



## 株主アクティビズムの新たな潮流

2018年2月10日

# 目次

<b>Section 1</b>	直近の株主アクティビズムの状況
<b>Appendix A</b>	Triam PartnersによるP&Gへのアクティビズム – (ご参考)アクティビストを取締役に任じた事例
<b>Appendix B</b>	General Electric: ケーススタディ
<b>Appendix C</b>	パナソニック 対 Oasis Management
<b>Appendix D</b>	村上氏系ファンドによる黒田電気へのアクティビズム
<b>Appendix E</b>	ソニー 対 Third Point
<b>Appendix F</b>	「ピュアプレーの時代」(日本経済新聞記事)
<b>Appendix G</b>	コーポレートガバナンス改革の深化に向けた6つの論点
<b>Appendix H</b>	国内機関投資家の議案別反対比率

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

## はじめに

本邦を取り巻くコーポレートガバナンス及び資本市場の環境変化

### 1 スチュワードシップ・コードの改訂(平成29年5月29日改訂)

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

### 2 議決権行使の厳格化

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

### 3 持ち合い解消に向けた更なる動き

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

### 4 物言う株主(所謂アクティビスト投資家)の動きの活発化

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

より資本市場・株主を意識した企業経営が求められる

## 「物言う株主」とは

### 「物言う株主」とは

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

### アクティビストのみならず ロング・オンリー等も 「物言う株主」に

アクティビスト

ロング・オンリー・ファンド

公的年金ファンド

その他ヘッジファンド等

### 洗練化するアプローチ方法

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

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

# アクティビストに狙われやすい企業群

アクティビストから株主提案をされる前に自発的なアクションを取ることが肝要



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

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

# コングロマリット VS. ピュアプレー

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

コングロマリットとピュアプレーを比較

コングロマリット

**HITACHI**  
Inspire the Next

**Panasonic**

 **MITSUBISHI**  
HEAVY INDUSTRIES, LTD.

VS.

“ピュアプレー”

*Nidec*

**FANUC**

 **DAIKIN**

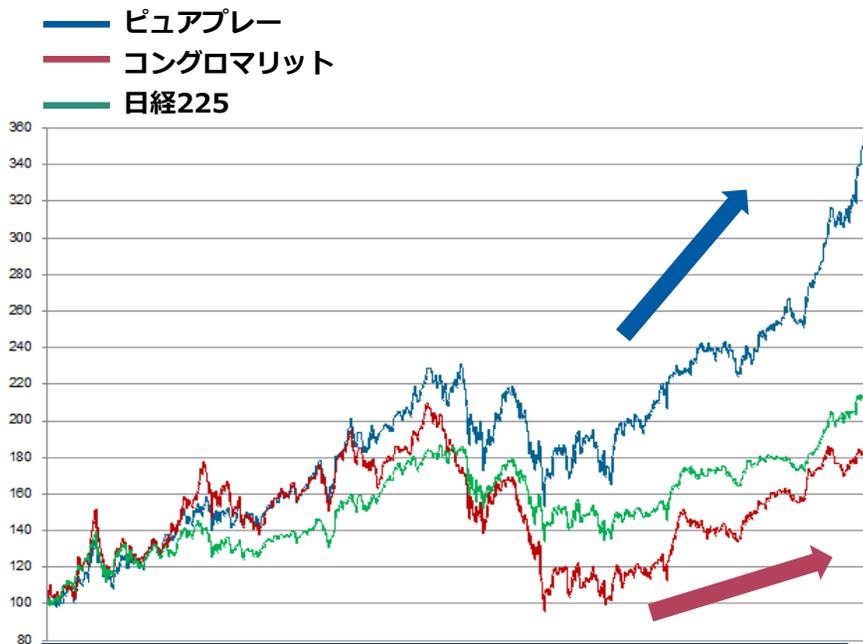
**KOMATSU**

*Kyoto*

# コングロマリット VS. ピュアプレー(続き)

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

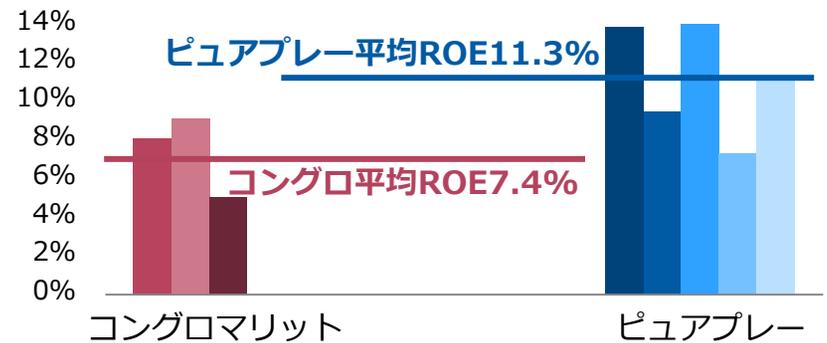
## 1 時価総額推移(過去5年)<sup>(1)</sup>



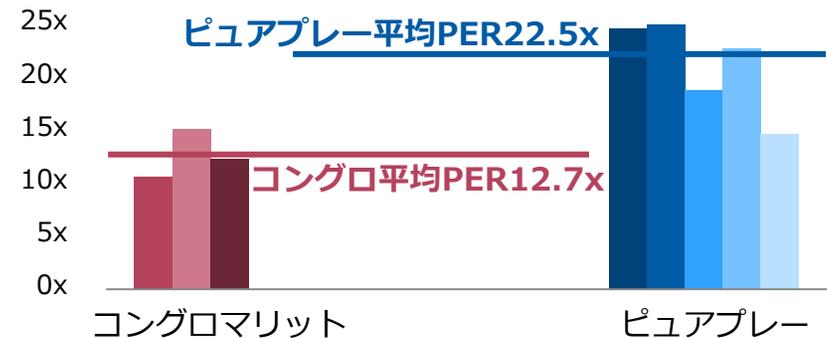
### 時価総額増加率 (過去5年)

- ・ コングロマリット平均増加率 : 73%
- ・ ピュアプレー平均増加率 : 236%

## 2 収益性(ROE)<sup>(2)</sup>



## 3 成長期待(PER)<sup>(3)</sup>



出所 Capital IQ、会社資料

注

1. 2013年2月1日～2018年1月31日
2. 2017年3月期
3. 2017年3月末時点時価総額及び決算期末時点の翌期純利益アナリスト予想値に基づく

Section 1

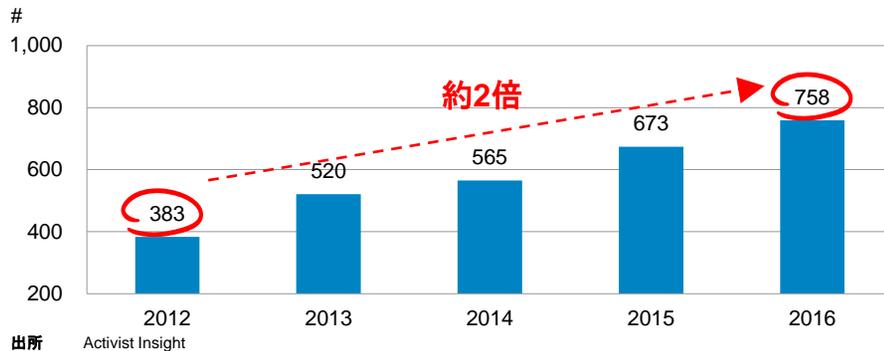
直近の株主アクティビズムの状況

## 全世界でアクティビズムが増加傾向

- 全世界でアクティビスト投資家の運用資金及び活動件数は飛躍的に増加しており、会社規模・業界・株価動向を問わず、全ての企業がアクティビズムの対象に。
- 本邦においてもアクティビズムが浸透。直近は、非公開な株主提案も増加

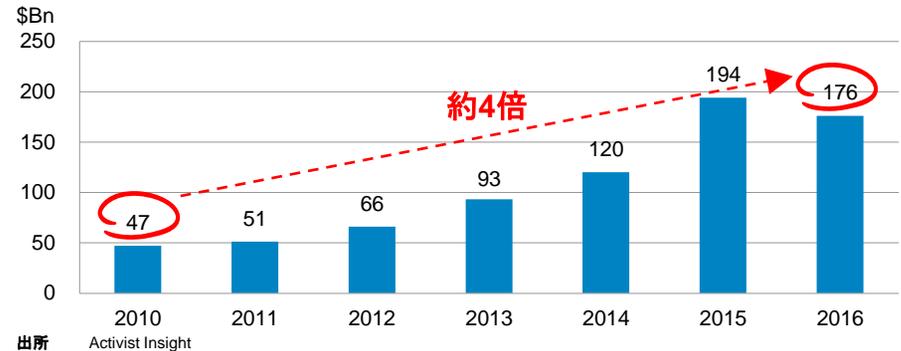
### アクティビストによる経営関与を目的とした投資事例数

グローバル・ベース



### アクティビストの運用資産規模

米国ベース



### 今や上場企業であれば如何なる企業でもアクティビズムのターゲットになり得る状況

世界的大手・優良企業
















日本企業












レノ  
(旧村上ファンド  
関連会社)



# アクティビスト投資家の提案内容は多岐に亘る

## アクティビスト投資家の提案内容の例

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

## 米国及びアジアにおけるテーマ別アクティビスト・キャンペーン分類(2013年1月-2017年6月)



出所 Activist Insight

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



直近の株主アクティビズムの状況

## 史上最大規模の委任状争奪：アクティビスト対P&G

本年10月に時価総額25兆円企業を巡る委任状争奪戦に発展

・アクティビストであるトライアンがP&Gに同社代表のネルソン・ペルツ氏を社外取締役として選任するよう株主提案

### トライアンの提案のポイント

1 時価総額約25兆円の過去最大のターゲット(トライアンはP&G株を約1.5%保有)

2 詳細な分析に基づいた、自らの経営改革案を90ページを超える白書として公開

組織再編・権限の在り方

デジタル・eコマース戦略

コスト削減案

官僚的組織・企業文化の変革

イノベーション復活の提言

外部人材の積極的登用

消費者の共感を得るローカルブランドの展開

ガバナンス強化策

3 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もトライアンの提案に賛同

### 委任状争奪戦の結果

- ・ P&G株主の40%を構成する個人投資家(社員や退職者を含む)が主に会社を支持する一方、主要機関投資家はトライアンを支持
- ・ 10月10日の株主総会において1%未満の得票率差により、一旦はP&Gの推す取締役の薄氷の勝利とされるも、11月15日に独立監視人が投票結果を再集計したところ、一転してトライアンの推すペルツ氏の得票が上回っていた(0.0016%差)とのP&G発表(暫定)
- ・ 12月15日に再集計結果が公表され、ペルツ氏が非常に僅差(約0.025%の差)で敗退したことが明らかとなったものの、ペルツ氏が約50%の賛成票を取得したこともあり、P&Gは議論の結果、同氏を社外取締役として追加すると発表



## 史上最大規模の委任状争奪: アクティビスト対P&G(続き)

今回のトライアの戦略の最も重要なポイント: “Why Not?”アプローチ

- ターゲット会社に対する明示的な要求を社外取締役1名の追加のみに留め、既存株主にトライアの提案に反対する材料を極力与えない(Why not)という戦略を遂行

### “Why Not?” アプローチ

- トライア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「トライア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
- 取締役の席を一つ追加してペルツ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

- 財務レバレッジの増加
- 年金債務の削減
- 研究開発費、販促費、設備投資の削減

- 会社の分割
- CEOの交代
- 取締役の交代

- 品質の低下につながるようなコスト削減
- 本社の移転



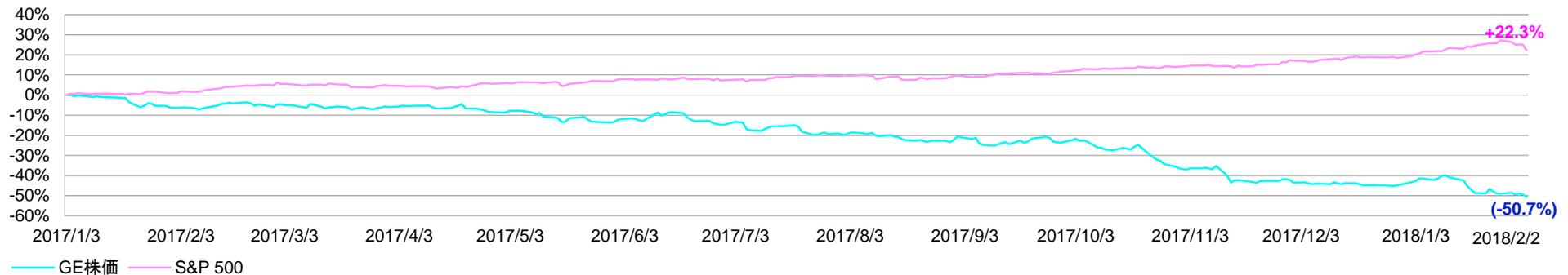
直近の株主アクティビズムの状況

## General Electric: 構造変化への対応を迫られる名門

2017年初以来、S&P500は22%上昇、一方GEの株価は約50%下落

2017年1月3日 - 2018年2月2日

変化率 (%)



出所 Capital IQ

### GEを取り巻く経営課題と今後の展望

#### 1 再生可能エネルギーへのシフトによる火力発電関連機器の需要の急減

- 電力部門で全世界1万2,000人の人員削減

→一方、電力部門は引き続き航空機エンジン、医療機器とともに中核3事業の位置付け

#### 2 事業領域を拡大しすぎたデジタル戦略の見直し

→対象分野と顧客を絞り込み、経営資源を集中する戦略にシフト

#### 3 保険事業の多額の費用計上

- 17年Q4決算へ計上された62億ドルは16年12月期の純利益の8割に相当

→以前から監査を担ってきた会計事務所の他独立した2社にも調査を依頼する厳格なリスク評価により今回の「負の遺産」の洗い出しにつながった

#### 4 コングロマリット経営への批判

→2017年8月に就任したフラナリーCEOは18年1月、中核3事業の分離・上場を検討すると発言

#### 5 「物言う株主」ネルソン・ペルツ氏率いるトライアン・ファンド最高投資責任者(CIO)エド・ガーデン氏の異例の取締役就任

→市場に対し株主重視の経営姿勢をアピール



直近の株主アクティビズムの状況

## パナソニックによるパナホームの完全子会社化

### 株式交換

- 2016年12月20日、パナソニック及びパナホームは、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、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、10月2日に株式併合実施

# 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

OASIS

「金持ち子会社」に照準 海外勢、ガバナンス重視



メニュー

- パナホームを守ること
- なぜ本件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
- 免責事項

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株を割当交付し買収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、安倍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える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

...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『接収』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。

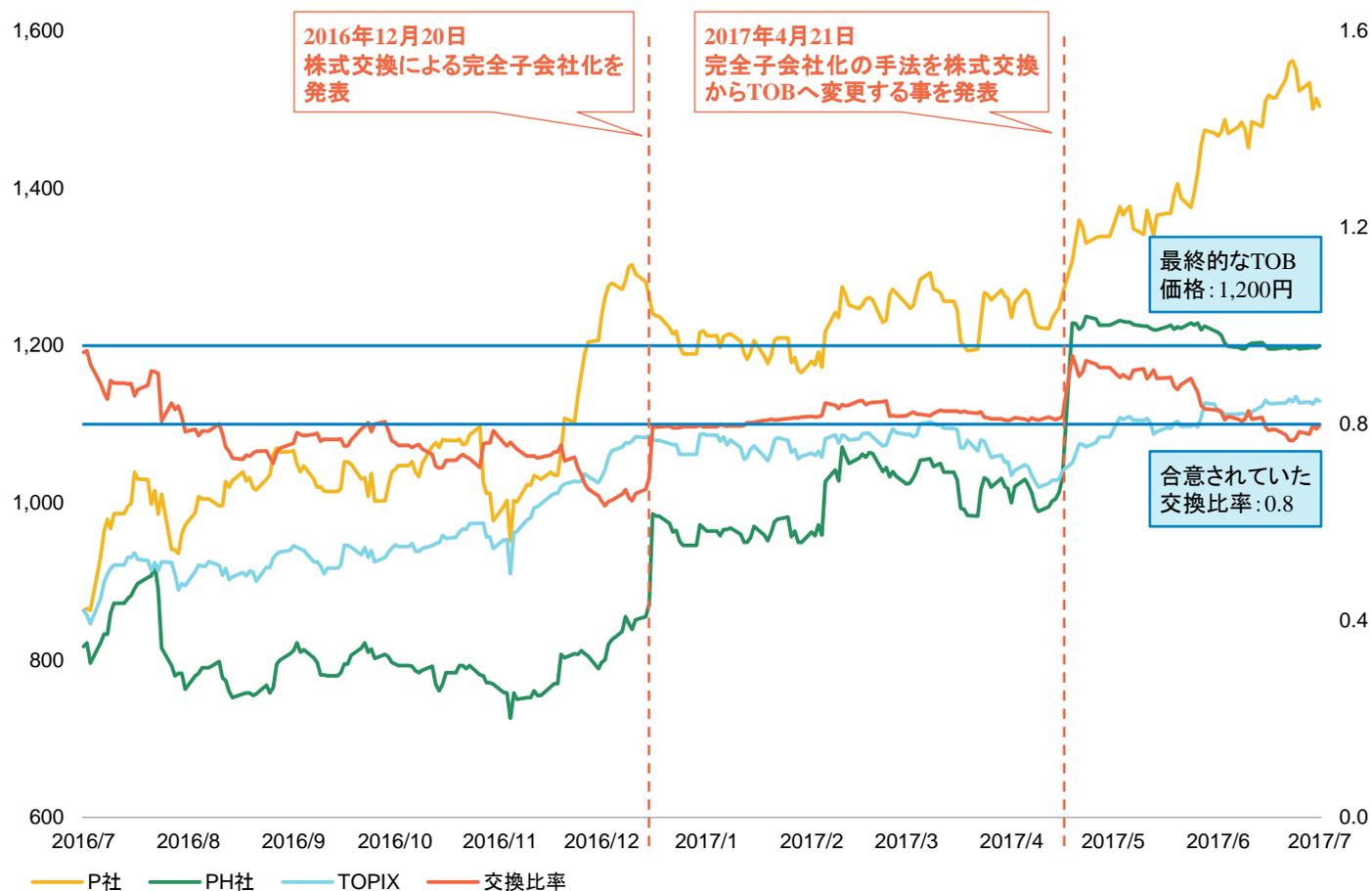
「親孝行」な上場子会社  
(単位：億円。現金は16年12月末時点。グループ)  
(預け金は親会社や関連会社への貸し付けなど)

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
東芝ブラ	東芝	980( 877)	1.2
ニッセイ	ブラザー	105( 85)	0.6
日立ハイテク	日立	1,986(非開示)	1.9

# 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)



## 村上氏系ファンドによる黒田電気へのアクティビズム

- 本邦においても、アクティビストファンドが社外取締役の選任に関するプロキシファイトに勝利した事例が発生  
– 対象会社はその後、PEファンドによって非公開化

フェーズ	時期 (株式持分)	アクション		詳細
		黒田	村上氏側	
一定規模の買付	2014/12/22 (5.3%) <sup>(1)</sup>		✓	• 村上氏系ファンド(C&I Holdings等)により大量保有報告書が提出
面談等による接触	2015/5/7		✓	• 村上氏系ファンドにより株主名簿の交付を要求
	2015/ 6/2-6/22	✓	✓	• 村上氏系ファンドからの要求により4回の面談を実施 – 株主還元の考え方、過去に発行したCBの合理性、業界再編に関する要望、社外取締役5名選任
プロキシファイト (第1回)	2015/6/26		✓	• 村上氏系ファンドにより社外取締役4名の選任に関する株主提案
	2015/8/21 (16.1%) <sup>(2)</sup>	✓	✓	• 臨時株主総会にて、 <u>上記株主提案が否決</u> – 賛成:約40%/反対:約60%
プロキシファイト (第2回)	2017/5/2		✓	• 村上氏系ファンドより社外取締役1名の選任に関する株主提案
	2017/6/29 (37.3%) <sup>(3)</sup>	✓	✓	• 定時株主総会において、 <u>上記株主提案が可決</u> – 賛成:59%/反対:41%
エグジット	2017/10/31	✓	✓	• <u>PEファンドであるMBKパートナーズによる非公開化を公表</u> – 村上氏系ファンドは応募契約を締結

出所 会社HP、2015/11/27調査報告書、その他公開情報よりMUMSS作成

注

1. 2014/12/22時点で提出された大量保有報告書に記載されたC&I Holdings、シティインデックス舞子、南青山不動産の合計持分を算出
2. 2015/8/21時点の旧村上ファンド関係者の保有割合については、村上世彰、C&I Holdings、南青山不動産、中島章智、野村純の合計を算出(旧村上ファンド関係者は臨時総会開催前の基準日までの大量保有報告書、その他株主は2015年3月末時点に基づく)
3. 2017/6/29時点の旧村上ファンド関係者の保有割合については、野村純、中島章智、レノ、オフィスサポート、鈴木俊英の合計を算出(旧村上ファンド関係者は2017/3/29提出の変更報告書、その他株主は2017年3月末時点有価証券報告書に基づく)

# ウットラムによる日本ペイントHDへの株主提案

取締役会刷新を提案する直近事例

- 2018年1月19日、日本ペイントHDの筆頭株主であるシンガポール塗料大手ウットラムグループ（約39%保有）は取締役の過半数を送り込む株主提案を提出しました
- ゴージャ社長は提案の具体的な背景について言及していないものの、昨年の日本ペイントによる米国ペイント大手アクサルタ買収への反対姿勢が関わっているとの見方もある
- 日本ペイントHDの経営陣が反発すれば、2018年3月末の定時株主総会に向け委任状争奪戦に発展する可能性がある

関連記事(2018年1月23日、日経産業新聞)

アナリストインタビュー

日本ペイントホールディングス（HD）は22日、筆頭株主であるシンガポール塗料大手ウットラムグループから株主提案書を受け取ったと発表した。ウットラムは6人を日本ペイントHDの取締役候補に提案している。HDの取締役には10人、取締役の上層は10人、3月末の定時株主総会で可決されれば過半数を占める。今後は会社側の出方が焦点となる。ウットラムは日本ペイントHD株の39%を保有し、トップのゴージャ社長が日本ペイントHDの筆頭株主として、ウットラムグループのゴージャ社長が日本ペイントHDの取締役候補に就いて、見合形成する」としており、現時点では立場を明確にしていない。

ウットラムグループのゴージャ社長は、井高志氏や安川博司氏など、ゴージャ以外の5人を社外取締役候補とした。日本ペイントHDは同族の華人系を重視してきた。13年にウットラムが株式買増しによる出資比率引き上げを提案し、14年に日本ペイントHDがウットラムを引受先として増資を実施し、出資比率は提案前の14.5%から高まった。

日本ペイントHDは中国など8カ国でウットラムとの合弁を子会社化し、海外展開を加速した。この兆円超で買収する交渉を進めていたが、11月末の取締役会で見送りされた。ゴージャは「（やめた）案を受諾できないと判断が繰り返されることになり、（香月夏子）22日の日本ペイントHDなる。」

## 「株主価値を最大化」



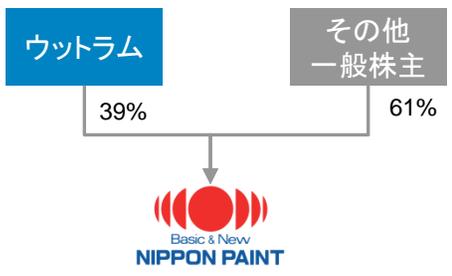
ウットラムグループ  
ゴージャジン氏

## ウットラム

ゴージャ氏は現経営陣について「良いと評価している」と話す。今回の提案は「4%の高の4190円を目的ではなく、1株利益（EPS）と配当から価値で、市場は提案を好む」と説明する。株主総会対策などに詳しい野村証券の岡崎茂樹アナリストは「巨額買収を積極的にすすめる日本ペイントHDの方向性を軌道修正するという印象をうけた」と話す。日本ペイントHDは昨年米塗料大手アクサルタ・コーティング・システムズを1ラムが提案する取締役のインク・システムズを一部のみを委任を要求する可能性がある。ウットラムが提案する取締役のインク・システムズを一部のみを委任を要求する可能性がある。ウットラムが提案する取締役のインク・システムズを一部のみを委任を要求する可能性がある。

- 具体的には株主価値最大化(MSV, Maximization of Shareholder Value)の追求を促すために、日本ペイントに対して、Goh氏に加え、新たに5名の社外取締役の選任を提案した(3月の定時株主総会の議案とすることを要求)
- Goh氏の主張のポイントは
  - (1) 経営の適切な監督(取締役会が中長期的なMSVの最大化を追求する企業戦略等の大きな方向性を示す等)
  - (2) MSVの追求(M&Aに際しても資本効率に留意しつつ極力増資を伴わない資金調達を優先し、リスクを考慮した形でのEPSの最大化を目指す)
  - (3) ビジネス経験の豊富な社外取締役を選任という点である。現在の日本ペイントの取締役はGoh氏含めて7名であり、当社は定款で取締役数の上限を10名と定めており、提案が成立すればウットラム側が取締役会の過半数を確保できることになる
- Goh氏は具体的にコメントしていないが、現経営陣が今後も欧米企業向けのM&Aを積極的に行おうとしていることが、今回の株主提案のきっかけになった可能性があると考えられている。ウットラムは株主提案後の具体的な経営戦略を明確にしないため、判断は難しいが、Axalta買収提案時の株価の反応を考慮すると、ウットラムのM&Aなどに関する提案は外国人株主(17年6月時点での所有比率57.5%)などの機関投資家を中心に、支持される可能性があるだろう

現行資本関係図



## 最も有効な防衛策とは

株主総会に向けて、アクティビストによる動きが活発化し、株主提案及びパブリック・キャンペーンが急増すると予想。企業は、この大きな環境変化を認識し、自らスピード感を持って

- ✔ 事業ポートフォリオの思い切った見直し
- ✔ 成長分野への投資
- ✔ ガバナンス強化
- ✔ 株主還元強化等

を行い、収益性を高め企業価値を向上させる事が最も有効な防衛策と考えるべき

Appendix A

## Triam 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

- グローバル大手消費財企業P&Gは、10月10日の同社株主総会で、アクティビストファンドTrian Partnersと取締役選任に関する委任状争奪戦を行いました

  - 同日、P&Gによる勝利宣言がなされ、Nelson Peltzの取締役選任否決が発表されたが、11月15日、第三者機関による再集計の暫定結果として、当初の結果が覆ったことが判明
  - 12月15日に最終的な集計結果としてP&G側が勝利したこと、また、それにも拘わらずP&GがNelson Peltzを取締役として受け入れる旨を発表
  - 10月9日、Trian Partnersから取締役を受け入れることを発表したGEと対照的
- 「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ます

  - 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による変革も迫られる
  - 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、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
    - 同日、P&Gは僅差によりNelson Peltzの取締役選任が否決されたことを発表し、勝利宣言をした
    - しかし、両者は11月15日、第三者機関による再集計の暫定結果として、P&Gが提案した11人の取締役のうち最も賛成票が少なかった候補者をNelson Peltzの賛成票が約42,780票上回り、当初結果が覆ったと発表
    - 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
      - 同時に製薬会社NovartisのCEOであるJoseph Jimenez氏を同じタイミングで取締役として招聘する旨も公表
  - 株主総会で票が割れた背景としては、P&Gファンである個人株主層の会社支持、入念な準備・対応、また何よりDavid Taylor CEOの元で既に進められた変革の実績、同経営に対する株主の賛同が挙げられる
  - 一方で、今回のTrian Partnersの提案は、会社分割や取締役の入れ替え等の大胆また敵対的なアクションを求めるものでもなく、変革の加速の一助として取締役を追加することだけを求めたもので、反対の理屈も難しく判断が分かれた結果となった
  - 今回のTrian Partnersのキャンペーンは、歴史ある大企業であってもアクティビストの標的となりうることを示し、また「Why Not?」という新たな提案への抗弁の難しさを明かした。また、何より市場の成熟による成長機会の減少、ECの拡大等における市場変化の中で、グローバル大手企業の成長戦略が描き難くなっている中で、事業・事業戦略に関する資本市場との適切な対話、平時からの準備が一層重要になってくるものと考えられる

# 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
- 最終的な投票結果については、数週間以内に第三者機関による発表がなされる見込み

**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**



11番目の株主であるYacktmán 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Peltz氏を支持)

**2017/9/22-29**



大手議決権行使助言機関が相次いでTrianを支持(9/22: グラス・ルイス、9/29: ISS、10/2: イーガン・ジョーンズ)



**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)

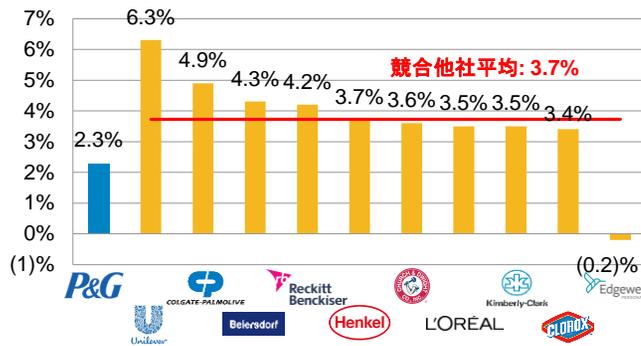
# P&Gの成長鈍化 –アクティビズムの背景となったP&Gの状況

Trian Partners 白書(2017/9/6)より抜粋

- P&Gは2010年代に入り、既存事業の成長鈍化や主要市場でのシェア低下により、業績が低迷
  - イノベーションも停滞し、2000年以降に生まれたブランドは1つに留まる
- この様な状況の中、2012年にアクティビストのPershing Squareが株主となり変革を迫られ、当時のCEOのBob McDonaldはPershingの要求通り辞任

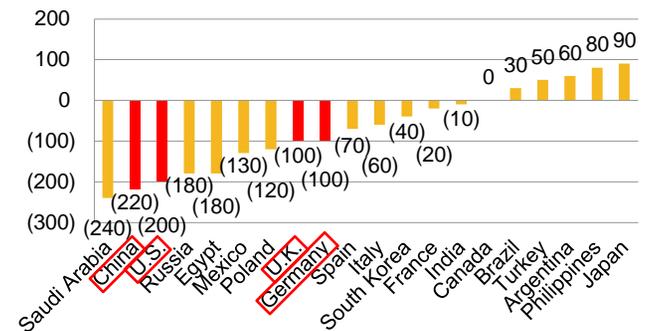
## 既存事業の成長(2011-2017 CAGR)

競合他社と比較して低い成長率  
%



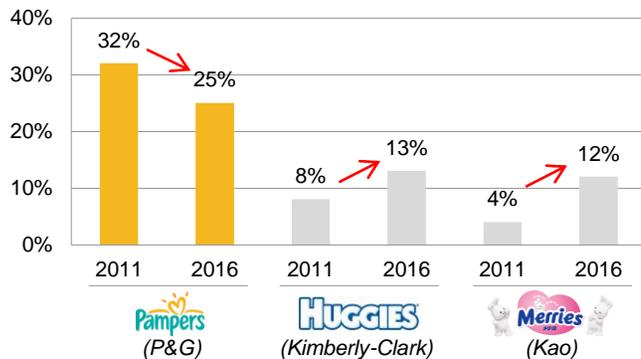
## 各国におけるP&Gの市場シェアの変化(2011-2016)

中国、US、UK、ドイツ等主要マーケットにおいてシェア減少  
bps



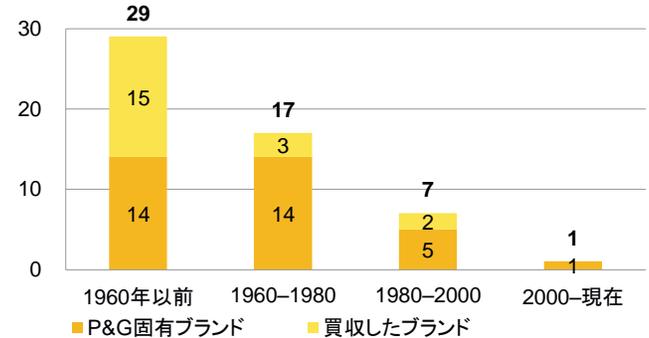
## 中国市場でのマーケットシェア(代表のおむつブランド)

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

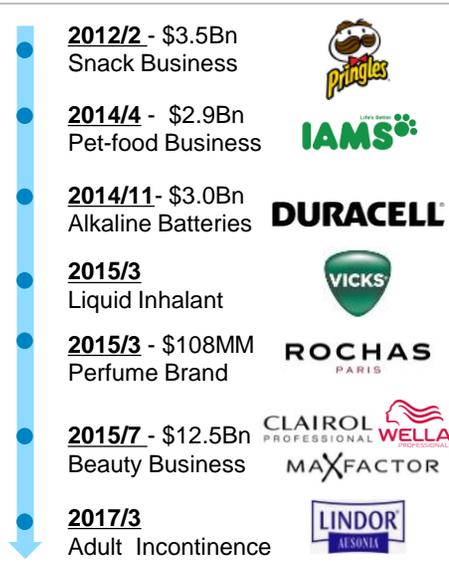
P&G資料(2017/9/12)より抜粋

- その後、2013年に再度CEO職に戻ったAG Lafley、2015年にCEOに就いたDavid Taylorのもとで変革を加速

- 肥大化した事業の効率化の為、ポートフォリオの整理やサプライチェーンの効率化、組織再編等を実施

## P&Gによる「選択と集中」

2012年以降の主な資産/事業売却

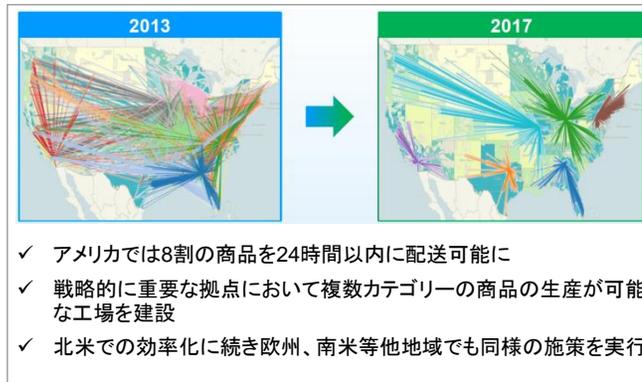


## 商品ポートフォリオの整理

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

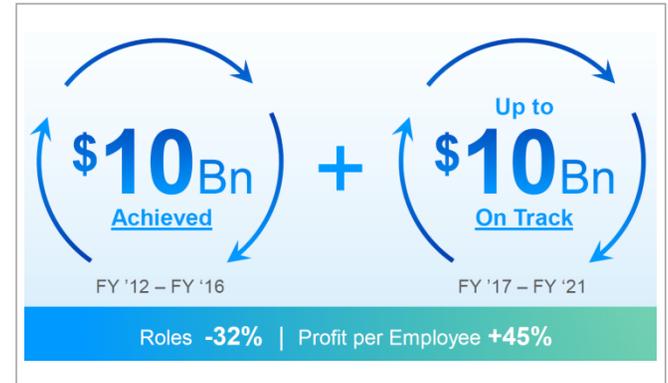


## サプライチェーンの効率化

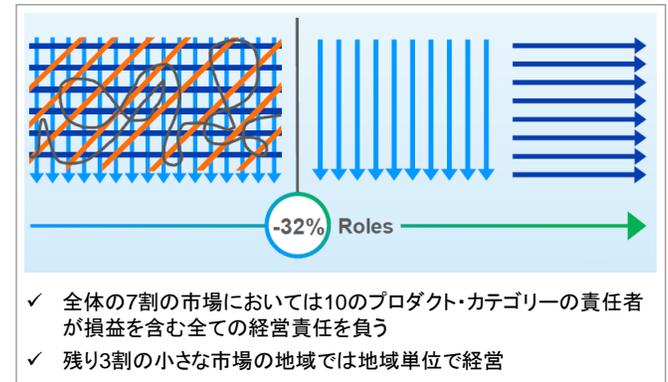


## 生産性向上によるコスト削減

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



## 組織再編

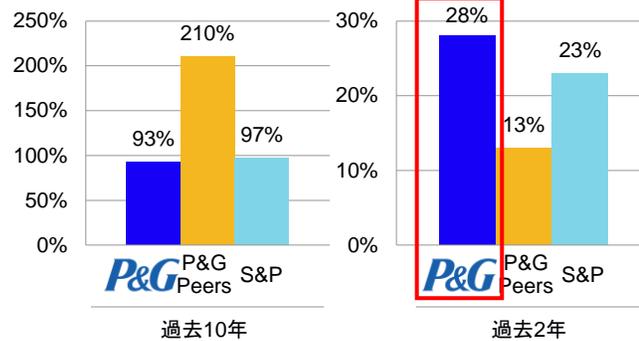


# P&Gの直近業績 – 過去2年は回復基調に

- 2015年にDavid TaylorがCEOに就任して以降、P&Gは2010年代に入ってからの低迷から浮上し、業績及び市場評価ともに回復基調となっていました
- 足許で変革の成果が出だしていることがTrianの主張に説得力が欠け、P&Gが得票を伸ばした要因の一つに

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

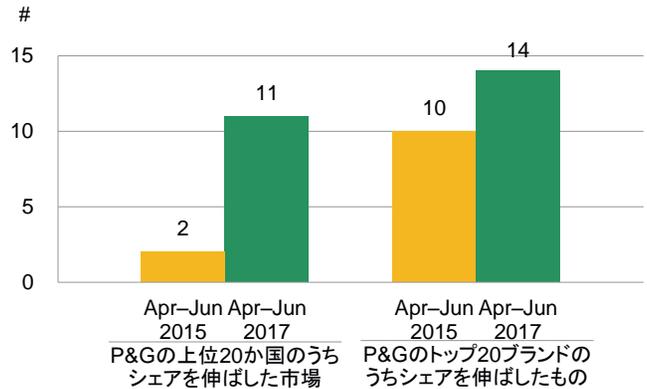
過去2年では競合他社や市場平均と比較しても遜色ない水準



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

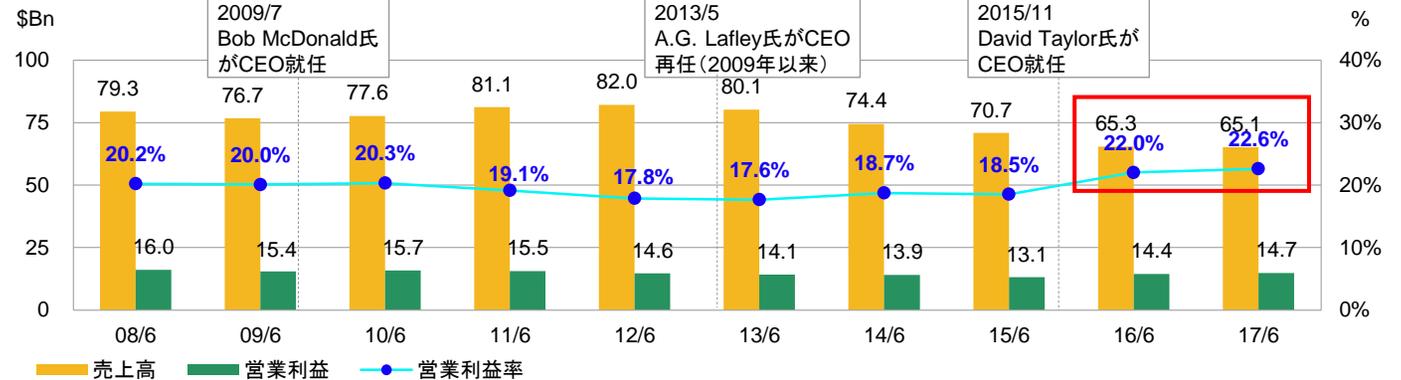
2年前と比較してシェアを伸ばしている



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

## P&G業績推移

CEO交代(2015/11)後は回復基調



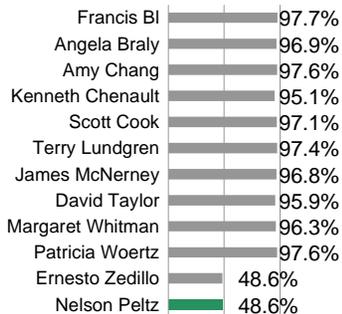
出所 Capital IQ

# 株主総会において票数が拮抗した背景

- 事前の予想ではTrian優勢との見通しが有力であったにもかかわらず、2017年10月10日のP&G株主総会での委任状争奪戦において票数が拮抗した背景としては下記が挙げられます
  - 個人投資家比率が相対的に高く、その大多数がP&Gに味方したこと
  - Peltz氏が取締役就任に関する説明が説得力に欠けたこと
  - P&Gは2015年11月にDavid Taylor氏のCEOへの就任以降、緩やかな業績回復基調にあること

## P&G取締役選任：得票率

2017/10/10株主総会 (12/15 P&G公表)



ISS Recommendation: FOR (緑色)  
ISS Recommendation: DO NOT VOTE (灰色)

## P&G/Trianの委任状争奪戦

P&Gの勝因 (2017年10月10日時点) に関する分析

...P&Gが10日に開く株主総会の採決では**個人株主の動向が鍵を握る見通し**だ。P&Gの株主構成は約40%が個人で、残りはミューチュアルファンドやインデックスファンドなどの機関投資家が占める。S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスによると、S&P500種指数の構成企業のうち、**個人株主の比率がP&Gを上回るのは10社しかなく、その比率も平均で12%にとどまる**。

一方、P&Gの株主上位10人の保有比率は24%で、S&P500企業の平均46%を下回る(ファクトセット調べ)。つまり、少数の大株主の意向で決まる他のアクティビストの要求と異なり、個人株主が多いP&Gの場合は採決結果がはるかに見通しづらいついことだ。...

『P&Gの委任状争奪戦、規模もコストも過去最大に』  
(2017/10/9, The Wall Street Journal)

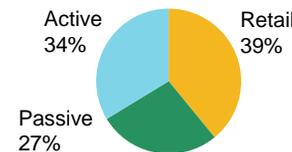
...日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル(P&G)が取締役就任を求める「物言う株主」、ネルソン・ペルツ氏を退けたようだ。P&Gでは個人投資家の比率が4割と異例の高さだ。多くの人がオハイオ州シンシナティに本社があるP&Gに愛着を持っているようだ。...

...ペルツ氏には思慮深い投資家という評判がある。その動きは大手議決権行使助言会社すべてのほか、影響力のある企業弁護士で、企業を侵入者から守ることでキャリアを築いてきたマーティン・リプトン氏の不承不承ながらの支持も得ていた。

ただペルツ氏はP&Gの取締役会がなぜ今自分を必要としているのかについて説得力のある主張ができなかった。既存事業の成長率が低く、過去20年のM&A(合併・買収)の結果がぱっとしないことは明白だ。しかし2年前に新しい最高経営責任者(CEO)が就任して以来、事態はやや好転している。...

『委任状争奪戦、僅差で勝利しても... P&G、「物言う株主」へ警戒解けず』  
(2017/10/11, Financial Times, 日経ヴェリタスによる和訳)

## P&G Shareholder Base Breakdown (1)



Peltz recruited P&G's former CFO, Clayton Daley, and won the support of all three proxy solicitors, Egan-Jones, Glass Lewis and ISS. The firms' opinions can sway but not always determine shareholders' votes.

Combined, the twospent \$60 million on the battle as they fought to woo P&G's major shareholders and large retail investor base.

"If a company has a good management team, a good board and a good strategy, it's going to win a proxy fight with activist investors," said Scott Barshay, a partner and senior dealmaker at law firm Paul Weiss.

**Of P&G's top three shareholders, State Street Global Advisors and BlackRock sided with Peltz, while Vanguard backed P&G, according to sources familiar with the matter.**

Retail shareholders largely supported management, according to analysts' estimates based on the results. Brett Barakett, a P&G alumnus and investor, voted in favor of his former employer.

"We think they are already far down the path of doing what is needed," said Barakett, the founder and CEO of Tremblant Capital. "P&G has taken the correct strategic steps in this rapidly changing world."

(2017/10/10, CNBC)

...委任状争奪戦ではペルツ氏が優勢との見方が大勢だった。...それでもペルツ氏が勝てなかったとみられるのは、**個人株主層がP&Gに味方したためとアナリストは分析している。ほとんどがP&Gの社員や退職者で構成される個人株主層は、同社の経営陣に忠実でウォール街の動きには懐疑的だ。**...

『P&Gがペルツ氏との委任状争奪戦に勝利、取締役入りを株主否決』  
(2017/10/11, ロイター)

注  
1. 2017年6月30日時点

# TrianとP&G双方の主張の整理



2017/9/6

- White Paperを開示

1 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

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

✗ *Bad Idea*

2 生産効率を高め純利益を改善

コスト削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の伸びを確実にする

✗ *No New Ideas*

3 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<sup>(1)</sup>

✗ *No New Ideas*



2017/9/12

- 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

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

- 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<sup>(2)</sup>

注

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)



### 4 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

✗ No New Ideas

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ー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

✗ No New Ideas

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

### 6 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

✗ No New Ideas

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%成長しており、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

### 7 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

✗ No New Ideas

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

### 8 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

✗ No New Ideas

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<sup>(1)</sup>は継続的に『2』と高い水準)

## 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

- 今回のTrianのキャンペーンにおいては、ターゲットへの明示的な要求を取締役の議席の追加に留め、既存株主にTrianの提案に反対する材料を極力与えない、という戦略が取られたことが、これまでの一般的なアクティビズム・キャンペーンとの大きな違いの一つとなりました
- 今後のアクティビズムにおいて主要なトレンドとなる可能性

- 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
  - CEOの交代
  - 取締役の交代
  - 財務レバレッジの増加
  - 年金債務の削減
  - 研究開発費、販促費、設備投資の削減
  - 品質の低下につながるようなコスト削減
  - 本社の移転

### 上記以外の本件の主要論点

<p>トラックレコードによる訴求</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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&amp;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</li> <li>• また、P&amp;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</li> </ul>
<p>複数回のアクティビズム</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• P&amp;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</li> <li>• 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</li> </ul>
<p>規模は必ずしも有効な防衛とはならない</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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</li> <li>• 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</li> </ul>

# (ご参考)アクティビストを取締役に任じた事例

- 直近のGEに対するTrianのアクティビズムの事例など、大企業においてもアクティビストを取締役に任じた事例が近年増加しています

## 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は長期的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 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)

アクティビスト	ターゲット企業
ICAHN ENTERPRISES L.P.	AIG
ELLIOTT	EMC <sup>2</sup>
THIRD POINT	Wendy's
ICAHN ENTERPRISES L.P.	ebay
THIRD POINT	PENTAIR
THIRD POINT	BNY MELLON
SARISSA CAPITAL	ARIAD
VAC ValueAct Capital	Armstrong
CORVEX	Yum!
THIRD POINT	PEPSICO
ELLIOTT	CITRIX
THIRD POINT	DOW
THIRD POINT	Mondelēz International
JANA PARTNERS L.P.	QUALCOMM
THIRD POINT	Sysco
THIRD POINT	IR Ingersoll Rand
VAC ValueAct Capital	Microsoft
ICAHN ENTERPRISES L.P.	Wanitowoc
THIRD POINT	YAHOO!
THIRD POINT	FAMILY DOLLAR
THIRD POINT	kraft foods
THIRD POINT	LEGG MASON
THIRD POINT	DR PEPPER SNAPPLE

注 1. アクティビストまたはアクティビストが指名する人物が取締役に就任した事例

Appendix B

## General Electric: ケーススタディ



# GEの株価推移

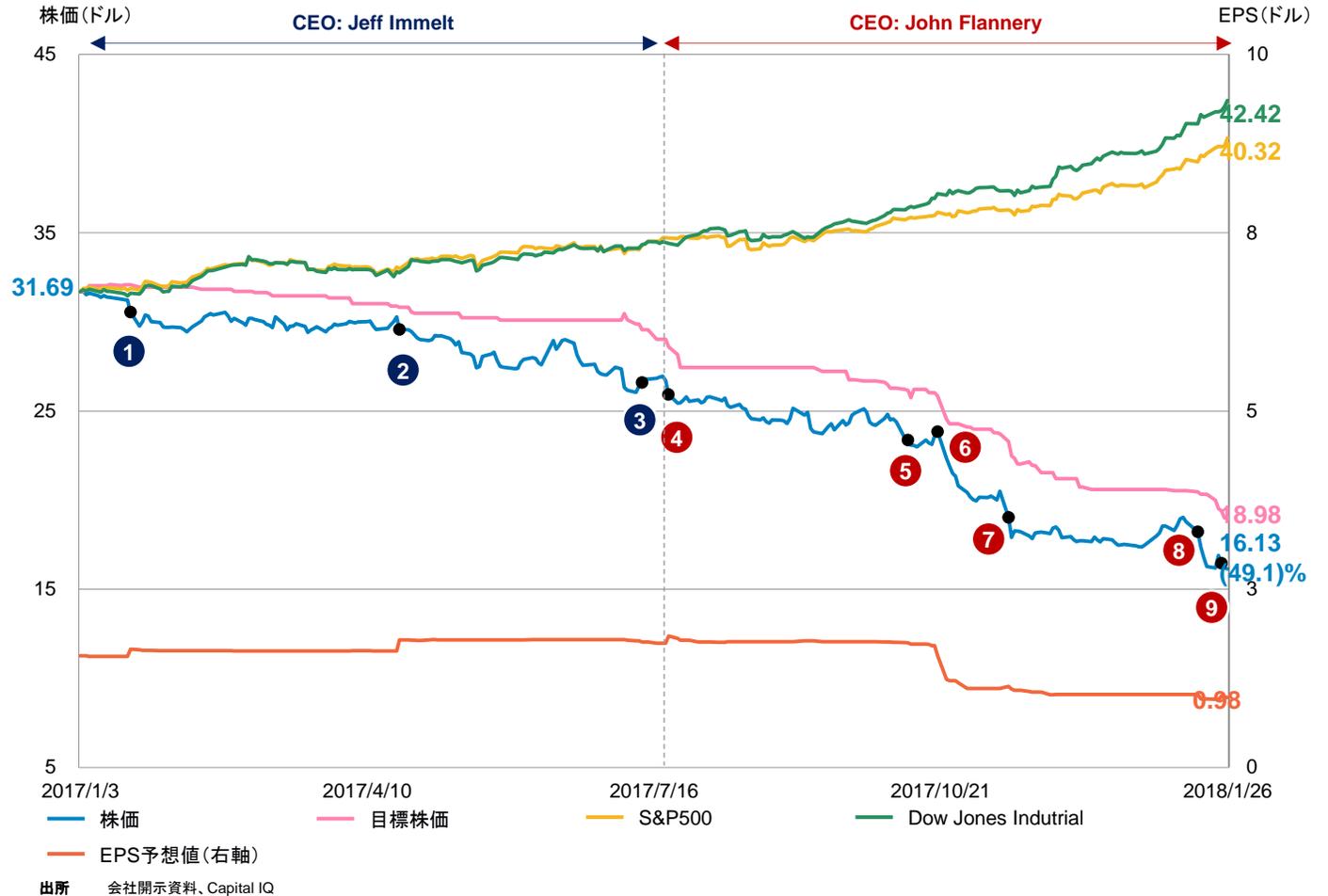
2017年初以来、GEの株価は約50%下落

## 主要なイベント(2017年初～)

- 1 2017/1/20: Q4 16 Earnings Release**  
- 売上高がコンセンサスを下回る
- 2 2017/4/21: Q1 17 Earnings Release**  
- 売上高、調整後EPSにおいてコンセンサスを上回るも株価は不調  
- 売上高は、Oil&Gas市況の不調もあり、昨年同期比で1%減
- 3 2017/4/21: Q2 17 Earnings Release**  
- 売上高、調整後EPSにおいてコンセンサスを上回るも株価は不調  
- 売上高は昨年同期比で12%減
- 4 2017/6/12: CEO Succession**  
- Jeff Immeltの退任、John FlanneryのCEOへの就任を説明
- 5 2017/10/9: Trian executive to board**  
- 物言う株主で知られるトライアン・ファンドの最高投資責任者の取締役就任を発表
- 6 2017/10/20: Q3 17 Earnings Release**  
- 17年度におけるCFOA (1)のガイダンスを\$12-\$14Bnから\$7Bnに切り下げ
- 7 2017/11/12: Investor Update**  
- Power、Aviation、Healthcareの3分野に注力分野を限定することを発表  
- 配当の半減を発表
- 8 2018/1/16: Insurance Update**  
- 保険事業における負債の再評価の結果、\$9.5Bnの損失(税後で\$6.2Bn)を計上  
- 分社を含むあらゆる選択肢を検討する旨、CEOが言及
- 9 2018/1/24: Q4 17 Earnings Release**  
- 調整後EPSはコンセンサスを下回り、ガイダンスの最低値の\$1.05で着地  
三菱UFJモルガン・スタンレー証券

## 株価、EPS予想値 (NTM) の推移

2017年1月3日 - 2018年1月26日



注  
1. CFOA: Cash Flows from Operating Activities



## Q4 FY2017決算概要

2018年1月24日発表

Q4 FY2017実績  
について

- 調整後EPSはコンセンサスを下回り、ガイダンス下限の\$1.05
  - 保険事業における引当金計上額(1株当たり\$0.91相当)は、調整後EPSの算出にあたり調整
  - 会計上の当期純利益は\$9.8Bnの赤字
- Industrial(製造業部門)の調整後CFOA<sup>(1)</sup>は、通期ガイダンスの\$7Bnを上回り、\$9.7Bnで着地
  - 棚卸資産の圧縮と、工事進行による入金増加が主な要因
  - Q3決算においてマイナス\$1.6Bnを計上し市場が嫌気
- Industrialの売上高は6%減少、営業利益率は5.6%低下(昨年同四半期比)
  - 主な利益率低下要因は、Power事業における16.7ポイントの低下、Oil&Gas事業における6.8ポイントの低下
- 各注力分野における業績は以下の通り
  - Power: 火力発電機器市場の低迷により、売上高が15%、セグメント利益が88%減少(昨年同四半期比)
    - Renewable Energy: 売上高・セグメント利益ともに昨年同四半期比で成長したものの、コスト競争は激化
    - Aviation: 好調な市場環境を背景に、受注高、セグメント利益が伸長
    - Healthcare: 安定した欧米市場に加え、新興国における高い市場成長率を享受
  - Power事業において、本格的な改革に取組み
    - 拠点を15箇所閉鎖、プロフェッショナルの人員数を11%カット
    - 棚卸資産回転率を2倍向上

## FY2018ガイダンス

- 調整後EPS: \$1.00 – 1.07
  - 保険事業における引当金計上に起因した再編によりGE Capitalの利益が減少
  - Aviation事業とHealthcare事業の好調、Power事業の低迷は継続
- Industrial FCF: \$6 – 7Bn
  - FY2017における未成工事受入金が想定を上回る水準であったため、FY2017実績対比低い水準
  - 運転資本と設備投資の改善に取組み

保険事業における  
引当金計上

- 保険事業におけるポートフォリオの再評価の結果、税前で\$9.5Bn、税後で\$6.2Bnの引当金を計上
- FY2018からFY2024の7年間にわたり、法定準備金としてGE Capitalが合計\$15Bnを拠出
  - GE Capitalにおける資金調達が可能であり、GE本体の格付け、資源配分には支障なし
  - 但し、GE CapitalのD/Eは大幅に上昇(Q3 FY2017: 4.7x、Q4 FY2017: 7.1x)
- GE CapitalによるGEへの配当は数年間停止
- Industrialに必要な機能を残しつつ、GE Capitalを更に縮小する

## SECによる調査

- 保険事業における引当金計上と長期サービス契約に係る収益認識に関して、SECによる調査が進行中
- 非常に初期段階であり、調査に協力している状況

決算説明会における  
アナリストとの質疑  
応答

- Q) Q4における運転資本関連のキャッシュフロー改善について、具体的にどのようなことを行ったのか、詳しく教えて欲しい
- A) Q4における純運転資本の減少\$3.9Bnの内訳は以下の通り
- 棚卸資産の減少: 約\$2.2Bn
  - 予想を上回る工事の進捗: 約\$1Bn
  - 売上債権の減少: 回収遅延が約4%減少

- Q) 今回の引当金、また、従前に計上した金融事業関連の引当金について、今後変動する可能性はあるか?
- A) 訴訟、売却時の表明保証責任等、様々な負債があるが、いずれも十分な額を引当てたと考えている。司法省の調査については初期段階のため推測で語ることはしたくない
- Q) つまり、Q4にすべてを引当てた訳ではないという事か?
- A) その通り

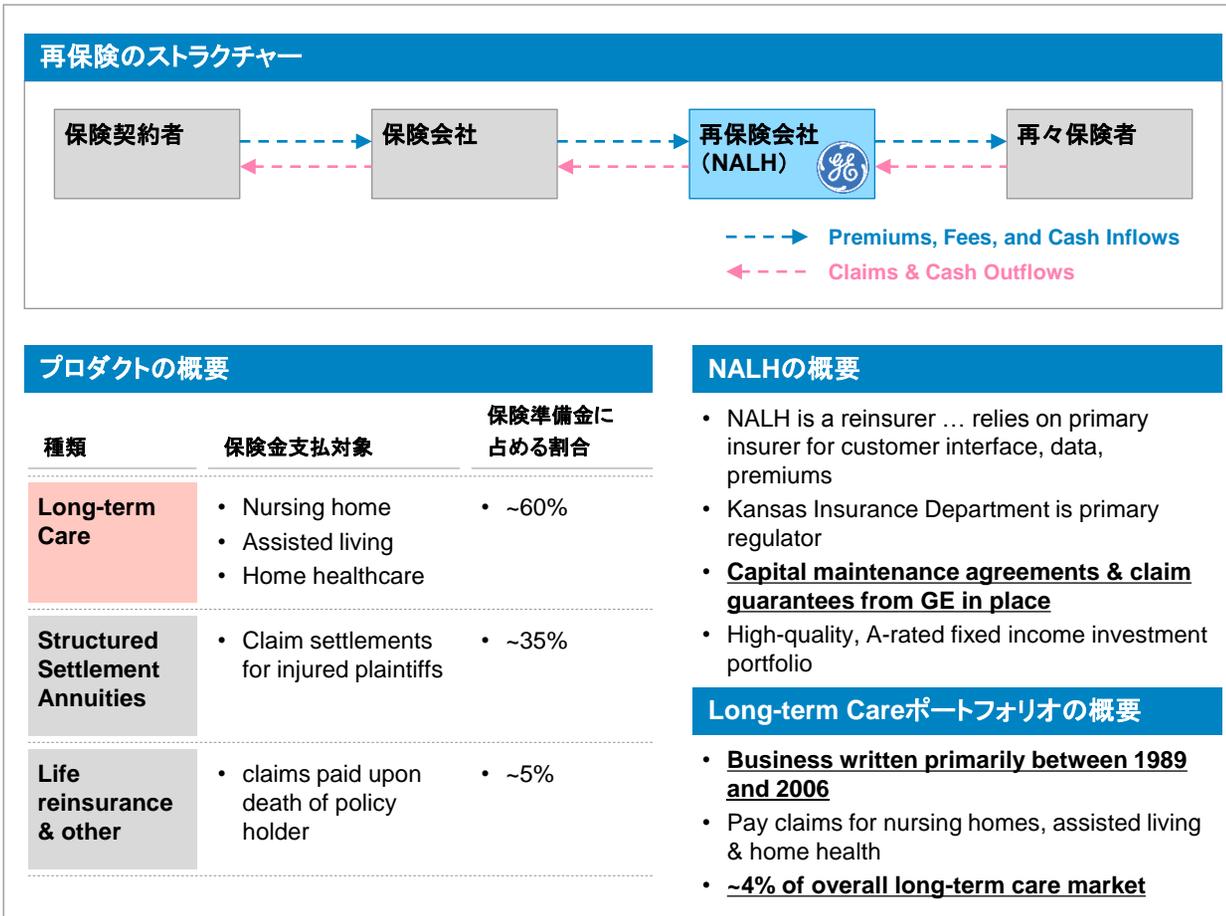
- Q) GE Capitalに関連して引当てられていないリスクはまだあるのではないか
- A) これまで十分に確認し、十分に引当ててきたと考えている。何か追加的な処置が必要になれば取る。どこに着地するかを推測するには、司法省の調査は初期段階すぎる



# 再保険事業における引当金計上

2018年1月16日 : Insurance Update

## GEの再保険事業の概要



出所 会社開示資料

## 引当金計上に至る経緯

- 再保険事業は2006年にExitした事業であるが、一部リスクをGE Capital傘下のNALHが引き受けた状態が継続
- 2017年中頃より、介護関連の再保険において保険金支払請求が増加
- これを受け、GEの監査法人であるKPMGに加え、独立した年金数理コンサルティング会社2社を起用して再評価を実施、引当金計上に至った

## 再評価における支払見積もり引き上げの要因

- 保険金支払額の見積もりを引き上げた(引当金を計上する必要が生じた)要因は以下の3点
  - 高齡化と長寿化が進展したことにより、当初見積もり時の予想以上に、支払請求条件を満たす保険契約者が増加
  - 保険業界のトレンドとして、介護分野における支払請求の件数・金額が増加
  - 長期にわたり低金利環境が継続

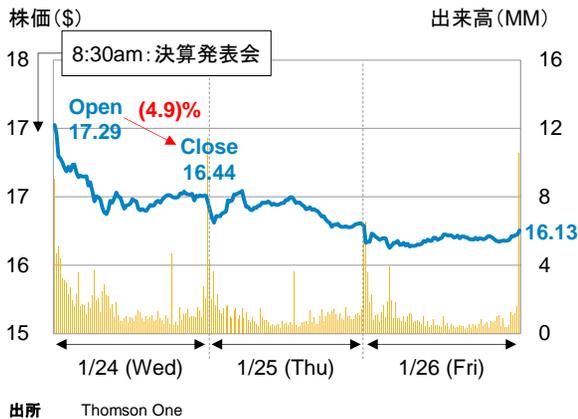


# Q4 FY2017決算に対する市場の反応

決算発表日の株価は約5%下落／アナリストの反応は概ねネガティブ

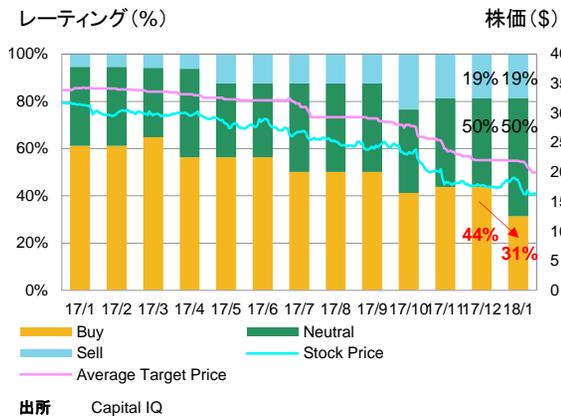
## 決算発表後の株価推移

2018年1月24日-2018年1月26日



## アナリスト・レーティングの推移

2017年1月29日-2018年1月29日



## Q4 FY2017決算に関するアナリストのコメント

### Broker A (2018/1/26)

- (...) **there remain more questions than answers and this story is still evolving, with a negative bias for equity holders** (...). With everything that has now happened since new management has come onboard (...), **we don't know how a value investor or ratings agency analyst can have confidence in the ultimate value of the assets here**
- (...) bond investors start to worry about liquidity. On this front, (...) **we do not see a liquidity situation here, per se, we just believe that ultimately what must be done to de-risk that type of event from ever happening will in the near term come at the expense of the shareholder**
- (...) management mentioned that they "have been notified by the SEC that they're investigating the process (...). **To us this is negative**, not because we know there is something wrong with the accounting, **it (1) will keep a lid on any discretionary EBITDA (see 2H17), key for the SOTP, and (2) supports some of our concerns around potential shareholder lawsuits** for which there were already several underway this Fall

### Broker B (2018/1/25)

- While the cost to resolve the GE healthcare reinsurance business was far larger than expected, **the adequacy of the resolution was closely assessed by independent banks, which last week extended \$13 billion in revolving lines of credit, as well as all credit rating agencies, which all reaffirmed GE's commercial paper and debt ratings**

### Broker C (2018/1/24)

- Overall, we believe the messy results driven by dismal Power performance continue to point to a very long term workout required. **Continuing "strength" at Aviation and Healthcare is not new – both segments are at their multi-year cycle highs in terms of performance**

### Broker D (2018/1/24)

- We like the Q4 FCF, but are **mindful that working cap gains have been enormous in recent years, and may not be sustainable. Also, it is unclear how much A/R was sold by Industrial to Capital to augment Industrial's reported CFOA** (this matters since mgmt intends to scale back these intracompany transfers)

ポジティブなコメント／ネガティブなコメント

出所 Wall Street Reserach



# General Electric: 事業ポートフォリオ再編の可能性

ノンコア事業の整理が進行／コア事業の分社(～GEの解体)も選択肢として存在

- 以下の再編に注目が集まる状況

## 1 ノンコア事業の整理:

- Q4 FY2017決算説明会(2018年1月24日)において20件以上の案件が進行中である旨言及

## 2 コア事業 (Power、Aviation、Healthcare) の分社:

- Insurance Update (2018年1月16日)におけるCEOのコメントを契機として観測報道が出現
- 選択肢の一つとして検討している模様

### 報道記事における様々な見立て

2018年1月16日、Reuter

- “We think these comments point more towards the **eventual split-off of (GE’s Baker Hughes unit) and actions such as a potential IPO of part of GECAS,**” GE’s aircraft finance unit, Sprague said in a research note
- GE said **it will provide another update on its review in the spring. A decision could come then,** CNBC reported, citing sources close to GE, adding that a breakup was “likely.”

## 1 ノンコア事業の整理

GEによる発表

- [Executing portfolio actions with over 20 deals in-flight](#)  
(2018/1/24, Q4 2017 Earnings Presentation)
- Focusing on the core
  - [Exiting \\$20B+ of assets...1-2 years](#)
  - [Transportation, Industrial Solutions, Current & Lightning and 10+ other transactions](#)
 (2017/11/13, Investor Update)

アナリストのコメント

- (...) we don’t know how a value investor or ratings agency analyst can have confidence in the ultimate value of the assets here, [most notably what’s hung upon the Industrial balance sheet, which will get a harder look by any potential buyer as the portfolio begins to come apart](#)
- Keep in mind [Tyco was able to sell TYCap while under investigation](#), and management noted they already have 20 businesses “in flight”, so [it’s unclear this influences GE’s asset sales](#)  
(Broker A, 2018/1/26)
- (...) we believe [the largest potential upside for the shares \(...\) is likely to come from how the company decides to use the proceeds from the divestitures](#) of its \$20 billion in assets
- Additional capital optionality also appears to be likely beginning in the second half of 2019 from possible alternatives that GE may consider for its 62.5% ownership of BHGE  
(Broker B, 2018/1/25)

## 2 コア事業の分社～GEの解体

- I believe there could be different structures that can achieve all of those objectives and that we need to examine those (...) [including separately traded assets really in any one of our units](#), if that’s what made sense  
(2018/1/16, Investor Update)

- [Break-Up Wouldn’t Be Accretive To Stock Price - GE, as with most conglomerates, trades at premium to SOTP when one considers dis-synergies and other liabilities that need to be ascribed to assets in the event of break-up](#)
- On the 1/16 call to discuss the insurance charge, CEO Flannery’s comments were perceived by many as suggestive of a forthcoming break-up, although [we are not convinced that he intended to do so](#)  
(Broker D, 2018/1/24)
- (...) [we believe the multi-industrial companies have to \(continually\) earn the right to be a conglomerate.](#) That means showing operating performance results and financial metrics that are indicative of better than peer performance over time
- [However, GE underlying business performance has not been strong enough to offset perceived “conglomerate” headwinds](#)  
(Broker E, 2018/1/22)



# Flannery氏の経歴

多彩なM&A経験に裏打ちされたバランス感覚に富んだ人物との評価。仏アルストム社買収で頭角を現す

## Flannery氏のバックグラウンド



- 氏名: John L. Flannery
- 年齢: 55歳
- 入社: 1987年
- <学歴>
- Fairfield University卒 (1983)
- University of Pennsylvania
  - The Wharton School MBA取得 (1987)

<b>CEO Healthcare 2014-2017</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Led turnaround: cost &amp; products</li> <li>• 2016: Rev. +5%, Margins +100 bps</li> </ul>
<b>Corporate BD 2013-2014</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alstom, Appliances disposition</li> <li>• GE capital IPO</li> </ul>
<b>CEO India 2009-2012</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Record Growth</li> <li>• Localized mfg. &amp; supply chain</li> </ul>
<b>CEO GEC Asia 2005-2009</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Earnings +2X pre crisis</li> <li>• Leadership through crisis</li> </ul>
<b>GEC Bank Loan 2003-2005</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Earnings &amp; Assets + 2X</li> <li>• Grew global portfolio</li> </ul>
<b>GE Equity 1997-2003</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Portfolio management, CEO 2 years</li> <li>• 3 years in Argentina</li> </ul>
<b>Early Career</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• GE Capital: Risk management</li> <li>• LBOs, Restructurings</li> </ul>

## Flannery氏の新CEO就任に伴う各種報道

### 1 Flannery氏の人物評

- 産業界の経営者というより、まるでPE投資会社の経営者のようだ。1987年にGEの一員となったフラナリー氏は、世界中を飛び回り過小評価されている資産の売買契約を取りまとめてきた。GEは2015年、フランス重電大手アルストムのエネルギー部門を170億ドルで買収。GE史上最大の買収となったこの案件で主導的な役割を果たしたことで同氏は頭角を現した... **社内で幅広い経験を積んでいることや多様な意見を聞き入れる経営スタイル**であることがCEO就任の決め手となった。GEの取締役歴が長いシェリー・ラザラス氏は同氏を、「**大々的な改革を進んで検討し、かなり大胆な考え方をする人物**」で、「**非常に温厚だが冷徹な一面もある**」と評した (WSJ as of 13 June 2017)
- Jack Brennan, GE's lead independent director, said in an interview that Flannery's combination of operating and investment skills -- **"the ability to think like an owner and operate like an industrialist"** -- were a big part of the choice the board made. **"John brings a set of financial skills and a mind-set around returns and returns on investment that is very strong."** (The Washington Post as of 13 June 2017)

### 2 新CEO就任に伴う市場からの評価

- The Healthcare segment has performed well under Mr. Flannery's stewardship particularly in terms of profits, **which investors should welcome given the 'misses' on GE Industrial EBIT in recent quarters**. His background in the Capital side may mean that he bring some 'financial' discipline to the CEO role (Broker A as of 12 June 2017)
- The transition took place ahead of our expectations, **likely reflecting mounting pressure from shareholders** in the face of recent GE underperformance (Broker B as of 12 June 2017)
- Today's announcement is not a major surprise, though undoubtedly sooner than expected and shows **a Board that is indeed more vigilant for a stock that has underperformed ~2,500bps YTD and ~3,000bps over the last 12 months** (Broker C as of 12 June 2017)

Appendix C

# パナソニック 対 Oasis Management

# パナソニックによるパナホームの完全子会社化

株式交換発表: 2016年12月20日 / 株式交換契約の合意解約及び公開買付発表: 2017年4月21日

- 2016年末、パナソニックとパナホームで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／アクティビストから交換比率が低すぎる旨の反対／Public Campaignを背景に、2017年4月に同株式交換契約は解消されました
- 同時に公開買付へ完全子会社化の手法を変更
- 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プレミアムに乗った価格で公開買付が実施されました
- 6月に80%超の応募があり、公開買付が成立

## 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、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%の潜在プレミアム

### 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)

## 取引の経緯／スケジュール

当初株式交換を通じた完全子会社化を発表  
その後株式交換契約の合意解約及び公開買付の実施を発表

日程	当初スケジュール	修正後スケジュール
2016/12/20	株式交換契約決議取締役会(パナソニック、パナホーム)株式交換契約締結	
2017/2月		OasisによるHP開設
2017/2/28		株式交換比率に関するフェアネス・オピニオンの取得及びFAQの開示(パナホーム)
2017/4/21		株式交換契約の解消 公開買付の実施(パナソニック)／賛同意見表明(パナホーム)
2017/4/28～ 2017/6/13		公開買付期間
2017/6/14		TOB終了を発表 株式の保有比率は54%から80%へ
2017/6月	株式交換契約承認時株主総会(パナホーム、予定)	
2017/7/26	最終売買日(パナホーム、予定)	
2017/7/27	上場廃止日(パナホーム、予定)	
2017/8/1	株式交換効力発生日(予定)	

出所 プレスリリース

## パナソニックによるパナホームの完全子会社化(続き)

- 本件の主な経緯を右記に纏めております
- 直近では、2017年8月31日にパナホームは臨時株主総会を開催し、株主併合を決議しています
  - 9月27日に上場廃止、10月2日に株式併合実施

時期	イベント
12/20/2016	株式交換を公表 株式交換比率 パナソニック:パナホーム=1.00:0.80(パナホームの理論株価:1,024.8円/株)
2017/02/01	オアシスが大量保有報告書を提出(保有比率 5.04%)
02/03	オアシスが抗議文を送付 パナホームの潤沢な現預金(預け金740億円等)が企業価値に適正に反映されておらず、交換比率が少数株主に不利であるとして見直しを要求 後日、オアシスCEOより、パナホームの理論株価が1,617円/株(2/17時点)であること、類似企業比較法において時価総額が1割にも満たないタマホームを選定した点等について指摘あり
02/22	オアシスがパナホーム株式の買付けを水面下で提案 買付価格:1,050円/株
02/28	パナホームが、株式交換比率の公正性に関するフェアネスオピニオンを取得した旨、並びに株式交換に関するFAQを開示
04/03	オアシスが大量保有に係る変更報告書を提出(保有比率 8.95%)
04/21	パナソニック・パナホーム間の株式交換契約を合意解約し、パナソニックがパナホームに対してTOBを開始する旨を公表 平成29年度の税制改正等 <sup>(1)</sup> を理由に、株式交換からTOBへスキームを変更 パナホームの非支配株主の利益にも最大限配慮し、プレミアムの上乗せを実施(買付価格:1,200円/株) パナホームは、取締役会にて本件TOBに関する賛同意見及び応募推奨を決議 2/22にオアシスよりパナホーム株式の買付け提案があった旨も記載
04/28	本件TOBの開始 TOB前の株式等所有割合(特別関係者含む):54.34%
04/28	オアシスがパナホーム株式の買付けについて水面下で再提案 (前提条件付きで <sup>(2)</sup> )買付価格:1,300円/株
05/19, 05/23	特別委員会(05/19)、パナホーム経営陣(05/23)とオアシスとの面談 オアシスからの提案内容説明及び質疑応答を実施
05/26	パナホームが本件TOBに関する賛同意見及び応募推奨の維持を公表 オアシスからの提案内容及びその検討経緯と本件TOBの応募推奨維持の理由 <sup>(3)</sup> を開示
06/13	本件TOBの終了 TOB期間中、市場株価はTOB価格(1,200円/株)を上回る水準で推移 TOB後の株式等所有割合:80.12% 株式併合を経て完全子会社化の見込み
06/20	オアシスが大量保有に係る変更報告書を提出(TOBには5.78%応募し、6月13日時点での持分は3.40%に減少)

出所 会社公開資料、オアシスHP、各社報道記事よりMUMSS作成

注

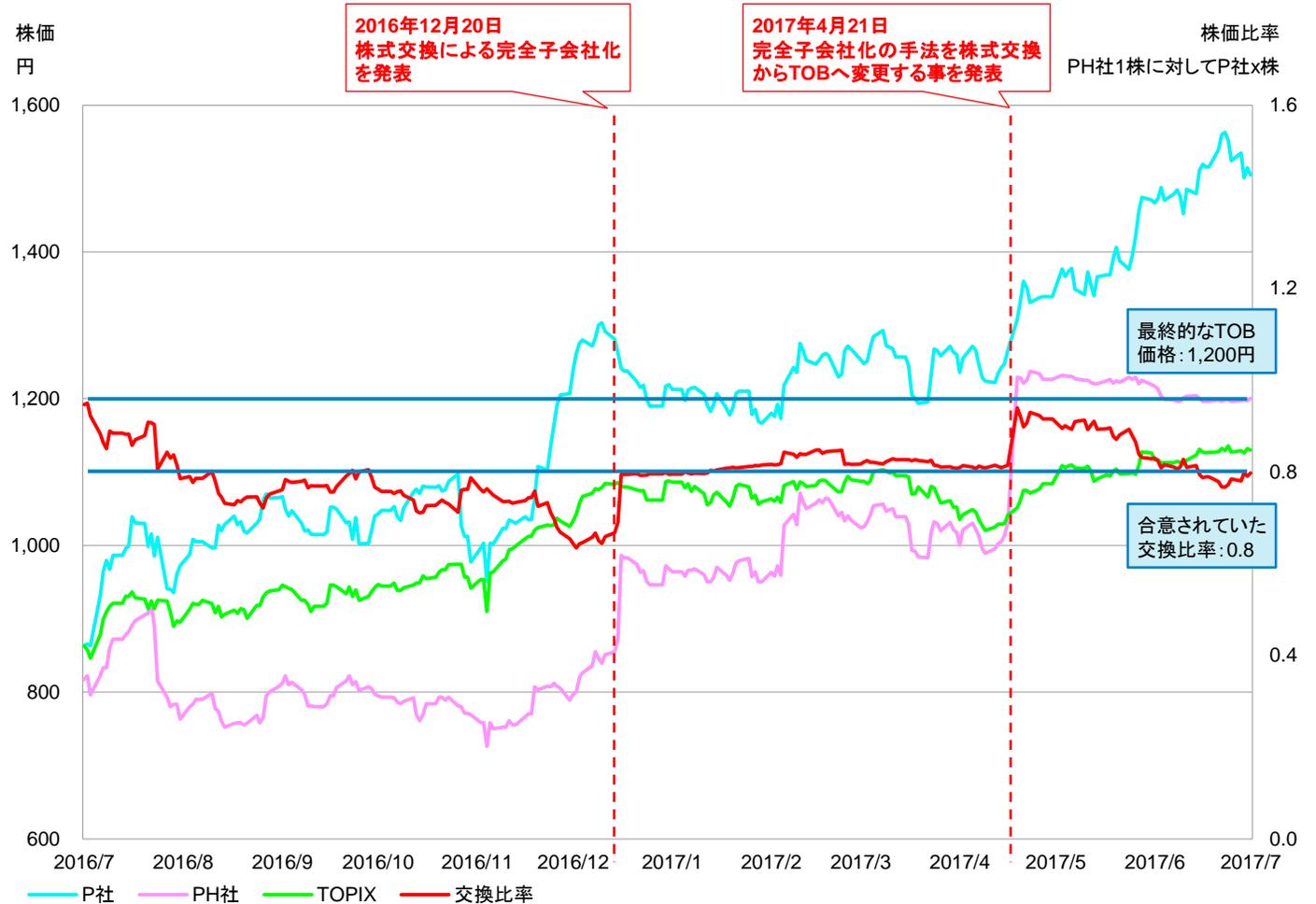
1. 株式併合・株式売渡請求・全部取得条項付種類株式によるスキーズアウトの場合、完全子法人となった法人は、連結納税に加入する際の資産の時価評価制度等の対象外となるもの
2. オアシスが提示した主な条件:①オアシスが満足する内容のDDの実施、②オアシスの資金調達の完了、③株主間契約・雇用契約の締結
3. ①オアシスが提示した買付の諸条件が不明確であり、充足困難な条件が含まれるため、②オアシスの必要実行資金の調達可能性を認定する証拠に欠くため、③オアシスの提案内容の実現可能性に懸念があるため、④パナソニックによる完全子会社化の方が、多くのシナジー創出を見込めるため

# パナソニック及びパナホームの株価推移

過去1年間

- 直近1年間のパナソニック及びパナホームの株価推移について右記の通りまとめています
- 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1200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

パナソニック及びパナホームの株価推移 (1)



出所 Capital IQ

注  
1. TOPIXはP社株価に相対化

## Oasisによる主張の概要

オアシスが開設したホームページ(<https://www.protectpanahome.com/>)より抜粋

<p><b>過程における問題点</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>特別委員会の責任</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 「パナホームの判断の過程、内容に著しく不合理な点は認められなかった」との判断は、少数株主の権利保護及び利益相反回避の観点から、必要な判断基準を満たしていない</li> <li>- Go Shop条項が盛り込まれておらず、非公開化よりも有利な代替案を見つける試みをしていない</li> <li>- 「パナソニックの当初の提案よりも有利な条件が得られた」というだけでは無意味</li> </ul> </li> <li>• <b>第三者算定機関からの意見書</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2017年2月28日のパナホーム開示情報によると、プルータス・コンサルティングから交換比率の公正さに関する意見書を取得したものの、これは事後的に取得したもの</li> <li>- 株式交換比率の根拠となるSMBC日興証券及びプルータス・コンサルティングの評価報告書の開示がされていない</li> </ul> </li> <li>• <b>特別委員会との面談拒否</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- パナホームの独立取締役及び少数株主の権利を守るために設置された特別委員会との面談を申し込んだものの、拒否</li> </ul> </li> </ul>								
<p><b>評価手法における問題点</b></p>	<table border="1"> <tr> <td data-bbox="346 812 525 925"> <p><b>市場価格分析</b></p> </td> <td data-bbox="550 812 2020 925"> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>パナソニックへの預け金(約1,000億円、時価総額の70%程度に相当)を事業成長に投下せず、パナソニックにプールされていたことが一因で、パナホームの株価は同業他社に比べて割安な水準となっていた</u></li> <li>• パナホームは2016年10月14日に業績予想を下方修正したことで、株価にネガティブな影響を与えている</li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="346 941 525 1120"> <p><b>類似企業比較分析</b></p> </td> <td data-bbox="550 941 2020 1120"> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 最も適切な評価手法は現金預金考慮後の株価収益率、EV/EBITDA倍率あるいは、EV/EBIT倍率</li> <li>• 極端に低いバリュエーションの会社を使用し、高いバリュエーションの会社を除外している <ul style="list-style-type: none"> <li>- 三井ホームのEV/EBITDA(0.12x)は異常値として除外すべき</li> <li>- 積水ハウス(EV/EBITDA 9.13x)と大和ハウス(EV/EBITDA 7.96x)は直接の競合会社にも拘らず除外されていた</li> </ul> </li> <li>• また、三井ホームとタマホームは非常に規模が小さく、売買高も少なく、競合大手より割安に取引されているため除外すべき</li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="346 1136 525 1250"> <p><b>DCF分析</b></p> </td> <td data-bbox="550 1136 2020 1250"> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>パナホームが1株あたり565円の純減預金を保有していることから、SMBCの試算結果(770円~1,481円)にある770円は、事業価値を340億円(EBITDAの1.67倍)しか見込んでいないことになる</u></li> <li>- 大幅な減益を織り込まない限り、1株あたり770円の評価を再現することは不可能</li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="346 1266 525 1380"> <p><b>公正価値</b></p> </td> <td data-bbox="550 1266 2020 1380"> <ul style="list-style-type: none"> <li>• PH社の公正価値は<b>一株当たり1,603円</b></li> <li>• この取引は提案されている0.8の比率での株式交換に加えて、<b>670円の特別配当を支払うべき</b></li> </ul> </td> </tr> </table>	<p><b>市場価格分析</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>パナソニックへの預け金(約1,000億円、時価総額の70%程度に相当)を事業成長に投下せず、パナソニックにプールされていたことが一因で、パナホームの株価は同業他社に比べて割安な水準となっていた</u></li> <li>• パナホームは2016年10月14日に業績予想を下方修正したことで、株価にネガティブな影響を与えている</li> </ul>	<p><b>類似企業比較分析</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 最も適切な評価手法は現金預金考慮後の株価収益率、EV/EBITDA倍率あるいは、EV/EBIT倍率</li> <li>• 極端に低いバリュエーションの会社を使用し、高いバリュエーションの会社を除外している <ul style="list-style-type: none"> <li>- 三井ホームのEV/EBITDA(0.12x)は異常値として除外すべき</li> <li>- 積水ハウス(EV/EBITDA 9.13x)と大和ハウス(EV/EBITDA 7.96x)は直接の競合会社にも拘らず除外されていた</li> </ul> </li> <li>• また、三井ホームとタマホームは非常に規模が小さく、売買高も少なく、競合大手より割安に取引されているため除外すべき</li> </ul>	<p><b>DCF分析</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>パナホームが1株あたり565円の純減預金を保有していることから、SMBCの試算結果(770円~1,481円)にある770円は、事業価値を340億円(EBITDAの1.67倍)しか見込んでいないことになる</u></li> <li>- 大幅な減益を織り込まない限り、1株あたり770円の評価を再現することは不可能</li> </ul>	<p><b>公正価値</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PH社の公正価値は<b>一株当たり1,603円</b></li> <li>• この取引は提案されている0.8の比率での株式交換に加えて、<b>670円の特別配当を支払うべき</b></li> </ul>
<p><b>市場価格分析</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>パナソニックへの預け金(約1,000億円、時価総額の70%程度に相当)を事業成長に投下せず、パナソニックにプールされていたことが一因で、パナホームの株価は同業他社に比べて割安な水準となっていた</u></li> <li>• パナホームは2016年10月14日に業績予想を下方修正したことで、株価にネガティブな影響を与えている</li> </ul>								
<p><b>類似企業比較分析</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 最も適切な評価手法は現金預金考慮後の株価収益率、EV/EBITDA倍率あるいは、EV/EBIT倍率</li> <li>• 極端に低いバリュエーションの会社を使用し、高いバリュエーションの会社を除外している <ul style="list-style-type: none"> <li>- 三井ホームのEV/EBITDA(0.12x)は異常値として除外すべき</li> <li>- 積水ハウス(EV/EBITDA 9.13x)と大和ハウス(EV/EBITDA 7.96x)は直接の競合会社にも拘らず除外されていた</li> </ul> </li> <li>• また、三井ホームとタマホームは非常に規模が小さく、売買高も少なく、競合大手より割安に取引されているため除外すべき</li> </ul>								
<p><b>DCF分析</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>パナホームが1株あたり565円の純減預金を保有していることから、SMBCの試算結果(770円~1,481円)にある770円は、事業価値を340億円(EBITDAの1.67倍)しか見込んでいないことになる</u></li> <li>- 大幅な減益を織り込まない限り、1株あたり770円の評価を再現することは不可能</li> </ul>								
<p><b>公正価値</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PH社の公正価値は<b>一株当たり1,603円</b></li> <li>• この取引は提案されている0.8の比率での株式交換に加えて、<b>670円の特別配当を支払うべき</b></li> </ul>								
<p><b>非公開化理由における問題点</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 「上場子会社のままでは、大胆さやスピード感の観点から十分な対応が取りにくく」、これらはパナソニックの一部となることで解消すると主張しているが、実際は現預金の大部分をパナソニックに預けた為に、将来の大胆な投資をし損ねた</li> </ul>								

# オアシスによるキャンペーン及び日経報道

## 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

なぜ本件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

免責事項

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株を割当交付し買収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、安倍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える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

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

## 「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『接収』されていた」とみる。

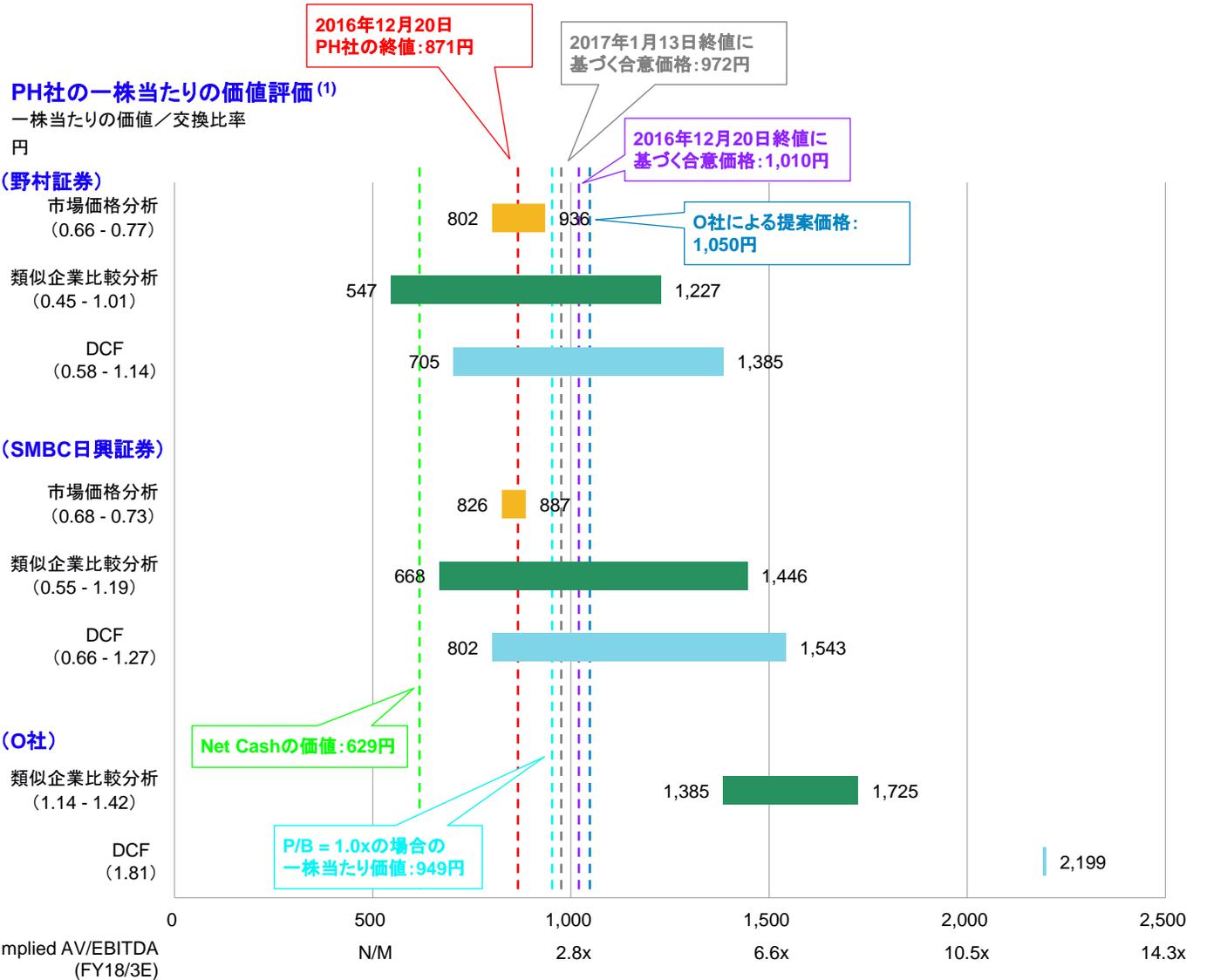
上場子会社から親会社への「預け金」は投資家が以前から問題視していた。米RMBキャピタルの細水政和・日本株式投資部長は「会社側は『銀行預金より有利』というが投資家は最低でも1ケタ後半のリターンを求めている」と嘆く...パナソニックにとって完全子会社化は親子上場を解消し、事業競争力を高めて資本効率を向上させる戦略になる。しかし、海外勢による問題提起で少数株主の保護という古くて新しい課題が改めて認識された。今年の株主総会シーズンで親子上場が一大テーマに浮上する可能性がある。

「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	プラザー	105( 85)	0.6
日立ハイテク	日立	1,986(非開示)	1.9

出所 日本経済新聞電子版

# 各関係者による価値評価分析結果の比較



# Oasis Management概要

- オアシスは香港ベースの資産運用会社で、近年は日本において複数の投資及びキャンペーン実績を有していることから注目されています

## Oasis Management Companyの概要

- オアシスは2002年1月に設立され、2004年より香港を拠点に活動するプライベート資産運用会社
  - リサーチ及び投資顧問オフィスの拠点は米国において活動
- 設立時はDKR Capital Partners と Oasis Management Holdingsの合併会社としてDKR Oasisの会社名で設立され、2011年にOasis Management Companyに社名変更
- 運用開始以来2015年まで、運用報酬控除後の年率リターンは約18.03%
  - 2008年を除いて常に2桁のプラスリターンを維持
- 最盛期には約33億米ドルの総資産を運用
- 社員数は25名以上

出所 公開情報

## 主要経営陣



### Seth Fischer, Founder and CEO

- 2002年1月にOasisを設立
- 1995年1月～2002年1月、Highbridge Capital Managementでアジア・インベストメント・ポートフォリオを運用
- 1993年～1995年1月、イスラエル国防軍



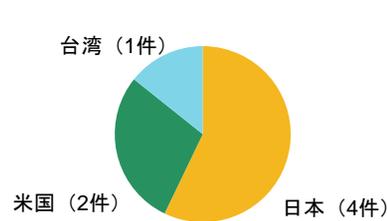
### Alexander Shoghi, Portfolio Manager

- 2005年にOasisに入社、2012年以降は米国を拠点に活動
- 2004年～2005年にLehman Brothersにアジア・エクイティ・セールス・アソシエイトとして勤務
- 現在はOasisの投資先であるJakks Pacific Inc.の社外取締役も兼任

出所 公開情報

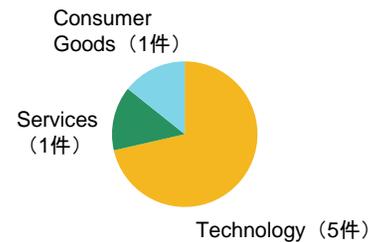
## Investment Breakdown

### By Country



出所 Activist Insight

### By Sector



### By Campaign Type



# Oasis Managementによる投資及びキャンペーン実績

ターゲット	事業内容	主要財務数値 <sup>(1)</sup> (USD MM)	キャンペーンの概要
片倉工業  片倉工業株式会社	 <ul style="list-style-type: none"> <li>商業施設等の不動産運営・賃貸、自動車部品や繊維製品の製造販売企業</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>時価総額 458</li> <li>企業価値 611</li> <li>売上高 414</li> <li>当期利益 15</li> <li>ROE 3.0%</li> </ul>	<b>自己資本利益率(ROE)を意識した経営を要求</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>2017年3月30日、事業ごとの自己資本利益率(ROE)を公表する内容の定款変更、その上でROE5%下回る事業からの撤退(収益の見込める事業の経営集中)を提案                             <ul style="list-style-type: none"> <li>提案は株主総会にて否決</li> </ul> </li> </ul>
サイバーダイナ 	 <ul style="list-style-type: none"> <li>医療福祉目的のロボットを開発・製造するベンチャー企業</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>時価総額 4,690</li> <li>企業価値 4,507</li> <li>売上高 12</li> <li>当期利益 (7)</li> <li>ROE (2.6%)</li> </ul>	<b>空売りの推奨</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>2016年6月1日、香港のヘッジファンド年次会合で空売り銘柄として紹介、サイバーダイナのバリュエーションを正当化できないとコメントした上、時価総額が2億ドル(コメント当時の時価総額は47億ドル)になれば喜んで買うとコメント</li> </ul>
東芝プラント  東芝プラントシステム株式会社	 <ul style="list-style-type: none"> <li>電力システムや原子力システム等のプラントエンジニアリング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>時価総額 1,572</li> <li>企業価値 496</li> <li>売上高 2,183</li> <li>当期利益 112</li> <li>ROE 9.5%</li> </ul>	<b>親子間の預け金の返還及び株主還元を要求</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>2015年年次から東芝プラントに対し会話</li> <li>2015年12月、東芝及び東芝プラントに書簡を送付し、東芝に対し、東芝プラントから預かる余剰現金を返還し、すべての株主に対等に還元する方針への転換を要求 (出所:オアシスが東芝と東芝プラントに送付した書簡を入手したブルームバーグによる報道)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>2017年3月にOasisが親会社である東芝への預入資金の返済/貸付の差止請求を裁判所に申し立て、認められている模様 (出所:オアシスが東芝プラントに対し東芝への金銭預け入れおよび貸し付けの全面差し止めを求める仮処分申し立てを行った裁判所文書を入手したブルームバーグによる報道)</li> </ul> </li> </ul>
キヤノン 	 <ul style="list-style-type: none"> <li>カメラ、事務機器、半導体露光装置のメーカー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>時価総額 38,956</li> <li>企業価値 32,650</li> <li>売上高 31,269</li> <li>当期利益 2,138</li> <li>ROE 8.7%</li> </ul>	<b>上場子会社の完全子会社化を要求</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>2015年、キヤノンに対してキヤノン電子とキヤノンマーケティングジャパンの完全子会社化を要求 (出所:オアシスがファンド投資家宛ての書簡を入手したフィナンシャル・タイムズ紙による報道)</li> </ul>
京セラ 	 <ul style="list-style-type: none"> <li>電子機器、情報機器、セラミック、太陽電池のメーカー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>時価総額 20,174</li> <li>企業価値 16,300</li> <li>売上高 12,397</li> <li>当期利益 783</li> <li>ROE 5.0%</li> </ul>	<b>子会社株式の売却要求</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>2015年、京セラの議決権の約1%を保有し、京セラに対して、日本航空株式とKDDI株式を売却し株主還元を充当すること、太陽光発電事業の再編を要求 (出所:オアシスがファンド投資家宛ての書簡を入手したフィナンシャル・タイムズ紙による報道)</li> </ul>
任天堂 	 <ul style="list-style-type: none"> <li>ビデオゲームと娯楽事業</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>時価総額 12,119</li> <li>企業価値 2,955</li> <li>売上高 6,447</li> <li>当期利益 72</li> <li>ROE 0.6%</li> </ul>	<b>事業戦略上の提言及び余剰現金の株主還元を要求</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>2013年6月6日、投資家向けカンファレンスにて任天堂に関するプレゼンテーションを実施、スマホ向けゲームの開発が必要と訴求</li> <li>2013年6月11日、任天堂の岩田社長宛てに書簡を送付、スマホ向けゲームの開発を要求</li> <li>2014年2月26日、任天堂の岩田社長宛てに書簡を送付、スマホゲーム開発会社の買収を提案</li> <li>2014年5月15日、任天堂の経営陣と京都にて面談</li> <li>2014年6月24日、任天堂の岩田社長宛てに書簡を送付、5,800億円の株主還元を要求、スマホ向けゲームの開発を要求、任天堂が保有するIPのマネタイズを要求</li> </ul>

出所 開示情報、Activist Insight

注

1. オアシスによる各社に対するキャンペーンが判明された時点の財務数値及び為替レートを使用

Appendix D

村上氏系ファンドによる黒田電気へのアクティビズム

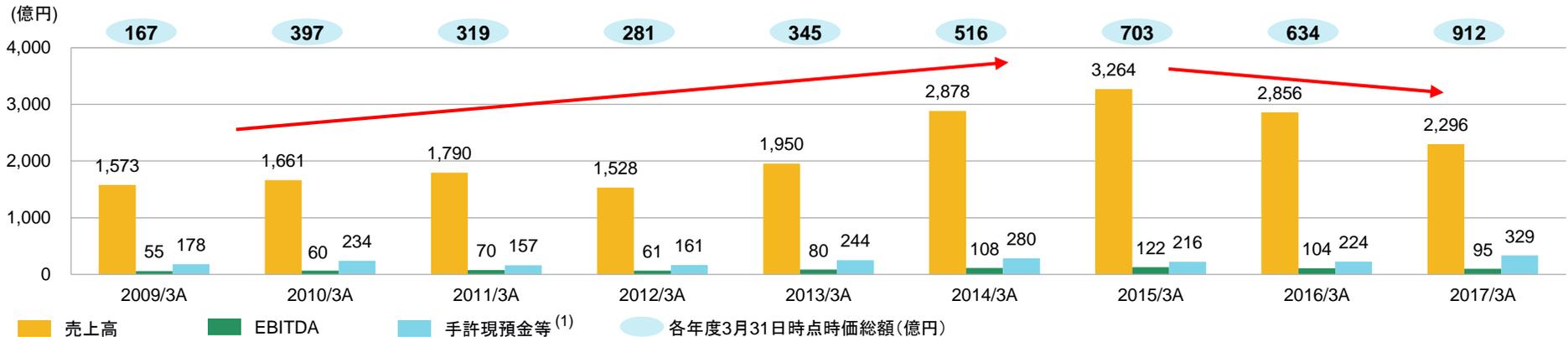
# 村上氏系ファンドによる黒田電気へのアクティビズムの経緯

(ご参考)旧村上ファンド関係者の主張背景

## 旧村上グループによる指摘の背景

	現状	変革	村上グループが求める姿(推察)
1 業界構造	<ul style="list-style-type: none"> <li>メガディストリビューターへの集約が進んでいる海外に比べ、「日本的」な業界構造</li> <li>上場企業だけでも数十社あり、且つ財務健全性高く、再編が進まない業界</li> </ul>	変革	<ul style="list-style-type: none"> <li>業界再編の実施及び加速                             <ul style="list-style-type: none"> <li>グローバルに伍していける業界構造への変革を実現</li> <li>業界再編を主導する大義名分の獲得</li> </ul> </li> </ul>
2 成長戦略と資本市場の評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>商社機能を活かし製造比率を高めることで、ビジネスモデルの変革や営業利益率改善を着実に実行</li> </ul>	変革	<ul style="list-style-type: none"> <li>業界再編を通じた強固なポジショニングの確保</li> </ul>
3 財務状況と株主還元	<ul style="list-style-type: none"> <li>キャッシュが潤沢</li> <li>剰余金も多額にあり</li> <li>安定しつつも類似企業比低めな配当性向</li> </ul>	変革	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主還元実施による株主価値の極大化(=手元現預金の吸い上げ)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>自社株取得</li> <li>配当</li> </ul> </li> </ul>

## (ご参考)黒田電気の主要財務指標推移



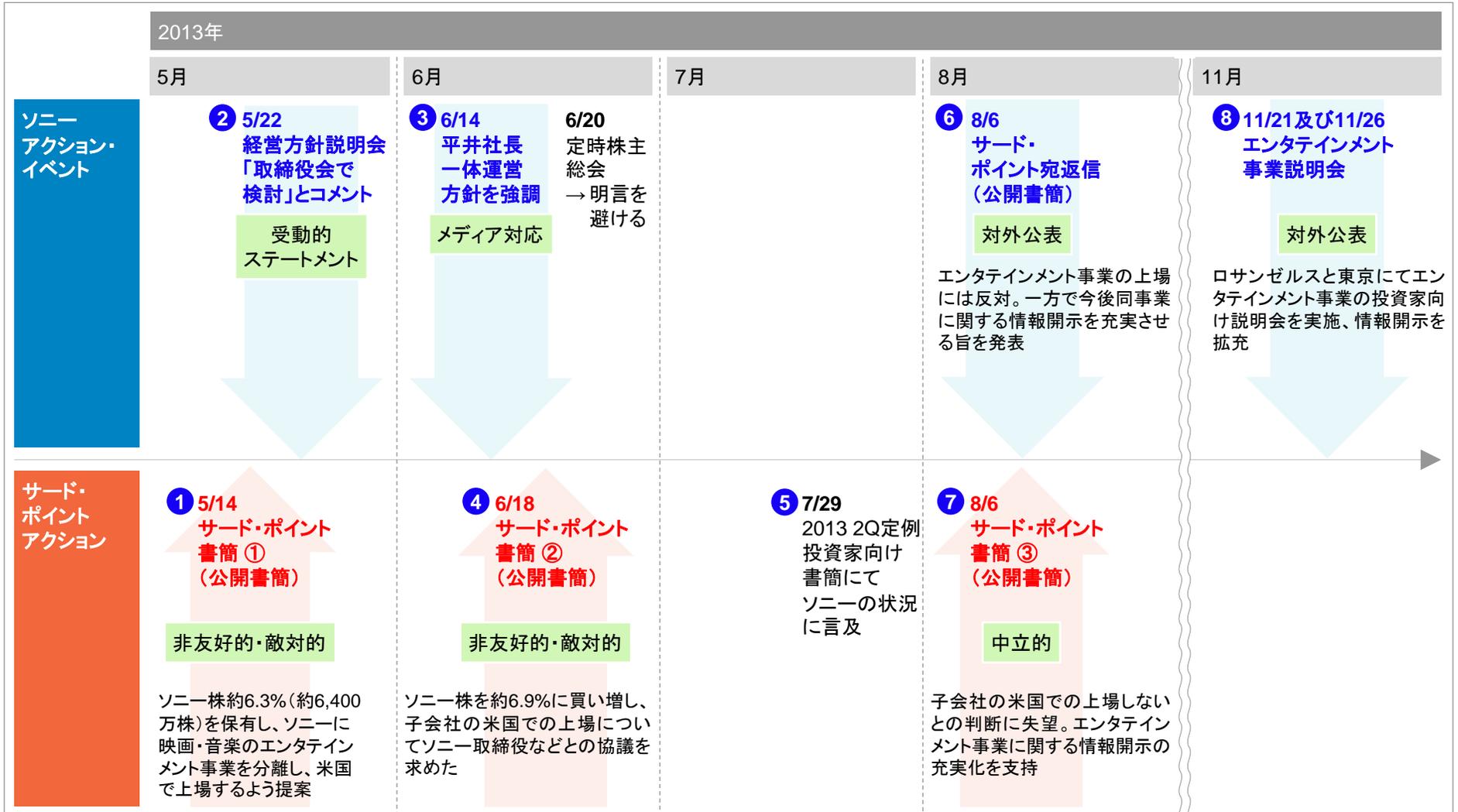
出所 Capital IQ、有価証券報告書

注 1. 手許現預金等は現預金及び投資有価証券の合計(有価証券報告書記載数値に基づいて算出)

Appendix E

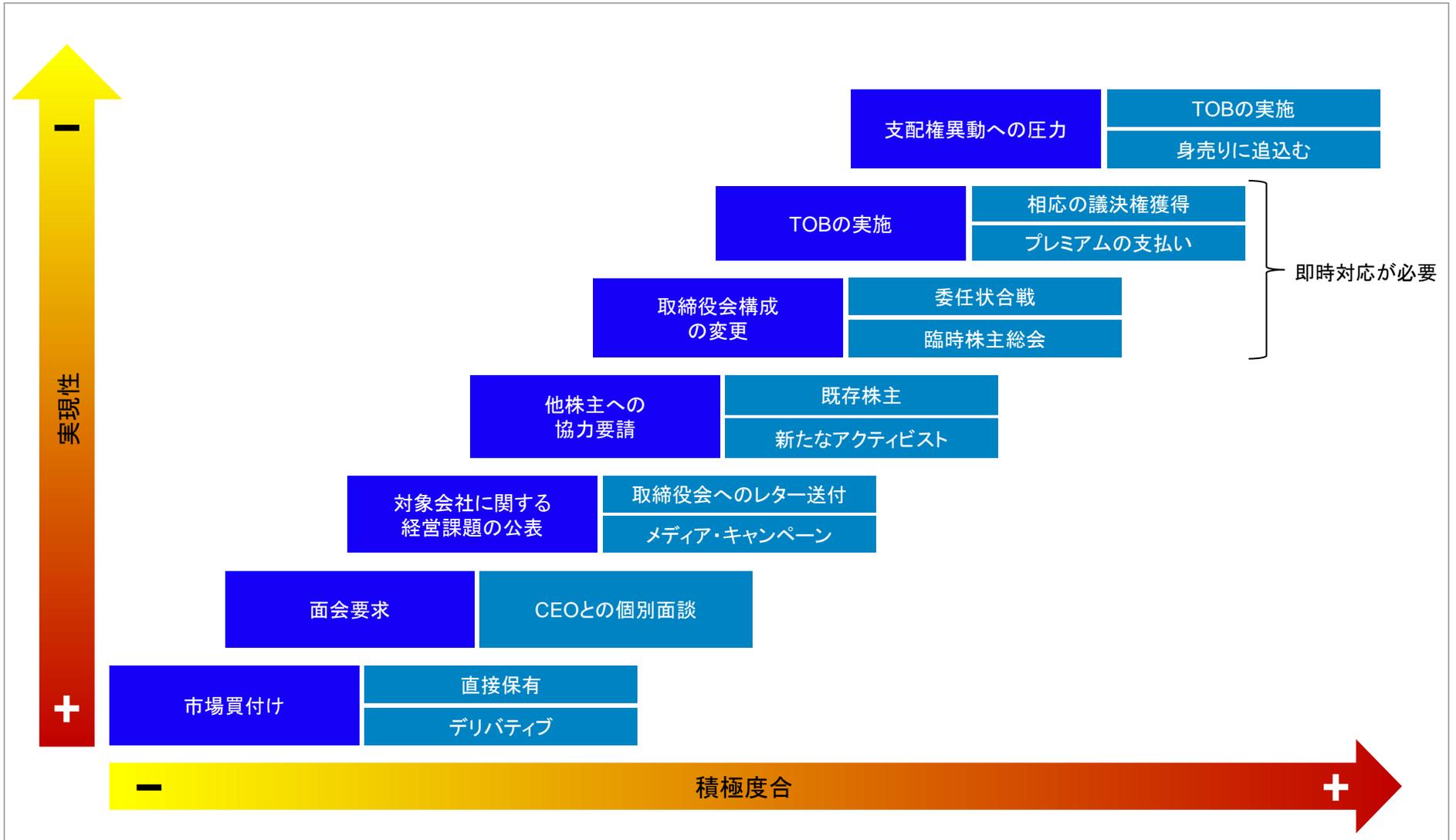
## ソニー 対 Third Point

# サード・ポイントによるソニーに対するキャンペーンの経緯



# 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



## サード・ポイントのソニーへの提案

2013年5月～

- 2013年5月、ダニエル・ローブ氏率いるヘッジファンドのサード・ポイントは、ソニーに対して映画・音楽事業を中心とするエンタテインメント事業の分離上場案を提案しました
  - 当初約6.3%の持分を保有
  - 6月に2通目の書簡を公表
  - 7月の投資家向け報告資料においても自らの主張を展開
- 8月6日にソニーはサード・ポイントに公開書面にて回答しました
  - エンタテインメントの上場には反対
  - 一方でエンタテインメント事業に関する情報開示を充実化
- 具体的な対応として、情報開示を実際に拡充するとともに、11月にロサンゼルスと東京にてエンタテインメント事業の投資家向け説明会を実施しました

### ソニーへの提案内容

- サード・ポイントが提案書の中でソニーに要求したのは主に以下の通り
  - ソニーの映画／音楽事業を統括するソニーエンタテインメントを分社化、株式の15-20%を米国市場で上場させること
  - 分割に際しては、ソニーの既存株主に同株式を優先的に保有する権利を与えるため、新株予約権の割当を行うこと
  - 新株予約権割当時には、サード・ポイントが2,000億ドルを上限としたバックストップを準備しサポートすること
  - 平井氏は両社の取締役会の議長を務めること
- 一部報道によると、ローブ氏はソニー訪問に前後して、首相官邸で官房長官の菅義偉と面会したほか、経済産業省、財務省、日本銀行などを回ったとされる
  - ソニー社外取締役の一人であった小島順彦が会長をつとめる三菱商事も訪問した模様

### ローブ氏による主な発言

- 「映画、音楽のエンタテインメント事業を分離して上場すべきだ。珠玉の事業が不振のエレクトロニクス事業の陰に隠れてしまっている」
- 「映画などの子会社を上場し隠れた価値が顕在化することで、6,000億円以上の価値を生む」
- 「ソニーが株式の80%を保有しコントロールするため、融合を阻害するとは考えない」
- 「潜在的な力が大きいのに過小評価されている企業が日本には多い」

### ソニー側のコメント

- 「エンタテインメント事業はソニーの成長にとって重要な事業であり、売却の予定はない」
- 「エレクトロニクス事業を再生し成長すること、さらに既に安定した事業基盤を持つエンタテインメント事業と金融事業を更に成長させることで、株主価値創出に取り組む」

出所 会社資料、Factiva、日経テレコン

## サード・ポイントによるソニーへの提案書抜粋

① 5月14日付けサード・ポイント書簡(公開書簡) / ④ 6月18日付けサード・ポイント書簡(公開書簡)

### ① 5月14日付け

- “To maximize Sony’s overall success, we believe the Company should change the structure of its ownership of Sony Entertainment. Doing so will strengthen Sony by reducing its burdensome debt, thereby providing additional resources and capital to **Focus** on revitalizing the resurgent Sony Electronics”
- **“Step 1: Take Public a 15-20% Stake in Sony Entertainment, Allowing It to Thrive Independently with the Support of the Sony Parent Company While Increasing Capital to Revitalize Sony Electronics”**
  - “We believe existing Sony shareholders should be given priority to participate in the direct ownership of Sony Entertainment. **Therefore, we recommend that rather than conducting a standard public offering, spin-off, or dividend, the Company offer subscription rights to current shareholders**”
  - “To ensure the success of the subscription rights offering, Third Point, which currently manages over \$13 billion, is prepared to “backstop” the initial public offering up to ¥150 – 200 billion (\$1.5 – 2 billion), assuming a stake of 15 – 20% is taken public, and will request no fees for this financial guarantee”
- **“Step Two: Focus on Industry-Leading Businesses to Bring Growth to Sony Electronics”**
  - “Despite its challenges, we believe Sony Electronics is a source of considerable and underappreciated value”
- **“We believe our straightforward plan to strengthen Sony serves all of its stakeholders – employees, management, and fellow owners. This plan will reduce debt, increase profitability, and create significant shareholder value”**
- “We offer our assistance to implement our proposal and **would gladly accept a seat on Sony’s Board of Directors.** We believe Sony and its stakeholders can benefit from our experience, “owner’s” perspective, and sound advice on strategy and capital allocation, which we have brought to numerous public companies in the past. ”

### ④ 6月18日付け

- “As a sign of our increased confidence in the Company’s direction under your leadership, funds managed by Third Point LLC (“Third Point”) **have increased their stake in Sony to 70 million shares** valued at ¥136.5 billion (\$1.4 billion), held via 46 million shares of ordinary stock valued at ¥89.7 billion (\$944 million) and economic exposure to 24 million shares valued at ¥46.8 billion (\$492 million) through cash-settled swaps... Given our large stake, we reiterate our offer to serve on Sony’s Board of Directors.”
- “Another sign of progress is the news that the Company has retained financial advisors to help evaluate our proposal to publicly list a minority stake in Sony Entertainment through a rights offering backstopped by Third Point.”
- **“Our proposal is a simple one: it contemplates a semi-independent governance structure. We believe that you, Mr. Hirai, should serve as Chairman of both Boards, to promote synergies between Entertainment and Sony Corporation.”**
- “We understand past Sony management teams have considered a complete spin-off of Entertainment, but concluded that the potential for synergies outweighed the obvious value that would result. **We respectfully disagree with any suggestion that listing a minority stake in the Entertainment division would curtail opportunities for cooperation.**”
- “We hope that after seriously considering the merits of our proposal, Sony’s Board will share the enthusiasm that other shareholders have resoundingly expressed for it. We can think of no better opportunity for you and the Board to demonstrate real commitment to your declaration that “Sony Must Change.”

## サード・ポイントによるソニーへの提案書抜粋(続き)

⑤ 7月29日付けサード・ポイント投資家向けレター / ⑦ 8月6日付けサード・ポイント書簡(公開書簡)

### ⑤ 7月29日付け

- “Third Point acquired a significant stake in Sony Corporation (“Sony”) earlier this year, and in May, we unveiled a proposal to increase value by partially listing Sony’s Entertainment (“Entertainment”) business in the U.S. Our investment thesis is that Sony – composed of Electronics, Finance, and Entertainment – is **not well understood by investors and is therefore significantly undervalued**”
- “They are modest in light of the longer-term challenges facing Sony and the Japanese electronics industry. Drastic – rather than incremental – action is required. Third Point’s proposal to partially list Entertainment should **not only increase overall profitability but also provide capital to accelerate restructuring at Electronics, against a backdrop of increasingly fierce global competition**”
- “Unlike Electronics, **Entertainment remains poorly managed**, with a famously bloated corporate structure, generous perk packages, high salaries for underperforming senior executives, and marketing budgets that **do not seem to be in line with any sense of return on capital invested**”
- “**Absent a major improvement in transparency and accountability, Entertainment’s fortunes are unlikely to change and Sony’s full potential will remain unrealized.** We are continuing to study Entertainment’s businesses, uncovering opportunities for improvement in strategy, culture and operations that bolster our view that it would benefit significantly from our proposal”
- “The suggestion that the status quo of opacity, underperformance and under-management is superior to transparency, management accountability and distinct leadership seems to be based on the misguided notion that the status quo strategy has worked over the last two decades. By contrast, **our proposal for a public listing of Entertainment provides investors with a compelling opportunity** – offering focused leadership, direct exposure to high-value international cable networks, significant margin improvement head-room, structural catalysts, hidden asset values and capital return. **The status quo offers Sony and its shareholders only more of the same unfulfilled potential**”
- “While CEO Hirai focuses on Electronics, **Entertainment is in desperate need of proper supervision.** We believe Sony’s Board, which we understand continues to consider our suggestions, has plenty of reasons to worry about Entertainment and should enact our partial listing proposal quickly. A resurgent Electronics combined with a well-managed, publicly-listed Entertainment business would make for a stronger Sony and offer tremendous value for shareholders”

### ⑦ 8月6日付け

- “Third Point is pleased that our efforts have brought much-needed attention to Sony’s valuable entertainment assets by both management and investors”
- “**Although we are disappointed the Board decided not to pursue a public offering of the entertainment business at this time, Third Point welcomes Sony’s commitment to greater transparency and expects this will foster a culture of accountability.**”
- “Sony has clearly recognized the performance issues we identified. In the new spirit of transparency, **management should communicate more specific plans to improve entertainment results.**”
- “A renewed focus on profitability and better margins should reduce bureaucracy and thus free up resources to invest in high-quality motion pictures, filmed entertainment, networks and music, aligning shareholder interests, the creative community, and consumers.”
- “Third Point looks forward to an ongoing dialogue with management and intends to explore further options to create value for Sony shareholders.”

- ソニー平井CEOは5月22日の経営方針説明会にてメディアからの質問に応じ、エンタテインメント事業の分離・上場に関するサード・ポイントの提案について「取締役会で議論した上で回答する」という慎重なコメントを述べました

## サード・ポイントに対するソニーの対応

② 5月22日付け 経営方針説明会での質疑応答に関する記事抜粋

**エンタメ事業の分社提案、「取締役会で十分議論」＝平井 ソニー 社長**  
時事通信 2013/5/22

ソニーの平井一夫社長兼最高経営責任者CEO)は22日、都内で開いた経営方針説明会で、筆頭株主の米投資会社サード・ポイント(ニューヨーク市)から提案を受けている映画や音楽事業の一部分社化などについて、**「社の中核事業に関わる大事な案件なので、取締役会で十分に議論する」と述べた。提案への回答時期についても「スケジュールは決まっていない」と述べるにとどめた**

サード・ポイントはソニーの発行済み株式の6%強に当たる6,400万株を保有している。映画や音楽のエンターテインメント事業の一部を分社化して、米国の証券取引所に上場することを提案している

**ソニーの平井一夫CEO、構造改革「7~8合目に来た」**  
日本経済新聞 2013/5/22

ソニーは22日、2014年3月期の経営方針説明会を開いた。15年3月期に連結売上高8兆5,000億円、売上高営業利益率5%以上という1年前に掲げた目標は変えなかった。会見した平井一夫最高経営責任者(CEO)は、事業の入れ替えや構造改革について「第1フェーズが終わり、7~8合目に来た」と自己評価した。平井CEO、加藤優最高財務責任者(CFO)との主なやりとりは以下の通り

――大株主で米ヘッジファンドのサード・ポイントから受けた映画・音楽事業の分離上場などの提案についての見解は

平井CEO「**映画・音楽を含むエンターテインメントは当社の中核事業であり、今回の提案は事業運営にかかわってくる重要な案件だと認識している。取締役会で十分な議論をした上で回答したい。議論はまだ始まったばかりで、具体的なスケジュールは今の段階では決まっていない。**株主とはプラス思考での会話をしていく」

――中期経営計画で掲げるエレクトロニクス事業の数値目標(売上高6兆円、営業利益率5%)は変えなかったが

平井CEO「(競争が激しい)ゲームではより積極的な投資が必要だが、スマートフォン(スマホ)の販売などは想定以上に堅調だ。(スマホは)今後は魅力的な製品の市場投入が控えている。今期中にはテレビも黒字化する見通しで、全体の数字を変更する必要はないと判断した。事業の入れ替えや構造改革は第1フェーズが終わり、7~8合目に来た」

加藤CFO「14年3月期、15年3月期についてはエレクトロニクスの収益はモバイル、イメージング関連、ゲームという3つの中核事業がけん引する。エレクトロニクス全体で5%の営業利益率が目標だが、中核事業はそれ以上の収益力を見込んでいる。テレビは前期に赤字を大幅に圧縮した。今後も不採算事業の収益改善に取り組む。スマホやイメージセンサーの成長性も高い。手応えは今年の今ごろと比べると増している」

## サード・ポイントに対するソニーの対応(続き)

③ 6月15日付け ソニー平井社長への取材記事

- ソニー平井社長は6月14日にメディアの取材に応じ、エレクトロニクス事業とエンタテインメント事業の一体運営を重視する方針を強調し、サード・ポイントの提案に対し消極的な姿勢を示しました
- 一方で、今後エンタテインメント事業に関する情報開示を充実させる旨を説明

### ソニー・平井社長に聞く、エレキと映画・音楽、一体で、米ファンド分離案に消極姿勢

日本経済新聞 2013/6/15

ソニーの平井一夫社長兼最高経営責任者(CEO)は14日、日本経済新聞の取材に応じ、エレクトロニクス事業とエンタテインメント事業の一体運営を重視する方針を強調した。米有力ヘッジファンドがエンタメ事業の分離上場を提案したが、**平井社長はエレキ事業との一体運営でエンタメ事業の売上高を年10%成長させるとの方針を示し、同提案の受け入れには消極的な姿勢を示した**

ソニーの大株主でヘッジファンドのサード・ポイントは5月に映画と音楽が中心のエンタメ事業の分離上場を提案した。平井社長は提案について「20日の株主総会で選ばれる新任取締役を含めた新しい取締役会で議論する」と述べた

すでに財務や法律のアドバイザーを選任しており、「**ソニーの将来のあり方に大きな影響を与える提案であるため、外部の客観的な意見や資料をもとにして、しかるべき時間を掛けて結論を出していく**」と明らかにした。現在の提案に対する見解や返答時期については明言を避けた

ただ、**エンタメ事業については「エレキ事業、金融事業と並ぶ3本の柱の一つ。ハードとソフトは一体で事業運営している」と強調**。高精細の4Kテレビの販売と映画部門の4Kコンテンツの配信を連携させている例を挙げた。さらにスウェーデンのエリクソンと合弁で立ち上げた携帯電話機会社を全額出資子会社にしたことで「経営判断と実行をスピードアップできた」と指摘、中核事業を一体運営する重要性を強調した

今後の成長戦略については「エンタメ事業の売上高を年5~10%のペースで成長させていく」と明らかにした。テレビ番組の制作やケーブルテレビなど向けチャンネル事業を伸ばす方針で、「ビジネス拡大のチャンスがあれば積極投資する」と買収にも意欲をみせた

営業赤字に陥っているエレキ事業については、スマートフォン(スマホ)に注力する方針を強調。現在、スマホの世界シェアは4%以下にとどまっているが、10%に高める。具体的には日本でNTTドコモとの密接な協力が販売増につながっていると、「同様の方法を市場規模の大きい米国や中国で展開していく」と述べた

平井社長は「エンタメ事業をもっと理解してもらえるようにしていく」と**同事業の説明機会を増やす方針を示した**。これまでは**全体の収益しか公表してこなかったが**、エンタメ事業にテレビ番組や著作権ビジネスなどもあり、「なぜソニーがやっていて、どういう戦略で進めているかを示していく」と**収益構造や成長戦略など市場への開示を充実させる**

- ソニーは8月6日にサード・ポイントの要求に対する返信書簡を送り、サード・ポイントの提案についてソニーの戦略と相容れないと回答しています

## サード・ポイントに対するソニーの対応(続き)

### ⑥ 8月6日付け ソニーからサード・ポイントへの返信書簡についてのプレスリリース抜粋

ソニーは、本日(日本時間2013年8月6日)、取締役会の全会一致の決議に基づき、サードポイントLLC(サードポイント)に返信書簡を発信しました。書簡では、ソニーの取締役会及びマネジメントチームが、**エンタテインメント事業を100%所有し続けることがソニーの今後の成功に向けて大変重要であり、ライツオファリングや公募による同事業の株式公開は、持続的な収益力の強化及び株主価値の向上を達成するためのソニーの戦略と相容れないと確信している**ことが述べられています。書簡では、以下に述べる点を含め、多くの理由に言及しています

- コンテンツの需要そしてその価値は、新たな配信プラットフォームの出現、高性能なモバイル端末及びブロードバンドへのアクセスの普及、といった業界・事業構造のダイナミックな変化の中、さらに増大している。ソニーは、**当社のエンタテインメント事業がこのトレンドから今後ますます利益を享受できると考えている**。そして、この**価値ある資産を一部にとどまらず全て所有することこそが当社の株主の皆様のご利益にもなる**と考えている
- エンタテインメント事業を完全所有することでソニーグループ内の協業の加速、シナジーの促進、より迅速な事業活動が可能になる**。ソニーは、グループ内の協業の機会は多数存在し、今後一層増加すると考えている。**一方、ライツオファリングや公募による株式公開は、グループ会社間取引においても少数株主への配慮により生じる独立当事者間と同様の関係を保つ必要性等、従来は必要でなかった負担を経営に課すこととなり、結果として、ソニーのコントロール及び戦略の柔軟性を制限することになると考えている**

上記に加え、ソニーの取締役会及びマネジメントチームは、既存の事業計画に基づいてビジネスを行っていくために**適切な資金調達手段を有している**と考えています。そして、**追加の資金を必要とする場合、あるいは不測の事態が生じた場合にも、ソニーは、その成長戦略の根本を成す事業・資産の一部を売却したり、ソニーのエンタテインメント及びエレクトロニクスの事業戦略の実施に対して不必要な負担を強いたりすることのない調達手段を優先して実行してまいります**

ソニーは、市場参加者がソニーのエンタテインメント事業の業績を分析し、またその成果をモニターしやすくなるよう、今年度の第2四半期の決算より、エンタテインメント事業についての情報開示をより充実させていく予定です

ソニー株式会社 社長 兼 CEO 平井一夫のコメント:

『One Sony戦略を実行していくにあたり、これまでの進捗に強い手応えを感じています。私がCEOに就任して以来、当社では数多くの変革を断行してきました。これによりソニーは正しい軌道に乗っていると考えています。エンタテインメント事業はソニーの戦略に不可欠な事業であり、ソニーの将来に向けての成長の重要な原動力でもあります。エンタテインメント事業の成長、収益力の向上、そして同事業とエレクトロニクス事業及びサービス事業との積極的な協業の拡大については、私自身が強くコミットしています。私たちは、今後も、全てのステークホルダーの皆様のご期待に応え、またそれを上回る事が出来るよう、持続的な収益力の強化と株主価値の向上を追求してまいります。』

## アナリスト・メディアの反応

① 5月14日及び④ 6月18日のサード・ポイントによる提案直後のアナリスト・メディアの反応

①

### アナリスト の反応

- Broker A: 2013/5/15
  - 我々がLoeb氏の提案が一考に価すると考えている背景は、一部上場をすることで外部株主がその評価に参加することで、より緊張感を持ったかたちで事業運営に取り組まれる可能性があり、その結果として業績が改善、**企業価値がソニーの完全子会社である状態よりも上げていける余地があるという考え方もできる**ためである
- Broker B: 2013/5/16
  - ソニー側では、エンターテインメント事業は同社にとって重要事業であり、売却の予定はないとしているが、**何かしらの事業構造再編成の可能性があると市場は見ているようだ**
  - 我々も、**エンターテインメントおよびファイナンシャル事業は、スピノフによりその価値が大幅に増加する**との見解である
  - しかし、市場はコンシューマ・エレクトロニクス事業の潜在的な下振れリスクを考慮しておらず、今回のニュースフローによる株価上昇にはやや行き過ぎ感があると我々は考える

④

### 新聞報道

#### 米ファンドが買い増し、ソニー株、一時5%高、発言権高める狙いか

日本経済新聞 2013/6/19

米ヘッジファンドのサード・ポイントが18日午前にソニー株の買い増しなどを公表し、同日の東京株式市場でソニー株が続伸、一時5%高となった。サード・ポイントは映画と音楽を中心とする事業の分離上場を提案しており、買い増しで発言権を高める狙いがあるもよう。**ただ市場では株価の上昇だけが目的なのはどの観測も出ている**

サード・ポイントは普通株式で4,600万株(発行済み株式の4.5%)、デリバティブ取引の一種の現金決済型スワップ取引で2,400万株(同2.4%)を保有しているという。5月から計600万株程度を買い増したとみられる。音楽などの子会社とソニー本体との相乗効果を出すべく、**両社の取締役会の議長を平井一夫・社長兼最高経営責任者(CEO)が務めるべきだとも主張した**

これに対し、ソニーは書簡を受け取ったとした上で「取締役会で適切に検討する」とのコメントを公表。20日には株主総会を開くが、サード・ポイントの提案は議題になっていない

18日の株式市場では買い増し継続などへの思惑から、ソニー株の売買代金が607億円と東証1部の2位になった。こうしたなか「サード・ポイントの保有分の一部はデリバティブ取引によるもので、株価が上昇すれば利益を得るため売却するのでは」(国内投資顧問)との声が出ていた

## アナリスト・メディアの反応(続き)

### 6 8月6日のソニーによるサード・ポイント提案拒否後のアナリスト・メディアの反応

6

#### アナリスト の反応

- Broker C: 2013/8/6
  - 結論としては提案に対する拒否であり、これを受けて株価は5%強下落している。しかし、完全な否定ではなく、ソニーはエンタテインメント事業の情報開示の改善、収益性改善策の実施を考えている。**その意味でTP社の今回の提案がもたらした意義は大きく、現在の株価の反応は一時的な調整と見ている**
  - 今後重要となってくるのは、ソニーがいかにエンタ事業の詳細を開示してそれをベースにどの程度の収益性改善策を示すかである。**少なくとも現状より利益性が改善することに対する施策が実施される可能性は高く、定量的な評価はそれを見てからでも遅くない**
- Broker D: 2013/8/6
  - **内容は想定線、短期株価にはネガティブ、ただしTP側との協議継続の可能性高く、エンタテインメント事業に関する有益な情報開示の更なる強化や、収益改善策の提示などを行う可能性も考慮すると、中長期では中立～ポジティブ**
  - 金融市場は、同社経営陣の自発的な行動よりも、TPが同社経営陣に何らかの強い圧力をかけている緊張状態が、(何らかの大きな行動を採るとの期待感から)株価にポジティブに作用すると考えているのかもしれない

6

#### 新聞報道

#### ソニー、米ファンド提案拒否で急落も市場の「失望」少なく

日本経済新聞 2013/8/6

- 6日の東京株式市場でソニーの株価が急落した。大株主の米有力ヘッジファンドであるサード・ポイントが提案していた、エンタテインメント事業の分離上場を拒否したと正式発表したことがきっかけだ。上場による株価上昇期待でこれまで思惑的に買っていた海外ヘッジファンドなどの短期筋が見切り売りに傾いた。ただ、株式市場ではソニーがエンタメ事業の経営状況の透明性を高める方針を示したことを評価する向きも多い。6日も短期筋の売りが一巡した後は押し目買いも入り、下げ幅は限定的だった。**専門家の間では「株価の調整は短期にとどまる」との指摘が多い**
- ソニー株の6日終値は前日終値比4.58%安の2,039円。日経平均が一時の大幅安から切り返し143円高で取引を終えただけに、下げのきつさが目立った
- もっとも午前はこの日の安値(前日終値比126円安の2,011円)を付けた後は押し目を拾う動きも相次ぎ、下げ渋る展開となった。**市場参加者の間でも、今回の提案拒否そのものに対して失望する声は少ない**
- ながら・アセット・マネジメントの露久保裕道代表は「分離上場すれば一時的に資金が入るが、長期的にはエレクトロニクス事業とのシナジー効果を追求するほうが企業価値の向上につながる」と分析。「将来的には『iPhone』のような革新的な製品開発につながる可能性も否定できない」と、今回の提案拒否に理解を示す
- **ただ、今後の展開は予断を許さない。ソニー株を約7%保有するとされるサード・ポイント側が再度、何らかの提案をしてきたり、ソニー側に保有株の買い取りを請求したりする可能性もゼロではない**

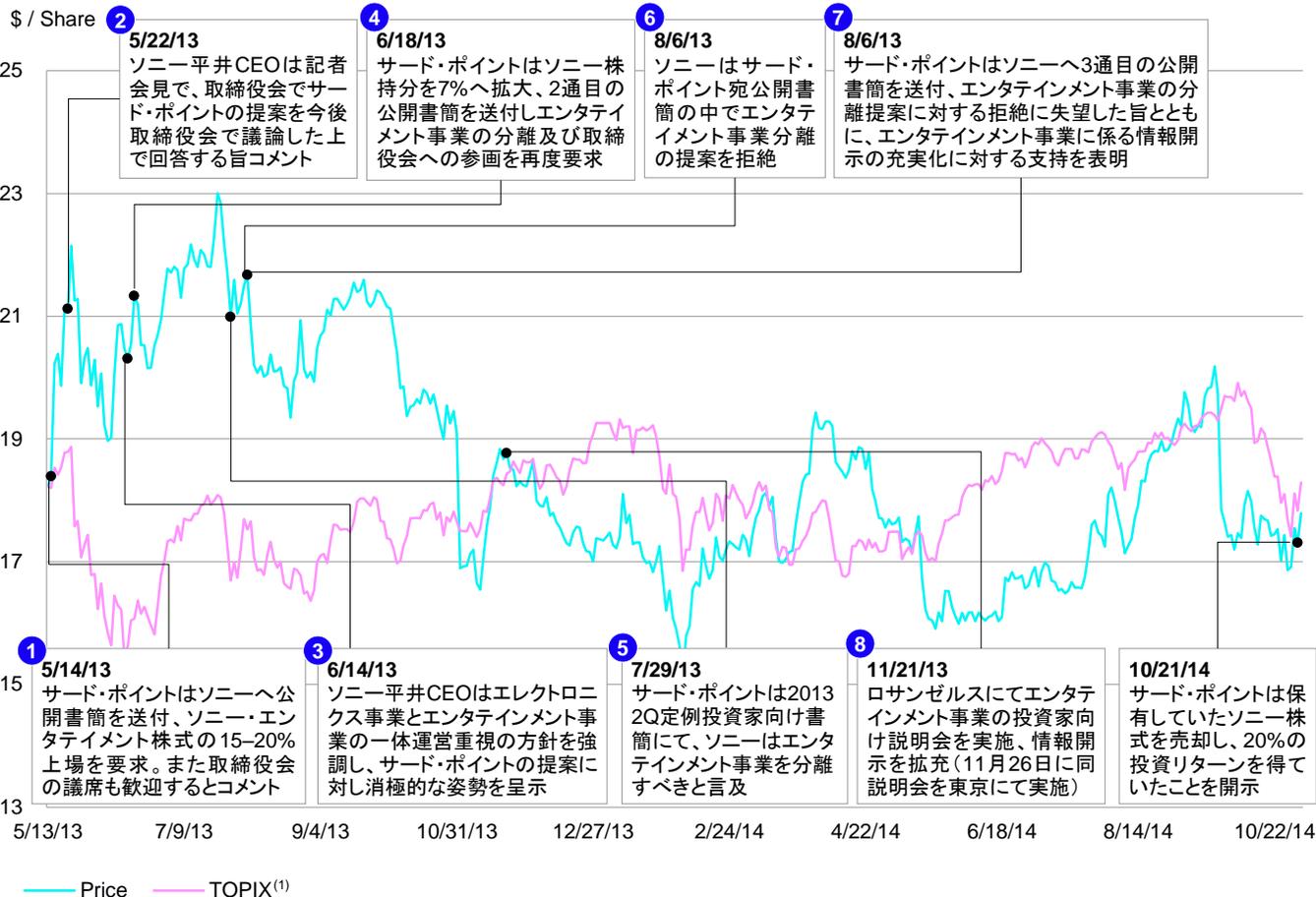
## 株式市場の反応

サード・ポイントによる提案以降のソニー株価推移

- 2013年11月21日、ソニーは Entertainment Investor Day を開催すると共に、同社のエンターテインメント事業及びソニー・ピクチャーズ、ソニー・ミュージックに関する情報開示の範囲を大幅に拡大しました

### ソニー株価推移

5/13/13 – 10/22/14



出所 SharkRepellent, Activist Insight, Market News

注 1. 5月13日ソニー株価終値に基づきインデックス化

Appendix F

「ピュアプレーの時代」(日本経済新聞記事)

## 「ピュアプレーの時代」(一部抜粋)

日本経済新聞記事 2017年9月25日

...9月1日、米ダウ・ケミカルと米デュポンが統合し、世界最大の総合化学グループ「ダウ・デュポン」が生まれた。巨大化が目的ではない。農業・素材・特殊素材に分割し、それぞれが**独立企業として上場を目指すことが最大の狙いだ**。

「官僚主義がはびこる持ち株会社を打破し、グローバルな事業部門が権限を握るべきだ」。トライアンは統合交渉で主張し続けた。大胆な3分割は株主の意向を反映したものである。

「**コングロマリット(複合企業)の時代は終わった**」。スウェーデンの投資会社セビアン・キャピタルの創業者は最近、英フィナンシャル・タイムズ紙にこう語った。今後5~7年の間にM&A(合併・買収)市場で起きるのは「**脱・合併だ**」とする。

相乗効果の薄い事業を抱えていては経営資源が分散され、企業価値が高まらない。株主に突き動かされ、**欧米企業は単一事業で勝負する「ピュアプレー」にカジを切ろうとしている**。

欧州ではデンマークの海運複合企業A・P・モラー・マースクが石油部門を仏トタルに売却すると8月に発表した。コンテナなど船舶事業に集中する。医療や産業機械に力を入れてきた独シーメンスですら「**最後に明かりを消す複合企業にはならない**」(ジョー・ケーザー社長)と、さらなる変革への意志を示す。

なぜ今、選択と集中のうねりが起きているのか。

外資系投資銀行の首脳は「**機関投資家が上場投資信託(ETF)という手段を得たのが大きい**」と解説する。かつては米ゼネラル・エレクトリック(GE)のような複合企業への投資を通じて、分散投資の効果を得ることが多かった。

だが、各国の株式や債券を自在に組み入れるETFがあれば、分散投資は容易になる。一方で企業には強みのある単一事業への特化を求め、市場平均を上回る超過収益の源泉にするようになった。

日本では、東芝が半導体メモリー事業の売却先に日米韓連合を選んだばかり。苦肉の策としての事業切り出しが、アップルなど有力な米IT(情報技術)企業の資金拠出を促した。

4月には、**事業の切り出しを後押しする「スピノフ税制」が国内で導入された**。海外の物言う株主たちが日本企業への関心を高めているとの声も聞かれる。ピュアプレーの時代が日本でも来るのか。

Appendix G

コーポレートガバナンス改革の深化に向けた6つの論点

# コーポレートガバナンス改革の深化に向けた6つの論点

平成29年11月15日－SC及びCGCのフォローアップ会議(第12回)より

- 平成27年2月に策定・公表されたスチュワードシップ・コード(SC)及び同年6月に適用が開始されたコーポレートガバナンス・コード(CGIC)が車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言することを目的として、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」が設置されています

－ 会議は、企業経営者、内外投資家、研究者等の外部有識者で構成されています

－ 平成27年9月以降、これまで13回開催

## コーポレートガバナンス改革の深化に向けた論点－6つの問題意識

- コーポレートガバナンス改革の「形式」から「実質」への深化に向け、「SC及びCGCのフォローアップ会議」において、機関投資家と企業の対話を通じ、中長期的な企業価値の増大に向けた経営が進むよう、対話において重点的に議論することが期待される事項等について下記のような指摘を踏まえたガイダンスが策定されることになりました
- また、2017年12月8日に閣議決定された「新しい経済政策パッケージ」でも、「2018年6月の株主総会シーズンまでに、投資家と企業の対話の深化を通じ、企業による以下の取組みを促す」として、以下を含む点がハイライトされています

- ① 経営者の資本コストに対する意識が不十分であることから、経営環境の変化に応じた事業選択などの果断な経営判断が行われていない
- ② 現預金が積極的な設備・研究開発・人材投資などに有効に活用されておらず、現預金が内部留保とともに増加している企業も多い
- ③ 経営環境の変化に対応した先見性のある経営判断を行える CEO の育成・選任に向けた取組みが不十分であり、社外取締役が実効的に機能していない企業も多い
- ④ 事業会社間等において政策保有株式の縮減が進んでおらず、その原因として「保有させている側」の問題がある
- ⑤ 運用機関による企業との対話の内容が依然として形式的であり、企業に「気づき」をもたらす例は限られている
- ⑥ 多くのアセットオーナー、特に企業年金等において、運用や運用機関に対するモニタリングの担当者が質的・量的に不足しており、企業年金によるスチュワードシップ・コードの受入れも少ない

出所 内閣府、金融庁HP

Appendix H

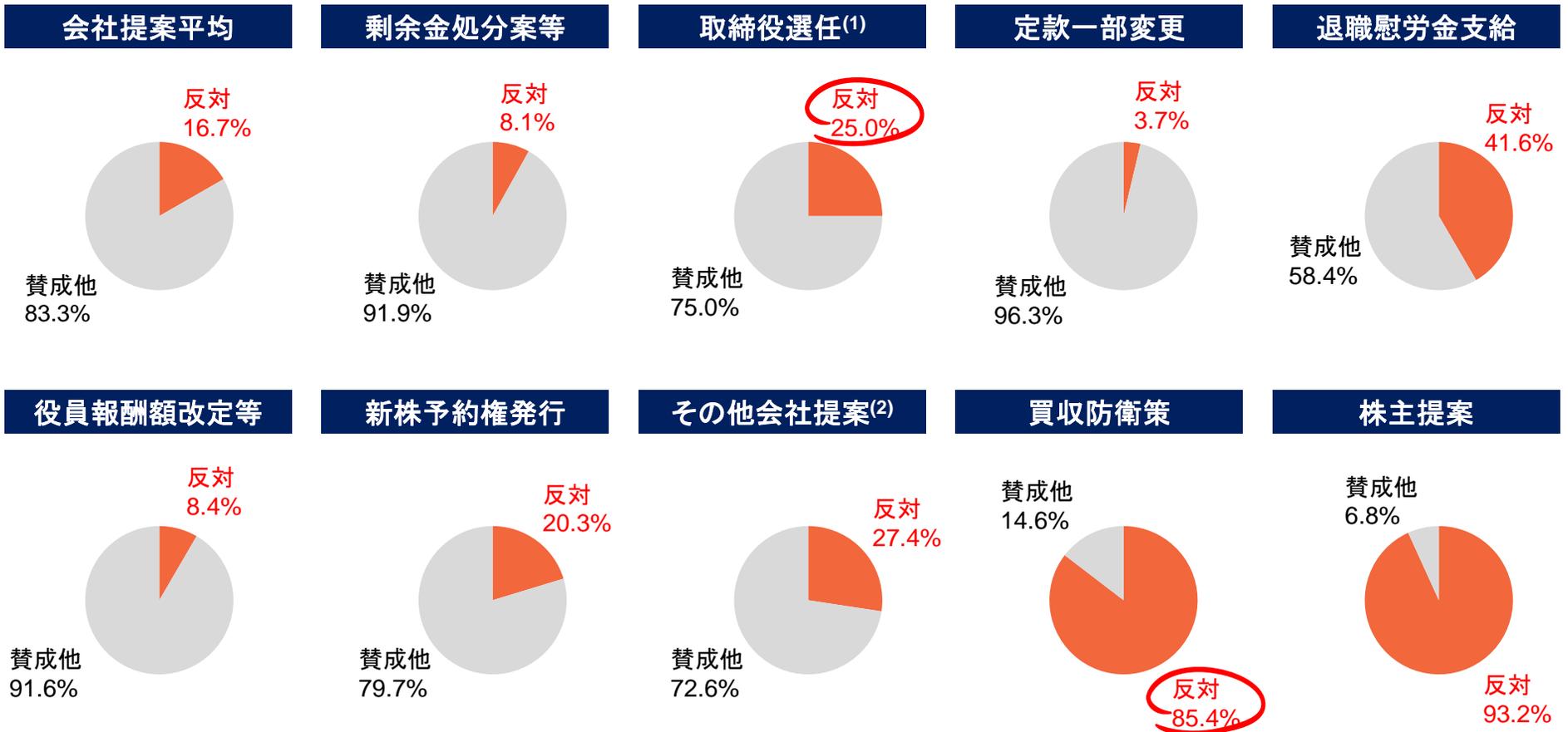
## 国内機関投資家の議案別反対比率

# 国内機関投資家の議案別反対比率

2017年9月までに公表が確認できた信託銀行/投信・投資顧問会社合計35社による議決権行使結果

## 国内機関投資家の議案別反対比率

35社平均、2017年9月末時点



出所 2017年11月25日 商事法務No.2150

注

- 候補者が複数存在する議案の場合、運用機関によって複数の候補者の選任を一括して1議案とみなし、候補者のうち1人でも反対した場合は「反対」として集計している運用機関と、候補者毎に個別に賛否を集計している運用機関があり、集計方法の違いにより反対行使率に差異が存在
- その他会社提案には、自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、補欠監査役選任、役員賞与支給、買収防衛策等を含む。ただし、一部には買収防衛策は除く

## ディスクレームー

本書は、情報提供のみを目的として作成されたものです。貴社におかれましては、ご提案させていただいているお取引その他に関する決定、契約、確約その他の行為に関する最終的なご判断をなさる際に決して本書に依拠されることのないように、また、本書をご使用なさらぬようお願いいたします。貴社、貴社の取締役、役員、従業員、代理人及び関係会社は、本書及び本書に関連して口頭で提供された情報を守秘するものとし、当社の事前の書面による同意がある場合を除き、その全体であると一部であるとを問わず、第三者に対してこれを伝達もしくは開示すること、これを複製もしくは配布することやこれを公表することはできません。貴社が本書の対象とする受取人ではない場合には、すべての写しを直ちに削除及び破棄するようお願いいたします。

本書及び本書に記載されている分析は、部分的に、一定の仮定及び受取人、受取人の取締役、役員、従業員、代理人、関係会社及び/またはその他の情報源から当社が入手した情報に基づいて作成されています。当社が当該仮定及び情報を使用したことは、当社が当該仮定や情報を独自に検証したこと、または当社が当該仮定や情報に必然的に同意することを示すものではなく、当社は本書の目的においては、当該仮定及び情報が正確かつ完全であると仮定し、かかる正確性及び完全性に依拠しています。当社、当社の関係会社、当社または当社の関係会社それぞれの役員、従業員及び代理人は、本書、本書に関連して口頭で提供された情報または作成されたデータの正確性または完全性について明示的であると黙示的であるとを問わず、一切表明及び保証は行わず、当該情報に関連して一切責任、義務または負担（直接的であるか間接的であるかは問わず、契約によるものか不法行為その他によるものかは問わない）を負いません。当社、当社の関係会社、当社または当社の関係会社それぞれの役員、従業員及び代理人は、本書、本書における誤りまたは本書からの省略に基づく場合があり得るいかなる責任についても、これを負わないことを明記します。当社、当社の関係会社、当社または当社の関係会社それぞれの役員、従業員及び代理人は、取引が本書に記載されている条件または本書に記載されている状態により実施されたかもしくは実施されること、または将来の見通し、経営目標、概算、予想または収益（もしあれば）が達成されることもしくはこれが合理的であることについて、明示的であると黙示的であるとを問わず、一切表明及び保証は行いません。本書に記載されている見解または条件は予備的なものであり、本書の日付時点で有効である財政、経済、市場及びその他の状況に基づくものであり、変更される可能性があります。当社は、本書に記載されている情報を更新する義務または責任を負いません。過去の実績が必ずしも将来の実績を保証または示唆するものとは限りません。

本書及び本書に記載されている情報は、証券もしくは商品または関連するデリバティブ商品の売却の申込み、または購入の申込みを勧誘するものではなく、取引に関してファイナンスを提供すること、ファイナンスに関してシンジケートを組成すること、もしくはファイナンスをアレンジすること、取引に関して引受を行うこと、取引に関して購入を行うこと、取引に関して代理人、アドバイザーその他の資格において行為することもしくは資金をコミットすること、または取引戦略へ参加することの申込みまたは確約を構成するものではなく、受取人に対する法律上、規制上、会計上または税務上のアドバイスを構成するものではありません。本書の内容に関しては、独立した第三者に法務、規制、会計及び税務に関する助言を求められることをお勧めいたします。本書は、当社または当社の関係会社によるファイナンシャル・オピニオンまたは推奨を構成するものではありませんし、当社または当社の関係会社によるファイナンシャル・オピニオンまたは推奨と解釈されるべきものではありません。本書はリサーチ・レポートではなく、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）、モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・インコーポレーテッド、モルガン・スタンレー MUFJ 証券株式会社（以下、「MSMS」といいます）またはそれぞれの関係会社の調査部門等により作成されたものではありません。

上記に拘わらず、本書の各受領者（並びにその従業員、代表者及び代理人）は、議論の開始時から何ら制限を受けることなく、何人に対しても取引の米国連邦/州所得税に関する処理及び税務ストラクチャー並びに当該税務処理と税務ストラクチャーに関連して提供された書類全て（意見書その他の税務分析に関するものを含む）を開示することができます。本段落において、「税務ストラクチャー」とは取引に関する米国連邦/州所得税の処理に関連する事実限定され、両当事者、両当事者の関係会社、代理人またはアドバイザーに関する情報は含まれません。

本書は、MUMSS 及び MSMS 並びに/またはそれぞれの関係会社により共同して提供されるものです。本書または本書に記載されている情報に関しては、貴社の地域にある認可を受けた MUMSS 及び MSMS 並びに/またはそれぞれの関係会社までご連絡ください。但し、準拠法によりその他の手段が認められている場合はこの限りではありません。MUMSS と MSMS は別法人です。

本書は、本書に記載されている取引や事柄のプロモーションまたはマーケティングのために作成されたものであり、また、法務または税務に関するアドバイスを提供することを意図するものではなく、法務または税務に関するアドバイスとして依拠されるべきものではありません。本書は、納税者が米国連邦租税法に基づき課されることのある罰金を回避することを目的として使用することを意図するものではありませんし、当該目的のために作成されたものではありませんので、本書を当該目的のために使用することはできません。受取人におかれましては、本書に記載されている税務に関する事項に関しては独立したアドバイザーに助言を求めるようお願いいたします。