

M & Aとコーポレートガバナンス

2018年9月26日

住友ベークライト株式会社 元常勤監査役

三信電気株式会社 取締役

内村 健

自己紹介

- 1972年早稲田大学政治経済学部卒、住友ベークライト入社
- 住友ベークライト内職務経歴
 - － 国内営業 2年
 - － 輸出営業 4年
 - － 米国駐在 6年(ニューヨーク、シリコンバレー)
 - － 企画 11年(主に海外関連、内1年シンガポール派遣)
 - － 経理・財務 7年
 - － 欧州駐在 2年(ベルギー、スペイン)
 - － 調達 1年
 - － 事業統括 4年(電子材料部門)
 - － 常勤監査役 5年
- 社外関連
 - － 社外監査役 8年(内1年は上場会社)
 - － 社外国際団体共同議長 2年
 - － 社外取締役 2年3か月 (三信電気株式会社)

M & Aを考えるには

5 W 2 H

- Why なぜM & Aをやるのか
- Where どこで買うのか(対象市場・ドメイン)
- What どこを買うのか(ターゲット)
- When いつ(ベストのタイミングは)
- Who どの会社を買うのか
(ライバルに買わせる案は)
- How どう買うのか(スキーム)
- How much いくらで買うのか
いくらまで出してよいのか

M & Aの基本的プロセス



買収方式別相違点

方式	区分	交渉	買収契約書	損害賠償
TOB	上場企業	少	通常なし 特例 大株主	通常不可
合併	上場企業	多	あり 対象会社同士	通常不可
合併・株式買収	非上場企業	多	あり 売却者、買収者	可
営業譲渡		多	あり 売却者、買収者	可
資産譲渡		多	あり 売却者、買収者	可
会社分割譲渡		多	あり 売却者、買収者	可

デューディリジェンス

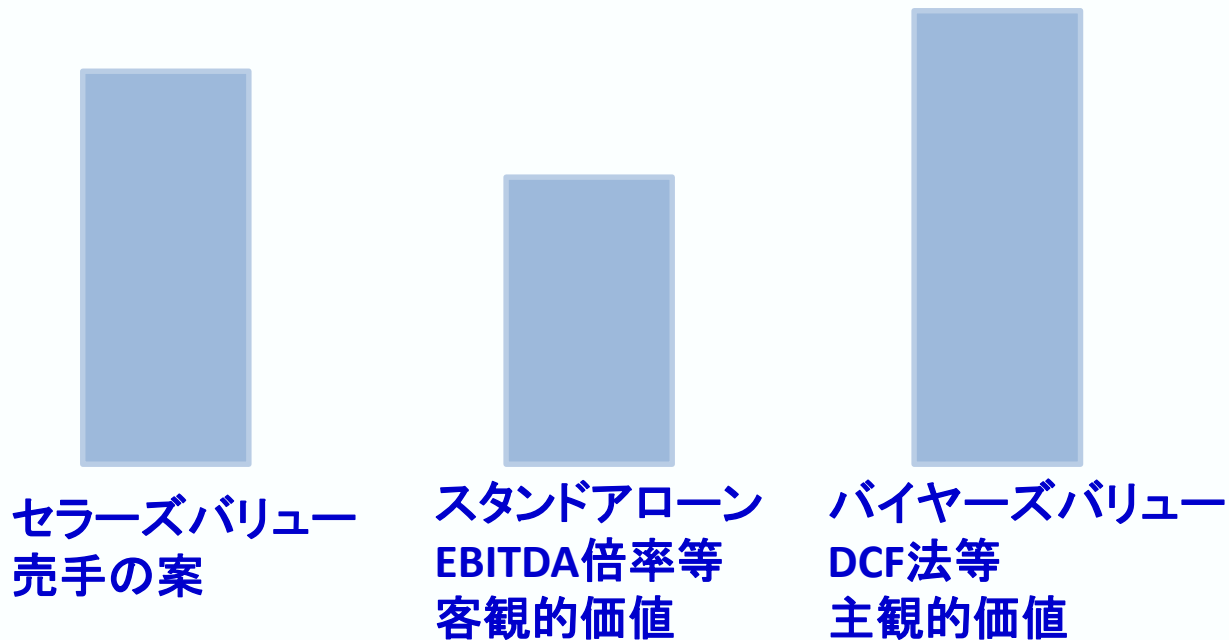
Due Diligence 投資家が投資対象の適格性を把握するために行う精査

種類	主な実施主体
Business DD	自社, コンサルタント
Legal DD	弁護士
Financial DD	会計士
System DD	ITコンサルタント, 監査法人
Environment DD	環境コンサルタント
HR DD	自社、人事コンサルタント
	・
	・
	・

Due Diligenceでの留意点

- 法務DD(一般的な部分は弁護士任せで可)
 - 競争法関連
- 会計DD(一般的な部分は会計士任せで可)
 - 退職給付(低金利、株安で年金基金の劣化懸念)
- 労務・人事DD
 - 労働協約、退職者医療費(米)、退職給付制度
 - 人事制度
 - 幹部報酬・インセンティブ
- システムDD
 - どう統合するか(ERPをどうするのか)
- 事業DD
 - シナジーをどう発現させるか、可能か
 - 販売拡大計画は妥当か

バリュエーション



理論的には主観的価値の高いバイヤーが買える

シナジーが大きい・・・(コスト削減, キャッシュフロー増)
割引率が低い ・・・(リスクが小さく見れる,
WACCが低くできる)

企業価値の評価方法

- ・資産評価方式

- 時価純資産方式
- 時価純資産＋営業権（従来の主流）
- 清算価値方式、再調達方式

資産 100	負債 70
	資本 30

- ・類似業種（会社）批准方式

- ・収益評価方式



所有者の“可能性”の評価

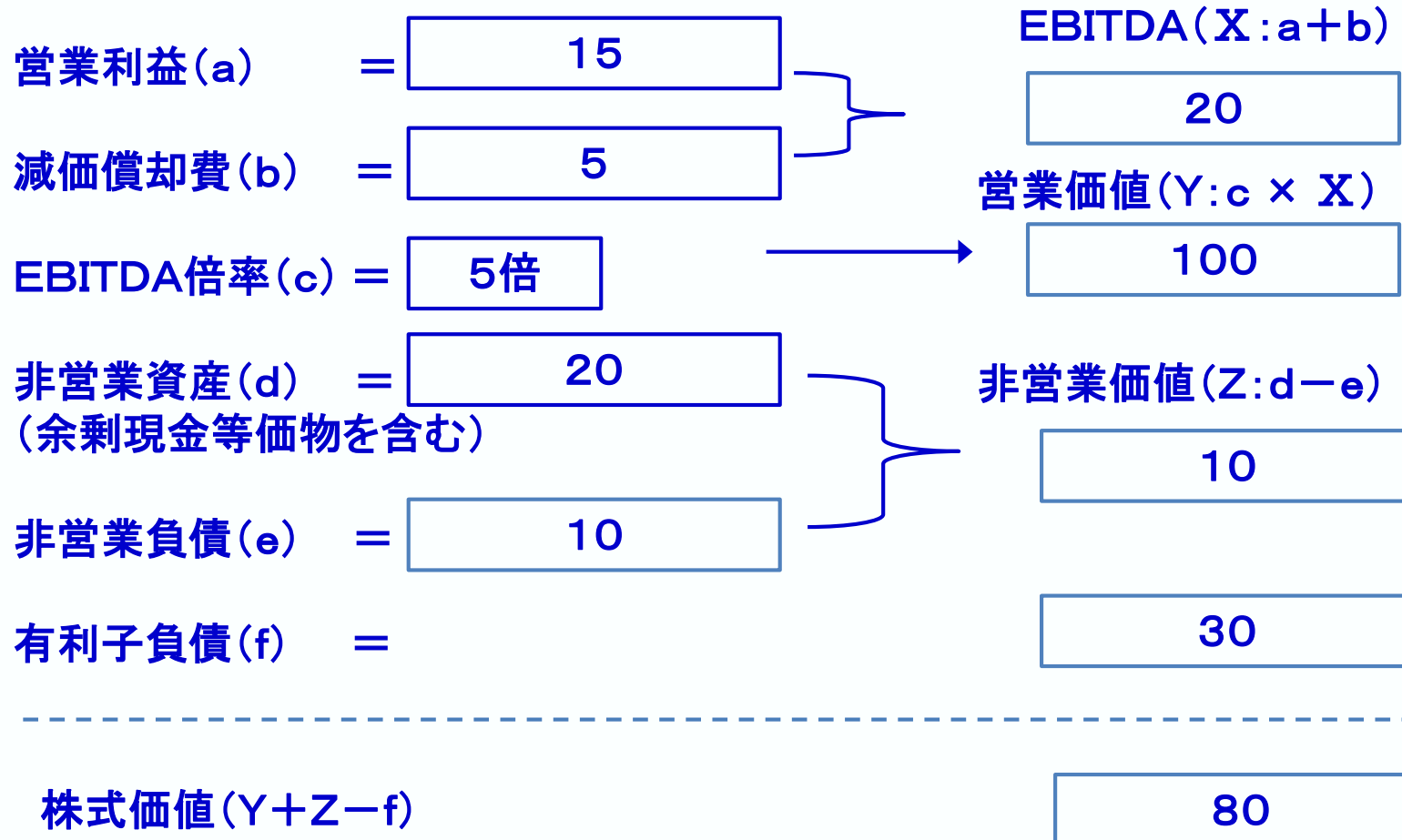
- DCF （Discounted Cash Flow）
- EBIT （Earning Before Interest & Tax） $\div$ 営業利益 倍率方式
- EBITDA （EBIT Depreciation & Amortization） $\div$ 償却前営業利益 //

- ・その他

- 類似M&A批准方式

海外のM&Aでは、収益評価方式が一般的

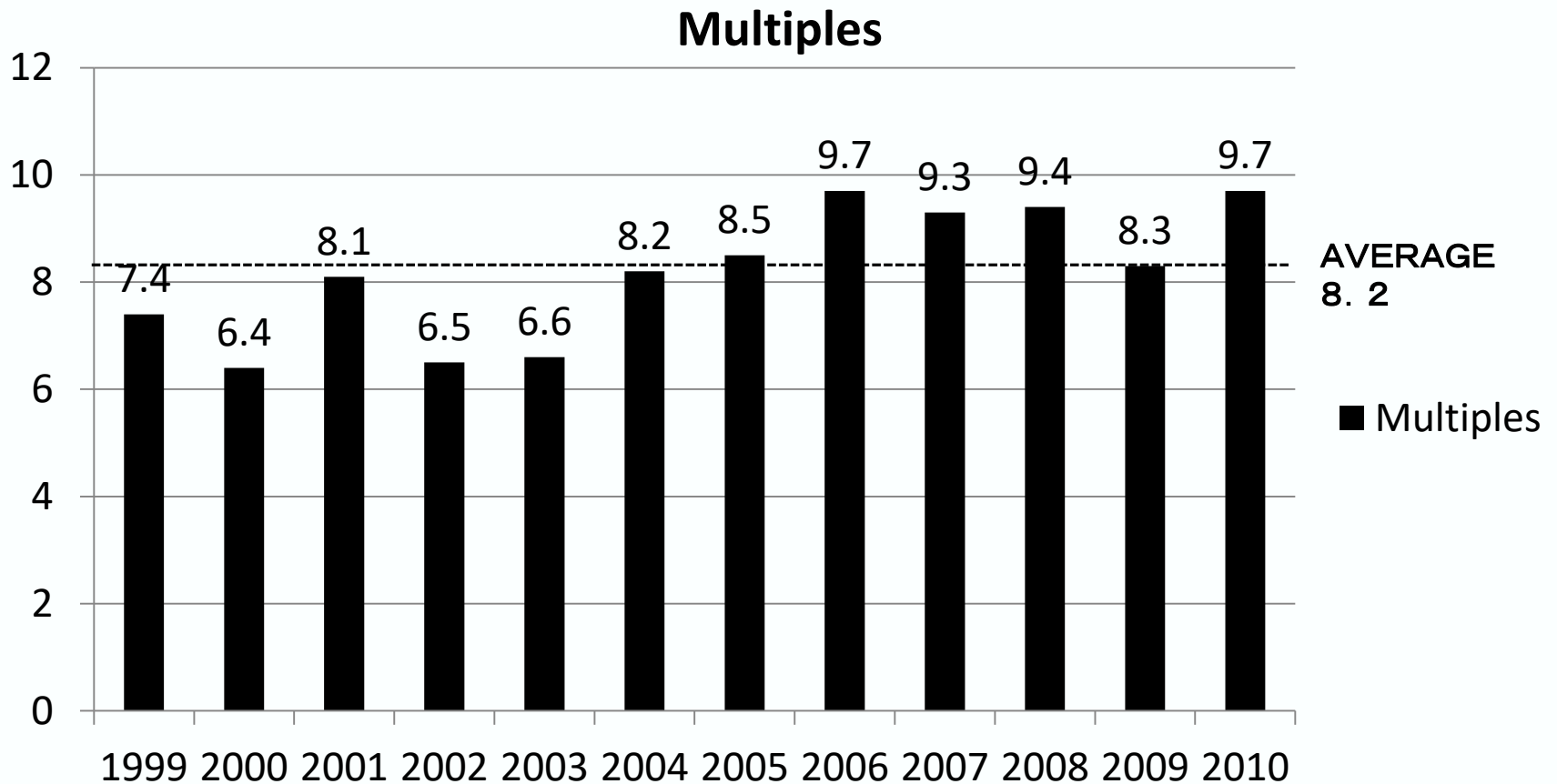
株式価値の計算方法(EBITDA倍率)(数字は例)



非営業資産・負債では、政策保有株式、退職給付債務に注意必要
上場企業の株価、EBITDA、BSで、EBITDA倍率は計算可能

Transaction Multiples

(欧米での買収のEBITDA倍率平均)

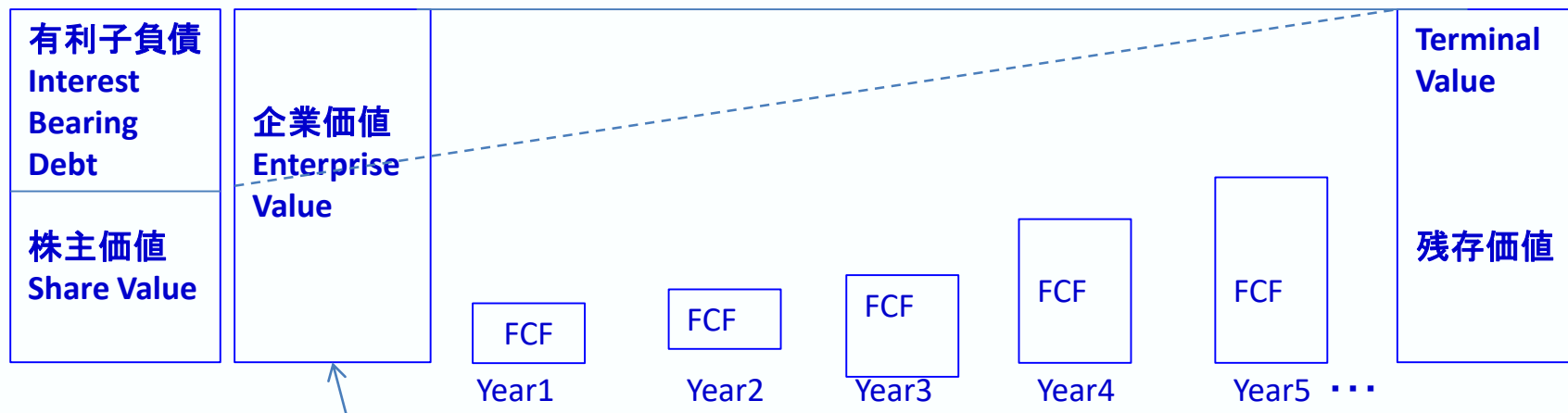


1999－2010年 買収実績の企業価値:EBITDA X 8.2

2017年:19倍台、2018年現在まで:18倍台(8月31日 日経新聞)

サントリー:ビーム社24倍、ソフトバンク:アーム34－50倍、
武田:シャイアー12倍、ルネサス:IDT25倍

DCF法の概念図



割引率 (リスクの大きさを考慮)

$$EV = \frac{FCF(1)}{1+r} + \frac{FCF(2)}{(1+r)^2} + \frac{FCF(3)}{(1+r)^3} \dots \frac{FCF(n)}{(1+r)^n} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

EV : 企業価値 FCF : フリーキャッシュフロー r : 割引率

TV : ターミナルバリュー (残存価値)

TVの計算例

① $TV = FCF(n)(1+g) / r - g$

g : 成長率

② $TV = EBITDA(0) \times X$

X : EBITDA倍率

割引率の考え方

- ・割引率①WACC＋リスクファクター
 - ②対象事業の資本コスト＋リスクファクター
 - ③対象事業の属する産業の資本コスト＋リスクファクター
- ・リスクファクターには
 - ①参入リスク
 - ②経営リスク
 - ③カントリーリスク
 - ④その他
- ・WACC: 加重平均資本コスト (Weighted average cost of capital)
: 株主資本コストと負債コスト(税調整後)の加重平均

株主資本コストについて

CAPM(Capital Asset Pricing Model)

株主資本コスト＝リスクフリーレート ＋ β X マーケットリスクプレミアム

リスクフリーレート：通常10年物国債

β ：個別企業のマーケット変動に対する相対的値動き

マーケットリスクプレミアム：通常6%程度

現在は株主資本コストを6－7%程度とする会社が多い

注意点

株主資本コストは本来時価で計算される

ROE＞株主資本コストが要求されるという場合、株主資本コストを簿価に直す必要がある

DCF方式による株主価値計算例

	1年度	2年度	3年度	4年度	5年度	残存価値
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
EBIT	490	515	556	699	768	
税金(40%)	▲196	▲206	▲222	▲279	▲307	
減価償却費	210	221	318	349	384	
運転資金増加額	▲28	▲33	▲62	▲79	▲91	
設備投資額	▲250	▲250	▲300	▲350	▲400	
FCF	226	246	290	339	354	
割引率 = 10%, 永久成長率 3% とすると,						5,209
現在価値	205	203	218	232	220	3,235
企業価値計	4,312					
有利子負債	▲1,500					
事業外資産	1,000					
株主価値	3,812					

残存価値に永久成長率を含めるのは疑問であるが行われる事もある

DCF方式による株主価値計算実例

年	2008	2009	2010	2011	2012	残存価値
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
EBIT	▲5	1,481	2,561	5,180	7,006	
税金(40%)	0	0	▲384	▲1,932	▲2,072	
減価償却費	48	68	88	108	128	
運転資金増加額	▲14	▲403	▲109	▲102	516	
設備投資額	-	▲500	▲500	▲500	▲500	
FCF	29	646	1,656	2,754	5,078	
2012年EBITDAの17倍						121,278
現在価値	23	407	828	1,093	1,599	30,258
企業価値計	34,258					
割引率26%						

鑑定額204－370億円、取得価格220億円
オリンパス事件で使われた実例

買収価格の妥当性

- DCF法（主観的な評価方式と認識する）
 - TV（残存価値）に不適當な計算（成長率等）はないか
 - 割引率は妥当か
 - 収益見通しは妥当か
- EBITDA倍率
 - 異常に高くないか（当該産業での平均との乖離）

こういう視点で見れば、オリンパスの買収案件は異常と判明する

アドバイザー報酬方式比較

		A社	B社	C社	D社
(1)着手金	とる		○	○	○
	とらない	○			
(2)リターナーフィー/中間金	とる			○	○
	とらない	○	○		
(3)成功報酬のベース	移動総資産ベース		○	○	
	譲渡(買収)価格ベース	○			○

方式、成功報酬額が早期に決定すべき(アドバイザーとの利益相反)

買収プロセス全体での留意点

- 経営判断の原則遵守
- FA(投資銀行等)に引っ張られすぎない
- 弁護士、会計士等とは直接話し、きちんと理解する
- スケジュールはフレキシブルに(クロージングは自社のペースで)
- 断念する勇気を持つように
- 合理性のない買収価格は許されない
- 交渉当事者を支える

買収交渉・契約書の留意点

- 買収交渉は知的“ゲーム”と理解する
- 買収契約書のワナ
 - To the best knowledge of
 - Threshold
 - Cap
 - Escrow
- DDで判明するのは一部、その他のリスクの分担（保険の活用）
- 損害賠償の期限

リスクと対応

分類	買収側	売却側
回避	中止	売却(AS IS等により)
低減	保険、契約内容、一部買収、買収後Audit	契約内容
移転	保険(PL、アンブレラ等) 契約内容	契約内容
保有	徹底的調査、管理(TOBの場合は、通常この方法しかない)	契約内容による

買収直後（PMI）での注意事項

- 取締役会の構成
- Executiveの報酬制度
- ビジネスオーディット
- 承認、報告事項のルール化
 - 親会社承認事項
 - 現地取締役会承認事項
- ITシステム
- PL保険、アンブレラ保険
- シナジー具現化計画
- のれん代減損 (Impairment Test)

クロスボーダM & Aの特徴

- 準拠法が変更可能
- 買収側には対象に対する十分な知識がない
- 言語、文化、人が異なる
- 商慣習が異なる
- 通常、クロージング後は契約のみの関係が残る
- 買収後初めて判明する事も多い

M & Aとコーポレートガバナンス

- M & Aは最善の買収防衛策という考え方
- 市場の要求が内部成長 (organic growth) のみでは達成出来ない事例が増加
- 企業価値向上にM & A、ESGは不可欠となってきた
- コーポレートガバナンスの向上は企業価値を高めるといわれるが、被買収のリスクを増加させるとも言える

コーポレートガバナンスとは

「(コーポレートガバナンスとは)株式会社の方向付けや業績を決定するにあたってのさまざまな参加者間の関係である。その第一次参加者は、株主、経営者(CEOをリーダーとする)、取締役会である。その他の参加者として、従業員、顧客、供給業者、債権者及び地域社会が含まれる。」

Robert A.G.Monks and Neil Minow「 Corporate Governance」の冒頭
Monks氏はアクティビストのパイオニアで、1985年ISSを設立

東証コーポレートガバナンス・コードに規定された「・・・意思決定を行う仕組み」は、一面しか捉えていない

コーポレートガバナンスを巡る争い

- 世界最初の株式会社 オランダ「連合東インド会社」(1602年設立)で出資者と経営陣、経営陣と従業員(航海者)間で運営・分配で争いが生じる。
⇒監査役制度と検査役制度が創設される
- プリンシパル・エージェント問題:継続した課題
 - ー 解決策
 - ・監督機能の確立 社外役員主体の取締役会、監査役制度など
 - ・エージェント(経営者)にプリンシパル(株主)と利害を一致させる制度
報酬制度など
- 米国
 - ー 1980年代に経営者の専横に対し、アクティビスト、買収ファンド(KKRなど)がプロキシファイト(委任状争奪戦)を仕掛ける
 - ・ 結果 社外取締役が過半を占める取締役会構成に進み、SECルールで過半数が規定される
 - ー 21世紀に入り、アクティビストは機関投資家の支持を得ることが多くなり、企業はアクティビストの意見を無視しては経営できなくなった

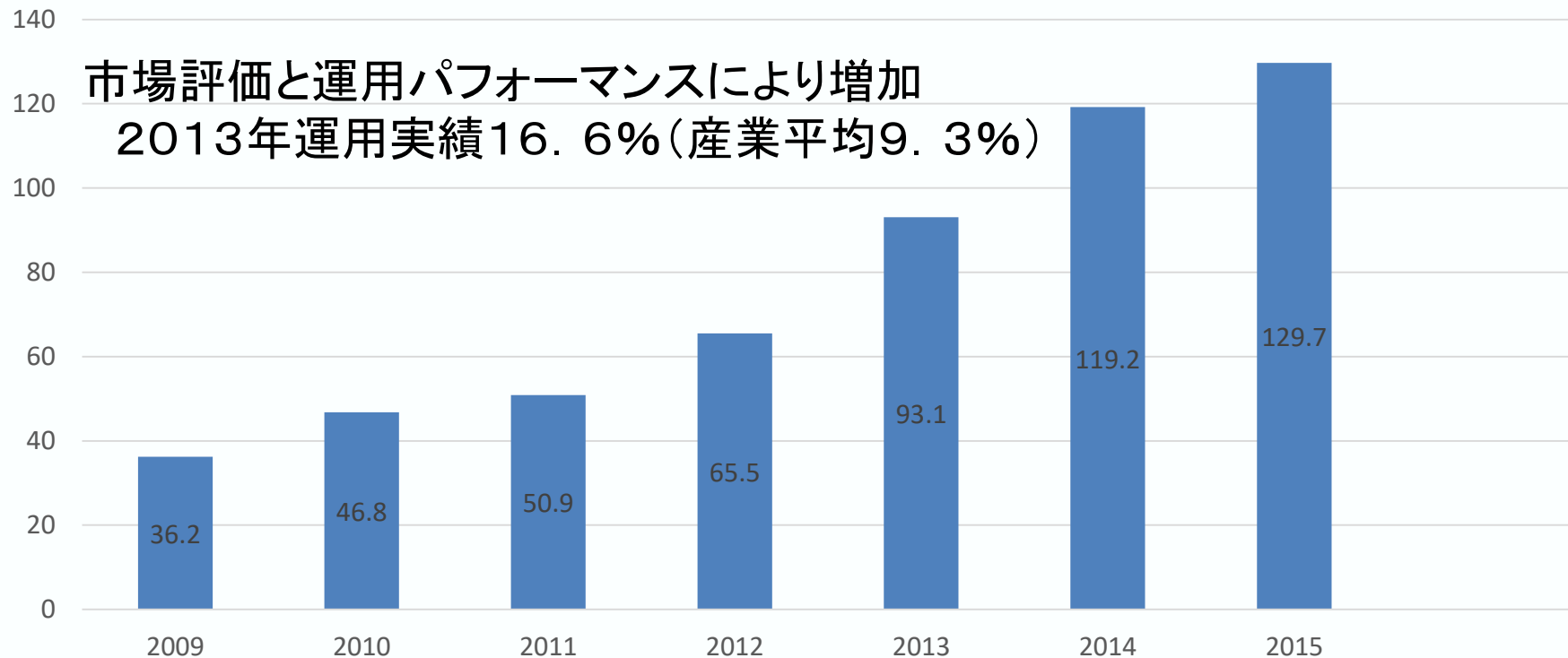
各種ファンドの比較

	アクティビストファンド	ヘッジファンド	バイアウトファンド	年金基金	投資信託
買収対象	公開株式	公開株式	非公開株式(公開株の場合は買収後非公開化)	公開株式	公開株式
投資分類	バリュー投資	バリュー投資	バリュー投資	バリュー／グロス両方	バリュー／グロス両方
規制(米国)	緩い	緩い	緩い	厳しい	厳しい
投資機関	中期	短期が多い	長期	長期	長期～短期
保有持分	数%～20%程度	通常少ない	基本は100%	通常少ない	通常少ない
投資銘柄数	少ない	多い	少ない	多い	多い
パフォーマンスの評価	絶対リターン	絶対リターン	絶対リターン	対インデックスリターン	対インデックスリターン
成功報酬	あり	あり	あり	なし	なし
経営参画	積極的に行う場合もある	行わない	積極的に行うことが多い	通常行わない	通常行わない
投資先へのアプローチ	種々の要求や提案。友好的・敵対的両方のアプローチ有り	投資先への働きかけは通常行わない	支配権を取得し、改革を主導。ほとんどの場合友好的なアプローチがとられる	通常の場合、投資先への働きかけは行わない。友好的にガバナンス等の問題に関し意見を述べることもある。	通常の場合、投資先への働きかけは行わない。例外的に友好的、敵対的に提案・要求をすることがある。

アクティビストファンド最近の動向

- 活発化、米国企業に留まらず、欧州、アジア企業もターゲットになりつつある。(米国でのパフォーマンスの低下も要因、米国年金基金の期待収益率は7－8%)
- 米国、欧州ではアクティビストの提案を支持する機関投資家が増えてきており、2015年では成功率は7割近くとなっている。
- 日本での見方も徐々に変化しており、穏健なアクティビストが成功を収めつつある。
- マスコミの扱いも変化してきており、黒田電気について村上側の“全面的な勝利”という見出しが出ている雑誌もある。

アクティビストファンドの資産運用残高(10億米ドル)



アメリカの年金などのファンドは予定利率が高いため、現在の環境では通常の運用では不十分となり、アクティビストファンドなどに出資する傾向あり

日本で活躍するアクティビスト

- ・日本国政府・自民党
- ・東京証券取引所
- ・伊藤教授

・株主アクティビスト

いちごアセット(日本)

エフィシモ・キャピタル(シンガポール)元村上ファンドの人が設立 運用資産 73億ドル
東芝の筆頭株主、川崎汽船、日産車体

サードポイント(米国)ソニー、セブン&アイなどで活動 運用資産額 177億ドル

インダス・キャピタル・マネージメント(米国) 運用資産額 65億ドル

アセット・バリュー・インベスターズ(英)運用資産額 14億ドル

サーベラスグループ(米国)

シルチェスター・インターナショナルナル(イギリス)

スティールパートナーズ(米国)

タイヨウパシフィック(日本)

みさき投資(日本)友好的アクティビスト

村上ファンド(日本、シンガポール)C&Iホールディング、ストラトジックパートナーズ等
現在はファンドとは言えない。個人資金中心に投資。2-3000億円規模

今後米国の大手ファンドが活動を増加させると予想される

アクティビスト・ターゲット企業の一般的特徴

- ・割安株

 - PBR低い

 - 簿外資産が多い

 - コングロマリット・ディスカウントがある

 - 欧米の大手企業が事業範囲を狭め、特化していく傾向

 - ex 化学会社

- ・キャッシュリッチ

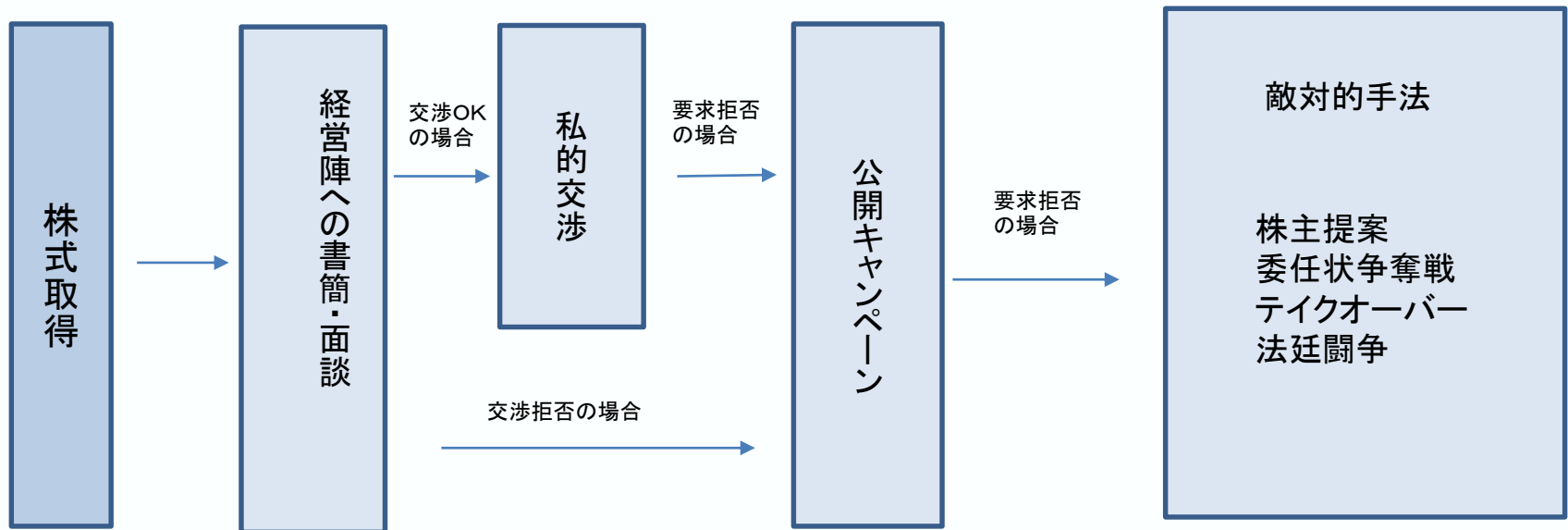
- ・コーポレート・ガバナンス評価が低い

- ・経営評価が低い

- ・M&Aに消極的

- ・業界再編の可能性(エグジットの容易さ)

アクティビストの戦術チャート



村上ファンドの変遷

- 1999年 ファンド組成:ガバナンス改革のパイオニア／企業社会の攪乱者
国内外で一定の評価、最高時4400億円のファンド総額(内6割海外投資家)
- 2006年 インサイダー取引調査開始
ファンド解散
シンガポール移住(海外居住10年で日本の相続税非課税となる)
アジアでの不動産投資などで蓄財
- 2015年 黒田電気への投資、アクティビスト活動で注目
- 2017年 書籍「生涯投資家」発売、雑誌などで表出するようになる

現在の投資はすべて個人資産(2－3千億円規模)
海外の大手機関投資家は出資には至っていない模様
現在の村上グループはファンドではない

村上氏個人は口調が激しく、面談でも一方的に主張を行う
他の人はそういうことはない

“コーポレートガバナンス改革を軸として、企業価値の向上をもたらす”三信電気株主総会での福島氏発言

黒田電気の歴史と経緯

- ・1945年 大阪でベークライト板などの販売を開始
- ・1947年 会社設立
- ・1978ー現在 シンガポールを嚆矢として海外展開(商社、生産会社)
- ・1996年 上場
- ・2006年 委員会設置会社に移行
- ・2007年 当時の社長(創業家)が反社会的勢力との面談を理由に辞任
- ・2014年 村上Gが株式購入を開始
- ・2015年6月 村上Gより取締役4名選任を目的とする臨時株主総会の要求
- 8月 株主総会:株主提案否決
- 11月「従業員一同」の声明文についての不正公表
- 7月 MBKパートナーズとの第一回面談、具体的に進まず
- ・2017年3月 村上Gより提案:経営統合への真摯な検討、そのための社外取締役選任要求
- 4月 4名の取締役候補の提案:会社拒否
- 5月 1名の社外取締役選任の株主提案
- 6月 株主総会にて株主提案採択(賛成58.64%)
ISSは賛成推奨、グラスルイスは反対推奨
- ・2017年6月 MBKパートナーズからのTOB再提案
- 8月 同具体化
- 10月同合意、取締役会賛成決議
- 12月TOB実施・68%取得 (一株2700円前後)
- ・2018年3月 非上場化、臨時株主総会

黒田電気株価推移

7517 (TYO)

2,708 JPY 0 (0.00%)

2月16日 15:00 JST - 免責条項

1日

5日

1月

1年

5年

最長



株主アクティビズムに対する制度的防衛

(Harvard Business Review, June 2014)

- ・多層資本構成(議決権制限株式の発行など)
- ・定款変更
- ・取締役会による優先株の発行
- ・取締役の時間差選任
- ・取締役選任を株主総会に限定する(デラウェア州法では文書による同意でも選解任が可能)
- ・株主による株主総会要求を制限する規定を持つ
- ・事前通知の要求
- ・累積投票制度を避ける(アメリカで96%の会社は認めていない)
村上氏の“生涯投資家”ではアメリカでは一般的なような書き方となっている
- ・取締役会のサイズを大きくする(人数を増やす)

この論文の結論は“いろいろ方法はあるが、既存の会社の現状では実施が難しい”というものであり、日本では更に難しいと思料する

アクティビストを出し抜く方法

(Harvard Business Review, May 2014)

- 戦略上の重点を明確にし、それにこだわる
- アクティビストの目で自社を分析する
- 外部アドバイザーを事前に確保し、会社をよく知っておいてもらう
- 取締役会を団結させる
- 公表した目標に向けて短期間で業績を上げる
- アクティビストのアイデアをむげに退けない
- すべての株主に役立つことをする

対応についての教訓

- ・アクティビスを単純に嫌うのではなく、真摯に向き合う
- ・コーポレートガバナンス改革は躊躇なく進める
- ・株主一般、機関投資家の同意を得られる方策を行う
- ・対応する際は一气に行う
- ・不祥事は起こさない
- ・取締役会内部の結束を固める
- ・アドバイザーを利用する場合でも内部で十分議論する
- ・社外役員を活用する