

# M&Aに待ち受ける 10の落とし穴

著者：バリー・ヤルゼルスキ、マリアン・ミュラー、ピーター・コンウェイ  
監訳：井上 貴之、馬場 遼太

M&Aにおける失敗はディールを行った時点での見込みが外れる形で発生するが、振り返ってみるとそもそもその「見込み」が実現不可能だった、というケースが多い。本稿では、そのような「見込み違い」を生むM&Aに関する「思い込み」や自分自身に対する「過大評価」について論じていく。（井上 貴之）

大型のM&A案件は、往々にして当初の目論見から外れる。大規模なコスト削減と売上高増加に伴う高利益の実現により業界のリーダーになると確信を持って締結された案件も、いざ蓋を開けると新会社の業績は当初想定に届かず、果たして買収は正しかったのかという気持ちに苛まれる。

こうした話は再三繰り返される。原因を探ると、しばしば共通して見られるのが、M&Aを実行したリーダー達にある「暗黙の了解」である。この暗黙の了解は、M&Aの性質についての間違った「思い込み」と、買収する側が自らの能力と適性について誤った認識を持つ「過大評価」の2つに大別できる。これらを意識することによって、すべてのM&Aの成功率を大幅に向上させることができる。

## 回避すべき5つの思い込み

M&Aに関する思い込みはその企業の伝統的な慣行に根付いていることが多く、具体的な予防策を張る必要がある。

### 1. 「このM&A案件を中止することは許されない」

M&A案件に携わるチームメンバーは、買収対象企業の長所も弱点も認識しているが、案件に余りに近い立場にいと、客観的かつ公平な判断を下す能力が鈍る。自らの予測を裏付ける点に焦点を当て、相反する点を無視してしまう可能性が非常に高い。M&Aの分野で“ディールフィーバー”として知られるこの状況では、「既に合意されている案件を取り下げることになれば、CEOの面目を潰してしまう」という考えに陥りがちである。

ディールフィーバーは大抵の場合、案件を客観的に評価するグループないし個人を設け、意思決定プロセスを階層化することにより回避できる。その際、抑制と均衡の機能とスピード感のバランスを上手く取る必要がある。成功している企業では、迅速な判断を必要とする案件を別枠で扱い、また、高い俊敏性と柔軟性を持たせるために少人数の幹部で構成されたM&A評価委員会を設けている。

ある大手事業会社では、M&A案件に対して3階層の評価委員会を設けている。第1の階層は当該事業部門長とそのチームにより構成され、第2の階層はCFOをはじめとする本社部門

## バリー・ヤルゼルスキ

barry.jaruzelski@strategyand.pwc.com

Strategy&(旧ブーズ・アンド・カンパニー)フローラムパークオフィスのシニア・ヴァイス・プレジデント。グローバル物流・航空産業部門の責任者を務める。ハイテク企業および産業関連の顧客向けのデューデリジェンス、企業戦略、および中核的技術革新プロセスを専門とする。

## マリアン・ミュラー

marian.mueller@strategyand.pwc.com

Strategy&(旧ブーズ・アンド・カンパニー)フローラムパークオフィスのヴァイス・プレジデント。自動車/産業機械メーカーおよび関連する金融投資家を対象に、成長戦略、M&A、組織設計、新興市場展開、そしてポートフォリオ管理に焦点を当てたコンサルティングを提供している。

## ピーター・コンウェイ

peter.conway@strategyand.pwc.com

Strategy&(旧ブーズ・アンド・カンパニー)シカゴオフィスのシニア・アソシエイト。M&Aのデューデリジェンスおよび成長戦略を専門とし、こうした分野でのクライアントの能力開発を支援している。

幹部による委員会、そして第3の階層はCEOと会長、および本社法務責任者と数名のアドバイザーにより構成されている。つまり、最終の承認手続きは僅か6名程度で構成されている。この企業は2002年から2008年の間に50件以上のM&Aを実施し、そのうちの90%以上がM&A完了後、事前に設定した業績目標を達成あるいはそれを上回る結果を出しており、階層的な意思決定プロセスが成功の根底にある重要な要因であると考えられている。

## 2. 「豊富な経験を持つ交渉役であれば何でもM&A案件の交渉が出来る」

交渉事はすべて似ており、商業的な経験があればM&A案件の立ち上げに必要な能力も備えていると思われがちだ。しかし、M&Aは激しい競争と厳しい時間的制約があるがゆえに、他の一般的なビジネス交渉とは全く異なる性質を持つ。

特に複数の買収候補が競合している場合や、入札に時間的なプレッシャーがある場合、買収側の経営陣は、対象企業の楽観的過ぎる見通しや自らが立てたシナジー予測の犠牲になる可能性が高い。不適切な価格と条件で案件を勝ち取ることは、案件を逃すよりも悪い結果をもたらしかねないという事実をたやすく見失ってしまう。

こうした結果を回避する答えは、実質的な撤退価格を事前に設定することである。それにより、交渉中に新たなオプションが提示されても、不要なものを拒否する判断ができる。社内外のアドバイザーから、案件の価値や、決して譲ってはいけぬ点が何かについて継続的に助言を受けることも重要となる。また、事前に設定した条件を達成した場合の業績手当を定めるなど、

撤退価格より低い水準を維持しながらも、アップサイドの含みを持たせるための方策を取り入れることも考えられる。ただしその際は、たとえ双方が良好な関係にあっても、目標が達成されず、関係が崩れることが起こりうるため、条件は綿密に練り上げて設定する必要がある。

## 3. 「M&Aの実績は全て数字に表れる」

資金計画に加え、人的要素と能力開発の要素の2点を考慮することが重要であり、それらは数字に表れないことが多い。新会社のビジネスモデルが既存のものとは異なる場合には、特に重要になる。

あるホテル・リゾート事業の大手2社の合併では、文化的側面が大きな障壁となる可能性を持っていた。一方は創業者が実践主義の起業家で、常にデータを駆使した中央集権的なアプローチを採っていたが、もう一方は過去の複数の事業買収により成り立った企業のためあまり強固に結束しておらず、意思決定の殆どは各地域の責任者たちに任されていた。そこで、双方の経営層を対象とした調査で能力や技能のギャップを明らかにし、それを埋めるためのアクションプランを策定した。結果、合併は成功に終わり、2つの異なる企業文化が団結力のあるブランドと操業モデルを生み出した。

別の事例では、主にB2Bで特殊材料を扱うグローバル企業が消費者向け建材メーカーを買収した際に、ケイパビリティの融合を明確に管理する必要があった。買収規模は比較的小さかったが、担当の事業部門長は遠隔地にある買収先の本社を複数回にわたり訪問し、その会社が持つケイパビリティと、買収により新たに進出する市場で成功するために必要なケイパビリティを理解するために多くの時間を費やした。

井上 貴之 (いのうえ・たかゆき)  
takayuki.inoue@  
strategyand.pwc.com

Strategy&(旧ブーズ・アンド・カンパニー)東京オフィスのプリンシパル。業務変革、ITトランスフォーメーション、全社組織変革、PMI、新規事業戦略支援などを得意とする。保険プラクティスおよびオペレーションプラクティスのコアメンバー。

馬場 遼太 (ばば・りょうた)  
ryota.baba@  
strategyand.pwc.com

Strategy&(旧ブーズ・アンド・カンパニー)東京オフィスのコンサルタント。保険、政府系機関、化学メーカー、小売を中心として、成長戦略立案、新規合併事業立案、業務改善支援、組織設計、システム導入支援などのテーマに従事。

その結果、送り込むチームを最適な事業領域に配置することに成功した。

#### 4. 「M&Aプロセスにおける情報は自ずと内密にされるものだ」

M&Aの情報がリークされると、買収対象企業の株価上昇によって買収のメリットが著しく低下するなどの深刻な結果をもたらされかねない。情報漏洩はさまざまところで起こりうるため、デューデリジエンスのプロセスにおいて、情報の機密性には細心の注意を払う必要がある。

過去に情報のリークが発生したあるグローバル企業では、事業開発に携わる全てのメンバーに、守秘義務契約(NDA)に署名させ、内情に通じている各M&A案件についての機密保持に明確に合意するよう求めるようになった。更に機密性を確保する方法としては、NDAへの合意を管理部門のスタッフにも求めることや、M&A案件についての電子メールを禁じること、情報漏洩と規則違反に対する罰則を事前に周知すること等が挙げられる。場合によっては、デューデリジエンスを外部委託することも選択肢として挙げられる。これらの追加手段により、スタッフが守秘義務についてのガイドラインを既に理解している場合でも、秘密保持の規定の重要性を徹底することができる。

#### 5. 「買収完了後の詳細な計画策定は、買収実現後に時間を取ればよい」

法的拘束力のある買収案を提示する前に合併後の統合計画を詳細に策定しておかなければ、変化を推進し組織を統合するために必要な勢いを失う可能性がある。買収対象企業からの情報提供が必要な大型案件だけでなく、情報

の提供を受けることのできない敵対的買収や競売案件の場合でも、デューデリジエンスによって統合に係る大きなリスクを見出し、買収の是非の判断や、適切な価格設定、および初期段階のリスク緩和のための前提を確認することが可能である。

また、法的拘束力のある提案の成立が確定的となった時点で、デューデリジエンス中に直ちに統合推進チームを立ち上げ、リーダーを任命すべきである。統合の鍵となるリスクと課題、および必要なリソースの特定や、合併後のレビュープロセスと評価基準を設定する土台を築くことが可能となり、統合担当のリーダーや事業リーダーらに責任を持たせることができる。

#### 過大評価と現実

過大評価は、M&A担当者が最も望ましい方法を採用していると考えているため、往々にして前述の思い込みよりも対策を講じることが難しい。

#### 6. 「当社のM&Aプロセスは戦略主導型である」

買収前の明確な成長戦略策定の重要性は理解されているはずであるにも拘わらず、先進企業ですら戦略の定義は驚くほど不完全である。その結果、デューデリジエンスの実施が大幅に遅れたり、案件発生時に準備体制が整っていなかったりという状況になる。

ある大手グローバル企業では、社内の承認取得が得意な事業部とそうでない事業部があった。どちらも財務状況は良好であったが、得意な事業部ではM&A計画を自律的成長と融合させることに格段の注意を払い、毎年CEOと共に戦略の見直しを行っていた。そのため、その事業部が提示する買収計画に対しては、事前に本

社レベルで理解が得られていた。一方得意でない事業部では、特に新規市場に関わるM&A案件について広範な分析と承認の手続きを経なければならなかった。

これは単に賛同を得るという問題ではない。財務面がどれほど魅力的に思われる場合でも、M&Aは戦略的意図をもって行われなければならない。とりわけ、M&Aは中核事業を他社と差別化する能力を強化し構築するものでなければならない。そうでなければ、買収により中核事業がリスクに晒されたり、時間やリソースが無駄に費やされたりすることになる。

#### 7. 「私たちは市場を徹底的に理解している」

ビジネスリーダーの多くが、自らが携わる業界での長年の経験をもとに、こうした確信を持つ傾向にあるが、M&Aによってその業界の未知の側面に出くわすことは珍しくない。

石油・ガス機器を扱うある企業がコンテナの容量を読み取る革新的な技術を専門とする企業の買収を検討していた。その企業は市場をよく理解しており、その革新的技術が自社に適合するものだと考えていた。しかし実際には、その技術は内容物が満載状態に至っていないコンテナに関しては最も優れたものである一方で、市場の大半は内容物を満載して輸送しており、その技術に殆ど有効性がないことが判明した。その企業は当初の想定に固執していなかったため、結局買収は実行しなかった。

この種の問題には、社内外を問わず、多角的な視野を取り入れることで対応できる。デューデリジエンスを進める中で、買収対象企業の業界におけるバリューチェーンの最新の状況がある程度包括的に理解する必要がある。項目例としては、セグメント別に、市場規模や収益性と

今後の見通し、トレンドと成長要因、顧客ニーズや顧客の評価、技術動向と代替製品の見込み、製品ごとの地理的な傾向、競合状況(製品、価格設定およびコストの情報)、市場の参入障壁や新規参入企業の脅威などが挙げられる。

#### 8. 「当社の中核市場における成功は隣接市場でも再現できる」

製品とサービスの一部の品質と特徴が中核市場と共通していることが、隣接市場の本来の定義である。しかし現実には、特にM&Aを通じた隣接市場への進出はうまくいかないことが多い。Strategy&の経験では、既に有しているケイパビリティの重要性と、それらを発展させるために必要な変化を認識したM&Aプロセスを明確に策定できている企業だけが継続的に成功を収めている。

したがって、まずは自らのケイパビリティの評価から始めることが重要である。そして、それが買収対象事業にどの程度適合するのか、また逆に買収で得られる新たなケイパビリティが既存製品とサービスのラインナップにどの程度適合するのかを評価する必要がある。

M&Aで成功している企業は、厳格な基準をもって、強く統制のとれた事業構築を行っている。その基準には、買収対象市場の規模とシェアの上位集中度、粗利目標、需給の循環性と変動性、ブランド競争力や顧客集中度などが含まれる。一方、十分な統制のとれていない企業では、買収対象企業の規模、そして売上と利益の成長率への着目のみに留まっている可能性がある。M&Aは市場標準を上回る成長を実現するための手段であるという指針のもと、厳格な基準を満たさない買収対象は受け入れるべきでない。

## 9. 「私たちは明確に定義されたデューデリジェンスプロセスを採用している」

多くの企業リーダーはこれが事実でないことを身をもって知る。特に、経験が浅い場合や、新規市場におけるM&Aを検討している場合は尚更である。彼らはM&Aの実現のために必要な労力と時間を過小評価している。たとえ経験豊かなリーダーが俯瞰的に監督し、熱意あふれる若きスタッフたちが必要な任務を遂行し、ある程度のプロセスが確立されていたとしても、限られた時間で多くの作業をこなさなければならない。

デューデリジェンスでは、ビジネスの将来予測に加え、技術、税、法規制、生産立地、調達、知的財産、輸出規制や、健康、安全、環境関連の問題など、さまざまな観点から評価するための専門知識が必要となるが、すべてをチーム内でカバーしきれないことがある。その場合、詳細な質問票を作成したり、それ以上に知見のある専門家を呼び入れたりする必要がある。

また、ある多角的企業では、一群の専門性を有した徹底的なデューデリジェンスプロセスを取り入れていたが、そのプロセスはうまく文書化されておらず、チーム間で連携することや、新しいスタッフが要領を掴むことが困難であった。

この種の問題に対しては、内部の垣根を越えた新規事業開発担当者による定期的な意見交換が必要である。案件のたびに、上手く行ったこととそうでなかったことを記録に残し、グループ内でその情報を共有し、ミーティングを通じてベストプラクティスの策定を推し進める必要がある。また、使用する様式の統一化や質問票の作成により、途中でスタッフがプロジェクトを離任した場合でも、作業が途切れることを回避できる。

## 10. 「わが社伝統のデューデリジェンスチームは全てを知り尽くしている」

豊かな経験を有するデューデリジェンス担当者であっても、全てのM&A案件について適切なスキルを持っているとは限らない。特に隣接市場や、新たな地理的市場、なじみの薄い技術については、もたらされる機会を充分に分析できる専門能力を持った人員を確保する事が重要である。

ある企業において、米国政府を主要顧客とする技術系企業の買収で、国防部門についての経験を殆ど持たないチームがデューデリジェンスを行った。このチームは買収対象企業の政府関連事業の利益率が落ち込みつつあることを正確に指摘したが、主要事業に対する政府の財政支出が相次いで増加することについて認識出来なかった。買収を躊躇している際に他の企業が名乗りを挙げて買収を実行し、その企業は成長の波に乗り、高いリターンを享受した。

M&Aは複雑なプロセスであり、成功させるには重要かつ多様なスキルとリソースを必要とする。ありがちな思い込みと過大評価がもたらす罠を認識する事で、より効果的で、持続的に価値を生み出す結果をもたらすM&Aプロセスを設計し実行することが可能になる。

*“Top M&A Fallacies and Self Deceptions”, by Barry Jaruzelski, Marian Mueller, and Peter Conway, strategy + business, online November 23, 2011*