

一橋大学財務リーダーシッププログラム

M&Aセッション

～ 稼ぐ力の鍛え直しのために ～

2020年10月17日

株式会社コアバリューマネジメント  
代表取締役 朱 殷卿

# 略歴

1986年： 一橋大学 法学部 卒業

1986 - 2007： JPモルガン

2001 マネジング・ディレクター

2005 金融法人本部長

2007 - 2013： メリルリンチ

2010 投資銀行共同部門長

2011 副会長

2013 - 現在： (株)コアバリューマネジメント設立、代表取締役

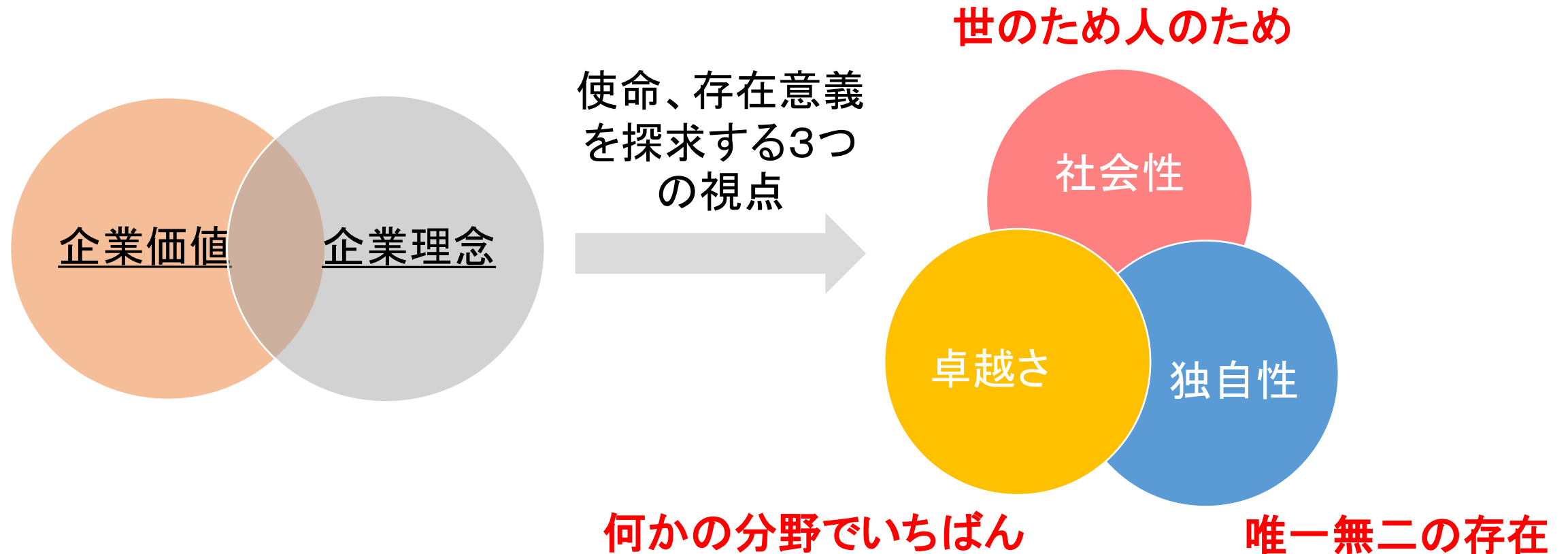
2015 - 現在： 一橋大学大学院 商学(現経営管理)研究科 非常勤講師

2015 - 現在： 第一生命(現第一生命ホールディングス) 社外取締役

# 学生時代



# 使命・存在意義へのコミットメントは卓越した企業価値創造のための推進力のひとつ



# バンカー時代

## 国内案件

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

## クロスボーダー案件

- 三菱信託銀行によるCRTへの出資
- 三井信託銀行によるC&Nの買収
- 第一勧業銀行によるCITの売却
- 富士銀行によるHellerの売却
- 長銀によるAircraft Finance事業の売却
- Philadelphia C.の東京海上への売却
- 三井住友海上のシナルマス生命買収
- 日本生命によるAllianzへの出資
- 日本生命によるPrudentialへの出資
- 明治安田生命によるTaranxへの出資
- エトナ平和生命のMasMutualへの売却
- メットライフによる変額年金子会社持分の三井住友海上への売却

## 財務戦略・資本政策

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

# 勤め先の再編・統合

JPモルガン(1986年～2007年)

①商業銀行から  
投資銀行への転換  
(1980～90年代)

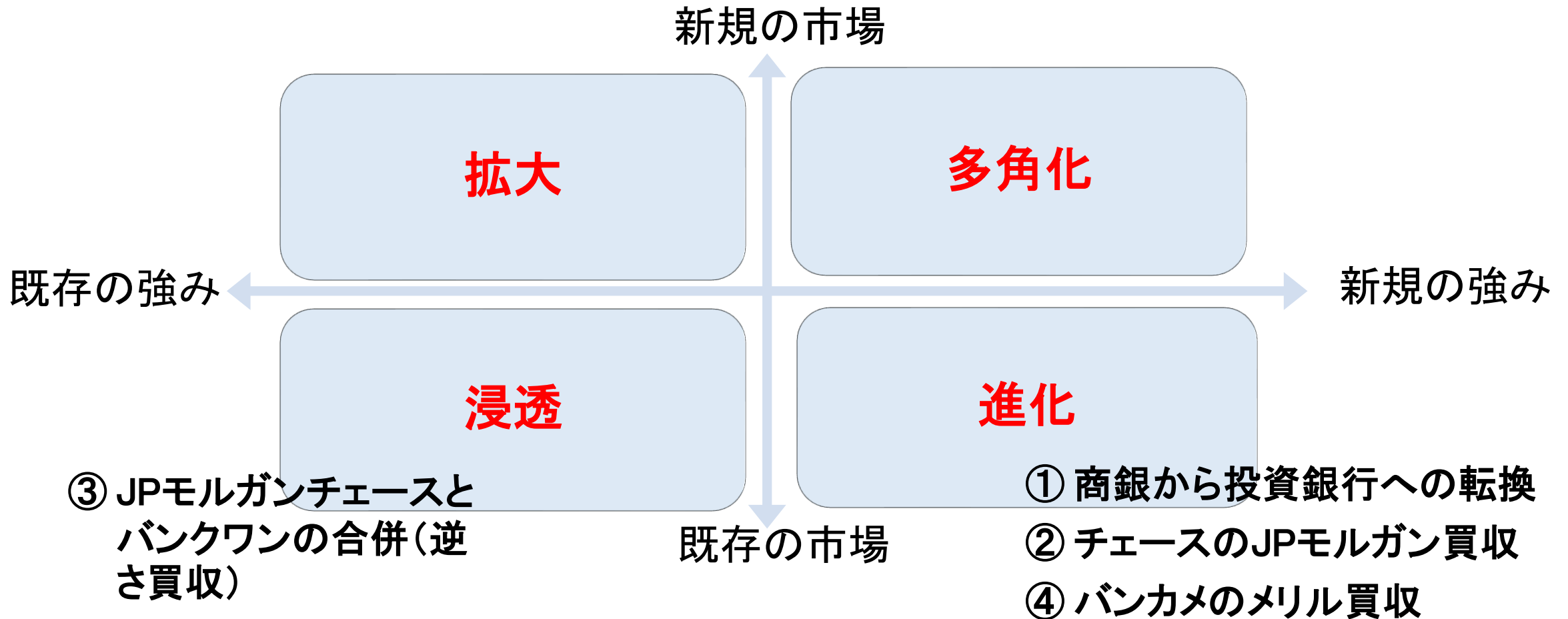
②チェースマンハッタン  
による買収  
(2000年)

③バンクワンの  
逆さ買収  
(2004年)

メリルリンチ(2007年～2013年)

④バンクオブアメリカ  
による買収  
(2008年)

# 事業ポートフォリオの転換と成長戦略の類型



# 株式会社コアバリューマネジメント

## 概要

- 2013年11月設立
- アドバイザリー内容
  - M&A戦略
  - 財務・資本政策
  - ガバナンス
  - サクセッション計画と育成

## 特徴

- 30年以上の経験と実績
- 仲介ではなく、アドバイスの提供
- 案件成約よりも顧客の最善の意思決定の支援に注力
- 長期的な信頼関係と守秘義務に関するコミットメント

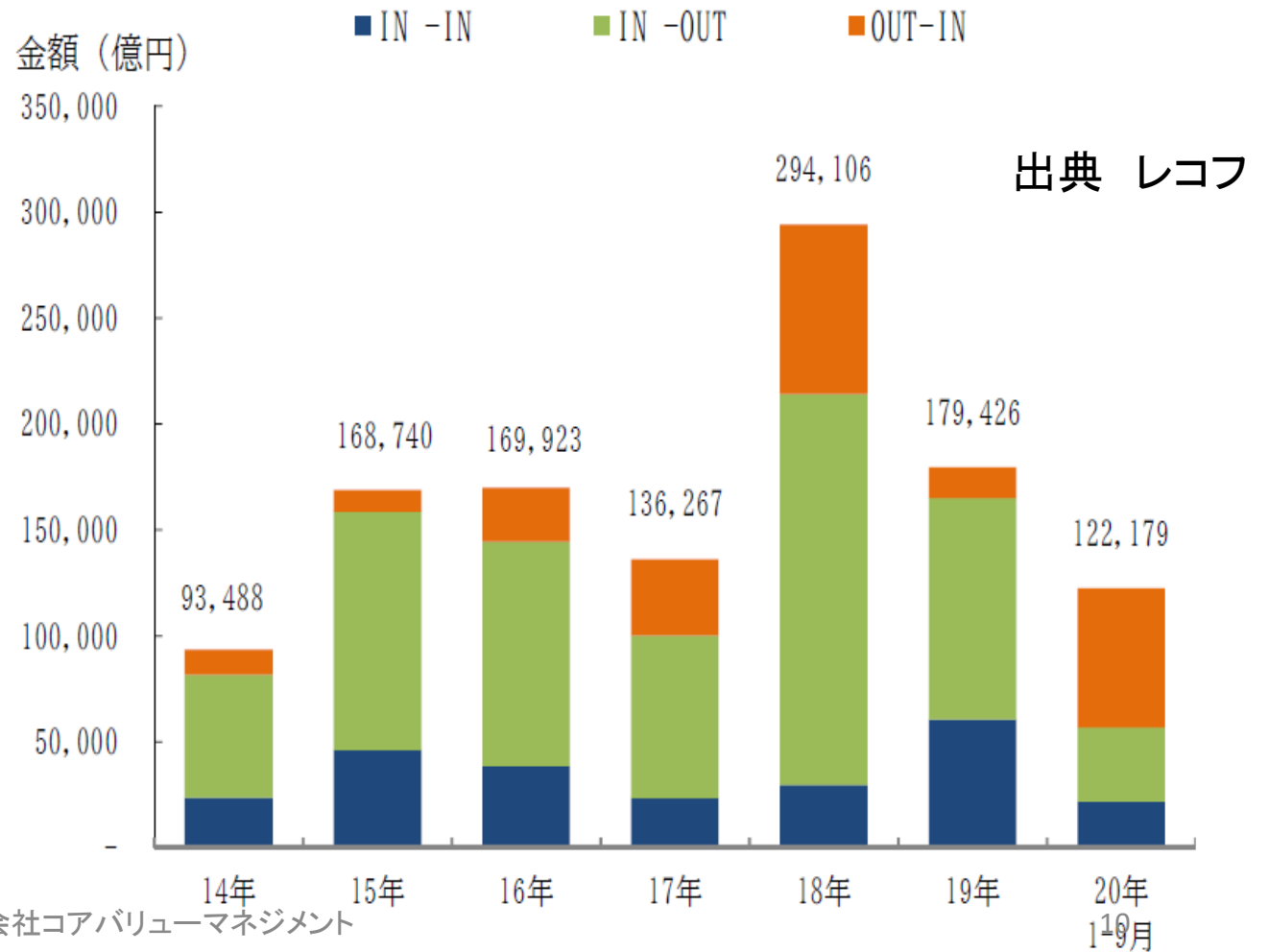


# 目次

1. M&A戦略における規律
2. 事業ポートフォリオの変革とM&A
3. 体制の整備、マインドセットの向上

# 日本企業によるM&Aの現状

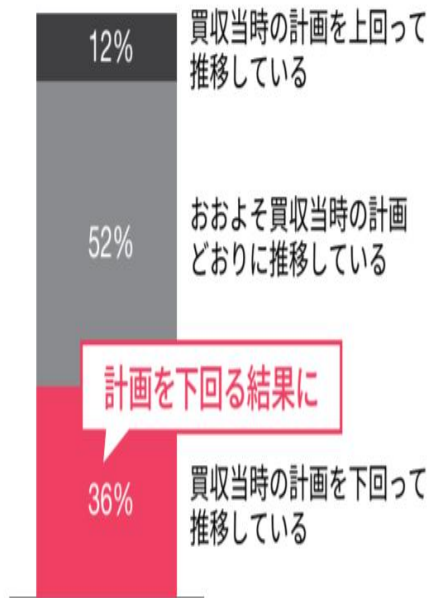
- 時価総額に対して3%水準
  - 英米では10%前後
- 中・小型案件が中心
  - 1千億円超は30件前後
  - 全体の約1%
- 海外買収以外の案件で増加傾向
  - ノンコア事業の売却
  - 上場グループ企業の完全子会社化
  - 未上場化



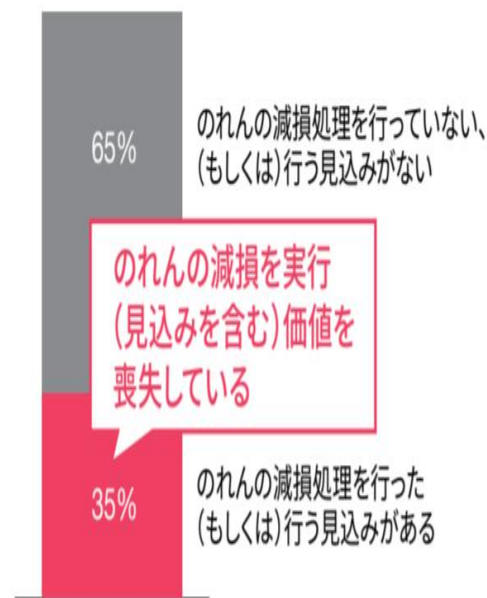
# 日本企業によるM&Aに関する評価

## PwCによる調査

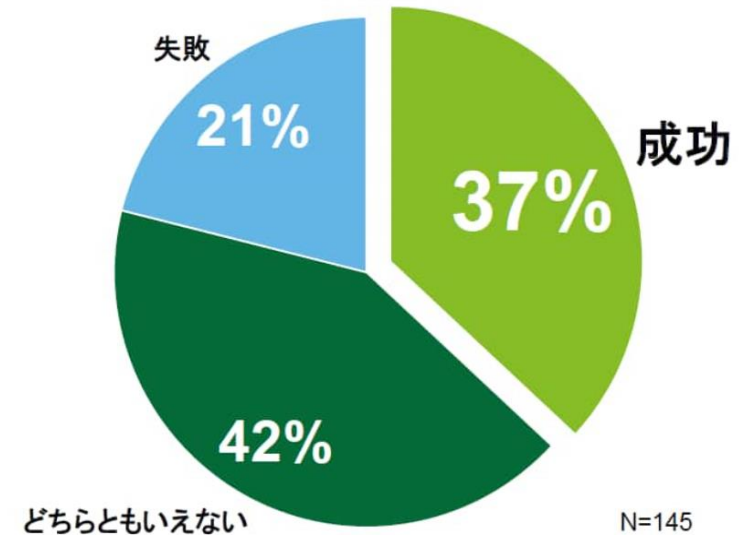
直近に買収した対象会社の業績 対計画比



当該案件ののれんの減損(見込みを含む)



## デロイトによる調査



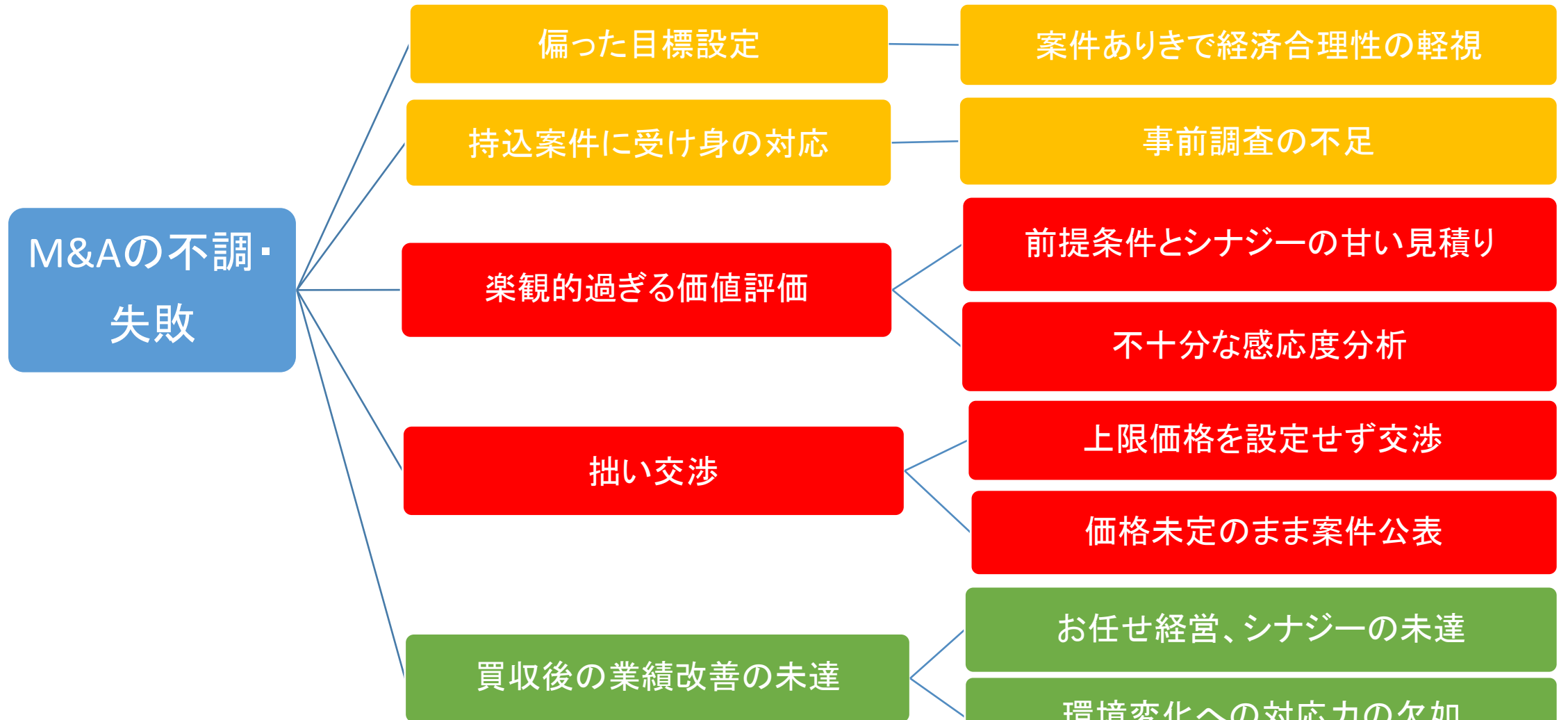
本調査では「M&Aを実行する際に設定していた目標を何割達成できたか」を質問し、8割超達成した企業を「成功」、5割未満の企業を「失敗」と定義している。

出典：PwCアドバイザリー合同会社「M&A実施後のシナジーの実現に向けた現状調査(2018年11月)」

M&Aに関する意識・実態調査結果

© 2018. For information, contact Deloitte Tohmai

# M&Aが不調・失敗に至る複合的要因



# 偏った目標設定がされた事例

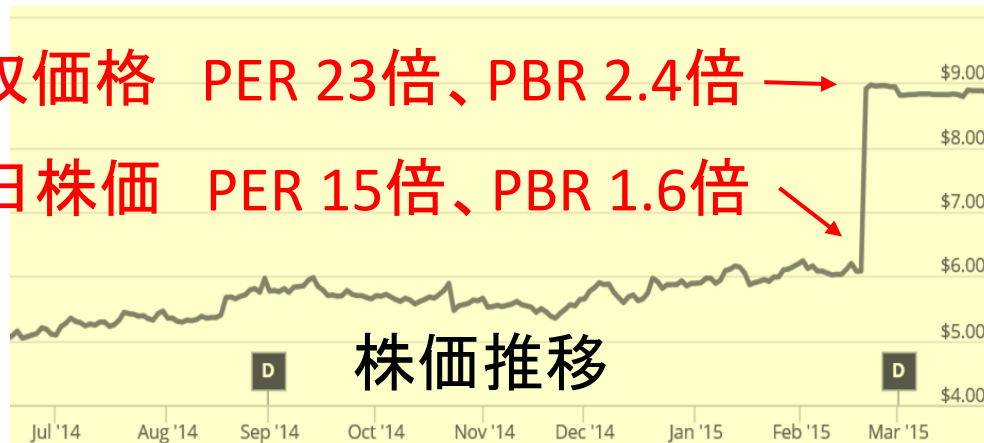
## 日本郵政のトール社買収

### 背景・流れ

2014/12/26	日本郵政が2015年度半ば以降を目途にした上場計画を発表
2015/02/18	トール社を65億豪ドル(6200億円)で買収合意・発表
2015/11/04	日本郵政グループの上場
2017/04/25	トール社買収に係るのれん及び商標権等を全額4003億円の減損損失を発表

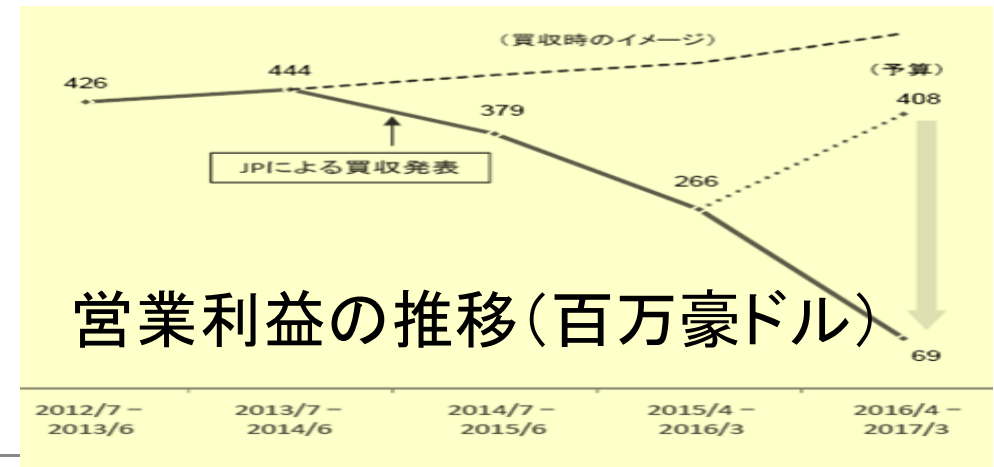
買収価格 PER 23倍、PBR 2.4倍 →

前日株価 PER 15倍、PBR 1.6倍 ↘



202

コアバリュー



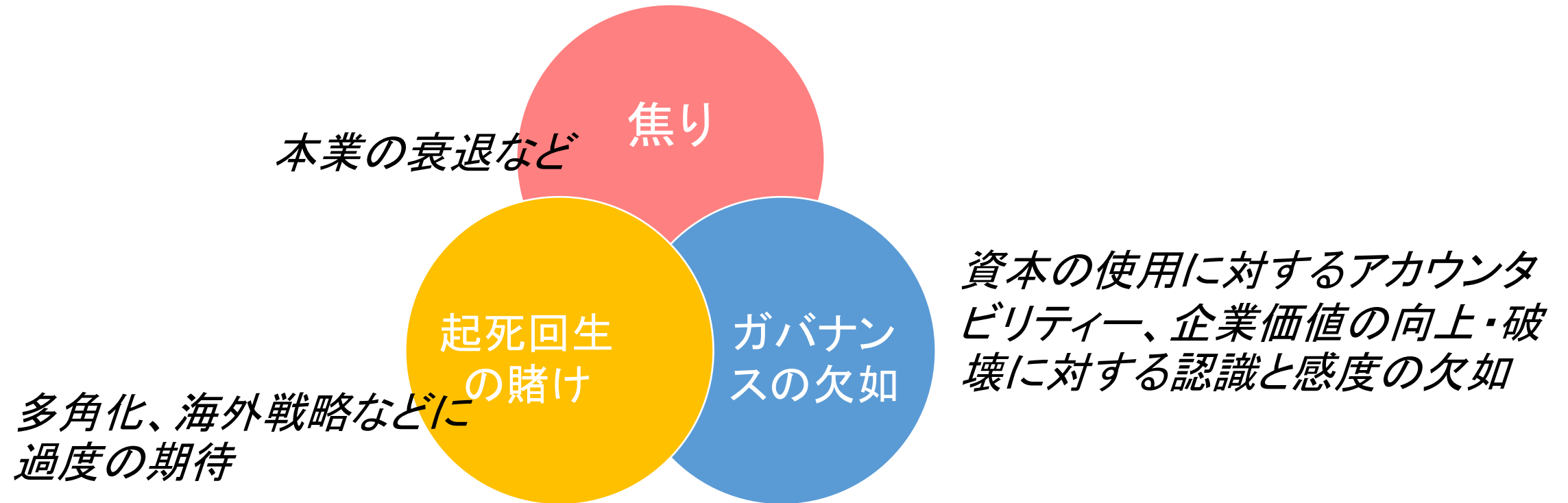
# 戦略的意義の偏重、経済合理性の軽視

(2017年4月25日 日本郵政及び日本郵便トップによるトール社減損発表時の会見)

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

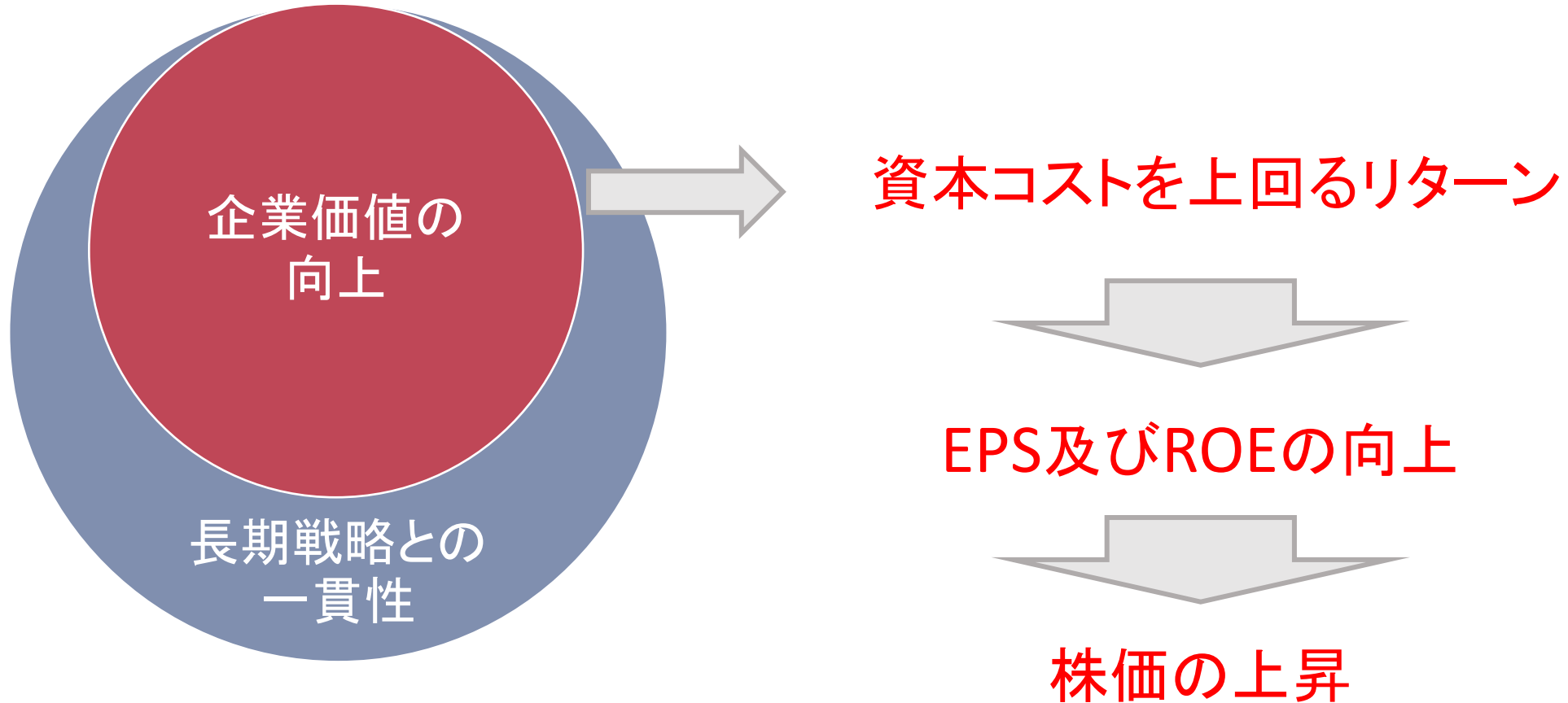
『M&Aで買おうと思うと、どうしてもプレミアムを乗せないと買えない。。。3割から6割ぐらいの幅でプレミアムが乗って、M&Aができるんですね。4,100億円の時価総額の会社を6,200億円で買いましたから、5割弱ぐらいのプレミアムを乗せて買ったんです。決して極めて高額と、途方も無いという水準ではないと思います。』

# なぜ、案件ありきで経済合理性が置き去りにされるのか？



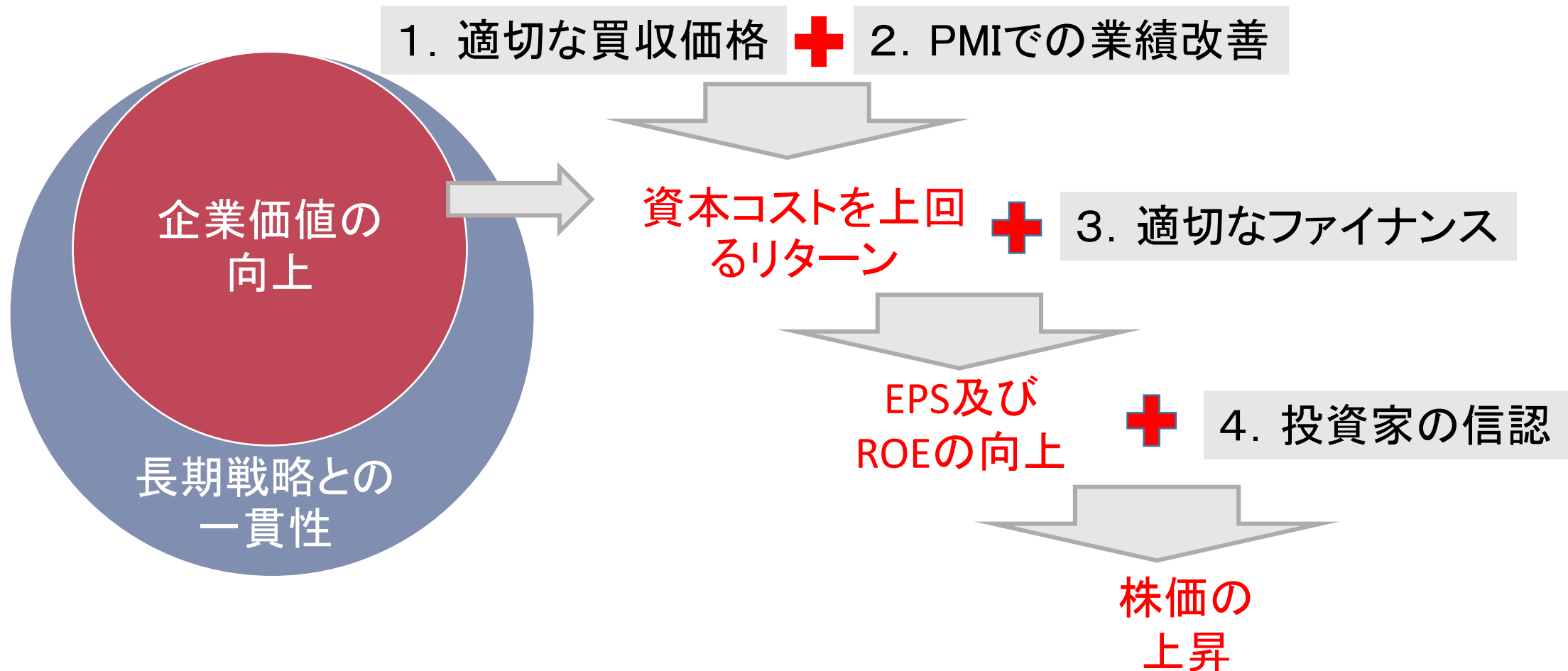
- 経営陣の認識と意思決定プロセス(ガバナンス)が最重要
- 「起死回生の身売りはあっても、起死回生の買収はない」

# M&Aの目標はどう設定されるべきか

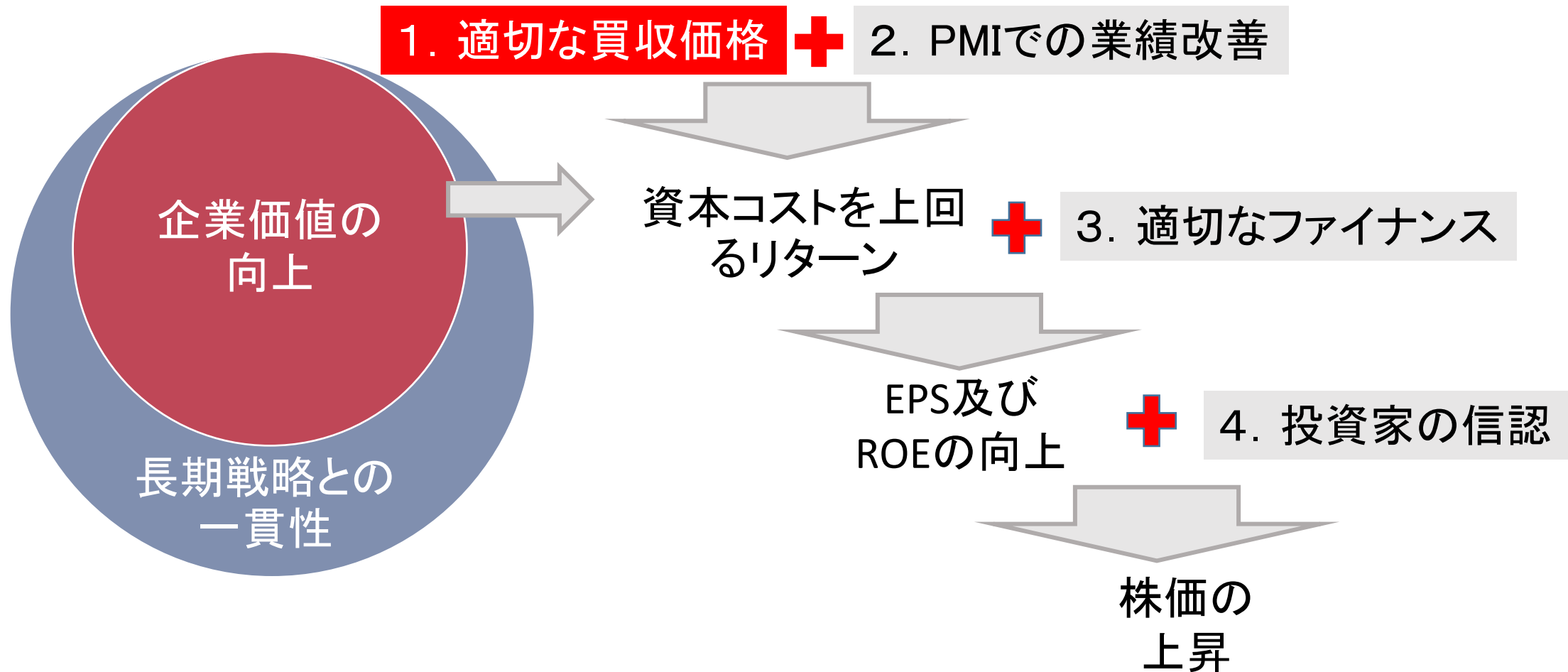




# M&Aの成功のための要件は何か



# M&Aの成功のための要件は何か、その1



# バリュエーションの手法

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

- 絶対的に正しい手法がないなかで、特定のもののだけに依存しない
- 異なる手法による結果の違いが何故なのかの理由を理解する

# 与えられた業績予想を鵜呑みにせず、不確定要因に対する感応度分析は不可欠

## DCF評価における変数

- 売上
- 利益マージン
- 営業資産 / 設備投資
- 割引率
- ターミナルバリュー

過去の実績  
及びトレンド  
からの検証

業界水準と  
の比較によ  
る検証

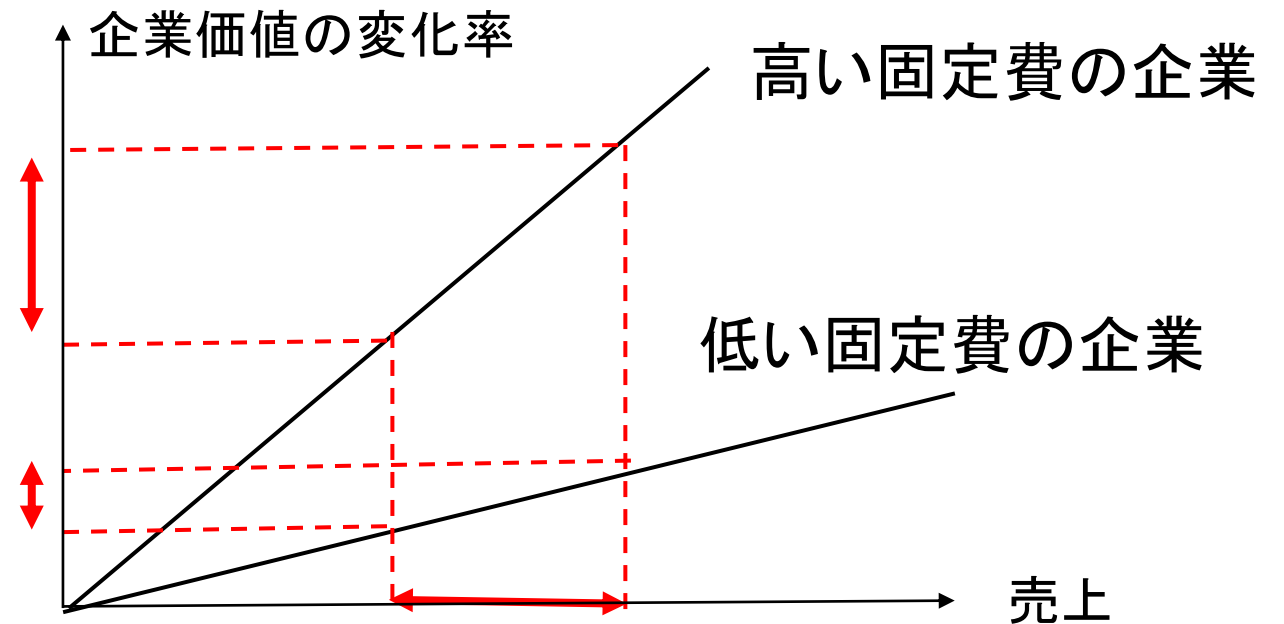
案件後の経営  
目標からの検証

# コスト構造の違いで売上の増減に対する感応度が異なることに注意

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

高い固定費企業の価値変化率

低い固定費企業の価値変化率

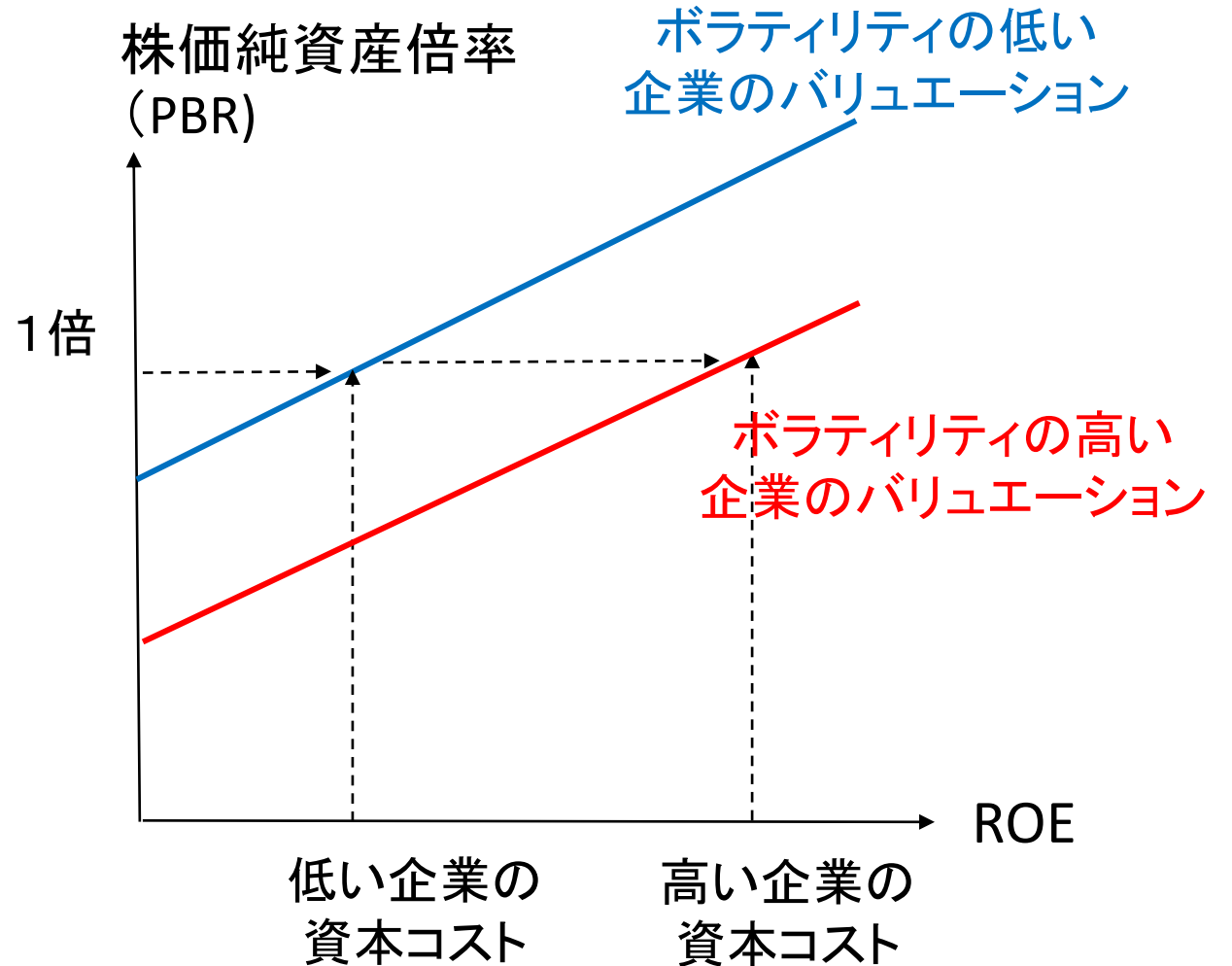


# ボラティリティの高い企業を評価する際の留意点

ボラティリティの高い(高ベータ)  
企業の資本コストは高い



- DCFでは**低めの割引率**が設定されるべき
- 類似比較法では**低めのマルチプル**が使用されるべき



# ターミナルバリューに関する留意点

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

- 企業価値の大半をターミナルバリューが占めるのが現実
- DCFでバリュエーションの精度は上がるが、確度が上がるわけではない
- DCF法において感応度分析が重要であるだけでなく、DCF法の結果を他の価値算定手法と照らし合わせることは必須

# シナジーを過大評価してはならない

- シナジーは概ね**未達に終わる**傾向（グローバルに7～8割の達成）

コストシナジーが難しい理由	トップラインシナジーが難しい理由
<ul style="list-style-type: none"><li>買い手側の強い意志が必要</li><li>被買収企業に経営を委ねる場合、実現性はさらに低くなる</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>被買収企業側の動機の欠如</li><li>協議・計画策定に要する時間</li><li>顧客側の親和性・受容性の問題</li></ul>


- コストシナジーは買い手側の意思次第で実行可能であるが、トップラインシナジーはより多くの不確定要因に晒されている
- トップラインシナジーはコストシナジーよりも難易度が高い**
- 原則的にトップラインシナジーは買収価格に上乗せすべきでない？



# シナジー実現の可否は買収企業力量次第

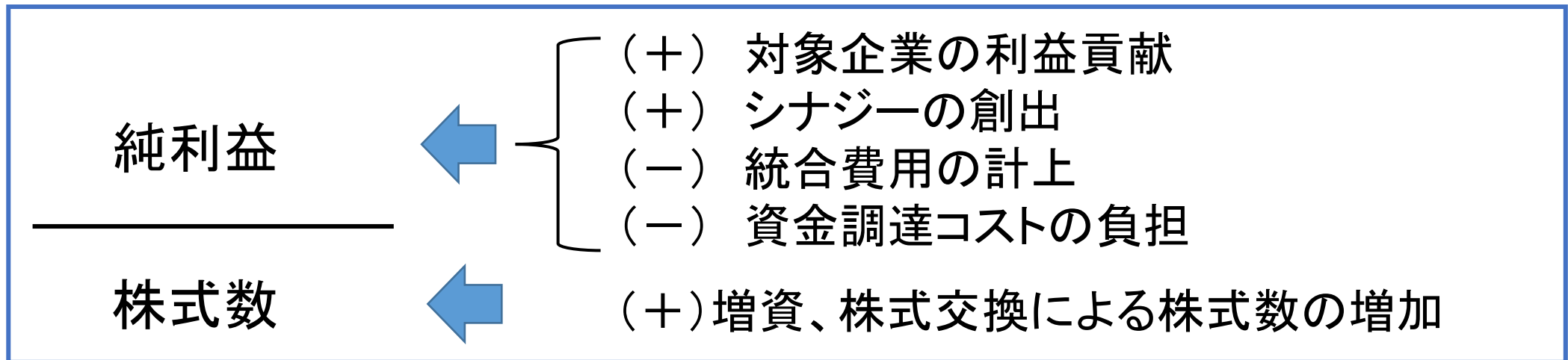
シナジーが実現できるためには

- 被買収企業のこれまでの経営よりも、**買収後の経営の方が優れている**ことが前提
- 被買収企業経営陣ではなく、**買収側経営陣の力量次第**

- 
- 買収側企業による買収後の経営能力が、**価格の妥当性を評価するうえでの(重要な)いち変数であることに注意**

# 買収価格から逆算した妥当性検証は不可欠

- 想定買収価格から逆算してEPSへのインパクトを検証



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

# 複数の価値評価手法を適用することの意味

① 極端な値だけで価格を正当化してはならない

② 異なる結果の間での整合性を見出さなくてはならない

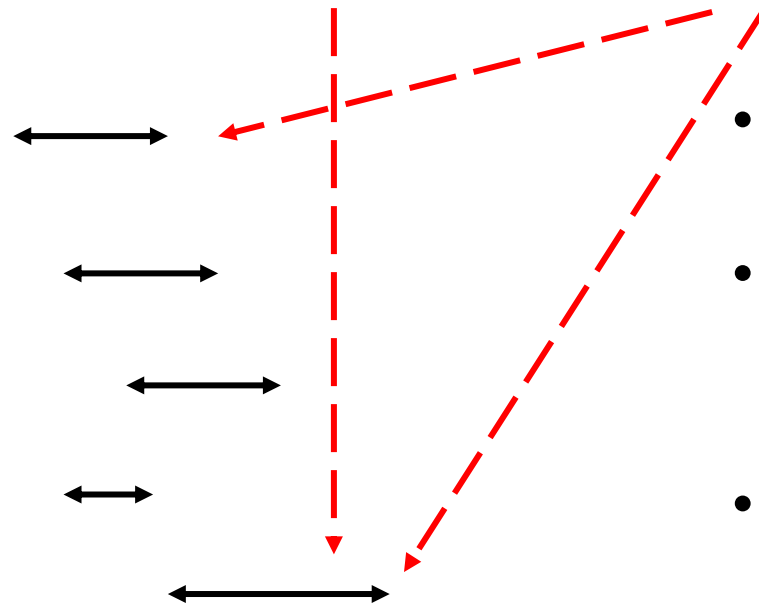
株価平均法

類似企業比較法

類似案件比較法

純資産価値法

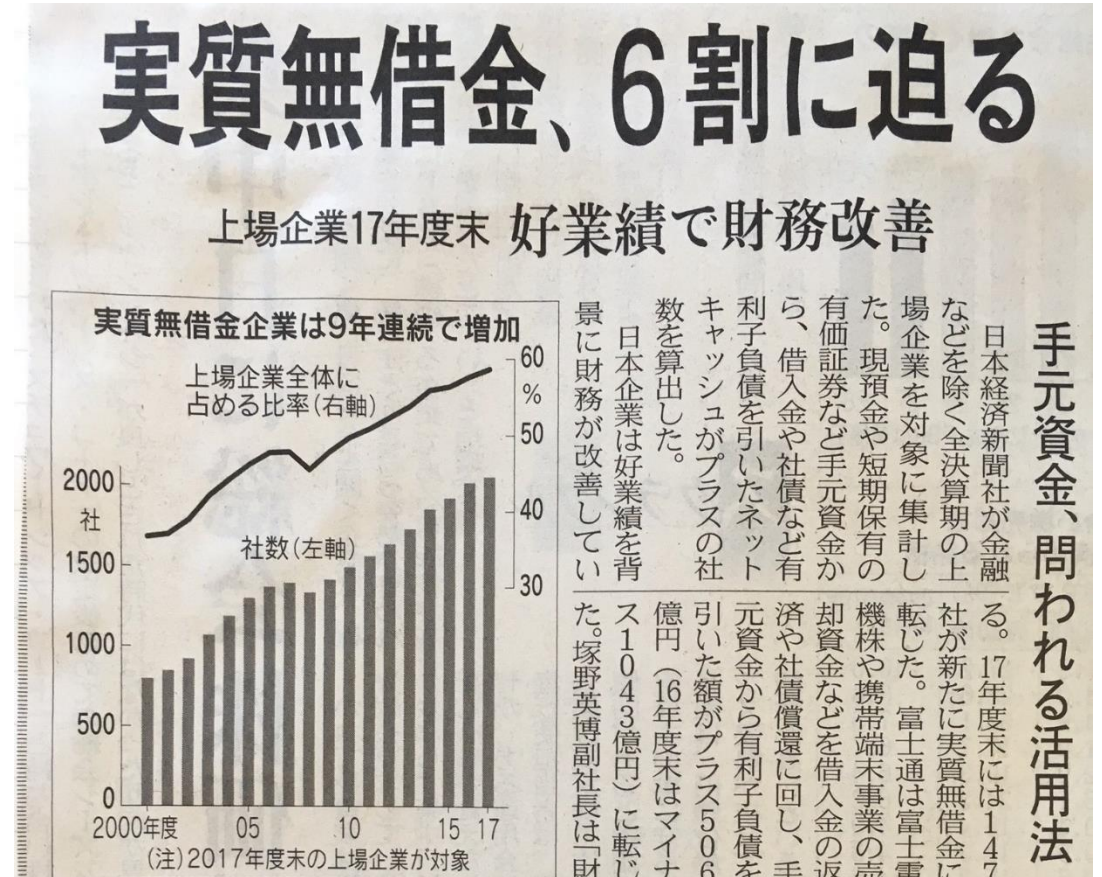
DCF法



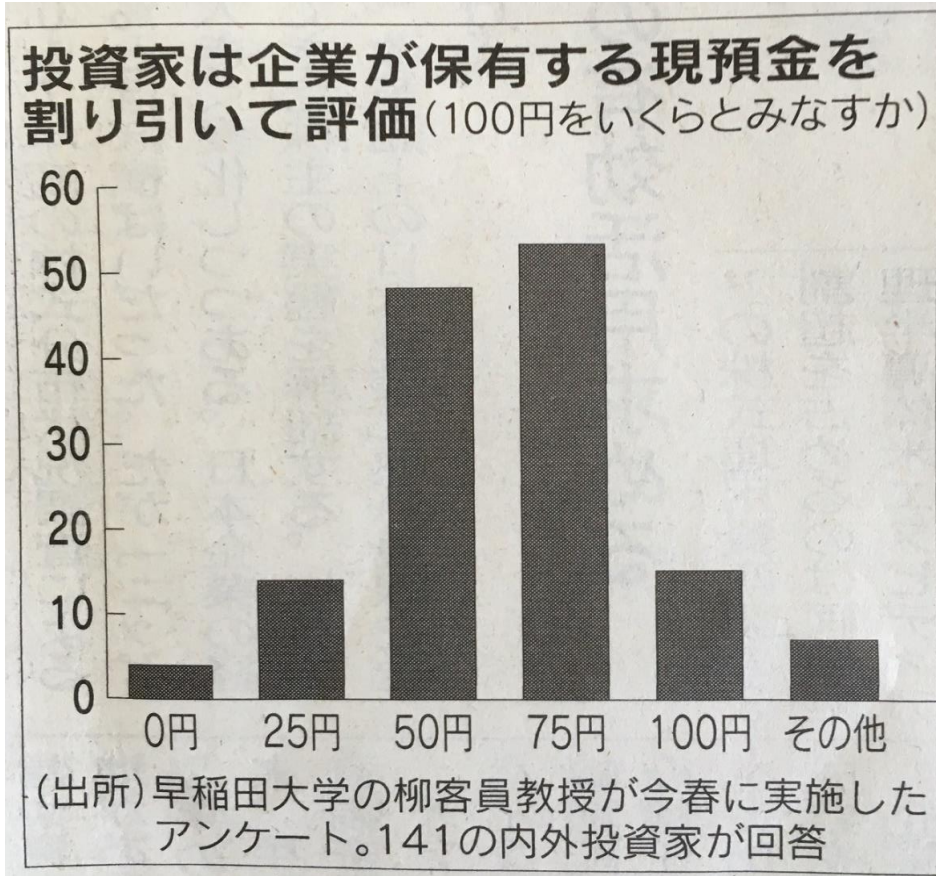
- 株価は市場参加者による価値評価の公約数
- 市場参加者はDCF法及びその他の手法によるバリュエーションも織り込んでいる
- 自らのDCF法の結果と株価のあいだの違いについて、株式市場の需給要因以外による説明がつかなくてはならない

# 株価が本源価値に対して著しく割安な場合

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



# 過剰手元流動性は株価の割安要因



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



手元流動資金を株主に還元して、買収資金に充当することも一案

日経2018年6月28日

# 株価が本源価値に対して著しく割高な場合

- マクロ要因
- 需給要因
- イベントに対する思惑

割高な  
株価

案件設計  
の工夫等

見送り

- 非現金ディール
  - 過剰な希薄化懸念
- 共同出資、段階的出資
  - 経営権への制約要因
- ブレイクアップ・バリュー
  - エクセキューションリスク
- 税メリット等の可否
  - 税当局リスク



# バリュエーションに関する留意点のまとめ

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

# 価格交渉においてウォークアウェイ価格を必ず設定すべき

東芝によるウェスティングハウス買収（出典 大鹿靖明著「東芝の悲劇」）

三回目の入札で東芝は当初四十億ドル以上の金額で応札した。すると、BNFL(売り手側、引用者注)の情報源から「三菱重工がさらに十億ドルを上乗せする」という情報が流れてきた。。。公式には三回の入札だが、BNFLは「その値段でいいのか」「もう少し引き上げてもいいぞ」などと誘導。。。東芝はじりじりと値段を引き上げたうえ、最後にポンと三億ドルを上乗せして五十四億ドルを提示した。財務諸表からうかがえる実質的な企業価値の約三倍、最初期に東芝がプレミアムをつけて応札した金額の二・七倍にもなっていた。

- 最終交渉に先立って設定しないと意味がない
- ウォークアウェイ価格は現場レベルではなく、経営陣が決定すべき

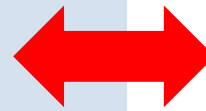


# 価格合意前に案件を原則公表すべきではない

- 価格未定では被買収企業株主は案件是非を判断しようがない
- 公表によって競合ビッドを招く隙を与える
- 公表によって対象企業株価が高騰し、投資採算悪化の恐れ

## トヨタのダイハツの完全子会社化

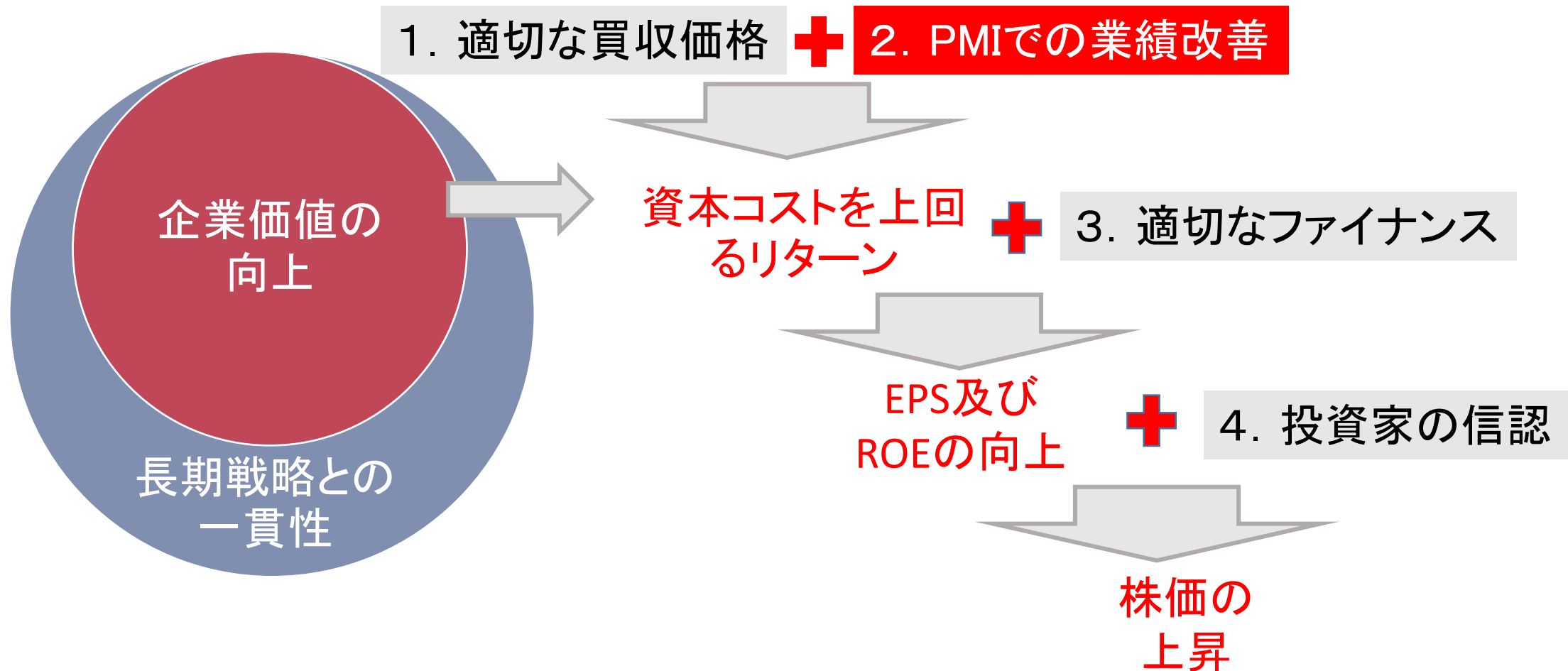
- 2016・1・29発表
- 株式交換による買収
- 株式交換比率1対0.26
- リリース(リーク)5日後株価変動率  
-0.1%(日経平均-0.2%)



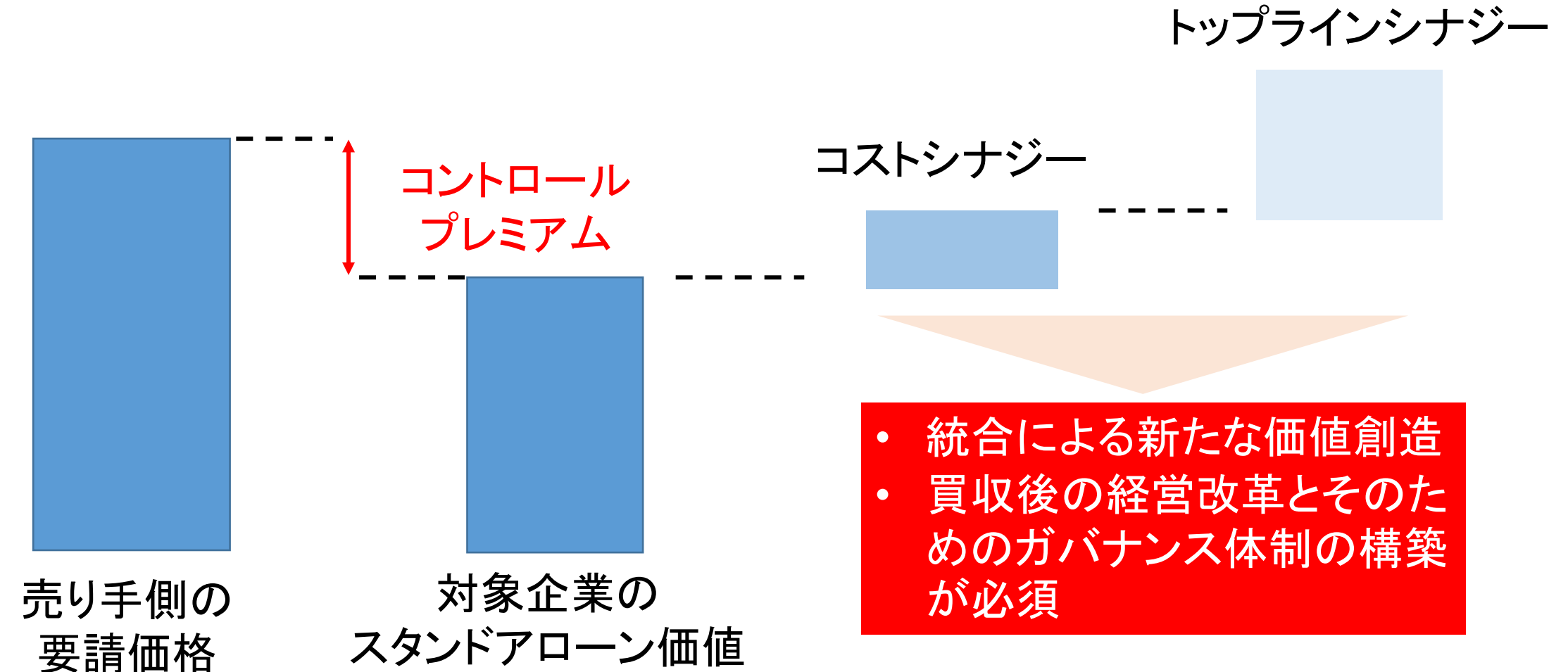
## 新日鉄住金の日新製鋼の子会社化

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

# M&Aの成功のための要件は何か、その2



# 買収価格の妥当性は買収後の業績改善に大いに依存している



# 海外買収におけるガバナンス体制の構築

## モニタリング型のガバナンスにおける重要ポイント

対象企業のトップを誰にするべきか



対象企業の経営をいかに監督するか



本社経営トップはいかに関与すべきか

# 乗り込んでいくべきか、現地に任せるべきか

## 対象企業のトップを誰にするべきか？

- グローバル化初期段階では現地経営陣に任せるのが現実的
- 現地経営陣に問題が生じたときの、迅速な対応が極めて重要
  - 被買収企業トップの「旬の期間」は意外と短い？
- サクセッション時には特に注意が必要
- 迅速な対応のためには、実力者が現地に赴任していることが理想

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

(磯崎キリンホールディングス社長(2016年4月11日日経ビジネス))

# 対象企業の経営をいかに監督するか？

## ひとによる統治

- 現地経営陣に位負けしない実力者を本社から派遣
- 対象企業内のレポーターライン上に位置付ける（「お客様」ではダメ）

## 仕組みによる統治

- 現地経営陣選解任の権限の明確化
- KPIの標準化及び同期化
- KPIと報酬体系の連動

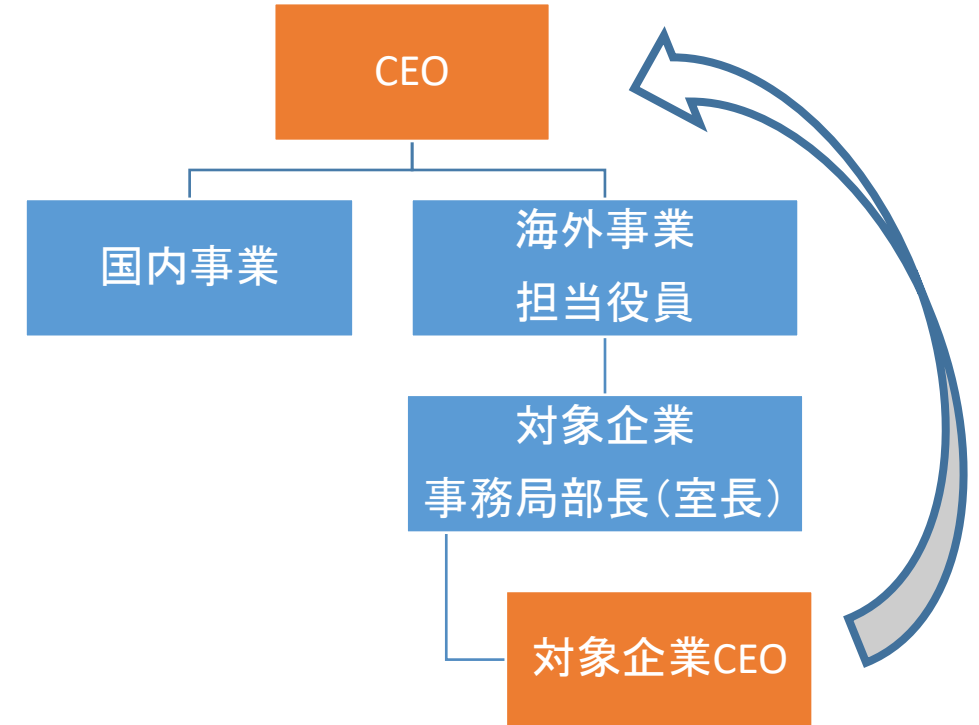
## 価値観による統治

- 経営理念の共有
- 共通する価値観を定義し、価値観と矛盾する言動に対して厳しく対処

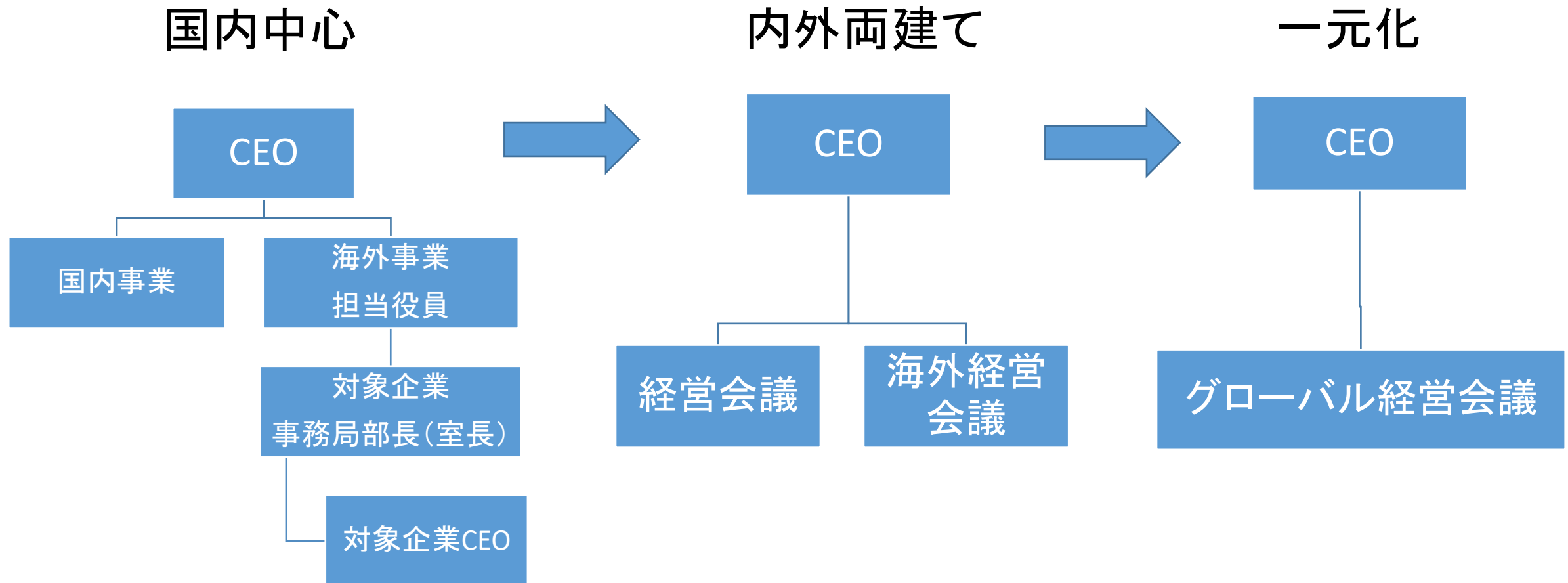
# 対象企業経営陣に対する本社経営トップの直接的なインタラクションは極めて重要

## 本社経営トップはいかに関与すべきか？

- 対象企業の戦略マターについて、トップは対象企業経営陣とダイレクトな対話を持つべき
- 対象企業経営陣が迅速な経営判断を求めているのに、現場レベルが「持ち帰って検討する」では、信用の崩壊につながる
- セレモニアルなインタラクションしかできないトップは対象企業経営陣にナメラレル



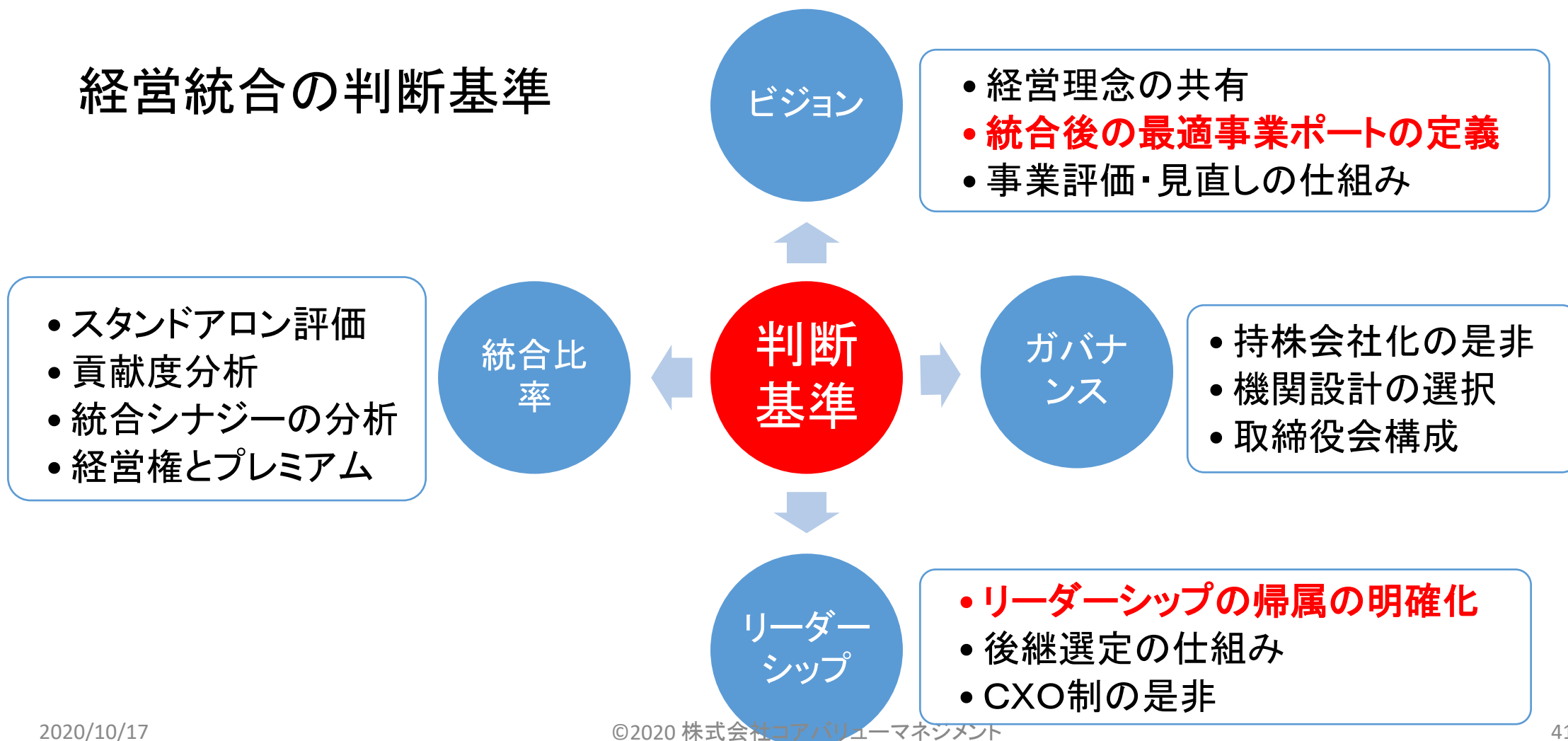
# グローバル化に伴い全社的な経営体制は進化すべき





# 経営統合の判断基準と成功の要件

## 経営統合の判断基準



# 「対等統合」の留意点

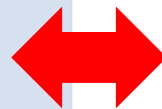
- 対等統合により買われる側の抵抗感緩和が可能であることはメリット
- 対等統合の問題点
  - 統合後のリーダーシップの帰属が曖昧または欠如につながる
  - スピード感あるシナジーの実現が困難
  - 現状維持につながり、その結果双方のもつ弱点が温存されてしまう

## 鹿児島銀行と肥後銀行の統合（14年11月）

- 共同持株会社の設立
- 鹿児島が代取社長、肥後は代取会長
- 本店は鹿児島、本社は熊本
- 株式移転比率は公表時未定

## 常陽銀行と足利銀行の統合（15年11月）

- 持株会社下での統合
- 社長は常陽、副社長は足利
- 本店、本社は東京（公表時は未定）
- 株式交換比率を公表時に合意発表



# 対等性の過度の重視は統合に負の影響

経営統合により見込まれる相乗効果

## (1) 営業基盤拡充

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

## (2) 地域金融機能拡充

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

鹿児島銀、肥後銀の統合リリースより抜粋

利便性向上につながる相互のチャネルとは何か？

協働営業体制がコストの重複ではなく、いかに生産性改善につながるのか？

収益インパクトはあるのか？

統合相手にあって自らにない融資ノウハウとは？それは顧客が望むもの？

# 対等よりも公正、内向きでなく顧客、市場、株主を向いた統合後の組織運営が鍵

## 藤沢薬品と山之内製薬の統合7原則

合併準備委員会の目的は、唯一、研究開発型グローバル製薬企業として、競争力と成長性を有する新社を創造することである

1. 藤沢でもなく、山之内でもなく、「新社にとって何がベストか」を常に問うこと
2. 内向きの論理ではなく、「顧客満足度につながるのか」、「競合に勝てるのか」、「株主価値は向上するのか」を常に問うこと
3. 今ある人、今ある仕事、今ある組織にこだわらず、新社の戦略を基に「あるべき機能」「あるべき組織」を追求すること
4. 人事は能力に基づき、公正にして適材適所に徹すること
5. 重要な課題では、必要な議論を十分につくし、安易に「足して2で割る」判断を行わないこと
6. 「コミュニケーション」の重要性を全員が認識し、ひとりひとりがその推進者となること
7. 全く新しい会社、新しい企業文化を創造するのは、我々自身である これに「熱意」をもって取り組むこと

# 少数資本参加におけるガバナンスの留意点

- 提携実効性の完全な担保は困難、提携の実効性は**人的関係に依存**
- 強力な管理体制を敷くことができず、**不祥事への対処に限界**
- 重要事項に対する拒否権は稀で、**投資先の身売りで提携関係が消滅する可能性**

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

- 投資先が未上場の場合、**EXITの手段が著しく限定される**

# 上場企業への資本参加は一般株主との利益相反リスクに対する対応が求められる

## 一般株主との利益相反 のリスク

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

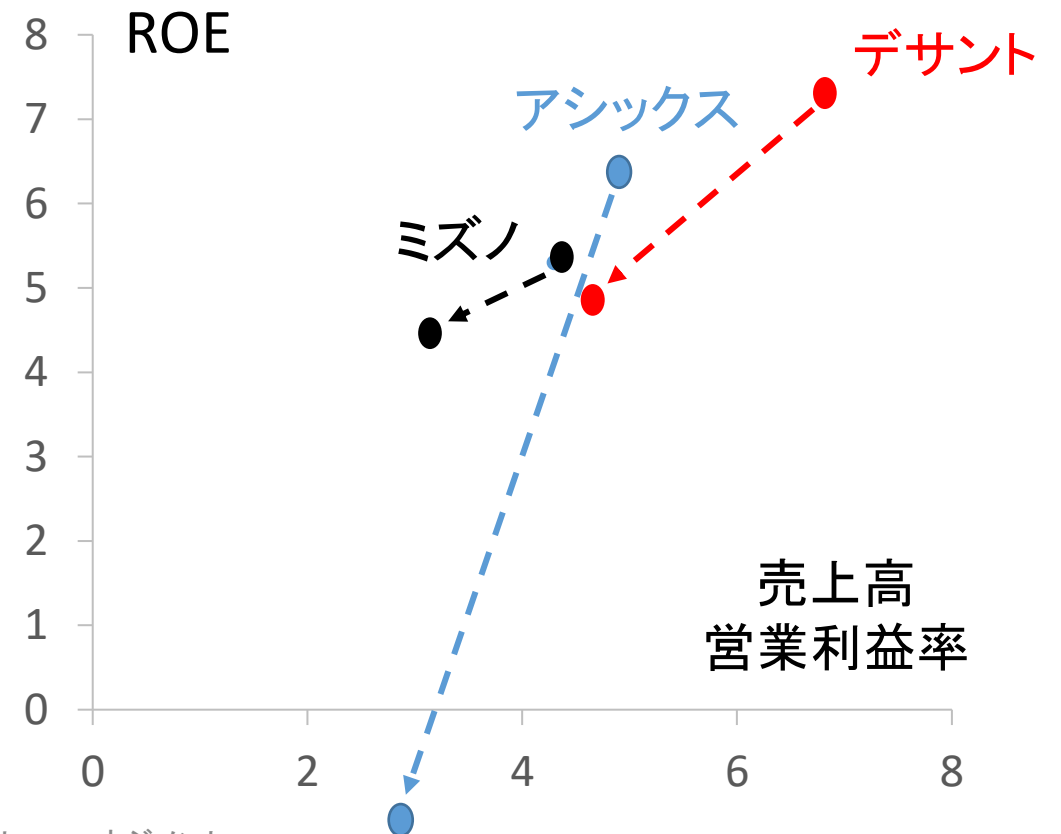
## 利益相反への対応

- 親子間取引のモニタリング
- 取締役会における報告
- 社外取締役による監督

# 伊藤忠のデサント株式会社に対する公開買付け

伊藤忠の保有比率	30.44%
買付け上限比率	9.56%
前日(1月30日)株価 (予想PER)	1871円 (21.7倍)
買付け価格	2800円
プレミアム	49.7%

18年3月期 → 18年12月期  
(アシックスは17年12月期 → 18年12月期)





## 伊藤忠商事による公開買付けへ反対する主な理由（2）

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

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

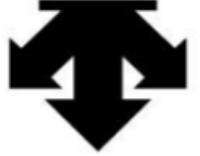
### 4) 本公開買付けは不適切な情報開示の下で行われる、不誠実な提案であること

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

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

- （25頁参照）





## 伊藤忠商事及び当社から独立する社外役員全員が、反対意見の表明を支持

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

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

# 「日本初の大企業間の敵対的TOB」(日経、テレビ東京等)が示唆する教訓



# シナジーは抽象的なものではなく、金銭に換算できるものでなくてはならない

日本郵政 2017年4月25日会見

『日本郵便の日本オリエンテッドだということについて補完するというシナジー効果は、もうトール自身にある。。。』

二つ目に、トール社は。。。そんなに大きな会社ではありませんから。。。新たなM&Aになるのか提携になるのか。。。そういうものもないと、またトール社自身が生きてこないという意味のシナジーもあると思うんです。

三つ目。。。今の日本郵便とトール自身で。。。当面、パッとわかるシナジーが実はあまりなかったんですね。ですが。。。豪州でビジネスをしている会社はいくらでもあって。。。こういうことで始まり出したとっていただきたい。』

- ✓ 補完関係はハレーションを少なくするが、補完自体がシナジーである訳ではない
- ✓ トップラインシナジーの示唆はあるが、金額として定量化できるものは何もない
- ✓ 海外買収ではコストシナジーの機会がないか限定的

# 補完的統合ではトップラインシナジーが優先されるが、難易度はコストシナジーより高い

- サントリーによる米ビームの買収

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

(2014年1月13日リリース)

- 三越と伊勢丹の統合

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

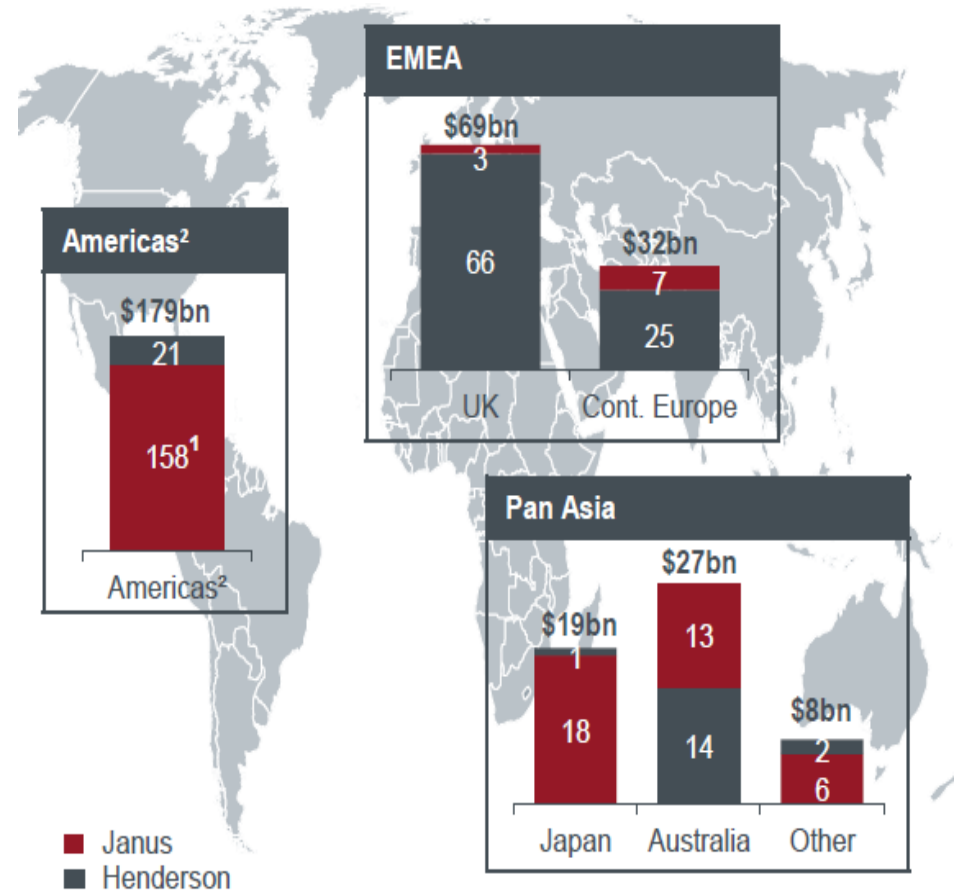
大西社長(当時 2016年10月7日日経)

# 補完的統合であってもコストシナジーは可能

## 米Janus社と英Henderson社の統合

- 欧州と北米をそれぞれ主要な市場とする、典型的な地域補完的な統合案件
- **合算コスト全体に対して12%相当のコスト削減効果**を目標

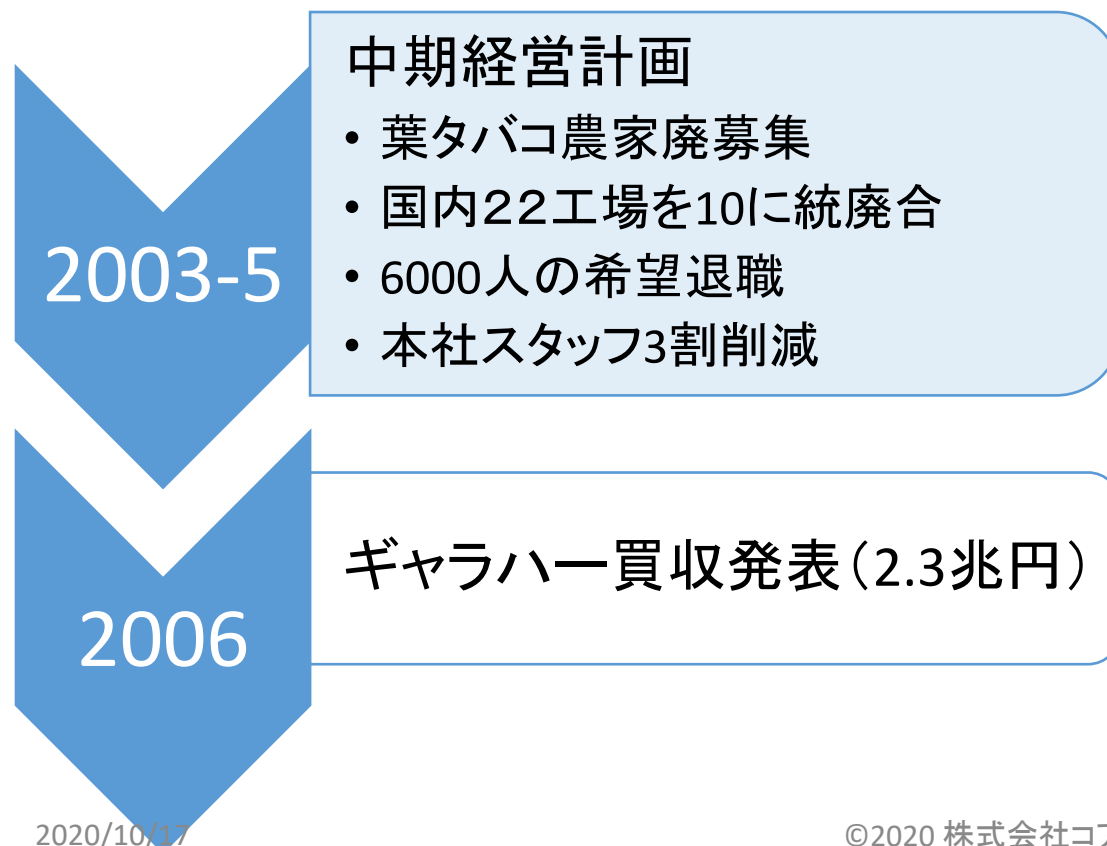
会社開示資料



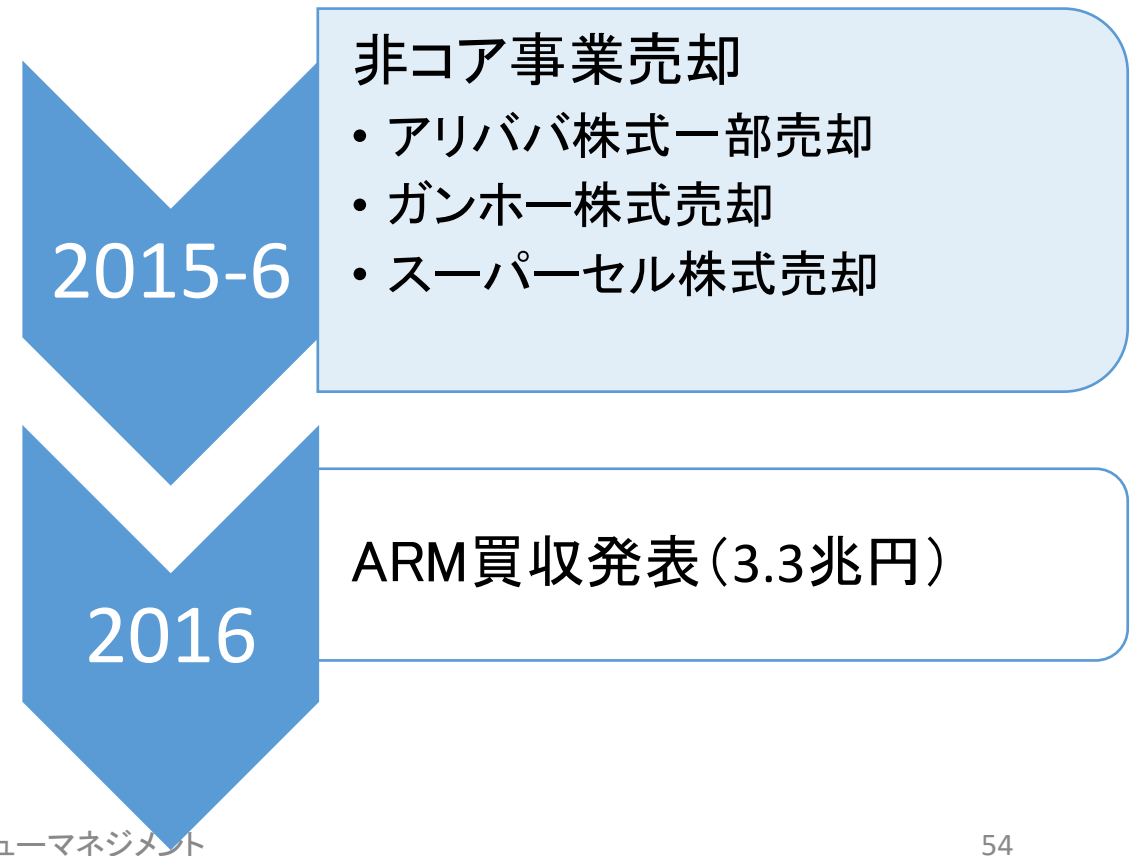
©2020 株式会社コアバリューマネジメント

# 統合推進のためには経営に余力が必要

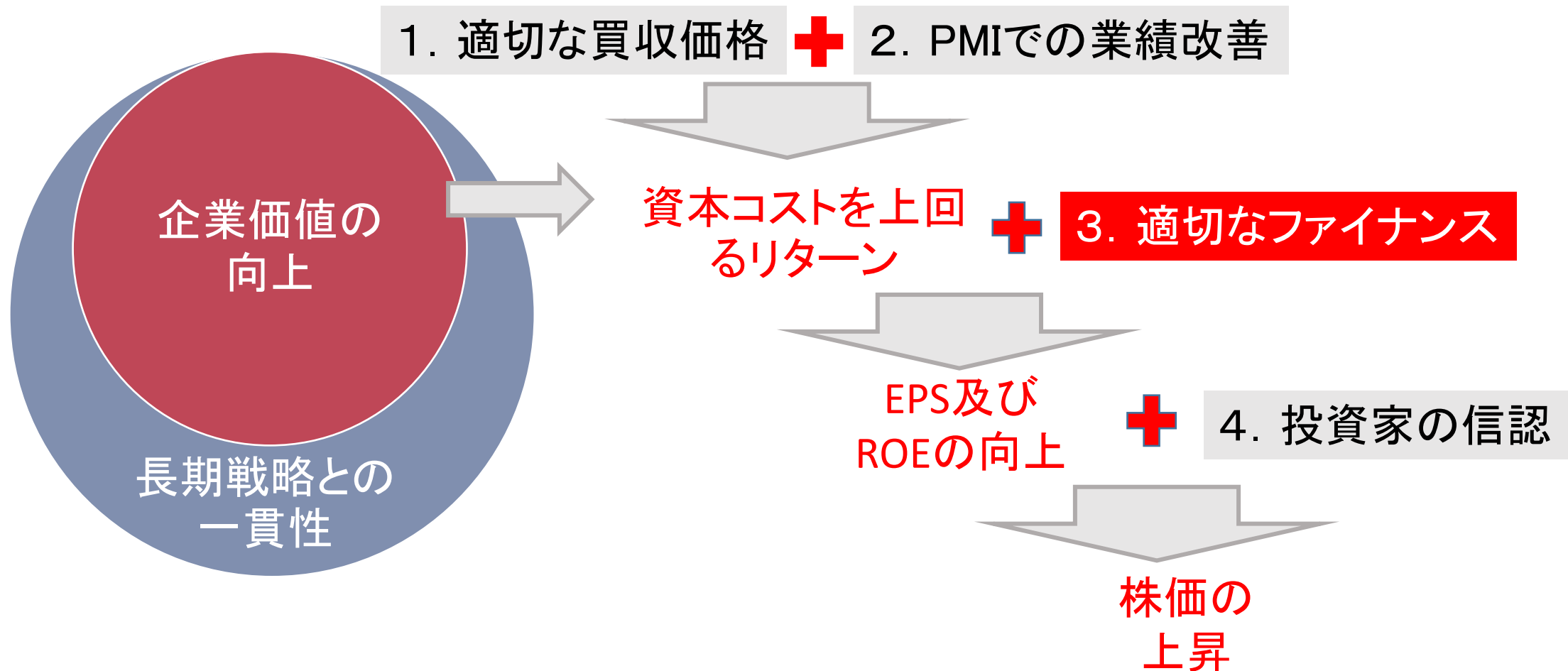
## JTの大型買収に先行した施策



## ソフトバンクの大型買収に先行した施策



# M&Aの成功のための要件は何か、その3





# 買収ファイナンスの選択肢

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

## 負債による調達

- (-) 金利負担
- (-) 財務の悪化
- (+) 希薄化を抑制

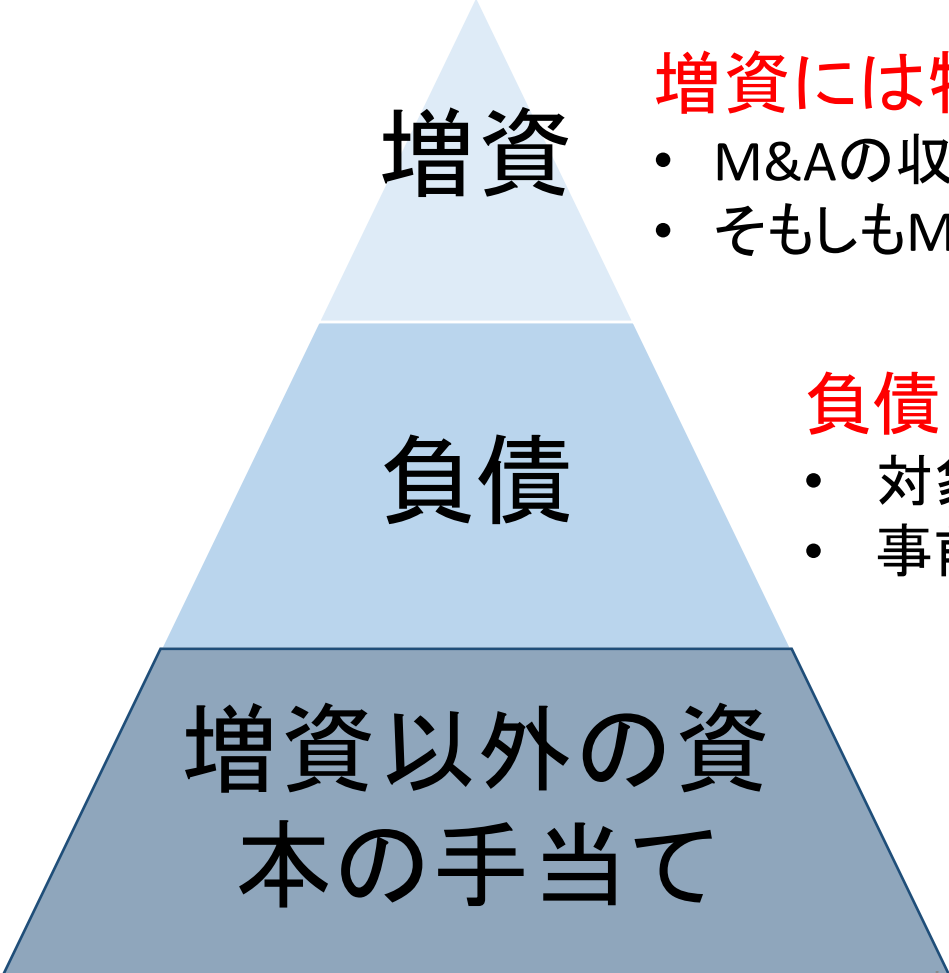
## 資本による調達

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

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



# 買収ファイナンスの優先順位



## 増資

### 増資には特に慎重であるべき

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

## 負債

### 負債は財務の安定性維持の範囲内で

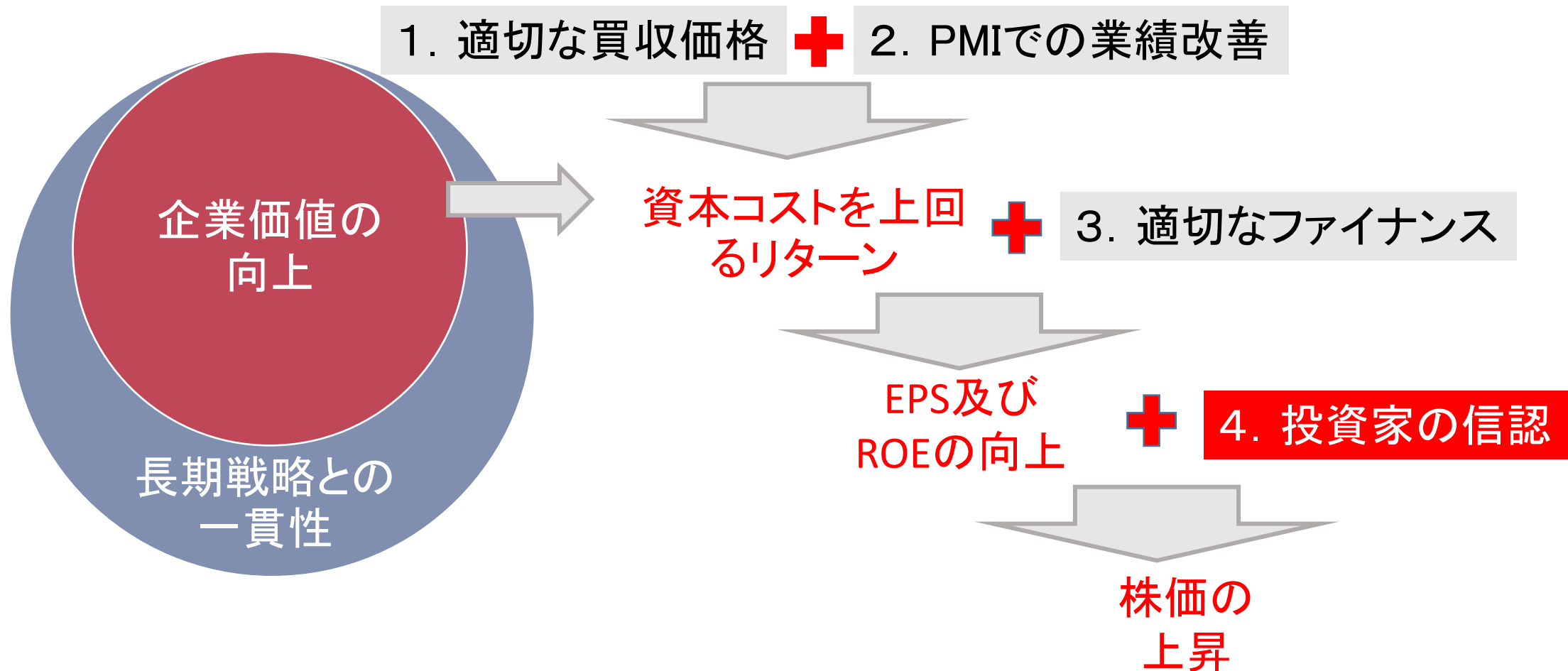
- 対象事業のキャッシュフローの安定性は重要要素
- 事前に負債許容能力を格付機関と確認しておくべき

## 増資以外の資本の手当て

### 増資以外による資本手当を積極的に活用

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

# M&Aの成功のための要件は何か、その4



# 案件公表時の投資家向けメッセージの骨子

- 戦略的意義
  - 戦略的に達成できることは何か
  - 最適事業構成に向けいかに位置づけられるか
- 価格の妥当性
- 案件後の経営・統合体制
- シナジーの範囲とスケール
- 案件の収益及び財務状況に対するインパクト
- 資金調達方法、特に増資が不要である場合はその旨の言及

M&Aというイベント自体が成長ストーリーになるわけではない

# 買収が投資家から賛同されるハードルは高い

戦略的意義と相応の経済合理性にもかかわらず、市場の反応はまちまち

	東京海上・HCC (15年6月)	三井住友・アムリン (15年9月)	SOMPO・エンデュランス (16年10月)
案件規模	9,253億円	6,317億円	6,483億円
時価総額比	25%	30%	53%
1moプレミアム	36%	33%	42%
PBR	1.90倍	2.40倍	1.36倍
増益効果	13%	28%	25%
配当性向	35%以上	約25%(399億円)	約24%(323億円)
自社株買い	機動的に対応	300億円	335億円
株価 vs 日経平均	-0.4% vs 1.7%	5.5% vs 7.7%	6.5% vs 0.5%

# M&Aを通じた価値創造は還元策よりも難易度が高い

	内部成長 (1勝1敗3分?)	M&A (2勝2敗1分?)	自社株買い (4勝1敗?)
戦略インパクト	▲	○	×
財務リスク	▲	×	▲ / ○
時間	×	▲	○
エクセキューションリスク	○	×	○
株主価値提供	▲	× / ○	○

# M&Aが株主還元にも勝るためには長期的で一貫した戦略を通じて結果を出すしかない

- 内部成長に加え買収と統合による被買収事業の継続的な成長
  - JTによるRJRインターナショナルを起点としたギャラハーの買収
  - 第一生命によるプロテクティブを起点とした既契約ブロックの買収
  - AGCによるバイオミーバを起点とした医薬品事業の欧米での展開
- 非戦略部門からの撤収と合わせて事業ポートの入替を果たす
  - 日立の非コア事業売却と社会イノベーション分野での買収
  - 武田薬品によるシャイアー買収と大衆薬事業等の売却
  - 東京海上による海外元受保険分野の買収と再保険事業の売却

M&Aを単発の案件ではなく、事業ポートフォリオの変革プロセスとして位置づけるべき

# 目次

1. M&A戦略における規律

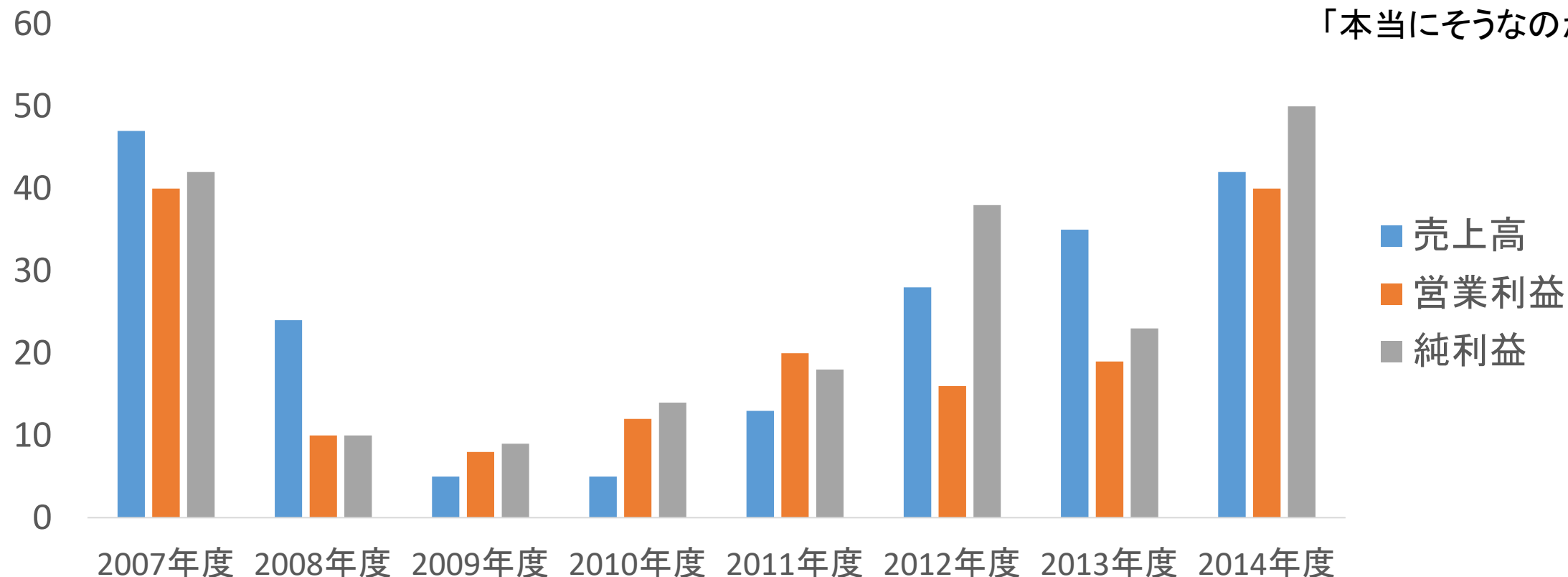
2. 事業ポートフォリオの変革とM&A

3. 体制の整備、マインドセットの向上

# 日本企業の中期経営計画の過半は未達

経営目標達成率(%)

出典 円谷昭一著  
コーポレート・ガバナンス  
「本当にそうなのか？」





# なぜ多くの企業の戦略は機能しないのか？

現実を直視せず、現状認識が甘い



将来なりたい姿、将来の目標設定が曖昧



過去からの延長線上で、現場が横と擦り合わせながらの策定

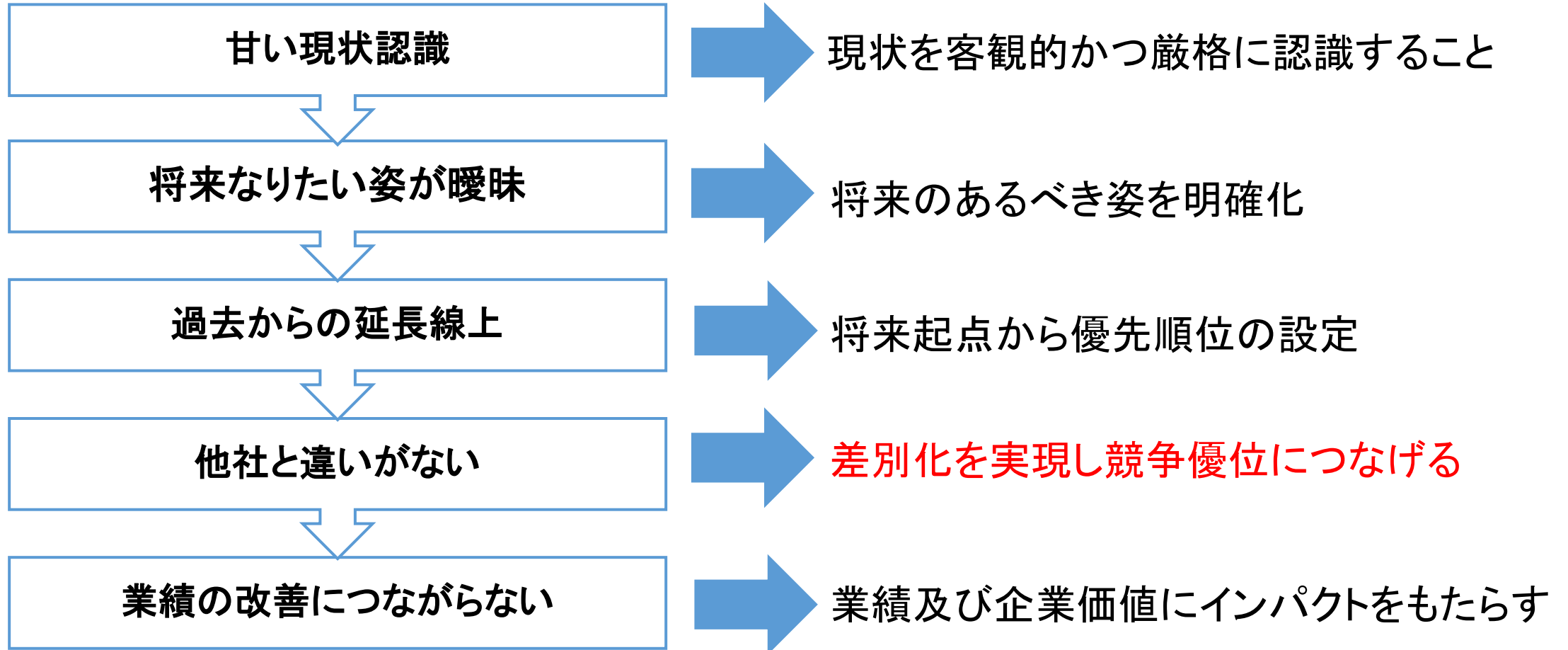


現状追認的、総花的、他社と違いのない戦略（計画はあるが戦略は不在）

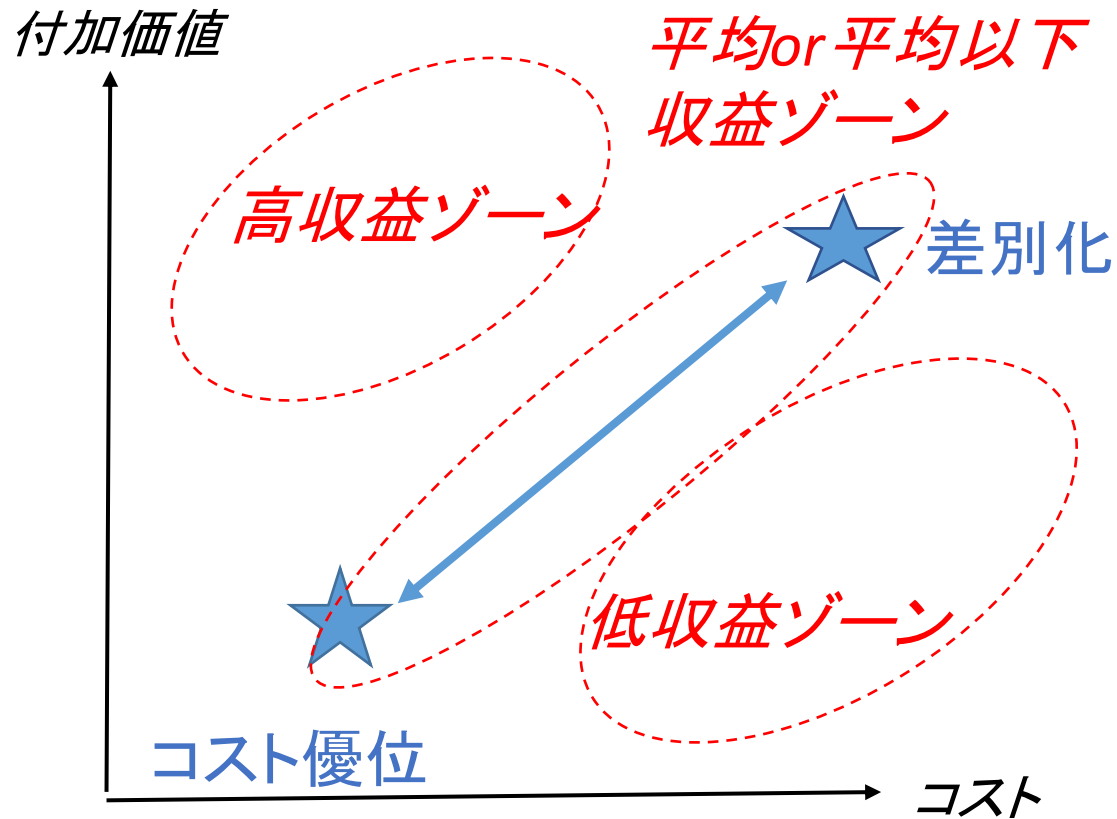


業績の改善につながらない、求心力を生まない、振り返られることがない

# 戦略が有効であるための要件



# 現実には差別化だけでは必ずしも優れた業績を維持できない



出典 ホール著「逆風下の生き残り戦略」

差別化だけでは高い収益性を長期的に維持できない理由

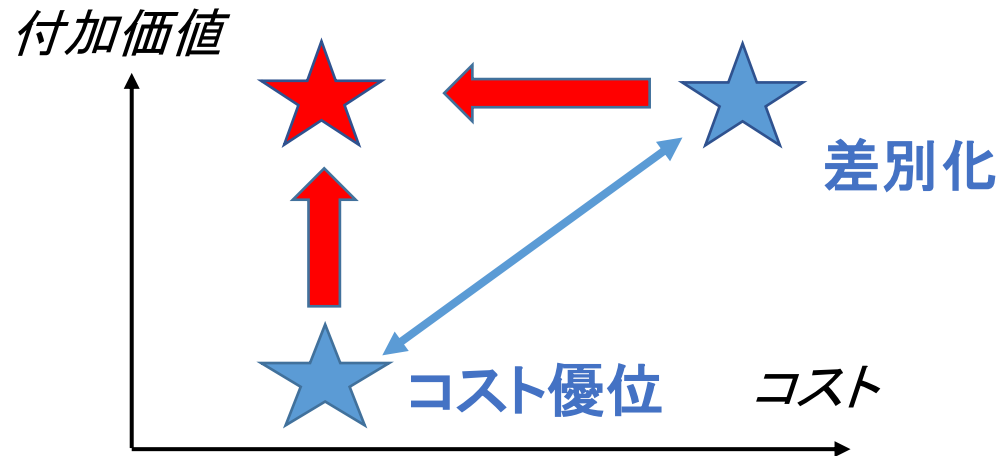
- 新規参入者による追随
- 既存業者がカニバリゼーションをおそれず追随する場合



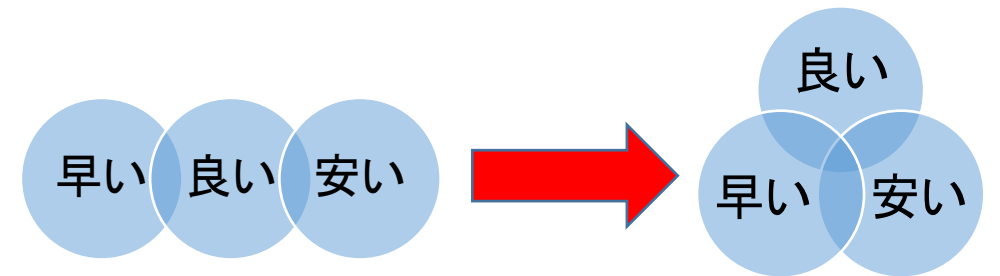
いかに模倣困難にできるかが鍵

# いかに他社による模倣を困難にできるかが鍵

## コストと付加価値のトレードオフの克服



## トリレンマの克服



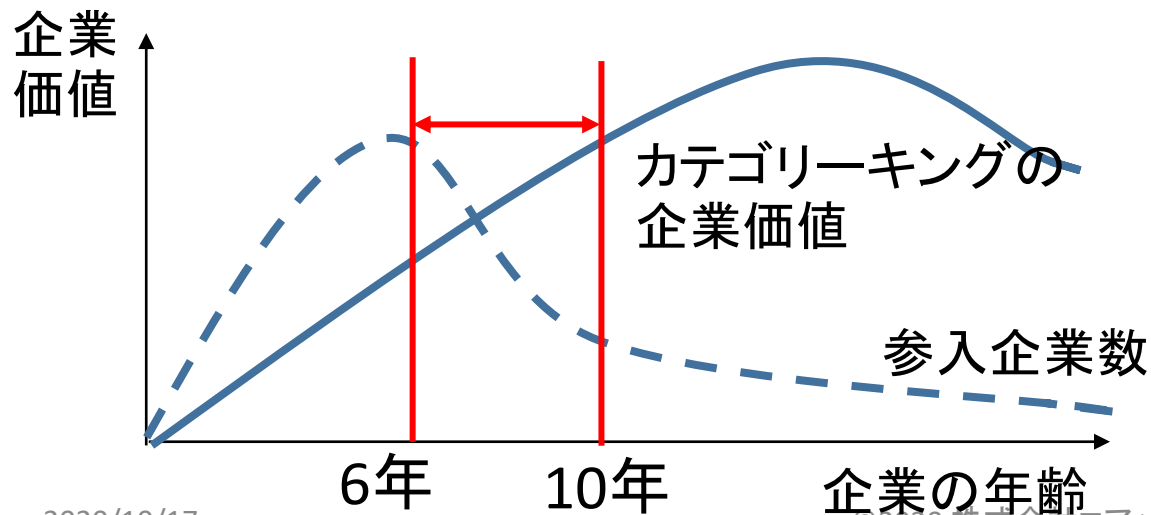
模倣が難しくなるのは、①取組と結果の間の因果関係が不明な場合、②経路依存性がある場合、③時間の変容とともに同じ取組が同様の結果につながらない場合

「まさに『ツキと、出会いと、運』です。「先見の明があった」などとは口が裂けても言えません。試行錯誤があるだけです。」  
(出典中西孝樹著『オサムイズム』)

# しかし、模倣困難な強みを構築できる企業はひと握りだけ

- ベンチャー投資家出資企業数(4424社)うちIPOに漕ぎつけた企業は69社(全体の1.6%)
- IPOまで要した期間はすべて6年から10年

出典 カテゴリーキング

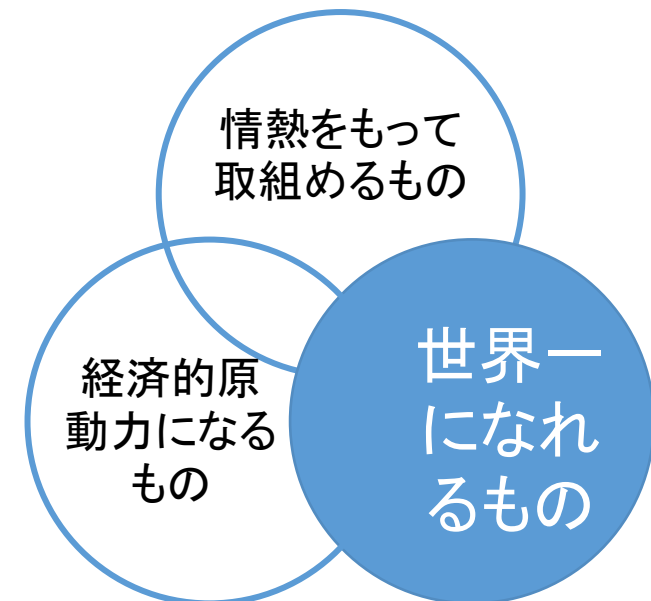


2020/10/17

©2020 株式会社コアバリューマネジメント

飛躍に成功した米国企業11社が「世界一」と言える強みを築くのに要した期間は平均で4年

出典 ビジヨナリーカンパニー飛躍の法則



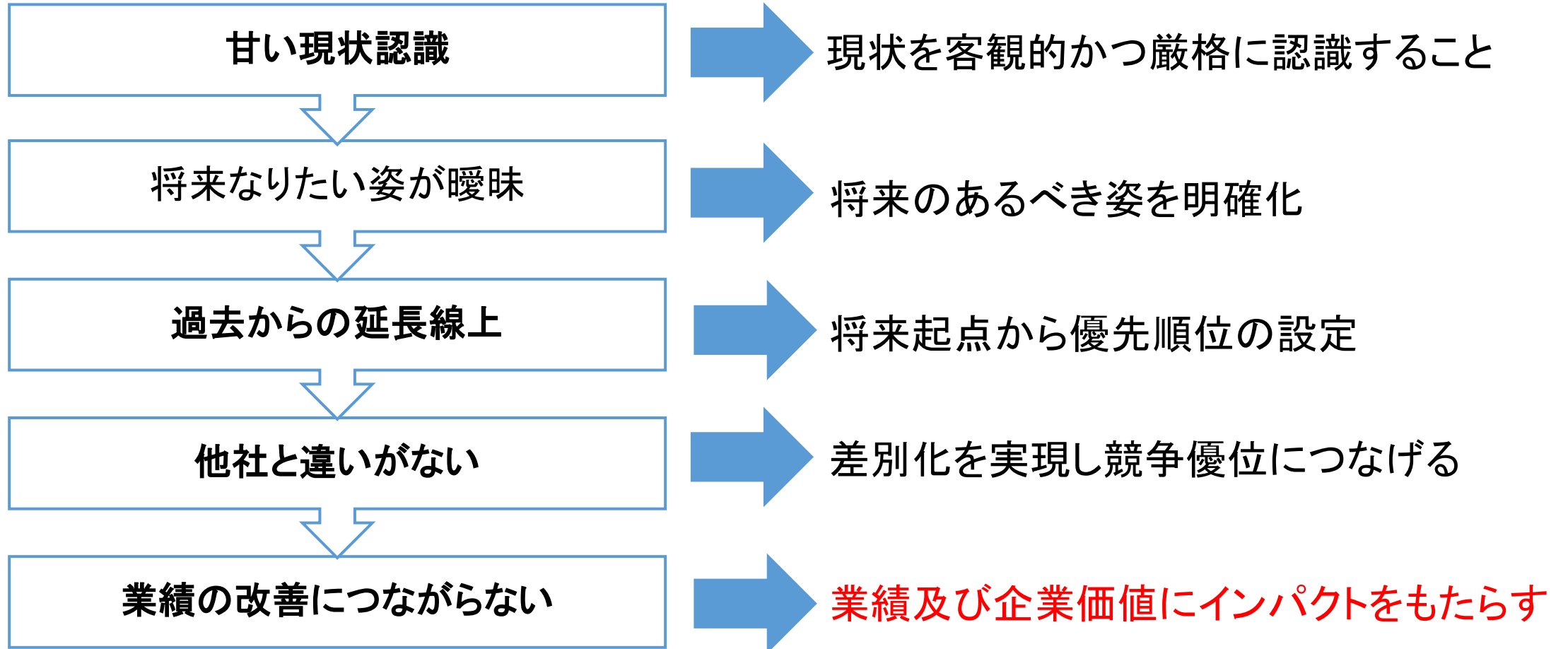
69

# 結局のところどの競争相手も同じ武器で戦っているのが現実

ルイス・V・ガースナー・Jr（出典 『巨象も踊る』）

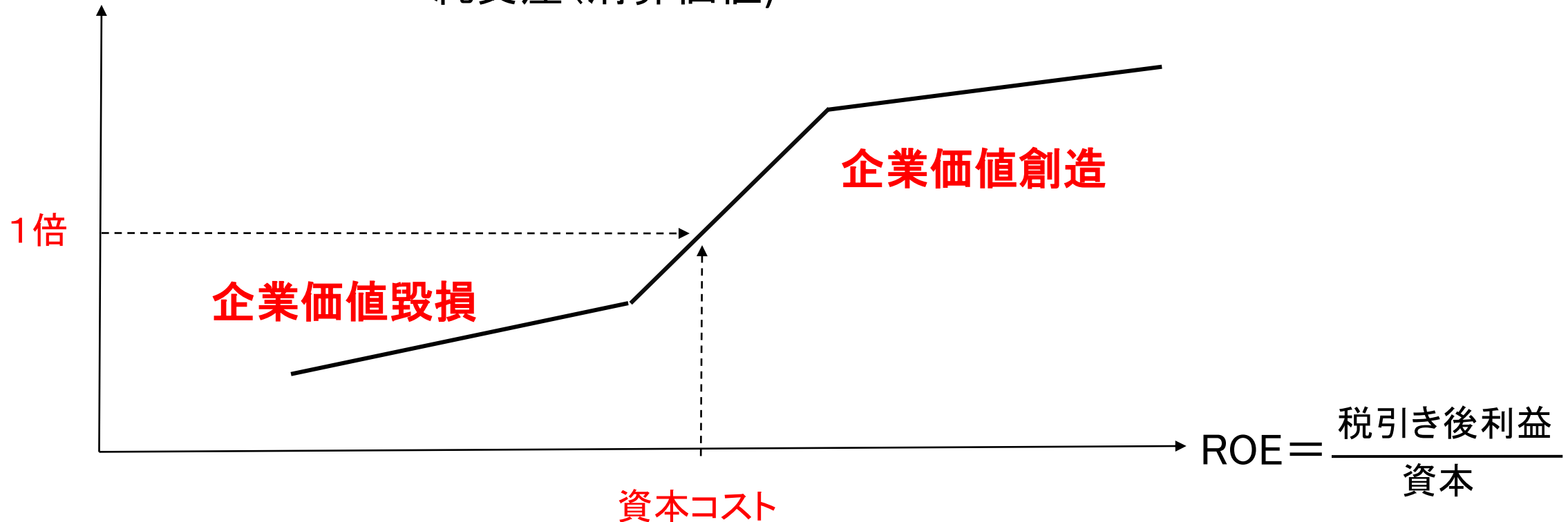
「独自の戦略を開発することはきわめてむずかしいし、開発できたとしても、それを他社に真似されないようにするのはさらにむずかしい。たしかに、コスト構造や特許で、他社の追隨を許さない強みを持つ企業がないわけではない。しかし、これらの優位が他社にとって永遠に越えられない壁になることはめったにない。。。結局のところ、**どの競争相手も基本的におなじ武器で戦っている場合が多い。**」

# 戦略が有効であるための要件



# 資本コストを上回る利益生産の可否が企業価値の創造と毀損の分岐点

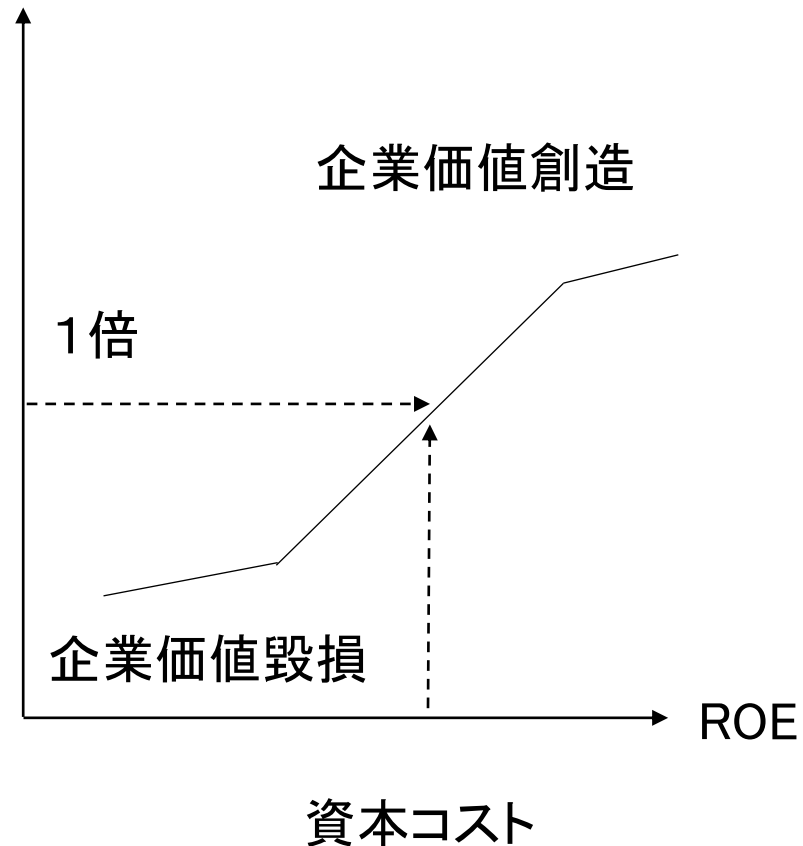
$$\text{株価純資産倍率 (PBR)} = \frac{\text{時価総額 (企業価値)}}{\text{純資産 (清算価値)}}$$





# ROEの構成要素

株価純資産倍率(PBR)

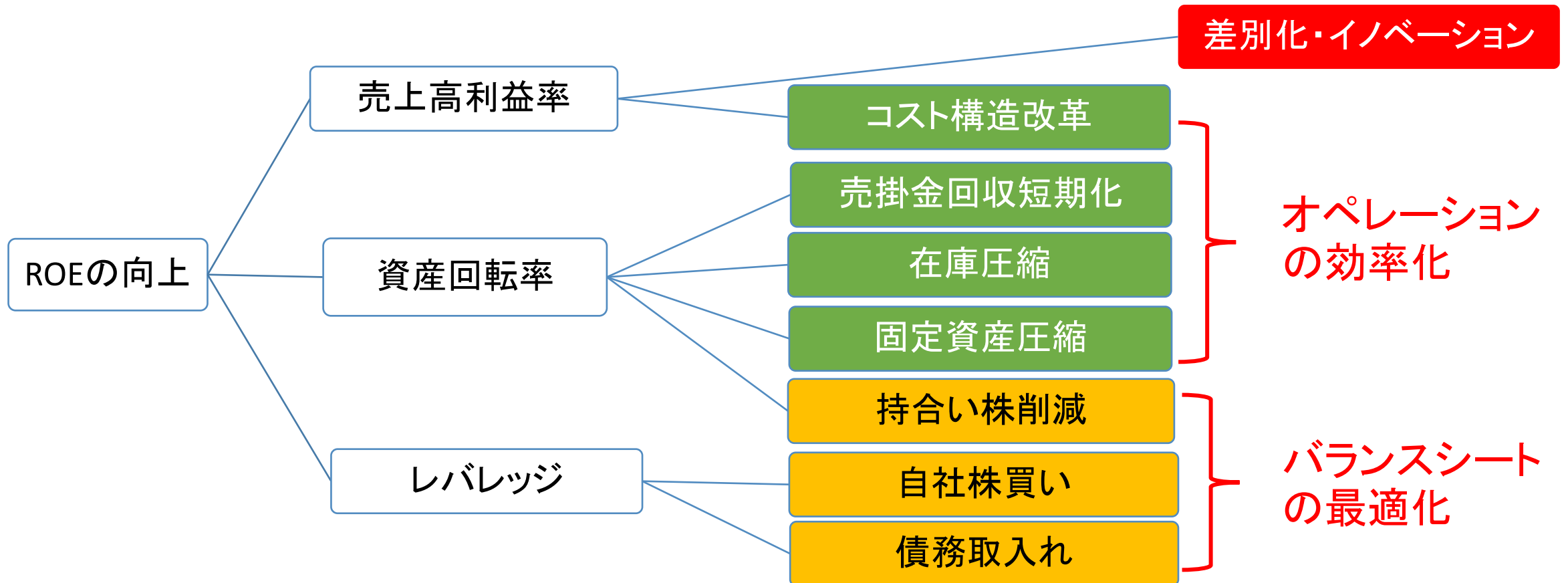


ROEの構成要素(デュポン分析)

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{利益} / \text{資本} \\ &= \left( \frac{\text{利益}}{\text{売上}} \right) \times \left( \frac{\text{売上}}{\text{資産}} \right) \times \left( \frac{\text{資産}}{\text{資本}} \right) \\ &= \text{売上高利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ} \end{aligned}$$

上記3要素のいずれかを高めればROE(企業価値)は向上する

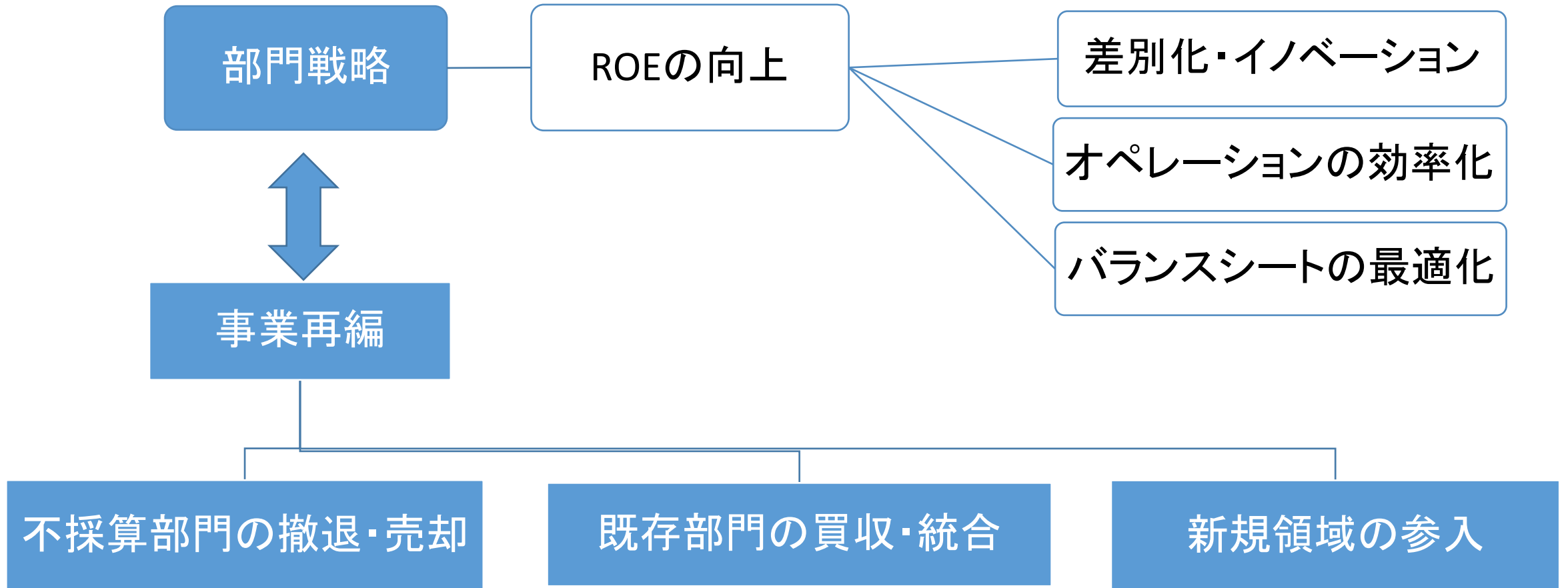
# では、模倣困難な差別化が容易でないなか、 企業価値はいかに改善可能なのか？



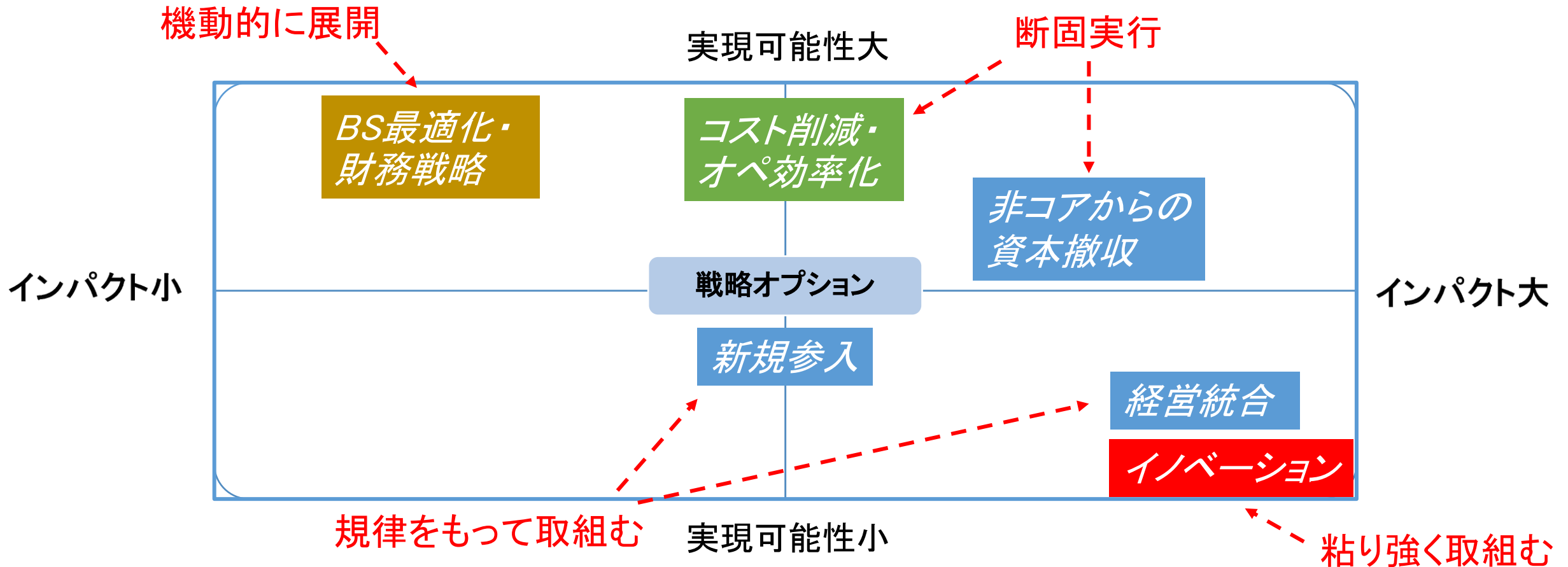
# しかし、オペレーション効率化及びバランスシート最適化の効果は限定的

ROE構成要素	戦略アクション	特徴	成長力強化	インパクト	持続効果
売上高利益率	商品・サービス差別化	イノベーション	✓✓✓	✓✓✓	✓✓✓
	コスト構造改革	オペレーションの効率化	✓	✓✓	✓✓
資産回転率	売掛金早期回収			✓	✓
	在庫圧縮			✓	✓
	固定資産圧縮		✓	✓	✓
	持合株式削減	バランスシートの最適化	✓	✓	
レバレッジ	債務取入れ			✓	
	自社株買い			✓✓	

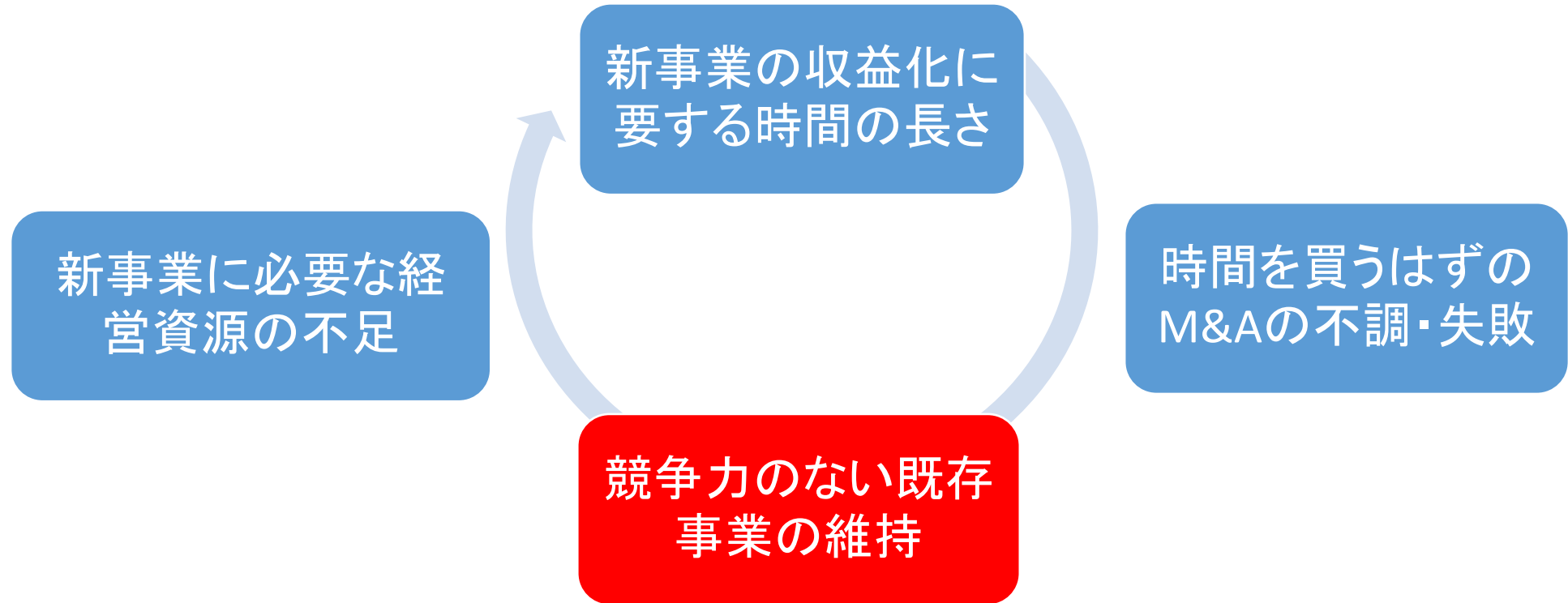
# 業績改善のためには、事業ポートフォリオの入替をも取組む必要がある



# 企業価値向上のための手段の優先順位づけが戦略の本質



# ポートフォリオの入替と資本の再配分が容易でない理由

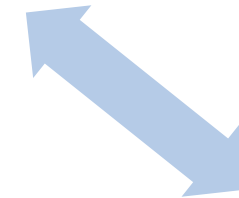
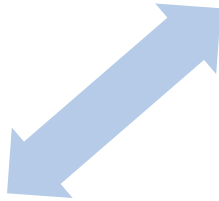


競争力のない事業を抱え続けると、新たな戦略分野に対しても単発で小規模の取組みしかできなくなる

# なぜ、資本効率の低い分野から撤退できないのか

## 業績評価基準

- ①短期的に売上・利益額が落ち込むことへの恐れ
- ②事業部門別の資本生産性評価尺度の欠如もしくは軽視



## 組織文化

- ①過去の経緯に縛られる
- ②会社の将来よりも、目の前の仲間を大切にする



## 意思決定プロセス

- ①ボトムアップ型
- ②リーダーシップの欠如

# ポートフォリオ変革におけるリーダーの役割

「会社を直すときはポートフォリオの変更は必須。どんなにしんどくてもそれをやるのがトップの仕事」  
(日立製作所元CEO川村隆 日経ビジネス2016年7月29日)

## • リーダーの役割

出典 「ザ・ラストマン 日立グループのV字回復を導いたやりぬく力」

現状分析	成熟産業では残存者利益がない限り、原則的に <b>撤退を前提</b>
未来の予測	事業のピークを過ぎたところで <b>余命を予測する</b>
戦略を描く	<b>ポートフォリオを決める</b> ことを優先、具体的なビジョンを示す
説明責任	説明に終わらずに納得させる、 <b>メッセージを繰り返す</b>
断固実行する	PDCAの <b>PDのスピード感</b> をあげる

## • 個人的な利害と私情を排した決断

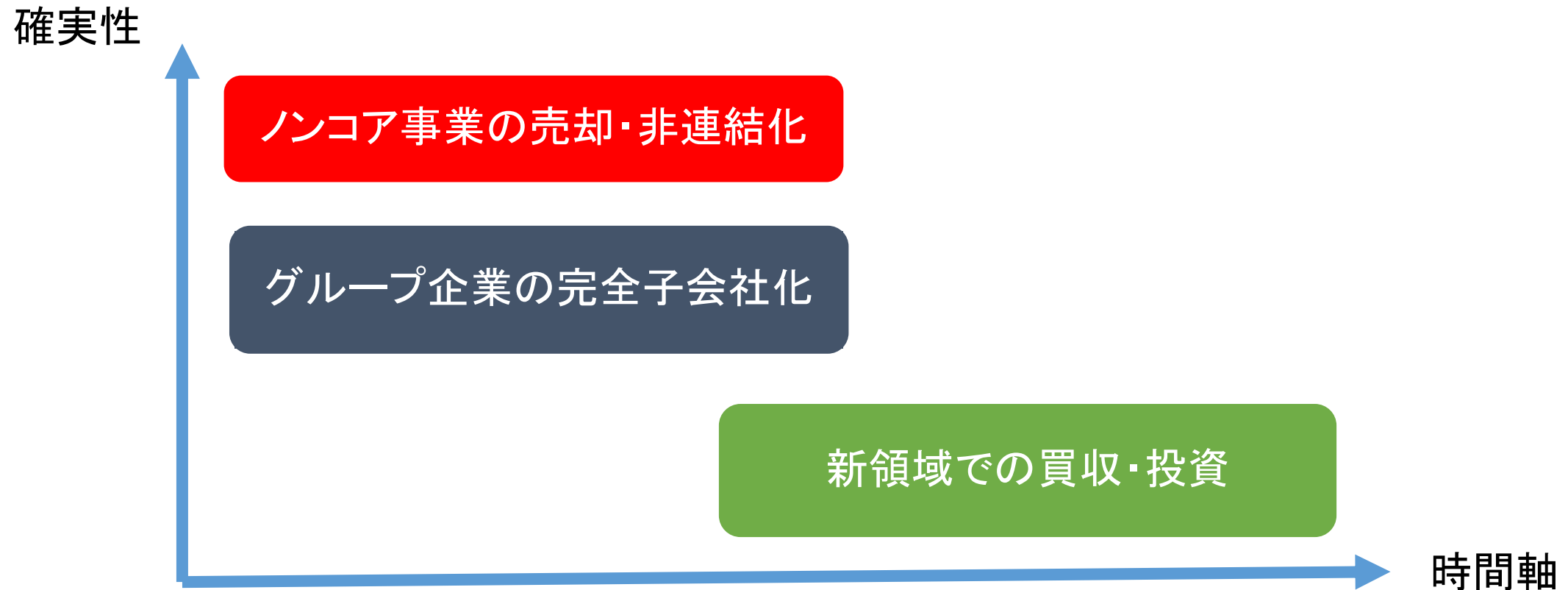
- 分離・非連結化した火力発電事業は川村社長(当時)の出身母体
- 売却した日立GSTは中西副社長(当時)自ら採算改善を果たした事業



# 日立の事業ポートフォリオ改革

	“近づける事業”（優先分野）	“遠ざける事業”（撤収分野）	
2010年	上場グループ5社（注）の完全子会社化	ルネサステクノロジをNECエレと統合	
2011年		日立GSTをWDに売却	
2012年		日立ディスプレイズをJDIに統合	
2014年		火力発電事業を三菱重工と統合	
2015年		伊フィンメカニカ傘下の欧州鉄道事業買収	日立物流、日立キャピタルの非連結化
2016年			日立工機の保有全株式をKKRに売却
2017年			日立国際電気の保有全株式をKKRに売却
2018年	ABBの送配電事業の買収 本田系自動車部品会社との統合	クラリオンをフォルシアに売却	
2019年		日立化成を昭和電工に売却	
2020年		画像診断機器事業を富士フィルムに売却	
	日立ハイテクノロジー完全子会社化	日立金属の売却（？）	

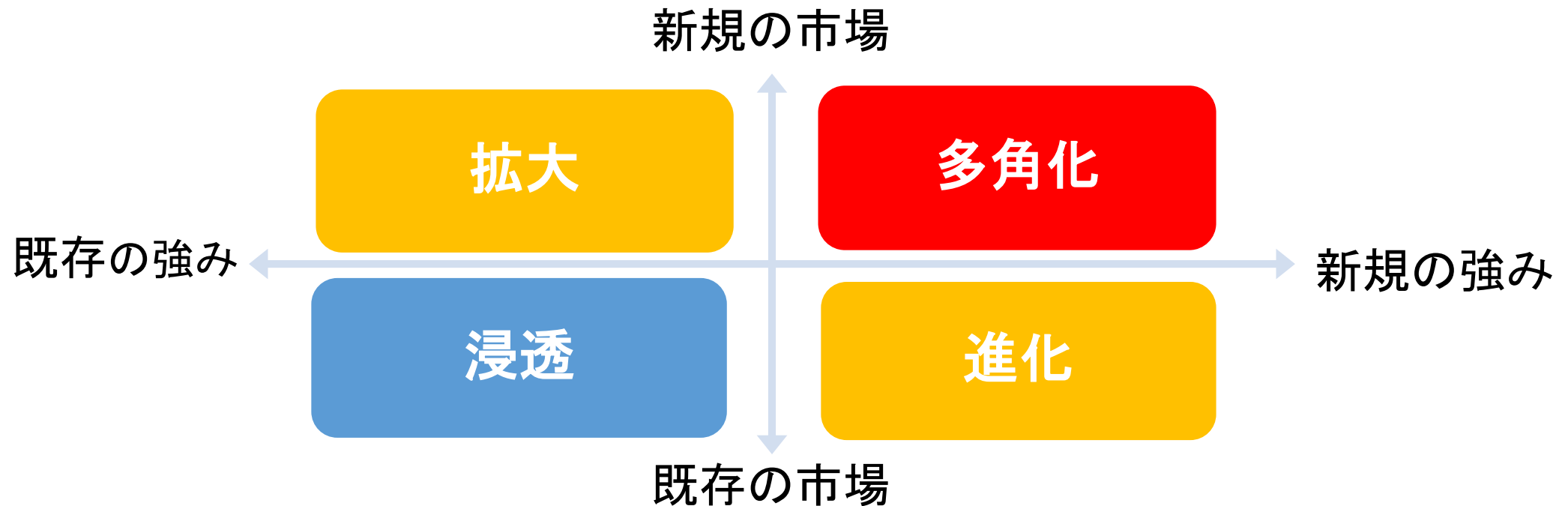
# 新領域での買収に先立って、既存領域での 収益取り込みと非コア事業の売却を優先



# 非戦略部門撤収のための選択肢の優劣

撤収オプション	メリット	デメリット
現金対価の売却		
経営権の売却	<ul style="list-style-type: none"> <li>現金の回収</li> <li>コントロールプレミアム実現</li> <li>経営の自由度改善</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>買い手の有無</li> </ul>
市場売却	<ul style="list-style-type: none"> <li>現金の一部回収</li> <li>アップサイドポテンシャル</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ディスカウントでの売却</li> <li>一般株主との利益相反リスク</li> </ul>
第三者との統合による非連結化	<ul style="list-style-type: none"> <li>アップサイドポテンシャル</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>現金回収なし</li> <li>出口の不確かさ</li> <li>経営悪化のリスク</li> </ul>

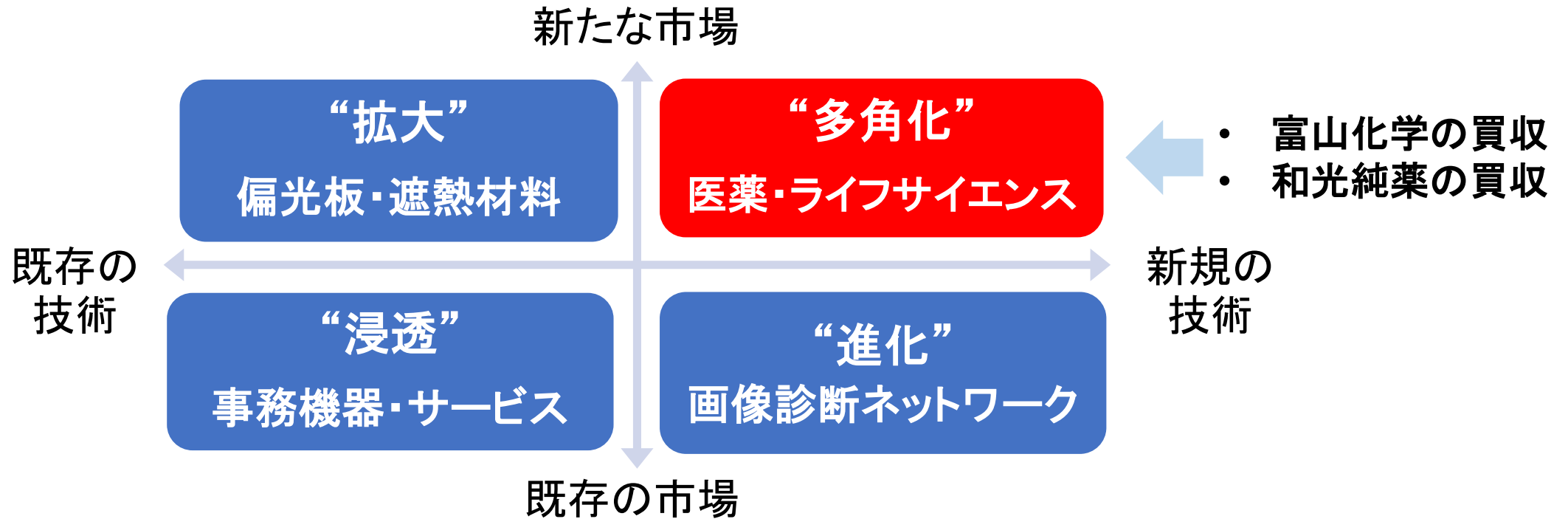
# 成長戦略の類型とM&Aの親和性



	浸透	拡大	進化	多角化
不確実性	中	高い	高い	極めて高い
シナジー	コストに注力	難易度高い	難易度高い	当面なし
リスクアピタイト	大型案件も可	人材、経験必要	人材、経験必要	慎重に

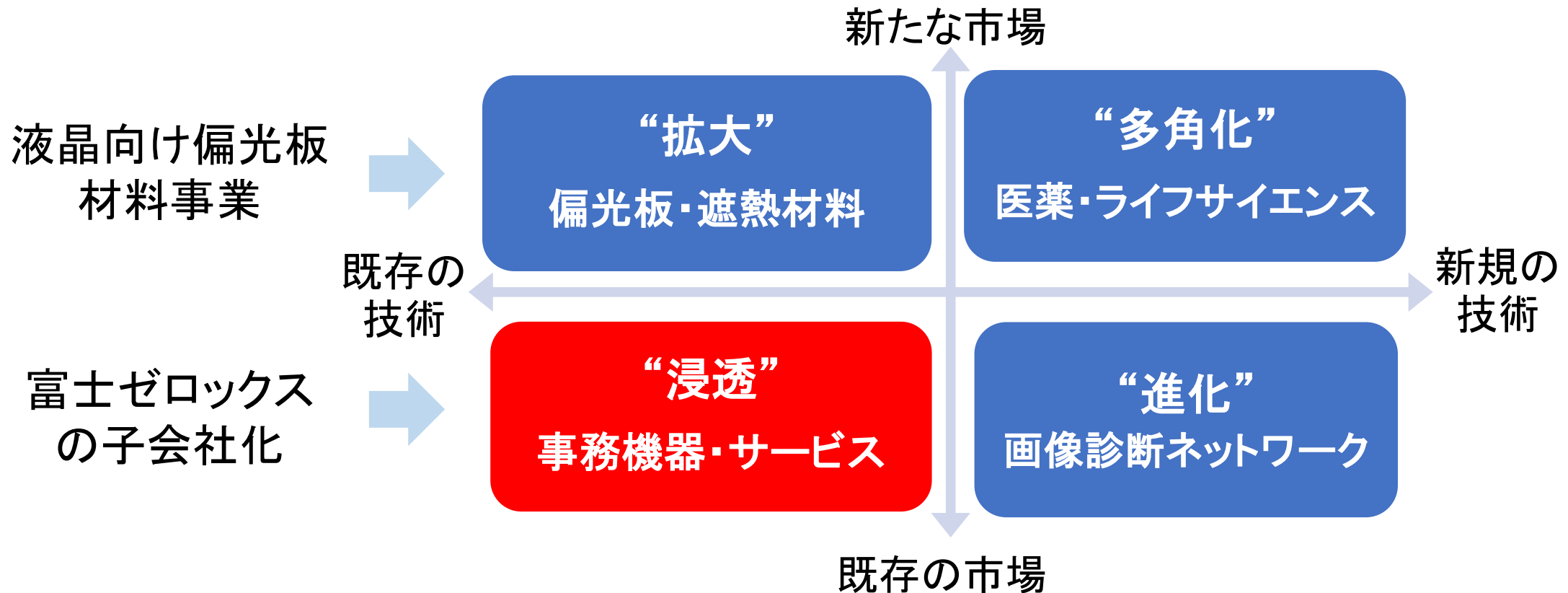
# 富士フィルムの新たな事業領域への転換

写真フィルム事業消滅の危機に直面し、医薬等のヘルスケア事業に転換



多角化領域に注力することは妥当な戦略的方向性と言えるのか？

# 現実には既存領域での収益取込みが多角化領域での長期的な取組みを可能にした



# 新領域において成功と失敗を分ける要因

事業領域	成功例	失敗例
多角化	<ul style="list-style-type: none"> <li>ヤマト運輸の宅急便市場参入</li> <li>ソニーによる生保事業参入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>松下による映画事業の参入</li> <li>トヨタによる損保事業参入</li> </ul>
拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>ダイキンの海外市場への進出</li> <li>日本電産による海外市場進出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本郵便による国際物流事業参入</li> <li>東芝の原子力事業の国際展開</li> </ul>
進化	<ul style="list-style-type: none"> <li>旭硝子による化学事業参入</li> <li>流通系企業による金融事業参入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>酒類企業の食品事業参入</li> <li>電機企業による半導体事業参入</li> </ul>

黒字が自力展開、赤字がM&Aによる参入

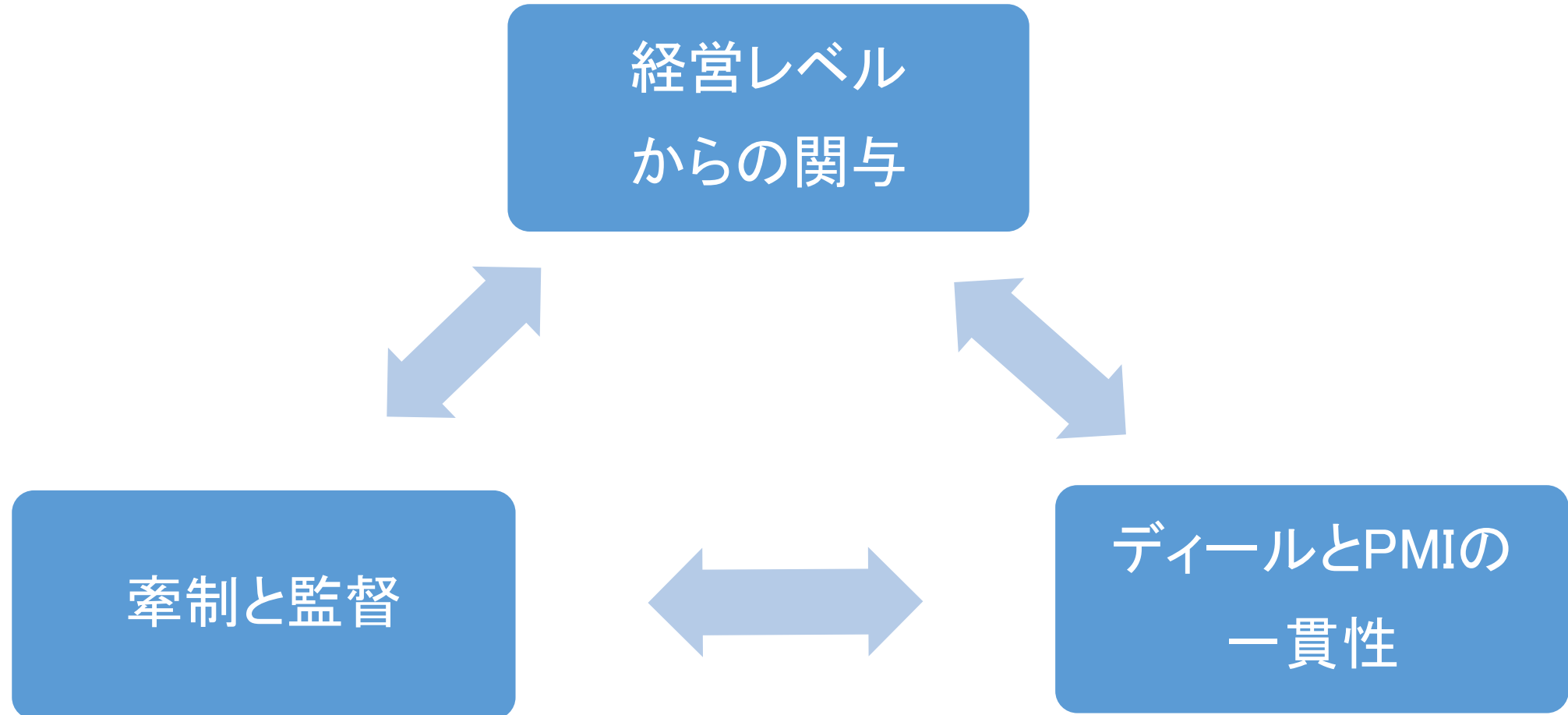
- M&Aは競争優位性確立のための促進剤としての効果にとどまる
- 一方で、M&Aの失敗は戦略の頓挫もしくは停滞に直結する
- 既存領域での安定収益と非コア事業からの撤収による経営の自由度が新領域での一貫した取組を可能にする

# 目次

1. M&A戦略における規律
2. 事業ポートフォリオの変革とM&A
3. 体制の整備、マインドセットの向上



# M&A戦略推進のための体制の強化



# 経営レベルの関与とリーダーシップ

## CEOの関与

- 理念及び戦略との適合性判断
- 対象経営陣の親和性と資質の評価
- **撤退の決断**
- 現場案件との線引きがされてる必要

## 専担チームの常設

- 事前準備の強化
- 案件探索における一貫性
- スリムな組織
- **CEOへのダイレクトアクセス**

## M&A、ファイナンス、IRの連携

- 大型案件における優位性の源
- 3チームにおける目的の共有
- **管掌役員の一元化**

# 牽制・監督と一貫性ある対応

## 牽制と監督

意思決定プロセスの透明化と明文化

早い段階からの取締役会への報告と討議

案件後のモニタリングの責任帰属先の明確化

## ディールとPMIの一貫性

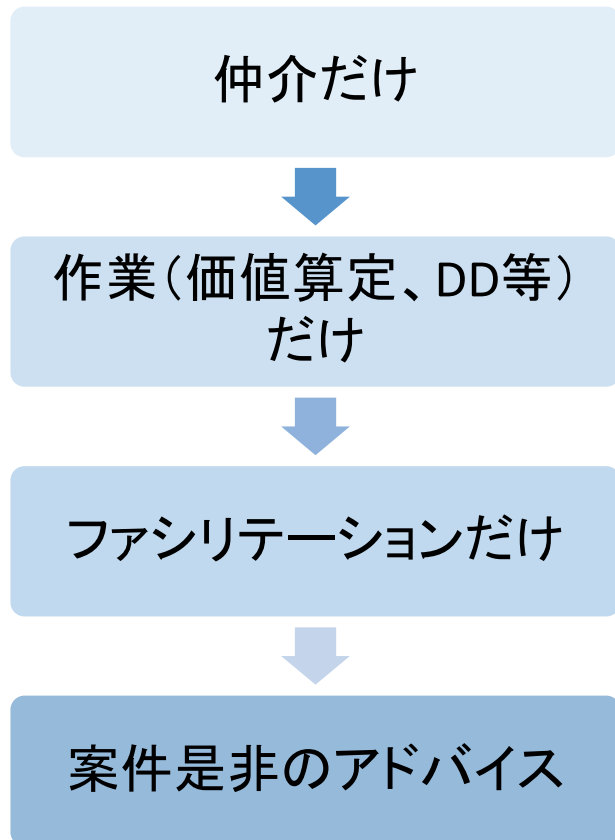
案件担当者が対象企業経営に転出

デューデリジエンスからPMI担当者が参加

案件プロジェクトチームと事業部門の連携

# アドバイザーの活用目的の明確化

M&Aアドバイザーも実は色々



案件への関わり、貢献の度合いも様々

買収	アドバイザー	被買収	アドバイザー
Tモバイル	PJパートナーズ、 ゴールドマンサックス等8社	スプリント	JPモルガン、 センター ビュー等5社
ダイキン	メリルリンチ、GCA、 SMBC日興、野村 等7社	グッドマン	JPモルガン、 バークレーズ
新日鉄	三菱UFJモルガン スタンレー、みず ほ等4社	住友金属	ゴールドマン サックス、大 和等4社

# アドバイザーの選定基準

## 実績

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

## 体制

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

## 担当者の 資質

- 顧客の長期目標と案件の重要性を十分に理解しているか
- 案件に関する知見と展望を持ち、リスクを熟知しているか
- 国内外のわたるグローバルな組織を動かせるか

# M&Aの各段階における重要課題

## 事前準備

- 適切な目標設定
- 対象企業の能動的な選定
- 案件設計の工夫
- 体制の整備
- 経営余力の捻出

## 案件プロセス

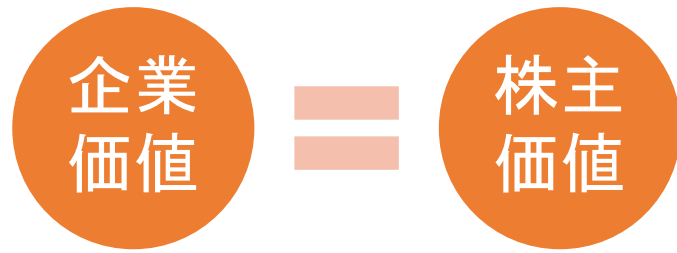
- 厳格な価格評価と適切な交渉
- 契約書上の対応と工夫
- 最適なファイナンス手段の選択
- 公表のタイミングとストーリー

## 買収後の経営

- 経営の高い優先順位への付与と経営陣の関与
- ガバナンス構築
- 価値向上策とシナジーの実現

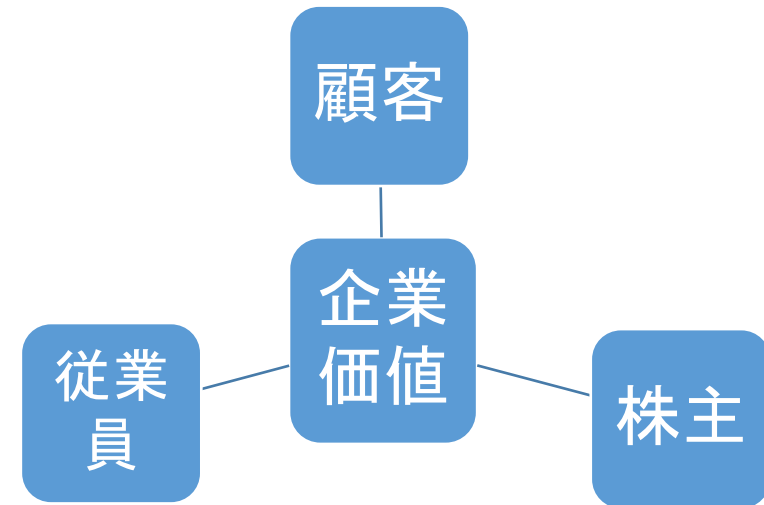
# 株主価値第一主義からステークホルダー価値重視が世界的な潮流

株主価値第一主義



株主価値最大化はショートターミズムと企業の長期的競争力の弱体化につながる

各ステークホルダー価値を等しく重視



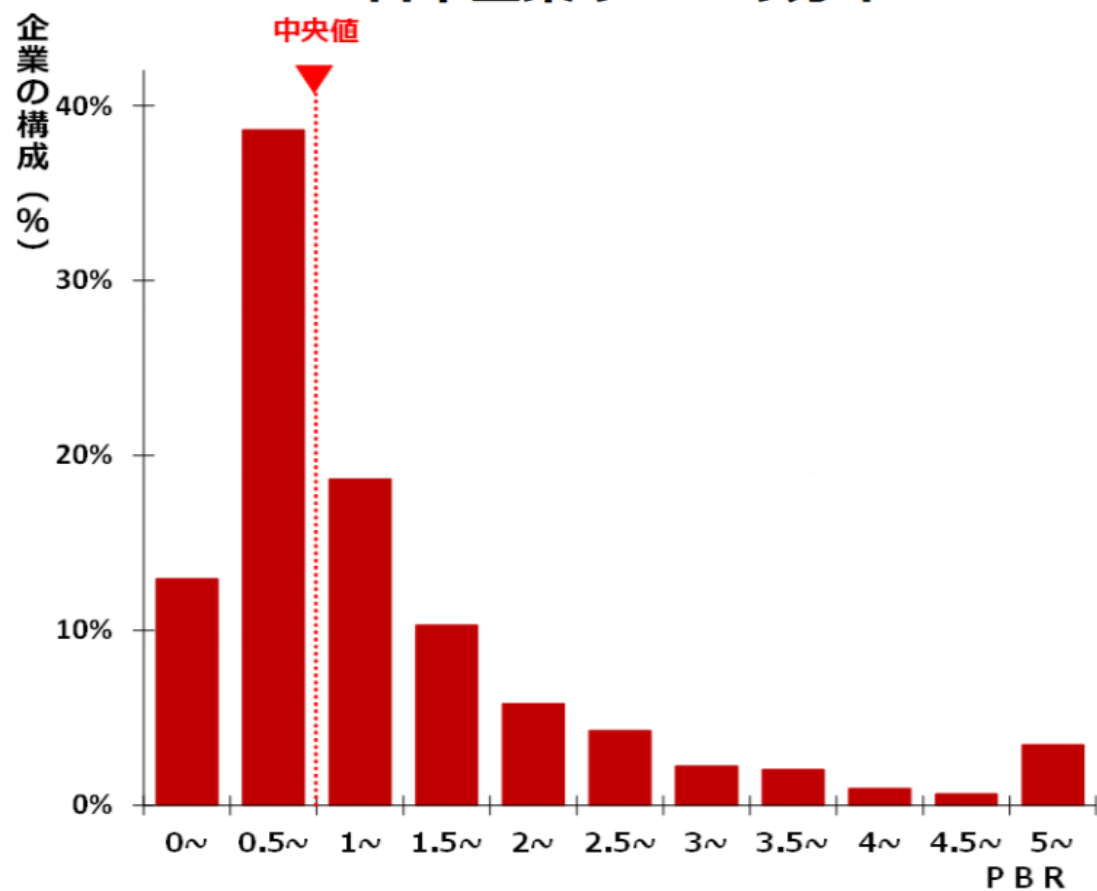
各ステークホルダーに対して最低限果たすべき責任が曖昧

“Accountability to everyone means accountability to no one”

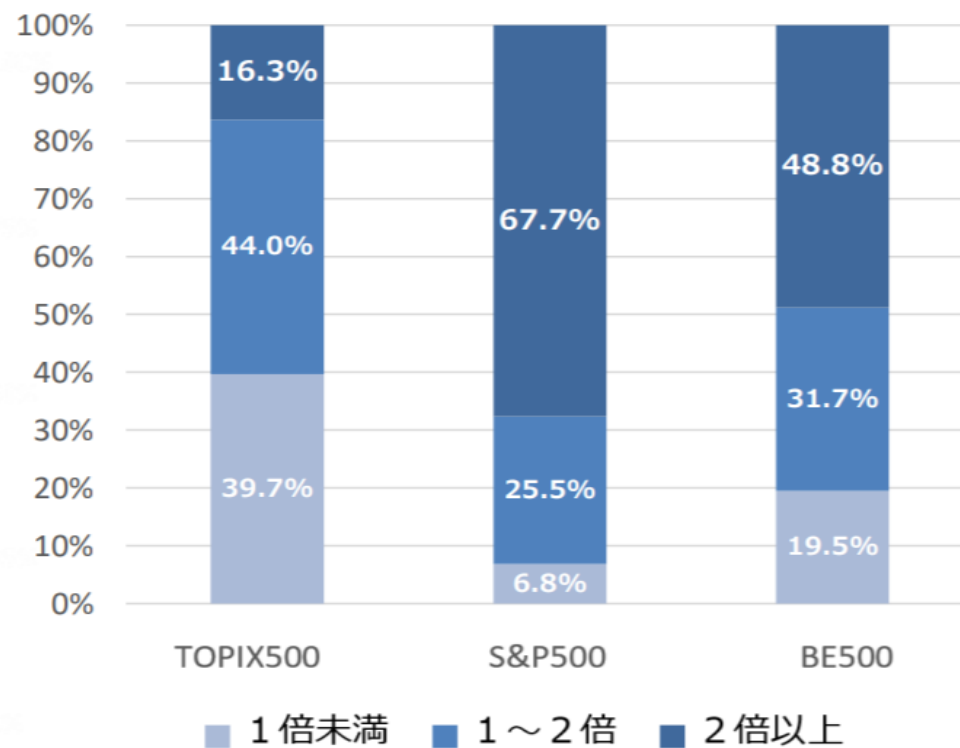
# 日本企業の株主価値と国際比較

出典 経済産業省

## 日本企業のPBRの分布

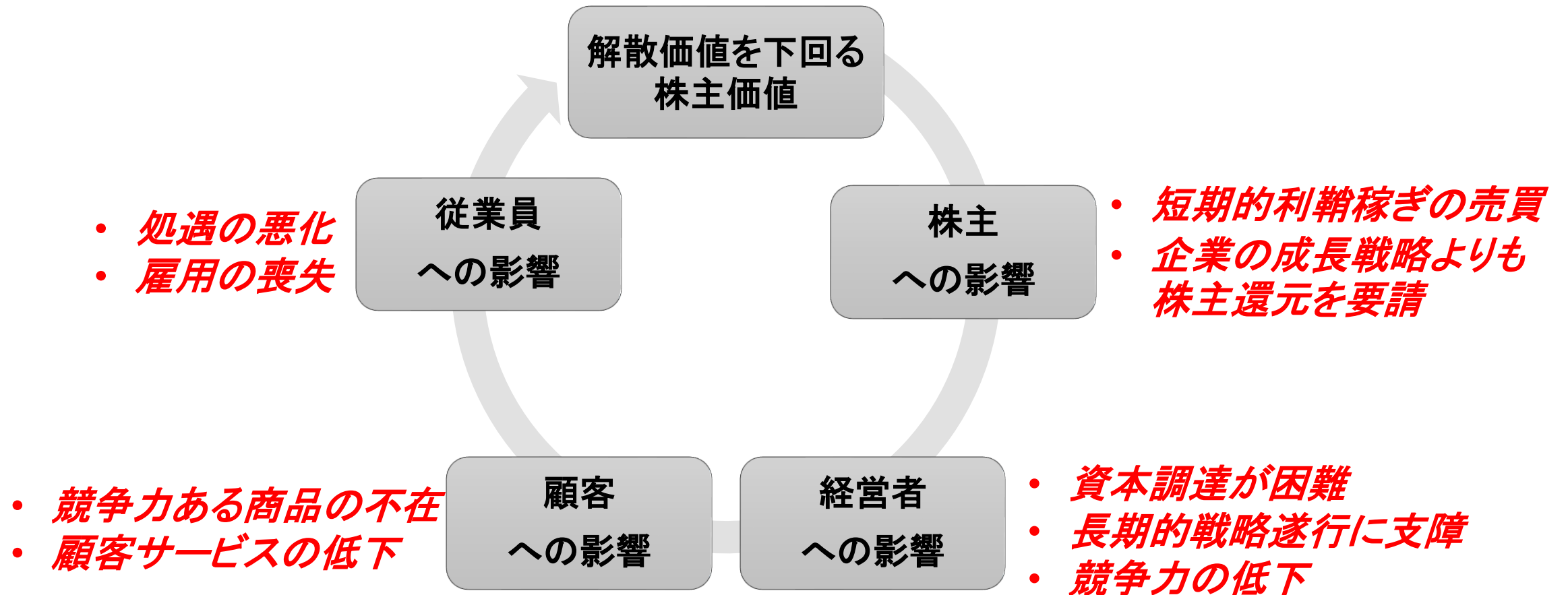


## (再掲) PBRの国際比較 (分布)

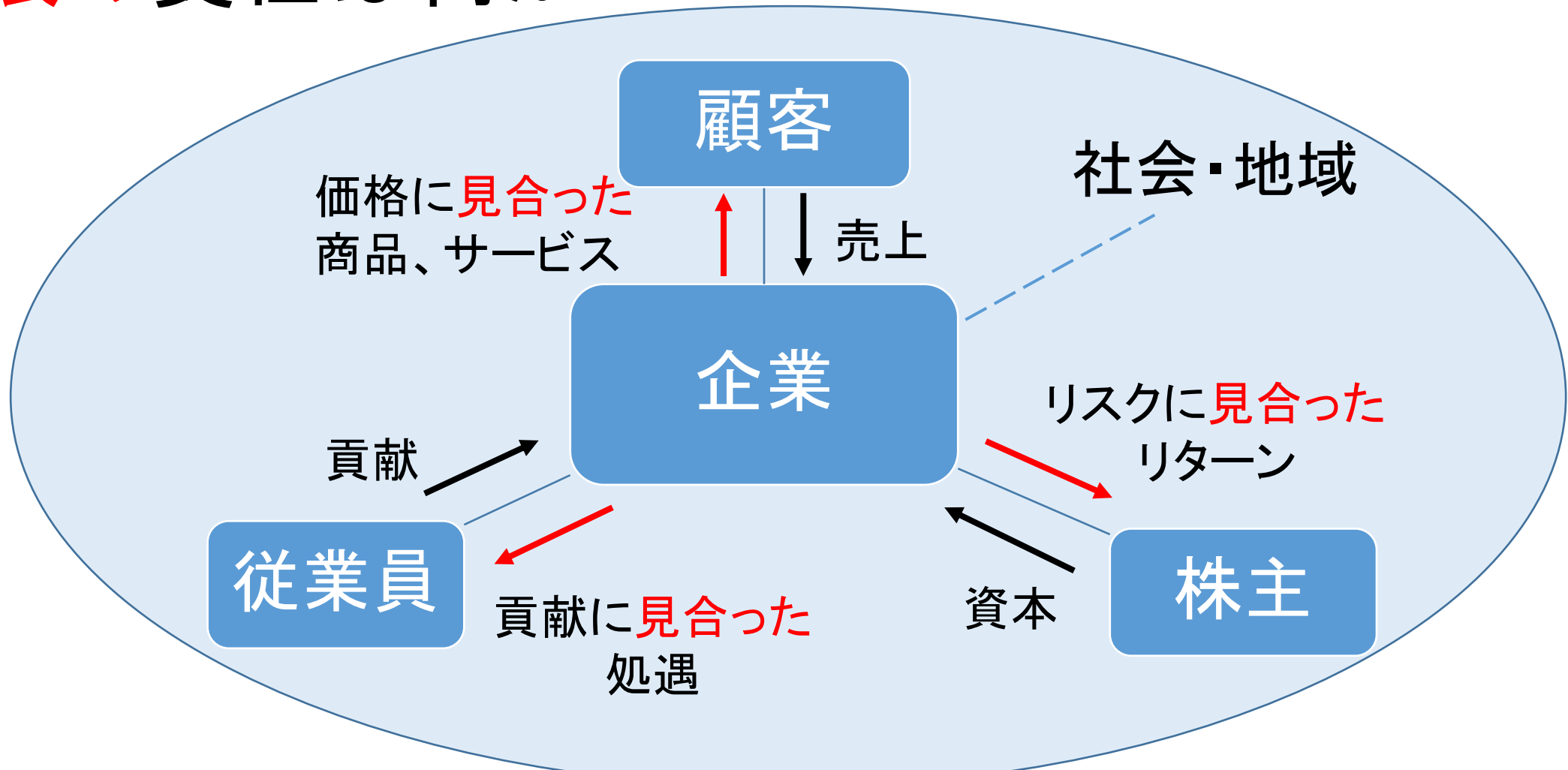




# 株主価値が解散価値を下回る場合の悪循環

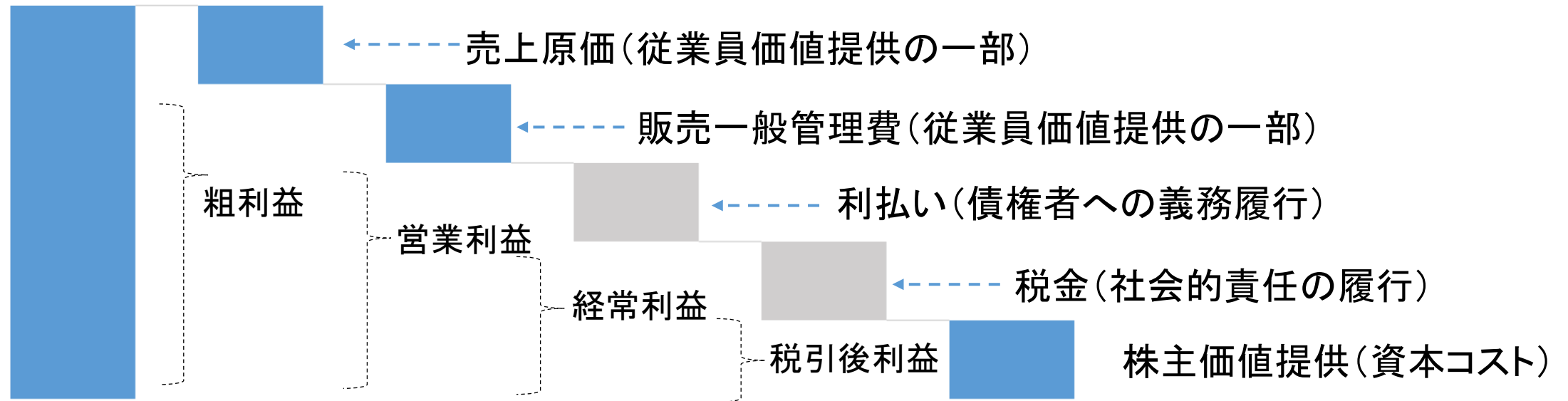


# 各ステークホルダーに対して果たすべき**最低限**の責任は何か



# 各ステークホルダーへの責任がすべて満たされていることは何によって示されるのか？

売上(顧客価値提供の対価)

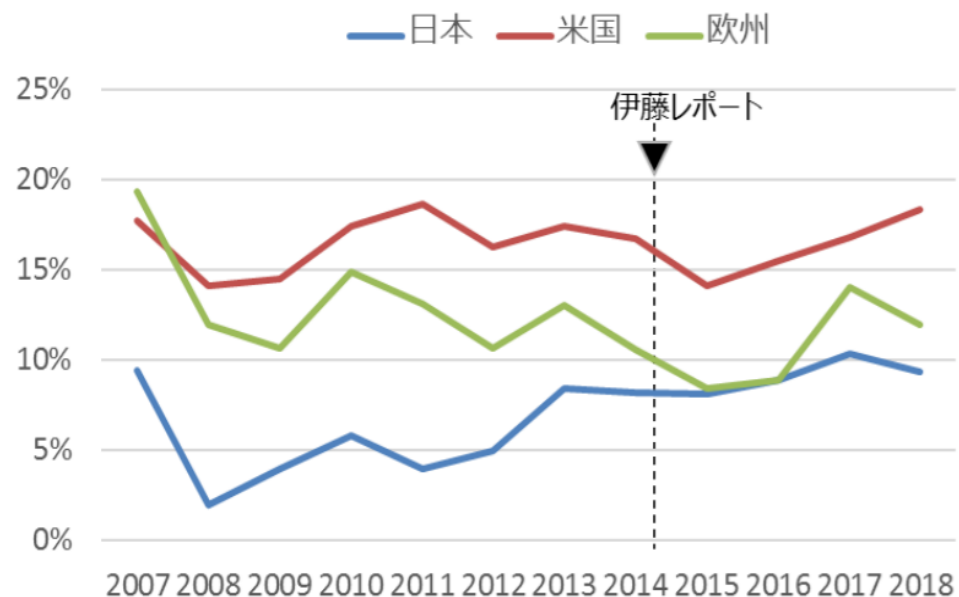


売上とコストの差額(利益)が安定的に資本コストを上回るとき、全てのステークホルダーに対する提供価値が満たされていると言える

# 日本企業のROEと国際比較

出典 経済産業省

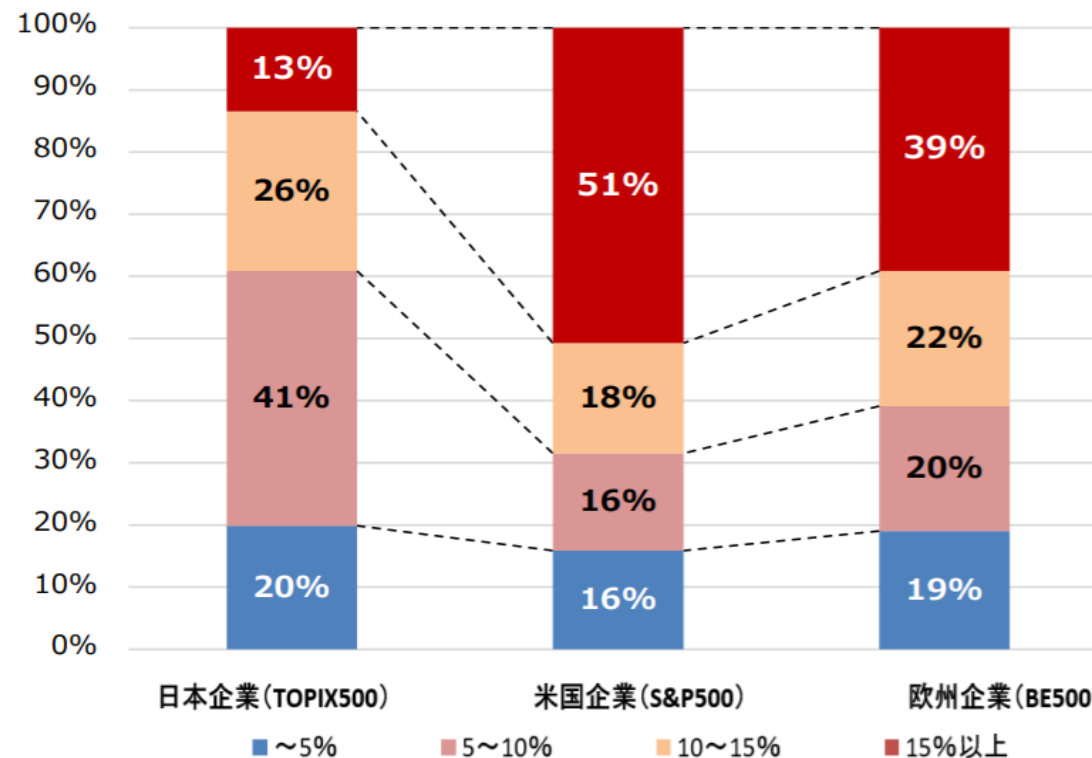
## 日米欧上場企業のROEの推移（加重平均）



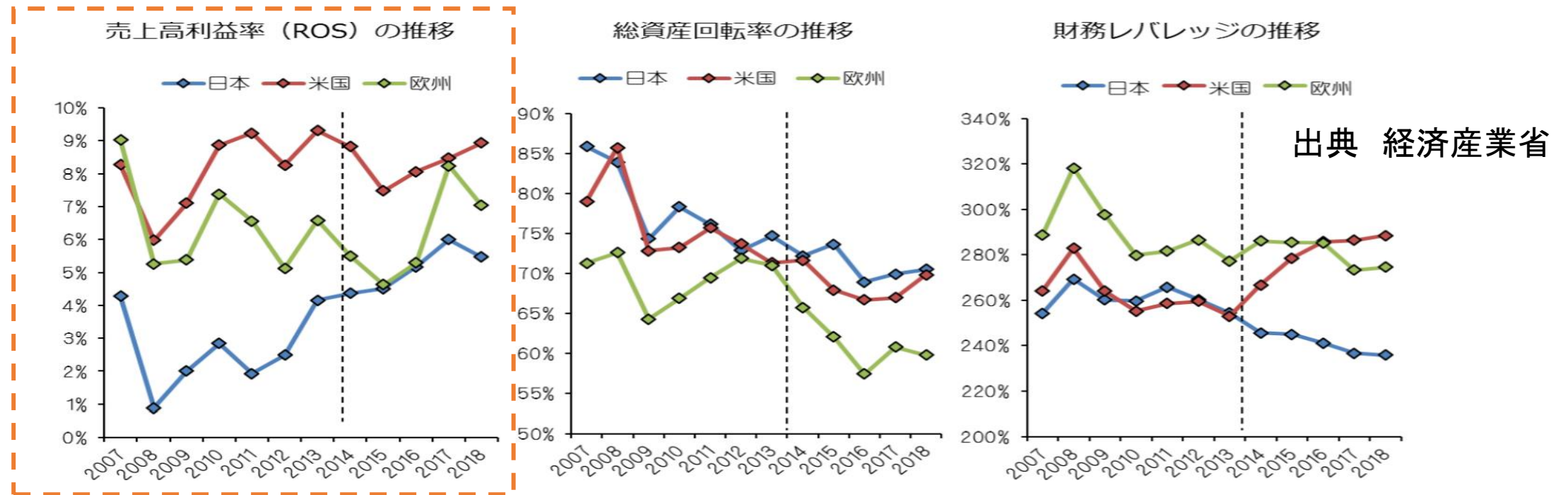
ROE(%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
日本	9.4	1.9	4.0	5.8	3.9	4.9	8.4	8.2	8.1	8.8	10.3	9.4
米国	17.7	14.1	14.5	17.4	18.6	16.3	17.4	16.7	14.1	15.5	16.8	18.4
欧州	19.3	12.0	10.6	14.8	13.1	10.6	13.0	10.5	8.4	8.9	14.0	11.9

## ROEの分布

ROE (Return on Equity) = 株主資本利益率。株主資本に対する当期純利益の割合。株主が投下した資金に対して企業がどの程度利益を上げたかの指標になる。



# 低ROEの原因はイノベーションと新陳代謝の欠如にある

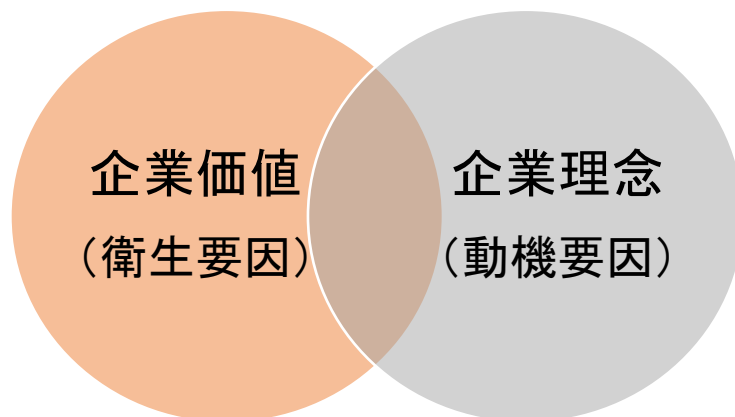


売上高利益率(生産性)  
が低い理由

- イノベーション、プレミアム価格設定能力の欠如
- 寿命の尽きた事業を抱え新陳代謝が行われない

# 企業の使命・存在意義と企業価値の関係

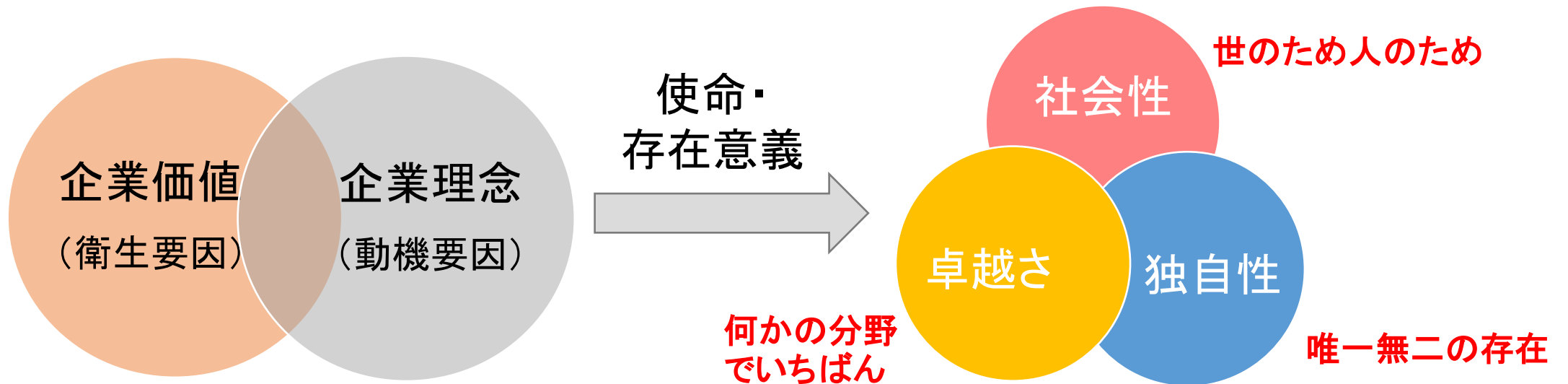
- 企業の使命・存在意義は稼ぐこと(企業価値)の先にある大義
- 経営者にとって企業価値は「動機要因」というより「衛生要因」
- **しかし、社会的使命や大義の重視が企業価値を毀損する言い訳になってはならない**



道徳を忘れた経済は罪悪、経済を忘れた道徳は寝言

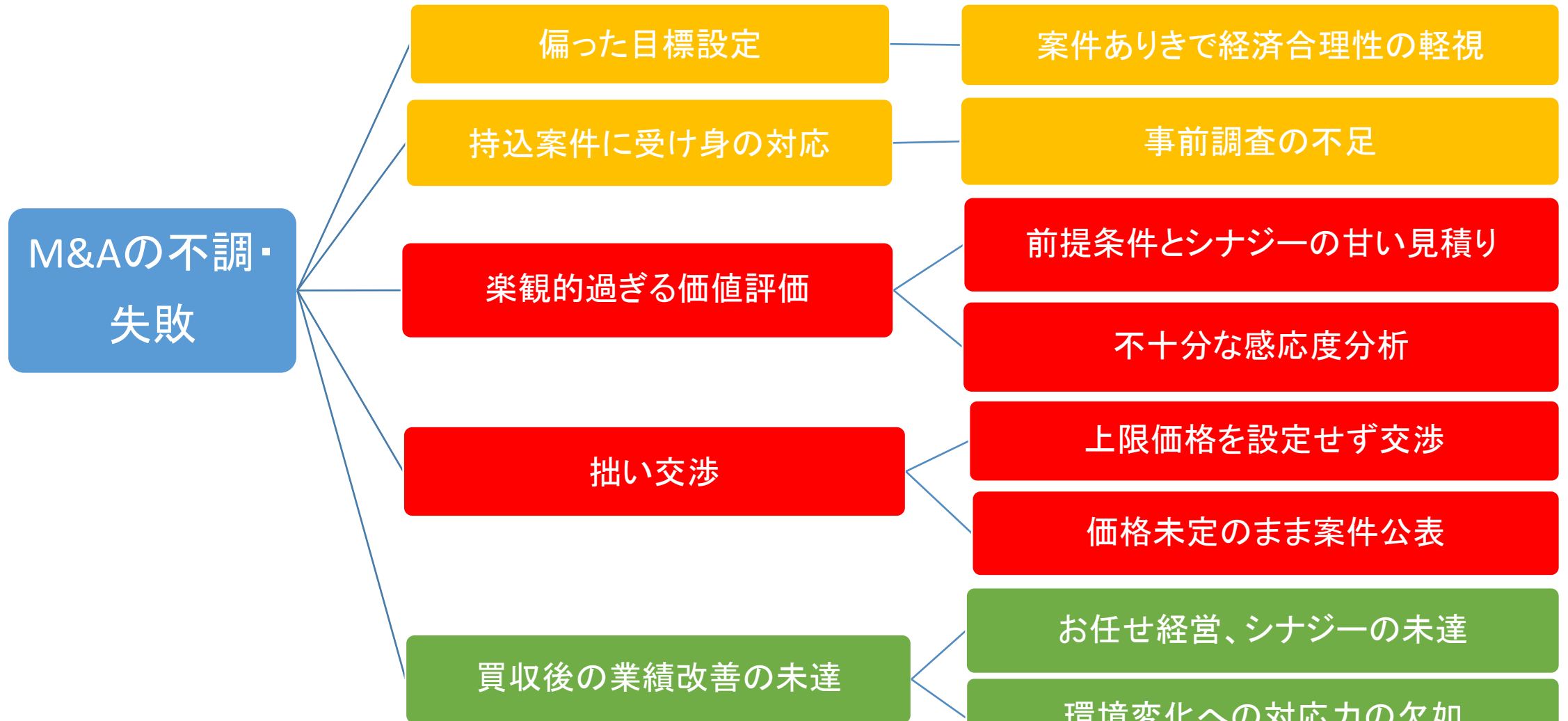
(二宮尊徳)

# 使命・存在意義へのコミットメントは卓越した企業価値創造のための推進力のひとつ



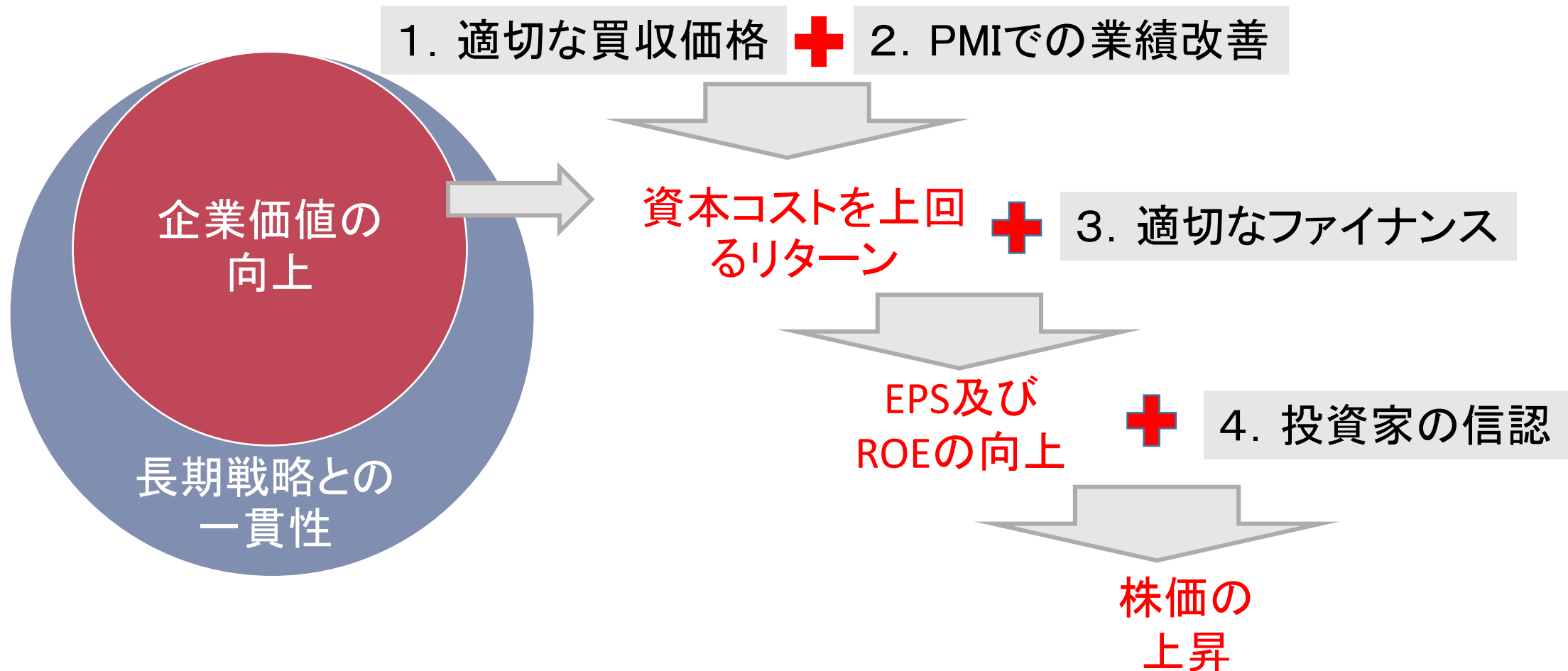
- 自社の使命と存在意義をつきつめることが独自性、差別化を促す
- 理念が浸透した求心力ある企業文化も、差別化された強みのひとつ
- 企業価値が解散価値を上回るだけなら普通の会社、企業理念が企業価値創造を推進する企業が尊敬される会社

# M&Aが不調・失敗に至る複合的要因（再掲）

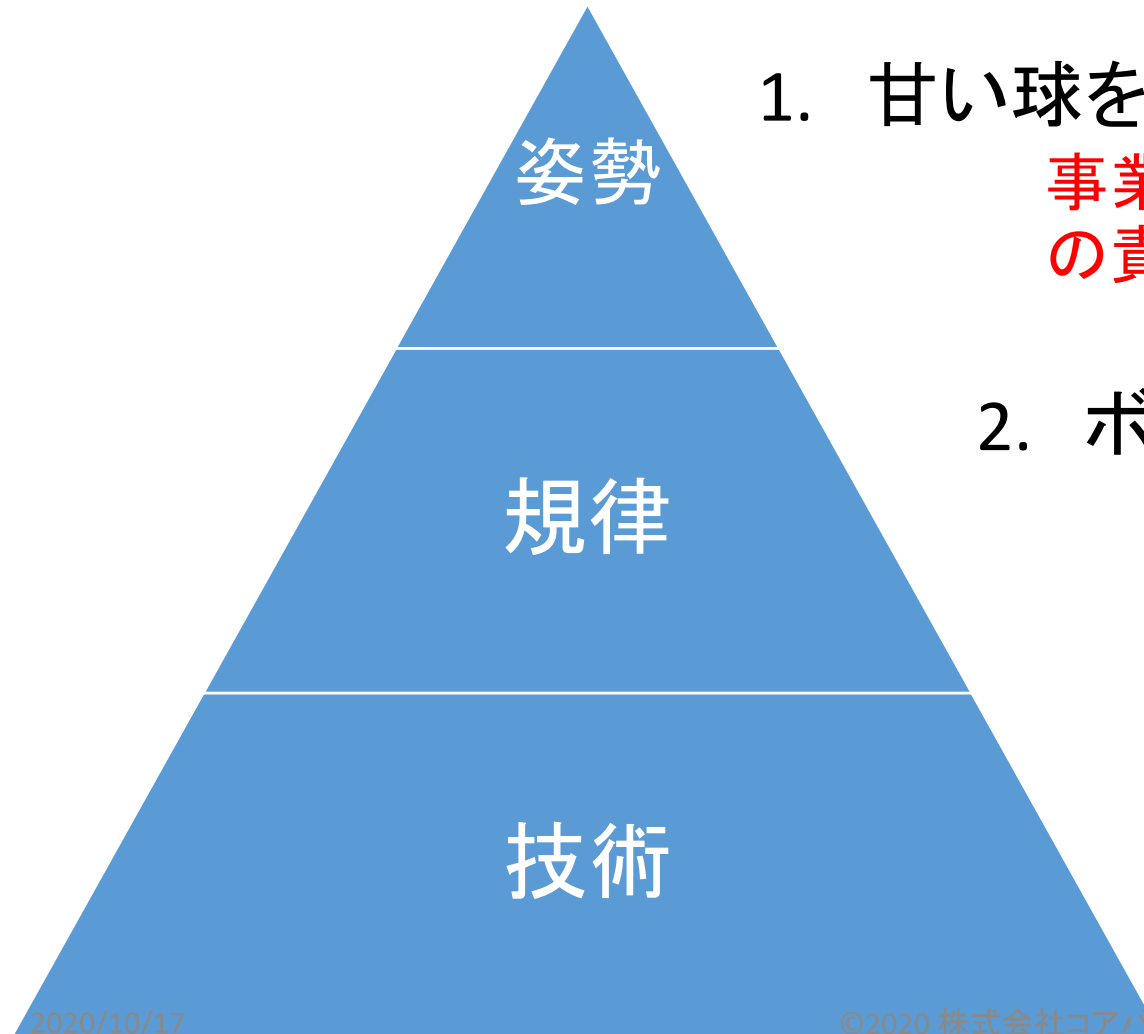




# M&Aの成功のための要件は何か(再掲)



# M&Aに優れた経営をするために



## 1. 甘い球を見逃さずに必ず仕留める

事業ポートの新陳代謝の促進は経営者の責任であることを自覚

## 2. ボール球に手を出さない

株価向上につながる道筋が見えないM&A案件はやらない

## 3. 選球眼を磨く

## 4. 得意なコースを増やす

PMIを通じた業績改善ノウハウを高める