METI - RIETI 政策シンポジウム

クロスボーダー M&A

プレゼンテーション資料

宮島 英昭

RIETIファカルティフェロー
早稲田大学商学学術院教授・早稲田大学高等研究所所長
経済産業省「我が国企業による海外M&A研究会」座長

経済産業省 RIETI

海外企業買収における課題とその克服に向けて
―「我が国企業による海外M＆A研究会」での議論をふまえて

宮島　英昭

RIETI, 早稲田大学商学学術院 WIAS

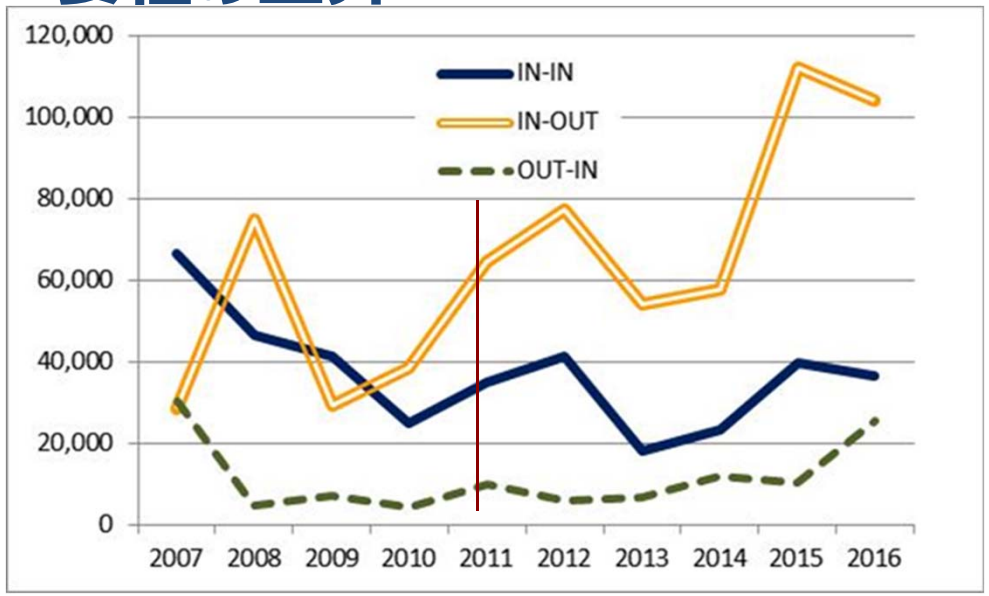
miyajima@waseda.jp

何故、海外M&Aが重要か

近年、海外M&Aの急速な増加、大型化

- 国内市場の縮小、投資機会の縮小
- 企業の内部資金の蓄積(資金の有効活用の手段)⇒重要な成長戦略
- 新興国市場・北米など、グローバル規模での成長を取り込む
- 子会社からの配当等の還流による収益、国民所得の拡大

⇒　日本企業の海外企業の買収、買収後の子会社の適切な経営の重要性の上昇



(デロイト・トーマツ作成)

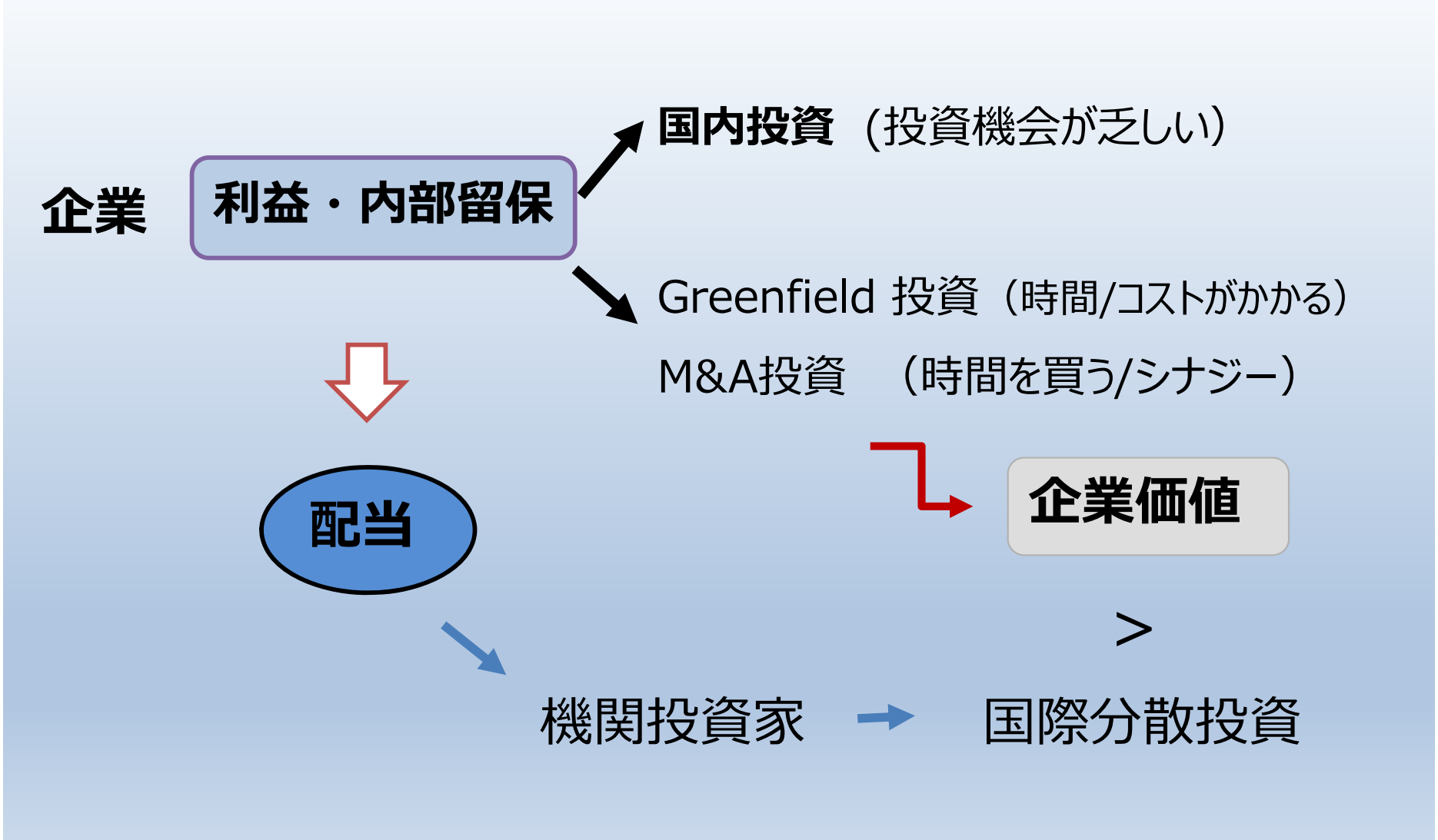
2007年～2016年の金額累計	
IN-IN	37兆3,199億円
IN-OUT	64兆2,042億円
OUT-IN	11兆6,408億円

レコフ『マールM&Aデータ』よりデロイト作成

海外M&Aの罠

- 海外M&A―いままですべて成功したわけではない
- 海外M&Aはリスクは国内M&Aに比べて高い
  - ✓ 非対称情報　ターゲットの情報不足
  - ✓ 買収プレミアムが上昇しがち
  - ✓ 文化的な差のためPMIが困難
- 近年目立つ減損事例

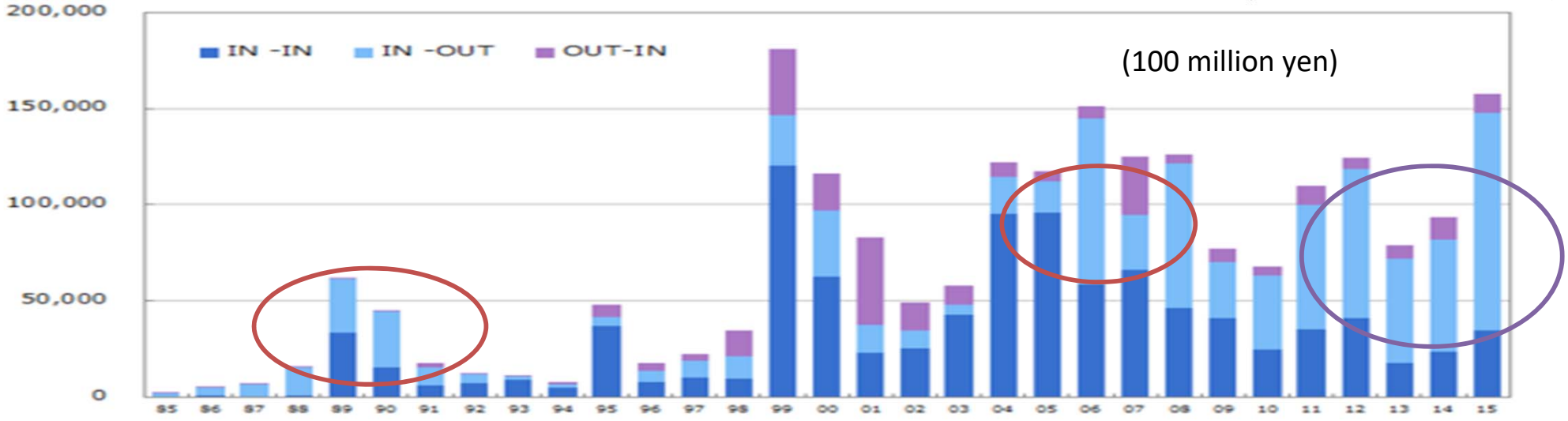
海外M&Aの収益は、長期的には国内投資、海外Greenfield投資だけでなく、国際分散投資の収益を上回る必要がある



日本企業の海外M&A：現状

海外M&A：　その規模の国際比較

- 海外M&Aは、急速に増加している。バブル期の第1の波に比べても規模ははるかに大きい



レコフ『マールM&Aデータ』

- しかし、時価総額比では、欧州諸国に比べて、まだ高いとはいえない。
  - 日本、　海外M&A/時価総額1.4%、海外M＆A/GNI 1.1%程度
  - 米国は、M&A大国だが、海外（Out-In）の比重は低い
  - 英国は、M&Aが、国内・海外ともM&Aの比重が高い/独仏は、M&Aの比重は高いが、上場企業の比重は低いためもある。

	IN-OUT M&A金額/時価総額比				
	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
1985-1997	0.3%	0.6%	2.8%	2.6%	3.7%
1998-2008	0.5%	1.0%	5.6%	4.9%	5.1%
2009-2016	1.4%	0.9%	2.4%	2.3%	2.6%

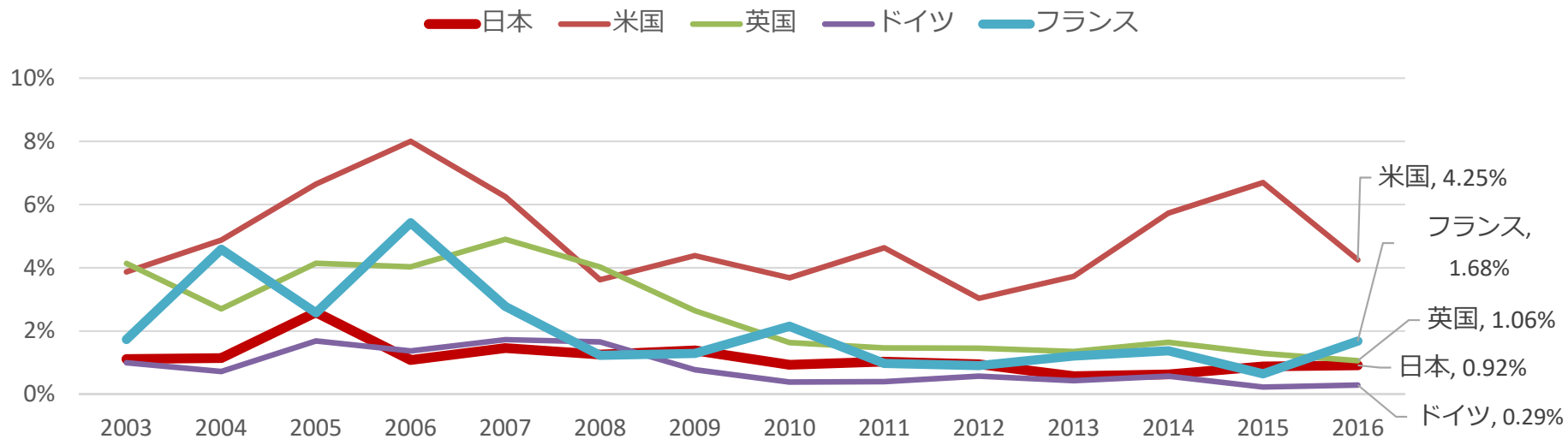
	IN-OUT M&A金額/GNI比				
	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
1985-1997	0.2%	0.4%	2.7%	0.5%	1.0%
1998-2008	0.4%	1.3%	7.6%	2.4%	4.2%
2009-2016	1.1%	1.0%	3.0%	1.0%	1.7%

出所：M&A金額/時価総額比およびGNI比は、Thomson One M&Aデータベース、世界銀行、およびBloombergのデータベースを基にデロイト トーマツ コンサルティングにて作成

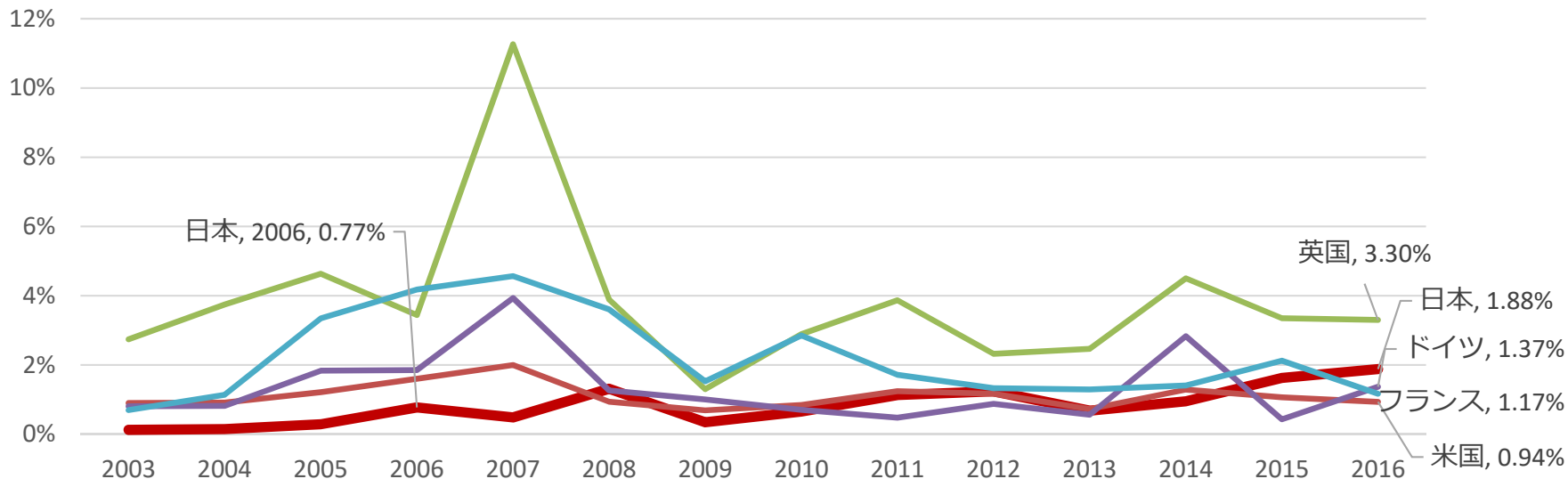
日本のIN-OUT案件の金額規模は直近10年で上昇しており、米国等と比較するとIN-IN案件に比べIN-OUT案件の割合が大きい

- **M&A金額推移の国別比較(対名目GNI比)**

IN-IN金額の推移



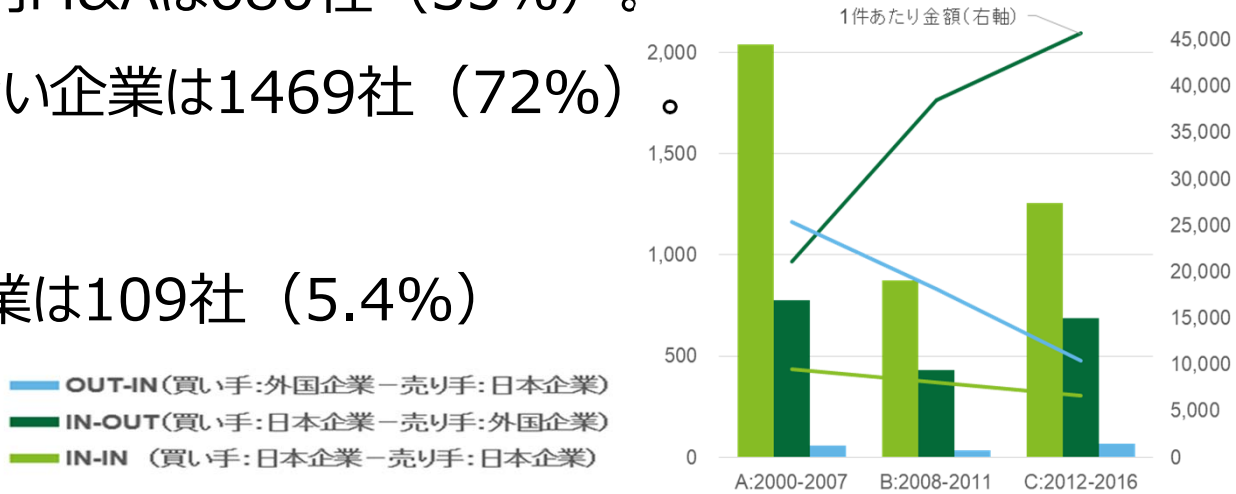
IN-OUT金額の推移



注釈：データはThomson One M&Aデータベースおよび世界銀行データベースを基に作成
件数・金額については金額を公表している案件のみを集計
出所：Thomson One M&Aデータベースおよび世界銀行データベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

M&Aと企業成長

- 2000年以降、海外M&Aを通じて成長(総資産の増加）を実現した企業は、限られている。
  - ✓ 東証1部上場企業のうち、海外M&Aを複数回実施している企業は286社（構成比、14%）、国内M&Aは680社（33%）。
  - ✓ 一度も海外M&Aを実施していない企業は1469社（72%）。
- 海外M&Aの規模は大規模化
  - ✓ 累計金額が500億円以上の企業は109社（5.4%）



累計件数（東証1部・2000-16年）			N=2032	
	IN-IN		IN-OUT	
A: 0	971	48%	1,469	72%
B: 1回	381	19%	277	14%
C: ２－9回	616	30%	266	13%
D: 10回以上	64	3%	20	1%

累計金額（東証1部・2000-16年）		
	IN-IN	IN-OUT
A:0	971	1,469
B:500億円未満	944	454
C:500億-1,000億円未満	51	32
D:1,000億-1兆円未満	63	64
E:1兆円以上	3	13

注釈：データはレコフM&Aデータベースを基に作成
件数・金額については金額を公表している案件のみを集計
出所：レコフM&Aデータベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

M&Aと企業成長

- 企業成長における海外M&Aの役割は、一部の企業で顕著に上昇している。

  Σ M&A (2000-2016) /時価総額2016

- ✓ 東証1部、累計海外M&Aの時価総額比の10%以上は、166社、8.1%
- ✓ JPX400では、海外M&Aの比重が、国内M&Aの比重を上回っている。
- ✓ JPX400の累計海外M&Aの時価総額比10%以上が、50社、12.6%

東証1部上場企業(N=2023)						JPX400(N=396)			
		IN-OUT		IN-IN		IN-OUT		IN-IN	
M&A比率	平均値	3.6%		4.9%		7.1%		4.1%	
	標準偏差	23.1%		12.3%		47.3%		8.7%	
M&A比率が0の度数		1,469	72.3%	971	47.8%	256	64.0%	164	41.0%
M&A比率が10%未満		379	18.7%	763	37.5%	90	22.5%	179	44.8%
M&A比率が10-30%		108	5.3%	191	9.4%	33	8.3%	41	10.3%
MA比率が30-50%		29	1.4%	42	2.1%	8	2.0%	9	2.3%
M&A比率が50%以上		29	1.4%	33	1.6%	9	2.3%	2	0.5%

注釈：データはレコフM&Aデータベースを基に作成
件数・金額については金額を公表している案件のみを集計
出所：レコフM&Aデータベースを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成

海外M&A：ステージの並存

- M&A先進企業：　過去20年間の海外M&Aを通じて、企業規模を拡大し、グローバル化した企業

  Ex. JT,　ブリジストン、日本電産、ダイキン

- Ｍ＆A移行企業: ２０１１年以降、M&Aを通じて拡大、いまPMIが問われている企業
- M&Aを成長戦略と検討し始めた企業

３つのタイプの企業が並存

先進企業から、グローバル企業への移行中、潜在的候補者企業への経験、知識のスピルオーバー

我が国企業による海外M＆A研究会の概要

- 本年8月より議論開始。企業ヒアリング等を通して、**我が国企業による海外M＆Aにおける共通の課題等を整理・分析**。
- こうした議論の結果や事例等をまとめた**成果物を年度末まで作成予定**。

【研究会メンバー】※五十音順、敬称略

（座長）

宮島　英昭	早稲田大学商学学術院 教授

（委員）

井上　光太郎	東京工業大学　工学院　経営工学系　教授
岩口　敏史	株式会社レコフデータ 代表取締役
太田　洋	西村あさひ法律事務所 パートナー
玉井　裕子	長島・大野・常松法律事務所 パートナー
服部　暢達	早稲田大学大学院経営管理研究科 客員教授/ 慶応義塾大学大学院経営管理研究科 特任教授
林　　稔	株式会社KPMG FAS マネージング・ディレクター
松江　英夫	デロイト トーマツ コンサルティング合同会社 パートナー

研究会の方向性について

＜海外M＆Aの意義・重要性＞

- 海外M＆Aは、今や我が国企業が**成長を実現していく上で重要なツール**。
- 海外M＆Aのリスクばかりが強調されるが、**海外M＆Aを活用して着実に成功している企業も存在**。企業を萎縮させるのではなく、**必要なリスクをとって海外M＆Aを有効に活用できるようエンカレッジ**していくことが重要。

＜海外M＆Aの多様性と課題の明確化＞

- 海外M＆Aは、**グリーンフィールドでの海外進出とは異なる難しさやリスク**があることは事実。
- 海外M＆Aの目的は多様で、**成功・失敗を単一の基準から評価することはではない**。したがって、**「これをやれば必ず成功する」**という**ひな形**はない。
- **海外M＆Aを行う上でやるべきことの共通の認識が不十分**なところもあるので、まず**そこを明確化していくことが本研究会の意義**の1つではないか。

海外M＆Aを実行していく上で、「必ず留意すべき点」を整理・明確化することで、海外M＆Aを活用して成長につなげようとしている企業の後押しをしていくことが重要なのではないか。

海外M＆Aを有効活用している企業に共通するポイントとは？

- M＆Aを積極・有効活用している企業は、**M＆Aにより何を実現したいか（ストーリー）が明確**。このストーリーに**トップも積極コミット**し、プロセス全体に**主体的に取組む**。
- 海外M＆Aを経て、**グローバル経営体制を構築することで**、グループ全体の**ガバナンス強化**

プロセス全体

プロセスの全体像を把握し、**買収による成長ストーリーをトップ自らが語り**、会社全体で**主体的に取り組む**

①Pre-M＆A段階

買収による成長ストーリーと入念な準備

②ディール実行段階

ストーリーとの整合性・統合プロセスを意識

③Post-M＆A(PMI:統合）段階

トップも含めた総力戦でストーリー貫徹へ

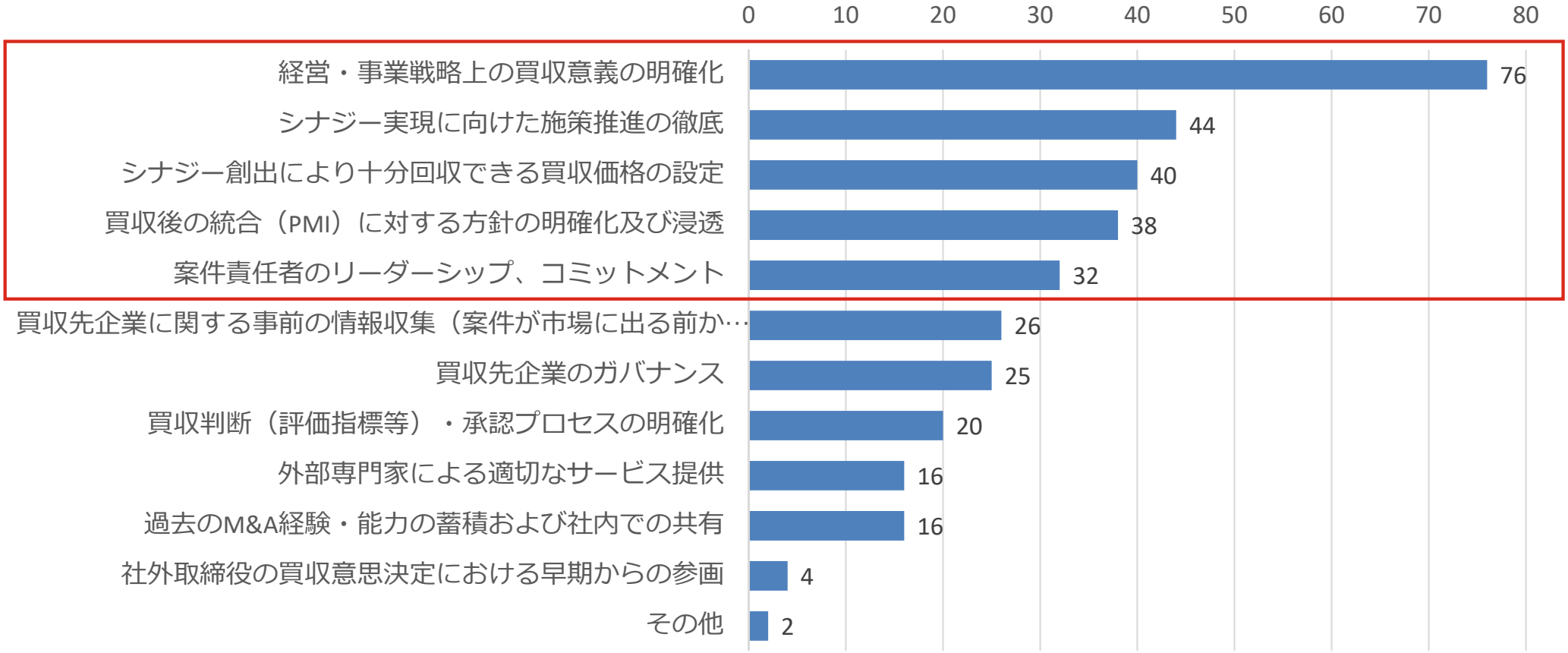
過去の経験と経営体制を活用して次のM＆Aへ…

アンケートの暫定的結果： 買収目的の明確化、シナジー施策の実行、適切な価格設定、PMI方針の明確化・浸透、及び責任者のリーダシップは、3割以上の回答企業が成功要因として挙げている

- 「我が国企業による海外M&A研究会」アンケート調査 中間集計結果

Q. 過去に実施した海外M&A案件のうち成功と評価された案件において、成功要因は何と考えていますか？

N = 93



※ グラフは「我が国企業による海外M&A研究会」実施のアンケート調査結果を基にデロイト トーマツ コンサルティングにて作成
※ 注釈：該当する選択肢を全て選択（平均選択数3.7）

海外M＆Aを有効活用している企業に共通するポイントとは？
～プロセス全体～

- 経営トップや、M＆Aの責任者は、**プロセス全体を把握し、買収による成長ストーリーを自ら、買収・被買収双方に語る**。
- さらに、全体像の把握だけでなく、M＆Aのリスクやノウハウ等の「**M&Aリテラシー**」の取得も重要。

プロセス全体

プロセスの全体像を把握し、**買収による成長ストーリーをトップ自らが語り**、会社全体で**主体的に取り組む**

・M＆Aによる、買収・買収双方の不安を解消し、当事者意識を鼓舞するために**トップは、買収による成長ストーリーを自らの言葉で語る**。

・トップは、ストーリーを語るだけでなく、**M&Aに潜むリスク・それへの対処策・関連ノウハウなど、「M&Aリテラシー」も一定程度身につける**。

海外M＆Aを有効活用している企業に共通するポイントとは？
～Pre-M＆A～

- M＆Aを検討するにあたっては、**なぜ当該M＆Aを行う必要があるのか、**それにより、自社の成長戦略がどのように実現していくのか、**買収によるストーリー策定が何よりも重要**。
- その上で、**買収先の調査などを入念な準備**を実施。

①Pre-M＆A段階

買収による成長ストーリーと入念な準備

・**なぜ、M＆Aを自社の成長に活用するのか？**　なぜ、M＆Aにより自社の成長戦略をどのように実現していくのか。**明確な買収による成長ストーリーを描く**

・M＆A戦略に整合するような買収候補を**主体的に探索**

・買収後の経営をシミュレーションした**詳細な青写真**を作成（候補選定から数年にわたる準備を行う場合も）

・M＆A経験豊富な法務・財務や専門部隊等、**M＆A人材・体制の整備**

海外M＆Aを有効活用している企業に共通するポイントとは？
～ディール実行段階～

- ディール段階では、**ディール成立ありきとせず、当初描いたストーリーが実現できるのか**主体的に（アドバイザー任せずにせず）**要精査・検証**。
- さらに、ストーリー実現のために必要な**条件・リスク回避措置も適切に盛り込む**。

②ディール実行段階

ストーリーとの整合性・統合プロセスを意識

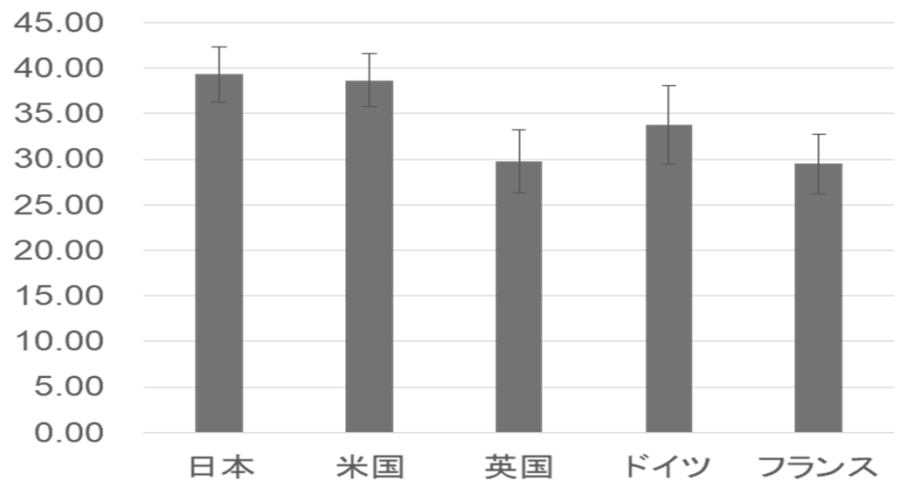
・統合を見据え、**当初のストーリーとDD・交渉による精査との齟齬を検証。**ストーリーを実現できないのであれば、撤退も視野に（**ディール成立ありきは×**）

・ストーリー実現のために**必要なリスク回避措置・条件**（人材のリテンション等）を盛り込む。

・リスク要因を自ら認識し、**主体的に外部専門家を活用**（助言の鵜呑みは×）

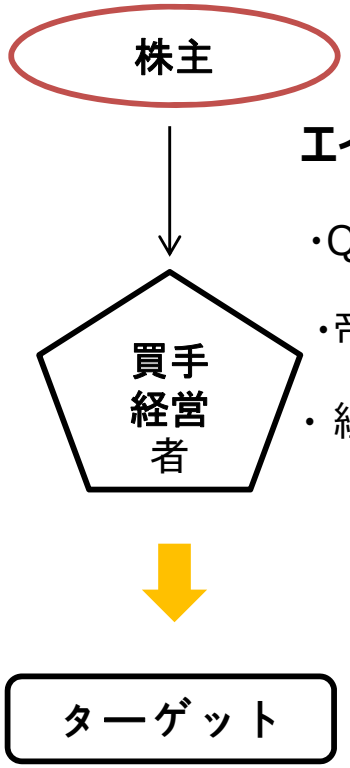
M&Aと企業統治（ディールの実行段階）
買収プレミアムが高すぎる？

株価プレミアム（%）平均値の比較（公表日前日の被買収側株式の終値比）



【データの概要】
2006年～2016年の各国のIN-IN案件とIN-OUT案件（買収側最終親会社の所在国（Thomsonでは買収公表時点で会社の主要な事業または部門が所在している国を基にしている）と被買収側の所在国が別国）のうち、4.5億ドル（約500億円）以上の案件を抽出
Financial Acquirorによる買収（バイアウトファンド、ベンチャーキャピタル、銀行等による、主として投資利益を目的とした買収）を除く
上記案件の内、Thomson M&Aデータベース上で、株価プレミアムが開示されている案件の平均値を比較。※株価プレミアムは、（買収提示価格－買収公表日前日の株価）÷買収公表日前日の株価×100で算出

買収主体のガバナンス



エイジエンシー問題

・Quiet life

・帝国形成

・ 経営者の暴走

- □ 買収誰が待ったをかけるか
  - ✓ 資金提供者・FA（促進要因になっても、抑制要因になりにくい）
  - ✓ 海外機関投資家　（上場企業のうち40%しか、3%以上もつブロックホルダーがいない）
  - ✓ 独立取締役＋CFOとタッグ
  - ✓ ディールの準備（初期）段階から関与する必要
- □ ターゲット企業の経営者のコミットをディールの成立の条件とする

海外M＆Aを有効活用している企業に共通するポイントとは？
～Post-M＆A～

- 統合は、**当初描いたM＆Aストーリーの実現プロセス**。（統合が成功して、初めてM＆Aの成功）統合プロセスまでストーリーの**一貫性を確保**する。
- さらに、海外子会社の買収は、買収・被買収側双方に大きな負荷となるために、**トップも積極的にコミットして、グローバルガバナンス体制を構築**。

③Post-M＆A(PMI:統合）段階

トップも含めた総力戦でストーリー貫徹へ

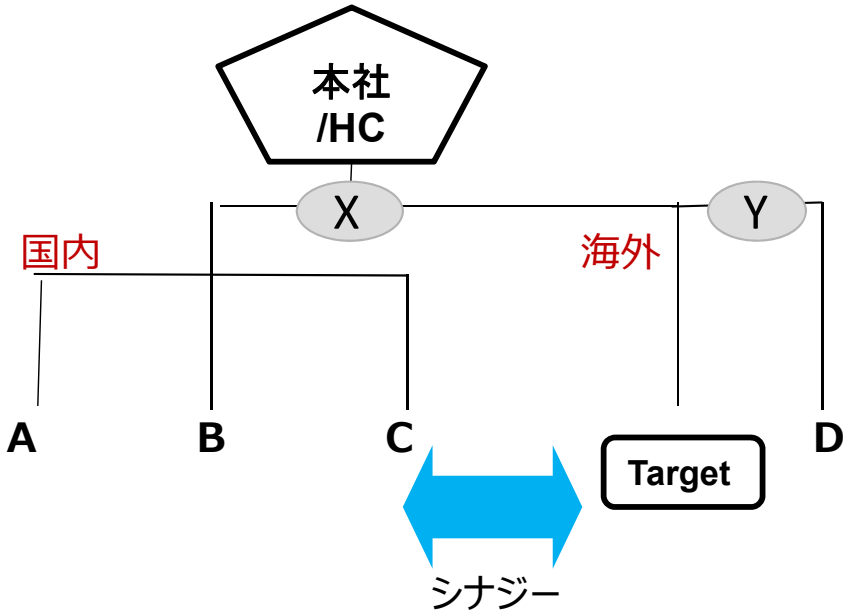
・PMIチームや**トップ自らが買収ストーリーや自社の経営理念を被買収会社に共有・積極的に対話。**

・**ディール担当者がそのままPMIに関与する**ことで、買収ストーリーとPMIの一貫性を確保。

・海外子会社を管理するための、自社の強みも活かした、**グローバルガバナンス体制を整備**。

M&Aと企業統治　Ⅱ　（グロ-バル・ガバナンス体制の構築）

子会社ガバナンス



・ HQ/HCの経営者（グループ全体の企業価値最大化）

・ 会社の経営者（キャリア・収入・努力水準）

- ◻ 海外子会社の統括組織の重要性

  統括組織をどこに置くか？　X，Yなのか

- ◻ どの程度海外子会社の株式を所有するか？
- ◻ 分権化と集権化の適切な組み合わせ

集権化：　取締役会の多数派の確保、執行役員の派遣、投資計画の承認⇒間接費の増大や意思決定のスピードの低下、優秀な人材の離散

分権化・権限移譲/利益責任の強化

ベネフィット:子会社経営者のイニシアティブの向上

コスト：子会社の暴走・シナジ-の喪失

- ◻ 子会社の管理・評価指標の明確化
- ✓ いかにシナジーを実現するか(シナジー創出WG)
- ✓ 最終利益（ROE,ROA)に限定するとシナジーが実現できない→シナジーを明示的に取り入れた指標

参考：アンケート調査概要

経団連加盟企業を中心に、日本企業による海外M&Aの動向やM&Aの成功／失敗要因の調査を目的としたWebアンケートを実施している

- 「我が国企業による海外M&A研究会」アンケート調査概要

■ 調査の目的

「我が国企業による海外M&A研究会」における調査の一環として、日本企業による海外企業買収の動向や、その成否にどのような要素が影響を与えるのかといったことを明らかにする

■ 調査期間

2017年10月23日～2017年12月8日

※ 集計は11月20日時点

■ 調査依頼企業

約1360社（経団連加盟企業　他）

■ 回答方式

Webアンケートにて入力