

OASIS

オアシスは、アルパインの次期定時株主総会において 株主提案を行うことを計画しています

*詳細な情報は www.protectalpine.com をご覧ください。

【2018年3月9日、香港】 – Oasis Management Company Ltd. (「オアシス」) は、アルパイン(6816 東証一部)の9.7%の持ち分を保有しており、同社最大の少数株主です。また、オアシスは、日本の金融庁が提唱する『責任ある機関投資家の諸原則』《日本版スチュワードシップ・コード》の受け入れを表明しており、これらの原則に従い、投資先企業との対話、モニタリングを行っており、今回以下の声明を発表します。

2018年2月27日に、アルパインとアルプス電気(6770 東証一部)は、二通のプレスリリースを発表しました。一通目は経営統合の時期とその仕組みに関するもので、二通目は株式交換比率を現状のまま変更しないことに対する不誠実な理由に関するものでした。

これは端的に言うと、少数株主にとって従来から不公正であった取引の状況をより悪化させただけです。アルパインの収益は成長し続ける一方で、アルプス電気の業績には陰りが見え始めています。アルパインの不十分なコーポレートガバナンスにより、すべての少数株主はその権利を害されています。

会社のガバナンスを改善させ、この少数株主の権利侵害をなくすため、オアシスはアルパインの次期定時株主総会において、次のような株主提案を行うこと計画しています。

1. 1株当たり約425円の特別配当の要求
2. 社外取締役であり、第三者委員会の委員であるにもかかわらずその責任を放棄し、とりわけ、より高い買収価格での再交渉をアルプス電気に要請をするか検討した2018年2月27日の取締役会に出席しなかった小島氏の再任への反対投票
3. 独立社外取締役の選任

弊社は、すべての株主の皆様に対して、ご自身の株主総会において投票する権利が確保されるように、3月31日までに信用取引の方は現物取引口座へ、またはカストディアンの口座に移管されることを推奨します。

また、すべての株主の皆様には、少数株主の権利侵害を止めなければならないという意思表示をした手紙をアルパインの経営陣に送ることを推奨します。文章例は<こちら>をご参照ください。

オアシスは、会計帳簿、及び、取締役会、監査等委員会、第三者委員会の議事録の閲覧請求を現在試みています。

弊社は、アルパインの株式の 9.7%を保有する第二位の株主であり、現在アルパインの経営陣、第三者委員会への面談を要請中です。

アルパインがアルプス電気を必要とする以上に、アルプス電気はアルパインを必要としていません。

経営統合を発表して以来、今日までにアルパインは、70%近い営業利益予想の上方修正を行っています。対照的に、統合発表後のアルプス電気の営業利益上方修正幅は 16%でしかありません。また、シティグループ証券は最近アルプス電気の格付けを引き下げました。アルプス電気の株価は、過去一年間の安値圏で取引されていますが、残念なことに、アルパインの株主は、アルプス電気と株式交換比率が固定化された結果、提案された交換比率によるアルパインの理論価格は、1株当たり 1,843円と、経営統合発表前の価格から 8%のプレミアムしか付与されていない株価となっています。

2018年2月27日のリリースにおいて、アルプス電気とアルパインは、経営統合を当初の計画より3か月前倒しで行うことを発表し、統合後の会社の名称を「アルプスホールディングス株式会社」から「アルプスアルパイン株式会社」へ変更しました。これらの二つの発表は、共にアルプス電気にとってアルパインの重要性が高まっていることを強調しています。

アルプス電気は、アップルの iPhone X の不振の悪影響を受けており、これはアルプス電気がスマートフォン市場に依存できないことを証明していると言えるでしょう。アルプス電気にとって、自動車市場へより深く関与することは不可欠であり、そのためにはアルパインは絶対的に欠くことのできない存在と言えます。

統合後の会社において、企業価値の創造を牽引するのは、アルパインでしょう。アルプス電気は統合により、アルパインの力強い成長の影響をより大きく受けることができる一方で、アルパインの株主は、統合後においては、その企業価値はアルプス電気のスマートフォン市場の不確実性の影響を受けることになり、アルパインが本来持っていた成長性が薄まってしまいます。

これは、アルパインがアルプス電気を救済していると言える事例であり、アルパインの株主にはそれにふさわしい対価が支払われるべきです。

1. アルプス電気とアルパインは、木を見て森を見ていません。

アルプス電気とアルパインは、発表後にアルパインの大幅な業績予想の上方修正があったとしても、更に高い買収価格を交渉する必要がないことを近視眼的に示そうと試みているのみです。彼らはそれを正当化するために、SMBC 日興証券は、シミュレーションの結果、業績の上方修正が DCF 法による株式価値算定へ限定的な影響しか与えないという結論に到ったという事実を指摘しています。これは、公正さの完全な誤解です。この業績の上方修正は、DCF 法を用いた株式価値算定に影響を与えるのみでなく、市場株価平均法、類似会社比較法が著しく欠陥のある手法であることの証明でもあります。

アルプス電気、アルパインは、過去 18 年間の事例の中で、実際の組織再編までに最も長い期間を設けた経営統合を発表しました。弊社は発表時に、これはアルパインが割安に取引されているため、その株価を用いて統合比率を決めるために行ったと考えたと述べました。経営統合の発表後の 2 度の上方修正は、アルプス電気とアルパインともに、今後アルパインの業績が改善することが予見できたため、株価が収益改善を織り込んで上昇する前に経営統合を発表したかったことを暗に示唆しています。本来であれば、2 回の上昇修正により株価は急速に上昇し、アルプス電気は経営統合のためにより高い対価を支払わなければならないはずでした。

業績を上方修正したアルパインは、SMBC 日興証券が類似会社比較法を用いた際に選定された類似会社と非常に対照的です。これは類似会社比較法や、マルチプル(倍率)法を用いて継続価値を算出した DCF 法が不公正でかつ不適当な評価手法であることを示しています。

- クラリオン(6967 東証一部)-アルパインは、営業利益計画を 69% 上方修正しましたが、クラリオンは、期初の営業利益予想を既に 29% 減額修正し、昨年度対比でも大幅な営業減益予想となっています。アルパインが急速に成長する一方で、クラリオンはリストラクチャリングの途上にあります。このような状態にあるクラリオンの倍率をアルパインに採用することは、アルパインを著しく過小評価することになります。アルパインの株主にとっては残念なことです。クラリオンは、以前はもっと高い株価指標倍率を持つ類似会社でした。
- パイオニア(6773 東証一部)-今期 69% の営業利益の上方修正を行ったアルパインと対照的に、パイオニアは今期の営業利益予想を 50% 下方修正しました。また、パイオニアは過去 4 年間で今期を含め 2 度の当期純損失を計上することになり、バリュエーションを押し下げる要因となっています。クラリオンと同様に、この会社との比較もアルパインを過小評価する要因となり、結果として、アルパインの株主の利益を害しています。
- JVC ケンウッド(6632 東証一部)-JVC ケンウッドは、昨年当期純損失を計上しており、パイオニアと同様に、このことが評価を押し下げる要因になっています。また、JVC ケンウッドは、5 か年中期経営計画の目標水準を下回っています。このような状況にある JVC ケンウッドを何の考慮もせずアルパインの類似会社としてそのまま用いることは、受け入れることができませんし、不公正であります。

これらの問題点は、アルプス電気とアルパインが、少数株主を軽視していることを強調し、少数株主に対して公正さを確保するために行っていると会社が主張する措置は不十分であることを少なくとも示しています。弊社は、アルプス電気の代表取締役社長の栗山年弘氏がオアシスとの面談を喜んで受けるという最近のメディアでのコメントを歓迎します。一方で、アルパインの代表取締役社長である米屋氏が沈黙を守り通していることには当惑しています。明らかに、アルプス電気はアルパインを完全にコントロールしており、アルパインの少数株主にあまり注意を払っていないと言えます。

アルプス電気とアルパインが少数株主を公平に扱わなかっただけでなく、潜在的に詐欺的な行為にあたるのではないかという疑念すら、弊社に生じさせます。

株主の皆様には、www.protectalpine.com にて掲載している弊社のリリースにて、アルプス電気とアルパインが割安な価格を導き出すために如何に不公正に偏った株式価値の算定を行ったかについて詳細をご確認頂きたく存じます。この中には、恣意的に 300 億円を事業の運転資金とみなし、結果として実質的に 1 株当たり 400 円相当額を少数株主からアルプス電気へ無償で提供しているような行為も含まれます。

2. 困惑から、より大きな困惑状態へ

アルパインは株式交換価値の再交渉を行わないことを正当化するため、以下のような声明を行いました。が、これらは、明確に少数株主を困惑させ、間違った解釈をさせるように仕組まれたものです。

“本分析において、SMBC日興証券は、最新の両社の財務予測を基礎として、合理的に想定し得る複数の前提条件に基づきDCF法によるシミュレーションを行い、”¹

アルパインは、これ以上ないくらいにあいまいでした。SMBC 日興証券は、交換比率を合理的に正当化出来る、できる限り多くのシナリオの検証を試みたようでした。SMBC 日興証券は、何が何でも現在の交換比率を正当化するように言われたことは明白であると、弊社は考えています。

“SMBC日興証券は、DCF法の算定の基礎となる資本コストを最新のものに置き換えた場合や当社の最新の財務予測が更に一定程度上方修正された場合等を仮定し、これらの場合においてDCF法による株式交換比率がどのように変動するかについてシミュレーションを行っております。”²

ここからは、次のような点を含む数々の疑問が生じてきます。

1. 彼らはどれほどのシナリオを試したのか？
2. それぞれのケースの前提条件はどのようなものか？
3. それぞれのケースは、買収価格を引き下げるよう偏っていないか？

¹ http://www.alpine.com/j/investor/library/pdf/kessai/ja/2017j_jp.pdf

² 同上

4. 従来使用していた資本コストはいくらであったか？
5. 今回使用している資本コストはいくらか？
6. ある程度とは、具体的にどの程度か？
7. アルパインが更なる上方修正を避けるために財務内容を保守的に記載していないか？

“...あるものの、調査会社による自動車販売予測に関する分析資料等によれば、中長期的な自動車販売予測の先行きはなお不透明であると判断するに至りました。”³

アルパインは、中期経営計画での市場前提の出所は英調査会社 LMC Automotive であると明らかにしていますが、今回の説明における売上予想の前提の出所を不明瞭にしています。このことは、アルパインはできるだけ低い価格の受け入れを正当化するために最も低い市場予想を見つけ出している可能性があると考えられます。

3. 株主提案と、独立社外取締役の招聘

オアシスは、アルパインの次期定時株主総会において、次のような株主提案を行うことを計画しています。

I. 特別配当

オアシスは、アルパインにすべての株主のために 297 億円の特別配当を行うように要請します。この金額は、会計上の制約から会社が配当することができる最大の金額です。これは、1株当たり約 425 円に相当します。少数株主は、この金額以上を本来受け取るべきですが、少なくとも本来の公正な価格に近い対価を受け取ることができます。また、この金額は、アルパインが運転資金として恣意的に少数株主から取り上げた 300 億円の現預金に相当します。この特別配当の提案への賛成は、少なくとも少数株主に正当な権利の幾分かをもたらすものです。

II. 小島秀雄氏の再任に反対投票します

オアシスは、株主の皆様にも小島秀雄氏の取締役の再任に反対投票することを推奨します。同氏は、アルパインの監査等委員である社外取締役です。同氏は、アルパインの本源的価値を大きく下回る価格でのアルプス電気による買収提案を安易に賛成した第三者委員会の委員でもあります。そして、同氏は、アルプス電気に対して、より高い価格で再交渉するかを決める取締役会に出席していませんでした。これは非常におかしい話であり、また落胆させられました。

“また、監査等委員である取締役である小島秀雄氏は、業務上の都合により本日付の当社の取締役会を欠席しておりますが、当社の取締役会は小島秀雄氏から本株式交換比率の見直しの申し入れを行わないことに賛同する旨を別途確認しております。”

³ 同上

小島氏は、少数株主の権利を保護し損ないました。従って、株主は、彼が再任しないように働きかけるべきです。

III. アルパインの大多数の取締役の再任には反対投票し、真の独立社外取締役の多数に賛成投票します

アルパインのすべての取締役は、次期定期株主総会において、任期満了につき、再任される必要がありますが、オアシスは、少数株主を公平に取扱うことができる 11 名の新たな独立社外取締役の候補者を提案する計画です。株主総会にて決議されれば、これらの取締役は、より高い価格を求め、アルパインがアルプス電気と再交渉するように指示する権限を有することになります。

弊社では、既にアルパインの独立社外取締役となることに同意している自動車産業における高い見識を持つ候補者を複数確保していますが、更にアルパインの取締役として、同社の経営に関与したい方からご関心を寄せていただくことを歓迎します。

アルパインの取締役として、選任されることに関心のある方は、Legal@protectalpine.com までお問い合わせください。

弊社は、引き続きアルパインを保護するために働きかけていくことを考えています。

株主の皆様向けの詳細な情報については、www.protectalpine.com にてご覧いただけます。こちらでは、最新情報を受け取るための登録方法、皆様による支援の方法などが記載されております。株主の皆様におかれましては、弊社 (protectalpine@oasiscm.com) まで、ぜひご連絡ください。また、弊社日本国内の法律顧問 (Legal@protectalpine.com) 宛にご連絡頂くことも可能です。

メディア、その他のご質問はテイラー・ホール (thall@hk.oasiscm.com) までお問い合わせください。

Oasis Management Company Ltd. (“オアシス”) はプライベート投資ファンドであり、さまざまな国やセクターにわたる幅広い資産クラスの投資機会に注目しています。オアシスは 2002 年にチーフ・インベストメント・オフィサーのセス・H・フィッシャーにより設立されました。詳細については、弊社ウェブサイト (<https://oasiscm.com/>) をご覧ください。