

中澤省一郎のSS経営メールマガジン No.78

(配信は不定期です。できる限り月1回以上は配信します)

第1部 出光の昭和シェル買収の公表がまだです

出光による昭和シェル買収は22日(月)に両社から、「減益修正」と共に公表されると思ってました。(翌日が休みなので…)遅くとも、昨日24日(水)15:00以降に公表されると考えていましたが、まだです。

今後の公表は、
26日(金)15:00以降
30日(火)12:00以降

の可能性があるので、要注意です。年明けの可能性が一番高いと思います。

(1) どうして減益修正と同時か?

昭和シェルにとって、大幅減益修正は、株価の大幅下落要因です。

また、出光による買収は、(昨日は少し下げ)の大幅上昇要因です(22日の株価(約30%上昇))。一方の先行公表では株価が乱高下して、株価操作や、株主代表訴訟の可能性が生じます。

このため、両者が確実であれば、買収と減益修正は同時公表になると想像しています。減益修正は確実ですが、12月末に近づくほど正確な数字が出ますので、このために公表が遅れた可能性があります。一番確実なのは、1月以降です。

(2) 遅れたもう一つの可能性

20日のテレビニュースでは出光によるTG買収の可能性も報道されています。しかし、両社は「交渉の事実」を否定しています。私は、可能性が存在すると考えています。(第3部参照)

このため、TG(昭和シェルと同じ12月決算)を含めて出光による昭和シェル・TGの買収であると、減益修正と併せて、3社の同時公表になりますので、年明けに公表になる可能性があります。

第2部 原油大幅下落が引き金：TGの自社株取得の教訓「他山の石」

石油業界ではTGは超優良企業であると認識されていました。借入金による自己株取得までは実質無借金経営でしたので……TGの現在の苦境は、この自己株取得が原因の大半であると考えます。何が問題か?

問題点1 民族系(コスモ石油)による買収を拒否した。

- 外資系石油会社の方々は、外資系が上で民族系が下といった刷り込み(マインドコントロール?)があります。
- 民族系による外資系の買収は「許せなかった」だと思います。
- 他の買手が存在しなかったから「自己株取得」を選択した。

問題点2 非常に高い株価での自己株取得=自己資本の減少となった。=過小資本へ

- 私が聞き及んでいるのは、コスモの買収提案は株式の50%を3,000億円ということだったということです。
- TGは30%を3,000億円超で買い取ってますので、単純に株価はコスモの1.7倍になってしまったのです。

問題点3 ESSO, Mobil等のブランド維持10円：年間100億円~200億円の負担

- マレーシアからEMが撤退したときには、ブランドの使用許諾は2年でしたが、日本は10年です。
- ゼネラルマークに統一すれば、ブランド料の支払いは必要ありませんでした。しかし、これは選択せず、高いブランド料の支払いを選択しました。
- しかし、ブランドの10年間の使用のために年間100億円~200億円のお金を払い続ける必要があります。営業権の償却と合わせると20年間で、5,000億円以上の負担になります。MAXですと6,000億円近くになり、右肩下がり業界では、とんでもなくきついです。

昭和シェルは、上記の問題点を「他山の石」として、「民族系による買収されること」を選択したのだと思います。そして、原油の大幅下落による多額の評価損、過小資本が昭和シェルの背中を押したと考えます。

出光に買われたのであれば、マークも「民族系」に変わるのに抵抗は少ないと思います。

(既に、換えてくれる他のマークはほとんど存在しないのですから……)

問題点2だけが、今後の課題になります。

第3部 出光の財務、独禁法等から見た今後の業界再編

原油の大幅下落により、中東勢の積極投資は考えづらい状態になりました。

ロイヤルダッチシェル（以降RDSとします）をはじめ、石油メジャーも日本からの投資を回収し、値下がりした油田投資や、メジャー再編へ資金を振り向けるという選択をすることは容易に想像できます。既にRDSによるBP救済の噂も駆け回っています。

一方、原油大幅下落による多額の評価損（メルマガNo.76参照）により、過小資本3社（昭和シェル、コスモ、TG）が経営統合しても過小資本から脱却できないようになってきていると思います。

健全経営の元売りにするには、中期的には、過小資本3社+出光又はJXが必要になりますが、ガソリンの販売シェアが少なくとも60%を越えますので、現状の独禁法では「無理」な可能性があります。

（2月4日のセミナーで大東弁護士と議論したいと思います）

（1）出光が過小資本にならないためには：PBR1以上かつ100%TOBは絶対に避けるべき。

⇒ 買収割合は低いほど理想的。⇒ 将来的な、合併・株式交換等で資本増強
（JXの厚い自己資本は、JOMOをPBR0.5程度で合併したことが大きく寄与しています）

（2）出光も本来は買収ではなく、合併や株式交換の方がよい。

⇒ 33%超所有するRDSの賛成が無ければ合併等できない。
⇒ 本音はRDSの持分だけ買い取りたい。：でもTOBでなければ買えない。
⇒ 理想は負のプレミアムでの34%のTOB：でもRDSは応じない。
⇒ 現実問題としては、50%程度のプレミアム無でのTOBが目いっぱいではないか？

（3）出光の有利子負債は1兆円超：6,000億円の調達が必要か？

⇒ TG、コスモを含めた再編費用に6,000億の一部を充当する必要がある。

<独禁法から業界再編を考える>

（4）TG、コスモの経営統合は不可能か、又は、博打？

- TG+コスモが統合すると、30%内外の元売りが3社出現します。
- しかし、TG+コスモでは、明らかに過小資本です。JX又は出光+昭和シェルとの経営統合は必須。
- 独禁法上、60%超となるので不可能の可能性が高いです。
- したがって、TGとコスモが経営統合することはほとんど不可能か、博打となる可能性が高いです。
（この点も2月4日のセミナーで議論します）

（5）形式2社、実質1社体制へ

仮に、ガソリン占有50%未満が独禁法をクリアする条件だと仮定し、出光+昭和シェルを既成事実とした場合、今までの経緯等を勘案すると

グループ1 JX+コスモ（47%程度）
グループ2 出光+昭和シェル+TG（48%程度）

が考えられます。

第4部 2015年2月4日（水）にSS経営セミナーを開催します。

「シェルも日本撤退！原油大幅下落で最後の業界再編+独禁法 - 正しく勝ち抜くSS経営へ - 」

特別講師 弁護士・元公取委審査専門官主査 大東 泰雄氏

- 会場： 日本教育会館806号室（詳細は次ページ）
- 定員： 40名（先着順）
- 会費： 18,000円/お一人様
- 懇親会： 5,000円/お一人様（中澤塾生様は2,000円）
- 日程： 2015年2月4日（水曜日）
- 受付： 12:30~13:00
- セミナー 13:00~16:45

第一部	今後の仕切り動向と業転動向	(13:00~13:45)
第二部	シェルも日本撤退！原油大幅下落で最後の業界再編 (休憩 10分)	(13:45~15:20)
第三部	業界再編と独禁法/元公取委審査専門官主査 大東弁護士を交えた質疑応答	(15:30~16:30)
第四部	オフレコ質疑応答	(16:30~16:45)
懇親会	17:30~	

- セミナー収録CDを販売いたします。18,000円（資料、板書付き）※中澤塾生は15,000円
（但し、オフレコ質疑応答の内容はCD-ROMに収録されませんのでご容赦下さい）

2月4日 (水)

SS経営
セミナー

「シェルも日本撤退：原油大幅下落で最後の業界再編+独禁法」
- 正しい勝ち残るSS経営へ -

講師：中澤省一郎

特別講師：弁護士・元公取委審査専門官主査 大東 泰雄氏

■申込フォーム

ご希望の をチェックしてお申し込み下さい。

SS経営セミナー 2月4日 (水)

セミナー参加 名

- 参加費用【18,000 円】お一人様
- 12:30 ~13:00 《受付》
- 13:00 ~13:45 《第一部》今後の仕切り動向と業転動向
- 13:45 ~15:20 《第二部》最後の業界再編
- 15:30 ~16:30 《第三部》特別講師・大東泰雄弁護士を交えた質疑応答
- 16:30 ~16:45 《第四部》オフレコ質疑応答

懇親会参加 名

- 17:30 より、帝国ホテルにて開催
- 参加費用【5,000 円】お一人様
- 中澤塾塾生【2,000 円】お一人様

※元売関係者様（元職を含む）の懇親会への参加はご遠慮ください。

遠方でご来場が難しい方へ…

セミナー収録CDセット先行予約開始

CDセット（収録CD+レジメ+その他資料）

- セット価格【18,000 円】
- 中澤塾塾生【15,000 円】
- 第四部（オフレコ質疑応答）は収録されません
- 収録後、直ちに編集作業に入りCD化完了後、速達メール便で発送いたします。配送等代行：合資会社VERYGOOD

●セミナー・CDセット共にメールでもお申し込みいただけます。
sskeiei-entry@nakazawa-cpa.net
このフォームに沿って必要事項をご記入ください。

●HPからもお申し込みいただけます。
【中澤公認会計士事務所】で検索してください。

●セミナー参加費は当日受付でお支払い下さい。CDセットには振込案内が同封されます。受け取り後、指定口座へお振込み下さい。

FAX: 03- 3531-3656

御社名

所在地

〒

参加者お名前①

参加者お名前②

電話番号

FAX番号

メールアドレス（可能な限りご記入ください）

@

通信欄

■会場アクセス

●セミナー会場：日本教育会館8F [806]

千代田区一ツ橋2-6-2
TEL03-3230-2833

●都営新宿線・半蔵門線・都営三田線
《神保町駅》（A1出口）徒歩3分

●東西線
《竹橋駅》（北の丸公園側出口）徒歩5分

●懇親会会場：帝国ホテル・センチュリー21

●帝国ホテルへの移動はタクシーをご利用ください。セミナー会場から1,000円程度です。お声を掛け合って(乗り合せて)お越しください。

