

コーポレートガバナンス とM&A:戦略編

～統治改革がもたらす3つの アドバンテージ～



藤島 裕三

- M&A時代のマネジメントにおいて、トップマネジメントには高度な経営判断を迅速・的確に遂行することが求められており、コーポレートガバナンスは大きな役割を果たし得る。
- M&A戦略を策定・実行する3つのステージ(Pre、Deal、Post)のそれぞれにおいて、企業は適切なガバナンスを備えることでアドバンテージを得ることができる。
- M&A遂行を直接の動機としてガバナンス改革を推進するという、マネジメント面における効果を狙ったアプローチについても、現代企業にとって極めて有効な視点だといえる。

目次

1. はじめに
2. 「M&A時代のマネジメント」とは何か
3. 統治改革による「3つのアドバンテージ」
4. 「ガバナンスとM&A」戦略の先進事例
5. まとめ:コーポレートガバナンスとM&A

1. はじめに

M&A（企業の合併および買収）が「通常の」経営戦略の一部になっている。DIR経営戦略研究所は、マネジメントの巧拙が厳しく問われるM&Aにおいて、コーポレートガバナンスが大きな役割を果たすと考える。そこで本稿においては、まず最近のわが国M&Aの動向をレビューし、次にM&Aの問題点とガバナンスの果たす機能を整理、さらに具体的な「ガバナンスとM&A」事例を紹介することで、M&A時代に求められるガバナンスの在り方を考察する。

2. 「M&A時代のマネジメント」とは何か

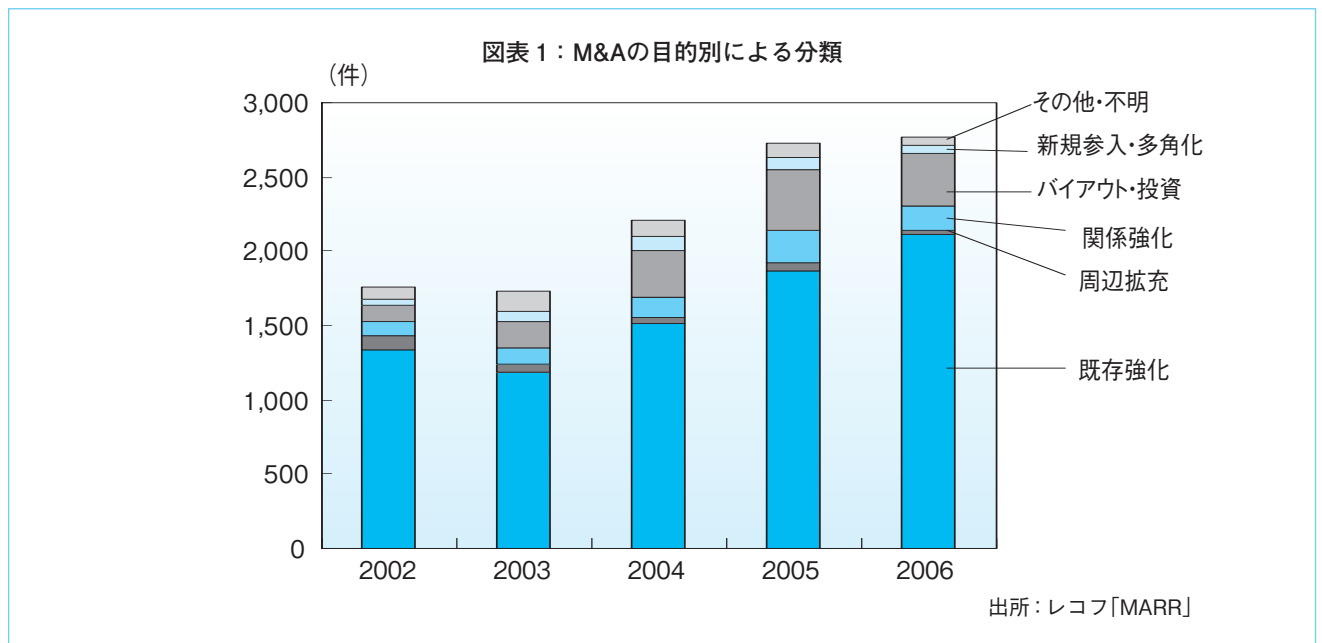
わが国におけるM&Aの推移

レコフが公表しているデータによると、1980～

90年代のわが国におけるM&Aの件数は、90年をピークとして500件前後で推移していた。これが99年に1,000件を上回って以降、コンスタントに1,500件を超えるようになった。急激に増加した背景としては、M&Aを促進する様々な法整備の影響が考えられる。主なものを以下に挙げる。

- グループ経営強化：
純粋持株会社の解禁（97年）、連結納税制度（02年）
- 機動的な組織再編：
株式交換/移転の導入（99年）、会社分割制度（01年）
- 迅速な事業再建：
民事再生法の施行（00年）、会社更生法の改正（03年）

その後、いわゆる「民間主導の景気回復」が追い風となり、04年に2,000件を突破し、06年には2,775件を記録した（図表1）。もっとも直近の米国においては10,000件を超えており、GDPの規模で比較すると、わが国では4,000件まで達してもよいこととなる。少なくとも当面の間は、わが



国におけるM&A件数は右肩上がりです。推移するものと思われる。

またM&Aの目的については「既存強化」が76.0%と大部分を占めており、「新規参入・多角化」は2.2%に過ぎない(2006年)。「バイアウト・投資」についても12.8%に止まる。コアの本業をいかに強くするかという視点で、多くのM&Aが進められている模様。いわば「本業強化のM&A」が最近のトレンドだと読み取れる。

近年の主要なM&A案件

わが国企業による大型M&Aは、バブル崩壊と共にいったんは減少していたが、最近2・3年間に於いて再び活発になっている。特に2006年はビッグ・ディールが目立つ(図表2)。

具体的なM&A案件の事例として、2006年に

大和証券SMBCがアドバイザーを務めたケースの中から、公表できる企業の一部を挙げる(図表3)。

相川鉄鋼と長瀬産業は、カナダおよびドイツのメーカーを買収しており、グローバル展開を狙ったM&Aといえる。商船三井と機動建設は、「総合サービス」や「事業シナジー」がキーワードになっており、コアビジネスを拡大するM&Aといえよう。明治製菓とカシオ計算機は、いずれも事業を他社に売却したケースで、非コア事業を切り離すM&Aである。ホームマックについては、同業の3社が経営統合するという点で、スケールメリットを追求するためのM&Aということになる。

いずれの事例に関しても、M&Aを仕掛ける狙いが非常に明確である。自社の伸ばすべき面を的確に認識し、最適な用途に経営資源を投入する手段として、M&A戦略は定着してきている。

図表2：わが国企業による大型M&A

年	買収企業	被買収企業	金額
2006	JT	ギャラハー	2兆2,530億円
2006	ソフトバンク	ボーダフォン(日本法人)	1兆9,172億円
1999	JT	RJRインターナショナル	9,424億円
1991	松下電器産業	MCA	7,800億円
1989	ソニー	コロンビア・ピクチャーズ	6,440億円
2006	東芝 他	ウエスチングハウス	6,210億円
2006	日本板硝子	ピルキントン	6,160億円
2000	NTTコミュニケーションズ	ベリオ	6,000億円
2004	ソニー 他	MGM	5,420億円
2004	花王 他	カネボウ、カネボウ化粧品	4,400億円

出所：各種報道よりDIR経営戦略研究所作成

図表3：主要公表可能アドバイザー事例

クライアント	案件概要
相川鉄工	カナダ上場企業AFT Income Fund(AFT-U CN)を公開買付で買収。製紙機械製品ラインアップの充実、欧米、アジアへの売上拡大を目指しており、スクリーン製品においては世界有数のシェアを誇る事となる。
長瀬産業	独半導体装置メーカーPac Tech GmbHを創業者・ファンド等6社より買収。1995年設立のベンチャーで、無電解めっき技術・レーザーとの組み合わせに特色。半導体後工程関連のビジネスの拡大を図る。
商船三井	宇徳運輸の株式を公開買付にて取得し、株式所有比率をグループで約51%とする。商船三井グループ全体として、より幅広い顧客ニーズに応えられる、総合プラント輸送サービスを提供できる体制を構築。
機動建設	日本エンデバーファンドから日本建設の株式99.2%を譲り受け、子会社化する。今後役員派遣や共同事業等を行いながら、土木工事主体の同社と建設工事主体の日本建設との事業シナジーを追求する。
明治製菓	連結子会社富士アミドケミカルの全株式を、中山製鋼所の連結子会社南海化学工業に譲渡する。食薬兼業の強みを活かし「健康」に経営資源の選択と集中を図る。南海化学工業は有機化学分野の強化を目指す。
カシオ計算機	東京都立川市、国立市などで展開するケーブル事業会社マイ・テレビ株式を業界大手ジャパンケーブルネットに譲渡。ジャパンケーブルネットはグループ全体でシナジーの追求を図る。
ホームック	ダイキ、カーマの3社で、株式移転により共同持株会社 DCM Japanを設立。物流網の整備、システムの一体化等を通じ業務の合理化を図る。

出所：大和証券SMBC

近年におけるM&Aの特徴

これまでの議論を振り返りつつ、昨今のM&A動向を踏まえた上で、近年におけるわが国M&Aの特徴について、以下の3点にまとめてみる。

I) 多角化やコングロマリット化ではなく、既存事業の強化を図る選択と集中型が目立つ

M&Aの目的として「既存強化」が大部分を占めることに合致する。本業の競争力を高めるため、海外に販路を求める例や、品揃えを充実させる例が多い。また、コアと関連の薄い事業をスピノフする動きも頻繁に見られる。これらは先述した「本業強化のM&A」を体現している。

II) ターゲットは国内に限らず、海外の技術力や

販売力を狙ったグローバル案件が増えた

国内企業が海外企業を買収する「IN-OUT案件」が目立つ。同様の傾向はバブル期にも見られたが、本業と関係の薄い多角化や海外資産の買い集めのような例も多い。近時のものは、強化した本業を海外市場に向けて、国内の低成長を打開しようとする「成長志向のM&A」といえる。

Ⅲ) 対象企業の経営陣から合意を得ていない、敵対的買収が頻繁に見られるようになった

もともとM&Aは、異質な文化を取り込むリスクの高い戦略だが、敵対的ともなるとさらにリスクは膨張する。それにも関わらず増加しているのは、低成長の中で企業がリスク許容度を高めたことを表す。このように敵対的も辞さない、いわば「積極果敢なM&A」もトレンドである。

もともと以上のような経営判断を決定・実行することは、いずれの企業においても非常に難しい。「本業強化のM&A」を推進するには、自社特有の強み(コアコンピタンス)を明確に認識しなければならない。「成長志向のM&A」に打って出るには、グローバルな視点と意欲的な成長戦略が伴わなければならない。「積極果敢なM&A」を断行するには、リスクを冷静に見計らって最適なタイミングを得なければならない。どれも過去にわが国企業が行ってきたものと比較して、格段に難度が高いのではないか。トップマネジメントは高度な経営判断を迅速・的確に遂行するこ

とが求められよう。

このことは何もM&Aに限ったことではない。技術革新スピードが飛躍的に高まり、グローバル化が急速に進展した現代、設備投資や研究開発、広告宣伝、人材育成に至るまで、企業はあらゆる局面で難しい判断を要求されている。最もそれが顕著となるのがM&Aなのであって、すべての現代企業はいわば「M&A時代のマネジメント」を備えることを、強く迫られているのである。

3. 統治改革による「3つのアドバンテージ」**M&A戦略が成功する確率**

難しい経営判断を経てM&Aを実施したからには当然、それに見合った相当の「効果」がもたらされて初めて成功といえる。この場合における「効果」とは事業収益でなければならない、最終的には株式時価総額の増加に対する寄与度で測るべきである。また、M&Aの目的は「時間を買う」ことだといわれるが、そうであれば少なくとも数年分の「効果」をもたらすものでなければならない。特に大規模な案件であれば、大幅な時価総額の増加に直結しないと成功とはいえない筈である。

ところが現実問題として、M&Aの成功確率は決して高くないようである。大規模な合併や買

取によって時価総額が大幅に増加したという例は、全体の2~3割に止まるといわれている。このことは日米企業の別がなく、また時期にも関わらない、一貫した傾向である模様。むしろ企業戦略においてM&Aは、失敗に終わる確率の方がはるかに大きいと認識することが必要であろう。

M&A戦略が失敗する原因

それではなぜ、M&Aは失敗するのか。その類型については、M&A戦略の策定・実行における、3つのステージ(Pre-M&A、M&A-Deal、Post-M&A)に沿って整理できる。

【Pre-M&A】M&Aを実行する狙いが不明確で、ターゲットが事業戦略にフィットしない

明確なコアコンピタンスを軸とした成長戦略に合致していない、あるいは意欲的かつ妥当性の伴った戦略をそもそも備えていないため、もとよりシナジーが望み薄な案件を抱え込んでしまうケース。トップが聞く耳を持たずに独断で進めてしまう、現場担当者の思い込みが強く検証が疎かになる、案件を持ってきた投資銀行が勧めるままに任せる、といった状況が考えられる。

【M&A-Deal】売却相手との交渉を有利に進められず、適切な価格や条件を確保できない

決定権者に十分な権限・能力が備わっていない、また社内の承認手続きが適切に進められない

のに、不十分な体制・姿勢で折衝を継続した結果、契約条件が本来あるべき形から乖離してしまうケース。売却側のペースで言いなりになってしまう、交渉を始めたからには引っ込みがつかなくなる、いつの間にか案件をまとめること自体がゴールになっている、などが典型例である。

【Post-M&A】インテグレーション(統合作業)が進まず、シナジー効果が発揮できない

経営統合後に異なった企業文化融和を図るマネジメントがうまくいかず、むしろ双方による縄張り争いや足の引っ張り合いに発展するなどして、当初より想定していた統合効果が得られないケース。交渉成立で達成感を得て事後の問題に着手しない、買収・被買収の明確な枠組みが温存される、非合理的な業務体系やシステムの統合で混乱を来たす、ことなどが原因に挙げられる。

M&Aにおけるガバナンスの効果

以上のように様々な局面において、M&Aは失敗する確率が非常に高い。このことはM&A戦略の策定・実行に際して、いかに高度なマネジメントが要求されているかを表す。そうであれば、マネジメントを適切な方向に規律付ける仕組みである、コーポレートガバナンスの機能を充実させることによって、M&Aに関連するリスクを低減することができるのではないか。そこでここでは、先述した3つのステージに従って、ガバナンス改

革を通じて得られるアドバンテージ、すなわち、M&Aに対するガバナンスの効果を検討してみる。

【Pre-M&A】合理的な事業戦略として成果につながる確度が増す

独立性の高い取締役会を備えることで、トップの独善や現場の思い込みに対して、客観的な視点を徹底することにより、戦略にフィットしない案件を排除できる。すなわち、意思決定に対する的確なプロセス管理を通じて、「M&Aの戦略性」を保証する効果が期待される。

【M&A-Deal】スピーディな条件交渉および契約締結が可能となる

取締役会の監督機能を前提に、トップが単独で迅速に折衝を進められるよう、大幅に権限を委譲できる。売却側が無理難題を示すなど、所期の目的達成が難しくなった場合は、独断で交渉を打ち切ることができる。締結・撤退の両面で機を逃さない「M&Aの迅速性」が得られる。

【Post-M&A】異なった企業文化を融和するビジョンの象徴となる

公平・公正な役員人事の徹底により、被買収側も相応の発言力を確保できるよう、意思決定の機能をデザインできる。上層部から買収・被買収の意識を払拭することで、末端までの全社一体感を盛り上げられる。シナジー最大化をもたらす「M&Aの実効性」につながる。

引き続き次章において、実際にコーポレートガバナンス改革をM&A活動につなげている、いわば「ガバナンスとM&A」戦略の先進企業について、ケーススタディの形で報告する。

4. 「ガバナンスとM&A」戦略の先進事例

Pre-M&A事例：東芝

東芝は委員会設置会社を採用しており、代表執行役社長および執行役による業務執行を、取締役会がチェックするガバナンス体制を構築・運用している（図表5）。取締役会は監督だけではなく重大事項として、売上高1,000億円または

図表4：ステージ別による「ガバナンスとM&A」効果

ステージ	M&Aが失敗する原因	ガバナンスによる効果
Pre-M&A	M&Aを実行する狙いが不明確で、ターゲットが事業戦略にフィットしない	合理的な事業戦略として成果につながる確度が増す(=M&Aの戦略性)
M&A-Deal	売却相手との交渉を有利に進められず、適切な価格や条件を確保できない	スピーディな条件交渉および契約締結が可能となる(=M&Aの迅速性)
Post-M&A	インテグレーション(統合作業)が進まず、シナジー効果が発揮できない	異なった企業文化を融和するビジョンの象徴となる(=M&Aの実効性)

出所：DIR経営戦略研究所

資産300億円以上の変動を伴う案件を判断する。逆にいえば、その金額に達しない範囲においては、代表執行役が単独で決定する仕組みとなっている。グループ体制としては、事業持株会社を筆頭にカンパニー制を採用、連結子会社519社を抱える(07年3月現在)。

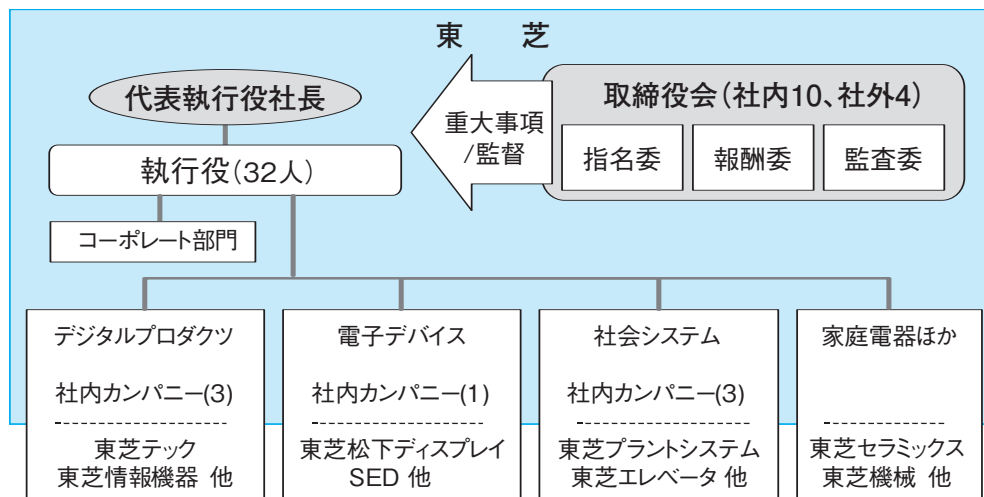
同社は2006年、立て続けに攻守両面のM&Aを断行している。「攻め」としては、米原子力大手のウエスチングハウスを買収した。これは3,000億円を超える巨額投資となる。「守り」としては、子会社の東芝セラミックスをMBO(経営陣による買収)で分離した。一連のM&A戦略から、コア事業を明確に位置付けての本業強化、グローバルに積極展開しての成長志向が見て取れる。

本業強化・成長志向のM&Aを積極化した背景として、前向きの戦略に転じるタイミングを迎えたことを指摘できる。かつての同社戦略に

対しては、「総花的な経営」と批判する向きが少なくはなく、ITバブル崩壊後の2001年には2,500億円を超える巨額赤字を計上した。そのため当時の岡村社長(現会長)はまず、リストラを中心とした経営基盤の強化を推進する必要があった。

リストラに目処が立った2005年、同社は積極的なスタンスに転換する。成長に軸足を置いてコア事業を明確化した中期経営計画を策定、これを断行するべく強力なリーダーシップを備えた西田社長(現任)を起用した。経営の基本方針である中計策定と、監督の要であるトップ人事を通じて、ガバナンスがマネジメントを適切に方向付けることで、戦略的なM&Aにつながった好例といえる。なおウエスチングハウス買収は重大事項なので、臨時取締役会を重ねて審議・決定している。

図表5：東芝のコーポレートガバナンス体制



出所：会社資料よりDIR経営戦略研究所作成

M&A-Deal事例： スミダコーポレーション

スミダコーポレーションは委員会設置会社を採用しており、CEOとグループプレジデントおよびCFOによる業務執行を、社外取締役が過半数を占める強力な取締役会がチェックする（図表6）。また取締役会は任意の機関である戦略委員会で、中期経営計画の策定に参与する。この中計の範囲内において、CEOは大幅な執行権限を委託される。グループ体制としては純粋持株会社の下で、機能別に分社化を実施すると共に、製品別によるカンパニー制を導入した。連結子会社は39社（06年12月現在）。

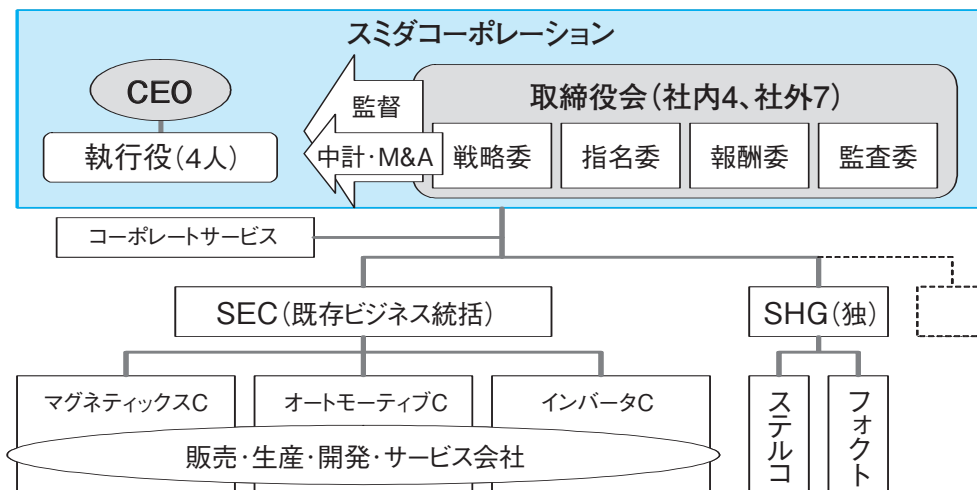
同社は2004年にドイツのステルコ、2006年に同じくドイツのフォクトを買収している。いずれも電子部品分野で関連が深いビジネスを展開し

ており、本業強化かつ成長志向のM&Aを体現するものである。またフォクトを買収する直前には、スイスのサイアに対しても買収を提案した（後に撤回）。これは結果的に敵対的TOBとなっており、いわば積極果敢なM&Aにも打って出ている。

M&A戦略の前提として、非常に意欲的な中期経営計画が存在する。5年間で売上高3倍、営業利益5倍という高い目標を掲げており、実現するには自前の成長だけでは足りず、必然的にM&Aが重要となってくる。そこで同社は経営ビジョンで事業ドメインを電子部品と設定、中計においてM&Aの積極展開を明言した上で、ドメインに含まれる企業買収は全てCEOに一任している。

その結果、同社はM&Aの交渉に際して、CEOが単独の判断で迅速に進めることができる。先

図表6：スミダコーポレーションのコーポレートガバナンス体制



出所：会社資料よりDIR経営戦略研究所作成

述したフォクトのケースでは、現地（ドイツ）で交渉を重ねる間、CEOは一度も日本に帰国しなかったという。他にもフォクトを買収する意向を持つ会社は複数あったようだが、同社は意思決定スピードで勝ったため、適切な条件で有望案件を獲れた模様。

なおサイアの件については、ホワイトナイトの登場によりTOB価格が割に合わなくなったため、これもCEOの単独の判断によって撤退した。

Post-M&A事例： コニカミノルタホールディングス

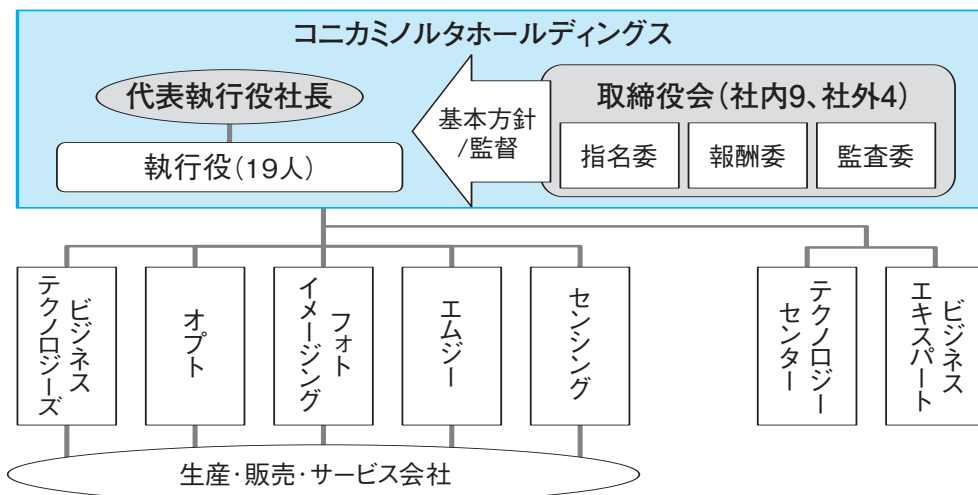
コニカミノルタホールディングスも委員会設置会社を採用しており、代表執行役社長および執行役による業務執行を、取締役会がチェックするガバナンス体制となっている（図表7）。取

締役会は監督だけではなく基本方針として、中期経営計画の策定に責任を持つ。したがって、中計で決まった事項は代表執行役社長に一任されるが、超えた場合は取締役会が判断する。グループ体制としては純粹持株会社を筆頭に、製品別および本社機能の事業子会社を持つ。連結子会社は120社（07年3月現在）。

社名が表している通り、同社は成り立ちからM&Aに拠っている。もともと旧コニカと旧ミノルタは情報機器事業の統合を協議していたが、発展的に株式交換による経営統合（2003年8月）となった。さらに経営統合が一段落した2005年には、双方の祖業であるフォトイメージング事業の売却を決定した。成長ビジネスに徹底して絞り込む、本業強化のM&Aを厳しく実践した例といえよう。

このように大胆な経営判断を立て続けに断行

図表7：コニカミノルタホールディングスのコーポレートガバナンス体制



出所：会社資料よりDIR経営戦略研究所作成

したのは、やはり競合環境の激化が背景にある。事務機器の分野は技術が非常に高度化しており、巨額の研究開発費が必要となってきた。したがって業界大手(キャノン、リコー、ゼロックスなど)との格差がつきやすい。そこで2社統合により企業体力を高め、さらに効果を上げるべく、祖業を終了することで効率的な資源配分を実現した。

統合作業を進める中で、ガバナンスが貢献した面は少なくない。まず危機意識の向上。委員会設置会社とは、いつトップが更迭されるか分からない仕組みともいえる。社長の並々ならぬ決意を示すことで、統合に対する社員の認識を高めた。そして対等意識の徹底。経営統合の直前期である2003年3月期末、両社の時価総額はコニカ3,358億円に対してミノルタ1,585億円だった。しかし買収・被買収の意識はシナジーの妨げになる。そこで統合当時の役員人事に際して、取締役12名をコニカ4:ミノルタ4:社外取締役4とすることで、公正・公平な経営を強く印象付けたのである。

5. まとめ:コーポレートガバナンスとM&A

M&Aとは何か改めて確認すると、経営支配権や事業資産を譲受または譲渡することだといえる。ここで重要なのは目的である。一般的には、

自社に不足している経営資源を補う、規模の拡大によるメリットを得る、事業多角化によりリスク分散を図る、ビジネスの再構築やリストラを行う、財務的な基盤を強固なものにする、など様々なものが挙げられる。肝心なのはこういった目的が、個別企業にとって本当に必要なのか、それぞれが中長期に描く成長戦略に合致しているのかに尽きる。

巷間よく取り沙汰される「友好的・敵対的」の別は、M&Aの手段に関する一側面に過ぎない。どれだけのリスクをかけてM&Aを仕掛けるかであり、目的を達成するのに十分なりターンが期待できるならば肯定される。よく練られたM&A戦略を通して初めて、企業は「時間を買う」という大きなリターンを得ることができる。ただし常に「高い買い物」になるリスクを忘れてはならない。

M&Aという経営戦略は、マネジメントにおける一大ビッグイベントである。そうであれば、マネジメントを規律するコーポレートガバナンスは、M&Aに対しても一定のコントロールを効かせることができる、すなわちリスクを最小化してリターンを最大化する役割を果たせる筈である。その具体的な機能そして効果が「ガバナンス改革による3つのアドバンテージ」なのである。現代企業においては、「M&A戦略を推進するためにガバナンス改革を推進する」視点があってもよいだろう。

なお前章における事例として、委員会設置会

社ばかりを紹介した。これは以下の理由による。

- ① 社外取締役設置を義務付け → Pre-M&Aで客観的なチェックが担保されやすい
- ② 執行役に大幅な権限を委譲 → M&A-Dealで交渉の全権をトップに任せやすい
- ③ 指名委員会がトップを評価 → Post-M&Aにおける不安感を社員が拭いやすい

これらの法的なスキームが「ガバナンスとM&A」戦略を強力に支援するのであって、監査役設置会社よりも委員会設置会社がメリットを得やすいことは否めない。ただし監査役設置会社においても、任意で社外取締役や諮問委員会を設置し、内規で権限委譲を促進することによって、同様のメリットを享受することは可能である。必ずしも形にこだわることなく、実際的に「マネジメントを後押しするためのガバナンス」を、それぞれの企業が身の丈に応じて検討すべきと考える。

■ 執筆者

藤島 裕三（ふじしま ゆうぞう）

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員

京都大学大学院非常勤講師

専門：コーポレートガバナンス、IR支援

中期経営計画策定