

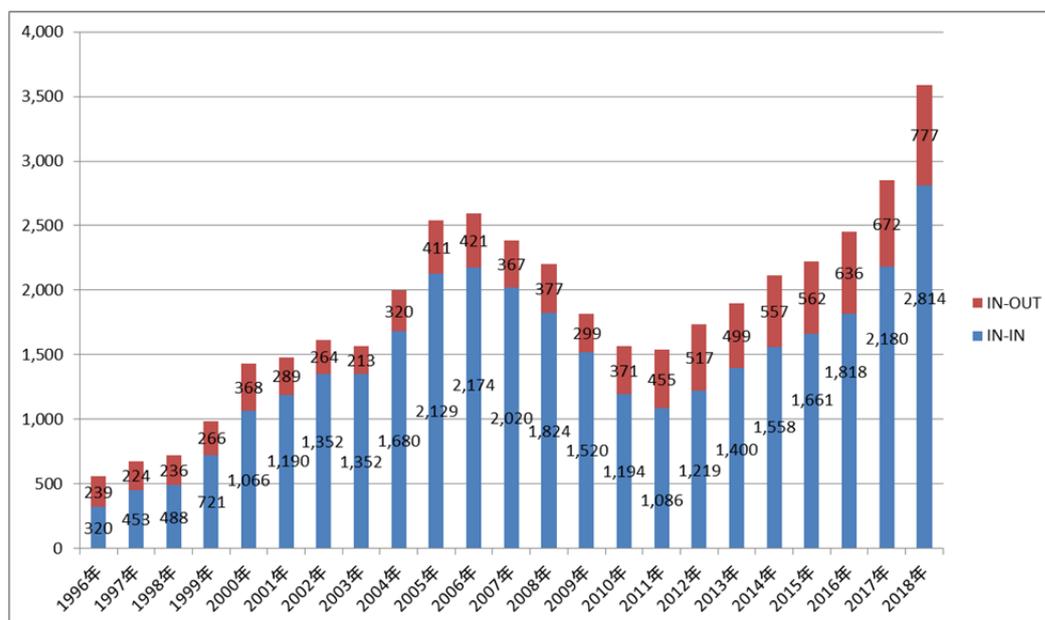
2019年9月11日

成功する M&A、成功しない M&A

コンサルティング第一部
主任コンサルタント 内山 和紀

日本企業による M&A の件数は in-in 型（国内企業同士の M&A）の 2,814 件、in-out 型（国内企業による海外企業の M&A）の 777 件を合わせて 3,591 件と 2018 年には過去最高となっている（図表 1）。上場企業を中心に活発に行われている海外企業の買収（in-out 型）の増加に加え、昨今のコーポレートガバナンスの強化に伴い資本効率化を目的とした非中核事業を切り離す再編型や、中小企業による事業承継型の M&A が活発になっていることが背景だ。

（図表 1）日本企業による M&A 件数の推移



出所：レコフ M&A データベースより大和総研作成

M&A の件数が増加する中、2013 年のデータでは M&A に成功したと評価する企業は 36%で

あった¹。2013年以降も多くの企業が経験を積んできていることは想定されるものの、劇的に成功率が上がっているとは考えにくい。国内企業同士の M&A よりも難易度が高いと想定される国内企業による海外企業の M&A も、2017年度の調査では依然として成功率 37%にとどまっている²。なぜ半数以上の M&A は成功しないのか。M&A 業務を通じて見えてきたヒントになりそうなケースを考察したい。

1. 成功しない M&A のケース

● フィナンシャルアドバイザーの案件紹介から M&A の検討を開始する

良い案件があれば、といったいわゆる受け身の姿勢で M&A を検討するケースでは、フィナンシャルアドバイザー（以下、FA）主導で取引が進む事例が多く見られる。買手企業は FA が提示してきた情報を中心に本件が買収に値するか検討し、買収先との直接的な情報収集やコミュニケーションを怠りがちになる。FA からの情報を中心に検討を進めていた結果、終盤になって初めて取引自体の可否が問われるような重要な事実や、決して譲れない取引停止条件が発覚するケースもしばしば見られる。

また、入札案件の場合は競合相手がいることもあり、他の企業に先を越されたくないという焦りから社内でしっかり検討しないまま判断してしまった結果、想定より高額の金額で入札することなども起こりうる。

さらに、FA との契約面では、買収先との契約締結をトリガーとして FA に対して成功報酬を支払う契約としている場合も多い。そのため FA の立場からは、取引中止の助言をするインセンティブが働きづらい。つまり自社で中止の判断ができない限り、本当に価値のある M&A でないことが相手との交渉の中で見えてきたとしても、「ここまでコストをかけてきたのだからブレイクさせるわけにはいかない」、「この時点でブレイクさせると、次回から FA に優良案件を紹介してもらえなくなる」などの考えから、後戻りできずに M&A を進めるしかなくなることもある。

このようなケースの M&A は PMI（M&A 後の統合作業）がうまく進まず、結果として数年後に「高い買い物だった」、「想定よりシナジーが発揮されない」と反省することになる。

¹ デロイトトーマツコンサルティング「M&A 経験企業にみる M&A 実態調査」

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/about-deloitte/news-releases/jp-nr-nr20131008-2.pdf>

² デロイトトーマツコンサルティング「日本企業の海外 M&A に関する意識・実態調査結果」

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/about-deloitte/news-releases/jp-nr-nr20180529-report.pdf>

- M&A することが目的になっているパターン

中期経営計画等において「M&A による拡大戦略」を掲げ、M&A にかかる予算を計上し、その予算内で買収相手を検討していくケースや、余剰資金活用の視点から M&A を実施するというケースもよくみられる。

このようなケースでは、予算の範囲内で買収できそうな企業群を探すことからプロジェクトを開始し、FA に予算を伝え、買収候補リストを提供させることも多い。予算が買収対象の第一の要件となっていることから、本来は自社が買収することで現在の価値以上にシナジーが発揮される予算オーバーの企業を見落としてしまう可能性が出てくる点が懸念される。

また、M&A を完了するまでの期限が設けられている場合、買収対象は自然と自社が熟知している業界や同業を買収して規模拡大を目的とするものが多くなる。このような M&A は販路の拡大等による利益拡大が見込まれるものの、もう少し時間をかけて検討すれば、自社の営業力を補強するベンチャー企業との資本業務提携や AI 等の最新技術へのシステム投資を行った方がベストとの判断ができたかもしれない。その場合は同業との差別化が生まれ、市場からは販路拡大よりも高く評価される可能性もある。

- M&A デील実行時の責任者と PMI の責任者が異なる

M&A のデール実行、いわゆるエグゼキューションと呼ばれるフェーズの責任者とその後の PMI の責任者が異なる場合、PMI がなかなかスムーズに進まない場合も多い。よくあるのは経営企画部門がエグゼキューションを FA とともに契約締結まで対応し、M&A 実施後に初めて事業部門が PMI を買収相手と協議しながら開始していくケースである。買収相手から見ると、これまでのコミュニケーションの中で信頼関係を築いてきた担当者が途中で変わり、ほとんど初対面となる事業部門のスタッフとまた最初からやりとりすることとなる。そのため、改めて情報の整理を行ったり、これまでの経緯について共有する手間が発生したりするため、PMI がスムーズにスタートできない。M&A のエグゼキューションと PMI のフェーズ間に担当者の溝を作らずに一気通貫したプロジェクトであることを認識することが重要だ。

2. 成功する M&A のポイント

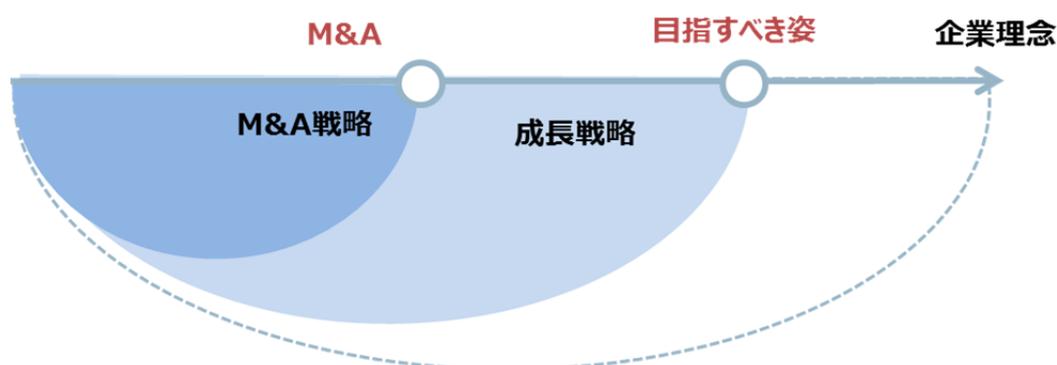
筆者はこれまでの業務を通じて、上記のようなケースが M&A に失敗しやすい理由の一因だと推察する。これらのケースに共通することは、「M&A の成功に必要な要素として成長戦略と M&A 戦略の一貫したストーリー構築」、「経営トップのコミットメント」の二つのポイントを十分に抑えられていないのではないだろうか。M&A を検討する際には、このポイント

を抑えておくことで M&A の成功率が上がることを期待したい。

- 成長戦略と M&A 戦略の一貫したストーリー構築

M&A の実行は、自社として目指すべき姿を実現するための成長戦略に沿って、いかに M&A を戦略的に活用していくかという M&A 戦略の位置づけを認識することが出発点になる（図表 2）。M&A 戦略の策定では、今を起点に何が必要かを検討するのではなく、将来の姿を達成するために今どのような企業を買収するのか逆算でこれから何をするのかを考えることが必要だ。具体的には、今後の事業環境を見据えた自社が進むべき方向性の検討、自社の現状とありたい姿とのギャップ分析を進めていくことが重要になる。

（図表 2）時間軸で見た M&A の位置付け



出所：大和総研作成

次に、具体的な M&A 戦略を策定していく。具体的な M&A 戦略は、M&A 要件（想定されるシナジー、規模、投資額の基準等）や、複数の買収をどう進めていくべきかという事業ポートフォリオの構成及び買収の優先度を決めてロングリストを作成しておく（図表 3）。また、必要に応じて M&A 以外の自社内製、資本・業務提携等の可能性も含めて検討を重ねていく。

併せて、M&A の検討に際する社内情報管理体制のあり方もルール化しておく。インサイダー情報である M&A は、情報解禁のメンバーの範囲について事前に検討することは、必ず押さえておきたいポイントである。

重要なのは、取引中止の判断基準について社内及び FA 等のプロジェクトメンバー間で早い段階で検討・共有しておくことである。取引が進む中で想定していた状況と異なってきた際に、プロジェクトメンバーからは中止した方がよいというアドバイスが入りづらくなってくる。事前に中断するための基準を設けておくことが大切だ。

(図表 3) M&A 要件からロングリスト作成の流れ



出所：大和総研作成

● 経営陣のコミットメント

先のストーリー構築の重要性でも述べたとおり、M&Aの成功のポイントはM&Aをすることを目的とするのではなく、中長期の時間軸の中で目指すべき姿を明確化し、その実現に向けた道筋を成長戦略、M&A戦略としてブレイクダウンして捉えることである。

このように、M&A戦略は目指すべき姿といった将来の大きな方向性についての議論が必要なことから、現場任せでは限界があり、経営トップ及び経営幹部の強いコミットメントが必ず求められる。経営陣の関与が薄く、経営企画部門等に任せきりにしてしまうM&Aは本来の目的である目指すべき姿の実現が見失われ、M&A自体が目的となりがちである。

経営陣が中心となり議論し、練りに練られた成長戦略及びM&A戦略を会社の意思として共有することが大切である。自社がどの方向性に進んでいくのかM&A戦略が共有されていれば、FAがどんなに魅力的に見える案件を持ち込んでも、自社のあるべき方向性にそぐわない企業であれば迷うこともなくなるだろうし、M&Aは契約締結がゴールではなく、PMIの完了まで部門の壁を越えて一気通貫したものであるとの認識がプロジェクトメンバー内で醸成されるだろう。

—以上—