

ボストン コンサルティング グループ

THE BOSTON CONSULTING GROUP

東京事務所

東京都千代田区紀尾井町4-1 ニューオータニガーデンコート〒102-0094

Tel.03-5211-0300 Fax.03-5211-0333

名古屋事務所

愛知県名古屋市中村区名駅1-1-4 JRセントラルタワーズ〒450-6036

Tel.052-533-3466 Fax.052-533-3468

展望  
PERSPECTIVES

## M&Aの幻想と真実

### THE BOSTON CONSULTING GROUP

---

アムステルダム アテネ アトランタ オークランド バンコク  
バルセロナ 北京 ベルリン ボストン ブリュッセル  
ブダペスト ブエノスアイレス シカゴ ケルン  
コペンハーゲン ダラス デトロイト デュッセルドルフ  
フランクフルト ハンブルグ ヘルシンキ 香港 ヒューストン  
ジャカルタ クアラルンプール リスボン ロンドン  
ロサンゼルス マドリッド メルボルン メキシコシティ  
マイアミ ミラノ モンテレー モスクワ ムンバイ  
ミュンヘン 名古屋 ニューデリー ニュージャージー  
ニューヨーク オスロ パリ プラハ ローマ  
サンフランシスコ サンティアゴ サンパウロ ソウル  
上海 シンガポール スtockホルム シュツットガルト  
シドニー 台北 東京 トロント ウィーン  
ワルシャワ ワシントン チューリッヒ

---

## M&Aの幻想と真実

数々の調査が示しているように、M&A(合併・買収)後に企業価値の向上を実現するのは容易なことではない。にもかかわらず、なぜ今、再び多くの企業がM&Aに積極的に取り組もうとしているのだろうか。2000年から2003年までの間に大きく落ち込んでいたM&A件数は、2004年に世界全体で6%増加した。中でも最も大きな伸びを示したのは米国(14%)で、アジア(11%)がそれに迫っている。ヨーロッパだけが減少したが、減少幅は5%未満にとどまった。2004年のM&Aディール数で見ると、米国が42%で最も多く、ヨーロッパが31%、アジアが27%となっている。

成功の確率からすると決して魅力的とはいえないM&Aが再び活発化するのには、無謀なことのように思える。多くの場合は、たしかにその通りだ。だが、私たちの調査によれば、継続的にM&Aを行っている企業は、M&Aによらない自前の成長戦略をとる企業に比べ、長期的に見ると、より高い株主価値を創出しているケースが多いことが明らかになった。

この調査は現在も継続中だが、次々とM&Aを成功

させている企業は、実は明確かつ綿密な手法をとっていることがわかってきた<sup>1</sup>。こういった企業では、M&Aに体系的かつ専門的なアプローチで取り組み、期待されるリターンが資本コストを上回る場合に限り、M&Aを行なっている。これらM&A先進企業に見られる成功のカギとして、①戦略的フォーカス、②厳密なバリエーション、③早期の部門横断的統合計画の立案、の3点があげられる。いずれも当然の要件のように思われるかもしれないが、これを実行している企業はきわめて少ないのが実情だ。

## M&Aのインパクトの実際

従来の調査の多くが、個々のディールの短・中期的な株主価値への影響を分析しているのに対して、今回の私たちの調査では、企業のM&A実績全体と長期的な株式市場でのパフォーマンスの関係を分析している。

具体的には、1993年から2002年までの10年間について、「積極的M&Aによる成長戦略を追求する企業」

群のトータル・シェアホルダー・リターン(TSR)<sup>2</sup>を、「M&Aによらない自前の成長戦略をとる企業」群、および「混合型の戦略をとっている企業」群のTSRと比較した。なお、「積極的M&Aによる成長戦略を追求する企業」とは、調査対象期間内にM&Aを実施した年が5年以上で、2002年の時価総額の70%以上相当をM&Aに費やした企業である。調査の結果、明らかになった主な点は次の通りである。

- ・積極的M&Aによる成長戦略を追求する企業が創出した10年間のTSR中央値(10.8%)は、混合型の戦略をとった企業(9.9%)や自前の成長戦略をとる企業(9.6%)のいずれをも上回っていた(次頁図参照)。この優れたパフォーマンスはまぎれもなくM&A自体によるもので、高い収益性に起因しているわけではない。収益性については、積極的M&Aによる成長戦略を追求する企業のほとんどが、調査対象の他の企業と同レベルであったことから、これは明らかである。

---

1 第一段階の調査結果については、BCGレポート「M&A(合併・買収)による成長」(2004年7月)をご参照ください。

<http://www.bcg.co.jp/publications/globalreport/2004.html#0701>

---

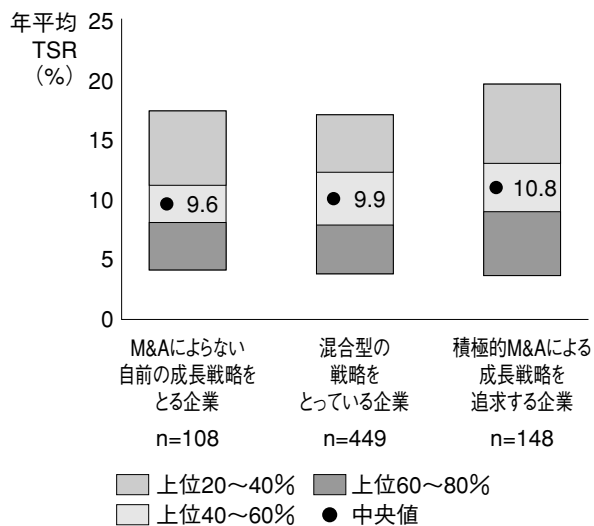
2 配当と株価の値上がりの総利回りで、株主にとっての投資収益性を示す。

・M&Aの経験が最も豊富な企業群、すなわち調査対象期間の10年間において毎年M&Aを実施した企業群は、最も高いリターンを生み出していた(12.4%)。このことは、M&Aにおいて経験が重要であることを示唆している。さらに、積極的M&Aによる成長戦略を追求する企業の中で最も高い成長率を達成した企業群は、自前の成長戦略をとる企業の中で最も高い成長率を達成した企業群よりもマーケットシェア獲

得のスピードが速く、2倍の速さで成長を遂げていた。これは、業界再編・統合の進む業界においては貴重な優位性である。

・今回の調査対象企業のうち、価値を創出した企業はすべて、収益性が資本コストを上回ってから、初めて成長に目を向けていた。この価値創出の原則を貫けなかった企業は、優れた株主価値を長期的に持続させることができなかった。

図 企業のM&A活動レベルと株式市場パフォーマンス (1993~2002年)



注: 上位20%、下位20%は、極端な数値のため除外  
出所: Compustat, BCG分析

しかし、以上の結果は、収益性が高く、積極的M&Aによる成長戦略を追求する企業が必ずしも全て、より高い株主価値を生み出せることを意味するものではない。私たちの顧客企業支援経験から、M&Aを成功させるためには、次の3点が欠かせないことがわかっている。ひとつは、企業戦略の中でM&Aの果たす役割を明確に定義すること。2つめは、M&A候補企業について精度の高いバリュエーションを行なうこと。3つめは、個々のM&Aについて厳密な統合計画を策定することである。

### あわててM&Aに走らない

競合企業がM&A候補企業にビッド(入札)したというような、何らかの脅威や機会が具体的に浮上してか

ら、その対抗措置としてあわててM&Aに手を出す企業が非常に多い。そのような場合、時間的なプレッシャーに負けて、明確なゲームプランを持たないまま、あっという間に「ディール熱」に感染してしまう。そうなるとうディールをまとめること自体に夢中になり、戦略的適合性や、リスク、候補企業の真の価値といった、より大きな視点が抜け落ちてしまうことが多い。結果として、当然のことながら、ほぼ例外なく株主価値が損なわれる。

自社をこのようなリスクにさらさずにリターンを最大化するには、M&Aに手をつける前に、“自前の成長”と“M&Aによる成長”を含めたあらゆる選択肢を詳細に分析し、その結果に基づいて明確な企業戦略を構築することが不可欠である。つまり、M&Aを実行する際には、そのM&Aが自社のゲームプランのなかで果たす役割をあらかじめ決めておかなければならない。

M&Aを行なう戦略的論拠は通常、次の4つである。

- ・新たな組織能力の獲得、もしくは、既存の組織能力の強化
- ・新たなビジネスモデルの構築
- ・低コスト化
- ・市場におけるポジションの向上

自社の成長戦略には、これらの目標のいずれかが不可欠だろうか？ もしそうであれば、M&Aはそれを達成する最も効果的な方法だろうか？ たとえば、戦略的提携は検討しただろうか、あるいは、自社の戦略に最も適したターゲット候補企業を見極めているか？ このような問いを自問してみれば、手を出すべきでないM&Aディールに足を取られる危険性を最小限に抑えることができる。同時に、どのようなタイプのM&Aが最適かを見極めたり、市場をふるいにかけて有力候補を見つけ出したり、公正な入札額を設定したりすることが可能になる。

あるグローバル加工食品メーカーの例を見ると、このアプローチ、とりわけ、系統のかつ主体的な成長戦略の優位性がよくわかる。同社は、既存中核市場の成長が滞るなかで、これからはグローバルに、かつ複数カテゴリーで事業を展開しなければ勝ち残れないことを認識していた。しかし同社は、自前では新たな分野に手を広げる時間も製造・技術面の組織能力も持ち合わせてはなかった。状況を打開するには、M&Aによる成長しか手がなかったのである。そこで、同社は入札に先駆けて、速やかにすべてのプロセスにわたる詳細なM&A戦略を準備し、好機があれば間違いなく捉える態勢を整えた。この戦略の中には、優先順位

の高い候補企業の選定、入札価格帯の設定、さらには統合のロードマップも含まれていた。現在、同社は複数のM&Aを成功させ、成長目標を達成しつつある。

### 過剰なシナジーと過小なコストに注意

M&Aのターゲット企業に過度の対価を支払うのは、M&Aによって創出される価値を損なう、最も安易で最も一般的なパターンのひとつである。こういう事態が起こるのは、たいてい過度に楽観的なシナジー効果を予測したことによる。M&Aを成功させている企業は、入札の適正価格帯を明らかにするために、候補企業について精度の高いバリュエーションを行い、期待されるシナジー効果やリスクも含めて、ディールに伴う社内外のコストとメリットをすべて定量化している。このプロセスは次の5つのステップをおさえる必要がある。

#### ①M&Aによって見込まれるメリットを徹底的に検証する

過去のデータや平均値ではなく、独自の調査に基づいて基本パフォーマンスの予測を立てる。独自調査の内容としては、たとえば候補企業の製品の最新パフォーマンス動向分析、候補企業の事業に詳しい取引先や顧客などへの覆面インタビュー、ヘビーユーザー層

とその消費傾向についての綿密な調査などが挙げられる。

#### ②M&Aが社内に与える影響を評価する

M&Aを行えば、必然的に社内プロジェクトから時間とリソースを奪うことになる。M&Aを進める場合、どの社内プロジェクトを縮小、削減、もしくは延期しなければならないだろうか？ それはコストに換算するとどれくらいになるだろうか？

#### ③M&Aを実行しなかった場合のコストを定量化する

ターゲット企業を買収できなければ、それによって期待されていたメリットを手にもできないだけでなく、競合他社がそのターゲット企業を買収するリスクも負うことになる。競合他社がその企業を買収することにより、コストベースの低減、研究開発能力の向上等を実現し、競争力を高めた場合、自社の計画や価格設定にどのような影響がおよぶだろうか？

#### ④M&Aの成立前に統合のシミュレーションを実施する

各マネジャーは、担当の部門についてコストと収益を合わせて試算するとともに、その実現可能性を定量化して示し、その分析に説明責任を負うべきである。

こうすることで、シミュレーションに現実味を持たせるだけでなく、ディールが完了した後の統合プロセスに向けて、すぐに活用できる詳細なロードマップを作成することにもなる。

#### ⑤ディール熟によるリスクを避けるため、最初に提示する対価と手を引く対価を決めておく

入札で最初に提示する額は、過去の事例や期待される創出価値の慎重な予測、競合入札者の資金制約に基づいて設定する。一方、手を引く対価は、得られるメリットに対する強気だが達成可能な予測と、資金、希薄化、一株あたり利益の上昇の限界閾値をもとに設定する。

#### ディール完了で気を抜かない

M&A後の統合プロセスはディールの成否を決定づける。M&Aの成功経験豊富な先進企業と価値を破壊する企業との差がつくのも、この段階であることが多い。成功の秘訣は、統合のスピードと完全性の間で適正なバランスをとることだ。潜在的なシナジーは迅速に(理想的にはディール成立後1年～1年半の間に)実現することが重要ではあるが、実際には、経営幹部がビジネスを早く通常の状態に戻したいと焦るあまり、時

期尚早に統合完了を宣言してしまい、潜在的なシナジーや優れたアイデアが完全に実現されないまま中途半端に終わることが多い。

M&Aの成功には、明確な目標とスケジュールを定めた、厳密かつ体系的な統合計画が不可欠である。統合を成功させるカギは以下の6点である。

#### ①M&Aのビジョンとビジネス論理をきちんとコミュニケーションする

従業員をはじめ、投資家などの重要なステークホルダーが、M&Aの戦略的論拠やビジネス上の目的、M&A後の統合プロセスのマイルストーンと目標を理解する必要がある。同時に経営幹部がそのビジョンを支持し、先頭に立ってその実行を指揮する姿を見せなければならない。実践は言葉よりも雄弁である。

#### ②M&A後の統合プロセスは中核事業と切り離して進める

M&A後の統合には、統合に取り組む組織を別個に設立して専任の幹部チームを置くとともに、通常業務よりも迅速な意思決定プロセスを構築する必要がある。最重要機能に優先的に取り組み、そこに適切な資源配分が行われるよう特に注意する。リソースを民主的に

配分している場合ではないのだ。

### ③中核事業のパフォーマンスを注視する

どんなに小さい収益の低下も見落とさず、問題を早期に経営陣に知らせる仕組みを確立する。営業担当者や主要な従業員のパフォーマンスを持続させるために、臨時の特別インセンティブを支給することも検討する。

### ④人・組織のソフト面の問題を積極的にマネージする

M&A後の統合は、単なる数字のゲームではない。統合により、組織と企業文化は複雑に変化し、関係者の間に不安や懸念が生じて無理はない。カギとなる人材を見出して彼らを引きとめるための戦略を策定する。異動は注意深く行う。

### ⑤ディールが成立する前に行動する

ディール成立前にできることはたくさんあり、そうすることで、ディール成立直後からM&Aのメリットを実現することができる。

### ⑥統合完了後に、統合プロセス中の意思決定の見直しを行い、統合効果実現の進捗状況を評価する

M&A後の統合プロセス中には、時に実利的あるいは政治的な理由での意思決定をしなければならないこともあり、これがコストを膨らませることがある。統合後にこれらの意思決定を見直し、自社の価値創出に貢献しているかどうか問い直すべきである。

M&A後の統合マネジメントが成功すれば、その成果はめざましいものとなる。例えば、ある世界有数の消費財企業は、ある有力な企業を買収した際、厳格なアプローチで統合プロセスに取り組んだことにより、自ら設定した厳しいシナジー目標を上回る成果を上げたうえ、投資家からも高い評価を得た。同社は、買収を宣言するとすぐに、グローバルなクロス・ファンクショナル（機能横断）統合チームを結成し、トップダウンで高い目標を設定した。この目標は、後から現場のマネジャーが検証した。そしてディールのアナウンスから成立までの時間を使って、詳細な実行計画を策定した。また、統合チームは定期的に経営陣に進捗状況を報告し、迅速な意思決定が確実に行なわれ、高い緊張感が保たれるようにした。ディールの完了時には、同社は完全に一枚岩の組織として市場にその姿を現すこ

とができた。同社は、今では優れた統合スキルを持つ企業として投資家から評価され、主要な取引企業も同社の成功に学ぼうと努めている。

\* \* \*

世の中の一般的な見方とは逆に、M&Aは長期的に相当高い株主価値を創出することができる。M&Aの経験豊富な企業は、特に自前の成長や収益性の向上といった選択肢が年々限られてゆく場合には、自信を持ってその経験を活かし、M&Aによる成長を目指すべきである。

経験の乏しい企業も同様に、勇気を持って経験豊富な企業に学ぶべきだ。一部の調査では、M&Aは成功率が五分五分の賭けだと言われているようであるが、必ずしもそうではない。M&Aを最も成功させている企業群を見ればわかるように、その成功は系統的な戦略を策定できるかどうかにかかっている。サイコロをふるのではなく、十分な準備をすることが肝要なのである。

ケース・クールズ

ジェフ・ゲル

アレクサンダー・ルーズ

---

原題：Successful M&A: The Method in the Madness

ケース・クールズ：

BCGアムステルダム事務所 エグゼクティブ・アドバイザー、オランダ フローニンゲン大学 コーポレート・ファイナンス教授

ジェフ・ゲル：

BCGシカゴ事務所 ヴァイスプレジデント ディレクター  
アレクサンダー・ルーズ：

BCGベルリン事務所 ヴァイスプレジデント ディレクター

2006年5月発行

## 既刊「展望」

- Vol. 142 「攻め」と「守り」
- Vol. 143 埋もれた資産を探し出せ
- Vol. 144 不透明な時代のリーダーシップ
- Vol. 145 企業価値ベースの競争戦略
- Vol. 146 チェンジモンスター
- Vol. 147 リーダー就任：最初の100日間
- Vol. 148 デフレの定石：3+1
- Vol. 149 ローマ帝国の興亡に学ぶ：再創造と衰退の岐路
- Vol. 150 今また戦略の時代
- Vol. 151 キャッシュを生むR&D・商品開発：  
イノベーション・トゥ・キャッシュ（ITC）
- Vol. 152 「ニューラグジュアリー」型ブランドの創造  
一ワンランクアップの新商品開発・需要創造のカギ
- Vol. 153 新視点での調達戦略—ネットワークと情報
- Vol. 154 ベン・ホーガン 完璧を求めて
- Vol. 155 成果主義を超えて
- Vol. 156 営業現場を変える：SFE（営業生産性向上）
- Vol. 157 投資家の顔が見えているか
- Vol. 158 ポートフォリオ戦略：悪循環から抜け出すステップ

バックナンバーは、弊社ホームページでご覧いただけます。  
<http://www.bcg.co.jp/>

弊グループでは、企業経営に関する様々なテーマについて  
コンサルティングサービスを提供しております。  
ご関心をお持ちの方は、下記までお問合せください。

秘 書 室 久須美<sup>くすみ</sup>（電話：03-5211-0386）  
（FAX：03-5211-7149）

電 子 メ ー ル [bcgtokyo@bcg.co.jp](mailto:bcgtokyo@bcg.co.jp)