

# 2023ボード・アカデミー

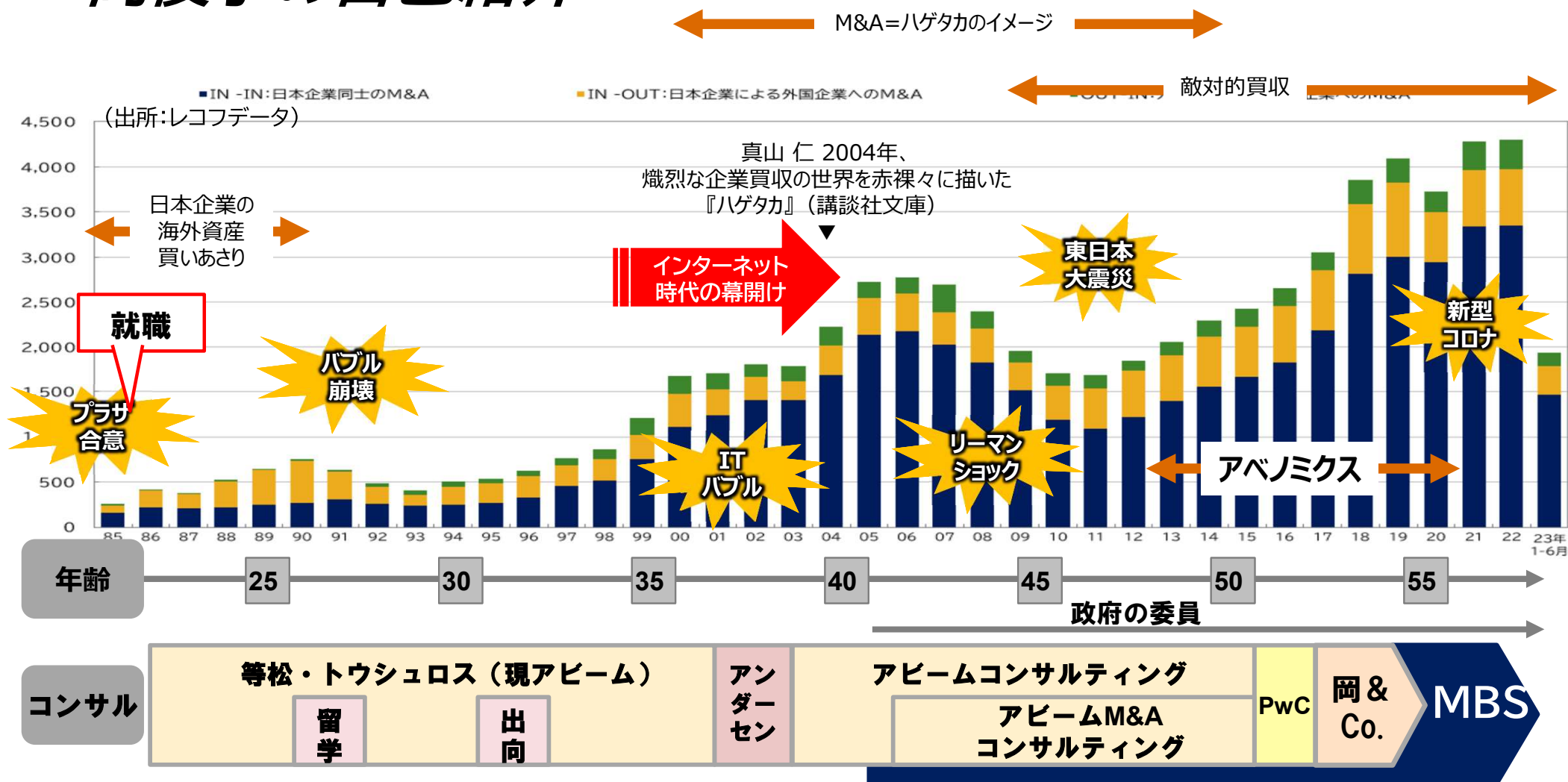
## 取締役がチェックすべきM&Aの重要事項



2023年 8月 22日(火)、8月 24日(木) 17:00-20:00

岡俊子(明治大学グローバル・ビジネス研究科MBS 専任教授)

# 岡俊子の自己紹介



現任の社外取締役(上場):

- 日立建機
- ENEOSホールディングス
- ソニーグループ
- ハピネット

# M&Aって…

「高い」と  
思うが、何をもっ  
てそう主張すれば  
良いのだろうか？

他部門の案件  
だしなあ…

この案件、  
やらなかったら  
会社はどうなるの  
だろうか？

取締役会で議論しろと  
言われても…

説明を聞いても  
専門用語  
ばかりで…



会社をモノのように  
売り買いするなんて、  
性に合わない…

結局追認することに…  
⇒ それで良いのか？

# 本日の内容

17:00-19:00	講義(Q&A含む): <ul style="list-style-type: none"><li>● M&amp;Aのディールサイクル</li><li>● M&amp;Aにおける昨今のテーマ</li></ul>
19:00-19:10	休憩
19:10-19:40	グループディスカッション
19:40-20:00	発表+ラップアップ



# グローバル比較における 日本の立ち位置



# 世界の時価総額ランキング

1989年(平成元年)



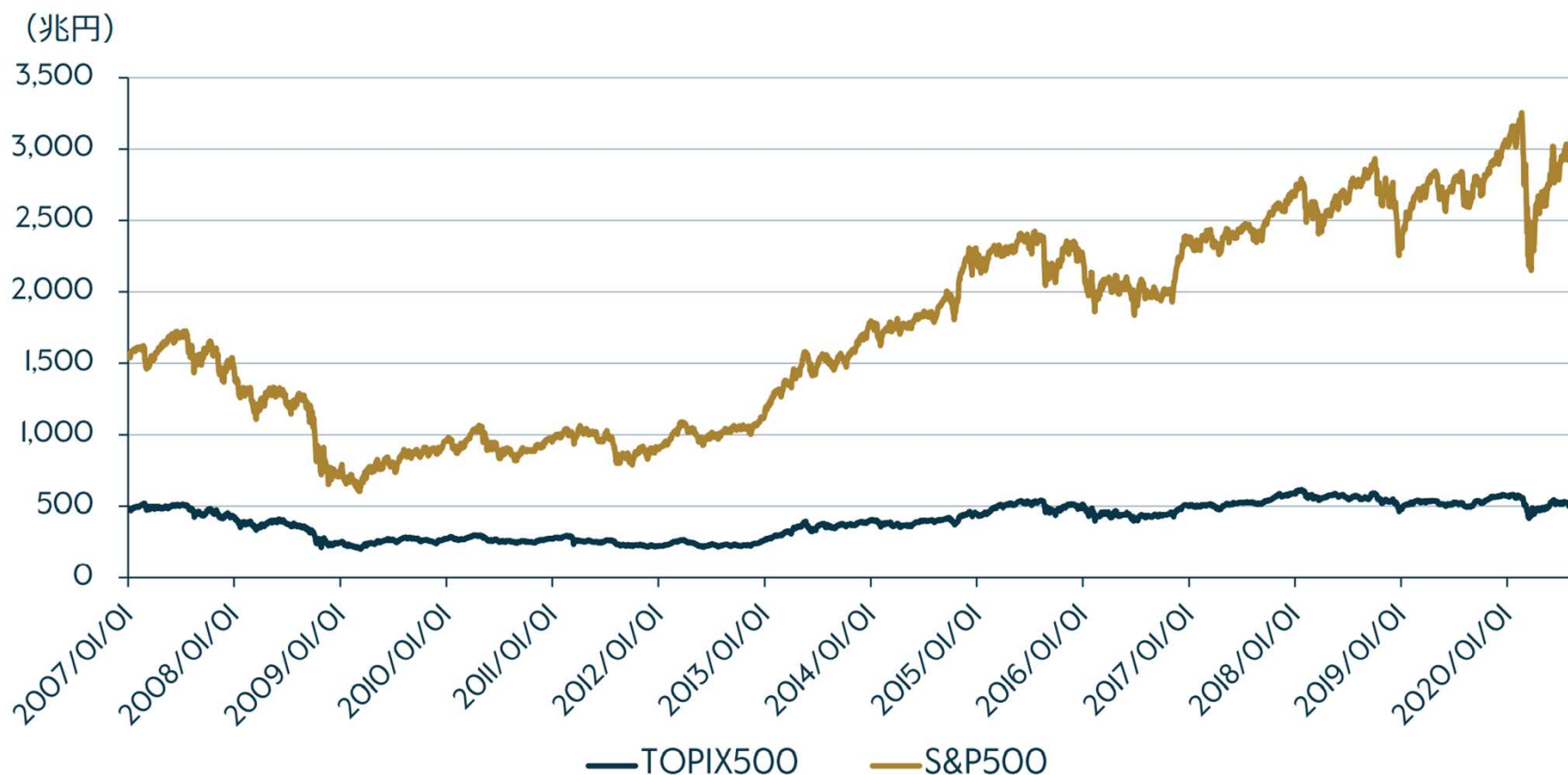
2022年2月末

1	NTT	1,638.6 億ドル	1	アップル	2.69 兆ドル
2	日本興業銀行	715.9	2	マイクロソフト	2.24
3	住友銀行	695.9	3	サウジアラムコ	2.21
4	富士銀行	670.8	4	アルファベット	1.78
5	第一勧業銀行	660.9	5	アマゾン	1.56
6	IBM	646.5	6	テスラ	8,996 億ドル
7	三菱銀行	592.7	7	バークシャー・ハサウェイ	7,086
8	エクソン	549.2	8	エヌビディア	6,077
9	東京電力	544.6	9	メタ・プラットフォームズ	6,033
10	ロイヤル・ダッチ・シェル	543.6	10	台湾セミコンダクター	5,550
11	トヨタ自動車	541.7	11	テンセント	5,166
12	GE	493.6	12	ビザ	4,680
13	三和銀行	492.9	13	ユナイテッドヘルス	4,477
14	野村証券	444.4	14	ジョンソン&ジョンソン	4,327
15	新日本製鉄	414.8	15	JPモルガン・チェース	4,187
16	AT&T	381.2	16	サムスン電子	4,071
17	日立製作所	358.2	17	ウォルマート	3,749
18	松下電器	357.0	18	P&G	3,737
19	フィリップ・モリス	321.4	19	LVMHモエヘネシー・ルイヴィトン	3,667
20	東芝	309.1	20	ネスレ	3,588

# 日米証券取引所における時価総額の推移

日本の上場企業の時価総額は成長していない。

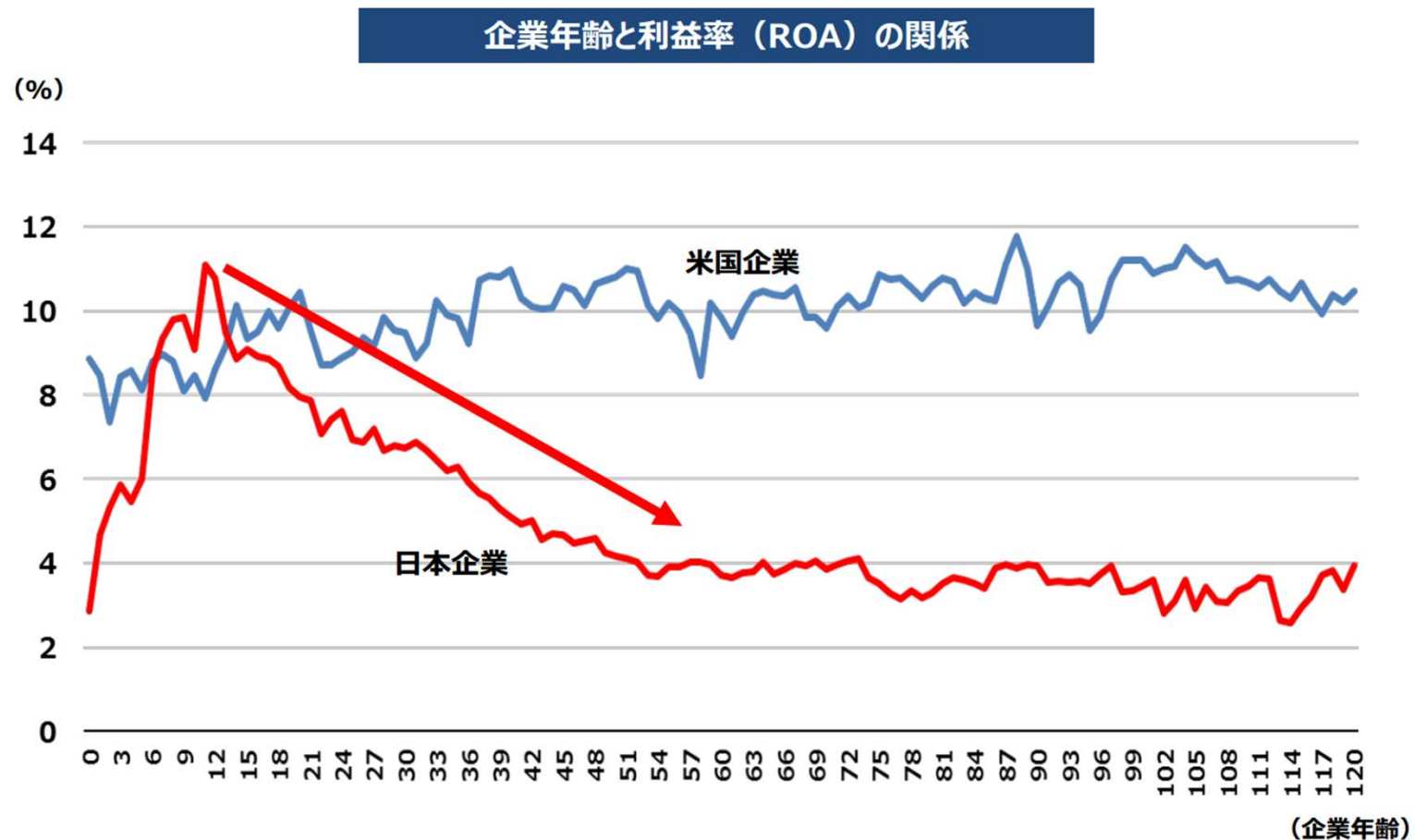
## 日米の証券取引所の時価総額推移



出所：Bloombergデータを基にカーライル作成（2020年8月末時点）

# 長寿であっても利益率は低い日本企業

「企業は長く続くことだけが価値ではない」という声もある。



(注) 1978年－2015年までの上場企業（金融・保険・不動産業を除く。）のROAを集計したもの。

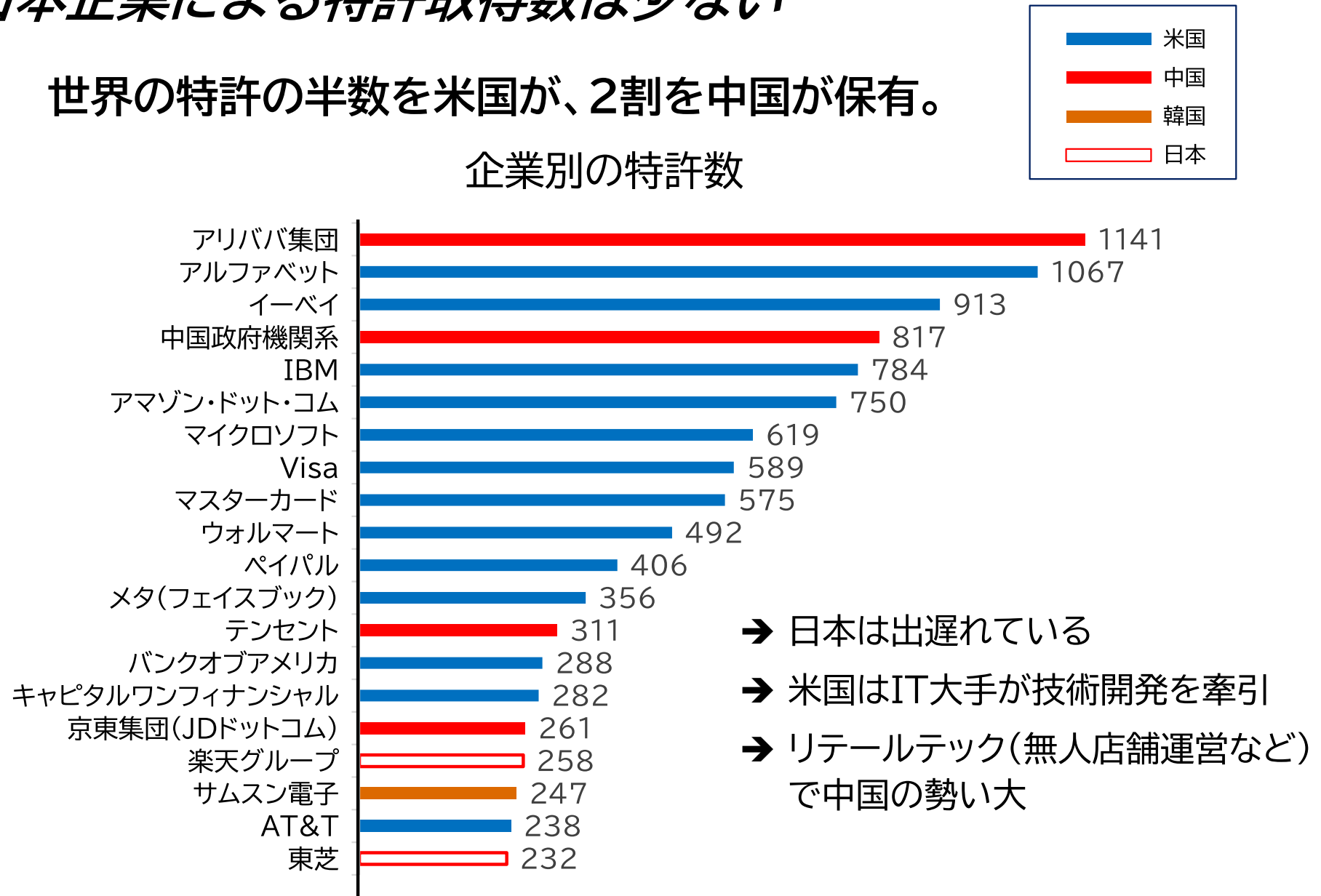
(出所) YAMAGUCHI, NITTA, HARA, SHIMIZU (2018) 「Staying Young at Heart or Wisdom of Age: Longitudinal Analysis of Age and Performance in US and Japanese Firms」

28

# 日本企業による特許取得数は少ない

世界の特許の半数を米国が、2割を中国が保有。

## 企業別の特許数



## 都市別スタートアップ・エコシステム・ランキング(2023年)

前年に続き、米国のシリコンバレー、ニューヨークと英国のロンドンが上位1～3位。トップ10のうち、半分の5都市が米国。2都市が中国。

順位(前年)	都市名	国名
1(1)	シリコンバレー	US
2(2)	ニューヨーク	US
2(2)	ロンドン	UK
4(6)	ロサンゼルス	US
5(7)	テルアビブ	イスラエル
6(4)	ボストン	US
7(5)	北京	中国
8(18)	シンガポール	シンガポール
9(8)	上海	中国
10(9)	シアトル	US

- 2021年に16位にランクインした韓国のソウルは2022年に初めて上位10位に入りしたが、2023年は11位以下に順位を落とした。
- 2021年9位だった東京は、2022年に12位に、2023年は15位とさらに順位を下げた。
- シンガポールの躍進が大きい。

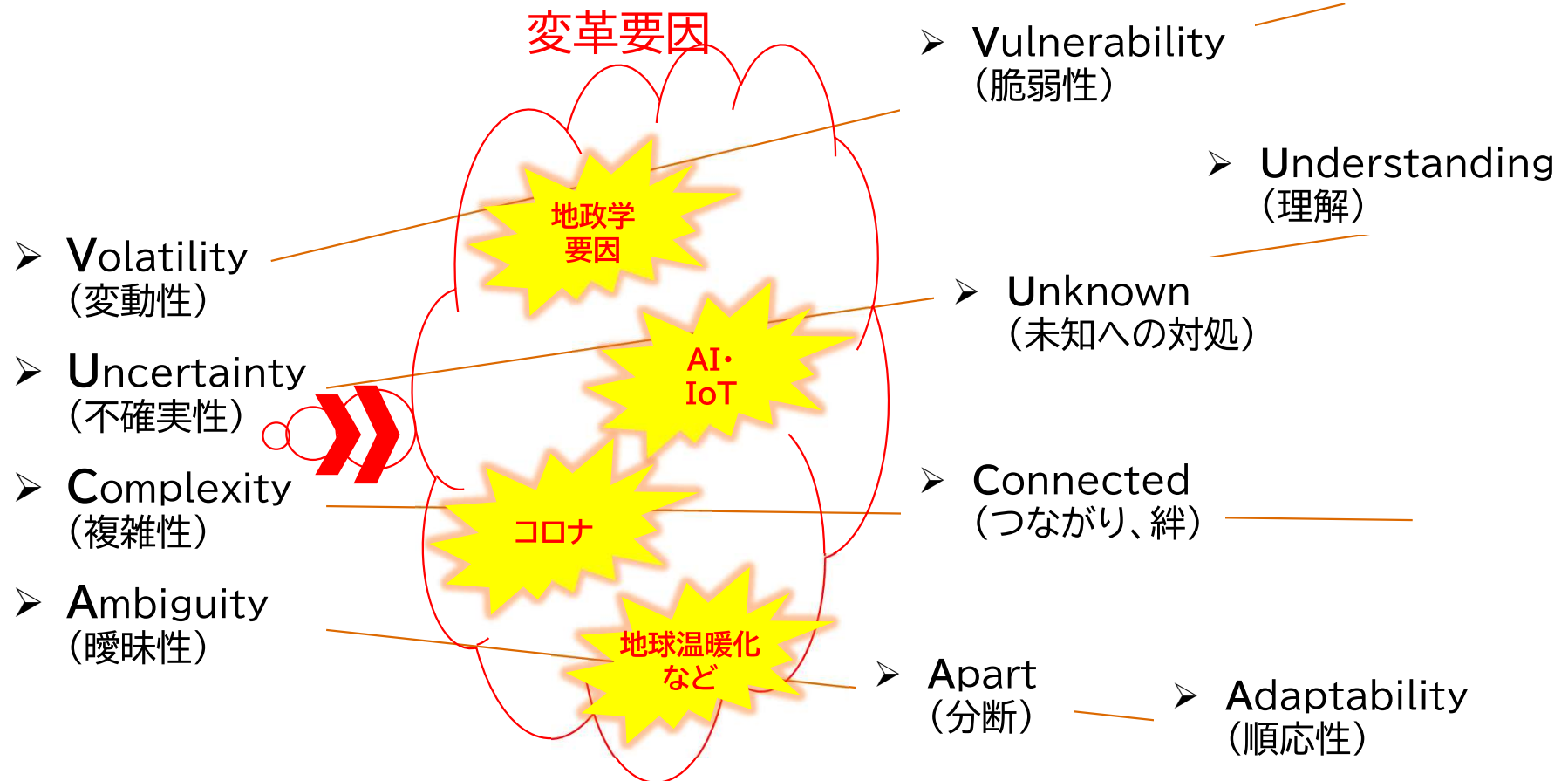
15(12)

東京

日本

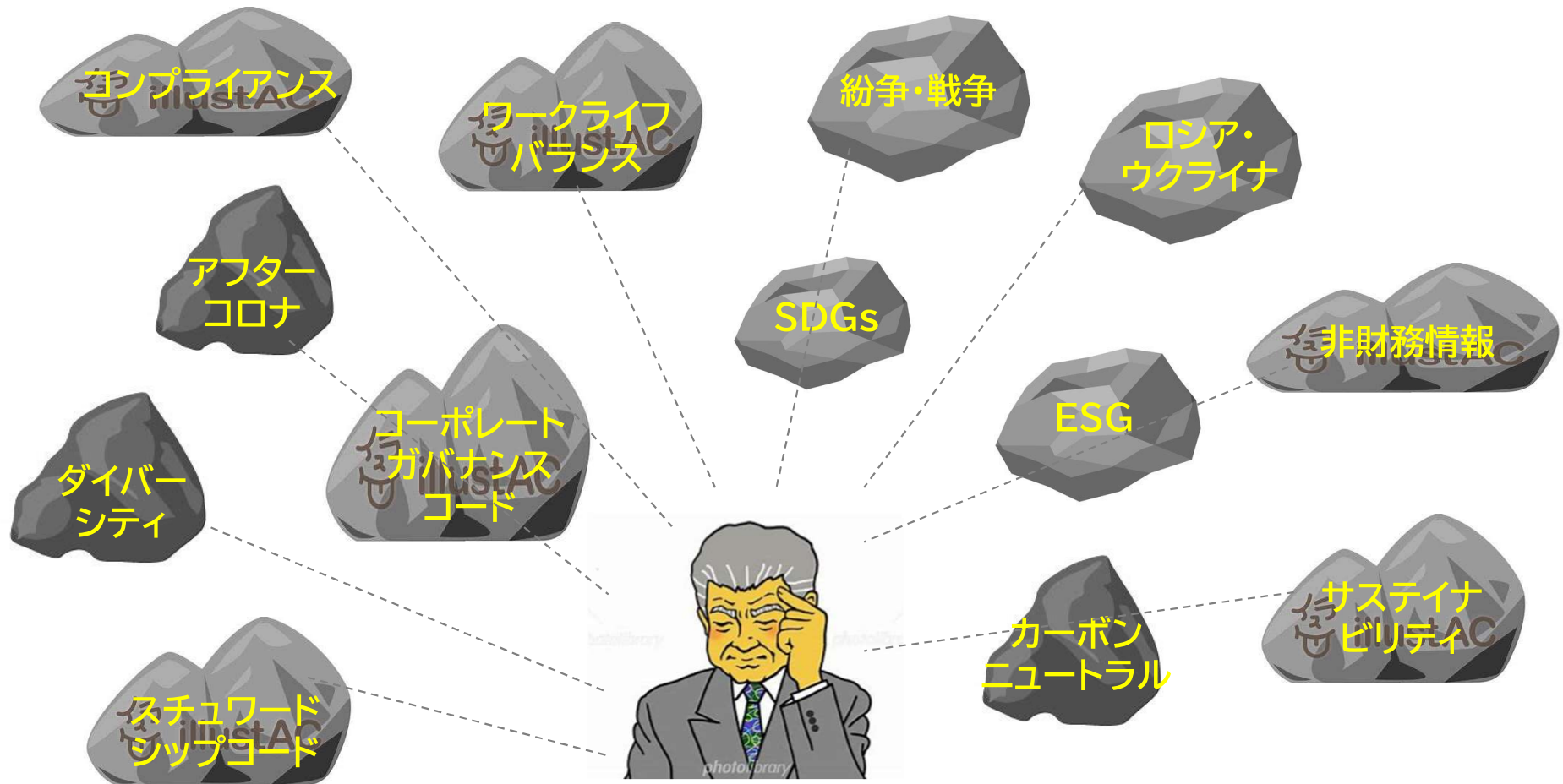
# VUCAの時代

環境の変化とともに新たなVUCAも出現。



# 取り組むべき新たな課題が山積

経営環境の変化のスピードが速い。後手にまわらないように。



次々と課題が降ってくる・・・



# 企業と事業

企業は器。その器の事業が価値を創出し社会に貢献。

企業

≠

事業

企業は、

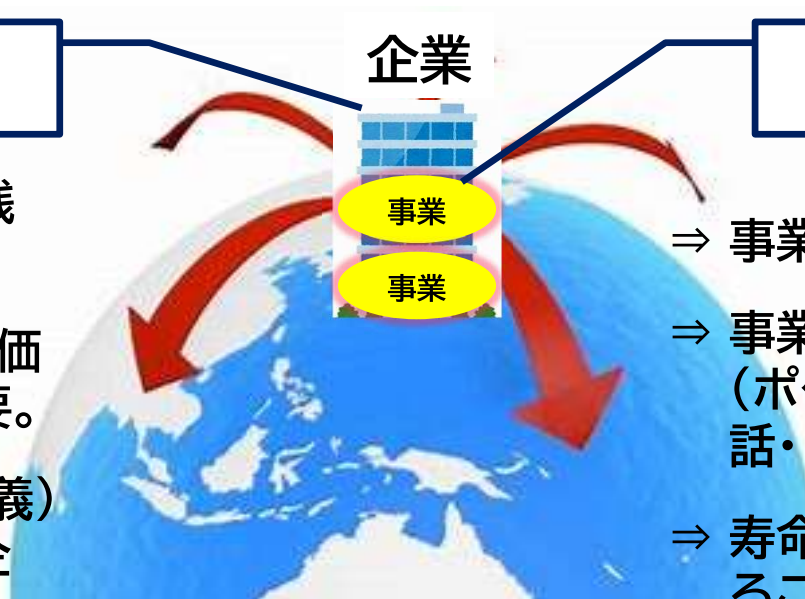
Going Concern

- ⇒ 企業は経営者の意志で残せる。
- ⇒ 企業価値を上げるには、価値を創出する事業が必要。
- ⇒ 企業のパーパス(存在意義)を裏付けるのは事業と企業としての行動。

事業は、

寿命がある

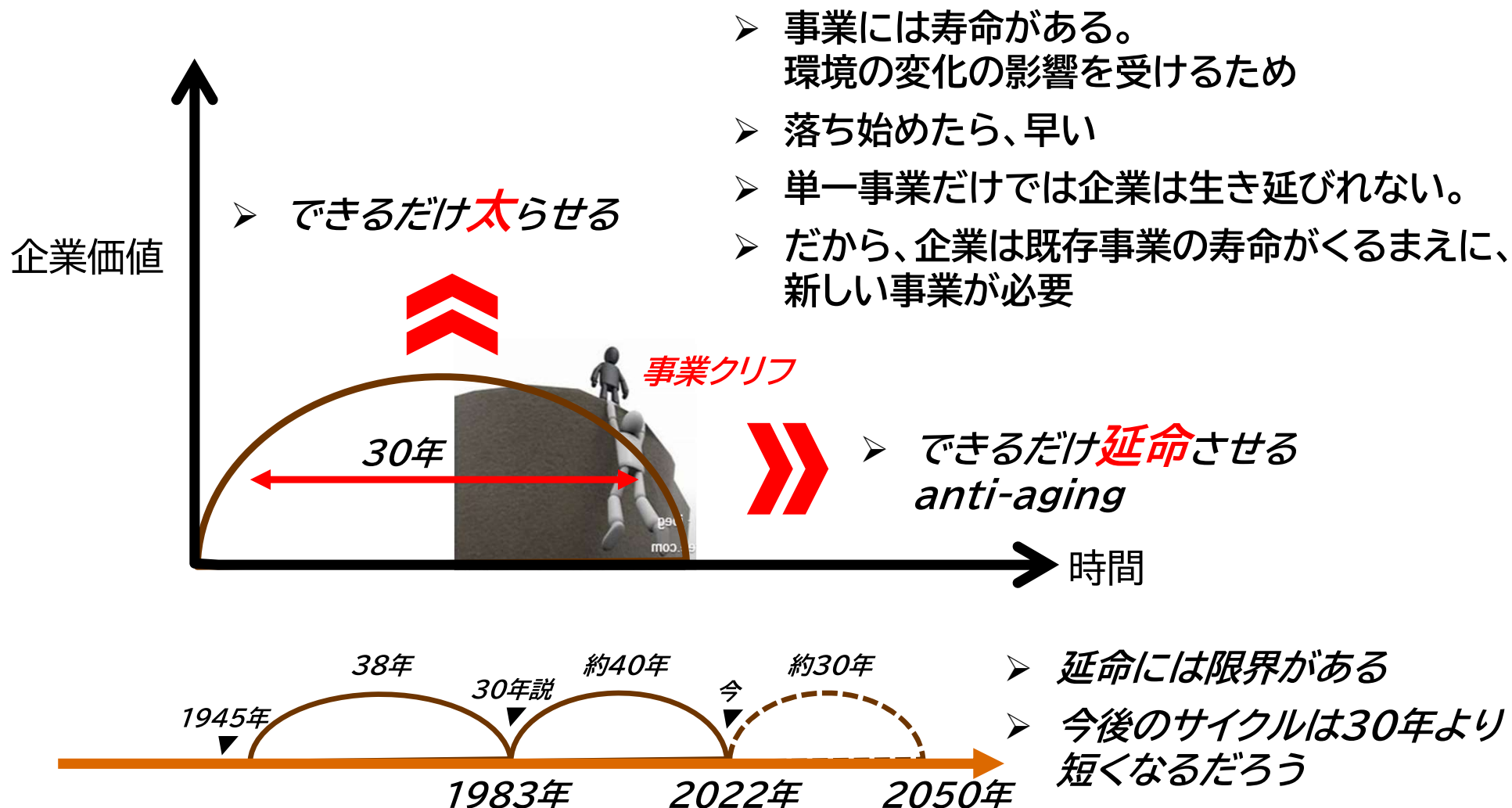
- ⇒ 事業は経営者の意志で残せない。
- ⇒ 事業は環境の変化の影響を受ける。(ポケベル、テレックス、公衆電話…)
- ⇒ 寿命がくるまで価値を最大化させることが社会貢献につながる。



➤ サステイナブルな企業成長には事業が必要。M&Aの対象は事業。

# 企業寿命30年説

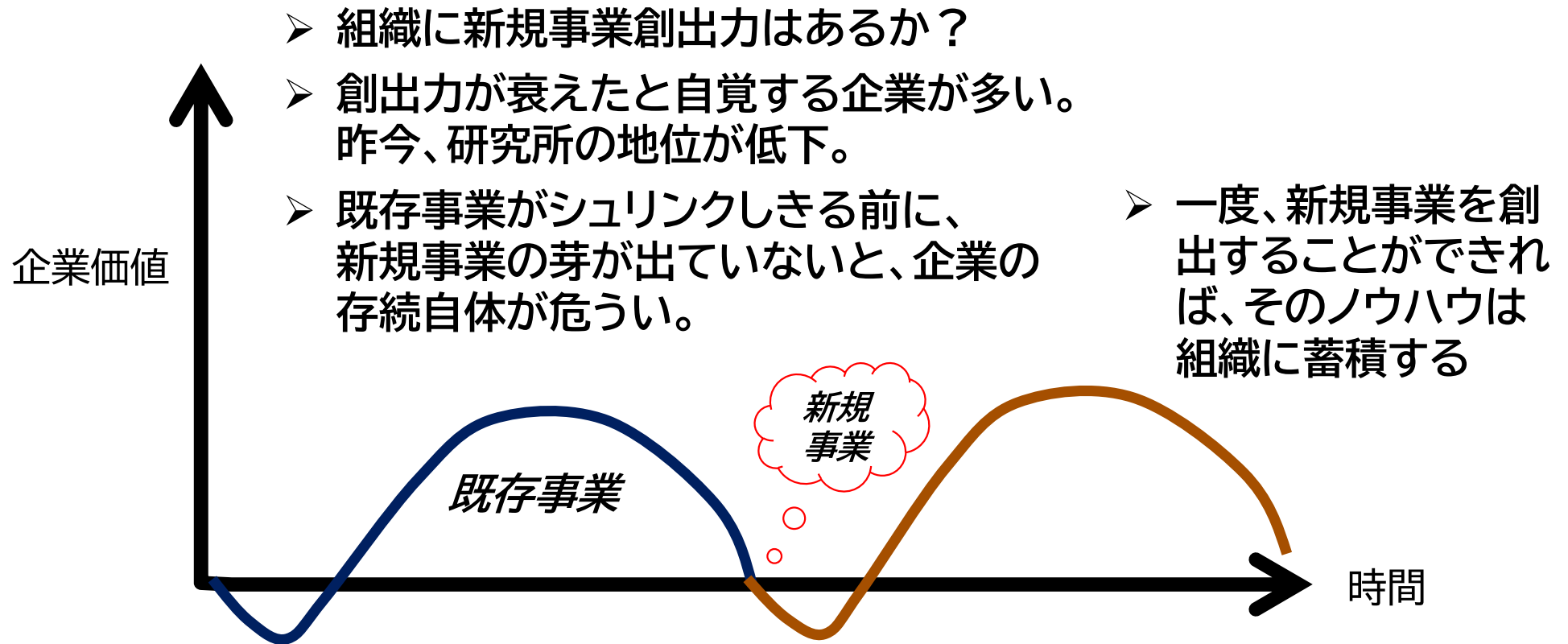
1983年(昭和の時代)に日経ビジネスが発表以来、定説に。



# 新規事業が創出できているか？

新しい事業を手に入れたいから

①新規事業を育成 ②外からM&Aで手に入れる

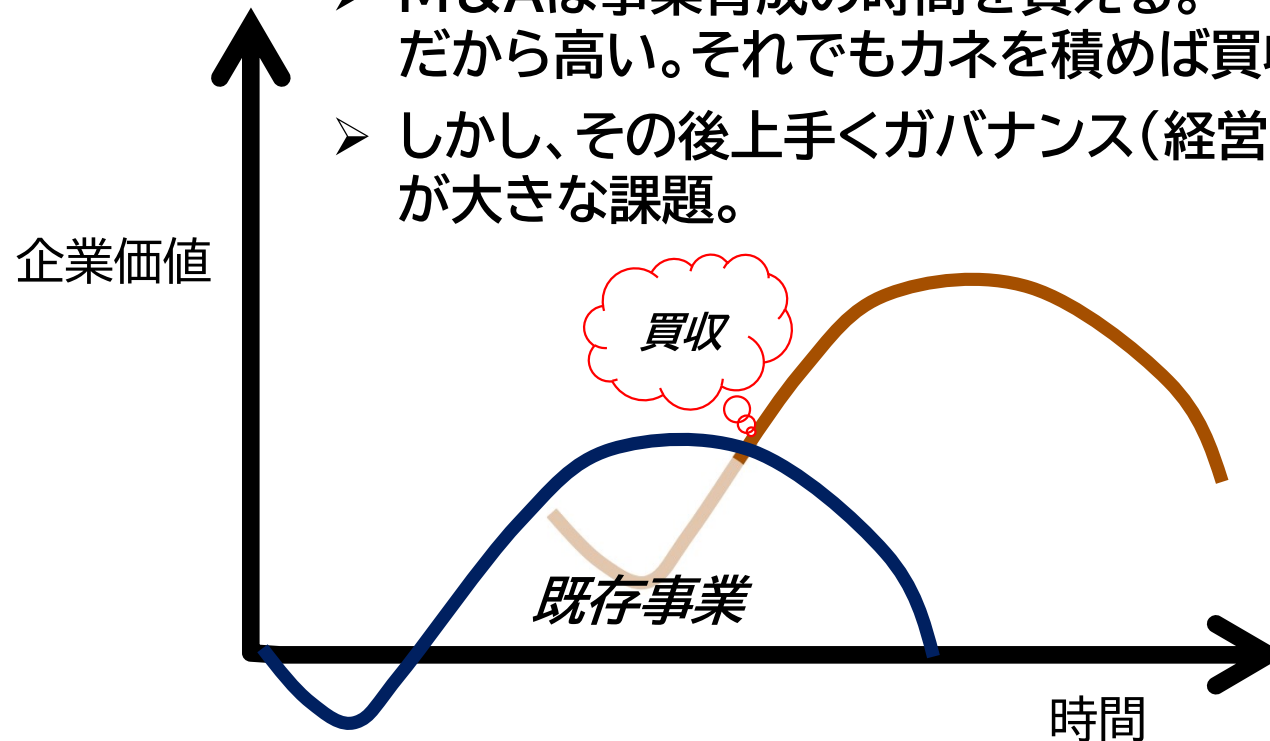


# M&Aを活用できているか？

新しい事業を手に入れたいから

①新規事業を育成 ②外からM&Aで手に入れる

- 新規事業が創出できなければ、M&Aしかない。
- M&Aは事業育成の時間を買える。  
だから高い。それでもカネを積めば買収できる。
- しかし、その後上手くガバナンス(経営)できるかが大きな課題。



- M&Aは万能ではない。
- M&Aしかないとなると、M&Aに向かうが、「M&Aさえすれば！」とM&Aに過剰な期待を持つようになる。
- グループ内に入れた後が重要。

# 「事業」を適時に入れ替えているか？

1. イノベーションのジレンマに陥っていないか？
2. 「両利きの経営」において、時間軸の概念が弱くないか？
3. 経営環境の変化を自社のこととして見ているか？
4. 決められない？優柔不断？周囲の雑音を気にしすぎ？  
リーダーシップの問題？ガバナンスの問題？  
他人に食われるより、自分で食ったほうが良いのでは？
5. 動けないのか？執行力が落ちているか？

## *M&Aのディールサイクル*



## M&Aの手法は多様

狭義には支配権をとる手法(50%超の議決権取得)を指す。

## 対価

上場会社  
ではTOB

# 株式譲受

## 增資引受

株式交換・株式移転

株式

## 会社分割

株式

## 事業譲渡

## 新設合併

株式

## 吸收合并

株式

資本提携／JV  
(マイノリティ出資)

## 業務提携

➤ 1990年代までは、合併、公開買付け、第三者割当増資しかなかった。

## 株式取得

## 事業買収

買収 — Acquisition

## 合併 — Merger

(狭義)  
M&A手法

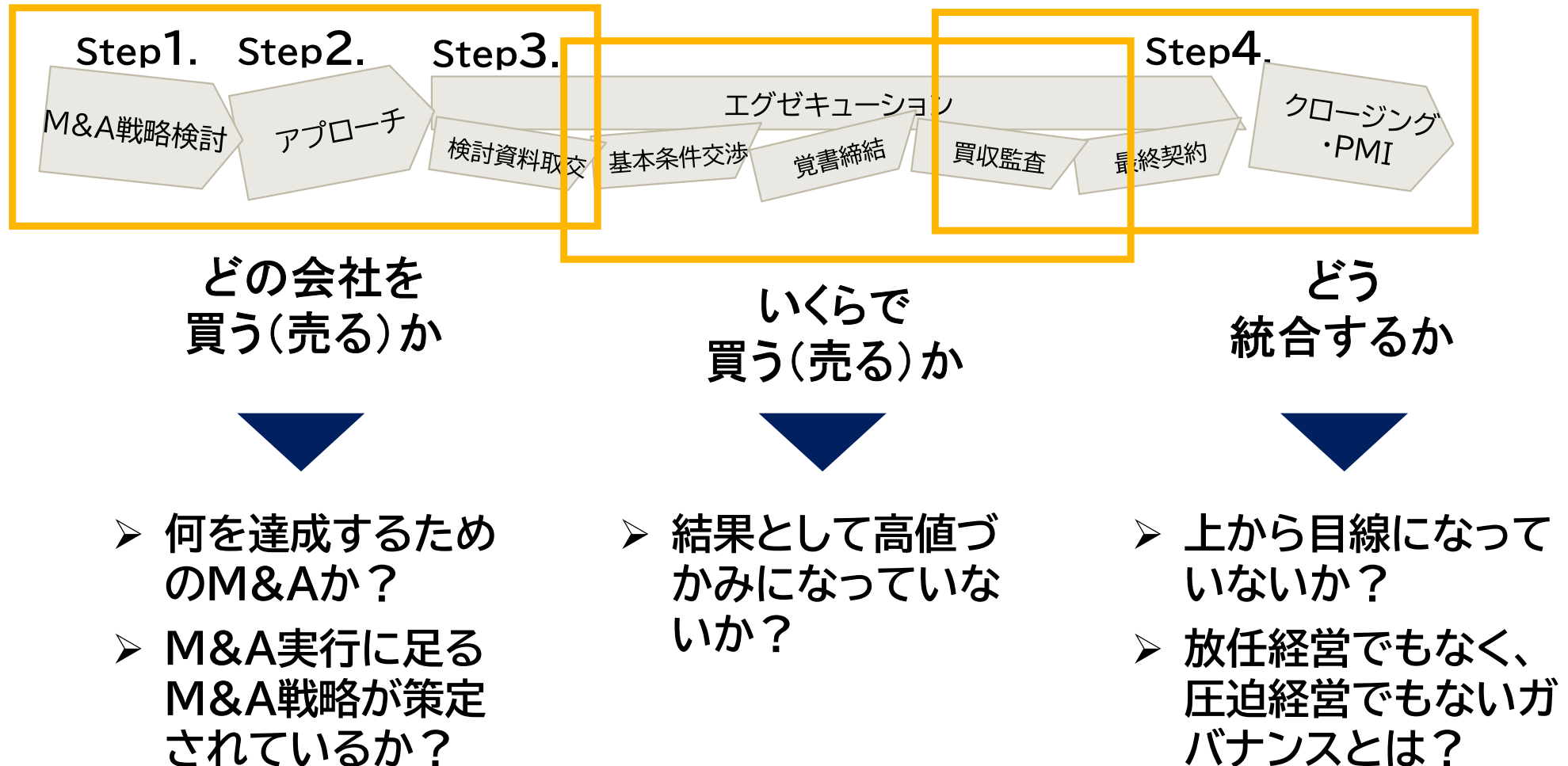
## (広義) M&A手法

## 提携

Toshiko Oka

# M&A実行には改善すべき点が多い

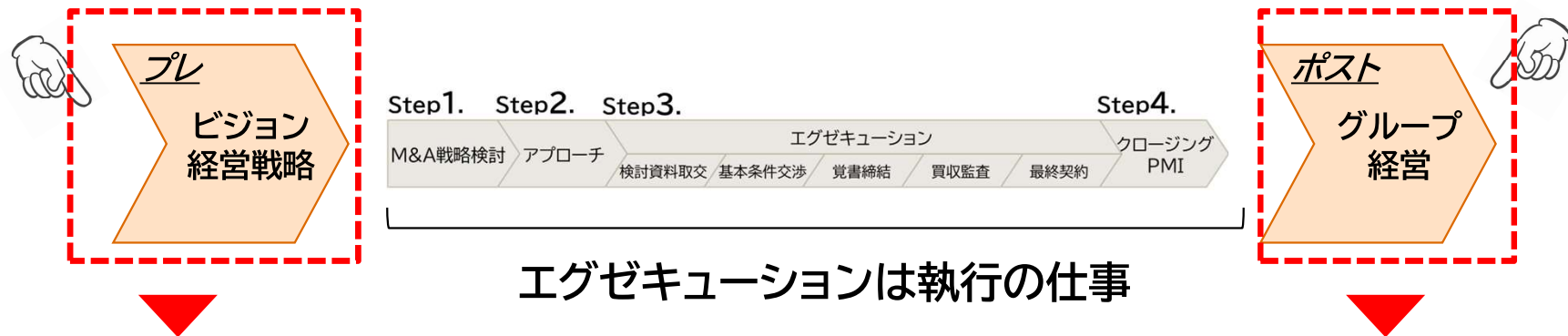
M&Aの目的は何か？達成できるか？に立ち戻ることが重要。





# 取締役は前と後をフォーカス

取締役が注視したいのは、「ビジョン・経営戦略」はあるか？  
「グループ経営」はできているか？



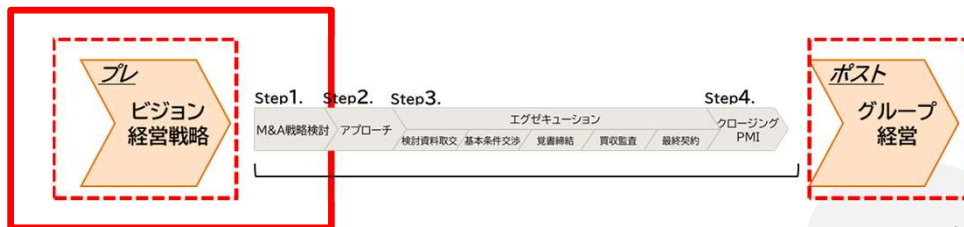
M&A案件は、会社のミッションやビジョン、経営戦略を実現させるためのツール

- ✓ そもそも戦略ストーリーはあるか？
- ✓ そもそも事業ポートフォリオを見直す気があるのか？

PMIは、クロージング後しばらくの間だけ。その後はグループ経営の一環

- ✓ そもそもグループ経営の方針、子会社のガバナンス方針は、できているか？
- ✓ モニタリングの仕組みはあるのか？うまく機能しているのか？
- ✓ 1年後点検、3年後点検を丁寧に実施しているか？

## M&A戦略の策定



経営戦略と  
M&A戦略は、  
何が違うのか？



# M&Aを想定した経営戦略となっているか？

経営戦略 と M&A戦略 の両方を、中計に盛り込む。

(どこへ行くの？)

(誰をファミリーに  
入れるの？)

整合性をとって、  
数字(中計)に落とし込む

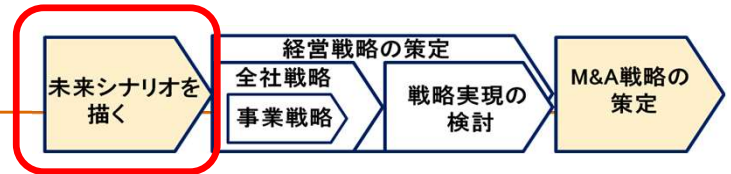


- 共創の概念を取り入れて構想
- 事業部の参画を得ながら、HD主導で策定

- 自力成長に限定しない発想で戦略策定(M&Aを想定しない経営戦略は自力成長がメイン)
- 事業部(注力領域・ターゲット)とHD(事業ポートフォリオ)とで、すり合わせながら策定

- どの経営資源を強化する必要があるか
- 自社内でできなければ、外部調達(M&A)。ここで選択肢としてのM&Aが出てくる

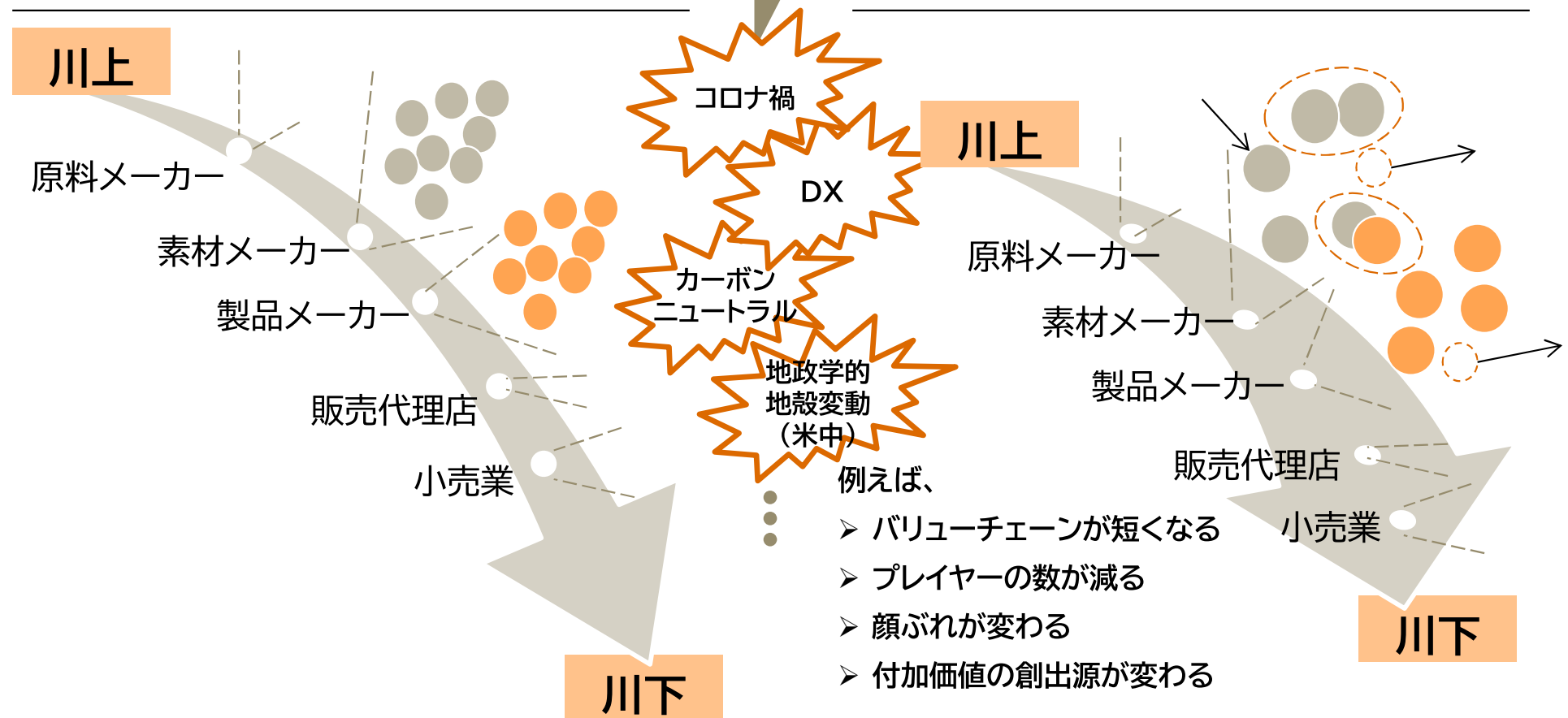
- M&Aが選択肢となった領域において、ショートリスト作成(ターゲットの特定)
- ターゲット毎のM&A戦略作成
- 事業部とHDとで、すり合わせながら策定



# 未来シナリオを描けるかが鍵

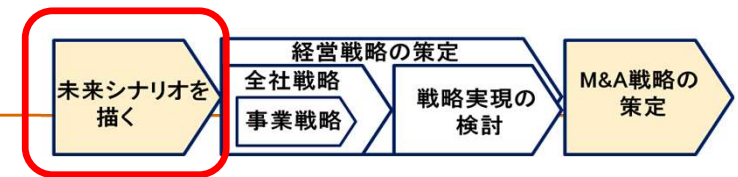
自社の事業と業界全体を鳥瞰して、業界の“未来シナリオ”を描く。 現状

未来シナリオ



➤ 業界の未来を描く。事業領域(商品・顧客)・地域・時間軸から業界を鳥瞰する。

➤ 未来は、自らが創造するものという姿勢が重要。



# ワンマップとシナリオの作成

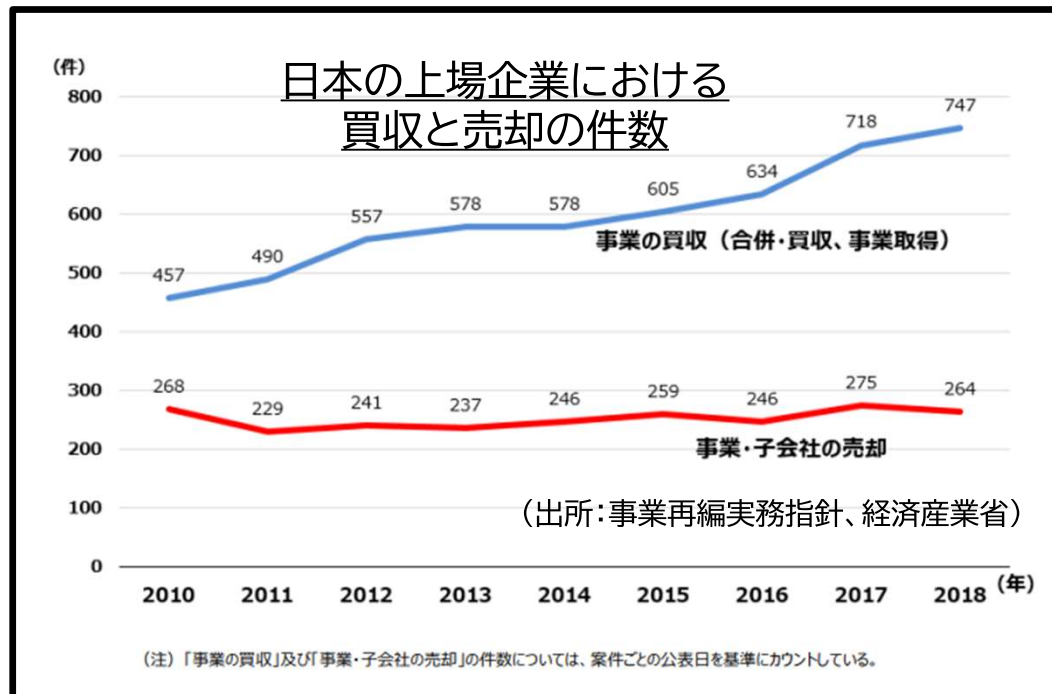
- 業界における自社の位置づけを示すワンマップを作製（事業領域、地域、競合）して、未来シナリオを策定
- この競争環境のなかで、競合がどう動くか、競合ごとにシナリオを想定
- 自社が買収提案を受けるとしたら、誰に、どういう目的でかを想定（ストラテジック、フィナンシャル）

# 価値共創型のM&A

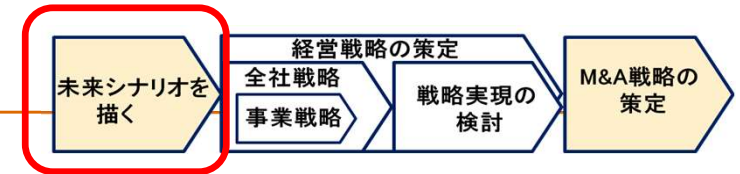
日本企業は、買収するも失敗が多く、売却に後ろ向き。

既存の枠組みでは、頭打ち感がある。

事業起点 > 案件起点



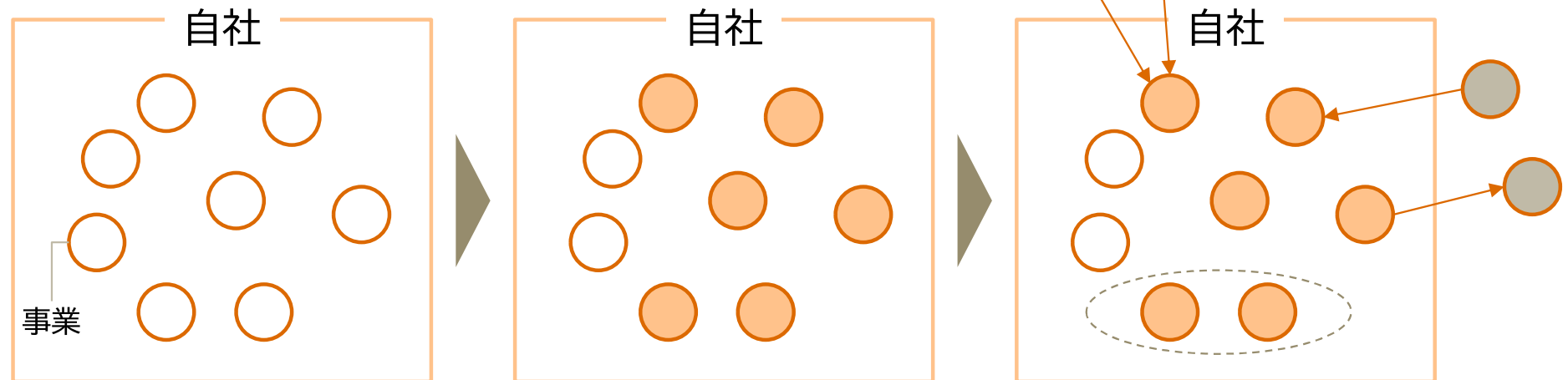
価値共創型  
M&A



# 既存事業は価値共創型で再編

検討した未来シナリオに合わせて、既存事業をストレッチさせ、必要に応じて外部資源を活用しながら、自由な発想でビジネスを再構築。

## 自社ポジションの鳥瞰、事業のストレッチ



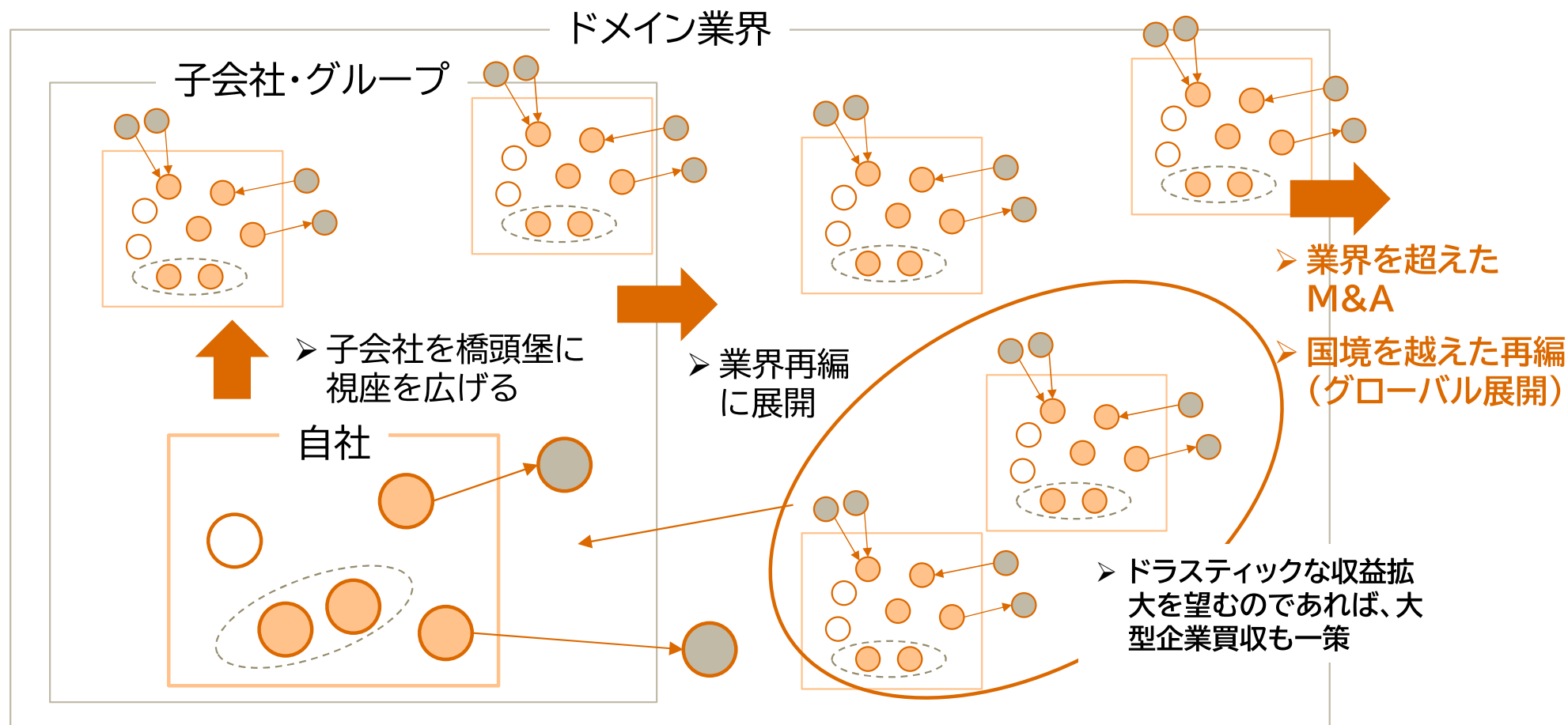
- 事業の棚卸し
- 自力成長で個々の事業にはどのようなシナリオがありうるのかという観点からの成長戦略を描く

- 自力成長に限定しないとすると、どのような成長がありうるか
- 外部の眼から、価値があるとみられるレベルか

- 社外の経営資源とどう組み合わせるとより大きな収益機会が創出できるかシミュレーション

# 改革手法の形式知化とその展開

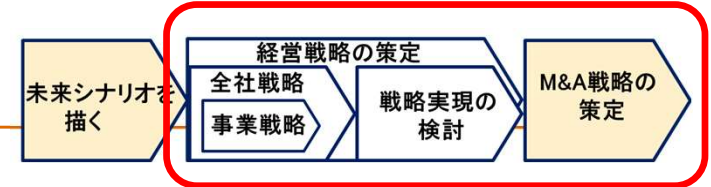
視座を「自社⇒子会社⇒グループ⇒ドメイン業界⇒業界を超えた再編⇒国境を越えた再編」に広げ、新たな収益機会を発掘。



- 切り出す側、呼び込む側の両者がwin-winになる「価値共創型カーブアウト」手法が活用し易い

- 業界をリードするという当事者意識のもと、収益機会を創出する価値創造の絵を能動的に描き、実行する。

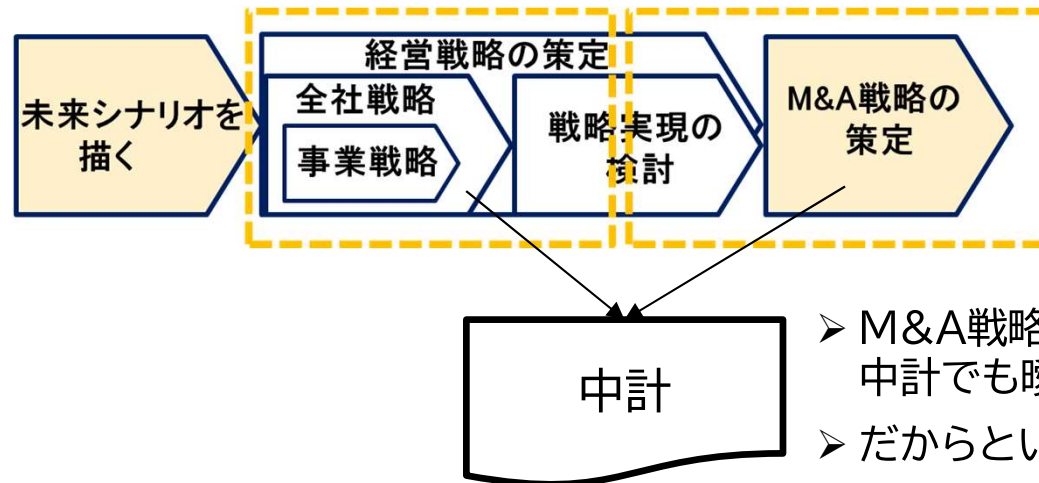




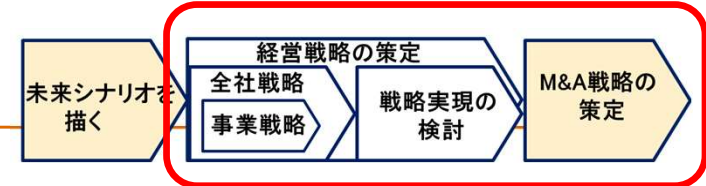
# 経営戦略とM&A戦略と中計

中計は、経営戦略の内容が7－8割、M&A戦略が2－3割。

- M&Aを想定しない経営戦略は、既存事業をどう成長させるかの自力成長戦略の延長になりがち。
- M&Aを想定する経営戦略は、業界の鳥観図のなかに自社をポジショニングする。
- 他力を活用する領域について、by nameで、具体的なM&A戦略を策定。
- M&Aが実際に実行されたら、経営戦略のローリングが必要となる。

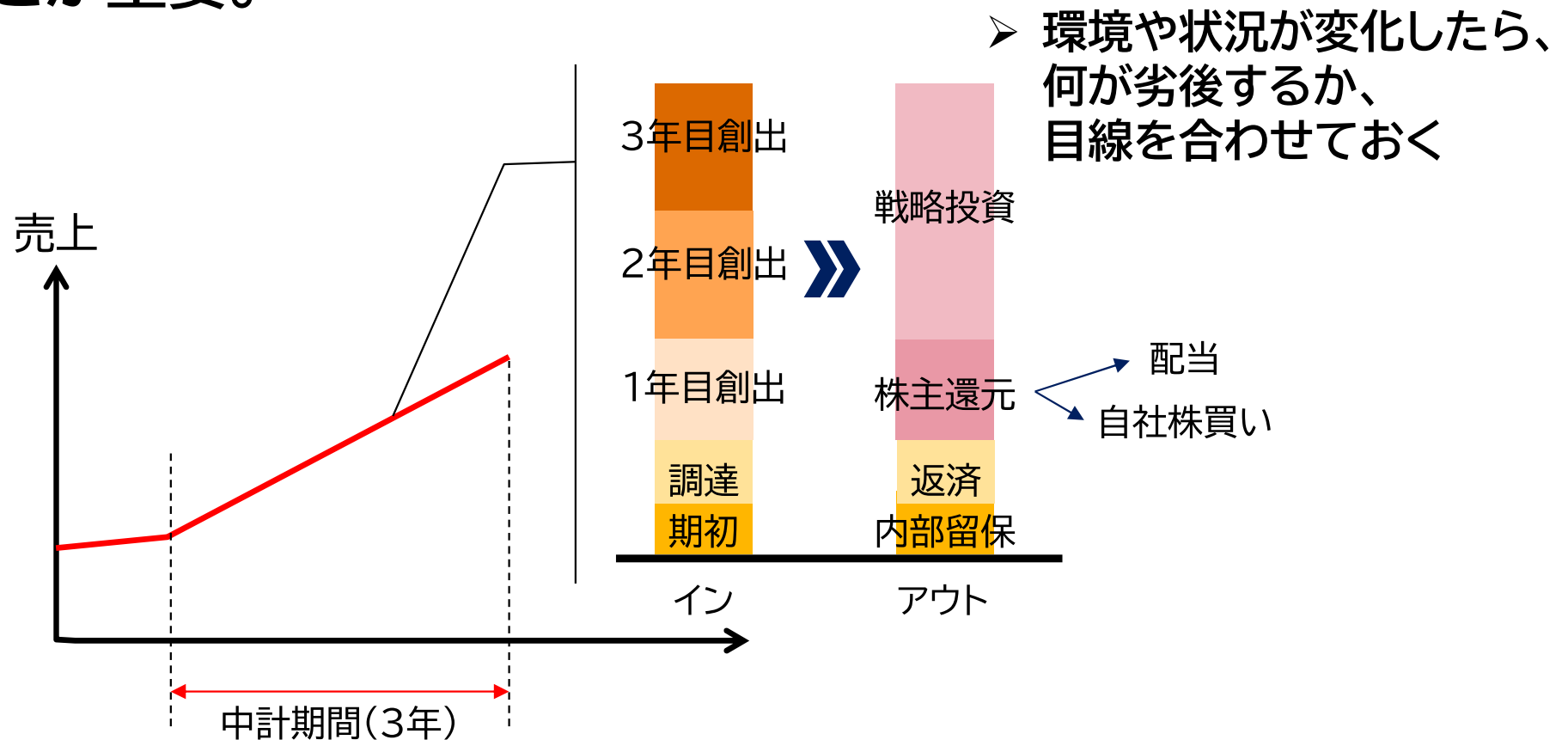


- M&A戦略は、開示しにくい内容だから、中計でも曖昧な記載になりがち
- だからといって、曖昧な分析で済まさない。
- 社内ユースの中計では、M&A戦略についても一段落とした内容にしたいが、状況による。
- IRで株主等の投資家に開示する中計は、M&Aを活用すること、投資枠と投資領域を示すにとどまる。M&A戦略の内容を開示することはない（相手があること、仮定の話だから）



# キャピタルアロケーション

キャピタルアロケーションについては、十分に議論しておくことが重要。

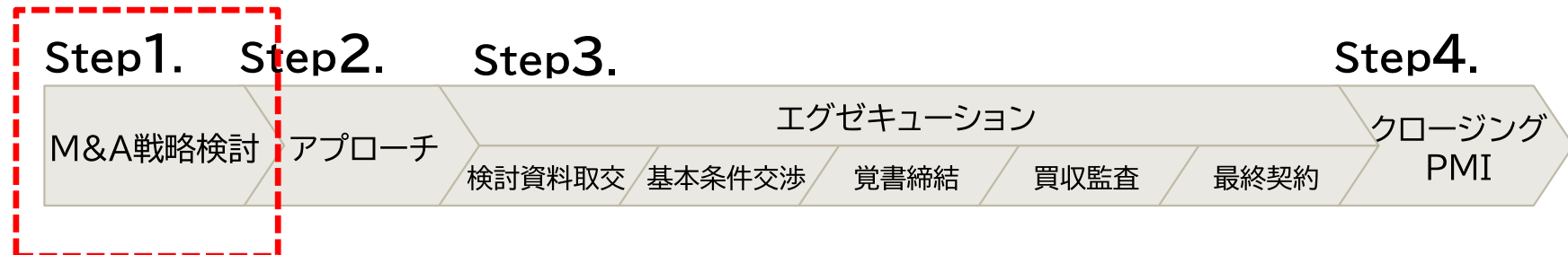


- 会社が投資モードにあるタイミングと、M&Aの玉があるタイミングはそう合わない。そういうタイミングにおけるM&Aは難しい。

# M&A戦略検討



# プロセスごとのチェック項目



社外取締役が確認したい論点

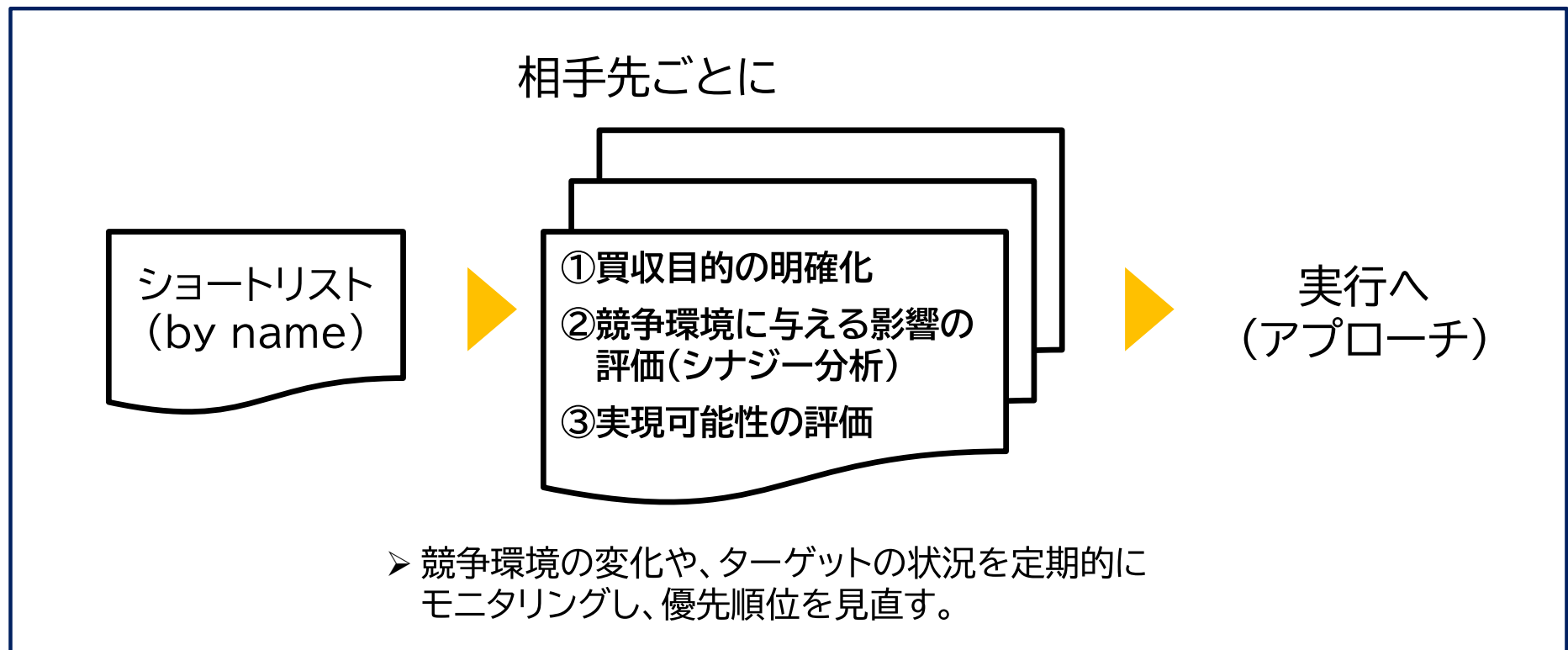
- ☒ このM&A案件で何を獲得したいか？  
なぜこれをやるのか？どういう意味があるか？
- ☒ 日ごろからプロアクティブにソーシング活動しているか？その中で作成したリストに載っている案件か？どういう経緯で始まったか？
- ☒ グリーンフィールド、事業提携などと比較しても、M&Aが最適な選択肢か？
- ☒ プロセス過程でのディール中止の判断はできるか？投資後のEXITルールはあるか？

よくある落とし穴

- 戦略からは外れるが、なんとなく良さそうな案件だから、検討してみようか。  
⇒ かねてから情報収集していない領域・地域の案件だと判断を間違える蓋然性が高くなる
- 投資銀行から持ち込まれ案件に手を出す  
⇒ 持ち回っている案件に筋の良い案件はない
- 社長が持ってきた案件だから、検討せざるをえない。  
⇒ 「ヒラメは悪」、「忬度は悪」の風土が重要  
⇒ 執行がM&Aありき、思考停止になってしまう
- どういう案件なら検討を進めるか、あるいは止めるかの判断がいつも曖昧  
⇒ 止められない、止まらない！になりがち

# M&A戦略の検討とは

M&A戦略におけるアウトプットは、ショートリストとその優先順位付け。



- 機密性が高い内容であるため、どういう体制でM&A戦略を構築するか、社内であってもアウトプットをどこまで開示するかは、事前に議論しておくこと。
- 外に出しにくい情報だからといって、いい加減な分析で終わらせないこと。

# ショートリスト作成

能動的にショートリストを作り、定期的に見直すこと。

- 投資銀行に自社のM&A戦略を示して、方向性に合致する対象会社をリスト化。
- M&A担当部署が各事業部と連携して案件を発掘。
- 戦略と経済合理性の両面で案件を検討。

VS.

- 投資銀行が持ってきた案件を都度、個別に検討する。
- 各事業部または経営企画がそれぞれ案件を探す。
- 忖度が必要な状況になり、その案件をやらざるをえない。

## ① 買収目的の明確化

「5つの問い」に答えられるまで深堀が必要。

事業戦略・M&A戦略に対する「5つの問い」

1. 中長期戦略のゴールは具体的に何か
2. M&Aによって何を成し遂げたいのか
3. M&Aでなければ実現できないか  
(なぜM&Aが必要か)
4. M&Aを実施することで得られる具体的な効果・シナジーは何か
5. M&A後、対象会社をグループのどの機能・組織に位置付けるのか

# よくあるケース

これまで、買収の意図は一部の人のみに理解されていて、実務を担う人達には浸透させてこなかったと思う

買収企業を当社流に染めるのか、あるいは、相手を”使い倒す”ぐらい活かすのか、根本的な買収後の方向性を定めきれていなかった

骨太の戦略が欠けており、まずは「買うこと」が心理的に優先されていた

一番の問題は、買収目的が無いのに最初から買う事が決まっていたこと

無理やりシナジーを乗せているように見え、本当の買収目的が分からない

トップの意思がまとまっているように見えず『誰が何のために買ったのか』という話になりがち

買収ありきでシナジー創出の計画を書いたと聞いている。経営企画部のメンバーが『シナジー計画は無理やり作るしかなかった』と言っていた。みんなシナジーが出ないと思っていた中で、やらされていた。

買う事が前提で進み、シナジー創出を任されたメンバーの中では、買うことに対する疑念を持っていた人もたくさんいた



関係者の声



# 買収目的が明確でないと 経営資源の浪費に終わる

買収目的が曖昧

戦略仮説が不明確になる

DDにおいて検証すべき  
論点が定まらない

買収是非が判断できない

買う事が前提になる

買収価格を正当化する  
シナジーを積む

実現可能性の低い計画が遂行される

ヒト・モノ・カネ・時間の浪  
費に終わる

# 中計への記載

中計へは、曖昧な表現になりがちだが、社内ユースの中計は、一段掘り下げた表現にする。

## ありがちな表現

- ✓ 「基盤構築」
- ✓ 「××の更なる融合」
- ✓ 「将来への布石」
- ✓ 「××事業と××事業のシナジー効果」
- ✓ 「××の融合」
- ✓ 「××の展開可能性」
- ✓ 「～が期待できる」
- ✓ 「有効活用」
- ✓ 「一体経営」

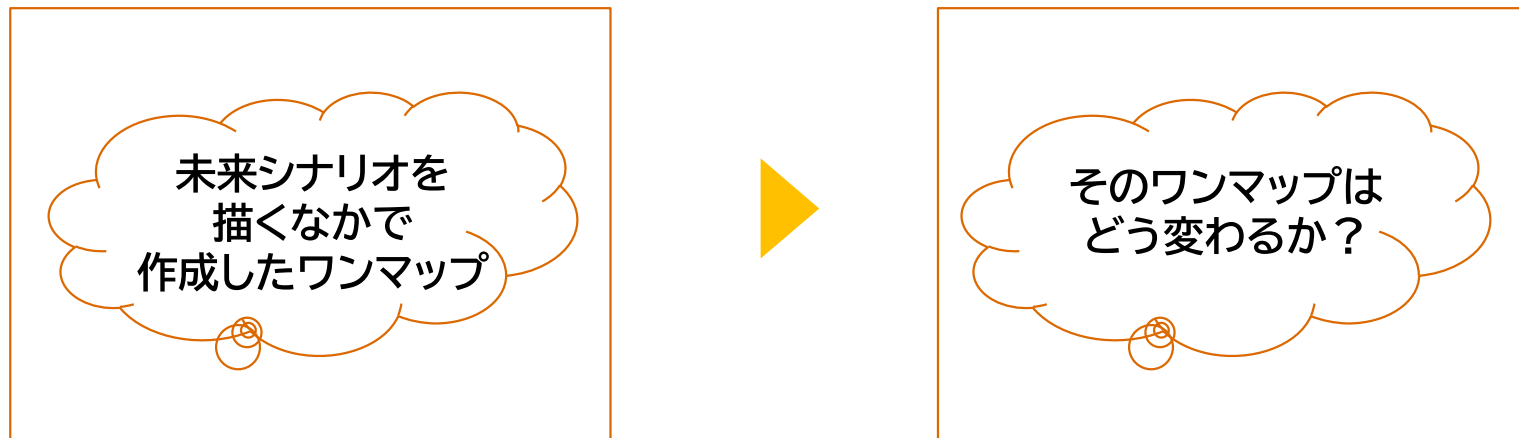
## 中計にはこれくらいのレベルで表現

「現在策定中の20X0年4月からの次期中計に、合併・買収(M&A)を中心にした最大500億円規模の投資計画を盛りこむ。米国や、ドイツなど欧州の物流会社を軸として交渉を進める考え」

➤ 「総論賛成、各論反対。それは実現できない」となり、途中で暗礁に乗り上げることに。

## ② 競争環境に与える影響の評価

ワンマップをもとに、当該M&Aが成功すると、こうなるというシミュレーションを実施する。



- その案件が実現した暁には、業界における自社の位置づけは、どう変わるか？  
(対顧客、対競合、対その他のステークホルダー)
- シナジー効果には、どのようなものがあり、それぞれ、いくらの価値向上に資するか？
- 財務に与える影響は？

### ③ 実現可能性の評価

対象会社ごとにM&Aの実現可能性を評価する。  
評価は変わるため、先入観から入らない。

#### 評価軸

#### 評価基準・視点

魅力度

(買うべきか)

戦略適合性

- ・ 事業戦略のコンセプト・方向性と矛盾はないか
- ・ コア領域の拡大、課題解決に寄与するか

収益性

- ・ 期待する収益性を確保できる実力を持っているか
- ・ 有望な市場、競争優位性があるか

経営リソース・  
ケイパビリティ

- ・ 補完関係が期待できる経営リソース・ケイパビリティを有しているか。カルチャーの違いは、乗り越えられる範囲か

事業シナジー

- ・ コア事業とのシナジーが期待できるか

実現性

(買えるか)

株主価値

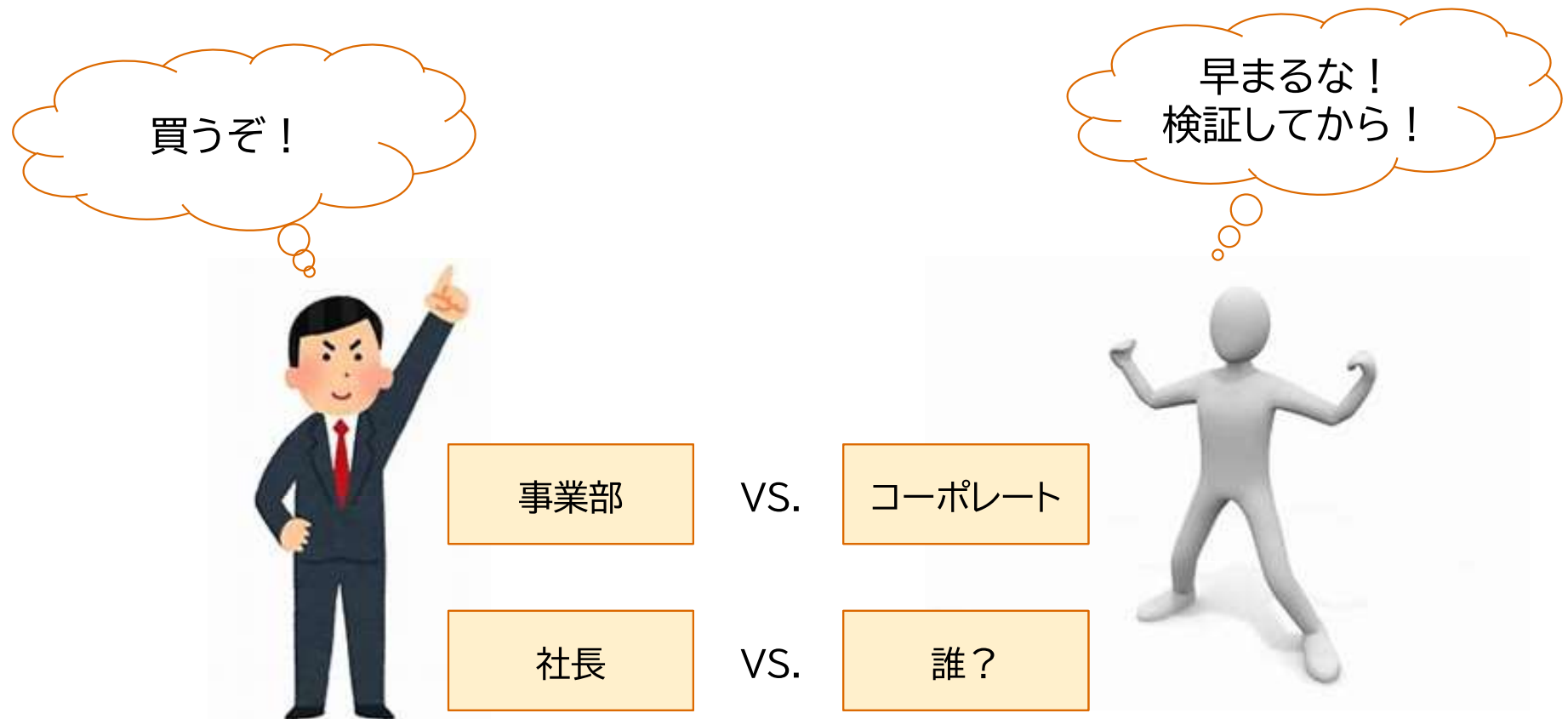
- ・ 投資枠に納まる買収価格か

株主構成

- ・ 利害関係上、売却の意向が得られにくい株主はいないか

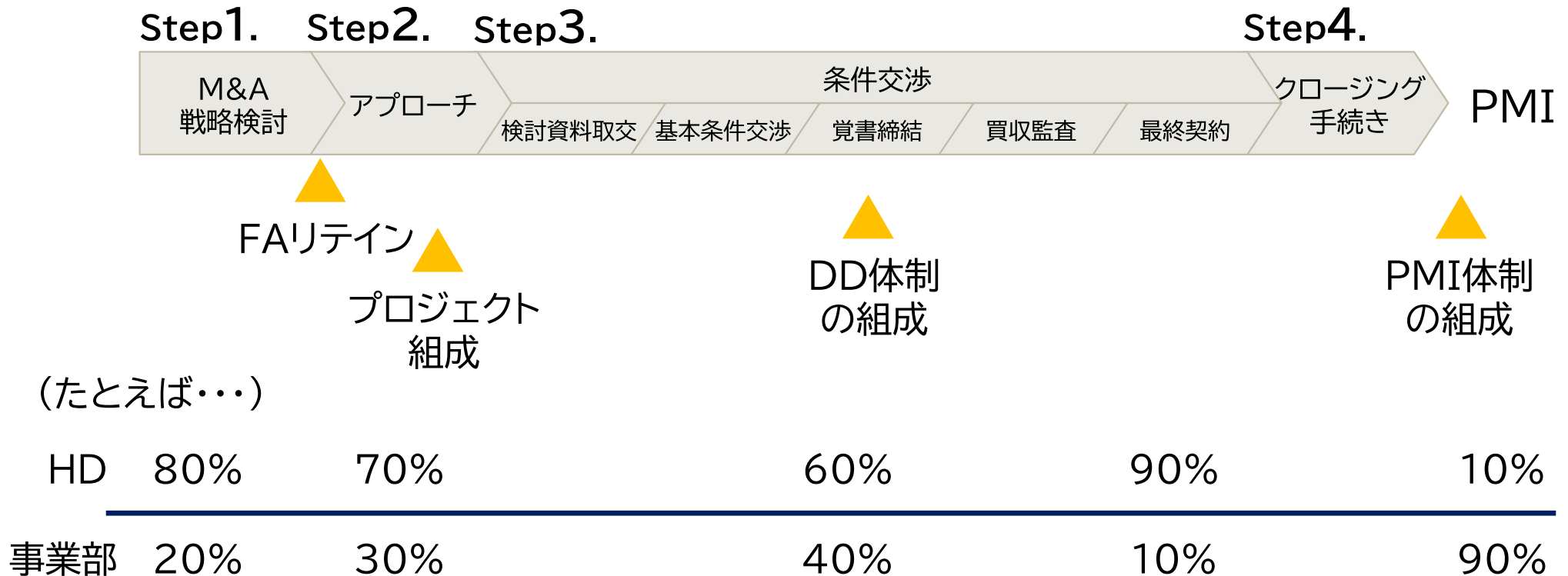
# 執行における牽制力

そのディールをやりたい人と、それを検証・牽制する機能が健全に働いていることが必要。



# 社内のM&A実行推進体制

M&A戦略策定、エグゼキューション、PMI、それぞれにおいて、誰が責任を担うのかについては、予め整理しておく。

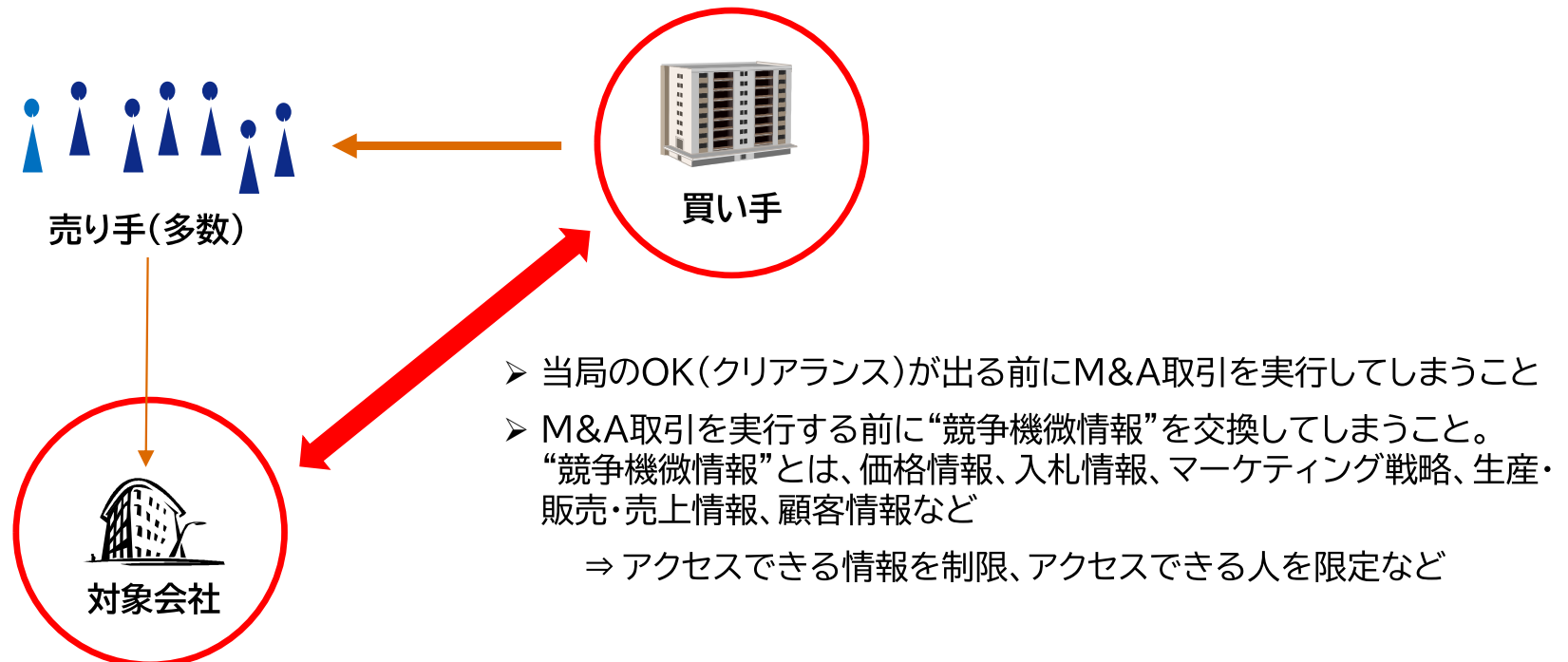


➤ ホールディングスの役割によっても異なる。  
 （事業部による自立的経営を支援する役割？ポートフォリオ経営型？投資家型？）

# ガン・ジャンピング規制(競争法)

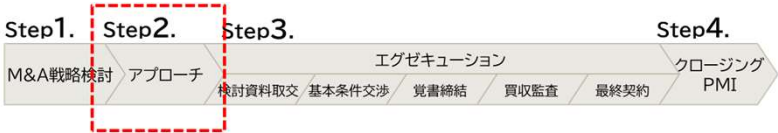
「ガン・ジャンピング」とは、当局からの承認前にM&A取引を実行することや、M&A取引実行前に無制限に競争機微情報を当事者間で交換してしまう規制違反のこと。

- 「ガン・ジャンピング」とは、競技開始の号砲(ガン)を待たずにフライングしてしまうこと



- 業界内でM&A取引を実施する場合は要注意。
- 欧米を中心にガン・ジャンピング行為に対する規制が強化されており、巨額の制裁金が課された事例もある。

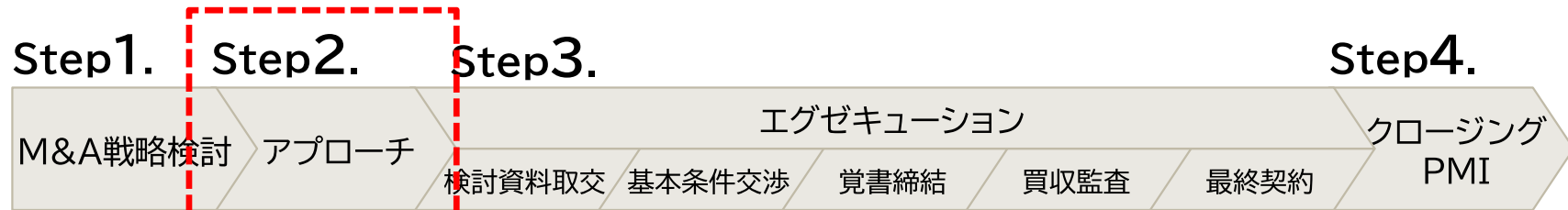
# アプローチ







# プロセスごとのチェック項目



社外取締役が確認したい論点

- ☒ FAとは、適切な手続きおよび契約内容で契約したか？
- ☒ 案件の行方がどうなるとも(決裂とか)、既存ビジネスに影響を与えないアプローチをとっているか？
- ☒ 先方(売り手、対象会社)の譲れない条件を先に聞いてあるか

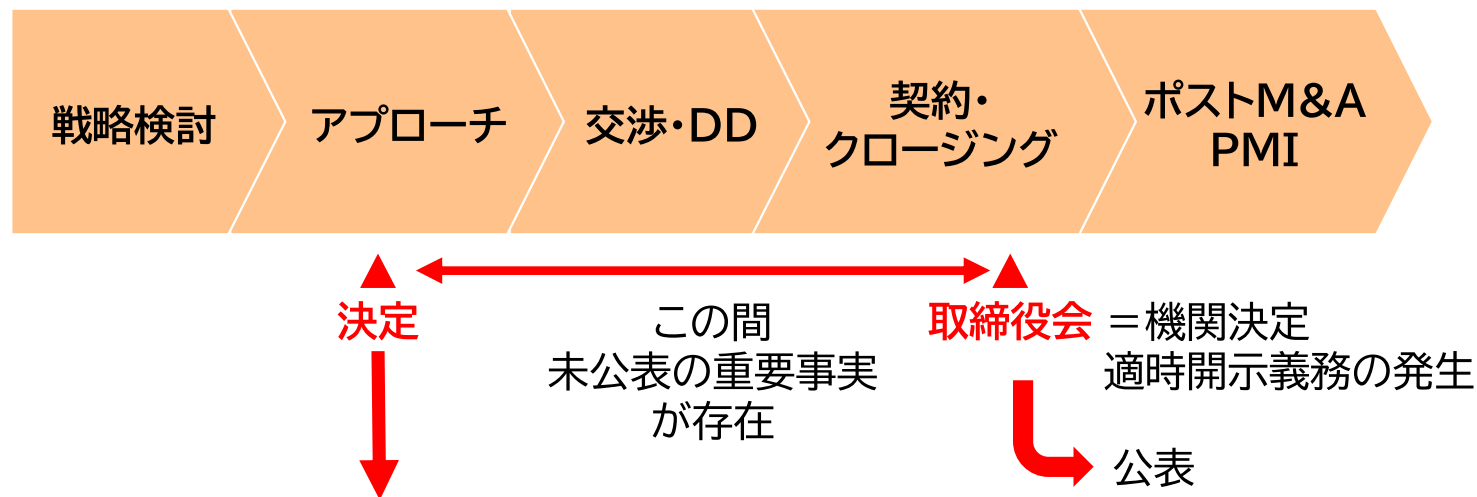
## よくある落とし穴

- 買い手の契約なのに、FA報酬が譲受額(買収額)連動の%になっている。  
⇒ FAが価格交渉で頑張らない原因になる
- 一旦破談になった後、別の相手との間で案件が成立し、FAも別なところをたてたのに、破談になったときのFAに報酬を払う羽目になった  
⇒ 最初の案件のFA契約の条項がそうになっていたから
- 対象会社はこちらで見つけて、FAにはM&Aのプロセスをまわしてもらうだけなのに、FA報酬が高い  
⇒ FAはクライアントとの間の交渉も上手  
スコープと報酬のバランスを見極めることが必要

# インサイダー取引規制

上場会社等(子会社を含む)における重要事実を立場上知った者は、当該重要事実が公表される前に、その会社の株式等の売買等を行うことや、利益を得させる目的で他人に重要事実の伝達又は売買の勧誘等を行うことが禁じられている。(金融商品取引法)

## M&Aの流れ



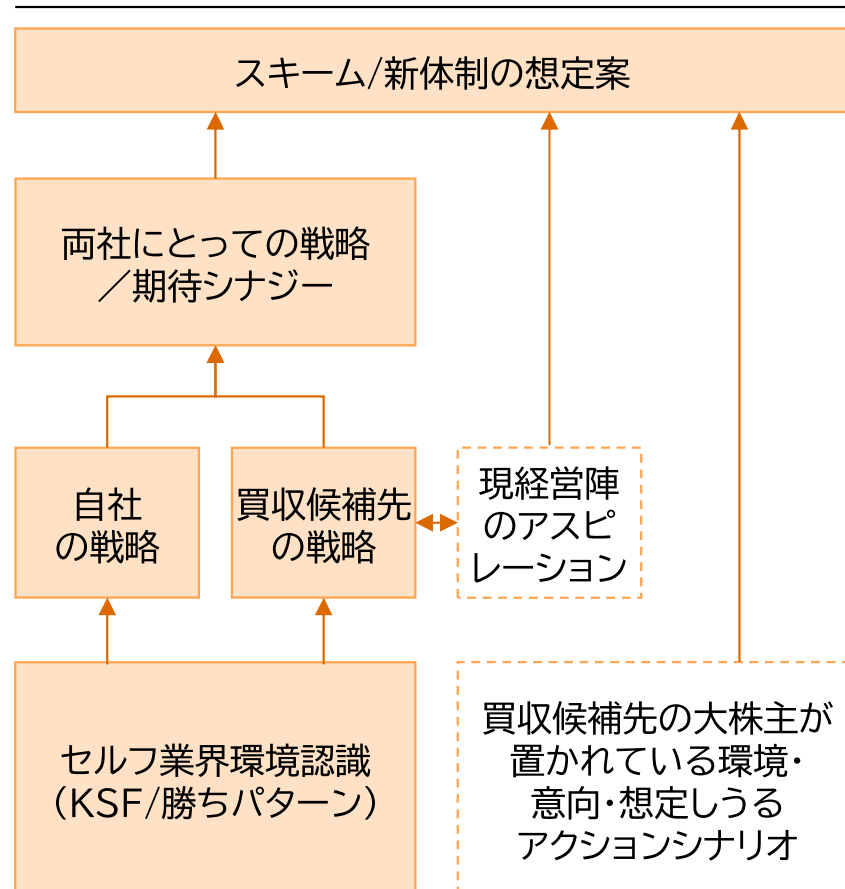
M&Aの実施に向けての調査や準備、交渉等の活動を会社の業務として行う旨の決定も含まれる。

- 重要事実に関与するメンバーから誓約書をとる
- 早い段階から情報管理を徹底する

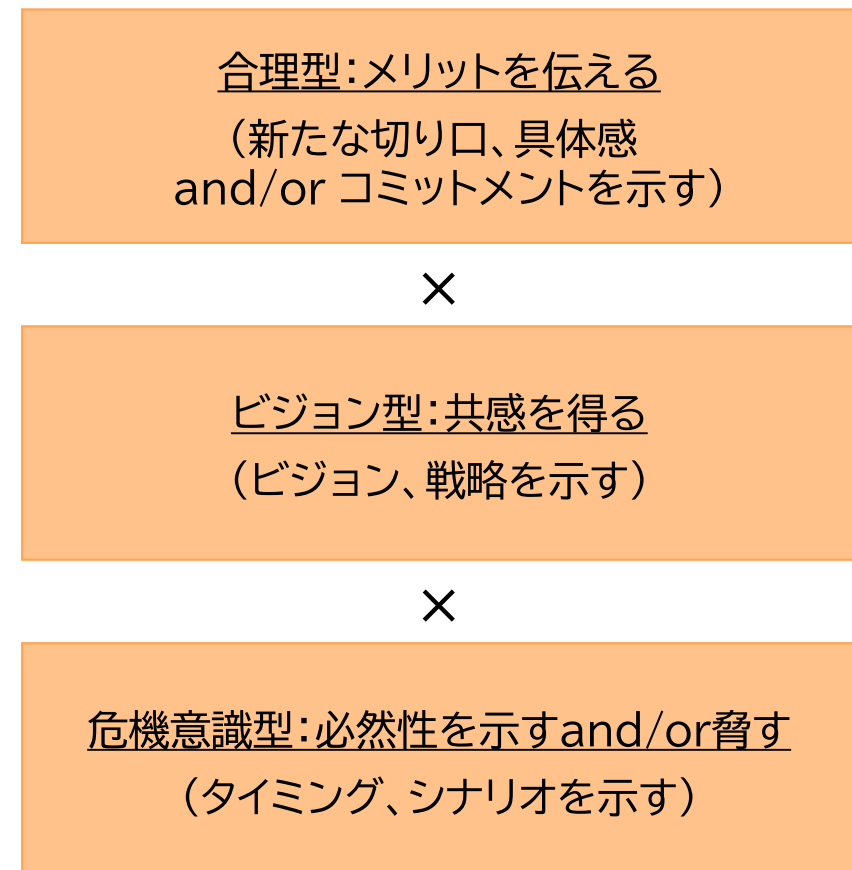
# 買収提案の要諦

買収提案のトーン(口説き方)には、いくつかのパターンがある。  
状況や経営者の性格等を踏まえて方針を決める。

## 提案材料



## 交渉のトーン(口説き方)



# 買収候補先のステークホルダー対応

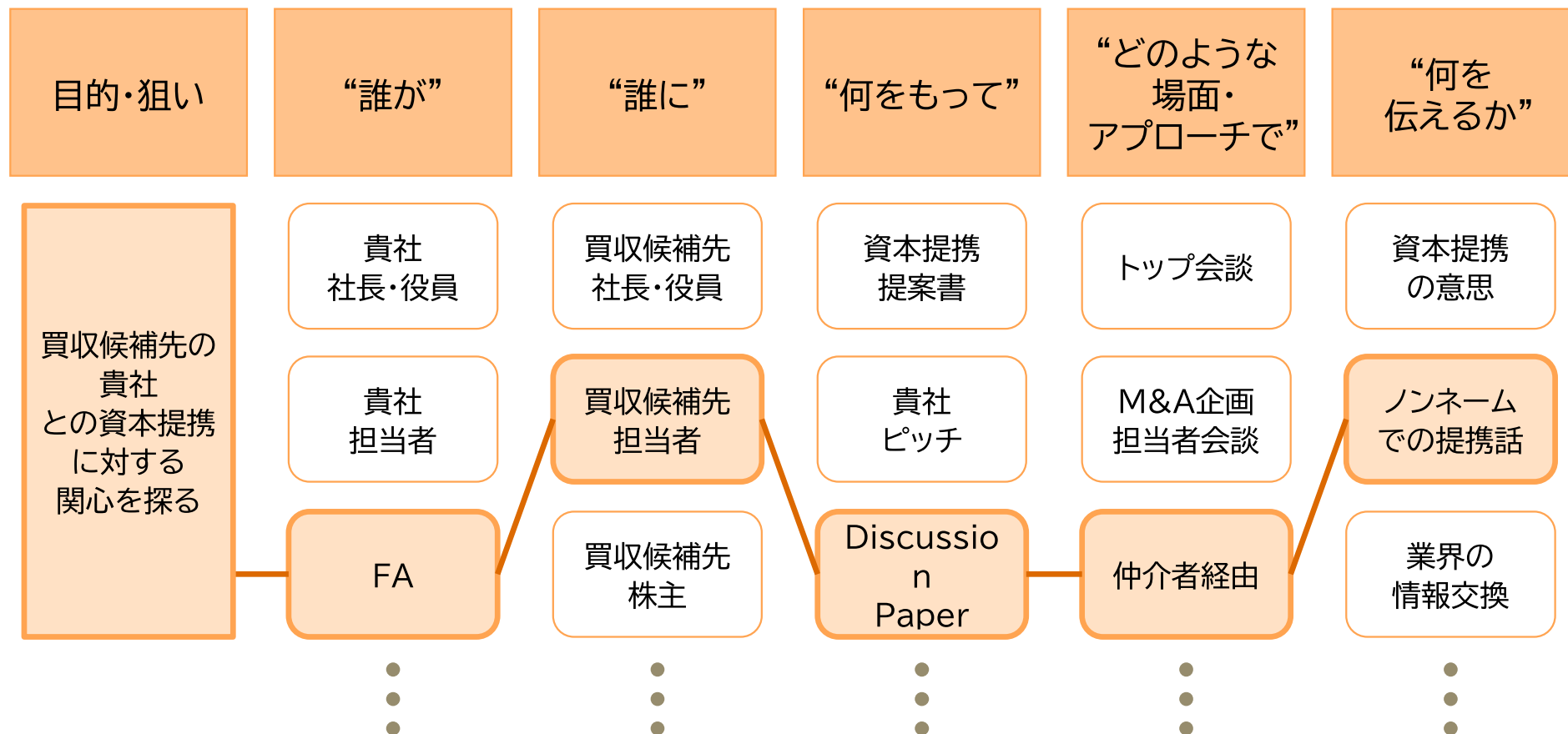
買収候補先へは、ステークホルダー毎に、適切なメッセージを最適なアクションで訴求。

ステークホルダーカテゴリー		訴求すべきメッセージ	取るべきアクション
株主	純投資	<ul style="list-style-type: none"> <li>経済合理性(プレミアムの大きさ)</li> </ul>	キーステークホルダーへのアプローチ
	事業会社	<ul style="list-style-type: none"> <li>経済合理性</li> <li>継続的な関係維持と買収による恩恵 (他の株主および取引先が賛同しやすい状況作り)</li> </ul>	
取引先	取引先・提携先		
	金融機関	<ul style="list-style-type: none"> <li>その他ステークホルダーの賛同</li> <li>今後の取引の拡大可能性</li> </ul>	
経営陣	社内取締役・監査役	<ul style="list-style-type: none"> <li>シナジー余地、シナジー創出の具体的プラン</li> <li>買収後の友好的な経営・ガバナンス方針</li> </ul>	買収提案の作り込み
	社外取締役・監査役	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業価値の向上</li> <li>買収手続きの公正性</li> </ul>	
従業員		<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用継続の保証 等</li> </ul>	

# コミュニケーションプラン策定

買収交渉では、目的・狙いによって最適なコミュニケーションプランをとる。

## 買収交渉でのコミュニケーションプランを決める要素

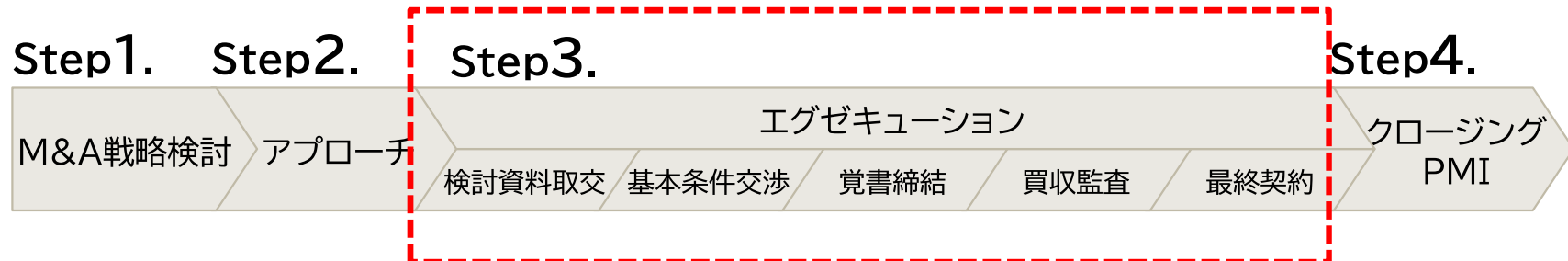


# エグゼキューション





# プロセスごとのチェック項目



## 社外取締役が確認したい論点

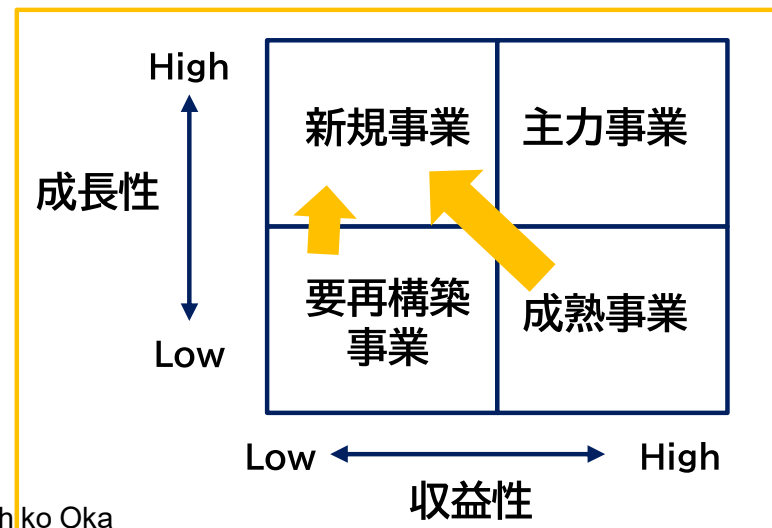
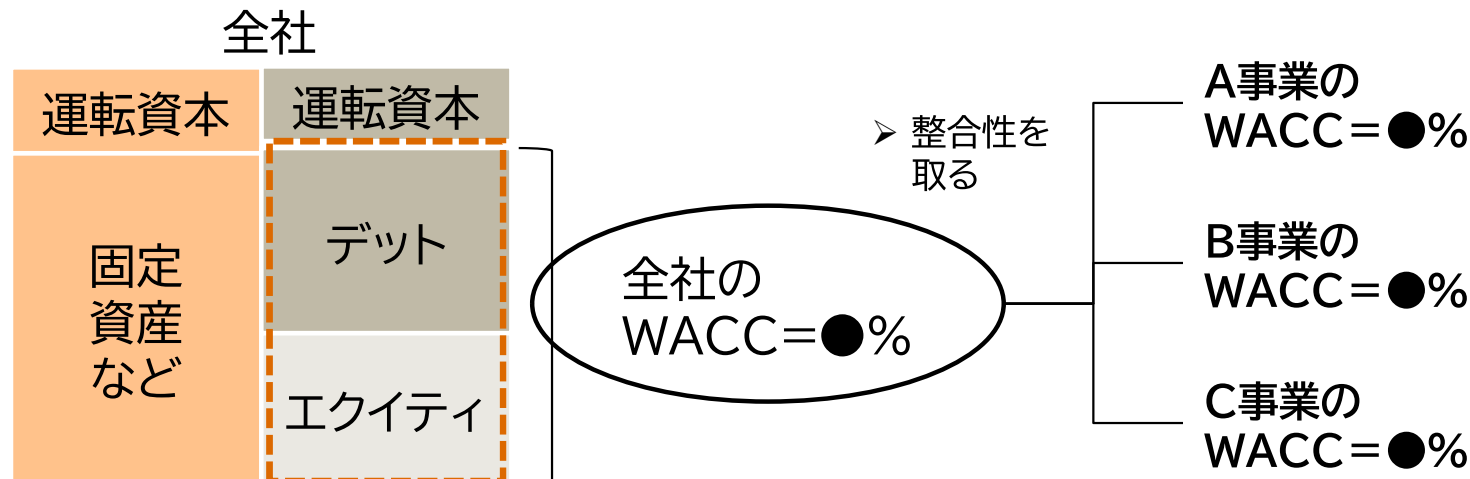
- ☒ 大きなリスクは何か？表明保証で、マネージできるか？できないリスクはどう対応するか？
- ☒ このディールに出せる最大値を把握したうえで交渉しているか？超えたら、席を立てるか？
- ☒ シナジー効果は定量化されているか？実現できるか？どういう施策が必要か？
- ☒ ポストM&Aの体制は想定できているか？
- ☒ 現場に行ったか？自分の眼で見たか？

## よくある落とし穴

- バリュエーションの一つひとつのパラメーターの議論に時間をかけてしまう。  
⇒ そもそも情報の非対称性があることを認識しておく。
- 入札だと、戦闘モードになり、勝つことが目的となりがち  
⇒ 価格が高騰し易くなるから要注意
- 次から次へとサプライズ情報が出てくるので、DDが終わらない  
⇒ DDが終わらないと、外部流出コストの流出も止まらない  
⇒ どこかで情報を整理して、フォロー調査と表明保証で担保、表明保証保険も活用  
⇒ DDがいい加減だと、PMIにつけがまわる
- やりたい執行部に情報操作されている気がするが、反論できるだけの材料がない  
⇒ 牽制に特化する役割の人(たとえばCFO)の関与が必要
- バーチャルデータルームなど、ディールのデジタル化が進んだせいか、現場をみる機会が激減している  
⇒ 百聞は一見に如かず

# 財務規律に沿った投資

求められる利益を出せる投資であることを検証しておくことが必要。



- 各事業にエクイティを配分していないため、直接的に WACC は設定できない
- 各事業について、同業他社の WACC を参考にして、全社における各事業の位置づけ(キャッシュカウから成長事業へ)と HD 経費を加味して WACC を算定
- 実績を ROIC で把握



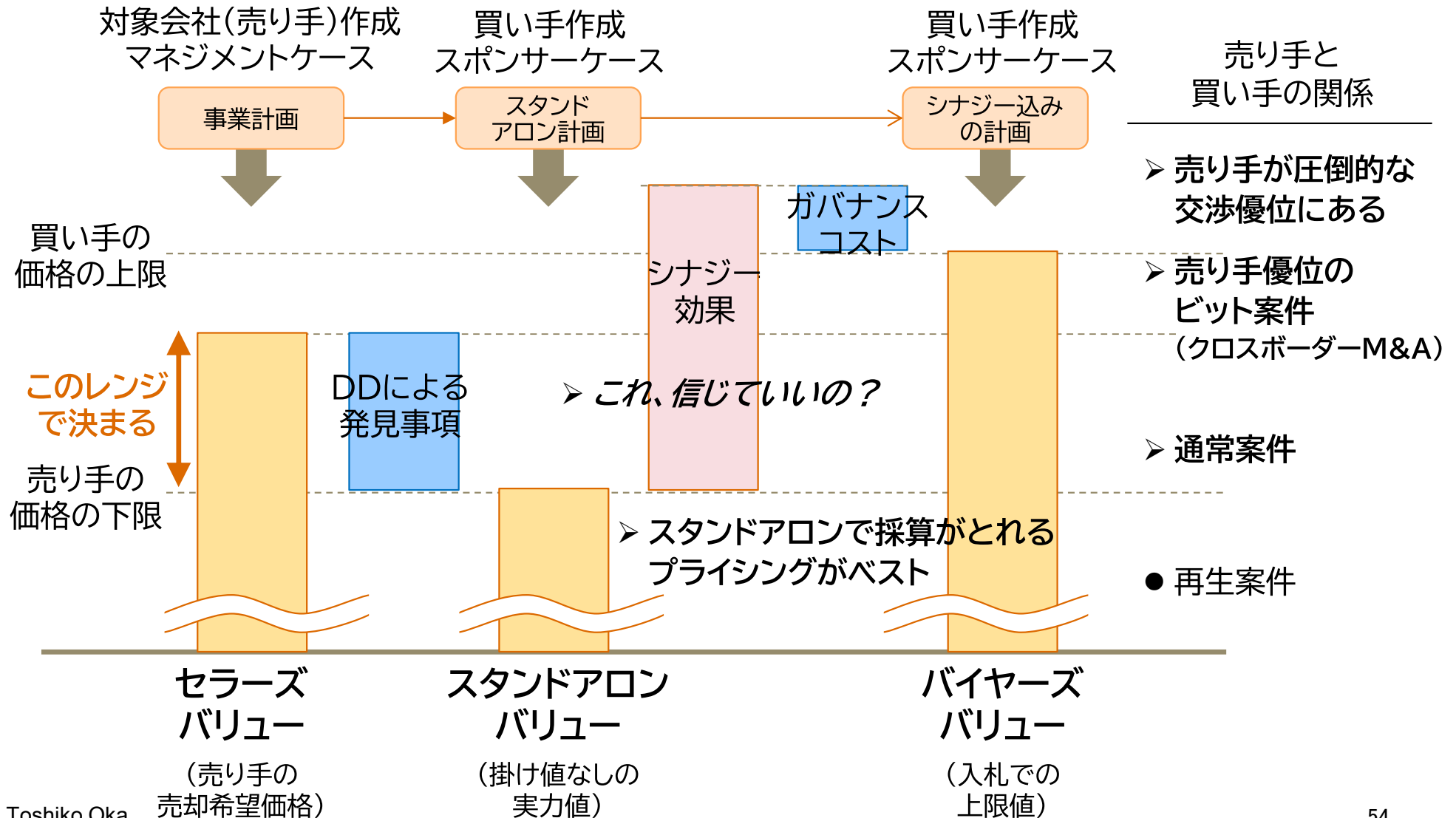
# 企業価値は複数の手法によって算定

	価値の根拠	主な算出手法	採用の考え方
マーケット アプローチ	関係者の合意 市場株価	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 市場株価法</li> <li>● 類似会社比較法 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 類似取引比較法</li> <li>・ 類似業種比較法</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 直近の株価が価値を適切に反映していると判断できる場合</li> <li>➤ 同業他社の収益性と同じレベルの経営が実現したと仮定する場合。相場。</li> </ul>
インカム アプローチ	将来生まれる価値 将来キャッシュフロー	<ul style="list-style-type: none"> <li>● DCF法 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ APV法</li> <li>・ 配当還元法</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 事業計画が実現されると仮定する場合。</li> </ul>
コスト アプローチ	今ある資産 純資産	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 時価純資産法</li> <li>・ 簿価純資産法</li> <li>・ 清算価値法</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 資産の価値。</li> <li>➤ 会社を清算すると仮定する場合。</li> </ul>

- はよく使用される算出方法  
(グループ内再編では、これらに加え、純資産法も使用されることが多い)

# プライシング

上限値を想定したうえで交渉に臨むことが肝要。

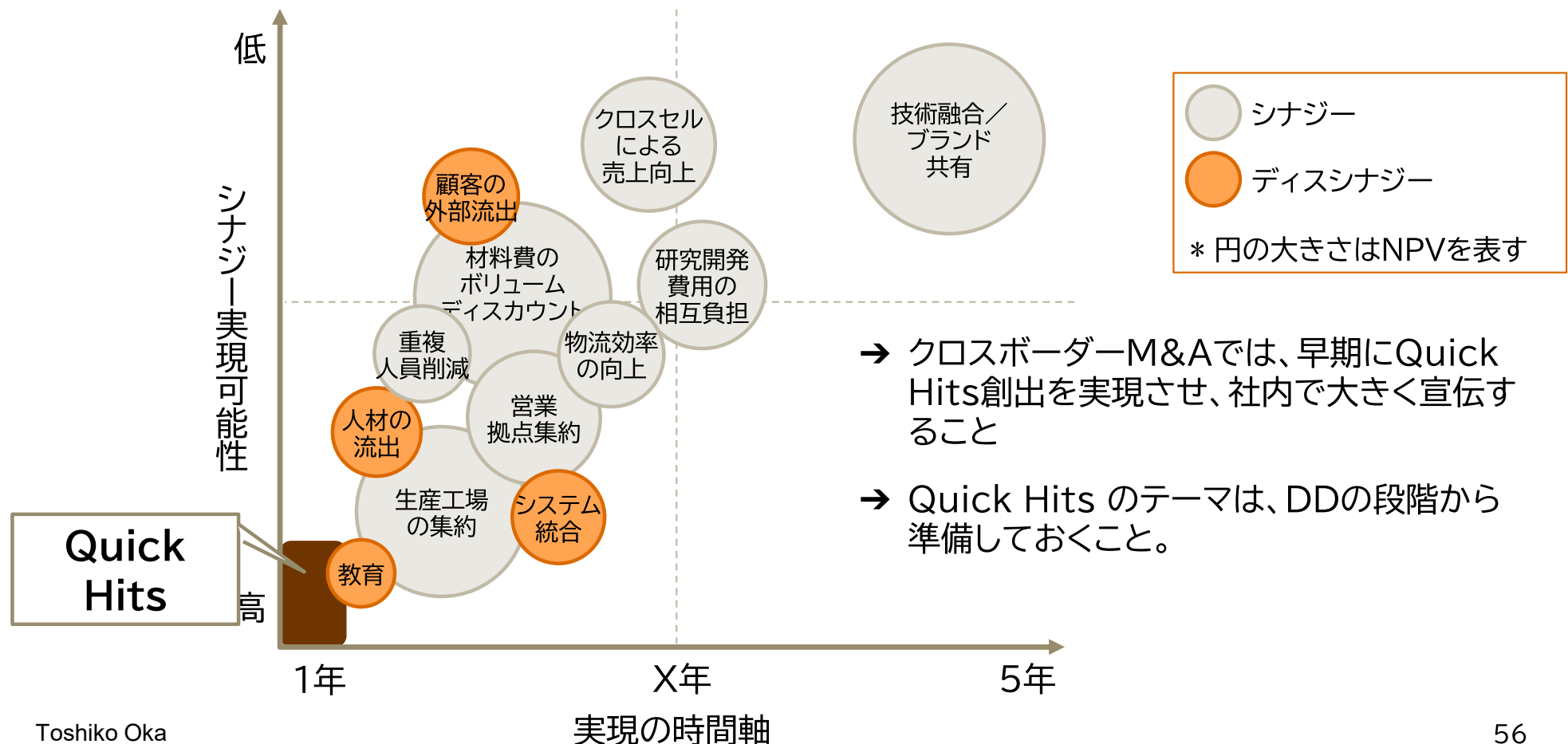


# シナジー効果の例

- **クロスセリング:**  
両社の商材やサービスを相互に供給してお互いの販路で売る
- **チャネルの獲得:**  
対象会社が持つ販路に買い手の商材やサービスを流す
- **オペレーションコストの圧縮:**  
資材の共同購入、生産拠点や物流拠点の統廃合、本社機能の統合など
- **経営ノウハウの獲得:**  
対象会社が持つ優れた経営ノウハウや人材、技術を買い手に還流させて、買い手のグループ経営を効率化する
- **資金調達コスト圧縮:**  
買い手の信用力で対象会社の資金調達コストを下げる

# 短期的かつ実現性の高いシナジー効果

実現可能性が高く、短期的(長くとも5年以内)に効果の現れやすいシナジー項目のみ考慮。7割以上の確率がないシナジー効果は想定すべきではない。



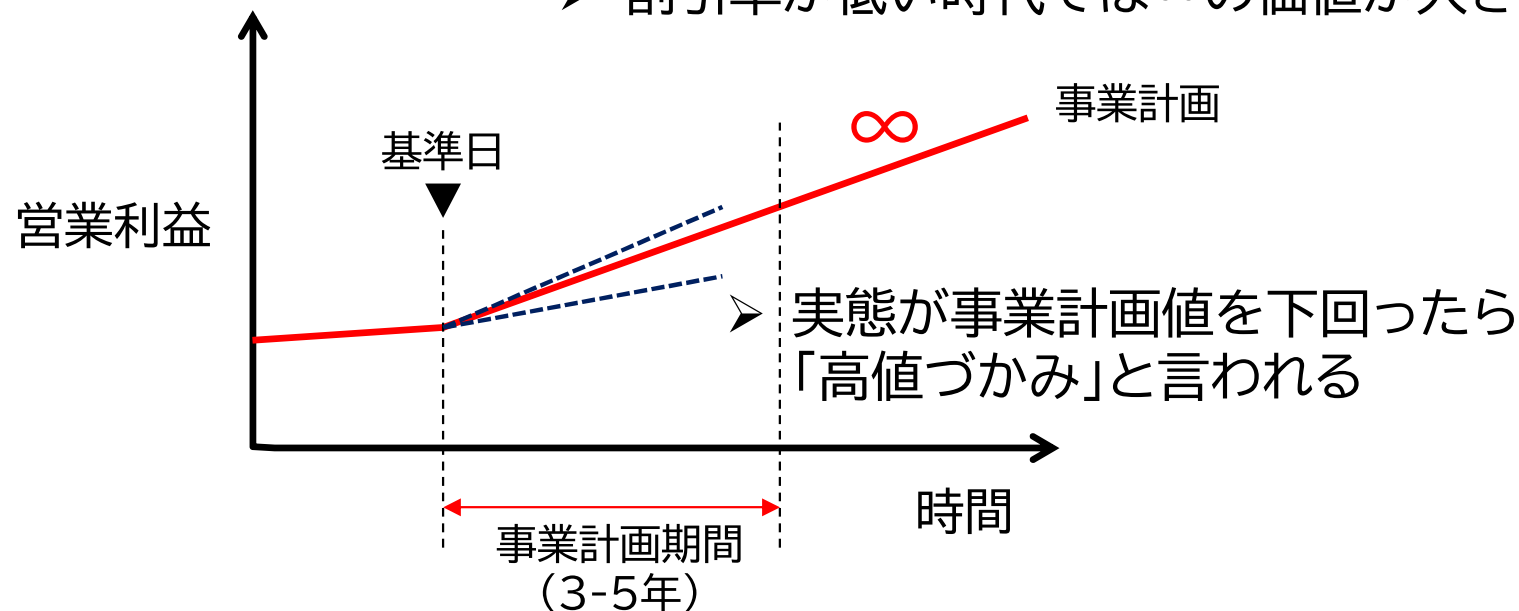
## 高値づかみになる理由

- 事業計画の検証が十分でない(当事者意識不足)
  - ⇒ 買い手目線の事業計画を作ること
  - ⇒ 対象会社の価値算定と買い手の採算性検証の両方を実施
- できないシナジー効果を積み上げた(確信犯)
  - ⇒ ディール推進者以外(コーポレートなど)がチェックする
- 想定外のコスト(ガバナンスコスト、DDでの見落とし、ガンジャンピング規制起因)が発生(経験不足)
  - ⇒ Day1直後に事業計画を見直す
  - ⇒ 将来より良いM&Aを実行するために経験値を蓄積する

# 高値づかみかどうかは後付け

買収を決める取締役会で、買収価格が「高い」かどうかは議論しにくい。

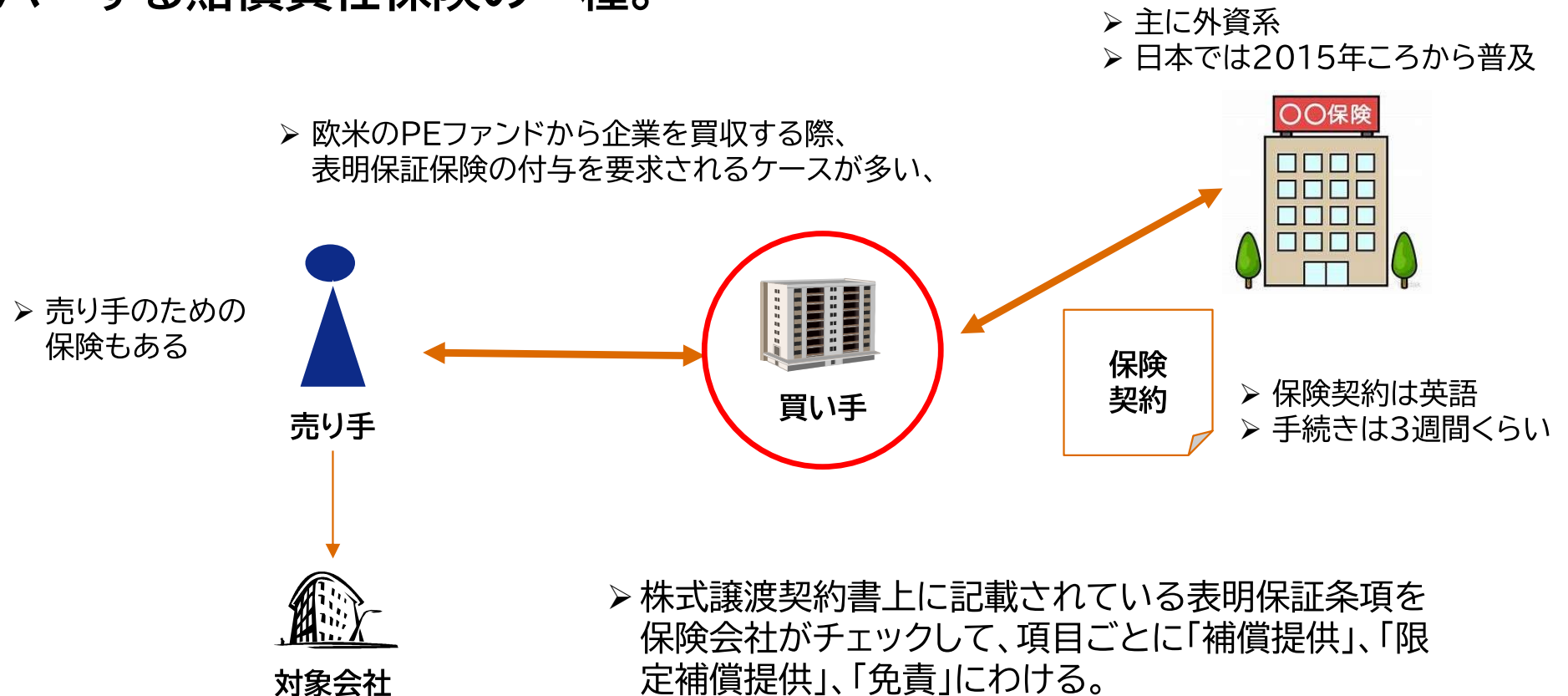
- 最終年度の税引後営業利益が $\infty$ の価値を決める
- 割引率が低い時代では $\infty$ の価値が大きくなる



- 乖離し始めたら、早めに手をうつ。
- M&A事例を棚卸しして、社内に経験を蓄積させる

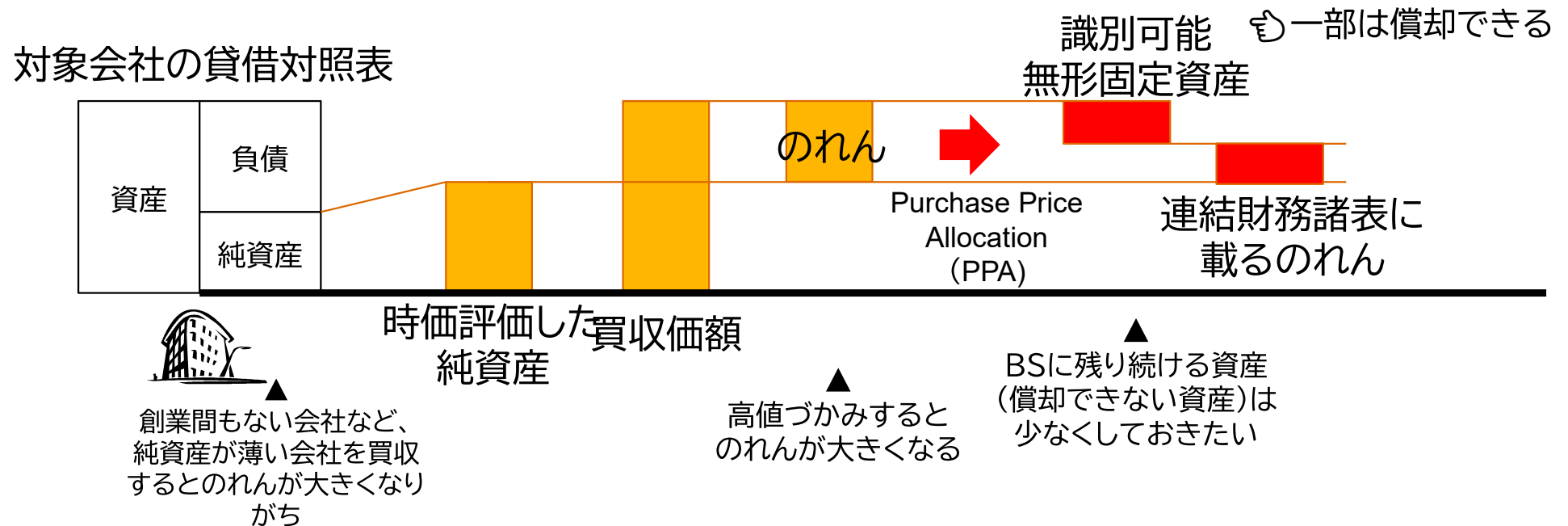
# 表明保証保険

表明保証保険とは、株式譲渡契約等のM&A取引において、売り手の表明保証違反に起因する契約上の損害賠償責任(補償)を保険会社がカバーする賠償責任保険の一種。



# のれんの減損とは

「高値づかみ」すると、のれんが減損に。広義ののれんは、買収価額と時価評価した対象会社の純資産との差。買い手の貸借対照表に載るのは、PPAを経て、残った部分。

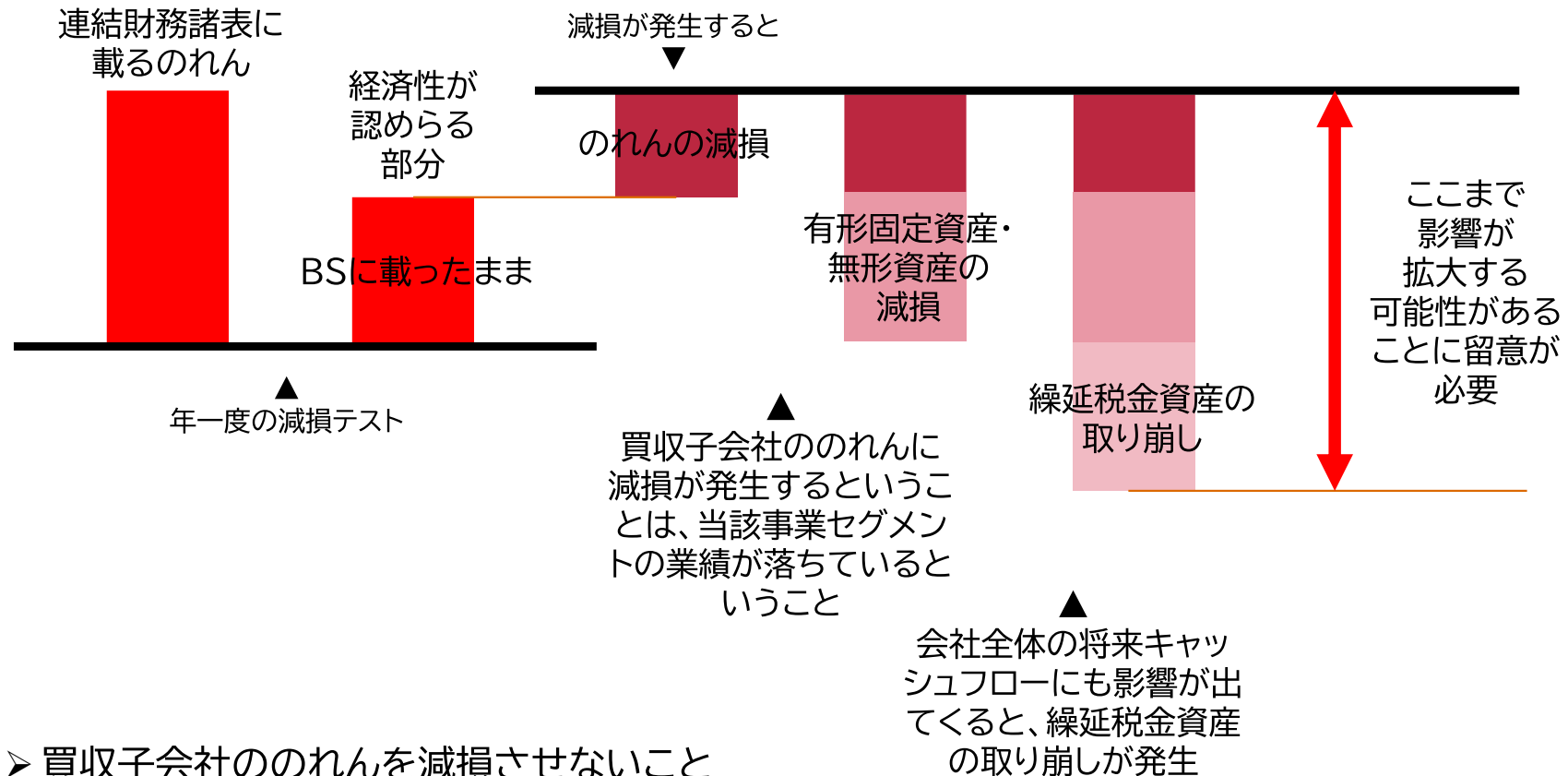


- IFRSを採用する企業は増加中。
- IFRSを採用する企業はのれんを償却しないので、BS上、のれんが残る。  
⇒減損することになった場合の影響が大きい



# のれんの減損の影響

のれんの減損は、それだけに留まらない。

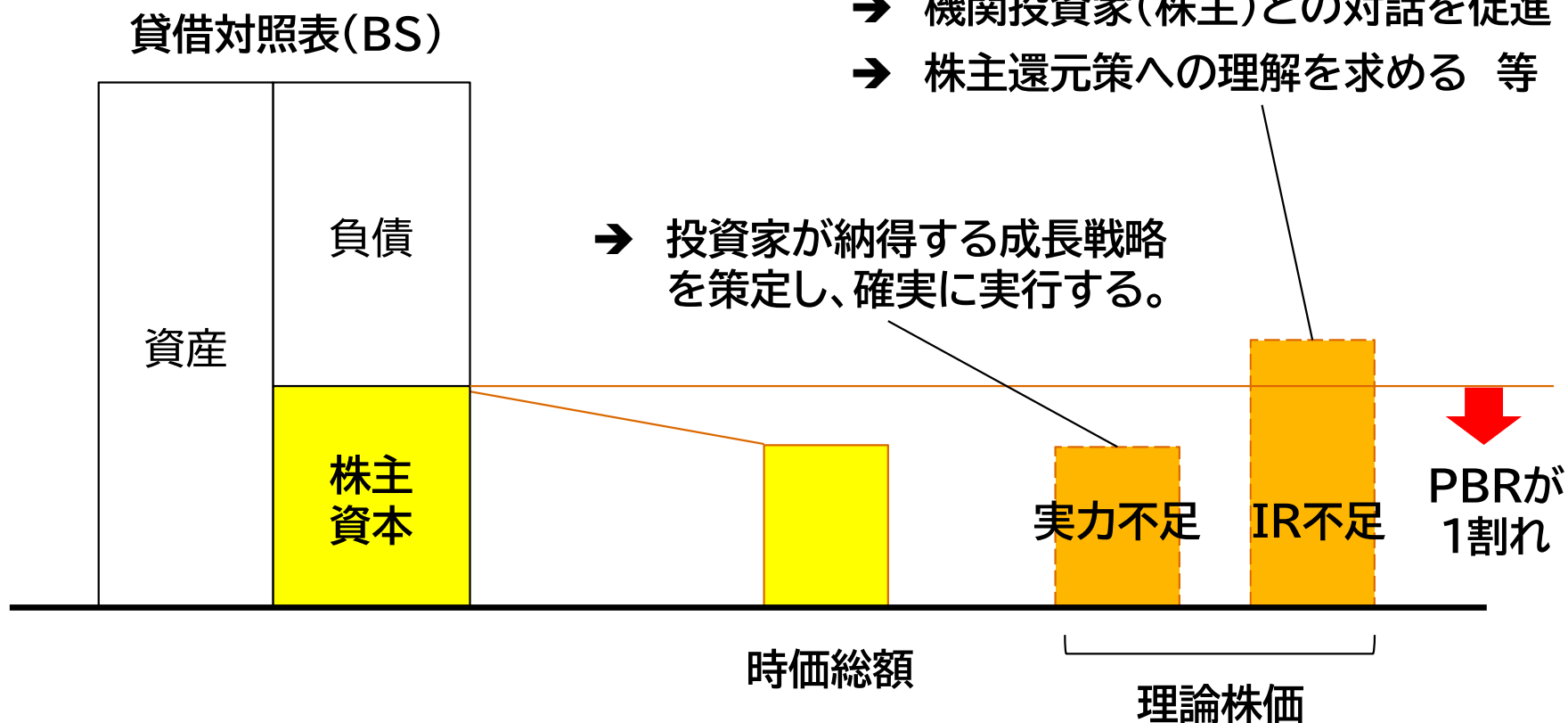


- 買収子会社ののれんを減損させないこと
- そのためにはPMIをしっかりと実施すること

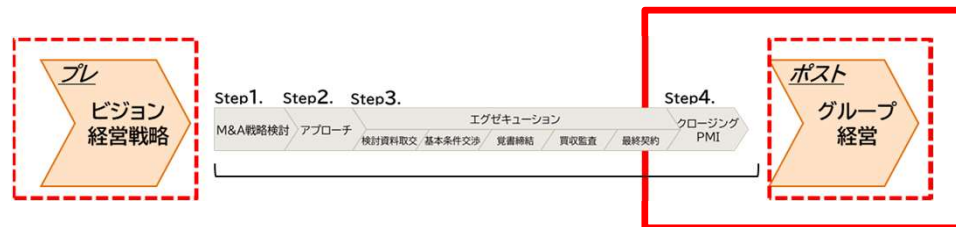
# 最近話題のPBR

PBR1割れの原因は実力不足かIR不足。

- 収益性や成長性があること、資本効率が高いことを訴求
- 機関投資家(株主)との対話を促進
- 株主還元策への理解を求める 等

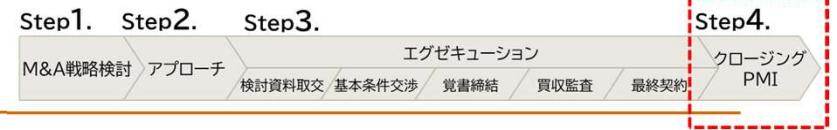


## クロージング・PMI

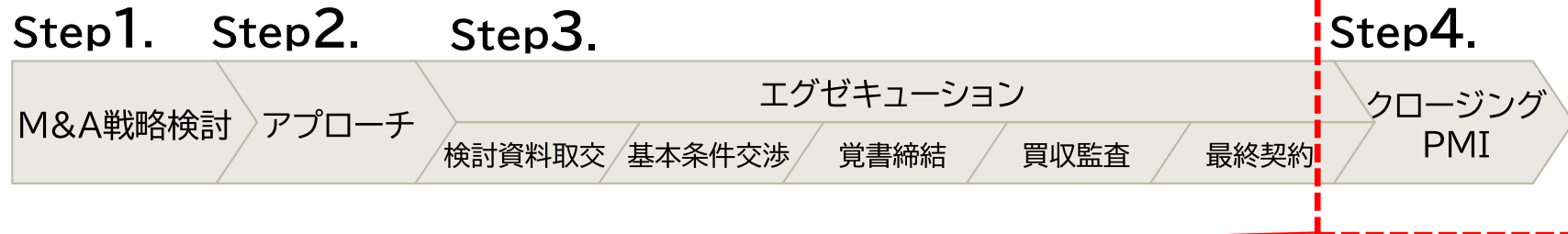


PMIは  
グループ経営の  
スタート時点か...





# プロセスごとのチェック項目



## 社外取締役が確認したい論点

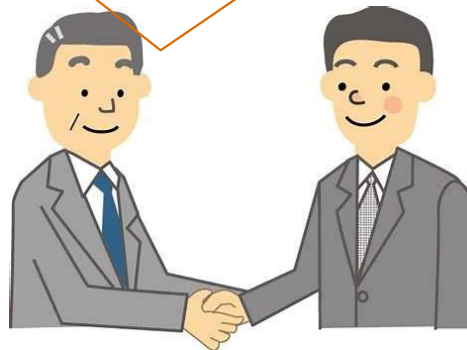
- ☒ ディール推進チームからPMIに関与する人が出ているか？
- ☒ 事業計画をクロージング後に見直したか？
- ☒ 新経営陣に、グループの理念、親会社からの期待、コミットして欲しいことをキチンと伝えたか？
- ☒ 新経営陣をどういう背景のもとどう決めたか？
- ☒ 買い手のトップと子会社のトップとの間にホットラインができているか？
- ☒ ディールがひと段落したら、振り返りをして、文書におとしているか？

## よくある落とし穴

- 「この社長が続投で大丈夫かなあ」と思いつつ、他に選択肢がないから消去法で続投してもらった  
⇒ 経営陣については、常にプランBまで用意しておく。  
親会社からの出向者は早く決める。コミットを見せる
- PMI直後に、事業計画の数字が乖離し始めた。  
⇒ ディールで受領した事業計画を鵜呑みにしてはダメ  
⇒ ガンジャンピング規制にかかっている場合、要注意  
⇒ Bad Newsを上に出さない風土だと危ない
- 子会社のITインフラが脆弱で、経営管理資料が出てこないため、子会社の実態がわからない  
⇒ ITインフラの実態はDDでみるべき。  
⇒ 経営管理資料整備のためのガバナンスコストは必要コスト
- 子会社が緩い会社に見え、心許ない  
⇒ どこまで親会社の規律を導入するか。子会社の活力を削がないことにも配慮。バランスが重要。
- 親会社が尊敬されない  
⇒ 親会社社員は上級市民、子会社社員は二流市民ではダメ  
⇒ どんなもの言いや態度が上から目線か分かっているか？

# Day 1 の挨拶、これじゃダメ！

- 当社には、長い歴史があります。
- 創業者は、××な理念を持っています、それが今も脈々と受け継がれています。
- 早くウチのグループに慣れてもらって、思いっきり仕事をしてください。
- あとはゴルフして、たまに飲みにでも行って、仲良くやっていきましょう。
- 何かあったら、遠慮なく都度言ってください。



# 伝えるべきことを*explicit*に伝える

オートノミーをおおいに尊重する場合であっても、目指す事業計画とKPIを作る作業だけは、一緒に実行する。



その後は、



- ✓ ゴールイメージのすり合わせ  
(本ディールの意味を双方で理解)
- ✓ 事業計画の策定  
(提出した事業計画と乖離があっても実態ベースで作成)
- ✓ KPIのすり合わせ  
(対象会社＝子会社が納得するものであることが必要)

- 設定したKPIのレポーティング
  - ・ レポートラインは？  
(尊敬できない人にはレポートしたくない)
  - ・ 重層的なラインを作る  
(嘘がつかないように、つかれたら早く見破れるように)
- 親会社はKPIに関しては子会社にマイクロマネジメントしてもOK
  - ・ 放任経営にしないこと
  - ・ KPIに対して最初に子会社からの納得感を得れば圧迫経営ではない

# PMIの形態と課題

PMIの形態によって、課題は異なる。

2つの論点

ポスト争い

企業価値向上に向け、  
機能／役割／組織／  
人事を適切に定義で  
きるのか



組織

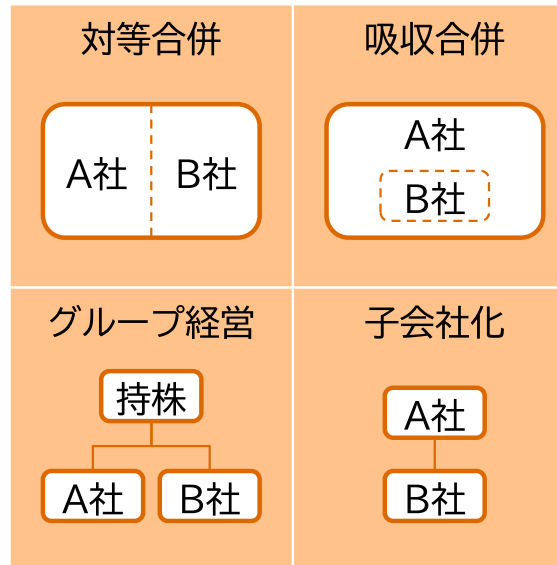
① 統合する

ガバナンス

どこまで踏み込んでコ  
ントロールすべきか、  
どこまで自主権を尊  
重すべきか



② 統合しない



統合委員会の  
組成・運営

経営ガバナンス  
の設計

③ 対等

④ 上下



力関係



縄張り争い

自社の利害だけに固執しない  
よう、目的の共有／コミュ  
ニケーションの促進／合意形成  
を随時実施できるか

飲み込まれる側の抵抗

対象会社が納得感を得られる  
ように、合理的に進められる  
か、十分なコミュニケーション  
を促進できるか

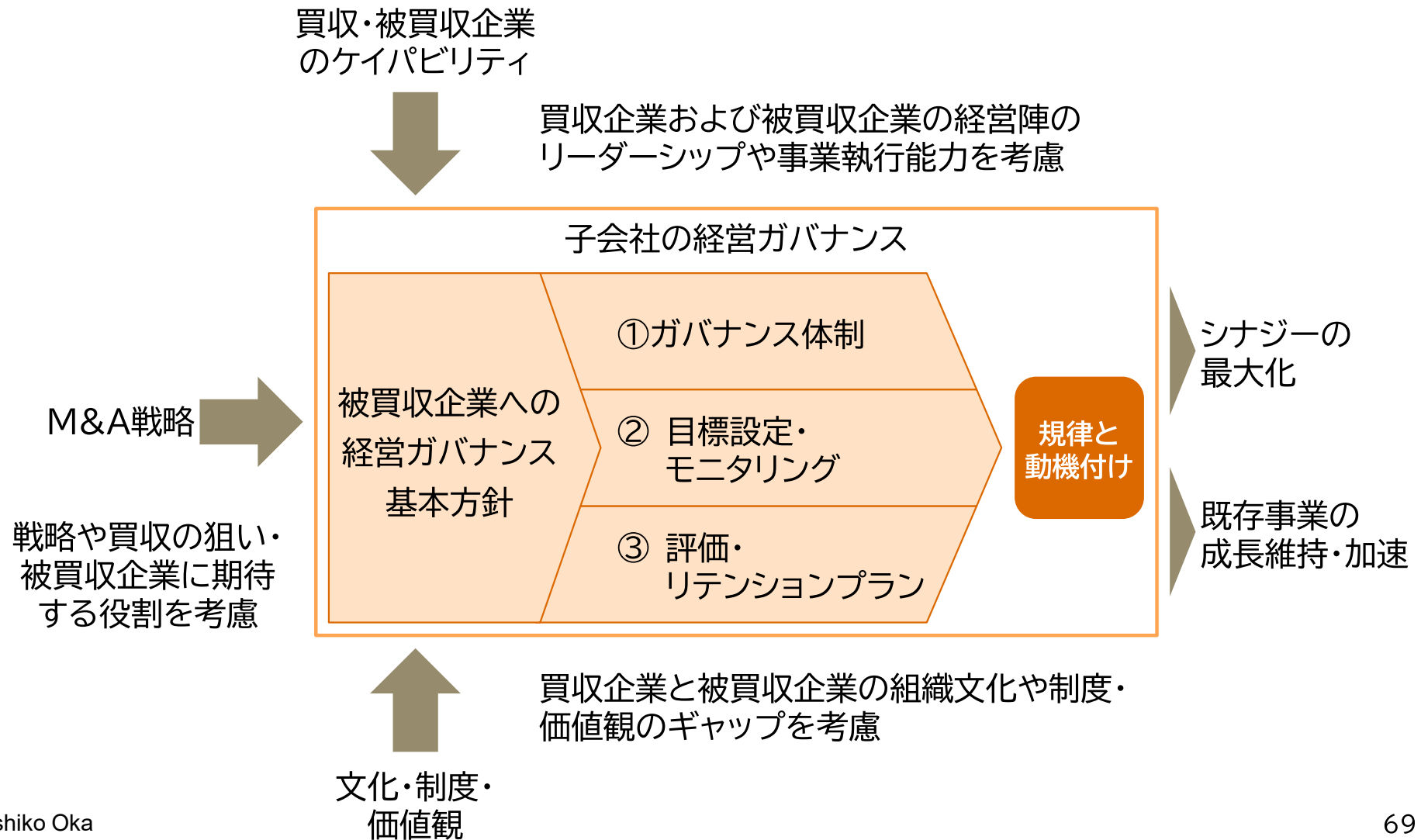
# 100日プランで実施する項目(例)

- 親会社と子会社との間で**戦略・ビジョンを共有**し、具体的なアクションプランに落とし込むこと。
- 子会社が目指すべき**事業計画**および直近期の予算について、改めてその内容を確認し、KPIについて合意すること
- 親会社から子会社に対する**ガバナンスの仕組み**を双方で合意し、意思決定機関やその下の各会議体の権限と役割を確認し、関連規定等を見直すこと
- 子会社の経営陣に加えて、従業員の**評価・報酬体系**を改めて明確にして、必要に応じてインセンティブの仕組みを導入すること
- 連結経営を可能とするために、特に経理財務、法務、総務、人事など、コーポレート系の**業務のアラインメント**をとること
- 子会社の**経営課題**を棚卸しし、具体的なアクションプランを策定、実行すること



# 子会社へのガバナンス

子会社に対する経営関与・管理の仕組みが必要。



# 多くは圧迫経営か、放任経営

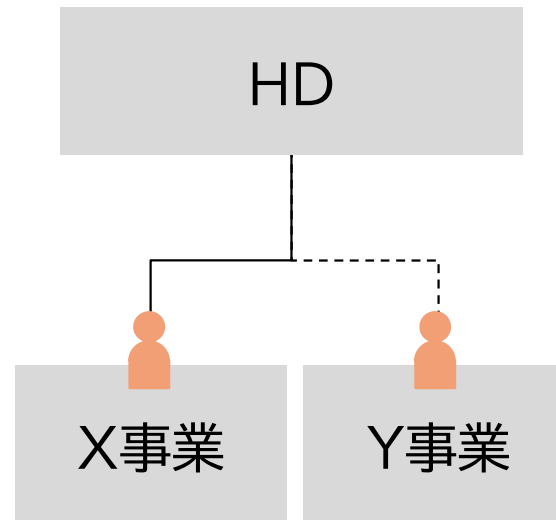
買い手は、尊敬されていますか？

「尊敬できない人のもとでは働くのは地獄、魂を売ると同じ。」

## 「圧迫経営」

子会社の典型的行動：

- ➔ 面従腹背
- ➔ 言われたことだけ実行か、実行するふりをする
- ➔ 押さえつけられ、くすぶる



## 「放任経営」

子会社の典型的行動：

- ➔ 徹底抗戦
- ➔ オートノミー(わがまま)を貫く
- ➔ 情報を隠す

# ガバナンスの一丁目一番地は社長人事

買収子社長の社長人事は、①続投、②親会社から出す、③プロパー昇格、④外から採用が考えられる。

## ①続投

▲  
クロージング

引退

- 現経営者が買い手グループ傘下企業の子社長として相応しいか見極めて続投を決めたか？  
消去法で続投を決めていないか？
- これまで「一国一城の主」だったヒトが、「雇われ社長」としてやっていけるか？
- 事業承継が理由の売却なら続投しても長い期間はそもそも無理。
- 親会社は子会社に距離を感じたまま、Day1を始めていないか？



## ②親会社から

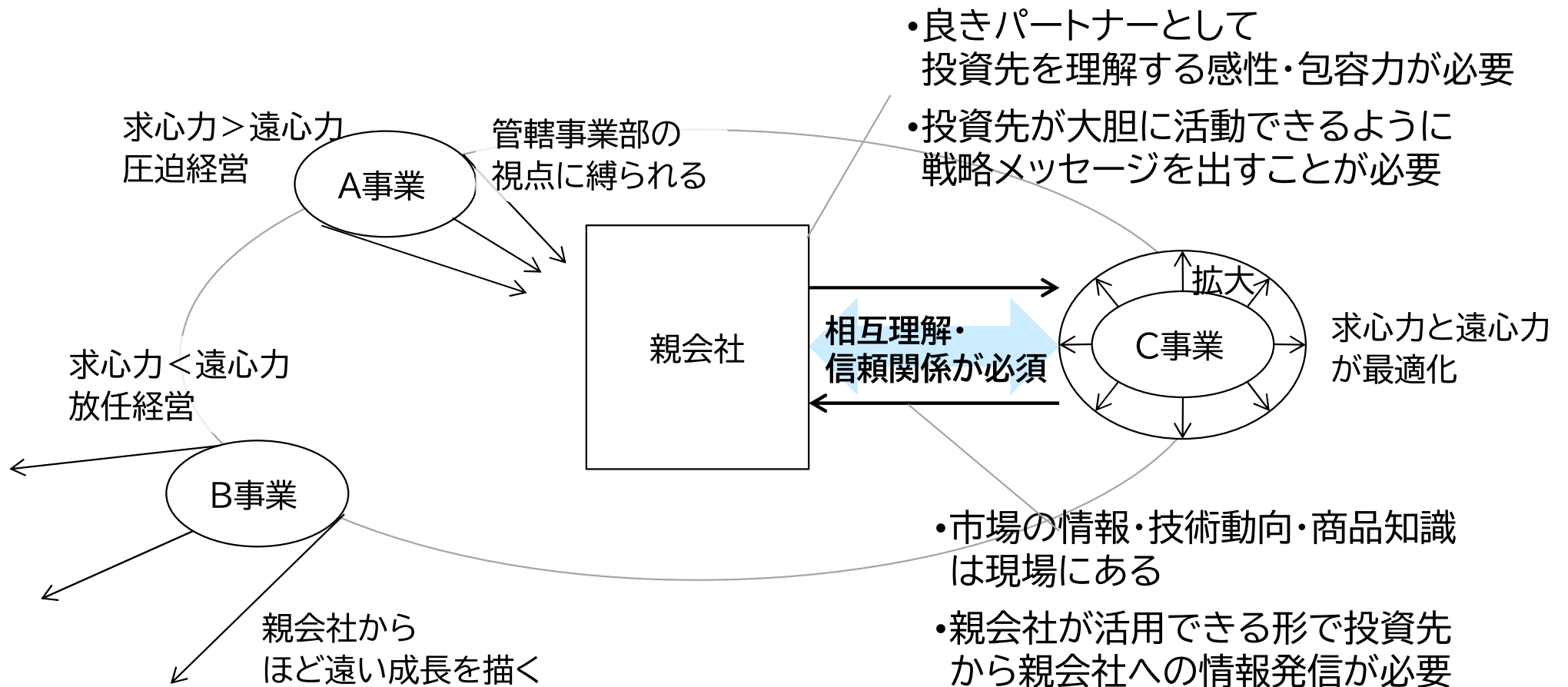
- 消去法で親会社から子会社社長を出すことになっていないか？
- 親会社に経営人材がいるのか？
- 親会社派遣の社長や社員は、真面目であるほど「ミイラ取りがミイラに」なることが多い。そうなる原因は親会社にあることが多い。
- 常に2つの後継者プランを持っておく。  
(事件事故時のスイッチ、次世代社長)

③ オーナー企業ではプロパーが育っていないことが多い。そのためプロパー昇格はレア。

④ いきなり外からの採用は困難。さりとして計画的に外の経営人材を採用・育成する体制が日本企業にはない。  
そのため外から採用はレア。

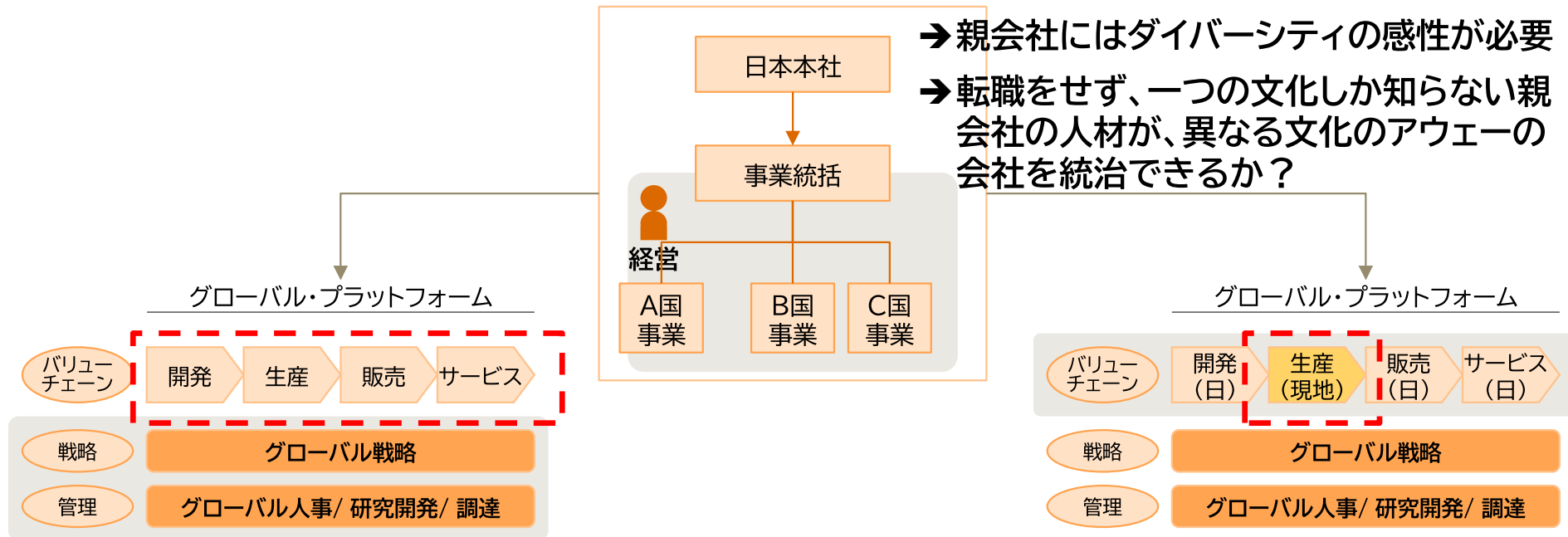
# 遠心力と求心力のバランス

相互理解・信頼関係を構築できているかが全て。



# 事業ポートフォリオ入れ替え型のM&A

事業ポートフォリオの入れ替え型のM&Aは、土地勘がない海外M&Aと似ており、苦勞が多い。



→親会社にはダイバーシティの感性が必要  
→転職をせず、一つの文化しか知らない親会社の人材が、異なる文化のアウェーの会社を統治できるか？

→コーポレートガバナンスだけで統治しなければいけない  
→事業ガバナンスは効きにくく、阿吽の呼吸も通じない



事業ポートフォリオの  
入れ替え型の  
M&Aはこっち！

→コーポレートガバナンスが未熟でも、事業ガバナンスが効きやすい  
→親会社に対する尊敬の念を抱いているため、統治し易い。

# こういうことはもう止めよう！

1. 「言っておかなきゃいけないこと」、「仕切っておかなきゃいけないこと」があるにもかかわらず、「寝た子を起こさない」として先送りする。
2. 「上から目線」になっている。  
とはいえ、相手方に気を遣いすぎて、過度に下手にでるのもブー。
3. 精神論で乗り切ろうとする。
4. 見たい面しか見ない。報告にバイアスがかかっている。
5. FAの言うことを鵜呑みにする。自分の目で確かめない。
6. 後で「あのM&Aは失敗」と言われても自分に火の粉がかからないように、アリバイ作りをする。

# 取締役がチェックすべき重要事項

→ M&Aの遂行は執行の役割。

取締役は、ガバナンスの観点からのチェックになる。

→ M&Aのプロセス執行体制に牽制機能(CFOなど)が健全に働いていたか

→ 何が検討の積み残しになっているか。それはどうするのか。

→ 本件が流れたときの代替案をどう想定しているか。

→ 時間軸、スピード感は、合っているか。

→ PMIをどれくらい具体的に想定、計画できているか。

経営陣、グループ経営管理体制、対象会社側の意識変革

# M&Aにおける昨今のテーマ スタートアップ



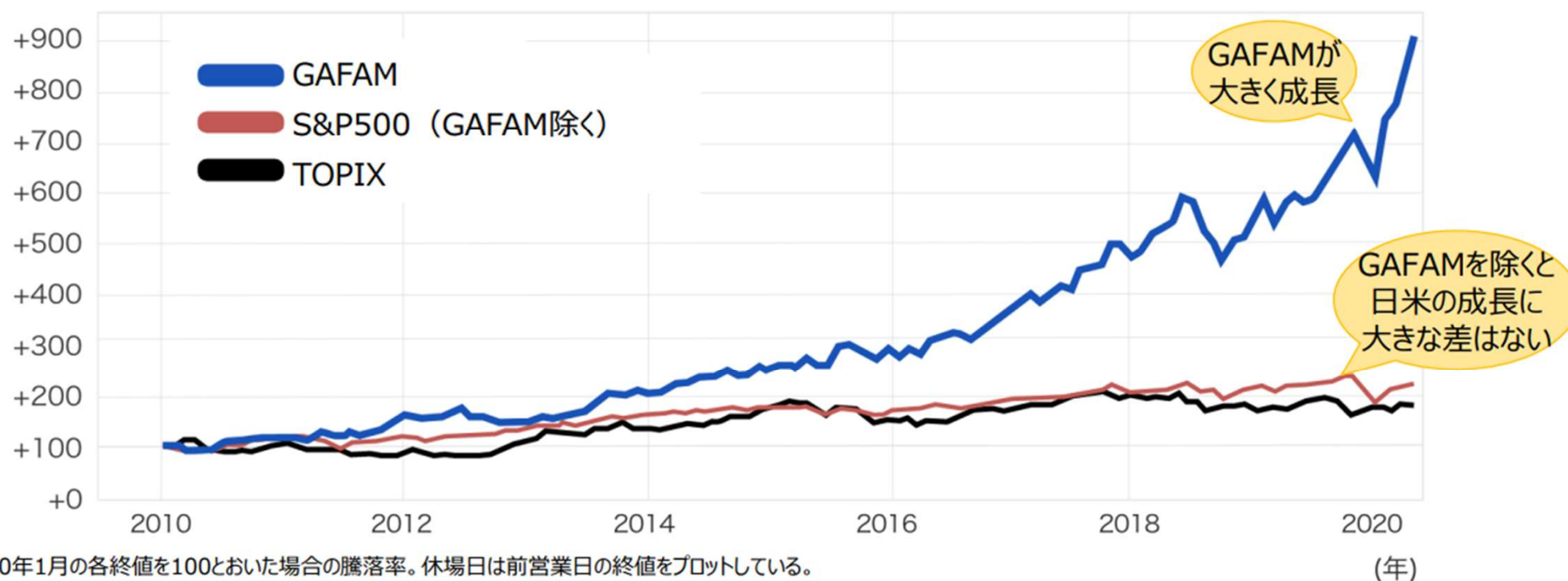


# スタートアップの位置づけ

スタートアップが経済成長の牽引役となっている。

日本（TOPIX）と米国（S&P）における直近10年間の株式市場のパフォーマンスの推移<sup>\*1</sup>

(騰落率,%)



<sup>\*1</sup>: 2010年1月の各終値を100とおいた場合の騰落率。休場日は前営業日の終値をプロットしている。

出所：S&P500指数、GAFAM時価総額推移、日経平均株価指数データをもとにオコスモ作成

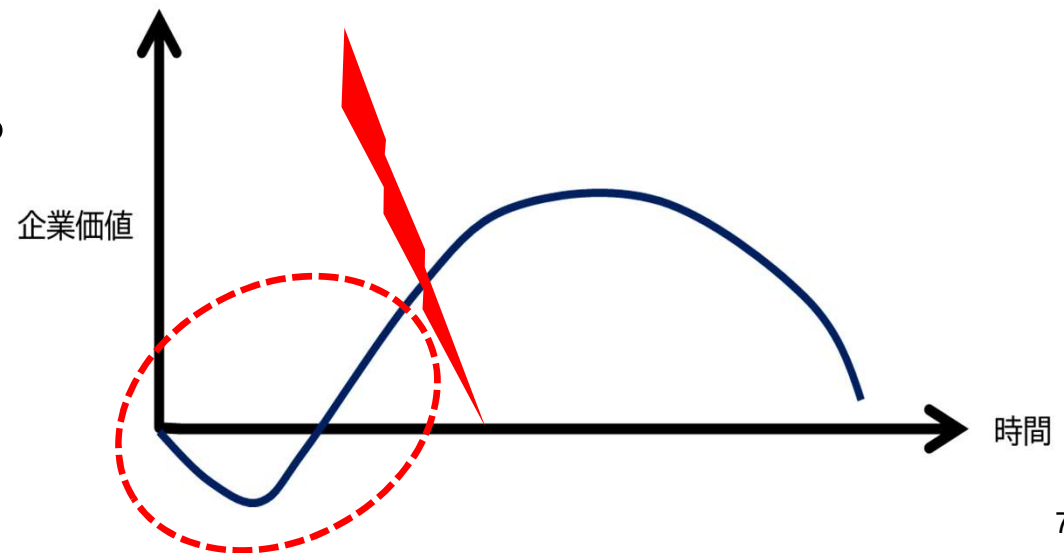
# スタートアップへの投資

一般のM&Aとスタートアップへの投資は異なる点が多い。

- 新規事業を育成
- 外からM&Aで取り入れる

スタートアップへのM&Aは、  
両方の要素を含む。  
難易度も高い。

- 「投資額は比較的小さい」少額出資なので投資し易いが、放任にもなり易い。
- 稟議時は「ゼロになる蓋然性がある」ことを議論するも、投資後はそれを忘れる。  
いざゼロになると「だからベンチャーは・・・」、「部門がやっていること・・・」となる。
- 事業計画≒夢 なので  
DDで事業計画を精査しようがない  
フワツとしたバリュエーションになる
- 既存事業に組み入れにくい  
(同じ方向を向きにくい)
- 経営は任せるしかない  
(PMIは特定業務に限定)



# こうも違う

文化が異なる。これを受け入れられるか？

スタートアップ

一般企業

過去には興味なし

歴史

過去は財産

パイを広げる

競争

シェアを奪う

糧にして成長

失敗

人生終わる

巻き込み

他組織

排他的

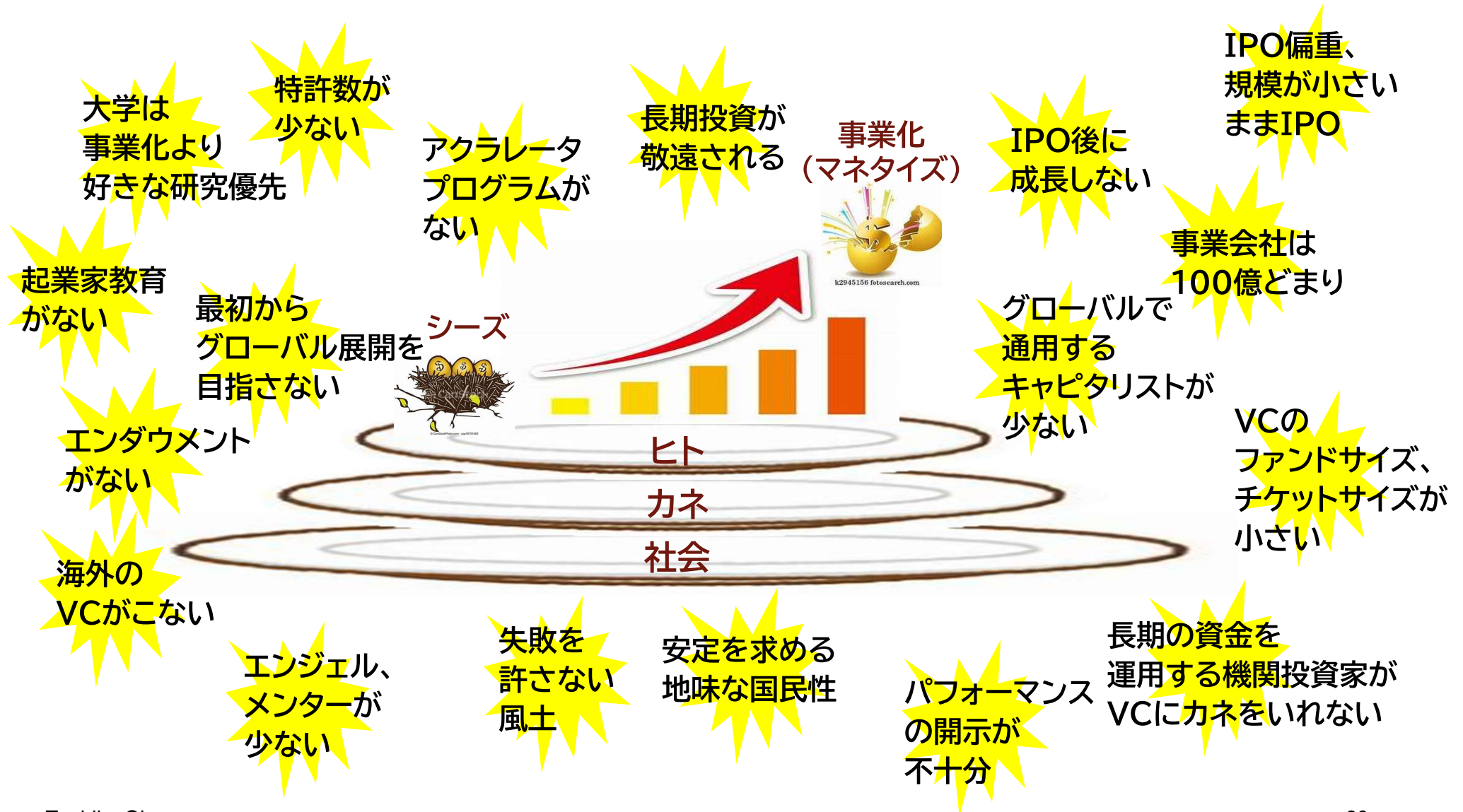
創ること

価値

達成すること

# わが国のエコシステムの課題

起業家、資金、人材、社会など、エコシステム全体に課題山積。



# VCとの付き合い方

## 実態

- GPの数はそれなりにあるも、機関投資家のDDに耐えられず、機関投資家の資金を受託できていない。(事業会社のほうが楽)
- ファンドサイズが小さい(100億円超は限定的)。比較的少額のエクイティでEXITまでいけるIT系スタートアップに資金が集中(約5割)
- オープンイノベーションの掛け声でCVCは増加するも、知財やビジネス展開面で壁がある。コロナ禍で継続性が試されているCVCも。
- プロが少ない。投資先のグローバル展開を支援できる人材もいない
- 東京一極集中



- LP投資家に期待しているのは、カネ、販路、EXIT候補、ソーシング。
- どのVCに何を目的として出資するか？  
VCへの出資の目的は薄れがちになるのでしっかり議論。
- 出資後、受け身では、LP投資家にメリットはない。
- カネを出すなら口も出す。必要なガバナンスについては要求する。

# スタートアップとの付き合い方

## 実態

- 起業家のバックグラウンドは10年前と比較してレベルアップ。大企業からのカーブアウト、アカデミア発の起業サポートは課題（経営人材がいない、ビジネス化を担う人材がいない、メンターが必要など）
- アクセラレータ、助成金など、投資先をとりまく起業環境は国内ではそれなりに充実
- IPO偏重



- 投資先のソーシングはルートができているか？
- マッチング < プロデュース の時代。
- スタートアップ投資は長期投資。未来が洞察できるか。新規領域の将来性をどこまで洞察しきれるか。ここが目利き力の源泉。
- 経営者・キーパーソンの目を見て、心が綺麗か、技術は本物か、信頼関係を築けるか、同じ方向を向けるかを見極める。
- 「面白そう」、「将来に向けてつまんでおこうか」的な姿勢だと、何も起こらない。



米国が牽引するAIベンチャー



# AIの歴史

AI(人工知能、Artificial Intelligence)という言葉は、1950年代に誕生。

## 1950年代 のAI

→ 自ら学習し人間と同等の知性を持つコンピュータ

→ 深層学習(Deep Learning)が主流に

## 2010年代 初期

→ DLは、人間の神経の構造をもdとしたニューラル・ネットワークを、数十・数百といった多数の層を重ねて処理。

→ 技術的ブレークスルーがおこり、DLが実際の製品・サービスに使用。

→ 2014-15年頃には、これを応用した自動運転が注目を集める。

AIブーム

## 2019年頃

→ 自然言語処理(Natural Language Processing)の分野でブレークスルーがおこり、Alexa(Amazonが開発したクラウドベースのAI音声認識サービス)が使われるようになった。

→ ただしあらかじめ用意した定型文を返すサービス。



## 最近話題のChatGPT

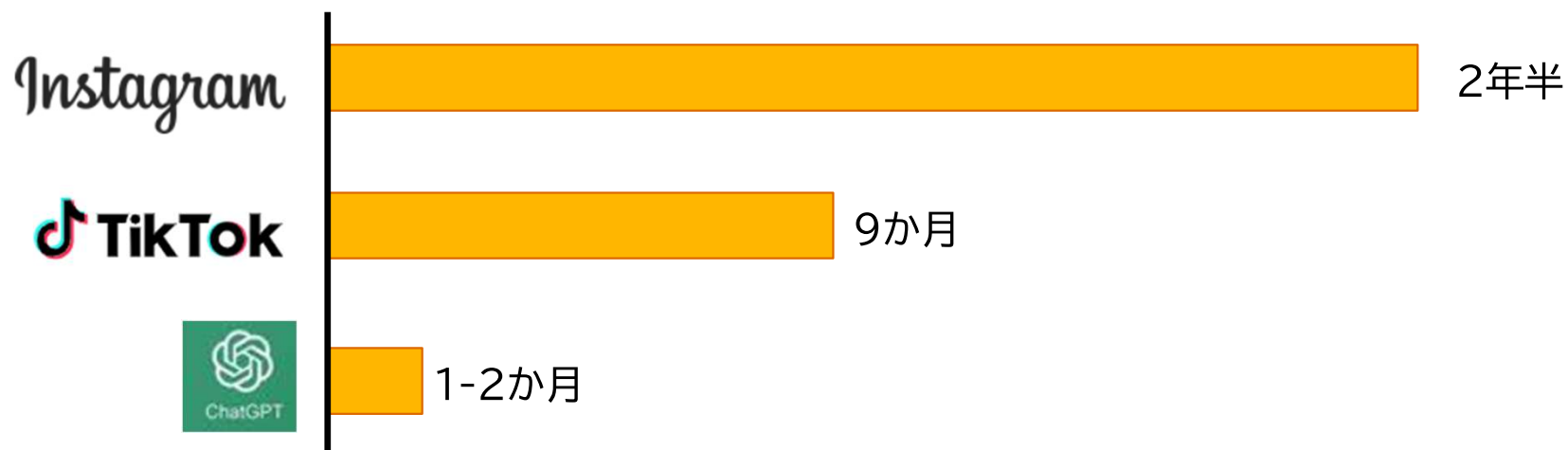
ChatGPT(Generative Pre-trained Transformer)は、Open AI社が開発した「事前学習済の文章生成型学習モデル」。

- ➔ Alexaやチャットボットは、あらかじめ用意した定型文を提供するが、ChatGPTは、深層学習を使い、学習した膨大な言語データの中から適切と思われるものを選び出して、合成する。
- ➔ 文章を合成するGPT、画像を合成するDALL-E2(ダリツイー、2022年4月にOpenAIリリース)、Midjourney(AI開発企MidjourneyのCEOデビッド・ホルツ氏(元NASAの技術者)が開発した「テキストを入力するとAIが画像を出力してくれるサービス」、2022年6月からβ版(お試し版)が公開)
- ➔ ChatGPTの目的は、文章生成。  
文章として成立することを最優先に作られており、「信頼性が高いファクトを選ぶ」ことを目的とはしていない(だから内容に間違いがあったり、計算が間違っていたりする)
- ➔ 最新のGPT-4(2023年3月発表)のものでも訓練データは2021年9月までのもの

## 注目度の高さ

サービスリリース後、1億人に達するまでの時間が圧倒的に短い。

- 2022年11月30日にChatGPTがリリースされた。
- GPTのモデルをベースとし、それにOpenAIが独自にフィルターを加えた「自動会話サービス」であり、基本サービスは無料。誰でも利用可能。
- 2023年1月までの2か月で、すでに月ごとに1億人がアクセスしたといわれる。



Instagram(インスタグラム、略: インスタ)は、Meta(旧:Facebook)が所有する写真・動画共有ソーシャル・ネットワーキング・サービス(SNS)。

TikTokは、もともと2016年9月に中国市場でリリースされた抖音(ドウイン、中国語でビブラートを意味)の国際版

# M&Aにおける昨今のテーマ 親子上場解消

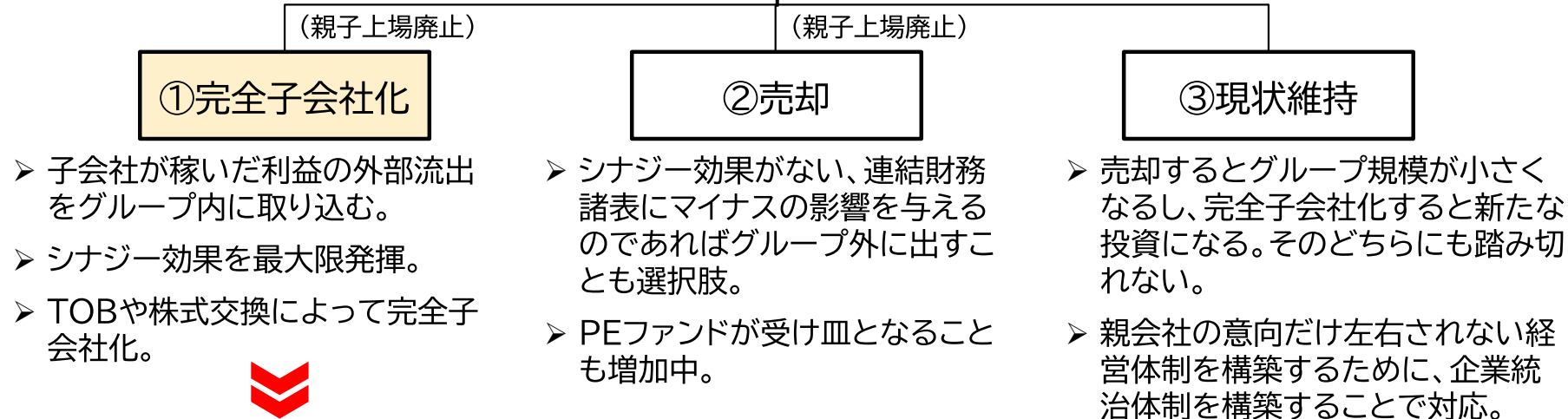


# 親子上場の構造のリスク

支配株主(50%超の議決権保有)である親会社と上場子会社の一般株主との間に構造的な利益相反リスクが指摘。

親子上場の構造にあることが企業統治の面から問題。  
少数株主の権利が不当に侵害される恐れがあり。

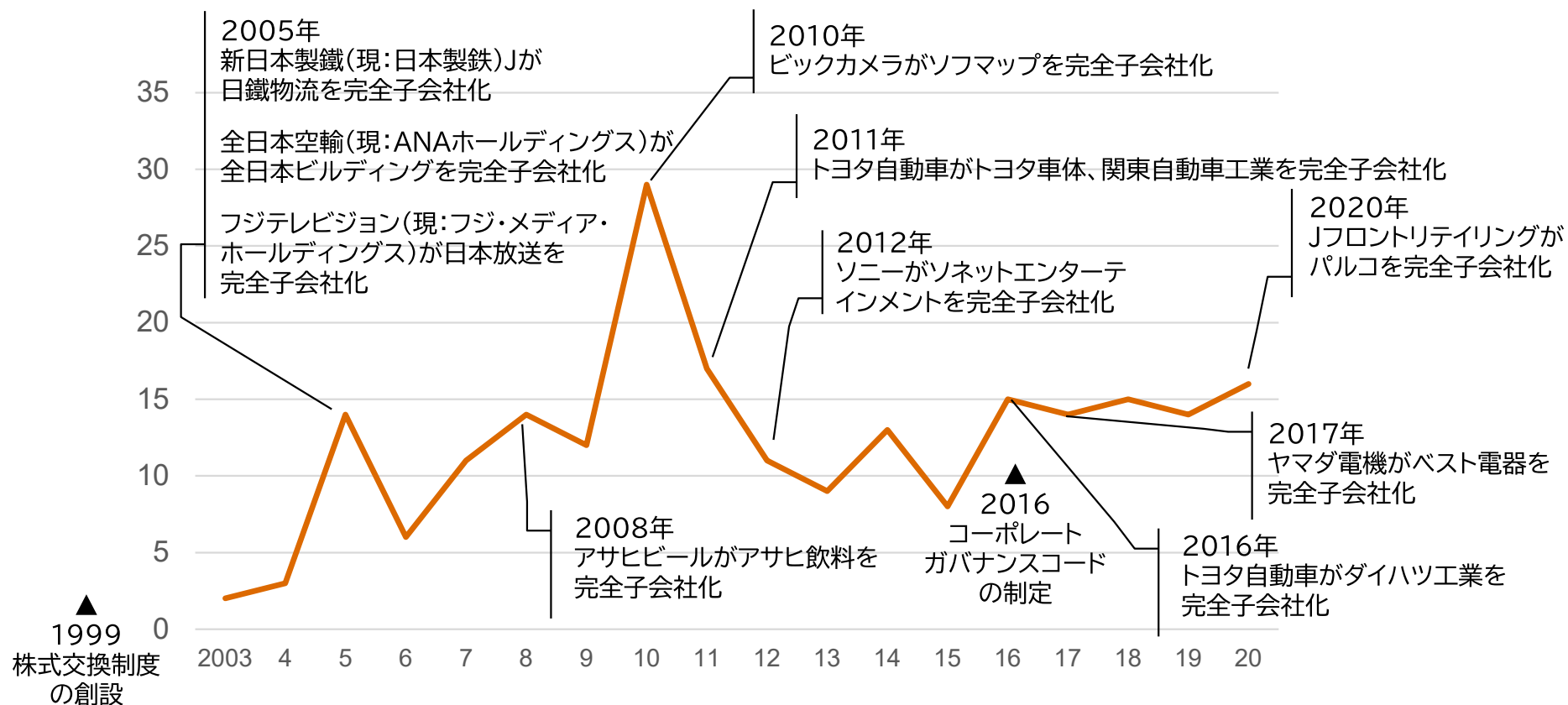
## 親会社の選択肢



➤公正性担保措置が必要とされている。

# 上場子会社の非上場化の事例

親子上場廃止は、1999年に株式交換制度が創設されて以降、徐々に増加。

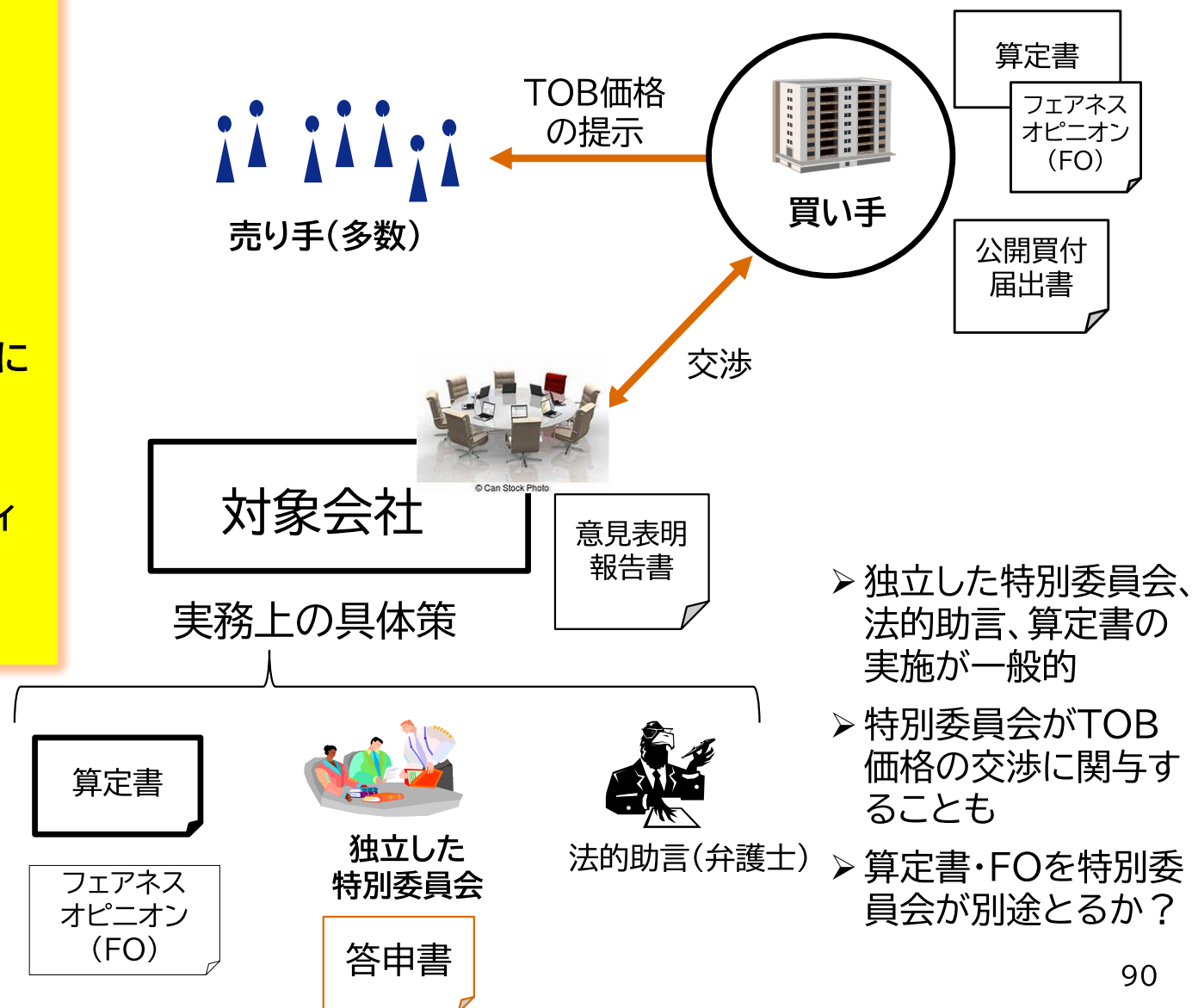


# 公正性担保措置の具体例

公正性を担保する措置として、どれを実施するかは、対象会社が判断。

## 具体的措置:

- 特別委員会の設置
- 専門的助言
- 独立性・専門性があるFA
- フェアネスオピニオン(FO)や算定書の取得
- 利害関係を有しない取締役による決議
- マーケット・チェック
- マジヨリティオブマイノリティ
- 情報提供の充実
- 強圧性の排除



## 補足：用語の説明と実態

### ➤ 特別委員会の設置：

2007年は4割のディールでしか設置していなかったが、2012年以降は、公正性担保措置を必要とする全てのディールで設置するようになっている。

### ➤ フェアネスオピニオン(FO)：

構造的な利益相反が存在する取引において、一般株主が情報劣位にある状況には有効。公正性担保措置を必要とするディールでも、ほとんどとっていない。

### ➤ マーケット・チェック：

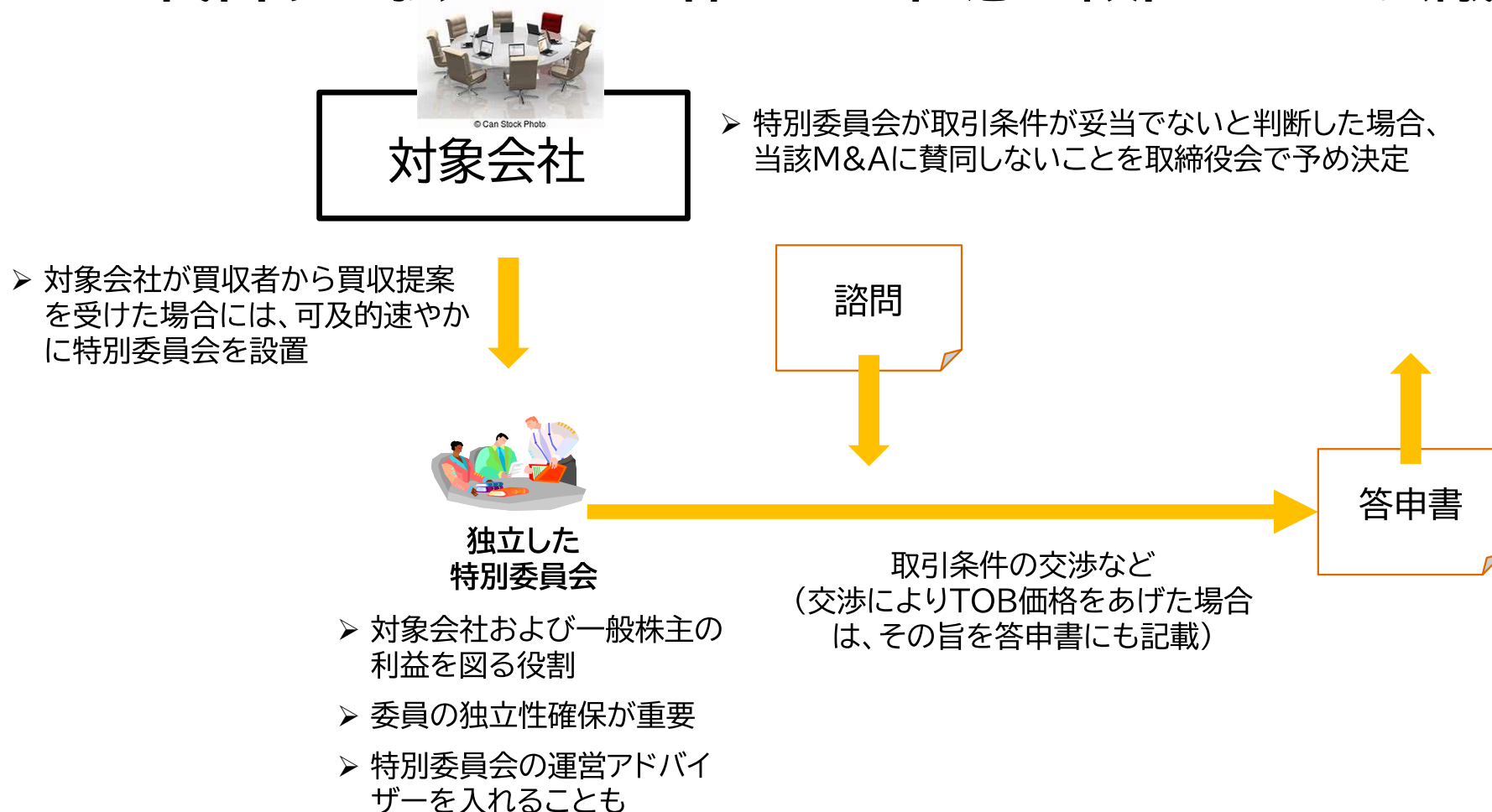
オークション(入札)や潜在的な候補者に個別打診をする「積極的マーケットチェック」や、比較的長い買付期間を設定し、買収者が登場し易い環境を形成する「間接的マーケット・チェック」がある。前者が望ましいが、一律に行うことが望ましいとまではしていない。実態はほとんどが後者。法令では最短20営業日のところ、30日営業日以上が多い。

### ➤ マジヨリティオブマイノリティ(MoM)：

一般株主の利益に資すると言いながらも、取引の安定性を阻害することが懸念されるため、一律に設定が望ましいとまではしていない。MBO案件特有の措置。

# 独立した特別委員会

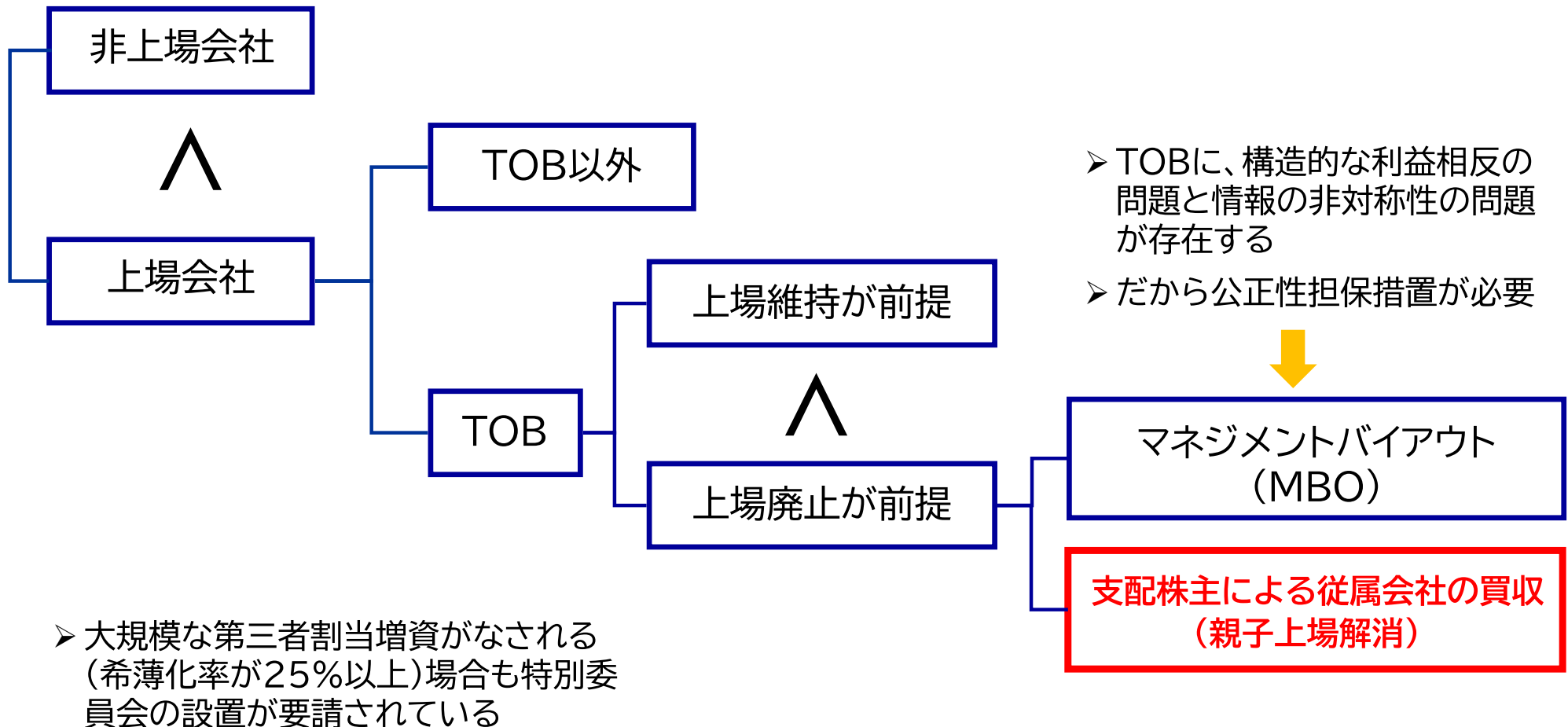
特別委員会は、本来取締役会に期待される役割を補完し、または代替する独立した主体として任意に設置される会議体。





# 公正性担保措置が必要とされるケース

対象会社が上場会社の場合、さらに上場維持よりも上場廃止が前提となっている場合に、「一般株主が享受すべき利益が確保される」ことに対する説明責任が強く求められ、公正性担保措置をとることが求められる。





(休憩)

# グループディスカッション



# どういうイメージ？

## 質問：

- PEファンド・同意なき買収者(敵対的買収者)・アクティビストの3つに同類の臭いを感じますか？  
どういう違いがあると思いますか？

# 経産省の新指針

「合理的な理由なく買収提案を拒んではならない」。

従来

今後

「敵対的買収」



「同意なき買収」

「買収価格が妥当かどうか」



「買収を拒絶する行動を律していく」

「買収防衛策」



「買収への対応方針」

(出所: 「公正な買収の在り方に関する研究会」から、なおパブリックコメント期間(2023年6月8日(木曜日)から2023年8月6日(日曜日))

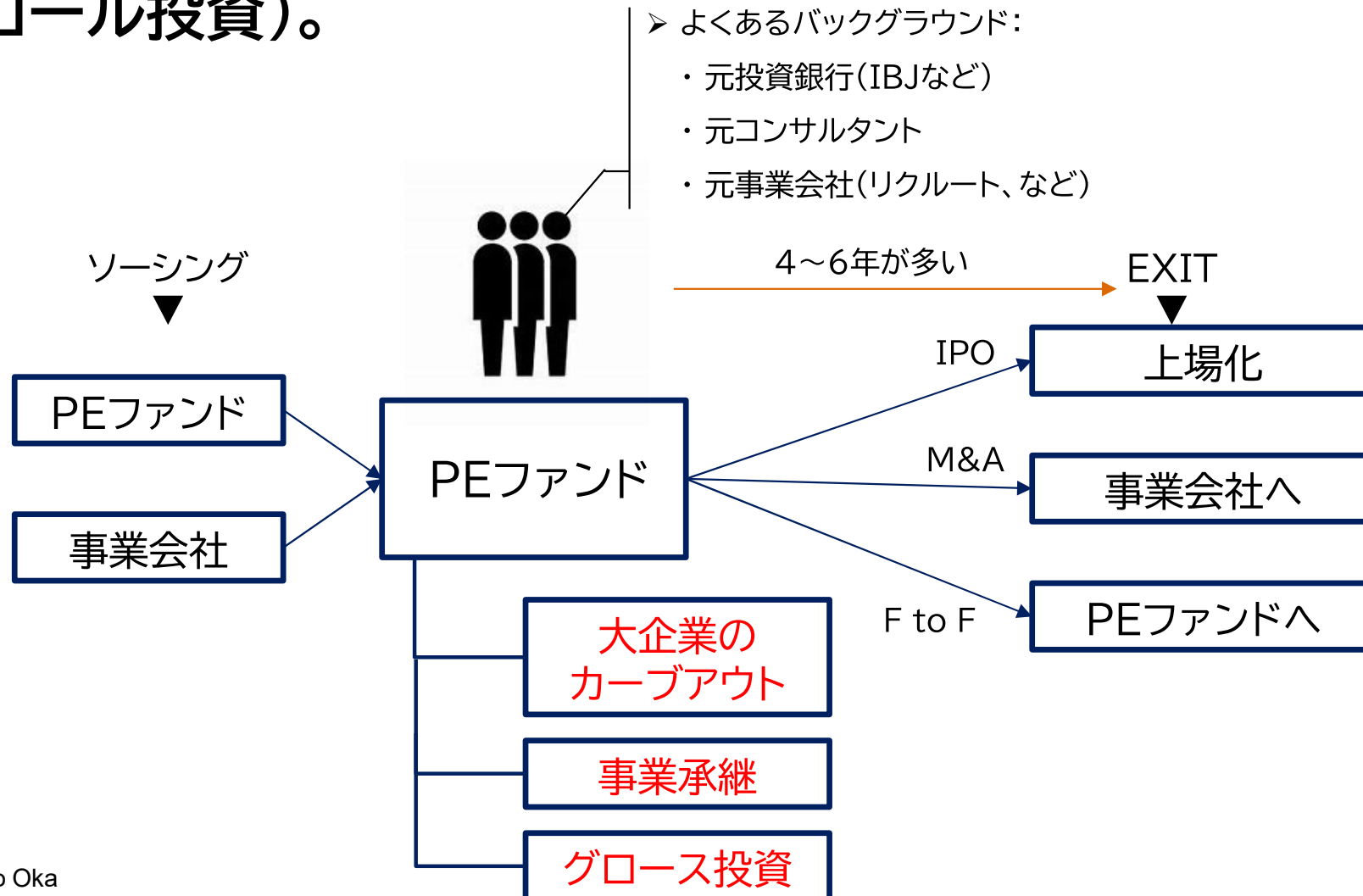
# 違いが理解されていない・・・

ざっくりと、こういうイメージか。

	PEファンド	同意なき買収者 (敵対的買収者)	アクティビスト (物言う株主)
➤ 公開買付け(TOB)を 使って株主になる	TOB以外 もあり	市場＋ TOB	市場で 買い付け
➤ 議決権の過半を握る	基本は過半	過半	マイノリティ
➤ 経営陣の同意	得る	得ない	得ない

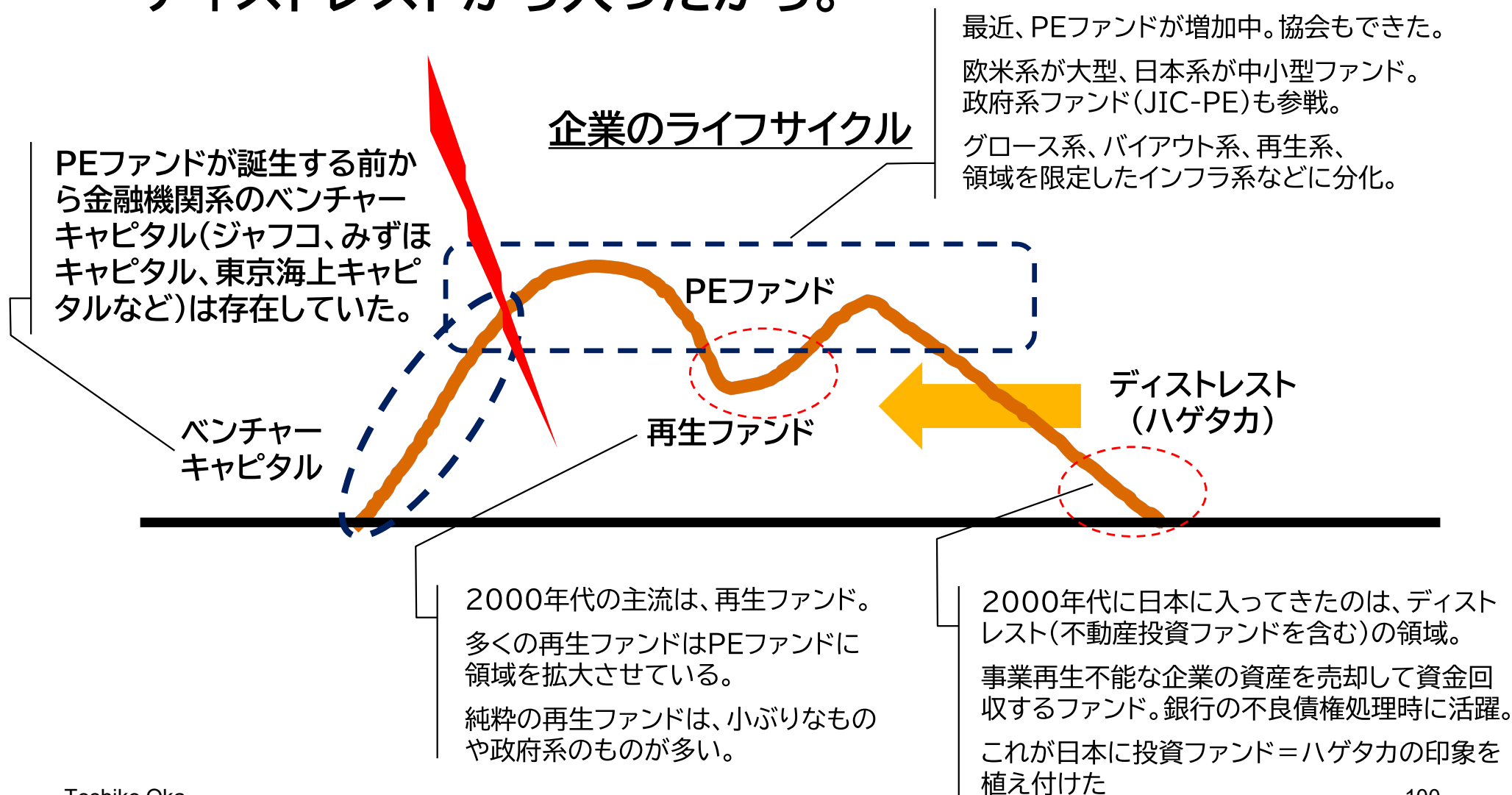
# PEファンドの役割

PEファンドは、議決権(多くは過半)を持つことによりガバナンスを効かせ、対象会社の企業価値を向上させる(コントロール投資)。



# 各投資ファンドの役割

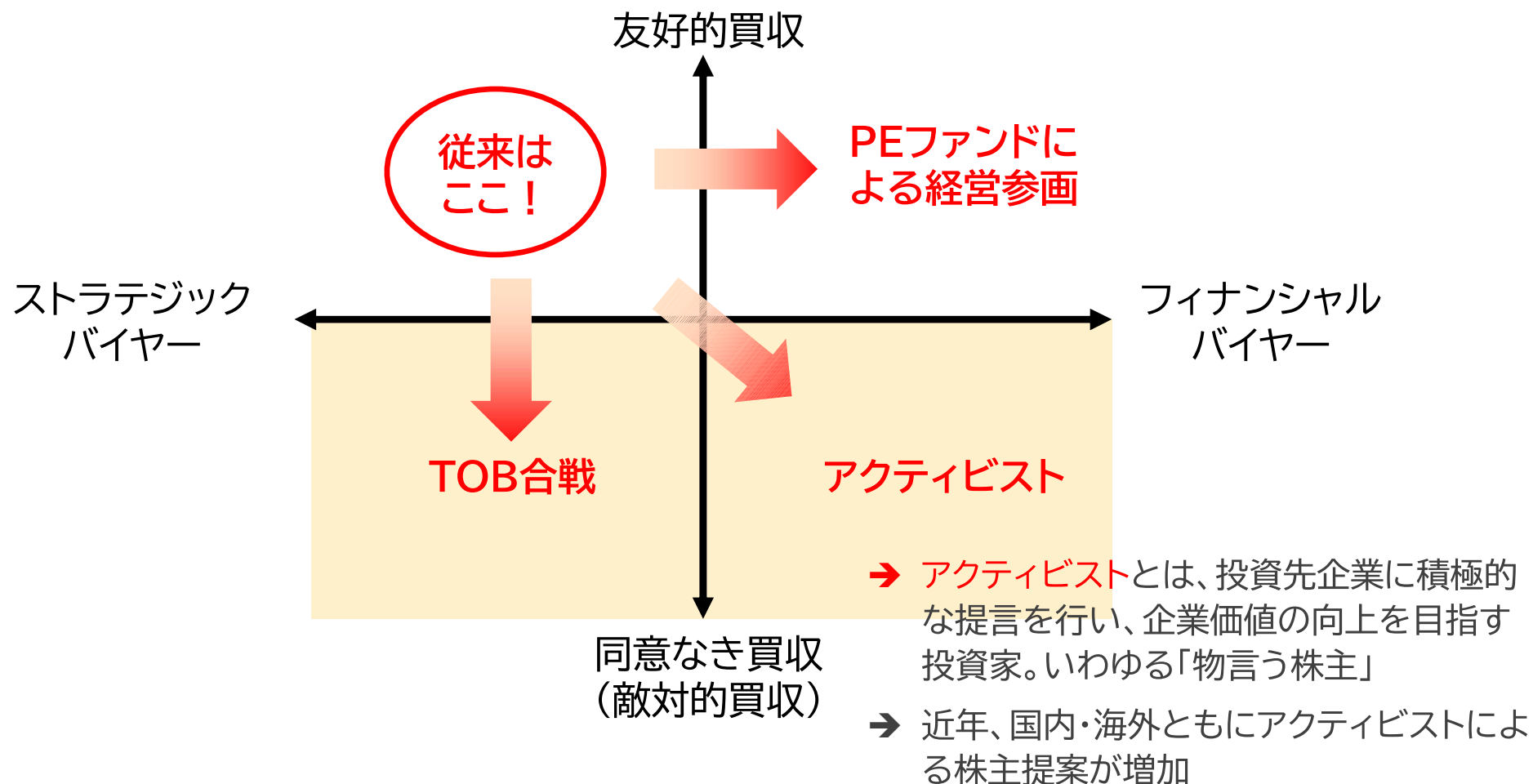
日本において投資ファンドの印象が芳しくないのは、ディストレストから入ったから。





# 同意なき買収(敵対的買収)とアクティビスト

買い手が多様化する中、同意なき買収(敵対的買収)は増加傾向にある。

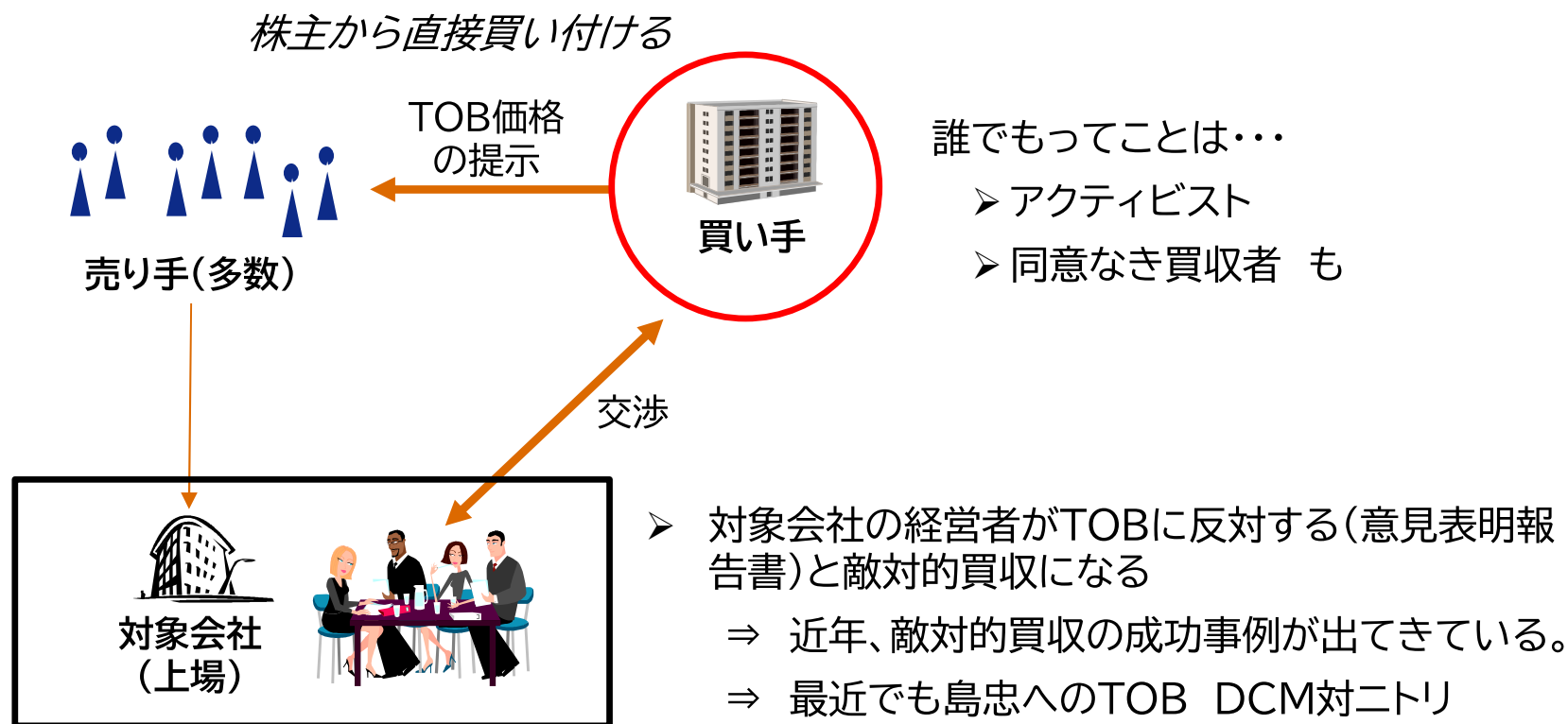


# こんな企業が狙われる

- ➔ キャッシュリッチなのに、何もしない会社。  
何もしないから、株価もさえない。成長もしていない。
- ➔ 業界トップでない中堅企業は国内勢に狙われる。  
大企業は海外勢に。(資金力)
- ➔ 社長のリーダーシップが強すぎ(就任期間が長すぎる)。  
ガバナンスが効いておらず、放漫経営、鶴の一声経営になっている。  
しかも保身には熱心な社長がいる会社。
- ➔ 業界再編のカードになりそうな事業を持っているが、自力では成長できそうにない。

# 同意なき買収の対象企業は公開企業

公開企業には誰でも公開買付け(TOB)をかけられる。



- 誰が株主であったとしても、この会社の企業価値を最も高めることができる経営者が選任される仕組み。

# 敵対的買収(同意なき買収)は昔からある

1950年代の敵対的買収:

- 1952年 老舗百貨店の白木屋株が買い占められる
- 1952年、陽和不動産乗っ取り事件。陽和不動産(現三菱地所)は丸ビルを中心に皇居と東京駅の土地の大部分のオーナー

1980年代以降:

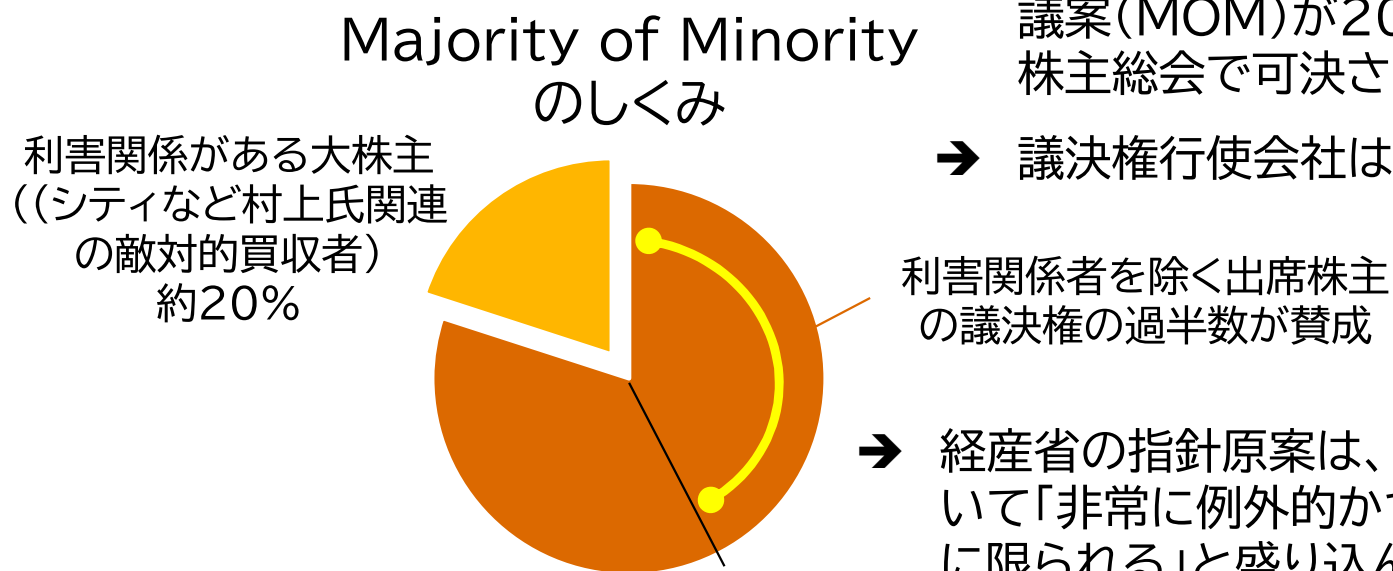
- 1980年代にはピケンズ氏が小糸製作所の株を買い占めた
- 小谷光浩を代表とする仕手筋集団「光進」が、バブル期末期の1987年(昭和62年) - 1990年(平成2年)にかけて蛇の目ミシン工業・国際航業(現在の国際航業ホールディングス)・藤田観光などの株を買い占めた

昨今の事例:

- 2019年3月、伊藤忠商事がスポーツウェア大手のデサントに対してTOB(株式公開買付け)を成立させた。  
国内の大企業同士ではじめて敵対的TOBが成立した事案
- 2020年8月、コロナによる大戸屋へのTOB。
- 2023年7月、ニデック は工作機械などを手掛ける TAKISAWA に対して完全子会社化を目指して株式公開買付け(TOB)実施を決めたと発表

# コスモエネルギーHDの買収防衛策は僅差で可決

MoMは、利害関係がある大株主等を除いた一般株主の過半数の支持を得ることで、少数株主を保護する手法。



→ 買収防衛策の発動の是非を諮る議案(MOM)が2023年6月の株主総会で可決された。

→ 議決権行使会社は否決推奨

→ 経産省の指針原案は、MoM決議について「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」と盛り込んでいる


東京機械製作所の件:

- 買収防衛策を巡るMoMは、2021年に東京機械製作所が採用し、利害関係がある大株主を除いて採決。
- 大株主が差し止めの仮処分を申し立てたが、最高裁はMoMを認めた。どのような場合にMoM決議が使えるかは十分な議論が必要。

# 同意なき買収の分類

対象会社の経営者が同意していない ≠ 退治すべき

新たな買収者は企業価値を  
〇〇させる蓋然性が高い

買収者		対象会社	
		増大	棄損
経営者の スタンス	善良・ 経営力 あり	 事業計画 勝負	防衛策が 有効
	保身	善なる 同意なき買収	第三の道

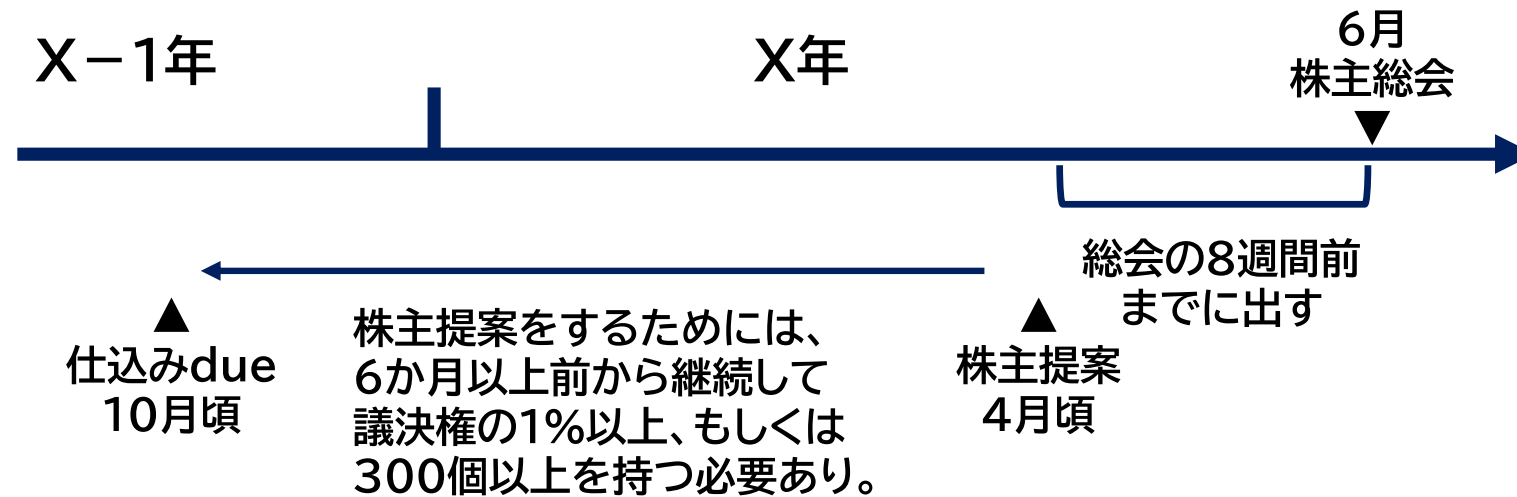
→ 経営者に経営力があるのか、保身に走っているのかが見えにくい

→ とはいえ従業員、債権者、取引先などのステークホルダーにはある程度見えるかも

- 買収後、企業価値が向上するか、良い会社になるかは未知数
- 買収者は、自分なりの価値観で買収提案している  
(自分の行為が悪だとは思っていない)

# アクティビストは株主提案から始まる

株主提案の準備は、総会の8-10カ月ほど前から始まる。

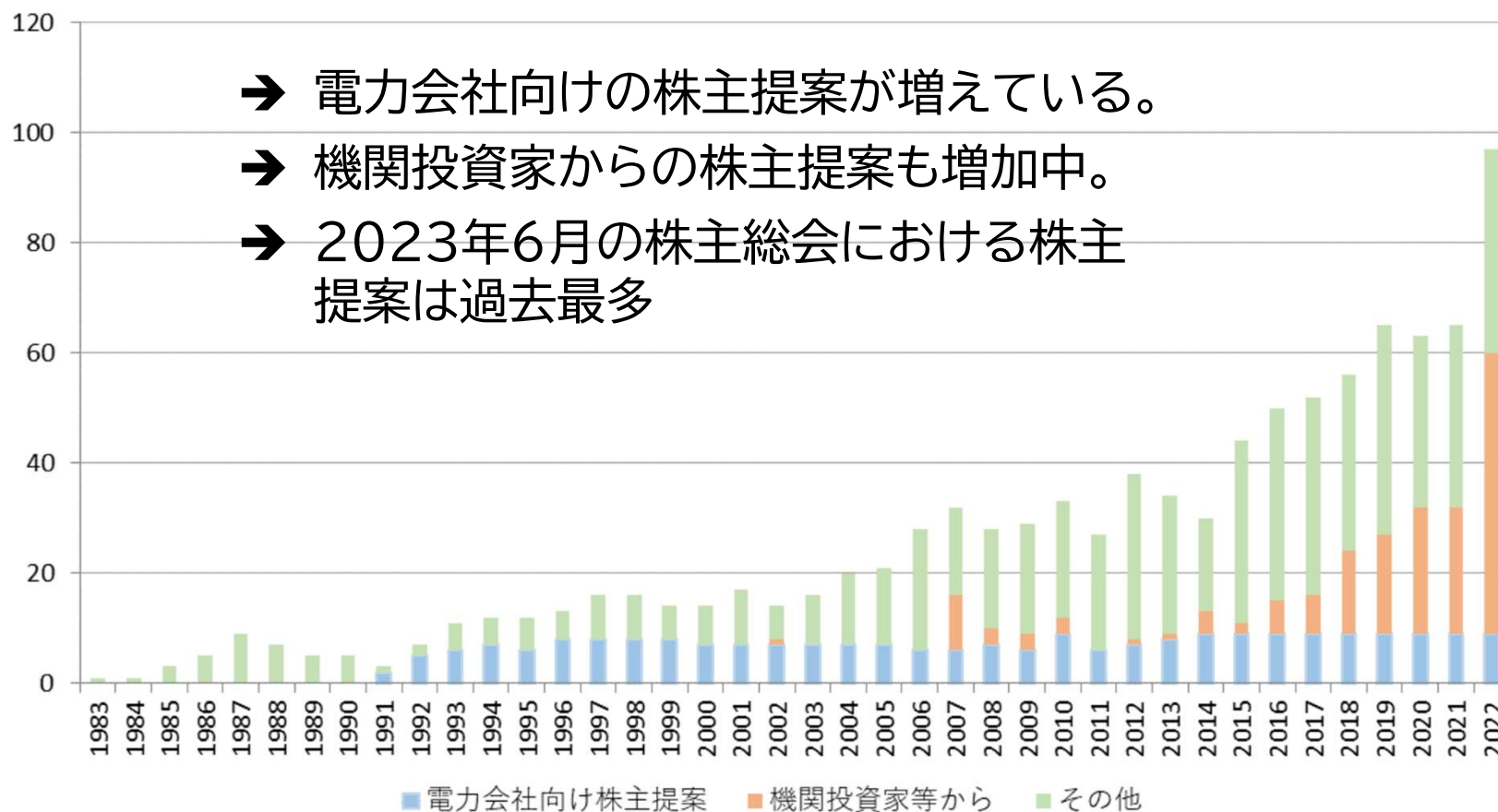


- ➔ 多くのアクティビストは、普段から少しずつ多くの銘柄の株式を取得しており、次の年の株主総会に向けての「仕込み」(一定量の買い付け)を9月頃から開始している。

# 株主提案数の推移

株主提案を受ける上場企業は、増えている。株主提案は、もはやアクティビストだけの手段ではない。

(図表 5) 株主提案数の推移





# 23年6月開催の株主総会における株主提案

株主提案のテーマは、資本効率。

## NC ホールディングス

- 英投資ファンドのアセット・バリュー・インベスターズ(AVI)が提案した株主提案の一部である増配、剰余金処分を巡る定款変更など3議案が可決(23. 6. 30)

## 東洋建設

- 資産運用会社「ヤマウチ・ナンバーテン・ファミリー・オフィス(YFO)」が提案した候補者9人中7人が選任された(23.6.30)

## 京都銀行

- 英投資ファンドが特別配当や自社株買いを求めていたが否決された(23. 6. 30)。

## 大手電力9社

- 脱原発などを求めた株主提案が全て否決(23.6.29)

## 熊谷組

- 香港オアシスが自社株買いの拡充などを提案したほか、桜の泰則嗣社長の取締役再任議案に反対を表明したが否決(23.6.29)

## スルガ銀行

- 会社の解散や不正融資問題に関連したデモ対策室の設置を求める提案など20議案が提出されたが否決された(23.6.29)

# グループディスカッション(20分)



グループワーク

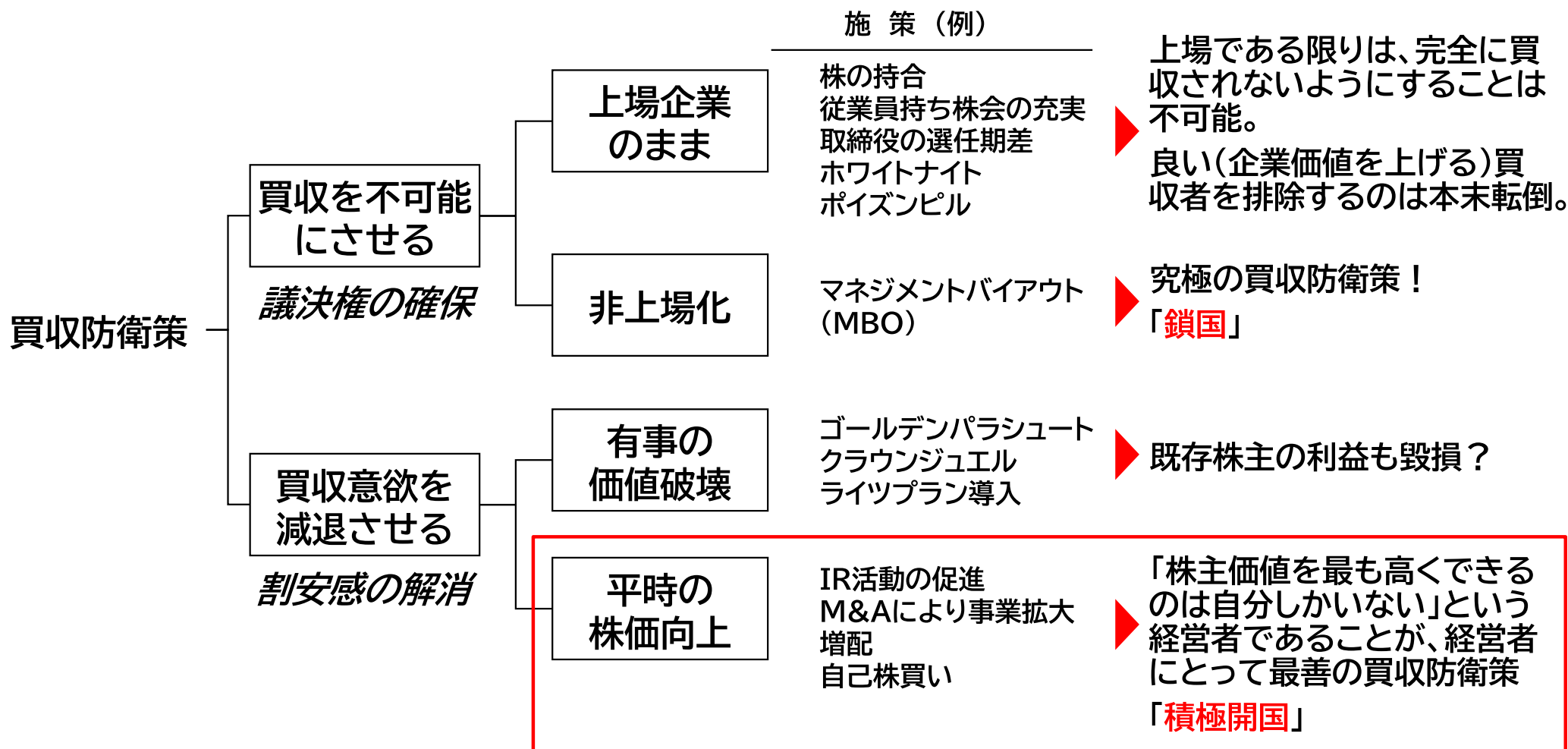
## 課題：

- 株主提案に対しては、どういうお考えをお持ちですか？
- (次期)経営者として、同意なき買収については、  
どういうお考えをお持ちですか？

➔ 答えを出すというのではなく、周りの方々はどのような考え方や備えをしているかを共有するという目的のディスカッションです。

# 究極の買収防衛は「鎖国」か「積極開国」

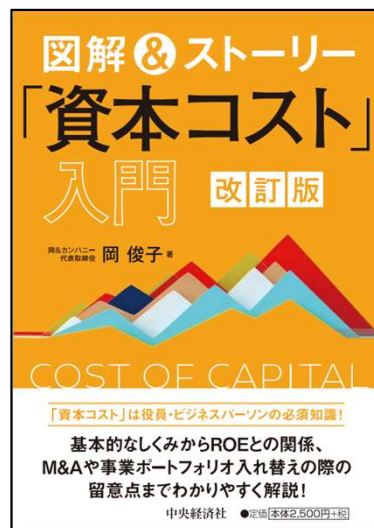
買収防衛策には、一定の効力があるが、経営者の保身を助長することにもなるため、廃止を進める傾向もある。



# 同意なき買収はなくなる

- ➔ 上場企業は、社会の公器。株主が選任すれば、誰が経営者になっても良い。
- ➔ 今後、プロの経営者は増える。プロの経営者にとって、「××でCEOを歴任」が、富と名声を高める手段。腕試しもしたい。
- ➔ 株主が、現任の経営者のパフォーマンスに満足しなければ、プロの経営者を招聘するという土壌は、わが国でも形成されつつある。
- ➔ 現任の経営者は、誰よりも自分が、この会社の価値を高められることを常にアピールする必要がある。そうであるならばの話だが。。

## 【最近の著書】



岡 俊子

t.oka@okacompany.com

Tel. 080-2063-7878

講師は、本資料に含まれる情報がもたらす一切の影響、本資料の内容に関する正確性、妥当性、適法性について責任を負うものではありません。

本資料は、講師の承諾なしに貴社以外の第三者の閲覧に供することは出来ません。

本資料のいかなる部分も一切の権利は講師に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送することは禁止されております。

© 2016-2023 Toshiko Oka. All rights reserved.