



## Topics / Insight

### 2019年8月の注目ディール： さくら総合リートに対する敵対的合併提案が決着

2019年9月13日

#### 案件の全体像

スターアジアグループによる合併提案に対し、さくら総合リート投資法人がこれを拒否したことから、本件はJリート史上初の敵対的買収案件となりました。さくら側は三井物産系の投資法人みらいをホワイトナイトとして連れてきたものの、投資主総会の結果、スターアジアがさくらの経営権を握ることとなりました。今後、スターアジアグループのリート(スターアジア不動産投資法人)とさくらとの合併のための手続きが進められる予定です。

#### 統合ストラクチャーに影響を与えるJリート特有の制度

リートには、株式会社とは異なる規制・制約があることから、経営権を巡る攻防や買収ストラクチャーもその影響を受けます。まず株式会社と異なる特徴の一つとして、他法人の50%以上の株式を保有しない等の条件を満たすことにより、リートは法人税免除の優遇処置を受けられることが挙げられます。この税制優制度の存在によって、TOBによる過半数の投資持分買収は実質的に不可能となるため、本件でも投資主総会決議に基づく合併による統合を前提とした買収提案がなされています。

第二の特徴としては、総会への不参加等、議決権が行使されなかった投資口は賛成としてカウントされる「みなし賛成」制度が定められていることが挙げられます。このみなし賛成制度の適用を受ける限り、合併のような特別決議を必要とする議案であっても、個人投資家の多いリートでは総会決議が比較的容易です。

#### 背景と泥仕合化した経緯

現在、我が国の不動産市況は過熱気味とも言われていますが、一方で、割安感のあるリートも目立ちます。特に資金規模に劣る中小リートでは、希薄化を招く増資も難しく、物件の取得力強化も出来ずに投資口価格が割安のまま放置されている状況です。資産規模拡大・投資収益力向上のためには、確かに、リート同士の合併も一つの課題解決手段と言えるでしょう。

2019年1月末におけるさくらのNAV倍率(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合)は0.87。かなり割安な水準です。そうしたらさくらに対し、2019年5月10日、スターアジアグループがスターアジア不動産投資法人との合併提案をしたことから本件は始まりました。16日には、スターアジアはさくらの投資主総会招集許可申立てを関東財務局に提出します。翌17日にさくら側がスターアジアの提案を「敵対的買収」と断定する見解を公表し、両社の対立が明らかとなりました。

6月28日、関東財務局の許可決定を受けてスターアジアは、現執行役員の解任と新執行役員の選



## Topics / Insight

任、資産運用委託契約をさくら不動産投資顧問からスターアジア投資顧問へ変更することを議題とする投資主総会を8月30日に開催することを決定します。

一方、さくらはこれに対して、スターアジアが開催する総会とは別の総会を、同日の8月30日に開催する旨発表しました。1日に総会を2度も開催するのは明らかに異常事態です。

この異常事態下において、さくらは7月4日に投資法人みらいとの合併協後進めている旨を公表するとともに、同法人代表者をさくらの執行役員とすること、並びに、みらいの資産運用会社と資産運用委託契約を締結することを総会の議題として、スターアジア開催の総会に逆提案します。更に、さくらは8月5日に正式にみらいとの合併契約を締結し、さくらが開催する総会議案に合併承認を連ねました。

また、さくらは、みらいとの合併におけるさくらの投資口を1口96,192円と評価すると発表しました。これは、さくら投資口の評価額スターアジア公表の評価額「101,728円以上」と比べて低いものの、当該スターアジアの提示金額はデューデリジェンスを踏まえた第三者機関による評価を経て変わるため、保証されていないと切り捨てます。

### 敵対的な提案が受け入れられた理由と今後の課題

敵対的な買収に対して否定的な見方が多い日本では、上記の状況ではみらいによる合併に支持が集まってもおかしくありませんが、結果は、スターアジアに軍配が上がりました。午前中に開催されたスターアジア主催の総会では、スターアジア提出の議案はすべて可決され、さくら提出の反対動議はすべて否決されました。午後に開催されたさくら主催の総会は、定足数に満たず、みらいとの合併議案は上程もされませんでした。

このような結果となった理由として、①試算ではあるものの、スターアジアの評価額の方が高かったこと、②さくらは、買収提案に対して初めからスターアジアを悪者扱いしたが、客観的な説明が十分でなく説得力も弱かったこと、③NAVが低い状態を放置していたさくらの運用会社と執行役員に対する信頼感が十分でなかったこと、が挙げられるのではないかと思います。即ち、みらいの提案も魅力的ではなく、スターアジアの方が利益をもたらすというのが、投資家の判断であったということです。

Jリートには、資産規模が数百億円程度と小さく、NAV倍率も1未満に放置された割安なものも他にもあり、今後、再編機運が高まることも容易に想像されます。但し、リートの制度自体が敵対的な買収の可能性を前提としておらず、リートの効果的・効率的運営のための諸制度が、健全な再編の障害になりうるということも、本件では垣間見られました。本件のような泥仕合が繰り返されぬよう、かつ、健全な市場形成のために、リートに係る諸制度について、改めて検討することが急務であると思われます。

### <問い合わせ先>

ベネディ・コンサルティング株式会社

Mail: [info@benediconsulting.jp](mailto:info@benediconsulting.jp)

Web site: <http://benediconsulting.jp>