



M&A取引における戦略的思考

プロジェクトの現場より

2017年12月2日

本日の内容

はじめに

- ① 日本及びグローバルM&A市場の現状
- ② M&A戦略の立案とプロジェクトマネジメント
- ③ M&Aプロジェクトの現場で起こること
～ケース・スタディより
- ④ 近時の資本効率への意識の高まりと
日本におけるアクティビズムの潮流
- ⑤ 日本企業によるM&A取引の展望と課題

番外編

Appendix: クロスボーダー買収事例

はじめに:M&Aは成功のツールか、失敗の罠か？

14年度日本企業M&Aは13.9兆円、海外買収が過去最高

【戦略なきM&Aの愚】統合を成功させる条件



クロスボーダーM&A案件における買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手に躍進

2000年代に入り、日本企業による海外企業のM&A(In-Out)はリーマンショック以降の一時期に減少したものの、基本的には増加傾向にある。特に2012年の日本企業によるIn-Out案件は、国内市場の停滞と円高の進行を背景にUS\$1000億超の566件に達し、史上最高を記録した(図表1)。日本企業は、2012年の世界クロスボーダーM&A案件において、米国を抜き、アジアで第2位の買手となった。

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全面的に買収するファイナンス・インテグレーションによる売却が多いのも特色で、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が中心となっている。

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「シナジーの弱さ」「不十分な企業文化の融合」などが挙げられる。できなかったことによる失敗は、M&Aの成功の条件とは何だろうか？

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探ってみた。

プロ野球でチーム打率が2割6分といえ「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だ日本企業によるM&A。円高とカ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。国内市場の縮小が避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)にM&Aが成功したかどうか聞いたところ、成功基準を達成した企業は全体の26%と、3割にも届いていない。

「昨年の段階で出資先のデューデリジェンス(財務評価、8面)をして、その後も十分精査した。問題はない。」

2日に開かれた住友化学(4005)の10年4～9月期決算発表の記者会見。同社は4月に500億円強を出資したオーストラリアの関連会社に関する、早くも特別損失287億円を計上した。経営陣の責任について問われると、野崎邦夫常務執行役員は反論した。ただ、同社へのTOB(株式公開買付け)が完了して3カ月後に、同社は11年3月期通期の業績見通しを下

修正している。出資した時点よりも

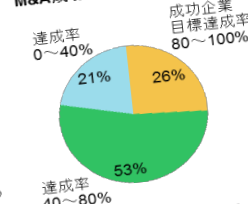
企業価値が半減しているにもかかわらず、問題がなかったと言い切れるのだろうか。

3日にはソニー(6758)が20%出資していた米映画会社メトロ・ゴールドウィン・メイヤー(MGM)が経営破綻した。ソニーが出資を決めたのは05年。副会長だったハワード・ストリーナーが会長兼社長が中心となってまとめた案件だった。

日本企業のM&Aは失敗の歴史でもある。日本では1990年前後と2000年後に海外企業の大型買収ブームが起きたが、その多くは失敗に終わった。

為替市場で史上最高値に迫る円。日銀の資金循環統計によると、日本企業は合理化による業績回復で約20兆円の資金を手元に積み

M&A成功率は3割未満



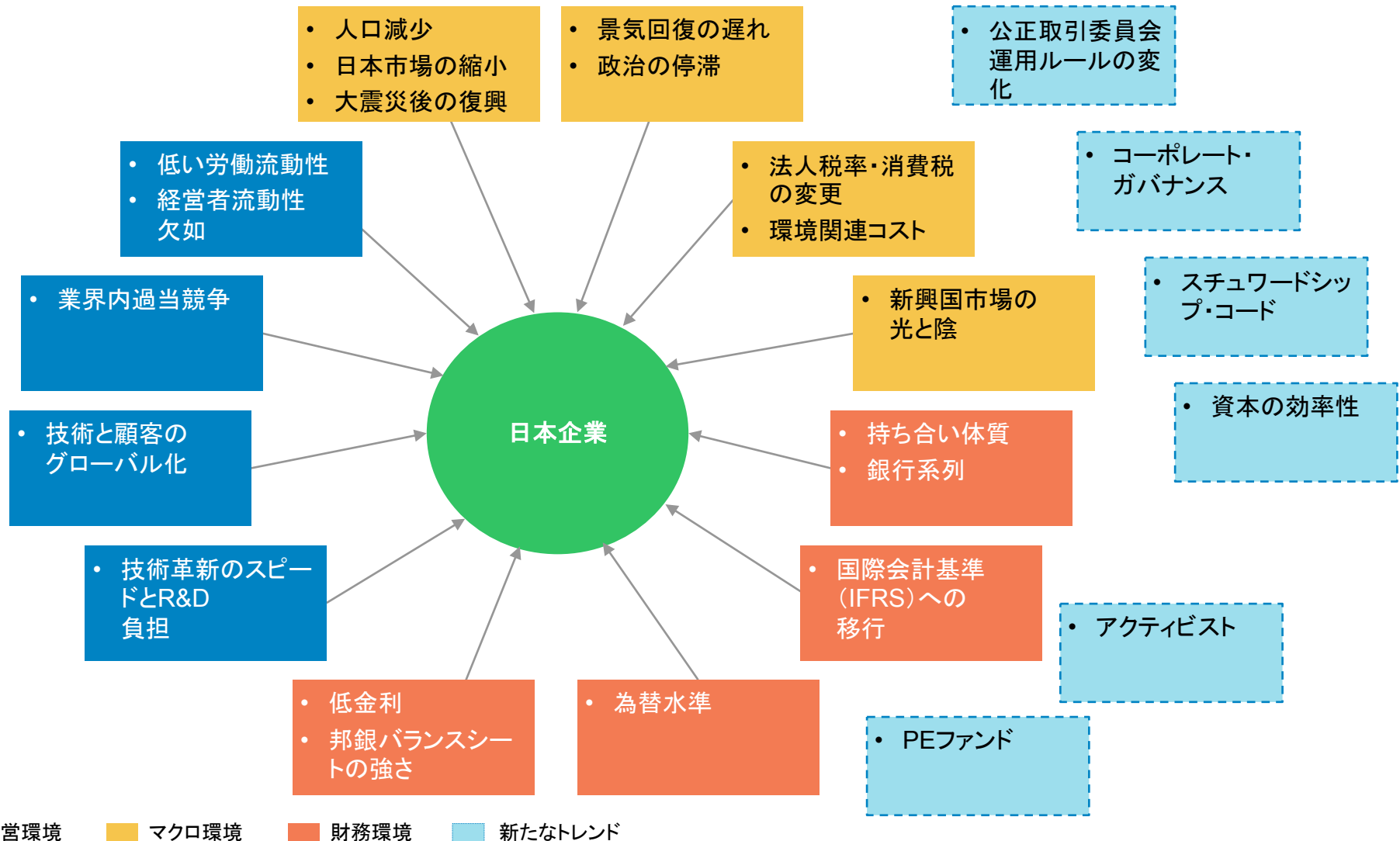
デロイト・トーマツコンサルティング調べ。00年以降にM&Aを実施した日本企業(269社)を対象。目標達成率が80%以上の企業を成功とした

上げてきた。円高は輸出企業を苦しめるが、円ベースで見た海外資産の価格を下げるため、M&Aでは有利に働く。

株主は企業に資金の有効活用を迫っている。M&Aを成功させて企業価値を高めることは、株主の支持をうける有効な手段である。

歴史は繰り返すのか、それとも過去に学ぶのか。過去の案件から「M&A成功への3つの鉄則」を探った。

日本企業を取り巻く環境



① 日本及びグローバルM&A市場の現状

日本関連M&A市場規模の拡大

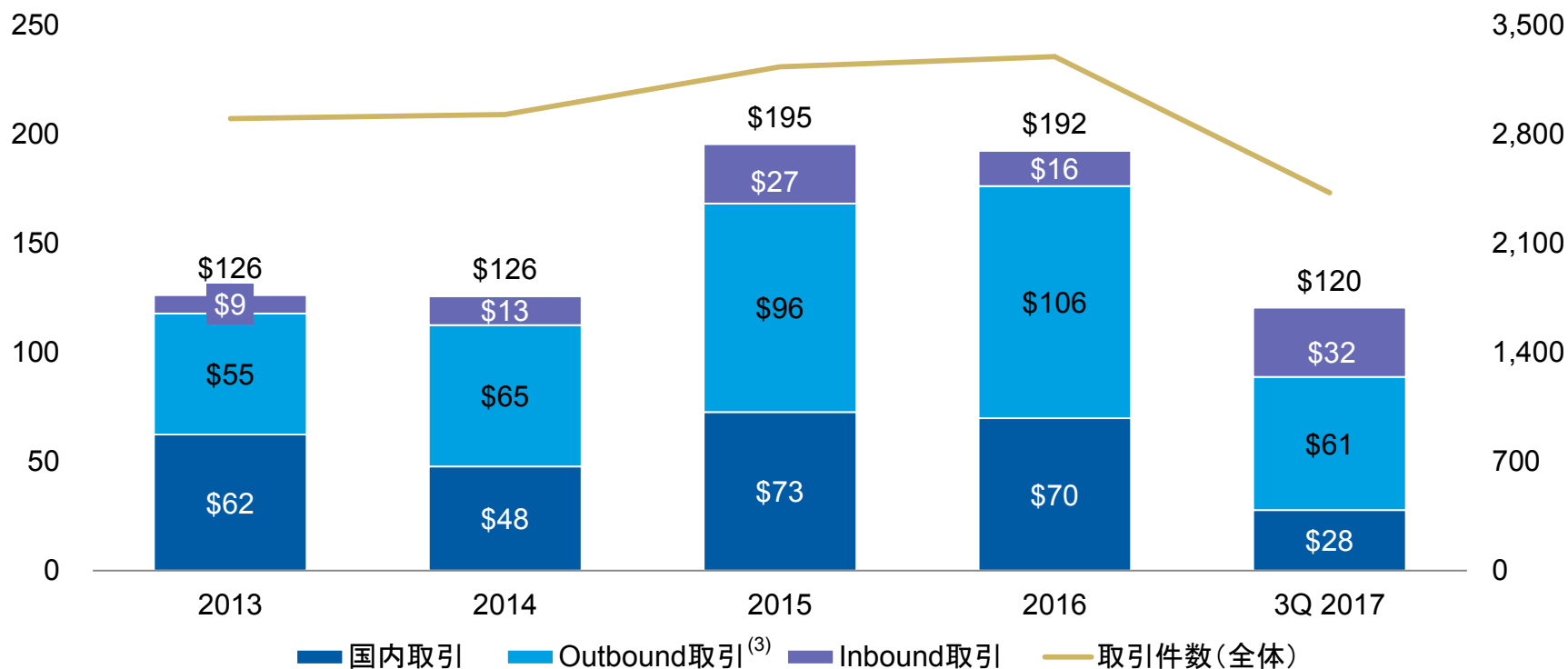
CY2016: Outbound取引は過去最高を記録

CY2017(1月～9月): Inbound取引は過去最高を記録

日本関連M&A市場規模の推移⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾

公表案件 (\$Bn)

案件数



出所: トムソン・ロイター

(1) 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)

(2) 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・カープアウト及び自己株取得案件

(3) Out-Out取引を含む

日本企業関連主要M&A上位10件

CY 2016⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾

1	✓	ARM	/	SoftBank	\$30.8Bn
2	✓	SUPERCCELL	/	SoftBank / Tencent 腾讯	\$8.6Bn
3	✓	ABInBev	/	Asahi	\$7.8Bn
4	✓	Endurance	/	SOMPO HOLDINGS	\$6.3Bn
5	□	TonenGeneral Group	/	JX Holdings, Inc.	\$6.3Bn
6	□	TOSHIBA	/	Canon	\$5.9Bn
7	□	NISSAN / Calsonic Kansei	/	KKR	\$4.5Bn
8	✓	JOYGLOBAL	/	KOMATSU	\$3.6Bn
9	✓	SHARP	/	FOXCONN 鴻海科技集團	\$3.5Bn
10	□	DAIHATSU	/	TOYOTA	\$3.1Bn

CY 2017YTD⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾

1	✓	BainCapital SK hynix	/	TOSHIBA MEMORY CORPORATION	\$17.9Bn
2	✓	Takeda	/	ARIAD	\$5.3Bn
3	✓	7-Eleven	/	SUNOCO	\$3.3Bn
4	✓	FORTRESS	/	SoftBank	\$3.0Bn
5	✓	UNIVERSAL STUDIOS JAPAN	/	COMCAST	\$2.3Bn
6	□	KKR	/	Hitachi Kokusai Electric Inc.	\$2.2Bn
7	✓	Mitsui Sumitomo Insurance	/	First Capital Insurance Limited	\$1.6Bn
8	✓	KSS KEYSAFETY SYSTEMS	/	TAKATA	\$1.6Bn
9	✓	Mitsubishi Corporation	/	GLENCORE	\$1.4Bn
10	✓	CalgonCarbon	/	kuraray	\$1.3Bn

✓ クロスボーダーM&A

出所：トムソン・ロイター

- (1) 自社株買案件、不動産取引を除く
- (2) 公表案件を対象とし、ランクバリューを基に作成
- (3) フィナンシャル・アドバイザー非関与・非公表案件を除く

海外買収、国内大型再編加速の背景

本邦M&A市場を牽引する主要要素

✓ マクロ環境

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

為替水準

✓ 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

✓ 新たなトレンド

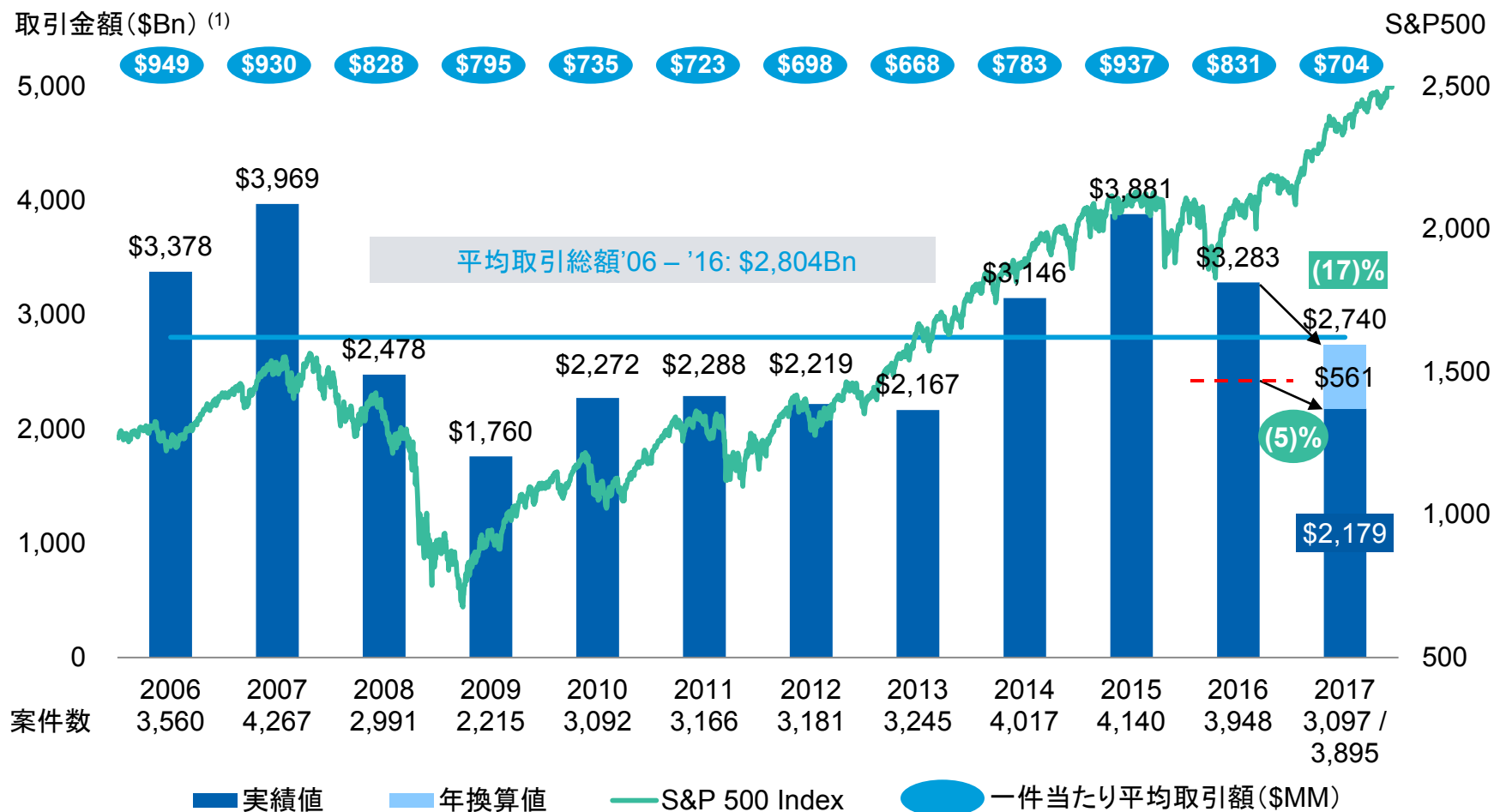
資本の効率性、コーポレート・
ガバナンスの議論の本格化

アクティビストの出現

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

CY2017 グローバルM&A市場規模

年換算ベースでCY2016からは約2割程度の減少が見込まれる



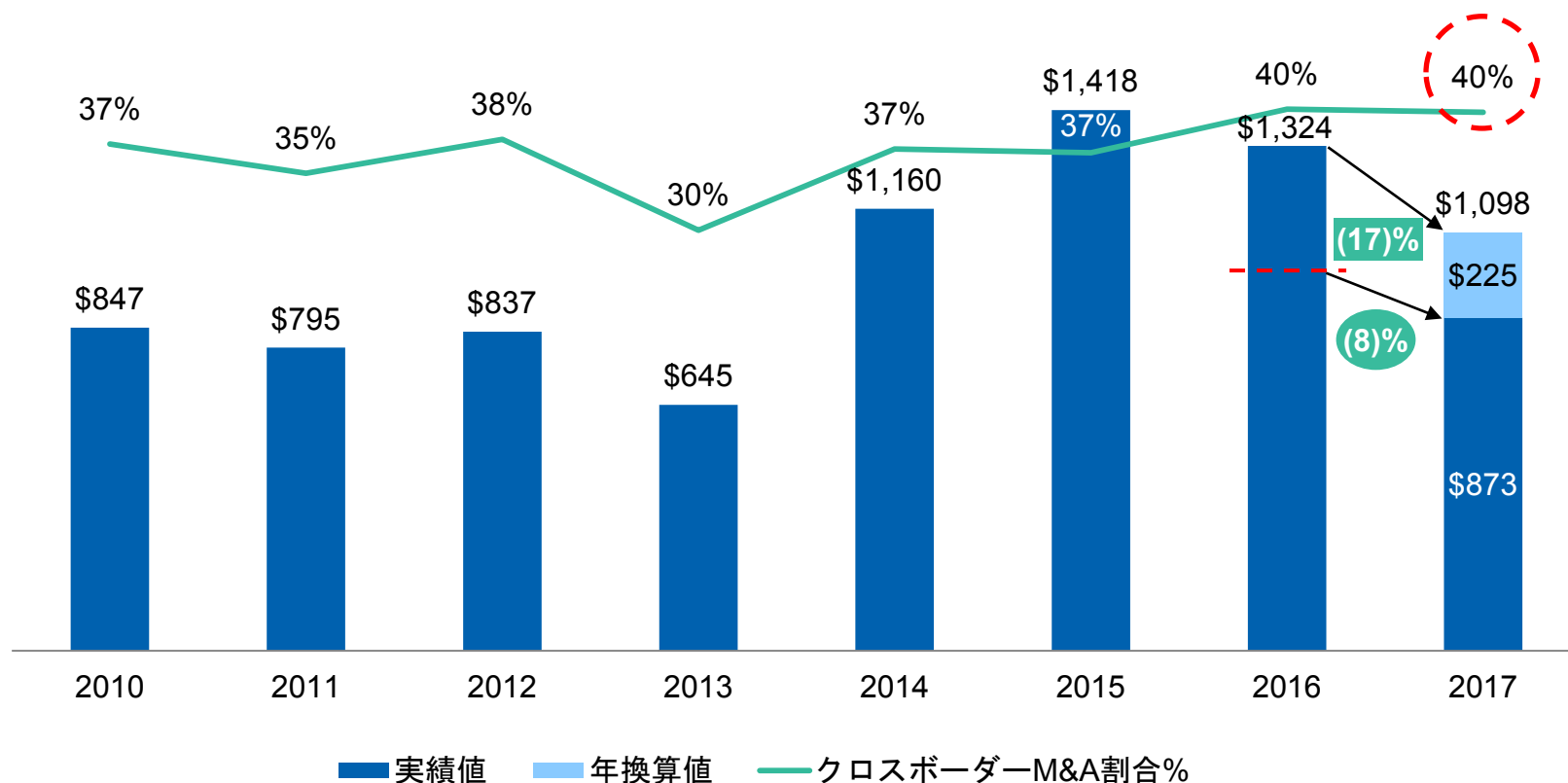
出所: トムソン・ロイター、Capital IQ (2017年10月17日時点)

(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

グローバルM&A市場において近年インパクトを増すクロスボーダーM&A

CY2016と同様に、CY2017YTD公表案件取引金額上位10件中5件はクロスボーダーM&A

取引金額(\$Bn) (1)

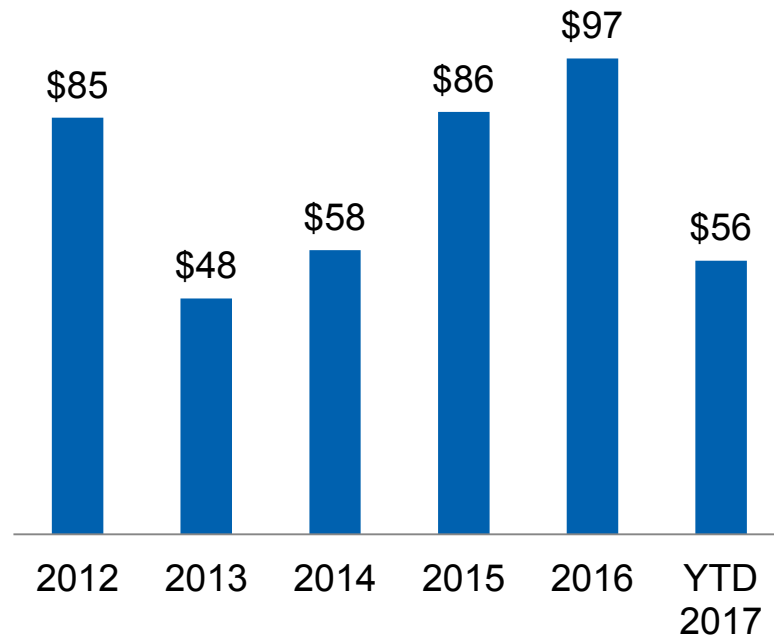


出所: トムソン・ロイター (2017年10月17日時点)

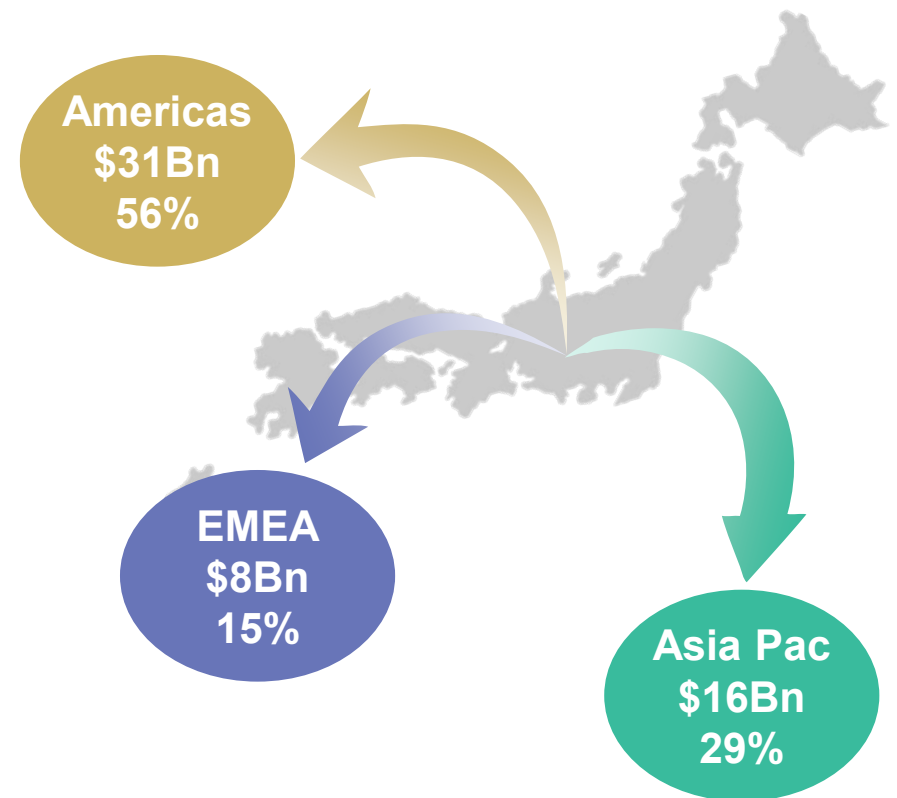
(1) 取引金額が\$100MM以上のグローバル公表M&A取引を含む。完了前案件については想定取引金額ベース。公表後中止となった案件は含まない。案件が今後完了前に中止となった場合は上記の取引金額から除外となる

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⁾



日本関連Outbound取引対象地域
2017YTD



出所: トムソン・ロイター

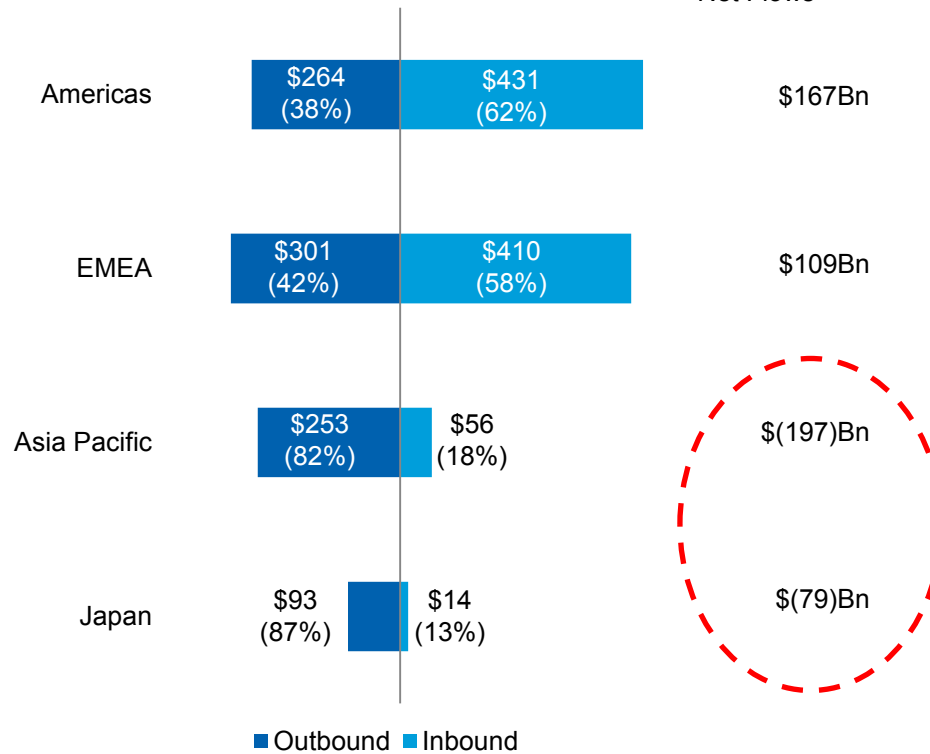
国外に成長機会とスケールの拡大を模索する海外企業

アジア企業が買い手となるOutbound取引フローが顕著

2016 YTD Outbound取引フロー / Inbound取引フローの対比

取引金額 (\$Bn)

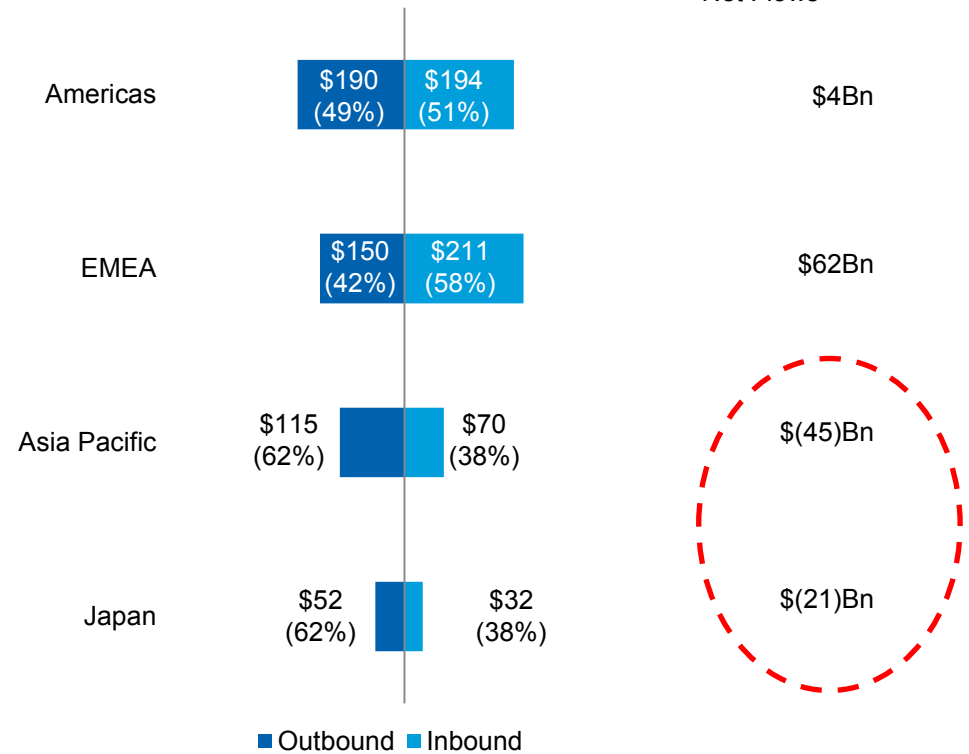
Net Flows ⁽¹⁾



2017 YTD Outbound取引フロー / Inbound取引フローの対比

取引金額 (\$Bn)

Net Flows ⁽¹⁾



出所: トムソン・ロイター (2017年10月17日時点)

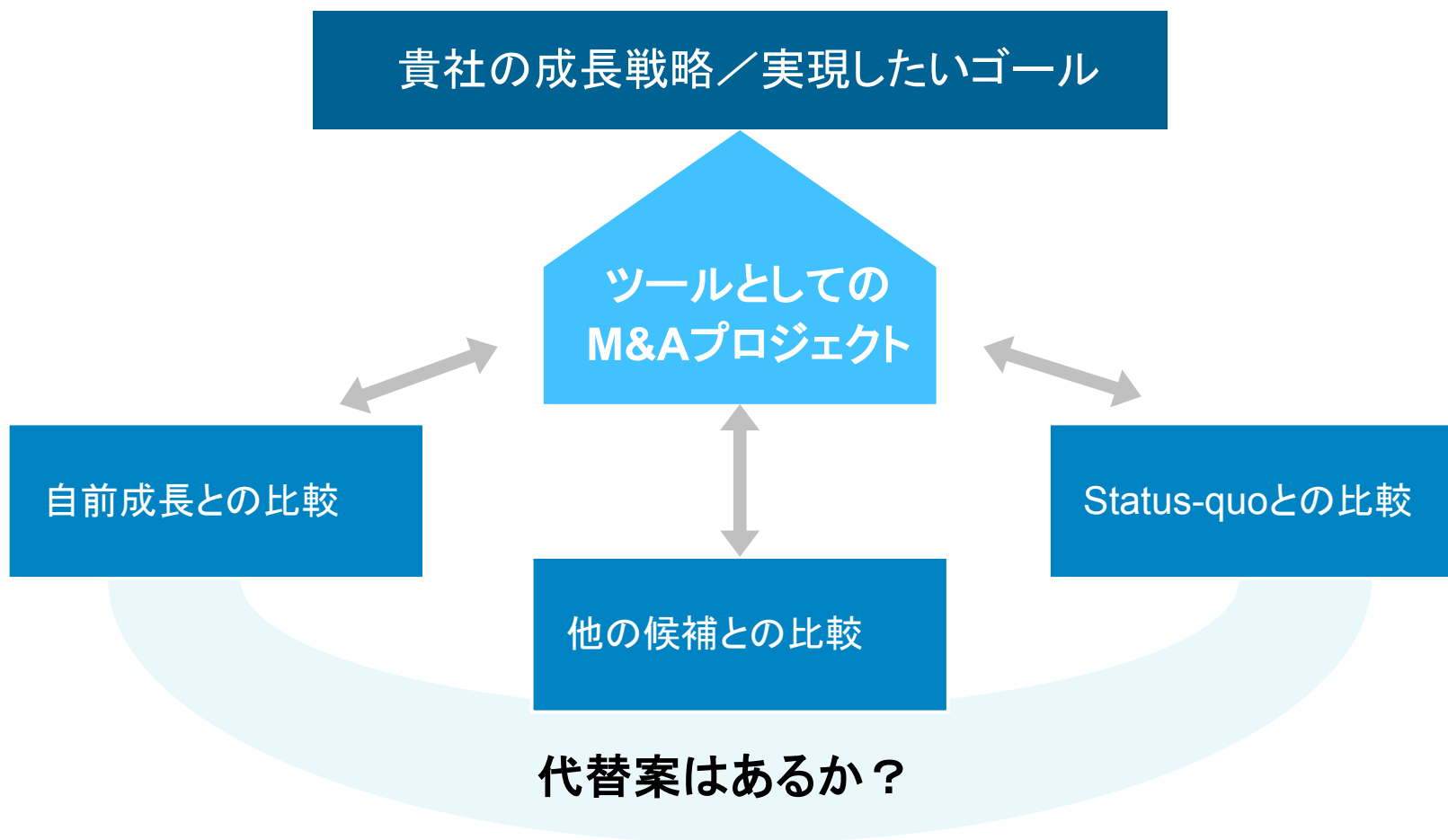
② M&A戦略の立案とプロジェクトマネジメント

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	M&Aは自社の経営・事業戦略実現のための1つの手段	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	ROICやEVAなどの明確なメトリックに基づく判断	- 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	自身の描くタイムライン通りに全て事が運ぶ	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	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	- 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	リスクを相手に全て負担させ（リスクフリー）交渉成立	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

教科書でよく見るM&Aプロセスのフロー



- M&Aのプロセスはど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？

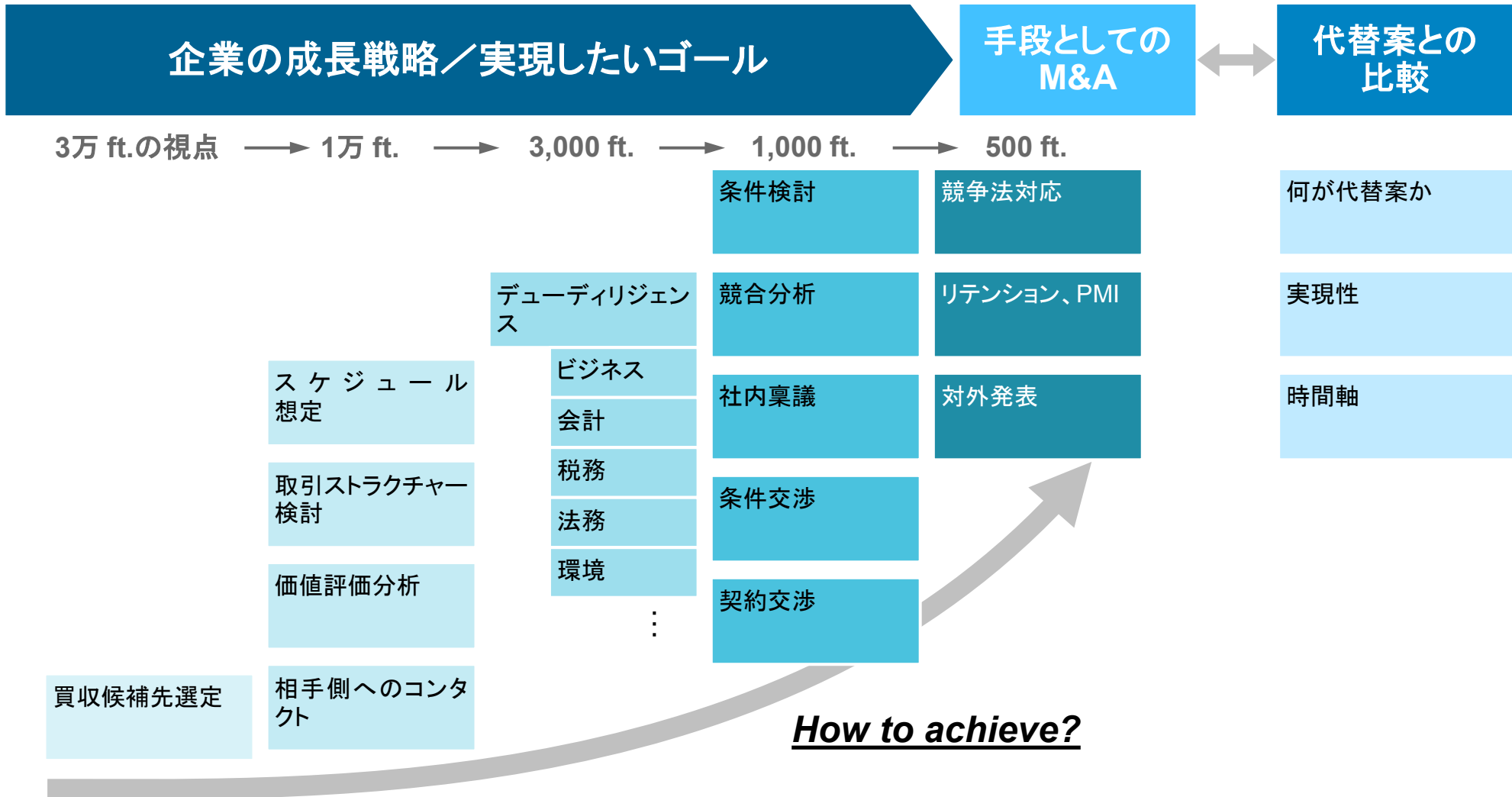
実際に起きる事: 多くの関係者と多くのアジェンダが一挙に押し寄せる



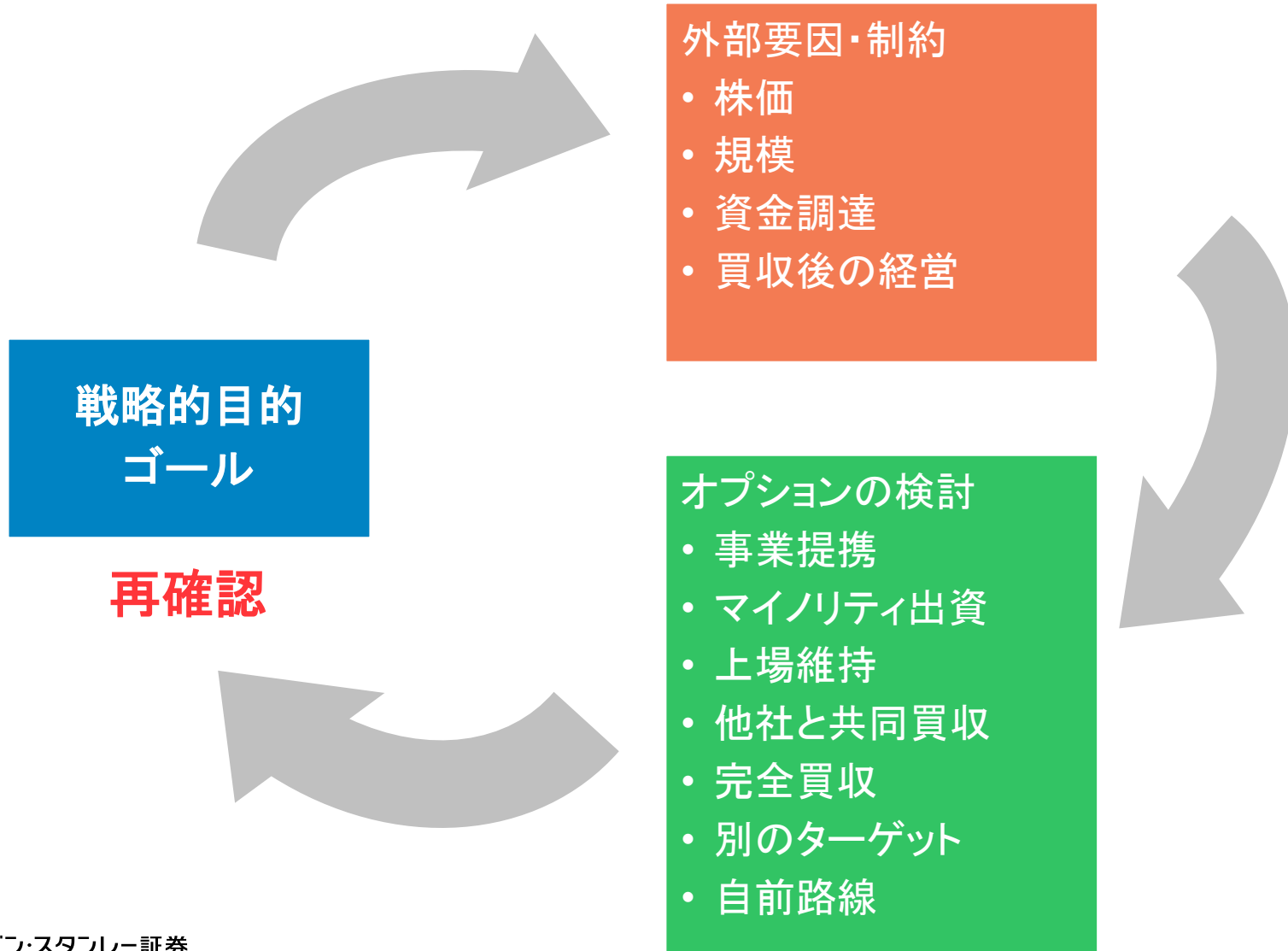
- 状況整理の必要性からプロセッシング重視に
- ...その結果、「判断」することが後回しに...M&A自体が目的に

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?



戦略的目的の確認とオプションの検討



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

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

③ M&Aプロジェクトの現場で起こること ～ケース・スタディより

想定されるシナリオ

米国上場企業買収における一般的なプロセス概要

ステップ	必要期間	主な対応事項
① アプローチに向けた準備	• 1-2カ月	• 本件検討チームの組成 • 公開情報に基づくデュー・デリジェンス(DD) • 予備的分析に基づく基本方針の検討／仮決定(価格条件、アプローチ戦略の検討を含む) • 予備的提案書の準備
② アプローチの実施／予備的提案書の提示	• Case by Case	• 対象会社のトップへのアプローチ(面談依頼／予備的提案書の提出)
③ 主要条件の交渉・合意	• Case by Case	• 対象会社取締役会と価格を含む買収の主要条件に関する交渉実施 – 交渉の過程で、複数回の価格引上げが必要となる可能性有
④ Confirmatory DD／条件交渉	• Case by case • 対象企業が上場企業の場合は2週間前後	• CA締結 • 限定的なリクエスト数に絞り込んだリストに基づくデュー・デリジェンス(通常2週間程度) • 最終契約書ドラフトの作成 – 取引ストラクチャー – 取引保護条項含むその他条件 • 最終条件交渉の実施 • プレスリリース等を含む株主・取引先・従業員向けコミュニケーション準備

契約締結／案件公表

過去案件からのKey Take Aways

1 2

事前準備

主な論点

- 戦略的観点からの対象会社の代替可能性に関する整理
 - 戦略的にMust to haveであるという整理

- アプローチに向けた準備、社内承認等
 - 本件実施に至った決め手／トリガー

3

アプローチ実施後の案件ダイナミクス

- 対象会社との信頼関係の構築と交渉におけるスタンスの違い

- Obvious Buyerがいる場合の市場チェック

- 価格に関する大枠合意後の更なる価格交渉

4

価格大枠合意後のプロセス／スピード

- Confirmatory DDのスコップ／期間／質問内容

4~

案件公表後のInterloperリスク

- 案件公表後に対抗提案が行われる可能性

- 想定外の案件発表に対する迅速な対処

④ 近時の資本効率への意識の高まりと 日本におけるアクティビズムの潮流

④ - (1) 近時の資本効率への意識の高まり

概要

1

企業経営を巡る 環境の変遷

過去

右肩上がりの高度経済成長

バンクガバナンス

株式持ち合い

現在

人口減少・経済の成熟

エクイティガバナンス

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

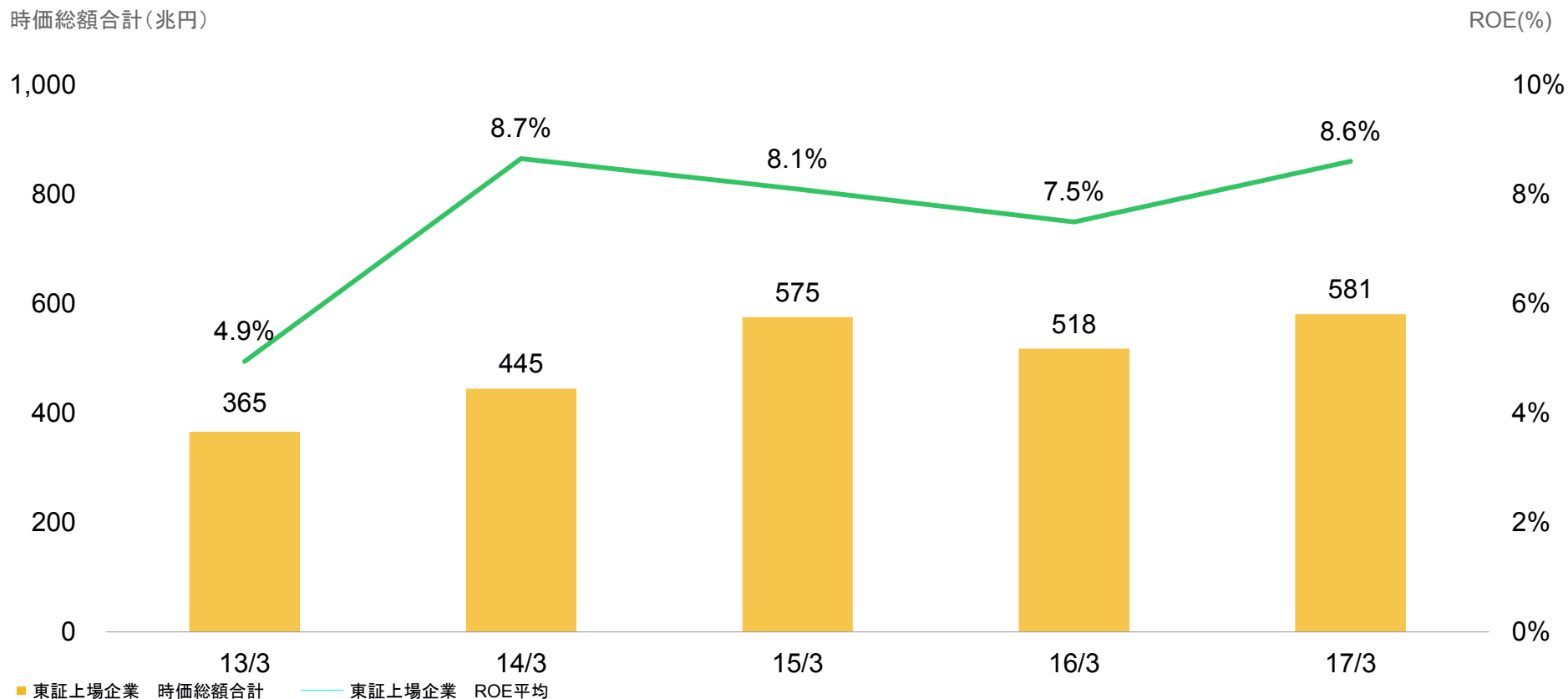
1 企業経営を巡る環境の変遷

- 企業の成長・収益性の向上はここに来て踊り場
- 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

2013/3-2017/3

時価総額合計(兆円)



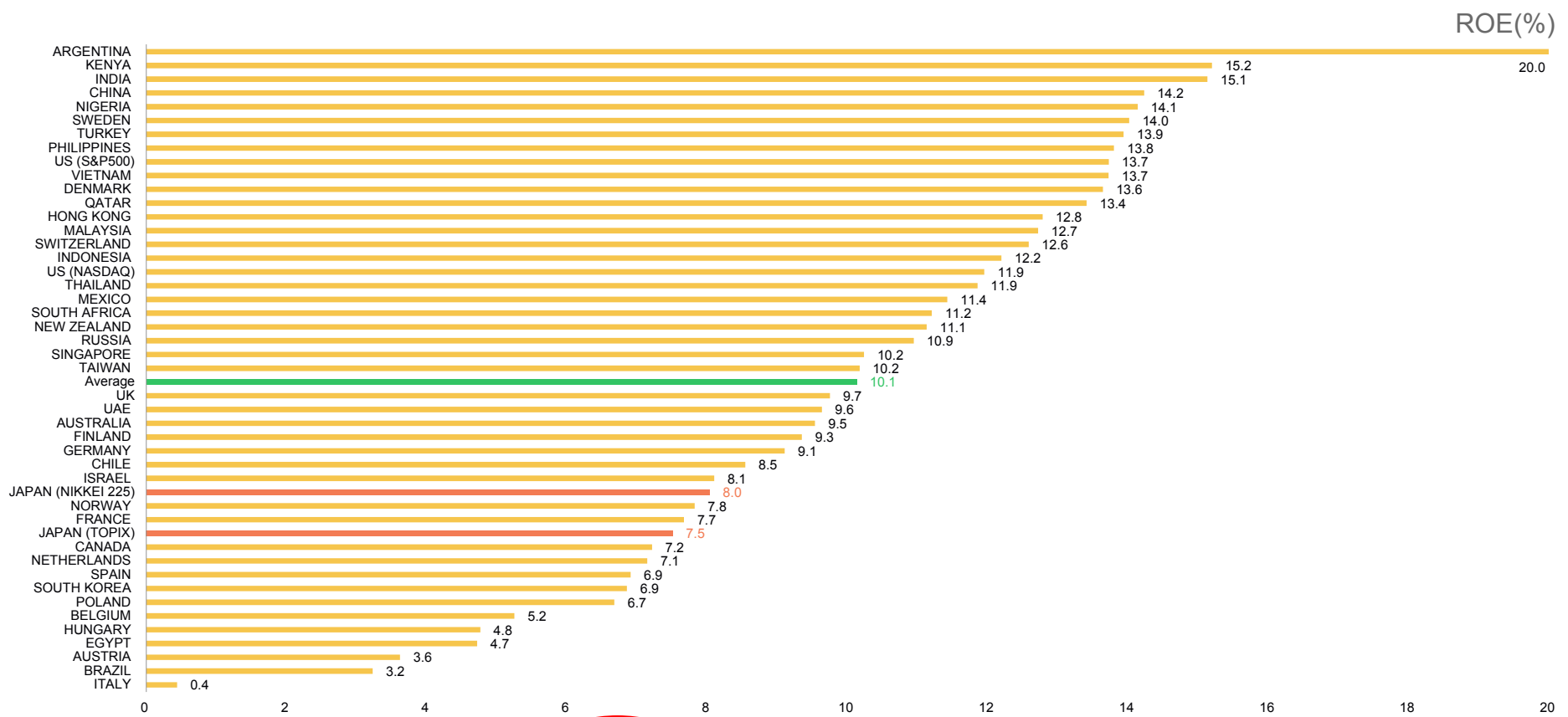
出所: Capital IQ、東京証券取引所

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年間ににおける平均ROE(約7-8%)は全世界平均ROE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(FY2012-2016)の平均ROE



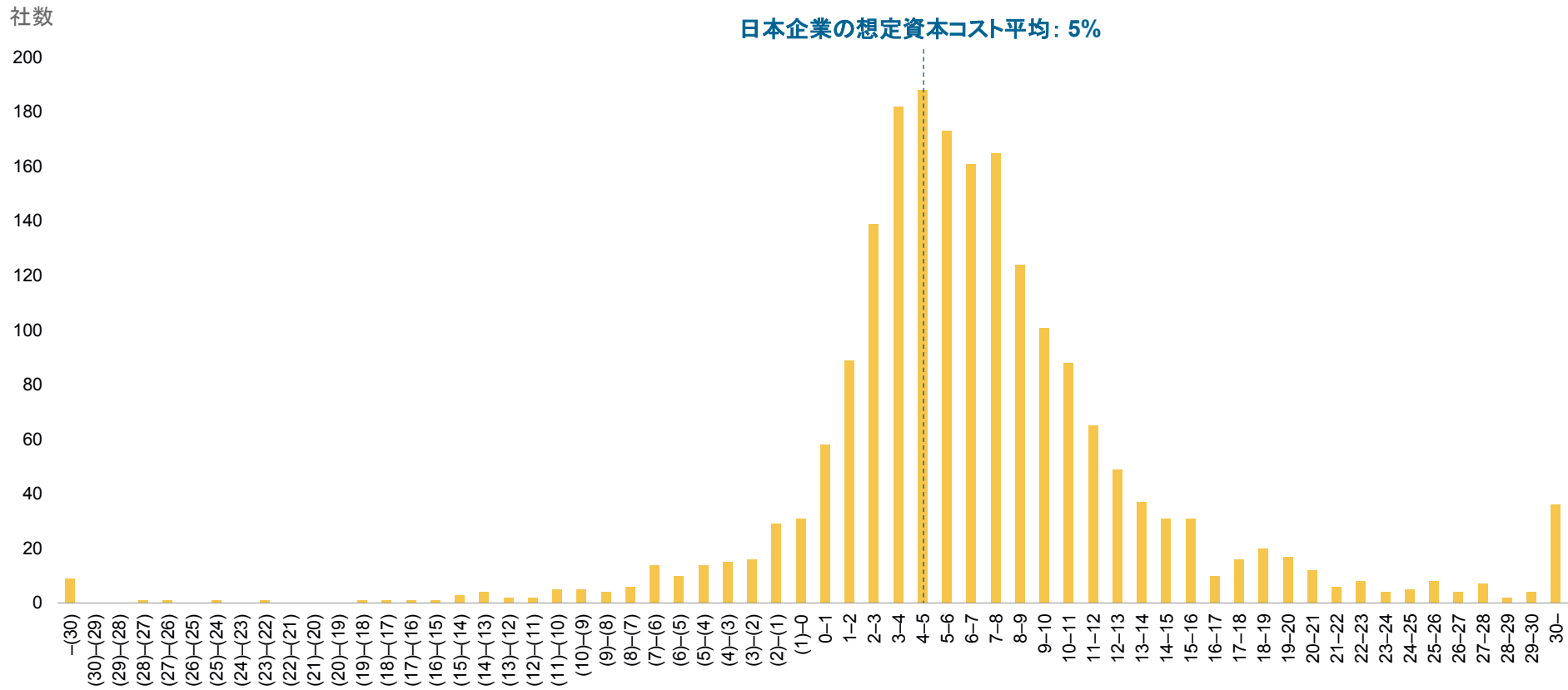
出所: ブルームバーグ

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

2 日本企業のROE: 多くの企業が資本コストを下回る

- 日本企業の想定資本コストの平均は5%程度
- 半数以上の日本企業において、ROEが資本コストを下回る

日本企業におけるROEの分布⁽¹⁾

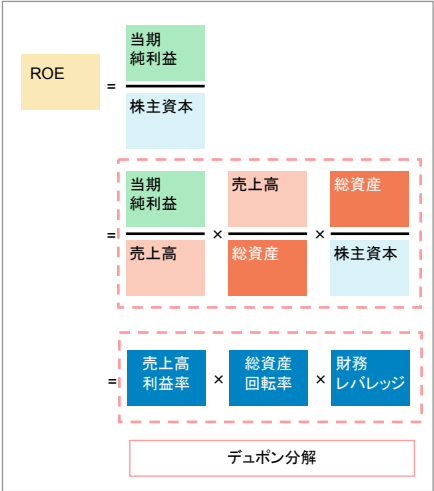


出所: 日経データベース

2 日本企業のROE: 投資家が重要視する指標

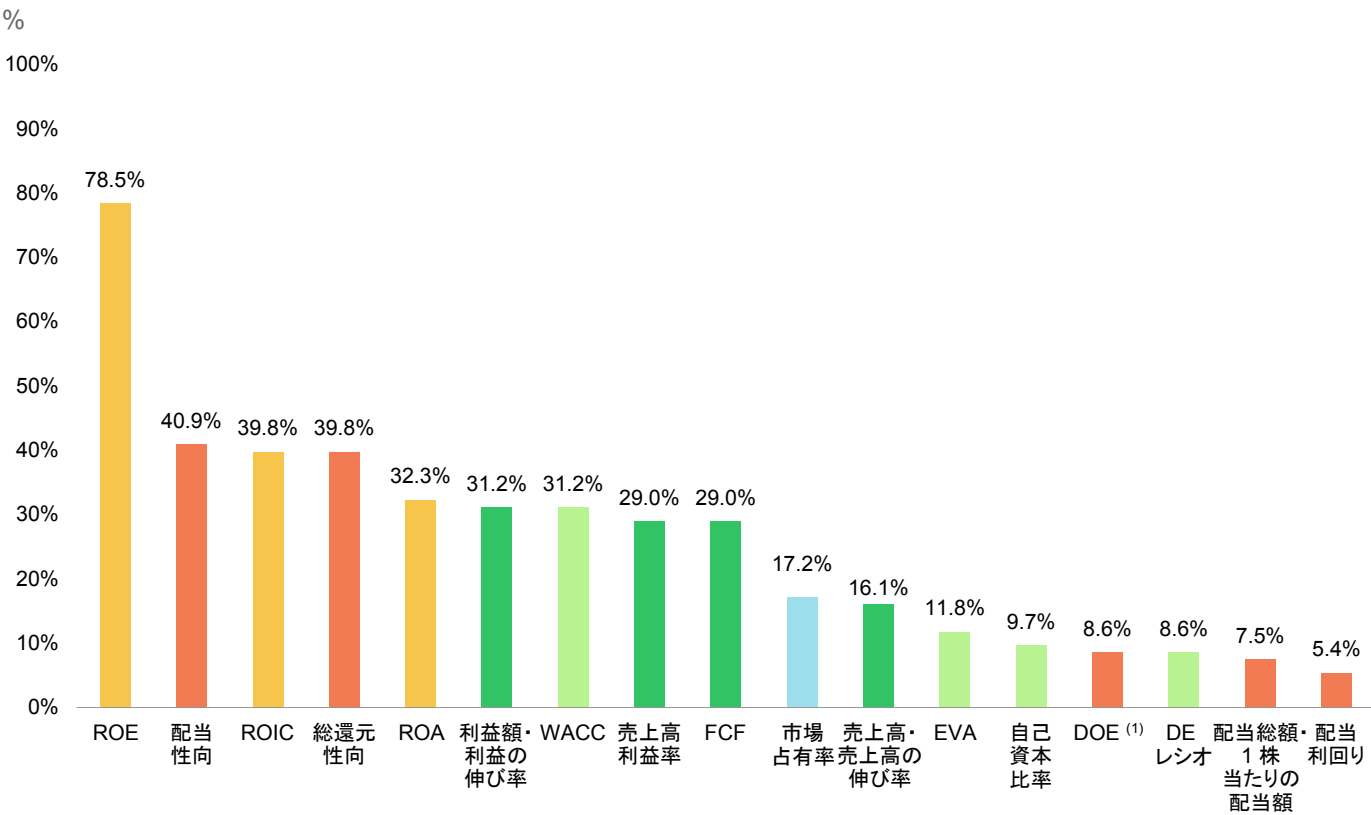
機関投資家の約80%がROEを最も重要な指標の一つとして認識

ROEの因数分解



経営目標として重視すべき指標(投資家)

FY2016、回答数【投資家】: 93

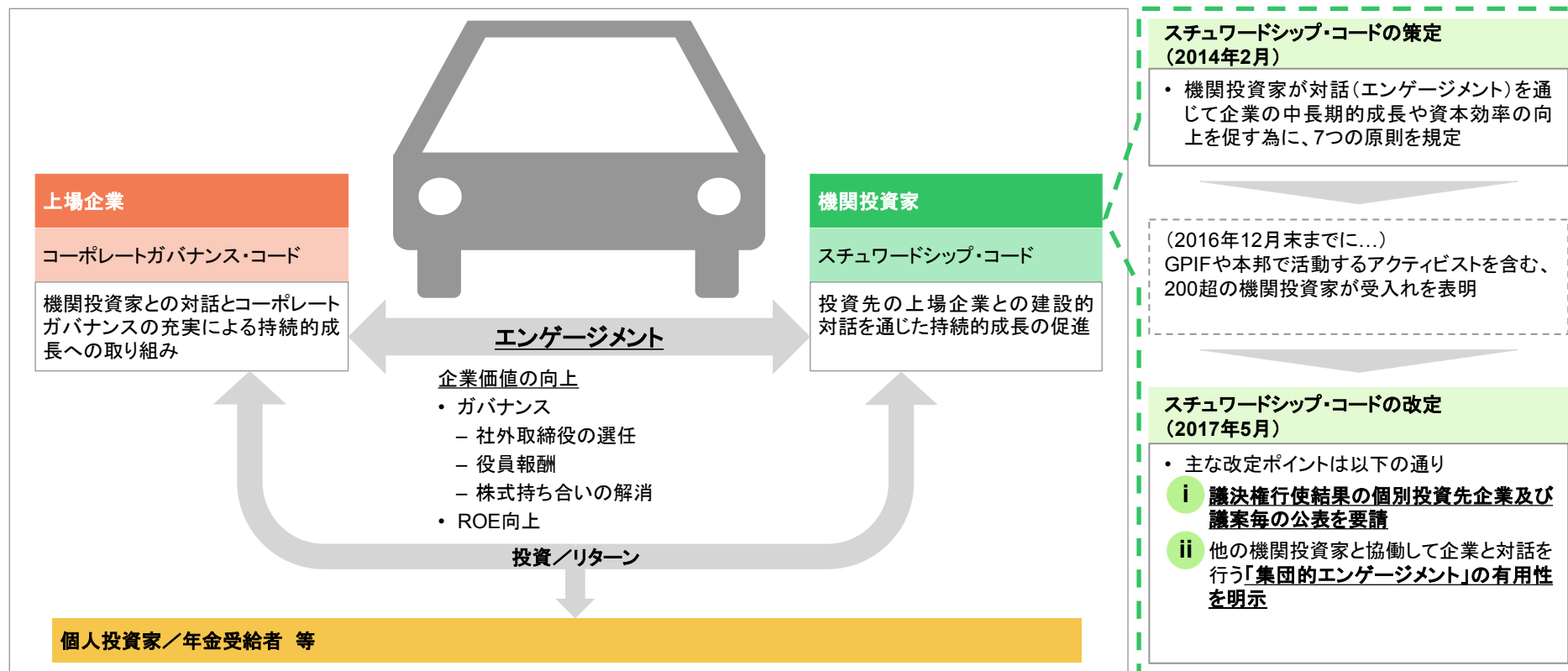


出所: 生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて 2016」

3 日本政府による企業と投資家との対話の推進

- スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは「車の両輪」として機能
- 2017年5月のスチュワードシップ・コードの改定にて、**i** 議決権行使結果の個別開示及び **ii** 他の機関投資家と協働して企業と対話を行う「集団的エンゲージメント」の有用性を推奨
 - 機関投資家(アクティビストを含む)の声が企業によりダイレクトに伝わる仕組み
 - 機関投資家の安易な運用姿勢や企業との馴れ合いを牽制

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは「車の両輪」として機能



3 (ご参考) スチュワードシップ・コードの改定

i 議決権行使結果の個別開示

運用大手3社、総会賛否を開示 取引先にも反対票

- 投資信託や年金を運用し、**多数の企業の大株主に名を連ねる運用各社が株主総会で投資先企業の議案に投じた賛否を個別に開示しはじめた**。野村アセットマネジメントなど3社が開示した今年6月の総会の議決権行使の結果をみると、投信の販売会社など**一部の取引先企業の議案に反対したことがわかった**。運用各社の行動がガラス張りになり、日本の企業統治改革が一段と進みそうだ。
- 運用各社の**議決権の行使結果を開示しはじめたきっかけは、機関投資家の行動指針を定めた「スチュワードシップ・コード」の改定**だ。年金などから資金を預かる運用会社の行動規範で、5月の改定で個別開示を促す規定が新たに加わった。
- 運用各社はこれまで数千に及ぶ投資先企業の議案について、取締役選任など議案ごとの賛否比率を集計した大枠のみを発表。今年の6月総会からは「A社の議案Bには賛成、議案Cには反対」と詳細な中身の開示が求められるようになった。開示は強制ではないが、開示しない場合はその理由の説明が求められる。
- 運用大手各社で24日までに議決権行使の個別の結果を開示したのは野村アセット、三井住友信託銀行、大和証券投資信託委託(大和投信)の3社。月内には三菱UFJ信託銀行、みずほ信託銀行、りそな銀行も開示する見通しだ。
- 野村アセットは野村証券が主幹事を務める東芝やシャープ、富士フイルムホールディングスなどの取締役選任議案に反対票を投じた。グループ会社である野村証券の主幹事企業に配慮するとみられかねないが、「議案ごとにきっちり判断している」(今村敏之責任投資調査部部長)という。
- 大和投信は自社の投信を販売している日本郵政や十六銀行の取締役選任議案に反対した。
- 三井住友信託も株主名簿の管理業務を請け負っているIHIや大平洋金属に対して、取締役選任議案に反対票を投じた。同行は開示資料で営業上の関係先を「取引先フラッグ」をつけて明示している。それらの企業の議案への反対比率は12.3%で、全体の12.1%とほぼ同じ水準だった。
- 個別開示で各社の対応が分かれたことも明らかになった**。東芝について「総会までに決算が出なかったため、経営トップらには責任がある」として、野村アセットが綱川智社長ら一部の取締役の選任議案に反対した。
- 一方、他の2社は東芝の同議案に賛成した。三井住友信託は「役員を否認することで、経営の混乱を加速させるのは株主価値の向上にふさわしくない」としている。
- 武田薬品工業の前会長の相談役就任に反対する株主提案については、野村アセットが賛成に回る一方、三井住友信託と大和投信は反対票を投じ対応が分かれた。
- 外資系運用会社の一角は個別開示に消極的だったが、フィデリティ投信が9月末の開示に向け準備を進めていることもわかった。同社は「反対票を投じた企業が態度を硬化させ対話に支障が出る」として慎重だったが、開示へとカジを切る。仏系のアムンディ・ジャパンも従来の見送り方針を改め、公表を決めた。
- 生命保険業界では最大手の日本生命保険が個別開示は見送る意向だが、第一生命保険や住友生命保険などは開示を予定している。大量の株を保有する運用大手各社が議決権行使の結果を外から検証される環境が整い、日本の企業統治がさらに充実しそうだ。

注目議案では運用各社の賛否が分かれた			
社名 (議案内容)	野村 アセット	大和投信	三井住友 信託
東芝 (取締役選任)	×	○	○
富士フイルムHD (取締役選任)	×	○	○
戸田建設 (財団への株譲渡)	×	○	○
武田薬品工業 (前会長の相談役反対)※	○	×	×
みずほFG (配当決定機関の変更)※	○	×	○

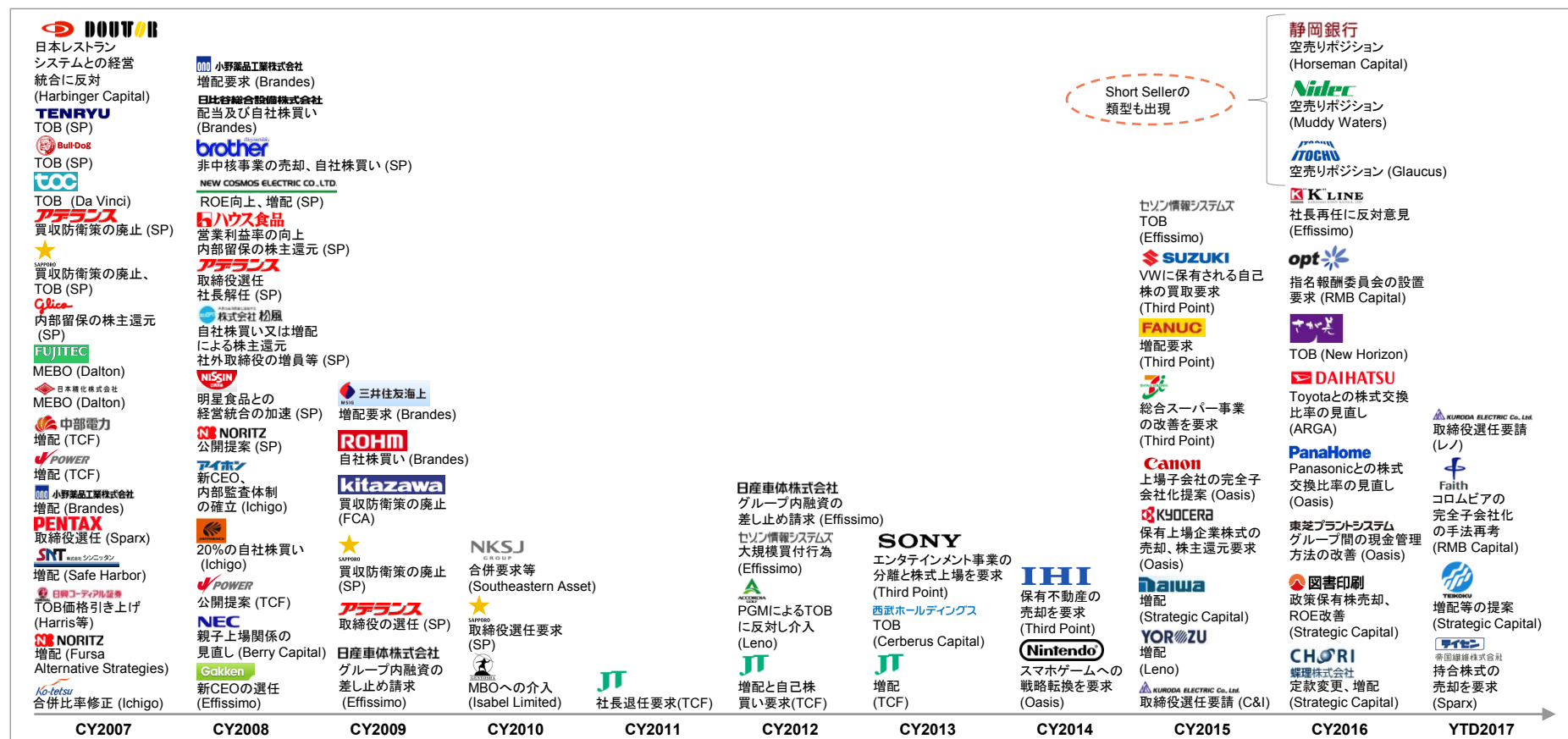
(注) ※は株主提案。野村アセットの取締役選任議案の反対は一部の取締役に対して

2017/8/25付日本経済新聞より抜粋

日本における株主アクティビズムの推移

- 日本における株主アクティビズムは、2015年以降に再度活性化
 - 直近ではThird Point・Oasis Management・Effissimo等が中心プレーヤーとして活動
 - アクティビズムの内容やアクティビストの戦略も洗練化・高度化

主な株主アクティビズム事例⁽¹⁾



④ - (2) 近時のアクティビズムに関するケース・スタディ

A GEの戦略の転換

よりシンプルで価値のあるインダストリアル・カンパニーを築き上げるための事業ポートフォリオ再編

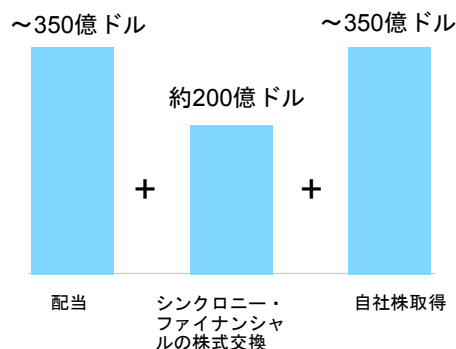
- GEは2015年4月、2018年までにGEキャピタルの資産の大半を売却し、事業再編を進め、収益源の柱であるインダストリアル事業を強化する方針を発表しました

ー 不動産事業資産約265億ドルの売却も同日発表

- 営業利益に占めるインダストリアル事業の割合を、2018年までに少なくとも90%に高める意向

- GEは同時に配当、自社株買い、シンクロニー・ファイナンシャルの株式交換⁽¹⁾などで900億ドル以上を株主に還元する計画も発表しました

資本の配分



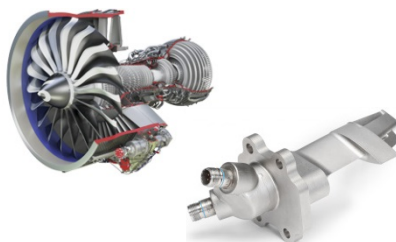
加速するGEの経営改革

前CEOジャック・ウェルチ
(1981 – 2001)

- 「選択と集中」「シックス・シグマ」などの経営手法のリーダー企業として、航空機エンジンから医療機器、金融までを含んだ巨大企業として飛躍的に成長

現CEOジェフ・イメルト
(2001 –)

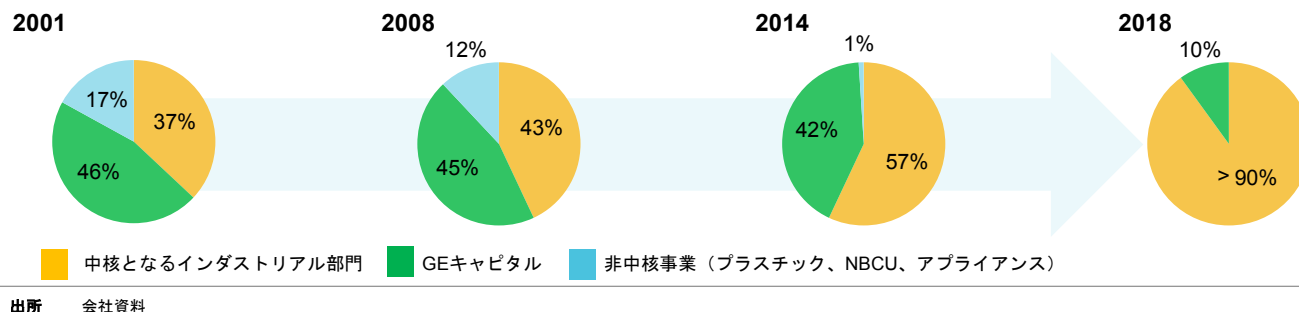
- エンロン、9.11、08年の金融危機など、未曾有の危機にアメリカ経済が襲われるなか、新規買収や提携を通じ、成長ビジネスにシフトすることでGEの事業分野を拡大



- ー 特に、08年の金融危機を契機として、それまでS&P信用格付けにおいてGEは最高格付けAAAだったが、GEキャピタルが保有していた金融資産などの評価により、AAへとグレード・ダウン

- ー 格下げにより、目指していたM&Aなどの資金手当計画に変更を余儀なくされ、戦略遂行が遅滞、**収益性は高いものの業績変動リスクの大きい金融部門を縮小する方針に転換したとされる**

利益に占めるインダストリアル・ビジネスのシェアは継続して拡大



(1) 旧GEキャピタル・リテール・ファイナンス。一連の金融関連事業縮小の一環で、2014年3月、IPOを発表、同年7月上場。2015年10月、残りのGE持分についてエクステンジ・オファーによるスピンオフを実施。これにより約200億ドル相当のGE株が市場から吸収された

A トライアン・ファンド・マネジメントによる\$2.5Bnの出資(2015年10月)

GEは“市場で過小評価されている”



Nelson Pelz
Founding Partner and
Chief Executive Officer



- (GEは) 非常に魅力的な “defensive growth” 投資対象である
- 経営陣との議論を通じ、彼らが構造改革や長期的な株主価値の向上に向けて高い意欲を持っているとの信念を固めた
- (GEの株価が) 配当を含めて2017年末には40～45ドルの価値がある

金融事業の大半の売却等、企業価値向上へ向けた経営方針についての基本的な見解はGEの戦略と一致
取締役の派遣要求も無し

トライアンの投資を歓迎する。オープンに議論していきたい



B パナソニックによるパナホームの完全子会社化

- 2016年末、パナソニックによるパナホームの株式交換による完全子会社化が発表されたものの、少数株主／アクティビストが交換比率が低すぎる旨の反対意見を表明、パブリックキャンペーンを実施しました
- 2017年4月に同株式交換契約は解消され、同時に公開買付へ完全子会社化の手法が変更となりました
 - 税制改正により、現金対価のスキームでもパナソニックは課税繰り延べ措置の適用を受けることが可能になったため
- 最終的には、2016年末に合意されていた株式交換比率に対して約17%プレミアムの乗った価格で公開買付が実施されました
 - 6月に無事公開買付が成立し、所有比率は約80%に

取引概要

株式交換

- 2016年12月20日、パナソニック株式会社（以下「パナソニック」）及びパナホーム株式会社（以下「パナホーム」）は、パナソニックを株式交換完全親会社とし、パナホームを株式交換完全子会社とする株式交換契約を締結した旨、発表
 - パナホーム株式1株に対して、パナソニック株式0.8株を割当交付**
 - 案件公表前営業日におけるパナソニック株価終値（1,281円）に基づくと、**パナホーム一株あたりの割当価額は1,025円**
 - 案件公表前営業日におけるパナホーム株価終値（855円）に対して約20%のプレミアム

少数株主／アクティビストによる反対

- 香港ベースの投資ファンド Oasis Management Company（以下、「Oasis」）を始めとする投資家が、上記株式交換の取引条件等について、「パナホームの価値が著しく過小評価されている」旨を表明
 - Oasisによる一般投資家向けのHP開設
 - Bloomberg（2017年2月2日）、日経（2017年2月4日及び2月10日）等のメディアを通じたキャンペーン
- 2016年12月時点のパナホームにおける現金預金残高（975億円）を勘案すると、パナホームの公正価値は一株あたり1,603円程度との考えを表明**
 - パナホーム一株あたり0.8株式のパナソニック株式の割当に加え、1株当たり670円の特別配当を提案

株式交換契約の合意解約及び公開買付の実施

- 2017年4月21日、パナソニック及びパナホームは株式交換契約を合意解約し、パナソニックによるパナホーム株式に対する公開買付けを実施する旨、発表
- また、公開買付けに関して、パナホームは賛同意見を表明するとともに、公開買付けへの応募を推奨
 - パナホーム株式1株に対する買付価格は1,200円**（株式交換発表前日のパナホーム株価終値に対して約40%のプレミアム）

公開買付結果及び今後のスケジュール

- 2017年6月13日、公開買付終了
 - TOB後のパナソニックの株式等所有割合：80.12%
- 2017年8月31日、パナホームは臨時株主総会を開催
 - 株主併合の実施を決議。9月27日に上場廃止予定、10月2日に株式併合実施予定

出所：プレスリリース、Oasis HP (<https://www.protectpanahome.com/>)

B パナホームの「関係会社預け金」に着目

オアシスが開設したホームページ

<https://www.protectpanahome.com/>より一部抜粋

OASIS



メニュー

パナホームを守ること

なぜ本株主は少数株主にとって大事なのか

日本のコーポレートガバナンス

関連ニュース

行動を起こす

投資家様

パナホームの少数株主は、パナソニックの株式との株式交換によって正当な対価をもらえません

パナソニック株式会社(6752東証一部)は、パナホーム株式会社(1924東証一部)の株式54%を保有しており、仮に2017年6月に予定されているパナホーム株主総会において、株式交換が承認された場合、その後8月1日に皆様が保有しているパナホーム株式1株に対して、パナソニック株式0.8株を割当交付し買取することを予定しております。

このパナソニックによる割当比率は、皆様が保有するパナホーム株式の価値を、公正な価値から50%以上過小評価した比率です。これは、皆様の少数株主としての権利が侵害されることを意味します。

今こそ、少数株主は立ち上がり、株主としての公正に扱うよう主張すべき時です。これこそは、安信内閣が成長戦略として掲げるコーポレートガバナンスコードのもとで、初めて少数株主を公正に扱うかどうかの大きな試金石と言えるでしょう。

皆様が自らの権利を守るために出来ることを知りましょう

「金持ち子会社」に照準 海外勢、ガバナンス重視

2017年2月10日付 日経新聞より一部抜粋

...海外投資家が注目するもう一つの親子関係がある。パナソニックによるパナホームの完全子会社化だ。焦点は子会社が保有する多額の現金だという...パナソニックは6月の株主総会にパナホームの完全子会社化を提案する。承認されればパナホーム1株に対しパナソニック0.8株が配られる見通しだ。

このスキームに異を唱えたのが海外投資家だ。香港を拠点とするオアシスはパナホーム株を5%保有する。その立場から「交換比率が少数株主に不利」と再考を求めた。別のアジアの運用会社も会社側に不満を表明したレターを送った

...争点の一つはパナホームが抱える現金だ。昨年末の現金同等物は975億円で時価総額の6割になる。現金の使い方も問題視する...740億円の現金が親会社やグループ会社が活用できる「関係会社預け金」として拠出されていたためだ。オアシスのセス・フィッシャー最高投資責任者は「パナホームの成長に使われるべき資金が親会社に『吸収』されていた」とみる。

上場子会社から親会社への「預け金」は投資家が以前から問題視していた。米RMBキャピタルの細水政和・日本株式投資部長は「会社側は『銀行預金より有利』というが投資家は最低でも1ケタ後半のリターンを求めている」と嘆く...パナソニックにとって完全子会社化は親子上場を解消し、事業競争力を高めて資本効率を向上させる戦略になる。しかし、海外勢による問題提起で少数株主の保護という古くて新しい課題が改めて認識された。今年の株主総会シーズンで親子上場が一大テーマに浮上する可能性がある。

「親孝行」な上場子会社
〔単位：億円。現金は16年12月末時点。グループ〕
〔預け金は親会社や関連会社への貸し付けなど〕

社名	親会社	現金同等物(うちグループ預け金)	PBR(倍)
三井ホーム	三井不	225(130)	0.8
パナホーム	パナソニック	975(740)	1.1
東芝プラ	東芝	980(877)	1.2
ニッセイ	ブラザー	105(85)	0.6
日立ハイテ	日立	1,986(非開示)	1.9

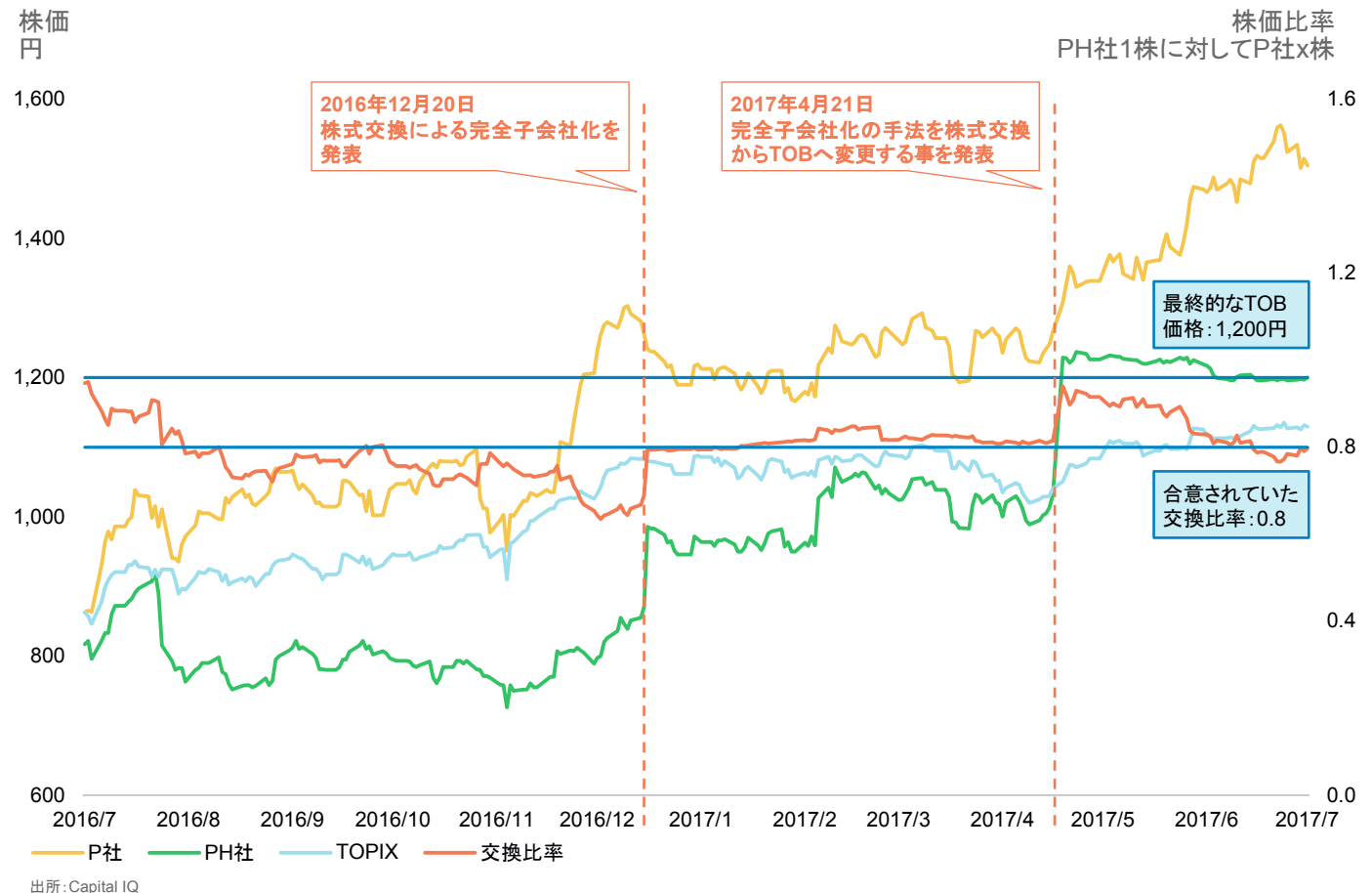
出所:オアシスホームページ(<https://www.protectpanahome.com/>)

出所:日本経済新聞電子版

B パナソニック及びパナホームの株価推移

- 2016年12月、パナソニックがパナホームの完全子会社化発表後、パナホーム株価は0.8の交換比率を超えて推移しました
- 2017年4月、パナソニックがパナホームの完全子会社化手法をTOBへ変更した後においても、パナホーム株価はTOB価格1,200円を超えて推移しました
- Marketが更なる条件の改善／Oasisの対抗Bidを期待していた可能性

パナソニック及びパナホームの株価推移⁽¹⁾



C MBKパートナーズによる黒田電気への公開買付け

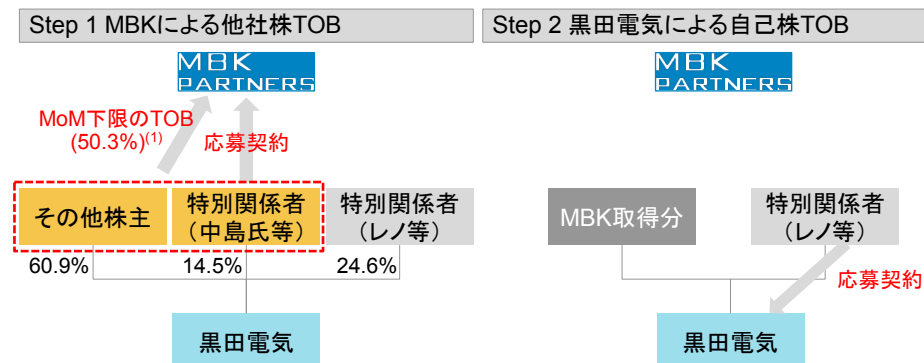
本件取引概要

- 2017年10月31日、MBKパートナーズ（以下「MBK」）が組成するファンドであるKMホールディングス（以下「買付者」）は電子部品専門商社の黒田電気に対し、完全子会社化を目的とした公開買付を行う旨を公表
- 本件取引は①MBK組成のSPCによる他社株TOB（総額約772億円）、②黒田電気による自社株TOB（総額約300億円）の順序で行われる予定
- 2015年7月にMBKと黒田電気は面談を実施、2016年10月に黒田電気の非公開化の提案並びに継続協議の申し入れ
- MBKは2005年3月に設立された日本、韓国、中国の東アジア3ヶ国でのプライベート・エクイティ投資に特化した独立系PE（2017年10月末運用資産約149億ドル）
 - 日本では弥生、田崎真珠、インボイス、コメダ、アコーディア・ゴルフ等への投資実績あり

公開買付概要

	Step 1 MBKによる他社株TOB			Step 2 黒田電気による自社株TOB		
買付者	KMホールディングス			黒田電気		
公開買付価格	2,720円			2,688円		
プレミアム（対前日／1ヶ月平均／6ヶ月平均）	35%	36%	31%	33%	36%	29%
公開買付期間	11月2日—12月15日（30営業日）			12月25日—2018年1月26日（20営業日）		
買付予定数の上限	なし			29.7%		
買付予定数の下限	50.3%			なし		
	（自己株・自社株TOB応募合意株式を除いた2/3）					
応募契約・合意／その他特記事項	- 野村絢氏が所有する10.0%のうち5.0% - 中島章智氏が所有する9.5% - 対象者は賛同、応募推奨			- 野村絢氏が所有する10.0%のうち5.0% - レノが所有する9.9% - オフィスサポートが所有する9.7%		

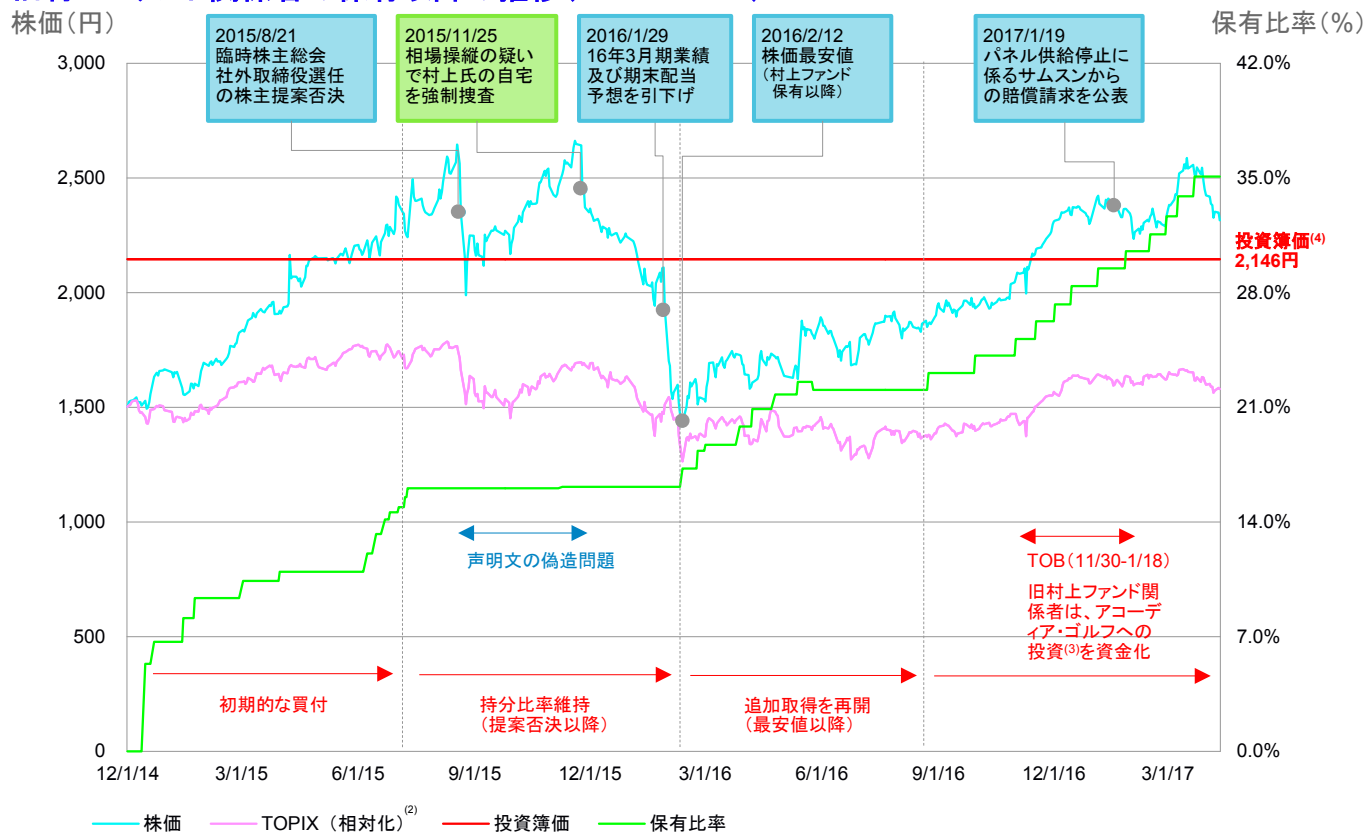
取引ストラクチャー（グラフ内は議決権比率ベース）



C 村上Grの保有比率と株価動向

- 黒田電気の株価及び旧村上ファンド関係者⁽¹⁾の保有比率の推移を、右記に記載しております
- なお、旧村上ファンド関係者の保有比率は、次の通り推移しております
 - 2015年8月の社外取締役選任提案の否決以降の一定期間は、持分比率を16.1%に維持
 - 2016年2月の株価の安値以降に、追加取得を再開
 - 2017年3月現在の持分比率は35.1%に至る
- 旧村上ファンド関係者は、アコーディア・ゴルフ所有株式の売却を通じて、約194億円を資金化しています
 - 2016年8月以降、黒田電気等の追加取得に135億円を充当
 - 黒田電気：121億円
 - 三信電気：10億円
 - エクセル：4億円

旧村上ファンド関係者の保有以降の推移(2014/12/1～)



出所: SPEEDAよりMUMSS作成

- (1) 村上世彰、野村絢、中島章智、鈴木俊英、(株)レノ、(株)オフィスサポート、(株)C&I Holdings、(株)南青山不動産、(株)シティインデックス舞子
- (2) 2014/12/1の黒田電気の株価に基づき相対化
- (3) 旧村上ファンド関係者のTOB前の保有割合及び売却額(株数×公開買付価格):(株)レノ9.93%・約85億円、野村絢氏:9.87%・約84億円、(株)オフィスサポート2.98%・約25億円
- (4) 2017/3/29提出の変更報告書(基準日:2017/3/22)に基づき試算

C 村上氏(C&Iホールディングスおよびレノ)の具体的アクション

時期	内容
14/12/22	・ 大量保有報告書が提出される(C&I Holdingsによる提出)
14/6/26～15/2/6	・ 投資家と名乗るものより計4回にわたり、IR担当窓口にお問い合わせあり (内容:①必要な運転資金の額・②外国投資家比率・③CB発行の意図・④半導体業界の再編・⑤為替感応度)
15/5/7	・ C&I Holdingsより株主名簿の交付を要求
15/6/2	・ C&I Holdingsからの要求により面談を実施 － 面談者:黒田電気(会長、執行役2名)、C&I(村上氏、他2名) － 面談内容:①株主への利益還元のあり方・②過去に発行したCBの適否・③社外取締役の選任について提案することの示唆
15/6/5	・ C&I Holdingsからの要求により面談を実施 － 面談者:黒田電気(社長、執行役2名、経営企画本部長)、C&I(村上氏、他1名) － 面談内容:①株主への利益還元のあり方・②過去に発行したCBの適否・③業界再編に関する要望およびその実行に有用な社外取締役5名選任に関する提案
15/6/10	・ C&I Holdingsからの要求により面談を実施 － 面談者:黒田電気(経営企画本部長)、C&I(村上氏) － 面談内容:事業内容と資本政策に関する説明
15/6/12	・ 黒田電気はC&I Holdingsに対してFAXを送付し、社外取締役選任に関する提案に対して断りの返答を実施
15/6/18	・ C&I Holdingsからの再検討要請に対して、黒田電気は応じない旨を改めて回答
15/6/22	・ 黒田電気社外取締役とC&I Holdingsによる面談を実施。面談内容は6/5と同内容
15/6/26	・ C&I Holdings(以下「C&I」)および南青山不動産より「社外取締役4名の選任に関する臨時株主総会の招集請求」を実施(当社7/10付お知らせより)
15/7/10	・ 黒田電気HPIに、取締役会にて臨時株主総会の開催および付議議案について反対意見を行うことについて決議した旨を発表
15/8/5	・ 黒田電気HPIに「自生会従業員一同による声明文」を掲載
15/8/21	・ 臨時株主総会にて、 <u>取締役4名の選任議案について否決</u>
15/8/29	・ C&I Holdingsから黒田電気に対して「黒田電気経営幹部の関与する不正について」の書面を送付(9/3付お知らせより)
15/9/2	・ 8/29書面に対して、黒田電気より回答書を送付(9/3付お知らせより)
15/11/27	・ 社外調査委員会による調査報告書を発表
17/5/2	・ レノより株主提案(取締役1名の選任)を受領(5/29付お知らせより)
17/5/23	・ レノによる株主提案について黒田電気取締役会にて反対することを決議(5/29付お知らせより)
17/5/29	・ 黒田電気のHPIにて「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」を掲載
17/6/29	・ 定時株主総会において、 <u>株主提案(取締役1名の選任)が可決</u>
17/10/31	・ MBKパートナーズによるTOBについて公表。レノ等は応募契約を締結

出所:会社HP、2015/11/27調査報告書よりMUMSS作成

赤字:ファンド側のアクション 青字:黒田電気側のネガティブな反応

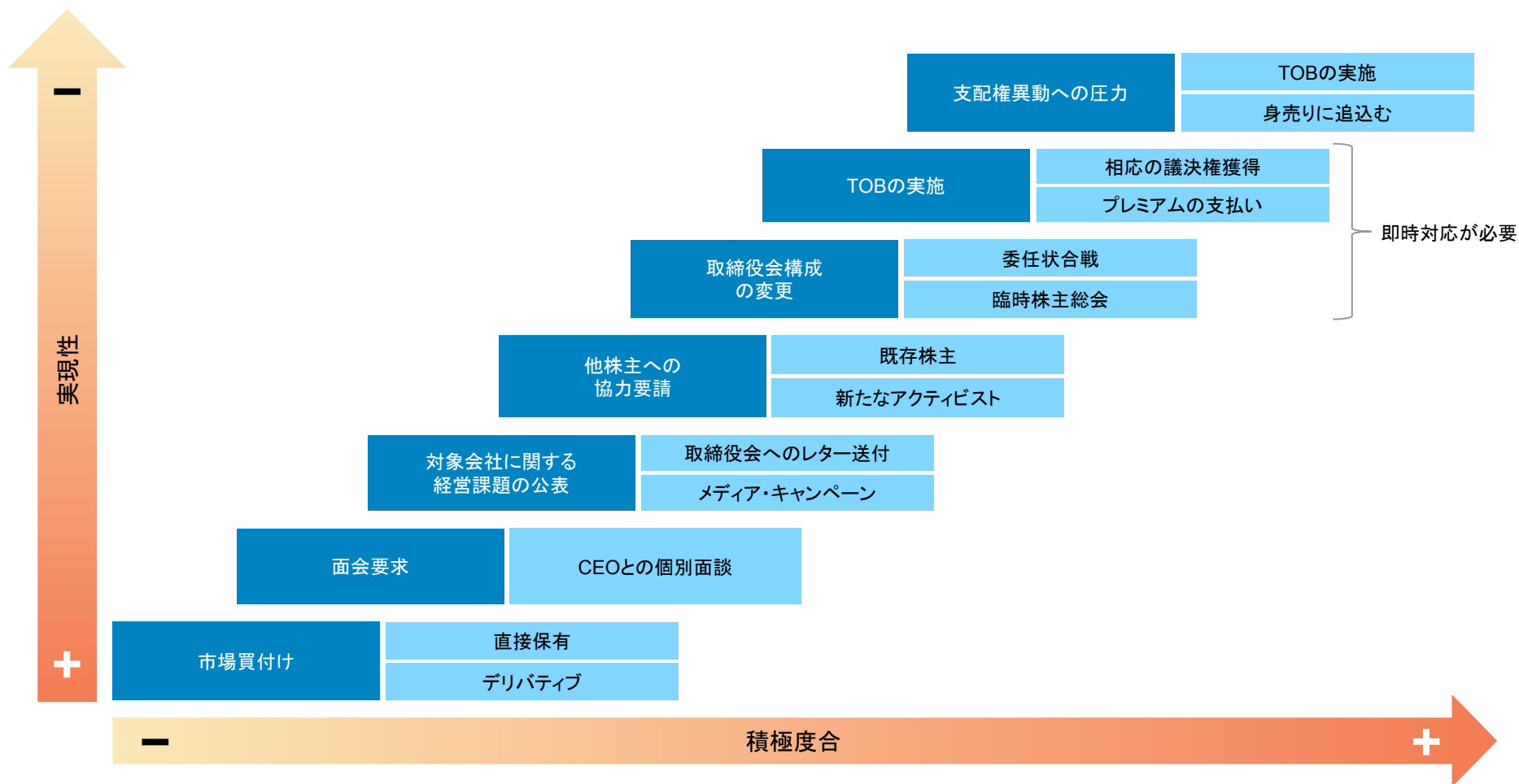
④ - (3) アクティビストとの対話に関する考察

アクティビストが価値創出のために着目する主要テーマ

カタリストとなる要因	アクティビズムの意義／動機	昨今のアクティビズム
① 非効率的な資本構造	- 不適切な資本構造 - 事業・財務面で内在するリスクに比して過度な資本の積増し等 - 資本還元ではなく、資本保持に偏重 - 事業拡大／M&Aの失敗	Case A GE/Trian  (Third Point)–2/9/15  (Corvex)–10/14/14 Case B PanaHome/Oasis
② 事業改善機会	- 業績低迷の継続： - 各社発表の目標値・予想値との比較 - アナリストコンセンサス予想との比較 - 同業他社の業績との比較 - 高コスト体質	Case A GE/Trian  (Trian)–8/14/15  (JANA)–4/13/15
③ 事業ポートフォリオ／潜在的事業分割／売却	- 異なる事業の展開／肥大化企業 - 複雑な事業ポートフォリオ、調和やシナジーの欠如 - バランスシート上の多額の保有不動産(特に小売業者で問題視) - 売却による株主への戦略的プレミアムおよび流動性の付与	 (Artisan)–1/28/16  (Icahn)–11/23/15  (Icahn)–10/28/15  (Third Point)–5/14/15
④ 経営課題／ガバナンス	- 権力への固執 - 行き過ぎた役員報酬と支出 - 仲間内による非生産的な取締役会 - 新鮮味のない目標設定／陳腐な戦略	 (Icahn)–8/6/15  (Corvex Management)–5/5/15  (Icahn)–1/21/15  (Third Point)–10/30/15 Case C Kuroda Electric/Reno
⑤ ディスクロージャー	- 不十分または不明確な情報開示 - 目標に対するコミットメントの欠如	 (Third Point)–5/14/15  (Third Point)–5/2/14  (Third Point)–7/31/15

広範な戦略的オプション

アクティビストは様々なアクションを起こす可能性がある



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繁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)

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)との馴れ合い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

⑤ 日本企業によるM&A取引の展望と課題

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

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”

“アクティビストは日本企業、特に大手優良企業はターゲットにしない”

最近の公表事例から



- 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(20億米ドル)
- 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)(22億米ドル)
- 本格交渉に要した期間は約1ヶ月



- 三菱重工・日立による火力発電システム事業の統合(33億米ドル)
- パナソニックによるKKRへのヘルスケア事業の売却(12億ユーロ)



- 米国サードポイントがソニー、IHI、ファナック、セブン&アイ等に投資／株主提案
- その他アクティビストの活動活発化

日本企業による今後のM&Aの展望と課題

- 経済、競争の更なるグローバル化は不可避
- 日本企業によるクロスボーダーM&Aは現在第1ステージ
(プラットフォーム・橋頭堡の獲得)
 - ➡ 真の価値創造はプラットフォームを活かすための更なる成長(含むBolt-on買収)(シナジーの発現)
そのための戦略立案と海外(グローバル)事業のマネジメント
- 経営資源・資本は有限
 - ➡ 適切な事業ポートフォリオ入替、売却の重要性

番外編

最後に.....

頼りになるアドバイザー

そうでもないアドバイザー

① 経験・知見・過去事例

これらを基にアドバイスできる

これらを詳しく説明できる

② リスクに対して

合理的積極性

不合理的保守性

③ オプション提示

最善策(+ Plan B)

七色の選択肢

④ 話が....

短い(簡潔明瞭)

長い

⑤ レスポンス

早い

遅い(掴まらない)

⑥ 結論

明快

(常に)クライアント任せ

Appendix: ケース・スタディ

クロスボーダー買収事例

ケース・スタディ:

サントリーによる米国Beamの買収

案件概要

2014年1月13日発表

案件ハイライト / 取引ストラクチャー

- For Saleではない(売却の意思を有しない)米国大型上場企業に対するUnsolicited Offer (非招請提案)の実施、完全な守秘性を保った上で案件合意・発表を実現
- 案件総額(Beam Inc. (“Beam”)の株式取得対価+Beamの純有利子負債)は約160億ドル(約1兆6,600億円⁽¹⁾⁽²⁾)
 - 日本企業による史上3番目の規模のクロス・ボーダーM&A
 - グローバルなスピリッツ業界においても史上3番目の規模の案件
- ストラクチャーは公開買付けを伴わない現金合併(One-step all-cash merger)
- 三菱UFJモルガン・スタンレーはサントリーホールディングス(“サントリー”)の単独財務アドバイザー
 - また、三菱東京UFJ銀行が単独で必要なブリッジ・ファイナンスの全額を提供。モルガン・スタンレーとMUFGが共同でワン・ストップのサービスを提供

サントリーにとっての 本件の意義

- サントリーにとって酒類事業と清涼飲料事業が事業の二本柱であるものの、グローバル展開では清涼飲料事業が酒類事業を先行していた状況
 - 清涼飲料事業は売上高の約3割、EBITDAの約半分を海外から稼ぐ一方、酒類事業における海外の売上が全体に占める割合は僅か
 - 清涼飲料事業は2013年7月のグローバルIPOに続き、同年9月には英GSKからの飲料ブランドの買収(13.5億ポンド)を発表し、更にグローバル展開を加速
- 今回の買収により酒類事業も海外の売上が3割を超え、グループの二本柱である酒類事業と清涼飲料事業双方のグローバル化が一気に進展
 - 世界のスピリッツ業界において売上規模が英Diageo、仏Pernod-Ricardに次ぐ第3位の地位に

Beam株主への対価

- 買収価格はBeam一株当たり83.50ドル
 - 発表前営業日の株価に対して24.7%、1ヶ月平均株価に対して25.0%のプレミアム
 - 企業価値 / LTM EBITDAマルチプル⁽³⁾は20.8倍

スケジュール / クロージング条件

- 2014年第2四半期のクロージングを予定
- Beamの株主総会での承認(50%超の賛同)、独禁当局による承認等を経てクロージング

(1) 1ドル = 104.13円(2014年1月10日終値ベース。以降のページも全て同じレートを使用)

(2) 株式取得対価約139億ドル(約1兆4,500億円)、純有利子負債約21億ドル(約2,100億円)

(3) 2013年9月時点の平準化後EBITDAベース

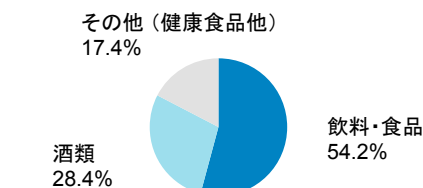
サントリーにとっての戦略的意義

清涼飲料事業と並ぶグローバル化を酒類事業でも実現

- 本件は、サントリーにとって、酒類事業のグローバル化という観点から不可欠な重要案件として検討が重ねられました
- 本件の実現により、共にグローバル化した清涼飲料と酒類という事業の二本柱の確立を実現することになります
 - 清涼飲料事業は、2013年7月のサントリー食品インターナショナルのグローバルIPOに続き、同年9月には英GSKからの飲料ブランドの買収(13.5億ポンド)を発表し、グローバルな事業展開を加速
 - 弊社は、同IPOにおける主幹事、GSK案件における単独財務アドバイザーと、サントリーにとっての重要な戦略案件でアドバイザーを務める

事業別売上構成

2013/9期 (LTM)



出所: 会社情報

サントリーにとっての戦略的意義

- 本件により、清涼飲料事業と比較して遅れていた酒類事業のグローバル化の為に、海外における強力な事業基盤を獲得
 - 清涼飲料と酒類という事業の二本柱が完成
 - 清涼飲料と酒類の売上比が約65:35から約55:45へ
 - Beamの主な展開地域である米国は、世界で最も収益力が高いスピリッツのマーケット
 - 米国での強力な販売網を手に入れることで、将来的なサントリー製品の拡販も見込む
 - インドやブラジル等、将来の更なる成長を支える新興国においても橋頭保となる事業基盤を獲得
- 極めて重複の少ない両社のブランドを組み合わせることで、世界でも類を見ないバーボンとジャパニーズ・ウィスキーに軸足を置いたプレミアムかつユニークなブランド・ポートフォリオを構築

サントリーの成長の軌跡

主要なイベント



Beamの概要

世界第4位のスピリッツ・メーカー

- Beamは米国のスピリッツ・メーカーで、売上高は世界第4位を誇ります
- 英Diageo、仏Pernod-Ricardの大手2社を除き、Beamは最後の独立系大手スピリッツ・メーカー

主要株主⁽¹⁾

順位	株主名	持分(%)
1	Pershing Square Capital Management	12.8
2	The Vanguard Group	6.4
3	Fidelity Management & Research	4.3
4	BlackRock Institutional Trust	3.7
5	State Street Global Advisors	3.7
6	Gabelli Funds	2.4
7	Mason Capital Management	2.1
8	JPMorgan Asset Management	2.0
9	Sasco Capital	1.7
10	Standard Life Investments	1.6
合計		40.6

出所: Thomson One

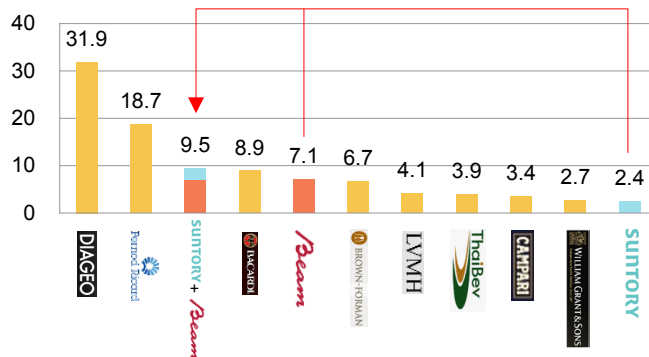
Beamの概要

- Beamは米イリノイ州に本社を置く世界第4位のスピリッツ・メーカー
- 主なブランドはJim Beam、Maker's Mark（共にバーボン）、Laphroaig、Teacher's（共にスコッチ）、Canadian Club（カナディアン・ウイスキー）、Sauza（テキーラ）、Pinnacle（ウォッカ）等
- 北米を中心に欧州、アジア太平洋、南米等でも展開
- 日本においてはサントリーがBeamブランド製品を販売
 - 一方、シンガポール等においてはBeamがサントリー製品を販売

スピリッツ業界の小売売上高ランキング

2012年⁽²⁾

US\$ Bn



出所: IWSR

主要財務数値⁽¹⁾

USD MM	実績値		予測値		
	12/12	LTM	13/12	14/12	15/12
売上高	2,465.9	2,523.2	2,546.2	2,674.0	2,806.1
% 成長率	6.7%	-	3.3%	5.0%	4.9%
EBITDA	738.1	765.6	788.5	844.0	901.8
% マージン	29.9%	30.3%	31.0%	31.6%	32.1%
営業利益	627.6	646.2	664.5	717.5	766.4
% マージン	25.5%	25.6%	26.1%	26.8%	27.3%
当期純利益	382.4	380.3	420.0	461.5	502.8
% マージン	15.5%	15.1%	16.5%	17.3%	17.9%

出所: Capital IQ

ブランド・ポートフォリオ



出所: 会社ウェブサイト

案件の主な背景(1/3)

2013年11月6日から2013年12月1日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	サントリーの アクション	Beam のアクション	アクション概要	詳細
2011 - 2013		✓	• Beamによる定期的な経営戦略の検討	• Beam取締役会は数年に亘り、ブランド・ポートフォリオや販売提携、JV設立等の観点から経営戦略を定期的に検討 • 経営戦略検討の一環として、Beam取締役会はCenterview (“CVP”) 及びCredit Suisse (“CS”)と都度協議を実施
2013/11/6	✓		• サントリーによる口頭提案	• サントリー代表取締役会長兼社長(佐治氏)とBeamのCEO(Matthew J. Shattock氏)が日本で会談 • Shattock氏に対し、サントリーのBeam買収に関する潜在的意向を伝達する為に、Beam取締役会議長(David Mackay氏)にコンタクトする希望がある点を伝達
2013/11/7	✓		• サントリーによる第1回買収提案(1株あたり78.00ドル)	• サントリーがBeam取締役会に対して、デュー・ディリジェンスの完了を条件に Beam発行済株式の全てを1株あたり78.00ドルの現金対価で取得する意向がある旨の提案書を送付 (“11/7提案”) – 上記提案書には、三菱東京UFJ銀行(“BTMU”)から取得した、本件の必要資金に関してBTMUが迅速に資金提供を行う十分な能力を有することを示す書簡(“Highly Confident Letter”)を添付
2013/11/12		✓	• BeamによるX社との定期会談	• BeamCEOは、2013年10月初旬に設定済みであった同業他社(X社)との定期会談を実施 • X社はBeamとの事業統合を検討する可能性がある一方で、X社によるBeamの全体買収の可能性は低いと言及
2013/11/14		✓	• Beam取締役会がサントリーによる第1回買収提案の拒否を決議	• Beam取締役会が、11/7提案の内容ではこれ以上サントリーとの協議を継続しないことを全会一致で決議 • Beam取締役会は、同社の取締役会議長とCEOに対して決議内容をサントリーに対して伝達することを指示。同時に、BeamのFAにサントリーのFAであるMorgan Stanley(“MS”)とのコミュニケーションを指示
2013/11/19		✓	• Beamがサントリーによる第1回買収提案を拒否する旨を伝達	• Beam取締役会議長とCEOは、サントリー社長に対し、Beamに対する興味への謝意を示すと同時に、 11/7提案内容ではこれ以上サントリーとの協議を継続しない旨をBeam取締役会が全会一致で決議したことを伝達
2013/12/1	✓		• サントリーによる第2回買収提案(1株あたり82.00ドル)	• MSとCVPが面談を実施(CSは電話で参加)。MSが、 提案価格を1株あたり82.00ドルに引き上げる意向 (“12/1提案”)、及び、適切なタイミングでBTMUが米国形式でのコミットメントレターを提示する予定があることを伝達 – 加えて、サントリーが2~4週間のデュー・ディリジェンスを希望している点を伝達

出所: Beam Proxy Statement

重要な進展 サントリーによる主要アクション Beamによる主要アクション

案件の主な背景(2/3)

2013年12月3日から2013年12月21日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	サントリーの アクション	Beam のアクション	アクション概要	詳細
12/3/2013		✓	• CSIによるX社との 面談	• Beamのリクエストにより、2013/11/12に行われた会議のフォローアップの為、CSがX社と面談を実施 • X社は、当時のBeamとの議論はまだ予備的なものであり、そのタイミングで何らかの買収提案を行う準備は出来ていなかったと説明
12/4/2013		✓	• Beamによる第2回買収提案の拒否	• CVPとCSIはMSに対して、 Beamの取締役会がサントリーによる買収を認める為には、12/1提案の価格を有意に引き上げる必要がある ("need to meaningfully increase the proposal price")と伝達
12/6/2013	✓		• MSからの価格引き上げ拒否の伝達	• MSはCVPとCSIに対して、12/1提案の価格は十分に公正な水準であり("full and fair")、サントリーがデュー・ディリジェンスに進む為に必要な水準はクリアしていると主張
12/8/2013- 12/9/2013	✓		• MSによるマネジメント・インタビュー開催の要請	• MSはCVPとCSIに対してBeamの経営陣によるマネジメント・インタビューの開催を要請。CVPとCSIはBeamとサントリー間の機密保持契約の締結後にシカゴでマネジメント・インタビューを実施する事を提案
12/9/2013		✓	• Beamによる機密保持契約のドラフトの送付	• Beamが、一般的なスタンズティル条項を含む機密保持契約のドラフトをサントリーに送付
12/15/2013	✓	✓	• マネジメント・インタビューの開催	• サントリーとBeamが機密保持契約を締結し、シカゴでマネジメント・インタビューを実施 • CVPとCSIは、Beamが買収を検討する為には価格を有意に引き上げる必要があると再度伝達
12/19/2013	✓		• サントリーによる第3回買収提案(1株あたり83.50米ドル)	• サントリー社長は、12/7提案の1株あたり82.00米ドルはBeamの価値を全て反映したものであったと考えていたものの、最終提案として価格を1株あたり83.50米ドルに引き上げる旨Beamに伝達
12/21/2013		✓	• Y社からの接触に関するBeamの取締役会への報告 • Beamの取締役会による、サントリーによるデュー・ディリジェンスの実施許可の決議	• CSIは同業他社("Y社")のFAから接触があり、そのFAが、Y社がBeamを買収する場合にはパートナーが必要となる可能性が高い事、そもそもY社がBeamを買収する可能性は低い事を示唆したとBeamの取締役会に報告 • Beamの取締役会は、これらX社及びY社との非公式な会談がこれ以上進展する見込みが無いと判断し、サントリーによるデュー・ディリジェンスの実施を許可する事を決議 • CVPはMSにBeamの取締役会がサントリーによるデュー・ディリジェンスの実施を許可する事を決議したと伝達。その上で、引続き価格の引き上げが必要であり、もしそれが無い場合は契約上低い水準の違約金及びGo-shop条項を付す必要がある、と主張

出所: Beam Proxy Statement

重要な進展 サントリーによる主要アクション Beamによる主要アクション

案件の主な背景(3/3)

2013年12月30日から2014年1月13日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	サントリーの アクション	Beam のアクション	アクション概要	詳細
12/30/2013		✓	• Beamによる合併契約書のドラフトの送付	• Beamの取締役会が合併契約書のドラフトを同社のリーガル・アドバイザーがサントリーに送付することを承認
12/30/2013 の週	✓	✓	• デュー・ディリジェンスの電話会議実施	• Beamは12/30にサントリーにVDRのアクセス権を付与 • Beamとサントリーは複数回のデュー・ディリジェンスの電話会議を実施
1/6/2014 -	✓	✓	• 合併契約書に関する交渉	• サントリーが合併契約書の修正案を1/6に送付 • その後数日にわたりサントリーとBeamの間で契約上の条項につき交渉を実施
1/9/2014		✓	• サントリーによる提案価格引き上げの拒否 • 合併契約書の主要な条項に関する合意	• Beamの取締役会議長が電話でサントリーの社長に価格の引き上げを要請 • サントリーの社長は、1株あたり83.50米ドルの価格はBest and Finalの提案であり、Beamの取締役会がこの価格を受け入れる事を希望すると伝達 • CVP及びCSIはMSIに対して、合併契約書の当初のドラフトの通り2段階の違約金の設定とする事が必要と主張。MSIはサントリーにとって2段階の違約金設定は受け入れ可能である旨伝達
1/10/2014	✓		• サントリーの取締役会による承認	• サントリーの取締役会は全会一致で本件を実施する事を承認
1/11/2014	✓	✓	• 本件完了後の経営陣の処遇に関する面談の実施	• Beamの経営陣とサントリーは、本件完了後のBeamの現経営陣の処遇に関する面談を実施 – この面談中及びそれ以前にサントリーからBeamの経営陣に対する具体的な条件提示は行われず
1/12/2014		✓	• Beamの取締役会による承認	• Beamの取締役会は同社のFAからのフェアネス・オピニオンを取得し、全会一致で本件の実施を承認
1/13/2014	✓	✓	• 本件の発表	• Beamとサントリーは、NYSEにおける取引開始の前に共同で合併契約を締結した旨のプレス・リリースを発表

重要な進展 サントリーによる主要アクション Beamによる主要アクション

出所: Beam Proxy Statement

本件取引後の体制

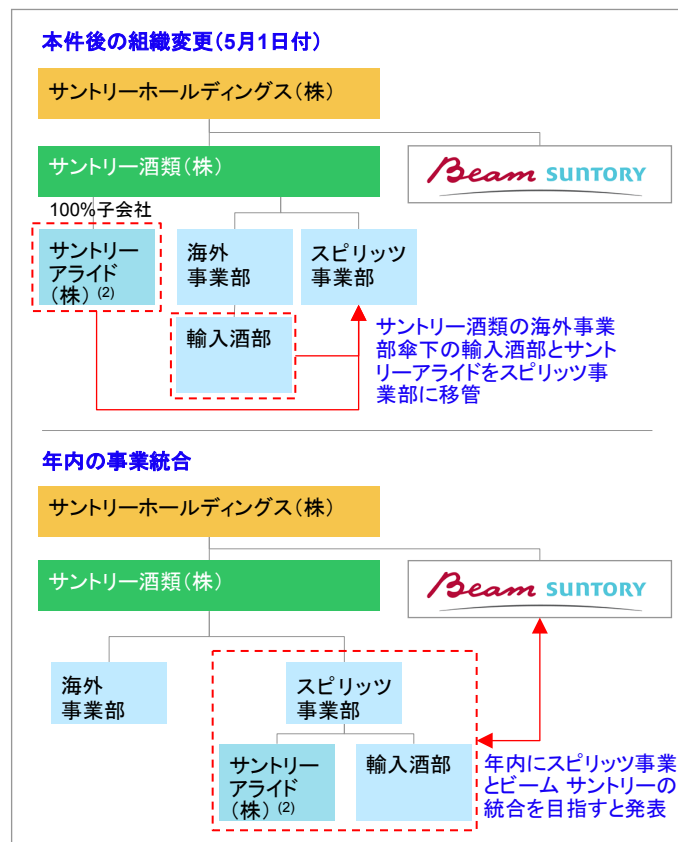
2014年5月1日発表

- 2014年5月1日、サントリーは本件取引完了⁽¹⁾を受け、ビーム社の社名を「ビーム サントリー」(Beam Suntory Inc.)へ変更すること、サントリー酒類の一部事業部及び子会社の改組、及びサントリー酒類のスピリッツ事業とビーム サントリーの年内統合を目指すことを発表しました

ー ビーム サントリーの本社は引き続き米国イリノイ州ディアフィールドとし、CEOについてもMatt Shattock氏が継続

ー 尚、サントリー酒類のスピリッツ事業とビーム サントリーの統合後も、サントリー酒類の国内のスピリッツ(ウイスキー、RTD、焼酎、リキュール等)事業は、ビーム サントリーのもと引き続き日本においてスピリッツビジネスを強力に展開予定

本件後の組織体制



出所: プレスリリース

- (1) 4月30日(水)(アメリカ中部標準時間; 日本時間5月1日)に株式取得完了
- (2) ウイスキー・ブランデー・スピリッツ・リキュールの輸入・販売を行うグループ会社
- (3) <>内は兼職、()内は旧職

ビーム サントリー社の取締役/経営陣体制⁽³⁾

取締役

取締役 ＜サントリーホールディングス(株)代表取締役副社長＞	鳥井 信吾
取締役 ＜サントリーホールディングス(株)取締役副社長＞	相場 康則
取締役 ＜サントリーホールディングス(株)執行役員＞	稲田 晴久
取締役 Senior Vice President Advisor to CEO (サントリーホールディングス(株)国際戦略部長)	福山 泰広
取締役 Chairman 兼 CEO	Matt Shattock ⁽⁴⁾
取締役 Senior Vice President CFO	Robert Probst ⁽⁵⁾
取締役 Senior Vice President General Counsel and Secretary	Kenton Rose

経営幹部として赴任

Vice President Finance (サントリー食品アジア社 CFO)	宮永 暢
Vice President International Marketing-Suntory Brands (サントリーホールディングス(株)戦略開発本部部長)	宮森 洋
Vice President Global Supply Chain Integration (サントリー酒類(株)スピリッツ事業部 生産部部長)	福田 保司

- (4) 同氏は、2014年5月14日付でサントリーホールディングス(株)の取締役に就任
- (5) 同氏は、2014年5月31日付で退職

ケース・スタディ: **KOMATSU** / **JOYGLOBAL**

コマツによるJoy Global買収

コマツによるJoy Global買収

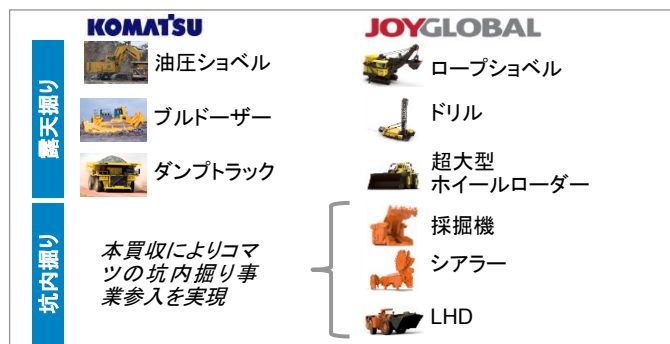
公表日:2016年7月21日

- 2016年7月21日、株式会社小松製作所（以下、「コマツ」）は米Joy Global Inc.（以下、「Joy Global」）を一株あたり\$28.30で買収すると発表しました
- 本件により鉱山機械業界におけるグローバル二大プレイヤーのポジションを確固たるものにします
 - 本件はコマツによる過去最大のM&A案件
- 本件において、弊社はコマツのファイナンス・アドバイザーを務めています
 - 弊社の機械セクターにおける知見、日本での実績及び複雑なクロスボーダーM&Aでの経験を活かして案件を遂行

案件概要⁽¹⁾

買収価格	- 普通株式1株あたり\$28.30 - 株式取得価額: \$2.9Bn(3,036億円) - 案件総額: \$3.7Bn(3,925億円)
買収マルチプル	11.6x LTM EBITDA(2016年4月末時点) 16.7x FY2016E EBITDA⁽²⁾
プレミアム ⁽³⁾	20.2% : 対 前日終値(2016年7月20日) 30.3% : 対 30日VWAP
今後のスケジュール	- Joy Global株主総会による承認、各種規制当局からのクリアランス取得及びその他一般的な前提条件の充足("no-shop"条項の順守等を含む)を経た上で本件取引を完了する予定 2017年中頃にクロージング予定

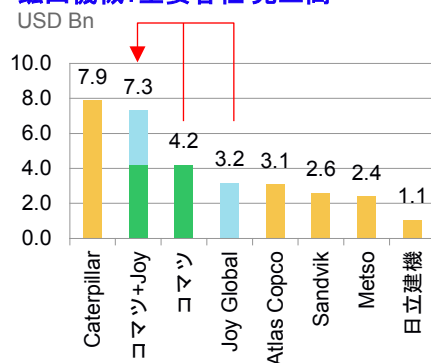
補完性の高い製品ラインアップ



本件の戦略的意義

- 鉱山機械業界のグローバル・リーダー企業としての地位確立
 - 坑内掘り事業へ新規参入し、且つ露天掘り向け製品ラインアップを拡充し、IoT等を活かしたダントツソリューションを加速
 - 補完性の高い製品ラインアップ、地域カバレッジ、営業・サービス体制の統合によるシナジーの実現
 - ハードロック坑内掘り製品の拡充、自動化オペレーションの高水準化、その他イノベーションの実現等による成長機会の獲得
- 顧客の安全性、生産性向上を重視し、イノベーション促進を目指す親和性の高い共通の企業文化
- 直接販売・直接サービス体制の統合・強化へのコミットメント
- 世界人口の増加に伴う鉱物生産量の増加による、中長期的な鉱山機械の需要回復の捕捉

鉱山機械:主要各社 売上高⁽⁴⁾



市場株価推移及び買収価格⁽³⁾



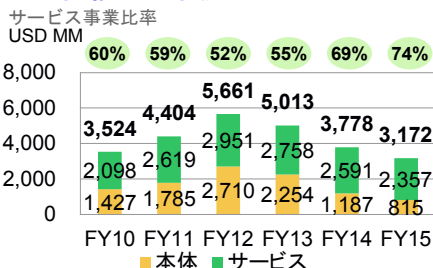
- (1) 市場データは2016年7月20日、BS項目は2016年4月29日時点の数値を参照
為替レート:2016年7月20日時点(USD/JPY =105)
- (2) IBES コンセンサス予想に基づく
- (3) VWAP及び市場取引に関するデータはCapital IQを参照
- (4) FY2015の決算発表データを基に作成。Caterpillar(Resourcesセグメント)、コマツ(鉱山機械セグメント)、Joy Global(全社ベース)、Atlas Copco(Mining and Rock Excavation Techniqueセグメント)、Sandvik(Miningセグメント)、Metso(Mineralsセグメント)、日立建機(Mining Machineryセグメント)を夫々採用。2016年7月20日時点の為替を採用

Joy Global概要

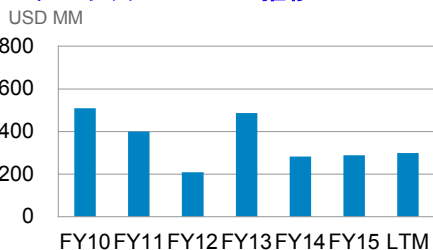
NYSE: JOY

- Joy Globalはミルウォーキーに本社を置く鉱山機械メーカーです
- 主要な資源メジャーを含む堅固な顧客基盤を誇っています
- 利益率の高いサービス事業が直近12ヶ月ベースで売上高全体の76%を占め、直販・直サ体制の下で、厳しい業界環境下でも着実にキャッシュフローを創出しています

売上高構成の推移



フリーキャッシュフロー推移⁽³⁾



出所: 会社情報

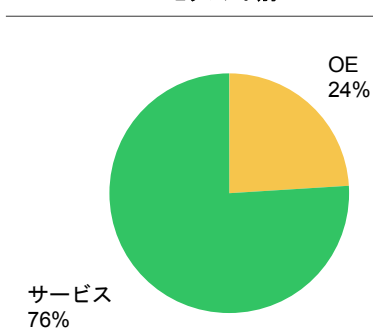
Joy Global概要

- 鉱山向け採掘機械を主に扱う企業としては世界最大級であり、生産性の高い製品を提供
- 沿革
 - 1884年: P&Hとして創業
 - 1994年: 坑内掘り機械メーカーのJoy Mining Machinery(米国)を買収
 - 2001年: Joy Globalに社名を変更
 - 2011年: LeTourneau(米国)買収、露天掘り事業を強化
 - 2012年: IMM(中国)買収、坑内掘り事業を強化
 - 2014年: Mining Technologies International(カナダ)のハードロック事業を買収
 - 2015年: Montabert(仏)買収、ハードロック事業を強化
- 本社: ウィスコンシン州 ミルウォーキー

出所: 会社情報

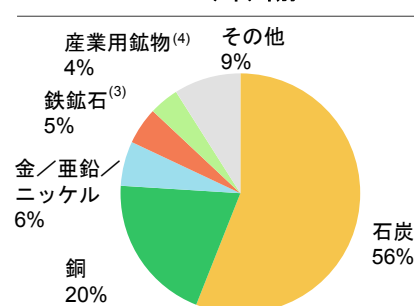
Joy Global売上高構成(直近12ヶ月ベース)

セグメント別

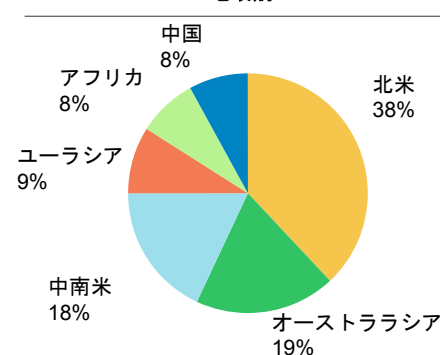


出所: 会社情報

コモディティ別



地域別



主要財務数値⁽¹⁾

	実績値			予測値		
USD MM	2013/10A	2014/10A	2015/10A	2016/10E	2017/10E	2018/10E
売上高	5,013	3,778	3,172	2,430	2,450	2,535
% 成長率	(11.5)%	(24.6)%	(16.0)%	(23.4)%	0.9%	3.5%
EBITDA	1,090	651	371	224	262	287
% マージン	21.8%	17.2%	11.7%	9.2%	10.7%	11.3%
営業利益	822	517	(1,109)	66	105	150
% マージン	16.4%	13.7%	nm	2.7%	4.3%	5.9%
当期純利益	537	338	(1,178)	15	42	68
% マージン	10.7%	8.9%	nm	0.6%	1.7%	2.7%
設備投資	153	91	71	56	63	70
対売上高比率	3.1%	2.4%	2.2%	2.3%	2.6%	2.8%
総資産	5,790	5,592	3,712			
有利子負債	1,316	1,281	1,087			
純有利子負債	910	1,011	984			
株主資本	2,858	2,836	1,420			

出所: Capital IQ

(1) 2016年7月22日時点

(2) (営業キャッシュフロー) - (投資キャッシュフロー)で算出。FY11-12, FY14-15は一時費用を調整

(3) 岩塩、カリ、トロナ、石膏等を含む

(4) オイルサンド等を含む

Joy Global概要(続き)

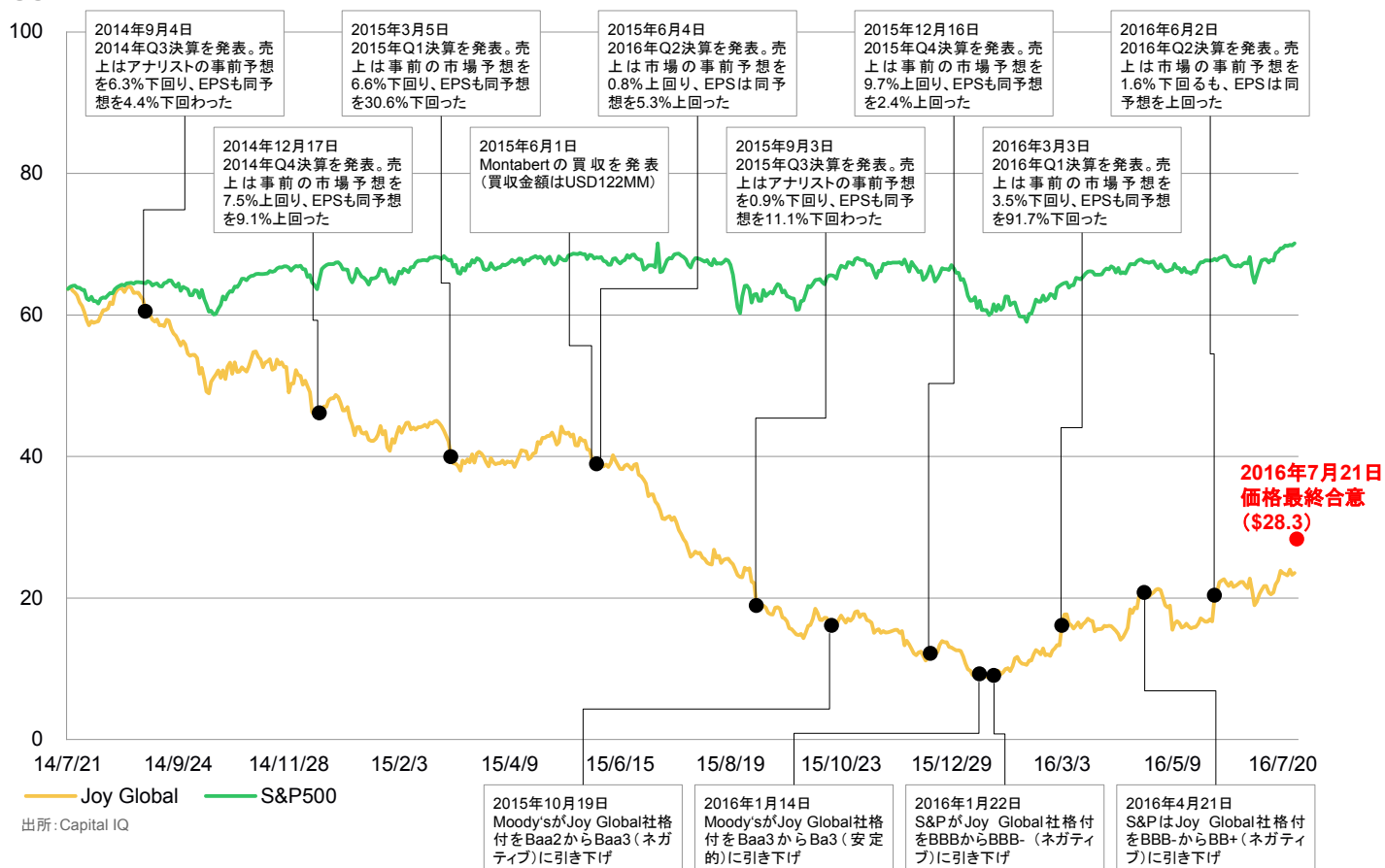
Joy Global株価推移(直近2年間)

- ・ コモディティ市況の落ち込みやそれに伴う鉱山各社の設備投資絞り込みの影響により、Joy Global株価は過去2年間で大きく下落しました
- ・ 2016年1月にマクロ環境の改善に伴う業界センチメントの回復により株価が底を打った後も、Joy Global株価は大きく変動してきました
- ・ 昨秋以降、Moody'sは4ノッチ、S&Pは2ノッチ格付けを引き下げています

Joy Global株価推移⁽¹⁾⁽²⁾

直近2年間

USD



(1) 7月20日時点

(2) S&P500の値は、2014年7月23日時点のJoy Global株価にインデックス化

買収の背景 1

買収に踏み切ったタイミング

- CATは2010年に鉱山機械メーカーBucyrusを86億ドルで買収しております
 - CATは業界サイクルのピーク時点でBucyrusを買収
 - 一方、コマツは業界サイクルのボトム付近でJoyの買収を発表
- また、直近のJoy Globalの業績はCATのResourceセグメントの業績を上回っております
 - CATはBucyrus買収後に販売サービス会社を売却したため、業界環境の悪化後、サービス事業で収益を下支えできず

CATによるBucyrus買収時のマルチプル及びプレミアム

マルチプル

LTM AV/EBITDA 13.0x

プレミアム

対1日前株価 32.1%

対1週間平均株価 28.6%

対1か月平均株価 30.3%

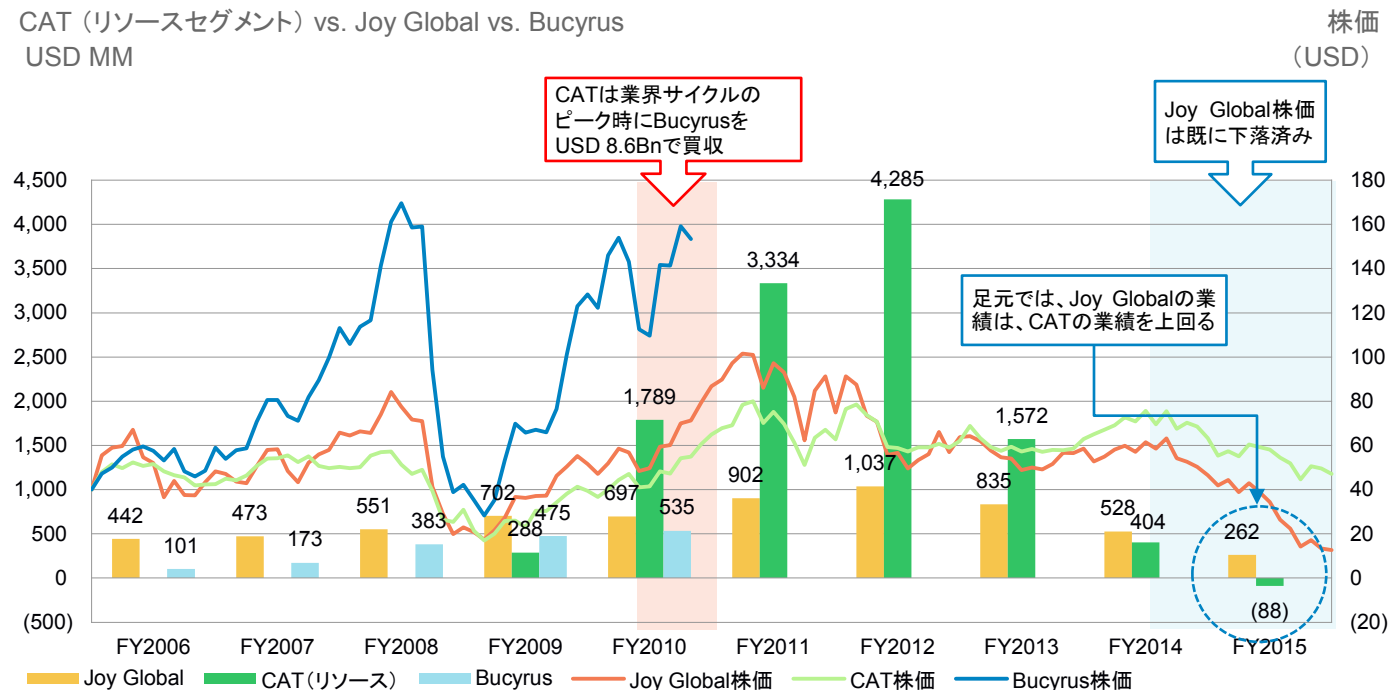
対3ヶ月平均株価 36.3%

対6ヶ月平均株価 51.4%

出所: 会社情報、Capital IQ

各社営業利益⁽¹⁾及び株価⁽²⁾の推移

CAT (リソースセグメント) vs. Joy Global vs. Bucyrus
USD MM



営業利益率の推移

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CAT (リソース)	NA	NA	NA	4.6%	18.7%	19.9%	21.0%	12.8%	4.3%	-1.1%
Joy Global	18.4%	18.6%	16.1%	19.5%	19.8%	20.5%	18.3%	16.7%	14.0%	8.3%
Bucyrus	13.7%	10.7%	15.3%	17.9%	14.6%	NA	NA	NA	NA	NA

出所: 会社情報、Capital IQ

- FY2015のJoy Globalの営業利益は減損及びリストラ費用調整後の数値を使用。CAT(リソース)では減損は発生せず、リストラ費用についてセグメント別の開示がない為、未調整
- CAT及びBucyrusの株価は、2006年1月1日時点のJoy Global株価にインデックス化

買収の背景 2

コマツの従来の成長戦略と財務基盤

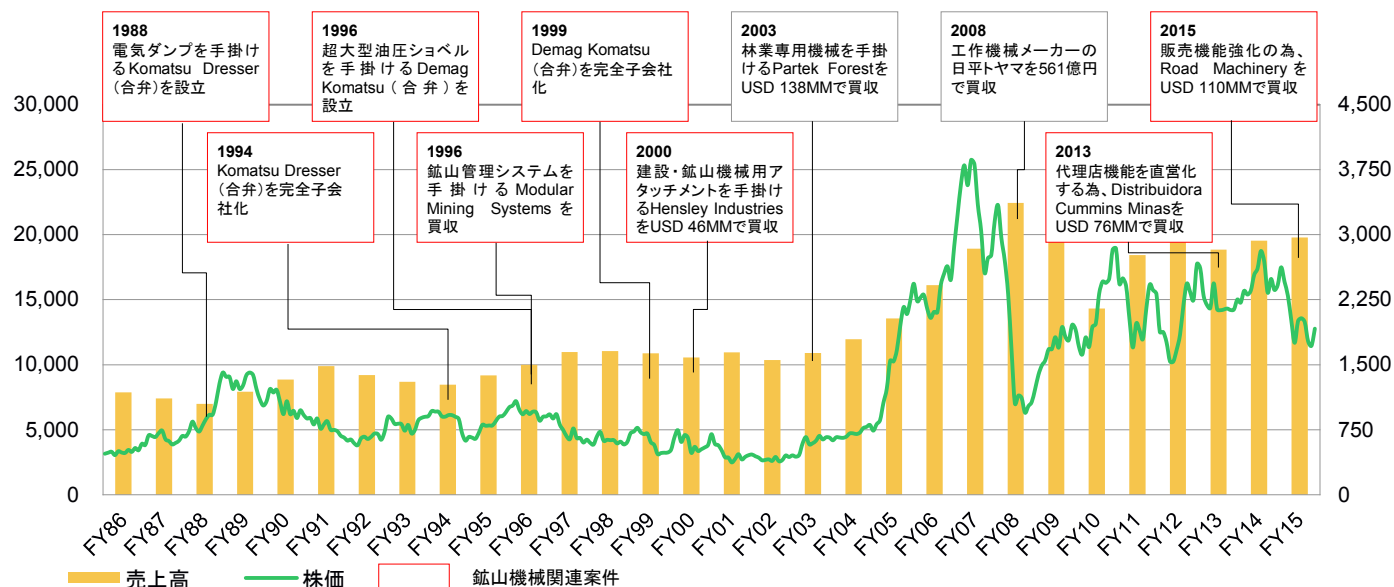
- コマツは、これまで大規模なM&Aを行うことなくオーガニックな成長を中心に、長期的な事業規模拡大を達成してきました
- 鉱山機械事業については、他社との合併事業の取り込みや、代理店買収といった小規模買収を行っています
 - 業界2位の規模に成長し、事業ノウハウや経験も蓄積
- また、コマツの財務基盤は過去10年間で大きく改善し、大型買収が可能な財務余力を確立しておりました

コマツの連結売上高及び株価の推移

FY1986-FY 2015

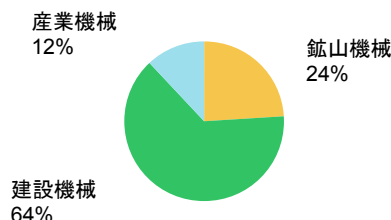
売上高(億円)

株価(円)



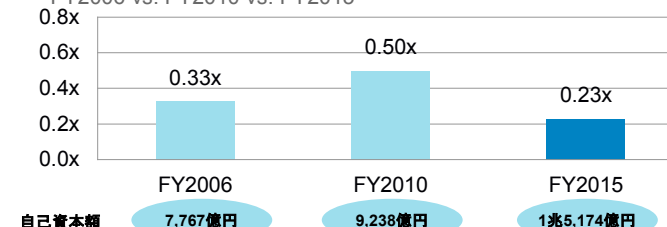
コマツ 売上高構成

FY2015



コマツ ネットD/Eレシオの推移

FY2006 vs. FY2010 vs. FY2015



出所:会社情報、Capital IQ

買収の背景 3

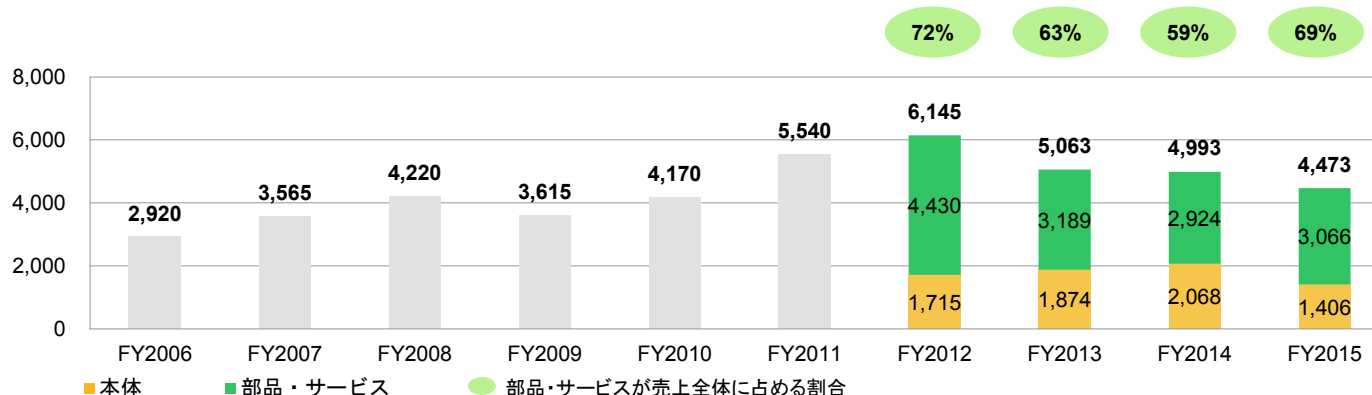
コマツの鉱山機械事業の過去実績と業界環境

- ・ 鉱山機械需要が順調に伸びていた
2011年度頃までは、コマツはオーガニックに十分な成長を達成しておりました
- － 業界サイクルがピークに達した後はコマツの鉱山機械売上も減少し、オーガニック成長の追求は当面厳しい状況
- ・ 一方で、中長期的には主要鉱物の消費量の増加とそれに呼応した生産量の増加に伴い、鉱山機械の需要回復が見込まれる成長産業として位置付けています

コマツ鉱山機械売上高の推移

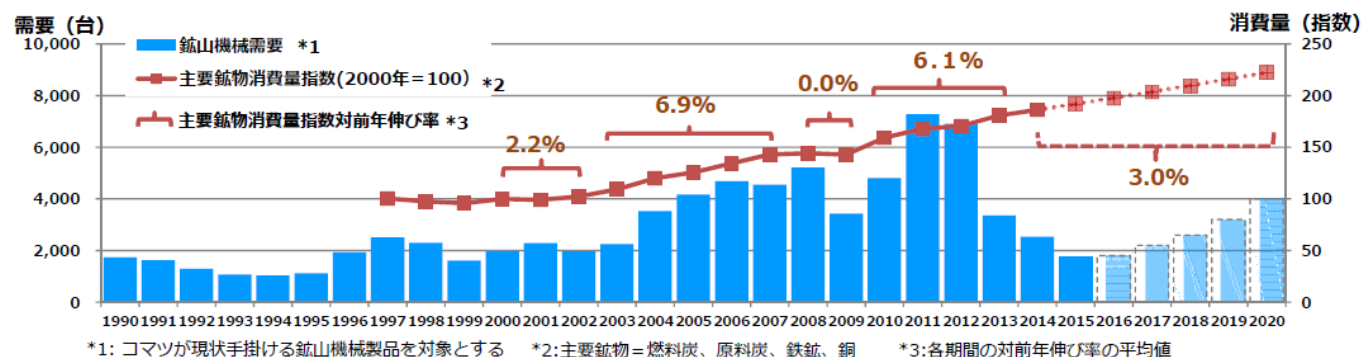
FY2007 - 2015

億円



出所: 会社開示資料

鉱山機械需要と主要鉱物消費量指数



*1: コマツが現状手掛ける鉱山機械製品を対象とする

*2: 主要鉱物=燃料炭、原料炭、鉄鉱、銅

*3: 各期間の対前年伸び率の平均値

出所: 会社開示資料

案件の主な背景(1/4)

2016年1月25日から2016年4月11日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	コマツの アクション	Joy Globalの アクション	アクション概要	詳細
2016年1月最終週	✓		・ コマツからのアプローチ	・ コマツの財務アドバイザーであるMorgan Stanleyの代表者よりJoy GlobalのCEOに対し、面談を希望している旨を伝達
2/9/2016	✓	✓	・ トップ面談	・ 両社トップがシカゴにて面談 – 両社の事業について議論する中で、コマツより両社の統合メリットに関する説明有り – 詳細な取引条件についての協議は無し
2/23/2016	✓	✓	・ コマツによる第1回買収提案 ・ コマツ、Joy Global間の電話会議	・ コマツよりJoy Globalの全株式に対して 1株当たり17ドル の現金対価による買収提案(「第1回買収提案」)を書面にて送付 – 取引完了の条件として、通常の範囲でのデューディリジェンス実施及び最終買収契約の交渉・妥結等を要求 ・ 当該提案送付後、コマツ担当常務よりJoy Global CEOに対して提案内容を電話で説明。Joy Global CEOは、Joy Globalとコマツの統合による戦略的意義には理解を示したものの、1株当たり17ドルという価格は検討するには不十分との考えを伝達
3/7/2016 3/9/2016		✓	・ Joy Global 取締役会 ・ Joy Globalによる第1回買収提案に対する回答	・ Joy Global取締役会は、当該取引の検討をする意向はある一方で、 コマツの当該提案はJoy Globalの価値を過小評価(“significantly undervalued”) しており、 更なる協議やデューディリジェンスを認めるには不十分 であると判断 ・ Joy Globalの財務アドバイザーであるGoldman Sachsから、Morgan Stanleyに対し、上記Joy Global取締役会の意向を伝達
3/30/2016	✓		・ コマツによる第2回買収提案	・ コマツよりJoy Globalの全株式に対して 1株当たり23ドル の現金対価による買収提案(「第2回買収提案」)を書面にて送付 – Joy Globalの事業計画の前提条件の確認に関する面談の実施を要求
4/11/2016		✓	・ Joy Global 取締役会 ・ Joy Globalによる第2回買収提案に対する回答	・ Joy Global取締役会は当該提案は不十分である一方、コマツから要求のあった事業計画の前提に関する面談を実施することを決定 ・ Goldman SachsはMorgan Stanley にJoy Global取締役会の判断として、提案価格を引き上げることを前提にコマツとの面談を承諾する旨を伝達

重要な進展 コマツによる主要アクション Joy Globalによる主要アクション

出所: Schedule 14A (Proxy Statement)

案件の主な背景(2/4)

2016年5月1日から2016年6月7日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	コマツの アクション	Joy Globalの アクション	アクション概要	詳細
5/1/2016	✓	✓	・機密保持契約書の締結	・Standstill条項を含む機密保持契約書を締結
5/1/2016 5/2/2016	✓	✓	・マネジメントミーティング	・コマツ及びJoy Globalのシニアマネジメントが出席し、シカゴにてJoy Globalの事業やオペレーションについて協議を実施 ・当該ミーティングにて、 Joy Globalは新製品や今後の事業機会などの追加情報をコマツに提供し、両社の統合によって創出される価値について、意見交換を実施
5/17/2016	✓		・ コマツによる第3回買収提案	・コマツよりJoy Globalの全株式に対して 1株当たり24.5ドル の現金対価による買収提案(「第3回買収提案」)を書面にて送付
5/25/2016	✓	✓	・トップ間の電話会議	・Joy Global CEOは統合メリットを認めつつも、1株当たり24.5ドルの提案はJoy Globalの価格を適切に評価しているものではないとの考えを表明 ・当該価格では、Joy Global取締役会がコマツとの協議を支持しない可能性が高いものの、次回取締役会にて検討する予定である旨を伝達
6/6/2016		✓	・Joy Global 取締役会	・Joy Global取締役会は、コマツの 当該提案はデューディリジェンスを認めるには不十分 であると判断 ・ 価格のガイダンス無く、提案価格の上乗せを引き出すことが出来た一方で、これ以上高い価格及び有利な条件を引き出すためには、具体的な対案を提示すべきと決議。 法務アドバイザーであるWachtell, Lipton, Rosen & Katz (「Wachtell Lipton」)及びGoldman Sachsとの協議を経て、Joy Global取締役会はJoy Global CEOに対し、 Joy Globalの全株式を1株当たり28ドルで現金買収する対案 を伝達するよう指示 ・また、Goldman Sachsが用意した潜在的買収候補者のリストを基に、コマツ以外の買収候補者による買収可能性について検討を実施した結果、コマツ以上の価格でJoy Globalを買収する企業が現れる可能性は低いと判断。他の買収者にコンタクトを取るよりも、コマツから更に高い価格を得ることにフォーカスすることを決断
6/7/2016		✓	・Joy Globalによる第3回買収提案に対する回答	・Joy Global CEOよりコマツCEOに対し、デューディリジェンスを実施するためには、提案価格を1株当たり28ドルまで増額させる必要がある旨を電話にて伝達

出所: Schedule 14A (Proxy Statement)

重要な進展 コマツによる主要アクション Joy Globalによる主要アクション

案件の主な背景(3/4)

2016年6月12日から2016年7月1日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	コマツの アクション	Joy Globalの アクション	アクション概要	詳細
6/12/2016	✓		• Joy Globalの対案に合意	• コマツCEOはJoy Global CEOに対し、コマツは非公開情報のデューディリジェンスレビュー及び最終買収契約の交渉を条件に、Joy Globalの全株式を1株当たり28ドルで現金買収する対案に合意する旨電話にて伝達 • また、デューディリジェンスでの発見事項次第ではあるものの、両社は7月末の公表に向けて準備する旨を合意
6/17/2016		✓	• データルームの開設	• コマツヘデータルームへのアクセス権を付与
6/22/2016		✓	• 合併契約書ドラフトの送付	• Wachtell Liptonより合併契約書のドラフトをコマツの法務アドバイザーであるArnold & Porter LLP(「Arnold & Porter」)へ送付
6/30/2016	✓	✓	• 法務アドバイザー間での電話会議	• Wachtell Lipton 及びArnold & Porter 間で、合併契約書の修正案を提出するために、主要な論点について電話会議を複数回にわたり実施 • 主な論点は以下の通り ①当局の承認手続きに関する努力義務 ②株式価値の4%のTermination fee ③クロージング条件とした第三者同意の取得 ④従業員のリテンションの交渉タイミング・条件
7/1/2016		✓	• Joy Global 取締役会	• 合併契約書の主要論点に関するポジションを確認

出所: Schedule 14A (Proxy Statement)

■ 重要な進展
 ■ コマツによる主要アクション
 ■ Joy Globalによる主要アクション

案件の主な背景(4/4)

2016年7月3日から2016年7月21日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	コマツの アクション	Joy Globalの アクション	アクション概要	詳細
7/3/2016	✓	✓	・ トップ間の電話会議	・ 両社間で合併契約書の主要な論点に関して電話会議を実施
7/6/2016 - 7/21/2016	✓	✓	・ 合併契約書に関する交渉 ・ デューデリジェンス	・ 7月6日から7月21日まで、両社及び法務アドバイザー間で合併契約書の交渉、またコマツ及び各アドバイザーにてデューデリジェンスを実施 - コマツは当局の承認を得るために、合理的な努力を行うこと、また仮に当局の承認が取得できず合併契約書が破棄された場合にコマツが150万ドルのTermination feeを支払うこと等、Joy Global及びWachtell Liptonからの主張に合意 - 他の買い手が現れ、合併契約書が破棄された場合、Joy Globalが75万ドルのTermination feeを支払うことに合意 - また、従業員のリテンションや株式対価報酬についても合意
7/12/2016 7/14/2016		✓	・ Joy Global取締役会	・ 取締役会は6月6日の価格合意以降、特段Joy Globalの状況にポジティブな情報がない中で、株価が上昇し続けている点に注目 ・ 取締役会は依然として1株当たり28ドルという価格は魅力的であると考える一方で、足元の株価上昇に伴いプレミアムが低下している状況を受け、コマツが更に提案価格を増額する意向があるかを確認するよう経営陣に指示
7/19/2016	✓	✓	・ トップ間での電話会議 (Joy Globalによる価格提案) ・ Joy Global取締役会	・ Joy Global CEOはコマツCEOに対し、 6月以降の株価上昇を受けて、低いプレミアム水準となった1株当たり28ドルの提案価格について、Joy Globalの取締役会及び経営陣に懸念が広がっている点 を伝達 - コマツCEOより、コマツは提案価格を増額する意向は無い旨を返答 ・ 上記電話会談後、Joy Global取締役会は協議を重ねた結果、 再度Joy Global CEOよりコマツCEOに対し、コマツが公表前日の株価に対し、20%のプレミアムを付けた価格に増額可能か電話すべきと決断
7/20/2016	✓	✓	・ Joy Globalによる価格再提案及び合意 ・ Joy Global取締役会	・ Joy Global CEOよりコマツCEOに対し、直近の株価上昇を受けて、買収価格を1株当たり28.50ドルに増額することを要求 ・ Joy Global CEOとの協議を経て、コマツCEOは対案として買収価格を1株当たり28.30ドルに増額することを提案。コマツCEOより、コマツは1株当たり28.50ドルの価格に増額は出来ない一方で、Joy Globalの株価の直近終値に対し、20%のプレミアムを乗せた1株当たり28.30ドルであれば提示可能と説明 ・ その後、 コマツ取締役会が1株当たり28.30ドルの価格に増額することを承認した旨 、コマツCEOよりJoy Global CEOに伝達
7/21/2016	✓	✓	・ 案件公表	・ コマツ及びJoy Globalは合併契約書を締結し、交付 ・ コマツ及びJoy Globalは合併契約書の締結をプレスリリースにて公表

出所: Schedule 14A (Proxy Statement)

重要な進展

コマツによる主要アクション

Joy Globalによる主要アクション

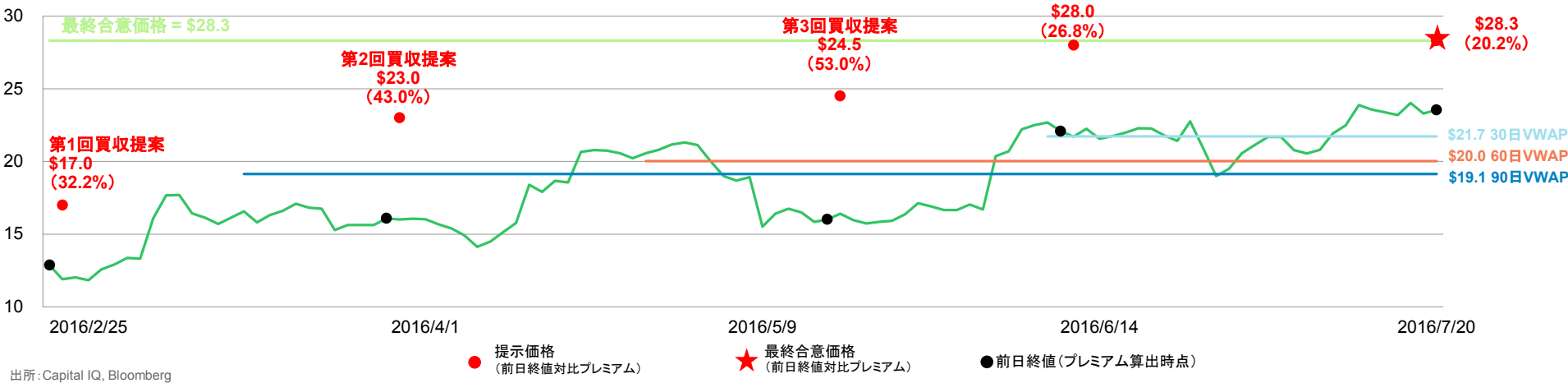
市場株価及び提案価格の推移

株価は\$12.86(第1回提案前日)から\$23.55(公表前日)に上昇

Joy Global 株価推移

2016/2/22~2016/7/20

US\$/Share



	初回提示～大枠合意					DA／公表
日時	2016/2/23	2016/3/30	2016/5/17	2016/6/10	2016/7/21	
提案価格 (%対初回提示価格)	\$17.0 (N/A)	\$23.0 (+35.3%)	\$24.5 (+44.1%)	\$28.0 (+64.7%)	\$28.3 (+66.5%)	
対象会社回答	著しく過小評価しており、更なる協議やDDを進めるには不十分	\$23は会社の価値を十分に反映していないものの、Joy Globalはコマツとの面談実施を承諾	Joy Globalが\$28への引き上げを要求	Confirmatory DD実施を承認	公表日当日にトップ間交渉により\$0.3の価格を上乗せ	
前日終値プレミアム 対1ヶ月VWAP 対30日VWAP 対60日VWAP 対90日VWAP	32.2% 59.0% 69.0% 49.3% 31.9%	43.0% 42.6% 51.2% 83.9% 81.3%	53.0% 28.9% 34.6% 45.8% 70.8%	26.8% 51.2% 50.5% 54.7% 69.5%	20.2% 31.2% 30.3% 41.3% 47.9%	

ケース・スタディ:  MEIJI YASUDA



明治安田生命によるStanCorpの買収

明治安田生命によるStanCorpの買収(US\$5.0Bn)

公表日:2015年7月24日(日本時間)／2015年7月23日(米国時間)

- 2015年7月23日、明治安田生命保険相互会社(以下、明治安田生命)は、StanCorp Financial Group, Inc.(以下、StanCorp)を約50億米ドル(約6,246億円、1ドル=125円)で現金買収することを発表しました
 - 本邦生命保険業界において過去最大規模の買収案件(円貨ベース)
- StanCorpの持つ魅力として以下が挙げられます
 - 団体保険主要分野においてトップ10の地位を有し、米国市場の事業基盤として最適な対象
 - 市場環境に左右されない安定的な成長性・収益性及び健全な財務基盤を持つ稀有な存在
 - 回復基調の米国マクロ経済や料率改定効果に基づく、直近の収入保険料伸長及び更なる成長期待
 - 成長戦略を実現可能にする経験豊富かつ有能な経営陣
- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券は明治安田生命の単独フィナンシャル・アドバイザーを務めております

取引概要

買収会社	- 明治安田生命(東京、非上場) - 国内で最も長い歴史を有する本邦第3位の生命保険会社 - 団体保険分野では国内トップシェア
被買収会社(対象会社)	- StanCorp(オレゴン州、NYSE上場) - 保険、年金、資産運用サービスを提供し、団体保険及び個人就業不能保険における全米トップクラスの生命保険会社
対価／取引金額	1株当たり115米ドル(100%現金買収) - 総額50億米ドル
資金調達	手元資金
StanCorp経営陣	StanCorp 現経営陣は、引き続きオレゴン本社にてStanCorpの経営に従事
Go Shop条項	25日間のGo Shop期間 2段階の違約金 90百万米ドル(Go Shop期間内は株式価値の1.8%)⁽¹⁾ 180百万米ドル(Go Shop期間後は株式価値の3.6%)
取引完了予定時期	2016年1月～3月 - StanCorp株主総会の承認、日米監督当局の認可、その他一般的な前提条件の充足等が条件

本件の戦略的意義

- 1 米国での事業基盤の確立を通じて事業規模拡大を加速化及び、事業ポートフォリオを多様化することにより、更なる成長を企図
- 2 良好な業績・成長実績を有する強固な団体保険の事業基盤を獲得することで、グループ全体の事業・収益基盤の安定性・持続性を強化
- 3 豊富な経験値を有する優秀なStanCorp経営陣の専門性の活用
- 4 事業基盤を強化し、契約者に対する長期保障、高品質のサービス、契約者配当の提供をより確実なものとする事で、契約者利益の向上に寄与

バリュエーション

取引金額(株式価値)	50億米ドル
2015年7月23日終値対比プレミアム	50.0%
P/BV(2015年6月30日時点)	2.24x
P/E(2016年I/B/E/S予想) ⁽²⁾	19.8x

(1) StanCorpがGo Shop期間内に善意の書面提案を受領した場合、案件発表後45日まで適用。なお、2015年8月18日(米国時間)にStanCorpが、Go Shop期間に善意の提案を受領しなかった旨を発表

(2) 2015年7月23日時点の予想値

本取引のハイライト

1 米国外の買い手にとっての米国保険市場の魅力の高さ

- 米国外の戦略的買収者が、安定成長が期待される米国市場において相応規模のエクスポージャーを模索するトレンドの拡大
 - 日本企業は、収益源を円建以外の国際事業に分散化する機会を引き続き追求

2 中小規模の事業基盤への需要

- 米国外企業は、米国における独立した事業基盤の確保を模索
 - 対象会社の事業及び経営陣を維持しつつ、米国でのプレゼンスを確立
 - 第一生命によるプロテクティブライフの買収に類似

3 現在の環境下における団体保険事業の魅力

- 団体保険商品は、安定した収益を継続的にもたらし、市場環境に左右されにくい
 - 利差ではなく、保険引受収益が中心

4 高水準のバリュエーション

- 特に日本における低金利環境に伴う安価な資本コストを反映したバリュエーション
 - 買収者は低リターンである余剰資本の使途として戦略的機会を模索

5 保険業界における再編の継続

- 保険業界におけるグローバルな再編の継続
- モルガン・スタンレーは、重要な戦略的案件のアドバイザーとして主導的な役割を継続

StanCorpの概要

- StanCorpは、創業100年以上の歴史を持つ、団体保険分野で全米トップクラス生命保険会社です
- 米国全土で事業を展開、堅実なビジネスモデルに基づく安定的な成長性・収益性及び高い財務健全性を有しています
- 事業は主に2つのセグメントで構成されています

1 生命保険事業

- 2014年税引前利益⁽⁵⁾の84%
- 団体保険と個人就業不能保険の2分野に大別
- 米国団体保険市場での順位(2013年收入保険料ベース):
 - 生命保険8位
 - 長期就業不能保険5位
 - 短期就業不能保険5位

2 アセットマネジメント事業

- 2014年税引前利益⁽⁵⁾の16%
- 確定拠出型を主とする企業向け年金商品を、団体保険の顧客企業を中心に提供

会社概要

社歴	1906年:創業 1998年:株式会社化 1999年:ニューヨーク証券取引所上場
従業員数 ⁽¹⁾	2,739名
本社	米国オレゴン州ポートランド市
顧客数 ⁽¹⁾	約610万人(全米50州で事業展開)
財務格付 ⁽¹⁾	- A.M. Best: A - S&P A+: (Stable) - Moody's: A2 (Stable) - Fitch: A (Stable)
代表者	会長・社長兼CEO/J. Greg Ness

出所:会社開示資料

主要商品

1 生命保険	- 団体保険 - 定期保険、災害死亡・高度障害保険、就業不能保険、歯科保健、眼科保険 - 個人就業不能保険
2 アセットマネジメント	- 退職給付商品 - 個人年金

出所:会社開示資料

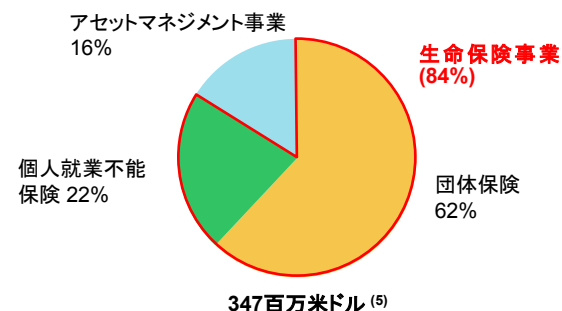
主要財務指標

百万ドル	2011	2012	2013	2014	2015 1H ⁽²⁾
損益計算書					
総売上	2,882	2,912	2,877	2,788	2,831
保険料収入	2,153	2,164	2,124	2,052	2,098
純資産運用収益	619	642	644	617	612
当期純利益	137	137	226	210	242
ベネフィット・レシオ ⁽³⁾ (%)	83.1	83.9	78.9	77.8	77.5
契約継続率 ⁽³⁾ (%)	88.8	86.7	86.7	86.1	N/A
貸借対照表					
総資産	18,401	19,788	21,383	22,711	23,367
株主資本	1,987	2,165	2,146	2,156	2,238
RBC ⁽⁴⁾ (%)	327	364	398	445	435
収益性					
ROAE ⁽⁴⁾ (%)	7.1	6.6	10.5	9.8	11.0
オペレーティング ROAE ⁽⁴⁾ (%)	7.3	6.8	10.8	10.1	11.6

出所:会社開示資料

事業セグメント別利益内訳

2014年税引前利益
%



出所:会社開示資料

- (1) 2015年6月末時点
 (2) 直近12ヶ月ベース
 (3) 保険料収入の約90%を占める団体保険の数値

- (4) 当期純利益から税後ベースの資産売却損等を除く
 (5) その他事業(税引前利益(42)百万米ドル)を除く

案件公表後のStanCorp株価推移

- 案件公表後のStanCorp株価は、取得価格115ドルを僅かに下回る水準で推移しています
 - 直近終値(113.32ドル)と115ドルの差異は1.46%
- なお、StanCorpより2015年8月18日にGo Shop期間が終了した旨のプレスリリースが開示されております

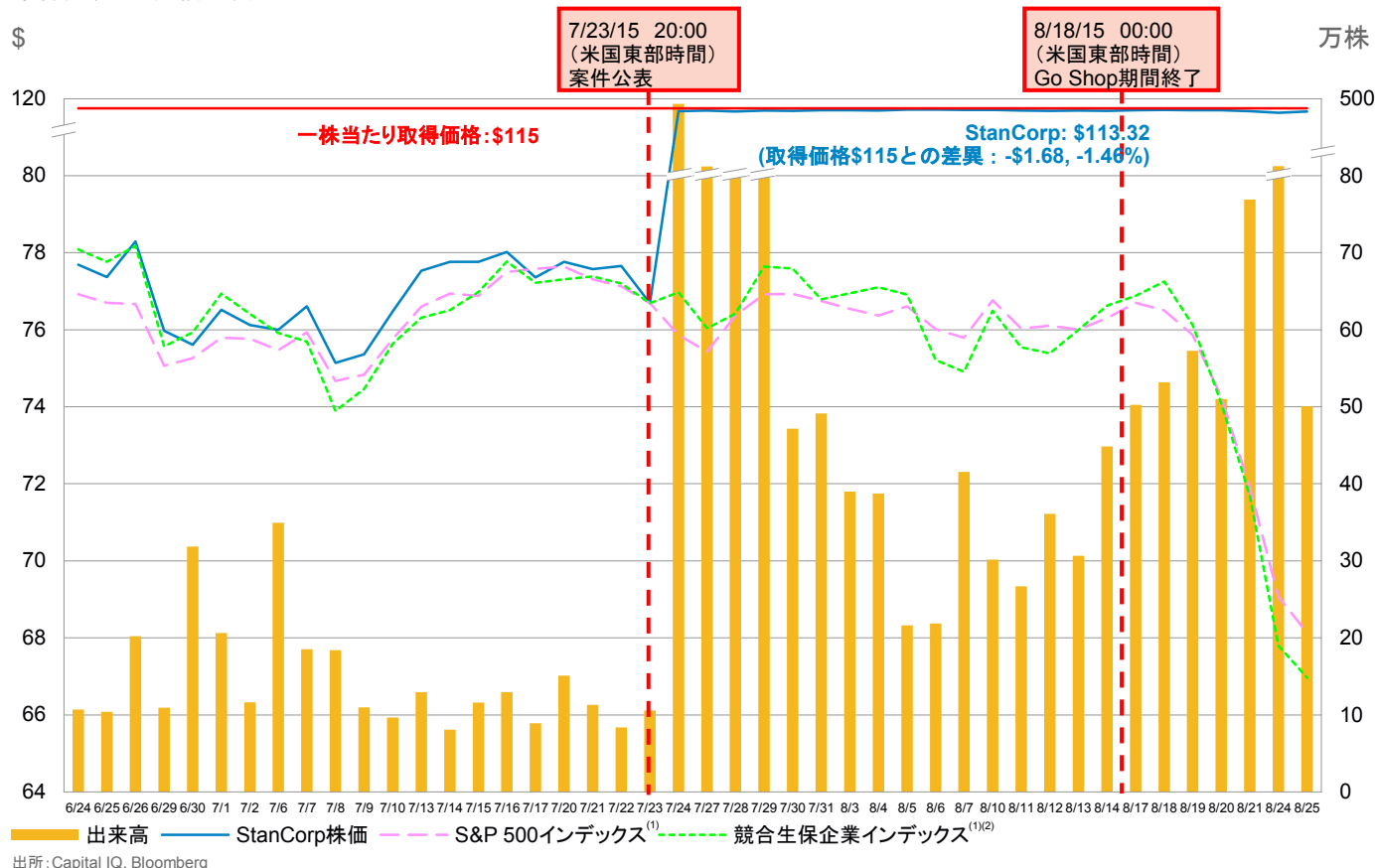
マーケットデータサマリー

2015/8/25 時点

StanCorp株価	\$113.32
前日比	+\$0.73 / +0.65%
買収価格\$115との差異	-\$1.68 / -1.46%
出来高(千株)	500
S&P 500インデックス ⁽¹⁾	\$68.13
前日比	-\$0.93 / -1.35%
競合生保企業インデックス ⁽¹⁾⁽²⁾	\$66.97
前日比	-\$0.82 / -1.21%

株価推移

案件発表1ヶ月前以降(2015/6/24-2015/8/25)



(1) 2015年7月23日時点StanCorp株価\$76.69でインデックス化

(2) 競合生保はAEL, AMP, CNO, FGL, GNW, LNC, MET, PFG, PRI, PRU, RGA, SYA, TMK, UNM, VOYAを含む

案件の主な背景(1/4)

2012年～ 2015年3月16日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	明治安田生命 のアクション	StanCorpの アクション	アクション概要	詳細
2012 - 2014	✓	✓	・ 初期的協議	・ 明治安田生命は数年に亘り、海外事業強化のため、米国生命保険会社とのパートナーシップについて検討 ・ 上記の検討過程で、明治安田生命はStanCorpと数回の協議を実施
11/13/2014	✓	✓	・ 明治安田生命による口頭提案 ・ StanCorpの回答	・ 明治安田生命の代表者とStanCorpのCEO(Ness氏)、CFO(Chadee氏)及びIR担当VP(Hallin氏)がStanCorp本社で面談 ・ 明治安田生命は、米国生命保険会社の中でも、StanCorpの買収に最も強い関心があることを示唆 ・ StanCorpは、自身の売却は検討してはいないものの、StanCorp取締役会は信任義務に基づき、買収提案があった場合には検討をする旨を回答
12/11/2014	✓	✓	・ 明治安田生命とStanCorpの会食	・ 明治安田生命の代表者とStanCorpのCEO、CFO及びIR担当VPがPortlandで会食を実施 ・ 明治安田生命は、StanCorp買収に対する関心を再度伝達し、1月末のStanCorpの決算発表後に、法的拘束力のない買収提案を提出する意向があることを伝達 ・ StanCorpは、売却は検討してはいないものの、StanCorp取締役会は信任義務に基づき、買収提案があった場合には検討をする旨を再度回答
2/26/2015	✓		・ 明治安田生命による第1回買収提案	・ 明治安田生命の代表者がStanCorpのCEO、CFO及びIR担当VPと面談、StanCorpの全株式を 1株当たり\$85.00 で現金買収するという 法的拘束力のない提案を提示 － 明治安田生命は書面提案を提出(2/26提案) ・ 買収提案において、 60日間のデュー・ディリジェンス及び独占交渉期間を要求
3/6/2015 3/9/2015		✓	・ StanCorp取締役会 ・ StanCorpが明治安田生命による第1回買収提案を拒否する旨を伝達	・ 2015年3月6日、StanCorp取締役会は2/26提案は独占交渉権の付与、非公開情報へのアクセスを許可し得る十分に競争力のある提案でなく("not sufficiently compelling")、StanCorpのCEOに2/26提案を拒否する権限を付与 ・ 2015年3月9日、StanCorpのCEOは明治安田生命の代表者へ連絡し、 2/26提案は取締役会が更なる協議、非公開情報へのアクセスを認めるには不十分(not sufficient) であることを伝達
3/16/2015	✓	✓	・ 明治安田生命による第2回買収提案(口頭提案) ・ 明治安田生命による第2回買収提案に対するStanCorpの回答	・ 明治安田生命の代表者はStanCorpのCEOに連絡し、StanCorpの全株式を 1株当たり\$88.00 で現金買収するという 法的拘束力のない提案を提示 ・ 電話会議の中でStanCorpのCEOは、 当該価格上昇は取締役会の決断を変更するためには不十分("would not likely be sufficient")であろうという考え方を伝え、またStanCorpが売却を検討していないことを再度伝達

出所: StanCorp Preliminary Proxy Statement

重要な進展 明治安田生命による主要アクション StanCorpによる主要アクション

案件の主な背景(2/4)

2015年3月25日 ~ 2015年5月24日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	明治安田生命 のアクション	StanCorpの アクション	アクション概要	詳細
3/23/2015	✓		・ 明治安田生命による第3回買収提案	・ 明治安田生命の代表者はStanCorpのCEOに、StanCorpの全株式を 1株当たり\$93.00-\$95.00 で現金買収するという 法的拘束力のない提案を提示 – 明治安田生命はその後、書面提案を提出(「3/24提案」)
3/27/2015 3/30/2015		✓	・ StanCorp取締役会 ・ 明治安田生命による第3回買収提案に対するStanCorpの回答	・ StanCorp取締役会は、3/24提案は独占交渉権の付与、デュー・ディリジェンスへのアクセスを許可し得るような十分に説得力のある提案でなく(“not sufficiently compelling”)、StanCorpのCEOに3/24提案を拒否する権限を付与 ・ 2015年3月30日、StanCorpのCEOは明治安田生命の代表者へ連絡し、StanCorp取締役会が3/24提案を拒否したことを伝達 ・ StanCorpのCEOは、StanCorp取締役会及び経営陣は第1四半期決算の準備のため、4月23日の決算発表までは更なる協議ができない旨を伝達
4/30/2015	✓		・ 明治安田生命による第4回買収提案	・ 明治安田生命の代表者はStanCorpのCEOに、 Final Offerとして StanCorpの全株式を 1株当たり\$100.00 で現金買収するという 法的拘束力のない提案を提示 – 明治安田生命はその後、書面提案を提出(「5/1提案」)
5/12/2015		✓	・ StanCorp取締役会	・ StanCorp取締役会は、 5/1提案は真摯かつ信頼できる であり、明治安田生命の第1回提案から重要な価格上昇があることを認める一方で、 依然として独占交渉権の付与、デュー・ディリジェンスへのアクセスを許可し得るような十分に説得力のある提案でない (“not sufficiently compelling”)ことを決議 ・ しかし、 StanCorp取締役会は、明治安田生命及びそのアドバイザーへ保険数理関連の資料を開示し、StanCorpの価値を更に理解してもらい、StanCorp株主にとって最善の利益となる提案の機会を与えることが適切と判断
5/14/2015 5/15/2015	✓	✓	・ 機密保持契約の締結	・ 2015年5月14日、StanCorpのCEOは明治安田生命の代表者へ連絡し、機密保持契約の締結及びStanCorp経営陣との両者間協議の実施について協議 ・ 2015年5月15日、 両社間で機密保持契約書を締結
5/24/2015		✓	・ 東京での両者間協議 ・ 明治安田生命による第4回買収提案に対するStanCorpの回答	・ StanCorpのCEO、CFO及びIR担当VPと東京で面談を実施 ・ StanCorpのCEOは明治安田生命へ、 StanCorp取締役会は売却を検討しておらず、明治安田生命の提案内容はStanCorpの価値を十分に評価していないと考えていることを伝達 – しかし、 StanCorpのCEOは、取締役会が保険数理関連の資料を開示することを許可し、取締役会としては、当該情報により明治安田生命がStanCorpの価値について更なる理解を得られると確信している旨を伝達

出所: StanCorp Preliminary Proxy Statement

重要な進展 明治安田生命による主要アクション StanCorpによる主要アクション

案件の主な背景(3/4)

2015年5月26日 ~ 2015年6月23日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	明治安田生命 のアクション	StanCorpの アクション	アクション概要	詳細
5/26/2015		✓	• StanCorpの保険数理関連資料の開示	• StanCorpが、保険数理関連の資料を明治安田生命へ開示
6/12/2015	✓	✓	• ポートランドでの両者間協議面談	• StanCorpのCEO、CFO及びIR担当VP は明治安田生命の代表者との面談を実施し、StanCorpのCEO はStanCorpの事業計画策定プロセス、事業毎の戦略、事業計画策定の各種前提に関する概略を説明 • 明治安田生命はStanCorp取締役会が受諾可能な提案価格のレンジについて質問を実施。StanCorpのCEOは取締役会は売却を検討していないものの、StanCorpの価値が十分に評価され、StanCorp株主にとって最善の結果を確保する提案であれば受諾可能であることを伝達
6/13/2015	✓	✓	• 明治安田生命による口頭提案	• 明治安田生命の代表者はStanCorpのCEO、CFO及びIR担当VP に対して、明治安田生命は、デュー・ディリジェンスの完了を条件として、 1株当たり\$115.00の提案を提示する意向 を伝達 • StanCorpのCEOは魅力的な価格だが、取締役会が十分な価格と認めるかの確認はない旨を伝達
6/15/2015	✓		• 明治安田生命による第5回買収提案	• 明治安田生命の代表者はStanCorpのCEOに、 “Best and Final Offer”としてStanCorpの全株式を1株当たり\$115.00で現金買収するという法的拘束力のない提案を提示 – 明治安田生命は書面提案を提出(「6/15提案」)
6/16/2015	✓	✓	• StanCorp取締役会 • StanCorpが明治安田生命への独占交渉権の付与、デュー・ディリジェンスの実施を許可 • 主要な条件に関する合意	• StanCorpのCEOは明治安田生命の代表者に連絡し、取締役会の決定と条件を伝達 – StanCorp取締役会は、StanCorpのCEOに対して、以下の2つの条件で、 StanCorp取締役会は明治安田生命に2015年7月23日までの独占交渉権を付与し、デュー・ディリジェンス及び契約条件の交渉を行う意向がある旨 を伝達することを許可: – (1) 明治安田生命は、2015年6月30日までに1株当たり\$115.00という価格を確認すること – (2) 合併契約書において、契約締結後にマーケット・チェックを行うことを認めること • 明治安田生命は、StanCorpのCEOに対して、取締役会が提示した条件で取引を進行することで合意する旨を回答
6/17/2015	✓	✓	• 独占交渉権に関する契約の締結	• 2015年7月23日までの独占交渉権に関する契約書を両社間で締結
6/18/2015		✓	• データ・ルームの開設	• StanCorpは、明治安田生命へデータ・ルームへのアクセスを付与
6/18/2015	✓		• 明治安田生命による提案価格の確認	• 明治安田生命は、\$115.00の取引価格を確認する旨の書面を提出
6/23/2015		✓	• StanCorpによる合併契約書のドラフトの送付	• StanCorpは、合併契約書のドラフトを明治安田生命へ送付

出所: StanCorp Preliminary Proxy Statement

重要な進展 明治安田生命による主要アクション StanCorpによる主要アクション

案件の主な背景(4/4)

2015年6月26日 ~ 2015年7月23日

買収の主な背景⁽¹⁾

日付	明治安田生命 のアクション	StanCorpの アクション	アクション概要	詳細
6/26/2015 – 6/28/2015	✓	✓	- デュー・ディリジェンスセッション - PMIに関する面談 - リテンションに関する面談	2015年6月26日から6月28日までの間、StanCorp及びそのアドバイザーはSeattleにてデュー・ディリジェンスセッションを開催 2015年6月27日、StanCorpのCEO及びCFOは明治安田生命の代表者と面談を実施し、PMIについて協議 2015年6月27日、StanCorpのCEOは明治安田生命のHRコンサルタントであるMercerの代表者と面談を実施し、Management Committee及びExecutive Officerのリテンション・報酬について協議
7/6/2015 – 7/7/2015	✓	✓	合併契約書に関する交渉	数名のStanCorp経営陣及び法務アドバイザーは、明治安田生命の代表者及びその法務アドバイザーとSeattleで面談を実施し、合併契約書に関する交渉を実施
7/18/2015 – 7/19/2015	✓	✓	合併契約書に関する交渉	数名のStanCorp経営陣及び法務アドバイザーは、明治安田生命の代表者及びその法務アドバイザーと電話会議を実施し、合併契約書における未解決事項について交渉を実施
7/21/2015 7/23/2015		✓	リテンション契約に関する合意	2015年7月21日、StanCorpのCEOはExecutive Officersとの面談を実施し、明治安田生命から提示されたリテンション契約について協議 2015年7月23日、StanCorpのCEOはExecutive Officersとの面談を実施し、リテンション契約に関する修正を協議。StanCorpのCEOは自身のタームシートへ署名し、他のExecutive Officersからも署名済みのタームシートを受領
7/23/2015	✓	✓	案件公表	- StanCorp取締役会は合併契約書に規定される本取引がStanCorp株主にとって最善の利益であり、合併契約書を承認することを決議 - 合併契約書締結後の太平洋時間午後5時に、StanCorp及び明治安田生命が本取引に関する共同プレスリリースを公表

重要な進展
 明治安田生命による主要アクション
 StanCorpによる主要アクション

出所: StanCorp Preliminary Proxy Statement

ケース・スタディ:



村田製作所によるPeregrine Semiconductorの買収

村田製作所によるPeregrine Semiconductorの買収

2014年8月22日発表

- 2014年8月22日、村田製作所はPeregrine Semiconductorとの間で同社の全株式を総額471百万米ドル(約490億円)で買収することに合意しました
- 本件において、弊社は、村田製作所の単独のファイナンシャル・アドバイザーを務めております
 - モルガン・スタンレーのグローバルな知見・経験を含む海外企業買収における質の高い案件執行能力とアドバイスを提供

案件概要

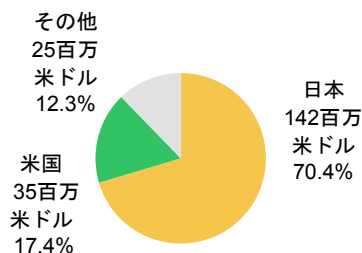
- 2014年8月22日、村田製作所は米国NASDAQ上場会社 Peregrine Semiconductor(以下、「Peregrine」)の全株式を総額471百万米ドルにて買収することを発表
 - 買収ストラクチャー**: 村田製作所が買収子会社(SPC)を米国に設立し、Peregrineと同買収子会社を合併させる現金合併取引(One-step Merger)
 - 買収価格**: Peregrineの普通株式1株当たり12.50米ドル
 - 発表前営業日である2014年8月21日の市場株価終値に対して62.5%のプレミアム、過去1年最高株価に対して7.4%のプレミアムに相当
 - クロージング**: Peregrineの株主総会における承認、国内外の競争法当局及び米国外国投資委員会(CFIUS)による承認等を経て、本年第3四半期(10-12月)中を目途に予定

Peregrineの概要

- Peregrineはカリフォルニア州サンディエゴに本拠地をおく、携帯電話やスマートフォン等の通信機器端末向けに高周波(RF)スイッチを始めとするRF部品を提供するリーディングカンパニー
 - 従業員数は300名超で、工場を持たないファブレス半導体企業。2012年8月にNASDAQ市場に上場
- 主力のスマートフォン等の通信機器端末市場向の他、計測機器、無線通信基地局、車載、衛星通信等の用途向けにRF部品を提供
- 独自プロセス技術である「UltraCMOS」を始め180超の特許を含む豊富なIPポートフォリオを有する
- 2013年度の売上高は202百万米ドル、EBITDAは3.4百万米ドルであり、村田製作所はPeregrineの最大顧客(売上高の約7割は村田製作所向け)

Peregrine 2013年度 地域別売上高内訳

百万米ドル



出所: 会社発表資料

Peregrine市場株価推移

IPO以降 (2012年8月8日)



本件の戦略的意義

- モバイル端末向けのRFフロントエンド(RFFE)市場における事業基盤強化
 - RFFE市場において、パワーアンプ、フィルタ、スイッチ等のRF部品のモジュール化ニーズが高まる中、本件買収によるRFスイッチ内製化により、従来以上に顧客ニーズに適合した最先端品をスピード感を持って提供
 - 村田製作所はSAWフィルタで圧倒的な世界シェアを持ち、2012年にはルネサスエレクトロニクスよりパワーアンプ事業を買収
- 最先端技術の獲得による中長期的な競争力強化
 - Peregrineが有する先進的RF部品技術と世界最高水準のシリコン・オン・インシュレーター(SOI)プロセス技術獲得により、次世代RFFE品(シリコンの単一チップ上に機能を統合したCMOS RFFE製品等)の開発を加速

村田製作所によるPeregrine Semiconductorの買収(続き)

本件発表までの経緯: 検討開始～オークションプロセスからの撤退

Dates	Event / Actions
April 8, 2014	Peregrine CEO contacted Murata and told that there was a proposal from Murata's competitor to acquire Peregrine and that Peregrine's board would discuss the process going forward in relation to the proposal
April 10, 2014	Murata and Morgan Stanley had a meeting where Murata updated MS with the latest dialogues between the two parties and discussed the potential acquisition of Peregrine
April 15, 2014	Peregrine's legal counsel (Gunderson) sent through a draft Non-Disclosure Agreement, which was mutually agreed between Peregrine / Murata and signed on April 23, 2014
April 22, 2014	Formal process letter was distributed from Peregrine's financial advisor (Deutsche Bank and Evercore) – requesting to submit an offer proposal by May 12, 2014, together with a mark up to the draft merger agreement which the seller would prepare separately
<u>First Bid Process</u>	- April 25, 2014: Virtual data room was opened - April 28-29, 2014: Management presentation and Q&A sessions @ San Diego - April 30, 2014: DB/Evercore distributed the draft merger agreement - May 12, 2014: Murata submitted a non-binding offer (stating their intention to offer <u>\$12.0 per Peregrine share</u>, payable in cash) together with their Merger Agreement mark-up
<u>Second Bid Process</u>	- May 14, 2014: DB/Evercore reached out to MS and told that Murata's offer was "not distinguishable" from other offers in terms of price and certainty to sign - and told they were going to have another round of bid (due date was stated as May 19, 2014) - May 19, 2014: Murata submitted their revised offer at <u>\$12.5 per Peregrine share</u>
<u>Third Bid Process</u>	May 20, 2014: DB/Evercore delivered a "best and final" letter instructions as well as the counter mark-up of the definitive agreement MS contacted DB/Evercore and told that <u>Murata had no intention to further raise the offer price</u>

村田製作所によるPeregrine Semiconductorの買収(続き)

本件発表までの経緯: 検討再開～案件発表

Dates	Event / Actions
July 6, 2014	DB/Evercore contacted MS and told that they were no longer in exclusivity with the other party
July 15, 2014	MS told DB/Evercore that Murata had the intention to offer the same price as the previous offer (\$12.5 per share), subject to certain exclusivity period and satisfactory confirmatory DD
July 20, 2014	Peregrine (CEO Cable) flew to Japan to meet with Murata (Mr. Nakajima), to negotiate for the possible price increase to the previous offer
July 25, 2014	Phone call: Peregrine contacted Murata and told that the Board of Directors of Peregrine agreed to enter into exclusive negotiations with Murata. Essentially, the confirmatory due diligence has started from July 30, 2014
<u>Confirmatory DD</u>	August 7, 2014: DD breakout sessions / management interview @ San Diego
August 19, 2014	Murata's Board approved to submit their final offer at \$12.50 per share
August 20, 2014	Murata delivered a message to Peregrine regarding their final bid
August 22, 2014	Murata and Peregrine mutually agreed and signed the merger agreement and announced the deal

ケース・スタディ: /

旭化成によるPolypore買収と同社一部事業の3Mへの譲渡

旭化成によるPolypore買収と同社一部事業の3Mへの譲渡 (共同分割買収)

公表日:2015年2月23日

- 2015年2月23日、旭化成株式会社(「旭化成」)はPolypore International, Inc.(「Polypore」)を約US\$3.2Bn(約3,900億円)で現金買収すると発表しました(以下、「本買収」)
- 併せてPolyporeは、医療・工業用膜事業の資産を3M Company(3M)に対して約US\$1.0Bn(約1,200億円)で本買収の完了直前に譲渡することを発表しました(「本譲渡」)
- 弊社は、旭化成の単独ファイナンシャル・アドバイザーを務めております
 - 本件は、事業会社同士による本邦初の大型買収と事業譲渡の同時執行事例であり、弊社のグローバルな取引執行体制と化学業界の知見・ネットワークを最大限活用

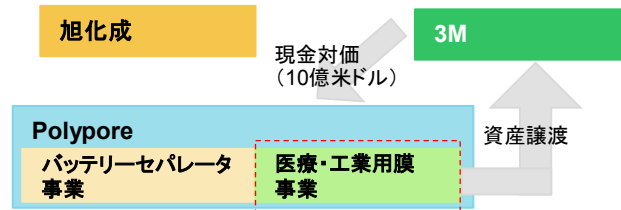


取引概要

- 一株当たり買収価格(US\$60.50)は、直近20営業日の平均株価に対して24%のプレミアムであり、AV/EBITDA倍率(FY15ベース)⁽¹⁾は16.0x
 - 本買収は現金対価の合併(one-step all-cash merger)
 - 本買収および本譲渡はPolyporeの取締役会において全会一致で承認されており、Polyporeの株主による承認、独禁当局の承認を経て取引完了予定
- 本買収、本譲渡の両取引は同日のクロージングを想定
- 弊社は旭化成の単独ファイナンシャル・アドバイザーを務めております

取引ストラクチャー

1 本譲渡



2 本買収



(1) I/B/E/Sコンセンサスベース
(2) FY13におけるセグメント売上高の実績値

Polypore概要

所在地/設立年	米国ノースカロライナ州 シャーロット / 1966年
社長・CEO	Robert B. Toth
従業員数	約2,400名(2013年12月)
事業セグメント	用途
1. バッテリーセパレータ(442百万ドル) ⁽²⁾ - リチウムイオン二次電池用 セパレータ - 鉛蓄電池用セパレータ	- 携帯用電子機器、動力工 具、環境対応車 - 自動車、トラック、バス - 血液透析、液体ろ過
2. 医療・工業用膜(194百万ドル) ⁽²⁾	
工場拠点数	15工場(バッテリーセパレー タ: 13、医療・工業用膜: 3) ⁽³⁾
売上高/営業利益 ⁽⁴⁾	636百万米ドル / 88百万米ドル

本件の戦略的意義

1 中期経営計画の確実な実行

- 中期経営計画の中で定める3つの重点分野のうち、「環境・エネルギー」分野を強化

2 高成長が期待されるセパレータ市場における事業拡大

- 多様な分野で用いられるより革新的な製品開発の実現
- 顧客ニーズに適合した、グローバルな供給体制の構築

3 中期経営計画の確実な実行

- 3Mへの一部事業譲渡により旭化成は必要な事業のみを買収することが可能となり、自社の成長戦略に沿った事業ポートフォリオの最適化を実現

(3) 1拠点については両セグメントにて共有
(4) FY13における実績値

案件の主な背景(1/4)

2009年から2014年12月

買収までの経緯⁽¹⁾

年月日	旭化成/3M	Polypore	アクション概要	詳細
2009-2013	✓		・ 旭化成からのアプローチ	- 旭化成とPolyporeは、2009年より事業提携・戦略的案件の可能性について協議 2013年8月に秘密保持契約(「CA」)を締結し、その後2014年2月からは旭化成の代表者によるPolypore施設の訪問を実施
2013年 第3四半期	✓		・ 3Mからのアプローチ	3M及びPolyporeは、3MによるPolypore買収を含む戦略的取引の可能性につき予備的協議を開始 3MはPolyporeに対して医療・工業用膜事業を買収したい意向を表明し、850-900百万米ドルでの買収提案を法的拘束力を伴わない形で提示(バッテリーセパレータ事業及び全社買収の提案は行わず)したが、Polyporeからは拒絶された - Polypore経営陣は、その他の戦略的パートナー候補8社との協議を開始
2014年 第2四半期	✓	✓	・ 旭化成/3MからのアプローチとPolyporeの返答	- 予備的協議の一環として、旭化成はPolyporeに対してバッテリーセパレータ事業を買収したい意向を表明 - 同様に、3MはPolyporeに対して医療・工業用膜事業を買収したい意向を表明 - Polyporeとしては、部門別売却の議論に応じる意向はなかったものの、旭化成と3Mの関心の高さ及びバリュエーション、事業戦略に鑑み、2社が共同でPolypore全事業の買収提案を行えるよう、両社を引き合わせることを検討
7/31/2014		✓	・ Polypore取締役会	Polypore取締役会は、旭化成による3Mとの共同全社買収、戦略的JV、買収、戦略的ライセンス契約、長期供給契約、IP関連の訴訟戦略(旭化成によるPolypore買収を含む一部の戦略的選択肢との両立は困難になると想定された)等、各種戦略的選択肢の検討を継続
9月上旬	✓	✓	・ CAの修正	Polyporeは旭化成 / 3Mとの間で個別に締結したCAを修正し、旭化成 / 3MによるPolypore共同全社買収の検討に必要な情報の相互共有について同意
10/30/2014		✓	・ Polypore取締役会	- Polypore取締役会は、戦略的選択肢の検討を継続 - 同社が旭化成 / 3Mに対して限定的且つハイレベルのデューディリジェンス(「DD」)の機会を提供すること、及びBofA Merrill Lynch(「BAML」)をFAとすることを承認
2014年 11月/ 12月	✓	✓	・ 限定 DD	- Polyporeは、旭化成 / 3Mに対して限定的な範囲の情報開示を行った - PolyporeのFAを務めるBAML、旭化成のFAを務めるMorgan Stanley(「MS」)、3MのFAを務めるCenterview Partners LLC(「CVP」)の顔合わせ

主な進展
 旭化成/3Mサイドの主な動き
 Polypore側の主な動き

出所: Schedule 14A (Proxy Statement)

案件の主な背景(2/4)

2014年12月18日から2015年1月13日

買収までの経緯⁽¹⁾

年月日	旭化成/3M	Polypore	アクション概要	詳細
12/18/2014	✓		・ 初回買収提案	- 旭化成は、Polyporeの全発行済株式を1株あたり56.00ドルの現金対価で取得する意向がある旨の提案書(Indication of Interest)を送付 3MがPolyporeの医療・工業用膜事業を買収し、同時に旭化成が同社の残り全事業を買収するストラクチャーを想定 - 提案書の中で、30日間の独占交渉期間を要求
12/18/2014		✓	・ Polypore取締役会	- Polypore取締役会は旭化成の買収提案及びその他選択肢につき、アドバイザー及び経営陣と協議 - Polypore取締役会はBAMLに対し、旭化成 / 3Mとの協議を継続するよう指示 - Polypore経営陣の過去における他の買い手候補との協議の結果を踏まえ、BAMLはPolyporeの全社買収に関心のある買い手候補は不在であるとの見解を表明
12/29/2014		✓	・ Polypore 取締役会／提案に対するPolyporeの返答	- Polypore取締役会は、旭化成 / 3Mによる提案及びその他選択肢の検討を継続し、両社との協議を継続することが株主利益最大化の観点から最良であると判断 - 取締役会後、BAMLはMS / CVPIに対して1) 協議を継続するには1株あたり60.00ドルを上回る提示価格が必要、2) 再提案においては資金調達計画、契約書における独禁関連条項の考え方等を含めた本取引のストラクチャー案を明確にするよう要求、3) Polyporeは旭化成 / 3Mに対して独占交渉権を付与しない、とのメッセージを伝達
1/5/2015	✓		・ 第2回買収提案	- 旭化成 / 3Mは両社のFAを通じ、Polyporeの全発行済株式を1株あたり59.25ドルの現金対価で取得する意向がある旨の再提案をBAMLに対して口頭にて伝達 - 両社は30日間の独占交渉権を改めて強く要求 - 両社は、足許の原油価格及び為替(円ドル)の動向が提示価格引き上げの制約となっている旨を説明 - また、医療・工業用膜事業の3Mへの売却が行われない場合、旭化成が単独でPolypore全社を買収する用意はない旨を伝達
1/7/2015	✓	✓	・ FA間の電話会議	- 第2回買収提案につき、FA間の電話会議を実施 - BAMLはPolypore経営陣の指示に基づき、法務、環境、年金、税務の各専門家による電話会議を実施し、Polypore経営陣の当該提案に対する理解が深まるよう、取引ストラクチャー及び財務数値の前提につき協議するよう提案 - BAMLは、旭化成 / 3Mによる提案には1株あたり60.00ドルを上回る提示価格が含まれる必要がある旨を再強調
1/9/2015	✓	✓	・ FA間の電話会議	MS / CVPIはBAMLに対し、旭化成 / 3Mは各専門家による電話会議を税務以外実施しない意向である旨を伝達
1/13/2015		✓	・ 税務分析の追加開示	Polyporeは旭化成 / 3Mに対し、両社提案の取引ストラクチャーにおける税務インパクトへの理解を深める目的で、各社のFAを通じて追加的な税務分析を提供

出所: Schedule 14A (Proxy Statement)

■ 主な進展
 ■ 旭化成／3Mサイドの主な動き
 ■ Polypore側の主な動き

案件の主な背景(3/4)

2015年1月17日から2015年2月14日

買収までの経緯⁽¹⁾

年月日	旭化成/3M	Polypore	アクション概要	詳細
1/17/2015	✓		・ <u>第3回買収提案(口頭)</u>	・ 旭化成 / 3Mは両社のFAを通じ、Polyporeの全発行済株式を 1株あたり59.50ドル の現金対価で取得する意向がある旨の再提案をBAMLに対して口頭にて伝達
1/19/2015	✓		・ <u>第3回買収提案(書面)</u>	・ 旭化成 / 3Mは、30日間の独占交渉権の付与を受けることを条件とする 1株あたり59.50ドル の現金対価での買収提案を書面にて送付
1/19/2015		✓	・ Polypore 取締役会	・ Polypore経営陣の過去におけるその他8社の戦略的パートナー候補との協議の結果を踏まえ、BAMLはPolyporeの全社買収に関心のある買い手候補は不在である可能性が高いとの同社見解を改めて進言 ・ Polypore取締役会は、買収価格の引き上げが小幅にとどまったことには失望しているが旭化成 / 3Mとの協議を継続する意向である旨をBAMLを通じて両社に通知することを承認 ・ 取締役会は、医療・工業用膜事業のみ、バッテリーセパレータ事業のみ又は全社の譲渡につき、その他買い手候補との交渉を打ち切る方針を決定 ・ BAMLは他のFAに対し、Polyporeは最終合意に向けた迅速なプロセスを望んでおり、2015年2月9日(21日間)以降の独占交渉権の延長は認めない意向である旨、及び取締役会として契約締結後のGo-Shop条項を求めている旨を伝達
1/20/2015	✓	✓	・ FA間の電話会議	・ BAMLはMS / CVPに対して、Polyporeは 旭化成 / 3Mとの間でマネジメントプレゼンテーションを開催すると共に、限定的且つハイレベルなDDの機会を提供する用意がある旨を伝達
1/29/2015- 1/30/2015	✓	✓	・ <u>マネジメントプレゼンテーション</u>	・ 各社関係者出席の下、ノースカロライナ州シャーロットにてマネジメントプレゼンテーションを実施
2/2/2015	✓		・ 旭化成の法務アドバイザーによる合併契約(「MA」)案の送付	・ 旭化成の法務アドバイザーは、Polyporeの法務アドバイザーに対しMA案を送付 ・ その後、Cross-Conditionality、Go-Shop/No-Shop、Superior Proposalの定義、forced partnering、競争法関連リスクの分担に係る論点(“Major Deal Issues”)については、結果的に2015年2月19日まで協議が継続
2/7/2015		✓	・ MA交渉	・ Polyporeの法務アドバイザーは、旭化成及び3Mの法務アドバイザーに対しMA修正案を送付
2/7/2015	✓		・ 3Mの法務アドバイザーによる資産買収契約(「APA」)案の送付	・ 3Mの法務アドバイザーは、Polyporeの法務アドバイザーに対しAPA案を送付
2/9/2015		✓	・ スケジュール修正案の提示	・ Polypore取締役会は旭化成 / 3Mに対して独占交渉権の延長を認めない決定を下すと共に、契約締結及び案件公表が、旭化成 / 3Mが示したスケジュールである2月23日に間に合わない場合は本取引を承認しない意向を表明
2/11/2015		✓	・ APA交渉	・ Polyporeの法務アドバイザーは、3Mの法務アドバイザーに対してAPA修正案を送付
2/12/2015	✓		・ MA交渉	・ 旭化成の法務アドバイザーは、Polyporeの法務アドバイザーに対してMA修正案を送付
2/14/2015	✓		・ APA交渉	・ 3Mの法務アドバイザーは、Polyporeの法務アドバイザーに対してAPA修正案を送付

出所: Schedule 14A (Proxy Statement)

主な進展
旭化成／3Mサイドの主な動き
Polypore側の主な動き

案件の主な背景(4/4)

2015年2月17日から2015年2月23日

買収までの経緯⁽¹⁾

年月日	旭化成/3M	Polypore	アクション概要	詳細
2/17/2015		✓	・ MA / APA交渉	・ Polyporeの法務アドバイザーは、旭化成 / 3Mの法務アドバイザーに対して MA / APA修正案を送付
2/17/2015		✓	・ MA / APA交渉	・ Polyporeは、旭化成 / 3Mの要求通り競争法関連リスクの分担、Go-Shop条項の断念、及びforced partnershipの断念を受け入れる代わりに、売却対象の2事業のうちいずれかについてより優れた提案があった場合の契約破棄(fiduciary out条項)、表明・保証の定義、並びに提示価格の62.50ドルへの引き上げを要求
2/18/2015	✓		・ MA交渉	・ 旭化成の法務アドバイザーは、Polyporeの法務アドバイザーに対し、MA修正案を送付
2/19/2015	✓		・ APA交渉	・ 3Mの法務アドバイザーは、Polyporeの法務アドバイザーに対し、APA修正案を送付
2/19/2015		✓	・ 最終買収提案(口頭) ・ MA / APA交渉	・ MS / CVPIはBAMLに対して、旭化成 / 3MはPolyporeによる2015年2月17日付の提案を受け入れるものの、1) 提示価格は60.50ドルとし、これ以上の引き上げ余地なし (“best and final offer”)、2) Superior Proposalに関して1事業に対するfiduciary out条項の却下、3) Termination Feeを旭化成 / 3Mの従来提案である企業価値の3.5%ではなく株式価値の2.0%と定義、とする修正案を提案
2/20/2015		✓	・ MA / APA交渉	・ Polypore法務アドバイザーが、旭化成 / 3Mの法務アドバイザーに対し、MA / APA修正案を送付
2/20/2015- 2/21/2015	✓	✓	・ MA / APA交渉	・ 3社の法務アドバイザーが、MA / APA及び付随契約書の複数の案を交換
2/22/2015		✓	・ Polypore取締役会による承認	・ Polypore取締役は、全会一致で本件を承認
2/23/2015	✓	✓	・ 案件発表	・ Polypore、旭化成及び3Mは、MA及びAPAを締結し、交付 ・ 東京証券取引所の引け後に、MA及びAPAの締結を公表

主な進展
 旭化成／3Mサイドの主な動き
 Polypore側の主な動き

出所: Schedule 14A (Proxy Statement)

ケース・スタディ: /

BridgestoneによるPep Boysの買収

Public Auction of Pep Boys

Initially Announce on October 26, 2015: Bridgestone vs Ichan Enterprise

- On Oct 26, 2015, Pep Boys has entered into a definitive agreement to be acquired by Bridgestone for \$15.00 per share in cash
 - Bridgestone commenced their tender offer on Nov 16, 2015
- On Dec 7, 2015, Icahn Enterprises made an unsolicited, competing \$15.50 per share for Pep Boys
 - Initiation of bidding war between Bridgestone and Icahn Enterprise
 - Icahn Enterprise expecting to generate some synergies and to maximize the proceeds upon sale of holding shares
- On Dec 29, Bridgestone announced that it will not match Icahn Enterprises' latest offer for Pep Boys of \$18.50 per share
 - Nikkei speculates that Bridgestone wanted to avoid the same situation as the past acquisition of Firestone, in which they ended up paying 3.5 times higher price than the initial one after bidding war
- Bridgestone will receive a termination fee of USD 39.5 MM from Icahn Enterprise (paying on behalf of Pep Boys) as a result of terminating the definitive agreement

Final Terms of Agreement between Icahn Enterprise and Pep Boys

- Date:** Dec 30, 2015
- Deal Structure:** Tender Offer (Two-step, Unsolicited)
- Offer Price:** USD 18.5 per share in cash
- Break-up Fees:** Icahn Enterprise paid the USD 39.5 MM break-up fee on behalf of Pep Boys to Bridgestone
- Board Action:** The Pep Boys Board has unanimously
 - (a) determined that the Offer, the Merger and the other Transactions are fair to and in the best interests of Pep Boys and its shareholders
 - (b) approved the Offer, the Merger and the other Transactions and adopted the Merger Agreement
 - (c) recommended that Pep Boys' shareholders accept the Offer and tender their Shares pursuant to the Offer, and if required to consummate the Merger, that Pep Boys' shareholders adopt the Merger Agreement

Source: Company Disclosure

Schedule of the Transaction

Tender Offer

- Starting Date:** Jan 5, 2016
- End Date:** @ 12:00 Midnight on Feb 2, 2016

Post-Transaction Plan

- Merger:** Following the time of the purchase of Shares pursuant to the Offer, Icahn Enterprises has agreed to acquire the remaining Shares pursuant to the Merger
- Sale of Services Business:** Icahn Enterprise expects to split the company and merge its retail side with its Auto Plus car parts network, selling its services businesses to a third party

Source: Company Disclosure

Overview of Bridgestone

Name of Company	The Bridgestone Corporation
Head Office	Tokyo, Japan
Establishment	Mar 1, 1931
Representative	Masaaki Tsuya
# of employees	144,632 (FY2014)
Sales	JPY3,673Bn (FY2014)
Shareholders	Ishibashi Foundation: 9.79% Japan Trustee Services Bank: 4.81%
Business Activities	Researches, develops, manufactures, and sells tires and rubber products worldwide

Overview of Icahn Enterprise

Name of Company	Icahn Enterprise L.P.
Head Office	New York, US
Establishment	2007
Representative	Keith Cozza (CEO) Carl Icahn (Chairman)
# of employees	21 (FY2014)
Sales	USD19,157MM (FY2014)
Shareholders	Icahn Capital L.P.: 90.76%
Business Activities	Operates in investment, automotive, energy, metals, and other various businesses Internationally

Overview of Pep Boys

Name of Company	The Pep Boys—Manny, Moe & Jack
Head Office	Philadelphia, US
Establishment	1921
Representative	Scott P. Sider
# of employees	18,646 (FY2014)
Sales	USD2,085MM (FY2014)
Shareholders	GAMCO Inverstors, Inc: 16.38% Icahn Enterprise, L.P.: 12.11%
Business Activities	Engages in the automotive aftermarket service and retail business in the US and Puerto Rico

Source: Company Disclosure, Capital IQ

Chronology of Events (1/3)

Carl Icahn contact triggered Pep Boys to officially start auction process

- While Pep Boys has been approached by various parties for a potential acquisition overtime, the key trigger to start the auction process was the approach from Carl Icahn – who referred to the possibility of a hostile acquisition
 - Pep Boys board decided to **publicly announce the commencement of a formal strategic alternatives review process** in order to delay Icahn's likelihood of commencing a hostile bid until the Company had the ability to fully explore the interests of all parties
- Pep Boys also entered into a non-disclosure / standstill agreement with Ichan with the following terms;
 - Permitted Icahn to discuss with an identified list of strategic parties for a potential joint transaction
 - Last look / matching right with other third party bids for Ichan**
 - Delay until October 10, 2015 of Ichan's ability to make a hostile bid**

Key Events before Transaction Announcement

Date	Party	Event
(A) Termination of Merger Ageement with The Gores Group, LLC		
Jan 29, 2012	Pep Boys	Entered into a merger agreement with certain entities formed by The Gores Group, LLC
May 29, 2012	Pep Boys	The Company, The Gores Group, LLC and other related entities terminated the merger agreement and the related financing commitments and The Gores Group, LLC's to pay the Company of a \$50 million termination fee and reimbursement of certain of its merger related expenses
(Various parties contacted Pep Boys showing their interest to acquire the company)		
(B) Contact from Icahn		
Feb 06, 2015	Bridgestone	Initially contacted a representative of Pep Boys to express interest in purchasing a few locations
May 04, 2015	Icahn / Pep Boys	Initially contacted Pep Boys indicating their interest to acquire Pep Boy's retail assets, referencing to a possibility of a hostile acquisition . On the same day Pep Boys was also contacted by another potential financial buyer (Party A), who expressed interest in acquiring the Company
May 11, 2015	Pep Boys	Held a Board - discussed Icahn's interest in light of the pending proxy contest and the other potential merger and acquisition activity. The Board directed the Deal Team to negotiate and enter into a nondisclosure and standstill agreement with Icahn that delayed Icahn's ability to make a hostile bid to acquire the Company while the parties were negotiating with each other
May 15, 2015	Icahn	Entered into a CA / Standstill agreement with Pep Boys and commenced a due diligence review of materials delivered by Pep Boys
May 19, 2015	News	The Wall Street Journal reported that a number of parties were interested in potentially acquiring Pep Boys
Jun 10, 2015	Pep Boys	Received non-binding LOI from Party A stating their interest to acquire the company at \$12.00-\$13.00 per share for cash
Jun 26, 2015	Icahn	Notified Pep Boys that it was now interested to acquire all of the company and submitted an initial offer for \$11.50
Jun 29, 2015	Pep Boys	Held a board meeting - as a result of the discussion Board directed the Deal Team for the following; (a) Formally invite the financial sponsor (who approached on May 15) to engage with the Company (b) If Icahn was unwilling to amend its standstill agreement with the Company to further delay its ability to make a hostile bid to acquire the Company, to publicly announce the commencement of a formal strategic alternatives review process in order to delay Icahn's likelihood of commencing a hostile bid to acquire the Company until such time as the Company had the ability to fully explore the interests of all then interested parties
Jun 30, 2015	Pep Boys	Publicly announced that it had commenced a review of strategic alternatives to enhance shareholder value, including a possible sale, merger or other form of business combination or strategic transaction
Jul 07, 2015	Pep Boys	Party B orally expressed to the Company an interest in acquiring the company for \$12.50 per share in a stock-for-stock transaction
Jul 09, 2015	Pep Boys / Ichan	Amendment of the non-disclosure I standstill agreement with Ichan: - Permitted Icahn to discuss with an identified list of strategic parties for a potential joint transaction - Last look / matching right with other third party bids for Ichan - Delay until October 10, 2015 of Ichan's ability to make a hostile bid

Source: SEC Filings

Chronology of Events (2/3)

Bridgestone selected as recommended bidder

- Through various stages / phases of auction process, Bridgestone has been selected as the preferred buyer, while the Company continued negotiation with various parties in parallel until the very last moment (before signing / announcement)
- Few days prior to the announcement, Icahn informed Pep Boys that it would not be submitting a proposal for a potential acquisition of Pep Boys

Key Events before Transaction Announcement

Date	Party	Event
(C) Auction Process		
Jul 10, 2015	Bridgestone	Bridgestone placed a telephone call to Pep Boys Deal Team to formally discuss the process of a potential transaction
Jul 13, 2015	Bridgestone	J.P. Morgan (BS's FA) contacted Rothschild (Pep Boys's FA) - Rothschild informed J.P. Morgan that if Bridgestone had an interest in pursuing a transaction with Pep Boys, Bridgestone should submit to Pep Boys a written, nonbinding indication of interest (No process letter provided at this time)
Jul 16, 2015	Pep Boys	Party B submitted a non-binding LOI which expressed their interest in acquiring the Company for \$12.50 per share in a stock-for-stock transaction. Also, a separate Party C (financial buyer) delivered a non-binding LOI to acquiring the Company for \$13.50-\$14.00 per share in cash
Jul 22, 2015	Bridgestone	Bridgestone submitted to Pep Boys a preliminary, nonbinding LOI that set forth their interest to acquire 100% share of Pep Boys at a per share price of \$12.00-\$15.00 in cash (BS resubmitted revised LOI with narrower price range of \$13.00-\$15.00 on July 29, following request from Rothschild)
Aug 05, 2015	Pep Boys	Submitted a first round process letter to Party A, B, C and Bridgestone with a due date of September 3, 2015
Aug 18, 2015	Pep Boys	Party D submitted a non-binding LOI which expressed their interest in acquiring the Company for \$13.00 per share - Party D subsequently got invited for the ongoing process
Sep 03, 2015	Pep Boys	Received revised bids from various parties: - Party A: No longer pursuing the transaction - Party B: \$13.50 per share in a stock-for-stock transaction - Party C: No longer pursuing the transaction - Bridgestone: \$15.00 per share in cash - Icahn: reconfirmed its previous proposal (\$11.50 per share in cash)
Sep 10, 2015	Pep Boys	Received revised bid from Party D as \$13.50 per share in cash
Sep 17, 2015	Pep Boys	Circulated final round process letter to Party B, Party D and Bridgestone, stating a final bid due date of October 12, 2015
Sep 28, 2015	Pep Boys / Icahn	Agreed to amend the non-disclosure / standstill agreement - Standstill due date extended until October 23, 2015 in exchange for access to certain due diligence materials - Icahn agreed that if they were to launch a tender offer, the price will be at least for \$13.50 per share for cash
Oct 12, 2015	Pep Boys	Received final bids from each party: - Party B: All stock transaction: with an implied value per share of \$14.74 (based on Party A's closing stock price on Oct 9, 2015) - Bridgestone: \$15.00 per share in cash - Party D: \$15.00 per share in cash (while there were certain finance conditionality) Pep Boys notified Icahn about the range of proposal values it had received
Oct 12-24, 2015	Pep Boys	Subsequent negotiation re price and definitive agreement with all parties
Oct 22, 2015	Icahn	Icahn informed Pep Boys that it would not be submitting a proposal for a potential acquisition of Pep Boys
Oct 25, 2015	Pep Boys	Held a Board Meeting - eventually determined that the transactions contemplated with Bridgestone were fair to and in the best interests of the Company and its shareholders

Source: SEC Filings

Chronology of Events (3/3)

After Going Public (Oct 26, 2015)

- On December 7, 2015 - Icahn submitted a letter to Pep Boys, stating their intention for a competing offer at \$15.5
 - Icahn's offer also included a "hell or high water" anti-trust covenant⁽³⁾
- With respect to transaction certainty, in addition to the financial value provided through the potential transaction (with consideration to the termination fee), Pep Boys board determined Icahn's proposal to be superior to that of Bridgestone, and subsequently recommended their counter offer
- Bridgestone and Icahn both posted an amendment to their proposed offer, within 3 business days matching period after the Pep Boys board has recommended the other parties offer, until December 29, 2015 where Bridgestone finally announced that it will not match Icahn's latest offer

Significant Events after Going Public

since Oct 26, 2015

Date	Oct 26, 2015	Dec 7, 2015	Dec 14, 2015	Dec 18, 2015	Dec 22, 2015	Dec 22, 2015	Dec 24, 2015	Dec 28, 2015
Party	Bridgestone	Icahn	Bridgestone	Icahn	Bridgestone	Icahn	Bridgestone	Icahn
Price per share	\$15.0	\$15.5	\$15.5	\$16.5	\$17.0	\$16.5 or increase up to \$18.1 for any BS counter offer ⁽¹⁾	\$17.0	\$18.5 / share
Deal Structure	All Cash / Two-step	All Cash / Two-step	All Cash / Two-step	All Cash / Two-step	All Cash / Two-step	All Cash / Two-step	All Cash / Two-step	All Cash / Two-step
Board Action	Signed DA	Recommend (Dec 9)	Recommend (Dec 14)	Recommend (Dec 20)	-	Recommend (Dec 22)	Recommend (Dec 24)	Recommend (Dec 28)
Notes	Termination Fee: \$35.0MM (\$0.62 / share) ⁽²⁾	Bought up 12.1% shares through market Included "hell or high water" antitrust covenant ⁽³⁾	-	Revised Dec 18 proposal on Dec 20, to reimburse \$35.0MM termination fee payable to Bridgestone	Termination Fee raised to \$55MM (\$0.97 / share) ⁽²⁾ Subject to end of engaging with Icahn	Would not apply in the event company accepts increase in termination fee	Termination Fee amended to \$39.5MM (\$0.69 / share) ⁽²⁾	On Dec 29, 2015, BS announced it will not match this offer

Source: Company Disclosure

- Icahn proposed \$0.10 more per Share than any increased bona fide bid for Pep Boys offered by Bridgestone, up to a maximum of \$18.10 per Share
- Based on # of fully diluted TSO as of Dec 29, 2015 (56,837,314 shares), including; 54,214,787 shares issued and outstanding, 1,443,820 shares under Company stock incentive plan, 528,118 shares under Company RSU plans, 604,965 shares under Company PSU plans, 25,624 shares under company deferred compensation plans, and 20,000 shares issuable under Company employee stock purchase plan
- Under the "Hell or high water" antitrust covenant, buyer parties would be required to agree to any divestiture or other remedy to secure any required regulatory approval

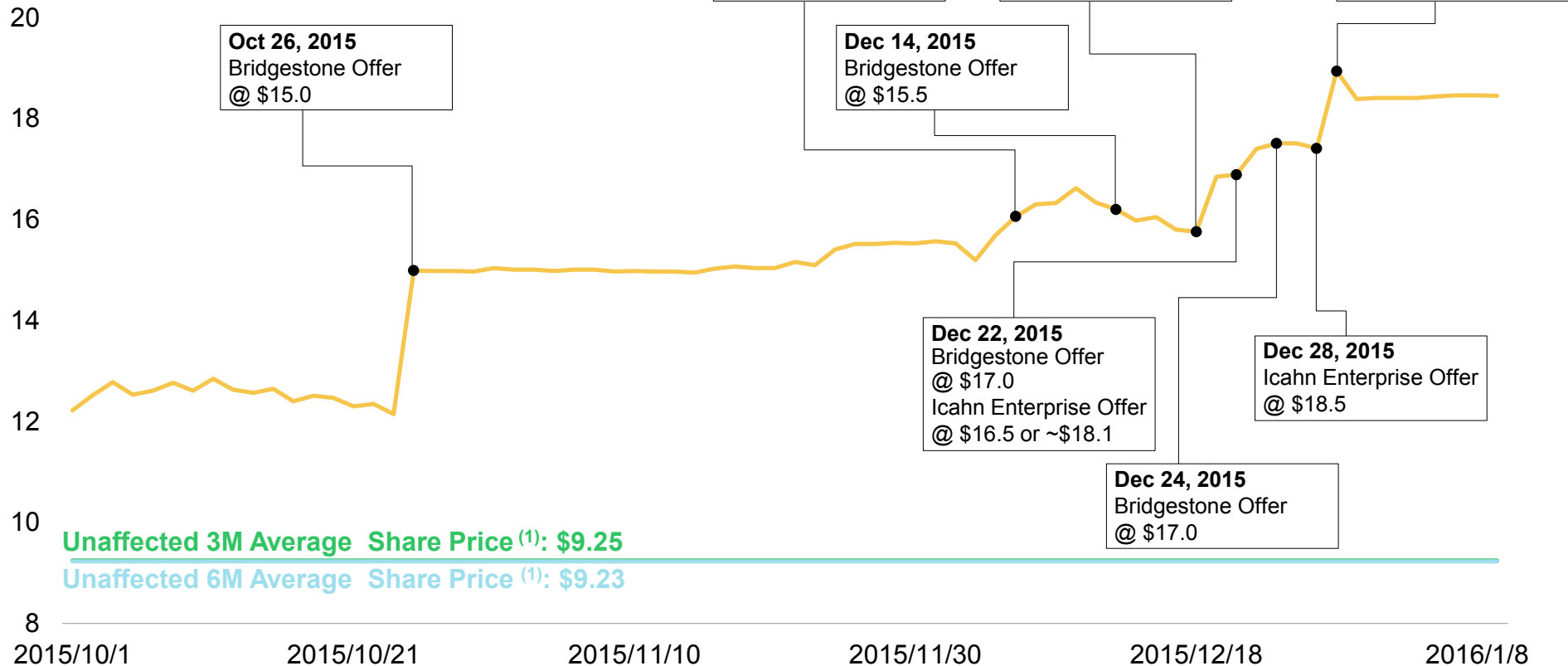
Share Price Performance

Since Oct 1, 2015

Share Price Performance of Pep Boys

Since Oct 1, 2015

USD



Source: Company Disclosure, Capital IQ

(1) Unaffected 3 month / 6 month average share price refers to the average share price over the 3 months / 6 months that end on May 18, 2015, thereby not taking into account the effect of WSJ news reported on May 19 regarding the multiple acquisition interests in Pep Boys on its share price

ケース・スタディ: /

横河電機によるKBC社の買収

横河電機によるKBCの買収

2016年2月17日公表

- 2016年2月17日、横河電機は英国スキーム・オブ・アレンジメントの手法に基づき、1株当たり210ペンス（取得価格約180百万ポンド、約297億円⁽¹⁾）で買収手続きを開始したことを公表しました
 - 本提案は、1月12日に公表された、Aspen Technology, Inc.（以下、「AspenTech」）による1株当たり185ペンス（取得価格約158百万ポンド）のKBCへの買収オファーに対する対抗提案
- KBC経営陣は、全会一致でAspenTechの提案に代わり、横河電機の買収オファーを株主に対して推奨する旨の決議を行っています
- 本件買収は、2016年3月29日のKBC株主集会による承認決議（約99%の株主が賛同）、4月5日の英国司法裁判所の承認を経て、4月7日に完了しております
- 弊社は、本件において横河電機のファイナンシャル・アドバイザーを務めております

案件背景

- 横河電機株式会社（以下、「横河電機」）は、石油精製・石油化学・製薬・電力業界において生産設備の制御・運転監視を目的とした分散形制御システムの開発・提供を行う、産業オートメーション及び制御分野のリーディングカンパニー
- KBC Advanced Technology（以下、「KBC」）は、主に石油・ガス生産から精製までの一連のプロセス管理やコスト削減業務を手掛ける、石油・ガス産業向けソフトウェア及びコンサルティング・サービス企業
- 横河電機は2015年5月に中期経営計画「Transformation 2017」（以下、TF2017）を発表し、高度ソリューションビジネスを拡大する方針
- 本件はTF2017を実現する上で重要な足掛かりとなる案件

提示条件の概要

買収条件	- KBCの普通株式1株当たり210ペンス 2016年1月11日（2）のKBC終値に対し、約69%のプレミアム - AspenTechの提示価格である1株当たり185ペンスに対し、約14%のプレミアム - 取得価格は約180百万ポンド
案件スキーム	- 英国スキーム・オブ・アレンジメントの手法に基づき、買収手続きを実施 - KBCの取締役会は、全会一致で同社株主に対して本件買収を推奨 - 横河電機はKBCの発行済み株式のうち42%の株式に関して、主要株主との間で撤回不能の応募契約を締結

本件買収の意義

1 統合オートメーション・ソリューション・パートナーへの変革

- KBCが有するコンサルティング・サービス及びソフトウェアと、横河電機が有する産業オートメーション分野における強みの融合によるワンストップ・ソリューションの提供
- 横河電機とKBCによる、顧客の資産のライフサイクルを通じた、コンサルティング・サービス及び制御機器等の継続的な提供

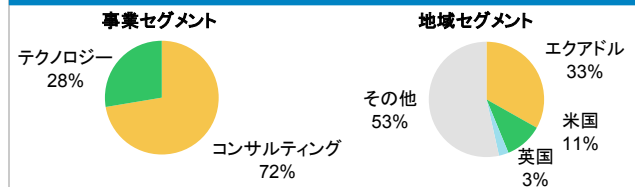
2 成長の加速

- KBCのグローバルな事業展開を後押しする横河電機の財務健全性と顧客基盤

KBCの概要

事業内容		石油・ガス業界向けコンサルティング・サービス及びソフトウェアの提供
上場取引所		ロンドン証券取引所 (AIM)
主要数値	売上高 ⁽³⁾	76.0百万ポンド
	EBITDA ⁽³⁾	11.6百万ポンド (マージン:15.3%)
	従業員数 ⁽³⁾	300名超

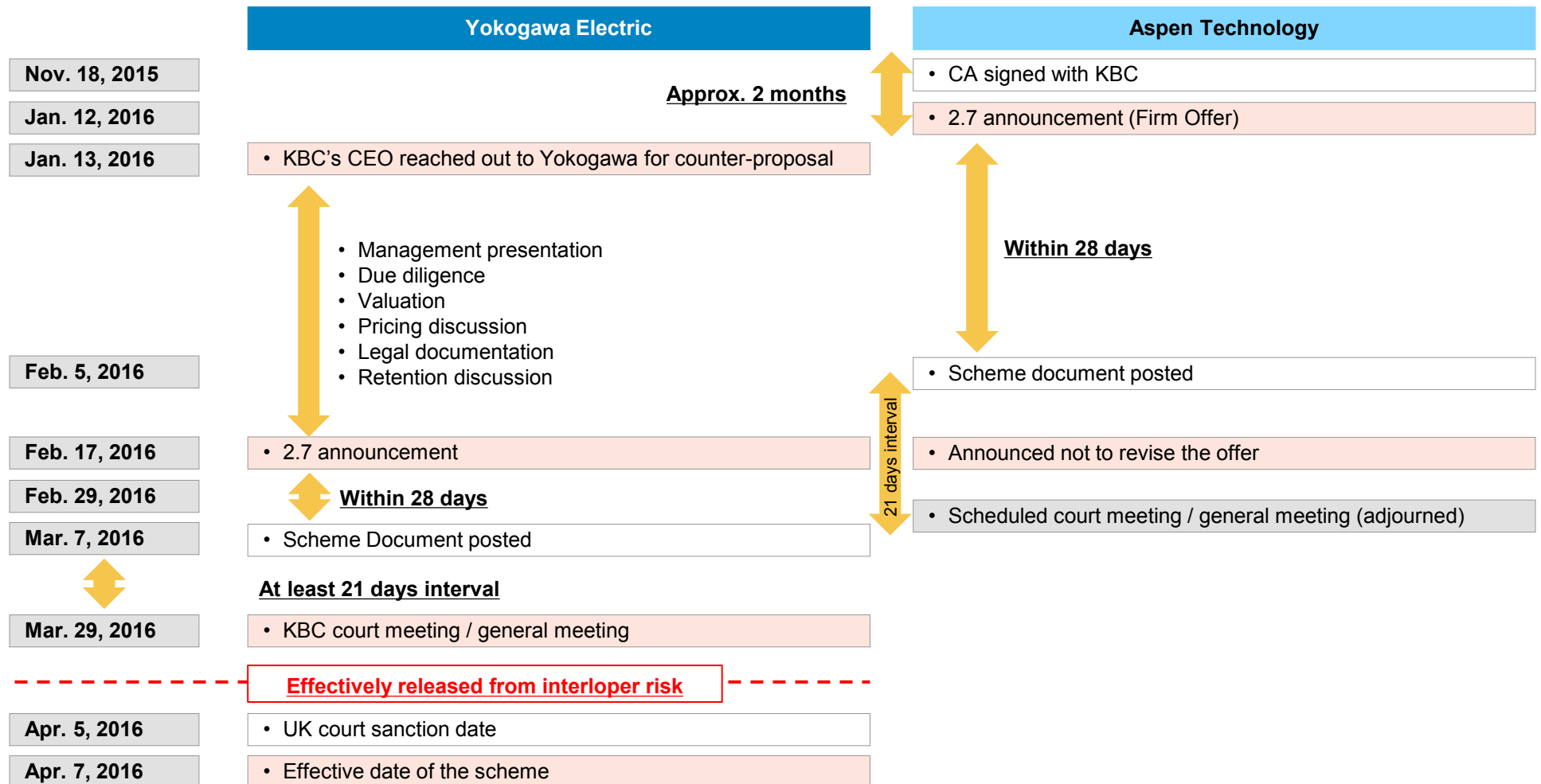
セグメント情報⁽³⁾



出所 会社開示資料、Capital IQ

- (1) 1ポンド＝165円換算
(2) AspenTechによるKBCへの買収提示が公表された前営業日のKBC株価終値
(3) 2014年12月期末時点の数値

案件スケジュール



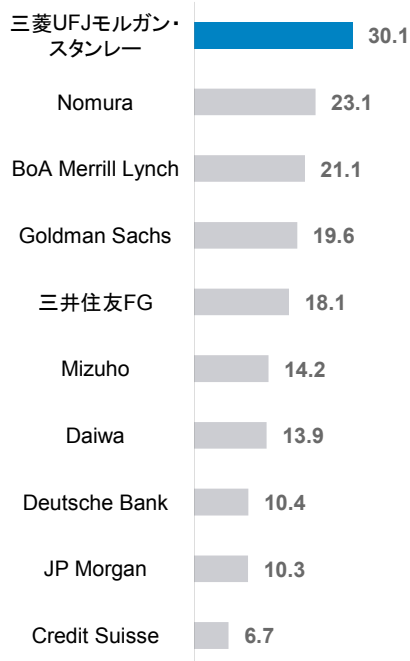
Appendix C: プロフィール紹介

三菱UFJモルガン・スタンレーのM&Aアドバイザー実績

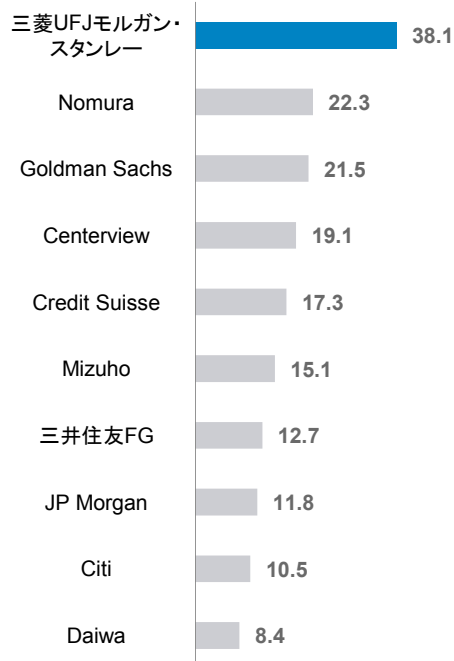
CY2013-2016: CY2013以降3年連続1位を獲得

日本関連クロスボーダー案件 (1)(2)

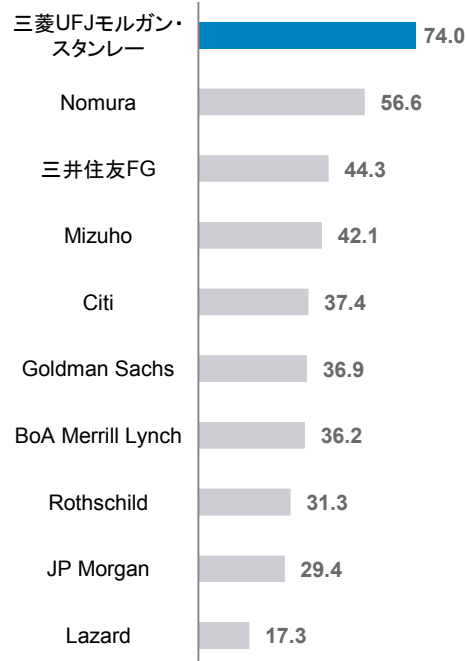
CY2013— 公表案件 取引金額 (\$Bn)



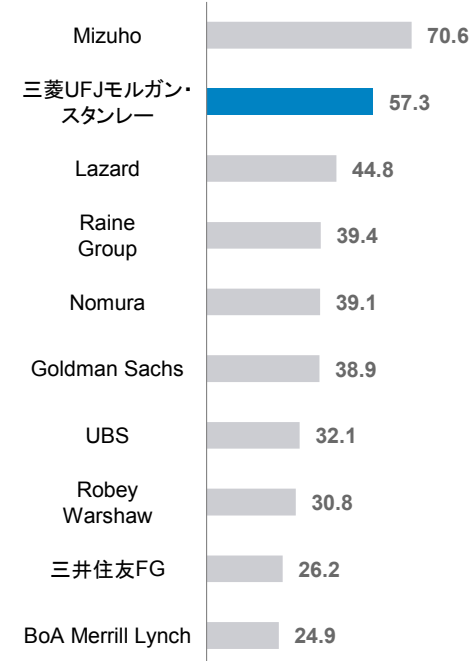
CY2014— 公表案件 取引金額 (\$Bn)



CY2015— 公表案件 取引金額 (\$Bn)



CY2016— 公表案件 取引金額 (\$Bn)



出所: トムソン・ロイター

別所 賢作

マネーリング 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 投資銀行本部のマネーリング 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
- 2002年3月モルガン・スタンレー入社。モルガン・スタンレー入社前はアーサー・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
- 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）

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

- 味の素による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）
- サントリー食品インターナショナルによる英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の買収（2008）
- 米Polo Ralph Laurenによる公開買付けを通じたオンワード樺山連結子会社のインパクト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

- ヤフーによる公開買付けを通じた一休の完全子会社化（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ニクスの完全子会社化（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

- 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 Financial Group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）
- 中国信託商業銀行（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証券ホールディングスによる、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 Corporationの完全子会社化（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証券の完全子会社化（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

- 旭化成によるポリポアの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）

ディスクレマー

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「弊社」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、弊社によるフィナンシャル・アドバイス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（本書に関連して弊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。

なお、弊社と株式会社三菱東京UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行株式会社は別法人であり、弊社が提供する本資料は株式会社三菱東京UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行株式会社が提供するものではありません。弊社とモルガン・スタンレーMUFG証券株式会社は別法人です。

Copyright 2010 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-9-7

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資銀行本部