

海外M&Aを経営に活用する

# 9つの行動

## 別冊編

CF0・法務担当役員・社外取締役に  
期待される役割とは

## はじめに ～別冊の背景・目的～

### 重要なのは「オーナーシップマインド」、単なる当事者意識ではない

これは、ある海外 M&A 経験豊富な経営者に「海外 M&A の際に CFO に必要なこと」を伺った際の言葉です。この言葉は、経済産業省が取りまとめた「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動」のメッセージとも密接に関連します。

「9 つの行動」では、海外 M&A を経営戦略の中で戦略的・積極的に活用し、グローバルな成長を実現していくためにはとりわけ経営トップ（CEO・CFO・COO 等）の役割が重要であることを踏まえて、彼らが共通して認識しておくべきポイントをまとめました。まさに、経営トップに求められるのは、海外 M&A をどのように成長につなげていくのか、企業価値向上に向けて経営全体を俯瞰し必要な行動をとる「経営者」としての「オーナーシップマインド」を持つことです。

そして、本別冊では「9 つの行動」をより深く理解し実践につなげるため、これら経営トップ、特に CFO/法務担当役員/社外取締役に焦点を当て、各ポジションの職責や専門性に応じて期待される役割についてより具体化・明確化することとしました。

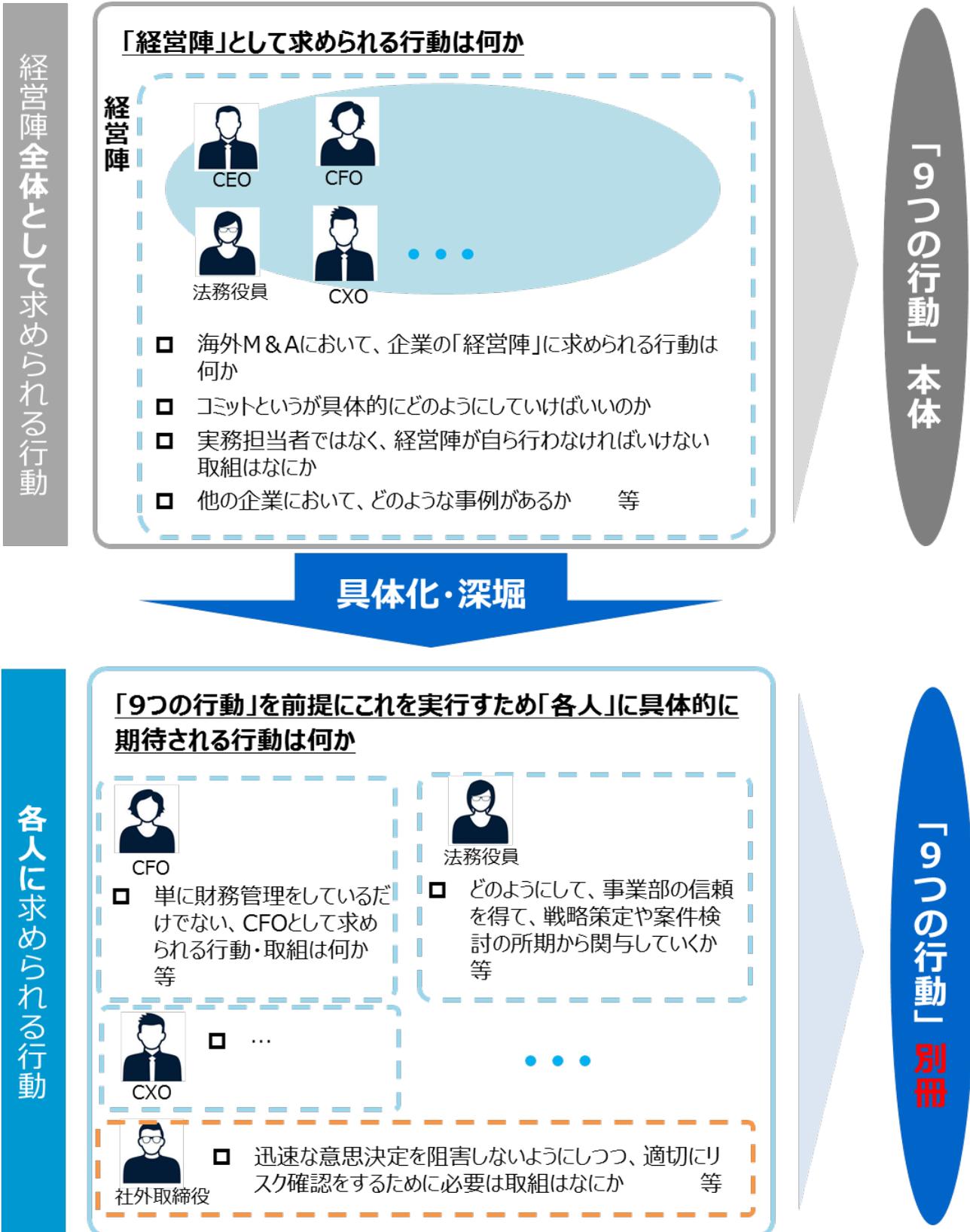
### なぜ、CFO/法務担当役員/社外取締役なのか？

CFO/法務担当役員/社外取締役は、執行側とそれを監督する側という差異はあるものの、本来、CEO と共に中長期的な企業価値の向上にコミットし、それに伴うリスクの精査や対処を含む経営全体を俯瞰した建設的な役割を果たすことが期待されています。

しかし、現実には、特に大きなリスクや不確実性を伴う海外 M&A において、そのネガティブサイドの指摘に終始し、ブレーキ役としてしか機能していない、といった声も聞かれます。日本企業では、各部門や関係者が「蛸壺化」しやすく、結果としてその部門や職責の範囲での「当事者意識」が強くなり、それを超えて経営全体を俯瞰した経営判断を行うことが難しい場合が少なくないことがその一因と考えられます。

そこで、これらのキーポジションが真の「オーナーシップマインド」を持って、必要なリスクテイクも含め企業成長のために必要な行動は何か、本別冊に記載の有識者や経験者の声を参考に考え、行動に移すきっかけになればと思い、本別冊を作成しました。

# 「9つの行動」と別冊の関係について



## 想定される利用方法について

### 社内での海外 M&A 検討の際の議論・対話を促進する

上述の通り、この別冊は「9つの行動」に記載されている内容を CFO・法務と社外取締役というキーポジションごとに、現場の声をもとに深掘り・具体化したものです。もちろん企業によりこれらのポジションに求められる役割は異なることから、決まったものがあるわけではありません。したがって、本別冊で取り上げた内容が、すべての企業に対して等しく当てはまるものでもなければ、これを「マニュアル」としてすべてそのまま実行すればよいということにはなりません。他方で、海外 M&A の豊富な経験を有し、その成功をリードしてきた経験者の声は参考になる点も多いと考えております。

特に、既にある程度海外展開を行っているが今後さらなる成長に向けて海外 M&A の活用が選択肢となり得る企業（売上規模としては主に千億円前後～数千億円程度）等は、海外 M&A の重要性・難しさ等を痛感していることが多く、「9つの行動」本体やこの別冊の有用性が高いのではないのでしょうか。<sup>1</sup>

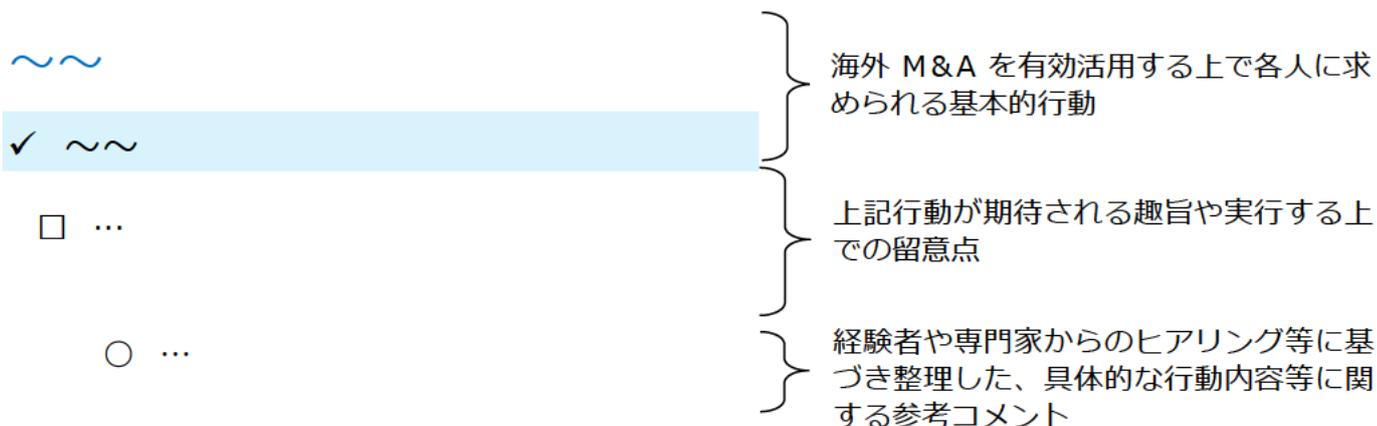
海外 M&A を自社の成長のために活用している企業は、自らの経験・苦労を振り返り、「どうすればうまくいくのか」「自社に必要な取組は何か」を議論・検討した上で、ディール局面のみならず、その「前」の戦略・ビジョンの策定の段階から、PMI、さらにその先の経営のグローバル化という「後」の工程まで一貫して主体的に取り組んでいます。現在進行形で海外 M&A で苦労している企業が、ここに記載した具体例等をきっかけに社内の議論を活性化し、M&A を成長につなげるために自社にとって必要な取組を考え、実践につなげる契機になれば幸いです。

なお、本別冊では、CFO/法務担当役員/社外取締役を区別して記載していますが、それぞれの記載は、3者以外の CXO も含む他の役職にも共通する点が多くあります。したがって、例えば「自分は CFO だから法務のことは気にしなくてもいい」というのではなく、「オーナーシップマインド」をもって、本別冊全体を参考にさせていただければ幸いです。

<sup>1</sup> もちろん、海外 M&A に積極的に取り組んできているより規模の大きな企業や、現時点ではほとんど経験がなくこれから取り組んでいきたいと考えている企業にも参考にさせていただけるものとする。

## 凡例と活用方法のイメージ

### 凡例



※本別冊では便宜上「基本的考え方」「Pre-M&A～ディール」「PMI～Post-M&A」に分けて記載しているが、後二者の部分に記載されている事項についても他の局面やプロセス全体に共通する要素があること留意。

### 活用の具体例（イメージ）

活用する主体例

活用方法のイメージ

 <p><b>振り返り</b></p>	<p>海外M&amp;Aの経験があり苦勞した企業の経営陣</p>	<p>本文記載のポイント・他社や有識者のコメントと比較して自社経営陣の取組はどうだったか？自社の取組に足りなかった点/良かった点は何か社内で議論し、次に生かす</p>
 <p><b>役割の整理</b></p>	<p>海外M&amp;Aの経験が少ない/ない経営陣・社外取締役</p>	<p>実際に、案件の検討を開始するにあたって、経営陣や社外取締役各々が意識しておくべきことは何か、事前にチェックと議論を行ったうえで、実際に検討・実行に進む</p>
 <p><b>PMIの検証</b></p>	<p>経営陣に成立後の案件の統合状況の検証を促したい社外取締役</p>	<p>「買収したら終わり」というマインドになりやすい執行サイドに対して、反省と検証を促したいときに、重点的に検証すべきポイントは何か、参考コメント等も踏まえて判断</p>



# CFO に期待される役割

## 「9つの行動」と「CFO」

- CFO は、特に財務面でのブレーンとして、「9つの行動」の行動1～9の実践を主導することが求められる。CEO と共に戦略・ビジョンを構築し、企業価値向上のためのドライバーを掌握することが求められる海外 M&A の「要」となる存在。
- したがって、ここでいう「CFO」とは、単なる金庫番や経理・財務部の長等にとどまらず、企業価値の向上に向けた施策全般に責任を負うような職責にある者が想定されている。
- こうした職責にある者は、無謀なリスクテイクを避け、財務規律を働かせることはもちろんこと、それにとどまらず企業価値向上のために海外 M&A をどのように活用すべきか、戦略の検討・必要な資金の調達から PMI まで全てにプロアクティブに関わることが求められる。

## CFO と「9つの行動」～基本的考え方～

### ①戦略・ビジョン策定に主導的役割を果たしているか

✓ 経営トップとして、CEO と共に企業価値向上のための戦略・ビジョンを描き、その実行に取り組む。

- CFO は、戦略・ビジョンを CEO と共に一から構築することが求められる。その際、CFO は、特に財務面でのプレーンとして、戦略・ビジョンを定性的なものから、より定量的な面も含め具体化・肉付けするとともに、そのための投資戦略を描き、投資規律を確保する（いわば戦略・ビジョンの「構造計算<sup>2</sup>」を行う）ことが求められる。

#### 【現場の声】

- CFO は経営者であることを忘れるべきではない。決して単なる帳簿や金庫の番人ではなく、まして経理部長などの延長線ではない。持たなければいけないのは、単なる（役職としての）「当事者意識」ではなく（中長期的な企業価値の向上にコミットしていく経営者としての）「オーナーシップマインド」。誰かから与えられた戦略に基づいて受け身で財務面を管理することが仕事ではない。
- 具体的な案件の検討の際には、（同じ資金を使うなら）より成長に資する手段はないのか、本当に自社の戦略と合致しているのか、身の丈に合っているのか等を当該案件の推進サイドから一歩引いた立場で検討する。また、必要とあらばそういった検討のための組織整備を行う。
- 海外M&Aは、あくまで企業価値を高めていくための手段。したがってその目的・相手国、事業ステージ等によって選択肢が変わっていくことは当たり前。株式を100%取得するケースもあれば、市場環境を考えながら、まず一定の割合の提携関係を結んで、後に資本の出資比率を高めていく等、様々なバランスをとりながらやっていると考えている。

<sup>2</sup> 新貝康司「JTのM&A」（日経BP社）296頁参照

## ②企業価値向上のための幅広い要素とリスクを掌握しているか

✓ 自社の財務状況・方針も踏まえつつ、この海外 M&A が企業価値の向上につながるのか「投資家」の目線も持ちつつ、総合的に検討する。

- CFO は、BS/PL や資本コストのみならず、企業価値をドライブする多種・多様な要素を広く把握した上で、「投資家」の目線を持ち、企業価値の向上に本当に資する M&A を実現していくことが重要なミッションである。

### 【現場の声】

- 海外M&Aを行う際には、「事業家」の目線と「投資家」の目線の双方を持つ必要がある。CFO は、特に「投資家」の目線から、事前の案件検討から買収後の統合・モニタリングまでのあらゆる過程において、企業価値向上のための取組をリーダーとして推進していくことが求められる。
- 「リスクがある」とブレーキをかけてばかりでは、(CFO のミッションである) 企業価値の向上は実現できない。企業成長のために必要なことは何かを考え、そのためのリスクテイクについて積極的に検討する。

## ③資本市場との対話を意識しているか

✓ M&A により、企業価値がどのように変動しうるのか、株主をはじめとするステークホルダーへの説明責任を意識する。

- CFO は、「金融市場や資本市場に対する大使」であり、M&A の局面では、財務計数を事業戦略と共にストーリーとして組み立て、対話を通じてわかりやすく投資家、アナリスト、格付け機関など、外部のステークホルダーに説明することが必要。<sup>3</sup>

### 【現場の声】

- 単に短信に買収した各子会社の業績を記載するだけでなく、説明会等の場を通じ、自社の戦略・ビジョンや当初のM&Aの目的に照らしてどのような価値創造等ができていくかについて補足的に説明するようにしている。そこまでやらないと株主に理解してもらえない。
- 他にも案件や成長のための選択肢がある中で、なぜ当該案件に投資すべきなのか株主に理解してもらうよう取り組むことが重要。

<sup>3</sup> 前掲書 291 頁参照

## CFO と 9 つの行動～具体例：Pre-M&A～ディール

### ④入念な準備に時間をかけているか

✓ 実際 to 実現可能な統合プランを綿密に描き、そのために必要な調査等の準備を惜しまず入念に行う。

□ M&A においてはディール前の「準備」が肝要。統合完了までに必要なアクションや買収後の追加投資も見据えた計画とそのため to 調査を入念に行わなければならない。

#### 【現場の声】

- PMI 段階での会計・IT システムの導入、現地人材の教育のための費用・コンプライアンス確保のための費用（グローバル通報制度の整備等）等の必要なリソース、工程等も事前に綿密に検討しておく。
- あらかじめ、買収後の経営体制・ガバナンス・そのため to 必要となる現地の経営人材は誰かという点を見定めることが必要。

### ⑤結論ありきの机上の空論のバリュエーションとなっていないか

✓ 机上の空論ではない、明確かつ具体性があるシナジーや買収後の経営統合のイメージを踏まえたバリュエーションを実施する。

□ M&A により企業価値を向上させるためには、買収後に実現可能なシナジーや買収後の経営方針等を適切に検討・反映した企業価値評価・バリュエーションが不可欠。

#### 【現場の声】

- 過去の数年間の損益を見ると黒字、赤字のすれすれのような状況にある被買収会社が、買収後はホッケースティックのようにいきなり右肩上がりに成長するというようなバリュエーションは楽観的であり、避けなければならない。
- 机上の企業価値評価を行うだけでなく、買収先の事業やブランドの価値評価には（現地事情に精通した）調査会社等も活用して、そのブランド名を聞いたときに「ああ、あのブランドだよ」と肌感覚で分かるぐらい習熟することが必要。
- いかに精緻にバリュエーションをやっても中長期のリスク等も踏まえれば、当初の想定と実際の結果が相違することは避けられない。ただ、どれだけ中長期の時間軸（での一定の状況の変化）に耐え得るバリュエーション・準備が事前にできているか否かが重要。

## ⑥最適な資金調達手段・スキームを検討しているか

- ✓ 法規制等も踏まえつつ、企業価値を向上させる上で最も適切な資金調達の在り方を検討する。
- 海外 M&A のような大型投資の際には、企業価値向上のための適切な資金調達手法の検討も CFO 必須の職責。

### 【現場の声】

- CFO は、海外 M&A の検討にあたって、単なる金庫番として手元の余裕資金の状況や当該案件の実行による格付けへの影響等のみを気にしているのでは不十分である。経営者として、戦略・ビジョンを実現するために必要な海外 M&A を実施する上で最善の資金調達手段を検討すべき。
- 買収の際のスキーム・対価の種類・資金調達方法（デットかエクイティか等）・税務面も含めたインパクトを複合的に分析し、EPS（一株当たり利益）向上につながる最も効果的な方法はどれか検討することは CFO の役割。また、株価が上がる見込みのない案件は、株主との関係でも実行すべきではない。

## ⑦買収ありきでない明確な判断軸を持っているか

- ✓ 適正な価格目線をもって交渉に臨み、交渉の過程で「買収ありき」になることを阻止する。
- 交渉の過程では（交渉が白熱して）「買収ありき」になりがち。これを回避するためには CFO としても撤退条件の明確化や適切な価格目線を常に意識することが重要。

### 【現場の声】

- プレミアムを払う以上、買収は「負け」から入る。そのプレミアム（「負け」）がどれくらいまでなら許容できるのかは事前に十分精査し、理解しておかないといけない。
- いくら買いたくても、「これ以上は一銭たりとも出せない」というラインは交渉前に明確に決めておかないといけない。さもなければ、交渉の過程で価格が際限なく積みあがってしまい「高値掴み」することになる。

## CFO と 9 つの行動～具体例 : PMI～Post-M&A

### ⑧「買収して終わり」となっていないか

✓ 買収時に企図した計画が実現できているか定量的かつ定期的に確認。そのためのインフラ・体制整備は怠らない。（「任せて任さず」の徹底）

- CFO の責務は、M&A の成立ではなく、その後の統合作業を通して、企業価値の向上を実現すること。M&A の目的達成のため、買収後の子会社の状況を迅速・正確に把握できるようにすべき。グローバル規模でのグループガバナンスの整備の一環であることも意識しつつ、そのためのインフラ整備も惜しむことなく行う。

#### 【現場の声】

- 買収後の子会社に対して管理部門のガバナンスをきかせることは重要であり、数字の正確性を担保することは特に重視している。
- 日本企業は、統合のために必要な IT システムの整備を後回しにしがち。モニタリングを実効的に行うためには、グループ経営に必要な数字がリアルタイムに上がってくる仕組みを作らないといけない。CTO 等も巻き込んで IT システムの整備を行うことは優先的に実行しないとイケない。
- それぞれの国・子会社によって意思決定プロセス（投資基準含む）は従来異なるところ、買収後はグループ内で統一していくことを優先的にやっている。
- 日本の IT システムは過大すぎて、海外でそのまま適用することは困難なことも多い。現地子会社が優れたシステム・インフラを採用していればそれを日本側にも取り込んでいる。

- 事前の計画・予測と実際の買収後の結果との比較・分析は、定期的にかつ定量的に分析・精査する。下回っている場合には、その要因分析と対応策についての検討・実行も果敢に行う。

#### 【現場の声】

- 買収後の一定期間経過後に、買収前の想定と実際がどのように異なるのか、定期的なモニタリングで比較を実施し、なぜ乖離があるのかを分析することが必要。これは、定期的に行い、ボードにもきちんと報告することが重要。

## ⑨数字ばかりを追い、事業の現場感覚を失っていないか

✓ 単に数字を追うのではなく、率先して現場に足を運び、間接部門としても現場感覚を養う。

- 財務部門は数字での議論にとらわれすぎて、事業部門についての理解が不十分になる場合がある。現場の事業部サイドとの積極的なコミュニケーション等により現場感覚を養うことが必要。

### 【現場の声】

- (現地子会社の) CFO は営業部門とコミュニケーションをとり、現場にも頻繁に足を運んでいる。その結果、かつて行われていた短期的目線での利益捻出のための価格設定を行うのではなく、中長期的で成長するための取組が行われるようになった。
- 財務担当としては、普段は全ての事象を「数字」で理解しているので、事業自体をよく理解し、ビジネス言語で話すことが苦手なことが往々にしてある。財務担当が現場感覚や事業部の感覚を理解することも重要。
- 将来の CFO 育成のためには、経理・財務にとどまらない経営全体の感覚を養う機会を与えることが必要。そのために、若い社員に比較的小規模な子会社において、(子会社社長を補佐する等) 経営全般を所掌するポジションに派遣して、財務等にとどまらず広く経営全般について関与するチャンスを与えている。



# 法務担当役員に期待される役割

## 「9つの行動」と「法務担当役員」

- 海外 M&A は、比較的リスクが高い投資であり、想定外のことも数多く起こる。こうしたリスクを精査し的確な対処を行うためには、案件の早い段階からの法務部門の積極的な参画が不可欠である。
- 法務部門には、企業価値の毀損を防止する観点からの「保守的なストッパー」としての役割にとどまらず、企業価値の向上や持続的成長に資する M&A 取引を後押しする観点からプロセス全体を通じ、リスクの洗い出し・分析や対応策の検討・判断を主体的に行うことが期待される。そのリーダーである法務担当役員<sup>※</sup>には、経営陣の一員として、ディール時のみならず、戦略・ビジョン検討から統合後までのあらゆるプロセスにおいて、的確なリスクテイクとビジネス判断を行うための積極的な関与と貢献が求められる。
- なお、上記のような趣旨から、ここでいう「法務」とは、企業価値の毀損を防ぐ「守り」の機能にとどまらず、企業価値向上のサポート役であり、ビジネスの「ナビゲーター」としての役割も想定している。また、狭義のリーガルのみならず、コンプライアンスやリスク管理も射程に入るものである。

※ 担当役員が、弁護士資格を有するか否かにかかわらず、法務の専門的な知見及び経験を有する者であることが望ましいが、そうでない場合には、別途こうした機能を担い得る社員をサポートとして活用することも考えられる。

※ 法務機能一般の役割の在り方については、「国際競争力強化に向けた日本企業の法務機能あり方研究会報告書」（平成 30 年 4 月 経済産業省）を参照。

## 法務担当役員と「9つの行動」～基本的考え方～

### ①経営チームの一員として戦略策定等に関与しているか

✓ 「情報のハブ」として戦略・ビジョンの策定や案件検討の初期段階から参画する。

□ 海外 M&A には、多くの予期できないリスク要因が存在・顕在化する。こうした事態に対処して、適切な戦略・ビジョンをもとに「取るべきリスク」か否かの検討を行うには、早い段階からの法務担当役員の深い関与が不可欠。

#### 【現場の声】

- M&A についての審議には、案件の初期から法務担当役員も参画する。これにより、法務担当が初めから終わりまで関与できるような意思決定のプロセスをつくっている。
- 法務には、あらゆる情報が集まる。集まってきたものを契約に落とし込むのが法務の責任。情報の全部をしっかりと理解していなければいけないし、交渉に直接参加していなくても、「あれどうなりました？」と聞きに行くくらいのスタンスでないといけない。

### ②必要なリスクを取るための検討ができていますか

✓ 企業価値向上のために取るべきリスクは何か、リスクの評価・対応策も含め事業側や他の経営陣と議論する。

□ 法務部門に求められているのは、ただ単にリスクの存在を前に保守的になることだけではなく、成長のためにそのリスクをとるべきか否かの判断やそのリスクのインパクトのアクセス・対処方法の検討を、事業部サイドや他の経営陣と協働して行うこと。

#### 【現場の声】

- 法務部門は、どうしても「番人」のようにリスクを指摘するばかりのブレーキ役になりがち。しかし、本来求められるのは、ハンドル役。そのリスクの評価や対応方法、解決策まで提示することである。
- リスク（主にビジネスリスク）は取るべきか否か検討すべきものから、絶対にとってはいけないもの（例えば国際カルテル等の重大なコンプライアンス違反）まで多種多様。これらをきちんと自社事業内容や買収の目的等から峻別・整理して、取るべきリスクは何か考えるところまで行う必要。
- M&A に「前のめりになっている人」と建設的に議論を行うには、なぜ「前のめりになっているか」を法務としても腹落ちした上で、一緒に考えることが重要。

### ③事業サイドからいつでも頼りにされる信頼関係があるか

✓ 事業内容を熟知し、日頃から密に連携できるような信頼関係を事業部と構築しているような法務部門・人材の整備に努める。

- 前述のように、経営戦略や案件検討にコミットするには事業部や経営企画との信頼関係が不可欠。案件が出てきて、初めて事業部と付き合うのではなく、日頃から密に情報共有と意見交換ができる体制整備や人材育成に取り組む。

#### 【現場の声】

- 事業部に法律家の考え方、法務部門の考え方をわかってもらう努力をしている。法務サイドから根掘り葉掘り聞かないと出てこないのではなく、事業部サイドの若い社員から「実はこういう問題もあるのですが、大丈夫ですかね？」と事業部長に諮る前に相談に来てくれるような風土の醸成が重要。
- 法務には多くの情報が存在。(様々な事業部の情報が横断的に入ってくるので)過去のM&Aの経験等を、別の部門と共有したり、(事業部の)部長と法務部の議論を同じ事業部の若手に共有することにより、信頼関係を築く。

✓ 経営陣・事業部門と社外の専門家等との間の「翻訳機能」を担う。

- 普段、事業サイドで使われている言語や考え方は、法律実務や当局との議論と大きく乖離することがある。こうした場合に、事業内容と法的な考え方・用語等との「通訳」をすることが求められる。

#### 【現場の声】

- 外部の弁護士等に、事業部や経営陣が本当に何をしたいのか、当該案件にどこまでこだわっているのか等も含めわかりやすく説明をする。そのためには、事業部や経営陣と日頃から密にコミュニケーションを行う必要がある。
- (専門用語を多く含む)契約書案を分析して、実際に当該案件で社として達成したい目的が実現できる内容となっているか精査することが法務の重要な役目。
- ITビジネス等、変化が激しい分野では、法の制定当時と状況が大きく異なることがある。そういう時に「これは法的にはダメです」と指摘するだけでなく、その法律の趣旨や想定していた立法事実・背景等も含めて説明する。

## 法務担当役員と「9つの行動」具体例：Pre-M&A～ディール

### ④法務部門の経験・ノウハウを活かしているか

✓ これまで法務部門で蓄積しているノウハウを生かして、事業部門を積極的にサポートする。

- 法務部門には、M&Aに限らず過去の海外での事業に関わる事例が多く蓄積されている。そうした経験・ノウハウを案件検討の初期から事業部サイドに積極的にシェアし、助言することで早期のリスク回避や次善策の検討につなげることが求められる。

#### 【現場の声】

- 事業部側にとっては初めての海外M&Aであっても、法務には、多くの過去の案件の経験が蓄積されていることがある。こうしたノウハウ等を積極的に事業部に提供することで、ギブ・アンド・テイクの関係をつくり、ネガティブ面を指摘するだけの法務ではないというポジションを確保するようにしている。
- 例えばどのようなストラクチャーが適しているか等を提案することで、事業部サイドに法務部に情報を入れるメリットを理解してもらう。この結果、(案件検討の)比較的早い段階で法務サイドに情報が入るようになっていく。
- 法務には過去の海外取引で発生した問題(例：商標権の紛争等)への対処経験があり、DDの過程でもリスクにいち早く気づくことができる。M&A以外にも法務が様々な取引の経験を有していることが重要。

### ⑤外部アドバイザーの主体的な活用を意識しているか

✓ DD等、専門家の活用が不可欠なところでも、案件の目的等を意識して主体性を失わない。

- DDや契約書作成など、外部の専門家の知見が不可欠な局面においても、任せきりにすることなく、何をどこまで専門家に委ねるのか主体的に特定することが重要。

#### 【現場の声】

- 自社のノウハウ等に照らしてあらかじめ「何を依頼するのか」「専門家の活用の目的は何か」等をはっきりさせ、この点を明確に伝えたいうえで外部専門家へ依頼を行う。
- 日頃から弁護士事務所等と信頼関係を構築し、自社の社風や戦略への理解を得ておくことも重要。これにより実際のディールの際にも自社の事情とミスマッチなく依頼することが可能に。

## ⑥戦略や買収目的との整合性についての調査は十分か

✓ 常に自社の買収目的・買収後のストーリーを意識して、その実現のために必要な調査についてはリソースを惜しまず実行する。

□ 「買収ありき」とならないよう、当該案件が事前に描いた買収による成長ストーリーや目的・自社の戦略と合致しているか確認するための調査等は惜しまない。

### 【現場の声】

- 予算が足りなくてDDが不十分になるというケースがあるが、予算ありきでなく、当該案件の判断に必要な調査（バックグラウンドチェックなど）であれば推進サイドともよくコミュニケーションをとって、綿密に行わないといけない。
- 事前の調査やDDの重要性について社内の認識を高め、必要なリソースを確保するのも重要な役割と認識。

## ⑦成長のための明確な判断軸をもった検討を行っているか

✓ 当初の買収の目的を常に念頭に置き、交渉から撤退すべきか否かや、成立させる場合にはどのような条件・内容の契約とすべきか検討する。

□ DDや交渉過程で法的なリスクが露見した場合、そのリスクが事前に明確にした撤退条件に照らしディールブレイカーとなるのか、あるいは買収目的を損なわずにリスクを低減させるような対処策があるのかを事業部サイドと徹底的に検討する。

### 【現場の声】

- 外部の弁護士は事業の内容を必ずしも熟知していないことから、「可能性」での議論、すなわち（軽重問わず）あらゆるリスクを列挙する方に傾く場合がある。したがって、社内の法務が「蓋然性」の視点から（それがどのようなビジネス上のインパクトを有するのかも含めた）議論を行い、会社として取っていいリスクか否かについて精査・検討する必要。
- 買収後のPMIやガバナンス、経営までしっかり意識した上で、契約条件の作りこみを行っていく。そのためには、事前に詳細な統合のシナリオを描き、そこから想定されるリスクを明確にしておくことが必要。
- 契約書の重要性を十分認識し、情報のハブとして得られた情報やこれまでの経験をフル活用して法務として必要な要素をしっかりと契約書に落とし込んでいく。

## 法務担当役員と「9つの行動」具体例：PMI～Post-M&A

### ⑧グローバル規模でのリスクマネジメント体制が整備できているか

✓ 買収目的を達成しつつ、適切にリスク管理を実施することが可能な体制整備を主導する。

- 買収後は、海外子会社を含め、グローバル規模でのリスクマネジメント体制の整備が求められる。これに耐えうる体制・インフラ整備を主導する。被買収海外子会社がより先進的な場合には、その運用を取り入れることも検討する。

#### 【現場の声】

- 買収した海外企業が上場会社であったこともあり、グローバルでのリスクマネジメントは極めて洗練されていた。そこで、Code of conduct からフォーマット、連絡方法まで彼らの運用方法を多少アレンジしながらグループ全体で取り入れた。グループ全体の運用方法を変える必要があったが、トップのリーダーシップもあり実行できた。

### ⑨買収後の状況を定期的にモニタリングできているか

✓ 買収後の状況の変化でリスク管理に支障が生じないよう法務も買収後の対応にしっかり関与する。

- 買収後も、状況の変化等によりリスク管理に支障が生じないよう、買収先ともよくコミュニケーションを取りながら、事業部門や他の管理部門と連携しつつ、リスク管理状況のモニタリングや必要な措置を継続して行う。

#### 【現場の声】

- 買った会社が使っていた弁護士事務所を買収後もそのまま使うと、自社とコンフリクトが生じ、現地の弁護士事務所を変更することが必要なケースがあるが、こうした対応は、現地でのリスク管理の体制の確保の一環としてPMIで引き続き法務が責任をもって行う。
- 買収後は、日本側と被買収企業側それぞれで機能ごと（リスクマネジメント&法務・人事…）にマトリックスをつくって、機能ごとにお互いのトップ（例えば、日本側と海外子会社側の法務部門のトップ同士）がコミュニケーションを取りながら統合作業を進めていった。

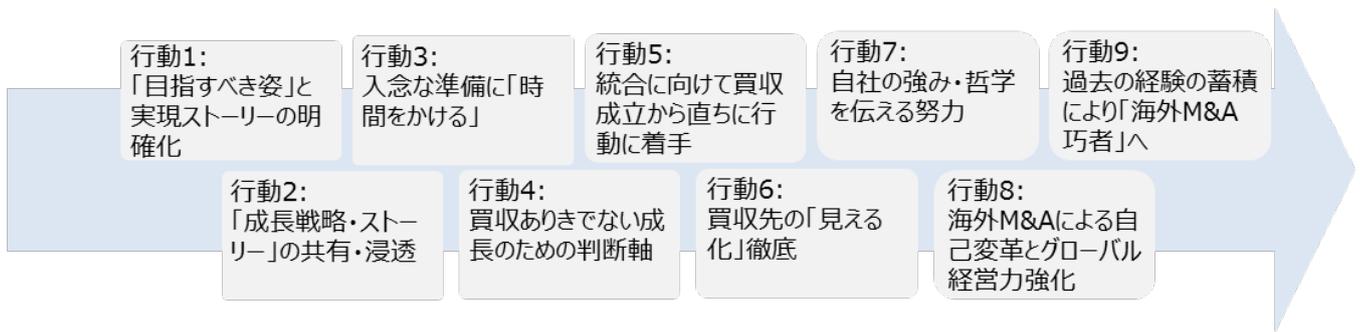


# 社外取締役に期待される役割

## 「9つの行動」と「社外取締役」

- 海外 M&A は、企業価値やその将来に大きく影響を与えるため、社外取締役としても、当然、積極的に関与することが求められる。
- しかしながら、個別案件の実行そのものは、専ら執行に属するものでもあり、また短い時間軸・高い秘匿性の中で遂行されることになることから、社外取締役の関与には限界があるのも事実。したがって、執行サイドとの信頼関係を構築しつつ、いわゆる「前」と「後」、すなわち、Pre-M&A 段階（戦略策定や当該案件と戦略ビジョンとの整合性等）や PMI 段階以降（買収後に「やりっぱなしになっていないか」等）を中心に、「9つの行動」を踏まえた経営陣への監督機能を果たすことがまず期待される。他方、個別案件の実行プロセスにおいては、執行側に委ねることを基本にしつつ、「執行側が見たくないところ、あえて目を背けているところ」を中心に議論の喚起・チェックを行うことが重要である。
- 社外取締役のバックグラウンドは様々である。中には、海外 M&A 経験が豊富な者（元経営者や経営コンサルタント等）もおり、過去の経験等を踏まえたリスクの指摘や対応策についての助言役としての役割も期待される<sup>※</sup>。他方で、こうした経験が十分でない社外取締役には、研修等も活用した M&A リテラシーの向上も必要となる。まず、社外取締役（個々人及び全体）に期待される役割について、執行側としっかり整理・共有することが出発点となる。
- なお、以下に記載の点は、社外取締役のみでなく（特に監督という点では）社外監査役にも共通しているところが多いと考えられ、社外監査役を務める方々にも参照していただけるものとする。

※こうした助言には正式な取締役会とは別の場活用することも有効との指摘もある。



## 「9つの行動」の実践主体・リーダー

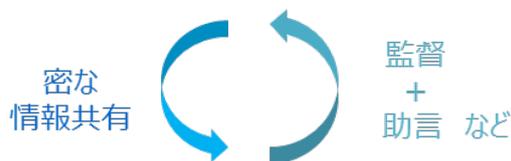
経営陣

CEO

CFO

法務役員

- 企業のリーダーとして、リーダーシップ・オーナーシップを持ち、「9つの行動」を意識して、海外M&Aに取り組む
- 戦略・ビジョン策定から、PMI、グローバル化対応まで企業価値向上に必要なことについて、主体的に取り組んでいく



協働

## 9つの行動を実行しているか？ 監督&助言

社外取締役

経営者出身

専門職出身

学識者出身

- 経営陣が、海外M&Aの際に必要な検討・行動を行っているか、一步引いた立場から「9つの行動」を踏まえてチェック
- 自らの専門性等に応じて、経営陣と自分に求められる役割を明確にしたうえで、その役割を果たすための助言を行う

「9つの行動」の実践による価値創造の実現

## 社外取締役と「9つの行動」～基本的考え方～

### ①社外取締役に求められる役割について理解・共有できているか

✓ 自らに求められ、期待されている役割を執行サイドとの間で共有・明確化し、これに基づき監督と助言を行う。

- 海外 M&A はリスクの高い重要な経営判断であり、当然社外取締役としても監督・助言機能を積極的に果たす必要がある。他方で、M&A の実行自体はかなりの部分、執行に属する業務であり、過度な介入は迅速かつ果敢な M&A の遂行への支障となりかねない。そこで、事前に執行サイドとは、会社の状況や当該社外取締役の専門性にも照らして、社外取締役に求められている役割は何かを明確にしておくことが重要。

#### 【現場の声】

- M&A 以前に、①社外取締役が行うべきこと、②執行と共同で行うべきこと、③専ら執行サイドに委ねるべきこと（社外取締役は関与しない）を意識して、峻別しておく。例えば、執行と共同して関与するのは、企業価値の毀損につながるような（重要な）リスクについてである。
- プロセスの全てを見ることができない社外取締役にとって重要なのは経営陣が信頼できるか否かの見極め。案件の検討の際に自社の戦略との整合性や買収後の目標達成方法の議論が適切に行われていれば、基本は経営陣に任せることも必要になってくる

✓ 「社外取締役にないと指摘できないこと」を常に意識し、執行サイドが「見たくないこと」について重点的に監督・指摘する。

- 社外取締役の監督機能に着目した場合、執行サイドが見落としていること、見たくない不都合な現実から目を背けていないか、買収「前」の戦略・ビジョンの策定から、買収「後」の PMI、目的の達成状況のモニタリングまで、節目毎に「9つの行動」を踏まえチェック・問題提起を行う。

#### 【現場の声】

- 社外取締役が質問すべきところは、株主・ステークホルダーの代表として、執行サイドがなるべくやりたくないことや見たくないところ。例えば、撤退条件や統合のためのインフラ整備の実施状況、買収後の状況が事前の計画通りに進んでいるか等。執行側がいくらでも鉛筆をなめて説明をつくれるところを根掘り葉掘り聞いても意味がない。
- 例えば、「買収して終わり」とならないよう PMI の考え方については、買収前にきちんと問う。その結果、執行サイドも答えるためにしっかり考えざるを得なくなる

## ②成長のために必要なリスクテイクの後押しも行っているか

- ✓ リスクに対するブレーキ機能のみならず、一定のリスクテイクの必要性も意識し、執行サイド側が積極的な判断を行えるように努める。
- 企業成長のためには、一定のリスクをとる判断も必要。十分に議論・検討が尽くされているのであれば、執行側のそうした判断の後押しすることも意識する。

### 【現場の声】

- M&Aでは、失敗することもあるが、事前に戦略適合性等を社外取締役も含め十分議論した上での失敗であれば、社外取締役が株主への説明責任を果たしつつ、当該案件についての執行サイドへの「免責機能」を果たすこと（で、リスクをとることへの委縮がないようにすること）を意識する。特に、企業価値評価が難しいアーリーステージの企業買収に関しては、自社戦略との整合性等の議論がしっかりされていれば、執行サイドのリスクテイクの判断を後押し、任せることも必要となってくる。
- 短期の成果志向のままでは、「取るべきリスク」も十分にとれなくなるおそれがある。適切なリスクテイクをポジティブに評価し、時には奨励するような人事制度の整備を執行側に奨励していくことは社外取締役主導でないと難しい。

## ③自らに情報が集まるようになっているか

- ✓ 社外取締役に十分情報が集まるような体制・文化づくりを行い、自らも能動的に情報収集を行う。
- 取締役会で、社外取締役がその職責を果たすには事前に十分な情報が集まっていることが必要。そのための要求は躊躇せず行う。

### 【現場の声】

- 直前まで情報を出さないで、ある日、唐突に取締役会でこれを決めてくださいと出してくる。社外取締役にとってはこれほど嫌なものはない。したがって、事前説明は必須で、当日の取締役会で決議が必要であるならば、前月、前々月などに取締役会の場以外でも、懇談会や事前協議等で頭出しをしてもらうように求めている。
- 取締役会において、執行サイドからは、推進の意見だけでなくリスク要因等も提示するように求める。例えば、社内の投資委員会や経営会議等で、慎重意見も含めどのような議論が交わされたのか確認することは有益。

## 社外取締役と「9つの行動」具体例：Pre-M&A～ディール

### ④自社の戦略・ビジョンとM&Aの位置づけ・整合性は明確か

✓ 平時から「会社の目指すべきところ」についての議論を促し、自らも積極的に関与することで、M&Aの位置づけを明確にする。

□ 社外取締役が、海外M&Aの検討を適切に行うためには、判断の軸となる会社のビジョン・戦略が平時から共有されていることが求められる。

#### 【現場の声】

- 個別のディールが出てくる以前の問題として、日ごろから「会社の目指すべきところ」を議論し、共有する必要があるということを、社外取締役の側からも積極的に言っていないといけない。
- ビジョン・戦略について経営陣が十分に議論・共有できるようにするためには、正式な取締役会とは別に、自由に発言できるような懇談会、あるいはオフサイトのような場できちんと議論をする場を設けることも有効である。

✓ 自社の戦略・ビジョンに照らし、このM&Aは成長のために本当に必要・有益か、代替策はないのかといった議論を執行サイドに喚起・確認する。

□ 個別案件の検討にあたっては、執行サイドが「買収ありき」になっていないか、常に判断軸となる戦略ビジョンに照らし、代替策の有無も含めて検討する。

#### 【現場の声】

- 案件検討の際に社外取締役がまず関与すべきは大所・高所の議論。戦略・事業計画のとの整合性・財務的観点の分析（負債比率・ROA・EPS…）である。それができていれば、執行の部分は外形的に見ればいい（DDは行ったか？等）。
- 執行側は、ディールの検討を一度始めたら自分では止められない場合が多い。止めると上に怒られると思っている。特に競争入札では、ヒートアップ後に引けない状況になりがち。そのときに、いったん頭を冷やさせ、（あらかじめ決めた）撤退条件や代替策を想起させるのは社外取締役の役割。そのためにも買収の早い段階からの情報共有やインボルブメントが重要になってくる。
- （売上）規模の拡大のために行う買収は「買収ありき」の原因。こうしたM&Aの検討を行っていないかはしっかり精査する必要。

## ⑤想定外のリスクやその対応シナリオの検討は十分か

✓ 想定通りに行かない場合のリスクシナリオの検討状況を精査・確認する。

- 買収が想定通りに行かない場合のリスクシナリオの検討が不十分なままに案件の検討を進めてしまうと、「買収ありき」になる危険性や想定外の状況が生じた場合の対応が後手に回るおそれがあり、事前に議論を喚起ししっかり確認しておく。

### 【現場の声】

- リスクシナリオを作るためには、戦略のドライバーが明確でないといけない。事業を遂行する上で、想定外の事情が生じる可能性と、その場合の対応策についての検討ができていないか、そのための取組が行われているかの確認が必要。

## ⑥価格算定の妥当性を確認しているか

✓ 価格算定の妥当性については、細部に拘泥しすぎることなく、「監督」に集中し、意味のある議論を行う。

- 買収価格が不適切であれば企業価値の損失に直結するリスクがあることから、十分確認することが必要。ただし、バリュエーションの詳細等、執行サイドに任せるべき細部には過度に拘泥しないことが重要。

### 【現場の声】

- 執行側でCFO機能が十分果たされていない会社では、十分なリスク精査ができていないまま、取締役会まで案件があがってくるおそれがある。したがって、そもそもCFOが関与しているのか、執行側でリスクを把握する立場からみて、これはどうみえるのかということは必ず意見を聴取する。
- PMIの際に行わなければならないことは何か、この案件において（想定される）contingencyは何か、また比較的確度が高いはずのコストシナジーは具体性があるものになっているか等は社外取締役としても指摘する。
- 当該案件の値付けの妥当性については、執行サイドが通常時間をかけて行うもの。むしろ社外取締役がやるべきことは、（仮に当該案件の値付けは妥当としても）その資金を使って、自前成長等海外M&A以外にベターな手段はないのか、当該ディールが最善なのかといった点について問題提起すること。

## 社外取締役と「9つの行動」～具体例：PMI～Post-M&A

### ⑦統合に向け、行動とモニタリングを機動的・継続的に行っているか

✓ 「契約の成立＝買収の成功」ではない。成立で思考停止することなく、経営陣が率先して統合に向けた機動的なアクションをとっているか、また、機動的・継続的なモニタリングができているか確認する。

□ PMIは最初が肝心。買収・被買収双方が不安になっている状況で、トップ同士の対話も含め、経営トップが率先して統合に向けたアクションをとっているかチェック。

#### 【現場の声】

- 執行側は問われれば当然「やっています」と言うのだが、誰が、何を、どこまで、いつまでやるかが明確になるようしっかりモニタリングすることが重要。
- PMIになると、途端に論理・理屈だけでは対処できないものが数多く発生してくる。典型的なものが従業員の感情のマネジメント。これについては経営トップやその案件の責任者のリーダーシップ・コミュニケーションが十分発揮されているかを確認する必要。例えば、企業理念をいうばかりではなくて、本当に浸透させているのか、どう浸透させているのか等を確認することが必要。
- 公式であれ非公式であれ、やはりトップとのホットラインの有無が、M&Aの成否をかなり左右する。

✓ 買収後の実際の状況について当初の計画との比較・検証を定期的に行うよう促す。

□ 買収成立後、実際に計画通りの成長が実現しているか、企業価値が向上しているかといったフォローアップが定期的に行われているか、積極的に情報を取ってチェックする。計画通りに進んでいない場合には対応策についての問題提起を行う。

#### 【現場の声】

- 社内での責任問題にもなるから、執行側は買収後のモニタリングや計画を下回っている場合への対応策について後回しにする可能性。こうした点は、社外取締役が指摘しなければいけない事項。
- 当初の計画と実際のPMIの状況に大きな齟齬があるような場合には、取締役会にも報告するよう求め、対応策を取締役会で協議することも重要。取締役会にかけることは執行サイドに検証や対応策をしっかりと行うよう促すことにもつながる。

## ⑧買収先のリスクマネジメントができているか

✓ グローバル規模でのリスク検知・マネジメントが可能な体制整備が行われているか確認する。

□ 社外取締役が監督機能を果たすためには、当然リスクマネジメントに関する事項はしっかり確認する必要がある。

### 【現場の声】

- 内部統制、コンプライアンスなどといったハードコントロールのほかに、企業理念、構成員の倫理観、企業風土、文化に依拠するソフトコントロールも必要で、この両方がきちんとまわっているか見る必要がある。

## ⑨過去の経験を振り返り将来への教訓につなげることができているか

✓ 過去の経験・苦労、問題点を経営陣が共有し、改善・向上につなげるための議論を喚起する。

□ 失敗を含め、過去の経験・苦労は最良の教科書。こうした点を活かし、次のM&Aのための備えを行うよう議論を提起することも求められる。

### 【現場の声】

- 常日頃から、M&Aのディールがかかる前に、議論のフォーマットを整備させることを促し、それを（議論の）俎上に乗せることが有効。フォーマットというのは人の思考をかなり制限するので、その結果、ある程度ここは見なければいけないという点が明らかになる。他方で、こうしたフォーマット整備は、恐らく社外取締役が言わないとなかなか進まない。
- 「買収したらそれでおしまい」ではなく、そのM&Aの結果を振り返り、一般株主の目線も意識して取り組んだ経営陣を明確な基準で評価する。この際、所期の目的を達成できなかった場合にも、その当時の状況から十分な検討がなされたうえでの適切なリスクテイクといえるのであれば、ポジティブに評価されるよう意識する。

## 終わりに

この別冊は、海外 M&A に積極的に取り組む日本企業において、CFO や法務担当役員を務めている／務めていた方々、こうした企業で社外取締役を務めている方々からのヒアリングをもとに作成したものです。（なお、本文に「現場の声」として取り上げたものは、これらの方々の個人的な経験や見解に基づくものを含んでおり、必ずしも関係企業の公式な見解を反映したものではありません。）

また、とりまとめにあたっては、海外 M&A に豊富な知見を有する以下の方々にもご協力をいただきました。

作成にあたり多大なるご協力をいただいた皆様に、ここに改めて御礼・感謝申し上げます。

(50 音順、敬称略)

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

令和元年6月

経済産業省貿易経済協力局投資促進課