

# 『ダイビル搾取の阻止に向けて』

2021年12月

# 要旨

アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド（以下、「AVI」）は、本日、ダイビル株式会社（以下、「ダイビル」、東証1部：証券コード8806）およびダイビルの親会社である株式会社商船三井（以下、「商船三井」、東証1部：証券コード9104）に対し、2021年11月30日に発表された、商船三井によるダイビル株式に対する公開買付けに対し、ダイビルは公開買付価格1株2,200円での応募推奨を撤回し、マジョリティ・オブ・マイノリティの買付予定数の下限の設定および1株3,000円以上での公開買付価格の設定を実現すべく、価格交渉を再開することを提言いたしました。

AVIは、2020年9月にダイビルの株主となって以来、ダイビルの様々なステークホルダーの利益の実現に向け、親子上場の解消を含む、持続的な企業価値向上を目指した提案を行ってまいりました。なかでも、慢性的な商船三井からダイビル取締役・監査役への落下傘人事、いわゆる「天下り」によって引き起こされるガバナンス上の問題、ダイビル従業員の皆様のキャリアモチベーションの低下、および経営の独立性信頼性の欠如に関する懸念について、面談等の対話の機会を通じ、ダイビルおよび商船三井に対して改善を訴え続けてまいりました。しかしながら、依然として、2021年12月時点において、ダイビルの社内取締役4名のうち代表取締役社長含む取締役3名が商船三井から過去6年以内にダイビル取締役として直接登用されております。また、当該3名の社内取締役は、いずれもダイビルに入社するまでに、ダイビルの主たる事業である不動産事業に携わった経験がありません。

この度、ダイビルおよび商船三井が、公開買付けを通じて親子上場の問題を解消することを選択したことは、AVIとしても、コーポレートガバナンス向上に向けた大きな一歩であるものとして歓迎しております。しかしながら、公開買付価格の交渉プロセスは、これまでの商船三井によるダイビル支配の歴史から脱却できていないように見受けられ、AVIとしては極めて残念に受け止めております。これまでダイビルは、対外的に、ダイビル株式の価値について、ダイビルが保有する不動産の鑑定時価評価を反映した上で、1株2,948円と開示しておりました。しかしながら、本公開買付けにおける公開買付価格は、1株2,200円と設定されており、ダイビルがこれまで開示してきた価格に基づく2021年9月末時点の価値約3,000円（ただし、これにはシナジー相当分および再開発等がもたらす将来価値を反映していません。）を3割近くも下回っています。

本公開買付けにおいて、少数株主との開かれた対話を実施され、公正なプロセスに基づく意思決定が広く国内・海外の投資家へ知られることを通じて、日本のコーポレートガバナンスの信頼回復への端緒が開かれることを願い、AVIの意向を公表いたします。

アセット・バリュー・インベスターズ  
最高経営責任者 兼 最高投資責任者  
ジョー・バウエルンフロイント

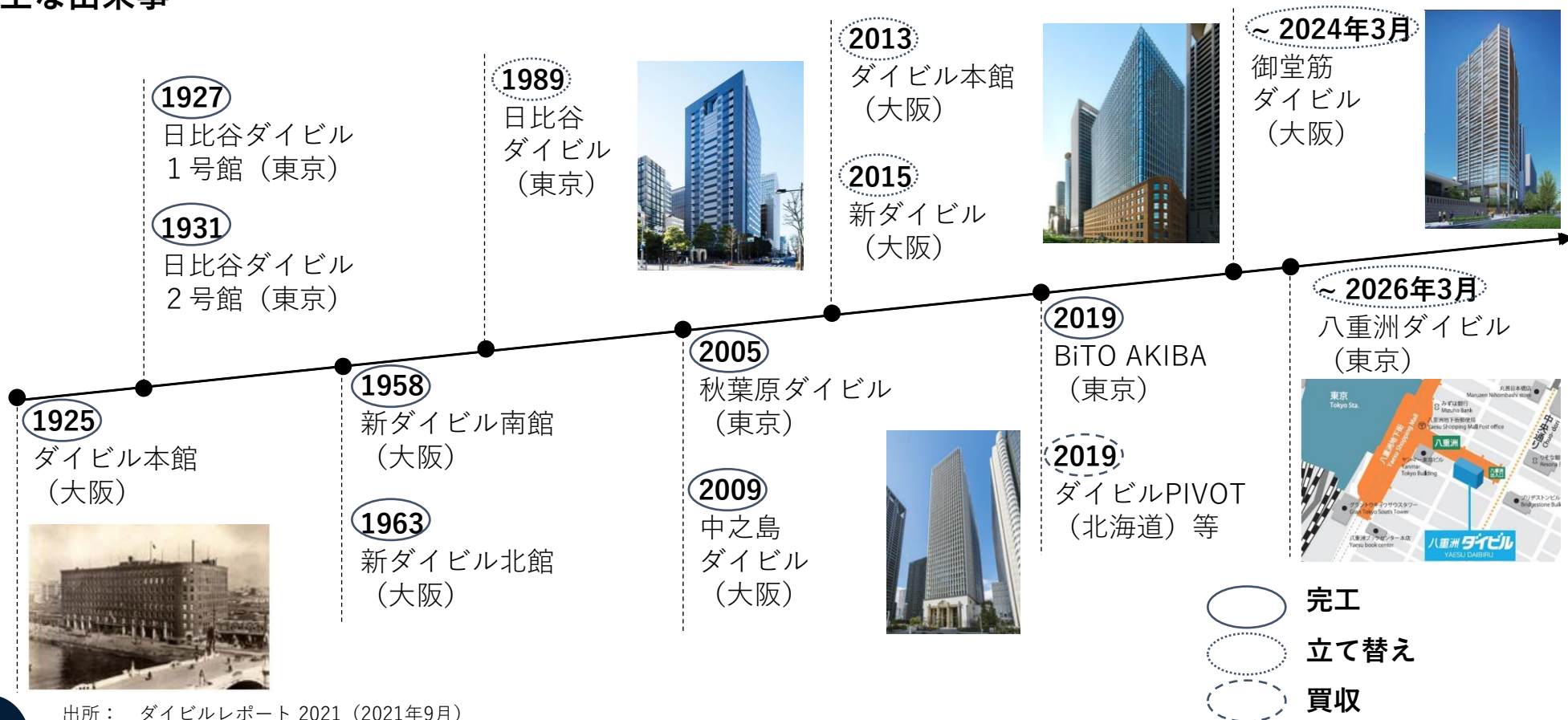


# 1. 商船三井のダイビルへの長きに亘る搾取

# ダイビルは日本が誇るオフィスビル不動産企業

ダイビルは、「ビルを造り、街を創り、時代を拓く」という経営理念のもと、1世紀に亘り高品質なオフィスビルの提供を通じて地域社会に価値を提供し続けてきた

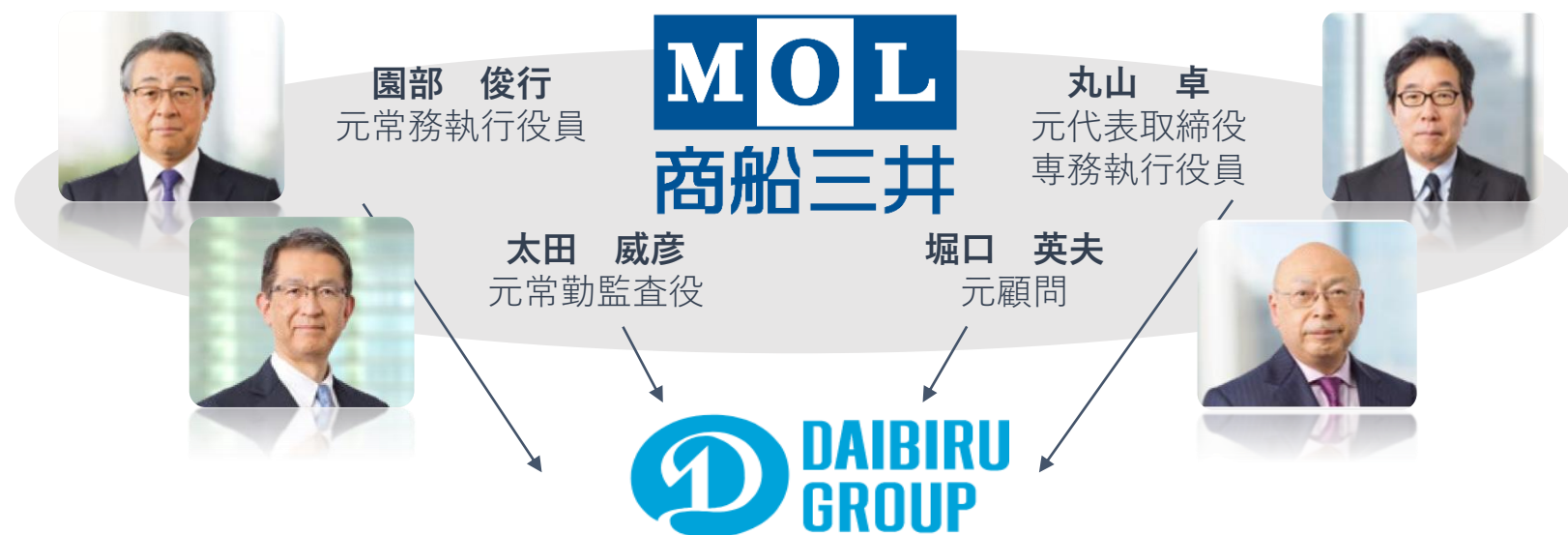
## 主な出来事



## 商船三井のダイビルへの長きに亘る搾取（1/3）

商船三井は、退職した経営陣を「天下り」によってダイビルの取締役及び監査役に送り込んでいる。天下りは時代遅れで、実力より年功序列を重視し、ダイビルの従業員を犠牲に一部の個人を利するものだ

### 商船三井からダイビルへの「天下り」構造



出所（商船三井出身者及びその経歴）：ダイビルレポート 2021（2021年9月）

「天下り」とは、官僚が退職後に、所管する外郭団体や関連する民間企業の要職に就職斡旋を受けることを指す。民間企業の親会社の上位幹部が、子会社の要職に就く際にも天下りと言われる。

## 商船三井のダイビルへの長きに亘る搾取（2/3）

商船三井出身の取締役は、ダイビルの主たる事業である不動産事業の経験がない。ダイビルの経営陣は業界の専門知識や経験が不足しており、経営戦略上の重要な意思決定を行うことができないだろう

	名前	経歴
取締役会	 園部 俊行	商船三井油送船部
	 丸山 卓	商船三井財務部
	 太田 威彦	商船三井IR室
	 對中 秀樹	ダイビル建設・技術統括部
	 大井 篤	通商産業省 <sup>1</sup> （独立社外取締役）
	 宮野谷 篤	日本銀行（独立社外取締役）
監査役会	 堀口 英夫	商船三井経理部
	 妙中 茂樹	会計士（独立社外監査役）
	 西出 智幸	弁護士（独立社外監査役）

商船三井出身

- ・ 社内取締役4名のうち3名が商船三井出身である。
- ・ 商船三井出身の取締役は、不動産業界における経験がない

出所： ダイビルレポート 2021

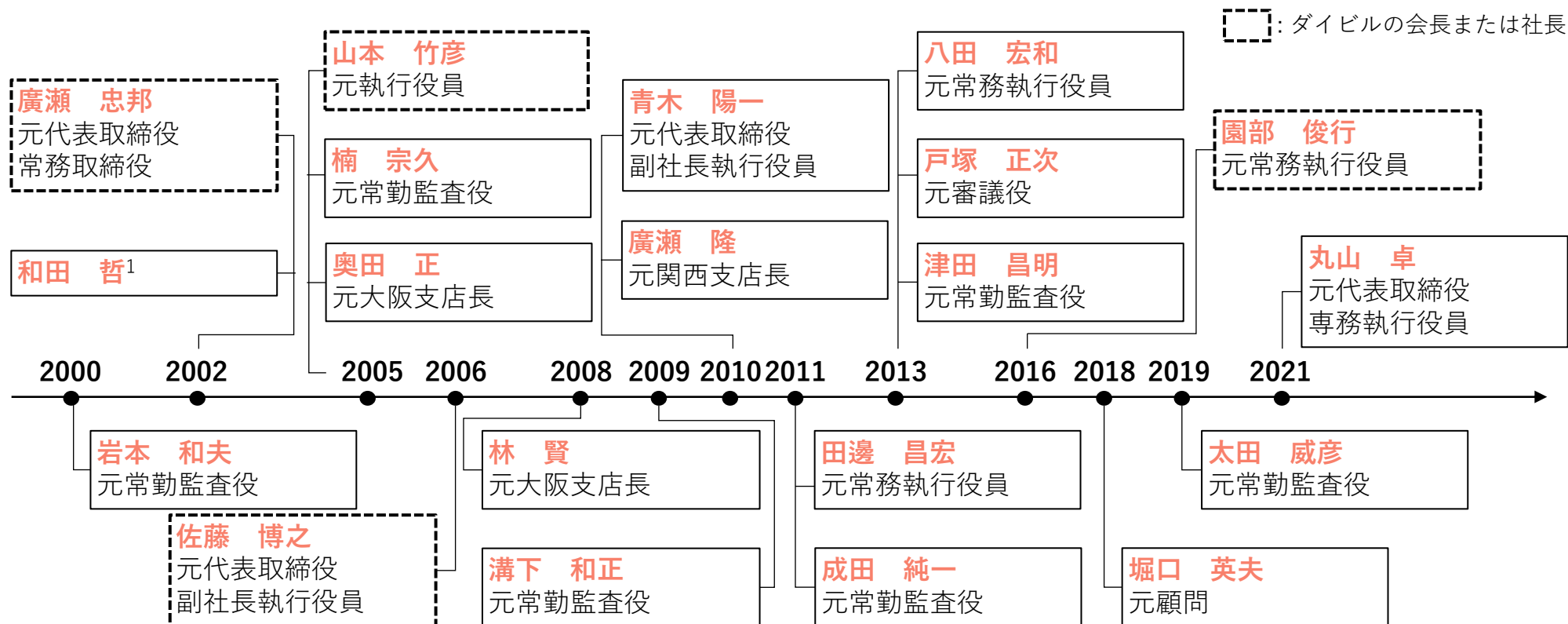
注： 社内取締役及び社外監査役については、部長または室長として務めた部署を記載している。独立社外取締役と独立社外監査役については、開示されている限り一番最初の経歴を記載している。

<sup>1</sup> 現経済産業省。

# 商船三井のダイビルへの長きに亘る搾取 (3/3)

過去20年間に亘り、商船三井の元経営陣がダイビルの取締役及び監査役に就任している

「天下り」によってダイビルの取締役及び監査役に就任した商船三井出身者



出所： ダイビル 有価証券報告書（第133期-第149期）

注： ダイビルが商船三井の連結子会社となった2005年3月期以降に、ダイビルの取締役及び監査役として在籍していた商船三井出身者を記載。商船三井出身者が初めてダイビルの取締役または監査役となった年を記載。田中健輔は商船三井出身で2019年にダイビルの取締役となったが、2009年からダイビルに出向した経緯があるため除く。

1 商船三井での経歴は開示されていない。

## 2. 商船三井の公開買付けプロセスにおけるダイビルへの搾取の影響



# 商船三井の公開買付けプロセスにおけるダイビルへの搾取の影響

## 公開買付けの交渉プロセスでも、商船三井によるダイビル支配が影響しているように見受けられる

### 1 商船三井とその株主だけがシナジーを享受

- ダイビルの既存株主がスクイズアウトされ、ダイビルが商船三井の完全子会社となることによるシナジーは享受できない
- 財務アドバイザーの算定基礎となるダイビルの事業計画にはシナジーが考慮されておらず、ダイビルの少数株主ではなく、商船三井とその株主だけがシナジーを享受することになる

### 2 公開買付価格がダイビルが開示する価値を下回っている

- 他の不動産企業の公開買付け事例で用いられている修正簿価純資産を適用した場合、ダイビルの価値は約3,000円となり、公開買付価格（2,200円）は当該価格を27%下回っている
- 「積極的なマーケット・チェック」が行われていないことは、本公開買付価格の妥当性に疑念を生じさせる

### 3 マジョリティ・オブ・マイノリティ条件が設定されていない

- ダイビルは公開買付価格は妥当と判断したものの、公開買付けの成立が不安定なものになるという理由でマジョリティ・オブ・マイノリティの買付予定数の下限が設定されないまま取引条件を受諾した
- 公開買付けの成功を不安定なものとするという理由は商船三井の見解に過ぎず、全株主を平等に扱ってはいない

## ダイビルが開示する価値を下回る公開買付価格（1/3）

毎年、ダイビルは不動産時価を開示しており、2021年3月31日時点では5,859億円、一株当たり純資産額(BPS)は2,948円である

### ダイビルの不動産時価に関する開示（有価証券報告書）

（単位：百万円）

		前連結会計年度 (自 2019年4月1日 至 2020年3月31日)	当連結会計年度 (自 2020年4月1日 至 2021年3月31日)
連結貸借対照表計上額	期首残高	315,388	335,362
	期中増減額	19,973	1,694
	期末残高	335,362	337,057
期末時価		570,777	585,892

### 一株当たり純資産額（2021年3月期決算説明資料）

< 2021年3月期・一株当たり純資産額（BPS） >  
時価ベース(税引後)2,948円、簿価ベース1,442円

# ダイビルが開示する価値を下回る公開買付価格 (2/3)

近年の不動産業界の公開買付けにおいては、修正簿価純資産（不動産の税後含み益を加味した純資産）を用いて価値を算出している

## 修正簿価純資産を適用した価値算定の事例

三井不動産による東京ドームの算定  
(2020年11月30日発表)

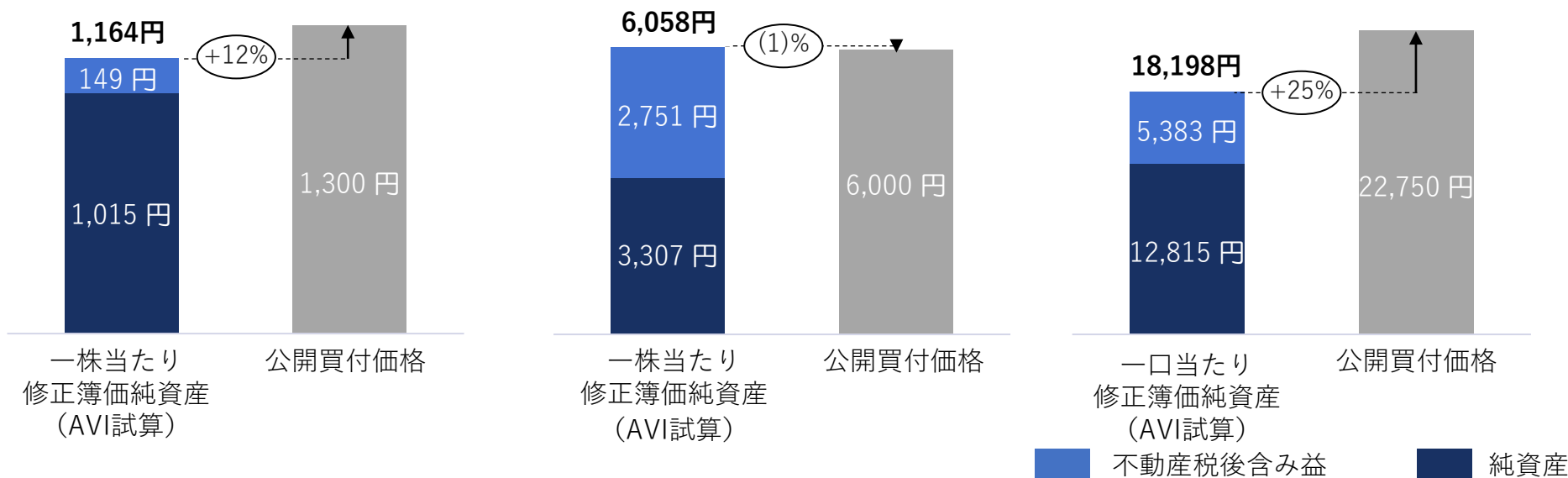
ユニゾによる自社の算定  
(2019年12月24日)

インベスコオフィスJREITによる自社の算定  
(2021年6月18日)

“修正簿価純資産方式では……1株当たりの株式価値を1,187円から1,374円と分析しております。”

“時価純資産法では……1株当たりの株式価値を7,856円と算定したとのこと。”  
[税後数値は6,058円になるとAVIは試算]

“本公開買付価格は……修正時価純資産法による一口当たり投資口価値の評価レンジ内であった。”

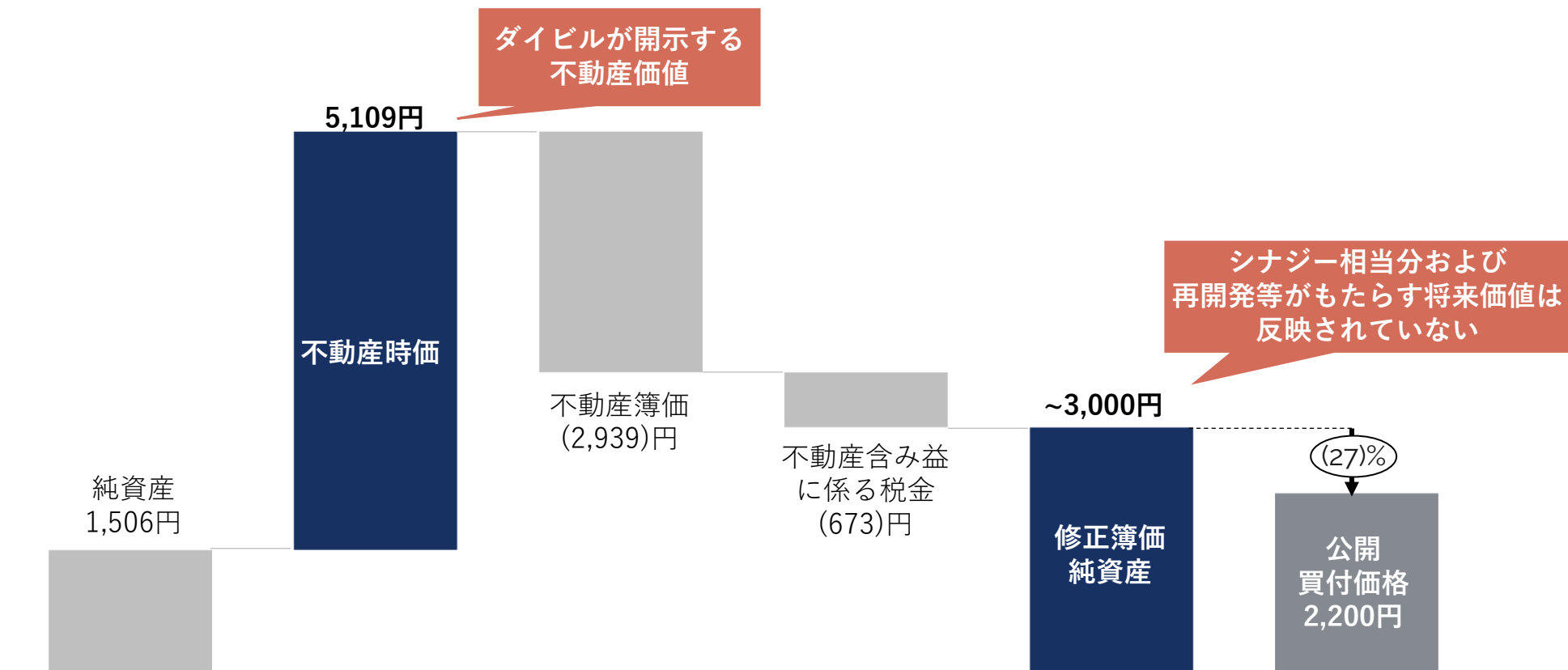


出所：三井不動産株式会社 公開買付届出書（2020年11月30日）、株式会社東京ドーム 第110期有価証券報告書、第111期第2四半期報告書、ユニゾホールディングス株式会社 意見表明報告書（2019年12月24日）、株式会社チトセア投資 公開買付届出書の訂正届出書（2020年3月18日）、ユニゾホールディングス株式会社 第42期有価証券報告書、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人 意見表明報告書（2021年6月18日）、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人 第14期有価証券報告書 注：一株（または一口）当たり修正簿価純資産（AVI試算）は、直近四半期の一株（または一口）当たり純資産と、直近通期決算の一株（または一口）当たり不動産税後含み益（不動産時価及び不動産簿価の差から税金を差し引いた不動産税後含み益を、発行済み株式数（または投資口数）で割って算出）の合計値。計11算に使用される発行済み株式数（または投資口数）は、公開買付け時点。不動産含み益に係る税率は、東京ドーム及びユニゾの場合は31%、インベスコオフィスJREITの場合は0%を想定。但し、算定条件を開示と合わせる観点から、東京ドームは2020年7月31日時点、ユニゾの純資産は2019年3月31日時点の数値を適用。

## ダイビルが開示する価値を下回る公開買付価格 (3/3)

ダイビルの修正簿価純資産は2021年9月末時点で約3,000円となり、公開買付価格（2,200円）は、当該価格を27%下回っている

ダイビルの修正簿価純資産(円、一株当たり価値)



出所： ダイビル 第149期有価証券報告書、第150期第2四半期報告書

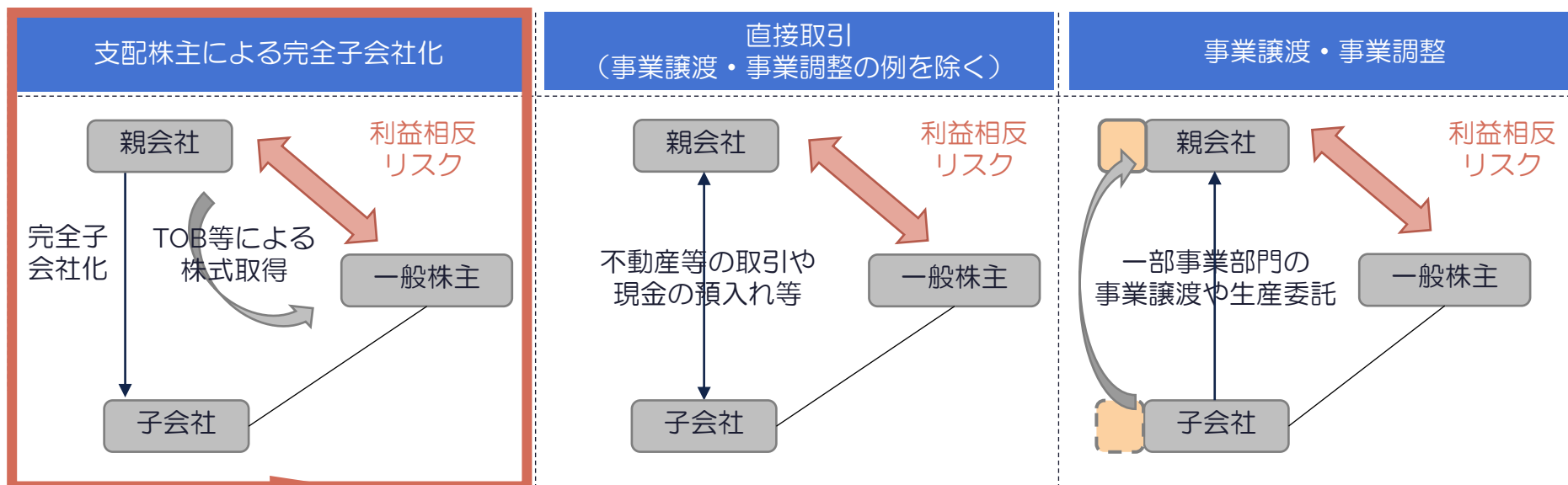
商船三井『ダイビル株式会社株券等（証券コード 8806）に対する公開買付けの開始に関するお知らせ』（2021年11月30日）

注： 一株当たりの価値の計算に用いた発行済み株式数（自己株式を除く、114.7百万株）は、2021年9月末時点。純資産（1,727億円）は、2021年9月末時点。不動産時価（5,859億円）と不動産簿価（3,371億円）は、2021年3月時点。不動産含み益に係る税率は31%を想定。

# 利益相反を生みやすい完全子会社化プロセス

完全子会社化は、経済産業省が定める親子上場における潜在的な利益相反の一例として挙げられる。完全子会社化プロセスにおいては、少数株主への十分な配慮が必要だ

## 上場子会社において利益相反が生じうる3つの例（経済産業省）



- 親会社は、できる限り安価で子会社株主から株式を取得し、完全子会社化したい。
- 子会社の一般株主は、将来のキャッシュフローなども勘案した上で、公正な価格が提示されない限り、買収に応じたくない。

出所： 経済産業省『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）エグゼクティブ・サマリー グループガバナンスの強化と持続的な企業価値の向上に向けて』（2019年6月）

# 免責事項

本資料ならびにここに含まれるすべての情報（以下、総称して「本資料」）は、ダイビル株式会社（以下、「ダイビル」）の株主のために情報を提供するという唯一の目的で開設しております。

アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド（以下、「AVI」）は英国の金融行為監督機構（「FCA」）の認可及び規制を受けており、また米国1940年投資顧問法に基づき投資顧問として米国証券取引委員会（「SEC」）に登録しております。

本資料は、英国FCAが定めるプロ顧客ならびに適格取引先のみを対象としています。

本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、証券若しくは商品又は関連するデリバティブ商品の購入又は販売を勧誘するものではありません。また、本資料は、法律上、会計上又は税務上に関する一切の助言を含みません。

本資料は、2021年12月8日時点においてダイビル及びダイビルの競合他社が公表する有価証券報告書等、計算書類その他の公衆の縦覧に供されている公開情報に基づき作成されたものであり、本資料における前提条件、仮定その他の記載の内容に関してAVIが対外的に意見を表明するものではありません。

本資料は、上記公開情報が正確且つ完全なものであることを前提として作成されています。AVIは、本資料に記載されている情報の正確性、完全性又は信頼性に関して、明示黙示を問わずいかなる表明又は保証もいたしません。AVIは、直接的であるか間接的であるかは問わず、契約によるものか不法行為その他によるものかは問わず、本資料に関連して一切の責任又は負担を負いません。

また、AVIは、当該公開情報及び当該公開情報を基に設定された前提条件の合理性・妥当性などについて独自に検証する義務を負うものではなく、その他一切責任を負うものではありません。

AVIは、自ら又はAVIの密接関係者がダイビル役員に就任すること、ダイビルの事業や資産の譲渡又は廃止を、自ら又は他のダイビルの株主を通じて、ダイビルの株主総会で提案すること、及びダイビルの事業に係る非公開の技術情報にアクセスすることを意図するものではありません。また、AVIは、ダイビルの事業の継続的且つ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

