

## 基礎からの M&A 講座 第 2 回

### 企業戦略と M&A

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社

M&A トランザクションサービス 永松 博幸

#### はじめに

「基礎からの M&A 講座」の第1回では最近の日本の M&A のトレンドを解説した。続く今回の第 2 回講座では「企業戦略と M&A」として、企業が M&A を実施する際の基本的な考え方や戦略について平易に解説したい。M&A の実行プロセスにおいては企業の情報を精査するいわゆるデューデリジエンスの実施や、秘密保持契約書および株式譲渡契約書等、複数の契約書類の作成が必要であり、相応の人員や手間・費用がかかってしまう。そもそもなぜ企業はこんな面倒な施策を行うのだろうか。企業戦略の実行において、M&A はどのような手段といえるのか。その本質は何だろうか。

#### 1. M&A とは

ご承知の通り、M&A とは Merger(合併)と Acquisition(買収)の頭文字を取ったものである。M&A と一口で言っても様々な形態を取るが、基本的には買い手が外部、すなわち売り手の企業の経営資源を取り込む取引といえる。買い手から見ればターゲットとなる対象企業または事業に関する支配権を獲得し、その対価を渡すという行為になる。ターゲットとなる企業、または事業の持ち主は変わることになる。

## 2. なぜ M&A を行うのか

まず事業会社の例をあげよう。そもそも日本企業の経営陣は誰の顔を見ているのだろうか。「会社は誰のものか」という議論があったが、株式会社である以上、最大のステークホルダーは会社のオーナーたる株主である。大企業であれば株式を市場で公開している場合が多いので、株式市場に対して有効なメッセージを送る必要がある。近年安倍首相が掲げたいわゆる「アベノミクス」政策により、日本の証券市場で株価が大きく戻したが、その躍進の大きな原因となったのが外国人投資家であった。売買取引高のシェアは7割を占め、また売買だけではなく平成24年度(2013/12/31時点)においては全ての株式の28%を外国人が保有するに状況にも至っており、日本株式市場の名実共に主役となっている。経営陣は彼らに有効なメッセージを送る必要がある。

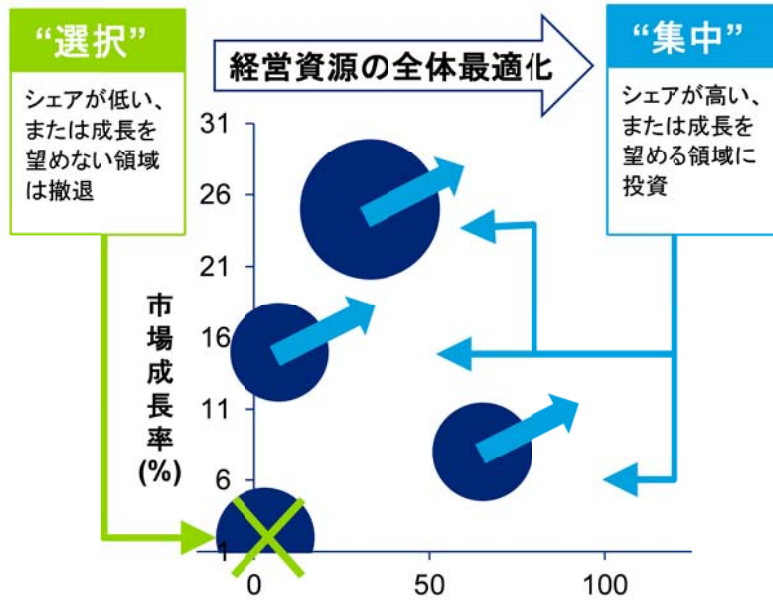
この外国人投資家は極めてシンプルな行動原理で動く。リターンである。いかに市場からの”アルファ(収益の源泉)”を稼ぐかが外国人投資家にとっては重要であり、上場企業であれば市場の声を重視せざるを得ないという状況となる。十分なリターンを投資家にもたらすためには、必然的に投資効率を重視した経営を行うことになり、実際の企業戦略や意思決定においてもリターンの高い事業へ「選択と集中」が必要となる。環境変化が激しい昨今においては、変革のスピードを緩めることはできない。ではスピーディーに「選択と集中」を行う施策には何が考えられるか。M&Aである。過去 M&A は第三者が経営権を取得することから「乗っ取り」やライブドア事件の影響等もあり「マネーゲーム」と批判されたりもした。また無謀な海外企業の買収を行い、巨額損失を計上した企業もあり、いわゆるオーガニック成長、すなわち企業の内部経営資源のみを活用した成長を志向する経営者も数多く存在した。ただし海外含めたライバル企業がこの M&A を有効活用している昨今においては、M&A を特別なイベントではなく、事業ポートフォリオの組換え等、企業の「選択と集中」戦略の実行の際の経営手法の一施策として検討する必要があるものとする。

## 3. なぜ売ることか～M&A の企業戦略への活用

分かりやすい事例として、複数事業を営む企業の戦略立案を考えてみたい。

まず事業ポートフォリオを構成する各事業単位を、その企業が重視している市場シェアや成長性、利益率等の KPI(Key Performance Indicator、重要経営指標)に基づき「成長事業」、「維持事業」、「撤退事業」等に分類を行う。上記分類により競争力がより高い事業単位へ重点的に資源配分を行うと共に、撤退事業として選択された低シェア、低成長、不採算事業から撤退を行なうことになる。ソニーが知名度も高いパソコン事業を投資ファンド日本産業パートナーズに売却した例や、パナソニックが非中核事業であるヘルスケア事業をアメリカの投資ファンド KKR に売却した例はこの「選択と集中」施策によるものである。またこのような事業譲渡によって得た資金を得意な中核事業分野に集中させることにより、一層の成長を目指すということになり、つまり M&A を資金調達のための施策としても考えることができる。

図表1: 事業ポートフォリオ組換の例



出典: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

#### 4. M&A における二種類の登場人物

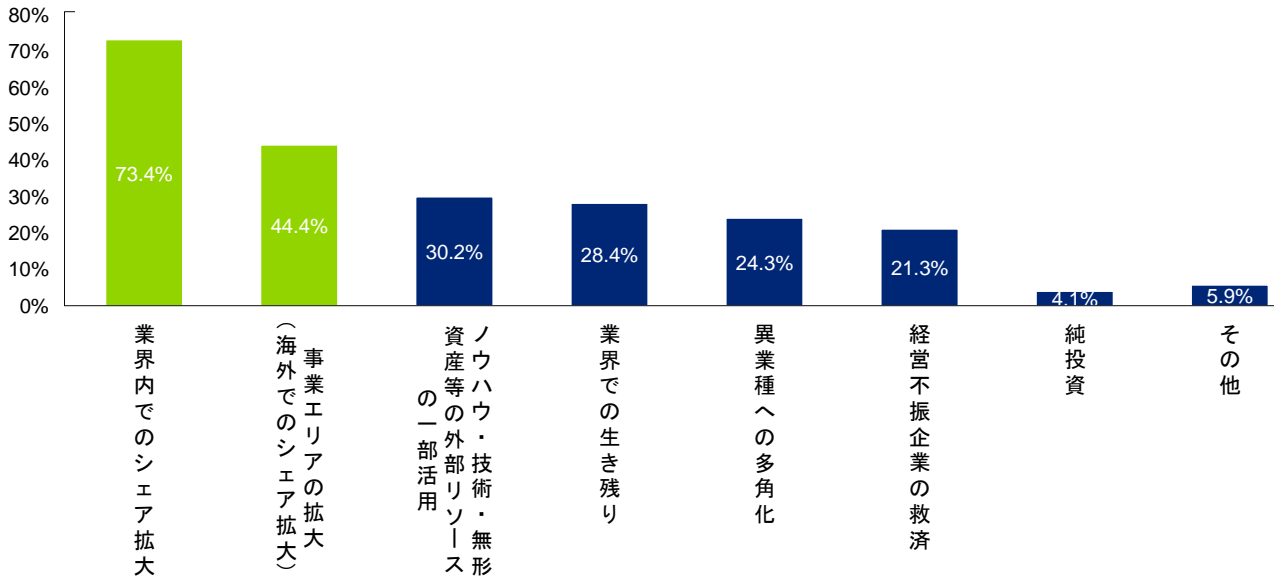
前項で「投資ファンド」という単語が出てきたが、M&A の登場人物には大きく二通りがある。「投資ファンド」や金融投資家はファイナンシャル・バイヤーと呼ばれ、後述するストラテジック・バイヤーと M&A の目的は概ね相似するも、最終目標が若干相違する。ファイナンシャル・バイヤーは基本的に投資家なので、最終目標としては投資対象を安く買い高く売ることでよりリターンを得ることが目標である。よって投資対象をいつかは必ず売ることになる。具体的に言うと、財務施策や経営ノウハウ導入等による経営改善や、すでに投資済みのポートフォリオ企業(投資先企業)とのシナジーにより投資対象の価値を増大させ、出資者へ満足できる投資リターンを還元することが最終的な目標となる。

一般の事業会社については前述の事業撤退の事例が先行してしまっただが、事業会社が買い手となる場合も十分に考えられる。この場合、当該事業会社はファイナンシャル・バイヤーに対して、戦略的買い手、ストラテジック・バイヤーと呼ばれる。このストラテジック・バイヤーはファイナンシャル・バイヤーとは異なり、基本的に将来的な株式の売却を前提としない。M&A の目的は株主価値の増大であり、ROE 等リターンの最大化である。

#### 5. なぜ買うのか～シナジーと「時間的価値」

ストラテジック・バイヤーの場合、リターン最大化の着眼点として、M&A によって自社の既存事業とターゲット事業との間にシナジーを創出し、1+1 から 2 以上の利益の獲得を目指す場合と、シェア等の関係で他社に先んじることが競争優位となる場合に「時間を買う」場合の二つがあると言える。まずはグラフ(図表 2)をご覧ください。

図表 2: 2010 年版 M&A 経験企業にみる M&A 実態調査



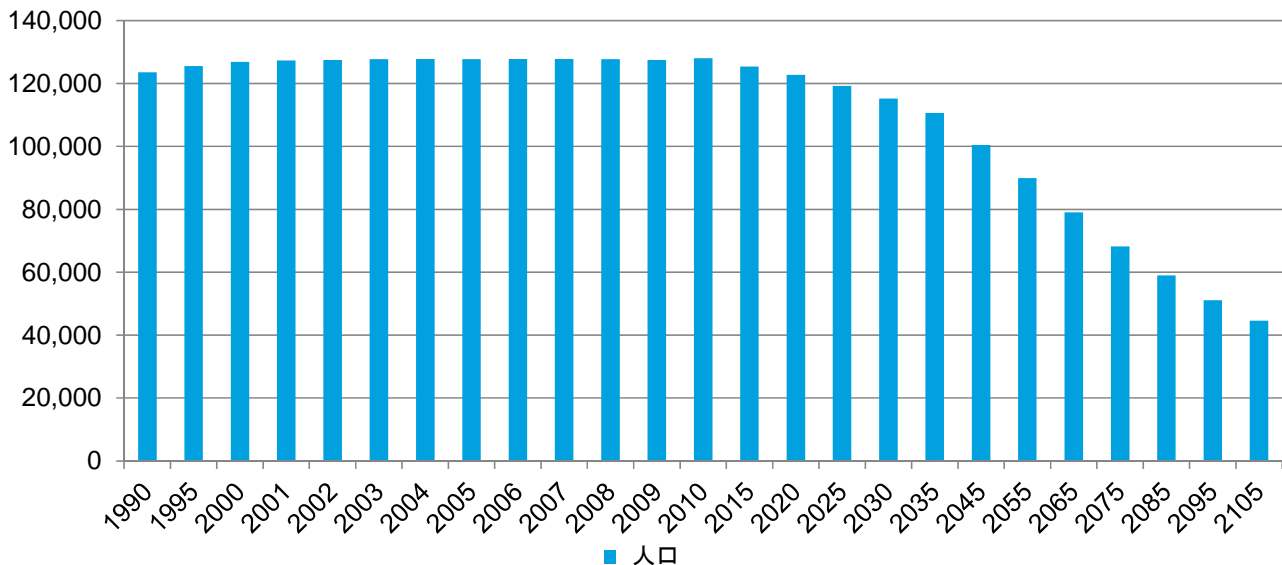
出典：デロイト トーマツ コンサルティング株式会社作成

ストラテジック・バイヤーの買収の理由としてまず挙げられているのがシェア拡大、次いで海外等事業エリアの拡大である。ターゲット企業が持っているシェアや商圈をゴッソリと一気に獲得することができる。シェアを拡大すればいわゆる「規模の経済」も働きやすく、またバイイングパワー、すなわち流通業者に対して交渉力を増大させることができるし、顧客数が増加すれば幅広い情報を入手することも可能となる。これを横、すなわち同業種の統合ということで水平的統合という。また自社の業務領域に隣接したエリアへの進出、たとえばメーカーが小売へ進出するようなケースにおいても同様なことが言える。これをバリューチェーンの縦の統合ということで垂直的統合という。

海外等、自分の本拠地を離れて展開する場合、ブランド等知名度も低い状態からスタートするよりも、一定の知名度を有するターゲット企業を買収し、そこに自社の製品を流す、あるいは当該ターゲット企業の製品を日本へ導入することが可能となる。あるいは製薬企業やインターネット系企業等、技術が重要な企業であればターゲット企業の技術を会社ごと買ってしまふ、ということも考えられる。どちらにせよ買収のクロージングから何らかの結果が出るという意味で、スタートアップから立ち上げる時間の大幅な節約が可能となる。

特にわが国は高齢化社会の進展により以下グラフ(図表 3)の通り人口減が予想されており、海外から見れば今後の飛躍的成長は期待できない市場と言える。

図表 3: 日本の将来推計人口



出典: 国立社会保障・人口問題研究所の資料をもとにデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

国内のみを主な市場として想定した場合、例えば食品等、人口にリンクする事業を行なう企業は前述した海外投資家からは成長を常に求められる一方で、そのまま縮小していくほかはない。この宿命から逃れるためには海外、特に成長国へ打って出るしかなく、リスクの高い海外投資に耐えられる規模を獲得するために同じ業種で規模を拡大するか、もしくは直接海外へ投資を行なうことになる。

特に海外で早い者勝ちの「陣取り合戦」が行なわれている場合、ベストの経営判断としては良い立地条件等の先行者利得をスピーディーに M&A を通じて確保すべきということになる。詳細は省略するが、投資家が重視する企業財務理論において貨幣の時間価値を考えれば今すぐ手に入る 10 億円は来年の 10 億円より価値が高いことになるので、やはり経営におけるスピード感は無視できない。

## 6. M&A の効果

前項で「規模の経済」を含めたシナジーについて少し述べたが、ここでもう一度 M&A の効果をおさらいしておきたい。

そもそも M&A とは、獲得した外部の経営資源を使ってより多くのリターンを生み出す(株主価値を高める)ことが目的である。工場設備や不動産というアセットだけを買うのではなく、有機的の一体として機能する経営資源、すなわち人材・設備・知的財産・ノウハウ、営業基盤など、有形無形の財産一式を外部から取得することになる。新たに導入した経営資源を既存の経営資源とどのように組み合わせるか、その方法により M&A の効果は大きく異なることになる。

シナジー効果とは日本語で相乗効果とも言い、複数の事業の統合により、それぞれの事業が単独で存在していた場合より高い収益を上げることを行う。大別して売上シナジーとコストシナジーの二つが存在する。

売上シナジーの例としては商品ラインナップの強化による逸失利益の獲得や販売チャンネルの統合によるクロスセリング等が挙げられる。

コストシナジーの例としてはバイイングパワーの増大による仕入れ単価の低減、生産規模の増大によるコスト削減、物流など間接部門の統合によるコスト削減等が挙げられる。コストシナジーはすぐに結果が目に見えやすいため注目されやすいが、重要なのはすぐには結果の出にくい前者である。ここで結果を出せる M&A が良い案件と言える。

本稿「3.なぜ売するのか」でも触れたが、基本的にノンコア(非中核)事業であればその企業内では売却対象として検討されることになる。ただし、ある企業にとってノンコア事業であっても、当該事業をコア事業として営む他企業から見ると十分魅力的な場合が存在し、そこに M&A の妙味が出てくる。例えば売却を検討中の企業内では、その事業はノンコア扱いを受けており満足な投資が実施されていない場合が多いので、投資不足で業績が伸び悩むという悪循環になっている可能性がある。この場合新たな買い手企業でコア事業として十分な設備投資が行われた場合、業績が飛躍するかもしれない。すなわち M&A の後に当該事業が成長すれば売り手企業に加え、対象事業の従業員や買い手企業にもメリットがあることになる。

## 7. インダストリー・ライフサイクルと M&A

この M&A を積極的に施策として用いているかどうかは、対象となる企業/事業の所属するセクター/業界の成熟度・競争状態とも密接に関連することになる。次の図は市場成長率と時間の関係により、各産業のライフサイクルの仮説をおいたものであり、時間の経過と共に萌芽・成長期から寡占期へと経過をたどるものと想定している。以下それぞれの段階において一般的に M&A がどのように発生するかを簡単にまとめておきたい。

図表4

市場成長率



## 萌芽・成長期

利益率については、参入直後は少ない場合もあるが、概して高い利益率を享受できる。また市場自体が成長しているので次々と新規参入者が現れ、プレイヤー数は増加している。スタートアップの状況なので、M&Aを行なうか、または自前の経営資源で新規立ち上げかという経営判断も視野に入る。市場の成長率が高い状況なので、多少赤字が出て将来性を勘案し事業を継続する場合もあり、すぐに企業・事業を売却しないケースも想定される。新規参入者が既存事業者を買収する場合や、先行者利得を固めるためシェアの拡大を目指すケース、あるいは新規技術を会社ごと買収するケースが考えられる。業界の例としてはベンチャー的な業界、現在であればネットビジネスやオンラインゲーム等が考えられる。

## 成熟期

参入者の増加により競争が激化し、利益率は悪化する。業界的にも成長率は横ばいとなるため、この場合不採算業者の中では撤退を真剣に検討する場合も多く、最も M&A が施策として有効となる段階といえる。業界内での業者の統合が徐々に進み、プレイヤーが減少していくことになる。買収であればシェアを獲得するための上位企業の下位企業を買収や、また生き残りをかけた同規模企業の合併が見られる。またノンコア事業の売却も盛んになる。業界の例としては小売、医薬品、家電等が考えられる。

## 寡占期

この段階までくると利益水準は低位だが安定した利益が継続する段階になっている。プレイヤーは限られ、その数の増減もごくまれとなる。M&A が起こるとすれば大企業同士の合併や買収であり、ノンコア売却もあるものの、頻度自体は少ない。業界の例では鉄鋼、通信、運輸等が考えられる。

## おわりに

以上、「なぜ M&A をするのか」という観点から駆け足で企業行動について記述してみた。M&A には高値掴みをして損失を出した例等の沢山の失敗事例もあるが、その反面、うまく活用できれば一挙に成長できる有効な戦略的施策であると言える。

また、なぜソニーがかつて花形だったパソコン事業を手放すことになったのか、またパナソニックがヘルスケア事業を手放すことになったのか、またなぜサントリーがオレンジーナやビームを買収したのか、その行動の理解の一助になったかと思う。

リターンにはリスクがつきまとうので、リスクを把握した上で、M&A を通常の経営施策としてうまく使いこなしていくことが、国内市場が低成長となる日本企業の今後の発展の鍵となるといえよう。



その M&A の実際の実行プロセスについて、次回は具体的にどのような登場人物がどのようなことを行なうのか、実務的な観点から具体的に解説して行く予定である。

本文中の意見や見解に関わる部分は私見であることをお断りする。

トーマツグループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそれらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社および税理士法人トーマツを含む)の総称です。トーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 7,100 名の専門家(公認会計士、税理士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はトーマツグループ Web サイト ([www.tohmatsu.com](http://www.tohmatsu.com))をご覧ください。

Deloitte (デロイト)は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 カ国を超えるメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 200,000 人におよぶ人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte (デロイト)とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)およびそのネットワーク組織を構成するメンバーファームのひとつあるいは複数を指します。デロイト トウシュ トーマツ リミテッドおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。その法的な構成についての詳細は [www.tohmatsu.com/deloitte/](http://www.tohmatsu.com/deloitte/) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。