

# 海外M&Aにおいて 日本企業が抱える 課題の本質

岡 俊子

株式会社マーバルパートナーズ  
代表取締役社長

野島 篤

株式会社マーバルパートナーズ  
CFO アジェンダチーム  
ディレクター

杉山孝史

株式会社マーバルパートナーズ  
CFO アジェンダチーム  
ディレクター

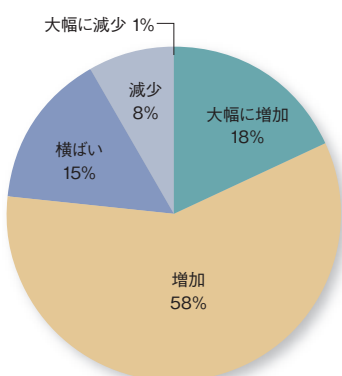
成熟の度を深める国内市場とは対照的に、アジアを中心とする新興国の成長は著しく、日本企業にとってグローバルな成長を勝ち取ることに、それを実現するための手段としての海外M&Aに向き合うことは、もはや不可避である。

日本企業がクロスボーダーM&Aにおける買い手として、より一層の存在感を発揮し、戦略の実現手段として海外M&Aを有効に使いこなしていくために解決されるべき、

日本企業が抱える構造的な課題とは何であるか、また、CFOが果たすべき役割について、現状と課題を探る調査を試みた。その結果を、回答企業の海外M&A経験の差異にも着目しながら考察してみたい。

日本企業は、長期固定化する円高や相対的に良好な手元資金からすると、海外M&Aについて相対的優位な立ち位置にあるにもかかわらず、欧米のグローバル企業と比べて「M&Aに長けている」と自他共に認める企業は未だ少なく、日本企業による海外M&Aの成功例も少ないと言われる。今回のサーベイは、特にポスト・マージャー・インテグレーション（PMI）等、取引後の段階に課題があるとの問題意識に基づき、「高度金融人材産学協議会（事務局：経済産業省 経済産業政策局 産業資金課）による研究テーマ「海外M&AにおけるPMIに係る課題抽出」の一環として実施された。

図1 ● 海外売上高伸び



回答するなど、海外M&Aの主役となるであろう層からの回答が中心である。

**海外展開意欲は旺盛、アジア中心に米国・ブラジルにも注視**

まず、回答企業の三年前と比較した海外売上高伸びは、「大幅に増加」が一八%、「増加」が五八%と総じて海外展開の進展がうかがえる（図1）。図では紹介していないが、地域的な事業活動領域も、「拡大」と回答した企業が七一%を占めた。自社グローバル化の進捗度についての質問には、「既に十分進んでいる」と回答

**【調査の概要】**

実施：日本CFO協会  
 調査対象：上場企業のCFO  
 調査方法：無作為に抽出した上場企業CFO500人に調査票を送付  
 回答者数：94社（回答率18.8%）  
 調査期間：2012年10月26日～2012年11月8日

**【調査企業のプロフィール】**

業種：製造業70%、卸売業9%、サービス業8%、小売業7%、金融業2%、その他4%  
 グループ売上高：1兆円以上13%、1兆円未満19%、5,000億円未満39%、1,000億円未満26%、その他3%  
 海外売上比率：50%以上=23%、20%以上50%未満=40%、10%以上20%未満=14%、10%未満=18%、0%=5%  
 グループ従業員数：1万人以上39%、1万人未満20%、5,000人未満27%、1,000人以下14%  
 グループ社数：300社以上3%、300社未満16%、100社未満21%、50社未満39%、10社未満14%、5社未満7%

した企業は八%と少数派であるが、「それなりに進んでいる」が七二%と大多数を占めた(図2)。図では紹介していないが、今後のグローバル化に対する姿勢も、六三%が「今後(も)積極的に進めたい」と回答している。

また、今後三～五年後に予測される自社の海外売上高比率について、五〇%以上と回答した企業が四割近くを占め(著者注：現状は二三%)、旺盛な海外展開意欲が確認された(図3)。

今後三～五年で特に注目して事業拡大を予定する国についての回答は、アジア新興国を中心に、インド、インドネシア、中国、タイ、米国、ブラジル、ベトナムなどに集中した。特に、インドネシアへの注目度が極めて高く、また、日本からの距離にもかかわらずブラジルへの視線も熱い(図4)。なお、図では紹介していないが、昨今の日中情勢を踏まえたM&A戦略における中国の位置づけを質問したところ、七〇%が「重要性は変化なし」と回答し、「重要性が低下」との回答は二〇%に留まった。中国に対する事業拡大意欲は衰えていない点も興味深い。

**海外M&A経験が豊かな企業は半数程度、成果結実、検証は途上**

次に、今後の海外M&Aに対する姿勢を質問したところ、七割以上が、優先的あるいは比較的重要な課題として取り組みに積極姿勢を示しており(図5)、今後

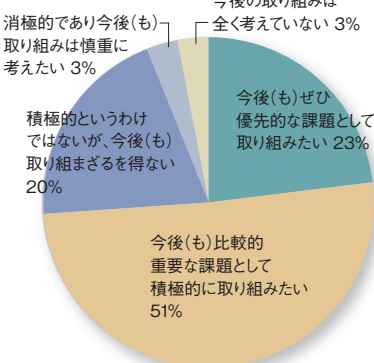
三年以内に自社が新規に海外M&Aを行う可能性については、三分の二が具体的な案件を探索中(または検討中)と回答している(図6)。

一方で、自社の海外M&Aへの取り組み状況(経験)についての質問には、「既に分十分な経験がある(五件超)」または「それなりに経験がある(三～五件)」と回答した企業は半数に満たず、半数以上が未だ「あまり経験がない(二、三件)」または「全く経験がない」等に留まっている現状にあることがわかる(図7)。

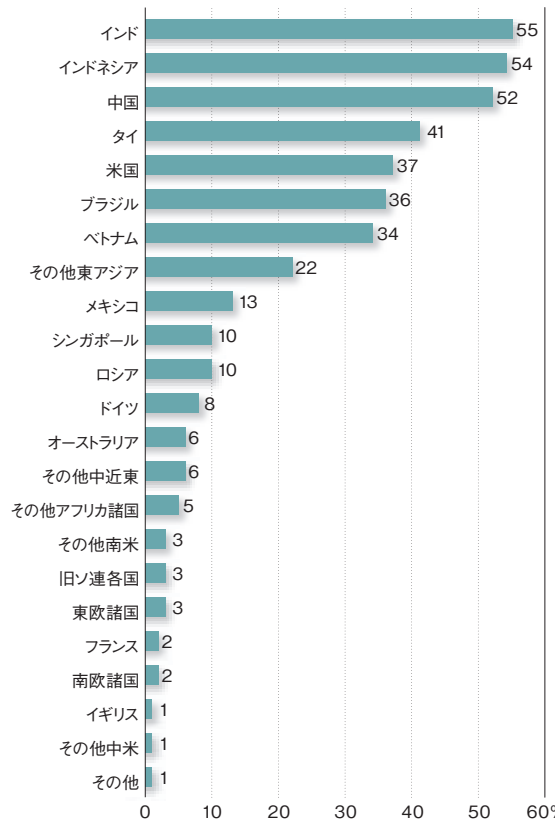
本稿では、海外M&A経験を三件以上有している回答者群を「経験豊かな層」とし、残りの、海外M&Aについて「全く経験がない」または「あまり経験がない(二、三件)」との回答者群を「経験浅い層」として定義し、以下「経験豊かな層」と「経験浅い層」の回答差異に着目しながら、日本企業が海外M&Aに際して直面している構造的課題の抽出を試みた。

なお、過去に実施した海外M&Aに関する成果認識について質問したところ、「期待どおりの成果を挙げた」または「期待以下だがそれなりの成果を挙げた」と回答した企業は、事業戦略面では合計しても二割をやや上回る程度であり、財務指標面では同じく合計しても二割を下回り、さらにその確信は低下する(図8)。この傾向は、経験豊かな層と経験浅い層の比較においても、明らかな差異が見られない。しかしながら、経験を重ねるに

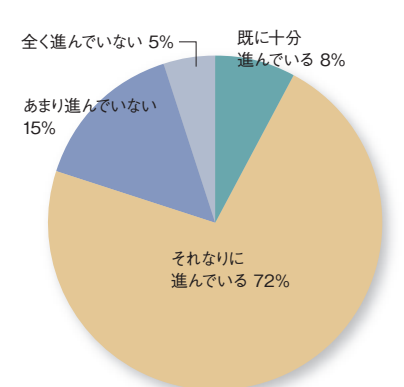
**図5 ● 海外M&A(in-out)に関する取り組み姿勢**



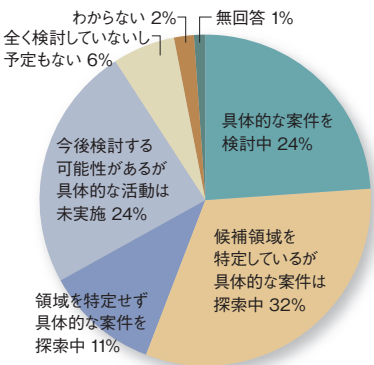
**図4 ● 今後3～5年で特に注目して事業拡大を予定している国(複数回答)**



**図2 ● グローバル化の進捗度**



**図6 ● 今後3年以内に自社が新規に海外M&Aを行う可能性**



**図3 ● 今後3～5年後に予測される自社の海外売上高割合**

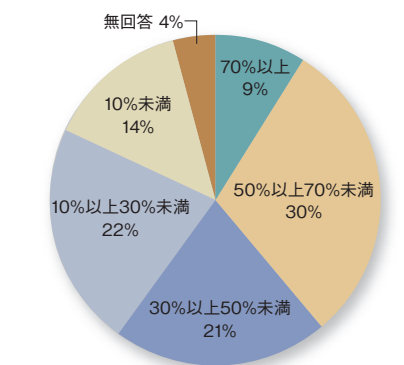
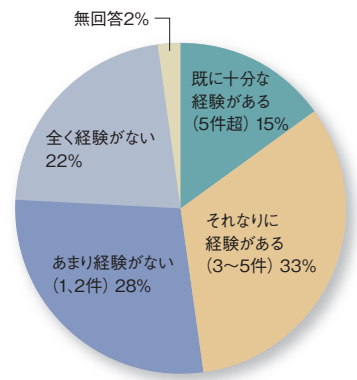


図7●海外M&Aの進捗度



つれて問題意識・課題認識の面から進化が見られる点については、後ほど詳しく述べる。

図8について特徴的であるのは「無回答」が多い点である。複数件の海外M&A経験を有する企業にとって、一括して成果認識を問う質問は答えにくい、という理由も考え得るが、弊社のポストM&A診断サービスの中で顧客企業からしばしば聞かれる「過去のM&A実施に際して、成功・成果を測る項目や指標定義が十分でない」という理由も、相当数あるのではないかと懸念される。仮にその懸念どおりだとすれば、今後CFOに期待される役割は極めて重大である。

### M&A目的意識は、既存事業拡大からグローバル経営の進化へ

今後の取り組みにおける海外M&Aの目的を確認したところ、経験浅い層では「海外市場でのシェア拡大」「海外拠点での生産能力、調達ルート等の獲得」「海外市場への新規参入」など、既存事業の地

域的あるいはシェア拡大を目的とする項目に回答が集中した(図9)。

一方で、図9の経験豊かな層による回答を見ると、前述の三つの目的は重要であるものの、「当該地域での新規市場事業開発の橋頭堡確保」「特定技術・知財権等の獲得」や「海外拠点での優秀人材獲得」「クロスセル等の販売面でシナジー創出」などへの回答が相対的に多く、グローバル経営をさらに深化させることを意図している姿が浮かび上がる。

これら海外M&A経験の差による回答傾向の差異は、「時間経過や経験累積によつてM&Aの内容が変化した」というよりは、「何を求めるためのM&Aか」という目的意識をよりはっきりと認識する傾向が、経験豊かな層で強まったためではないかと推察する。

### 買った会社に気を遣うのではなく、事業を買った以上は業績コントロールが正念場

いよいよ本サーベイの本題のひとつである、海外M&AにおけるPMIに際して苦勞・失敗と認識(または懸念・不安視)している項目についての回答を分析してみたい。まず、経験浅い層が有している懸念・不安の内容を分析したところ、図10にあるように「シナジー創出目標未達」を筆頭に、「対象会社業績悪化時の対処能力の不足」「対象会社従業員層のモチベーション低下」「想定外のディスシナジー(顧客離反、重要人材流出等)発生」

図10●海外PMIに際しての苦勞・失敗(懸念・不安)点 (複数回答)

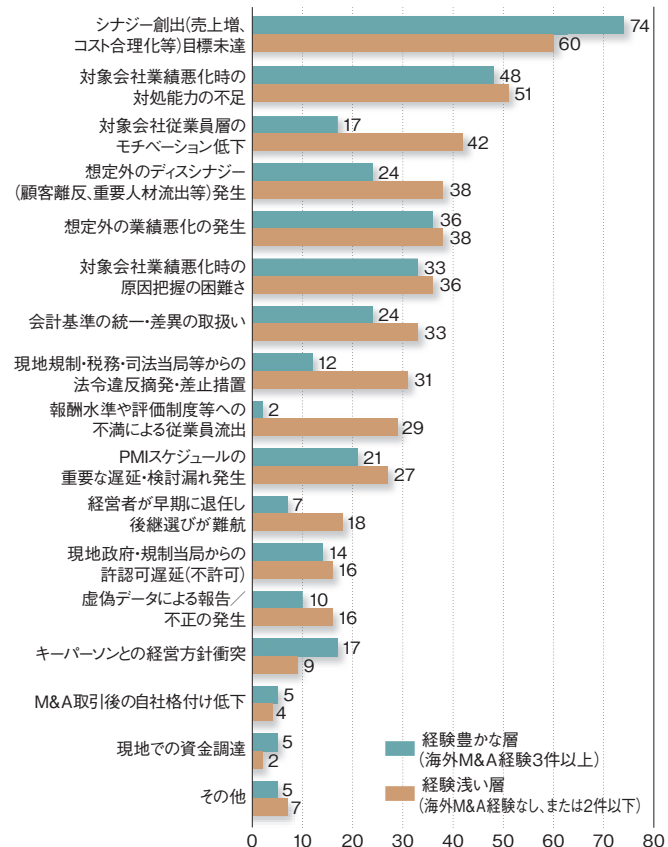


図8●過去に実施した海外M&Aについての成否認識 (海外M&A経験のない企業を除く)

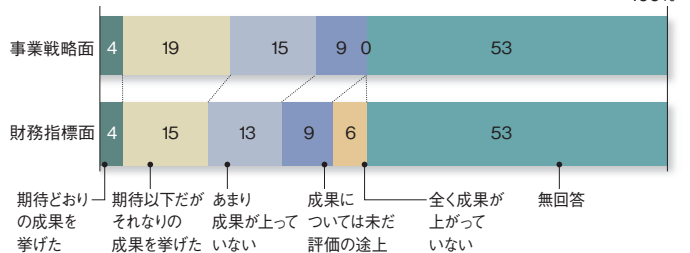
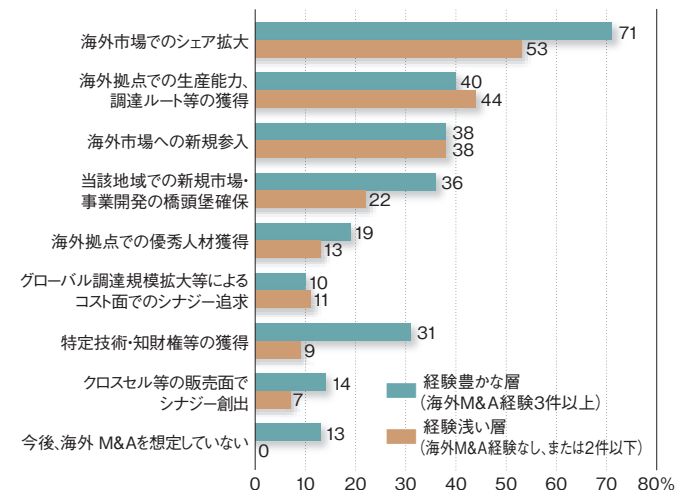


図9●今後の海外M&A取り組みにおける目的 (複数回答)



「ジー発生」など幅広く、いわば甚でPMIや海外進出時の心得紹介を謳うセミナーや出版物等で挙がるテーマに、幅広く回答が分散した。

一方で、経験豊かな層による苦勞・失敗に基づく回答においては、はつきりと二つの傾向が出た。一つめは「対象会社従業員層のモチベーション低下」「想定外のデイスナジー発生」「現地規制・税務司法当局等からの法令違反摘発・差止措置」「報酬水準や評価制度等への不満による従業員流出」等について、経験浅い層の懸念・不安と比して、その比重が著しく後退している点である。これらの懸念は、もちろん対処が必要であるが、海外M&A経験や事業運営を重ねていくことである程度解決していける問題であり、少なくとも日本企業が構造的に直面するハードルというわけではないと解釈できる。

二つめの傾向として、経験豊かな層では、「シナジー創出目標未達」に代表される「業績をいかにコントロールするか」という観点への関心が高く、「対象会社業績悪化時の対処能力の不足」「想定外の業績悪化の発生」「対象会社業績悪化時の原因把握の困難さ」に対する回答の重要性が高い点にも納得がいく。

つまるところ、一定以上の経験を積んだ企業にとって「買った会社」を、既存の経営陣や従業員に反発されないように、どう経営する(させる)か」という点は、もはや卒業すべき視点であり、「事業

を買った以上、どのように業績をコントロールするかが正念場」であるとの視点に進化していると解釈できよう。

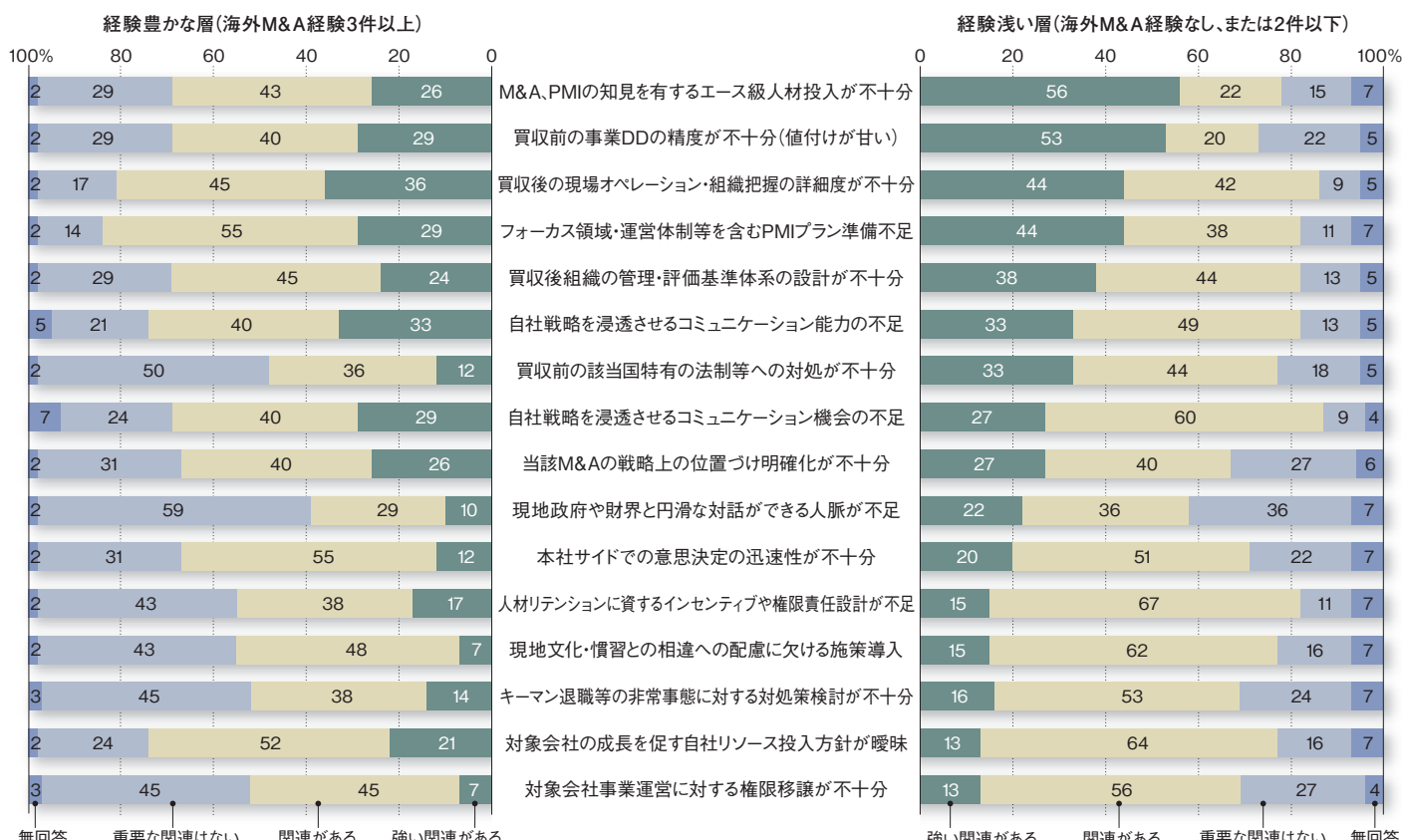
また、絶対的な比重は高くないが、経験浅い層に比して回答割合が高い項目として「キーパーソンとの経営方針衝突」が挙げられるが、対象会社の経営を任せてうまくいっているうちは良いが「業績が悪化した際に」既存のキーパーソンとの衝突を超えて業績をどうマネジメントするか、という問題の一面であると理解できる。

**買収後の精査と、自社経営を省みることの必要性**

さらに、海外M&Aに際しての苦勞・失敗に関して、その要因として考えられる問題点について、関連性を質問した。まず、経験浅い層が「強い関連がある」と想定する要因については、図11のとおり「M&A、PMIの知見を有するエース級人材投入が不十分」「買収前の事業DD精度が不十分」が五割超、次いで「買収後の現場オペレーション・組織把握の詳細度が不十分」「フォーカス領域・運営体制等を含むPMIプラン準備不足」が四割超の回答を集めた。

一方で、経験豊かな層が「強い関連がある」と回答した項目は、かなり絞られてくる。三割を超えるのは「買収後の現場オペレーション・組織把握の詳細度が不十分」「自社戦略を浸透させるコミュニケーション

図11 ● 海外PMIに際しての苦勞・失敗の要因 (複数回答)



## 海外M&Aにおいて 日本企業が抱える課題の本質

「シオン能力の不足」であり、すなわち、買収決定後に得られる情報量が増えた段階での詳細把握に万全を期すことができず、また、口を酸っぱくして自社戦略を浸透させるコミュニケーションにも苦労している姿が垣間見える。つまり、悪い意味での日本型「いわなくてもわかるよね」式経営から脱却しきれず、業績コントロールに苦労している企業像が浮かび上がる。その他、三割近い回答を集めた「買収前の事業DD精度が不十分」「自社戦略を浸透させるコミュニケーション機会の不足」も同様の解釈が可能であり、「関連がある」まで足し上げた回答割合を踏まえると、その前提として「当該M&Aの戦略上の位置づけ明確化が不十分」「対象会社の成長を促す自社リソース投入方針が曖昧」「本社サイドでの意思決定の迅速性が不十分」といった、個別M&Aの巧拙というより、自社の経営を省みる視点に回答の比重が高いことが見てとれる。

また、「買収前の該当国特有の法制等への対処が不十分」「現地政府や財界と円滑な対話ができる人脈が不足」「現地文化・慣習との相違への配慮に欠ける施策導入」等については、経験浅い層による想起状況と比して、要因としての重要性は著しく後退する。M&Aで海外に打って出るといふことは、異国の地文化に恐る恐る足を踏み入れ、買った会社の立場を慮るといふことではない、と考えている

図12 ● 海外PMIに取り組むうえで重点的に対処すべき課題 (複数回答)

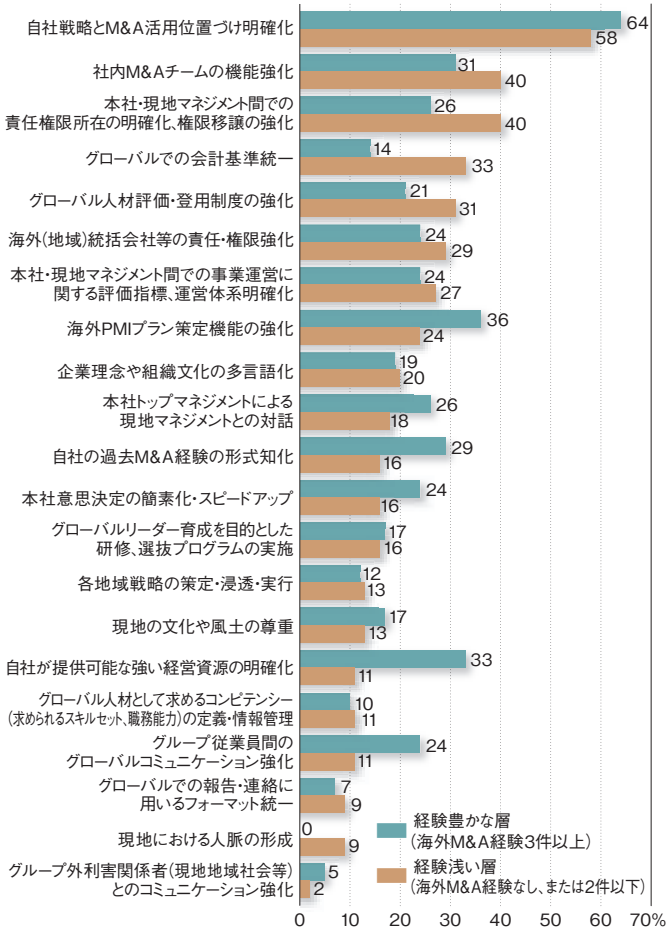
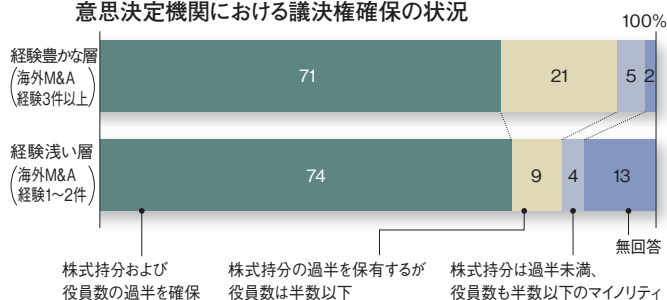


図13 ● 対象会社の取締役会等の意思決定機関における議決権確保の状況



のである。

### 失敗を含む経験から学び、 自社の強みで事業成長を促す

次いで、前述の失敗(懸念)内容、要因認識を踏まえた今後の重点的な対処課題について質問した。図12のとおり、経験浅い層でのトップ回答は「自社戦略とM&A活用位置づけ明確化」であり、この点は経験豊かな層でも同様である。一方、経験豊かな層では、「海外PMIプラン策定機能の強化」「自社が提供可能な強い経営資源の明確化」「自社の過去M&A経験の形式知化」「本社トップマネジメントによる現地マネジメントとの対話」に強いフォーカスがある。過去の失敗を

含む自社経験からしっかりと学び、自社の強みを活かして対象会社の事業を成長させる戦略と覚悟こそが重要であり、それこそが本社トップのミッションである、という気づきを感じ取れる。

### ガバナンスの考え方の一貫性に課題

さて、構造的な課題の手掛かりが浮かび上がってきたところで、視点を変えて、日本企業が買った会社を株主として、また取締役会をどのように支配しているのか確認してみる。

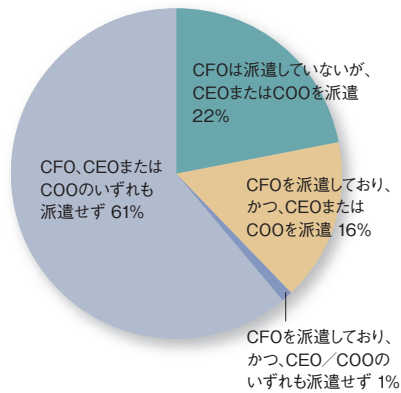
経験浅い層(経験なしは除く)では、七四%が「株式持分および役員数の過半を確保」と回答し、経験豊かな層でも七割を超える(図13)。一方、経験豊かな層では、「株式持分の過半を保有するが役員数は半数以下」という回答も二割超あり、実はこの布陣は、弊社が欧米のグローバル企業をベンチマークした際に抽出された主流派の布陣であることに言及して

おきたい。

M&Aに長けたグローバル企業では、全株式を取得しても、取締役数についてはマイノリティというケースが多い。「自分たちは株主として取締役の人事権を握っている。無理やり社長を挿げ替えて現体制を乱す必要はないし、現体制で経営をしてパフォーマンスが悪ければ、その時に体制を変えればいいではないか」という考え方に基づいた、合理的な考え方がその根底にあるのではないかと。

ただし、そのようなスタンスを選択できる必要条件として、業績コントロール、経営ガバナンスがしっかりと効いていることが要であり、そのためには買収子会社のCFOポジションを固めることを優先する。一方で、図14にあるように、CFOを固めることは日本企業の海外M&Aでは劣後しているように映る。その任に相応しい人材が自社グループ内に不足しているという事情もあるが、本社CFOにとって、そのような役割を担える人

図14 ● 海外PMIで対象会社に派遣した人材

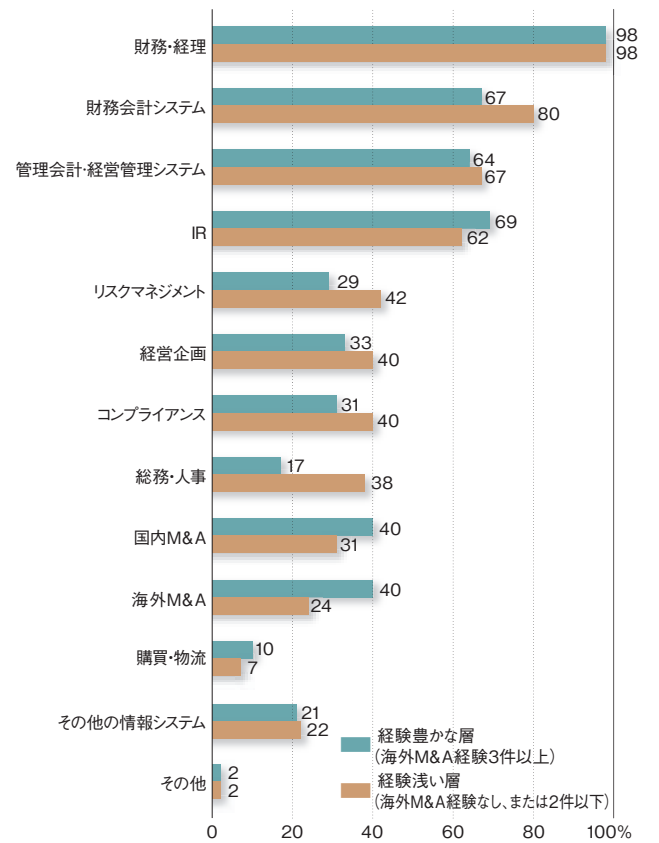


材の育成、輩出は課題の一つであろう。

### 変革が求められる日本型CFOの役割

前述した問題意識に対して、CFOが果たす役割を考えてみたい。本年六月発行の本誌第四一号に記事として紹介された「経営管理に関するグローバル調査結果から見る日本の課題(中澤進氏)」にて言及されているように、欧米のグローバル企業等のCFOの分掌のうち、コントローラー業務における主眼がマネジメント系(経営管理)にあるのに対して、日本のCFOのそれは、ブックイング系(一般会計)の比重が比較的高い。

図15 ● CFOの業務分掌



&Aを含むとした回答は、経験浅い層では三割前後、経験豊かな層でも四割程度にとどまる(図15)。

また、経験浅い層では、四割以上が、海外M&Aの検討が終盤以降または一定程度進まないというCFOが討議・検討に積極関与しない、という構図が浮かび上がり、経験豊かな層でも三割以上が該当するといえるのは、欧米グローバル企業との対比において、はなはだ心もとない(図16)。日本企業におけるCFOという役割の位置づけに、変革が期待されることである。

### 最後に

図では紹介していないが、自社業界でのクロスボーダーM&Aは、今後活発化する

る、あるいは既に活発化している、という

回答が大多数であった。一方で、M&Aに限らず、そもそも日本型経営というものが「あうんの呼吸」に頼る経営ということであれば、真のグローバル化は難しいというのは、本サーベイに依らずとも、かねてより多方面から指摘があるものと認識している。

その上で、今回のサーベイ結果からは、日本企業が海外M&Aを成功させるためには、業績のコントロールすなわち経営ガバナンスのあり方、CFOの役割のあるべき姿、その前提となる本社サイド(あるいはグローバルHQ)としての経営スタイルの変革が、必須の課題であることが浮き彫りになったと言えるのではなからうか。

図16 ● CFOのM&A検討関与状況

