



REITは親分の「便利な財布」…三井・ユニゾ・イオン・星野

親分は増資せずに子分が増資

三井不動産配下の日本ビルファンド投資法人【別紙1参照】増資発表日の株価59万円、でも増資は53万円(527,240円)と決定。(増資払込は53万円でも証券会社手数料を引き入金51万円(511,100円)。手数料は総額37億円。)

1株純資産57万円なのに増資での入金1株51万円。既存株主の財産価値は確実に毀損します。

53万円で買える株が59万円なら信用売りの嵐、出来高急増です。誰かが必死に買い支え(?)、増資日10月27日までは53万円を死守して増資日54万円です。ホッとし過ぎたのか2日後に52万円。

IPOや増資には株価過熱を抑える冷やし玉制度がありますが、買い支えの温め玉(?)、証券会社も手数料見合いで頑張った(?)。

親分三井の膨大広告予算と業界圧力には誰も逆らえず「利回りアップで買い推奨」の記事…ゼロ金利で築古高利回り物件を買えば手取拡大だし、更に増資値下がりさせて利回り上昇です。

誰のために1400億円増資までしてコロナ下で築古の巨大な新宿三井ビルを買ったか。親分(売主)の為?投資家の為?元上司から「買え、増資しろ」の電話一本ですかね?(下司な想像です)。

親分は増資せずに子分に増資させ資金調達、物件を子分に抱かせただけ。

コロナでJALはやむを得ず1680億円増資、株価暴落。JALもREITが欲しいはず。(運よくワクチン相場で株価反騰です)

REITは単なる箱で便利な財布

米国REITと日本REITは似て異なる存在で、米国のは経営者が

内在する「普通の会社」です。

普通の貸ビル会社が利益全額配当すれば法人税ゼロの「REIT」になれるという税法の制度です。

日本は不動産を入れる特殊な「単なる箱」。法人税ゼロは同じでも似て異なる構造なのです。

米国なら三井の貸ビル会社としてそのままREITになれば、日本では三井付属の単なる箱がREIT。

米国REIT王のサミュエルゼル氏は「米国では第一級の物件がREITに組み込まれているのに対し、日本ではそうでない。いい物件は三菱地所が保有している。」(日経ヴェリタス2008.5.18.)

第一級品は親分が持ち続け、配下REITは二級品を。宝物はREITになんか渡しません。三菱地所は丸ビルをREITに渡さず、リスクでヤバそうなのから渡すのが、当然の経営判断です。

ユニゾがREITになっていけば

たとえば「ダイビル」や「ユニゾ」。専門貸ビル業の上場企業。これら会社はなぜ存在する?

そのままREITになればいい。法人税ナシというREITの有利な仕組みで高配当をできるのに、なぜ無駄な税金を払い続けるか。

開発や管理部門はREITのAM・PM会社になればいい。物件移管に障壁あるにせよ、なぜ上場貸ビル会社はREIT移行を考えない。

REITだとガラス張りになってしまい高給を取れなくなるか(?), だから自身はREITにはならない。

でもユニゾ【別紙2参照】はなっていればTOBに狙われなかった。

TOBは3100円で始まり、6000円のEBO(従業員による買収)で決着。人(従業員の技術等)が財

産の事業会社ならともかく、不動産が財産のビル会社なのに…。

東京駅前の旗艦ビルを住友不動産に売却し上場廃止までするのは、本当に従業員の為なのか?

自らREITにはなりません。REITとは単なる箱と扱える、他人のカネ入りの便利な財布なのです。

イオンリートはイオンの為に

イオンリートは物件(イオン店舗)の出し手、買い手、運用者、管理者、主力賃借人が事実上同一です。投資家の為でなく親分イオンの為に存在するREITです。

イオンも広告予算膨大だし…。

「イオンリートでは身内間の争いを避けるために予め賃料水準を低く設定しているものと考えられる。」

定期借家ではなく普通借家。「真意はスポンサーであるイオンがリストラする際の債務になってしまう定期借家契約の残存賃料の発生を避けるためだと考えられる。」(プロパティマネジメント イオンリート公開時の2014.1.)

マレーシアの店舗もREITに組み入れ、為替海外進出リスクを投資家に押し付けます。ただ暴動リスクの中国店舗までは組入れないのが良識というべきか。

星野リゾートリートの親分は

親分星野リゾートに賃貸する旅館群でスタート(その後系列外ホテル物件が増大)。不動産賃貸業なら戦略的テナント入替えですが、それはありえない。

賃貸条件は親分次第、親分による親分の為の便利なお財布REIT。

親分は気ままな非上場を維持、株主や市場の面倒なお相手不要。

もし社会的責任を負うのなら親分自体が所有し上場したら?

なお上記REITは各まともREITです。ひどい箱が…イロイロありそう…。



このレポート第1285号は、バードレポート第1289号(2020年11月16日号)をお読みの際の参考になさって下さい。

新宿三井ビル売買1700億円…配下リートが無理して買う理由?

西新宿超高層の新宿三井ビル1700億円と東京駅前のグランサウス(一部)470億円、計2170億円をNBFリートが親分(スポンサー)の三井不動産から取得です。

NBFのこれまで取得最高額は旧ソニー大崎ビル670億円です。

家賃も空室も心配なコロナの下でドンと2170億円を投じます。

買主が「今が買い時、投資家の為に是非欲しい」から買うの?

それとも、売主つまり親分が「今が売り時・現金が欲しい・手放したい」と言うから買うの?

ブランドビルなので外部売却できない…子分に抱えさせよう…「買ってくれ!資金は増資でまかなえ」…と電話一本、相手は昔の部下。(下司な想像でした)

コロナのこんな時になぜ増資

即座に新聞一面広告で「投資口募集」、1400億円増資実行へ。

NBFは日本最初のリート。利益相反と言われないよう三井の名を外しました。三菱も同様。「李下に冠を正さず」そんな真面目な時代のリートです。

その後誕生の次世代は「〇〇不動産投資法人」と親分の社名を明確にし一心同体の配下だと自ら宣言します。

「日本ビルファンド投資法人(NBF)」も「三井不動産投資法人」に社名変更したら?投資家も納得するはず。

1400億円増資で141万口から164万口へと発行済口数は急増。

会社資料「新投資口発行のお知らせ」は9月24日株価(東証REIT価格)61万円頼りに1400億円増資の計算をしたよう。

株価61万円なので増資価格61万円にすれば、23万口で1400億円です。これで発行済口数141万口から164万口へ。

NBFは時価総資産1.3兆円で、借入を引いた純資産は0.8兆円。

それが稼ぎ出す純収益は310億円。

141万口で割ると1口純収益年2.2万円。リートはその全額を分配します。分配金年2.2万円、利回り3.6%(株価61万円)です。

売買と増資でどう変わるか?

2物件増で家賃増。純収益は66億円増で310億円から376億円へ。

増資後164万口で割り1口純収益(=分配金)年2.3万円、3.8%へ。

収支を試算。2物件で2170億円、借入870億円(4割…NBFの借入比率4割だから)と増資金1300億(6割)とで取得。

新宿三井ビルは鑑定評価での純利回り3.3%、グランサウス2.8%。参考ですが表面利回りは6.0%と3.8%です。

2物件の純収益額は計年71億円、そこから借入利息5億円(平均金利0.54%)を払い、増加する純収益は66億円です。

$310\text{億円} \div 141\text{万口} = 2.2\text{万円} (3.6\%)$
 $\Rightarrow 376\text{億円} \div 164\text{万口} = 2.3\text{万円} (3.8\%)$

あれ?分配金が増えた。取得ビルが3.3%や2.8%の低利回りでも、ゼロ金利借入でレバをかければ純収益増で利回りアップ。既存株主も分配金増で「万歳!」

リートでなく普通の企業なら「増資で希薄化」と言われ株価下落材料ですが、リートは違い、増資は買い材料にもなります。

この理屈は簡単、ゼロ金利借入で買えば純収益は必ず増加するから。サラリーマンの全額借金アパート投資と同じ理屈です。

不動産は収益力と資産価値

分配金増で「万歳!」。でも資産価値は? 1口純資産57万円、そこに1口61万円を増資とします。

前述純資産0.8兆円を141万口で割り1口の時価純資産価格(NetAssetValue)は57万円(6月決算資料。後に変動あり)なお1口純資産57万円と株価(東証

REIT価格)と一致しません。2月株価は90万円、3月56万、8月70万。9月61万円。

既存株主の視点…増資1口につき61万円がリートに現金入金。

1口純資産57万円水準を保つにはその現金61万円のうちから57万円分だけ物件買えばいい。

残った4万円がそのまま1口純資産を膨らませます。株価上げ材料となり既存株主も「万歳!」

1口純資産(57万円)より高額(61万円)での増資なら「万歳!」。収益力も資産価値も両「万歳!」。

もしも純資産未満で増資なら

株価が55万円に下落したなら増資での発行価格はその55万円が基準となります。純資産の57万円割れとなり、逆回転です。

1口55万円増資となれば現金入金は55万円だけ。55万円分しか物件を買えないのです。1口純資産57万円は平均されて連れ安。既存株主は「ふざけんな!」。

2物件が値上がりするとは限らず、ガクンと相場値下りなら1口純資産も下落。既存株主も新規株主も「参った!」なお増資払込額から証券会社手数料数%が引かれ、実際の入金額は減です。

投資家は敏感。何か「ヤバイぞ」とNBFの株価は値下がりして、10月16日には55万円。10月20-22日に増資価格決定です。

コロナ下各リーートの資本政策

・ライバルリート三菱地所のJRE投資法人。1口純資産57万円なのに株価53万円。10月に増資でなく社債発行です。
・商業物件の日本リテールファンド投資法人は1口純資産22万円ですが株価が10万円にまで下落。13万円で自社株買い。22万円分を13万円で買い、その自社株は消却。株価は17万に値上り。

NBFも株価55万円なら自社株買いすれば57万円分を55万円で買えます。

・物流物件は大活況。GLP投資法人は1口純資産12万円なのにコロナ後株価14万円。14万円で堂々増資し株価16万へ。

20日に発行価額527,240円(55万円ではなく)と決定。証券会社手数料16,140円を引き入金511,100円。



ユニゾへのHISの敵対的TOB…9762円のもの2111円だから

「9762円のもの2111円で買えるって？『3100円で買う』と言って買い占めるぞ」…これが貸ビル会社ユニゾホールディングスへの旅行会社HISの敵対的TOB(株式公開買い付け)です。

- ・ユニゾの市場株価 2111円
- ・1株の簿価純資産 3306円
- ・1株の時価純資産 9762円

なおHIS側「欲しいのはホテル。実態不明なので今は過半数は買わない。」ユニゾ側「3100円は安い。反対。誰か助けてSOS！」

借金でビルを買いまくった

旧興銀直系の貸ビル会社ユニゾ。社長会長専務は全員興銀OB。地味な中堅ビルに着実投資を続け、そしてホテル会社を買収し今は貸ビル業とホテル業です。

自己資金が少ないまま借金でガンガン買い続け、保有物件は2011年の9棟から100棟へ。立派。

遅れてやってきたミニ住友不動産のようなもの。それとも超ビッグな自己資金ナシ借金漬けのメガ大家サラリーマンか。

弱みは自己資本比率の低さ

自己資本不足解消へ公募増資を続け、2014. 15. 16. 18年と5年で4回。増資は1株利益希薄化と需給悪化と言われ株価は下落します。2018年の増資は発行済み株数2割増、株価は2割下落です。

増資額は100億円。金利1%100億円の借入金を加えて、ネット利回り4%物件200億円を買えばキャッシュは年7億円増。物件取得目的なら悪くないはずですが。

REITの増資はそう見てもらえ株価下落しません。ユニゾはREITではないので増資で株価低迷。

もしREITだったならどう？

例えばケネディクスオフィスリートの1株(投資口)株価792,000円。1株時価純資産687,000円で株価はその1.15倍(NAV倍率)。多くのREITは1倍強です。年配当27,078円で利回りは3.41%。

ユニゾが「ユニゾREIT」なら

1株時価純資産は前述9762円で、NAV倍率を固めの1.0倍とし株価9762円。REITは全利益(法律は90%超)を配当。1株税引前利益492円の配当で利回り5.0%。

REITとして見れば、あるいは現物不動産と見れば、2111円から9762円へ4.6倍の大化けです。

REITは物件のNAV(NetAssetValue)を公開します。ユニゾではNAVは不明。同社アニュアルレポート記載の含み益を参考に、NAV=時価純資産(簿価純資産+含み益)とします。(簿価純113,160百万円+含み益220,907百万円)÷発行済34220千株=1株時価純資産9762円。

何しろ含み益が純資産の2倍です。全物件売却して含み益30%分が法人税で消滅したとして純資産は7825円。1株税前利益492円、純利益365円で配当金85円。492円中85円だけが現行配当。

米国にはアップリートという仕組みがあり、法人税非課税で「ユニゾREIT」に変われます。残念ながら日本にない制度です。

なおこの法人税非課税とは、物件をREITに移す際の譲渡益非課税のこと。ここまではユニゾ時価を9762円と表記しましたが、日本では課税されて法人税30%払うので7825円となります。それでも株価2111円に比べ3.7倍。

株主利益最大化はREIT化

もしもユニゾ取締役の最大責務が株主の利益最大化なら…。

受け皿REITに全物件を移転(法人税課税され9762円が7825円に減)し、株主に、この7825円相当のREIT株を配ればいい。

そんな単純容易ではないにせよ、これが株主利益最大化です。

株主は1株5000の利益です。逆に現状のままなら5000円の損。

そんな会社の存在意義は？

そのままREITになればいいのに。REIT優遇税制(REITが利益100%配当すれば法人税非課税)を使え高配当も可能なのに、なぜ無駄な税金を払い続けるのか。

現開発部門管理部門はREITのAM・PM会社になればいいだけ。

物件移管課税や親会社等が障壁としても、これら貸ビル会社はなぜREIT移行を目指さないか。

ガラス張りになり高給取りづらくなるから？…そんな経営しているから買収されるんですよ。

もしHISが3100円で100%買収し非公開化し全物件売却すれば3.7倍7825円を得ます。何とも美味しい不動産M&Aなのです。

ただ現実には甘くない。「TOB価格3100円だって？安過ぎ！」と3700円まで買い上がりHISのTOB価格引上を待つ輩が出現。

ユニゾのSOSは、甘い血の匂い。ハイエナ16社もが群がり、手負いのユニゾ自らがソフトバンクG系を救済者に指名。4000円で新TOB、全株取得で非公開化。従業員(取締役にも?)に株式付与。誰が儲け誰を救済するのか?まさか株主を?他15社提案は如何?(日経2019.8.17.)