

# 一橋大学CFO教育研究センター 財務リーダーシップ・プログラム

2017年10月28日

～ 規律あるM&A戦略のために ～

株式会社コアバリューマネジメント  
代表取締役社長 朱 殷卿

# 自己紹介

30年にわたり企業の戦略及び財務に関するアドバイザー業務に従事

- 1986 - 2007: JPモルガン  
マネジング・ディレクター、金融法人本部長等歴任
- 2007 - 2013: メリルリンチ  
投資銀行共同部門長、副会長等歴任
- 2013 - 現在: コアバリューマネジメント設立、代表取締役
- 2015 - 現在: 一橋大学 非常勤講師
- 2015 - 現在: 第一生命ホールディングス 社外取締役
- 2017 - 現在: デサント 社外取締役

# ディスカッションのポイント

- 日本企業によるM&Aの現状
- M&Aが企業価値向上につながるための課題
- 戦略に占めるM&Aの位置づけと経営者の役割

# 当セッションを通じた皆様への問いかけ

千載一遇の買収の機会は、価格が高くて逃すべきではない。。。のか？

# 1. 日本企業によるM&Aの現状

# 事業再編の手段としてのM&A戦略

- 戦略的優先分野強化のため、非コア事業売却による経営資源と余力の創出
- 戦略的優先分野における買収
- 事業ポートフォリオの転換、最適化のための継続的なプロセス

	日立製作所	武田薬品
“遠ざける事業”	<ul style="list-style-type: none"><li>• HDD事業の売却</li><li>• 火力発電事業の分離統合</li><li>• 電動工具事業の売却</li><li>• 半導体製造装置事業の売却</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 呼吸器薬事業の売却</li><li>• 研究用試薬事業の売却</li><li>• 後発薬事業を合併に移管</li></ul>
“近づける事業”	社会イノベーション事業 <ul style="list-style-type: none"><li>• 伊フィンメカニカ傘下の欧州鉄道事業2600億円で買収</li></ul>	癌、消化器、中枢神経分野 <ul style="list-style-type: none"><li>• 米アリアド(癌治療薬)を6200億円で買収</li></ul>

# 日本企業によるM&Aの現状

- 増加トレンド
  - 10兆円台後半から20兆円の高い水準
- 海外買収案件が過半を占め、国内案件が相対的に少ない
  - 積極的な海外買収の一方で、売却には消極的
- 中・小型案件が中心
  - 年間2800～3200件中、1000億円超の大型案件は全体の1%前後
- 上場企業の時価総額に対して3%前後の水準
  - 英米では10%前後
- 事業再編のための手段として、M&Aを本格的に活用するまでには至っていない

# 2016-17(上期)大型買収案件

対象企業/買収企業	発表日	案件規模	案件規模の時価総額比	公表翌日の株価の変化
アームHD/ソフトバンクG	2016・07・18	32,424億円	49%	－10.3%
プレゼニスキー/アサヒGHD	2016・12・13	8,922億円	50%	－4.6%
東芝メディカル/キャノン	2016・03・17	6,655億円	15%	－1.4%
エンデュランス/SOMPO HD	2016・10・05	6,483億円	53%	6.5%
アリアドファーマ/武田薬品	2017・01・09	6,148億円	16%	0.0%

案件規模上位10件のうち、買い手である日本企業の時価総額の10%を超える規模の案件  
(トムソンロイター 日本M&Aレビュー 2016、2017上期より、一部筆者編集)



# 投資家はM&Aの戦略意義だけではなく、還元に対するインパクトを重視

	損保ジャパン エンデュランス	三井住友海上 アムリン	東京海上 HCC
発表日	2016・10・05	2015・09・08	2015・06・10
案件規模	6,483億円	6,317億円	9,253億円
プレミアム(vs 1m.avg)	42%	33%	36%
株価純資産倍率	1.36倍	2.40倍	1.90倍
増益効果	25%(連結修正利益)	28%(コア利益)	13%(修正純利益)
自社株買い及び	時価総額比 2.7%	時価総額比 0.9%	“機動的に実施”
総還元性向	50%	45%	35%+

# 日本企業のM&A戦略に対する市場の評価

## 高い戦略的意義

- 事業戦略の一環
- 業務上の課題と直接的に関連
- マネーゲーム的発想と一線を画す

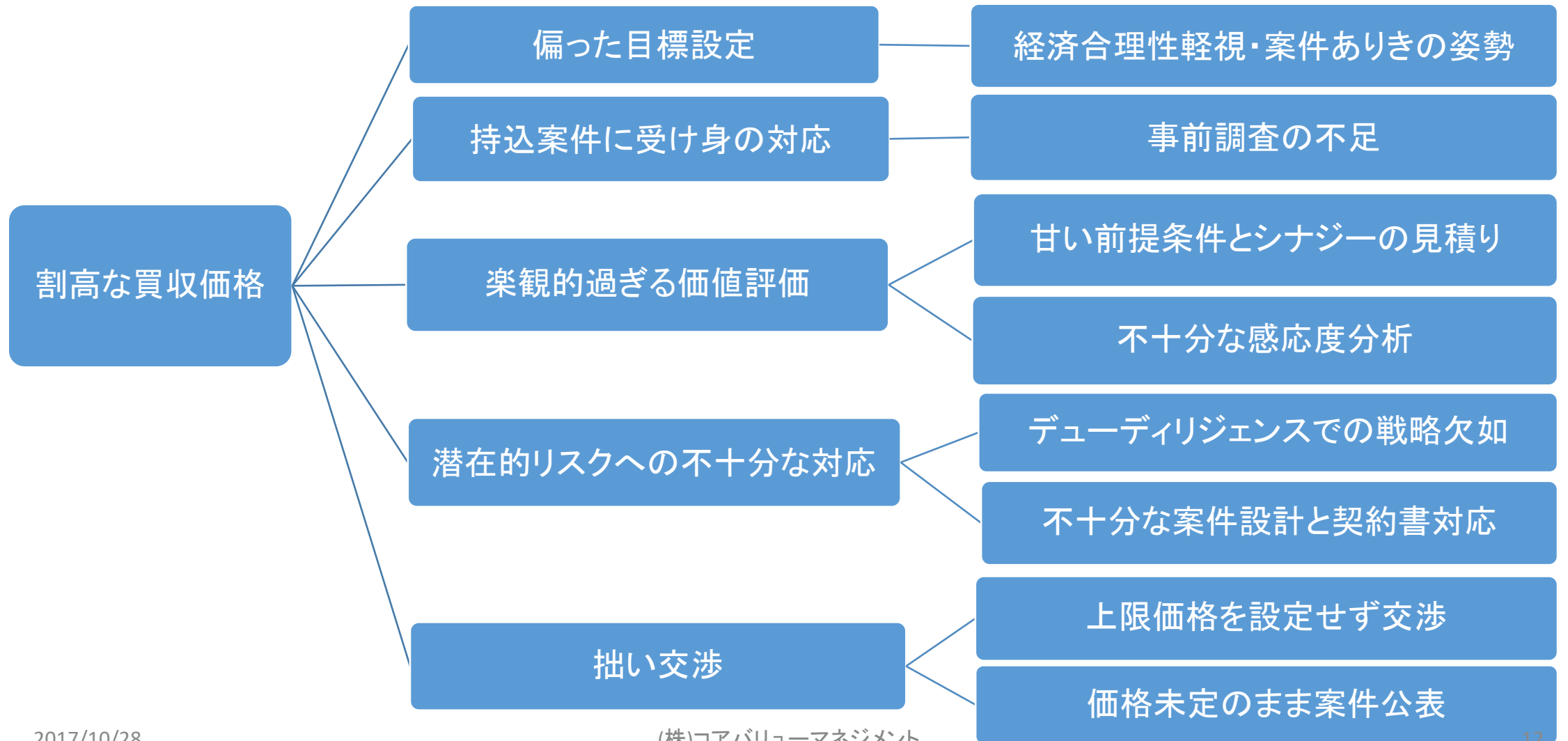
## 業績貢献に対する不確実性

- 買収価格が高過ぎる
- 案件後の経営体制が不備
- シナジー効果が限定的

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

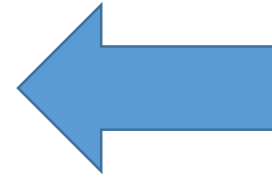
## 2. M&Aが企業価値向上につながる ための課題

# “高値掴みの”の構図



# 目標設定のあり方に関する問題

- 戦略意義、業務レベルでのメリットだけを重視
- 設定したM&A枠に捕われてしまう
- 競合他社への対抗、横並び意識
- 個人的な野心もしくはレガシーへの執心
- 事業の補完性を過大評価し過ぎる



案件ありきになり、  
ボール球を見送  
ることができない

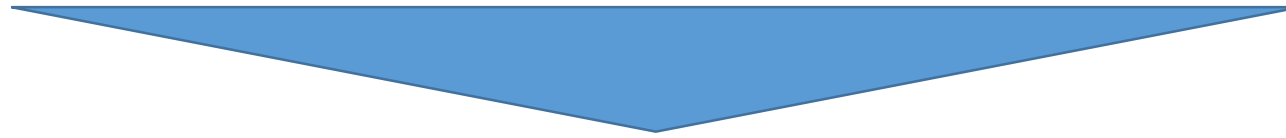
- 戦略的意義に加え、企業価値創造の視点をビルトインする
- M&A枠に期間を設け、適切な案件不在の場合の資本の活用代替案を定める
- 補完性案件においても、コストシナジーの創出もしくはリスク分散による資本効率改善など、具体的な効果の実現を図る

# 対象企業選定に関する問題

- 対象セクター全体を俯瞰して候補先をビジネスモデル、業績、マネジメントの質と親和性、潜在的なシナジーに基づいて優先順位付け
- 持ち込み案件に対するリアクションにとどまってはならない
  - 「これを買わないと他にない」という誤った強迫観念
  - 上場企業はすべて潜在的には“For sale”
- 経営権を取得しない少数資本参加案件の限界とリスクを認識しなくてはならない
- 戦略意義が伴うもので、潜在力があるものの、経営不振に陥っている企業を割安で買える機会も検討すべき

# 少数資本参加の限界とリスクを認識すべき

- 経営権の欠如ゆえ、戦略的提携の実効性の担保は困難
- 強力な管理体制を敷くことができず、不祥事への対処に限界
- 経営上の重要事項に対する拒否権を可能とする持分を取得することは容易ではない



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

# 戦略意義が伴い、経営不振企業を割安で買収できる案件

## 日産自動車による三菱自動車への出資

買収の特徴	具体的なメリット
買収価格	公表以前の株価(1か月平均)から <b>42%のディスカウント</b>
迅速な意思決定	不正燃費問題公表から <b>三週間で条件の合意</b> と発表
リスクの回避	<b>払い込みの前提条件</b> として、①特別調査委員会による最終報告書、②重大な悪影響の事実の不在、③三菱グループ3社との株主間契約の締結
実質的な経営権の獲得	代取会長、開発担当副社長、専務兼CSO、常務兼コントローラーとして取締役会4席に加え、COOの役割獲得
具体的で圧倒的なシナジー効果	①共同購買コストの削減、工場の共用、②共通の車両プラットフォーム、技術の共有、③現地化の共同推進、④販売金融会社の共同活用



# バリュエーション上の問題点と対応

バリュエーション手法	問題点
株価平均法	将来ポテンシャルを適切に反映しているとは限らない
類似企業、類似案件比較法	必ずしも類似ケースがあるとは限らない
DCF法、DDM法	前提条件の立て方次第で結果が大きく左右される ターミナルバリューが価値の過半を占めることがある

- 特定の手法だけに依存しない
- 将来予測の前提条件は過去の実績と業界水準から説明可能かを検証
- 信頼性の低い前提条件については、感応度分析を必ず行う
- 試算値から逆算してIRR, EPSへのインパクトを検証
- **シナジー効果を過大評価しない**

# シナジー効果を過大評価してはならない

- シナジーは当初計画と比べて多くのケースで未達の傾向
- グローバルに見ても当初計画のせいぜい7割から8割
- コストシナジーの実現には買い手側の強い意志が必要
- コストシナジーよりもトップラインシナジーを過大に期待する傾向
- **トップラインシナジーはコストシナジーよりもさらに難易度が高い**
  - 対象企業とのあいだの協議に要する時間
  - 対象企業に対する動機付け
  - 顧客のニーズとの適合性

- 
- **原則的にトップラインシナジーを買収価格に上乘せすべきではない**

# 潜在的リスクの認識における問題点

デュー・ディリジェンスによってもすべてのリスクの把握は不可能

- DDの範囲は売り手との間の交渉力次第
- 売り手は時間短縮で交渉力を高めようとするため、DDは常に時間不足
- 機密性維持の理由でインタビューの範囲も限定される

LIXILが買収したグローエの子会社Joyouによる不正会計と経営破綻

- Joyou 創業者兼経営陣による情報提供の遅延と妨害
- Joyou に英語のわかる幹部が不在
- グローエはJoyou経営陣を解任せず、時間をかけて変革するという対応
- リクシルにJoyou に関する問題は開示されなかった
- Joyouはフランクフルト証券取引所上場、監査法人による無限定適正意見
- 当初グローエはリクシルの持分法適用会社にとどまり、対応が後手に
- 表明保証違反に対する補償請求権は限定的なもの

# 潜在的リスクへの対応

- デュー・ディリジェンスにおける戦略的対応
  - DD対象は重箱の隅までではなく、リスクプロファイルに基づき濃淡をつける
  - 手続きよりもエコノミクスにインパクトがある項目を優先
  - 相手側の情報開示姿勢に対して当初から毅然としたメッセージを発する
- **不確実要因はバリュエーションに反映させる**（ヘアカットする）
- 案件設計及び契約書における対応
  - 案件スコープを再構成
  - 表明保証違反に対する補償請求権
  - 価格の乖離を事後調整する仕組み（アーンアウト条項、クローバック条項）
  - 買入価格でのプットオプション

# 価格交渉における問題点と対応

- 相対案件であれば競争入札よりも価格を抑えられるとは限らない
  - 独占交渉権にはコストと限界がある
- 価格交渉の前に、価格に影響を与える要因の交渉を優先する
- 交渉初期のインディケーションは常に低目でいくべきとは限らない
  - 低目の価格を投げたときのリスク
  - 双方の期待価格の中間水準で妥結できるのは交渉力が互角以上のとき
- **ウォークアウェイ・プライス(上限価格)をあらかじめ設定すること**
  - 「優良企業の買収案件」では必ず設定すべき
  - 交渉に先立って設定しないと意味がない
  - 経営トップが関与すべき問題

# 独占交渉権と違約金の効果の限界

## 独占交渉権

- 付与相手の妥当性を厳格に評価
- ノックアウトプライスの要請
- 期間の限定
- 売り手側のショッピング条項の留保

## 違約金

- 限られたケース
- 最終契約書のみ
- 水準は数%~5%、最大でも一桁

- 被買収企業の経営陣に課された善管注意義務によって、独占交渉権の取得には相応のコストが生じる
- 独占交渉権は交渉上のレバレッジを得たときに強く主張すべき
- 違約金条項によっても契約締結後の対抗ビッドを完全に回避することは困難

# 独占交渉権が争われた事例

- UFJHDによる住友信託へのUFJ信託売却合意とその後の白紙撤回
- UFJHDとMTFGの統合交渉と、独占交渉権を持つ住友信託による差し止め請求
- 東京高裁の地裁決定取り消しとその理由づけ
  - 一方の当事者の成約意思の消滅により、独占交渉権は意義を失った？
- 最高裁の特別抗告却下とその理由づけ
  - 独占交渉権は損害賠償などで補償できる限り、交渉差し止めは不要？
- UFJとMTFGの統合基本合意とSMFGによる対抗ビッド
  - 案件に関与するためのSMFGの対応
  - 統合を確実にするためのMTFGの対応
  - 善管注意義務を履行するためのUFJ経営陣の対応

# 基本合意と案件の公表

## 常陽銀行と足利銀行の統合

2015年11月2日合意

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

## 第四銀行と北越銀行の統合

2017年4月5日合意

- 統合の目的と意義
- スケジュール
- 株式移転による共同持株会社の設立（その後子銀行の合併）
- **株式移転比率は未定**
- 第四は代取社長、北越は代取会長
- 本店所在地は北越（長岡）、本社機能は第四（新潟）



# 価格未定で案件を公表することの問題点

## トヨタによるダイハツの 完全子会社化

- 2016・1・29発表
- 株式交換による買収
- 株式交換比率1対0.26
- リリース(リーク)5日後株価変動率  
-0.1%(日経平均-0.2%)

## 新日鐵住金の 日新製鋼の子会社化

- 2016・2・1発表
- 子会社化の方法と価値評価は3か月後を目処に決定
- リリース(リーク)5日後株価変動率  
-1.9%(日経平均-1.3%)

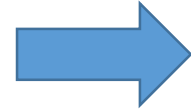
- 経済条件が未定であるため株主は案件の適否を判断できない
- 競合ビッドを招く隙を与える
- **案件公表によって売り手の株価が高騰し、買収価格も上昇**

# 案件公表時の投資家向けストーリー

- 戦略的意義
  - 戦略的に達成できることは何か
  - 長期的な最適事業構成の構築に向けた位置づけ
- 価格の妥当性
- 案件後の経営体制とシナジー
- 案件の収益及び財務状況に対するインパクト
- 資金調達方法
  - ノンコア事業やリスク資産の削減によって捻出した資本の還流がベスト
  - 増資が不要である場合,その旨を開示時点であえて言及すべき
- M&Aというイベント自体がエクイティ・ストーリーになるわけではない

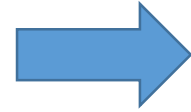
# 高値掴みを回避するための規律

## 1. 事前調査の徹底



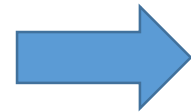
- 持込み案件だけに依存しない
- 潜在的シナジー分野と実現可能性の分析

## 2. バリュエーションにおける厳格性の堅持



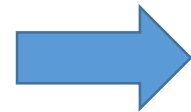
- 客観性ある前提条件の設定
- 感応度分析の実施
- トップラインシナジーの保守的な扱い

## 3. 潜在リスクへの対応



- DDでリスク要因にフォーカスし対応
- 案件設計の工夫と契約書への反映

## 4. 規律ある交渉と意思決定



- ウォークアウェイ価格を設定し交渉
- 経済的条件の合意後に案件を公表

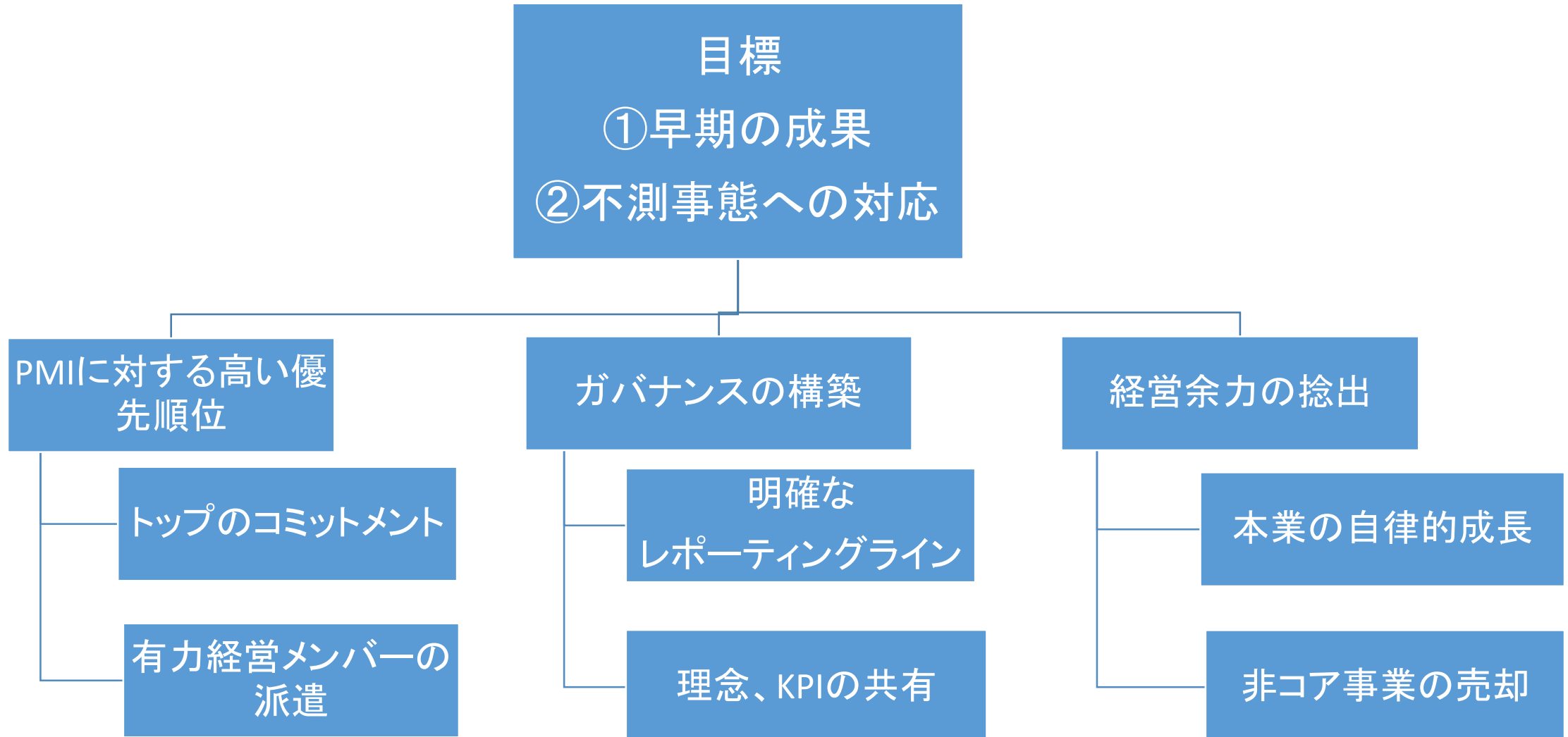
# 買収プレミアムに対する説明責任をいかに果たすか

- 買収プレミアムは経営権の対価
- キャッシュデールで20%～40%、ストックデールで10%前後
  - 取得持分比率、敵対vs友好、買収対価、対等性等案件の性格次第で、プレミアム水準は分散する傾向
- 買収プレミアム相当分だけ買い手にとっての投資採算は悪化



買収後にシナジーを創出することでプレミアムを取り戻せるか

# 案件後の経営に関する重要ポイント



# 案件後の統合に経営の高い優先順位を置かなくてはならない

- 被買収企業は一時的に脆弱な状況に陥る
  - 社内の動揺
  - ライバル企業による営業攻勢
- 必要な経営資源を迅速に投入する経営判断が求められる
  - スピード感をもった統合計画の策定・実行
  - 将来のトップ候補など、最高の人材を対象企業に派遣



経営トップによるコミットメントとリーダーシップが重要

# 経営を任せるべきか乗り込んでいくべきか

- 初期段階では対象企業経営陣に任せざるを得ないのも現実
- 問題はうまく行かなくなったとき方向転換のため迅速に対応できるか

磯崎キリンホールディングス 社長(2016年4月11日日経ビジネス)

「現地に任せてできると期待してしまった。これは違うぞと、完全に腕まくりの状態で乗り込んでやるという決断をしなくてはいけなかったが、見込みが甘かった。」

- 対象企業に実力者を派遣しておく必要性は高い
- 対象企業トップ交代時は特に緊密なモニタリングが必要

# 経営を任せる場合の留意点

“適切なガバナンスを前提とした任せる経営”（「JTのM&A」）



- 「おまかせ」はダメ
  - 経営理念の共有は必須
  - こちらで定めたKPIに基づくレポーティング
  - 最高の人材を現地に送り、現地経営陣と協働させる
  - 本社から派遣した人材にレポーティングラインがある仕組み（派遣した人材が現地でお客さんになってしまってはダメ）
- どちらがボスかははっきりさせておく
  - 被買収企業トップに対する選解任の権限の明確化
  - 取締役会で過半数を占めるか、指名委員会を押さえるのが望ましい



# 対等な統合における留意点

- 対等性が標榜される背景
  - 買われる側の抵抗感の払しょく
  - 買収プレミアムを抑制できる
- 対等な統合における問題点
  - 統合後のリーダーシップの欠如につながるおそれ
  - 統合効果よりも現状維持につながるおそれ
  - 対等の名のもとに双方の弱点が温存されるおそれ
  - スピード感をもったシナジーの実現が困難
- 対等とは別の大義を掲げるべき
  - 内向きではなく顧客、市場から見た統合後のあるべき姿を定義
  - 人事・組織に関して対等よりも公正さと透明性を基準にすべき

# トップライン・シナジーを過大に期待せずコストシナジーを優先して取り組むべき

## 三越と伊勢丹の統合

(億円)	2008年3月			2016年3月
	三越	伊勢丹	二社合算	三越伊勢丹HD
連結売上高	7,740	7,858	15,598	12,872
販売・一般管理費	1,980	1,932	3,912	3,287
販売・一般管理費率	25.6%	24.6%	25.1%	25.5%

大西三越伊勢丹ホールディングス 社長(2016年10月7日日経)

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

# 案件後の統合に取り組むための経営余力をあらかじめ捻出することの重要性

## JTによるギャラハーの買収

2003 - 05年中計: **国内事業の構造改革**

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



2006年12月ギャラハーの買収発表

## ソフトバンクによるARMの買収

16年以降米国スプリント社の業績好転

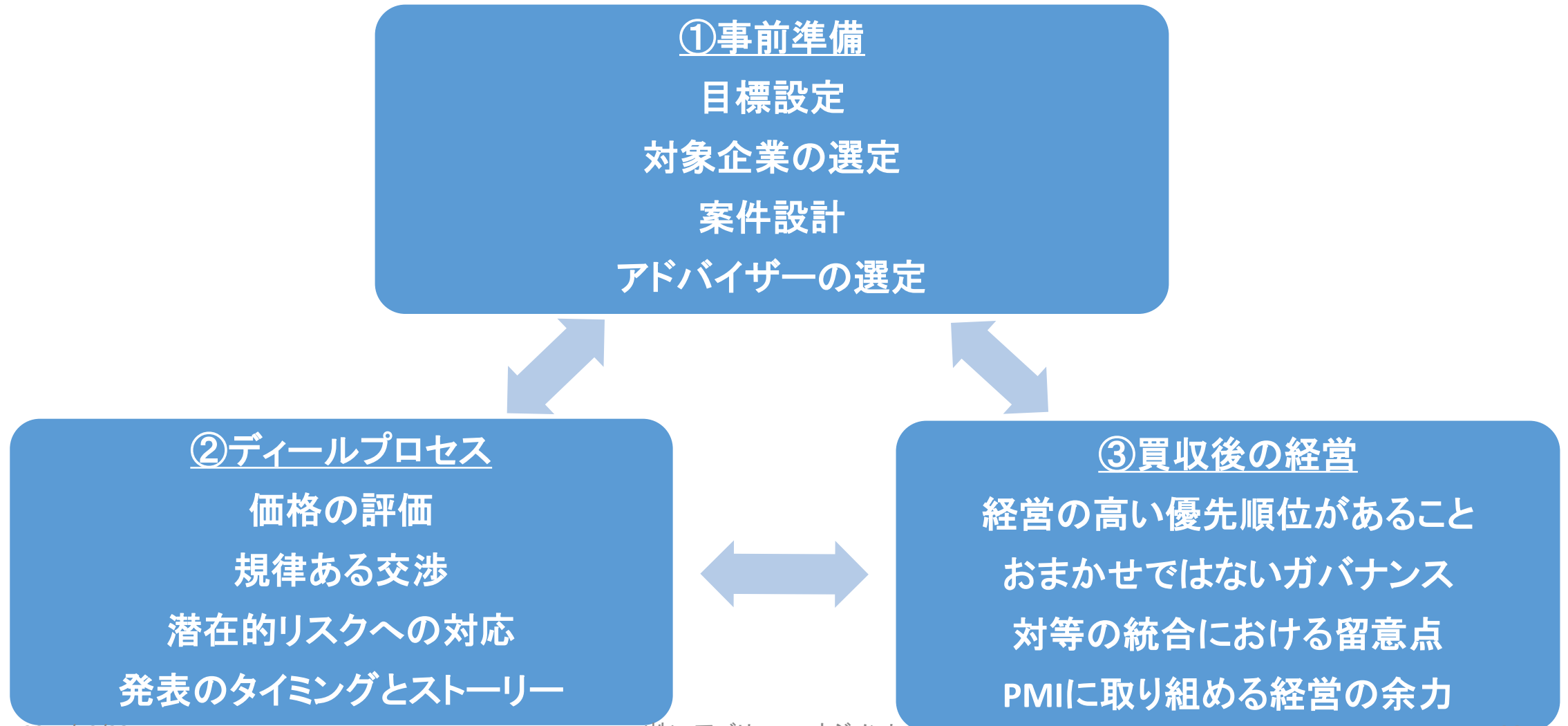
**非コア事業の売却**

- 2016年6月アリババ株式一部売却
- 2016年6月ガンホー株式売却
- 2016年6月スーパーセル株式売却



2016年7月ARMの買収発表

# M&Aが企業価値向上に繋がるための課題



# フィナンシャルアドバイザーの役割

- 仲介ではなくアドバイスの提供
- 価値算定等の作業だけではなく、案件の正当性と妥当性を評価
- 本案件以外の代替案との比較のうえで案件の是非を助言



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

# フィナンシャルアドバイザーの選定基準

- 実績
  - リーグテーブルを類似案件に限定して再構成
  - 本案件の担当チームの実績
  - リピートのクライアントはいるか
  - カテゴリーキング
- 体制
  - 顧客担当バンカーとM&Aスペシャリストの関係
  - 日本(顧客担当)チームと海外(案件執行)チームの関係
  - 短期的利益よりも、長期的な信頼関係を重んじる企業文化
- 担当責任者の資質
  - クライアントの長期的目標と案件の重要性を十分に理解しているか
  - 案件プロセスに関する知見と展望を持ち、リスクを熟知しているか
  - 国内外のわたるグローバルな組織を動かせるか

# クレデンシヤル

## 国内案件

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

## クロスボーダー案件

- 三菱信託銀行によるCRTへの出資
- 三井信託銀行によるC&Nの買収
- 第一勧業銀行によるCITの売却
- 富士銀行によるHellerの売却
- 日本長期信用銀行によるAircraft Finance事業の売却
- 日本長期信用銀行によるNWA保有資産のリストラクチャリング
- 第一生命によるProtective Lifeの買収
- 日本生命によるAllianzへの出資
- 日本生命によるPrudentialへの出資
- 明治安田生命によるTaraxへの出資
- エトナ平和生命のMasMutualへの売却
- Philadelphia C.の東京海上への売却
- 三井住友海上のシナルマス生命買収

## 財務戦略・資本政策

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

# 当セッションを通じた皆様への問いかけ

千載一遇の買収の機会は価格が高くて逃すべきではない。。。のか？



# 千載一遇の買収の機会は、価格が高くて 逃すべきではないのか？

- ウォークアウェイ価格との乖離は。。。
- 非合理的な条件でも競合他社が買収に乗り出す場合。。。
- 案件を見送った場合の余剰資本は。。。
- ボール球を見送る判断ができるためには。。。

### 3. 経営戦略のなかに占める

M&Aの位置づけ

# 戦略が陥りがちな隘路

将来なりたい姿、将来の目標の設定が曖昧



過去からの延長線上で、現場が横と擦り合わせながらの策定



現状追認的、総花的、他社と違いのない戦略（計画はあるが戦略は不在）



業績の改善につながらない、求心力を生まない、振り返られることがない

# のぞましい戦略への転換

## 戦略の陥りがちな隘路

将来なりたい姿、将来の目標の設定が曖昧

過去からの延長線上で、現場が横と擦り合わせながらの策定

現状追認的、総花的、他社と違いのない戦略

業績の改善につながらない、求心力を生まない、振り返られない

## のぞましい戦略の要件

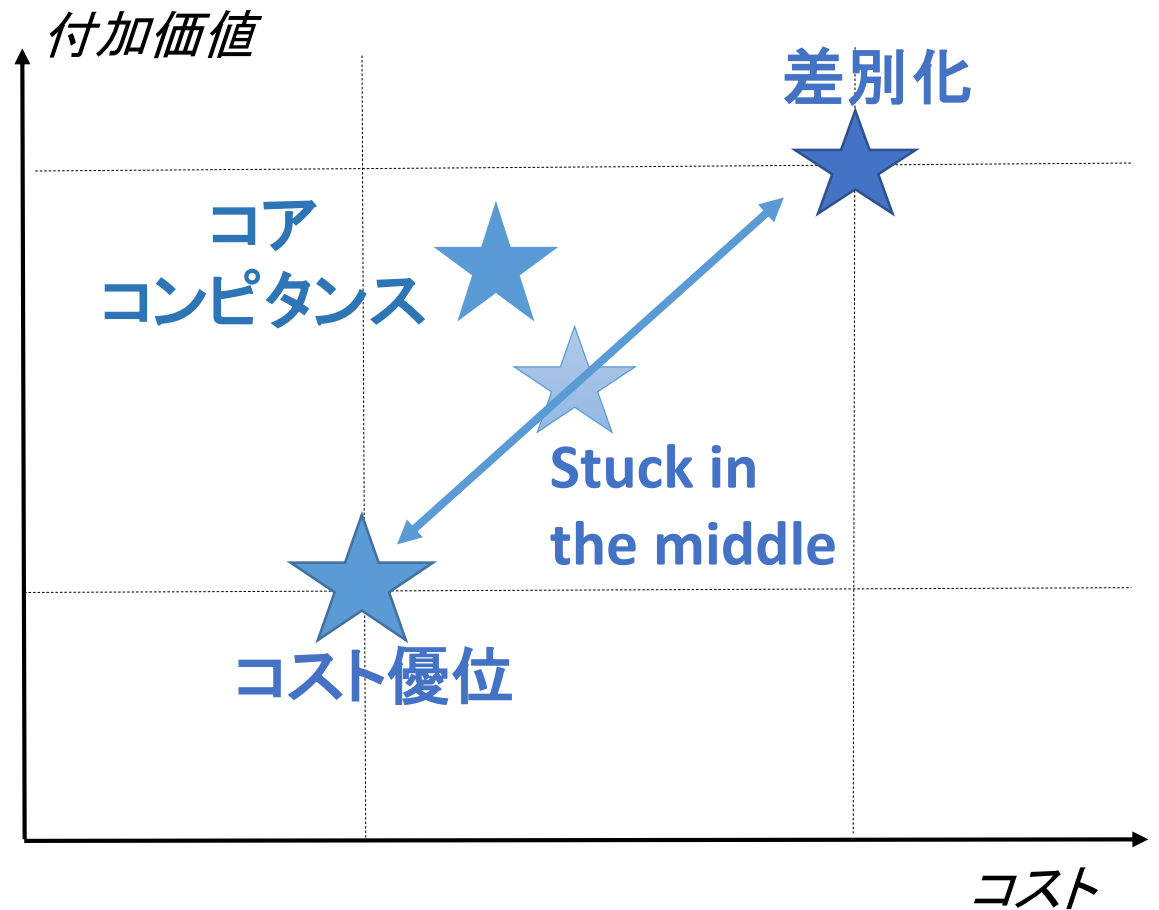
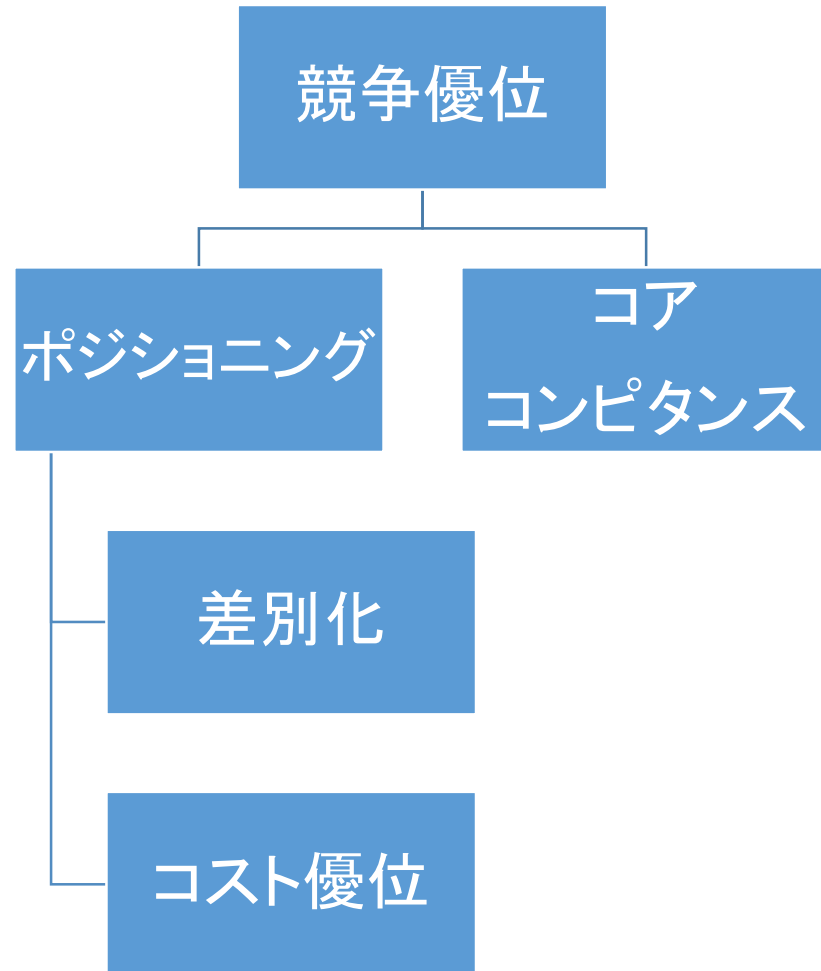
将来起点の発想で、何になりたいか、何をやるかが明確であること

戦略上の優先順位に関してトップダウンで決定すること

独自性があり競争優位につながる

バリュードライバーにフォーカスし、業績改善につながる

# 競争優位のための二つのアプローチ



# 競争優位の源泉はどこにあるのか

## ポジショニング戦略



### 競争優位の源泉

- 何をやらないかを明確化
- それをやらざるを得ない他社との競争を回避

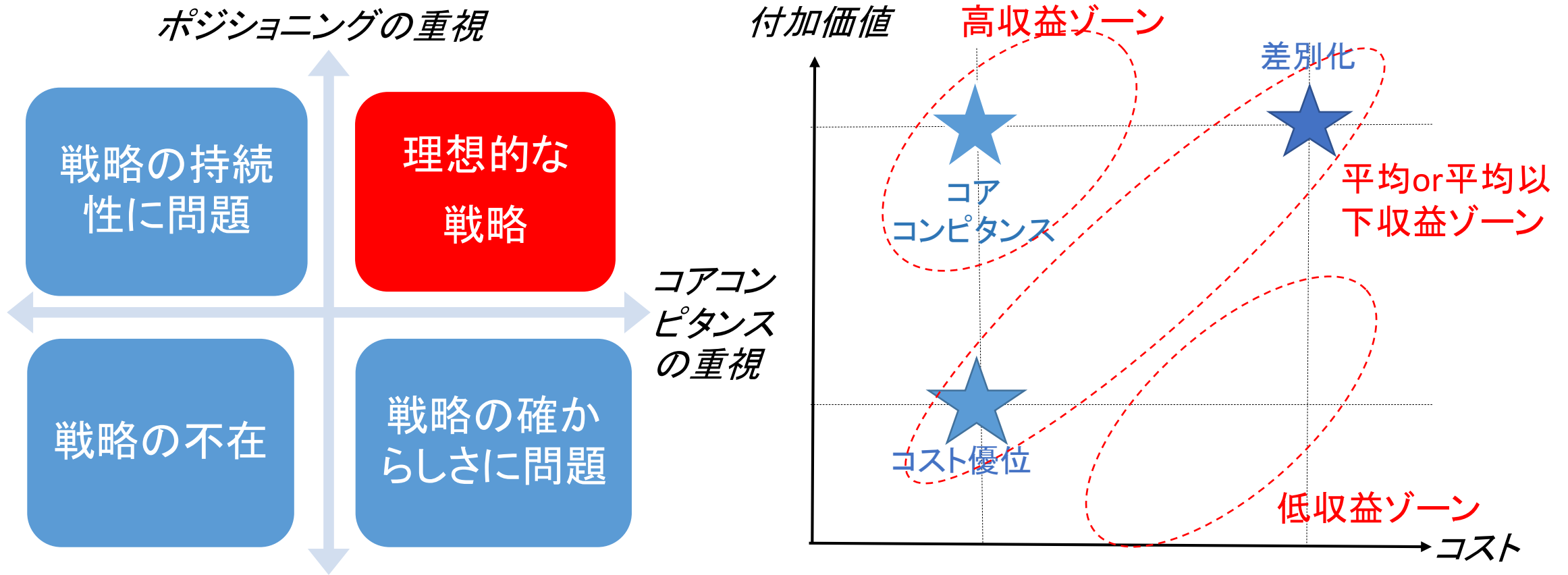
## コアコンピタンス戦略



### 競争優位の源泉

- 因果関係の不明確さ
- 経路依存性
- 時間とともに進化

# 優れた戦略はポジショニングとコアコンピタンスの両立を必要とするが、その実現可能性は？



# 低ROEの原因はレバレッジの低さではなく、稼ぐ力の弱さにある

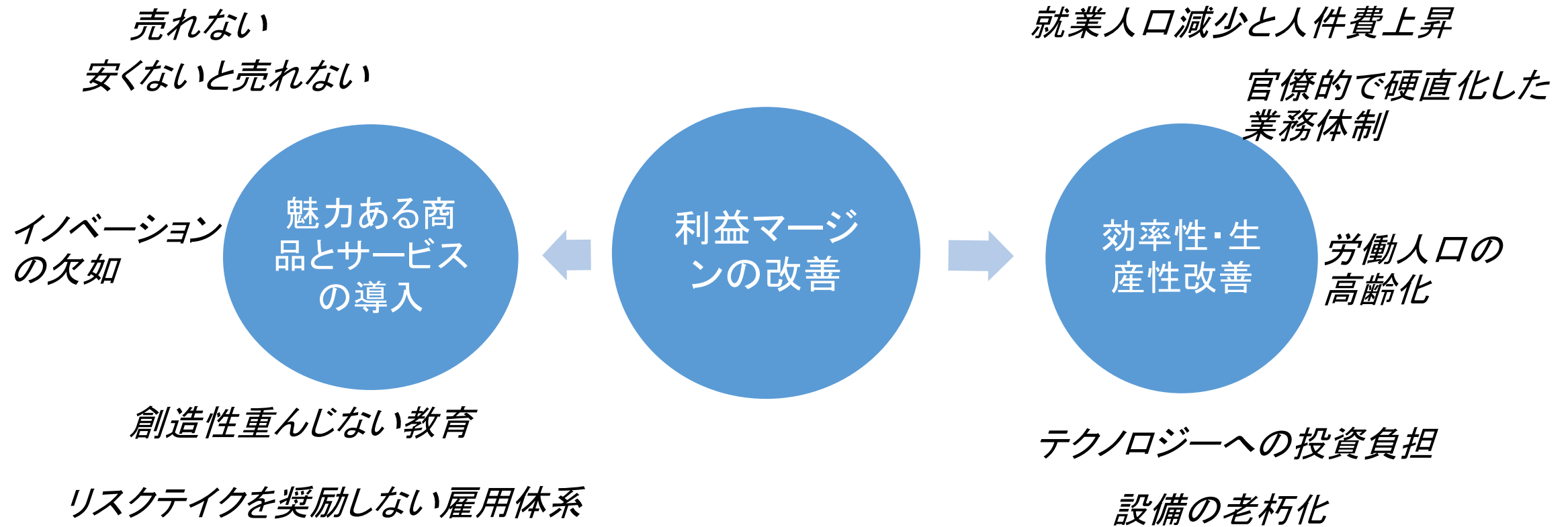
$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{利益} / \text{株主資本} \\ &= \left( \frac{\text{利益}}{\text{売上}} \right) \times \left( \frac{\text{売上}}{\text{資産}} \right) \times \left( \frac{\text{資産}}{\text{資本}} \right) \\ &= \text{利益マージン} \times \text{資産回転率} \times \text{財務レバレッジ} \end{aligned}$$

## 日米欧企業のROEの要因分析比較(2006-2015)

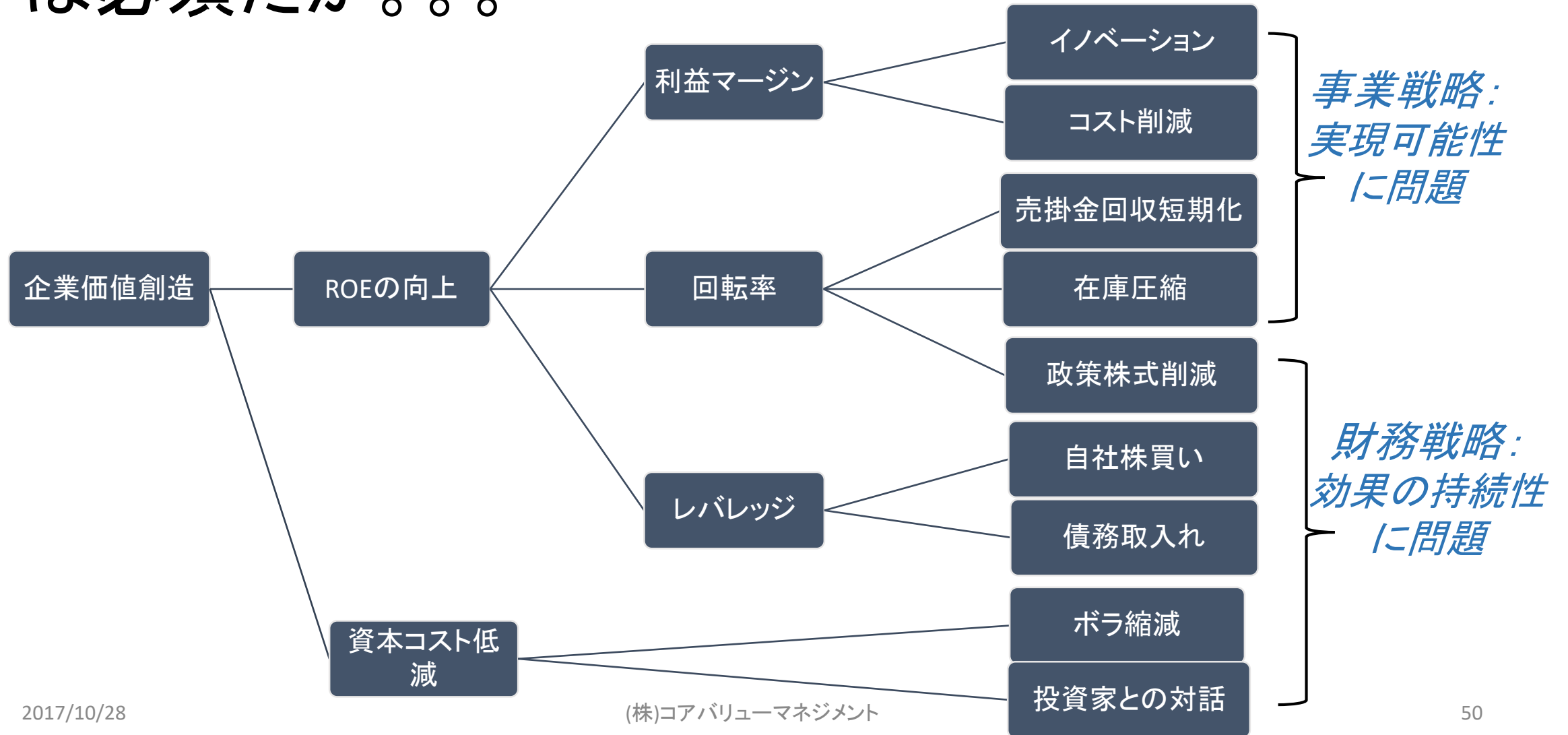
地域	ROE	マージン	回転率	レバレッジ
日本	6.7%	3.4%	0.9	2.0
米国	16.3%	8.7%	0.7	2.3
欧州	15.0%	7.4%	0.8	2.5



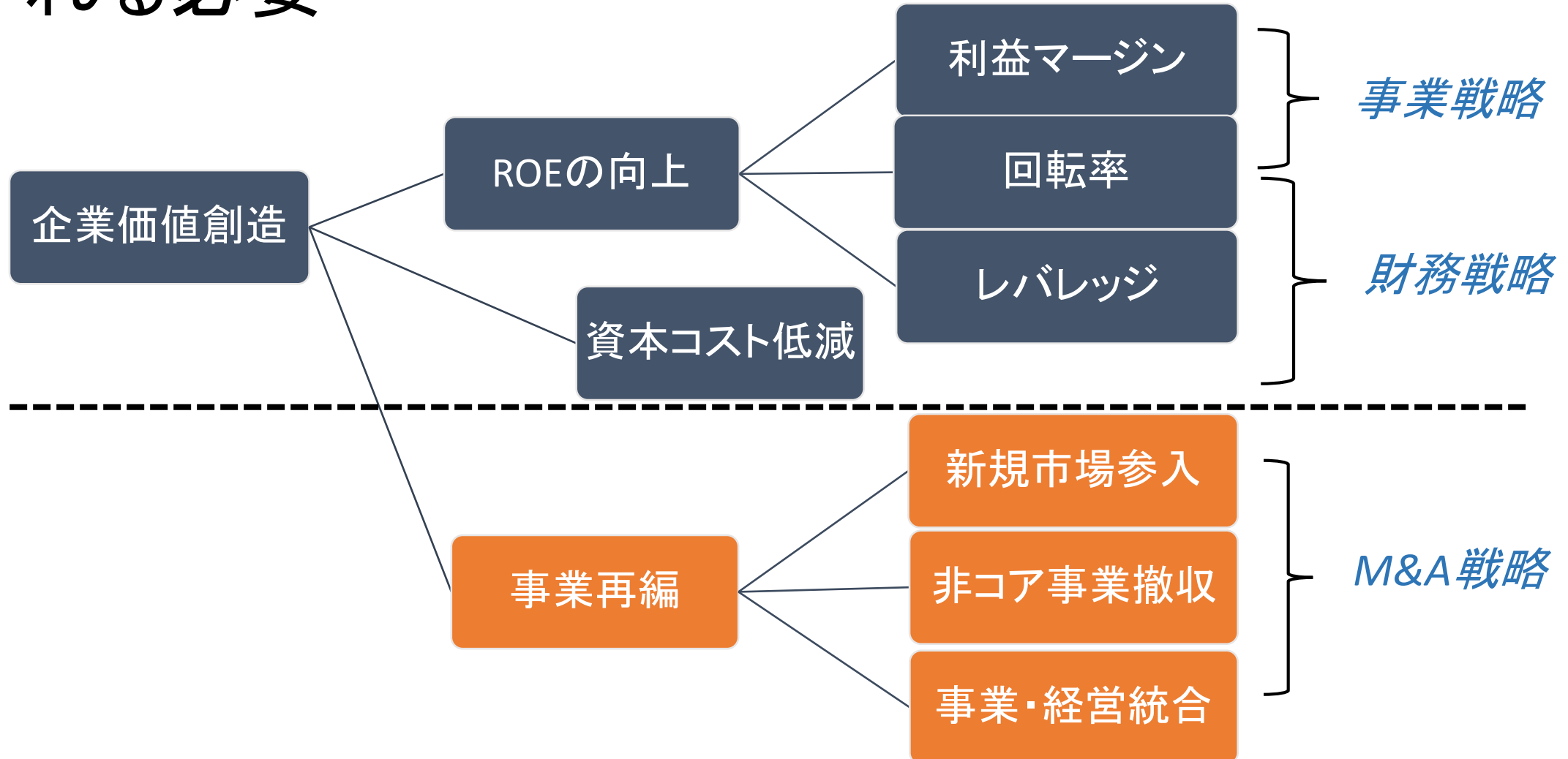
# 利益マージン改善のための環境は厳しい



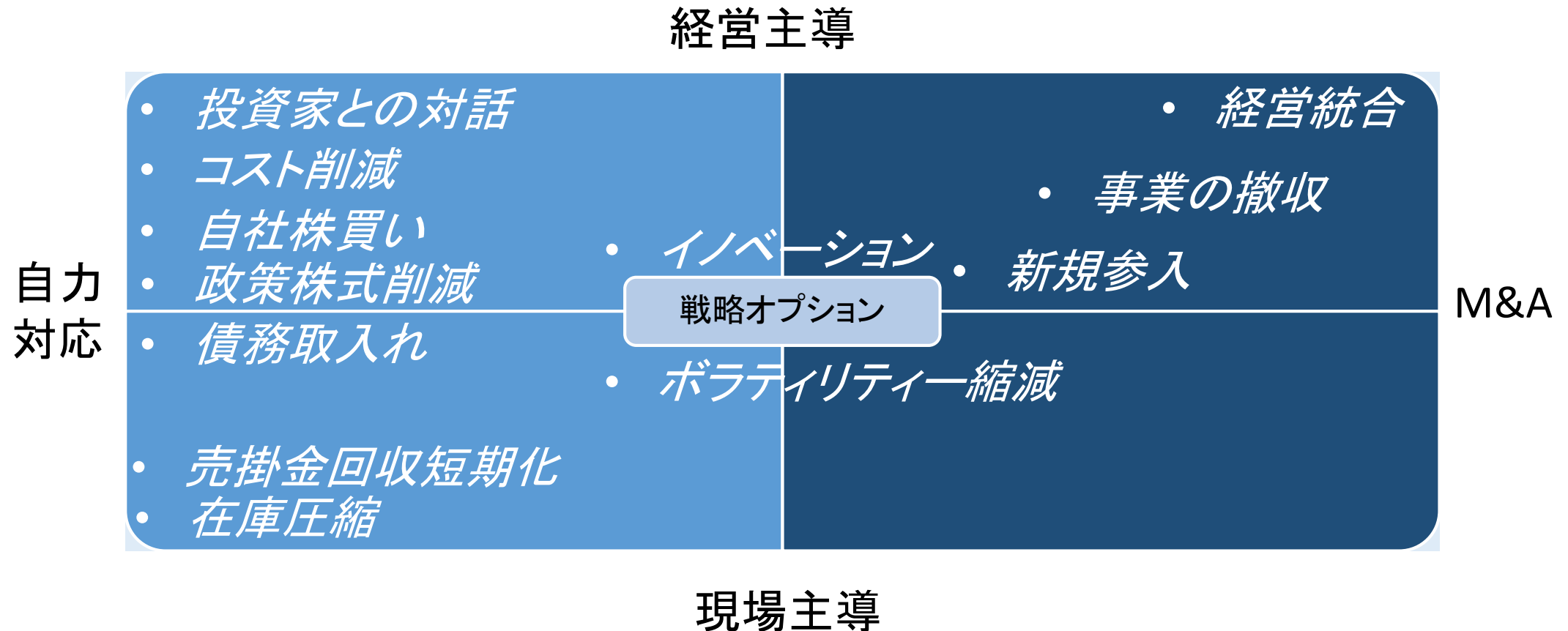
# 広範なバリュードライバーの検討と優先順位づけは必須だが。。。



# 成熟産業においては、事業再編を常に視野に入れる必要



# 事業再編とM&A戦略は経営主導の取組み



# M&A案件における経営者の役割

- 企業価値へのインパクト次第で経営者の関与の度合いは異なる
  - インパクトの小さい案件は内部成長案件と等しく事業部主導で執行
  - インパクトの判断基準として案件規模の時価総額比、潜在的なダウンサイドリスク、格付への影響など
- 経営トップがおさえておくべきポイント
  - 対象企業との親和性
  - 買収後の価値増大のドライバー
  - 価格の上限
  - 買収後の経営に誰をあたらせるかを定める

# 本日の要旨

1. M&Aを戦略オプションのひとつとして恒常的に位置付ける必要
2. 単発のディールではなく、継続的な事業構成の最適化プロセスと捉える
3. 意思決定フレームワークの中に企業価値向上の視点をビルトインする
4. ウォークアウェイ価格を必ずあらかじめ設定してから交渉に臨む
5. 買収価格の妥当性は買収後の経営力次第であり、買収後の経営力は買収価格の上限
6. 買収後の経営がうまくいくためには、トップのコミットメントと適切なガバナンス、本業が順調で買収後の経営に取り組めるだけの余力が必要
7. 起死回生の売却・身売りはあっても、起死回生の買収はない
8. 企業価値にインパクトあるM&Aは、経営トップの主要業務