



## 「戦略的」M&Aの論理

富山和彦  
横田昌史

「大競争時代」を迎えたと言われる昨今、自動車・医薬品・通信といった分野を中心に国境をまたがる大型M&Aが相次ぎ、そこに日本企業が絡む案件も増えてきております。また日本国内においても、規制緩和に揺れる金融業界を中心に、やはりM&Aが大変増えて連日新聞紙上をにぎわせており、今年の国内のM&A案件数は過去最高に達するという予測もあるようです。

こうしたM&Aの中身を眺めてみますと、1980年代までに多かった、海外進出に代表される新分野開拓や財務的投資を主目的としたM&Aの割合は減り、自社の本質的な競争力を高め、よって事業／企業価値を従来よりも高めることを目的とした、真の意味での「戦略的」M&Aが大部分を占めて来ていることがわかります。

私どもCDIでは創業以来数多くのこうした「戦略的」M&Aの実現をお手伝いして参りましたが、今回はそうした経験を踏まえて、なぜ今「戦略的」M&Aなのか、「戦略的」M&Aにどう対応すべきか、について考察してみたいと思います。

### 「戦略的」M&Aとは：1+1>2の世界

「戦略的」M&Aとは、ある事業／企業の価値が譲渡により高まる、言わば「一足す一が二よりも大きくなる」ことを目的としたM&Aです。ある事業／企業を、売り手企業が所有／経営しているよりは、買い手企業が所有／経営した方が、事業／企業の価値が高まると想定されるときに成立します。

事業／企業の価値が高まる理由として考えられるのは、譲渡される事業／企業の経営資源と買い手企業の経営資源との組み合わせにより新たな価値創造が可能になる、あるいは規模効果やシナジー効果が生じる場合や、買い手企業が売り手企業とは異なる、よりの確な戦略ないしはマネジメントスタイルを採る場合などです。要はM&Aによって、著しく時間を短縮して競争力を強化する、あるいはそのための経営革新のトリガーとする現実的シナリオを描きうるという事です。

こうした「戦略的」M&Aでは、適正な相手と適正な価格で取引するかぎり、売り手企業と買い手企業双方の企業価値が向上することになります。ですから、企業がこれに積極的に取り組むのは、欧米流の「資本の論理」からすれば至極当然でありま

すが、日本国内で本格的に活発化してきたのはここ数年の事のように思います。ところが、我が国の経営史を振り返ってみると、日本においても、資本主義の勃興期から戦前・戦後を通じて高度成長期に入るまでは、様々な企業の買収・合併、分割あるいは倒産・吸収・再生等がかなりダイナミックに行われていたことが分かります。ここでは、人材の活用もかなり流動的で、現在の欧米のように吸収合併された側の人材が合併会社のトップに抜擢されることすら珍しくはありませんでした。しかしながら、新卒採用・終身雇用の自前主義で通してきた高度成長期以降のここ数十年間は、生物の世界における「有性生殖の優位性」から見れば、「無性生殖」あるいは「近親交配」を繰り返してきたようなものであり、時の経過とともに組織の没個性(同質)化が進んで企業の環境変化への適応力が下がるのは当たり前の結果です。ですから、迅速かつ劇的に経営環境が変化する現在において、M&Aを通じて新しい血と交じり合う必要性は日本企業においてこそ高いと思われます。

また、日本企業の多くは、必ずしも明確なグループ戦略を持たないままその時々々の事情に応じて多角化や分社化に取り組んできた結果、素質は有しながらもグループの中に埋もれている事業／企業を多数抱えています。中には、当初は将来の柱と目されながらも、今では本社の余剰人員の受け皿と化しているような企業／事業すらあります。「戦略的」M&Aは、そうした埋もれている事業／企業の潜在価値(「含み」)を顕在化させることでもありますから、この視点からも日本企業は「戦略的」M&Aを活用する必要性が高いと思われます。

このように、日本において「戦略的」M&Aが活発化することによって、日本企業の環境適応能力が高まるとともに、グループ内の事業／企業の「含み」が顕在化し、事業と資本のミスマッチが解消されて行く可能性があるのです。

「資本の論理」vs「人の論理」では、こうした「戦略的」M&Aは、譲渡される事業／企業で働く人々にとってはどのような意味を持つのでしょうか。

「会社は株主のもの」「企業は戦略なり」との思想に基づく欧米流の「資本の論理」と、「会社は社員のもの」「企業は人なり」という日本流の「人の論理」は、「どちらが真か」という「神学論争」で語られることが多く、通常両者は対立の図式で捉えられがちです。M&Aにおいては、被買収／合併企業の従業員は買い手企業の「捕虜」となって酷い目に合う、というのが良くあるステレオタイプのストーリーです。しかし、「戦略的」M&Aでは、M&A成立後に買収した事業／企業をいかにうまくマネジして思い描いた戦略シナリオを実行していくかが、事業／企業価値を向上させるための鍵であり、「人の論理」の側面が強い日本企業においてそれを成し遂げるためには、「資本の論理」と「人の論理」の両立が不可欠と考えられます。そうした両立関係の構築は現実に可能なのでしょうか。

これまでグループ内で埋もれていた事業／企業で働く社員は肩身を狭くしながらつまらぬ仕事をこなし、前向きな人材ほど日々失望感が増し、遂には諦めの境地に至るといった状況がままあったと思われます。ところが、「戦略的」M&Aで譲渡される事業／企業の価値が向上するという事は、従来と比べて事業／企業の競争力が高まり、量的あるいは質的に成長路線に転じる事を意味します。そして、新しい経営

陣が、そのために合理的・合目的経営を行うかぎりにおいて、前向きに仕事に取り組もうとしている有為の人材にとっては、より大きな自己実現の場が与えられる可能性の方が高いはずです。

最近我々が関わったM&A案件の中でもそうした事例がありました。親会社の事業に求められる意思決定のスピードと、子会社の事業で要求されるスピードが全く異なるため、親会社の経営スタイルの下では子会社はその事業環境の変化について行けず、遂に親会社が子会社の売却に踏み切ったという事例です。結局、子会社はその競合企業へと売却されることになったのですが、親会社からの出向社員を含めた大部分の社員がその子会社に残りました。そして、親会社の足から抜け出て自らの事業に合ったスピードで意思決定ができるようになったため、ストック・オプションの導入等と相まって、社員は以前とは比べものにならないくらいに生き生きと仕事に取り組んでいると聞きます。そして、子会社の業績は売却前よりかに改善し、買収企業の価値向上に貢献しているということです。

このように、本来「戦略的」M&Aは、事業／企業価値の向上という「資本の論理」と社員のやる気の向上という「人の論理」が相互に補強し合いながら両立してゆく好循環構造を築き上げる可能性をむしろ高めるものなのです。

#### 「戦略的」M&Aの成功要件(1)：mindset面

このように見てまいりますと、現在我が国において活発化している「戦略的」M&Aの動きは、ブームとしての一過性の現象と片づけることはできません。今後も企業戦略の定石として定着してゆく可能性が高いと思われます。

この「戦略的」M&Aにどのように取り組んでいったらよいのでしょうか。

「戦略的」M&Aでは、買い手企業の経営資源との組み合わせや事業戦略等によって譲渡事業／企業の価値が向上するわけですから、同じ事業／企業であっても相手（買い手）の経営資源や戦略シナリオによって顕在化／創造される価値の大きさが異なることとなります。つまり、「戦略的」M&Aの下では、事業／企業は「一物多価」なのです。

ここで最適な相手と最適な組み方をして最大の事業価値向上を想定できるかどうかは、自己の事業価値向上に向けた戦略シナリオをどれだけ魅力的かつ現実的なものとして策定できるかにかかっています。そのためには事業を取り巻く市場／競争環境変化を洞察し、事業の勝ちパターンを解明した上で、自己と相手の事業の可能性と限界を見極めるといふ、時間と労力のかかるプロセスが必要です。先ほど挙げた子会社の事例でも、業界の環境動向を踏まえた上で現実的に考えるあらゆる可能性を追求し、1か月以上かけて二十にも上る買い手先候補と戦略シナリオの組み合わせを作り一つひとつ検討致しました。そして優先度の高い組み合わせについてはコンティンジェンシープラン（危機回避計画）まで考えましたが、それでも実際には予想外の事態が生じ、何度もシナリオを練り直したものです。

このように「戦略的」M&Aでは、戦略シナリオの優劣が事業価値向上の可能性を規定してしまう側面が強いのですが、その策定にはかなりの時間と労力を要する反

面、M&A案件はいつ舞い込んでくるか分からないという特質を持つので、あらかじめ戦略シナリオを十分に検討しておかないと間に合いません。したがって、「戦略的」M&Aのもたらす利益を十分に享受するためには、事業戦略を検討・立案する際には常にその一選択肢としてM&Aを取り上げて、十分な時間と労力を費やしてその可能性を検討しておくことが必要です。平時からこうした検討を行い、「いつどんな案件が来ても大丈夫」という戦略的な「心の準備 (preparedmind)」を持てるかどうかで大きな差が出てきます。

しかしながら、このような「心の準備」をし、戦略シナリオを十分に検討していたとしても、思う通りにことが進むとは限りません。むしろ、ことM&Aに関しては、予期せぬ事態は生じるものと考えておいた方が良く、というのが私どものこれまでの経験からの認識です。

そうした状況を前提とした場合に、「戦略的」M&A成功のために求められるのは、企業としての意思決定のクオリティ(スピード、戦略的的確性等)です。M&Aでは十分な時間的余裕が与えられないことが通常ですし、「戦略的」M&Aは事業／企業価値向上の直接的手段であるが故に、一つひとつの意思決定(事業価値向上のためにM&Aという手段を採るという意思決定、当該ディールに参加するという意思決定、いくらで買う／売るという意思決定、どんな形＝スキームで買う／売るという意思決定…)が事業／企業全体に大きな影響を与えるため、その判断は戦略的に、つまり中期的時間軸の中で事業全体／全社最適の視点から、なされる必要性が高いのです。つまり、「戦略的」M&Aにより事業／企業価値の向上を実現するためには、自らの意思決定のクオリティの高さが問われてくるのです。

### 「戦略的」M&Aの成功要件(2)：体制面

このように「戦略的」M&Aを成功に導くためには、戦略シナリオ策定に関する「心の準備」や意思決定のクオリティの高さが重要ですが、さらにそれらを機能面・体制面で担保するためには、上述の戦略シナリオ立案能力に加え、資産／負債に対するデュー・ディリジェンス能力、法律・税務・ファイナンスの知識を前提としたフィナンシャル・スキームの組成能力、ビジネス面・法務面双方をマネジしうる交渉能力等のさまざまな専門知識／能力が求められてきます。このような専門知識／能力のかなりの部分について、法律事務所や会計事務所等の外部専門家／機関を活用する機会が多くなるとは思いますが、ここでは彼らを一体的かつ機動的・合目的的に活用できるか否かが重要な鍵となってきます。

こうした点を踏まえて考えると、「戦略的」M&Aを平時の事業戦略の選択肢として十分に活用してゆくためには、人・金という経営資源の獲得／マネジメントの仕組みとして「人事部」や「財務部」が常態として置かれているのと同様に、人・物・金等の有機的結合体としての事業／企業という経営資源を獲得／マネジメントする機能と体制を常設する、あるいはいつでも瞬時に整備できるような構えを常態として持っていることが必要になってきます。即ち、戦略シナリオの検討や外部専門家／機関とのネットワークの構築／維持を常に手がけておくとともに、案件に応じてど

の外部専門家／機関をどうやって使うかを決め、その活動を一括してコントロールする機能です。「大競争」の中にいる欧米トップ企業のほとんどが、何らかの形でこのようなコントロール機能を確立しているのに対し、多くの日本企業においては、M&Aは未だ非常時の経営上の選択肢という位置づけにしかっていないのが実情です。

そして、実際のM&A案件の多くはアド・ホックに浮上してくるという特性を考え合わせると、上述のコントロール機能についても、ほとんどの企業にとっては、M&A案件の特質に応じて、経験の豊富な（気心の知れた／互いの能力を良く分かっている）アドバイザーに適宜アウトソーシングする構えを作っておく事が効率的と思われる。相手探しの「仲人」能力が重視される案件では国際的な顧客ネットワークを持つ投資銀行、事業価値創造の戦略シナリオの策定と実現が鍵を握る案件においては法務・税務・会計・ファイナンス面に長じたスタッフやネットワークをも揃えている経営戦略コンサルティング会社、といった使い分けを行うのです。

我々 CDIは、以前から顧客企業の事業／企業戦略の選択肢として「戦略的」M&Aを検討し、その実行を数多く支援させて頂いており、M&A顧客企業からは上記使い分けの後者の場合に適する存在として位置づけて頂いているものと確信しています。このところM&Aないしは、それに類するプロジェクトにおけるフィナンシャルアドバイザーサービスに関わる依頼や問い合わせを、以前にも増して数多く頂いているのも、このような局面における私どもの価値を評価頂けているためではないかと考えておりますが、CDIとしては、さらに、「戦略的」M&Aを定常的な経営上の選択肢としていくための仕組み作りに、あるいはその仕組みの中におけるフィナンシャルアドバイザーとしての実践的なアウトソーシングサービスについても、積極的に取り組んで行きたいと考えております。

（とやまかずひこコーポレートディレクション取締役主幹）

（よこたまさふみコーポレートディレクション主幹）