

Deals That Win

ケイパビリティから考察した M&A戦略のあり方

M&Aに関する12年分の分析データが示すことは、ケイパビリティの活用、もしくはケイパビリティの強化を意図したディールこそが卓越したリターンを生むという事実である。

著者：J.ニール、ジョン・ジュレンズ、イェルク・クリングス
監訳：樋崎 充

M&Aにおけるケイパビリティの役割に関する調査結果から、買い手側のケイパビリティを生かすことを目的としたディールや、新たなケイパビリティを獲得することを目的としたディールが、他の論理的根拠を持ったディールよりも顕著に良いパフォーマンスを出していることが分かった。M&Aで成功する企業に共通することは、最も得意とするケイパビリティに合わない資産は処分し、自社が得意とするケイパビリティに明らかに合致する資産へ多くの資金を振り向けられる企業であるということである。(樋崎 充)

2015年5月、米産業機器メーカーであるダナハーは、水処理技術会社であるポール・コーポレーションを140億USDドルで買収することに合意した。本買収案件は、M&Aに従事する人々に注目された案件で、その理由は主に2つあった。1つ目は、ダナハーが取引成立後、会社を2つに分割し、1つは科学技術中心の会社、もう1つは総合事業会社とし、それぞれが独自のケイパビリティシステムを所有し事業運営すると発表したことである。その上で、ポール・コーポレーションを科学技術会社へ組み込む決定をした。2つ目は、M&Aに積極的な企業であるダナハーが実施した最大規模の案件だったことである。

ダナハーは過去30年間で400社以上の企業を買収してきたが、その成功確率は驚くほど高い。M&Aにおけるダナハーの成功は、ダナハー・ビジネス・システムとして知られる継続的なオペレーション改善アプローチからベネフィットを得ることができる企業にM&Aの照準を合わせているからであり、ダナハーが自社のケイパ

ビリティを生かすという考えを持ったケイパビリティ主導企業だからである。

ダナハーに限らず、ケイパビリティを生かすことができる企業に照準を合わせることで、M&Aの成功確率を最大化することができる。

これは、Strategy&が実施したM&Aにおけるケイパビリティの役割に関する調査から導き出された教訓である。対象とした9業界において2001～2012年までに発表された540件のディールを調査したところ、買い手側の主要なケイパビリティを生かすことができたディールと、新たなケイパビリティを獲得することができたディールの方が、ディール締結後2年間での主要株式市場の株価指数よりも顕著に良い結果が出ていることが分かった(P.35調査手法参照)。また、他の論理的根拠を基に実施したディールよりも良い結果を生んでいた。ケイパビリティ主導のディールに対するプレミアムは14.2%の年平均成長率(CAGR)で、他のタイプ

J.ニリー
j.neely@
strategyand.us.pwc.com

Strategy&クリーブランドオフィスのリーダー。ディール・プラットフォームのリーダーであり、消費財および小売プラットフォームを担当。

ジョン・ジュレンズ
john.jullens@
strategyand.us.pwc.com

Strategy&デトロイトオフィスのリーダー。新興市場を対象としたケイパビリティ戦略プラットフォームの構築支援を担当。

イエルク・クリングス
joerg.krings@
strategyand.de.pwc.com

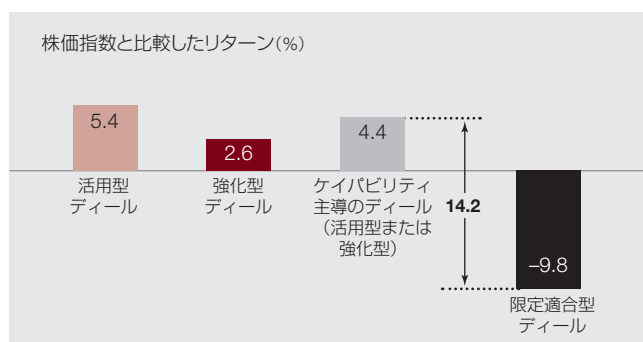
Strategy&ミュンヘンオフィスのリーダー。自動車産業およびM&A戦略を担当。

樋崎 充 (といざき・みつる)
mitsuru.toizaki@
strategyand.jp.pwc.com

Strategy&東京オフィスのディレクター。約15年にわたり、IT関連企業、総合電機メーカー、電子部品メーカー、製薬会社に対し、事業戦略、組織戦略、M&A戦略、SCM戦略の立案および実行支援等のプロジェクトに数多く従事。

図表1：M&Aタイプごとのリターン比較

ケイパビリティ主導のディールは、他の論理的根拠に基づくディールよりも高いリターンをもたらした。



注：ディール締結から2年間の株主リターン (TSR: Total Shareholder Return) を年換算出所：Strategy&

のディールを上回ることが判明した(図表1参照)。

株価指数を上回ることができたディールは半数ほどにすぎなかったが、ケイパビリティという論理的根拠を持ったディールの成功確率は高いことが分かった。ケイパビリティ主導のディール10件中6件超が株価指数を上回る結果であったのに対し、ケイパビリティを考慮しないディールで株価指数を上回るリターンを示したのは、わずか3分の1であった。ウォルト・ディズニー・カンパニーやアボット・ラボラトリーズといった成功を収めた買い手側企業は、M&Aに対してケイパビリティ主導のアプローチを取り、自社ケイパビリティシステムの周辺を強化することに焦点を合わせていた。

M&Aのタイプは、活用型、強化型、限定適合型の3つに分類することができる。活用型ディールとは、買い手側が、自社のケイパビリティシステムに合致すると判断した企業を買収するタイプを指す。例えば、大手の製薬会社が規模の小さな競合を買収することにより、両社が関わる疾患領域でマーケティングケイパビリティの拡大を目指すといった場合が該当する。強化型ディールとは、買い手

側がこれまでになかったケイパビリティを獲得することで、自社のケイパビリティシステムの増強を目的とする。限定適合型ディールは、買い手側がケイパビリティをほとんど無視した状態で行われる。(P.31「あなたの意図は何か? M&Aに対するもう1つの考え方」参照)

強化型ディールは、活用型ディールよりも複雑ではあるが、買い手側に大きなリターンをもたらす可能性があるディールである。2006年のGoogleによるYouTubeの買収について考えてみよう。登場したばかりのビデオ共有プラットフォームを160億ドルで買収するという案件は、当時のGoogleにとって最大規模であり、検索エンジン企業であったGoogleが未知の領域に足を踏み入れることを意味するディールであった。約10年後、YouTubeは1カ月の利用者数が10億人を超え、Googleが検索分野で獲得した規模と変わらないマインドシェアをオンラインビデオの分野で獲得するに至った。調査結果から、Googleを含むIT業界では、強化型ディールが活用型ディールよりもはるかに高いリターンを生み出す業界であることが分かった(図表3参照)。

Strategy&の調査から、タイプごとのディールのパフォーマンス、および、各企業のディール戦略について、多くの洞察を導き出すことができた。

卓越したリターン

調査サンプル数に占める割合は比較的小さいが、強化型ディールは、2012年の調査と比べて、2015年の調査では改善され、平均して2.6%市場を上回った。2012年の調査では、強化型ディールが市場を上回った割合は0.5%であった。

強化型ディールは、技術革新や規制変更に直面する業界で、より多く採用される傾向がある。競争の激化と規制の変更に直面する米国のヘルスケア企業で、最も多くの強化型ディールが実施されており(60サンプル中23サンプルで)、次に多かったのがIT業界の16サンプルであった。マスメディア業界も強化型ディールが多く採用されている業界の1つであり、14サンプルで実施されていた。伝統的な新聞社やテレビ局は、インターネットやモバイルコ

あなたの意図は何か? M&Aに対するもう1つの考え方

M&Aを検討する企業は、買収により何を実現したいのか、どのような意図を持って買収するのかということを検証した上で、ディールを行うか否かの意思決定をする。図で示したように、Strategy&が調査した540件のディールの分析によれば、自社事業に近い製品を獲得するためのディールが大半を占めている。

図表2：ディールの意図から見たリターン比較

整理統合への取り組みの一環として実施されたディールが最高のリターンを生む。

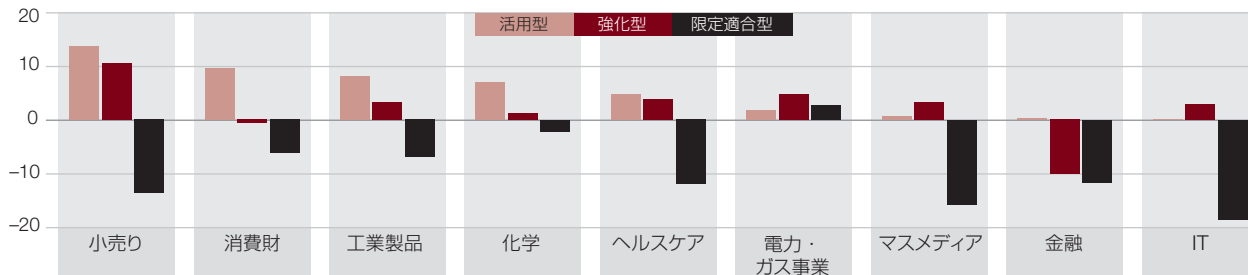
調査対象としたディールに占める割合	株価指数と比較したリターン(%)		
	活用型	強化型	限定適合型
41% 製品/カテゴリーの身近さ	4.5	0.5	-7.4
31% 整理統合	7.9	12.1	-13.1
17% 地理的な近さ	1.6	4.2	-8.9
6% ケイパビリティへのアクセス	6.1	2.0	-17.3
4% 多角化	2.1	-28.2	-4.6

注：ディール締結後2年間のTSRを年換算。四捨五入のため、%の合計は100ではない。
出所：Strategy&

図表3：業界毎のケイパビリティ主導ディールのパフォーマンス比較

ケイパビリティ主導ディールのハイパフォーマンスは、多くの業界で共通した事象である。

株価指数と比較した株主へのリターン
パーセントポイント



注：ディール締結後2年後の主要市場の株価指数と、年換算したTSRを比較
出所：キャピタルIQ、Strategy&分析

コンピューティングの普及により、広告活動や顧客アクセスに関するケイパビリティに大きな課題を抱えているというのが理由であると考えられる。

ヘルスケア業界における大規模な強化型ディールの成功例の1つが、CVSが250億ドルでケアマークRxを買収した件である。CVSはドラッグストアを専門とする会社であり、ケアマークのような薬剤給付管理会社を取得すれば、もっと効果的に処方薬市場で戦えると考えていた。この垂直統合戦略は成功し、2008年以

降も、CVSの株式はS&P500よりも4倍超のペースで上昇を続けており、競合(ウォルグリーン、ライトエイド等)の株式を大きく上回っている。

IT業界の強化型ディールの成功例としては、2012年のマイクロン・テクノロジーによるエルピーダメモリの買収を挙げることができる。買収の目的は、モバイルメモリーチップの分野で専門技術と生産能力を獲得することであった。このディールは大きな成功を収め、マイクロンは、年換算ベースのTSRで、S&P500より

アジア太平洋地域における強化型ディール: 並外れたリターン

地理的観点から強化型ディールを見ると、アジアが他の地域よりも群を抜いた結果を出している。アジア地域において、強化型ディールによるTSRは、限定適合型ディールの場合よりも平均して26%も高かったのである。

米国企業が欧州企業を買収しても、オペレーションやマーケティングの専門技術をそれほど向上させることはおそらくできないだろう。ところが、中国、インドネシア、タイといった国の企業が自

社よりも規模の小さな欧州企業を買収した場合は、有利に働くケースが多い。近年、中国企業を買収ターゲットとなっているのは、2008年の金融危機からまだ立ち直ることができないものの、先端技術や優秀なエンジニアを豊富に抱える中規模の欧州企業である。

アジアの新興国企業の多くは、グローバルで求められるケイパビリティ水準を満たしているとは言い難い状況にあり、グローバルレベルに到達するためにも、

欧米企業を買収が大いに役立つのである。近年の代表的な地域間ディールとして、2008年のインドのタタ・モーターズによるジャガー・ランドローバーの買収、2010年の中国の吉利控股集团によるボルボの買収、2012年の中国の三一重工によるドイツのブツマイスターの買収を挙げることができるが、ケイパビリティの強化が大きなトリガーとなった事例である。

マルチプルディスカウント

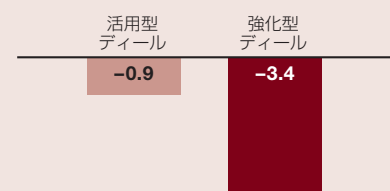
強化型ディールはなぜ、活用型ディールと同じようにはいかないのか。TSRの観点から言うと、最大の違いを生む要因は、買い手側の株価収益倍率である。一般的に、買い手側が新しいケイパビリティを取得しようとしているときの方が、マルチプルへのマイナスの影響が大きくなることが示されている。マルチプルの低下は、これらのディールが複

雑で、うまく対処することが難しいという事実を反映している可能性がある。強化型ディールを行う場合は、企業を統合するという点だけではなく、投資コミュニティを含む全ての関係者が最終目標を理解しなければならないという点からも、慎重になる必要があることが示唆される。

図表4：マルチプルディスカウント

マルチプルの変化は、現時点の結果、将来への期待、より広範な市場条件に対する価格設定を反映している。

ディール締結2年後のマルチプルの変化(%)



出所：キャピタルIQ、Strategy&分析

強化型ディール

強化型ディールの件数: **119件**
(調査対象としたディールの22%)

株価指数に対してプレミアムを獲得した
案件の割合: **61%**

最高値を記録した強化型ディール*:
**マイクロン・テクノロジーによる
エルピーダメモリの買収(2012年)**

株価指数と比較した
年換算TSRプレミアム: **129%**

活用型ディール

活用型ディールの件数: **223件**
(調査対象としたディール数の41%)

株価指数に対してプレミアムを獲得した
割合: **64%**

最高値を記録した活用型ディール:
**ライオンズゲート・エンターテインメント
によるサミット・エンターテインメントの
買収(2012年)**

株価指数と比較した
年換算TSRプレミアム: **79%**

限定適合型ディール

限定適合型ディールの件数: **198件**
(調査対象としたディールの37%)

株価指数に対してプレミアムを獲得した
割合: **33%**

最高値を記録した限定適合型ディール:
**R.J.レイノルズ・タバコによる
ブラウン・アンド・ウィリアムソン・タバコの
買収(2003年)**

株価指数と比較した
年換算TSRプレミアム(2年間の年換算):
42%

*ディール締結後2年後の株価指数と比較し、年換算したTSRが最も高いディール

も129%高いパフォーマンスを記録することができた。(強化型ディールは、現在アジアで最もリターンが大きいディールの1つとなっている。「アジア太平洋地域における強化型ディール: 並外れたリターン」参照)

本調査では規模の大きなディール60件に分析の焦点を当てたため、強化型ディールの件数を少なく伝えてしまい、リスクを強調しすぎているかもしれない。しかし、この15年間を振り返ってみると、最も活発に買収を行い、成功を収めた買い手側企業として、例えば、米国のユナイテッドヘルス・グループや、英国のSABミラー、フランスのシュナイダーエレクトリックを挙げることができる。いずれの企業も、複数の小規模なディールによって、ケイパビリティの強化を図っていたのである。

ケイパビリティ主導企業は、成長目的を達成するために活用型ディールと強化型ディールの間を行き来するノウハウを身につけている。強化型ディールを成功させるには、事業統合のための高いスキルが要求されるが、迅速にシナジー効果を見極めることよりも、時間をかけて文化の違いに対応し、必要不可欠な人材を確保して、彼らのアイデアを組織に幅広く定着させる方法を見出せるかどうかにかかるところが大きい。(強化型ディールを取り巻く課題について詳しくは、図表4:「マルチプルディスカウント」参照)

活用型ディール

活用型ディールは、最も一般的なケイパビリティ主導ディールである。どの期間を見ても、活用型ディールの件数は強化型

ディールの約2倍となっている。調査対象期間において、最も成功していたのは活用型ディールで、年平均成長率ベースで株価指数よりも5.4%高く、また、プレミアムの獲得についても、約15%の限定適合型ディールを上回っていた。

その性質から、活用型ディールが最も理にかなっているのは、既にケイパビリティに恵まれている企業が、被買収企業の製品やサービスを自社システムに統合できる場合である。活用型ディールを行う傾向が最も高かった業界は、化学、金融サービス、消費財企業であり、小売業が最高のリターンを獲得していた。先進諸国で行われる活用型ディールには、発展途上地域の活用型ディールよりもリターンが高い傾向がある。

活用型ディールに関しては欧米企業が優勢であるが、例外の1つとして、韓国の湖南石油化学がマレーシアのタイタン・ケミカルズを買収した事例を挙げることができる。2010年にスタートしたこのディールによって、湖南が有するエチレン系およびプロピレン系製品の製品ラインが拡大し、アジアの発展途上市場における湖南のプレゼンスがより深く浸透した。

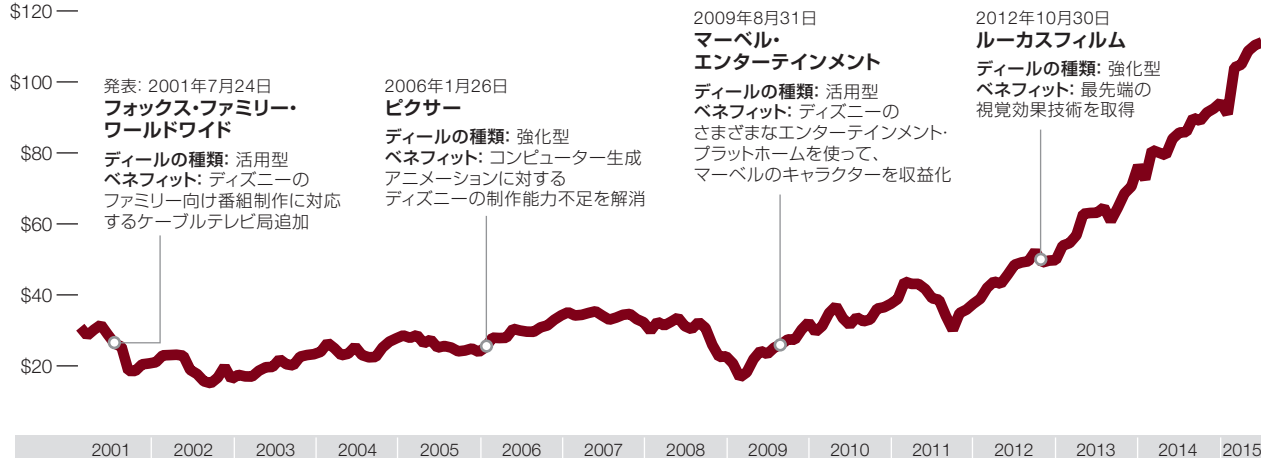
限定適合型ディール

ケイパビリティという論理的根拠を伴うことなく始まるディールについて語るメリットはあまりない。こうしたディールは株価指数と比べてマイナスのリターンとなることが、分析データから示唆されており、実際、我々の調査でも、限定適合型ディールの3分の2がそのような結果に終わっている。この傾向は、地域や業界に関係

図表5：魔法の王国

ディズニーは、自社のケイパビリティを強化し(強化型)、生かす(活用型)ディールで大きな成功を収めてきた。

ディズニーの株価(単位: USドル)
\$120—



出所：キャピタルIQ、Strategy&分析

なく見られる。

一方で、限定適合型ディールが他よりも若干成績が上回っていた業界もあった。電力・ガス業界が、限定適合型ディールで辛うじてプラスのリターンを生み出すことができた唯一の部門であった。その次は化学業界であるが、限定適合型ディールを締結した件数は、ヘルスケアを除いて他業界よりも少なかった。

限定適合型ディールが成功するのは、買い手側とターゲットとの間に重複する部分があり、調達等の領域で相乗効果を期待でき、大幅なコストの削減が期待できるといった場合である。その典型的な例が、10年以上前に行われたR.J.レイノルズ・タバコによるブラウン・アンド・ウィリアムソン・タバコの買収である。このディール(S&P500に対して、年換算したプレミアムは42%)により、R.J.レイノルズは重複の多かったHQ、販売、製造部門を整理

統合するとともに、年間6億ドル超のコスト削減を実現した。

柔軟な姿勢を保つ

ケイパビリティ主導でM&Aを実践していると思われる企業は、いついかなるときも同じタイプのディールに固執しているわけではない。既存ケイパビリティシステムで、どれだけ成長を遂げることができそうかを考慮しながら、活用型ディールと強化型ディールの間で切り替えを図っている。

例えば、ディズニーの場合、買い手として成功してきたことは言うまでもないが、この15年間をしてみると、活用型ディールと強化型ディールの間を戦略的に行き来している(図表5参照)。ピクサーの買収(2006年に発表)は強化型ディールであった。この

調査手法

化学、消費財、電力・ガス事業、金融サービス、ヘルスケア、工業製品、IT、マスメディア、小売りの9つの業界を対象とした。対象業界の企業が2001～2012年までに発表した540件のディールの成果を測定するために、買収発表後2年間の買い手側企業のTSR (Total

Shareholder Return)を年換算した指標を採用した。次に、買い手側企業の本国における大型株指数のTSRの年平均成長率(CAGR)と比較した(米国のS&P500、英国のFTSE100、ドイツのDAX、アジアのKOSPI指数など)。540件のディールのうち取引額が大きい上

位60件を詳細に分析した。それぞれのディールの意図を分類するため、各企業の開示情報や報道発表、SECへの届出書を検証し、ディールを3タイプ(活用型、強化型、限定適合型)に分類した。

ディールによって、ディズニーはそれまで強くなかったコンピューター生成アニメーションの領域に深く根付くことができた。一方、活用型ディールに分類されるマーベル・エンターテインメントの買収(2009年に発表)により、ディズニーは新しいキャラクターアイコンを手に入れ、映画やテレビを通じて宣伝し、テーマパークに組み入れた。2012年、ディズニーは別の強化型ディールに乗り出し、ルーカスフィルムを買収したが、その目的は『スター・ウォーズ』のフランチャイズだけでなく、ディズニーよりも小さなルーカスフィルムが所有する最先端のアニメーション技術や視覚効果技術を獲得するためでもあった。

同社の株価は上記3件のディール発表後の2年間で株価指数を上回り、また、本論文の執筆時現在、最高値に近い価格で取引されている。ディズニーという会社を再定義し、強化する上で、M&Aが重要な役割を担っていたことが分かる。

ケイパビリティというレンズは、将来の買い手企業の視野を磨くだけでなく、何が合わないか— その結果、何を売却すべきかを、企業が見極められるようにもしてくれる。ケイパビリティ主導のディールの背後にある理論はシンプルである。最も得意とするケイパビリティに合わない資産は処分すべきであり、自社が持つケイパビリティに明らかに合致する資産へ多くの資金を振り向け

るべきということである。

2015年初め、GEが、同社の金融部門であったGEキャピタルを売却すると発表した。売却に対するケイパビリティ主導のアプローチとは何であるかを示している事例である。GEの場合、融資や信用取引の分野で成功するために必要なケイパビリティがないというわけではない。むしろ、規制当局による監視の強化が進む現状を踏まえると、そうしたケイパビリティを維持することで、核となるエンジニアリングベースのケイパビリティが脇に追いやられてしまうリスクを見極め、売却の意思決定をした。実際に、すべての企業がどのケイパビリティが絶対に必要で、どれが必要でないかといったことを考えてはいるが、そうした思考が市場の変化に対応できる形で見直され、M&A戦略に反映できている企業は多くない。

“Deals That Win” by J. Neely, John Jullens, and Joerg Krings, strategy+business, Issue 80, Autumn 2015