

M&A成長戦略 に向けた CFOの課題

パネリスト

横山之雄 氏日清食品ホールディングス株式会社
取締役・CFO**若林剛** 氏長島・大野・常松法律事務所
弁護士**福谷尚久** 氏GCAサヴィアン株式会社
マネージングディレクター

モデレーター

北松克朗 氏トムソン・ロイター
IFR日本支局長**北松克朗** 氏

トムソン・ロイター
IFR日本支局長
1976年、日本経済新聞社に入社、同社編集局トロント支局長、欧州編集総局(ロンドン)局次長などを務める。2002年にロイター(現トムソン・ロイター)に入社、ロイター日本語ニュース編集長、ニュース戦略開発担当などを経て、2012年3月から現職。早稲田大学政経学部卒。

**福谷尚久** 氏

GCAサヴィアン株式会社
マネージングディレクター
国際連合本部勤務を経て、三井銀行入行。以後、さくら銀行(東京)、三井住友銀行(NY)、大和証券SMBC(Singapore)、現在のGCAサヴィアンを通じ、一貫してM&Aアドバイザリー業務に従事。国際基督教大学(ICU)教養学部卒。コロンビア大学ビジネススクール修了(MBA、Beta Gamma Sigma会員)、筑波大学大学院法学修士、オハイオ州立大学大学院政治学修士。

**若林剛** 氏

長島・大野・常松法律事務所
弁護士
慶應義塾大学、コロンビア・ローズクル卒業。M&A、コーポレート案件全般、エクイティ・ファイナンス、日系企業の海外進出支援、海外投資案件、海外コンプライアンス案件に携わる。

**横山之雄** 氏

日清食品ホールディングス株式会社
取締役・CFO
1979年富士銀行(現：株式会社みずほ銀行)入行。海外勤務、人事、営業企画、広報業務を経て麹町支店長、渋谷支店長を歴任。2007年日清食品(現：日清食品ホールディングス株式会社)入社。執行役員財務経理部に就任。2010年には、執行役員・CFOに同年6月には取締役・CFOに就任。

クロスボーダーM&Aの課題

北松 ここでは、いま、M&A展開で直面している課題、その中でCFOが果たすべき役割、そして社内でのM&A専門家育成の必要性などについて考えていきたいと思えます。横山さんは、M&A展開の中でどんな教訓を得られましたか。

横山 明星食品のような同業の中で包括的な交渉ができたケースでは、資材の共同調達などコスト面をはじめ想定したシナジー効果が得られました。過去には異業種への参入を目指して、製菓会社を買収するケースもありましたが、残念ながらうまくいきませんでした。やはり、具体的な事業展開を描ける中で進めるのが成功の大きな鍵だと思います。

また、ロシアの案件では、法律をウォッチし続けることの重要性を実感しました。出資段階で独禁法が変更となり、三回に分けて出資せざるを得なくなりました。出資過程で常に問題となるのが、価格の妥当性です。特に新興国の企業価値評価は非常に難しい。市場の成長をどう考えるかでまったく変わってきます。そのため、合意に至らなかった案件もあります。日本や米国なら価格の妥当性がある程度わかりますが、アジアではその判断は非常に難しいと思います。さらに、買収後の組織統合やシステム統合に時間がかかるケースがあります。我々もシスコやヨークとの統合経験をきっかけに、見直しを行いました。効率的に統合できるシステムの準備も大切だと思います。

北松 福谷さんは、M&Aに多数関わってこられて、

日本企業の課題をどうお感じですか。

福谷 共通する課題は三つあると思います。一つ目はM&Aを行う目的の明確化です。資金があるからとか、アナリスト受けを狙うような動機でM&Aを考えるべきではありません。M&Aは規模によってはある意味社運をかけるものになります。目的や明快な理由があつてこそそのM&Aと心得るべきでしょう。二つ目が、途中でやめる勇氣です。例えば、デューデリジェンスの中で問題点が出てきて、本来ならば検討を中止すべき場合や、途中で状況が大幅に変わって価格が見合わなくなるような場合でも、「経営会議で決めたのだから買収しなければならぬ」などと、非常に残念なことにそのまま突き進むケースが少なからずあります。それでは、最初から失敗が見えているようなものです。M&Aが手段ではなく目的の化してしまつと、そうした罠に陥ります。目的が達成できないとなれば、途中でやめる勇氣が必要です。三つ目に、理想的な案件に巡り合うためには自らプロアクティブに動くべきこと。ただ待っていたのでは、良縁には恵まれづらいです。

北松 バリュエーションについてはいかがでしょうか。

福谷 確立されている方法は一般的に三つあります。一つ目は成長や利益を現在価値に置き換えるDCF法を代表格とする「インカム・アプローチ」、二つ目に類似企業の株式市場で取引されている価値、例えば利益率の何倍の時価総額かを比較するマルチプル手法を多用する「マーケット・アプローチ」、三つ目が新たにその会社を創り直した場合いくらかかるかを再調達原価などから考える「コスト・アプローチ」です。

ただし、これらは絶対的なものではなく、あくまで相対的なものです。算定にはブレが生じますから、最終的なプライシングは目的に一致するかどうか、つ



まり「そのM&Aにこの価値があるか？」を考え、「自社の方向性と一致するか？」という点で納得できるところになるでしょう。

デューデリジェンスはどこまで可能か

北松 デューデリジェンスについてはいかがでしょうか。

横山 時間的な制約と、開示される情報の制限がデューデリジェンスを厳しくしています。日本や欧米の上場企業なら、情報開示も十分に評価法もある程度固まっています。しかし、新興国ではそうはいきません。「財務諸表を見せてくれ」と言ったら、「どれにする？」と言われて三種類出てきたりします。新興市場においては特に難しいと思います。

福谷 デューデリジェンスを行うことで目の前がいっぺんに明るく開けることは絶対ではありません。新興国、なかでも中国やインドの場合は、少しデューデリジェンスに対するスタンスを変えなければならぬと思います。財務諸表が三種類あるのは中国では普通のことです。税金はできるだけ少なく払いたいの利益を抑えたバランスシートを当局に提出する一方、対銀行では融資を受けるために、利益を膨らませたものを使います。そして、本当のものは自分でもっています。スタート地点はここにあると考えなければなりません。「本当の財務諸表を見せてくれ」と言っている間に時間が経ち、話が流れます。最後の最後で環境面の問題が出て賠償しなければならなくなるなど、最悪のケースも考えられます。結局、どこまでリスクとして織り込むかでしょう。

若林 法務デューデリジェンスも同様で、頑張つて行つてもすべてが明らかになることはありません。また、先進国と新興国では進め方、程度も異なります。特に新興国の会社の法務DDでは、国内の会社

を調べる場合と比べ、うまくいかないこととか、障害になることが出てくる場合が少なくありません。特に、ある程度時間と費用をかけても、現地におけるデューデリジェンスの正確性に疑問が生じる場合もあります。重要なのは、本社がコントロールすること、つまり、本社の立場から物事を見て、本社にとって何が重要かという観点からグリップを効かせることです。クロスボーダー案件であれば、英語でコミュニケーションしたり、外国人とやり合わなければならないので、社内にそういったことをできる人材が必要となります。仮にそういった方がいないのであれば、できるだけ会社に近い外部のアドバイザーを通じてグリップを効かせるようにするということがしょうか。ただ、効かせすぎようとすると、コストと時間がかつてしまいますから、案件ごとに考えて、合理的に行動する。そこが一番の要となります。

法務DDを行う上で常に念頭におかなければならないのは、契約に際してどの程度の表明保証をとれるかです。その観点からさかのぼって、デューデリジェンスの程度を考えるとといった発想もあります。新興国への投資では、売主等の状況から契約上の補償をどの程度勝ち取ることが可能か、また補償条項に基づいて現実的に損賠賠償してもらおうことができるかといった点を念頭におくことが必要でしょう。

クロスボーダーM&Aと規制法

北松 クロスボーダーのM&Aを行う場合、規制法についてはどうでしょうか。

若林 昨今、M&Aに限らず海外事業展開で、米国の「賄賂」や「不正利益の供与」を規制する法律が注目を集めています。海外における一定の不正な金銭等の提供（米国の規制は公務員、また、英国の

規制は公務員(民間問わず)に対して、英米の当局が介入してきて、本社にあたる会社に二〇〇億円単位の莫大な罰金を科してくるケースもあります。英国の「賄賂行為防止法」(略称UKBA:二〇〇二年七月施行)の下での摘発例はまだありませんが、米国の「海外不正行為防止法」(略称FCPA:一九七七年施行)の下では、ドイツの会社が約八億ドルもの罰金を科せられました。日本でもナイジェリアでジョイントベンチャー等によるナイジェリア政府高官等への贈賄が、他の関係者との共謀や米国の銀行を経由していたことなどを理由に、ドイツ、フランスの会社と共に日本の会社が米国から一八〇億円ほどの罰金を科せられました。FCPA違反は、その罰金額の大きさもさることながら、例えば、M&Aで買収した会社が買収前に贈賄行為をしていたことが買収後に判明した場合に、買収者自身が責任を問われて罰金を支払うことがあるなどの特徴があります。Successor Liabilityと呼ばれるものですが、海外企業の買収をお考えの会社は、是非とも留意したほうがよいと思います。また、より一般的な話となりますが、海外に統括会社を作り、一定の権限委譲した場合、本社からの法務面でのモニタリング・監督がどうしてもおろそかになりがちな面がありますので、できるだけそういういったことが起きないようにするためのシステムの構築が重要となります。少なくとも、同業他社と同程度の手当てはしておくべきでしょう。

M&A成功の条件

北松 見えない多様なリスクが横たわる中でM&Aを成功させるには？

福谷 最初に申し上げた、①目的が明確であること、②途中でやめる勇気と目的達成のためにやり抜くパ



日清食品における グループ経営管理について

横山之雄氏

日清食品ホールディングス株式会社
取締役 C F O

企業価値最大化を目指す グループ管理体制

日清食品は一九四八年に設立、一九五八年に世界初の即席めん(チキンラーメン)を、一九七一年には世界初のカップめん(カップヌードル)を発売し、日本の高度経済成長と歩調を合わせるように成長を続けてきました。チキンラーメン発売から五〇周年の二〇〇八年、七事業会社、四地域による持株会社制に移行しました。M&A市場、権限委譲による戦略実行のスピードアップ・競争力の向上・組織活性化、そしてグループ全体の企業価値最大化を実現する経営体制の構築を睨んだ改組でした。持株会社制移行の二年前、ステイブルパートナーズより明星食品をホワイトナイトの形でTOBしました。この買収によつて営業シナジーが発揮されたことと、持株会社制へ移行した効果が重なり、二〇〇九・二〇一〇年度と二期連続で過去最高益を記録しました。一方で、我々自身も買収への防御策

を図る必要がありました。持株会社制は、カテゴリナンバーワンブランドをつくり、ファウンドなどに買収されない世界レベルで競争力のある企業となり、企業価値の最大化を実現するためのグループ経営体制でもありました。我々はその組織を扇になぞらえて考えています。扇の一番上にクライアントがいて、その下に七事業会社、四地域(欧米・中国・アジア・欧州)があり、ホールディングは扇の一番下の要部分でプラットフォーム(経営戦略本部、食品総合研究所、生産本部、資材調達本部、営業本部、財務本部、管理本部、CC本部、食品安全研究所)としてのサービスを提供しています。現在、世界の即席めん市場は、新興国を中心に急成長しており、総需要の八五%をアジア全体で占めています(中国は全体の四割強)。日清食品グループは世界二五カ国、四七工場を展開し、カップヌードルは八〇カ国以上で食されておりますが、海外売上高は三%程度とまだ低い割合です。国内需要の大きさとアジア諸国での単価の低さという要因もありますが、

ワーを併せ持つ、③M&Aに対する戦略的なスタンスを明確にして積極的に動く、の三点に尽きます。

横山 プロアクティブに動くことが大事だと思います。出会いがしらの的なものは、時間も極めて限られます。ターゲットエリアを決めたとき、複数の候補会社を選んで掘り下げていけば、時間的な余裕もあり、余裕をもって話を進めていく中で、出会いがしらの案件で置き去りにされがちなことが見えてくると思います。

若林 近年のM&Aの成功例に、出会いがしらは、あまりないように思います。複数社を、比較検討しながら実施しているところが多いと聞きます。よく知っている会社、吟味された会社を買収する傾向にあるといった印象を持っています。

CFOの役割

北松 M&Aを展開する上でCFOの果たすべき役割は？

横山 プライシングやデューデリジェンスも重要ですが、極めて大切なのが買収後です。組織や業務の統合を進めていく中で、あらゆる経営資源の投下方法の最善のバランスを探し出していくことがCFOの大きな役割であり責任であると思います。

福谷 私見になりますが、日本と欧米ではCFOの役割の認識にずれがあるように思います。日本ではCFOは経理財務を統括する責任者というイメージですが、欧米の感覚ではCFOはCEOに次ぐナンバー2で、CEOに不測の事態が起こったとき代役を務めるのは間違いなくCFOです。日本でもそうあるべきだと私は思っています。実際、そのほうがM&Aにおいても機能します。

北松 FAとのシナジー効果は？



今後、市場開拓していく余地が十分にある証でもあります。

即席めんは、国や地方の志向性が強く、好まれる味が異なります。新興国も含め、世の中の流れを肌感覚で掴み、動いていくには、東京の決裁を待っていたのでは遅すぎます。そこで、R HQ Asia (リージョナル・ヘッドクォーターアジア) をシンガポールに置く必要性が生じました。これをテストケースとして他の三地域についてもR HQの機能を持たせる予定です。

急成長市場で時間を買う

国の内外を問わず外部環境は、ますます混沌の色合いを深めています。原発問題と電力供給、欧州危機、円高、原材料の高騰など、先行きへの不透明感は強まる一方です。そうした中で、企業価値最大化に向けて内部・外部要素共に解決すべき課題は多いのです。内部要素としては、技術革新・業務改善を怠るわけにはいきません。中でも重要なのは業務プロセスの再構築です。新技術と商品開発はマーケティングに欠かせません。さらに資材購入の共通化や物流の合理化、営業活動の改善、人材育成に管理活動など、組織がグローバル化するに従って、人員もガバナンス責任も広がり、内部要素の大きな課題となっています。



外部要素として大きいのが、M&Aによるシ

ナジー効果であり、事業のスクラップ・アンド・ビルドです。

海外M&Aでは一九八九年一月香港のベアトリースフーズ(現・永南食品)の買収によって、香港市場のシェアは七〇%となりました。二〇〇九年にはロシアのシェア四〇%をもつマルベンに三三・五%出資が完了しました。中国の今麦郎グループへの出資比率も順次三三・四%に高めていく予定です。M&Aによる最大のシナジー効果は、やはり売上上の成長や利益の拡大にあります。ことに急成長するアジア市場では時間との戦いなのです。垂直立ち上げを考えたとき、M&Aは重要な戦略となります。

ただし、出資比率(マジョリティかマイノリティか)については、我々は常に悩んでいます。M&Aは市場機会や経営資源を取りこんでいくことであり、その中で経営統合、事業買収、株式譲渡、事業譲渡などが行われます。マジョリティをとっていくにこしたことはありませんが、政治的リスクを考えると、中国本土とロシアはマイノリティで行ったほうがよいと考えています。

*

「もつと食を動かそう」——それが我々のスローガンです。世界のため、人類のために、世界中の全社員と共にスピーディでグローバルな食の展開を考えてまいります。

若林 海外M&Aでは、弁護士が代理人として契約交渉に臨むことが多いと思いますが、F&Aの方々にも参加いただき、案件の進行を大局的に見ていただくことが、弁護士の立場からもありがたいですね。

福谷 F&Aにはスキルや知識を重視されがちですが、実は一番大事なのは「この人に頼んでおけば、あうんの呼吸でやっていける」という信頼感です。そうしたハウスバンク的な人間関係から、いろいろな相談が始まることが多いですね。

F&Aが困るのは、「ここは会社がやるから、ここだけお願い」と、部分的に任せられることです。それでは、大局的な見地からアドバイスできません。交渉でも、バリユーエーションでも同じです。信頼関係の上に情報共有を行いながら、F&Aに任せていただくのが、一番いいお付き合いの仕方だと思います。

横山 CFOの立場から言えば、対外的な交渉もそうですが、社内的な交渉でF&Aと連携が緊密になるケースは多いですね。経営トップの間で意見の衝突が生じたとき、間に立って客観的な立場から意見を言ってもらえるのはとても助かります。難しい案件ほど、F&AとCFOは緊密になり、客観的な立場から会社の方向性を示してもらおう。社内的な合意を得ていくうえでも、F&Aの存在は大事だと思います。

北松 F&Aと事業会社の関係で、日本と欧米で違いがありますか。

福谷 現時点ではほとんど違いはないと思います。バブルの時期が、日本のM&Aの勃興期です。この頃、M&A慣れしていない日本企業は、交渉で欧米の企業が高い球を投げつけてきても、それを押し返すという認識がありませんでした。それが結果的に、九〇年代前後にM&Aを経験した日本企業の蹉跌につながったと思います。いまは、毎日のように高い球



が飛んできて、それを押し返す交渉を当たり前のこととして受け入れていきます。交渉に関して付け加えると、新興国の場合、特にインドは価格交渉でいっさいひきません。中国は別の難しさがあります。

グローバルな人材育成

北松 人材育成についてはいかがでしょうか。

横山 海外M&Aとグローバルバリエーションが同時に進んでいくのだと思いますが、我々の会社ではM&Aの専属部隊をつくって、対象となるターゲットのエリアに一年の三分の二程度は出向いて、マーケットやそこに暮らす人々の考え方や生活の在り方を自分たちの目と耳で歩きまわりながら調査しています。今進めている案件なども現地に行くと、彼らが街の隅々まで熟知していてガイドは全く不要なほどです。

そうした人材を育てるには、腰を据えた戦略が必要です。即席めんの場合、最初に進出した企業は競争のないブルーオーシャンですが、そこに市場があるかどうかわかりません。交渉のやり方や情報の扱い方も国によってさまざまです。企業価値の出し方や商売の進め方も異なります。そうしたことも、ある程度担当者が理解したうえで、市場開拓も含めて進めていけるような人材育成が必要だと思います。

我々は、中途採用と内部での育成を同時並行で行っています。M&A部隊を立ち上げるときも、中途で即戦力の人を採用し、若い人材をつけて育てていくようにしています。若手人材は二〜三年経ったら、海外に例えば営業担当として赴任させて、現場感覚を鍛えています。

福谷 外部からの専門的な傭兵部隊と内部の人材育成のミックスは、一つの理想形だと思います。

若林 法務に関しては外部の弁護士を雇って人材

ミックスの形で進むケースが多いですが、結局、判断を下すのは会社の内部の人です。経営トップもさることながら、その下でM&Aを担当される方々が判断しなければ物事が前に進みません。判断力を高めるには、経験が必要です。そのためには、経験者を通じて雇うのも効率的な方法ですが、内部でそういった人材を育てることも重要だと思います。

情報強化をいかに進めるか

北松 情報強化についてはいかがでしょうか。

横山 難しいですね。特に新興国では情報は集めづらい。たとえ情報インフラを整えても、集めた情報の信憑性を評価するソフトのほうが必要だと思います。

福谷 M&Aに関して世界中にアンテナを張っておく必要がある企業の中には、事業会社でも直接、M&A市場で情報を得るような契約をすることがあります。海外M&Aでのポストマーケットで最もコスト的な問題になるのが、買収後のシステムがうまく連結できるかどうかです。海外M&Aの拡大を図ろうと考えるなら、そういう情報インフラを用意して、買収後相乗りしやすい環境を整えておくことも、必要な情報整備でしょう。

若林 法務で外部の弁護士を雇うケースが多い理由の一つは情報です。内部の方では、同業他社やマーケットプラクティスを追いかけることが難しい場合もあるようです。また、専門家を雇うことで、物事を多角的に見やすくなるということも聞きます。法務に限らず、外部リソース活用の有効性はそういったところにもあるのかもしれない。

北松 本日はどうもありがとうございました。

※本稿は、二〇二二年七月一日開催の「M&Aフォーラム」の講演内容を編集部にてまとめたものです。