

jbpress.ismedia.jp

より良い社会の実現を目指す、ESGのM&A戦略 | JDIR

有井 太郎

ケーススタディ



※本コンテンツは、2021年2月25日に開催されたJBpress主催「ファイナンス・イノベーション2021」の特別講演 I 「ESGのM&A戦略ーよりよい社会の実現を目指してー」の内容を採録したものです。

GCA株式会社

代表取締役

渡辺 章博氏

M&Aと共に歩んできたGCA

私がCEOを務めるGCA株式会社は、日本発のグローバルM&Aのアドバイザー会社です。最近ではM&Aの仲介会社もたくさんありますが、GCAの特色は日本以外にも、アメリカ、ヨーロッパ、アジアなど世界各国に25拠点を構え、グローバルに事業を展開しているところです。売上約220億円のうち、7割を海外企業同士のM&Aが占め、その中のほとんどがテック系、DXの案件となっています。

GCAもまたM&Aを繰り返して成長してきた企業です。2004年に創業し、2006年にM&Aの会社として初めて東証マザーズに上場しました。それを皮切りにアメリカのシリコンバレー、ヨーロッパ、イスラエルの企業、そして直近では2020年4月に北欧のステラ社とのM&Aを経て、現在に至ります。

今回の講演では、長期的な企業価値を高めるために必要な考え方、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の頭文字を取ったキーワード「ESG」についてお話をしていきたいと思います。

まず私の経歴からお伝えしますと、もともとのスタートは会計士でした。日本で会計士になった後、1982年にアメリカに渡り、ニューヨークにある会計事務所で、日本企業の会計作業を担当。プラザ合意があった1986年以降は、急激な円高のなかで各企業のM&Aをお手伝いしながら、M&Aの専門家になりました。

私がアメリカに行った時に驚いたのが、アメリカには「連結会計」という言葉が存在しなかったことです。日本ではまだ単独会計が主流の頃、アメリカでは基本的に単独決算が禁止されていて、決算と言えば連結決算しかなかったのです。その言葉そのものがなかったのです。

担当していた企業の子会社の財務状況が非常に悪く、本社がミルク補給して黒字にしているケースがありました。しかし、これを見た当時の上司が、「これは実態通りの決算書ではない。資本取引に当たるので収益計上はできない」と言ったのです。私はこの時、「サブスタンスオーバーフォーム (Substance over form)」という言葉に初めて出会いました。

つまり会計とは、契約や形式に従って決算書類を作ればいいのではなく、できあがった決算書が経営の実態を反映していないと意味がない、ということです。私はこれが本当にショックでした。それ以来、自分が上場企業の経営者の立場になった今も、サブスタンスオーバーフォームを意識して取り組んでいます。

日本は長期間にわたり、単独決算の中で経営判断や意思決定をしてきました。しかし、この30年で急激な環境変化を迎えています。日本に連結決算が導入されたのは40年前です。20年間、連結決算と単独決算を並列に行う時代がありましたが、その時も連結決算は補助的なもので、単独決算が中心でした。

エンロン事件が起きた2000年代初めになってようやく、連結決算が主たる決算書に格上げされました。つまり、日本は連結決算が主になってまだ20年しか経っていないのです。そして、その間に「ROEを重視しましょう」という伊藤レポートが出されましたが、この伊藤レポートの登場から数えても、まだ6年しか経過していないのです。

jbpress.ismedia.jp

より良い社会の実現を目指す、ESGのM&A戦略 | JDIR

有井 太郎

ケーススタディ



日本の財務経営が迎えた転換期

伊藤レポート効果もあり、近年では日本でも自己資本利益率(ROE)8%を超える上場企業が増えました。アベノミクスも相まって、ここ6~7年間、日本の財務経営は高度成長期にあったといえます。ところが、ここにきて「ESG(環境・社会・ガバナンス)」が登場したことで、さらなる転換期を迎えています。コロナを背景にESGを重視する声が大きくなり、収益との両立に経営に携わる皆様は本当にご苦労されていると思います。今の時代ほど、最高財務責任者(CFO)が必要とされる時はないのでは、と考えています。

ESGとROEについて考える際、ROEは「いかに効率よく儲けるか」、ESGは「いかに正しいことをするか」が大切な判断基準になると思います。「いかに儲けるか」もそれなりに難しいのですが、「いかに正しいことを行うか」はさらに難しい。さまざまな価値観があり、いろいろな考え方があります。

その中で、今「ESGスコア」などいろいろな考え方が出てきていますが、やはり皆さん基準が欲しい。正しいことはしたいけれど、儲ける必要もある。ROE経営という儲けるための土台があって、その上にESG経営がくるわけですが、このESGをどうしたらよいのか、皆さん本当に悩まれていると思います。そこで今回お伝えしたいことが、M&Aの必要性です。

ROE経営の中でも、M&Aは非常に重要です。これは財テク的なことでもありますが、キャッシュを余らせておくのではなく、M&Aを活用することでROEは改善します。会社が儲けなければいけない存在である以上、この考え方は非常に重要です。CEOとCFOが一緒に取り組めば、車の両輪的な経営ができるのです。

それに比べ、ESGを自社の中だけで実行することは本当に難しい。私たちも昨今のコロナ禍で、昨年は欧米のロックダウンに見舞われ、会社の決算が非常に厳しい状況にありました。そのような中、コロナ禍の真っ最中であった2020年4月、ESGに強い北欧のステラ社をM&Aしました。社内はもちろん大反対でしたが、私はその中で「GCAは正しいことをする」と主張してそのM&Aを実行に移しました。

M&A後、驚くべきことに欧米の業績が非常によくなりました。その要因の一つに、私たちの会社が従来からテック系に強いため、DXブームが訪れてテック分野が成長していたという背景もあります。しかし本質的な部分で考えると、私が会社が潰れる覚悟で「正しいと思うM&A」を実行したことに共感して下さる方がいたこと。それが業績に影響しているのではないかと、思いました。

欧米の仲間も日本の仲間もそうですが、今のGCAはM&Aで集団転職した社員ばかりです。このようにM&Aで入社してくれてきた人材は、企業がターニングポイントを迎える時に非常に大きな力になってくれます。今、ESGというターニングポイントにあるからこそ、ESGに取り組む上ではM&Aが不可欠だと思います。

現在、ESGやDXは非常に注目されているので、ESG実現のためにDXに取り組む企業は市場から高く評価される傾向にあります。だからこそ、私はぜひ日本の企業の方々に「頑張って取り組んでください！」とお伝えしたいわけです。欧米はテック関連のM&Aが非常によかったのですが、去年のGCAの決算も非常によかったわけですが、残念なことに日本の業績はイマイチでした。これは、日本のテック系のM&Aが非常に少なかったからです。

日本では、M&Aを通じてESGやDXに取り組む会社がいかに少ないか、ということがわかります。ESGをやらなければいけない、ESGをやるためにはDXに取り組まなければならない。そうした中、日本でテック案件が少ないことは、非常によくない状況だと思っています。

jbpress.ismedia.jp

より良い社会の実現を目指す、ESGのM&A戦略 | JDIR

有井 太郎

ケーススタディ

M&AにおけるCFOの重要性

なぜ、日本の会社がソフトウェアやオートメーションといったDXに取り組めないのでしょうか。それを考える上で、私は「ROE経営が行き過ぎたのではないか」という仮説を持っています。

上記のチャートはEVとEBITDAの比率で、M&Aや株価を総合的に分析した評価です。この場合、一般的な評価はEBITDAが9倍くらい、と言われていました。M&Aのトランザクションも以前は9倍だと「高い」と言われていました。しかし、昨今の株価では9倍〜10倍が標準になっています。それに、DXに取り組んでいる銘柄、あるいはDXというテーマがそこに加わってくるとプレミアムが加わり、EBITDA倍率が10.5倍になると言われています。

さらにESGが加わると、12.1倍と一層高い評価になります。この状況が、日本企業がなかなかDX、ESG、M&Aに取り組めないハードルになっていると考えます。その意味で言うと、日本ではROE経営が少し短期的に振れすぎているのではないのでしょうか。

日本の経営者はとても真面目ですから、自分の会社の通信簿である決算書を気にしてしまいます。私たちがよい条件のM&Aをご紹介しても、多くの会社が「高すぎるとのれんが出てしまうこと」「減損のリスクが高いこと」「のれん償却費が高くて、一株あたりの利益が下がってしまうこと」を気にされます。そういった状況こそ、私はCFO登場のチャンスだと思います。

「のれん償却費や減損があるからやめましょう」ということが、CFOの仕事だと思われがちですが、実はその逆です。ESGのM&Aにおいて、CFOである皆さんがCEOの背中を押さないといけません。では、どのようにして押すか。それが割引キャッシュフロー(DCF)法です。

DCFを頭の中におけば自ずと、ESGに取り組まないと会社の将来、すなわち残存価値、ターミナルバリューがないことに気がきます。高くても、短期的なのれん償却費が出て、減損が出て、それがESGに結びついて自社のターミナルバリューを上げる「正しいM&A」であれば、CFOは背中を押さなければいけません。私はそれこそがCFOの仕事だと考えます。

jbpress.ismedia.jp

より良い社会の実現を目指す、ESGのM&A戦略 | JDIR

有井 太郎

ケーススタディ



事業の抱える問題を補うためのM&A

ここからは実例を見てみましょう。私は「正しいM&A」はすべて、ESGのM&Aだと思っています。もう少しわかりやすく言うと、例えばメーカーの場合、多かれ少なかれほとんどが反ESGに該当すると思います。やはり物を作る＝CO₂を排出している、ということは間違いない事実です。しかし、そこで諦めるのではなく、やるべきESGはたくさんあります。

自分たちでESGに取り組む、自発的にオーガニックグロースでやっていくことも大事ですが、ESGのM&Aにはいくつかのパターンがあります。

一つ目は、M&Aをすることで製造的なCO₂を出すプロセスやビジネスの比率を相対的に下げるESGのM&A。二つ目は、ESG技術が進んでいる海外企業をM&Aすることで、それを日本に取り込むESGのM&A。三つ目は、自社の環境技術が素晴らしいということであれば、その環境技術を持っていない海外の会社を買収して、その環境技術を移植することによって地球社会に貢献していくESGのM&A、といったことが考えられます。

三井松島ホールディングスを例にお話ししましょう。同社は石炭が主力の会社ですが、石炭の割合を下げるために、いろいろな生活関連のM&Aを次々と実行し、トランスフォーメーションをしています。今期はついに、生活関連事業が石炭事業のEBITDAを超えました。

石炭の会社がESG企業になるために、生活関連の企業をM&Aすることで成長していく、というやり方も、前述のように立派なESGのM&Aだと思います。三井松島ホールディングスには「今後5年間で300億のM&Aを投資実行する」という、数年前からの中期計画がありました。これをしっかりと緻密に実行されているということで、大変素晴らしい取り組みだと思います。

もう一つの事例をご紹介します。こちらは今すでにESG的に非常に評価の高い会社が、さらに自社のESG力を高めるためにM&Aをするというパターンです。これはGCAがお手伝いをした事例ですが、栗田工業という水に関する事業を展開する企業が、アメリカのベンチャー企業であるフラクタ社のM&Aを行いました。大企業がベンチャーをM&Aするという日本の先駆けになった案件です。

私たちGCAの欧米でのM&Aは、半分以上をテック系が占めています。そして、M&Aの大部分は大企業がベンチャーを買収するケースですが、私たちはベンチャー側のアドバイザーになって、大企業にM&Aで売却する際のサポートを手がけています。

昨今はGAFGAが市場を独占しているということで、GAFGAによるベンチャーの買収が問題視されています。私たちも、GAFGAが自分たちのライバルになりうるベンチャーを先に関取するような、社会的に正しいのかと疑問に思ふM&Aを横目で見てきました。これは行き過ぎたDX M&Aの例ですが、日本はそもそも大企業によるベンチャー買収が極端に少ない状況です。

もっとベンチャーをM&Aしないといけないのに、大企業は自社の研究開発能力を異常に過信するいわゆる自前主義であったり、ベンチャー企業をうさんくさいと思ったり、見下しているようにも感じます。しかし、栗田工業の場合は、水の会社として強みを持っている中で、フラクタ社に着目してM&Aを実行しました。いつの日か、GCAの日本の収益の大半がテック系/ESGのM&Aになってほしいと強く願います。

jbpress.ismedia.jp

より良い社会の実現を目指す、ESGのM&A戦略 | JDIR

有井 太郎

ケーススタディ



逆境を強みにするM&A、それを支えるCFO

今は、コロナ禍でM&Aを行う余裕がない企業も多いと思います。しかし、私はこの厳しい時にこそM&Aをやるべきだと思います。

GCAもコロナ禍で北欧でのM&Aを行って本当によかったと思います。実は、厳しい時のM&Aは成功例が多いのです。逆に、景気や調子のいい時のM&Aは失敗しがちです。

過去を振り返ってみても、自社の業績がよい時のM&Aは失敗例が多かったと思います。これまでのM&Aの事例をGCAのチームがデータ分析し、それを証明する結果が出ました。景気が良い時にM&Aをすると成功率はだいたい3割、厳しい時に実行したM&Aの成功率は8割です。

アドバンテスト社とダイキン工業社は、東日本大震災後の厳しい時、果敢に米国で大きなM&Aを行いました。その結果、アドバンテストは半導体テスターの企業で世界No.1、ダイキンはエアコン業界で世界No.1になっています。この結果を見る度に、厳しい時のM&Aの方が、成功確率が高いことを改めて感じます。

業績がよい時はどうしても、財テクのM&Aになりがちです。ファイナンシャルディシプリンが効いていないのです。しかし、厳しい時のM&Aは黙っていてもファイナンシャルディシプリンが効いてきます。「絶対に本件M&Aをしないと自分の会社は生き残れないんだ」という、本当に厳しいギリギリの状態で行うM&Aですから、成功の確率は高くなります。

CFOの役割は、この景気のよい時と悪い時で異なります。景気のよい時ほど、CEOはM&Aを進めたがりです。理由は明確で、M&Aすると成長を演出できますし、売上が確実に伸びるからです。しかし、景気のよい時のM&Aこそ、CFOがブレーキ役にならなくてはなりません。一方、景気の悪い時のM&Aは逆です。CEOが少し躊躇する中を、逆に背中を押すのがCFOの役割だと思います。

私はM&Aの専門家ですが、自分で会社を経営してCEOをやってみると、本当に自社の状況が見えなくなります。その中で、客観的に背中を押してくれたり引いたりしてくれるCFOの存在は、本

当に大切です。ある会社の方が、**CFO**のことを「麻酔医」に例えていました。なぜならば、手術において外科医は切るだけですが、麻酔医は患者の状態を全部コントロールして、その中で外科医をサポートするからです。

過去に弊社で実行した大きな**M&A**3回のうち、2回は**CFO**が不在でした。そして、いずれも最後の局面になると、「もうやめた方がいいんじゃないか」という壁が立ちはだかってきました。2回ともそのような場面があったわけですが、その時に「この**M&A**はやってもいいんだ、正しい**M&A**だから大丈夫、社長やりましょう！」と背中を押してくれる**CFO**や**FA**が隣にいてくれたらどんなに楽だったかと思うと、やはり**CFO**の存在は重要です。

昨年、ステラ社を**M&A**した時には、私の横にプロフェッショナルな**CFO**が寄り添ってくれました。だからこそ私は「正しい**M&A**」ができたと思いますし、正しい社会貢献を行える体制ができたのではないかと、と思っています。これから企業の皆さんと**ESG**の**M&A**を強く推進していきながら、よりよい社会の実現を目指していきたいと思っています。