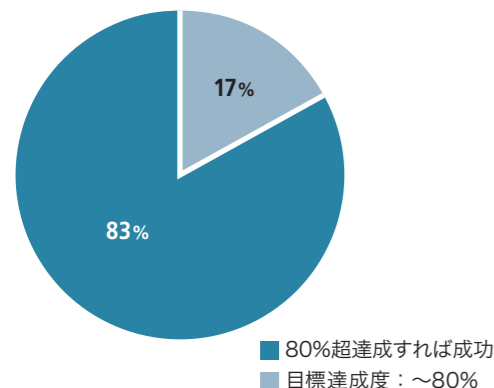
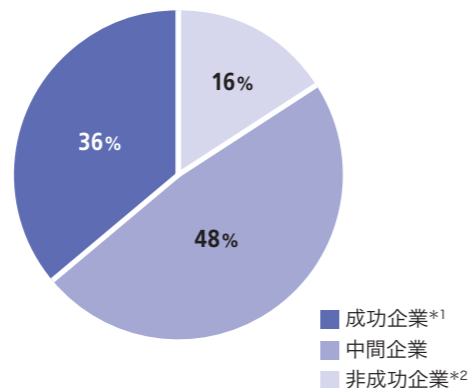


図表1 M&Aの目標達成度(2013年)

Q: M&Aの目標をどの程度クリアすれば成功と評価していますか。



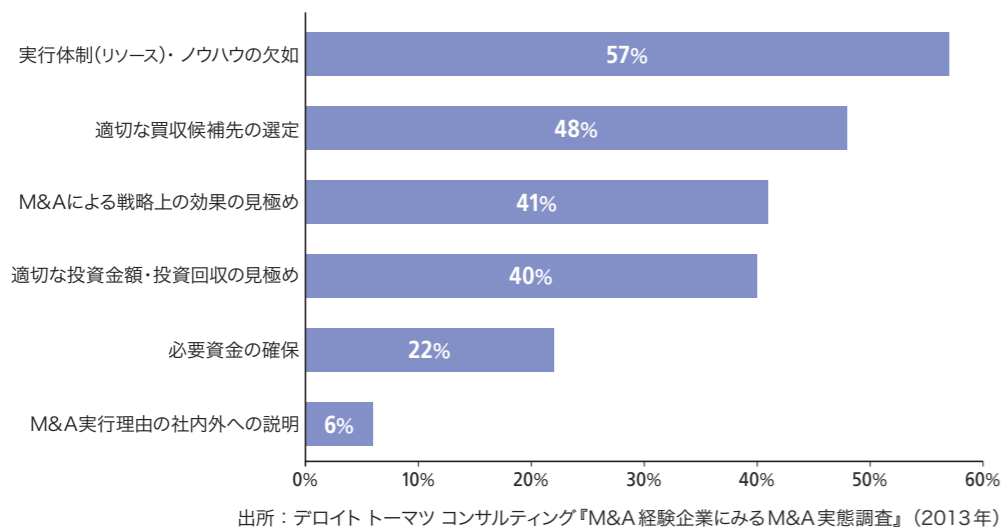
Q: 過去のM&A案件を振り返って、目標達成度を評価するとどのようになりますか。



\*1 M&A成功率 : M&Aの目標達成度を80%超と回答した企業の割合  
 \*2 M&A非成功率: M&Aの目標達成度を40%以下と回答した企業の割合  
 出所: デロイト トーマツ コンサルティング『M&A 経験企業にみるM&A 実態調査』(2013年)

図表2 M&A検討/活用時の課題(2013年)

Q: M&Aを経営・事業戦略の実現方法として検討・活用する際に課題となるものは何ですか(複数回答)。



Koichi Tamura

PwC、カーライル・グループ、外資系PE投資会社などを経て、2008年より現職。M&Aで主にクロスボーダー案件のファイナンシャルアドバイザー業務に従事。20年以上をニューヨーク、ロサンゼルス、ロンドンで過ごし、クロスボーダー案件にバイリンガルおよびバイカルチャーのプロフェッショナルとして関与してきた。

能動的とはいえない  
日本企業のM&Aの実態

実態調査から浮かび上がるのは、「M&Aに対する能動性の乏しさ」だ。

2014年は557件  
5兆7740億円

日本企業による海外企業の買収件数は過去最高、金額も巨額化してきている。しかし、その裏で次第に浮き彫りになってきているのが「能動性なきM&A」の実態だ。

M&A助言会社であるレフコの調べに

拡大する日本企業の  
クロスボーダーM&A  
CFOの戦略的な  
能力向上がカギ

日本企業による海外企業へのM&Aが過去最高のペースで増加し、金額も大型化している。みずからの生き残りを賭けて世界的な業界再編に関与していく例も増えてきた。一方で、海外企業へのM&A増加は、M&Aという経営戦略が、自社の変革へとつながっていない現状も浮き彫りに始めている。組織体制の変革だけではなく、CFOの戦略的な能力をいかに向上させていくかという課題も見えてきた。



デロイトトーマツ  
ファイナンシャルアドバイザー  
コーポレート・ファイナンシャル  
アドバイザー統括パートナー

田村晃一

よると、2014年の日本企業による海外企業のM&A (in-outright cross-border M&A) 件数は557件を記録し、過去最高だった12年の515件を上回った。金額は約5兆7740億円で、日本企業が当事者となったM&A総金額の65%を占める。国内外を問わず日本企業によるM&Aは、リーマン・ショックを契機に停滞を余儀なくされたが、10年を底に再び活発化しており、14年には国内外M&Aの金額トップ20のうち14件をクロスボーダーM&Aが占め、日本企業による海外企業のM&Aは大型化している。

投資地域も多彩になっている。イギリスのM&A情報サービスのマージャー・マーケットによれば(2009～13年第1四半期)、日本企業のクロスボーダーM&Aは、北米が43%を占めるものの、他はヨーロッパ諸国、南米、東南アジア、オセアニア諸国などに満遍なく分散して

たしかに、M&Aの活用を中期経営計画に盛り込む企業が増えている。しかし、実態調査では「具体的に経営目標数値に織り込む」「M&A投資枠の予算化」などの踏み込んだ取り組みは回答企業の4分の1ほどしかなかった。そして、その

近年のクロスボーダーM&Aの件数と金額の増加は、1980年代後半から90年代にかけて活発化したものとは明らかに異なっている。いわゆるバブル景気による海外企業の買収ではなく、国内市場の縮小を背景にしたグローバル競争での勝ち残りを目指している。

デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザーでM&A支援に関わるコーポレート・ファイナンシャルアドバイザー統括パートナーの田村晃一氏は、「事業の変革と成長のためにマーケットや技術、経営資源などをいかに確保するか。自前の力による展開も可能ですが、市場環境が目まぐるしく変化するなかで事業変革や再編をスピーディに行う必要がある、その結果としてクロスボーダーM&Aを成功させることが戦略的に重要になってきています」と解説する。

しかしM&Aの「満足度」では結果は芳しくない。デロイトトーマツコンサルティングが行った『M&A経験企業にみるM&A実態調査』(2013年)によると、回答した8割の企業が目標の80%超を「M&A成功」と設定するが、成功回答率は36%に留まっている(図表1)。その理由はどこにあるのか。

理由として「M&Aの実行体制やノウハウが欠如」と答えた企業が半数を超えた(図表2)。

つまり、「勝ち抜くためにM&Aが必要なのはわかっているが、人材リソースも含めた対応組織を整備できていない」という現状が浮かび上がってくる。

「そのために買収対象事業に対する事業戦略も含めた事前の買収戦略が十分に練られず、また機動的な意思決定を行う仕組みも整備されていないので、一貫性を持ってM&Aプロセスを実行することができない事態が生じています」(田村氏)

日本企業によるクロスボーダーM&Aは、グローバル競争のなかでもけつして出遅れているわけではない。世界レベルの業界再編に、日本企業が絡むケースも増えている。にもかかわらず、大きな戦略図を基に買収先企業の発掘やデュー・デリジエンス(資産査定)を行い、PMI(合併・買収後の統合)について詳細な実行シナリオをまとめてドラスティックに展開する欧米企業のクロスボーダーM&Aに比べ、日本企業のそれが注目すべきベンチマークを残せていないのは、田村氏が指摘するような戦略と組織をリンクさせた対応が日本企業に少ないからなのである。

図表3 買収時のEBITDA倍率比較

セクター	EBITDA倍率(中央値)	
	グローバル企業	日本企業(in-out)
エネルギー電力	9.8	9.8
ハイテク	12.3	12.5
ヘルスケア	14.0	23.0
メディア、エンタテインメント	9.4	13.9
卸売り、サービス	9.5	10.4
金融	16.1	15.9
工業	10.3	10.7
小売り	10.0	12.9
食品、生活雑貨	11.4	11.9
素材	10.4	13.8
通信	7.7	8.8
総計	10.9	13.0

※過去5年間の1億ドル以上の案件のEBITDA倍率の中央値  
出所:デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー

## 浮かび上がったM&Aの戦略能力不足

### 一貫したプロセスの実行力に欠ける日本企業

現在、日本企業が抱えるクロスボーダーM&Aの課題と改革ポイントを列挙すると、①能動的な財務戦略と整合したM&A戦略、②迅速なM&A意思決定のプロセスの構築と運用、③M&A戦略の策定からPMIに至るまでの一貫したプロセスの実行力の確保、④買収事業の特性に合わせた効果的なコーポレート・ガバナンスの活用、などに集約される。「欧米企業とは経験知の量が違う」といえば、その通りだろう。しかし浮上する課題から見えてくるのは、買収企業側にクロスボーダーM&Aを担う体制が整っていない



デロイト トーマツ  
ファイナンシャルアドバイザー  
M&Aトランザクションサービス  
アジア太平洋地域統括パートナー

**福島和宏**



デロイト トーマツ  
ファイナンシャルアドバイザー  
コーポレートストラテジーサービス  
統括パートナー

**前田善宏**

ていないばかりか、M&Aへの取り組み自体が自社の構造的な変革につながっていない事実である。

たとえば被買収企業の発掘とデュー・デリジエンス。たしかに各種のM&A助言サービスの充実もあり発掘精度は高まり、かつてのように超売り手市場で社名に“COM”がつきさえすれば高値で売れた時代ではない。しかし業績や資産だけではない企業風土も含めた企業情報を収集できるケースは稀だ。

特に新興国では、収集できた情報の信頼性はまだ低い。前出の田村氏は「地元の投資ファンドが出資しているようなケースでは、それなりの情報を収集できる」とアドバイスするが、それを受け止められる買収企業側のインテリジェンス

を念頭に置きながら適切に検討することが大切です」と語る。

### 自社の変革につなげシナジーを生み出すことができない理由

「また、デュー・デリジエンスの結果を、自社のシナジーとしてどう評価していくかの部分ではないでしょうか」と語るのはデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーでM&Aの一貫支援を担うコーポレートストラテジーサービス統括パートナーの前田善宏氏だ。

前田氏によれば、交渉の節目ごとに深まっていくデュー・デリジエンスの結果から、どのような相乗効果を創出できるかの検討はなされるようになった。たとえばブランド価値を、どのように使っていくかなどである。そうした取り組みが強まる一方で、「買収企業側で、ある事業部門のM&Aなのだから部門シナジーが出ればよいのではないかと、我関せずになるケースが散見されます。全社的なシナジーをいかに出していくかを常に意識する必要がありますが、本音ベースではそうなっていません」(前田氏)。

相乗効果の創出では、買収後のKGI(重要目標達成指標)やKPI(重要業績

が鍛えられているかどうかは疑わしい。

デュー・デリジエンスでも、その重要性を認識する企業は増えている。デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーのM&Aトランザクションサービス、アジア太平洋地域統括パートナーの福島和宏氏は「最近、デュー・デリジエンスの範囲が広がっています。つまり事業や財務、法務の状況だけでなく知財、環境、人事など多様なリスクの発見と評価に力を注ぐ流れが出てきました。しかもM&Aの経験が重ねられ、デュー・デリジエンスが深化する傾向も見受けられます」と言う。

福島氏は、「過去5年間の1億ドル以上のクロスボーダーM&A案件」について、買収額がEBITDA(利払い・税引き・償却前利益)に対して何倍になっているかを日本企業とグローバルで比較する独自の試算を行っている(図表3)。つまり日本企業が「高値づかみ」をさせられていないかを見るのである。

それによると、日本のクロスボーダー取引において、日本企業の数値がグローバル平均を上回っている業種が多く見られた。「いわゆる『ジャパン・プレミアム』をいかに克服するかはクロスボーダー取引において常に考えなければならぬ

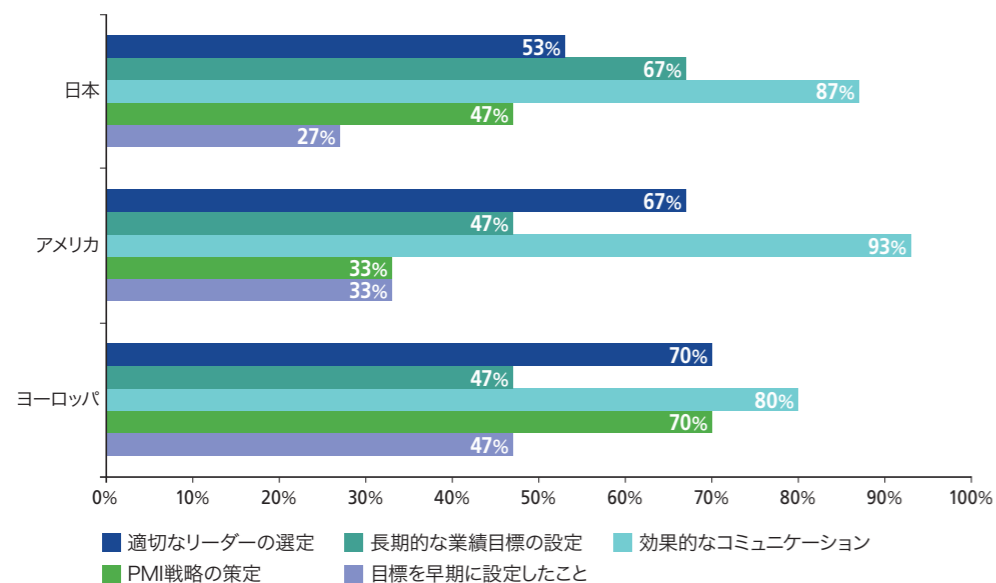
評価指標)の策定も、まさに重要な取り組みになる。

M&Aを経て被買収企業との一体経営が始まるポストM&Aでは、事業の全領域における実態の把握と現状分析が不可欠だ。本来であれば、財務担当者や企画担当者が内部情報を正しく把握して現場や財務のKPIを定義するのが筋だ。しかし、最近の傾向として、商品別やセグメント別など本来の価値向上につなげていくようなKPIが取れていないケースや、取るのに時間がかかっているケースが多い。それが、先に紹介した「満足度」の低さの一因にもなっている。

前田氏は、「KPIの定義は、表向きには正しい現状の把握とアクションを起こすためのものですが、一方では組織を再設計する点にこそ重要性があります。数値と、その責任者や組織体制がひもづくことで価値向上の道筋が見え、人事考課や評価に連動させていくことも可能になります」と語る。

買収前、もしくは買収後の初期の段階で財務数値とKPIを綿密に確認する必要がある。こうした作業がないがゆえに、本社サイドの指示が被買収企業に十分に反映されないといった問題も起きるのである。

図表5 直近のM&Aを成功させた要因(複数回答)



出所:デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー『日・米・欧のM&Aベストプラクティス調査』

CEOの戦略的な能力の育成とともに、もう一つ忘れてならないのが、「M&Aへの関わりを通して組織内に機動的な意思決定の仕組みを創ることのできる人材の養成」である。

デロイト トーマツの『日・米・欧のM&Aベストプラクティス調査』によれば、日米欧とも、買い手と売り手の信頼関係と共通理解がM&Aディールの成功に欠かせない重要なポイントだと指摘している(図表5)。これはトップ同士だ

### 権限を持ちM&Aを二気通貫で指揮できる人材を育てる

最終的に売り先を2〜3社に絞り込み、紙一重のところで競わされている。その微妙なさじ加減を知る交渉者は、逆に買収する側になっても勘所を知るというのである。これはCFOに求められる能力であり、貸借対照表の仕訳式風に書けば「経営戦略(資産) / CFO(資本)」という一項が立たなければならぬ。経営戦略の実行に当たってCFOの能力が十分に発揮されていない場合は、あたかも「経営戦略(資産) / 相乗効果未創出(負債)」といった仕訳が立ってしまうのである。

のさまざまな局面で『自分がトップを説得してくる』という人がいると、M&Aの交渉はきわめて望ましい結果を効果的に達成できるようになります。オーナーシップとアカウンタビリティを備えたM&A専門家の存在が、買収企業の事業の組織変革に大きな影響を及ぼします」と期待をかけている。

生き残りを賭けたクロスボーダーM&Aは、日本企業にとって新たな経営力の獲得に向けた挑戦になっている。

田村氏は、「権限を委譲され、M&Aのさまざまな局面で『自分がトップを説得してくる』という人がいると、M&Aの交渉はきわめて望ましい結果を効果的に達成できるようになります。オーナーシップとアカウンタビリティを備えたM&A専門家の存在が、買収企業の事業の組織変革に大きな影響を及ぼします」と期待をかけている。

生き残りを賭けたクロスボーダーM&Aは、日本企業にとって新たな経営力の獲得に向けた挑戦になっている。

図表4 地域別クロスボーダーM&AにおけるCFOの役割

項目	欧米型	アジア型
1. 買収対象	機能(Function)	人脈(Relationship)
2. 事業の成熟度	完成	未完成
3. 買収形態	バイアウト	ジョイント・ベンチャー投資
4. 買収ストラクチャー	借入金および自己資金	自己資金
5. 買収後	有能なマネジメントに任せる	PMI(合併・買収後の統合)をしっかりとやる
6. 案件規模	大型	小型
7. 売り手	ファンド	オーナー
8. 減損のリスク	高い	低い
9. CFOの役割	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ストラテジスト、カタリスト</li> <li>● 高値づかみをしていないかどうか判断できる目</li> <li>● 資金調達と買収対象からのキャッシュフローの管理</li> <li>● 財務の観点からモニタリング、減損リスクの管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● オペレーター、ステュワードシップ</li> <li>● 管理会計、財務会計、内部統制、コンプライアンスが未成熟の部分をフォロー</li> </ul>

出所:デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー

こうしたことから欧米型M&AでのCFOの役割は、「ストラテジストとカタリストとしての役割が増します。具体的には、高値づかみをしていないかどうかを判断する目利き力、財務では資金調達と被買収企業からのキャッシュフローの管理能力、業務運営の観点からはモニタリングや減損リスクの管理能力などが求

められます。ファンドが絡む案件であれば、投資の組成にもしたたかさが大切ですよ」(福島氏)。

一方、アジア型のM&Aでは、主にネットワーク・リレーションシップという「事業の村」を買収対象にするケースが多く、それはいまだ完成されていない事業を自己資金で買収することになる。完成していない事業だからこそ親会社と協調して事業価値を高めて成長することが重要になり、そのためにPMIの重要度は増す。買収価額は少額で減損リスクは小さいが、財務情報の信頼性も含めて案件の目利きが重要になる。

アジア型M&Aでは、「CFOはオペレーターとステュワードシップ(管理者)としての役割が増します。そもそも管理会計や財務会計、内部統制、コンプライアンスが未成熟な企業をフォローするのはすから、当然ではあるのですが」(福島氏)。

アメリカでは、ビジネス・プロフェッショナルの一人としてのCFOの能力育成にも力が注がれている。それを一言で表現すれば、「事業も機能も、そしてキヤッシュもわかるCFO」である。たとえば、M&Aを決断する際の資金調達手法は、銀行融資だけではない。みずから

3つの戦略性を備えるべきCFOへの期待

M&Aの種類の違いを超えて発揮されるべきCFOの能力

日本企業がクロスボーダーM&Aの知見を深め、みずからの事業変革につなげ

ていくためには、CFOの戦略的能力の向上も大きな課題だ。デュー・デiligエンスの深化にしても、買収シナジーを高めるためのKPIにしても、CFOを抜きにはありえないからである。

公認会計士でもある福島氏は、みずからの体験などを基に、M&Aの種類の違いによるCFOの役割の違いをまとめている(図表4)。M&Aを行う事業や地域などよって類型はさまざまだが、あえて「欧米型」と「アジア型」に分類。

公認会計士でもある福島氏は、みずからの体験などを基に、M&Aの種類の違いによるCFOの役割の違いをまとめている(図表4)。M&Aを行う事業や地域などよって類型はさまざまだが、あえて「欧米型」と「アジア型」に分類。

欧米型のM&Aは主に「機能」(ファンクション)を買収するケースが多い。すでに完成された事業なので買収価額は高くなりがちで、それだけ買収企業には減損リスクがつきまとう。買収後の事業のモニタリングは必須の作業になる。



**Ken Osuga**

1985年ミノルタカメラ入社。2000年Minolta QMS副社長、2011年コニカミノルタビジネスソリューションズヨーロッパ社長、2012年コニカミノルタビジネステクノロジーズ取締役、2013年コニカミノルタ執行役などを経て、2014年より現職。

# 戦略的M&AとCFOの役割 経営計画の実現に向けて 必要な能力を獲得

INTERVIEW

コニカミノルタは、グローバル企業のマーケティング活動に関わる付加価値の高い印刷物の企画・制作などを支援するMPM(marketing print management) サービス会社のM&Aをイギリスとオーストラリアで実施し、そのサービス展開をグローバルに進めている。欧州現地法人トップとして、2012年にMPMサービス大手、英・チャーターハウスのM&Aを手掛けた経験を持つ、コニカミノルタ常務執行役の大須賀健氏に、同社のM&A戦略やCFOの役割について聞いた。

コニカミノルタ  
常務執行役

**大須賀 健**

経営計画「TRANSFORM 2016」を実現する重要な手段の一つです。その目的は、当社のグローバル競争力を強化するために、必要な能力を早急に獲得することにあります。

当社はこれまで、オフィス分野向けのスキヤンなどの入力からデータのストレージ、出力までカバーする複合機(MFP)や、プロダクション・プリント(企業の社内印刷や商業印刷向け)機器の領域で、特にライトからミドル規模のプロダクション・プリント領域で世界トップクラスの地位を築いてきました。プロダクション・プリント領域では利便性や環境負荷低減の観点から、主流のオフセット印刷機からデジタル印刷機への置き換えや併用が顕在化しています。

この動きをさらに促進するには、当社の従来のお客様である印刷会社だけでなく、製品カタログや店頭POPなど販促用ツールの印刷発注の主体である、ブランド・オーナーと呼ばれる大手企業に働きかけることが効果的と考えました。しかし当社は、大手企業の販促物印刷に関わるマーケティング部門との接点を持っていません。そこで、イギリスをベースに欧州でMPMサービス事業を展開するチャーターハウスを買収し、この接点と

サービス・ノウハウを獲得しました。戦略を実現するために必要な能力獲得を目指すM&Aでは、何がポイントになりますか。

やはり、PMI(合併・買収後の統合)とシナジイの創出が大切です。対象企業を選定するターゲットリングや、M&Aのプロセスは序章にすぎません。円滑なPMIのために、当社はターゲットリング段階から戦略との整合性を検討します。ターゲットリングでは、買収価格や費用対効果も当然検討しますが、こちらの戦略に最も合致している相手であるかどうかを見えています。

## キーマンの取り込みがM&A成否のカギ

M&Aでは、当初想定したシナジイを得られない会社も多いようですが。

最適なターゲットを選び、戦略を研ぎ澄ましてPMIを進めても、生身の人の部分というのは、なかなか思い通りになりません。買収先のキーマンをきちんと取り込めるかどうか非常に重要です。

## 印刷物発注者との接点をM&Aで獲得

グローバルなM&Aを積極的に展開しています。経営戦略において、M&Aをどう位置づけていますか。

大須賀(以下略)：M&Aは、新中期経

売り手側企業の株主は、売却して終わりですが、売られる企業に属するメンバーは、その後に不安も抱えています。一緒にタッグを組んでいくための信頼関係を築けるかどうかPMIの難しさであり、おもしろさでもあります。

チャーターハウスの買収では、M&Aプロセスの早い時期に、MD(マネージング・ディレクター…CEOに相当)、社外ボードと私の3人で約3時間、戦略議論をしました。そこで、本音の話をして、互いの人となりを理解し合えたことが、その後の順調なPMIにつながったと思います。

買収から2年余になりますが、当初の目的はおおむね達成できたと思っています。チャーターハウスの社員は、クライアント企業のマーケティング部門などに、その社員のようにして入り込んでおり、高品位なマーケティング印刷物などの販促ツールの発注を行い、色の管理などで高い出力品質を保ちながら、コスト削減や販促効果の最適化に貢献しています。ブランド・オーナー企業側に入り込めたことは、当社の印刷機器販売に好影響をもたらしています。

印刷需要の創出に関わることで、チャーターハウスのサプライヤーである印刷会社と接点を深く持つことができました。そのなかには、当社がこれまで販路としてあまり開拓できていなかった大規模な商業印刷会社も数多く含まれ、新たなビジネス展開に結びついています。また、クライアントであるグローバル企業との関係を深めることは、オフィス向けMFPソリューション販売にもプラスとなります。

チャーターハウスの買収により、まず欧州でシナジイを創出しました。これをきっかけに、2014年にはオーストラリアをベースにアジア太平洋地域9カ国に展開する、同じMPMサービス会社の

エルゴを買収し、面の拡大を図りました。また、クロスメディア・マーケティング志向の高まりに応じて、デジタル・マーケティングに強いマーケティング・マネジメント・サービスの事業会社も買収し、面だけでなく、サービスの奥行きも広がっています。

## M&A実行の体制とCFOの役割は何かですか。

M&Aでは、担当する事業部門が交渉やPMIの実行を担いますが、当社には、それをサポートするインハウスのM&A専門チームがあります。このチームは、アドバイザー・ファームの出身者らが国内だけではなく海外拠点にもメンバーとして在籍していて、専門的知見を提供しています。

一方、CFOの役割は、投資案件としての妥当性を評価し、買収資金のファイナンスを行うことです。CEOはビジョンを描き、夢を与えて、明確なゴールを示し、アクセルを踏む存在。CFOはゴールに向かって一緒にアクセルを踏みながら、必要な時にはブレーキも踏みつつ最適解に導くことが求められると思っています。