

M&A の成功要因 実績と評価

— 中小企業 M&A への提言 —

2016 年 6 月 8 日

DF ガバナンス部会第 11 クール

小研究会第一グループ

メンバー： 猪 野 久仁朗 (DF993) リーダー
藤 村 俊 夫 (DF1009) サブリーダー

—

藤 村 峯 一 (DF499)
野 末 正 博 (DF706)
塩 谷 仁 (DF1042)
加 納 道 章 (DF1095)
松 本 雅 登 (DF1105)

メンター： 上 原 利 夫 (DF384)
平 井 隆 一 (DF1022)
細 谷 洋 夫 (DF1045)

目次	ページ
はじめに	2
1. M&A の流れ	3
2. 事例分析 1 ブリヂストン	13
3. 事例分析 2 日本たばこ(JT)	21
4. 事例分析 3 日本電産	28
5. M&A の成功要因と評価	38
6. 中小企業の M&A 対応事例	42
7. 中小企業の M&A 活用と社外役員	44
おわりに	52
参考文献	53

2016 年 6 月 8 日

DF ガバナンス部会
第 11 クール小研究会第一グループ

はじめに

企業の成長戦略におけるツールとして M&A がますます注目を浴びています。更に昨今、大企業のみならず、中小企業に於いても M&A が有効な成長戦略ツールと成りつつあります。

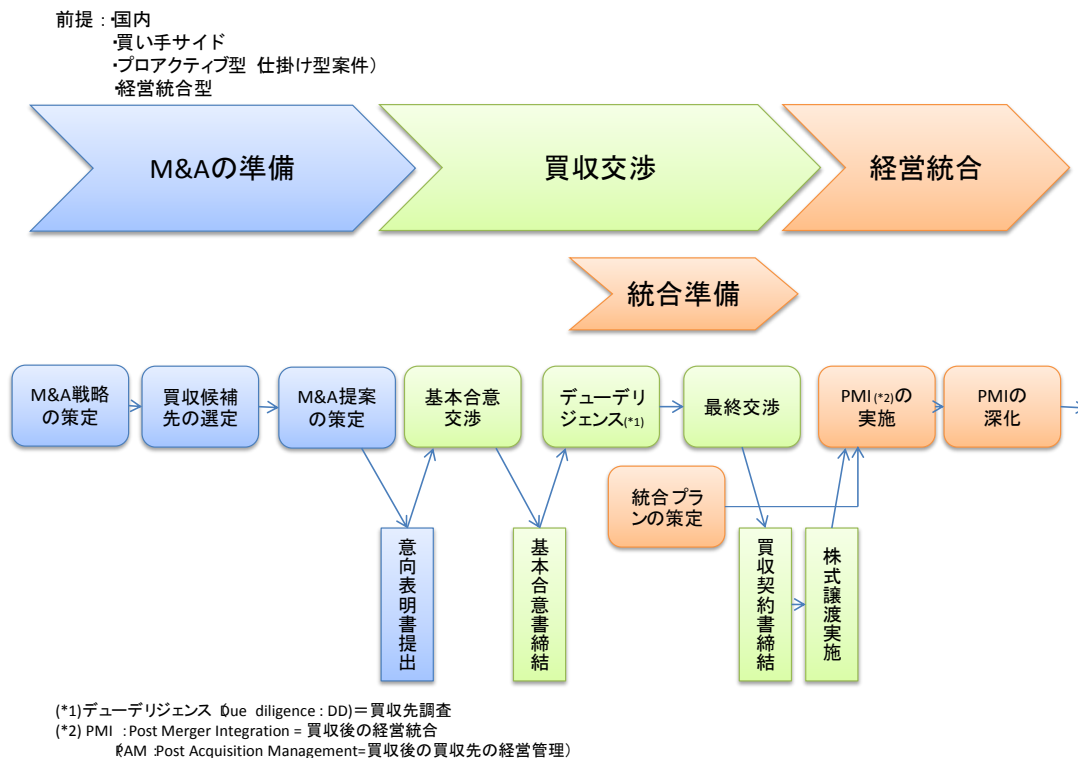
そもそも M&A とは？ その実例は？ 成功要因は？ 中企業の M&A 事例は？ 社外役員の役割は？ これ等の切り口で、表題を「M&A の成功要因 実績と評価 ―中小企業 M&A への提言―」とし、7 名のメンバーが分担して、3 名のメンター各位の助言を仰ぎながら、次頁以下 55 頁の小論文として纏めました。

中小企業の役員や顧問として活躍される機会の多い DF 会員の皆様の参考にして戴きたい、この目的で本論文を作成致しましたので、少しでもお役に立てば幸甚です。

以上

第一章 M & A の流れ (加納 道彦)

M&Aの流れ 全体)



M&A は買収する側と売却する側では立場が異なる。ここでは非入札案件の国内における買収する側の立場で、買収後経営統合するケースの基本的なプロセスについて分析し、後段に「売却する側」、「クロスボーダー案件」および「中堅・中小企業」などのケースで特徴的な点について付け加えることにする。

M&A のプロセスは大きく「M&A の準備」「買収交渉」「経営統合」といった3つの段階に分けられる。「M&A の準備」段階では M&A を行うに当たっての社内的なコンセンサスの取得から買収候補先への意向表明書の提出まで、「買収交渉」段階では買収の基本合意交渉から株式譲渡実施まで、「経営統合」段階では統合準備作業から PMI の深化までの3段階

階となり、それぞれについて分析する。尚、一般的に「M&A の準備」「買収交渉」段階は比較的、外部のプロフェッショナルの支援を得やすいが、「経営統合」段階は独自での多大な労力と時間を必要とする割には、当初の計画通りに成果が得られない場合も多く、M&A 成功の大きな鍵となっている。

I. 「M&A の準備」段階について

M&A は偶然に紹介された案件に飛びつくものではなく、また余裕資金があるからと思いつきで行うものでもない。即ち事前に十分な準備の上で進めることが重要となる。準備段階においては 1. M&A 戦略の策定 2. 買収候補先の選定 3. M&A 提案の策定を経て意向表明書提出のステップとなる。

1. M&A 戦略の策定

<経営目標と M&A>

「会社としてなすべきことは何か」という観点から経営目標は設定されるが、その目標を達成するために自社の事業の強みや弱み、市場の成長機会や脅威などの現状が分析される。その結果を受けて経営目標を達成するための最適手段は自社独自で進めることか、M&A で行うのかが選択される。即ち戦略的 M&A においては、経営目標を達成するための一つの手段であって、M&A 自体を目的とはしない。

<M&A の目的>

策定された経営目標を達成するために選択された M&A は、具体的目的、ゴールおよびシナジーなどを明確にして、社内関係者で共有しておく必要がある。M.ハマーによると M&A は①成長機会の取得、②技術力の強化、③事業ポートフォリオの構築、④防衛の手段、⑤ビジネス機会の獲得、⑥海外進出などの目的達成のために選択されるとしている。

<M&A の実施主体>

M&A は企業にとって日常的な取引ではないため、M&A を主体的に実施する社内プロジェクトチームの組成と訓練が必要となる。しかし社内で M&A に精通した人材を抱える企業も少ないため、効率的に M&A を実施するためには、専門のアドバイザーを起用するのも有効な方法である。尚、M&A を進める上で、社内外への秘密保持が重要となるので、関係者を限定して認識を徹底させる必要がある。特に上場会社の場合は、インサイダーの問題となるので注意を要する。

<M&A アドバイザー>

M&A アドバイザー業務を行っている企業は、証券会社、投資銀行、会計系ファームなどである。その役割は助言、交渉、調査、手続きなどであるが、起用のタイミングや依頼内容は企業の状況によって異なる。ただし、買収候補先との交渉においては、ある段階まで直接利害関係者でないアドバイザーを利用した方がスムーズとなる。アドバイザーへの報酬は、一般的に着手金、リテナー、成功報酬で構成されるが、高値で買収することによ

り最大化される構造となっている。アドバイザーを起用する場合は、守秘義務契約の締結が必要となる。また費用が発生することになるので経営への事前の了解も必要である。

＜M&A 基本戦略計画＞

M&A を開始するに際し、事前にゴールまでの道筋として、買収先要件、買収方法、予算、時期、方法、リスク対策など、M&A 基本戦略計画を策定しておく必要がある。

2. 買収候補先の選定

＜ロングリスト（買収候補先リスト）の作成＞

買収候補先の選定は、対象業種、地域、規模、買収予定額などを基準にして行う。具体的には有価証券報告書、業界誌などの公表データ、および信用情報会社のデータ、業界有識者の意見などの非公開情報などからスクリーニングを行う。次に M&A の目的に合致した企業を、大きな視点による緩い基準で、10～20 社以上選定してロングリストを作成する。リストアップした企業については、経営指標などを簡易に分析して、企業情報（コーポレート・プロフィール）として整理しておく。

＜ショートリスト＞

ロングリストから、M&A アドバイザーの協力を得ながら、手紙、電話、訪問などにより、買収候補先の興味の打診を行う。その結果を踏まえながら、M&A の目的と合致度の高い買収候補先候補を、ショートリストとして 5～10 社程度に絞り込む。

＜コンタクト対象企業＞

ショートリストから、上位 3～5 社程度を実際のコンタクト対象企業として選定し、優先度の高い買収候補先に対して、M&A アドバイザーを介して案件チームが面談を行う。買収候補先から前向きな興味が得られない場合は、次の順位の候補先企業へのアプローチを行う。

3. M&A 提案の策定

＜M&A の提案書の作成＞

案件チームが面談内容に違和感がなく、買収候補先も前向きな興味を示している場合は、スピード感を持って、買収意向がある旨の提案書を提出することが重要である。また同時に、簡易的な事業分析や価値評価を行い、金融機関への資金調達の打診を行うと共に、経営への報告を行い意向表明書の提出についての確認を取得する。

＜意向表明書の提出＞

意向表明書は、買手から買収候補先へ、一方的に買収の思いを伝える文書で、差し入れ形式により作成される。意向表明書は、買収候補先に対して、買収提案に至った経緯・目的、価格、事業運営方針、役職員の処遇、スケジュールなどを記載した法的拘束力のないレターである。特に買収候補先の評価ポイントと、買収後のポジティブなプランを示すことが重要となる。価格については、公開情報に基づいて算出したもので、「事業計画書やデ

ューデリジェンス（DD）に基づき再計算する」旨を記載する。また独占交渉権の付与についても依頼する。

4. 失敗の要因

- ① M&A を経営目標の手段とする社内的な位置付けと、M&A の統一的ルールがないため、明確な目的意識もなく、持ち込み案件を安易に取り上げてしまう。
- ② 社内に M&A のノウハウと経験の蓄積がなく、M&A をマネジメントできる人材も不足している。
- ③ M&A を経営が自らの問題と捉えず、アドバイザーや担当者に任せきりにする。また担当者も当事者意識がない。
- ④ 売り手が何故このタイミングで会社を売却するのかという、売り手の真意に思いを馳せない。会社を売却するに至った理由は事前に確認すべき。
- ⑤ 会社の状況が打開できず M&A に死活を求める貧者の投資は成功することが難しい。
- ⑥ M&A の情報管理の不備により社内外に混乱や妨害もたらし、最終的に断念せざるを得ない場合も生じさせる。

II. 「買収交渉」段階について

「買収交渉」段階においては 1. 基本合意交渉から基本合意書を締結し 2. デューデリジェンス（DD）3. 最終交渉を経て買収契約書締結・株式譲渡実施となる。

1. 基本合意交渉

買収候補先が買手の意向表明書の内容を受け入れたことにより、買収候補先のマネジメントと買手の買収責任者により面談が実施される。その際、買手は守秘義務契約書を差し入れることにより、DD のための事業計画書、財務諸表などの非公開情報を入手する。

＜基本合意書の締結＞

DD に進む前に、基本的買収条件となる価格（変動要件付）、支払条件、スケジュール、独占交渉権などを記載した、基本合意書を締結する。これは買手と買収候補先による書面による、M&A の基本的内容に関する意思確認を行うもので、双方に拘束力が生じる。これに先立ち、買収資金の調達のため、調達先を確定し条件の内示を受ける。また、買手は基本合意書内容に対しての拘束力や DD コストなどが生じるため、経営の了解を取得する。

2. DD

＜DD の実施＞

DD は、売買時に生じる買手と買手候補先との情報格差を解消するためのプロセスで、調査内容ごとに専門家を選任する。買手も DD 対応の社内チームを組成し、専門家の選任、

調査範囲、期間、報酬などを決定する。専門家としては、各種コンサル会社、監査法人会社、法律事務所などが対応する。DD には、財務・会計・税務、法務、環境などの過去・現在の状況を調べるためのものと、事業、人事、IT などの統合後の将来を描くためのものに分けられる。

＜DD 報告の分析と対応＞

DD のプロセスは、社内チームと専門家との間で、買収目的、方法、日程、体制などの確認のためのキックオフからスタートし、買収候補先で用意されたデーターームでの資料分析や、現地調査などが行われる。DD では、主として買収候補先の収益力の源泉は何か、安定的で継続的か。社内のキーマンは誰か、社風、社員のモチベーションはどうか、シナジーの実現性はどうかなどが調査・分析される。中間報告では、DD の進捗状況やディールキラーの有無が確認される。最終報告会では、調査結果の内容が確認されるが、そこで指摘された課題・アドバイスに基づき、事業計画に反映すべきか、リスク対応策は何かなどを考慮して、事業価格の算定を行う。また DD の結果、当初想定していた経営目標に合致しなとか、今後の事業展開にマイナスの影響が判断される場合は、M&A を中止する可能性が生じる。

3. 最終交渉

＜買収価格の算定＞

買収価格は、買手が企業価値評価方法によって算出し、買収候補先との交渉の結果、最終合意された価格である。論理的に企業価値評価を行って買収価格を決めることは、株主・債権者を含めたステークホルダーに対する、一定の説明責任を果たすことになり、コーポレートガバナンス上からも重要となる。

＜企業価値評価方法＞

企業価値を絶対的に求めることは難しいが、伝統的な評価方法として次の方法がある。
①比較アプローチとして、類似する業種、規模の会社と比較して導き出す方式で、類似会社批准方式などがある。
②動態的アプローチとして、資産が生み出す将来キャッシュフローの割引現在価値を求め、DCF 法や配当還元法などがある。
③静態アプローチとして、正味の純資産を総株数で割って求める方式で、純資産価格方式などがある。
M&A では、企業の将来価値を算出するキャッシュフローによる評価方法が適している。最近では、買収予定の企業価値が本業の収益力（年間のキャッシュフロー）を表す EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization＝利払い前税引き前償却前利益)の何倍かによって割高かどうか判断されている。

＜買収価格交渉＞

買手はできるだけ安く買いたい、一方、買収候補先は少しでも高く売りたいことから、両社間の価格と根拠に乖離があるのは当然である。乖離を確認することで交渉はスタートするが、交渉の重要なポイントは、買収候補先の将来の事業計画の実現可能性となる。

<資金調達>

金融機関と DD 結果を共有し、最終貸出条件の確定を依頼する。尚、資金は、必ずしも金融機関からの借り入れで賄う必要はなく、自己資金、社債、増資、株式交換など、買手の資金ポジションなどにより決定される。

<買収契約書の交渉>

M&A では価格交渉が最優先されるが、買収契約書にはそれと同等以上に重要な諸条件が盛り込まれる。それらは個々の取引によって異なるが、共通して重要となる事項としては、①対価の支払い方法、②補償期間・補償上限額である。

① 対価の支払い方法

一括払いか分割払いか。買収先の資産などに不確定な要素がある場合や、確定までに少し時間を要するような場合は、分割払いが選択される。不確定な要素が比較的早く解決できる場合は、**Condition Precedent**（契約発効条件）条項に加えておくこともできる。

② 補償期間・補償上限額

補償とは、買収候補先が契約書のなかで買手に約束することで、その約束する期間と上限額を定めたものである。上限額には個別事項の金額の上限を設定する方法と、全体の合計額の上限を設定する方法がある。

<クロージング>

最後に買収契約を調印し株式譲渡となるが、契約調印に先立って、または調印後すみやかに、①社内、②社外に対して対応しなければならない事項がある。

① 社内関係

契約調印のための取締役会および株主総会の承認決議が必要となる。また、従業員に対しては不安を起こさせずモチベーションをアップするために、事前にコミュニケーション・プランを作成して、調印後可及的すみやかに M&A の目的などを説明する必要がある。

② 社外関係

所轄の関係省庁や上場会社の場合は上場証券取引所へ、独占禁止法など事前または事後の相談・届出を行い、調印後すみやかにプレス発表を行う必要がある。また事業の継続上重要となる取引先に対しても、必要に応じて事前・事後の説明が必要となる。

4. 失敗の要因

- ① DD 費用の節約、短期間の DD および DD 関係者内での情報共有の不備などにより、重要事項が見落される恐れがある。
- ② DD での発見・指摘事項に対して十分な対応がなされない。
- ③ DD 費用をサンクコストとして考えられず、プロセスが意図的に継続される。
- ④ 当初の目標価格を上回る高すぎる買収価格により、投資効率の悪化や減損リスクが発生する恐れがある。また過度の財務レバレッジとなり財務状況を悪化

させる可能性もある。

⑤ 発見・指摘されたリスクへのヘッジ努力が足りず将来顕在化する恐れがある。

⑥ 社内的なプロセスが進捗すると買収交渉を断念するのは難しくなり、妥協点を意識した交渉スタンスとなる。

Ⅲ.「経営統合」段階について

「経営統合」段階では 1. PMI(Post Merger Integration=買収後の経営統合)の準備 2. PMI の実施 3. PMI の深化というステップを経ることになる。

1. PMI の準備

冒頭にも記載したが、PMI は M&A の成否を左右する重要なものであることから、そのプロセスとマネジメント方法を決める準備作業は、買収契約調印前の早い段階から着手するのが望ましい。

＜統合準備室の設立＞

統合準備室は、買収契約調印前にスタートするため、経営陣と企画・戦略部門を中心とした、M&A に係ってきた 4～5 人のコアメンバーにより構成される。

＜統合準備室の作業＞

統合準備室の作業は、統合の基本的な軸となる統合計画書（100 日プラン）を策定することである。統合計画書には、当初設定した M&A 戦略に基づき「統合目的」や「基本方針」を明確化しておくことが必要である。また、統合の熱情を維持し対外的に効果の説明が求められる 100 日を目処に、一定の成果を出すように作成する。

＜100 日プランの作成＞

100 日プランの作成は、直接事業に影響を及ぼす「必ずやるべきこと」と、「やったほうがよいこと」について項目を洗い出し、優先順位をつけることが重要となる。主要項目には①M&A の目的と基本方針、②統合プロジェクトの全体スケジュール、③プロジェクト体制、④シナジー施策、分科会（経営企画、人事労務、経理財務、IT、各オペレーション、リスク管理・内部統制など）のワークプラン、⑤法務および許認可対応などがある。プロジェクトを進めるに当たり、それぞれのタスクの責任者と実施期限を明確にしておくことが大切である。

2. PMI の実施

＜統合推進室＞

PMI は、事前に作成されていた 100 日プランに従い作業が開始されるが、当初は統合準備室のリーダシップの下で進められる。この統合準備室は、可及的速やかに買収先のメンバーも加えた統合推進室として発展的に解消し、統合を中心となって推進・管理していく

ことになる。統合推進室のリーダーを担う人は、企業経営に関する広範囲な知識を持ち合わせ、強力なリーダシップを発揮できる人が望ましい。

<統合ゴールの共有化>

統合を成功させるポイントは、トップマネジメントから従業員まで統合に係るメンバーが、統合による「あるべき姿」を統合ゴールとして共有・認識した上で、統合作業を実行することである。「あるべき姿」は、買い手・買収先のトップマネジメントや関係者が中心となって、ビジョン・経営戦略として策定する必要がある。

<100日プランの実施>

統合の作業は、クロスファンクショナルな事柄が多いため、タスク毎に責任者を決め、作業を進めるうえでのルール（意思決定および進捗・課題管理方法など）を定め、期限を設定して全体進捗管理を行う。統合推進室は、経営企画、財務・経理、人事、営業、システムなどの機能別にワーキンググループを設立し、定期的に各ワーキンググループが参加する運営委員会を開催し、各ワーキンググループ間の意見調整や意思決定を行う必要がある。また各ワーキンググループには、統合前の既存組織が持っている機能の延長線上で考えるのではなく、まっさらな状態で検討させることが重要となる。統合推進室は、統合効果の測定、統合の進捗のモニタリング、および統合リスクの管理なども、定期的に行っていく必要がある。

<従業員の意識変革と統合>

統合は、従業員の意識統合がうまくいかないと成功しない。会社個別の言葉や認識の違いから、確認作業には時間がかかるが、議論を繰り返す中で相互理解が深まり、新会社としての一体感が醸成される。そのために従業員には、①現状への危機意識、②既存の業務・文化に捉われず現状を打破する意識、③全体最適に対する意識を持たせ、当事者意識を醸成しながら、統合を円滑に実施する必要がある。

3. PMIの深化

100日プランとしての統合作業が完了した後においても、統合の更なる加速化や、継続的なモニタリングを実施していく必要がある。

<統合計画のモニタリング>

統合計画を推進し管理してきた統合推進室は、経営企画に組み入れられ発展的に解消するが、100日プラン後の積み残しの計画や、新たに発生した問題などに対する社内窓口として、解決のためのリーダシップを発揮していくことになる。また統合による効果測定を行い、当初計画との差異の要因分析により発見された見込み違いや努力不足は、次回への参考や更なる努力項目として活用する必要がある。効果測定は、①収益貢献、②コスト削減、③投資回避、④コスト増加、⑤統合一時費用、⑥統合投資費用などの観点から分析を行う。

<新経営体制の定着化>

新経営体制の定着化を図る上で、従業員に対する計画的なコミュニケーションを行うこ

とが大切である。多くの従業員は、頭では理解していても、実際に慣れ親しんだ業務の仕方などを変えることには、戸惑いや抵抗を感じている。こうしたストレスを緊密で丁寧なコミュニケーションを行うことにより、解消してあげることが統合を円滑に進める上で重要となる。そうしたコミュニケーションの中で、新経営体制の説明を行いながら、従業員のコミットメントを引き出ししていくことが大切である。

<業務オペレーション定着化と IT システムの安定運用>

統合後の業務オペレーションや、IT システムがうまく機能しなければ、統合のシナジー効果を得どころか、混乱によりマイナス効果となりかねない。業務や IT の統合は、統合の仕方を決定するまでに時間がかかり、現場へのトレーニングやマニュアル展開が遅れ、現場の混乱の原因となる。従い、現場の従業員が新業務を理解し、ルールや使い方やスキルを備えられるように、計画することが大切である。こうした計画を遂行していくためには、現場リーダー人材を多く育成していく必要がある。IT システムについては、統合ヘルプデスクを設置して、現場の問題を一元管理して対応することが安定稼働につながる。

<最近の統合方法>

経営統合を行う場合は、業務オペレーションや IT システムなど現場の従業員を巻き込んで実施されるが、買収情報は契約調印時まで現場の従業員には知らされない。従い、契約調印後直ちに統合作業を開始すると現場の混乱をもたらす、通常の業務に支障をきたす恐れが生じる。そのため最近では、買収契約後すぐに統合せず、統合準備期間を考慮して実際の統合日を先に設定することが多い。これは欧米的にはスピード感に欠ける方法だが、現場や従業員を大切に、統合を円滑に進めるための日本的な方法である。

4. 失敗の要因

① 統合準備作業の遅れ

統合作業を行うための人材やノウハウ・経験の蓄積が不足し、リーダーシップも欠如しているため、100 日プランの作成などの作業が予定通りに進まない。

② 統合計画の不備

ビジョンや目的が明確に打ち出せていない、またタスクの洗い出しが不足している、といった統合計画が不十分なために、統合が円滑に行われない。

③ PMI の実行力不足

実際に実務を取り仕切る現場の中間管理職にリーダーシップが不足しているため、PMI が効率的に実行されない。一方、キーマンに対するケアやモチベーション不足により、作業の遅延や離職をもたらす。

④ チェンジマネジメントの失敗

従業員への統合に対する当事者意識や企業文化を変革しようとする意識の醸成不足により、全社一体となった統合作業が進められない。

IV. クロスボーダーM&Aの課題

クロスボーダーM&Aは、日本企業の構造的な問題から、国内M&Aよりハードルは高い。概して日本企業は、M&Aの経験が少ないため、社内に人材とノウハウの蓄積がない。また海外企業と比較して、意思決定が遅く買収先国の文化・制度・価値観を理解し共有するのが不得手である。また従業員のレベルでも、言葉の能力やコミュニケーション力に問題があり、労働に対する意識も異なる。こうした点はM&Aを実行する上で足枷となるが、経験の積み上げや専門家の利用などで補えるものもある。しかし日本企業の構造的な問題の変革には時間を要するため、所与のものとした対応を行うことが必要となる。

V. 中堅・中小企業のM&Aの課題

中堅・中小企業の場合は、M&Aの経験が少ないため、人材とノウハウの蓄積が不足している。またそれ以前の問題として、限界的な人員体制で経営されているため、M&Aの担当者を捻出すること自体が難しい。またオーナー経営者やカリスマ社長などが多いことから、独断や思い付きでM&Aが行われやすく、目的も不明確で自社の戦略・ビジョンに基づいていないことがある。人材不足については、信頼できるアドバイザーを起用することでカバーできるが、経営者の独走は失敗の反省から学んでもらう必要がある。

VI. 売り手側でのM&Aの課題

<M&Aの準備段階>

売り手側のM&Aの動機としては、オーナー経営者の事業承継、経営の行き詰まりなどの止むを得ないケースと、会社の将来の展開を考えた上での選択などに分かれる。どちらにしても、買手の仲介者からの持ち込みによりバタバタと考え始めるのではなく、日頃から自社の将来を考える中の一つの選択肢として、M&Aが選ばれることが望ましい。自社の売却を役職員と一緒に検討することは難しい。従い、社長一人で悩むより、信頼できるアドバイザーを選んで相談することが得策である。また、会社も一つの商品と考え、日頃から企業価値を向上するための施策や、簿外債務・不明瞭な経理処理などは整理し、財務諸表を整えておくことが必要である。

<買収交渉段階>

故意に問題の隠蔽や、DD期間の短縮により売り逃げを画策しても、途中発覚により破談となるとか、契約後に補償対象となるなどで、結果的にコストと時間が無駄となる可能性が高い。買手先の決定は、価格も重要だが、会社の将来の姿、役職員の処遇、および取引先との関係なども考慮して選択する必要がある。

<経営統合段階>

買われる立場の従業員や取引先などの不安を払拭するため、すみやかにM&Aを決断した理由、および今後の対応など丁寧に説明を行う必要がある。また、M&Aに関する社内外の対応窓口として、統合準備チームを立ち上げると共に、業務上のトラブルを発生させない

ために、現場レベルでの買手と協調体制の構築が重要となる。

この章のまとめとして

＜「全体の流れ」から読む M&A 成功のポイント＞

1. M&A はしっかりした社内的位置付けと体制作りといった事前の準備が重要となる。
2. M&A は主体的に進める必用があるがアドバイザーの有効活用は大きなサポートとなる。
3. 経営統合には両社役職員のモチベーションを上げる共通目標の設定と各階層でのリーダーシップの発揮とが重要となる。

第二章 事例分析 1 ブリヂストンの海外企業買収（藤村 峯一）

1988 年ブリヂストンは米国のファイヤストーンを当時の日本企業の最大買収金額で買収した。しかし買収から数年は困難と赤字の連続で「大失敗」と報道された。しかし近年米国家業が儲け頭となり、この買収が日本企業の数少ない「成功事例」とし報道されている。

週間東洋経済

【過去 30 年の大型 M&A 案件 成功(ブリヂストン・JT 等)は、わずか 6 件のみ!!】

しかしファイヤストーン買収当時の 1990 年代は「大失敗」と報じられていた。

また 2015 年末に米国大手のオートザービス店網のペップボーイの買収については個人投資家との値上げ競争を断念した。マスコミ報道は「買収に失敗」と報道した。

この間約四半世紀の経緯と成功と失敗の要因について探ってみたい。

1988 年ファイヤストーン買収経緯

（株式会社ブリヂストンのホームページを要約）

米国進出の布石

1983 年ファイヤストーンからテネシー州のトラック用タイヤの新鋭工場を買収し、米国への生産技術移転の一步を踏み出した。

合併事業が急遽全体買収に

1988 年 2 月 16 日に上記経験に基づきブリヂストン 75%、ファイヤストーン 25%の枠組み

生産の合併会社設立の合意を発表した。

3月7日、突然ピレリが、4月1日期限で1株58ドルでのファイアストーン株式の公開買付けを実施すると発表した。

3月14日、対抗オファーを実施することが取締役会で承認され、16日、1株80ドルで応えることを決定しました。これを受け18日、ピレリは買収断念を発表した。

5月4日、買収を完了してファイアストーンは当社の完全子会社となった。家入社長は「独自の販売網拡大には長い時間と労力がかかり、ファイアストーンをピレリに取られたら永久にチャンスを失うと考え、時間を買ったのです」と後に述べている。

買収直後の苦闘

ファイアストーンを買収した1988年を「第2の創業」と位置付けた。

家入社長は本社での訓示で、「それぞれの企業体質や主体性、文化を尊重し、最終的には結合から融合に至ることが大事である」と説いた。

ファイアストーンは1988年6月、ネビン会長兼社長のもとで、当社の竹内、平井両取締役を含んだ6名の役員構成で新たなスタートを切った。

ネビン氏に経営を任せたことについて、家入社長は、「われわれが即日乗りこんで切り盛りできればよいのだが、国の数も多いし、組織も大きいし、彼に経営を任せ、徐々に変えていくことにした。米国人は、買収した側が即時乗りこんで、全部変えてしまうのだが、わが社にはそこまでのノウハウはなかった。各ポストを日本人で埋めるだけの力もなかった」と当時の海外要員の限界を述べている。

ファイアストーンが抱えていた問題点

1. 小売り網

当時、米国では車のサービス事業の方がタイヤ販売よりも利益率がよかったため、約1,500店の自動車サービス・タイヤ小売販売店網「マスターケア」ではサービス事業に力点が置かれていた。それでも3分の1の店舗が赤字で、業績は悪化しつつあった。

独立系ディーラーへ卸す事業も、ディーラーの小売店と「マスターケア」が競合し、ファイアストーン同士で犬猿の仲の状態であった。

2. 商品、開発、生産

開発力の不足や設備の老朽化から、新車用タイヤに占める高付加価値品の比率が低く、生産効率もよくなかった。労使関係もまた、リストラ政策などがあり最悪の状態が続いていた。

BFSの誕生

1989年8月、ファイアストーン社に米国ブリヂストン（BSUS）社を統合し、ブリヂスト

ン／ファイアストン・インク（BFS）と社名変更すること、本社をアクロンに置くことが発表された。この統合は、最終的には 1990 年 5 月、BFS が BSUS を吸収合併して終了した。買収から 3 年が経過し、仕損品やクレームの削減、ブリヂストンブランド品の生産、ファイアストンブランド品の製品レベル向上、自動車メーカーへの納入拡大が進められた。

しかし 15 億ドルの投資は、業績向上に即時には結びつかなかった。品質は向上しても、市場で認知されるのには時間がかかり、ブランドイメージが上がっても価格が上がるわけではなく、多く売れるわけでもなかった。

ファイアストンの業績は 1990 年、売上高 50 億ドル、税引後で 3.5 億ドルの赤字となった。

海崎副社長、BFS の CEO 就任

1991 年 3 月、海崎副社長は BFS の会長兼 CEO に就任した。3 月に出張で現地に赴いた海崎副社長は BFS の状況を見て、4 月に次のような報告をしている。

1. BFS 経営上のハンディキャップ

- o 巨額の借入金、半分近くの店舗が赤字のマスターケア、合理化の遅れなど。
- o このままでは 1992 年の黒字化は無理。事実を直視し、再建を進める必要がある。

2. 重点実施事項及びブリヂストンへの要望

- o BFS への明確な方針提示と人事評価制度の見直し。
- o 日本の職能からの BFS への直接の指示はなくし、海崎 CEO へ一本化する、など。

当社は、買収時にファイアストンに負担させてきた借入金に相当する 14 億ドルを BFS の増資という形で支援し、BFS は借入金・利子負担を半減させることができた。当社は、この資金を外部調達に依らざるを得ず、借入金は約 3,000 億円と膨らみ、「超優良企業」にはほど遠い財務構造となった。

BFS 基本方針

1991 年 4 月、海崎副社長はアクロンに赴任し、5 月に基本方針を明らかにしている。

1. 方針策定の考え方

- o BFS の赤字の背景には過剰設備投資、ブリヂストンの各職能からの統一を欠いたアドバイスなど、親会社を含め間違っていたことが多々あった。過去の問題を洗い出し、解決していく。

2. CEO 基本方針

- o コスト改善の徹底推進。
- o 販売力の強化と販売量の増大、など。

BFS は、1992 年 3 月、ナッシュビルの新本社へ移転し、業務の合理化、組織の簡素化し

た。この年、間接・直接部門合わせて約 2500 人の人員整理を行った。

ファイアストンの自動車サービス・タイヤ小売店網「マスターケア」

自動車サービス・タイヤ小売販売店網「マスターケア」の再建

「マスターケア」では、経営陣を入れ替え、日本の市販用販売のノウハウを持った日本からの派遣者とのコンビで再建を進めた。

方針の明確化、組織階層の半減、権限委譲などを行い、個人の評価と会社の利益を連動させたインセンティブプログラムをつくった。不採算店を分析した結果、人材の問題に行き着き、店長を大幅に入れ替え、「人づくり、店づくり、客づくり」の基本を実施した。利益率のよいカーサービスも重視しながら、顧客の再来店頻度を上げ、1991 年には事業全体で営業黒字化を達成した。

北米タイヤ事業のブランド別販売から品種別販売への転換

BSUS と BFS 双方を機能別に統合した新運営組織が、1991 年にスタートした。この体制は、それまでのブリヂストン／ファイアストン双方のブランドを別々の組織で販売してきたものを、両ブランドの販売責任を一人が負うことにしました。しかし、この統合の時点では、販売の切り口はブランド別であり、責任者は一人でも組織は別々で互いが食い合う状態が続いた。

1992 年、販売の切り口を消費財、生産財に分けることで、ブランド同士の競合関係が解消した。この時に採用したマルチブランド戦略は消費財の販売全体に展開した。

TBR（トラック・バス用タイヤ）拡販の努力

1990 年、ウォーレン工場で TBR の量産が始まった。ブリヂストンのシェアは市販用・新車用ともに 15% を占め、高評価を確立したが、ラバーン、ウォーレンの TBR 工場をフルに稼働しコストを改善するため、拡販が至上命題であった。

1990 年、超大手運送会社のライダー社と 5 年間の長期契約を、1991 年には全米第 2 位の大型トラックメーカーのパッカー社と 3 年間の標準装着契約を結ぶことができた。

GM 納入復活

1988 年に GM への納入を断られて以来、復帰に向けた提案はすべて受け入れられなかった。デトロイトで GM との商談が再開されたのは 1992 年のことです。日米欧の直需関係者が密接に連携することで、1993 年 7 月、GM への再参入を実現した。

21 の分社化体制

1992 年、21 の分社化が始まった。事業のくくりごとに 20 の事業会社と 1 つのサービス会社に分け、各々の事業の経営状態がよく把握できるようにし、米国人に方針をはっきり

と出し、責任を持たせた上で経営を任せた。各社の管理目標は「予算の達成」とした。各社長は CEO 方針に基づき自社方針を決定し、実施計画に落とし込み、毎月 CEO への報告会議でチェック、フォローをした。

コスト改善と拡販の結果、1992 年下期は 6 百万ドルの黒字を計上しました。黒字化の目標が、半期といえども初めての達成となった。1993 年には年間黒字化を達成した。

FS 欧州事業の立て直し

FS 欧州事業の問題点

ファイアストンはスペインの市販用販売では利益を上げていたが、他地域では低価格の一括大量販売をしており、ファイアストン品には安物イメージがつきまとっていた。直需のシェアは約 8% あったが、評価基準が販売本数のみであり、利益責任がなかったため、汎用タイヤを安値販売しており、採算が悪かった。

ローマの技術センターで設計される製品は性能が劣り、開発・製造の設備も貧弱なものであり、投資が必要と考えられた。

BFE の設立

ブリヂストン／ファイアストンのすべての子会社を統括、管理するために、1990 年、ブリヂストン／ファイアストン ヨーロッパ エス エー (BFE) をブリュッセルに設立した。BFE は、同一国内のブリヂストンとファイアストンの販売会社を統合した。

生産部門のリストラクチャリング

スペイン、イタリア、フランス、ポルトガルの製造子会社は、国ごとに会社が独立しているためライバル関係にあり、それぞれの国の需要をカバーできるように各社で多品種の製品を作っていた。そのため量の拡大によるメリットも追求できず、品質管理も行き渡らない状況であった。そこで「地域最適」生産から、「全欧最適」生産を目的に工場の再編を行った。

1992 年 BFE 年間黒字化の達成

ブリヂストンブランド品の生産をブルゴス、ベチューン、ビルバオ、バリ工場を開始した。

併行して新製品の集中的な開発、自動車メーカーの承認取得活動を進めました。当社の技術を導入したファイアストンブランドの新製品の市場評価は高いものでした。自動車メーカーの承認取得では「付加価値の高い高性能タイヤの割合を 50% まで高める」ということにした。

新たに開発された新製品が現地生産され、販売も軌道に乗り、生産量上がることでコストを改善することもでき、利益を生み出すことに貢献した。その結果、1992 年には年間

黒字化を達成した。

考察

困難をもたらした要因（失敗の原因）

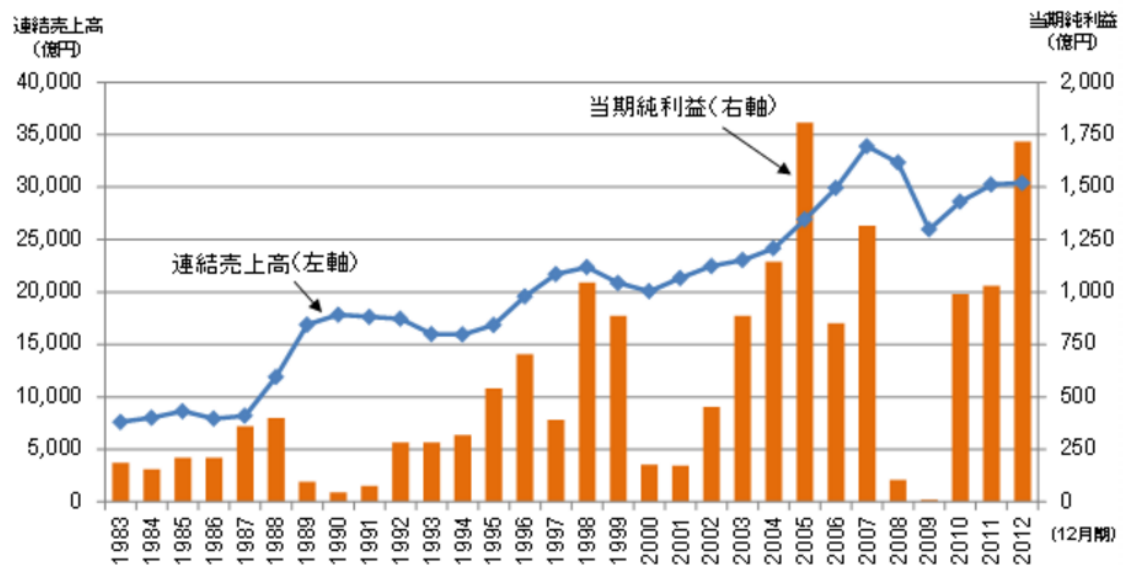
- * 合併の予定が競合の TOB により、自らより大きな企業全体買収となった
- * 準備の時間がなかった
- * 買収後に対応できる人材とノウハウがなかった
- * 旧経営陣にその後の経営を任せた
- * 予想以上の問題があった
- * 個別部門からの支援は限界と混乱
- * 欧米流の経営に精通していなかった

困難克服要因（成功要因）

- * 海崎さんのもとに経営を集約した
- * リストラを含み目標達成へ邁進
- * 責任権限の明確化
- * 日本人・非日本人に関係なく組織に入れた
- * 世界 1 のタイヤ企業になると言う目標
- * 危機感の共有とブリヂストンのヤラジャコテ精神の発揮
- * 失敗を直視してノウハウを確立
- * 本業であり、放棄できない

その後フォード車装着タイヤの大規模リコール、リーマンショックなどの困難に遭遇するも、これらも克服し米国事業は国内利益を上回るまでに成長した。

〈図表1〉ブリヂストンの連結売上高と当期純利益の推移



(注)有価証券報告書等より作成

事業所別 <http://www.bridgestone.co.jp/ir/financialdata/segment/index.html>

		2011	2012	2013	2014	2015
	〇〇〇〇 (〇〇〇)	12,290	12,187	12,703	12,649	11,878
	〇〇〇〇	695	1,584	2,195	2,101	1,974
	〇〇〇〇〇〇	5.7	13	17.3	16.6	16.6
	〇〇〇	12,886	13,309	16,519	17,681	19,416
	〇〇〇〇	619	923	1,564	1,802	2,225
	〇〇〇〇〇〇	4.8	6.9	9.5	10.2	11.5
	〇〇〇	4,131	3,488	4,233	4,392	4,217
	〇〇〇〇	113	18	20	203	214
	〇〇〇〇〇〇	2.8	0.5	0.5	4.6	5.1
	〇〇〇	6,996	6,999	8,627	8,415	8,380
	〇〇〇〇	482	557	802	668	682
	〇〇〇〇〇〇	6.9	8	9.3	7.9	8.1

ペップボーイズ買収 201626 週刊東洋経済

昨年10月26日、ブリヂストンは1000億円を投じ米国の自動車用品小売りチェーンであるペップ・ボーイズを買収すると発表した。実現すれば米タイヤ大手のファイアストーン（約3300億円）、米再生タイヤのバンダグ（約1200億円）に次ぐ約10年ぶりの大型買

収になるはずだった。だが、事態は12月に入り急変する。米大物投資家でペップボーイズの大株主であるカール・アイカーン氏がベップ買収に名乗りを上げ、ブリヂストンを上回る買収額を提示したのである。日本のグローバル企業と米投資家による前代未開の買収合戦の裏側ではどのような駆け引きや決断があったのだろうか。

米国で店舗網6000店を展開計画があり、ペップとは2年ぐらい前から話をしてきた。タイヤ供給の話もあるし、提携できないかというのもあった。最後はペップを売却するという方針を出してきた。経営陣とはよく話をしてきたが、最終的にはオークション方式で、3社による入札となった。われわれは1株当たり15ドル、全部現金という条件を出して、それで合意して契約するというプロセスを経ていた。

懸念材料は株主構成が問題だった。株主の上位4社で5割も持っているが、すべてファンド。だからわれわれも2年ぐらい前から動いてきて、スッと終わればいいけど、株主構成を見て、いろいろ想定はしていた。違約金条項を入れたのも、そのためだった。

だが、ブリヂストンが人物投資家カール・アイカーン氏の最終的な提案に対抗した場合、当初1000億円と計画していた買収金額は1200億円以上にハネ上がっていたはずだ。現状では収益性の低いペップを買収するには明らかに割高であった。



皮肉を込めていうと、最初私どもが買収計画の発表をしたときは大きな話題にはしかなかった。実際、メディアにはあまり関心を持っていただけなかったと思うが、それが一転して今は「買収失敗」とメディアの方々にえらく書いていただいている。これは何なんだろう。「買収成功」というのは買うことそのものではなく、買収後に事業をきちんと行うことだ。今回はおカネは持っているけど買わなかっただけでしょ、それを「失敗」と言

われるので、「何じゃ、わかってねえなあ」と思いながら、みなさんの記事を読んでいる。
(津谷社長)

考察

4 半世紀前のファイヤストーン買収は確かに大きな冒険であった。危機に遭遇した時に組織は自分の属するグループの存続にかけるためにブリヂストンと旧ファイヤストーン間、日米間などあらゆる分野で内部葛藤が起きた。ブランドについても早期の業績回復のためには米国では知名度が高いファイヤストーンを優先すべきという論と時間はかかってもブリヂストンを優先すべきなどあらゆるところで論争が起きた。

幸いなことに必要な時期に必要な経営者が現れ、周囲の意見と状況を適切に判断し、リーダーシップを発揮し、従業員も創業以来の一度ことが決定すればひたすらやり抜く精神力と実行力で幾多の困難を乗り越えた。

今やブリヂストンは海外売上 8 割、海外従業員 9 割のグローバルな会社としての実力と運営を達成しつつある。

M&A についても案件があるから買うのではなく、将来計画に合致したものを精査して買収するだけの体制と実力を備えつつある。

現在のブリヂストンの状態を形作ったのはファイヤストーン買収及び2000年のファイヤストーンタイヤの大規模リコールの危機の克服によるものと言える。

この過程で欧米人を主体とした様々な国の制度や習慣考え方をブリヂストンの日本人が戸惑いながらも習得し、どの国でも非日本人であっても共通で世界展開が可能な組織、体制のプラットフォームを構築し、不正防止と人・モノ・金・情報の流動性を高めることによる効率化と高い透明性を両立した制度（ガバナンス）を実行しつつある。

またその精神の根幹としては創業者石橋正二郎の理念を展開した使命「最高の品質で社会に貢献」と 4 つの心構え誠実協調、進取独創、現物現場、熟慮断行を海外の従業員にまで浸透させるようにしている。

第三章 事例分析 2 JT（日本たばこ）（松本 雅登）

海外M&A成功の代表例 JT： 内需型企業から海外M&Aによりグローバル企業に

1) J Tの概要

1. 設立 : 1985 年、80 年続いた専売公社が民営化され設立
2. 売上内訳 : 国内たばこ事業 30.1%、海外たばこ事業 58.5%
医薬事業 3.4%、加工食品事業 7.3% (2015 年度)
3. 決算概要 : 売上高 2 兆 2,529 億円、営業利益 5,652 億円当期利益 4,027 億円
資本合計 2 兆 5,215 億円、自己資本比率 55.3%、従業員 44,485 名(2015 年度連結)、海外たばこ事業は売上の 58.5% ,営業利益の 61.4%を占める。
4. 経営理念 : 4 S (お客様を中心として、株主、従業員、社会の 4 者に対する責任を高い次元でバランス良く果たし、4 者の満足度を高めていく)

2) 海外M&Aの必要性

1. J T (日本たばこ) は、1985 年に 80 年続いた専売公社が民営化され設立された。設立直後に、たばこ販売の自由競争化に続いて、たばこ関税撤廃による外国製たばこの大幅な価格低下と、急速な円高によるシェアダウンに見舞われた。さらに 10 年後には人口減少と喫煙率の低下による国内たばこ消費量の減少が想定された。
2. J Tは 1989 年に長期ビジョンを策定、その骨子は①たばこ事業の国際化と②新規事業への進出であった。とりわけ国内での販売量低下やシェアダウンを挽回するための海外たばこ事業拡大には、関税が絡んでくる輸出ではなく、各国内で製販一体の体制 (バリューチェーン) を築く形態、すなわち海外M&Aが必須であった。
3. 1994 年 10 月には J Tは株式を東京証券取引所に上場し、資本市場の洗礼をうけることとなった。1996 年には、株式時価総額 1 兆 8,000 億円に対し、バランスシートには手元現預金が 5,000 億円積み上がり、所謂キャッシュリッチとなっていた。

3) J Tにおける海外M&Aのステップ

1. 2 度の大型海外M&Aでグローバル企業に

海外たばこ事業は、1999 年の R J R インターナショナル (R J R I) 買収、そして 2007 年のギャラハー買収の 2 度の大型買収により飛躍的に成長した。たばこ販売数量ベースでの海外比率は、R J R I 買収前では 7 %であったものが、現在では 79%となっている。

J Tの 2015 年度の連結売上高は 2 兆 2,259 億円、営業利益は 5,652 億円を計上、うち海外たばこ事業は、売上の 58.5%、営業利益の 61.4%を占めている。グローバル展開しているたばこ企業ランキングでは、J Tグループは、フィリップ・モリス・インターナショナル、ブリティッシュ・アメリカン・タバコに次いで第 3 位となっている。

2. 最初にパイロット的買収

内需型企業の典型であった J T の初めての海外企業買収は、1992 年英国のたばこ会社であるマンチェスターたばこであった。事業規模は小さいがバリューチェーンのすべてがそろっており、この買収は海外での事業経験を積むための、言わばパイロット的な買収となった。日本から当社の CEO や CFO のほか 10 名程度の人材を送り出し、海外でのオペレーションを学ぶ場として大いに役立った。これらの人材が R J R I 買収時に活躍することとなる。

3. R J R I の買収

L B O により米国ファンド (K K R) が所有していた R J R ナビスコは、1998 年 12 月に、借入金返済のため、海外たばこ事業部門である R J R I を売却することを決定し、入札を実施した。J T はオークションに参加、データールームでの情報をもとに D D を行い応札、77 億 9,000 万ドル (9,400 億円) で競り落とした。この金額は当時日本企業が行った海外企業の買収のなかで最大であり、アナリストの予想買収金額 60 億ドルをかなり上回るものであった。

買収目的はウインストン、キャメルといった世界 4 位、5 位の有名ブランドの獲得と世界各地の工場・営業拠点の入手、そして人材の獲得であった。ゼロからブランドを築いていく困難さを考慮すると、典型的な「時間を買う」買収であり、この買収によって現在の海外たばこ事業のプラットフォームが構築されることとなった。後述のように、R J R I は、J T I (J T インターナショナル) として新たに出発した。

4. 高値（と思われる）買収価格に対する批判および R J R I 買収の反省点

1998 年 12 月の買収の直後に発生したロシア経済危機で、R J R I の売上比率が高いロシアや C I S 地域のビジネス環境は、D D 時点より深刻な状況となり、J T は業績予想の下方修正に追い込まれた。「甘い収益見通しを立てて高い買い物をしたのではないか」、「海外事業のマネジメント能力があるのか」等の高値買収への批判が集中し、J T の株価は買収発表直後の値上がりした株価の半値近くまで一時急落した。

しかし、その後、買収前の親会社 R J R ナビスコに対する高額の配当支払いにより投資不足に陥っていた R J R I の再生が軌道に乗り、業績が向上するにつれ J T の株価は徐々に持ち直していった。その再生の要因は、①中長期視点から投資を実行し、旧 R J R I 時代の投資不足によるブランド価値低下や品質劣化を食いとめ旧 R J R I 従業員の信頼を得たこと ②選択と集中によって注力ブランド、主力市場を強化したこと ③リストラを含めて R J R I 再生にベストの方策を J T の日本でのやり方にとらわれず実行したことによる。

大きな反省点は、DDに臨むにあたり準備不足であったこと、それにより統合計画づくりに8カ月かかり、被買収側のモチベーションの低下やライバル企業に隙をつくったことである。

5. R J R I 買収に続く買収候補先の選定

J Tの成長のために追加の海外M&Aを狙うべく、J Tグループ内に「買収プロジェクトチーム」を編成した。買収によるシナジーとリスクの検討や買収後の青写真をシュミレーションし、買収候補先の選定作業を時間をかけて行った。

買収先の検討の要点は

- ① 買収目的の明確化
- ② 対象企業の選択
- ③ 統合を見据えた企業価値＝買収後の経営の青写真に基づく企業価値算定
- ④ 対象企業取締役会の動き
- ⑤ 適切なアドバイザーの活用による買収諸問題（税制、法務 etc）の解決
- ⑥ 買収を巡る他社の動きの把握

の6点で、特に①は時間をかけて議論し、最終的には買収対象先をギャラハーに絞った。

6. ギャラハーの買収

当時のギャラハーはシガレット販売数量において世界第5位の会社で、ベンソン&ヘッジス、シルクカット、LDといった有力ブランドを擁して欧州や「愛煙家王国」のロシア・ウクライナで高いシェアを誇っていた。経営陣は株主の要請に応えることを最重視し、配当や自社株買いといった株主還元積極的にあった。株主還元を行いつつ事業投資をしていくには規模が十分でなく、株主価値を上げるためには事業の売却も選択肢の一つと考えていた。J Tではギャラハーの買収の検討は、2003年末頃より3年程度の時間をかけて検討していた。

J Tのギャラハーの買収目的は

- ① 規模の拡大によるスケールメリットの享受
- ② 両者の補完性を生かした相乗効果と競争力の強化⇒ギャラハー買収により国別市場シェア1位の市場は3市場から11市場へ
- ③ 技術・インフラの強化
- ④ 優秀な人材の獲得

であった。

2006年12月にJ Tはギャラハーと相対での友好的買収に合意した。

買収価格は2兆2,530億円であった。その金額は、R J R Iの買収額の2.4倍であり、

日本企業が行った海外企業の買収で最大のものである。相対取引とはいえ高い買い物との批判があったが、「J Tが支払うプレミアムと今後享受するシナジーと比較すればシナジーのほう大きい」として契約に踏み切った。本件も「成長の時間を買った」買収であった。

買収と統合がスムーズにいったのは、買収の交渉前から買収後の青写真をきちんと描いていたからであり、統合計画の策定期間も契約クロージングから 100 日間で終了した。(R J R I 買収後の統合計画は8カ月かかった)

買収直後に J T I にギャラハーの本社機能を統合し、重複している製造拠点や営業組織を再編、年間3億ドルのコストダウンにも成功した。

4) J Tの海外M&AのPMI手法：適切なガバナンスを前提とした任せる経営

1. R J R I 買収時のPMI

①「世界本社」をジュネーブに

J TはR J R I 買収後、海外たばこ事業を管轄する J Tインターナショナル (J T I) を東京ではなくスイス・ジュネーブにR J R I を母体として設立。東京の J T本社はガバナンスに特化。もともと J Tは海外展開するための人材が圧倒的に不足しており、有為な人材を引き付けることで知られる都市・ジュネーブに J Tの「世界本社」たる J T I を設立した。

即ち「日本人だけで多様なマーケットをマネージ出来るわけがない」という割り切りを早い段階から行った。

現在 J T I には 100 カ国籍、2 万 7,000 人の社員がおり、そのうち日本人は 180 人にすぎない。ジュネーブの本社には 900 人、60 カ国籍の社員がいる。役員は 17 人でそのうち日本人は2人のみである。

②企業トップがリーダーシップを発揮

R J R I 買収の責任者で最終判断をした本田副社長が買収直後にそれまでの大蔵省出身の社長に代わって J T初の生え抜き社長となった。買収の実務を取り仕切った木村経営企画部長が J T I 設立時の J T I 副社長となった。(その後本田氏に次いで J T社長に就任)

この二人は、M&Aと J T I の設立および体制固めに腕をふるった。

③買収したR J R I の人材を活用

R J R I 出身者を J T I のCEOに就けるなど、R J R I の人材を十分に活用した。

④ J Tの経営理念の「4 S」を J T I にも取り入れた。

旧 R J R I 時代は株主である親会社に対する配当第一であり (いわゆるキャッシュ

マシン)、ブランドや設備の投資は二の次となっていた。それだけに J T の理念に共感を感じるようになった。

2. 適切なガバナンスを前提にした任せる経営

① J T と J T I との関係を一言で言うと、「適切なガバナンスを前提とした任せる経営」である。その根幹をなしているルールが責任権限規程（オペレーティング・ガイドライン）である。この責任権限規程に J T 本社の承認事項が明記しており、判断や責任の所在を明確にしている。J T 本社の承認事項は限られており、単年度・中期事業計画、役員人事、役員報酬・賞与等であり、単年度・中期事業計画は年 2 回 J T と J T I 間で議論をしてすり合わせをしている。

②「徹底した経営の見える化」も、グループ内の一体化と J T I のけん制に重要な要素となっている。それは意思決定と経営情報の見える化と、J T I 執行側からの独立した内部監査体制によって支えられている。意思決定の見える化を電子意思決定システムの活用により実現し、最終意思決定者より上席者はすべての決定承認を閲覧可能となっている。例えば、J T I の C E O の最終意思決定でも、たばこ事業を統括する J T 本社の副社長は閲覧可能である。また J T I の内部監査結果は、たばこ事業を担当する J T 副社長に直接レポートされる仕組みとなっている。加えて J T の監査部門と監査役が J T I を含む海外子会社に往査を実施している。

5) 海外 M & A を検討するにあたり J T の海外たばこ事業の M & A が参考になる点

1. 背水の陣

- ・海外たばこ事業を将来の柱に

2. トップのリーダーシップ

- ・トップの関与と最終決断による M & A と P M I 体制の構築
- ・中心人物は J T 初の生え抜き社長およびその次の 2 代目生え抜き社長

3. 人材の育成

- ・J T のケースは、まず英国の規模の小さい会社の買収による、人材育成からスタート
- ・M & A のスキルを持つ人材の養成
- ・買収後運営する人材の育成

4. 時間をかけた事前検討

- ・「案件検討チーム」を事前に組成、M & A の目的を明確化し、青写真を描き買収候補を選定し交渉。これが統合計画の早期策定にもつながる。

5. 統合計画を 100 日程度で終わらせる。

- ・期間が延びると被買収側のモラルの低下を招くうえ、ライバル企業に隙をつくる。

6. 戦力や実情にあったPMI

- ・経営理念の共有
- ・適切なガバナンスを前提とした任せる経営⇒判断・責任の明確化と徹底した経営の見える化
- ・買収先の人材の活用

7. RJRIとギャラハーの2度の統合によるシナジー効果

- ・買収コストを上回るパフォーマンス（PMIが勝負）

【参考事項】

1) のれん代の償却というリスク

グローバル企業となったことで、JTは2012年3月期から国際会計基準(IFRS)を採用した(決算期もその後3月から12月に変更)。

M&Aを実施するとそれにより増加する資産と投資額の差額が「のれん代」として計上される。

日本の会計基準では「のれん代」は、20年以内に償却することが要求される。償却費は販売費および一般管理費に計上され、営業利益を圧迫する要因となる。大型案件の場合、「のれん」の計上額およびその償却負担も相当なものとなり、買収企業の業績に大きな影響を与える。

IFRS基準だと、「のれん代」は買収した企業の価値が下がった場合にだけ減損処理をするルールになっている。JTの場合は、IFRS適用により日本の会計基準より約1,000億円営業利益が多くなることとなる。IFRSでは、「のれん代」の定期的な償却を行わない代わりに、減損にかかわる判定は厳格である。企業は每期「のれん代」の減損テストを実施し、「のれん代」をそのまま貸借対照表に計上しておいてよいかどうかを吟味しなければならない。減損テストの結果が悪ければ直ちに大きな減損損失を計上することとなり一気に赤字に転落することとなるというリスクが存在する。JTの2015年12月末時点の「のれん代」は1兆4,293億円となっており、資本合計2兆5,215億円の57%をしめる巨額となっている。

ギャラハー買収後も10件程度の小規模なM&Aを行っているほか、昨年はナチュラル・アメリカン・スピリットの米国以外の海外たばこ事業を6,000億円で買収した。「のれん代」のリスクは大きいままである。

2) 為替リスクとカントリーリスク

2015年12月決算は、ルーブル安と中東の政情不安による影響で営業利益は5,652億円(前年比1.3%の減少)、うち海外たばこ事業の営業利益は3,469億円(前年比8.6%の減少)であった。当社グループはロシア市場のシェア3割強をにぎり、ロシアに東欧を含めた地域は世界販売本数の3割を占める主要市場となっている。ロシアでは4度値上

げしたが、ルーブルが4割下落したことが大きく影響した。

3) 多角化事業について

J T成長のもう一つの柱である「多角化」は、1985年の民営化後「A B作戦、C D戦略」として推進した。Aはアグリカルチャー（農業）、Bはバイオ（生命工学）、Cはケミカル（化学）、Dはドラッグ（医薬品）の意味である。攻め込む分野を決めて新規事業に取り組み、なりふり構わず推進。スッポンの養殖、野菜・果物の栽培、バーガーキングの経営、スポーツクラブの運営、不動産業等さまざまな事業を始めたが、結果的に失敗したものが多かった。その原因は以下のように推測される。

①多角化に取り組んだ時期がバブル期でありバブルの終焉とともに日の目をみないまま消えていった。（他企業でもバブル期の多角化では、同様なケースは、ままあった）

②進出する分野は絞り込んだものの、それでも間口が広く、

- ・まったく経験のない分野のもの
- ・証券・銀行等の持ち込み案件にそのまま乗ったもの
- ・ダボハゼ的発想で取り組んだもの

があったのではないか

③専売公社の民営化直後であり、お役所体質が残っていたのではないか。

1999年頃、「選択と集中」の名のもとで多角化事業は医薬品事業と飲食品製造事業に絞られた。飲料の製造販売事業はユニマットグループを買収して国内シェア10位となったが、昨年2月に撤退。現在は鳥居薬品を子会社とした医薬品事業と加ト吉を買収しテーブル食品とした食品加工事業の2事業が残り、展開をはかっている。

第四章 事例分析 3 日本電産 （藤村 俊夫）

日本電産の M&A 実績（46 社）、中小企業の M&A にとって参考になることは何か？

- （1）日本電産の概要
- （2）日本電産の経営戦略の中での M&A の位置付けは？
- （3）中小企業が M&A するにあたり、参考にすべき日本電産の M&A 手法とは？
- （4）M&A 先の選定基準（買収先、買収条件）は何か？
- （5）M&A 買収後の企業経営（PMI）の手法は何か？

- (6) 企業文化やお国柄という文化の違いの壁を、どのように乗り越えたのか？
- (7) 日本の大手サラリーマン会社の M&A と違う点は何か？
- (8) 体育会系の精神論を感じさせる経営手法が、海外 M&A でも通用するのは何故か？
- (9) M&A 買収した企業を日本電産本体と合併させない理由は？
- (10) 小が大をのむ M&A の事例はあるか？（日本板硝子による英ビルキントン買収の如き）
- (11) 日本電産の M&A 手法で如何なものかと思える点、今後改善すべき点は何か？
- (12) 本当に M&A 失敗例は無いと言えるのか？
- (13) 結論

(1) 日本電産の概要

1. 企業概要

- ① 設立： 1973 年 精密小型モーター製造を目的に仲間 4 人で実家の納屋で創業
- ② 成長転機：1979 年 HDD 直接駆動方式用ブラシレス DC モータを世界初で実用化
- ③ 製品： 精密小型モータ、車載・家電・商業・産業用モータ、その他機器装置
- ④ 概要： (2016/3 期、連結) 売上 1.1 兆円、税後益 918 億円、従業員 13 万人
(2016/5/13、単体) 株式時価総額 2.4 兆円

2. 企業理念（三大精神）

- ① 情熱、熱意、執念、
- ② 知的ハードワーキング、
- ③ すぐやる、必ずやる、できるまでやる

3. 特徴

- ① 規模は大企業だが、心は中小企業
- ② 永守社長の強いリーダーシップが、同社グループ全企業の現場の隅々にまで浸透。
異能異才のカリスマ経営者、実質 12.5%の筆頭株主（他の大株主 8 社は金融・保険）。
一見すると体育会系的な精神論経営の如く捉えられがちだが、実態は永守社長の
経験と実績の裏付けある緻密な数値目標管理が経営のベースに有る。
- ③ 永守社長は「人たらし」。何故か相手を永守ファンにさせてしまう不思議な人柄
の持ち主。
- ④ 永守社長いわく「経営は、決断と挫折」。この二つを重視する。
- ⑤ 自社製品の売り込み（一種の押し売り）よりも、顧客が求める製品を作って提供
する（顧客満足が第一）。
- ⑥ M&A を早期から企業成長の原動力と位置付けて成長してきた（1984～2015 年
M&A 総計 46 社、国内 24 社、海外 11 カ国に 22 社）。

- ⑦ グローバル成長戦略の3本柱： 現地化、人材活用、M&A

(2) 日本電産の経営戦略の中での M&A の位置付けは？

- 同社にとって M&A は、明快かつ柔軟な成長戦略の梃子であり、核である。

第1期（1980~2000 年前後）

モーター製造で自社が持たない高度な製造技術の取得。

国内中心。国内大手一流企業の子会社で業績不振に陥った企業を再建型で M&A。

第2期（2000~2010 年前後）

モーターおよびモーター関連機器製造の事業多角化の梃子&核。

中長期的な事業戦略に合致した海外優良企業の M&A。

第3期（2010 年頃以降）

世界一体経営のシナジー最大化の原動力。既存 M&A 各社で相互補完せしめ、不足分は新規 M&A で、グループ総合力を最適最大化。

(3) 中小企業が M&A するにあたり、参考にすべき日本電産の M&A 手法とは？

- 買収 2割、PMI 8割。

1) 買収 2割

1. M&A 候補は自社の成長戦略に合致する企業を選ぶ。
2. M&A 候補は業界インサイダーとしての生の情報、自社の経験と実績から徹底したデータ分析を行った上で、トップ自らが選ぶ。投資会社や金融機関が持つ M&A 話にダボハゼ的に飛びつくようなことはしない。
3. M&A 候補との交渉にはトップ自らが乗り込む
4. M&A 候補に対する熱い思い入れ（5年、10年の長期交渉も辞さない）

2) PMI 8割

PMI = Post Merger Integration、法的合併（買収）後の真の経営統合。

1. M&A 先に対する熱い思い入れ（企業文化を日本電産流に変える必要があるため、経営改善が軌道に乗る迄は本体以上に力を注ぐ）
2. M&A 先の社長は更迭しない（M&A 先の全てを熟知、従業員もついて行き易い）。但し、永守社長の分身たる番頭（M&A 先の No.2）は本体からエース級を送り込む。
3. M&A 先の個人筆頭株主となって自ら退路を断つ（経営に失敗すれば一番大損する）
4. M&A 先に経営ビジョンを明示する
5. M&A 先に社長自らの経験と実績の裏付けある詳細な「経営数値目標」を明示する
6. M&A 先の実質勤務時間と実質出勤率の向上（勤務時間 増、欠勤率 減でフル稼働）
7. 3Q6S の徹底

3Q： Quality Worker、Quality Company、Quality Products

6S： 整理、整頓、清掃、清潔、躰、作法

8. 徹底した無駄取り。徹底したコスト削減。購買稟議は1円以上、全て5回出し直し、永守社長自身が決裁。殆どの再建型M&A先は、これで1~2年以内に黒字化させた。
9. M&A先の経営トップには厳しい（インセンティブを与えるが、仕事が滅茶苦茶に忙しいので強制されなくとも、土日祝日無し、ゴルフする時間無し、酒飲む時間無し、となる）。但し、一般従業員には役職が下位になる程、厳しさを緩やかにする。

（4）M&A先の選定基準（買収先、買収条件）は何か？

● 自社が業界インサイダーとして独自に入手した信頼度の高い企業情報をベースにし

て、自社の長期的な成長戦略に合致したM&A候補企業のみを、何年かけても粘り強く交渉する。

買収価格の目安（EBITDAの10倍以内、等）を設けているので、高値掴みしない。

以下は、「社長の通信簿」（週刊東洋経済2014年6月21日号）他、からの抜粋。

1. 『永守さんは自分の会社に今どんな技術があり、次にどんな技術が必要かというマップが頭にあり、囲碁の次の手を打つように、一つ一つM&Aを仕掛けています。』（日本電産リードの戒田社長談）
2. 永守自身が根っからの技術者。業容拡大した今も、事業は「回るもの、動くもの」の軸からそらさない。だからこそM&Aにおいても、永守の技術への鑑識眼が冴える。業容を広げ過ぎ、経営者のグリップが利かなくなることは、同社には無い。
3. （業界インサイダーとして入手した信頼度の高い）市場の最新情報と技術知識をベースに将来の事業ポートフォリオを見据える。
4. 永守の頭の中にはそうやって10年先、20年先のマップが描かれている。買収の際、落下傘経営はせず、自主再建に委ねる。
5. 『買収先の技術の事を良く理解し、その上で存在価値を認めてくれるので、よしやろうという気にさせられた。』（前出 戒田社長談）
6. その結果、一人一人の生産性が高く、求められる仕事の質、量も大きい。
7. 経営戦略に合致する既存事業の高度化 and/or 多角化を実現出来る企業のみを対象とする（足が地についたアメーバ的M&A。JTの如き素人商売M&Aに手を出さない）
8. 第1期、救済再建型M&A。

自社に無い優れたモーター製造技術を持ち、優秀人材、最新設備機器、優良顧客、優秀協力メーカーに恵まれながら、経営トップが親会社からの天下りサラリーマンで経営能力不足の為に業績低迷した大手電機メーカーの子会社等を救済型でM&Aし再建。1997年日産自動車系のトーソク、1998年富士通系光学機器メーカーのコパル、1998年東芝系の芝浦電産、2007年日立系の日本サーボ、2011年三洋系の三洋

精密、等。

9. 第2期、戦略的成長型 M&A。

事業領域の多角化に依る発展を目的に、国内外の利益の出ている会社を対象にした戦略的な成長型 M&A。例：HDD モーターから車載モーターモジュールへ。

10. 第3期 世界一体経営型 M&A

これ以降の経営戦略は、10 年先、20 年先を見据えた抜本的な自社改造。自社製品を多角化し（精密モーター、車載モーター、家電・商業・産業用モーター、関連機器）、モジュール化し（単品から複合製品へ）、グローバル化（日本、アジア大洋州、欧州・アフリカ・中近東、北中南米）する。

現在の売上 1 兆円を 2020 年には 2 兆円に、この内 5,000 億円を M&A で、営業利益率は現在の 10.8%を 15%に。2014 ホンダエレシス M&A（エンジン電子制御ユニット）。パワステ、オイルポンプ分野では、2015 年独 GPM 社（欧州 2 位の車載用ポンプメーカー）。違う機器が使われていた部分を、徐々にモーターに置き換えてきた。2020 年の売上倍増 2 兆円計画の次は、2030 年の売上 10 兆円という経営目標を世界一体経営で成し遂げる。この目的達成の為に事業分野と事業領域の両面で、既存の M&A 会社間で相互補完し、不足分は新規 M&A を行う。M&A はジグソーパズルのピースを埋めていくようなもの。

11. 買収金額は EBITDA の 10 倍以内が基準（高値掴みしない。特に海外）

12. 優秀人材の M&A も。

健康管理を怠らない永守は、70 歳を過ぎても経営の第一線から離れる気配はない。

「夢は 10 兆円企業」が最近の永守の口癖だ。その実現に向け、永守は優秀な外部人材の獲得を進めている。元シャープ社長、元カルソニックカンセイ社長、元日産自動車執行役員、元エスエス製薬取締役。日本電産幹部に並ぶ顔ぶれは、永守の右腕となるスペシャリストであり、将来の日本電産を託す後継候補として引き抜いた「番頭」集団。

（5）M&A 買収後の企業経営（PMI）の手法は何か？

● I. 経営ビジョンの明示と、数値目標管理

例： 日本電産セイミツ 全 40 項目（内、数値目標 15 項目）

II. 徹底的な無駄取り、徹底的なコスト削減、3Q6S,

これ等を通じて、自責で考え、自責で行動することの重要性を社員に学ばせる

III. 社長を更迭しない、社員をクビにしない、番頭は送り込む

1. 国内 M&A

① 経営ビジョンの明示

② 永守社長の経験と実績の裏付けある明快かつ徹底した経営方針と数値目標を明示。

- ③ 赤字企業を M&A 買収しても従業員の首切りをしない。従業員の意識を変える。
- ④ 社長は更迭しない。本体からの経営関与は最小限とするが、番頭は送り込む。
- ⑤ コストダウンを徹頭徹尾やる（無駄の徹底排除、購買コスト徹底削減）
- ⑥ 3Q6S の徹底。
- ⑦ 上記②、⑤、⑥を通じて、自ら考えて働く人材を育てる（教育の場の機能も）
- ⑧ M&A 先の転売等の出口戦略を想定しない。

2. 参考事例『日本電産セイミツグループの健全企業経営の指針』

（出展「日本電産 永守重信、世界一への方程式」、田村賢司著、日経 BP 社）

- ① 赤字は罪悪
 - 1) どんなことがあっても黒字経営を続ける（全部門）
 - 2) 拠点売価比営業利益率 10%以上、
 - 3) キャッシュフローが絶えず黒字化していること（現金は企業の血）
 - 4) 固定費 30%、変動費 70%の経営（売上が 40%ダウンしても赤字にならない）
 - 5) Weekly リスク会議（工場は Daily）、実施によるリスクの軽減
 - 6) 全員参加の経営改善（1 人の 100 歩より、100 人の 1 歩）
- ② 強い企業集団作り
 - 1) シェアを意識し続ける経営陣
 - 2) 当たり前のことを当たり前にする社員集団
 - 3) 競争に勝てる組織と感性（たゆまぬ挑戦と闘争）
 - 4) 向上心溢れる使命感を持った社員集団作り
 - 5) 何事にもスピード感がある対応
 - 6) 決めたこと、約束したことは必ずやり遂げる（規定・ルール・納期 etc）
 - 7) 日々完結の徹底（今日出来ることは今日中に必ずして帰る）
 - 8) 出勤率=98%以上
 - 9) 自責で考え、自責で行動、自責で発言/報告する姿勢
- ③ 競争力 No.1 の生産体制
 - 1) 大型設備は 24 時間 30 日稼働前提で導入（1 日メンテ）
 - 2) 生産性年間 20%向上
 - 3) 現地調達/内製化の徹底推進（80%以上）
 - 4) 平均 3%／四半期のコスト削減（全員参加で前回より必ず安くする）
全購入品：最低でも同じ単価の 3 カ月超えての購入はしない
 - 5) スピードがコストを大きく左右する（スピードはリスクも減らす）
 - 6) 多能工化促進でスタッフ部門のスリム化を図る

- 7) 専門設備の償却は MAX2 年で考える（当面投資は年間償却額以内）
- 8) 現場・現物・源流主義の徹底（品質の源流管理を徹底する）

④【三大精神】の厳守

- 1) 情熱・熱意・執念
- 2) 知的ハードワーキング
- 3) すぐやる、必ずやる、出来るまでやる

⑤【経営 5 大項目プラス 2】の徹底管理

- 1) 品質＝工程不良率 1.0%以下
- 2) 平均材外費（材料費、外注費）＝最終モーター売価の 50%以下（設計狙いは 40%以下）目標
- 3) 在庫 1.0 か月（最終 0.7 カ月）以下
- 4) 経費＝売上 1 億円あたり 500 万円以下
- 5) 生産性＝目標：従業員一人当たり 100 万円／月（海外は 20 万円／月）以上の付加価値高目標
 - + 1. 売掛金＝回収は早く（連結 3 ヶ月以内）、支払は遅く
 - + 2. 遊休資産：有効活用の徹底、または売却の強力促進

⑥ 実力実績の人事・賃金体系の確立

- 1) 学歴・年令・社歴に関係なく人材登用を実行
- 2) 経営感性を持った人材の育成・抜擢
- 3) ペイ出来ない人材の排除（言い訳、泣き言、責任転嫁多発人材のゼロ化）
- 4) ぶら下がり社員の再教育／再指導の徹底（怠け者を排除する社風作り）

⑦【日本電産グループ企業 5 つの基本】

- 1) 3Q6S の向上は日本電産グループ企業の絶対的憲法である（これを守れぬ人は日本電産グループの社員にあらず）
- 2) 赤字は罪悪である（ミニマム 10%の営業利益）
- 3) すぐやる、かならずやる、できるまでやる（スピードと執念）
- 4) 挑戦と闘争集団であること（競争相手に勝利することこそがプロ集団である）
- 5) シェア No.1 にこだわること（1 番以外はビリ）

3. 海外 M&A

- ① 経営ビジョンの明示
- ② 明快な数値目標管理

- ③ 3Q6S
- ④ 社長は更迭しない。日本からは大番頭を送り込む。
- ⑤ 現地化を重視する。人員整理する/しないをも含めて、現地事情を踏まえた経営判断はプロパー社長に委ねる。社長には業績連動のインセンティブを与える。
- ⑥ 経営再建、日本電産化の達成目標期間は、日本 1～2 年、アジア 2～3 年、欧米 3～5 年。国内 M&A 程は厳しく管理やらない。

(6) 企業文化やお国柄という文化の違いの壁をどのように乗り越えたのか？

- 国内 M&A と海外 M&A では、基本は同じでも少し異なる手法を使い分けた。

1. 国内 M&A

- ① 徹底した「無駄の排除」と徹底した「購買コストの削減」を行う。
- ② 永守社長の経験と実績の裏付けある徹底した「数値目標管理」。
- ③ 上記の①と②は自ら考えて自ら働く人材を育てる実践教育の場として機能させる
- ④ 人員整理は行わない（意識改革に付いていけない人は自ら辞めて行くので）
- ⑤ 3Q6S の徹底。これに伴い、自責で考え、自責で行動、自責で発言/報告する姿勢を旨とする社員教育。1 円からの稟議書、早出出勤、お辞儀。
- ⑥ 買収後、最高益を更新すると社名に「日本電産」をつける

2. 海外 M&A

- ① 海外 M&A は優良会社に的を絞って M&A する。
過去の日本での、がむしゃらなコスト削減などを通して永守イズムを布教した企業再建型の M&A とは異なる手法。
- ② 経営ビジョンの明示、数値目標の明示。
日本電産の 3 大精神と 3Q6S。その意味は現地語でポスターや冊子にして従業員に配る。永守自身がキャラクターになって、日本電産の様々な考え方を普及する大判ポスターも現地語で作成、あちこちに貼りだしてもいる。
- ③ 現地化。社長は更迭しない。
経営手法は現地事情を大事にする（含、人員整理の実行の要否）。
但し、3 ヶ月毎に日米欧 3 拠点でグループ幹部会を開催、永守社長はもとより、日本の主要幹部と現地の幹部が直接議論する場を設けている。基本的には業績などのミッションを与えて後は任せる方針だが、とにかくコミュニケーションをとり続ける。それを繰り返すことで、永守イズムを海外に押し広げている。
- ④ 日本より長めの年月で（アジア 2～3 年、欧米 3～5 年）企業経営を日本電産化。

(7) 日本の大手サラリーマン会社の M&A と違う点は何か？

- 成長戦略に必要な企業のみを、時間をかけてでも口説き落とす。PMI を重視

する。

1. 本当に欲しい会社：

M&A を原動力とする成長戦略に基づく本当に必要な買収先のみを候補選定

- 売りに出て売れ残っている何らかの問題を抱えた会社から選ぶのではなく、自社の経営戦略に合致した本当に欲しい会社を選ぶ。5 年でも 10 年でも粘り強く交渉し、相手が納得するまで待つ。
- サラリーマン会社は、投資銀行の持込み案件（売れ残り案件）に飛びつき、吟味不足や高値掴みで失敗するケースが少なくない。

2. PMI の重視：

M&A 後の M&A 先の事業経営手法（Post Merger Integration）が確立している

- 買収 2 割、PMI 8 割。
- サラリーマン会社は買収することに精力の大半を費消し、肝心の買収後の企業経営（PMI）で息切れを起こし、明確な経営ビジョンを示せず、経営の Know-How が無く（特に海外）、経営人材も不足して失敗するケースが多い。

3. 経営トップの一貫した使命感と責任感：

- 経営トップ自らが M&A 先の選定、買収交渉、買収後の当該企業経営、にまで先頭に立ち全てに一貫して責任を持って対処している。当該 M&A 案件を一番良く分かっているのは永守社長。M&A プロもいるがあくまでもサポート役。
- サラリーマン会社は、分業対応が基本なので、分割された各担当責任者の使命感や責任感がバラツキ、関係者全員が心を一つして M&A 後の事業経営の成功を見届けるまで完遂、とは成り難いケースが少なくない。

4. 2015 年の日本企業の M&A 事例の中には、純資産に上乗せして支払うのれん代が買収額の大半を占めるほど高い製造業の例も有った。どうやって利益を出すのか、首をかしげる（永守社長談）。

5. 同上、業界での横並びを狙う海外企業買収も目立った。サラリーマン経営者にありがちだが、『1 社が M&A をするとシェアの順位が変わるから、うちもやろう』と無理やり踏み切る。景気が悪化した時に巨額の減損損失に苦しむことになる。

- いわゆる高値掴み。何故その会社を買うのか？ 当社が期待出来るメリットは？ 何故その値段なのか？ M&A 部門などはまさに買うことが仕事になり、高いかなと思っても買わないと仕事していないようにみられるので、高値やシナジー効果希薄な企業でも買収対象にしてしまう恐れもある。
- 順風満帆な会社が売りに出ることは多くなく、買収した会社は何らかの問題を抱えている場合が多い。訳あり会社を買収するのだから、買って放っておいたら業績悪化は避けられない。買収対象は、売りたい会社より、買いたい会社。

6. 海外で大型買収を狙ったが価格が高すぎた。数十件を検討し、実際に買おうとしたうち 8 社を見送った。許容できる買収額より平均 5 割は高い。こういう年は過去に

もある。2015 年は高水準の株価に買収額が影響されにくい小さな企業を相対取引で 7 件（全て海外）買収した。

7. M&A は買収後が肝心だ。当社は 3 年以内に営業利益率を 10%超にするなど基準がある（註：既に 2016/3 期は 10.5%）。買収額が高いと業績を押し下げる。想定より 3 割高く買ったことがあるが、苦勞している。高値で買っていいのは、競合企業がいなくなるなど、余程の相乗効果が見込める場合だけだ。
8. 投資回収出来るかを徹底的に計算。難しいと判断した場合はすごろくのように「1 回休み」にする判断も大切だ。無理な買収は財務を痛めて経営の重荷となり、本当に必要な案件を諦めざるをえなくなる。
9. 買収は成約までが 2 割、買収してからが 8 割

（８）体育会系の精神論を感じさせる経営手法が、海外 M&A でも通用するのは何故か？

● 国内 M&A とは異なる手法。優良会社、現地化重視、数値目標管理、3～5 年で軌道。

1. 日本の企業再建型 M&A とは異なり、海外では優良会社を M&A。
2. 現地事情を重視する。社長は更迭しない。
3. 明快な経営ビジョンを示した上で、木目細かい数値目標管理を徹底。
4. 買収後の PMI が軌道に乗るまで国内 1～2 年、アジア 2～3 年、欧米 3～5 年かかる
と認識。

（９）M&A 買収した企業を日本電産本体と合併させない理由は？

● 本体と合併させると「効率経営、不振事業の見える化、従業員の士氣」にマイナス。

1. 連邦経営。個々の会社の自立経営を重視し、個々に評価することで、各社の課題・問題点を明らかにし、合併・統合で埋没し兼ねないリスクを排除する。個々の会社の効率経営、不振事業の見える化、従業員の士氣向上、この 3 つは、本体と合併することで低下し、合併せずに自立経営してこそ維持向上を図ることが出来る。
2. シナジー効果が大きい買収先は時間をかけて完全子会社化、シナジー効果がそれほど大きくない買収先は完全子会社化させずに今後シナジー効果を見い出していく。
3. 但し、最近是世界一体経営の大方針の下、グループ企業力を最適最大化させる目的で、各社自立の「連邦経営」からグループ「一体経営」へ、「精密モーター 1 本柱」から「多角化、システム化」へと、経営方針の舵を切り替えた。

事業ポートフォリオを従来の精密モーター 1 本柱に車載用、家電用、商業用、産業用を加えて、分野別に 6 分野（① 家電、② 商業、③ 中小型、④ 大型・発電、⑤ ドライブシステム、⑥ オートメーションシステム）、地域別に 3 地域（① 米州、

② 欧州・中東・アフリカ、③ アジア) の合計 18 のマトリックスに仕分けして、全てのマスをグループ企業同士での内製化、協業化、整理統合、新会社設立、による再編成を行い、事業のみならず、技術力、購買力をも含めたグループ全体のシナジー効果を最大化する方向に方向転換した。

更に、グループ企業内だけでは不足する事業については、M&A で補完し強化することでグループのシナジーを最大化する、との考え方。

(10) 小が大をのむ M&A の事例はあるか？（日本板硝子の英ビルキントン買収の如き）

- 無い。
- 日本電産が2部上場だったところに1部上場のコパルをM&A買収した例はあるが、企業規模的には既に日本電産の方が大きかった。
- これ迄は売上数百億円の会社が大半だが、今後は数千億円の会社買収もあり得る。

(11) 日本電産の M&A 手法で如何なものかと思える点、今後改善すべき点は何か？

- 一般の大会社より確かにハードワークだが、業績向上には必要なこと、との認識。
- この企業風土に対して、社員に対する思いやりが不足と感じて退職していく社員も少なくない（自ずから退職した日本電産グループ会社の元幹部社員談）。但し、これが是か非かは意見が分かれるところあり。

(12) 本当に M&A 失敗例は無いと言えるのか？

● M&A 買収後の事業運営での特段の失敗事例は、国内・海外いずれについても聞こえ

てこない（あくまでも、公表、報道、ベースで）。

- 現実的には 30 数社と交渉しても M&A 成立は精々 5 社程度というのが実態。

下記の様な報道事例はあるが、これを以って M&A 失敗例とは言えない。

- ① 2007 年 独コンティネンタルの電気モーター事業買収成らず（独ブローゼに買収された）
- ② 2008 年 東京電機製造 唐突に株価時価の 2 倍で TOB 買収提案したが同社の理解を得られず買収断念。
5. 2008 年 富士電機モーター 出資&子会社化で基本合意得ていたが金額合意に至らず破談。リーマンショック発生直後という背景あり。

(13) 結論

● 中小企業にとって参考になると思う日本電産の M&A 手法は、下記の 5 点に収斂する

- ① M&A 候補先に対する永守社長の熱い思い入れ
- ② 買収 2 割、PMI 8 割
- ③ 経営ビジョンの明示と、数値目標管理
- ④ 3Q6S、徹底的な無駄取り、徹底的なコスト削減、これ等を通じて自責で考え、自責で行動する社員を育てる
- ⑤ 社長を更迭しない、社員をクビにしない、番頭は送り込む

第五章 M&A の成功要因と評価 (塩谷 仁)

1. はじめに

(1) M&A (企業買収) は経営そのもの。有力な成長戦略となる一方、大きなリスクともなる。すなわち成功すれば企業成長の大きな武器となる反面、失敗すれば多額の投資が無駄となるだけでなく、本体の足を引っ張ることになり経営の重荷となる。

(2) 海外企業に対する M&A (国内ー海外) は特にその傾向が強く、1985 年以降 1000 億円以上の海外 M&A は 48 件あるが、その中で M&A 行った期の直前期までの最高益と翌期以降の最高益を比較すると (投資ファンドによる M&A は対象外)

- ・営業利益と純利益のいずれも最高益を倍以上更新したのは 6 件
- ・営業利益・純利益とも最高益を更新できていないのは 14 件
- ・営業利益が最高益を更新できていない事例 20 件
- ・さらに海外大型 M&A において巨額の投資をしたものの、事実上撤退した事例や多額の特損を計上した事例 13 件

(2014. 6. 7 週刊東洋経済)

(3) 一方で、企業成長の経営戦略として M&A の需要は旺盛で、年によって波はあるものの、今後とも国内外でさらに進展すると予想される。

2006 年以降、10 年間の M&A 件数、金額は以下の通り。

	<u>国内ー国内</u>		<u>国内ー海外</u>		<u>海外ー国内</u>	
2006 年	(2, 174)	5, 873	(421)	8, 609	(180)	643
2007 年	(2, 020)	6, 633	(367)	2, 858	(309)	3, 018
2008 年	(1, 824)	4, 660	(377)	7, 504	(198)	469
2009 年	(1, 520)	4, 132	(299)	2, 895	(138)	699

2010 年	(1, 194)	2, 492	(371)	3, 849	(142)	433
2011 年	(1, 086)	3, 512	(455)	6, 465	(146)	1, 000
2012 年	(1, 220)	4, 113	(516)	7, 736	(112)	574
2013 年	(1, 400)	1, 795	(499)	5, 432	(149)	671
2014 年	(1, 558)	2, 371	(557)	5, 814	(170)	1, 191
2015 年	(1, 662)	3, 584	(560)	11, 108	(206)	1, 108
計	(15, 658)	39, 171	(4, 422)	62, 272	(1, 750)	9, 721
1 件当りの金額	25 億円		140 億円		55 億円	

(注) () 内は件数、単位：10 億円、出所：(株) レコフデータより
 件数、金額とも投資ファンドによる M&A を含む。リーマンショックは 2008 年 9 月

2. 成功要因は何か ――ブリヂストン（ファイヤストーン）、JT、日本電産 3 社の事例から――

M&A は経営そのものである以上、考え方として経営の 3 大資源である人、物（経営管理手法）、資金に整理してテーマを考えた。

(1) 人材面

- ① トップの信念と決断力
- ② 中間管理者層の人材養成と実行力・・・後述
- ③ 買収先の人材の登用・・・後述

① トップのリーダーシップ

M&A は相手先が持つブランドやマーケット、優秀な技術力などを一気に手に入れるメリットである「時間を買う」反面、相手先の支配権を買収プレミアムを払ってまで行う経営の意思決定であり、スタート時点からハンディのある投資となる。案件のスタートからエンドさらには PMI まであらゆる局面で経営判断を伴う事柄が多く、また突発的な問題や困難な事項も発生することからトップのリーダーシップと決断力は M&A にとって重要な要因となる。

ブリヂストン（ファイヤストーン）海崎社長・・・当初ブリヂストンには海外事業を運営するノウハウもなく採算度外視の大型買収であった。試行錯誤が続く中、労使問題も発生し誤算と失敗の連続で業績も低迷したが、20 年の歳月をかけ事業を再生、世界一のタイヤメーカーに育て上げた。

JT 木村社長・・・海外戦略の拠点をスイス・ジュネーブに置いて海外大型 M&A の指揮を執り海外たばこ事業を成功させた。今や海外でのたばこ事業は売上の 60% 弱、営業利益は 60% 強を占めるまでに至った。

日本電産 永守社長・・・自ら買収候補先を選定し交渉も時間をかけて自ら行い、買収後も数値目標管理を徹底するなど率先垂範を実行、M&A をことごとく成功させた。

（２）経営管理面

M&A は経営そのものであり、考え方として事前に綿密な計画をたてて実行し、事後にその結果を評価・改善するマネジメントサイクル（PDCA）で整理した。

①計画段階

長期ビジョンを想定したシミュレーションと対象先の事業内容を時間をかけて調査し、自社の長期戦略に合った候補先を社内での十分な議論の上選定し、実行に移す。何より M&A の目的を明確にする。

ブリヂストン・・・ファイヤストーン買収の折には準備不足でありその余裕はなかったが、ペップボーイ案件では取締役会での決議前に情報協議会という場を設け、社外取締役にも詳しく案件を説明の上議論を行った。

JT・・・買収によるシナジーとリスクを時間をかけて検討し、買収後の青写真をシミュレーションした上で買収候補先を選定した。

日本電産・・・社長の頭の中には常に 10 年先、20 年先の事業マップが描かれており、買収候補先は内外に複数件持っている。

②実行段階

3 社とも初期の段階でパイロット的 M&A を手がけ、ノウハウの吸収と人材の育成を行った上で本格的な M&A を実行している。

ブリヂストン・・・FS での教訓を踏まえペップボーイズの買収断念は英断。

JT・・・民営化直後、多角化路線の新規事業は失敗が多く、海外たばこ事業の M&A はその経験を活かし背水の陣で臨んだ。

日本電産・・・検討の結果、高値で買うことになり採算が取れない案件は無理をせず見送るケースも多い。

③評価

買収前のビジョンと買収後の実績との乖離が大きなテーマとなる。その乖離をどう埋めるかが M&A の要諦で、成功するか否かは PMI を含めこの段階からどう進めるかにかかっている。

ブリヂストン・・・ファイヤストーン買収後の業績回復に長い時間を要したが、その結果欧米流の経営管理手法を習得するなどグローバルな経営管理手法を身につけた。他方、海外子会社の非日本人役員にも創業者の作った企業理念の浸透を図っている。

JT・・・海外事業統括本社をジュネーブに置き、適切なガバナンスを前提に「任せる経営」をグローバルに展開している。その運営は JT 本社で逐一把握できる体制をとっており、監査も海外事業統括本社と JT 本社の両社で行っている。

日本電産・・・永守社長のポリシーとして買収先の社長は更迭せず、数値目標管理と日本電産の経営ビジョンを徹底している。

④改善

- ・ブリヂストン（ファイヤストーン）、JT、日本電産 3社それぞれ M&A の背景や方法は異なるが、共通するのは買収対象先の事業が本業または本業関連事業であったこと。
- ・人材の育成も本社サイドのみならず、買収先の人材を登用するなど社員の士気を高める施策を実行しており、それが PMI のベースとなっている。ただし経営権は本社サイドが保持している。
- ・3社とも M&A が成功しないと本社自体が危機に陥ることになりかねないという危機意識が浸透していた。逆に危機感のない M&A は結果的に失敗となるケースが多い。
- ・M&A の成果は定量的成果にとどまらず、定性的な面も多い。人材の養成、グローバルな経営手法など得られるメリットは大きい。
- ・M&A の最終的な評価は業績に帰結する。買収計画時に想定したシナジーと業績予想を何年で達成するかを、事後に厳格に評価する機会を持つことが必要。前述の M&A 前後の最高益比較も評価のメルクマールとなる。
- ・M&A は目的ではなく手段に過ぎず、プレミアムを払って買収するケースがほとんどで、最初からハンディのある投資活動であり生半可では成功しない。評価の段階で、投資後の採算が将来にわたり合わない、または事業自体が先行き見通すことができないと判断した場合には、早い段階で売却し撤退することも必要となる。

（３）資金

- ・中小企業、中堅企業が M&A を検討する場合にまず資金計画が必須となる。大企業の場合でも大型買収のケースでは資金計画は買収内容を規定する。
- ・一般的に M&A の資金調達是不確実性、迅速性から当初の段階では間接金融が中心となるケースが多い。
- ・現状のような低金利、マイナス金利の時代には追い風となるが、高金利になると逆風となる。
- ・買収後想定通りの結果とならず追加資金が必要となる場合、どこまで負担するのか資金的な限界を持つことは必要となる。そのためにも買収後の本社自体の業績はさらに重要な経営課題となる。

第六章 中小企業の M&A 対応事例 （野末 正博）

皆さんはそれぞれに事業再生、再編に関わった経験をお持ちであろう。私はそうした事例を振り返った時、買われる立場の準備と買う側の PMI 等のどちらでも経営の基本は相通じるものがあるというふうに考えている。

30年間の銀行員時代は多くの取引先での創業、IPO、世代交代、再建、整理等に関わった。

その後も最近8年間で、再生ファンドの投資先経営に参加してバリューアップ作業、MBOで独立した会社のスポンサー交替（実質は売却）、年商40億円程度のオーナー企業ではM&Aを選択肢に加えて2代目への事業継承、別のオーナー企業ではM&A斡旋会社から持ち込まれた案件の検討をした。

この4回の経験で、セルサイドとバイサイドの両方をやってきたがそのなかから一例ずつ紹介して参考にさせていただければと考えている。

1. 買われる側の事例

○再生ファンドが投資した中堅部品メーカー、短期間でバリューアップして売却。

＊本件は中小企業の事業承継で参考にしたので紹介する。

（買われる会社での作業）

- ① 100日プラン実施後、株主が理解できるガバナンスとコンプライアンスの徹底。
- ② 内部統制システム構築の基本方針を改訂し ISO9001 品質管理制度の運用を徹底。
 - ・ガバナンス（経営の仕組みを整備）、コンプライアンスを向上させ、会計、生産、品質管理を可視化することで業務の効率化に取り組んだ。
 - ・現場に足を運ぶとともに、内外拠点の週次レポート、品質レポート、月次P/Lからクレーム、品質トラブル等の情報を収集し、対応状況をフォローした。
- ③ 営業の赤字受注をゼロにし、工場ではスタッフ毎、ライン毎、品番毎の最適化によってクレーム削減と黒字体質を定着させた。
- ④ 会計監査人と緊密な連携をとるようにするとともに、買収企業の経営品質に合わせるためのベンチマークとして、日本監査役協会の「内部統制システム構築の基本方針の監査ツール」を活用して、一定のガバナンス品質を担保した。

（学習した内容）

- ① 買い手メーカーのデューディリチームは法務、会計等のプロ集団で、大量の資料を持ち出して資産の減価要因を徹底的に調べられた。
- ② 古い工場の敷地から有害物質が検出され困難な条件が付けられた。
- ③ キーパーソン条項から外された営業マン等が離反した。
- ④ 売上、収益の源泉だった主力顧客の注文が、競争他社に流れた。
- ⑤ 結果的に瑕疵担保条項にヒットするような状況が現われた模様…。

2. 買う側の事例

○百貨店に出店する年商 45 億円の老舗小売業。事業のシナジー効果を発揮して事業強化に繋げられるかをテーマとして検討した。

(経緯)

○M&A 専門仲介業者が、依頼主オーナーの「社風の似た、業種の近い会社に引き受けてもらいたい」とのリクエストを受けて、詳細な資料とともに提案してきた。

(対象企業概要)

- ① 年商 5 億円、利益率 5%程度。無借金会社。
- ② 当社の扱い商品を生産する地方メーカー、独自の製品開発の魅力。
- ③ 業界最高水準の売れ筋商品を生産受託している会社で、技術力はある。
- ④ サプライチェーンも整備されており、一定の競争力は評価できる。
- ⑤ 利益率は当社より高く、製販一貫の体制になればシナジー効果の可能性はある。
- ⑥ 購入資金は調達可能、デューディリの為の手附金は社長が捻出可能。

(検討内容)

- ① 先ず、帝国データバンクから調査書を取得。
ー 及第点、手堅い経営だが事業承継が課題で、メイン地銀に紹介依頼のコメント。
- ② 問題点の抽出
 - ・ 生産、管理の主軸である番頭陣が定年退職年齢、現社長が引退した後に現体制を維持可能か？
 - ・ 製造部門の管理経験がないが生産効率、品質をどう評価しマネジメントするか？
⇒ 人がいないことが最大のネックとなった。

(結論)

- 経営人材に当てがなく、買収後の経営、組織維持が難しい。
経営管理、業績評価、特に顧客の理解を得るレベルの品質管理が難しい。
失敗した場合の当社ブランドへの影響が懸念される。
- ・ 以上の検討の結果、見送り。

3. M&A対応のポイント

○M&Aは、工場新設、子会社展開等の事業経営の一形態に過ぎず、対応のポイントは次の通りと考えられる。

- (1) 誰が経営しても普通のセンス、手順で経営できるガバナンスを整備する。
- (2) システムを一本化して、管理し易く、業務品質が可視化できる様にする。

- (3) 人材の維持、人事制度の公平、公正を徹底し、ダイバーシティを推進する。
○「神は現場に宿る」と言われるが、ファクトと数字で科学的な経営をすること。

第七章 中小企業の M&A 活用と社外役員の役割 (猪野 久 仁朗)

1. 事例分析・まとめより
2. 中小企業の現実
3. 中小企業の M&A 活用
4. 社外役員の役割

1. 事業分析・まとめより

1-1) M&A の成功要因より

第 5 章「M&A の成功要因と評価」では事例分析をまとめて M&A の成功要因をまとめた。最初に、M&A は経営そのものであり、重要なポイントは人・モノ・金の 3 要素であると捉えて、各要素について考察した。それらを再掲すると次の通りとなる。

一番目の人はトップのリーダーシップで、信念・決断力が非常に重要である。交渉の初めから終わりまで最終的なところは自分で判断しなくてはならない。交渉合意後の PMI でも同様に、想定外・突発的な問題発生に対して適切な対応を取るべく、強いリーダーシップと決断力が求められる。買収後に経営見通しが良くない時には早い時期での撤退を決断することも必要である。

2 番目のモノは組織運営の総合的な対応力＝経営管理力である。ここでは長期ビジョンとそれを達成するための長期戦略、さらにそれらに基づく経営計画が基本となる。そこで求められる機能・戦力の不足を補う買収候補先を、社内での十分な議論に基づいて選定し、買収を実行する。まず、M&A の目的が誰にも明確でなくてはならない。又、交渉や PMI を実行できる人材育成も必要である。

最後の資金も極めて重要で、思い切った買収が出来るのは本業が安定していることが前提である。買収後に追加資金が必要となることがしばしば起きると思われる。それにどこまで耐えられるか。将来に見込みのある M&A でも、実施後に資金が続かなければあきらめて再売却するしかなくなってしまう。M&A で売却する場合でも同じで、良い買い手が出て来ても交渉がまとまるまでの金が続かないと、捨て値で売り渡すしかなくなる。

1-2) 事例分析より

ブリヂストン、J T、日本電産の各事例分析からは、中小企業のM&Aへの多くの参考点を与えられた。ここでそれを要約する。

ブリヂストンの事例分析からは、①PMI 及びその後の現地経営者への権限の集中、②買収先企業の人材の活用、③本業から離れずブランドを重視する事、が上げられる。長期的な目標（ブリヂストンでは世界一）を見据えて、失敗してもそこから学び、果敢な挑戦をし続ける姿勢は大いに参考となる。失敗要因として挙げられた、準備時間不足、PMI 及び海外経営ノウハウ不足、旧経営陣に任せた経営継続も、中小企業ではしばしば起こり得る状況である。そのような失敗から学ぶ努力も含めて、参考にすべき点は多い。

J Tでは①背水の陣で臨むトップのリーダーシップ、②小規模企業買収による M&A 経験と人材育成、③100 日プランと任せる経営による PMI、がある。任せる経営にはしっかりしたガバナンス力が必須である。グローバル化もポイントで、J Tは将来性が乏しくなりつつある国内市場を見切り、民営化後いち早く海外展開を始めた。M&Aは、小さいながら製造・販売を一貫して行っている会社を買収することで、買収ノウハウ・経営ノウハウを学んでいる。ガバナンスを利かせる事で任せる経営が機能してきたのは、ブリヂストンと逆で、興味深い。

日本電産の事例分析からは、①強いリーダーシップ、②明確なビジョン・長期戦略、③明確で具体的な事業目標に基づく PMI が上げられる。永守社長の派手なキャラクターと言動で紛れ易いのだが、非常に堅実なM&A展開を続けている。その背景には、買収先への熱い思い、何年でも待つ執念、非常に深い業界知識・技術トレンド知識、顧客の求めるものへの臭覚、明確なM&A基準、段階的なM&A展開、徹底した相手会社分析、買収価格ルール、社長の人たらし力、経験と実績に裏打ちされた PMI 管理手法があり、どれも大変参考になる。

2. 中小企業の現実

2-1) 中小企業白書に見る現実

中小企業白書は多くの統計と現場聞き取りに基づき、我が国の中規模企業・小規模企業の実態を、色々な角度から数多くの事例について分析している。ここでは白書に見られるオーナー経営者である中小企業社長の経営の姿勢と経営の状況について概観する。

経営姿勢としてははっきりと表れているのは安定性志向である。事業を今後、どのように運営していくか。拡大・縮小・安定の3方向で問ったところ、拡大は27%、安定が70%となった。起業時の年齢が拡大派は安定派よりも5.5年若い。国内市場が頭打ちになり、経営者年齢が年々高くなる中で、より若い人が拡大をめざし、年を取るにつれて保守的になる傾向の現れかと思われる。

これはM&Aの観点から見ると、拡大派には買収が、安定派には売却の潜在ニーズがあるのではないかと推測される。しかし、承継をM&Aで行っている事例数はほぼ横ばいで、顕著な増加傾向はみられない。M&Aはまだ十分に普及していない。

経営状況から見ると興味深い傾向がみられる。第一には、経営者の高齢化問題が年々深刻になっている点である。引退年齢が中規模企業で 67.7 歳、小規模企業で 70.5 歳となっている。実際、10 年刻みの社長年齢分布では、70 歳以上のブロックが一番大きなものとなっている。しかし、社長が 70 歳以上の会社は経常利益が減少傾向にある。引退年齢が上がっている原因は後継者難が過半数で、その理由は親族継承では能力・資質問題が 6 割、親族外では資金問題が 8 割ある。親族継承は 20 年連続減少傾向にあり、親族外承継が増加している。又、廃業時の相談相手は 5 割が親族で、いなかった人が 3 割に上っている。

廃業時に相談しなかった主な理由は他人に聞いても仕方ないという事だが、コンサルや銀行を信頼できないのと、コストが高い事、さらに世間体が悪くてひっそりと閉じたいという気持ちが背景にあるものと思われる。

次に利益面では、2010 年代に入って経常利益率は 1980 年代以降、過去 35 年間の 10 年間ごとの比較で最高のレベルに達している。これは大・中・小全ての規模の企業に当てはまる。70 歳以上の経営者が増えて、その会社は経常利益が減少する傾向にあるのだが、全体では利益率が改善している。お蔭で倒産件数は 6 年連続減少し、2014 年は 24 年ぶりに 1 万件を割った。

これは、相対的に若い拡大派の社長には本業の安定により、M&A を活用するチャンスが生まれてきている事を示すものと考えられる。

2-2) その他のソースより

その他のソースとしてはここでは日経新聞、日経ビジネス、朝日新聞特集、講演会から得た情報をまとめた。

‘16/4/6 日経新聞によると休廃業の背景には、①市場縮小、②社長高齢化、③人手不足が上げられている。中小企業白書とはほぼ歩調が合っている。廃業の主な産業（全体の約 1/3）は建設業である。

‘15/5/7 日経ビジネスオンラインで樋原早大教授は、投資ファンドが活発化しており、事業承継に悩む地方の中堅・中小企業を対象としたビジネスが拡大していると言っている。ただし、ファミリー企業は経営内容をきれいにしてからでないといけないと、売却側の D の重要性にも触れている。

朝日新聞では 2015 年 4 月～16 年 3 月に中小企業の特集をした。その中で、中小企業は大家族主義で人手を人財まで磨き上げる、大企業に無い強みがあると指摘するが、後継者探しはやはり大きな問題として取り上げている。社長たちは、承継は第二の創業であり、心からやりたい人・事業が好きな人でないといけない。後継者は親族にこだわらないが、社員抜擢は社内に不協和音を生み出すのではないかと心配している。かといって清算・倒産となると個人保証で丸裸になる恐れもある。社員を守るのは自分しかないという 68 歳社長の正直な声が上がっていた一方で、43 歳の社長は仕事が面白くてたまらず、どうし

て行こうかとワクワクしているという声もあった。

最近聴いたM&A仲介業者の講演によると、中小企業のM&Aは増加傾向にある。M&Aの理由は後継者不足が54%で、後継者不足でM&Aに来る会社の7割は黒字企業である。経営不振を理由に上げたのは14%のみで、事業売却＝業績不振と考えがちな我々の先入観とはかなり違っている。経営不振で売りに出すと買い叩かれるので、そうなる前の決断が大事である。買い手はしばしば大手企業になるので、社員にとってはかえって幸せな事がある。買い手が付くという事自体が事業の魅力を示すものであるとも言っていた。

朝日の「相談相手がほとんど親族しかいない」という背景には、①銀行は敷居が高く、安値で大手に売るイメージがある、②コンサルは相手が誰でも商談成立を急ぐ＝社員の行く末が心配、③社内（生え抜き役員・管理職）では情報漏れが心配と言った点が考えられる。親族も、なまじ株式を分けてあったりすると利害が相反したり、そもそも事業を知らない人が多いので社員を無視して社内不和が起きる危険性が高い。そんな時こそ、中立的で、会社の事も知っている社外役員の出番ではないだろうか。

3. 中小企業のM&A活用

中小企業の現実で見たとおり、中規模小規模企業の中には事業拡大を目指す元気の良い社長が約1/3、安定志向の社長が約2/3いる。そして社長の平均年齢は上昇しており、後継者問題で悩む人が多くいる。事業拡大も事業承継も簡単に効果の出る施策を見出すのは難しい。そんな中で、現在まではそれほど活用されて来ていないM&Aは、事業拡大にも後継者難の問題にも有効であり、今後、色々な場面で検討される機会が増えてくると思われる。白書には顕著に出て来ていないが、既にそのような状況が現出しつつあると色々な人が言っているのも事実である。ここでは中小企業がM&Aを活用する際に注意すべき点を上げて、実際の検討の際の参考となるようにまとめた。

本レポートで行った事例分析は買収のみだが、買収は事業展開や後継者に悩む企業の後継者になることでもある。入れ子の様な表裏関係であり、買い手売り手2者の相対交渉であることを考えると、買収側の注意点はそのまま売却の際にも大いに注意すべき点となる。

3-1) 買収の場合

3-1-1) 買収は経営そのもの

M&A（企業買収）は経営そのものであり、第二の創業である。事例分析及び成功要因まとめにはそのための多くの参考点があった。中でも大事なのは、①トップの強いリーダーシップ＝明確なビジョン・事業計画・PMI、②人材確保・育成＝事前の準備と買収先人材の活用、③資金調達先確保＝本業の好調さと長期戦への備え、④情報＝市場・技術の動向、相手先の事前の調査、買収DD・売却DD、⑤伸びる市場への進出＝海外挑戦・グローバル化も視野に入れた人財育成、である。

中小企業の現実でも述べたが、後継者となる人は心から事業＝買収先会社が好きで、のめり込むほど打ち込める人ないと出来ない。“中小企業のための M&A 徹底活用” (PHP) にも、「M&A 交渉はお見合いであり、そこでの合意は結婚と同じ。相手が好きでないと続かない」とある。お金があるから、銀行が紹介してきたからちょっとやってみるか、は失敗の元である。人材が乏しい中小企業にあっては、まさに社長が全ての役割を果たさざるを得なくなるが、全く一人では M&A は極めて難しい。適切なアドバイザーを持ち、信頼できる番頭を育成しておくことで、重大な漏れや勘違いを防ぐ体制を作ることが非常に大事になる。

3-1-2) M&A の流れの基本

第一章「M&A の流れ」から参考となる点をまとめると以下ようになる。

買収の際には、思い付きで動くのではなく予め M&A の流れに沿ったチェックリストを用意しておいて、漏れの無いように作業を進めるのが大切である。特に重要なのは、①明確な事業戦略・M&A 目的、②トップ同士の信頼関係、③適切な相談相手＝信頼できるアドバイザー探し、④十分な DD＝収益力の源泉であり、誤解間違いは交渉で後手を取る、の 4 点があげられる。ビジョンをはっきりと示し、PMI を着実にやる事で一番の資産である人材の流出を防がなくてはならない。

失敗要因としては、DD 不足、過大価格、交渉断念力＝サunkコストと決断、PMI 実行力不足、成功の急ぎ過ぎ等が考えられる。仲介者の魅力ある説明や予期してない競争相手出現に買い急いで、十分に説明を付けられないような買値を付けたり、DD もそこそこに合意書にサインしたりすることは、特に社外役員には非常にリスクが高い状況を生み出す。事業評価・価格付けは取締役会の責任であり、買収後の事業運営が失敗に終わった場合で、買収交渉に重大な瑕疵が発見されると株主代表訴訟を受ける恐れが出てくる。くれぐれもそのような立場に陥らないように注意したい。

3-1-3) 中小企業の M&A の手本

事例分析を中小企業の現実と合わせて考えると、やはり日本電産の例が一番参考になるのではないかと考えられる。その要点をまとめると以下の通りとなる。

- ① 強烈なリーダーシップ：多くの中小企業では社長は強いリーダーシップを発揮している。しかし、ここで大事なのは大声を上げるだけでなく、入念な準備をする論理力、いったん決めたら絶対にやり抜く強い意志力、時に利あらずば何年でも待つ忍耐力を同時に持つことである。思い付きの朝令暮改的なリーダーシップでは M&A は成功させられない。
- ② 明確なビジョンと事業計画・技術マップ：業界を知り、顧客を知り、技術トレンドを知り、顧客の求める機能を知り、自社の現実を知り、周辺業界も十分に知ったうえで、将来ビジョンを描き、技術マップを作る。そして、自社に不

足する資源（人・モノ・カネ）を明確に認識し、それを段階的に入手して行く。それは縮小する市場でも勝てる戦略だが、国内で鍛えて、海外に展開する事でさらに力を発揮する。

- ③ 明確な M&A 基準： 基本は徹底した買収先研究であると考えられる。それに、事業価値計算の基準や、M&A 手続き、周到な PMI＝明確で具体的な事業目標設定方法等が加わる。買収先人材活用も PMI に入ると思うが、日本電産の場合は社長の人たらし力レベルが異常に高いので参考にはしにくい。しかし、その重要性を理解して参考にし、追いつく努力をすることは出来る。

これらをすべて満たせと言われると、まず大抵の社長ではむずかしいだろう。心構えとして、しかし、一步でもそれに近づくべき目標として上げて、自社の M&A の際の参考としたい。特に、あらかじめ重要な項目とその要点を書き出した M&A の流れチェックリストを用意しておくことは、もれを防ぎ、プロジェクトの見える化を容易にし、来るべきイベントに対する事前の検討をする余裕を与えてくれる。多分、永守社長の頭の中には、技術マップと一緒に M&A の流れや PMI の要点のチェックリストが入っているのではなかろうか。

3-2) 売却の場合

買収と売却は相対するものであり、買収で注意すべき大事な点は即ち売却の際も注意すべき大事な点となる。取り分け、トップの正しい事業環境理解と、その中での自社の売り込みポイント把握（優位技術・顧客・ブランド等々）、及びそのアピールが一番大事になる。両肩を下げて景気の悪い顔をして交渉に臨むのでは、買い手の意欲をそいで売値が余計に下がってしまう。

もう少し若ければ自分でやりたい、身内に良い後継者がいれば自分達でやりたいのだ、それを譲るのだ。そんな魅力ある事業であると、（かなり無理があっても）自信を込めて説明したい。そして、外部専門家を含めた組織を上げた対応で、想定される疑問に対して様々な角度から検討した回答を準備しておき、言うべきことをきちんと言う交渉ができると良い。又、交渉に余裕を持つためには、資金的な裏付け＝多少、交渉期間が伸びても資金が続く見込みが欲しい。切羽詰まっただけの投げ売りは何としても避けたい。

良い相手を探して、しっかり交渉して、社内に対しても自信を持って説明したい。それが人材流出を防いで、買い手の信頼を厚くし、企業価値を維持する結果となる。契約後、引渡までの間の人材流出はペナルティになる条項が入る事があるので要注意である。

情報の非対称性、売却プレミアムを考えると、買い手より有利な立場で取引を進められる可能性がある。但し、基本的に、仲介者は今後も商売チャンスのある買い手側につきやすく、特に相手が大企業だとそちらになびく可能性が高い。そんな中での交渉なのでなかなか簡単には優位を保てないが、それをうまく行かせるためには、良い相談相手を探し、事前にチェックリストを用意して、買い手企業を十分に分析し、自分たちで自分たちの企業価値を良く計算し、しっかり売却 DD をすることが基本になる。それは買収と同じこと

になる。特に、既に何度も述べたが、DD でしくじることは交渉中なら相手の信頼を失って後手に回り価格にも影響するし、交渉後には大きなペナルティを請求される危険性がある。

「ファミリー企業は内容乱れを直してからでないと」と言われており、公私混同や不適切な取引・資産・負債には十分の上にも十分にチェックを加える必要がある。

ここでも大事になるのは、

① 人： 社長のリーダーシップが第一番。親族株主のノイズを説得する、必要に応じて抑え込む力が必要になることが多い。信頼できる相談相手は孤独な社長には必須で、業者でも誰でもよいが M&A に一定の知見を持つ人が望ましい。社内の動揺は交渉にも、売却後の運営にも大きなマイナスになる。

② モノ（管理手法）： 売却 DD をしっかりできる体制を作る。多少金がかかっても信頼できる会計士等に頼むのが良い。自分たちがこれまで当たり前に来てきたことが、世間の非常識であることある。又、隠したい事がある時にも、専門家は適切なアドバイスをくれることがある。

にわか作りの、教科書にあるようなガバナンス体制でも買い手の評価でポイントを稼げる可能性がある。社内の仕組みとして品質問題や不祥事が起きにくい体制を築いておくことは、余計な心配をせずに商売に専念できる余裕を与えてくれるので、M&A の時だけでなく、常日頃から心がけたい。

③ カネ： 資金があるうちに動け。売却は休廃業よりもカネが手元に残る可能性が高い。建屋も土地も設備も、使ってくれる人があれば価値だが、使う人が無いと解体費発生、土壌問題対策、設備は鉄屑へ評価減等のコストとなる。

切羽詰まって動き出すと、当然のことながら足元を見られる。M&A での事業評価は客観的な市場がある訳でなく、ほとんどの部分が交渉次第なので、投げ売りになる危険性が高い。

④ 情報： 仲介者が出してくる情報だけでなく、自分でも相手企業関連の情報をしっかり収集して分析し、相手の意図、買収条件を想定しておく。想定質問に対する客観的なデータで裏付けされた回答を準備しておくことも重要である。

検討の中では、複数社のデータをもらって、条件の対比分析をする。同時に自社の状況を改めて調べ直すこと。内容の乱れを相手から指摘されて気付くのでは交渉にならない。

突然の買収オファーも事業の将来を考える良い機会。買い手が付くこと自体が、これまでの経営への高い評価と言える。日ごろから M&A も経営の選択肢の一つと考えているのが一番だが、そんな余裕が無いのが現実であろう。そんな時にも社外役員は広い視野からの良いアドバイスを提供できるチャンスがある。

4. 社外役員の役割

中小企業の M&A で社外役員がどのような役割を果たせるだろうか。これまでの分析から出て来たことをまとめると以下の通りとなる。

- ① 良き相談相手： 休廃業で相談相手がいないケースが 3 割あった。売却でも同じような事をテレビの番組で言っていた。親族は騒動の元で、専門家は高くつく。結局、自分しかいないので、どうしようか一人で悩んでいるそう。利害中立の立場で、是非、良き相談相手になりたい。良き聞き手でもよい。
- ② M&A 経験／知識： これまでに M&A の経験があつて、さらに色々なセミナーや勉強会で研鑽を続けている人なら大いに助けになる。経験が無くても、全体像を勉強していて専門用語を知っているだけでも頼りになる。チェックリストを作り、どこがポイントかを示し、特に DD の重要点を自らもチェックする事で役に立てる。PMI の参考事例・失敗事例も大いに使えるであろう。
- ③ 人的つながり： 元の会社の M&A 担当部門の人や、伝手をたどって銀行やコンサルの人を紹介できる可能性がある。中小企業社長は専門家の紹介を受けるだけでずいぶん気が楽になる。銀行や仲介会社の年若い（今や大抵誰でも社長より若いのだが）担当者が、事業の事も社員の事も良く知らないくせに、パソコンから打ち出した複雑な表やグラフで、分かりにくい専門用語を使って説明して、後でバカ高いコンサル料を請求されそう。そんな不安を、少なくとも、多少はやわらげられる可能性がある。

一人で悩むのは、多くの場合は良くない結果を招く。孤独な社長にとっては、良い聴き手がいるだけでも頭の整理に役立つ。そんな思いで日ごろから信頼関係を築いておき、我慢強く聞く能力を鍛え、M&A についてしっかりと勉強をしておくと、中小企業の経営者の M&A に役に立つ社外役員となれるであろう。

おわりに

最近、新聞・雑誌に M&A に関する記事が多く取り上げられている。又、経営者の高齢化が進み、後継者探しに悩む会社がますます増えているとも報じられている。1 億総活躍が叫ばれる中で、活躍できる仕組みづくりやその実効性発揮が中々進んでいない現実も一方にある。一億総活躍のためにも社会の活性化のためにも、経済の土台となっている中小企業を強くすることは極めて重要である。経営者の交代を円滑に進めることも喫緊の課題である。M&A はそのようなニーズに大いに役立つ可能性を持っている。

従前は M&A というとは救済や乗っ取りといった否定的なイメージが強かったが、最近では企業活動のスピード化や多角化の中で有効な企業戦略の手段として位置付けられており、まさに戦略的 M&A の時代になったといえる。

戦略的 M&A の第一の目的は企業価値を上げることだが、実際は最低限の資本コストも上回れないケースも多い。それにも拘わらず多く行われているのは、自社だけで事業を育成するよりは、M&A を利用した方が成功確率は高くなるためと言われている。とはいえ M&A は大きな経営リソースを使うことから過去の失敗事例などを参考にしたプロセスにより更なる成功確率の向上を目指すことが肝要である。

今回は以上のような問題意識から、M&A の成功要因と中小企業での M&A 活用について考察してみた。多少でも参考にさせていただける点があったら幸いである。

参考文献

第 1 章

アーnst・アンド・ヤング「はじめての企業買収」中央経済社
北地達明・鳥野仁「M&A 入門」日経文庫
トーマツトータルサービス「よくわかる M&A」日本実業出版社
岩田康成「これだけは知っておきたい M&A」日本経済新聞社
坂本恒夫・文堂弘之「M&A 戦略のケース・スタディ」中央経済社
服部暢達「M&A 成長の戦略」東洋経済
鈴木義行「M&A 実務ハンドブック」中央経済社

第 2 章

週刊東洋経済 2014 年 6 月 7 日
週刊東洋経済 2016 年 2 月 6 日
株式会社 ブリヂストン ホームページ 会社情報 歴史

第 3 章

日本たばこ産業株式会社 決算短信、決算補足資料 2015 年 12 月/9 期)
日本たばこ産業株式会社 アニュアルレポート (2014 年度 2015 年度)
新貝康司「J T の M&A」日経 B P 社
「M&A の通信簿」(週刊東洋経済 2014.6.7)
岩崎日出俊「M&A 新世紀」KK ベストセラーズ
三宅卓「M&A を成功に導く PMI」プレジデント)
「日本たばこ産業の会社研究」協同出版
津田倫男「M&A 世界最終戦争」幻冬舎
松本茂「海外企業買収 失敗の本質」東洋経済新報社
有森隆「海外大型 M&A 大失敗の内幕」さくら舎
松沢成文「J T, 財務省、たばこ利権」ワニブックス
「J T ルーブル安が直撃」(日経新聞 電子版 2016 年 2 月)
「日本の M&A」(日経新聞 電子版 2016 年 1 月)
「クロスボーダー M&A 成功の秘訣 J T の事例」(大和証券 2011 年 4 月)
「成功するクロスボーダー M&A」(太陽 A S G エグゼクティブニュース 2012 年 6 月)
「飲料事業から撤退をきめた J T」(Z U U オンライン 2015 年 3 月)
「株価急落の J T が抱える時限爆弾」(B I Z ライン 2015 年 10 月)

第 4 章

日本電産株式会社 有価証券報告書 (2015 年 3 月期、他)

日本電産株式会社 ホームページ (2016 年 2 月)

「日本電産」 (Wikipedia フリー百科事典、2016 年 2 月)

永守重信「人を動かす人になれ」三笠書房

永守重信「永守イズムの挑戦」日経新聞社

田村賢司「日本電産 永守重信、世界一への方程式」日経 BP 社

有森隆「海外大型 M&A 大失敗の内幕」さくら舎

熊野信一郎「日本電産 お家芸の M&A を 3 年ぶりに再開」日経ビジネス on line 2007 年 1 月

「尻に火がついた永守日本電産」(FACTA on line、2009 年 2 月)

「日本電産の M&A 戦略」(ライブドアブログ、2013 年 5 月)

「社長の通信簿」(週刊東洋経済 2014 年 6 月 21 日号)

「シャープ戦犯を獲得『失敗？アホ言うな』笑い飛ばす『永守重信』が作り上げた日本電産“番頭集団”」(産経ニュース、2014 年 11 月)

「日本電産社長、円安だから買収しないのはアマチュア」(日経新聞 電子版、2014 年 12 月)

「日本電産、永守社長が描く買収攻勢の行方」(東洋経済 on line、2014 年 12 月)

「日本電産、永守流『爆買い戦略』のすごみ」(東洋経済 on line、2015 年 1 月)

「日本電産、拡大路線はどこまで続くのか、永守社長『2020 年はまだ現役でいる』」(東洋経済 on line、2015 年 4 月)

「日本電産『M&A はジグソーパズル』」(日経新聞 電子版、2015 年 5 月)

「あの 70 歳“異次元”社長の勢いが止まらない」(ビジネスジャーナル 2015 年 6 月)

「日本電産、米伊のモーター関連メーカーを買収 合計で 70 億円」(日経新聞 電子版、2015 年 9 月)

「日本電産の永守会長兼社長『電機再編で国内に照準』」(日経新聞 電子版、2015 年 12 月)

「M&A に向き合う姿勢『日本電産 永守社長の例』」(溝口公認会計士事務所ブログ 2016 年 1 月)

「日本電産の採用・転職リサーチ、業界平均リサーチ、評価スコア、社員クチコミ検索」(VORKERS、2016 年 2 月)

「社員が変わる、会社が伸びる。永守流、正しい M&A」(カンブリア宮殿、テレビ東京、2008 年 5 月 26 日放送)

「再建のプロが我が社にやってきた。永守流、利益の出し方教えます」(カンブリア宮殿、テレビ東京、2008 年 6 月 2 日放送)

「本稿執筆者(藤村俊夫)自身に依る 日本電産グループ企業の元幹部役員および元幹部社員からの直接 Hearing」(2 社、各 1 名、2016 年 1~3 月)

第 5 章

服部暢達「日本の M&A 理論と事例研究」日経 BP 社

佐武伸「M&A コンサルティングの実務」中央経済社

分林保弘「中小企業のための M&A 徹底活用法」PHP 研究所
藤井一郎「トップ M&A アドバイザーが初めて明かす中小企業 M&A34 の真実」
東洋経済新報社
木俣貴光「企業買収－海外事業拡大を目指した会社の 660 日－」中央経済社
岩崎日出俊「M&A 新世紀」KK ベストセラーズ
遠藤功「経営戦略の教科書」光文社新書
「週刊東洋経済 2014. 6. 7 号」東洋経済新報社
「週刊東洋経済 2016. 2. 6 号」同上
「日本経済新聞電子版 2016. 4.19」日本経済新聞

第 7 章

「特集/企業買収 M&A 失敗の研究」週刊東洋経済 2014/6/7)
「フォーラム われら中小企業」(朝日新聞 2015/4/20～2016/3/21)
「ファン드가やさしくなったって本当ですか？」(日経ビジネスオンライン 2015/5/7)
「本音ベースで語る日本の M&A」(M&A オンライン 2015/11/6)
「買ってびっくり汚職企業も M&A に欠かせぬ身体検査」(日本経済新聞 2016/1/12)
「中堅・中小企業の M&A 活用」(日本商工倶楽部講演会 2016/3/8)
「これだけはダメ！M&A 失敗の方程式」(日経ビジネスオンライン 2016/3/16)
「深刻化する地方の廃業」(日本経済新聞電子版 2016/4/6)
「夢が暴走、多大なツケと格闘」(日経ビジネスオンライン 2016/4/11)
藤田浩「M&A ドキュメント 事業売却」商事法務
渡辺章博・井上光太郎・佐山展生「M&A とガバナンス」中央経済社
分林保弘「中小企業のための M&A 徹底活用法」PHP 研究所
唐沢憲正・山岸誠一郎「アメリカ企業を買収せよ」PHP 研究所
ブルース・ワッサーズタイン「成功する M&A 失敗する M&A」日経 BP 社
「ハンドブック独立役員の実務」東京証券取引所