

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 Cコース

～ 規律あるM&A戦略のために ～

2019年10月5日

株式会社コアバリューマネジメント
代表取締役 朱 殷卿

略歴

- 1986年： 一橋大学 法学部 卒業
- 1986 - 2007： JPモルガン
 - 2001 マネジング・ディレクター
 - 2005 金融法人本部長
- 2007 - 2013： メリルリンチ
 - 2010 投資銀行共同部門長
 - 2011 副会長
- 2013 - 現在： (株)コアバリューマネジメント設立、代表取締役
- 2015 - 現在： 一橋大学大学院 商学(現経営管理)研究科 非常勤講師
- 2015 - 現在： 第一生命(現第一生命ホールディングス) 社外取締役
- 2017 - 2019： デサント 社外取締役

チャレンジしました



2019年10月5日

©株式会社コアバリューマネジメント

勉強も(ちょっと)しました

国民主権の研究 (杉原泰雄)

近代立憲主義と現代国家 (樋口陽一)

憲法の原理 (宮沢俊義)

法社会学と法解釈学 (渡辺洋三)

青きドナウの乱痴気 (良知力)

近代世界システム (イマニュエル・ウォーラーステイン)

生きるということ (エーリッヒ・フロム)

ベスト&ブライテスト (デイヴィッド・ハルバースタム)

ペール・ゴリオ (オノレ・ド・バルザック)

マクベス (ウィリアム・シェイクスピア)

グレイト・ギャツビー (スコット・フィッツジェラルド)

よく働きました

国内案件

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

クロスボーダー案件

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

財務戦略・資本政策

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

クライアントの皆様からのご信任のお陰

日本経済新聞2016年4月5日

交遊抄

「最近どう
してるのか
な」と気にな
ったら連絡を
取り合い、杯
を交わす。そんなお付き
合いを続けているのが経
宮コンサルタントの朱殿
卿さん。年齢は一回り近
く下なのに年の差
を感じさせない。
高い見識と相手を
リラックスさせる
不思議な魅力の持
ち主だ。どこか神
々しい風貌で、ひ
そかに「僧侶」だ
と思っっている。

僧侶のような

二 宮 雅 也

に移ると部下がご
っさり抜けてしま
ったと聞く。
信頼できるビジ
ネスパートナーは
気のおけない友
に。お会いしても
小難しい仕事の話
は抜き。お気に入
りの店を紹介し合
っては最近読んだ

15年ほど前。当時
の私はいまの会社の前身
の日本火災海上保険の秘
書室長。興亜火災海上保
険との難しい合併交渉で
フィナンシャル・アドバ
イザー（FA）を務めて
いた朱さんに大いに助け
てもらった。

本やフォーク音楽などの
話題に花を咲かせる。気
が合うのか私たちには共
通の知人が多いようだ。
今度は朱さんを囲んで神
宮前の勢揃坂の店で一杯
やりますか。（ふたみや・
まさや||損害保険ジャパ

外資系のエリートバン
ン日本興亜会長)

いまでも真面目に働いています

第70回一橋大学・東京大学対校競漕大会
パンフレットより(2018年4月29日)

M&A戦略、資本政策、ガバナンスに関するアドバイス

- グローバル投資銀行での約30年の経験と実績
- しがらみにとらわれない社外からの視点と提言
- 客観的な分析に基づいたアドバイス
- 長期的な信頼関係を重んじた業務遂行

祝第70回 一橋大学 東京大学対校競漕大会



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

昭和61年 一橋卒

☎090-1423-7302 ✉shu.ung@corevmgmt.com

本日のディスカッション・ポイント

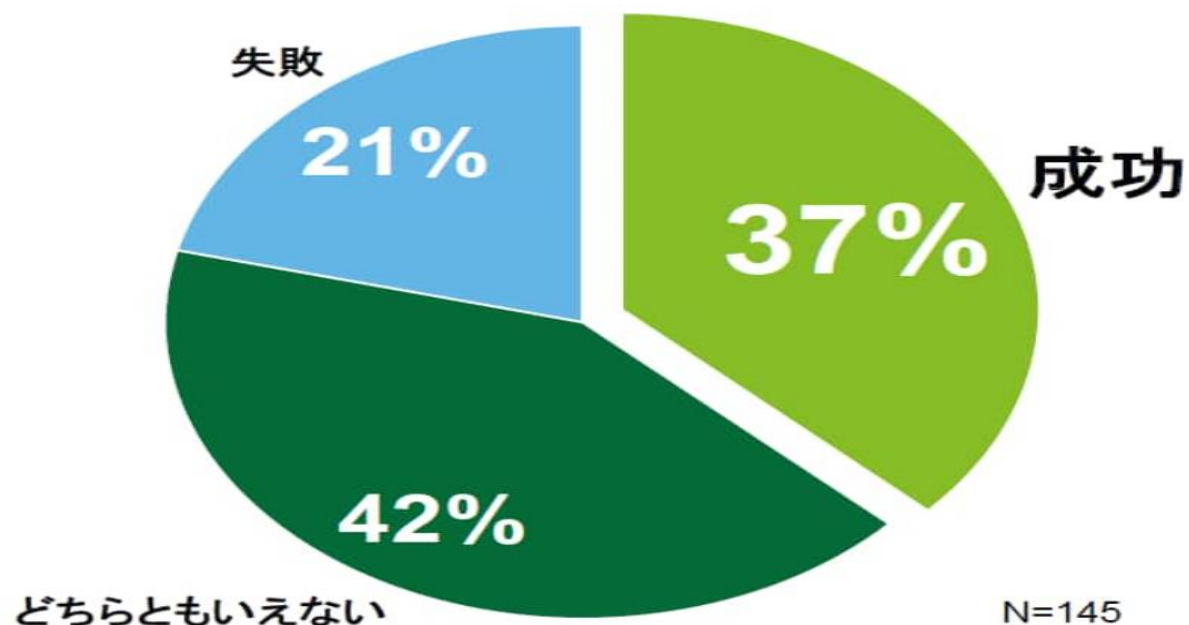
- M&Aの成功と失敗の定義はどうあるべきか
- “高値づかみ”をしないために大切なことは何か
- 買収後の経営において重要なポイントは何か
- 買収のためのファイナンス手段の優先順位はどう考えるべきか
- 買収に関して株主からの信認を得るためには何が重要か

日本企業によるM&Aの現状

- 東北大震災以降の増加トレンド → 年間10兆円台半ばから20兆円水準
- 例年、上場企業の時価総額に対して3%前後の水準 → 英米では10%前後
- 中・小型案件が中心 → 年間約3000件中、1000億円超案件は30件前後で全体の1%
- 海外買収案件が過半を占め、国内案件が相対的に少ない → 積極的な海外展開の一方で、国内事業の売却には尚消極的

日本企業によるM&Aに関する評価

デロイトによる日本企業の意識調査

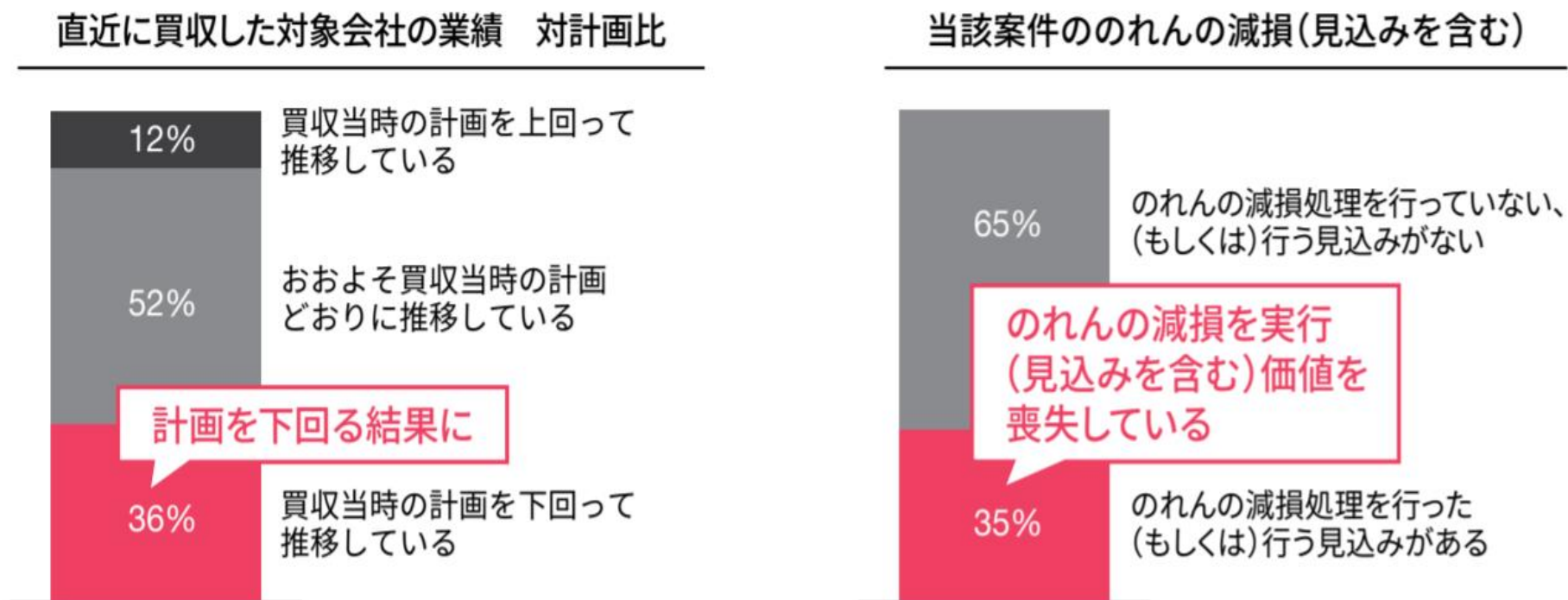


本調査では「M&Aを実行する際に設定していた目標を何割達成できたか」を質問し、8割超達成した企業を「成功」、5割未満の企業を「失敗」と定義している。

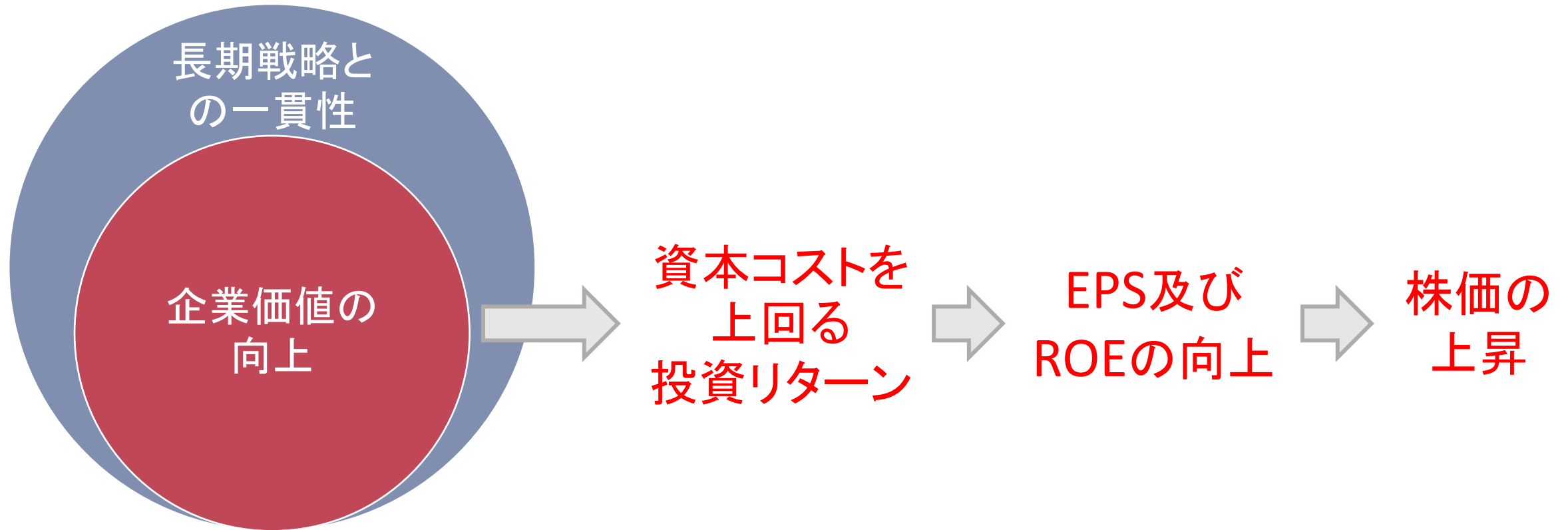
日本企業によるM&Aに関する評価

PwCによる調査

図表3 買収先企業の業績とのれんの減損



M&Aの成功の定義はどうあるべきか



M&Aの成功ための要件

1. 適切な買収価格

2. PMIによる業績改善

資本コストを上回る投資リターン

3. 適切なファイナンス

EPS及びROEの向上

4. 投資家の信認獲得

株価の向上

M&Aの成功ための要件

1. 適切な買収価格

2. PMIによる業績改善

資本コストを上回る投資リターン

3. 適切なファイナンス

EPS及びROEの向上

4. 投資家の信認獲得

株価の向上

日本郵政のトール社買収

| | |
|-----------------|---|
| 案件合意・発表 買収企業 | 2015年2月18日 日本郵便株式会社 (日本郵政株式会社100%子会社) |
| 被買収企業 本社 | Toll Holdings Limited (トール社) 豪州メルボルン |
| 上場の有無 | 豪州証券取引所 |
| 取得持分 | 100% |
| 対価 | 現金 |
| 買収方式 | スキーム・オブ・アレンジメント |
| 取引完了予定日 | 2015年6月上旬 |

背景

| 日時 | 主要イベント |
|------------|---|
| 2014/11/10 | 日本郵政グループの資本再編(ゆうちょ銀行の自社株買い戻しを財源とした日本郵政による日本郵便へ約6000億円の出資) |
| 2014/12/26 | 日本郵政が2015年度半ば以降を目途にした上場計画を発表 |
| 2015/02/18 | トール社を65億豪ドル(6200億円)で買収合意・発表 |
| 2015/11/04 | 日本郵政グループの上場 |
| 2016/10/27 | 郵政民営化委員会、トール社のガバナンス強化必要性を指摘 |
| 2017/04/25 | トール社買収に係るのれん及び商標権等を全額4003億円の減損損失を2017年3月期に計上することを発表 |
| 2017/09/29 | 日本郵政株式の第二次売出し |

日本郵政経営陣による評価

『1勝1敗。日本だけでやっていくのでは成長が壁に当たることが見えている。トール社は、豪州、アジア地域で活躍していて、先ほど申し上げたような理由で非常に良かったと思っており、そういう意味では1勝と。ただし、少し価格が高かったのかもしれないということと、豪州経済が非常に急速に悪くなりましたので、その影響を直に受けて減損になっているわけです。ここについては1敗と。同じ質量ではないかもしれませんが、1勝1敗というのが正直な印象』

(2017年4月25日会見)

戦略的意義(買収合意発表時のプレスリリースより)

- 国内郵便市場の縮小に対する戦略的対応
- 国際物流を手掛ける総合物流企業への成長
- 成長著しいアジア市場への展開
- 上場を見据え、安定的な収益確保、収益源の多様化、経営基盤強化のための取組

買収価格

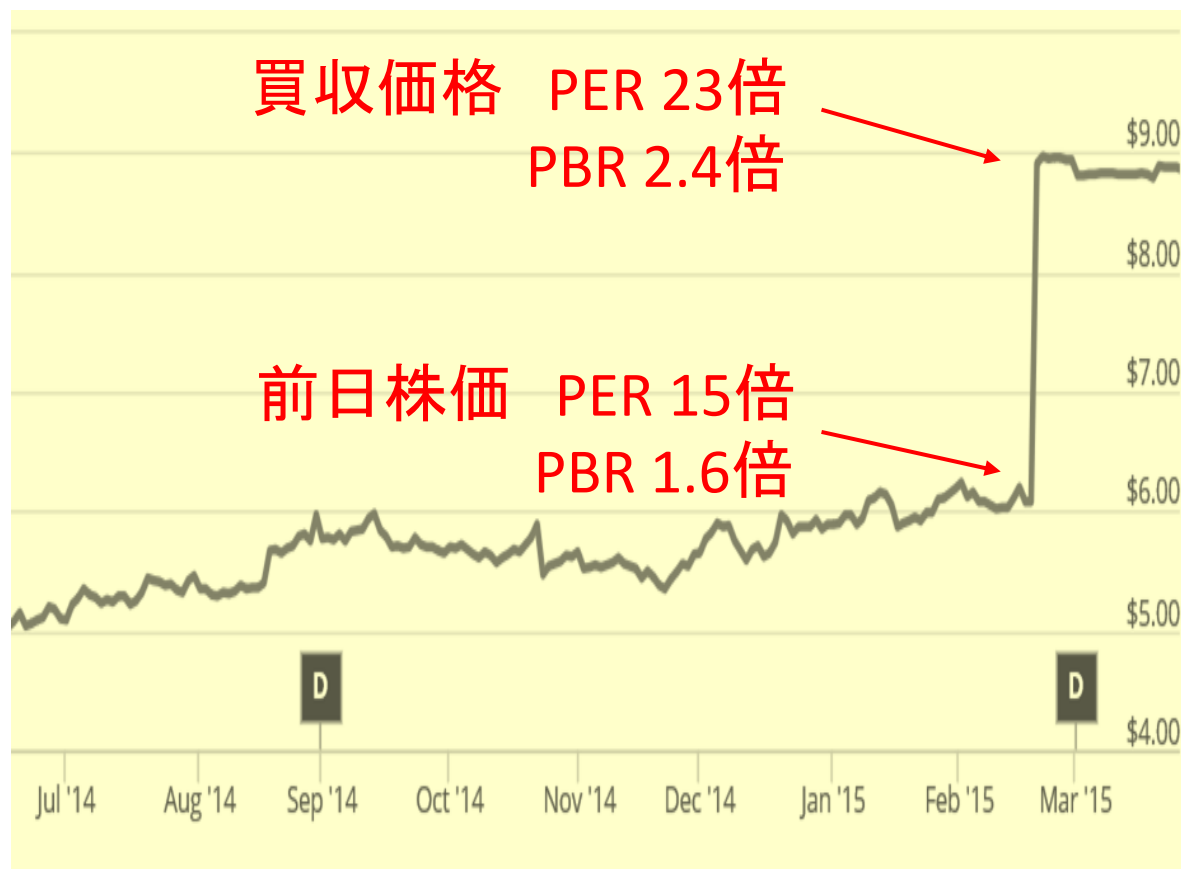
| | |
|---------|---------------------|
| 買収総額 | 65億豪ドル (約6200億円) |
| 一株当たり価格 | 9.04豪ドル |
| 前日株価 | 6.08豪ドル |
| 買収プレミアム | 約49% |

『M&Aで買おうと思うと、どうしてもプレミアムを乗せないと買えない。。。3割から6割ぐらいの幅でプレミアムが乗って、M&Aができるんですね。4,100億円の時価総額の会社を6,200億円で買いましたから、5割弱ぐらいのプレミアムを乗せて買ったんです。決して極めて高額と、途方も無いという水準ではないと思います。』

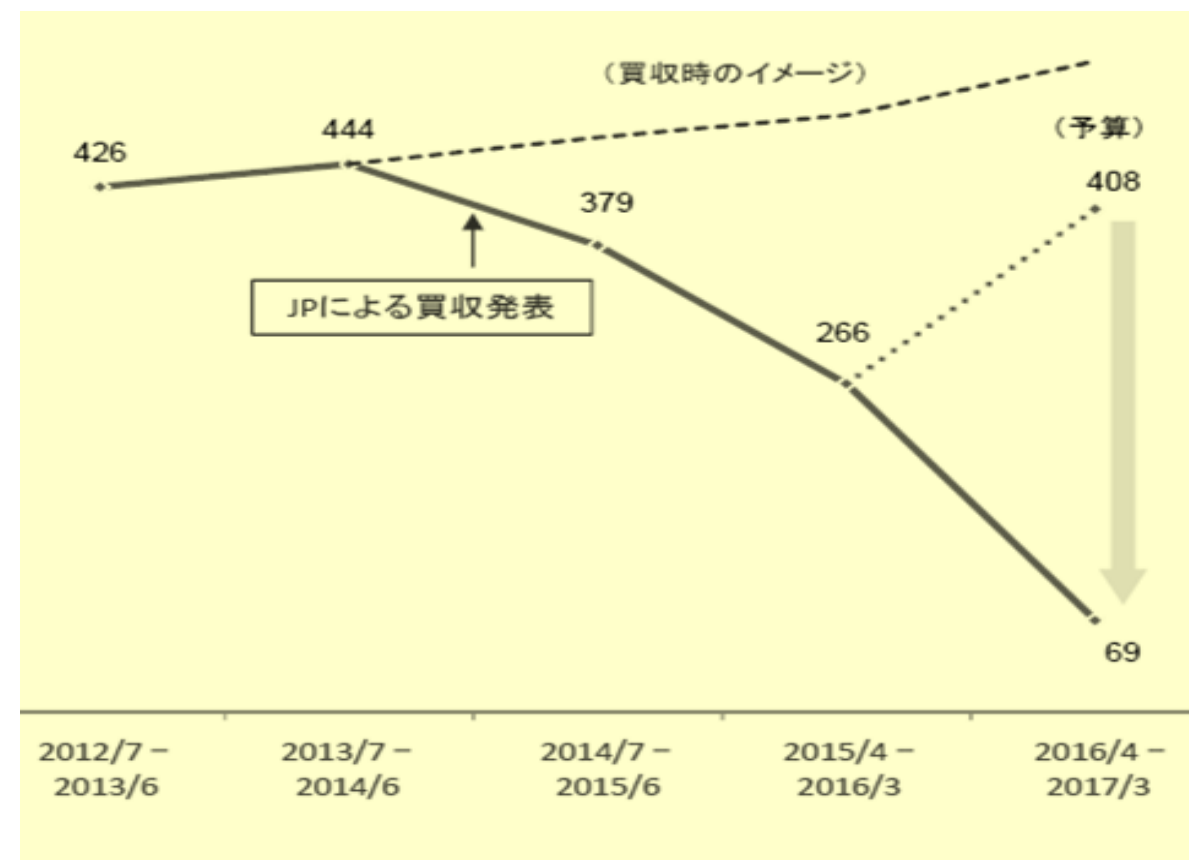
(2017年4月25日会見)

業績推移と株価

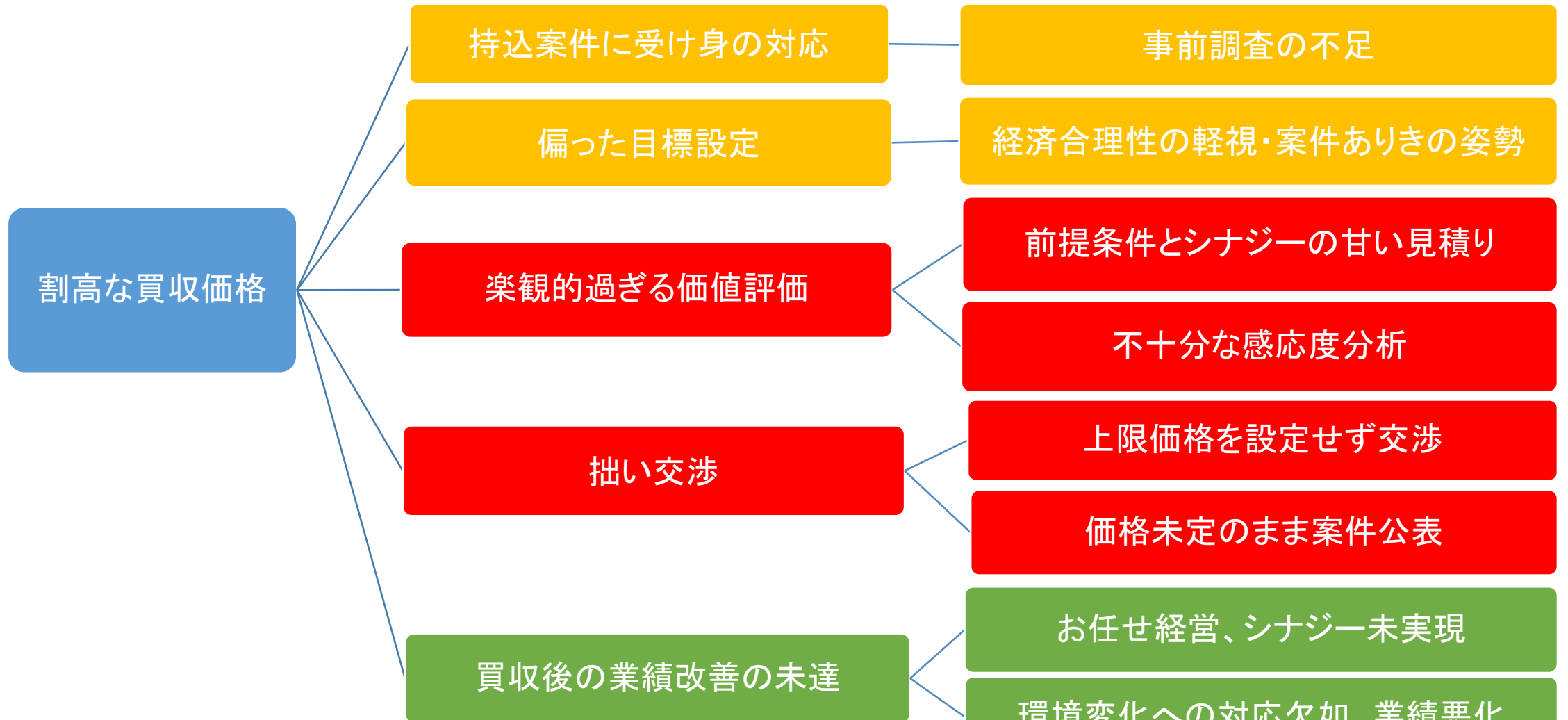
株価推移



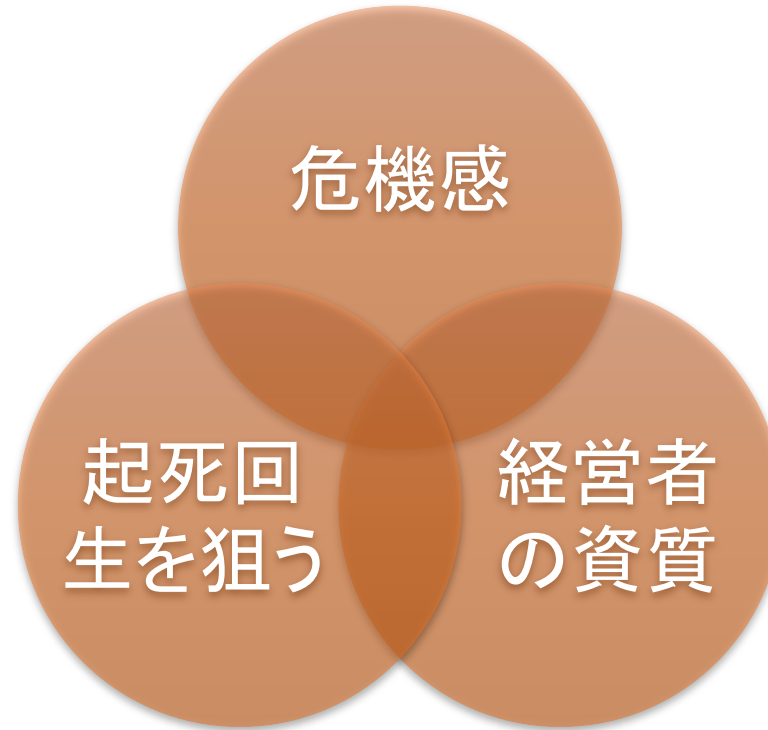
営業利益の推移(百万豪ドル)



“高値掴み”至る複合的要因



なぜ案件ありきで経済合理性が置き去りに されることが生じるのか？



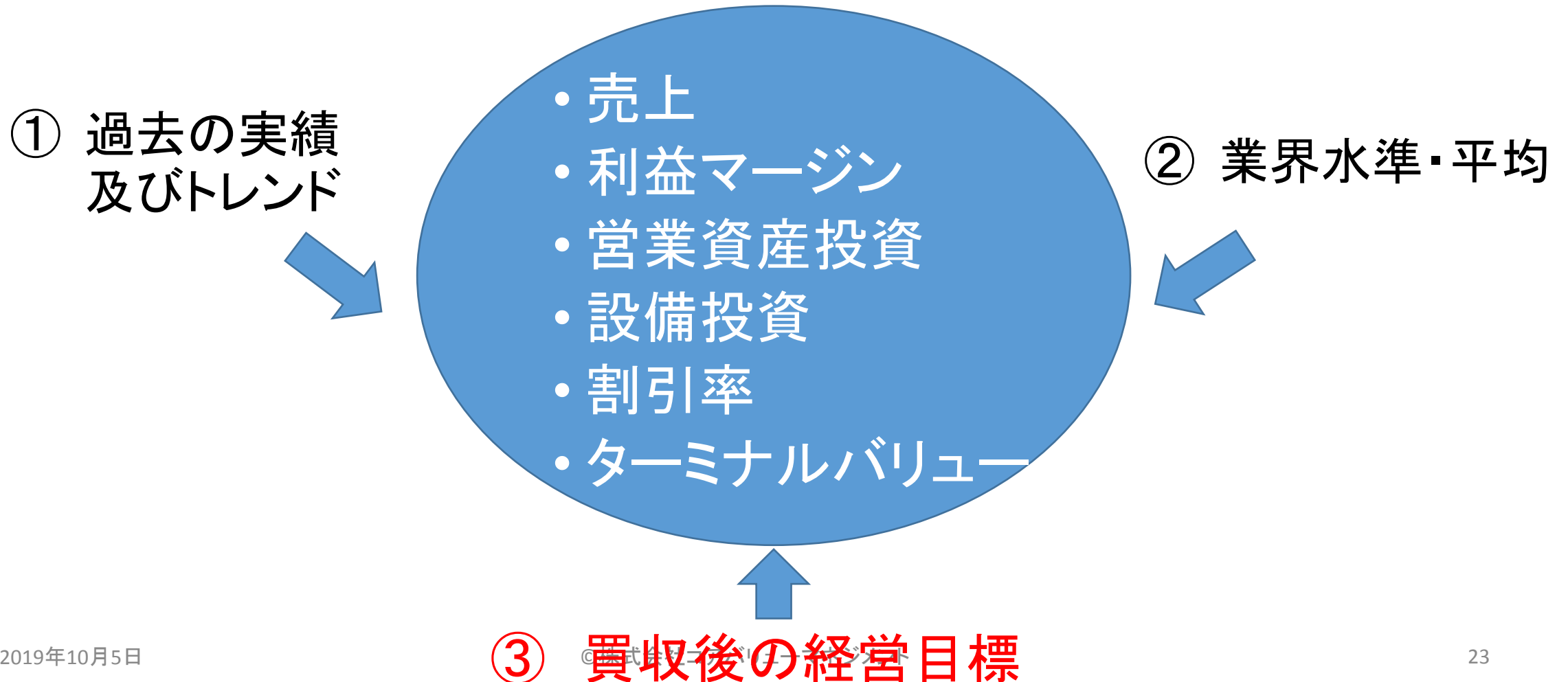
- M&A戦略に関する経営者の正しい認識と決断が極めて重要
- 起死回生の売却、身売りはあっても、起死回生の買収はない

バリュエーションの手法

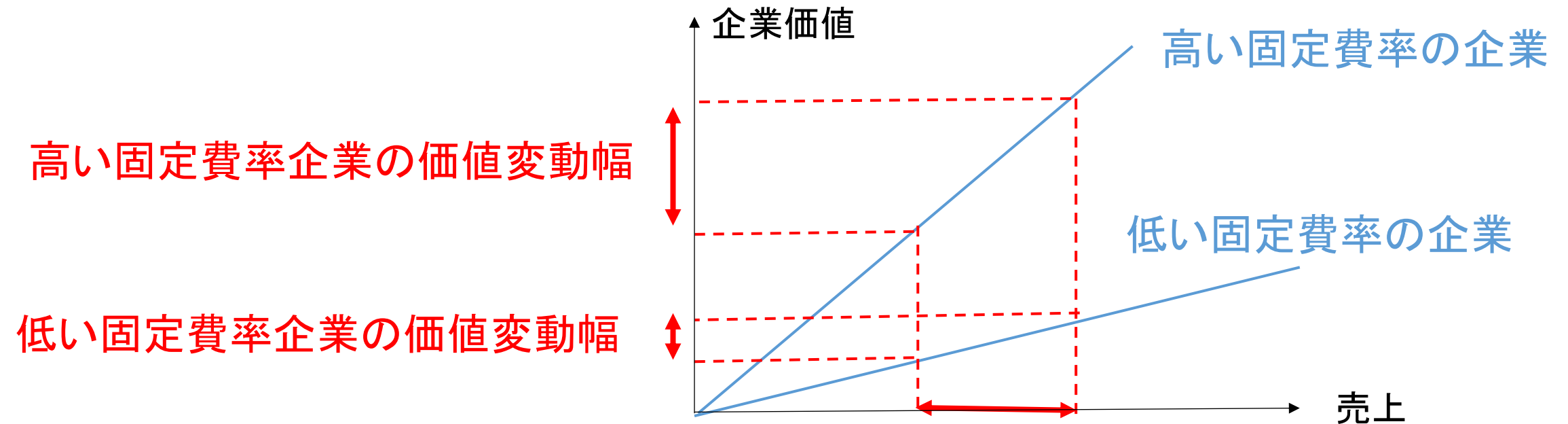
| バリュエーション | メリット | 問題点 |
|--------------------|----------------------------------|---|
| 株価平均法 | 市場参加者が定めた実勢価格 客観性が最も高い手法 | 株価が将来ポテンシャルを正しく 反映しているとは限らない |
| 類似企業比較法 類似案件比較法 | 比較対象を通じて具体性と現実 性を帯びることができる | 必ずしも類似ケースがあるとは限 らない |
| 純資産価値法 | 割安な株価の企業に対して用い られることがある | 清算価値の側面からだけ価値を 捉えている |
| DCF法 DDM法 | 対象企業のポテンシャルとリスク を内在的かつ精緻に把握可能 | 前提条件の立て方次第で結果が 左右され、精緻だが確実な訳で はない |

絶対的に正しい手法がないなかで、特定のものだけに依存しない

与えられた業績予想を鵜呑みにせず、不確定要因に対する感応度分析は不可欠



コスト構造の違いで売上の増減に対する感応度が異なることに注意



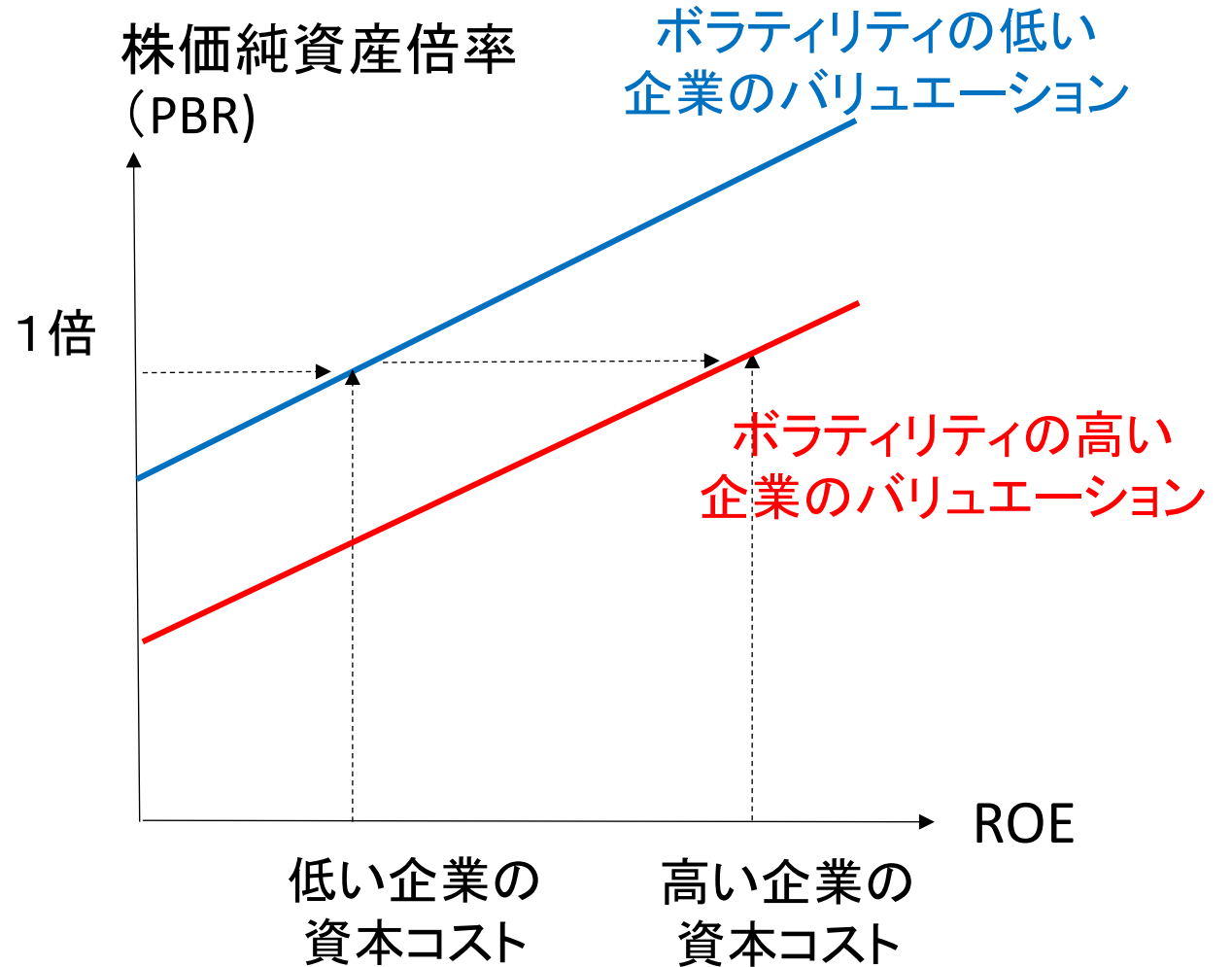
従来の予測では4.何%伸びるとかという営業計画だったんですよ。そんなことはできないというので、私どもで現実的な2.数%の数字と予測して、今回の減損テストの結果になっています。（2017年4月25日 日本郵政社長会見）

ボラティリティの高い企業を評価する際の留意点

ボラティリティの高い企業の資本コストは高い

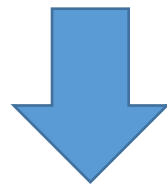


- DCFにおいて割引率が低めに設定されないよう注意すべき
- 類似比較法においても低めのマルチプルが使用されるべき



割引率に関する留意点

- 国内の極端な低金利によって、日本企業の株主資本コスト及び加重平均資本コストの理論値は低水準
 - (良し悪しは別に)海外M&Aにおいて日本企業の価格競争力につながる
- **資本市場が織り込む日本企業の資本コストは理論値よりも高い**
 - 日本企業が国内事業の売り手の場合、海外の買い手の価格目線とのギャップにつながる



理論値に囚われず、レンジで感応度分析をすべき

ターミナルバリューに関する留意点

| | | | | | | | |
|--------------|------------|------|-----|-----|-----|-----|------|
| | | | 1年目 | 2年目 | 3年目 | 4年目 | 5年目 |
| 割引率 | 8% | FCF | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| ターミナル成長率 | 0% | TV | | | | | 125 |
| 企業価値 | 125.1 | 現在価値 | 9.3 | 8.6 | 7.9 | 7.4 | 6.8+ |
| TVの現在価値 | 85.1 | | | | | | 85.1 |
| TVの占率 | 68% | 割引効果 | 93% | 86% | 79% | 74% | 68% |

- 企業価値の大半をターミナルバリューが占めるのが現実
- DCFでバリュエーションの精度は上がるが、確度が上がるわけではない
- ターミナルバリューの割引率に対する感応度は極めて大きい
- ターミナルバリューは成長率ベースかそれともマルチプルベースかに加え、割引率の違いに応じて感応度分析が必要

シナジー実現の可否は買収企業力量次第

- シナジー実現の前提
 - 被買収企業のこれまでの経営よりも、買収後の経営の方が優れている
 - シナジー実現は、被買収企業経営陣ではなく、買収側経営陣の力量次第



- 買収後の経営能力は、価格の妥当性評価の最重要基準のひとつ

シナジーを過大評価してはならない

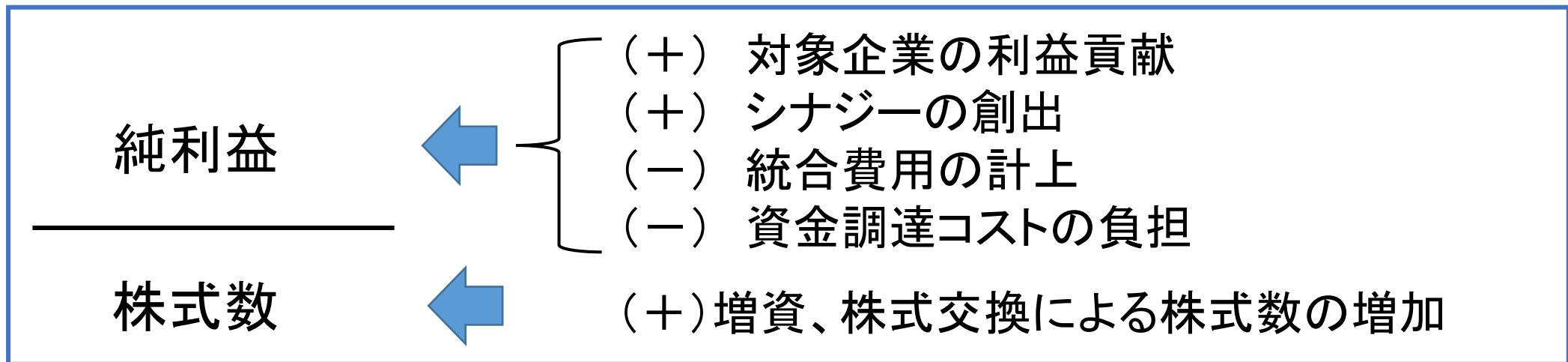
| コストシナジーが容易でない理由 | トップラインシナジーが容易でない理由 |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none">• 買い手側の強い意志が必要• 被買収企業に経営を委ねる場合に尚実現性は低くなる | <ul style="list-style-type: none">• 被買収企業側との協議に要する時間• 被買収企業側の動機の欠如• 顧客側の親和性・受容性の問題 |

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

原則的にトップラインシナジーを買収価格に上乗せすべきではない

買収価格から逆算した妥当性検証は不可欠

- 想定買収価格から逆算してEPSへのインパクトを検証

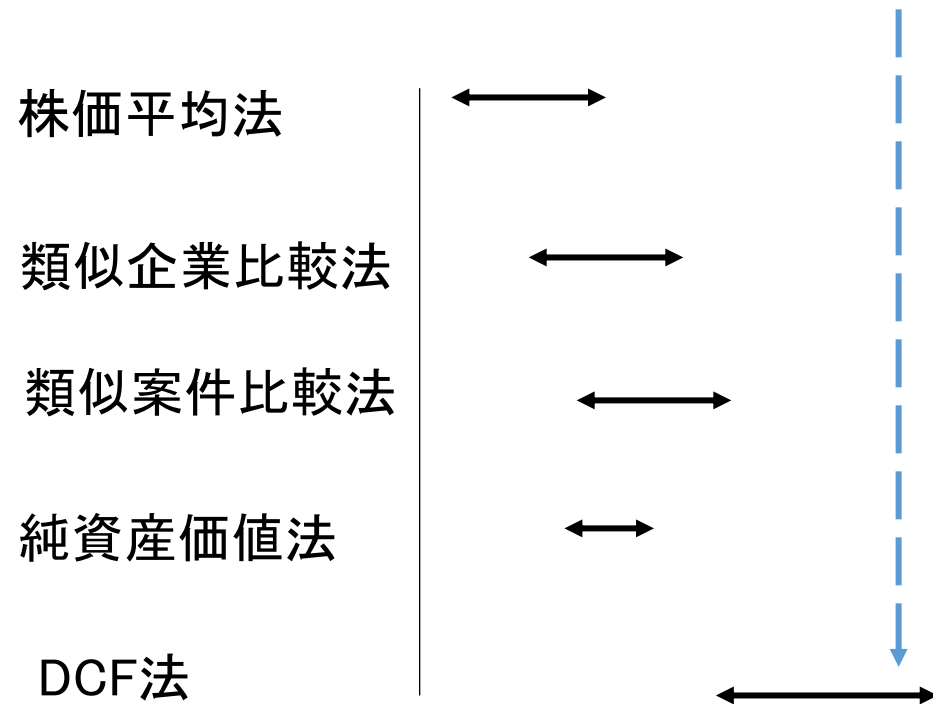


- EPSが希薄化もしくは増大かは、案件評価において著しく重要な指標
- 案件直後に希薄化しても、遅くとも数期後には増大することは必須

複数の価値評価手法を適用することの意味

① 極端な値だけで価格を正当化してはならない

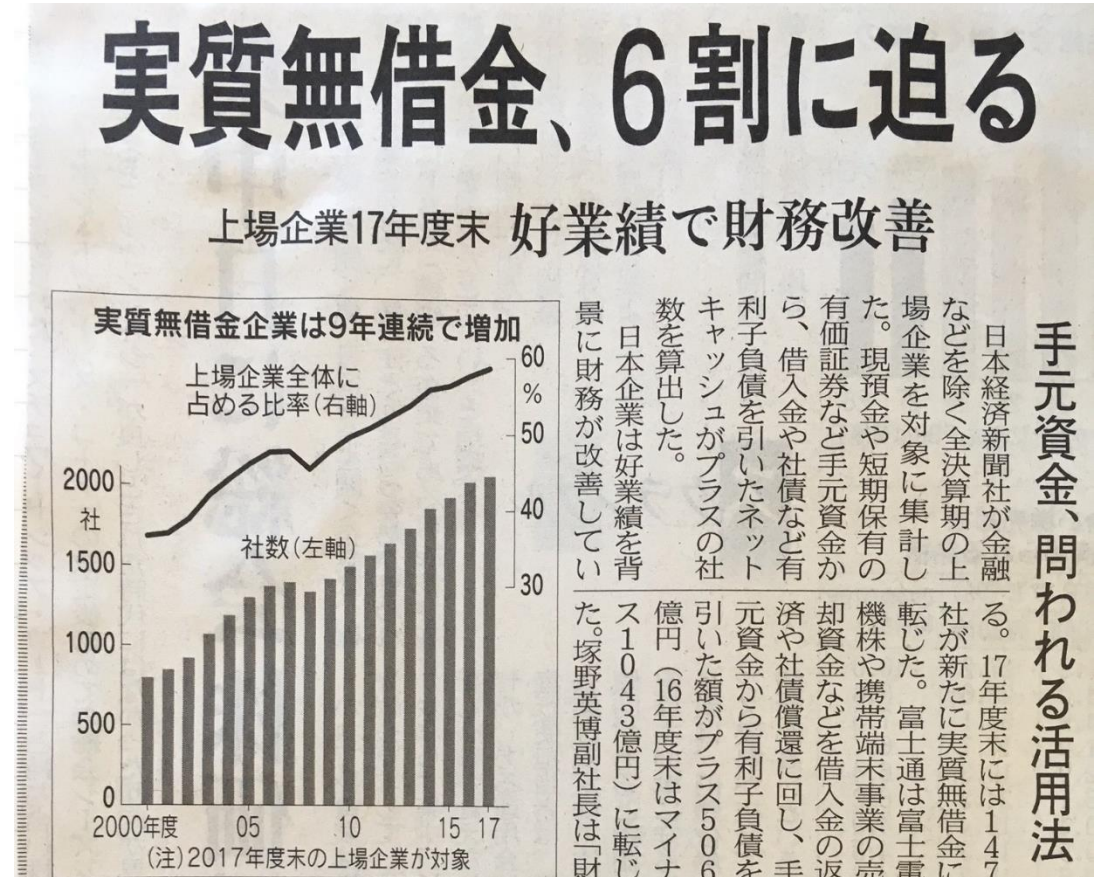
② 異なる結果の間での整合性を見出さなくてはならない



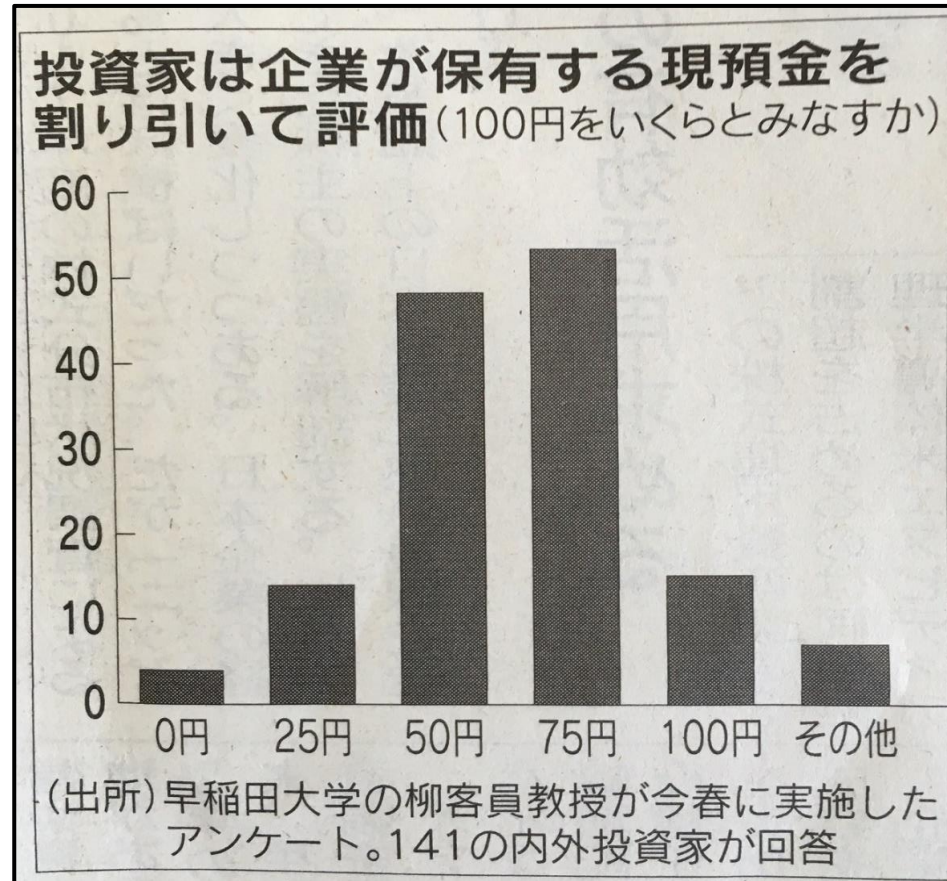
『その金額の妥当性ですけれども、これについては、実は、評価を2社に鑑定をしてもらって、その中で、その範囲内に十分おさまる数字、それでその範囲内の上限が、実は7,000億円位までという話もあったので。。。現実には6,200億円でおさまったと言ってもいいだろうと思います。』
(日本郵政社長 2015年2月18日会見)

本源価値が市場価値(株価)を上回る理由は何か？

- 経営権の対価とシナジーで説明できるか
- 株価が著しい割安の場合、株価に対するプレミアムが上昇し、一層の説明責任が求められる
- 株価が著しい割安の理由
 - マクロ要因
 - 需給要因
 - **マイナスの純負債の影響(過剰手元流動性の存在)**



過剰手元流動性は株価の割安要因



- 市場は企業が手元流動性を資本コストを上回る利回りで活用できないと想定している
- BS上の現預金の残高に対して25%から50%のディスカウント



手元流動資金を株主に還元させることで割安要因を払しょくするのも一案

日経2018年6月28日

2019年10月5日

©株式会社コアバリューマネジメント

33

株価が本源価値を超える割高な場合の対応

割高な株価

- マクロ要因
- 需給要因
- イベントに対する思惑

対処法

- 非現金ディール、共同出資、段階的投資、ブレイクアップ・バリュー、税額メリット等の可否
- 見送り

バリュエーションに関する留意点のまとめ

- DCFにおける留意点
 - 業績予想のどこに不確実性があるかを明確にすること
 - 不確実な要因について感応度分析を行うこと
 - ターミナルバリューの評価に対して注意すること
 - シナジーを過大評価しては絶対いけない
 - 試算値から逆算してEPSのインパクトを確認すること
- 特定の手法だけに頼って価値を正当化しないこと
- 異なる手法の結果の違いについて、合理的な説明を見出すこと

価格交渉における留意点

| ①ウォークアウェイ価格は必ず設定すべき | ②価格合意前に案件を原則公表すべきではない |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">交渉に先立って設定しないと意味がない経営陣が関与すべき問題<ul style="list-style-type: none">現場レベルには荷が重い現場が経営者の思いを忖度する恐れ「値決めは経営」 | <ul style="list-style-type: none">価格未定では案件の適否を判断しようがない公表によって売り手の株価が高騰し、投資採算悪化の恐れ公表によって競合ビッドを招く隙を与える |

価格未定のまま案件公表することの問題点

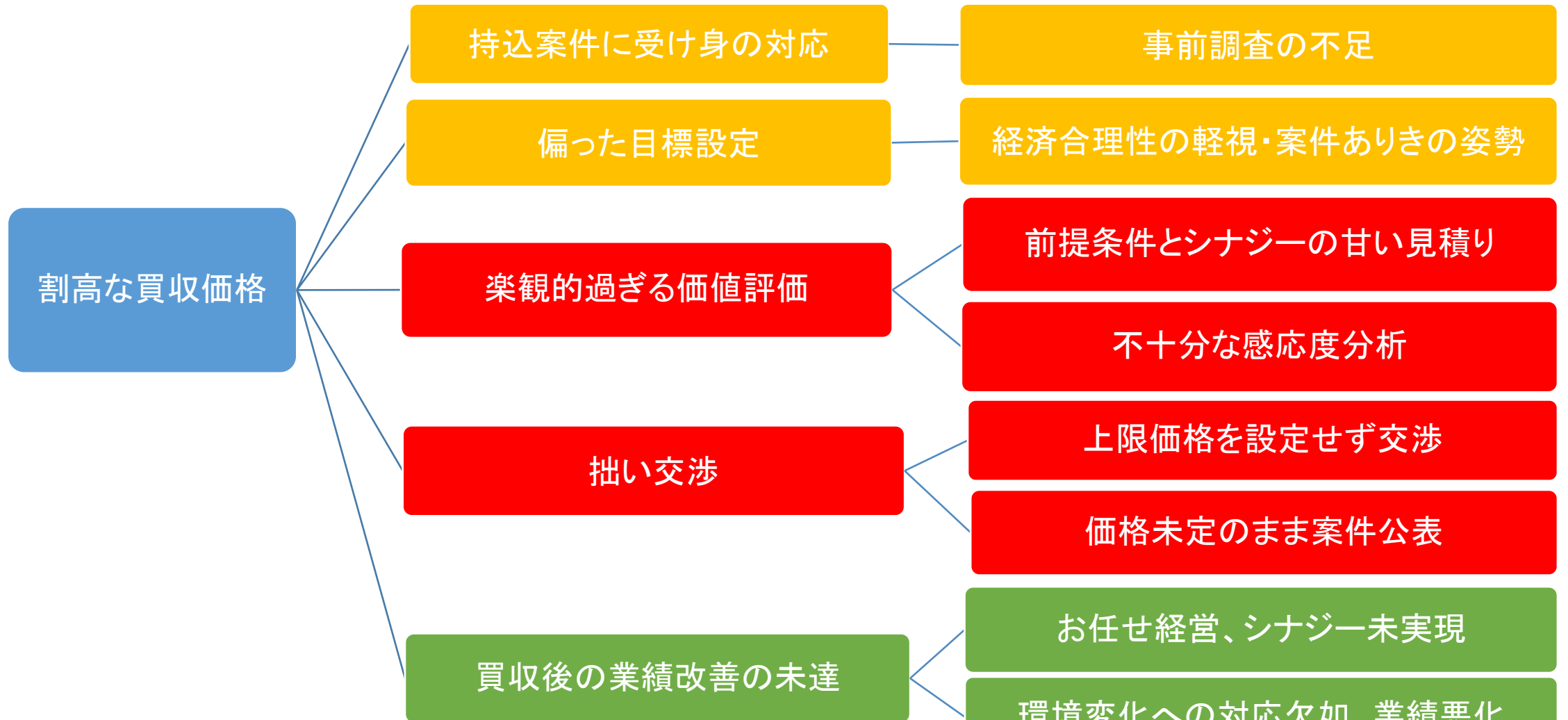
トヨタによるダイハツの 完全子会社化

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

新日鐵住金の 日新製鋼の子会社化

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

“高値掴み”至る複合的要因(前掲)



M&Aの成功ための要件

1. 適切な買収価格

2. PMIによる業績改善

資本コストを上回る投資リターン

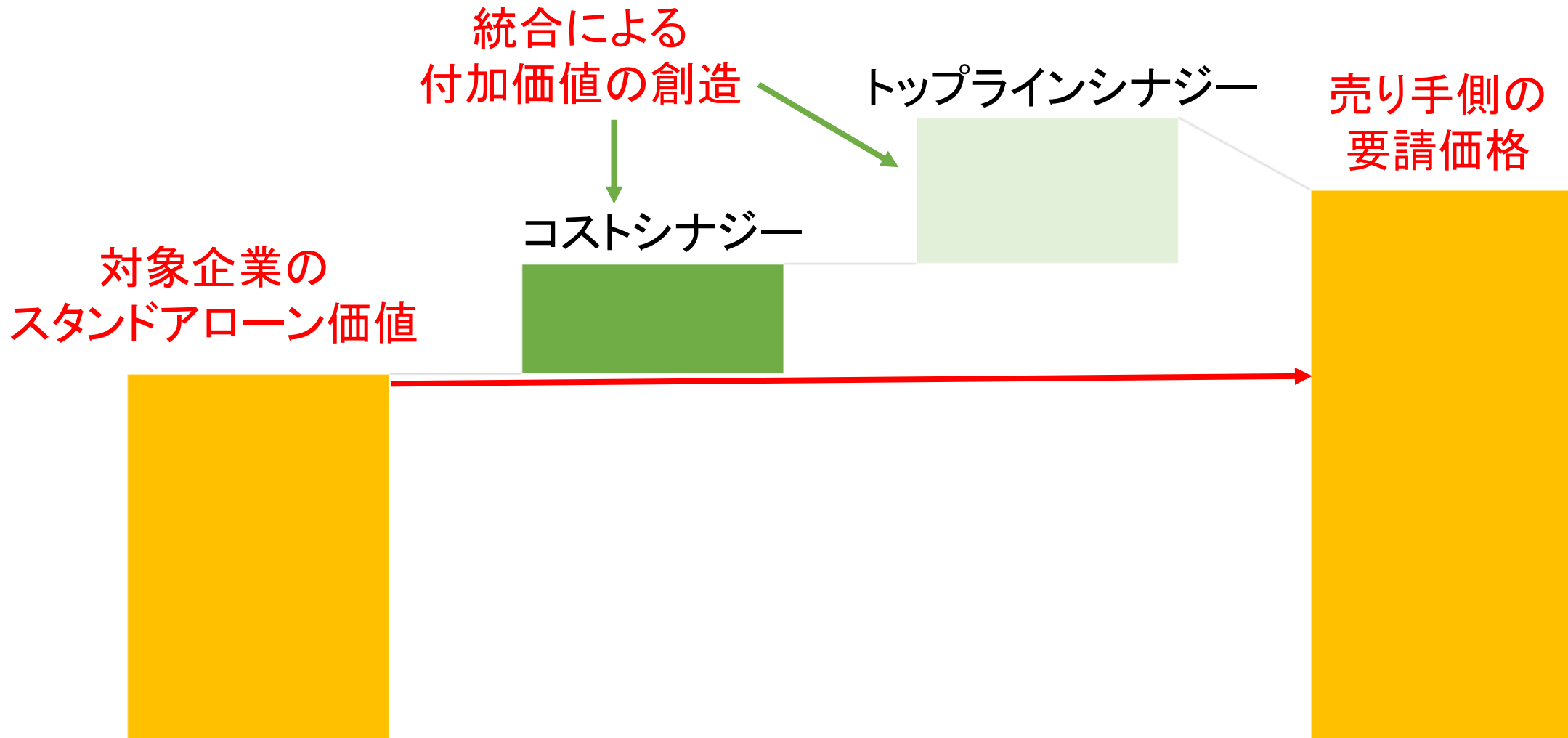
3. 適切なファイナンス

EPS及びROEの向上

4. 投資家の信認獲得

株価の向上

PMIIによる業績改善の必要性



相互補完自体が付加価値を生む訳ではない

『日本郵便の日本オリエンテッドだということについて補完するというシナジー効果は、もうトール自身にあるんだというのをまず一つ目に申し上げたい。

二つ目に、トール社は世界のロジスティクス業界の中ではそんなに大きな会社ではありませんから、本当に海外業務、もう少しネットワークを密にしようと思うと、これだけで終わらないはずですよ。それが新たなM&Aになるのか提携になるのか、いろんな形はあり得ると思うんですけれども、そういうものもないと、またトール社自身が生きてこないという意味のシナジーもあると思うんですよ。

三つ目。。。お尋ねの件は、今の日本郵便とトール自身でどういうシナジーがあるのかということだと思うんですけれども、当面、パッとわかるシナジーが実はあまりなかったんですよ。ですが、イオンのタスマニアビーフのみで申し訳ないんですけれども、豪州でビジネスをしている会社はいくらでもあって、既に車業界、資源関係、鉄鋼業界、幾つも増えてきているんですよ。こういうことで始まり出したと思っただきたい。』

日本郵政・日本郵便 2017年4月25日会見

補完的統合ではコストシナジーよりもトツプラインシナジーが優先される傾向

三越・伊勢丹の統合

- 協働してサプライチェーン改革に取り組み、両社が持つ経営資源を最大限に活用
- お互いの歴史や企業文化を理解し尊重しつつ、各々が有する強みを活かすことにより、「世界随一の小売りサービス業グループ」となる

| (億円) | 三越07年度 | 伊勢丹07年度 | 07年度合算 | 16年度実績 |
|-------------|--------|---------|--------|--------|
| 連結売上高(A) | 7,740 | 7,858 | 15,598 | 12,872 |
| 販売・一般管理費(B) | 1,980 | 1,932 | 3,912 | 3,287 |
| B/A | 25.6% | 24.6% | 25.1% | 25.5% |

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

大西三越伊勢丹HD社長(2016年10月7日日経)

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

| コストシナジー実現の条件 | トップラインシナジー実現の条件 |
|----------------------------|---|
| 買い手側の強い意志 → 買い手側の意志次第で実現可能 | 被買収企業側との協議 被買収企業側の動機 → 高い不確実性 顧客側の親和性・受容性 |

サントリーによる米ビームの総額160億ドル(25%プレミアム)での買収

『現在、サントリーは日本国内でビーム社商品を、ビーム社はシンガポールをはじめとした東南アジアでサントリー商品を販売するなど、両社は日本国内外で非常に良好な関係を築いています。

買収後は、世界最大のスピリッツ市場である米国をはじめ世界の様々なエリアにおいて、両社の強力なブランドの展開に加え、販売流通網の拡大や技術交流の深化によって、グローバルな成長の実現を図ります。』

補完的統合であってもコストシナジーは可能

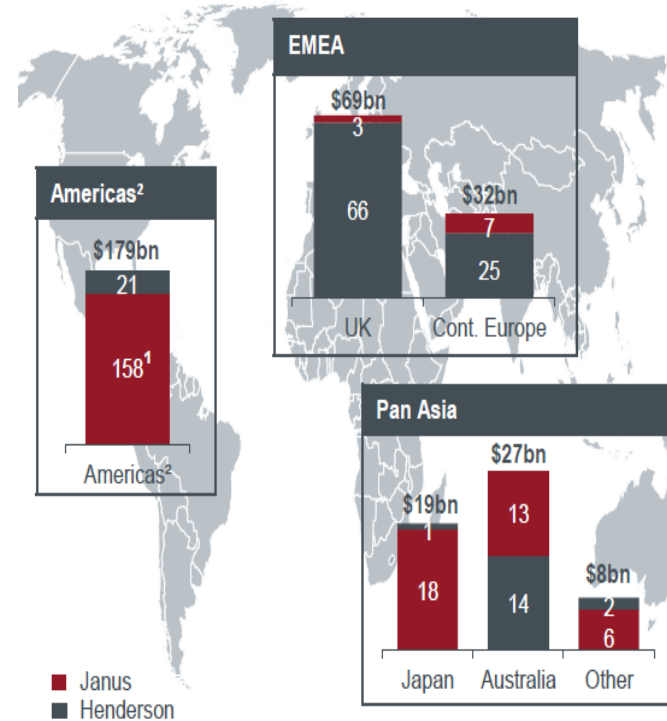
Global diversification

会社開示資料

米Janusと英Hendersonの統合

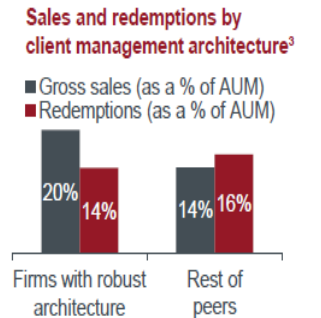
- 欧州と北米をそれぞれ主要な市場とする、典型的な地域補完的な統合案件
- **合算のコスト構造の12%相当のコスト削減効果**
 - 管理部門の削減
 - リサーチ、トレーディングの集約化

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



Phil Wagstaff
Global Head of Distribution
My View: The Opportunity

- With truly global investment and distribution capabilities, we have significant opportunities to cross sell and broaden our client base
- By learning from each other to create best practice client management (client & prospect tiering; a clean product shop window; improved client experience through smart use of big data and technology), we can gain market share



- We are building brand strength worldwide to retain clients and drive sales

| Brand status ³ | Avg 3yr NNF ³ | Perceived perf. vs | Actual |
|---------------------------|--------------------------|--------------------|--------|
| Star performers | 16.3% | ● | ● |
| Strong brand | 4.3% | ● | ● |
| Inv. specialists | (0.4%) | ● | ● |
| Under performers | (7.8%) | ● | ● |

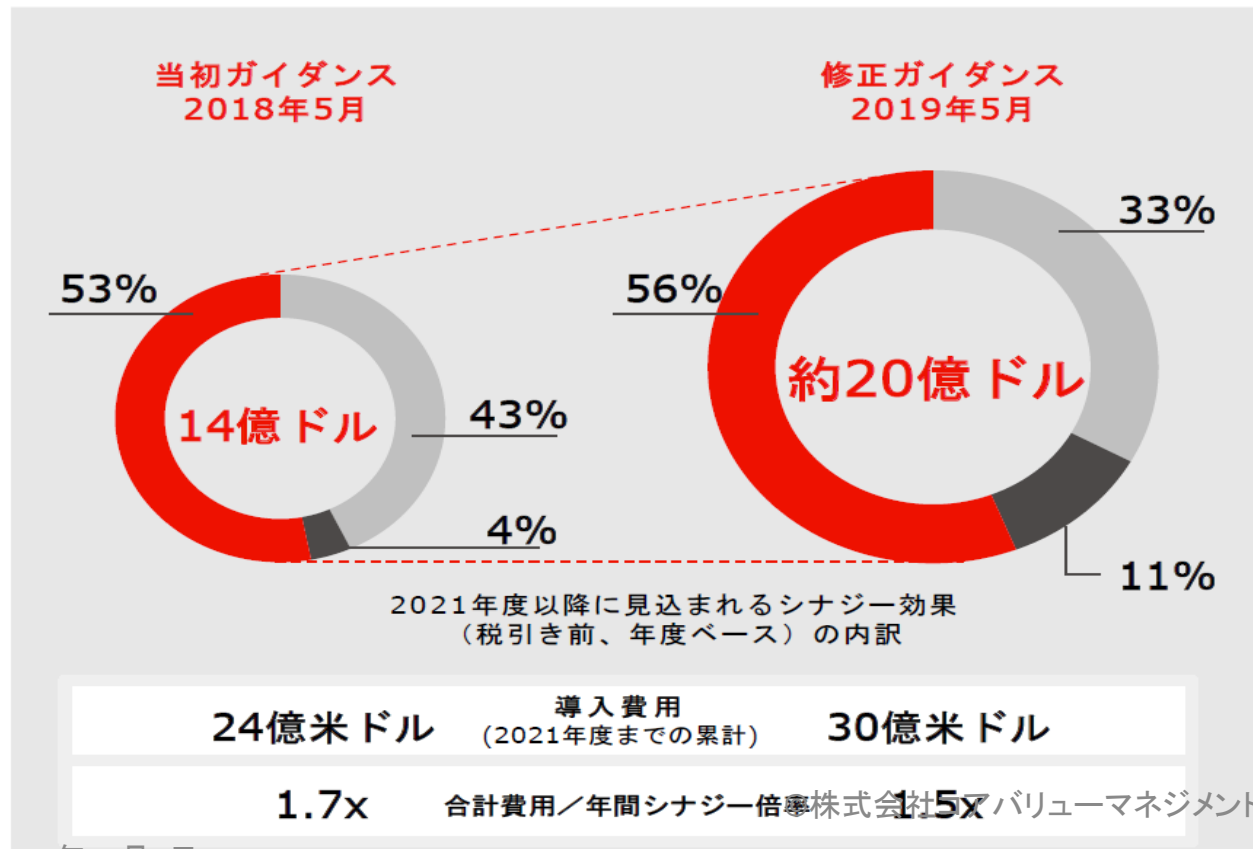
©株式会社コアバリ

Note: Assets as of March 31, 2017. Exchange rate used for translation from GBP to USD: 1.25
¹ Includes \$3bn of ETP assets, for which Janus is not the named advisor or subadvisor and therefore

武田薬品によるシャイアー買収

会社開示資料

ボトムアップの精緻な調査を経て、想定コストシナジーのターゲットを14億米ドルから約20億米ドルに引き上げ



販売・一般管理

- 営業マーケティングの効率化
- 重複する拠点の統合
- 重複するITシステムの削減
- 中央サポート機能において重複するコストの削減

研究開発

- 実施中の研究課題および初期パイプラインプログラムの合理化
- 重複するリソースの削減
- 臨床試験資材の購買費用効率化

製造・供給

- 購買費用の合理化
- 生産性向上を通じた効率化
- サプライチェーンの最適化
- 重複するリソースの削減と組織規模の適正化

海外買収におけるガバナンス体制の構築

- 執行(経営委員会)もしくは監督(取締役会)のいずれにおいて過半数を取るべきなのか?
 - 対象企業経営陣に執行を任せざるを得ないのも現実
 - そもそも海外企業の取締役のほとんどは社外
- モニタリング型のガバナンスにおける重要ポイント

対象企業のトップを誰にするか



対象企業の経営をいかに監督するか



本社経営トップはいかに関与すべきか

乗り込んでいくべきか、現地に任せるべきか

対象企業のトップを
誰にするか

対象企業の経営を
いかに監督するか

本社経営トップはい
かに関与すべきか

- 現地経営陣に問題が生じたときに、迅速に対応できるかが極めて重要
 - 被買収企業トップの「旬の期間」は意外と短い？
- サクセッション時には特に注意が必要
- 迅速な対応が可能なためには、実力者が現地に赴任していることが理想

『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も乗り込んでやるという決断をしなくてはいけなかった』

(磯崎キリンホールディングス社長(2016年4月11日日経ビジネス))

ひと、しくみ、価値観による統治は必須

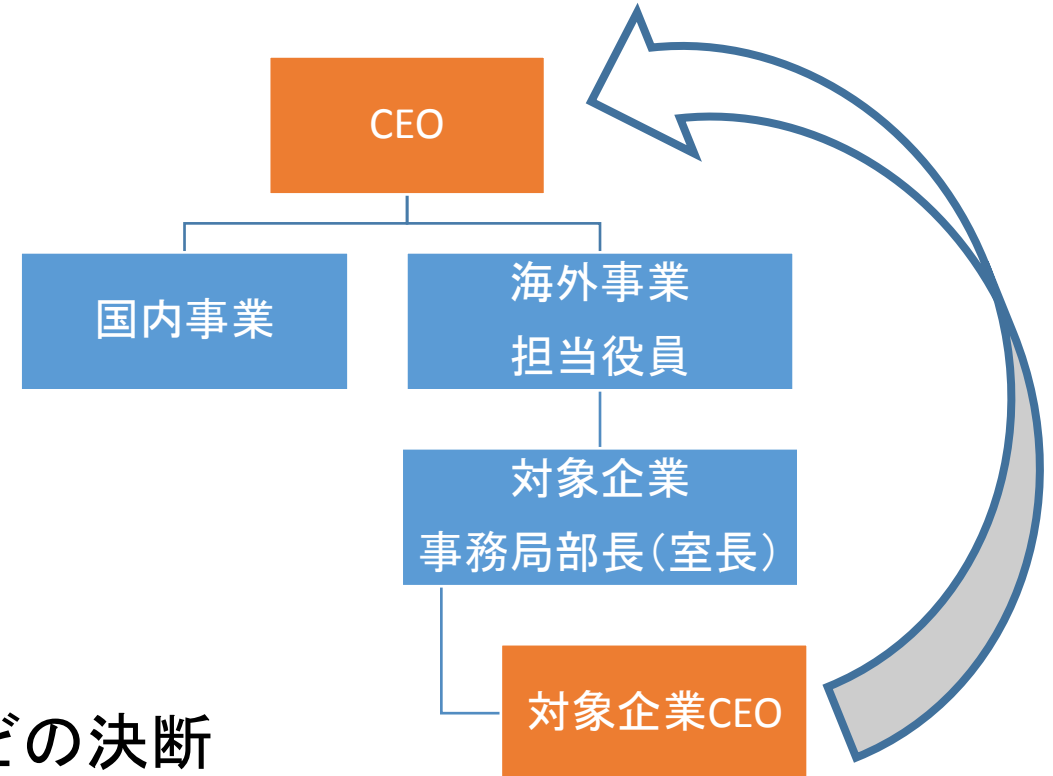
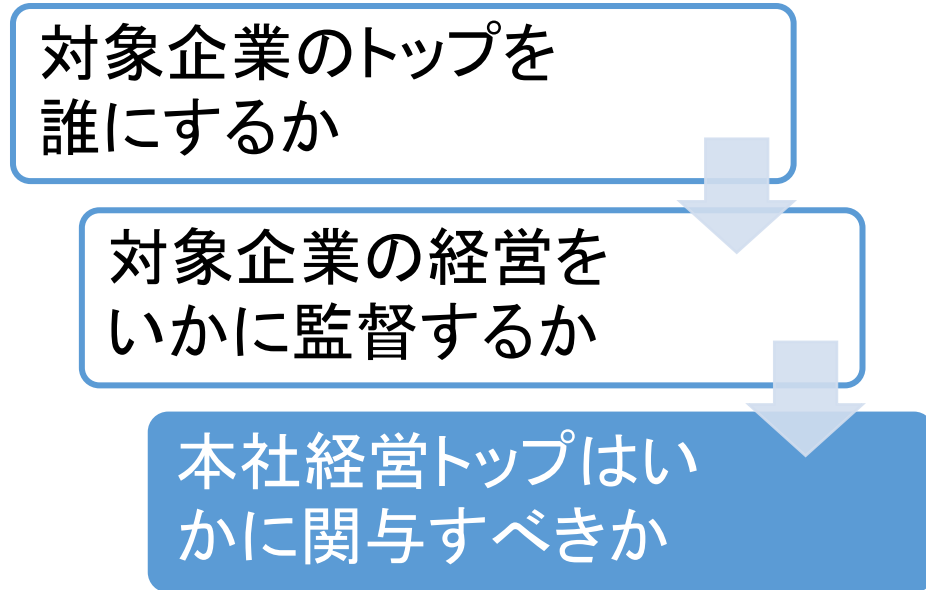
対象企業のトップを誰にするか

対象企業の経営をいかに監督するか

本社経営トップはいかに関与すべきか

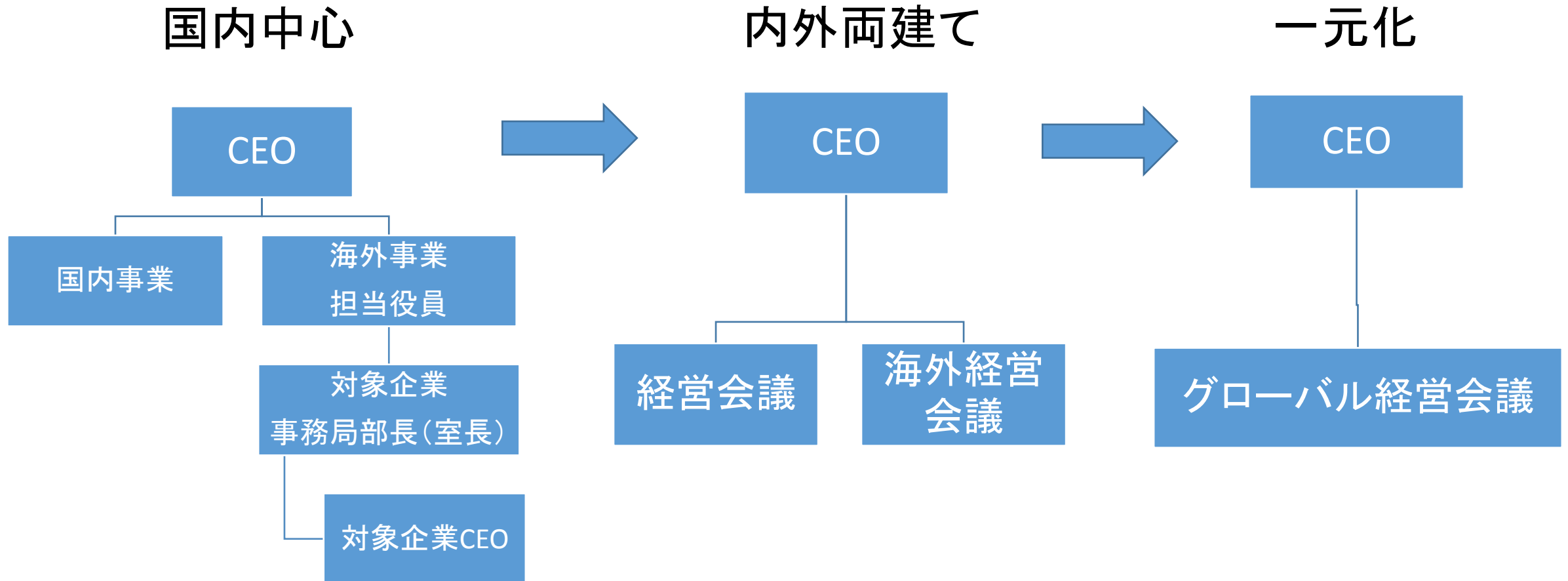
- 現地経営陣に本社から経営人材を派遣
 - 位負けしない実力者を送る
 - レポーティングライン上に位置付ける
- 評価指標の設定
 - KPIの標準化・同期化
 - KPIと報酬体系の連動
- 現地経営陣選解任の権限の明確化
- 経営理念の共有
 - 共通する価値観の定義
 - 価値観と矛盾する言動に対するゼロ寛容性

本社経営トップのリーダーシップの重要性




- トップレベルの経営人材の移動・派遣などの決断
- 経営理念の浸透
- 対象企業経営陣とのダイレクトなコミュニケーション
 - 対象企業において迅速な経営判断が必要なマターに対して、現場が「持ち帰って検討する」では信頼を失う

グローバル化に伴い経営体制は進化すべき



「対等統合」におけるガバナンスの留意点

| | |
|-----------|---|
| メリットとされる点 | <ul style="list-style-type: none">• 買われる側の抵抗感の払しょく• 買収プレミアムの抑制 |
| リスク | <ul style="list-style-type: none">• 統合後のリーダーシップの欠如につながる• スピード感をもったシナジーの実現が困難• 現状維持につながり、双方の弱点が温存される |

- 
- 対等な統合でも、統合後のリーダーシップの所在は明確にする
 - 内向き志向ではなく、顧客、市場から見たあるべき姿を優先する
 - 人事・組織に関して、対等ではなく公正さと透明性を基準にすべき

内向きの面子の保ちあいではなく、統合後のリーダーシップを明確にすべき

常陽銀行と足利銀行の統合 (15年12月)

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

第四銀行と北越銀行の統合 (17年4月)

- 統合の目的と意義
- スケジュール
- 株式移転による共同持株会社の設立
- 将来子銀行は合併
- 株式移転比率は未定
- 第四は代取社長、北越は代取会長
- 本店は北越、本社機能は第四



明確なリーダーシップの不在は、統合シナジーが抽象的になる原因のひとつ

経営統合により見込まれる相乗効果

(1) 営業基盤拡充

両行の地元を中心に営業基盤が拡充し、お客様への相互のサービスチャネル提供により利便性の向上を図ることが可能となります。同時に、協働による営業体制を構築することで、より生産性の高い営業展開が可能となります。さらに、営業基盤の拡充を通じて、加速する地元企業のアジアへの展開等へ対応することにより、収益機会の拡大が可能となります。

(2) 地域金融機能拡充

経営統合により、それぞれの融資ノウハウの活用が可能となる他、相互の顧客紹介等中小企業等の本業支援にもこれまで以上に貢献することが可能となります。一例としましては、農林水産業や製造業のお客様に対して、両行が有するコンサルティング機能を提供してまいります。

鹿児島銀、肥後銀の統合リリースより抜粋

利便性向上につながる相互のチャネルとは何であり、それによりどれだけの新たな顧客開拓効果があるのか？

協働営業体制がコストの重複ではなく、なぜ生産性改善につながるのか？

収益インパクトがどれだけあるのか？

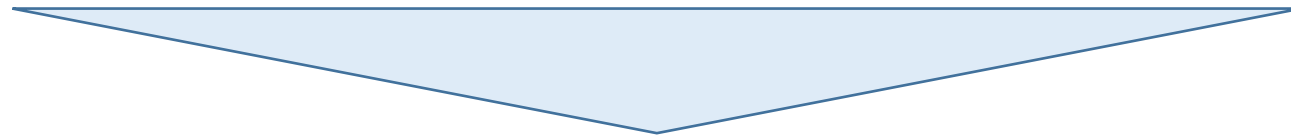
統合相手にある融資ノウハウとは何であり、それは顧客が望むものなのか？

少数資本参加のガバナンス上の留意点

- 少数資本参加の意義
 - 投資負担と財務リスクの軽減
 - 対象企業の経営に必要な経験とノウハウの習得
 - グローバル戦略の初期段階で特に活用される傾向
 - イノベーションが急激に進展する業種でリスク分散のために活用される傾向
- 少数資本参加の意義を担保するためのポイント
 - 出資・提携契約においてガバナンス及び監査権などを明記
 - ステアリング委員会等、提携の推進と監督のための機関を設置

少数資本参加のリスク

- 提携の実効性は経営トップ同士の関係とコミットに依存
- 経営権の欠如ゆえ、提携実効性の完全な担保は困難
- 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
- 重要事項に対する拒否権を獲得することは容易ではない



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

対象企業の身売りによる提携関係の希薄化

| 投資主体企業 | 投資対象企業 | 取得持分 | 買収企業 |
|----------|--------------------|------|------------------|
| みずほ | Merrill Lynch | 2% | Bank of America |
| 日本長期信用銀行 | Miller & Henderson | 18% | Morgan Stanley |
| 明治生命 | UAP | 5% | AXA |
| 安田生命 | Paine Webber | 18% | UBS |
| 東京海上 | Delaware Holdings | 10% | Lincoln National |
| 安田火災 | Brinson Partners | 15% | UBS |

上場企業への資本参加は一般株主との利益相反リスクに対する対応が求められる

一般株主との利益相反 のリスク

- 不公正な親子間取引
- 成長戦略と還元のトレードオフ
- グループ他社との棲み分けによる機会損失

利益相反への対応

- 親子間取引のモニタリング
- 取締役会における報告
- 取締役会における社外取締役比率の増大

伊藤忠商事による公開買付けへ反対する主な理由（2）

3) 本公開買付け後、株主共同の利益のためのガバナンス体制の構築は困難となること

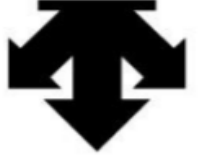
- 当社は株主共同の利益に配慮したガバナンス体制を維持・強化している中、伊藤忠商事による公開買付けによって伊藤忠商事が当社に対する実質的な支配権を取得した場合、**伊藤忠商事との利益相反に対する牽制機能を担うべき取締役会その他の監督機関が、機能不全に陥る可能性が高いと判断**
- また、当社は、経営に対する監督機能その他コーポレート・ガバナンスをより先進的かつ透明性の高いものへと一層充実させる観点から、当社の経営体制を見直し、**取締役の過半数を独立した社外取締役とすることにより、取締役会の監督機能を大幅に強化する方針**（27頁参照）

4) 本公開買付けは不適切な情報開示の下で行われる、不誠実な提案であること

- 伊藤忠商事による当社の経営上の問題の指摘は、事実誤認又は事実を歪曲した誤導（22頁参照）
- 伊藤忠商事の掲げる施策はいずれも当社が既に実施している施策、又は効果が不透明な施策（23～24頁参照）

5) 伊藤忠商事及び当社から独立する社外役員も、反対意見の表明を支持してること

- （25頁参照）



伊藤忠商事及び当社から独立する社外役員全員が、反対意見の表明を支持

- 本公開買付けによって買付予定数の上限に至る数の当社株式を伊藤忠商事が取得した場合、伊藤忠商事は、当社にとって取引先であると同時に、実質的な支配株主でもあるという立場
- このような潜在的な利益相反の構造自体は、現時点でも既に存在するものの、本公開買付けによって伊藤忠商事が実質的な支配権を取得した場合、利益相反のリスクが顕在化する可能性
 - 少なくとも、本公開買付けにおいては、株主の公平な取扱いや利益相反にかかわる懸念への対処が十分に示されておらず、仮に伊藤忠商事がその意のままに当社の経営体制を変更した場合には、伊藤忠商事との利益相反に対するガバナンスの実効性が失われることを危惧
- また、伊藤忠商事の提案に目新しいものはなく、既存施策と有意な差異はないと見受けられる
 - 当社が取組むべき主要な課題はあるにせよ、企業価値の向上への取組みは一定の評価を得ている
- 一定の成果を残している現経営陣に対して、強圧的な手段で経営体制の変更を求めることに、少なくとも事業上又は経済上の合理性や必要性は見出せない
- なお、本公開買付けにおいて、ワコールとの包括的業務提携の経緯等、ガバナンスに関する指摘があるが、当社の企業価値と株主共同の利益への影響を踏まえ、社外役員も関与した上で適切な対応を実施

社外役員全員は、当社取締役会として本公開買付けに対する反対意見を表明することが、当社の企業価値及び株主共同の利益の観点から適切であると判断

PMI成功のためには経営に余力が必要

PMIによる業績改善

高い優先順位・資源投入

経営の柔軟性と余力が必要

JTのギャラハー買収(2006年)

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

ソフトバンクのARM買収(2016年)

非コア事業の売却

- アリババ株式一部売却
- ガンホー株式売却
- スーパーセル株式売却

米国スプリント社の業績好転

M&Aの成功ための要件

1. 適切な買収価格

2. PMIによる業績改善

資本コストを上回る投資リターン

3. 適切なファイナンス

EPS及びROEの向上

4. 投資家の信認獲得

株価の向上

買収ファイナンスの選択肢

- ブリッジファイナンスとパーマネントファイナンス
- パーマネントファイナンスにおいて負債か、資本か

負債による調達

- (-) 金利負担
- (-) 財務の悪化
- (+) 希薄化を抑制

資本による調達

- (+) 金利負担の回避
- (+) 財務の安定性維持
- (-) 希薄化を招来

- 過剰手元流動性は株価の過小評価につながるとともに、M&Aに対する評価のバーをあげていることに注意を要する

買収ファイナンスの優先順位

増資

増資には特に慎重であるべき

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

負債

負債は財務の安定性維持の範囲で活用すべき

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

増資以外の資本の手当て

増資以外による資本手当を積極的に活用

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

M&Aの成功ための要件

1. 適切な買収価格

2. PMIによる業績改善

資本コストを上回る投資リターン

3. 適切なファイナンス

EPS及びROEの向上

4. 投資家の信認獲得

株価の向上

案件公表時の投資家向けメッセージの骨子

- 戦略的意義
 - 戦略的に達成できることは何か
 - 長期的な最適事業構成の構築に向けた位置づけ
- 価格の妥当性
- 案件後の経営・統合体制
- シナジーのスコープとスケール
- 案件の収益及び財務状況に対するインパクト
- 資金調達方法、特に増資が不要である場合,その旨を言及

M&Aというイベント自体が成長ストーリーになるわけではない

損保のグローバル戦略と海外買収

| | 東京海上・HCC | 三井住友・アムリン | SOMPO・エンデュランス |
|-------|------------|------------|---------------|
| 発表日 | 2015・06・10 | 2015・09・08 | 2016・10・05 |
| 案件規模 | 9,253億円 | 6,317億円 | 6,483億円 |
| 時価総額比 | 25% | 30% | 53% |

東京海上によるHCC社の買収のプレスリリースより

- より安定的なグループ経営の基盤構築の実現 — 資本効率の向上と収益の持続的成長
- 海外保険事業の規模、収益の拡大
- 両社の強みを生かした新事業展開と収益の更なる拡大(シナジーの創出)

高い戦略的意義と相応の経済合理性にもかかわらず、公表直後の株価はまちまち

| | 東京海上 HCC | 三井住友海上 アムリン | 損保ジャパン エンデュランス |
|----------------------|------------------|-----------------|-------------------|
| プレミアム (vs 1m.avg) | 36% | 33% | 42% |
| 株価純資産倍率 | 1.90倍 | 2.40倍 | 1.36倍 |
| 増益効果 | 13% (修正純利益) | 28% (コア利益) | 25% (連結修正利益) |
| 発表後株価 vs 日経平均 | -0.4% vs 1.7% | 5.5% vs 7.7% | 6.5% vs 0.5% |

株式市場はM&A案件の評価において、その還元策に対するインパクトも重視

| | 東京海上 HCC | 三井住友海上 アムリン | 損保ジャパン エンデュランス |
|-------|-------------|---------------------|-----------------------|
| 増益効果 | 13% | 28% | 25% |
| 配当 | 配当性向35%以上 | 配当性向約25% (399億円) | 配当性向約24% (総額323億円) |
| 自社株買い | 機動的に対応 | 300億円 | 335億円 |
| 総還元性向 | 配当中心の還元策 | 50%目途 | 50%目標 |

還元策とも比較の上、M&Aの説明責任を果たさなくてはならない

| | 内部成長 | M&A | 自社株買い |
|------------------|------|-------|-------|
| 戦略インパクト | ▲ | ○ | × |
| 財務リスク | ▲ | × | ▲ / ○ |
| 時間 | × | ▲ | ○ |
| エクセキューション リスク | ○ | × | ○ |
| 株主価値提供 | ▲ | × / ○ | ○ |

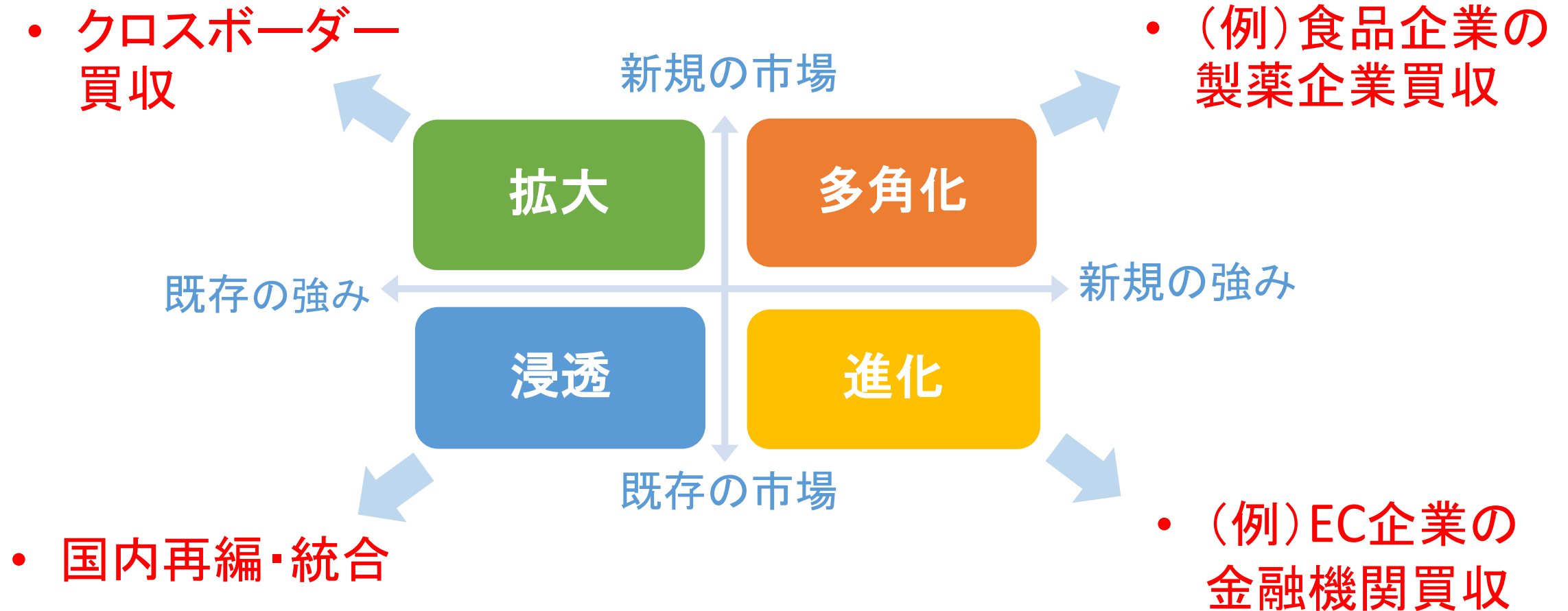
M&Aが株主還元には長期的で一貫した戦略を通じて結果を出す必要

- 内部成長に加え買収と統合による被買収事業の**継続的**な成長
- 非戦略部門からの撤収と合わせて**事業ポートの入替**を果たす

日立の事業ポートフォリオ変革

| | 「近づける事業」 | 「遠ざける事業」 |
|-------|------------------|--------------------|
| 2010年 | 上場グループ5社の完全子会社化 | ルネサステクノロジをNECエレと統合 |
| 2011年 | | 日立GSTをWDに売却 |
| 2012年 | | 日立ディスプレイズをJDIに統合 |
| 2014年 | | 火力発電事業を三菱重工と統合 |
| 2015年 | 伊フィンメカニカ欧州鉄道事業買収 | |
| 2016年 | | 日立物流、日立キャピタルの非連結化 |
| 2017年 | | 日立工機、日立国際電気をKKRに売却 |
| 2018年 | ABBパワーグリッド事業の買収 | クラリオンの売却 |

成長戦略マトリクスにおけるM&Aの位置づけ



各領域における買収戦略の留意点

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

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

子会社・事業部門撤収の最適な選択肢

| 撤収オプション | メリット | デメリット |
|---------------------|-------------------------------------|--|
| 経営権の売却 | 現金の回収 コントロールプレミアムの実現 経営の自由度改善 | 買い手不在の可能性 |
| 市場売却(上場)による 非連結化 | 現金の一部回収 アップサイドポテンシャル | ディスカウントでの売却 コントロールプレミアムの逸失 一般株主との利益相反リスク |
| 第三者との統合による 非連結化 | アップサイドポテンシャル | 現金回収なし 出口の不確かさ 経営悪化のリスク |

まとめ： M&Aの各段階における重要課題

事前準備

- 適切な目標設定
- 対象企業の能動的な選定
- 案件設計の工夫
- 最適なアドバイザーの選定と正しい活用

案件プロセス

- 厳格な価格評価と適切な交渉
- 契約書上の対応と工夫
- 最適なファイナンス手段の選択
- 発表のタイミングとストーリー

買収後の経営

- 経営の高い優先順位への付与
- ガバナンス構築
- 経営余力の捻出
- 価値向上策とシナジーの実現

アドバイザーの役割はさまざま

仲介

作業（価値算定、デューディリジェンス等）

プロセスマネジメント、ファシリテーション

案件の是非についてのアドバイス

アドバイザーの関与の度合いもさまざま

| 買収企業 | 買収側アドバイザー | 被買収企業 | 被買収側アドバイザー |
|--------|--|-------|---|
| Tモバイル | PJパートナーズ、ゴールドマンサックス、ドイツ銀行、エバーコア、モルガンスタンレー、クレディスイス、バークレーズ、カナダロイヤル銀行 (8社) | スプリント | JPモルガン、センタービュー、みずほ、SMBC日興、レイングループ (5社) |
| ダイキン工業 | メリルリンチ、GCA、SMBC日興、みずほ、野村、三菱UFJモルガンスタンレー、大和 (7社) | グッドマン | JPモルガン、バークレーズ (2社) |
| 新日鉄 | 三菱UFJモルガンスタンレー、みずほ、メリルリンチ、JPモルガン (4社) | 住友金属 | ゴールドマンサックス、日興コーディアル、大和、ドイツ (4社) |

アドバイザーの選定基準

実績

- 本案件チームの実績なのか
- 真にアドバイザーとしての役割を果たした案件はどれか
- リピートのクライアントはいるか

体制

- 顧客担当バンカーとM&Aスペシャリストの関係
- 日本(顧客担当)チームと海外(案件執行)チームの関係
- 短期的利益よりも、長期的な信頼関係を重んじる企業文化

担当者の 資質

- 顧客の長期目標と案件の重要性を十分に理解しているか
- 案件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

M&Aに優れた経営をするために

技術

1. 選球眼を磨く
2. 得意なコースを増やす

規律

3. ボール球に手を出さない

姿勢

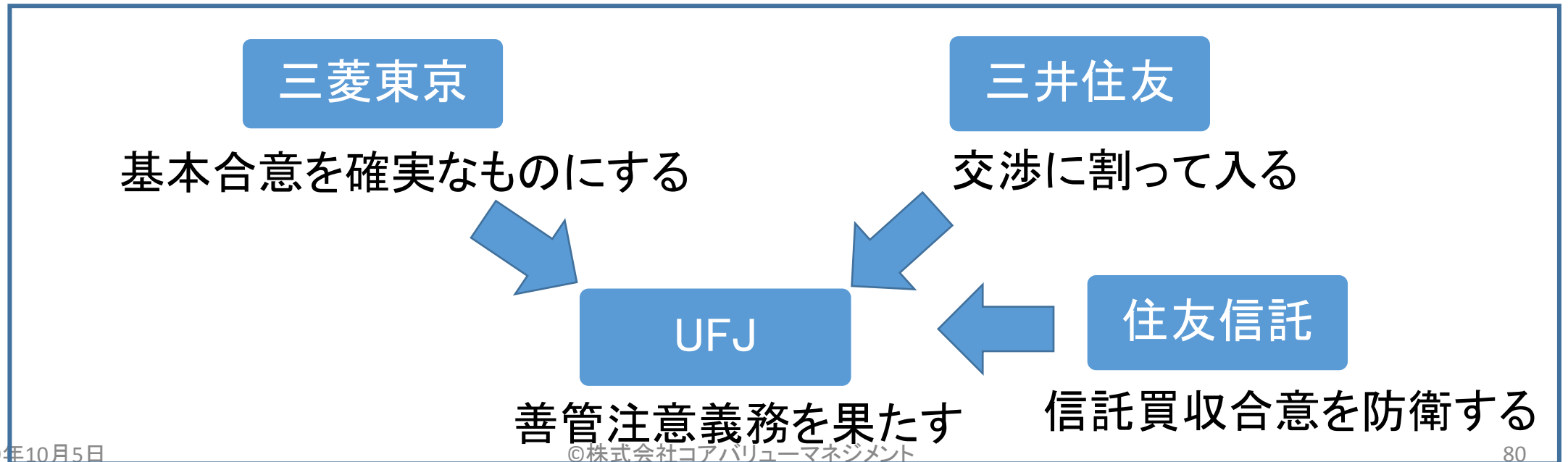
4. 甘い球を見逃さない

添付資料

- 国内再編をめぐる競合案件
- 経営不振企業に対する戦略的買収案件

国内再編をめぐる競合：UFJ争奪戦

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



UFJ争奪戦の経緯(2004年)

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

UFJ争奪戦の経緯(2004～2005)

8月11日 東京高裁、地裁の決定取り消し

8月12日 三菱東京、UFJ 経営統合で基本合意

8月24日 三井住友、UFJ に統合比率「1 : 1」を提案

8月30日 最高裁、東京高裁の決定の是認(住友信託の特別抗告却下)

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

9月24日 三井住友、統合提案の有効期限を2005年6月末まで延長

2005年

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

2月25日 三井住友、UFJ への統合提案を撤回

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

独占交渉権の有効性

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

三菱東京と三井住友のUFJに対する提案

MTFGの提案

7. 16 統合協議開始の覚書締結

- 信頼と信用、7月末目途の基本合意目標

8. 12 基本合意の締結

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

9. 10 資本支援と敵対的買収対抗策合意

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

2. 18 統合契約書調印、比率は1対0.62

SMFGの提案

8. 6 UFJへの提案送付

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

8. 24 UFJへの統合比率の送付

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

9. 24 統合提案の翌年6月末までの延長表明

各当事者の対応に関する評価

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

経営不振企業の戦略的買収案件

事例： 日産自動車による三菱自動車への出資とグループ会社化

| 日時 | 主要イベント |
|------------|---|
| 2016/04/20 | 三菱自動車における不正燃費問題の発覚 |
| 2016/05/12 | 日産自動車との戦略的提携及び日産による三菱自動車株式34%を2370億円で取得することの覚書締結・発表 |
| 2016/05/25 | 戦略的提携に関する本契約の締結、代表取締役開発担当副社長執行役員の日産自動車からの受け入れ発表 |
| 2016/06/17 | 不正燃費問題に関する国土交通省への報告 |
| 2016/08/02 | 特別調査委員会から調査報告書の受領 |
| 2016/10/20 | 新株式発行に対する払い込みの完了、新体制の発表 |
| 2016/12/14 | 定款変更のための臨時株主総会、取締役会長就任と新体制への移行 |

大幅なディスカウント水準での価格合意

出資価格は468円52銭

- 不正公表翌日4月21日から合意全日5月11日までの出来高加重平均
- 不正公表以前(6か月平均)から47%のディスカウント
- 34%保有による経営権関与相当分のプレミアムもなし

| イベント | 株価 | リターン |
|------------------------|------|------|
| 2016年04月19日 不正燃費問題公表前日 | 864円 | |
| 2016年10月21日 払込み翌日 | 564円 | 20% |
| 2016年12月15日 臨時株主総会翌日 | 655円 | 40% |
| 2017年10月23日 払込み1年後 | 915円 | 95% |

リスクの実質的な回避と少数資本持分にも関わらず実質的な経営権の獲得

リスクの回避

- 払込の前提条件
 - 表明保証違反のないこと
 - 特別調査委員会による最終報告書
 - 重大な悪影響の事実の不在
 - 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

- 取締役会に11名中4名獲得
 - 代表取締役会長
 - 代表取締役開発担当副社長
 - 専務兼CSO
 - 常務兼コントローラー
- 執行役としてCOO獲得

具体的で実現可能性の高いシナジー効果

シナジー効果の源泉

- 共同購買コストの削減
- 工場の共用
- 共通の車両プラットフォーム
- 技術の共有
- 現地化の共同推進
- 販売金融会社の共同活用

シナジー効果のインパクト

- 2018年に三菱自動車の2015年度(注)EPS対比27%増益効果
- 2018年度に日産自動車の2016年度EPS対比で8%の増益効果

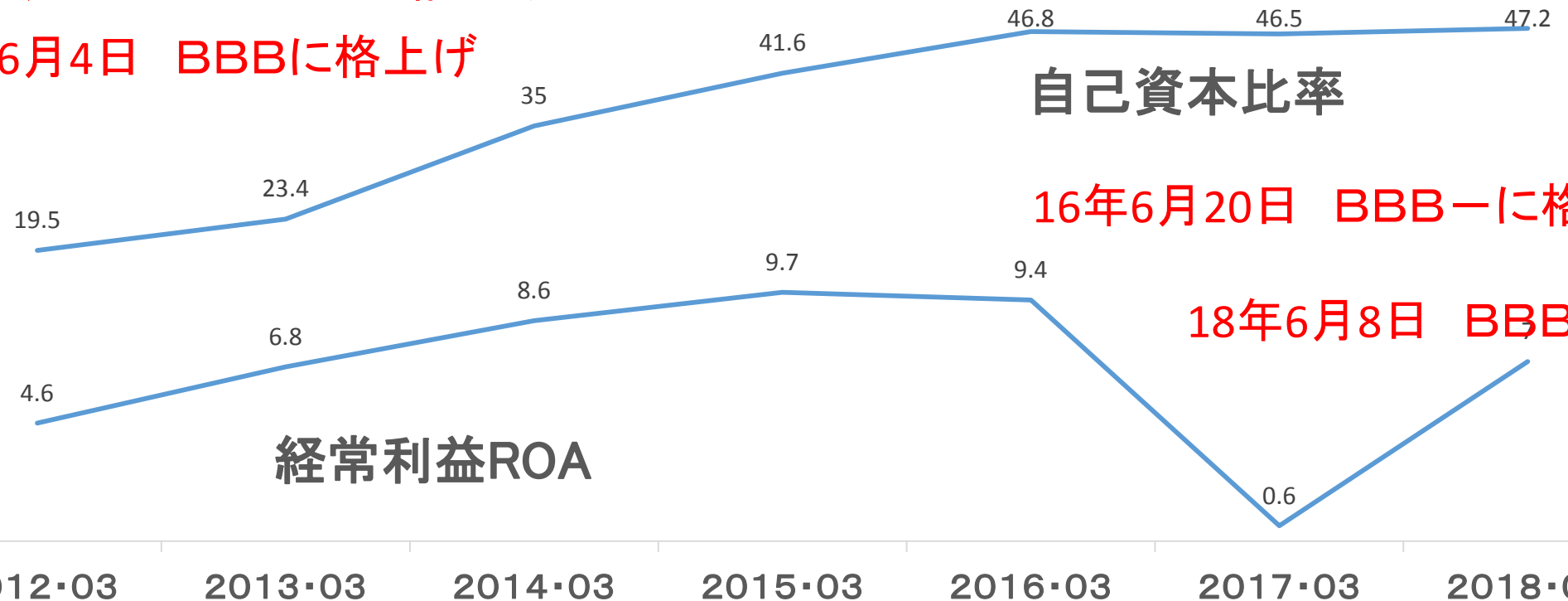
注 2016年度は赤字

三菱自動車の業績と財務状況は不正燃費問題発覚以前に既に著しく改善

12年8月27日 BB格付の方向性をポジティブ

14年3月31日 BBB-に格上げ

15年6月4日 BBBに格上げ



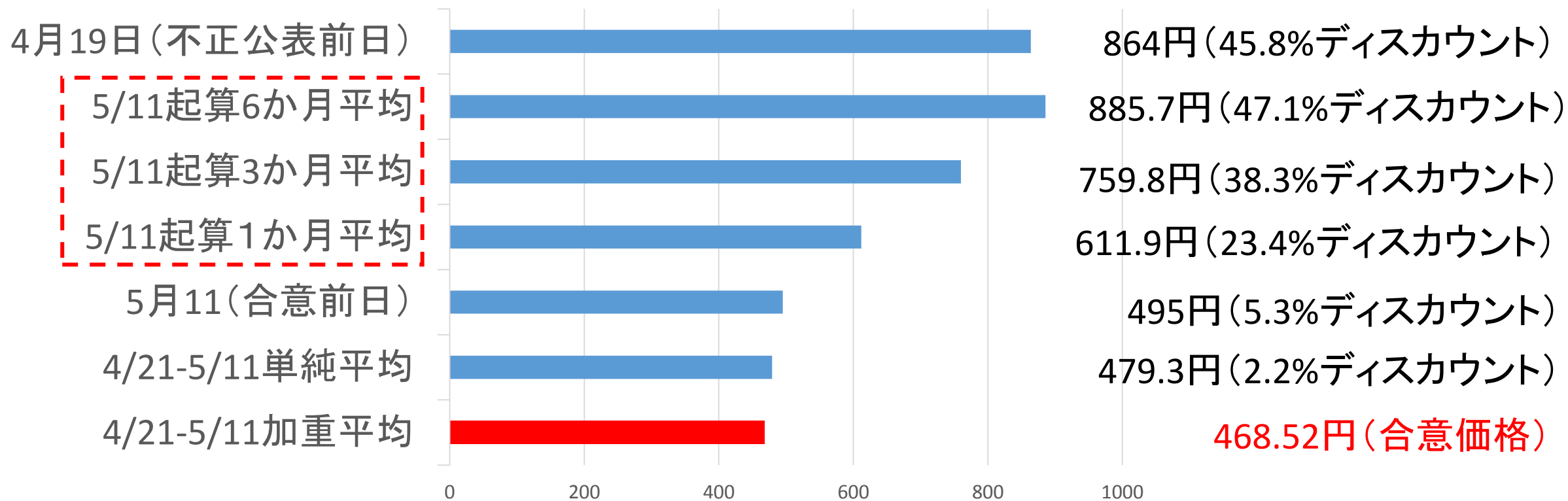
自己資本比率

16年6月20日 BBB-に格下げ

18年6月8日 BBBに格上げ

経常利益ROA

忠実義務は果たされたか



日産・三菱自動車案件の教訓

- 経営不振企業の買収は割安かつ適切な条件で買収するチャンス
 - しかし、戦略的合理性はきちんとあるのか
 - 割安なだけでなく、強固な基盤や競争優位性を有している会社なのか
- 割安な買収機会をモノにするには、迅速な意思決定が必要
 - 不正燃費問題公表からたった3週間で価格とガバナンスに合意
- 経営不振企業を取り込む際のリスク対応はできているのか
 - 厳しい払込前提条件の獲得
- 経営不振企業を立て直すだけの経営力が買収する側にあるのか
- 問題事項
 - 過半数をおさえなかったことは、後々弱点にならないか
 - 既発株式の取得ではなく、第三者割当増資は財務上適切な判断だったか