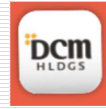


ホームセンター業界2位の DCMHLDGSの思惑



DCMはカーマ、ダイキ、ホームマックが経営統合して発足した企業で、カインズと業界1位の座を争っている。ここで島忠の完全子会社化に成功すれば、カインズを抜いて圧倒的な業界1位となる。



主なホームセンターの売上高(2020年)	売上高	決算期
DCMホールディングス+島忠	5908億円	
カインズ	4410億円	2月期
DCMホールディングス	4373億円	2月期
コーナン商事	3746億円	2月期
コメリ	3485億円	3月期
ナフコ	2177億円	3月期
LIXILビバ	1885億円	3月期
島忠	1535億円	8月期
アレンザホールディングス	1376億円	2月期
ジョイフル本田	1249億円	6月期
ケーヨー	1076億円	2月期
ニトリホールディングス	6422億円	2月期

※ニトリホールディングスは主要ホームセンターでつくる「日本DIY・ホームセンター協会」に非加盟

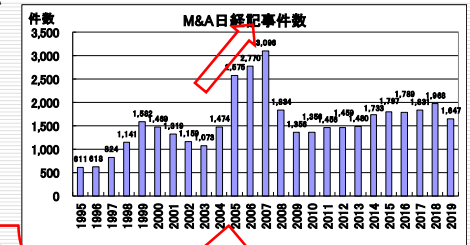
<https://mainichi.jp/articles/20201021/k00/00m/020/28600c>

DCMHLDGが島忠を子会社化すると...

M&Aは日本経済新聞の格好の話題

島忠とDCMがTOBで友好的に合併に進もうとしていたところへ、ニトリが横やりを入れたわけである。M&A活発化の先駆けとなった、2005年のライブドア事件を思い出す。そこではニッポン放送を巡り、フジテレビがTOBを仕掛けていたのに、ライブドアが横やりを入れたのだった。

2005年以降日経記事件数急増



TOB(株式公開買付 Take over bid)

- TOBとは一買付け期間・価格・株式数を新聞などで公告した上で、売主の株式を証券取引所を通さずに大量に買い付けること
- 目的一対象会社の経営権・株主総会における特別決議の否決権の取得
- 買付価格一市場の取引株価よりも高く設定される。だから株主はこれに応じてくれるので買い占めることができる

通常の株式市場での売買、いわゆるザラ場で株式を買い集めようとする、需給が逼迫して株価が高騰しすぎるので、今の株価より高めの価格を設定して「この指生まれ」方式でいついつまでに申し出てくださいという公告をして、それまでに目標の株数を集める

TOBの目的に応じた株数

- 経営権をとろうとすれば過半数の株数を集めることが目標
- 特別決議を阻止するだけであれば、3分の1超を買い集めればよい
- 通常被買収会社を完全子会社化することが多い。

DCMによる島忠子会社化

「DCMHHDは島忠の完全子会社化に向けて10月5日から11月16日まで、1株4200円でTOBを実施している。買収総額は1600億円規模の見込み。島忠経営陣はDCMHHDの買収提案に賛同している。……DCMHHD幹部は『事前に島忠やニトリから接触はなかった』としつつ、『島忠とは友好的な関係を築いたうえでTOBに至った。今後も淡々とTOBを進めていく』と話す。

島忠は良好な財務内容で知られる。8月末の自己資本比率は76.5%、手元資金は約200億円に上る。だが本業の伸び悩みで成長期待が高まらず、株価を1株当たり純資産で割ったPBR（株価純資産倍率）はDCMHHDがTOB表明するまで0.5～0.7倍台と、解散価値である1倍を割っていた。

DCMHHDによる買収額は1600億円規模と島忠の純資産（1815億円）を下回る。これに目を付けたのがニトリHDだ。」(10/21日経電子版)

島忠争奪戦

ニトリ幹部は「『買収価格は割安』[といい、]都市部でまとまった土地を確保するのが難しいなか、島忠の店舗を活用すれば独自に用地取得して出店するよりも早期に展開できる。

島忠争奪戦の行方は他の株主も注目している。村上世彰氏が関与する投資会社シティインデックスイレブンス（東京・渋谷）は21日、島忠株を8.38%保有したと明らかにした。『島忠は不動産所有会社としての側面を有している』と指摘。『買い手候補を広く募ったうえで、その中からベストプライスを目指すべきだ』としている。」(10/21日経電子版)

島忠買収価格はいくらが妥当か

実際、TOB価格4200円は島忠の純資産価値1株当たり4439円と比べて割安である。しかし、買収価格はいくらとするのが妥当なのかは、諸説があって定まっていないのである。①純資産簿価がよいのか、②純資産時価がよいのか、③将来キャッシュ・フローの割引現在価値、その近似値と考えられる④株式時価がよいのか、諸説が分かれている。

実は近年日本の株価は低迷し、2020年3月末までの1年間に決算期を迎えた会社3736社のうち1967社(52.6%)は純資産価値を下回っている。すなわちPBRが1以下であった。これがお買い得なのかどうかは判断の分かれるところである。さて、先ほどの島忠のここ1年の株価推移は次図の通り、最低2270円（PBR0.51倍）を底に3,000円内外でPBR1倍を下回っていた。

最近の島忠の株価の推移からわかること

ここ1年間の島忠の株価推移



最近1年間3,000円内外で推移

TOB発表後買収価格にさや寄せ

ここ1週間の島忠の株価推移



TOB価格(4200円)に上昇

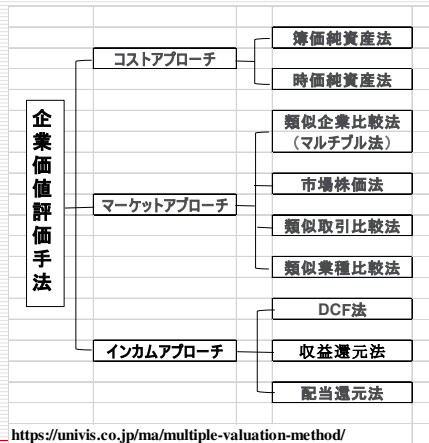
ニトリによる買収の噂で株価(5000円近くまで)上昇

1. M&A盛行の光と影

(2)買収価格算定法

企業価値評価手法には色々あるが通常併用する

アプローチ名	内容
インカム・アプローチ	評価対象会社から期待される利益、ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法
マーケット・アプローチ	上場している同業他社や、評価対象会社で行われた類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的な価値を評価する方法
ネットアセット・アプローチ	主として評価対象会社の貸借対照表記載の純資産に着目して価値を評価する方法



(出典) 公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン」P6

<https://univis.co.jp/ma/multiple-valuation-method/>

1. M&A盛行の光と影

(2)買収価格算定法

①純資産簿価

貸借対照表純資産の部を発行済み株式総数から所有している自社株数を控除した社外株数で除した1株当たり純資産価値をいう。島忠の場合、貸借対照表の純資産1886億円÷(発行済み株式総数47,889,104株－自己株数5,381,588株)＝4,439円となる。

科目	金額	構成比	科目	金額	構成比
流動資産	50,034	21.1	流動負債	33,729	14.2
現金預金	12,509	5.3	支払手形・買掛金	21,687	9.1
受取手形・売掛金	6,346	2.7	短期借入金	0	0.0
有価証券	7,539	3.2	その他流動負債	12,042	5.1
棚卸資産	18,909	8.0	固定負債	14,877	6.3
その他流動資産	4,731	2.0	社債	0	0.0
固定資産	187,271	78.9	長期借入金	0	0.0
有形固定資産	169,355	71.4	その他固定負債	14,877	6.3
無形固定資産	464	0.2	負債合計	48,607	20.5
投資等	17,451	7.4	資本金	16,533	7.0
			資本剰余金	19,344	8.2
			利益剰余金	170,089	71.7
			自己株式	▲16,643	▲7.0
			評価換算差額等	▲625	▲0.3
			新株予約権	0	0.0
			純資産合計	188,698	79.5
資産合計	237,305	100.0	純資産・負債合計	237,305	100.0

(注) 『会社四季報C D - R O M版』2020年3集より作成。

1. M&A盛行の光と影

(2)買収価格算定法

①純資産時価

とりわけ有形固定資産1693億円が簿価であるため、都心に展開している店舗の自社所有の土地を時価換算すると、いくらになるかである。島忠は埼玉、東京、神奈川に所有している土地の簿価は954億円であるが、これには含み益があるとされている。これを時価換算すると純資産価値がいくらになるかである。たとえば島忠の東京都内の店舗の所有地平均簿価は1平米あたり約49万円となっているが、都内23区の商業地の平均基準地価が263万円、都下のそれが63万円であるから、かなりの含み益が期待できる

1. M&A盛行の光と影

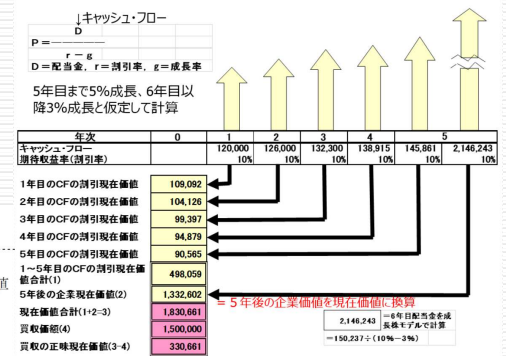
(2)買収価格算定法

③将来キャッシュ・フローの割引現在価値(DCF)

企業が将来にわたって生み出すキャッシュ・フローを一定の割引率で除して、その現在価値を計算

$$V_0 = \frac{FCF_1}{(1+k_w)} + \frac{FCF_2}{(1+k_w)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+k_w)^n} + \frac{TV}{(1+k_w)^n}$$

V_0 : 評価時点(第1期首)の事業価値
 FCF_t : t期の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値
 k_w : 加重平均資本コスト
 TV : ターミナル・バリュー(終価)



割引率の問題

- ファイナンス論では負債の利率と自己資本コストの加重平均資本コスト(WACC)がそれになるとされている。
- 自己資本コストは資本資産評価モデル(CAPM)で計算
- 株主資本コスト=リスクフリーレート(たとえば2%) + ベータ×マーケット・リスクプレミアム(たとえば5%)
- リスクフリーレートとは国債の市場利率
- リスクプレミアムは株式取引所の平均収益率にその銘柄ごとに市場平均との関係を表すベータを使って計算
- 期待収益率を計算するが、その企業の成長を勘案すればもっと評価が高まるはず

$$P = \frac{D}{r - g}$$

↓キャッシュ・フロー
D = 配当金, r = 割引率, g = 成長率

17

買収者はしばしば楽観的に将来を予測する。 だからこそプレミアムが乗せられる

買収に際しては買収者が現経営陣に代わって経営すれば、もっとうまく経営できると考えて、市場以上の成長率を勘案するかもしれない。しかし、成長率を何%と考えるべきかは、あえて言えば当てずっぽうになる。経営者はしばしば強気であるから高い成長率を設定するかもしれない。すると、その後その予定成長率が達成できず、合併は失敗だったという評価になるかもしれない。つまり、割引率には大きな恣意性が介入するということを意味する。しばしば、M&Aコンサルタントは、買収価格の設定をアドバイスする際、ここさじ加減で何とでも計算できることになる。というのも、合併買収は買収側と被買収側との間の交渉で決まるわけであって、その際交渉が成立すればコンサルタントは巨額の手数料収入を得ることができるので両者の顔色を見てあうんの呼吸で買収金額を提案するわけであり、ファイナンス論が言うような客観的科学的な計算根拠はどこかへ吹っ飛んでしまうのが通常である。ファイナンス論のテキストでは実にきめ細かな計算式やプロセスが説明されるのが普通である。

18

1. M&A盛行の光と影
- (2) 買収価格算定法
- ④ その他の計算方法

- 利益もしくはキャッシュ・フロー(ここではしばしば利益プラス減価償却費プラス支払利息、すなわちEBITDA)、それらの将来予測をもとに、その何倍だとか、で計算するとか、現在の株価を参考に計算するなどがある。
- マルチプル法の計算式で代表的なものは、次の算式
= 評価対象会社のEBITDA × EBITDA倍率* + 事業外資産 - 有利子負債

※EBITDA倍率 = 類似会社の事業価値 / EBITDA

19

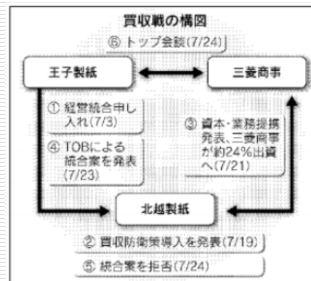
2. 会社は株主のモノか (1) シェアホルダーとステークホルダー

日米とも、法律上は会社は株主の所有物だと理解されている。もちろん、そうではないという考えもある。株主が所有しているのは会社財産ではなく、その会社の株券であるにすぎない。株主は株券の保有者、シェアホルダー(shareholder)にすぎない。会社財産の所有者は法律上法人たる会社である。会社財産の所有者は会社それ自体である。ただし、株式には通常議決権と配当請求権があるので、過半数株式を集めれば支配権を行使できる。M&Aは通常、過半数の株式を買い集めてターゲットとなる会社を、自らの傘下に収めようとするものである。買収会社に株式を売り抜けるのも、株主にとってはその所有物を売り抜けただけであるといえる。しかし、ターゲット会社には、従業員もおり、取引先もある。時にはその会社が地域住民の貢献している場合もある。これら利害関係者(ステークホルダー, stakeholder)が協力し合って、そして経営者も一緒になって、敵対的買収を阻止するケースもある。経営者や従業員は会社それ自体が自立して存在し、その永続的な存続を願うことが多い。

20

王子製紙が北越製紙に対する敵対的TOBを仕掛けた(2006年)

ターゲット会社であった北越製紙の経営者は「地域住民の安全への悪影響、工場閉鎖・リストラなど従業員や取引先、顧客、地域社会、その他の利害関係者の利益が著しく損なわれ、ひいては中長期の株主の利益が著しく毀損される」(日経金融2006/7/26)として、株主に対して王子製紙のTOBに応じないよう呼びかけ、創業の地、新潟に出向いて地域にも訴え、地元銀行で株主でもあった第四銀行にTOBに応じないようにさせ(日経2006/8/11)、さらに「3.65%(2006年3月末時点)の株式を持つ日本興亜損害保険の幹部は[2006/8]1日、『保険取引を含め北越との関係は親密。株を売ることは想定しにくい』と話した」(『日本経済新聞』2006年8月2日号)。三菱商事はホワイトナイト(白馬の騎士)の役割を演じ、さらには王子製紙とは競争関係にある日本製紙もホワイトナイト風の役割を演じて、王子製紙のTOBは失敗に終わった。



(注)『日経金融新聞』2006年7月26日号より。

21

北越製紙の防衛に対する東証の反応

- 北越製紙はまさにステークホルダーの支持を得て防衛に成功したのに対し、株主の立場からは、東京証券取引所社長が北越製紙の防衛策に苦言を呈している(『日本経済新聞』2006年7月26日号)。
- このように、ステークホルダーとシェアホルダーは必ずしも利害が一致するものではない。

22

2. 会社は株主のモノか (2) 投資銀行が求めるもの、そして株主視点の蔓延

□ 村上ファンドなど投資銀行の行動様式

しばしば、いわば企業の売り買いをビジネスとしている投資銀行は割安な会社の株式を買い株価を上げてから売り抜けようとする。その際、内部留保をため込んでいるのでそれを吐き出して株主に配分しろという。村上ファンドなどがそのような高配当を求めるために株式を買い進めたことは周知のところである

島忠に対して村上氏の主宰する投資銀行が買い進めており、そういう要求をするものと思われる。

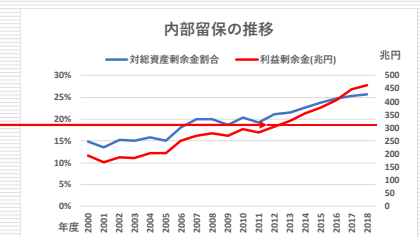
23

企業への内部留保吐き出し要求

投資銀行だけではなく政権首脳も内部留保への誤解

安倍政権の三本の矢の成長戦略(2013年)

いわく、企業がため込んだ**300兆円**を超える内部留保を吐き出させ、投資に向けさせ経済成長を図ろうというのである。これはまったく逆転した発想であると言わざるを得ない。実際、企業が内部留保をため込んでいるように見えるが、それがキャッシュとして手元にあるわけではないことは統計数値を見ればすぐにわかるはずである。



2013年に300兆円を超えていた剰余金は今や450兆円を超えている。

24

内部留保は現金ではない



現預金比率は低迷している。ハイリスクの今日、企業に対して、丸裸でリスクに対応しろとも言うのだろうか。

25

企業が投資をしないのは投資機会が見つからないからだ

企業が投資をしないのは投資機会が見つからないからであって、かつリスクの大きな今日、リスクに備えようという企業経営者の思いの反映でもあるのである。グラフを見てもわかるように、現預金の割合は高度成長期の方が高いのである。もし投資を促したいのであれば、投資環境を整えとか、財政主導で需要を喚起することが先決なのである。政府が何もしていないにおいて、企業経営者に責任をかぶせるのはまったくの思い違いだといえようがない。投資銀行は新たな価値を生み出すのが仕事ではない。既存の価値を横取りすることを業としている。新たな価値を生み出しているのは企業、企業家、そして、経営者、従業員なのである。彼らが頑張ろうと思わせる政策を考えるのが政府の役割であるはずである。

26

2. 会社は株主のモノか

(3) 日本のファミリービジネスに見る

□ 「老舗大国日本」

日本には世界にまれに見るほど長寿企業が多い。だから「日本は圧倒的に世界一の老舗大国」であると言われている。「世界で200年以上の老舗は5586社(合計41か国)ある中で、その3146社は(全体の56パーセント)は日本にあり、日本は断トツの世界ナンバーワンの老舗大国」(田中真澄『百年以上続いている会社はどこが違うのか?』致知出版、2015年)なのである。それらの多くはまた、ファミリー企業である。

27

日本企業の経営者の想い

□ 企業の経営者は会社は存続させるものであり、決して自分の所有物であると考えているのではなく、事業を後継者に託すことを考えている。事業の存続を極めて重視していることがわかる。これはまた、ファミリー企業でなくても、かなりの日本企業の経営者に共通した考え方である。

28

アメリカ的発想と日本的発想

- アメリカ企業の経営者は事業を自分の所有物を処分するように売買する。企業の売買をして「ピンハネ」をしようとする人たちは多い。投資銀行、関連する法律事務所・会計事務所、そういう志向の経営者などなどである。
- 日本企業の多くの経営者や従業員は会社それ自体が自立して存在し、その永続的な存続を願っている。そして彼らが新たな価値を生み出しているのである。

29

2. 会社は株主のモノか

(4) 日本のファミリービジネスにおける事業承継とM&A

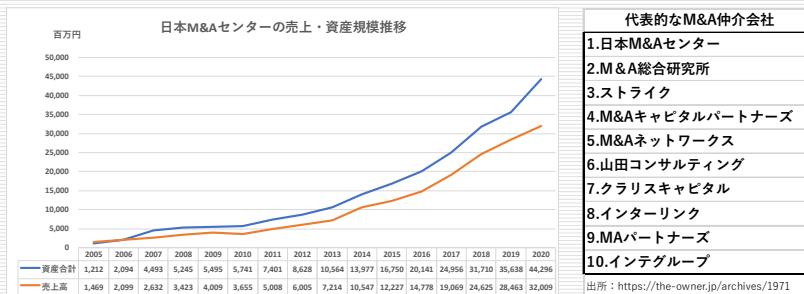
□ 「日本M&Aセンター」

この会社は中小企業の事業を承継したいが、自分の子供が事業承継を望まないことが多い、あるいは少子高齢化の中で自分に子供がいなくても、事業を存続させ、雇用を維持したいという思いを持っているので、彼ら経営者にその事業を買いたいと思う別の会社を紹介し、その経営者の事業存続への思いを叶えることを、仕事としている。全国の銀行や会計事務所などのネットワークからの引き合いから事業に結びつけている。

30

日本M&Aセンターの成長と同業者

グラフからわかるように、近年急成長を遂げている。会長の話からも、その潜在的需要はつきないようである。「ストライク」そのほか、同業者も多い

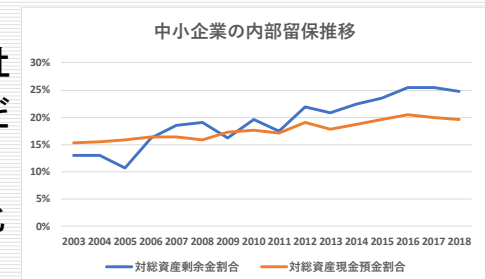


31

中小企業でも内部留保が貯まっている

- 2003年以降の資本金1億円未満の中小企業の対総資産利益剰余金割合と対総資産現金預金割合の推移

□ これがM&A仲介会社にとっての潜在的案件だといえる。これこそM&Aで活用して、経済活性化につなげることを求められているものである。



32

根強い中小企業淘汰論 本当によらない？

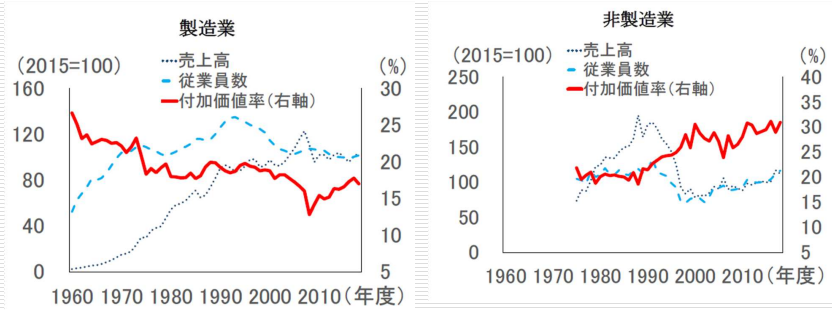


- 特集 中小企業本当によらない？ 展望「ポスト大廃業時代」(『日経ビジネス』2019年11月25日号)
- 日本経済の先行きに不透明感が強まる中、そんな「中小企業淘汰論」が注目を集めている。
- 一昔前であれば確実に批判を浴びたであろう暴論だが、中小向けの手厚い優遇策に不満を持つ会社員の増加もあってか、表立った批判は少ない。
- 市場の成熟や後継者難を背景に、「大廃業時代」に入った日本の中小企業。
- これまで雇用や経済を支えてきた彼らは、本当に「要らない存在」なのか。

大企業における生産性の低迷と中小企業における生産性の向上という実態

資本金10億円以上の製造業

資本金1千万円未満の非製造業

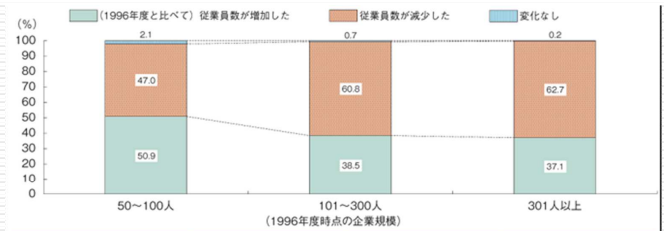


「法人企業統計調査を用いた労働生産性の要因分析」『中部社研経済レポート』No.24

「大規模製造業は雇用削減、非製造業と小規模企業は付加価値率向上が労働生産性を押し上げた」(1頁)

中小企業は雇用の受け皿になった

「従業員規模が小さいほど、10年前と比べて従業員数が増加した企業の割合が高くなっている」(「2009年中小企業白書」)その傾向は続いているのでは？



1996年度時点での企業規模	1996年度時点での平均従業員数		2006年度時点での平均従業員数		[増減]
	50~100人	101~300人	50~100人	101~300人	
50~100人	78人	174人	91人	181人	+13人
101~300人	174人	1,308人	181人	1,312人	+7人
全体	479人	479人	487人	487人	+8人

資料：経済産業省「企業活動基本調査」再編加工
 (注) 1. 同調査において、1997年調査(1996年度決算)で回答があり、かつ、2007年調査(2006年度決算)で回答があった企業のみ集計。
 2. 従業員規模は「常時従業員数」で算出。

中小企業による日本経済の活性化を

これらは上場大企業のM&Aの場合とは異って、株価が形成されていない。ここでは買収価格の算定は、参考となる株価が形成されていないので、上場企業の類似業種の株価などを参考に、またもちろん、簿価ないし時価純資産価値、さらには利益ないしキャッシュ・フローを参考に、算出されることになる。ここでも、大企業のM&A同様、その企業の将来性をどのように判断するかが大きな決め手となる。買収企業にとって、ターゲット企業を買収して、買収後その事業をどのように展開していくのかが重要であり、その企業価値をどのようにして維持、成長させるのか、そういうシナリオが大切となる。M&Aに限らず、企業経営においては将来のシナリオないしストーリーはきわめて大事なものである。その意味では、M&A仲介会社はM&Aを仲介して終わり、手数料さえ稼げれば良いというものではなく、将来のシナリオないしストーリーに関わるコンサルティングが求められていると認識すべきなのである。そういうコンサルティング能力を高めることは、日本経済の活性化をもたらすことになるのであり、その能力向上を求めたいと思う。