



資本市場からみた企業価値経営の潮流

2020年9月26日

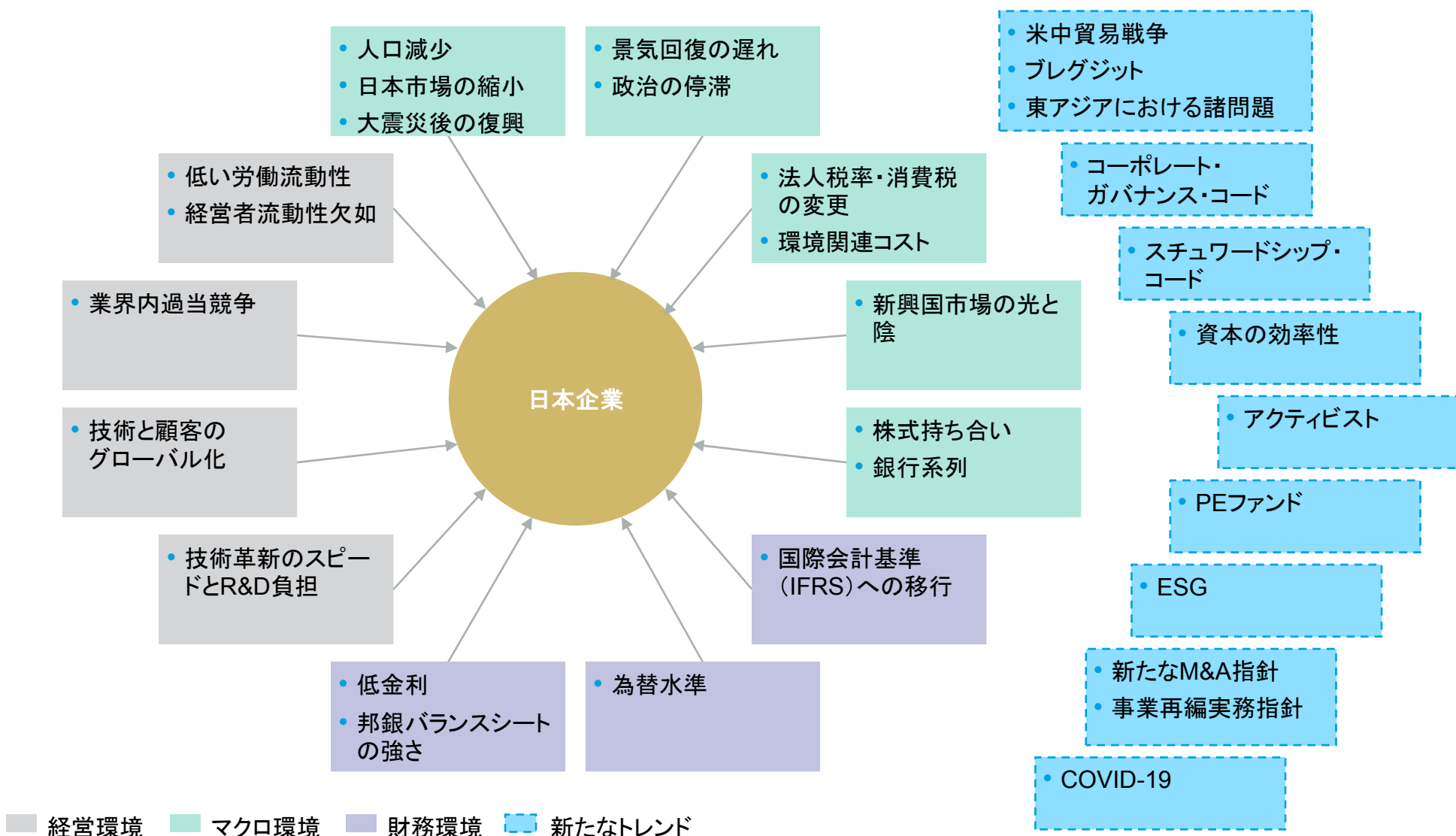
本日の内容

- 変化する資本市場との“距離感”
- アクティビズムの潮流とその影響力
- 継続的な事業ポートフォリオ見直しに向けた動き

SECTION 1

変化する資本市場との“距離感”

日本企業を取り巻く環境



資本効率への意識の高まりの背景

1

企業経営を巡る環境の変遷

過去	現在
右肩上がりの高度経済成長	人口減少・経済の成熟
バンクガバナンス	エクイティガバナンス
株式持ち合い	持ち合い解消

2

日本企業の課題

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

3

政府の問題意識

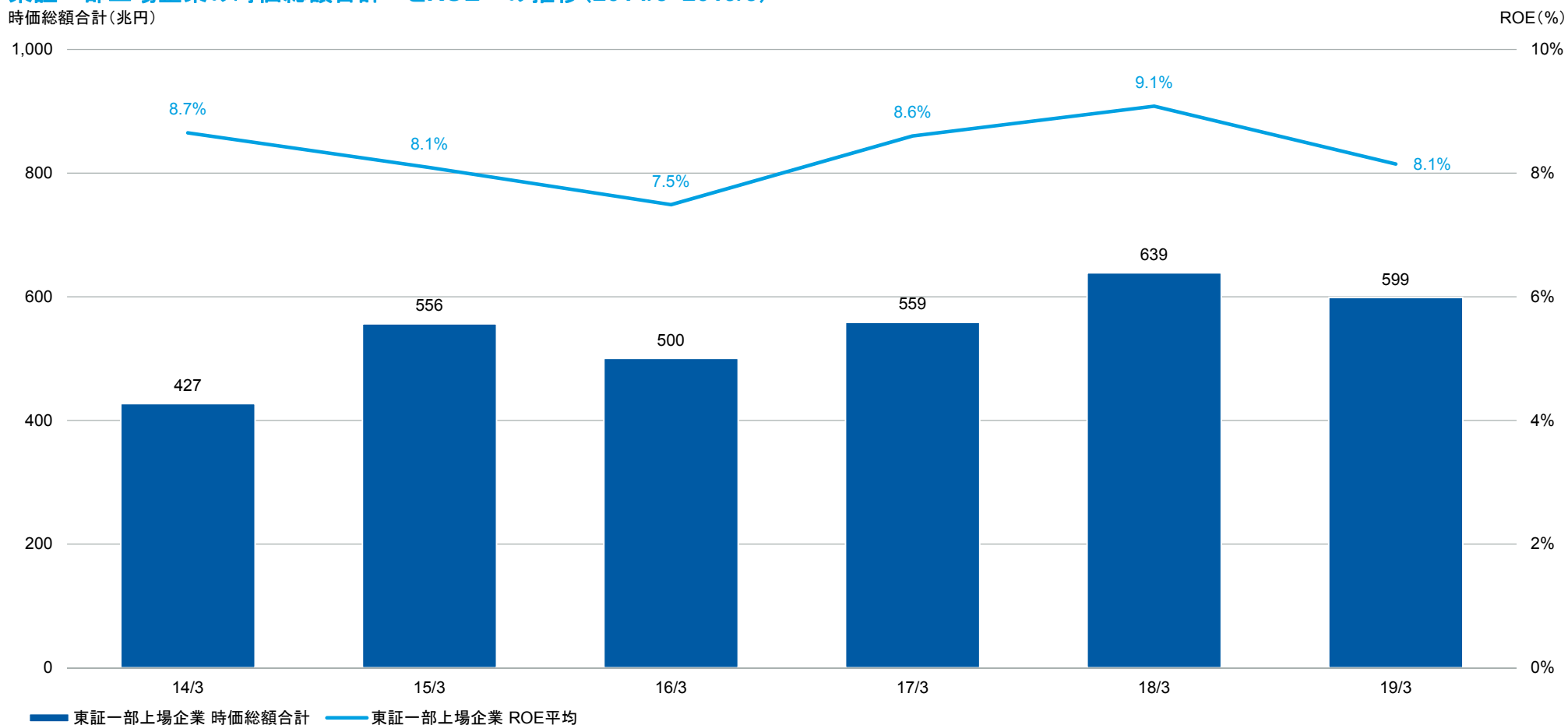
- なぜ日本企業の低収益性を政府が気にするのか
 - 右肩上がりの経済成長が期待できず、かつ家計における富の形成が進まない
- 日本企業／投資家の双方に対する働きかけ、建設的な議論の促進
 - コーポレートガバナンスコード、スチュワードシップコード強化
- 企業の事業ポートフォリオ再構築及び効率的な資本構造を推進し得る制度の改正・制定
 - スピンオフ税制、事業再編実務指針等

① 企業経営を巡る環境の変遷

企業の成長・収益性は足元では若干改善しつつも、引き続き中長期的な成長実現及び低収益体質からの脱却が求められる

東証一部上場企業の時価総額合計⁽¹⁾とROE⁽²⁾の推移(2014/3-2019/3)

時価総額合計(兆円)



出所: Capital IQ、東京証券取引所

注:

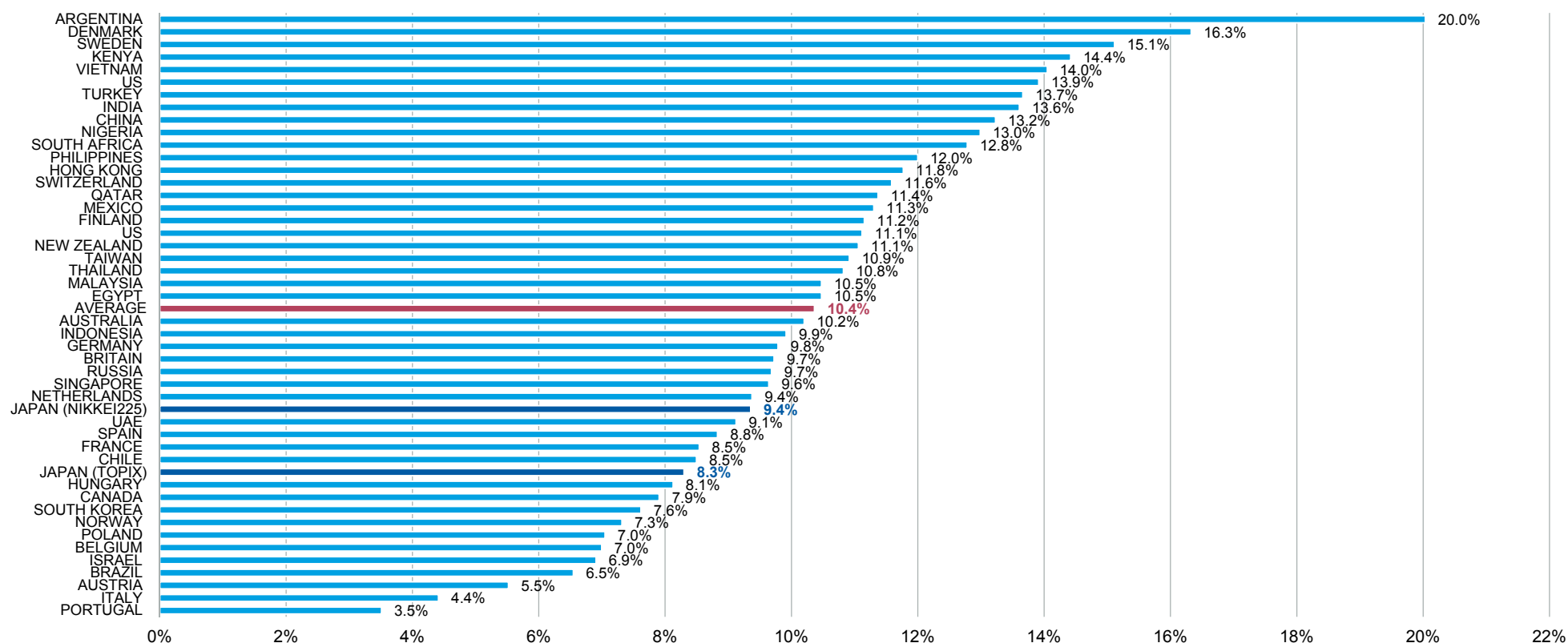
1. 年度末時点の時価総額合計(東京証券取引所公表値)
2. 年度末時点の東証一部上場企業の当期純利益の総和/株主資本の総和

② 日本企業のROE: 世界各国の中でも最も低い水準

日本企業の過去5年間ににおける平均ROE(約8-9%)は全世界平均ROE(10.4%)に比して低い水準

ROE: 国毎の比較

各国のインデックス構成銘柄における過去5年間の平均ROE ⁽¹⁾



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

出所: ブルームバーク

注:
1. 2019年9月11日時点

③ コーポレート・ガバナンス改革の動きと資本市場の環境変化

- 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性化
- 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

- 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 コーポレートガバナンスコードの改訂(平成30年6月1日改訂)**
 - 社外取締役の登用
 - 取締役指名及び報酬決定のプロセス
 - 持ち合い解消
 - 機関投資家との対話促進
- 3 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
- 4 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
- 5 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

SECTION 2

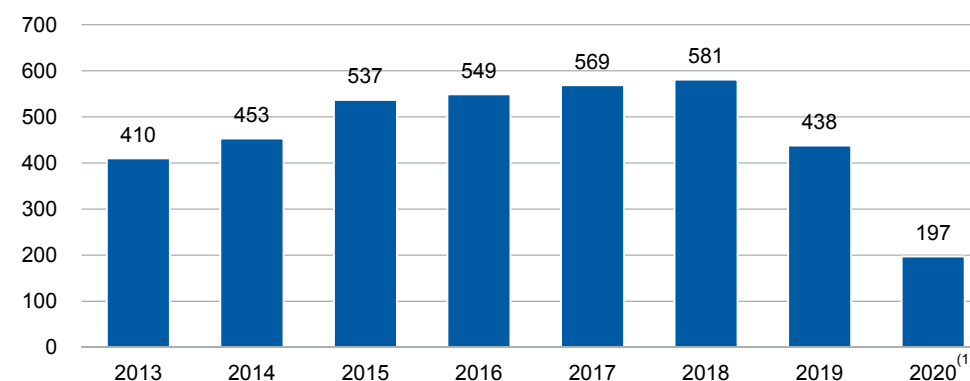
アクティビズムの潮流とその影響力

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、非公開な状況での株主提案も増加

経営関与を目的とした投資を行ったアクティビスト投資家数

グローバルベース



出所: Activist Insight and FactSet

今や上場企業であればいか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



注:
1. 2020年8月25日時点

「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

幅広い投資家層におけるアクティビストとの協調

α(アルファ)を巡る戦い—株主グループ間の境界は曖昧になり、他株主との協調行動も増加

投資家グループの間の境界線が徐々に曖昧に

- 近年のアクティビストは、市場やメディアでの評判、受け止められ方等を入念に分析した上で、慎重に対象企業に対して提案を提示する傾向があります
 - より高度かつ洗練された提案内容(事業内容に関する深い分析を含む)
 - 議決権行使助言機関・優良投資家からの賛同を目指す
- 一方で、アクティビストに限らず、一般の投資家・株主においても対象企業の企業価値向上をより厳格に意識した議決権行使を行う傾向が見られます
- 実際、米国では、アクティビストの提案に対して議決権行使助言機関や機関投資家が賛同・協調する場面も見られるようになってきました

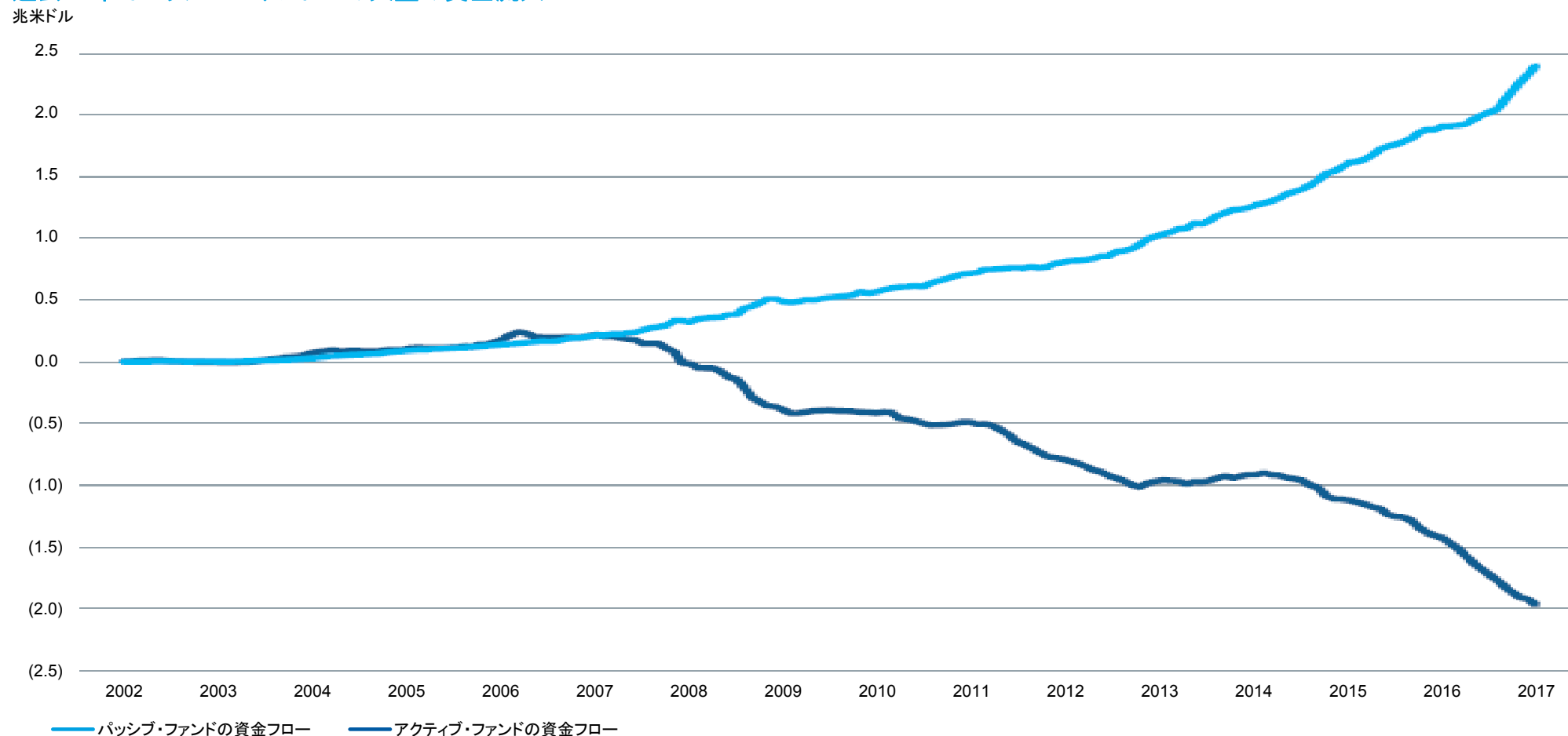
グループ	従来型ロング・オンリー・ファンド (伝統的AM、インデックス・ファンド、生命保険等)	公的年金ファンド及び株主組合 (例: CalPERS、SWF等)	プロのアクティビスト (Carl Icahn氏等)
投資家例	  	  	  
特徴	伝統的にアクティビストとの関係を公にすることを忌避する傾向	- 通常は、コスト負担を避けつつリターンは得る、受け身のアプローチを採用 - 自身の評判を重視	- 株主価値向上を目指し、積極的且つ短期的な策を講じる — 資本再構成 — 不採算事業の分割・スピンオフ — M&Aテーマ
主な手法	<u>アクティビストとの舞台裏での結び付き</u> - 経営陣・取締役会への私信	- プレスリリース <u>関係者(株主、取締役会メンバー及び経営陣)が揃って公開のミーティングに出席し、キャンペーンを支援</u> <u>委任状争奪戦に参加</u>	- 非公開での提案 - 取締役会及び経営陣への公式な提案 - 委任状争奪戦を仕掛ける - 一方的な提案



株主アクティビズム普及の背景

パッシブ・ファンドはアクティビストとの協調を含めた企業との積極的なエンゲージメントを展開

過去15年でパッシブ・ファンドへの大量の資金流入



出所: EPFR Global EPFR Globalがデータを持つ全株式ファンドの2002年1月1日-2017年3月31日の累積資金フロー

アクティビストに狙われやすい企業群



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
1 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)	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
2 資本構成・株主還元に関する課題	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
3 上場子会社の存在 (少数株主との利益相反)	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
4 官僚的な企業文化、複雑な組織形態、意思決定プロセス	- 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 - デジタル戦略分野等において、外部人材の積極的活用 - 社外取締役等に企業経営実績のある優秀な人材登用

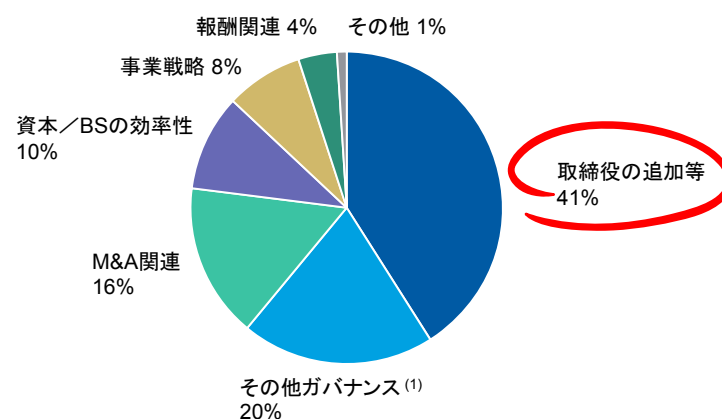
アクティビスト投資家の提案内容は多岐に亘る

アクティビスト投資家の提案内容の例

1 ガバナンス強化 - 経営陣の刷新 <u>取締役議席の要求・社外取締役の増員</u>	2 事業ポートフォリオの見直し - 収益性及び資本効率性が低い事業の売却 <u>上場子会社の完全子会社化又は完全売却</u>	3 資本戦略 - 財務レバレッジを活用した最適資本構成の構築 <u>株主還元の強化(配当・自社株買い)</u>	4 情報開示の充実 - 主要ビジネスのより詳細な開示 - 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
---	--	---	---

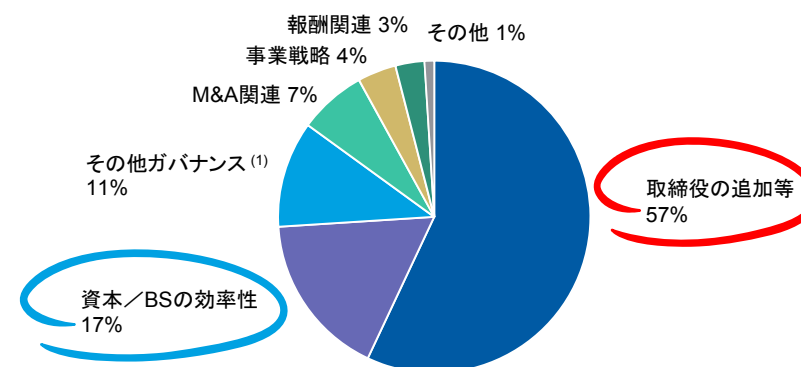
米国及びアジアにおけるテーマ別アクティビスト・キャンペーン分類（2013年1月1日-2018年10月31日）

米国



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



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

出所: Activist Insight

注:
1. 定款変更、買収防衛策の撤回、監査役の変更等

日本における近年の株主アクティビズムのテーマ

最近では従前の資本構成・株主還元や上場子会社施策に対する要求に加えて、オペレーション改善の提案も登場

- アクティビストが日本企業に対して提示する提案(要求)は、従前より資本構成の改善や株主還元の増加、ガバナンス強化、およびM&Aを契機に行う上場子会社評価に関するものが多くなっています
- また、近年では、米国における潮流を後追するよう、アクティビストが投資対象企業の事業内容についての理解を深め、事業戦略や事業運営の改善、更には組織構造の変更等を提案する事例も出て来ています

テーマ	具体的な要求	事例 (対象企業／機関投資家等)
1 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)	• 事業ポートフォリオの見直しを通じた、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	• ソニー／Third Point • GE／Triam Partners
2 資本構成・株主還元 に課題	• 株主還元の強化(自己株買い、増配) • 過剰現金の還元を含む資本効率の改善 • 政策保有株式・遊休資産の売却	• 新明和工業／レノ • 図書印刷／Strategic Capital • 第一生命／Argyle Street
3 上場子会社の存在 (少数株主との利益相反)	• 完全子会社化の経済条件(株式交換比率等)への反対	• アルパイン／Oasis • パナホーム／Oasis
4 官僚的な企業文化、 複雑な組織形態、 意思決定プロセス	• 経営陣の刷新 • 取締役議席の要求・社外取締役の増員 • 委員会設置会社への移行 • 報酬への言及 • 事業に関する深い分析を前提とする戦略的施策の提言 • 社外取締役に企業経営実績のある優秀な人材登用	• Lixil／Blackrock等 • GMO／Oasis • 黒田電気／レノ • オリンパス／ValueAct • P&G／Triam Partners

日本では株主提案を受けた企業数が過去最多を更新

新型コロナウイルスによる影響下においても株主提案にかかる議案数についても昨年度より更新⁽¹⁾

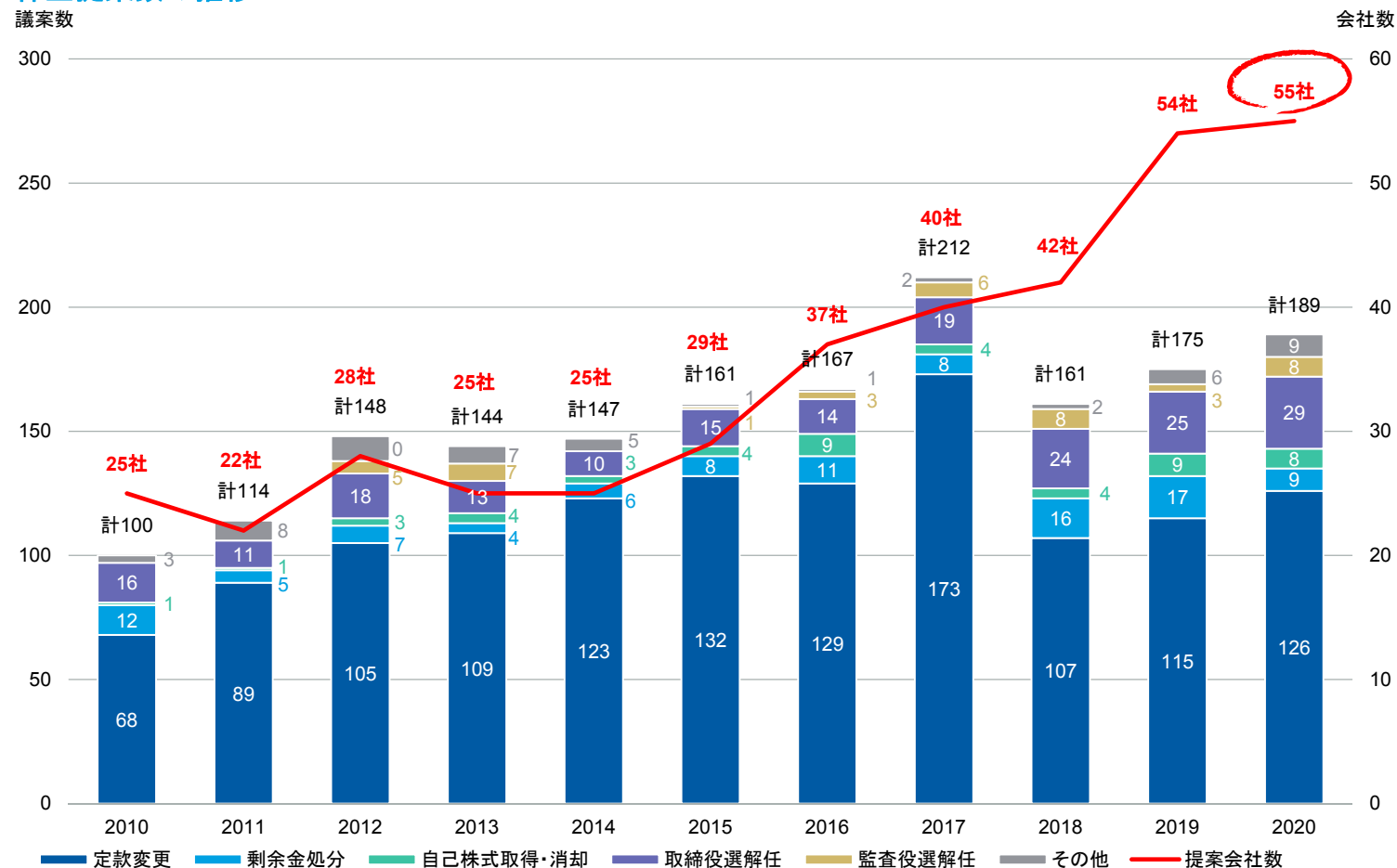
- 株主提案を受けた社数は、昭和56年の商法改正によって株主提案の制度が導入されて以降**最多55社**を記録(昨年対比+1社)しました
- 株主提案数については前年度対比+14件の**189件**となりました
 - 新型コロナウイルスの影響により**株主還元関連の株主提案は、昨年対比で減少**
 - 定款変更議案のうち**ガバナンス強化や資本効率改善の内容の提案が増加傾向**

株主提案議案が可決された事案

会社	提案
アドバンクス	剰余金配当、取締役・監査役・補欠監査役選任
日本フォームサービス	取締役・監査役選任
サン電子	取締役選任・解任(一部会社提案と同一)
北日本紡績	取締役選任
プロスペクト	取締役員数増員、取締役・監査等委員取締役選任
駅探	取締役・補欠監査役選任

：アクティビストによる提案事案

株主提案数の推移



注:
1. 株主総会を7月以降に延期した会社及びその会社への株主提案を含む

株主アクティビズム：米国における過去事例の帰結

- 過去事例によると、アクティビストが株式を保有した場合においても、必ずしもパブリック・アクションを直ぐに起こすとは限りません
- 先方からの提案・要求を真摯に検討・対応し、株式市場からの評価を高めることが、結果的により積極的なアクティビズムの回避につながることであります

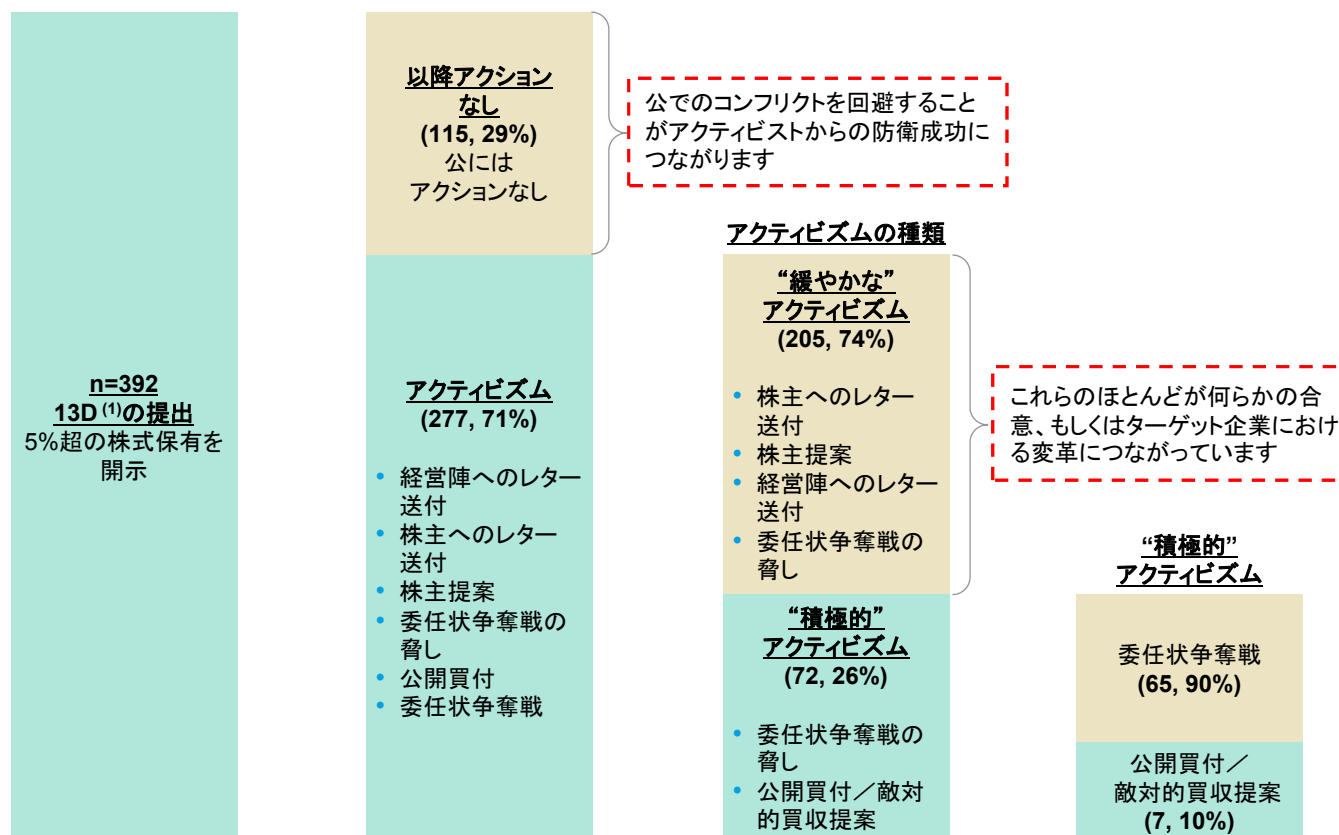
集計方法

- モルガン・スタンレーは2009年以降の米国におけるアクティビスト活動を集計し、それぞれのケースにおけるアクティビストの戦略をカテゴリー分類しました
 - “積極的”アクティビズムは委任状争奪戦や公開買付／敵対的買収提案を含む
 - “緩やかな”アクティビズムは株主へのレター送付や株主提案、経営陣へのレター送付、委任状争奪戦の脅しを含む

主要な論点

- 13D⁽¹⁾が提出されたうちの約30%についてはそれ以降の更なる公開アクションは実施されていません
- アクティビストが変革を要求する場合には主に“緩やかな”アクティビズムの形態がとられます
 - 委任状争奪戦での徹底抗戦よりも、自らの提案実現に向けた働きかけ

2009年以降の13D⁽¹⁾の提出事例⁽²⁾



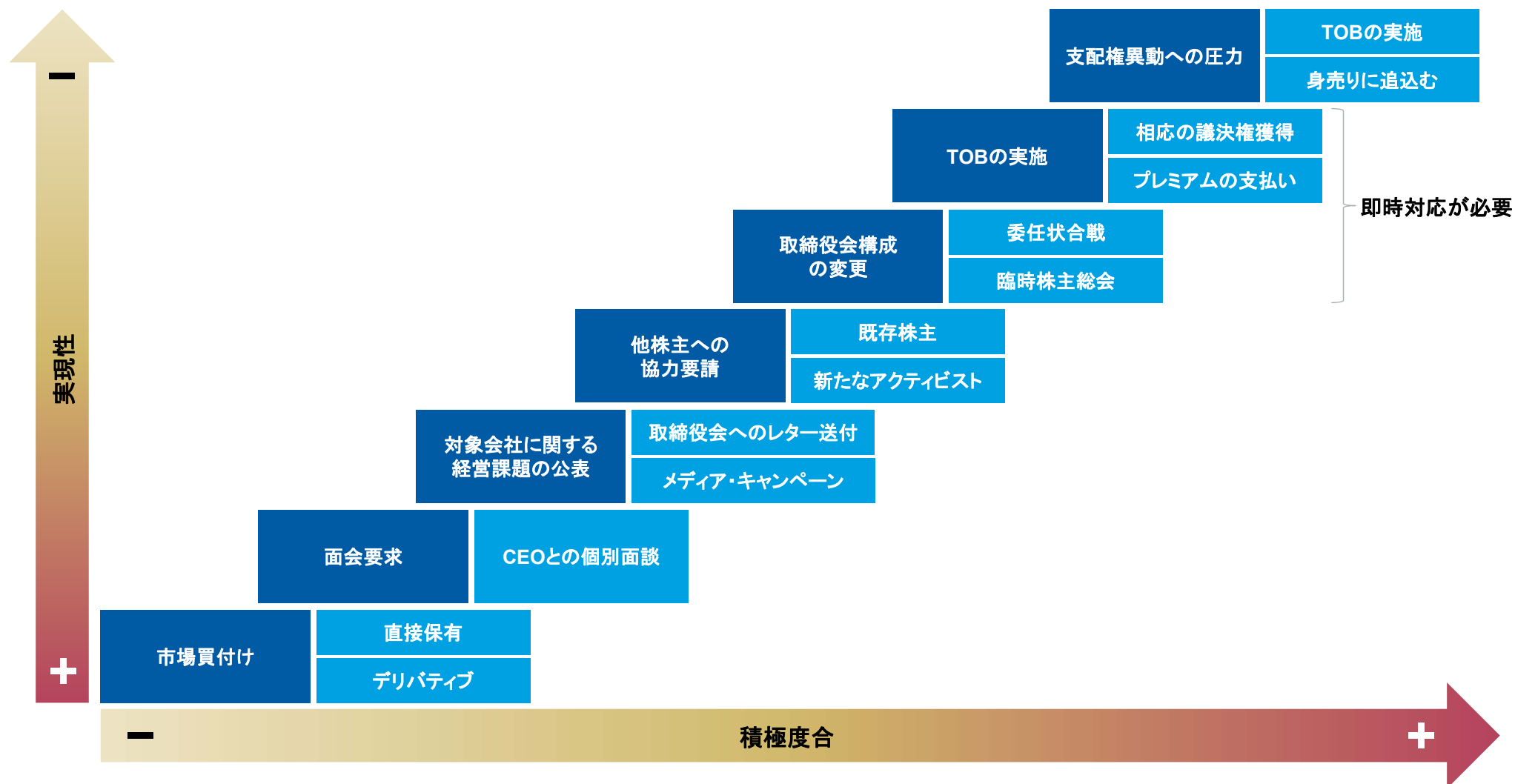
出所: SharkRepellent (January 2017)

注:

- 日本の大量保有報告書に相当
- As of 2017/1/24

広範な戦略的オプション

アクティビストの踏む選択肢には共通した点が多い一方、彼らが自由に時間軸を設定可能



近時のアクティビズムからの教訓

i 資本市場におけるアクティビズムに対する理解

- 政府による企業と投資家の対話を推進する動きは不可逆的であり、アクティビストを含めた「物言う株主」にとっては自身の立場の正当性の拠り所となり得る
- 近時のアクティビズムの成功例を見ると、アクティビストの主張に他機関投資家が賛同する傾向
- 従来型のファンド／ロング・オンリー投資家が、アクティビストと頻繁に連絡をとるような協調行動、また場合によってはアクティビストの活動をパブリックにサポートするケースも見受けられる（特に米国）

ii アクティビストは必ずしも敵対視すべき存在ではない

- 多くの場合、アクティビストによる主張の内容そのものは想定可能な範囲内であり、また必ずしも企業価値の向上を阻害する内容ではない
 - 企業戦略について建設的な議論を通じて、株主としての関係構築に努めることも一案（アクティビストとの対話を通じて、新たな発見がある場合も）
- 最近のアクティビズム事例も、所謂古典的なコーポレート・ガバナンスに関する問題意識に端を発する
 - 上場子会社の取り扱い（パナホーム／オアシス）
 - 新たな取締役の任命（黒田電気／レノ、オリンパス／ValueAct）

iii コーポレート・アクションは、合理的且つ資本市場から支持されることが必要

- ステークホルダー（株主、子会社／関連会社、等）との長年の関係に依拠することはより困難に
 - 機関投資家にも受託者責任を果たす義務があり、またスチュワードシップ・コードの下で、議決権行使結果を個別に開示を実施することを求められている
 - 資本市場は戦略的／経済的な合理性のあるコーポレート・アクションのみをサポートする
- アクティビストは時に資本市場の代弁者である
 - 明確な背景や理由に欠けるコーポレート・アクションは、アクティビストの格好のターゲットとなり得る
 - アクティビストの主張に正当性がある場合は、他の市場参加者も同調／賛同する

SECTION 3

継続的な事業ポートフォリオ見直しに向けた動き

プロアクティブな事業ポートフォリオ見直し

欧米においては、戦略的な観点から事業ポートフォリオを定期的に見直し、不採算事業の整理だけではなく、プロアクティブに事業の切り出しとポートフォリオの組み替えを行う動きが散見される

分類	切り出しの背景	切り出しの事例(発表日)
① 資金確保／バランスシートの改善	過大なレバレッジにより戦略的に必要な投資が十分に行えない状況などが発生した場合に、事業ポートフォリオを見つめ直し、戦略的な優先順位の低い事業をノンコアとして切り出し	- IAC/InterActiveによるMatch Groupのスピンのオフ(2019/10/11) - Johnson Controlsによるパワーソリューションズ事業の売却(2018/11/13) - AXAによるAXA EquitableのIPO(2018/5/9) - Liberty GlobalによるUnitymediaの売却(2018/2/2)
② バリュエーションの最大化	財務プロファイルや事業サイクルが異なる事業を分離し、比較可能性を向上／ディスカウント要因を極小化	- VolkswagenによるTratonのIPO(2019/6/27) - AlticeによるAltice USAのスピンのオフ(2018/1/8) - Liberty InteractiveによるLiberty Expedia HDのスプリット・オフ(2015/11/12) - YUM! BrandsによるYum Chinaのスピンのオフ(2015/10/20) - HPIによるHPEのスピンのオフ(2014/10/6)
③ 個別事業への集中	広範な事業領域と複雑なグループ構造を経営することの限界を解消し、貴重な経営資源を集中的に投下可能な構造を創出	- DanaherによるEnvistaのスプリット・オフ(2018/7/9) - NovartisによるAlconのスピンのオフ(2018/6/29) - Akzo NobelによるSpecial Chemical事業の売却(2018/3/27)
④ 事業の成長に対する制約の除去	グループ内に維持したままではアクセスが難しい顧客層が存在するなど、既存のディスシナジーを解消	- DowDuPontによるDowとCortevaのスピンのオフ(2015/12/11) - eBayによるPayPalのスピンのオフ(2014/9/30) - Baxter InternationalによるBaxaltaのスピンのオフ(2014/3/27)

注:
1. 子会社IPO案件においては、効力発生日を記載

米国スピン・オフ企業の株価パフォーマンス

プロアクティブな事業ポートフォリオの組み替えが、市場からも一定の評価を得ていることが、米国スピン・オフ企業で構成されたインデックスがS&P500をアウトパフォームしていることから伺える

米国スピン・オフ関連指数のパフォーマンス(2010年1月4日から2020年2月21日まで)

2010年1月4日時点をもととする



出所: Bloomberg及びCapital IQからMUMSS作成

注:

1. 米国上場企業のうち、直近4年以内に親会社からスピン・オフした、時価総額10億ドル以上のものを含む

欧米に見られる事業ポートフォリオ見直しの推進を支える要因

- ① **取締役会の構造**: 株主を代弁する立場である独立取締役の存在感の強さが、業務執行取締役等に対して事業切り出しの検討を下支え
 - 業務執行取締役が事業切り出しを検討する際に抱えるジレンマを、独立客観の立場から検証することで、より純粋に企業価値向上の観点から判断を行うよう働きかける力が作用
 - 重要な経営判断は、業務執行側 (Management Team) ではなく、取締役会 (Board of Directors) が行うガバナンス構造
- ② **報酬体系**: 事業切り出しに伴う痛みを踏まえても、切り出し実行を推進するための報酬体系が存在
 - 業務執行取締役等の報酬構造において、中長期のパフォーマンスに連動させたエクイティ報酬の比重を高めることで、経済的な面においても株主と利害を一致
- ③ **株主との建設的な緊張関係**: 企業価値向上に向けた合理的な取り組み余地がある状態を放置することが許されない状態を維持
 - コングロマリット・ディスカウント等の企業価値にネガティブな影響が生じていると合理的に考えられる状況の中で、能動的に対応しないことは取締役の責任を果たしていないとの見方が定着しており、コア・ノンコアの選別、キャピタル・アロケーションの議論を恒常的に実施
 - また、市場からは事業セグメント毎の収益性や成長性が注目され、その開示が強く求められる中、株主が企業価値向上に向けた取り組みがなされているかどうかを評価・分析することが可能な土台が存在
 - その結果、受動的に対応する企業と能動的に対応する企業では、表面的にはアクティビストからの攻撃の受けやすさ (Vulnerability) の違いにつながり、本質的には経営陣に対する支持率ひいては株価パフォーマンスに差異が発生
- ④ **複数の切り出し手法に関する制度の存在**: 状況に応じて、切り出し手法を柔軟に調整できることが、欧米において事業切り出しを推進し易くしている可能性
 - 米国におけるスピン・オフ、スプリット・オフは100%子会社でなくとも税制適格を確保可能

事業ポートフォリオの見直しを促すコーポレート・ガバナンスの改革

不採算部門に限らず、持続的な成長の実現が困難な場合には収益性が高い事業であっても早期に切り出すことも含めて検討すべきであるとの考えとともに、事業ポートフォリオの普段の見直しと最適化を促すべく、政府はその主導により「事業再編実務指針」を策定(2020年7月)

事業再編の促進に向けてコーポレート・ガバナンスを有効に機能させるための方策

指針では多岐に
渡る方策を提示

取締役会の役割の明確化

取締役は、善管注意義務に基づき、少なくとも年に1回は定期的に事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しを行うとともに、経営陣に対して、事業ポートフォリオマネジメントの実施状況等に関して監督を行うべき

社外取締役の主体的な関与

事業の切出しに関しては、経営陣に「現状維持バイアス」がかかりやすいとの指摘もあり、社外取締役には、事業ポートフォリオに関する検討への積極的な関与を期待

CFOの役割強化

事業ポートフォリオ・マネジメントにおいては全社的な観点からの財務的な規律付けが重要であり、CFOがその担い手になるべき

事業ごとの資本収益性の計測

事業ごとの資本収益性を測り(ROIC)、資本コストとの比較や競合他社との比較(ベンチマーク)を行うことが重要

経営陣の業績評価や報酬体系

中長期的な企業価値の向上に資する事業再編に対して経営陣に適切なインセンティブが働くよう、長期インセンティブ報酬、特に株式報酬の比率を高めていくことが必要

永続的な推進体制の確立

事業ポートフォリオ・マネジメントを適切に実施するため、責任部署を明確にした上で推進体制を整備することが必要

情報開示の拡大

投資家がスチュワードシップ責任を果たすことができるよう、投資家に対して事業ポートフォリオに関する基本方針、取締役会における検討状況、事業セグメントごとの情報等について、具体的に説明することが必要

投資家の後押し

スチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、企業の中長期的な成長戦略やその実現のためのリスクテイクに対する理解を深め、事業ポートフォリオの組替え等に積極的に取り組む経営者を適切に評価し、後押しする努力を期待

株主提案・株主意見への真摯な対応

合理的根拠のある具体的な株主提案等については、原則として、取締役会において取り上げ、真摯な検討を行うことが望ましい

事業ポートフォリオの見直し：オムロンの事例

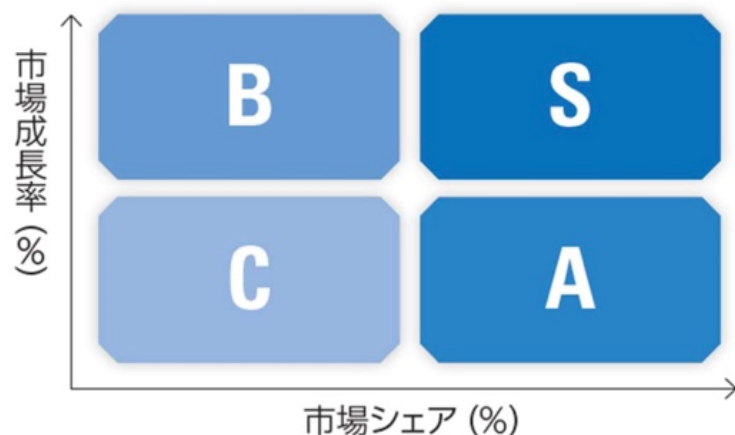
オムロンでは、各事業に対してROIC10%のハードルレートを課し、それに基づいて事業入れ替えの議論を行っている

ポートフォリオ・マネジメント

■ 経済価値評価



■ 市場価値評価



事業買収と譲渡・終息

買収		譲渡/終息	
14年	南米ネブライザ(HCB)	12年	キャパシタ(EMC)
15年	モーションコントローラー(IAB)	12年	組込ソフト/ハード受託開発(本社直轄)
15年	産業用ロボット(IAB)	13年	光通信(EMC)
17年	産業用カメラ(IAB)	16年	オイル&ガス(IAB)
17年	産業用コードリーダー(IAB)	16年	院内医療機器(HCB)
18年	欧州ネブライザ(HCB)	18年	レーザー加工装置(IAB)
		19年	EDMS*(本社直轄)
		19年	車載事業(AEC)
		19年	バックライト(本社直轄)

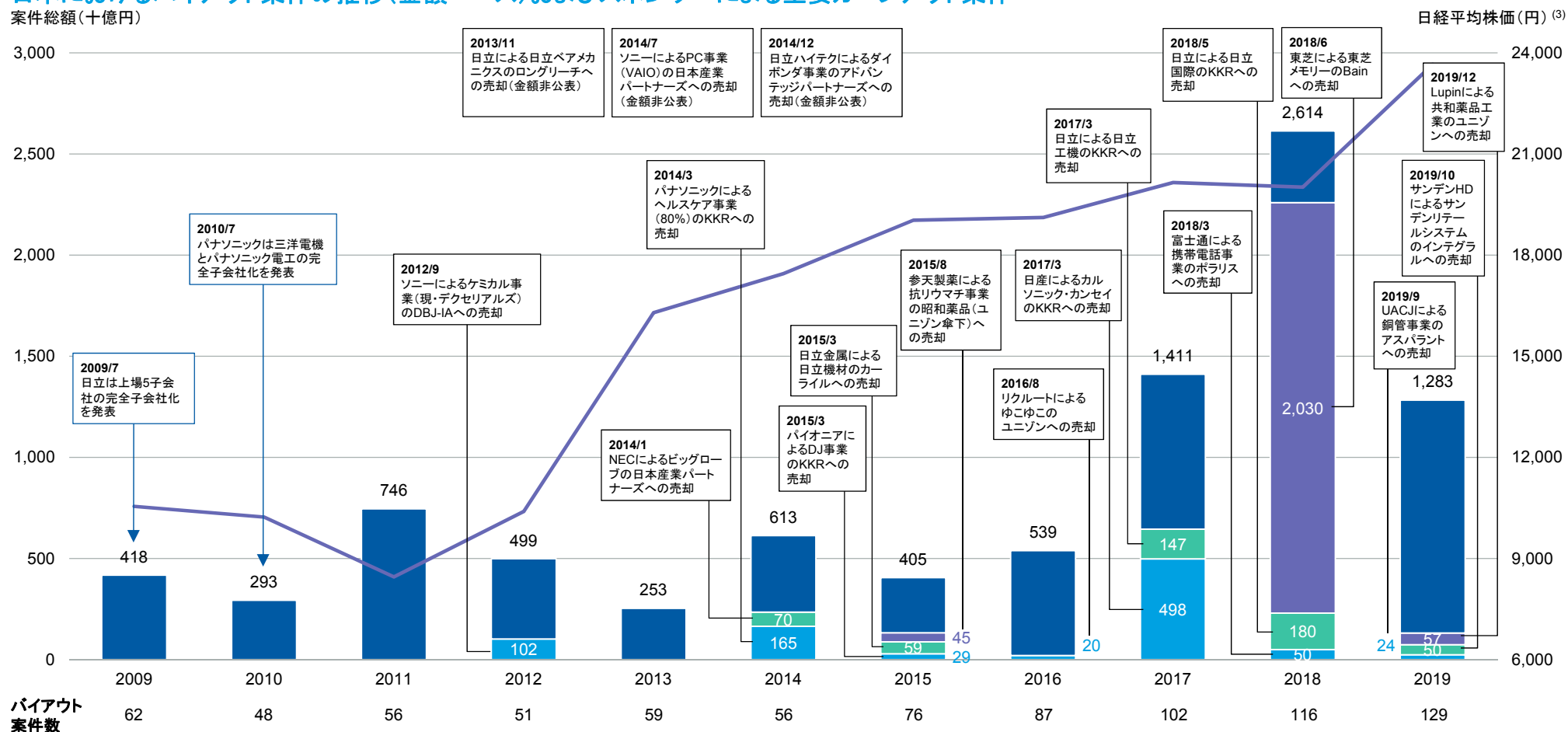
*産業用電子機器の開発・製造受託サービス事業

日本におけるバイアウト案件の増加について

PEファンドが日本企業による事業切り出しの受け皿となる事例が大規模な案件も含めて増加している

日本におけるバイアウト案件の推移(金額ベース)およびスポンサーによる主要カーブアウト案件⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾

案件総額(十億円)



バイアウト
案件数

出所: 日本バイアウト市場年鑑、Capital IQ、FactivaよりMUMSS作成

注:

1. カーブアウトは2012年以降、100億円以上の案件を記載

2. (ご参考)2008年の主要案件: 野村FPによる足利HDの買収(2,900億円)、ベルミラによるアリスライフサイエンスの買収(2,500億円)、アドバンテッジパートナーズによる東京スター銀行の買収(2,478億円)、カーライルによるNHテクノグラスへの出資(1,000億円超)

3. 各年12月31日時点

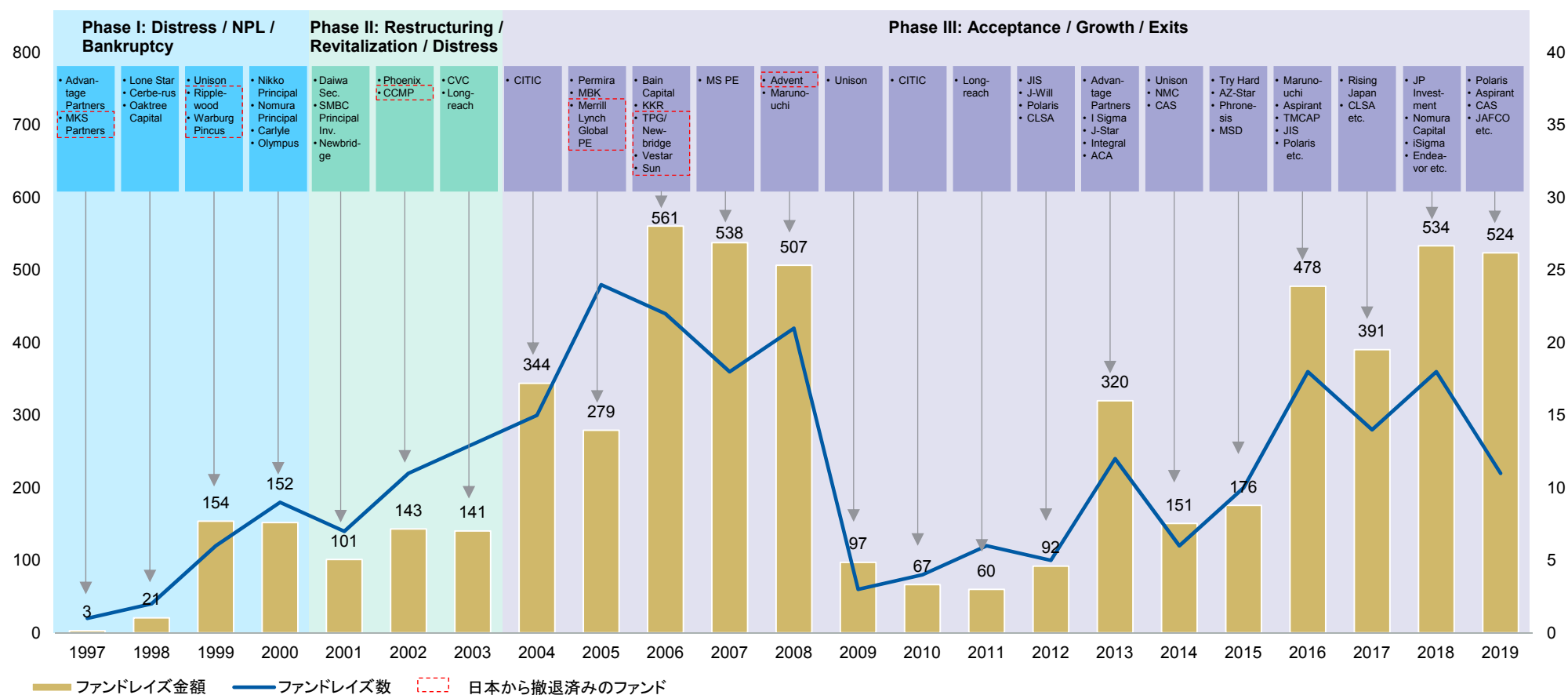
本邦プライベートエクイティ市場の成長

ファンドサイズが増加する傾向が続き、日本市場への取り組み強化の姿勢が伺える

本邦PEファンドの推移 (1)

コミットメント金額(十億円)

設立本数



出所: 日本バイアウト研究所

注:

1. 日本における主要なPEファンドが対象

2. AP: Advantage Partners, LS: Lone Star, LRG: Longreach, WP: Warburg Pincus

SECTION 4

おわりに

今後想定されるコロナ禍を受けたコーポレートアクション

株価下落、業績不振等が原動力に

流動性確保（銀行ローン、社債、転換社債等）...

短期的・即効性の高い
取り組み

中長期的・大胆な
取り組み



ノコア資産のマネタイズ

- 遊休不動産の売却
- 上場子会社の売却

資本増強・事業再編

- ハイブリッド社債等マーケット性の資本調達
- 不採算事業のJV化
- 戦略的パートナー／金融投資家による第三者割当増資引受
- 他社との経営統合

戦略的M&A

- 上場子会社の取り込み
- 戦略的思考のある企業や動きの速いオーナー系企業等による大胆な企業買収（平時ではアクセス不能であった案件への取り組み）

アクティビズム・敵対的買収

- 株価下落／バランスシートの一時的な歪みに端を発したアプローチに対する備え（例：不確実性を理由に企業がより多額の現預金を保有）

別所 賢作

マネーシング ディレクター／M&Aアドバイザリー・グループ統括責任者



- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資銀行本部のマネーシング ディレクターで、M&Aアドバイザリー部の責任者として日本における国内外のM&Aアドバイザリー・サービスを統括
- 経済産業省による「公正なM&Aの在り方に関する指針」策定のための研究会委員(2019年)、及び事業再編研究会委員(2020年)を務める
- 2002年にモルガン・スタンレー入社。モルガン・スタンレー入社以前はアーサー・アンダーセン・コーポレート・ファイナンス・グループにてM&Aアドバイザリー業務に関わる
- アーサー・アンダーセン入社前は日本長期信用銀行(1993年入行)にて外国営業部、札幌支店(法人融資担当)、人事部に所属。
- 1993年慶應義塾大学経済学部卒業、2000年米国公認会計士資格取得(イリノイ州)

近年携わった主な案件:

アクティビスト対応

- ソニーに対する米サード・ポイントからの株主提案対応(2013)
- その他多数の日本企業へのアドバイス(案件非公表)

ジェネラル・インダストリー・セクター

- 日立製作所による公開買付けを通じた日立ハイテクの完全子会社化(2020)
- 富士フィルムホールディングスによるXeroxの保有する25%持分の買収を通じた富士ゼロックスの完全子会社化(2019)
- 日立オートモティブシステムズとホンダ系サプライヤー3社(ケーヒン/ショーワ/日信工業)の経営統合(2019)(進行中)
- 日立オートモティブシステムズ株式会社によるChassis Brakes International B.V.の買収(2019)
- 日立製作所によるJ.R. Automation Technologiesの買収(2019)
- 日立製作所による上場子会社クラリオン63.8%持分の仏Faureciaへの売却(2018)
- 旭化成による米ポリボアの3Mとの共同分割買収(2015)
- 伊藤忠商事による日本エコシステムズ一部持分の楽天への売却(2013)
- 産業再生機構の有する三井鉱山持分の大和証券SMBCPI/新日本製鐵/住友商事コンソーシアムへの売却(2005)

テレコム・メディア・テクノロジー・セクター

- ベインキャピタルによるアサツー ディ・ケイに対する公開買付け(2017)
- ヤフーによる一休の買収(2015)
- 楽天による米Ebates Inc.の買収(2014)
- 米Indeed, Inc.のリクルートへの売却(2012)
- リクルート100%子会社メディアファクトリーの角川グループホールディングスへの売却(2011)
- グリーによる米OpenFeintの買収(2011)
- セガサミーホールディングスによる上場子会社3社(サミーネットワークス、セガトイズ、トムス・エンターテインメント)の完全子会社化(2010)及びサミーによるタイヨーエレクトの完全子会社化(2011)
- 楽天による仏PriceMinisterの買収(2010)
- リクルートによる中国51job, Inc.の15%持分取得と戦略的提携(2006)
- 日本ユニシスによる自社株買いとモルガン・スタンレーへのブロック・トレードの同時執行を通じた米Unisys Corporationとの資本提携関係の解消(2006)
- 楽天による米Linkshareの買収(2005)
- サミーとセガによる共同持株会社設立(2004)
- NTTドコモによる台湾KG Telecom持分21.4%のFar EasTone Telecomへの売却及び戦略的提携(2003)
- NECによる住友スリーエムの25%持分の米3M Companyへの売却(2002)

金融セクター

- MUTBIによるAMP Capitalの持分売却(2020)(進行中)
- ソニーによる公開買付けを通じたソニーフィナンシャルホールディングスの完全子会社化(2020)
- 東京海上グループによる米国Pureグループの買収(2019)
- 三菱UFJ信託銀行による豪Colonial First State Global Asset Managementの買収(2018)
- GEによる新生銀行へのニッセン・ジー・イー・クレジット株式会社の50%持分売却(2016)
- 三菱UFJフィナンシャル・グループ及び三菱UFJリースによる日立製作所からの日立キャピタルのマイノリティ持分の取得及び関係各社間での資本業務提携(2016)
- GEによる本邦法人向けリース事業及び融資事業の三井住友ファイナンス&リースへの売却(2015)
- 明治安田生命による米StanCorpの買収(2015)
- 米Protective Lifeの第一生命への売却(2014)
- 日本生命によるSequis Life(インドネシア)の20%持分取得(2014)
- 中国信託商業銀行(台湾)による東京スター銀行の買収(2013)
- あおぞら銀行による優先株式の一部買戻しを含む資本再構成(2013)
- 三菱東京UFJ銀行及び三菱UFJ証券ホールディングスによる三菱UFJメルリンチPB証券49%持分の米Merrill Lynchからの取得(2012)
- 三菱UFJリースによる米Jackson Square Aviationの買収(2012)
- 東京証券取引所グループと大阪証券取引所の経営統合(2011)
- 日本生命による印Reliance Lifeの26.0%持分取得(2011)及び印Reliance Capital Asset Managementの26.0%持分取得(2012)
- 三菱UFJ証券による、Kim Eng Holdings(シンガポール)株式の持分のMaybank(マレーシア)への売却(2011)
- 三菱東京UFJ銀行による米上場子会社UnionBanCalの完全子会社(2008)
- 三菱UFJ証券による、Kim Eng Holdings株式10.55%の取得及び戦略的業務提携(2008)
- J.C.Flowersによる公開買付け及び第三者割当増資引受を通じた新生銀行との連携強化(2007)
- 三菱UFJニコスによる個品割賦事業のジャックスへの売却(2007)
- 三菱UFJフィナンシャル・グループによる三菱UFJ証券の完全子会社(2007)
- 楽天KCによる個品割賦事業のオリエントコーポレーションへの売却(2006)
- 三菱東京フィナンシャル・グループとUFJの合併及び三井住友銀行による敵対的買収からの防衛(2005)

コンシューマー・リテール・セクター

- キリンホールディングスによるブラジルキリンのハイネケンへの売却(2017)
- 味の素による米Windsor Quality Holdingsの買収(2014)
- サントリーホールディングスによる米Beamの買収(2014)
- サントリー食品による英GlaxoSmithKlineの飲料事業の一部譲受(2013)
- 三菱商事によるキリン協和フーズの買収(2013)
- 菱食、明治屋商事、サンエス、及びFSNの4社による経営統合(2011)
- キリンホールディングスによるメルシャンの完全子会社化(2010)
- サントリーによる仏Danone子会社Frucon(NZ)の買収(2008)
- 米Polo Ralph Laurenによるオンワード樫山子会社インバウト21の買収(2007)
- 味の素冷凍食品によるフレック(日本酸素100%子会社)の買収(2002)

竜口 敦

マネージング ディレクター



- 2006年1月、モルガン・スタンレー証券株式会社に入社。以来、投資銀行本部において、M&Aアドバイザリー業務及び資金調達業務に従事
- 1998年3月慶應義塾大学環境情報学部卒業

近年携わった主な案件:

M&A Advisory:

- ブラックストーンによる武田コンシューマーヘルスケアの買収(2020)(進行中)
- Z HoldingsとLINEの経営統合(2019)(進行中)
- ベインキャピタルによるワークスアプリケーションズの人事ソフトウェア事業の買収(2019)
- 日本政策投資銀行による東芝メモリホールディングスへの第三者割当増資を通じた社債型優先株式3,000億円の出資(2019)
- PHCホールディングスの株式交換によるLSIメディエンスの完全子会社化(2019)
- ヤフーによるSBKKに対する第三者割当増資及び公開買付けを通じた自己株取得(2019)
- ヤフーによる公開買付けを通じたソフトバンクグループジャパン(ソフトバンクグループの完全子会社)からの自己株式10.7%の取得及び、ソフトバンクによる公開買付けを通じたアルタバからのヤフー株式10.8%の取得(2018)
- ベインキャピタルによるアサツー ディ・ケイに対する公開買付け(2017)
- ベインキャピタルとSKハイニックスからなる日米韓コンソーシアムによる東芝メモリの買収(2017)
- KKRによる日立工機の買収(2017)
- 三菱UFJ信託銀行によるUBS資産管理事業の買収(2015)
- 三菱UFJ信託銀行によるButterfield Fulcrum Groupの買収(2013)
- リソナホールディングスによる公的資金完済プラン策定における預金保険機構のアドバイザー(2013)
- オリックスによるRobeco Groep N.V.の買収(約2,402億円)(2013)
- 三菱東京UFJ銀行及び三菱UFJ証券ホールディングスによる三菱UFJメリルリンチPB証券の49%持分取得(478百万米ドル)(2012)
- 東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合(2011)
- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びモルガン・スタンレーMUFGの設立(2010)
- Morgan Stanleyに対する三菱UFJフィナンシャル・グループによる90億米ドルの出資(MS側担当者)(2008)
- 三菱東京UFJ銀行によるユニオンバンク・コーポレーション完全子会社化(2008)
- 三菱UFJフィナンシャル・グループによる三菱UFJ証券完全子会社化(2007)

資金調達業務:

- 三菱UFJ信託銀行による米ドル建てシニア外債発行(12.5億ドル)(2015)
- 三菱UFJ信託銀行による米ドル建てシニア外債発行(15億ドル)(2014)
- 明治安田生命による明治安田生命2012基金特定目的会社 第1回A,B号特定社債(一般担保付)の発行(1,000億円)(2012)
- 明治安田生命による明治安田生命2011基金特定目的会社 第1回特定社債(一般担保付)500億円発行(2011)
- 三菱UFJフィナンシャル・グループによる普通株式のグローバル・オファリング(約4,170億円)(2009)
- セブン銀行による新規株式公開(IPO)(2008)
- 三井住友フィナンシャルグループによるドル/ポンド建て優先出資証券のグローバル・オファリング(約3,000億円)(2006)
- 琉球銀行による転換型優先株式発行に対するプリンシパル投資(30億円)(2006)

Legal Disclaimer

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・エルエルシー、モルガン・スタンレーMUFG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。

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。