

M&A が失敗する理由は分かっている

塩野 誠

経営共創基盤（IGPI）マネージングディレクター
M&A アドバイザリーグループ統括責任者
IGPI グループ 共同経営者

1. IGPI の M&A と経営の経験

IGPI ではその前身ともいえる産業再生機構から数えれば 20 年以上にわたって、日本企業の M&A と PMI（経営統合）を見てきた。IGPI グループの日本共創プラットフォーム（JPiX）では、複数のバス会社、モノレール、空港から製造業、ホテルや外食産業まで幅広くプライベートエクイティ投資を行い、ファンドのように売却することなく事業経営を続けてきた。グローバルに目を向ければ、シンガポールオフィスや上海オフィスでは M&A のご相談も多くいただき、加えて IGPI では国際協力銀行とのジョイントベンチャー（JV）を通して、欧州、インドをはじめ数多くの海外クロスボーダー案件を行っている。

M&A のアドバイザーにおいては、通常では戦略立案と M&A 実行のアドバイザーが戦略コンサルと投資銀行とに役割分担される、またはアドバイザー会社内でチームが分かれるところ、IGPI では戦略立案、M&A 実行、PMI までをワンチーム、ハンズオンでご支援させていただいてきた。また、他のアドバイザーとは異なり、自らの国内外の事業経営の経験を活かしての助言を行っている。

メディアなどで M&A 巧者として取り上げられる企業の中には、過去に IGPI が「M&A 専門チーム」の立ち上げと運用を外向や常駐にてご支援させていただいた企業もある。今では成長戦略の「自社でつくるか、借りるか、買うか」の「買う」という M&A をクライアント企業の専門チームが担っている。本稿では IGPI のリアルな経験を踏まえて M&A の成功と失敗を分けるその本質についてお伝えしたい。

2. M&A に失敗しないための本質

近年、多くの企業が M&A を成長戦略の一つとして位置付け、「M&A の XX 億円の投資枠を用意した」といった对外発表を行っている。M&A は「深化と探索」という両利きの経営において、自社に不足しているケイパビリティ、すなわち経営力を獲得する手段である。経営者にとって時たま起こるイベントではなく、日常的に検討すべき経営の打ち手となっている。一方で M&A は経営の巧拙が明確に出るものでもある。M&A は対外的な注目を集めるが故に、新任の経営陣がディール成立に執着し高値掴みをする例も散見される。こうした例は特に海外 M&A において顕著である。

時間軸にもよるが実務的に M&A の成功確率は半分以下と言われるなか、長年にわたって M&A に関わっているプロフェッショナルからすれば、契約締結前から、または社内 M&A チームの体制を見れば、その成功確率はわかるものである。M&A のファイナンシャルアドバイザーからすれば、M&A は毎日のことだが、事業会社にとっては数年に一度のイベントの可能性もある。これは外科医にとっての手術は毎日の仕事だが、患者にとっては一生に一

度の手術かも知れず、何もかもが不明な状況に似ている。事業会社にとっての M&A は当然に「買って終わり」ではなく、クローリングからがまさに PMI のスタートである。PMI に失敗すれば減損が待っており、社内で「実は自分はこの案件には反対したのだが」という声上がることだろう。

M&A は、最後は人間の塊である組織と組織の融合であり、必須条件が満たされたとしても尚成功するかはわからない。しかしながら当たり前にやるべきことは存在し、それらを地道に実行することが成功の必要条件と言える。以下に M&A 成功のための経営者への「問い」をチェックリストとして挙げる。一つでもクエスチョンマークがつく場合は再考が必要である。M&A が失敗する理由は自明であり、経営者はそれらを回避すべきである。

M&A 成功のための問い

M&A成功のための問い

- ① そのM&Aは最初の戦略シナリオと合っているか？
- ② 買収後の事業責任者は誰か？
- ③ デール成立のために無理なシナジーと高過ぎる買収価額になっていないか？
- ④ 経営リスクを契約と買収価額にすべて織り込んでいるか？
- ⑤ 買収による事業シナジーのモニタリング方法は決まっているか？
- ⑥ 買収後のマネジメント体制は見えているか？


経営共創基盤
IGPI Industrial Growth Platform, Inc.

① その M&A は最初の戦略シナリオと合っているか？

経営者は M&A ありきで考えるのではなく、経営の打ち手として自社でつくるか？他社から借りるか？（JV やライセンスング）、他社を買うか？（M&A）という選択肢から、事業計画上、最適なものを選ぶべきである。その結果、他社の買収が最適解ならば、「何を手に入れるのか？」という問いに答える必要がある。言い換えれば、自社のケイパビリティに対象会社のケイパビリティを加えることが、市場開拓や事業領域拡大などにつながるかという問いである。

戦略シナリオがない中で M&A 業者から持ち込まれた案件に飛びつくべきでなく、デューデリジェンスの途中で「思っているものと違った」場合は買収を中止すべきである。

② 買収後の事業責任者は誰か？

M&A は事業を買うものなので、事業担当者を明確にすべきである。責任を分散すべきでなく、事業担当者が「これならできる」という案件を実行すべきである。そのためデューデリジェンスにはその事業を行う担当者を参加させることが必須となる。会社を買ってきて、事情を知らない担当者に「あとはよろしく」と渡す M&A は成功しないものである。

③ デール成立のために無理なシナジーと高過ぎる買収価額になっていないか？

M&A は社内の検討時間と弁護士やアドバイザーなどの報酬など、多くのコストがかかるものである。今までのコストを無駄にしないために、担当者にはデールを成立させようとする力学が働く。

ディールが進めば、経営陣も華々しく案件成立をアナウンスしたい欲求も出てくる。しかしながら、正当化できないシナジーと買収価額は買収後の自社の企業価値を毀損する。これが、オークションで勝っても、手元に残るのは実現不可能なシナジーのみという「勝者の呪い」である。

④ 経営リスクを契約と買収価額にすべて織り込んでいるか？

M&A にはシンプルな側面があり、デューデリジェンスで判明したリスクは、契約によって「無くして欲しい、何かあったら払って欲しい」と約束させるか、買収金額の減額を行うしかない。M&A の成功の秘訣は安く買うことである。なぜなら使わなかった資金を買収後の設備投資、人材採用などの企業価値向上に使えるためである。リスクヘッジの減額をせずに身の丈に合わない金額を払うことは、その後の経営の自由度を狭めることとなる。

⑤ 買収による事業シナジーのモニタリング方法は決まっているか？

同業他社を次々と買収するようなロールアップであれば、社内の投資委員会などでいつもの KPI があるかも知れない。しかし、買収後のモニタリングの社内 KPI が存在しない、対象会社に合わないのであれば設定する必要がある。重要なのは PMI が予定通りにいかなくてもゴールは動かさずに撤退・売却を含めた施策を早め早めに検討することである。

⑥ 買収後のマネジメント体制は見えているか？

買収後に対象会社の経営メンバーが辞めることはよくある。または辞めてもらう場合もあるだろう。案件がスタートしたと同時に、対象会社の経営メンバーの評価を行い、あるべき姿を検討する必要がある。海外 M&A では案件と同時進行で、退任するメンバーに代わる人材のリクルーティングをサーチファームに依頼することも考えるべきだろう。多額の資金を投じて買った会社を任せる人材は、経理と英語が少しできるような人材ではなく、最高の人材を社内外から広く探すべきである。

M&A 実行体制のための問い

M&A 実行体制のための問い

①

②

③

④

① 専任の担当者を決定し、情報を集中させているか？

② 社内の投資基準・プロセスは決まっているか？

③ 外部からダメな M&A 人材を採用していないか？

④ アドバイザーは経営を理解し、20年程度の M&A 経験があるか？


経営共創基盤
 IGPI Industrial Growth Platform, Inc.

① 専任の担当者を決定し、情報を集中させているか？

当然ではあるが、ディールが走っているときは専任の担当者が必要である。役員や法務部、財務部からディールについて何か聞かれても、全部答えられるように情報を一元的に担当者に集中させる。担当者は弁護士やアドバイザーを使うコントロールタワーとなるべきである。

余談だが、短時間でファイナンスや法務知識を総合的に活用する M&A 担当者は幹部候補育成には最適であり、現在では M&A 業務を経験せずに取締役になることは資本市場とのコミュニケーションの観点から難しい時代だとも言える。

② 社内の投資基準・プロセスは決まっているか？

M&A のディールが走っていない平時の状態から、社内の検討プロセスやハードルレートなどについて、可能な限り議論し決めておくべきである。無論、最初のうちは実際に数件の M&A を行うことで社内ルールが修正され、だんだんとこなれてくるものである。

③ 外部からダメな M&A 人材を採用していないか？

かなり大きな企業でも、マネジメントが「ウチは外から M&A の専門家を入れたから任せている」と言うことがある。まずはしっかりレファレンスを取ってその人間が M&A 業界でも信用と経験があることが前提である。投資銀行や証券会社から採用すると、仕事している様子を見せようと実績作りを急ぎ、ベストとは言えない案件にまい進することがある。マネジメントからは数年かかっても良いから意味のある案件を検討せよと伝えるべきである。

④ アドバイザーは経営を理解し、20 年程度の M&A 経験があるか？

近年、M&A のアドバイザーは玉石混交であり数年の経験しかない者も多い。それでは経営論点はおろか、取引すらも危うい。売り手・買い手から仲介料を取るような M&A 業者は利益相反に注意すべきだろう。また、戦略コンサルティング会社は実際の M&A 取引の経験がないため、その部分のアドバイスはできないことに注意し、別途ファイナンシャルアドバイザーを雇用する必要がある。

アドバイザーには業界の知見と投資機会の創出、適切なディールストラクチャーの提言、英語を含む交渉力などを求めるべきだ。今では地政学的視点やテクノロジーへの知見も必要だろう。アドバイザーチームには 20 年程度の経験を持つマネージングディレクターがいること、その者が緊密にディールにコミットすることを求めるべきである。

M&A 巧者になるために

M&A 巧者になるために

- ① 最初からホームランを狙わない
- ② 必要ならいくつ買ってもいい
- ③ ディールで席を立つ勇気を持つ
- ④ 買収は自社の変革のために行う

① 最初からホームランを狙わない

M&A 巧者となっている企業は、小規模な案件を複数、手掛けており、「練習」をしてきた場合が多い。経験がないなかでいきなり大規模案件を行うのは無謀である。案件が成立したとしてもその後の PMI は難しい。

② 必要ならいくつ買ってもいい

例えば、グーグルはアンドロイド OS を 50 億円程度で買収したと言われている。日本企業にもアンドロイドを買う機会があったが、自社技術があったり、他社の技術を使っていたりしたためアンドロイドを買うことはなかった。技術は何らかの効用のためのアプローチであり、技術ポートフォリオとしていくつ保有していても良いのである。経営者は自社の事業側からの「あんな技術はダメですよ」という意見に立ち向かうロジックが必要となる。

経営者は「一点張り」ではなく、ポートフォリオマネージャーとしての役割が求められる。これは市場・地域での同業を買い集めるロールアップでも、コスト・顧客共有によるシナジー創出をポートフォリオマネージャー的に最適化すべきである。

③ ディールで席を立つ勇気を持つ

「これ以上高かったら買わない」といつでも席を立つ勇気を持つべきである。オークションでこれ以上の金額は適正価格でないため他社も提示しないだろう、というインサイトは重要である。そのため自分が信じられるバリュエーション（企業価値評価）が必要なのである。

④ 買収は自社の変革のために行う

自社の生き残りを賭けた変革のためには、たとえ他社を買収して、自社のマネジメントメンバーと統合しても良い。買収は他社を変容するためでなく、自社の改革のために行うものであり、それくらいの経営の自由度をもって考えるべきである。経営者にはステークホルダーへの説明責任があると同時に自分の考える経営戦略への自信と覚悟があるべきである。

ここまで M&A に失敗しないために答えるべき問いをご説明した。現在の事業環境は激変ともいえる状況にある。その主たる要因は生成 AI の勃興と国際情勢の変化である。組織の形も地域展開の様相も変わっていくことだろう。その中で企業が生き残っていくためには、M&A を成功させなければならない。本稿がその一助となれば幸いである。IGPI は今後も企業の「深化と探索」のために世界各地で M&A のご支援をさせていただく所存である。

* 経営共創基盤は、2003 年から 2007 年まで活動した政府系機関・産業再生機構の主要メンバー達によって設立された民間企業である

【付録】 その M&A は成功するか？—経営者が考えるべき 14 項目

そのM&Aは成功するか？—経営者が考えるべき14項目

M&A成功のための問い

- ① そのM&Aは最初の戦略シナリオと合っているか？
- ② 買収後の事業責任者は誰か？
- ③ ディール成立のために無理なシナジーと高過ぎる買収価額になっていないか？
- ④ 経営リスクを契約と買収価額にすべて織り込んでいるか？
- ⑤ 買収による事業シナジーのモニタリング方法は決まっているか？
- ⑥ 買収後のマネジメント体制は見えているか？

M&A実行体制のための問い

- ① 専任の担当者を決定し、情報を集中させているか？
- ② 社内の投資基準・プロセスは決まっているか？
- ③ 外部からダメなM&A人材を採用していないか？
- ④ アドバイザーは経営を理解し、20年程度のM&A経験があるか？

M&A巧者になるために

- ① 最初からホームランを狙わない
- ② 必要ないくつ買ってもいい
- ③ ディールで席を立つ勇気を持つ
- ④ 買収は自社の変革のために行う


経営共創基盤
 IGPI Industrial Growth Platform, Inc.

執筆者

塩野 誠

経営共創基盤（IGPI）マネージングディレクター、M&A アドバイザリーグループ統括責任者
 IGPI グループ共同経営者

全社戦略や事業開発と M&A を統合的に推進。自動車、ソフトウェアセクターをはじめテレコム・メディア・テクノロジー領域のコンサルティングを数多く行い、20 年以上の企業投資の経験を持つ。ゴールドマン・サックス、ベイン&カンパニー、起業、ライブドア等を経て現職。国際政治と技術に関する寄稿多数。地経学研究所新興技術グループ グループ長、内閣府知的財産戦略本部 構想委員会委員、経済産業省産業構造審議会グリーンイノベーションプロジェクト部会 WG 委員、国際協力銀行スタートアップ投資委員会委員、JBIC IG Partners 執行役員、セプテーニ・ホールディングス社外取締役、INCLUSIVE 社外取締役、beBit 社外取締役
 慶應義塾大学法学部卒、ワシントン大学ロースクール法学修士