## 三菱UFJモルガン・スタンレー証券





## M&A取引における戦略的思考

プロジェクトの現場より 2018年12月1日

## 本日の内容

## はじめに

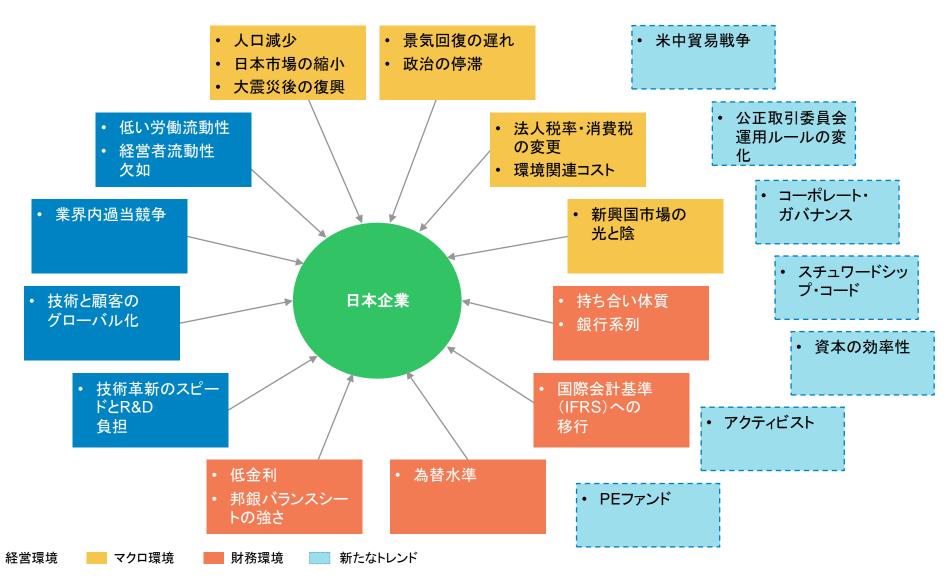
- ① 日本及びグローバルM&A市場の現状
- ② 近時の資本効率への意識の高まりと 日本におけるアクティビズムの潮流
- ③ M&Aプロジェクトの現場で起こること ~ケース・スタディより
- 4 日本企業によるM&A取引の展望と課 題

番外編

# はじめに:M&Aは成功のツールか、失敗の罠か?



# 日本企業を取り巻く環境



4

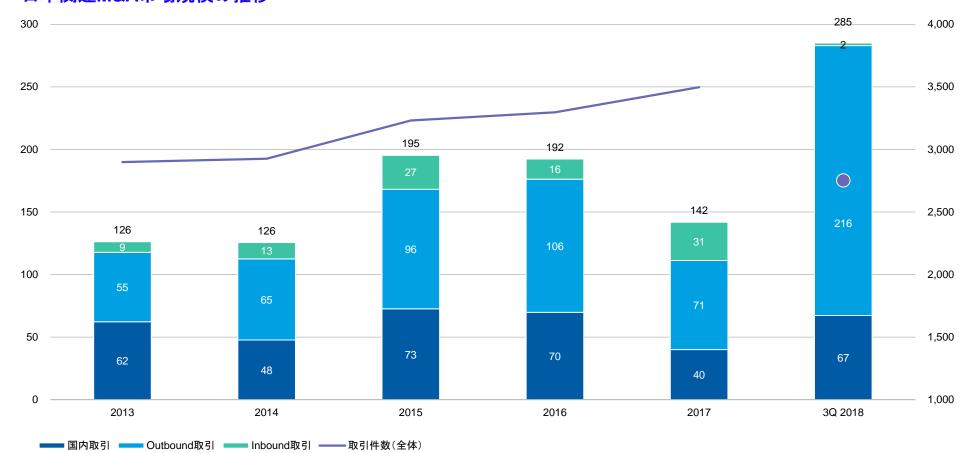
① 日本及びグローバルM&A市場の現状

## 日本関連M&A市場規模の拡大

CY2017(1月-12月): Inbound取引は過去最高を記録

CY2018(1月-9月): 2018年9月末時点の合計及び、Outbound取引で過去最高を記録

## 日本関連M&A市場規模の推移<sup>(1)(2)(3)</sup>



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)

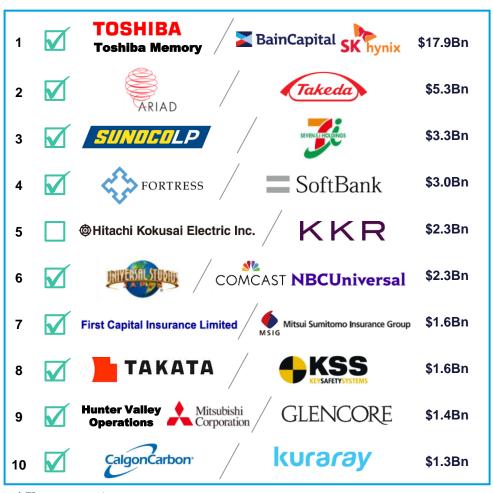
出所:トムソン・ロイター

<sup>2.</sup> 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

<sup>3.</sup> Out-Out取引を含む

# 日本企業関連主要M&A上位10件

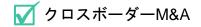
## CY 2017 (1)



## CY 2018 YTD (1)(2)

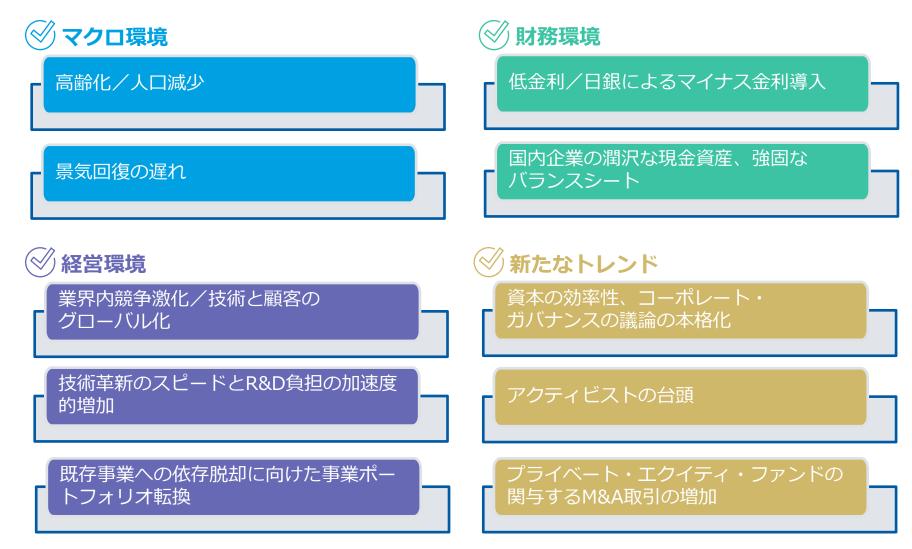
1	V	Shire / Takeda \$76.9Bn
2	V	Sprint Sprint \$58.7Bn
3	V	XEFOX FUJIFILM \$12.3Bn
4		CHUBU TEPCO JUST \$11.4Bn
5	V	UBER / $\blacksquare$ SoftBank \$7.78n
6	V	AGNETI FOA ST.1Bn
7		IDT / RENESAS \$6.5Bn
8		PRAXAIR TAIYO NIPPON SANSO \$5.8Bn The Gas Professionals
9		Westinghouse Brookfield \$4.6Bn
10		MLIT-Op Fukuoka Concessions of International Airport \$4.0Bn

出所:トムソン・ロイター



# 海外買収、国内大型再編加速の背景

## 本邦M&A市場を牽引する主な要素



# CY2018 グローバルM&A市場規模

## 年換算ベースでM&A総額は5年連続3兆ドルを達成



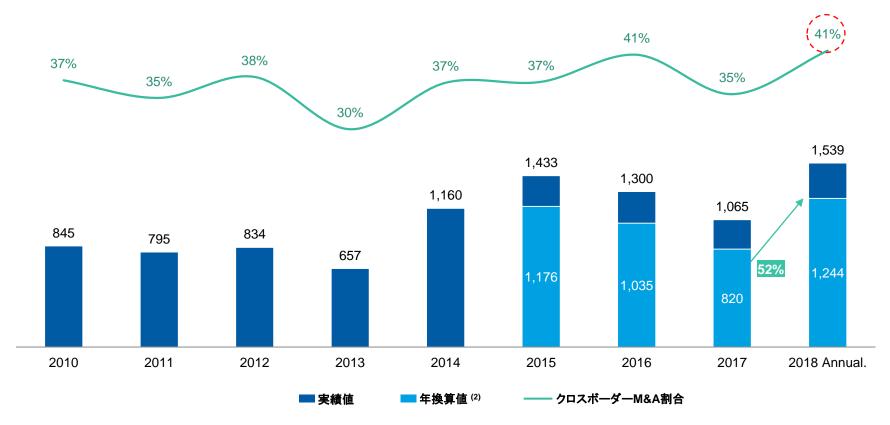
出所:トムソン・ロイター、Capital IQ (2018年10月22日時点)

<sup>(1)</sup> 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

CY2018YTD公表案件取引金額は過去最高を更新するペースを記録し、クロスボーダーM&Aの割合は過去最高水準に

取引金額(\$Bn)(1)



出所:トムソン・ロイター(2018年10月22日時点)

<sup>1)</sup> 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

<sup>(2) 2018</sup>年10月22日時点

# 日本関連M&Aでは引き続きOutbound取引が市場を牽引

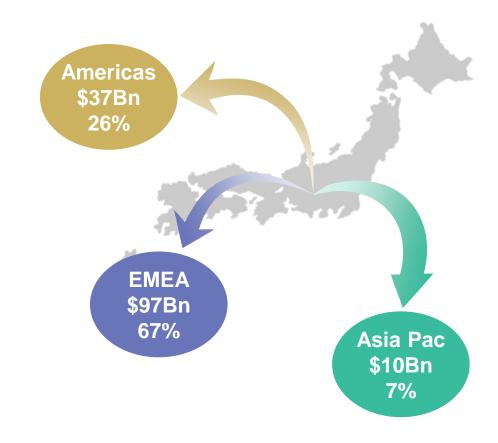
## 日本関連Outbound取引の推移

取引金額 (\$Bn) (1)



## 日本関連Outbound取引対象地域

2018YTD (2)



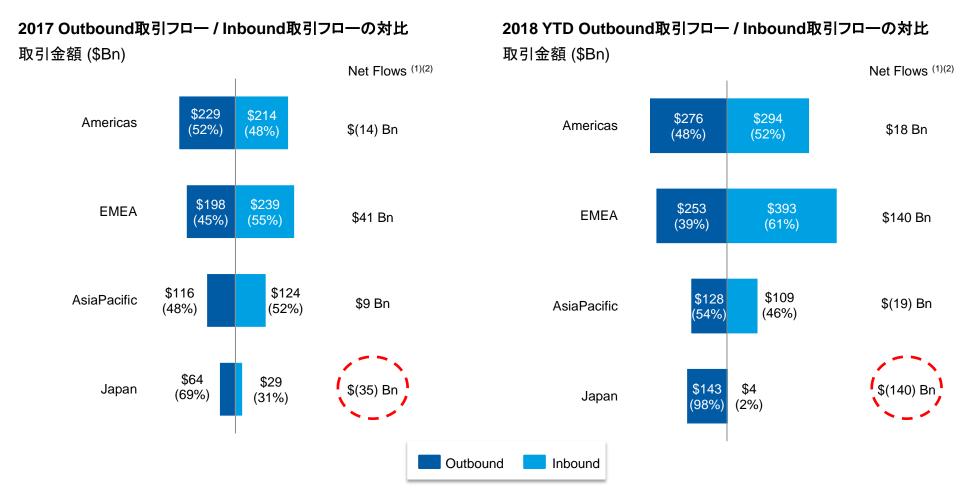
出所:トムソン・ロイター

(2) 2018年10月24日時点

<sup>(1)</sup> 被買収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が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

# 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取引フローが顕著



出所:トムソン・ロイター(2018年10月24日時点)

<sup>(1)</sup> 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

<sup>(2)</sup> 上記地域外(ROW)からのフローは含まない

② 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

② - (1) 近時の資本効率への意識の高まり

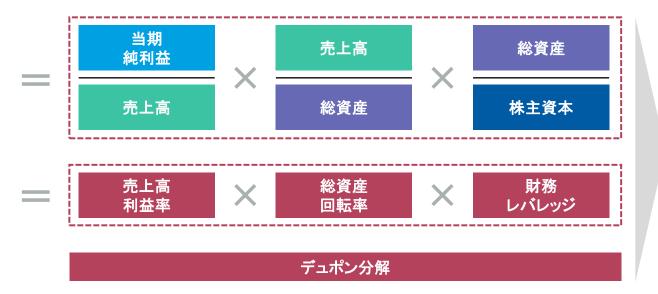
## なぜ資本効率が重要なのか?

## 株式投資家がROEへフォーカスする背景

### ROEの因数分解

ROE 株主資本

- ✓ 毎期の利益の積み上がりを通じてROEの分母である株主資本は増大する一方、積み上がり分 (株式投資家は自分に帰属する資本として認識)が再投資されて有効活用されれば、ROEの水 準を維持
- ✓ 一方、株主資本の増加分を再投資して必要なリターンを得ることできない場合、ROEは低下
- ✓ 投資家は、再投資の不首尾、或いは、再投資がされず資本が活用されないことで、ROEが低下し、期待リターンを下回ると想定される場合には資本の返還=株主還元を強く要求(それにより他の投資先を模索)



## 企業価値の創出に関係した 重要な要素を包含:

- ✓ 事業の収益力
- ✓ 事業に投資された資産が どの程度有効活用されて いるのか
- ✓ コストの比較的安い負債を どの程度有効活用してい るのか

三菱UFJモルガン·スタンレー証券 15

# 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

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

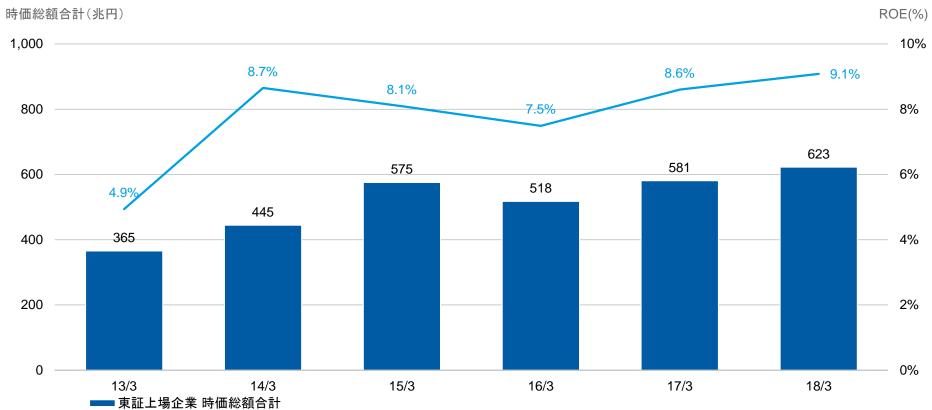
- 日本企業の課題
- ・日本企業のROEは、世界各国の中でも最も低い水準
- 投資家達はROEを最も重要な指標の一つとして認識

- 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<sup>(1)</sup>とROE<sup>(2)</sup>の推移(2013/3-2018/3)



出所: Capital IQ、東京証券取引所

<sup>(1)</sup> 年度末時点の時価総額

<sup>(2)</sup> 年度末時点の東証一部上場企業の当期純利益の総和/株主資本の総和

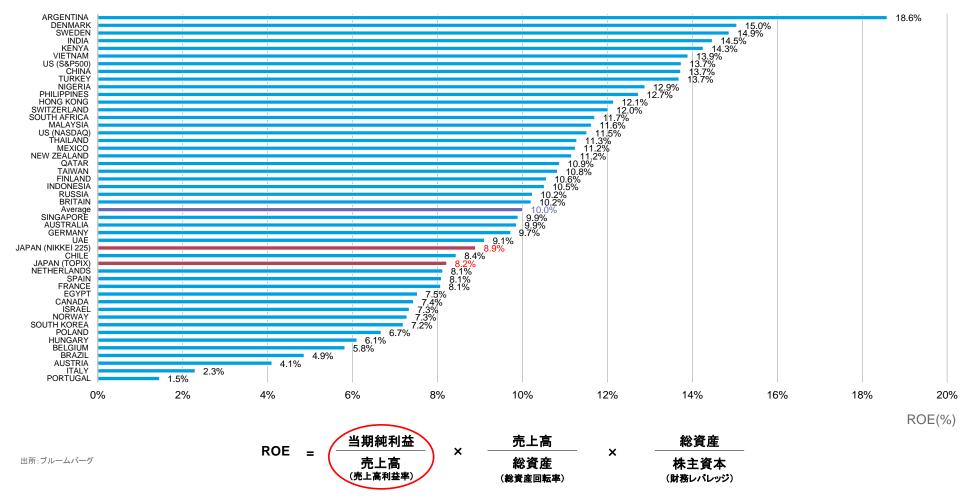
# 2

## 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)

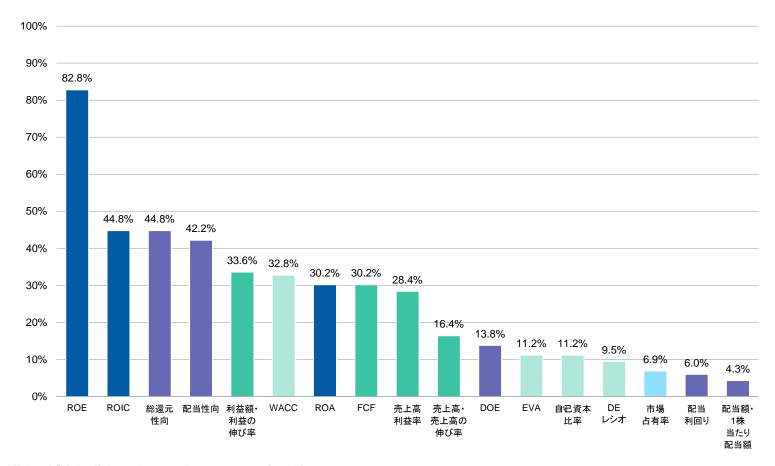


# 2 日本企業のROE: 投資家が重要視する指標

## 機関投資家の約80%がROEを最も重要視する指標の一つとして認識

### 経営目標として重視すべき指標(投資家)

FY2017、回答数【投資家】: 116

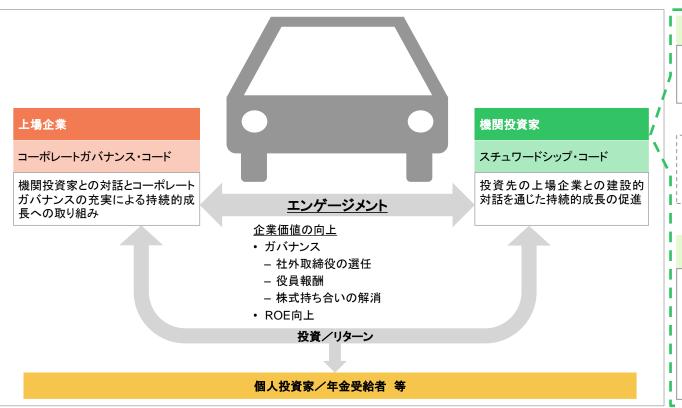


出所: 生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて 平成29年度」

# 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



### スチュワードシップ・コードの策定 (2014年2月)

• 機関投資家が対話(エンゲージメント)を通じて企業の中長期的成長や資本効率の向上を促す為に、7つの原則を規定

(2016年12月末までに...) GPIFや本邦で活動するアクティビストを含む、 200超の機関投資家が受入れを表明

## スチュワードシップ・コードの改定(2017年5月)

- 主な改定ポイントは以下の通り
- i 議決権行使結果の個別投資先企業及び 議案毎の公表を要請
- 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 を明示

# 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騰素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騰素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部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。

注目講案では運用各計の替否が分かれた

社名(議案内容)	野村 アセット	大和投信	三井住友 儒託
東 芝 (取締役選任)	×	0	0
富士フイルムHD (取締役退任)	×	0	0
戸田建設 (財団への株譲渡)	×	0	0
武田薬品工業 (前会長の相談役及対) ※	0	×	×
みずはFG (配当決定機関の変更) ※	0	×	0

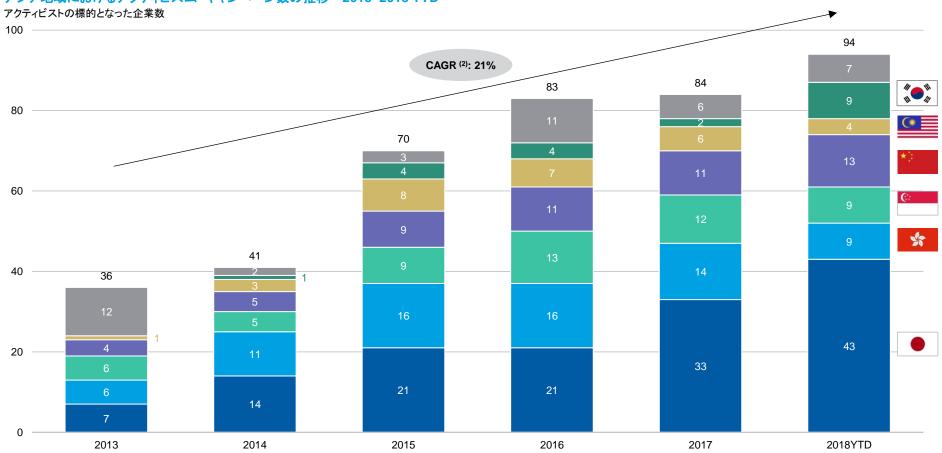
(注)※は株主提案。野村アセットの取締役選任講案の 反対は一部の取締役に対して

2017/8/25付日本経済新聞より抜粋

# アジアにおける株主アクティビズムは増加傾向

## 日本における株主アクティビズムは、2013年の7件から43件(2018年現在)へと増加





■日本 ■香港 ■シンガポール ■中国 ■マレーシア ■韓国 ■その他アジア

出所: Activist Insight

注:

1. 1/1/2013-10/31/2018にアクティビストキャンペーン対象となった企業

2. 2013年 - 2018年 YTD CAGR データ

② - (2) アクティビストとの対話に関する考察

# アクティビストによる活動は世界各地で増加傾向

### 米国及び世界各地で増加するアクティビストとアクティビスト・キャンペーン

### 世界各地で増加するアクティビスト

グローバルのアクティビスト総数

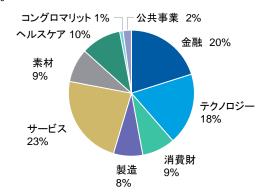


### 米国におけるアクティビスト・キャンペーンの増加



### 業種問わず広節な企業がアクティビズムの対象に

2013年以降米国において標的となった業種内訳(3)



出所: Activist Insight

### 増加するアクティビスト・キャンペーンの背景

- 好調な投資リターン 最近ではアクティビスト・ファンドのリターンが、ロン グ・オンリー戦略を上回る 公正な投資行動としての受 米国及び欧州では、公の場での積極的な行動が、正 当な投資行為として受け入れられつつある 議決権行使への関心 議決権行使に関する市場の注目度の増加
  - ファンド間の競争激化により従来型機関投資家とア クティビストとの協調行動が増加

## アクティビスト・キャンペーンの潮流

# 最近は経営戦略及びガバナンス強化に関与する提案内容の急激な

- 増加 - 米国で顕著
- ターゲット 脆弱性のある企業が標的となり易い
  - 企業規模を問わずあらゆる企業がアクティビズムの標的となり得る
- アプローチ手法 アクティビストのアプローチもより洗練化・高度化(例:ホワイトペー パー)
  - 特に、提案に反対する材料を極力与えないという戦略("Why Not?" **アプローチ**)を遂行 (例: P&G vs Trian)

- 2. 2018年6月1日時点で時価総額\$500MM超の企業を調査対象。但し、13Dを提出していてもアクティビズムを公開していない事例については除く

機関投資家との協調行動

# 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	4
非効率的な資本構造	<ul> <li>不適切な資本構造         <ul> <li>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</li> </ul> </li> <li>資本還元ではなく、資本保持に偏重</li> <li>事業拡大/M&amp;Aの失敗</li> </ul>	• FANUC • M CASHE • PanaHome	(Train Partners)-10/ 5/15 (Third Point)-2/9/15 (Corvex)-10/14/14 (Oasis)-2/2/17
事業改善機会	<ul> <li>業績低迷の継続:</li> <li>各社発表の目標値・予想値との比較</li> <li>アナリストコンセンサス予想との比較</li> <li>同業他社の業績との比較</li> <li>高コスト体質</li> </ul>	• Sysco • Qualcomm	(Train Partners)-10/5/15 (Trian)-8/14/15 (JANA)-4/13/15
事業ポートフォリオ/ 潜在的事業分割/売却	<ul> <li>異なる事業の展開/肥大化企業</li> <li>複雑な事業ポートフォリオ、調和やシナジーの欠如</li> <li>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)</li> <li>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</li> </ul>	<ul> <li>Johnson Johnson</li> <li>xerox </li> <li>AIG</li> <li>SONY</li> </ul>	(Artisan)-1/28/16 (Icahn)-11/23/15 (Icahn)-10/28/15 (Third Point)-5/14/15
経営課題/ガバナンス	<ul><li>権力への固執</li><li>行き過ぎた役員報酬と支出</li><li>仲間内による非生産的な取締役会</li><li>新鮮味のない目標設定/陳腐な戦略</li></ul>	• Chi • 34 • M KURODA ELECTRIC Co., LI	(Icahn)-1/21/15 (Third Point)-10/30/15 (Reno)-6/29/15
ディスクロージャー	<ul><li> 不十分または不明確な情報開示</li><li> 目標に対するコミットメントの欠如</li></ul>	• SONY • IHI • \$ SUZUKI	(Third Point)–5/14/15 (Third Point)–5/2/14 (Third Point)–7/31/15

三菱UFJモルガン·スタンレー証券 25

## 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となります

### 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 <sup>(1)</sup>の提出事例 <sup>(2)</sup>

<u>以降アクション</u> なし

(115, 29%)

公には アクションなし 公でのコンフリクトを回避すること がアクティビストからの防衛成功に つながります

<u>n=392</u>

13D <sup>(1)</sup>の提出

5%超の株式保有 を開示 <u>アクティビズム</u> (277, 71%)

- 経営陣へのレター送付
- 株主へのレター送付
- •株主提案
- ・委任状争奪戦 の脅し
- •公開買付
- •委任状争奪戦

アクティビズムの種類 "緩やかな"

アクティビズム (205, 74%)

- ・株主への レター送付
- ・株主提案 ・経営陣への
- レター送付
- ・委任状争奪戦の 脅し

<u>"積極的"</u> アクティビズム (72. 26%)

- ・委任状争奪戦の 脅し
- ·公開買付/ 敵対的買収提案

これらのほとんどが何らかの合意、 もしくはターゲット企業における変革 につながっています

> <u>"積極的"</u> アクティビズム

委任状争奪戦 (65, 90%)

公開買付/ 敵対的買収提案 (7, 10%)

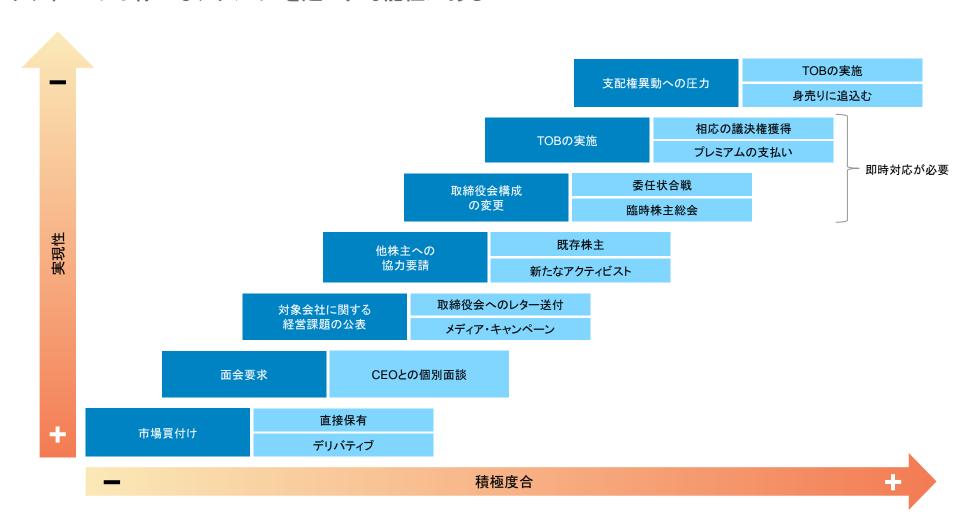
, 2...

出所 SharkRepellent (January 2017)

- 泪
- 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

## アクティビストは様々なアクションを起こす可能性がある



三菱UFJモルガン·スタンレー証券 27

② - (3) アクティビズムに関するケース・スタディ

Train PartnersによるP&Gへのアクティビズム

# 総括 - P&G革新の歴史とアクティビストとの抗争

## 今回の委任状争奪戦に至る経緯

- P&Gは、1837年に創業し180年の歴史を有する消費財分野での代表企業。イノベーションとグローバル展開で事業を拡大し、時価総額 \$220Bn(約25兆円)を誇る
- しかし、近年では、米国等の主要市場での成長の減速、消費者トレンドの変化等も背景に、オーガニック成長が減速、株価パフォーマンスも低迷、2012年にはアクティビストファンドPershing Squareによる変革を迫られる
- 2013年に再度CEO職に戻ったAG Lafley、2015年にCEOに就いたDavid Taylorにより、成長の回復に向けて、事業ポートフォリオの整理、 グローバル組織設計の再編が進められるものの、これら変革の動きが遅いと訴えるTrian PartnersのNelson Peltzが2017年2月に1.5%相当(凡そ\$3.5Bn)のP&G株式を取得、強硬なアクティビストキャンペーンを展開
- その後の数か月で、P&G経営陣及び取締役会は、Nelson Peltzと16回にも及ぶ対話を持つが、7月に入り、同氏は自らのP&G取締役としての選任を要請、9月6日には自らの経営改革案を90ページを超える白書として公開
- Trian Partners の提案は、議決権行使助言会社の賛同も得て、10月10日のP&G株主総会に向けて史上最大規模の委任状争奪戦となる
  - -12月15日、P&Gは第三者機関による最終的な集計結果として、P&Gが提案した取締役11人が全員当選したと発表するとともに、Nelson Peltzが多くの株主からの信任を得た事に鑑み同氏を2018年3月1日付で取締役として受け入れる旨を発表

• 「Why Not?」というアクティビストの新たな提案切り口は、今後も増えてくるものと思われ、また何より市場の成熟が進む中、成長が鈍化する 大手企業にとって一層難しい事業・財務戦略のかじ取りが求められるものと考えられる

三菱UFJモルガン·スタンレー証券 30

# Trian PartnersによるP&Gへのアクティビズムの経緯





2017年2月にアクティビスト投 資家のTrian Partnersによる P&G株式の大量保有が明らか となり、以降TrianはCEOの Peltz氏のP&G取締役選任を 要求し、委任状争奪戦を繰り広 げてきました

### 2017/2/14



TrianがP&G株式約0.3%(\$539.5MM相当)を取得したことが、米SECに提出された四半期の保有有価証券報告書によって判明。12月末 時点で642万株保有

### 2017/5/14



TrianがP&Gの保有株式を2017年1-3月にかけて大きく積み増したことが、米SECに提出された四半期の保有有価証券報告書によって判 明。3月末時点で3.671万株保有(1.5%相当)

### 2017/7/17



P&Gに対し、TrianのCEOであるNelson Peltz氏の取締役選任を要求



即日、Trianの要求を拒否する声明を発表

### 2017/8/3



株主総会の招集通知でPeltz氏に投票しないよう呼びかけ

### 2017/9/6



TrianによるWhite Paperの開示

### 2017/9/12



White Paperの開示を受け、改めてPeltz氏の取締役選任を拒否

### 2017/9/14

YACKIMAN 11番目の株主であるYacktman AMが、Trianを支持する旨の文書をP&G取締役会に提出。(報道によれば、3大株主のうちVanguard GroupはP&Gを支持したが、State Street AdvisorsとBlackrockはペルツ氏を支持)

### 2017/9/22-29

### 2017/10/10



株主総会にて株主投票の結果、大株主のPeltz氏の取締役就任の提案が退けられ、P&Gが勝利宣言

### 2017/11/15



Trianが第三者機関IVS Associatesによる再集計の暫定結果を公表、P&G提案の取締役のうち最低得票率の候補者をNelson Peltzが約4 ▼ 万3000票(約0.0016%相当)上回り、当初結果が覆ったと発表

### 2017/12/15



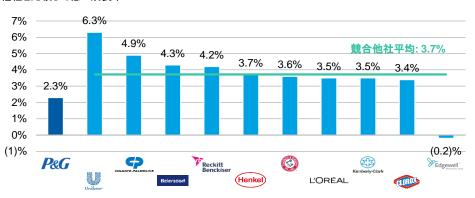
P&GがIVSによる集計の最終結果を公表。P&G提案の取締役の全員の当選及び、2018年3月からのNelson Peltz氏の取締役就任を発表 🌌 (同時にNovartisのCEOであるJoseph Jimenez氏も取締役として招聘)

# P&Gの成長鈍化—アクティビズムの背景となったP&Gの状況

## Trian Partners 白書(2017/9/6)より抜粋

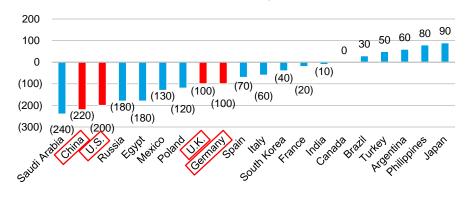
### 既存事業の成長(2011-2017 CAGR)

競合他社と比較して低い成長率



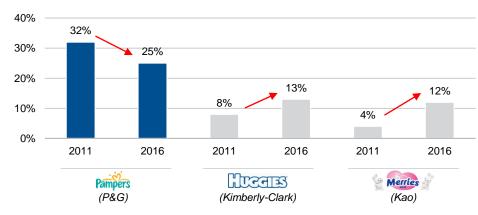
### 各国におけるP&Gの市場シェアの変化(2011-2016)

中国、U.S.、U.K.、ドイツ等主要マーケットにおいてシェア減少(bps)



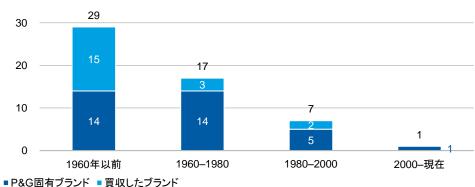
## 中国市場でのマーケットシェア(代表的おむつブランド)

Pampersが苦戦する一方で、競合ブランドはシェアを伸ばしている(%)



### 各年代に生まれた主要ブランド数

過去20年で新ブランド開発は激減(#)



出所: Trian Partners "Revitalize P&G Together - Vote the White Proxy Card"

## P&Gが進めた変革—過去5年で大きく進歩

## P&G資料(2017/9/12)より抜粋

### 商品ポートフォリオの整理

16カテゴリー170ブランドから10カテゴリー65ブランドへ



- ✓ 機能性の高い日用品を強化
- ✓ 消費トレンドの理解、強いブランドカ、 社の強みを活かせるカテゴリーに注力
- ✓ 成長スピードが速く、高マージンな事 業を優先
- 商品・パッケージのイノベーション等、自 ✓ P&Gがマーケット・リーダーであるカテ ゴリーを選択

### 生産性向上によるコスト削減

FY12-16の\$10Bnに上るコスト削減に加えFY12-17に同額を上積み



## サプライチェーンの効率化



- ✓ アメリカでは8割の商品を24時間以内に配送可能に
- ✓ 戦略的に重要な拠点において複数カテゴリーの商品の生産が可能な工場を建設
- ✓ 北米での効率化に続き欧州、南米等他地域でも同様の施策を実行

### 出所: P&G "P&G is Executing a Strategy that is Working" (September 17)

### 組織再編



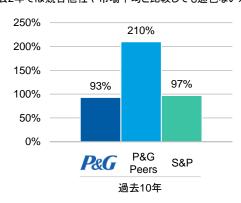
- ✓ 全体の7割の市場においては10のプロダクト・カテゴリーの責任者が損益を含む全 ての経営責任を負う
- ✓ 残り3割の小さな市場の地域では地域単位で経営

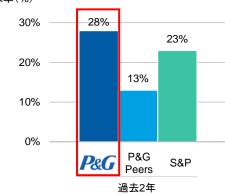
三菱UFJモルガン・スタンレー証券

## P&Gの直近業績 - 過去2年は回復基調に

### 株主総利回り(Total Shareholders Return, TSR)

過去2年では競合他社や市場平均と比較しても遜色ない水準(%)

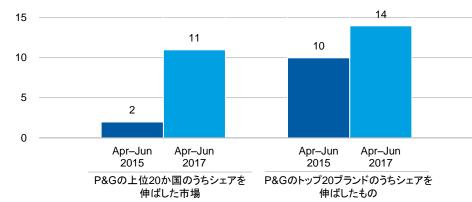




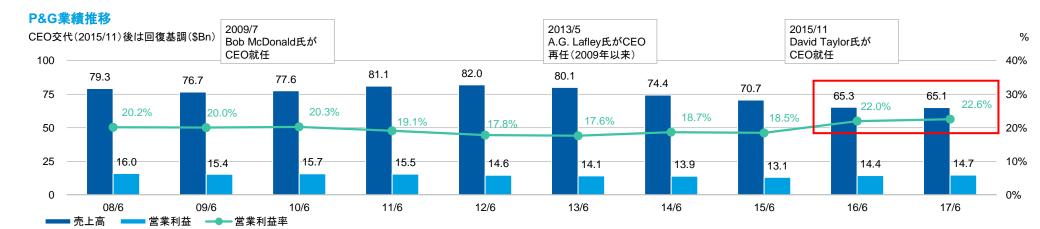
出所: P&G "P&G is Executing a Strategy that is Working" (September 17)

### 国別/ブランド別市場シェア

2年前と比較してシェアを伸ばしている(#)



出所: P&G "P&G is Executing a Strategy that is Working" (September 17)



出所: Capital IQ

## TrianとP&G双方の主張の整理



P&Gを3つのグ

ローバル・ビジネ

スユニット(GBU)

に再編成する

### 2017/9/6

## P&Gのマトリックス構造を以下3つのGBUに再編

- 1. Beauty, Grooming & Health Care (売上高\$26Bn)
- 2. Fabric & Home Care (同\$21Bn)
- 3. Baby, Feminine & Family Care (同\$18Bn) P&Gは持株会社となり、各GBUは地域ごとに損益責任者を 配置。アカウンタビリティを高め、迅速な意思決定を行い、各 地域の嗜好に即応することを目指す

### 2017/9/12

× Bad Idea

White Paperの開示を受け、個別項目にそれぞれ反論



我々はGBU単位ではなくカテゴリー主導でより明確な組織改 革を行っており、既に下記のような成果を挙げている

- 3分の1に当たる役割を削減
- 社員1人当たり利益が45%増加
- カテゴリー/国等、Sub-unit単位にリソースを集中
- 本社のコーポレート・オペレーション機能を大幅に縮小

生産効率を高め 純利益を改善

コスト節減効果が純利益に殆ど現れていないため、P&Gの EPS成長率は同業他社を大きく下回っていると指摘、生産 性改善プログラムにより営業利益とEPSの伸びを確実にす

X No New Idea

P&Gは2012-2016に\$10Bnを費やして生産性向上施策を行 い、下記の項目を達成した

- 売上総利益200bps改善
- 営業利益270bps改善
- ・ 労働力を32%削減

Trianが示す提案には、より早く・より大きなコスト削減効果を 得られる目新しいアプローチはない

- 業界最高レベル のイノベーション を目指す
- 研究開発費を削減することなく、いかに高水準のイノベー ションを実現できるか、取締役会主導で調査開始すること を提案
- 本社レベルでのR&Dは「Hobby」だ(1)

X No New Idea

- P&Gは常に「調査」ではなく顧客のニーズを満たしシェアを 獲得するためにイノベーションを起こしてきた。我々が各カテ ゴリーにおいてリーディングポジションを取っているという事 実は、我々がイノベーションリーダーであるということを証明 している
- 本社レベルでのR&Dは「unique multi-category innovation」を生んでいる(2)

1. 2017年9月1日付CNBCのインタビュー記事より

2. 2017年9月20日付Business Wire記事に掲載された株主宛ての書簡(同日付)より

## TrianとP&G双方の主張の整理 (続き)





中小規模および 地域ブランドの 展開

消費者向けブランドが細分化している現状を踏まえ、中小規模および地域ブランドを展開する必要があると指摘

成長を牽引し、消費者の共感を得やすい中小規模/地域ブランドの買収を念頭に、M&A戦略をボルトオン型に切り替えることを奨励

X No New Idea

顧客にとって、ブランドの規模は購入の基準にはならない。 我々が取り扱う商品カテゴリーにおいては、顧客は問題解決 をしてくれる商品を求めておりあくまでパフォーマンスが基準 である

• 例えば、トップブランドのH&Sは過去10年、シャンプーカテゴ リの中で最も伸びている(年率5%)

我々の新ブランド・新サブブランド(Tide PODS, Downy Unstopables等)は既に成長を牽引する位置にある

5 ボルトオン型の M&Aを重視

成長を牽引し、消費者の共感を得やすい中小規模/地域ブランドの買収を念頭に、M&A戦略をボルトオン型に切り替えることを奨励

X No New Idea

M&Aは我々の戦略をサポートしうることは否定しないが、内部成長に取って代われる要因とはなり得ない

デジタルで勝つ

P&Gが勝者となり得る、決定的なデジタル戦略の展開に期待

X No New Idea

我々のEコマースはすでにトップであり、売上は\$3Bn以上と競合上位2社をの合計金額よりも大きい

直近年度におけるP&GのEコマース売上高は約30%成長しおり、各カテゴリーにおいてトップクラスのシェアを誇っている

閉鎖的な文化に 切り込む

経営の主導者を含め、外部からより多くの人材を採用することを目指す

X No New Idea

我々の戦略は、内部であれ外部であれ最適な人材を配置し 昇進させることである

コーポレートガバナンスの改善

業績と経営陣報酬の連動を高め、CPGの社外取締役比率を 高めるため、Peltz氏の取締役就任を提案

X No New Idea

P&Gはコーポレートガバナンスにおいて既に高いレベル(例: ISS社の定めるCGR(1)は継続的に『2』と高い水準)

注-

### アクティビズムに関する本件からの示唆の整理

#### "Why Not?"アプローチ

今回のTrianの戦略の最も重要なポイント

- Trianはキャンペーンの開始当初より自身の提案に起因するP&Gの経営の混乱が最小限になるように配慮をすることで、他の株主から「Trianの要求に反対する 理由が特にない」と考えさせることに成功
  - ISSやグラスルイスといった議決権行使助言会社に加え、Black RockやState Streetといった主要機関投資家からも賛同を得る
- ・ 具体的には、取締役の席を一つ追加してPeltz氏を就任させることを要求するのみで、逆にアクティビストの要求としては一般的な以下の項目は要求しない事を予め明言
  - 会社の分割

- 財務レバレッジの増加

- 品質の低下につながるようなコスト削減

- CEOの交代

- 年金債務の削減

- 本社の移転

- 取締役の交代

- 研究開発費、販促費、設備投資の削減

#### 上記以外の本件の主要論点

#### トラックレコード による訴求

- Nelson Peltzは、自らが取締役会に入ったHeinzやWendy's、Mondelez等13の企業での取り組みや実績を示し(S&P500平均対比で、EPS成長率は7.8%プラス、TSRは8.8%プラス)、株主価値の向上につながることを説明
- また、P&Gに対して、これら企業の取締役会長、CEOへのヒアリングも提案

### 複数回のアクティビズム

- P&Gには2012年にPershing Squareがアクティビストとして投資をした結果、CEOの交代につながった経緯有り
- 1つのアクティビストとの対峙を経たからと言って必ずしもそれ以降アクティビズム・キャンペーンの対象にならない訳ではない、という証左

### 規模は必ずしも有効な防衛とはならない

- 今回のアクティビズムはターゲットの時価総額が約\$230Bn(約25兆円)と過去最大
- ・直近でもGE(時価総額約\$193Bn)対TrianやNestlé(同\$260Bn)対Third Point、GM(同\$66Bn)対Greenlight Capital、Bristol-Myers Squibb(同\$105Bn)対JANA Partners等、大企業に対するアクティビズム・キャンペーンは活発で、企業の規模が大きいこと自体は必ずしもアクティビストに対する防御策にはならない状況

### (ご参考) アクティビストを取締役に任じた事例

#### TrianによるGEに対するアクティビズム

2017年

- 2017年10月9日、GEはTrianのCIOを務めるEd Garden氏が同日付で取締役に就任 したと発表
  - 2015年10月、TrianはGE株式0.98%の保有を発表するとともに(2015/5/19時点では0.79%保有)、事業ポートフォリオの再構築及びコア事業へのフォーカスにより株主価値が向上すると主張してきた
  - 取締役派遣を巡りTrianとGEは水面下で協議を進めてきたとみられる
  - Trianは取締役ポストを手に入れたことで、18年末までに20億ドルのコストを確実に 削減するなどの株価浮揚策を取締役会でGEの経営執行役に迫るとみられる



他の投資家と同様にGEの株価には失望している。しかし、GEは長期な投資対象としてかなり上昇余地があると信じている(2017/10/9)

TRIAN PARTNER

PARTNERS Ed Garden, CIO

過去90日、とても多くの投資家と会い市場関係者の見解を得てきた。 ガーデン氏とともに仕事ができるのを楽しみにしている (2017/10/9)





John L. Flannery, CEO

…GEの株価はさえない。年初から株価は2割超下落しており、ダウ平均の構成銘 柄で値下がり率は顕著だ。製造業にデジタル技術を取り入れ収益力を高める構想 は道半ば。トライアンからの人材受け入れを株価の起爆剤にしたかったところだが、 9日の株価も約4%安とダウ平均の中で最も下げ、ここ2年間の安値となる23ドル台 をつけた

「明らかにネガティブ」。かねてGEに批判的なJPモルガンのアナリスト、スティーブン・トゥザ氏は人事を評価しない。同日は最高財務責任者(CFO)も含む大幅な幹部交代を発表しているが、改革へ期待はできないとの見方を示した...

『物言う株主が挑むGE復興』(2017/10/10、Financial Times、日本経済新聞)

#### その他、アクティビストによる取締役会参加(1)



### 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

③ M&Aプロジェクトの現場で起こること

# M&Aプロジェクトにおける理想と現実

A M&Aは目的か手段か 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)

- 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

- 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

- の 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

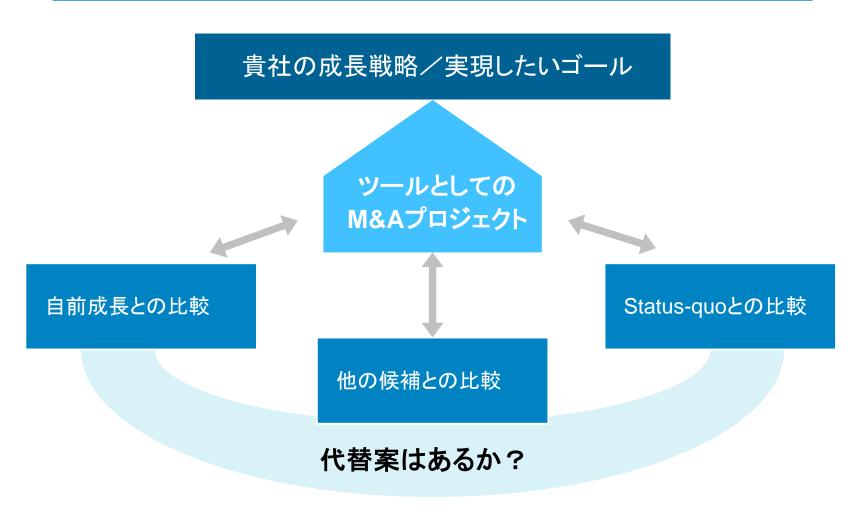
リスクへの対処

- 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

41

### 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

43

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

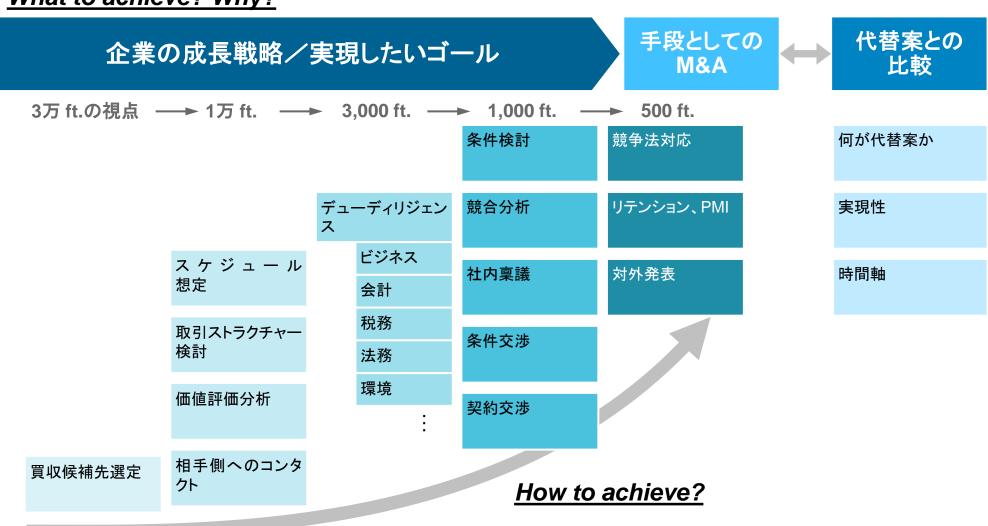
# 実際に起きる事: 多くの関係者と多くのアジェンダが一挙に押し寄せる



- 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ニングの鍵: 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

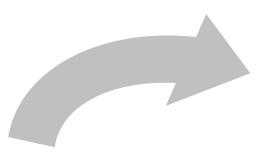
### What to achieve? Why?



三菱UFJモルガン・スタンレー証券

46

# 戦略的目的の確認とオプションの検討



# 戦略的目的ゴール

### 再確認



### 外部要因•制約

- 株価
- 規模
- 資金調達
- 買収後の経営

### オプションの検討

- 事業提携
- マイノリティ出資
- 上場維持
- 他社と共同買収
- 完全買収
- ・ 別のターゲット
- 自前路線



# 交渉のダイナミクス

時間軸の設定	
価格交渉 (バイサイドの例で)	

### 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、<u>リスクをマネージ出来るかの見極め</u>
- 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

# M&A "失敗"事例要因の代表例

M&A"失敗"事例における要因類型

50

④日本企業によるM&A取引の展望と課題

### 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
- オークションプロセスをPre-empt



Clarion

- 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)
- faurecia
  - 日立によるクラリオンのFaureciaへの売却

KKRによるカルソニックカンセイの買収



- 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

Driving Mobile Media Innovation OASIS

M. KURODA ELECTRIC Co. Ltd. 旧村上ファンド 関係者(日本)

### 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

#### 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

- 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
  - ー自社株買い・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

### 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

### 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 (プラットホーム・橋頭堡の獲得)
- → 真の価値創造はプラットホ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

54

# 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)			
<b>⑥ 結論</b>	明快	(常に)クライアント任せ			

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アドバイザリー実績

#### 日本関連クロスボーダー案件(1)(2)

CY2013 - CY2018 YTD (3)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 YTD <sup>(3)</sup>	2013 –2018 YTD (3) Total
Mitsubishi UFJ Morgan Stanley	1	1	1	2	2	1	1
Goldman Sachs	4	3	5	4	3	2	2
NOMURA	2	2	2	5	1	5	3
MIZUHO	6	6	4	1	7	6	4
J.P.Morgan	9	8	9	>10	6	3	5
SMFG	5	7	3	10	5	8	6
Evercore	>10	>10	>10	>10	9	4	7
cîti	>10	9	7	>10	>10	7	8
CREDIT SUISSE	10	5	>10	>10	4	10	9
Bankof America  Merrill Lynch	3	>10	6	9	8	>10	10

出所:トムソン・ロイター

注:

<sup>1.</sup> 公表案件を対象とし、ランクバリューを基に作成。不動産関連案件含む

<sup>2.</sup> 三井住友FG(SMFG)にはSMBC日興証券及び三井住友銀行が含まれる。みずほFGにはみずほ証券、みずほ銀行が含まれる

<sup>3. 2018/1/1 - 2018/11/6</sup> 

### 別所 賢作

### マネージングディレクター/M&Aアドバイザリー・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ジング ディレク ターで、M&Aアドバイザリー部の責任者 として日本における国内外のM&Aアド バイザリー・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 バイザリー業務に関わる
- 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

- 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

- 公開買付けを通じた日立製作所による連結上場子会社クラリオン63.8%持分の仏 Faureciaへの売却(2018)(進行中)
- ・ 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ックの完全子会社化(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Colonial First State Global Asset Management の 100%買収(2018) (進行中)
- 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 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KC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

- 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年)(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ー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SMBCPI/新日本製鐵/住 友商事コンソーシアムへの売却(2005)

### ディスクレーマー

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「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。