



資本市場からみた企業価値経営の潮流 株主価値最大化に向けた攻めと守り

2019年9月28日

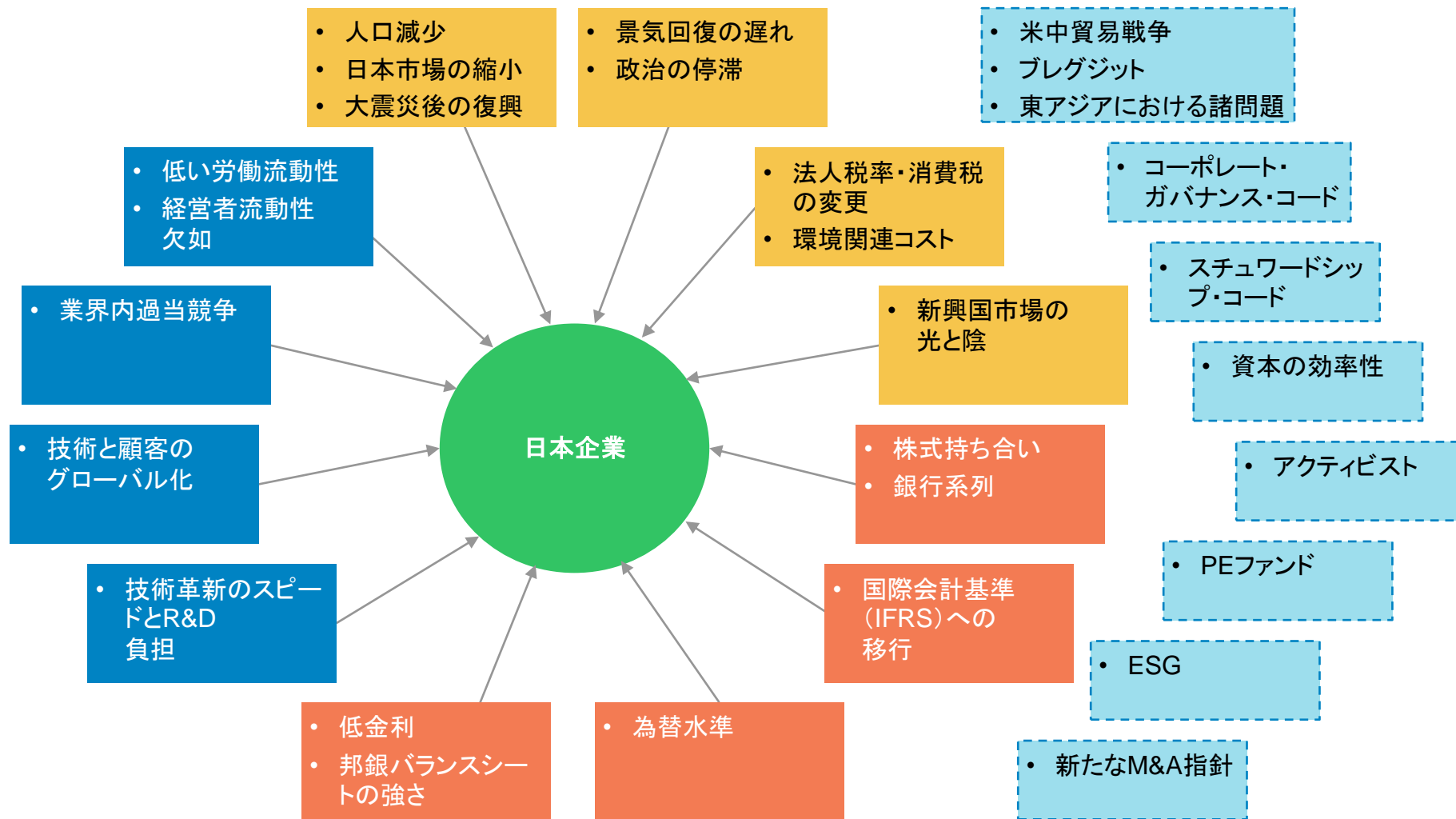
本日の内容

はじめに

- ① 日本企業による海外買収成功の鍵
- ② アクティビズムの最新潮流

まとめ

はじめに：日本企業を取り巻く環境



■ 経営環境 ■ マクロ環境 ■ 財務環境 ■ 新たなトレンド

海外買収、国内大型再編加速の背景

本邦資本市場を牽引する主な要因

✓ マクロ環境

高齢化／人口減少

景気回復の遅れ

✓ 財務環境

低金利／日銀によるマイナス金利導入

国内企業の潤沢な現金資産、強固な
バランスシート

✓ 経営環境

業界内競争激化／技術と顧客の
グローバル化

技術革新のスピードとR&D負担の加速度的
増加

既存事業への依存脱却に向けた事業ポート
フォリオ転換

✓ 新たなトレンド

資本の効率性、コーポレート・
ガバナンスの議論の本格化

アクティビストの台頭

プライベート・エクイティ・ファンドの関与する
M&A取引の増加

① 日本企業による海外買収成功の鍵

M&Aは成功のツールか、失敗の罠か？

日本企業の海外M&A、過去最高の12兆円 1~6月

2018/7/1 20:20 | 日本経済新聞

【戦略なきM&Aの愚】統合を成功させる条件

伊藤友則・一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

日本企業のM&A なぜ成功例が少ないか

このコラムについて

日本企業のM&A なぜ成功例が少ないか

世界ではM&A（合併・買収）が頻ばいたが、日本企業は買収意欲が盛んだ。しかし、その事例を見ても、特に海外での事例で失敗が多いと言われる。それはなぜだろう？

なってしまうこともある。結果！
まうことにもつながっている。
るステークホルダーの意向へ
い条件が不明確な...

3. M&Aの主な失敗要因は戦略性の欠如と統合の失敗によるもの

M&Aが失敗に終わってしまう要因の大きなものは、「不十分な戦略策定」「買収価値の見誤り」といったM&Aのプランニングフェーズでの失敗によるものと、買収後の「ガバナンスの弱さ」「不十分な企業文化の融合」...

日経ヴェリタス 2010年11月14日記事より

日本のM&A 勝率は2割6分

成否を分けた3鉄則、過去の失敗に学ぶ

日本企業のM&A(合併・買収)はブームと失敗を繰り返してきた。海外展開の足場を築いた成功例はあるが、大きな損失を出し撤退した例も数多い。過去の案件から成否を分ける鉄則を導いてみた。

プロ野球でチーム打率が2割6分といえは「まずまず」といったところだろうか。それではM&A(合併・買収)の成功率が2割6分と聞いたら皆さんはどう思うだろうか。

2008年秋のリーマン・ショックで落ち込んでいた日本企業によるM&A、円高とガネ余りを追い風に再び増えようとしている。UBS証券の大塚雄三・投資銀行本部共同本部長は「9月以降、M&Aの動きは活発になっている」と話す。国内市場の縮小が懸けられそうにないなか、M&Aは成長への必要条件となっている。

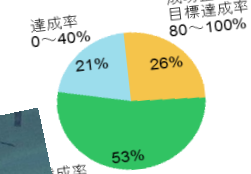
だが、成功率はどうか。デロイトトーマツコンサルティング(東京・千代田)が昨年まとめた調査が興味深い。2000年以降に合併・買収・売却を実施した主な企業(有効回答数

269社)と聞いたところ、企業は3割に達していない。「昨年のリジェンシで、その件はなかった」2日に開いた10年4〜見。同社は「オーストラリアで、早くも特た。経営陣と、野崎部と、たまたまい付けが完了は11年3月期方修正して

失敗するM&A 成功する

日本企業の「お買いもの」が止まらぬ。M&A(合併・買収)助言のレコフの調べでは今年1〜9月期に約24兆円。過去最高だ。2009年の1年4兆5千億円に上った。

M&A成功率は3割未満



コイトマツコンサルティング調べ、00以降にM&Aを実施した日本企業(269社)を対象。目標達成率が80%以上の企業をとした

きた。円高は輸出企業を苦しめ、円ベースで見た海外資産の下落を招くため、M&Aでは有利

は企業に資金の有効活用を促す。M&Aを成功させて企業価値を高めることは、株主の支持を得る有力な手段である。

は繰り返すのか、それとも過去の失敗から学ぶのか。過去の案件から成功への3つの鉄則を

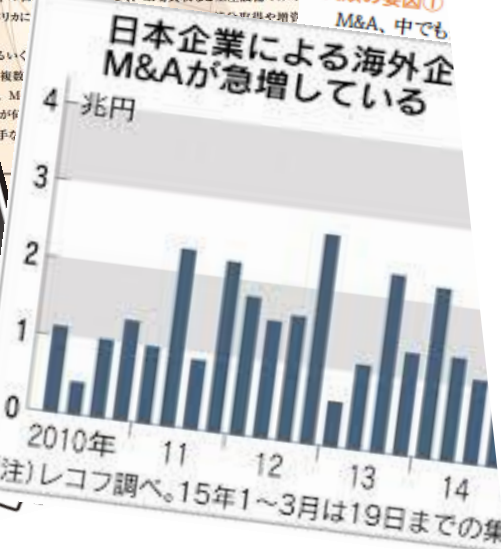
特集
Featured

クロスボーダーM&A案件における買い手としての日本企業の課題

日本企業は世界のM&A市場で注目される買い手に躍進

北米と欧州・中東・アフリカで全世界の7割の件数ではアジア太平洋が56%と半数以上を占める買収案件では、ターゲット企業の組織全体やグローバルなオペレーションを完全に掌握し、完り手がファイナンス・インテグレーションによる完結が多いのも特徴で、アジアの買収案件では、個々の案件間で小さく、工場買収など生産設備のみの買収も増加している。

9割は失敗
大公開！
企業買収

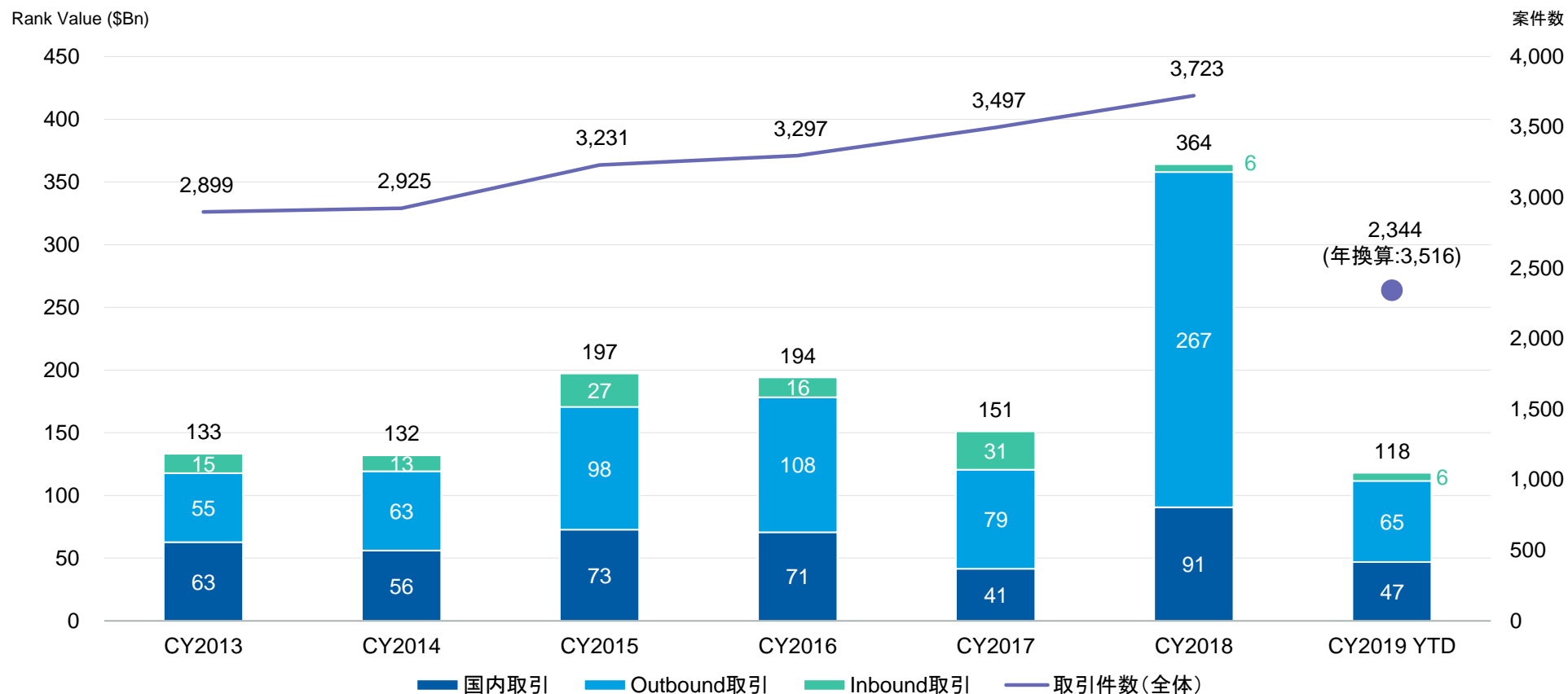


日本関連M&A市場規模の拡大

CY2018(1月-12月): 年間合計およびOutbound取引で過去最高を記録

CY2019(1月-6月): 大型案件こそ少ないものの、案件数では過去10年で2番目の高水準

日本関連M&A市場規模の推移⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾



出所: Refinitiv (2019年8月末時点)

注:

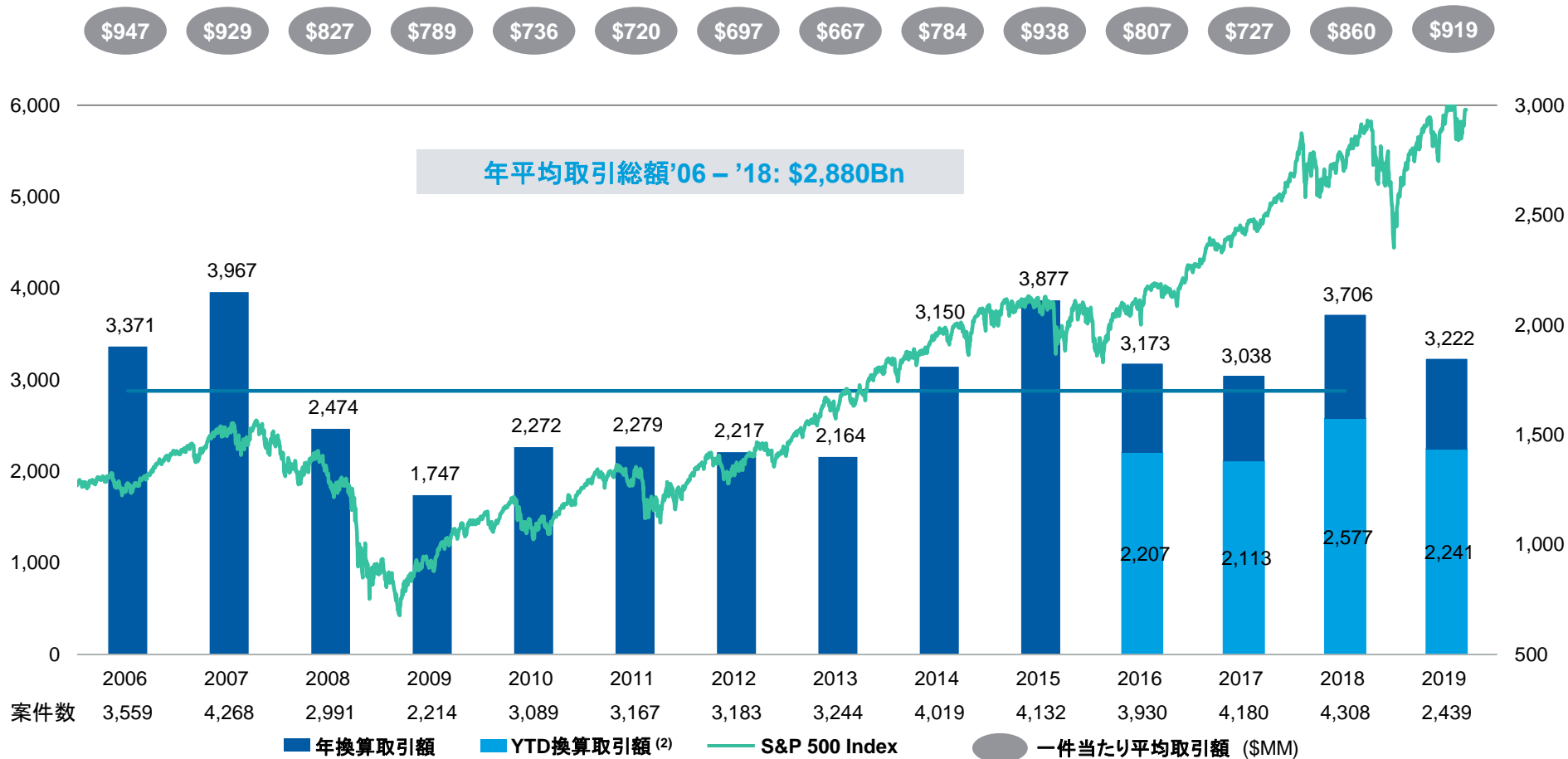
- 通常のリーグテーブルに含まれる次の案件を含む: Completed (完了案件)、Unconditional (条件確定)、Intended (実施予定)、Pending (進行中) 及び Partially Completed (部分的に完了)
- 次のものは除く: エクスチェンジ・オファー、ローンの変更、デット・テンダー・オファー、エクイティ・カーブアウト及び自己株取得案件
- Out-Out取引を含む

CY2019 グローバルM&A市場規模

M&A総額は年換算ベースで6年連続で3兆ドルを達成

取引金額(\$Bn) (1)

S&P500

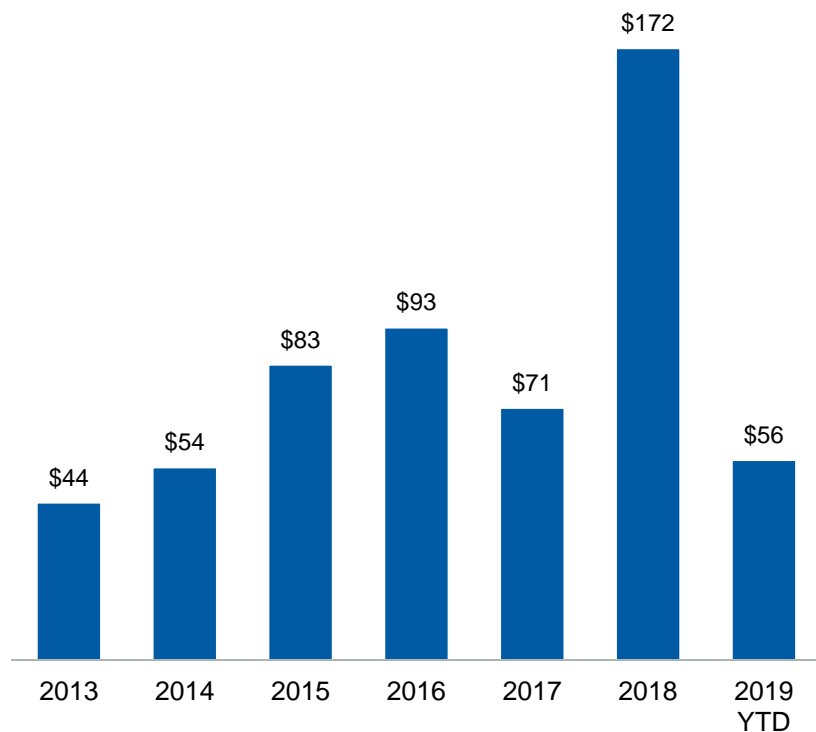


出所: Refinitiv, Capital IQ (2019年9月11日時点)

- (1) 取引金額が\$100MM以上のグローバル公表M&A取引を含む。完了前案件については想定取引金額ベース。公表後中止となった案件は含まない。案件が今後完了前に中止となった場合は上記の取引金額から除外となる
- (2) 2019年9月11日時点

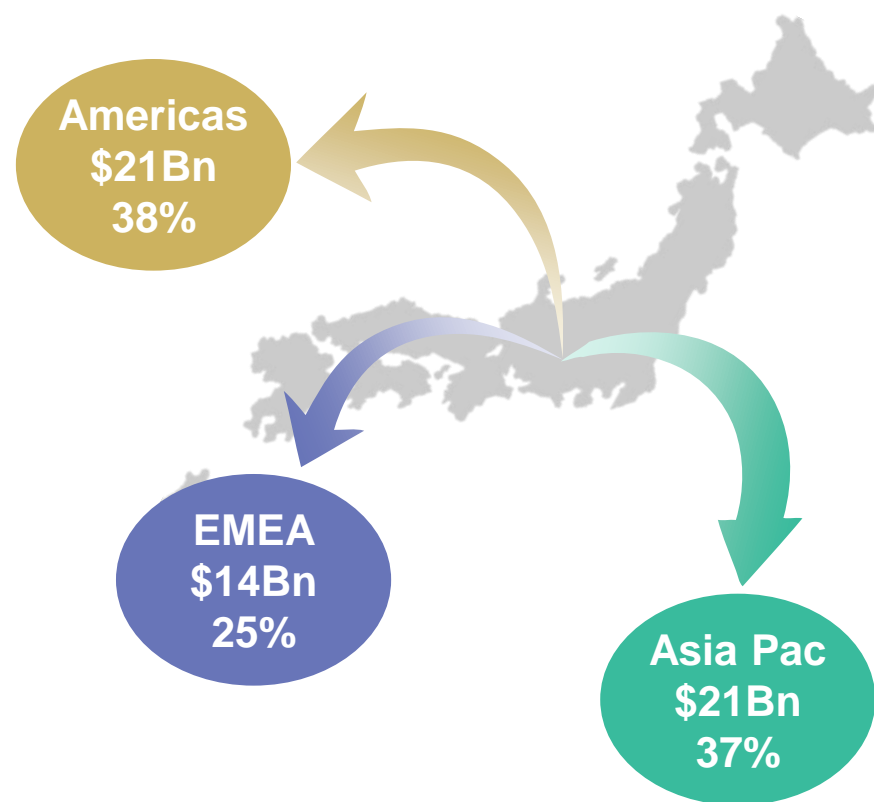
日本関連M&Aでは引き続きOutbound取引が市場を牽引

日本関連Outbound取引の推移
取引金額 (\$Bn) ⁽¹⁾



出所: Refinitiv

日本関連Outbound取引対象地域
2019YTD ⁽²⁾



(1) 被買取企業所在地が日本国外の案件及び買収企業の最終親会社日本企業の案件を含む。完了前案件については想定取引金額ベース。公表後中止となった案件は含まない

(2) 2019年9月11日時点

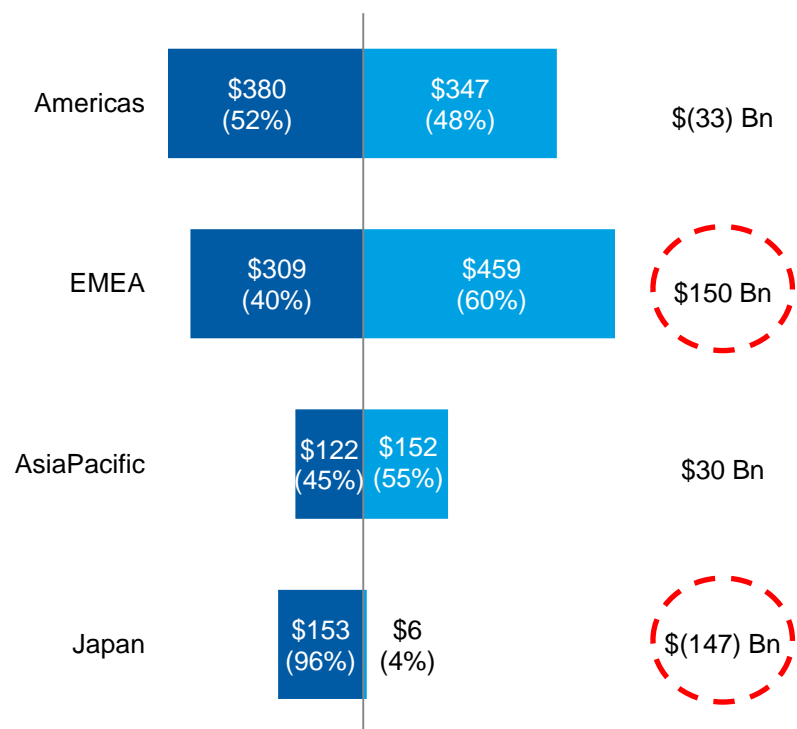
国外に成長機会とスケールの拡大を模索する海外企業

日本企業が買い手となるOutbound取引フローが堅調

2018 Outbound取引フロー / Inbound取引フローの対比

取引金額 (\$Bn)

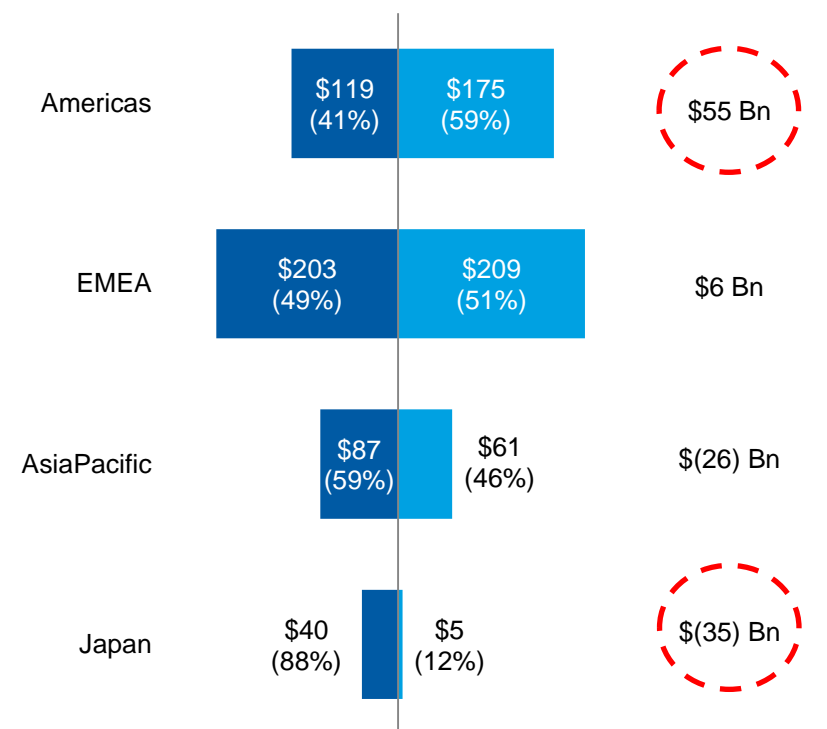
Net Flows (1)(2)



2019 YTD Outbound取引フロー / Inbound取引フローの対比

取引金額 (\$Bn)

Net Flows (1)(2)



■ Outbound ■ Inbound

出所: Refinitiv (2019年9月11日時点)

- (1) 取引金額が\$100MM以上のグローバル公表M&A取引を含む。完了前案件については想定取引金額ベース。公表後中止となった案件は含まない
- (2) 上記地域外 (ROW) からのフローは含まない

海外M&Aを経営に活用する9つの行動

海外M&Aの選定・検討・実施において成否を分けるポイントとして、経済産業省が「9つの行動」を策定



行動1:「目指すべき姿」と実現ストーリーの明確化

行動2:「成長戦略・ストーリー」の共有・浸透

行動3:入念な準備に「時間をかける」

行動4:買収ありきでない成長のための判断軸

行動5:統合に向け買収成立から直ちに行動に着手

行動6:買収先の「見える化」の徹底(「任せて任さず」)

行動7:自社の強み・哲学を伝える努力

行動8:海外M&Aによる自己変革とグローバル経営力

行動9:過去の経験の蓄積により「海外M&A巧者」へ

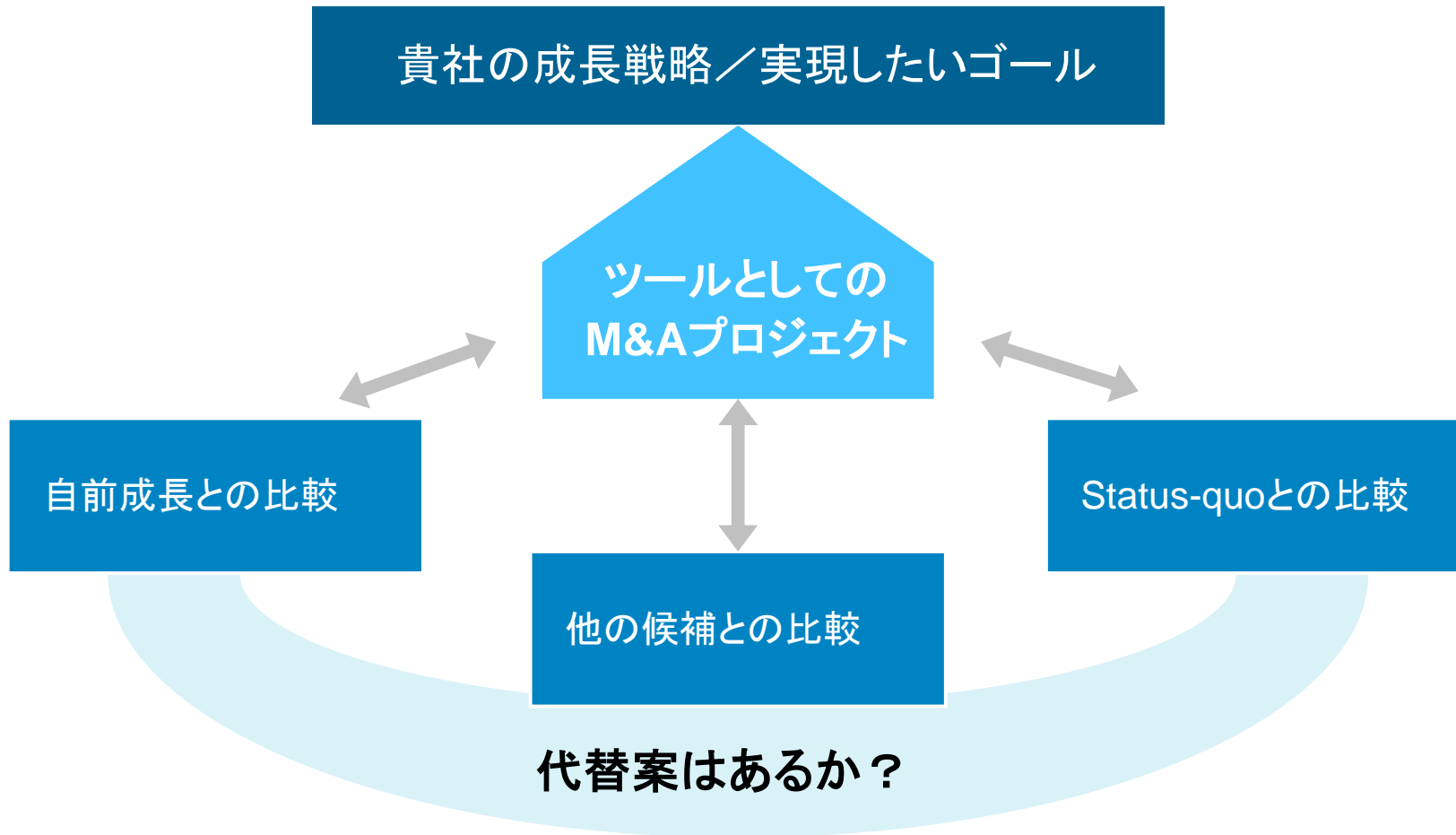
出所: 経済産業省「海外M&Aを経営に活用する9つの行動」

M&Aプロジェクトにおける理想と現実

	目指したい状況 (理想の世界)	避けたい状況(例) (陥りがちな現実)
A M&Aは目的か手段か	<ul style="list-style-type: none">• M&Aは自社の経営・事業戦略実現のための1つの手段	<ul style="list-style-type: none">• 投資銀行からの持ち込みにより検討開始。その後、M&Aの実行自体がゴールに
B M&A実行の判断は何か	<ul style="list-style-type: none">• ROICやEVAなどの明確なメトリックに基づく判断	<ul style="list-style-type: none">• 事業部のプレゼンス増大がドライバー• 規模の拡大
C 時間軸をどう設定すべきか	<ul style="list-style-type: none">• 自身の描くタイムライン通りに全て事が運ぶ	<ul style="list-style-type: none">• 社内事情が優先し、自らが追い込まれてしまう
D 価格交渉をいかに進めるべきか	<ul style="list-style-type: none">• 常に交渉の主導権を握り良いものを格安で買う／問題事業を破格の値段で売却	<ul style="list-style-type: none">• 売り手にあおられ高値掴み• 色好い提案を得られず立往生
E リスクへの対処	<ul style="list-style-type: none">• リスクを相手に全て負担させ(リスクフリー)交渉成立	<ul style="list-style-type: none">• リスクフリーにならないため、実行に踏み切れない

M&Aは目的か手段か

- M&Aは目的ではなく、貴社成長戦略実現のための手段であるべき



判断の軸は何か

- ROICやEVAなどの定量的かつ明確なメトリック

- 事業部のプレゼンスの増大
- 規模の拡大

- 貴社経営戦略との整合性
- 競合環境分析
- 財務リターン
- 株主価値の最大化(キャピタル・アロケーション)
 - Value Creativeか(ROE向上、EPS増加等)
 - 他の投資機会との比較(設備投資・M&A等)
 - 自社株買い・増配との比較

潜在案件をより有望なものにするためのポイント

① “Register” Your Interest

- 興味のある買収候補先に対しては、具体的な取引の検討に入る前の「平時」の段階から、初期的関心を発信し知らせておくことがオポチュニティーの捕捉に効果的
 - 欧米では業界カンファレンス等の場において、取引先や競合会社の経営トップ同士が会談を持ち、業界動向や取引関係について意見交換をする中で、「Business Combination」を含めた幅広い協働可能性について初期的ディスカッションをすることも多い
 - その場で直ちに提案や取引条件の協議に結びつくことは少ないものの、その後対象会社が売りや他社との経営統合を具体的に検討する際に、興味を予め「Register」している先に優先的に声かけをする可能性が高い
 - ✓ 買い手にとっては実際に興味のある相手と非オークション型の案件へ持ち込むことができる可能性
 - ✓ オークション・プロセスになったとしても初動での出遅れの回避が可能

② “Specify” Your Ideal Target

- M&A案件の他のソーシング先としては投資銀行・商業銀行・法律事務所・会計事務所等も考えられるが、彼らからより「有望」な案件の持ち込みを増やすためには、理想的なターゲットを「個社名」で伝達しておくことが効果的
 - 実現可能性には拘らず、「もしAvailableであったなら」買収したい理想的なターゲットを具体的な個社名で検討
 - ✓ 理想的なターゲットを特定できるということは、会社の「目指すべき姿」やそれに向けた「成長戦略・ストーリー」が明確化されていることの表れでもある
 - その個社名を予め投資銀行等に伝達することで、ソーシング側はニーズを具体的に理解することができ、当該企業がAvailableで無い場合においても、理想像への適合性の高い他のターゲット候補をより吟味して紹介することが可能
 - ✓ (例) ○「XX社のアクションビリティ(売りに出てくる可能性)を教えてください」
 - ×「何か良い掘り出し物があれば持ってきてください」
 - ×「〇〇億くらいで何か良いターゲットないですか」

教科書でよく見るM&Aプロセスのフロー



- M&Aのプロセスはこのように整然と進むもの？
- 綿密かつ正確なプロセッシングがM&Aプロセスのポイント？

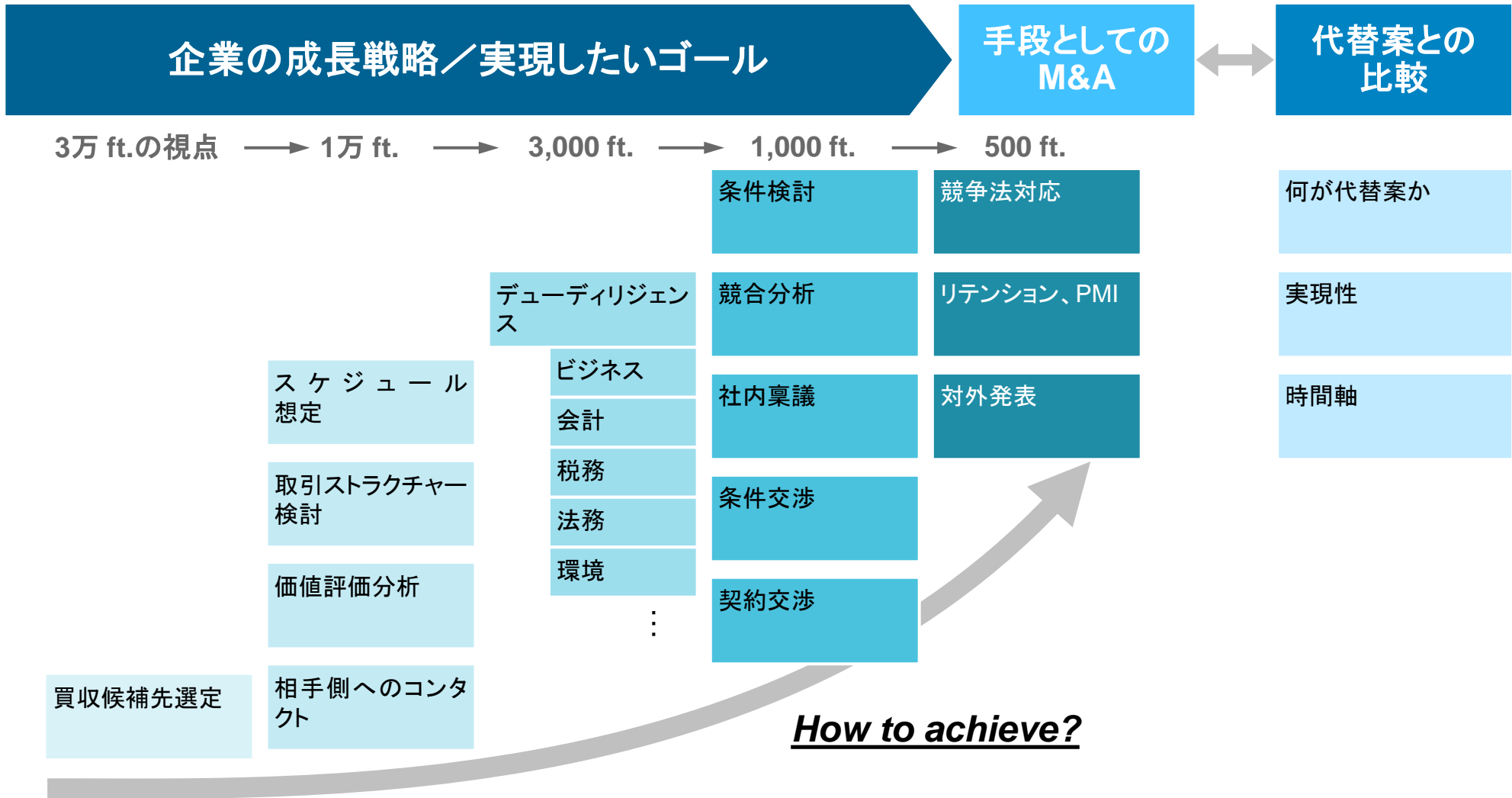
実際に起きる事： 多くの関係者と多くのアジェンダが一挙に押し寄せる



- 状況整理の必要性からプロセッシング重視に
- ...その結果、「判断」することが後回しに...M&A自体が目的に

M&Aプロジェクトのデザインingの鍵： なぜM&Aなのか？代替案はあるのか？マクロ視点とミクロ視点

What to achieve? Why?



交渉のダイナミクス

時間軸の設定

- 時間軸を戦略的に考慮・活用することは極めて重要
 - 決算発表
 - 取締役選任提案期限、等
- 一方で、相手との交渉においては期限を区切った方が交渉負けすることが多い
 - ○月○日までに発表したい
(セルサイドのオークションは別)
 - 記者会見場の予約、社長のフライトスケジュール手配済

価格交渉

(バイサイドの例で)

- 優良企業／事業を格安で買収したい
 - そのようなことが本当に可能か？
 - 高値掴み vs. 安物買いの銭失い
- そもそも“高い・安い”とは何が基準になっているか
 - 競争環境の正しい分析
 - 自社支払余力と対象企業の公正価値を混同しない
 - Walk away priceを設定する

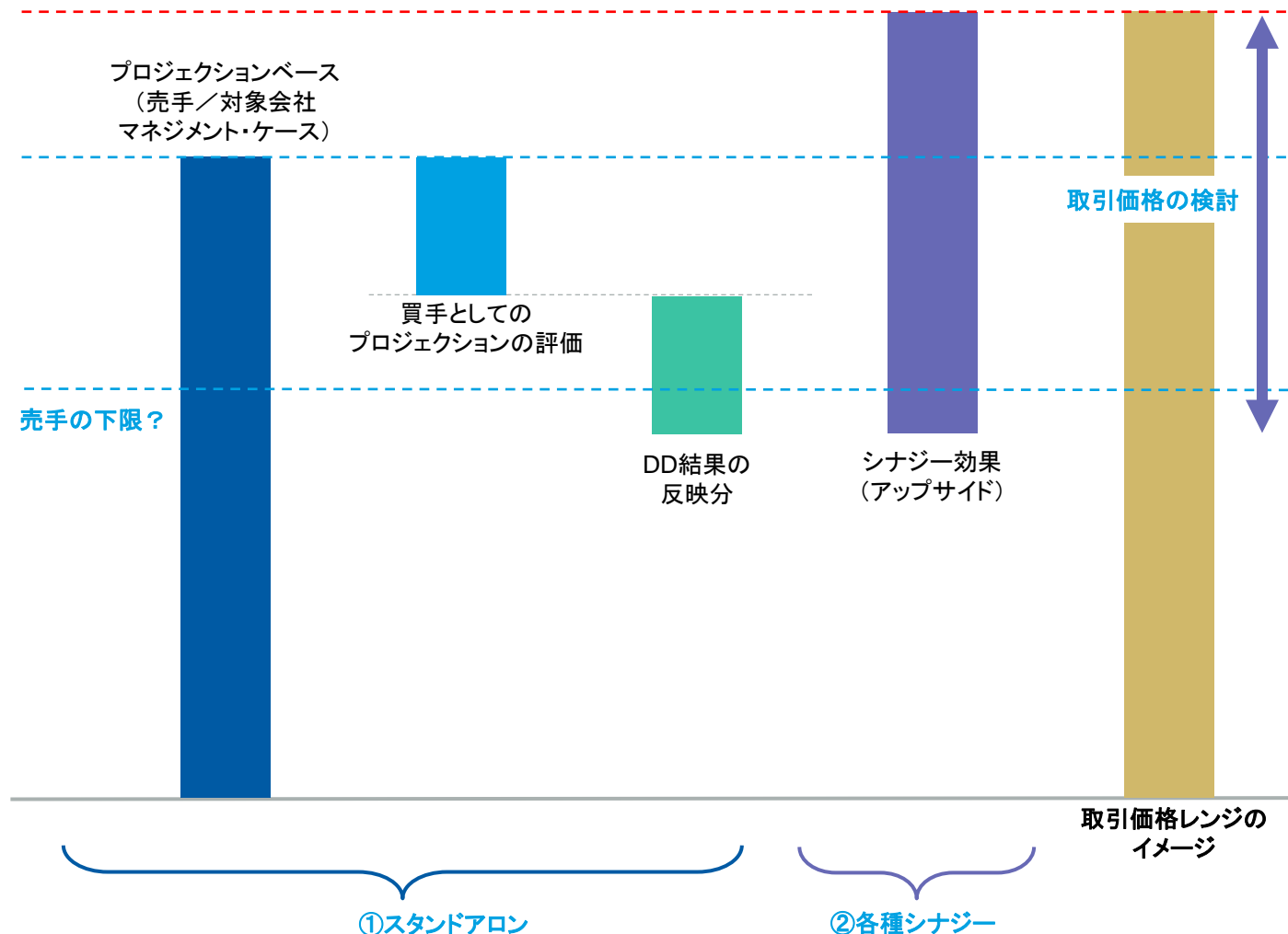
本源的価値の把握：価値評価分析の手法

手法	概要	留意点
マーケット・アプローチ	市場株価分析 <ul style="list-style-type: none"> 対象企業における過去の株価推移を分析する方法 直近1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月、12ヶ月等の平均株価を分析するのが一般的 	<ul style="list-style-type: none"> 対象企業による十分な情報開示の下で市場のコンセンサスとして株価が形成されるという前提 マーケット・イベントや市場全体の変動の影響を受ける コントロール・プレミアムは考慮されていない 買収観測に基づく価格の高騰(Affected Price)等に注意が必要
	類似企業比較分析 <ul style="list-style-type: none"> 業務内容、規模、財務体質において類似する上場企業の株価が、類似企業の各財務指標に対してどのような倍率であるかを計測し、当該倍率を評価対象企業(事業)に適用することで算定 代表的な倍率は以下のとおり <ul style="list-style-type: none"> AV/EBITDA倍率(企業価値/EBITDA) 株価収益率(PER) 簿価純資産倍率(PBR) 	<ul style="list-style-type: none"> 類似企業に関する市場の総意としての株価に基づく分析であり、分析結果は買収価格算定上、一定の基準となる 市場での1株売買に関する価格情報に基づいており、コントロール・プレミアムは考慮されていない
	類似取引比較分析 <ul style="list-style-type: none"> 過去の買収案件にて適用された倍率を当てはめることにより算出 	<ul style="list-style-type: none"> 以下の要因による影響の有無の検証が必要: <ul style="list-style-type: none"> 過去の買収案件数及び当該取引との類似性 過去の買収案件実施時の市場動向 コントロール・プレミアムの概念を含む
インカム・アプローチ	DCF分析 <ul style="list-style-type: none"> 会社の事業計画(プロジェクション)に基づき、将来に亘ってのキャッシュフローを算定し、一定の割引率で現在価値に割り戻した金額から企業価値を評価する方法 	<ul style="list-style-type: none"> 分析には適切な前提に基づく詳細なプロジェクションが必要 <ul style="list-style-type: none"> プロジェクションには経営に対する意思が反映されており、一般にコントロール・プレミアムの概念が含まれていると考えられている パラメーターの設定には恣意性が含まれる点に留意

プライシングの検討

プライシングの概念図

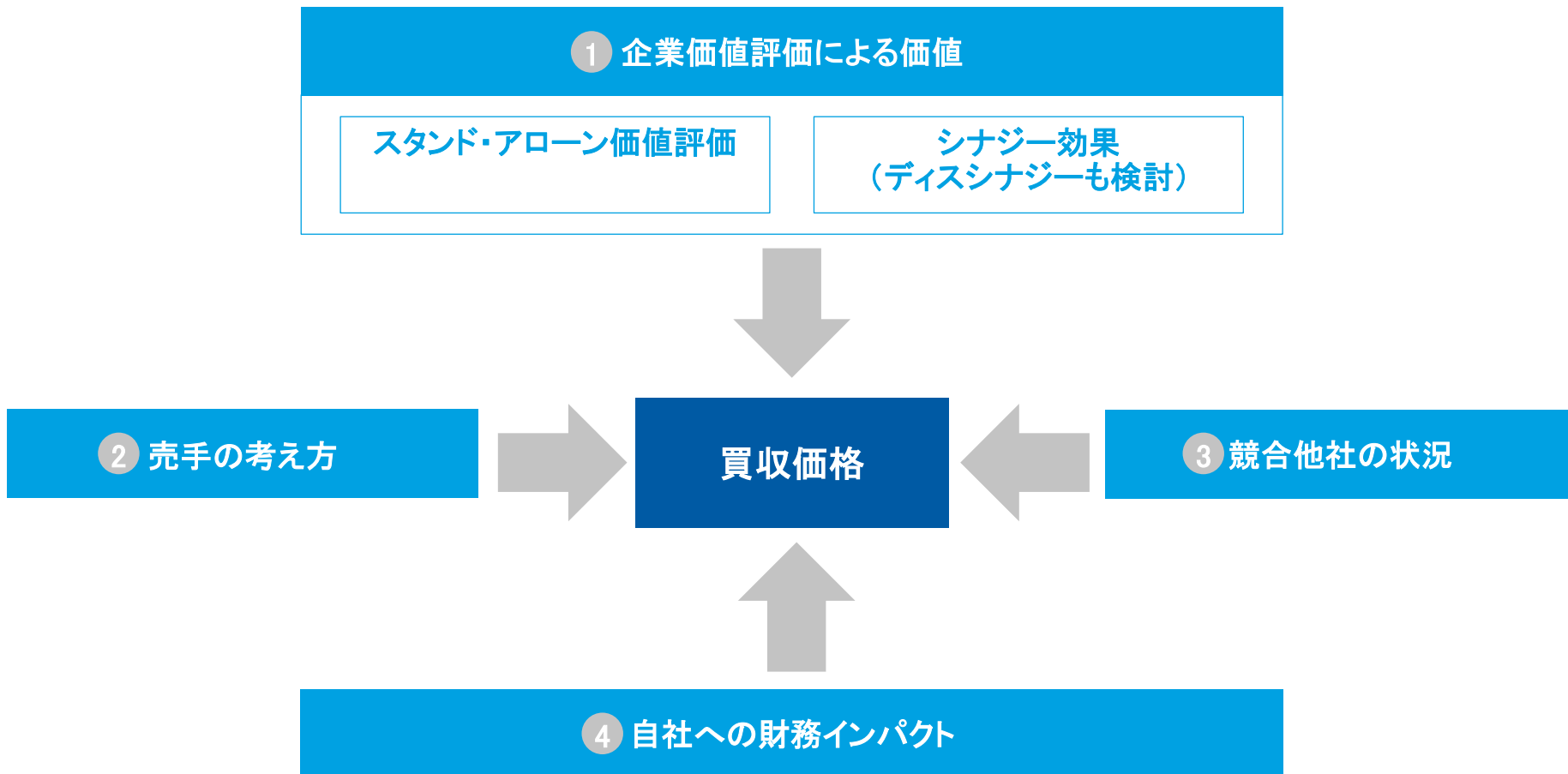
- バリュエーションによる評価結果を元に、売り手に提示する価格(プライシング)の検討を行います
- 買手はマネジメント・ケース実現の不確実性を考慮しダウンサイド・ストレスをかけ、更にDDの検出事項や前頁のスタンドアローン調整(該当ある場合)を反映した価値評価額をベースに、シナジー等のアップサイド要因の折込を検討します
 - シナジーの価格への反映は、買い手が買収後に創出する価値を売り手にシェアすることを意味するので、全額は反映せずに価格決定を行います
 - シナジーは金融投資家では容易に創出できない付加価値である為、入札案件等でPEファンドに競り勝つ価格競争力の源泉となります



高値掴みしないためのプライシングの検討

複眼的な視点によるプライシングが成功への鍵

買収価格決定において考慮すべき4要素



リスクへの対処

ディール終盤で時々見られる光景

- 「本件はリスクが色々あるため、実施は見送ることとしたいと思います」

- リスクの精査は極めて重要

- デュー・ディリジェンス→リスクの検出（見落としがないか）

- M&A実施可否の意思決定

- リスクをゼロにすることが目的ではなく、リスクをマネージ出来るかの見極め

- リスクへの対処

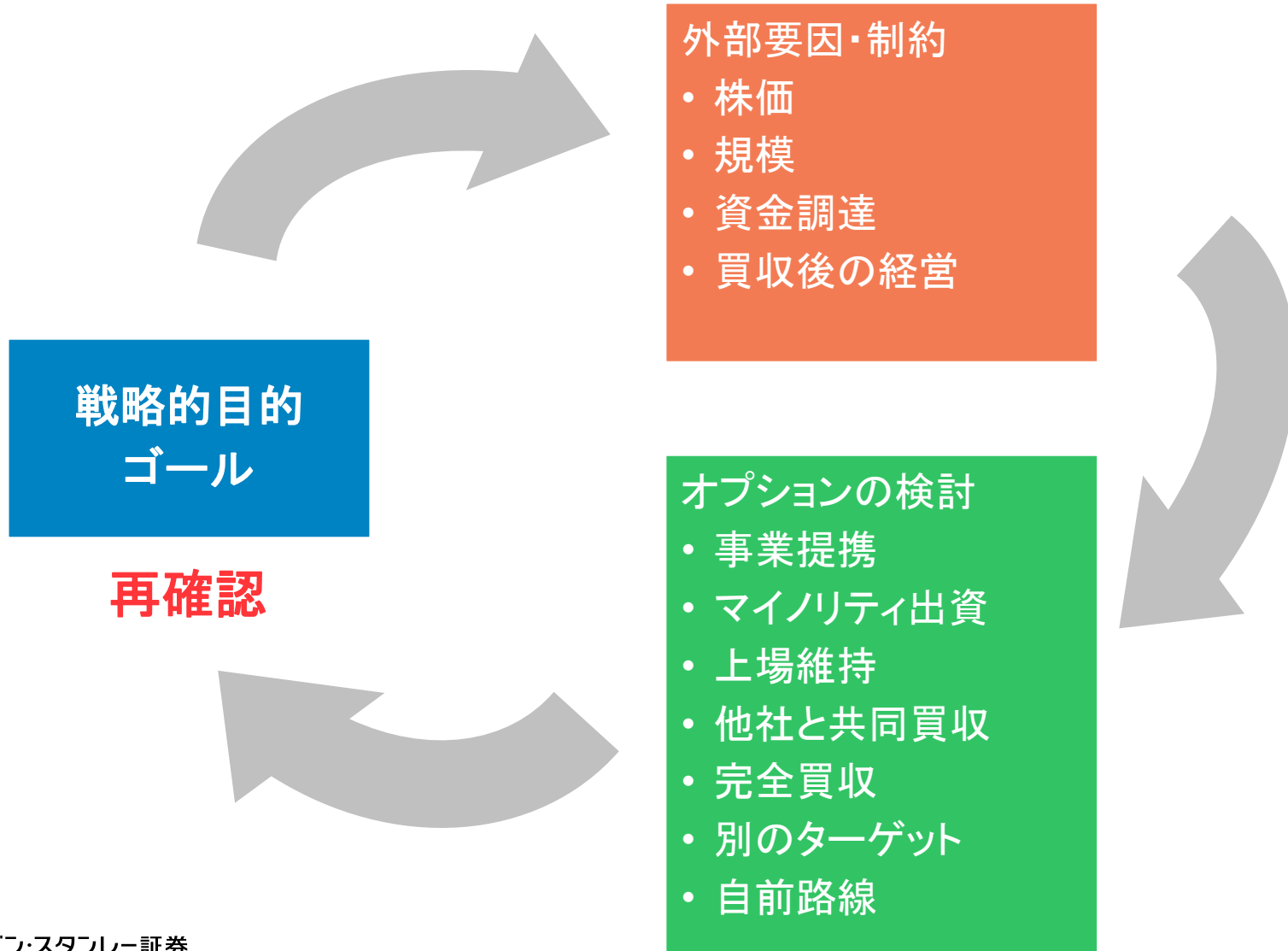
- 検出されたリスクの性質とインパクトを正しく理解する（何に対してどのような影響があるか）

- 当該リスクの回避・マネージ・修復が可能か

- 本件を実施しないことによるリスクと比較してどうか

- **Tips:** 専門家へのDD依頼時にはリスク項目の検出のみならず、発見されたリスクがディールキラーかどうか、価値へのインパクトはどれくらいかの見積もりも依頼

戦略的目的の確認とオプションの検討



海外から見たM&Aにおける日本プレイヤー







従来の一般的な見方

“日本企業は経営判断に時間がかかる”
“M&A機会においては2者間以上との協議を得意としない”

“日本のコングロマリットは主要事業の合理化に消極的”

最近の公表事例から

 	<ul style="list-style-type: none">PEファンド各社から高い関心を集めると予想された入札プロセスに入ることなくサントリーがGSK飲料事業を買収
 	<ul style="list-style-type: none">旭化成によるPolypore買収と同社一部事業の3Mへの譲渡(大型米上場企業対象案件では本邦初となった共同分割買収)
 	<ul style="list-style-type: none">本格交渉に要した期間は約1ヶ月
 	<ul style="list-style-type: none">オークションプロセスをPre-empt
 	<ul style="list-style-type: none">実質的な競合状況にある中での競り勝ち
 	<ul style="list-style-type: none">公表済みの会社分割に対する対案として当該部門の買収につき合意・発表

 	<ul style="list-style-type: none">パナソニックによるKKRへのヘルスケア事業の売却
 	<ul style="list-style-type: none">KKRによるカルソニックカンセイの買収
 	<ul style="list-style-type: none">日立によるクラリオンのFaureciaへの売却

M&A“失敗”事例要因の代表例

- 案件自体の意義、戦略的親和性の検証不十分
 - 買収意義をシンプルなストーリーで語れるか否かがポイント
- 自社の経営戦略に基づかない、Opportunisticな案件取組
 - 「他社に取られては困る」という恐怖心等に基づく案件取組
- 他のオプションとの比較のないまま案件の実施が目的化
- 過大な買収価格
 - 過度な競争の影響による公正価値以上の対価支払
 - 自社支払余力と対象企業の公正価値の混同
 - 撤退の判断基準ないままの深入り
- 事業計画・シナジー計画・潜在リスクの見誤り、甘い見立て
 - デュー・ディリジェンスにおける調査項目やコミュニケーション不足等
- 過度に詳細なデュー・ディリジェンスの実施
 - 時間・コストの浪費と相手側からの不信感の醸成
- 交渉権限があいまい
- 交渉のデッド・ラインを自ら設定
- PMI対応の不足
 - 買収する前と後で担当者が変わる
 - レポーティングライン・役割・権限があいまい・複雑

② アクティビズムの最新潮流

資本効率への意識の高まりの背景

1 企業経営を巡る環境の変遷

過去	現在
右肩上がりの高度経済成長	人口減少・経済の成熟
バンクガバナンス	エクイティガバナンス
株式持ち合い	持ち合い解消

2 日本企業の課題

- 日本企業のROEは、世界各国の中でも最も低い水準
- 投資家達はROEを最も重要な指標の一つとして認識

3 政府の問題意識

- なぜ日本企業の低収益性を政府が気にするのか
 - 右肩上がりの経済成長が期待できず、かつ家計における富の形成が進まない
- 日本企業／投資家の双方に対する働きかけ、建設的な議論の促進
 - コーポレートガバナンスコード、スチュワードシップコード強化
- 企業の事業ポートフォリオ再構築及び効率的な資本構造を推進し得る制度の改正・制定
 - スピンオフ税制等

「物言う株主とは」

「物言う株主」とは

- 株式を一定程度取得した上で、対象企業経営陣と議論を重ね、積極的に提言・提案を行う株式投資家
- 経営効率の改善、事業ポートフォリオの見直し、資本構成の最適化、株主還元強化、ガバナンス改善等の提案を通じて、株主価値の向上を目指す

アクティビストのみならず ロング・オンリー等も 「物言う株主」に

アクティビスト

ロング・オンリー・ファンド

公的年金ファンド

その他ヘッジファンド等

洗練化するアプローチ方 法

- 最近では、市場・メディアでの評判や受け止められ方を入念に分析した上で、慎重に 対象企業にアプローチ
 - より高度且つ洗練された提案手法（事業内容に関する深い分析含む）
 - 議決権行使助言機関・優良機関投資家からの賛同を目指す

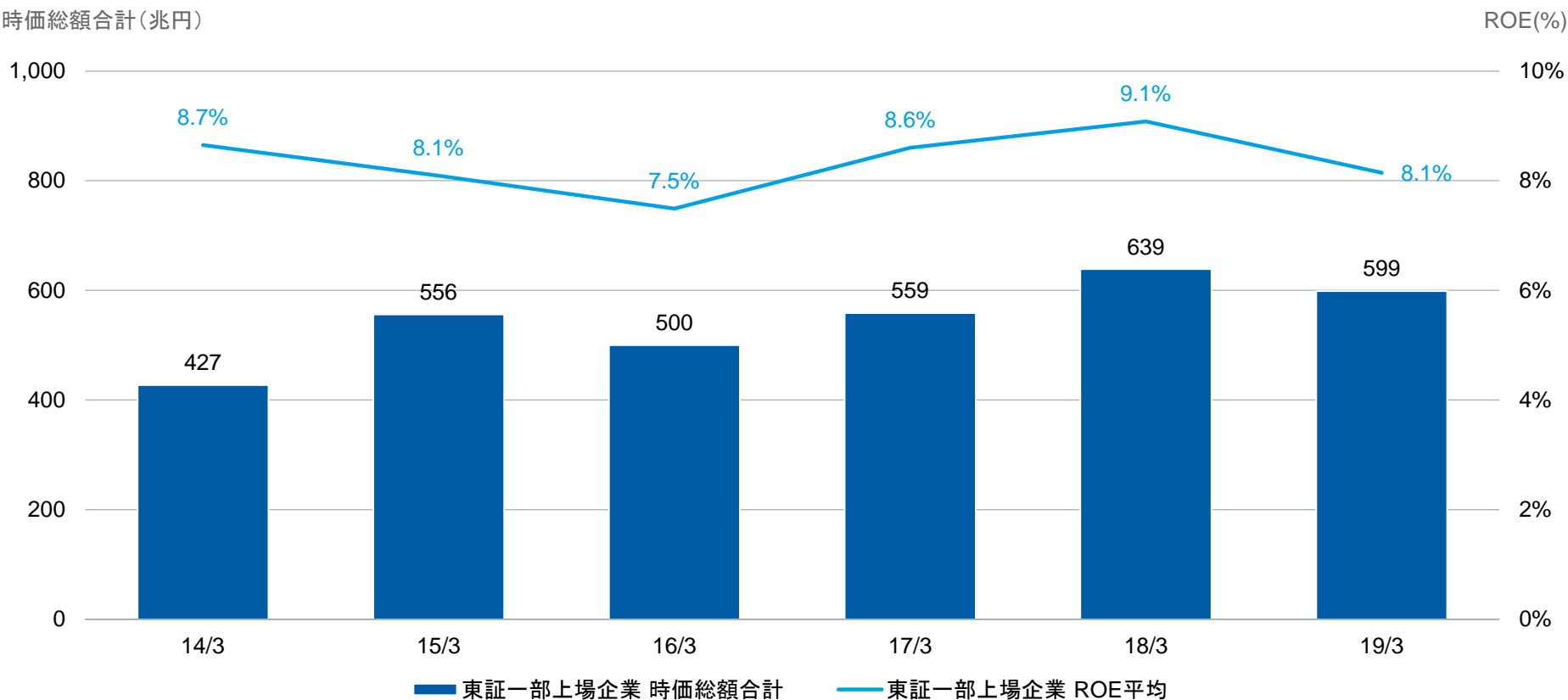
最も狙われやすいのは、資本市場・投資家の声に耳を傾けず、自らの問題点に積極的に対処せず、結果、収益性・株価が低迷する企業や、本源的企業価値と株価に大きなディスカウントがある
コングロマリット企業

1 企業経営を巡る環境の変遷

- 企業の成長・収益性は足元では若干改善
- 引き続き中長期的な成長実現及び低収益体質からの脱却が求められる

東証一部上場企業の時価総額合計⁽¹⁾とROE⁽²⁾の推移(2014/3-2019/3)

時価総額合計(兆円)



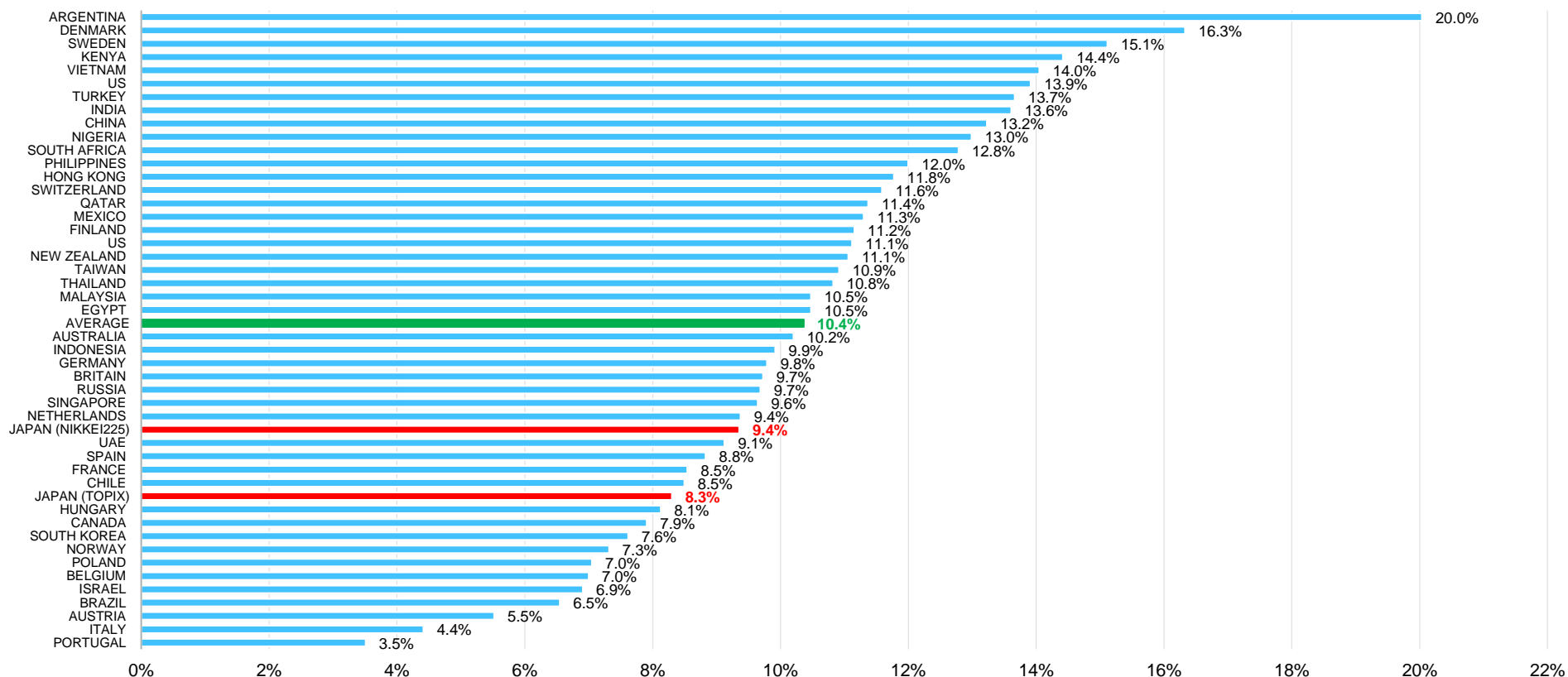
出所: Capital IQ、東京証券取引所

2 日本企業のROE: 世界各国の中でも最も低い水準

日本企業の過去5年間における平均ROE(約8-9%)は全世界平均ROE(10.4%)に比して低い水準

ROE: 国毎の比較

各国のインデックス構成銘柄における過去5年間の平均ROE⁽¹⁾



出所:ブルームバーグ

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高 (売上高利益率)}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産 (総資産回転率)}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{株主資本 (財務レバレッジ)}}$$

本邦を取り巻くコーポレートガバナンス及び資本市場の環境変化

- 日本企業を取り巻くコーポレートガバナンス及び資本市場の環境変化を受け、**企業と株主の間の積極的な対話を促進する動きが活性化**
- また、投資家・株主は、これまで以上に、**対象企業の企業価値最大化を意識した議決権行使を行う傾向**
- 日本では、戦後長らく企業が資本市場や株主よりもレンダーである銀行を強く意識して経営を行う「バンクガバナンスの時代」が続いてきましたが、近年のコーポレートガバナンスの強化及び資本市場の環境変化を背景に、**より株主を意識し企業価値の最大化を最も重要なゴールとする経営に大きく舵が切れ、「エクイティガバナンスの時代」へと急速にシフト**

① スチュワードシップ・コードの改訂(平成29年5月29日改訂)

- 複数の投資家による集团的エンゲージメント
- 機関投資家による議決権行使の個別開示

② コーポレートガバナンスコードの改訂(平成30年6月1日改訂)

- 社外取締役の登用
- 取締役指名及び報酬決定のプロセス
- 持ち合い解消
- 機関投資家との対話促進

③ 議決権行使の厳格化

- 議決権行使助言会社のISSは、ROE平均が5%を下回る企業のトップの再任に反対推奨
- 議決権行使の個別開示の影響を受けて、取締役選任や買収防衛策の賛成率が低下

④ 持ち合い解消に向けた更なる動き

- コーポレートガバナンス・コードを受けた持ち合い解消の加速
- 株式売却益課税の非課税化又は減税の提案
 - 2002～2008年の間、ドイツでは株式の売却益を非課税化

⑤ 物言う株主(所謂アクティビスト投資家)の動きの活発化

- 資本効率性の追求、積極的な株主還元(増配・自社株買い)の提案
- 事業ポートフォリオの絞り込み
- 投資家が推薦する社外取締役の就任要請
- 上場子会社の位置付け

より資本市場・株主を意識した企業経営が求められる

アクティビストに狙われやすい企業群

アクティビストから株主提案をされる前に自発的なアクションを取ることが肝要



アクティビストがターゲットにする企業は、その企業の本源的企業価値 (Intrinsic Value) に対して、現在の株価・企業価値が大きなディスカウントとなっているケースが多い

要因例	具体的なアクション例
1 ① コングロマリット企業 (事業ポートフォリオ/収益性に課題)	<ul style="list-style-type: none">収益性の低い事業を抱えており、事業間のシナジーもなく、資本効率性が低い為、PERやEBITDAマルチプルを押し下げている →事業ポートフォリオの思い切った見直しを行い、収益性及び資本効率性が低いビジネスを売却、資本を回収し、コアの成長分野への買収含む資本投下
2 ② 資本構成・株主還元課題	<ul style="list-style-type: none">最適資本構成 (Optimal Capital Structure) を目指し、自社株買い・増配を実施。今後の事業戦略、投資戦略に基づいた資本活用戦略 (所謂 Capital Management Strategy) を決算発表時やIRで発表し、投資家からの理解を得る努力
3 ③ 上場子会社の存在 (少数株主との利益相反)	<ul style="list-style-type: none">今後のグループの事業戦略・資本戦略に照らし合わせて、戦略的に重要であれば完全子会社化 (基本は現金での公開買付け)。ノンコアであれば同業他社またはPEファンド等への売却
4 ④ 情報開示に課題	<ul style="list-style-type: none">主要事業のより詳細な開示事業別の投資計画を含む資金配分方針の開示
5 ⑤ 官僚的な企業文化、 複雑な組織形態 意思決定プロセス	<ul style="list-style-type: none">BUに権限集中など行い、変化に対してスピード感ある対応力強化デジタル戦略分野等において、外部人材の積極的活用社外取締役に企業経営実績のある優秀な人材登用

アクティビスト投資家の提案内容は多岐に亘る

アクティビスト投資家の提案内容の例

- | | | | |
|---|---|---|---|
| <p>1 ガバナンス強化</p> <ul style="list-style-type: none"> 経営陣の刷新 <u>取締役議席の要求・社外取締役の増員</u> | <p>2 事業ポートフォリオの見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> <u>収益性及び資本効率性が低い事業の売却</u> <u>上場子会社の完全子会社化又は完全売却</u> | <p>3 資本戦略</p> <ul style="list-style-type: none"> <u>財務レバレッジを活用した最適資本構成の構築</u> <u>株主還元強化(配当・自社株買い)</u> | <p>4 情報開示の充実</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要ビジネスのより詳細な業績開示 事業別の投資計画を含む資金配分(キャピタルアロケーション)方針の開示 |
|---|---|---|---|

米国及びアジアにおけるテーマ別アクティビスト・キャンペーン分類 (2013年1月1日 - 2018年10月31日)



- 米国では、ガバナンス強化を謳い、自身が指名する社外取締役の追加を通じて、直接的に経営に関与する要求が増加
- アジアでは、資本・バランスシート(BS)の効率性の改善を要求するアクティビズムも引き続き多い点の特徴

株主アクティビズム：米国における過去事例の帰結

- 過去事例によると、アクティビストが株式を保有した場合においても、必ずしもパブリック・アクションを直ぐに起こすとは限りません
- 先方からの提案・要求を真摯に検討・対応し、株式市場からの評価を高めることが、結果的により積極的なアクティビズムの回避につながることであります

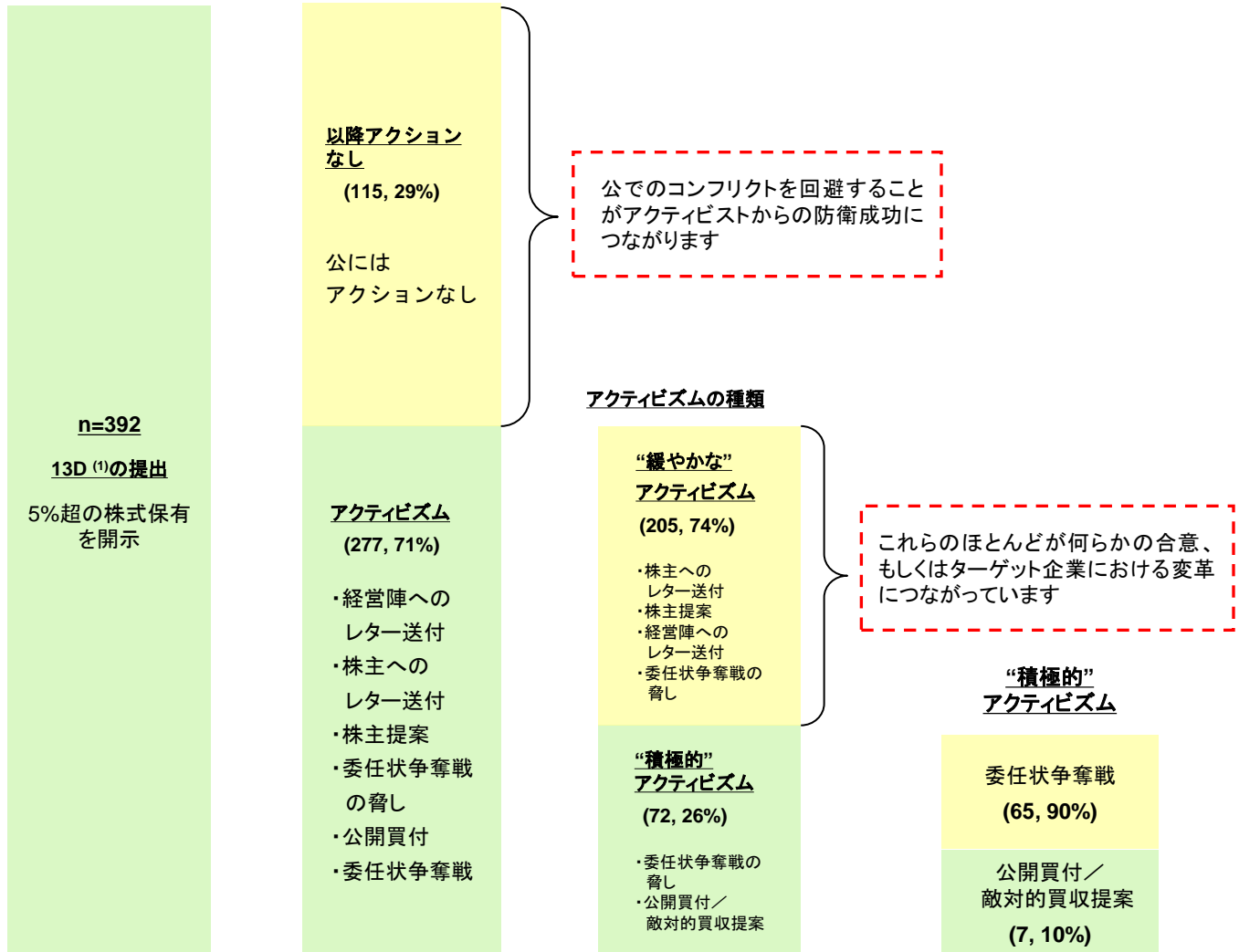
集計方法

- モルガン・スタンレーは2009年以降の米国におけるアクティビスト活動を集計し、それぞれのケースにおけるアクティビストの戦略をカテゴリー分類しました
 - “積極的”アクティビズムは委任状争奪戦や公開買付／敵対的買収提案を含む
 - “緩やかな”アクティビズムは株主へのレター送付や株主提案、経営陣へのレター送付、委任状争奪戦の脅しを含む

主要な論点

- 13D (1)が提出されたうちの約30%についてはそれ以降の更なる公開アクションは実施されていません
- アクティビストが変革を要求する場合には主に“緩やかな”アクティビズムの形態がとられます
 - 委任状争奪戦での徹底抗戦よりも、自らの提案実現に向けた働きかけ

2009年以降の13D (1)の提出事例 (2)

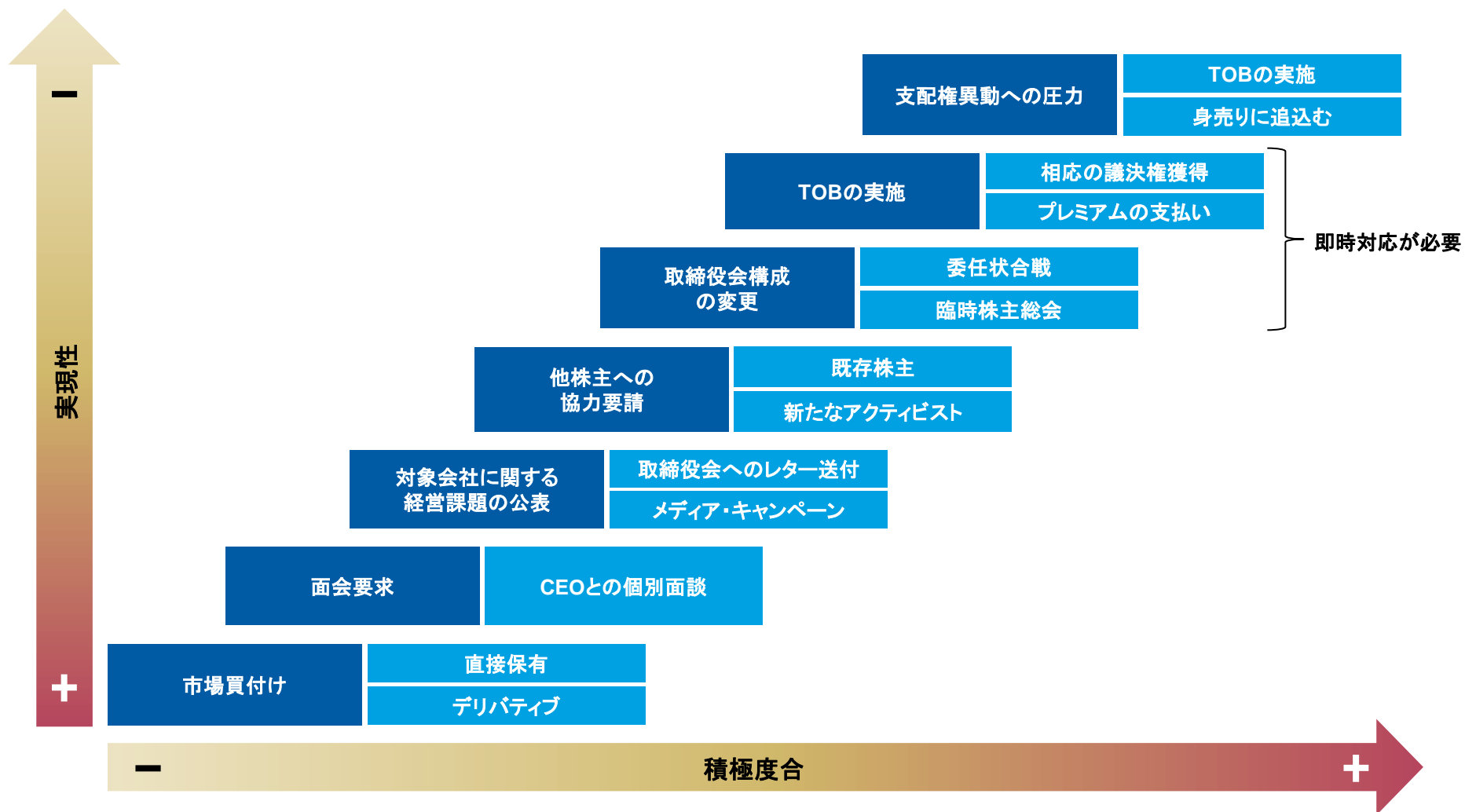


出所 SharkRepellent (January 2017)

注
1. 日本の大量保有報告書に相当
2. As of 1/24/2017

広範な戦略的オプション

アクティビストの踏む選択肢には共通した点が多い一方、彼らが自由に時間軸を設定可能



日本企業に対する海外投資家（含むアクティビスト）の一般的な見方

- A** 資本効率性に対する意識の欠如
 - ポートフォリオマネジメント／最適化に向けた適切な意思決定が苦手
- B** 手許の余剰現金をR&D、設備投資、M&A又は自社株買い、増配に対して適切に投じられていない
 - 株主価値最大化の観点が欠如
- C** 企業及び銀行間の株式持ち合いを通じた歴史的な関係
- D** 取締役／CEO選任プロセスの不透明性

注目される近時のコーポレートアクション

A

資本効率性に対する意識の欠如

HITACHI
Inspire the Next

OMRON

- 複数の上場子会社を売却(旧日立工機、旧日立国際、クラリオン)
- 同社の車載電装事業であるオムロン オートモーティブ・エレクトロニクス株式会社を日本電産に売却

B

余剰現金

maxell
Within, the Future

SONY

- 株主により配慮した資本政策の策定
- 段階的な自己株取得の実施

C

株式持ち合い

RECRUIT

SONY / OLYMPUS

- 戦略的意義を欠く株式持ち合いを解消

D

取締役／CEO 選任プロセスの不透明性

OLYMPUS

LIXIL
Link to Good Living

- 主要株主に推奨された取締役候補を選任
- CEO選任プロセスの開示

アクティビスト対応上の主なポイント

すべきこと・してはならないことトップ10

すべきこと

- 1 提案内容を客観的に分析した上で、株式価値を高めること、或いは抜本的な解決策を含めた戦略的施策を検討
- 2 客観的事実に即して貴社の強みを伝達
- 3 緊密なチーム内コミュニケーション
- 4 コアとなるメッセージを決める
- 5 貴社の回答をよく吟味する
- 6 能動的対応を取り、事案に対して積極的に関与していることを示す
- 7 既存株主との関係を綿密にする
- 8 アクティビストの行動が攻撃的にエスカレートする可能性を想定しておく
- 9 取締役会の独立性と良好なガバナンス体制について強調する
- 10 機転を利かせる

してはならないこと

- 1 防衛的になったり、個人攻撃をしたりすること
- 2 経営陣が会社を支配しており、取締役会の関与が薄いような印象を与えること
- 3 アクティビストの主張に一切耳を貸さないような態度を取ること
- 4 株主やメディアはアクティビストの扇動的な議論に同調すると思いきむこと
- 5 メッセージがあいまいになり過ぎたり、逆にアクティビストの攻撃点に網羅的に細かく回答したりすること
- 6 アクティビストとの交渉中に、緊急性・必要性の高くない戦略的・財務的なアクションを取ること
- 7 ガバナンス方針を変更したり、小手先の対応をしたりといった、自らが不利になるような行動をとること
- 8 アクティビストを懐柔するために、会社の中長期的な戦略や目標と整合しない行動をとること
- 9 アクティビスト以外の株主が経営陣に反対した場合や新たなアクティビストの攻撃の際に対応の柔軟性を欠くこと
- 10 議決権行使助言機関からの助言で一喜一憂すること

近時のアクティビズムからの教訓

i

資本市場におけるアクティビズムに対する理解

- 政府による企業と投資家の対話を推進する動きは不可逆的であり、アクティビストを含めた「物言う株主」にとっては自身の立場の正当性の拠り所となり得る
- 近時のアクティビズムの成功例を見ると、アクティビストの主張に他機関投資家が賛同する傾向
- 従来型のファンド／ロング・オンリー投資家が、アクティビストと頻りに連絡をとるような協調行動、また場合によってはアクティビストの活動をパブリックにサポートするケースも見受けられる(特に米国)

ii

アクティビストは必ずしも敵対視すべき存在ではない

- 多くの場合、アクティビストによる主張の内容そのものは想定可能な範囲内であり、また必ずしも企業価値の向上を阻害する内容ではない
 - 企業戦略について建設的な議論を通じて、株主としての関係構築に努めることも一案(アクティビストとの対話を通じて、新たな発見がある場合も)
- 最近のアクティビズム事例も、所謂古典的なコーポレート・ガバナンスに関する問題意識に端を発する
 - 上場子会社の取り扱い(パナホーム／オアシス)
 - 新たな取締役の任命(黒田電気／レノ、オリンパス／ValueAct)

iii

コーポレート・アクションは、合理的且つ資本市場から支持されることが必要

- ステークホルダー(株主、子会社／関連会社、等)との長年の関係に依拠することはより困難に
 - 機関投資家にも受託者責任を果たす義務があり、またスチュワードシップ・コードの下で、議決権行使結果を個別に開示を実施することを求められている
 - 資本市場は戦略的／経済的な合理性のあるコーポレート・アクションのみをサポートする
- アクティビストは時に資本市場の代弁者である
 - 明確な背景や理由に欠けるコーポレート・アクションは、アクティビストの格好のターゲットとなり得る
 - アクティビストの主張に正当性がある場合は、他の市場参加者も同調／賛同する

まとめ：日本企業のボードルームでの議論の変化

M&A案件の審議

従来

- M&A案件は事業部又は経営企画部が起案
- 自社株買い・配当政策は総務部が起案
→全く異なる案件として別々に審議

近時

- 資本の使い途として正しいのは
 - －M&A(中長期的な成長実現、但しリスクあり)なのか
 - －自社株買い・配当(短期的なインパクト、但し成長性に欠ける)なのか
- ROE等をモノサシとして株主価値、ひいては企業価値向上の可能性を審議

買収通貨の検討

従来

- 借金は悪
- 株式交換が良い。株は刷れば良い
(タダだから)

近時

- 格付インパクト
(借入と資本の適正バランス)
- EPS増加／希薄化、ROEのインパクト
- 資本コストの意識

最後に.....

頼りになるアドバイザー

① 経験・知見・過去事例

これらを基にアドバイスできる

② リスクに対して

合理的積極性

③ オプション提示

最善策(+ Plan B)

④ 話が....

短い(簡潔明瞭)

⑤ レスポンス

早い

⑥ 結論

明快

そうでもないアドバイザー

これらを詳しく説明できる

不合理的保守性

七色の選択肢

長い

遅い(掴まらない)

(常に)クライアント任せ

別所 賢作

マネージング ディレクター／M&Aアドバイザー・グループ統括責任者



- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資銀行本部のマネージング ディレクターで、M&Aアドバイザー部の責任者として日本における国内外のM&Aアドバイザー・サービスを統括
- 経済産業省による「公正なM&Aの在り方に関する指針」策定のための研究会委員を務める(2019年)
- 2002年にモルガン・スタンレー入社。モルガン・スタンレー入社以前はアーサー・アンダーセン・コーポレート・ファイナンス・グループにて数々のM&Aアドバイザー業務に関わる
- アーサー・アンダーセン入社前は日本長期信用銀行(1993年入行)にて外国営業部、札幌支店(法人融資担当)、人事部に所属。人事部所属時には同行公的管理下における金融再生委員会、労働組合との交渉を担当した
- 1993年慶應義塾大学経済学部卒業、2000年米国公認会計士資格取得(イリノイ州)

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

近年携わった主な案件：

アクティビスト対応

- ソニーに対する米サード・ポイントからの株主提案対応(2013)
- その他多数の日本企業へのアドバイス(案件非公表)

コンシューマー・リテール・セクター

- キリンホールディングスによるブラジルキリンのハイネケンへの売却(2017)
- 味の素による米Windsor Quality Holdingsの買収(2014)
- サントリーホールディングスによる米Beamの買収(2014)
- サントリー食品による英GlaxoSmithKlineの飲料事業の一部譲受(2013)
- 三菱商事によるキリン協和フーズの買収(2013)
- 菱食、明治屋商事、サンエス、及びFSNの4社による経営統合(2011)
- キリンホールディングスによるメルシャンの完全子会社化(2010)
- サントリーによる仏Danone子会社Frucor(NZ)の買収(2008)
- 米Polo Ralph Laurenによるオンワード樫山子会社インパクト21の買収(2007)
- 味の素冷凍食品によるフレック(日本酸素100%子会社)の買収(2002)

テレコム・メディア・テクノロジー・セクター

- ベインキャピタルによるアサツー ディ・ケイに対する公開買付け(2017)
- ヤフーによる一休の買収(2015)
- 楽天による米Ebates Inc.の買収(2014)
- 米Indeed, Inc.のリクルートへの売却(2012)
- リクルート100%子会社メディアファクトリーの角川グループホールディングスへの売却(2011)
- グリーによる米OpenFeintの買収(2011)
- セガサミーホールディングスによる上場子会社3社(サミーネットワークス、セガトイズ、トムス・エンターテインメント)の完全子会社化(2010)及びサミーによるタイヨーエレクトロの完全子会社化(2011)
- 楽天による仏PriceMinisterの買収(2010)
- リクルートによる中国51job, Inc.の15%持分取得と戦略的提携(2006)
- 日本ユニシスによる自社株買いとモルガン・スタンレーへのブロック・トレードの同時執行を通じた米Unisys Corporationとの資本提携関係の解消(2006)
- 楽天による米Linkshareの買収(2005)
- サミーとセガによる共同持株会社設立(2004)
- NTTドコモによる台湾KG Telecom持分21.4%のFar EasTone Telecomへの売却及び戦略的提携(2003)
- NECによる住友スリーエムの25%持分の米3M Companyへの売却(2002)

金融セクター

- 三菱UFJ信託銀行による豪Colonial First State Global Asset Management の買収(2018)
- GEによる新生銀行へのニッセン・ジー・イー・クレジット株式会社の50%持分売却(2016)
- 三菱UFJフィナンシャル・グループ及び三菱UFJリースによる日立製作所からの日立キャピタルのマイノリティ持分の取得及び関係各社間での資本業務提携(2016)
- GEによる本邦法人向けリース事業及び融資事業の三井住友ファイナンス&リースへの売却(2015)
- 明治安田生命による米StanCorpの買収(2015)
- 米Protective Life の第一生命への売却(2014)
- 日本生命によるSequis Life(インドネシア)の20%持分取得(2014)
- 中國信託商業銀行(台湾)による東京スター銀行の買収(2013)
- あおぞら銀行による優先株式の一部買戻しを含む資本再構成(2013)
- 三菱東京UFJ銀行及び三菱UFJ証券ホールディングスによる三菱UFJメリルリンチPB証券49%持分の米Merrill Lynchからの取得(2012)
- 三菱UFJリースによる米Jackson Square Aviationの買収(2012)
- 東京証券取引所グループと大阪証券取引所の経営統合(2011)
- 日本生命による印Reliance Lifeの26.0%持分取得(2011)及び印Reliance Capital Asset Managementの26.0%持分取得(2012)
- 三菱UFJ証券による、Kim Eng Holdings(シンガポール)株式の持分のMaybank(マレーシア)への売却(2011)
- 三菱東京UFJ銀行による米上場子会社UnionBanCal の完全子会社(2008)
- 三菱UFJ証券による、Kim Eng Holdings株式10.55%の取得及び戦略的業務提携(2008)
- J.C.Flowersによる公開買付け及び第三者割当増資引受を通じた新生銀行との連携強化(2007)
- 三菱UFJニコスによる個品割賦事業のジャックスへの売却(2007)
- 三菱UFJフィナンシャル・グループによる三菱UFJ証券の完全子会社(2007)
- 楽天KCIによる個品割賦事業のオリエントコーポレーションへの売却(2006)
- 三菱東京フィナンシャル・グループとUFJの合併及び三井住友銀行による敵対的買収からの防衛(2005)

ジェネラル・インダストリーズ・セクター

- 日立オートモティブシステムズ株式会社によるChassis Brakes International B.V.の買収(2019)(進行中)
- 日立製作所によるJR Automation Technologiesの買収(2019)(進行中)
- 日立製作所による上場子会社クラリオン63.8%持分の仏Faureciaへの売却(2018)
- 富士ゼロックスと米国Xeroxの上場維持ストラクチャーを通じた経営統合と富士フィルムによる過半数取得(2018)(進行中)
- 旭化成による米ポリポアの3Mとの共同分割買収(2015)
- 伊藤忠商事による日本エコシステムズ一部持分の楽天への売却(2013)
- 産業再生機構の有する三井鉱山持分の大和証券SMBCP/新日本製鐵/住友商事コンソーシアムへの売却(2005)

海外買収成功事例のご紹介

Appendix A

DICによる独BASFの顔料事業買収

2019年8月29日公表

DIC株式会社/BASF Group
取得価額: EUR985MM 2019年8月



三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本件においてDIC株式会社の単独ファイナンス・アドバイザーを務めております

- 2019年8月29日、DIC株式会社(以下、「DIC」)は、BASF SE(以下、「BASF」)の顔料事業を買収することを決定・公表致しました
- 本件はDICにおける過去最大のM&Aとなります
 - 1987年のSun Chemical社買収以降、数多くの買収を手掛けて来た中で最大の案件

DIC概要

- 時価総額: 2,470億円(公表日時点)
- 売上高: 8,055億円(FY2018/12)
- EBITDA: 814億円(FY2018/12)

対象事業概要

- 企業価値⁽³⁾: 約1,357億円⁽²⁾
- 売上高: 約1,180億円⁽²⁾(FY2018/12)
- EBITDA: 約141億円⁽²⁾(FY2018/12)

BASF SE

- 時価総額: 64兆671億円(公表日時点⁽²⁾)

案件概要

- 2019年8月29日、DICはBASFが保有する顔料事業(BASF Colors & Effects)の買収を発表(本件はBASFと相対ベースでの取引)
 - 売買対象: 関連事業を展開する18社の株式及び資産
 - 取得価額: EUR985MM⁽¹⁾(約1,162億円⁽²⁾)
 - 対象事業の企業価値⁽³⁾: EUR1.15Bn(約1,357億円⁽²⁾)
 - クロージング: 2020年中を予定(米国及び欧州委員会をはじめとする各国のクリアランス等が前提)
- DICはインキの製造と販売を手掛ける「大日本インキ化学工業」として創業。基礎素材である有機顔料、合成樹脂をベースとして、自動車、家電、食品、住宅などの様々な分野に事業を展開
- BASFは150年の歴史を持ち、化学品、高性能製品、機能性材料、アグロソリューション等を多岐に展開する世界最大の総合化学メーカー
 - 顔料事業は、業界で最も多彩な製品・技術を提供し、多岐にわたる用途の需要に対応。市場でもトップの地位を確立
 - 継続的に事業ポートフォリオの見直しを行っており、近年では他の成長事業領域に集中(顔料事業については2020年までの売却を公表)
- 最適な財務構成実現に向けた資金調達を検討予定(新株発行を伴う資金調達は予定なし)

対象事業概要



本件買収意義

製品ポートフォリオの拡充(高性能製品の取り込み)

- DICは、有機顔料、エフェクト顔料(アルミ顔料)で世界有数の企業
- 一方の対象事業は、高級顔料、エフェクト顔料(化粧品向け)及び特殊無機顔料において世界を有数のポジションを構築
- 重複が少なく補完性が高いため、効率的に製品ポートフォリオを拡充

本件後の絵姿

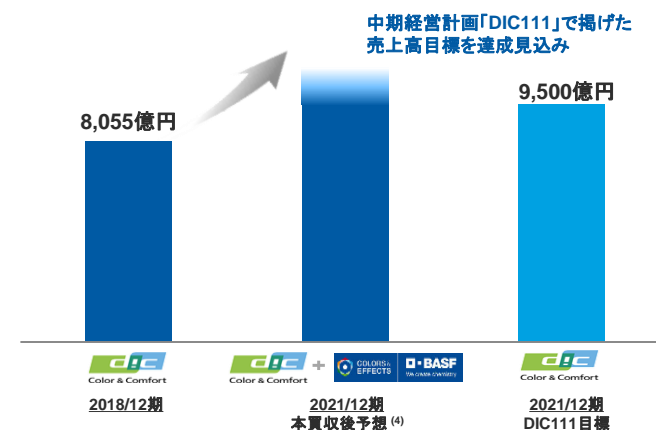
1 顔料業界におけるグローバルリーディング・カンパニーへ

- 機能性材料の拡大を進め、高成長・高付加価値なスペシャリティ領域(ディスプレイ、化粧品、自動車等)における顔料業界のリーディング・カンパニーを目指す

2 中期経営計画で掲げる「Value Transformation」を前倒し達成

- 2019年度から始動した中期経営計画「DIC111」で掲げる全社財務目標を達成し、カラー&ディスプレイ事業部門における機能性顔料の拡大を通じた事業の「質的転換・強化」である「Value Transformation」を前倒して実現

本件買収後の全社売上高予想イメージ



注:
1. 実際の取得価額は、クロージング時点での現預金・借入金等の残高や運転資金の増減等により変動
2. 1ユーロ=118円の為替レートを基に換算

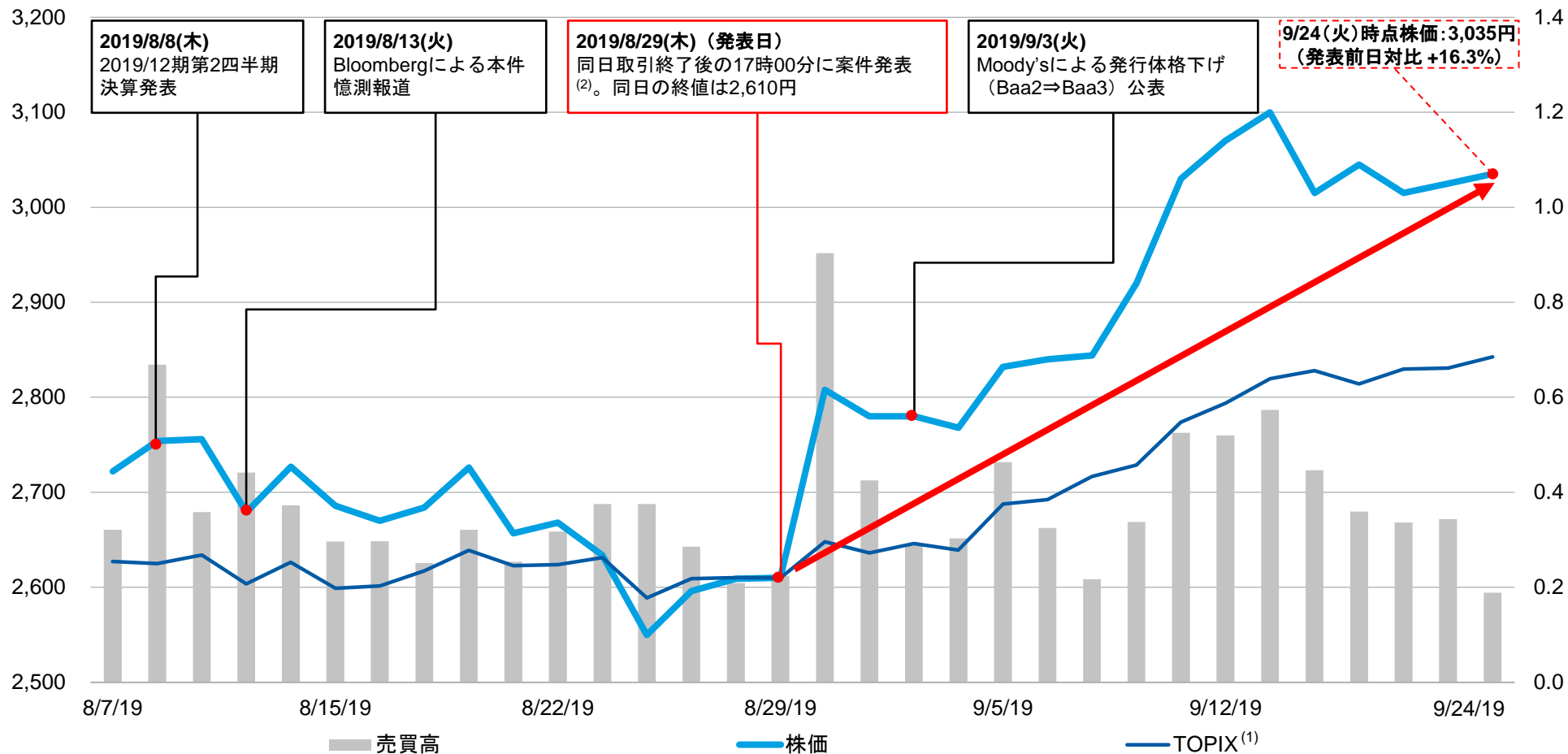
3. デット・フリー&キャッシュ・フリーベース
4. シナジー効果による売上高拡大を加味

DICによる独BASFの顔料事業買収後の株価推移

DICの株価推移

2019年8月7日 - 2019年9月24日

株価 (円)



出所: Capital IQ

注:

1. TOPIXは2019/8/29時点の貴社株価終値(2,610円)を基に相対化
2. 2019年8月29日の17時00分に公表した為、同日の株価には本買収の影響は織り込まれず

DICによる独BASFの顔料事業買収 本件に対するアナリストコメント（一部抜粋）

機能性顔料の拡大を企図する本件買収に対してポジティブに評価

Broker
A

- 29日17時に同社は、独BASFの顔料事業に関する株式及び資産の取得（子会社化）について発表。取得価額は、985百万ユーロ。必要各国の競争法当局からの承認を前提に、Closingは20年末までとしている
- 資金調達方法は、株式希薄化による資本効率低下回避と財務健全性維持を考慮した調達としている
- 買収対象企業の18年の収益は、売上高992百万ユーロ（約1,170億円）、EBIT71百万ユーロ（同84億円、スペシャルアイテムを除くベース）、EBITDA120百万ユーロ（同142億円）
- 上記収益は同社顔料事業とほぼ同等の水準。両社の顔料事業は、製品補完性が高いとみられ、大きなシナジー効果が発現しよう。のれん償却も大きくないと考えられ、収益に即反映されよう
- 弊社では今買収決定をポジティブに評価する

Broker
B

- 8月29日引け後、当社は独BASFの顔料事業買収を発表した。今後、競争法当局での承認を得たのち、20年末までに買収完了予定。取得金額は985百万ユーロ（1,162億円）、EV/EBITDA8~9倍と推察され、シナジーなどを考慮すると大きな割高感はないとみる。資金調達は手元資金やブリッジローンで充当し、その後最適財務構成に向け資金調達予定（新株発行は検討していない）
- 取得対象企業の18.12期売上高は992百万ユーロ（1,171億円）、調整後EBITDA120百万ユーロ（142億円）、同マージン12%である。機能性顔料では、当社がCF用顔料、メタリック・高純度酸化鉄などの化粧品顔料でシェアが高いのに対し、BASFは自動車向け高級有機顔料や化粧品向けパール顔料、耐薬品性や耐熱性に優れる特殊無機顔料を強みとする。機能性顔料において製品補完性が高い点や、生産設備や共同購買による効率化などのシナジーが期待される点は評価できよう
- 一方、成長が期待しづらい一般顔料の動向は注視したい。当社の顔料売上高約1,000億円（18.12期）のうち約7割は一般顔料（インキ向けなど。出版インキ用では市場縮小）である。BASFの一般顔料は、当社に比べインキ向けより塗料向けが多いと推察される（BASFのCoating事業の15.12期用途別売上構成比は自動車50%、樹脂25%、建築15%。欧米自動車メーカー向け中心に欧米・中国でシェアが高い）
- 機能性顔料の成長戦略に加え、一般顔料の今後の施策についても詳細を確認したい

出所: アナリスト・レポート

ポジティブなコメント ネガティブなコメント

東京センチュリーによるAviation Capital Groupの買収

2019年9月9日公表

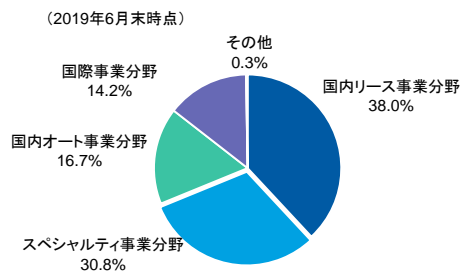
東京センチュリー 2019年9月9日
案件規模: 約30億米ドル



三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本件において東京センチュリーのフィナンシャル・アドバイザーを務めています

東京センチュリー会社概要

- 時価総額: 4,754億円 (2019/9/9時点)
- セグメント資産内訳



案件概要

- 2019年9月9日、東京センチュリー株式会社(“東京センチュリー”)は、Pacific Life Insurance Company (“Pacific Life”)との間で、米国の大手航空機リース会社、Aviation Capital Group (“ACG”)の持分75.5%を約30億米ドル(3,213億円)で取得すること(“本件”)を公表
- 本件完了後、ACGは東京センチュリーの完全子会社化 – 本件は、関係当局からの許認可を取得次第、2019年12月31日を目途にクロージングの予定
- 東京センチュリーは、本件クロージング時点では手元資金及びブリッジローンで買収資金を調達し、順次パーマネントファイナンスに切り替えの予定
- パーマネントファイナンスに際しては、金融機関からの借入金の他、ハイブリッドファイナンスによる資本性資金の調達も検討

案件意義

既存パートナーとの連携深化

- 東京センチュリーは2017年の出資以来、ACGの事業への理解を深め、同社との間で強固な関係を構築

航空機関連ビジネスの強化

- ACGの高い専門性と競争力、強固なプラットフォームを活かし、東京センチュリーの注力分野である航空機関連ビジネスを拡大

シナジーの発現

- 東京センチュリーによるオペレーティング・リース事業への注力と航空機関連ビジネスのバリューチェーンを強化

出所 会社公表資料、Ascend、Capital IQ

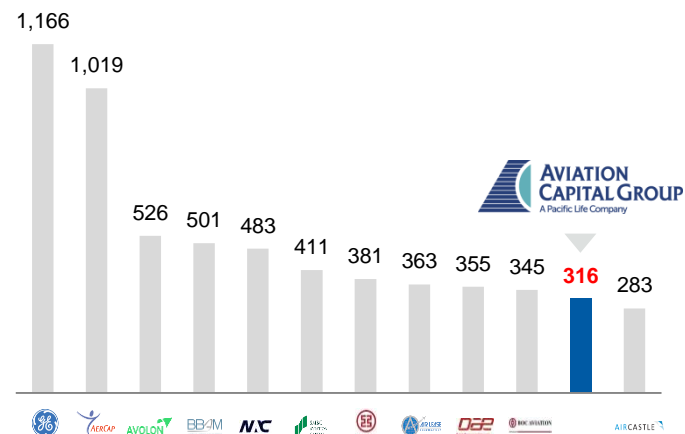
注
1. 2019年6月30日時点
2. Ascendの保有管理機体数のデータに基づく

ACG会社概要

- フルプラットフォームを有する世界有数の航空機リース会社の1社
- 1989年の創業以来、一貫して黒字を継続
- 保有管理及び発注済機体数は約500機⁽¹⁾、世界45カ国超の90社以上のエアライン向けに、航空機リース事業を展開
- 格付け: S&P: A-、Fitch: BBB+
- 主要財務指標

航空機リース業界主要プレーヤー⁽¹⁾⁽²⁾

(機体数)

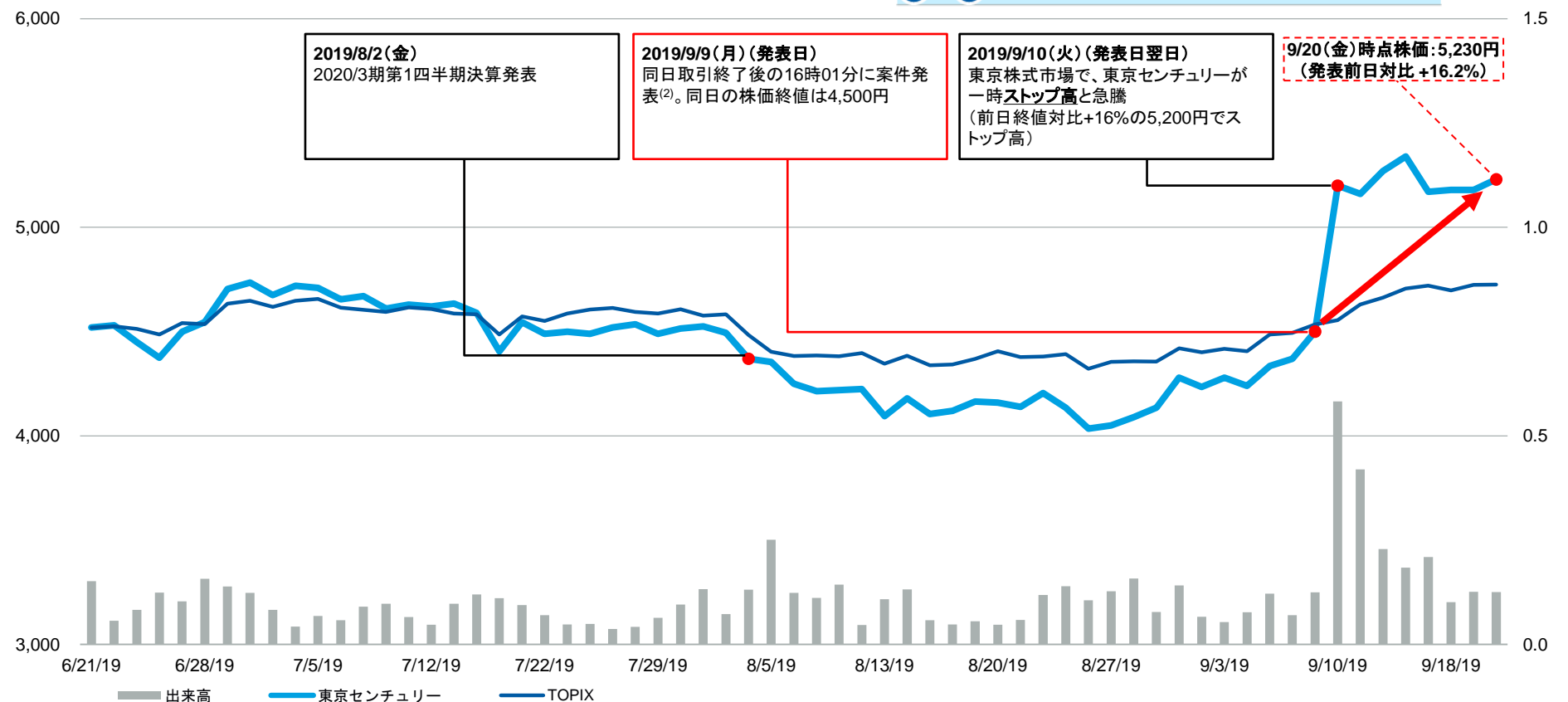


東京センチュリーのAviation Capital Group (ACG) 買収後の株価推移

案件発表翌営業日の株価は前日終値対比+16%でストップ高、案件発表から10日以上経過後も、引き続き上昇した株価水準を維持

東京センチュリーの株価推移 (1)

2019年6月21日 - 2019年9月20日
株価(円)



注:
 1. 2019年9月9日の東京センチュリー株価終値でインデックス化
 2. 2019年9月9日の16時01分に公表した為、同日の株価には本買収の影響は織り込まれず
 3. 19/6A時点の自己株控除後株式総数 x 株価
 4. 東京センチュリープレスリリースより

本買収に対する資本市場・メディア・同業界関係者の声

案件発表前の東京センチュリーの時価総額対比で約70%を占める大型買収である中、戦略的意義ある案件として各方面から非常に高い評価

アナリストによるコメント(抜粋)

A社(2019年9月10日)

- 21年3月期以降の経常利益は、従来予想比200億円程度押し上がると見込んでいる。非常にポジティブな印象で、我々のOverweight推奨を再確認したい
- 航空機の中古機体、中古部品売却、機材の整備などに強みを有する子会社を有しており、ACGを完全子会社化することで、更なるシナジー発揮が想定される

B社(2019年9月9日)

- 当社は米航空機リース会社Aviation Capital Group(以下ACG)の完全子会社化を公表した。航空機リース事業は、2017年のACGへの出資から本格的に事業拡大を進めてきた分野で、収益、資産拡大の点からはポジティブに捉えられよう
- 今後の注目点は、1) エンジン・パーツ売買の子会社を持つ当社グループ内での航空機ビジネスの連携強化により、ACGの成長を加速できるか、2) ACGのみならず当社についても、財務と事業の健全性について節度を持ち成長を実現できるか、の2点

C社(2019年9月9日)

- すでに出資している会社をPBR1.1倍で買収するのは適正だろう

メディアによるコメント(抜粋)

東京センチュリー 米社を完全子会社化好感、機関投資家など買い(話題の株)(日経新聞 2019年9月11日)

- 9日に持ち分法適用会社の米航空機リース会社を年内にも完全子会社化すると発表。機関投資家などから業績拡大を期待した買いが入った
- SMBC日興証券の原貴之アナリストは今回の完全子会社化について「21年3月期以降の業績に与える影響は大きく、中計数値の上方修正も想定される」と指摘する

国内リース各社、海外航空機リース買収 アジアの需要ターゲット(日刊工業新聞 2019年9月19日)

- リース各社が海外の大手航空機リース会社の買収に動き出した。東京センチュリーは、米大手航空リースのアビエーションキャピタルグループ(ACG)の完全子会社化を決めた。オリックスも2018年、大手航空会社に出資。アジアを中心に航空機需要は高い伸びが見込まれるだけに、今後も各社の動向に注目が集まりそうだ
- 東京センチュリーは17年、子会社を通じてACGの株式を20%取得した。強固な信頼関係を構築し事業内容も精通できたという

同業界関係者の声(抜粋)

コメント①

- よくやったなというのが第一印象。TCの純資産の大きさと比べてみても社運を賭けたディールと見える
- 戦略的には意義認めるが、一方で財務的にはストレスがかかる状態だと思うので、それを市場がどう評価するかが気になる

コメント②

- 航空機のバリューチェーンを押さえていく発想は同感。GA Telesisに加えてACGを傘下に収めた東京センチュリーは先を行っている
- 株価の反応を見て、財務的な懸念より成長期待の方が大きいということだろう

コメント③

- 東京センチュリーのいつもの進め方(段階的出資)なので違和感はないが、規模を考えると思い切った決断をしたなというのが率直な印象

コングロマリット VS. ピュアプレー

Appendix B

コングロマリット VS. ピュアプレー

- ① 時価総額増減に差？
- ② 収益性(ROE)に差？
- ③ 成長期待(PER)に差？

コングロマリットとピュアプレーを比較



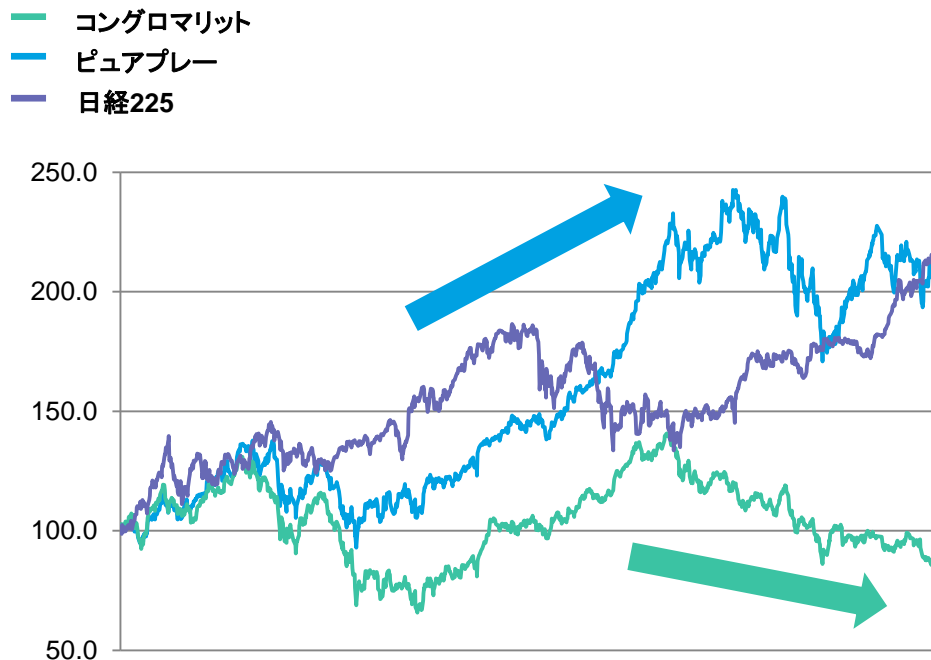
VS.



コングロマリット VS. ピュアプレー (続き)

強い本業や成長分野への資本・経営資源の効率的な配分が、財務上のパフォーマンスと資本市場における評価に如実に反映

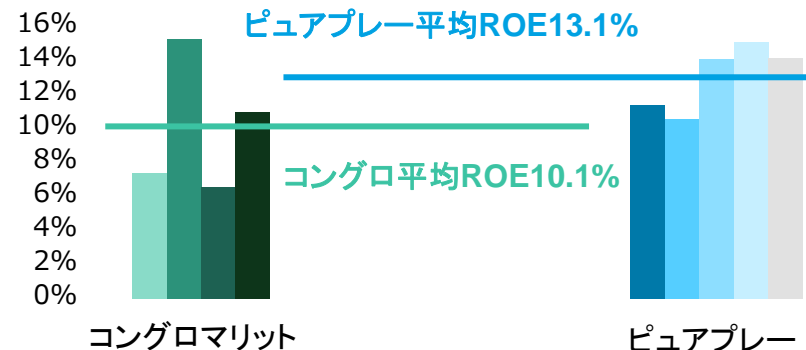
1 時価総額推移(過去5年)⁽¹⁾



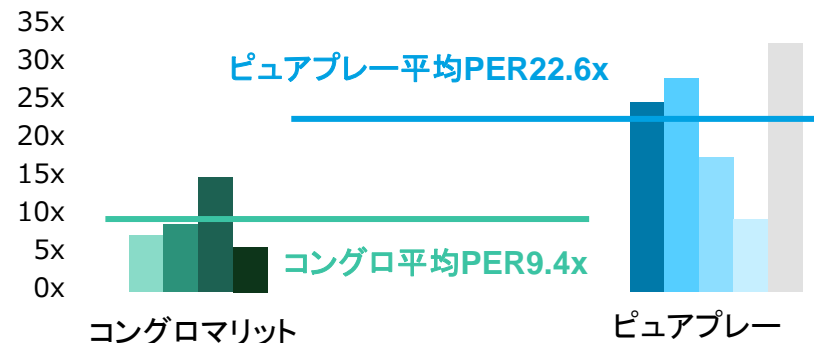
時価総額増加率(過去5年)

- ・ コングロマリット平均増加率: -11.7%
- ・ ピュアプレー平均増加率: 110.9%

2 収益性 (ROE)⁽²⁾



3 成長期待 (PER)⁽³⁾



出所: Capital IQ

注:

1. 2014年~2019年8月31日

2. 2019年3月期

3. 2019年3月末時点時価総額及び決算期末時点の翌期純利益アナリスト予想値に基づく

ケーススタディ： ユナイテッド・テクノロジーズ（“UTC”）の会社分割

2018年11月、航空・防衛事業における大型買収の完了と併せて、それぞれ独立する3社への会社分割を公表

会社概要

- ✓ 米国コネチカット州に本社を置くコングロマリット企業
- ✓ 航空・防衛産業向け、及び、ビル向け機器・設備・システムの製造・販売
- ✓ 売上：598億ドル（2017年実績）、時価総額：983億ドル（2018年11月29日時点）

本件分割の狙い

各事業への集中を通じた成果・業績の向上

強固な財務体質の確保

資本構成及び資本配分の柔軟性の確保

M&A機会の拡大

事業毎の業績に応じた経営層向けインセンティブ設計

投資家層の拡大

分割計画の概要

想定ストラクチャー

- CarrierとOtisのタックスフリー・スピノフ

完了時期及び条件

- 取締役会の承認他必要な手続きを経て、今後18-24ヶ月で分割完了予定

財務方針

- 3社すべてについて、投資適格を維持する見通し
- 各社ニーズに応じて、資本構成及び配分を設計予定
- 3社合計の配当金は、足元のUTCの配当金を下回らない

分割コスト

- 会社分割に伴う一時費用として25-30億ドルを想定
- 毎年3.5億ドル～4億ドルのコーポレートコストの追加発生を見込む

出所：会社開示資料、Capital IQ

会社分割後の各社概要、資本構成、投資プロファイル



会社概要	民間航空機及び防衛産業向け、航空機エンジン及び各種システムのグローバルリーダー	空調、冷凍、ビルディングオートメーション、防災、セキュリティ等ビル向け機器・設備のグローバル大手	エレベーター、エスカレーター、動く歩道の製造・販売・サービスのグローバル大手
2017年度売上高	390億ドル	180億ドル	120億ドル
売上高内訳			
顧客数	100s	販売代理店等: 1,000s エンドユーザー: 1,000,000s	100,000s
必要投資資金	大	中	中／小
投資ホライゾン (投資サイクル)	超長期	短期	長期
アフターサービス市場 におけるプレゼンス	高	中	高
市場成長率	GDP++	GDP+	GDP
長期EBITマージン ポテンシャル	10%台半ば～後半	10%台半ば～後半	10%台半ば～後半

出所: 会社開示資料

最適資本構成と企業価値の最大化

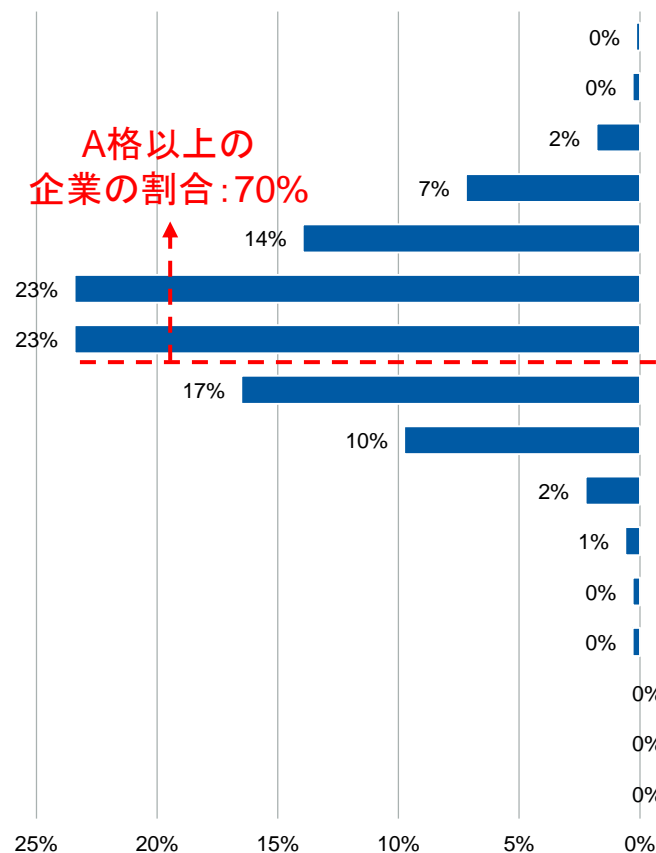
Appendix C

日本企業は高格付の企業の割合が多い一方、米国企業はBBB格以下の企業が多い

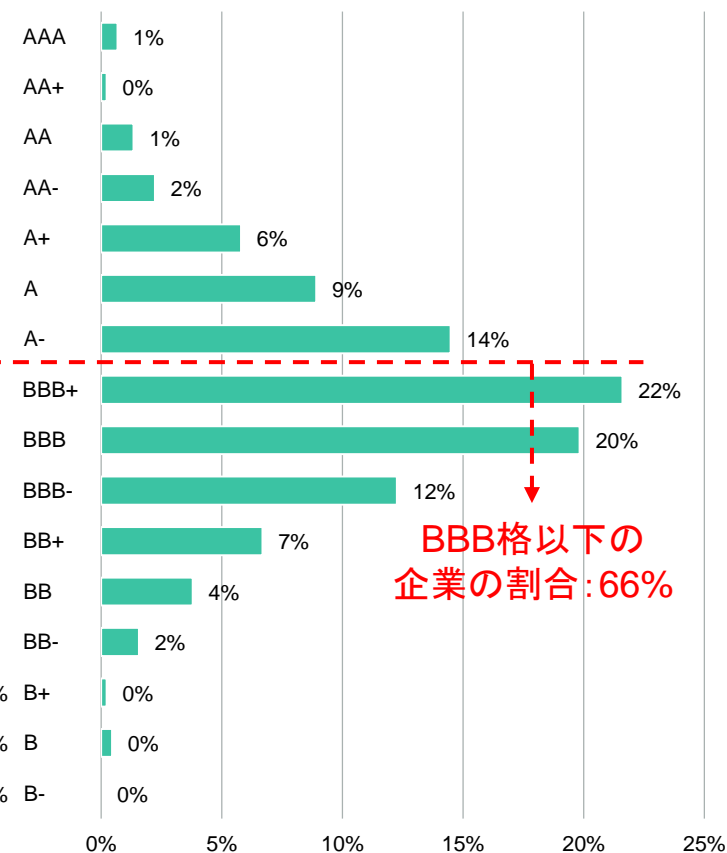
- 日本企業は相対的に高格付を維持する事を志向する傾向にあり、A-以上の企業が全体の7割を占めています
- 一方、米国においてはBBB+格以下の企業が2/3程度を占めています

日米企業の格付分布⁽¹⁾

日本企業 (TOPIX構成銘柄に占める割合)



米国企業 (S&P500構成銘柄に占める割合)



出所: Dealogic

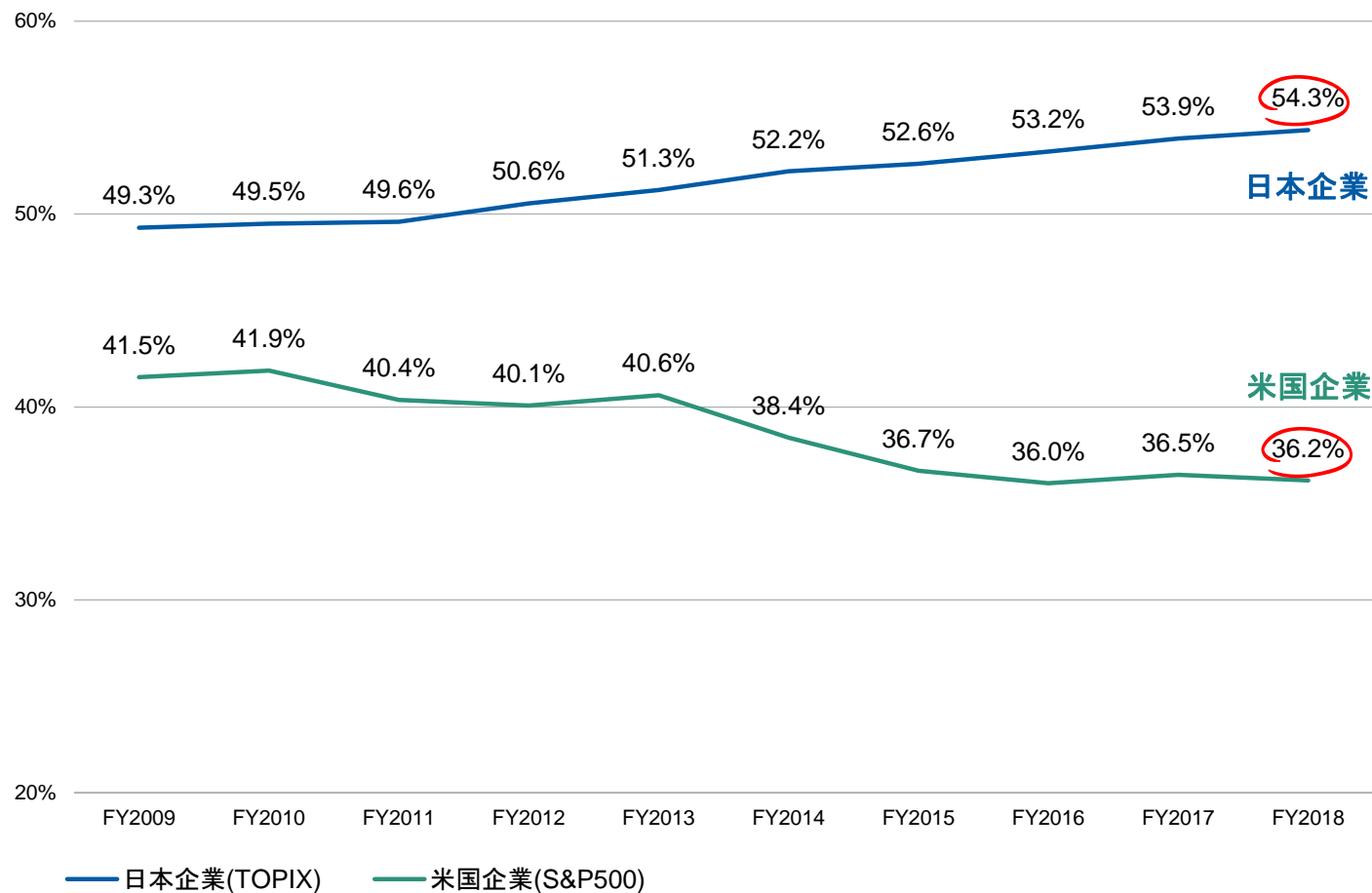
注:
1. 格付はMoody's>S&P>Fitch>R&I>JCRの順に採用

日本企業は資本が厚すぎる状態 (Over Capital)

- 過去10年間、日本企業の自己資本比率は50%程度から55%程度に上昇しており、直近35%程度となっている米国企業を20%程度上回っている状況にあります

自己資本比率の日米比較

自己資本比率(%)



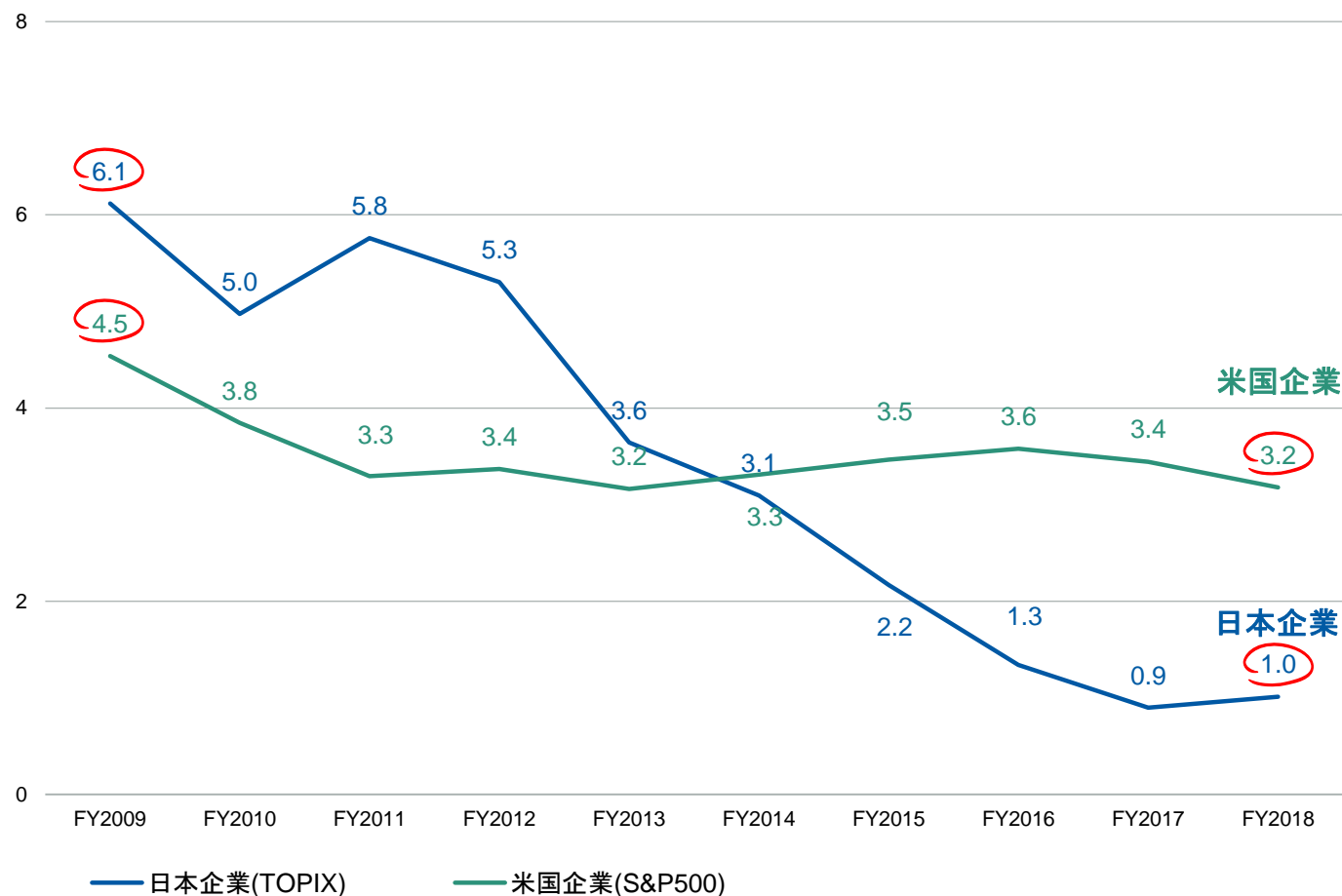
出所: Capital IQ

日本企業のNet Debt/EBITDAは大きく低下

- 日本企業の財務レバレッジ (Net Debt/EBITDA)はこの10年で6倍から1倍に大きく低下する一方、米国企業は3~4倍のレンジで安定

Net Debt/EBITDAの日米比較

Net Debt/EBITDA: x



出所: Capital IQ

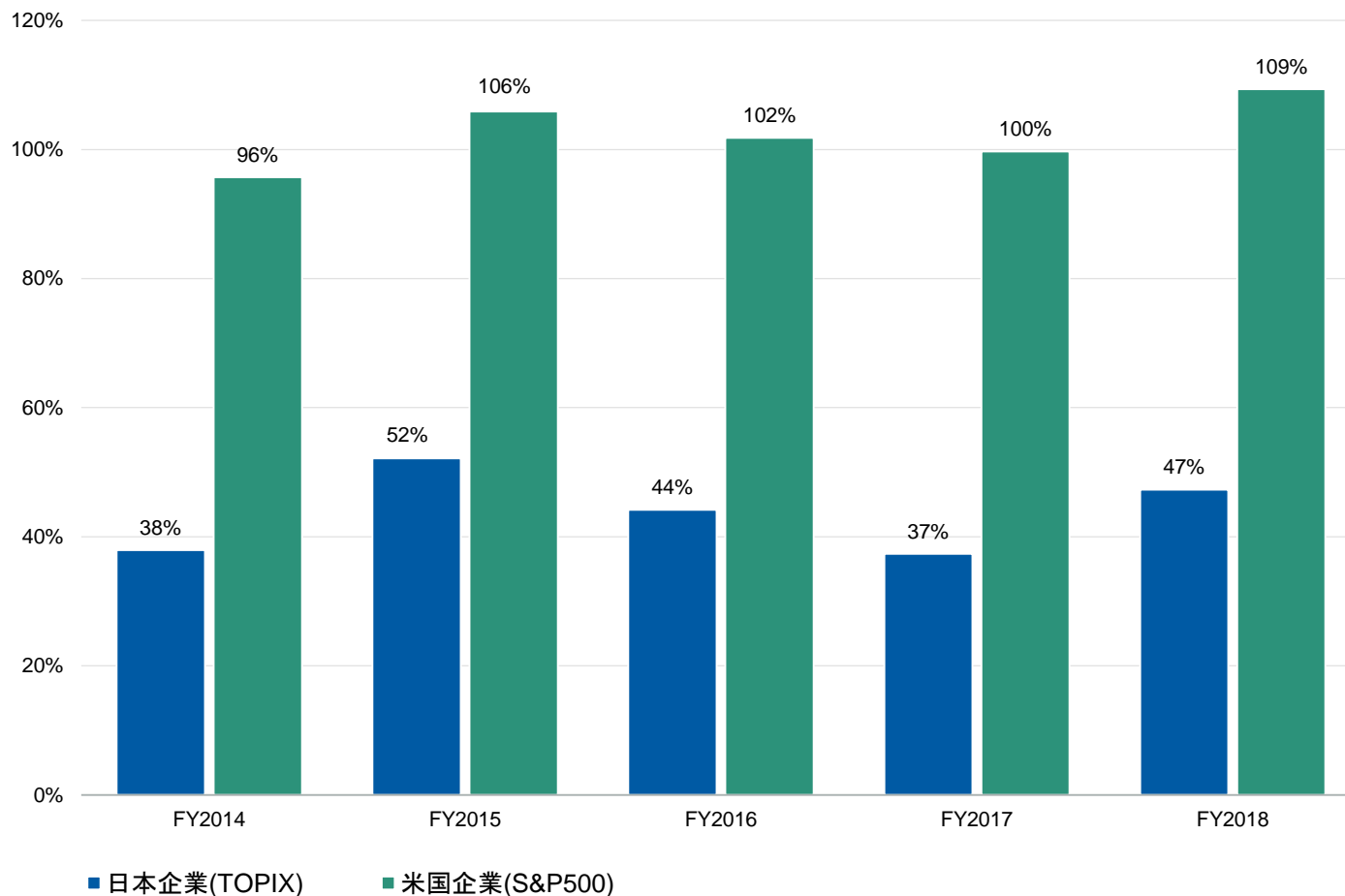
米国企業の総還元性向約100%に対して日本企業は約40%

- 米国企業は、過剰資本状態にならないように、キャピタルアロケーションの観点からも株主還元積極的に姿勢を取っています

— 総還元性向 = (配当 + 自己株買い) ÷ 純利益

総還元性向の日米比較

FY2014–2018

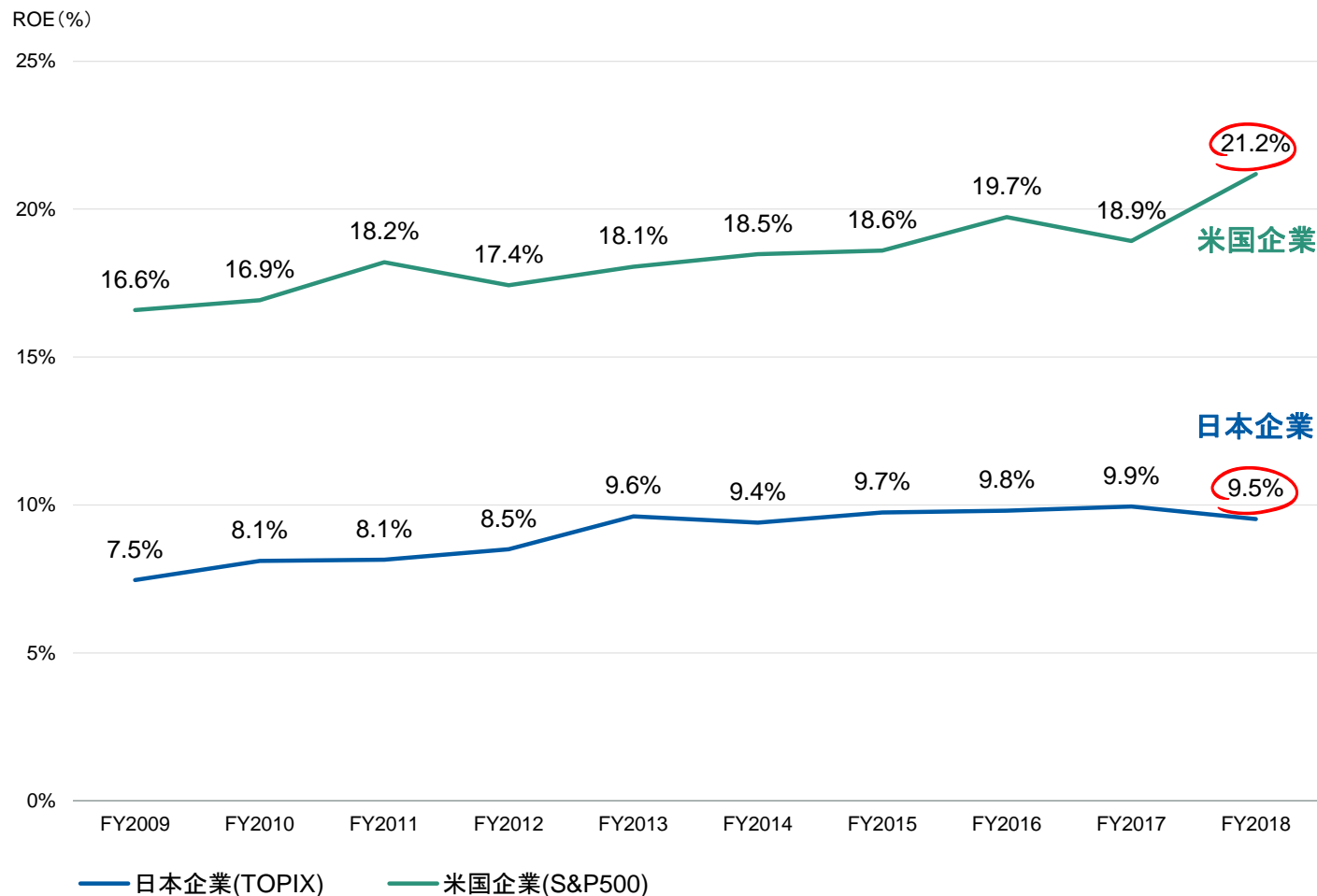


出所: Capital IQ

日本企業のROEは改善しているものの、米国企業のROEを大きく下回る

- 過去10年間、日本企業のROEは緩やかに上昇し足許10%弱で推移していますが、米国企業は足許で20%超まで上昇しています

ROEの日米比較⁽¹⁾



出所: Capital IQ

注:
1. ROEが0%未満、100%を超えるような企業を除外したうえで、各企業のROEの平均値を算出

WACCを最適化し企業価値を最大化する為に過剰資本の解消が必要（負債比率を増やす）

- 日本企業は、過剰資本になっている結果、資本コスト（Weighted Average Cost of Capital=WACC）が高くなっていると考えられます
- この状態は企業価値最大化の観点ではマイナスであり、その是正が求められています

WACCの定義

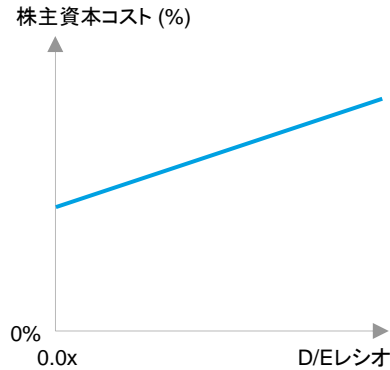
株主資本コストにはCAPMメソッドを使用
 K_e = 株主資本コスト
 K_d = 負債コスト(税引後)

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times \frac{D}{D + E}$$

$$K_e = RFR^{(1)} + \text{Beta} \times MRP^{(2)}$$

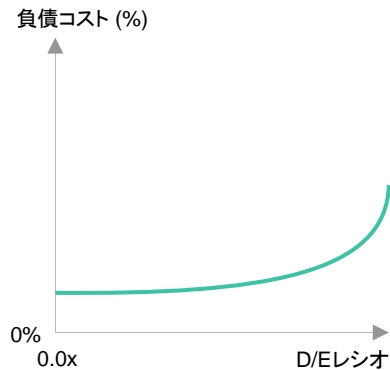
$$K_d = \text{負債コスト} \times (1 - \text{税率})$$

株主資本コストの理論値

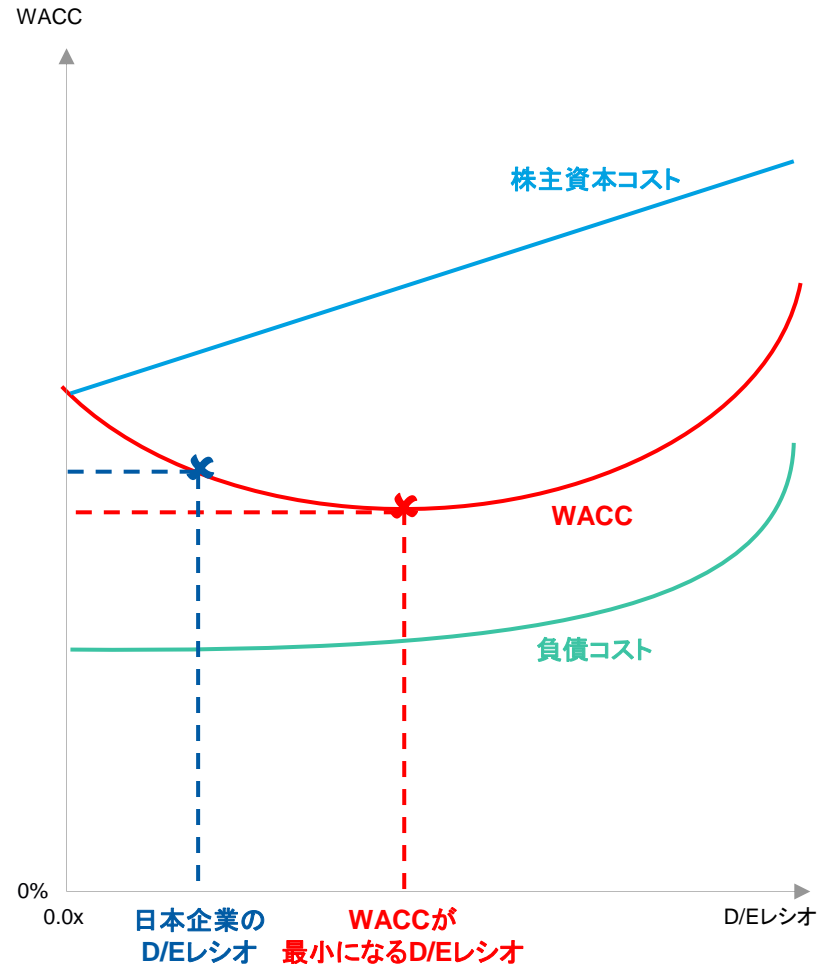


+

負債コストの理論値



WACCの理論値



日本企業の D/Eレシオ WACCが最小になるD/Eレシオ

注:
 1. リスク・フリー・レート
 2. マーケット・リスク・プレミアム

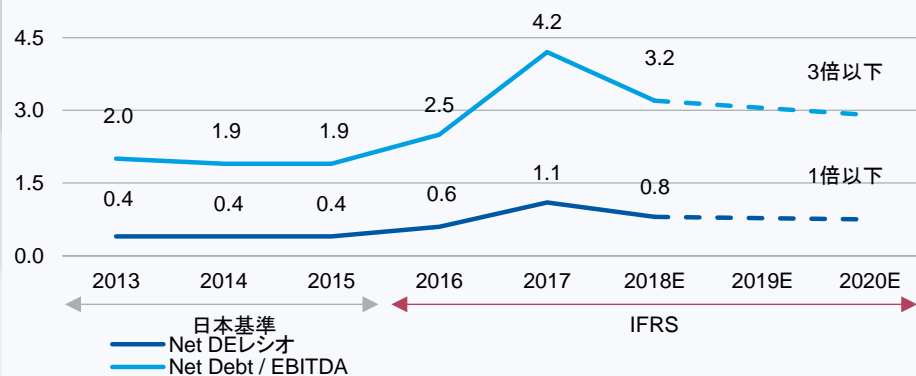
多くの日本企業は中期経営計画に債務削減（自己資本比率向上）を掲げる

A社

財務・キャッシュフロー方針のローリング

	2018年以降のガイドライン(3年程度を想定)
キャッシュフロー	FCF: 年平均1,400億円以上 資産整理効果: 1,000億円程度(2018年見込み)
債務削減	Net Debt / EBITDA: 2019年末までに3倍程度 Net DEレシオ: 2018年末までに1倍以下
成長投資	財務体質強化を優先しつつ、成長基盤拡大に向けたM&Aを検討
株主還元	連結配当性向30% ⁽¹⁾ を目処とした安定的な増配

Net DEレシオ・Net Debt / EBITDA推移



B社

最終年度経営目標

- 営業利益: 1,000億円
- 経常利益: 1,100億円
- ROA(総資産経常利益率): 6%
- ネットD/Eレシオ: 1.0倍以下

全社成長戦略

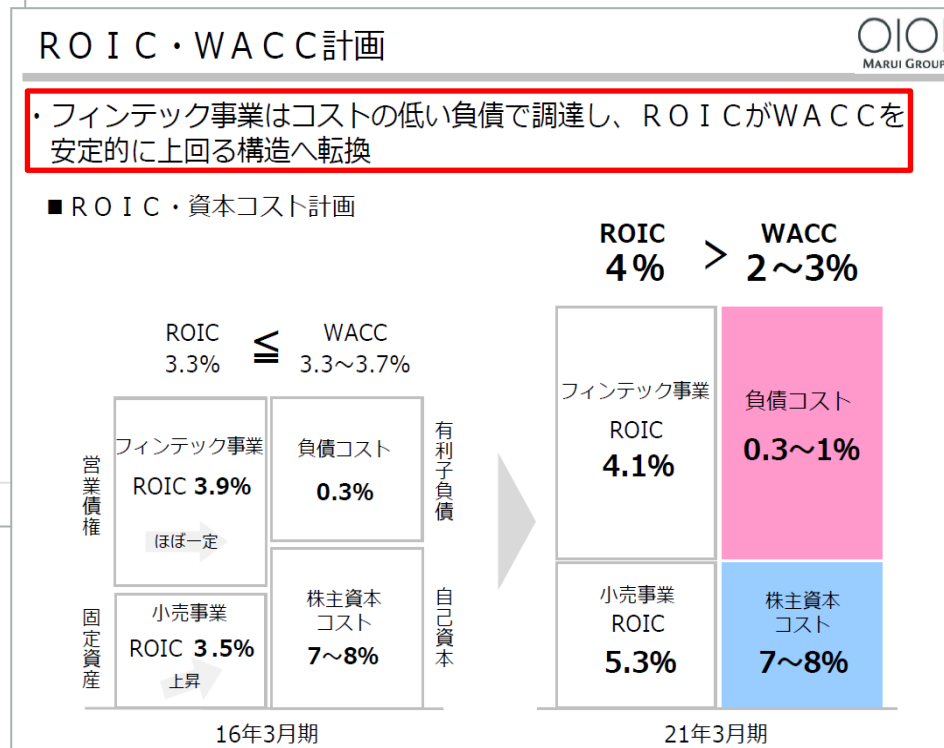
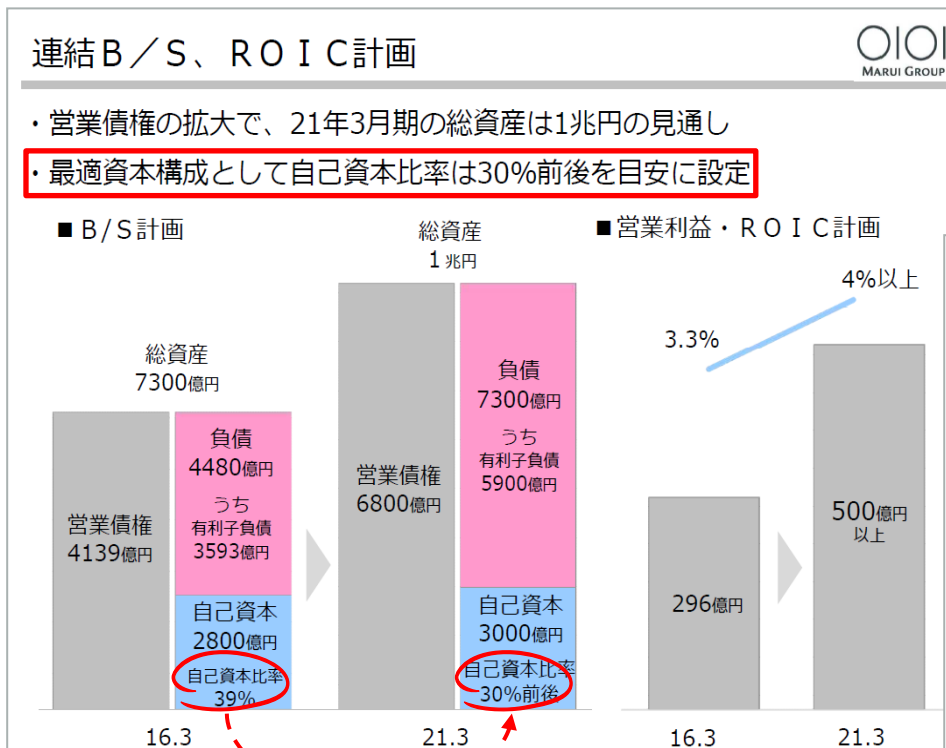
- 成長基盤の強化
- グローバル競争力の強化
- 循環型ビジネスモデルの追求

将来に向けた成長の種まきを実施

一方、資本構成／WACCの最適化を目指す動きも

丸井グループの事例ー自己資本比率を下げ負債を増やす事でWACCを下げると同時に本業のROICを向上させ、ROICが安定的にWACCを上回る事を目指して企業価値の最大化を図る

現中期経営計画(2016~2020年度)



出所: 中期経営計画

公正なM&Aの在り方に関する指針

Appendix D

公正なM&Aの在り方に関する指針（1/11）

企業価値の向上と株主利益の確保に向けて

- 2019年6月28日に、経済産業省から、「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（以下、「本指針」）が公表されました
- 本指針の目的は、MBOに加えて支配株主による従属会社の買収を対象として、我が国企業社会における公正なM&Aの在り方を提示することです
- 本指針の位置づけは、今後の我が国企業社会におけるベストプラクティスの形成に向けて公正なM&Aの在り方を提示するものです

本指針の策定経緯、目的及び位置付け

- 2007年9月4日に策定された「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」(いわゆる「MBO指針」)の改訂として本指針を策定
 - 実務上の対応に関する知見の蓄積およびコーポレートガバナンス改革の進展等の社会経済情勢の変化を踏まえた改訂
 - MBOに限らず、構造的な利益相反の問題等が認められる支配株主による従属会社の買収など(いわゆる親会社による子会社の完全買収など)、MBO以外の取引類型についても対象に含めている
 - MBOおよび支配株主による従属会社の買収を中心に、主として手続面から、我が国企業社会における公正なM&Aの在り方を提示することを目的とする
 - M&Aの公正性を担保しつつ、経済的意義を有するM&Aを発展させるためにはどのような点に留意するのが適切かとの観点から提示されているものであり、M&Aに新たな規制を課す趣旨のものではない
 - MBOおよび支配株主による従属会社の買収を中心に、主として手続面から、ベストプラクティスの形成に向けて公正なM&Aの在り方を提示することを企図している

本指針の対象と他の取引類型における議論の参照

- 典型的に構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題が存在するMBOおよび支配株主による従属会社の買収を本指針の対象とする
- 両取引類型に該当しないM&Aにおいても、一定程度の構造的な利益相反の問題や情報の非対称性の問題が存在する場合には、その問題の程度等に応じて本指針を参照することは、説明責任を果たす際にも役立つ

公正なM&Aの在り方に関する指針（2/11）

原則と基本的視点

MBOと支配株主による従属会社の買収の意義と課題

- 両取引にはそれぞれ経済的意義が認められる一方、それぞれの課題も存在し、公正なM&Aの実現を手続的に担保するために特段の実務上の対応を講じることが期待される
- 一般株主の利益よりも買収者の利益が優先され、買収者の情報優位性も利用して一般株主に不利な取引条件でM&Aが行われることにより、本来は一般株主が享受すべき利益を享受することができず、これを買収者が享受しているのではないかといった懸念が存在する
- M&Aを行うプロセスや一般株主に対する情報提供に際して特段の実務上の対応を講じ、上記の構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題に対応することにより、企業価値の向上と公正な取引条件の実現の担保を目指す

M&Aを行う上での尊重されるべき原則

第1原則: 企業価値の向上

望ましいM&Aか否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断

第2原則: 公正な手続を通じた一般株主利益の確保

M&Aは、公正な手続を通じて行われることにより、一般株主が享受すべき利益が確保

- いずれの原則も、MBOや支配株主による従属会社の買収の場合だけでなく、通常のM&A一般にも当てはまるもの
- 第2原則は、特にMBOと支配株主による従属会社の買収において重要
- 両原則は、まず第1原則を満たした企業価値の向上に資するM&Aであることを前提に、これを実施するに当たっては、第2原則に則り、公正な手続を通じて行われることにより一般株主利益が確保されるべきであるという関係に立つ

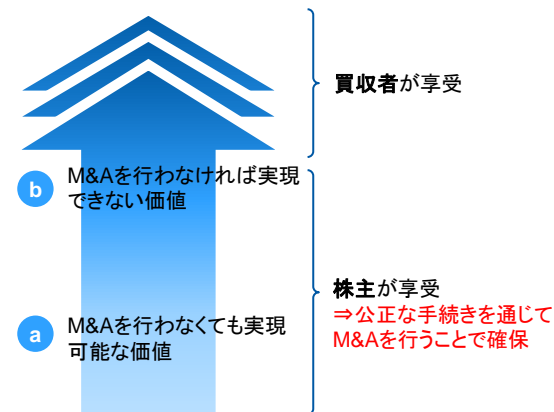
公正な手続に関する基本的な視点

- 視点1: 取引条件の形成過程における独立当事者間取引と同視し得る状況の確保
- 視点2: 一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会の確保

公正なM&Aの在り方に関する指針 (3/11)

買収対価に関する基本的整理

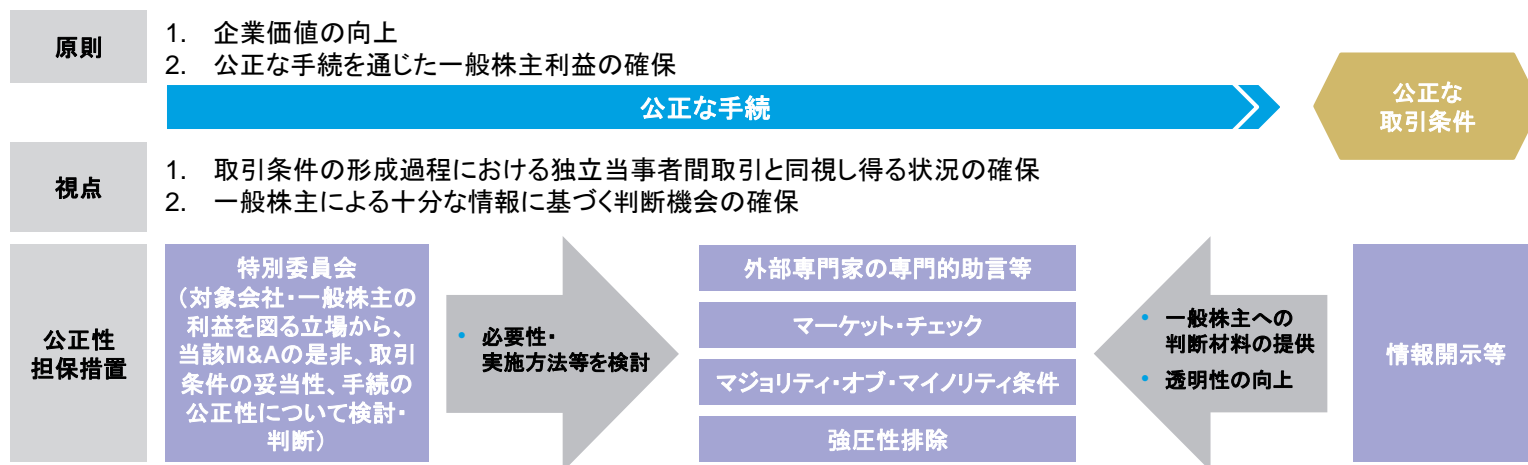
- M&Aに際して実現される価値についての概念整理
 - M&Aに際して実現される価値は、理論的には、以下の2種類に区別
 - (a) M&Aを行わなくても実現可能な価値
 - (b) M&Aを行わなければ実現できない価値
- 実際の事案における整理
 - 実際の事案においては、上記 (a) および (b) の価値を客観的かつ厳密に区別・算定することや、M&A公表前の市場株価が (a) の価値をどれほど反映しているかを判別することは困難
 - (b) の価値についても、一般株主が享受すべき部分には一定の幅があると考えられ、その分配の在り方について一義的・客観的な基準を設けることは困難
 - ⇒ 「公正な手続」の在り方について指針を示し、こうした手続を通じてM&Aが行われることにより、「一般株主利益」が確保されるべき
- 買収対価の種類
 - 公正な手続を通じてM&Aが行われることにより一般株主利益が確保されるべき点において、買収対価の種類によって差異が生じるわけではない



公正なM&Aの在り方に関する指針（4/11）

- 本指針では、以下の6つを公正性担保措置として、例示しています
 - 独立した特別委員会の設置(3.2)
 - 外部専門家の独立した専門的助言等の取得(3.3)
 - 他の買収者による買収提案の機会の確保(マーケット・チェック)(3.4)
 - マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定(3.5)
 - 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上(3.6)
 - 強圧性の排除(3.7)

実務上の具体的対応



公正性担保措置の位置付け

- 各公正性担保措置の実施は、必要条件ではなく、常に全ての公正性担保措置を講じなければ公正な取引条件の実現が担保されないというわけではない
- 個別のM&Aにおける具体的状況に応じて、いかなる措置をどの程度講じるべきかが検討されるべき

個別の状況に応じた適切な措置の選択の必要性

- 事案に即した適切な公正性担保措置を判断
- 構造的な利益相反の問題の存在にかんがみ、買収者等からの独立性の確保された主体が、利益相反に関する重要な事実関係を把握した上で実質的に関与することが重要

実効的な機能発揮の重要性

- 公正性担保措置を講じた外形が整えられても、各措置が有効に機能していなければ、公正性担保措置としての意味はない
- 実効的に講じられた措置が全体として果たす機能の実質が重要

望ましいM&Aが阻害されないことの重要性

- 企業価値の向上に資する望ましいM&Aに対して阻害効果を及ぼし、または当事会社が過度に委縮することは、一般株主にとってもまた望ましいことではない

公正なM&Aの在り方に関する指針 (5/11)

a. 独立した特別委員会の設置 (3.2)

機能

- 特別委員会は、独立性を有する者で構成され、重要な情報を得た上で、企業価値の向上および一般株主の利益を図る立場から、M&Aの是非や取引条件の妥当性、手続の公正性について検討および判断
- 特別委員会が有効に機能した場合には、公正性担保措置として高く評価

役割

- 特別委員会は、①対象会社の企業価値の向上に資するか否かの観点から、M&Aの是非について検討・判断するとともに、②一般株主の利益を図る観点から、(i)取引条件の妥当性および(ii)手続の公正性について検討・判断する役割
 - ②(i)取引条件の妥当性については、
 - (a)買収者との取引条件に関する協議・交渉過程において、企業価値を高めつつ一般株主にとってできる限り有利な取引条件でM&Aが行われることを目指して合理的な努力が行われる状況を確認
 - (b)取引条件の妥当性の判断の重要な基礎となる株式価値算定の内容と、その前提とされた財務予測や前提条件等の合理性を確認。買収対価の水準だけでなく、買収の方法や買収対価の種類等の妥当性についても検討
 - ②(ii)手続の公正性については、いかなる公正性担保措置をどの程度講じるべきかの検討を行う役割を担うことも期待

公正性担保措置としての意義

- 特別委員会は、適切に運用することにより、構造的な利益相反の問題と情報の非対称性の問題への対応に資するものであり、M&Aの公正性を担保する上で有効性の高い公正性担保措置
- MBOや支配株主による従属会社の買収において取引条件の公正さを担保する上で、特別委員会を設置することの意義は特に大きい

公正なM&Aの在り方に関する指針（6/11）

a. 独立した特別委員会の設置(3.2)（続き）

特別委員会が有効に機能するための実務上の工夫

構造的な利益相反の問題が大きく、対象会社の取締役会の独立性への懸念が特に大きい場合や、積極的なマーケット・チェックの実施やマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定等の他の公正性担保措置を講じない場合には、特別委員会の実効性を高める工夫を積極的に講じることが期待

• 設置の時期

- 特別委員会を早期段階から関与させることにより、取引条件の形成過程全般にわたってその公正性を担保する機能
- 対象会社が買収者から買収提案を受けた場合には、可及的速やかに、特別委員会を設置

• 委員構成

– A) 独立性

- 特別委員会の委員となる者には、①買収者からの独立性および②当該M&Aの成否からの独立性が求められる
 - » ①買収者からの独立性に関しては、少なくとも過去10年以内に支配会社の役職員であったことがない者
- 一律の客観的な基準を設けることは困難であり、個別のM&Aごとにその具体的状況を踏まえて実質的に判断

– B) 属性・専門性

- 社外者、すなわち社外取締役、社外監査役または社外有識者で構成
 - » 社外取締役：社外取締役が委員として最も適任
 - » 社外監査役：社外取締役を補完するものとして、社外監査役も委員としての適格性を有する
 - » 社外有識者：M&Aに関する専門性（手続きの公正性や企業価値評価に関する専門的知見）を補うために、社外取締役および社外監査役に加えて、社外有識者を委員として選任することは否定されない
- 会社に対して法律上負う義務と責任を背景に、責任を持って、アドバイザー等の専門的助言等も活用しつつ、特別委員会を適切に運営
- 社外取締役がM&Aに関する専門性を有しないということだけでは、当該社外取締役を特別委員会の委員として選任しないことが正当化されることにはならない

• 特別委員会の設置・委員選定のプロセス

- 対象会社の独立社外取締役や独立社外監査役がこれらのプロセスに主体性を持って実質的に関与

公正なM&Aの在り方に関する指針（7/11）

a. 独立した特別委員会の設置(3.2)（続き）

• 買収者との取引条件の交渉過程への関与

- 特別委員会が対象会社と買収者との間の買収対価等の取引条件に関する交渉過程に実質的に関与
- 特別委員会が取引条件が妥当でないと判断した場合には当該M&Aに賛同しないことを取締役会においてあらかじめ決定した上で、以下のいずれかの方法
 - ①特別委員会が取引条件の交渉を行う権限の付与を受け、自ら直接交渉
 - ②交渉自体は対象会社の担当役員やプロジェクトチーム等の社内者やアドバイザーが行うが、特別委員会は、取引条件に関する交渉過程に実質的に影響を与え得る状況を確認

• アドバイザー等

- 特別委員会が信頼して専門的助言を求めることができる財務アドバイザー・第三者評価機関や法務アドバイザーが存在することが望ましい。特別委員会のアドバイザー等については以下のとおり
 - ①自らのアドバイザー等を選任することが有益
 - ②対象会社の取締役会が選任したアドバイザー等を利用することも否定されるべきとはいえない
 - » 特別委員会に対して、対象会社の取締役会のアドバイザー等を指名する権限や、対象会社の取締役会のアドバイザー等を承認(事後承認を含む)する権限を付与
 - » 特別委員会による検討や判断の重要な基礎となる専門的助言の信頼性を担保する工夫

• 情報の取得

- 特別委員会が、一般株主に代わり、非公開情報も含めて重要な情報を入手し、これを踏まえて検討・判断

対象会社の取締役会における特別委員会の判断の取扱い

- 通常、M&Aへの賛否等については、最終的には取締役会において意思決定
- 取締役会は、特別委員会の設置の趣旨にかんがみ、特別委員会の判断内容を適切に理解・把握した上で、これを最大限尊重して意思決定

対象会社の社内検討体制

- 取締役会決議の段階だけでなく、その前の検討・交渉段階から、一定の利害関係を有する取締役等を対象会社における検討・交渉過程から除外

公正なM&Aの在り方に関する指針（8/11）

b. 外部専門家の独立した専門的助言等の取得(3.3)

- 外部専門家の独立した専門的助言等を取得
- 初期段階から独立性を有する法務アドバイザーの関与を得て、その独立した専門的助言を取得

第三者評価機関等からの株式価値算定書等の取得

- 対象会社の取締役会または特別委員会において、専門性を有する独立した第三者評価機関から株式価値算定書等を取得し、これを判断の基礎とする
- M&Aのスキームや代替手段、代替取引の検討、価格交渉等において経験豊富な財務アドバイザーの助言や補助を得ることも有効
- 第三者評価機関による株式価値算定の実施
 - 位置付けとして多くの場合、(a)M&Aを行わなくても実現可能な価値と、(b)M&Aを行わなければ実現できない価値といった構成要素ごとに分けて価値を算定した上で合算するという形ではなく、通常はM&Aの実施を前提としない財務予測等に基づいて株式価値算定
- フェアネス・オピニオンの取得
 - 欧米等では、フェアネス・オピニオンを取得することは一般的なプラクティス国際的に活動する投資家も含めた一般株主に対する説明責任
 - 公正性担保措置としての意義
 - フェアネス・オピニオンの公正性担保措置としての有効性は、これを発行する第三者評価機関の信頼性により支えられる
 - » ①独立性・中立性、②慎重な発行プロセス、③高度な専門性・実績、④レピュテーションといった要素
 - » 対象会社の取締役会や特別委員会は、第三者評価機関を選定するに当たっては、これらの要素も考慮して検討
- 第三者評価機関の独立性
 - 特別委員会の第三者評価機関(特別委員会が自らの第三者評価機関を選任せず、対象会社の取締役会が選任した第三者評価機関を利用する場合には当該第三者評価機関)の独立性が重要
 - 当該第三者評価機関が当該M&Aの成否に関して重要な利害関係を有している場合には、その独立性について一般株主が適切に判断することを可能とする観点から、その独立性や利害関係の内容に関する情報を開示
 - 当該第三者評価機関が買収者に対して自ら買収資金の融資その他の資金提供も行う場合のように、当該第三者評価機関が当該M&Aの成否に関して深刻な利害関係を有している場合、合理的な必要性からやむを得ずこのような事態に至る場合には、当該M&Aにおいて当該第三者評価機関が得る経済的利益の内容を開示する等、少なくともその独立性や利害関係の内容について十分な説明責任が果たされるべき
 - 第三者評価機関とそのグループ会社との間では情報隔離壁等の措置が講じられていること等から、第三者評価機関の独立性に対する懸念は緩和されているとの指摘もある

公正なM&Aの在り方に関する指針（9/11）

c. 他の買収者による買収提案の機会の確保（マーケット・チェック）（3.4）

実施方法

- 積極的なマーケット・チェック
 - 市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討
- 間接的なマーケット・チェック
 - ①公表後、対抗提案が可能な期間を比較的長期間確保
 - ②対抗提案者が実際に出現した場合に、当該対抗提案者が対象会社と接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を行わないといった対応

公正性担保措置としての意義

- 買収者が支配株主でない場合
 - マーケット・チェックが有効に機能するケースが多い
- 買収者が支配株主である場合
 - マーケット・チェックが公正性担保措置として機能する場面は限定的であり、実施する意義が乏しいケースが多い
 - 例外的にマーケット・チェックが機能し得る場合もあり得るため、特段の例外的事情が存在しないか等を念のため確認する必要あり

対抗提案を受けた場合の対応

- 対抗提案が具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案である限り、当該対抗提案の内容についても真摯に検討する必要あり

対抗提案者に対する情報提供の在り方

- 買収提案の具体性、実現可能性や真摯性の確認度合い等に応じて、情報提供の要否や提供する情報の範囲を検討

公正なM&Aの在り方に関する指針（10/11）

d. マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定(3.5)

公正性担保措置としての意義

- マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は、一般株主の賛成の数が相当程度増加する場合には、取引条件の公正さを担保する上で有効性が高く、公正性担保措置として評価
- 買収者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値の向上に資するM&Aに対する阻害効果の懸念等
 - ①買収者の保有する対象会社の株式の割合が高いほど、少ない株式取得によってM&Aを容易に妨害することが可能
 - ②パッシブ・インデックス運用ファンドの規模が拡大しているところ、その中には、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない投資家も存在
 - ③会社法上、取引条件いかににかかわらず、株式買取請求権を行使し得る地位を確保するために、株主総会において反対の議決権行使をすることや公開買付けへの応募をしないことに対してインセンティブが働きやすい要因が存在
- マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しない場合には、他の公正性担保措置を充実させることによってこれを補い、全体として取引条件の公正さを担保

公正なM&Aの在り方に関する指針（11/11）

e. 一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上(3.6)

充実した開示が期待される情報

- 特別委員会に関する情報
 - 委員の独立性や専門性等の適格性に関する情報
 - 特別委員会に付与された権限の内容に関する情報
 - 特別委員会における検討経緯や、買収者との取引条件の交渉過程への関与状況に関する情報
 - 当該M&Aの是非、取引条件の妥当性や手続の公正性(公正性担保措置の実施状況等)についての特別委員会の判断の根拠・理由、答申書の内容に関する情報
 - 委員の報酬体系に関する情報
- 株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報
 - 各算定方法に基づく株式価値算定の計算過程に関する情報
 - 財務予測の作成経緯(特別委員会による事業計画の合理性の確認や第三者評価機関によるレビューを経ているか否か)
 - フェアネス・オピニオンに関する情報
 - 第三者評価機関の重要な利害関係に関する情報
- その他の情報
 - M&Aを実施するに至ったプロセス等に関する情報
 - 当該時期にM&Aを行うことを選択した背景・目的等に関する情報
 - 対象会社の取締役等が当該M&Aに関して有する利害関係の具体的な内容に関する情報や、当該取締役等の取引条件の形成過程への関与の有無・態様に関する情報
 - 対象会社と買収者との間で行われた取引条件等に関する協議・交渉の具体的な経緯に関する情報
 - 他の買収方法や対抗提案の検討の有無に関する情報
 - M&Aへの賛否等を決定する取締役会決議において反対した取締役または異議を述べた監査役がいる場合には、その氏名および反対または異議の理由に関する情報

f. 強圧性の排除(3.7)

- 公開買付け後のスクイズ・アウトに際して、反対する株主に対する株式買取請求権または価格決定請求権が確保できないスキームは採用しない
- 公開買付けにより大多数の株式を取得した場合には、可及的速やかにスクイズ・アウトを行うこと。また、公開買付価格と同一の価格を基準にする

ディスクレームー

本書に記載されている情報は、情報提供のみを目的として作成されたものです。本書に記載された情報の正確性または完全性に関する表明は行われません。本書に記載される情報は一定の仮定に基づき、一般に公表された情報並びに受領者及び第三者から三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下、「MUMSS」といいます）に対して提供された情報に依拠して作成されています。MUMSS及びその関係会社（以下「当社」と総称します）は、本書に記載されている情報について一切保証を行わず、また、本書に記載されている情報に関する責任（本書に明記された又は記載されない事項に関する明示または黙示の表明または保証を含むが、それらに限られない）を一切負わないことを明記します。本書は、当社によるフィナンシャル・アドバイスその他の推奨を意図するものではなく、本書の受領者は本書に依拠すべきではなく、本書を何らかの決定や行為を行う際の根拠とすることはできません。本書に記載される見解や取引条件は暫定的なものであり、本書が作成された時点での財務、経済、市場及びその他の状況に基づくものであり、今後変更される可能性があります。本書及び本書に記載されている情報は、有価証券の引受け、またはそれに関連する取扱いの申込みを構成するものではなく、また本書の受領者に対する法務、規制、財務または税務アドバイスを構成するものではありません。本書の受領者は、本書の内容及び本書に記載されている取引に関して、独立した第三者から法務、会計、税務及び財務アドバイスを受けることをお勧めいたします。本書の受領者は、本書を受領することにより、本書に記載されているかまたは本書に関連するデータ、分析、結果その他の情報（本書に関連して当社より口頭で提供される情報を含む）について無期限に秘密を保持し、第三者に対して配布または開示せず、公開もしないことに同意したものとみなされます。