

Compass

Vol.1 2020

日本企業による海外M&A

～不都合な真実と成功への道～

BAIN & COMPANY 

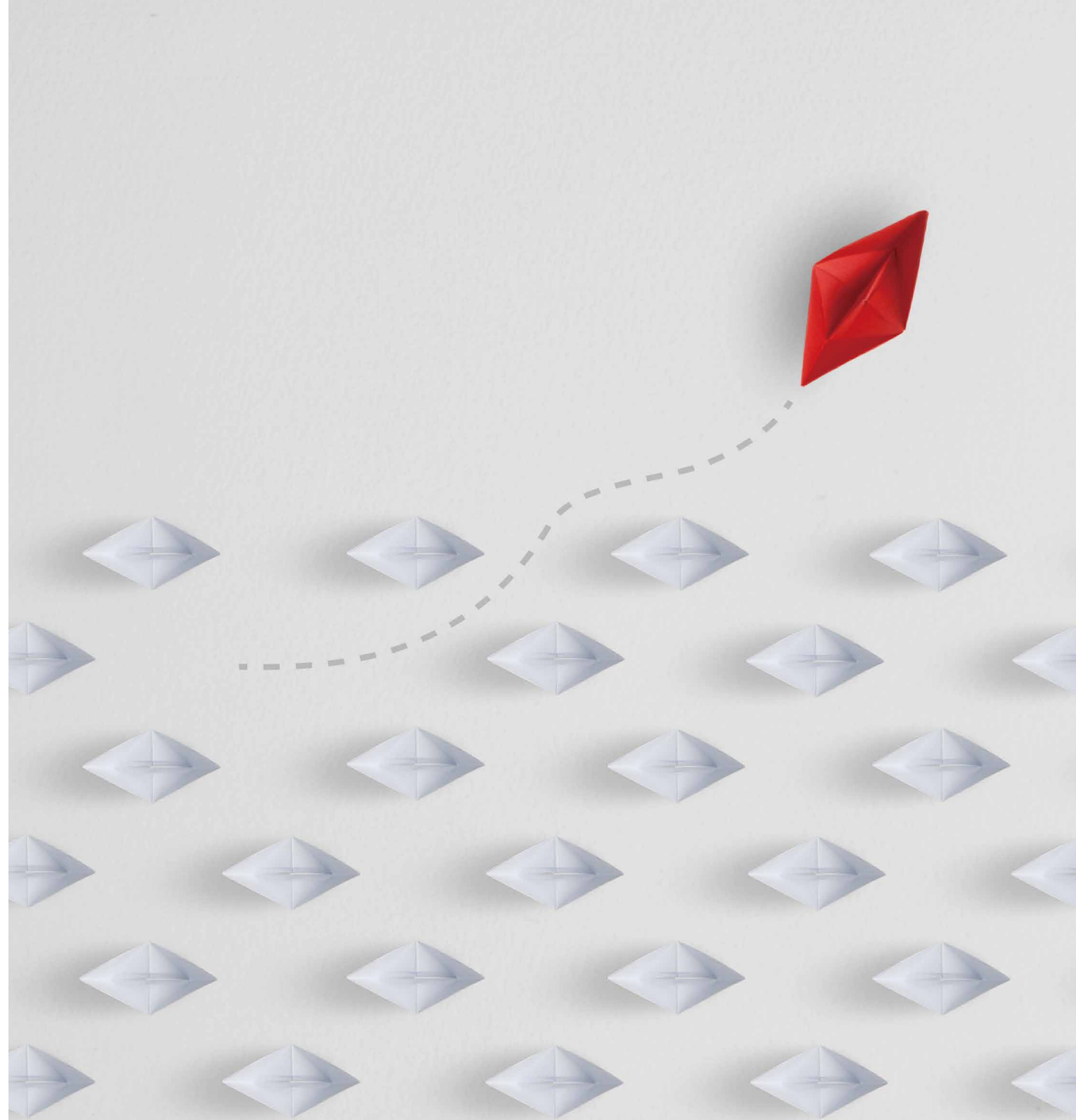
Contents

日本企業による海外M&A

～不都合な真実と成功への道～

空前の海外M&Aブーム	1
積極的な買収に隠された不都合な真実	7
日本企業が失敗する3つの理由	9
4つの成功への道 —M&A賢者からの学び	10
グローバル展開のため避けて通れない	15

ペイン・アンド・カンパニーのシンボルマークである「True North」は、方位磁針をモチーフにしています。針が少し東に傾いているように見えるのは、磁北ではなく真北、「True North」を示したい、すなわち通説や思い込み、政治的妥協などによる「一見正しい答え」や、単に理論的に正しいが実行不可能な答えではなく、企業と社会の最大価値追求の視点から、客観的な事実の分析に基づいて導出され、かつ実行可能性も考慮された「本当の答え」をご提供したいという、ペインのコンサルティングにおける信念を表現したものです。ペインの最新の研究成果や知見をまとめた本冊子、『Compass』も、そうした我々の考え方を表現しています。本冊子が皆様の真の経営課題の解決に少しでも貢献できれば幸いです。



日本企業による海外M&A ～不都合な真実と成功への道～

サマリー

「アウトバウンドM&A」と言われる、日本企業による海外でのM&Aが過熱しており、2018年には全体の6割を超えた。近年の日本のアウトバウンドM&Aには、スコープディール中心、欧米先進国向け中心、経営権獲得重視、大型案件の増加、という四つの特徴がある。国内や既存事業での投資機会の不足を受け、新規分野で確立した事業を社運をかけて一気に買収する、というディールが増えていることになる。しかしながら、その戦績は必ずしも芳しくない。グローバル平均よりも高いプレミアムを払い、3割の案件でその後、減損処理に至っており、失敗理由にも共通項が見られる。

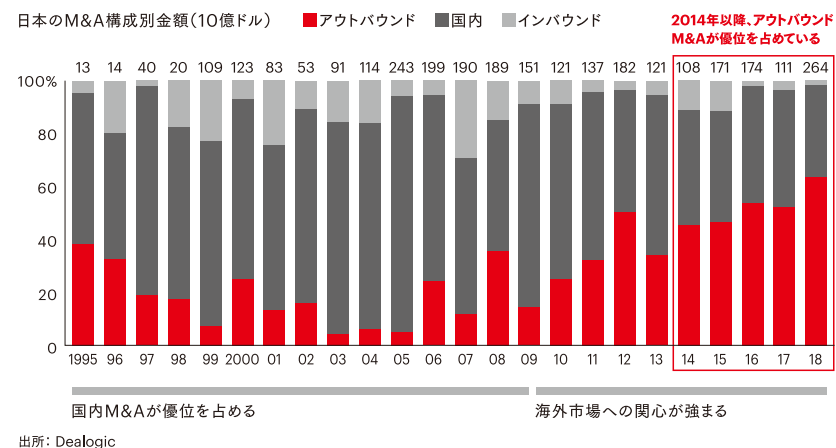
本稿では、ベインのプロジェクト経験と、今回の調査で行ったケーススタディ、さらには海外M&Aで実績を上げている日本企業の経営者の皆様へのインタビューなどを踏まえ、四つの「成功への道」を提案する。

空前の海外M&Aブーム

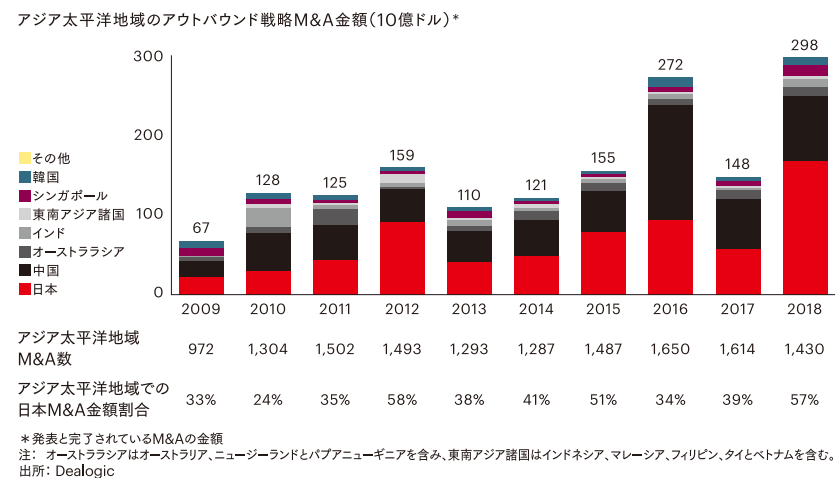
日本企業によるM&A、とりわけ「アウトバウンドM&A」と言われる日本企業による海外でのM&Aが過熱している。2018年の日本のM&A総投資額（日本企業同士の買収、日本企業による海外企業の買収、海外企業による日本企業の買収、の総和）は過去最大の約2640億ドルを記録し、そのうちアウトバウンドM&Aは6割を超える約1680億ドルに上った（図表1）。これは中国やインドを含むアジア全体のアウトバウンドM&Aの中で見ても過半を占め、中国企業による海外企業買収がやや落ち着

きを見せる中で、日本企業のM&A市場における存在感を示す年となった（図表2）。もっとも、同年は武田薬品工業によるアイルランドのシャイアー買収という超大型案件があり、これらの数字を押し上げるようになった側面は否めないが、過去5年に視野を広げてみても、アウトバウンドM&Aは日本のM&Aの過半を占めており、「海外M&Aブーム」が単年の突発的事象でないことがわかる。

〔図表1〕日本のM&A構成（アウトバウンド、国内、インバウンド）推移（金額ベース）



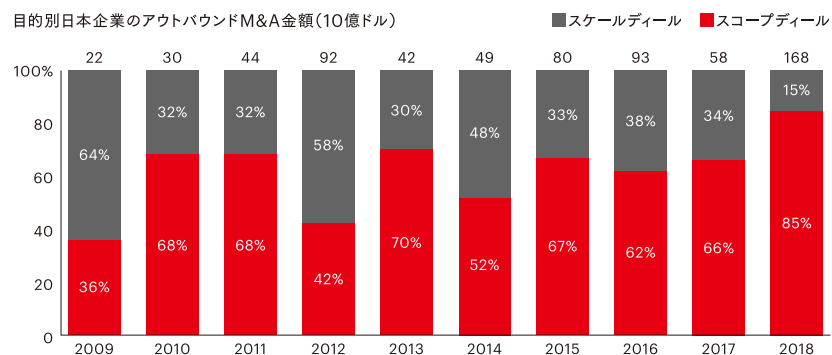
〔図表2〕アジア太平洋地域のアウトバウンドM&A金額の国別推移（金額ベース）



リーマン・ショック以降徐々に拡大を見せてきた日本企業の海外M&Aであるが、これを支えるマクロ経済的、社会的背景は、おなじみの通りであろう。すなわち、国内市場の停滞、歴史的に低い資金調達コスト、海外に比した日本企業の収益性の低さと、それを押し上げようとする株主圧力の高まり、などである。一方で、そうした海外M&Aの中身を、直近5年間（2014～2018年）と、その前の5年間（2009～2013年）で比較すると、四つの大きな変化があることに気付く。

一つ目は、ディールタイプの変化である（図表3）。「スケールディール」と呼ばれる同業の取り込みによる規模拡大を狙うM&Aよりも、「スコープディール」と呼ばれる新領域への進出や新技術の獲得を狙ったM&Aが増えている。内需型の企業の場合や、あるいは消費財のように本来はグローバルな事業でもグローバルブランドが乏しい日本の企業の場合は、そもそも海外の市場に出るということそのものが新領域への進出であることも多いのだが、B to CからB to Bへ、マスセグメントからプレミアムセグメントへ、売り切り型からソリューション型へ、といった事業ドメインのシフトを狙ったM&Aも増えている。また、近年のデジタルソリューションやAI、IoTといった新技術の台頭に伴い、こうした技術を獲得するためのディールが増えていることも、スコープディールの拡大につながっている。

【図表3】日本企業のアウトバウンドM&Aの目的別構成推移（金額ベース）



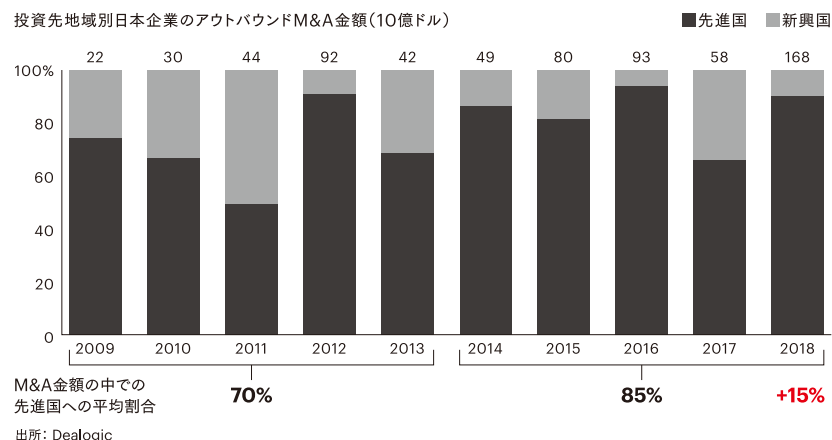
注：M&A金額は発表額のみを表している。スケールディールとは同業の取り込みによる規模拡大を狙うM&Aであり、スコープディールとは新領域への進出や新技術の獲得を狙ったM&Aである。

出所：IMF, Dealogic



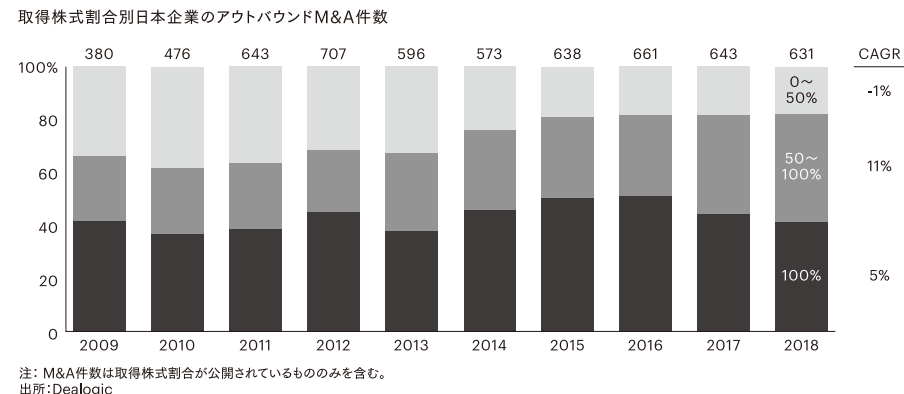
二つ目は、投資先の地域の変化である（図表4）。リーマン・ショック直後の5年間は、日本のアウトバウンドM&Aの3割は新興国に向かっていった。しかし、直近5年で見ると、新興国向け投資の割合は半減し、85%の投資は欧米先進国に集中している。インドや中国、ブラジルなどの新興国向け投資で大きな減損処理案件も出たことで、そうした地域での大型M&Aが敬遠されるようになったこと、また、日本企業全体に収益性向上を求める声が強い中で、より収益性の高い欧米先進国の案件が優先されるようになったことが背景にあると考えられる。

〔図表4〕日本企業のアウトバウンドM&Aの投資先地域構成推移（金額ベース）



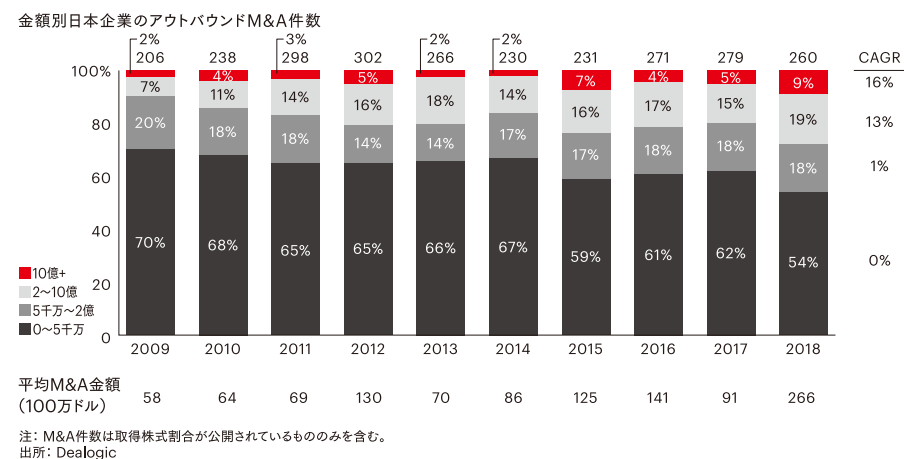
三つ目は、経営権獲得重視の傾向である（図表5）。投資先の株式の半分未満しか獲得しないマイノリティ投資がかつては3割以上を占めていたのに対し、直近では2割以下にまで減少して、投資先株式の過半を握る投資が拡大している。これは前述したような、投資先地域の変化が影響しているためだろう。新興国での「青田買い」あるいは「お勉強」的な投資が減り、既に確立した市場で経営権取得を狙った買収が増えている、ということである。

〔図表5〕日本企業のアウトバウンドM&Aの取得株式割合別構成推移（件数ベース）



そして四つ目が、平均投資規模の大型化である（図表6）。成熟した市場で経営権取得を狙った買収が増えれば、その規模は自ずと大型化する。そこにかつてない資金調達コストの安さや、成長投資に対する株主からのプレッシャーが加わり、「一世一代の大勝負」のようなディールが増えている。逆に、かつては見られた「新興国でのお勉強・お付き合い投資」のようなものは少なくとも増えていないというのは果報と言って良いだろう。

〔図表6〕日本企業のアウトバウンドM&Aの金額別構成推移（件数ベース）



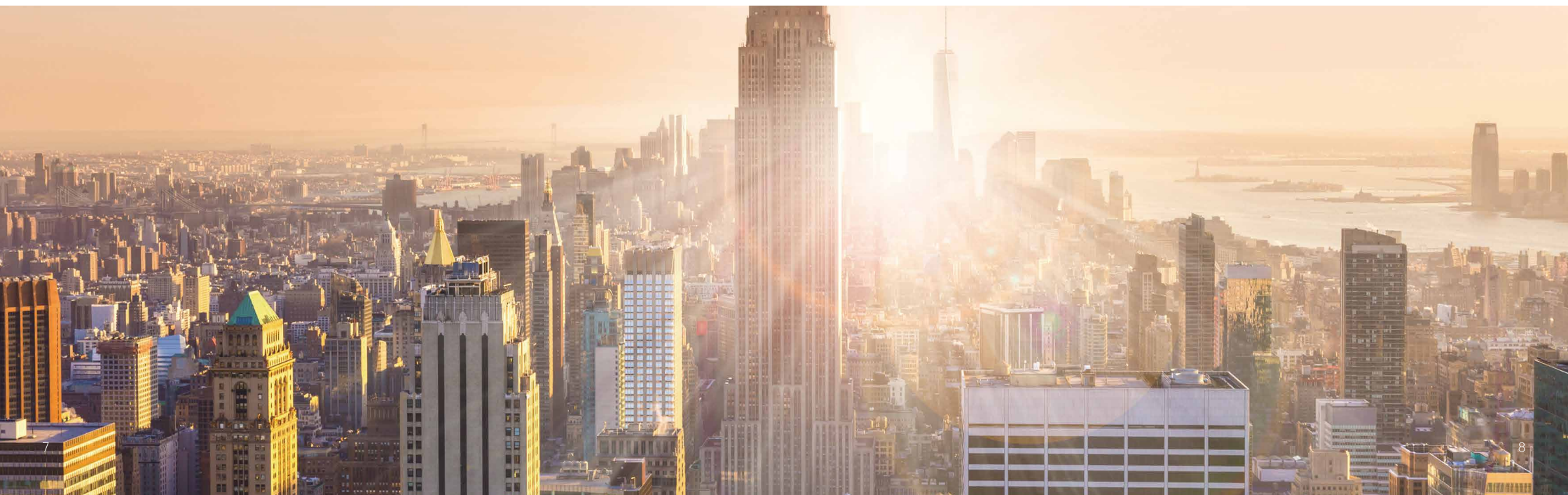
積極的な買収に隠された不都合な真実

こう見るといかにも景気の良い話で、バブル期に日本企業が世界の投資シーンを席卷したころの再現のように聞こえなくもないが、その足元では看過できない問題が起きている。大型M & Aを敢行したものの狙ったようなリターンが上がらず、のれんの償却が経営を圧迫し、結局のれんを減損処理したり、買収先を売却あるいは処分したりするような例が増えているのである。

1990～2014年の間に投資された5億ドル以上のアウトバウンドM & A案件110件についてベインが調査したところ、公表されているだけで実に約3割の案件でのれんの減損処理が行われ、約1割の案件では買収先の売却ないし撤退が行われていることが判明した。例えば2014年にドイツの高級水回り製品メーカー、グローエを約40億ドルで買収したLIXILは、翌2015年に買収金額の1割程度に当たる減損を計上した。また、前述の調査期間よりも後であるが、2015年に豪州の大手物流企業、トー

ルを約49億ドルで買収した日本郵政は、2017年に同社のれんの大規模減損に踏み切り過去最大の赤字に転落している。同期間に米国企業が行ったM & A（アウトバウンド以外も含む）のうち、減損処理に至った案件が5～6%であったことと比較すると、両国の会計制度の違いなどはあれ、これらの数字の高さが感じられる。

もう一つ、これに関連した不都合な事実が、日本企業のアウトバウンドM & Aにおける「高値づかみ」の傾向である。2009年からの10年間に行われた世界の主な企業買収案件の平均プレミアムが26%であったのに対し、同期間における日本企業のアウトバウンドM & Aの平均プレミアムは34%、実に1/3程度もプレミアムを多く積んで買収していることになる。この原因の一端は、海外のアウトバウンドM & Aが、その後のリストラを織り込んで商圏・販路獲得のために不採算事業を買収することも多いのに対し、日本企業のアウトバウンドM & Aは優良事業の買収によっていることにもあると思われる。それにしても、この超過プレミアムが、M & A成功のハードルを上げていることは間違いないだろう。



日本企業が失敗する3つの理由

なぜこのような失敗が続くのだろうか。品質問題が見抜けなかった、市況が急速に悪化した、などの個別理由も多々あるが、我々は総じて三つの共通した問題があると考えます。

一つ目は、そもそものM & Aの累積経験量の不足である。世界の主要先進国における売上高5億ドル以上の上場企業を対象に調査をしたところ、頻繁にM & Aを行う企業の割合で見ると、日本は約17%と最下位で、日本以外の主要国のその割合が約43%であるのに比べると、半分以上にとどまっている。比較的事情のわかった国内でさえM & Aの経験が乏しい中で、いきなりグローバルなM & Aに打って出るとするのは、なかなか難しい。M & Aも他の事業活動と同じく、経験がモノを言う。小さくてもしっかりと結果の出るM & Aで経験を積み、また、失敗した案件を真摯に総括して、自社なりのM & Aの「型」を構築することが、グローバルな大型スコープディールの前に求められる不可欠な布石であると我々は考える。

二つ目は、シナジーの過大評価と、その一方でシナジー実現へのスピード感や徹底度の弱さである。スコープディールの場合、事業の重複が小さいため、シナジーは生まれにくい。その中で確実にシナジーを出すためには、本社機能の統合を含めた間接部門のスリム化が避けて通れず、場合によっては買収側である日本の本社機能をスリム化し、海外に移すことも必要になる。しかしながら、日本企業のアウトバウンドM & Aにおいては、こうした実現性の高いコストシナジーは過小評価（あるいはリスクや実現困難度の過大評価）され、技術や新製品による売上シナジーを過大評価する傾向が強い。

もちろん、買収後の事業計画として、そうした売上シナジーの実現を目指すことはエキサイティングであるし、ぜひトライしていただきたい。ただ、それと買収時の企業価値算定や買収価格の交渉は別問題である。ましてや「買収ありき」「価格ありき」で、誰も責任を負えないシナジーを創出す

ることは絶対にあってはならないが、残念ながらそうした事例は少なくない。

三つ目は、M & A戦略の土台となるべき全社戦略の不在である。大型M & A、特にアウトバウンドM & Aでは、自らが何者であるか、全社戦略として何を指すのかが改めて問われる。特に、先進国でそれなりに実績を上げてきた企業を買収するのであれば、相手もこちらを値踏みしてくる。そのときに語るべき明確な全社戦略がないと、価格勝負でパワープレイに頼るしかなくなってしまう。

一方で、日本企業のアウトバウンドM & Aでは、M & Aそのものが戦略となってしまう事例が少なくない。M & Aはあくまで手段である。どういったビジネスモデルを目指し、どこでどう勝ち切るのか、そのためにこのM & Aがどう活きるのか、という明確なストーリーの不在が、買収後の方針不一致、放任、業績低迷の大きな要因になっているのではないだろうか。

4つの成功への道—M & A賢者からの学び

しかしながら、冒頭に述べたような、日本企業を海外M & Aに向ける環境要因・要請に変化がない以上、「羹に懲りて膾を吹く」ように海外M & Aを敬遠することは、問題の解決にはなりにくい。

では、どうすれば良いのか。

ベインは、日本を含む世界の大型M & Aの支援（M & A戦略、デューデリジェンス、PMIなどを含む）において業界No.1の実績を誇る。その実際のプロジェクト経験と、今回の調査で行ったケーススタディ、さらには海外M & Aで実績を上げている日本企業の経営者の皆様へのインタビューなどを踏まえ、四つの「成功への道」を提案したい。

一つ目は、海外M & Aの前提となる戦略的目的の明確化である。例えば、国内市場の飽和を受けて、成長のために勝ち組グローバルブランドと海外



販路を獲得することが必要、との明確なビジョンのもと、主に欧州やオセアニアでM & Aを積み重ねるサントリー食品インターナショナルやアサヒグループホールディングスはその好例であろう。

飲料に限らず、日本の消費財メーカーの大きな弱点の一つは、グローバルブランドの不足である。日本国内では圧倒的知名度を誇るブランドでも、世界中で名の知れたものは少ない。そうした中でサントリーやアサヒは、既に確立したグローバルブランドの買収に、海外M & Aを積極的に活用している。逆にブランドのない製造や販売だけの企業や、ブランドの確立が浅い新興国のプレイヤーには、両社はほとんど手を出しておらず、ブランドのコントロールのために経営権の取得にもこだわっている。ある消費財メーカーのCFOは、「M & Aの究極的な目的はブランドと人材の獲得」とまで言い切っているが、そうした「何のために買うのか」「何を買うのか」という極めてシンプルで言い訳の効かない目的の明文化と経営陣の間での意思統一は、海外M & A成功の第一要件と言えよう。逆に言えば、戦略的裏付けの希薄な「将来への布石」「ここで買わないと後悔する」的論法は、できるだけ避けなければならない。

二つ目は、能動的かつ自律的なディールの遂行である。案件のスクリーニング、デューデリジェンス、交渉、それぞれにおいて「定石」が存在する。各プロセスにどの程度時間をかけるべきなのか、どこでこういった外部専門家を活用すべきなのか、事業部門をどこからどこまで巻き込むべきなのか、デューデリジェンスで何を徹底的に見るべきなのか、交渉の撤退ラインをどこに設けるべきなのか、などなど、これらの「定石」を理解することは、「大成功」の確率を上げることにはならずとも、失敗のリスクは確実に低減してくれる。

プロセス以外にも、例えば前述の消費財メーカーCFOは、「スタンドアローン（買収先企業単体）で採算の取れる価格設定が大前提」と強調する。特にスコープディールの場合は、確実に見込めるシナジーが多くないので、スタンドアローンの企業価値で価格設定することは極めて重要な成

功法則である。加えて、「誰がやるか」もディールの自律性をもたらす重要なポイントであろう。案件探索も、投資銀行等からの持ち込みを待つだけでなく、自ら能動的にターゲットのロングリストを構築して積極的にアプローチすることが重要である。

「誰がやるか」という点については、リクルートホールディングス取締役兼専務執行役員の池内省五氏は、「海外企業のM & Aでは、計画、交渉、買収後のPMIと経営を同じ人がやり切ることが当社の定石」と言い切る。そうすることで、無謀な価格設定に自制が働き、また、買収時からその後の経営を考えた仕込みがなされるのである。実際に同社は、これまでに米国のインディードを含む20件以上の海外M & Aを成功させている。

三つ目は、M & Aを通じて自らの経営のやり方を変えることもいとわない、覚悟あるシナジーの実現と、買収先グローバル人材の活用である。ここで好例と言えるのが、日立製作所の鉄道事業であろう。グローバル化を推進するため、2015年にイタリアのフィンメカニカ（現・レオナルド）傘下の鉄道事業会社アンサルドブレダを買収したが、それに先立つ2014年に同事業の本社機能を日本から欧州に移したことが、グローバルなM & Aの成功とそれによる海外売上高増の大きな下支えとなっている。

グローバル市場で勝つことを戦略上の目的とするならば、本社機能が日本にあることの必然性はないことが多い。同社は覚悟を決めて本社機能を欧州に移し、英国人のアリスティア・ドーマー氏をトップに据えてイタリアの企業を買収した。自社の技術やオペレーションで買収先事業の改善に取り組むとともに、買収先事業の優れたところを真摯に認めて、自らの改善にも役立てていった。結果として、現在の同社鉄道事業の経営陣には、買収したアンサルドブレダの幹部も名を連ねている。同社CFOの西山光秋氏が本件を「実現した中では当社のベストディール」と呼ぶのは、2014年以降、売上高を数倍に拡大し、利益率も飛躍的に改善したという財務的な成果のみならず、さらなる成長に向けてグローバルな経営チームそのものも強化した点を評価してのことだろう。

最後に四つ目として、M & A累積経験の蓄積とその組織知化の重要性を挙げたい。やはり国内の同業他社買収（＝スケールディール）の場合に比べて、海外でのスコープディールは難易度が高い。まずは土地勘の働く国内、あるいは既に事業進出している国でM & Aの経験を積み、それをその場限りで参集するプロジェクトチーム・メンバーの属人的な知識にするのではなく、事業開発を専門とするチームに知恵を集積することで、より難易度の高いディールでの成功確率を上げることができる。日本電産は、M & Aで成長した日本企業の代表例だが、同社のM & Aは、まさにこうした国内でのM & Aをベースとしてグローバル案件にも挑戦する、というアプローチが奏効していると言えるだろう。

一方、商社など比較的M & Aや出資案件の多い企業でも、実際にはM & Aを各事業部門・営業部門が独自に行っていて、失敗事例の総括もなされず、企業全体の組織知になっていないことが多い。ペインでは、そうした企業の過去のM & A案件を棚卸し、プロセスに沿ってうまくいったポイント、失敗したポイントを客観的に総括し、その企業が陥りがちな「癖」を特定して、それを踏まえた「M & Aプレイブック」を作成する支援も行っている。導入していただいた企業では、単に資料としてまとめるだけでなく、新任管理職研修のカリキュラムに入れて必ず中堅社員が学ぶようにするなど、組織知としての普及が図られている。また、買収の前に売却で腕を磨き、売り手の視点を身に付けることも、経験値を獲得する上では極めて有効である。事業買収巧者が事業売却巧者でもあることは、多くの事例が証明している。

グローバル展開のため避けて通れない

以上、日本企業のアウトバウンドM&Aについて、トレンドと失敗の理由、成功への道を考察してきた。最近の日本企業のアウトバウンドM&Aの増加は、グローバル競争への本格参戦に遅れた日本企業が、潤沢な資金を活かすキャッチアップ策として、「よそに出遅れまいぞ」と焦ったことによるブームの感も否めない。今後を考えると、多くの業界で主要プレイヤーの統合が進み、一部のスタートアップ的なプレイヤーを除いて有望な買収先が徐々に減っていく焦燥感の中、新興国企業などの新たな買い手の参戦もあり、アウトバウンドM&Aの難易度は上がらざるを得ないだろう。また、保護主義の台頭などで世界経済の先行き不透明感が増していることも、海外でのM&Aを難しくしている。

しかしながら、目下の国内市場の成長性・収益性の低さを鑑みれば、グローバル市場への展開は多くの企業にとってはやオプションではなくマストである。そのためには、アウトバウンドM&Aが避けて通れないアジェンダとなる業界がこれまで以上に増えるだろう。先人に学ぶことで経験値を底上げし、冷めた頭で信念を持って、能動的にディールにトライする日本企業が増えることを期待したい。

[著者紹介]

奥野 慎太郎

ベイン・アンド・カンパニー 東京オフィスのパートナー。テクノロジー、産業材、自動車、消費財、流通等の業界において、M&Aや企業統合、構造改革などを中心に、幅広い分野のプロジェクトを手掛けている。ベイン東京オフィスにおけるM&Aプラクティスのリーダーであり、2014年より東京オフィス代表。

[本件に関するご質問や経営課題に関するご相談・お問い合わせ先]

ベイン・アンド・カンパニー

マーケティング／広報：西、有馬

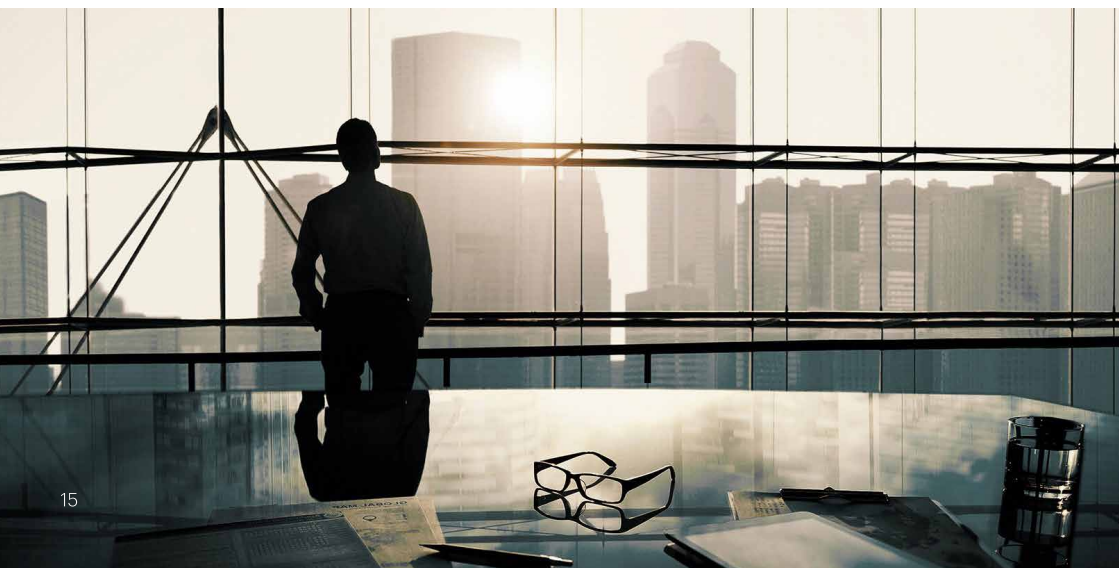
電話：03-4563-1103

メールアドレス：marketing.tokyo@bain.com

<http://www.bain.co.jp>

[ベイン・アンド・カンパニーについて]

1973年の創設以来、クライアントの成功をベインの成功指標とし、世界37か国58拠点のネットワークを展開しています。私たちは、クライアントが厳しい競争環境の中でも成長し続け、クライアントと共通の目標に向かって「結果」を出せるように支援しています。ベインのクライアントの株価は市場平均に対し約4倍のパフォーマンスを達成しています。持続可能で優れた結果をより早く提供するために、私たちは様々な業界や経営テーマにおける知識を統合し、外部の厳選されたデジタル企業等とも提携しながら、クライアントごとにカスタマイズしたコンサルティング活動を行っています。





ベイン・アンド・カンパニー

〒107-6208 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー 8階

電話(代表)03-4563-1100

©2020 Bain & Company Japan, Inc. All Rights Reserved.