

アクティビストが狙う「土地持ち」企業 資産効率に課題

2025/05/31 05:00 日本経済新聞電子版 2134文字

アクティビスト（物言う株主）の新しい攻め手として「不動産」の有効活用が浮上している。本業が振るわない企業に対し、都内一等地などに保有する不動産から上がる収益に経営陣が甘えて非効率な経営が常態化している、とアクティビストは批判する。不動産事業の切り離しなど経営の核心に迫る要求もあり、企業は競争戦略の一層の明確化が求められる。

今、株式市場で不動産事業の行方に関心が集まる企業はサッポロホールディングス（HD）とフジ・メディア・ホールディングスだ。サッポロHDにはシンガポールの投資ファンド、3Dインベストメント・パートナーズが介入。3Dは公開キャンペーンでビール事業の低収益性をやり玉にあげ、都内の恵比寿エリアなどに優良不動産を多く抱えていることが経営の甘えを生んでいる、と批判。他の株主に向け、不動産子会社を分離上場（スピノフ）する改善策を示し、協力を訴えた。

これに対しサッポロHDは不動産事業に外部資本を導入するためのアイデア募集を昨年秋に開始。外部からの資本を受け入れるなどして不動産事業を効率化する方針だ。不動産デベロッパーなどが応募し、サッポロHDは現在、内容を精査している段階だ。これを好感し株価は昨年から上げ足を速め、現在は高値圏にいる。

この20年間、同社の株価リターンは同業のアサヒグループホールディングスや麒麟ホールディングスを大幅に下回ってきた。不動産の利益が本業の低収益をカバーしているが、不動産事業の成長率は横ばい圏で、不動産專業大手に大きく劣る。

買収防衛コンサルティング会社のIBコンサルティング（東京・港）の鈴木賢一郎社長は「サッポロ経営陣が一番やりたいことは本業のビール造りのはず。ノウハウが足りない不動産事業は切り離すか、大手不動産デベロッパーの出資を受け入れ、ビールに専念することこそ最大の企業防衛になる」と指摘する。

フジ・メディアHDも、都内を中心に優良な不動産物件を多く持つ。米投資ファンドのダルトン・インベストメントは4月中旬、取締役12人の選任を求める株主提案を出し、その中で政策保有株式の解消や不動産事業の切り離しを求めた。

放送法による外資規制で、フジ・メディアHDのように傘下に放送局を持つ認定放送持ち株会社は、外国人投資家による株式取得は20%未満とする上限がある。放送の公共性を踏まえた規制が隠れみものになり、不動産までが外圧から守られる形だ。ダルトンは「放送と不動産事業は関連性がなく、放送・メディア事業から切り離し、それぞれの事業がより厳しい環境で成長できるようにすることが必要」と主張する。

アクティビストが普通の事業法人が手がける不動産ビジネスに否定的なのは、経営効率の観点で評価しにくいからだ。現在の都心オフィスビルの投資利回り（キャップレート）は3%前後。一般に8%が目安とされる資本コスト（企業が資本を調達・維持するために支払うコスト）を大きく下回る。

「たまたま一等地に土地があって安定的に映るが、不動産のプロから見れば合格点に達しない。資本市場から調達する上場会社である限り、本業で資本コストを上回る8%以上の利益を上げてほしいと株主・投資家は思っている」。経営コンサルティング会社のアストナリング・アドバイザー（東京・港）の三瓶裕喜代表は指摘する。

フジ・メディアHDは東京・お台場地区の本社ビルのほか、千代田区大手町など一等地にオフィスビルを構え、マンション、ホテル、リゾートなども手がける。オフィスビルには多くのグループ会社が入居しているが、グループ外の第三者に貸し出せばより高い収益が見込める、と指摘されている。

東京ガスには、米ヘッジファンド、エリオット・インベストメント・マネジメントが不動産ポートフォリオの見直しを迫っている。東京ガスの2025年3月期決算は不動産ビジネスの「都市ビジネス」の売上高が778億円で、営業損益は234億円の黒字。かなりの高収益だが、実態は不動産の切り売りでしのいでいる面が大きい。

米ダルトンが提示した改革課題
ガバナンス改革（取締役の総入れ替え）
不動産事業のスピノフ
3000億円の政策保有株式の解消
フジテレビの放送・メディア事業の大改革

ゴールドマン・サックスによれば、東京ガスの保有不動産含み益は4000億円を優に超えるが、直近の自己資本利益率（ROE）は4.3%とライバルの大阪ガス（8.2%）より大きく見劣りする。エリオットは不動産の売却や収益化による資本効率改善と株主還元を求めている。

ガバナンス改革により、日本企業を買収の脅威から守ってきた政策保有株、株式持ち合いなどの慣行が次々と切り崩され、上場企業は稼ぐ力や資本効率の向上が待たなした。「従来、アクティビストはバランスシート（貸借対照表）にある余剰資産・キャッシュや政策保有株を狙い撃ちしてきたが、これが一巡すれば本業との関係が薄く、低採算の不動産に関心が移るだろう」とアストナリングの三瓶氏は予想する。

過去の株主アクティビズムは、活用されていない不動産をやり玉に挙げた。十分とは言えないものの利益を出している不動産まで射程に入れ始めたのがこれまでと異なる。土地持ち企業は代々受け継いできた優良物件の上にあぐらをかけなくなるばかりか、一等地に不動産を保有していることがむしろアダとなってアクティビストを招き寄せる恐れがあることを認識すべきだ。

（木ノ内敏久）

本サービスで提供される記事、写真、図表、見出しその他の情報（以下「情報」）の著作権その他の知的財産権は、その情報提供者に帰属します。
本サービスで提供される情報の無断転載を禁止します。
本サービスは、方法の如何、有償無償を問わず、契約者以外の第三者に利用させることはできません。
Copyrights © 日本経済新聞社 Nikkei Inc. All Rights Reserved.

許諾番号30104880 日本経済新聞社が記事利用を許諾しています。