側	TOB 価格: 22500円/口に引き上げ。成立要件: 投資口の50%+1口に引き下げ
⑦	6/11	REIT側	TOB 価格22750円/口に引き上げ
⑧	6/16	公開買付者側	TOB不成立(応募総数3.96%)
⑨	6/18	REIT側	TOB開始。TOB 価格: 22750円/口。成立要件: 投資口の54.10%
⑩	7/28	REIT側	TOB成立(応募総数65.07%)

(出所)開示資料などをもとにニッセイ基礎研究所が作成

⁶ この間、公開買付者に対して TOB 期間の延長要請のほか、金融庁等に対してTOBの禁止又は停止することの命令を発することを、裁判所に申し立てるよう求める旨の申入書を提出した。

3—REIT 側の「敵対的 TOB」に対する反対理由を確認する。REIT 側の主張に支持できる点は多い

次に、5月6日にインベスコリートが表明した「敵対的 TOB」への反対理由について確認したい。インベスコリートは公開買付者の提案に対して、(1) TOB 価格「20,000 円」が REIT の価値に照らして不十分であること、(2) 非公開化の目的並びに非公開化後の運用に具体的な裏付けがなくその実現性に疑義があること、(3) 投信法上の投資口併合はスクイーズアウト⁷目的での利用は想定されておらず、本件 TOB が投資主への強圧性を有すること、の3点を指摘し、投資主に対して TOB に応募しないよう要請した。

1 | TOB 価格の公正性。TOB 価格が想定する不動産評価額は、鑑定評価比「+7.1%~+15.9%」

上場企業の M&A において、買収価格の公正性は常に議論的であり、通常、株価に対する支払いプレミアムが最も重視される。一方、REIT は事業会社と異なり、バランスシートが極めてシンプルで、資産価値の透明性も高いことから、株価だけではなく NAV に対する支払いプレミアムも買収価格の公正性を検証する基準の1つとなる。

図表4は、各 TOB 価格(NAV プレミアム)が想定する不動産評価額と開示された鑑定評価額からの上昇率を表わしている。当初の TOB 価格(20,000 円、NAV プレミアム+12.5%)が想定する不動産評価額は 2,938 億円と試算され、鑑定評価対比+7.1%となる。また、最終 TOB 価格(22,750 円、NAV プレミアム+27.9%)が想定する不動産評価額は 3,181 億円と試算され、鑑定評価対比+15.9%となる。なお、2020 年における J-REIT の売却事例をみると、オフィスビルの売却価格と鑑定評価額の乖離率は平均+6%であった。

図表-4 TOB価格が想定する不動産評価額(鑑定評価対比)

TOB価格/口	NAVプレミアム	想定不動産	
		評価額 (億円)	上昇率
22,750円	+27.9%	3,181	+15.9%
22,500円	+26.5%	3,159	+15.1%
21,750円	+22.3%	3,092	+12.7%
20,000円	+12.5%	2,938	+7.1%

<2021.4月期時点>

NAV/口	NAVとの乖離率	不動産鑑定評価額	
		(億円)	上昇率
17,782円	-	2,743	-

(出所)ニッセイ基礎研究所の試算による

一方、インベスコリートの開示資料によると、最終的な防衛 TOB 価格(22,750 円)が想定する不動産評価額は、第三者機関が算定した売却価値評価のレンジ内にあるとして、買収価格の公正性を主張している。

このようにしてみると、当初の TOB 価格「20,000 円」について、株価並びに NAV に対して一定のプレミアムが支払われていること、J-REIT の売却事例に照らしてみても、必ずしも買収価格が低過ぎるとは言えない。しかし、その後公開買付者が TOB 価格を引き上げたこと、REIT 側の提示する第三者機関による売却価値評価を下回っていること、不動産ポートフォリオを一括取得することへの追加プレミアムを勘案すると、「TOB 価格(20,000 円)が REIT の価値に照らして不十分」との主張は、十分に支持できると考えられる。

⁷ 「スクイーズアウト」とは、少数株主から株式を強制的に取得することを言う。

2 | 非公開化後の運用方針・運用体制について、公開買付者は説明不足の感が強い

公開買付者は、コロナ禍におけるオフィス市場の混乱を背景に、「継続的・安定的な配当が求められる上場 REIT より、非上場 REIT のほうが賃貸契約の改定・更新、資本構造の最適化などの問題に積極的に取り組むことができる」として、「保有不動産の潜在的な価値の創出・向上には非公開化が不可欠」と説明している。また、非公開後の運用委託については、「現在の資産運用会社が適任としつつも、同意がない場合は解約」としている。これに対して、REIT 側は、「非公開化の目的並びに非公開化後の運用に具体的な裏付けがなく、その実現性に疑義がある」と反論している。

確かに、コロナ禍を受けたテレワーク普及などオフィス市場の先行きには不確実性が強まっている。しかし、上場 REIT はこれまでもあらゆるステークホルダーと協業することで新たな価値を創造し、投資主に利益を還元してきた実績がある。非上場 REIT のほうが中長期的な視点で運用し資産価値を高めることができるとの説明は、直ちには理解し難いものである。また、非上場 REIT として運用を継続するにあたり、資産運用会社の選定や導管性要件の回復について方針を明らかにしていない。公開買付者は TOB 成立後に全投資口を取得する予定で、非公開後の運用方針や運用体制を詳らかに開示する必要はないと判断したのかもしれない。しかし、上場 REIT には一般の投資家も数多くいることを考えると、説明不足の感は拭えないであろう。

また、公開買付者が買収完了後に不動産を早期に売却する可能性も考えられる。もちろん、こうした証券市場と不動産市場の価格差に着目した「アビトラージ(裁定取引)」は否定されるものではない。しかし、転売ヤーの如く、公共財である不動産の切り売りを目的に上場 REIT を買収することに対して、一定の歯止めも必要ではないかと思われる。

3 | 投信法上、投資口併合を利用したスクイーズアウトは無効。ただし、専門家の見解は分かれる

REIT 側は、公開買付者が TOB 後に予定する「投資口併合によるスクイーズアウトは多数派投資主の権利濫用にあたり無効である」と指摘している。さらに、「投信法上、投資口の買取請求権がスクイーズアウトに反対する投資主に認められておらず、本件 TOB が強圧性を有する」としている。

ただし、これらのスクイーズアウトに関しては、専門家の間でも見解が分かれているようだ。実際、スポンサー企業による「防衛 TOB」でも同様に投資口併合を利用したスクイーズアウトを予定しており、REIT 側は一転して賛同を表明している⁸。したがって、上記の指摘は今後の非上場化に向けたプロセスなかで確認することになりそうだ。

4——「導管性」・「ESG」・「対話」の視点から、J-REIT 市場における「敵対的 TOB」を考える

上述の通り、敵対的 TOB に対する REIT 側の反論について、支持できる点は多い。しかし、スポンサー企業は、投資主への要請だけでは「敵対的 TOB」の成立を回避できないと判断し、「防衛 TOB」を選択せざるを得なかった。やはり、「敵対的 TOB」の防止は J-REIT にとって難しい状況にある。そこで、以下では、「導管性」、「ESG」、「対話」の3つの視点から、J-REIT 市場における「敵対的 TOB」の問題点について考えたい。

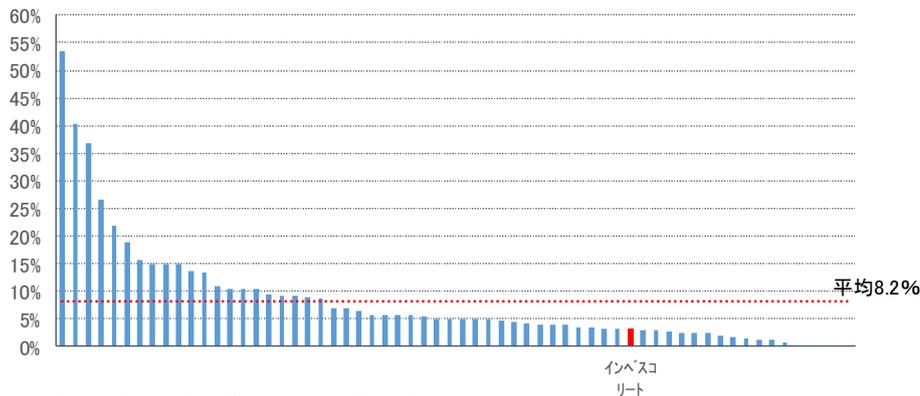
⁸賛同に転じた理由の1つに、TOB の禁止や停止を裁判所に申し立てよう金融庁などに要請していたが、期限までに申し立ての動きがなかったことを挙げている。

1 | 「導管性」の視点。50%超の投資口取得によって導管性を喪失。その対策について検討する

まず、「導管性」の視点から「敵対的 TOB」について考えたい。J-REIT は投資主を広く募ることを想定した「集団投資スキーム」であり、1つの同族グループが 50%超の投資口を取得すると導管性を喪失する。したがって、このルール自体が J-REIT に対する敵対的 TOB の有効な障壁になると考えられていたが、今後は対策の検討が必要になるかもしれない。

その対策として、スポンサー企業を中心に REIT 投資口を保有してもらい安定工作が考えられる。現在、スポンサー企業による投資口の保有比率は「0%～54%」と各社のスタンスは異なるが、平均で 8.2% (時価加重平均 6.7%) となっている⁹ (図表-5)。

図表-5 スポンサー企業による投資口保有比率(対象:62社)



(注) 2020年12月期決算～2021年5月期決算
(出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

それでは、どれくらいの安定比率が対策として有効となるか。今回の TOB では、J-REIT 市場における「インデックスファンド」の存在が注目を集めた。公開買付者は、ベンチマーク指数との連動を目指して運用する「インデックスファンド」は原則として TOB に応募しないだろうと指摘し、その比率を「25.61%」と推定している。また、実際に今回の「防衛 TOB」への応募率が「65.07%」であったように、TOB に応募しない投資家層が一定程度存在(25%～35%)することが伺える。したがって、安定比率が「15%～25%」の水準であれば合計で 50%超となり、TOB への抑止力になる可能性がある。

ただし、こうした安定工作は、一般投資家の投資機会を奪うことになるほか、市場の価格発見機能並びに運用規律を低下させる副作用も考えられる。このようにしてみると、そもそも、J-REIT 制度の根幹である導管性要件が否認される 50%超の投資口取得に対して、規制を検討する時期にあるのではないだろうか。

2 | 「ESG」の視点。敵対的 TOB がもたらす「雇用保護」の問題

次に、「ESG」の視点から「敵対的 TOB」について考えたい。J-REIT においても ESG 経営の重要性は高まっており、REIT 各社は重要課題(マテリアリティ)を特定し、課題解決に向けて取り組みを加速している。このうち、ESG の「S(social)」に関するテーマの1つに、「人的資本」が挙げられる。適切な労働管理や健康・安全への配慮、育成、ダイバーシティなど、企業の持続的成長には「人的資本」への戦略的な投資が大切であり、J-REIT の場合、当然ながら「人的資本」の対象は資産運用会社の従業員となる。

⁹ 通常、スポンサー企業は利益相反懸念を払拭し投資主との利害を一致させる目的で、REIT 投資口を保有するケースが多い。これを「セイムボード出資」という。

ところが、J-REIT の「敵対的 TOB」では、買収者と資産運用会社が対立関係となるため、「敵対的 TOB」が成立すると運用委託契約が解消される可能性が極めて高い。つまり、J-REIT が「敵対 TOB」を受けた瞬間に、資産運用会社はその事業基盤を失うとともに従業員は「雇用継続」の危機に直面することになる。こうした問題は、通常の事業会社の買収では起こり得ないことであり、資産運用会社並びに従業員の権利保護について見直しが必要だと考えられる。

3 | 「対話」の視点。対話なき「敵対的 TOB」は、投資家のスチュワードシップ責任に反する行為

最後に、「対話」の視点から「敵対的 TOB」について考えたい。REIT 側のプレスリリースによると、本件 TOB は「何らの連絡もなく、一方的かつ突然に行われた」としている。これに対して、責任ある機関投資家の行動指針を示した「日本版スチュワードシップ・コード」では、投資先企業と建設的で目的を持った対話(エンゲージメント)の強化を求めており、企業価値向上には対話が何より重要との認識が資本市場においても高まっている。こうした機関投資家に求められるスチュワードシップ責任¹⁰は J-REIT 市場においても全く同様であり、対話なき「敵対的 TOB」は、ステークホルダー間の相互信頼を破壊し市場の持続的成長を阻害するリスク要因となることに留意したい。

5 — さいごに

本稿では、J-REIT 市場における「敵対的 TOB」についてこれまでの経緯を確認したのち、「導管性」・「ESG」・「対話」の3つの視点から問題点を指摘した。一方で、非公開化という出口を迎えてインベスコリートの株価が大きく上昇し、公開買付者を含めて既存投資主が大きな利益を獲得したことも事実である。しかし、J-REIT が「敵対的 TOB」に対してスポンサー企業による「防衛 TOB」でしか対抗できないとすれば、その隙につけこんで「グリーンメーラー」¹¹が市場を跋扈することにもなりかねない。

リーマン・ショック後、危機に対応して各種の制度改正が実行されたように、次なる 20 年に向けて社会の公器として期待される J-REIT 市場の役割や制度設計について、いま一度、議論を深める必要がありそうだ。

¹⁰ 機関投資家が、投資先企業と建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、企業価値向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図ることをいう。

¹¹ 「グリーンメーラー」とは、株式を買い占めた上で、高値で株式の買い取りを要求する買収者のことを言う。

(ご注意) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。