

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：成功するクロスボーダーM&A

執筆者：一橋大学大学院国際企業戦略研究科 特任教授 伊藤友則氏

要旨（以下の要旨は2分でお読みいただけます。）

M&A(企業の合併、買収)というと、数年前にライブドアによるニッポン放送株式買収が話題となりました。日本企業同士のM&A以外でも、精密小型モーターで世界的シェアを誇る日本電産が、欧米のモーター事業を盛んに買収している例が報じられています。

日本でのM&Aはバブル期の1980年代に盛んとなり、国内景気が低迷する現在では本邦企業による海外企業買収の動き（クロスボーダーIn-Out型）が活発です。今回は国際金融グループUBSで投資銀行業務に精通された一橋大学大学院・伊藤友則特任教授に失敗案件が多いクロスボーダーM&Aで成功する5つの法則を解説していただきます。

成功の法則1「企業トップのリーダーシップ」。意外なことに、大きな買い物であるM&Aに対しトップのリーダーシップの欠如とコミットメントの不足が見られます。日本たばこ産業(JT)のケースでは、1999年のアメリカRJRナビスコ社たばこ事業(RJRI)買収に当たり、当時の本田副社長(後に社長)が最終判断し、買収後には木村経営企画部長(やはり後に社長)を現地に派遣し、経営を管理させています。

同2「ターゲット企業の人材の活用」。合併後に、買収会社への日本のやり方の押し付けと、自由放任の例を見かけます。後者の失敗事例では、アメリカ経営陣に多額の浪費をさせたソニーのコロンビア・ピクチャー買収があります。この点JTではRJRIの経営陣を残しつつ、経営目標をJTの戦略に合わせることで買収会社の人材の活用を図り、これが2007年のイギリスたばこメーカー・ギャラハーの買収を可能にしたとされます。

同3「十分な準備と統合を見越した買収」。また、買収に当たってはM&A仲介業者の話を鵜呑みにせず、本当に買収に値する企業か十分な調査が必要です。JTではギャラハー買収の3年前から経営・財務内容の調査を行い、統合後のことまで検討していました。JTグループのフリッツ副社長は、“Failing to prepare is preparing to fail”(準備を十分にしないのは失敗するための準備をしているのと同様)と述べています。

同4「社内およびマーケットへのコミュニケーションを入念に」。買収が従業員やマスコミからも評価されるために、情報発信に十分配慮することが必要です。

同5「アドバイザーの賢明な活用」。日本企業は、投資銀行などに頼りすぎる傾向がありますが、買収企業の選定や先方経営者の力量など基本的な判断は自ら行うべきで、JTでも投資銀行等は買収のファイナンス等に絞っての活用にとどめています。

新しい成長の機会に向け、上記5つの法則を参考にして日本企業の海外M&Aの成功例が今後増えていくことが期待されます。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちら⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

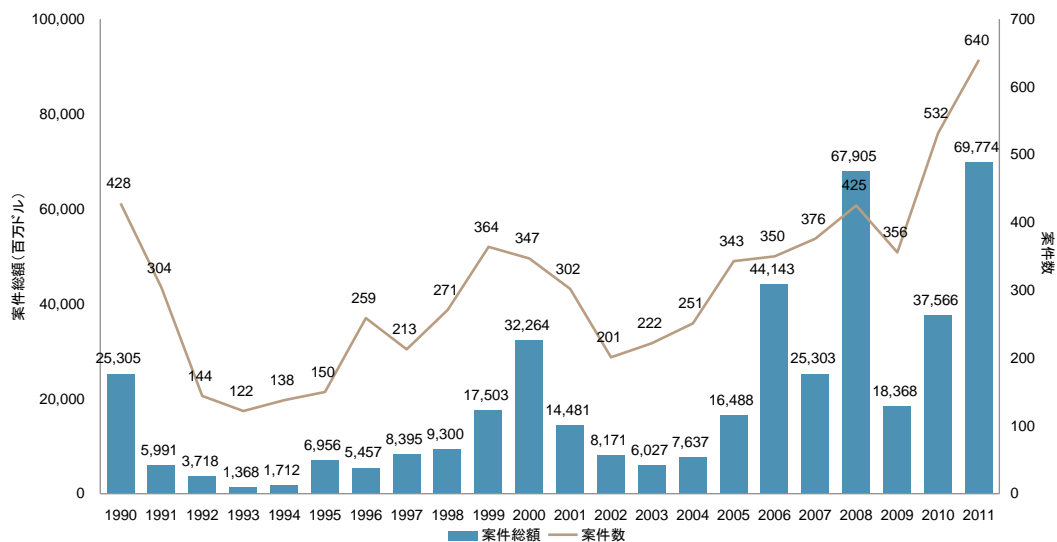
成功するクロスボーダーM&A

一橋大学大学院国際企業戦略研究科 特任教授 伊藤友則

1. はじめに

最近、新聞を開くと日本の企業が海外の企業を買収するという記事が毎日のように見られるようになった。日本の企業のグローバル化を進展させる好ましい動きではあるが、今回は第3次ブームと言えるかもしれない。第一次は1980年代のバブルのころで、ソニーのコロンビア・ピクチャーズ、三菱地所のロックフェラーセンターの買収などが話題になったころである。第二次ブームは1999-2000年のITバブルのころで、NTTドコモのAT&Tワイヤレスへの出資やNTTコミュニケーションズがアメリカのペリオ（インターネットサービス会社）を買収したころである。図1は1990年以降の日本企業の係わったクロスボーダーM&A（Merger & Acquisition<企業の合併、買収の総称>で、ここでは日本企業が海外企業を買収するIn-Out型）の総額と案件数を示したグラフであるが、2011年は案件総額でも案件数でもIn-Out型M&Aは史上最高を記録した。このように海外企業の買収が活発に行われているのは、「日本の中には、もはや成長はない」と日本企業が見切ったからであろう。今年に入ってから勢いが衰える様相はなく、さらに案件総額も件数も増えることが予想される。

図1 日本企業による海外企業買収案件(In-Out M&A)の推移



出典: Thomson

一方で、過去のクロスボーダーM&Aで明確に成功している事例は決して多くない。前述の各案件を初めとして「失敗」とみなされている案件の方が圧倒的に多いというのが、過去の実績である。そもそも欧米においても、M&A自体の成功確率は低いという

研究成果も実は多く、M&Aは売り手にとってはいいが、買手からすると半分以上は失敗(十分なリターンが得られていない)というのが大部分の結論になっている。従って、そもそもM&Aというものはそう簡単には成功しないものなのだが、それにしても日本企業の海外企業買収の実績は惨憺たるものと言えよう。日本における実証研究においても、海外企業を買収した企業の3年後の株価を検証したところ、同業他社比△6.05%だったという結果も出ている¹。

とは言うものの、日本においても成功例が全くないわけでもない。日本たばこ産業(以下、J T)は、1999年のR J R ナビスコ社(アメリカ大手たばこメーカー)の海外たばこ事業(以下、R J R I)の買収(9,600億円)と2007年にはイギリスの公開たばこ会社ギャラハー(2.2兆円)という巨大買収を完遂しており、両件とも成功しているという極めて珍しい事例もある。この二つのクロスボーダーM&Aにより、J T全体のたばこ販売数量に占める海外たばこ事業の割合は買収前の1999年では7%だったのが、2011年には76%になっている。

また、財務分析上の概念であるEBITDA(Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization: ほぼ営業キャッシュ・フローに該当)については、1999年は海外の割合が全体の8%だったのが、2011年には53%を占めるまでに成長している。従業員の面でも4万8,000人のJ T全体の従業員の内、ジュネーブに本社がある海外たばこ事業を担うJ T インターナショナル(以下、J T I)の従業員数は2万3,000人(その内日本人は130名のみ)と約半分を占めるまでになっている。国内たばこ市場が完全にピークを過ぎ、着実に市場規模が縮小している中で、売上でも利益でも、海外たばこ事業がJ T全体の重要な牽引車に育っているのだ。このJ Tの成功の要因を分析しつつ、筆者の投資銀行での長年の経験を踏まえて、クロスボーダーM&Aで成功する法則を考えてみたい。

2. 成功の法則1「企業トップのリーダーシップ」

日本企業のIn-Out M&Aがうまくいっていない理由で一番よく挙げられるのが、高値掴みだが、それ以外でまず挙げておきたいのが、トップのリーダーシップとコミットメントの不足である。筆者が投資銀行時代時々遭遇したのが、会社のトップがあまり案件に直接係わらない事例である。M&Aは相当大きな買い物である上、リスクも大きいので、極く小さな案件以外は買収側企業のトップの密接な関与が必須である。経営企画部などに任せっきりにしていたら失敗するのは必定である。ターゲットの選定、交渉、価格の決定、発表、買収後の統合といずれの段階においてもトップがきちんと関与し、陣頭指揮をとることが重要である。もしそれができない、もしくは、やる気がないのなら最初から買収は諦めるべきである。

J Tのケースでは、R J R Iの場合は、当時の副社長で買収後の2000年に社長に就任する本田勝彦氏(以下、J T経営陣の敬称は略)が買収を最終判断をしているし、最終入札にも当時の経営企画部長の木村宏と一緒にニューヨークまで飛び、並みいる競合企業を相手に競り勝っている。また、R J R Iの買収後は木村を自分の名代としてジュネーブのJ T Iの副社長として送り込み、経営を直接管理させている。またギャラハー

¹ 伊藤邦夫・加賀谷哲之「企業価値を創造するインタンジブル統合」一橋ビジネスレビュー 56(3)(2008)。

の買収に際しては、木村が自らジュネーブ時代起案した案件を2006年6月に帰国してJ Tの社長に就任した上で、その年の12月に買収を決断し、敢行している。木村の後任としては現在のJ Tの副社長の新貝康司を送り込み、買収の交渉及び買収後の統合も陣頭指揮させている。

クロスボーダーM&Aはトップのリーダーシップと強いコミットメントが極めて重要で、これなくしては成功はおぼつかない。

3. 成功の法則2「ターゲット企業の人材の活用」

M&Aは新しいマーケットに参入する手段として使うことが多いわけだが、買収した事業の価値を引き出すには買った会社の人材を十二分に活用することが重要である。ところがよく見かけるのは、(1)買収した会社に日本の会社のやり方を押しつけて、被買収会社の優秀な人材がやる気をなくしたり、辞めていってしまうケースと(2)日本企業が被買収会社の経営に全く干渉せず、好きなようにやらせる自由放任主義の両極端のケースである。ソニーのコロンビア・ピクチャーズの買収では、アメリカ側の経営陣に好き放題に経営させ、彼らがとてつもない浪費をしたのが、失敗の原因と言われているのが(2)の典型的事例だろう。買収した会社の人材にやる気を出させ、最大限の力を発揮させつつも、しっかりと買収側の戦略に合致するよう管理していくことが重要である。その為には権限移譲とコントロールのバランスが大事だ。

J TがR J R Iを買収した際には、まずR J R Iの経営陣をほとんどそのまま継承している。R J R IのCEOだったピエール・ド・ラボシエールはJ Tが買手として決まった際、当然自分は会社を去ることになると思っていたのが、本田から「社長をやってくれ」と言われてびっくりしたそうだ。R J R ナビスコの傘下にいた時代はL B O

(Leveraged Buyout: 買収先の資産等を担保に行う企業買収手法)に伴う銀行からの借入の返済のためあらゆる支出を削らされており、やってはいけない販売促進のための支出まで手を付けていたそうだ²。短期的にはキャッシュフローは潤沢になっていたが、長い目で見るとブランドの価値を下げているのだ。ド・ラボシエールは本田から社長就任の依頼をされた時、今後はブランド価値の回復のため年間1億ドルのマーケティング・コストを追加することを告げられている。R J R Iの経営陣は歓喜して親会社のJ Tを歓迎している。ド・ラボシエールを初めとしたR J R Iの経営陣は相当数が今現在でもJ T Iの役員として残っている事実からも、買収されたR J R Iの人材がいかにJ Tの経営に満足しているかが窺える。またこれらR J R Iの経営陣が残ったからこそ、2007年のより大きなギャラハーの買収が可能になっている。

R J R Iの人材にやる気を出させる方策の一つとして、本社からのよけいな干渉がされないよう、J T Iの副社長として乗り込んだ木村が防波堤の機能を果たしている。本社からの監視役だと思っていた木村が、身を挺して本社からの要求をはねつけているのを見て、R J R Iの経営陣は木村に対する絶大な信頼を持つようになったようだ。

一方で、J TはR J R Iの経営陣にJ T Iの経営を託したものの、放任はしていない。権限規程を策定し、どこまではJ T Iで決裁できるのか、どのような事項については本

² KKRがR J R ナビスコを買収した1989年にマーケティングコストは売上の20.7%だったのが、1998年には14.7%まで下がっていた。

社の承認が必要なのかを明確にしている。細かいことは現地に任せるものの、大きな、戦略的な事項については本社がしっかり決定権を保持したのである。

また、J T I の経営陣の評価を決定する経営目標 (Key Performance Indicator:KPI) の設定については、R J R I 時代のを踏襲しつつ、J T の戦略に合わせて修正している。具体的な経営目標としては、従来からの EBITDA(営業キャッシュフロー)に加え、Global Flagship Brand (GFB : キャメル、ウィンストンなど全世界で売上増を目指すグローバル・ブランド) の売上を追加している。グローバル・ブランドの売上を経営目標に入れることにより、販促費を削ることで EBITDA(営業キャッシュフロー)を増やすというようなことをさせないようにしているのである。

このように権限移譲して、買収した会社の人材にやる気を出させつつ、押さえるべきところはしっかりとコントロールを効かせているのだ。

4. 成功の法則 3 「十分な準備と統合を見越した買収」

日本企業の I n - O u t M & A で時々見掛けるのが、M & A の仲介業者に持ち込まれた案件を、十分な準備の時間がない中で慌てて買収を進めてしまう事例である。クロスボーダー M & A には大きなリスクが伴うので、軽々しく進めてしまうと、後で後悔することとなる。ターゲット企業の情報はインフォメーション・メモランダム (対象となる会社と事業に関する情報を詳細にまとめた冊子) などにうまくまとめられているし、買収の完了前にはデューデリジェンス (ターゲット企業の会計・経営状況調査) もさせてくれるわけだが、なかなか短時間の調査で判明することは限られているものだ。海外企業であっても (いや、むしろ土地勘もない海外企業だからこそ) 十分に相手のことを調べ尽くし、本当に買収すべき相手か精査する必要がある。

J T は R J R I の場合は、実際の入札が始まる 2 年前に、本田が R J R I がいずれ売却されることを見越して買収プロジェクト・チーム発足させている。木村をプロジェクトの責任者にして、新貝や小泉正臣 (現在副社長) からも呼び寄せ、徹底的に R J R I の会社内容の調査を開始している。また、ギャラハーの場合は、買収する 3 年前の 2003 年からギャラハーを含めた買収候補先数社の経営・財務内容の調査を開始している。半年に一回は、J T と J T I の経営企画部門の少人数 (旧 R J R I の外国人も含めて) を集めた秘密の合宿も行い、買収についての意思統一と徹底した議論を行っている。また調査の内容は単に財務諸表についての精査だけでなく、重要な市場の実地調査も含まれており、相当徹底した内容であったようだ。従って、買収に踏み切る 2006 年の秋の段階では、ギャラハーのことについては知り尽くしており、国ごと、市場ごと、製品ごとの価値評価 (バリュエーション) モデルまで出来上がっていたようだ。その評価資料を積み上げると電話帳ほどの厚さになったそうだ。従って、買収交渉が始まる段階では、ターゲットの強み、弱み、対象資産 (市場) の価値、リスクなどについて知り尽くしていたという。

また、この知識を基に買収交渉に入る前から、買収後の統合のことも考え始めている。統合することを前提に買収条件で何が必要で、何は重要でないのかも、しっかり認識しており、それらを買収交渉に織り込んでいる。J T I の M & A 担当の副社長のフリッツ・フランケン「買収を検討する際にはまず統合の青写真から始めて、買収条件を決めて行く。統合がスムーズに進まないと考えた場合はどんな魅力的なターゲットでも買

収は取りやめる」と述べている³。また、フランケン準備の重要性を次のように表現している。“Failing to prepare is preparing to fail”（準備を十分にしないのは失敗するための準備をしているのと同様）。

このように買収の準備は綿密に行うことが肝要だ。今までよく知らない会社を安易に買収したりすると、とんでもない買い物をしてしまうので、十分注意する必要がある。また、買収が発表されてから、統合を考えるようでは遅すぎ、買収を検討している段階から統合を考慮しながら買収を進めるべきである。往々にして買収を完了することが目的化してしまうことがあるが、買収は、統合がうまくいって初めて成功することをよく認識する必要がある。欧米においても買収すること自体が目的化することはしばしばあるようなので、日本企業に限定された問題ではないが、買収後の統合(PMI: Post Merger Integration)により重点を移した買収を心掛けることが肝要である。

5. 成功の法則4「社内およびマーケットへのコミュニケーションを入念に」

せっかく苦労したM&Aを発表しても、市場や投資家はその買収の意義を十分理解してくれないというようなことが頻繁に起こる。買収交渉は最後まで気が抜けないので、そちらにエネルギーを傾注してしまい、外部の世界への情報発信が十分行われないことからこのようなことが起きることが多い。結果、投資家からその買収が十分に評価されず、株価にも悪影響をもたらしてしまうのだ。外部の評価が悪いと内部の人間のやる気にも影響するし、買収した会社の業績にも悪影響を及ぼす可能性もある。また、買収側、被買収側の従業員へのコミュニケーションを怠ると、社員が不安に思い、業績が悪化したり、統合がうまく進まなかったりするるので注意をする必要がある。

JTはギャラハー買収に際しては、買収完了日の2007年4月18日当日を皮切りに、ギャラハーの主な拠点を3日連続で、JTI/ギャラハー経営陣共同で従業員説明会を開催し、最後の日はJTIの本社であるジュネーブで説明会を行っている。また従業員が不安を感じないよう全従業員がアクセスできるイントラネット・サイトを開設し、統合の進捗状況についても逐次知らせているというように、かなりきめ細やかな対応をしている。

M&Aを成功させるためには、マスコミや外部に対する発表と会見、投資家とのIR、社内への迅速でこまめな説明には十分に配慮する必要がある。

6. 成功の法則5「アドバイザーの賢明な活用」

M&Aに慣れていない日本企業は、一般的に、投資銀行、弁護士、コンサルタントなどの外部のアドバイザーに頼りすぎるきらいがある。弁護士にあまり頼りすぎると、顧問料が跳ね上がるだけでなく、買収の交渉に際してあまり意味のない細部に囚われて、交渉が破談したり、むしろ大事な条件を見逃したりしてしまう。コンサルタントはもちろん価値のあるアドバイスはしてくれるが、業務に関連した事項については本来、社内ですべて十分知見があるはずなので、あまり頼り過ぎるのは好ましくない。また投資銀行に「おんぶにだっこ」状態でなんでも任せると大体とんでもないことになる。

³ 筆者による同氏インタビュー（2011年8月18日、東京にて）

投資銀行は案件が成立しないと成功報酬が入らないので、どうしても案件を完了させたいという誘因が働く。良識のある、顧客の利益をしっかりと考えている本物のバンカーももちろんいるのだが、M&Aを行う際には、投資銀行の強みと弱みをよく見極め、どういう分野でアドバイスをしてもらうのか、頼るべきなのかをよく吟味する必要がある。

①ターゲット企業の選定および調査、②ターゲットの経営者の力量の判断、③シナジーの把握と計量化、④ターゲット企業の価値評価と買収価格の決定、⑤統合後の青写真作り、⑥最終的に案件を進めるか、の判断などは自ら決めなければならない(もちろん投資銀行の意見を聞くことは当然問題ないが)。これらが自らできないようであれば、そのM&Aは進めるべきではないと思う。

J Tでも投資銀行は活用しているが、上記の6点については当然全て自ら行っている。投資銀行に頼っているのは買収のファイナンスと公開企業の買収に伴う技術的手続き分野のみである。またコンサルタントは買収には一切使わない方針だそうだ。

いいアドバイザーを起用することはM&Aにおいては大事ではあるが、あくまでも買収の主体は自分であることをしっかりと認識し、アドバイザーに頼りすぎないようにしなければならない。

7. 終わりに

これからも日本企業の海外企業の買収は益々増えてくることが予想される。欧州でのリーマンショックの悪影響はまだ当面続くと思われるし、欧米の銀行はまだ信用供与の本格的拡大には及び腰である。そういう意味では、日本企業にとっては海外M&Aにより業容を拡大できるチャンスが続くと思われる。日本の中での成長はいずれにしろ期待できないことから、成長を求めて海外企業を買収することは極めて理にかなっている。従来は日本企業のI n - O u t型M&Aがうまくいっているとは決して言えないものの、今までの失敗から学んでいることも多い。ここでめげず、新しい成長の機会を求めて再度チャレンジすべきである。本稿で列挙した5つの成功の法則を参考にすることにより、今後の日本企業の海外企業買収の成功例が増えることを期待している。

以 上





執筆者紹介

伊藤友則 (いとう ともり) 1957年 東京生まれ
一橋大学大学院国際企業戦略研究科 特任教授

<学歴・職歴>

1979年 東京大学経済学部卒業
1979年 東京銀行 入行
1984年 ハーバード・ビジネス・スクール(MBA)卒業
1984年 東京銀行 国際企業部
1987年 東京銀行 資本市場第一部
1990年 東京銀行信託会社 ニューヨーク支店
1995年 スイス・ユニオン銀行(現 UBS)
1998年 UBS 証券会社 投資銀行本部長 マネージング ディレクター
2011年 一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 特任教授

<主要著作>

“Japan Tobacco: Domestic Giant Going Global (A) (B)” ICS-111-018-E, ICS-111-019-E
(一橋大学大学院 国際企業戦略研究科)