



事業買収を検討している企業の取締役会が買収取引の前後、そして進行中に実施すべきこと

事業買収には、成長への道筋になるという利点がある一方で、本来の価値を十分に引き出せない失敗例も多い。そのため、取締役会は買収のプロセス全体にわたって、積極的な役割を果たす必要がある。

事業を買収することは企業にとって大きな一歩になる。しかしメリットが十分であると想定されるものの課題も多く、ディールの方向性が狂ったり、株主価値が棄損したりする恐れもある。買収案件の潜在的価値を十分にもたらすには、そうした課題の落とし穴を避けながらディールのかじ取りをすることが不可欠だ。本レポートでは、買収の各段階において、取締役会が取るべきステップを解説する。



事業買収の魅力は明確だ。自社に適した事業を戦力に加えることで、顧客基盤の強化や収益の拡大が望めるほか、コストの削減も期待できる。しかし、買収は企業にとって大きな決断であるため、実行に踏み切る前に、正しいターゲットに向けた正しい一手なのだと確信できていなければならない。個別の買収案件の中身についてはもちろんだが、買収戦略そのものが、自社の企業戦略全体に合致していることも確認しておく必要がある。

買収される事業の規模やそれがもたらす能力によって、買収する側の企業の姿が様変わりすることがある。顧客に提供する商品やサービスの内容のみならず、その提供方法や提供するコストも変わる可能性がある。異なる企業同士の文化が一体化することで、企業のアイデンティティに影響を及ぼす場合もあれば、新しい組織の目標や優先課題をどうするかといった課題が浮上することもある。



買収は損か？

少なくとも
60% の M&A 案件で、



株主価値が
棄損している

出典：L. E. K. ConsultingによるM&A案件2500件の分析結果、Alan Lewis, Dan McKone “So Many M&A Deals Fail Because Companies Overlook This Simple Strategy” Harvard Business Review (英語版) 2016年5月10日
<https://hbr.org/2016/05/so-many-ma-deals-fail-because-companies-overlook-this-simple-strategy>

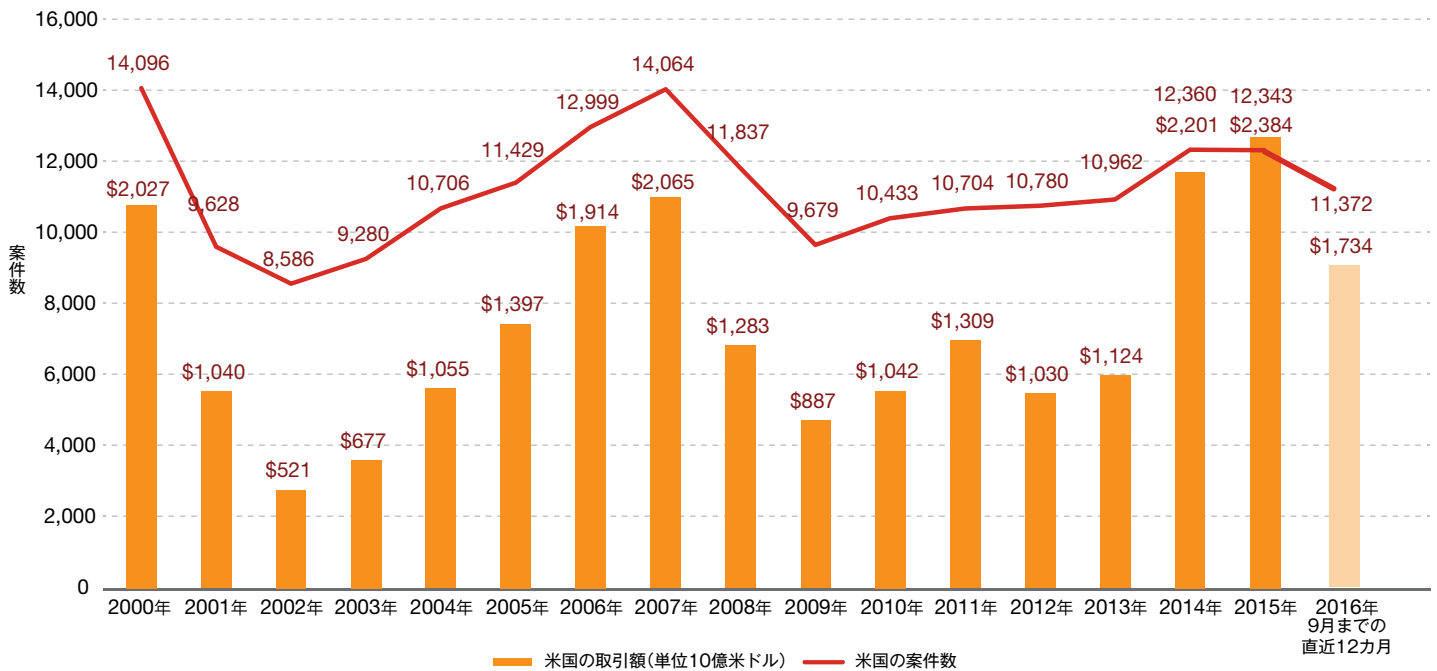


買収を最後まで成し遂げるには膨大な時間と資金が必要であり、多くの場合、取締役と執行役は共にリーダーとしての忍耐力が試される。計画通りに実行したにもかかわらず、期待していた株主価値を実現できなかったというケースも多い。過去の事例を見れば、買収によって企業がどのように成功したか、あるいは失敗したかを知ることができる(極端な場合、買収案件全体の価値を減損処理せざるを得なくなることもある)。

とはいえ、買収に成功すれば、その企業は新しい成長の道を模索しながら進化を続けている、という明確なシグナルを発することができる。本レポートでは、買収を成功させるために、取締役会がディールの前、進行中、そしてその後何をするべきかをまとめた。

過去16年間の買収案件数

米国におけるM&Aの過去の動向(2000年~2016年、2016年は9月までの直近12カ月)



注：1,000億米ドルを超える大型案件は除外して分析した

出典：Thomson ReutersのデータをPwCが分析

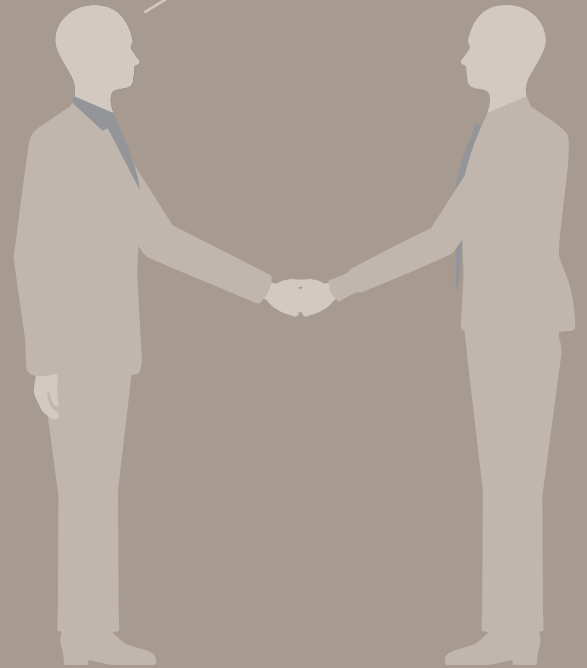


成長のための機会

年度によって件数のばらつきはあるが、ビジネスの世界で買収は日常的な活動だ。特定の年度に大型案件が集中し、その翌年はその影響で勢いが衰えることもある。しかし勢いの強弱にかかわらず、安定した財務基盤を持つ企業は、投資家の要請に応え企業を成長させる方法の一つとして、買収の可能性を常に考えている。

買収によって、企業は新しい技術や従来とは異なる能力を獲得し、その結果、業務の改善や拡大が可能になる。あるいは新しい製品市場に参入したり、独自には拠点を設立することが難しい国の市場に進出したりすることもできる。最終的に買収は、業務やプロセスの効率化を果たし、長期的なコスト削減効果も見込める。

買収のメリット





買収の前に取締役会が やるべきこと

取締役会が担うべき最も重大な責務の一つが、企業戦略の監督である。その中には、成長戦略としての買収を含め、どのような選択肢があるのか、またそれらがどのような位置づけなのかを理解することも含まれている。買収先に向けて動き出す前に、そもそも買収というアプローチが自社の成長戦略として正しいものであることを確信しておく必要がある。

買収戦略は一筋縄ではいかないことがある。買収が企業の長期計画と一致し、株主価値の創出に繋がっていけば、本業による有機的成長が難しい局面においてでさえも、企業を成長させるための効果的な戦略になる。一方、株主が買収戦略に影響を及ぼすことがある。短期的視点に立つ一部の株主が、経営陣に対し、短期間に利益を生み出す買収を実行するよう推奨するケースなどが顕著な例だ。

取締役は、買収を推進しようとする裏に、こうしたさまざまな要因があることを認識しておかなければならない。その上で、経営陣から買収の提案があった場合には、その都度、その買収と自社の戦略との関連性およびその明確な根拠を経営陣に確認する必要がある。

競争環境が要因となって、買収案件が動く場合もある。そのため、業界内の他社の買収案件の状況についても、経営陣から情報提供を受ける必要がある。取締役はその情報をもとに、提案された案件が単に業界の流れを追いかけているだけなのか、あるいは買収戦略の中で自社独自の成長の道筋が描けているのかを把握することができる。

M&Aは通常多くのメリットを約束してくれる。しかし、さまざまな調査結果や業界専門家によると、買収が失敗に終わる確率は、少なくとも50%、高い場合は90%にもなる。



取締役会が関与すべき買収案件とは？

まず重要なのは、取締役会がどのような場合に買収案件に関与するかについて、あらかじめ合意しておくことだ。案件は全て同じではないため、何を基準として取締役会が関与するかが事前に分かっていると、実際に案件を進める際に、取締役会の役割が明確になり混乱を避けられる。その基準は、案件規模の大きさなど定量的なものでも、事業戦略の実行に重大な影響を及ぼすかどうかといった定性的なものでも良い。取締役会が関与すべき基準の明確化に際しては、「権限委譲方針」などが役に立つ。

取締役会が買収にどの程度深く関与するか、その最初の決め手になるのは企業の規模だ。中小企業の場合、取締役会が全ての買収案件に関与するのが一般的だ。一方、大企業では、取締役会が案件を注視するのは、買収案件の規模が大きい場合やリスク度合いが一定水準を超える場合に限られることが多い。そうした企業がタックイン買収(小規模な事業を買収し、既存の自社部門と合併させること)を行うときは、取締役会の直接監督を受けない場合も多い。

日常的に買収を行っている企業では、経営陣がどのような姿勢で買収に臨み実行するかを、取締役会がよく理解しておくことが有益だ。通常、取締役自身が買収に直接かかわった経験を持っていることはそれほど多くない。そこで自社が普段、どのように買収を実行しているかを把握しておけば、個々の案件を検討する際の基盤がより強固なものになる。

また継続的に買収を行うならば、取締役会は買収先候補のリストを定期的に入手しておきたい。そして取締役会会議の都度、買収先候補について経営陣から報告を受け、各候補に関する長期計画、デューデリジェンスの状況、買収額などの項目について情報を共有しておく。各候補企業が買収先としてどの程度望ましいと考えられるかは、常に変化するからだ。そして取締役の側からも、経営陣へデューデリジェンスについてのフィードバックを行い、懸念事項やアドバイスがあれば都度共有する。こうした布石をうつことで、取締役会は、経営陣から買収案件の承認要請が出された際に適切な意思決定ができるように体制を整えておくことができる。



買収案件の進行中に、取締役がやるべきこと

買収の根拠と自社戦略との整合性について経営陣から報告を受け、その内容を理解したら、次に取締役会がやるべきことは、利益とリスクの検討である。その買収が、株主、顧客、従業員、その他のステークホルダーにどのような影響を及ぼすかを十分に把握するまで、経営陣と何度も話し合いを重ねる場合もあるだろう。

リスクは実在し、そして価値に影響を及ぼす

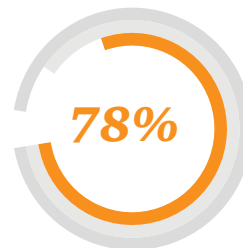
どんな買収にも必ずメリットとデメリットがある。そのため取締役会は、買収価格に影響を及ぼすリスクについて、経営陣に評価させる必要がある。

リスク評価の範囲は、買収先に訴訟対策の脆弱性、税金の未払い、財源不足の部門があるかといった点から、アクティビスト投資家が存在するかといった点まで含む。近年は環境に関する実績の重要性も高まっている。また外国企業を買収する場合は、米国海外腐敗行為防止法 (FCPA) への抵触といったクロスボーダーリスクや規制の差によるハードルが発生したり高まったりする。一般に、買収先と自社の距離 (地理的距離、業務の違い、製品に関する違い) が大きいほど、買収案件のリスクも高まる。

こうしたことに加え、デジタル化とネットワーク化が進んだ現代では、大半の企業にとってサイバーセキュリティも優先順位が極めて高い。買収によって既存の事業の仕組みに新しいシステムが加わると、それと一緒にそのシステムの脆弱性も入ってくるため、潜在的リスクが高まる。にもかかわらず、サイバーセキュリティの分析に

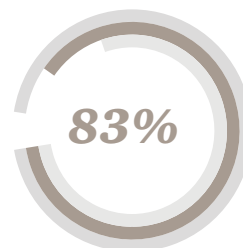
適切な資源を投入しないまま買収プロセスを進める企業が多い。その結果、買収成立前に相手方の大規模なデータ漏洩が発覚し、ディール成立を妨げるような問題になるという状況も起きかねない。

買収担当者は、サイバーセキュリティリスクを検討している



が、M&Aのデューデリジェンスを行う際、サイバーセキュリティに関する詳細分析を行わないと回答

しかし



が、過去に違反があることが判明した場合は、買収を取りやめる可能性があるとの回答



が、サイバーセキュリティ違反は、買収案件の価値を低下させる可能性があるとの回答

出典 : Freshfields Bruckhaus Deringer, Cybersecurity in M&A (2014年7月)
世界各国の企業、金融機関、投資家、法律事務所の買収担当者214人を対象に、Freshfieldsが調査を実施 (北米63%、欧州34%、その他3%)



リスクの状況によっては、このまま買収を進めるべきか、あるいは買収以外の別の形態の方が合理的かを再検討するのも一案だ。目指すゴールをよくよく考えると、ジョイントベンチャーや業務提携などの方法で、リスクを抑えつつ価値を実現する方が望ましい場合もある。

企業文化の衝突を予測する

デューデリジェンスを実施する段階は、取締役が企業文化の問題を考えるタイミングでもある。経営陣に対し、買収先を自社に統合するにあたって何らかのハードルがあるか、企業文化の調整が必要な領域はどこか、といった問題について検討したかどうかを確認する。統合に向けた取り組みを、的確にかつ効率的に行うために、企業文化の問題は買収が完了する前に検討しておくべきだろう。

経営陣は買収先の文化を明確に把握し、今後どのように対応していくかを含め、取締役会に伝える。こうした「文化の監査」は、合併後の組織統合を策定する上で重要である。

外部の意見を求める

買収にあたって、社外からの支援を受けることも可能だ。買収案件を評価する際に、そして経営陣が行ったリスク評価やバリュエーションについての確認や疑問の解消をする際に、戦略アドバイザーの支援は役に立つ。社外アドバイザーは、買収案件のプラス面とマイナス面について中立的な立場から経営陣に知見を提供することができるので、案件を進めるかどうか、あるいはどのような方法で進めるかを決定する際の根拠として有益な情報が得られる。

取引の都度、取締役は、案件の評価に使ったアドバイザーを把握しておく必要がある。場合によっては、経営陣が受け取った助言に関して、特に重要な買収の場合は、反論することもある。

自社の顧問弁護士や、その他のアドバイザーを案件に参加させるにあたり、その基準を設定しておくという方法も考えられる。基準があれば、外部の弁護士を実際の買収案件に関与させるかどうかの決定も容易になる。また具体的な課題に対して、さまざまな立場のさまざまなアドバイザーが関与してくると議論が複雑になるため、特定の課題については追加で専門家を動員することも考えられる。ただしアドバイザーの支援を受ける場合でも、買収案件の承認にあたっては、その案件が自社にとって適切なものであることを取締役会で十分に確認するべきであり、意思決定をアドバイザーに任せてはならない。

取締役は経営陣から定期的に最新情報を入手しなければならないが、経営陣が不在なところで議論することの利点も活用すべきだ。とりわけ有益なのは、バリュエーション上のある前提条件の採用や、高すぎる買収価格や過熱気味の案件に対する懸念を提起したりする場合で、こうした議論は経営陣を含まない方がやりやすい。

特に重大な買収案件の場合、取締役会に特別委員会を設置し、その委員となった取締役が通常の任務に加えて、買収見込み案件について監督をする役割を担う。



買収完了後に取締役会がやるべきこと

大半の買収案件において、買収完了後の時期は非常に重要だ。両組織の従業員、プロセス、システム、文化の統合に失敗すれば、買収によるメリットを大きく損ないかねない。また合併後の綿密なコミュニケーション戦略も不可欠で、社外の重要な関係者に向けて合併の成果を説明し、また社内に対しては統合後の組織全ての従業員に向けて、統合の進捗に関する最新情報を伝える必要がある。

統合における課題

有能な人材は、買収において常に重大な問題である。執行役の何人かと彼らの率いるチームが買収において価値のあるものである一方、移行期を過ぎれば不要となるチームもある。経営陣は、誰がどちらのカテゴリーに属するかを判断しなければならない。

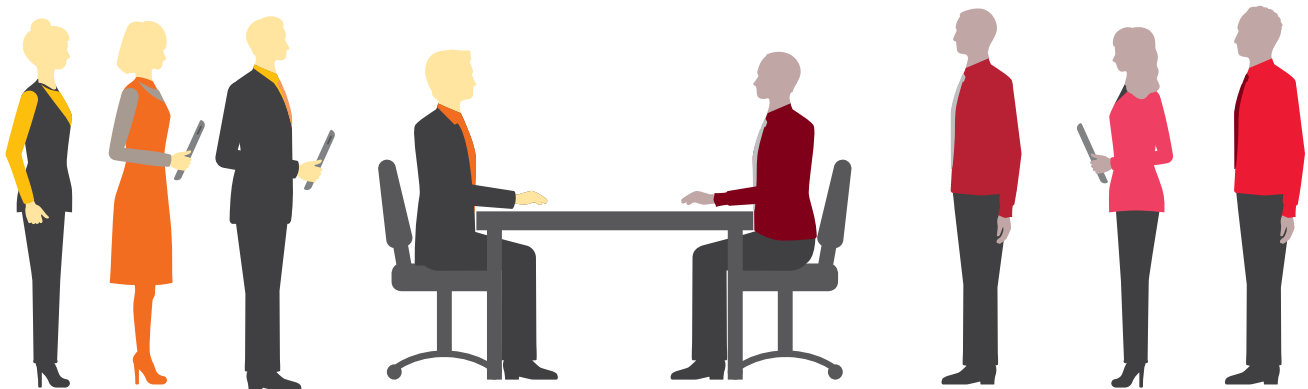
この決断には慎重な配慮が必要だ。短期的には残留特別賞与などの課題がある。余剰人員の整理が適切に行われなかった場合、こうした決断の結果が長期に影響を及ぼすこともある。一般的に、既存の従業員の説得に成功し、合併後も自社に残ってもらえるかどうか買収成功の鍵となる。

取締役会は、従業員が雇用契約を継続しモチベーションを維持するには何が必要かを見極めるよう、経営陣に要請する必要がある。その際に、問題は金銭だけではないということを認識しておかなければならない。

また、両方の組織の価値観を統合し分断を起ささないようにするために、経営陣がどのような計画を持っているかも聞く必要がある。従業員が、買収された企業のアイデンティティや歴史が失われてしまうのではないかと、という不安を持つのは自然なことだ。統合に向けた計画が、両者の伝統を十分に尊重しているかどうかを経営陣に問うべきだろう。従業員の不安にきめ細かく配慮することが人材の維持に繋がる。

外国企業を買収した場合、企業文化の問題として、職場環境や業務の進め方とともに異なる世界観の管理に対しても配慮が必要だ。取締役会は、外国の企業を買収した場合に、どのような文化的問題が発生するかを認識しておかなければならない。米国企業から見ればささいなことと思われる変化でも、別の国で働く人にとっては非常に重大なこともある。

組織統合における企業文化の衝突は、頭の痛い問題だ





全ての人に情報を伝え、そして事後対応をする

統合を進める間、コミュニケーションと透明性が不可欠だ。企業は買収の理由を明確に発信しなければならない。プロセス全体を通じ、従業員やベンダーに常に最新の情報を伝えることができるよう社内のコミュニケーションプランを整えることは、買収した企業、また、買収された企業の双方にとって有益だ。こうしたコミュニケーションプランは、不確実性を減らすだけでなく、社内チームのモチベーション向上にも役立つ。

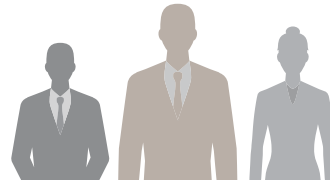
経営陣は、あらゆる角度からのコミュニケーションを検討しなければならない。財務指標ばかりでなく、自社のブランディング、人材開発、組織文化といった分野に、今回の投資が今後どのような影響を及ぼすか、といった点も入る。取締役会は、買収先企業の統合が順調に進んでいるかを確認し、業績指標、コストシナジー、文化の衝突に対応するための経営陣の取り組みなどについて、常に新しい情報に更新しなければならない。

社外的には、買収は証券市場にも利害を及ぼすことが多いため、買収の理由をできる限り分かりやすく伝えることが混乱を避けることに繋がる。経営陣が投資家に対し、買収の根拠、そして買収と企業全社の成長戦略との整合性について明確な説明をするよう、取締役会が確認すると良いだろう。例えば隣接していたからなのか、地理的な理由なのか、改革のためなのか、あるいはその他の理由やメリットがあるのかといった点についてである。そして、そのメッセージが株式市場に理解されれば、合併はさらに好意的に受け止められることが多い。

また買収後の取締役会自体にも目を向ける必要がある。大規模な買収や改革を伴う買収の後、取締役会の構成を変更し、改善を果たす企業もある。

合併後の取締役会：誰が残るか？

フォーチュン500企業が1997年～2002年に実施した合併では、



買収した企業の取締役が留任



一方、



買収された企業の社内取締役が留任



買収された企業の社外取締役が留任

出典：Kevin W. McLaughlin, Chinmoy Ghosh "The Dynamics of Post-Merger Boards: Retention Decisions and Performance Effects" The University of Connecticut, 2009年7月

買収完了後の状況を監視することによって、買収による目標を達成できたかどうかを評価し、最終的にどれだけの価値が創出されたかを把握することができる。また、その買収が成功した要因を見極めることができれば、戦略から統合に至る買収のプロセス全体の改善にも繋がる。そうした知見は、取締役にとってまた企業にとって、将来の買収に向けた優れた武器となるだろう。



おわりに

企業が買収を模索するとき、それは成長に向けての大きなステップを踏み出せる態勢にあることを意味する。取締役会が買収に伴う課題に取り組むにあたり、本レポートが有効な指針となれば幸いである。



お問い合わせ先

PwCあらた有限責任監査法人

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-1-1
大手町パークビルディング
03-6212-6800 (代表)

Centre for Corporate Governance in Japan

aarata.cg@jp.pwc.com

小林 昭夫

パートナー
akio.kobayashi@pwc.com

久禮 由敬

パートナー
yoshiyuki.kure@pwc.com

辻田 弘志

パートナー
hiroshi.tsujita@pwc.com

岡本 品子 (大阪)

ディレクター
akiko.okamoto@pwc.com

足立 順子

シニアマネージャー
junko.adachi@pwc.com

北尾 聡子

シニアマネージャー
satoko.kitao@pwc.com

阿部 環

マネージャー
tamaki.abe@pwc.com

出口 真也

パートナー
shinya.deguchi@pwc.com

西村 智洋 (名古屋)

パートナー
tomohiro.nishimura@pwc.com

井坂 久仁子

ディレクター
k.isaka@pwc.com

宇塚 公一

ディレクター
koichi.u.uzuka@pwc.com

和泉 義夫

シニアマネージャー
yoshio.izumi@pwc.com

手塚 大輔

シニアマネージャー
daisuke.tezuka@pwc.com

www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwCあらた有限責任監査法人、PwC京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界157カ国に及ぶグローバルネットワークに223,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細はwww.pwc.com をご覧ください。

本報告書は、PwCメンバーファームが2016年12月に発行した「Considering an acquisition? What boards need to do before, during, and after the deal」を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/thoughtleadership.html

オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。 www.pwc.com/us/en/governance-insights-center/acquisition-stages-considerations-for-boards.html

日本語版発刊年月：2017年6月 管理番号：I201703-5

©2017 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.