一橋大学財務リーダーシッププログラム

～　規律あるM&A戦略のために　～

2018年10月27日

株式会社コアバリューマネジメント
代表取締役　朱　殷卿

略歴

- 1986 - 2007 :　JPモルガン

  2000　金融法人部長
  2001　マネジング・ディレクター
  2005　金融法人本部長

- 2007 - 2013 :　メリルリンチ

  2007　金融法人グループチェアマン
  2010　投資銀行共同部門長
  2011　副会長

- 2013 - 現在 :　コアバリューマネジメント設立、代表取締役
- 2015 - 現在 :　第一生命（現第一生命ホールディングス）　社外取締役
- 2017 - 現在 :　デサント　社外取締役

©株式会社コアバリューマネジメント

本日のディスカッション・ポイント

- M&Aの成功と失敗の定義はどうあるべきか
- “高値づかみ”をしないために大切なことは何か
- 買収後の経営において重要なポイントは何か
- 買収のためのファイナンス手段の優先順位はどう考えるべきか
- 買収に関する市場の信認を得るためには何が重要か

©株式会社コアバリューマネジメント

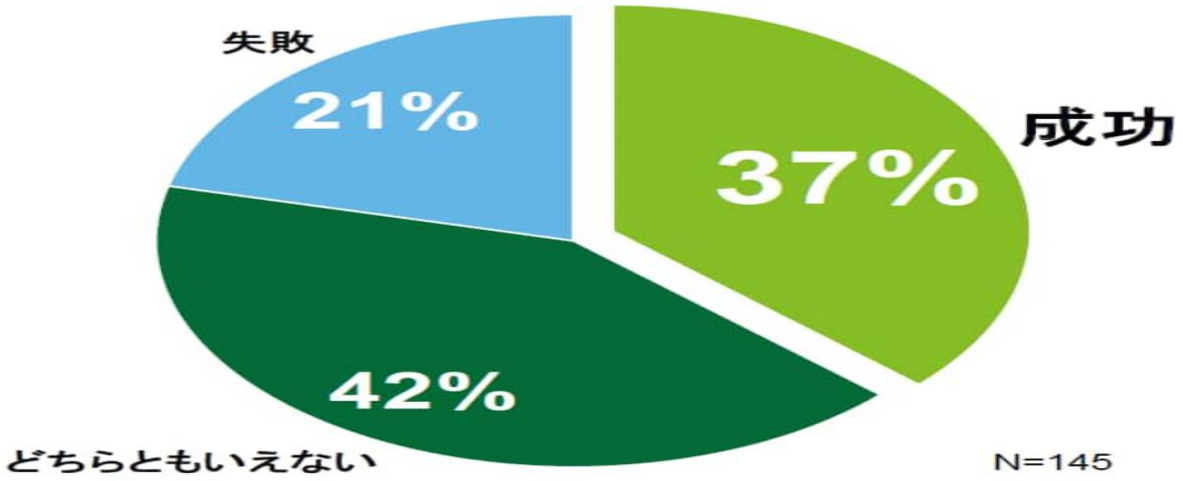
日本企業によるM&Aの現状

- 東北大震災以降の増加トレンド → 年間10兆円台半ばから20兆円水準（今年３四半期で過去最高３１兆円）
- 例年、上場企業の時価総額に対して3%前後の水準 → 英米では10%前後
- 中・小型案件が中心 → 年間約3000件中、1000億円超案件は３０件前後で全体の１％（今年３四半期でも1.2%）
- 海外買収案件が過半を占め、国内案件が相対的に少ない → 積極的な海外展開の一方で、売却には尚消極的

©株式会社コアバリューマネジメント

日本企業によるM&Aに関する評価

- 日本企業による海外M&Aの成功案件は116件のうち9件???
  - 松本著「海外企業買収　失敗の本質」
- デロイトによる日本企業の意識調査



本調査では「M&Aを実行する際に設定していた目標を何割達成できたか」を質問し、
8割超達成した企業を「成功」、5割未満の企業を「失敗」と定義している。

日本企業の海外M&Aに関する意識・実態調査結果

© 2018. For information, contact Deloitte Tohmatsu Consulting LLC.

M&Aの成功の定義

1. <u>企業価値向上につながること</u>

資本コストを上回る投資リターン

↓

（数期内の）一株当り利益の向上

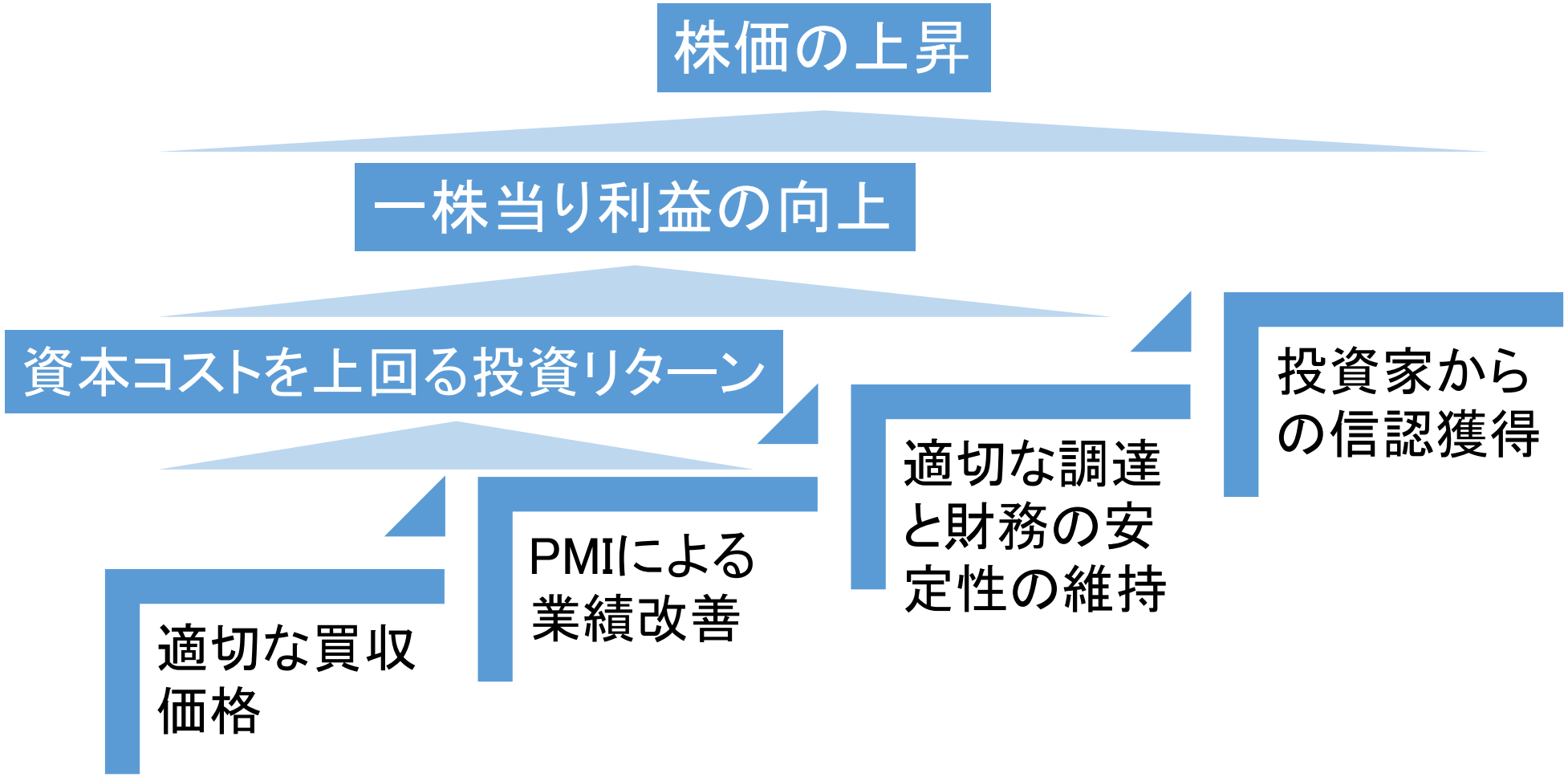
↓

（アルティメイトな）株価の上昇

2. 長期的な戦略的意義に資すること

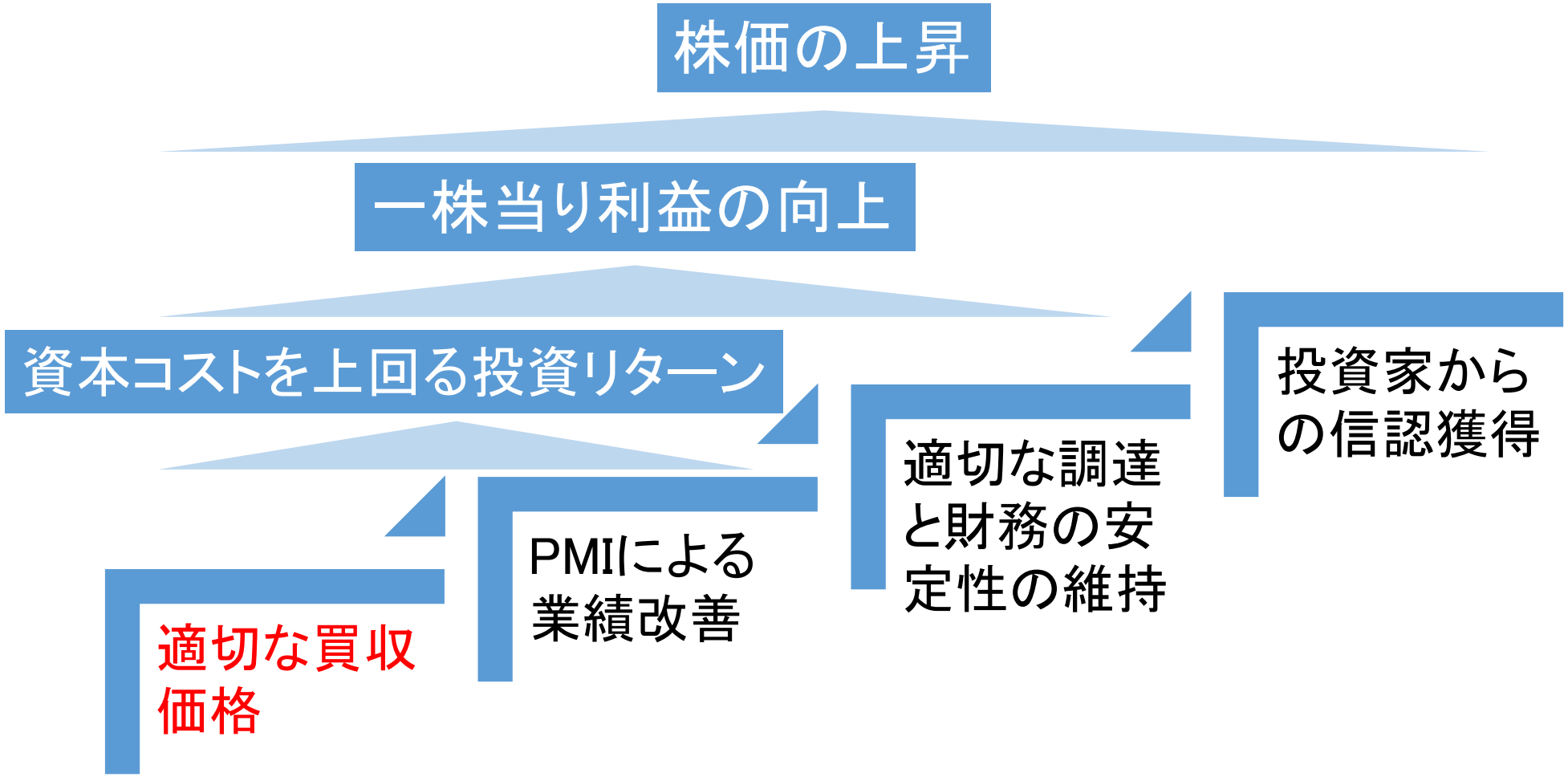
©株式会社コアバリューマネジメント

M&Aの成功のための要件



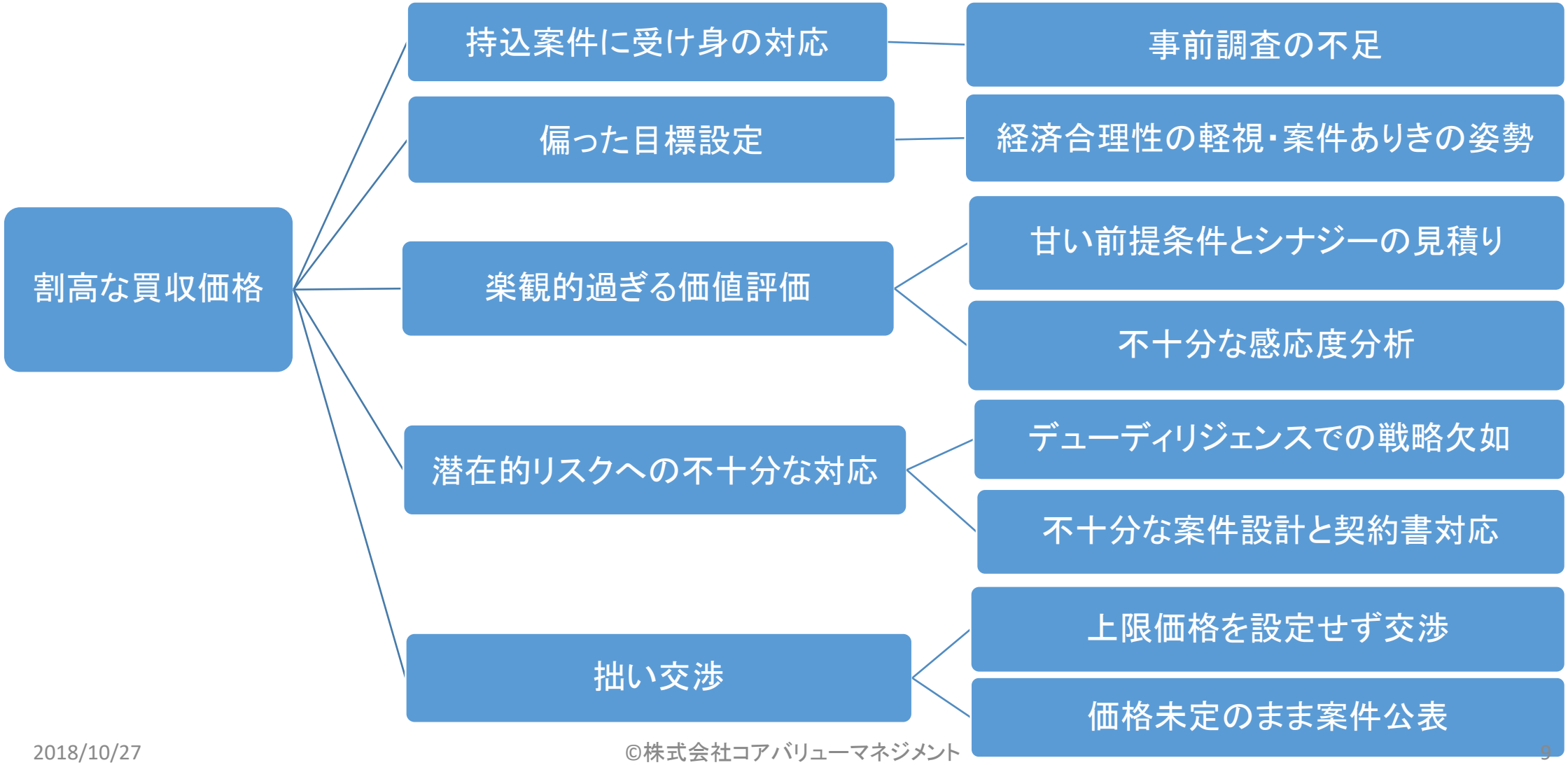
©株式会社コアバリューマネジメント

M&Aの成功のための要件



©株式会社コアバリューマネジメント

“高値掴みの”の構図



©株式会社コアバリューマネジメント

日本郵政のトール社買収

案件合意・発表	2015年2月18日
買収企業	日本郵便株式会社 （日本郵政株式会社100%子会社）
被買収企業	Toll Holdings Limited (トール社）
本社	豪州メルボルン
上場の有無	豪州証券取引所
取得持分	100%
対価	現金
買収方式	スキーム・オブ・アレンジメント
取引完了予定日	2015年6月上旬

©株式会社コアバリューマネジメント

背景

日時	主要イベント
2014/11/10	日本郵政グループの資本再編（ゆうちょ銀行の自社株買い戻しを財源とした日本郵政による日本郵便へ約6000億円の出資）
2014/12/26	日本郵政が2015年度半ば以降を目途にした上場計画を発表
2015/02/18	トール社を65億豪ドル（6200億円）で買収合意・発表
2015/11/04	日本郵政グループの上場
2016/10/27	郵政民営化委員会、トール社のガバナンス強化必要性を指摘
2017/04/25	トール社買収に係るのれん及び商標権等を全額4003億円の減損損失を2017年3月期に計上することを発表
2017/09/29	日本郵政株式の第二次売出し

©株式会社コアバリューマネジメント

日本郵政経営陣による評価

（今回の買収は失敗だったかとの問いに対して）「１勝１敗」 → 「欲に負けて算盤がおろそかになった」

戦略的意義

- 国内郵便市場の縮小に対する戦略的対応
- 国際物流を手掛ける総合物流企業への成長
- 成長著しいアジア市場への展開
- 上場を見据え、安定的な収益確保、収益源の多様化、経営基盤強化のための取組

買収合意発表時のプレスリリースより

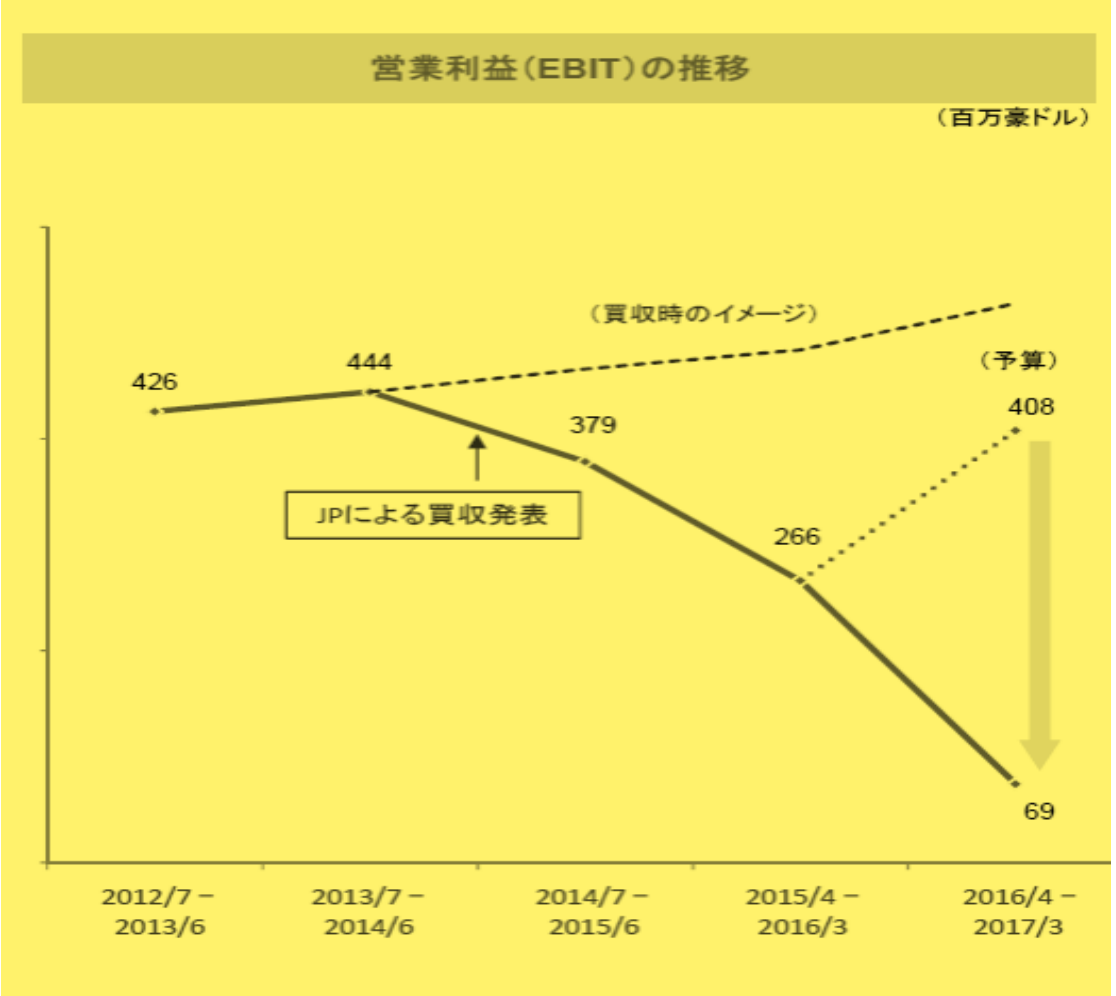
©株式会社コアバリューマネジメント

買収価格

前日株価	6.08豪ドル（純資産倍率1.59倍、株価収益率　15.2倍）
買収価格（総額）	9.04豪ドル（65億豪ドル、約6200億円）
買収プレミアム	約49％
マルチプル	純資産倍率2.37倍、株価収益率22.7倍

©株式会社コアバリューマネジメント

将来業績の見通しと実績の大幅な乖離



- 右肩上がりの業績予想を鵜呑み
- 変動性の高い業績のピーク時がスタート台
- 現地経営陣に対する監督体制の欠如
- 業績悪化に対する対応の遅れ

©株式会社コアバリューマネジメント

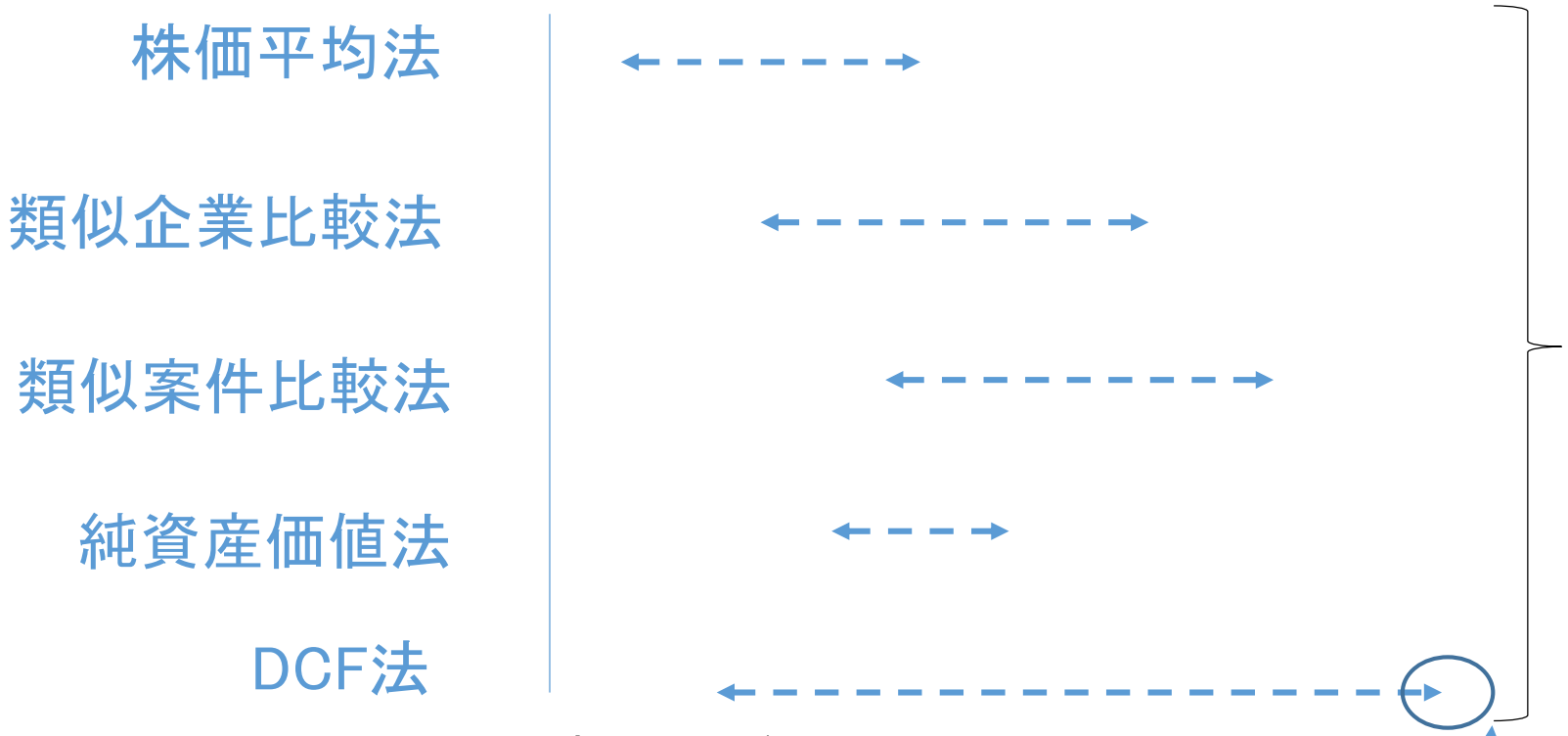
バリュエーションの手法

バリュエーション	メリット	問題点
株価平均法	市場参加者が定めた実勢価格 客観性が最も高い手法	将来ポテンシャルを適切に反映しているとは限らない
類似企業比較法 類似案件比較法	比較対象を通じて具体性と現実性を帯びることができる	必ずしも類似ケースがあるとは限らない
純資産価値法	割安な株価の企業に対して用いられることがある	時価評価と清算価値が等しいとは限らない
DCF法 DDM法	対象企業のポテンシャルとリスクを内在的に把握可能	前提条件の立て方次第で結果が大きく左右される

絶対的に正しい手法がないなかで、特定のものだけに依存しない

©株式会社コアバリューマネジメント

複数の価値評価手法を適用することの意味



上限と下限に2倍の開きがあるような分析に意味はない）

②異なる手法間の結果の整合性を見出さなくてはならない（真ん中を取ればいいという訳ではない）

①極端な値だけで価格を正当化してはならない

©株式会社コンパッション・ベンチャーズ

与えられた業績予想を鵜呑みにせず、不確実要素を見つけ出さなくてはならない

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
売上	105	111	100	100	110	121	133	146	161
成長率	20%	6%	-10%	0%	10%	10%	10%	10%	10%
	激しくぶれた実績				一転して安定成長				
営業利益	8	7	3	5	8	10	13	18	19
マージン	8%	6%	3%	5%	7%	8%	10%	12%	12%

過去の実績及び競合他社や業界平均との比較を通じた検証は不可欠

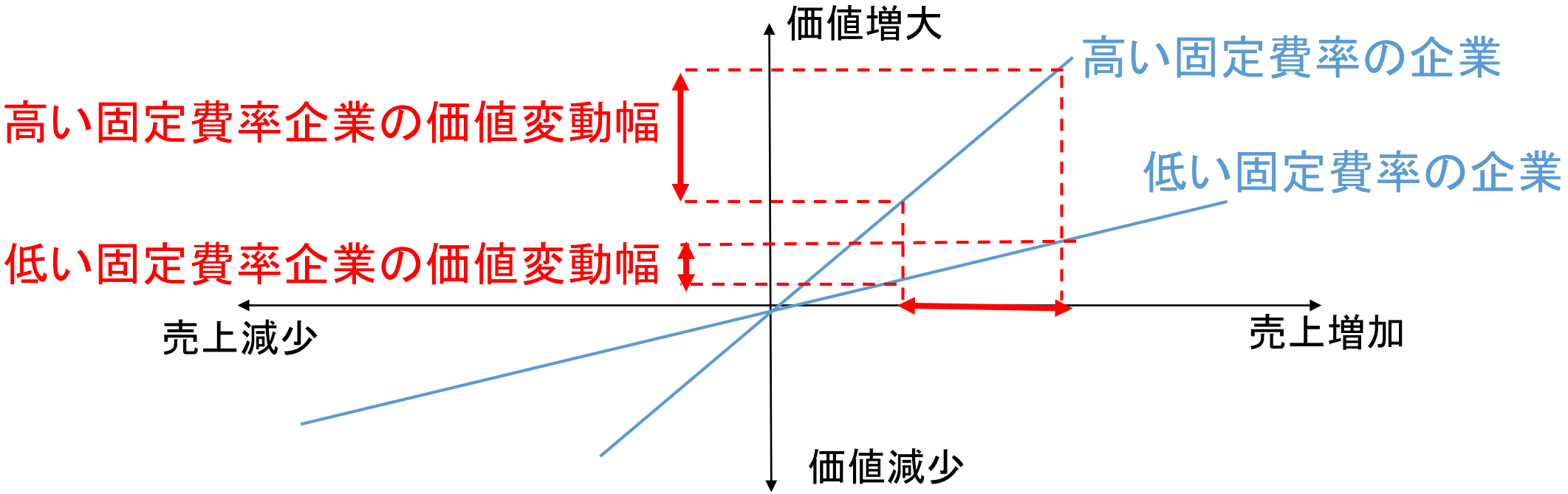
©株式会社コアバリューマネジメント

不確実要因に対する感応度分析は不可欠

- 感応度分析の対象分野
  - 売上
  - 利益マージン（売上原価、一般管理費）
  - 営業資産投資（ネットワーキングインベストメンツ）
  - 設備投資
  - 割引率
  - ターミナルバリュー
- 感応度分析のシナリオ設定
  - 業界平均
  - 過去の実績
  - 経営当事者になった場合のコンフィデンス

©株式会社コアバリューマネジメント

コスト構造の違いで売上の増減に対する感応度が異なることに注意

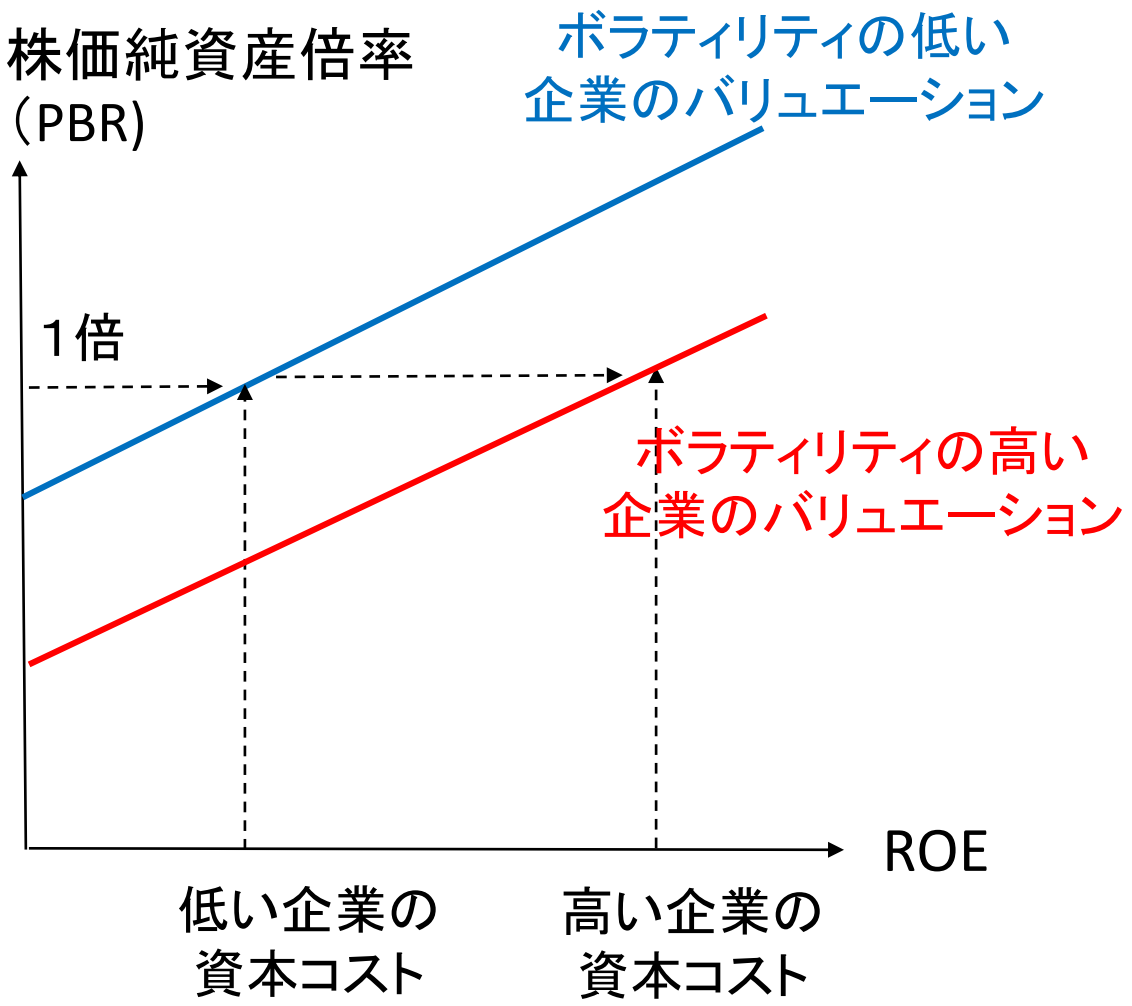


従来の予測では4.何%伸びるとかという営業計画だったんですよ。そんなことはできないというので、私どもで現実的な2.数%の数字と予測して、今回の減損テストの結果になっています。（2017年４月25日　日本郵政社長会見）

©株式会社コアバリューマネジメント

ボラティリティの高い企業を評価する際の留意点

- ボラティリティの高い企業の資本コストは高い
- 同じROEであっても相対的に低いPBR
- 類似比較法においても低めのマルティプルが使用されるべき
- DCFにおいて割引率が低めに設定されないよう注意すべき



©株式会社コアバリューマネジメント

割引率に関する留意点

- 国内の極端な低金利によって、日本企業の株主資本コスト及び加重平均資本コストの理論値は低水準
- 海外M＆Aにおいて（良し悪しは別に）日本企業の価格競争力につながる
- 日本企業が国内事業の売り手の場合、海外の買い手の価格目線とのギャップにつながる
- 市場が織り込む日本企業の資本コストは理論値よりも高い現実

↓

理論値に囚われず、レンジで感応度分析をすべき

©株式会社コアバリューマネジメント

ターミナルバリューに関する留意点

割引率	8%
ターミナル成長率	0%
企業価値	125.1
TVの現在価値	85.1
TVの占率	68%

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
FCF	10	10	10	10	10
TV					125
現在価値	9.3	8.6	7.9	7.4	6.8+
					85.1
割引効果	93%	86%	79%	74%	68%

- 企業価値の大半をターミナルバリューが占めるのが現実
- DCFでバリュエーションの精度は上がるが、確度が上がるわけではない
- ターミナルバリューの割引率に対する感応度は極めて大きい
- ターミナルバリューは成長率ベースかそれともマルチプルベースかに加え、割引率の違いに応じて感応度分析が必要

シナジーを価値評価に含めることの意味

- 買収価格の妥当性に関する評価が、買収後の経営という将来要素に先送りされている
- 買収後の経営能力が買収価格の妥当性を証明するカギ
  - 被買収企業のこれまでの経営よりも、買収後の経営が優れていることを前提としている
  - シナジーの実現は、被買収企業経営陣ではなく、買収側経営陣の力量次第である

株主・投資家は将来要素を評価対象に加えることには保守的

©株式会社コアバリューマネジメント

シナジーを過大評価してはならない

- シナジーは概ね未達に終わる傾向（せいぜい7～8割の達成）
- トップラインシナジーはコストシナジーよりも難易度が高い

コストシナジーが容易でない理由	トップラインシナジーが容易でない理由
• 買い手側の強い意志が必要 • 被買収企業に経営を委ねる場合に尚実現性は低くなる	• 被買収企業側との協議に要する時間 • 被買収企業側の動機の欠如 • 顧客側の親和性・受容性の問題

原則的にトップラインシナジーを買収価格に上乗せすべきではない

©株式会社コアバリューマネジメント

自社のEPSに対するインパクトから価格の妥当性を逆算

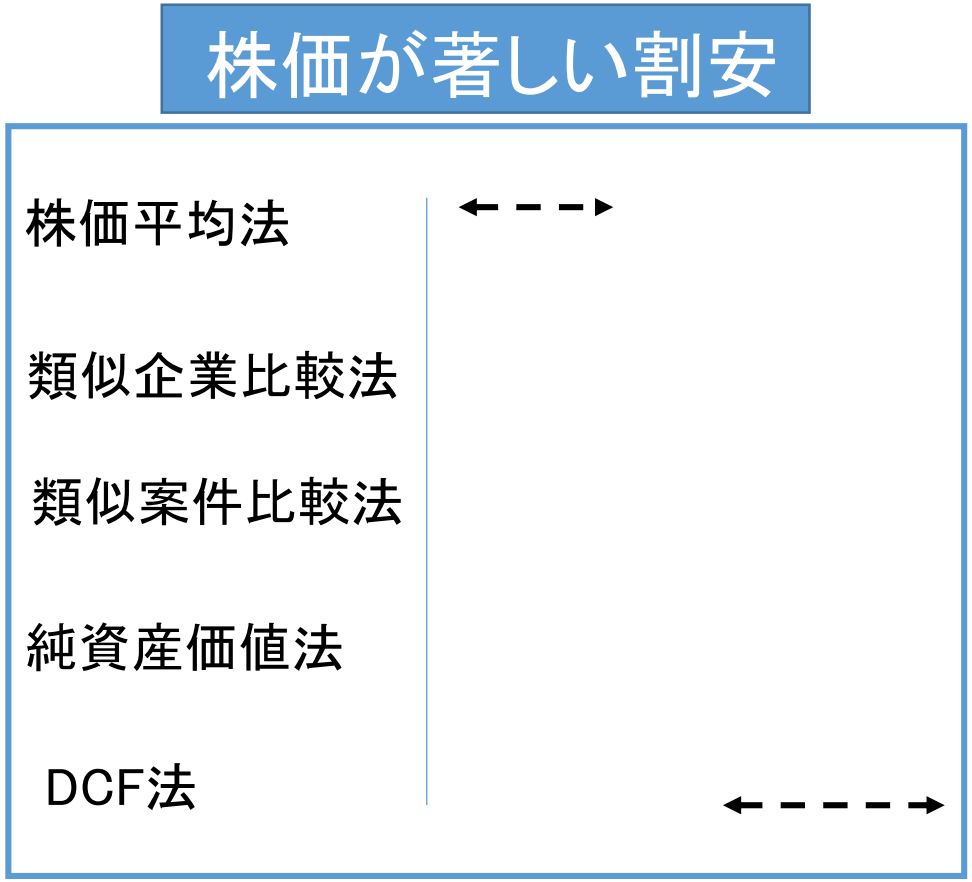
- 想定買収価格から逆算してEPSへのインパクトを検証

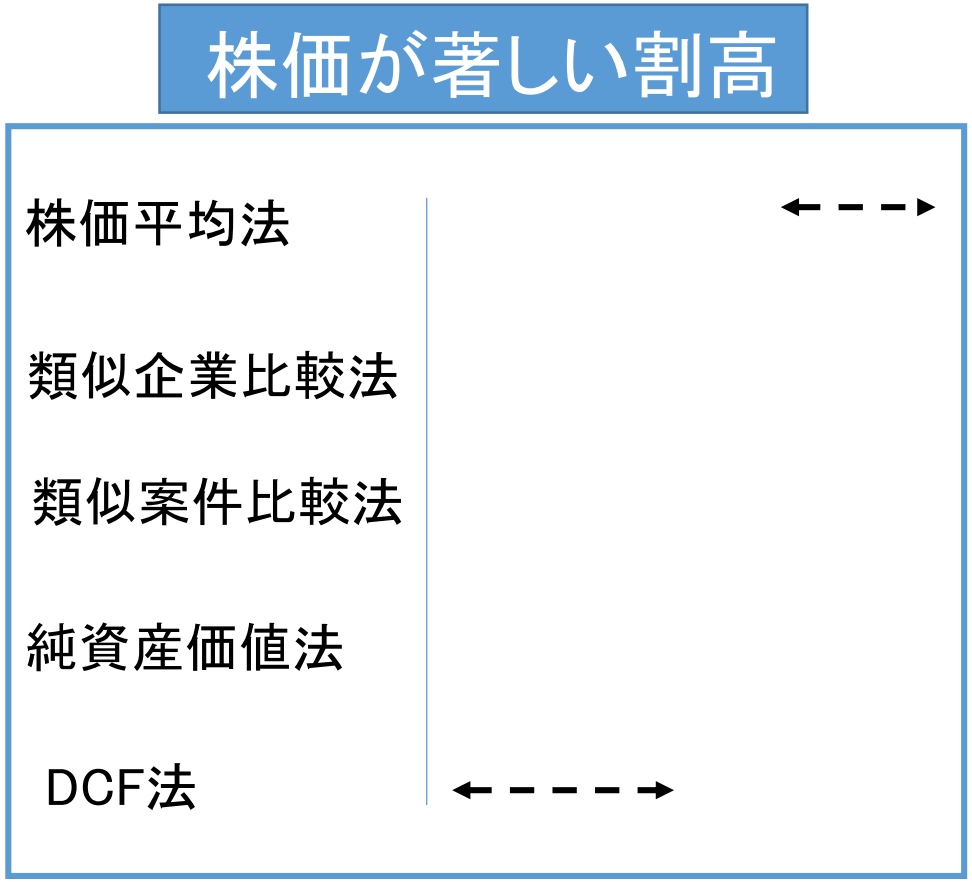
純利益	（＋） 対象企業の利益貢献 （＋） シナジーの創出 （－） 統合費用の計上 （－） 資金調達コストの負担
株式数	（＋）増資、株式交換による株式数の増加

- EPSが希薄化もしくは増大かは、案件評価において著しく重要な指標
- 案件直後に希薄化しても、遅くても数期後には増大することは必須

©株式会社コアバリューマネジメント

バリュエーション手法の結果の違いについて合理的な説明を見出さなくてはならない

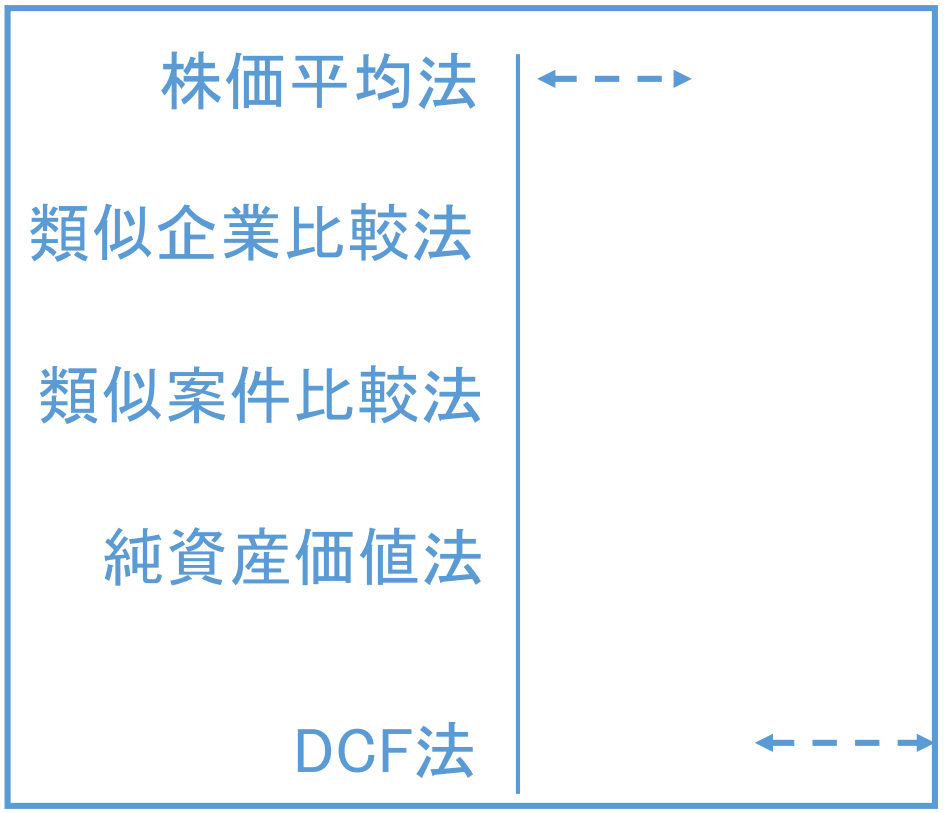




©株式会社コアバリューマネジメント

市場価値が本源価値を下回る理由は何か？

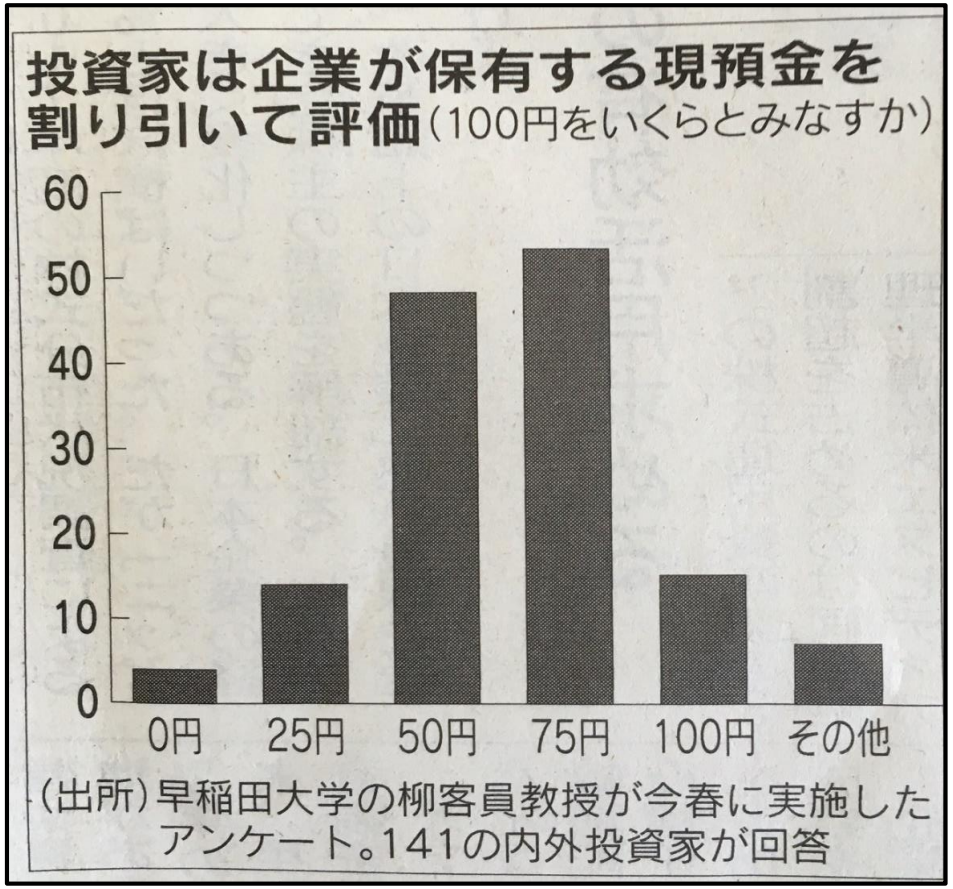
株価が著しい割安



- 株価が著しい割安の場合、株価に対するプレミアムが上昇し、一層の説明責任が求められる
- 株価が著しい割安の理由
  - マクロ要因
  - 需給要因
  - シナジーの影響
  - マイナスの純負債の影響（過剰手元流動性の存在）

©株式会社コアバリューマネジメント

過剰手元流動性は株価の割安要因



日経2018年6月28日

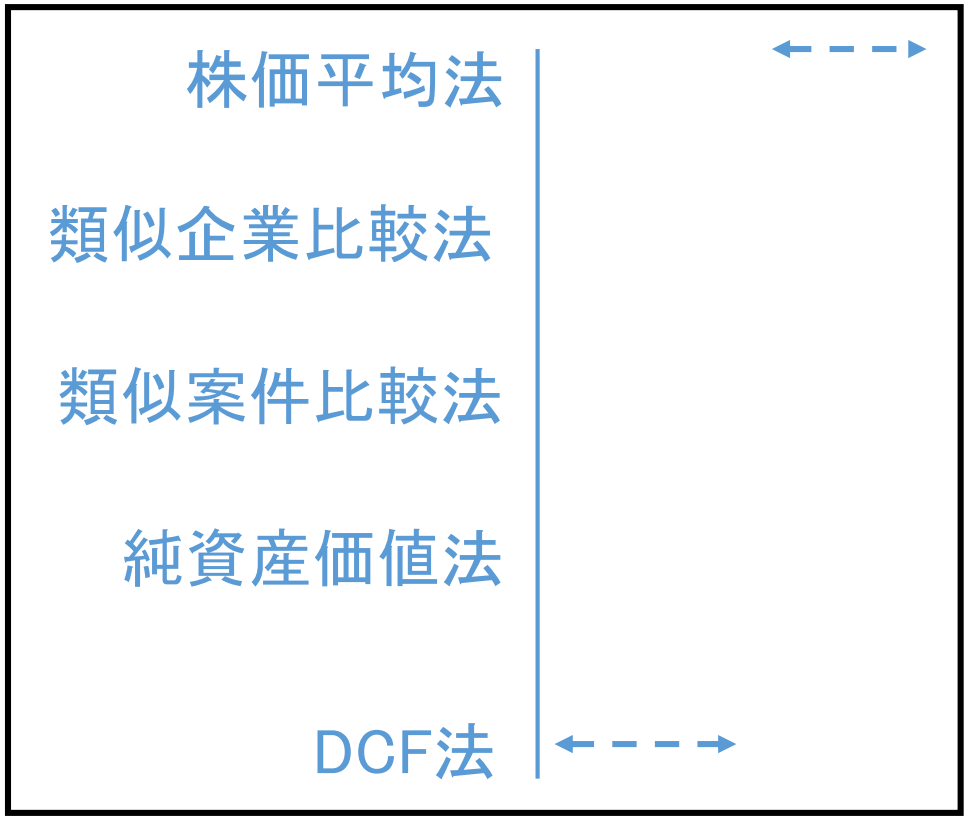
- 市場は企業が手元流動性を資本コストを上回る利回りで活用できないと想定している
- BS上の現預金の残高に対して25%から50%のディスカウント

案件に先行して手元流動性を株主に還元させることで割安要因を払しょくするのも一案

©株式会社コアバリューマネジメント

市場価値が本源価値を上回る理由は何か

株価が著しい割高



株価が著しい割高の理由

- マクロ要因
- 需給要因
- イベントに対する思惑

プレミアムに対する保守的対応

- 非現金ディールによるプレミアム削減？
- 第三者割当増資？
- 先送り？

©株式会社コアバリューマネジメント

バリュエーションに関する留意点のまとめ

- 特定の手法だけに頼って価値を正当化しないこと
- DCFにおける留意点
  - 業績予想のどこに不確実性があるかを明確にすること
  - 不確実な要因について感応度分析を行うこと
  - ターミナルバリューの評価に対して注意すること
  - シナジーを過大評価しては絶対いけない
  - 試算値から逆算してEPSのインパクトを確認すること
- 異なる手法の結果の違いについて、合理的な説明を見出すこと

©株式会社コアバリューマネジメント

買収価格が高くなる構造的理由とその対応

- 買収プレミアム（コントロールプレミアム）の存在
  - 経営権の対価としての株価に対する上乗せ（20%～40%）
- M&A市場における需給の不均衡
  - 成長戦略としてのM&Aの重要性により、買い手が売り手よりも多くいる状態
- ターゲットが優良企業である場合の増幅効果

- ウォークアウェイ・プライスをあらかじめ設定しなくてはならない
- 価格交渉に外野のノイズが反映しないよう公表のタイミングを注意しなくてはならない
- 長期的戦略性の高い割安案件に大胆に取組む（日産自動車、日本電産）
- 買収後の統合を通じて新たな価値創造と業績改善は必須

©株式会社コアバリューマネジメント

ウォークアウェイ・プライス設定の重要性

- 買収案件では上限価格、売却側の場合は下限価格をあらかじめ設定しなくてはならない
- 売り手側に交渉力がある案件では買い手側が上限価格を設けることは特に重要
  - 海外における優良企業の買収案件
  - 国内の競合環境に著しいインパクトがある案件（東芝メディカルの買収案件）
- 交渉に先立って設定しないと意味がない
- 経営レベルが関与すべき問題
  - 価格設定は主観的判断を伴うもので、現場スタッフには荷が重い
  - 現場レベルでは経営者の案件に対する思い入れを忖度する可能性
  - 「値決めは経営」

©株式会社コアバリューマネジメント

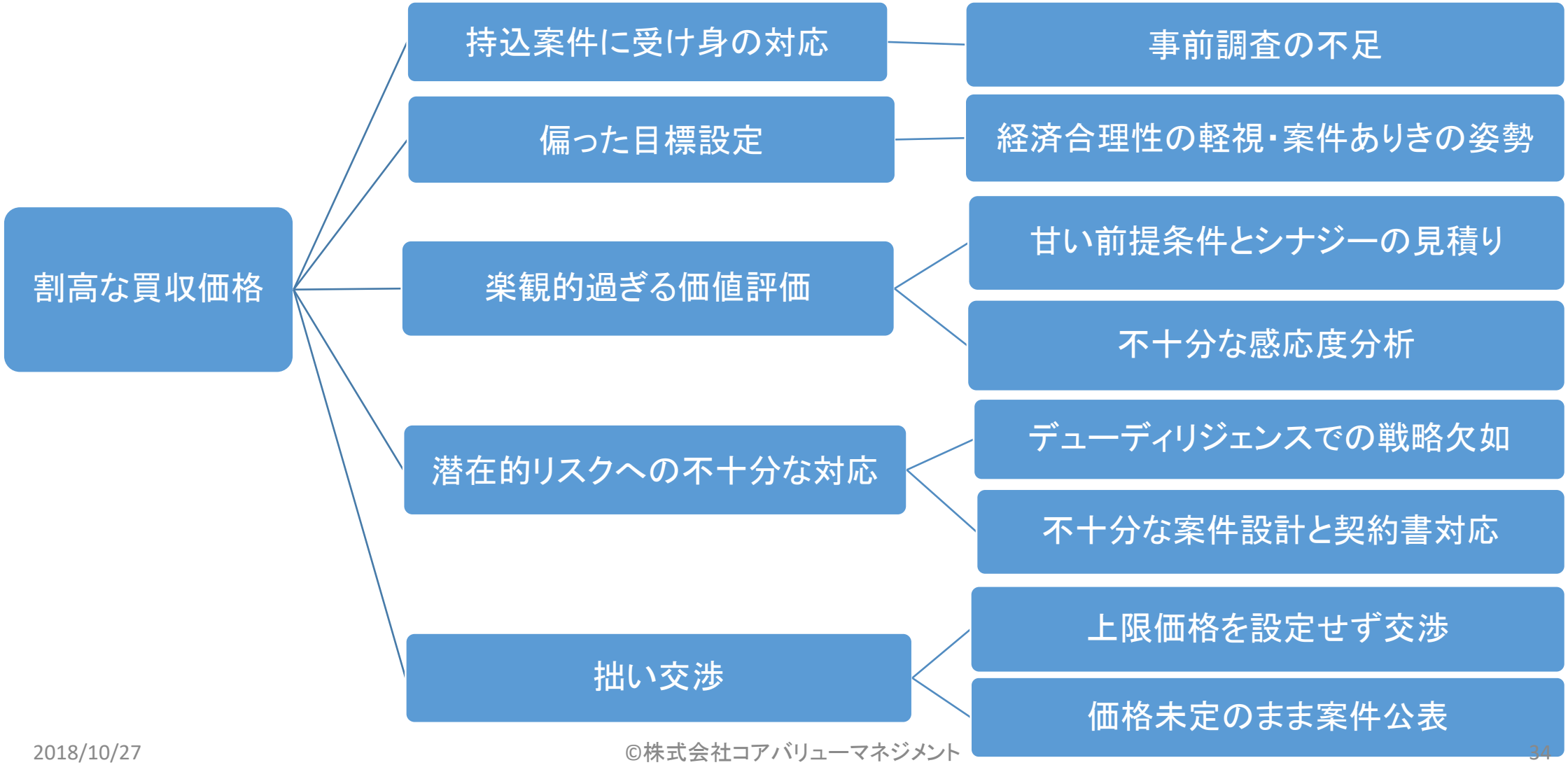
価格未定のまま案件公表することの問題点

トヨタによるダイハツの完全子会社化	新日鐵住金の日新製鋼の子会社化
• 2016・1・29発表 • 株式交換による買収 • 株式交換比率1対0.26 • リリース（リーク）５日後株価変動率 -0.1%（日経平均-0.2%）	• 2016・2・1発表 • 子会社化の方法と価値評価は3か月後を目処に決定 • リリース（リーク）５日後株価変動率 -1.9%（日経平均-1.3%）

- 経済条件が未定であると、株主は案件の適否を判断できない
- 株主にとっての案件適否が不明だと、競合ビッドを招く隙を与える
- 案件公表によって売り手の株価が高騰し、買収価格に悪影響の恐れ

©株式会社コアバリューマネジメント

“高値掴みの”の構図（再掲）



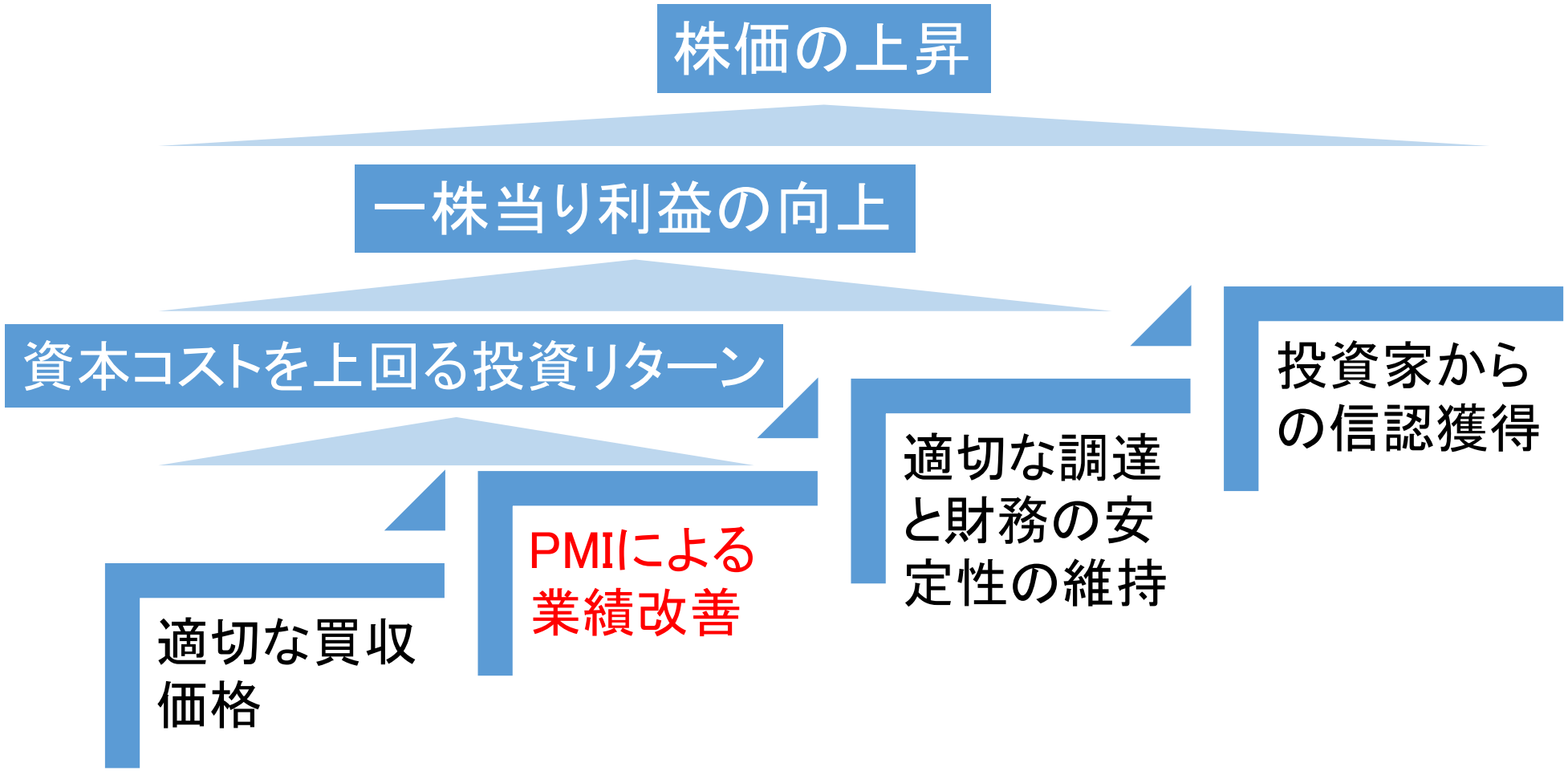
©株式会社コアバリューマネジメント

高値掴みを回避するための規律

1. 事前調査の徹底
   - 持込み案件だけに依存しない
   - 潜在的シナジーと実現可能性の分析
2. 適切な目標設定
   - 戦略の妥当性だけでなく、業績改善にまでつながることを目標として位置付ける
3. バリュエーションにおける厳格性の堅持
   - 客観性ある前提条件の設定
   - 感応度分析の実施
   - シナジーの保守的な扱い
4. 潜在リスクへの対応
   - DDでリスク要因にフォーカスし対応
   - 案件設計の工夫と契約書への反映
5. 規律ある交渉と意思決定
   - ウォークアウェイ価格を設定し交渉
   - 価格合意後に案件を公表

©株式会社コアバリューマネジメント

M&Aの成功のための要件



©株式会社コアバリューマネジメント

統合による業績改善のためのポイント

- シナジーの早期実現
- 不測の事態への迅速な対応

経営のコミットメント

- トップの関与
- 有力メンバーの派遣
- 経営体制全体の変革

ガバナンスの構築

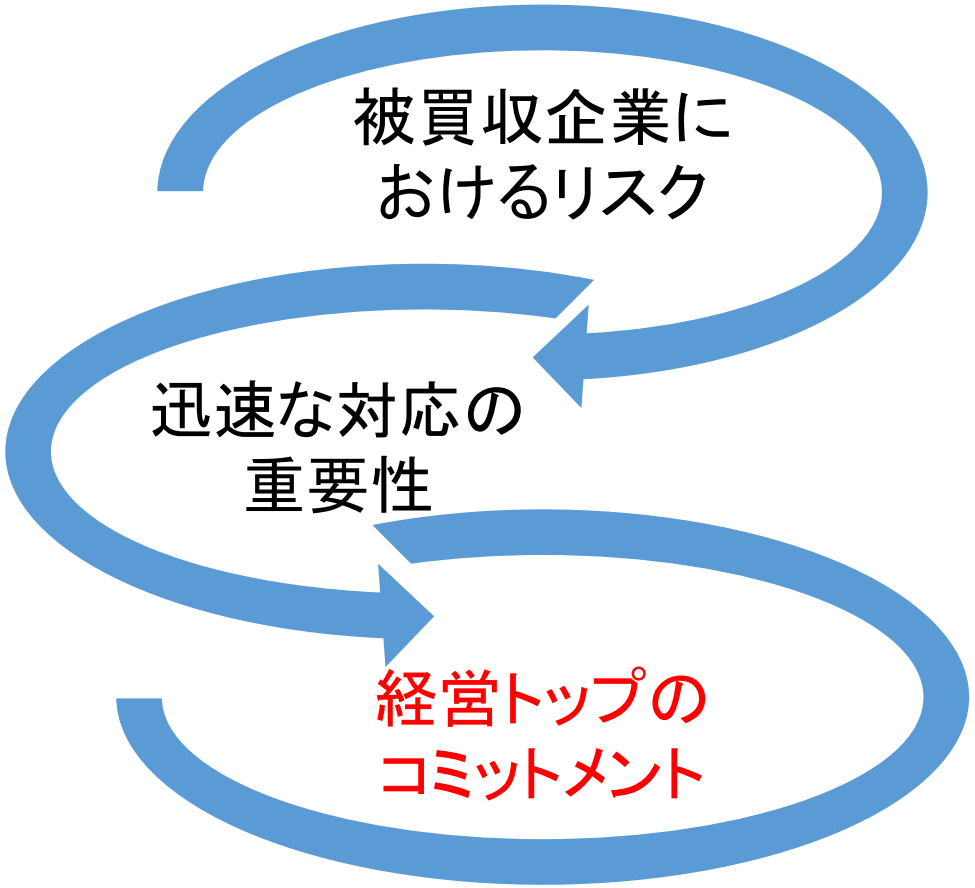
- レポーティングライン
- 現地トップの選解任
- KPIの同期化
- 理念の共有

シナジーの実現

- コストシナジー重視
- 経営余力の捻出

©株式会社コアバリューマネジメント

案件後の統合に経営の高い優先順位を置かなくてはならない

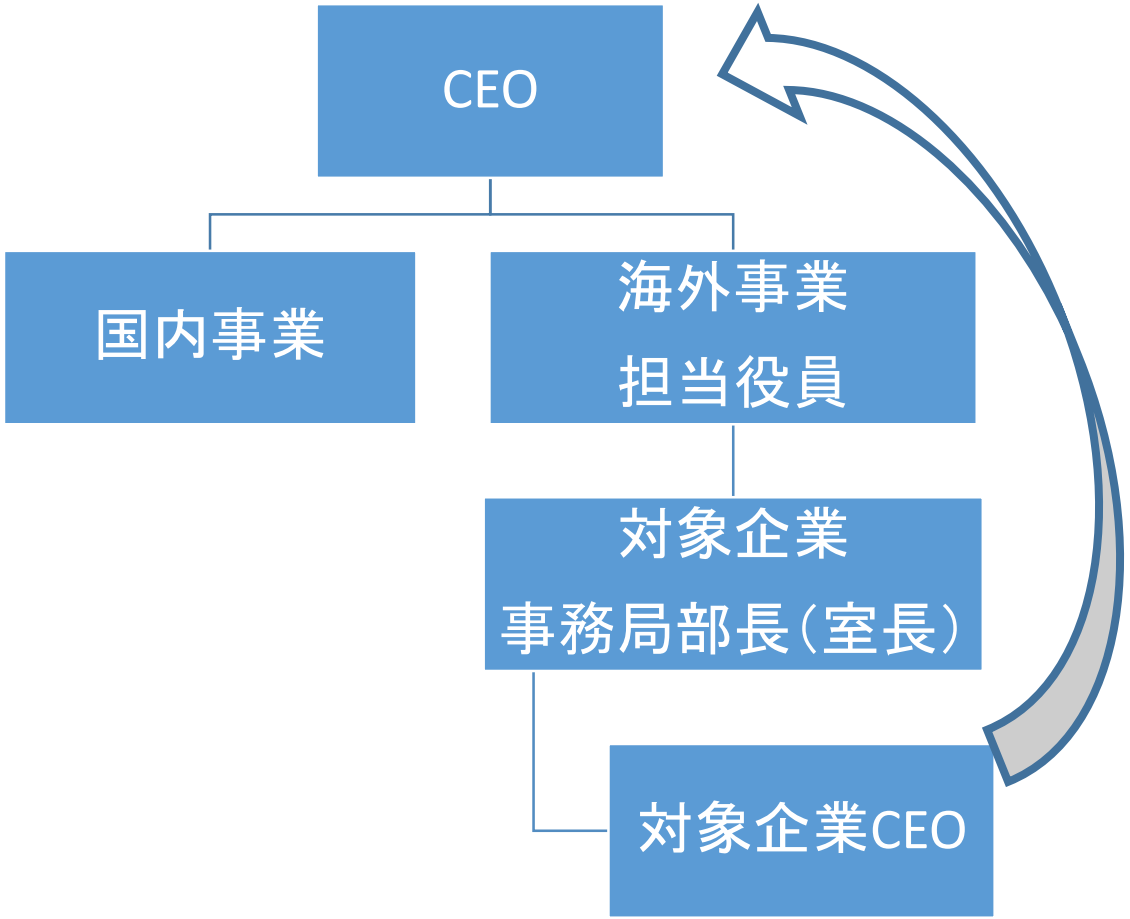


- 社内の動揺
- ライバル企業による人材引き抜き
- ライバル企業による営業攻勢

- スピード感を持った統合計画の策定
- リーダーシップ人材の投入
- 迅速な経営判断

©株式会社コアバリューマネジメント

対象海外企業とのトップレベルの対話は、迅速な対応に不可欠



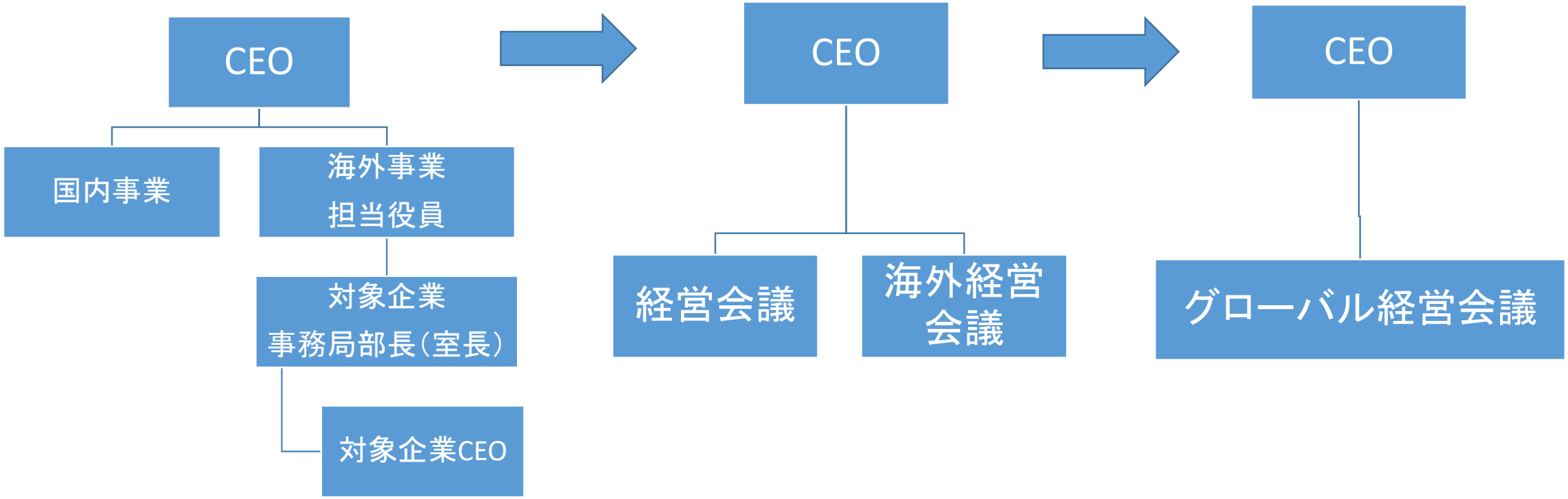
- 対象企業におけるM&Aなどリスクテークの決断
- リスクテークに対する資本の手当て
- 他部門からの資本捻出または外部調達

トップレベルでの迅速な判断が必要

「持ち帰って検討する」では相手からの信頼を失う

©株式会社コアバリューマネジメント

グローバル化に伴い経営体制は進化すべき



©株式会社コアバリューマネジメント

現地に任せるべきか、乗り込んでいくべきか

- 海外戦略の初期段階では現地経営陣に任せざるを得ないのも現実
- 問題はうまく行かなくなったとき方向転換のため迅速に対応できるか

「現地に任せてできると期待してしまった。これは違うぞと、完全に腕まくりの状態で乗り込んでやるという決断をしなくてはいけなかった」
（磯崎キリンホールディングス社長（2016年4月11日 日経ビジネス）

- 対象企業トップ交代時は特に緊密なモニタリングが必要
- 現地経営陣に対する緊密な監督と緊急時への迅速な対応が可能であるためには、対象企業に実力者を派遣しておく必要性は高い

©株式会社コアバリューマネジメント

直接・間接を問わずガバナンス体制を構築

人による統治

- 位負けしない人材を送る
- 派遣された人材がレポーティングライン上に位置する

仕組みによる統治

- KPIの標準化と同期化
- 取締役会過半数獲得の是非
- 被買収企業役員選解任の権限の明確化

価値観による統治

- 経営理念の共有

©株式会社コアバリューマネジメント

経営理念をいかに共有するか

- 共通する価値観を具体的に定義
- コミュニケーション
  - 経営トップからの発信
  - 執拗に繰り返す
  - 双方向での対話

  ← 偉大な企業はカルトのような文化を持つのは万国共通
- 経営理念を経営の指導原理として活用
  - 事業領域の選択
  - 業績評価
  - 経営トップの育成と選定

  ← 理念に適合しない人材を指導層として決して評価・登用すべきではない
  - 利にさとい海外人材をマネージするうでのキーポイント

©株式会社コアバリューマネジメント

少数資本参加とガバナンス上の留意点

- 少数資本参加の意義
  - 投資負担と財務リスクの軽減
  - 対象企業の経営に必要な経験とノウハウの習得
  - グローバル戦略の初期段階で特に活用される傾向
  - イノベーションが急激に進展する業種でリスク分散のために活用される傾向
- 少数資本参加の意義を担保するためのポイント
  - 出資・提携契約においてガバナンス及び監査権などを明記
  - ステアリング委員会等、提携の推進と監督のための機関を設置

©株式会社コアバリューマネジメント

少数資本参加のリスク

- 経営権の欠如ゆえ、提携実効性の完全な担保は困難
- 提携の実効性は経営トップ同士の関係とコミットに依存
- 強力な管理体制を敷くことができず、不祥事への対処に限界
- 重要事項に対する拒否権を獲得することは容易ではない

- 対象企業、提携パートナーが第三者に買収されるリスク
- 少数資本参加は経営権取得に向けた過渡的なステップとして位置付けるべき

©株式会社コアバリューマネジメント

対象企業の身売りによる提携関係の希薄化

投資主体企業	投資対象企業	取得持分	買収企業
みずほ	Merrill Lynch	2%	Bank of America
日本長期信用銀行	Miller & Henderson	18%	Morgan Stanley
明治生命	UAP	5%	AXA
安田生命	Paine Webber	18%	UBS
東京海上	Delaware Holdings	10%	Lincoln National
安田火災	Brinson Partners	15%	UBS

©株式会社コアバリューマネジメント

対等な統合におけるガバナンスの留意点

メリットとされる点	• 買われる側の抵抗感の払しょく • 買収プレミアムの抑制
リスク	• 統合後のリーダーシップの欠如につながる • スピード感をもったシナジーの実現が困難 • 現状維持につながり、双方の弱点が温存される

- 対等な規模同士の統合でも、リーダーシップの所在は明確にする
- 内向な組織の維持ではなく、顧客、市場から見たあるべき姿を優先
- 人事・組織に関して、対等ではなく公正さと透明性を基準にすべき

©株式会社コアバリューマネジメント

内向きの面子の保ちあいではなく、統合後のリーダーシップを明確にすべき

常陽銀行と足利銀行の統合（15年12月）

- 統合の目的と意義
- スケジュール
- 株式交換による持株会社下での統合
- 子銀行は並存
- 株式交換比率1.17対1
- 社長は常陽、副社長は足利
- 商号、本店所在地は未定

第四銀行と北越銀行の統合（17年4月）

- 統合の目的と意義
- スケジュール
- 株式移転による共同持株会社の設立
- 将来子銀行は合併
- 株式移転比率は未定
- 第四は代取社長、北越は代取会長
- 本店は北越、本社機能は第四

- 代取会長・代取社長を分け合うことでリーダーシップが曖昧にならないか
- 商号、本店所在地が統合後の価値創造に著しく重要なのであろうか
- 呑み込まれる側に必要以上に遠慮することによる代償はないのか

明確なリーダーシップの不在は、シナジーが抽象的なものにとどまる原因のひとつ

鹿児島銀、肥後銀の統合リリースより抜粋

経営統合により見込まれる相乗効果

(1)営業基盤拡充

両行の地元を中心に営業基盤が拡充し、お客様への相互のサービスチャネル提供により利便性の向上を図ることが可能となります。同時に、協働による営業体制を構築することで、より生産性の高い営業展開が可能となります。さらに、営業基盤の拡充を通じて、加速する地元企業のアジアへの展開等へ対応することにより、収益機会の拡大が可能となります。

(2) 地域金融機能拡充

経営統合により、それぞれの融資ノウハウの活用が可能となる他、相互の顧客紹介等中小企業等の本業支援にもこれまで以上に貢献することが可能となります。一例としましては、農林水産業や製造業のお客様に対して、両行が有するコンサルティング機能を提供してまいります。

利便性向上につながる相互のチャネルとは何であり、それによりどれだけの新たな顧客開拓効果があるのか？

協働営業体制がコストの重複ではなく、なぜ生産性改善につながるのか？

収益インパクトがどれだけあるのか？

統合相手にある融資ノウハウとは何であり、それは顧客が望むものなのか？

©株式会社コアバリューマネジメント

相互補完的な統合におけるシナジー

伊勢丹と三越の統合

目的	基本戦略
• 協働してサプライチェーン改革に取組み、両社が持つ経営資源を最大限に活用 • お互いの歴史や企業文化を理解し尊重しつつ、各々が有する強みを活かすことにより、「世界随一の小売りサービス業グループ」となる	• 営業基盤の統合による顧客満足の向上 • 東京・全国主要都市における顧客基盤の確立 • 百貨店周辺事業の統合 • コスト削減と経営効率の向上 • 人材・組織の活性化

©株式会社コアバリューマネジメント

トップラインシナジーはコストシナジーよりも難易度が高い

（億円）	三越07年度	伊勢丹07年度	07年度合算	16年度持株会社
連結売上高(A)	7,740	7.858	15,598	12,872
販売・一般管理費(B)	1,980	1,932	3,912	3,287
B/A	25.6%	24.6%	25.1%	25.5%

「危機感が足りなかった。統合後は営業でどう稼ぐか、商品供給網をどう広げるかなどに目がいって経費削減の意識に乏しかった」

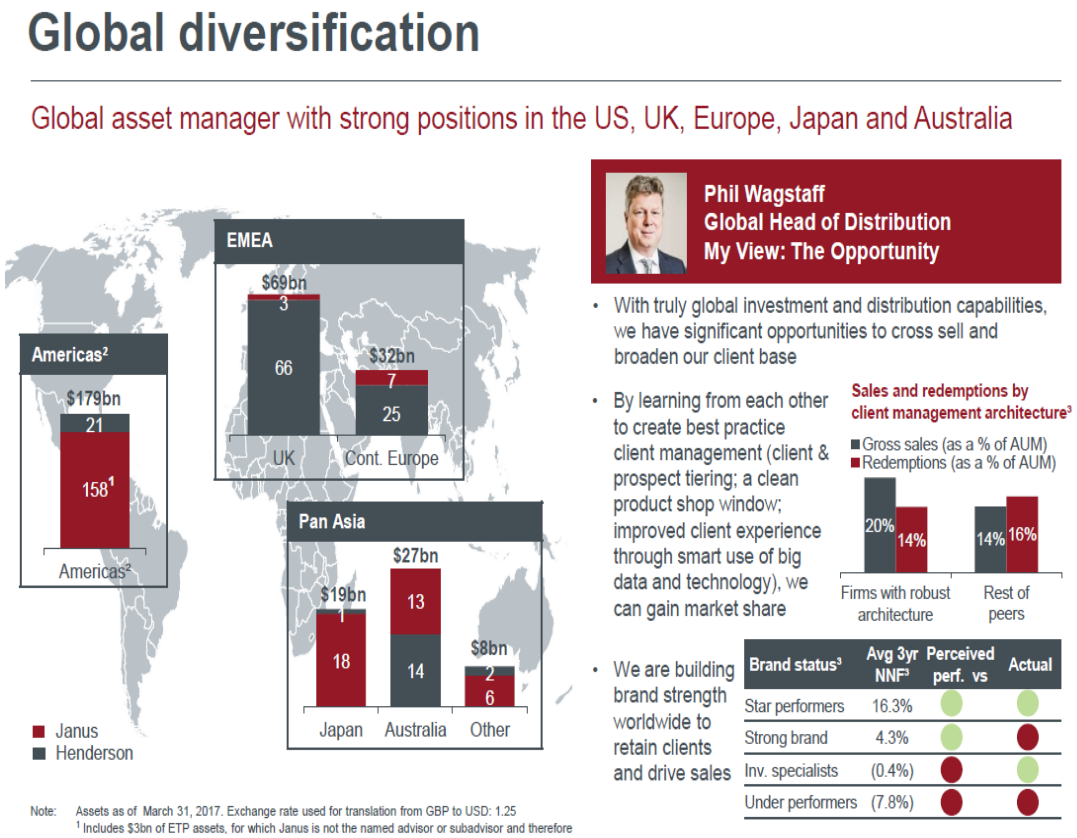
大西三越伊勢丹HD社長（2016年10月7日 日経)

©株式会社コアバリューマネジメント

補完的統合であってもコストシナジーは可能

米Janusと英Hendersonの統合

- 欧州と北米をそれぞれ主要な市場とする、典型的な地域補完的な統合案件
- 合算のコスト構造の12%相当のコスト削減効果
  - 管理部門の削減
  - リサーチ、トレーディングの集約化



©株式会社コアバリューマネジメント

被買収企業の統合に取組むための余力をあらかじめ捻出することの重要性

JTによるギャラハーの買収

2003 - 05年中計:

国内事業の構造改革

- 葉タバコ農家の廃募集
- 国内２２工場を10に統廃合
- 6000人の希望退職
- 本社スタッフ3割削減

2006年12月ギャラハーの買収発表

ソフトバンクによるARMの買収

16年以降:

米国スプリント社の業績好転

非コア事業の売却

- アリババ株式一部売却
- ガンホー株式売却
- スーパーセル株式売却

2016年7月ARMの買収発表

©株式会社コアバリューマネジメント

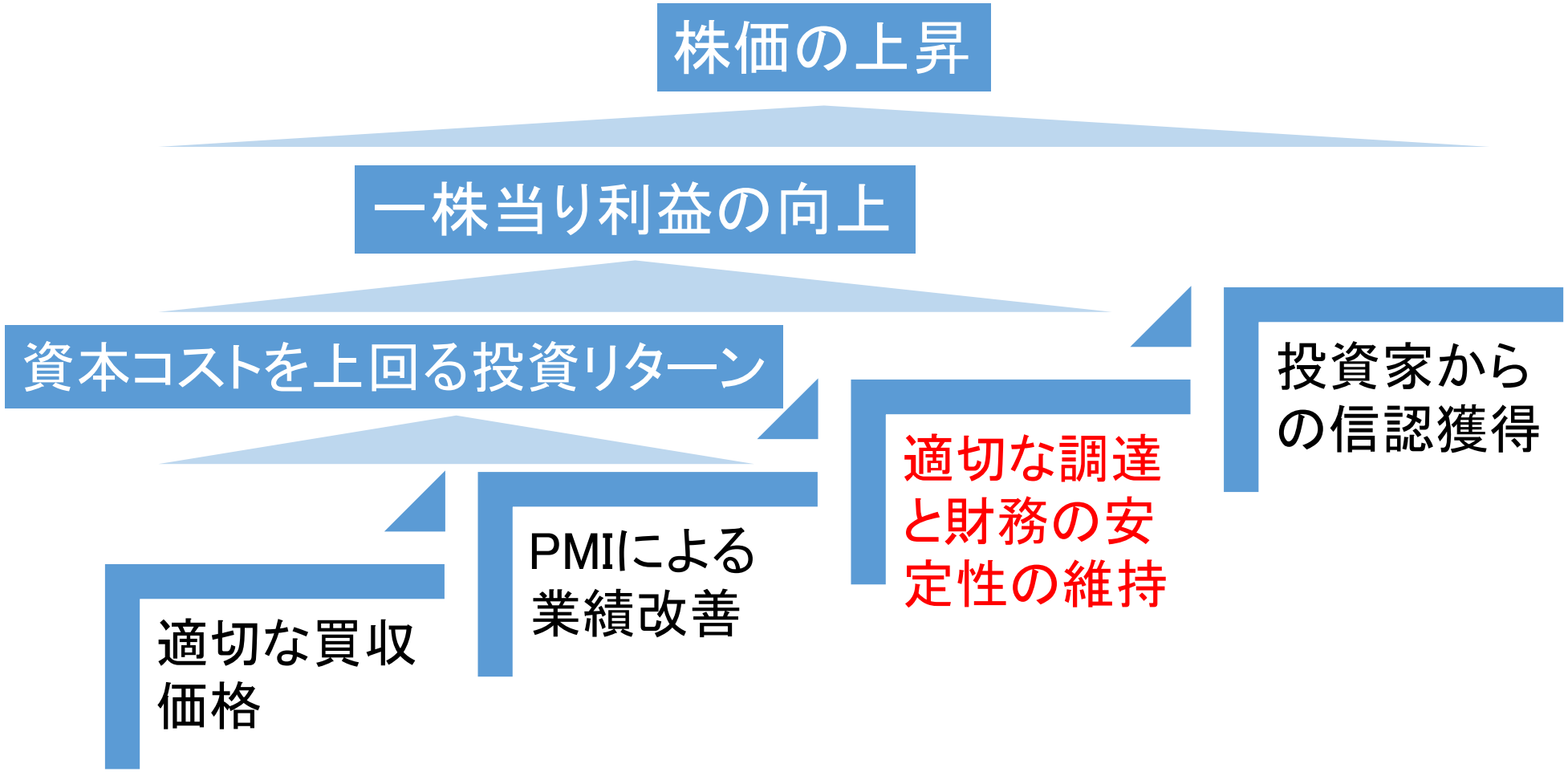
M&Aは単発のプロジェクトでなく、最適事業ポートフォリオ構築のための継続的プロセス

日立の事業再編

	近づける事業	遠ざける事業
2010年	上場グループ5社の完全子会社化	ルネサステクノロジをNECエレと統合
2011年		日立GSTをWDに売却
2012年		日立ディスプレイズをJDIに統合
2014年		火力発電事業を三菱重工と統合
2015年	伊フィンメカニカ欧州鉄道事業買収	
2016年		日立物流、日立キャピタルの非連結化
2017年		日立工機の保有全株式をKKRに売却
		日立国際電気の保有全株式をKKRに売却

©株式会社コアバリューマネジメント

M&Aの成功のための要件



©株式会社コアバリューマネジメント

買収ファイナンスの選択肢

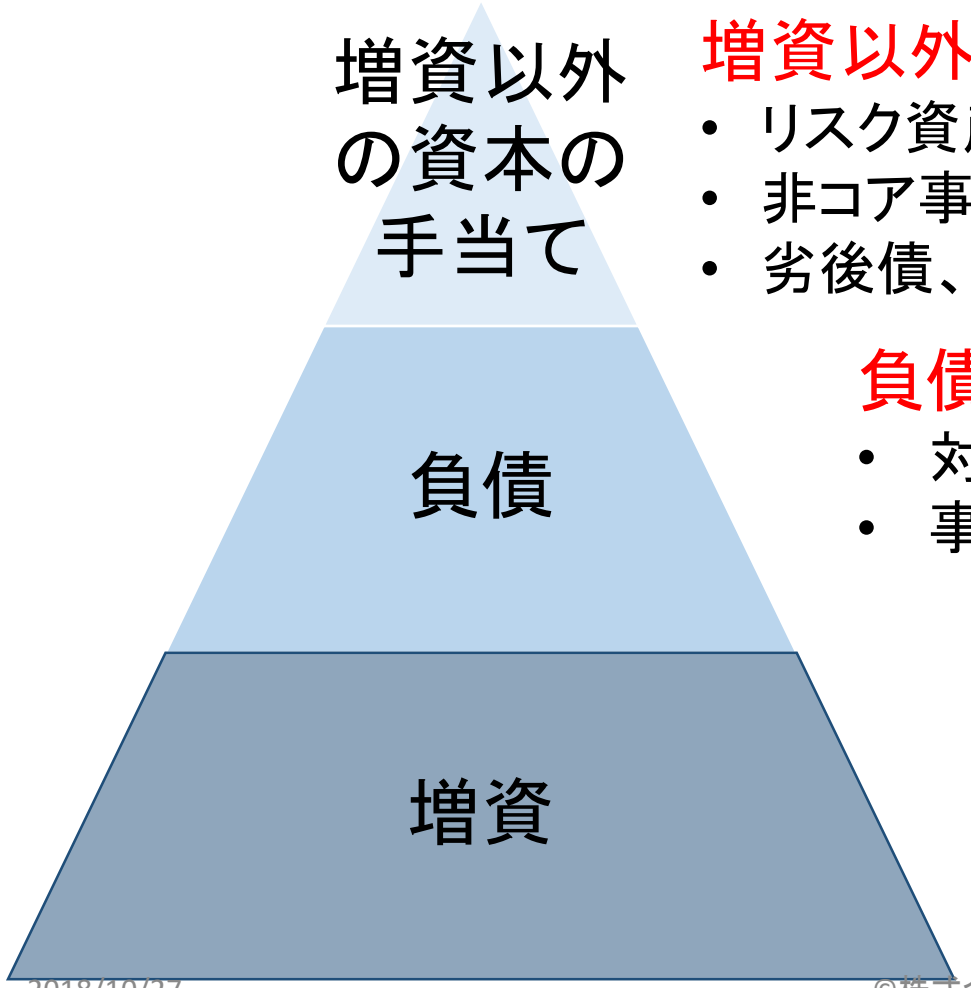
- ブリッジファイナンスとパーマネントファイナンス
- 負債によるべきか、資本を手当てするべきか

負債による調達	資本による調達
(-) 金利負担	(+) 金利負担の回避
(-) 財務の悪化	(+) 財務の安定性維持
(+) 希薄化を抑制	(-) 希薄化を招来

- 過剰手元流動性は株価の過小評価につながるとともに、M&Aに対する評価のバーをあげていることに注意を要する

©株式会社コアバリューマネジメント

買収ファイナンスの優先順位



増資以外による資本手当を積極的に活用すべき

- リスク資産の削減
- 非コア事業の売却
- 劣後債、ハイブリッド証券などの負債性資本の調達

負債は財務の安定性維持の範囲で活用すべき

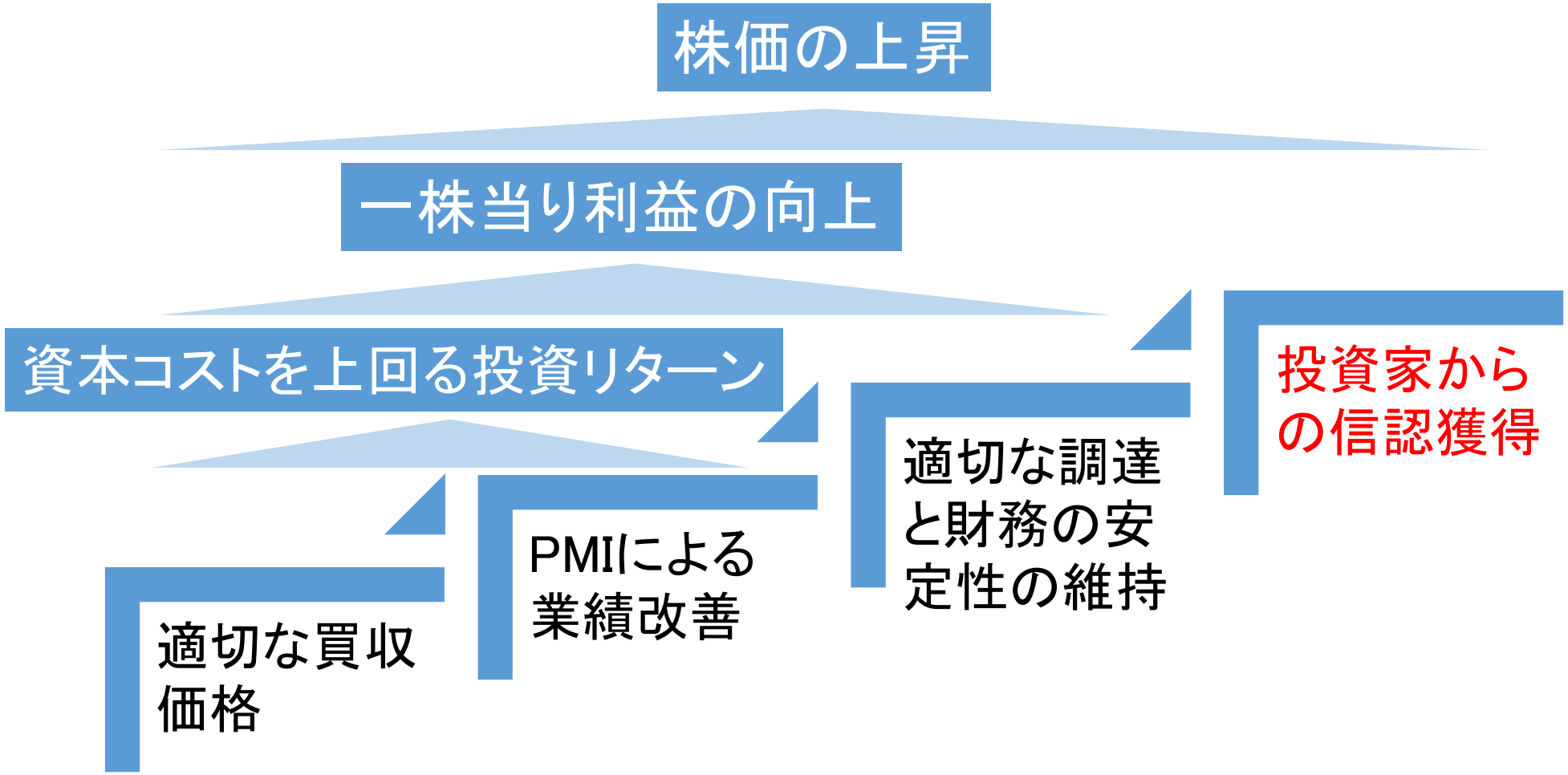
- 対象事業のキャッシュフローの安定性は重要要素
- 事前に負債許容能力を格付機関と確認しておくべき

増資には特に慎重であるべき

- M&A後の収益増加は不確実である一方、増資によりEPSは確実に希薄化
- そもしもM&Aという資本配賦に対して投資家は厳しい評価をしがち

©株式会社コアバリューマネジメント

M&Aの成功のための要件



©株式会社コアバリューマネジメント

案件公表時の投資家向けメッセージの骨子

- 戦略的意義
  - 戦略的に達成できることは何か
  - 長期的な最適事業構成の構築に向けた位置づけ
- 価格の妥当性
- 案件後の経営・統合体制
- シナジーのスコープとスケール
- 案件の収益及び財務状況に対するインパクト
- 資金調達方法、特に増資が不要である場合,その旨を言及

M&Aというイベント自体が成長ストーリーになるわけではない

©株式会社コアバリューマネジメント

国内損保の海外買収に関する戦略的意義

	東京海上・HCC	三井住友・アムリン	SOMPO・エンデュランス
発表日	2015・06・10	2015・09・08	2016・10・05
案件規模	9,253億円	6,317億円	6,483億円
時価総額比	25%	30%	53%

東京海上によるHCC社の買収のプレスリリースより

- より安定的なグループ経営の基盤構築の実現　ー　資本効率の向上と収益の持続的成長
- 海外保険事業の規模、収益の拡大
- 両社の強みを生かした新事業展開と収益の更なる拡大（シナジーの創出）

©株式会社コアバリューマネジメント

高い戦略的意義と相応の経済合理性にもかかわらず、直後の市場の反応はまちまち

	東京海上 HCC	三井住友海上 アムリン	損保ジャパン エンデュランス
プレミアム （vs 1m.avg)	36%	33%	42%
株価純資産倍率	1.90倍	2.40倍	1.36倍
増益効果	13% （修正純利益）	28% （コア利益）	25% （連結修正利益）
発表後株価 vs 日経平均	-0.4% vs 1.7%	5.5% vs 7.7%	6.5% vs 0.5%

©株式会社コアバリューマネジメント

株式市場はM&A案件の評価において、その還元策に対するインパクトも重視

	東京海上 HCC	三井住友海上 アムリン	損保ジャパン エンデュランス
増益効果	13%	28%	25%
配当	配当性向35%以上	配当性向約25% （399億円）	配当性向約24% （総額323億円）
自社株買い	機動的に対応	300億円	335億円
総還元性向	配当中心の還元策	50%目途	50%目標
還元へのインパクト	自社株買いの可能性が消滅		前年度と同水準

©株式会社コアバリューマネジメント

日本企業のM&A戦略に対する市場の評価

戦略的合理性の有無

- 事業戦略の一貫として評価
- 業務上の課題に直接的に関連
- 長期的な観点からの位置づけが不明確な案件も散見

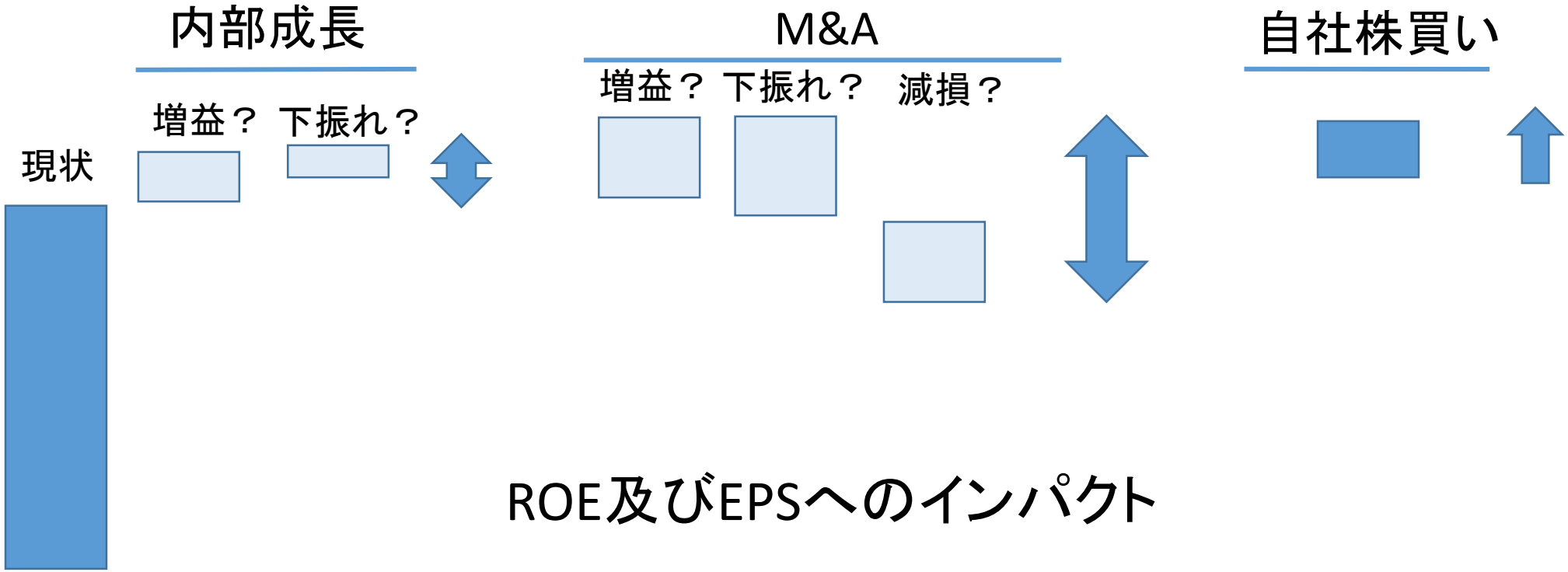
経済的合理性の有無

- 買収価格は割高になりがち
- 買収後の経営の経験が不十分
- シナジーが限定的で資本コストを上回るリターンは容易ではない

株主・投資家は、買収よりも還元策に資本が使われることを選好し、M&A案件に対して厳しい反応を示す傾向

©株式会社コアバリューマネジメント

内部成長だけでなく還元策とも比較の上、M&Aの説明責任を果たさなくてはならない



ROE及びEPSへのインパクト

©株式会社コアバリューマネジメント

M&Aが株主還元に勝るためには長期的で一貫した戦略を通じて結果を出す必要

- 内部成長に加え継続的な買収と統合による被買収企業の成長戦略
- グローバル展開の前提としての国内での基盤強化と持続的成長
- 国内外での継続的な成長戦略の推進のため、非戦略部門からの撤収を断行し、そのインパクトと合わせて業績改善を果たす

- M&Aを単発の案件ではなく長期戦略の一環として位置付ける
- M&Aの対象分野は、他からの経営資源を振り分けてでも長期的にコミットするくらい戦略的に重要であることが明確である必要

©株式会社コアバリューマネジメント

M&A戦略の各段階における重要課題

事前準備

- 適切な目標設定
- 対象企業の能動的な選定
- 案件設計の工夫
- 最適なアドバイザーの選定と正しい活用

案件プロセス

- 買収価格の厳格な評価と適切な交渉
- 契約書上の対応と工夫
- ファイナンスの優先順位
- 発表のタイミングとストーリー

買収後の経営

- 経営上の高い優先順位の付与
- 経営幹部の投入とガバナンス構築
- 余力の捻出
- 価値向上策とシナジーの実現

©株式会社コアバリューマネジメント

フィナンシャルアドバイザーの役割

- 仲介ではなくアドバイスの提供
- 価値算定等の作業だけではなく、案件の正当性と妥当性を評価
- 他の戦略オプションとの比較のうえで案件の是非を助言
- 案件の方向性を決める段階こそ信頼できるFAが必要

- 案件の是非が問われているときに、成約に前のめりの業者では安心して相談ができない
- 案件の方向性が決まってからはじめてFAに相談するという悪循環

©株式会社コアバリューマネジメント

実績をどのように評価すべきか

国内案件

- UFJHDと三菱東京FGの統合
- さくら銀行と住友銀行の合併
- 安田生命と明治生命の合併
- 太陽生命と大同生命の統合
- 日本興亜と損保ジャパンの統合
- 日動火災と東京海上の統合
- 日産火災と安田火災の合併
- 大東京火災と千代田火災の合併
- 日本火災と興亜火災の合併
- 日立クレジットと日立リースの合併
- 安田生命の住宅ローン事業の売却
- 富国生命の住宅ローン事業の売却

クロスボーダー案件

- 三菱信託銀行によるCRTへの出資
- 三井信託銀行によるC&Nの買収
- 第一勧業銀行によるCITの売却
- 富士銀行によるHellerの売却
- 長銀によるAircraftFinance事業の売却
- 長銀によるNWA資産のリストラ
- 日本生命によるPrudentialへの出資
- 第一生命によるProtective Lifeの買収
- 明治安田生命によるTaranxへの出資
- エトナ平和生命のMasMutualへの売却
- Philadelphia C.の東京海上への売却
- 三井住友海上のシナルマス生命買収

財務戦略・資本政策

- 第一生命による株式会社化・上場
- 太陽生命による株式会社化・上場
- ソニーフィナンシャルの上場
- みずほによる公募増資
- りそなによる公募増資
- 第一勧業銀行による海外劣後債の発行
- 三井トラストによるハイブリッド債の発行
- 富国生命によるハイブリッド債の発行
- 三井住友海上のハイブリッド債の発行
- 日本生命による基金債の発行
- 住友生命によるEMTNPのアレンジ
- 明治生命による不動産ポートの証券化

©株式会社コアバリューマネジメント

だれがアドバイスをしているのか？

買収企業	買収側アドバイザー	被買収企業	被買収側アドバイザー
Tモバイル	PJパートナーズ、ゴールドマンサックス、ドイツ銀行、エバーコア、モルガンスタンレー、クレディスイス、バークレーズ、カナダロイヤル銀行 （8社）	スプリント	JPモルガン、センタービュー、みずほ、SMBC日興、レイングループ （5社）
ダイキン工業	メリルリンチ、GCA、SMBC日興、みずほ、野村、三菱UFJモルガンスタンレー、大和 （7社）	グッドマン	JPモルガン、バークレーズ （2社）
新日鉄	三菱UFJモルガンスタンレー、みずほ、メリルリンチ、JPモルガン （4社）	住友金属	ゴールドマンサックス、日興コーディアル、大和、ドイツ （4社）

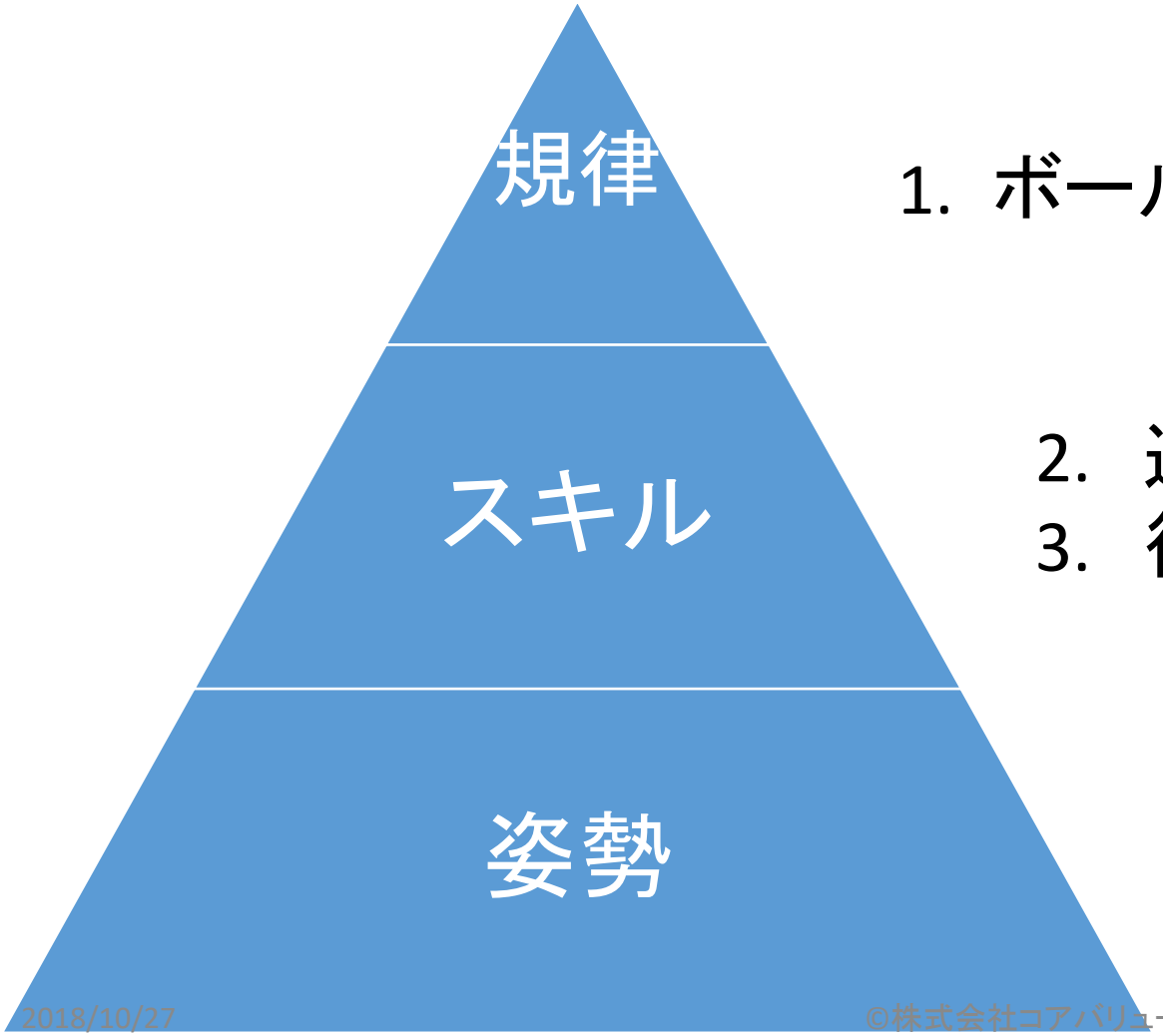
©株式会社コアバリューマネジメント

フィナンシャルアドバイザーの選定基準

- 実績
  - リーグテーブルを類似案件に再構成
  - 真にアドバイザーとしての役割を果たした案件はどれか
  - 本案件の担当チームの実績
  - リピートのクライアントはいるか
  - リーディングプレーヤーであるか
- 体制
  - 顧客担当バンカーとM&Aスペシャリストの関係
  - 日本(顧客担当)チームと海外(案件執行)チームの関係
  - 短期的利益よりも、長期的な信頼関係を重んじる企業文化
- 担当責任者の資質
  - クライアントの長期的目標と案件の重要性を十分に理解しているか
  - 案件プロセスに関する知見と展望を持ち、リスクを熟知しているか
  - 国内外のわたるグローバルな組織を動かせるか

©株式会社コアバリューマネジメント

まとめ：“M&A ５か条”



1. ボール球に手を出さない

2. 選球眼
3. 得意なコースを増やす

4. 打つつもりで打席に入る
5. 甘い球を見逃さない

©株式会社コアバリューマネジメント

経営不振企業の戦略的買収案件

事例:　日産自動車による三菱自動車への出資とグループ会社化

日時	主要イベント
2016/04/20	三菱自動車における不正燃費問題の発覚
2016/05/12	日産自動車との戦略的提携及び日産による三菱自動車株式34%を2370億円で取得することの覚書締結・発表
2016/05/25	戦略的提携に関する本契約の締結、代表取締役開発担当副社長執行役員の日産自動車からの受け入れ発表
2016/06/17	不正燃費問題に関する国土交通省への報告
2016/08/02	特別調査委員会から調査報告書の受領
2016/10/20	新株式発行に対する払い込みの完了、新体制の発表
2016/12/14	定款変更のための臨時株主総会、取締役会長就任と新体制への移行

©株式会社コアバリューマネジメント

大幅なディスカウント水準での価格合意

出資価格は468円52銭

- 不正公表翌日4月21日から合意全日5月11日までの出来高加重平均
- 不正公表以前（6か月平均）から47%のディスカウント
- 34%保有による経営権関与相当分のプレミアムもなし

イベント	株価	リターン
2016年04月19日　不正燃費問題公表前日	864円	
2016年10月21日　払込み翌日	564円	20%
2016年12月15日　臨時株主総会翌日	655円	40%
2017年10月23日　払込み1年後	915円	95%

©株式会社コアバリューマネジメント

リスクの実質的な回避と少数資本持分にも関わらず実質的な経営権の獲得

リスクの回避

払込の前提条件

- 表明保証違反のないこと
- 特別調査委員会による最終報告書
- 重大な悪影響の事実の不在
- 三菱グループ3社との株主間契約の締結

実質的な経営権の獲得

取締役会に11名中4名獲得

- 代表取締役会長
- 代表取締役開発担当副社長
- 専務兼CSO
- 常務兼コントローラー

執行役としてCOO獲得

©株式会社コアバリューマネジメント

具体的で実現可能性の高いシナジー効果

シナジー効果の源泉

- 共同購買コストの削減
- 工場の共用
- 共通の車両プラットフォーム
- 技術の共有
- 現地化の共同推進
- 販売金融会社の共同活用

シナジー効果のインパクト

- 2018年に三菱自動車の2015年度（注）EPS対比27%増益効果
- 2018年度に日産自動車の2016年度EPS対比で8%の増益効果

注　2016年度は赤字

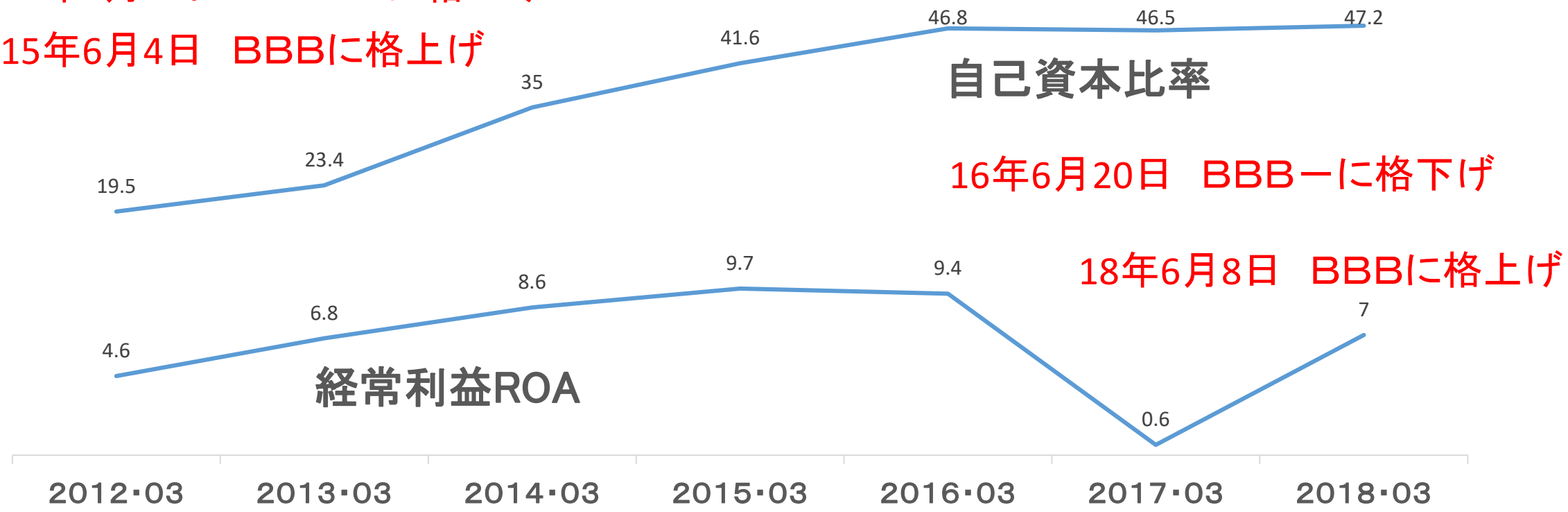
©株式会社コアバリューマネジメント

三菱自動車の業績と財務状況は不正燃費問題発覚以前に既に著しく改善

12年8月27日　BB格付の方向性をポジティブ

14年3月31日　BBBーに格上げ

15年6月4日　BBBに格上げ

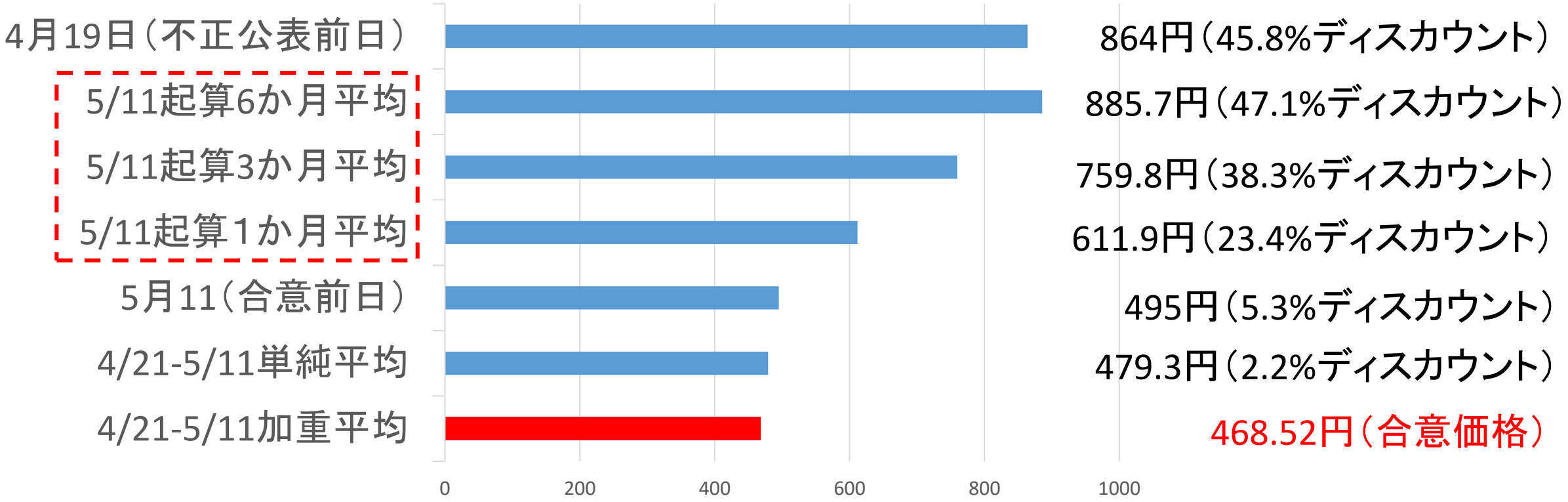


16年6月20日　BBBーに格下げ

18年6月8日　BBBに格上げ

©株式会社コアバリューマネジメント

三菱自動車経営陣は忠実義務を果たしたか



©株式会社コアバリューマネジメント

日産・三菱自動車案件の教訓

- 経営不振企業の買収は割安かつ適切な条件で買収するチャンス
  - しかし、戦略的合理性はきちんとあるのか
  - 割安なだけでなく、強固な基盤や競争優位性を有している会社なのか
- 割安な買収機会をモノにするには、迅速な意思決定が必要
  - 不正燃費問題公表からたった3週間で価格とガバナンスに合意
- 経営不振企業を取り込む際のリスク対応はできているのか
  - 厳しい払込前提条件の獲得
- 経営不振企業を立て直すだけの経営力が買収する側にあるのか
- 問題事項
  - 過半数をおさえなかったことは、後々弱点にならないか
  - 既発株式の取得ではなく、第三者割当増資は財務上適切な判断だったか

©株式会社コアバリューマネジメント

株式会社コアバリューマネジメント

- 企業の戦略、財務、ガバナンスに関するアドバイザー
  - 30年を超える経験と実績
  - 案件成約ではなく、顧客のベスト・ディシジョンを支援することが目的
  - 顧客との長期的な信頼関係を重んじた業務運営
  - 守秘性に関するコミットメント
- 業務内容
  - M&A戦略に関する助言
  - 財務戦略に関する助言
  - IR戦略及び格付機関対応
  - 経営人材の育成

shu.ung@corevmgmt.com
090-1423-7302

©株式会社コアバリューマネジメント