

企業再 M&A時代

不動産所有のあり方

2001年

3月	●日本製紙と大昭和製紙が経営統合、 日本ユニパックHD設立 (04年5月日本製紙グループ本社に商号変更)						
	日本ユニパック子会社の日本板紙						
	<table border="1"> <tr> <td>操業を停止した東京都亀有の工場跡地</td> <td>イトーヨーカ堂、日商岩井</td> <td>02年6月 167億円</td> </tr> </table>	操業を停止した東京都亀有の工場跡地	イトーヨーカ堂、日商岩井	02年6月 167億円			
操業を停止した東京都亀有の工場跡地	イトーヨーカ堂、日商岩井	02年6月 167億円					
	日本製紙						
	<table border="1"> <tr> <td>閉鎖した大阪府都島工場跡地の一部</td> <td>阪急不動産・栄泉不動産・三洋エステート・名鉄不動産・長谷工コーポレーションの共同企業体</td> <td>03年11月 110億円</td> </tr> </table>	閉鎖した大阪府都島工場跡地の一部	阪急不動産・栄泉不動産・三洋エステート・名鉄不動産・長谷工コーポレーションの共同企業体	03年11月 110億円			
閉鎖した大阪府都島工場跡地の一部	阪急不動産・栄泉不動産・三洋エステート・名鉄不動産・長谷工コーポレーションの共同企業体	03年11月 110億円					
4月	●三菱東京FG誕生						
	●住友銀行、さくら銀行が合併、 三井住友銀行誕生						
	●あいおい損保誕生						
9月	●英ボーダフォンによる、 日本テレコムの子会社化						
12月	●スイス製薬大手ロシュによる中外製薬の TOB実施、日本ロシュと合併						
	中外製薬						
	<table border="1"> <tr> <td>東京都豊島区の高田研究所</td> <td>入札方式により鹿島建設が落札</td> <td>03年11月</td> </tr> <tr> <td>福島県鏡石の固形剤製造工場と同工場で業務を行う東北中外製薬の全発行済株式</td> <td>ニプロ</td> <td>05年2月</td> </tr> </table>	東京都豊島区の高田研究所	入札方式により鹿島建設が落札	03年11月	福島県鏡石の固形剤製造工場と同工場で業務を行う東北中外製薬の全発行済株式	ニプロ	05年2月
東京都豊島区の高田研究所	入札方式により鹿島建設が落札	03年11月					
福島県鏡石の固形剤製造工場と同工場で業務を行う東北中外製薬の全発行済株式	ニプロ	05年2月					

2002年

1月	●三和銀行、東海銀行が合併、 UFJ銀行誕生			
4月	●第一勧業銀行、富士銀行、日本興業銀行が 合併、みずほ銀行誕生			
9月	●日本鋼管と川崎製鉄が経営統合、 JFEHD設立			
	日本鋼管子会社のエヌケーエフ			
	<table border="1"> <tr> <td>寮・社宅6物件の信託受益権</td> <td>AIGグループが設立したSPC</td> <td>00年9月 210億円</td> </tr> </table>	寮・社宅6物件の信託受益権	AIGグループが設立したSPC	00年9月 210億円
寮・社宅6物件の信託受益権	AIGグループが設立したSPC	00年9月 210億円		
	日本鋼管			
	<table border="1"> <tr> <td>屋内プール「ワイロドブルーヨコハマ」</td> <td>ナイス</td> <td>01年8月 60億円</td> </tr> </table>	屋内プール「ワイロドブルーヨコハマ」	ナイス	01年8月 60億円
屋内プール「ワイロドブルーヨコハマ」	ナイス	01年8月 60億円		
	川崎製鉄子会社の川鉄鋼板			
	<table border="1"> <tr> <td>千葉市の土地</td> <td>アイレック</td> <td>02年3月 19億円</td> </tr> </table>	千葉市の土地	アイレック	02年3月 19億円
千葉市の土地	アイレック	02年3月 19億円		
	●日鉱金属とジャパンエナジーが経営統合、 新日鉱HD設立			
10月	●日本航空と日本エアシステムが経営統合、 日本航空システム設立(04年6月日本航空に)			
	日本航空			
	<table border="1"> <tr> <td>羽田空港内の航空機部品整備工場</td> <td>空港施設</td> <td>02年3月 125億円</td> </tr> </table>	羽田空港内の航空機部品整備工場	空港施設	02年3月 125億円
羽田空港内の航空機部品整備工場	空港施設	02年3月 125億円		
	日本航空子会社のグローバルビルディング			
	<table border="1"> <tr> <td>JALビルディングの信託受益権、日本航空は本社利用を継続</td> <td>野村不動産オフィスファンド投資法人</td> <td>06年3月 650億円</td> </tr> </table>	JALビルディングの信託受益権、日本航空は本社利用を継続	野村不動産オフィスファンド投資法人	06年3月 650億円
JALビルディングの信託受益権、日本航空は本社利用を継続	野村不動産オフィスファンド投資法人	06年3月 650億円		

90年代中盤からこれまで、毎年のように行われてきた商法改正。この、会社経営の基本ルール変革の総仕上げとして、来年、いよいよ“会社法案”が施行の運びとなる。なかでも、特に注目を集めているのが、企業の合併・買収、いわゆるM&Aをより実施しやすくする関連法案部分。合併対価の資産制限の緩和、三角合併方式の認可といった点については、敵対的買収への準備・対策が不十分ということから2007年度に先送りされたものの、組織再編、事業再編に関し、企業として大胆かつ戦略的な行動が可能となるのは間違いない。現在でも、合併や買収、営業譲渡、資本提携の記事が、新聞紙上に掲載されない日はないほどであるが、この潮流がよりいっそう加速していくのである。

一方、企業の不動産所有については、減損会計の強制適用が目前となり、まさに“待ったなし”の対応を迫られている。加えて、上場企業には、資産を持つが故に買収されるという危機感も、現実味を帯びてきている。また、中小企業の経営者にも、「不動産が担保にならない」「相続はどうする」と、資産所有に対して頭を悩ます課題は多い。

掲載した一覧は、近年の主な企業再編・合併の年表に、関連企業がこれに前後して行った不動産売却事例を、IR情報や報道発表からピックアップして作成したもの。もちろん、その因果関係の有無を一つひとつ裏付けたわけではないが、企業再編やM&Aの活性化と、企業の資産処分との増加とは、決して無関係な事柄ではないだろう。

企業合併の後に発生する余剰資産をどのように合理化するか。M&Aで取得した資産をいかに見切り、いかにバリューアップさせるか。敵対的M&Aを防ぐため、どのように資産を所有すべきか。逆に、有効な不動産戦略を行う上でのM&A手法の活用とは。そして、これら企業経営の変化は、不動産市場全体にどのような影響を与えるのか。今回の特別企画では、今後ますます激しさを増していく企業再編・M&A時代における、企業の不動産所有のあり方を、4人の識者の方に語っていただいた。

編・の

近年における主な合併・M&Aと、関連企業による不動産売却事例

2003年

4月 ●産業再生機構発足、8月に九州産業交通、タイヤ建設、うすい百貨店の支援を発表

5月 ●りそなHD公的資金注入を要請、2兆円の投入、実質国有化

8月 ●コニカとミノルタが合併しコニカミノルタに

9月 ●アズウェルと福神が経営統合(産業活力再生特別措置法適用)、アルフレッサHD設立

アズウェル			
世田谷区の物流センター跡地	世田谷区	02年10月	7億円
浜松市の土地	ナイス	02年12月	2億円
名古屋市の土地	名鉄アオト	03年3月	2億円

10月 ●新日鉄と住友金属がステンレス部門を統合、新日鉄住金ステンレスに

住友金属工業			
習志野市と尼崎市の土地(住友信託銀行が信託受託)	特別目的会社	02年3月	193億円
和歌山市の土地(買主が建物を所有し利用中)	エア・ウォーター	03年3月	10億円
和歌山市の土地(買主が建物を所有し利用中)	住金エア・ウォーター・ケミカル	03年3月	24億円

●宇部興産が宇部日東化成を完全子会社化、04年1月には宇部エレクトロニクスを吸収合併

宇部興産			
千葉県原市の工場内土地	ベイサイドエナジー	02年3月	18億円
UBEビル	東急不動産の設立したSPC	02年12月	56億円
宇部地区を中心とした賃貸不動産20件	オリックスの設立したSPC	03年9月	105億円

●博報堂、大広、読売広告社が経営統合、博報堂DYHD設立

●住建道路と三井道路が合併し三井住建道路に

三井住建道路			
千葉県柏市の社宅	セボン	04年10月	0.84億円
神奈川県相模原市の社宅	サーティーフォー	04年10月	0.6億円

11月 ●米リップウッドHD、日本テレコムHDから固定電話事業会社の日本テレコムを買収(日本テレコムHDはボーダフォンHDへ)

12月 ●三協アルミと立山アルミが経営統合、三協・立山HD設立

凡例

日本ユニパック子会社の日本板紙	売却時期	売却価格
操業を停止した東京都角川の工場跡地	イトーヨーカ堂、日商岩井	02年6月 362億円
日本製紙		
閉鎖した大阪市東區工場地の一部	阪急不動産、東急不動産、三洋エステート、名鉄不動産、長谷工コーポレーションの共同買付	02年11月 110億円
●=売却物件	●=買手	

2004年

1月 ●明治生命と安田生命が合併し明治安田生命保険に

安田生命保険			
安田生命人形町ビル	日本プライムリアルティ投資法人	01年11月	21億円
安田生命第2ビルの信託受益権(2002~03年にリニューアル工事実施)	レッドライオンズキャピタルベータ有限公司	03年3月	

4月 ●日本電池とユアサが経営統合、ジーエス・ユアサコーポレーション設立

日本電池			
藤沢市の湘南モールフィル敷地(信託受益権)	ライトバーブル有限公司	03年9月	40億円
ユアサコーポレーション			
高槻市の駐車場	西武百貨店	03年3月	28億円

●大同生命、太陽生命、T&Dフィナンシャル生命が経営統合、T&DHD設立

大同生命保険			
明石市のオフィスビルなど賃貸物件、全21物件	品川ホールディング(モルガンスタンレーの特定目的会社)	03年9月	18億円
太陽生命保険			
六甲アイランドビルなど賃貸物件、全7物件	レストレイションアセット	04年12月	16億円

●ニチメンと日商岩井が合併し双日に

双日			
渋谷区神宮前6丁目の土地と信託受益権	マーズ・キャピタル・パートナーズ(エルカクエイの特別目的会社)	04年6月	
港区赤坂の池田建設本社跡地	個人	04年9月	
三田NNビルの信託受益権(旧ニチメン本社)	日本生命	05年3月	84億円
千葉の宅地造成地など39物件	サンインベストメント特定目的会社	05年3月	235億円
トレードピアお台場ビルの信託受益権(旧日商岩井東京本社ビル)	バッテリーインベストメント	05年3月	261億円
ニックス銀座ビルの信託受益権	611銀座ビル(特別目的会社)	05年3月	17億円

●双日子会社のニチメン土地建物、飯田橋エステイト

大板市北區の日昭ビルを所有するSPCの株式と土地	堂島麦酒醸造所	04年3月	4億円
双日子会社の日商岩井不動産			
江東区のプロスペクト東雲橋	プロスペクト	04年3月	29億円

5月 ●企業再生ファンドのフェニックス・キャピタル、さくらやを買収

●産業再生機構が支援するカネボウ化粧品が発足

7月 ●ソフトバンク、米リップウッドから日本テレコムを買収

8月 ●三菱東京FGとUFJHD、05年10月の経営統合を発表

UFJ信託銀行			
大手町のUFJ東京ビル	特定目的会社	02年3月	900億円
UFJHD			
東五反田1丁目ビル	ジャパンリアルエステイト投資法人	04年7月	55億円

9月 ●サークルケイとサンクス、持株会社シーアンドエスが合併、サークルKサンクスに

北陸銀行			
錦中央ビル(北陸銀行名古屋支店が入居)、みずほ信託銀行が信託受託	エヌ・エイチ・インベストメント	03年3月	49億円
平野町中央ビル(北陸銀行大阪支店が入居)、みずほ信託銀行が信託受託	エヌ・エイチ・インベストメント	03年3月	18億円
北海道銀行、タックプロパティ			
道銀ビルディング、北海道銀行及び現行テナント24社は入居継続	平和不動産	02年9月	74億円

●セガとサミーが経営統合、セガサミーHD設立

セガ			
池袋GIGO	60ファンディング・1st・オブ・ジャパン有限公司	03年3月	45億円

●アルプス物流とTDK物流が合併

●東京海上火災と日動火災海上が合併し東京海上日動火災保険に

東京海上火災保険			
東京都文京区の社宅跡地	住友不動産、エスエフ千石開発特定目的会社	02年6月	
西荻マリンコートなど全国各地の54物件	新生銀行などの特別目的会社	02年12月	30億円
東京海上火災保険、養進ビル			
金沢市の金沢パークビル	ジャパンリアルエステイト投資法人	03年3月	17億円

●日本酸素と太陽東洋酸素が合併し太陽日酸に

太陽東洋酸素			
東京都国分寺の営業所	名鉄不動産	03年8月	8億円

2005年

2月 ●ブルデンシャル生命があおば生命を吸収合併

あおば生命保険			
目黒区のおおば生命保険本社ビル	住友不動産、エスエフ目黒開発特定目的会社	04年3月	
ブルデンシャル生命保険			
日本橋小伝馬町の福助東京ビル	エフティコミュニケーション	04年2月	13億円

●三井住友FGと大和証券Gが、合併を視野に交渉との報道(両社は同報道を否定)

4月 ●山之内製薬と藤沢薬品工業が合併、アステラス製薬に

10月 ●日本信販とUFJカードが合併しUFJニコスに(予定)

日本信販			
世田谷区のコスモスバジオ上馬	個人	03年1月	4億円

※緑色の社名は、不動産売却事例の掲載企業

渡辺 章博 氏

M&Aと
不動産市場

進化する日本のM&A市場 企業の資産リストラも促進

欧米型に移行する日本のM&A

昨今の日本のM&Aについていえることは、欧米型に年々近づきつつあるということです。上場企業の合併を例にとれば、以前は基本合意から合併期日まで、1年以上の長きに渡っていたものが、現在では6月の定期株主総会で承認され10月には合併するといったケースも見られ、そのスピードは欧米並みになってきています。M&Aの成否の鍵を握るといわれるインテグレーションについていえば、米国のコンサルティングファームの調査によると、成功のタイムリミットは3カ月以内とされており、その間に、必要な統合プロセスをすべて済ませることが鉄則となっています。時間が経てば経つほど、従業員のモチベーション低下や、企業双方の文化の違いが浮き彫りになるなどの阻害要因は顕在化しますし、つまり、「鉄は熱いうちに打て」ということです。

このようなディールのスピードアップに加え、M&Aの効果に対する期待値も高まる一方といえます。1+1が2.5や3になるシナジー効果の発揮が重要で、2以下にしかならないのなら、行う意味がありません。そのため、基本合意の前の十分なデューデリジェンスや、合併効果の基本分析等、対象企業の価値を判断することが、今後ますます重要になってくるでしょう。

さらに、これまでの企業合併は、「事業を一緒にやりましょう」的な色彩が

強く、条件が決まらぬまま基本合意だけが先行することさえありました。M&Aは、あくまで「買う」「売る」という行為なのですが、日本では売買というイメージが希薄であったといえます。

しかし、株主の側から見ると、M&Aはその購入額（もしくは売却額）を含め企業戦略そのものであり、企業価値判断の重要なファクターです。その点からいえば、公表時に買収価格や合併比率・統合比率が決まっていないケースが従来の国内案件では散見されましたが、米国であれば株主訴訟が起こっても不思議ではありません。この点でも、最近では買収価格もしくは合併・統合比率が決まってから公表するという欧米化が進んでいます。その意味では、統合比率の合意なしに公表されたUFJ銀行と東京三菱銀行の経営統合などは、いわば最後の日本的M&Aといえるのかもしれませんが。

不動産処分におけるM&Aの活用

企業の合併・買収を意味するM&Aですが、このところ、不動産を処分する手段として活用されるケースも増えてきています。例えば、所有する不動産子会社のリストラに際し、資産の個別売却よりも、事業体として売却した方が手続きも容易であり、税制的にもメリットがあるといったケースです。

また、M&Aに伴う不動産取引の内容にも変化があります。これまでは、不動産子会社を株式売却により処分する場合、例えば観光事業や遊休地

といった不必要な事業や資産が付随するため、取引が成立しにくいといった一面がありました。しかし今日では、プライベートエクイティファンドなどの投資ファンドに代表される買い手の裾野が広がっているため、企業を買収した後、不動産事業と運営事業を分割管理し、各々専門性を有する企業と手を組み得意分野を受け持ち、新しいガバナンス構造の下で事業を発展させることができます。

買い手にすれば、市場が過熱し優良不動産の物件が入手しにくくなっている今、良質な物件を安く買うには、いろいろな質の資産や事業体をまとめて買う、いわば「バルク的な」買い方をせざるを得なくなりました。かつては、「バルクセール」といえば、不良債権や不動産の一括購入を指していたわけですが、この対象が「事業体」へと広がったというわけです。

単なる不動産取得とは違い、M&Aとして事業体を買収する場合、その買収価格は、資産から事業体に有する有利子負債や事業債務などを減じたネットの価格です。そのため、資産そのものの買収よりも、買い手のリスクマネーはより小額になります。また、買収後にきちんと経営改革を行い、マネジメント体制を整えれば、今まで収益を上げられなかった企業体質をプラスに改善することができるため、投資メリットはより大きくなります。このように、単なる不動産投資よりも、事業体への投資という形には、より大きな投資妙味があるといえます。

M&A活性化が資産リストラを後押し

このような不動産売却の手法として活用される以外にも、M&Aは企業の資産リストラを直接後押しするという効果を生み出しています。

企業の経営統合が行われた場合、その効果は、売り上げを増やすか、あるいはコスト削減で示すしかありませ

ん。一般に、後者のコストシナジーを出す方が容易とされており、効果的なリストラが図られれば市場からの評価も高くなります。例えばメーカーなら、生産拠点の統廃合を図り一つに集約することで、生産コストを下げるとともに残った跡地を売却するといったことが考えられるでしょう。

一方、今日のM&Aでは、経営統合のなかで、ノンコアビジネスの処理が進むようになりました。「選択と集中」の時代といわれる昨今、得意分野に経営資源を集中した方が企業価値は高まるとされていますが、経営者にとって、ノンコアであっても利益を得ている事業を手放す決断には、かなりの覚悟が必要です。

ところが、M&Aにより企業規模が大きくなれば、ノンコア事業が全体に占める収益割合が低下し、当該事業の売却に向けての社内外からの抵抗感も低くなります。したがって事業や付随する資産売却の意思決定もスムーズに行われることとなります。

資産処分の背景は株主重視経営

こうした不動産処理の背景にあるのは、冒頭に記した日本企業の欧米型への移行、つまり「株主重視の経営姿勢」への変化が挙げられます。

株主、つまり投資家は、数々の金融商品の中から投資先を選定する際、投資効率を重視します。「株式」についても、評価の基準が変わりつつあり、従来は対象企業の売上高や利益率を基準に評価していましたが、最近はROE、つまりどのような資産がどれだけの利益を生んだのかという、資産効率が重視されるようになりました。

このような状況下、「自分たちも投資の対象になっている」という意識を明確にイメージする経営者は、ROEの分母である資産をいかに小さくするかに苦心するはずで。例えば、欧米では、トップが替わると当然のよう

にバランスシート(BS)のクリーンアップが行われ、資産が次々と償却されていきます。1期目は確かに赤字覚悟ですが、2期目以降は投資効率の高いBSになるため株価アップが期待できます。事実、市場ではそのような現象が起こっています。

この点についていえば、これまでの日本の事情はまったく逆です。先人からの遺産はなるべくそのままの状態に継承し、それがマイナスの遺産なら、その処理を先送りする傾向が強く残っています。現在、BSが膨れ上がっている企業の多くは、このような経営マインドが大きく影響していたといえるでしょう。

一方、資産圧縮のため不動産を売却し、BSが改善された企業には、資金が流れ、株価が上がるという図式ができてきています。蓄えたキャッシュを本業に投資する、あるいは株主に還元すれば、さらに株価は上がるはずなのです。日本企業の株価は、その実力に比較して相対的に安いといわれていますが、これは、企業が事業売却により手にしたキャッシュをどう使うかという次のシナリオが、市場(株価の動き)から見えてこないことも一因ではないでしょう。

余剰資産の保有は危険信号

もう一つ特徴的なことは、現在キャッシュを蓄えた企業の経営者の多くが、その使い途として考えている戦略もまたM&Aだということです。M&Aは企業成長に即効性を発揮するものですから、キャッシュを有する企業の10社に8社は、この戦略を語るのもいいでしょう。ただし逆の見方をすれば、この状況は常に敵対的買収のターゲットになりうる可能性もあるということです。

我々がM&Aのディールを進めている時、まず対象企業のBSを分析するのですが、コアビジネスとは無関係な

不動産や余剰キャッシュ、投資有価証券等を過剰に抱える企業がいかにも多いかによく驚かされます。こうした効率の低い資産を多く抱える企業は、コアビジネスの業績も悪く株価は低水準という傾向があります。極端な話、買収後、資産売却だけで投下資金が回収できるような企業も存在しているのです。このような企業は、買収ターゲットになるのは避けられません。また、それに至らない場合でも、当然、株主から増配要求を受けることとなります。その際、効率の低い資産を抱えるだけで現金を保有していない場合は、資産を売却して対応するしかありません。昨年から今年にかけて、敵対的買収をかけられて増配に応じた会社の事例がいくつかありましたが、今後、こうした事例はますます増加するのではないのでしょうか。

株主価値の最大化が企業経営の基本

M&Aの進展とそれに連動する不動産売却は、今後さらに加速すると思われます。そのなかで経営者が注意すべきポイントは、常に株主価値の最大化を考えるということです。

本来、経営とは、株価や時価総額ではなく、企業価値を高めるために行うはずのもの。したがって、現在の企業価値を考え、さらに、仮に経営者の任期が5年なら、5年後にその価値がどうなっているかという、ターミナルバリューの増大を志向することが重要です。

その手段として、ROE向上のためBSのスリム化を目指すのであっても、対処療法的に行うだけでは、資産価値の低下を招く一方です。単に資産を切り離せばいいというものではなく、その価値とタイミングを正しく捉え、最も有効な売り方を工夫することが求められます。そのためには、複数の買い手から買収の提案を受け、ビットプロセスも検討すべきでしょう。ま

た、売却して得た資金も有効活用しなければなりません。キャッシュを抱えたままであれば、また買収のターゲットにもなりかねないからです。

手にした資金で企業を買収する場合は、買収する企業の無形資産の価値に留意する必要があります。日本でも欧米にならい、最近ではM&Aの会計処理方式としてパーチェス会計が導入されることになり、ブランド力やソフトの価値、統一的労働力といった人のノウハウなどの無形資産を評価してBSに載せるようになりました。このように無形資産が表象化されるということは、不動産を持たずとも企業の本当の価値が示されるわけです。

米国企業の時価総額が一般的に高いのは、M&Aを繰り返すことで企業価値が常に見直され、無形資産が表象化し、株式市場に評価されているからだといえるでしょう。無形資産が計上されるメリットは資金調達面にもあります。M&Aが盛んになれば、日本企業のBSも、米国企業のように無形資産が有形資産よりも大きな金額を占めるようになります。そして日本の金融機関が無形資産を重視するようになれば、担保資産として日本企業が不動産にしがみつくと必要がなくなり、資産リストラも加速すると思われます。このように、日本におけるM&Aの活性化が、今後、融資や企業の行動にドラスティックな変化をもたらすものと考えられます。加えて、M&A取引に係る資金に対して、金融機関が無形資産を担保に融資を行うようになれば、さらにM&Aは活性化されるでしょう。そして、それが資産リストラの一環として行われる不動産売却も加速させるという、好循環が生まれる可能性があります。

このように、今後日本におけるM&Aの活性化は、不動産市場の拡大に非常に大きく貢献することが期待できるでしょう。

具体的な 事業戦略

不動産証券化とM&Aとの融 他社にないシナジー効果を発

キーワードは金融と不動産の融合

当社は2000年の設立以来、不動産流動化ビジネスにおいて「金融と不動産の融合」をキーワードに、フィナンシャルアドバイザー業務やアレンジャー業務などM&Aの手法により投資事業を展開する「ソリューション事業」と、不動産を中心としたアキュジション業務ならびにファンドマネジメント業務、アセットマネジメント業務を中心とする「ファンド事業」を進めてまいりました。

どちらの事業においても、自らが出資者として積極的に資産流動化に関与し、わずか5年の期間で今日のような成果を上げることができたのは、日本長期信用銀行出身である現CEOの古川と、ゼネコンのフジタ出身の私のノウハウを結集できたことが要因であると自負しています。

M&Aによる資産取得が 最大の武器

資産流動化ビジネスにおいて、最も重要なポイントがキャッシュフローに基づくバリュエーションにあることは言うまでもありません。当社が最初に手掛けた西武百貨店池袋店の証券化においても、正味6ヵ月かけて試算するところからスタートしました。不動産ファンドの運営においても、案件となる商業ビルやオフィスビルの購入に際して、その地域におけるキャッシュフローを生み出す能力を見切る

ことが最大の課題であり、金融のノウハウが活きる場面でもあります。また、こうした資産の取得に関して、M&Aによる企業買収を積極的に取り入れていることも、当社の最大の特徴といえるでしょう。

土地や建物だけを購入するのと同じ、会社を買収するということは、多額の負債や隠れた債務、将来的に訴訟となるようなリスク、さらには従業員の雇用問題など、様々な要素が付随してきます。こうしたなかには不動産業界の出身者だけでは対応できない問題も多いのが実状です。また、仮に外部から持ち込まれた物件を購入するにしても、そのなかに含まれるリスクを判断するための審査能力や、排除する能力を社内に持っていなければ、対応しきれません。

こうしたキャッシュフロー分析やM&Aの手法、さらにリスク回避といった金融のノウハウに、取得後の資産価値の最大化を図る不動産のノウハウが融合していることが当社の強みなのです。

明確な戦略で資産流動化を促進

資産の取得、およびその運用に関する具体的なスキームについて、事例を挙げてご紹介しましょう。一つは営業譲渡の形態で昨年に取得した「いばらき京都ホテル」の例です。

この物件を取得する際、計画時点から資産保有と事業経営を分離させ、オペレーションを改善することで、キ

アセット・マネジャーズ株式会社
代表取締役社長

青木 巖 氏

合により 揮

キャッシュフローが向上するというストーリーを描き、土地・建物資産をファンドへ売却するという流れを組み立てていました。そのため、客室稼働率の予測や、宴会や結婚式需要の可能性、近隣企業のニーズの事前調査など、多様なシミュレーションを行った上で、投資採算に見合う取得価格を算出し、入札しました。こうしたホテル購入には、必ず設備の改修や補修工事、社員の教育などに追加投資が必要になり、入札と追加投資の価格を足してキャッシュフローを計算し、どれだけプラスになるよう持っていくかが勝負といえるでしょう。さらにJALホテルズと契約して、JALグループのノウハウや経営資源を取り込むことで、事業価値の向上にも努めています。決して、倒産寸前のホテルを安価で手に入れ、ローコストオペレーションで運営すればいいというものではありません。

二つ目は、民事再生中の中堅不動産会社が保有していたスイミングスクールの事例。3カ所のスクールはどれも小学生を対象の中心としており、地域への貢献度が高いものでした。当初、入札に参加した企業はすべてマンション開発用地として検討していたようですが、事前調査を行ったところ、スクール事業運営自体は健全であり、安定した会費収入が魅力としてありました。ですから、将来的には土地再開発をイメージしながらも、スクール事業継続を前提に2桁の利回

りを確保できる価格を算出して入札に参加しました。

ただし、うち1カ所については、調査の結果、土壤汚染が発覚したため取得しませんでした。知らずにいれば後々、大問題になるのは必至で、多様なシミュレーションや購入価格の算定とともに、事前調査の重要性を改めて思い知らされた事例です。

三つ目は現在スポンサー契約を締結して支援を開始した「松戸市総合卸売市場」です。約1万5千坪の広大な敷地に100社ほどのテナントが入るこの案件は、賃貸事業としても十分な可能性を秘めています。現状の卸売市場機能に小売業の機能をプラスした「食を中心としたモール」として再生する計画を立てています。自動車でのアクセスを前提にすれば商圏人口400~500万人のエリアですので、地域との関係を強化し松戸市の理解も得て再開発することで、地域の活性化に繋がることを期待しています。また、キャッシュフローの安定性が増したところで、ファンドへの組み入れも検討して参ります。

以上、三つの事例をご紹介しましたが、これらの事例には、当社の特徴である三つの共通点があります。

一つは、中長期的な再生計画であること。いまが駄目だからとゼロにするのではなく、常に、こうしたら改善するのではないかという中長期的な視点で資産運用を考えています。これは不動産開発と同様の発想であり、同時に、先に述べたリスクを調査し、判断できる体制があってこそ可能なスタンスだといえます。

二つ目は血の通った事業運営です。当社が再生型M&A案件を手掛ける際には、従業員の雇用継続を最優先課題として取り組んでいます。事業改善のために現場のことを一番よく知る彼らと徹底的に話し合い、ポジションを任せ、夢や希望を持ってもらい

一緒にがんばっていかうとする。欧米型ハゲタカファンドのような“良いとこ取りして切り捨て”とは一線を画した、新しいマーチャント・バンキングビジネス(投資銀行業務)の本格的な展開を目指しているからです。

そして三つ目は、キャッシュフローの算出とともに、最低でも2~3の出口戦略を確保するということです。資金に任せた体力勝負では、いずれ無理がくることは必定ですし、出口の見えない資産運用は流動化ビジネスとはいえないからです。

M&Aを武器にREITに参入

会社設立以降の5年間だけを見ても、不動産市場への参入者は、国内外のプレイヤーを問わず増加しており、それに伴って、不動産価格は一部上昇基調に転じているといった状況です。確かにライバルは増えているのですが、J-REITの市場規模が2兆円を超えるなど、バブル崩壊以降低迷していた不動産市場に資金が流入することは、我々のビジネスにとって大きなプラス要因だと思っています。

こうした状況のなか、当社もグループ会社を通じてJ-REITへの参入を計画しています。すでに今年の3月には金融庁の認可が下り、できるだけ早いうちに上場させたいと考えています。不特定多数の投資家から資金調達できるREITは、資産流動化ビジネスにとっては大きな核になるものであり、同時に出口戦略を必要とする我々にとっての、強力な受け皿になる可能性が大きいといえます。

一方、REITサイドとしても、高い利回りを確保できる物件を取得する手法を持つことで、市場での評価を高めることができるでしょう。

これからも、これまでのスタンスを崩さず、M&Aを核とした事業戦略で、資産流動化ビジネスをより活性化していきたいと考えています。

自らを正しく認識し、弱みを強みに変える経営が、 地方・中小企業が生き残る唯一の道

資産売却には程遠い 地方企業、中小企業の実態

ここ数年、買収や合併統合など、企業再編の話が連日のように新聞、雑誌、テレビ等のメディアを賑わせているのはご承知の通りです。しかし、これまで数多くの地方の中小企業の再編を手掛けてきた者として思うのは、こうしたM&Aを巡る動きはあくまで東京を中心とした一部のもので、地方ではまるで別の国ではないかと思うほど隔たりがあるということです。

現在、景気回復が著しいといっても、それは錬金術に長けた収益力のある会社と一部の製造業だけで、町場の消費財は一向に回復していません。しかも、好調な企業のほとんどが東京に集中。今日の日本経済は、経済力の6~7割が東京に集まっており、これはバブル期にも見られなかった特異な現象です。内情は、まるで中国の上海を思わせるほどだといっても、決して言い過ぎではないでしょう。一方、地方は残り4割のうち、名古屋が2割、大阪とその他の地域で1~2割を分け合うといった状況です。

不動産に目を向けてみても、注目されるのは収益力のある物件だけで、地方ではもともとキャッシュフローを生み出せる物件が限られています。全国的なマーケットの安定性を考えた場合、まだまだ底が浅いというのが実情でしょう。

不動産は元来、一部の投機的なも

のを除けば、中長期的な市況に影響を受けやすいものです。不良債権を処理して金融問題だけを片付けても、企業再生は進みません。また、事業の再生が進まない限り、不動産マーケットの活性化は望めません。したがって、地方を本当に活性化させるには、そのための仕掛けを、別の視点で作らなければならないのです。

危機意識の欠如と ノウハウ不足が 地方低迷の要因の一つ

具体的な仕掛けのお話をする前に、もう少し、現状を見てみましょう。

地方の企業の経営者の方々と話をしていて感じるのは、個人であれ会社であれ、不動産の所有者が、自分が置かれているポジションをよく理解していないということです。過去からの延長線上に今の事業を考えており、不動産所有は担保に入れて金を借りるための手段だと思っている方が実に多い。本来、資産経営と事業経営は別であるはずが、事業を行うには借入れのための担保がないとだめだといひ、遊休資産であっても担保価値があれば保有しておくという傾向が、いまだに根強く残っています。これは最悪で、事業を行うために不動産の持つ潜在的な収益力を使い、有効利用への道を閉ざしてしまっています。逆に、資産所有のリスクが、事業経営に直接影響する。その事業が資産価値に見合うだけの収益を生み出してい

ればとりあえず問題ないのですが、現実にはそうなっていません。

解決のためには、資産経営と事業経営を明確に分けるべきなのですが、事業経営に資金を出す金融機関の数があまりに少なく、それもできない。もちろん金融機関の責任もありますが、まず地方の企業が、キャッシュフロー経営をしていないことが問題なのです。事業で資金調達をするにあたり、担保がなければ、保証になるのは事業のキャッシュフロー以外にありません。それなのに、この経営概念がないため、いつまでも不動産イコール担保という意識から離れられず、結果的に処理が進まないのです。

これは一般の中小企業でも同様で、不動産が自社においてどういう位置づけにあるのかを正しく認識することが、スタートラインであるという本質が理解されていないと感じます。

不動産を所有していても、キャッシュフローを生まないものばかりで、しかも借入れが多いなら、早く売却して身軽になったほうがいい。それを放置しておくため、外資のハゲタカファンドにディスカウントキャッシュフローのような手法で食物にされてしまうのです。外資の企業評価は、将来は必ずマイナスになると予想し収益を下に見る傾向が強いですから、現在価値はかなり低く見積もられることとなります。

国の金融政策と金融機関の無策も 地方低迷の背景に

地方低迷のもう一つの要因として、国の金融政策の失敗や、地方金融機関の消極的対応を挙げておくべきでしょう。

現在、日銀ではデフレ回避を目的にマネー供給を続けていますが、経済成長が止まっているわけですから、資金は資産にしか流れません。

経済成長には多少の過熱感が重要で、先高感があることが設備投資、先行投資のキーワードです。この先高感がない以上、資金は収益力のある不動産に流れますが、地方にはそれがない。そのため、東京への一極集中が加速され、結果として地方はますますやせ細ることになるのです。

しかも地方には、現状を打開する代替産業がなく、東京のような活性化は望めません。また、大企業の拠点も地方への拡大でなく、集約に向かっているのですから対処しようがないわけです。

従来、こうした状況を脱するためのカンフル剤になるのが、地元の金融機関のはずですが、現在はそれも期待できません。地方での不良債権処理はいっこうに進まず、挙句の果てに金融庁に強制的につぶされてしまうといった始末です。

なにが足りないかという、再生のための意識とノウハウを持った人材の少なさ。加えて、一応の成功を見せている東京の金融テクノロジーを受け入れる文化がないことです。例えば、セミナーで、SPCとそのスキームといった、不動産金融の最も基本的な話をしても、通じないばかりか「うちの顧客に、そんな危ない商品の話をしないでくれ」と、主催者である地方銀行からクレームを受けるほどです。東京とは感覚が違いすぎるといえるでしょう。

余剰不動産を売るべきなのは重々承知していても、どうしたら売却できるかが見えてこない。また、売却価格が、銀行の担保評価よりかなり低くなる場合、本当に売られてしまうと追加で二次の引き当てが増えるため、「売らせたい」という力学が銀行に働かない。それでも、体力があれば売却は進むのでしょうか、体力がない地方では銀行が一緒につぶれてしまう。それは避けたいという金融機関の思惑で動いている部分がたくさんあるといえます。

地方の意識が変われば、余剰不動産が市場に出てくる可能性は大いにあります。金融機関は従来型のスタンスで仕事をしているため、有効な買い手が見つかって資金が出ないという図式になっているのでしょう。キャッシュフローを将来にわたってキチンと読める金融機関がないなかでは、ノンリコースローンが普及するはずありません。

残る頼みの綱は外資系ファンドなのですが、東京と地方ではキャッシュフローのロットが違いすぎ、なかなか興味を示さない。まさに八方ふさがりの状況なのです。

SWOT分析を用いた自己認識と、 事業分割で道は拓ける

では、地方はこのまま沈んでしまうのかというと、再生の可能性はもちろん残されています。それは、それぞれの立場の人たちが原点に立ち戻って、足元を固めることから始まります。

まず手始めに行うべきなのは、企業再生の基本中の基本、SWOT分析を用い自らを知ることです。特効薬を追い求めるのではなく、内部環境である強み(Strong)と、弱み(Weak)、外部環境である機会(Opportunity)と脅威(Threat)を丹念に把握する。強みを活かして機会を得、それを活用して脅威を封じ込め、弱みを強みに変えて

解決することが、どのような状況にあっても企業再生のセオリーなのです。

不動産事業についても同様で、所有する人によりその資産の位置づけは変化します。例えば、債務過剰なオーナーは不動産を早く売り、借り入れを減らすべきだし、逆に資金が潤沢にあれば、事業拡大に必要な資産を得るビジネスチャンスとして、不動産をどんどん購入していった方がいい。自身の置かれた状況によって用いる対応は変わりますから、そこには、一般論としての解答は存在しないといえます。

バブル前のインフレ時代なら、必ず価格は上昇し、どんな判断でもOKでした。しかし、現在は状況が違う。正しい判断のためには、所有資産のデューデリジェンスを行い、バランスシートにおける資産の価値を定量的に分析し、さらに、その資産を収益力として有効活用するマネジメントが可能か否か、実行できる人材がいるかを定性的に分析する。その上で、オーナーとして生きるかプロパティマネージャーや仲介業者として生きていくのかといった選択をする時代なのです。

さらに、持ち株会社のような資産経営と事業経営の縦型会社分割を行い、担保依存型から脱却し、リスクを分け合う経営にも移行すべきです。

資産を所有し事業も管理するオーナー経営者が多い地方では、東京のような強制力の強いM&Aはなかなか受け入れられないのが実情です。ですから、事業会社は他人に経営させ、オーナーは不動産を事業会社に貸して賃料を得るとともに、配当を受け取るというような、縦型会社分割の仕組みがベストでしょう。

同時にキャッシュフロー経営を実践し、資産価値の健全化とともに不良債権処理を進めることで、地方や中小企業における再生が可能になるものと考えます。

秋山 和之 氏

ソリュー
ション

不動産戦略の明確化が、 M&A時代を切り抜ける新しい武器になる

M&Aは、時代の 必然として拡大

昨今、企業の分割や売却が活発になっていますが、その契機になったのは、2001年に実施された企業再編税制です。組織再編の根幹を担う税制改正により、まずは企業グループ内を再編成する手法が確立したといえます。

それから現在に至るまで、著しく市場は変化していますが、こうした動きは決して一過性のものではなく、これから、さらに拡大していくものと思われれます。今日のように、日本の産業の成長性が高成長から低成長時代へと移行し、業界により成長度が違うといった図式になると、成熟産業は自力だけでは立ち行かなくなり、競合他社との協力・共存、つまりM&Aが不可欠となっていきます。

加えて、これまで成熟産業を中心に普及・浸透してきたM&Aが、事業拡大のための時間を買いたい成長産業にとっても、コンペティターを有効に取り込む手段として活用されるのが大きな流れになっています。昨今世間を騒がしているIT企業の成長戦略を鑑みれば、これは説明するまでもないでしょう。

企業規模別に見ても、中小企業なら世代交代にともなう後継者の問題、大企業なら生き残りをかけたシェア争いの競争激化と、M&Aを活用する背景は、その深みを増しています。ま

た、オールドエコノミーな企業群は、再編の必然性に加え、簿価が低くしかも優良な不動産を持っているためM&Aのターゲットになりやすく、医薬のようにグローバル展開が不可欠な業界では、再編のためのニーズが強まっています。つまり、成長産業も成熟産業も、大企業も中小企業も、そして業種・業態を問わず、M&Aが今後も活発化することは、まさに必然といえるのです。

日本型M&Aの構築が急務

今後の国内のM&Aを考える上で重要なのは、米国のような敵対的買収の潮流は早い段階で乗り越え、調和や共存を目的としたスタイルを構築することでしょう。「和を持って尊し」として、労使が協調的な関係を保つ日本の文化のなかでは、従業員の労働意欲が低下しては企業の価値は下がるばかりです。

相手と十分な対話をする時間を設けるなど、法律や環境の整備を進め、完全自由化には一定の歯止めをかけた上で、双方がノウハウを出し合うようなM&Aが理想的でしょう。ですから、完全な買収というより、共同で会社分割や新会社を設立し、人やノウハウを出しあうスタイルが、増えていくのではないのでしょうか。

不動産所有の四つのポイント

さて、こうした企業再編・M&A時代における資産所有のあり方につい

てですが、大きく四つのポイントが考えられます。

①不動産に関する会計・税務・法務の動きに注視が必要

2004年3月期に早期適用が導入された減損会計を筆頭に、近年、不動産を巡る会計の税務・法務の流れが大きく変化しています。これに伴い、各企業は自社の所有不動産の価値を見直し、同時に要・不要の区分けを行うことで、不動産戦略に注目し始めたといえます。

一方、これまでは不動産に先高感がなかったため売買マーケットが冷え切っていましたが、J-REITや私募ファンドなど買い手も増え、不動産を処分するにはいい時期を迎えています。つまり両者の思惑がうまくかみ合い、今がターニングポイントになっているわけです。

②オフバランス手法の選択肢は

増えており、自社の保有不動産に合った対応をすべき

会社分割・営業譲渡やオリジネーター出資型流動化、折半出資型流動化、第三者出資型流動化、バルク売却、個別売却など、保有する資産をオフバランスするための手法には、様々なバリエーションが生まれています。所有不動産の市場性や汎用性などの特性を見極めた上で、その対応を検討すべきでしょう。

③保有するリスクをコントロール

できる体制を作ること

不動産処分と同様に、企業再編の

手法も増えています。具体的には、事業(資産)を子会社に集約するための手法としての会社分割や現物出資、譲渡。逆に、必要な資産を親会社に集約するための合併や会社分割、一部会社分割後の合併など、手法が多様化して、グループ内のみならず社外を含めた、資産の再配置が容易になっています。

④不動産戦略に一定の物差しを持つ

これは、不動産の使用価値に対して、減損発生や処分価値の減少、事業機会損失などのリスクがどれだけあるかを見極め、それに対応する財務体質を有しているか否かを検討する必要がありますということです。

* * *

このなかでも、①～③に挙げたテーマが時を同じくして生まれてきたのが現在の状況であり、それが大きなうねりになっています。例えば、親会社が賃貸不動産を所有していて、そのままの売却も可能だが、含み益を有効に利用し全社のリストラを進めたいといった場合、この含み益を子会社に移転し、そこで売却すれば処理が進むという方法が可能です。

あるいは、子会社に優良な資産がある場合、それを親会社に取り込んで順次処理していけば、財務的なニーズに対応しながら資産売却と借入れの圧縮が進められるのです。

税制・法制の変更が再編を後押し

こうしてみると、近年の税制や法制の整備が、M&Aを含めた企業再編の後押しをしていることがお分かりになるでしょう。

さらに詳しく見ていくと、例えば税制では、以前は資産の移転に絡む登録免許税や取得税などのコストが非常に高かったのですが、現在は歴史的な移転コストの軽減期にあります。このメリットをM&Aに絡めて、企業

が有効に活用しているといった状況がそこかしこで見取れます。例えば医薬業界では、開発と生産を分離し、工場を次々と分社化して生産拠点を統合していますが、これなど、税制の恩典がなければ極めて高コストなものとなり、現在のようなドラスティックな進展は起こり得なかったといえます。

また、法律面でも、先に記した減損会計や連結納税制度などここ数年で大きく変化し、企業は損か得かに関わらず、不要な資産を売り始めています。つまり、バランスシートへの信頼回復や国際基準への適用、コーポレート・ガバナンスの変貌に対して進められた法整備が、結果として、企業価値の向上のために何が必要で何が必要でないかを明らかにすることに繋がり、それにより、たとえ売却損が出るにしても、いらぬものは捨てようとする流れがはっきりしてきたわけです。

もちろん、不動産戦略と事業戦略とは、必ずしもイコールではありません。しかし、どの場所に、どのような資産を所有して事業を行うのかということは、いわばビジネスの根幹。メーカーの工場の価値など、立地による生産コストの差はかなりありますし、海外か日本かでも大きく違います。そうしたなかでも、不動産戦略と事業戦略の関連性を高めていくことで、例えば精密機器メーカーのキヤノンのように、国内でありながら、海外のどこで作るよりも安いコストで生産できる工場や物流システムを構築するといったことも可能なのです。

M&A対策はこの1年が正念場

最後に、自ら戦略とするM&Aではなく、買収される側の視点から見た対策についてですが、敵対的M&Aの動きは、例えばポイズンピルの導入

がしやすくなるなど、来年度の会社法の改正でかなり抑えられるでしょう。ただし、逆の見方をすれば、法整備が追いついていないこの1年間に、非常にアクティブな動きが出てくる可能性が高いということです。

現在でも、低迷する株価により株の買占めに遭い、「企業価値向上」の名の下に、非効率な資産の売却や事業の再構築、身売りを含めた検討などの要求を突きつけられている企業からの相談が後を絶ちません。戦略として使える武器ができたということは、相手に使われやすくなったことでもあるのです。

特に、優良資産を安い簿価で保有している企業は狙われる傾向が強いです。敵対的買収者といわれる人たちが狙うのは、必ずしも事業上有用な会社とは限らず、むしろ、含み益不動産や株を所有する清算価値が高い企業が多いといえます。

その際、対応策として資産を売ってしまえばキャッシュに変わり終了ですが、完全に売却するのではなく、不動産なら流動化や買い替えなどの手法で企業価値を向上させることや、あるいはいっそ非上場化する、自らどこかに身売りするなどといった対応も、今の時代、選択肢として挙げられるでしょう。

いずれにしても、企業はまず保有する資産の価値を見極めるとともに、重要性の有無や狙われた際のリスクの大きさを多方面から早急にチェックする必要があります。さらに、コア、ノンコアの基準を設け、事業の明確化とコア事業の拡大を図ることです。いたずらに恐怖心をあおるわけではありませんが、自らが価値を見切る前に買われてしまったら、元も子もないのですから。