
海外 M&A と日本企業

～M&A の最前線に立つ国内外の企業の 声からひもとく課題克服の可能性～

平成 30 年度我が国内外の投資促進体制整備等調査(日本企業等による
海外企業買収の課題等に関する調査・研究等事業)報告書



経済産業省
Ministry of Economy, Trade and Industry



目次

はじめに	4
1. 調査目的と調査方法.....	5
1.1. 調査目的	5
1.2. 調査方法.....	6
2. 総論(サマリー)	12
3. 海外 M&A(In-Out)における日本企業の課題と克服の可能性	14
3.1. グローバル経営力・体制の備え.....	15
3.1.1. グローバル経営力.....	15
コラム: 外国人経営陣から見た日本の企業文化に対する生の声	24
3.1.2. グローバル経営の制度・仕組み	25
3.2. M&A プロセス全体を意識した「型」作り.....	33
3.2.1. 成長戦略における M&A の位置付けの明確化	34
3.2.2. M&A 目的の定義付け	36
コラム: スタートアップ企業の M&A は通常の M&A と何が違う?	39
コラム: データ目的の M&A における留意点	45
3.2.3. 買収先企業の選定軸.....	47
コラム: 新興国 M&A は難しい?	50
3.2.4. 自社戦略との適合性判断のためのビジネスデューデリジェンス	52
コラム: ESG 投資と M&A.....	54
3.2.5. 効果的なデューデリジェンスの取組	58
3.2.6. 買収後の経営体制の早期立案.....	60
3.2.7. 買収先企業のモニタリングによる見える化.....	67
3.2.8. 親会社レポーティングの創意工夫	70
3.2.9. 権限移譲による意思決定の迅速化.....	73
3.2.10. M&A 体制の強化と形式知化.....	76

コラム：人事ローテーションは海外 M&A になじまない？	81
4. 対内直接投資の状況から考える日本企業やビジネス環境の課題と期待	83
4.1. 対内直接投資の現状	83
4.2. 日本企業およびビジネス環境の課題と期待	86
4.2.1. 日本企業およびビジネス環境に対する課題	86
4.2.2. 日本企業およびビジネス環境に対する期待	90
4.3. 海外投資受入れによる経営変革	92
コラム：プライベート・エクイティファンドの動向	94
4.4. 事業売却を含む M&A 戦略への転換	95
5. 海外 M&A 活動への示唆	98
5.1. 日本企業に対する示唆	98
5.1.1. グローバル経営力・体制の構築に向けて	100
5.1.2. M&A プロセス全体を意識した「型」作りに向けて	103
5.2. 日本政府・金融機関・M&A アドバイザーに対する示唆	107
6. 本調査事業を振り返っての所感	109
添付資料	111

はじめに

現在、日本企業は数多くの変化の波に直面している。国内需要の減少、経済のグローバル化、新興国の経済成長、AI・IoT等のデジタル化の波・・・その結果、国内で既存事業を継続しているだけでは持続的な成長が危ぶまれる事態となっている。こうした事態を打破し、グローバルに通用するビジネスモデルを構築するための選択肢として、多くの日本企業が近年海外 M&A に取り組んでいる。

しかしながら、海外 M&A に乗り出した企業が直面する大きな壁もまた「グローバル化」の壁である。海外 M&A を実施すれば、当然のことながら買収した海外企業と協働して事業を実施し、新たな価値創造をしていくことが求められる。そのためには、国・地域を問わず通用するグローバルなビジネス慣行を備えることが不可欠である。ところが、多くの日本企業は、こうした経験やノウハウが不足しており、いざ海外 M&A を実施しても、うまく海外子会社とコミュニケーションをとれず、企図していた目的を実現できないケースが見受けられる。

また、「グローバル化」や「拡大する海外需要の取り込み」等の名分の下、海外 M&A に取り組んだものの、「自社が中長期の時間軸でどうなりたいのか」や「なぜ海外 M&A に挑戦しないといけないのか。その背景としてどのような危機感を抱いているのか」というところが、抽象的・不明確なままであるとの声も多く聞く。この場合、「なぜ、この企業を買収するのか」や「買収した後、どのように経営していくのか」の検討が不十分となってしまうことで買収後の経営統合 (Post-Merger Integration: PMI) がうまくいかないことが予想される。

一方で、海外 M&A は自社が培ってきた強みを生かしつつ、グローバル競争を勝ち抜くための強力なツールであることも間違いない。海外 M&A を有効に活用している国内外の企業は、海外 M&A の難所を理解した上で、「徹底した準備」を行うことでその克服に挑んでいる。具体的には、自社のビジョン・戦略・強み等を社内で議論し、「なぜ海外 M&A をするのか」についての判断軸を確立している。さらには、PMI も見据えて海外 M&A・グローバル経営に耐えうる体制や M&A の「型」を整備している。

本調査では、日本企業が抱える課題に最前線(買収先)で直面している PMI の担当者・買収された海外企業の経営陣の声等を多く集めている。さらに、M&A 経験豊富な海外企業やファンド・有識者から、これまでのプラクティスに関する貴重な経験をお話いただいた。海外 M&A に取り組んでいる、取り組もうとしている日本企業にとっては、多くの参考となる点があるのではないかと考えている。

さらに、本報告書では、日本企業が海外企業や外資系プライベート・エクイティ(PE)ファンドの投資を受入れ、この力を利用して成長した事例も紹介している。海外企業・外資系 PE ファンドは日本企業がグローバル規模で活躍する上で抱える課題や強みを客観的に分析している。彼らの声も参考にしつつ、場合によっては紹介している事例のように彼らの力もうまく活用しながら自社のグローバル化を図ることも考えられる。

大きな変化の波が起きている今、グローバル競争を勝ち抜いていくためには、多少の痛みを伴ったとしても自社の変革に向けた行動は避けられない。今回の調査では、「(海外 M&A 後に) PMI をしないといけないのは、日本の親会社である」との声も聞かれた。海外 M&A を有効に活用するために最も必要なのは、自社の変革であることを示唆する。本報告書を活用して、経営陣を交えた戦略・ビジョンの議論や、グローバル規模で通用する経営体制・組織への変革が加速すれば幸いである。

2019 年 4 月

経済産業省 貿易経済協力局 投資促進課

1. 調査目的と調査方法

1.1. 調査目的

近年、日本企業がグローバル規模で成長を実現していく上で、海外 M&A (In-Out) が重要かつ有効なツールとして認識され、大企業を中心に海外 M&A の取組が増加傾向にある。一方で、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も難易度が高く、当初期待していた成果が十分にあげられないケースも少なくない。

こうした背景から、経済産業省は平成 29 年度に「我が国企業による海外 M&A 研究会」を発足させ、日本企業が抱える M&A に関する課題を有識者とともに検討し、今後日本企業が海外 M&A を有効に活用していく上での留意点や事例を報告書にまとめた。今後は、この報告書と成果物である「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動(以下、9 つの行動)」を活用し、海外 M&A における留意点と具体的な施策を首都圏の大企業のみならず地方や中堅規模の企業も含め共有し、海外 M&A を後押しする事が求められていた。

そこで、経済産業省の平成 30 年度委託事業「平成 30 年度我が国内外の投資促進体制整備等調査(日本企業等による海外企業買収の課題等に関する調査・研究等事業)」において、日本企業が激しいグローバル競争環境の中で M&A の手法を用いて十分な成果を得られるように、以下の取組を行った。

- 「9 つの行動」の普及・促進、海外 M&A に関する留意点等を日本企業に幅広く浸透させること、および日本企業が抱える課題の深堀を行うことを目的として、海外 M&A に取り組んでいる又は取り組もうとしている企業を対象に、双方向での議論を含む国内ワークショップの開催
- 海外 M&A の課題や対応策をさらに具体化させる際の参考インプットとして、PMI の一環で現地に派遣されている日本企業の駐在員や買収先の経営陣を複数名集めた座談会の開催および海外企業・外資系 PE ファンドへのインタビューの実施
- 対日投資の動向や課題を把握するため、海外企業・外資系 PE ファンドへのヒアリングを通じて、日本への投資における魅力および課題を整理

<図表 1> 本報告書と「9つの行動」との関連

本報告書の構成		9つの行動	
グローバル 経営力・ 体制の備え	3.1.1 グローバル経営力	行動7: 自社の強み・哲学を伝える努力	行動8: 海外M&Aによる自己変革とグ ローバル経営力強化
	3.1.2 グローバル経営の制度・仕組み		
M&Aプロセス 全体を意識し た「型」作り	3.2.1 成長戦略におけるM&Aの位置付けの明確化	行動1: 「目指すべき姿」と実現ストー リーの明確化	行動2: 「成長戦略・ストーリー」の共 有・浸透
	3.2.2 M&A目的の定義付け		
	3.2.3 買収先企業の選定軸	行動3: 入念な準備に「時間をかける」	行動4: 買収ありきでない成長のための 判断軸
	3.2.4 自社戦略との適合性判断のためのビジネスDD		
	3.2.5 効果的なデューデリジェンスの取組		
	3.2.6 買収後の経営体制の早期立案	行動6: 買収先の「見える化」徹底	行動5: 統合に向けて買収成立から直ち に行動に着手
	3.2.7 買収先企業のモニタリングによる見える化		
	3.2.8 親会社レポートの創意工夫		行動9: 過去の経験の蓄積により「海外M&A巧者」へ
	3.2.9 権限移譲による意思決定の迅速化		
	3.2.10 M&A体制の強化と形式知化		

1.2. 調査方法

本事業は経済産業省の委託事業として、PwC アドバイザリー合同会社が株式会社三菱 UFJ フィナンシャル・グループを協力パートナーとして、以下の調査を行ったものである。

(1) 海外 M&A ワークショップの開催(福岡、大阪、東京)

海外 M&A に取り組む日本企業は年々増えている一方で、これから海外 M&A に取り組もうとしている企業や比較的经验が浅い企業、特に海外 M&A の活用ニーズが高まっている中堅企業や地方企業には、海外 M&A プロセスの課題や論点が必ずしも共有されているわけではない。

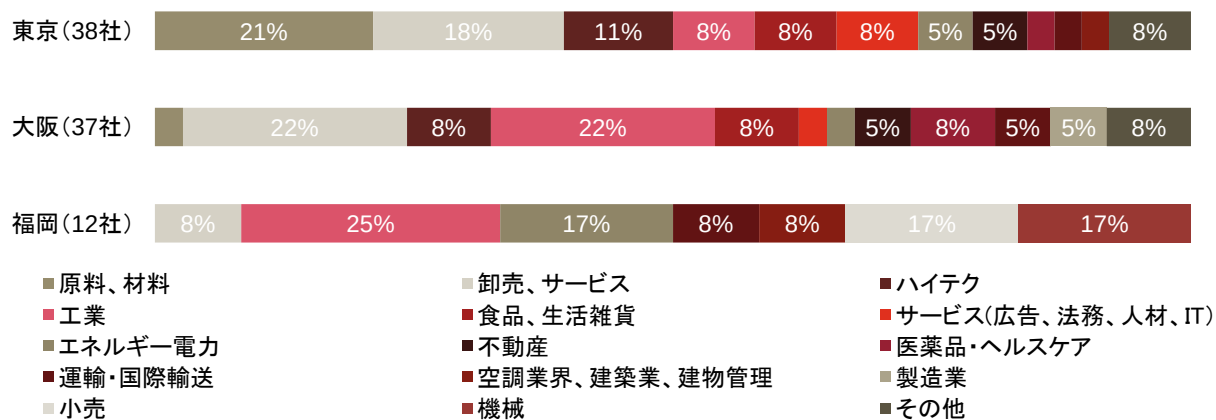
そこで、海外 M&A にかかわる課題と克服に向けた取組について理解を深めるために、有識者による基調講演と、参加企業同士や有識者との議論の場を持つワークショップを開催した。開催地は、近年首都圏以外に拠点を置く企業も海外 M&A に積極的に取り組んでいることから、東京に加えて大阪・福岡を選定した。参加対象企業は大企業のみではなく、中堅企業や海外 M&A の経験は浅いが意欲のある企業とし、公募によって幅広く募集した。

ワークショップの内容としては、海外 M&A の実態や取組手法の紹介といった情報提供のための基調講演のみならず、参加企業同士で経験・知識の共有や課題認識の促進を図れるように、有識者を交えた参加企業同士のグループディスカッションの場を設けた。各ワークショップの構成は、第一部「海外 M&A の実態や留意点に関する基調講演」と第二部「参加企業によるグループディスカッションと有識者によるパネルディスカッション」を基本とし、各地域でのワークショップの参加者数や興味に合わせて、必要に応じて構成を調整した。なお、参加企業の課題・期待を事前に把握し、参加者が関心を持つ内容をワークショップの内容に反映するために、参加者に対して事前アンケートを実施した。各都市でのワークショップの概要は次の通りである。

<海外 M&A ワークショップ実施概要>

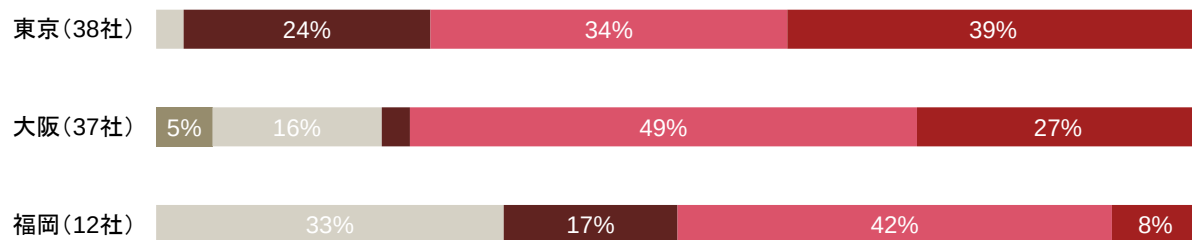
開催都市	福岡	大阪	東京
日時	2018 年 11 月 21 日	2018 年 12 月 10 日、11 日	2019 年 2 月 13 日、14 日
主なプログラム	・ 基調講演 - 「日本企業の海外 M&A の成績表と海外 M&A 研究会の 9 つの行動」 (※特別基調講演として東京・大阪のみで実施) - 「海外 M&A 取組時における戦略視点の重要性～M&A の実行に入る前に～」 - 「海外 M&A の検討と実行において成否を分ける留意点」 - 「海外 M&A における PMI の重要性とプロセスの留意点」 ・ 参加者によるグループディスカッション ・ 有識者によるパネルディスカッション ・ 懇親会		
参加者数	10 名	1 日目 18 名 2 日目 14 名 計 32 名	1 日目 20 名 2 日目 22 名 計 42 名
参加者役職	主として M&A を担当している経営企画や事業部門等の役員から担当者		
基調講演者	・ 井上 光太郎:東京工業大学・工学院 副工学院院长 経営工学系・教授 (※特別講演として大阪 1 日目、東京 2 日目で実施) ・ 別所 賢作:三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 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 (※東京・大阪) ・ 矢谷 俊輔:三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 M&A アドバイザリー・グループ マネージング・ディレクター (※福岡) ・ 坂野 俊哉:PwC コンサルティング合同会社 ストラテジーコンサルティング パートナー ・ 吉田 あかね:PwC アドバイザリー合同会社 M&A トランザクション パートナー		
参加企業概要 ¹	以下業種、売上規模、海外売上高比率、海外 M&A 経験の有無の各グラフ参照		

<業種>



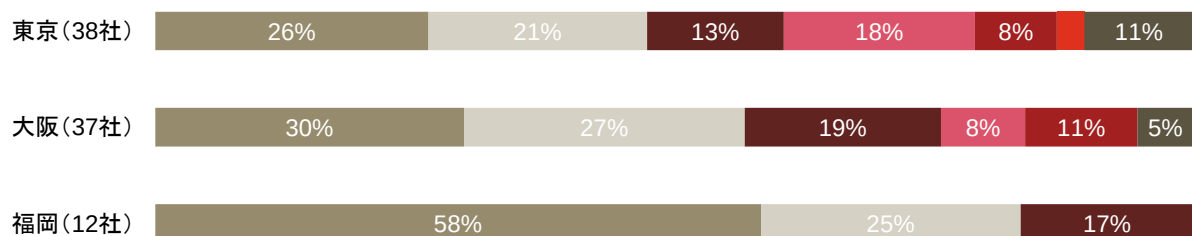
¹ アンケート回答企業数と参加企業数は、当日欠席等の理由により不一致

<売上規模>



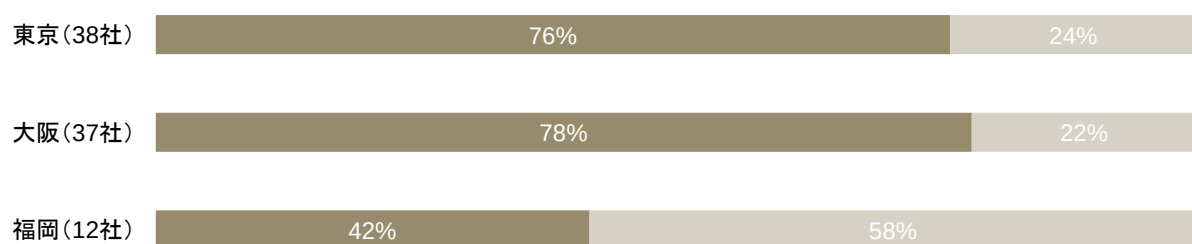
■ 100億円未満 ■ 100億円～500億円未満 ■ 500億円～1,000億円未満 ■ 1,000億円～5,000億円未満 ■ 5,000億円以上

<海外売上高比率>



■ 0%以上10%未満 ■ 10%～30% ■ 30%～50% ■ 50%～70% ■ 70%～90% ■ 90%以上 ■ 未回答

<海外 M&A 経験の有無>



■ 有り

■ 無し

(2) 海外 M&A における PMI 推進者との座談会の実施

海外 M&A で日本企業にとって難易度が高いとよく指摘されるのが PMI である。そして、PMI に最前線で取り組み、試行錯誤しているのが PMI の一環として海外の被買収企業に派遣されている日本企業の駐在員や買収先の CEO・CFO である。海外 M&A の PMI フェーズにおける日本企業の共通の悩み・課題を浮き彫りにし、その克服策を検討するきっかけとするために、PMI の一環として海外の被買収企業に派遣されている日本企業の駐在員や買収先の CEO・CFO 等を複数名集め、彼らの実際の苦労・抱えている問題意識やその克服の経験等を議論・共有するための座談会を開催した。また、座談会を通して、各地で海外 M&A における PMI の経験を有する人材同士のネットワーク構築とノウハウ共有の促進も図った。

買収企業や被買収企業の取組や課題を幅広く収集する為に 1 日目は海外の被買収企業に派遣された日本企業の駐在員と、2 日目は被買収企業の CEO・CFO との座談会をそれぞれ実施した。開催地域については、過去の日本企業による In-Out M&A 案件数や経済成長状況をもとに、今後も継続して日本企業にとって海外 M&A ニーズが高いと想定される国の都市、シンガポール、ニューヨーク、ロンドンを選定した。また、それぞれ半日程度の時間で 2 日間、3～5 人程度の参加者で構成した。参加者の自己紹介後、PwC のファシリテーションのもと、「PMI における取組とその実行体制」、「PMI で苦労した点、良かった点」、「買収後のガバナンス」および「信頼関係構築のための工夫」等を議論した。各国での座談会の実施概要は以下の通りである。

<日本人駐在員との座談会>

開催地域	アジア	米国	欧州
開催都市	シンガポール	ニューヨーク	ロンドン
参加者数	5 社	5 社	4 社
業種	消費財 情報通信 化学品	製造 ヘルスケア 電子	製造 システム・ソフトウェア メディア 人材派遣
参加者の役職	Director Chief Strategy Officer CFO Managing Director Senior Executive Officer	CEO CFO Chief Planning Officer Vice Chairman of the Board VP, HR & Administration	Managing Director Senior Vice President Chief Commercial Officer CEO

<外国人経営陣との座談会>

開催地域	アジア	米国	欧州
開催都市	シンガポール	ニューヨーク	ロンドン
参加者数	3 社	3 社	4 社
業種	消費財 情報通信 人材派遣	製造 ヘルスケア	建築サービス 製造
参加者の役職	CEO Managing Director	CFO CEO	Group Finance Director Managing Director CEO

(3) 海外企業およびプライベート・エクイティファンドへの M&A 実態インタビュー調査

日本企業による海外 M&A の課題・実態等を明らかにするために、M&A の経験が豊富な海外企業・ファンドを比較対象として、海外 M&A における工夫点や事例等について調査した。また、日本企業への投資の考え方を理解し、対日投資の課題とその解決策に向けた示唆、例えば日本企業の固有の課題や、国の規制や人材等に関する課題も聞き取りした。調査方法として、対面インタビュー（一部ビデオ会議を通じたインタビュー）を実施した。インタビュー対象は、

- M&A を積極的に実施しており、特に日本企業への M&A 実績のある海外企業
- 日本未進出のファンド 1 社を含む外資系 PE ファンド
- M&A の専門的な知識を持つ有識者

とし、各 1～3 名程度へのインタビューを実施した。インタビュー対象企業の地域選定においては、効率的な調査実施のため、上記「(2) 海外 M&A における PMI 推進者との座談会の実施」と同じタイミングで、同国または周辺のアクセスが良い地域を選んだ。アジアでは座談会開催地であるシンガポールに加えて海外 M&A 実績のある企業が多いインド、米国においては座談会開催地のニューヨークとテクノロジー系企業が多く海外 M&A が活発に行われているシリコンバレーエリア等、また欧州においては座談会開催地のロンドンと製造業が多く海外 M&A を実施する企業が多いドイツとした。なお、M&A を積極的に実施しており、特に日本企業への M&A 実績のある海外企業については、なるべく業種分散するように配慮した。

主なインタビュー事項は、以下の通りである。

- M&A 戦略の策定、M&A と企業戦略の関係
- 投資先選定・投資判断の基準
- 投資先のリスク分析方法
- PMI を成功させるための取組と体制
- M&A 実施のための組織体制
- M&A 経験・ノウハウの蓄積方法
- 日本への投資に関する魅力と課題

<インタビュー対象企業概要(海外企業)>

地域・国	No	業種	役職
シンガポール	1	テクノロジー	副社長
	2	金融	CEO
インド	3	製造	最高戦略責任者
	4	ヘルスケア	CFO & Executive Director
	5	製造	M&A 部長
米国	6	サービス	経営企画本部長
	7	製造	グローバル事業開発部長
	8	テクノロジー	経営企画本部長 経営企画シニアディレクター
	9	テクノロジー	経営企画シニアディレクター M&A 部門ファイナンスディレクター
	10	テクノロジー	M&A 担当 M&A ファイナンス担当 事業開発担当
	11	ヘルスケア	統合・アライアンス本部長
英国	12	ヘルスケア	事業開発本部長
	13	PE ファンド	法務部ディレクター
ドイツ	14	製造	コーポレート M&A 本部長 PMI 部門ディレクター PMI 部門シニアマネージャー
	15	製造	M&A 部門ディレクター

<インタビュー対象企業概要(外資系 PE ファンド)>

No	日本進出の有無	本社所在地域・国	役職
1	無	米国	シニアパートナー
2	有	米国	マネージング・ディレクター
3	有	欧州	代表取締役
4	有	米国	社長
5	有	東アジア地域	代表取締役

<インタビュー対象有識者>

No	国	業種	役職
1	シンガポール	行政機関	業務執行取締役補佐
2	日本	コンサルティング	パートナー
3	英国	コンサルティング	パートナー
4	英国	製造	理事

2. 総論(サマリー)

近年、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上で重要かつ有効な手段として認識され、海外 M&A の件数は増加傾向にある。一方で、積極的な海外 M&A の実施と共に日本企業は多くの苦勞に直面している。今回の調査活動では、海外 M&A に取り組んでいる日本企業とのワークショップ・海外の被買収企業に派遣された日本人駐在員および被買収企業の外国人経営陣を囲んだ海外座談会、さらには M&A 経験豊富な海外企業や外資系 PE ファンドへのインタビュー等を実施した。この中で明らかになったことは、海外 M&A は検討・実行時には高度な分析、経営判断が求められ、買収後は優れた経営管理能力が求められるという点でリスク・難易度が高いが、これは M&A 経験豊富な海外企業においても共通であり、苦勞をしていることである。他方、日本企業が特に苦勞している点も M&A 経験豊富な海外企業との比較調査を行うことで明らかになった。

多くの日本企業に特徴的な課題として、まずは海外企業を買収するにあたり、備えておくべきグローバル経営力・体制面の整備が十分ではないことが挙げられる。具体的には、自社の経営哲学・理念、ビジョン、そして強み、さらには M&A の戦略的な位置付けを明確に「伝える力」、そのために必要不可欠な「言語力」や「異なる企業文化への適合力」である。こうした異なる言語、企業文化、商慣習を持つ海外企業を買収後にどのように経営していくかについては、M&A 経験豊富な海外企業においても度々言及された課題である。この課題に対する打ち手として、M&A 経験豊富な海外企業は、デューデリジェンス段階から対象会社向けに企業文化に関する Q&A やサーベイ等を実施し、早くから対象会社が持つ思想、価値観、行動様式等の企業文化の評価に努めている。さらに、買収後も定期的に親会社の企業文化の理解度や買収された後の不安や満足度を定点観測する継続的な取組をしており、日本企業が学ぶべきことも多い。

次に体制面においては、コーポレートガバナンスの意識の違い等に起因する買収に対する経営責任の曖昧さにより、買収後のモニタリングやシナジー実現のための経営リソースの配分が十分になされない事態が生じている。M&A 価値の最大化のためのリソースに対して十分な投資がなされていないとも言える。また、人事制度面においては、インセンティブの仕組みを含む報酬制度が海外企業(アジア地域を含む)と比較して、日本企業の場合は際立って保守的で独自色が強いことが課題となっている。買収後に親会社と対象会社の報酬に大きな乖離が生じており、現場の駐在員からは多くの苦勞の声が聞かれた。一定期間内に企業価値向上を成し遂げるには、キーとなる経営陣および従業員に対して、明確な KPI 目標を定め、目標達成時には報酬で報いることは合理的な仕組みである。「事前に数値目標を合意して、達成したら約束した方法で計算された報酬を支払い、目標達成がされなければベースの報酬のみ支払う」というグローバルで標準的な考えが、多くの日本企業では導入されておらず、海外 M&A を成功させるための障壁になっている。

M&A プロセス全体を意識した「型」作りも、効果的に M&A に取り組むためには不可欠である。今回の調査を通じて明らかになったのは、M&A 経験豊富な海外企業に共通していることは、「基本に忠実。やるべきことを当たり前に行っている」という点である。そして、「やるべきことを行う」ことを可能とするための、M&A 経験豊富な海外企業の「型」がいくつかあり、これは多くの日本企業にとっての学びとなる。まず、大前提となるのは、自社の成長戦略の中で、M&A を明確に位置付けることである。自社が今置かれている状況はどのようなものであって、中長期の時間軸でどのようにになりたいのか、そのための手段として M&A はどのように活用していくのか、こうした点を一つ一つ明確・具体的にすることが、M&A に取り組む際の判断軸となる。この明確な戦略・ビジョンを判断軸として、M&A 経験豊富な海外企業はビジネスデューデリジェンスに多くの時間を費やす。自社が買収することで、対象会社の現在株主より高い価値を出せることを合理的に説明するために、市場、競合、対象会社の優位性をビジネスデューデリジェンスの過程で冷静かつ厳しく評価する。また、PMI の準備として、検討段階から買収後の絵姿をイメージする仮説を持ち、その仮説をデューデリジェンスで検証

し、サイニング前後から具体的な PMI プランニングに着手するなど、Day1 以降早期に買収先企業の価値向上に取り組める態勢を整えている。買収後は先にも触れたように、モニタリングとして、買収価格の根拠となる事業計画との連続性を含め、買収後の業績管理を体系的に行い、そのために必要な財務分析・管理に十分な予算を確保して、人材投資を行っている。その意味で、M&A を効果的に実行することに大きな役割を果たす M&A 専門部署を設置し、組織として人員配置を行うことも有効な施策と考えられる。こうすることで、意思決定の迅速化、プロセスの定型化、ナレッジ共有の仕組み化等の効果が期待される。

一旦戦略として M&A を選択したのであれば、リスク・難易度が高く、高度なスキルが求められる M&A に十分なリソースを投資することは当然であり、特に経営トップによるコミットメントが重要である。場合によっては、トップ自らが陣頭指揮を執って、PMI までやりきり自社グループの企業価値向上にコミットすることも求められるだろう。現実的にはトップの関与が難しい場合もあるが、その場合は PMI 推進体制の中で各機能領域における分科会の目標 KPI を定めて、実行評価する仕組みは有効であろう。

海外企業や外資系 PE ファンドが日本へ投資する際 (Out-In) も、異なる言語・文化によるコミュニケーションの壁やグローバル経営の制度・仕組みが十分でないことが課題となっており、日本企業による海外 M&A (In-Out) と共通の課題である。日本は長年にわたり、対内直接投資の水準が諸外国の中でも低い状況が続いており、海外企業や外資系 PE ファンドのインタビューにおいて、これらの共通課題に起因していると指摘された。

また、M&A 経験豊富な海外企業は M&A 戦略を買収と売却の両面で考えており、戦略面での非適合、グループ傘下によるディスシナジー、財務面での収益性評価、さらには資金調達手段として、売却が M&A 戦略に組み込まれている。日本においても事業ポートフォリオ管理の考え方が浸透しつつあるが、売却を戦略的に捉えている企業はまだごく一部に過ぎない。昨今のコーポレートガバナンス改革が進展することで、戦略的な事業売却が増え、対内直接動向にも変化が見られることだろう。

今回の調査では、海外 M&A に取り組む上での M&A プロセス全体を意識した「型」についての学びがあった。一方で、海外企業を経営管理する上で、より本質的な側面、すなわち、言語・コミュニケーション能力が備えられていない、グローバル展開する海外企業では当たり前である制度が日本企業では取り入れられていないことも明らかになった。海外 M&A に取り組むのであれば、グローバルで経営活動を行う上で必要な能力や制度の有無を今一度検証し、不足しているのであれば、これまでの慣行等が変化することを恐れずに、多くのリソースを投入してでもかかる能力や制度を取り入れることを真剣に検討すべきではないか。そうすることで、日本企業による海外 M&A (In-Out) および海外企業による日本への投資 (Out-In) が増え、対内外の直接投資が活性化し、結果として、日本企業を取り巻く経済活動にも寄与するものと考ええる。

最後に、日本企業が特殊だと言われる文化に紐づく商慣習や行動様式は決して否定的なことばかりではなく、素晴らしい面があることは言うまでもない。例えば、意思決定に時間がかかるのは、様々なリスクに対して十分な検討をしている、多くのステークホルダーを意識しているからであり、これは昨今の潮流でもある ESG の思想であるとも言える。また、一度決めたことに対する実行能力が高いことや能力の高い社員により創出されるモノ・技術の信頼性の高さには海外企業や外資系 PE ファンドから高い評価を得られている。海外企業とかかわる中で、日本人は日本を否定する傾向もあるが、日本の強みを誇りとして持っておきたい。

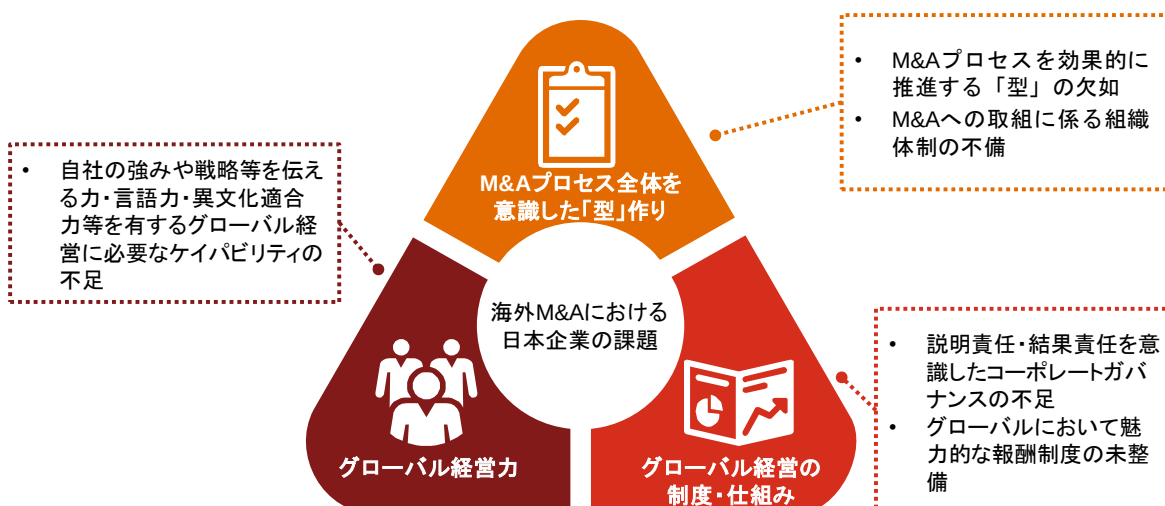
3. 海外 M&A (In-Out)における日本企業の課題と克服の可能性

日本企業が海外企業の買収を通じてグローバル規模での競争力を確保するための課題は大きく分けて 3 つに集約される。

- グローバル経営力の不足
 - － 自社の経営理念・ビジョン・強み、M&A の位置付けを明確に「伝える力」
 - － 「伝える力」に必要となる「言語力」
 - － 買収後の経営を効果的に推進するための「異なる企業文化への適合力」
- グローバル経営の制度・仕組みの未整備
 - － コーポレートガバナンスへの対応
 - － インセンティブの仕組みを含むグローバルスタンダードの報酬制度
- M&A プロセス全体を意識した「型」作りの不備
 - － M&A の戦略、実行、PMI の各プロセスにおいて押さえるべきポイントの明確化
 - － M&A への取組にかかわる組織体制

海外 M&A では、異なる言語・文化・商慣習・制度を有する海外企業を買収し経営管理していく必要があるため、グローバルで共通とされる経営力を備え、かつ、グローバルで多く取り入れられ、当たり前とされている制度や仕組みに対応することが不可欠であり、国内 M&A とは大きく異なる点である。また、M&A を行う際の戦略から検討・実行、買収後の経営管理までの一連のプロセスの型を持っているかという点も問われている。型を備えることで、M&A がより効果的に実行可能になる。

<図表 2> 海外 M&A における日本企業の課題



3.1. グローバル経営力・体制の備え

国内 M&A とは異なり、海外 M&A だからこそ求められるものがある。第一に自社の経営哲学・理念、ビジョン、そして強みや M&A の戦略的な位置付けを明確に海外企業へ伝えていく力、その前提となる言語力や異なる企業文化への適合力がある。次に、グローバル企業が標準的に取り入れている制度が挙げられる。被買収企業にそのような制度があり、自社と大きなギャップがあるならば、場合によっては自社の制度を変えていくことも検討しなければならない。

<図表 3> グローバル経営力・体制の備え

グローバル経営力 	伝える力	・ 自社の強みや戦略・ビジョンを明確に買収先企業に伝える力 ・ 背景と理由が明確な説得力のあるコミュニケーション能力
	言語力	・ 英語・現地言語でコミュニケーションを図るための言語力
	異なる企業文化への適合力	・ 異なる企業文化を評価するノウハウ ・ 自社文化を浸透させる力 ・ 異なる企業文化の統合・融合のための実行力
グローバル経営の制度・仕組み 	コーポレート・ガバナンス	・ 説明責任・結果責任を踏まえた規律ある経営体制 ・ 透明性ある財務管理・情報開示体制
	報酬・インセンティブ	・ グローバル人材を惹きつける魅力的な報酬制度

3.1.1. グローバル経営力

海外 M&A を行う前に今一度、海外企業を買収した後に経営を行う能力(ケイパビリティ)が自社に備わっているかを点検することは重要である。異なる言語、文化を有する海外企業を経営していくケイパビリティなしには、買収は可能でも PMI フェーズにおける価値創造は困難であり、買収時に設定した戦略目標を達成することはできない。「9 つの行動」では、行動 8 において、「海外 M&A による自己変革とグローバル経営力強化」の重要性に言及している。ここでは具体的にどのような要素が求められるかを海外企業の事例等も参考にしながら整理していきたい。もちろん、ここで示されている要素は、海外 M&A に着手した当初から全て備わっているものではなく、複数の案件やグローバルな規模でのビジネスを経験しながら獲得してくものである。しかし、重要なのはこうした要素のうち自社に不足している部分が具体的にどこかを認識した上で、その不足を補った上で海外 M&A を実行する、あるいはリスク要因と捉えながら実行しつつ、その対処を実践していく覚悟を持つことである。

(1) 伝える力

平成 29 年度の経済産業省による「我が国企業による海外 M&A 研究会」においては、M&A 戦略のストーリーを明確にし、経営者が語ることの重要性を挙げていた。今回の調査では、日本企業に買収された企業の外国人経営陣との海外座談会や M&A 経験豊富な海外企業へのインタビューを通して、日本企業の多くが自社戦略における被買収企業の位置付けを被買収企業の経営者、従業員に対して明確に伝えられていないという課題が明らかになった。他方、多くのグローバル企業は、自社のビジョンや経営哲学を買収先に共有することが M&A、特に統合段階において最も重要なことであることを認識し、これを統合作業の核心に据えている。また、被買収企業に対して何らかの行動等を求めるに当たってはその要求の背景や理由を明確に言葉にして説明している。その結果、被買収企業は、自社が「なぜその行動を行わないといけないのか」や「(コストをかけてでも) 変わる必要があるのか」といった点が明確になり、納得感と当事者意識を持って統合作業に関与できている。このようにミッション・ビジョンを伝えることの重要性について外資系 PE ファンドは次のようにコメントしている。

“ミッション・ビジョンが明確な方が議論のベースになるため今後の話をしやすい。オーナー企業の場合、ミッション・ビジョンがオーナーの頭の中にあるケースが多いが、従業員には可視化が必要。オーナーからいかにビジョンを引き出し、わかりやすい言葉で表現するかが重要。日本人はミッション・ビジョンにしらせるケースも多く、それが大企業のスピリアウトだと特に顕著である。これらを実感のあるものに仕上げるためにはリーダーシップとコミュニケーションが重要” (外資系 PE ファンド)

多くの日本企業では、そもそもビジョン・戦略が曖昧なままであり、社内ですら明確に共有されていないため、被買収企業に対しても十分に理解されないことが散見される。また、実際の統合作業においても、「なぜこの作業を行わないといけないのか、それが統合作業の中でどのような位置付けなのか」といった背景や理由を明確にしないまま要求だけを行い、被買収企業から不信感を抱かれることも頻繁にあるようである。被買収企業に対する「伝える力」の不足について、国内ワークショップ参加企業や海外の日本人駐在員より多くの声が寄せられたので、いくつか紹介したい。

“正直「自社の強み」はあまり伝えられてない。あうんの呼吸でやっている、というのが実態” (国内ワークショップ)

“日本側が対象企業に期待し、やってもらいたいことは、フワッとしていることが多く、英語にしても伝わらない” (国内ワークショップ)

“日本の本社と現地トップの間で、直接のコミュニケーションをとり、頻繁に話しお互いの信頼関係を構築することが大事。あとは現地の深夜に会議をしない、などの気遣いも必要” (欧州、有識者)

“欧州の買収先が全く本社の言うことを聞かないという問題が発生した。(買収先からは)なぜそれをやらなければならないか理由がわからないという声があった。彼らは「ルールだから」では言うことを聞かない。理由を説明しても腹落ちしてなければ不要なのではと勝手に現地で判断してしまう” (国内ワークショップ)

これは、国内企業同士では比較的適用可能な「暗黙知」経営 (逐一言語化しなくても意思疎通可能) の特徴が影響していると考えられる。アジアの外国人経営陣の座談会では以下のような声が聞かれた。

“シンガポールの従業員は一般的に現状に対してははっきりと意見を言う傾向にあるため、物事を前に進めるために彼らに納得してもらうための明確な説明が必要である。それゆえ、日本の親会社は被買収企業のマネジメントに対して、親会社の事業運営方針について、納得感を持てる程度により上位概念の戦略・背景・実行計画等を説明する必要がある。さらに、親会社からはグローバル市場の動向、他国における大規模プロジェクトへの取組やイノベーション等の情報共有がなされることが望ましい。そうすることでよりグループ全体としてのモチベーションの維持、向上やグループ全体での情報共有が図られる”(アジア、外国人経営陣座談会)

また、M&A 経験豊富な海外企業では、コミュニケーションプラン実行のための専門人材を確保する等、コミュニケーションの重要性を挙げる声が聞かれた。

“クロージング前においては、自社と対象会社の少人数のメンバーで将来ビジョンなどを共有する。クロージング後においては、対象会社の多くの従業員も含めて、キックオフイベントを行い、買収目的、期待するシナジー、将来像などを共有する。クロスボーダー案件の場合は特にこのようなコミュニケーションを丁寧に実施することで対象会社の不安を和らげることも期待できる。我々は、透明性のある目標・計画を対象会社と共有することに価値を見出している”(米国、サービス)

“対象会社との経営統合において、従業員・顧客・サプライヤー等への詳細なコミュニケーションプランを作成し、事業ごとのコミュニケーションリーダーを任命する”(米国、製造)

海外の外国人経営陣の座談会においても、親会社である日本企業が何らかの指示を行うに当たっては、その理由・背景についての説明のために、より多くの時間を割いて欲しいとの声が多く挙げられていた。買収後の経営においては「明確に伝える」ことを意識する必要がある。

海外座談会では、日本人駐在員や外国人経営陣から Day 1 以降のコミュニケーションの工夫やトップ同士の対話の重要性に関する声もあった。このような試行錯誤を地道に積み上げていくことが「伝える力」の強化において求められるであろう。

“我々は創業者が会社の歴史について語るビデオを流し、その後で私(被買収企業の社長)が買収後の彼自身の役割や会社の将来のビジョンを伝えた。全社会議の場では、日本の親会社から来た社長と一緒に壇上に立ちスピーチを行った。彼(日本の親会社から来た社長)は、この買収の重要性や、人材、戦略、文化の適合の重要性について語っていた。PMI の間は、毎週もしくは隔週で、私は社内で行っていること、自分が感じていることをメールで全社員に発信していた。加えて、目に見える統合の証として、両社のロゴが入ったジャケット等のグッズをもらったりもした”(米国、外国人経営陣座談会)

“日本企業は Day 1 コミュニケーションが得意ではない。特に上場企業はぎりぎりまで秘密にして当日に知らせることが多い。オーナー企業を買収する時は、オーナーが従業員に伝えることが重要であり、以前別会社で Day 1 コミュニケーションの重要性を知ったので、自分の案件ではきちんとやろうとしている。Day 1 や Day 0 では買収企業よりメッセージを出すようにしており、その他幹部とのディナーをしてカジュアルなコミュニケーションの場を設けてい

る。また、幹部も含めて全員に一斉に知らせるのは、幹部にとっては心が傷つくことが多いため、インサイダーに触れない形で幹部に事前に頭出しをしている”(欧州、日本人駐在員座談会)

“現社長が各国に親善大使(アンバサダー)を20名ほど任命して、ビジョン、ミッション、価値観を草の根から作り上げた。対象会社にもビジョン、ミッション、価値観があり、対象会社からもアンバサダーを選定して、お互いの価値観を伝え合って理解し共通項を見つけ、更新して社員に浸透させている。ビジョンを議論する場を与えることが重要”(米国、日本人駐在員座談会)

“PMI プロセスでは、1 年程かけてお互いの信頼と理解を深めていった。それぞれの PMI を担当する部門が PMI の目標を掲げ、我々(被買収企業)と親会社のシニアリーダーが集まり PMI を進めていった。我々と日本の親会社は、週次と月次で進捗会議を行っており、PMI の中で、1 度か 2 度グループ全体を集めて確認作業を行った。そのような取組は我々と親会社のオペレーションのリーダーが顔を合わせ、お互いのビジネスを理解し、どのように統合を進めるべきかを考える良い機会であった”(米国、外国人経営陣座談会)

(2) 言語力

海外 M&A において被買収企業とコミュニケーションをとる場合、言語と文化の二重の壁があり、日本企業は依然として言語面で大きな課題を抱える。とりわけ、中堅規模(売上高 500~1,000 億規模)の日本企業による買収案件では、英語で十分にコミュニケーションをとれる人材が不足していることにより、買収後のコミュニケーションが阻害されるケースが大きな課題となる。実際に、海外の座談会や有識者とのインタビューでは、統合作業の阻害要因として言語を挙げ苦労している声を多く聞いた。

“日本本社の担当者は英語を話せず、会議にはいつも通訳を連れてくる。また、電話で会話ができないため、コミュニケーションが非常に難しい”(欧州、外国人経営陣座談会)

“日本人は英国からの電話をとってくれず、長い E メール(Endless emails)のやり取りが続くため、コミュニケーションの効率が非常に悪い”(欧州、外国人経営陣座談会)

“海外でビジネスをするのであれば英語でのコミュニケーションは必須と思うが、日本人担当者の多くは英語を話そうとしない”(欧州、外国人経営陣座談会)

“R&D 部門の従業員などは、日本本社側と人的交流を深めたいが、言語の壁があるので、人材交流ができない”(欧州、外国人経営陣座談会)

“日本人が英語でメールを書くと言語力の問題もあり、ストレートになってしまいニュアンスが強くなってしまう。会話のほうかたどたどしくなるが人の顔を見て話すため、強さが和らぐ”(欧州、有識者)

“日本人とのコミュニケーションにおいて、反応を待つことが大事であることを学んだ。英語は日本人にとってネイティブな言語ではなく、反応するために考える時間を要する。初めの頃、我々は日本人が理解できていないだけだと

思っていたが、それは違った。私は反応を待つ必要があった。反応がある前にしばらく沈黙の間があるのである”
(米国、外国人経営陣座談会)

“日本人の英語力には課題がある。私は日本人の駐在員に対して、私が何を言ったか確認するようお願いしている。60%くらいしか理解していない人もいる。40%の違いは大きい。簡単にゆっくり話すこと、考える時間を与えることが鍵であり、高い壁でもある”(米国、外国人経営陣座談会)

言語の課題については、言語能力のある人材(外国人含む)を採用することや語学研修、語学学校の費用補助といった既存社員へのトレーニング、語学を昇進・昇格要件とするなど、企業としての投資を検討すべき取組である。まずは、このような言語の課題に対する予算を事業計画で確保することから海外 M&A の備えが始まるのではないだろうか。

(3) 異なる企業文化への適合力

企業文化の適合が海外 M&A 成功の可否を握る大きな要因であることは、国内企業、海外企業に共通する認識として一般的になりつつある。マッキンゼー・アンド・カンパニーが過去に実施した調査「Perspectives on merger integration」によれば、経営陣の 25%が「企業文化の不適合」が多くの買収が失敗に終わっている要因だと考えており、経営陣の 50%が「企業文化の適合」が統合効果を実現する要因であると考えている²。日本企業においても、企業文化の適合を海外 M&A における一つの論点として挙げる声が国内ワークショップでも聞かれた。

“企業文化は M&A 検討時の重要なファクターと考えている。国内の PMI をいくつか経験しているが、自社の基本的なスタンスとしては、買収企業は連結子会社としている。国内 M&A はできるだけ社風が合致している企業の中から実施している。海外 M&A の実施においては、弊社の社風を受入れていただけるか、と先方の社風を尊重できるかの見極めが必要になるかと思う”(国内ワークショップ)

“企業文化への対応という意味では、会社同士が合併しても良い所取りはできないという認識を持つべき。マネジメントが、どういう会社を作りたいかについて発信し続ける必要がある”(国内ワークショップ)

“海外においては、前提となる文化が違うということを認識することが重要だと思う”(国内ワークショップ)

“検討の基準として、勿論、売上規模、利益率なども重要であるが、パートナーとしてやっていくときに、組織の価値観などがしっかり共有できそうかを見ている”(国内ワークショップ)

“企業文化のデューデリジェンスについて興味がある。親会社のルールを対象会社として受入れる時の心理的なストレス等を予測することができるのではないかと考えている”(国内ワークショップ)

“会社として異文化コミュニケーション研修を実施している”(国内ワークショップ)

² McKinsey & Company, Inc. (2010). Perspectives on merger integration

「文化」の定義は諸説あるが、PwCコンサルティングの定義では、「ある集団内における人々の物事への取組を決定付けるそこに自律的に継続する言動・感覚・思考・信念」³であり、「企業文化」は、その企業組織におけるビジネスのあり方を方向付ける重要な要素となる。企業文化の不適合は、組織内での衝突・対立を生み、意思決定の遅延、社員のモチベーションの低下、人材流出といった事態を招く。結果として統合作業が一向に進まず、買収先の価値を棄損させてしまうケースは M&A において良くある失敗例である。特に海外 M&A においては、企業固有の文化特性に加えて各国固有の文化的特性も影響することから、企業文化の隔たりがより鮮明になる傾向にあり、企業文化の課題をどのように乗り越えるかが一層重要となる。今回の調査においては、日本企業だけでなく M&A 経験豊富な海外企業においても異なる企業文化を融合させるために、試行錯誤していることが明らかになった。

“我々も完全ではない。企業買収において文化の理解や受入れに間違いを犯すこともある。米国内の M&A でさえ、誰もが自分達と同じだと思いがちである”(米系、製造)

“どのようにすれば二つの異なる企業がお互いから学び、組織全体にとって最も良い文化を構築することができるかが課題である。それには時間がかかる。タイトなスケジュールの中で異なる文化のチームと一緒に働くとは必ず衝突が生まれる。我々は十分な時間をかけて対応する必要がある”(アジア、金融)

日本企業の文化は海外企業から見た場合に特殊な文化として捉えられることが多い。例えば、何か物事を決める際には現地の駐在員では決められず、都度本社に確認する組織文化などは今回の海外座談会においても度々取り上げられたテーマであった。「本社に確認します」だけではなく、「いつまでに確認します」等のコミットメントを示す一工夫も必要だろう。本調査で実施した海外座談会や国内ワークショップでは、日本の企業文化の特殊性を指摘するコメントが多数あった。下記はそこから一部を抜粋して記載したものである(詳細はコラム「外国人経営陣から見た日本の企業文化に対する生の声」にて記載)。

“対立あるいは意見の相違(が存在することをどのように捉えるかという点)について最も課題を感じている。日本人は対立することに対して信じられないほど強い抵抗感があり回避的である。話したくなくても話すべきことを話すのは、米国で事業運営をする上で当然のことである。我々もなぜこれほど日本企業の意思決定に時間がかかるのか文化に関するトレーニングを受けたが、我々自身にもコミュニケーションの特異性があり、両者の文化のギャップを埋めることは難しく、理解できないことや解釈できないことがある”(米国、外国人経営陣座談会)

“日本企業の文化は、非常に官僚的であり、何をするにも時間がかかる。日本人は会議以外の場で物事を進めたがる”(欧州、外国人経営陣座談会)

“海外 CEO が日本に来た際に、異文化コミュニケーションができていない現状について話をした。その海外 CEO が指摘したのは、日本のマネジメントは、「違うこと」を受入れないということ。例えば、海外では業績目標数値は前後 3% くらいは許容されることが通常だが、日本のマネジメントは目標数値への必達を求めることが多く、海外 CEO と日本のマネジメントに理解の齟齬が生じる。加えて、語学の問題もあり、通訳をつけたところで 2 次情報になってしまい、直接のフィーリングが理解できないと意図がずれてしまう。海外 CEO も日本のマネジメントが何を考えてい

³ PwC コンサルティング (2018). クロスボーダー M&A を成功に導く、企業文化統合に向けた提言

るかわからないことを嘆いていた。日本人の話し方だと主語、動詞、目的語が欠けていたり、背景を話さずに話すこともあり、これでは外国人には伝わらない”(国内ワークショップ)

“日本人の文化の問題の一つは「うなずき(Nodding)」である。シンガポールでは、「うなずき」は同意を意味するが、日本人の場合は必ずしもそうではない”(アジア、外国人経営陣座談会)

一方で日本人・日本企業から見た外国企業の文化との差異への認識にも課題がある。例えば、欧州や東南アジアなど、特定の地域の国々の文化を一括りに見てしまいがちであるが、同じ地域内といえども文化的な特性が異なることも留意すべきであろう。今回実施した海外での座談会やインタビューでは下記のように欧州域内でも文化の差があることについて指摘があった。

“(一言で)欧州といっても各国ごとに文化は異なり、ヨーロッパ域内における統合は容易ではない。例えば、英国の会社が北欧の会社を買収されるというのはまずない”(欧州、日本人駐在員座談会)

“日本企業が欧州企業を買収するのは非常にハードルが高い認識がある。米国は確立されたガバナンスがあり、一定の体系ができているため、HQをおさえて良い経営者を配置すれば十分にコントロール可能。一方、欧州は、長い歴史の中で築かれた各国独自のシステムを持つため、「欧州」として一括りにできず、事業展開する複数国にガバナンスを効かせることは非常に大変である。欧州企業でさえ、同地域の子会社をコア事業としてしっかりと統括できるのはせいぜい2、3カ国。各国・市場別にカルチャーや商習慣を意識し、オペレーションを構築することは労力がかかる。更にアウトサイダーの日本企業にとってこの複雑さは、欧州企業を買収に必ずしも成功しない背景である”(外資系PEファンド)

今回のインタビューを通じ、M&A経験豊富な海外企業は、異なる文化、商慣習を持つ対象企業に対して、買収後のPMIフェーズで苦労をした経験から、統合相手との企業文化の適合の重要性について十分な理解をしており、その課題に対応するための仕組みを工夫しながら作り上げていることが分かった。今回インタビューを実施した海外企業の取組の中から日本企業にとって参考になる取組を4つ紹介したい。

① カルチャーアセスメント

多くのM&A経験豊富な海外企業が企業文化の統合に向けて特に取り組んでいた施策は、デューデリジェンスといった早期のフェーズから対象会社の企業文化を知るためのアセスメントを実施することであった。ここでいう「企業文化を知るためのアセスメント」の指標としては、意思決定のプロセス、情報の共有方法、人事評価の考え方、失敗の捉え方、社員の育成方法等の項目が挙げられる。M&A経験豊富な海外企業は、対象会社の企業文化の早期理解のため、対象会社に対するカルチャーアセスメントを実施する必要性を強調していた。

一方で、日本企業による海外M&Aにおいては、被買収企業の文化の把握を統合作業の中で実施していくことが多い。日本人駐在員の座談会および国内ワークショップにおいても、実際に過去にカルチャーアセスメントに取り組んだという話はあまり聞かれなかった。理由として、統合前はディールを成立させることにリソースが割かれてしまう等の優先順位の問題や、統合相手の文化を知るには実際に統合後に協働してみないと分からないという構造的な問題等があるだろう。しかしながら、事前にある程度の文化を把握することができればPMIに向けて必要な準備ができ、買収後におい

てスムーズな立ち上げを実現することができる。M&A 経験豊富な海外企業はカルチャーアセスメントを PMI のためのデューデリジェンスの一環として取り入れている。

“買収事業にかかわる統合・人事チーム、プロジェクト運営全体の責任を担うメンバーのすべてがデューデリジェンス段階で対象会社の企業文化を確認する。対象会社が中規模である場合、正式なプロセスとされていないが、大規模である場合は、正式なカルチャーアセスメントを実施する。対象会社の意思決定プロセスや日常の仕事のやり方について質問票で確認をしていく”(米国、テクノロジー)

“弊社では、カルチャーアセスメントにデューデリジェンスチームを活用している。デューデリジェンスチームには、対象企業の文化が相容れるかどうかを把握し、差があるのであればどのように融合できるかを分析する目的で、対象企業の企業文化に関する課題や懸念事項、あるいはポジティブな発見事項についても特定するように指示している”(米国、サービス)

“弊社は(独自の)カルチャーサーベイ手法を開発し、サイニングとクロージングの間で具体的な課題がないかを確認するために使用している。サーベイの結果はデューデリジェンス結果を取りまとめる上での指針として利用される。人事チームとディールチームは日常業務にかかわる価値観、規範、象徴的なものまであらゆるものを分析する。分析内容はデューデリジェンス段階からサイニングとクロージングの間に精緻化していく”(米国、製造)

② 自社文化浸透のための仕組み

M&A 経験豊富な海外企業は買収後に自社の文化を浸透させるために独自で仕組み作りを行っていた。特に自社のブランドや企業文化に優位性を持つ企業においてこの傾向は強いようである。映像コンテンツ等のプロモーション活動を通じた企業文化の浸透や、経営者向けのコーチング、定期的なモニタリングの実施など、企業により方法は様々である。

“買収先の従業員に対するチェンジ・マネジメント専任チームが社内が存在し、研修計画、懇親会やランチ交流会などを企画立案している。弊社では、買収完了から 90 日後、180 日後にそれぞれ対象となる従業員にサーベイを実施している。買収完了から 90 日頃に買収先企業の社員は、文化の違いに気づき始め、180 日程度経つとそれが強いシグナルとなって表れてくる。そのような情報をフィードバックとして利用している。また、弊社は迎え入れる経営幹部向けにエグゼクティブコーチングの専門家を活用している”(米国、テクノロジー)

“弊社は、メディアやスポーツスポンサー等を通じ、対象会社の従業員に自社のグループの一員になることがどういうことかを知ってもらうように努めている。キックオフイベントでは、対象会社の従業員が弊社のブランドについて理解し親しみを持ってもらうためのビデオを多く観てもらふ。また、我々の企業文化を伝え、新しい企業文化を共に創っていくためのトレーニングに多くの時間を割いている”(米国、サービス)

③ 自社組織の多様化

最近では、日本においても多様な人材の能力発揮を経営成果に結びつける「ダイバーシティ経営」が注目されつつあるが、言語の壁などもあり外国人雇用が顕著に進んでいる日本企業は依然として少数といえる。今回インタビューしたシ

ンガポールの企業では、示唆深い取組として海外 M&A を担当する部署自体に多様なバックグラウンドを持つ社員を集め、買収先企業のダイバーシティに対応しようとする取組があった。

“我々も海外 M&A において言語の障壁や文化の違いに直面することがある。しかしながら、我々は、言語能力が必ずしも知性を表すことではないことを理解し、文化の違いに対して非常に感受性のある多様性に富んだチームを形成しており、それが強みと考えている”(アジア、テクノロジー)

④ コスト、リソースを予算化

買収後、企業文化の違いによる問題が顕在化しても、予算や人的リソースがないため具体的な対応ができないといった悩みは多くの PMI 担当者が抱えているとみられる。他方で、M&A 経験豊富な海外企業の中には、企業文化の統合にかかるコスト、リソースを買収前から見積もった上で、予算化を行い事業計画に組み入れている事例があった。

“文化の違いを理解することは、ますます重要になってきている。ディールフェーズでは、トップマネジメント、リーダーシップの文化、経営哲学、中央集権型か自律分散型かといった組織文化を評価している。また、相互の違いを乗り越えるために必要なコストとリソースを見積もり、事業計画に組み込んでいる”(欧州、製造)

上記 4 点の取組を海外 M&A において実施している日本企業は少なく、企業文化の統合にどのように取り組むかを一連の仕組みとして導入している M&A 経験豊富な海外企業の取組には学ぶべき点が多い。

最後に 70 以上の M&A 取引にかかわってきた米国の製造会社の担当者は、日本企業との M&A 取引の経験から、以下のような意見を日本企業に対して持っていた。

“相手の文化を変えようとするのは間違ったアプローチである。相手の文化は文化として受入れるべきであり、その前提で取り組まなければならない”(米国、製造)

コラム：外国人経営陣から見た日本の企業文化に対する生の声

外国人経営陣からの日本の企業文化に対する言葉は重みがあった。普段はなかなか自覚していないことも多いのではないか？日本企業に買収された被買収企業の外国人経営陣からは、「意思決定の遅さ」、「指示出しが曖昧」、「はっきりと否定しない」、「衝突を回避する」という特徴を挙げるコメントがあった。海外の経営者、従業員からどのように見られているかという自己文化の認識を持つことは、企業文化における課題を克服する第一歩である。

意思決定が遅い

“日本の親会社は投資意思決定が遅い。買収前、私がCEOだった時は、投資意思決定は1か月程度であったが、日本企業による買収後は投資意思決定に約1年も要する場合もある。その結果、ビジネス機会を逸してしまっているのではないかと思う部分がある。日本企業は投資意思決定が非常に慎重である”(アジア、外国人経営陣座談会)

指示出しが曖昧

“日本人は指示に対して、盲目的に従ってくれると思い込んでいるのではないかと思う。なぜ被買収企業にこのような指示をするのかはっきりと説明することが望ましい”(アジア、外国人経営陣座談会)

“日本人に最もお願いしたいのは、領いたり、ありがとうと言ったりするのではなく、率直に話してほしいということである。何を求めているのかわからない”(欧州、外国人経営陣座談会)

はっきりと否定しない

“日本人は非常に礼儀正しく、そのため、同意していない状況でもはっきりとNoを言わないことがある。場合によってははっきりとNoを伝えることが有効な場面もあると思われ、これにより誤解・ミスコミュニケーションを防ぐことにもつながる”(アジア、外国人経営陣座談会)

“日本の文化は複雑である。取締役会場で反対しなかったにもかかわらず、取締役会が終わった後に多くの議論をしなければならなかった”(欧州、外国人経営陣座談会)

“「後で考えておく」といった反応は間接的なNoを意味する。我々は初めにカルチャートレーニングを受けた。意思決定が会議の場では行われなくても、必要な行動は始まっていることを徐々に理解し始めている。会議の場で”Big Yes”を言わないだけであり、必要な行動は進んでいて、素早く物事も進んでいる。単にスタイルが違うだけである”(米国、外国人経営陣座談会)

3.1.2. グローバル経営の制度・仕組み

(1) コーポレートガバナンス

今回の調査を通して、M&A 経験豊富な海外企業と日本企業の M&A の取組にはいくつかの相違点が見られたが、その根幹にはコーポレートガバナンスの影響もあると考えられる。日本のコーポレートガバナンス・コードには、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目的として、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」と定められている。

しかしながら、グローバル企業に比べると、海外 M&A を評価・検討するに当たって株主への説明責任に関する意識が依然希薄であるとみられる。下記は、香港が拠点の投資家団体アジア企業統治協会 (ACGA) がまとめたアジア、太平洋地域の各国の 2018 年のコーポレートガバナンスランキングである。日本は法的な枠組みが弱く取締役会の実態が変わらないとして、前回の 2016 年調査の 4 位から 7 位に順位を下げた。

<図表 4> 2018 年アジア・太平洋地域 コーポレートガバナンスランキング (カッコ内は前回 2016 年調査)

順位	国・地域
1 (1)	オーストラリア
2 (3)	香港
3 (2)	シンガポール
4 (7)	マレーシア
5 (5)	台湾
6 (6)	タイ
7 (4)	日本
7 (8)	インド
9 (9)	韓国
10 (10)	中国

出典: The Asian Corporate Governance Association and CLSA Limited (2018). Corporate Governance Watch 2018.

実際に、今回インタビューを実施した、日本未進出の外資系 PE ファンド担当者からは日本企業のコーポレートガバナンスに関して 2 点課題を指摘するコメントがあった。

“日本の公開企業は、諸外国に比べて一般に開示されている情報の量と質が大きく異なる。日本の有価証券報告書と米国の Form 10-K がその一例である。10-K の場合は、経営陣が事業のパフォーマンス、課題とリスク、今後の見通し等について定量・定性的に詳細に説明するセクションがある一方で、有価証券報告書は簡単な概略が数ページに取りまとめられているだけである。これらの改善は経営の透明性を高め、投資家が十分な情報に基づいて投資判断する上で非常に重要である”(外資系 PE ファンド)

“取締役会、経営陣、および株主の利害が一致しておらず、結果として脆弱なガバナンス体制につながっている事象が散見され、時にして企業の不祥事等を誘発している。取締役会および経営陣への適切なインセンティブ体制が構築されることで、より企業の株主への説明責任が明確化するであろう”(外資系 PE ファンド)

欧米では企業は株主のものという考えが根強く、企業価値を損なう経営判断を抑制するための仕組み作りとして、長い年月をかけてコーポレートガバナンスの議論がなされてきた。その結果、企業運営に関する重要な決定については、常に説明責任が求められる状況にある。

したがって、M&A 経験が豊富な海外企業はコーポレートガバナンスの考え方にに基づき、M&A における説明責任、結果責任を果たすため、なぜ M&A が必要なのか、自社戦略における必要性を明確にし、買収後のモニタリングを重要視して成果の管理をしっかり行っている。さらに、結果に対して責任を問われることから、目標達成時には報酬で報いるというインセンティブが付与されている。日本企業と欧米企業との間には依然としてコーポレートガバナンスに取り組む姿勢に温度差があり、M&A の取組にも大きな影響を与えている。

“買収もしくは事業売却の際は、自社の戦略に対して説明責任を果たすようにしている”(欧州、ヘルスケア)

“我々は、各事業の成長戦略を見直すための正式な年次プロセスを持っている。買収によって得られたリターンと、その企業の資本コストを比較する。資本コストを超える限り、我々は価値を生み出していることになる。これが”**Success**”を評価する我々の方法だ”(米国、製造)

“(日本企業においては)コーポレートガバナンスの浸透が不十分であるケースが散見される。取締役会や経営陣は株主価値向上に対して、自らの利害をより一致させるべきであり、明確な説明責任を負った上で、透明性を持って十分な情報開示体制を構築すべきである”(外資系 PE ファンド)

(2) 報酬制度のグローバル化

① 報酬制度のグローバル基準からの乖離

海外 M&A に取り組む日本企業は、買収後に買収先企業の制度や仕組みが自社のそれと大きく異なることに苦慮している。各国ごとの制度やルールに準拠するだけであれば現地の外部アドバイザー等の知見を活かすことである程度対応ができるであろう。しかしながら、日本企業の制度・仕組みが、グローバル企業で当たり前とされるものから大きく乖離している場合には、自社の制度自体の変更も視野に入れる必要がある。その代表的なものが「報酬制度」である。海外座談会では、海外 M&A に取り組む日本企業の駐在員から PMI フェーズにおいて経営者の評価・報酬制度が課題であるという声が多く聞かれた。

“弊社の場合は現地の報酬制度に基づいて役員の給与を設定している。私自身ものすごくもらっている。パートナー企業の会長の給与は、中の上くらいで、もっとたくさんもらっているところもある。お金を出さないと基本的に優秀な人材は確保できないと思う。ただ、現状、日本の給与と現地給与に差があるため、自分自身の現地と日本との給与の差分は日本に返還している”(欧州、日本人駐在員座談会)

“報酬に対する考え方が日本と米国で根本的に違う。これを現地のみならず日本本社にどのようにして理解してもらうか、また日本の経営者の給与が低いことが課題である。毎年制度を変更して模索している”(米国、日本人駐在員座談会)

“報酬は悩みどころ。オーナーから事業を買収しているので、その時点で過去の事業価値は渡している。また、配当もある。それよりも重要なのは彼らが成功者であることを理解すること”(アジア、日本人駐在員座談会)

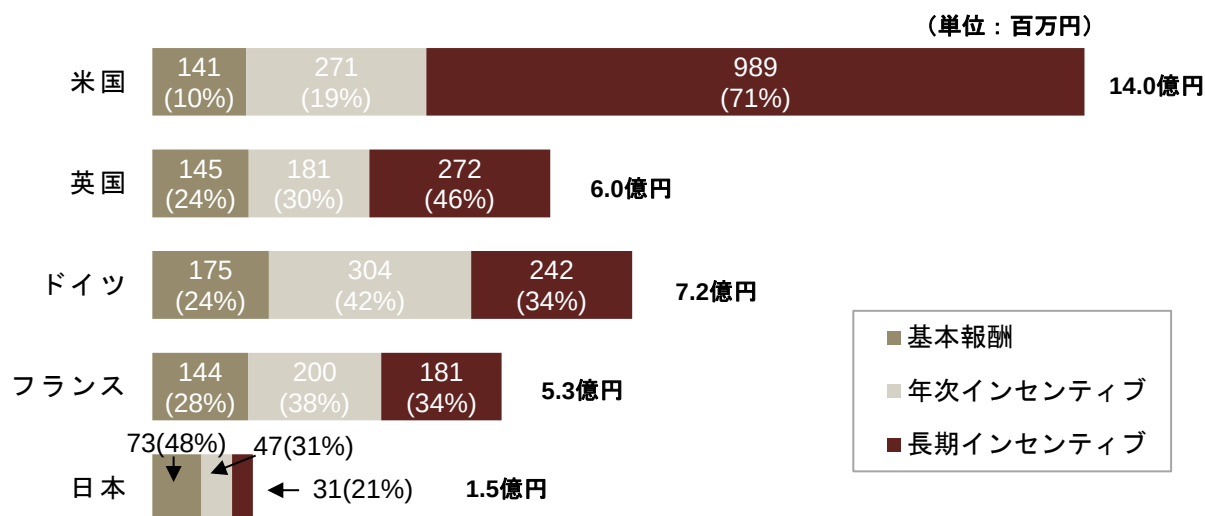
日本企業が海外企業を買収する場合、経営不振や事業承継の例外はあるものの、買収後は対象企業の現任の経営陣の留任が前提となっていることが多く、経営者をリテンションする意味合いでも、報酬制度は極めて重要となる。仮に現経営陣の留任ができなかったとしても、現地で外部から経営人材を招き入れる際には現地の報酬プラクティスを勘案した報酬案を提示し、採用交渉をする必要があり、いずれの場合でも、海外 M&A においては被買収企業の経営陣の報酬制度が課題になりやすい。

日本の人事評価・報酬制度は終身雇用、年功序列制度を基本とする流れの歴史があることから、成果主義の考えも導入はされつつあるものの、依然多くの日本企業では業績に応じて大きな報酬差が生じないケースが多い。一方、多くの海外企業では「事前に数値目標を合意し、達成したら約束した方法で計算された報酬を支払う」という変動報酬制度が当たり前になっており、日本企業が海外 M&A で直面する課題となっている。

② 総報酬・変動報酬額のグローバル水準からの乖離

下記は人事コンサルティング会社ウイリス・タワーズワトソンが 2017 年に調査した日本企業と欧米企業の日米欧 5 カ国の最高経営責任者 (CEO) の報酬水準と総報酬に占める変動報酬の割合を示したデータである。

<図表 5> 日米英独仏の 5 か国における売上高等 1 兆円以上企業の CEO 報酬



出典: ウィリス・タワーズワトソン (2017). 2017 年度 日米欧 CEO 報酬比較⁴

総報酬に関しては、日本企業の水準に対し米国の水準は 10 倍弱、欧米の水準も 3 倍から 5 倍程度の水準となっており、日本企業の総報酬が他の先進国と比較して低位であることがわかる。金額にすると日本の中央値が 1.5 億円に対して、米国は 14 億円となっている。しかしながら、総報酬の違い以上に差異が顕著である点は、総報酬制度に占める変動報酬の割合である。総報酬額の差は、年次インセンティブ (= 賞与) と長期インセンティブから構成される変動報酬によるところが大きい。米国では変動報酬が総報酬額の約 9 割を占めており、経営者のモチベーションに大きな影響を与えていることは想像に難くない。

このような大きな乖離があることから米国を中心に海外 M&A に取り組む日本企業の担当者は、現地経営幹部の変動報酬の取り扱いについて悩みを抱えているようである。特に、ストックオプション、株式報酬の取り扱いに苦慮しており、株式報酬がないと短期と長期のインセンティブ差がつきにくくなる。一方で、日本の株式を付与する手間やコストを考慮すると現金報酬にせざるを得ないといったコメントもあった。

“米国は長期インセンティブと短期インセンティブがある。長期インセンティブを株式で付与したいが、現金報酬に置き換えるしかなく、そうすると長期と短期のインセンティブが一緒になってしまう。今の買収先の従業員は納得してくれているが、米国企業と比較して競争力のある長期のインセンティブになっているかという点はまだなっていない。短期インセンティブは年度の予算を基礎として設計するが、長期インセンティブは設計しにくい。長く働くことに対するインセンティブを構築できていない。上場することも考えたがコストが馬鹿にならない”(米国、日本人駐在員座談会)

4 脚注: 各国開示資料よりウィリス・タワーズワトソンが作成。なお、各国の調査対象は以下のとおり:

米国: Fortune 500 のうち売上高等 1 兆円以上の企業 253 社の中央値 / 英国: FTSE 100 のうち売上高等 1 兆円以上の企業 52 社の中央値 / ドイツ: DAX 構成銘柄のうち売上高等 1 兆円以上の企業 25 社の中央値 / フランス: CAC 40 のうち売上高等 1 兆円以上の企業 31 社の中央値 / 日本: 総額は時価総額上位 100 社のうち売上高等 1 兆円以上の企業 74 社の連結報酬等の中央値 (内訳 (割合) は連結報酬等開示企業 (異常値を除く) 58 社の平均値を使用して算出) / 長期インセンティブには退職慰労金単年度を含む
※円換算レートは 2017 年平均 TTM (1 ドル = 112.19 円、1 ポンド = 144.51 円、1 ユーロ = 126.67 円)

“以前のオーナーはPEファンドだったため株式報酬があったが、自社が買収する際、日本の株はいらないと言われ、現金報酬に変えた。本社としても、日本の株を外国人に渡すのは手間がかかる。モチベーションを高めるためにも株式報酬としたいが、手間を考えると米国側にメリットがない”(米国、日本人駐在員座談会)

“グローバルの株式報酬制度を導入しており、日本の株式を全世界に付与できる形にしている。今回の買収では、経営陣と一般従業員に自社の株をストックオプションとして渡している。これが実は課題である。日本でストックオプションを付与する場合、新株で授与するが、行使をするときにタイムラグが4日間生じる。本人がすぐ売りたいくても、行使、新株付与、売るだけで2週間の時間がかかり、ストレスが非常に高い。しかしこれはどうにもならない。日本でもいろんな仕組みの法整備がされているが、その制度も一長一短。米国の従業員を日本の株で引き留められるような制度、日本の株式報酬の制度が整えられると今後のM&Aにも役に立つと思う。特にシリコンバレーにおいては株式報酬は当たり前なので、そこに対応できるようにしたい。また、こちらの株式報酬は源泉徴収との相殺ができるが日本ではできない。そのため、行使する際に多額の現金が必要になる。結果的に、報酬の一手段としては日本の株式は使いづらい”(米国、日本人駐在員座談会)

このような違いから、被買収企業の経営幹部の報酬交渉において日本本社の報酬制度がそのまま適用できるケースは稀であり、海外M&Aの際は、これまで受け取っていた報酬額やインセンティブを勘案して都度現地の経営者と報酬に関する交渉を行っているのが実態と考えられる。

③ グローバル共通の報酬制度の必要性

報酬水準については、現実問題として各国の労働市場や雇用慣行も異なるため、実務的には地域毎に個別に運用せざるを得ない。ただし、明確なポリシーやルールを定め、特定のベンチマークデータを利用しながら、報酬水準を決定するといったグローバル共通のガイドラインを設定することが有用である。この際、海外では変動報酬が大きな比率を占めるため、変動報酬に連動するKPIを公平に設定することも求められる。

さらに、日本本社の経営者の報酬額の水準が外国人経営者と比較して著しく低い場合、日本本社や海外子会社の経営陣の意欲の減退を招く恐れがある。また、外部からの優秀な外国人経営者の獲得や、買収した海外子会社から地域統括法人や日本本社の経営幹部への登用も、統一された報酬制度がないと困難になると考えられる。したがって、これらの経営陣の報酬額の水準の乖離を解消するためには、日本本社を含むグローバルでの報酬制度の見直しの検討も必要であろう。その場合は、各地域で報酬水準が設定される中、地域に関わらずグローバル共通のKPIを設定し、業績評価や目標管理の仕組みを統一化しておくことも重要である。

欧州の日本人駐在員の座談会では、このような日本本社の報酬制度の見直しの必要性についての声が聞かれた。

“グローバルで競争するために、それなりの人材を確保するには高い報酬は必要だと思う。グローバルで戦う会社は報酬制度についても今後グローバルな視点から制度を作る必要があると思う”(欧州、日本人駐在員座談会)

日本本社を含めたグローバル報酬制度構築の具体的なメリットについては、以下の3点である。

i. 海外の優秀な経営人材(グローバルリーダー)の獲得

事業のグローバル化が進むことで、近年、日本企業においても外国人経営者を役員に迎え入れ、グローバル経営に舵を切る会社が出てきている一方で、日本人経営者との報酬額に大きな乖離があり、外国人経営者に対する報酬が「巨額報酬」として度々世間の注目を集めてしまっている。しかし、海外に出向している日本企業の駐在員の声にもある通り、グローバルに企業経営ができるケイパビリティのある優秀な経営人材を呼び込むには相応の報酬を提供する必要がある。

“グローバルビジネスのヘッドや法務のトップが日本に出向している。出向者がいることで、受入れ側の日本本社がどんどん変わる。物事のやり方が変わるため、もっと(人材交流を)していきたい。しかし、なかなか日本に出向してくれる人がいない。それを受入れてくれる人には、相応の報酬を支払うということが必要になる”(米国、日本人駐在員座談会)

“最後はお金じゃないと人は集まらない。グローバルで戦いたいところは報酬(制度の再設計)を検討するべき”(欧州、日本人駐在員座談会)

欧米でも企業の経営者の高額報酬は社会問題となっており地域差もあることから、水準については地域性を考慮せざるを得ないと考えられるが、海外企業との主な相違点である変動報酬を拡充し、グローバル競争力のある報酬制度を企業として確立することは、海外の優秀な経営人材(グローバルリーダー)の獲得のために必要なことである。

ii. 日本本社の経営者や経営幹部候補のモチベーションの維持・向上

外国人経営者を相対的に高額な報酬で迎え入れた場合でも、日本本社の日本人経営者の報酬は上昇しないケースが多い。そのため本社の CEO より外国籍役員の報酬が高い、海外の被買収企業の役員層の方が日本から派遣された経営幹部、経営人材よりも報酬が高いといった報酬の逆転現象は、日本企業において良く起きている事例である。こうした現象は、日本人経営者や将来の経営幹部候補のモチベーション低下の原因となる可能性がある。今回インタビューを実施した外資系 PE ファンドや被買収企業に派遣されている日本人駐在員からは、以下のようなコメントがあった。

“日本の企業が海外に出て行く場合に大きな問題として出てくるのは、報酬の問題。日本の経営者の場合、「なんで買う子会社の社長が俺より高いんだ」というメンタリティからスタートすると、報酬と業績の見合いが取れていない不満が溜まり、上手く行かなかったら「あいつのせいだ」というように、不必要に責めてしまいがちになる。全社の報酬を見直すことが大変な場合は、一部組織だけをグローバル化することや、グローバルな競争力のある事業には報酬をグローバル水準にして、国内特化の事業にはマイルドな変化に留めるなど、段階的にやらざるを得ない場合もある”(外資系 PE ファンド)

“駐在して4年たつが、自分の部下が自分よりも高い報酬をもらっているのを見ると、逆に自分が過小評価されているのではないかと考えるようになる。自分がインセンティブ制度の対象になっていないことを見ても、自分自身をどれだけ事業に捧げて意味がないのではないか”(欧州、日本人駐在員座談会)

このように報酬の不公平さが、日本から現地へ派遣されている駐在員等の経営幹部や将来の経営幹部候補人材のモチベーションに与える影響は考慮しなければならない。グローバル共通のガイドラインを設定するだけでも、報酬制度の公平性と透明性が高まり、彼らのモチベーションの維持、向上につながると考えられる。

iii. グローバル共通目標による一体感の醸成

地域別、個社別に KPI が設定され、それに基づいて変動報酬が支払われる場合、各国、各社の経営者、従業員は個別最適に陥り、グローバル全体として目指すべき方向に向かうとは限らなくなってしまう。グローバルで共通の業績評価、目標管理の仕組みを導入することで、各国の経営者が共通の KPI を与えられ、グループ全体として目指すべき方向へ導く効果がある。また、グローバルでの透明性や公平性を持つ効果も得られる。

なお、グローバル共通の株式報酬制度を導入することには課題も多いが、株式報酬は会社全体の企業価値の向上への意識を醸成する上でも象徴的な役割を果たすと考えられ、長期インセンティブの手段として有効である。

④ 日本企業が報酬制度のグローバル化を実現するために

ここでインタビューを実施した外資系 PE ファンドが取り組んでいた日本企業の報酬制度を変動報酬中心の制度へ移行例について紹介したい。同ファンドが日系大手製造業を買収した際に優先的に取り組んだのが報酬制度の変更であった。出資先の日本企業が海外 M&A を進めていく中で報酬制度の変更は必須であると判断したためである。

“出資の際に、まず、対象企業の報酬制度を変えていかないとけなかった。そこを変えずして欧米の会社を買おうと、彼我の「ねたみ、ひがみ」が出てしまう”(外資系 PE ファンド)

報酬制度の変更に当たっては、変動報酬の基礎となる KPI を検討し、その KPI をグループで共有化するために IT 投資を行い、管理会計、IT システムを整備していったという。

“業績に応じた年次ボーナス、長期のボーナス、ストックオプションをどのような KPI に基づいて出すのか検討した。我々の場合は対象会社の職階に応じて EBITDA をベースに経営陣が全社的なもの、担当の事業部門、個人目標に対する成果という 3 つのレイヤーに分かれるが、共通の KPI が何か、それに対して役職に応じてどういう短期、中長期なものが支払われるのかを一本作っておかないと、M&A をしたときに共通の目標が掲げられなくなり、企业文化の融合面でも遅れが生じてしまう。だから、この最初の買収直前・直後の 1 年半はそういったことを整備することに時間をかけてきた”(外資系 PE ファンド)

“共通の報酬や目標値がシェアされなければ意味がないので、拠点別の財務会計ではなく、グループとして共有ができる「グループの EBITDA」や、「自分が責任を負うべき数字」を紐解いていく。それには、管理会計、IT システムの一本化が必要。上場会社は財務会計を四半期ごとに開示するためのシステムが先行してしまい、経営者が管理会計的に指標としてみていくことが後発になってしまっている。PE が買い、非公開化する場合は四半期の財務開示は暫くしなくて済むので、その分、管理会計情報システムに IT 投資をしっかり行う”(外資系 PE ファンド)

変動報酬導入にあたり、基礎となる KPI の設定だけでなくそれを管理するための管理会計の IT インフラ投資も行ったという取組は、日本企業にとって示唆に富んだ事例であろう。同外資系 PE ファンドのインタビューでは、報酬に関して

は中国や韓国といったアジア企業の中でも、欧米並みの変動報酬体系を持つ企業が多くなってきていると指摘があった。

“報酬のメカニズムが非常に重要な要素を占めている。日本の中にいると、「付け足しみたいなものではないか」、「欲が張っているのではないか」と見られがちなところはあるが、経営システムとしては最重要なもののひとつだという意識を持ち、経営陣から率先して変えていかないと、日本だけが浮いてしまう。中国企業もエコノミカルなリターンを追求しているし、グローバルに競争力のある韓国企業でも欧米並みの体系になってきていることを考えると、日本企業は一番保守的で遅れているかもしれない”(外資系 PE ファンド)

繰り返しにはなるが、海外 M&A に取り組む日本企業は「事前に数値目標を合意して、達成したら約束した方法で計算された報酬を支払い、目標達成がされなければベースの報酬のみ支払う」というグローバルで標準化された仕組みを導入し、報酬制度のあり方を整備することが必要と考える。

3.2. M&A プロセス全体を意識した「型」作り

～基本に忠実、やるべきことを当たり前に行っている～

M&A 経験豊富な海外企業の多くは、過去におけるディールの成功・失敗の経験等を踏まえて、M&A 戦略、実行、PMI の各プロセスにおいて自社として押さえるべきポイントを明確にしている。一言でいえば「基本に忠実、やるべきことを当たり前に行っている」と言える。例えば、今回インタビューを行った欧州製造会社であれば、M&A のそれぞれのフェーズで、どのような検討を行うか、またマネジメントによる意思決定プロセスも明確に定めている。つまりは M&A におけるプロセスを確立しており、M&A を特別なものではなく、日常オペレーションとして遂行しているのである。日本企業では依然 M&A は特別なものとして捉えられており、自社の「型」を持っている企業は多くないと思われる。

今後海外 M&A を自社の成長戦略として活用するのであれば、自社の M&A 経験、学び等を踏まえて事前にポイントとなる事項を整理することで、要所を押さえながら M&A を効率的に推進できると考えられる。M&A 経験豊富な海外企業へのインタビューや海外座談会、国内ワークショップで得られた声より日本企業にとって学びとなる内容を厳選して、「型」作りのポイントを以降で紹介したい。

なお、M&A は案件ごとに課題や取組ポイントは異なるため、自社としての「型」は経験などを踏まえ不断の見直しが必要となる点も補足しておきたい。

<図表 6> M&A プロセス全体を意識した「型」作り



3.2.1. 成長戦略におけるM&Aの位置付けの明確化

M&Aは、激しいグローバル競争の中、日本企業がスピード感をもって成長を実現するための有効な手段として認識されている。M&Aを活用することで自前の経営資源という制約条件を外した成長戦略を描くことが可能になる。特に海外企業の買収では、自力だけでは展開が難しい海外市場に進出し、現地における顧客を始めとする取引先ネットワーク、事業の許認可、人材、インフラ等を素早く獲得できる。しかし、M&Aは資金だけでなく、その検討、分析、実行、その後の経営管理において多くの経営資源を必要とする投資行為で、リスクを伴う高度な経済取引である。そのため、M&Aが自社の描く成長戦略に合致していることを社内外のステークホルダーに客観的に説明することが求められ、企業トップの積極的関与とコミットメントが必要となる。「9つの行動」でも語られているように、なぜM&Aを成長戦略として選択するのか、M&Aの目的は何か、なぜこの対象会社を選定したのか、買収後に想定される成長ストーリーを明確に語ることが不可欠である。

本調査でインタビューを実施したM&A経験豊富な海外企業は、M&Aを自社の成長戦略を実現するための一つの手段であると捉え、M&Aありきでの成長を志向するのではなく、既存事業の成長による自律的成長(Organic Growth)と比較しながら、M&Aに取り組むべきか検討している。その上で、いくつかのグローバル企業は、M&Aによる非自律的成長(Inorganic Growth)よりも、既存事業の成長による自律的成長を優先して検討している傾向が見られた。既存事業で成長戦略を実現できるはずだという内部ステークホルダーからの抵抗に対応するためにも、事業戦略の実現方法として既存事業での成長を目指すか、M&Aを実行するか二つのオプションを、経営企画部門と事業部門にて比較分析した上で、最適な手段を選択している。こうしたM&A戦略の考え方について、グローバル企業の声をいくつか紹介したい。

“我々のビジネスにおいて、自律的成長を選択できるに越したことはない。我々は事業戦略を出発点とし、各事業部門に自律的成長と非自律的成長の両方の選択肢を分析してもらい、事業目標を達成するためにどちらの選択肢がより良いかを社内で議論している”(米国、製造)

“自律的な成長を優先しているが、自律的成長と非自律的成長のバランスも必要と考えている。事業部門は多くの場合、自律的成長に基づく成長戦略を志向する。コーポレート部門として、事業のリターンなども踏まえ事業部門と議論し、非自律的成長を選択することもある”(欧州、製造)

“コーポレートの経営企画チームは、ストラテジーコミッティと密に連携し、直接の報告先は本社会長となっており、M&A戦略とグローバル戦略を整合させている。成長していくことが我々の戦略の核心であり、M&Aは常に戦略の重要なパートを占めている。また、経営企画は成長のために進出することが興味深いと思われる事業領域や地域について特定した上で、経営陣が自律的成長と非自律的成長のどちらを選択するか議論する”(米国、サービス)

M&A経験豊富な海外企業の多くは「M&Aありき」ではなく、自社の成長戦略上、どの手段が最善かを事業部門と検討することから始めている。

一方で、「日本企業のM&Aには戦略がない」と指摘されることがあるが、国内ワークショップへの参加企業に対して実施したアンケートでは、「企業の「目指すべき姿(ビジョン)」が入念に検討され、それを実現する「成長戦略・ストーリー」を

明確化した上で、その実現のために海外 M&A が検討されているか」という質問に対して、「どちらともいえない」という回答が 20%、「どちらかという当てはまっていない」という回答が 10%、「全く当てはまらない」という回答が 2%であり、M&A 目的が明確となっていない企業が一定数存在する。国内ワークショップに参加した企業からも、戦略における M&A の位置付けが明確になっていないという声が複数聞かれた。

“自社の課題ではあるが、中期経営計画自体が「ふわっ」としている。戦略検討段階として「現状」、「あるべき姿」のギャップを埋めるようなロードマップはない”(国内ワークショップ)

“この先自社がどの分野で成長できるのか見えておらず、また自社の製品でどう成長していくかも見えていない。他人の力を借りないとだめ(非自律的成長)だという危機感がまだないのではないか。この点をどのように経営陣に説明するかに苦勞している”(国内ワークショップ)

”現在検討している案件は、国内事業ばかりしている事業部が海外に進出していこうとしているものであり、どういう戦略で何を買って、どことアライアンスするのかという絵を描けていない”(国内ワークショップ)

日本企業の M&A 戦略が明確でない理由の一つとして、90 年代前半まで急速な経済成長を遂げている間は市場自体の拡大が見込まれたため、戦略の重要性が低かったことが挙げられる。近年国内市場の縮小が進む中、海外進出も含め生き残りをかけた競争戦略を意識せざるを得ない状況となったが、依然として戦略的経営が十分馴染んでいない多くの日本企業においては、自社の戦略を十分に検討せず拙速に海外 M&A に乗り出しているケースがあるのではないだろうか。さらに、「株主価値向上よりも、判断ミスや失敗を避けることへの関心が高い日本企業の経営陣が散見される」と今回外資系 PE ファンドのインタビューで指摘があったように、海外 M&A の戦略や目的を株主に説明する必要性を深刻に捉えていないことも、日本企業の M&A 戦略が明確でない要因の一つとなっている可能性がある。日本においても、コーポレートガバナンスへの対応が求められる中、なぜ M&A を行うのか、成長戦略における M&A の位置付けを明確にし、経営トップによる説明責任を果たすことが、日本企業にも一層求められるようになってくるだろう。

M&A 戦略と経営トップの関わりについて、欧州の製造会社へのインタビュー内容を紹介したい。

“内部ステークホルダーからの反対があることも考慮し、事業部門からの意見を聞いた上で、既存事業によるリターンが低い場合は経営企画・戦略部門が M&A の実行を決定することもある”(欧州、製造)

また、今回インタビューを行った欧州の製造会社では、経営トップが M&A 戦略を検討し、決定することの重要性について以下のように語っている。

“経営トップが戦略の方向性を示している。事業部のトップは、経営トップの戦略を踏まえて、事業環境の変化に対してどのように対応するかを検討しなければいけない。事業部は事業の方向性を明確にし、研究開発部門は将来どのような新しい技術が必要となるかを常時評価している”(欧州、製造)

買収後に事業運営していく事業部門との連携を重視しつつも、成長戦略を踏まえた上で経営トップが M&A 戦略を明確にすることが重要であるといえよう。

3.2.2. M&A 目的の定義付け

自社の成長戦略において、M&Aを必要と判断するのであればM&Aの目的が何かはおのずと明確になるはずである。M&A経験豊富な海外企業は、M&Aによって何を実現しようとするのかを明確に定義付けている。「我々のM&Aの目的は・・・である」という声が、今回のいずれのインタビュー対象企業からも聞かれた。業種や自社がおかれている環境によって様々であるが、以下にインタビューで聞いた内容を紹介したい。

今回のM&A経験豊富な海外企業のインタビューから聞いた内容を整理すると、M&Aの目的は主に5つのカテゴリーに分けることができる。その5つは、(1) 垂直統合、(2) 地域拡大、(3) 製品・経営資源獲得、(4) 自社変革、(5) 新規事業参画であり、M&A経験豊富な海外企業はその目的ごとに難易度や特に留意すべきポイントが異なることを意識して、リスク評価や統合のアプローチ方法を変えている。

<図表 7> M&A の目的

カテゴリー	内容	リスク度合	統合度合
垂直統合	既存事業におけるバリューチェーン機能補完	低	高
地域拡大	既存事業における地理的事業領域の拡大	中	中
製品・経営資源獲得	既存事業の製品ポートフォリオやパイプラインの拡充、または技術力・生産能力・人材の獲得	中	中
自社変革	規模の大きな同業他社買収による業界内の地位向上。自社の企業変革が求められる	高	高
新規事業参画	これまで手がけていない新規事業への参入	高	低

(1) 垂直統合

既存事業のバリューチェーン機能を補完することを目的とする。自社と同じ業界であることから事業を深く把握することが可能であり、M&Aリスクはさほど高くはない。オペレーションプロセスや IT システムを統合することが多く、シナジー効果を狙う傾向が強いカテゴリーでもある。

“現在外部に委託しているサプライチェーンが明確なターゲットである”(米国、製造)

“川下までバリューチェーンを構築して、最終顧客により近いビジネスをしていきたい”(アジア、製造)

“自社のサプライチェーンを補完する買収が一番リスクが低いと考えている”(米国、製造)

(2) 地域拡大

既存事業における他国・他地域の企業・事業を買収し、自社の地理的事業領域の拡大を目的とする。海外企業・事業を買収するため、当該国における法務・税務などの制度や商慣習の違いといったリスクがある。また、異なる企業文化を持つ企業・事業を買収するため、コミュニケーションを重視し、買手の企業哲学や理念を浸透させることが重要となる。なお、オペレーションの統合は調達や IT などの一部の機能に限定される可能性があり、統合度合いは高くない場合が多い。

“様々な製品カテゴリーにおけるトップラインシナジーを達成するために、買収による地域的拡大を図った”(米国、サービス)

“戦略的な目的を明確に示すことで、我々が現在事業を実施している地域において存在意義と事業の基盤を確立するとともに、世界の他地域においても規模を拡大したいと考えている”(アジア、金融)

“我々は国内企業だが、グローバル企業を買収対象にしている。統合はあまり必要がないため、統合作業は自分たちで実施している。統合しなければいけないのは、ビジネスをする上での哲学と、人材の扱い方である”(アジア、製造)

(3) 製品・経営資源獲得

多くの M&A 経験豊富な海外企業で活用されており、同じ業界内における商品ラインナップやパイプラインの拡充や新しい技術、生産能力、人材の獲得を目的とする。特に開発スピードが成功の鍵となるテクノロジー業界や製薬業界で多く見られる。このカテゴリーでは同じ業界ではあるものの、自社とは異なる技術を扱うことも多く、「(1) 垂直統合」よりもリスクは高い。M&A 経験豊富な海外企業は、当該カテゴリーの M&A を実施しているケースが多かったが、統合度合いは、その企業や業界ならびに各 M&A 取引によって異なる傾向が顕著だった。米国のテクノロジー会社は

“自社ポートフォリオの製品と技術のギャップを埋めるために M&A を実施している。常に将来必要となる技術を分析しており、自分たちのケイパビリティでは成長が難しいと判断されたものについては、非自律的成長の機会を探す”(米国、テクノロジー)

と、製品と技術の獲得を強調していた。また、別の米国のテクノロジー会社では

“市場へのアクセスの時間が非常に重要である。もし対象会社のビジネスが1年でも早く結果を生み出せるのであれば、そのビジネスを買収する意思決定を正当化しやすい。また、技術者の数は金銭よりも重要である。財務数値よりも、その買収がもたらす技術者の質と数がより重要である”(米国、テクノロジー)

と、M&Aによって将来に必要なテクノロジーとそれを有する人材の獲得を目指している。

(4) 自社変革

案件数は少ないものの、規模を拡大するために自社にとって規模の大きな同業他社を買収することにより、業界内の地位向上を目的とする。このカテゴリーでは、対象規模の大きさから、スケールメリット効果を享受しやすく、また重複機能による統合メリットも得やすい反面、買手側の企業戦略、組織、事業構造をも変革させる必要性を伴う。ただし、今回インタビューを実施したアジアの製造会社はかつて自社より規模の大きい企業を買収したことで、財務基盤が揺らいだこともあると語っており、リスクが非常に大きいこのカテゴリーによる買収は慎重な検討が必要であろう。

“自社よりも規模が大きい企業を買収すべきではない—我々が過去のM&Aから学んだ教訓である”(アジア、製造)

(5) 新規事業参画

これまで自社が手掛けていない新規事業への参入を目的とする。既存事業との関連性が薄い事業であっても、目まぐるしく変化するビジネス環境の中で、将来の可能性に価値を見出すことが狙いである。既存事業とは異なるため統合を行わないケースが多く、また事業に関する知見・ノウハウを有していないため、対象事業の経営管理を行うにはリスクが高い傾向がある。米国の製造会社は以下のように述べており、

“既存ビジネスにほとんど関連のない企業を買収することもある。このような買収は成功事例もあれば失敗事例もある。特に新しい分野へ投資する際は、自社の経営層を説得するのがさらに難しい。このような買収においては、対象企業の経営のためには現経営者からのサポートが必要になるため、経営者の評価を実施している”(米国、製造)

と成功事例もあれば失敗事例もある。また、既存事業からの抵抗も考えられ、経営トップのリーダーシップにより決定されるケースもある。なお、当該カテゴリーでは対象企業のビジネスの把握において、関連する業界や技術等の知見を有する外部アドバイザー等を活用するケースが多いことも特徴である。

コラム：スタートアップ企業のM&Aは通常のM&Aと何が違う？

AI(人工知能)やIoTをはじめとするテクノロジーの進展を受け、事業会社においても組織外の知識、技術を取り組むことを目的としたスタートアップ企業に対する買収・出資の動きは、グローバル規模で活発になっている。例えば、2012年に交流サイト(SNS)最大手のフェイスブックは写真共有アプリ「インスタグラム」の開発会社を約10億ドルで買収した。同社は2010年10月にアプリの提供を始めたばかりで社員は当時わずか13人のスタートアップ企業であった。現在、インスタグラム単体の評価額は約1,000億ドル(約11兆円)を超えると推定されており、当時の買収額の約100倍の価値となっている。スタートアップ企業へのM&Aの成功事例の1つと言えるだろう。

他方で、こうしたスタートアップ企業のM&Aは、投資先の発掘や事業評価が難しく、日本企業においては買収できない(他の企業と買収価格の競争で負ける)場合や、仮に買収できたとしても通常の統合作業も適用できず苦勞する例が多い。そこでスタートアップ企業のM&Aが通常のM&Aと比べ、顕著に異なるポイントを買収前と買収後のフェーズに分けて紹介したい。

(1) 買収前フェーズ

買収前のフェーズにおいて、スタートアップ企業のM&Aが通常のM&Aと異なる点は主に4つあると考えられる。積極的にスタートアップ企業へマイノリティ投資(少額投資)を行う企業はコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)を活用し、通常のM&Aとは異なるプロセスで買収に至ることも多い。

① 案件のソーシング

マイノリティ投資を含むスタートアップ企業への投資では、ベンチャーキャピタルやCVCファンドによる激しい出資競争の中で、優良案件への投資機会をいかに見つけるかが重要である。革新的なアイデアや多種多様なニーズを満たすために日々スタートアップ企業が生まれている環境において、自社の戦略に合致した有望な投資案件を見つけることは容易ではない。革新的な技術や優秀な人材といった情報を先行して入手する必要があるが、そのような情報はベンチャーキャピタリストや起業家のコミュニティに集約される。これらは公開情報では得られず、人的ネットワークを通じて得られる情報であり、通常のM&Aのように外部アドバイザリー会社から入手できないことも多い。優良なスタートアップ企業を見つけるためのネットワークをいかに構築するかが課題となる。

今回インタビューを実施した米国のテクノロジー会社では、有望なスタートアップ投資先を発掘するために、現地に根付いた草の根のネットワーク作りを重要視する声が聞かれた。

“現地に根付いた情報収集は非常に価値がある。カフェなどにおいても多くのアイデアが議論されている。これは非常に役立つ。ちょっとした会話が有意義になることもある。ネットワーク作りは非常に重要であり、我々はベンチャーインキュベーションのセッションにも参加することもある。そのような場で良いアイデアが得られることもある”(米国、テクノロジー)

“(どのようにスタートアップ案件を見つけてきているかという質問に対して) 私は候補となる企業と直接接点を持つことに多くの時間を使ってきた。これまで200社程度とミーティングを行っている。我々のCVCはテクノロジー分野に特化しているため、スタートアップ企業へのアプローチやミーティングの機会を得ることは難しくない。経営者に直接

会うこともあるしそうでないこともある。リンクトインも大変役に立つ。銀行経由で紹介されることもある”(米国、テクノロジー)

米国シリコンバレーでは、起業家、起業支援者、企業、大学、金融機関、公的機関等が結びつき、ベンチャー企業を次々と生み出し、それがまた優れた人材・技術・資金を呼び込み、発展を続ける「ベンチャー・エコシステム」が形成されている。近年では、イスラエルなど世界各地でも、特徴あるエコシステムが生まれており、スタートアップ企業と産学官の相互のネットワーク作りが経済成長の原動力となっている。今回インタビューを実施した M&A 経験豊富な海外企業の中には、有望なスタートアップ企業を惹きつけるために独自でエコシステムを形成している取組も見られた。

“我々は独自のエコシステムを作り上げ、スタートアップ企業の成長を支援している。スタートアップ企業にとっては、我々の顧客ネットワークは有益である。そのためには、彼らのビジネス拡大の手助けとなるものを提供する必要がある。スタートアップ企業は、十分な資金を得ているため、顧客基盤を広げたいと思っている。日本の大手企業にもこのようなアドバイスをしたことがある”(米国、テクノロジー)

“我々はプラットフォームカンパニーである。スタートアップ企業は資金だけでなく、ノウハウやビジネスを拡大するためのリレーションを求めている。我々は適切なタイミングで適切な経営判断を行うためのノウハウを有しており、スタートアップ企業に対してガイダンスや行動規範について助言することができる”(アジア、テクノロジー)

スタートアップ投資に取り組む日本企業においても保有するヒト・モノ・カネ・情報・ネットワークをスタートアップ企業に還元し、イノベーションエコシステムの構築の一翼を担っていくことが求められるであろう。また、今回インタビューを行った欧州製造会社からは日本企業がスタートアップ投資に取り組む際の提言があった。

“スタートアップへの投資は難しい。我々はスタートアップ企業がそれぞれの技術を紹介し投資家を見つけるための展示会などを開いている。日本企業は、財務面をあまり気にせずスタートアップ企業の発掘に集中するような、米国のモデルを参考にすべきであろう。スタートアップ企業をインキュベーターとして集め、彼らに投資し、成功したらいくらかの見返りを得る。米国で、米国企業がどのようにスタートアップ投資に取り組んでいるかを直接見ると良い。スタートアップとの出会いが奇跡でないことがわかる。このような仕組みを構築すれば、スタートアップ企業はやってくるであろう。もし、このような仕組みがないのであれば、まずは米国に行くべきだ。米国の企業はとてもオープンである”(欧州、製造)

② 意思決定スピード

スタートアップ企業は、資金調達において複数の投資家に声掛けしているのが常であり、投資の意思決定に時間を要すると投資機会を逸失する可能性が高くなる。誰が見ても有望な案件はすぐには買収や出資が決まるものである。海外で実施した座談会では、スタートアップ投資を通常の M&A と同じプロセスで検討したことにより、意思決定に苦労したというコメントも得られた。

“スタートアップ企業の買収に従事したが、通常の事業会社への M&A と同様のフレームワークで審査されたため、経営陣の説得に当たり非常に苦労した”(欧州、日本人駐在員座談会)

スタートアップ企業との関係構築や情報の獲得を目的としてマイノリティ投資からスタートし、その後段階的に買収に至るケースもある。インタビューを実施した海外企業では、別会社として CVC を立ち上げ、スタートアップ企業へのマイノリティ出資は CVC が行い、事業の取得・買収を目的としたマジョリティ投資（過半数の出資）は本社の M&A 部署が担当するといった M&A の目的に応じた棲み分けを行っている事例や、スタートアップ企業のステージによって CVC を複数設立する事例があった。日本企業においても CVC を通じたスタートアップ投資はトレンドになってきている。本社から CVC に出資する段階では本社の意思決定プロセスに乗らざるを得ないが、CVC に一旦資金が入れば、意思決定プロセスを CVC 内で完結することで、意思決定のスピードアップが期待できる。スタートアップ投資の目的や対象企業の特性に応じた迅速かつ柔軟な投資判断を行うために CVC を活用し、スタートアップ企業を買収する取組は、今後ますます一般的になるであろう。

“CVC は自社にない新領域のビジネスに出資する際に活用している。出資は 5 % から 10 % 程度でありマイノリティ出資のみである。本社の M&A 部署は通常 100 % 買収だけを担当している。通常の M&A とベンチャーキャピタルはプロセスが全く異なる。通常の M&A の場合は、事業を取得するという重要性から戦略、税務、法務といった観点から買収案を投資委員会で精査し意思決定するが、ベンチャー投資は非常に少額であり新規技術や研究開発がより重視される。通常の M&A とベンチャーキャピタルは別々の判断軸を持っている” (欧州、製造)

“我々は CVC を数年前に設立し、本社の M&A 部門とは別に運営している。本社と CVC には意図的に高い情報の壁(ファイアウォール)を設けている。私もいくつかの案件で自社の CVC と仕事をしたことがあるが、彼らは本社と全然違う。我々の CVC はマイノリティ出資のみ取り扱っており、事業の取得を目的とする場合のみ本社の M&A 部門が関与する。スタートアップ投資はまずはビジネスを知ることが目的であり、マイノリティ出資からスタートし、成長ステージに応じて投資額を増やす。なお、一部の投資先において買収を行う場合もある” (米国、製造)

“アーリーステージの企業への投資とレイターステージの企業への投資は別会社が担当している。これにより、幅広くスタートアップ企業にコンタクトができるようになった” (米国、テクノロジー)

③ 既存事業とのカニバリズム

M&A を検討するスタートアップ企業の技術が自社にとってディスラプティブ（創造的破壊を招く）な技術であればあるほど、既存事業との衝突を招く可能性がある。その技術を導入することにより、自社の既存技術や事業とのカニバリゼーション（共食い現象）が起き、内部で軋轢が生じるためである。場合によっては既存事業部門の研究者、技術者が仕事を失うことも想定される。今回インタビューを実施した M&A 経験豊富な海外企業からは以下のようなコメントがあった。

“(新技術の導入が招く内部の軋轢をどのように管理しているかという質問に対して)意思決定はほぼすべてトップマネジメントで行う。事業部トップは、事業環境変化を踏まえてどのようにビジネスを発展させることができるかを考えなければならない。研究開発部門は常にどのような技術が必要とされているかを評価しなければいけないが、戦略的な判断が第一であり、それはトップマネジメントが行っている” (欧州、製造)

“(他社を買収して技術を獲得しなくても自分で開発できると考える技術者がいるのではという質問に対して)それは、自律的成長 (Organic Growth) を目指すか非自律的成長 (Inorganic Growth) を目指すかを決める初期の

計画フェーズで議論になる。その答えが明白な時もある。技術者達は自身の技術に誇りを持っている。結局のところは時間とコストの問題である。他社を買収することで1年から2年開発を早められるのであれば、技術者を納得させることができる。また、開発するよりも買った方が安いこともある。私が事業買収について技術者達を説得しようとする時は、技術者達が開発、投資したいと考えているような知的財産等のメリットを説明するようにしている。私はディールと技術者達の間に立つ親善大使(アンバサダー)であり、そのような姿勢でなければ技術者達からも信頼を得られないと考えている”(米国、製造)

④ バリュエーション

スタートアップの M&A に関しては、将来の不確実性が高く、バリュエーションが難しい。市場がまだない、競合がいなど、DCF のインプット情報となる事業計画の見極めが極めて難しい。今回インタビューを実施した M&A 経験豊富な海外企業においても、スタートアップ企業の事業評価やバリュエーションの難しさや特徴についての声が聞かれた。

“(スタートアップのバリュエーションに関しては)誰もが苦しんでいる。他に依拠できるものがないため、対象会社の成熟度と何をできるかに依存する。事業計画はあつてないようなものであるから、バリュエーションには DCF 法を適用するのは困難であり、何らかの KPI を適用しなければならない。類似案件があればマルチプルは有効だろう。事業ではなくケイパビリティを買いに行くのであれば、十分なビジネスデューデリジェンスを行う必要がある。対象会社が構築しようとしている戦略とビジネスモデルは、持続可能なものでなければならない”(欧州、製造)

“我々は何が対象企業の価値の源泉か、何に資金を投じているかを問うことで対象企業の市場価値を見定めている。情報が必ずしも得られない場合もあるが、幅で見積もっている。また、世に出るまでの時間が非常に大事である。対象会社を買収することで、1年早く何か提供できるのであれば、仮に収益が出ていないスタートアップ企業であっても投資を行うことに正当性はある”(米国、テクノロジー)

(2) 買収後のフェーズ

スタートアップ投資は、買収後のフェーズにおいても通常の M&A と異なる点がある。

① モニタリング

スタートアップ企業は、短期的に利益が出ないケースもあり、買収前のバリュエーション同様、買収後の評価も通常の M&A と比較して難しい側面がある。以下は、スタートアップ企業に日本から派遣された日本人駐在員のコメントである。

“IT テクノロジー業界はバリュエーションが難しい。買収時点でも、外部から資金調達を検討している環境であったが、通常の常識からすると正当化しづらいものだった。5 年計画をつくって本社に提出したため、毎年その十字架を背負わなければいけない。意味のない計画の作り方になってしまう。本社が期待している数字と現場の感覚の差がどんどん大きくなる。年間成長率は伸びているものの、計画が J カーブを描くようにしていたためどんどん辛くなる”(欧州、日本人駐在員座談会)

また、スタートアップ企業は詳細にモニタリングされることを避ける傾向があり、通常の M&A とは異なるモニタリングアプローチが必要となる。加えて、子会社としてモニタリングするのか、本社の事業部と統合するのも課題となるケースがあると、欧州で実施したインタビューで声があった。

“アジャイルな IT 企業は本社への詳細なレポーティングを嫌う。また、買収後の統合アプローチは状況次第である。自社のコアビジネスを買収する場合は、買収後に自社へ統合するが、新しい技術である場合は、自社への統合はスタートアップ企業にとって命取りになる。例えばドイツの某 IT 大手企業ではスタートアップ企業を自社へ統合したことにより、買収自体が失敗してしまったことがあった。しかしながら、自社へ統合しなければシナジーは実現できないし、新技術を応用することもできない。正解、不正解は存在しない。案件に応じて各々対応していくことになる。テクノロジー企業への投資は非常に難しい”(欧州、製造)

② 案件の成功・失敗の評価

スタートアップの M&A は、投資リターンに関する財務的な側面だけでなく、既存事業とのシナジーといった戦略的意義も重視される。スタートアップ企業の M&A は通常の M&A と比較してより大きなリスクが伴い、一件一件で見た場合の失敗確率も高いため、案件の成功・失敗の評価も通常の M&A とは分けて考える必要がある。

今回インタビューを実施したスタートアップ投資に積極的に取り組む海外企業からは、失敗案件の評価が難しいといったコメントや、事業ポートフォリオ管理への取組、非財務情報を KPI として案件の評価を行うといった声が聞かれた。

“失敗案件の評価は我々も改善していく必要がある。例えば某米国大手 IT 企業では、ポートフォリオ管理のアプローチを採用しており、買収後にうまくいかない場合は事業を売却しそれを会社として是としていた。我々は事業売却の文化がなく首切りを行わない。買収後うまくいかない場合は次のプランに移る。弊社において事業ポートフォリオ管理のアプローチの導入には時間がかかると考えている”(米国、製造)

“我々は事業ポートフォリオの考え方を採用している。ポートフォリオごとにスタートアップ投資の割合を考えている。テクノロジーのライフサイクルは非常に早いため、すべてが成功するとは限らない。そのため統合チームは買収後にトラッキングを行っている”(米国、テクノロジー)

“ディールの評価については、OKR (Objectives and Key Results : 目標と主要な成果) の考え方を採用している。OKR は、「技術」、「人材」、「事業、市場、顧客利益」、「財務」の 4 つのカテゴリーから構成される。成功しないディールもあり、4 つの項目のすべてを満たすことができないこともある。「技術」、「人材」、「事業、市場、顧客利益」の 3 項目が達成されれば、財務リターンは後からついてくる”(米国、テクノロジー)

③ 人材のリテンション

Acqui-Hiring (買収による人材の獲得) という造語を目にする機会も増えてきているが、スタートアップ企業に属する優秀な人材を獲得することを目的としてスタートアップ企業の買収を行う企業も多い。一般的にスタートアップ企業は従業員数も少なく、特定の人材に依存しているケースが多いため、鍵となる人材が離職してしまうと、当初の買収目的が達成されない可能性が非常に高くなる。今回の調査でインタビューした有識者の下記の声にもある通り、人材の獲得を目的としてスタートアップ投資を行う場合には、通常の M&A 以上に人材のリテンションが重要となる。

“人材の獲得を目的とした買収を行う場合は、重要な人材のリテンションを **KPI** として設定し評価すべきである。
M&A を通じて何を実現したいかを理解しなければならない”(欧州、有識者)

“新事業領域については、対象会社の経営陣に留任してもらいたいと考えている。弊社はリテンションのパッケージを用意し、彼らが前向きになるようにインセンティブを与えている。経営陣の何名かはその他の経営陣を留任させる側に回ってくれるが、何名かは結局辞めてしまう”(米国、製造)

コラム：データ目的のM&Aにおける留意点

M&Aの目的は「3.2.2 M&A 目的の定義付け」で紹介した通り様々である。最近ではAIやIoT時代を見据え、対象会社が保有するデータの取得を目的とするM&Aも増えてきている。2019年1月にブリヂストンが発表したオランダのトムトムテレマティクスの買収はデータ取得が目的と言えよう。トムトムは、デジタルフリートソリューション事業において、ドライバーや運行状況に関する様々なデータの管理・提供を行っている。ブリヂストンはデジタルフリートソリューション事業を通じて得られる車両やタイヤの稼働状況に関するビッグデータを活用することで、商品開発やメンテナンスサービスの品質向上を図ることを狙っている。このようにデータ取得を目的とするM&A案件は今後も増加していくことが見込まれるが、いくつか留意点を挙げておきたい。

(1) 競争法・各国規制への対応

日本においては2018年12月18日に政府がプラットフォーマーと呼ばれるIT(情報技術)大手企業等の規制に関する重要論点を掲げた基本原則を公表した。その中では個人情報や購買履歴などデータは「金銭同様の経済的価値」があるとされ、独占禁止法で禁じる企業から個人への「優越的地位の濫用」の適用を検討することやM&A審査の際にデータの価値を判断材料に追加するなどの実態に即したM&A(合併・買収)ルール of 適正化などが盛り込まれている。今後はデータに関する独禁法審査項目が追加されることが各国でも起きる可能性は高く、M&A検討の際には考慮すべき事項となるだろう。

さらに、米国の対米外国投資委員会(Committee on Foreign Investment in the United States:CFIUS)に代表される特定分野(データ等の取り扱い含む)における外国企業の買収規制を強化する動きにも注意が必要である。フランスでは政府が戦略的とみなした業種で事業を展開する同国企業に対する海外からの買収を阻止することができる法律を2014年に導入しているが、先般エネルギーや水道、輸送、通信、医療などの分野に加えて、人工知能(AI)やマイクロチップ、航空宇宙、データストレージなどの分野も対象とする動きが2019年2月に示された。各国規制の動きには留意が必要であり、M&A検討におけるリスクとして見ておく必要がある。

(2) GDPR への対応

① GDPR の概要と日本への影響

GDPR:EU 一般データ保護規則(General Data Protection Regulation:GDPR)は、欧州連合(EU)における新しい個人情報保護の枠組みであり、事業者に対して個人データ(Personal data)の処理と移転に関するルールを定めた規則である。1995年から適用されたEUデータ保護指令(Data Protection Directive 95)に代わり、EU加盟諸国に対して直接効力が発生する法規制としてGDPRが2016年4月に制定され、2018年5月25日より施行されている。EEA(欧州経済領域)の域内から域外への個人データの移転は原則として禁止されているが、個人データ保護水準が十分と判断すれば、域外への持ち出しを例外的に認める仕組み(十分性認定)があり、日本政府の個人情報保護委員会と欧州委員会は2019年1月23日に正式に相互の認定を行い、個人データを原則として自由に融通できるようになった。

もちろん、実際に、当該データを日本へと移転する場合は、十分性認定の下での必要手続(個人情報保護委員会の「個人情報の保護に関する法律に係るEU域内から十分性認定により移転を受けた個人データの取扱いに関する補完的ルール」に基づく対応)を踏まえることが求められる。さらに当該データを海外の十分性認定を受けていない国に移転する際にはGDPRに則った手続き(「拘束的企業準則」や「標準データ保護条項(標準契約条項)」による対応)が必要になる。

② 日本企業が M&A を行うに当たっての留意点

2019 年 1 月 21 日、仏当局は米グーグルが GDPR に違反したとして、同社に対して 5,000 万ユーロ(約 62 億円)の制裁金を科すとの報道が流れた。このケースのように GDPR の制裁金は高額となるリスクがある。特に個人データを取扱う際に要求される同意取得など、個人データの取扱いに関する基本原則に対する違反や、個人データの削除権など個人に認められた権利を侵害した場合、個人データの EU 域外移転規制に違反した場合には、2,000 万ユーロ又は世界での年間総売上金額の 4%のいずれか高い金額を上限として制裁金が課される。

企業経営に与える影響の大きさを考慮すると、今後、日本企業が EU 域内で事業を行う海外企業の買収を検討する場合、対象会社に GDPR の適用があるか、適用がある場合は GDPR を遵守しているかを法務デューデリジェンス等で確認する必要がある。また、サイバーセキュリティデューデリジェンス等を行い、GDPR 対応の情報管理体制、業務フローを確認することも有効であろう。

また、買収後においては EU 域内の企業を買収した企業は管理者としての義務を負うため、データを EU 域内から日本に移転した後に当該データを取り扱う場合、日本本社側も GDPR を遵守する必要がある。具体的には日本の個人情報保護法との差異を分析した上で、追加の対応が必要となる場合は、GDPR に則った対策を講じる必要がある。日本の個人情報保護法上の要求事項と、GDPR 上要求される事項には大きな差があるため、日本の個人情報保護法を遵守しておけば、GDPR 上要求される義務がカバーされるということにはならない。海外 M&A に取り組むかどうかに関係なく、欧州に事業を展開する日本企業は慎重な対応が求められるであろう。

3.2.3. 買収先企業の選定軸

M&A の目的が明確であればおのずと買収候補先を絞り込むための要件も明らかになる。M&A 経験豊富な海外企業は買収候補先の選定において、戦略面での適合性を最も重視するとともに財務面における選定基準を設けていた。下記の欧州企業の声にある通り、戦略・財務面に加えて技術力や企業文化の適合性を重視する企業もある。

“まずは戦略面でのフィット、技術力、そして文化を評価する。戦略面でのフィットが M&A の核心であるため、対象企業との基本合意の前段階においては、財務計画よりも全体のビジネスケースを作成することに注力し、戦略的合理性を評価する。戦略面を評価したのちに、財務的な価値や計画を評価している。また、IT の統合が課題となることが多いため、対象企業が持つテクノロジーがどのようなものかも確認している。加えて我々は独自の企業文化を有しているため、文化面の評価も重視している”(欧州、サービス)

買収候補先については、M&A 経験豊富な海外企業は常に市場を分析し、自社の戦略に基づいてどのような企業を M&A のターゲットとするのかのアイデアを持ちながらロングリスト、ショートリストを更新し、買収機会をうかがっている。特に PE ファンドの投資先企業については、いずれ売却されることが見込まれるため、しっかりモニターをしているとの声もある。

“我々は常時 3 社を買収のターゲットとして確認するようにしている。鍵となるのは、どのようにアクセスし、関係性を築くか。それによって、より対象会社を理解することが可能になる”(アジア、製造)

“我々は、ターゲットとしている会社をリスト化している。しかし、大半の情報は公開情報では得られないので、ターゲット会社の情報にアクセスできるかどうかをモニタリングすることが、我々 M&A 部門の仕事である。マーケットで得られる日次情報も追っているが、大半の情報は投資銀行から入手している。ターゲットがいつ売りに出るのか、といった情報を得るために、外部アドバイザーを活用している”(欧州、製造)

投資銀行等を買収要件を提示し、意見交換を行うのが一般的ではあるが、米国のシリコンバレーのテクノロジー会社のスタートアップ投資のソーシングにおいては、ネットワークイベントに積極的に参加したり、アライアンスの意見交換を行うことで、日頃から接点を持ち、相対取引ができるような関係を構築しているという声も聞かれた。

“対象会社との戦略的な適合性を十分に理解するために、オークション取引をするよりも相対取引をすることが多い”(米国、サービス)

“我々はオークション取引をなるべく避けて、対象会社との関係性を利用した相対取引に臨む。相対取引のほうが、より柔軟性をもって取り組むことができる”(米国、テクノロジー)

“売却時には、より高い金額で売却するためにオークション取引にすることが多いが、買収時は相対取引をできるように努めている”(欧州、製造)

なお、一般的には入札プロセスを通じた買収価格の高騰を避けるために相対取引を好む企業が多い一方、以下のよう
に規律あるディールプロセスにより時間の効率性を追求し、相対取引ではなく入札案件を好む企業もあった。

“売手が売る気にならなければ **M&A** はできず、また相対で関係構築するのは時間がかかり過ぎる”(欧州、ヘルス
ケア)

“私は必ずオークション取引を追求する。我々の企業文化はより規律ある取引である。ファミリービジネスのオーナー
などは相対での交渉を望むが、自社はディールにおける規律を重視しており、これにより限られた時間で重要なこと
に集中して取引を実行することができる”(欧州、ヘルスケア)

いずれにしても、数多くの **M&A** を実施する企業は買収候補先を調査・分析した上で、候補先へアプローチする機会
を虎視眈々と狙っているのである。

国内ワークショップ参加企業の中には、買収候補先を決定するにあたり徹底的に市場や競合環境、対象事業の強み
やブランド価値を分析した上で候補先を選定し、買収後の姿を描いている日本企業もいた。また、**M&A** 未経験の日本
企業の中でも、業界分析を行った上で、実際に候補先となり得る企業を訪問して、ショートリスト作りをしている企業もい
た。

“自社のターゲットとする業界、案件規模、地域等を具体化し、投資銀行等に周知した。その結果、効率的に情報
が入って来るようになったが、最近待ちの姿勢だとアクティブな情報が入りづらい事に気づき、自社でロングリス
ト、ショートリストを作成し、海外出張時にはファンド含めて **10** 社程度をターゲット先として訪問する様にしている。
「何もしないのがリスク」という意識を持っている”(国内ワークショップ)

“昨年買収した案件はこの先我々にとって必要となる買収先にしかない技術であり、時間で買えないものであった。
ファンドが買収した当初から目を付けており、現場でも交流があった。トップがファンドにずっと通っていたこともあ
り、情報が早い段階で入ってきた。入札になった際も入札の意向が事前にファンドから伝えられており、十分な準備
ができた。最後まで自社経営陣の意思が変わらなかったことも大きい”(国内ワークショップ)

“ディールの興味を対象会社に対して印象付けるために、我々の場合は実際に取引してみる。対象会社が仮にサ
プライヤーであれば製品を買ってみるし、小売や卸であれば売ってみる。「興味があります」と直球での話をするわ
けではないが、取引先やトップ同士の会話によって見えてくることもある。買収してからわかるより、買収する前にわ
かる方がよい”(国内ワークショップ)

一方、自社戦略に沿ったターゲットの選定については、国内ワークショップ参加企業から能動的な情報収集について
多くの悩みの声も聞かれた。

“プレ **M&A** におけるロングリスト・ショートリストを作成するといった戦略段階がきっちりできていない。持ち込み案件
に飛びついてあとからストーリーを考える”(国内ワークショップ)

“一応のリストはあるが、最終的に戦略的な道筋を描いてオーガニックとかインオーガニックといった議論はあまりできていない。これまでは海外比率も1%未満と低かったので海外事業の橋頭保という名目だけでも押し通せた2〜3年であった”(国内ワークショップ)

”国内であれば情報を集めやすいが、海外だと非常に難しいため、持ち込み案件に頼らざるを得ない側面がある”
(国内ワークショップ)

自社戦略に基づき、M&Aの目的を明確にして、投資銀行への働きかけや日頃からのネットワークづくりに取り組んで能動的に買収先を探す、前述の海外企業や国内企業を見習いたい。

コラム：新興国M&Aは難しい？

海外 M&A を検討する際、北米や欧州などの先進国に加えて、高い成長性が見込まれる新興国も多く企業が魅力ある市場と捉え、M&A のターゲットとして検討している。

先進国は、市場が安定しており、また法制度などの投資環境も新興国に比して整備されているため、カントリーリスクは低いと考えられる。また、既に競合他社がマーケットにおけるプレゼンスを確立していることが多く、グリーンフィールド投資による参入障壁は高いと考えられ、「時間を買う」という観点では M&A が有効な市場参入手段となり得る。

一方、新興国はそもそも M&A 自体や業種別の投資規制等があるケースも多く、また対象会社のガバナンス体制が未整備の企業も多いことから、M&A が有効な市場参入手段とならずにグリーンフィールドあるいは現地の会社との合併という形で進出を行うことも多い。ただし、自社のプレゼンスを早期に確立するという意味で、規制への対処法が明確になるのであればやはり M&A は有効なツールであろう。

新興国 M&A の実行に当たっては、先進国などと比較して特有の留意事項もあり、国内ワークショップでも関心の高かったテーマであり、有識者の声などをもとに、ポイントとなる事項をいくつか紹介したい。

(1) 法規制：日本の常識で考えない

M&A 関連法制を含む法制度などが先進国と同様の水準で整備されていないことが多く、日本や先進国の常識で考えると思わぬ壁に直面することがあるため、現地の法制度に基づき、何ができて、何ができないのかを、冷静に判断することが重要である。こうした独特の制度や慣習をよく理解した上で、現地の事情に精通した外部アドバイザー等も活用するなどして、自社に足りない要素をうまく補完しながら、検討を進める必要がある。

(2) ビジネス慣習：一つの情報ソースに頼らない

対象会社の調査に当たっては、新興国ではそもそも市場データ等が入手困難なケースもあり、ビジネスが属人的に成り立っていることが多く、特定の人物の情報に頼らざるを得ない場合がある。特に、新興国では政府の影響力が強いことから、政府とのパイプを持つ財閥や有力者が該当することが多い。ただし、特定人物への依存はリスクが伴うので留意が必要である。実際のケースとして、「有力者とコミュニケーションをとりながら案件を進めていたが、ある日突然その有力者が逮捕されるという自体が起こってしまった」ということもある。新興国の場合、有力者と手を結ばないとうまくビジネスができないケースがあることは事実であるが、例えば、現地ビジネスに精通した社内外の人材なども活用しながら、複数の情報ソースを用いて検討を進めていくのも一つのやり方である。

(3) オーナー企業の買収：オーナーとの信頼関係構築が重要

新興国 M&A では、オーナー企業を買収するケースが比較的多くみられる。実際にアジア座談会参加企業もオーナー系企業を買収しているケースが多かったが、参加企業からはオーナーとの関係構築を重要視する声が多く聞かれた。これは、オーナー企業の場合、社内におけるオーナーの求心力が極めて高く、またビジネス自体がオーナーの能力や人脈に多く依存しているためである。あえて少数株主としてオーナーに残ってもらい、将来の成長果実を享受するためのインセンティブを与えて、買収後も経営を担ってもらうという声も聞かれた。

“アジアはオーナー企業が多いという傾向がある。アジアでの買収時にはオーナーに日本のマネジメントをいかに信用させるかが一番重要であると考え” (アジア、日本人駐在員座談会)

“今の会社は2008年にもともと現地の社長が立ち上げた会社。2012年にデューデリジェンスを実施したときに、社長の奥さんが経理をして、社長が自ら現場で営業していた。信頼関係を構築しなければ話を聞いてくれなかった。そのためまずは懐に入ることから始めた。土日に社長の家族とご飯を食べたり、一緒によく遊んでいる。信頼関係を構築しないと、重要なポイントをつかめない”(アジア、日本人駐在員座談会)

“対象会社がオーナー系の企業で、オーナーがスーパーマンのような存在だった。会社運営の大きなところから細かいところまで自分で決めていた”(アジア、日本人駐在員座談会)

“オーナー企業の買収においては、あえてオーナーシップを残すケースが多い。ある国では創業者に少数株主として残ってもらい、オーナーの求心力を活用している”(アジア、日本人駐在員座談会)

(4) 経営管理：日本水準と大きなギャップあり

オーナー企業などの場合、表面的な利益率が高いケースがあるが、これは日本企業などと比較した場合の管理コストが低いことが要因となっている可能性がある。こうしたケースでは、買収後において、自社子会社としての管理水準を満たすための追加の管理コストを負担する必要があることも想定しておかなければならない。新興国における対象会社の管理水準の具体的な事例として、アジアにおける座談会参加者(日本人駐在員)の声を紹介したい。

“そもそも採算管理をしておらず、複式簿記もなく、現金出納帳が社内管理に使われていた。BSやPLはマネジメントには使われておらず、そのような中で決算をしなければいけなかった”(アジア、日本人駐在員座談会)

“現地ではITのネットワーク自体がなく、仕訳をエクセルでいれるところから始まった。日本から派遣された駐在員は自分だけだった。現地社員も経理らしきものをしている者はいたが、いわゆる通常の決算や予算を理解できる人材はいなかった”(アジア、日本人駐在員座談会)

“KPIといった高度なマネジメントを行う以前に、マネジメントとしての基本言語が共通していないというのがあった。東南アジア全般がそうではないと思うが、ある国ではそのようなケースがあった”(アジア、日本人駐在員座談会)

“帳簿を見るとよくわからないことがたくさんあり、コピー機もない状態だった。社長がポケットからお金を出してコピー機を買ったようなレベルであった”(アジア、日本人駐在員座談会)

このように新興国M&Aは、その未熟さから思わぬ落とし穴があり、先進国と違ったリスクがあることを十分理解した上でM&Aを検討すべきと考える。

3.2.4. 自社戦略との適合性判断のためのビジネスデューデリジェンス

M&Aを実行する際には、そのM&Aが自社の成長戦略と適合しており、位置付けを明確にすることの重要性は「3. 2. 1. 成長戦略におけるM&Aの位置付けの明確化」で述べた通りであるが、適合性を判断するためには、対象会社が属するビジネス環境、すなわち、市場、競合、業界における勝ちパターン、KSF (Key Success Factor)等を把握することが求められる。そして、対象会社がどのようなポジションにいるかについて、客観的かつ冷静にファクトベースで把握するために、ビジネスデューデリジェンスを実施することが重要である。特に、海外M&Aの場合、国内M&Aと比較して情報の非対称性や言語等の問題により対象となるビジネスの理解はより困難であり、相対的にM&A実行にかかわるリスクは高いと考えられるため、ビジネスデューデリジェンスに十分な時間を割くことが必要である。

M&A経験豊富な海外企業は、デューデリジェンスにおいては、買収を行うか否かを判断するための重要リスクの把握といったデューデリジェンス本来の目的以外にも、自社戦略との適合を判断するためにビジネスデューデリジェンスを重視していることが、インタビューを通して明らかになった。これは、自社の成長戦略とM&Aの適合性をきわめて重要視していることの証左といえる。インタビューにおける具体的な声として、以下のような声が聞かれた。

“CEOはデューデリジェンスプロセスを非常に重視しており、ディール全体のうち95%の時間をデューデリジェンスに費やすべきであると考えている。デューデリジェンスでは特にビジネスデューデリジェンスで把握すべき、対象会社のマーケットの理解、事業の分析、自社組織との適合性を最も重視している”(欧州、ヘルスケア)

“同業他社を買収する際には、デューデリジェンス実行時において、自社の事業部門から市場・業界に精通したメンバーを関与させることによって、買収対象のビジネス理解に努めている。案件によっては、事業部門より参画したメンバーが買収後のマネジメントを担うケースもある”(米国、製造)

国内ワークショップ参加企業においてもビジネスデューデリジェンスを非常に重要視しているという声があった。

“ビジネスデューデリジェンスは必ず行う。戦略あつての買収であるため、対象会社が戦略に合致しているか、どのような顧客を持っているかを含めて詳細に検討する。対象事業が製造業の場合には、技術力なども重要な要素であり、当然デューデリジェンスにおいて検証対象とする。ビジネスデューデリジェンスを実施した上で、法務・財務デューデリジェンスを実施している。ビジネスデューデリジェンスの時点で、自社の戦略を強化できないと判断し、ディールからおりたケースもある”(国内ワークショップ)

“デューデリジェンスというと財務、税務、法務は基本だが、弊社ではビジネスデューデリジェンスに一番留意している。事業部主体で、場合によっては外部コンサルも活用し、戦略、R&D、IT、場合によってはオペレーションなど、それぞれワーキンググループを作る”(国内ワークショップ)

一方で、日本企業が買収した海外企業の外国人経営陣による海外座談会においては、以下のように日本企業によるビジネスデューデリジェンスが不十分なため、双方のビジネスへの基本的な理解が十分でないことがPMIで課題になっているという声も聞かれた。

”日本企業によるデューデリジェンスは、財務、法務にフォーカスされており、ビジネスデューデリジェンスに対して十分なリソースと時間が割かれていなかった”(欧州、外国人経営陣座談会)

“親会社である日本企業による現地ビジネスの理解が欠如していたため、統合後における追加投資にかかわる意思決定の議論の際に、その必要性を理解してもらえなかった”(米国、外国人経営陣座談会)

“日本の親会社より、現地側では達成が非常に困難な売上目標を期待されることが時々ある。事業の利益率、生産性、成長性、ビジネス機会は、ビジネス環境や国ごとに異なる(例:先進国 vs 新興国)。親会社には、グローバルレベルで国ごとのビジネス環境をしっかりと把握してもらいたい”(アジア、外国人経営陣座談会)

同様に、国内ワークショップ参加企業からは、以下のような声もあり、ビジネスデューデリジェンスの重要性について、必ずしも理解されているとも限らない。

“過去に複数の事業を買収しているが、共通していることはビジネスデューデリジェンスが不十分であったこと。買収金額が大きくないということもあったが、コストの観点から外部アドバイザーを起用しないことが多く、ビジネスデューデリジェンスについて、外部アドバイザーを付けるべきかの見極めが自社の課題と認識している”(国内ワークショップ)

最後に、実際デューデリジェンスの実行局面においては、多数のタスクに対して同時並行的に対応しなければならず、またデューデリジェンス結果に基づく多数の発見事項に対して、素早い判断が求められる。このような状況下において、当事者の多くは状況整理の必要性からプロセス重視になりがちで、結果として M&A 実行自体が目的化してしまうことが多々ある。しかしながら、自社にとって重要な案件であればあるほど、「Why」に立ち返り、「対象会社と自社成長戦略が本当に適合しているのか?」、「対象会社の買収により自社戦略を推進することができるのか?」を自問自答することが必要である。なぜこの案件を実行するのか、それをシンプルに明確に語れるかを常に意識することが極めて重要である。

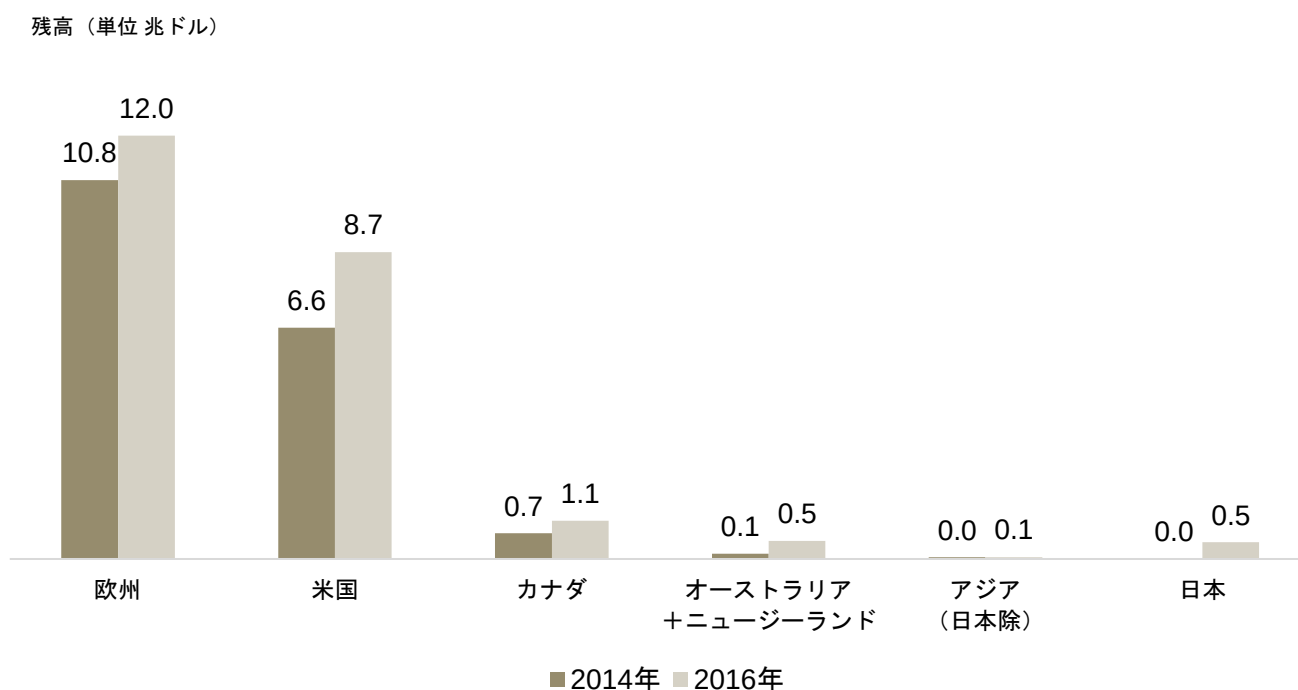
コラム: ESG 投資とM&A

ESG 投資とは、財務情報だけでなく、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) といった非財務情報も考慮し、企業を中長期的な観点から総合評価し、投資対象を選定する考え方である。Global Sustainable Investment Alliance によれば、ESG 投資残高は、世界の総資産運用残高の約 4 分の 1 に相当する約 23 兆ドル (約 2,600 兆円) に達している (2016 年 1 月時点)。特に欧州、オーストラリアおよびニュージーランドにおいては資産運用残高の過半が ESG 投資となっている。このような潮流を受け、投資される側である企業においても中長期的な企業価値向上に向けて、ESG 投資の 3 要素を考慮した経営が求められており、企業の M&A 戦略にも今後影響があるものと考えられる。

(1) ESG 投資が浸透した背景

ESG の概念が世界的に意識され出したのは、国連が 2006 年に公表した PRI (Principles for Responsible Investment、責任投資原則) の中で ESG について言及したことがきっかけである。PRI は、コフィー・アナン国連事務総長 (当時) が各国の金融業界向けに提唱したイニシアティブで、機関投資家の投資意思決定において受託者責任の範囲内で ESG の要素を反映すべきであるとしたガイドラインである。PRI は、21 の機関投資家の代表者に加えて、資産運用業界や国際機関、市民社会から総勢 70 名の専門家が参加して 8 か月かけて起草され、2006 年 4 月にニューヨーク証券取引所で公表された。現在、PRI の署名機関は 1,500 を超えており、下記の通り欧州を中心として、ESG への投資残高は増加傾向にある。

<図表 8> 2014 年、2016 年主要地域の ESG 投資残高



出典: Global Sustainable Investment Alliance (2014; 2016) を参考に作成

日本では諸外国と比較して ESG 投資の浸透が遅れていたが、2015 年 9 月に年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が PRI への署名を発表したことを契機に ESG 投資への注目が高まりつつある。GPIF は 2017 年から国内株式を対象として、ESG 指数の選定・運用を開始しており、GPIF が 2018 年 8 月 13 日に公表した「平成 29 年度 ESG 活動報告」によると、約 1.5 兆円が ESG 指数を考慮した運用残高となっている。

ESG 投資拡大の背景には、国際機関や各国政府、取引所、投資家、消費者・顧客といったステークホルダーからの要請がある。また、米国サステナビリティ会計基準審議会 (SASB)、グローバル・レポーティング・イニシアチブ (GRI)、国際統合報告評議会 (IIRC) などの基準策定機関の取組により ESG 投資のための環境が整備されたことも ESG 投資を後押しする要因となっている。

実際に外資系 PE ファンドへインタビューを実施した際も、ESG 投資に関する関心の高さがうかがえた。

“ファンドへの出資者からの ESG 投資に対する啓蒙活動は日に日に増している。北欧諸国、オランダの年金基金からの ESG 投資の関心は非常に強い。進んだ投資家は出資先に ESG 投資のモニタリングを義務付けている”(外資系 PE ファンド)

“我々がアジアで運営するファンドに対しては、出資者からの ESG にかかわる情報開示の要請が強い。我々は自発的に ESG 投資のレポートを発行しており、ESG 投資に関連した注力分野について出資者と対話する機会を設けている”(外資系 PE ファンド)

(2) 投資家にとっての ESG 投資

社会的に ESG 投資への要請が強まる中、投資家を中心に「ESG が長期的な投資パフォーマンスに影響を及ぼす」という考えが浸透したことが、ESG 投資の増加につながっていると考えられる。これは、市場全体の持続的、安定的な成長を促すという成長性という観点だけでなく、投資対象におけるリスク要因として ESG に配慮する投資家が増えていることも要因である。

特に欧州では欧州委員会のサステナビリティ政策が企業の活動に影響を及ぼし始めており、潜在的なリスク要因となっている。例えば、欧州では海洋プラスチック問題への関心が非常に高く、2018 年に欧州委員会はプラスチックの使用に関する新たな戦略を公表しており、2030 年までに全プラスチックを再利用可能もしくはリサイクル可能にする、使い捨てプラスチックの禁止もしくはレジ袋のように有料化をするといった方針を掲げており、産業界も対応を迫られている。

今回インタビューを実施した外資系 PE ファンドからは、以下のようなコメントが得られた。

“かつては技術革新やマクロ経済、環境が創造的破壊を引き起こす要因であったが、近年では、我々は技術革新と同じように ESG を潜在的な創造的破壊を生じさせる要因として考えている。また、ESG は変化の激しいリスク要因であり、規制の変更影響を受ける可能性があるという特徴もある”(外資系 PE ファンド)

(PE ファンドの投資は短期的であるのに対して長期的な ESG 投資を考慮する理由は何かと言う質問に対して) “変化が激しいからである。例えばプラスチックのストローに関する政策も短期で変わる。ESG 投資は 5 年内により重要になる”(外資系 PE ファンド)

“アジアはESGの観点でリスクが非常に高く、アジア地域の投資決定には追加的なプロセスがある。”(外資系PEファンド)

“ESGのSとGは、今やお題目ではない。日本だけでなく、多くのステークホルダーと共存してゆくために必要”(外資系PEファンド)

(3) 産業界の取組

実際に投資家側からのESG投資の関心の高まりは、企業経営にも影響を及ぼし始めている。エネルギー世界大手蘭ロイヤル・ダッチ・シェルは2018年9月、原油・ガス販売量に占める原油・ガス資源からのメタンガス排出量を2025年までに0.2%未満に押さえるとする新たな目標を発表した。同社は2017年11月、エネルギー商品の純二酸化炭素排出量を2050年までに半減させるという目標を掲げており、メタンガス排出でも目標を設定した形である。2017年5月の株主総会で株主である英国国教会や一部欧州年金基金から、二酸化炭素排出量削減の年間目標設定を求める株主提案が出たが、同社の経営陣の抵抗に合い、否決されていた。一連のコミットメントは、株主総会以後も高まる投資家から気候変動対応のプレッシャーに応じたものと考えられる。

欧州だけでなく、アジアにおいてもESGを考慮した事業運営に取り組む企業が出てきている。シンガポールの農産物商社のオラム・インターナショナルでは、2024年までにゴム、砂糖など環境や健康への影響が懸念される4事業から撤退することを2019年1月に発表している。「持続可能性を事業運営の中心に据える」と強調し、短期的には収益がでて、長期的に消費者や取引先企業、市場から支持が得られない事業とは決別する方針を示している。同社がESG経営を前面に打ち出すのは、2016年に環境団体からアフリカ・ガボンの農園開発が森林破壊だと責められ、社会から厳しい批判を浴びたという背景がある。農園の労働者に過酷な労働を強いていないかも注視され、同社は「現在開発する農園で搾取はゼロだ」と労働環境への配慮も強調することになった。

(4) ESG投資とサステナビリティデューデリジェンス

このようにESGが今後事業運営上大きなリスクとなる可能性は非常に高く、商品・サービスを顧客、消費者に受入れてもらうためにも、環境・気候変動への配慮や、下請け会社を含む労働者の安全・人権保護、ダイバーシティの促進等を積極的に市場へ発信する必要性が高まると考えられる。ESGに取り組むことで長期的な投資を目的とする機関投資家を引き付けることで株式価値が向上したり、金融市場における資金調達コストの低下につながるなど、企業価値向上に寄与する可能性もある。

M&Aという文脈では、昨今、対象企業がESGに配慮した経営を行っているかを精査するために、サステナビリティデューデリジェンスを実施している企業もある。今回インタビューを行った海外企業や外資系PEファンドでは実際にM&Aを行う際に、対象企業の事業評価においてESGの観点を取り入れているという声が聞かれ、また、ESGの観点で投資を取りやめたという事例もある。

“サステナビリティは、事業を評価する上で論点になる。弊社は組織としてサステナビリティチームがあり、サステナビリティの観点から事業を評価している。化学業界においてサステナビリティは環境と安全にかかわるものであり、ある程度定量的に評価できる。定性的な評価基準もいくつか設けている”(欧州、製造)

“ESG 投資に関するチェックリストを用いて特にガバナンス上の問題がないか出資の際に時間をかけて確認をしている。対象企業やその経営者に悪い評判がないかもデューデリジェンスで確認している”(外資系 PE ファンド)

“ある企業への投資を検討していた際にファシリテーション・ペイメント⁵が見つかり検討を取りやめたことがある。炭鉱分野への出資検討の際は、取引自体は良かったものの炭鉱分野の将来性が見えず出資しなかった”(外資系 PE ファンド)

このように、ESG 投資の概念は欧州を中心に企業行動にも影響を及ぼしており、対象企業のリスク評価として、ESG の概念を取り入れていくことが、今後 M&A における一つの論点になる可能性がある。

⁵ 税関の通関手続などに通常の行政サービスの円滑化のための少額の支払い。贈賄行為の一種として、現地法令の他、日本企業であれば日本の不正競争防止法(18 条)、さらには海外展開の状況によっては英米の贈収賄規制法令(米国 FCPA、英国 UKBA)等により処罰される恐れがある。

3.2.5. 効果的なデューデリジェンスの取組

限られた時間の中で膨大な情報を要領よく分析し整理するには、事前にデューデリジェンスにおける検証ポイントを明確にしておくことが効果的である。例えば、ビジネス、法務や財務などのデューデリジェンスについて、コンサルティング会社、法律事務所や会計事務所等の外部アドバイザーに依頼する際に、事前に検証ポイントを明確にしておくべきである。事前に検証ポイントを合意せず、単純にデューデリジェンスを依頼してしまうと、外部アドバイザーは多様なリスクに対応するため様々な分析を実施し、レポート自体は何百ページとなるが、いまいちポイントが明確でなくなってしまうケースがある。国内ワークショップ参加企業からは、この点についての悩みが多く聞かれた。

“買収後にどうするか、仮説や問題意識がないままデューデリジェンスにとりあえず入ってしまっている”(国内ワークショップ)

“東南アジアの案件では、ビジネスデューデリジェンスは社内に対応し、財務、法務、税務を外部専門家に委託。現地の会計事務所、法律事務所より可能な限り情報を集めたが、最後まで良し悪しの判断ができなかったことが課題と感じた”(国内ワークショップ)

“デューデリジェンス報告を全8チームで30分ずつ実施したが、それを社内の経営会議にあげること自体が一苦労というパターンが多い。なぜかわからないが、かなりの人数を巻き込んでしまい、意思決定がどんどん遅くなり悪循環に陥る”(国内ワークショップ)

そのため、デューデリジェンスにおける検証ポイントを予め検討し、必ずデューデリジェンスで明らかにしなければいけないリスク要因等の優先順位を持った上で取り組むことが重要である。今回のインタビューで得られた効果的に取り組むために有用と考えられる声を紹介したい。

“デューデリジェンス実行前に毎回、プレデューデリジェンスを実施し対象事業の業界分析、事業計画の財務モデルを構築するとともに、人材や技術評価を簡易的に行い早期の見極めを行う”(米国、テクノロジー)

“デューデリジェンスは不完全であることを受入れるようにしている。なぜならば、買収後に修正できるからである”(米国、テクノロジー)

“デューデリジェンスは通常8週間で、最初の4週間はいつもこのディールをやめるべきことはないかを自問自答している”(米国、テクノロジー)

“誤った判断をしてはいけない領域がある。それは、コンプライアンス、従業員、環境などだ。ブランド価値の棄損に繋がりがかねないこの領域には多くの時間を費やす”(米国、製造)

“評価はリスクとバリューの両軸で行い、定量化をし、CEOが総合的にみてリスクを取れるか判断する”(米国、製造)

“デューデリジェンス時の会議で話すことは、他部門に影響のある部門をまたぐ課題とディールキラーとなる課題にフォーカスし、時間を効率的に使用している” (アジア、製造)

海外座談会の日本人駐在員からは「日本の親会社はデューデリジェンスにおける指摘事項を残して買収はせず、『全部解決せよ』と言われる」という声が聞かれた。そのため、デューデリジェンスを実施した瞬間に全てをつぶさなければいけないが、まともに解決するのは現実的ではないのだが」という声があった。日本企業におけるデューデリジェンスはリスクの最小化に注力しているような事例も見受けられるが、本来は **M&A** の目的を常に認識し、そこから生まれる価値とリスクを天秤にかけて意思決定を行うべきと考える。デューデリジェンスで発見されたすべてのリスクに囚われていたら、検討が進まなくなるとも言えるだろう。

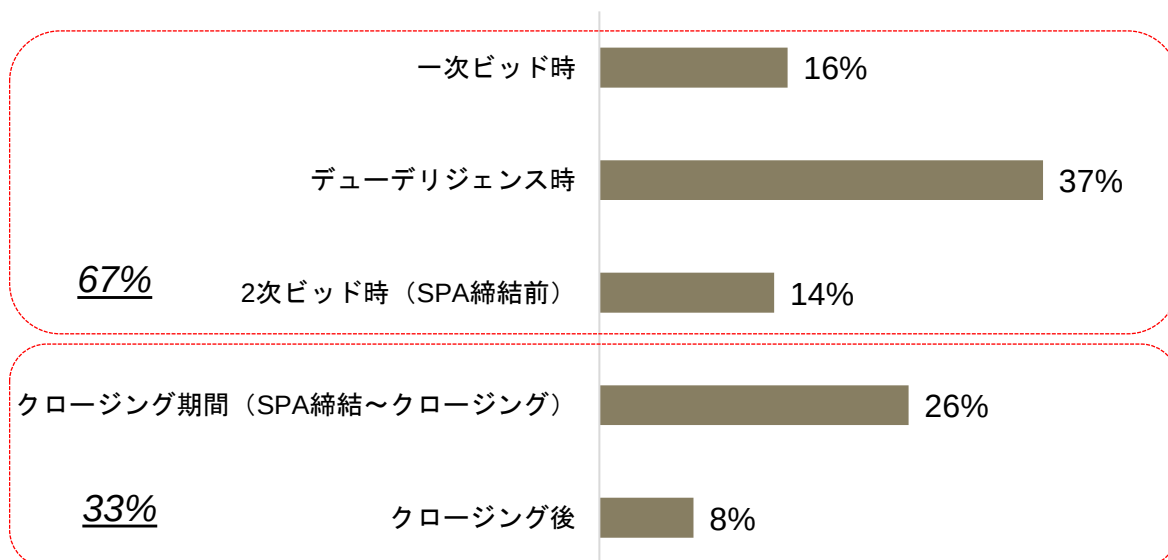
3.2.6. 買収後の経営体制の早期立案

買収後を見据えてどのように対象会社を経営管理し、価値向上を図っていくか、Day1以降の経営体制立案を目的としたデューデリジェンスの取組も、M&A経験豊富な海外企業の特徴であった。

(1) PMI への早期取組

M&A取引が成立してクロージングを迎えると、Day1から直ちに新たな株主のもとでのオペレーションが開始されるため、クロージング前よりM&A後の経営を見据えた準備を進める必要がある。国内ワークショップ参加企業へのアンケートに基づき、日本企業におけるPMI準備への取組開始時期について紹介したい。「Day1に向けて、いつごろからPMIの取組を行っているか。」というアンケート質問に対して、約67%の参加企業が「SPA(株式譲渡契約)締結以前よりPMI準備を開始」と回答しており、早期のPMI準備の重要性は多くの企業で認識され、かつ取り組まれていると思われる。

<図表 9> 統合(Day1)に向けて、いつ頃からPMIの取組を行っているか



出典:国内ワークショップ事前アンケートより集計(当該アンケート項目に対する個別コメントは脚注参照)⁶

一方で、海外座談会参加企業や国内ワークショップ参加企業からは、早期のPMIへの取組にかかわる悩みの声も聞かれ、以下で紹介したい。

“PMIは買収前のなるべく早いタイミングで準備を始めることが望ましいが、日本企業はそうではなかった。十分に準備されたPMI計画がないのであれば、M&Aを実行すべきではない”(アジア、外国人経営陣座談会)

⁶ 当該アンケート項目に対する個別コメントとして、多くの参加企業が「ガバナンス / 組織体制の構築」を挙げ、事前に経営体制を検討することを重視していた。その他、シナジー計画策定、統合委員会設置、システム統合計画などを少数回答として挙げる参加企業もあった。

“書籍や座学から「デューデリジェンスの段階でPMIの計画まで行わなければいけない」と分かっていたが、実際にどうやればいいのか、どうすればうまくいくかが分からない。どうすればPMIのステップまで連続性を持たせられるのか”(国内ワークショップ)

“PMIについては、デューデリジェンスくらいのタイミングからプレPMIとして早期に準備しなければいけないと聞か
が、結局最後まで様々な条件でもめてクローズまで何もできなかった”(国内ワークショップ)

M&A経験豊富な海外企業に対するインタビューからは、ほぼ例外なく契約締結前のディール実行局面において「M&A後の経営を見据えた準備」を入念に行っているという声が聞かれた。

“統合チームは、ディールがより確かになるサイニング直前のタイミングで決定される。統合チームにはデューデリ
ジェンスプロセスから参加している者や分科会リーダーとして働いている優秀な人材を集めている”(米国、製造)

“我々は株式売買契約書のサイニング前から統合計画を立案している。計画立案の最後に、より望ましい将来の状
態を策定し、統合のための詳細な部門別目標まで落とし込む。そして、サイニング後すぐに、この将来像を対象会
社の経営陣に共有する”(米国、サービス)

“PMIチームはデューデリジェンス段階から関与している。統合チームの中にチェンジ・マネジメント専属チームが
いる。我々が求める「チェンジ(変化)」を実現するために両社のコミュニケーションコンセプトを設計したり経営層を
支援するチームであり、早い段階からコンセプトと計画を準備するために動いている”(欧州、製造)

“サイニング前では、買収後のハイレベルな統合計画を作成する”(米国、テクノロジー)

“我々は、M&Aにおける分離・統合はM&Aの本質的な価値(Real value)を提供するものと認識しており、分離・
統合専門のチームを有し、買収・売却それぞれのケースで分離・統合チームはディールの初期段階より関与する。
PMIへの取組はスイートスポットである”(欧州、ヘルスケア)

また、外資系PEファンドからも、PMIへの取組について、以下のような声が聞かれた。

“いわゆる法務、財務等のデューデリジェンスの不足があるのではなく、オペレーションをどうマネージするのか、どう
いったマネジメントが相手企業にいて、どう評価するのか、人のリプレースメントはどうやっていくのかと言ったことにな
ってくるとまだまだ日本企業はノウハウが足りない”(外資系PEファンド)

“デューデリジェンスは単に法務・会計目的だけではなく、PMIを念頭においた深いデューデリジェンスをしていく
必要がある”(外資系PEファンド)

なお、一部では、デューデリジェンス開始前において、大枠のPMIコンセプトを設計しているという声も聞かれた。こ
うしたコンセプトがデューデリジェンスに先立って存在すれば、デューデリジェンスの際にもこのコンセプトを軸に、PMIの

成功まで見据えた効率的な調査が可能になる。ディールプロセスにおいて常に PMI を意識している事例といえる。具体的な声は以下の通りである。

“我々は、過去の M&A における成功・失敗に基づき、デューデリジェンス実行前において、対象会社と自社戦略との適合性評価、コンプライアンスの初期的リスク評価、アドバイザー選定を含むプロジェクト推進体制構築に加えて、買収後の統合方針の初期案も検討した上で、マネジメントに報告する。その上で具体的なデューデリジェンスを開始する” (欧州、製造)

(2) カルチャーアセスメント

「3.1.1. グローバル経営力 (3) 異なる企業文化への適合力」において述べた通り、M&A 経験豊富な海外企業の多くはデューデリジェンスの段階から対象会社の企業文化を知るためのカルチャーアセスメントを実施している。これは、実際に PMI フェーズで経営統合作業を進めるに当たり、M&A 経験豊富な海外企業の多くは過去の取組結果より、自社と対象会社の文化の違いも踏まえた統合方針を策定しなければ、実際の PMI フェーズで思わぬ壁に直面することを知っているからと考えられる。一方、国内ワークショップ参加企業からは文化の重要性を指摘する声も聞かれたが、デューデリジェンス時より対象会社の文化を把握するような取組を行っているという企業はおらず、M&A 経験豊富な海外企業の取組は、日本企業にとって参考となるであろう。

(3) シナジー施策の策定

シナジー効果とは、M&A 取引において、被買収企業の経営資源と買手が有している経営資源を融合させ、新たな価値を創造することであり、近年の M&A においてはその重要性は広く認識されているものと思われるが、国内ワークショップ参加企業からの声などを踏まえると、多くの日本企業はその取組に苦労している。これは、シナジーは概念的になりがちであり、実際に実現可能なシナジーを見込むこと自体が容易でないことが理由の一つと考えられる。

しかしながら、「3.2.1. 成長戦略における M&A の位置付けの明確化」で述べた通り、M&A の目的は、M&A を通じて自社としての成長を遂げることであり、買収後においていかに自社の強みと買収先の強みを生かして価値創造を図るかが重要である。自社が買収することで、対象会社の現株主より高い価値を出すにはシナジー効果の実現は不可欠な要素であり、やはり買収意思決定前においてシナジーを十分に吟味・検討し、買収後を見据えた実現可能な施策を検討することが肝要である。

① シナジー施策立案の難しさ

シナジー施策を策定する際、どの領域でシナジーが見込まれるのかを特定すること自体が容易ではないケースが多い。様々な要因が考えられるが、例えば以下のようなものが考えられる。

- そもそも、デューデリジェンスフェーズでシナジーを分析するとしても、実際には限られた時間や情報の中で対応せざるを得ない(特に定量化は困難)
- デューデリジェンスフェーズにおいて、ビジネスデューデリジェンス等が適切に実際されない場合、対象会社のビジネスにかかわる理解が十分でなく、そもそもシナジー計画の立案が困難
- M&A 担当部署や担当者がシナジー効果を分析する際、シナジー効果を詳細検討するためには、実際のビジネスを行っている事業部側とも十分に連携する必要があるが、企業によってはこれらの連携が必ずしもスムーズになされてないケースもある

- 海外 M&A においては、新規市場やビジネスの獲得を目的として実施されることが多いため、実現可能なシナジー効果が限定的

実際、国内ワークショップにおいてもシナジー施策の立案は容易でないという声が聞かれた。

“自社製品と補完関係にある事業を買収する際に計画段階でシナジーが出るというのは言いやすかったが、実際には自分の製品は分かっているが他社の製品は分からないし、売り方も異なる。計画時は「すぐにでもシナジーが出ます」という感じであったが、そううまくいくものではない”(国内ワークショップ)

“我々のプロジェクションはシナジーが定量化できていない。シナジーの元々の定義がないのでその測定もできない。シナジーをどのように定量化し取り込んでいくのが課題と認識している”(国内ワークショップ)

このように、シナジー施策の立案には様々な課題があるものと思われ、また、シナジー自体が非常に曖昧になりやすく、安易に買収価格を吊り上げる要因にもなり得る。そのため、海外座談会参加企業の日本人駐在員からは、そもそも「シナジーを信じていない」という声や、「シナジーを考慮せずに買収を行う」という声も聞かれた。

“シナジーを信じていない。自社のみではできないことがあり、それを補完するために M&A を実行している”(欧州、日本人駐在員座談会)

“新しい事業を M&A によって手に入れたので、(買収価格にシナジー織り込まず)シナジーよりも一から事業を行った場合にどれだけお金と時間がかかるか？という点を考えている”(欧州、日本人駐在員座談会)

② M&A 経験豊富な海外企業におけるシナジーへの取組事例

M&A 経験豊富な海外企業へのインタビューによれば、彼らは買収意思決定前においてシナジーの創出可否を十分に吟味・検討し、買収後のシナジー施策を通じて価値創造を図ることができるかを冷静に見極めている。買収の意思決定の際にはシナジー施策を策定した上で、定量化している。また、シナジー施策の実行にかかわる責任および体制も事前に検討し、PMI フェーズにおけるシナジー施策の実行までを見据え、早い段階から計画策定している。

“シナジーは M&A チームが牽引し、デューデリジェンス期間中にシナジーをどのように測定し、責任を負うかを定義する。シナジーの識別は、事業部が責任を負う。M&A チームはトップラインのシナジーをモニターしている。クロージング後においては、対象会社を含めてワークショップを開催し、双方でシナジーの検討・具体化を行う”(欧州、製造)

“ディールプロセス中に、3 から 5 つのバリュードライバーを特定する。サイニング前にこれらを定量化するとともに、それぞれのバリュードライバーに対するアクションプランを策定している。そして、それぞれのバリュードライバーにかかわる達成目標やタスクの責任者を関係者間で共有し、優先順位を踏まえた統合タスクプランを作成する”(米国、ヘルスケア)

“シナジー効果は、デューデリジェンスや統合のための8から9つの機能分科会がそれぞれの専門知識を生かし、特定する責任がある。クロージング後、シナジーマネジメントは買収先企業が責任を負う”(アジア、製造)

なお、日本企業の中でもデューデリジェンスフェーズからシナジーを十分に検討している企業もあり、海外座談会の日本人駐在員の声を紹介したい。

“キーになる経営陣が誰かを把握した上で、LOI締結後に通常のデューデリジェンスと別にビジネスデューデリジェンスのセッションを3-4回持った。両社で60-70人が介してビジネスの状況とシナジーの可能性を検討した。営業、開発、製造、加えてコーポレート全員が関わった。お互いに可能性を議論して、Day1後すぐにシナジーに取り組めるよう、LOIからDAまで3カ月の間で議論した”(米国、日本人駐在員座談会)

M&A経験豊富な海外企業の取組を踏まえると、日本企業によるシナジーへの取組で特に留意すべきは、体制面であり、しかるべき責任を持つ者が適切なタイミングでシナジーの検討に関与できていないと考えられる。数字における結果責任の重み付けが、欧米のグローバル企業と日本企業で異なり、日本企業の多くは責任が曖昧なため、シナジー検討が不十分になっているのかもしれない。ゆえに、シナジー効果を買収価格に織り込む際にはPMIに責任を持つメンバーが必ずシナジー検討段階で入るべきである。そして検討不十分であり、根拠のないシナジー効果は買収価格に上乘せされるべきではない。PMI責任者のディールへの早期関与については、「3.2.7.(1)買収後の事業責任者の明確化と担当部門の早期関与」において、M&A経験豊富な海外企業・国内ワークショップ参加企業等の声を紹介しており、そちらも参照されたい。

なお、シナジーを事前に検討することの重要性は上記の通りであるが、実際の価格交渉(プライシング)局面において、シナジーをどの程度価格に織り込むかは別の議論であり、シナジーを価格に織り込みすぎた場合には、結果として高値掴みとなってしまうこともあり得る。特に、「買収ありき」で買収価格を正当化するためだけに実現可能性が不透明なシナジー効果を積み上げてしまうことは避けなければならない。

一方で、シナジーが反映されない買収価格では、売手は当該事業を手放すインセンティブが働かないこともあり、プライシングにおいてどのようにシナジーを織り込むかという点は、慎重な判断が必要となろう。

③ トップラインシナジー・コストシナジー

シナジーは一般に大きく分類すると、トップライン(売上)にかかわるシナジーとコスト(費用)シナジーに分類することができる。一般に、トップラインシナジーはクロスセル(自社と被買収企業の製品をお互いの顧客に販売する)などを実施することにより売上成長を見込むものであるが、実務的には顧客ニーズ、市場動向、競争環境等の外部環境に左右される部分が多く、コストシナジーと比較すると、実現可能性は高くない。コストシナジーは自社と被買収企業が両者の重複する業務を効率化することや、調達業務の統合による共同購買等により、コスト削減効果を見込むもので、自社と被買収企業の自らの努力により達成し得る施策が多く、トップラインシナジーに比べ実現可能性が高いと考えられる。また、早期実現(Quick Win)の施策として、コストシナジーが捉えられることが多い。

M&A 経験豊富な海外企業へのインタビューを通じて把握されたことは、トップラインシナジー、コストシナジーそれぞれの性質を見極めた上で、具体的なシナジー施策を策定しているということである。例えば、欧州のヘルスケア会社であれば、

“規模の拡大によるコストシナジーは生み出しやすい。「売上は虚栄、利益は健全」である。最初に対象事業の強力なコストベースを作り、削減できたコストを将来の投資のために使っている。CEO に提出する買収提案は、業界に対するベンチマークを含めたコストコードごとの詳細なシナジー計画を記載している”(欧州、ヘルスケア)

といったように、取組が比較的容易であるコストシナジーの施策をデューデリジェンスフェーズで詳細に検討している。また、米国のサービス会社であれば

“我々はシナジーの中でも最大のインパクトをもつトップラインシナジーを追求している。トップラインシナジーの達成は難易度が高いため、その計画と測定が重要となる。通常、売上向上の計画を立てる際、その計画はクロスセル達成のためのものがほとんどである。一方、コストシナジーはより容易に測定・達成が可能である。我々が買収したある会社では、より効率的なメカニズムの下でより良いサービスを提供するために、どのように買収先の事業モデルを採用できるかを議論した”(米国、サービス)

とあり、トップライン・コストシナジー双方の実現可能性を踏まえてシナジー施策の検討が行われている。

なお、海外 M&A におけるシナジー施策の検討に当たっては、上記の通り単純にコストシナジーは実現しやすく、トップラインシナジーは難しいとは限らない点に留意が必要である。国内 M&A であれば、被買収企業がビジネスを行っている国・地域は既に自社がビジネスを行っている国・地域であるため、機能の統合等を通じてコストシナジーを実現しやすいが、海外 M&A の場合、自社が未進出の地域に進出するため、地理的な観点からもコストシナジーの実現性が低い傾向がある。とはいえ、調達や IT インフラと言った領域においては、グループとして購買力が活かせる領域もあるため機能ごとに精査すべきであろう。

(4) 被買収企業における人材の見極め

Day1 以降、株主として対象会社の経営をどのように管理していくか検討するにあたり、「誰に経営させるか」という点は極めて重要である。そのため、デューデリジェンスフェーズで M&A 後の経営体制を検討・構築する際には、対象会社のキーパーソンを見極める必要がある。M&A 経験豊富な海外企業や外資系 PE ファンドでは、被買収企業における人材の見極めを非常に重視しており、どのようなチーム体制で Day1 以降のオペレーションを行うかを、デューデリジェンスにおいて見極めている。インタビューから得られた声をいくつか紹介したい。

“やはり人事。「人事の意思決定」はデューデリジェンスの過程でかなり注力しておく必要がある。デューデリジェンス時に対象人員に対して、「黄・緑・赤」等の信号分けをして評価を行い、この人がいなかった場合は誰が対応するか
の代替案についても検討し、買収直後ないしはサイニング段階から人の異動の決定を早めにする。海外企業は、株主が代われれば陣容が変わるものと思っているものであり、それが何ヶ月も何もないと、「日本企業は何か違うな」と

甘く思われてしまう。法務や財務のデューデリジェンスと同様に、人事デューデリジェンスは何の抵抗もなくやる”(外資系 PE ファンド)

“合理的な議論のできるオーナー経営者であれば、絶対に残す。価値観が共有できない場合には、面子を保ちつつもマネジメントを変える”(外資系 PE ファンド)

という声があった。これらの外資系 PE ファンドは、経営の監督と執行を明確に峻別しており、経営の執行は対象会社に任せるスタイルでもあるため、冷静かつ合理的に対象会社の人材の見極めを行っている。また、M&A 経験豊富な海外企業の声としては、

“デューデリジェンスでは、対象企業の従業員にインタビューを実施する。なぜなら、人材が対象会社の重要な資産であるからである。雇用契約の詳細も確認する”(米国、テクノロジー)

“人事デューデリジェンスでは、価値創造のために重要な人員を特定し、それらのコア人材のためのリテンションパッケージを用意する”(アジア、製造)

“ディールにおいて、対象会社の人材とのインタビューセッションを実施する。人材の要素は、対象会社のノウハウを喪失しないためにも、極めて重要になってきている”(欧州、製造)

“デューデリジェンス時に人材を見る。ビジネスユニットのトップが、実際にキーマネジメントに対してインタビューを実施して選別した”(欧州、有識者)

とあるように、人事デューデリジェンス等を通じて人材の見極めを行っている。

日本企業においても、買収後の経営を見据えた場合に、被買収企業のマネジメントを含めた人材の見極めが重要であることは認識されている。例えば国内ワークショップの参加企業からは「Day1 後に経営に関与する人物が対象会社のデューデリジェンス時にマネジメント・プレゼンテーションに参加し、早い段階からキーパーソンの資質を見抜く」といった声があった。一方、「キーパーソンの把握は非常に困難と感じている」といった声もあり、人材の見極めを課題と感じている企業も一定程度存在する状況である。なお、欧州の海外座談会の参加企業において、スタートアップ企業を買収したケースでは、

“プロダクトではなく「人材」を買収したという意味合いが強かったため、欧州各国のマネジメントをそれぞれリテンションしたが、結果的に欧州各国で機能が重複してしまう結果となり、無駄が生じてしまった”(欧州、日本人駐在員座談会)

という声も聞かれ、リテンションの難しさを感じさせる声も聞かれた。

3.2.7. 買収先企業のモニタリングによる見える化

国内ワークショップに参加した日本企業の M&A 担当者からは、PMI における課題として非常に多く挙がったテーマの一つが、買収後に買収先企業をどのようにモニタリングしていくべきかについてである。買収当初想定していたシナジー効果が計画通り実現できているか、収益目標を達成できているかを定期的に把握し、できていないのであればなぜできていないのか、改善策はどのようなものが考えられるかを検討する上で必要不可欠なものが、買収先企業のモニタリングである。今回インタビューを実施した M&A 経験豊富な海外企業は、買収先企業のモニタリングを徹底する上で、主に 2 つの取組を行っていた。

(1) 買収後の事業責任者・担当部門の明確化と早期関与

M&A の完了までは本社の企画部門が担当し、M&A 実行後の PMI は事業部門が担当するというケースがよく見受けられる。しかしながら、国内ワークショップでは、ディールの管理責任を企画から事業部門へ移譲した際に、買収実行時に考慮したシナジー効果や事業計画を達成する責任を誰が持つのが曖昧になってしまうという声が聞かれた。結果としてシナジー効果が実現できなかったとしても誰も責任を追及されないという状況が生まれ、モニタリングが形骸化してしまうという事態が起きている。また、計画立案に携わらない担当者を統合作業に関与させることは、当該案件の統合完遂に対する当事者意識の欠如の原因にもなりかねない。

“過去買収した案件のモニタリングについては当初ある程度実施しても、事業部任せになってしまっている”(国内ワークショップ)

“事業部は買ったら終わりという意識があるため、モニタリングをきちんとしていることを示さないとその次も同じになってしまう。達成したかどうかは問題ではなく、モニタリングをしっかりやるということを示すことが大事”(国内ワークショップ)

“事業部案件は事業部に権限があり、シナジーを追いかける義務が与えられていない。そこに手を付けていかないと変わらない”(国内ワークショップ)

“企画が買収を実行し、その後の PMI を事業部にさっと渡してしまうケースがよくあるが、企画から事業部への移管をどのようにすべきかは難しいポイント”(国内ワークショップ)

“事業部との壁はとても高いと感じている。全社横断的に取り組んでいく必要がある一方で、事業部からすると「もともと自分達が企画したものではないし、やりたくない」と乗り気になってくれなかったケースもあり、本社と事業部の連携は自社の課題と認識している”(国内ワークショップ)

“シナジーのモニタリングはきちんとしてできていない。買収検討時のシナジー計画と PMI 推進フェーズにおけるシナジー計画は断絶してしまっている”(国内ワークショップ)

“シナジー計画を、達成できないのが現地の責任なのも含めて責任論議になってしまう”(アジア、日本人駐在員座談会)

“経営管理をしている担当者も変わっていくので、モニタリングは形式的になり、形骸化し、問題が起きてから分かるという状況になってしまっているかもしれない”(国内ワークショップ)

M&A 経験豊富な海外企業では、対象事業への責任感を買収前から醸成するために、ディールの早い段階から買収後の事業運営を担う部門の責任者を積極的に関与させる取組が見られた。こうすることで、計画立案から統合作業まで担当者が「自分事」としてプロセスに関与しやすくなる。よくある失敗例として、これぐらいの金額を出さないとオークションに勝てないらしいという見込みから、過大なシナジーを事業計画に織り込むケースがあるが、デューデリジェンス段階でその買収検討の責任者・担当者が、買収後に買収先の事業運営に責任を持つことが明確になっていると、事業計画や買収価格に対して規律が働くという効果がある。

“統合責任者を特定したら、将来の事業責任者としてデューデリジェンスのプロセスにも関与させるようにしている。ただし、ディール未確定の場合、統合の責任者をアナウンスするのは早すぎるため、通常業務への影響も考慮し、サイニングの時点で、責任者を正式に任命する。統合チームを組成する際には、優秀な人材を確保するようにしている”(米国、製造)

“弊社は統合・事業売却を専門とする人材プールを有している。彼らは統合・事業売却だけを担当している。統合・事業売却で起きる典型的な問題は、IT、財務、人事、製造、サプライヤーであり、売却もしくは買収が決まった早い段階で担当者をプロジェクトに関与させるようにしている”(欧州、ヘルスケア)

“我々M&A チームは統合のコンセプトを作成し、スケジュールを含めた統合のプロセスに関して提案を行っている。シナジー検討はM&A チームが主導し、シナジーをどう測定し、シナジー実現に誰が責任を持つのかをデューデリジェンス段階で決定するが、シナジー項目の特定は事業部門が担当する。M&A チームはトップラインシナジーをモニタリングするが、トップラインシナジーの実現は事業部門が責任を持つ”(欧州、製造)(再掲)

モニタリング体制構築の第一歩はモニタリング対象となる事業計画(予算)を、PMI を見据えて買収のサイニング前の段階から、買収後に責任を持つ事業部が関与することから始まると言える。同じ PMI に関わる部門でも、コーポレート部門(M&A 専門部署含む)と事業部門の役割・責任分担を明確に定義し合意しておくことが重要である。

(2) モニタリングプロセスの確立

被買収企業をモニタリングしていく上では、レポーティングや会議体を効果的に活用して、収益状況を正確・迅速に把握する仕組み作りが不可欠である。実態把握が遅れるもしくは収益管理自体の精度が低い場合は、実態に即した迅速な対応ができず問題が放置されてしまうという事態も想定される。国内ワークショップにおいてはモニタリングの重要性は理解していても、なかなか仕組みとして上手く機能させることは難しいという声が聞かれた。

“KPI が適切に設定されていて、モニタリングが管理会計の仕組みとともにできているのが理想だが、そんなうまくはいかない”(国内ワークショップ)

“見える化のためのシステム共通化は重要だと思う。徹底的な見える化を推進したいところだが、現状できていないので、財務等のファンクションに日本人を派遣して、駐在員に数値報告の役割を担ってもらっている”(国内ワークショップ)

“システムの共通化ができないとシナジー効果の測定・フォローは難しいと思われる。SAP 等の IT 統合がないとモニタリングできないのではないかと。対象会社の見える化は非常に重要で、ここは日本企業の課題だと思う”(国内ワークショップ)

今回インタビューを実施した M&A 経験豊富な海外企業においては、買収時に検討したシナジーや事業計画を買収後において定量的にモニタリングするためのルールや仕組みを確立している事例が多く聞かれた。欧米では相対的にコーポレートガバナンスへの意識が強く、事業セグメント別の収益管理も徹底されている。株主に対し説明責任を果たす目的で、買収時の収益目標に対する達成度を定量的に把握する仕組みやルール作りが進んでいることも一因と考えられる。

“我々は、各事業の成長戦略を見直すための正式な年次プロセスを持っている。買収によって得られたリターンと、その企業の資本コストを比較する。資本コストを超える限り、我々は価値を生み出していることになる。これが「Success」を評価する我々の方法だ”(米系、製造) (再掲)

“シナジーと事業計画をモニタリングする。また、継続的なモニタリングとして、買収後 1 年、3 年、5 年後に報告をしている。これは継続的な学習プロセスである。管理機能のコストシナジーは 1 年で実現可能であるが、トップラインシナジーには時間がかかる。我々はそれぞれのシナジー測定を財務的な影響度で評価しようとしている”(欧州、製造)

“我々は財務面と戦略面双方からディールの評価測定をしている。我々はスコアカードを使用している。我々はコストシナジーではなく、成長シナジーを目的としてディールを行っている。スコアカードは経営陣まで報告される。KPI を通じてシナジーをトラッキングし、ディールの振り返りを行っている”(欧州、製造)

“ディールのモニタリングを重要視しているが、それはディール委員会や実際に意思決定した責任者が将来より良い意思決定ができるようにフィードバックを行うためである。モニタリングを通じて得られた気づきを必要に応じて M&A プレイブックにも反映している”(米国、ヘルスケア)

このように会社として定期的かつ定量的に M&A 実行後の統合効果をモニタリングする仕組み、体制、インフラを準備することが必要であり、コーポレートガバナンスの重要性が改めて認知される中、上場会社として当然に対応すべき責務という観点で、日本企業も海外の先行事例から学ぶべき点は多いであろう。

3.2.8. 親会社レポーティングの創意工夫

日本企業でも、子会社管理の一環として被買収企業の管理部門へ定期的なレポーティングを求めることは一般的に取り組まれている。特に、対象企業の売上高等が連結売上高に対する構成比率の上位 $2/3$ 程度に含まれるような場合、海外子会社も業務プロセスレベルで J-SOX 評価の対象となるため、対象会社における内部統制上の対応事項は増加する。海外 M&A の場合、相手企業が非上場企業や中規模の企業であることも多く、管理会計の水準等も異なることから、日本本社へのレポーティングについて被買収企業の現地担当者から反発が起きるケースが多い。親会社へのレポーティングにおいては特に「報告量・情報の粒度」および「レポーティング体制確立のための予算・人員確保」の 2 つが主な課題となる。

(1) 報告量・情報の粒度

日本企業はあらゆる情報について本社に報告を求める傾向にあり、結果として現地の経営者や担当者の不満につながっている。実態としては被買収企業の担当者が対応できず、派遣された日本人駐在員側での対応を余儀なくされることもあるようである。実際に欧州の買収先企業に派遣されている日本人駐在員や国内ワークショップに参加した日本企業の担当者からも、以下のような声があった。

“KPI はものすごい量。しかし現地には現地の KPI がある。サービス業なので、過去を責めるよりも将来の打ち手を考えて、被買収企業と合意することが重要である。買収先は将来を見た経営をしていなかったで、自分たちのスタイルに慣れさせるためにコミュニケーションをしながらレポーティング体制を構築していった。モニタリングの目線を現地に合わせた”(欧州、日本人駐在員座談会)

“日本の親会社からの要求に対しては、日本人駐在員で対応している。いろんなデータをくれというのが親会社からの一番の要求であるが、そのデータが必要な理由を教えてくれない。RPA (ロボティクス・プロセス・オートメーション) があるが、その手法を取り入れて対応すればよいのではないかと思っている”(欧州、有識者)

“日本企業による子会社の管理レベルが細かい点について、対象会社側で不満があり、日本人駐在員側で吸収するしかない。当社の場合、本社の部署間で指示が違ったりする。無理なことは無理と言って、本当に必要なものに絞り、レベルを下げて対応した”(国内ワークショップ)

“買収しても、親会社が求めるレポーティングのレベルが非合理的であり、なぜ細かいことを聞くのかに対して、日本の親会社は答えられない”(欧州、日本人駐在員座談会)

“自社の場合は、なぜこのような管理をするかを常に見直している。調整役として日本人が入ることの必要性は理由を付けて説明している”(国内ワークショップ)

一方で、海外 M&A 経験が豊富な日本企業に買収された海外企業の現地経営者からは、以下のように最小限のレポーティングから始めて徐々に報告内容を増やしていくという事例の紹介があった。

“最初は少ないレポートニング要件で始め、徐々にその要件を増やしていった。良いアプローチだったと思う”(アジア、外国人経営陣座談会)

特に新興国の場合は下記コメントのように採算管理自体をやったことがない、BS・PLさえないといった企業もあり、買収先の状況を踏まえて、何が本当に必要な情報なのかを峻別し、必要なレポートニングが可能となるよう支援していく必要があるだろう。

“社内でそもそも採算管理をしておらず、複式簿記もなく、現金出納帳が社内管理に使われていた。BS・PLはマネジメントには使われていなかった。そのような中で決算をしなければいけなかった。そのギャップを本社と埋めていくのが駐在員の仕事であった。本社からは支援が全くなかった。現地ではITのネットワーク自体がなくて、仕訳をエクセルでいれるところから始まった。駐在員は自分だけだった。現場社員も経理らしきものをしている者はいたが、いわゆる通常の決算や予算を理解できる人材がおらず、現地従業員には英語も通じず、ボディランゲージから始まった。ガバナンスやKPIといった高度なマネジメントを行う以前に、マネジメントとしての基本言語が共通していないというのがあった”(アジア、日本人駐在員座談会)(再掲)

親会社へのレポートニングを買収先企業に導入する際には、第一になぜ必要かを明確に伝え、相手が納得できるよう背景・理由を説明する必要があるだろう。日本人同士のように空気を読んで行動したり、暗黙知の商慣習はないことを前提に考えるべきである。そして、対象企業の管理能力を考慮して、少ないレポート項目からスタートして、徐々に増やしていくなどの創意工夫が必要となるだろう。

(2) レポートニング体制確立のための予算・人員確保

相手企業が先進国の場合であっても、日本のように親会社の指示に素直に従うのではなく、現地担当者から工数の増加に対して追加の予算・人的リソースを要求するといったケースがある。特にJ-SOXへの対応が求められる場合は、導入に際して一時的なコストが発生することも留意しなければならない。

“レポートニングのためには追加コストが必要となる。買収後に親会社に毎月報告する必要があり、きりがない。シナジーをもって、レポートニングのためのコストをカバーする必要がある”(欧州、外国人経営陣座談会)

“J-SOXに関するレポートニングを担当してきた。我々は小さな会社ではあるものの重要な子会社となっているためJ-SOXに準拠する必要がある。J-SOXの要求事項は多く、遵守のために数名を雇う必要がある。全ての手順、規則、行動規範を書きだすのは大きな労力であり、我々のような小さな会社にとっては日々の業務の維持が大変である”(欧州、外国人経営陣座談会)

“アドバイザーへの報酬も含めてJ-SOXのコストインパクトは大きいにもかかわらず、親会社は我々に対して「なぜ収益目標を達成していないのか？」と聞いてくる”(欧州、外国人経営陣座談会)

国によっても異なるが、海外企業においては、ジョブディスクリプション(職務記述書)に基づき職務が分担されていることが一般的であり、ジョブディスクリプションにない業務を追加する場合は、仕事の範囲を変更するための給与交渉や、新たに従業員を採用しなければならないケースもある。本調査で実施した座談会の参加者からもそのような労働慣行の違いから苦勞した事例の紹介があった。また、ドイツでは時間外労働をする場合、国への申請が必要となるため、時間外労働によって追加業務に対応することが難しいといった悩みも聞かれた。

“米国はジョブディスクリプションで動いている。弊社ではジョブディスクリプションがはっきりしていて、その範囲で意思決定している。仕事の範囲も含めて給与交渉になったりもするが、ジョブディスクリプションを決めて対応して行くことが重要になる”(米国、日本人駐在員座談会)

“我々(ドイツ人)は2、3時間の残業も許されていない。一日10時間以上働くためには特別な許可が必要である。日本人経営者はドイツの法令を理解する必要がある”(欧米、外国人経営陣座談会)

日本では追加業務が発生しても既存のリソースでまかなう慣行が根強いと、本社が指示しているのになぜやってくれないのか、なぜ追加コストが生じるのかという発想になりがちであるが、対象会社の労働慣行も考慮しつつ柔軟に対応する姿勢が海外企業におけるPMIに従事する担当者には必要となるだろう。

3.2.9. 権限移譲による意思決定の迅速化

(1) 迅速な意思決定を阻害する日本の親会社の関与

「コラム:外国人経営陣から見た日本の企業文化に対する生の声」で紹介している通り、日本企業は海外企業と比較して一般的に意思決定に時間がかかる傾向にある。そのため、被買収企業への権限移譲を限定し、本社の意思決定プロセスへの関与が高まると、現地での迅速な意思決定が阻害されてしまう要因となりかねない。実際に被買収企業の外国人経営陣や日本人駐在員との座談会においては、現地の決裁権限が制限され意思決定に遅れが出ているといった声やそもそも権限の範囲が不明確であるといった声が聞かれた。

“日本の親会社は投資に関する意思決定が遅い。買収前、私がCEOだった時は、投資に関する意思決定は1か月程度であったが、日本企業による買収後は投資意思決定に約1年も要している場合もある。その結果、ビジネス機会を逸してしまっているのではないかと思う部分がある。日本企業は投資意思決定が非常に慎重である”(アジア、外国人経営陣座談会(再掲))

“意思決定、決裁権限をどうするか等、広い意味でのコミュニケーションが課題であった。ヨーロッパの感覚だと日本の意思決定は遅い。米国の感覚だとさらに遅い。総じていうと日本人はコミュニケーションが下手で意思決定が遅く、権限を現地に与えないため意思決定の階層が増え、さらに意思決定が遅くなるのが問題”(国内ワークショップ)

“買収当初にガバナンスに関するルールを受け取ったが、権限に関する非常に包括的な内容であった。その後エクセルシートで一覧を受け取り、今度新たな買収があるためルールを見直すと言われた。権限のルールが不明確である”(米国、外国人経営陣座談会)

(2) 積極的な権限移譲を行う海外企業の例

機動的かつ柔軟な意思決定を促すため、M&A経験豊富な海外企業では、買収の目的や買収先企業の規模等にも照らしながら、被買収企業に対して積極的に権限移譲を行うケースが見られた。特にスタートアップ買収等、自身の事業領域とは異なる新規事業の買収においてその傾向が強い。現地への権限移譲を行う場合、現地にすべて任せるのではなく、現地の経営陣と対話しながら権限移譲の範囲を合意し、明確なルールに基づいた運用を行っている。

“我々は長期的志向に基づいており、現地経営陣にストレスをかけたり急がせたりはしないので、安心して信頼してくれている。我々は買収先企業の誰一人も解雇したことがなく、買収先の経営陣は皆まだ残っている。買収先に権限を付与し必要以上に関与しない。リスクの優先順位は親会社が決めるが、子会社がコントロールできるようにしている”(アジア、製造)

“我々はスタートアップ企業の経営者、チームメンバーと責任の範囲や彼らの期待について対話をする。早期の交渉が必要である。対話は非常に重要。彼らが信頼できる限り、彼らに仕事を任せる。そうすると対象会社の経営陣、チームメンバーは大切にされていると感じる。我々は統合作業が遅延することを避けたい。製品を世に出すことが目的である”(米国、テクノロジー)

“買収先をサポートする上で最も大変なのは経営スタイルをどうするかである。一般的に小規模事業においては、人事に関する意思決定が経営者の責務となっている。買収後は、対象会社の経営陣に代わって、親会社である弊社が買収先の人事に関する意思決定を行う。弊社には財務部長、人事部長の権限を規定した一覧がある。我々は、統合計画の中で買収先に対してその一覧を説明することに多くの時間を割くことで、買収先と人事を含めた経営スタイルについての認識が双方で同じになるように努めている”(米国、サービス)

“統合の程度にもよるが、クロージング後、自社グループとして遵守すべきルールと原則について対象会社と議論する。機能ごとに何が交渉可能で何ができないかについて共通の認識を両者が持つことになる。これはグローバルの統合事務局で一元的に進められる”(欧州、製造)

また、現地へ権限移譲を行う場合は同時に目標 KPI について責任を持ってもらうことが肝要であり、「3.2.7.買収先企業のモニタリングによる見える化」で紹介したようにモニタリングプロセスを確立し事業の見える化に取り組んでいる海外企業の例もある。外資系 PE ファンドにインタビューを実施した際も、権限移譲後のモニタリングの重要性について言及をしていた。

“シナジーと事業計画をモニタリングする。また、継続的なモニタリングとして、買収後1年、3年、5年後に報告をしている。これは継続的な学習プロセスである。管理機能のコストシナジーは1年で実現可能であるが、トップラインシナジーには時間がかかる。我々はそれぞれのシナジー測定を財務的な影響度で評価しようとしている”(欧州、製造)(再掲)

“(外資系 PE ファンドという立場から買収先の日本企業をどのようにてこ入れするかという質問に対して)権限移譲ができるかどうか。日本企業は被買収企業にマイクロマネジメントを入れるケースが多いが、本来はシステムを入れてしっかり「見える化」させて、あとは現地に任せられるかどうかである”(外資系 PE ファンド)

(3) 試行錯誤しながら権限移譲に取り組んでいる日本企業の例

アジアの座談会では、日本企業においても権限移譲に積極的に取り組んでいる事例があった。被買収企業の権限に対して明確なルールを設けるだけでなく、日本本社から承認を得るための IT システムを導入し、現地法人の意思決定をサポートしており、現地の経営者も非常に評価していた。

“初めに、親会社は非常に簡潔な3ページの権限規程を我々に送ってきた。また、買収から2,3年後には承認に関するシステムを導入し、今やすべての意思決定がシステムを通じて行えるようになった。我々にとってこのシステムは非常に重要である。本社のどこから承認を得れば良いか分からないときもシステムが必要な手順をサポートしてくれる”(アジア、外国人経営陣座談会)

一方で、今回インタビューを行った有識者からは、権限移譲の難しさを指摘する声も聞かれた。

“買う側の論理にたってガバナンスを決めるのは、日本企業は得意ではない。「肝」のみを伝えて、できる限り現地に経営してもらい形が成功の秘訣だと思う。「肝」とはコントロールしたいかしたくないかということ。M&A をする日本企業では、コントロールしようとする企業と、買収後に放置する企業の二種類いる”(欧州、有識者)

当有識者が携わった案件では、大規模投資の意思決定は現地だけで完結させず、意思決定に時間と労力をかけてでも日本本社が意思決定プロセスに必ず入るようにしていると言う。

“ガバナンスでも日本本社として必ず守ってもらうよう要求するものがある。例えば決裁基準。対象会社の事業はそれぞれの案件金額が大きい。対象会社が相当嫌がったが、大型案件は日本本社の取締役会まで図らなければいけない。例えば、現在派遣されている国では、現地で意思決定、事業部門の中で意思決定、次に本社の投資委員会、経営会議の副社長の事前承認、監査委員会、取締役会による意思決定が必要で全体で10回ほどの決裁が必要となる。現地に嫌がられる面倒くさい決裁の調整といった部分は、日本人駐在員が担当している。決裁権限を緩めることはしなかった。対象会社の経営陣の気質がわからなかったため、はじめから緩めることはしなかった”(欧州、有識者)

権限移譲を過大に行ってしまうと、本社の事業戦略と一致しない意思決定や想定外のリスクを伴う投資判断が行われてしまうことも想定される。そのため、必ずしも大幅な権限を認めることが望ましいとは限らないという難しさもある。だからこそ現地経営者と対話した上で権限移譲の範囲を合意することが必要となるであろう。

3.2.10. M&A 体制の強化と形式知化

(1) プロジェクト体制

M&A 経験豊富な海外企業は、M&A を戦略に組み入れ、平時からあたかも日常オペレーションかのように自社独自の型をもって M&A に取り組んでいる。その多くは、M&A 部門を CEO 直下であったり、戦略部署と関連付けられたり、経営戦略と密接に関わっている位置に置いている。今回インタビューを行った M&A 経験豊富な海外企業のほとんどが、M&A 専門部署を設置しており、専属で働く人数は様々であるが、5～20 名程度の体制が多かった。シリコンバレーでスタートアップの買収検討を日々行い、週 1 回のペースで買収を行うテクノロジー企業は M&A チームだけで総勢 150 名という特殊な体制を組む企業もあった。また、ディールチームに加えて PMI 専属チームを有している企業も多く、PMI を会社として重視していた。ディールが始まるとフェーズに応じて、プロジェクト体制が構築され、コーポレート部門からパートタイムで参加、事業部からも買収後に責任を持つリーダー含めて、複数のメンバーが参加し、総勢 100 名～200 名という大きなプロジェクトになっていく。ここで押さえておきたいのは、買収後経営に責任を持つリーダーがディールの早い段階から関与しており、買収前・買収後においての一貫性を保っていることであり、具体的にはデューデリジェンスないしは、買収契約のサイニング時から案件に関与している。ここでいくつか M&A の体制面で充実していた M&A 経験豊富な海外企業の取組を紹介したい。

“ディールを検討する際、対象事業のあらゆる側面を評価できる業界や機能の専門家を集める。これらの専門家は 15～18 の機能分野にわたって組織され、ディールチームは全てのやり取りと全体のプロジェクト管理に責任を負う”
(米国、製造)

“事業部はターゲット企業の選定、デューデリジェンス、経営計画の立案、設備投資の説明までのすべてに大きく関与する。事業部はクロージング後に事実上買収した事業の責任を持つので、当事者意識はとても高い”(欧州、ヘルスケア)

“私はディールの最初から統合まで一貫して関与している。ディールにおける責任の一貫性はキーとなる。なお、デューデリジェンスには 100 人以上を巻き込んでいる”(アジア、金融)

総勢 100 名を超える大きなプロジェクトになると役割と責任を明確にしておくことは重要である。M&A 部署はあくまでもプロジェクトマネジメントに徹しており、事業部にディールの実行責任および買収後経営の責任があることを明確にしている。なお、M&A 自体は非常に高いリスクが伴うもので責任も重いが、その分十分なインセンティブを与えることが、買収後のリーダーを動かすポイントであると今回インタビューを行った米国の製造会社は指摘していた。これは先の報酬・インセンティブの課題とあいまって、M&A という高いリスクのある任務を遂行するに当たって日本企業にとっては示唆深い内容である。

“ディール関与者がインセンティブを与えられることも重要である。そうでなければ彼らが良い働きをする理由はない。これが極めて重要なことであることに気づいた。能力を持った適切な人材を見つけ、彼らがやる気を持って振舞えるようにするための仕組みが必要である”(米国、製造)

(2) PMI 人材

M&A 経験豊富な海外企業においては人材の多くを M&A に割く一方で、日本企業においては、組織体制以前の問題として、人材不足に悩む声が国内ワークショップを通じて多く聞かれた。

“PMI における自社の課題は、現地に派遣する人材がいない点。言語の問題、海外への関心が低い社員が多いなどの理由により、社内で海外駐在に対する希望者が少ない”(国内ワークショップ)

“日本から経営幹部 10 名が出向で来ているが、もうこれ以上人材がいないと言われている。買収後に、シナジーを生み出すための活動に必要な日本側の人材が枯渇している”(米国、日本人駐在員座談会)

“我々の会社の中では、駐在員は日本に戻らず海外各国をたらいまわしである”(国内ワークショップ)

“大きな買収をする際に、もう人材がない。買うところまではアドバイザーの力を借りることはできるが、買った後は自社でやらなければいけないが、社内に人材がいない”(国内ワークショップ)

“もう日本人に頼ってはいけいない。被買収企業の日本文化を知っている外国人を出していかないと難しい。海外 M&A を機動力としたときの一番の課題は人材である”(国内ワークショップ)

PMI に関していえば、上記のような人材不足の問題に加えて、どのような人材を対象会社に派遣するのか、という点も重要となってくる。まず、駐在員を派遣すべき部門としては、CFO 等の役職で管理部門に派遣すべきとの声が聞かれた。これは、親会社目線としてのガバナンスに加え、数値を通じたコミュニケーションを図ることが可能であるためである。また、素養としては、文化・慣習の異なる海外人材と効果的に協働するために、ダイバーシティを理解し、優れたコミュニケーション能力を有する者が適任との声があった。加えて、自社と買収先の事業の統合を図るためには、強み・弱みを含む自社事業の全体像を俯瞰して分析し、買収先に伝えることができる人材が必要との指摘もあった。その他、アジア企業に派遣されている日本人駐在員からは、プライベートの時間などでも家族ぐるみの付き合いを通じて、現地企業との信頼関係構築に努めているという声が聞かれ、密なコミュニケーションを図ることも PMI 人材としては求められるところであろう。海外座談会参加企業や有識者等より聞かれた、PMI で現地に派遣すべき部門・人材像に関する声を紹介したい。

“まず日本人を現地に入れたほうがいいと思うのは CFO。ファイナンスは数字でコミュニケーションができるし会計基準が統一されているので話がしやすいが、その他の部門では難しい”(欧州、有識者)

“予算の立て方、PL の作り方に経営のすべてが盛り込まれている。それを実際にポリシーに従って作っていくのは経験していないとできない。2-3 年前に引っ張ってきた人材は海外子会社で経験のある人間”(米国、日本人駐在員座談会)

“素質としては、ダイバーシティのわかる人、すべての面で気遣いができる人。日本人駐在員でも現地で採用する人材であっても求められるもの。「この人と一緒に仕事すると気持ちがいいな」という人。そういう人を見つけることが重要。見つけた段階で物事はうまくいく”(欧州、有識者)

“日本からの出向者は営業部門に所属していたが、財務経理部にも駐在員を派遣してもらいたかった”(米国、外国人経営陣座談会)

“Day1 後、米国の工場において、日米間で円滑にコミュニケーションをとるための窓口として日本人の技術者が必要であった”(米国、外国人経営陣座談会)

“親会社は、対象会社に対して非常にオープンでコミュニケーション能力に優れた出向社員を1名派遣した。派遣された社員は、日本では非常に高いポストにあり、一定の意思決定権限もあり、対象会社を迅速にサポートしてくれた”(アジア、外国人経営陣座談会)

“営業のエキスパートがいたりマーケティングのエキスパートがいるが、事業を全体的に俯瞰的に見てわかっている人がいない”(欧州、日本人駐在員座談会)

“オーナーとは家族も含めた週末の付き合いをするなどして、信頼関係構築に努めた”(アジア、日本人駐在員座談会)

(3) 意思決定

M&A の意思決定は非常にスピードが求められる。一方で「高い買物」でもあるため慎重にならざるを得ない。日本企業は意思決定においては合議制を取るケースが多いため、この点が課題となることが多い。国内ワークショップにおいては、下記のような声も聞かれた。

“海外 M&A の前段階として海外事業拡大については「総論賛成各論反対」。社内に複数いる決裁権限者の中に推進派と慎重派があり、社内での合意形成が非常に難しい。各論反対陣を説得していくことが課題。例えば、国内ビジネスの比重が高い場合、海外展開への社内合意をどのように得るべきか、など”(国内ワークショップ)

“弊社では、投資意思決定に当たっての根回しが重要であり、担当者が、各役員を説得していく必要がある。その際、事業部におけるメリットをきちんと説明するように心がけている。場合によっては、ドイツに 0 泊 3 日とかで出張することもあり、時間がタイトな中で、担当者は本当に大変”(国内ワークショップ)

これらの点を踏まえると、時にはトップダウンによる決定や交渉時における意思決定者の関与といったものが検討ポイントとして挙げられる。ここでいくつか参考となる M&A 経験豊富な海外企業のインタビュー内容を紹介したい。

“M&A 取引の規模によっては、CEO または取締役会での承認が必要になる場合があるが、これは最大規模のディールに限られる”(米国、テクノロジー)

“戦略チームのリーダーが CEO や CFO と直接話し、トップダウンで買収を決定する。以前はディール委員会を持っていたが、あまりに多くの声が入ってしまうので、買収について話し合う人数を絞った。我々の組織文化は中央集権的であり、ボトムアップで提案される小さな案件を買収することはありうるが、非常に難しい”(欧州、ヘルスケア)

“我々は経験と失敗に基づいて、M&A の承認プロセスを作った。2 つの承認プロセスがあり、1 つはディールプロセスの初期における戦略方針に関するもの、もう1 つは取引実行段階におけるものである”(欧州、製造)

M&A 経験豊富な海外企業においても、投資委員会を設置して意思決定を行う企業が多かったが、上記のように意思決定の迅速化を図るための取組や工夫は参考にしたい。

(4) M&A にかかわる経験・ノウハウの形式知化

より効果的にディールを進めるため、過去のプロジェクト経験から知識やノウハウ、方法論を体系的に整理した M&A プレイブックを作成したり、プロセスで使用するツールやテンプレートを用意したり、トレーニングを行うことなどの役割を M&A 専門部門が担っているケースがある。以下は M&A 経験豊富な海外企業の取組事例である。

“デューデリジェンスとグローバルコミュニケーションのためのプレイブックを作ることにより企業統合のための能力を構築してきた。デューデリジェンスを実施する際や統合を手掛ける際にプレイブックを参照し、何に注目すべきかを特定するために役立っている。このアプローチはとてもうまいっている。特定された課題をチームメンバーが記録することができるシステムも準備している。デューデリジェンスチーム自体が異なる場所にいる多くのメンバーで構成されているので、こうしたツールは様々な機能チームを調整するために役立っている”(米国、サービス)

“我々は「国レベルの統合ガイド」を作成した。このガイドでは、国レベルでの統合プロセス全体像と、統合における重要な原則を記載している。各国で柔軟に統合することを認めているが、その中でも必ず順守すべき主要原則を設定している。各国の状況によっては、その国に適合しないシステムや制度を強制することはしていない”(米国、サービス)

“我々は M&A のためのツールボックスを用意している。デューデリジェンスプロセスは標準化されているが、プロセスの順番はある程度柔軟である。このツールボックスは常に更新され続けている”(米国、テクノロジー)

“我々は M&A における判断基準を持っているが、文書化しているものとそうでないものがある。ディールに必要とされるコア能力を示すケイパビリティ・マップもある。毎年個々人のディベロップメント・プランを作成し、事業計画のモデリングやケーススタディを学ぶ研修を実施している。さらに、人材を異動させ、例えば財務部に送って、異なるプロジェクトを経験させたりしている”(欧州、ヘルスケア)

欧州の M&A 経験豊富な企業からは M&A に初めて関与するメンバーには M&A プレイブックやテンプレートは有効であるが、M&A には柔軟性が求められるので、これらのツールに固執することも良くないとの指摘があった。一方で国内ワークショップでは、

“日々、仕事に忙殺されていて、なかなかノウハウをまとめる時間が確保できない”(国内ワークショップ)

“全社的に誰でもどの仕事もできるように、自らの業務内容をシステムに入力しているが、デューデリジェンス時に確認すべきポイントが一覧化されたリストがあるわけでもなく、外部からアドバイスをいただきながら、気づいた時に適宜追加している状況。マスターがあると良いが、時間がない”(国内ワークショップ)

といった声もあった。人材不足からなかなか **M&A** にかかわる経験を整理しノウハウを蓄積する取組に着手できていない参加企業が多いと想定されるが、プレイブックやテンプレートを整備することで効率的に対応しようとしている取組もあった。

“**M&A** に十分に対応できる人材がいないため、マニュアルで対応しようと考えている。現在外部アドバイザーの支援を受けてプレイブックや **PMI** 管理ツールを作成し、体制を整備している”(国内ワークショップ)

コラム：人事ローテーションは海外 M&A になじまない？

日本企業では、一定期間ごとに部署異動を行う人事ローテーション制度を採用している企業も多い。人事ローテーション制度には社内外における様々な業務を経験させることによって将来の幹部候補を育成することや、業務の適正を見極めるため若いうちに複数部署を経験させるなど、様々な目的がある。特に、海外拠点への派遣はグローバル経営人材を育成することに有用な面がある。他方で、こと海外 M&A に関しては、海外座談会および国内ワークショップにおいていくつか課題提起もされており、ここでいくつか紹介したい。

(1) 対象国にかかわる知見蓄積

海外事業を展開するに当たっては、対象国における市場、慣習、文化等を十分に理解することが重要であり、海外 M&A を実行する際にもあてはまる。例えば欧州においては、日本から見ると「欧州」として一括りにされることが多いが、欧州各国ごとに歴史も異なれば、ビジネス慣習もそれぞれに異なるため、それぞれの国に対する知見を有する人材を自社として継続育成するとともに確保しておくことは有益である。欧州の有識者からは、日本企業の人事ローテーションの結果、ビジネス展開をしている国に対して知見を有し、本社と連携できる人材が計画的に育成・確保されない結果となっているという声が聞かれた。

“日本企業も人事ローテーション制度さえなければ、欧州各国の商慣習や文化についての多くの知見が溜まるはずなのに、非常にもったいない。日本企業の人事ローテーションも見直すべきではないか” (欧州、有識者)

“PMI では、各機能別にプロとプロでの真剣勝負が行われるべきである。現在の日本の人事ローテーション制度では短期の経験・知見にとどまり、対象会社の目線では継続性に欠けるところがあるため、出向からグローバル採用への切り替え等も考慮した人事ローテーション制度の見直しも必要ではないか” (欧州、有識者)

また、欧州座談会に参加した日本企業が買収した企業の外国人経営者からは、日本の人事ローテーションにより駐在員が数年で入れ替わることに對して、以下のような声が聞かれた。

“私は日本人スタッフの定期的なローテーションに非常に苦勞している。ドイツにおける法律や規制等の現地でビジネスを進めるに当たってベースとなる知識等を伝えているが、駐在員が入れ替わる度にそれを一から説明しなければならぬ…” (欧州、外国人経営陣座談会)

これらの声は、駐在員間の引き継ぎという問題かもしれないが、やはり現地のビジネス慣習などすべてを伝達することは実際には困難であろう。

(2) 駐在員の帰任後のモチベーション

日本企業が海外企業を買収した際、CFO や COO といった上位の役職あるいはマネジメントの横で経営管理のサポート役として、自社従業員を派遣することは多い。日本人駐在員による海外座談会では、駐在員は海外企業のマネジメント人材として大きな責任を負い、多くの苦勞をしながらも、様々な経験を積むことができるため、非常にやりがいを感じるといった声が聞かれた。

“デューデリジェンスも **PMI** も両方担当し、**PMI** 担当として一人で英国にきた。自分自身としては初めての経営経験のため学んでいるからいいと思っており、現地でのやりがいを感じている”(欧州、日本人駐在員座談会)

一方、人事ローテーションの一環として、日本へ帰国した後に就く仕事の責任レベルが駐在員時代と比べると低く、モチベーションが下がってしまうケースも見受けられる。結果として帰任後、若しくは帰任を待たずして退職してしまい、非常にもったいないという声も聞かれた。

“日本に帰国しても海外で苦勞して獲得した知見を本社で生かすことができない。自分自身も(今のところ)日本に戻るつもりはない。そのため辞める人が多く、会社としての知見が蓄積できなくなる。これまで海外駐在を経験した人材をうまく活用して伸びている会社をあまり見たことがない”(欧州、日本人駐在員座談会)

個々の会社によって、駐在員に対する処遇には差があると思われるが、例えば帰任後も重責ある仕事に就かせるなど、モチベーションを高く維持するための施策を検討することも必要かもしれない。グローバル企業で取り入れられているリーダーシップ育成プログラムのような人事制度を活用するなど、帰国後の駐在員の処遇は検討すべき事項と考えられる。

(3) M&A 人材の育成

M&A 業務はファイナンスや法務等の専門知識に加え、交渉スキルやプロジェクトマネジメント力が要求され、他の業務と比較して広範かつ高度な知識・スキルが求められる。そのため、日本の短期間の人事ローテーションになじみにくい側面がある。今後、M&A を自社戦略の一環として活用していくのであれば、ローテーションの期間を長めにすることや、事業部門間のローテーションが本当に必要なのか、改めて検討することが必要となろう。また、M&A 人材を育成することは、将来の経営幹部育成にもつながるため、買収先子会社への出向については、長期的な人材育成の視点に立って、人員選定、ローテーション期間を決定することが必要である。

4. 対内直接投資の状況から考える日本企業やビジネス環境の課題と期待

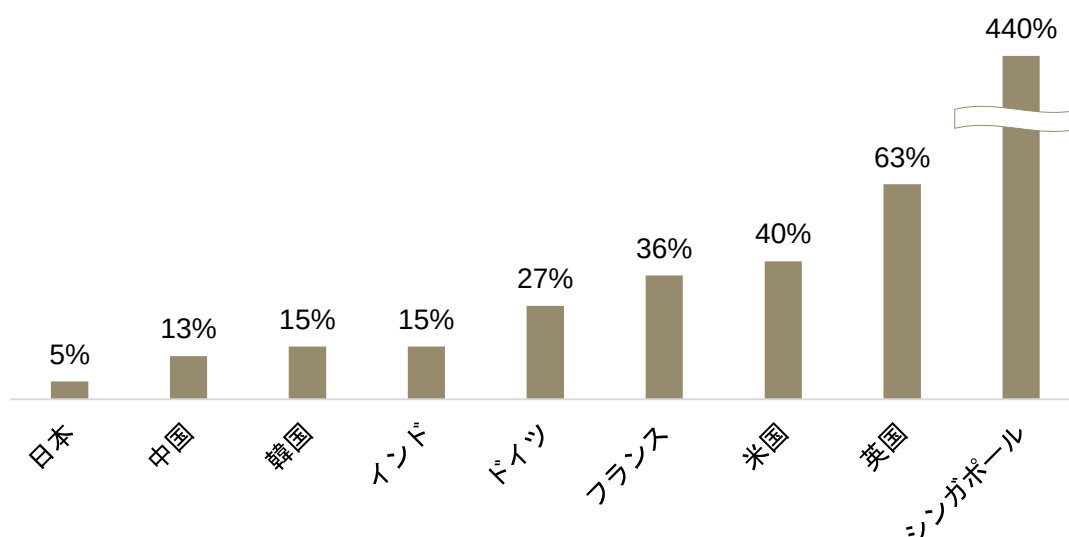
日本の対内直接投資は、その経済規模から見て、諸外国と比べて低い水準に留まっている。対内直接投資の水準が低い要因は様々考えられるが、今回の M&A 経験豊富な海外企業、外資系 PE ファンド、有識者のインタビューにおいては、言語やコミュニケーションの難しさ、日本企業固有の商慣習、独自の経営制度や仕組みなどが、日本への投資を行う際の阻害要因になるとの指摘があった。また、諸外国に比べて硬直的な人材市場や人事制度なども日本への投資に影響しているとの声もあった。これらの課題は、日本企業が海外 M&A を行う際に直面する課題と共通している。また、対内直接投資が低いレベルに留まる一つの要因として、日本企業に戦略的な事業売却の考え方が浸透していないことも挙げられる。

4.1. 対内直接投資の現状

(1) 対内直接投資残高の水準

日本における対内直接投資残高は、国際的に極めて低いレベルに留まっている。2017 年末の残高は過去最高の 28.6 兆円となったが、国際比較においては依然低い水準となっている。対内直接投資残高における GDP 比率は 5.2% であり、主要国との差は非常に大きい。

<図表 10> 対内直接投資残高 GDP 比率 国際比較 (2017 年末)

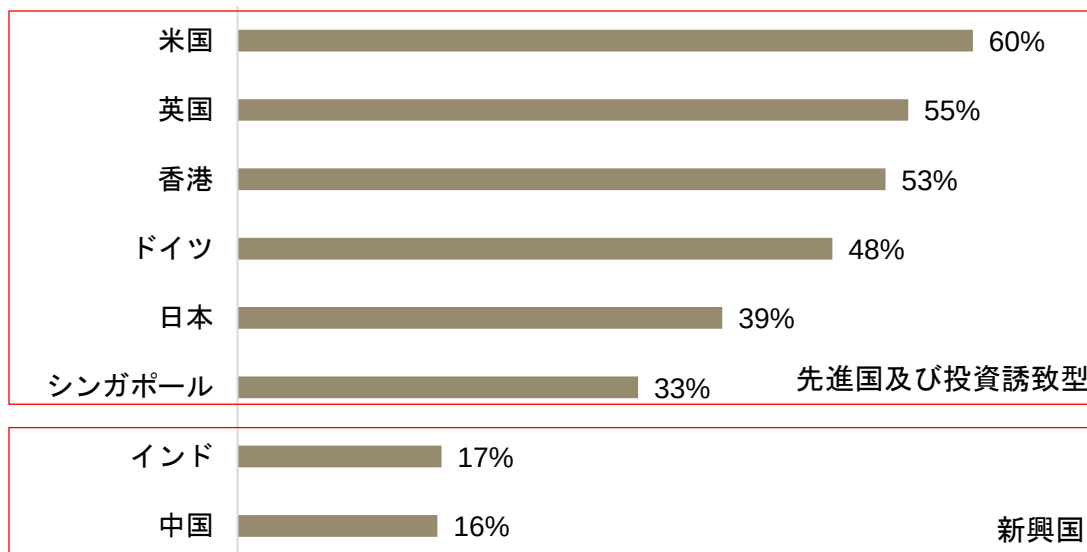


出典：日本(残高)：財務省「対外資産負債残高統計」(2018 年 5 月改定値)
日本(GDP)：内閣府「国民経済計算」(名目暦年 GDP、2018 年 5 月公表値)
各国およびランキング：UNCTAD「World Investment Report 2018 (Country fact sheet)」
※各国ランキングについては、一部自治領等を含む。

(2) 対内直接投資額に占める M&A 型投資の割合

対内直接投資の形態は、グリーンフィールド (GF) による投資と M&A による投資の二種類に分けられるが、先進国の方が対内直接投資額に占める M&A 型投資の割合が高い傾向にある。その理由として、先進国は新興国と比べ M&A に関する法整備等の投資環境が整備されていることに加え、新興国では M&A の検討や実施に当たって、投資環境・汚職、不正等が障害となっている可能性が考えられる。日本の場合、米国や英国と比較して、対内直接投資額に占める M&A 型投資額の割合が低いことが特徴として挙げられる。

<図表 11> 調査対象国⁷における 2008 年～2017 年の M&A・GF 型投資の合計に占める M&A 投資割合



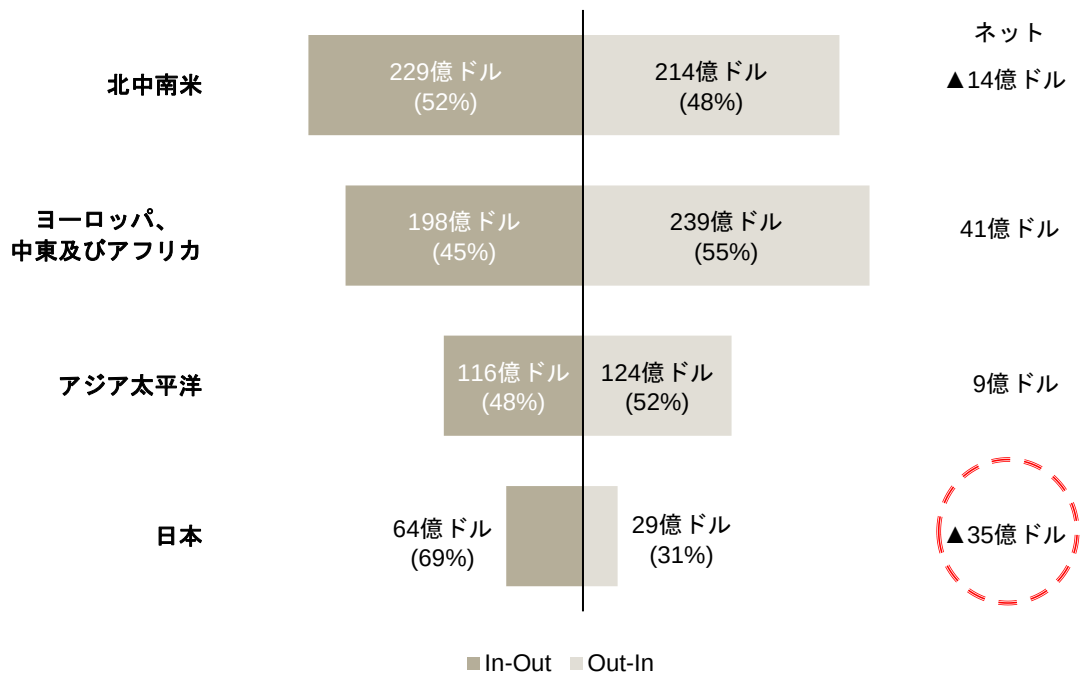
出典: UNCTAD のデータ (the World Investment Report) に基づき、PwC アドバイザリー作成

(3) M&A 取引金額の地域比較

グローバルな競争環境での有効な戦略手段との認識から、日本企業による積極的な In-Out M&A、つまりは資本の流出は拡大傾向である。下記は直近 2 年における In-Out および Out-In M&A の取引金額の地域比較を行っている。ネット取引で見ると、他地域に比べて日本の資本流出が顕著である。積極的な海外買収に対して、海外企業による日本企業の買収案件が少ないことが言える。

⁷ 脚注: 添付資料で調査対象とした国と同様。日本及び日本のベンチマークとなりうる諸外国として、日本、米国、英国、ドイツ、シンガポール、インド、中国、香港の 8 か国 地域を対象とした。

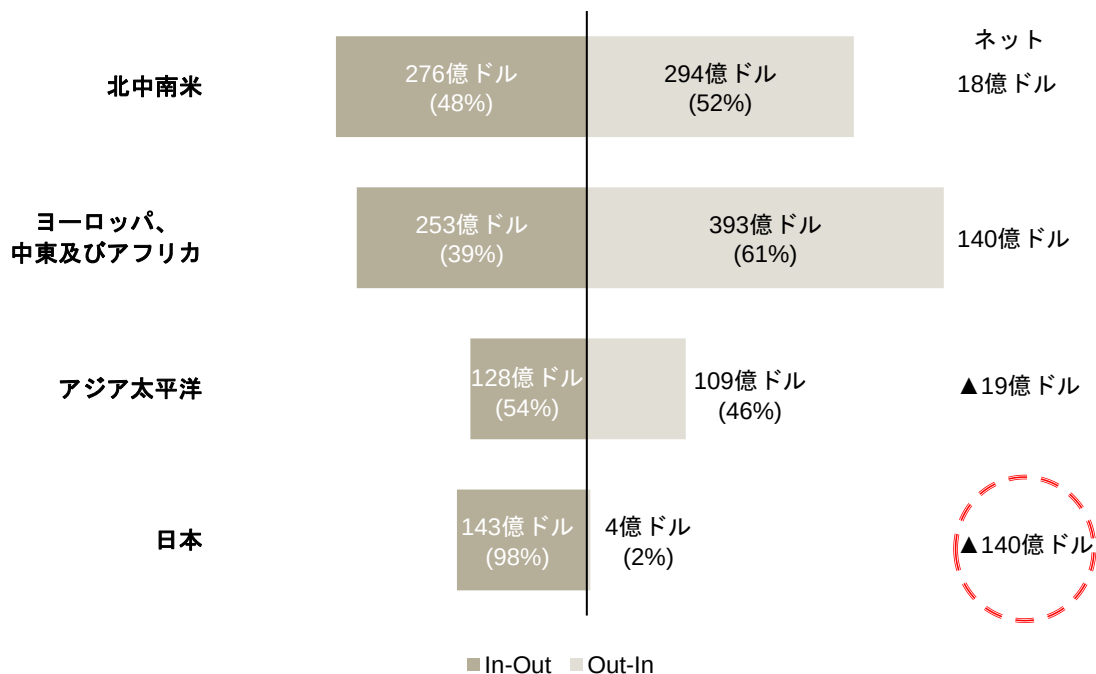
<図表 12> 2017 年 In-Out(日本→海外)取引フロー・Out-In(海外→日本)取引フロー対比



出典: トムソンロイターのデータに基づき、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成

脚注: (1) 取引金額が 100M 以上のグローバル公表 M&A 取引を含む。完了前案件については想定取引金額ベース。公表後中止となった案件は含まない (2) 上記地域外からのフローは含まない

<図表 13> 2018 年 In-Out(日本→海外)取引フロー・Out-In(海外→日本)取引フロー対比



出典: トムソンロイターのデータに基づき、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成

脚注: (1) 取引金額が 100M 以上のグローバル公表 M&A 取引を含む。完了前案件については想定取引金額ベース。公表後中止となった案件は含まない (2) 上記地域外からのフローは含まない

4.2. 日本企業およびビジネス環境の課題と期待

海外から日本へ投資を行う際に障壁となっていることは何か、また魅力は何か。M&A 経験豊富な海外企業、外資系 PE ファンドおよび有識者からのインタビュー結果に基づき、日本企業および日本のビジネス環境を 2 つの視点で整理したい。

4.2.1. 日本企業およびビジネス環境に対する課題

「3.1. グローバル経営力・体制の備え」では、海外企業の買収を行い、買収後の経営に備えて求められるケイパビリティとして、「伝える力」、「言語力」、「異なる企業文化の適合力」について述べた。これらは日本国内で海外企業とビジネスを行う上でも共通の課題と考えられる。海外企業は日本企業をどのように見ているのだろうか。M&A 経験豊富な海外企業、外資系 PE ファンドおよび有識者からのインタビュー結果で得られた、投資対象としての日本企業および日本のビジネス環境に対する声を紹介したい。

(1) 日本企業の課題

海外企業が日本企業と事業を行う、あるいは買収後に協働して事業を実施する場合には日本企業の慣行・文化面が大きなハードルになる。例えば、合議制や根回しなどによる日本独自の意思決定は非常に時間を要するため、海外企業が事業を行う際の障壁となることがよくある。以下は今回のインタビューでの声である。

“ビジネスを実行する上で、文化面では日本企業とは非常にやりづらい” (米国、製造)

“日本人は、最初から詳細をすべて把握しようとするが、もう少し柔軟になった方が良いかもしれない” (米国、製造)

“ディール実行時には、意思決定スピードが一つ重要なポイントとなるが、日本企業の意思決定スピードは決して早くはなく、売手にとっての障害となる可能性がある。日本企業の意思決定は、慎重で必ずしも意思決定スピードが最優先事項ではないという認識である” (米国、製造)

また、言語や文化が異なることで生じるコミュニケーションの誤解も、海外企業が日本で事業を行う際の課題であり、以下のような声が聞かれた。

“英語を話せる人材が多くないことは課題と思われる” (アジア、有識者)

“日本における課題は文化と言語。英語を話せる日本人が少ない” (アジア、製造)

“投資を実行しようとなると、日本語の壁から、現地で日本語を話す人材を採用する必要があることが障壁となっている” (アジア、テクノロジー)

“No と言うことを恐れる必要はなく、Yes / No を明確にすることが重要” (米国、製造)

これら海外企業等からの指摘は、海外 M&A に当たって日本企業が直面する「伝える力」、「言語力」、「異なる企業文化への適合力」が不足しているという課題と共通である。例えば、日本企業に買収された海外企業は、日本企業の企業文化を特殊と捉えており、「意思決定に時間がかかる」、「衝突を避ける」といった企業文化の違いを日本企業と PMI に取り組む上での課題として挙げるコメントがあった。グローバル化の進展に伴い、日本企業が海外 M&A などを通じて海外市場に進出する際にはもちろんのこと、国内で海外企業と共にビジネスを行う上でも、英語でコミュニケーションをとることのできる体制や自社の組織文化への客観的な理解を備えておくことが求められる。

一方で、「日本とのビジネスでは時差と言語の点は問題だが、グローバルでビジネスを遂行する上では普通であり日本固有の問題ではない」と評価する声もあった。日本だけではなくグローバルにビジネスを行う上では、言語や文化面の違いは、どの国の企業でも抱えている共通の課題である。決して萎縮することなく、海外企業と同様に課題に対応しながら、チャレンジしていく姿勢が必要となるだろう。また、外資系 PE ファンドからは日本企業は経営に課題があるとの指摘もあった。これは、次項で詳述するが、経営層が株主価値の向上に責任をもつ構造が欧米企業に比べて弱いことが一因として挙げられる。

“日本の経営者は「自社をどうしたいか」の発想をしっかりと持っているケースが非常に少なく、自立的な目標を有していない”(外資系 PE ファンド)

“良いモノ、良いサービスモデルを提供する日本企業はたくさんあるが、上手くマネジメントができていない経営者が多い”(外資系 PE ファンド)

“全般的に株主価値向上に対する意識の欠如が散見される。むしろ任期中に失敗を起こさないことへの関心が高いように受け取れる”(外資系 PE ファンド)

“経営者の高齢化に伴い、自らが経営者の間に果敢なリスクをとるキャリア上のインセンティブが薄れている”(外資系 PE ファンド)

(2) 日本のビジネス環境に対する課題

ビジネス環境について、市場の閉鎖性や人材の流動性といった点がまずは課題として挙げられる。海外企業にとって、日本市場は日本企業が日本語を用いて行うビジネスが大部分を占めており、参入しづらい閉鎖的な市場と見られている。実際に海外企業が日本で事業を始める、あるいは日本企業と協働する際は言語の課題が生じる。したがって、日本語と英語が堪能な人材の獲得を試みるが、ここで直面するのが日本の人材市場は流動性が低いことである。なかなか適切な人材獲得ができず、結果的に日本市場への進出を踏みとどまるとの声も聞かれた。

“日本市場は閉鎖的と認識している”(アジア、テクノロジー)

“日本は非常に教育レベルの高い労働力を有しているが、人材の流動性の低さから海外企業にとっては魅力的ではない”(アジア、有識者)

“日本における雇用制度と労働市場の硬直性が外資系企業の足かせとなっている”(アジア、有識者)

“優秀な人材は大企業に入り、国内企業数の99%を占める中堅・中小企業には人材の流動化がないため、グローバル経営に対応できる人材がいない”(外資系PEファンド)

“欧米は「戦略」-「組織」-「人材」といった経営意識の高いCEO人材を増やす役割をMBAが担っている。グローバルに人材を集めて各人材がコネクトする、いいエコシステムがあるが、日本ではこのようなシステムが欠如している”(外資系PEファンド)

また、人材の流動化が進まない背景には日本独自の人事制度が起因しているとの指摘も挙げた。

“人材の流動化に対応できる年金システムや報酬制度の仕組みが整っていない”(外資系PEファンド)

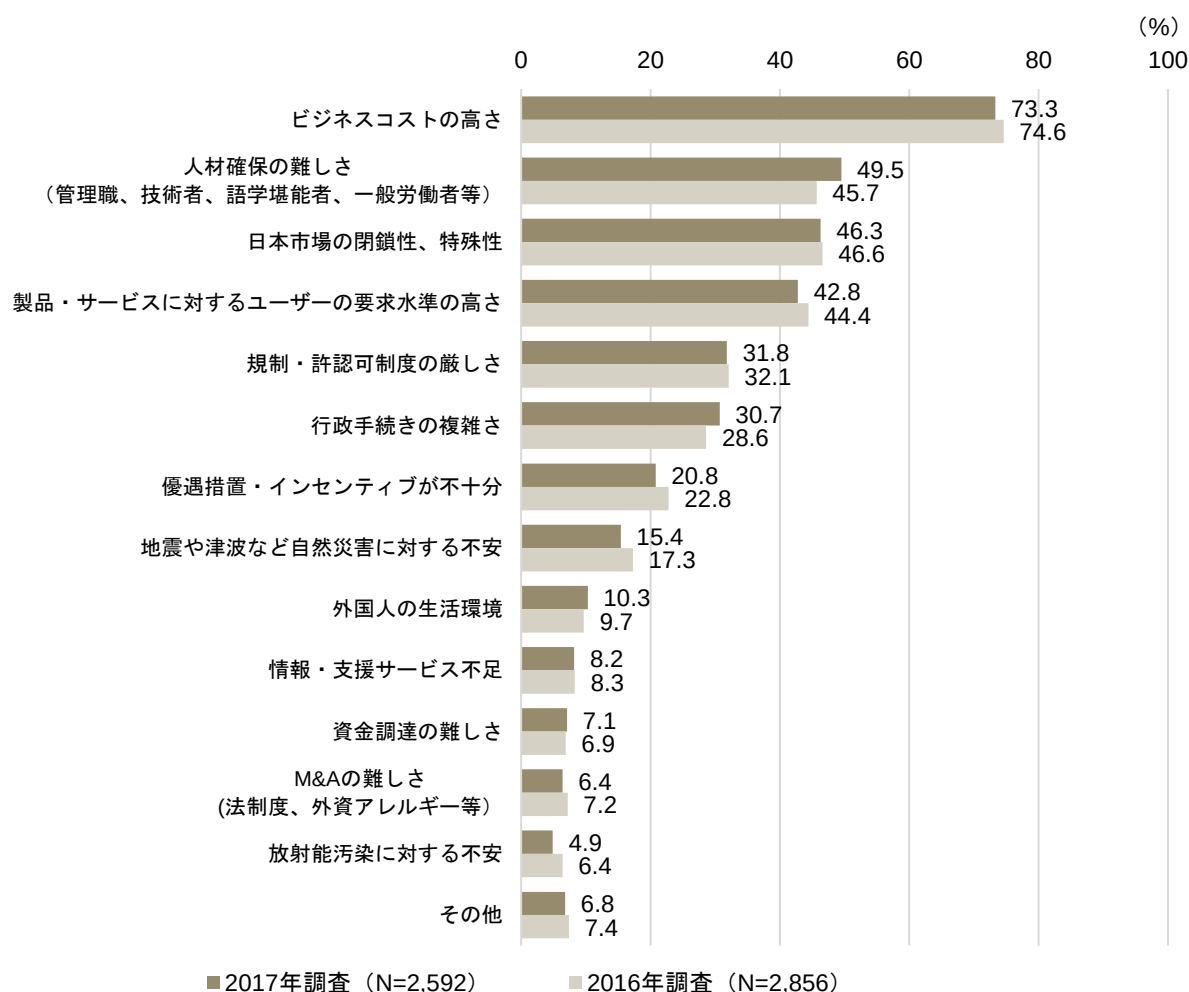
“年齢が上がっていけばポジションが上がる人事構造は日本独特である”(外資系PEファンド)

日本のOut-In M&Aの閉鎖性を象徴する欧州の製造会社のインタビュー内容を紹介したい。日本には関心があるが、なかなか情報が取得できず市場に参入できない実情を表している。

“我々はグローバルでM&Aを展開しているが、一国だけM&Aの機会に恵まれていない国がある。それは日本であり、日本市場の売却案件は閉ざされているように思える。どのように日本で売却案件情報を獲得できるのか教えて欲しい”(欧州、製造)

なお、今回のインタビューで得られた声は、下図の経済産業省の外資系企業動向調査の「日本で事業展開する上での阻害要因」とも整合するものである。

<図表 14> 日本で事業展開する上での阻害要因



出典:経済産業省(2017).第51回外資系企業動向調査(2017年調査)

また、「3. 海外 M&A(In-Out)における日本企業の課題と克服の可能性」で述べたとおり、グローバル企業の多くはコーポレートガバナンスの意識が高く、株主への説明責任を果たすため、資本コストも踏まえた収益計画や資本政策の目標を示し、事業ポートフォリオの見直しや投資の意思決定を行っている。経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある業績に連動した報酬制度の設計をしており、現金以外にも株式報酬の付与も行うのが一般的となっている。比べて日本企業には、コーポレートガバナンスの浸透が不十分との指摘もあり、このことが日本のビジネス環境の課題にもなっていると考ええる。

“より高いコーポレートガバナンスの浸透が必要。取締役会や経営陣は株主価値向上に対して、より強い自覚と責任を有するべきであり、透明性を持って十分な情報開示体制を構築すべき”(外資系 PE ファンド)

人材の流動化、年金システムや報酬制度などの人事制度改革、コーポレートガバナンス改革は短期的に変えられるものではない。しかしながら、日本企業のグローバル経営力獲得に向けて底上げを行うのであれば、政府の後押しによる

大胆な制度改革も必要となる。日本企業がグローバル化することで、海外からの日本への投資活動の活性化も期待できるであろう。

4.2.2. 日本企業およびビジネス環境に対する期待

日本企業およびビジネス環境については、課題がある一方で、海外企業から期待が寄せられているのも事実である。日本に進出する海外企業とビジネスを行う際には、海外企業から高く評価される側面がある点を認識することも重要であろう。日本企業およびビジネス環境に関する期待の声を紹介したい。

(1) 日本企業に対する期待

日本企業に対しては、高い教育レベルの人材が多く、仕事の質が高いこと、高い技術力を有することを理由に協働することや投資することへの期待がある。特に、技術の領域に関しては、依然日本の強みとして各国で理解されているようである。

“日本企業は、高い教育レベルの人材とその人材に支えられているテクノロジーに強みがあると認識している”(米国、製造)

“インドを理解し、インドの発展を助けてくれているので、日本を尊敬している。また、日本企業は最高の技術を保持しているので、是非ビジネスを共に行いたい”(アジア、製造)

“日本人は、インド人同様に長期的視野に立ち金銭的価値以上の深い価値観を持っている。そのため、JV を設立してうまくいっているのは、日本企業との JV のみである”(アジア、製造)

“日本ではデータセンター、またはAI・機械学習・ソフトウェアサービスといったテック関連領域に関心を持っている”(アジア、テクノロジー)

“日本は素晴らしい技術を有しており、自社取引先で最も信頼できるサプライヤーは日本のサプライヤーだ”(米国、製造)

“日本企業の素晴らしいところは従業員のロイヤリティの高さ”(外資系 PE ファンド)

“(日本は投資ポテンシャルの観点で)非常に期待されている。ここ最近 20 年弱の中で、日本企業の品質の高さに対する評価が本当に高まってきており、ポテンシャルのある国として再認識されている”(外資系 PE ファンド)

また、こうした優れた人材が、結果として、良いモノ・サービスを生んでおり、同時に知的財産における信頼性も獲得している。

“良いモノ、良いサービスモデルを提供する日本企業はたくさんある”(外資系 PE ファンド)(一部再掲)

“知的財産について、日本企業の信頼性は他国と比較して、非常に高い”(米国、製造)

外資系 PE ファンドからは

“優秀さ、クオリティでは日本は一番だ。特に中間層以下は極めて優秀であり、経営のやり方によってはもっと伸びる企業はたくさんある”(外資系 PE ファンド)

と非常に勇気付けられるコメントもあった。改めて自社の強みを整理してみてもどうか。

(2) ビジネス環境に対する期待

日本のビジネス環境に対しては市場規模とその成熟度を背景として、海外企業からは高い評価を得られている。また、外資系 PE ファンドは、潜在的な事業承継案件や大企業からのカーブアウト案件などが増加していることから、日本を魅力的な市場と捉えており、外資系 PE ファンドによる日本企業への投資機会の増加も想定される。

“自社にとって、日本は常にその市場規模から戦略的な重要市場である”(米国、サービス)

“魅力的な規模かつ洗練された市場である。加えて、日本の労働者のスキルも高い”(アジア、有識者)

“非常に成熟したビジネス文化を持っており、ビジネス環境はよいと認識している”(米国、ヘルスケア)

“アジアに関していえば、ネガティブな情報を耳にすることが多いが、日本市場についてネガティブな情報はあまり聞かない”(米国、サービス)

“日本では事業承継にファンドを活用する認識が定着した。競合他社に売るくらいなら、ファンドに売るという考えも良く聞くようになった。東京、大阪はもちろんだが、地方にも浸透していると思う。この流れは、社会全体の高齢化の進行に伴い10年以上継続するであろう”(外資系 PE ファンド)

“(日本は投資ポテンシャルの観点で)非常に期待されている。日本の企業の品質の高さに対する評価が本当に高まってきており、ポテンシャルのある国として再認識されている。大企業の子会社がいよいよ動き始めようとしている。後継者不在企業の受け皿として PE ファンドの存在感が高まりつつあるといった、これまでの鈍い動きが徐々にではあるがいよいよ動き出しているのを感じる”(外資系 PE ファンド)(一部再掲)

日本の大手企業からのカーブアウトや事業承継の案件は今後も増大していくであろう。その背景には、日本版スチュワードシップコードの浸透により、投資家の立場から投資先の企業価値向上に取り組んでいることや、ROE 重視の外国人投資家による株式保有比率の増加などにより上場企業に対する企業価値向上へのプレッシャーが増大していることが挙げられる。これにより、親会社・本社が、子会社・事業部門のカーブアウトを検討する局面は、今後も増加するであろう。また、中小企業のうち 127 万社で現在後継者不足の状態にあり、2025 年に 6 割以上の経営者が 70 歳を超える「大

廃業時代」とも言われる日本⁸では、事業承継を求める企業が後を絶たないであろう。日本企業が置かれているこのような状況の変化を乗り越えるには、PE ファンドも含め、海外投資を受入れながらグローバルスタンダードを獲得することも手段の一つである。

4.3. 海外投資受入れによる経営変革

日本企業がグローバル経営に転換する契機として、海外企業からの出資を受入れることも有効である。ここでは外資系 PE ファンドを株主に迎えて、経営変革が行われた日本企業の事例を紹介したい。

(1) ドメスティックからグローバルへ

ある地方のヘルスケア関連の企業では、創業から 20 年で売上高約 160 億円、従業員数は約 600 人まで成長していたが、創業者の後継者が不在であり、事業承継が課題となっていた。そこで創業者は外資系 PE ファンドへの全株式の売却を決断し、創業者自身が願っていた海外展開を通じて会社の持続的な成長を目指す選択、ドメスティックからグローバル企業への変革を行った。

創業者の強いリーダーシップの下で成長してきたため、社員はトップが決めたことを粛々とこなすという企業文化であったが、外資系 PE ファンドの傘下に入ることで強いガバナンスチェック機能によるプレッシャーを受け、成長への強いコミットメントと責任を持たされるようになった。一方で、成果報酬型インセンティブの仕組みが導入され、自らが考えて行動する企業文化へと変わっていった。具体的な施策として、外部から招へいされた社長は、CFO や人事、研究開発、生産、営業のトップを次々と社外から採用し、年功序列的であった給与制度を実力主義の制度に切り替え、成果を上げた者が報われる公平で透明性の高い人事制度を導入する等、外部の経営人材と長年経営を支えてきたベテラン経営陣が協力して、チャレンジを奨励し、成功したら賞賛、失敗しても次に活かすという新しい風土が生まれるようになった。また、外資系 PE ファンドが社外取締役として取締役会に参加し、厳しい質問・疑問を投げかけることで、グローバル企業へ移行する経営力を鍛え、体制整備を進めた。

同社は、外資系 PE ファンドの有するブランドとネットワークを生かし海外販路の拡大を進め、買収当初 5% 程度だった海外売上高比率は外資系 PE ファンドが経営に参画してから 3 年で 10% を超えるほどに成長した。中長期的には、30% 超を視野に入れるまでになり、創業者が思い描いていたグローバル企業への転換が進みつつある。

(2) 戦略・組織・人材の強化による変革

ある地方の食品製造会社は後継者不在から、事業承継の一環として外資系 PE ファンドの出資を受入れた。投資受入れ前は 65 歳の社長が PL の数字についても部長以下に一切共有せず、社長のマイクロマネジメント一本で効率的に経営がなされていた。ファンド投資後は、10 年後の目指す姿から逆算して、「戦略→事業計画→アクションプラン」を策定して、経営、組織、人材の改革に着手し、対応する資本政策の立案を行っていった。地元地域に留まっていた市場を全国区レベルに、そしてグローバルに展開することを中長期の目指すべき姿と定義した。具体的には以下のような施策を実行した。

- ミックスパック野菜事業への集中投資と本格参入(新工場設立)
- マーケティング・ブランディングの強化

⁸ 脚注: 日本経済新聞(2017). 大廃業時代の足音 中小「後継未定」127 万社 (2017 年 10 月 6 日朝刊)

- 予算設定による営業成績管理
- 直行直帰の営業から定例会議を開催し、データに基づいた営業管理体制の確立
- 大手食品会社からの経営陣・マネージャーの補強

また、「見える化」にも着手し、企業活動における販売、製造、予算などの情報を社員がリアルタイムに共有できるようになり、今何が起きているのか、次に必要なアクションは何かを考え、実行させる **PDCA**(計画、実行、評価、改善)体制を整えた。今後はアジア進出を検討し、グローバル化への一步を踏み出そうとしている。

(3) 海外 M&A によるグローバル化

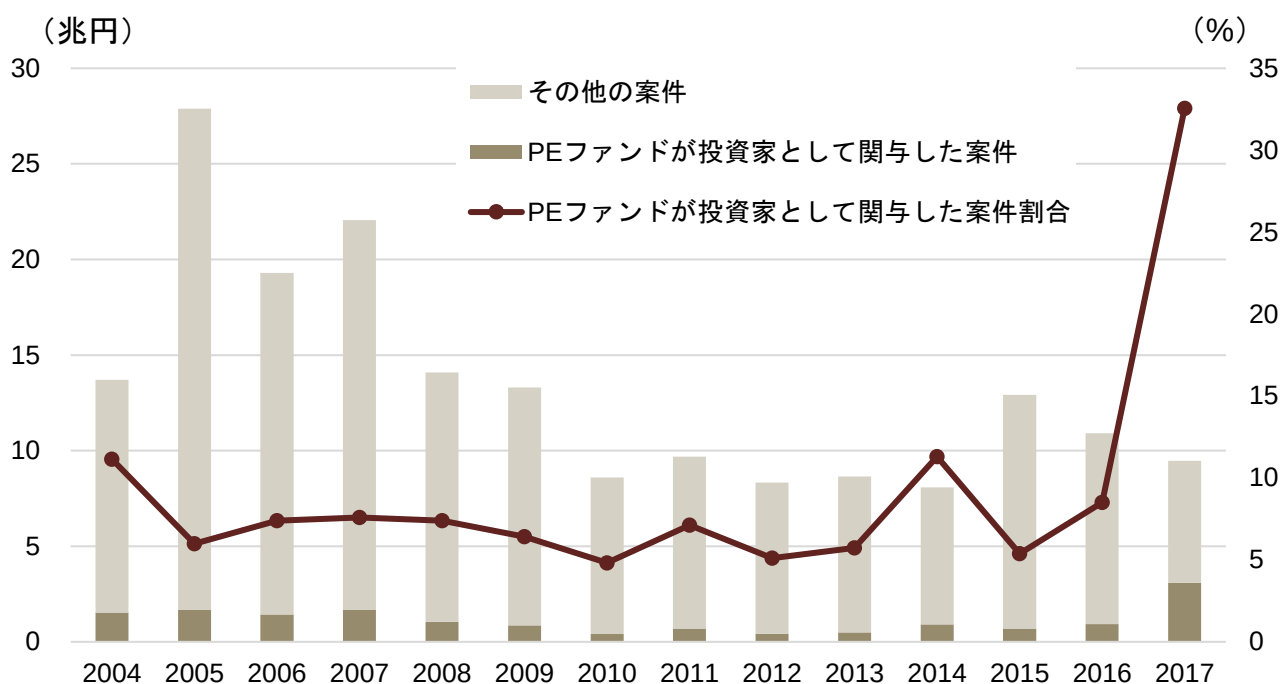
大手製造業が外資系 **PE** ファンドの出資を受入れたケースでは、欧米企業に対する海外 **M&A** を実行し、真のグローバル化を進めている。最初の改革は人事報酬制度であった。欧米の被買収企業のマネジメント・従業員が日本企業グループの一員となった場合、平均的な欧米企業と日本企業の報酬水準とを比較した際に生じる報酬格差は、グローバル本社となる日本企業のマネジメント・従業員のモチベーションの低下につながると考えたためである。そこで **EBITDA** をベースとした共通の **KPI** を設定し、年次、長期の変動報酬を導入した。従業員自身に対しても長期インセンティブとしてのストックオプションの付与も行った。次に、設定した **KPI** に対する「事業グループの **EBITDA** がいくらか」、「自分が責任を負うべき数字は何か」ということが容易に把握できるよう、管理会計・**IT** システムを強化して、一本化を行った。このような取組を一年かけて行い、欧州企業の買収を行った。この買収は非常に戦略的で、両社の強みと弱みを事業ごとに比較分析し、強みのある会社が当該事業をリードする方針を打ち出した。また、両社が合わさることで売却価値の出る事業もあり、売却することを前提に買収を行った。このようなダイナミックな取組はなかなか日本企業だけではできないものと考えられる。日本企業の場合は、売却することを前提に買うことや、自分たちが買うのに買収先がその事業のリーダーになるなどは、割り切れないところもあるのではないかな。このような大胆な変革により、同社は真のグローバル企業へと変革を遂げつつある。

例え外国資本であっても、多くは日本オフィスで働いているグローバル経営に精通した日本人であることから、グローバル化に向けた経営変革を行うパートナーとして、グローバルで展開する **PE** ファンドを迎えることも一つの有効な施策と考えられる。

コラム：プライベート・エクイティファンドの動向

下記は PE ファンドが関与した国内投資金額の推移である。2017 年は東芝メモリのベインキャピタルを軸とする企業コンソーシアムへの売却(2 兆円規模)が大きく数字を押し上げているものの、国内企業が対象となった M&A 案件における PE ファンドの関与率は 5%~10% 程度であり、一定の存在感があることが見られる。ただ、投資金額としては決して大きくはないのが現状である。

<図表 15> PE ファンドが関与した国内投資金額の推移



出典:ディールロジック社提供のデータベースによる情報を元に PwC 作成(公表ベース)

かつて日本企業においては、PE ファンドに対して一種のアレルギー的な抵抗を持つ時代もあったが、今回のインタビューから、PE ファンドに対して日本企業が抱く印象は大きく変化していることがわかった。

“5 年前、買収先企業の組合の委員長には、「ハゲタカを見るのは初めてです」とてらいもなく言われて、言われたこちらが恐縮してしまったことがある。しかし、5 年間でかなり変わった。事業会社から「興味がある」、といった声掛けをいただけるようになった。ファンドの印象がかなり良くなったのかもしれない”(外資系 PE ファンド)

“10 年前は投資ファンドと一緒にビジネスすることは想像もつかなかったと思うが、投資実績が積み上がり、「投資ファンドと一緒にやっていくことがビジネスの拡大に繋がる」という理解に繋がった”(外資系 PE ファンド)

と言った PE ファンドの認知度が向上したことが伺える。また、PE ファンド側としても、増加する事業承継案件や、大企業からのカーブアウト案件など日本を魅力的な市場と捉えており、PE ファンドによる日本企業への投資機会の増加も想定される。

4.4. 事業売却を含む M&A 戦略への転換

M&A 経験豊富な海外企業のインタビューにおいて度々言われたのが、M&A は買うだけではなく、事業売却の視点を忘れてはならないとの声であった。彼らにとって、M&A とは、単なる買収ではなく売却を含む。事業売却を決める基準は企業によって異なるが、グループ傘下にいることによって生じるディスシナジーやシナジーが期待できない事業、戦略面での適合性がなくなった事業、財務面での収益性が悪化した事業を対象としている。さらには買収に伴う資金調達手段として、売却というオプションが M&A 戦略に組み込まれている。

“M&A を活用することで事業を将来的に持続可能にしている。持続可能性は変化し続けることでもたらされる。最も重要なのは多様化である。M&A は買収だけではなく、売却でもある。いくつかの M&A で失敗してしまったので、それらのビジネスを売却している” (アジア、製造)

M&A 経験豊富な海外企業は戦略および財務視点でポートフォリオを定期的にレビューし、必要に応じて買収した事業の撤退・売却も検討する。買収と売却をうまく活用して、事業環境にあった自社の戦略を描き、持続的な成長を遂げようとしている。例えば、今回インタビューを行った米国の製造会社では毎年各事業の成長戦略を見直し、買収案件の評価として、リターンと資本コストを比較している。欧州の製造会社も、買収案件の評価とポートフォリオを度々見直し、必要に応じて事業価値が高いうちに売却を行うことを目指している。事業売却が企業価値に与える影響と実行における難しさを認識している M&A 経験豊富な海外企業の中には、事業分離・売却専門のチームを自社内に抱え、ベンダー・デューデリジェンス⁹を実施する等、売却のための体制と方法論を確立している企業もある。事業売却は入念な事前準備が必要となるため、より経験のある企業が成功しやすい傾向にある。インタビューの中では、大規模売却案件に際して、準備の一環として数百ページの事業分離計画を作成している企業もあった。また、今回インタビューを行った米国の製造会社は、事業売却を通して経営層が客観的に事業を評価して投資家の視点を持つことができたため、売却を「Healthy Exercise (健全な取組)」と表現し、次のようにコメントしている。

“我々はある非中核事業を売却した。売却の決定を下すと同時に最大の課題となったのは、その切り出し作業であった。我々は CEO とかなりの時間をかけて、売却対象事業にありながらその売却を支援できる重要な人材を特定した。コーポレート・チームは、細かく複雑なプロセスとなり得るカーブアウトにおいて、より実践的な役割を果たす必要がある。売手として売却取引をクローズした結果、事業売却のプロセスにおいて、経営陣は当該事業を外部株主として評価する必要があるということを理解した。それは健全な取組であった” (米国、製造)

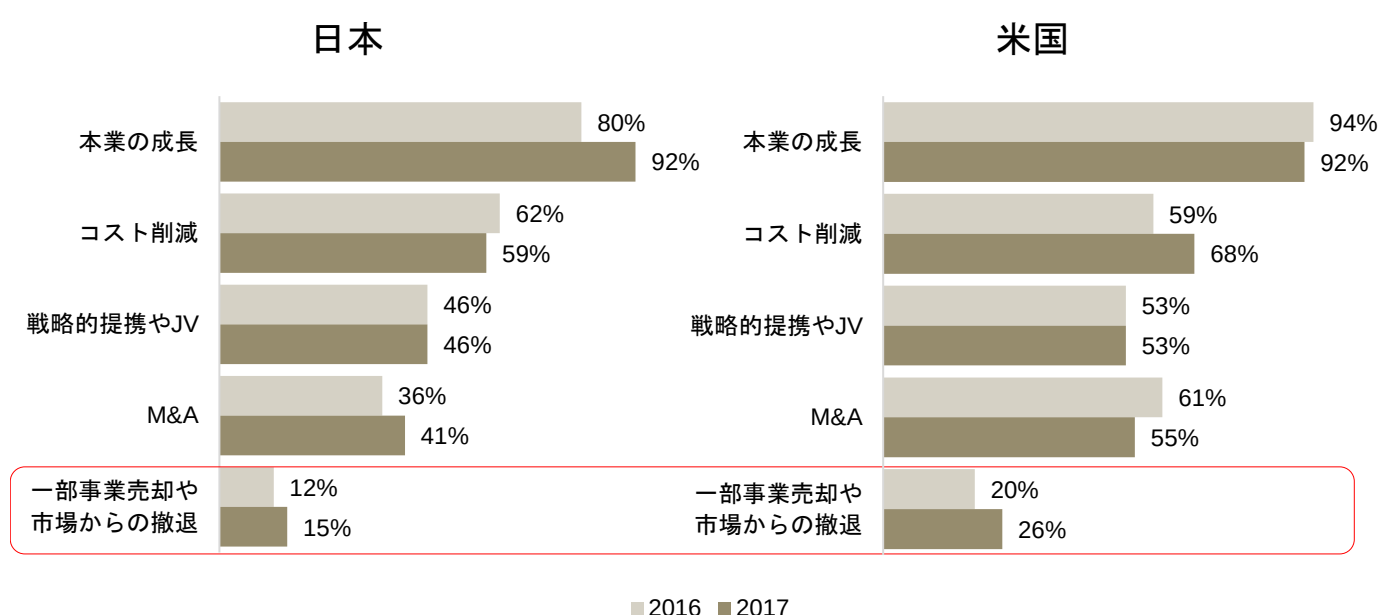
日本企業においても、事業のグローバル化・多角化が進む中、限りある経営資源配分的意思決定を行うためのポートフォリオ管理の重要性が高まっている。しかし、本調査の中では、日本企業から買収後の案件の定期的な評価や、売却を意識した発言は多くは聞かれなかった。買収による成長ストーリーを持つとともに、売却を戦略的に捉えている日本企業は、まだ一部にとどまるものと想定される。国内ワークショップの参加企業からは、事業売却について以下のようなコメントがあった。

⁹ ベンダー・デューデリジェンスとは、事業を売却するにあたり、売手の立場に立って、事前に想定される論点を整理するとともに、買手候補者による分析に資する情報を取りまとめること

“経営企画の中では、この事業は売るべきという議論をするが、マネジメントレベルは「絶対売らない、(利益が)マイナスでも売らない」という判断になる。自分の決断が失敗に終わったことを認めたくないのではないか。利益はマイナスだが売上には貢献しているからということもあるかもしれない。しかしシンプルにみるとマイナスだから売ったほうがいい。他の事業で稼いでいるためなんとかなっているが・・・”(国内ワークショップ)

下記は PwC が毎年実施している世界 CEO 意識調査の結果であるが、「成長施策の一環としての事業売却」に関して、日本の CEO は北米の CEO より消極的であることがわかる。

<図表 16> 各国の CEO が検討している今後数年内の成長施策(複数回答)



出典:PwC. 第 20 回世界意識 CEO 意識調査(2016)、第 21 回世界 CEO 意識調査(2017)

日本企業は売却に対して否定的なイメージを持っていることが多く、ノンコア事業や収益性の低い事業だとしても、売却を考える経営トップはまだ少ない。外資系 PE ファンドのインタビューにおいては以下のようなコメントがあった。

“生え抜き・内部昇進を通じて経営者に就任する日本企業のシステムでは、自ら作り上げたキャリア上の過去のしがらみ、評価してくれた OB や、同じ仕組みの中で切磋琢磨している部下への配慮などの、様々な内部のハードルから、事業売却に踏み込むことは容易ではない”(外資系 PE ファンド)

経営環境によっては、事業ポートフォリオの見直しを求めるコーポレートガバナンスについて、政府やメディアが広く伝えていくことも重要ではないかとのコメントもあった。

“政府主導の改革の結果、(コーポレートガバナンスに対する)メディア報道と注目が高まっていることは非常にポジティブ。足許のコーポレートガバナンス改革はその流れを汲んでいる”(外資系 PE ファンド)

なお、先の CEO 意識調査において、2016 年から 2017 年にかけて、事業売却にかかわる日本の CEO の意識は高まっている。グローバル化が進む中、日本企業も企業価値の向上を意識し、戦略に基づき M&A の買収と売却の両輪をうまく活用していくことが求められていくのではないだろうか。

5. 海外 M&A 活動への示唆

5.1. 日本企業に対する示唆

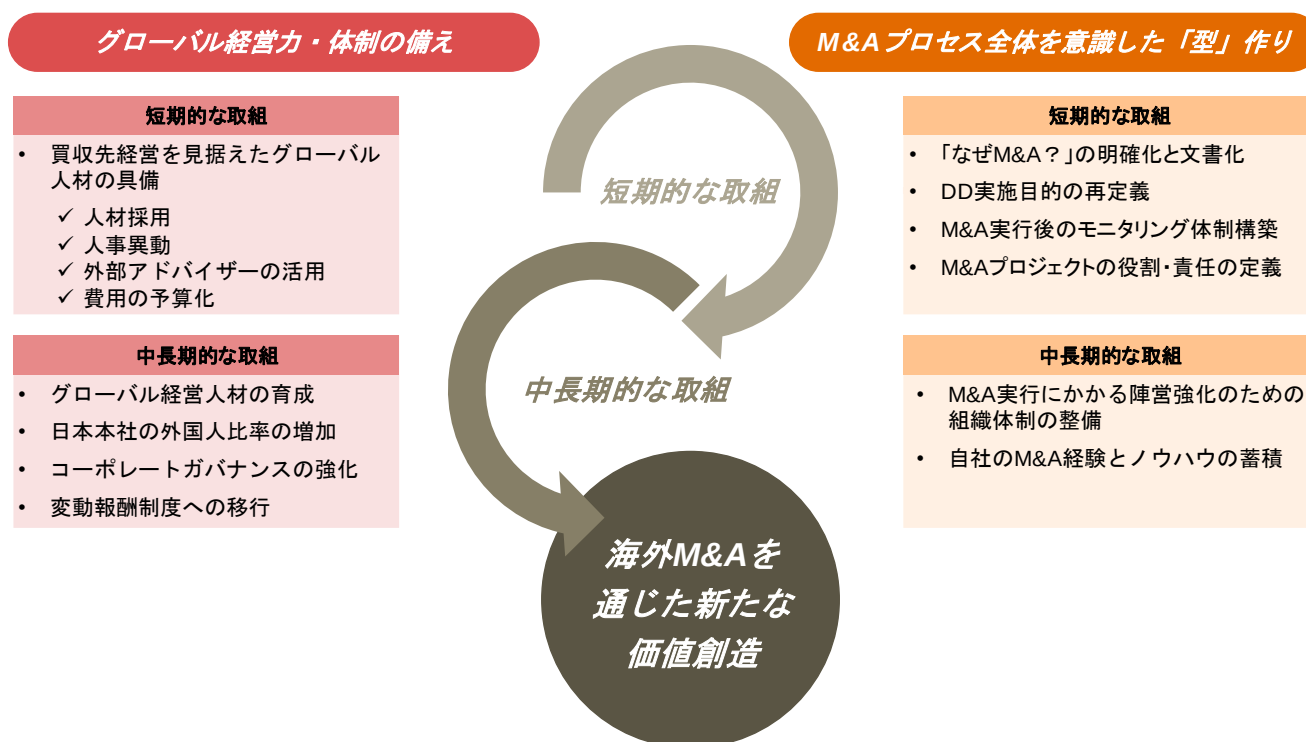
これまで見てきた通り、多くの日本企業は、海外 M&A を遂行していく上で、「グローバル経営力・体制の備え」や「M&A プロセス全体を意識した「型」作り」において大きな壁に直面している。

＜参考＞本報告書で言及した日本企業が抱える課題

- グローバル経営力・体制の備え
 - グローバル経営力
 - › 伝える力
 - › 言語力
 - › 異なる企業文化の適合力
 - グローバル経営の制度・仕組み
 - › コーポレートガバナンス
 - › 報酬・インセンティブ
- M&A プロセス全体を意識した「型」作り
 - 成長戦略における M&A の位置付けの明確化
 - M&A 目的の定義付け
 - 買収先企業の選定軸
 - 自社戦略との適合判断のためのビジネスデューデリジェンス
 - 効果的なデューデリジェンスの取組
 - 買収後の経営体制の早期立案
 - 買収先企業のモニタリングによる見える化
 - 親会社レポーティングの創意工夫
 - 権限移譲による意思決定の迅速化
 - M&A 体制の強化と形式知化

グローバル規模でのビジネス経験が比較的乏しい日本企業にとっては、こうした課題の克服は容易ではない。一方で、現在海外 M&A を積極的に成長ツールに活用している企業もはじめてこうしたノウハウを有していたわけではなく、実際に M&A を経験しつつ、目の前の障壁に一つ一つ立ち向かい、今の地位を築いている。そこで、これらの課題を克服するために明日からでも取り組めるような「短期的な取組」、すぐにはできないかもしれないがいずれは行わなければならない、あるいは強く推奨される「中長期的な取組」を紹介したい。

<図表 17> 日本企業への示唆



5.1.1. グローバル経営力・体制の構築に向けて

<短期的な取組>

(1) 買収先経営を見据えたグローバル人材の具備

国内市場を中心にビジネスを展開しているような企業、また既に海外ビジネスを展開してきた企業であっても、「3.1.1. グローバル経営力」で述べたような、「伝える力」、「言語力」、「異なる企業文化の適合力」を備えた人材が、自社内には十分にいないというケースも多い。また、海外座談会などでは、通常のビジネス以前の問題として、日本本社に十分な言語力(英語)を有するスタッフが少なく、コミュニケーションが困難であるという点も指摘されており、基本的なことではあるが、高度な言語力を有する人材を中途採用し、自社内部で育成していくことは必要となる。海外駐在経験者を積極的に採用するなども考えられる。いずれにせよ、自社内部のリソースを見極め、自社内部に十分なリソースがない場合は、積極的に外部から人材を登用することが必要である。なお、中途採用等を通じてグローバル人材を獲得し、買収先に PMI 人材として派遣するといった取組を既に行っている企業もあるが、現実的にはそういった人材が自社に定着せずに辞めてしまう、という声も国内ワークショップで聞かれた。そのため、単純に自社に足りないケイパビリティを補うという意味で人材を獲得するだけでなく、これらの外部人材を受入れ、定着させるための自社の体制を整備することも必要となる。

- 人材採用
 - 買収後の経営管理を担うことのできるグローバルコミュニケーション能力、リーダーシップ力、マネジメントスキルを有する人材の獲得。MBA 人材、海外駐在経験のある人材の獲得も一案
 - 本社側で英語等を用いてコミュニケーションすることができる人材の獲得。海外留学経験者、外国人留学生の積極採用も一案
 - 中途採用を通じて獲得した優秀な社員が定着するような魅力ある報酬制度や将来の経営幹部へのキャリアパスが可能となる人事制度の設計
- 人事異動
 - 語学力や異文化への対応力に優れた、海外子会社駐在経験者の海外 M&A プロジェクトへの任命や M&A 関連業務を担う部署への人事異動。海外工場や海外研究拠点での駐在経験のある技術者や生産管理者なども M&A 業務で活躍している実績あり
 - 海外子会社の外国人従業員の日本本社への人事異動とそのための受入れ体制の整備(報酬制度や福利厚生制度の現行維持、住環境支援、日本語社内研修 等)。
- 外部アドバイザーの活用
 - なかなか即戦力となる人材が獲得できない、あるいは急なリソース需要がある際は外部アドバイザー等の活用も有用
- 費用の予算化
 - 上記人材にかかわる体制整備の予算化

M&A 経験豊富な参加者からは、国内ワークショップで以下のような発言もあった。海外 M&A を強化するのであれば、人材投資に関する経営トップのコミットメントが求められる。

“英語が話せて、コミュニケーションを十分に取れる人材はなかなかいない。若いうちから実践の場でトレーニングする他ない。社内にいないのであれば、社外からリソースを確保するべきで、そのコストが負担できないと言うのであれば、海外M&Aをしてはいけないと思う”(国内ワークショップ)

＜中長期的な取組＞

(2) グローバル経営人材の育成

グローバル経営を担うことができる人材には多様な能力が求められる。グローバルでのコミュニケーション能力、プレゼンテーション能力、リーダーシップ力、経営管理ノウハウ、等のスキルを有する人材の育成は一朝一夕でなせるものではない。海外子会社への積極的な駐在派遣で経営管理経験を積ませるなど、育成を意識した地道な取組が必要であろう。なお、海外座談会では、海外駐在後に日本本社に戻ってきた際の職務内容が駐在時のそれよりレベルが低く、モチベーションを損ねてしまい帰任後に退職してしまうケースも多い、という声があった。単に海外での経営経験を積ませるだけでなく、帰任後の処遇等含めたグローバルリーダー層の育成を意識した人事上の対応が必要になる。

- 海外拠点への駐在機会の増加
 - 買収先含む、海外駐在経験者数を増やす取組
- 経営幹部養成プログラムの導入
 - グローバル企業などで取り入れられている将来の経営幹部候補を育成する特別な人事制度を導入し、人事ローテーションにより、経営全般の経験をさせるとともに、経営スキルを身に付けさせる研修を提供
 - 自社の経営理念や強み、事業の理解を深めるワークショップや研修の提供

(3) 日本本社の外国人比率の増加

海外子会社や買収先企業の外国人を日本本社へ異動させたり、外国人を日本本社で採用することで、日本本社の意識改革が進む。会議や資料で英語を使わざるを得ない環境となるため、全社レベルでのグローバルコミュニケーション力の向上につながる。

- 本社への異動を考慮したグローバル人事制度
 - 日本本社への従業員の人事異動に加えて、買収先経営幹部のグローバルレベルでの昇進機会の提供
- 本社外国人の積極採用
 - 特に経営幹部での外国人を本社採用すると、本社に外国人が集まりやすい職場環境が日本でも作られ、日本本社での外国人採用が加速

(4) コーポレートガバナンスの強化

「3.1.2. グローバル経営の制度・仕組み (1) コーポレートガバナンス」で述べた通り、グローバル企業の多くは株主への説明責任を果たすため、資本コストも踏まえた収益計画や資本政策の目標を示し、事業ポートフォリオの見直しや投

資の意思決定を行っている。また、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある業績に連動した変動報酬制度を導入しており、現金以外にも株式報酬の付与も行うのが一般的となっている。こうした海外企業を買収により日本企業グループに迎え入れ、経営を行っていくには、コーポレートガバナンスのあり方を見直す必要もでてくるであろう。

(5) 変動報酬制度への移行

グローバル市場より優秀な人材を獲得していくには、固定報酬を中心とした報酬制度ではなく、業績目標の達成度合いに応じて報酬が支払われる変動報酬への移行が鍵となる。特に優秀な経営者に対しての報酬額に関する考えは日本企業と大きな差があるため、解消が必要と考える。一部のみの報酬制度のグローバル化は「ねたみ、ひがみ」を生むため、中長期的にはグローバル基準のものが一つあり、地域性を考慮した運用が必要になると考える。

- 会社、部門、(個人)レベル共通の KPI の設定
- 短期、中長期の目標設定と達成度合いに応じた、ボーナス支払い、ストックオプション付与、等で報いる報酬制度の導入
- 上記透明性ある数値管理を可能とする管理会計の整備

5.1.2. M&A プロセス全体を意識した「型」作りに向けて

<短期的な取組>

(1) 「なぜ M&A？」の明確化・文書化

自社のビジョン、それを達成するための戦略における M&A の位置付けを、社内で経営陣も交えて徹底的に議論し、その目的を具体的に明確にする。また、被買収企業に対して自社戦略をわかりやすく伝え、関係者での共通認識を持つためにも、文書化しておくことは有用である。

ここでいう「明確かつ具体的な」目的とは、「人口減少により国内の需要が減少するため、海外の成長市場を確保しなければならない」、「AI や IoT の進展等により、主力事業が大きな変革に直面しており、新たな領域にでなければいけない」といった抽象的な目的ではない。どのような環境変化が自社の既存事業に影響を与えるのか、かかる環境下で自社の歴史・理念に照らして、現在提供できる自社の強みは何か、中長期にどのような姿になりたいのか、そのために必要なケイパビリティ・リソースは何かについて、社内で共有し、かつ海外企業を含む第三者にもきちんと説明できる程度に明確になるよう深堀していくことが求められる。

なお、この場合に、外部アドバイザーを起用し、客観的に整理することも一案であるが、策定すること自体が目的となり、戦略が形骸化することのないように留意する必要がある。あくまでアドバイザーは「壁打ち相手」であり、ビジョン・戦略は自分自身が当事者意識をもって主体的に作ることを常に意識しなければならない。アドバイザーと整理した戦略・目的が、社員に腹落ちするものとして共有され、自社のアイデンティティと一致したものになることこそが重要である。

- 自社の強み・弱みの整理
- 中長期での成長戦略・ビジョンの明確化
- M&A 戦略の明確化、文書化

(2) デューデリジェンス実施目的の再定義

「3.2. M&A プロセス全体を意識した「型」作り」で述べた通り、デューデリジェンスプロセスにおいて、法務・財務等の観点で徹底的にリスクを洗い出し、リスクの把握に努めることを目的とする以外に、自社戦略とターゲット企業や事業との適合性を判断するビジネスデューデリジェンスの必要性、買収後経営を見据えたデューデリジェンスを実施することの重要性に触れた。M&A 実行の「前」「後」をチェックする機会としてデューデリジェンスを活用するべきである。

- 自社戦略との適合性を判断する視点をビジネスデューデリジェンスで考慮
- 買収後経営を見据えたデューデリジェンスの実施
 - どのような形で事業運営を買収後に行うか、ガバナンスと価値向上の 2 軸で、オペレーションレベルでの検討を行い、買収後の絵姿を描く
 - 価値向上施策・シナジー施策の定量化と施策実行の責任体制の構築による、実現性ある視点での精査
 - 対象会社におけるキーパーソンの見極めとリテンションプランの検討、買収後の人事体制を意識した調査
 - 企業文化を把握するためのカルチャーアセスメント

- ・ 上記実現のための機能別分科会のプロジェクト体制をデューデリジェンス時に構築
- ・ ノウハウ取得のための外部アドバイザーの起用も一案

(3) M&A 実行後におけるモニタリング体制の構築

買収後においては、当初想定した戦略目標、財務目標が「絵に描いた餅」とならないよう、KPI 等の実績数値に照らし、定期的にモニタリングし、仮に当初の戦略目標、財務目標と齟齬が生じている場合には、その要因を分析した上で、責任部署が施策等を実態に応じて随時見直すことが必要である。なお、何をモニタリング対象とするかは、業種等により異なるものと思われるが、重要なポイントは事前にどのような KPI をモニタリング対象とするかを自社と対象会社の間で合意をすることであろう。

- ・ 企画、管理、財務 等を中心とするモニタリング体制の構築
- ・ 成長戦略を買収先のトップと共有、場合によっては共同で策定
- ・ KPI を設定し、目標財務数値を買収先のトップと合意
- ・ モニタリングプロセスの設計
- ・ 必要に応じた管理会計の仕組みや IT システムの改修
- ・ 定期的なレビューを行う会議体を設定

(4) M&A プロジェクトにおける役割・責任の定義

実際に M&A を実行するとなった場合、M&A 担当部署(担当者)に加えて、事業部、法務部、経理部等含めて、多くの部門を巻き込みプロジェクトチームが組成されることになる。チームの組成に当たって重要なのはどの部署がどのようなタスクに責任を持つのか、また具体的な意思決定プロセスを事前に明確化することが求められる。

- ・ M&A の実行における責任の明確化
- ・ 買収後の運営責任の明確化
 - 特に、M&A の実行から PMI への移行が上手くいかないケースが多いため、PMI 責任者・担当者はデューデリジェンス段階から関与することが望ましい
- ・ プロジェクトマネジメントと各機能別分科会の役割と責任の明確化
 - デール検討、実行、PMI のフェーズごとに整理

<中長期的な取組>

(5) M&A 実行にかかる陣営強化のための組織体制の整備

国内ワークショップにおいては、自社として様々な案件を検討しているが、自社内の人材不足を指摘する声が多く寄せられた。M&A の検討や実行においては、自社の事業内容をよく理解し、同時に高度な専門性も求められる。さらに M&A はリスクの高い取引でもあるため、自社内部に十分な人材を確保した上で M&A に取り組むことが重要である。そのため、自社戦略として M&A を活用することを決定したならば、専任スタッフの配置（企業規模によっては専門部署設置）等の人員計画を事前に検討することが必要である。M&A 経験豊富な人材の獲得による補充も一案となる。元外部アドバイザーで経験者豊富な人材を M&A 責任者に迎え入れることで、経験者が集まりやすくなるという事例は国内外で多く聞く。

- M&A 業務にかかわる人員計画の立案
- M&A 専任スタッフの配置や M&A 専門部署の設置
- 外部からの M&A 経験豊富な人材の獲得

(6) 自社の M&A 経験とノウハウの蓄積

本報告書においては、戦略フェーズから PMI まで M&A 全般にわたって事前の情報収集など十分な準備が必要であると述べているが、一方で M&A 実務の観点からは「経験」に勝るインプットはないということも事実である。M&A を経営に活用するに当たっては、事前準備に傾注しすぎることによって実際の案件への取組がなされないことも想定される場合、具体的に案件に取り組んでいくことも重要である。こうした取組を通じて自社内での M&A 経験値を蓄積することもでき、今後のディールへの学びとすることもできよう。実際に、先述のように M&A 経験豊富な海外企業もいくつかの失敗を経て、こうした経験を社内で蓄積させ、「M&A 巧者」となっている。なお、M&A 未経験企業からは、

“自社として海外 M&A が必要であるとの認識はあるが、経験がないため、実際に海外 M&A になかなか取り組めない”(国内ワークショップ)

という声が国内ワークショップで聞かれたが、まずは国内の小規模案件への取組から始めることで、自社内の経験値を高めることも有用であろう。実際に国内ワークショップの参加企業からは下記のようなコメントがあった。

“経験の積み方としては最初小さい案件を数件やり、社内で M&A 経験値を蓄積して、M&A 推進のための社内的な雰囲気醸成した”(国内ワークショップ)

海外 M&A 経験が豊富な欧州の製造会社は以下のように M&A の失敗について語っていた。

“M&A は必ずしも完璧になされるものではない。我々の M&A は半分は成功、半分は失敗である。失敗経験から多くの学びがあった”(欧州、製造)

日本企業はどうしても、失敗は許されない企業文化があるが、失敗を恐れずチャレンジし、失敗経験から学ぶプロセスも重要であることを肝に銘じておきたい。

最後に、**M&A**は高度なスキルが求められるものであり、自社内での十分な人材確保、経験者の採用、あるいはアドバイザーの起用等、人材面における費用負担が伴うものである。**M&A**を自社戦略実現のための有効な手段として選択したならば、経営者としては十分な経営資源の配分、つまりは人員、予算を確保すべきと考える。それはデューデリジェンスにおける実行局面だけではなく、実行前の戦略・検討、買収後の**PMI**フェーズも含めてである。特に**PMI**は子会社管理として、買収企業を保有し続ける限り終わりはないので、リソースの拡充が必要になってくる。多くの日本企業においては、**M&A**を日常的な業務ではなく、非日常業務と理解されており、十分な人材投資ができていない現状を踏まえ、経営者への助言としたい。

5.2. 日本政府・金融機関・M&A アドバイザーに対する示唆

今回の一連の調査の中で、インタビュー先、海外座談会参加者、国内ワークショップ参加者から寄せられた日本政府、金融機関、M&A アドバイザーへの要望として、寄せられた声を紹介したい。

日本政府

日本政府に対しては、M&A 関連の法整備などに加え、海外情報・海外 M&A 関連の情報提供やグローバル人材の育成支援などを望む声が多く聞かれ、法整備を通じた M&A 実行のインフラ整備に加え海外、M&A 関連の情報発信が期待されている。その他のコメント含めて、以下のような声が寄せられた。

- 海外 M&A を進める上での海外各国の情報提供
- 経営トップ層に対する海外 M&A にかかわる情報提供
- 海外 M&A 研究会の継続
- 本調査で実施した双方向型の海外 M&A ワークショップの継続開催
- 研究会やワークショップ・調査内容の継続的な情報発信
- 在外日本企業のネットワークや協働をサポートできる仕組みの検討
- 海外企業との接点を持てるようなネットワークイベントの開催
- グローバル人材の獲得、育成支援
- 日本人の英語力向上に向けた取組の支援
- グローバル人材育成のための教育改革
- M&A に関する勉強会の定期的な開催
- 優秀な人材が国外へ流出することの防止策
- 高度専門スキルを持つ外国人経営層に対する日本居住の税制インセンティブの設計
- 海外子会社従業員、経営陣に対する日本の親会社株式売却時の税制、ストックオプション行使時の手続きの簡素化
- 税制を含む M&A 関連法制の整備
- 日本国内におけるベンチャー企業への投資の活性化支援
- 言語の壁を超えるべく、高機能自動翻訳機の開発促進(補助金、税制優遇、等)
- IT システム設備投資の税制優遇(海外子会社管理のため)

金融機関

金融機関に対しては、M&A 案件情報提供機能の強化や迅速な融資などを期待する声が多く聞かれた。その他には、海外ネットワークを活用した情報提供や PMI フェーズでの支援を期待する声も聞かれた。その他のコメント含めて、以下のような声が寄せられた。

- 迅速な融資
- 海外展開支援
- 海外企業との接点を増やすための情報提供・支援
- M&A 実行後の PMI フェーズにおける支援を期待
- M&A にかかわる案件の情報提供

-
- 海外ビジネス展開の支援
 - M&A にかかわる専門的なアドバイス
 - 買収ファイナンス(ノンリコース)の拡充
 - 財務格付を踏まえたアドバイス
 - 場合によっては、案件から撤退することのアドバイス

M&A アドバイザー

海外 M&A が増加傾向であることもあり、海外進出や海外 M&A の支援に関連する声が比較的多く寄せられた。その他のコメント含めて、以下のような声が寄せられた。

- 海外 M&A にかかわる情報提供(セミナー等の実施)
- 海外 M&A 案件の情報提供機能の強化
- 海外ネットワークを通じた海外進出支援
- 海外における業界情報の提供
- 新興国進出支援
- M&A 実行時におけるプロジェクトマネジメント
- ディールにおける交渉フェーズの支援強化
- 成功報酬にとらわれない中立的立場でのアドバイス
- M&A の実行フェーズだけでなく、戦略策定プロセスのアドバイスを期待

6. 本調査事業を振り返っての所感

2018年9月から2019年2月に至るまで、海外座談会、海外・日本でのインタビュー、国内ワークショップのイベントを毎月行い、非常に忙しく、充実したプロジェクトでした。日本企業による海外 M&A をテーマとして、M&A 経験が豊富な海外企業と日本企業を比較しながら、生の声をまとめることで、日本企業による海外 M&A の取組状況を客観的に知る貴重な機会となりました。経済産業省、株式会社三菱 UFJ フィナンシャル・グループと協働したからこそ、ここまで多くの企業に会うことができ、生の声を集めることができたと思います。また、本調査の取組の中でも異なる企業の M&A 業務にかかわる担当者が一同に集まり、M&A について議論する座談会やグループディスカッションが参加者にとって非常に有益な学びの場となり、事後アンケートの結果で満足度の高いものであったことは主催側として非常に喜ばしいことでした。同時に企業の M&A 担当者が業務を離れて、他社と M&A の取組について情報共有する場があまり多くないことも実感しました。このような活動は我々アドバイザーとして、クライアントである企業ニーズを的確に把握するためにも、継続して取り組んでいければと思いました。本調査を通して、改めて実感したことは「M&A」は経営と密接にかかわる高度なスキルが求められるものであり、そこに「海外」という要素が入ることでグローバル経営への対応が求められ、海外 M&A は非常に難度が高いことです。ゆえに、M&A 巧者と言われる企業においても数多くの失敗を繰り返しながら、その経験を活かして型作りをしてきました。これは何も海外企業だけではありません。国内ワークショップや海外座談会に参加頂いた日本企業の中には、明確な買収先のターゲット層を持ち、能動的に PE ファンドに接触したり、過去の失敗経験から PMI におけるレポーティング体系を段階的に確立していくアプローチを開発したり、M&A 専門部署で経験・ノウハウを蓄積しつつある、「M&A プロセスの型」を持つ日本企業もいらっしゃいました。多くの日本企業にとって海外 M&A はまだまだ課題はありますが、本報告書に示した通り、やるべきことはだいぶ整理できたのではないかと思います。本報告書が日本企業の海外 M&A 関係者の一助となればと切に願います。

最後に、本報告書の作成にあたり、国内ワークショップ、海外座談会、海外企業・外資系 PE ファンドへのインタビューにご協力いただいたすべての皆さまに感謝を申し上げます。

PwC アドバイザリー合同会社

本調査は、準備期間も含めて 2018 年 7 月から約 1 年にわたり、本当に学びの多い、密度の濃いプロジェクトとなりました。プロジェクト開始当時は、日本企業による海外 M&A が加速的に増加し、日本企業が特に買収後の経営統合の段階で様々な課題に直面する状況を目の当たりにする中、金融機関としてもっと企業の皆様の経営課題に寄り添ってお役に立てる領域が有るのではないかと、弊社自身が模索していた時期でもありました。

本調査における気づきは、海外 M&A は、用意周到かつ現実的な戦略策定に始まり高度な経営判断と管理能力が求められる難易度の高い分野でありながら、多くの日本企業が、これをグローバル経営手法として咀嚼し新たな経営課題に対峙してゆく機会と捉え、真正面から向き合っている／向き合おうとしているということ、そして、実際に海外に送り出した派遣社員にとっても、グローバル経営の研鑽のための絶好の機会となっていることでした。

また、M&A 経験が豊富な海外企業及び外資系 PE ファンドの経営者の皆様へのインタビューでは、買収後の統合の難しさは万国共通である一方、研ぎ澄まされた方法論を確立し、日本企業が概念的に捉えがちな買収後の成果責任や企業文化の違いについても、組織設計の工夫や事前研修の実施等による打ち手を備えているとお話が伺えました。買収成功に向けて慎重かつ緻密に準備に準備を重ねる真摯な姿勢が大変印象的で、これらの企業には、一朝一夕には追い付くことはできない多数の経験に裏付けされた自信と懐の深さを感じつつも、日本企業にとっての優れたお手本として学ぶ余地は大きいと感じています。

弊社も海外 M&A を通じて新たな収益基盤の獲得といった非連続な成長を追い求める日本企業の 1 社です。特にワークショップにご参加いただいた企業の皆様との意見交換を通して、同じ様な立場で類似した課題に直面していることを共有できたことは、大変有意義であったと感じています。弊社として、日本企業の皆様が真に競争力あるグローバル企業へと躍進していく過程に寄り添ってお支えする領域は少なくないと感じており、本調査で得られた知見を財産として、金融機関として日本企業の成長を支える存在であり続けたいと思います。

最後になりますが、経済産業省、PwC アドバイザリー合同会社の皆様と共に本調査に取り組むことができましたことに改めて感謝いたします。また、海外座談会、ワークショップにご参加いただきました企業の皆様、インタビューをさせていただきました海外企業及び外資系 PE ファンドの皆様、ご協力いただきました関係者の皆様にも御礼申し上げたいと思います。

株式会社三菱 UFJ フィナンシャル・グループ

添付資料

日本・諸外国における M&A・グリーンフィールド型投資の傾向

今回調査においては、海外座談会、M&A 経験豊富な海外企業や PE ファンドへのインタビューおよび国内ワークショップの開催に加えて、日本・諸外国における対内直接投資の動向について、定量的な調査・分析も実施した。

<調査概要>

(1) 調査目的

日本および諸外国に対する M&A 型投資およびグリーンフィールド(以下、GF)型投資の傾向を分析するとともに、両者の割合、相関関係について調査した。

(2) 調査対象国および期間

日本および日本のベンチマークとなりうる諸外国として、日本、米国、英国、ドイツ、シンガポール、インド、中国、香港の 8 カ国・地域を調査対象とした。調査対象期間は 2008 年から 2017 年としている。

(3) 調査内容

1. 概要
 - 1.1 対内直接投資(M&A 型投資・GF 型投資)
 - 1.2 M&A 型投資
 - 1.3 GF 型投資
2. M&A 型投資
 - 2.1 産業別の傾向分析
 - 2.2 投資国別の傾向分析
3. グリーンフィールド型投資
 - 3.1 産業別の傾向分析
 - 3.2 投資国別の傾向分析
4. M&A 型投資およびグリーンフィールド型投資の割合
 - 4.1 投資国別の傾向分析
5. M&A 型投資およびグリーンフィールド型投資の相関関係
 - 5.1 投資国別の傾向分析

(4) 調査に用いたデータ

- UNCTAD:

UNCTAD 公表の the World Investment Report より調査対象国に対する M&A 型投資額および GF 型投資額を集計し、「調査対象国における M&A 型投資額および GF 型投資額の時系列推移分析」に使用。なお、M&A 型投資の金額は外国資本による調査対象国への投資の回収が差し引かれた純額数値である。

- Thomson Reuters:

調査対象国に係る産業別・投資国別の M&A 型投資の分析に使用。投資対象が調査対象国、かつ投資対象の最終親会社が日本含む調査対象国の案件を抽出。なお、各年度のデータは案件完了日をもとに抽出している。

- fDi Markets:

調査対象国に係る産業別・投資国別の GF 型投資の分析に使用(一部見込値含む)。

※次頁以降に調査結果のスライドを掲載。

概要

添付資料
PwC

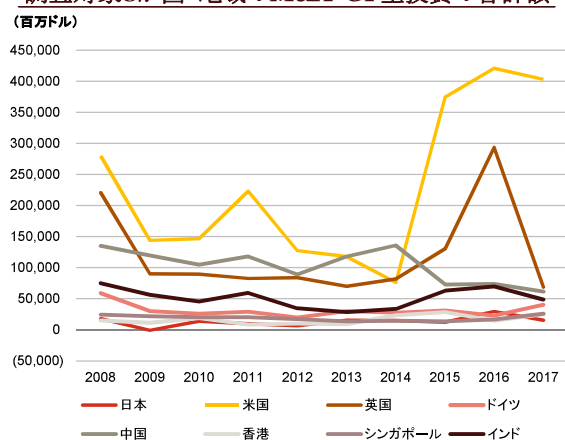
1

1.1 概要: 対内直接投資 (M&A型投資・GF型投資)

各国への対内直接投資 (M&A型投資・GF型投資)

日本への対内投資額は他の調査対象国と比してかなり低い水準にある。シンガポールや香港は、税制や規制緩和等により、GDP比で高い投資を呼び込めていると史料される

調査対象8か国・地域のM&A・GF型投資の合計額



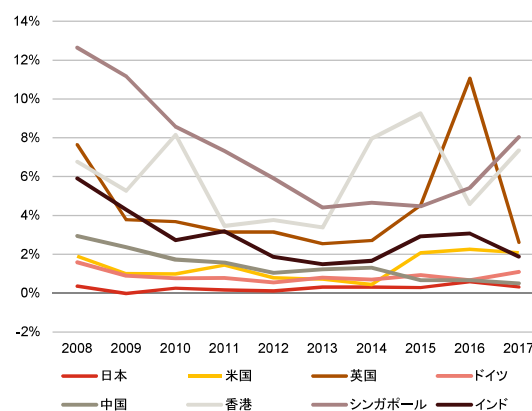
- 調査対象国の中では米国に対する投資額が突出しており、2015年以降急増。その後、英国、中国と続く
- 日本に対する投資額は、調査対象国の中で低位で推移(5-8位)しており、足元2017年においては最下位となっている

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

脚注: 2009年度の日本のデータは、海外企業による日本企業の買収額が、海外企業による日本子会社の売却額を超えた為、マイナスとなっている

添付資料

調査対象8か国・地域のM&A・GF型投資のGDP比



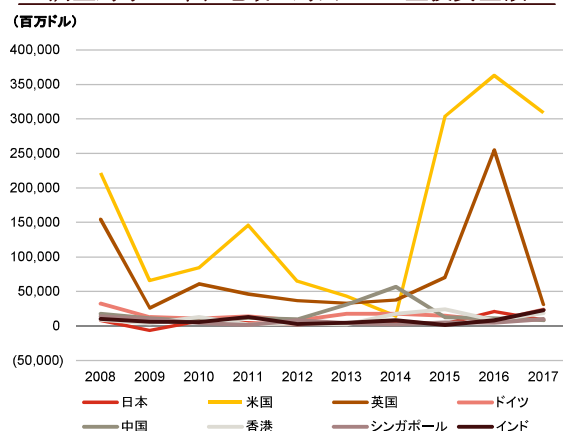
- GDP比で比較するとシンガポール、英国及び香港が国の経済規模と比較して高い投資を呼び込んでおり、それ以外の対象国のGDP比は低い水準(5%以下)でとどまっている
- 直近2017年においても日本は最低位であり、その次に中国、ドイツが続いている状況

2

各国へのM&A型投資の傾向－概要

日本へのM&A型投資はその絶対額・GDP比それぞれで、他の調査対象国よりかなり低い水準となっている

調査対象8か国・地域の対内M&A型投資金額



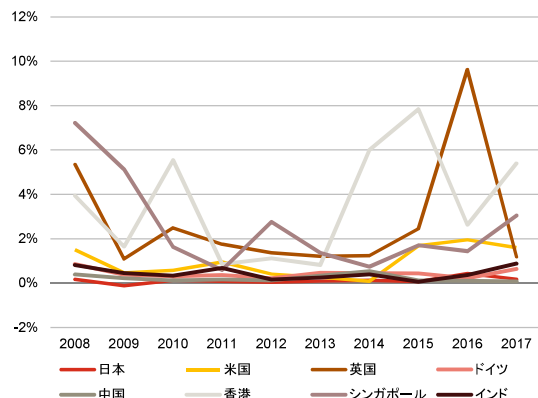
- 調査対象国の中では米国へのM&A投資が突出
- 過去10年間の日本に対するM&A投資の平均額は、5,817百万ドルであり、対象国の中で最下位となっている
- 直近2017年においても日本は低位であり、最低位より中国、日本、シンガポール、香港、ドイツと続く

出典：UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

脚注：2009年度の日本のデータは、海外企業による日本企業の買収額が、海外企業による日本子会社の売却額を超えた為、マイナスとなっている

添付資料

調査対象8か国・地域の対内M&A型投資金額 GDP比

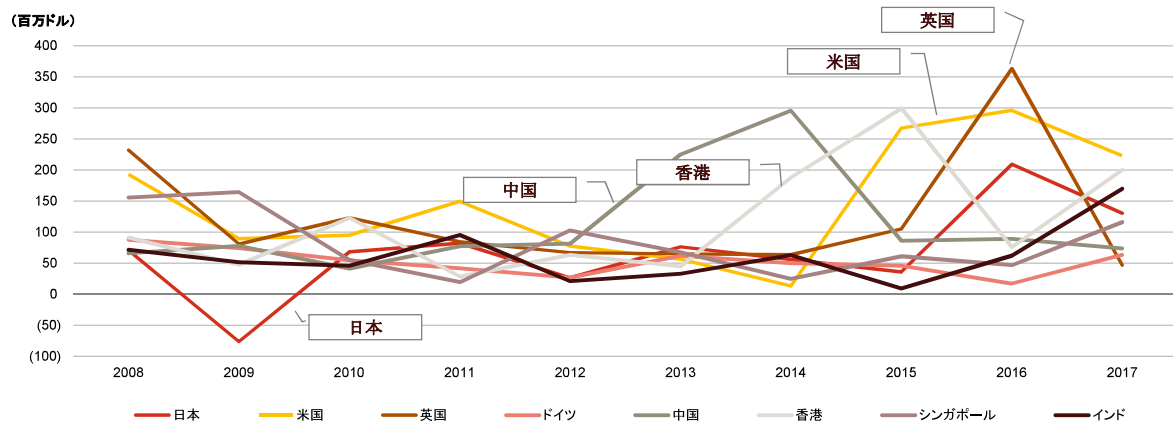


- GDP比で比較するとシンガポール及び香港が国の経済規模と比較して高いM&A投資を呼び込んでいる
- 直近2017年においては、日本は中国に次いで調査対象国中下から2位であり、その後ドイツ、インドと続く

各国へのM&A型投資の傾向－1案件当たりのM&A金額の推移

1件当たりのM&A金額は2012年ごろまでは概ね150百万ドルまでの範囲で推移しているが、近年は全体として案件は大型化の傾向にある。先進国 / 新興国の別では、特段の傾向はみられないが、米国は2015、2016及び2017年において1案件当たりのM&A金額は250百万ドル超と高い水準で推移

各国へのM&A型投資1件あたりの金額推移



国別の傾向

- 時系列でみると、全体として案件は大型化の傾向にある。
- 米国は2015年から2017年まで1案件当たりのM&A金額は高止まりしている。
- その他の国は、大型案件の有無に左右されているものと思料

主要大型M&A案件

- 中国：2013年、2014年 CITIC Ltd (422億ドル)
- 香港：2015年 Hutchison Whampoa Ltd (454億ドル)
- 英国：2016年 ARM Holdings PLC (307億ドル)
- 米国：2015年 Kraft Foods (547億ドル)、2016年 Johnson Controls Inc. (277億ドル)

出典：UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

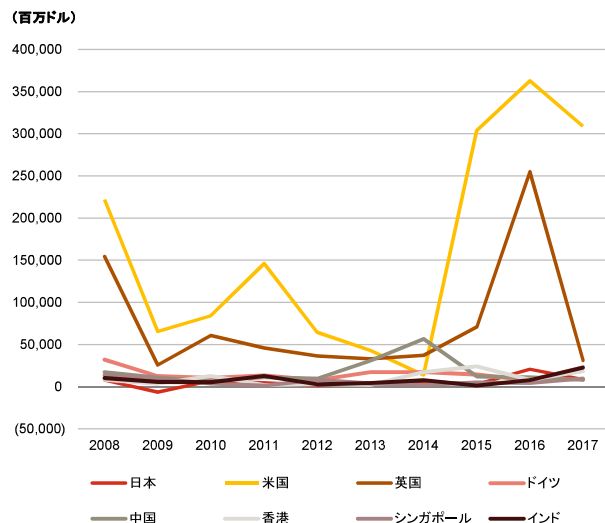
脚注：2009年度の日本のデータは、海外企業による日本企業の買収額が、海外企業による日本子会社の売却額を超えた為、マイナスとなっている

添付資料

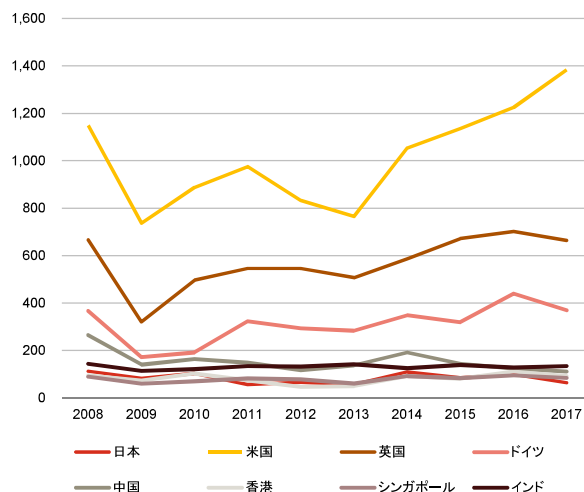
(参考)各国へのM&A型投資の傾向－各国におけるM&A金額および件数

金額は米国、次いで英国が上位となり、件数においては米国、英国に次いでドイツが上位に位置する

対内M&A型投資の金額推移（再掲）



対内M&A型投資の件数推移



出典：UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

脚注：2009年度の日本のデータは、海外企業による日本企業の買収額が、海外企業による日本子会社の売却額を超えた為、マイナスとなっている

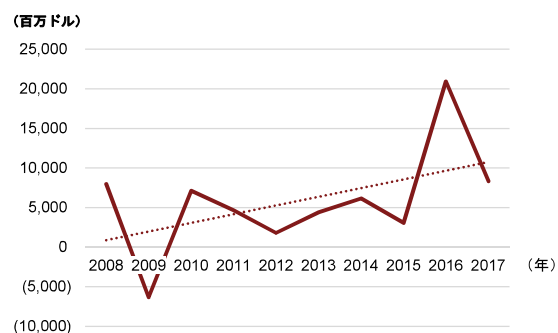
添付資料

5

(参考)日本へのM&A型投資の傾向

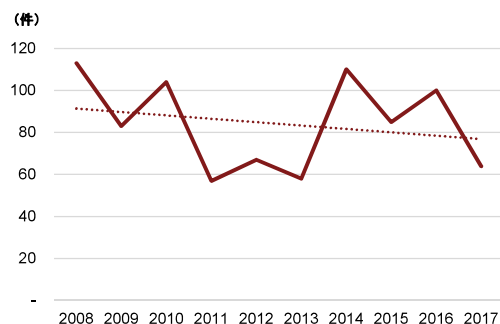
日本へのM&A型投資は増加傾向にはあるが、年度別にメガディールにより大きく左右されており、今後も個別案件の動向により大きく変動するものと思料される

日本の対内M&A型投資金額



- 対日M&A型投資額は、直近10年間で0.48%のCAGRと微増している
- 足元においては、2016年度のヴァンシ・エアポート(仏)による新関西国際空港の運営権の取得案件が日本への大規模M&A型投資となっている

日本の対内M&A型投資件数



- 直近10年間で見ると、件数は減少傾向にあるため、1件当たりのM&A投資額が増加傾向にある

出典：UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

脚注：2009年度の日本のデータは、海外企業による日本企業の買収額が、海外企業による日本子会社の売却額を超えた為、マイナスとなっている

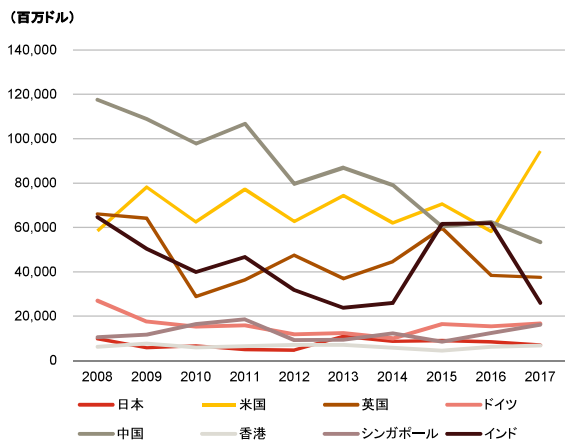
添付資料

6

各国へのGF型投資の傾向－全体

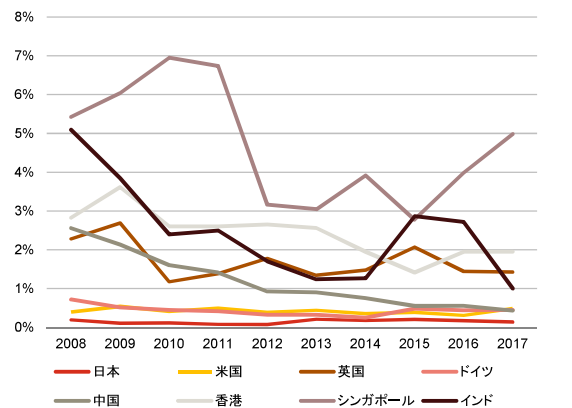
米国・中国へのGF型投資が大きく、英国・インドと続く。米国は過去10年間概ね一定のGF型投資がなされているが、中国へのGF型投資は減少傾向にある。これは、人件費上昇等の中国経済のファンダメンタルズの変化によるものと思料される。日本へのGF型投資は微増ではあるが、低位で推移

調査対象8か国・地域の対内GF型投資金額



- M&Aほどの年度ごとの大きなばらつきは見受けられない
- 日本以外の先進国(米国、英国、ドイツ)のGF型投資額は増加傾向にある一方、中国へのGF型投資額は減少傾向
- 日本へのGF型投資はシンガポール及び香港と並んで低水準

調査対象8か国・地域の対内GF型投資金額 GDP比



- 対GDP比で比較すると、シンガポールが最も高く、インド、香港、英国が続く
- 日本、米国、ドイツにおけるGDPに対するGF型投資額は、他調査対象国と比べて低く、直近10年間で見ると、常に1%を下回る水準となっている

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

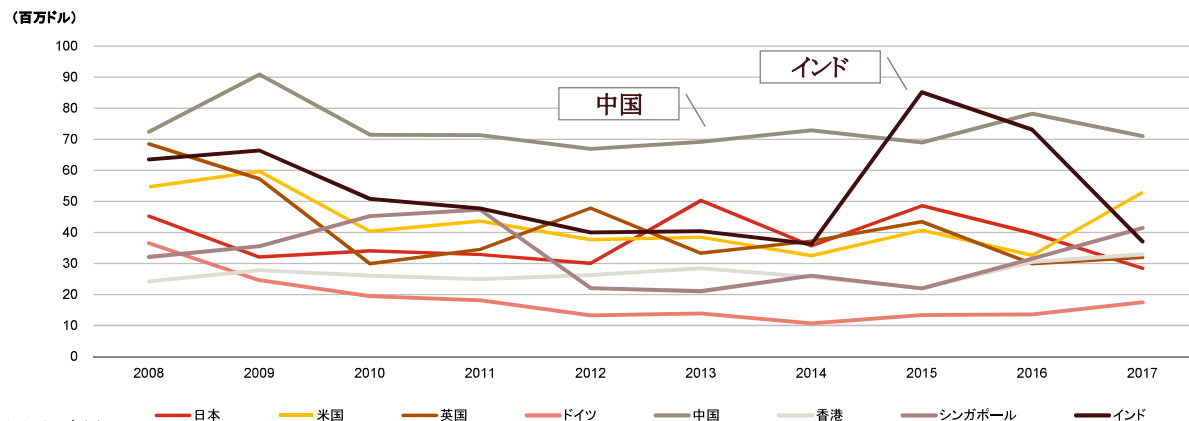
添付資料

7

各国へのGF型投資の傾向－1案件当たりの投資金額の推移

時系列でみると、調査対象国への1件当たりGF型投資金額は概ね一定で推移

各国へのGF型投資1件あたりの金額推移



国別の傾向

- 時系列でみると、いずれの対象国においてもM&Aほどの大きな変動は見られず概ね一定に推移
- GF型投資1案件あたりの金額は、全期間で中国が高位で推移
- インドでは2015年度に代替・再生可能エネルギーセクターで大型投資がなされたことにより増加(当該セクターにおけるGF型投資額は2015年に15,169百万ドル、2016年に8,056百万ドルと大幅に増加したが、2017年は956百万ドルに急減)。2015年にインド政府は2022年までに再生可能エネルギーを大きく拡大させる目標を立て、その結果多くのプロジェクトがアナウンス・実行されたものと思料(JV(ソフトバンク/Foxconn/Bharti)が20億ドルの投資に関するMOU締結等)

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

India's Electricity-Sector Transformation: Global Capacity Building, November, 2015

添付資料

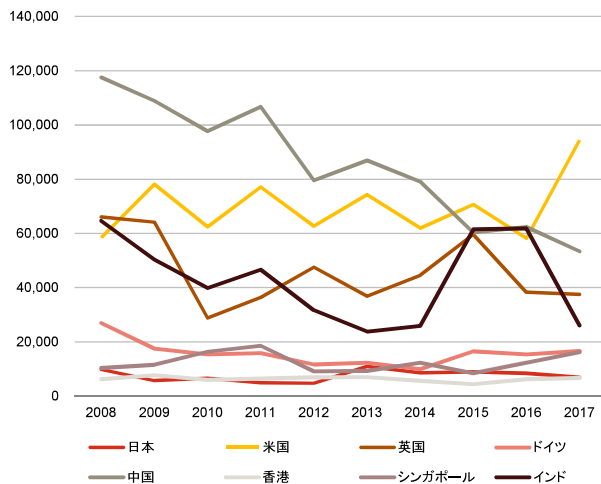
8

(参考) 各国へのGF型投資の傾向 – 各国における投資金額および件数

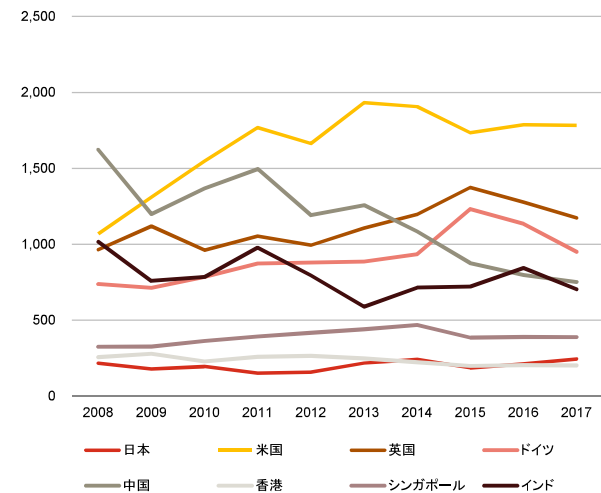
金額は米国、次いで中国が上位となり、件数においては米国、英国、ドイツが上位に位置する

対内GF型投資の金額推移（再掲）

（百万ドル）



対内GF型投資の件数推移



出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

添付資料

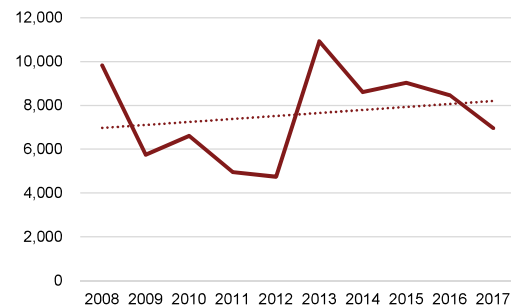
9

(参考) 日本へのGF型投資の傾向 – 日本の状況

2009年度から2012年度はグローバル金融危機や東日本大震災等の外的要因により日本へのGF型投資は低迷していたと思料されるが、その後増加に転じたが、足元2017年度にかけては減少傾向にある

日本の対内GF型投資金額

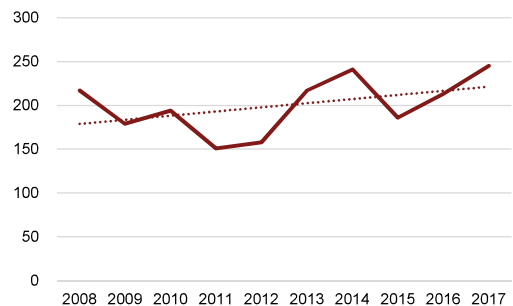
（百万ドル）



- 2011年度及び2012年度は震災に影響によって一時的に落ち込んでいるものと思料される
- 過去10年間を見ると、GF型投資はほぼ横ばいの状況

日本の対内GF型投資件数

（件）



- 件数については、ゆるやかに増加傾向にある

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

添付資料

10

M&A型投資

添付資料
PwC

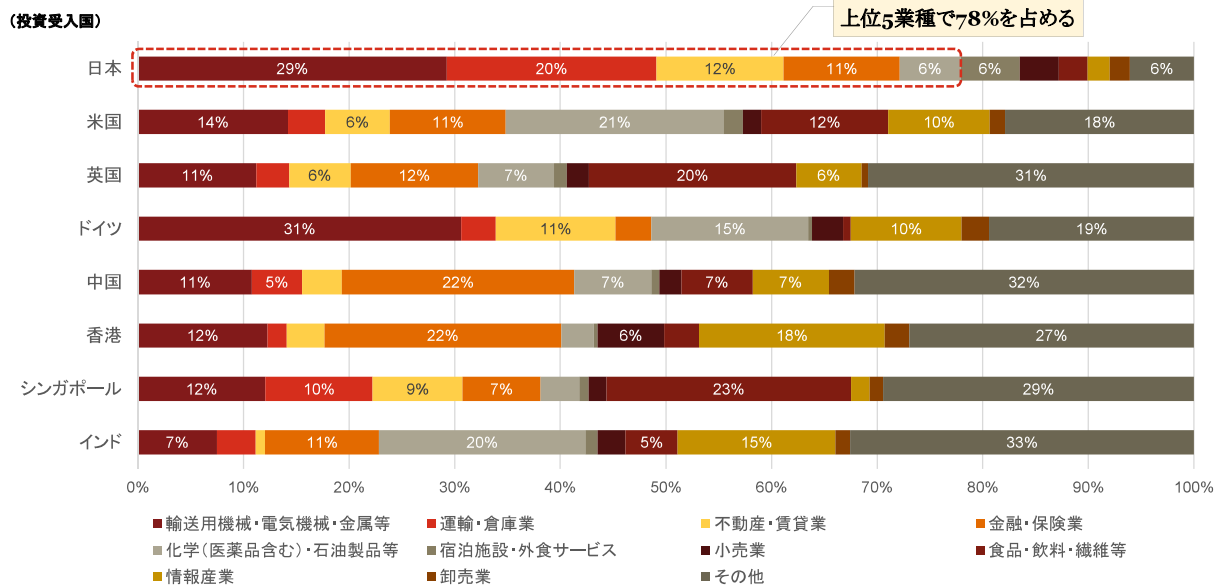
11

2.1 M&A型投資：産業別の傾向分析

各国へのM&A型投資の傾向－産業別（全体）

日本は上位5業種で全体に占める割合が約8割となっており、他国にくらべ業種に若干の偏りが見られる（他国では、上位5業種が占める割合は6－7割程度）

調査対象8か国・地域におけるM&A型投資の産業別割合（過去10年累計）



出典：トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

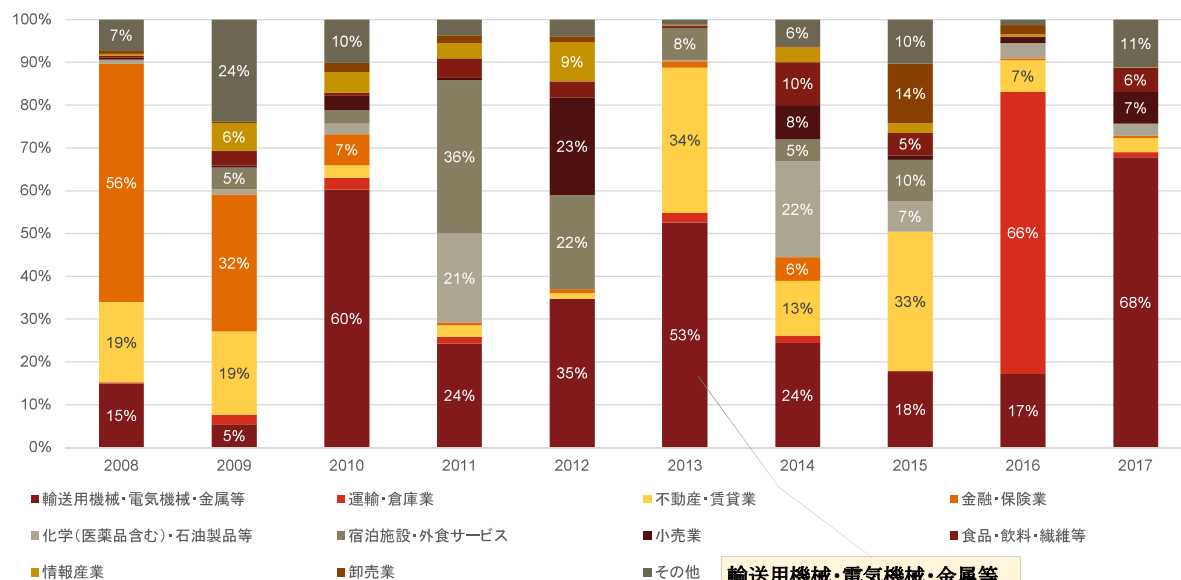
脚注：M&A型投資金額の上位10産業（過去10年累計）をもとに作成し、それ以外はその他として記載

添付資料

12

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－産業別（日本）

輸送用機械・電気機械・金属等に対して継続的に投資がなされている。その他の産業については案件状況に左右されていると思われ、特段の傾向はみられない。2016年度の運輸・倉庫業はオリックス / VINCIコンソーシアムによる新関西国際空港への投資17,911百万ドル

M&A型投資の産業別割合（過去10年間の時系列推移）

出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

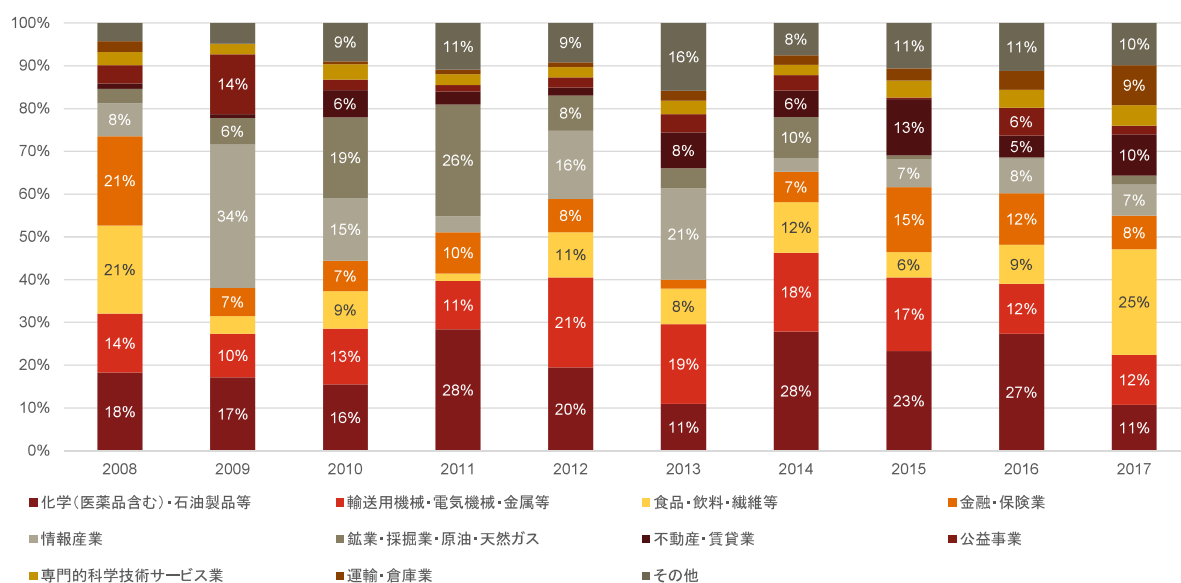
脚注: M&A型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外はその他として記載

添付資料

13

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－産業別（米国）

輸送用機械・電気機械・金属等および化学(医薬品含む)・石油製品等に対して多くの投資がなされているが、日本と比較すると投資先業種は多様である

M&A型投資の産業別割合（過去10年間の時系列推移）

出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外はその他として記載

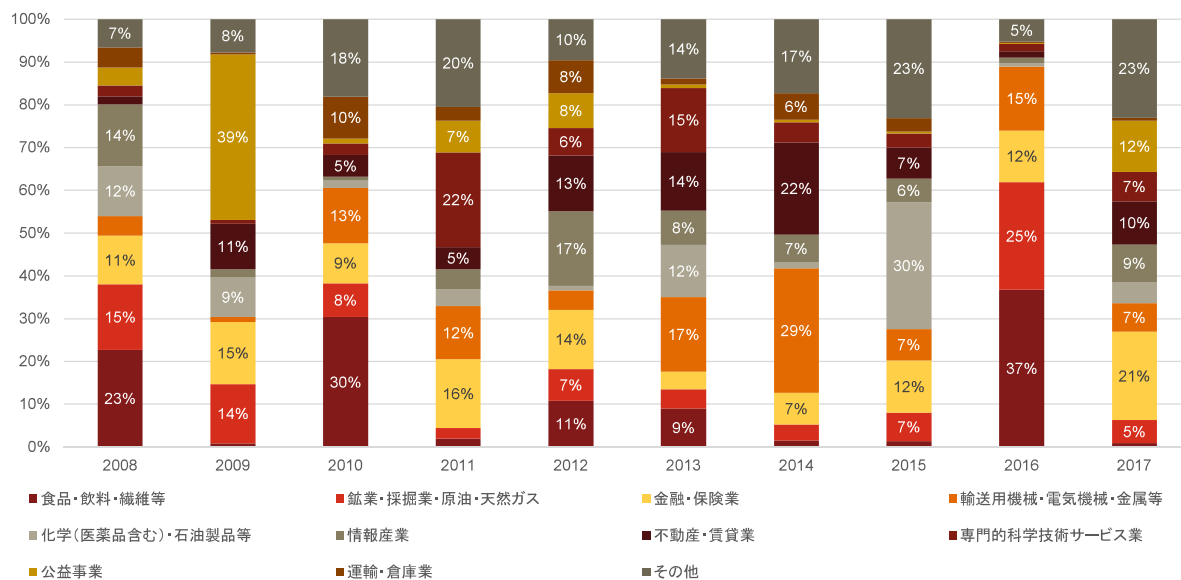
添付資料

14

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－産業別(英国)

金融・保険業に一定の投資が継続的になされているが、その他はメガディールに左右されていると思われ、明確なトレンドは見受けられない。2016年度における食品・飲料・繊維等への投資の主な内容はベルギーのAnheuser-Busch InbevによるSAB Millerへの投資101,476百万ドル

M&A型投資の産業別割合(過去10年間の時系列推移)



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外はその他として記載

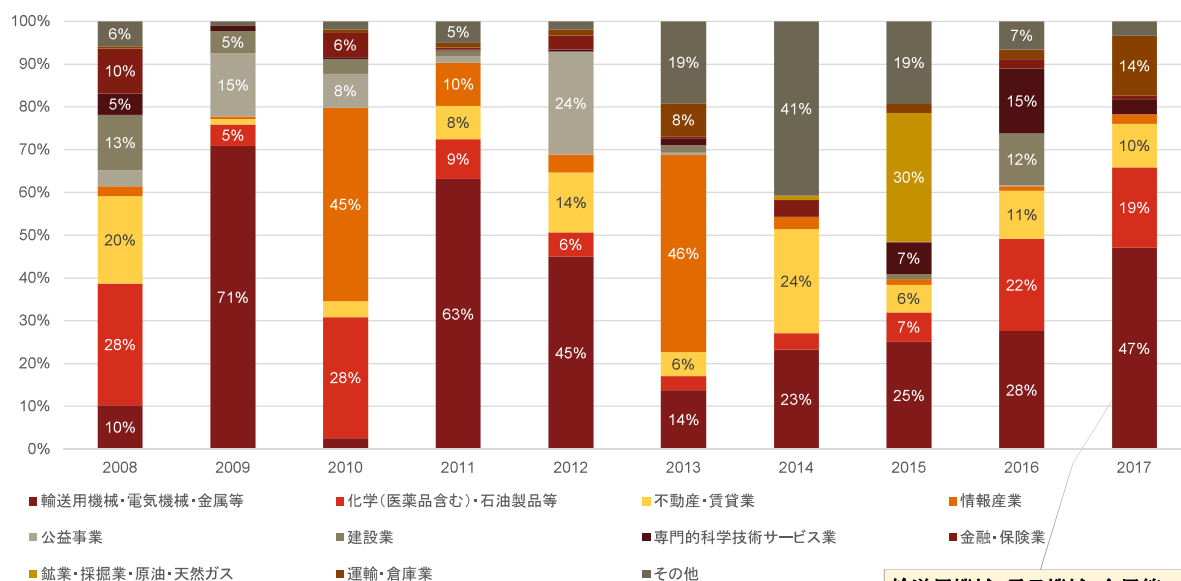
添付資料

15

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－産業別(ドイツ)

年度によるばらつきがあるものの、日本と同様、輸送用機械・電子機械・金属等への投資が多く、また当該セクターへの投資は足元増加傾向にある。2009年度の輸送用機械・電子機械・金属等において、Qatar Investment AuthorityによるVolkswagen AGへの投資9,569百万ドルがなされている

M&A型投資の産業別割合(過去10年間の時系列推移)



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外はその他として記載

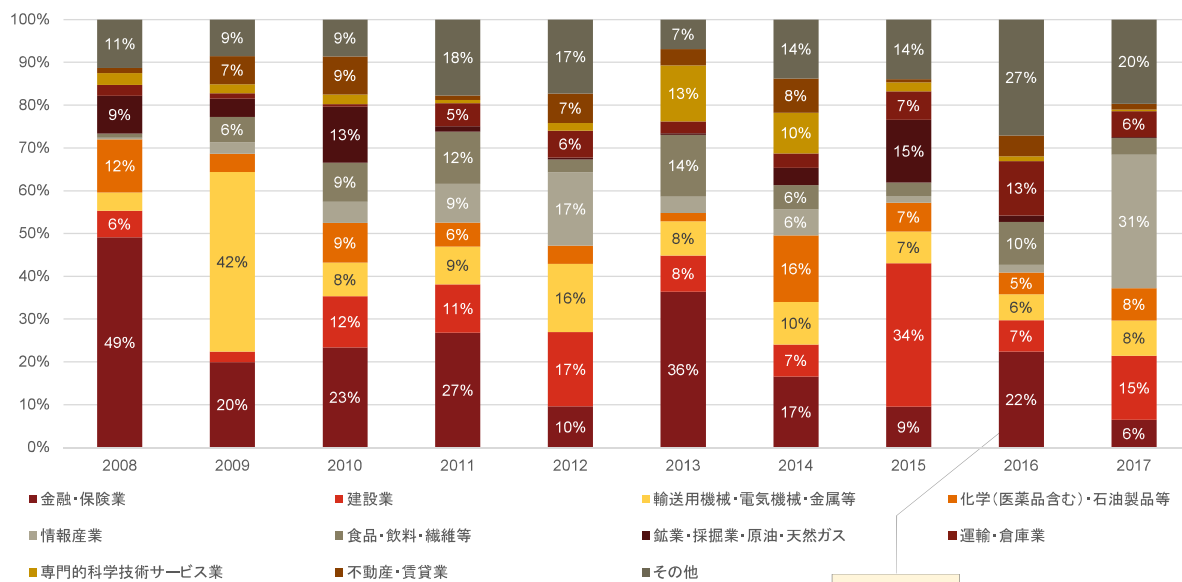
添付資料

16

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－産業別(中国)

年度によるばらつきがあり明確なトレンドは見受けられない。なお、過去投資割合の大きかった金融・保険業は減少傾向にある

M&A型投資の産業別割合(過去10年間の時系列推移)



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外はその他として記載

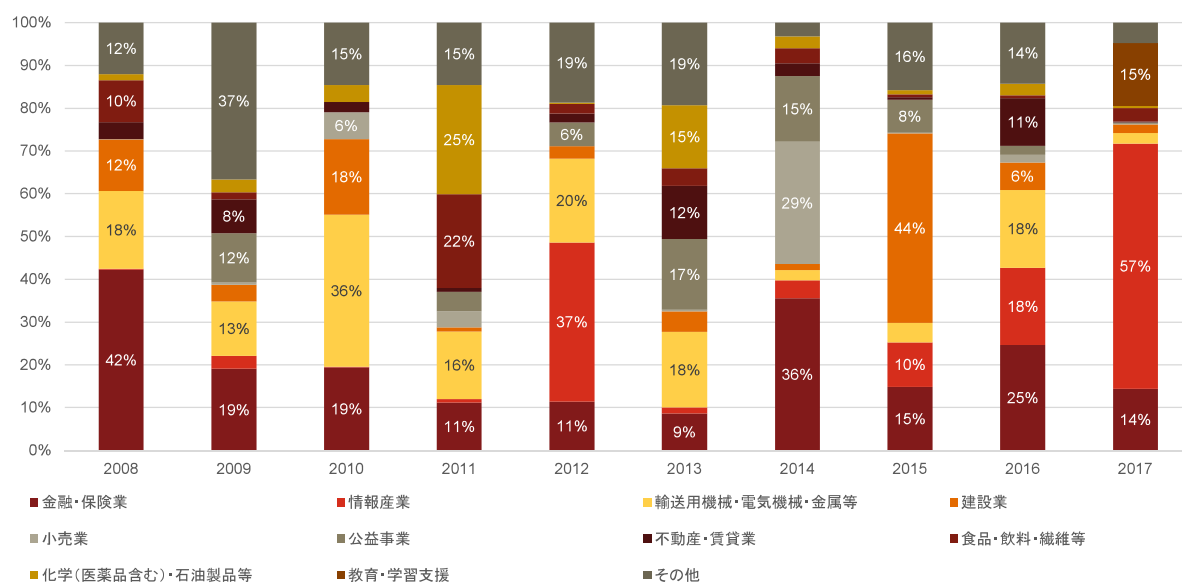
添付資料

17

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－産業別(香港)

年度によるばらつきがあり明確なトレンドは見受けられない。2017年度の情報通信セクターにおいて、China United NetworkによるChina Unicom Hong Kong Ltdへの大型投資11,256百万ドルがなされている

M&A型投資の産業別割合(過去10年間の時系列推移)



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

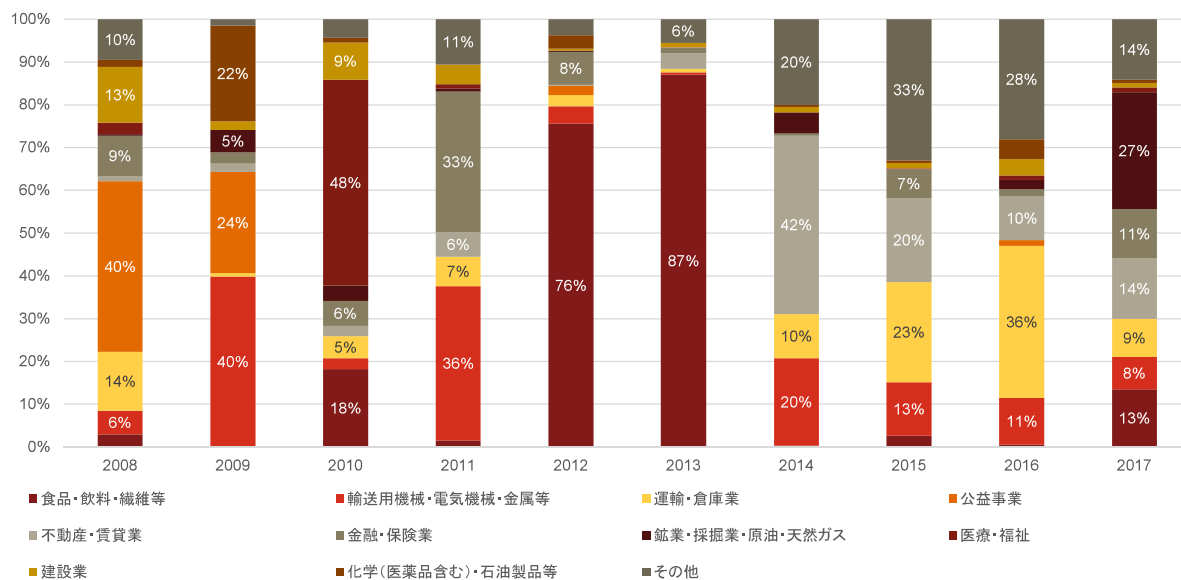
脚注: M&A型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外はその他として記載

添付資料

18

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－産業別（シンガポール）

年度によるばらつきがあり明確なトレンドは見受けられない。なお、2012年、2013年食品・飲料・繊維等においてメガディールがあり、その内容はHeinekenによるAsia Pacific Breweries Ltdの投資4,337百万ドル、Thai Beverage PCLによるFraser & Neave Ltdへの投資6,896百万ドル

M&A型投資の産業別割合（過去10年間の時系列推移）

出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

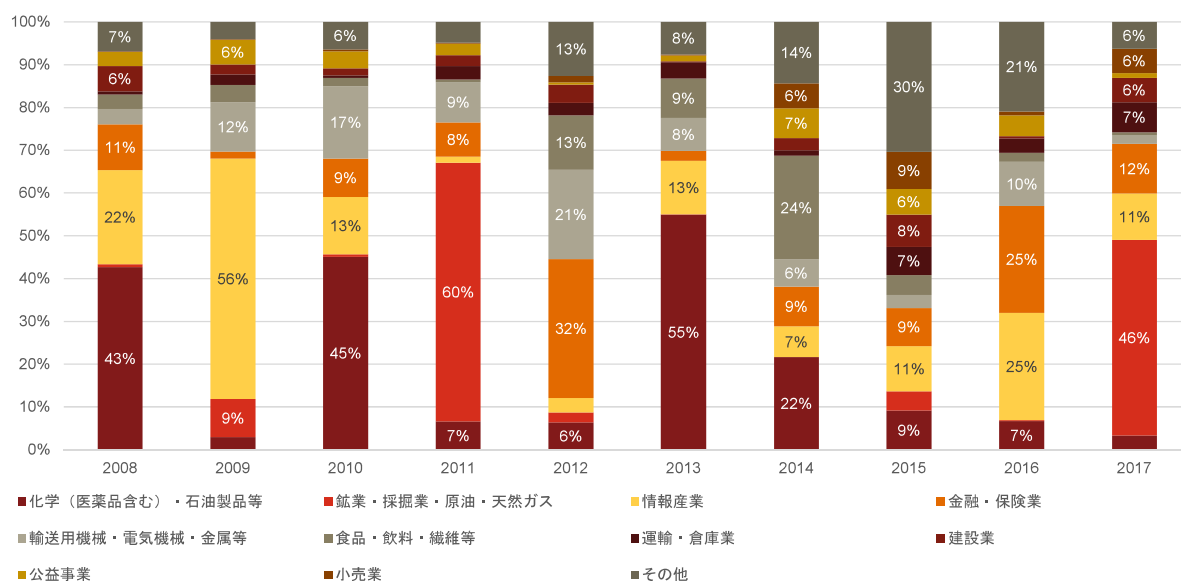
脚注: M&A型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外はその他として記載

添付資料

19

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－産業別（インド）

年度によるばらつきがあり明確なトレンドは見受けられない

M&A型投資の産業別割合（過去10年間の時系列推移）

出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外はその他として記載

添付資料

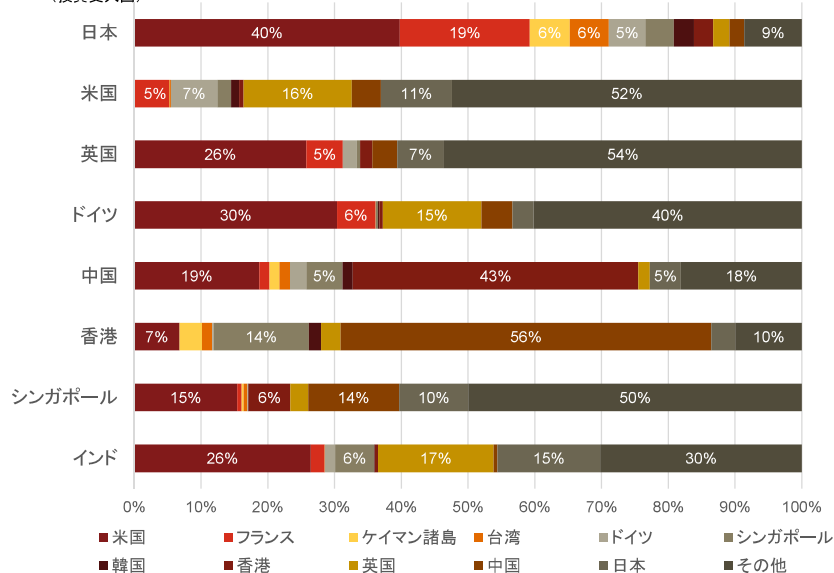
20

各国へのM&A型投資の傾向－投資国別

ほぼ全ての対象国において、米国からの投資が多くを占めているが、地理的に近接している国・地域からの投資も多い傾向にある（例えば、アジア諸国（日本、シンガポール、香港）であれば中国からの投資割合が欧米に比べ多い）

調査対象8か国・地域におけるM&A型投資の投資国別割合（過去10年累計）

（投資受入国）



その他に含まれる主な投資国

-
- ・ カナダ(17%)、スイス(6%)、アイルランド(4%)
- ・ オランダ(6%)、ベルギー(4%)、カナダ(8%)
- ・ カタール(5%)、カナダ(5%)、ルクセンブルク(4%)
- ・ 台湾(4%)
-
- ・ 台湾(10%)、マレーシア(13%)、オランダ(6%)
- ・ ロシア(5%)、モーリシャス諸島(4%)

出典：トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注：M&A型投資金額の上位10カ国（過去10年累計）をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

添付資料

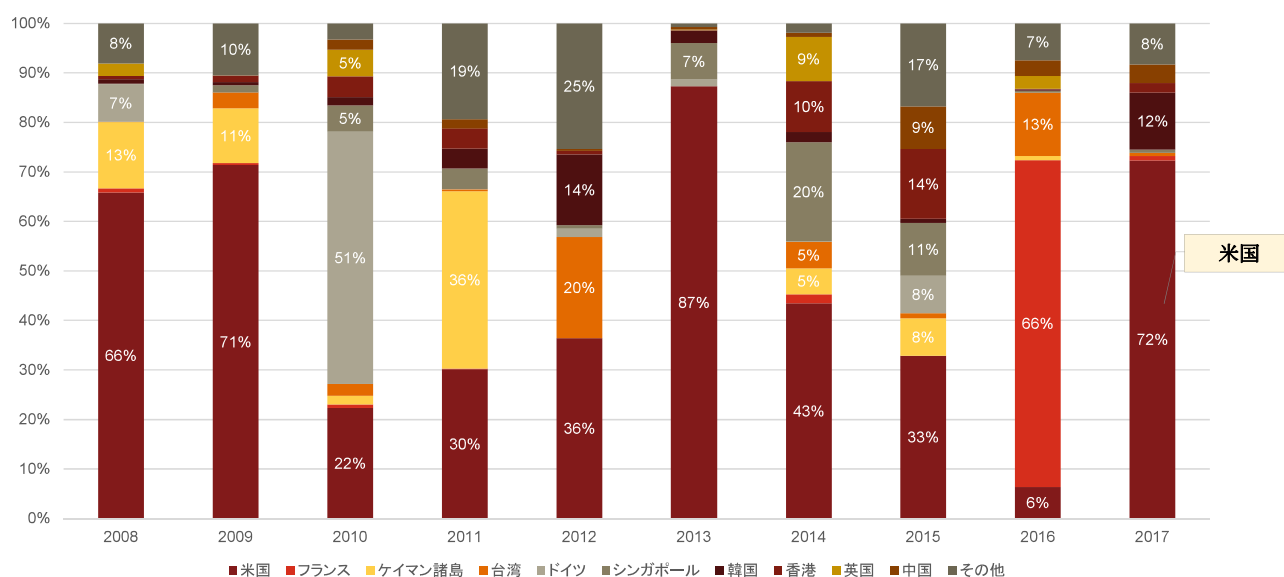
21

2.2 M&A型投資：投資国別の傾向分析

（参考）各国へのM&A型投資の傾向－投資国別（日本）

2016年度のフランス・台湾からの大型投資を除けば基本的には米国からの投資がメイン。2010年度にドイツからの投資割合が大きくなっているが、これはVolkswagen AGによるSuzuki Motor Corpに対する投資2,527百万ドルによるもの。また、2016年度のフランスからの投資内容は新関西国際空港の運営権の取得案件

M&A型投資の投資国別割合（過去10年間の時系列推移）



出典：トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注：M&A型投資金額の上位10カ国（過去10年累計）をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

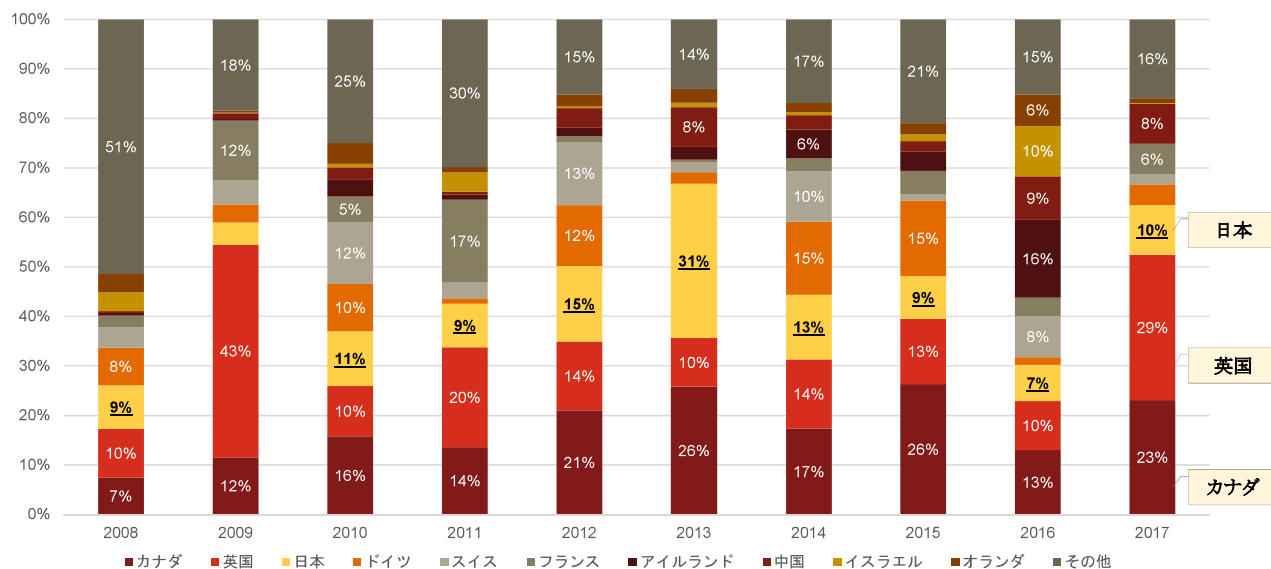
添付資料

22

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－投資国別(米国)

先進国(カナダ、英国、日本、ドイツ、スイス等)からの投資がメイン。カナダ、英国からの投資が多いのは地理的 / 言語的要因による可能性がある。直近においては中国からの投資が増加している。2013年度に日本からの投資割合が高くなっているのは、同年にSprint Nextel Corp (ソフトバンクグループ)への投資21,640百万ドルによる

M&A型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移 (日本からの投資を下線 / 太字でハイライト)



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10カ国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

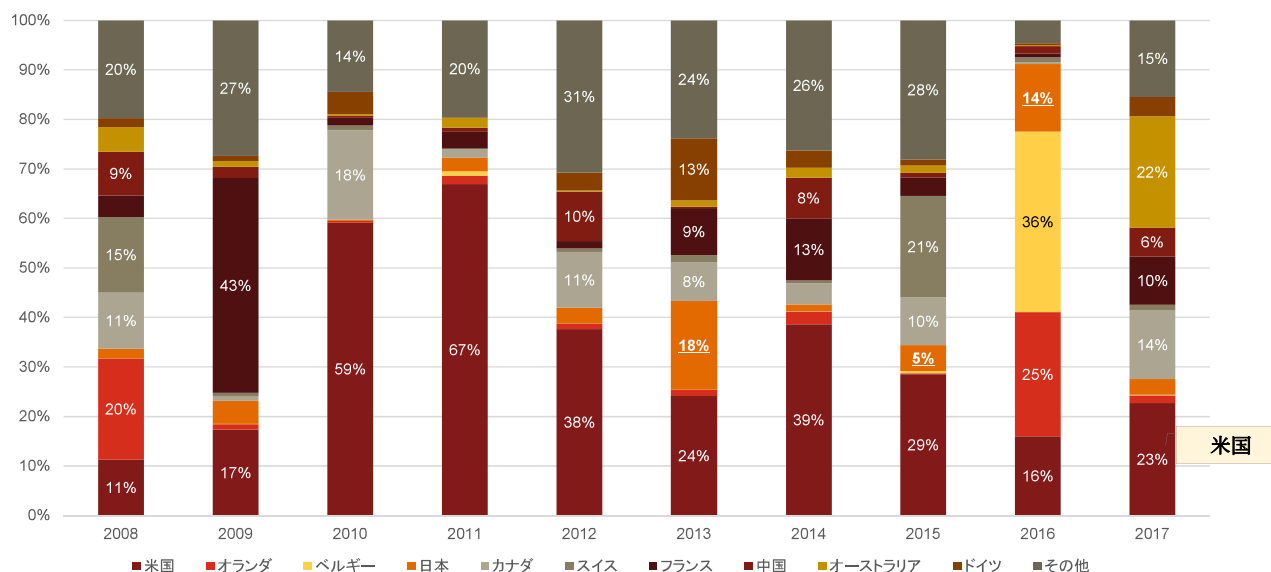
添付資料

23

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－投資国別(英国)

メガディールを除けば米国からの投資がメインである。2016年度におけるベルギーからの主な投資はAnheuser-Busch InbevによるSAB Millerへの投資101,476百万ドル、なお同年にソフトバンクグループによるARMへの投資31,879百万ドルも実行されている

M&A型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移 (日本からの投資を下線 / 太字でハイライト)



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10カ国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

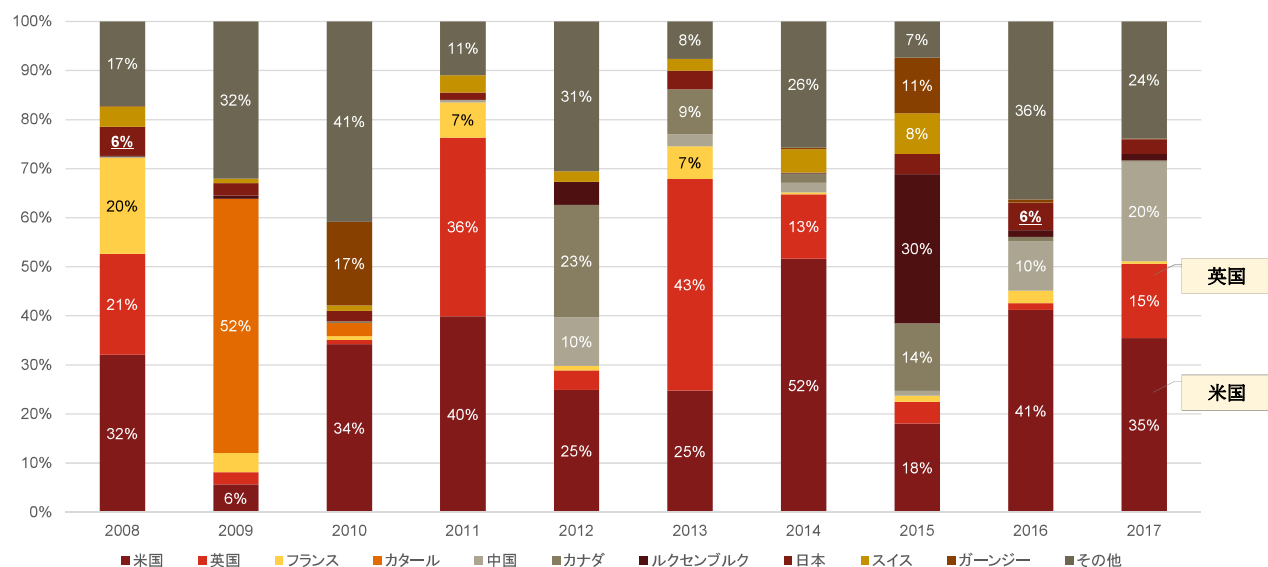
添付資料

24

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－投資国別 (ドイツ)

英国、米国等先進国からのM&A投資が多いが、年度によってばらつきが大きい。カタールは、2009年度のQatar Investment AuthorityによるVolkswagen AGへの投資案件9,569百万ドルのメガディールにより単年度のみランクイン

M&A型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移 (日本からの投資を下線 / 太字でハイライト)



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10カ国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

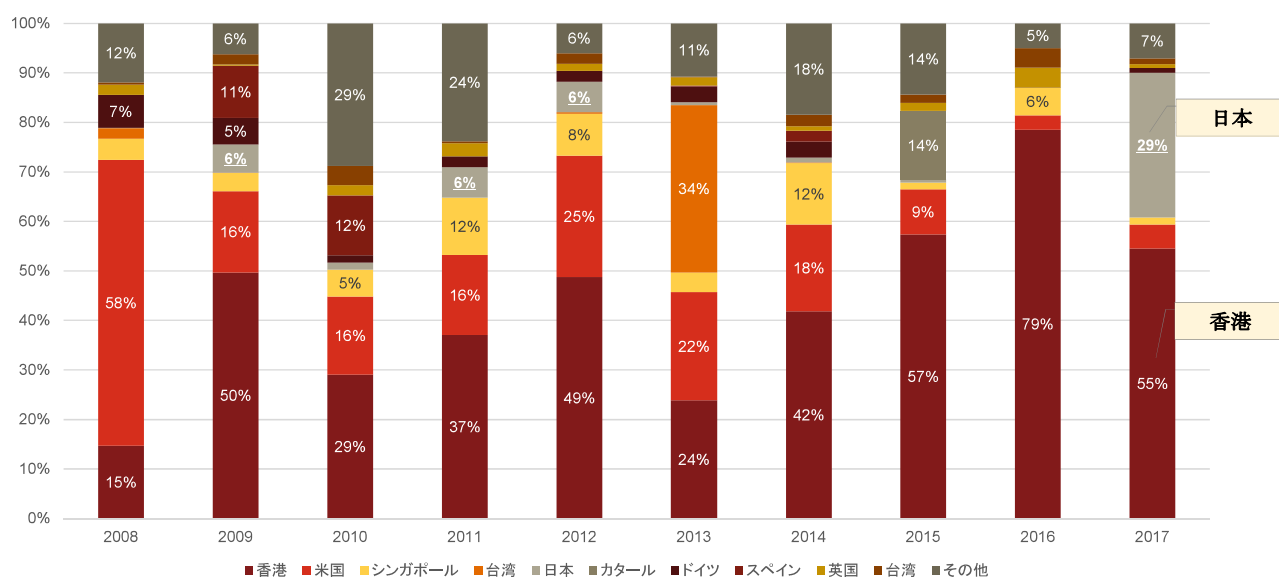
添付資料

25

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－投資国別 (中国)

香港からのM&A投資が多く、米国を除けばアジアからの投資が多い。なお、米国からの投資は、足元減少傾向にある。2017年度の日本からの大型投資の内容はソフトバンクグループのDidi Chuxing Technologyへの投資5,500百万ドル

M&A型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移 (日本からの投資を下線 / 太字でハイライト)



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10カ国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

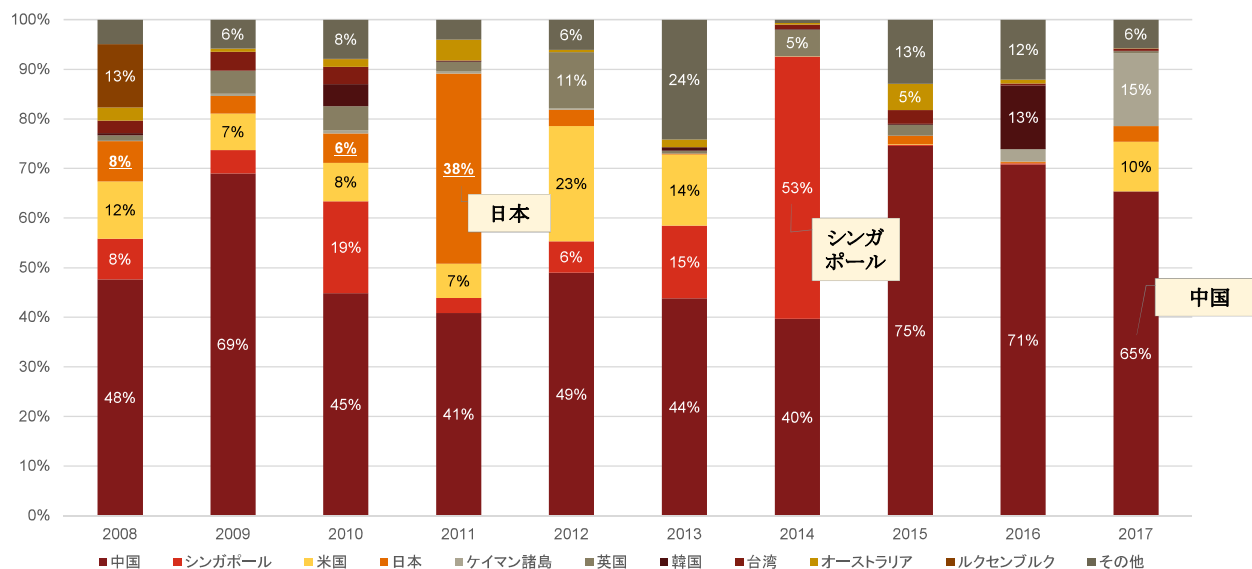
添付資料

26

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－投資国別（香港）

アジアからの投資が大半であり、特に中国が多い。これは、政治的、地理的、言語的な要素が影響しているものと思料

M&A型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移（日本からの投資を下線 / 太字でハイライト）



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10カ国（過去10年累計）をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

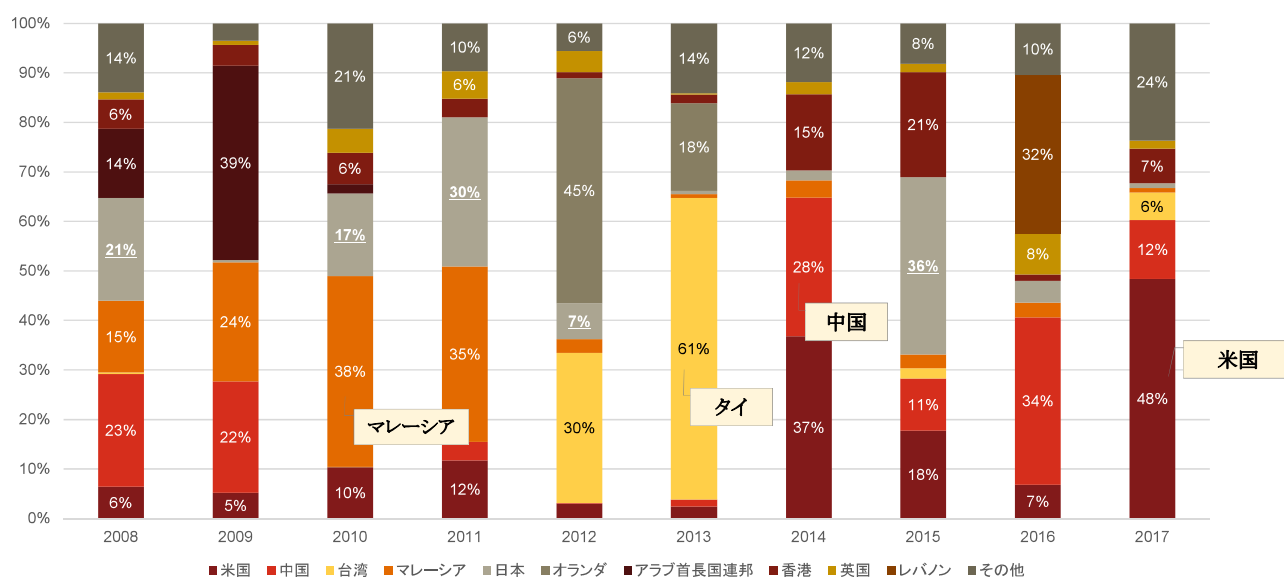
添付資料

27

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－投資国別（シンガポール）

年度によりおきなばらつきはあるが、米国・中国・日本から継続的に一定の投資がなされている。2015年度に日本からの投資割合が高くなっているのは、三菱商事によるOlam International Ltdへの投資1,091百万ドル、近鉄エクスプレスによるAPL Logistics Ltdへの投資1,200百万ドルによるもの

M&A型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移（日本からの投資を下線 / 太字でハイライト）



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10カ国（過去10年累計）をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

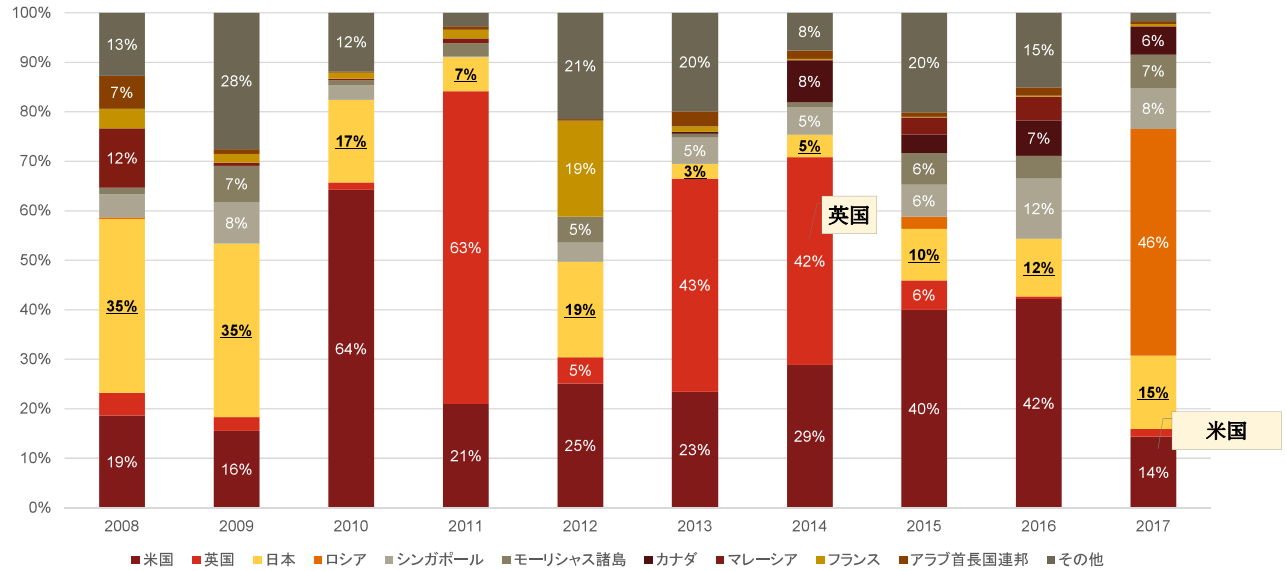
添付資料

28

(参考)各国へのM&A型投資の傾向－投資国別（インド）

米国、英国、日本からの投資がメイン(英国からの投資は歴史的背景も影響している可能性)。2008・2009年度における日本からの投資の主な内容は、Ranbaxy Laboratories (第一三共)、Tata Teleservices (NTT ドコモ)によるもの

M&A型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移（日本からの投資を下線 / 太字でハイライト）



出典: トムソンロイターデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

脚注: M&A型投資金額の上位10カ国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

添付資料

業種一覧 - M&A型投資

1 農業・林業・漁業・狩猟業	14 専門的科学技术サービス業
2 鉱業・採掘業・原油・天然ガス	15 企画管理業
3 公益事業	16 行政支援・廃棄物処理
4 建設業	17 教育・学習支援
5 食品・飲料・繊維等	18 医療・福祉
6 化学(医薬品含む)・石油製品等	19 芸術・娯楽・レクリエーション
7 輸送用機械・電気機械・金属等	20 宿泊施設・外食サービス
8 卸売業	21 その他のサービス(公務を除く)
9 小売業	22 公務
10 運輸・倉庫業	23 フィナンシャル・バイヤー
11 情報産業	24 Web検索サービス・インターネットサービスプロバイダ
12 金融・保険業	25 政府機関
13 不動産・賃貸業	

グリーンフィールド型投資

添付資料
PwC

31

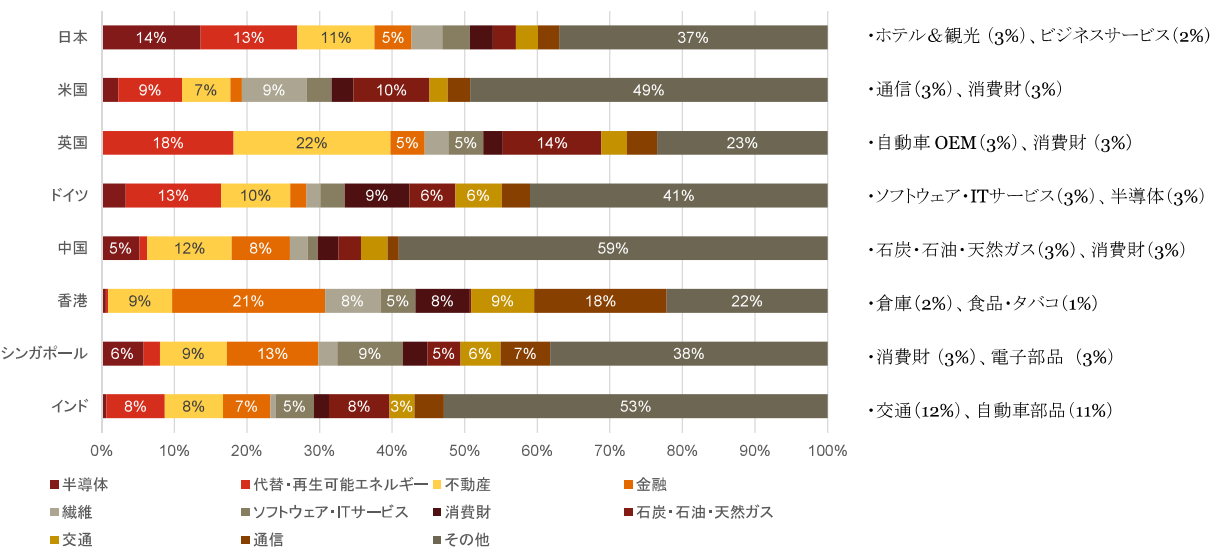
3.1 グリーンフィールド型投資：産業別の傾向分析

各国へのGF型投資の傾向－産業別（全体）

先進国では代替・再生エネルギー、不動産セクターへの投資が高い傾向にあり、新興国では特定の傾向はみられない。シンガポール・香港では金融への投資割合が比較的高い

調査対象8か国・地域におけるGF型投資の産業別割合（過去10年累計）

その他に含まれる主な産業



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成
脚注: GF型投資金額の上位10産業（過去10年累計）をもとに作成し、それ以外の産業はその他として記載

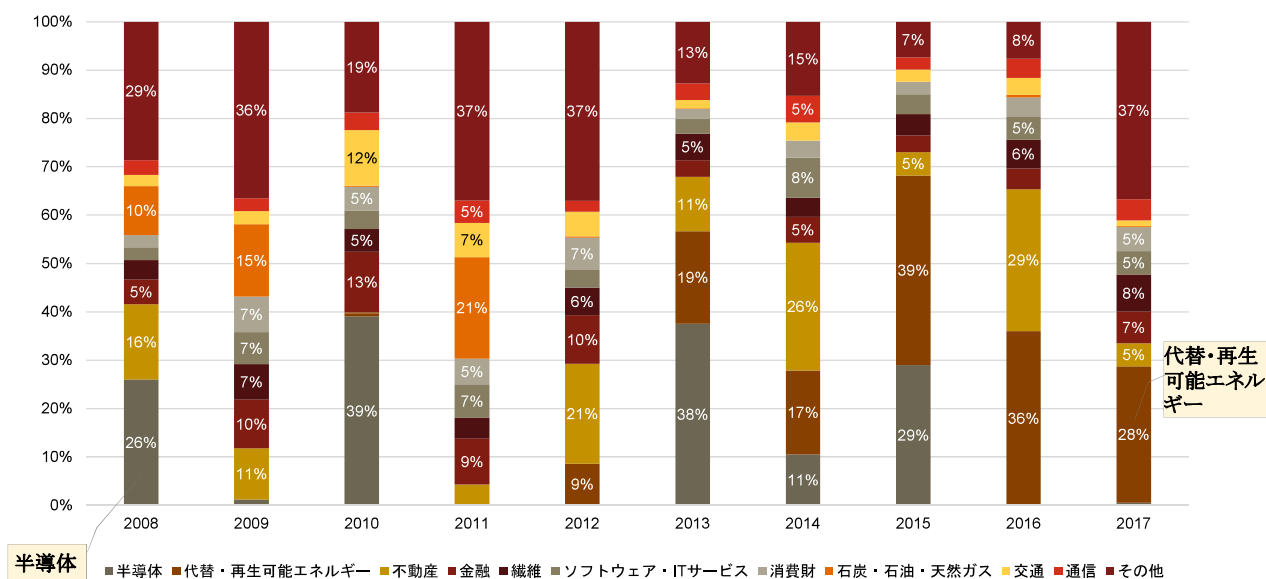
添付資料

32

(参考)各国へのGF型投資の傾向－産業別（日本）

近年は代替・再生可能エネルギーへの投資割合が高い。半導体セクターへの投資は、大型投資の有無により年度ごとのばらつきが大きい

GF型投資の産業別割合（過去10年間の時系列推移）



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の産業はその他として記載

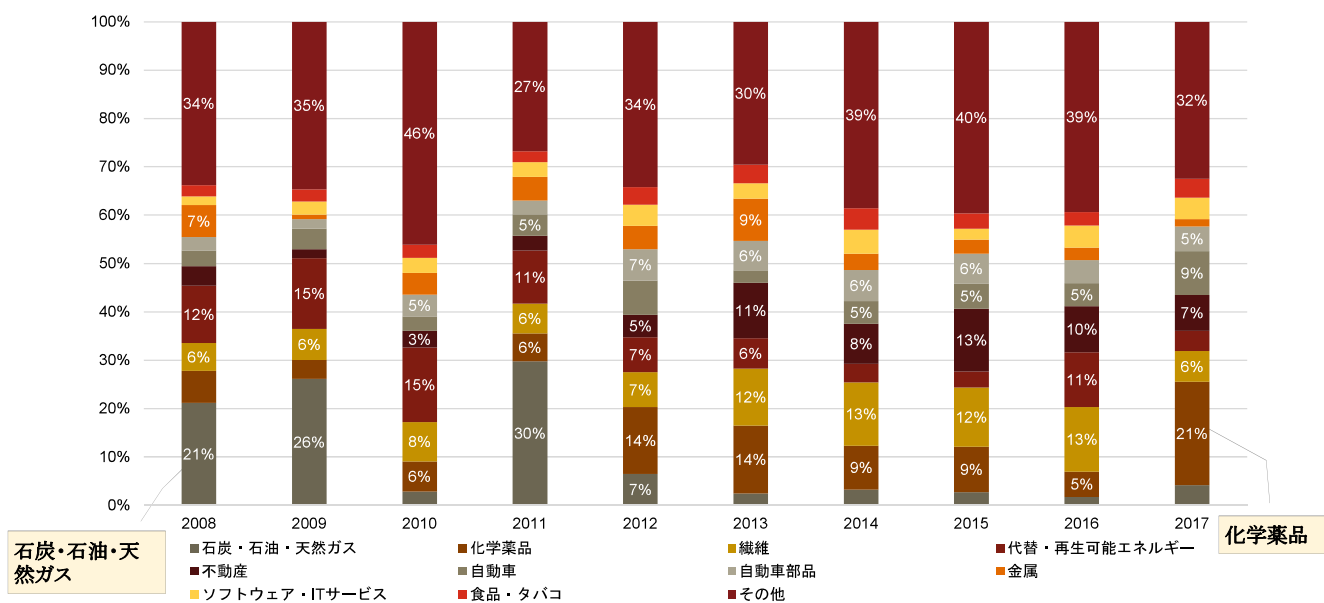
添付資料

33

(参考)各国へのGF型投資の傾向－産業別（米国）

比較的幅広い産業に対して投資がなされている。また時系列でみると従来石炭・石油・天然ガスセクターへの投資が大きな割合を占めていたが、近年は大きく減少。これは、米国内のシェール技術開発・資源価格動向によるものと思料

GF型投資の産業別割合（過去10年間の時系列推移）



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の産業はその他として記載

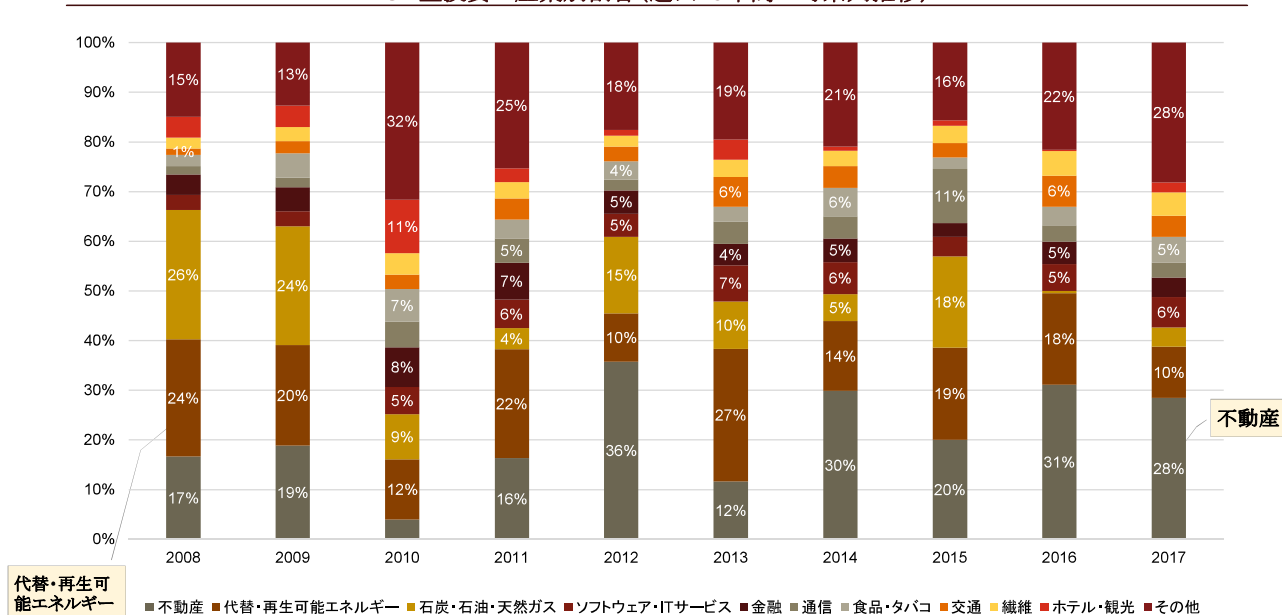
添付資料

34

(参考)各国へのGF型投資の傾向－産業別 (英国)

全体として不動産、代替・再生可能エネルギー、石炭・石油・天然ガスセクターへの投資割合が高い。なお、不動産セクターへの投資割合は調査対象年度の全体を通じて高い傾向にあり、海外投資家にとって英国の不動産セクターの魅力が高いことを示唆している

GF型投資の産業別割合(過去10年間の時系列推移)



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: GF型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の産業はその他として記載

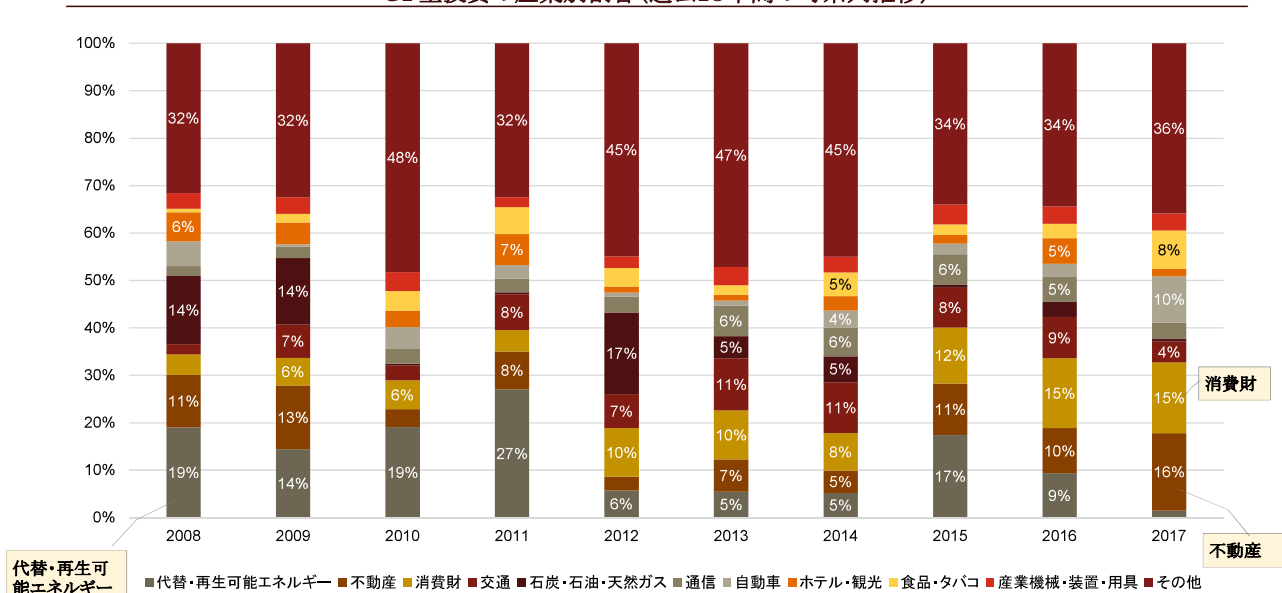
添付資料

35

(参考)各国へのGF型投資の傾向－産業別 (ドイツ)

2008年から2011年においては代替・再生可能エネルギーセクターへの投資割合が高かったが、その後は2015年度を除き、低調に推移。直近3年においては、不動産及び消費財セクターへの投資割合が高い

GF型投資の産業別割合(過去10年間の時系列推移)



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: GF型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の産業はその他として記載

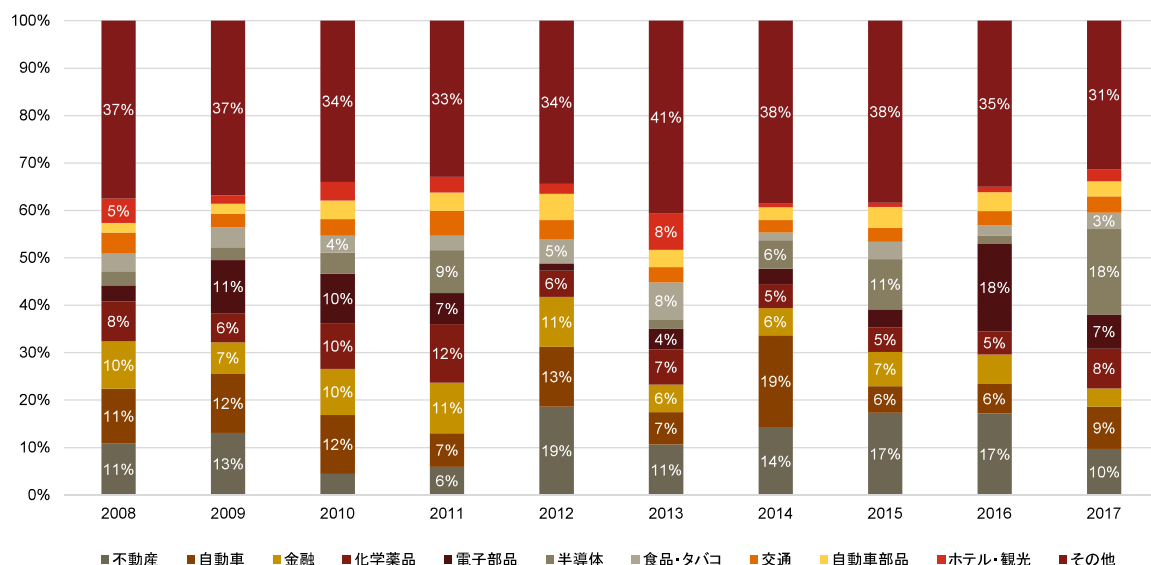
添付資料

36

(参考)各国へのGF型投資の傾向－産業別 (中国)

年度によりばらつきはあるものの、調査対象年度を通じて、幅広い産業に投資がなされている

GF型投資の産業別割合(過去10年間の時系列推移)



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の産業はその他として記載

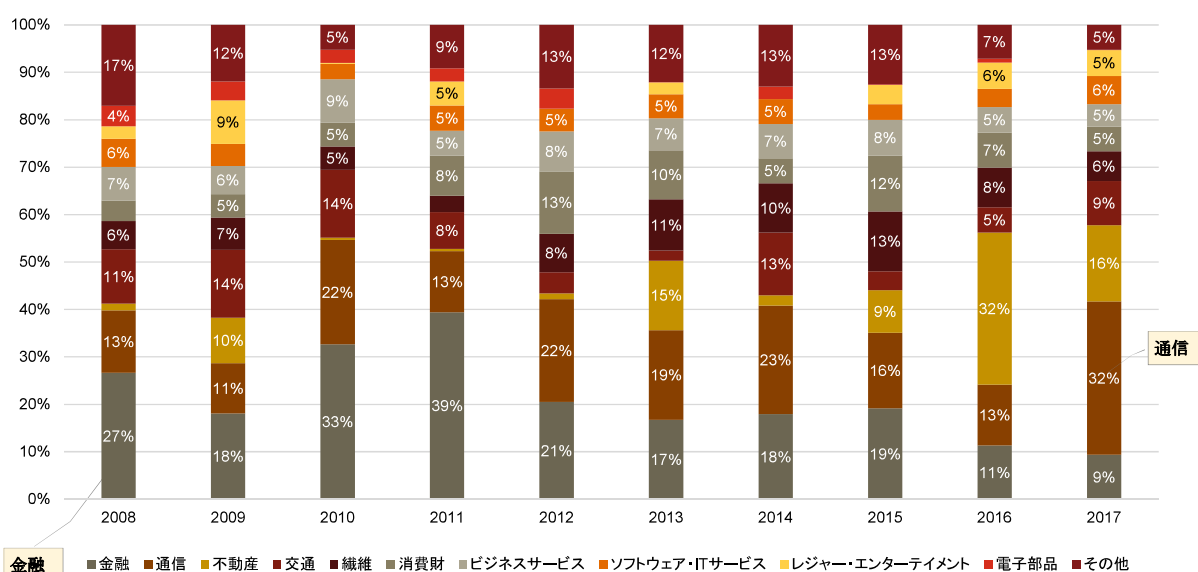
添付資料

37

(参考)各国へのGF型投資の傾向－産業別 (香港)

年度によりばらつきはあるものの、金融及び通信セクターへの投資割合が高い。なお、M&A型投資においても両業種への投資割合は高く、M&A及びGF型投資ともに同様の傾向が見られる

GF型投資の産業別割合(過去10年間の時系列推移)



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の産業はその他として記載

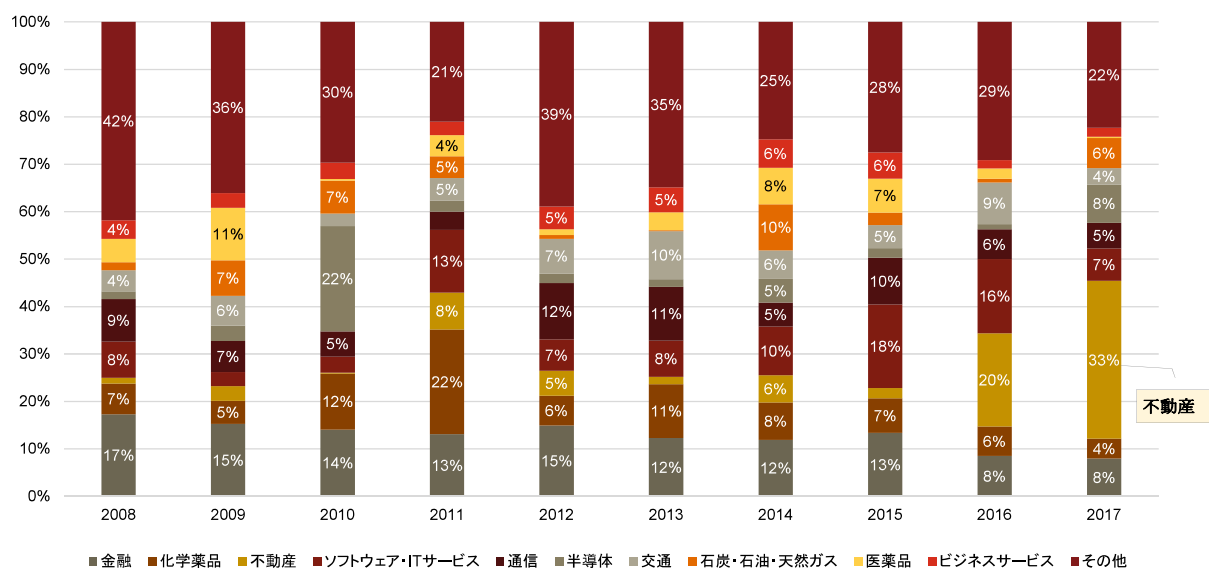
添付資料

38

(参考)各国へのGF型投資の傾向－産業別（シンガポール）

年度によりばらつきはあるものの幅広い産業に投資がなされており明確なトレンドは見受けられない。直近2年間に於いて、不動産セクターへの投資割合が高まっている

GF型投資の産業別割合（過去10年間の時系列推移）



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の産業はその他として記載

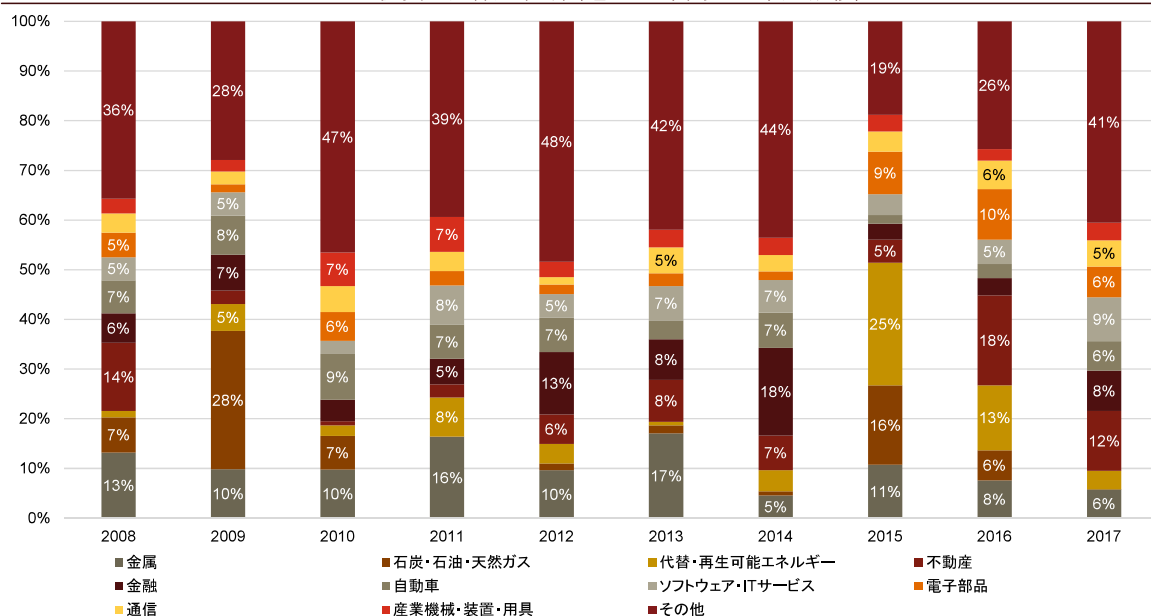
添付資料

39

(参考)各国へのGF型投資の傾向－産業別（インド）

調査対象年度を通じて、金属及び石炭・石油・天然ガスセクターへの投資割合が高く、資源セクターにおいて多くの投資を呼び込んでいる。2015年度に代替・再生可能エネルギーセクターへの投資割合が急増しているが、これは2015年に、インド政府が2022年までに再生可能エネルギーを大きく拡大させる目標を立てたことで多くのプロジェクトが立ち上がったため

GF型投資の産業別割合（過去10年間の時系列推移）



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10産業(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の産業はその他として記載

添付資料

40

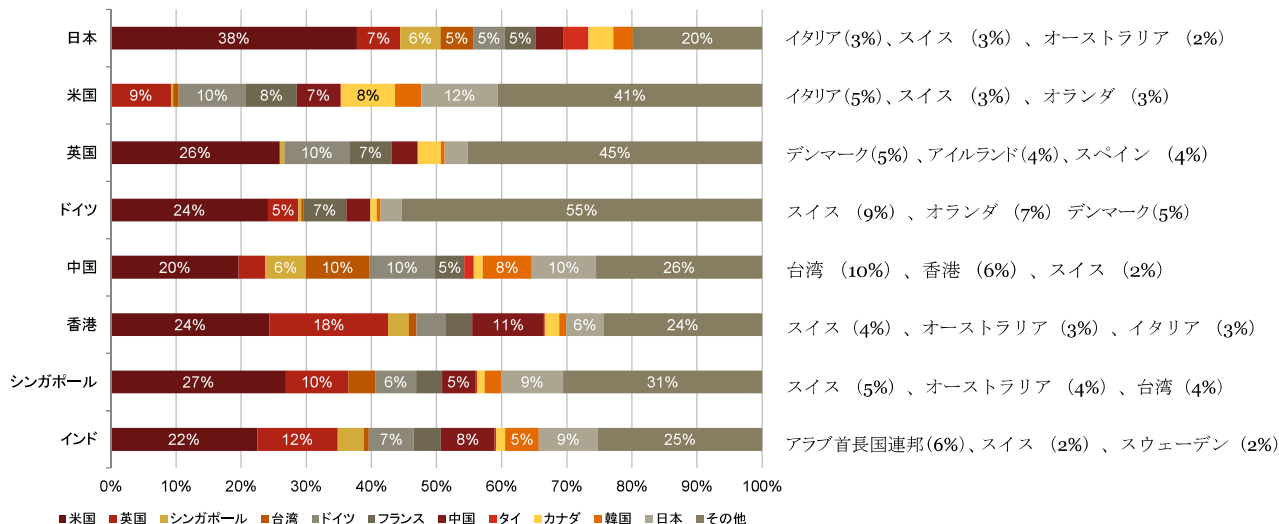
各国へのGF型投資の傾向－投資国別（全体）

米国を除くすべての対象国へのGF型投資について、米国からの投資割合が一番高く、米国の投資意欲が極めて旺盛である。また、M&Aと同様に、地理的近接性（欧州は欧州諸国からの投資割合が高くアジアはアジア諸国からの投資割合が高く）や歴史的背景（香港およびインドにおける英国）も影響しているものと思料

調査対象8か国・地域におけるGF型投資の投資国別割合（過去10年累計）

その他に含まれる主な投資国

（投資受入国）



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: GF型投資金額の上位10投資国（過去10年累計）をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

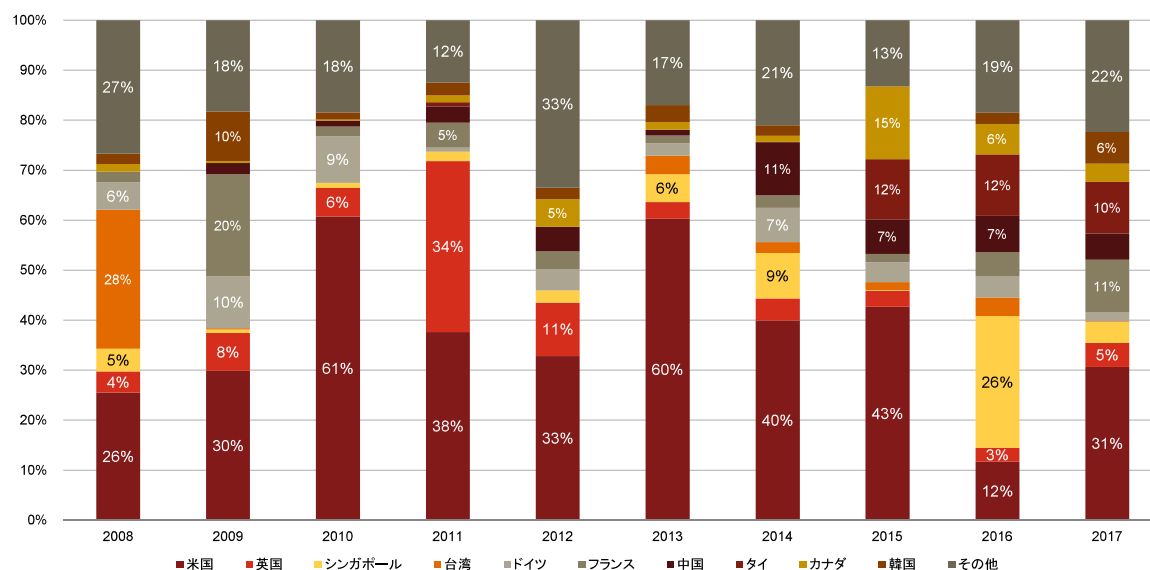
添付資料

41

（参考）各国へのGF型投資の傾向－投資国別（日本）

米国が最大の投資国となっている。時系列でみた場合、その他の投資国については特段の傾向はなく、個別投資案件の状況により年度別の投資国割合は大きく異なる

GF型投資の投資国別割合－過去10年間の時系列推移



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: GF型投資金額の上位10投資国（過去10年累計）をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

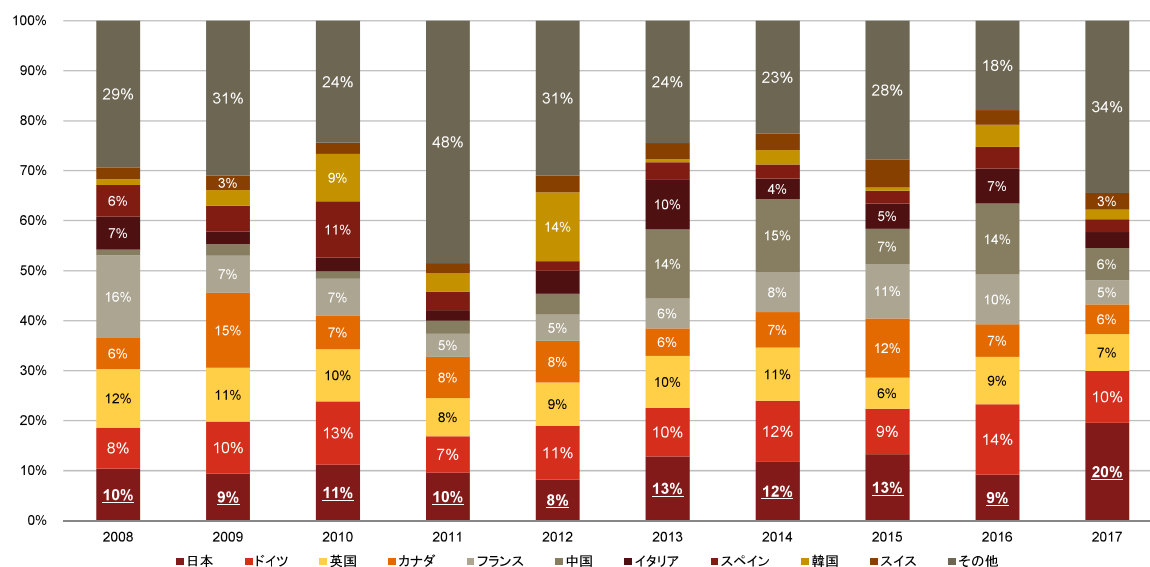
添付資料

42

(参考)各国へのGF型投資の傾向－投資国別(米国)

調査対象年度を通じて、投資国は多岐に渡っており、他国からの投資を幅広く獲得出来ている。投資割合の大きい国は、日本、ドイツ、英国、カナダであり先進国が占めている。なお、2013年以降、中国からの投資割合が増加している

GF型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移 (日本からの投資を下線 / 太字でハイライト)



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注: GF型投資金額の上位10投資国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

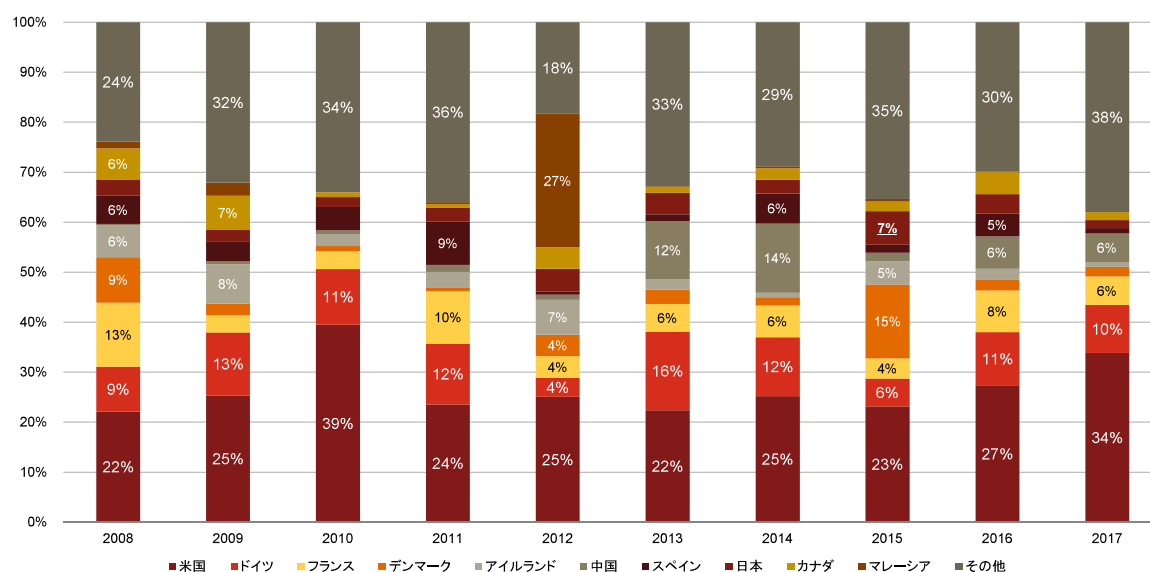
添付資料

43

(参考)各国へのGF型投資の傾向－投資国別(英国)

調査対象の各年度において、米国からの投資が常に最も大きい。次いで、ドイツ・フランスなど地理的近接性が高い欧州諸国からの投資が行われている。なお、2012年、2013年と中国からの投資割合が12%、14%と急増していたが、足元はその割合は減少している

GF型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

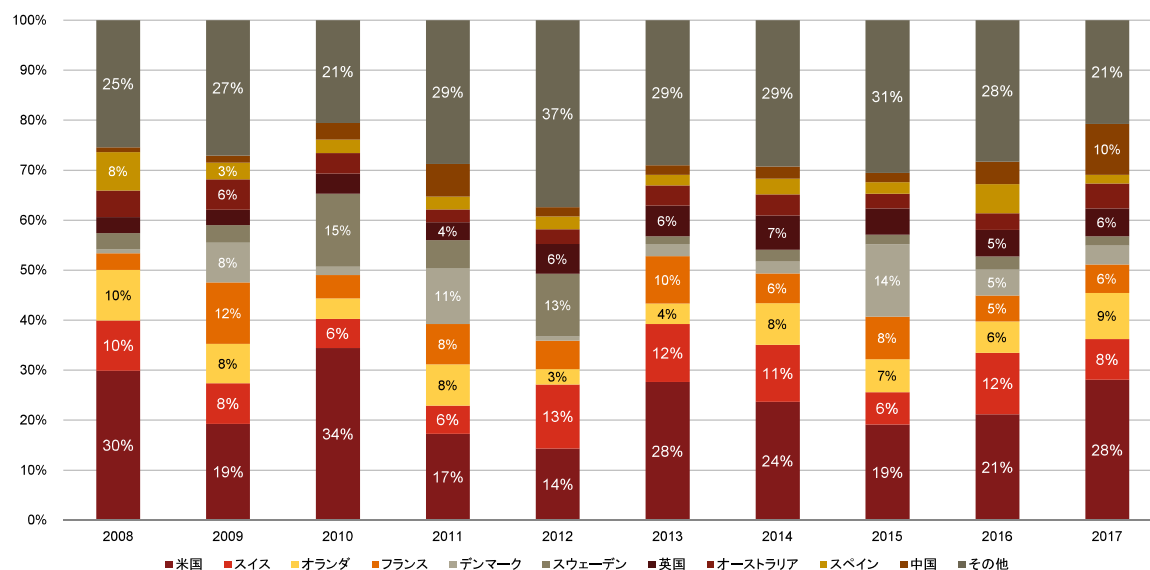
脚注: GF型投資金額の上位10投資国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

添付資料

44

(参考)各国へのGF型投資の傾向－投資国別（ドイツ）

調査対象の各年度において、米国からの投資が常に最も大きい。次いで、スイス・オランダ・フランスなど地理的近接性が高い欧州諸国からの投資が行われている

GF型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移

出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

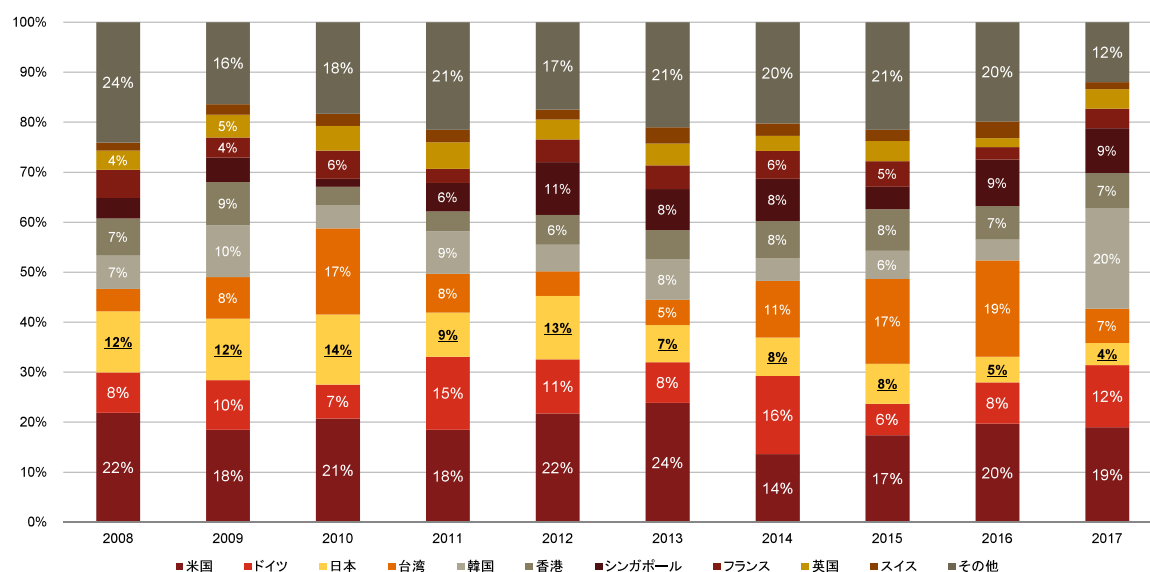
脚注:GF型投資金額の上位10投資国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

添付資料

45

(参考)各国へのGF型投資の傾向－投資国別（中国）

米国の次に投資割合の高い国はドイツであり、年度によりばらつきがあるものの足元2017年のドイツからの投資割合は12%と高水準を維持。なお、日本からの投資割合は減少傾向にある

GF型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移（日本からの投資を下線 / 太字でハイライト）

出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10投資国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

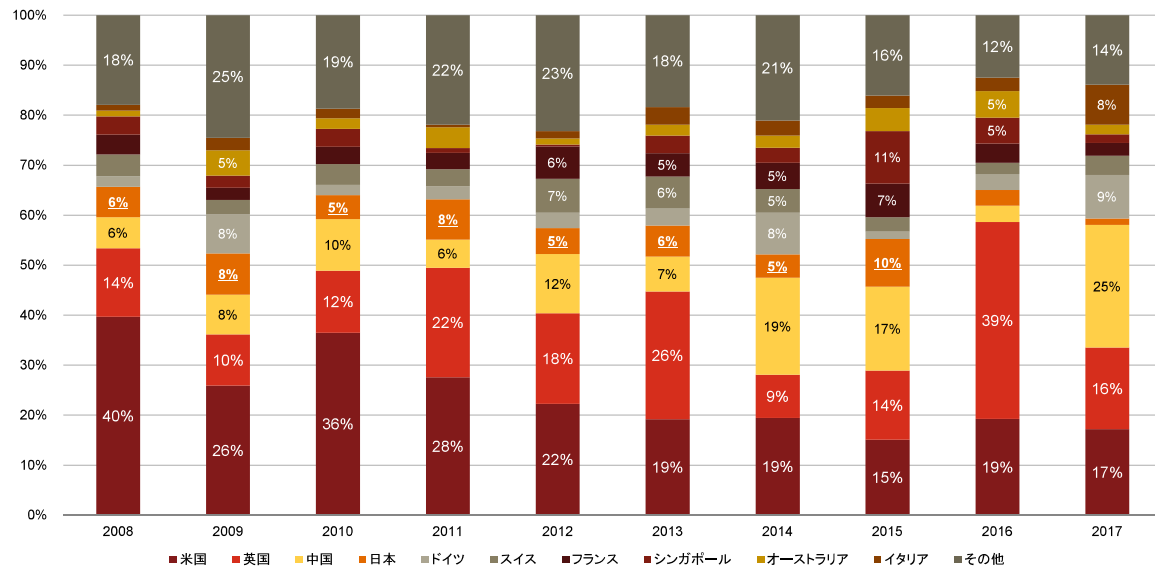
添付資料

46

(参考)各国へのGF型投資の傾向－投資国別（香港）

香港は投資国に大きな偏りがあり、過去10年間の投資額上位3か国である米国、英国、中国で概ね5割程度を占めている

GF型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移（日本からの投資を下線 / 太字でハイライト）



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10投資国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

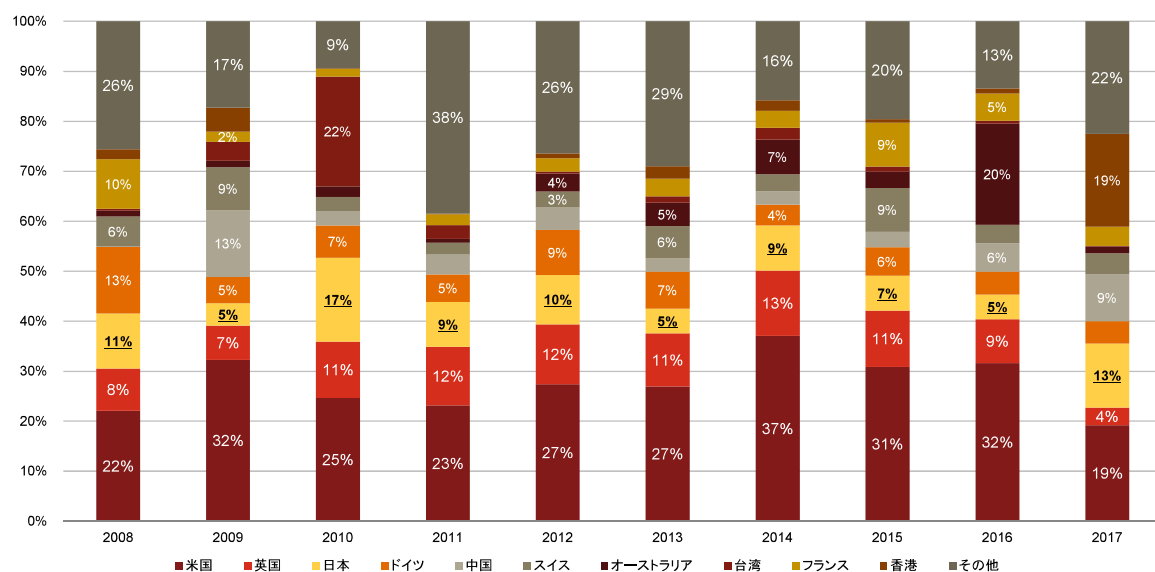
添付資料

47

(参考)各国へのGF型投資の傾向－投資国別（シンガポール）

シンガポールはアジアに位置するが、投資国は欧米、アジア、オーストラリアと多様な国・地域が主要投資国となっている

GF型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移（日本からの投資を下線 / 太字でハイライト）



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10投資国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

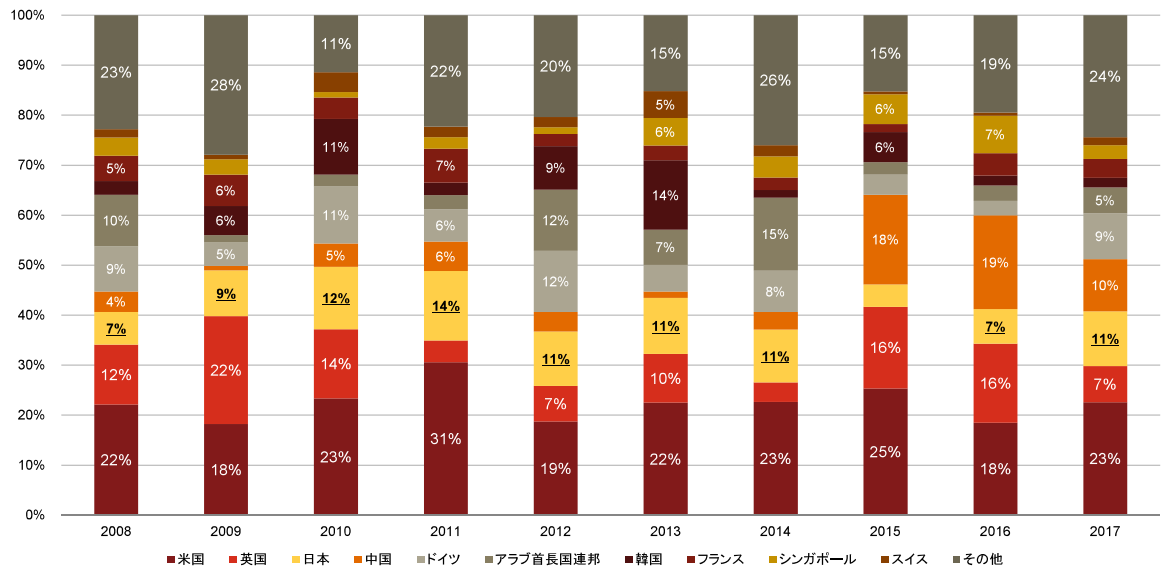
添付資料

48

(参考)各国へのGF型投資の傾向－投資国別（インド）

米国および歴史的つながりを有する英国を除くと、直近10年間合計での最大の投資国は日本となっている

GF型投資の投資国別割合 - 過去10年間の時系列推移（日本からの投資を下線 / 太字でハイライト）



出典: fDi Marketsデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

脚注:GF型投資金額の上位10投資国(過去10年累計)をもとに作成し、それ以外の投資国はその他として記載

添付資料

業種一覧－GF型投資

1 半導体	21 ゴム
2 代替・再生可能エネルギー	22 セラミックス・ガラス
3 不動産	23 自動車
4 金融	24 プラスチック
5 繊維	25 ヘルスケア
6 ソフトウェア・ITサービス	26 医療機器
7 消費財	27 事務機・装置
8 石炭・石油・天然ガス	28 航空宇宙
9 交通	29 エンジン・タービン
10 通信	30 バイオテクノロジー
11 ホテル・観光	31 建築材料
12 ビジネスサービス	32 紙・印刷・包装
13 化学薬品	33 家電
14 レジャー・エンターテインメント	34 自動車以外の輸送機器
15 電子部品	35 飲料
16 食品・タバコ	36 木製品
17 医薬品	37 倉庫
18 金属	38 鉱物
19 自動車部品	39 宇宙・防衛
20 産業機械・装置・用具	

脚注: 出典が異なるため、GFの業種別分類は前述のM&Aの業種別分類と異なる

添付資料

M&A投資および グリーンフィールド型投資の割合

添付資料
PwC

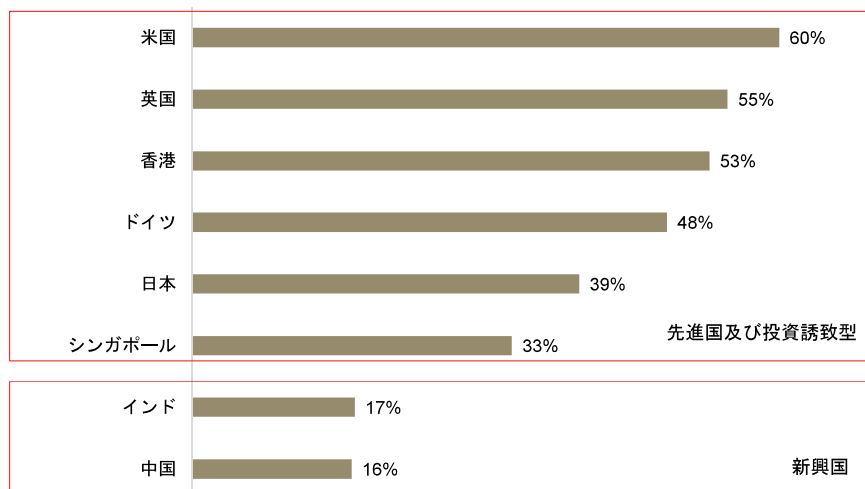
51

4.1 M&A型投資およびグリーンフィールド型投資の割合：投資国別の傾向分析

各国のM&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める割合

総じて先進国の方がM&A割合が高い。これは、先進国は新興国と比べM&Aに関する法整備や資本市場が成熟していること等の投資環境が整備されておりM&Aが活発と考えられ、新興国ではM&Aの検討や実施に当たっての投資環境・汚職、不正等が障害となっている可能性がある

調査対象国における2008年～2017年のM&A・GF型投資の合計に占めるM&A投資割合



- 調査対象国のうち、先進国はGF型投資に比してM&A投資の割合が大きく、新興国であるインドや中国はM&A投資の割合は低くGF型投資の割合が非常に大きい

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

添付資料

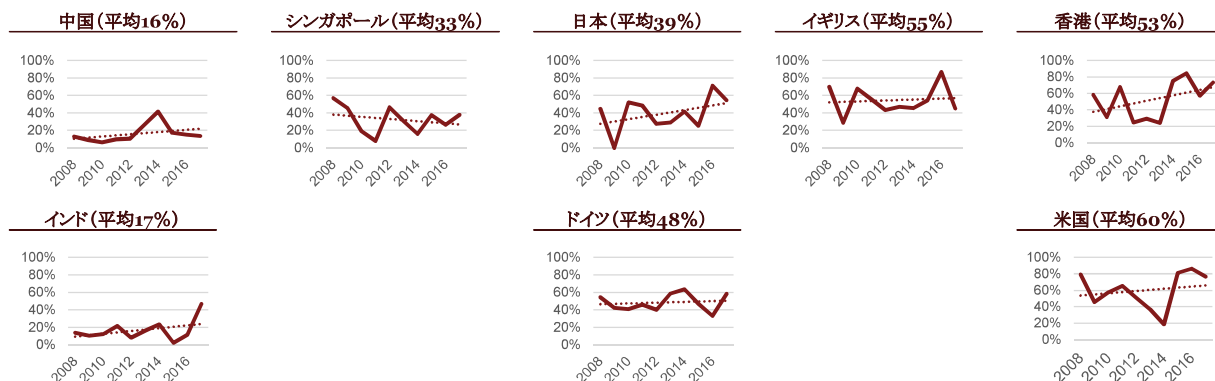
52

各国のM&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める割合の時系列推移－全体

先進国のほうが対内投資に占めるM&Aの割合が多いという全体的傾向はあるが、年度ごとにその割合には変動がみられる（年度によってM&A投資額に大きな変動があるため）

＜M&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める割合 時系列データ＞

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	平均
日本	45%	0%	52%	49%	27%	29%	42%	25%	71%	55%	39%
米国	79%	46%	57%	65%	51%	37%	19%	81%	86%	77%	60%
英国	70%	29%	68%	56%	43%	47%	46%	54%	87%	45%	55%
ドイツ	54%	42%	41%	46%	40%	59%	64%	47%	33%	58%	48%
中国	13%	9%	6%	10%	11%	26%	42%	17%	15%	13%	16%
香港	58%	31%	68%	25%	29%	24%	75%	85%	57%	73%	53%
シンガポール	57%	46%	19%	8%	47%	31%	16%	38%	26%	38%	33%
インド	14%	10%	12%	22%	8%	16%	23%	2%	11%	47%	17%



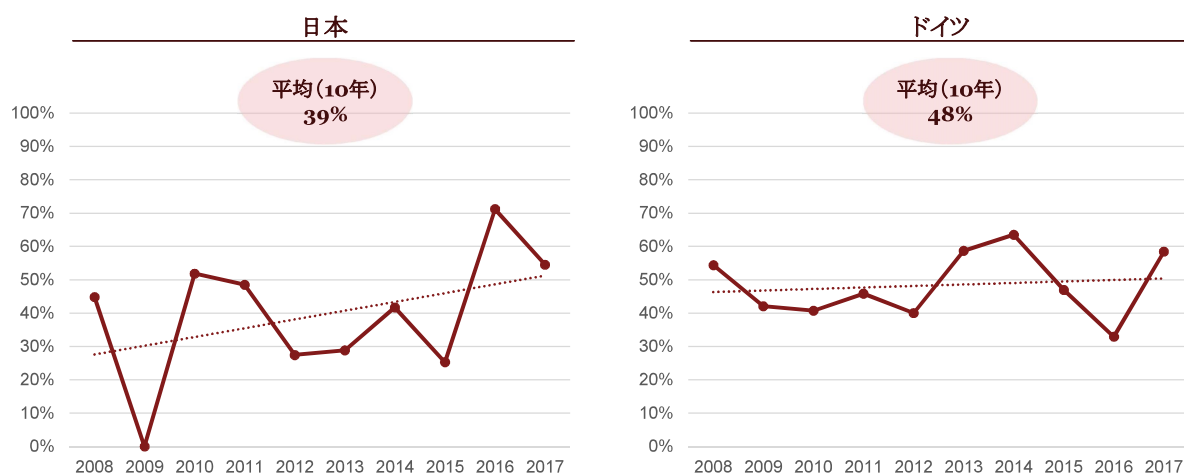
出典：UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

添付資料

53

M&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める割合の時系列推移－先進国①

ドイツにおけるM&A投資の割合は概ね一定で推移しているが、日本ではM&A動向に応じて大きくばらつきがある



- 日本は他の先進国に比べると対内投資に占めるM&Aの割合が低い、増加傾向にある
- ドイツは時系列でみて他の先進国のような大きな変動は見られない。他の先進国同様、わずかながら対内投資に占めるM&Aの割合が増加傾向にある。

出典：UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

脚注：2009年度の日本のデータは、外れ値として平均値には考慮していない。

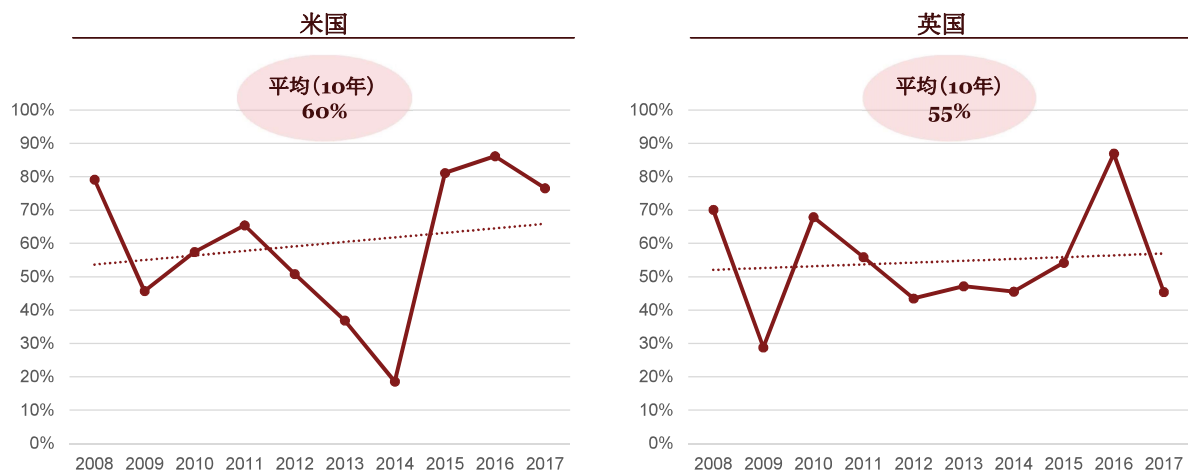
(%はM&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める金額の割合)

添付資料

54

M&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める割合の時系列推移— 先進国②

米国、英国は調査対象国の中で最もM&Aの割合が大きい。M&Aに係る投資環境に加えて、経営戦略における事業ポートフォリオの見直しによる事業売却が活発であることも一因であると考えられる



- ・ 景気動向 / メガディールの影響等により年度により大きなばらつきがあるが、米国、英国は対象国8か国・地域の中で最もM&Aの割合が高い
- ・ また、両国ともM&A割合は若干増加傾向にある

出典：UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

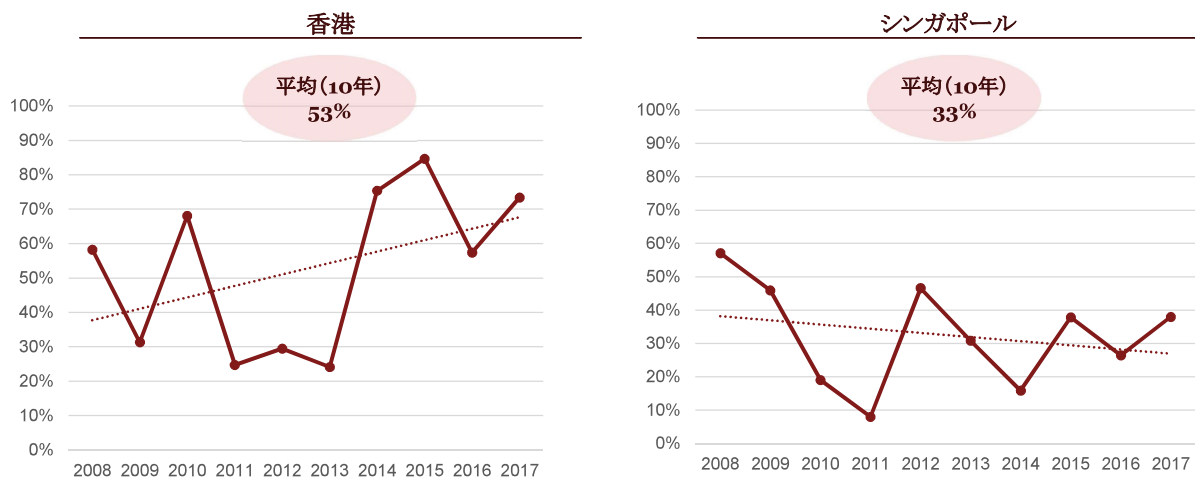
(％はM&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める金額の割合)

添付資料

55

M&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める割合の時系列推移— 投資誘致型

香港及びシンガポールはともに投資誘致型経済であるが、香港の方がM&A投資割合が高い。香港の場合、中国からのM&Aが特に多く、その点が異なる(シンガポールも中国からの投資をなされているが、経済的緊密度は異なるものと思料)



- ・ 香港は中国によるM&Aが極めて多い(詳細は投資国別分析のパート参照)。一方シンガポールも中国からの投資を多く受け入れているが、経済的緊密度は異なるものと思料
- ・ 時系列でみて、特段の傾向は見受けられない

出典：UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

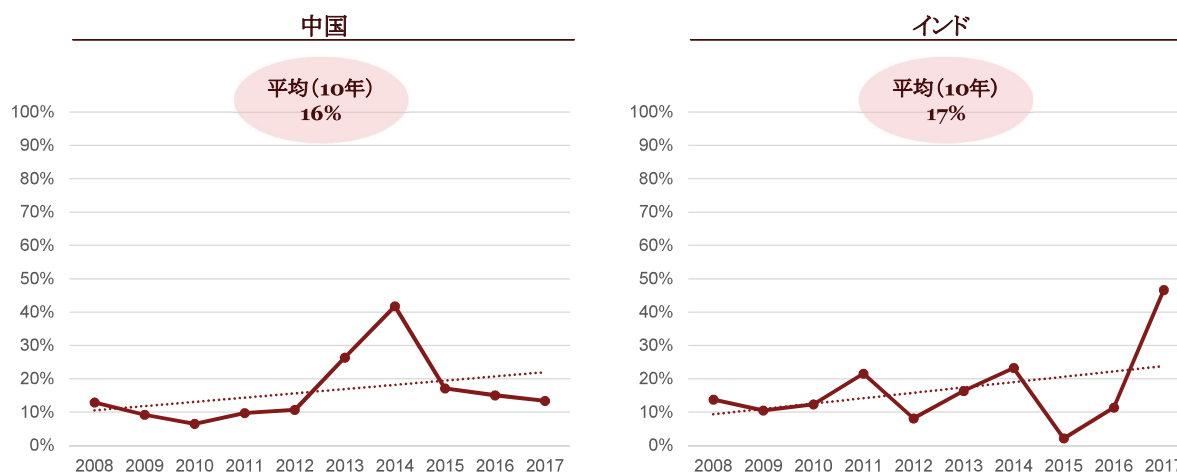
(％はM&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める金額の割合)

添付資料

56

M&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める割合の時系列推移— 新興国

中国、インドともにM&A投資割合は低く、GF型投資がメイン。これは、多くの投資家が新興国等を生産拠点として投資（GF）してきた背景があり、また新興国は不正・汚職リスクが先進国に比べて高く、これがM&A型投資の割合が低い一因と
思料



- 中国は先進国平均と比べると対内投資に占めるM&Aの比率が低い。GDPの伸びも踏まえると魅力的な投資国と考えられるが、中国当局における法規制（外資参入規制、独禁法等規制）等の投資環境に加え、不正・汚職リスクなどが影響していると考えられる
- インドも中国と同様に先進国と比べて対内投資に占めるM&Aの割合が低い、その要因は概ね中国と同様と思料。なお、2017年度はソフトバンクグループによるOne97 Communications (paytm運営)、ANI Technologies (Ola運営) への投資により一時的にM&A投資割合が増加している

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザリーにて作成

(%はM&A型投資がM&A・GF型投資の合計額に占める金額の割合)

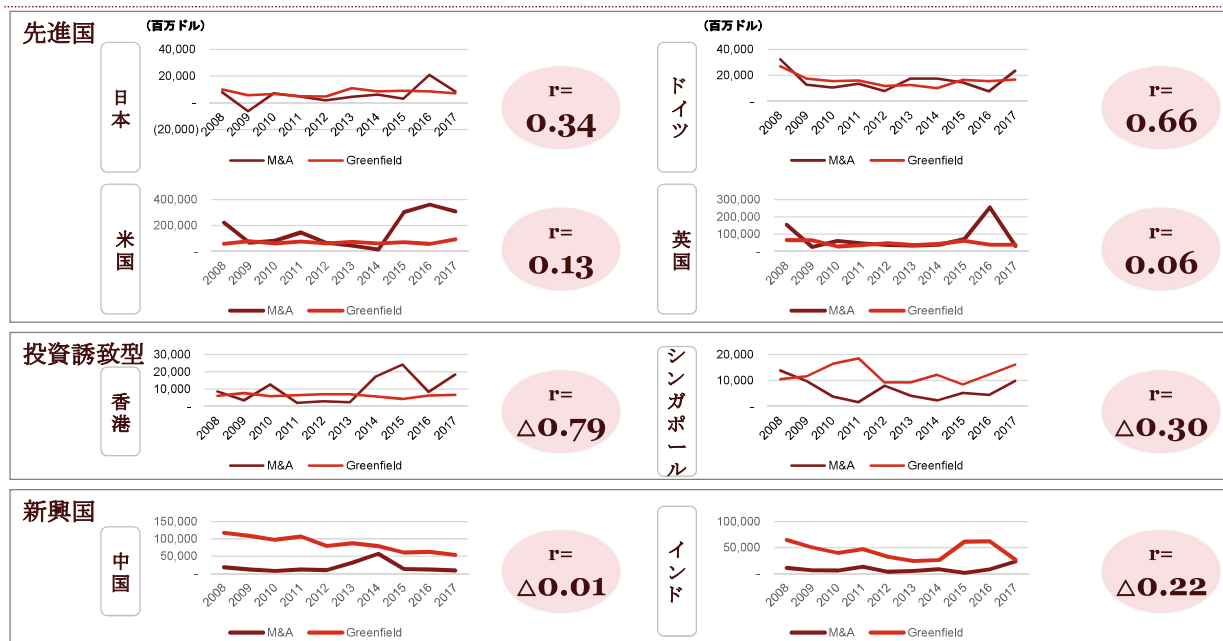
添付資料

57

M&A投資および グリーンフィールド型投資の相関関係

M&A型投資とGF型投資の相関関係 - サマリー

全体としてM&A型投資とGF型投資との間に明確な相関関係は見られない。なお、先進国は調査対象国ごとにばらつきはあるが全体として正の相関があり、投資誘致型は負の相関があり、新興国はほぼ相関がない



出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

脚注: 2009年度の日本のデータは、海外企業による日本企業の買収額が、海外企業による日本子会社の売却額を超えたため、マイナスとなっている

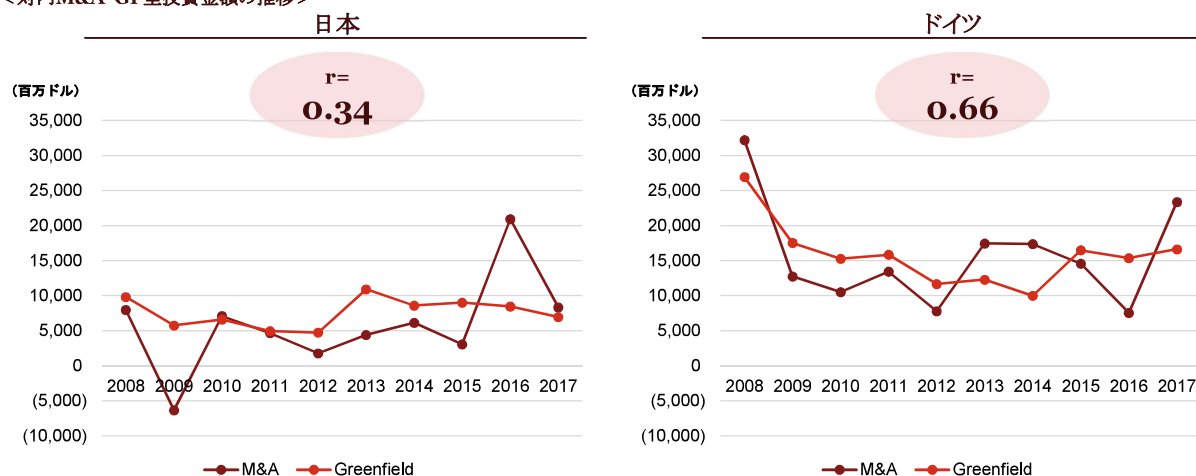
添付資料

59

各国のM&A型投資、GF型投資の相関関係 - 先進国①

日本とドイツは他の先進国と同様にGFは概ね一定、米国や英国のようにM&Aが活発でないため、結果として正の相関関係がみられる

<対内M&A・GF型投資金額の推移>



- ドイツはM&A型とGF型投資に比較的強い正の相関関係があるが、これは投資家にとってM&A及びGF型投資の魅力が一定であるということを示唆している可能性
- 日本のM&A型投資は2009年度にマイナスと大きく落ち込んでおり、仮に2009年度のM&A投資が2008年度と同水準であった場合は、相関は0.17となり両者に相関はほぼなくなる

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

脚注: 2009年度の日本のデータは、海外企業による日本企業の買収額が、海外企業による日本子会社の売却額を超えたため、マイナスとなっている

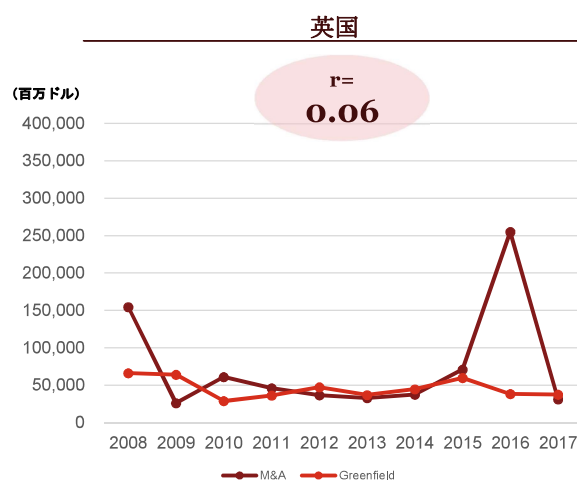
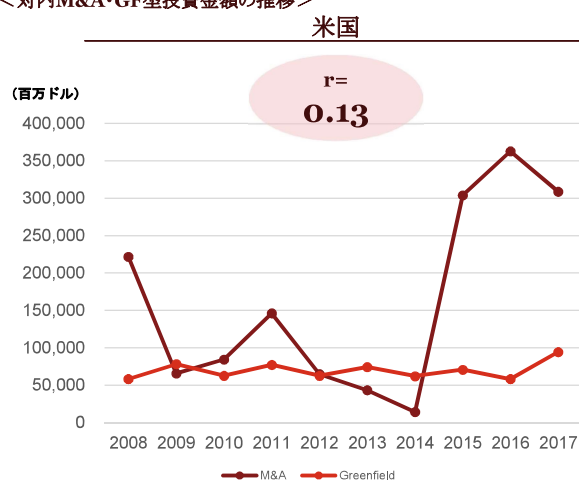
添付資料

60

各国のM&A型投資、GF型投資の相関関係 – 先進国②

他の先進国同様にGFは概ね一定であるが、M&Aがより活発であり、結果として両者の相関関係はほとんどみられない

<対内M&A・GF型投資金額の推移>



- 米国および英国はM&Aが活発であり年度ごとにメガディール等の影響でM&A型投資額は大きく変動する一方、GF型投資は大きな変動は見られないため、両者の相関はほとんどない

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

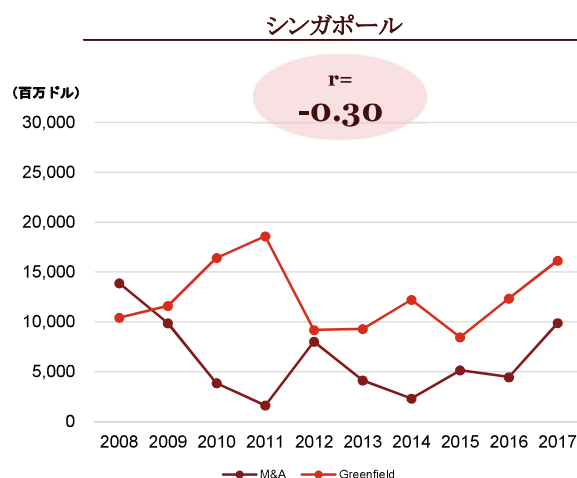
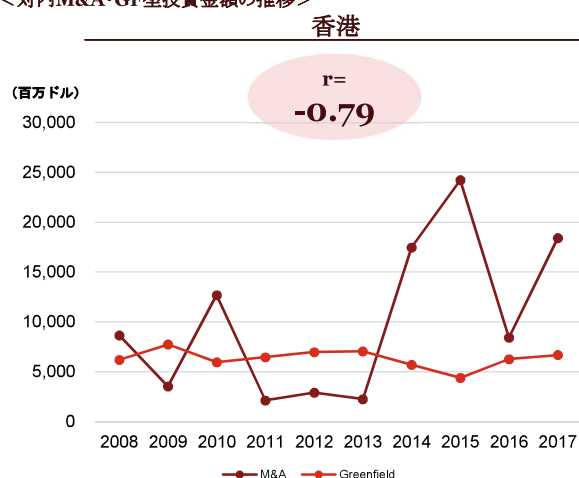
添付資料

61

各国のM&A型投資、GF型投資の相関関係 – 投資誘致型

シンガポールと香港は、M&A型投資とGF型投資に負の相関がみられる

<対内M&A・GF型投資金額の推移>



- 香港とシンガポールはM&A型投資とGF型投資に負の相関があり、両者はいずれも投資誘致型である
- 香港は、2012年度と2017年度を除き、M&AとGF型投資金額は逆の動きとなっており、負の相関が強い
- シンガポールは、2015年までは負の相関が強い(-0.5)が2016年以降は正の相関にあり、全体として緩やかな負の相関

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

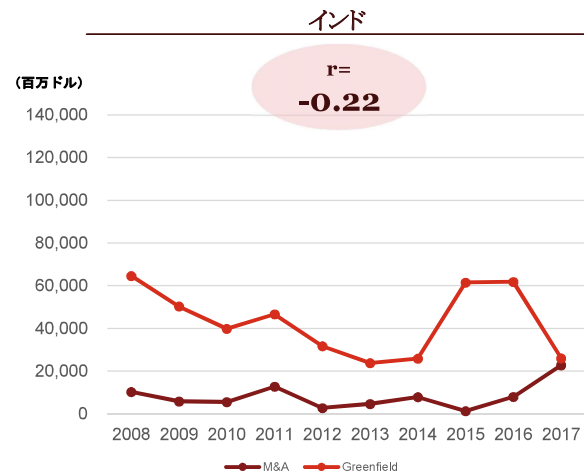
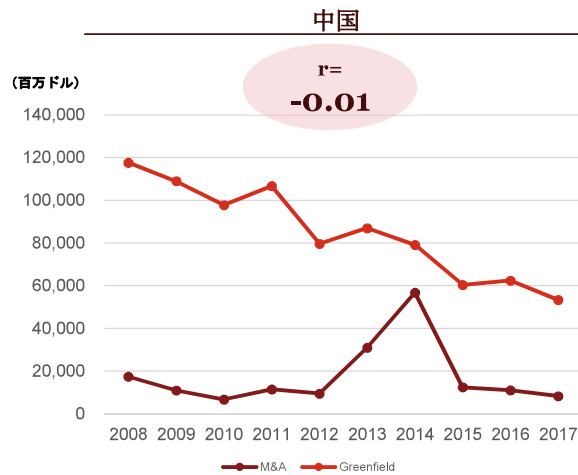
添付資料

62

各国のM&A型投資、GF型投資の相関関係－新興国

先進国とは反対に、GF型投資にばらつきがみられる一方、M&A型投資に大きな変動は見られない。M&A、GF型投資の両者の間に相関関係はほぼみられない

<対内M&A・GF型投資金額の推移>



- インドおよび中国はともに新興国でありGF型投資がメインで、他の調査対象国と比較してGF型投資の金額が年度ごとに大きく変動する傾向にあるが、M&A型投資はGF型投資と比較して活発でなく、両者の間に相関関係はほぼみられない

出典: UNCTADデータに基づき、PwCアドバイザーにて作成

二次利用未承諾リスト

報告書の題名 海外M&Aと日本企業～M&Aの最前線に立つ国内外の企業の声からひもとく課題克服の可能性～

委託事業名 平成30年度我が国内外の投資促進体制整備等調査（日本企業による海外企業買収の課題等に関する調査・研究等事業）

受注事業者名 PwCアドバイザリー合同会社

頁	図表番号	タイトル
25	4	2018年アジア・太平洋地域 コーポレートガバナンスランキング（カッコ内は前回2016年調査）
28	5	日米英独仏の5か国における売上高等1兆円以上企業のCEO報酬
54	8	2014年、2016年主要地域のESG投資残高
85	12	2017年IN - OUT（日本→海外）取引フロー・OUT - IN（海外→日本）取引フロー対比
85	13	2018年IN - OUT（日本→海外）取引フロー・OUT - IN（海外→日本）取引フロー対比
94	15	PEファンドが関与した国内投資金額の推移
96	16	各国のCEOが検討している今後内の成長施策（複数回答）
以下、別添資料の図表について記載		
12		各国へのM&A型投資の傾向 - 産業別（全体）
13		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 産業別（日本）
14		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 産業別（米国）
15		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 産業別（英国）
16		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 産業別（ドイツ）
17		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 産業別（中国）
18		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 産業別（香港）
19		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 産業別（シンガポール）
20		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 産業別（インド）
21		各国へのM&A型投資の傾向 - 投資国別
22		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 投資国別（日本）
23		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 投資国別（米国）
24		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 投資国別（英国）
25		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 投資国別（ドイツ）
26		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 投資国別（中国）
27		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 投資国別（香港）
28		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 投資国別（シンガポール）
29		（参考）各国へのM&A型投資の傾向 - 投資国別（インド）
30		業種一覧 - M&A型投資
32		各国へのGF型投資の傾向 - 産業別（全体）
33		（参考）各国へのGF型投資の傾向 - 産業別（日本）
34		（参考）各国へのGF型投資の傾向 - 産業別（米国）
35		（参考）各国へのGF型投資の傾向 - 産業別（英国）
36		（参考）各国へのGF型投資の傾向 - 産業別（ドイツ）
37		（参考）各国へのGF型投資の傾向 - 産業別（中国）
38		（参考）各国へのGF型投資の傾向 - 産業別（香港）
39		（参考）各国へのGF型投資の傾向 - 産業別（シンガポール）
40		（参考）各国へのGF型投資の傾向 - 産業別（インド）

(様式 2)

[illegible]