

DF 企業ガバナンス部会第 1 4 期 8 回セミナー要旨 「ガバナンスと M&A」

－ 資本コスト経営との関係も踏まえて －

4月16日(火) 日本ビル5階 セミナールーム 5C おいて、株式会社岡&カンパニー 代表取締役 岡俊子氏をお招きし、第8回セミナーを開催した。

開催日時：2019年4月16日(火) 午後2時～4時

場 所：日本ビル 5階 セミナールーム 5C

テ - マ：「ガバナンスと M&A」

－ 資本コスト経営との関係も含めて －

講 師：株式会社岡&カンパニー 代表取締役 岡俊子氏

参 加 者 46名

今回は昨年に引き続き、M&A のディール支援やポスト M&A のコンサルティングサービスを提供している株式会社岡&カンパニーの岡俊子氏をお招きし開催された。参加者は46名で、今や中堅・中小企業においても必須となった M&A とガバナンスの関係について、資本コスト経営といった点も踏まえて分かりやすく解説頂いた。



【講演要旨】

1. 最近におけるわが国の M&A 推移と特徴

- ・最近におけるわが国の M&A の推移をみると、2008年のリーマンショックで減少した後、2011年以降再び増加傾向にある。
- ・取引の内訳をみると、IN-IN（日本企業同士の M&A）が大半を占めるものの、IN-OUT（日本企業による外国企業への M&A）や OUT-IN（外国企業による日本企業への M&A）も増加している。
- ・取引額をみると、IN-OUT において非常に高額となっており、M&A が失敗して巨額の損失が発生する例も後を絶たない。また、OUT-IN では、中国企業からの投資が非常に増えている。
- ・今後も M&A はさらに増加することが見込まれている。これに伴い M&A 関連のアドバイザー等は極めて多忙となっており、業界全体としては成長産業であるということはいえよう。

2. M&A におけるガバナンス

- M&A は、時間の経過に伴い色々な問題が出てくるという点では、実は「結婚」との共通点が多い。例えば、①バリュエーションの失敗—もっと稼いでくれる人だと思ったのに、②デューデリジェンス (DD) の失敗—あの性格を知っていたら結婚しなかった、③目標設定の不備—いくら頼んでも何もやってくれない、④圧迫経営—細かい事まで口を出す、等々。これらはいずれもガバナンスの不全が招く不幸といえる。
- 2018年6月にコーポレートガバナンスコード (CGC) が改訂されたが、そこでの焦点の一つが、①事業ポートフォリオの見直しと②資本コストであった。
- 多くの日本企業は、企業の買収はするものの、事業の売却という経験が少ない。現状では、3大売却案件として、①事業承継、②企業再生、③投資ファンドの売却であり、事業会社が自らの事業を売却していない。その結果、役割を終えた事業が温存されている可能性がある。
- その理由としては、会社が事業の売却にもものすごくネガティブなイメージを持っていることがあり、その背景には、日本企業においては「魂は企業に宿る」という点が挙げられよう。
- 次に、資金提供者が求めるリターンとは何かというのが、資本コストの問題である。会社への資金は、債権者が提供するデット (有利子負債) と株主が提供するエクイティがある。債権者・株主とも、リターンを期待するから資金を提供しているのであって、両者の期待リターンが会社にとっては資本コストということになる。
- ガバナンスの問題を M&A の対象会社が非上場か上場かでみると、非上場の場合にガバナンスが問題となるのは、買い手の取締役会であり、上場の場合には、買い手とともに、対象会社の取締役会も有効なガバナンスが求められる。すなわち、とりわけ MBO や上場子会社の非上場化の際に利益相反の問題が生じることから、対象会社の取締役は、売り手に代わって取引条件 (主に価格) を検討することになる。

3. 社外取締役にとっての M&A

- M&A の難しさとして、①情報の非対称性と M&A 特有の情報の秘匿性⇒会社 (担当部門) に情報操作されたらそれまで、②監督と執行の線引きがあいまい⇒どこからが執行か、人により感覚が異なる、③M&A は総合格闘技である⇒どんな観点からも何かはいえる、といったことが挙げられる。
- 社外取締役に対する情報共有 (操作?) として、プレスリリース直前の大型投資案件の説明や重要案件での 1 対 1 での事前ブリーフィングなどが挙げ

られる。

- どの段階で社外取締役と情報を共有するかという観点からは、取締役会にかける前であっても、確認のポイントはいくつもある。例えば、①事業戦略・M&A 戦略の確認、②価格の検証、③ポスト M&A 体制の確認等々である。
- 監督と執行の線引きが難しい事例としては、①M&A 案件の報告を聞いた社外取締役が、執行側が依頼したファームと異なるところに別途バリュエーションを依頼することなどが挙げられる。
- 社外取締役が質問したい7つのチェックポイントとして、①過去の M&A の振り返りを文書化したものの有無、②案件が始まった経緯、③本件に関連する M&A 戦略についての説明、④価格に関して検証したシナジー効果の説明、⑤子会社の経営体制、ガバナンスの仕組みの説明、⑥クロージング直後に社長の時間の十分な確保、⑦PMI における 1 年後点検、3 年後点検実施の有無、がある。
- M&A 実行にあたり必要となる知識領域は幅広いため、社外取締役は何らかのコメントをすることは可能である。特にリスクを盾にすると、各論で何かは言えるが、それが嵩じるとストッパーになってしまうことにもなりかねない。
- 言われたくない会社 VS. 言いたい社外取締役という観点からは、①会社へのメッセージとして、M&A に詳しい社外取締役には非公式な時間をとる、公式な場での説明は、社外取締役を里山（山間地と市街地の中間にある地域）だと思ふ、②社外取締役へのメッセージでは、社内情報が十分でないと思えば、監査役とのパイプを活用する、現場が気づいていないリスクを喚起しながら、企業価値最大化のため執行チームの背中を押す姿勢をみせる、などがある。
- 最後に、親会社自体に十分なガバナンスがないのに、その親会社を買収子会社に対するガバナンスは効かせられるとは、どういうことか？ という点を考えながら、今後のガバナンスと M&A の問題を考えていくことが求められるのではないか。

以上