

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11月3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

本日のディスカッション・ポイント

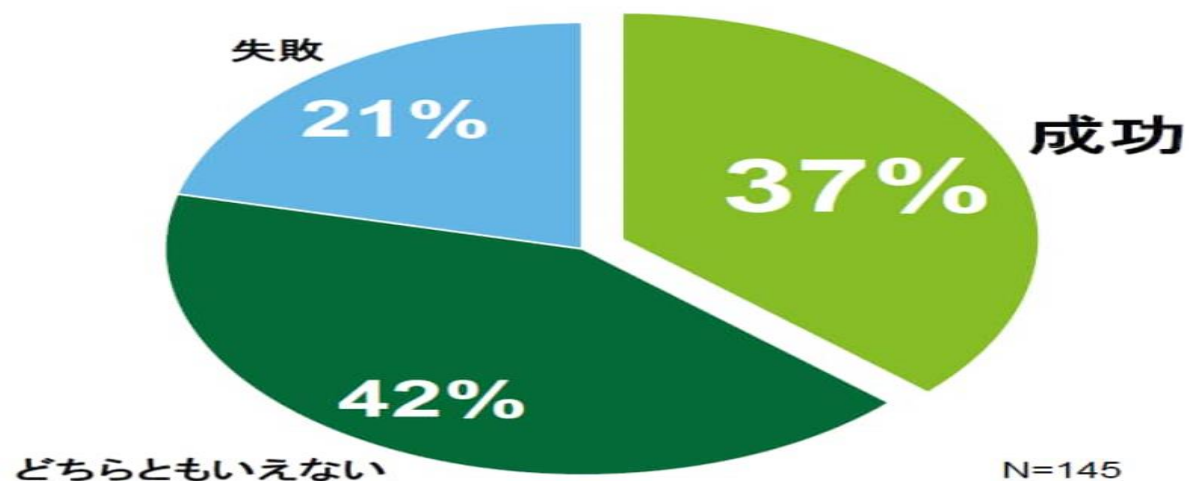
- M&Aの成功と失敗の定義はどうあるべきか
- “高値づかみ”をしないために大切なことは何か
- 買収後の経営において重要なポイントは何か
- 買収のためのファイナンス手段の優先順位はどう考えるべきか
- 買収に関する市場の信認を得るためには何が重要か

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
(今年三四半期で過去最高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%
(今年三四半期でも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、国内事業の売却には尚消極的

日本企業によるM&Aに関する評価

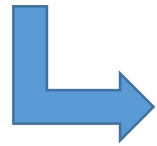
- 日本企業による海外M&Aの成功案件は116件のうち9件???
- 松本著「海外企業買収 失敗の本質」
- デロイトによる日本企業の意識調査



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。

M&Aの成功の定義

1. 企業価値向上につながること



資本コストを上回る投資リターン



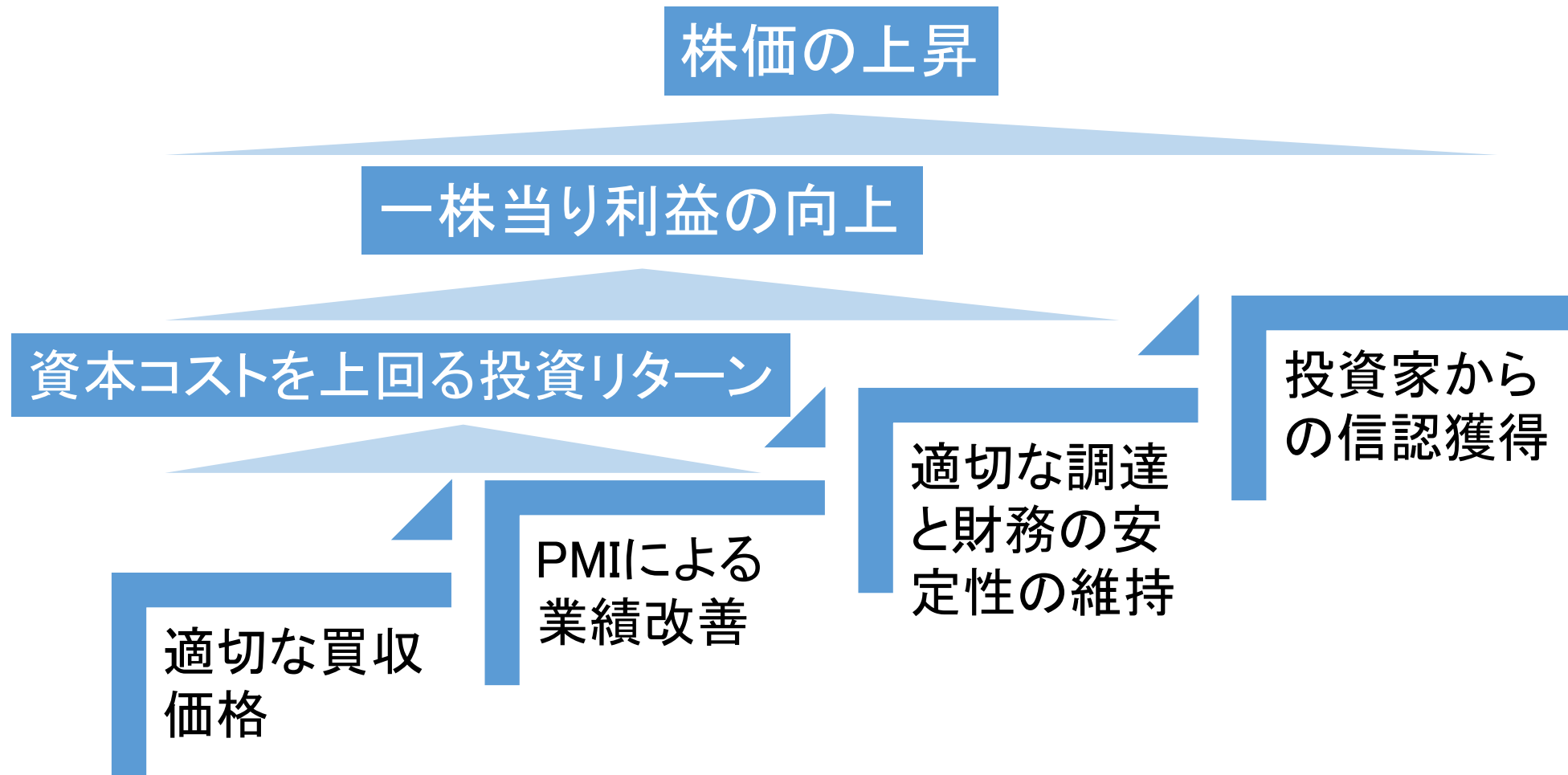
(数期内の)一株当り利益の向上



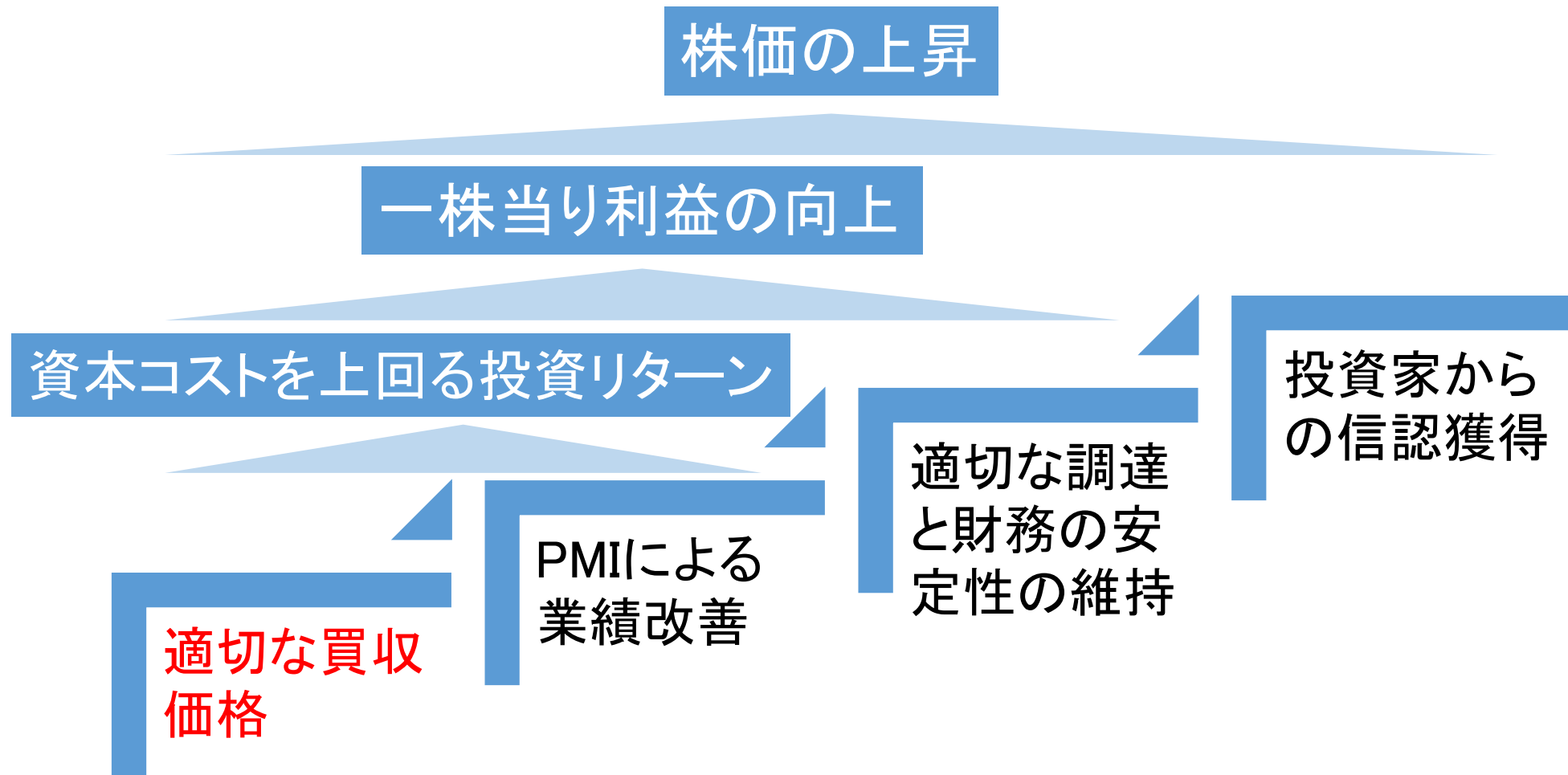
(アルティメイトな)株価の上昇

2. 長期的な戦略的意義に資すること

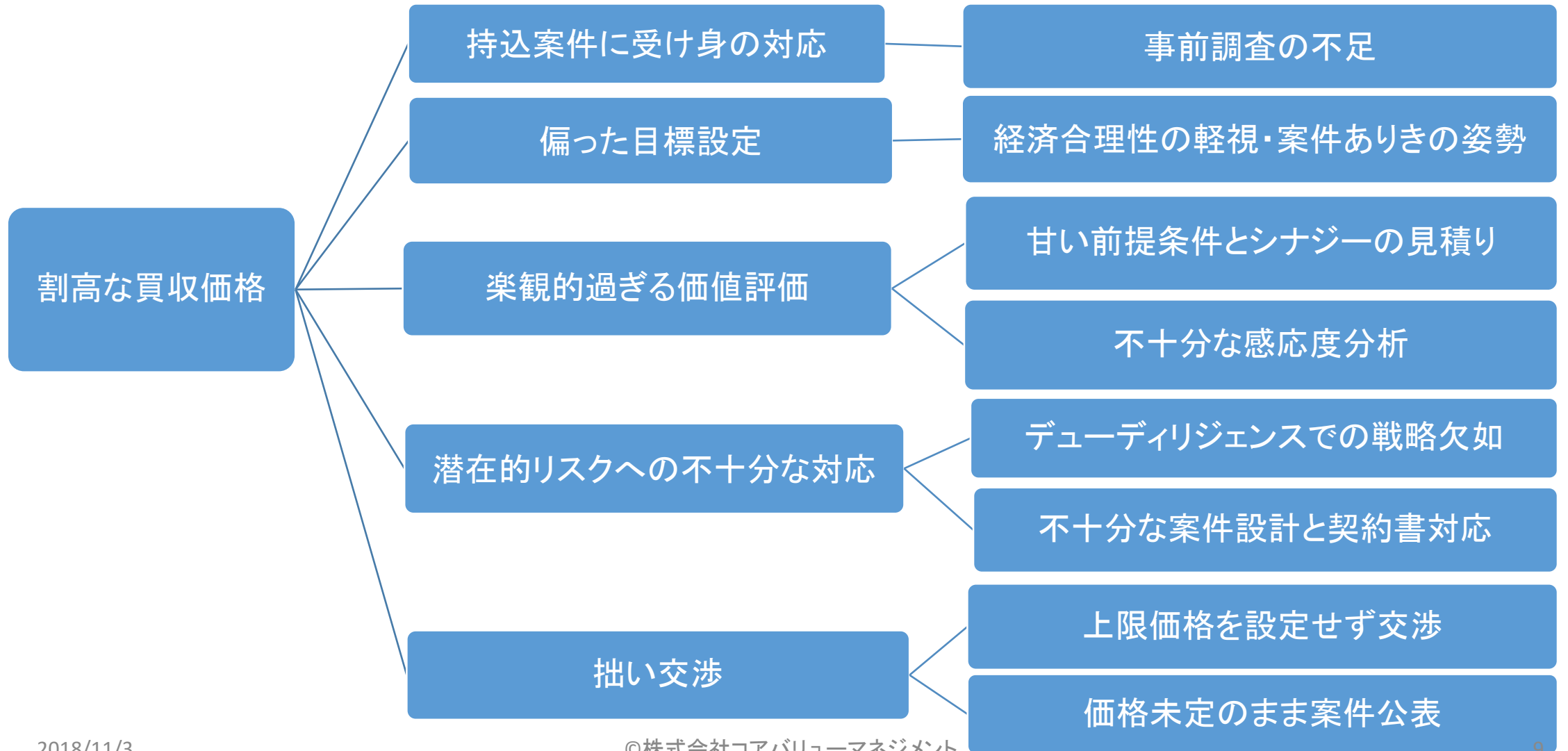
M&Aの成功のための要件



M&Aの成功のための要件

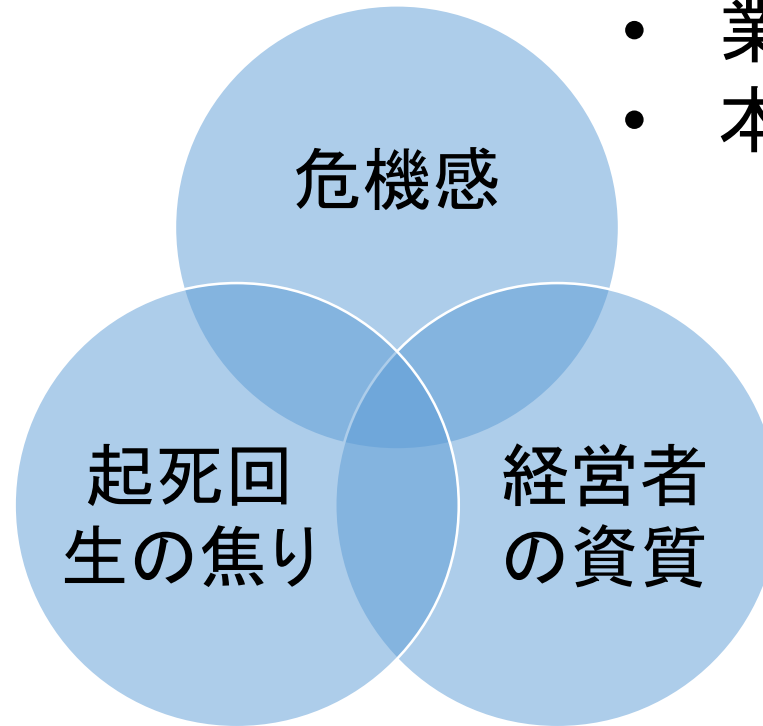


“高値掴みの”の構図



なぜ案件ありきで経済合理性が置き去りにされることが生じるのか？

- 多角化に過度の期待
- 海外戦略に前のめり



- 業績不振
- 本業の長期的衰退

- 決断すべきことを現場に丸投げ
- 企業価値創造か毀損かに対する感度と責任感の欠如

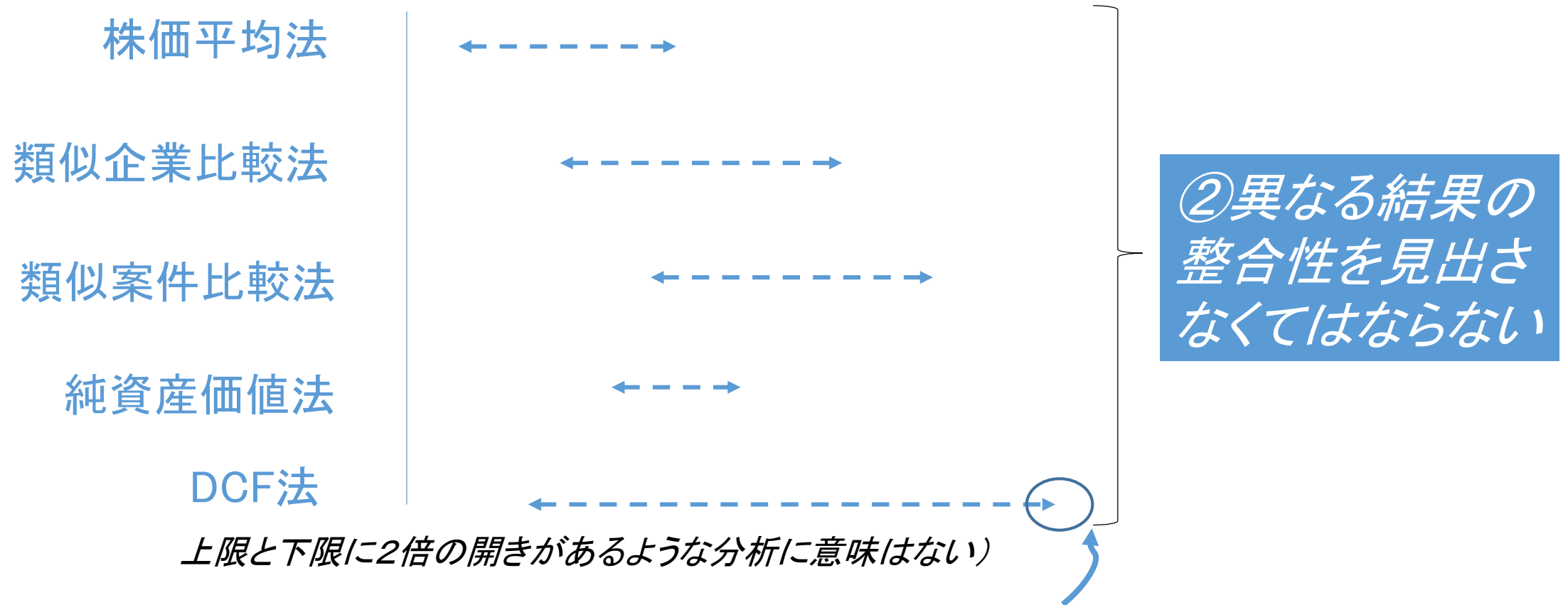
- 起死回生の売却、身売りはあっても、起死回生の買収はない
- M&A戦略に関する経営者の正しい認識し決断が極めて重要

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	株価が将来ポテンシャルを正しく 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	清算価値の側面からだけ価値を 捉えている
DCF法 DDM法	対象企業のポテンシャルとリスク を内在的かつ精緻に把握可能	前提条件の立て方次第で結果が 左右され、精緻だが確実な訳で はない

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

複数の価値評価手法を適用することの意味



与えられた業績予想を鵜呑みにせず、不確定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%
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%

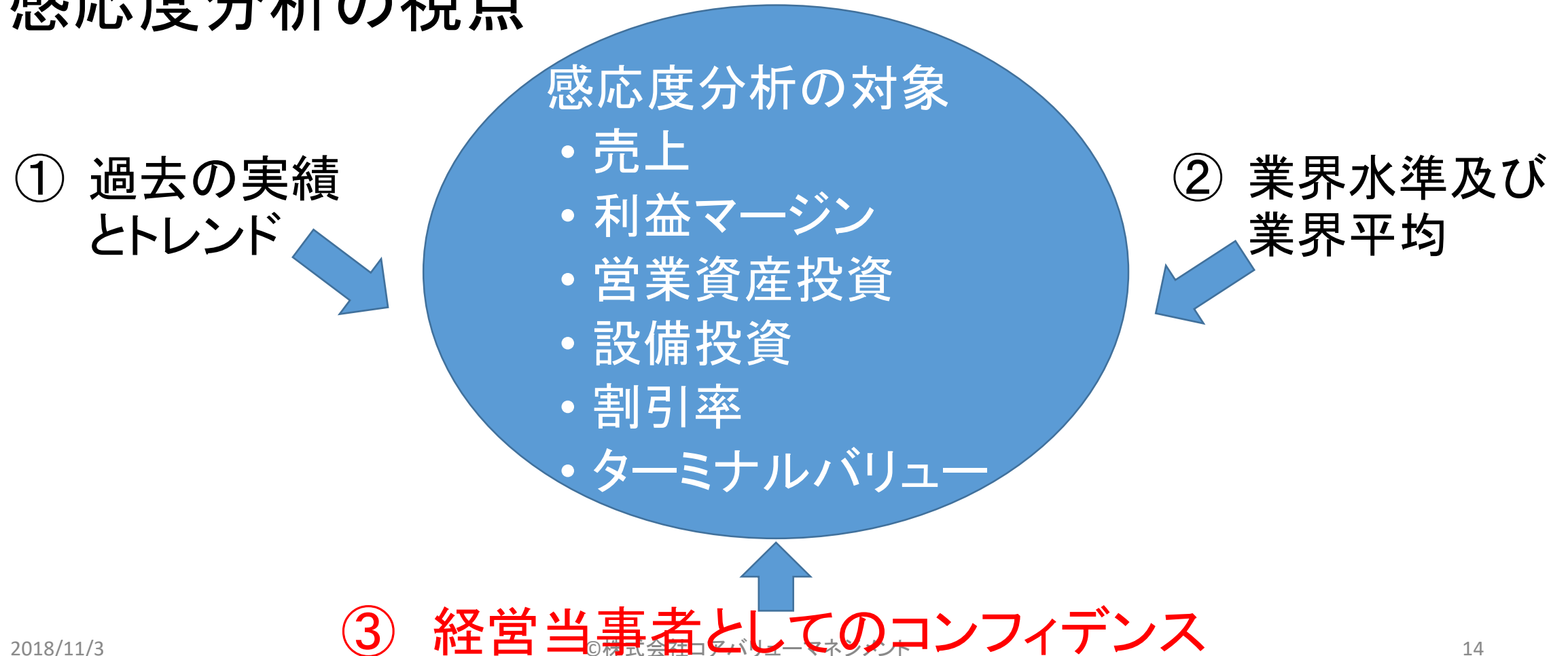
激しくぶれた実績

一転して安定成長

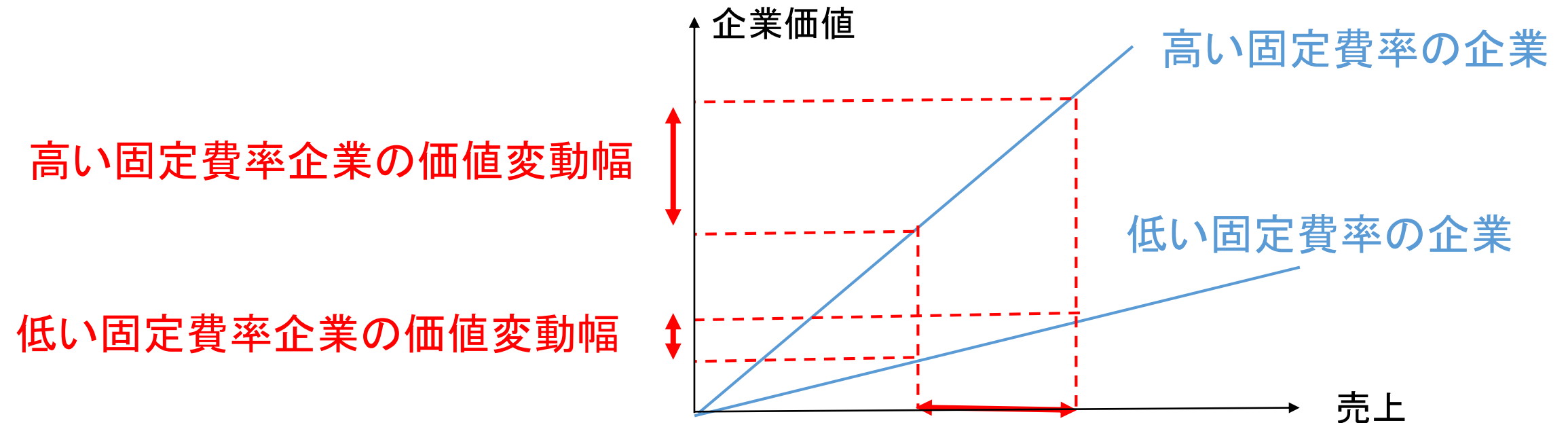
過去の実績及び競合他社や業界平均との比較を通じた検証は不可欠

不確定要因に対する感応度分析は不可欠

感応度分析の視点



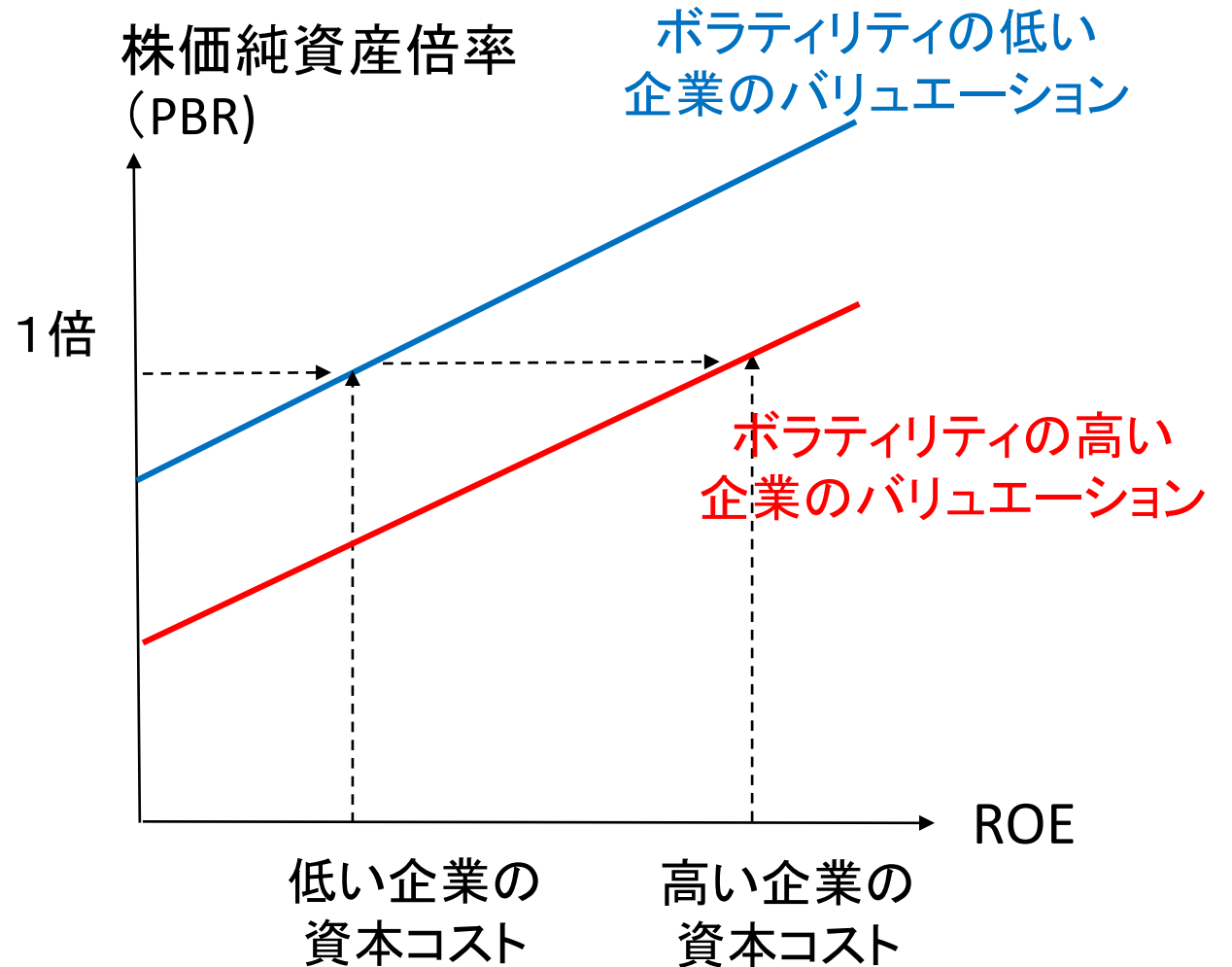
コスト構造の違いで売上の増減に対する感応度が異なることに注意



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）

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チ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



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



理論値に囚われず、レンジで感応度分析をすべき

ターミナルバリューに関する留意点

			1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
割引率	8%	FCF	10	10	10	10	10
ターミナル成長率	0%	TV					125
企業価値	125.1	現在価値	9.3	8.6	7.9	7.4	6.8+
TVの現在価値	85.1						85.1
TVの占率	68%	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

- 買収後の経営能力が買収価格の妥当性を評価する鍵
- シナジーの加味は、買収後の経営という将来要素に対して、不確定要因をさらに増していることを意味する
 - 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

シナジーを過大評価してはならない

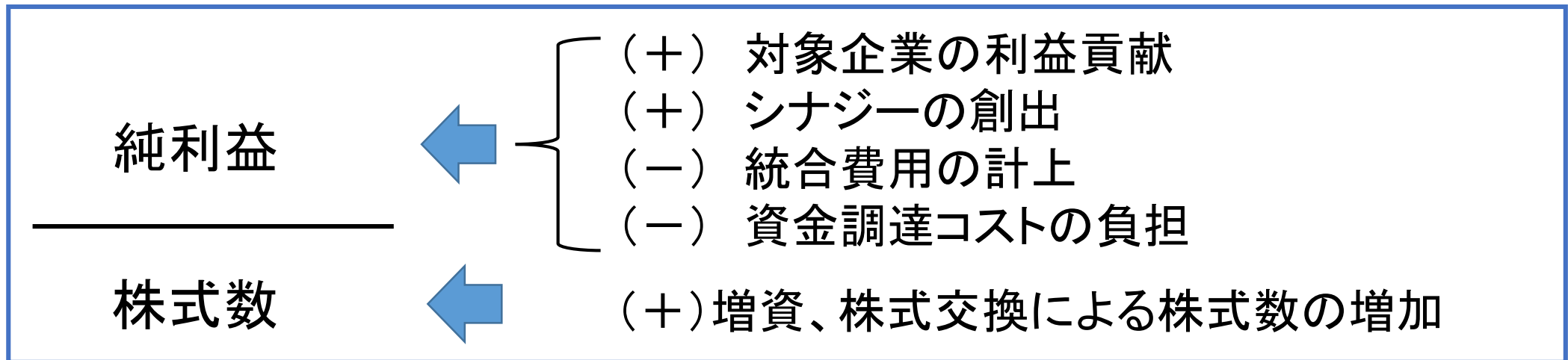
- シナジーは概ね未達に終わる傾向（グローバルに7～8割の達成）
- トップラインシナジーはコストシナジーよりも難易度が高い

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
<ul style="list-style-type: none">• 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	<ul style="list-style-type: none">• 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乘せすべきではない

買収価格から逆算した妥当性検証は不可欠

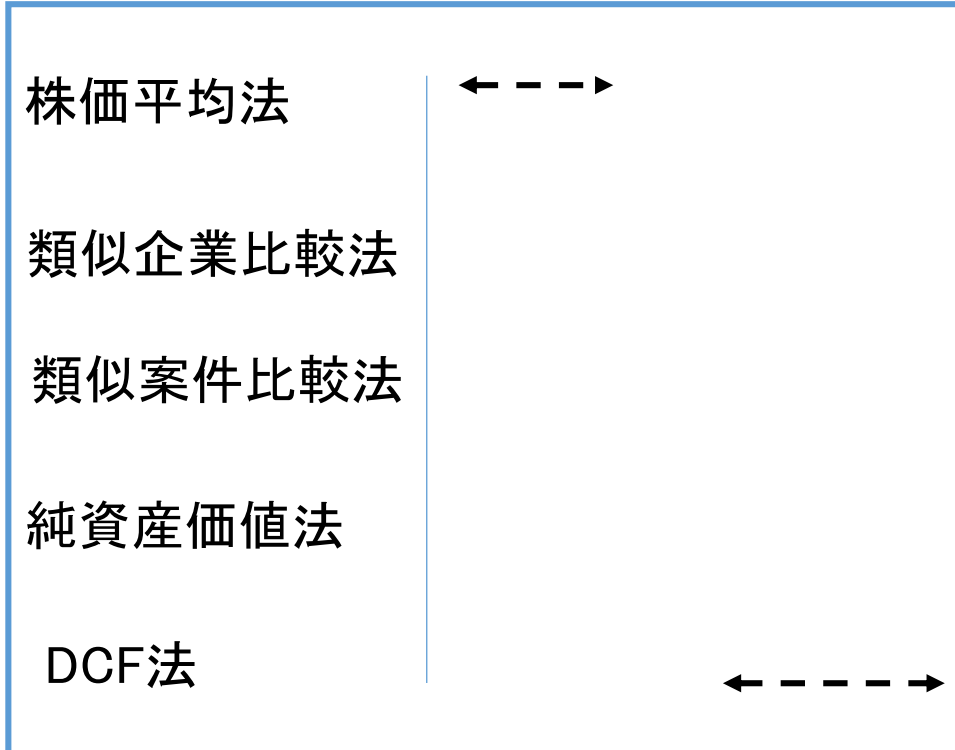
- 想定買収価格から逆算してEPSへのインパクトを検証



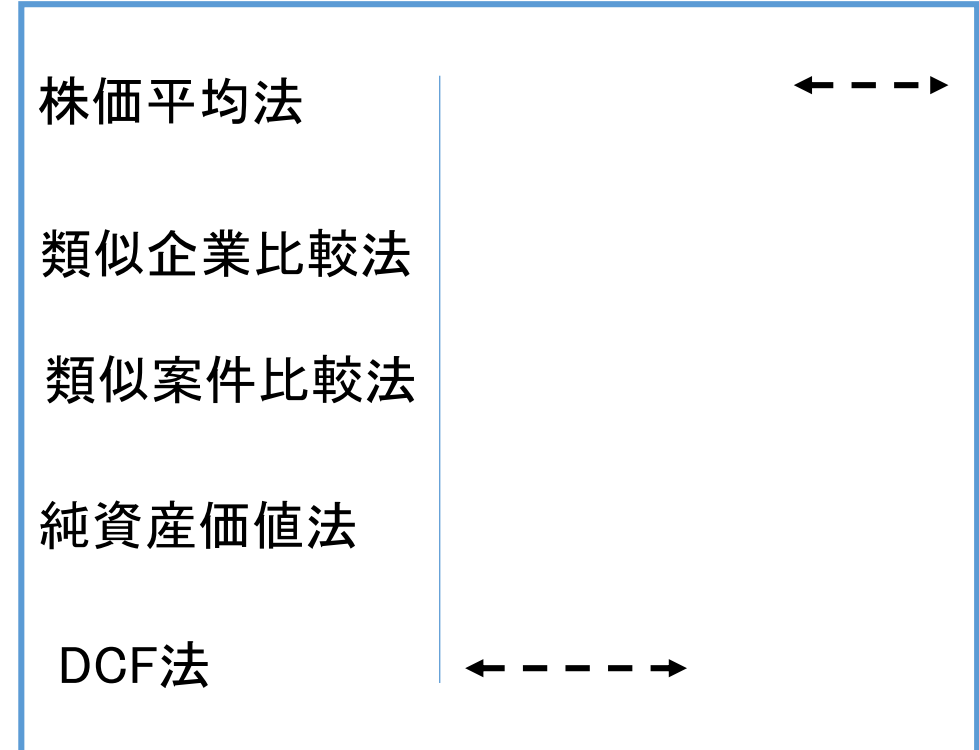
- EPSが希薄化もしくはは増大かは、案件評価において著しく重要な指標
- 案件直後に希薄化しても、遅くとも数期後には増大することは必須

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

株価が著しい割安

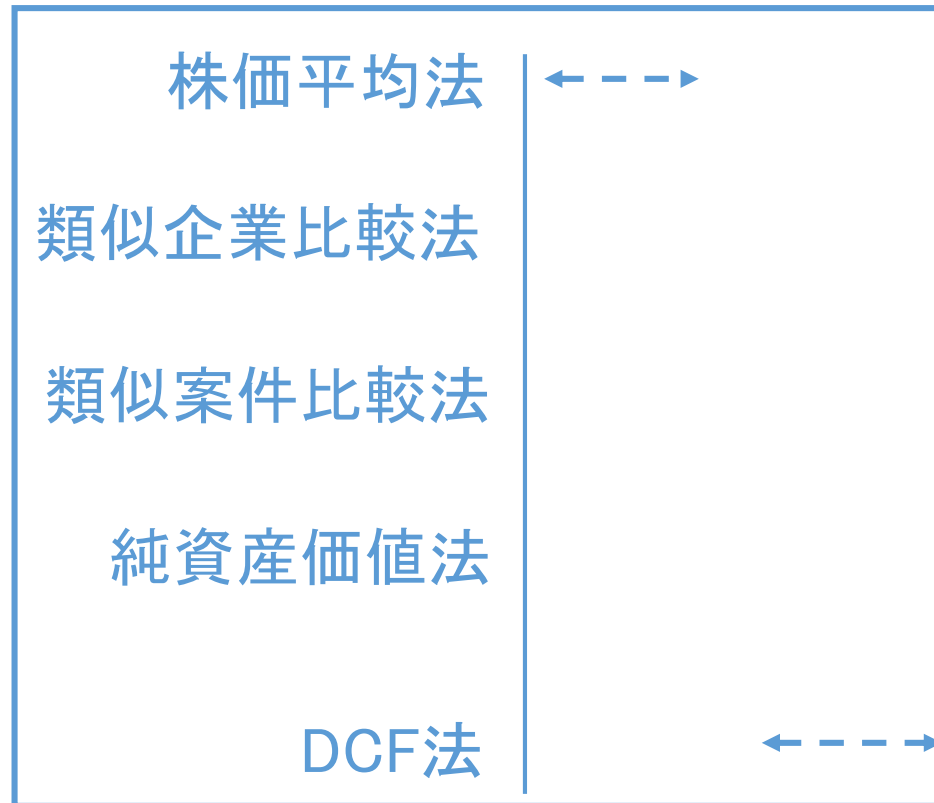


株価が著しい割高



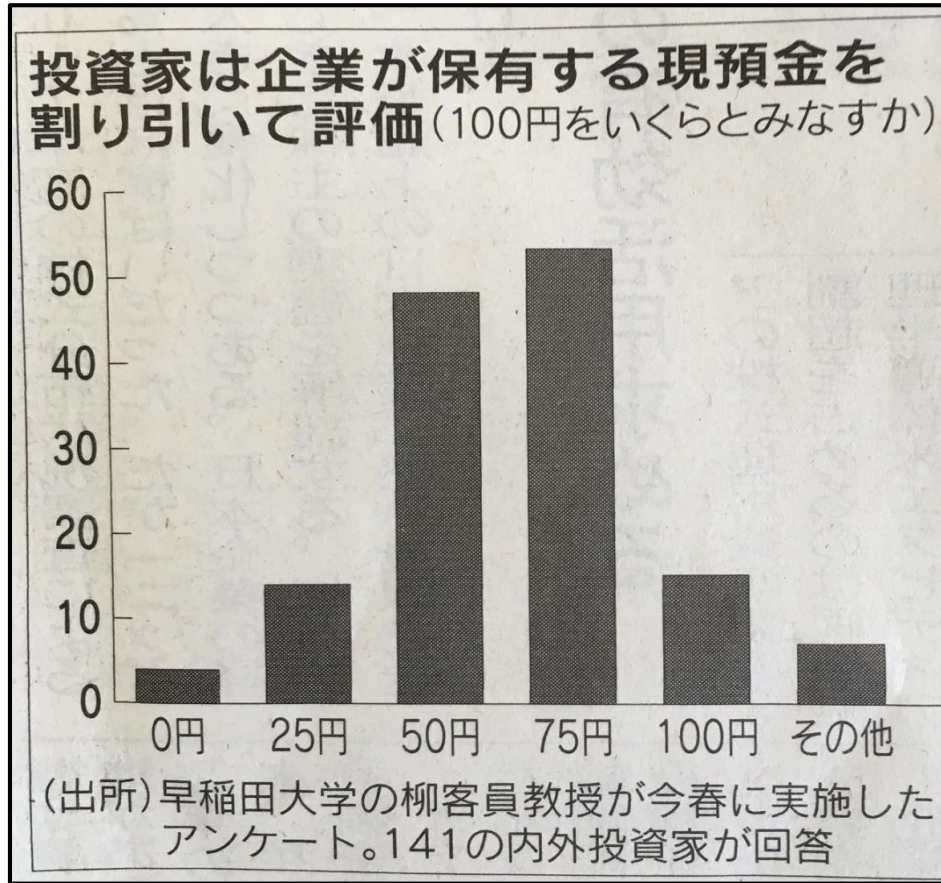
市場価値が本源価値を下回る理由は何か？

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）**

過剰手元流動性は株価の割安要因



- 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

日経2018年6月28日

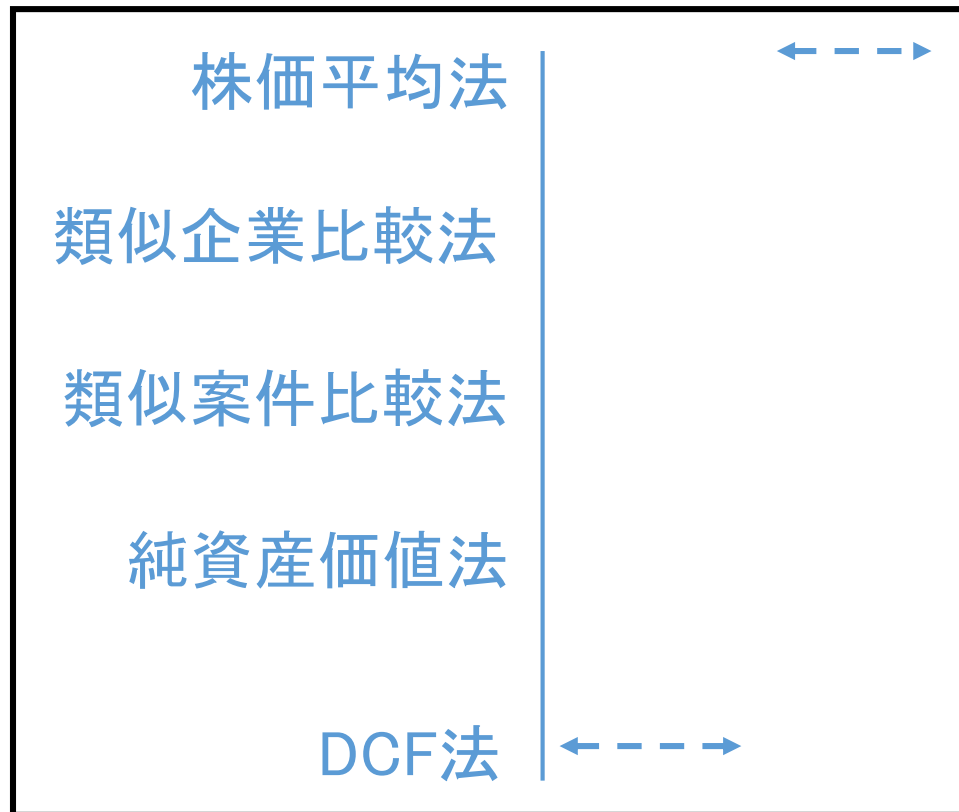
2018/11/3

©株式会社コアバリューマネジメント

24

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



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

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乘せ(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**に大胆に取り組む(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

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」

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

- 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%)

新日鐵住金の 日新製鋼の子会社化

- 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%)

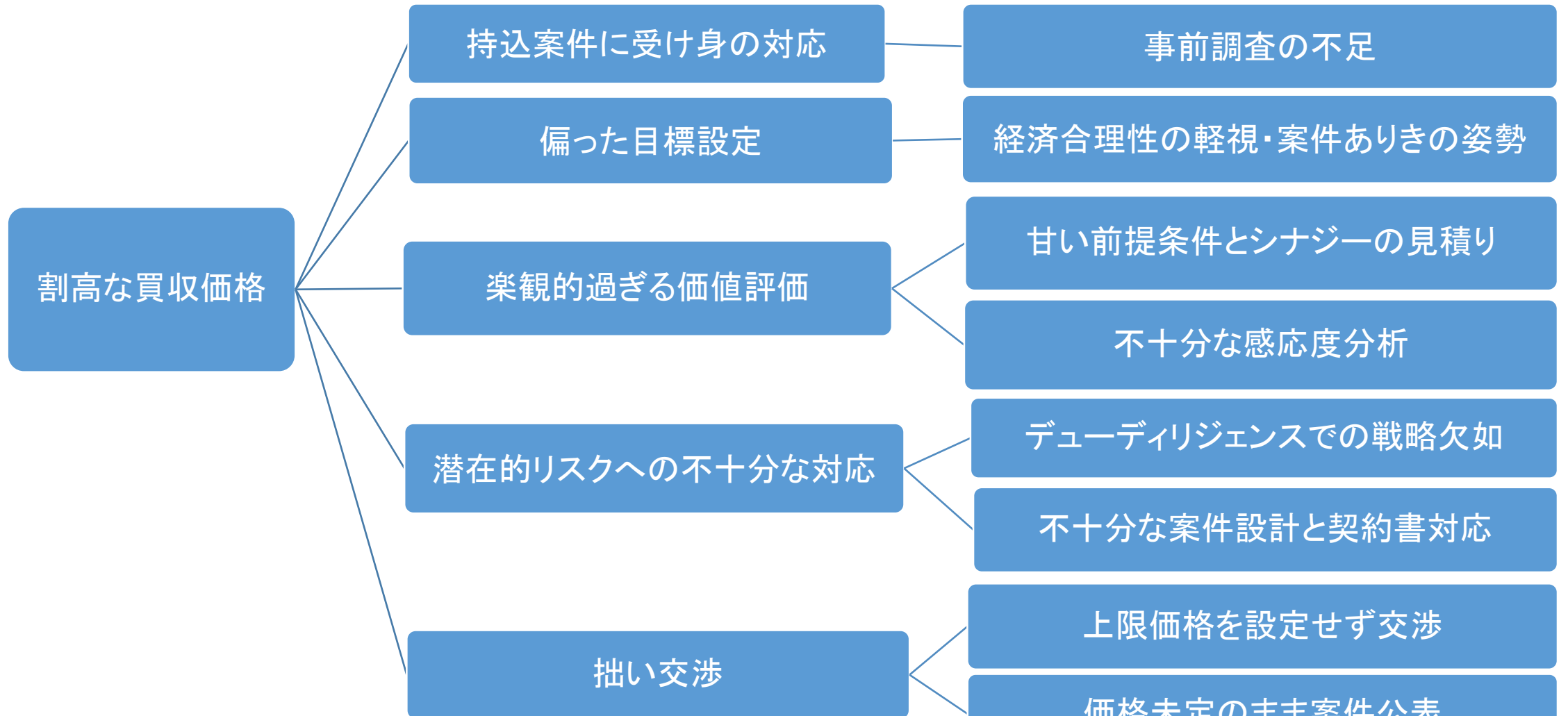
- 経済条件が未定であると、株主は案件の適否を判断できない
- 株主にとっての案件適否が不明だと、競合ビッドを招く隙を与える
- **案件公表によって売り手の株価が高騰し、買収価格に悪影響の恐れ**

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

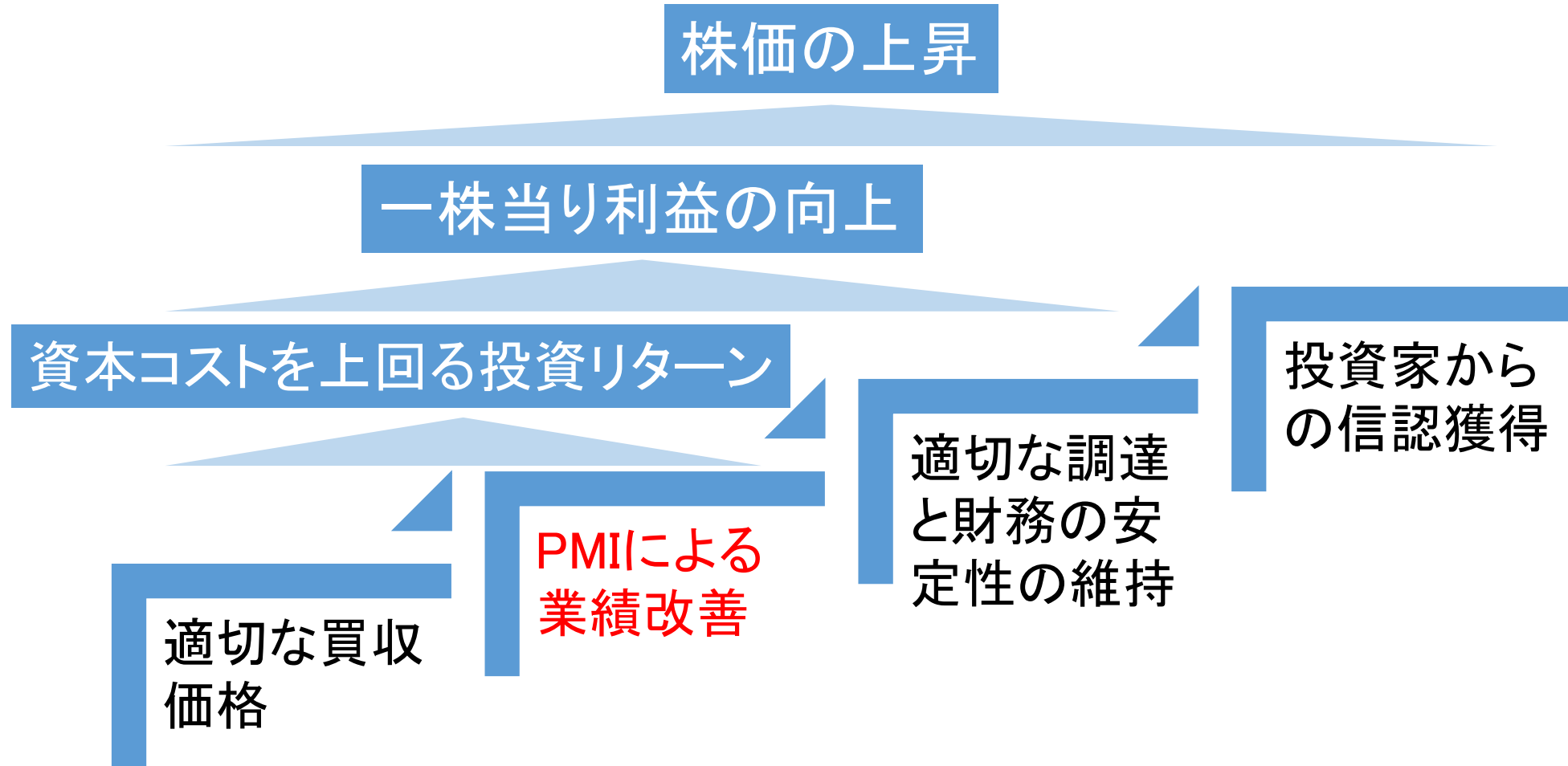
“高値掴みの”の構図(再掲)



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

M&Aの成功のための要件



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

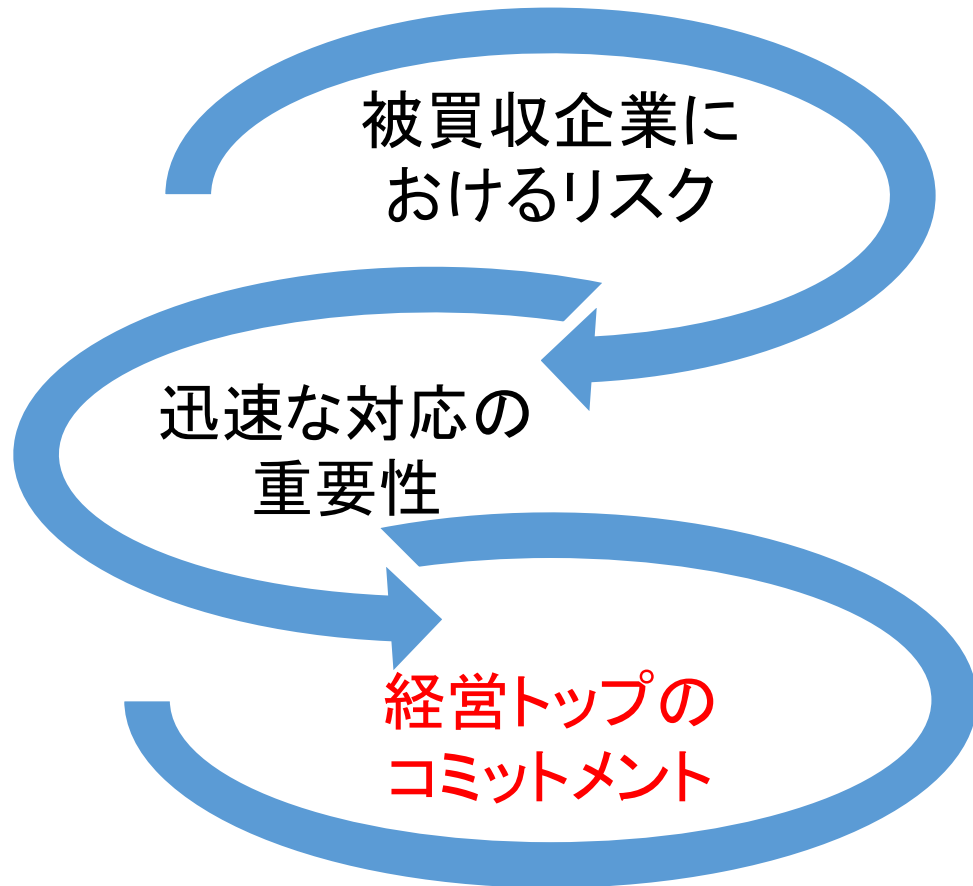
対象企業のガバナンス構築

- 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

- 買い手側の明確なリーダーシップ
- コストシナジー重視
- 経営余力の捻出

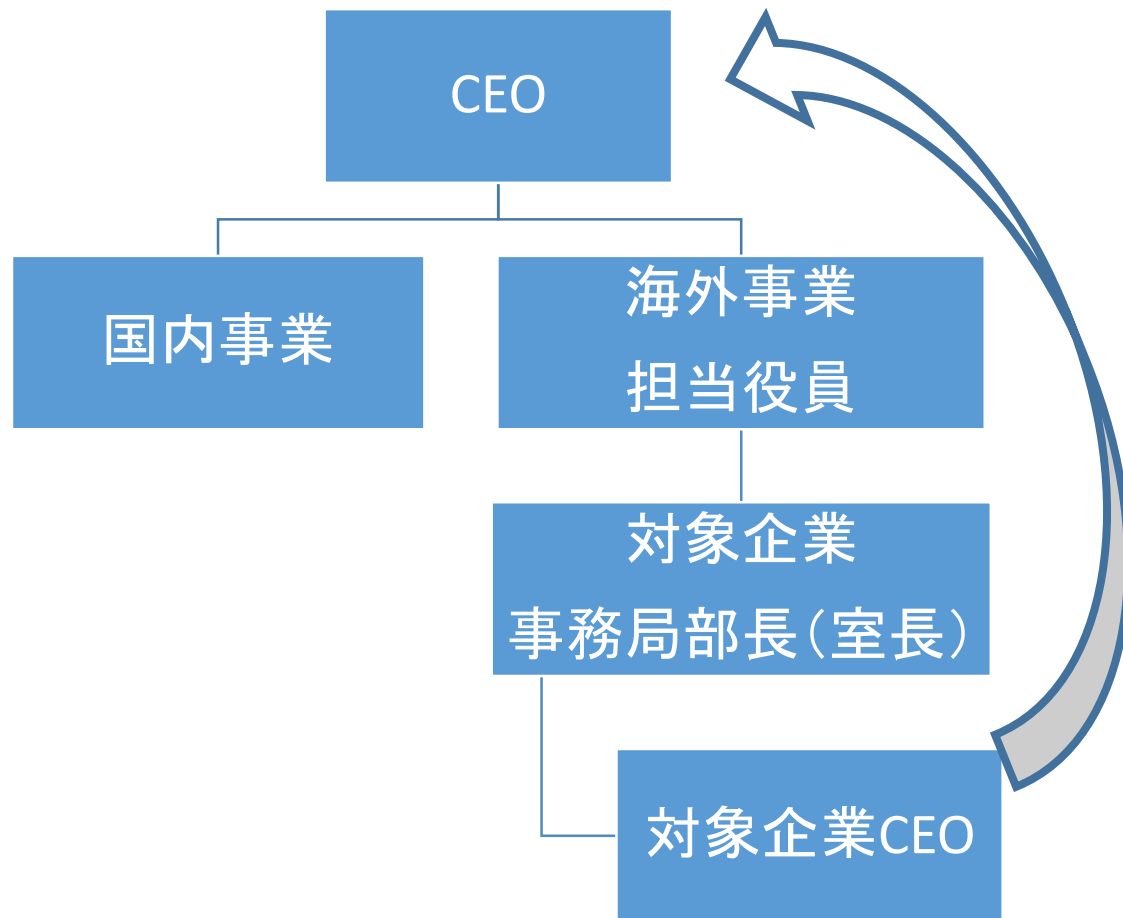
案件後の統合に経営の高い優先順位を置 かなくてはならない



- 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

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



- 対象企業における継続的なM&A展開などリスクテイクの決断
- リスクテイ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

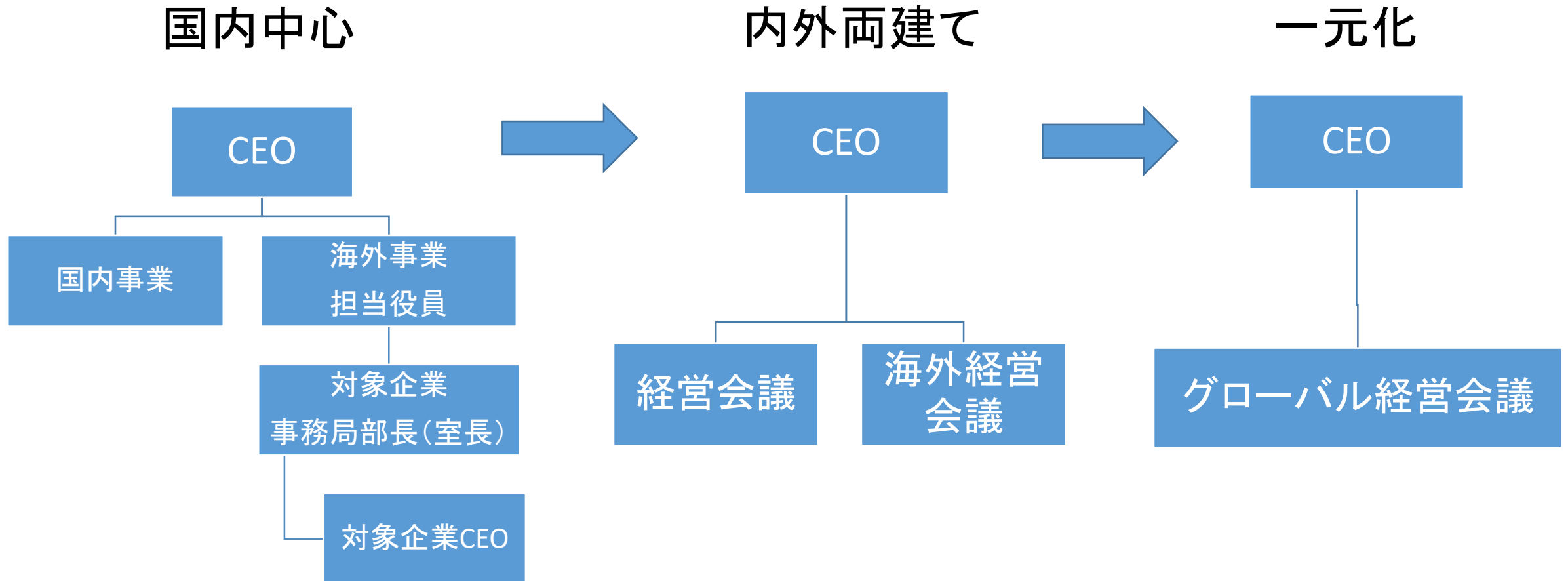
↓

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

グローバル化に伴い経営体制は進化すべき



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

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

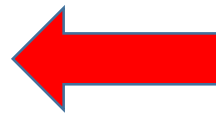
- 経営理念の共有

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

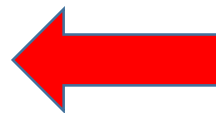
- 経営トップからの発信
- 執拗に繰り返す
- 双方向での対話



- 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

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

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

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

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	<ul style="list-style-type: none">• 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	<ul style="list-style-type: none">• 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

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だろうか
- 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、シナジーが現実味を欠く原因のひとつ

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。

鹿児島銀、肥後銀の統合リリースより抜粋

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？

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

- 協働してサプライチェーン改革に取り組み、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

基本戦略

- 営業基盤の統合による顧客満足度の向上
- 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

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)

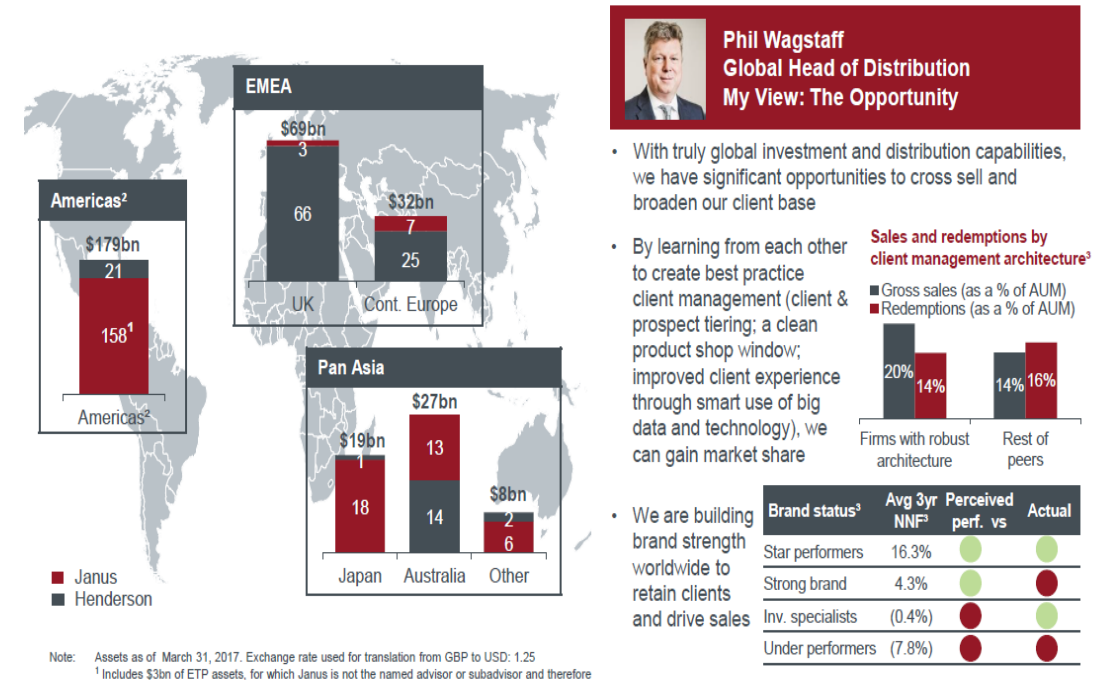
補完的統合であってもコストシナジーは可能

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

Global diversification

Global asset manager with strong positions in the US, UK, Europe, Japan and Australia



被買収企業の統合に取り組むための余力を 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

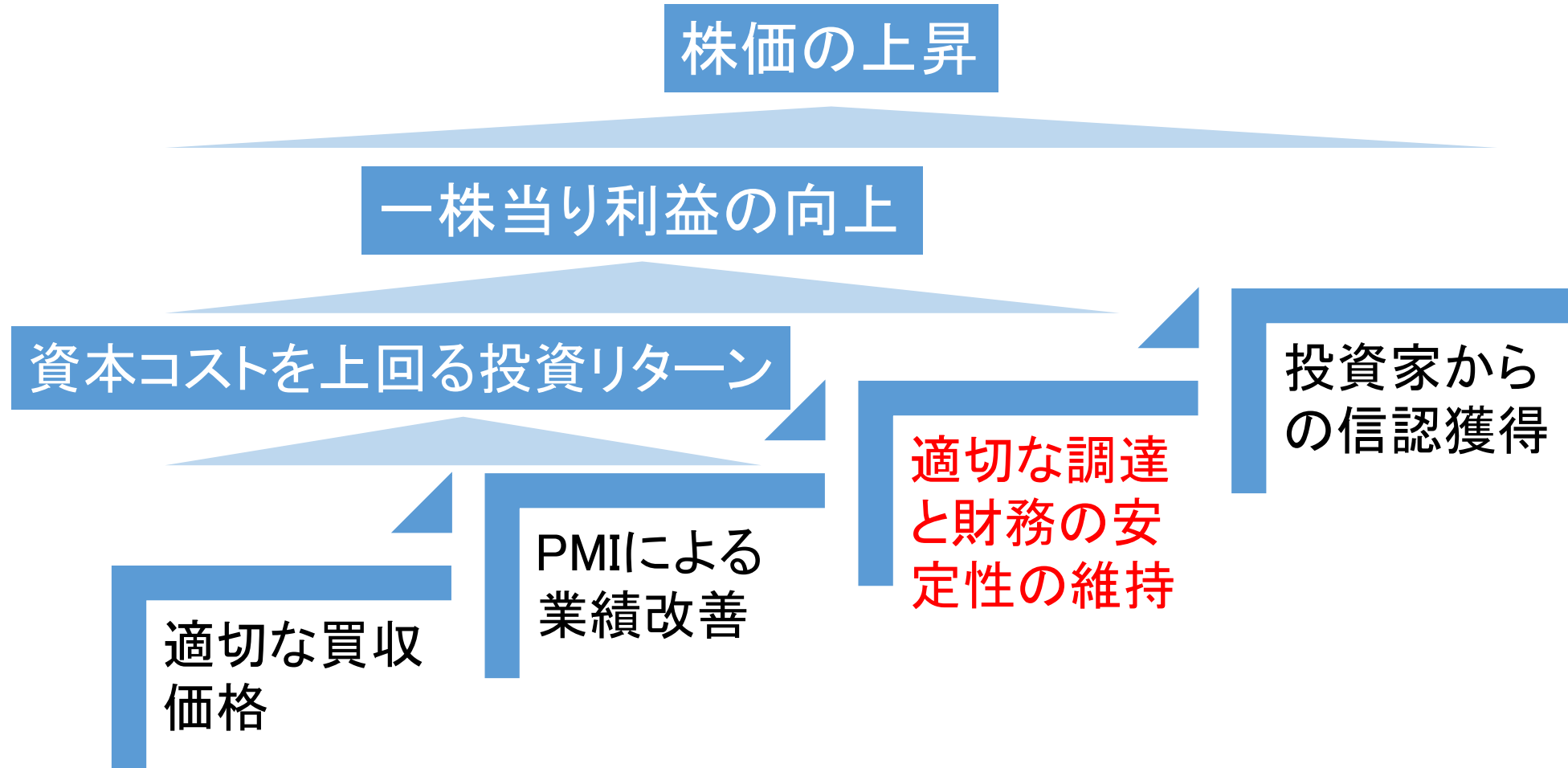
2016年7月ARMの買収発表

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 伊フィンメカニカ欧州鉄道事業買収	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		
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

M&Aの成功のための要件



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
- パーマネントファイナンスにおいて負債か、資本か

負債による調達

- (-) 金利負担
- (-) 財務の悪化
- (+) 希薄化を抑制

資本による調達

- (+) 金利負担の回避
- (+) 財務の安定性維持
- (-) 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

買収ファイナンスの優先順位



増資

増資には特に慎重であるべき

- M&Aの収益貢献は不確実だが、増資によりEPSは確実に希薄化
- そもそもM&Aという資本配賦に対して投資家は厳しい評価傾向

負債

負債は財務の安定性維持の範囲で活用すべき

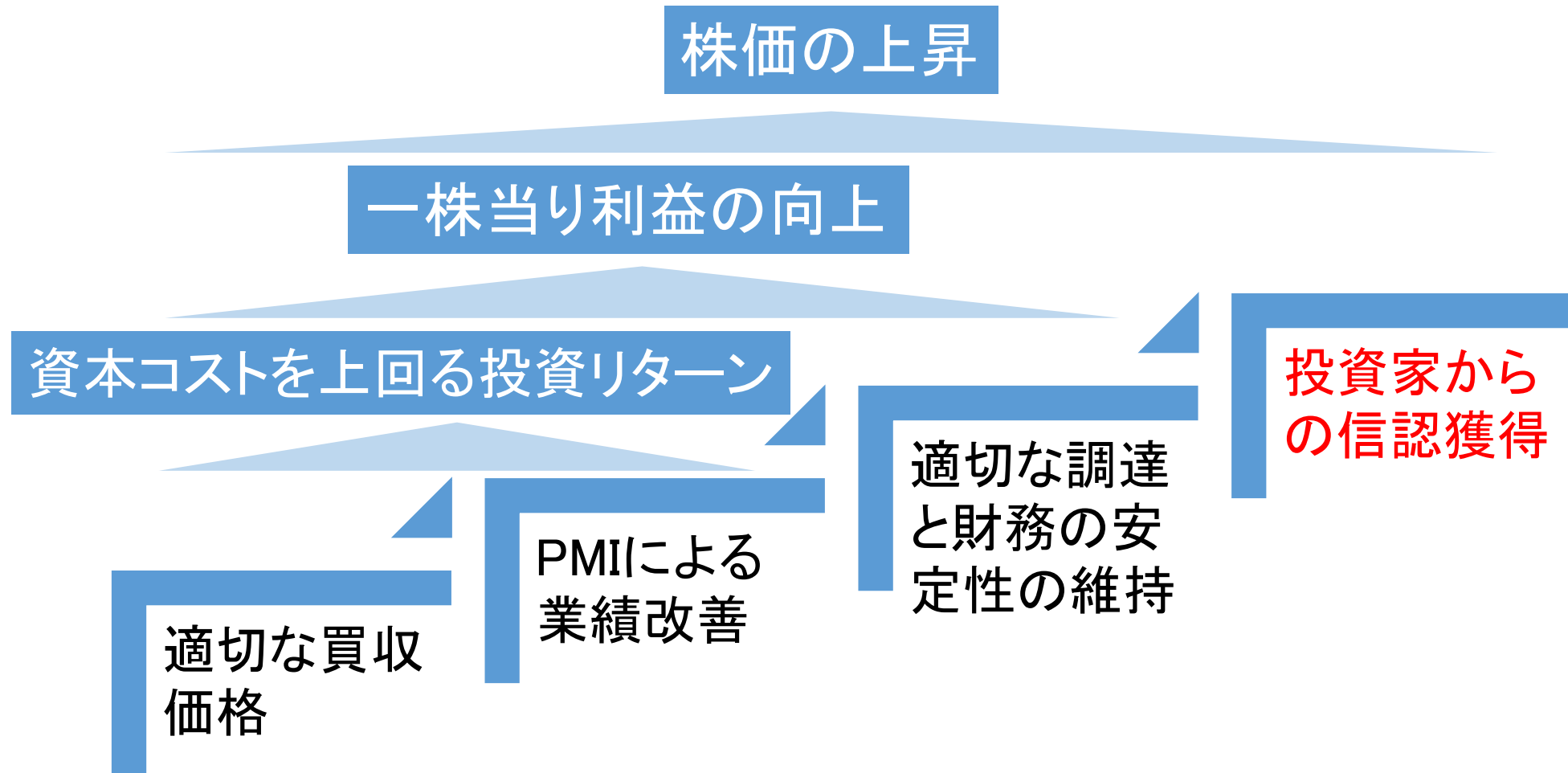
- 対象事業のキャッシュフローの安定性は重要要素
- 事前に負債許容能力を格付機関と確認しておくべき

増資以外の資本の手当て

増資以外による資本手当を積極的に活用

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

M&Aの成功のための要件



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

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 — 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)

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

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

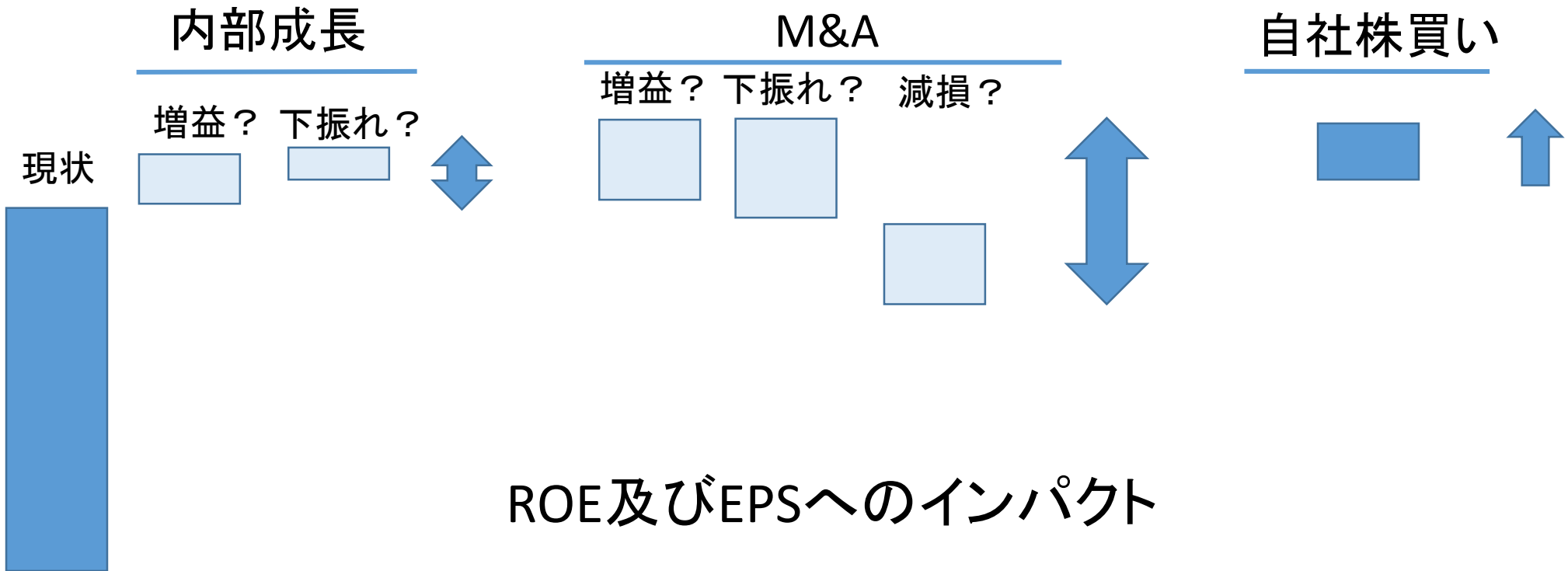
- 事業戦略の一貫として評価
- 業務上の課題に直接的に関連
- 長期的な観点からの位置づけが不明確な案件も散見

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

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



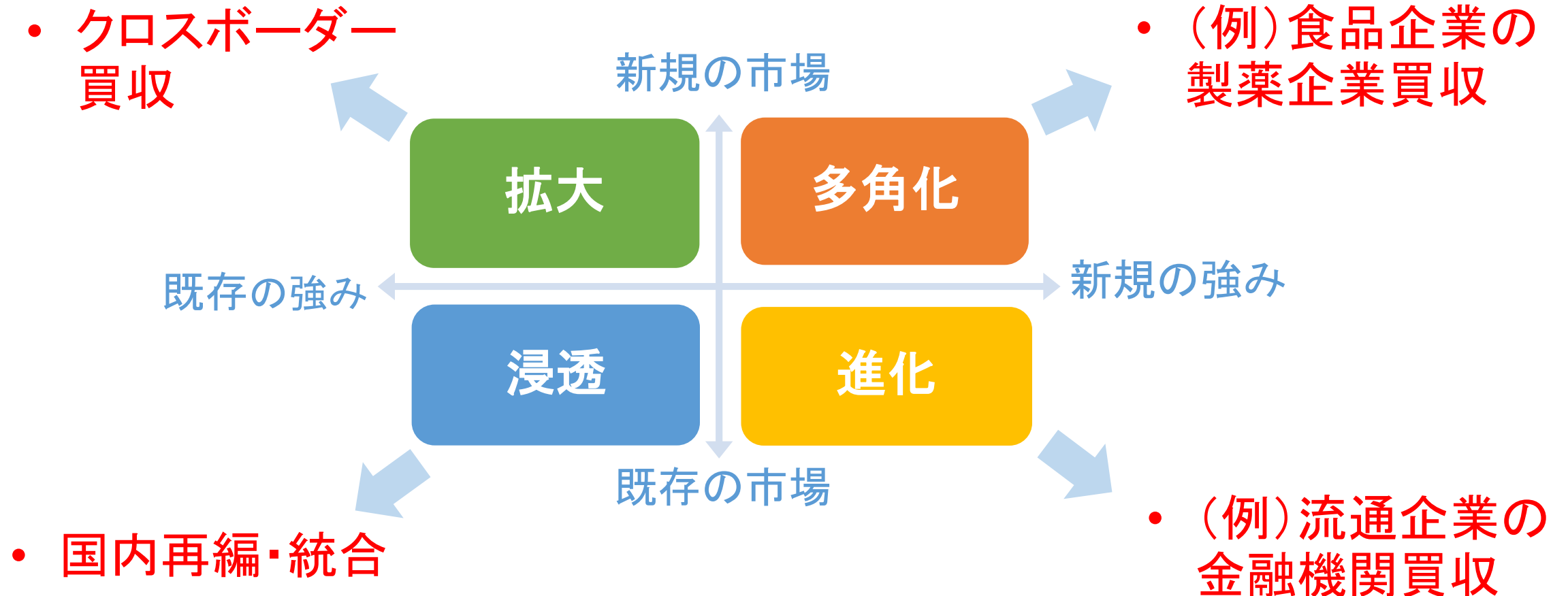
M&Aが株主還元にも勝るためには長期的で一貫した戦略を通じて結果を出す必要

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

- 内部成長に加え継続的な買収と統合による被買収事業の成長
- 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

成長戦略マトリクスにおけるM&Aの位置づけ



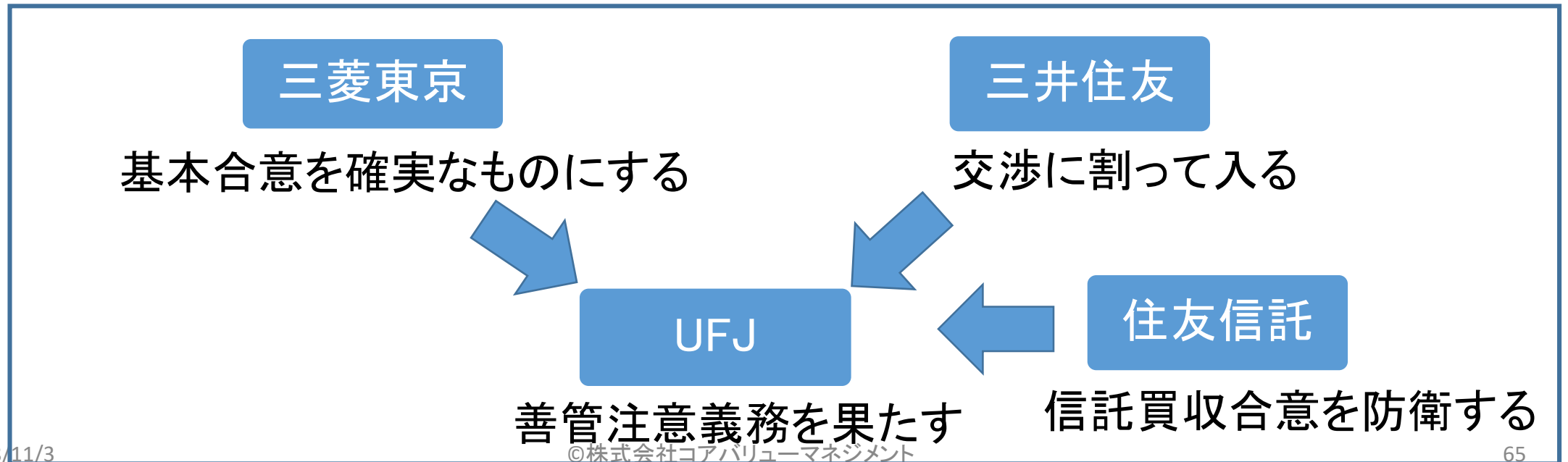
各領域における買収戦略の留意点

	浸透	拡大	進化	多角化
精通度	高い	中	中	低い
不確実性	中	高い	高い	極めて高い
シナジー	コストに注力	難易度高い	トップラインにも注力	当面なし
経営人材	内部人材	対象企業に依存も	短期的に対象企業に依存	対象企業に依存
リスクテーク方針	大型案件も可	段階的 大型は経験の蓄積と 経営人材次第	段階的 大型は経験の蓄積と 経営人材次第	慎重に

拡大、進化、多角化領域における買収戦略の余力を得ておくためにも、浸透領域におけるリーダーシップポジションの確立は重要

国内再編をめぐる競合：UFJ争奪戦

- 業界再編の最終的な構図を決定づける大手プレイヤー間の統合
- 日本初の大企業間の敵対的買収
- 裁判において独占交渉権が争われた事例
- 3分の1を超える外人株主の存在



UFJ争奪戦の経緯(2004年)

- 5月21日 UFJ、住友信託銀行への3000億円での信託事業売却を発表
- 5月24日 UFJ、3月期決算で約 4,000億円の最終赤字
- 6月18日 金融庁が検査忌避行為などでUFJに業務改善命令を発動
- 7月14日 UFJ、三菱東京に経営統合申し入れ。住友信託への信託事業売却は白紙撤回
- 7月16日 UFJ、三菱東京が統合交渉開始で合意
住友信託、東京地裁に統合交渉差し止めの仮処分申請
- 7月27日 東京地裁、住友信託の仮処分申請認める決定(UFJ、東京高裁に抗告)
- 7月30日 三井住友、UFJ への経営統合申し入れを表明
- 8月6日 三井住友、資本支援 5,000億円超など統合条件をUFJに送付

UFJ争奪戦の経緯(2004～2005)

8月11日 東京高裁、地裁の決定取り消し

8月12日 三菱東京、UFJ 経営統合で基本合意

8月24日 三井住友、UFJ に統合比率「1 : 1」を提案

8月30日 最高裁、東京高裁の決定の是認(住友信託の特別抗告却下)

9月10日 三菱東京、UFJ 銀行に 7,000億円の資本支援を決定。敵対的買収への対抗策

9月24日 三井住友、統合提案の有効期限を2005年6月末まで延長

2005年

2月18日 三菱東京、UFJ が統合契約書を締結。統合比率は「1 : 0.62」に

2月25日 三井住友、UFJ への統合提案を撤回

3月17日 住友信託、UFJグループに1000億円の損害賠償(2006・11・21、25億円で和解)

独占交渉権の有効性

- 独占交渉権に関する判例
 - 住友信託の差止請求に対する東京高裁の判断 — 片方の当事者の成約意思の消滅により、独占交渉権は意義を失う(?)
 - 最高裁の特別抗告却下 — 独占交渉権は事後の損害賠償などで補償できる限り、交渉差し止めは不要(?)
- 独占交渉権のコスト
 - 善管注意義務に則って、独占交渉権の付与相手の妥当性を厳格に評価
 - ノックアウトプライスの要請
 - 期間の限定
 - 売り手側が価格合意後のショッピング条項を留保することも
- 独占交渉権はコストのつくものであるが、交渉上のレバレッジを得たときに強く主張すべき

三菱東京と三井住友のUFJに対する提案

MTFGの提案

7. 16 統合協議開始の覚書締結

- 信頼と信用、7月末目途の基本合意目標

8. 12 基本合意の締結

- 趣旨
- 存続法人、商号、本店所在地、代表者、上場取引所
- 統合新グループの概要の説明

9. 10 資本支援と敵対的買収対抗策合意

- 持株会社ではなく銀行子会社への出資
- 7%の非累積の優先配当、経営の重要事項に対する拒否権
- 敵対的買収者があるときに議決権獲得
- 経営統合が実現しない場合に30%の上乗せ価格で優先株の売り戻す権利獲得
- 9月29日払込(17日に前倒しで実行)

2. 18 統合契約書調印、比率は1対0.62

SMFGの提案

8. 6 UFJへの提案送付

- 対等の精神、スピードある統合、経済合理性ある比率、公正・公平な人事
- No1たるべきフォーカス事業、三極体制
- 5000億円以上の優先株による資本支援
- 2000億円以上のシナジー効果
- UFJがMTFGと統合した場合の効果との比較

8. 24 UFJへの統合比率の送付

- 1対1 (UFJ株価に30%プレミアム)
- 資本支援額を7000億円以上に増額
- 提案の有効期限は1月間

9. 24 統合提案の翌年6月末までの延長表明

各当事者の対応に関する評価

	評価すべき点	問題点
SMFG	<ul style="list-style-type: none"> 株主、従業員に訴える戦略 具体的な統合効果の提示 統合比率の提示 	<ul style="list-style-type: none"> 不良債権及び公的資金返済負担が残るなかで、UFJの財務リスクを負えるのか当局及び市場は疑問視
MTFG	<ul style="list-style-type: none"> 低不良債権比率と公的資金の返済による財務的柔軟性 UFJ銀行への資本注入に統合取引保護策(敵対的買収対抗策)を取入れ 違約金付きの売戻権の獲得 	<ul style="list-style-type: none"> 統合の意義の捉え方が抽象的で、株主に対する説明が不十分 統合効果の説明が必ずしも十分でない 比率提示のタイミングは遅すぎなかったか？
UFJ	<ul style="list-style-type: none"> 表面上は交渉をMUFGに一本化しつつ、SMFGからの提案も検討することで、株主にとっての最善案を選択する姿勢を維持 	<ul style="list-style-type: none"> 信頼失墜により交渉相手を能動的に選択する自由度を失う UFJ銀行優先株のMTFGへの割当は、持株会社株主の権利を侵す可能性は？

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

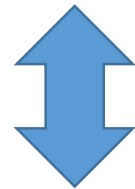
- 買収価格の厳格な評価と適切な交渉
- 契約書上の対応と工夫
- ファイナンスの優先順位
- 発表のタイミングとストーリー

買収後の経営

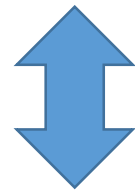
- 経営上の高い優先順位の付与
- 経営幹部の投入とガバナンス構築
- 余力の捻出
- 価値向上策とシナジーの実現

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、案件プロセス全体をファシリテート
- プロセスのファシリテートだけでなく、案件の是非について助言
- 案件の是非を他の戦略オプションとの比較のうえで妥当性を助言



- 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

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Aircraft Finance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

アドバイザーの関与の度合いはさまざま

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)

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
 - リーディングプレイヤーであるか
- 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

まとめ：“M&A 5か条”

規律

1. ボール球に手を出さない

スキル

2. 選球眼を鍛える

3. 得意なコースを増やす

姿勢

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

- 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