

スピード時代の M&Aプロセス

著者：ジェラルド・アドルフ、ジャスティン・ペティート、マイケル・シスク
監訳：岸本 義之

ビジネスのスピードが速まっている現在、複雑かつ広範囲なM&Aのディールと言えども、ゆっくり検討している暇はない。そうした中、何件ものディールを立て続けに行ってきた企業は、ディール・メイキングのケイパビリティを蓄積し始めている。本稿では、そうした洞察、スキル、手法の一端を紹介していく。(岸本 義之)

4段階の併走型アプローチ

多くの企業が、ディールのプロセス全体に対して「直線的」なアプローチを取っている。パトシリレーのような形で取締役会から交渉チームへ、次に統合計画プログラム責任者へ、そして現場の管理職へと順に受け渡していくのだ。このようなアプローチでは、ディールにかかる時間を長引かせ、性急な市場からのプレッシャーが企業にのしかかり、競合他社にも反撃のチャンスを与えてしまう。

これを解決するのは、より同時発生的で、調和性の高い、「生きた」ディール・プロセスへのアプローチである。4つの段階すべてが、共通のチームのもと、多少並行して(相当の重複や、頻繁な相互照会を伴って)実施され、チームのメンバーには、組織間で容易にコミュニケーションを取り合える仕組みが与えられる。

第1段階：ディール前のビジネスケース

ディール前のビジネスケース作成とは、M&A(マージャー)と自律的成長(オーガニック)の両面を含むトータルな成長ビジョンを確認し、

ケイパビリティに基づく成長ロードマップにおける、当該買収案件の位置づけを明確化することである。こうしたロードマップが既に作成されていれば、ディールのプロセスの第1段階において「なぜこの会社なのか、なぜ今なのか」を理由づけするという時間のかかる作業にはまり込まずに済む。その代わりに、ターゲット企業についての情報収集や、戦略的適合性に関する想定を検証に専念できるのである。

この段階において、M&Aチームはディールの価値と成功の可能性について、客観的な評価を行う。特に、懐疑的な利害関係者の多い環境では、ビジネスケースにおける市場評価が大まかすぎたり、シナジー分析の範囲が狭すぎたりすれば、受け入れてはもらえない。古いタイプのディールでは、短期的な財務上のメリットだけを示し、長期的なメリットについては曖昧な記述にとどめ、潜在的な問題にはほとんど触れないというスタイルでもよかったが、現代では、そのディールが今後とも理にかなっている理由をよりダイナミックかつ総合的な観点で示すため、ビジネスケースを練り上げることが必要になる。

このプロセスの核となるのは、合併後の企業

ジェラルド・アドルフ

gerald.adolph@strategyand.pwc.com

Strategy&(旧ブーズ・アンド・カンパニー)ニューヨークオフィスのシニア・ヴァイス・プレジデント。成長戦略、新ビジネス開拓、産業再構築などを中心にクライアントを支援している。また、様々な業界におけるM&Aの事前審査や合併後の戦略策定などを主導してきた。

ジャスティン・ペティート

旧ブーズ・アンド・カンパニーの元ヴァイス・プレジデント。15年以上にわたり、投資銀行および経営コンサルティング会社において、コーポレートファイナンスやバリュエーション分野におけるアドバイザー経験を有する。

マイケル・シスク

ビジネスライター。『strategy+business』をはじめ、数多くのビジネス誌で執筆活動を行う。

岸本 義之(きしもと・よしゆき)

yoshiyuki.kishimoto@strategyand.pwc.com

Strategy&(旧ブーズ・アンド・カンパニー)東京オフィスのディレクター・オブ・ストラテジー。20年以上にわたり、金融機関を含む幅広いクライアントとともに、全社戦略、営業マーケティング戦略、グローバル戦略、組織改革などのプロジェクトを行ってきた。

が買収価値をフルに実現できるかどうかに関する、徹底した分析である。顧客や仕入先、競争力学、業界全体の環境や景気環境を含むマクロ環境がディールにどのような影響を及ぼすかの検討が重要となる。そして、将来のシナリオも含め、また従来とは異なる競争相手が登場することも考慮しなくてはならない。

ビジネスケースにおけるテーマとして近年多いのは、合併後の会社が長期的に成功できるかどうかに関する実際的な見解である。「買収先の企業はどのようなケイパビリティをもたらすか、成功に必要なケイパビリティとのギャップがどこにあるか」「合併の際の制約や約束内容に照らして、自社は買収先をうまく統合できるか」「オペレーション、研究開発、営業などの各部署での人員離職率はどの程度になるか」「統合に際してどのような問題が起こると予想されるか、またそれにどう対処するか」。これらの質問への答えが、買収の健全な土台の第一歩となる。なぜなら、答えを出すには、買収した資産をどのように統合するかについて初期的な仮説を組み立てる必要があり、それがデューデリジエンスおよび統合設計の段階に向けた前段階になるからだ。

このプロセスには、市場全体やターゲットの競争力にどの程度の魅力があるかの評価が含まれる。それを探る過程で、チームは将来を見据え、合併後の企業の競争力を、顧客や競合他社、市場全体の力学へのインパクトも含めて見積もらなければならない(例えば、この合併が市場への新規参入者を呼び込むきっかけになることも想定する)。顧客や競合他社の合併に対する反応いかんによっては、価値創出の前提が脅かされる恐れもあることを念頭に置かなければならない。

第2段階：戦略的デューデリジエンス

プロセスの第2段階には、2つの作業がある。第1に、当事者間でディールの条件に合意すること、第2に、ディールを検証し、正当性を確認すること(デューデリジエンス)である。これら2つのタスクは、並行して行われる。なぜなら、デューデリジエンスの過程で条件案が検証され、それらの検証の結果、ディール条件の変更が必要になる場合が多いからである。

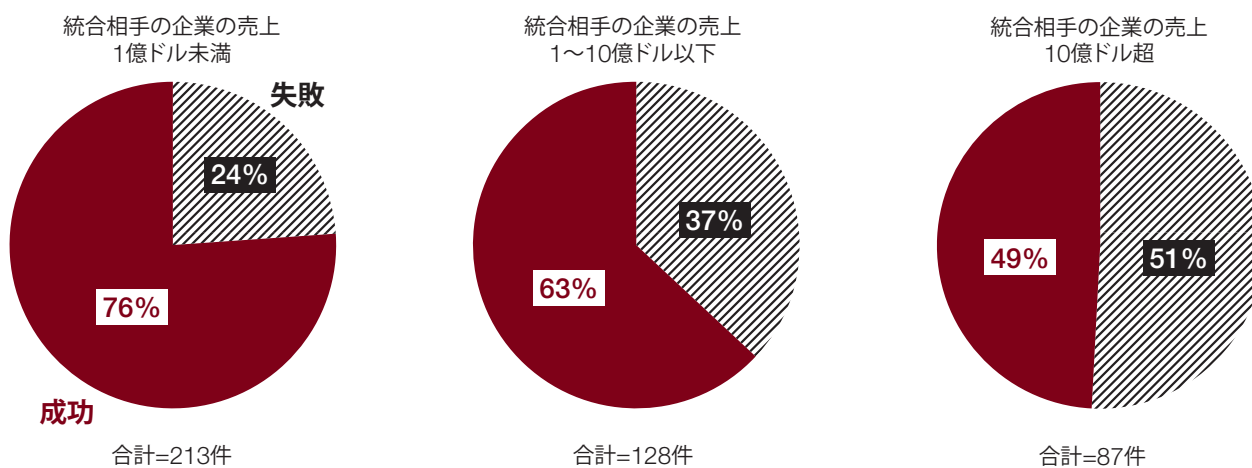
従来のデューデリジエンスでは、時間的制約もあったが、同時に検証範囲の狭さという制約もあった。つまり、財務面および法律面を検証し、確認することとされていた。だが、第1段階のビジネスケースがよりしっかりしたものになるにつれ、デューデリジエンスも、これまでよりも広範かつ徹底したものにする必要がある。

財務・法律面のデューデリジエンスがディールの短期的価値を検証するものである一方、戦略的デューデリジエンスでは、別の次元の検証がそれに加わる。第2段階では、ディールが現実的かどうかをさらに検証する。ビジネスケースにおける想定をテストするため、買収側は、今後ディールの計画を狂わせる恐れのある問題の特定に努める必要がある。戦略的デューデリジエンスにおいては、2つの質問が重要になる。第1に、ディールが持続的に魅力ある経済的リターンをもたらすと合理的に結論づけることができるか。第2に、合併当事者企業が、それを実現するために必要なスキルを備えている、というビジネスケースの所見の正しさを確認できるか、である。

戦略的デューデリジエンスに伴う作業の最近の一例として、ある企業は、合併発表後の人事選考よりもかなり前の時点で、「どんな人物がわが社に加わるのか。わが社の目指すビジ

図表1：M&Aの成功と失敗

「自身が最近かかわった統合をどう評価しますか？」



出所：Strategy& による第2回ディールメーカー調査

ネスにとって重要なのは誰か」を理解する目的で、人材斡旋会社に依頼し、ターゲット企業の優秀な人材全員の外部から見たプロフィールを作成した。財務リスク以外にも、技術上・文化上の問題などの重大なリスクが存在する。この早い段階では、完全な解決策を考え出すことができないとしても、それらを特定し、その特徴を明らかにしておかなければならない。これは、ビジネスケースのテストに加え、第3段階で統合計画を立案する際の土台を広げることになる。

第一段階のビジネスケースと第二段階の戦略的デューデリジェンスは、交渉の最終段階において最も役に立つ。切迫した中で、紛糾する問題を解決しなければならないのは、常にこ

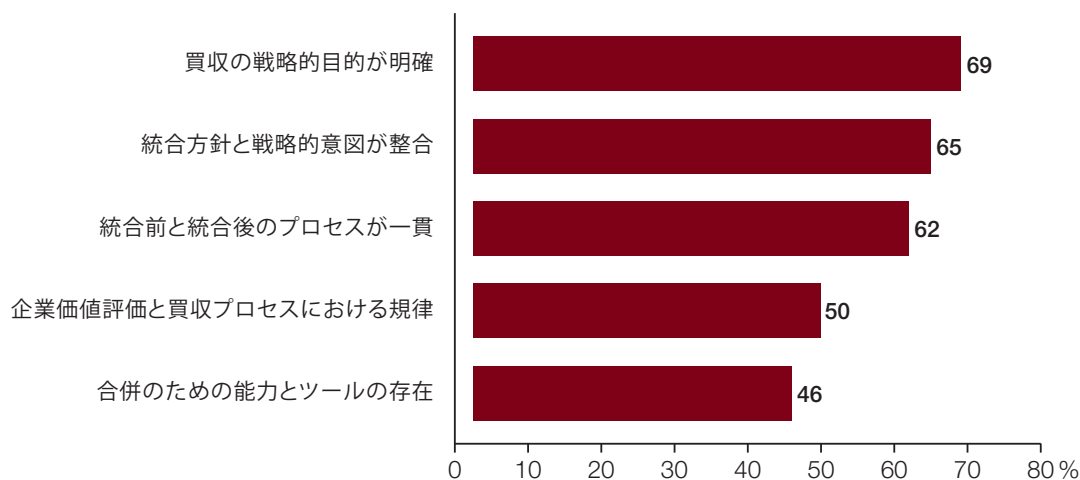
の最終段階だ。本社を複数置くとか、一定の地域や顧客に対して事前になんらかの確約を与えるといったアイデアは、土壇場の合併交渉の席では理にかなったものに思えてきたとしても、新会社の発足後に我に返ると、とてもそうは思えなくなる。どちらの側にとっても、ぎりぎりの譲歩を迫られた時に、ディールの戦略的意図を損なったり、統合に悪影響を及ぼしたりしていないかどうかをチェックできる基準点が必要なのである。

その一方で、デューデリジェンスの段階は可能な限り迅速に完了させることが望ましい。延々と続く交渉や長引くデューデリジェンスは、経営陣とディール・チームをともに疲弊させ

図表2：M&Aの成功要因

「統合の成功において重要な要素はどれだと考えますか」

(重要であると回答した割合、%)



出所：Strategy& による第2回ディールメーカー調査

る。ディールそのものを危うくさせるような情報漏洩のリスクが増し、身売りを希望している側も当然フラストレーションを感じ、場合によっては気が変わってしまう恐れさえある。案件の検討よりも前に、マーガニックな(マージャーとオーガニックの両面をカバーした)ロードマップを作成しておけば、そしてビジネスケースがしっかりと作成されていれば、典型的なチェックリストにとどまらない、鋭い質問が可能になり、デューデリジェンスの時間が短縮できる。

第3段階：統合計画の早期作成

買収ターゲットのサイズが大きいほど、買収が失敗するリスクが上昇する。図表1が示すとおり、最大規模の取引(ターゲットの年商が10億ドル超)では、半数近くが、企業自身が設定した基準に照らして失敗に終わっている。

買収の失敗には様々な形があるが、成功する買収には共通する要素がある。それは、早期に包括的な統合計画が立案されていることである。M&Aが失敗するリスクが最も高いのは、買収成立前後の計画、および買収後の統合においてである。図表2が示すとおり、M&Aの経験豊富な企業経営者を対象に、ディールの成功に最も大切な特徴を挙げてもらったところ、トップ

3の要素のうち2つまでが、統合計画に直接関係するものだった。統合の成功は、合併のあるべき姿を明確に示し、計画を実現するために何をすべきかを明確に示せるかどうかにかかっている。

統合計画の方向性を定める

ディール前のビジネスケースを実際の契約条件に変換できたら、次は合併後の会社にとってのゴールを、チームごとの具体的な統合指針に変換する番だ。このためには、「合併のゴールは統合なのか」「垂直統合か、周辺市場への参入か」「被買収側を完全に吸収するのか、それとも独自の組織運営に任せるつもりなのか」といった質問への答えを、異なる職能、地域、事業部ごとに用意することが必要になる。

合併の際に長期的な成功を収められるか否かは、様々な外部利害関係者の反応によって決まる場合が多い。統合計画では、これらの関係者のそれぞれについて、いつ、誰に、何を言うかを詳細に定める必要がある。一部の利害関係者にとっては、合併は歓迎すべきニュースになるが、そうではない関係者については、短期的な合併の影響(小さな町や市で雇用がなくなる可能性など)と長期的な影響(他社に乗り換えられることを恐れる取引先など)の双方について、懸

念を和らげるための対策を戦略に盛り込まなければならぬ。

2つの独立した、しかも競合していた組織をひとつの会社にするのは、難題である。それをうまくやりとげるには、合併後の新会社の理念やビジネスモデルの策定など、遠大な思考が必要である。同時に、あらゆる既存契約における変更通知条項を満たすことや、どのビルのどの看板をいつか替えるのかといった些細なことにまで気を配らなければならない。

ディール成立までの計画を立てる

合併後1~2年の間は、明確な進歩を示さなければならないという大きなプレッシャーが存在する。このプレッシャーをうまくコントロールする鍵は、適正なペースでシナジーを目指すことだ。目に見える結果を示すことで利害関係者の信頼を保つ必要があるが、一方で、士気や人材、エネルギーを奪うほど強引であってはならない。コスト削減だけに焦点を当てた統合計画は、将来の成長を損なうリスクを冒すことに等しい。コスト面のシナジー追求と並行して、成長の機会や長期的上昇要素を特定することが重要である。

両組織からベストの人材を集めて、活気にあふれた統合チームを作り上げることは、計画の成否を左右する重要な課題である。ディールの成立後も、あらゆるレベルの社員が、自分の今後のキャリアについての不安を感じるようになる。その不安を鎮め、合併後の会社に尽力することのメリットを示さない限り、社員は心から統合をサポートしてはくれない。多くの企業は、ビジョン統合をサポートしたり、人事面の問題を識別したりするために、トップダウン式の調査や比較を行う。さらに一歩進んで、統合設計を実現

させるために必要な草の根的変革に焦点を絞った、ボトムアップ式の取り組みも有効である。

統合の混乱を乗り切るための優れた安定化計画には、4つの要素がある。1つめは、発表日に好意的な、せめて中立的な反応を得られるような作戦、2つめは、統合初日(デイ・ワン)のコミュニケーション計画だ。3つめの、最も困難な要素である短期業務手順とは、新会社がディールの成立から実際の統合までの期間、つつがなく機能できるようにするためのものだ。製品が棚に置かれているか。営業担当者はすべての店舗を回っているか。予期せざるほどの社員の離職が起こっていないか。これらのためには、「炭鉱のカナリア」のような警告を与えてくれる主要指標を定め、それらを監視すべきである。4つめとして、問題解決のメカニズムが必要になる。権限委譲、給与支払、業務量の不均衡、価格設定などの問題は、たとえ暫定的にでもその場で解決しておかないと、組織が機能しなくなってしまう。

合併交渉の最終局面は、細々した物事や法的手続、そして難しい決断に満ちている。そうは言っても、可能な限り早期にディールを成立させることはきわめて重要だ。プロセスが長引けば、社員の活力が失われ、現在の業務に支障が生じ、そして当然のことながら、経営陣のアクションにも遅れが出る。統合チームは、規制当局や独占禁止当局の疑問に答える分析や、神経質になっている売り手の懸念を和らげる材料を提供するなどして、この最終局面を乗り越える必要がある。

統合後の運営方法を定める

合併を成功させるには、新会社の前途に横たわる大きな決断を認識することが肝要だ。新た

な本社の場所、閉鎖する工場の選択、新社名の選定といった、きわめて感情的な問題をはらんでいる課題がある。こうした試練にどう判断を下したかは、社内および社外に対して、公式な発表文書よりも多くのことを伝える。そうした問題から逃げることなく、積極的に認識し、管理することは、経営幹部にとっても、統合計画担当者にとっても重要な務めである。

M&Aプロセスの最終段階では、ディール成立後に「ぶれる」リスクを防ぐことが焦点となる。この取り組みの成功は、統合計画チームが移行についてしっかりした考えを持ち、詳細な統合およびシナジー獲得のタスク、明確な実施責任、そして、いつ、誰に引き継ぐかのガイダンスを含む移行計画を創出することにかかっている。

従来のM&A手法においても広く認識されているのは、徹底したプログラム管理の重要性である。困難な合併を実行する能力は、この計画段階にかかっているといても過言ではなく、その能力こそが、実質的に他社との差別化に、ひいては顧客や人材、株主の信頼を勝ち取ることにつながるのである。

第4段階：統合における「ぶれ」の抑止

ディールへの期待を現実のものにするためには、企業は計画を結果に変えなければならない。第4段階は、いわば、ディールの興奮が静まった後に、軌道を維持することである。あたりまえのこと（人員とリソースの配分、ディール成立後の成果測定、結果責任の追求）を除けば、最大のリスクは、「ぶれる」ことである。

現場への権限委譲が重視されつつある昨今、複雑で相互依存的な実施計画の軌道を維持することは難題である。計画に従わなければなら

ない一方で、状況の変化に適応するために必要な柔軟性も現場に与えられていなければならない。第3段階で詳細に責任を定めたとしても、権限が委譲された、あるいは職能別に分化した組織では、誰がどんな状況で計画を変更できるのかを判断すること、そしてある分野での変更が他分野にどのような波及効果を及ぼすのかをしっかりと理解することが大きな課題となる。これらのディール成立後のガバナンスの問題は、しばしばないがしろにされがちだ。

ディール成立後のガバナンスには、管理し、計画を実行させ、計画の変更を監視する権限を持ったチームが必要となる。執行役会または経営委員会がその役割を担うとしても、場合によっては、それとは別に、ディール成立後の一定期間、監視の役割をサポートする専任の統合監視チームが必要になることがある。そのチームには、ビジネスケースからデューデリジェンス、統合計画までを通じて、ある程度の継続性を持っているメンバーの参画が必要だ。そうすれば、単にタスクリストの進捗管理だけで仕事をするようなことにはならない。現場の管理職が統合計画の作成に深く関与していた場合は、彼ら自身が勘所を理解しているが、たいていは、それまで計画策定に関わりを持っていなかった管理職に引き継がれるのが現実である。

ぶれないようにするためには、困難な決断を迫られた時にも方針を曲げないことも必要になる。特にディールの計画段階において、戦略的意図を明確にしておくことが、この最終段階まで受け継がれる試金石になる。難しい決定に関しては、従いたくないという反応がしばしば生じるため、ITの統合、工場閉鎖、製品ラインの合理化、染み付いた事業慣行の見直しなどはいずれも、ぶれの原因になる可能性がある。

統合をぶれずに実施するには「自分自身を知ること」、つまり実施計画を軌道からぶれさせる恐れのある特徴や傾向を把握しておくことが必要になる。「わが社は必ずコスト削減に戻ってくる」や、「わが社ではいつも現場の管理職の意見を通してしまう」など、どういう行動パターンをとりがちなのかを把握しておくことだ。成功を収めてきた企業は、強力な文化や、調和性の高いケイパビリティを構築してきたはずである。だが、他社との統合において変革と柔軟性が求められる場面では、こうした強みがかえって障害になることがある。

統合の実施局面をうまく進めていくことは、プロセスや手順の問題である以上に、姿勢や関係の問題と言える。経営陣は、統合や長期的な価値獲得の妨げになるような、近視眼的な決定や譲歩を行わず、勇気を持って困難な決定に向き合わなければならない。合併の成功が、大胆な変革や新たなアプローチを前提にしている場合ほど、その重要性は大きくなる。

困難な決定に向き合い、ビジネスケースに意識を集中し、統合計画で定められた目標の達成を周知することは、どれも組織をひとつにまとめることに役立つ。そして、初期の成功によって一定の勢いがついていく。システムやプロセス、経営陣、事業部門が融合しはじめる。事業所や工場が閉鎖され、一部の者は異動し、別の者は昇進し、取引先が選別され、ITシステムがリンクあるいは廃止され、インセンティブ制度が統合され、文化が一体化される。そして、新たな会社は再び、マーガニック成長の展望に関心を向けることになる。

成功への足場を固める

買収には、失敗の恐れが無数にある。スピードが求められる今日の環境では、なおさらである。グローバル化、新たな競争相手の出現、投機的バブルなどが、失敗の影響をいっそう深刻化させかねない。

ディールのプロセスを同時並行的に統合して管理するということは、ごくあたりまえのことのように聞こえるかもしれない。しかし、それを実行するのは決して簡単ではない。これらすべての要素を合わせ、時間や競合からの大きなプレッシャーの下で、統合実施を成功に導くには、スキルと才能が必要になる。孤立した「ディール開発」チームではなく、マーガニックなロードマップの作成において事業部門や企業戦略計画に深く関与することが求められる。ビジネスケースを作成し、その理解を、戦略的デューデリジェンス、統合計画立案、統合実施の段階を通じて保ち続ける。ディールのどんな部分がうまくいき、どんな点に改善の余地があったかについての深い理解を習得し、次のディールの実施にあたって、その理解を改良したロードマップに組み込む。これらのケイパビリティをマスターし、このようなチームを作り上げられる企業が、今後の不透明かつスピード化したM&A環境の中で最大の成功を収められる企業となるだろう。

本稿の著者による『成長戦略とM&Aの未来』も日本語版として、日本経済新聞出版社より出版されております。

Gerald Adolph and Justin Pettit, with Michael Sisk, Merge Ahead, Chapter 8, McGraw-Hill, 2009