

M&A 実態調査 2019

クロスボーダーM&Aにおける
シナジーの発現に向けて



エグゼクティブサマリー

調査結果のハイライト

12%

買収した企業の業績が
「計画を上回って推移」との回答は
12%にとどまる

35%

36%が買収当時の事業計画を
実現できず35%がのれんの減損を
実行または検討

28%

28%の企業が積極的な
試算に基づく最大限のシナジーを
織り込んだ価格で買収

日本企業にとって、今後の成長機会獲得に向けた海外展開を実現するための手段として、クロスボーダーM&Aはかつてないほど重要性を増している。一方で、今回のサーベイを通じて、M&A経験を有する企業のうち、買収した企業の業績が当初計画を上回って推移している案件は驚くべきことに約1割にすぎない。また買収に伴うのれんの減損処理を行った、あるいは行う見込みがあると回答した企業は3割を超えており、想定どおりの結果を実現できず、苦労している日本企業の現状が見て取れた。その一因として、約3割のケースで買収価格を積極的な試算に基づく最大限あるいはそれ以上のシナジー効果を織り込んだ価格としているという、高値設定の現状も明確になった。しかし、以前からの「シナジー施策を実行する事業部門がシナジーの見積りに関与していないのではないか」「シナジー発現に向けたトラッキングを行っていないのではないか」という仮説については、今回むしろ多くの企業で既に必要な対策が講じられているという結果となった。

それでは買収後にうまくいくケースとうまくいかないケースでは何が顕著に異なるのだろうか。

今回シナジー効果を獲得していると目される企業へのインタビューを行う中で、想定していたシナジーを発現させるためには以下の三つの共通事項があることが明確となった。

まず、事業戦略を実現していく手段の一つとしてM&Aを組み込んでおり、当該事業責任者がM&Aの実行～PMIの推進にまで深くコミットしていることが挙げられる。次に、シナジーの定量化と算定されたシナジーの価格への織り込みについては、買収検討時に冷静かつ客観的な検証プロセスを実行している。最後にPMIの段階では、対象会社の自主性を尊重しながらも放任しないガバナンスのバランスと買収後に経営基盤を一気に導入する仕組みが構築されている点である。

さらに進んだ企業では、M&Aを通じてグループ全体の事業価値を創造していくための取り組みや体制作りに着手し始めている。PwCでは、近年グローバル企業やグローバルなプライベート・エクイティによるM&Aへの取り組み事例を踏まえ、事業面、財務面、税務面を含む包括的な観点から事業価値の創造を追求するDeal Value Creationのコンセプトを提唱したい。日本企業が今後のクロスボーダーM&Aを通じて価値の実現を求めていくためには、シナジーの実現に向けて愚直に一つ一つを実行していくことのみならず、より踏み込んで、案件検討時の段階から買収後の事業価値創造のアプローチを描き、それを実行していくことが重要になっていると言えるだろう。

目次

エグゼクティブサマリー	2
目次	3
1.M&A 実態調査の概要	4
2. 調査結果	
近年の日本企業のクロスボーダー M&A 案件に対する動向	6
3. インタビュー	
M&A は「日常化」しており、事業戦略における一手段にすぎない	10
シナジーは足し算ではなく掛け算。夢物語は算定価格に含まない	11
肥塚眞一郎 氏 サントリーホールディングス株式会社 インタビュー	12
コミュニケーションの質を増やし協働してシナジーを発現	13
買収後に、一気に経営基盤を導入しきる仕組みが確立している	13
曾我有信 氏 株式会社電通 インタビュー	14
4. シナジーの発現に向けて	15
関連情報	18
お問い合わせ先	19

1

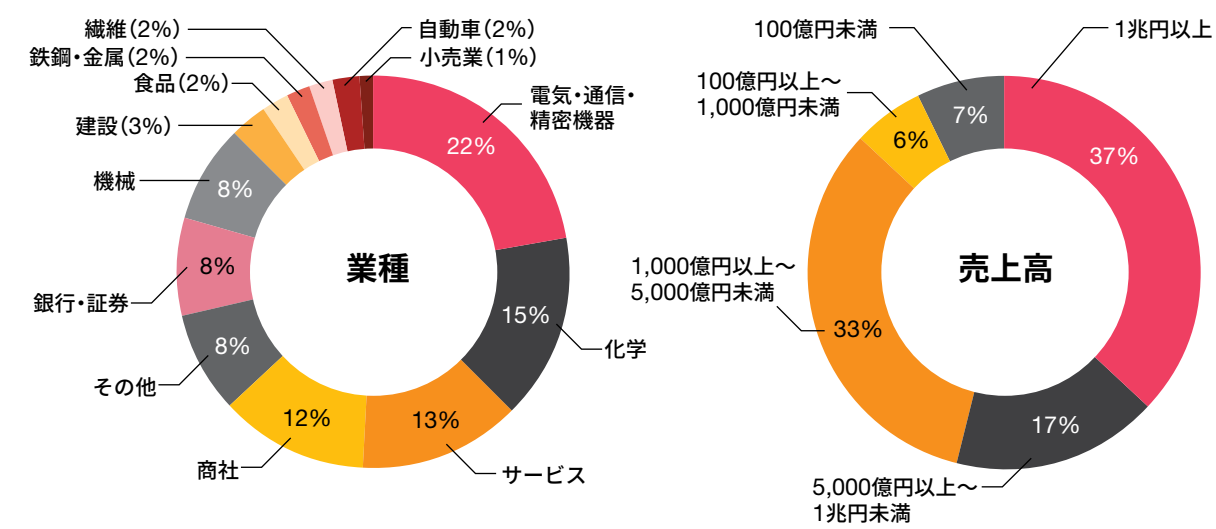
M&A実態調査の概要

日本企業にとってクロスボーダー M&Aは、今後の成長機会獲得に向けた海外展開を実現するための手段として、かつてないほどその重要性を増している。しかし、クロスボーダー M&Aの実行に難しさを感じている、もしくは実行後に想定通りの結果を実現できていないケースが多いのが現実ではないだろうか。

PwC アドバイザリー合同会社では、今般日本 CFO 協会の協力を得て、2018年9月～11月にかけて国内の上場企業1,000社以上を対象に「M&A 実行後のシナジーの実現に向けた現状調査」(以下「本サーベイ」とする)を実施し、クロスボーダー M&Aを経験した174社から有効回答を得た。回答企業は幅広い業種にわたり、その半数以上は売上規模で約5,000億円以上と、大企業が中心となっている(図表1)。また、2018年12月～2019年2月にかけて、クロスボーダー M&Aの経験値を蓄積し自社流の進め方を有する日本企業に対し、M&Aによる「シナジー」実現に向けた取り組みに関する個別インタビュー(以下「本インタビュー」とする)を行った(図表2)。

そして今回、PwCが経済産業省から委託を受け、2019年4月に公表した「日本企業による海外 M&A 実態調査報告書『海外 M&Aと日本企業～M&Aの最前線に立つ国内外の企業の声からひもとく課題克服の可能性～』」(以下「経産省との海外 M&A 実態調査」とする)、および同年5月に公表した PwC が Mergermarket および Cass Business school へ委託した調査に基づく「Value Creation ディール先の価値創造を見据えて」(以下「Mergermarket とのディールを通じた長期的価値実現に関する調査」とする)についても検討材料として参照している。

図表1 サーベイおよびインタビュー回答企業プロフィール



出典：PwC アドバイザリー合同会社「M&A実施後のシナジーの実現に向けた現状調査（2018年11月）」

図表2 インタビュー対象企業内訳

対象	売上規模	海外売上高比率	グローバルM&A案件数(過去10年)
電気機器メーカー	1兆円以上	50%以上	31
情報・通信	1兆円以上	50%以上	100
広告代理店	1兆円以上	50%以上	132
飲料メーカー	1兆円以上	20%以上50%未満	13
電気機器メーカー	5,000億円以上～1兆円未満	50%以上	8
精密機器メーカー	5,000億円以上～1兆円未満	50%以上	10
ヘルスケア	1,000億円以上～5,000億円未満	10%以上20%未満	4

出典：PwC アドバイザリー合同会社「M&A実施後のシナジーの実現に向けた現状調査（2018年11月）」

調査結果

近年の日本企業のクロスボーダー M&A 案件に対する動向

本サーベイの結果、M&Aの経験を有する企業のうち36%が買収当時の事業計画の業績を下回って推移していると回答し、買収した企業の業績が当初計画を上回って推移している案件は驚くべきことに12%にすぎないと判明した。また買収後ののれんの減損という観点においても、買収に伴うのれんの減損処理を行った、あるいは行う見込みがある、と回答した割合は35%を超えた(図表3)。クロスボーダー M&Aに取り組む企業が増えてきたとはいえ、買収当時の事業計画を実現できずに苦労している企業が少なからず存在する現状が見て取れる。

また多くの企業は想定していたシナジーを発現できず、想定50%以下の発現にとどまると回答している(図表4)。シナジー施策の中でも特に、「クロスセルによる売上拡大」や「共同開発による新製品の売上拡大」といったシナジーにおいて、想定どおりに進まなかったと回答する企業がそれぞれ4割を超えている。特にトップラインを上げていくシナジー施策実行に難しさを感じている日本企業の実態が浮き上がった。

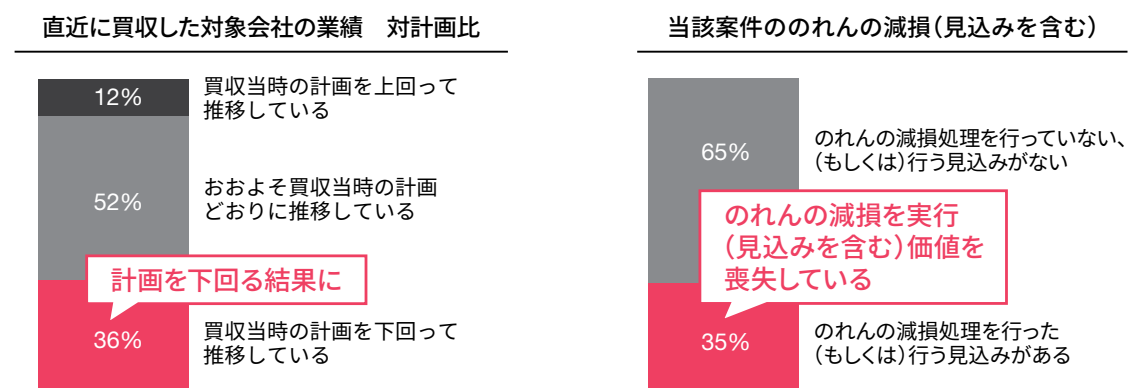
M&A実行時の買収価格の決定に際しては、対象企業単

独のスタンドアロン価値に加え、一定のシナジーを織り込んで買収価格を決定するのが一般的である。本サーベイにおいても M&A 経験のある企業のうち約8割のケースで買収価格にシナジーを織り込んでいるという結果が出た。また、約3割のケースで積極的な試算に基づく最大限あるいはそれ以上のシナジー効果を織り込んだ価格で買収していると回答している点も特徴的であった(図表5)。

本サーベイの結果は、特に近年の買収案件における買収価格の高騰により、想定されるシナジー効果を買収決定時に定量的に試算をした上で、どの程度まで買収価格に織り込んで価格提示をするべきかという慎重な検討を迫られているケースが増えているのではないかとこの当社の認識とも一致する。

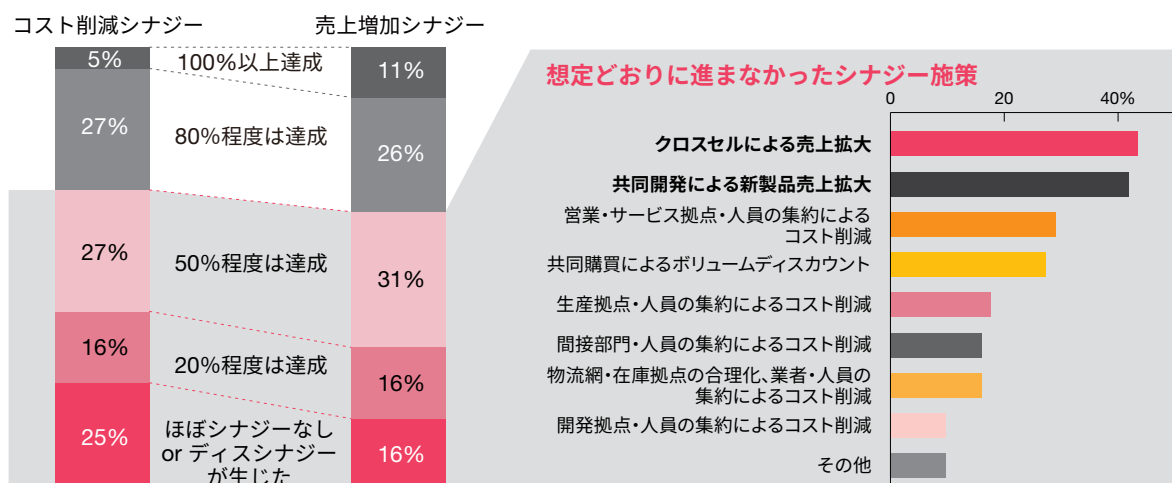
シナジー効果を獲得していると目される企業へのインタビューの中でも、デューデリジェンスを通じて見込まれたシナジーを全て買収価格に織り込むべきではなく、より確度の高いシナジーのみ価格に織り込むべきであり、価格に織り込むべきシナジーの割合をどの程度にするのかという判断と基準の設定に苦心をしている様子がうかがえた。

図表3 買収先企業の業績とのれんの減損



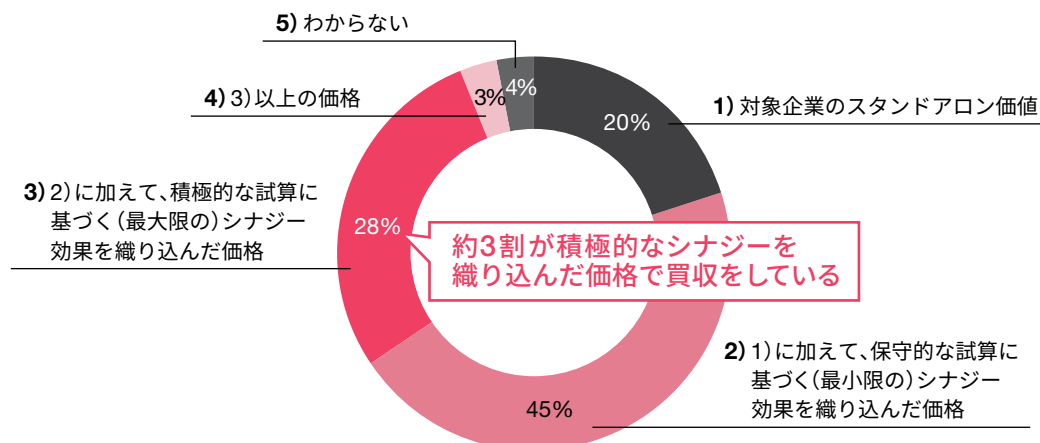
出典：PwC アドバイザリー合同会社「M&A実施後のシナジーの実現に向けた現状調査(2018年11月)」

図表4 シナジー施策の達成度合い



出典：PwC アドバイザリー合同会社「M&A実施後のシナジーの実現に向けた現状調査(2018年11月)」

図表5 クロスボーダー M&A における買収価格



出典：PwC アドバイザリー合同会社「M&A実施後のシナジーの実現に向けた現状調査(2018年11月)」

次に、シナジーをどのように見込んだのか、どの部門がシナジーの算定に関与したのかという点について、以前よりあるシナジーの発現に際しては、「①シナジー施策を実行する事業部門がシナジーの見積りに関与していない」「②シナジー発現に向けたトラッキングを行っていない」という仮説をもって本サーベイを実施した。

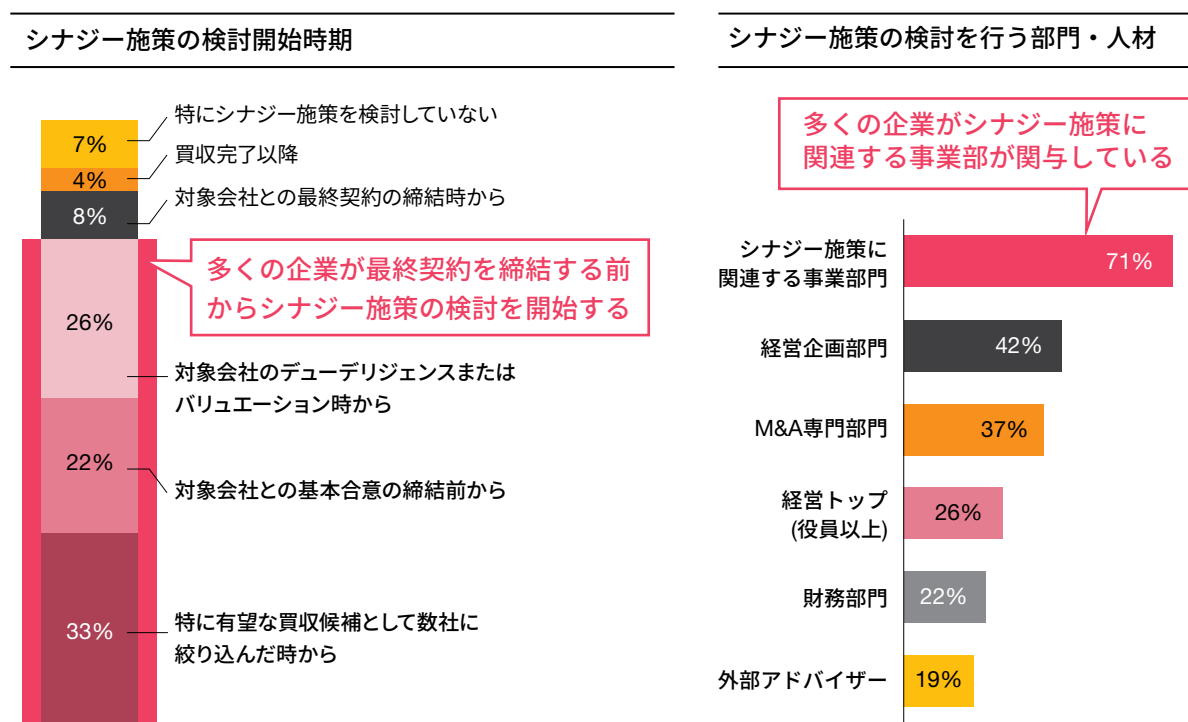
しかしながら、本サーベイ結果を見ると、81%の企業が買収検討時もしくは実行時からシナジー施策の検討を始めているという結果が出た。またシナジー施策の検討に際して関連する事業部門が関与しているとする企業数が71%となっている(図表6)。シナジー施策のトラッキングを実施している企業、クロージング後にシナジー施策の見直しを実施する企業はともに約8割にも上ることが分かった(図表7)。この結果から、「①シナジー施策を実行する事業部門がシナジーの見積りに関与していない」「②シナジー発現に向けたトラッキングを行っていない」という仮説は覆り、シナジーの検討をする主体とタイミングについては、むしろ既に多くの企業で必要対策が講じられているという結果となった。

この結果を踏まえ、それでもなお3割を超える企業が、最大限かそれ以上のシナジーを買収価格に織り込み、35%を超える割合で減損が発生している実情をどのように捉えればよいのだろうか。

シナジー検討のための対策が講じられている一方で、なぜシナジー効果が発現しないのか。その実行方法や徹底度合いに違いがあるのではないだろうか。本サーベイ回答においても、「デューデリジェンスを通じて対象会社の実力を測りきれなかった」「PMIの推進体制やプロセスの不備・PMIリーダーの不在」など、買収検討段階またはPMI実行段階での課題を挙げているケースが多くみられる。

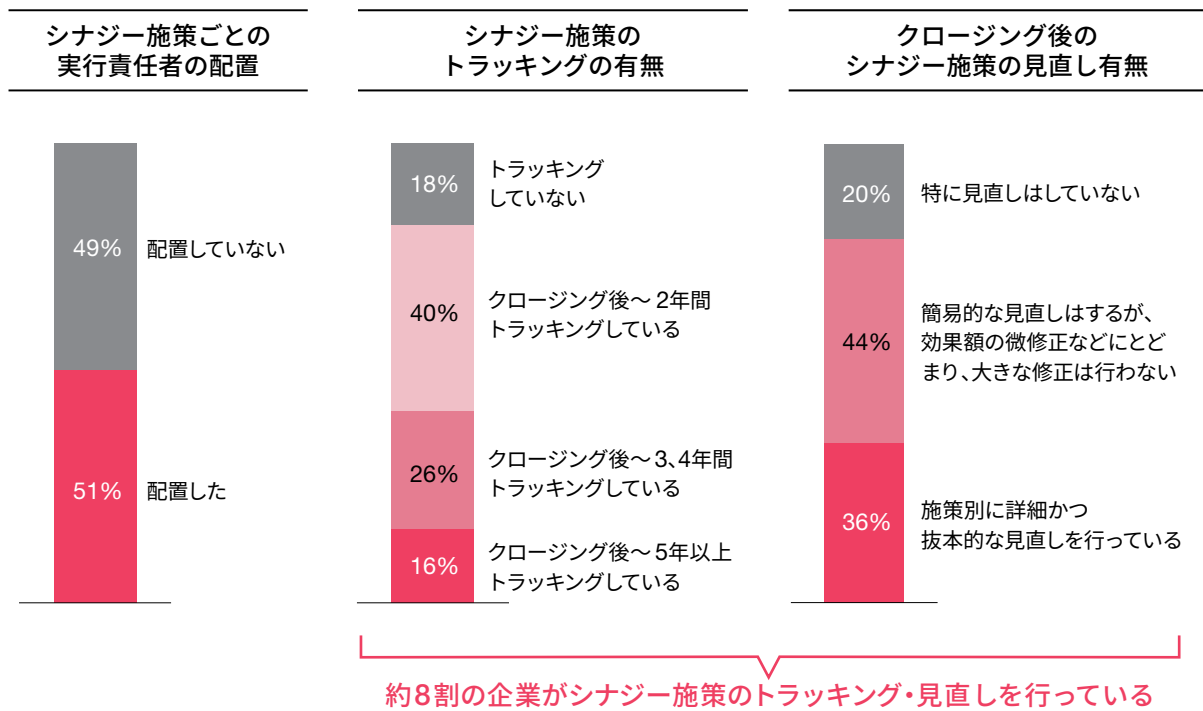
本サーベイにおいて、日本企業のシナジー検討の実情については把握できたが、個別にシナジー実現を達成できている企業の共通項は何なのか、という観点から本インタビューを実施した。その中で、具体的に「何を、どこまで、どのように」行えばシナジー効果が発現するのかという点において、クロスボーダーM&A経験が豊富で、自社流の進め方を構築している企業に特徴的な共通項が浮かび上がった。

図表6 シナジー施策の検討開始時期および検討部門



出典：PwC アドバイザリー合同会社「M&A実施後のシナジーの実現に向けた現状調査(2018年11月)」

図表7 シナジー施策のトラッキング・見直し



出典：PwCアドバイザリー合同会社「M&A実施後のシナジーの実現に向けた現状調査（2018年11月）」

インタビュー

M&Aは「日常化」しており、事業戦略における一手段にすぎない

オムロン株式会社の日戸興史取締役CFOは、過去の複数のM&Aの失敗から学び、今では同社のM&A検討は、事業戦略の策定と実行の中に組み込まれ、「日常化」としている（図表8）。具体的には、事業責任者が事業戦略を検討する上でミッシングピースは何かという点を常に検討しており、対象会社の選定、シナジーの見積り、さらにはシナジー施策実行の各ステージにおいて事業責任者がプロジェクトオーナーとして一貫通貫で実行まで責任を持ってコミットしている。またコーポレート側でも日頃から事業戦略に沿った案件リサーチを行っており、複数の観点・複数のチャネルで候補先を探索する仕組みを構築している。日戸氏自身も、具体的なM&A案件について事業部門の事業戦略の実行に資するかどうかという牽制機能とアドバイスの両方を与える役割を担っている。

経産省との海外M&A実態調査においても、経験豊富な海外企業の多くが、M&Aを特別なものとして捉えず、日常オペレーションとして遂行しており、既存事業の成長による自律的成長と比較しながら、M&Aに取り組むべきかを検討している。一方で、日本企業は、経産省との海外M&A実態調査の中で行われたワークショップでも「自社の課題ではあるが、中期計画自体が曖昧であり、戦略検討段階として『現状』と『あるべき姿』のギャップを埋めるようなロードマップが見られない」といった声が聞かれた。また、M&Aの目的が明確となっていない企業が一定数存在する結果が示されており、自社の戦略を塾考しないまま拙速にクロスボーダーM&Aに乗り出しているケースがあることが推察される。

シナジーは足し算ではなく掛け算。夢物語は算定価格に含まない

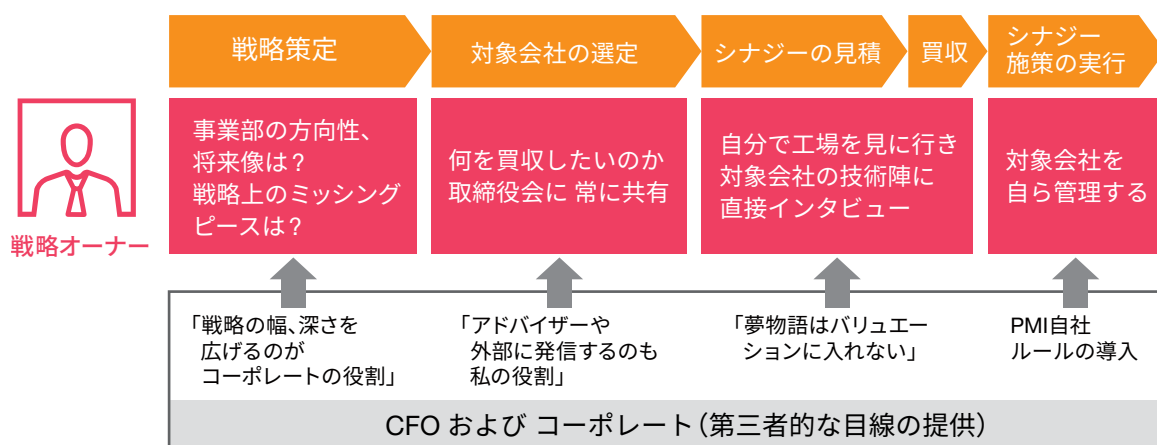
シナジーは、プレディールの段階でどこまで想定できているかが重要である。オムロン株式会社では、足し算では不十分であり、自社の持つものとの掛け算での効果を徹底して問う。また想定されるシナジーの全てを算定価格には含まず、「双方 Win-Win になるレベルにとどめる」と言う。デューデリジェンスでは、想定したシナジーを真に発現できるだけの技術力・生産力・販売チャネル・顧客を相手が保持しているかを確認するため、事業部門が自らその専門家として、直接対象会社の工場を訪問し、技術陣へ必ずインタビューを行う。一方、みらかホールディングス株式会社の北村直樹取締役最高財務責任者は過去に大幅な減損を計上して事業を売却する結果となった買収事例を振り返り、魅力的かつ堅い市場への参入であるとの社内認識がある一方で、入札という時間的制約の中でビジネスデューデリジェンスを十分に行えなかったことを当該事例の最大の反省点として挙げている。

経産省との海外 M&A 実態調査においても、M&A の経験豊富な海外企業ほど、買収判断に係る重要リスクの把握の

中でもビジネスデューデリジェンスを重視している傾向が見て取れる。「ディール全体のうち95%の時間をデューデリジェンスに費やすべきである」、「特にビジネスデューデリジェンスで把握すべき、対象会社のマーケットや事業の分析と、自社組織との適合性を重要視している」と述べる企業や、オムロン株式会社と同様に「デューデリジェンス実行時には、自社の事業部門から市場・業界に精通したメンバーを関与させることで、対象会社のビジネス理解に努めている」とのコメントが実態調査の中でのインタビューで確認されている。

また、ソフトバンク株式会社の内藤隆志執行役員財務統括 財務経理本部本部長は、当該 M&A が自社に足りないミッシングピースを買収しにいくのか、自社でゼロから立ち上げるよりは時間を買うという意味での買収なのか、業界2位3位の合併のような同じ分野で規模を増やすための買収なのか、それぞれのパターンによってリスクの見方や買収価格の設定は異なるので単一の基準は持たないとのことである。

図表 8 オムロン株式会社における M&A 検討の流れ



出典：PwC アドバイザリー合同会社「M&A 実施後のシナジーの実現に向けた調査 インタビュー」よりPwC作成



肥塚 眞一郎 氏

サントリーホールディングス株式会社

取締役専務執行役員



自主性を尊重しながらも、放任はしない

米国のビーム社を買収したサントリーホールディングス株式会社の肥塚眞一郎取締役専務執行役員は、買収企業の自主性をある程度尊重しながらも放任はしない、この二つの間でガバナンスと経営の権限移譲のバランスを取ることが同社のPMI成功のポイントだったと言う。取締役会メンバーの派遣、定期的な経営状況のモニター、重要課題の議論といった買収後の事業運営の中で当然行すべきことに加えて、ビーム サントリーとして人事委員会を作り、人事権を親会社であるサントリーが持っていることを明確にした。またファイナンスや監査などのコーポレート部門への人材派遣に加え、米国ビーム社CEOの考えをグループ内にうまく橋渡しする役割としてCEO アドバイザーを置くなどの工夫をしている。

今回インタビューした企業の多くが、放任はしない点を重要なポイントとして挙げており、後述にあるように買収後に一気に経営基盤を導入することで「見える化」を推し進め、任せきりにしないという姿勢を貫いている。

経産省との海外M&A実態調査においても、経験豊富な海外企業では、自身の事業領域とは異なる新規事業の買収においては積極的な権限委譲が行われるケースが多いものの、現地に全てを任せるのではなく、現地の経営陣と対話しながら権限委譲の範囲を合意し、明確なルールに基づいた運用をすることの重要性が指摘されている。某外資系プライベート・エクイティ・ファンドは「日本企業は対象会社にマイクロマネジメントを入れるケースが多いが、本来はシステムを入れてしっかり『見える化』させて、後は現地に任せられるかどうか」だと語っており、まさにこのバランスがPMIの成否における重要なポイントと言えよう。

しかしながら、人材をただ派遣するだけではコミュニケーションの質は圧倒的に少ないままであったと肥塚氏は言う。サントリーでは敢えてコーポレート機能ごとのマトリックス組織を作ること、それぞれのファンクションがお互いに話し合い、理解し合い、協力し合う仕組みを構築し、コミュニケーションの質を増やせるよう尽力したという。第1ステップでは、日本の生産技術を用いた不良率の低下やエネルギー効率向上の取り組みを具体化した。またウイスキーカウンシルの設置を通じて、品質向上に向けた議論をする中で、お互いの知見に基づいた意見交換からヒントが生まれ、それが結果につながる活動となり、お互いに「良いパートナーだ」という認識を深めていった。第2ステップでは、ビーム社で展開されていたものの、サントリーにはなかったリスクマネジメントの仕組みについて、ビーム社が主導となり、サントリーグループのグローバルリスクマネジメント委員会を立ち上げるなど、協力する側面を増やしていった。さらには商品開発においても、マーケットを知るビーム社の知見とサントリーの商品開発力を合わせ、「最初から海外で売れるためには、どのようなジャパニーズ・クラフト・ジンを作るべきか」ということを考え、非常にうまくかみ合った事例になったとのことである。

コミュニケーションの質を増やし協働してシナジーを発現

この点については、他のインタビュー企業においても、クロージング直後からのPMI推進に際し、地域ごとに経営管理体制を構築し、地域軸・機能軸における買収後のコミュニケーションを深化させる仕組みの重要性を説く企業が多かった。

経産省との海外M&A実態調査においても、日本企業に買収された企業の外国人経営陣との海外座談会やM&A経験豊富な海外企業へのインタビューを通じて、日本企業の多くが、自社戦略における対象会社の位置付けを、対象会社の経営者や従業員に対して明確に伝えられていないという課題が明らかになっている。他方、多くのグローバルに展開している海外企業は、自社のビジョンや経営哲学を買収先に共有することを統合作業の核心に据えており、「従業員には可視化が必要」とし「透明性のある目標・計画を対象会社と共有することに価値を見出している」ということである。海外の外国人経営陣の座談会においても、親会社である日本企業が何らかの指示を行うにあたっては、その理由・背景についての説明に、より多くの時間を割いてほしいとの声が多く上げられている。日本企業にとって、コミュニケーションの一つである「伝える」力の不足が問われているのが現状と言えよう。

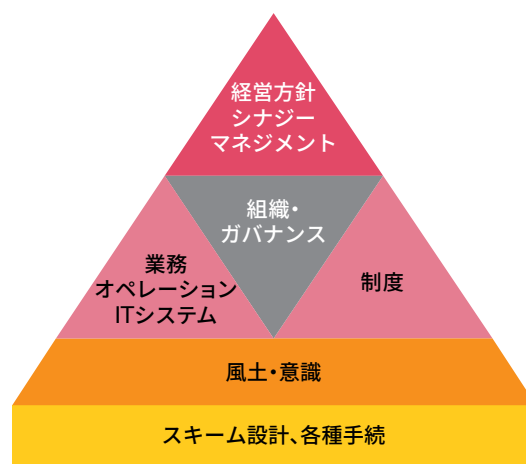
またクロスボーダーM&Aを行うにあたり、異なる企業文化同士をいかに適合させていくかといった点は常に問われる点でもある。上述の経産省との海外M&A実態調査における日本企業に買収された海外経営陣を集めた座談会でも「日本人は対立することに対して、信じられないほど強い抵抗感があり回避的である」「日本のマネジメントは『違うこと』を受け入れない」といったコメントが見られる。日本企業のみならず、グローバルに展開する海外企業においても、この文化の違いを許容するということには試行錯誤している段階ではあるが、クロスボーダーM&A経験が豊富な企業においては、デューデリジェンスといった早期のフェーズから、意思決定のプロセスや人事評価の考え方、失敗の捉え方を指標とした対象会社の企業文化を知るためのアセスメントを実施している。また自社文化の浸透に向けて、独自に仕組みづくりを行っている企業も見受けられる。一例では、買収完了から90日後、180日後にそれぞれ対象となる従業員にサーベイを行った結果、90日頃に対象会社の従業員が文化の違いに気付きはじめ、180日程度経つと強いシグナルとなって表れてきた点に対し、それらの情報を研修計画や懇親会などの企画にフィードバックとして利用したケースも挙げられる。

買収後に、一気に経営基盤を導入しきる仕組みが確立している

オムロン株式会社では、「規律」として、PMIについて自社なりの方法論を構築している。例えば、Day1、Day3、Day100、Day365といったマイルストーンごとに何を行うかを定め、いかに迅速に自社のスタンダードに適合させるかを焦点に、プロセスを徹底的に整備している(図表9)。また、日本電産株式会社では、グローバル5極マトリックス経営管理体制を確立している。国ごとに収益責任を持ついわゆるカントリーマネジャーは配置せず、事業本部と国内グループ会社がプロフィットセンターとしてグローバルに事業軸(縦軸)で事業を展開する。そして、グローバル本社と地域統括会社はコストセンターとして事業横断的に機能軸(横軸)を通して経営品質と経営効率を向上させている。

このように自社の経営基盤に一気に取り込む一方で、昨今の事例としては、入手可能な情報が圧倒的に増える買収直後に、改めてポストデューデリジェンスを実施し、オペレーション上の弱みやコンプライアンス面でのリスク把握を行うケースも増えてきている。

図表9 PMI ルールの体系化





曾我 有信 氏

株式会社 電通
取締役執行役員



M&Aの進捗を一つ一つ トラックしていくことが、 次のM&A判断そのものを磨く

近年はクロスボーダー M&Aといっても、市場の拡大といったこれまでの目的に加えて、さまざまな目的を持ったM&Aがなされている。株式会社電通の曾我有信取締役執行役員も、M&Aに際しては、新機能を取り込む「インフィル」か、事業基盤の拡大やキャパシティ拡大を意味する「スケール」、従来とは全く異なる事業成長のために新しいものを取り込む「イノベーション」、という三つの視点から実行を検討しているという。この中で特に「イノベーション」については、従来の電通にはない新規事業の領域であり、財務的な計数管理やバリュエーションによって牽制を利かせつつ、中長期での事業実績のトラッキングによって、投資判断の妥当性を事後に検証しているという。

株式会社電通では、英国のイージスネットワーク社買収以降、5年間で約180件のM&A案件を実行しており、それら手掛けた案件の多くは、英国の電通イージスネットワーク社を通じて行われてきた。その成功要因の一つには、M&Aによって顧客へのサービス提供に必要なキャパシティを向上させていく文化があることだという。圧倒的な業界の変化の前に、クライアントに提供できるサービスのキャパシティを拡大していくことが必要で、M&Aへの抵抗感や逡巡は競合他社との競争に負けることにつながるため、競争力維持の観点からM&Aが必要不可欠という「文化」があることが大事であるという。

また、曾我氏はシナジー、事業計画、インフラの統一、カルチャーの融合というものに会社としてどれだけ真剣に向き合うかについて拘っており、近年の同社成長の要因として「買収後に放置せず、真剣に向き合うことをどれだけ真摯に愚直に続けていけるかという点に尽きる」と語る。M&Aを実行し、愚直にPMIに取り組んだ結果を踏まえることで、さらに同社にはどのようなM&Aが必要で、どんなM&Aが成功する可能性が高いかという企業としての判断そのものが磨かれるのではないかと同氏は言う。

4

シナジーの発現に向けて

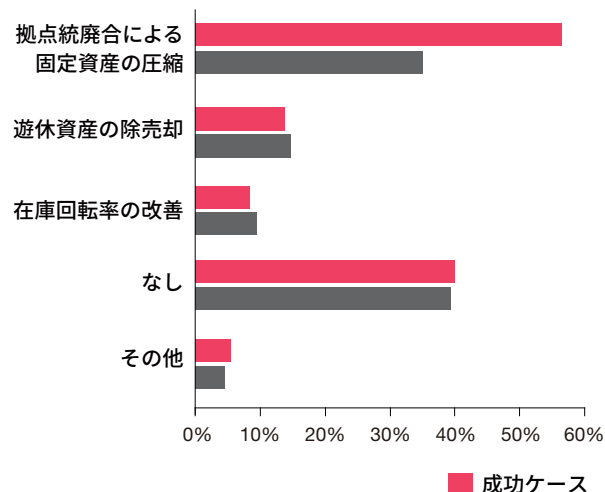


本サーベイにおいて、過去のクロスボーダー案件で減損を計上していない企業（以下、「成功ケース」とする）と、減損を計上した企業（以下、「減損ケース」とする）で大きな相違があった点も指摘しておきたい。それは、買収後に拠点統廃合や法人格の再編などを通じ、固定資産の圧縮や税務面での効率化まで踏み込んで実施していた企業では買収を成功

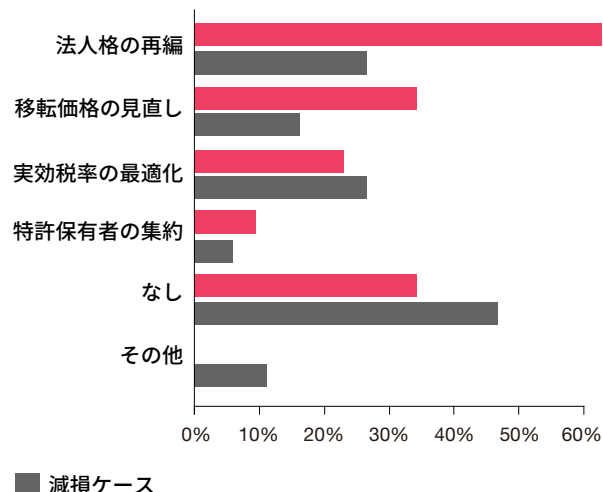
と捉えているケースが多い点である（図表10）。もちろん、買収事案ごとに実行可能な施策はそれぞれ異なるものの、買収後に運転資本や固定資産の改善、税務ポジションの見直しなど、バランスシート上のインパクトも考慮しながらPMIに取り組んでいくことが今後さらに必要になると考える。

図表 10 シナジー発現のさらなる追求

運転資本・固定資産の効率化施策（ケース別）



税務面の効率化施策（ケース別）



出典：PwC アドバイザリー合同会社「M&A実施後のシナジーの実現に向けた現状調査（2018年11月）」

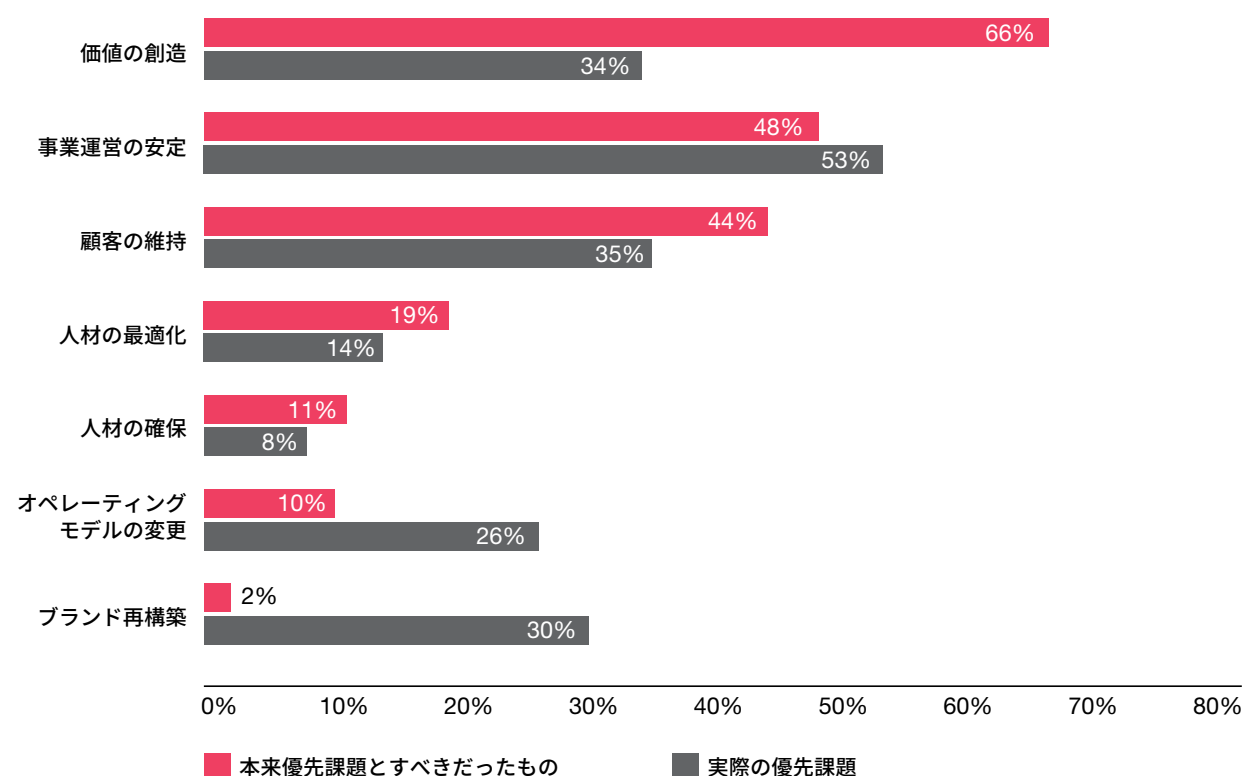
最後に、PwCでは買収後の価値向上にフォーカスする Deal Value Creation のコンセプトを提唱したい。

Deal Value Creation とは、被買収企業あるいは事業のトップラインの向上、コスト構造の改善、運転資本や税務面での効率化など、あらゆる側面から買収事業の価値をより一段引き上げていくことである。日本企業は従前、買収した会社を買収後もそのままぶらさげておくようなガバナンスが多く見られた。しかし、買収成立時における対象事業のバリュエーションが高く推移する環境の中で M&A を実行し価値を創出していくためには、事業やオペレーションだけでなく財務や税務を含むあらゆる観点から価値を定量化し、買収から統合に至るプロセスを通じた「共通のモノサシ」として、ディール関係者のコミットメントに用いて、価値を向上させていくことが全ての企業においてより必要となっている。

PwC が Mergermarket と共同でグローバルに実施した「Mergermarket とのディールを通じた長期的価値実現に

関する調査」によれば、61% の買収側企業が、直近のクロスボーダー M&A により「価値の創造」を実現したと考えているものの、53% の買収側企業がクロスボーダー M&A 案件成立後の2年間で株主総利回りが業界平均を下回った結果が出ている。つまり、実際には多くの買収案件で「価値の創造」が実現されていないことがうかがえる。このような事態を招いた要因として、図表11に示されるように、直近クロスボーダー案件の Day1 (取引成立) 時点において「価値の創造」を優先課題に設定していたと回答した企業は34% に過ぎず、本来そうすべきであったと考えている企業が66% を占めていることである。共同調査では、M&A によって「価値の創造」を実現したという企業のうち、ディール成立時点において既に統合計画を策定していたと回答した企業の割合は全体の3分の2を超えており、成功を収めている企業は、ディール開始前に包括的な統合準備をしていた企業であると言える。

図表 11 Day1 における実際の優先課題と優先すべき課題



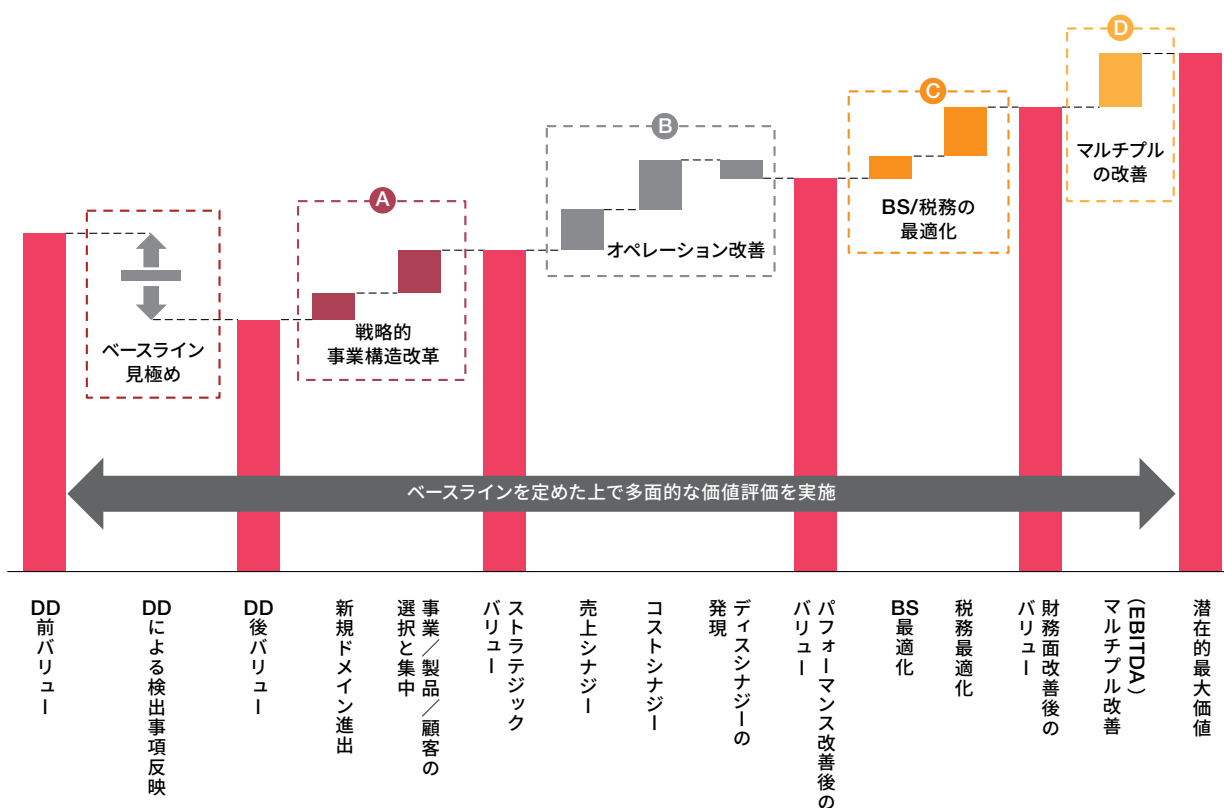
出典：PwC『Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて (2019年5月)』

M&A実行に際して、価値を「創造」するポイントは多岐にわたる。まず、デューデリジェンスによって検出されたリスク要因を反映し、対象会社または対象事業の企業価値のベースラインを見極めることから始まる。第一に、新規ドメインに関する進出や製品や顧客の選択と集中といった「戦略的な事業構造改革」によりトップラインの向上施策に関する検討があげられる。第二を経て、売上シナジーやコストシナジーといった「オペレーションの改善」による価値創出を狙う。バリュークリエーション活動では、さらに広範囲かつ多種の企業価値の創出策として、第三の「BS/税務の最適化」や「マルチプルの改善」までを目指す。買収案件の取り組みを通じてどのような価値を追加的に創出できるのかは、従来の「シナジー」検討の枠組みを超えた「バリューブリッジ」として見える化し定量化されるべきものである。常に図表に見られる三つの観点からのバリューブリッジが検討可能とは限らないが、買い手企業にとってバリューブリッジを作成することで、

ターゲットとすべき買収価格や許容できる価格の上限・下限を把握した上で交渉に臨むことが可能になる。また買収後に取り組むべきValue Creationが定量化され、その実行とトラッキングがしやすくなる。

実際の案件ごとにどのような活動から価値が創出されるのかは全く異なるため、一つ一つのM&A案件ごとに個別の「バリューブリッジ」を準備する必要がある。精緻なバリューブリッジを構築できるのはディール成立後に、より対象会社や事業の情報が取得できるようになってからではないかと思われるかもしれないが、契約締結前の段階から「バリューブリッジ」の仮説を構築しつつ買収価格を検討し、買収後にさらに「バリューブリッジ」を詳細化・精緻化し、着実に実行していく取り組みが肝要と考える。

図表 12 Deal Value Creation の概念 (バリューブリッジ)



関連情報

今回レポートの中で引用している調査レポートを紹介いたします。



Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/deals/value-creation-deals.html>



日本企業による海外M&A実態調査報告書

海外M&Aと日本企業 ～ M&Aの最前線に立つ国内外の企業の声からひもとく課題克服の可能性～

<https://www.meti.go.jp/press/2019/04/20190409003/20190409003.html>



お問い合わせ先



吉田 あかね

パートナー

akane.a.yoshida@pwc.com



石崎 豪朗

パートナー

takeo.ishizaki@pwc.com



鈴木 慎介

パートナー

shinsuke.suzuki@pwc.com

PwC アドバイザリー合同会社

〒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

03-6212-6880 (代表)



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 158 カ国に及ぶグローバルネットワークに 250,000 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。

電子版はこちらからダウンロードできます。 www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership.html
発刊年月：2019 年 6 月 管理番号：I201904-2

©2019 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.

