

「我が国企業による海外M&A研究会」
報告書

平成30年3月
経済産業省
我が国企業による海外M&A研究会

目次

1. 報告書の趣旨・目的.....	4
1.1. 報告書の目的.....	4
1.2. 本報告書の位置づけ.....	5
1.3. 本報告書の主なポイント.....	5
1.4. 我が国企業による海外M&A研究会等を通した海外M&Aを行う上でポイントの整理・分析.....	6
2. 海外 M&A を実施していくうえでのポイント.....	10
2.0. 海外 M&A の本質と成長につなげるための 3 つの要素を理解する.....	10
2.1. M&A 戦略ストーリーの構想力.....	14
2.1.1. 明確かつ一貫した M&A 戦略.....	15
2.1.2. 「ストーリー」を語れる経営者.....	21
2.2. 海外 M&A の実行力.....	22
2.2.1. M&A 目的の設定・揺るぎない目標を明確にする.....	22
2.2.2. ターゲティング・日常的かつ能動的に準備を進める.....	25
2.2.3. デュー・デリジェンス (DD) - 優先順位付けに基づいて仮説検証する.....	32
2.2.4. バリュエーション・本源的価値を見極める.....	37
2.2.5. 契約交渉・冷静にリスクに対処する.....	44
2.2.6. 買収意思決定・「ディールありき」ではなく、「待つ」・「撤退する」選択.....	51
2.2.7. PMI・早期の統合実現と中長期的な価値実現の視点を併せ持つ.....	54
2.2.8. プロセス共通・主体的に外部アドバイザーを活用する.....	78
2.3. グローバル経営力.....	80
2.3.1. 海外 M&A を契機としたグローバル経営力の強化.....	80
2.3.2. グローバルリーダーシップの開発.....	81
2.3.3. グローバル経営プラットフォームの整備.....	83
3. おわりに - 真のグローバルカンパニーへの進化.....	87
(参考) 海外 M&A 事例集.....	88
2.1. M&A 戦略ストーリーの構想力.....	88
2.1.1. 明確かつ一貫した M&A 戦略.....	88
2.1.2. 「ストーリー」を語れる経営者.....	92
2.2. M&A の実行力.....	94
2.2.1. M&A 目的の設定・揺るぎない目標を明確にする.....	94
2.2.2. ターゲティング・日常的かつ能動的に準備を進める.....	98
2.2.3. デュー・デリジェンス (DD) - 優先順位付けに基づいて仮説検証する.....	101

2.2.4.	バリュエーション・本源的価値を見極める	102
2.2.5.	契約交渉・冷静にリスクに対処する	105
2.2.6.	買収意思決定・「ディールありき」ではなく、「待つ」・「撤退する」選択 ..	106
2.2.7.	PMI・早期の統合実現と中長期的な価値実現の視点を併せ持つ	109
2.2.8.	プロセス共通・主体的に外部アドバイザーを活用する	129
2.3.	グローバル経営力	132
2.3.1.	海外 M&A プロセスを契機としたグローバル経営力の強化	132
2.3.2.	グローバルリーダーシップの開発	134
2.3.3.	グローバル経営プラットフォームの整備	136
	添付資料	139
1.	直近の日本企業による海外企業の買収に関する実態及び動向	139
1.1.	2017 年の M&A 動向とこれまでの流れ	139
1.2.	海外 M&A (In-Out M&A) 動向	142
2.	日本企業の海外企業買収を支援する国内機関	157
3.	日本企業による海外企業買収に関連する我が国の制度や会計基準	165
3.1.	法律	165
3.2.	税務	171
3.3.	会計・財務	175
3.4.	コンプライアンス	177

1. 報告書の趣旨・目的

1.1. 報告書の目的

日本企業が海外の企業を買収するいわゆる海外 M&A (In-Out M&A) は、激しいグローバル競争の中で、日本企業がスピード感を持った成長を実現していくうえで重要かつ有効なツールとなっている。

この海外 M&A に関しては、近時、期待されたような成果を十分挙げられていないなど、問題点やリスクが注目を集めることも少なくない。確かに、海外 M&A には、制度・言語・文化面の違い、情報の非対称性、めまぐるしく変化する状況への迅速・果断な対応の必要性、文化や成り立ちの異なる海外企業との統合等、国内の M&A や自社の現地法人設立による海外進出と比較しても、難度が高い側面がある。

その一方で、業種や企業規模の如何によらず、海外 M&A をうまく活用して着実にグローバルな成長につなげている企業も存在している。必要なリスクを適切にとりつつ困難を克服し、海外 M&A を有効に活用して、成長につなげていくことが重要である。

こうした海外 M&A をうまく活用している企業は、上記のような課題を認識したうえで、過去の経験を踏まえて、克服するための取組みを行っている。たとえば、被買収企業の「価値」を適切に評価・把握する自社なりの手法を確立することや、事業上の必要性（事業家としての視点）のみならず投資収益性（投資家の視点）についても十分意識しつつ、できる限り定量化・客観化した目標を設定し、案件の成果について適切に評価・分析している例があげられる。そのほかにも、これまでの内外の企業の海外 M&A の経験の蓄積は、今後 M&A に取り組んでいく企業にとって参考になる点も多い。

各企業が海外 M&A に取り組む目的は多種多様であり、成功の定義は、企業ごとの M&A の位置付け・目的に応じて異なるものであり、海外 M&A の成果も一律・客観的な基準で正確に計測することは難しい。よく「高値掴み」ということが言われることがあるが、買収価格が適正であるかどうかについても、買った企業にとって被買収企業がどれだけの価値を生み出せるかによって左右されるものであり、一定期間内の特定の指標で単純に判断できるというわけではない。

本報告書においては、M&A の成功とは財務的な成果はもとより事業的な観点においても中長期的な価値を向上していることと概念的に捉えている。「これをやれば必ず成功する」といった一律のルールのようなものを決めることは適切ではなく、また、他社の好事例をそのまま取り入れれば万事うまくいくというものでもない。一方で、他社の取組みから得られるものも決して少なくないと考えられる。このような観点から、本書では過去海外 M&A に積極的に取り組んできた企業の取組みや有識者等の知見を踏まえ、日本企業が今後、海外 M&A に取り組んでいくための羅針盤となるべく参考になるポイントを整理している。海外 M&A を活用した成長を志向し

ている日本企業が、本報告書を参考に自分なりのやり方を見出し、案件の成功・企業価値の向上につなげる一助となることが本報告書の目的である。

1.2. 本報告書の位置づけ

経済産業省では、我が国企業の行う海外 M&A に関して、平成 29 年度に委託調査（委託先：デロイト トーマツ コンサルティング合同会社）を実施し、その一環として昨年 8 月より「我が国企業による海外 M&A 研究会」を開催し、研究会の場や個別訪問を通じ多くの企業からヒアリングを実施するとともに、独立行政法人経済産業研究所との共催により「METI-RIETI 政策シンポジウム『クロスボーダー M&A—海外企業買収における課題とその克服に向けて—』」を開催するなどの取組を行ってきた。

本報告書は、これらにおける議論や検討内容を中心に、我が国企業が海外 M&A に取り組むにあたって留意すべき点や参考となる事例等を整理・分析したものである。また、関連情報として、上記委託調査で実施した直近の日本企業による海外企業の買収に関する実態及び動向等も記載している。

さらに、これらの議論を通じて海外 M&A においては、経営トップが果たすべき役割が極めて大きいことが指摘された。これを踏まえ、経済産業省では、本報告書の内容から、特に経営トップ等が留意すべき点を抽出した「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動」を作成した。こちらにもぜひ参照されたい。

1.3. 本報告書の主なポイント

海外 M&A の活用といった場合に、まず念頭に浮かぶのが、デュー・デリジェンス（以下、DD とする）やバリュエーション、契約交渉といった M&A のディール実行に関わる専門的な知見やスキルや、買収契約成立後の統合プロセス（PMI）といった、いかにして海外 M&A を実行していくかという、いわば「海外 M&A の実行力」であろう。こうした「実行力」が海外 M&A の成否において重要な鍵の一つであり、海外 M&A で苦戦している日本の企業の中には、たとえば DD の効果的活用や契約の重要性についての認識の甘さといった基本的な部分も含めて、「実行力」については向上の余地が大きいという指摘もある。そのため、海外 M&A を実行する企業自身が十分な M&A リテラシーを身につけ、外部アドバイザーに過度に依存することなく、主体的に M&A プロセスを実行できる能力を向上させていくことがまずは重要であることは言うまでもない。

一方で、本研究会におけるヒアリングや議論を通じて、海外 M&A を自社の成長に有効活用している企業は、前述の M&A の実行力の面にとどまらず、むしろ個々の案件を実行する「前」の段階と「後」の段階にこそ力を注いでいることがわかった。

「前」の段階では、海外 M&A を行うにあたって、自社のおかれている状況を正しく分析し、

中長期の時間軸で自社の「目指すべき姿」をまずはっきりさせたうえで、そこから逆算して、成長戦略・ストーリーに基づいて主体的・戦略的に海外 M&A の検討・準備を行うことに十分な時間や人材等のリソースを投入している。つまり、海外 M&A は自社の事業を成長させていくための一手段であり、これを実現していくためには、「M&A 戦略ストーリーの構想力」が不可欠であることが、海外 M&A を企業成長に有効活用している企業の多くに共通して見られる要素であることがわかった。

「後」の段階では、買収が完了したところで立ち止まることなく、買収「後」についても、海外企業の優れた部分を積極的に取り入れたうえで、自社グループをグローバル規模での成長が可能な経営体制へ変革させ、「グローバル経営力の強化」を図っていることがわかった。

このように、海外 M&A の実行の前と後の「平時」の段階から、将来の海外 M&A を見据え、海外 M&A を日常事として地道な取組みを行っているか否かで、個別の案件の実行時における「海外 M&A の実行力」に大きな影響をもたらすことになる。

なお、上記の 3 つの要素に加えて、海外 M&A を自社の成長に活用している企業の多くは、経営トップ自らが海外 M&A の本質を理解し、先手を打った主体的リーダーシップを発揮するとともに、プロセス全体を通して腰を据えてコミットしていく覚悟を持って取り組んでいることも本研究会におけるヒアリングや議論を通じてわかったことである。経営トップは、他の経営課題を優先することで海外 M&A に深く関与しないのは好ましいことではなく、自らのリソースを総動員し、10 年程度の中長期の時間軸となる海外 M&A の工程全体に、自らの役割等をコミットメントをして、その役割等を果たしていくことが非常に重要といえる。

1.4. 我が国企業による海外 M&A 研究会等を通じた海外 M&A を行う上でポイントの整理・分析

(1) 我が国企業による海外 M&A 研究会・有識者意見交換会

日本企業による海外企業買収やその後の海外子会社経営等の実態調査・分析においては、「我が国企業による海外 M&A 研究会（以下、研究会とする）」を開催し検討を重ねた。

研究会は、学識者、M&A 支援機関、M&A 情報提供機関等にかかわる委員 8 名により組成し、平成 29 年度に計 4 回開催した。参加メンバーによる議論に加え、日本企業の海外 M&A の取組みについて企業ヒアリングを実施し、海外 M&A を行うに当たって留意すべき事項の課題認識や示唆を得た。

また、研究会のほか特にディール実行段階における留意事項や課題に焦点を当てた意見交換会を開催し、研究会委員および 4 名の有識者を交えて議論を実施した。

【研究会委員】（50 音順、敬称略）

井上 光太郎	東京工業大学 工学院 経営工学系 教授
岩口 敏史	株式会社レコフデータ 取締役会長
太田 洋	西村あさひ法律事務所 パートナー
玉井 裕子	長島・大野・常松法律事務所 パートナー
服部 暢達	早稲田大学大学院経営管理研究科 客員教授／ 慶応義塾大学大学院経営管理研究科 特任教授
林 稔	株式会社 KPMG FAS マネージング・ディレクター
松江 英夫	デロイト トーマツ コンサルティング合同会社 パートナー
（座長）宮島 英昭	早稲田大学商学大学院 教授

※事務局：経済産業省及びデロイト トーマツ コンサルティング合同会社

【意見交換会 参加者】（50 音順、敬称略）

塩野 誠	株式会社経営共創基盤（IGPI） パートナー
杉山 仁	株式会社 JP リサーチ&コンサルティング 顧問
別所 賢作	三菱 UFJ モルガン・スタンレー株式会社 投資銀行本部 M&A アドバイザリー・グループ統括責任者 マネージング・ディレクター
ケネス J. レブラン	シャーマン アンド スターリング外国法事務弁護士事務所 外国法事務弁護士

（2）METI-RIETI 政策シンポジウム「クロスボーダーM&A—海外企業買収における課題とその克服に向けて—」

研究会における検討、および RIETI（独立行政法人経済産業研究所）が取り組む研究（我が国企業による M&A が企業価値やコーポレート・ガバナンスに与える影響についての研究等）を踏まえ、研究会の取りまとめに向けて検討していくべき事項について公開の場で学識経験者、実務家等の有識者が議論するためのシンポジウムを開催した。

本シンポジウムにおいては、参加者からも日本企業の海外 M&A について広く意見を集め、企業の実務担当者らの関心の高いポイント等を議論の参考とした。

【基調講演登壇者】

- (1)宮島英昭（「我が国企業による海外 M&A 研究会」座長）
- (2)永守重信（日本電産株式会社代表取締役会長兼社長（CEO））

【パネルディスカッション登壇者】(50 音順、敬称略)

(パネリスト)

加藤 信也	日本たばこ産業株式会社 経営企画部部長
ヨアヒム バチェフスキ	ボッシュ パッケージング テクノロジー株式会社 代表取締役社長
小田 裕之	株式会社三菱東京 UFJ 銀行 執行役員 戦略調査部長
土居 浩一郎	JP モルガン証券株式会社投資銀行部 M&A グループ責任者 マネージング・ディレクター
松江 英夫	デロイト トーマツ コンサルティング合同会社 パートナー／ 「我が国企業による海外 M&A 研究会」委員
宮島 英昭	早稲田大学商学大学院 教授／RIETI ファカルティフェロー／ 「我が国企業による海外 M&A 研究会」座長

(モデレーター)

森川 正之	RIETI 副所長
-------	-----------

(3) 企業ヒアリング

企業が海外 M&A にどのように取り組み、どのような成功要因や課題の認識を持っているのかについて詳細な一次情報を取得するため、研究会への招致および個別訪問によるヒアリングを計 18 社に実施した。本事業におけるヒアリングは日本企業を主な対象としたが、外資系企業 1 社へも個別ヒアリングを実施し、経営や M&A における日本企業との違いを示唆として得た。

【ヒアリング協力企業】(50 音順)

旭化成株式会社、亀田製菓株式会社、関西ペイント株式会社、グローリー株式会社、株式会社 小松製作所、サトーホールディングス株式会社、サントリーホールディングス株式会社、ダイキン工業株式会社、株式会社 電通、株式会社ニコン、日本板硝子株式会社、日本たばこ産業株式会社、日本電産株式会社、日本電信電話株式会社、株式会社 日立製作所、ボッシュ パッケージング テクノロジー株式会社、丸紅株式会社、株式会社リクルートホールディングス

(4) アンケート調査

日本企業による海外 M&A の実態・動向の把握において、より広範な定量的データを取得するためアンケート調査を実施した。調査は日本経済団体連合会（以下、経団連とする）の協力の下、経団連加盟企業を中心として M&A 責任者および担当者を対象に回答を依頼した。

【調査期間】 2017 年 10 月～12 月
【調査依頼企業】 約 1,360 社（経団連加盟企業 他）
【回答方式】 Web アンケートにて入力
【有効回答数】 145 件 ※本文中の N は各設問に対する有効回答数

2. 海外 M&A を実施していくうえでのポイント

2.0 海外 M&A の本質と成長につなげるための 3 つの要素を理解する

(1) 海外 M&A の難度の高さ及びその要因

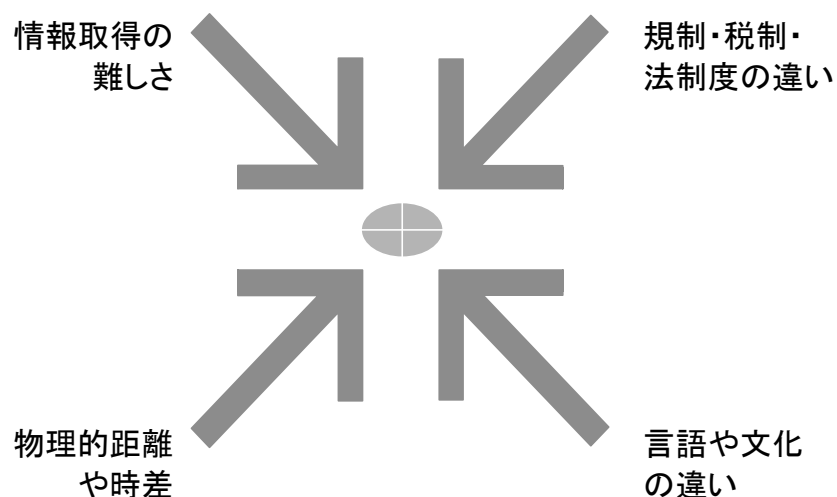
海外 M&A は、国内 M&A や、自社の現地法人設立による海外進出と比較して、一般に難度が高いといわれる。こうした難度の高さについて十分認識することが、海外 M&A に取り組むうえでの第一歩となる。

海外 M&A の難度が高い要因の例として、以下が挙げられる。

- 国内市場に比べ情報の非対称性が大きく、ターゲットとしている事業・企業の状況や見通し、リスクについての情報・知見が十分取得できない。
- 同様の理由から、トレンドの分析・予測の難度が高く、対象企業の株価等に対する適切な評価・判断が難しい。
- 事業に係る規制・税制・法制度（司法インフラも含む）等、制度面の違いにより思わぬ障壁が生じる可能性がある。
- 言語・文化の違いや物理的距離・時差の存在により、対象企業と適切なコミュニケーションを取れず、思わぬトラブルやリスクが顕在化する可能性がある。

※これらの要素は、自前進出でも一定程度当てはまるところ、M&A では更にその難度が増すことが考えられる。

<図表 2-1>海外 M&A の難しさ



(2) 海外 M&A を成功させ自社の成長につなげる 3つの要素

こうした海外 M&A を困難にしている要因を十分に認識したうえで、それらを克服し、海外 M&A において所期の成果を挙げ、ひいては自社の成長につなげていくためには、「①M&A 戦略ストーリーの構想力」「②海外 M&A の実行力」「③グローバル経営力」の3つの要素が重要となる。

① M&A 戦略ストーリーの構想力

M&A によって企業を成長させていくためには、自社として「目指すべき姿」を実現するための「成長戦略・ストーリー」に沿って、いかに海外 M&A を戦略的に活用していくかという「M&A 戦略ストーリー」が出発点となる。すなわち、海外 M&A ありきではなく、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・ストーリー」として具体化し、その中で海外 M&A を構想していく必要がある。他の成長手段（自立的成長を志向するか、資本関係なき提携を行うか等も含め）と比する選択肢の一つとして、「なぜ海外 M&A なのか?」「どういった場合に海外 M&A を活用すべきか」「海外 M&A により何をどう実現するのか」、などの経営上の判断基準を持つ必要がある。

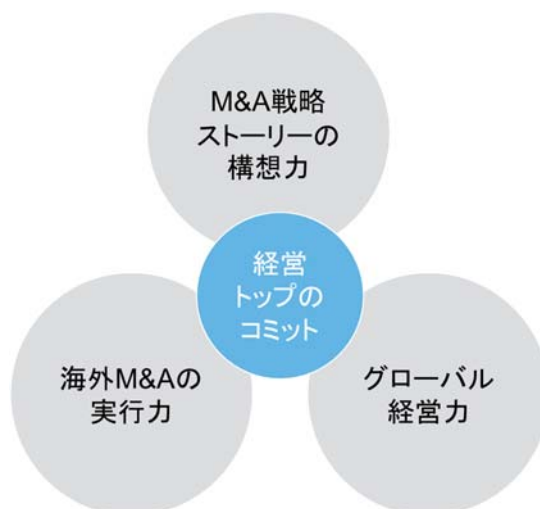
② 海外 M&A の実行力

自社の成長戦略・ストーリーが明確であることを前提として、こうした戦略・ストーリーを実現していくため、ターゲットの選定・調査、契約交渉、PMI など個別の M&A の各プロセスを実行する力が求められる。

③ グローバル経営力

海外 M&A を実行した企業は、買収した海外子会社も含めたグループ一丸となって、自社の成長戦略・ストーリーに基づきグローバル規模での成長を目指すことになる。商慣習・言語・文化等が異なる海外企業と共に成長を実現していくためには、国内外問わず本質的に共通する理念や経営手法は相手と共有しながら、異なる点があったとしてもよいところがあれば海外 M&A を機会にグローバルに通用すると考えられる基準・システムを取り入れていくことで、グローバル経営力を強化していくことが重要である（特に大規模案件等の場合）。

＜図表 2-2＞海外 M&A 成功に向けた 3 つの要素



買収の実行局面の「前」（戦略立案と周到な準備）と「後」（買収を契機として一層のグローバル成長を実現）の取組みこそが、M&A の成否に大きな影響を与える。

上記の 3 つの要素のうち、「M&A の巧拙」というと、目の前にある個々の案件をいかに円滑に進めていくかという観点から、「海外 M&A の実行力」に関心が集中しがちである。

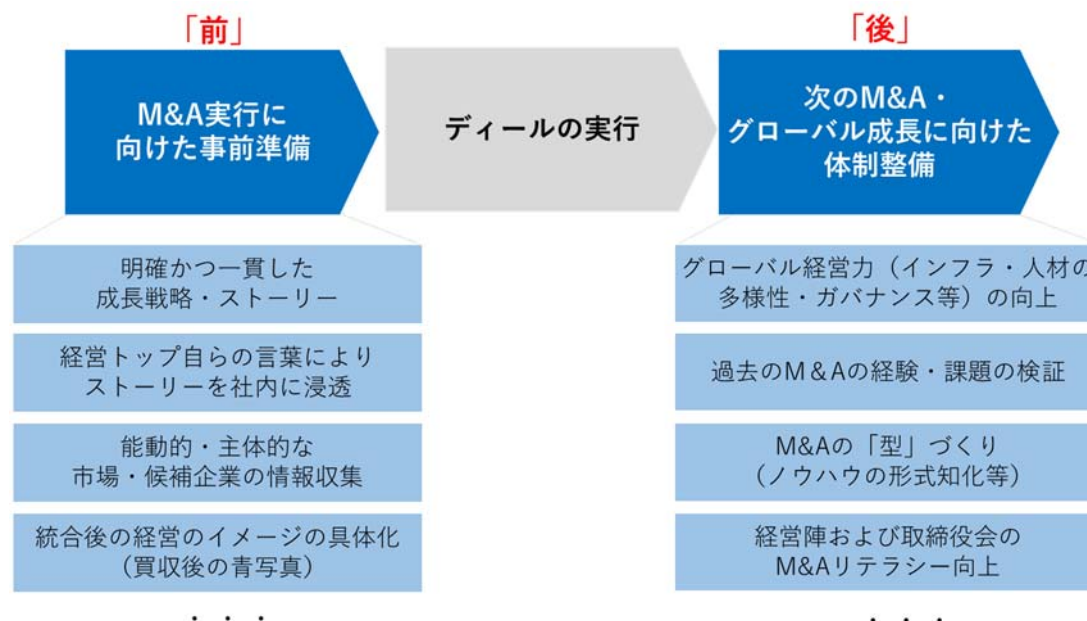
もちろん、この実行力を強化していくことが重要であることは言を俟たないが、海外 M&A を自社の成長に有効活用している企業は、むしろ個々の案件を実行する「前」の段階と「後」の段階の重要性を認識し、力を注いでいる。

すなわち、海外 M&A を行う「前」の段階において、自社のおかれている状況を正しく分析し、明確な成長戦略・ストーリーを策定したうえで、主体的に M&A の検討・準備を行うことに時間や人材等のリソースを投入している。

さらに、買収が完了したところで立ち止まることなく、買収「後」は、海外企業の優れた部分を積極的に取り入れたうえで、海外 M&A を契機として自社グループをグローバル規模での成長が可能な経営体制へ変革させている（グローバル経営力の強化）。

このように、海外 M&A の実行前後の「平時」の段階において、いかに将来の海外 M&A を見据え、地道な取組みを行っているか否かが、高値掴みや間違ったターゲット企業の買収を回避できるか否かなどの個別の案件の実行時における「海外 M&A の実行力」に大きな影響をもたらしている。

<図表 2-3>M&A の「前」と「後」が重要



【海外 M&A の経験値・熟度による留意点の違い】

上記の 3 つの要素と 2.1 以降で詳述する留意すべきポイントのうち、特にどういった点を重視すべきかについては、各企業のこれまでの M&A の経験値や習熟度、企業の内部で活用可能なリソースの状況、さらには M&A に取り組む目的といった要素により異なる。

たとえば、海外 M&A に取り組んできた経験値に着目すると、これまでほとんど海外 M&A の経験がなく、新たに海外 M&A を成長戦略実現の手段として検討し始めた企業（①海外 M&A 検討中の企業）においては、まず、なぜ自社の経営戦略の中で M&A を手段として活用するのか、海外 M&A を活用して何をどう実現していくのか、という「ストーリー」を、トップも含めて十分に議論し、「M&A 戦略ストーリーを構想」することが第一歩となる。そのうえで、M&A プロセスの全体像を把握し、自社に足らざるところを認識し、アドバイザー等の第三者を活用すべき点を明らかにしていくこと（「M&A の実行力」）が特に重要となる。

他方で、過去 5 年程度の間には海外 M&A を一定程度経験し、現在 PMI を実施している企業（②海外 M&A 初期取組中の企業）においては、過去の海外 M&A の経験を下記のポイントも踏まえつつ整理し、そこから得られた教訓を「M&A 戦略ストーリーの構想力」の向上につなげ、次なる「M&A の実行力」の強化につなげるべきである。

さらに、既に入収した海外企業のインフラや人材を上手く活用することが、グループ全体とし

てグローバル環境の中で迅速・果断に意思決定を可能にする「グローバル経営力」の獲得につながる（③海外 M&A 経験活用中の企業）。

（なお、上記の①海外 M&A 検討中の企業、②海外 M&A 初期取組中の企業、③海外 M&A 経験活用中の企業という分類はあくまでもわかりやすさの観点から単純化したものである。各企業の状況、海外 M&A に取り組む目的や背景は千差万別であり、こうした分類が全ての企業に当てはまるわけではなく、①海外 M&A 検討中の企業 → ②海外 M&A 初期取組中の企業 → ③海外 M&A 経験活用中の企業といった単線的な発展型を示唆するものでもない。）

上記の他、経営戦略的に現時点では海外 M&A を行う段階にないと判断し、海外 M&A を実施しないという意思決定を行っている企業も存在する。

2.1 M&A 戦略ストーリーの構想力

海外 M&A ありきではなく、まず「なぜ海外 M&A なのか」の緻密な検討と入念な準備が必須。自社の成長戦略・ストーリーを明確にする。

M&A は、「時間を買う」手段であるともいわれており、事業・先進技術を自ら開発する時間や、土地勘の低い国・地域で販売チャネルを構築する時間を短縮するためには有効であることは間違いない。

一方で、海外 M&A は、言語・文化・商慣習が全く異なり、国内の常識が通用しない海外企業を（場合によっては相当なプレミアムを上乗せして）買収・統合していくという、難度の高い行為を短期間に実行しなければならない。こうした海外 M&A の難局を乗り越えて、企業の成長につなげていくために重要なことは、「綿密な検討と入念な準備」である。これを怠ると、後の M&A プロセスで予期せぬ事態が発生した場合、リスク評価と対策（複数の代替案の検討を含む）が後手に回り、「とにかく案件を成立させる」選択肢しかなくなり、「買収ありき」で誤った判断を招くことになる。

この「綿密な検討と入念な準備」は、中長期の時間軸の中で、自社が「目指すべき姿」とそれを実現するための成長戦略・ストーリーを明確化したうえで、その実現のための一手段として「M&A 戦略」を構想するところからはじまる。この「M&A 戦略」は、M&A の準備・ディール実行・PMI の全ての局面において、判断の軸となるものであり、この戦略を適切に構築し、かつ実現する力の有無が、海外 M&A の成否に大きな影響を与える。

したがって、「M&A 戦略」の構築・実現のための時間・組織・人材等をいかに確保するかが、まず重要となる。

2.1.1 明確かつ一貫した M&A 戦略

- (1) 中長期の時間軸で「目指す姿」から逆算してストーリーを構想する「『成立ありき』の罠からの脱却」

なぜ、「成立ありき」の罠に陥るのか。

海外 M&A において常に留意しなければならない点は、海外 M&A の実行自体が目的化してはならないということである。「海外 M&A は事業成長の手段であって、それ自身が目的ではない」ということは、誰しも異存はないだろう。しかし、現実には国内事業の停滞、グローバル企業との競争激化、あるいは豊富な余剰資金等から目先の成果に走りがちとなり、「とにかく M&A による海外進出を」「とにかく買収をしないことには始まらない」（「海外 M&A ありき」）となってしまうケースも少なくない。特に海外 M&A は金額の規模も大きくなり難度も高くなることから、ディールを成立させること自体に大きな意義があるという思考に陥りがちである（「成立ありき」の罠）。

成長戦略・ストーリーの中で海外 M&A の位置付けを明確化する。

この成立ありきの罠に囚われることなく、海外 M&A を有効に活用している企業は、10 年程度の中長期の時間軸で自社の「目指すべき姿」を描き、そこから逆算して「成長戦略・ストーリー」を構築し、その実行手段として海外 M&A を位置付けたうえで、一貫した海外 M&A 戦略に基づき、各案件を実行している点があげられる。いわば 10 年後に目指す姿から逆算アプローチで「ストーリー」を組み立てている。

成長戦略・ストーリーの明確化のためには、中長期の時間軸の中で、自社を取り巻く環境（事業環境、地域特性等）の変化や市場動向等を十分に分析し、今後自社がどう成長していきたいのかについて、社内で時間・人員等のリソースをかけて議論を尽くす必要がある。こうした議論を通じてコンセンサスが醸成された成長ビジョンを前提に、それを実現する「成長戦略・ストーリー」の中で、海外 M&A を常に他の事業戦略とも比較しながら検討して、自社および当該事業をグローバルにどのように成長させるか具体的に構想していく必要がある。

この際、海外 M&A をグローバル成長のための「唯一の手段」としないことが重要である。他の選択肢を排除してしまうと、たとえば後のディールの過程で懸案事項が判明した場合でも、（他の選択肢がない故に）これを飲み込まざるを得ないというように、「成立ありき」の罠に陥ることになる。

大手製造業 A 社は、成長戦略を考えるうえで「ストーリーとヒストリー」を重視している。今まで自社が積み重ねてきた経験や意思決定の経緯（ヒストリー）をよく吟味したうえで、「ヒストリー」に基づいた今後の取組み（ストーリー）を構想している。

過去 30 年以上の経営戦略と施策の歴史を整理し、経営陣が共通の理解を持つことで、直近の状況、雰囲気、思いつきによる判断や意思決定を回避している。

具体的な案件に取り組んでいくうえでは、中長期的な戦略に基づき買収候補となる企業をリスト化し、このリストを踏まえて議論する「M&A 研究会」（経営層も参加）を年に 1-2 回実施している。

ストーリーが明確となり社内で認識が共有されていれば、実際に M&A を実行する際に、経営トップや案件担当者が成長戦略との関連性を常に意識して検討することで、M&A を成立させること自体が目的化することを防ぐことにつながる。成長戦略・ビジョンを後付けで考え、辻褄を合わせるような「M&A（ありき）でどう成長するのか」ではなく、「自社の成長戦略を前提に、『なぜ』M&A が必要か」を常に自問自答することが肝要である。

また、当然のことながら、海外 M&A は自社が望んだように計画通りに買収機会が訪れるわけではない。事業環境の変化に伴い、当初は想定していなかったような案件についても検討に着手しなければならない事例は多い。そのような場合であっても、自社の成長に資する案件か否かについての判断軸をぶれさせることなく、社内外の利害関係者に対する説明責任を果たすことが必要である。

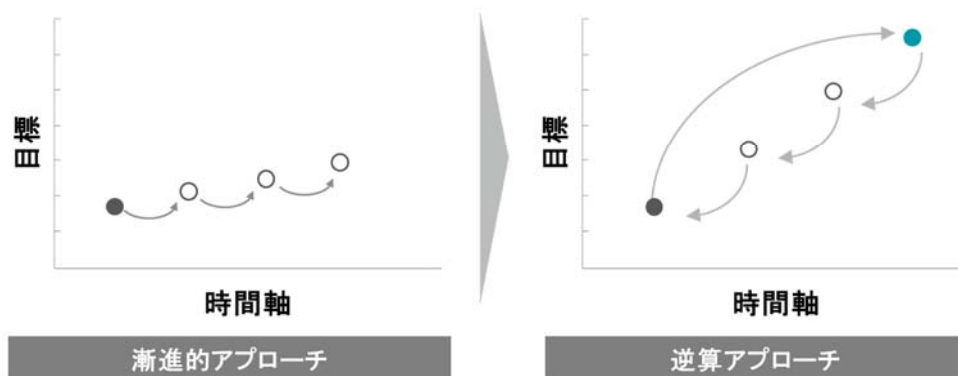
M&A においては、とにかく「機会があるから」、すなわち「よい案件があるから」、ということ で取組みが始まりがちであるが、海外 M&A を有効活用している企業においては、前もって入念に検討された 10 年後の「目指すべき姿」とそれに向かった明確なストーリーが存在している。M&A に対していわば戦略的に取り組んでいる点が大きな違いであるといえるだろう。

中堅製造業 B 社では、明確な海外戦略が不在のまま「とにかく海外展開の足がかりを確保したい」という思いから、FA からの持込案件に取り組んでしまった。FA の説明を鵜呑みにし、十分な検討や準備ができなかったため、売り主ペースで交渉が進み、買収価格が高値になったほか、買収直後から想定外の課題が次々と露見し、事業を軌道に乗せるまで結局 10 年を要することとなった。この案件の反省から、社長の発案により海外 M&A を組み込んだ中期経営計画を経営戦略の軸として策定した。策定にあたっては、役員等を中心とした泊まり込みの合宿を行うなど十分な議論を尽くした。さらに、M&A の案件検討時は社長が M&A 推進部門の部長および事業責任者と膝を突き合わせて議論しており、案件が事業戦略に合致しているかを早期の段階で社長自らがチェックすることを社内ルールとしている。各部長から社長へ向けた週次報告の中でも、M&A や PMI の進捗状況は都度共有されている。

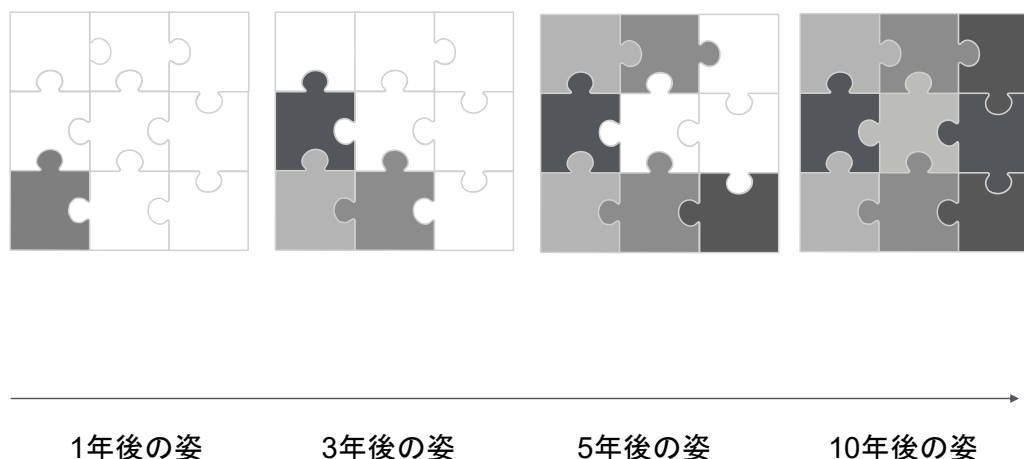
＜図表 2-4＞戦略ストーリーから逆算する

今、できることから考える

10年後から逆算する



＜図表 2-5＞10 年後に向かってパズルを組み立てる



(2) 身の丈に合った海外 M&A から取り組む。

これまで述べてきた通り、海外 M&A の実行は明確な中長期の戦略が前提となる。戦略に基づき、自社の身の丈（企業規模、投資額、M&A 経験・実績、許容可能なリスクの範囲（買収先の経営悪化が本社の経営に重大な影響を及ぼすリスクがあるか）、等）に合った、実行可能な案件を見極めることが重要である。自社の現状を十分に認識せずに海外 M&A に取り組むと、対応可能範囲を超えたリスクを伴う案件や、買収金額が高額過ぎる案件に乗り出してしまう可能性が高まる。

いきなり大きな案件や複雑な案件に取り組むのではなく、ある程度小型の案件で自社の海外 M&A の経験値を高めてから、より複雑な大規模案件に取り組むという戦略的アプローチを意識的に実行している海外企業は多い。日本企業においても、このように段階的に海外 M&A を進めている企業も存在する。

大手製造業 A 社は、海外 M&A において一足飛びに大規模案件を実行するのではなく、中規模案件（数百億円程度）を複数実施した後に、大規模案件（1 兆円程度）の買収を展開するなどし、戦略的な事業拡大に加え、段階的なディール規模の拡大と M&A 経験および実行力を獲得した。

大手サービス業 B 社は、数十億円程度の小中規模の海外 M&A 案件を行い、買収後の企業に対して自社の経営手法が通用することを検証したうえで、M&A を通じた海外事業展開を加速させている。

大手製造業 C 社は、常に自社の身の丈に合った範囲で M&A を進めていくため、M&A に投じるリソースの上限（予算）を時価総額の 5%程度と定めている。

(3) コアになる買収と、周辺を埋める買収（複数の M&A 案件を一連の活動と捉える）

中長期の成長戦略・ストーリーを実現する手段として海外 M&A を考えたときに、自社のニーズをその 1 社の買収のみで満たせるような企業はむしろ少数であり、戦略実現にむけて、買収先と自社だけでは補いきれない顧客基盤や技術など、何らかの不足を埋めるために、1 件の買収だけではなく、その周辺領域での買収をさらに重ね、複数の買収を組み合わせることにより、より買収効果を高めていくことも念頭に置いておく必要がある。

M&A 戦略の策定当初に（または早い段階で）、目的達成に向けて、複数の買収をどう進めていくべきかという買収方針（例：何をどういう順番で買っていか、先に買収した会社が確実に利益を計上できる段階にならないと次の案件へは進めないといった原則等）を明確化しておくことにより、次の一手に向けた取組みを具体化するとともに、目の前の案件への取組み方への工夫や、社内関係者の意識・目線合わせにもつながる。

大手製造業 A 社は、事前に構想した成長シナリオに基づき、複数案件を戦略的に順序立てて実施していくことで、中長期的な成長目標を達成している。その取組みは「成長に向けた根幹の買収とその周辺を補強するための買収」といった二つの買収を繰り返すことで事業の補強、拡大を進めるものである。二つの取組みはそれぞれ、「成長に

向けた根幹（新しいプラットフォーム）を獲得・構築するための買収（大型案件、新規事業領域に展開するための買収）」と「その周辺を補強するための買収（小規模案件、「根幹」の獲得に伴う不足機能・技術・人材等を埋めるための買収）」として捉えている。

大手製造業 B 社は、自社の技術と融合させ医療機器を開発・製造・販売することによるシナジーを目指して医療機器メーカーの買収を実施した。新規事業への展開が目的であったため、まずは対象企業に注力して買収と PMI を行ったが、さらに同事業領域の拡大に向けた次なる一手として中長期的な M&A 戦略を立て、現在、取り組んでいる。

本研究会で実施したヒアリング調査でも、「個々の M&A 案件だけを実行して評価するだけではなく、『被せる買収（補完するための買収）』の実行・評価も重要」という指摘があった。

また、一つの海外 M&A の成功で立ち止まることなく、同案件で買収した企業の事業拡大を次なる目標とし、その対象企業の事業展開に必要な人や機能、技術等の補強を目的とした買収を織り込んだ戦略の再策定、実行を行っているケースがある。限定的なマイノリティ出資等を通じて対象企業を十分に把握し、対象企業の経営者と戦略について十分理解したうえで、マジョリティを取得する買収へ展開していくことまで見据えた取組みを行っている事例もみられた。

【海外 M&A における部分買収（持分 100%でない買収）の難しさ】

関連論点：3.3.3 グローバル経営プラットフォームの整備 - (3) グループ共通のグループ管理方針を整備し、契約・規程に反映させる

上記ではマイノリティ出資を通じた段階的な海外 M&A の事例について述べたが、実証分析の結果から、海外 M&A では 100%買収が大きな成功要因となっているという指摘もある。資本比率を低く抑えたからといって、経営上のリスクがその分小さくなるという関係にあるわけではなく、むしろ子会社としての管理・運営の難度は上がる。

100%未満の買収は、対象国の外資規制等により現地パートナーと共同出資せざるをえない取引等で必要となることがある。その場合には合弁契約（株主間契約）において重要事項を合意しておくことが肝要である。また、海外 M&A における部分買収の難しさとして、海外では日本とは異なり、大株主に比して少数株主に対する保護が強い場合があることにも留意する必要がある。

自社の M&A 目的を鑑み、本当に部分買収が有効であるのか十分に検討することが必要といえる。

(4) 買収先のノウハウ・インフラを活用してさらに海外事業を拡大する。

海外 M&A を中長期的な戦略実現の手段として捉えた場合、必ずしも日本に存在する本社のみが、全ての海外 M&A を直接実行する必要はない。すでに買収した海外企業が有する人材や知見を活用し、当該海外企業を主体として追加的な海外 M&A を実施しているケースも少なくない。

大手製造業 A 社が買収した海外子会社は、日本の本社と事業地域を分担したうえで、自らの分担地域における買収を実行している。あらかじめ社内規程によって定められた、親会社が容認する投資範囲の枠内であれば、買収した海外子会社がさらなる次の海外企業の買収と PMI を担うことを容認している。

このように、買収する海外企業を活用して更なる海外 M&A を実施していくことをあらかじめ見込み、ターゲットとしている国や地域における M&A 巧者を買収して自社グループに取り込み、海外事業拡大のための実行拠点を海外に移していくことも、グローバル展開を加速させるための有効な手段の一つである。

大手サービス業 B 社は、欧州企業の買収にあたり、マネジメントインタビュー等を通じて同社の M&A の経験値についてもよく精査し、対象企業の事業だけでなく M&A 実行力を同時に獲得できることを確認したうえで、買収を行った。現在では、同社を海外における M&A の実施基盤として、買収後に更なる海外 M&A を実行し、海外事業の展開を進めることで、スケール、地理的カバレッジ、イノベーションの 3 つの点で着実な成長を実現している。

(5) ポートフォリオを不断に見直す。

本報告書では主に日本企業が買い手となる場合の海外 M&A を想定しているが、中長期戦略を実現する手段としての観点から、適切な投資活動を継続していくための引き算（事業売却・譲渡等）も重要である。

M&A を通じて企業買収を重ねる場合、対象企業の一部の事業のみが魅力的だが、相手先の意向等により対象企業全体を買収しなければならいような局面に遭遇することがある。また、買収当時は必要な事業であったとしても、その後の外部環境の変化に伴い、戦略の見直しを迫られる場合もある。

欧米企業などでは M&A を実施した企業がその後に元々保有していた事業の売却を行う事例が見受けられるが、日本企業による同様の事例は、買収実績と比較して非常に少ないという意見もある。海外 M&A を通じて成長している企業は、自社成長戦略上の重要投資先を常に見定め、

効果的な投資、事業運営ができるような環境・体制づくりを進めることで、買収と事業のポートフォリオの見直しを同時に行っている。中長期の時間軸を見据えたうえで、成長の原動力となる事業として注力すべきものは何か、獲得した事業・機能を自社で効果的に活用できているか等を常に確認し、買収を実施するだけでなく、取得した事業の売却まで踏み込んだポートフォリオの見直しを不断に行う必要がある。

大手サービス業 C 社は、ポートフォリオの見直し・売却に関し、グループ内では優先順位が低く成長が促進されないが、グループ外であれば成長投資が促進され当該事業が成長できる場合には、売却の意思決定を行っている。

事業継続か撤退かを判断する際には、それまでの買収活動や買収後に費やしてきた費用（自社内リソース、外部アドバイザーの活用、その他諸経費等）をサンクコストとして認識することや、過去の経緯や事例に囚われることなく、事業の可能性を厳格に評価し、撤退の判断に対する社内の理解や意識を醸成していくことが必要である。

2.1.2 「ストーリー」を語る経営者

前項までは、海外 M&A または M&A 戦略を中長期的な視点で捉え、事業全体の戦略と整合させる重要性を述べてきた。こうした M&A の位置付けは、経営トップや案件の責任者のみならず、買収案件に関与する関係者ひとり一人が体現し実行に移せるよう共有・理解（腹落ち）させる必要がある。

そのためには、経営者自らが「ストーリーテラー」として会社の戦略、ビジョンを語る存在となる必要がある。また上から下への一方向だけでなく、現場からの意見を聞き相互に意見を交換しながら、戦略やストーリーの現場への浸透を促進できる人材および体制の構築が必要である。戦略の浸透は、一朝一夕で実現されるものではない。常日頃から経営者が自分の言葉で現場に発信していくことが重要である。

M&A 巧者と一般的にいわれる日本企業には、社外のみではなく社内に向けても強い発信力を持った経営者がいる場合が多い。常に自社の戦略や長期的な計画・展望を社内外に向けて発信しており、海外 M&A の場面においてもこうしたメッセージが有効に機能している。

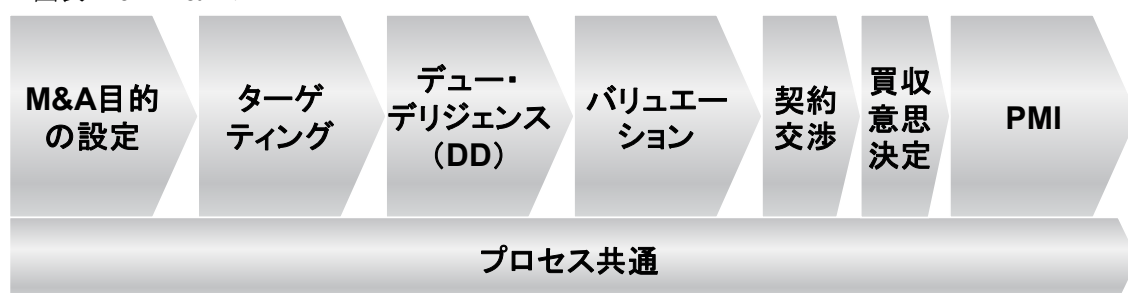
【コングロマリット企業における「ストーリーテラー」とは】

上記では、経営者を「ストーリーテラー」としているが、必ずしも経営者のみが「ストーリーテラー」となるとは限らない。特に、コングロマリット企業では、当該企業全体の成長戦略に責任を持つ経営者と、それに基づく各事業部門の成長戦略に責任を持つ者（事業本部長等）がいる。

この場合、経営者は、自社が全体としてどのような成長を描くのか（どの部門を重点的に強化するのか、どの部門は売却を検討するのかなどを含む）について「ストーリーテラー」になる必要がある。そのうえで、各事業部門は、当該企業全体での戦略を踏まえて、どのように自らの事業部門を強化するのか、また海外 M&A をどのように活用するのかについてのストーリーを構築し、発信することが求められる。

2.2 海外 M&A¹の実行力

<図表 2-6>M&A プロセス



2.2.1 M&A 目的の設定- 揺るぎない目標を明確にする

(1) 中長期での企業・事業成長を見据えた買収戦略に沿って M&A の目的を明確化する。

各企業が海外 M&A に取り組む目的は種々多様である。経営・事業戦略実現のために M&A を実施する「ストラテジック・バイヤー」による海外 M&A の代表的な目的としては

- グローバルシェアの拡大（市場浸透）
- 顧客基盤の拡大（市場開拓）
- 補完的な製品/ケイパビリティの獲得（製品開発）
- 新規事業進出（多角化）

などが挙げられる。そのほか、投資収益の獲得・実現を目指した「ファイナンシャル・バイヤー」による海外 M&A も行われている。

¹ 論点を簡潔に捉えるため、本章における「M&A」は対象企業／事業の経営権を取得する取引を想定

<図表 2-7>M&A の目的類型

		製品/ケイパビリティ	
		既存	新規
戦略的バイヤー	既存	①グローバルシェア拡大 (市場浸透) - 市場でのリーダーシップ/市場占有状態の維持 - 業界内での顧客分散を集約し、規模を獲得	③補完的な製品/能力の 獲得(製品開発) - 主要な領域(オペレーション/技術)における競争力の獲得 - 新たな(代替的な)販売チャネルへのアクセス、バリューチェーン上の活動領域の拡大 - Research Acquisition(無形資産(研究開発・ノウハウ・ブランド・技術等)の獲得)
	新規	②顧客基盤の拡大 (市場開拓) - 地理的に新しい市場への参入・進出 - 製品開発、量産、新製品の獲得より顧客へのリーチを拡大	④新規事業進出 (多角化) 必要なテクノロジーや技術・能力の獲得
ファイナンスバイヤー		投資収益の獲得・実現	

海外 M&A 案件を成功につなげていくためには、「海外 M&A を通じて実現したい姿」(=M&A の目的)が、企業の中長期の成長戦略・ストーリーと有機的に結びついており、かつ M&A のプロセスを通じて常に立ち返るべき判断軸として案件関与者の間で共有されている必要がある。

大手製造業 A 社の巨額買収案件では、買収前に対象企業の研究・検討を含め、投資手段も事業提携、より小規模企業の買収、あるいは買収しないといった代替案と比較検討しながら、あらゆる議論を行ってきた。その結果、最後に議論が戻ってきたのは「そもそも自分達は何がしたかったのか」ということであり、当初からの想いである「名誉あるグローバルプレーヤーになる」ことを目指すには、本買収を実施するしかないと経営陣も腹を括った。

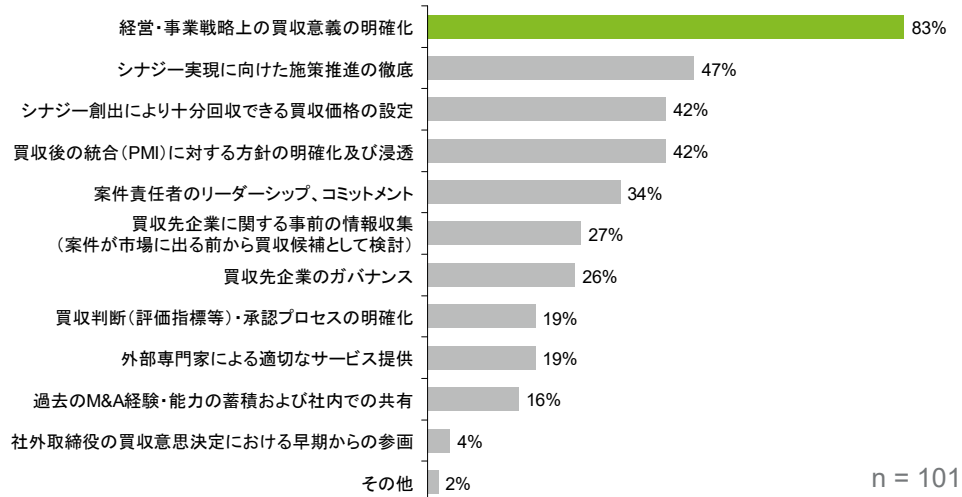
また、狙った通りのディール条件が全て実現できるディールは存在しない。ディール・交渉の過程においては、何かを優先し、何かを捨てざるを得ない局面が必ず発生する。その際に立ち返るべき「判断軸」がないと、適切な決断ができない。たとえば、M&A プロセスでは、DD や買収交渉、(特に大型の案件においては)競争法のクリアランス取得に向けた条件交渉など、随所で決断・選択を迫られる。迷いなく取捨選択するためには、買収目的に照らし優先順位を明確化する必要がある。

大手製造業 B 社は、買収目的の明確化・共有が、買収に関与する社員を束ねていくうえでも重要という考え方を根幹に持っている。買収の目的が明確であれば、社外の(ネガティブな)評価にも浮足立つことなく対応できると考えている。(買収直後の業績悪化により、メディアやアナリストに批判されたとしても揺るがない)

本事業で実施したアンケート（以下、アンケートとする）においても、海外 M&A の成功要因として「経営・事業戦略上の買収意義の明確化」を挙げる企業は回答企業中 83%と、突出した結果となっている。

<図表 2-8>過去に実施した海外 M&A の成功要因

Q. 2001年以降に貴社が実施した海外M&Aのうち、成功と評価された案件において、成功要因は何と考えていますか？
（複数回答）



出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

新規事業への参入か、既存事業の拡大かといった M&A の目的あるいは目的から想定される買収先候補によって、下記のように留意すべきポイントが変わってくることも意識する必要がある。

新規事業進出の場合には、自社の知見が少ない分野の企業を買収するため、対象企業の発掘やバリュエーションは難度が高くなる（特にベンチャー企業を買う場合等）。反対に、自社のコア事業においてグローバルシェアの拡大を図るために同業他社を買収する場合には、製品・市場への理解があり、対象企業の発掘やバリュエーションは行いやすい一方で、国内外における競争法のクリアランスの取得の要否・期間や、DD を通じた情報交換やクロージング前の共同行為が競争法に抵触しないか（いわゆるガン・ジャンピング）等について、慎重な検討を要する。

中堅製造業 C 社が競合企業を買収した際には、DD で相手の事業計画を深く確認したかったが、競合情報のため制約が大きく、深掘りができなかった。PMI においても、統合後の事業計画を検討した結果、販路や顧客の重複が発生する等、特に営業領域の統合検討は困難を極めた。同社の場合は、対象企業の方が同社の海外事業よりも規模が大きく、かつグローバルな経営管理の仕組みが整っていたため、結果的に対象企業を中心に統合した。

【競業者同士の M&A 特有の留意事項】

同業他社の買収、ひいては競争関係にある事業者間の M&A 取引においては、特に競争法上の様々な規制や制約を念頭に置いて行動する必要がある。広い意味でのガン・ジャンピング（競争法上買収完了前に行ってはいけない行為を先走って行うこと）にかかる規制の一環として、カルテル規制の観点から、買収完了前に当事者間で競争法上問題となる情報を交換したり、これを踏まえて協調行為を行ったりすることがないよう留意すべきである。

とりわけ集中的に情報が開示・交換される DD の局面においては、適切な情報管理を行うことが肝要である。実務上は、①開示・交換の対象とする情報の範囲を取引の検討・交渉や実行の準備に必要最小限のものに限定したり、②競争法上取扱いを注意すべき機微情報（製品ごとの販売価格、顧客ごとの取引条件等の具体的な情報、将来の価格やマーケット戦略など）については、その概数や概要を開示・交換するにとどめたり、限定メンバーから成るいわゆるクリーンチームのみがアクセスできるものとする、といった工夫がなされるのが通常である。クリーンチームのメンバーは、競争関係にある事業に直接従事し又はその決定に関与していない内部者（非現業者）と外部アドバイザーから構成されることが多い。

2.2.2. ターゲティング - 日常的かつ能動的に準備を進める

対象企業をいかによく知り、どれだけ入念な準備を行うのが、海外 M&A の成否に大きく影響する。

情報の非対称性、すなわち対象企業・市場に関する情報の制約や、情報の獲得・分析にかかる労力とコストは、海外 M&A を実施していくうえで大きなハードルとなる。

買収検討段階の情報収集や、得た情報に基づく具体的な買収後経営計画（青写真）作成の検討にかかる時間と労力が十分でないと、Day1¹直後から予期せぬ事態や想定外のリスクへの対応が求められ、円滑な PMI の進行を阻害することになりかねない。結果として、中長期的に見た場合の M&A によるメリットを享受できないこととなる。

正式なプロセスとして情報開示を求める DD（特にデータルーム資料）では、取得可能な情報が限定的で瑕疵の発見が難しい場合があることに留意する必要がある。また、DD は一般に時間の制約が厳しく、あらかじめ質問項目や論点を明らかにしておかなければ、有効活用は難しい。DD でより効果的に情報を収集するためにも、極力早い段階から対象企業・市場と自社との戦略整合性を入念に調査・把握しておく必要がある。

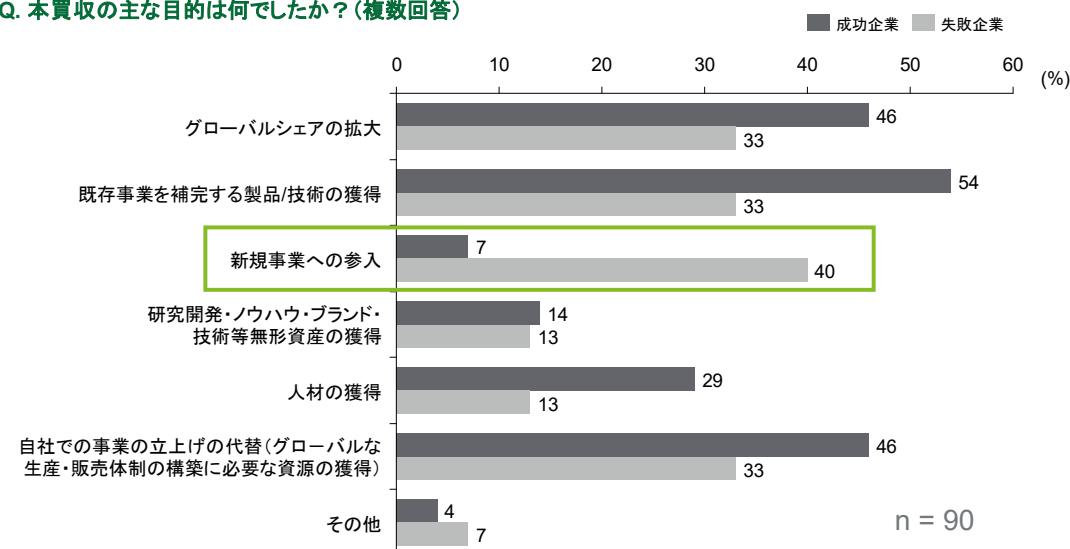
¹ M&A 案件のクロージング（経営権の移転）完了日とする

M&A を通じて自前成長では実現困難な飛躍的な成長を遂げるためには、準備段階（M&A 戦略策定～ターゲットニングの過程で候補企業を理解し、買収後経営の緻密な検討を行うプロセス）に十分な時間と労力をかけることが不可欠である。ヒアリング先の複数企業からも、買収までに 3-10 年程度の時間をかけて候補企業の調査・分析を行っていたという話があり、うまくいっている企業ほど準備段階に「手間暇」をかけている。また、従前より売り手と買い手が取引関係にある、競合相手として分析しており相手を熟知している等、現場レベルで対象企業に対する理解がある場合には、PMI が円滑に進む場合もある。

アンケートにおいても、新規事業への参入を目的とした海外 M&A の成功企業の割合が他の買収目的と比較して低くなっていることから、対象企業との情報の非対称性が M&A の難度を高めていることが窺える。

<図表 2-9>海外 M&A の目的による成功割合比較

Q. 本買収の主な目的は何でしたか？（複数回答）



脚注：成功・失敗の区分は、2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件における目的達成率を基に集計（達成率 80%以上を成功企業、50%未満を失敗企業と設定）。目的達成率は企業の主観的評価に基づく
出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

【新規事業参入において対象企業の事業への理解を深めた事例】

事前の情報取得が難しい新規事業獲得のための買収でも、ディール以前から対象企業とあらかじめ協力・信頼関係を築いたうえで買収に至る事例もある。ある企業は潜在的な対象企業に対して、M&A を前提とせず、2-3 年間業務提携の形で協力関係を構築・維持した後に M&A を実現した（新規事業への参入を検討していた買収企業と、日本における事業拡大を狙う対象企業との利害が合致したことによる）。

【対象企業の技術力のみではなくビジネスモデルにも着目する】

買収者側の事業部門が対象企業をよく理解しているということは、買収検討や PMI において効果的にはたらく反面、自部門の関与範囲のみで対象企業を捉えてしまうため、全社的な観点からの買収意義の検討を阻害する要因となりうることに留意が必要である。たとえば、経営陣が買収候補企業を提示した際、技術部門の役員や実務担当者が対象企業を熟知しているがゆえに、将来的なシナジーの検討に入る前に「あんな会社はだめだ」と断るケースもある（特にテクノロジー系企業の買収時に散見される）。対象企業の技術面にとどまらず、販売チャネルやマーケティング等、他の領域における自社とのシナジーを勘案した「買収全体」で考えると効果的であるにもかかわらず、多面的な検討を欠いた状態でディールを中止してしまいかねない。

「技術力で勝る日本が事業で負ける¹⁾」といった指摘もあるが、M&A においても、対象企業のビジネスモデルとして優れた点を取り込むことで、よりイノベティブで自社の競争力を高める M&A が行える場合もある。

(1) 日常的かつ能動的に準備することで、案件に対する「待ちの姿勢」から脱却する。

将来の買収候補企業を日頃からリサーチし、ロングリスト、ショートリストという形でまとめるとともに、事業環境や戦略の変化に合わせて定期的に見直し、いかなる時であっても M&A に対応できる体制を整える。

特に投資銀行等の外部からの持ち込案件については、戦略より案件が先行し、準備期間が短く、結果として買収前の想定と、買収後明らかになった実態との乖離が大きいケースがある。案件が持ち込まれた時点で入札スケジュールがすでに設定されており時間的余裕がない、あるいは競合他社も買収準備をしており焦りが生まれる等の状況から、情報収集や事前の分析が不十分なまま買収手続きに入るか否かの決断を迫られることになる。こうした準備不足の買収は、高値掴みやクロージング後の想定外の課題発生による計画未達を引き起こし、結果として減損等の財務的インパクトにも繋がりうる。

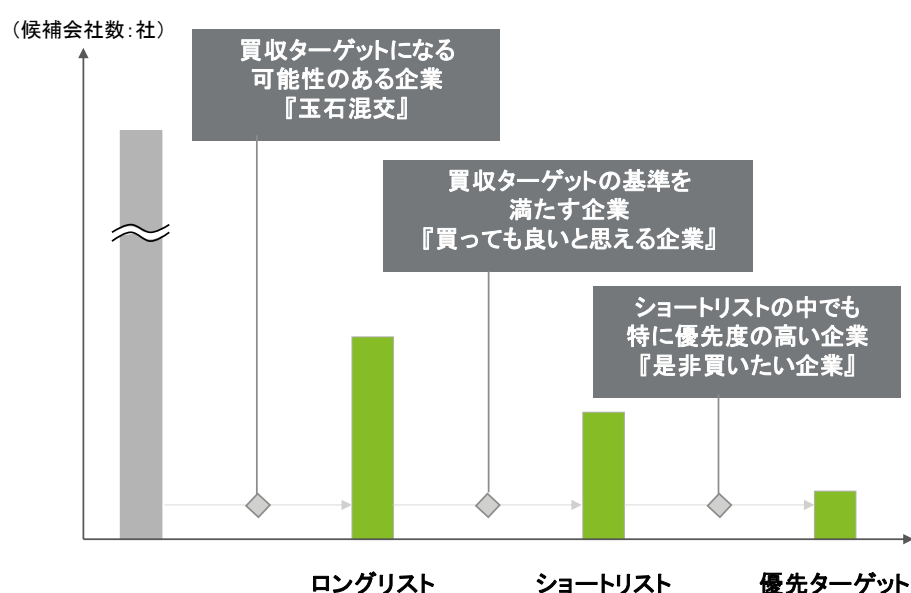
事業成長に海外 M&A を有効活用している企業は、案件が持ち込まれるのを受け身で待つのではなく、自社の成長戦略および M&A 戦略に基づき、日常的かつ主体的・能動的に候補企業群を調査・分析している。つまり、常に海外 M&A を「日常事」として検討し、自らの成長機会を逃さないように備えているのである。準備の過程では、将来の買収候補企業をロングリスト、シ

¹⁾ 妹尾堅一郎、『技術力で勝る日本が、なぜ事業で負けるのか 画期的な新製品が惨敗する理由』（ダイヤモンド社、2009 年）

ョートリストという形でまとめるとともに、事業環境や戦略の変化に合わせて定期的に見直し、M&A の機会を生かせるようにしている。

このような候補案件リストを作成する場合には、戦略との整合性を鑑みたうえで明確な基準を設け、客観的な根拠に基づき選定することが、優良な案件（対象企業）を確保するうえで重要である。なお、特にプライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）が買収した企業は、PE ファンドの出口戦略として必ず数年内に売りに出されるため、買収対象として事前に研究しておくべきであるという声も聞かれた。

<図表 2-10>スクリーニングによる候補社数の推移



最近では、過去の経験から特に海外 M&A における持込案件に取り組む際のリスクや、事前準備の重要性についての理解が企業担当者間に広まりつつあり、持込案件・入札案件に対する見解も変化してきている。

大手製造業 A 社は、「持込案件の良い受け方は、従来自社の戦略に合致する対象候補として想定していた企業が良いタイミングで売りに出された場合」としている。

大手製造業 B 社は、「実施した入札案件は、同社が達成したい事業戦略（グローバルプラットフォームの獲得）を実現するための必須条件を満たす会社で、以前から研究を重ねていた」と事前分析の実態を明かしている。

買収候補企業の調査は、現地訪問、専門機関等も活用しつつ、妥協せずに入念に行う。

売り手と買い手との情報の非対称性がより大きくなる海外 M&A では、対象候補の企業価値や統合シナジーを含めた成長戦略を描く難度は高い。情報の非対称性を少しでも解消するためには、相手企業のビジネスの現場に赴き一次情報を取得することも有用である。特に対象候補が非上場企業の場合などは、収集可能な情報が限られがちである。自ら現地で情報収集することで、対象企業の本質的な強み・弱みなど、買収を目指す事業領域に関する仮説構築に必要なインプットを増やすことが可能となる。

大手製造業 C 社がとある買収の検討をした際には、当時対象企業とは世界中で競合している状況であったが、各国・地域のマーケットやサプライチェーンをどのように統合していくのかを 3 年間かけて徹底的に研究した。準備の一環として、対象企業の商品が置かれている小売店を訪問し、陳列商品の種類や棚割り、営業員の訪問頻度等を秘かに調査した。事業構造が似ていたこともあり、調査・分析で得た情報と自社の経験を基に相手企業の資金力や営業員のリソースを推計し、シナジー効果を測定した。

大手製造業 D 社が実施した海外 M&A の一例では、買収の約 3 年前から対象企業の徹底した調査を行ってきた。投資銀行を活用した情報収集に加え、工場見学・スーパーの商品売り場の視察等の独自リサーチを行った。調査によって得た情報を基に、地に足の着いた事業計画を策定することができた。

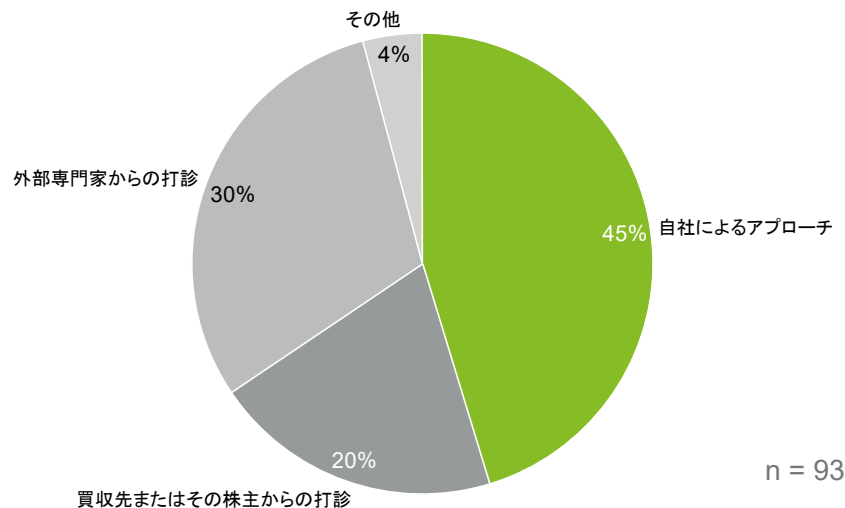
自社が買収を検討している企業は、競合他社も買収先として魅力を感じて機会を窺っている可能性がある。作成した候補案件リストに入っている企業に対して、自ら定期的にコンタクトをとり、相手企業に関心を持っていることを伝えることも重要である。ディール以前から関係を構築しておくことで、入札となることを回避したり、他の買い手よりも優位にディールを進めたりすることができ、確実な買収先の獲得、ひいては戦略実現にもつながりうる。

大手製造業 E 社では、M&A 推進の専門部署のリーダーはショートリストに登録している企業を定期的に訪問している。事業環境の変化等の情報交換を行うだけでなく、同社が対象企業に対して関心を持っている旨のコミュニケーションを継続的に実施している。経営トップ自身も、毎年正月には対象企業の CEO へ手紙を書くなどしている。こうした努力を継続的に行うことで、候補企業が売却を検討した際には最初に同社に声をかけてくれるとのことである。

アンケートの結果においても、4 割以上の企業が「自社によるアプローチ」によりディールを生んでいる。いかに能動的に候補企業との接点を持つかが海外 M&A のポイントの一つであることを示しているといえる。

＜図表 2-11＞海外 M&A の検討を開始したきっかけ

Q. 本買収案件の検討を開始したきっかけは何ですか？



脚注：回答企業が 2001 年以降に実施した、金額が最大または自社にとって最重要の海外 M&A 案件について質問

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

買収候補を選定するうえでは、自社と同じ企業の買収を検討している競合他社を含めた周辺の動きも調査し、知らぬ間に先を越されるといった結果を回避することが望ましい。

大手製造業 F 社は、同事業の対象企業の買収を 3 年程の時間をかけて準備していたが、業界上位の数社も同じ企業の買収を狙っており、他社に取られれば業界の寡占化が進み巻き返せない状況になるという危機感を持っていた。

F 社は先手を打ち対象企業にオファーしたことで買収を実現した。

【専門機関を活用したバックグラウンド・スクリーニングの活用】

特に新興国等の企業や非上場会社を買収対象とした海外 M&A においては、対象企業に対して国内 M&A と同水準の期待や常識で買収検討を進めると、後々になって重大な問題が発見される可能性がある。必要に応じて知見やノウハウを有する専門の機関を活用し、対象企業やその関係者についていわゆるバックグラウンド・スクリーニング（背景調査）の実施を検討することも望ましい。

(調査項目の例)

法人登記簿、訴訟・紛争・犯罪歴等のコンプライアンス情報、各国政府の制裁リストの対象となっていないか、会社の沿革と財務情報、経営者の履歴と人柄や性格、政治家との関係、対象企業の業界内の評判、従業員の評判、社屋・工場・住居の現地調査、企業オーナーの場合は誰が事業承継者か、等

特に、英語圏以外の企業の買収を検討する際には、英語で得られる情報や開示情報には限界があり、現地に根付いたスタッフを活用した現地語での詳細な情報収集や現地調査が重要であるとの声も聞かれる。実際、現地語を操る現地事情に精通した者の調査により、対象企業の親会社が米国制裁リストの対象となっており、米ドル決済が禁止されていることや、現地政府との不透明な関係等のコンプライアンス上の問題が判明し、M&Aの再検討に至った事例もある。

(2) 対象候補の買収後経営のイメージを描く。

ターゲティングを行う際、対象企業の公開情報のみならず、一次情報を取得し、買収後の経営を見据えた統合のストーリーを策定する必要がある。ディールプロセスでは、この買収後経営計画（青写真）を基に調査を行うことになる。

大手製造業 A 社は、DD の前に買収後の 10 年ほどの事業計画を描いた「青写真」を策定することで、会社や事業が目指すべき方向性を明確にしている。同社が策定する青写真には、その 10 年間どういった事業運営ができるのか、たとえば、その 10 年間で、どの商品を、どのタイミング・価格で投入するのか、それによってシェアをどの程度とっていくのか、想定されるリスク要因にはどういったものがあるのか等が含まれる。

中堅製造業 B 社は、DD において青写真作成時に把握できなかった点を中心に精査しており、DD を、青写真の精度をさらに向上させるプロセスと捉えている。

2.2.3. デュー・デリジェンス（DD） - 優先順位付けに基づいて仮説検証する

DD の意義と限界を理解したうえで、目的意識を明確に持って DD を遂行する。

DD を考えるうえでまず重要なのは「何のために DD を行うのか」「DD の機能は何なのか」を明確化することである。買収後、予期せぬ事態が発生した場合に「DD が不十分だったのではないか」という指摘がされることがあるが、そもそも限られた時間・リソースの中で行う DD には限界がある。収集できる情報の範囲（前述の通り、対象企業の成長余力や自社による経営可能性は判断できない）にも、収集した情報への対処方法を検討する時間にも、制約がある。

したがって、目的意識を明確に（何を精査するための質問なのかを理解する等）し、限られた時間を有効活用することが DD の成否の鍵を握る。

M&A プロセスにおける DD は、ディールクローズに向け、対象企業の実態を調査・精査する方法として広く一般的に行われている。対象領域は、財務 DD、ビジネス DD、法務 DD、人事 DD、ITDD、環境 DD、また最近では人権 DD 等多岐にわたり、調査手法も対象領域によりさまざまである。

<図表 2-12>DD の種類・プレーヤー

DDの種類(主なもののみ)	外部アドバイザー(主なプレーヤーのみ)
会計・財務	ファイナンシャルアドバイザー(FA)
税務	戦略系コンサルティング
法務	総合系コンサルティング
ビジネス	監査法人
IT	弁護士事務所
人事	税理士事務所
環境	ITコンサルティング
FCPA	人事コンサルティング
⋮	その他専門コンサルティング
	⋮

(代表的な DD の調査手法例)

- 受領資料（依頼資料）の精査
- Q&A シートによる情報収集
- マネジメントインタビュー
- 現地調査

DD を依頼するアドバイザーの専門分野によっては、ビジネスの実態よりも取引の実行の障害となる事由、価値を毀損する事由（買収ストラクチャー、税務、法務等）の調査を優先する傾向があるが、経営実態を把握するためのプロセスとして現地調査（製造業における工場実査など）も有効性が高い。

大手製造業 A 社の事例の場合、買収企業と同じ事業を自社でも運営してきており、「商売を分かっている」という自負から実査を疎かにした面が否めず、現場に足を運び対象企業の実態を把握すべきだったと振り返る。実際には可能であった工場見学による調査を行わず、結果として、Day1 以降に判明した追加の設備投資の必要性等について、事前に把握する機会を逃すこととなった。また、DD で得られた資料では複数設備の情報が包括的に記載されているだけだったが、買収後に個別に確認したところ、一部に想定外の低稼働の設備があることが発覚した。

効果的な DD を実施するための重要ポイントは以下の通りである。

(1) 事前に重要な調査ポイントの仮説を設定する。

入札案件の場合は顕著であるが、DD の時間は極めて限られている。他方で、大規模案件の場合には、世界各地に有している子会社も少なくとも重要なものについては調査の対象になるため、精査項目も膨大となる。

したがって、事前に仮説を設定しないまま DD を実施すれば、必要性・問題意識が不明確な項目も含めて網羅的な調査に終始することになる。その結果、浅く広い情報が得られるだけにとどまるうえ、情報量が膨大であるがゆえに、何が本当のリスク要因なのか理解しきれないまま DD が終了してしまうことになる。加えて、調査目的が不明瞭なまま、膨大な質問項目を相手に投げかければ、相手側の不信感を招き、後の交渉や PMI プロセスに悪影響を及ぼす可能性がある。

また、仮に時間があつたとしても、ディールにおける売り手と買い手のモチベーション(動機)に差があり、DD で十分に情報を取得できるとは限らない。売り手は可能な限り高価格で売却することを目指しているため、マイナス要素を含む情報を買い手に積極的に開示することは期待できない。さらに、競争法上の規制等、制度上の制約や、対象企業が上場企業の場合はリーク防止の観点からチーム拡大ができず、DD への対応も限界があるため、開示情報が限定的にならざるをえないケースがあることにも留意する必要がある。

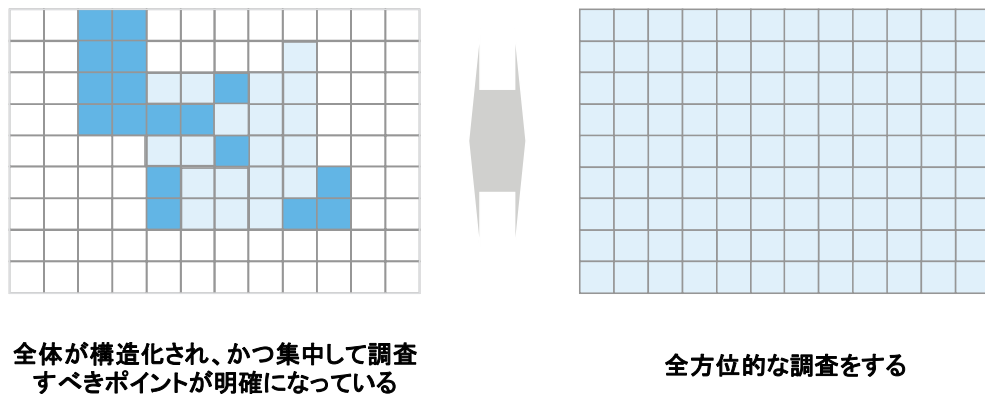
上記のような DD の限界・制約を前提に DD 実施前の仮説を設定する際に押さえるべきポイントとして、以下のような点が挙げられる。

- 全ての項目を網羅的に精査するのではなく、優先順位を決め対象を絞る。

目的意識が曖昧な一方で、対象企業の情報を得られるだけ得て、経営課題やリスクを全て洗い出そうという姿勢で取り組もうとする日本企業は少なくない。こうした企業には、重箱の角をつつくような詳細までを DD で調べようとする傾向がみられ、相手の海外企業の不信感を招くおそれがある。そうならないよう、回答内容によってディールブレイクに繋がるような”Must Have”事項なのか、参考情報として得たい”Nice to Have”事項なのか、各質問事項を分類し、調査の優先順位を明確にすることが必要である（たとえば法務 DD では、競争法や腐敗防止法等のコンプライアンス、紛争等にかかわる調査は”Must Have”事項といえる）。

なお、上記の留意点は、事業計画やシナジー効果の分析を行うビジネス DD において特に意識すべきものといえる。法務 DD、財務 DD 等その他の分野では「対象企業に瑕疵・減価要因がないか」というネガティブ・チェックの役割も大きいことを考慮した調査項目の設定が必要となる。

<図表 2-13>DD のポイント



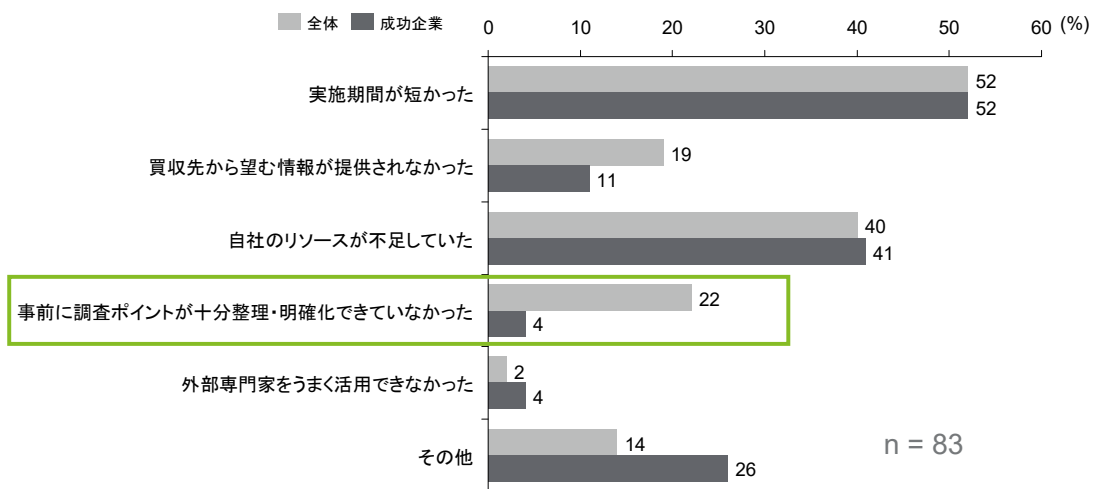
- 外部アドバイザーに丸投げした形式的な DD ではなく、当事者意識を持った DD を行う。

多くの外部アドバイザーを活用した網羅的な DD を実行する一方で、調査の焦点が定まらず、重要なポイントを見逃し Day1 以降に顕在化するようなケースがある。各専門家や外部アドバイザーに丸投げし、DD を形だけ実行しているケースも少なくない。また、DD を実施する時点で「この案件はすでに上層部が実行すると決めた案件だから」として、「DD を実施した」という事実を作って済ませようとするケースすらある。このような形式的な DD ではなく、「どういった情報がほしいのか」「その情報がなぜ必要なのか」といった調査の主眼を明確にし、DD の結果を主体的に分析する必要がある。

DD における実施期間の短さや自社のリソース不足については成功企業においても課題として認識されている。しかし、「事前に調査ポイントが十分に整理・明確化できていなかった」との回答は、成功企業には少ない。DD を実施するにあたってまずクリアすべき課題は、DD の実施前に想定される問題や、どのような問題が発見されたら重大なのか、そのために何が調査ポイントとなるのか等、DD 開始前に重点項目を洗い出すとともに、適切な仮説を設定することといえるであろう。

＜図表 2-14＞DD における障壁

Q. デュー・デリジェンスにおいて、障壁となった事項は何でしたか？（複数回答）



脚注：成功・失敗の区分は、2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件における目的達成率を基に集計（達成率 80%以上を成功企業、50%未満を失敗企業と設定）。目的達成率は企業の主観的評価に基づく。出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

【コンプライアンス DD の重要性】

専門家を起用して行う DD の一つに法務 DD があるが、なかでも近年はコンプライアンスの観点からの DD の重要性がより一層強調されるようになってきている。国際カルテル等競争法違反や贈収賄関連法違反といったコンプライアンス問題によって課されるペナルティはときに巨額にのぼるうえ、刑事事件に発展する可能性もある。そのような問題を抱えた企業をいったん自社グループ内に取り込んだ場合、グループ全体の価値の毀損やレピュテーションへの悪影響は、M&A によるメリットを一瞬で吹き飛ばしかねない。

なかでも、米国の外国公務員腐敗防止法（Foreign Corrupt Practices Act, FCPA）は、非米国企業や米国外での行為にも容易に適用され、かつ活発に執行されていることから、その違反がな

いことの確認は重要である。ある企業を買収した後、買収対象企業の FCPA 違反が発覚した場合には、当該買収対象企業のみならずこれを買収した親会社にも民事・刑事の責任が及ぶ可能性があり、親会社に与える影響も甚大となりうる（いわゆる **successor liability** のリスク）。米国司法省（DOJ）は、これを避けるために買収前にしっかりとコンプライアンス DD を行っておくことを推奨している。

特に新興国では、贈収賄関連法違反のリスク（いわゆる **corruption risk**）が高く、FCPA 違反が生じやすいことから、新興国 M&A に際しては専門家を用いたコンプライアンス DD の必要性が高いことに留意すべきである。

(2) 事前調査や DD 等で得た情報を基に、本当に自社の成長戦略に整合するような買収となるのか、経営陣も交えて議論・精査し、買収の是非の再検証や買収後の成長ストーリーの精緻化を図る。

DD の目的は、調査を行うこと自体ではない。DD で明らかになった事実から買収の成否に与える影響を分析・精査して、M&A のプロセスを進めるべきか否か、（進めるとしても）発見されたリスクについてなんらかの回避措置を検討すべきか、無視しても構わないものであるか等を分析し判断することである。DD の結果に基づき、経営トップも含めてしっかり議論・検証することが非常に重要である。

目的意識なく DD を行くと、DD で明らかになった事実について十分に消化しきれず、何ら措置を講じないまま買収プロセスを進めてしまう懸念がある。あるいは、逆に明らかになった事実がどの程度影響を及ぼすものなのか適切に見極めることができず、「リスクがある」という点だけにとらわれ、たとえそのリスクが契約などにより回避可能なものであっても案件を断念したり、そのリスクのみに近視眼的に固執し、延々と深掘りして時間を浪費し、他の重要論点についての検討が疎かになったりしてしまう、といった事態が生じるケースもある。

DD で出てきた情報の分析と検証を行うためには、DD での各質問項目について外部アドバイザーが準備したフォーマット等の通りに質問をするのではなく、「この質問はなぜしなければいけないのか、この質問に対して出された答えはどのような意味合いがあるのか」という視点で必要性や趣旨を十分に理解しておくことが重要である。事前の仮説や、DD で明らかになった情報を優先度に応じて、適切に分析して経営トップ等にも逐次説明することで、当初描いていたストーリーとの齟齬が生じるリスクが社内で共有され、案件を進めることが自社の成長戦略に合致するの否か、あらためて検証・認識することが可能となる。

また、DD で得られた情報は、バリュエーションのためのインプットになるのはもちろんのこと、Day1 以降の PMI における取組みを検討するうえでの有益な事前情報となる。

実効的な DD の実施により、必要な情報を事前に、かつ十分入手することで、買収後の経営計画（青写真）や成長ストーリーをブラッシュアップし、より具体的な統合実行計画の策定へとつなげていく必要がある。

2.2.4 バリュエーション - 本源的価値を見極める

M&Aは投資行為であり、投資価格の妥当性はM&Aの成否判断を左右する重要な要素である。投資採算性に照らした「成功」とは、企業が買収実行の意思決定を行う前提となった投資回収計画（Projection）を達成できていることであり、評価者はあくまで買収企業自身である。たとえ買収プレミアムやEBITDA倍率といった指標のうえで相対的に「高値」であっても、企業が回収計画にコミットし、買収後のキャッシュ・フローないし株主価値としての企業価値向上を実現できれば、必ずしも「買収価格が高い」ということにはならず、またM&Aの「失敗」ともならない。つまり買収価格が高いか低いかは企業自身にしか判断できないといえるが、合理的・定量的な説明のできない投資回収計画（Projection）に基づく買収価格は、「高値掴み」として認識されることになる。案件の成否は最終的に株主の評価を受けることとなるため、株主に対して説明責任を果たせるような買収価格の設定が必要である。

前掲のアンケート結果（図表2-8：海外M&Aの成功要因）にもある通り、シナジー創出により十分回収できる「妥当な」買収価格の設定は、海外M&Aの成功を考えるうえで重要な要素の一つといえる。

（1）対象企業の本源的価値を見極める。

M&Aにおける投資額や投資回収計画（Projection）とは、M&Aを通じて自社の成長戦略が実現できることを合理的に説明するものである。この合理的な説明には、対象企業の本源的価値（Intrinsic Value）を可能な限り正確に捉え、当該投資回収計画を実現可能にするためのPMIの取組みを具体的に検討することが重要である。

では、どのような要素を考慮し、投資額や投資回収計画を策定すべきであるか。

株価は、対象企業の価値として市場参加者の期待が反映された価格であるものの、常に企業の本源的価値を表すものではないことに留意する必要がある。通常、売り手は市場の状態が良く、最も高く売れる時を見極めて売りに出してくるため、その時の株価だけを頼りに投資額、投資回収計画を立てるのではなく、中長期的な幅で候補企業の株価の変動に注目しておく必要がある。また、対象国の経済が著しく成長している場合には、その成長（率）が今後も継続するのか、どの程度の期間見込めるのか等の目利き勝負となるため、非常に難しいという指摘もある。

大手製造業A社は、株価動向と業界トレンドから買収タイミングを見極めており、買収先の市場が低迷しているタイミングで、中長期の成長を見込んで買収を実施した。同社では、中核事業については10-20年のレンジでトレンドを見ており、予測が大きく外れることは少ない。一方で、経験と専門性が少ない事業分野で買収を実施した時には、トレンドを読み切れない、意思決定が遅れるなどの難しさも経験している。

もちろん、このようなオーバーバリュースされている買収案件自体を全て回避しようとする、企業としての適切な投資機会を逃してしまうリスクもある。自社にとって戦略的価値があり、投資回収に向けた見通しが具体的に示されるのであれば、本源的価値を超えた投資額であっても実行すべき買収が存在することも否定できない。しかしながら、高値でも買いたいと思う時こそ、曖昧な正当化理由でディールに踏み切るのではなく、周到な準備をしたうえで買収を実行していく必要がある。特に、オーバーバリュースの場合には本源的価値の回収だけでなく、超過分の回収も実現しなければならないため、投資回収期間が長期化することや減損リスクが高まることを十分踏まえ、社内外への説明や説得できる材料についても周到に検討しておかなければならない。

買収ありきで企業価値の評価や案件の戦略的意義を（後付けで）議論することは、厳に避けるべきである。

大手サービス業 B 社は、新規事業拡大のための戦略的案件では、基準を柔軟に運用したうえで意思決定を行っている。たとえばある案件については、既存事業に対して足りないピースを補完する不可欠な事業であり、かつ初期の事業成長ステージであった。このため、社内でのバリュエーション評価について、10 年という長期スパンに引き伸ばして算出した。その結果、買収直後に減損するかもしれないという大きなリスクを包含することになったが、投資判断の際に同社内で最も重視されていた指標に基づき定量的な評価を行い、将来計画を具体的に示すことができたため、最終的には当該買収を合理的に説明し、社内を説得し、意思決定を行うことができた。

(2) 予期せぬ外部環境の変化等に伴う、対象企業のダウンサイドリスクに留意する。

こうして緻密に策定された投資回収計画であっても、絶対的なものではないことには留意しておく必要がある。事前にどれだけ精緻な事業計画を描いていても、自社でコントロールできない外部環境の影響で M&A 後の収益が想定通りには上がらないという事態は起こりうる。特に海外 M&A では為替リスクや各国のカントリーリスクも考慮することが必要となる。投資回収計画の策定の中では、計画の振れ幅、特にダウンサイドに振れる蓋然性がどの程度存在するかも勘案したうえで、事業環境が変化しても経済合理性を保てるような買収価格の設定を心がけているという声もあった。

(3) シナジーに過度に依拠せず、買い手が見積もった対象企業のスタンドアロン価値を買収価格検討のスタートラインとする。

買収価格は、通常、企業の株価に一定のプレミアムが上乗せされるため、「負けから始まる投資」ともいわれる。このプレミアム部分を正当化するのが買収により実現されるシナジーであるが、シナジーを買収価格に織り込むということは、買収時点で、買収後に向上が期待できる企業価値を先取りしている（シナジー効果等の将来に対する期待効果を含んでいる）ことを意味している。ここで、避けなければならないのが、バリュエーションを正当化するために、ストーリーが脆弱で根拠のないシナジーを説明材料に用いることである。こうしたケースでは、統合、投資回収計画が全く実現できないことが懸念される。

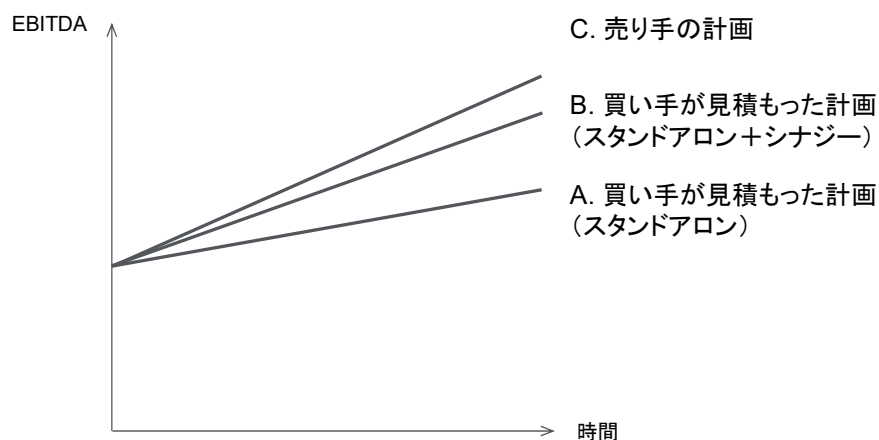
そもそも、シナジーがどの程度発揮されるかは、外部環境やその他事業環境の変化に大きく左右される。シナジーを踏まえて買収価格を決定する場合であっても、まずはシナジーを含まない対象企業自体のスタンドアロンの価値を算定し、対象企業の実態を評価したうえで、必ずディスシナジー¹も含めて保守的にシナジーを見積もり、自社の戦略上、この M&A がどの程度必須であるか、どこまでを価格に反映させるべきかを慎重に議論する必要がある。

大手サービス業 C 社は、自社の投資マネジメントの中で、「As-Is 計画」（買収後の自社によるバリューアップを含まない事業計画）を買収価格算定の基礎とすると同時に、原則として投資額の上限に設定している。この「As-Is 計画」は、買収後の事業計画達成に責任を持つオーナー（事業部門）がコミットする目標値となっている。買収後は、コミットした「As-Is 計画」に対するモニタリングが行われ、それを下回る場合には人事評価等に反映される。

大手製造業 D 社は、過去の海外 M&A の反省から「（買収価格に）最初からシナジーによる価値を大きく含めず、個社の価値を意識すべきであった」と語る。

¹ M&A によって発生しうるマイナス効果。顧客離反あるいは取引先との再契約による取引コスト増・取引条件の悪化、従業員の流出などが考えられる

<図表 2-15>事業計画



売り手は往々にして、上図表 2-15 における「C. 売り手の計画（売却希望価格）」に近い値を買い手自身が算出しようとする収益見込みを情報として提供するという指摘もあった。提供される情報に惑わされず、買い手自身が「A. スタンドアロン計画」を見積もることが必要といえる。

買収価格には、通常、①買い手が試算した売り手のスタンドアロン価値、②確実に見込めるシナジー効果（ディスシナジーを含む）、③一定の割合で見込めるシナジー効果の3つの要素が勘案される。

アンケートでは、成功企業の多くは「①スタンドアロン価値+②確実に見込めるシナジー効果」以下の買収価格で合意していることが推察される。

海外 M&A は、株式を対価とすることも技術的には可能であるが難度は高く、現金対価とするケースが圧倒的に多い。結果的に多額の投資資金を、最初に売主に払い込む投資となる。投資の経済性は、理論的には NPV (Net Present Value、ネットプレゼント・バリュー) で計測される。

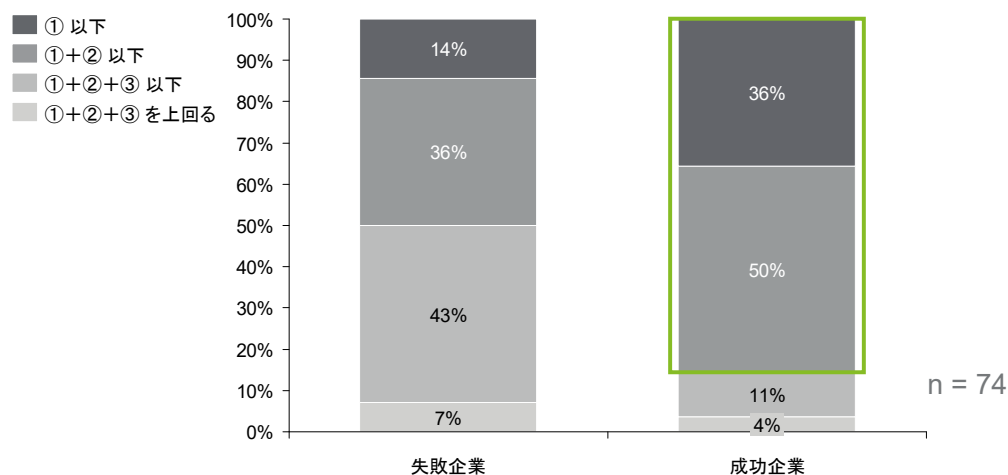
$$\text{NPV} = \text{対象企業のスタンドアロン価値} + \text{シナジー効果} - \text{買収金額}$$

このため、上記のように、①+②の範囲内に買収価格を収めることが、NPV (M&A による価値創出) を正にする条件であり、成功企業の行動は経済合理性がある。

＜図表 2-16＞買収に合意した価格の構成要素

Q. 買収に合意した価格はどの範囲にあてはまりますか？

(①買収側が試算した買収先単独の価値、②確実なシナジー効果、③一定の可能性で見込めるシナジー効果とした場合)



脚注：成功・失敗の区分は、2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件における目的達成率を基に集計（達成率 80%以上を成功企業、50%未満を失敗企業と設定）。目的達成率は企業の主観的評価に基づく
出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

また、グローバル・コングロマリットから一事業を買収する場合等のカーブアウトスキームにおいては、切り出した事業のみのスタンドアロン価値を早い段階で算出することが重要となる。

大手製造業 E 社は、買収先が、事業体としての「完成品」の状態であることを買収の最低条件としているため、親会社から支援を受けている業務領域や兼務人材の分離等、買収対象が一つの事業体として運営されうするための分離コスト（カーブアウトコスト）は、売り手に負担を求めている。そして、その状態でのスタンドアロン価値を早期に把握する。一方、買収後のシステム統合のような、カーブアウトされた事業を自社と統合していくためのコスト（インテグレーションコスト）は、買い手がどのように統合していくかによって決まるため、条件交渉の中で考慮しながら分担を決定することに重きを置いている。

買収価格ありきでのシナジーの過大見積もりを見逃さない。

ディール成立が目的化してしまうと、買収の正当性・妥当性を説明するためにシナジーを過大に見積もりがちである。コーポレート部門が買収を主導し、買収後は事業部門が経営に責任をもつようなケースでこういった事態が発生することが考えられる。

このような事態を回避するためには、コーポレート部門単独で案件を推進するのではなく、買収先とのシナジーの創出に責任を持つ事業部門が関与して、具体性を持った投資回収計画の策

定、シナジー見積もり、およびそれに基づいた買収金額の精査を行うことが大切である。また、社長自らが買収に極めて積極的であるケースなどにおいても、後付けの説明を試みようとすることから、シナジーを過大見積もりする傾向が強いとされ、シナジー額の妥当性についてはより注意深く精査すべきであろう。

入札案件における買収価格は、他の入札参加企業との競争となるため、上昇しがちである。しかし、こうした場合でも、自社として提示可能な（自社にとって合理的な説明が可能な）買収金額をあらかじめ算定しておくことは、応札による買収価格の上昇や、高値掴みにつながるような買収価格の安易な提示を抑制するためには効果的である。

【支払余力と公正価値（Fair Value）の混同】

支払余力と公正価値の混同をしている事例が少なくないという意見がある。日本企業は特に近年、財務的に健全となり、手元現預金が豊富にあるなど高い支払余力を持つ企業が増加した。このため、対象企業の公正価値ではなく、自社の支払余力（買収金額として支払い可能な金額）を投資可能額と混同してしまうことが多い。そもそも M&A を実行することが目的化していると、「当社の格付け等に影響しない範囲ならば、この価格まで払っても良いのではないか」という議論になりがちで、支払余力と公正価値は異なることを改めて認識すべきである。

（4）投資収益性を踏まえた財務的な目線を持つ。

M&A は一種の投資行為であるため、その成果の測り方として投資収益性の観点は必ず検証する必要がある。M&A を通じた投資収益性や、M&A が自社に与えるインパクトを財務的な視点で捉える評価指標を前もって整備し、評価できる体制を確立しておくことは、非常に重要である。

大手サービス業 A 社は、M&A を投資手段の一つとして捉え、M&A 以外の投資手法と比較したうえで、M&A の投資収益性を定量的に検証している。

国内の案件ではハードルレート（10%）を基に、海外の案件では各国のインフレ率やリスクプレミアムを勘案したレートを設定し、投資収益性を評価する（ハードルレートは半年毎に見直す）。

米国会計基準を適用する大手製造業 B 社は、買収後のパーチェス・プライス・アロケーション（Purchase Price Allocation, PPA）において、他の無形資産として計上・減価償却が可能な資産は極力無形資産として計上し、のれん（減損リスク）の増大を回避するよう、保守的な会計を心掛けている。

【DD 以前の初期バリュエーションが肝要】

本報告書では、DD 後にシナジー分析結果を含めた企業価値を算出するプロセスを「バリュエーション」と称している。しかしながら実際には、ターゲティングあるいはそれ以前の検討段階で、候補企業の簡易的なバリュエーションを実施し、候補絞り込みの基準とする場合も少なくないと考えられる。この時、候補市場・企業の動向を入念に調査して、定期的にモニタリングしながら企業価値の相場感を自社内に醸成することが重要といえる。同時に、早い段階で候補企業の企業価値を試算することは、価格基準（相場観）を持つことにもつながる。基準を持たない状態で外部アドバイザーから価格を提示されると、たとえその金額が自社にとっての買収効果とかけ離れた数字であったとしても、比較対象として「前提条件」となってしまうことがある。自社内で価格の判断基準をあらかじめ有しておけば、こうした状況を回避することができる。

【なぜ「安く買うこと」が重要か】

買収価格については、有識者や企業の担当者から「とにかく安く買うこと」が重要であるとの指摘が数多くなされた。買い手の立場からすれば、安く買ったほうが良いことは言を俟たないが、それでも強調される理由としては、海外 M&A は、情報の非対称性等から対象企業の価値を測ることが難しいことや、買収プレミアムが高いと減損リスクが上昇することに加え、買収価格が高くなればなるほど後の PMI に大きな負荷がかかることがあげられる。すなわち、高く買えば買うほど、資金余力はなくなり、その後の買収先への追加投資余力がなくなってしまう。その結果、たとえば買収した子会社事業で予期せぬ事態が生じ業績悪化した場合への対応策が制限され、買収による価値創造が滞る可能性がある。このように、バリュエーションおよびそれに基づく価格算定は、その後の PMI も見据えて行う必要がある。

【買収価格は複数の評価手法を併用して算出する】

買収価格の算定・評価に際して用いられる手法は複数あるが、それぞれ長短があることを十分理解しておく必要がある。

買収価格の算定に DCF 法を適用している企業は多いが、これはあくまで将来想定される価値に対して一定の割引率を乗じて算出した価格（数字）であり、算出価格に対するチェック機能としては良いが、不確実性・恣意性が入る余地もあり、その長所と短所を認識しておく必要がある。同手法のみに基づいて算出された買収価格を株主に説明しても、買収価格の妥当性の判断根拠としては不足しており、理解を得ることは難しい。その理由は、事業環境の変化の激しい昨今で、5・10 年後の事業環境を見通すことは難しく、どんなに精緻な中長期の計画を策定していても、不確実性の幅は非常に大きいからである。また、割引率の設定には恣意性も排除できず、バラ色の成長戦略も作成は可能といえる。

一方で、同様に買収価格算定に用いられる同業他社の企業価値倍率（EV/EBITDA マルチプルなど）は、DCF 法のように割引率や将来成長性により大きく算定価値が変わる恣意性や不安定性は限定される。しかし、対象国の業種全体が株式市場で過大評価されている場合などには、算出される価格が上振れしやすいことに留意が必要である。こうした過大評価は、ハイテク、バイオや情報関係など、市場の成長期待が高く、キャッシュ・フローによる価値評価が難しい業種で繰り返されており、また過大評価されている業種の M&A が増加するという指摘もある。

いずれかの評価手法に偏ることなく、評価上の変数（成長率や割引率）などの細かい条件にも目を配ることができるファイナンス・リテラシーが重要となる。

2.2.5 契約交渉・冷静にリスクに対処する

契約交渉では、これまでのディールプロセスで得た情報や検討結果による懸念材料および買収価格をもって対象企業と交渉し、ディールを成立させることになる。ここまでディールの「成立」ではなく「成功」に向けた M&A の重要性に焦点を当ててきたが、交渉、契約締結は、将来の「成功」のための「成立」を実現する重要な取り組みである。一方で、「成立」だけに固執するのではなく、DD 等で発見した懸案事項・リスクに関する対象企業との交渉や契約への反映結果によっては、中長期の戦略に基づき「撤退」を視野に入れておくことも必要である。

(1) 事前調査・DD や契約交渉の過程で認識されたリスクの対処手段を仕分ける

(1-1) リスクの対応方法

ディールの過程で発見された懸案事項やリスク（時間的制約等から十分に精査できなかった潜在的なリスク、情報がないためにリスクを計測できないこと自体にかかわる問題も含む）への対応方針は、対象企業との契約交渉の前に明確にしておく必要がある。リスクへの対処方法を明確にしないまま交渉に臨むと、対象企業の主張に反駁するための方針や材料が準備できず、対象企業の主張を鵜呑みにせざるを得ない状況になってしまう。

懸案事項やリスクへの対処方法は、一般に、下記の 4 つが考えられる¹。問題になっているリスクの性質やインパクトを正しく評価しつつ、これらの手法を（組み合わせも含め）適切に選択していく必要がある。

¹ その他、ストラクチャーによりリスク回避を図ることができる場合もある（潜在債務への懸念から、株式譲渡ではなく事業譲渡の形をとるなど）

1. 買収価格への反映（潜在的債務等リスクの定量化）
2. 取引条件（補償、クロージング条件等）による対応
3. PMI プロセスを通じたリスクの緩和
4. M&A 交渉からの撤退

<図表 2-17>M&A におけるリスク対応

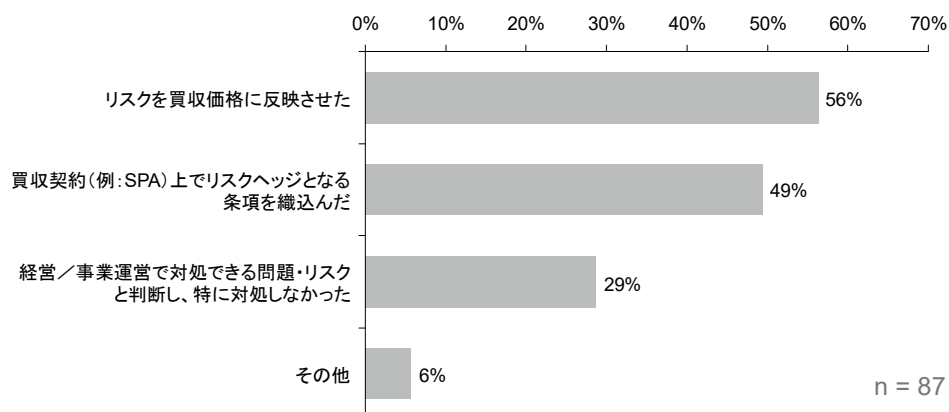


アンケートによると、DD で発見されたリスクの対処方法としては、買収価格や契約条項に反映している企業が多い。

しかし、日本企業は売り手との契約・交渉能力において、海外、特に欧米企業と差があるという意見も少なくない。交渉に有利な条件を引き出す、或いは社内で明快な意思決定を行うために、認識したリスクをどの方法で対応するか、体系的に仕分けることが重要といえる。

<図表 2-18>DD により発見された課題・リスクの対処方法

Q. デュー・デリジェンスにより発見されたリスク・問題について、どのように対処しましたか？（複数回答）



※「契約条項」記入例：

表明保証と違背時の損害補償の規定／特別な事象に対する補償条項／競争禁止／キーマン条項／年金資産、工場土地売却時の土壌汚染除去費用

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

（1-2）リスクの評価と対処方法の選択

事前の入念な準備の有無が想定外の問題やリスクが発見された場合の対応の成否を分ける。

DD や交渉の過程で、全く問題やリスクが見つからない案件というものはほとんど存在しない。こうした想定外の問題やリスクが発見された場合の対処については、事前の準備を入念に行っていたか否かで、成否が分かれることが多い。

問題やリスクの存在を見落とすこと、または認識された問題やリスクに適切な対処を怠りディールを進めることはあってはならない一方、何らかの問題やリスクがあるからといって、一足飛びにディールからの撤退を決断することも拙速である。まず、認識された問題やリスクについて、それがディールブレーカーとなりうる致命的なものか、何らかの手法でコントロール可能なものか、その場合の適切な手段は何か、あるいは対応しなくても重要性はないか等について、専門家の知見も取り入れつつ適切に評価する必要がある。

しかし、リスク評価と対処方法の検討は限られた時間で行わなければならない、事前に調査・DD のポイント、買収目的、とりうる選択肢等を明確にしておかないと、当該リスクの意味合いや重要性について適切な判断を行うことは難しくなる。事前の準備の有無は、こうした局面で成功と失敗との分かれ道となる、大きな差を生み出す。

1. 買収価格への反映（潜在的債務等のリスクの定量化）

ディールの過程で発見された懸案事項・リスクのうち、その現状維持・回復やリスク回避のために必要な追加投資等が定量的に算出可能なものについては、買収価格に反映する（買収価格を減額する）ことが考えられる。対応コストを適切に算出できなかった場合、クロージング後に想定以上のコストが必要となり、結果として買い手の買収コスト増につながるリスクもある。

2. 取引条件（補償、クロージング条件等）による対応

① 買収契約：総論

海外 M&A においては契約書が極めて重要である。この買収契約の巧拙が、想定した内容・条件での取引の実行を確保し、その後の PMI を円滑に進めて M&A の成果を上げていくうえでの大きな鍵となりうることを認識しておくべきである。

買収契約で盛り込まれていない事項について、クロージング後にあらためて交渉することはかなりの困難を伴う。契約書において漏れのないよう適切に手当てすることが必須条件となる。その際、買い手が案件の重要事項や対象企業のリスクを正確に把握できていれば、それに対する契約上の手当ての内容を具体的に設定することができる。具体的な提案の方が売り手に受け入れられやすく、クロージングに向けた協力関係を構築することにも役立つ。その際、買い手が案件の重要事項や対象企業のリスクを正確に把握できていれば、それに対する契約上の手当ての内容を具体的に設定することができる。

買収契約において、契約締結後の PMI を見据えた規定を含めることも重要といえる。具体的には、統合準備委員会の設置や委員会での検討項目等についても買収契約の中で合意し、買収先に協力を依頼しておくことで、PMI に向けた準備を円滑に進めることができる。

② 買収契約：各論

買収契約におけるリスクの手当てという観点からは、以下の規定が重要であり、通常これらが交渉の重要なポイントとなる。

- クロージング条件（Conditions Precedent）：主として、当該条件が充足されるまでは取引を実行する義務を負わないという規定（例：DD における重大な発見事項が解消されることを買い手のクロージング条件とする）。
- 表明保証（Representations & Warranties）：主として、売り手が買い手に対し、対象企業に関する一定の事項が真実かつ正確であることを表明し保証すること。買収前 DD の補完となる。
- 誓約事項（Covenants）：売り手又は買い手が、クロージング前又は後において、

一定の行為を行う又は行わない旨の約束・義務。

- 補償 (Indemnification) : 一方当事者について表明保証違反又は誓約・義務違反があった場合に、相手方が被った損害を補償する旨の合意。違反がなくても一定の事項から生じる損害を補償する旨の合意（特別補償）がなされることもある。補償期間や補償金額の制限が設けられることが多い。

案件の重要事項や対象企業のリスクを正確に把握している場合、コベナントやクロージング条件を具体的に設定でき、有効な手段として機能する。売り手はその条件を呑まないと契約締結に至らないため、クロージングに向けて協力関係が構築できる。

一方で、案件の重要事項やリスクが明確に把握できていないと契約交渉時点で「買い手の満足する〇〇にすること」といった曖昧な提案になってしまいがちである（条件が曖昧なほど売り手は条件をのまず、妥協点が緩くなる）。

③ 表明保証保険

表明保証保険とは、表明保証違反に起因して被保険者（多くの場合、買い手）が被る経済的損失を填補する保険をいう。近年、M&Aにおいて表明保証保険を活用する企業が増えており、特に、海外のPEファンドによる売却案件等では、買い手による表明保証保険の利用が前提となる場合もある。M&Aのリスク低減の方法としての表明保証保険は日本企業にとっても効果的な選択肢の一つになりうる。

買い手にとっては、表明保証違反に基づく補償に関して、売り手が十分な補償期間・補償金額に合意しない場合（売り手の補償責任の上乗せ）や、売主の履行能力や財政状態に懸念がある場合（売り手の信用力の補完）等において、一定範囲で保険填補を受けられるというメリットがある。一方で当事者が認識していた表明保証違反や罰金・課徴金等のように保険の範囲から除外されるものがあるほか、そもそも保険会社が満足するDDを行っていることが前提となっている（DDを代替するものではない）ことに留意する必要がある。

3. PMIを通じたリスクの緩和

（後記「3.2.7 PMI」にて詳細を記載）

4. M&A交渉からの撤退

（後記「1-3 交渉のポイント」にて詳細を記載）

【買収成立後の経営のための中核人材のリテンション】

関連論点：3.2.7 PMI - 契約の裏付けのない依頼は履行されない

買収した企業の経営を誰に任せていくか、従前の経営陣をそのまま引き継ぐか否かは重要なポイントであり、マネジメントインタビュー等を通じ、できる限り早い段階から見極めることが重要である。

人材の流動性が高い海外では、適切な引き留め策が講じられない場合には、事業執行上の鍵となる人材が円滑に引き継がれず流出してしまう懸念もあり、せっかく買収した事業の継続性にも障害が生じることとなりかねない。

こうした人材面でのリスクにも十分留意しつつ、早期に対象企業におけるキーマンの選定やリテンション・プランの検討、報酬制度の議論開始など、早期の雇用契約締結に向けた取組みを行うことが必要である。なお、株式譲渡契約（SPA）におけるキーマン条項（Key Man Clause）として、引き留めたいキー人材が一定の期間は会社に残り、継続して事業運営に携わることを買収の条件とする手法を取る企業も多い。また、SPA と同時に買収先の社長以下、買収後の経営の中核を担う幹部との雇用契約を締結することもある。

アーンアウト条項（Earn-Out Clause）や報酬のインセンティブ設定を契約に含めたり、買収先経営陣を日本本社の取締役役に登用したりすることで、経営陣のリテンションにつなげている事例もある。

（1-3）交渉のポイント

交渉段階における重要なポイントは、ディールの主導権を相手に握られないように常に留意することである。

デッドラインありきで交渉を行わない。

交渉は駆け引きであり、時間軸の設定が重要である。自社が想定する交渉のタイムラインが売り手に知られてしまうと、デッドラインをマイルストーンとして足元を見られた交渉に引き込まれる。たとえば、日本企業の中には、買収発表や承認する取締役会の日付を先に決め、対外的に開示するケースも見られるが、そのようなケースでは「その日までにクロージングする必要がある」といった背景が売り手に伝わってしまい、交渉時に不利となることもありうる。

デッドラインが近づき焦っていることが相手に伝われば、相手は条件のハードルを上げてくる。仮にデッドラインが定まっていたとしても、売り手には伝えず、こちらもいつでもテーブルを立てるのだと思わせておくことが重要である。

意思決定できる人物が交渉に参加する。

日本企業の中には、交渉の場到大勢の関係者が参加するが、結局意思決定を行える者が誰なのかよくわからないケースや、交渉の場で提起された論点についてその場で決定せず持ち帰るケースがある。こうしたケースでは、売り手からすると意思決定者が誰かわからず、疑念が増し、信頼感を損なうことが懸念される。

さらに最悪のケースは、条件交渉を FA や投資銀行の担当者に全て任せてしまうことである。先述の通り、契約条件はその後の PMI の成否に少なからず影響を及ぼすものであり、PMI を行うのは、外部アドバイザーではなく買い手自身である。自社担当者の M&A の不慣れを理由に外部アドバイザーに丸投げしてしまえば、自社内のコミットメントの欠如や責任の所在が曖昧となることにつながり、事後のトラブルの原因となる。

PMI までも見据え、その案件の一義的な責任者であり、情報の全てが集約される案件責任者（「3.2.7 PMI」にて詳細を記載）を明確にし、この案件責任者が中心となって交渉を進めることが重要である。外部アドバイザーに交渉を（一部）委ねるとしても、検討されている契約項目の内容、相手方と論点となっている事項等を自身で把握しておくことが必要である。合意する事項が、当初描いていたストーリーの実現にどのような影響を与えるのか分析したうえで、自ら交渉方針を明確に外部アドバイザーに伝えることを意識しなければならない。

【案件責任者を担うべきポジション・職責】

案件責任者は、プロジェクトの重要性にもよるが、企業経営に大きな影響を与えうる海外 M&A においては、戦略上の意思決定を行える人物（一定の権限を有する人物）であることが重要である。実際には経営層、あるいは経営層から包括的な権限委譲を受け、幅広い決定権限・裁量を与えられている人物（たとえば執行役員や経営企画部の部長等）が担い、実際に現場に出向き、知力・体力・時間をコミットすることが必要である。

当該案件の責任と権限を持つリーダー（案件責任者）を明確にし、対象企業との関係でも誰がキーマンであるかをはっきりさせることは非常に重要である。

また、同様によく指摘されるのが、本来権限がない（がそれなりの）立場の者も含め、社内の複数の関係者が、M&A の検討プロセスにおいて細部も含めて様々な指摘をすることで、意見の反映や調整プロセスに多くの時間が費やされてしまうことである。こうした指摘への対応に追われていると、そもそもなぜこのディールをすべきだったのかの焦点が不明確となり、最悪の場合、ディールを成立させること自体が目的化してしまう可能性もある。

こうした事態は、社内の様々な意見を「調整」するだけでなく、決定権を持って「取捨選択」することができ、かつ経営トップらにも直接説明することが可能なポジションにある人が案件責任者となるで防ぐことができる、との声がある。

2.2.6 買収意思決定 - 「ディールありき」ではなく、「待つ」・「撤退する」選択

関連論点：2.2.7 PMI - (8) 経営陣および取締役会の M&A リテラシーを向上する

(1) 常に“余裕を持ち、立ち止まる”選択肢を保有する。

そもそもの買収ストーリーに立ち返り、成立ありきではなく、そのストーリーとの整合性や撤退条件に合致しないかを冷静・丁寧に議論する。

M&A は「成立」ではなく、「成功」を目指して取り組むべき活動であり、自社の成長戦略・ストーリーや買収後の経営計画（青写真）に照らして十分に寄与・貢献する案件ではない場合には、案件の推進担当者以外の関係者や経営トップ自らが抑止力を効かせることが重要である。実際、ディール中に撤退判断を行ったケースでは、CEO などの経営トップが撤退判断をしている事例は少なくない。さらに、評価指標は「成立」ではなく、その後の PMI を通じた買収先の成長の実現に評価の重点を置き、この認識については、案件担当者を含む社内全体に浸透させることで、撤退判断へのハードルを低くすることも有効である。

経営陣自らが立ち止まる余裕を持つ。

買収契約締結（サイニング）間近になると、経営陣も含め「ここまで時間をかけて検討したのだから、撤退することはありえない」「まずは買わなければ始まらない」との思いが募り「ディールありき」の姿勢が増長され、本当に（この条件、タイミングで）当該案件を進めることが自社の成長に資するか、より良い代替案はないのか、といった冷静な判断ができなくなってしまうことがある。

こうした場合には、取締役会に買収案件が上程されても、下記のような要因から、疑問を呈することや、撤退は許されないという雰囲気醸成され、十分な議論ができないまま意思決定に至るおそれがある。

（主な要因）

- 取締役・経営陣の意思決定への関与が形式的で、実質的な議論・判断の材料がない。
- 極秘案件という建前のもと、実質的な意思決定への関与がごく一部の人員に限定され、「内輪の空気」が支配する。あるいは、特に社外取締役にとっては、最終意思決定の段階になって初めて関与することで、もはや撤退すべきとの意見は進言しづらい状況におかれる。
- あえて異を唱える者は、空気を読まない者、「和」を乱す者とレッテルが貼られる。
- 戦略不整合や株主への説明不十分といったことよりも、社長の鶴の一声など、M&A ありきで案件が進行してしまっていた。
- 担当者の評価指標がディールの成立におかれている。

さらに、外部アドバイザーを含めディールに関与する者が、高リスクの買収案件の抑止力になりにくい構造を有する場合があることにも留意したい。たとえば、FAは通常、ディールの成立により報酬（成功報酬）が支払われることになっており、積極的に「撤退」を示唆するインセンティブは存在しないことが多い。

事業戦略または M&A 戦略に、本質的に資することがないと判断される場合に「撤退（ディールブレイク）」を決断することは、中長期の視点でみると「成功」への近道になることも少なくない。

大手製造業 A 社は、買収候補案件に対し、継続的・定期的に対象企業にコンタクトし買収意思を提示している。買収意思を対象企業に示してから買収に至るまで平均 5 年要している（最長 16 年間も待ち、買収に至った事例もある）。

中堅製造業 B 社は、社長自身が社内外で下記のように直接コミュニケーションすることで、チームの総意としての撤退判断が可能になった。

対社内では、案件関係者の皆の意見が集約されてきたタイミングを見計らい、社長が”NO GO”を発した（止めるのが早過ぎると現場の士気にかかわる）。

対象企業に対しては、PMI を主導するであろう現地の責任者とよく議論し、買収をどう思っているのか、PMI において十分なサポートが得られそうかという本音を引き出した。相手と丁寧にコミュニケーションしてきたため、買収を断念した後も相手企業との信頼関係は継続したという。

たとえ一度撤退を決定したとしても、その後に売り手（対象企業）から再度提案を受けて買収成立に至り、買収後、成果を上げている事例もある。このような場合は、経営／事業戦略においては買収の意義が明確であり対象企業とも意向が合致していたものの、投資採算性の観点からやむなく断念したケースと推察される。一度撤退した案件であっても、条件やタイミングが変わったことにより成立している事例も見受けられる。

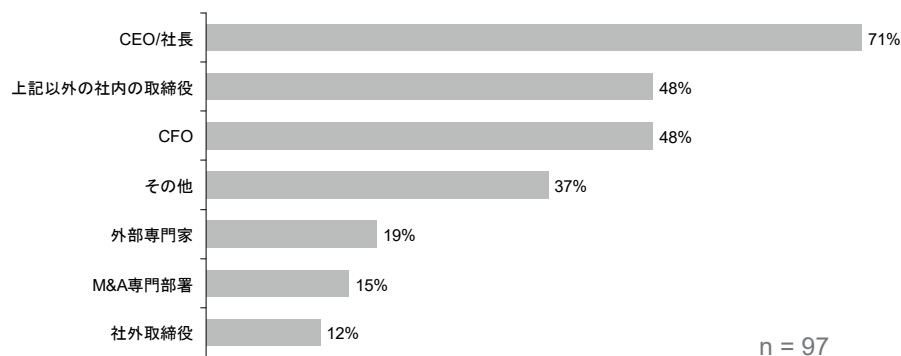
大手製造業 B 社は、一つの案件に対して入札から一度撤退（対象企業の赤字部門の立て直しを、自社では困難と判断）したが、再交渉の機会において交渉力を持ち、リスクの最小化に向けた交渉（特に問題のある領域は買収対象から除外する等）を実現した。

大手製造業 D 社は、2 年程度かけて準備した案件が条件面で折り合わず一度破談になったものの、その後先方から再度交渉を持ち掛けられ買収が成立した。結果として、その後の事業の成長に寄与している。

アンケートによると、案件の適切な撤退判断に最も寄与しているのは CEO/社長である。最終的には CEO/社長が止めなければならないこと、また、CEO/社長が案件に乗り気な場合には他の関係者が止められるような意思決定プロセスの仕組みが必要であるといえるのではない。

<図 3-19>適切な撤退判断に貢献している案件関係者

Q. 適切な撤退判断に貢献している案件関係者は誰ですか？



※「外部専門家」記入例：ファイナンシャルアドバイザー／コンサルタント／弁護士

※「その他」記入例：当該事業の責任者／M&A推進担当者／社外監査役／投資委員会／海外現地法人取締役会

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

【「経営判断原則」と意思決定プロセスの合理性】

以上のように、買収実行の意思決定を行うにあたっては、「ストーリー」や目的との整合性を検討する必要がある。そして、この点は、買収実行の意思決定に伴い取締役が会社法上負う任務の懈怠責任（善管注意義務違反）を検討する際にも留意すべき点となる。買収の意思決定等の経営判断については、その結果として会社に損害が生じたとしても直ちに注意義務違反があったと評価されるわけではなく、その意思決定の過程と内容について、著しく不合理な点がなければ取締役の責任を問わないという判断の枠組みが裁判例で採用されている（いわゆる「経営判断原則」）¹。これは、買収の意思決定等の経営判断には、リスクがつきものであり、取締役に広い裁量を与えられるべきという考えが背景にある。

¹ アパマンショップ株主代表訴訟事件（平成 22 年 7 月 15 日最高裁判決）では、持株会社化・子会社化等のグループ事業再編計画の策定は経営上の専門的判断に委ねられており、この場合の株式取得の方法や価格についても、著しく不合理な点がない限り善管注意義務違反には該当しない、とされた

この考え方に照らしても、仮に一定のリスクある案件であったとしても、そのリスクに過度に委縮することなく、限られた時間・リソースの中で交渉や調査の過程で明らかになった事実を取締役会等で十分に分析・議論したうえで、検討することが重要といえる。

2.2.7 PMI・早期の統合実現と中長期的な価値実現の視点を併せ持つ

M&A が戦略の実現手段である以上、M&A の真の成功は、買収後の経営によって M&A の狙いを達成し、当初描いた戦略を実現・達成することである。そのためには PMI が重要になってくるが、特に海外 M&A においては、情報制約、文化的・制度的な相違、物理的な距離も含めたコミュニケーションギャップといった様々なハードルもあり、国内の M&A と比較しても PMI の難度は格段に高いことに留意しつつ、取り組んでいく必要がある。

PMI は、たとえば以下の 4 つのフェーズで捉えることができる。

1. M&A の成立から成功へ

ディールの成立による達成感や社内体制の変更等により、案件関係者の関心がディールと PMI の間で断絶してしまうことは少なくない。ディール成立は成功に向けたスタートラインであり、案件の責任者がリーダーシップを一貫・継続させ、引続き難度の高い PMI プロセスを実行していくことが重要である。

2. 早期の買収先の実態把握（軌道に乗せるターニングポイント）

各業務領域で実行される統合作業は、多くの従業員にとって通常業務と並行して対応する必要があり、両社の従業員の負荷となる側面を持つ。統合のための業務が長期化すると、従業員が疲弊して通常業務に支障が生じ、両社の合算による M&A 以前のスタンダードな事業価値そのものの低下に繋がるリスクがある。

このようなリスクを回避するためには、早期に統合作業を完了して「有事」の状態を抜け出すことを意識し、スピード感を持って統合作業をスタートするべきである。

3. 確実に価値を実現するための中長期的なシナジー実現（本格的な成果の実現）

買収後の価値向上は 1・2 年の比較的短期に実現できるものから、5・10 年越しの中長期で実現していくものまで、案件により様々である。PMI というと、一般に上記のような Day1 直後のプロセスのみが注目され、「統合作業の完了=PMI の完了」と捉えられがちである。しかし、中長期の時間軸で策定された M&A 戦略が重要であることを考えると、その実現フェーズである PMI も同等の期間で考える必要があろう。昨今の減損事例などでは、買収直後当初は社内あるいはグループ内の注目度が相当高いが、その後

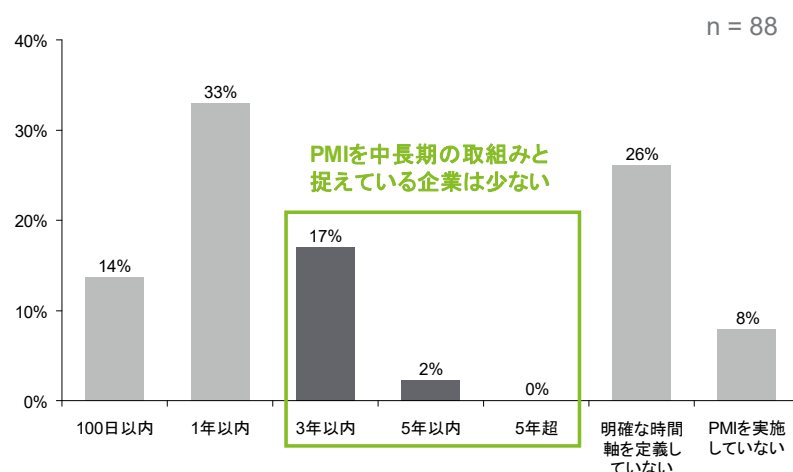
3年、5年と時間が経過するにつれて関心が薄れ、結果として、買収先の経営状況の把握が疎かとなり綻びが出てくるケースもある。

海外 M&A を積極的に活用している企業の中には、買収後 3 年を成果実現の一つのマイルストーンと捉え、その後は中長期戦略全体を見越して海外 M&A 以外の手段も含め次の一手につなげているケースもある。買収先の経営に買い手の中長期的に注意を傾け、想定した価値を実現できているかモニタリングすること、およびモニタリングを可能にする仕組みを持つことが、M&A の成功のためには肝要といえる。

アンケートにおいても、PMI は 1 年以内といった比較的短期の時間軸で捉えているという回答が約 3 分の 1、また明確な時間軸を設定していないという回答が約 4 分の 1 にのぼる。PMI を中長期の取組みとして捉えている日本企業が少ないことが窺える。

<図表 2-20> PMI 完了までの時間軸

Q. PMI(経営統合)完了までの時間軸をどのように定義していましたか？



脚注：回答対象案件は 2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

4. Post-PMI：次なる成長への転換

統合後は、買収先の経営状況を考慮して次の戦略を議論する必要性が生まれてくる。想定された効果が実現されていないければ、このまま自社による経営を続けることが最適なのか、撤退・売却といった手段も含めた検討が必要となる。

また、「3.1.1 明確かつ一貫した M&A 戦略」で述べた通り、海外 M&A は一度のみではなく複数回実行して成長戦略を実現することが有効な側面があり、さらにいえば全社・全グループで海外 M&A を活用していける可能性がある。海外 M&A を手段として活用する力を強化するために、過去の案件から学び自社の資源として取り込んでいくことが重要である。

＜図表 2-21＞成功シナリオの 4 段階アプローチ



脚注：時間軸、フェーズはあくまで一つの例であり、実際は企業のおかれた状況に応じて異なる

(1) M&A 戦略策定から PMI へ至るプロセス全てにおいて、リーダーシップの一貫性・継続性を担保する。

前述のような PMI の重要性があるにもかかわらず、現実には往々にしてディール（交渉および取引）の局面ばかりに関心や注目が集まり、買収後の経営に十分な関心やリソースが割かれないうケースも少なくない。欧米企業では、むしろ PMI において外部アドバイザーを多く活用しているが、日本企業においては、ディール遂行のために外部アドバイザーを 50 名登用するものの、PMI では外部アドバイザーを活用しないなど、PMI に対する重要性の認識が低いとも見受けられる事例も報告されている。

特に、案件の「成立」が目的化すると、ディールが無事クローズし買収が成立することによる達成感・高揚感に満足し、本当に大事な買収後の PMI 活動や M&A の目的を達成する「実行フェーズ」に対する関心が低下して、責任感が薄れてしまうことがあるという意見がある。

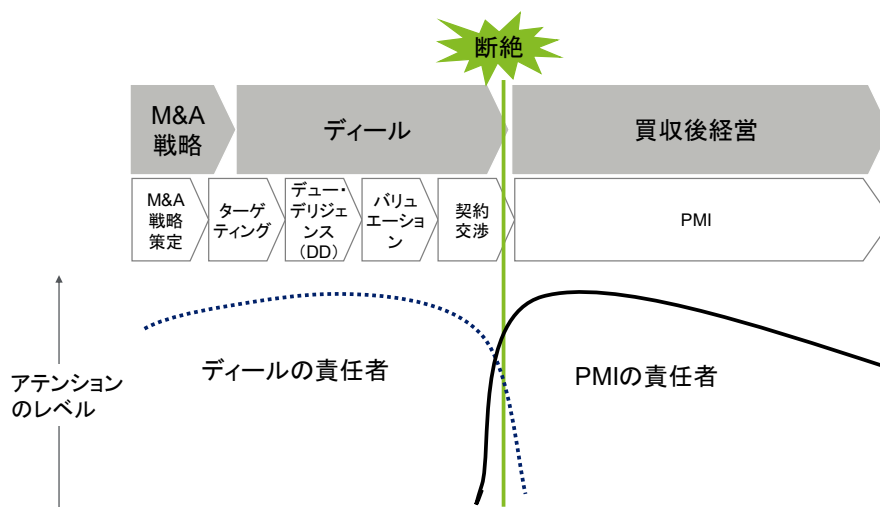
リーダーシップが断絶すると「案件ありき」の罣や、PMI プロセスでのリソース不足を招くおそれがある。

その要因の一つとして考えられるのは、ディールが成立するまでと、買収後の経営・PMI 段階におけるリーダーシップの断絶である。ディールを実行する（交渉相手と案件をまとめる）責任者と、買収後の経営に責任を持つ人が異なるようなケースでは、ディール責任者にとっては、案件を成立させることのみがミッションになってしまい、買った後にどのような問題が生じるか・苦勞をするか、という点についての十分な検討がなされないこともある。

たとえば、買収価格が高くなればなるほど、減損リスクが高くなるだけではなく、買収後の資金余力がなくなり、さらなる成長のための投資等も困難になる等、PMI の実行が難しくなる。ディール責任者に PMI の完遂まで責任を持つという認識があれば、「この価格で買うと、その後の統合や成長ストーリーはどうあるべきか」ということについても考えが及ぶが、ディール責任者が PMI に責任を持たなければこうした検討が行われず、いわゆる高値掴みになってしまうことになりかねない。実際、PMI の段階になって「なぜこの会社を買ったのか」「この資金余力でどうやって当初想定していたようなプロジェクトを達成するのか」という疑問を持たざるを得なかった事例があったとの意見がみられる。

M&A において、真の「成功」を実現するためには、ディールから PMI の一連の活動に対して一貫性をもってプロジェクトを遂行するリーダー（案件責任者）が鍵になる。オーナー企業において M&A の成功事例が多いと指摘されることがあるが、理由の 1 つには、このリーダーシップの一貫性をオーナー経営者自らが発揮していることによるものとも考えられる。

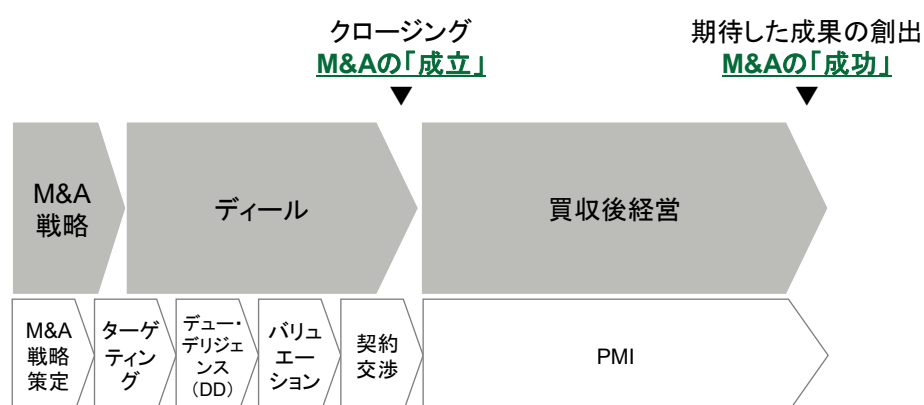
＜図表 2-22＞リーダーシップの継続性



ディール局面において、対象企業¹と厳しい交渉を経てディールを成立させるに至ったリーダーは、相手との信頼関係を構築しているケースが多く、買収後の経営においても、前面に立つことで、対象企業との関係をうまくマネジメントできるという指摘もある。

さらに、M&Aの全プロセスを通して責任の所在を明確にし、M&Aをリードする人物が適切に案件を回すことができれば、各プロセスの検討においても当事者意識が高まり、その後の段階も視野に入れ、無責任な議論や検討を阻止し、案件の検討段階から買収後の経営まで全体を見通した一貫した判断が可能となる。

<図表 2-23>M&Aの「成立」と「成功」



買収前と買収後のリーダーシップの一貫性を担保するために下記のような事例がみられた。

大手製造業 A 社では、プロジェクトリーダーが当時 20 名程度の買収プロジェクトメンバーに対し買収の検討段階から「あなたたちの仕事は統合が終わるまで終わりません」と明確に告げていたことで、買収前の検討から各メンバーは当事者意識を持って取り組む姿勢が徹底された。

大手サービス業 B 社ではコーポレート部門に全社の投資案件の検討・意思決定を管轄する組織を持つが、実際に買収後の事業運営を行うことになる事業部門に案件の責任者を立て、その責任者が PMI まで一貫して担当する仕組みとなっており、コーポレート部門は、案件のサポートや投資の意思決定を決議する役割を担う。

大手製造業 C 社では、ディールの検討メンバーが IMO (Integration Management Office) として PMI を引続き担当した。メンバーがディールの経緯を全て知っており、

¹ 対象企業の株主（売り手）と対象企業の経営陣が異なる場合においても、交渉過程では対象企業経営陣とも一定程度接点を持つこととなるため、信頼関係を構築することができると考えられる

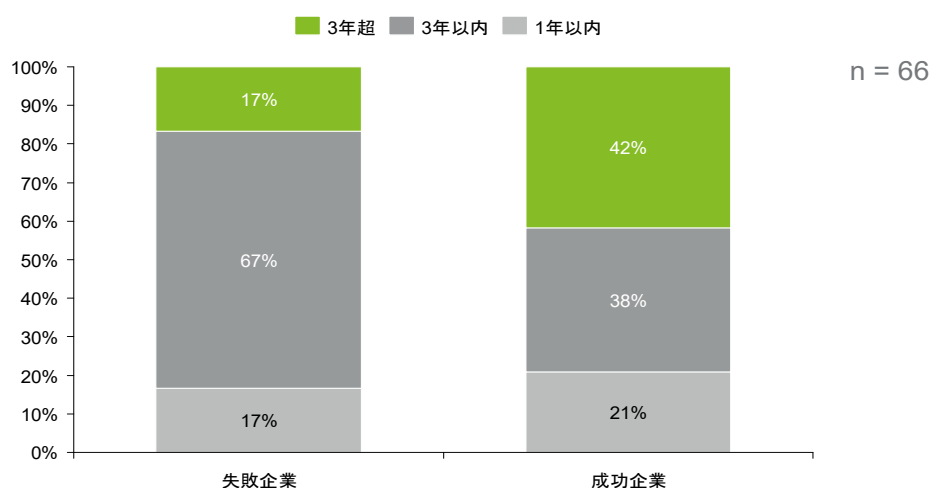
彼らが PMI 段階から参画した上司や先輩にも積極的に指示を出し、統合チームの基幹となって統合を進めた。

ディールの責任者が、PMI において一定期間現地に赴任し、現場で買収先の経営を直接担当する。

アンケートによれば、ディールの責任者がクロージング後 3 年超の長期にわたって関与しているケースは、成功企業では約 4 割であるのに比べ失敗企業では 2 割弱に留まっている。短期的・M&A のルーティン的な統合プロセスのみではなく、長期にわたって買収先にコミットしていくことが、目指す戦略効果の実現に寄与しているのではないかと考えられる。

<図表 2-24>ディール責任者の継続関与期間

Q. ディールの責任者がディール完了後に関与していた期間はどの程度でしたか？（継続中の場合は予定期間）



脚注：回答時点で対象案件が継続中の場合、関与予定期間の回答を含む。成功・失敗の区分は、2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件における目的達成率を基に集計（達成率 80%以上を成功企業、50%未満を失敗企業と設定）。目的達成率は企業の主観的評価に基づく。

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

(2) 買収先の真の実態を把握する（Post-Closing DD の活用等）。

海外 M&A のケースの場合、DD を実施して買収を実行したものの、後に想定しなかった問題やリスクが顕在化するといったことが大なり小なり起こりがちである。こうしたリスクは発見が遅れれば遅れるほど企業にとって傷が大きくなり、場合により致命傷ともなりかねない。買収直後、可能な限り早期に DD で確認できなかった主なリスク事項の検証を行う必要がある。

DD は時間・リソースの制約もあり全てを調査することは現実的に不可能である（たとえば、幅広くグローバル展開している企業を買収する場合、子会社・孫会社まで含めて、全てのエンティティを対象に DD を実施することは現実的でない）といった観点からも、買収直後の実態把握はより重みをもつこととなる。

したがって、実際に子会社化して支配権を獲得した後は、今一度 Post-Closing DD 或いは PMI の中で実態を把握する監査・調査を早期に行い、何か問題点があれば早期に対策を講じることは非常に重要といえる。それによって、思いもよらない価値毀損を防ぐことができる。

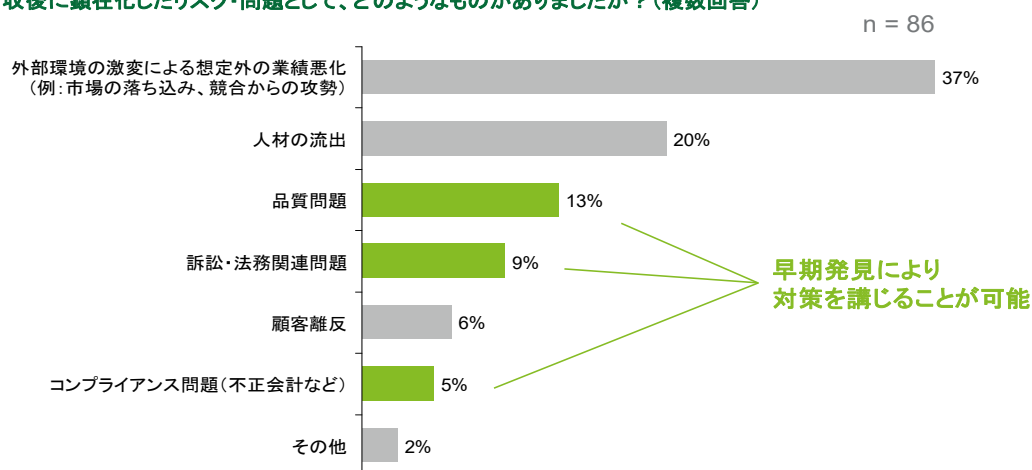
なお、日本企業による海外子会社経営では、現地の不正・不祥事に頭を悩ませていることも多い。買収後、数年以内に簿外債務や架空在庫などの重大な不正やコンプライアンス違反が発覚する事例は、公表されないものも含めれば相当数にのぼるのではないかという指摘もある。買収直後の Post-Closing DD や内部監査は、こうした不正リスク等を早期に発見していくためにも有意義といえる。

また、ディール交渉においては、売り手は高く売却することが最大の目的であって、ネガティブな情報が相手企業より積極的に開示されることは期待できない。どのような M&A でも、PMI 段階となって初めて発覚する課題やリスクは一定程度存在することを認識したうえで、買収後の PMI をすすめていく必要があるであろう。

一定数のプロジェクトメンバーが現地に駐在して PMI を実行することで、現場レベルで何が起きているのかを速やかに把握し、課題をつまびらかにすることも有効だという声もあった。

<図表 2-25> 買収後に顕在化したリスク・問題

Q. 買収後に顕在化したリスク・問題として、どのようなものがありましたか？（複数回答）



脚注：2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件について質問

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

(3) Day1 より一気呵成に PMI を進める。

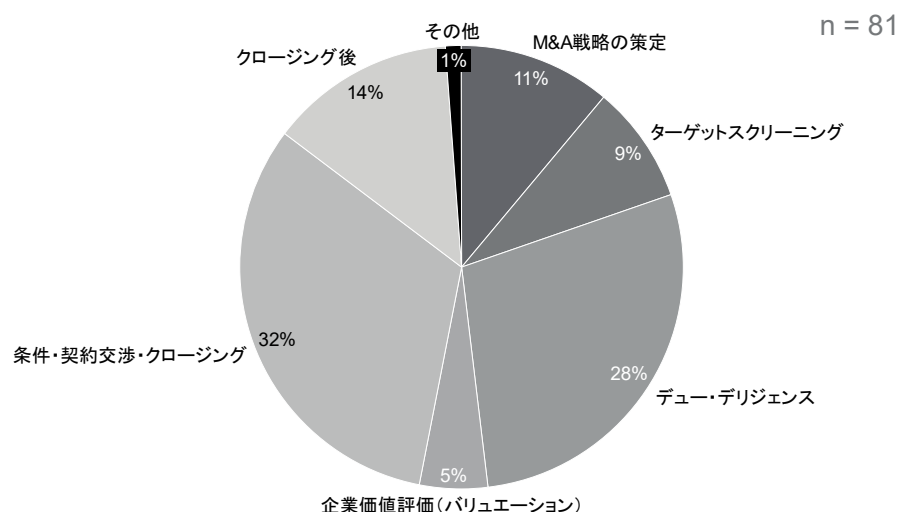
契約からクロージングまでの間に PMI に向けた準備を用意周到に進めておく。

買収直後のロケットスタートは、M&A を成功させるための要諦である。競争法上のガン・ジャンピング規制に抵触しない範囲で、Day1 以前に PMI 推進体制の検討や、対象企業の経営陣との統合ビジョンの共有・議論など、統合作業開始に向けた準備を実施し、Day1 から本格的に PMI に着手できるかが、早期統合を実現するためのポイントとなる。

特に、大型の案件であれば、競争法のクリアランス取得等の必要性から、買収契約の締結（サイニング）からクロージングまで数か月程度の期間がある場合が多い。こうしたケースでは、海外 M&A を有効活用している企業はクロージング前にあらかじめ PMI の体制を作り、Day1 で直ちにスタートできるように努力しているとの声が聞かれた。契約締結（公表）後からクロージングまでの間、双方をメンバーとする準備委員会や Pre-PMI チームを組成して、可能な範囲で統合の準備作業を行うことによって、Day1 時点で、グループ会社である意識が、買収先に浸透することになるといった副次的な効果も表れる。

<図表 2-26> PMI の検討開始タイミング

Q. PMI(経営統合)の検討はM&Aプロセスのどの段階から開始しましたか？



脚注：2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件について質問

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

Day1 以前より買収子会社への買収後のガバナンス方針等についての要求事項を明確に示す。

報告・共有を求める事項を後出し・小出しで要求することは、対象企業の不信感を醸成する。Day1 以前から要求事項を示しておき、Day1 から実行することが肝要である。

したがって、買収企業と買収先の間で、情報共有の内容、意思決定のやり方等を買収完了時点までにあらかじめ合意しておくことが重要となる。たとえば、買収完了までに、関係者等が把握できる組織図を作成したり、CEO までのレポーティング体制・権限を設計したりしておくことが、事前のトラブル回避策として有効である。なんのために必要なのか曖昧なまま情報等を要求ばかりすると、対象企業の混乱を招き軋轢が生じる原因となりうる。少なくともガバナンスの基本方針だけでも買収完了前に買収先と合意しておく必要があるだろう。

大手製造業 A 社では、ディールの最中は諸外国の規制対応が逼迫し、買収後の対象企業のガバナンス方針まで検討することができていなかった。クロージング後に要求事項を出したところ、「我々（買収先）に任されていると思っていたが、なぜ今になって本社が干渉するのか」と議論になり、整備できないことも起こった。

【契約の裏付けのない依頼は履行されない】

関連論点：3.2.5 契約交渉 - 買収成立後の経営のための中核人材のリテンション

関係会社管理規程等で子会社の親会社事前承認事項や報告事項を精緻に定めても、出資契約・合併契約等の合意がなければ、確実に実行させることは難しいケースもあり、買収後の海外子会社から早期に重大なリスク情報が親会社に報告されなかった事例の原因の1つにもなっている。

買収後に、事前承認事項・報告事項とともに、親会社が要求する業務を出資契約等や役員・従業員との契約に落とし込むことをしていないがために、いくら依頼をしても対応してもらえず苦勞する日本企業は少なくない。ゆえに、買収契約締結あるいはクロージングまでの期間にガバナンス関連や従業員リテンション関連の合意も、対象企業やキーマンとの間で取り付けておくことが必要となる。

早期に買収後の経営計画（青写真）を具体化する（統合計画の策定）。

買収の事実、ディール段階においてはプロジェクトメンバーを中心とした限られたメンバーのみが知るものであるが、ひとたび公表されると自社・対象企業双方の全従業員が知るところとなり、「この会社は今後どうなるのか」という期待と不安が入り混じる。特に、終身雇用文化がなく人材の流動性が高い海外企業の従業員は、自分達が必ずしも買収先の会社に在籍し続けるわけではなく、会社を去るような事態がありうることも承知しているために、より不安感を持ちやすい点に留意する必要があるだろう。

中堅製造業 B 社の経営層が、とある苦戦した案件について悔やんでいたのは、買収直後、買収企業の経営層が業務多忙で現地に赴くことができず、買収後、現地に初めて行ったのは、買収完了から 3 か月後になってしまった点である。これによって、買収先経営陣との経営方針の確認・共有、買収先の現状の詳細把握が決定的に遅れてしまい、買収先従業員からの信頼獲得に非常に苦勞することとなった。

具体的な青写真を従業員に示し、従業員とのコミュニケーションを図り、従業員と一丸となって事業運営を促進する体制づくりは、経営者の役割である。

海外 M&A を積極的に実施している企業では「統合計画」策定期間の目標値を設定しているケースも多い。統合計画はタイムリーに実行すべきとの考えから、「100 日プラン」などと呼ばれることがある。これは Day1 から 100 日以内（約 3 か月）での策定・提示が、従業員の士気を維持するうえでも長すぎず、統合計画の策定には最短である、という理由からである。ただし、全ての買収案件について、必ず 100 日以内に策定・提示しなくてはならないということではなく、Day1 以降 6 か月の計画策定を基本としている企業もあるが、可能な限り早期に統合計画を策定して、買収先の従業員に提示することが肝要である。

経営トップや案件責任者が現地訪問等通じて、買収先と緊密なコミュニケーションをとる。

海外 M&A においては、物理的な距離、時差、言語の壁などがあることに加え、文化的な差異もあることから、コミュニケーションが格段に難しくなり、その頻度も低くなりがちである。

海外 M&A を有効活用している企業では、買収後において経営者や案件の責任者が、現地訪問や電話会議などを通じて、かなり頻繁かつ定期的に買収先のトップと会談している事例が多く報告され、様々な方法・機会を通して信頼関係構築に努めている様子が窺えた。

大手製造業 C 社役員は、PMI のポイントは「対話」に尽きるという。ある企業の買収直後のタイミングにおいて、買収先は都合の悪いことや検討段階の事項は親会社に隠す風潮があり、買収前には問題ないと思っていた事項が蓋を開けてみれば、聞いていた話と実態とが伴っていないといったこともあった。そのため、買収先経営陣とは、1-2 か月に 1 回は、直接会話する機会を設けるようにし、非公式の場も含め、打ち解けて話せるような信頼関係を構築することが重要だとしている。

別の大手製造業 D 社でも、PMI において同社の M&A 推進組織の案件担当者が月に一度、毎回異なるメンバー 7-8 名とともに現地訪問するようにした。その他にも、同社のコーポレート部門担当者と買収先の CEO とは毎日のように電話やメールによるコミュニケーションを図っていた。

(4) 買収先を徹底的に「見える化」する。 ～価値観、人、ルール、によるガバナンス～

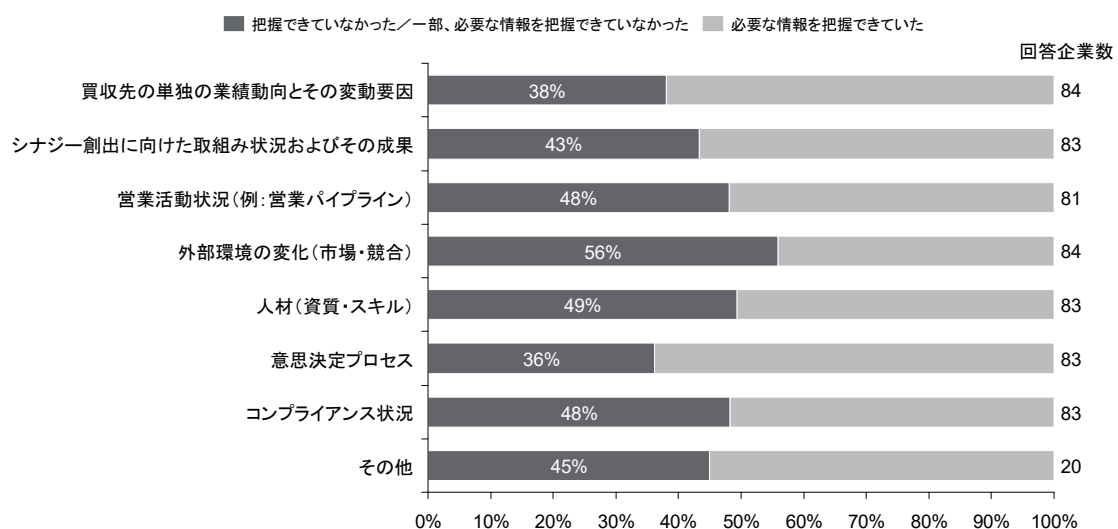
海外 M&A の実行後、買収先の経営者に経営を放任してしまい、海外子会社を適切に管理できていないケースは少なくない。

「買収後に知り得た情報によりどの程度買収先の経営実態を把握できていたか」というアンケートによると、ほぼ全ての項目に対し、必要な情報を十分に把握できていた企業は、回答の半数程度に留まる。

しかしながら、買収先の経営を放任しては、その強みを生かせないし、危機への対処も後手に回る。買収先の経営の自主性を尊重しつつも、何が起きているのか常にモニタリングし、フォローできる体制を確保することが重要である。

<図表 2-27> 買収後の買収先経営実態の把握状況

Q. 買収後に知り得た情報によって、買収先を経営するうえで、必要な経営実態をどの程度把握できていましたか？

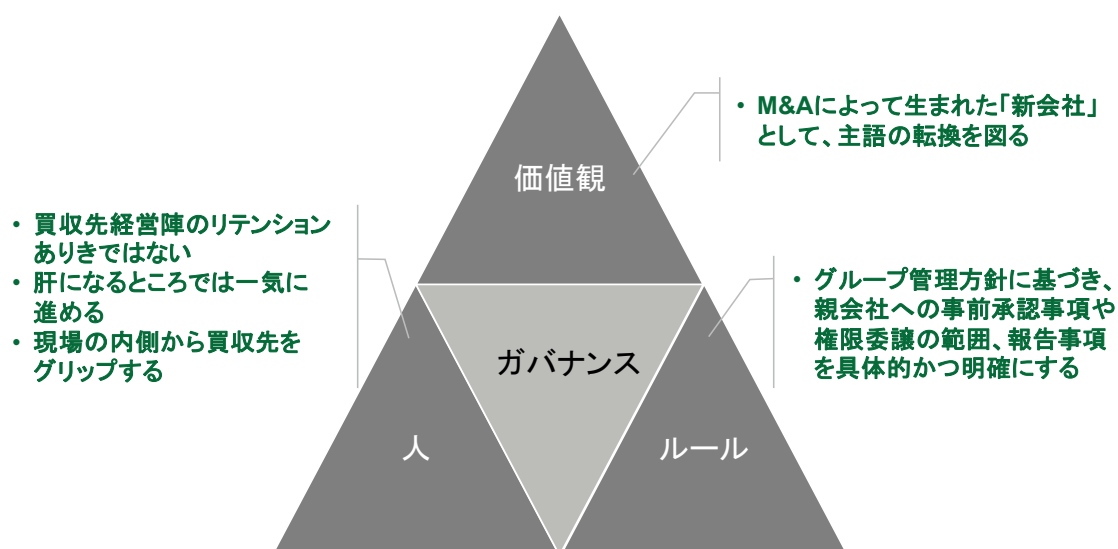


出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

一般的に買収先へのガバナンスを効かせるためには、「人」「ルール」「価値観の共有」が重要な要素となるが、成功事例では、それらをうまく活用しながら、買収先の経営状況、オペレーションの状況を逐次、「見える化」している。

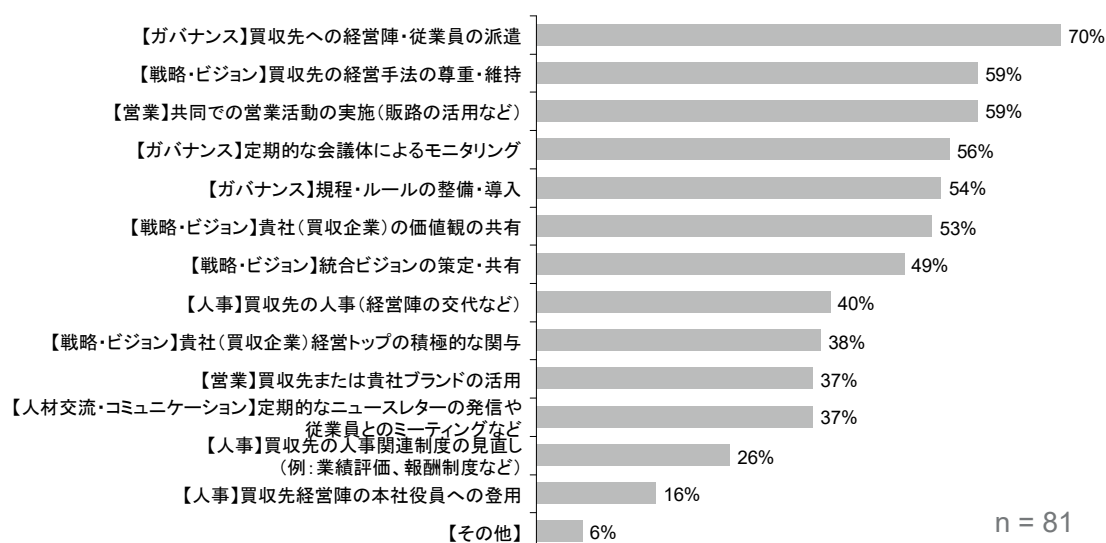
大手製造業 A 社では、グループで共有する価値観が明確で、海外子会社との人材交流の規模も年々増やして、価値観の共有を深めている。また、海外子会社が展開する国・地域における製品別売上データ等は、日本の本社でもタイムリーに確認できる状態になっているほか、電子承認システムにより、誰が起案して、その後クロスファンクショナルにどのような意見が飛び交って、合意・承認に至ったのか、日本の本社からも見るようになってきている。これらは、グループ権限規程によって、一定のレベルまでは子会社に権限委譲しつつも、その権限の行使に関しては、常に状況をモニタリングできる仕組みを構築している。これは、「見られている」ことを意識させることで海外子会社への牽制をきかせる仕組みにもなっている。

＜図表 2-28＞買収先企業のガバナンス



<図表 2-29>買収後の経営・PMI において有効であった施策

Q. 買収後の経営/PMI(経営統合)においてどの施策が効果的でしたか？(複数回答)



脚注：2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件について質問

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

(4-1) 価値観

M&A によって生まれた「新会社」として、主語の転換を図る。

従来別個の価値観・企業文化を持った企業同士が一つになるという点は、現地法人設立による海外進出との大きな違いといえる。経営・事業方針あるいは従業員に対する考え方の不一致は、想定していたシナジー効果の未実現、さらなる業績悪化や人材流出等に繋がるリスクがある。仮に本質的にわかり合える風土を持つ場合であっても、買収側が積極的に価値観・企業文化の共有によるガバナンスを検討しなければ、互いの本心が伝わらないまま真に一体となれないことも起こりうる。

PMI においては人材交流等のコミュニケーション・プランを策定・実行することが多いと思われるが、この時に「主語の転換」を図ることがポイントとなる。クロージング後は、それまでの「買う側」「買われる側」というある種の対立関係から、同じ企業グループである「新会社」へ立場が変化する。親会社の経営陣・従業員が、利害と立場を超えて買収先の経営陣・従業員と一枚岩となり、変革を推進する立場として「買う側であった自分達も変わるのだ」というメッセージを関与者に語り掛けていくことが重要である。

日本企業では「飲み会」や企業をあげた地域行事への参加など、業務時間外で従業員同士が集

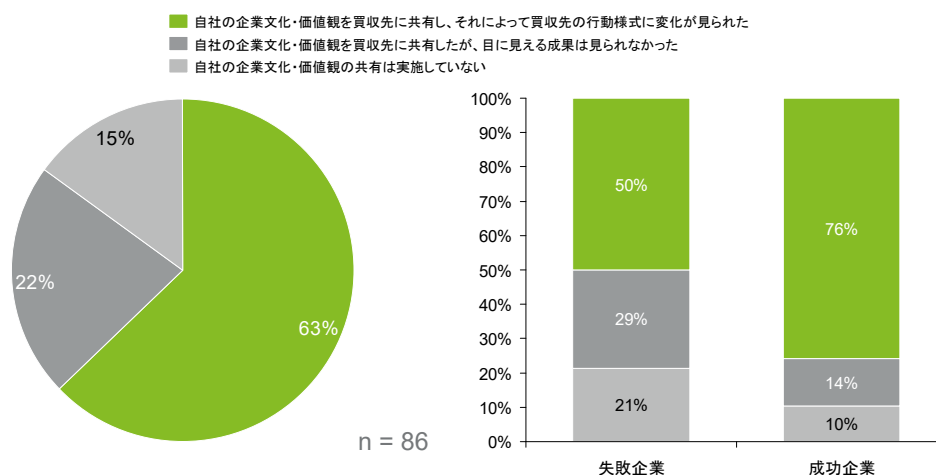
まる機会も多いことから、企業の価値観や風土融合を重視するのは日本企業の特徴と思われるが、
 であるかもしれない。しかし、欧米企業でも PMI におけるチームビルディングを通じて信頼関
 係を構築する取組みが行われており、また日本企業が欧米企業を買収する場合にも風土融合の施
 策に積極的であるという事例もみられた。

大手製造業 A 社では、PMI は買収企業と買収先の混成チームで実施するため、双方
 の心理的距離を縮めるアクティビティを取り入れている。たとえば、クロージング 1
 か月後に行われたキックオフ・ミーティングでは、1 人が目を閉じて後ろに倒れ、パート
 ナーが相手を支えるといった形で「信頼感」を育んだり、国籍の異なるメンバーで知
 恵を出し合い、紙のタワーを作り、高さや強度を競い合うなどして「チームワーク」を
 深めたりする体験をした。その後も、複数回の PMI ワークショップを開催し、業務の
 課題以外に、こうしたゲームを通して現場での「コミュニケーション」を構築していっ
 た。背景には、「People's Business」という考え方に基づき、買収先の従業員が買収後も
 各々の強みを発揮できるような環境をつくり、国籍が異なってもチームが力を合
 わせて、統合をスムーズに進めるという「仕組み」が構築されている。

アンケートの回答を見ると、多くの日本企業が買収先に対して自社の企業文化・価値観の共有
 を実施しているようである。特に成功企業では、企業文化・価値観を共有し、かつ買収先の行動
 様式に変化が見られたという回答が 76%を占めている。海外 M&A の成功に一定の効果をもた
 らす施策といえるであろう。

＜図表 2-30＞買収先に対する企業文化・価値観共有の実施状況

Q. 買収先に対して、自社の企業文化・価値観の共有を行いましたか？



脚注：成功・失敗の区分は、2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件における目的
 達成率を基に集計（達成率 80%以上を成功企業、50%未満を失敗企業と設定）。目的達成率は企業の主観的評価に基づく
 出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

(4-2) 人

買収先経営陣のリテンションありきではない。

日本企業は、欧米の買収者に比べ相手企業の既存経営陣への依存度が高く、買収後も経営陣が買収前に有していた権限を害しないように独立した会社として運営する傾向が強いという指摘がある。法制度・言語・文化・慣習が異なる海外企業の経営・事業運営の全てを日本の本社から逐一指示し、承認を求めることは不可能であり、買収先の強みを生かすためにも現地の経営陣に一定程度は「任せる」ことは必要といえる。

しかし、経営ビジョンや価値観を共有できない場合や買収先のさらなる成長を目指すうえで経営者として実力や倫理観が不足と判断される場合には、躊躇なく買収前の経営陣を交代させることも必要である。企業価値を創出するのは買収者であり、買収者たる企業自身で主体的に買収プレミアムの回収を可能とする業績向上策に取り組むべきものであり、買収先の経営陣にその全てを任せていても、買収プレミアムの回収は担保されない。

大手製造業 A 社では、「現場とのつながり、顧客とのつながりが強い、現場を知っている経営陣は残すが、そうでない場合は交代させる」という方針を持っており、大型買収にもかかわらず、Day1 時点で買収先の CEO を交代させた事例がある。代替となる経営者人材がいるのか、CEO 交代により組織力が損なわれることはないか等の検討・分析が不可欠であるが、買収前の経営陣のリテンションありきではない好事例であろう。

大手製造業 B 社は、クロージング 1 か月前に案件責任者自らが対象企業のマネジメント層へのインタビューを実施した。事前にリストアップした買収先の役員候補 50 名に対して、同氏および海外 M&A を推進する海外事業統括会社のトップ 2 名が 1 人ずつ面談し、迅速に人事を決定していた。当然経営層である両氏への負荷は大きかったが、両氏はどんなに多忙でも自らやるべきタスクであると考え、実施した。綿密なインタビューを行うことで、人事がフェアであるという印象を与え、対象企業のマネジメント層のメンバーからの信頼を得ることができた。

肝になるところでは一気に進める。

買収先への権限委譲を進めて自力でどんどん成長するよう支援するが、何か問題が生じた際には、トップも含めて現地で問題を確認し、一気に問題を解決することも意識すべきである。

大手製造業 C 社では、米国での新工場の立上げにおいて、はじめは現地社員のみでやっていたがうまくいかず、日本から役員 3 名以下 80 名程を一気に派遣し工場立上げにこぎつけたとのことである。

現場の内側から買収先をグリップする。

契約条件にもよるが、株主権の行使だけでなく、業務執行責任者の立場から買収先の実情把握のために、買収後に本社の人材を役員等として派遣して、子会社の内部から状況把握できる体制を構築することは基本的な子会社管理の 1 つの方法である。役員等の派遣ポジションとしては、CIO (Chief Integration Officer) を買収先とのリエゾンとして配置することの重要性のほか、CFO など現地派遣先ポジションとしては重要であるとの意見は多く聞かれた。

(4-3) ルール

グループ管理方針に基づき、親会社への事前承認事項や権限委譲の範囲、報告事項を具体的かつ明確にする。

ルール面では明確なグループ管理方針に基づいて、親会社への事前承認事項や権限委譲の範囲、報告事項を具体的かつ明確にすることが必要である。グループ管理方針は、「グループマネジメントポリシー」等として明確に直接的に策定されていることもあるが、「関係会社管理規程」「グループ会社管理規程」等の中でグループ管理のあり方が間接的に定められることが多い。いずれにせよ、事前承認を求める事項や報告を要求する事項を買収先の社内ルールに反映させることが必要である。海外子会社にルールを遵守させるためには、併せて子会社側の定款等の社内規則としてもグループ管理方針と同様のルールを規定することや、子会社と経営指導契約・経営管理契約等を締結することが有用といえる。

大手製造業 A 社では、買収した海外子会社と”Operating Guidelines”というルールを合意し、どの項目（例：設備投資の判断）について、どのような基準（例：金額基準等）で、誰が意思決定できるのか（親会社役員か、現地役員か等）を詳細に規定している。

（規定されるべき親会社事前承認事項の例）

事業計画の策定と報告、資本政策・配当、事業投資、重要な設備投資・資産取得・売却、資金調達、調達基本方針、製品開発・研究、重要な情報システムの導入、など

一方、ルールは一旦作成・整備された後も、実務の変化とともに早晩実態と乖離していく場合がある。好事例では、年に2回、規程類が最新化されているか、要改訂箇所はないか、実態と乖離していないか必ず海外子会社に点検させ、意見を聞く機会を設け、規程類を見直す運用がみられた。

いうまでもなく、グループ管理方針やそれに基づく権限規程等は、買収前から、その必要性、責任の明確化と親会社への報告によるサポートの利点を買収先に説明し、納得してもらうプロセスが重要であろう。

また、買収した海外子会社には、権限規程以外にも必要な規程を整備する必要がある。その場合、まず本社の規程類をお手本にすることが考えられるが、日本企業の多くは、規程類の内容が細かすぎるが多いほか、内容が国内目線で親会社単体を前提としたものが多いため、お手本にすることが難しいという意見がある。

したがって、海外企業の買収時に、円滑に各種の規程類の整備を行うためには、海外にも通用するようシンプルな原理・原則を旨としたグループ管理方針とともに、本社の基本規程がお手本になるような海外にも通用する内容としておくことも有効である。

(5) シナジーを徹底的にモニタリングし株主への説明責任を果たす。

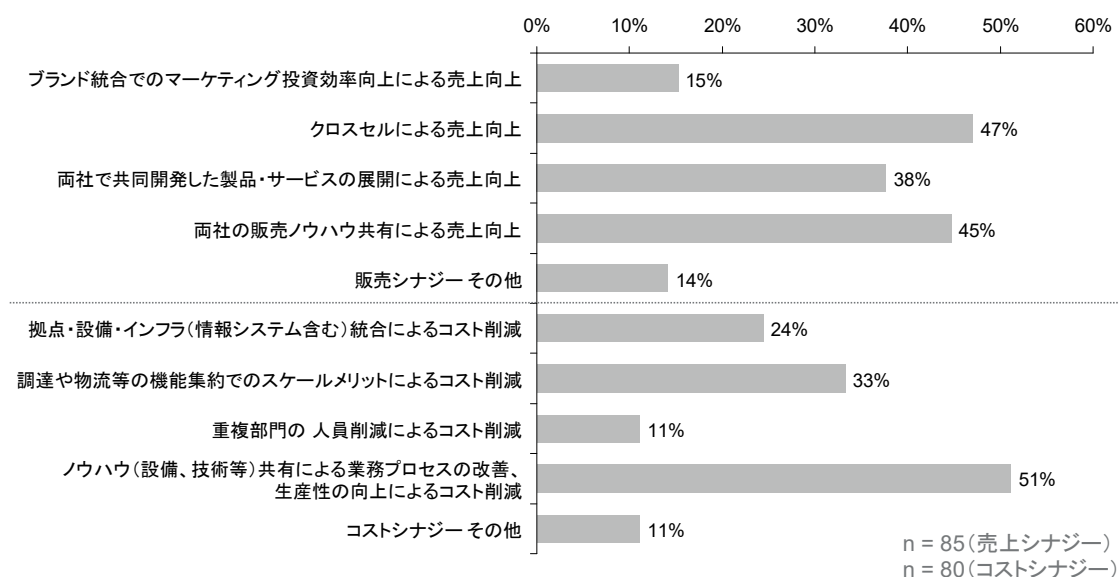
M&Aの成功を考えるうえでは、成長ビジョン・戦略策定やディールのプロセスで算定したシナジーが想定通り実現されているかを常に把握し、状況に応じた適切な打ち手を講じていくことが不可欠である。

シナジーは、収益性を向上させる売上シナジーと、コスト削減／資本効率向上効果のあるコストシナジーに大別され、一般にコストシナジーの方が短期的に実現される傾向にある。クロージング以降、前述の「100日プラン」の実行中から6か月程度の間、シナジー項目の洗い出し、実現に向けた施策立案や定量化を実施し、各項目について定期的・中長期的にモニタリングしていく、といった対応例もある。

この時、買収先からKPI（Key Performance Indicator, 重要業績評価指標）データを効果的に取得することや、継続的に情報共有を受けるための会議体等の仕組みを持つておくことが重要である。シナジーは、いわばM&Aにより企業価値を向上できていることの証明であり、モニタリングの仕組みが無ければ、社内外のステークホルダー、特に株主に対して十分な説明責任を果たすことができない。決算発表等の機会にシナジーの進捗状況を報告し、株主に対する説明責任を果たすことも必要ではないか。

＜図表 2-31＞期待するシナジー効果

Q. 本買収によるシナジーとしてどのような事項を期待していましたか？



脚注：2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件について質問

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

日本企業の M&A 実施後の財務状況を見ると、ROA の改善が遅かったり、短期的に M&A 前より悪化していたりするケースが多く、要因の一つとして、日本企業は自社と買収先との重複機能に対する最適化（余剰人員のリストラ等）を十分に行えていないことがあるとの指摘もある。これは、日本は米国・英国等に比べ雇用保護規制が強く、買収先の海外企業に対しても同様の視点で接するためといえるであろう。

上図表 2-31 のアンケート結果を見ても、買収前に期待していたシナジー効果として「重複部門の人員削減によるコスト削減」を挙げる企業は 1 割程度と少数に留まっている。

しかし、買収先にとっては M&A 後の人員整理が一般的な施策として受け止められている場合もある。日本企業も、こうしたオプションがあることも視野に入れ、合理的に自社・買収先の双方を変革していく姿勢も必要だという意見もあった。

事業シナジーが創出されているか把握するためにも、システム統合は必須という意見もある。

共通の経営管理基盤を導入して、タイムリーに主な経営情報（例：主要マーケットでの商品の売上額、対前年・計画等との比較）を本社でも見るようにしておくと、その情報を基に、競合や規制の動向についての議論が促進されるなどの効果がある。

また、本社と買収先の間で情報の非対称性があると、何か隠しているのではと疑心暗鬼になるため事業計画策定時によい議論ができないという理由から、買収先に早期に ERP パッケージを導入し同じ経営管理ができるようなインフラ整備を促進した事例もみられた。

(6) 買収先の主体性を尊重しつつも、買収側のマネジメントシナジーを提供する。

買収先を管理・監督するというスタンスだけでは、現地との間に信頼関係が醸成されず、統合プロセスがうまくいかないことが多いという意見がみられる。

買収先の経営者に一定の権限・裁量権を与えて現場を任せて買収先の強みを生かしつつも、自社のノウハウや強みを買収先の経営者に提供することで、双方が足りないところを補完しつつともに成長していくことが重要である。

大手サービス業 A 社では、買収後に、自らが持つ事業運営におけるノウハウを相手に披露する際に、決して「このようにやりなさい」と伝えるのではなく、相手から自発的に「素晴らしい。ぜひこれを導入したい」と言ってもらえるような伝え方の工夫をしている。

買収先が主体的にやりたいと思わせるような事業運営のノウハウの提供ができることも、成功要因の一つである。買収する前の「買う側」「買われる側」という対峙する関係から、一緒に事業目標を実現する関係へと転換を図り、互いの強みを融合していくことが M&A の成功につながる。買収先・買収側の相互が学ぶという姿勢によって、M&A を通して新たなものを創生する、すなわちイノベーションにつながる。

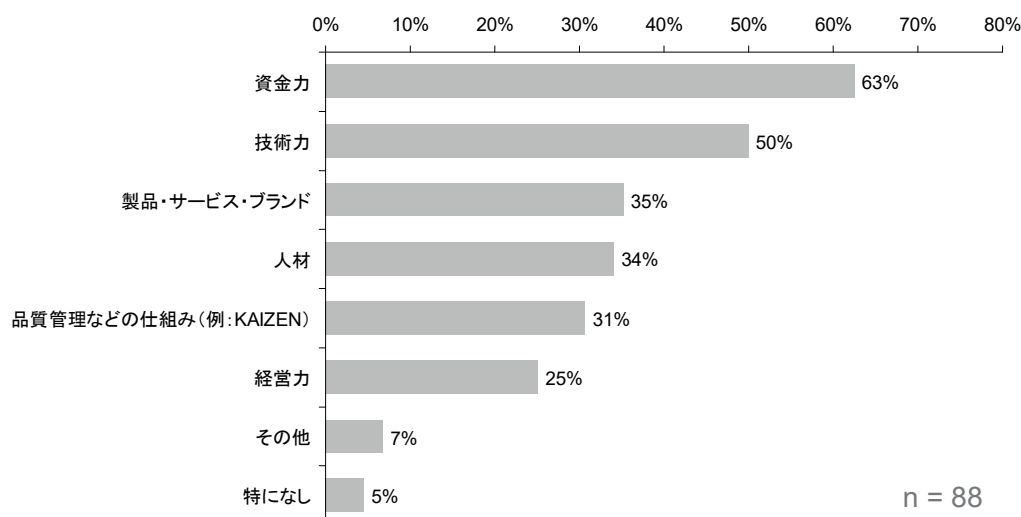
この点、日本企業が買収先に提供できるものとして「資金力」が挙げられるが、それに留まらず、事業運営上のノウハウなどの無形資産を提供していくことが M&A の成功要因につながる。

対象企業の技術力や顧客基盤を獲得するための買収を行った大手サービス業 B 社は、同社の強みではあるが対象企業が不得手であった営業力、マネタイズ力、従業員のモチベーションを高める報酬・人事制度の設計などの手法を対象企業に導入することで、より互いの強みが生きて、高成長をもたらすことができた。

ソリューション力に強みを持つ中堅製造業 C 社は、業界内の複数の技術（先進技術も含む）をグローバルレベルで総合的に活用できるのは自社しかない、という自負がある。ソリューション提供を通してユーザーを十分に理解しているという強みは、対象企業からも尊敬を得る要素となっている。

<図表 2-32> 買収先に対して自社が提供した強み・付加価値

Q. 買収先の経営を行うに当たって、自社が提供した強みや付加価値は何だと思いますか？（複数回答）



脚注：2001 年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件について質問

出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

(7) 買収した事業が期待された成果を上げられない場合に「頑張りぬく」か「潔く撤退する」か、経営判断の基準をもつ。

買収後は「事業家視点」と「投資家視点」を併せ持ち、買収効果をモニタリングしていくことが必要である。特に日本企業の場合、事業戦略上の目的達成のために M&A を行う「事業家」としての立場ばかりが強調され、「投資家視点」での採算性評価が弱いとの指摘がある。買収した事業が計画通りの成果（投資採算）を上げられていない場合は、自社の戦略や事業計画を修正する過程において、買収先の売却を含む撤退方針を検討しておくことも必要である。

一方で、売却や撤退といった意思決定をしないのであれば、買収した企業・事業の立て直し（ターンアラウンド）を本気でやり抜くことについて、自社内における明確な意思統一が必要となる。ターンアラウンドにおいては、ビジョンや実行計画の策定だけでなく、実行部隊として買収先に派遣する（送り込む）リソースの確保や買収先の事業立て直しに必要な設備投資、更なる補完的な M&A の実行等、費用面や実現に向けた時間面（目標達成までの時間）で、大きな負担がかかることを十分に理解する必要がある。

また、ターンアラウンドは、崖っぷちとなった企業の再生であるため、通常の買収後の統合活動（PMI）の延長として考えるのではなく、特別テーマの取り組み／プロジェクトとして捉え、タスクフォースチームを立ち上げ、専任させる等の検討も併せて必要になる。

中堅製造業 A 社は、過去に買収した企業・事業をこれまで一度も手放していない。これは、業績が芳しくない企業を漫然と放置しているということではなく、M&A を中長期的な視点（計画）で捉え、かつ成果をその中長期的な時間軸で評価することで、短期間での業績悪化やシナジー効果の未達時等も、拙速に売却・撤退の意思決定を行わないという方針を明確にしているためである。具体例として、あるケースにおいては買収から 5 年間は当初の事業計画に対して未達であったが、その後の構造改革で黒字化を達成した。現在では、当初買収した事業が成長して成果を生んだことで、同社内では戦略的に正しかったと評価されている。構造改革の際には、同社経営陣が「時間をかけても諦めるな」という覚悟とコミットメントを示したことで、粘り強い取組みが実現していると考えられる。

(8) 経営陣および取締役会の M&A リテラシーを向上する。

海外 M&A では、ディールの意思決定、対象企業や機関投資家などとのコミュニケーションにおいて、案件責任者や経営陣の役割は大きい。意思決定やコミュニケーションを行うにあたっては、M&A プロセスの全体像とそれぞれのプロセスの意義、リスクの内容等を自らが理解していることが必要となる。そのためには M&A に対する総合的な知識と経験が求められる。

欧米企業の経営陣が、複数の企業を渡り歩き、CFO や事業部長としての立場で M&A 業務経験を蓄積していることが多いのに比べ、日本企業の経営陣は M&A 経験が少ないという意見がある。事業部門において M&A を実施したことのある執行役員でも、取締役として意思決定をしていく際に、次のような課題が生じているという意見もみられた。

- 財務・法務等に対する苦手意識があり、条件交渉を外部アドバイザー任せにしてしまう。
- 機関投資家に向けた成長シナリオや「なぜ（自立的成長や JV (Joint Venture)、提携ではなく）M&A を行う必要があるのか」について十分に説明することができず、マーケット・コミュニケーションが不足する。

今後の成長機会を海外に求める、あるいは潤沢な資金を活用して海外 M&A に取り組んでいく流れの中では、経営陣や事業部門で PMI を主導していく役員にとっても、M&A 経験の蓄積やノウハウの習得の加速は急務といえる。研修受講等により基礎的なリテラシーを高めることや、海外拠点の経営、PMI を含む海外 M&A のリーダー経験をキャリアパスとして明示することは、今後、ますます重要となってくる。こうした活動により、経営陣が前述の「ストーリーテラー」としての役割（詳細は「3.1.2 『ストーリー』を語る経営者」を参照）を果たすことに近づくといえるであろう。

また、M&Aの知見がある社外取締役を採用していることで取締役会の実効性が高まっているという企業もある。ガバナンスやリスク管理体制が甘いとの指摘から案件が差し戻されたこともあるが、指摘のみではなく適切・建設的なアドバイスも受けることができている。

社外取締役を活用し取締役会の実効性を高めるために、M&Aに造詣の深い適切な社外取締役の採用を意識している例もある。M&Aの知見がない取締役の中には、実務上問題の無い点についても細々指摘し、ブレーキをかけてしまうという意見も聞かれる。逆に、M&Aの経験や知見が豊富な社外取締役であれば、社内常識や業界常識にとらわれない客観性を背景とした適切な指摘により、買収のリスク・問題点等を浮き彫りにすることができる。

意思決定の各プロセスにおいて、実効的な議論と不断の検証を行うためには、投資実行がほぼ固まった状態で経営会議等に付議されるのではなく、段階的なステージゲートを設定し、各ステージで適切な審査と投資判断を行うことが必要となる。このように、M&Aにおけるステージゲートアプローチによる事業投資の審査・意思決定プロセスをルール化・制度化することは非常に重要である。

大手サービス業 A 社は、買収の検討において、①LOI 提出前、②DD 終了後（契約原案作成時）、③DA 締結時、の原則 3 回、投資委員会および意思決定機関（経営会議、取締役会など）への起案と審議を明定している。各局面で M&A の目的や実行体制、投資戦略とその採算性等の審査項目を詳細に設定しており、ディールプロセス全体を通じて M&A の戦略目的に立ち返り、投資の是非を十分に検討する仕組みが構築されている。

海外 M&A では、買収後の外部環境の変化により、買収を決定した時点では想定されなかった事態が発生するリスクは完全には避けられない。ただし、意思決定時点での前提条件についての十分な確認と検討を重ねていれば、意思決定時点と何が変わったのか、対処すべき課題は何なのかを明確にしやすく、適切な投資リスク管理につながる。

(9) M&A の「型」を作る。

過去の経験を振り返り、海外 M&A ノウハウ・知見を形式知化するなどして蓄積する。

海外 M&A は、今後、ますます多くの日本企業において重要な選択肢となり、また、1 回行えばそれで終わりというわけではなく、反復的・継続的に行われる可能性が高い活動である。国内 M&A であれば、海外 M&A にみられるような難しさ（図表 2-1: 海外 M&A の難しさ）がなく、経験値を蓄積することである程度うまく進められると考えられる。対して海外 M&A を、成長戦

略実現ツールとして活用していくためには、専門組織の設置、ノウハウの形式知化といった、より強固な将来の M&A を成功させる体制・仕組みを本社およびグローバル規模で確立することが求められる。

すでに海外 M&A を実施した日本企業は、過去の買収案件の成功・失敗を振り返り、経験やノウハウを形式知化し継続的に学習していくことで、より成功確率を高めていく努力をしている。特に海外 M&A は経験値が重要であり、現在海外 M&A を有効に活用しているといわれる企業でも、過去に手痛い失敗を経験している企業も少なくない。こうした経験・教訓をノウハウとして蓄積していくことが次の M&A の成功確率の向上につながる。そのため、M&A/PMI ガイドラインなどの形でノウハウを形式知化する取組みは非常に重要といえる。

大手製造業 A 社では、買収目的別・ステージ別の過去事例資料を作成している。コーポレート部門の M&A 推進組織主導の下、当時の担当者からヒアリングし、チェックリストとしてまとめた内容を各事業部門の企画部のメンバーまで共有した。案件を後から振り返り「ここは見ておくべきだった」と気づく点も多いため、案件毎の特異性はあるものの、経験を形式知化することで後続案件に生かせる気づきを生むことができている。

クロージング間近には案件の公表により一気に関与人数が増えるため、そうした場合にどう対応するべきかといったアクションリストを作成している。

海外 M&A ノウハウ・知見を継続して蓄積し、海外 M&A の実行をサポート・ファシリテートする部門を置く。

コーポレート部門に海外 M&A の実行をサポート・ファシリテートする部門を置き、個別案件を推進する事業部門等に対し支援することは有効との意見が多くみられた。そうした支援部署が M&A 経験や知見を蓄積して、ディールにおいて事業部門と他のコーポレート部門（経理部、法務部など）、或いは取締役会とのハブとなり知見を共有することで、より M&A を効果的に実行していくことが期待できる。特に、外部アドバイザーの選定や投資判断において、M&A の支援部署による関係者間の討議のファシリテーション力が有効に発揮されている好事例もみられる。

大手製造業 B 社では、M&A の実行において事業部門が事業戦略と数値計画を策定し、経営戦略立案を担当するコーポレート部門が、事業部門の策定した戦略の評価と、対象企業の業種や企業規模に応じた強みを持つ FA を選定している。DD 以降もコーポレート部門が FA 以外の外部アドバイザーの選定、対象企業の精査、ディール手続等を担当し、事業の中身に関わる交渉には事業部を関与させ、役割をうまく分担しながら進めている。

大手製造業 C 社では、コーポレート部門に M&A のファシリテーション組織を持つが、PMI は事業部門が実施しているために、経験・知見が各部門に分散しがちである。特に失敗体験は共有されにくいと、共有化し将来の失敗を未然に防ぐため、専門組織の設置を検討している。

一方で、日本企業ではジョブ・ローテーションによる人材育成を行うことが一般的であり、反復的に M&A を実施する企業であっても、M&A を担当する部門に長年在籍する者が少ないため、知見の蓄積が難しいとの意見も見られる。こうした場合は、生え抜き人材の育成のほかに、社外から経験者を積極的に中途採用することも有用といえる。

中堅製造業 D 社は、3 名体制の M&A 専任部隊が案件の全体像を把握する役割を務める。M&A 業務経験のある部長を中途採用し、他 2 名は法務や財務、バリュエーションの知識を持った人材を配置している。生え抜きのみでは知見、経験に偏りがあると感じ、外部人材とのハイブリッド組織によって M&A を担当できれば良いという社長の思いがあった。M&A 専任部隊の後継者としては、10 年後を見据えて生え抜き社員からも M&A の専門家を育成したいとも語る。

【海外 M&A にかかわる契約書の「ひな型」「フォーマット」を準備しておくことのみでは十分ではない】

海外 M&A は、英語等の外国語で契約書を作成することとなり、その内容も膨大かつ専門的であることから、シンプルなスキームの株式譲渡契約の場合など、あらかじめ自社用の「ひな型」や「フォーマット」を準備しておくことは一定程度有用だとしてそれを望む企業の声がある。しかし、契約条件は交渉の過程で決まってくることが大半で、全ての案件でひな型が通用するとは限らない。（しかも入札案件では売り手側から契約書案が示される）重要なことは、ひな型であれ、交渉の結果決まる実際の契約内容であれ、各項目内容の意味を理解し、当該項目の追加や削除でどのような影響があるのか、評価・分析できる能力を高めることである。

2.2.8 プロセス共通 - 主体的に外部アドバイザーを活用する

- (1) 企業自身がプロセス全体を見据えた設計図を持ち、主体的に外部アドバイザーを活用する。

幅広い分野において専門的な知見が必要となる海外 M&A においては、外部アドバイザーは必要不可欠であり、これを有効に活用していく必要がある。海外 M&A の経験が豊富でない企業（特に中堅・中小企業等）においては、M&A 全体を理解し、かつ、実行に移せる人材は少数であることが多い。自社の知見や人的リソースの制約を補完し、プロフェッショナルの助言を得るために外部アドバイザーを活用することは、案件をより効率的・効果的に推進するうえで非常に有効である。

しかし、ここで重要なのは、企業自身が主体性を持って外部アドバイザーを活用することである。企業自身ができること、できないこと、外部アドバイザーができること、できないことを理解したうえで、企業自身がやるべきことを整理する必要がある。

こうした整理・認識が不十分なまま様々なアドバイザーを使っていると、往々にしてアドバイザー任せになってしまい、プロセス全体を統括する役割が期待される買い手自身の主体性が失われ、なぜこの M&A を行うべきだったのか目的を見失ってしまうことになりかねない

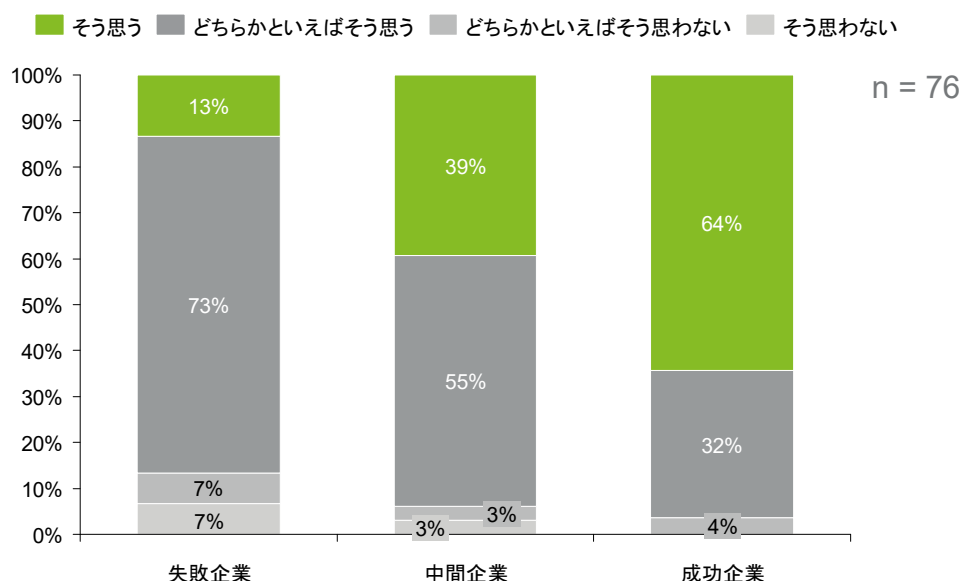
自社のことを最も理解しているのはその企業自身であり、自社の戦略に照らし合わせて M&A における優先順位を明確にするのは企業の役割である。たとえば、DD フェーズにおいて、法務は弁護士、会計は会計士、と各専門家に「取り敢えず DD をしてほしい」と、DD によって明らかにしたいポイントを明確にしないまま依頼することは避けるべきである。

また同時に、アドバイザーの行動原理をよく理解しておくことも重要である。たとえば、DD において、こちらが明確な問題意識や洗い出すポイントを示さないままに、リスクを精査することを依頼されたアドバイザーはとかく保守的になり、網羅的に問題を列挙することとなりがちである。その結果、アドバイザーのレポートで指摘された問題点一覧を闇雲に網羅的に議論することに終始し、本来であればより深掘りすべきリスクの精査が不十分となる可能性に十分に注意する必要がある。

M&A に不慣れであるからといって「全てお任せ」のスタンスで接することや、外部アドバイザーの報告書や助言を主体性のないままに受け入れると、費用と時間を浪費することになりかねない。外部アドバイザーへの依頼内容にはリスク分析のポイントや優先度を明確に示すとともに、その結果については、企業自身が主体的に問題意識を持って指摘事項の重要性を評価し、判断する必要がある。

アンケートで成功企業とされる回答企業の 6 割強は、外部専門家の助言を鵜呑みにせず、企業自身が案件を主体的に推進していたと回答している。

＜図表 2-33＞外部専門家の助言を鵜呑みにせず買収を主体的に進めていたと回答した企業



脚注：成功・失敗の区分は、2001年以降に実施した自社にとって最大金額または最重要の海外 M&A 案件における目的達成率を基に集計（達成率 80%以上を成功企業、50%未満を失敗企業と設定）。目的達成率は企業の主観的評価に基づく
出所：日本企業の海外 M&A に関する意識・実態アンケート調査（2017 年）

【対象企業の所在国・地域の外部アドバイザーとの連携】

海外 M&A では、日本に加え対象企業の国・地域の法制度やルール、商習慣等に対応する必要があるため、現地アドバイザーの利用が必要となることが多く、国内 M&A に比べコミュニケーションの難度が高くなる。これを解消するためには、日本のアドバイザーが現地アドバイザーを統括する役割を担い、案件に関与することが有効な場合もある。たとえば、法務においては日本の法律事務所が、取締役の善管注意義務の観点や日本と現地との法制度の違い等を踏まえた司令塔としての役割を果たすことができる。欧米企業による海外 M&A の場合、本国のアドバイザーがそうした機能を担うことが一般的であるとの指摘もある。

海外 M&A においては、現地アドバイザーと直接契約し、不要なサービスに対する費用を請求されたり、日本法との違いや税務面の影響を十分に把握しないままディールを実行することで、後々思わぬリスクが顕在化したりする恐れがある。現地アドバイザーとうまく連携して案件を進めるために、日本のアドバイザーを活用することも有効な選択肢の一つとなりうる。

2.3 グローバル経営力

2.3.1 海外 M&A を契機としたグローバル経営力の強化

海外 M&A の実行はグローバル経営のスタートである。

海外 M&A を考えるうえで、事前の準備と同様に重要なことは、PMI までの一連のプロセスが終わった「後」（Post-PMI）の海外子会社管理のあり方である。

言語・文化・商慣習・法制度・地理的な距離等、様々な点で異なる買収先の海外企業には、国内企業を前提とした子会社管理の仕組みは通用しない。海外 M&A による果実を享受し、グローバルな成長につなげていくためには、買収を行った日本企業自身がグローバル本社として進化していくための改革を真剣に行っていく必要がある。海外企業買収・統合の完了をゴールとするのではなく、海外 M&A の検討や取組みを始めた企業においては特に、海外 M&A の実行をグローバル経営のスタートとすべきである。

海外 M&A の実行は、事前の戦略策定、ターゲティングからディール、さらには PMI に至る各段階を通じ、自社のグローバル経営力の強化につなげる重要な契機となる。まず、海外 M&A の検討の際に、買収後の子会社管理・経営のあり方を念頭に「買った海外企業を経営できるか」という観点から、自社の現状、特にグループ経営管理の現状をしっかりと把握する必要がある。もちろん、自前で全てカバーする必要はなく、足りない部分は外部専門家等により補うことが可能であるが、出発点として自社の状況・課題・足りないところを把握することが不可欠である。そのうえで、国内のみで通用してきた経営・ガバナンスのあり方を、シンプルな原理・原則を旨としたグループ管理方針の明確化やグローバルコンプライアンス体制の確立など、海外にも通用するグローバル経営力強化に向けて改革する必要がある。

海外 M&A に積極的に取り組んできた企業の中には、買収した海外企業の優秀な人材の登用・マネジメントや経営管理手法、IT システム等、優れている要素を積極的に取り入れることで、グローバル規模での成長を志向できる企業への脱皮に成功している例もみられる。また、企業理念や経営ビジョン、行動規範・行動指針などについても、買収した海外企業にも適用できるか、グローバルな視点で検討し、その内容を見直すことも重要といえる。

こうしたグローバル経営力の強化は、ひいては海外 M&A の実行力の強化にもつながる。実際、海外 M&A を契機として経営の様々なレイヤーでグローバル化につなげている企業は、次なる海外 M&A や事業への投資についても成功確率が上がり、さらなる成長につなげているという好循環を実現している。

日本企業が海外 M&A を実施する際には、下記の要因等により高値掴みとなっている場合がある。

- 過度にリスク回避的になり、契約内容の細部にまで保証及び補償を求める（契約における保証の量と買収価格は相関関係にある）
- 意思決定に要する時間が長いことから、意思決定の速い他国企業と比べ、買収価格の交渉力が弱くなる
- 海外 M&A の経験が少なく、交渉上手な売り手に翻弄される

海外 M&A を契機として、日本本社の意思決定の仕組みを見直すなど、より競争力のある経営体制を構築することも考える必要があろう。

2.3.2 グローバルリーダーシップの開発

海外企業にも通用するリーダーシップ・専門性・コミュニケーション能力を持った人材を活用・育成する。

グローバル経営力の中核となるのは人材である。海外子会社とも信頼関係を構築し、相互の強みを生かしてイノベーションを実現していくためには、多様なバックグラウンドを持つ人材や、分け隔てないコミュニケーションができ尊敬を得られる人材が、経営や M&A の中核にいて、経営・事業・コーポレートの各々の分野でリーダーシップを発揮していく必要がある。

ここでいう「コミュニケーションができる人材」とは、単に語学ができるということに留まらず、より重要な要素としては以下の点が挙げられる。

- 文化的多様性について優れたリテラシーとセンシティビティを有し、グローバルで多様性に富んだ集団・組織を束ね／マネジメントし、企業の戦略・ビジョンを自らの言葉で語り、実行できること
- 海外企業のグローバル人材と対等に戦える能力・対応力・経験、リベラルアーツ（教養）を有していること（M&A とその後の統合を積極的に担わせることで、グローバルな環境でのビジネスの経験を積ませる）

中堅製造業 A 社では、駐在ではなく出張の形で世界各地の現地企業を訪問しケアをする担当者を置いている。各担当者は、各国で文化が異なるため、現地の人々の中に入り込んでいくスキルが求められる。現在は少数の日本人が中心となっているが、今後はグローバルレベルで当該担当者の増員を検討したいと語る。

なお、同社は採用面における中途採用や日本本社・現地法人間の人材異動を通じてダイバーシティを高めている。

特にM&AにおいてはTop to Topのコミュニケーションが様々な局面で求められることから、経営者（CEO / CFO / COO）や案件責任者はM&Aに関するリテラシーだけでなく、買収先から尊敬を得られる人物として、グローバルに通用する人間力やリーダーシップを兼ね備えていることが望ましい。

海外企業とのコミュニケーションやリーダーシップを発揮することが期待できる人材を見出し、CEO / CFO / COO として登用していく人事制度の設計は、今後、非常に重要となってくるといえる。

こうした人材は一朝一夕では養成できず、中長期的な視野で次世代リーダーの育成も検討していく必要がある。海外M&Aを有効活用している企業においても、少人数ではあるものの、若い頃から出向先の海外企業の経営に関与する等、責任の重いポジションを与えられ、海外現地でアクティブな仕事を経験した人材が海外M&Aを推進する経営層となり、リーダーシップを発揮しているケースもある。特に、海外の買収先企業の経営経験のある人材は、駐在員として本社の指示により動く人材と比較すると、コミュニケーション力やリーダーシップ力では圧倒的な差が生じているという意見もある。

現地法人への派遣目的について、①現地での即戦力、②教育目的の2パターンとして明確にしている企業もある。

現場から求められるのは即戦力人材であるが、若手社員を「将来、価値を返すので経験を積ませてほしい」と依頼する形で、Job Descriptionに役割を明記して派遣することも、中長期的なグローバル人材育成において重要である。同社の役員も、若手の頃に現地法人の事業運営と経営を担った経験が生きている。

単に語学のできる駐在員として、現地の情報を収集して本社の指示に沿って、いわば日本企業の出張所として動いた経験ではなくて、海外の企業での実戦経験の下地があり、グローバルで通用する考え方について実体験をもって理解をしていく、またそのために海外の上司や部下と臆せずコミュニケーションが取れるような人材を一人でも増やしていくことが重要である。

特に、日本のローカルな目線ではなく、鳥瞰図的な視点でグローバルにビジネスを見渡せる能力は非常に重要である。たとえば、ある国に属しながら、グローバルな視点で事業環境を観察するべく、国外からの見られ方、属する会社・組織の外からフェアな視点で分析・理解できるような能力が求められる。

世界中には日本人が知らない商習慣が数多くあり、海外事業の実務を全て日本人で遂行することは困難である。組織として価値観や経営基盤を共有しつつも、多様な課題に衆知を結集して対処していくためには、多様な人材を活用できるような組織作りが肝となる。グローバル経営力を向上させるためには、日本駐在員をハブとした海外子会社管理に依拠せず、グループ各社の「いい所取り」を可能にする経営手法が求められる。

2.3.3 グローバル経営プラットフォームの整備

海外 M&A を通じて買収した海外子会社のプラットフォーム・ノウハウ・インフラ等を活用し、グローバル競争力強化に資するインフラを整備することで、グローバル経営力を培うことも重要である。

(1) グローバルに通用する価値観・行動規範を作る。

グローバルな経営基盤の構築のためには、まずグローバルに通用する価値観・行動規範を確立ことが重要である。もちろん日本企業の企業理念や価値観の中にもグローバルに通用する普遍的なものや、よりすぐれたものもあるが、それを買収先企業に伝わるよう工夫していく必要がある。対象企業に自社の価値観や行動規範を導入する際は、従前から日本企業が持っていたものを単に英語に訳すのではなく、その本質をグローバルに通用する価値観・行動規範として再定義していく必要がある。

日本企業、特に製造業の経営理念や考え方の本質は、海外企業の従業員に受け入れられる部分も多い。中堅製造業 A 社では海外子会社に企業理念を浸透させるための専門部署を設置している。過去の海外 M&A では、買収当時の相手の経営陣とは最後まで価値観が折り合わず、当初の経営陣は多くが辞めていった。しかし、その頃若手社員であったメンバーが同社の企業理念に共感し残ってくれたことで、その後両社一丸となり業績向上を実現する基盤を得られたといえる。

大手製造業 B 社では、自社と海外の買収先の経営理念を融合させたグループ理念を作成した。作成にあたっては、日本語と英語のバイリンガル人材が準備したドラフトを、買収先所在地のコンサルティング会社を活用して、伝わりやすいように英語の文章を調整した。さらに、買収直後の経営会議において内容を合意した後、両社から人員を充てたタスクフォースチームが数か月かけて、グループ理念の表現を磨き上げたという。

こうしてできあがったグループ理念は、現在も世界中で参照・尊重され、グループの根幹となっている。

なお、日本本社のガバナンスの方法でそのまま海外企業を統治しようとしても、本社の制度自体が歴史の積み重ねによって複雑化しており、そのままでは海外に通じないといった事象も散見される。また、サイン権限・登録など、海外ビジネスで不可欠な管理手法が制度化されていないこともある。

(2) IT（会計システム等）を統合・標準化する。

次に着手すべきは、IT システムの統合・標準化である。日本企業は、同じ企業グループであるにもかかわらず、ネットワークサーバーが統一されておらず、共有フォルダを活用した情報共有ができないため、逐一、電子メールで情報のやり取りをしているという指摘もある。また、会計システムを統一せず、買収前の会計システムをそのまま使い続けるケースも多いといわれる。

特に買収後のガバナンスにおいて重要となる管理会計や業務フローなどの課題は PMI における重大な障害になりうる。欧米企業は ERP パッケージによる標準化された業務・システム仕様をトップダウンで導入しており、日本企業が使用するローカルルールのアドオンが多いシステムとの統合に苦勞するケースも少なくない。また、統合効果を享受するためには、取引先マスターや在庫マスターなどの各種マスター・コードの統合も重要であるが、多くの企業では実現できていない。さらに、子会社からの業績報告や活動報告は、できる限り書式等を標準化することが望ましい。各子会社からの報告書式がバラバラということは、報告事項の項目数・レベル感・要求する KPI もバラバラになる可能性が高い。

IT システムの統一化は、PMI プロセスにおいて最も苦勞する点の一つといわれるが、だからといって放置せずに、時間をかけてでも統一化に努めることが求められる。日本企業がグローバルスタンダードを意識し、IT 基盤を標準化しておくことはオペレーションの競争力強化につながり、経営自体をグローバル化することにもつながる。KPI を含む各種の報告も IT システムの統一によってオペレーションを円滑に行うことができる。

(3) グループ共通のグループ管理方針を整備し、契約・規程に反映させる。

子会社ガバナンスの共通の方針（グループ管理方針）を整備し、各種の契約や社内規程に反映させる必要がある。

まず、グループ本社として海外子会社に対して、コーポレート部門・事業部門との関係とともに、何をどこまで管理・支援すべきかについて基本方針を策定することが重要である。このグループ管理方針については、グループマネジメントポリシーなどの名称で明確に整備・運用されている事例もある。

次に、グループ管理の基本方針に基づき、100%子会社・合弁事業の子会社などの分類別に、ガバナンスモデルを整備し、各ガバナンスモデルに属する子会社に要求する管理レベルを明確にすることが必要となる。子会社への要求事項の典型例は、親会社事前承認や報告を要する事項の要求であるが、合弁事業の場合、出資契約・合弁契約等に事前承認事項・報告を明定するとともに、子会社の定款または権限規程に反映させることが必要である（別途述べた「3.1.1 明確か

つ一貫した M&A 戦略・海外 M&A における部分買収（持分 100%でない買収）の難しさ」に関連）。

そのうえで子会社管理体制の制度設計を具体的に定義することが必要である。事業子会社の管理は、管轄する事業部門による事業管理が基本であるが、事業管理ではカバーが難しいコーポレート管理の領域はコーポレート部門がサポートする必要がある。海外の多くの国・地域に事業領域が広がっている場合、本社のコーポレート部門が全世界の法令・会計・税務などのサポートを行うことは困難である。そこで、地域統括機能が必要となる。これらの事業部門・コーポレート部門と地域統括機能とが所管する業務範囲・責任権限は、関係会社管理規程・各部門の業務分掌などで明確に文書化され、具体的に定義されなければならない。

上記のグループ管理方針に基づく子会社管理のあり方については、買収契約～PMI の段階における議論で合意を得ておくべきことを忘れてはいけない。

さらに、海外子会社においては、日本では想定が難しい不正リスクに対する管理のガイドラインを確立することも考えなければならない。日本企業においては、これまで性善説になりがちで、「隙があれば不正は当たり前、簡単に実行される」という認識が不足している。各国での不正リスク対応のノウハウを本社が吸い上げ、ガイドラインとして整備することは非常に有用である。買収から数年以内に重大な不正が発覚したケースでは、上記のグループ管理方針に基づく子会社管理体制に問題があり、子会社に対する管理面での要求水準が明確でないことが多いという指摘もみられる。海外子会社（新興国、非上場のオーナー企業等）では、内部牽制・職務分離が未確立で、特定者による不正リスクが高いケースが見られるが、その場合、派遣した経営者や親会社の管轄部門が、承認事項や報告事項などを通じて、「モニタリングしている」と海外子会社の役員・従業員に認識させ、健全な緊張感を醸成することが非常に重要となる。そのモニタリング時の着眼点も前述のガイドラインに記載することも有用である。

【グローバル内部通報制度】

海外子会社管理においては、グローバル内部通報制度のように現地の情報を「吸い上げる」仕組みを確立することも重要といえる。

日本企業の場合、内部通報制度があっても現地法人のトップのもとで情報が止まってしまう、本社まで上申されないことが多いという指摘がある。海外子会社の実状が本社まで伝わらなければ、重大な問題やリスクが認識されず、想定した買収効果を実現できないだけでなく価値毀損を招きかねない。

内部通報制度を機能させるためには、多言語に対応し、必要であれば本社の管轄部門に直接通報できる体制、または外部委託業者を活用して本社が直接的に通報受付を管理できる体制・システムを構築することが求められる。何か問題があれば、通報をはじめとする各種の報告をすることは義務であるという意識を徹底させてはじめて、通報をはじめとする各種の報告制度が機能するようになったという事例もみられる。

(4) 海外子会社管理の組織軸を明確にする。

日本企業の本社の各部門においてグローバル化を意識した組織運営の改革は非常に重要である。その第1歩は、海外管理におけるコーポレート・事業・地域統括の役割分担を明確にすることである。

日本企業は海外子会社管理に苦勞しているケースが多いが、海外子会社の経営方法として、事業軸による管理が主流であるものの、海外現地国特有のリスク対応に不安がある場合も少なくない。そのため、グローバル経営に向けた組織運営の改革においては、海外子会社は、事業軸による管理を基本としつつも、事業管理ではカバーできない領域では地域軸による管理やコーポレートによる支援範囲の明確化を図ることが非常に重要である。

(5) コーポレート機能を強化する。

最後に、事業運営の基盤としてのコーポレート機能の強化の重要性を指摘したい。事業部門が主体的に M&A を実行することは、買収後の PMI を円滑に行う観点からは大いに評価できる。しかし、複数事業を跨る全社的な事業ポートフォリオ管理を鳥瞰的に行う機能はコーポレートしかない。コーポレート部門が、国内目線の業務ばかりを志向し、グローバルな鳥瞰図的視野を欠いたままでは、グローバル経営の実現は難しい。しかも、コーポレートの各部門が各々の所管業務にかかる資料や報告をバラバラに海外子会社に要求するだけの業務にとどまっているならば、業務負荷をもたらすだけの存在とみなされてしまうだろう。

グローバル経営を実現するためにも、グローバル経営を支援するコーポレート部門としての役割・機能について再定義し、親会社・海外子会社双方のコーポレート部門もスキル向上に努めつつ、適任者を設置していくことが重要である。そうすることで経営資源の配分を適切に行うための経営層の意思決定を支援する体制を構築することが可能となる。

3 おわりに – 真のグローバルカンパニーへの進化

海外 M&A は買い手にとっても変革を実現する絶好の機会でもあり、海外 M&A によって自身をグローバル化していくことも海外 M&A の成果の一つである。そのために、留意するポイントを以下に挙げる。

- 既存の土台に単に事業を付け加えるのではなく、海外 M&A を契機に自社そのものが変化することを目指す。
- 拙速な変化は、蓄積してきた強みを崩壊させるリスクもあるので、改革はステップバイステップで実施する。ただし、最終的に全社的にグローバル企業になるという基本的な方針については堅持する。
- 本社自体が「変わっていく」という改革の本気の姿勢を明示する（M&A を通したトランスフォーメーションの実現）。

実際に、買収側の日本企業自身が海外 M&A を契機にグローバル経営力を向上できたとの声は多い。改革の際に直面する苦しみ・困難もあるが、一方でそれらを克服し、「進化」を体現している日本企業の好事例も少なくない。

欧米企業は、リスクは顕在化した時点で対応すればよいという姿勢である一方で、まだまだ日本企業はリスクを過度に回避しようとする傾向が強いとされる。過度のリスク回避、慎重さは、成長阻害要因であり、可能な限りの準備をして実施し、リスクが顕在化したらそれに全力で当たるという姿勢が重要ではないだろうか。

海外 M&A を通じて、買収側の企業自身が真のグローバルカンパニーへと「進化」することで、対象企業から「買われる魅力」を感じてもらい、結果的に優位な交渉や買収後経営も可能となる。また、買収側が魅力的な企業であれば、対象企業の多様な人材を引き付けることができ、人材のリテンションや、買収後経営へのコミットメントや前向きな姿勢につなげることができる。このような真のグローバルカンパニーへの進化を遂げようと志向している日本企業に本研究報告が役に立てば幸いである。

(参考) 海外 M&A 事例集

2.1. M&A 戦略ストーリーの構想力

2.1.1. 明確かつ一貫した M&A 戦略

【製造業 A 社】 M&A は膨張戦略（規模拡大）のためではなく、成長戦略（強い会社をつくる）のために行っている。

A 社は、1980 年代から M&A を自社の成長ツールに活用している。M&A に取り組み始めた当初は、企業規模が小さく資金力が無いため、（買収価格が高くなる）海外 M&A ではなく国内の低価格な企業の買収を中心に組み組んだ。買収価格の低い企業は倒産寸前の企業が多く、買収後の再建に大きな労力を要した。企業規模が大きくなり資金力を得た 2000 年以降は、海外 M&A を本格化している。

A 社の買収方針としては、基本的にはキャッシュ・フローを生むための企業の買収を社是としているが（生まれたキャッシュで次の会社を買う）、市場環境や業界構造の変化に合わせて買収対象も変えている。たとえば、ドイツの部品メーカーを買収したことがある。近年は、複数の部品をそれぞれ単体でなく、パッケージ化した状態で納入することを望む顧客が増えてきているため、自社の既存製品だけではなく買収先の製品をポートフォリオの一部とすることで、より製品ラインナップを拡大することを目的とした買収であった。また、これまで管理機能の取得を目的とした買収は少なかったが、現在は R&D、設計など企業の「頭脳」といえる部分においても、対象企業を発掘している。

M&A においても基本的な定石はあり、それを押さえておけば、成長戦略に資する重要な手段になると考えている。どの会社を買うかを決めないうちに M&A 投資予算枠だけ決めてしまうのは好ましくない。また、M&A に使用する金額は時価総額の 5% までと決めている。

【製造業 B 社】 M&A のタイプを見極め、自社の戦略のパズルを埋めるために行う。最初は失敗をしてもよい。

B 社は M&A を 2 つの観点から分類している。1 つは新しいプラットフォームを作るための買収である。この買収は比較的大型で、新たな領域に展開するために行う。2 つ目は「周辺を埋める」の買収である。この買収は小型案件ながら、基盤をさらに強固にするためにミッシングピースを埋める買収である（地理的／製品／バリューチェーンの一部の補完等）。

B 社では上記のように分類した M&A のタイプに基づき、自社の戦略に合わせて、この企業は目で、次は耳、口、と順番に、パズルのピースを当てはめていくように買収していく。一連の買収でシナジーを生み出すうえで、最適な順番で買うことを意識している。

「いつまでに買う」という期限は設けていない。仮に、FA が案件を持ち込んでも、B 社が描くパズル（成長ビジョン）に入っていない企業であれば買わない。

また、規模が小さい企業を継続的に、シナジーが出るように買うのがよいと考えている。こうした企業買収であれば、買収時には営業利益率が 2-3%程度の会社でも、すぐに 10%にできるという自負がある。B 社としては飛びぬけて大きな会社も買う資金余力がないわけではないが、減損して失敗する可能性も高く、基本的にそういった買収は行わない方針である。先に関した会社の利益が十分に出るようになってから次の買収を行う方針である。

B 社はこれから M&A を行う企業に向けて次のように話す。「全ての M&A が成功することはありえない、最初は火傷をした方がよい。ただその火傷が会社の根幹を揺るがすようなものであってはならないので、小さな案件から M&A を始めるのが良いのではないか」。

【サービス業 C 社】株式上場計画と並行して成長戦略としてグローバル M&A を推進した。10 年間の中長期ビジョンでも、海外事業のさらなる成長のための重要アイテムとして M&A 戦略を位置付ける。

C 社は今後 10 年間の事業成長を見越し、海外 M&A を重要な成長の手段として位置付けている。海外 M&A を事業戦略の重要なツールとして活用するにあたっては、リスクテイクを最小化するために、2 段階アプローチ（小規模な企業の買収や投資、マイノリティ出資を行い、その後、規模の大きい買収やマジョリティ出資を行う）が有効と認識している。

たとえば、ある事業分野において売上高数十億円規模の米企業を買収し、国内のグループ会社を対象として進めていた小規模のユニット単位の経営管理手法が通用するかを検証した。C 社の経営手法が海外でも十分に通用することを確認したうえで、類似業種の売上高 1,000 億円規模の企業の買収に踏み切った。また、別の事業では、限定的なマイノリティ出資を行い、対象企業の状況を十分把握し経営者と戦略・戦術をコミュニケーションしたうえで、実効性が高いと判断したところでマジョリティ出資を実施した。

2 段階アプローチによる M&A 成功によって、C 社は国内だけではなく、グローバルでの No.1 企業を目指し、確実に地盤を固めている。

【製造業 D 社】 M&A のリスクも認識しつつ、100%買収かパートナーシップが最適か判断をしている。

D 社は M&A を進めるにあたり、出資割合については慎重な判断を行っている。技術革新が進んでいる中で、自社の技術や製品のみで顧客に満足してもらうサービスを提供することは難しい場合が多く、自社に取り込むべき技術を有している企業については、買収を行う。一方で、(マジョリティを獲得する) 買収は、自社のバランスを崩すことがありうるので、買収することのリスクが大きい場合はオープンパートナーとして提携することも視野に入れている。今期中期計画の中でも、オープンパートナーシップの活用についての方針を含めて策定している。

たとえば、以下のような基準に該当する場合、オープンパートナーが適すると考えている。

- 対象企業の保有する技術が汎用的なものであり、買収によって対象企業と取引のある他社を敵に回してしまう場合（敢えて自社に取り込む判断を行う場合）

一方、以下のような場合には買収し自社に取り込むことが良いと考えている。

- 対象企業が自社にない顧客基盤を持ち、かつ評判が良い場合。自社リソースによる進出では顧客ゼロの状態からスタートすることになるため（例：新興国の企業）
- 新技術であるが将来的にコア技術となりうる場合
- 用途が限定されたニッチ技術で、対象企業が市場で圧倒的優位性を持つ場合

なお、D 社では M&A 予算は設定しない。「買収ありき」の戦略を回避したり、重要な戦略の外部公表を回避したりするためである。

【製造業 E 社】 M&A を成長戦略達成に向けた 1 つの手段と位置付け、中長期的な戦略のもと M&A 戦略について経営層が年 1-2 回議論している。

E 社は自社の M&A について、経営陣も交えて直接議論をする会議を設けている。会議の中では常にリスト化している買収先候補を、自社の戦略に適うものか、買収のタイミングとして適切かを議論のうえ、今後 1-2 年の取組み方針を議論している。その際には、競合他社の M&A 事例も研究し、参考にしている。議論対象には買収だけでなく自社の構造改革（事業売却）も含まれており、M&A 全体が議論の対象となっている。当該会議は 20 年近くにわたって開催されている。

また、当該会議で留意されている点は、M&A に限らず、社内の重要意思決定においてヒストリーとストーリーを重視することである。過去 30 年以上の経営戦略と施策の歴史を整理し、経営陣が共通の理解を持つことで、直近の状況、雰囲気、思いつきによる判断や意思決定を回避している。

【サービス業 F 社】 M&A ありきではなく、事業戦略としてどの分野を伸ばしたいのかという検討からスタートしている。

F 社は事業成長の手段として、①オーガニック（自前）成長、②社外とのパートナーシップ、③M&A、を掲げ、あくまで成長戦略の実現方法の一つとして M&A を検討し、結果的に M&A が最善と判断できれば買収を検討する方針としている。よって、M&A について一定の投資予算枠や件数目標を設ける等、M&A ありきの戦略立案というアプローチはとっていない。M&A は相手（売り手）がいなければ成立しないため、自社の希望条件・タイミングに合致した案件が来るばかりではない。買うことを正当化できるような良い案件があった場合に買収を検討していく方針である。

M&A を行う際は、単体で強固な収支構造を持ち、自社の海外事業の核となりうる企業を獲得ターゲットとし、事業拡大を狙うことができる場合に限って検討している。また、企業をコントロールして自分たちの戦略を透徹できるような形で買収しなければ、M&A が自社の戦略に合った打ち手にならない。マイノリティ出資ばかりでは買収先を自社の意図する方向に活用できないことを、過去の経験から得た反省として挙げている。

海外展開を重要戦略とし海外 M&A に本格的に取り組み始めてから 10 年が経過した。濃淡はありつつも、地理的・サービスの広く事業を拡大できた状態であり、少なくとも売上高基準では目標としていた規模にも到達してきた、と感じている。今後は量的な拡大のみでなく、利益の担い手として、拡大したビジネス全体の効率化、競争力維持のための触媒となる M&A を重視していきたい、と考えている。買収先の強みを融合することで既存ビジネスの価値や効率が向上する M&A や、現状のままでは競争力が落ちていくところのカンフル剤となる M&A などを視野に入れる方針である。

※買収だけではなく売却も含めたポートフォリオの見直しを実施している例もある。

【サービス業 G 社】 他社のもとで世の中に価値を生むと判断した場合は、売却を考える。

G 社では買収した企業（もしくは事業）や既存の事業がグループ内では優先順位が低く成長が促進できないようなときに、売却を選択する。当然ながら事業計画の見直しなど徹底した価値向上の取組みを行うが、G 社グループ以外で事業運営された場合には成長投資が促進され当該事業が成長できると判断した場合に売却を行う。対象となる事業や企業は経営会議でリストアップされ、審議の対象となる。具体的に売却の対象となる例は以下である。

- ネットの影響等で市場の代替が進んでいる分野
- 特定のステークホルダーに特化している等、将来の拡張性がない分野

これらの企業もしくは事業を売却する際にも、売却先で事業が解体されるような売り方は決してしないように心掛けている。

2.1.2. 「ストーリー」を語る経営者

【製造業 A 社】社長自ら、中期計画策定を主導し、中期計画に基づいた M&A の位置づけを内部・外部に語る。

A 社が過去に大型の海外 M&A を実施した時点では、「海外でビジネスを行いたい」という意思がビジョンのレベルに留まり戦略として確立されていなかった。その状態で海外 M&A を行ったことで苦い経験もした反省から、社長の発案により中期計画を策定し経営戦略の軸とした。策定にあたっては、役員等を中心とした泊まり込みの合宿等を行うなど十分な議論を尽くした。

M&A で必要なリソースを適切に投入するためには、M&A が中期計画のどこに位置付けられているのかを明確化にし、これを経営トップ自身が内部・外部に対して語っている。

【製造業 B 社】自社株主との対話を通じて、海外 M&A を活用した自社の成長ストーリーを共有し、信頼関係を構築する。

B 社は過去に大型の海外 M&A を実施して数年後、タイミングが悪くリーマン・ショックが発生してしまった。リーマン・ショック直後の株価は、直前の株価の 3 分の 1 程度になり、また、30%以上を占めていた外国人株主も、11%まで下がることになった。

しかし、当時の B 社社長は、『B 社のビジネスモデルは「モノ売り」モデルではなく、「ソリューション販売」モデルであるため、収益化するまでに時間がかかる。収益化を実現するまでには多少の時間を必要とする』旨の趣旨を丁寧に株主に対して説明を繰り返した。社長の丁寧な説明や、リーマン・ショック後の業績回復も後押しし、外国人株主の比率が従前の 30%程度にまで戻ってきている。

現在でも株主との対話は続いており、特に外国人株主とは中長期的な戦略、成長ストーリーなどについて詳しく議論をすることが多くなっている。技術的な面について数時間以上も詳細な議論をする株主もいる。

【サービス業 C 社】国際経験豊かな CEO がグローバル化のけん引役となった。

国内での事業展開が大半を占める C 社は、欧州の企業を買収することでグローバル市場へ本格的に進出することとなった。その際に大きな役割を果たしたのは、国際部門長を経験したことのある当時の C 社の CEO であった。

国内では盤石な基盤を持っていたこともあり、C 社内ではグローバル化の必要性を訴える社員は少なかった。しかし、欧米地域を担当したこともある当時の CEO は、欧米地域での顧客ニーズに応えられておらず、今後成長するにはグローバルで戦えるだけのケイパビリティが必要であることを肌で感じていた。ケイパビリティ整備が先か、グローバルの顧客を獲得することが先か、などの議論があったことは事実であるが、当時の C 社の力量ではグローバルの顧客を獲得することは不可能であることは明らかであったため、海外 M&A を活用した成長ストーリーを描き、社内の議論をリードした。

2.2. M&A の実行力

2.2.1. M&A 目的の設定 - 揺るぎない目標を明確にする

【製造業 A 社】時間を買う 2 度の大型買収。M&A を通じてグローバルなマーケットへ進出。

A 社では過去に 2 度の大型買収をしている。日本国内は人口の減少に伴い、市場が縮小することが見込まれていた。そのため、海外市場に進出する必要性を感じていたが、海外事業は未経験であり、全く知見がなかった。

1 度目の案件は入札案件であった。よくよく調べてみると、当時の対象会社はプライベート・エクイティ・ファンド（以下 PE ファンドとする）の傘下にあったため、キャッシュ回収圧力が強く、結果として十分な投資がなされていなかった。ブランドは朽ち果てており、工場等も雨漏りがする。複数の製品ブランドがあるものの、実は使用している部品や材料は同じ、という惨状であった。通常では買収というよりもターンアラウンド事案として扱うべき内容であった。

しかし、業界内で見渡しても、本件のような大型案件が売りに出されることは珍しく、また、A 社が検討するグローバル市場への進出を実現するための最後のチャンスであると認識していた。そのため、本案件に対して「グローバル市場へ参入するためのプラットフォームづくりであり、インフラを得る、人財を得る、ブランドを得る」という明確な目的を設定し、実行をした。

2 度目の案件は、上記の買収後の事業成長や財務基盤の強化を通じて積み上がった手元現預金を活用した明確な成長戦略が必要である、とのことから、成長余地のある海外事業への更なる投資によって高いリターンを追求するために行った。そのため、グローバル市場の他地域において競合する他社にターゲットを定め、その企業のブランド、人財、インフラを獲得し、グローバル市場での地位を確固たるものにすることを目的とした。

【製造業 B 社】グローバル No.1 の目標達成に向け、不足するピースを補うために M&A を実施。

当時グローバルで業界 3 位であった B 社は、国内では大きなシェアを持っているものの、グローバルで最大シェアを有する北米市場にはほとんど参入できていなかった。北米市場で主力となるべき製品の品揃えがないことが原因である。過去には一度北米市場に進出したが、販売戦略が期待通りに進まず撤退をした経緯もある。また、新興国においては、製品の価格設定が高く、苦戦を強いられていた。

グローバル No.1 を目指す B 社にとって、規模の大きな北米市場への参入と新興国市場でのプレゼンス強化は喫緊の課題であったことから、技術・製品・地域の 3 点から B 社と補完関係になりうる企業の買収を行った。具体的には、北米市場向けの製品および販売チ

ヤネルを有し、かつ、グループ内において新興国向けのローコスト製品を製造・販売している子会社を有する、東南アジアの企業の買収を行った。

さらに 2012 年には、グローバルだけではなく北米市場単独においても No.1 を目指す、という事業目標のもと、特定の製品分野において、北米市場の規格を満たす高品質かつ価格競争力を持つ北米市場 No.1 の米国企業の買収を行い、傘下にある北米全体をカバーする販売チャネル網も同時に手に入れた。

【製造業 C 社】業界生き残りをかけ、社運を賭けた M&A を実施。

当時、日本での売り上げが 80%を占めていた C 社は、日本のバブル経済崩壊後、既存の主たる事業分野において成長が停滞しており、長い間売上高がほぼ変わらなかった。一時期は、今後の成長の柱とすべく、技術の転用等も含め新しい事業分野へ進出したものの、計画通りの成長が実現できなかったことから、既存事業への回帰を決断した。

こうして既存事業への回帰の方針へと動き出したもの、国内での成長は見込めず手詰まり状態であった。一方で当時の CEO は世界 No.1 のシェアを持つ会社になりたい、真のグローバルカンパニーになりたい、利益を伴った着実な成長をしたい、という 3 つの想いをもっており、その実現のために、欧州から発祥しグローバルに事業を展開していた業界 3 位の競合社（長い歴史を持つ老舗企業であり、同業界のテクノロジーリーダーの一人）の買収検討を行った。

しかし、検討の過程では多くのステークホルダーを納得させなければならず、①明確なビジョン・戦略、②投資としての経済合理性、③資金調達と返済見込み、④買収後の経営構想、⑤自己変革する覚悟、の 5 点について徹底的に徹底的に経営トップメンバー間で議論をし、買収実行のための理論づけを行った。

【製造業 D 社】M&A による逆転満塁ホームランを狙わない。買収目的を明確にする。

M&A は通常業務の上に統合という負荷がのしかかってくる。この負荷を乗り越えるためには、既存事業の収益基盤が確固たるものであることを前提に新たに買収する企業をしつかりと取り込める勢いが十分にあるのか、ということを判断しなければならない（過去に買収した企業は相当程度業績が悪化した状態であったが、当時の D 社の経営力があれば十分に再建できると判断した）。自分たちがじり貧ということで、M&A で逆転満塁ホームランを狙うというのは、失敗する可能性が高い。

買収目的は明確化しなければいけない。たとえば、DD や買収交渉の過程では、（特に大型の海外 M&A において）競争法のクリアランスを取得できるかといった点など、当初の想定通りの買収を実現し、その本来の効果を得ることが難しい場合がある。このとき、買収目的が明確に定まっていなければ、本当に前に進んでよいのか（ディールを成立させ

てよいのか) 判断ができない。過去の買収案件では、買収発表後にメディアやアナリストに散々なことを言われたり、株価もダメージを受けたり（その後株価は5年間も低迷）したこともある。しかし、買収の目的が明確であれば、こうした外部の評価に浮足立つことはない。

このように、買収は大きな負荷がかかる手段である。自分たちが買収・統合の過程に手一杯になってしまっている状況では、買収に関係していない競合他社等の第三者につけ入る隙を与える可能性もある。こうしたリスクを避けるためには、人的な側面が非常に重要になってくる。「いかに人をやる気にさせるか」が大切である。

【製造業 E 社】十分に議論を尽くした後、当初目的を達成するために M&A を決断。

E 社には大きく 2 つの事業分野があり、一方の事業分野は順調な成長を続けていたが、もう一方の事業分野は成長が鈍化し、競争が激化していた。後者の事業分野を今後どのように成長させるべきか、自立的成長ができるのか等を含め、様々な角度から検討を行った。

議論の過程で、そもそも自分たちはどのようなゴールを目指していたのかと自問した際、目指すのは「名誉あるグローバルプレーヤーになる」ということであり、そのためには M&A を選択せざるを得ない、という結論に至った。

この検討の結果、実行した案件の目的は 3 つあった。対象企業の持つ米国や新興国の販売網の獲得（当時 E 社が販路を持っていない地域が中心）、対象企業の良質なグローバルブランドの入手、E 社が強みとする生産、R&D 領域における技術・ブランドの融合（実際に E 社と対象企業との間で何が融合できるか詳細を検討した）であり、名誉あるグローバルプレーヤーに相応しい相手を選択した、と考えている。

【製造業 F 社】新しい収益の柱とするべく、新規の分野で M&A を実施。

F 社には大きく 3 つの事業があり、そのうちの 1 つは 2 種類の製品分野で構成されていた。しかし、今後の会社の成長のためには更なる製品分野が必要になる、との経営判断から、外部のコンサルタントを活用し新たに参入すべき製品分野を特定した。その製品分野には巨大プレーヤーがおらず、新規参入しやすいと考えられた。

さらに、この分野における将来の買収先として米国にある有望な企業をリストアップし、F 社側から買収提案を持ち掛けた。当初は対象企業に売却の意思はなかったが、新しい製品分野で一定程度のプレゼンスを有している対象企業は、F 社の今後の新しい収益基盤として魅力的であったことから、まずは対象企業との協力的関係を築くため、業務の提携から始めることとした。当時、対象企業は日本事業を強化したいと考えており、新規事業を立ち上げたい F 社と思惑が一致したからである。

その後、対象企業の日本代理店を買収し、対象企業の実情を徐々に理解し、最終的には対象企業本体の買収を行った。徐々に相手を知ること、買収後の経営イメージを具体化することができた。また、お互いの経営トップが初めて顔を合わせたのは、日本の代理店を買収した後であるが、その後双方の信頼関係が構築されたため、本体買収後に行う統合作業の下地ができていたといえる。

【製造業 G 社】 M&A を通じて、成長が見込める米国市場へ進出。

G 社は日本国内を主たる市場としていたが、G 社の主力とする製品群の国内市場は今後、停滞することが予想された。G 社の製品を購入する主たる消費者層は 50 代であり、日本の人口構成を考えると今後の新規開拓が難しいからであった。

一方、1995 年頃から商社との間で米国に JV を作り、日本での生産に使用していた原料をもとに米国向け製品を販売したところ、当時の米国の消費者の考え方に支持され、売上を伸ばしていた。米国市場の可能性を感じた G 社は後日単独で米国市場に投資を行ったものの、同社の製品は、米国の既存のカテゴリーには含まれないもので、米国市場で G 社の製品を十分に浸透させることができず、販売は苦戦することになった。

米国市場を切り開くためには、既に販売チャネルが確立された製品を持つ企業を買収することが必要と考え、G 社の製造技術を米国市場にマッチするような形で製品化、販売することを可能とする米国企業を買収を決定した。

【製造業 H 社】 顧客の業界再編により国内の市場の縮小が想定された。海外への進出で成長を目指した。

金融業を主な顧客とする H 社は国内シェアの 7・8 割程度を保有しているが、今後の国内市場での成長が期待しがたくなったため、海外市場の取込みを目指すようになった。しかしながら自社のリソースのみでの成長が困難であると判断し、時間をカネで買うというコンセプトで買収検討を開始した。

検討の中でリストアップされた対象企業（H 社の競合他社）は、海外販売網および保守メンテナンスサービス網を多く有していたことに加え、当時、同社が製造していた製品を H 社の自社開発・製造に切り替えることで一定のシナジーが期待できると判断し、ディールを進めることに決定した。対象企業ほどの海外販売網を有している企業は他にほとんど存在していなかったため、他の企業は検討対象とならなかった。

なお、買収時は財務部主体で資本比率を決定した。無借金経営をコンセプトとしていたが、買収に際しては外部借入を実施した。当時の H 社は手元資金が豊富で返済は可能であったことから、金融機関も積極的に融資を受諾してくれた。

2.2.2. ターゲティング・日常のかつ能動的に準備を進める

【製造業 A 社】3 年かけてターゲットを特定。現地への実地調査も行い、多面的に情報を収集する。

A 社が経験した大型買収案件は、失敗すれば本社の経営が傾きかねないほどの規模であった。そのため買収には慎重になっていた。プレスリリースの 3 年前から買収候補企業（競合企業）の調査を始め、実際に 1 社に絞ったのはプレスリリースの 6 か月前であった。調査・検討は日本の本社と海外事業を統括する子会社の両社による 20 名程度の混成チームが担当し、競合企業を買収するうえで、買収後のマーケットやサプライチェーンをどう統合するのか、3 年間で徹底的に議論をした。

議論をする中で、特にシナジー効果の算出は重要な論点になったが、対象企業の製品を販売している小売店などを実際に視察し、陳列されている製品の種類や規模、競合製品の取扱い、営業員の訪問頻度や人数などを、対象企業に気づかれないように調査した。また、小売店の店主にもインタビューを行い、生の声を把握した。実際に収集した情報を基に、A 社の肌感覚で、対象企業はどのくらいの投資を行っているのか、どの程度の営業員を抱えているのか、などを推測し、シナジー効果算出の根拠とした。こうした情報は、外部アドバイザーが机上で算出したシナジー効果では測定できない内容と考えている。

【製造業 B 社】買収先候補の探索は常時行っている。過去の案件では実行まで 8 年ほど時間をかけたものもある。

B 社の業界はプレーヤーの数が限られていることもあり、事業部門が競合プレーヤーのことを熟知している。そうしたことから、買収提案も事業部門（特に現場）からコーポレート部門に打診されることが多い。B 社が経験した大型案件についても、当初は米国事務所が日本の本社に「米国企業を買収するべきではないか」と提案したことがきっかけである。

この大型案件の検討を開始した当時、B 社は M&A の経験も少なく、かつ買収候補先企業が大企業であったため、統合後のマネジメントができない、という理由で米国事務所の提案を採用しなかった。しかしながら、米国事務所の担当者は、買収は必須である、と経営トップに提案し続けた（1 年に 1 回程度）。この間、日本の本社は東南アジアにある企業の M&A を行い、M&A や統合後のノウハウを獲得していたこともあり、最初の提案から 6 年後に経営トップが買収のゴーサインを出した。その後 2 年の検討期間を経て買収を成立させた。

大型案件実施後の現在でも、新たな事業領域に対して M&A ができないか、と探索している。

【製造業 C 社】常に最新のターゲットリストを作成し、定期的には買収の提案を行う。

C 社の業界もプレーヤーに限られており、事業部門もコーポレート部門も業界内のプレーヤーをよく把握している。事業部門とコーポレート部門の間でも、「あの会社を買えたらよいね」などという会話をすることもある。ただし、当業界は技術革新の速く短い期間で事業戦略の改定・更新を行っているため、その戦略に応じて買収のターゲットリストも変更が必要となる。そのため、日常的に事業部門とコーポレート部門の間で意見交換をしながらリスト更新をしている。ターゲットリストの管理はコーポレート部門の M&A 専任部署が担当している。

C 社では自分の戦略に合致する企業しか買収しない、という明確な哲学がある。そのため、案件が「持ち込まれる」ことよりも、自分から「買収したい」という提案をすることが多い。当然、初回の提案では断られるが、環境の変化が激しい業界でもあり、モニタリングをしていれば必ず対象企業において状況の変化があり、対象企業の中で事業売却が検討される可能性がある。C 社が、リストに記載された企業に対して、定期的にコンタクトを続けていく（C 社の CEO は毎年定期的に対象企業の CEO に手紙を書いている）ことで、いざ売却を検討する段階では最初に C 社に声をかけてくれることが多い。なお、常時 10-20 程度の買収検討を行っているが、その中で、最終的に買収できるのは 1-2 社程度である。

【製造業 D 社】外部も活用しながら 3 年の時間をかけて十分に下調べを行った。

D 社の事業戦略上、北米にある巨大企業のグループ会社を買収先として有力であった。D 社は買収の 3 年前から当該企業の買収の可能性を探るべく調査を開始した。具体的には投資銀行に情報収集を依頼したり、公開情報を基にした自社による調査をしたりといった手段である。

D 社は当該企業の工場見学や販売店視察などにより、製品の販売状況などを直接確認した。30 代社員を中心とした 7-8 名程度のコアメンバーをアサインし、彼らが収集した情報に基づき、D 社の中期経営計画も踏まえながら現実味のある買収後の事業計画を作成した。

【製造業 E 社】北米市場をターゲットに買収候補先企業をリスト化。ローラー作戦で候補企業を絞った。

既存の国内事業の停滞を感じていた E 社は、米国市場での拡大が必須であるとの判断から、北米市場での買収を検討した。北米市場は、E 社の製品に対する潜在的なニーズがあ

ると考えられたことに加え、新しいものを受け入れやすい環境であり、過去の事業展開で北米企業の特徴が分かっていたことから、重点地域としていた。

実際に買収を行うことになる２年前頃から、買収または提携を行う前提で、5-100 億円程度の売上高規模で E 社と類似製品を扱う企業を中心とした候補企業をロングリスト化した。その後、事業内容や株主、売上高等の調査を行い 20 社に絞り、全ての企業に買収に興味があるかと打診したが、実際に会えたのは 5 社だった。最終的に買収することになった対象企業とも面談ができたが、当時その対象企業は株主ともめていたのでタイミングが良かったといえる。

【製造業 F 社】過去に買収を打診されるも一度は断った。自社の経営計画における位置付けが明確になった段階で、F 社側から再度アプローチをした。

F 社は海外の販路を有する英国企業を買収したが、この買収にあたっては、F 社より対象企業側にアプローチを開始した。当時の対象企業の株主は PE ファンドであったが、PE ファンドが保有してから 3 年ほど経過しており、PE ファンドとして売却準備を始めるタイミングだと判断したからである。

なお、対象企業の買収を以前にも F 社内で検討したことがあった。しかしながら、当時は、自社と対象企業に製造機能等の重複があり、買収しても大規模なリストラが必要と判断したため、検討を進めなかった。

その後 PE ファンドが対象企業を保有後、自社工場の閉鎖と製造委託を実行しており、F 社との製造機能等の重複は以前に比べ解消されていたため、本格的に検討するに至った。また、買収検討を開始する前は自前成長を目指す戦略であったが、リソース、ソリューション提案力、サービス網の構築力等の課題から自前での成長は困難であるとわかり、海外事業部門から M&A が必要と要望が挙げたこともあり、本格的な買収検討となった。

当時、対象企業の親会社の PE ファンドは出口戦略として具体的な売却先を、F 社以外にも複数保有していたと想定されるが、F 社が他社に先駆けて積極的にアプローチしたことがディール推進につながった。その結果、入札形式でなく、独占交渉権を得て交渉を推進できた。

F 社ではショートリストを作成し、計画的に買収候補企業の選定を行うことが重要である、と考えている。検討は買収先を中心に設立した海外現地法人が主体で、判断は日本で行っている。海外企業のトップは M&A を積極的に行う（M&A を実施していなければ一人前ではないといった風潮もある）ため、情報収集が頻繁に行われ、投資機会の損失を回避できている、と分析している。

【製造業 G 社】基本合意前に買収候補先の経営陣と面談をして、具体的な統合後のイメージをする。

G 社では買収の基本合意をする前に、案件の責任者が経営トップと 1 対 1 の面談を行うようにしている。可能であれば、経営トップだけではなく、コアとなる経営層との面談も行い、買収後の企業経営を任せていけるのか、を判断する。もしイメージができない場合は、買収を断念することもある。

2.2.3. デュー・デリジェンス (DD) - 優先順位付けに基づいて仮説検証する

【製造業 A 社】DD を行う前から買収後の青写真を描く。青写真を描けない場合は買収を断念すべきである。

A 社では、DD より前に、シナジーや製品ラインナップ、リスクなどを含めた買収後の経営方針・事業計画（青写真）を 10 年程度の時間軸で策定し方向性を判断している。その際には、対象企業のリソースと自社の該当地域の事業を鑑みて、どのようなビジネスができるかを考える。

「青写真」には具体的には下記のような項目が含まれる。

- どのブランド・製品をどの価格でいつ投入するか
- どの程度シェアを獲るか
- そのために販売網・製造基盤などをどう構築するか

過去に行った英国上場企業の買収の際には、株式の公開買付けとなり、情報収集の時間や内容に大きな制約がかかる可能性があったため、限られた時間の中で、買収すべき否かの検討を行うためのオペレーショナルな情報を入手するには、買収後に対象企業をどのように経営していきたいか、の青写真を描き、そのために必要な情報は何か、ということ特定する必要があった。こうした事前の検討に基づき実際の DD では足りない情報を効率的に開示させることで意思決定が可能となる。

ディール成立後においても立ち返る意思決定資料という観点からも、買収後の青写真は重要である。その青写真の範囲内であれば、案件の実行責任者として CEO より決定権を授権され、スピーディーな意思決定をすることができた。この青写真がなければ、何をどこまで任せてよいのか、という判断ができなかったであろう。買収後の青写真がそもそも描けないようであれば、その買収は断念するべきである。

【製造業 B 社】限られた時間でも対象企業の実態を見るべきである。

米国の大型企業を買収した、B 社は過去に同事業分野において自前で設立した会社の業績改善を実現し、グループ全体にとって重要な位置付けとしたことから、「我々は当該事業分野における商売を十分わかっている」という自負があった。

こうした中で、米国企業の入札案件の打診があった際、時間も限られていたことから、DD で提出する質問状の内容は現業面よりも制度面の質問事項を優先せざるを得なかった（買収ストラクチャー、税務、法務等）。

ディールが成立し実際に現地赶赴してみると、想定していなかった部分での費用支出（設備修繕等）の必要性や対象企業の事業環境では過剰と思われる設備などが見つかり、買収時点で想定していた金額よりも費用が掛かることが判明した。時間がないとはいえ、現地確認を疎かにしてしまった結果である、と過去を振り返る。

2.2.4. バリュエーション・本源的価値を見極める

【製造業 A 社】 自社の事業計画に基づき、納得感のある買収価格設定を行う。

A 社が既存事業拡大のために米国の企業を買収した際には、自社が策定した中期経営計画に基づき、具体的にどの程度まで目標が達成できるのか、もしくは、どの程度下回れば減損のリスクになるのか（中期経営計画との整合度合いの下限を定め、下回ると減損リスクと判断する）、資金調達はある程度可能なのか、などを逐一確認し、全ての課題がクリアできることを確認した。

その結果、当時の株価に対して、プレミアムを乗せて買収することになったが、当時の対象企業の株価に対しては妥当であったと考えている。特に、A 社が買収した事業分野は世界的に拡大をしており、もし、2 年後に買収するのであれば、当時よりも多額の資金を用意しなければ買収できなかったと振り返る。

社内においても本案件は、A 社がグローバルに進出するための基盤づくりとして大変価値があった、と評価されている。

【製造業 B 社】 買収には価格も含めて社内でも賛否両論あり。M&A の目的と価格の妥当性を論拠に買収を実行する。

B 社はその後買収した企業と当初は、業務提携を行っていた。こうした業務提携の過程で、対象企業のマネジメントの特徴やオペレーション内容などを理解、把握し、対象企業本体の買収提案を行った。相手についてある程度の知見を得たうえでのバリュエーションを行ったが、新規事業への参入という面においても、社内での議論は価格も含めて賛否両論であった。しかしながら、B 社の成長に必要な事業基盤であること、相手を熟知したうえでのバリュエーション、という 2 点を論拠に B 社は買収を決断した。

その後買収後の売上、利益曲線は買収時点の計画とほぼ一致している。買収前に対象企業の事業を正しく理解できていた、ということが成功の要因である、と B 社は考えている。

【サービス業 C 社】原則は買い手の見積もったスタンドアロン計画に基づく価格を上限とし交渉に臨む。

C 社では企業を買収する際、2 通りの事業計画を作成している。1 つは買収後の C 社によるバリューアップを含まないスタンドアロン計画（As-Is 計画）、もう 1 つは買収後の C 社によるバリューアップを含んだ計画である。C 社では、自社による買収後のバリューアップ分を価格に反映してしまうことはシナジー効果を先取りしてしまうことになるため、投資がグループ全体の企業価値向上に繋がらない、と考え、As-Is 計画での価格を上限に設定して交渉に臨むことを原則としている。結果的に As-Is 計画が事業部のミニマム・コミットメント、つまり買収後の撤退基準になる

もちろん、事業部の戦略にとっての重要性に鑑み、バリューアップを保守的に見積りつつどこまで価格に含めるか議論する場合もある。

【製造業 D 社】カーブアウト（事業分離）スキームにおいては、スタンドアロンコストを早期に算出することが重要である。

D 社ではカーブアウトの取引で他企業の一事業を買収する際は、対象の事業を「キャッシュ・フローが回る事業体としての完成品の状態で買収すること」を最低条件としている。コーポレート部門等、親会社から支援を受けている業務領域や兼務人材の分離等の、買収対象が一つの事業体として運営されうするための分離コスト（カーブアウトコスト）を、売り手の負担として求めているのである。

【サービス業 E 社】事業の特性や地域の特性などを考慮し、ハードルレートやバリュエーション期間を柔軟に設定する。

E 社は、海外 M&A の案件では、国内投資におけるハードルレートを基準に、各国のインフレ率やリスクプレミアムを勘案し、地域別のハードルレートを設定しており、半年毎に更新をしている。また、E 社は DCF 法を基としたバリュエーションを参考値の一つとして実施しており、継続価値を算定する際の永久成長率については各国のインフレ率を使用している。算定においては、インフレ率が事業計画最終年度の成長率と均衡することを前提としているが、これは言い換えれば、計画期間と成長期間が同等であり、その期間で期待される成長を描ききることを、事業部門に求めている。

尚、この事業計画期間については、事業領域によって柔軟に設定している。安定的な成長が見込まれる事業領域については、5 年程度としているが、ネットビジネスに関する案件が多くなるような事業では、事業の特性を鑑み「最長 10 年以内の合理的に説明できる期間」という設定をしている。

M&A を成功させるために重要なことはできる限り安く買うことである。安く買収できればその後、追加投資が必要になった際にも行いやすい。しかし、入札のように競争によって買収価格に対する合理的な説明が困難となるような場合もある。その際は買収そのものを諦める、ということも当然考えている。

※競合に先行されるといった恐怖心や、想定外の市況の変化等により、結果的に高値掴みになってしまったと考えられる事例もある。

【製造業 F 社】 想定外の外部環境の悪化により減損を行う。

F 社は業界生き残りのため、社運をかけて大型案件大型案件（同業のグローバル企業の買収）を実施し、リーマン・ショックまでは順調であった。買収資金調達のために銀行に提出した事業計画とはば一致した利益とキャッシュ・フローを生み出していた。しかし、リーマン・ショックが起これ、その後の欧州危機によって業界全体が供給過剰になり、買収先が損益分岐点以下の財務状況になってしまった。また、中国企業の台頭などにより業界全体が更なる供給過剰になってしまった。こうした事態は想定困難であったため、結局は数百億円に上る減損処理をせざるを得なくなってしまった。

【製造業 G 社】 FA に急かされ、売り手のペースで買収を実行してしまう。

製造業 G 社は、FA から持ち込まれた入札案件の検討を行った。しかし、入札の期限が非常に短かったうえに FA からは「競合他社は既に入札済みである」などと伝えられた。仮に、入札に失敗し対象企業を競合他社に買収された場合、今後、海外での事業が立ち行かなくなるという恐れが先行してしまった。結果的に社内の議論は「多少高値であってもシナジ一分（を上乗せして）支払えば問題ない」という方向に流れ、当時の海外事業売上高と同程度の金額で買収を決定した。しかし、買収後に対象会社を精査してみると、FA から当初聞いていた話と異なっていたケースが発覚したり、実際の統合コストが想定 of 2 倍以上も要したりするなど、買収後の経営は困難を極めた。

2.2.5. 契約交渉・冷静にリスクに対処する

【製造業 A 社】 契約書に明記していたおかげで、リスクを回避できた。

米国の企業を買収した A 社は契約書の重要性を認識するようになった。M&A の経験が少ない同社では、ディールにおいて重視・優先すべき事項等に対する評価基準がなく、また、自社で検討する点と外部アドバイザーを活用する点とを整理する等のノウハウも有していなかったため、外部アドバイザーに頼りきりになる場面が多かった。そのため、DD の段階において、本来であれば疑問を持つべきポイントを見落としてしまったうえに、対象企業が意図的にリスク事項を隠蔽していたこともあり、買収後にコンプライアンス・リスクにさらされていることが露呈した。

しかしながら、当該リスク事項は、契約に盛り込まれた表明保証の範囲内であったため大事に至ることはなかった。もし契約書で担保されていなければ、A 社は大損害を受けていた恐れも否定できなかった。こうした経験から A 社ではディールの成立に当たり、契約書を念入りに精査してリスクの回避を行うように留意している。

【製造業 B 社】 統合後に重要となる人的資産を確実に獲得するため、リテンションを交渉の論点として設定する。

米国の企業を買収した B 社は交渉の段階で人材のリテンションを明確な論点として位置付けていた。B 社が買収した業界では人材争奪が激しく、常にリテンションに注力しておかなければならない状況であったことが背景にある（現在でもその状況は変わっていない）。そのため、DD の段階から、絶対に買収後も雇用を継続させたい人材、仮に辞職しても問題ない人材を見極めるようにした。また、重要人材を見極めるためにインタビューを実施し、リストアップした。そのリストを基に、「買収後もこの人材が残らなければ、買収は絶対にしない」という強い姿勢で臨み、対象企業と交渉をした。

※リスク回避に失敗したケースとして、下記のような事例がある。

【製造業 C 社】 買収後に対象会社の重要人物の流出が続出した。

C 社は事業分離（カーブアウト）による海外 M&A を実施したが、買収元の企業から C 社に参画すると想定していた人材の異動が行われなかったことが買収後に発覚した。こうした想定外の事象に対して契約書では特段保証がなされておらず、M&A による効果の実現が遅れる要因となった、と感じている。

2.2.6. 買収意思決定 - 「ディールありき」ではなく、「待つ」・「撤退する」選択

【製造業 A 社】中長期の株価動向と業界トレンドを基に、買収タイミングを見極めている。

株価が低迷しているときは、その分だけ、売却価格が低くなることから企業は売却に消極的になる。しかし一方で、株価高騰時は買収企業側の費用負担が大きくなってしまう。このタイミングを見極めているのが A 社である。

A 社は、コア事業の需要予測を 10-20 年のレンジで考えており、長期で考えれば予測が大きく外れることはない、と自負している。こうした需要予測を前提に、対象企業の業績等もよく分析しつつ、買収タイミングを見極めている。その結果 A 社は、非常に良いタイミングで米国の企業を買収したと評価されている。

一方で、コア事業以外のトレンドの予測は難しく、過去に苦労した経験がある。

【製造業 B 社】タイミングと事業環境をよく見極め、適切な価格になったと判断できたときに買収を行う。

B 社では M&A の成功のためには、高値掴みをしないことが最も重要であると考えている。そのためには、ブームで株が上がっている（本源的価値より高値がついている）状態か否かを冷静に見極める必要があると考えている。M&A 巧者が多い欧米企業は一番業績の良い時に最高価格で売ろうとするため、買収後に買値以上の価値をつけるのは至難の業になる。

市場価格からみた売り手の希望売却価格と、買い手が考える本源的価値とにずれがある場合、率直に伝えたとしても売却してもらえず、待つよりほかない。しかし、世の中の変化に合わせ競争関係・企業の相対的ポジションも変化する。以前は売却する意思のなかった会社でも、競合大手が合併したことにより危機感が生まれ、買収の話聞いてもらえるようになることもある。

実際に B 社が米国企業の一部事業を買収した案件では、2 年前頃から売りに出す話はあったが、当初の売り手の希望価格は実際に B 社が買収した価格の倍以上だった。しかし、偶然にも市場での該当事業関連株が下落し、B 社が算出した価格で買収することができた。

B 社では原則として自社の算出価格と乖離する場合は買収を行わないが、上記のような偶然がいつもあるわけではない。例外的に高値でも買収を行うことがあるが、それは、他企業に対象企業を買収されてしまうと致命的になるような場合などである。その際でも投資回収期間が通常よりどの程度長くなるのか、の確認は怠らない。

【製造業 C 社】経営全体の状況を鑑みて、「今は買わない」という判断も大切である。

主に事業部門が M&A の起案を行っている C 社では、事業部門が起案の時に「今、この会社を買わないと他社に持っていかれる」と説明することがある。しかし、事業環境や買収価格などを勘案し、M&A を実施するメリットが十分に見込めなければ「今は買わない」という選択をすることも非常に重要である。C 社のトップ経営者は「割高なのであれば今すぐ買う必要はない。もし他社が買ってしまふのであれば、後日、その会社から買えばよいではないか」という姿勢であり、必要な時にはいつでもディールを中止する判断を下せる。

実際に C 社は、グローバル市場への本格的な進出のため、社運を賭けた買収を行ったが、そのディール自体は一度破談になった経緯がある。2 年以上かけて準備をし、自社の戦略上も大変重要な買収案件であったが、双方の条件が合わず、ディールが破断した。しかし、3 か月後に対象企業側から「どうしても買ってほしい」という依頼があり、結果的には話がまとまった。C 社の条件に合わないディールを無理に追いかけることなく、相手からの譲歩を引き出した事例といえる。

【製造業 D 社】M&A は辛抱の世界。最長で 16 年待った案件もある。

D 社は今までも数多くの M&A を実施してきた企業である。その大半は自分から「買収したいので売ってほしい」と持ち掛けている案件である。

しかし、多くのケースにおいて相手は簡単に売ってくれず、「買収したい」という話を持ち掛けてから平均 5 年程度は待っている。その間に市場の環境も、対象企業の財務状況も大きく変わりうることから、待っていればいつかは連絡が来る可能性がある。もちろん D 社からも定期的にコンタクトをし、「何か状況に変化があればすぐに連絡がほしい」旨を伝えている。こうした活動を続けている中で、最長で 16 年も待った案件もあった。

また、ある年に既に複数の買収案件を成立させていると、買収資金や PMI のリソースが十分でなくなる時がある。そのような時は、たとえターゲットとなっている企業が「売却したい」と話を持ち掛けてきても、「今は余裕がないので来年にお願いしたい」と正直に伝えるようにしている。対象企業が「今売りたい」という場合であっても、焦って判断してはいけない。

【製造業 E 社】一度は撤退の判断。その後リスクを最小化して再交渉。買収を成立させる。

E 社は複数の事業領域を対象に持つコングロマリット企業である。そのうちの一つの事業領域については、1990 年代後半から欧州での当該事業の拡大を図り、2000 年代半ば頃に大型案件の受注ができたことを契機に M&A を行って、更なる事業拡大を検討した。

こうした中で、欧州のある企業を最初の買収候補としてリストアップし、公開情報を中心とした調査を続けた。そして、よいタイミングで対象企業の入札が行われることになったことから E 社としても本格的な検討を始めることとなった。

しかしながら、調査を進める中で対象企業の業績は想定より悪化している状況が判明し、その後の再生は不可能であると結論づけた。そのため、一度は入札から降りる判断をした。

その後、入札が再実施されることになったが、その際は特に問題のある領域を買収対象から除外する等、リスクを最小化して入札を行った結果、無事落札することができた（たとえば、工場を 3 分の 2 に絞るなど）。1 回目の入札の時に焦って応札せず、しばらく時間をおいたからこそ冷静な判断ができた事例である。

【製造業 F 社】 案件の検討に社長自らも参加。チーム全員のコンセンサスで撤退を判断。

F 社は過去に買収案件から撤退の判断を下したことがある。最終的には社長が NO の意思決定をしたが、皆の意見が集約されてきた段階で社長が「NO」と発言した。止めるのが早すぎると現場の士気にもかかわるので、タイミングには配慮していた。社長として撤退しようと思った案件でも、まずは一度担当の部署が検討したうえで、判断するようにしている。加えて、対象企業との関係でも、丁寧にコミュニケーションしてきたので、買収を断念した後も先方との信頼関係は崩れなかった。

撤退の決断を行うにあたっては、（買収が成立すれば、現地で PMI を実施する担当する予定であった）責任者とよく議論し、本音でどう考えているかを引き出し、買収先がどの程度の体制構築が可能かを考えた。

2 年以上の準備期間をかけた買収案件もあるが、検討にかけた時間（サンクコスト）は気にせずに「断念する」という判断もできるようになった。

【サービス業 G 社】 撤退基準を明確化し、案件を深追いしない。

G 社は過去に複数の M&A を行っており、苦い経験も数多くしている。そうした M&A 経験を通じて、価格の相場感や必ずクリアすべきポイントを社内で明確にしている。たとえば、下記のような項目が該当する。

- ・ よい会社であっても相場に対する価格が高過ぎて正当化が難しい場合
- ・ PMI でシナジーを実現するうえでプランを十分に実行できない
- ・ 人材流出のリスクが回避できない

買収を認めるために最低限クリアすべき点を明確にすることで、撤退基準も明確にすることができる。基準が明確になることで、相当ディールが進行した後でも、これ以上の金額を出してまでやる必要はないと判断できるようになった。

案件を起案した事業会社や事業部は案件を進めたくて仕方がなく、案件に対しても情が移る傾向がある。その点については十分に理解しつつも、持株会社の視点は、買収先をグループに加えた際にどうなるか（効率化・収益化できるか）であり、事業会社とは違った目線で吟味し、案件を止めることもある。こうした抑止機能を持つことも重要である。

【製造業 H 社】一度は交渉が決裂した。しかし売主より再度コンタクトがあり、最後は買収に至った。

買収を検討してから 1 年後、対象企業や対象企業の株主との間で続けていた交渉が決裂した。当時の交渉では買収価格が最大の論点であったが、当時株主であった PE ファンドは、高く売ることにはフォーカスしていたこともあり、一度破談状況となったのである。H 社としては買収可能な金額範囲を設定しており、その上限で交渉していた。その後 FA から再度コンタクトがあり、元々の金額から下げる形（元々の金額範囲の下限に収まる形）で合意した。

当時の H 社の時価総額の 3 分の 1 以上の金額となる買収価格に対しては、意思決定に至るまで、社内での議論に多くの時間を要した。DCF 法を使用して対象会社の事業計画をベースに算定したスタンドアロン価値に、想定シナジー効果の 10%を加えた金額を買収価格と設定した。買収価格以上の効果は実現できると想定していたが、経営陣からの反対も多く、社内説得（買収理由、業績見通しの策定）に苦勞した。

欧州や米国で競争法のクリアランスを得られるかについても多少危険視されたが、結果的に問題はなかった。欧州の 2 か国で若干時間を要したものの、結果的にはクリアランスを取得できた。基本的に H 社は対象会社と販売網の重複がなかったので大きな競争法のリスクは限定されていたと認識していた。

2.2.7. PMI・早期の統合実現と中長期的な価値実現の視点を併せ持つ

【製造業 A 社】ディール実行者が買収後の経営まで責任を持つことで M&A を成功に導く。

A 社では M&A の成功とは「元々の買収目的を果たし、そのうえで、支払った買収プレミアムを上回るシナジーを出せるかどうか」と定義している。

この本来の M&A の買収目的を果たすため、A 社では M&A 案件の企画段階から買収の交渉、PMI の実行まで一人の担当役員が責任をもって進めていく体制としている。また、買収案件を担当するメンバー 20 名程度に対しても、買収の検討段階から「あなたたちの仕事は統合が終わるまで終わりません」と告げ、買収段階から統合後を見据えるよう意識づけた。

買収メンバーが統合後までを見越してディールを進め、5年程度のモニタリングを行った結果、トップラインにおいてはほぼ当初の目的を達成した、と認識している。今後もディールとPMIを一貫した体制を続けたM&Aを行うことで、今後10年は2桁成長が可能であると考えている。「私は企画する人、あなたは実行する人」という体制は必ず失敗する、と考えている。

【製造業B社】事業部門から買収先へのコミットメントを引き出し、ビジネスオーナーの意識を醸成する。

B社では、新たに獲得した会社をどのように生かしていくのか、を考えるのは事業部門の責任としている。B社はM&Aを専任で行う部署を有しているが、M&Aにおいてはディールの企画段階から事業部門の参加も必須としている。事業部門のトップは常にディールに対しての心構えをしておかなければならない、と考えている。

M&Aを専任で行う部署はM&Aに関する企画立案・実行が主な責任範囲であるが、実際にはPMIの初期工程までを担当している。その後は、事業部門にPMIを引き継ぐことになるが、買収した企業の対象事業の責任者を明確に定め、その責任者にシナジー効果の実現も含めた事業計画の達成にコミットさせるようにしている。買収前にある程度の目途をつけることも多く、責任者のコミットメントが引き出せない場合や、適任者が見つからない場合は買収を断念することもある。なぜなら、事業を軌道に乗せるには事業部門のリーダー同士の関係性が重要であり、対象企業の経営陣が本当に自社の文化に合うか、統合後に誰が対象企業のマネジメントを行うかまで具体的にイメージする必要があるからである。

適任者を見つけるために、LOI前に、1対1で対象企業の経営陣（トップだけではなくトップに近い人物も含む）との面談を行い、統合後の経営体制を具体的にイメージするようにしている。面談だけではなく、会食の場を設けて人選をするなど、様々な工夫をしている。

【サービス業C社】事業部の当事者意識醸成のため、買収案件は事業部サイドが起案する。

C社ではコーポレート部門にM&Aを管轄する部署があるものの、当事者意識を尊重する企業文化に基づき、買収案件そのものは原則事業部門が起案することになっている。そのため、買収起案者は、買収後の統合や事業の成功にまで責任をもってM&Aに携わることになる。

投資を審議する会議で、特に重要なディールの場合、経営サイドが「本当に実行する必要があるのか」「価格は妥当なのか」などの問いかけを敢えてすることがある。起案者は買収後に当該事業を軌道に乗せることを重視しており、統合後の課題や困難性を認識した

うえで、「その価格以上の事業計画を達成します」など、覚悟を持った発言をし始めるようになっていく。

一方で、M&A を管轄する部署は事業部門とともにディールから PMI までを責任範囲としている。対象会社側も「誰にコンタクトをすればよいのか？」ということが明確になり、統合後のコミュニケーションが円滑に進むようになっていく。このように、コーポレート側と事業部側が役割分担をしつつ、買収案件を成功に導いている。

【製造業 D 社】経営トップがコミットすることで、統合を成功に導く地歩固めとする。

D 社では経営トップが常に M&A に関与をし、マイクロマネジメントを行うことを信条としている。M&A に対するトップのコミットメントは必須であるとの認識のもと、買収担当者がどのような会社を買おうとしているのか、また、買収後、会社の状況はどうなっているのかなどを常に把握している。

特に買収後にどのような課題があると想定され、また、誰に任せれば M&A 本来の目的を達成してくれるのか、を明確にしなければならない。売り手側は少しでも高値で売却したく、将来の事業計画を明るく描き過ぎる傾向があるからだ。D 社では、たとえばトップ自ら欧州 7 か国の会社を 5 日間で訪問し、誰に何を任せればよいのかを決定した。

また D 社は「M&A の成功は双方の人間関係」と考えており、対象会社の経営陣・従業員との信頼関係の構築にも重点を置いている。たとえば、クロージング後すぐに経営トップが対象会社（現地）に行き、今後の目標や経営方針等を従業員に直接説明したり、現場まで赴き、"Welcome to Our Company"と従業員との直接対話を実施したりしている。その後の PMI のプロセスにおいても同様であり、D 社の経営トップ自ら、たとえば、米国時間に合わせ日本の深夜でも電話会議等を行ったり、実際に現地の工場に赴き、現地従業員との昼食会を開催したりしている。経営トップが自ら赴くだけでなく、対象会社の役員クラスを頻繁に日本に招いたりもする。このようにトップ同士が直接コミュニケーションをとり、コミットメントを高くすることによって、円滑な統合が可能になると考えている。

【製造業 E 社】M&A は有事である。トップマネジメントのコミットメントと時間の確保が必要である。

M&A は自ら緊急事態いわゆる有事を作りだすものと認識している E 社では、平時は分散、有事は集中の原則にのっとり、トップ自らが積極的にコミットし、その場で即断即決するような体制を確立している。

たとえば、E 社が経験した大型案件の場合、買収後の事業経営を任せる責任者や経営陣を選ぶため、案件の直接担当者（執行役員）と対象会社 CEO が 50 名程度の候補者をリス

トアップし、それぞれが1対1の面談を全員と行った。各々が別々の部屋で1人1時間面談を行い、昼食を食べながら午前中の人材評価の意見交換、採用・非採用の判断を行う。そして、夜も同じことを8日間ほど繰り返し行った。

もちろん経営トップが全ての事項を一人で逐一判断しなければならない、ということではない。細かいことまで経営トップが判断をしていては現場のスピードが失われてしまう。E社の場合でも、案件の担当者である執行役員に日常的な判断については広範囲に判断の授権をしている。一方で、重要な事項については、本社の役員、対象会社のCEOや役員を含めたステアリングコミッティを立ち上げ、両経営トップのいる中でスピード感をもって決定していった。

【製造業F社】買収前からPMIまでコアメンバーは同じ。本社トップも買収先の取締役として経営に参画する。

F社にとって大型案件となる本件の検討は若手社員数名を中心に進められ、検討時のメンバーはディール成立後も引き続きIMO（Integration Management Office）として、PMIにも携わることとなった。現地赴任ではなく、日本側からのマネジメントとなったが、ディールの経緯全てを知っており、上司・先輩にも臆せず積極的に指示を出して統合を進めた。統合の基幹となる機能を果たしたといえる。

また、買収の検討段階においては社長以下5-6名のステアリングコミッティ（社長、副社長、事業部トップ含む）を開催し、約1年間コアメンバーとともに、買収の方向性・戦略について議論、ブラッシュアップを行った。このステアリングコミッティは必ず設けられるものではなく、大型であった本案件の性格に鑑み設置されたものである。ステアリングコミッティでの意見は様々で、最後の意思決定は取締役会の判断に委ねられた。

買収後は本社CEOも買収先の取締役として参画し、PMIだけではなく、経営主体として買収先の事業運営に携わっている。

【サービス業G社】買収前からPMIまで一貫して責任を持つ。途中での責任移動は行わない。

G社では、コーポレート部門であっても事業部門であっても、起案者が最後まで責任をもって案件を遂行する方針としている。基本的には事業部門がM&Aを起案する場合が多く、案件の途中で部門間の責任移動は行わない。

コーポレート部門から、「この会社がよさそうだから買いなさい」と事業部門に持ちかけることはほとんどない。コーポレート部門に対して証券会社やパートナー企業から打診や提案があった場合は、初期の段階で適切な事業部門を紹介するようにしている。その企

業の買収を進めるかどうか、どのようなアプローチにするのか（出資、パートナーリング等）については事業部門が検討する。

【サービス業 H 社】 トップだけでなく重層的な信頼関係構築や密なコミュニケーションが重要。

H 社によるある海外 M&A は、大型案件だったこともあり、当時の副社長が要所で交渉のテーブルに参画した。トップがしっかりとコミットすることで、双方の間に信頼関係を構築することができ、長期間にわたりぶれない体制が作られた、と考えている。

また、トップだけではなく買収当時から買収先の CEO と日本の事業責任者が週に 1 度、1 時間の電話でのコミュニケーションを行っている。買収後 7 年経過しているが、今でもそのコミュニケーションは続いており、その時点でお互いが懸念している事項などの意見交換を行っている。こうした公式・非公式のコンタクトを通じて買収先のフラストレーションを吸い上げ、対応することができている。

H 社が企業買収で留意している点は、トップ個人同士の信頼関係だけでなく、関連役員、後継者等も含めた信頼関係を重層的に構築することである。そのため、トップの交代によって経営戦略の方針が大きく変わるようなことはなかった。本件においても買収当初から買収先 CEO が交代をしているが、当時から次期 CEO 候補と目されていた人物との関係も良好に構築していたため、そうした信頼関係はガバナンス等の観点からも有効に機能していると考えている。信頼関係が単層でしかないと、買収側・被買収側のどちらかが世代交代をした際に関係が薄くなってしまう。

【製造業 I 社】 クロージング前に Pre-PMI の体制を作り、Day1 で即座にスタートできるように努力をしている。

買収公表後からクロージングまでの間、準備委員会や Pre-PMI チームを組成して、可能な範囲で統合準備作業を行う。よって Day1 時点で、I 社のグループ会社である意識が対象会社に染みついていると考えている（当然ではあるが、この間に I 社の経営トップから直接事業計画を語るなど、I 社の理念やビジョンを浸透させる努力はしている）。

特に、大規模案件では、競争法上の申請が必要なので、契約締結からクロージングの間に空白期間が生まれる。その時に PMI の準備組織を作って、Day1 で即座にスタートできるような体制を組もうと努力している。

【製造業 J 社】買収前と買収後では景色が違う、という前提に立ち、300 人を派遣して一気呵成に問題点を把握。

J 社は、東南アジアにある競合企業を買収した際、課題をできる限り把握し、いち早く手を打っていくために、各分野であわせて 300 人規模の人材を日本から現地に送り込み、次から次へと問題や課題を発見し、逐次手を打つようにして統合作業を円滑に進める素地を作りだした。

また、新興国の企業を買収するにあたって管理体制の構築が悩ましい問題の一つであることから、財務に明るい日本人を派遣したことも効果があったと感じている。また、買収する段階では、対象企業が有している孫会社まで全て把握・整理することが難しい。もちろん統合後にすぐに対処することが望ましいが、リソースの面で難しい場合もある。その際は、経営数字に明るい日本人を現地に派遣し、何か数字上の異変が起きたらすぐに連携できるような態勢を整えている。

【製造業 K 社】統合計画（3 か年の事業計画）をクロージング後 100 日で作成している。

K 社ではディールクロージング後 100 日以内に、統合計画（統合後 3 か年の事業計画）を作成している。これは統合負荷を乗り越えて、お客様、競合相手から目を離さないための工夫である。統合後 3 か月以内の作成は、無理なく、長過ぎず、互いに不安にならない期間であると考えている。過去に統合計画作成に 8 か月ほど時間を要したことがあったが、統合の長期化によって K 社、買収先双方の役員・従業員が疲弊してしまったことがあったため、これを反省として 3 か月という短時間での作成を原則としている。

計画を策定すること以上に大切なのは、少しでも早く計画を実行することであるとも考えている。たとえば過去の買収案件では、ディールの検討段階では 20 名程度であったプロジェクトメンバーが、買収発表直後から、両社の社員を合わせた 20,000 名を超えるプロジェクト体制となった。発表直後の高揚感を乗り越えると、色々な情報や憶測が飛び交い、双方の役員・社員とも不安にさいなまれる危険性が生じる。しかも海外企業では自分たちがリストラされる可能性があることを皆がわかっているため、皆が不安になりやすい。こうした不安を払拭するためにも、計画を早め早めに作成し実行に移すようにしている。

こうした統合計画を発表することで、両者の間で議論が紛糾した際、「統合の基本原則」に立ち返ることを合言葉にして統合作業を進めることができる。特に、K 社では年度計画の達成を最優先、出自に関わらず全従業員に公平で公正な扱いをするといった原則を打ち出したのは、統合作業を進めるうえでとても重要な原則であったと感じている。

【製造業 L 社】買収完了時点までに両社で意思決定方法等を合意する。PMI をスムーズに進めるための素地づくりを行う。

L 社ではディールがクロージングする前に、対象企業との間で、情報共有の内容や意思決定のやり方等を合意することとしている。

ディールが完了してから、あの情報もほしい、この情報もほしいという、後で小出しにすると、買収先は「なぜ一度に言ってこないのか」という印象を抱き、双方の間で軋轢を生む原因となるからである。実際に過去に統合した際に、情報を小出しに取ろうとしたため、買収先から「なぜ必要なのか、何に使うのか」など詰め寄られることになり、統合作業に悪影響が出てしまった苦い過去がある。

【製造業 M 社】買収完了前にある程度のガバナンス体制を設計し、ディール成立後にすぐに実行に移す。

米国の企業を買収した M 社は、ディールが成立する前に M 社内においてガバナンス検討委員会を設置し、M 社と対象企業の関係者等相関図の作成、M 社 CEO までのレポーティング体制・M 社や対象企業の権限を検討した。クロージング前 1 か月～クロージング直後にかけて対象企業へ新しいガバナンス体制を説明し、了承を得るようにした。今後の経営を任せるうえで不要なトラブルを避けるための工夫である。

M 社と買収した企業の間ではお互いが学びながらプラクティカルに対話ができた。こうしたことができたのも、事前にガバナンス体制などの枠組みを提示し、誰がどこまでを決めるのか、明確にしておいた効果もあるだろう、と M 社は考えている。

また、枠組みを提示するだけではなく、密なコミュニケーションも行った。M 社のコーポレート部門の担当者と買収先の CEO はほぼ毎日電話やメールでのコミュニケーションをしていた。最初の枠組みだけで判断できない部分については、日常のコミュニケーションを通じて理解度を向上させることができたと考えている。

【製造業 N 社】外部アドバイザーも活用しながら、買収後 90 日で統合計画を策定した。対象会社は競合他社であったが、事前のリサーチによる下調べが成功の要諦であった。

N 社は英国にある競合他社買収後、戦略コンサルタントも活用し、90 日で統合計画を策定した。具体的にはブランドは統一するが、製造・開発は N 社、販売は買収先にそれぞれ一元化する等を決定した（N 社の買収目的は、海外に豊富に保有する直接販売・保守網の獲得であった）。

N 社の買収は競合同士の統合であったため、特に営業ワーキンググループの検討は困難を極めた。事業計画を検討した結果、販路や顧客の重複が発生したためである。上述の通

り、買収の目的は買収先の優れた営業手法と直接販売・保守網の獲得であったため、N社側の販売チャネルを整理するケースが多かったが、調整は難航した。

また、買収後に想定外の問題も発生した。対象企業においては、同社とN社側ではほぼ同機能を持つ2つの新製品の開発が同時進行中であったため、買収後はN社側の新製品開発を中止させ同社側の新製品開発を進めたものの結果的にこの開発が遅延し1年遅れの販売開始となり若干の販売機会損失が発生した。開発計画自体は、ディール段階で情報入手（売り手からの提供資料に記載あり）していたが、詳細な情報は買収後でなければ入手できなかったため、事前回避は困難だったと理解している。更に、買収当時のCEOが買収後1年で退職し、2年程度はリテンションが可能と考えていたN社にとって想定外だった。

いくつかの想定外の問題も発生したものの、本件では対象企業が競合であり、取扱製品に関する事前知識も多く有していたため、成功イメージを持てたことが、想定外の対応においてもうまく乗り切れた要因であったとN社は分析している。

【製造業O社】人によるグリップを行うことも重視している。M&Aは究極の経験者採用である。

O社では買収先については任せる経営を原則としているが、全てを任せているわけではない。適切なガバナンスを前提とした任せる経営である。そのために大切になるのは、対象企業の役員・事業部長クラスである。そのためO社が買収した案件では、対象企業のキーマン数十人近くを個別に面談し、対象企業を任せられる人材か否か、を見極める労を惜しまなかった。その際留意した点は、O社の価値規範を共有できる人材か否かである。もし任せられる人材がいなかった場合は外部からの採用も考えなければならず、M&Aにおいて最も腐心するテーマの一つである。

また、対象企業を適切にグリップするための人事配置も行っている。特に「本社による必要なグリップ」が強すぎず、また、弱すぎてもならないため、常に複数の観点からチェックできるような体制としている。過去に買収した案件では、8名の日本人を要所要所に派遣した。（例：経営管理、企画機能部署等）。

【製造業 P 社】日本からは CXO クラスを中心として派遣する。

欧州の企業を買収した P 社は、買収先のキーポジション（CEO、チェアマン、CFO、COO など）へ日本人を派遣することになっている。派遣ポジションは、事業領域や買収先の企業文化を考慮して判断している。実際現場のスタッフと接する部分は現地の社員に任せることとし、日本人は取締役会メンバーとして買収先を管理する立場が多い。

しかし今後は、買収先のトップを P 社から送ることが増える可能性がある。昨今の M&A を振り返るとファンドの売却案件が増えており、この場合は通常買収時にトップが入れ替わるので P 社からの人材派遣を検討する必要がある。

【製造業 Q 社】日本人を派遣するが、どこに派遣するかはケースバイケース。

Q 社はガバナンス確保の一環として、日本人を現地に派遣するようにしている。しかし、どのポジションにどの程度の人材を派遣するか、ということについての固定的なルールは設けていない。買収目的ののっとり、ケースバイケースで人選をしている（但し、買収先の取締役会は Q 社のメンバーが過半数になるようにする、という原則はある）。

CEO 選定についても同様にケースバイケースである。たとえば、Q 社が新規事業分野の企業を買収した際には、対象企業の CEO に続投を依頼した。新規事業のノウハウもなく、経営陣のリテンションを買収の条件としていた。一方で、既存事業拡大のために行った買収では、日本人を新しく買収先の CEO に就任させることにした。いずれにせよ、基本的には提案した事業部門の人間が派遣されることになる（Q 社では事業部門からの M&A 提案が原則）。PMI にかかわる人材については、ディールの段階から巻き込むようにしている（たとえば、規程の修正など、統合作業にリソースを集中させる必要がある期間（クロージング後 1 年間）は 20・30 名程度の体制とする。また、月 1 回本社メンバーが現地入りするが、毎回異なるメンバーを 7・8 名程度派遣する等）。

【製造業 R 社】現地で対話を重ね、信頼関係を構築することが重要である。

R 社は欧州の企業を買収したが、当該地域の文化に不慣れでもあったことから、買収先役職員のリテンションは重要なものであると考えていた。そのため、職員は 1 年間残留すればリテンションボーナスがもらえる制度を導入するなどして、人材引き留めを行った

（1 年目は外部アドバイザーが策定したリテンション・プランを実行し、2 年目からは R 社で独自に KPI を設定した）。買収先は「(短期的でも) 成果さえ出せば良い」という姿勢であったが、R 社としては長期的な計画の達成度も含めて評価する仕組みとするよう協議し、KPI を定めた。

しかし、買収先は自分たちに都合の悪いことや検討中の事案等については、R社に言わない（隠す）風潮があった。直前まで大丈夫と言っているにも実態が伴っていないということもあり、打ち解けて話すためには、会話を重ねることが重要であると認識した。

PMIには必ず信頼関係の構築が必要であり、実現のためには、直接現場を訪れて会話することが重要（会議の場だけでなく、食事の場等も活用して）である。実際に、現地の経営陣とは、概ね1.5か月に1回程度直接対話した。相手の懐に入ってコミュニケーションを行うと相互に隠し事がなくなり、リスクが低減できる。「こいつなら任せられる」と思われるくらいまでにならなければならない。

【製造S社】自社側でコントロールする体制がないと、そもそものガバナンスができない。

S社は、米国企業を買収した際、買収当初は、買収先の創業者に株式を2割残し、経営責任を全うすれば買い取るという約束で経営を任せていたが、初年度を除いて売上を伸ばすことができなかった。これを踏まえて、CEOの交代の必要性を感じたが、法務的な問題も発生し、創業者に退いてもらうまでに3年を要した。また、実務レベルでは、買収当初は日本本社の経理部門から1名を派遣したが現地をコントロールできず、赤字につながった。製造ラインの担当者についても、ビザの問題等もあり、現地に赴任したのはDay1から5か月後であった

その後、立て直しを図りたいS社は、5名を現地派遣し（北米統括、CFO、生産、設備担当、他1名）、軌道に乗せ始めた段階である。買収先もスタートアップ段階だったので、経営を十分にマネジメントする人材などがいなかったのである。

この案件を振り返ってS社は自社内において買収先をコントロールする体制が十分でないにもかかわらず、買収を行ったと反省している。買収先のCEOが残留する場合は、両社のトップ同士がそれぞれの理念を共有し、理解しあえるかどうか重要であると考えている。買収先の取締役会に誰が入るか、毎回確実に開催させることができるか、なども重要になる。日本流に慣れ、統合作業の準備が十分でないと、どういうタイミングで何が必要か、必要な理由を聞かれると説明できない。S社側は意思決定が遅く、現地のスピード感と合わないため、現地CEOは常にフラストレーションをためていただろう、とS社は自己分析している。

【サービス業T社】買収先の取締役会メンバーに本社CEOとCFOが参画する。また、投資基準を文書化して明確なガイドラインを策定する。

全世界でビジネスを展開する欧州企業を買収したT社は、買収先の取締役会メンバーに本社から3名が参画し経営にコミットしている。日本側から取締役会メンバーが参画しているため、日本側が知らないうちに現地が何かを進めていた、ということはある。

また、買収先企業の M&A 検討会議体を拡張し、その中に T 社の社員も参画している。事前に T 社からの M&A 検討会議参加者にインプットをしているため、この子会社が、M&A を行うための実際の投資審議の際にはかなり深い議論を現地のメンバーと行うなど、M&A のプロセスには CEO 以下 T 社経営陣も参加して議論を行っている。

また、人的側面だけではなく、明確なガイドラインを設けて意思決定をしている。T 社では買収金額により、意思決定機関をどの会議体とするかを定義している。金額基準は、従前から買収先が持っていた基準に T 社の基準を足し合わせる形で設計している。昨今は、業界の M&A が活発になってきていることもあり、現地で迅速に対応できるよう金額基準は適宜見直しをしている。買収前から在籍している買収先の役員にしてみれば、投資案件を通すのに T 社の会議体を通す必要が生じたため、面倒になったと思われるが、T 社で必要に応じて臨時での会議開催をしており、スピード面で足枷にならないようにしている。

【製造業 U 社】U 社と買収先との間で事業方針が衝突した。徹底的な論証を通じ、経営層を一新し、経営をガラス張りにした。

U 社は米国の企業を買収したが、事前の想定以上に設備の効率化が必要であることが判明した。買収先は元々 PE ファンドが保有しており、投資案件を繰り返しながら B/S を拡大してきた会社であった。そのため、買収先の旧経営陣は、既存アセットの改善に十分に目を向けずに、新規アセットの獲得に走っていた。一方 U 社は、まだ既存設備の回転率向上やコスト削減が可能という仮説を持っていたため、事業方針の衝突が発生した。そこで、業界で数十年にわたる経験を有する人物にコンサルティングを依頼し、どちらの事業方針が適切かの判断をさせたところ、U 社側の仮説が立証され、U 社と旧経営陣との考え方の違いが浮き彫りとなった。

U 社は同事業を立てなおすため新 CEO を任命し、徹底的な改善に着手した（販売管理費削減、リストラ、重複ポジションの削減、設備入替え 等）。新 CEO のもと 1 年で事業基盤が整備され、2 年目で収益が安定してきている。

また、管理部門の中にも日本人を入れて情報を「見える化」するように取り組み始めた。現在ではかなりガラス張りの状態で見えるようになってきたが、最初は苦労した。新 CEO が来るまでは、駐在員がいても欲しい情報を現地メンバーからなかなか出してもらえなかった。

【製造業 V 社】少人数の役員会議を実施し、機能性のある会議体を構築する。

米国の企業を買収した V 社では、買収先の役員構成を 5 名とし、うち 1 名を買収先 CEO としている（残り 4 名は V 社メンバーで構成）。小所帯で喧々諤々の議論を行うようにして

いる（役員の人数が多くても意見が割れるだけである、との判断である）。当初は買収先からの意見を吸い上げるため、買収先からも 5 名程度役員会に出席させていた。

取締役会メンバーのみでの決定事項はクローズドミーティングで議論するが、執行部隊にも聞かせたい話はオープンにしている。一方、現場からの報告事項に関する取締役会の質問もオープンにし、株主が何を気にするのかを聞かせるようにしている。議論をオープンにすることで信頼感が醸成され、機能していると思う。取締役会メンバーの人柄や考え方も執行部隊に伝わることにもなる。

【製造業 W 社】責任権限規程を作成し運用する。ただし、ビジネスの環境に合わせて定期的に見直しを行う。

W 社は過去にグローバルな企業を買収した際、かなり詳細な責任権限規程を作成して、対象企業をガバナンスするガイドラインを作成した。W 社が買収した企業はあるグローバル企業の一事業法人であったが、その親会社との間でかなり詳細な責任権限規程を作成し、運用していた。ただし、その規程はいかに対象会社が生み出したキャッシュを親会社が吸い上げるか、ということに特化していたので、W 社の事業目的に合わせて、その責任権限規程を作り直した。W 社にとって幸いだったのは、買収先が買収前から責任権限規程に基づいて業務をする、ということに対して慣れていたことであり、W 社としてはその内容を変更するだけで済んだ、ということである。買収先に対して責任権限規程に基づいた経営の利点を適切に伝えること、納得してもらうことは重要である（先方が規程のもとで業務をすることに慣れていたとはいえ、変更当初は軋轢もあった）

この責任権限規程には、単年度・中期事業計画（毎年ローリング）、資本構造の変更、事業買収・売却、資産取得・処分、財・サービスの調達、役員人事、役員報酬・賞与、KPI、一定額以上の投資、コミットメント、コンプライアンス、責任権限規程の改廃等の内容が記載されており、40 ページ以上の分量になっている。ただし、規程類は一度作るとその瞬間からビジネスと乖離していくので、年に 2 回、W 社と買収先の間で、ビジネスの実態から乖離しないように意見交換する機会を設け、規程を見直している。

【製造業 X 社】IT を利用し、意思決定プロセスと経営情報の見える化を実施している。

グローバル企業を買収した X 社は、経営会議で議論しなければならない一部事項を除いて、経営会議を廃止し、電子意思決定システムを活用している。電子意思決定システムを活用するメリットの 1 つは、誰が起案をして、その後、機能横断的にどのような意見が飛び交って合意・承認に至ったのかが、明確になることである。2 つ目のメリットは、海外事業を統括する法人（X 社は国内事業を X 社が直接統括しており、海外事業は X 社のグループ会社が管理している）の CEO 止まりの意思決定案件を全てガラス張りに見ることが

可能となることである（海外事業を管理する X 社の副社長が海外事業を管轄する法人の CEO の承認案件を見られる）。見られている方からすると、見られているという緊張感が高まり、勝手な意思決定はできなくなる。

また、X 社と買収先とで共通の経営管理基盤を導入し、日々の経営情報を共有化している。主要マーケットでの子会社（買収先）の製品の売上額、対前年・計画等との比較を X 社の担当者も見ることができる。この情報を基に週次で競合や規制の動向を議論している。もし両者の間で情報の非対称性があると、事業計画策定の討論時に良い議論ができない。お互いが、何か隠しているのではないか、という疑心暗鬼になってしまう。

こうした経営基盤を実現できたのは、ERP システムを 1 年半という短い時間で導入できたことが大きな要因である。システム統合ができなければ、シナジーが出ているかどうかはわからないので、やらざるを得なかった、という背景もある。

【製造業 Y 社】人や価値観によるガバナンス体制を構築する。

グローバル企業を買収した Y 社は、買収直後から 100 日間で統合計画を作成し、日々のオペレーションの中で具体化をしていった。買収企業はグローバル市場において強みがあったため、「共にグローバル市場で戦おう」という意思表示を統合後の青写真の中に描くことで、買収先の理解を得やすかったものと思われる（もし、Y 社からトップダウンの統合という手法をとっていたら「買収された」という印象が強くなり、買収先のモチベーションが下がっていたかもしれない）

作成した統合計画に基づき、人やプロセスの側面からガバナンス体制を構築している。本案件では買収先の CEO 続投を買収条件としていたため、その CEO に一定の権限を継続して与えることにより、リテンションすることができた。また、マネジメントインタビューを行い、CEO だけでなく、良いと思った役員人材はリテンションすることに注力した。結果として買収直後に役員が辞めることはなかった。こうしたリテンションも業績が好調な要因の一つであると考えられる。

買収先の役員と Y 社の橋渡しをするために、日本からは事業部門の担当者クラスを派遣している。主に、CEO 補佐、生産、財務、監査などの領域である。レポーティングラインを整備するだけでなく、各機能の担当者が買収先の CEO に対して、「Y 社本社が注視している数字は何であるか」を伝える役割を担っている。

会計システムの統合についても現在進行中である。

こうしたことができたのも、Y 社と買収先の間に企業カルチャーにおいて共通点が多かったからかもしれない。

【製造業 Z 社】 本社および対象会社の役員が月一回集まり、統合計画、ガバナンス方法、課題について議論をした。

Z 社は買収後に、現地で裁量を持って事業運営をしたい意向の買収先 CEO と、内情を詳細に把握したい日本側との間で、大きな対立が生じた。各地域から見た場合、買収先 CEO と日本本社のどちらを向いて仕事をすればいいか不明確であったためである。現在は買収当時の経営企画部長が Z 社経営陣と現地 CEO を兼務することによりレポートラインを一本化し、状況は改善している。

また、Z 社側の経営メンバーだけでなく、買収先の CEO, CFO, COO 等が集まり、統合課題を月一回議論し、統合計画策定やガバナンス設計を実施した。会議を通じて経営陣の目線が合い、課題についての認識が深まることになった。

【製造業 AA 社】 適切なガバナンスを前提として、経営を任せる。

AA 社では価値規範を共有する、ルールによるガバナンスを徹底的に行うといった以外の部分については買収先の経営陣に経営を任せている。そうしなければ当事者意識が高まらず、言い訳が出てくる（本社から言われた通りやったら失敗したので、我々の責任ではないというような言い訳を与えてしまう）と考えている。如何に、買収先に言い訳する余地を与えないか、という構造を重視している。

【製造業 AB 社】 お互いの納得感や信頼感を醸成し、「任せて任さず」の原則を貫く。

AB 社では東南アジア企業を買収した際、AB 社の製造技術の移転のために日本人技術者を大量に派遣したが、受入側が予想以上に反発し、東南アジアの技術者 40 名程が一気に辞めてしまったことがあった。日本側の技術を教えたつもりであったが、現地の技術者たちは「日本から技術を押し付けられた」と感じたのである。そのため、その後の買収案件では技術者の派遣を 4 名程と最小限に留め、現地のやり方を尊重するようにした。買収側、被買収側ともに強みはどんどん移転するが、お互いの自主性や文化をある程度認め合い、時間はかかっても我慢して一緒にやっていくことによる融合の実現を重要な原則としている。

【製造業 AC 社】 事業計画にコミットさせるが、経営自体は任せる。

AC 社では、買収時に作成する事業計画に対して、買収先 CEO にコミットさせるようにしている。自信が無いなどと言う場合は CEO として認めない。様々な質問を通じて、コミットメントを検証し、どんな状況になってもやれるということを確認する。最終的には、買収先 CEO が、AC 社経営幹部全員の前で「やれる」と言ってもらうようにして、事

業計画にコミットさせる。ただし、一度コミットをさせたら、日々の経営自体は現地に任せるようにしている。

【製造業 AD 社】グローバルモデル一律適用の反省を生かし、任せるべき点は任せる経営へ改善した。

競合のグローバル企業の買収を実施した AD 社では、グローバルで事業を展開する対象会社経営プラットフォームをそっくりそのまま転用していたが、当初は良く見えたモデルにも欠点があることに気が付いた。あまりに標準化され過ぎており、販売戦略・業務、製造・オペレーションの現場まで本社が標準化しようと口を出すことになったのである。度を越えた中央集権的なガバナンスのやり方になり、各地域の活気、やる気が削がれるという問題が顕在化した。

現在では、各地域の多様性や自主性を尊重する方法に転換（但し、標準化のメリットを取った方が良い部門については、徹底的に今までどおり本社主導の標準化を進める）した。本社の役割は、ビジョン、価値観、文化、長期戦略の浸透、管理インフラの供給など事業へのサポートであると位置付け、任せるべき点は現地に任せる経営へ変更した。

【製造業 AE 社】互いの良いところを取り入れ、相手が自ら「素晴らしい」と思わせるやり方を提供する。

AE 社は、米国に拠点があり、グローバルで事業を展開する企業を買収した。この買収先とはお互いの社風が似ていたこともあり、生産における考え方等で共通認識／共通の目標を持っている部分があった。

両社の企業文化が似ていたことも幸いし、買収後に統合を進めるにあたり、合理的に両社の工場機能から最適なものを選択できたこと（下記のような例）が、買収先の信頼獲得にもつながった。

- AE 社の海外生産機能会社（1 社）を米国拠点へ移転
- カテゴリーが重複する欧州にある AE 社のグループ会社を整理

一方で、AE 社が高いノウハウを持っている分野）では、買収先に AE 社の社員を派遣し、ノウハウの共有化を実施した。米国・アジアへ計 10 名程の担当者（マネジャー以下の若手クラス）を派遣した。もちろん相手を刺激することが目的ではないので、互いの理解が進み派遣が可能になった状態で実施している。

【サービス業 AF 社】買収以前の経営体制を尊重し、日々の事業運営には口出しをしない。

ホールディングス体制を採用する AF 社は、通常 M&A を行う場合は事業会社の下で管理をすることが一般的であるが、例外もある。AF 社が買収した欧州の企業は本社が直接管理する形になっている。対象企業は一定程度の規模もあり、上場企業としてガバナンス上の仕組みもある企業だったので、営業活動や契約プロセスなどの通常業務は既存の仕組みを踏襲すべき、と判断したためである。

また、買収した欧州の企業は AF 社の事業にとって今後の試金石として位置付けられるものであり、運用を統一してシナジーを出していくよりも、異次元の存在として既存のオペレーションを生かしてシナジーを追求する方針としている（たとえば、買収先の海外顧客と AF 社の日系顧客の補完関係等）。さらには、グループ各社との協業や事業会社との人事交流を促す仕組みを追加する、というような融合も検討している。

【製造業 AG 社】展開地域にあった製品を作るべく、現地の良い部分を取り入れる努力をする。

AG 社が扱う製品は地域性が高い製品である。たとえば、先進国と途上国とでは、AG 社に求められる品質は全く異なってくるため、AG 社は各地域で求められる品質のものを作る方針としている。

そのため、R&D センターは一極集中ではなく、各地域の必要な場所に設置をし、良い技術は日本の技術であっても、現地の技術であっても取り入れあって相互を尊重するような方針としている。上記のような方針から、買収先のブランドも残すようにしている。

【製造業 AH 社】執行は現場に任せ、ガバナンス・コンプライアンスは本社が管理する。

AH 社は買収した米国の企業に対し、グループとしての方針のみを提示し、詳細な運営は現場に任せるようにしている。しかし、コンプライアンスなどについては、本社の承認をとるような仕組みにし、厳格に管理するようにしている。

他方で、AH 社が買収した企業は米国での上場直前であったため、社内の管理体制は完成度が高く、法務や税務の体制等素晴らしいバックオフィスの仕組みを有していた。リスク管理手法等は様々であり、どちらが正しいと一概に言えない部分もあったが、既に十分な仕組みを有していた買収先にとって AH 社側の執行体制に合わせることは至難の業であった。AH 社の経営戦略や方針をもっと十分に理解してもらえていたなら、統合作業ももっとスムーズにいったのではないかと考えている。

【製造業 AI 社】中長期的な時間軸で成果を期待する。買収当初は不要と思われた事業も、現在では重要な経営資源になった。

AI 社が米国の企業を買収した際、パッケージディールであると主張され、目的の事業以外にも付帯事業を買収することになった。当初は AI 社にとって不要な事業を仕方なく買収した、という思いがあった。しかし、当初不要と思っていた技術を転用することで、製品ラインナップが充実し、一気通貫で顧客のニーズに応えられる効果が生じた。実際に、米国の最大顧客に対しても、当該事業を皮切りに様々な用途の製品を販売することができ、顧客の中でのニーズ深堀につながった。

米国企業買収時の AI 社の社長は「時間をかけてもよいのであきらめるな」と現場をバックアップしていた。買収した米国企業も買収から 5 年は事業計画未達であったが、構造改革を実施して黒字化できた。当時の社長の支持があったからこそできたことであろう。

結果として AI 社では、過去に買収した企業は 1 社も手放していない。AI 社自体の国内事業も安定化まで 10・15 年を要した。競合からすると、時間がかかるということが模倣困難性にもつながるのである。

【サービス業 AJ 社】グループ全体のリソースを活用して買収企業の価値向上を図る。

AJ 社は欧州系の企業を買収したが、グループ内で事業内容が一部重複している部分があった。そのため、グループ内で当該事業を展開している法人に事業を統合して展開している。事業会社であるため、一度買収した企業や事業から撤退する（売却や清算する）という判断はかなり重い。売却するのであれば売却先がないと成立しないため、過去にほとんど売却したことはない。

【製造業 AK 社】複数回の M&A を通じて AK 社なりの「型」を作り、「型」を実践できる人材の育成も必要である。

AK 社では 2 件の大型買収を経験したが、この 2 つの買収完了後に、そのディールを通じて（買収後経営も含む）良かったこと、良くなかったこと、これからどうするべきかといったことについて振り返りを行い、M&A に対する AK 社としての「型」を作った。

また、M&A を実施するには会社としての「型」を作るだけでなく、M&A、特に海外 M&A を遂行できる人材を育成しておくことも大切である。現在は複数の M&A を繰り返す中で、AK 社グループ全体としてグローバルのビジネスを経験する機会が豊富になったため、日常の業務の中で海外 M&A の実務を担う人材を鍛えやすくなった。もちろん、AK 社が 1990 年代に初めて海外の企業を買収した際には海外 M&A の知見はなかったし、人材を鍛える機会も皆無であり、当時は M&A を行いながら鍛えていった状況であった。

【製造業 AL 社】専任部署が M&A を管轄する。日本独自のやり方で M&A 巧者になる。

AL 社では、2017 年の時点で、設立 10 年目、6 名程度のコーポレート部門の部署が AL 社の M&A 全体をリードする役割を担っている。M&A を数多く成功させていることに定評のある AL 社では、M&A 専任の部署のもと、常に 3 件程度の案件が同時進行していることが多い。

GE や Siemens は M&A の専門組織に PMI のチームも抱えていることは有名であり、人数も数十人～数百人規模になるといわれている。しかし、AL 社含め、日本企業で同様なコストを抱えることは現実的ではない。AL 社では数名の構成でもよいので、M&A 専任部署があると M&A のノウハウ蓄積に大変有効であると考えている。

【サービス業 AM 社】投資判断の基準を明確化し、プロセスとして M&A のリスクを低減する。

複数の M&A を経験している AM 社は投資判断プロセスを整備、確立することによって企業全体としての M&A リスク低減を実現している。M&A には、マジョリティ出資（100%買収含む）、マイノリティ出資、新規会社設立、JV 設立、撤退等、多くの種類があるが、それぞれの種類ごとにガイドラインを作成している。

たとえばマジョリティ出資では、M&A の進行状況に応じて、最低でも 3 回の起案を義務付けている。最初は LOI 提出段階、次に DD 終了後の契約原案確認段階、最後に最終契約案の決議段階で、それぞれの段階で投資委員会の諮問を仰がなければならない。戦略性、収益性、リスク、実効性の 4 つの観点から詳細に審査される。投資委員会は審査意見書を作成するが、できる限り専門性・中立性をもって案件を審査し決裁会議体に意見具申するように努めている。

【製造業 AN 社】M&A の専門組織がなくても、過去の M&A 経験をコーポレート部門で蓄積する。

AN 社では、M&A は案件によって特に注力すべきポイントが異なるため、多くの経験を通じて覚えていくことが必要であると考えている。

AN 社は過去に M&A を繰り返してきたことでコーポレート部門（法務、財務、経営企画 等）には M&A 経験豊富なプロパー人材が多いと自負している。AN 社ではビジネス法務と呼んでいるが、事業に寄り添った柔軟性の高い提案ができる点が企業の法務部の強み（クロスボーダー案件にも強い、取るべきリスク／取らざるべきリスクを提言できる）である、と考えている。

【製造業 AO 社】 M&A 専任部署が買収・売却を担当する。将来有望な人材を M&A 専任部署で経験を積ませる。

グローバルでのビジネス展開をしている AO 社では、海外企業に倣い、1990 年代から M&A 専任部署を設置している。現時点ではディールのクロージングまでをミッションとしているが、メンバーが PMI フェーズで買収先企業に派遣されることもある。事業部が案件を主導する場合でも、積極的に関与しており、事業部側と連携することによって M&A 専任部署を通じた情報収集・ノウハウの共有が可能になる、と考えている。但し、事業の売却は人を売るということになるため社内対応が難しく、M&A 専任部署が主導する場合が多い。

M&A 専任部署のメンバーは、これまで事業部門の経験が長く、将来を見据えた経験を積ませたい人材（基本的にはプロパー社員）などを中心として構成している。M&A は戦略として不可欠であり、メンバーが事業部門に戻った後も、M&A 専任部署での経験を何らかの形で日常の業務に生かしている。

【製造業 AP 社】 過去の案件を振り返り、チェック項目をリスト化する。コーポレート部門に M&A のノウハウを集め、事業部に還元する。

AP 社ではコーポレート部門に、M&A を専任で推進する部署を設置している。M&A 専任部署では、買収目的パターン別、ステージ別に過去事例を当時の担当者からヒアリングしてまとめた冊子（チェックリスト）を作成し、各事業部の企画部メンバーに共有をしている。後続案件に生かせるような気づきを与えるためである。海外 M&A は後から振り返って「ここは見ておくべきだった」と気づくことが多い。チェックリスト作成に当たっては、当該事業への理解・冷静な検討、また、海外文化への理解が重要だと考えている。

M&A 専任部署は事業部門へディールのノウハウを与える役割を担っている。関与度は参画タイミングにより異なるが、事業部門が M&A に長けていない場合は深めに関与するなどしてサポートしている

最近では、事業部門主導であっても何らかの情報はコーポレート部門に入ってくるようになってきている（事業部門のみではまかなえないリソースの相談など）。専任部署のメンバー（現在 5 名程度）は、事業部門を中心に人材を集めている（M&A のバックグラウンドは必須ではない）。基本的には事業部門に戻るジョブ・ローテーションを想定している。

コーポレート部門には案件があった場合に声を掛ける M&A 担当のキーマンが各部に存在している。経理、法務、知財、IT、人事（特に海外案件の場合）から担当者をアサインする。米国には他社から引き抜いた人事のエキスパートがいるので、そうした人材の助言

を得ながら、買収先において誰がキーマンでリテンションすべきか、ということを考えている。

【製造業 AQ 社】 M&A の知見が深い外部人材を積極的に活用し（社外取締役や専任部署メンバー）、社内にノウハウを蓄積する。

AQ 社にいる 6 名の社外取締役のうち、4 名は M&A リテラシーの高い社外取締役である（ファンドや格付け会社経験者）。M&A 案件の審議においても、取締役がリスク回避的になり過ぎるということはなく、差戻しの時にも非常に的確な指摘を受けている。たとえば、出資・M&A の案件で 2 度ほど差戻しをされているが、ガバナンスとリスク体制が甘いとの指摘であった。指摘だけではなく、アドバイスも受けられる点が良い。

また、コーポレートに M&A 専任部署を設置している。中途採用の部長、プロパー社員 2 名の 3 名体制としている。1 名は弁護士資格を有し、法務部兼務、もう 1 名は財務・数字に強く、ディールでは財務 DD やバリュエーションを担当している。プロパー人材のみでは知見、経験に偏りがあると感じていたので、プロパーと外部人材がうまく融合された組織になればよいと考えている。10 年後を見据えて、プロパー社員から M&A 専任部署の後継（M&A の専門家）を育てる方針である。

【サービス業 AR 社】 投資モニタリングプロセスを策定し、買収後の経過・結果を記録、蓄積していく。

AR 社は買収後の投資モニタリングプロセスを策定し、買収時点の目標を確実に後フェーズに引き継ぐための運用をしている。具体的にモニタリングする項目は下記となる。

- 買収当時の計画との乖離はないか
- 計画と乖離したことによりどのような結果が生まれたのか（減損、追加出資等）
- どのタイミングで追加資金が必要になったか
- どのようなことで議論が必要となったのか

買収の当事者である事業部門が買収後の結果を報告し、持株会社は報告を受け、必要に応じ対策を講じる。持株会社と事業会社が対話するので、情報が両社に蓄積される。

投資モニタリングプロセスではモニタリングの KPI も設定しており、財務 KPI と事業連動 KPI の 2 つがある。財務 KPI は横並びで見る必要があるため子会社間で統一している。事業連動 KPI については、基本的には買収時のストーリーを検証するために各社が設定する。コーポレート部門としては一律基準の方が管理しやすいが、例外が次々に生まれるため機能しづらい。

個社で追求したいメリットやグループ横断のメリットがあれば KPI として設定する。買収前に KPI に対しコミットさせモニタリングしていくようにしている。

2.2.8. プロセス共通 - 主体的に外部アドバイザーを活用する

【サービス業 A 社】 ディールの当事者はあくまで自社である。外部アドバイザーは補完的に活用する。

A 社は数万人の従業員を抱える企業であり、M&A に関わるコーポレート部門においても一定程度の体制は整っている。しかし、M&A においては税務、財務、法務などは専門の外部アドバイザーが詳しいことも多く、また、大型案件であれば人事や知的財産などについても外部アドバイザーの力を必要とすることもある。

ここで A 社が留意している点は、「いかに外部アドバイザーをインタラクティブに活用できるか」である。専門知識を有する外部アドバイザーは非常に頼りになる。しかし、M&A を通じて何を達成し、どのような結果を出したいのか、優先順位を付けて選択すべき場合にどのように対応するかについては、企業側から外部アドバイザーへ十分に伝えるべきである。外部アドバイザーに対して、「我々はこのディールでどうしたら良いか？」という漠然とした問いかけでは、得られる回答も薄くなってしまう。

自社側に問題意識が低く、外部アドバイザーとのコミュニケーションが薄いまま終わってしまう場合は、結果的に外部アドバイザーから得られる情報や助言が具体的な行動に繋がらないことも多かったと感じている。

【製造業 B 社】 外部アドバイザーの助言を鵜呑みにせず、自分の目で確認をする。

B 社は FA から打診され、自社にとって新規事業となる企業を対象に買収の検討、実行を行った。案件を FA から提案されたこともあり、対象企業とのコンタクトを FA 経由で行っていた。しかし、今後はどのような案件であれ、自社の社員が直接コンタクトを取り、対象企業まで出向くことが必要であると考えようになった。

FA はディールが成功することによって報酬を得る成功報酬の契約体系をとっているケースが多い。そのため、FA は「ディールを成立させること」に重点を置きがちであり、ディールが成立した後のことについては関心がない場合が多い。買収後の事業も見据えていた B 社にとって、ディール中に FA から得られる情報では不十分なことも多かったと感じていた。

また、外部アドバイザーの活用は、安心感がある一方、事業部門が主体性を失いがちになる。M&A の経験が少ない場合には外部アドバイザーの活用も有効であるが、一定期間で内部リソースに切り替え、事業部門に主体性を持たせることが重要である。実際に B 社では PMI において外部アドバイザーを活用したが、その期間を原則 1 年と決めていた。外部アドバイザーが案件から抜けた後、買収先とのコミュニケーションコストは格段に上がったが、過渡期を乗り越えると、直接コミュニケーションすることで得られる情報が多くあると感じている。

【製造業 C 社】アドバイザーを活用し複数チャネルで情報収集する。

C 社は多くのディールを経験する中で、外部アドバイザーの重要性を理解し、また、外部アドバイザーに対する期待も明確にしている。外部アドバイザーには総合的な情報収集能力とプロセス全体を俯瞰したうえでの客観的な優先順位付けができることを期待している。

ディールの検討が始まると、様々な情報ソースから、色々な情報が入り込んでくることになる。同じ情報ソースでも、異なる経路や経過を経ることによって、情報の内容が変わってくる。一つの情報が必ずしも 100%正しいとは限らない。そのため、総合的に情報が入ってくると、非常に効率的に核心に近づけるため、全体的な観点からの情報収集能力は重要であると考えている。

【製造業 D 社】外部アドバイザーは適材適所に使う。

大型買収案件を成立させた E 社では、統合後の事業経営を円滑にするためにも、外部アドバイザーの助言（たとえば、投資銀行によるシナジー見積り等）を鵜呑みにせず、自分たちの目で現地現物を確認する方針としていた。

しかしながら、買収先に年金があり、資産と負債がうまくバランスしているのかどうか不明確な場合、バリュエーションへの反映が不十分になりがちなので、アクチュアリや年金数理人を活用した精査なども有効である、と考えている。

【製造業 E 社】銀行出身者である海外事業本部長が、E 社の状況をよく理解して進められる FA を選定した。

E 社は銀行出身者である事業本部長が、どのような視点、スタンス、能力のある FA であれば信頼できるのか、銀行時代の経験を活かしながら、FA を選定した。選定した FA は現地オフィスと日本で連携し、E 社も電話会議で情報共有を実施した。ファンド情報の取得（対象企業の株主は PE ファンドであった）には苦勞したが、現地（英国）の情報を把握している FA の支援には価値があった。ディール中の対象企業との関係性は良好であったと認識している。

FA の活用がうまくいった点に関しては、アドバイザーに対して正しい質問をする能力を有する人材を社内でもっていたからである、と考えている。

しかし、買収スキームについては、社内に知見がなく、アドバイザーの言いなりで買収スキームを決定した。最適スキームであったかという判断が難しく、後の社内説明に苦勞した。

※なお、外部アドバイザーをうまく活用できなかった事例として、下記のようなケースもある。

【製造業 F 社】ファイナンシャル・アドバイザーに大きく影響された。

海外のある企業を買収したが、きっかけは FA からの持込みであった。ディールは時間の制約が大きく、また、各種意思決定をするにも情報が十分でないケースもあった。今考えると、他社と良い条件でまとまらなかったのも持ち込まれた案件だったのかもしれない。

【製造業 G 社】外部アドバイザーを使いこなせるだけの知見が社内になかった。

M&A において留意すべき点を社内で理解できていなかったため、外部アドバイザーを使いきれなかったと感じている。外部のアドバイザーから提供された情報から何を読み解くべきか（何が疑問で、何が正しいのか）を判断できなかった。アドバイザーから意思決定材料を効率的に引き出せるくらい M&A に慣れた人間を社内で確保しておく必要があった。

最終的に意思決定するのは企業側である。意思決定に必要なこだわりや思いがあるはずで、それはアドバイザーのできるところではない。PMI フェーズで論点になりそうところを、あらかじめ想定できるのも企業側の人間である。

【製造業 H 社】社内のリソースだけで対応しようとしたが、部署間の歩調が合わなかった。

ある大型買収案件を営業本部が取り扱っていた。しかし、営業本部だけではリソースが不足することが明白であったため、管理本部からコーポレート系の実務に詳しい社員を案件に参画させた。しかし、営業本部が自己流で進めてしまった部分もあり、統合作業が複雑になってしまった。外部のスペシャリストを使っていれば、もう少しスムーズにできたかもしれない。

2.3. グローバル経営力

2.3.1. 海外 M&A プロセスを契機としたグローバル経営力の強化

【製造業 A 社】買収先のグローバルプラットフォームを活用して、自社全体をグローバル化する。

A 社が買収した対象企業は、グローバルに事業を遂行するプラットフォームを構築していた。具体的には下記のような経営プラットフォームを活用して、A 社自身グローバル化するような取組みをしている。

- **買収先のグローバルシステムを生かすための「グローバル化モデル」を採用する**
 - ・買収先も M&A を活用し成長してきており、グローバルスタンダードと呼ばれるようなシステムに辿り着いていた。
 - ・日本の事業、オペレーション部門は全て買収先のグローバル組織の中に入れる（現在は、運営方法を一部変更し、現地に任せる経営も取り入れている）。
- **A 社の経営理念と買収先の経営理念を融合した「グループ理念、ミッション、価値観」（「事業は人なり」）の浸透に注力する**
 - ・A 社の経営理念と対象会社の経営理念を融合し、買収した側である A 社が下書きをし、日本語と英語のバイリンガルの人に依頼して英訳したものを、著名なコンサルタントのロンドン事務所で英国らしい英語に変えてドラフトを作成した。
 - ・ドラフトを買収が成立した直後の第一回トップ会議にかけて合意。その後、両社の人事部を中心にしたタスクフォースチームが数か月かけて議論しさらに言葉を磨いた。現在でも当時作成した経営理念は世界中で参照・尊重され、グループの根幹となっている。
 - ・社内情報誌を作成し、18 か国語に翻訳して社員に配布している。
- **グローバル企業に適した取締役会へ転換した**
 - ・買収提案の数年前から体制変更の準備を開始した。社外からグローバル見識のあるメンバーを多数招致
 - ・買収先の非日本人 CEO を統合後のグループ CEO に据え、以降はこれをいかにグリップするかが取締役会の主要な役割として意識された。
 - ・このような目的に資することを含め、統合後においては国際企業に適合したコーポレート・ガバナンスの体制を得るべく、委員会設置会社に移行した。
- **対象企業の社員・役員も含め、適材適所で配置を検討する**
 - ・多くのポジションで日本人が下、外国人が上司になり、外国人上司に報告するという状況が各地で生まれた。A 社そのものが海外経験、グローバル経験が少ないので、グローバル経営ができる人（即戦力の人材）という観点でグローバルリーダーを選んだ結果である。

- ・当然、当初は社内から大きな反発や不安の声があったが、グローバルリーダー育成や後継者育成に力を入れる方針を継続している（いずれは日本人もグローバルのマネジメントになれるようにしたい）。
- **自社のグローバルへの理解浸透に合わせ、グローバルな人事・給与制度（インセンティブや、グレードシステム等）を徐々に導入する**
- ・人事制度をグループで統一されたグレードシステムに変更した。グレードに応じて給与が変わる、勤続年数ではない、といったグローバル体系に徐々に社内の人事制度を変化させた。

【サービス業 B 社】買収企業をグローバル経営のプラットフォーム基盤に。

グローバル規模でサービスを展開し、かつ今後の海外 M&A の拠点となるような企業の買収を検討していた B 社は、欧州に所在する企業を買収候補先とした。同社は、グローバル企業を顧客としていくつか抱えているだけでなく、過去に何度も M&A を実施しており、社内の M&A プロセスが洗練されていたこともあり（たとえば、投資戦略は 100%買収が原則で、投資判断基準を 10 個ほど設定していた。具体的には、対象企業の財務状況、ストラクチャー、外部借入額、投資回収期間などについても明確な基準を設けていたこと等）、B 社がグローバルでの M&A を進めていくためにも有効なプラットフォームになりうるものだった。現在は同社を基盤に海外 M&A を実行し、取引量・地域・事業領域の拡大をテーマとした成長を実現している。

【製造業 C 社】買収先の良いところを日本本社に取り入れる方針としている。

C 社では更なるグローバル化対応のため、買収先の良いところは本社に吸収する方針としている。米国の合弁会社から変動費や固定費管理の手法や「選択と集中」といった経営管理手法を学び、C 社の本体に取り入れているケースがある。もちろん全てを取り入れることはできないし、今後の課題となることも多い。たとえば、C 社が買収した米国の企業はグローバルで給与制度や人事制度・システムが統一されていた。経営幹部をグローバルに人事異動できるインフラが整備されている。C 社としてすぐに制度統合することができていないが、今後は統一する方向で検討を始めようと考えている。

また、取り入れるだけでなく C 社の良いところは買収先に浸透させるようにしている。C 社では事業活動を実施するにあたり、優先度の高い順に安全、コンプライアンス、品質、納期、コストと順番をつけて活動をしており、新しく獲得した会社にも C 社の優先順位の考えを浸透するようにしている。たとえば、子会社に義務付けている月報の作成においても安全・環境・コンプライアンスの内容から必ず記載するよう指示する、などである。安全・環境・コンプライアンスに関する問題が発生した場合は、皆で共有することで

相互牽制を働かせることも重要である。グループ会社だけでなく、協力会社や代理店の事故や安全対策まで経営幹部で共有される。

【サービス業 D 社】買収により顧客基盤を強化、真のグローバルビジネス展開を加速した。

D 社では欧州系の企業を買収する以前から、海外の事業を展開していたが、大半のケースが、日本の顧客の海外進出に伴ったビジネス展開であった。そのため、今回のように、海外に独自の顧客基盤を有する企業を買収することで、真のグローバルビジネスの展開ができるようになった、と感じている。特に、新しく買収した企業との間で顧客融通を行うことで、ビジネスが拡大するようになった。

また、顧客基盤だけではなく、D 社と買収先のキーマン同士の信頼関係を構築することも重要であると考えている。国内の事業会社であれば組織対組織の付き合い方や阿吽の呼吸も通じるので、年に数回会議を義務付ければ自ら動くが、新たに関係する海外企業の場合は互いの思いを引き出すためにより高頻度でコミュニケーションしていくようにしている。

2.3.2. グローバルリーダーシップの開発

【製造業 A 社】グローバルなリーダーを育てるには、海外での“修羅場”の経験が有効である。

A 社で過去に大型の買収案件を成立、成功に導いた担当者は下記のように語っている。

「33 歳から 40 歳までの 7 年間米国に行ったが、当時、A 社の名刺を渡しても、そもそも A 社を知る人はほとんどいなかった。そのときに、A 社を当時米国でも存在感のあったソニーやホンダのような素晴らしい会社にしたいと思い経営者を目指した。

当時のトップあるいは取締役会を説得して、30 代で 230 百万ドル、当時のレートで約 300 億円を使った。投資は失敗すれば一生かかっても返せない金額で、どうすれば成功率を上げられるのかを必死に考え、提携先の信頼を勝ち取った。また提携した相手企業の社外取締役に入り、その会社を上場するまで支援した。こうした経験が海外 M&A をするうえで役立っていると思う。」

【製造業 B 社】海外 M&A を通じて、自社全体をグローバル化する方針とする。

B 社グループの中で海外事業を統括する法人では 100 以上の国籍の社員が働いており、執行役員会のメンバー 15 名は 11 か国籍の人々で構成されている。

日本の事業を管轄する B 社本社から海外事業管轄会社への出向者として、2・3 年を上限としたトレーニーを 100 名程派遣している。2 年程度で人材が入れ替わることにより毎年

50名程度新しい人材を派遣できるため、グローバル人材育成の場として有効活用している（10年で500名の経験者を育成することになる）。

M&AやPMIを行うミドル人材の育成は、買収の実務を行う中で鍛えるしかない。M&Aその他の事業拡大により事業がグローバルに展開されると、普段の仕事の中にも鍛えるチャンスが増えてくる、と考える。

上記のような方針を採用しているB社にはグローバルビジネスに対する確固たる哲学がある。B社の担当者は「世界中には日本人が知らない商習慣が数多くあり、これを全て日本人で対応するというのは驕りである。如何にこういったことにしっかりと対応できる多様性を確保するかということが大事である」とB社の方針を語っている。

【製造業C社】“幽体離脱”できる人材がグローバルには必要である。C社でも1つ1つ経験することでグローバル対応ができるようになった。

C社では、グローバル対応できるリーダー人材は、“幽体離脱”ができる能力を持つことが重要である、と表現をする。C社の定義する“幽体離脱”ができる人材とは、ある国に属しながら、自分のマインドセットを宙に浮かせてグローバルにもものが見られたり、自分の国の外から見られたり、国だけでなく自分の会社や組織や戦略を、“幽体離脱”しながらフェアに分析・理解できるように自分のマインドセットをコントロールできる能力、だという。“幽体離脱”するには、マインドセットのコントロールだけではなく、一定レベル以上の知識とスキルセットが伴っていないとできない。

C社においてももともと“幽体離脱”できる人材がいたわけでない。過去に競合のグローバル企業を買収した際、部署によっては上司が外国人になるという状況が発生した。その際、外国人上司とコミュニケーションをとりながら、「グローバルの考え方はこうなのか」ということを1つ1つ理解していった。理解の積み重ねが、ひいては“幽体離脱”ができることにつながる、と考えている。

【製造業D社】役員会議を英語で実施する（役員は英語を勉強する）。採用のダイバーシティ化も行いグローバル対応を進める。

D社では、インド現法の社長が本社取締役役に就任したことを機に、これまで日本語で行っていた取締役会を英語（通訳あり）で行うようになった。資料には日本語と英語を併記するが、最近は最初から英語で資料を作っている。社内におけるプレゼン資料もグローバル本社は全部英語になった。当然であるが、これまで英語を話せなかった役員もいたが、週末に自主的に英語を学ぶようになっていく。役員会議の英語化を契機に、国内にいる社員たちも同様に英語を使用せざるを得ない状況になっている。

採用や育成においても英語スキルの高い社員を多く擁するような方針としている。技術的特異点（シンギュラリティと呼ばれ、コンピュータが人間の知能を超えるタイミングとされている）が予想される中で、現在の新卒者を定年まで雇うことを前提としないモデルを考えている。以前は新卒一辺倒だったものの、近年は中途も併せて採用しており、同様に海外の人材も採用している（採用のダイバーシティ）。またグループ内の行き来も多くするようにした（たとえば、現地で採用された社員が日本にやってくる等）。

2.3.3. グローバル経営プラットフォームの整備

【製造業 A 社】日本人だけでのグローバル化は難しい。

A 社が買収した対象企業は、過去に自らが行った数多くのクロスボーダー M&A の結果として生まれた複数の大陸にまたがるグローバル企業の経営を如何にすべきかについて悩み、失敗を繰り返しながら改善や改革をしてきた会社であった。同社の経営シニア階層は、A 社が買収した時点で既に多地域・多国籍ハイブリッドな文化を持つ人材構成にかなりの変化を経過しており、グローバルな多文化を繋いでリーダーシップを発揮するためにはどうしたら良いかという課題に対する意識が共有され、その仕組みを改善することが奨励され、多様性に基づく発想の豊かさを是とするコンセンサスが存在していた。A 社はこれを価値と考え、そのまま活用した。このような企業文化に至る過程を、伝統的な日本の会社が日本人だけの発想で推進することは極めて難しいだろうと考えられる

【製造業 B 社】米国企業買収によって社内の異文化理解・グローバル化が進んでいる。

これまで実施した数多くの海外企業買収により、B 社社内にも外国人が増えて、社内のグローバル化が進んでいると感じている。買収企業から日本への人材派遣も進んでいることから、外国人（日本語以外の言語を話す）上司の下で働く若手も増えており、グローバルビジネスの観点からは効果的な育成にもつながると考えている。暗黙の了解等の日本文化は外国人には通じないので、互いをリスペクトするには、相手と真に議論することが必要になる。

【製造業 C 社】海外企業買収によって C 社の文化がグローバル化する副次効果もあった。

C 社では米国企業の買収が契機となって社内での海外 M&A に対する抵抗感がなくなり、今までは海外 M&A が選択肢になかった事業においても事業拡大の選択肢として海外 M&A の検討を始めるようになった。

【製造業 D 社】海外 M&A により、世界に通じない日本のやり方を変革する。

D 社では日本流の阿吽の呼吸ありきではなく「誰が、いつ、何を」を明確にしたルールの整備、管理のシステム更改など、自社が変革する必要性を感じている。

【サービス業 E 社】E 社経営陣の間にグローバルビジネスに対する見方が育ち始める。

E 社では過去に買収した海外企業が E 社グループの海外事業の中心になることで、買収した企業をベースにした海外事業の考え方が、経営陣の間に浸透するようになった。

【製造業 F 社】グローバルで競争力を持ちたいのであれば、日本本社が変わらなければならない。

F 社は、グローバルで競争力を得るためには自社の変革が必要であると考えている。F 社が米国の企業を買収した際、買収先のクレジットリスク管理・市況リスク管理等の手法は F 社本社よりも優れていた部分があった。F 社の投資案件の決裁システムや、年間の通期見通しを何度もアップデートさせる指示などは、相場製品を扱う買収先からすると、現実的ではなく、大きな反発を受けた。

また、F 社は極力リスクが無いこと、あるいは全てのリスクに対処できることを確認したうえで決裁を進める方針のため、一定程度リスクを許容しながら投資を行う買収先の意思決定スピードに合わせることが難しい。アセット買収の話が急に発生し短い入札期間で対応したい場合でも、F 社社内の決裁審査の承認までに時間を要するからだ。決裁に時間を要する F 社の稟議システムを完全に理解してもらうことはできなかった。稟議が必要な可能性があれば、可能な限り余裕を持った起票をしてもらうような運用で対応するようにしている。

【製造業 G 社】英国企業買収後、今まで日本人がマネジメントしていた子会社の責任あるポジションに、グローバルでのビジネスに知見のある外国人を積極登用する。

G 社は、英国企業買収後、外部アドバイザーによる人事評価の結果をふまえ、各地域統括会社のトップとして買収先の人材を登用した。買収先の海外人員は 2,000 名程度、G 社の海外人員は 500 名程度と、規模の面でも差があり、また、買収先の人材が優秀という点は G 社側の各担当者も認識していたからである。

G 社で長年働いていた現地従業員を解雇するケースも有り、また、日本のガバナンス手法と異なることにより G 社側では軋轢が生じたが、数字目標の達成という意味では成功だ

ったといえる。G 社側の営業部隊に統合対応を任せていた場合、数字目標は達成できなかったと考える。

買収先の社員を積極的に登用した効果もあり、買収先から、経営改善の様々なアイデアが提示された。G 社本社側にもポジティブな影響があり、ポリシーを見直すことになった。日系企業の英国子会社 CFO であった人物を CFO に起用したが、日本本社に対しても様々な提案を行う等、G 社全社としてプラスに働いている、と感じている。

添付資料

1. 直近の日本企業による海外企業の買収に関する実態及び動向

1.1. 2017 年の M&A 動向とこれまでの流れ

(1) 2017 年の日本企業による M&A 件数・金額

2017 年の日本企業の M&A 件数は 3,050 件と、2016 年の 2,652 件から 398 件、15.0%増加した。2006 年の 2,775 件を 11 年ぶりに上回り、過去最多を更新した。日本企業による M&A は、2008 年のリーマン・ショックを契機に停滞し、2011 年には 1,687 件まで落ち込んだが、2012 年に増加に転じ、以来 6 年連続の増加となっている。金額は 13 兆 3,437 億円で、前年の 16 兆 8,975 億円から 21.0%減少したものの、3 年連続で 10 兆円を超え、引き続き高水準を維持した。

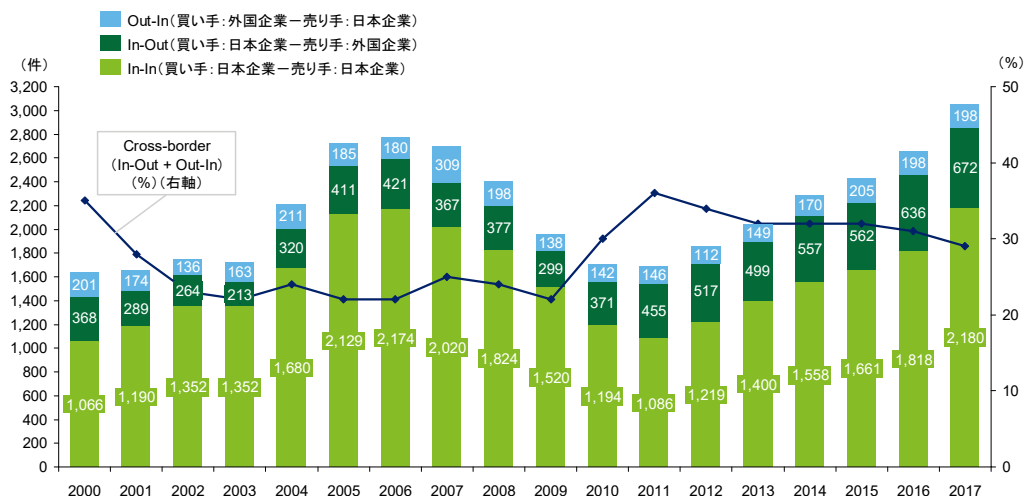
(2) マーケット別の内訳

日本企業が当事者となる M&A のマーケットを、レコフデータの定義を引用し下記 3 つに分けて捉える。

- In-In: 日本企業同士の M&A。
- In-Out: 日本企業が存続企業、外国企業が相手企業となる M&A。本報告書における「海外 M&A」は In-Out 案件と同義である。
- Out-In: 外国企業が存続企業、日本企業が相手企業となる M&A。

マーケット別の内訳をみると、件数は In-In 2,180 件（前年比 19.9%増）、In-Out 672 件（同 5.7%増）、Out-In 198 件（同増減なし）となった。うち、In-In と In-Out はそれぞれ、過去の最多値であった 2006 年の 2,174 件、2016 年の 636 件を上回り、最多を更新した。

＜図表 1-1＞マーケット別 M&A 件数の推移

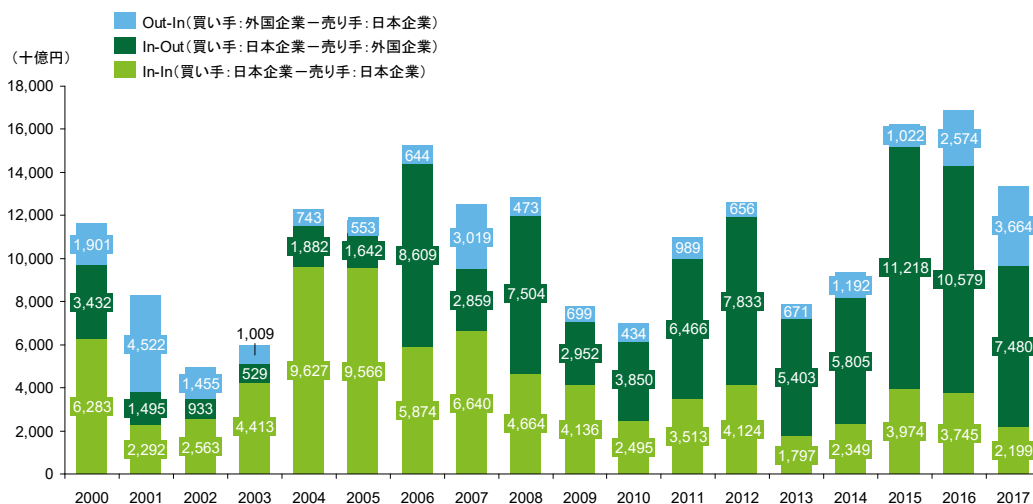


脚注：レコフの公表日ベースの M&A データを基に作成。件数は日本企業が当事者となる M&A のうち、グループ内 M&A を除く。形態としては合併、買収、事業譲渡、資本参加、出資拡大を含む

出所：レコフ M&A データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

金額は In-In が 2 兆 1,994 億円（前年比 41.3%減）、In-Out が 7 兆 4,802 億円（同 29.3%減）と、前年に比べ減少した。In-Out は、1 兆円を超す大型案件が姿を消す一方で、数億円から数百億円規模の案件が増加した。他方、Out-In は 3 兆 6,640 億円（同 42.4%増）で、2001 年の 4 兆 5,221 億円以来、16 年ぶりの高水準となった。

＜図表 1-2＞マーケット別 M&A 金額の推移



脚注：レコフの公表日ベースの M&A データのうち、金額が公開されている案件のみを集計

出所：レコフ M&A データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

金額トップは Out-In の案件で、ベインキャピタルを軸とする企業コンソーシアムによる東芝子会社の東芝メモリの買収（約 2 兆円）であったが、金額上位 20 のうち 14 件を海外 M&A (In-Out) が占めており、日本企業の海外進出、海外強化の動きがますます加速していることがわかる。

<図表 1-3>2017 年金額上位案件 20 件

#	関与企業(買収元は左)	業種 (買収元は左または上)	金額 (百万円)	国	日付	#	関与企業(買収元は左)	業種 (買収元は左または上)	金額 (百万円)	国	日付
1	BainCapital ほか TOSHIBA	その他金融/ 電機	2,000,000	米国 (買収者)	'17/9/28	11	関西アーバン銀行 みなと銀行	銀行/銀行	202,770	日本	'17/3/4
2	Takeda ARIAD	医薬品/医薬品	627,750	米国	'17/1/10	12	MS&AD FAIRFAX SG子会社	生保・損保/ 生保・損保	175,500	カナダ	'17/8/24
3	SoftBank 滴滴出行 滴滴快的特種会社	通信・放送/ ソフト・情報	550,000	中国	'17/5/1	13	均勝電子 TAKATA	輸送用機器/ 輸送用機器	175,500	中国 (買収者)	'17/6/26
4	MUFG Danamon	銀行/銀行	494,528	シンガ ポール	'17/12/27	14	BainCapital ADK	その他金融/ サービス	161,442	米国 (買収者)	'17/10/3
5	SoftBank 滴滴出行	通信・放送/ ソフト・情報	452,560	中国	'17/12/22	15	KKR 日立工機株式会社	その他金融/ 機械	147,443	米国 (買収者)	'17/1/14
6	SoftBank FORTRESS	通信・放送/ その他金融	372,900	米国	'17/2/16	16	TOYOTA VANDERLANDE	輸送用機器/ 運輸・倉庫	140,000	オランダ	'17/3/24
7	7-Eleven SUNBELT	スーパー・コンビニ/ スーパー・コンビニ	365,996	米国	'17/4/7	17	HITACHI SULLAIR	電機/機械	135,700	ルクセン ブルク	'17/4/26
8	SoftBank wework	通信・放送/ サービス	328,260	米国	'17/8/25	18	NeuroDerm	医薬品/医薬品	125,200	イスラエル	'17/7/25
9	SoftBank Grab	通信・放送/ ソフト・情報	223,480	シンガ ポール	'17/7/15	19	kuraray CalgonCarbon	化学/化学	121,800	米国	'17/9/22
10	KKR 株式会社 日立国際電気	その他金融/ 電機	215,000	米国 (買収者)	'17/4/27	20	SoftBank ROIVANT SCIENCES	その他金融/ 医薬品	121,649	英国	'17/8/9

脚注：2017 年 1 月～2017 年 12 月までの期間で抽出

出所：レコフ M&A データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

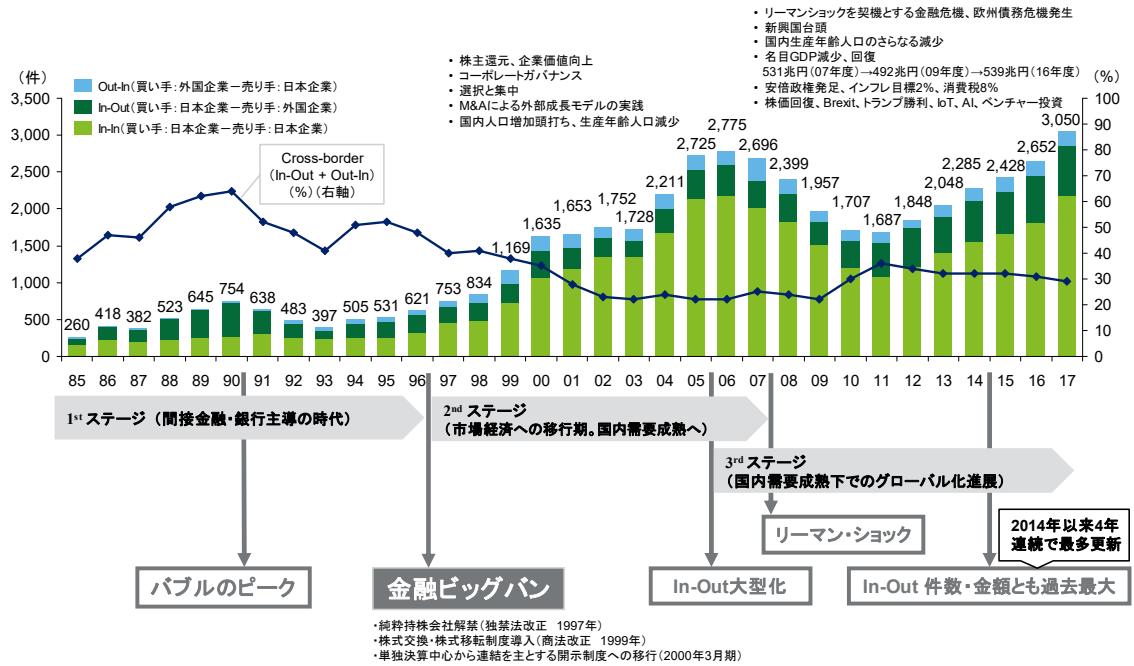
日本の M&A 市場は金融ビッグバンを契機に急拡大した。件数は 1997 年頃から急増し、2006 年には 2,775 件に達した。「選択と集中」をキーワードに、業界再編や事業再生に M&A は欠かせないツールとなった。

(3) M&A にかかわる日本の制度の状況

1997 年の独禁法の改正、1999 年の株式移転・交換制度や 2001 年の会社分割制度の施行により、持株会社による経営統合やキャッシュレスの買収・組織再編が容易になった等、制度面の整備も進んだ。また、民事再生法など事業再生関連法制が整備され、2003 年には 4 年間の時限立法で産業再生機構が設立された。さらに、2007 年には会社法で組織再編における対価の柔軟化が実現し、スキームの自由度は格段に高まった。これらの結果、M&A 手法が企業の事業再構築から上場企業同士の業界再編にまで浸透し、定着していった。また、実態面では、投資ファンドが登場したほか、TOB や MBO が増加した。王子ホールディングス（旧王子製紙）、アステラス製薬などが国内外で敵対的買収や買収提案に踏み切るなど、M&A の「市場化」も進展した。

昨今では国内市場の縮小、新興国市場の成長・拡大などを背景に、海外 M&A が活発化してきており、業界再編、グローバル化進展のなかで、成長戦略を実現するために、日本企業にとって M&A はより一般的、日常的な選択肢になってきている。

＜図表 1-4＞日本の M&A 市場のトレンド



出所：(株)レコフデータ提供情報を基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

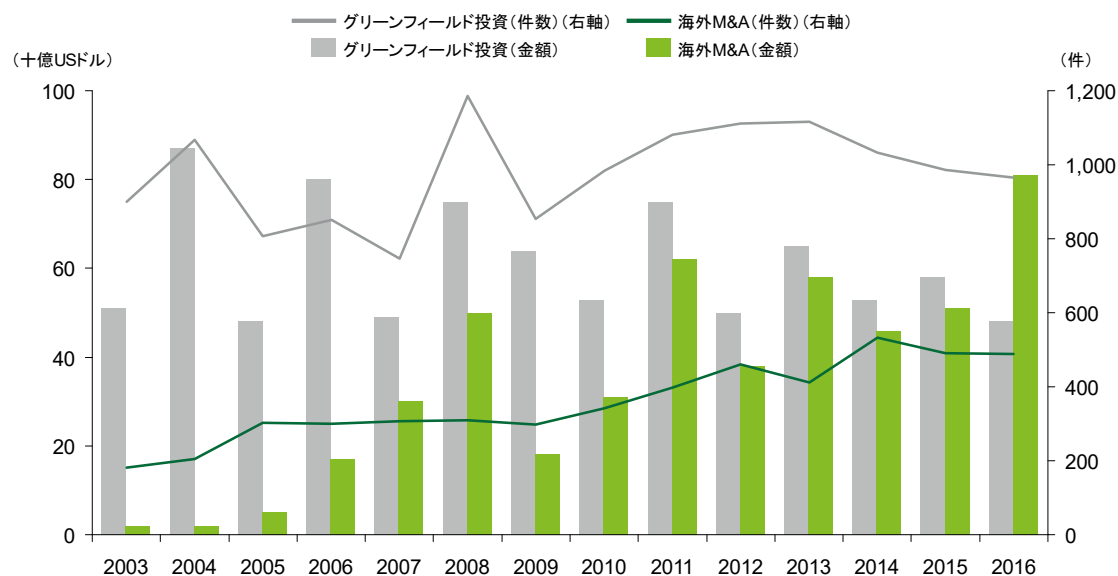
1.2. 海外 M&A (In-Out M&A) 動向

(1) 対外直接投資全体における海外 M&A の動向

日本の対外直接投資において、グリーンフィールド投資¹と比較して海外 M&A をみると、2005 年頃より海外 M&A が増加しはじめ、2014 年以降は対外直接投資全体の 3 割を占めるようになっている。金額では 2016 年は 62.5%と、初めて 5 割を超えた。海外 M&A の伸びが、対外直接投資残高全体の増加に寄与しているといえる。

¹ 新たに投資先国に法人を設立する形態の投資（工場の設立などを伴う投資など）（外務省の定義より引用）

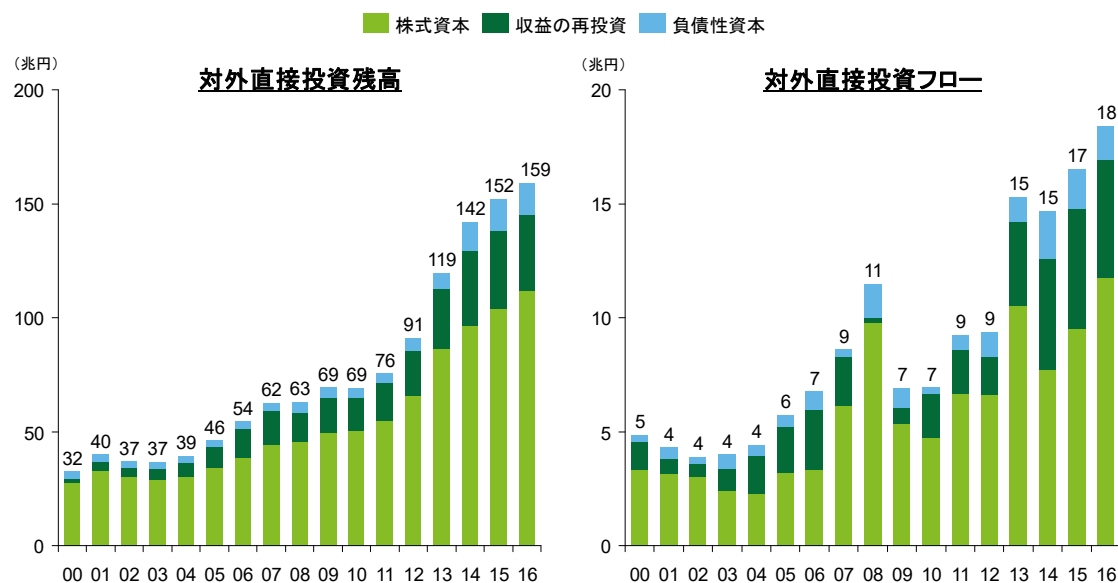
＜図表 1-5＞グリーンフィールド投資と海外 M&A の件数・金額推移



脚注：UNCTAD を基に作成しているため、レコフ M&A データベースの数値とは異なる

出所：UNCTAD World Investment Report 2017 を基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

＜図表 1-6＞対外直接投資残高・フロー



出所：財務省「対外直接投資（暦年）」、日本銀行「本邦対外資産負債残高（年次）」を基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

(2) 海外 M&A の 3 つの波

日本企業の海外 M&A 件数は 1985 年から 2017 年までの 33 年間で 1 万 1,147 件に上り、金額合計は 106 兆 6,126 億円と、100 兆円を超えた。

我が国の海外 M&A のトレンドは、「3 つの波」に分類することが可能である。

1 つ目の波は 1990 年前後のバブル期である。件数が 1989 年に 388 件、1990 年は 463 件まで上昇し、総件数に占める割合も 61.4%に達した。当時はオフィスビルやゴルフ場への不動産投資など、本業とのシナジーが乏しい「財テク M&A」が多くみられたが、なかには松下電器産業（現パナソニック）による米 MCA の買収（7,800 億円）など既存事業とのシナジー効果を狙った大型案件も含まれていた。その後、バブル崩壊による不況の深刻化が日本企業の海外投資余力を奪い、1993 年には 120 件まで減少した。

2 つ目の波は 1990 年代後半から 2000 年にかけての日米を中心とした IT バブル期である。IT 関連企業の海外投資が活発化し、海外 M&A 件数は 2000 年に 368 件まで増加した。NTT ドコモが、米携帯電話大手 AT&T ワイヤレスに 1 兆 1,000 億円(98 億ドル) を出資したほか、NTT コミュニケーションズ(NTT コム)が、米インターネット・ソリューション・プロバイダーのベリオを 6,000 億円（55 億ドル）で買収した。その後、IT バブルが崩壊。NTT コムは 2001 年 1 月、米国の新会計基準に基づくのれんの減損処理を行ったことに伴い、2001 年度中間決算において評価損等 6,285 億円を特別損失として計上している。

3 つ目の波は 2006 年に顕在化し、以来今日まで 11 年以上も続く大きな波となっている。不良債権処理などが進み、経済の回復基調とともにバブルの後遺症を克服して体力を回復した日本企業は、2005 年頃から海外事業強化に向けて戦略的な攻めの海外 M&A を展開し始めた。同年 411 件、2006 年は 421 件と、1990 年の 463 件に迫る水準まで回復した。金額も大型化し、2006 年は 8 兆 6,092 億円と過去最高金額を記録した。JT（日本たばこ産業）による英ガラハの買収（2 兆 2,530 億円）、東芝などによる英ウエスチングハウス（WH）の買収（6,210 億円）、日本板硝子による英ピルキンソンの買収（6,160 億円）、ダイキン工業によるマレーシアの OYL インダストリーズの買収（2,438 億円）など大型案件が相次ぎ発表された。その後も国内市場が成熟、縮小に向かう中、成長戦略実現に向けた海外強化の動きが本格化した。

海外 M&A はその後、リーマン・ショックの影響で 2009 年に一時的に停滞したものの、2010 年には回復し、2011 年は東日本大震災の影響による国内市場の先行き不透明感や円高などの後押しもあってその傾向が加速した。特に新興市場に成長を求める M&A、グローバルトップを目指し市場獲得を狙う大型案件が増えた。2014 年には円高修正局面にもかかわらず、557 件とそれまでの過去最高を記録した。経済成長の続くアジアなど新興市場獲得に向けた動きが加速し、対アジアの件数は 232 件で過去最多を更新した。その後も海外強化の動きは衰えず、2017 年ま

で4年連続で過去最多を更新し続けている。

金額は、2014年のサントリーホールディングスによる米ビームの買収（1兆6,793億円）、2015年の伊藤忠商事とタイのチャロン・ポカパングループによる中国のCITIC Limitedへの資本参加（1兆2,040億円）、2016年のソフトバンクグループによる英アーム・ホールディングスの買収（3兆3,234億円）と、毎年のように1兆円を超す案件が登場するようになったほか、金額規模別では、1,000億円超えの案件が増え、2015年には最多の23件を記録した。

<図表 1-7> 近年の大型海外企業買収（上位20案件）

#	関与企業(買収元は左)	業種 (買収元は左または上)	金額 (百万円)	国	日付	#	関与企業(買収元は左)	業種 (買収元は左または上)	金額 (百万円)	国	日付
1	SoftBank ARM	通信/電機	3,323,400	米国	'16/7/18	11	Takeda ARIAD	医薬品/医薬品	627,750	米国	'17/1/10
2	SoftBank Sprint	通信/通信	1,812,100	米国	'12/10/15	12	JT RAKI 米国外たばこ事業	食品/食品	600,000	米国	'15/9/30
3	SUNTORY Beam	食品/食品	1,679,360	米国	'14/1/14	13	第一生命 Protective	損保/損保	578,060	米国	'14/6/5
4	YOKOHAMA HCC	損保/損保	941,300	米国	'15/6/11	14	SMF GE	その他金融/ その他金融	575,000	日本 (親会社:米国)	'15/12/16
5	Asahi SAB MILLER	食品/食品	876,600	チェコ 共和国	'16/12/13	15	Sumitomo Corporation SMBC SMF RBS	その他金融/ その他金融	574,437	英国	'12/1/17
6	JP TOLL	サービス/運輸・倉庫	761,805	豪州	'15/2/18	16	MUFG Danamon	銀行/銀行	494,528	インド ネシア	'17/12/27
7	MUFG krungsri	銀行/銀行	722,294	タイ	'13/7/3	17	SUMITOMO LIFE SYMETRA	損保/損保	470,300	米国	'15/8/12
8	MS&AD amlin	損保/損保	642,000	英国	'15/9/8	18	Otsuka AVANIR	医薬品/医薬品	425,170	米国	'14/12/3
9	SOMPO HOLDINGS Endurance	損保/損保	639,400	英国	'16/10/5	19	LIXIL GROHE	金属/金属	410,900	ドイツ	'13/09/26
10	明治安田生命 StanCorp Financial Group	損保/損保	628,375	米国	'15/7/24	20	dentsu	サービス/サービス	395,500	英国	'12/7/13

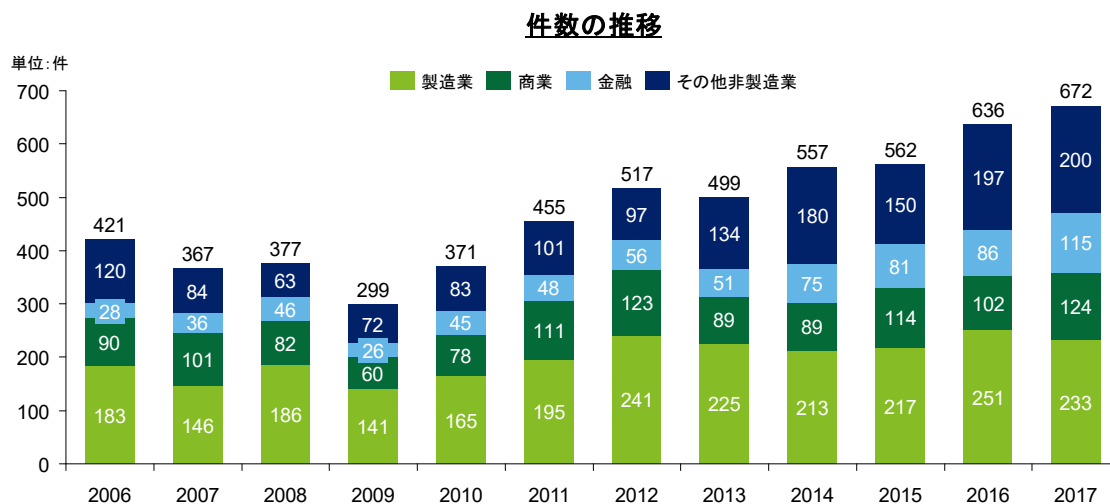
脚注：2012年1月～2017年12月までの期間で抽出

出所：レコフ M&A データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

(3) 業種別の海外 M&A 動向

海外 M&A の「第3の波」が顕在化した2006年当初は、食品や電機、機械、医薬品など、主に製造業の一部の大企業が海外 M&A の主役であったが、最近では金融業界（銀行・生損保）や通信、サービスなどの非製造業でも大型案件が実行されている。

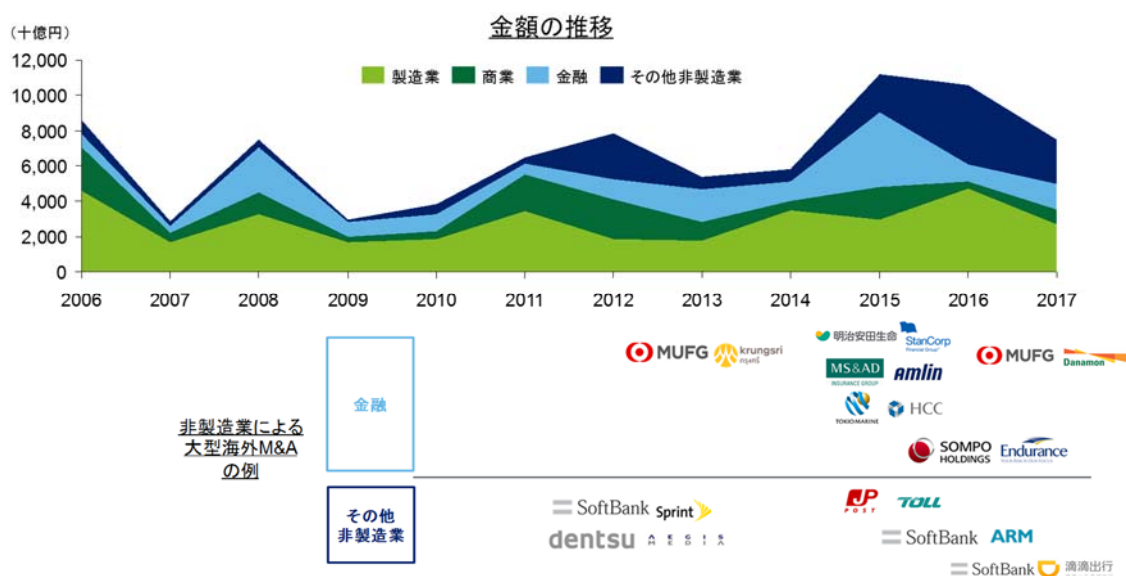
＜図表 1-8＞業種別の海外 M&A 件数推移



脚注：レコフの公表日ベースの M&A データを基に作成

出所：レコフ M&A データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

＜図表 1-9＞業種別の海外 M&A 金額推移



脚注：レコフの公表日ベースの M&A データのうち、金額が公開されている案件のみを集計

出所：レコフ M&A データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

(3-1) 製造業

食品では、前述の JT による英ガラハの買収、サントリーホールディングスによる米ビームの買収のほか、2011 年のキリンホールディングスによるブラジルのスキンカリオール・グルー

プ（新・ブラジルキリン）の買収（1,988 億円、完全子会社化を含めると約 3,038 億円）、2016 年のアサヒグループホールディングスによる英ビール大手 SAB ミラーからの欧州ビール事業の買収（2,945 億円）、中東欧 5 か国のビール事業の買収（8,766 億円）など、M&A を通じて海外展開と成長市場の取込みの動きを本格化させた。また、ミツカンホールディングス（愛知県半田市）による英蘭ユニリーバの子会社の米コノプロからのパスタソースブランド譲受（2,150 億円）、味の素による米ウィンザー・クオリティ・ホールディングスの買収（880 億円）など、大型案件を仕掛ける企業もこれまでの飲料会社中心から調味料、加工食品会社などへと広がっている。

なお、ブラジルキリンについては、その後ブラジル経済の低迷などから経営が悪化し、キリンホールディングスは自主再建を第一優先として収益性の改善を進めていた。しかし、ブラジル経済に関連する様々なリスクやビール、清涼飲料市場の停滞と競争環境を鑑み、単独で安定的な高収益事業へと転換していくには限界があると判断し、2017 年にハイネケングループでブラジルのビール製造・販売大手のババリアに売却した。

リーマン・ショックに端を発する世界同時不況が直撃した電機業界では、特に日立製作所の動きが注目された。日立製作所は、伝統であったグループ会社の自主独立路線を本社集権へと転換した。2009 年に日立プラントテクノロジーなど上場子会社 5 社を TOB など完全子会社化し、電力や交通システムなど社会インフラ事業と情報通信システム事業を融合させた「社会イノベーション事業」による成長へと大きく舵を切った。世界 3 位の HDD 事業を同 1 位の米ウエスタン・デジタルへ売却（3,542 億円）したほか、日立、東芝、ソニーの中小型液晶パネル事業を統合して発足したジャパンディスプレイの経営権を産業革新機構に売却、さらに、三菱重工業と火力発電システムを主体とする分野で事業統合（統合会社の出資比率は三菱重工 65%、日立 35%）するなど、2011 年以降、売却戦略を加速させた。その後、日立製作所は、2015 年にイタリアの防衛・航空大手フィンメカニカから鉄道車両・信号事業の買収（1,334 億円）を発表した。さらに、2017 年にはルクセンブルクの産業機械メーカーのアキュダイングループで空気圧縮機メーカー米サルエアーUS パーチェイサーなど 2 社を買収（1,357 億円）している。

国内外で数多くの M&A を手掛け、業績拡大を続けてきた日本電産は 2017 年 2 月、米電機大手のエマソン・エレクトリックからモータ・ドライブ事業、発電機事業を譲り受けた。金額は約 1,228 億 6,800 万円で、日本電産の M&A では過去最大となる。

機械では、空調メーカーで世界首位となったダイキン工業が、2012 年に米国の住宅用ユニタリエアコンのリーディングメーカーであるグッドマンを買収（2,960 億円）した。これにより、ダクトとダクトレス空調に燃焼・ヒートポンプ暖房を併せ持つ、卓越した品揃えを獲得することとなった。世界最大の空調市場である北米で一気に売上を拡大し、グローバル市場でリーディングカンパニーとしての地位を磐石にした。また、コマツは、米鉱山機械メーカーのジョイ・グローバルを 2017 年 4 月に買収（3,885 億円）した。売上高合計は約 7,830 億円となり、同事業で世界最大手の米キャタピラーに並ぶ規模となった。

医薬品では、武田薬品工業が、自社パイプラインの充実と米国でのプレゼンス強化を図るため、2008年に米バイオベンチャーのミレニアム・ファーマシューティカルズを買収（最大 8,998 億 8,800 万円）した後、2011年にスイスの製薬大手、ナイコメッドを買収（1 兆 1,086 億 800 万円）した。国内製薬会社による海外 M&A では最大規模の案件となる。ナイコメッドの地域別売上高をみると欧州が 5 割、ロシア、中南米、アフリカなど新興国が約 4 割を占めており、急成長する新興国市場を取り込み、グローバル製薬企業としてのさらなる成長を目指した。さらに、2017年には、がん関連医薬品研究開発、販売の米アリアド・ファーマシューティカルズを買収（最大約 6,277 億 5,000 万円）している。

第一三共は、2008年にインド最大の製薬会社、ランバクシー・ラボラトリーズを 4,994 億円で買収したが、その後、工場の品質問題が相次ぎ発覚していたランバクシーを 2014年にインドの後発医薬品最大手のサン・ファーマシューティカル・インダストリーズに合併させ、実質的に売却した。他方、主力薬の特許切れを受け、新薬候補の確保が急務となっていたアステラス製薬は 2010年、2009年に続き米国で 2 度目の敵対的 TOB に挑戦し、米 OSI ファーマシューティカルズを買収（3,708 億円）した。

(3-2) 金融業

銀行では、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ（MUFG）が積極的だ。2013年にタイ大手商業銀行のアユタヤ銀行を買収（7,222 億円）し、同国で総合的な商業銀行プラットフォームの構築、金融サービスを強化している。また、米中堅銀行のユニオン・バンクを通じて、ドイツ銀行の米全額出資子会社の PB キャピタルから米国の不動産融資事業を 3,563 億円で譲り受けた。2017年には、インドネシア証券取引所上場で同国商業銀行第 5 位のバンクダナモンの買収（4,945 億円）を発表したなど、アジア・オセアニア地域での成長戦略を強化している。

保険会社の海外 M&A はもともとマイノリティ出資が多かったが、2010年ごろから本格的な買収案件が登場し始めた。さらに 2014年から 2016年にかけて生損保による大型 M&A が活発化した。2014年には第一生命保険が米中堅保険グループのプロテクティブの買収（5,780 億円）を発表した。これにより第一生命の純利益に占める海外事業の割合は 13%から 36%に高まった。2015年には東京海上ホールディングスが米 HCC インシュアランス・ホールディングスの買収（9,413 億円）を発表し、明治安田生命保険は米生保中堅のスタンコープ・ファイナンシャル・グループを買収（6,283 億円）した。さらに 2016年には、SOMPO ホールディングスが米スペシャリティ保険グループのエンデュランス・スペシャルティ・ホールディングスの買収（6,394 億円）を発表している。

(3-3) 商業

商業では総合商社の動きが活発だ。総合商社の海外 M&A は資源分野、非資源分野に大きく分類される。中国の経済成長により消費が急増し、世界的な資源獲得競争で原料価格が高騰する中で 2004 年頃から資源獲得の M&A が増加し始め、徐々に重点分野に位置付けられるようになった。

2011 年の総合商社による海外 M&A 64 件のうち 18 件が資源分野で、金額は 1 兆 5,605 億円と、資源分野への M&A で件数、金額ともに過去最大規模となった。2012 年の資源分野への投資は 14 件、1 兆 952 億円と前年に引続き高水準で推移したが、他方で非資源分野への大型案件も増加し、同分野の金額は 9,568 億円まで上昇した。丸紅が、米穀物 3 位のガビロンの買収 (2,707 億円) を発表したほか、伊藤忠商事が、米ドール・フード・カンパニーからアジアでの青果物事業とグローバルに展開する加工品事業の譲受 (1,330 億円) を決めた。2013 年は資源分野への投資が 5 件、3,421 億円と抑えられる中で、代わって非資源分野が 48 件、6,412 億円と、資源分野を上回った。さらに、2015 年は資源分野が 2 件、710 億円に対し、非資源分野が 51 件、1 兆 5,894 億円と急拡大し、その差を引き離れた。伊藤忠商事とタイのチャロン・ポカパン (CP) グループによる中国の CITIC グループへの出資 (1 兆 2,000 億円) が金額を押し上げ、過去最大を記録した 2011 年の資源分野の金額を上回った。2016 年は資源分野が 0 件になるとともに、非資源分野も 38 件、2,717 億円と停滞した。三菱商事は 2016 年度から始まる 3 か年計画で、「資源と非資源のバランスの見直し」と「キャッシュ・フロー重視の経営」を進めて経営基盤を再整備すると同時に、成長に向けた打ち手として「事業投資から事業経営へのシフト」と「事業のライフサイクルを踏まえた入替えの加速」を打ち出し、事業構造改革を進めている。2017 年は資源 2 件、非資源 46 件の計 48 件と、前年比で 26.3%増加し、2016 年の落込み分をほぼ取り戻した。他方、金額は 2,685 億円と、2016 年に引き続き、大型投資は停滞が続いている。

小売では、セブン&アイ・ホールディングスが、2017 年にセブン&アイ発足以降最大の M&A を実施した。コンビニエンスストア事業、ガソリンスタンド事業の米スノコ LP(同)から 1,108 店舗を取得した (3,659 億 9,600 万円)。店舗網の拡充、利便性向上を進めるとともに、収益性改善を図り、2019 年度の商品平均日販 5,000 ドル、店舗数 1 万店を目指す。

(3-4) その他非製造業

その他非製造業の M&A も、2010 年ごろから通信やサービスなどを中心に本格化し始めた。

通信・放送ではソフトバンクグループの動きが活発で目が離せない。2013 年の米スプリント・ネクステル・コーポレーションの大型買収 (1 兆 8,121 億円) に続き、2016 年には英半導体設計大手のアーム・ホールディングスを買収 (3 兆 3,000 億円) した。

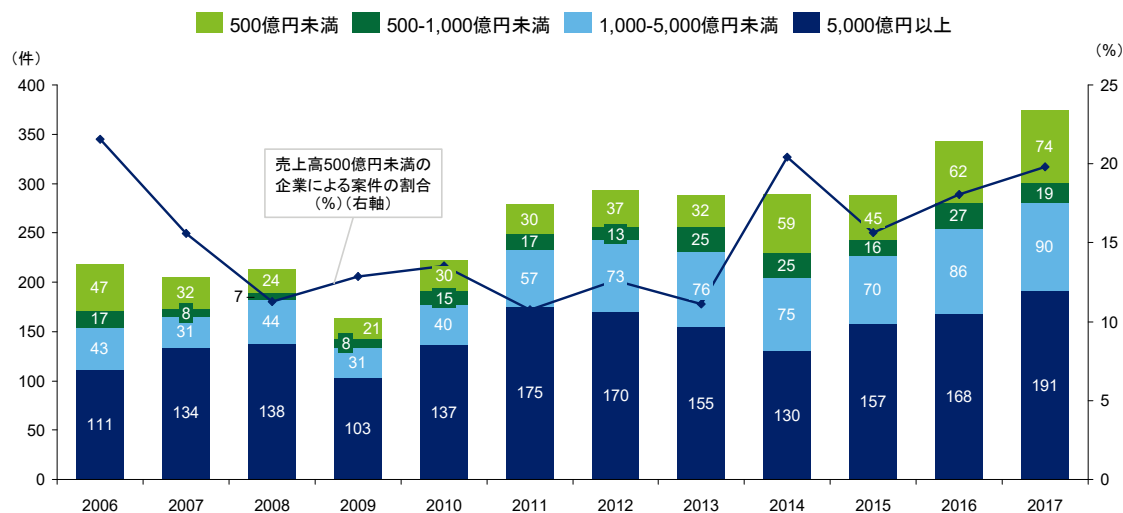
サービス業界では広告や人材サービス分野の海外進出が目立つ。広告業界世界 5 位の電通は、

ロンドン証券取引所上場で同 8 位のイーゼスグループを 2012 年に買収し、同社を通じて世界各国で買収が続いている。人材サービス国内首位のリクルートホールディングスは、2020 年に人材領域におけるグローバル NO.1 を目指し、米国、豪州、蘭の海外企業を買収。これにより、リクルートホールディングスは人材派遣で日本国内 5 位から世界 4 位に浮上した。パーソルホールディングス（旧テンプホールディングス）は、アジア・パシフィック (APAC) 地域でのプレゼンス向上を図るため海外 M&A を活用している。

(4) 買い手企業規模別の海外 M&A 動向

海外 M&A の動向を追うと、昨今では中堅企業による案件も増加しており、買い手の業種に加え企業規模も裾野が広がってきていることが明らかだという意見もある。東証上場企業のみをみても、売上高 500 億円未満の企業による海外 M&A は 2017 年に 74 件実施されており、5 年前（2013 年）の 32 件から 2 倍以上に増加した。案件全体に占める割合も、11.1%から 19.8%へ増加している。潤沢な手元資金をもとに、海外に成長を求める中堅・中小企業が相次いでいることが推察される。

<図表 1-10> 買い手企業規模別の海外 M&A 件数推移



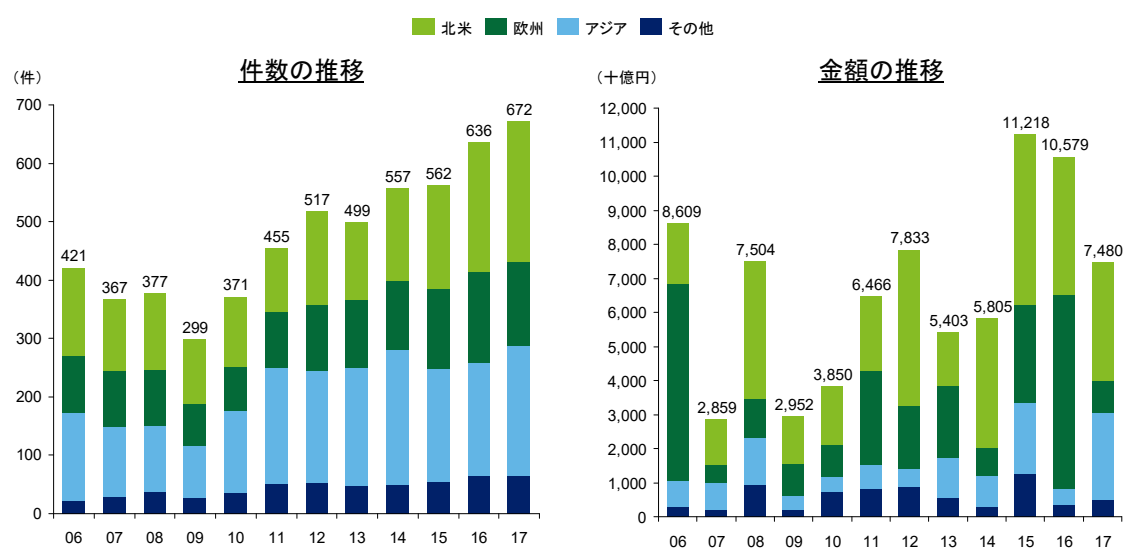
脚注：レコフの公表日ベースの In-Out M&A を集計。売上高は SPEEDA における主要上場・取引市場が（東証）一部・二部・マザーズ・JASDAQ の企業（監理ポストを含む）について、2016 年度売上高（連結優先）を基に算出。非上場国内子会社および海外法人による案件（金額 50 億円以上）を含む

出所：レコフ M&A データベースおよび SPEEDA を基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

(5) 投資先国・地域別の海外 M&A 動向

日本企業の海外 M&A 件数を地域別にみると、2006 年以降、対北米、対欧州、対アジア、その他の地域のいずれも増加してきているが、特に直近では、対北米（対米国）、対アジアの増加が目立つ。金額は相対的に企業価値の高い欧米企業への投資規模が大きいが、昨今はアジアでも有力なベンチャー企業が生まれ、成長しており、これに伴ってアジアへの投資規模も大型化する傾向にある。

<図表 1-11> 地域別海外 M&A 件数・金額推移（全体）



脚注：金額はレコフの公表日ベースの M&A データのうち、金額が公開されている案件のみを集計。件数は金額非公開の案件も含む

出所：レコフ M&A データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

(5-1) 対北米（対米国）

対米 M&A は 2006 年以降 2017 年までの累計で 1,708 件、金額は 33 兆 7,489 億円に上る。同期間の海外 M&A 全体に占める割合は件数で 29.8%、金額で 41.9%と圧倒的に高い。

対米 M&A は、国内市場の成熟化に伴う海外強化の動きによって件数が増え始め、金額規模も大型化していった。2008 年は三菱 UFJ フィナンシャル・グループによる米証券大手のモルガン・スタンレーへの資本参加（9,480 億円）などが発表され、金額は 3 兆 9,865 億円まで上昇した。リーマン・ショック以降は毎年 1 兆円から 2 兆円の水準で推移していたが、2012 年には 4 兆 2,560 億円と 4 兆円を超えた。ソフトバンクによる米スプリント・ネクステル・コーポレーションの買収（1 兆 8,121 億円）などが金額を引き上げた結果である。2013 年に入ると、世界シェア獲得に向けた M&A や医薬品業界のベンチャー企業への M&A の動きが加速した。ソフト

バンクは携帯端末卸売大手の米ブライトスターを買収し、大塚製薬（東京）は、米バイオベンチャーのアステックファーマシューティカルズインクを買収した。2014 年は、北米での圧倒的シェア、販売網を持つ企業への M&A により、グローバル戦略を加速する動きがみられた。サントリーHD による米ビームの買収（1 兆 6,793 億円）、第一生命保険による米プロテクティブの買収（5,780 億円）などがあった。2015 年は金額が 5 兆 108 億円と過去最大規模となった。東京海上日動火災保険による米 HCC インシュアランス・ホールディングスの買収（9,413 億円）、明治安田生命保険による米スタンコープ・ファイナンシャル・グループの買収（6,283 億円）など生保・損保で海外保険事業の規模・収益拡大を目指す動きが目立った。さらに 2016 年は、ルネサスエレクトロニクスによる半導体メーカーのインターシルの買収（3,228 億円）、NTT データによるパソコン・メーカーのデルからの IT サービス関連事業等の譲受（3,187 億円）、TDK によるセンサのファブレス・メーカーであるインベンセンスの買収（1,581 億円）など、規模拡大、開発力強化を図る動きがみられた。また、2015 年に続いて SOMPO ホールディングスが傘下の損害保険ジャパン日本興亜を通じて、米国を中心にバミューダなどで元受・再保険事業を展開するエンデュランス・スペシャリティ・ホールディングスを 6,394 億円で買収すると発表し、SOMPO ホールディングスによる買収の中で最大規模の案件となった。

2017 年の対米 M&A 件数は 223 件で、これまでの最高件数である 1990 年の 224 件にあと 1 件のところまで迫った。武田薬品工業による米アリアド・ファーマシューティカルズの買収（最大約 6,277 億 5,000 万円）のほか、ソフトバンクグループと共同投資家による米投資運用のフォートレス・インベストメント・グループの買収（3,752 億円）などがあった。

（5-2） 対欧州

日本企業の対欧州 M&A は 2006 年以降 2017 年までの累計で 1,317 件、金額は 26 兆 3,141 億円である。

金額は 2006 年に 5 兆 7,952 億円と急増した。日本たばこ産業（JT）による英ガラハールの買収、東芝などによる英ウエスチングハウスの買収、日本板硝子による英ピルキントンの買収などの大型 M&A が相次いで行われたためである。翌 2007 年には 4,958 億円まで減少したが、その後、2011 年から 2013 年にかけては、武田薬品工業によるスイスのナイコメッドの買収（1 兆 1,086 億円）、三井住友銀行と住友商事による英大手銀行ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）の航空機リース事業の買収（5,744 億円）、電通による英イービスグループ（現電通イービス・ネットワーク）の買収（3,955 億円）など大型案件が相次いだ。欧州危機の中、円高の追い風もあって日本企業が M&A の買い手としての存在感を高めた。

その後も 2013 年に三菱東京 UFJ 銀行の孫会社の米ユニオン・バンク（UB、カリフォルニア州）によるドイツ銀行傘下の PB キャピタルからの米国不動産融資事業譲り受け（約 3,563 億円）やオリックスによる蘭大手銀行のラボバンクの傘下で資産運用事業の Robeco Groep N.V.（ロベコ）の買収（約 2,420 億円）、また、同年 7 月に東証 1 部に上場したサントリー食品イン

ターナショナルによる英製薬大手のグラクソ・スミスクラインから機能性飲料の 2 飲料ブランドとその事業基盤を譲り受け (2,106 億円) と続いた。2015 年は 136 件と、1990 年の 127 件を上回り、対欧州で最多を更新した。キャノンがスウェーデンのネットワークカメラ世界最大手のアクシスを買収 (3,337 億円) したほか、日立製作所は伊フィンメカニカの鉄道信号・車両部門を買収 (1,334 億円) するなど、世界シェアの獲得やグローバル企業を目指す動きが本格化した。

2016 年は 156 件とさらに最多を更新した。金額は 5 兆 7,022 億円と、2006 年の水準に迫った。英国の EU 離脱が決定し、M&A 活動にも影響が及ぶと考えられたものの、ソフトバンクグループによる英アーム・ホールディングスの買収が 3 兆 3,234 億円と金額を底上げした。アサヒグループホールディングスは、ベルギーのビール世界最大手アンハイザー・ブッシュ・インベブと英 SAB ミラーの統合に向けた独禁法抵触回避のための SAB ミラーの一部事業売却に伴い、同社から中東欧ビール事業会社 8 社の買収 (8,912 億円)、欧州ビール事業会社 4 社の買収 (2,945 億円) と、両案件で 1 兆 1,857 億円を投じた。

2017 年は 144 件、9,773 億円と停滞した。豊田自動織機は、スウェーデン子会社を通じて、物流ソリューションを展開する蘭ファンダランドを買収 (1,400 億円) した。同年、同業の米バスターティアンソリューションズを買収しており、グローバルで物流ソリューション事業を強化する方針である。

(5-3) 対アジア

日本企業の対アジア M&A は 2006 年以降 2017 年までの累計で 2,045 件、金額は 12 兆 3,144 億円で件数は対米、対欧州を押さえ最多である。

2006 年頃から大型投資が見られるようになり、2008 年は 113 件、1 兆 3,622 億円と 1 兆円を超えた。第一三共によるインドのランバクシー・ラボラトリーズの買収 (4,994 億円)、NTT ドコモによるインドのタタ財閥グループの携帯電話大手、タタ・テレサービスズリミテッド (TTSL) への資本参加 (2,610 億円) などが注目されたが、リーマン・ショック後の世界的な金融・経済危機などにより 2009 年には 90 件まで落ち込んだ。

その後、国内市場の縮小、欧米市場の停滞などを背景に、成長するアジアに活路を求めて活発化し、2010 年 140 件、2011 年 198 件と急増した。東日本大震災を契機として日本企業のアジア事業強化の動きが本格化した。

2013 年は 202 件と初めて 200 件台に乗った。それまで好調だった対中国 M&A は、同国の景気減速と前年に本格化した尖閣諸島を巡る日中間の対立問題を背景に、30 件 (本土 24 件、香港 6 件)、161 億円と停滞する一方で、東南アジア地域 (ASEAN 諸国) への M&A が 99 件、9,971 億円と、件数、金額ともに増加した。タイでは三菱東京 UFJ 銀行 (東京) が、タイ大手商業銀行のアユタヤ銀行を 7,222 億円で買収するなど、大型の買収案件もみられるようになった。

2014 年は 232 件と過去最高件数を記録した。うち、対 ASEAN は 118 件でそれまでの最多を記録している。ソフトバンクがタクシー配車アプリを提供するシンガポールのグラブに資本参

加するなど、日本企業の業種は 232 件中、非製造業が 94 件と活発化し、それまで牽引してきた製造業の 70 件を抜いてトップに立った。また、日本ペイントとシンガポールのウットラムグループとの資本提携強化、伊藤忠商事とタイのチャロン・ポカパングループの相互出資による戦略的業務提携の実施など、日本企業と ASEAN 企業のグローバル連携強化に向けた動きがでてきた。2015 年は 194 件と前年から 16.3%減少したが、金額は 2 兆 1,044 億円まで拡大した。伊藤忠商事とチャロン・ポカパングループによる中国の CITIC Limited への出資（1 兆 2,040 億円）が金額を押し上げた。2016 年も件数は 193 件とほぼ横ばいであったが、金額は 4,930 億円と前年比 4 分の 1 に減少した。この年、日本やアジア諸国が自由貿易圏の拡大を目指して取り組んできた TPP（環太平洋パートナーシップ協定）の交渉が米国の離脱によって中断された。

2017 年は 221 件と前年比 14.5%増加し、2014 年の 232 件に次ぐ高水準となった。金額は 2 兆 5,542 億円で過去最高を記録した。うち、対 ASEAN は 120 件、1 兆 679 億円で、件数、金額ともに過去最高を更新した。他方、対中国も件数は 36 件と前年の 35 件から横ばいであったが、金額は 1 兆 2,081 億円で、こちらも過去最高を更新した。ソフトバンクグループは、ファンドなどを活用し、中国のベンチャー企業など 6 社に出資した。金額合計は 1 兆 2,932 億円でアジア全体の 5 割を占めた。また、JT や三菱東京 UFJ 銀行なども ASEAN で大型買収を行い、アジアでの成長戦略を強化している。昨今はアジア企業が世界大手へと成長・拡大してきており、今後、アジアを舞台にグローバル展開を見据えた日本とアジア企業間の本格的な M&A が増加するとみられる。

(5-4) その他の地域（北米・欧州・アジアを除く）

日本企業の北米・欧州・アジアを除くその他の地域への M&A は 2006 年以降 2017 年までの累計で 539 件、金額は 7 兆 94 億円となっている。

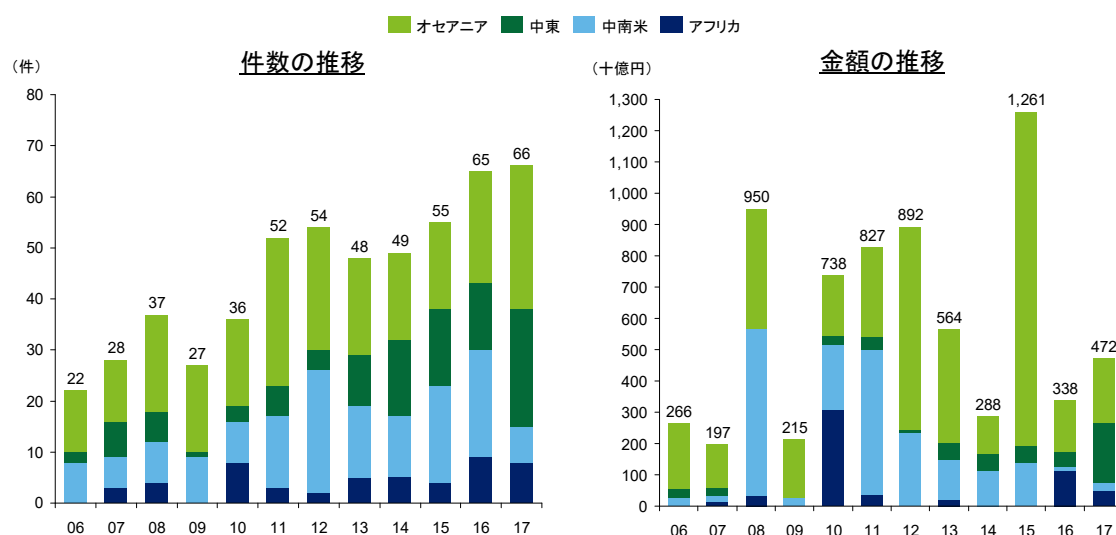
2010 年までは豪州など対オセアニアを中心に 20 件台から 30 件台で推移していたが、2016 年のブラジル・リオデジャネイロでのオリンピック開催決定などを背景に、ブラジルなど中南米への M&A が増加し、2011 年 52 件、その後も 50 件前後で推移し、2016 年は 65 件まで上昇した。

2017 年は 66 件、4,721 億円であった（内訳は、対オセアニア 28 件、対中東 23 件、対中南米 7 件、対アフリカ 8 件）。オセアニア、中東で前年比 27.2%、76.9%増加し、他方で、中南米、アフリカで 66.6%、11.1%減少した。オセアニアでは、パーソルホールディングスが人材サービス・メンテナンス事業で豪証券取引所上場のプログラムド・メンテナンス・サービスを買収（691 億円）した。中東では、田辺三菱製薬が、イスラエルの中枢神経系治療薬研究開発ベンチャーで米 NASDAQ 上場のニューローダムを買収（1,252 億円）し、神経疾患領域パイプラインの拡充を図るなど、近年はイスラエルのベンチャー企業への投資が活発化してきている。

その他では、JT が、エチオピアのたばこ専売会社のナショナル・タバコ・エンタープライズ（NTE）を買収した。エチオピア政府から約 490 億円で 30.95%の株式を取得し、出資比率を 40%

から 70.95%に高めた。JT は新興国市場での事業強化を図っている。

＜図表 1-12＞地域別海外 M&A 件数・金額推移（北米・欧州・アジアを除く）



脚注：金額はレコフの公表日ベースの M&A データのうち、金額が公開されている案件のみを集計。件数は金額非公開の案件も含む

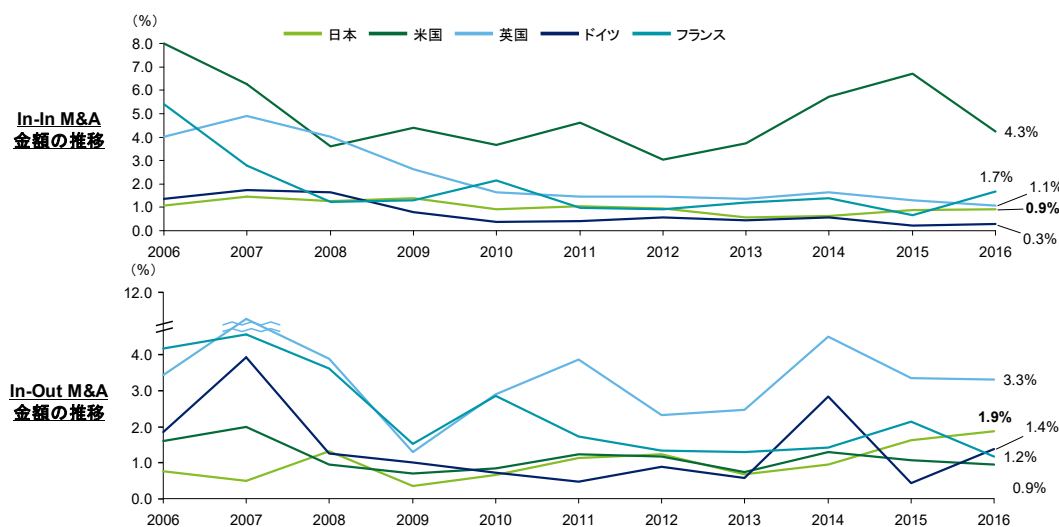
出所：レコフ M&A データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

（6）海外諸国との比較

従来海外 M&A が盛んであった欧米諸国と比較しても、直近 10 年の日本の海外 M&A の増加率は大きい。対名目 GNI 比で見た 2016 年の海外 M&A (In-Out M&A) の累計金額は、2007 年の 0.5%から 2016 年には 1.9%まで拡大しており、5 か国の中では従来 In-Out の割合が高い英国に続く規模となっている。対して米国は国内 M&A (In-In M&A) の比率が高く、In-Out は 0.9%である。

ただし、期間別平均で見ると、日本の In-Out 金額規模は継続的に増加しているものの、直近 2009-2016 年の期間別平均では、欧米諸国と比較して突出しているわけではない。欧米諸国の In-Out 金額規模の縮小もあり、米国、ドイツと同規模となっている。

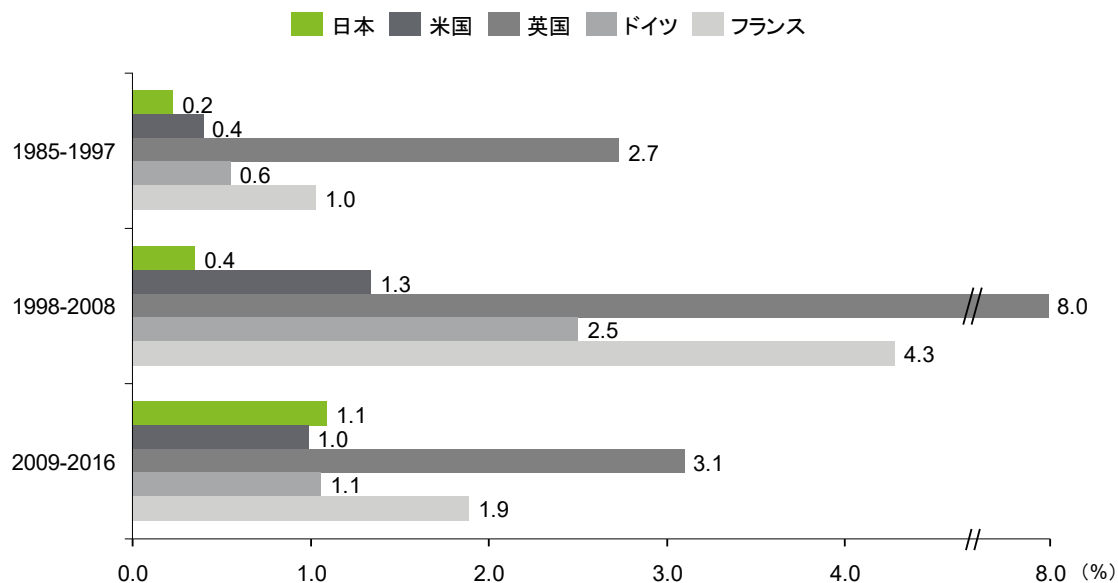
＜図表 1-13＞M&A 累計金額（対名目 GNI 比）の欧米諸国との比較



脚注：データは Thomson One M&A データベースおよび世界銀行データベースを基に作成。金額については金額を公表している案件のみを集計。レコフ M&A データベースの数値とは異なる

出所：Thomson One M&A データベースおよび世界銀行データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

＜図表 1-14＞海外 M&A 累計金額（対名目 GNI 比）の欧米諸国との比較（期間別）



脚注：データは Thomson One M&A データベースおよび世界銀行データベースを基に作成。金額については金額を公表している案件のみを集計。レコフ M&A データベースの数値とは異なる

出所：Thomson One M&A データベースおよび世界銀行データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

2 日本企業の海外企業買収を支援する国内機関

海外 M&A の実行においては、多岐に渡って専門性が要求されるため、領域に応じて専門家を適宜活用することが必要最低限の要素となる。海外 M&A を実行する責任者は、各機関・アドバイザーの特徴・能力を正しく理解し、適材適所に活用することが求められる。

＜図表 1-1＞M&A ライフサイクルと国内機関（外部アドバイザー）の領域

	戦略策定	ターゲティング/ スクリーニング	デュー・デリジェンス	バリュエーション	契約交渉	PMI
ファイナンシャル・アドバイザー (FA)						
戦略系コンサルティング						
総合系コンサルティング						
監査法人						
法律事務所						
税理士事務所						
ITコンサルティング						
人事コンサルティング						
その他専門コンサルティング						

国内機関（外部アドバイザー）が多岐にわたっていることもあり、外形的な情報から各社の実態や実績を正しく理解し、その特徴を把握することは容易ではない。適切に把握するためには時間と手間がかかる部分はあるが、アドバイザーの選定時には提案書を入手する等、各社との直接的なコミュニケーションが、それぞれの特徴を正確に理解するために最も効果的な手法となる。

なお、ファイナンシャル・アドバイザー（FA）や投資銀行・証券会社を対象としたリーグテーブルと呼ばれるランキングの仕組みがあり、各社の実態を把握する一助になると考えられる。2007 年から 2017 年の 10 年間で FA の顔ぶれを見ると、その様相も変わってきている。ランクバリュー¹ベースで見た場合、国内機関でも以前と比べ大型案件を取り扱う機会が増えていると考えられる。一方、案件数ベースでみると、順位に変動はあるものの依然として国内機関が上位を占める結果となっており、外資系の大手とは異なり小規模から大規模の案件まで広く対応していることが窺える。

¹ 株式価値と負債の総額から現金を除いた金額

＜図表 1-2＞リーグテーブル（2007 年、2017 実績）－ ファイナンシャル・アドバイザー（FA）・投資銀行／証券会社

ランクバリューベース

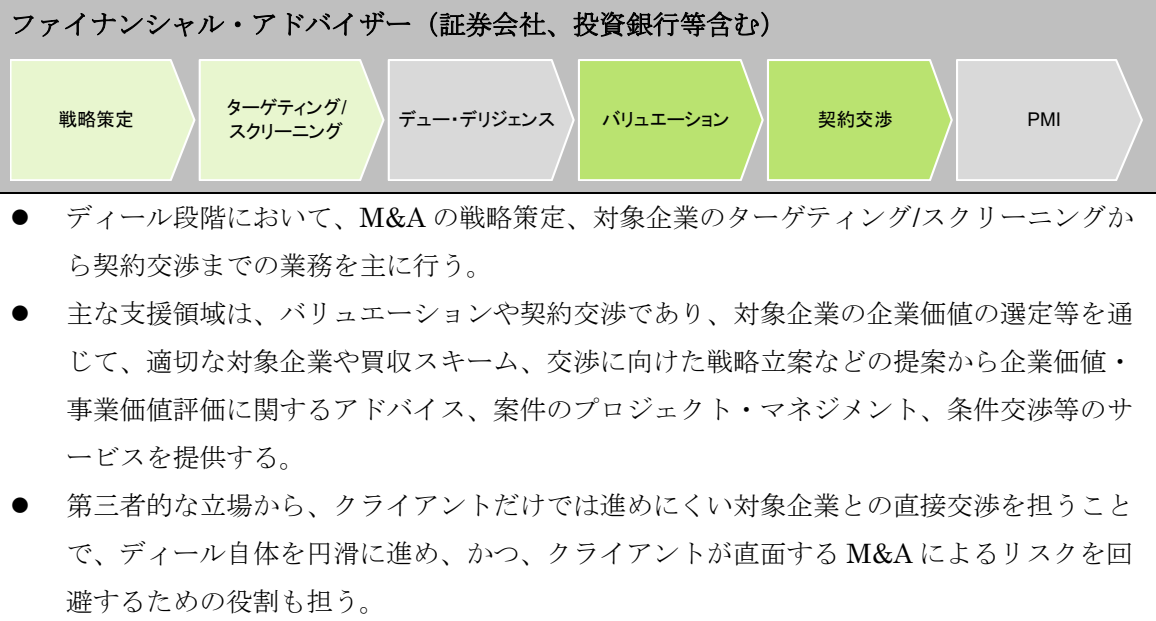
2007年					2017年				
順位	アドバイザー	ランクバリュー (百万ドル)	市場 占有率 (%)	案件数	順位	アドバイザー	ランクバリュー (百万ドル)	市場 占有率 (%)	案件数
1	野村証券	40,345.78	27.6	160	1	野村証券	38,510	30.4	93
2	Citi	21,905.10	15.0	35	2	三菱UFJモルガン・スタンレー	35,867	28.3	43
3	バンクオブアメリカ・メリルリンチ	20,666.38	14.1	22	3	ゴールドマン・サックス	33,446	26.4	25
4	三菱UFJフィナンシャルグループ	18,371.48	12.6	113	4	クレディ・スイス	25,538	20.2	19
5	ゴールドマン・サックス	17,924.72	12.3	26	5	三井住友フィナンシャル・グループ	17,760	14.0	197
6	モルガン・スタンレー	17,502.72	12.0	29	6	JPモルガン	14,464	11.4	15
7	GCA Corp	17,289.65	11.8	27	7	みずほフィナンシャルグループ	10,933	8.6	196
8	JPモルガン	16,271.56	11.1	25	8	バンクオブアメリカ・メリルリンチ	10,301	8.1	15
9	大和証券グループ本社	14,996.56	10.3	130	9	エバーコア・パートナーズ	8,504	6.7	3
10	Greenhill & Co., LLC	14,982.86	10.2	3	10	大和証券グループ本社	7,416	5.9	58

案件数ベース

2007年					2017年				
順位	アドバイザー	案件数	市場 占有率 (%)	ランク バリュー (百万ドル)	順位	アドバイザー	案件数	市場 占有率 (%)	ランク バリュー (百万ドル)
1	野村証券	160	5.1	40,345.78	1	三井住友フィナンシャル・グループ	197	5.6	17,760
2	大和証券グループ本社	130	4.1	14,996.56	2	みずほフィナンシャルグループ	196	5.6	10,933
3	三菱UFJフィナンシャルグループ	113	3.6	18,371.48	3	野村証券	93	2.7	38,510
4	みずほフィナンシャルグループ	110	3.5	10,734.08	4	大和証券グループ本社	58	1.7	7,416
5	三井住友フィナンシャル・グループ	63	2.0	1,357.67	5	KPMG	56	1.6	3,928
6	KPMG	46	1.5	5,886.10	6	かえでグループ	54	1.5	30
7	ブライズウォーター・ハウスクーパーズ	42	1.3	5,854.25	7	ブライズウォーター・ハウスクーパーズ	47	1.3	5,023
8	Citi	35	1.1	21,905.10	8	デロイト	46	1.3	1,885
9	モルガン・スタンレー	29	0.9	17,502.72	9	三菱UFJモルガン・スタンレー	43	1.2	35,867
10	UBS	28	0.9	11,370.33	10	ブルータス・コンサルティング	43	1.2	2,052
10	デロイト	28	0.9	2,078.06					

脚注：公表案件ベースであり、不動産案件を除く。集計は国内・海外の両方の M&A 実績に基づく。色掛けは 2007 年、2017 年の両方にランキングされている企業

出所：Thomson Reuters を基にデロイト トーマツ コンサルティング作成



また M&A 関連のリーガル・アドバイザーに関するリーグテーブルも FA 同様に、M&A の案件数と売買金額の実績に基づき順位付けしている。一方、プレーヤーの動きは FA とは異なり変動しており、2017 年実績における上位 10 事務所のうち 7 事務所が入れ替わっている。案件ベースでは、多少の順位変動はあるものの 10 年前とほぼ同じ顔触れであり、一定の法律事務所が日本の M&A 案件（国内/海外）を担当していることが窺える。

<図表 1-3> リーグテーブル（2007 年、2017 実績）－ 法律事務所
ランクバリューベース

2007年					2017年				
順位	アドバイザー	ランク バリュー (百万ドル)	市場 占有率 (%)	案件数	順位	アドバイザー	ランク バリュー (百万ドル)	市場 占有率 (%)	案件数
1	西村あさひ法律事務所	39,023.25	26.7	37	1	モリソン・フォスター	38,713	30.5	32
2	森・濱田松本法律事務所	22,246.51	15.2	29	2	森・濱田松本法律事務所	31,190	24.6	136
3	Sullivan & Cromwell	19,076.14	13.0	11	3	西村あさひ法律事務所	27,667	21.8	91
4	Davis Polk & Wardwell	16,410.23	11.2	9	4	フレッシュフィールズ ブルックハウスデリンガー	25,288	20.0	17
5	Simpson Thacher & Bartlett	13,803.10	9.4	8	5	長島・大野・常松法律事務所	24,938	19.7	67
6	Paul, Weiss	13,717.82	9.4	6	6	ホワイト&ケース	22,370	17.7	15
7	クリフォードチャンス	11,948.41	8.2	13	7	Akin, Gump, Strauss, Hauer & Feld	21,236	16.8	2
8	Shearman & Sterling LLP	11,058.43	7.6	11	8	理律法律事務所	20,111	15.9	8
9	モリソン・フォスター	8,157.56	5.6	23	9	Ropes & Gray	19,336	15.3	8
10	Blake Cassels & Graydon	7,921.50	5.4	2	10	Wilson Sonsini Goodrich & Rosati	18,032	14.2	3

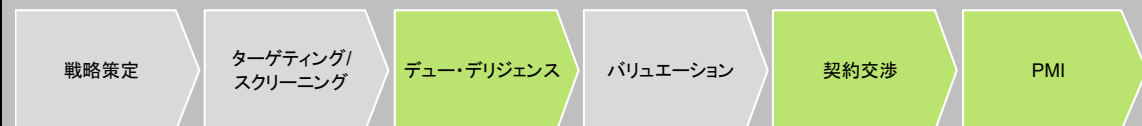
案件数ベース

2007年					2017年				
順位	アドバイザー	案件数	市場 占有率 (%)	ランク バリュー (百万ドル)	順位	アドバイザー	案件数	市場 占有率 (%)	ランク バリュー (百万ドル)
1	西村あさひ法律事務所	37	1.2	39,023.25	1	森・濱田松本法律事務所	136	3.9	31,190
2	森・濱田松本法律事務所	29	0.9	22,246.51	2	西村あさひ法律事務所	91	2.6	27,667
3	モリソン・フォスター	23	0.7	8,157.56	3	アンダーソン・毛利・友常 法律事務所	73	2.1	5,978
4	ベーカー&マッケンジー法律事務所	21	0.7	1,865.25	4	長島・大野・常松法律事務所	67	1.9	24,938
5	フレッシュフィールドズ ブルックハウスデリングー	19	0.6	5,186.61	5	ベーカー&マッケンジー法律事務所	33	0.9	5,222
6	アレン・アンド・オーヴェリー	17	0.5	6,474.06	6	モリソン・フォスター	32	0.9	38,713
7	Latham & Watkins	15	0.5	3,024.59	7	ジョーンズ・デイ	24	0.7	7,518
7	長島・大野・常松法律事務所	15	0.5	4,769.49	8	クリフォードチャンス	21	0.6	3,477
9	クリフォードチャンス	13	0.4	11,948.41	9	アレン・アンド・オーヴェリー	17	0.5	5,206
9	ジョーンズ・デイ	13	0.4	83.40	9	フレッシュフィールドズ ブルックハウスデリングー	17	0.5	25,288
9	Linklaters	13	0.4	357.82	9	ハーバート・スミス・フリーヒルズ	17	0.5	3,531

脚注：公表案件ベースであり、不動産案件を除く。集計は国内・海外の両方の M&A 実績に基づく。色掛けは 2007 年、2017 年の両方にランキングされている企業

出所：Thomson Reuters を基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

法律事務所

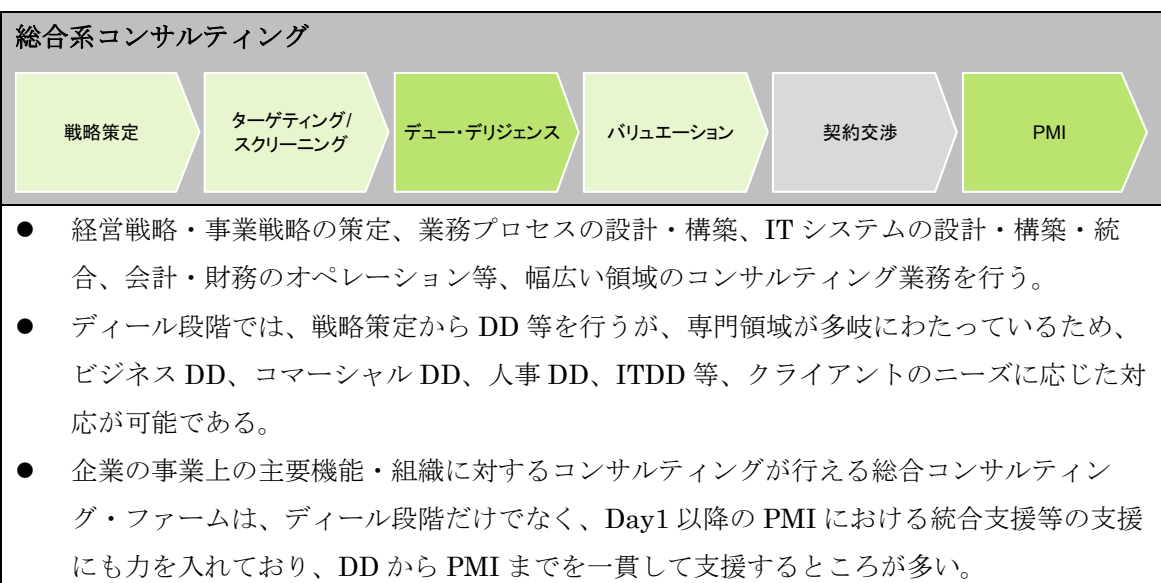
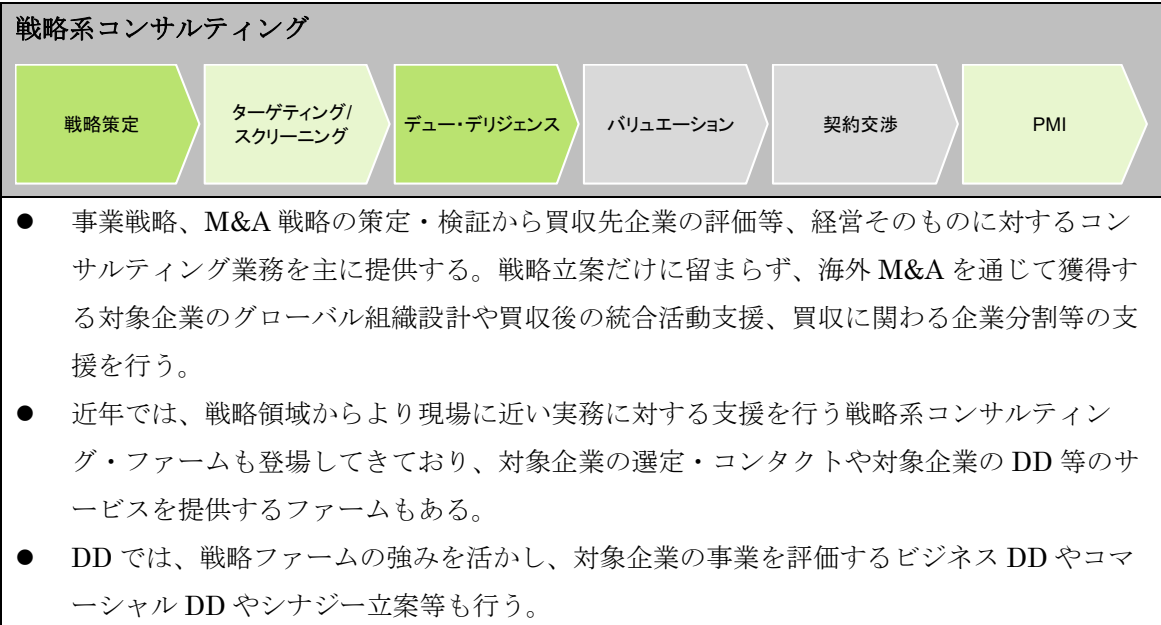


- 国内外の M&A において様々なサービスを提供しており、法務 DD、投資ストラクチャーの検証、契約書等の書類の作成および交渉、当局との折衝および取引実行に向けた各種手続き等を主な領域としている。
- M&A に関連する主な法律には会社法、証券取引法、独占禁止法、知的財産権法、業法規制、雇用法、環境法、税法等があり、ディールを進めるうえでの論点に対して、法律の観点から助言を提供する。
- 海外 M&A においては、各国の法律や規制・制度の違い等についての理解に基づくサービスが行われる。

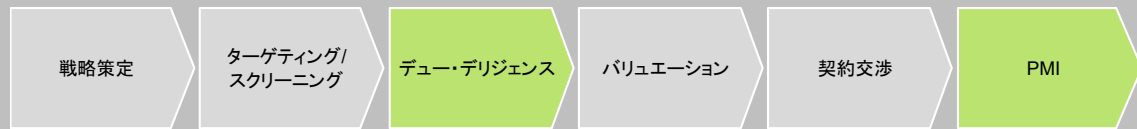
<図表 1-4>昨今の大型 20 海外 M&A 案件におけるファイナンシャル・アドバイザー（証券会社、投資銀行含む）／リーガル・アドバイザー（法律事務所）

No.	買収元	買収先	金額(百万円)	ファイナンシャル・アドバイザー(買収元)	リーガル・アドバイザー(買収元)
1	ソフトバンクグループ 	ARM Holdings 	3,323,400	・The Raine Group ・Robey Warshaw LLP ・みずほ証券株式会社※ ・大和証券グループ本社 ・三井住友フィナンシャル・グループ	・モリソン・フォスター ・フレッシュフィールドズブルックハウスデリンガー ・森・濱田松本法律事務所
2	ソフトバンクグループ 	Sprint 	1,812,100	・The Raine Group LLC※ ・みずほ証券株式会社※ ・ドイツ銀行 (Deutsche Bank AG) ・クレディ・スイス、ゴールドマン・サックス ・JPモルガン (※)主たる財務アドバイザー	・モリソン・フォスター ・森・濱田松本法律事務所及びDow Lohnes PLLC ・Foulston Siefkin LLP ・Potter Anderson & Corroon LLP
3	サントリー 	Beam 	1,679,360	・三菱UFJモルガン・スタンレー	・Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP ・西村あさひ法律事務所
4	東京海上HD 	HCC Insurance 	941,300	・クレディ・スイス ・エバーコア・パートナーズ	・Sullivan & Cromwell
5	アサヒグループHD 	SAB Miller 	876,600	・ドイツ銀行 ・Lazard	・フレッシュフィールドズブルックハウスデリンガー ・Hogan Lovells International LLP
6	日本郵政 	Toll 	761,805	・Gresham Advisory Partners Ltd ・みずほフィナンシャル・グループ	・Clayton Utz ・西村あさひ法律事務所 ・Simpson Grierson
7	MUFG 	アユタヤ銀行 	722,294	・バンクオブアメリカ・メリルリンチ ・Phatra Securities Public Company Limited	・西村あさひ法律事務所
8	三井住友海上 	Amlin 	642,000	・ゴールドマン・サックス ・野村證券	・Skadden Arps Slate Meagher & Flom LLP
9	SOMPOホールディングス 	Endurance 	639,400	・Citi	・長島・大野・常松法律事務所 ・Shearman & Sterling LLP
10	明治安田生命 	Stancorp 	628,375	・三菱UFJモルガン・スタンレー	・Baker McKenzie
11	武田薬品工業 	Ariad 	627,750	・エバーコア・パートナーズ	・Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
12	JT 	レイノルズ(海外たばこ事業)  米国外たばこ事業	600,000 (非公開)		・フレッシュフィールドズブルックハウスデリンガー ・PwC legal
13	第一生命 	Protective Life Corporation 	578,060	・ゴールドマン・サックス	・Baker McKenzie ・Willkie Farr & Gallagher LLP
14	三井住友ファイナンス&リース 	GE(日本のリース事業) 	575,000	・JPモルガン ・三菱UFJモルガン・スタンレー	・長島・大野・常松法律事務所 ・Sullivan & Cromwell LLP
15	三井住友銀行 三井住友ファイナンス&リース 住友商事 	RBS 	574,437	・Barclays	・A&L Goodbody ・Milbank Tweed Hadley & McCloy LLP ・長島・大野・常松法律事務所
16	三菱UFJ 	ダナモン銀行 	470,300	・JPモルガン ・三菱UFJモルガン・スタンレー	・Baker McKenzie
17	住友生命保険 	Symetra Financial Corporation 	425,170	・ゴールドマン・サックス	・アンダーソン・毛利・友常法律事務所 ・Simpson Thacher & Bartlett LLP
18	大塚製薬 	Avania 	410,900	・ゴールドマン・サックス ・MTS Health Partners, L.P.	・Skadden Arps Slate Meagher & Flom LLP
19	LIXIL 	GROHE 	395,500	・BNP Paribas SA, Moelis & Company LLC ・三井住友フィナンシャル・グループ	・Linklaters ・森・濱田松本法律事務所
20	電通 	Aegis 	388,500	・三菱UFJモルガン・スタンレー	・Baker McKenzie ・Linklaters

出所：Mergermarket の情報を基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

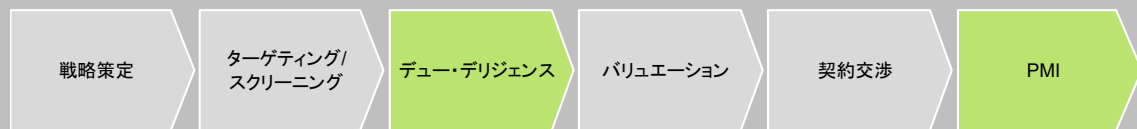


監査法人



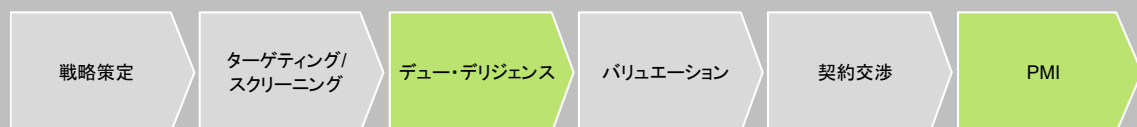
- 会計士を擁する会計・監査に関するプロ集団で会計・財務関連の業務に強みを持つ。
- 財務 DD では財務的な観点を中心に対象企業／事業の実態について理解を深め、ディール関連リスクを特定・評価する。
 - 信憑性の低い財務情報／人件費の過重負担／簿外・偶発債務／システム不備／脆弱な管理体制／関連当事者／関係会社との取引等

税理士法人事務所

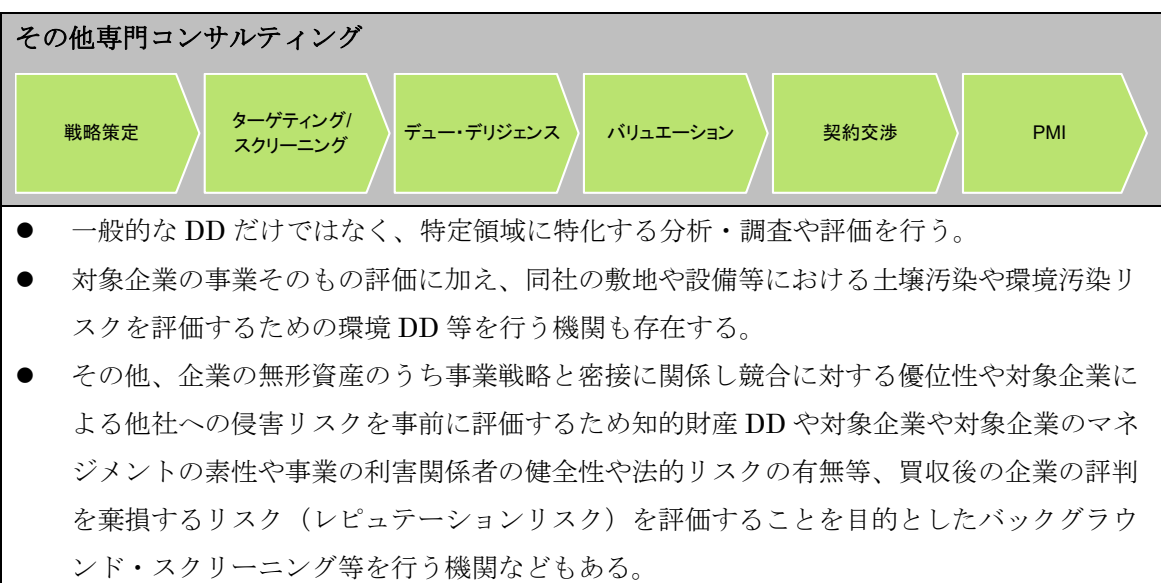
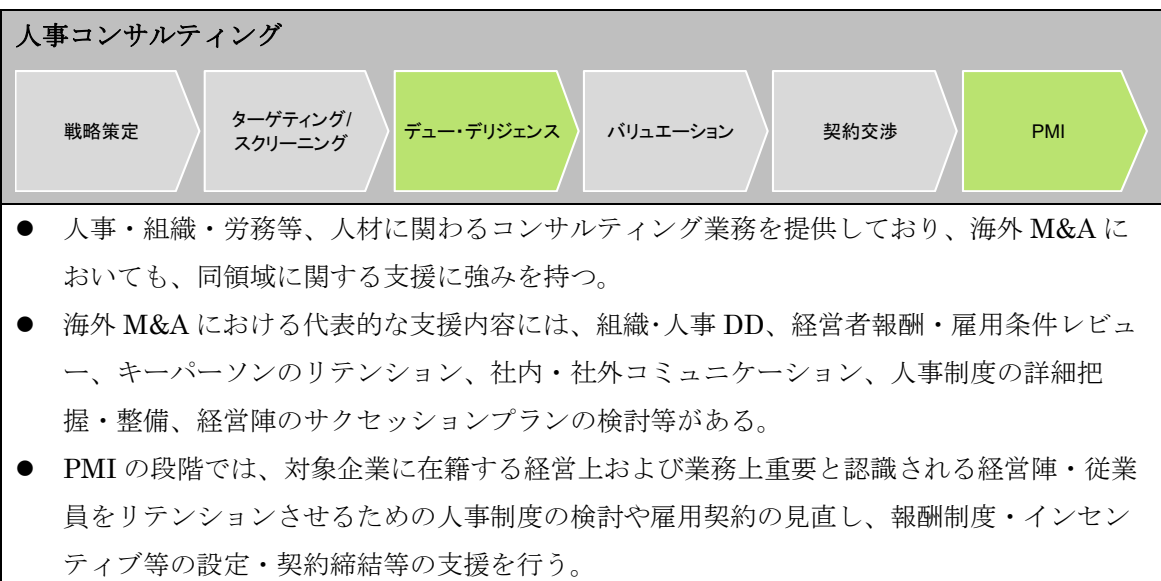


- 税務 DD (対象企業の税務リスクの分析)、ストラクチャー案の更新・代替案の分析等を主に行い、対象企業に潜む税務リスクを事前に分析し、対策（買収価額の調整や表明・保証条項での手当て、ストラクチャー案の見直し）の検討、買収後の経済的損失を避けるための支援を行う。
- 特に海外 M&A では租税条約、外国税額控除や過少資本税制、タックスヘイブン対策税制といった国際税務等に対応する。
- DD 等のディール段階だけでなく、PMI の段階においても、組織再編や連結納税に関するアドバイスまで包括的に行っているケースも少なくない。

IT コンサルティング



- 総合系コンサルティング・ファームとは異なり、IT 分野に特に強みを持ちコンサルティング業務を提供する。
- M&A では IT DD を行い、対象企業の IT 戦略と事業戦略の整合、戦略に基づく IT 投資実態・コスト、組織体制、インフラ、アプリケーション、事業継続性 (BCP)、情報セキュリティ等の項目を中心に精査する。
- DD の発見事項やクライアントの IT 戦略等に基づき、Day1 以降の IT 統合に向けた戦略立案、実行計画の策定、実行時のプロジェクト管理を一気通貫で行うことが多い。



3 日本企業による海外企業買収に関連する我が国の制度や会計基準

日本企業が海外企業を買収するにあたって注意しなければならない法律・制度は数多く存在している。本報告書ではそのうち、海外 M&A の実行段階において日本企業が特に留意すべき主要な我が国の制度・基準について記述する。加えて、海外の制度についても特に留意すべきものについて参考情報として追記する。特に海外 M&A においては、対象国ごとに異なる会社法や業種・業態によって必要となる許認可制度なども数多く存在し、ここに記述されたものはすべてではなく、実際の海外 M&A の実行に際しては各領域の専門家に助言を仰ぐ必要があることに留意されたい。

3.1 法律

海外 M&A 支援機関（法律事務所）でも述べた通り M&A に関連する法律は種々あるが、本項ではその中でも一般的に注意を要する法律として、会社法、金融商品取引法、競争法／独占禁止法、外国為替及び外国貿易法について記載する。

3.1.1 会社法

日本の会社法上の In-In（日本国内）の M&A の手法は、株式の取得と事業の取得の 2 つに大別できる。株式の取得には、会社法上の組織再編行為によらない株式取得によるもの、株式交換（会社法 2 条 31 号 等）によるもの、株式移転（会社法 2 条 32 号 等）によるものがある。他方、事業の取得としては、事業譲渡（会社法 467 条 等）によるもの、会社分割（会社法 2 条 29 号、30 号 等）によるもの、合併（会社法 2 条 27 号、28 号 等）によるものがある。

特に In-Out（海外）M&A においては、日本の会社法に準拠するための下記の注意点に加え、対象企業所在国の会社法制度の考慮も必要となる。

海外 M&A における日本の会社法上の注意点

- 海外 M&A の場合、当該国の法制度上、日本の会社法で利用可能な組織再編に関する定めがないこと等により、In-In（日本国内）の M&A であれば適用可能なスキームが利用できないことも珍しくない。
- 当該国で一般的に利用可能な買収のスキームであったとしても、そのスキームが日本における類似のスキームでは認められない当該国特有の手続となることや、その他の法制度が買収実行や買収後の事業運営にあたり課題となることもある。

株式の取得

① 組織再編行為によらない株式取得

株式取得とは、株式譲渡による対象会社以外の第三者からの発行済株式の取得（特定の株主からの相対取得、市場内買付け、公開買付け）又は対象会社からの株式の取得（新株発行・自己株式の処分の第三者割当増資の引受け）を指す。組織再編行為と異なり、原則として、株主総会決議・債権者保護手続は不要である。

② 株式交換

株式交換とは、ある株式会社がその発行済株式の全部につき他の会社を取得させることを指す。会社が株式交換をするには、当事会社間で株式交換契約を締結し、原則として各当事会社の株主総会の承認を受ける必要がある（会社法 783 条 1 項、795 条 1 項、309 条 2 項 12 号）。債権者保護手続が必要な場面は限定的である。

③ 株式移転

株式移転とは、株式会社が、その発行済株式の全部を新設する株式会社に取得させることを指す。会社が株式交換をするには、株式移転計画を作成し、原則として株主総会の承認を受ける必要がある（804 条 1 項、309 条 2 項 12 号）。債権者保護手続が必要な場面は限定的である。

事業の取得

④ 事業譲渡

事業譲渡とは、会社が事業の全部又は一部を他の会社に譲渡する行為をいう。譲渡の対象となるのは事業を形成する資産のみならず、人材や商圏等も含めた事業全体である。株式会社が事業の全部又は重要な一部を譲渡するときや、他の会社の事業の全部を譲り受けるとき等には、原則として、株主総会の承認を受ける必要がある（会社法 467 条 1 項、309 条 2 項 11 号）。また、後述の会社分割や合併といった組織法上の行為では、事業を構成する資産や負債等は個別の移転手続等を経ることなく包括的に承継されるのに対して、事業譲渡では、契約という取引行為により資産や負債等が個別に移転・承継される。

⑤ 会社分割

会社分割とは、ある会社がその事業に関して有する権利義務の全部又は一部を他の会社に承継させることをいう。対象会社が権利義務の全部又は一部を、既存の会社に承継させるものを吸収分割、会社分割により設立する会社に承継させるものを新設分割という。会社が吸収分割をするには、当事会社が吸収分割契約を締結し、原則として各当事会社の株主総会の承認を受ける。会社が新設分割をするには、新設分割計画を作成し、原則として株主総会の承認を受ける。また、債権者保護手続（会社法 799 条 1 項 2 号 等）が必要となる。

⑥ 合併

2社以上の会社が1つの会社へ統合することを指す。合併は吸収合併（会社法2条27号）と新設合併（会社法2条28号）に分類される。吸収合併においては当事会社のうち1社が合併後も存続し、合併により消滅する他の当事会社の権利義務の全部を承継する。新設合併においては、すべての当事会社が合併により消滅し、その権利義務の全部を合併により新たに設立する会社が承継する。会社が合併をするには、当事会社間で合併契約を締結し、原則として株主総会の承認を受ける（会社法783条、795条、804条、309条2項12号）。また、原則として、債権者保護手続（会社法789条等）が必要となる。

M&Aのスキームを決定するにあたり、日本企業は法律、税務、ビジネスの観点からメリット・デメリットを評価し、総合的に判断しなければならない。

3.1.2 金融商品取引法

金融商品取引法は投資家等保護のため情報開示を要求する。法律上求められる情報開示は、①大量保有報告制度（金融商品取引法27条の23）、②臨時報告書提出制度（金融商品取引法24条の5）、③適時開示（金融商品取引所規程参照）の3種類である。

海外M&Aで日本企業が国内において対応が必要な項目は以下である。

① 大量保有報告制度

金融商品取引法上大量の株を取得するに至った場合は財務局への報告義務が生じる。具体的には5%ルールに基づき、株券等を大量に保有している者に、株券等の大量（5%超）の取得・保有・処分の状況につき、財務局に報告することが義務付けられている。大量保有や大量処分に係る情報を投資家に対して迅速に提供することにより、市場の公正性・透明性を高め、投資家の保護を図っている。

② 臨時報告書提出制度

上場会社および継続開示会社は、組織再編を行うことを会社の業務執行を決定する機関により決定した場合には、一定の軽微基準に該当しない限り、臨時報告書を財務局長等に遅滞なく提出する必要がある。したがって日本企業は買収決定時に財務局長等への臨時報告書提出義務が生じる。

③ 適時開示

公正な株価等の形成および投資者保護を目的とし、証券取引所に上場した会社による「重要な会社情報の開示」を定めている。基本合意書の開示義務の有無については、実質的な意思決定機関が当該取引の実行を事実上決定したといえるかを基準に判断する。

3.1.3 競争法／独占禁止法

各国競争法（日本法では独占禁止法）は自国市場に影響を与える蓋然性の高い一定の規模の企業結合計画について、企業に対し基本的に事前の届出を義務付け審査を実施している。市場の競争を不当に制限することにならないか判断することにより市場競争の保護を図っている。各国の然るべき当局からクリアランスを取得しない限り、当該国内での M&A は認められていない。

企業は当局対応として資料等の準備が必要となり、場合によってはクリアランス取得のために M&A の対象となる事業の一部売却等を行う。なお、クリアランスの基準は、当該国によって様々であり、実際に海外 M&A を行う場合は、法律の専門家に相談のうえ、対応する必要がある。

3.1.4 外国為替及び外国貿易法

日本では外国為替及び外国貿易法（外為法）によって、対外取引の正常な発展、日本や国際社会の平和・安全の維持などを目的に外国為替や外国為替などの対外取引の管理や調整を行っている。

対外直接投資

海外企業の M&A は、外国為替及び外国貿易法の「対外直接投資」にあたり、日本企業の対外直接投資に際して、ほとんどの業種にでは事後報告で対外投資を行うことができるが、一部の業種については事前の届け出又は許可の取得が必要となっているため、留意しなければならない（外為省令様式 16,17,18）。また、対外直接投資のうち、「経済制裁措置及び許可手続」で対象とされる者との取引については、事前に財務大臣の許可を得る必要がある場合があるため（外為法第 21 条、外国為替令第 11 条及び財務省告示 1998 年 3 月大蔵省告示第九十九号）、留意が必要である。

輸出管理

外国為替及び外国貿易法（外為法）に関連して、日本では、日本の安全保障と国際的な平和及び安全の維持の観点から、大量破壊兵器や通常兵器の開発・製造等に関連する資機材並びに関連汎用品の輸出やこれらの関連技術の非居住者への提供について、外為法に基づき管理を実施している（安全保障輸出管理）。そのため、特定の地域を仕向地とする特定の種類の貨物の輸出もしくは技術の提供をしようとする企業は、経済産業大臣の許可を受ける必要がある。海外企業の M&A においても、対象企業が外為法で規制されている地域へ、同じく規制されている貨物や技術を輸出（提供）していないかを事前に把握し、対応策を検討する必要がある。

各国における外資規制

日本では外国為替及び外国貿易法にて外資規制が規定されているのと同様に、各国においては外資規制が法定されており、国内企業の保護を行っているケースがみられる。

i. 東南アジアの場合

タイの場合、製造業に関しては 100%外資が可能であるが、その他 43 業種（例：ラジオ・テレビ放送事業や武器製造業、製塩、家具及び調度品の木材加工、漁業など）でタイ企業の資本の半数以上を外国人又は外国企業が保有している会社は外資企業となり制限の対象となる。それ以外に全てのサービス業、資本金が 1 億バーツ未満の卸売業や小売業、商社等の仲介業は制限がかかる。

シンガポールの場合、原則制限はないが、銀行や保険、金融及びメディアなど国家的利益に関係する事業について制限がある。

ベトナムでは軍事産業や自然環境の悪化につながる事業が対象となる。また、上記以外にも銀行業、保険業、不動産業などもそれぞれ制限が定められている。

マレーシアでは、国家権益にかかわる事業に関して、外資参入を 30%までに制限されている。

上記を含む制限要件を満たさない場合、現地での営業が認められないため、対応策として現地の合弁パートナーに株式を保有させることにより各国外資規制の適用を回避し、かつ実効支配を実現する必要がある。

ii. 米国の場合

米国では M&A に関して「2007 年外国投資及び国家安全保障法(Foreign Investment and National Security Act of 2007)」につき CFIUS（Committee on Foreign Investment in the United States）による審査がなされ、外国企業による米国企業買収について「国家の安全保障を脅かす」と政府が判断すれば、どのような業種でも外国資本の買収を止めることが認められている。そのため、米国企業の M&A の実行に際し、日本企業とは国家安全保障の観点からの対応策（対象事業を M&A 対象から除外、ロビー活動による働きかけ等）を講じる必要がある。

3.1.5 個人情報保護法と GDPR

2016 年 4 月、欧州連合は「EU 一般データ保護規則」(General Data Protection Regulation, GDPR) を制定した。GDPR は 2018 年 5 月 25 日に施行される予定で、その際には個人データを収集、処理を行う事業者に対して多くの義務が課される。また、個人デー

タの収集処理に関する事業者の説明責任も明確に要求されており、事業者は GDPR を遵守した運用が求められる。M&A との関連においては、現在、欧州企業を子会社に持つ企業や、今後欧州企業を買収しようとする日本企業は特に以下の点について留意する必要がある。

【主な留意点】

- 対象企業は GDPR の適用対象であるか
 - EU 域内に子会社が設立されていなくても、EU 域内で個人データを収集し、日本で処理している場合や、個人データを保存するサーバなど業務遂行に必要な機器が EU 域内にある場合、EU 域内へ日本から直接商品やサービスを提供している場合なども適用される

(適応対象企業である場合)

- 対象企業は処理対象の個人データおよびその処理過程を特定しているか
- 対象企業は適切な安全対策を実施しているか
- 対象企業はデータ保護責任者（Data Protection Officer）や、欧州における代理人を選任しているか
- 対象企業はデータ保護影響評価を実施し、必要に応じて監督機関に通知する等しているか
- EU 域外への対象企業のデータ移転にあたっては、適切な方法を選択のうえ、それに基づいた運用を行う必要がある
 - GDPR では、欧州経済共同体（EEA）外への個人データの移転を原則として禁止している。移転先の国・地域に「十分性」が認められた場合、又は適切な保護措置を取った場合などに例外的に適法となる。
 - 日本企業は十分性を認められていないため、データ主体である本人の同意を得るか、「標準契約条項」（SCC、Standard Contractual Clauses）あるいは日欧を含む企業グループ内で包括的に結ぶ「拘束的企業準則」（BCR、Binding Corporate Rules）を締結する必要がある

事業者が上記に違反した場合には、2,000 万ユーロ、又は前年度の全世界売上の 4%のいずれか高い方が制裁金として課せられる可能性がある

3.1.6 欧州労使協議会（ワークスカウンシル）

1994 年 9 月 22 日に EU において欧州労使協議会設立に関する指令（EC/94/45）が採択された。同指令の正式名称は「労働者に情報を公開し、また協議することを目的とした、共同体規模の企業及び企業グループ内における欧州労使協議会およびその手続きの設置に関する」指令というものである（その後欧州各国で法制化されている）。この指令は主に労働者保護を目的

としており、企業に労働協議会（Works Council）を設置することにより、労働者による経営情報へのアクセスや交渉する権利を実現している。

欧州での M&A における雇用関係の課題として、M&A 手続き及び統合において、対象企業の各国の労使協議会（Works Council）と協議を行う義務が発生することが挙げられる。この労使協議会との協議の義務は各国によって異なり、単なる労使協議会への情報提供義務から詳細な協議手続きを義務付けるものまで多岐にわたる。労使協議会対応は M&A 手続き及び統合に大きな影響を与える可能性があるため、事前にその影響の度合いや労使協議会とのコミュニケーションのタイミングを把握しておく必要がある。

3.2 税務

近年、多国籍企業による M&A を通じたグローバルなビジネスモデルの構造変化や各国の税制を利用した過度な課税逃れ（経済活動や価値創造の場から離れて低税率で課税をされる地域に利益を移転することや、損金算入しやすい地域に費用を移転させて課税を逃れること等）が問題（BEPS: Base Erosion and Profit Shifting、税源浸食と利益移転）となっている。これへの対応として、OECD において、国際課税ルール全体の見直しが図られ、2015 年に 15 のアクション・プランをまとめた最終報告書が公表されている。

海外 M&A の実行においては国内および対象国の BEPS 対応状況に留意する必要がある。対応を怠った場合、追徴リスクを伴うほか、企業のレピュテーションリスク、顧客の消費者心理への悪影響等が生じることも想定される。

3.2.1 源泉税と租税条約

買収した海外子会社が、国内の親会社に対して、配当や貸付金に対する利息などを支払う場合、対象国における源泉税の有無および税率や、租税条約に基づく軽減・減免措置に留意する必要がある。

英国やシンガポールなど非居住者に対する配当については源泉税が免税となる国や、米国のように、日米租税条約によって一定の要件のもとで源泉税が課されないといった国もあり対象国によって留意が必要となる。

3.2.2 外国子会社配当益金不算入制度

従前は、海外子会社で稼いだ利益を配当によって日本に還流すると、国内で当該配当に対

する税負担を求められていた。これを解消する目的で導入されたのが、外国子会社配当益金不算入制度である。企業が海外で稼いだキャッシュを国内へ還流させることによって、研究開発・設備投資が促進され、雇用環境の改善、ひいては日本経済の活性化に寄与することが期待されている。

発行済株式等の 25%以上を保有しており、かつ配当の支払義務が確定する日以前 6 ヶ月以上継続保有していることを条件に、受取配当等の額の 95%相当額については益金不算入とすることができる制度である。(ただし例外として日本との租税条約により 25%未満の割合を定めている場合もあるので、詳細については随時専門家の助言を得ること。米(議決権ベース)、豪、伯、蘭、カザフスタンにおいては 10%以上。仏は 15%以上)

ただし、海外子会社において損金算入されている配当については制度の適用対象外となるため留意が必要である。

3.2.3 過小資本税制・過大支払利子税制

過小資本税制とは、海外の関連企業から過大な貸付けを受け入れることによる企業の租税回避を防止するため、出資と貸付けの比率が一定割合(原則として、外国親会社等の資本持分の 3 倍)を超える部分の支払利子に損金算入を認めないこととする制度である。

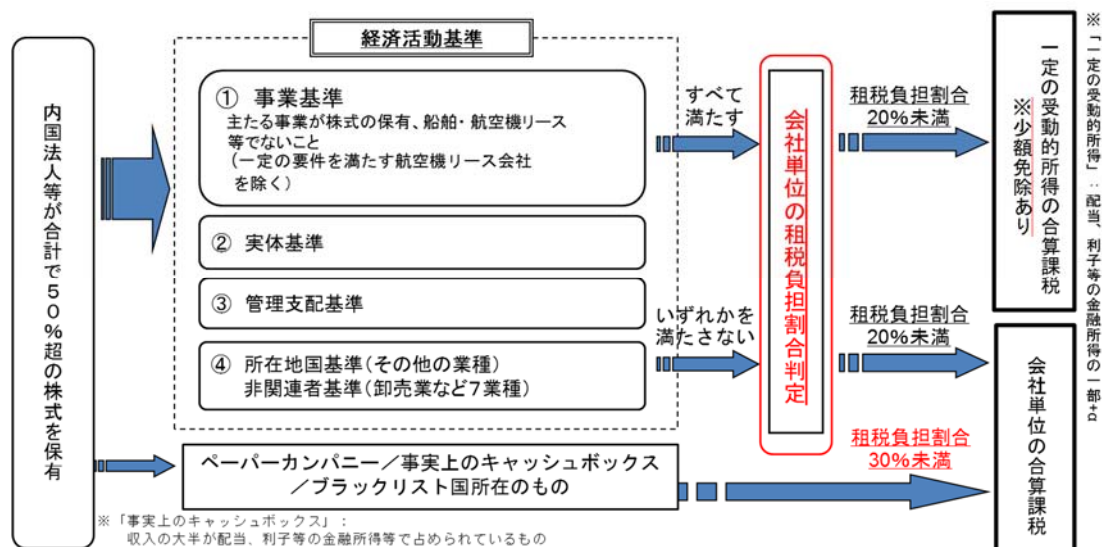
過大支払利子税制とは、関連者への過大な支払利子を損金に算入することによる日本の課税ベースの浸食を防止するため、関連者への純支払利子等の額のうち調整後の所得金額の一定割合(50%)を超える部分の金額を、過大な支払利子として当期の損金の額に算入しない制度である。

日本企業が海外 M&A を行う際にも、対象国における同様の制度の有無や、制度がある場合の資本負債比率、所得に占める純支払利子の比率、その他の制約事項について留意する必要がある。

3.2.4 CFC (Controlled Foreign Company) 税制(タックスヘイブン対策税制又は外国子会社合算税制)

タックスヘイブン対策税制とは、低税率国の外国子会社を通じて取引をすることによって税負担を不当に軽減、回避することを防止するため、その所得を持分に应じて内国法人の所得と合算して課税する制度である。海外対象会社が日本のタックスヘイブン対策税制の対象となる子会社を有している場合、主に買収後の PMI の方法について検討が必要になる。

<図表 1-1>タックスヘイブン対策税制



たとえば、欧米系の企業を取得する場合、タックスヘイブン国に法人を有していることがある（純粹持株会社、IP 保有会社、二重居住者等）。しかし、買収後に日本のタックスヘイブン対策税制が適用されることにより、このような法人を整理すると追加の税負担が発生する場合があります、PMI を進めることができない問題があった。

このため、平成 30 年度与党税制改正大綱では、海外 M&A 後のグループ内組織再編を進めるために、ペーパーカンパニー等の整理の際に発生する株式譲渡益を一定の要件（※）に該当する場合には、特例として合算課税の対象から除外することとされている。

（※）ペーパーカンパニー等が特例を受けるための主な要件

- ・ PMI 計画書の策定
- ・ 買収後 2 年以内の株式譲渡（過去 5 年以内の買収であっても 2018 年 4 月 1 日から 2 年以内の株式譲渡であれば特例の対象となりうる）
- ・ 事業活動の実体がある会社の株式をグループ内の実体がある別の会社に譲渡すること
- ・ 株式譲渡後に譲渡を行ったペーパーカンパニー等の解散等が見込まれること

3.2.5 移転価格税制

移転価格税制とは、グループ企業との移転価格がグループ企業ではない第三者との取引価格（以下「独立企業間価格」という。）と異なる場合、独立企業間価格で取引したとみなして課税する制度である。

海外 M&A においては、買収後に買収先との取引関係（ライセンス供与、金銭の賃貸など）が往々にして生じるが、独立企業間価格と異なる価格で取引を行った場合には、独立企業間価格に引き直したうえで課税所得の計算を行うよう求められる場合がある。このため買収先との取引条件においては、移転価格税制に配慮した設定が必要となる。

3.2.6 その他税務上留意すべきポイント

(1) 直接投資と間接投資

海外の企業を買収する際、日本の法人が対象企業の株式を直接取得する場合（直接投資）と、対象企業と異なる第三国に設置している法人（例：地域統括会社等）が対象企業の株式を取得する場合（間接投資。中間持株会社と呼ぶ）とがある。

中間持株会社を利用した間接投資は直接投資と比べて、配当にかかる源泉税率が異なることに留意する必要がある。たとえば、日本の内国法人が中国の子会社から配当を直接受け取る場合は、中国において 10%の源泉税が課税されるが、香港に所有する中間持株会社を通して受け取る場合では配当にかかる源泉税が 5%となる。これは中国・香港租税協定によるものである。

また、売却する際においても同様な点に留意する。たとえば、日本の内国法人が海外子会社を売却した際は、日本において譲渡益に対する課税がなされることが一般的である。しかし、たとえば、オランダの中間持株会社を通じて保有していた子会社を売却する際は、一定要件を満たした場合は譲渡益に対する課税はない。

但し、保有する株式の割合、租税条約におけるトリートメント防止条項、中間持株会社の活動実態の有無などによっても適用状況は異なってくるので、都度確認する必要がある。

(2) 繰越欠損金

海外の企業を買収する際、繰越欠損金の取扱いについて、日本国内と諸外国では要件が異なるので留意が必要である。日本国内においては、買収対象企業に繰越欠損金がある場合、一定の割合を翌年度以降、損金算入することが可能である。

しかし、繰越欠損金を有する法人に株主構成の変更があった場合、繰越欠損金の利用制限を設けている主要国は多い。繰越欠損金の使用を主目的とする租税回避行為を防止するためである。

繰越欠損金の取扱いの違いは、買収価格や買収後のキャッシュ・フローにも影響をするため、税務 DD において買収対象企業国の制度を十分に吟味することが必要である。

(3) 連結納税

納税において、日本は内国法人のみを対象としているため、外国の企業は納税対象外となるが、課税においては法人のグループ全体が対象となる。日本は課税方式において、全世界所得課税方式であるため、海外で獲得した所得も日本の法人税の課税対象となる。しかし、外国で課税される場合、日本と外国で二重課税になるため、外国税額控除制度によって外国で支払った外国法人税を日本の法人税・住民税から控除することが可能である。

なお、新興国との間での租税条約においては、みなし外国税額控除を認めている場合がある。新興国において投資等を誘致するために設けられた優遇税制で、減免された税金を本来の課税がなされたとみなし、日本での外国税額控除を認める制度である。

海外 M&A においては、税務 DD、もしくはその以前の段階から、活用できる税優遇制度や適用条件などを調べておくことが望ましい。

3.3 会計・財務

海外 M&A で留意すべき会計基準の差異について把握することが重要であり、特に P/L へのインパクトが想定される会計基準のうち、企業結合会計・減損会計については日本会計基準（J-GAAP: Japanese generally accepted accounting principles）と国際会計基準（IFRSs : International Financial Reporting Standards）の概要を以下に記載する。

3.3.1 企業結合会計

項目	日本基準	IFRSs
取得法（パーチェス法）の会計処理	① 企業結合の原価を公正価値にて測定 ② 企業結合の原価を、取得した識別可能資産・負債・偶発債務に対し、公正価値を基に配分 ③ ②の残額をのれんとして認識する	① 取得日時点で移転された対価に、<u>非支配持分の金額を加え、さらに従前から保有していた被取得企業に対する持分の取得日時点の公正価値</u>を加えたもの ② 取得した識別可能な資産及び引き受けた識別可能な負債の取得日時点における純額 ①>②の場合、差額はのれん ①<②の場合、差額は負ののれん (bargain purchase gain)

項目	日本基準	IFRSs
のれんの償却	原則として 20 年以内に償却しなければならない	規則的な償却は実施しない 毎期、減損テストの対象となる
被買収企業の取得後のリストラに関する引当金	一定の要件を満たす場合に計上を認め（特定負債）、5 年以内に取り崩し	IAS37 号（引当金）に基づき被買収企業で既に計上されていない限り、計上を認めない

3.3.2 減損

項目	日本基準	IFRSs
減損の認識と測定	割引前見積将来キャッシュ・フローが帳簿価額を下回る場合、減損を認識 測定は、回収可能価額「正味売却価額と使用価値（見積将来キャッシュ・フローの現在価値）のいずれか高い金額」が帳簿価額を下回る額《2 ステップ方式》	回収可能価額「処分コスト控除後の公正価値と使用価値（見積将来キャッシュ・フローの現在価値）のいずれか高い金額」が、帳簿価額を下回る場合《1 ステップ方式》
将来キャッシュ・フローの見積り	減損損失の認識の判定においては、資産の経済的残存使用年数と 20 年のいずれか短い年数 使用価値の算定においては、経済的使用年数	資産の残存使用年数にわたり見積もる 予算に基づく見積りは、最長 5 年まで それを超える見積りは、一定の又は通減する成長率を使用し、直近予算のキャッシュ・フロー予測を推測延長して見積もる
減損損失の戻入れ	不可	減損の原因となった事象が解消された場合、過年度に減損損失が認識されなかった場合の（償却又は減価償却控除後の）帳簿価額を限度として戻入れ のれんについては、戻入れ不可

脚注：比較は 2016 年 3 月 31 日時点の情報に基づく

出所：デロイトホームページ

3.3.3 PPA (Purchase Price Allocation)

現行の財務会計においては、合併・買収を行なった場合、取得した対象会社の資産・負債の全てを公正価値（時価）にて評価し、自社の連結財務諸表に取り込むことが要求されている（PPA: Purchase Price Allocation）。PPA は、有形資産・無形資産を公正価値にて評価し、最後に残った部分を「のれん」に計上する。無形資産には技術やブランド、顧客リストといったものが含まれこれらを公正価値にて評価する。クロージング後、1 年以内の処理が求められている。

3.4 コンプライアンス

3.4.1 J-SOX（内部統制）

海外 M&A で特に留意すべきコンプライアンス制度は「財務報告に関わる内部統制の評価及び監査」（通称 J-SOX）である。J-SOX は金融商品取引法第 24 条の 4 の 4 第 1 項に基づき行われる審査を指し、企業はその子会社を含め「全社的な内部統制評価」・「決算・財務報告に関わる業務プロセスの評価」（事業拠点評価対象）、「決算・財務以外の業務プロセスの評価」（プロセスを選定し評価）及び「IT 全般統制」を実施し、財務報告の信頼性につき審査をすることが求められる。海外 M&A においては、買収した海外子会社の J-SOX への準拠が、その重要性に応じて求められる。

J-SOX では対象企業の財務諸表の適正さを確認することを目的としており、買収後、対象企業が「重要な拠点」と認められる場合は審査対象となる。「重要な拠点」とは、親会社の事業拠点や連結子会社のうち、連結売上高を構成する比率で、上位 2/3 程度を構成する場合は「重要な拠点」に該当すると定められている。該当する場合は日本企業と同様に対象企業も J-SOX 審査の対象となり売上、売掛金及び棚卸資産に至る業務プロセスをはじめ、必要なプロセスを文書化する必要がある。

海外 M&A を実施する場合には、日本企業は対象企業が「重要な拠点」と認定された場合の内部統制上の対応を講じる必要があることを十分理解し、対象企業が「重要な拠点」に該当するかをディール段階から対象企業の提供資料を基に事前調査をし、該当する蓋然性が高い場合は早期に対応策の検討をすることが大切である。

3.4.2 贈収賄防止法

近年、米国の「海外腐敗行為防止法（FCPA : Foreign Corrupt Practices Act）」に基づき、外国公務員に対する商業目的での贈賄行為に対しての取り締まりが強化される傾向にある。

2010 年には英国贈収賄防止法が制定され（11 年 7 月施行）、適用対象がより広範囲に及んでいる。また、同年に開催された G20 ソウル・サミットにおいて腐敗行為対策行動計画が採択される等、世界的な腐敗行為防止への取り組みや、各国の国内法の法整備が進められている。これら腐敗行為防止に関する各国法には、課徴金をはじめとした厳格な罰則が設けられており、日本企業も対応方針やリスク管理、社内プロセス等を再検討する必要がある。

M&A 取引への影響としては、買い主となる日本企業は、対象企業が腐敗行為防止法に反した腐敗行為を行っていないかを事前に調査し把握する必要がある。FCPA ガイドラインによると、買収会社は、対象企業の買収前の違反についても責任を問われる可能性もあり留意が必要である。対応策として、買収前に対象企業に対して贈収賄に対する広範な DD を実施することが挙げられる。また、買収後も、対象企業を速やかに親会社の厳格な反賄賂コンプライアンスに統合する必要がある。

以上