

M&A の成功に向けた留意点 ーシナジーの取り扱いと算定のポイントー

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

吉田 航

はじめに

シナジーは、M&Aにおいては、企業の合併や買収により、単純合算以上に売上が増加したり、単純合算以下にコストが削減されるという意味で使われることが多いが、概念的に語られる傾向にあり、言葉だけが独り歩きし、具体的な裏付けが伴っていないケースが散見される。

1. シナジーの取り扱い

なぜ M&A において、シナジーが注目を浴びるのだろうか？ それはシナジーが、M&A の成否を左右する重要なトピックだからである。2013 年に実施されたデロイト トーマツ コンサルティング株式会社の「M&A 経験企業にみる M&A 実態調査」によると、過去 5 年間に M&A を経験した企業の 36%が、事業計画の 80%を達成したと回答をしている。裏を返せば、実に 6 割強の企業が、事業計画の 80%に対し未達という結果に終わっているということである。

なぜそのような結果になるのであろうか？ 筆者は、シナジーの取り扱いがその一因であると考え。複数の企業が競い合っ、対象会社を買収するオークション案件の場合、往々にして買収価格が釣り上がっていく傾向にある。その釣り上がった買収価格を正当化する材料がまさにシナジーである。時として、シナジーは過大評価される運命にある。逆説的に言うと、過大評価しないと買収価格を正当化できないという本末転倒な事態が起きてしまう。

合併や買収が成立した暁には、その買収価格を正当化するために過大評価されたシナジーを織り込んだ事業計画を達成することを求められるものの、そもそも達成ハードルの高い計画、かつ実行力が伴わないケースにおいては、事業計画が未達になってしまうのは当然の帰結と言える。

II. シナジー算定のポイント

M&A において、スタンドアロン価格で買収できるケースはごく稀で、買収価格算定にあたっては、何らかのシナジーを織り込んで買収価格を算定することになるので、想定しているシナジー項目、シナジーのインパクト、シナジーの実現可能性については、デューデリジェンスで可能な限り分析を行うことが望ましい。

シナジーが発生すると想定される分野は、売上、コスト、資産などさまざまあるが、自社と対象会社の状況に応じて、適正なシナジー項目を抽出することが重要である。不適切なシナジーを抽出してしまうと、シナジー自体が絵に描いた餅になってしまう。

抽出したシナジー項目について、変数が不明な場合は、ある一定の仮定をおいてでも定量化を行い、その概算インパクトを把握することが重要となる。その際、シナジーを実現するためにかかる概算コストについても特定し、定量化しておくことが望ましい。シナジーのプラス要因と追加コストのマイナス要因の 2 つの要素を併せて検討することにより、正確なシナジーの評価が可能となる。

シナジーは実現できて初めて意味のあるものになるので、その実現可能性を事前に把握しておくことは極めて重要である。抽出されたシナジー項目の中でも、実現の難易度が異なるケースが多いので、実現可能性について濃淡があるのが普通である。実現可能性を詳細に検討できれば理想的であるが、デューデリジェンスの段階では情報量および検討時間に制約があるのが通常であるため、ベストエフォートという観点から期待値の概念を導入し、シナジー発生確率を算定することが望ましい。例えば、確実にシナジーが見込める項目についてはシナジーインパクトに 100%を掛け、シナジー実現までの道のりが険しく、実現可能性が半々くらいであればシナジーインパクトに対し 50%を掛けてシナジー成果分として事業計画に取り込むなどの算定方法がある。

売上サイドの代表的なシナジーとして、対象企業の製品を買収企業側の販路に乗せて販売するクロスセルがあるが、その製品を販売するために、高いスキルを保有する営業要員が必要な場合は、合併や買収後、営業要員に対し対象企業の製品販売研修を実施する必要がある。シナジーがすぐには発揮されない可能性が高い。シナジー計画を作成する際には、このように時間軸の概念を考慮に入れてシナジーを検討する事は重要である。

コストサイドの代表的なシナジーである類似品の共同購買によるコスト削減シナジーについては、対象会社および自社とサプライヤーとの力関係、サプライヤーのコスト構造などを調査する必要がある。2社の購入金額を合算しサプライヤーに対するシェアが相当程度に高まらない限り、サプライヤーが減額交渉に応じる可能性が低いと考えられる。このようなコストについても、一律 X%削減と算定するのではなく、コストカテゴリー毎に分解して、サプライヤーとの力関係、購入品の仕様などを考慮に入れてコスト削減の定量化を検討する事が望ましい。

III. PMI 時に留意すべき事項

シナジー効果を早期に実現させるためには、デューデリジェンスフェーズで分析したシナジー項目について、いつまでに、誰が、何をやるかを明確にし、計画に落とし込んだ上で、作成した計画について愚直に進捗管理をしていくことが必要不可欠である。シナジー計画達成に王道はない。

シナジー実現について多くの企業が直面する課題としては、主として計画作成タイミングの遅れ、カルチャーの違い、当事者意識の欠如が挙げられる。これらの課題に対処しながらシナジー効果を実現することは、多くの企業にとってチャレンジングなタスクなので、実務担当者任せにしてしまうと実務担当者の対応余力や思惑で進捗に違いが出てきてしまう。そのような状況を防ぐためにも、会社が承認した PMO(Project Management Office)のもとで進捗管理や課題管理などのプロジェクトマネジメントを適切に推進することが肝要である。

シナジー計画作成について後手を踏むということは珍しくない。M&A の最終局面になると、比較的短期間で多くの項目について検討、決定していかなければいけないため、PMI(Post Merger Integration)で検討すべき事項は後回しになってしまう傾向にあるためである。しかし計画作成タイミングの遅れは、実行フェーズのスタート遅延を意味するので、それだけシナジー発現が遅れがちになってしまうため、こうした事態に陥らないように進捗管理を行う必要がある。

カルチャーの違いも、シナジー実現を阻む壁となるケースが多い。買収側はトップダウン型の企業カルチャー、対象会社はボトムアップ型の企業カルチャーの会社同士の合併のケースでは、買収側が早期のシナジー創出を目指すべく、トップの主導権のもとシナジー計画を作成したものの、いざ実行フェーズになると、対象会社の従業員を巻き込む必要のある項目については、ボトムアップが染み付いている対象会社の従業員の抵抗に遭い、計画の見直しが必要となり、当初想定していたシナジーが獲得できなかった。このようにカルチャーの違いは、実行フェーズにおいて、大きな影響を与える可能性がある。企業カルチャーの融合は、短期的に解決する課題ではない。同じ会社内であればあうんの呼吸で済むところも、違う会社同士となると勝手が違うので、計画に盛り込むべき重要な項目については、時間を掛けてじっくり話し合い、双方の納得感を醸成することが一つの方法と考えられる。

当事者意識の欠如もシナジー実現に至らない原因のひとつである。M&A は、情報統制の関係上、一部の従業員のみで案件を遂行しなければいけないケースが多く、PMI フェーズでシナジー実現達成の要となる実務部隊の従業員が案件チームに入れないことも多い。その場合、シナジー計画にビジネスを理解している実務部隊の意見が反映されないケースがあり、実行フェーズの局面で実務部隊がようやく入ってくるものの、実務部隊の意見が反映されていない計画のため、当事者意識が欠如しがちとなり、結果としてシナジーの実現可能性が低くなってしまふ。理想論で言えば、PMI フェーズを見据え、DD(ディーデリジェンス)フェーズから実務担当者を案件チームに関与させた方が、DD フェーズから PMI フェーズにスムーズに移行することが可能となり、計画に対する当事者意識も芽生えることになろう。

シナジー実現といっても上記のように各種のチャレンジが存在するため、その道のりは必ずしも容易ではない。当事者をうまく巻き込んで実現可能性を高めていくためには、クイックヒッツのような小さな成功事例を積み上げ、計画達成に向けて、従業員のモチベーションを高めることも重要となる。

おわりに

M&A では、案件の成立に注力するあまり、PMIに関する項目が後回しになりがちではあるが、M&A を成功させるためには、買収後において事業計画の確実な実行が不可欠となり、その事業計画の一部を構成しているシナジーについても、デューデリジェンスにおいて十分に検討することにより、シナジー項目、インパクト、実現可能性が早期に「見える化」され、事業計画達成の蓋然性向上に寄与することになる。

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リ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リー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 7,300 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)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 アドバイザリーサービスを、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 を超える国・地域の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 名を超える人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL 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。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は 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。