

# 経営戦略としてのM&A

2006年12月7日

ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン株式会社

エグゼクティブ・ディレクター

松田千恵子

# 本日の内容

- ▶ 日本企業を巡る環境変化
  - 成功指標は「企業価値」、M&Aは企業価値具現化の手段
- ▶ 「守り」のM&A
  - ポイズン・ピル導入よりも大切なことは何か
- ▶ 「攻め」のM&A
  - 足かせになりかねない幾つかの要素とは何か
- ▶ 本当にM&Aは必要か
  - 日本企業の現在地と将来の方向性

# 日本企業を巡る環境変化(1)

## 金融システムにおける変化

以前

### 強固なメインバンクシステム

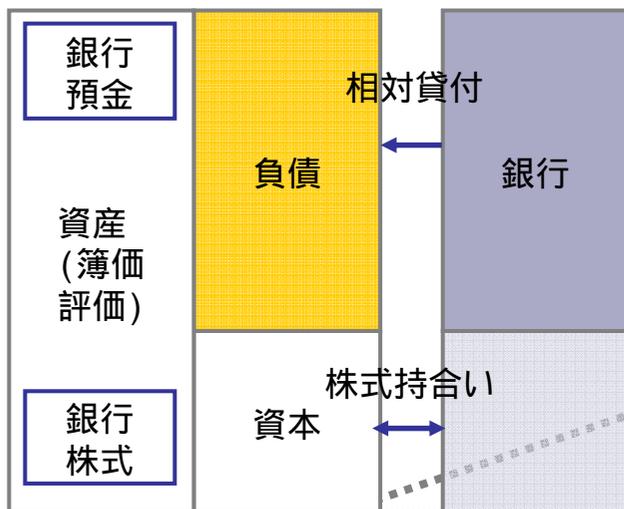
- 成長と拡大に必要な資金は銀行が提供
- 人為的な金利安定・倒産しないシステム
- 銀行による負債・擬似資本・資本提供

現在

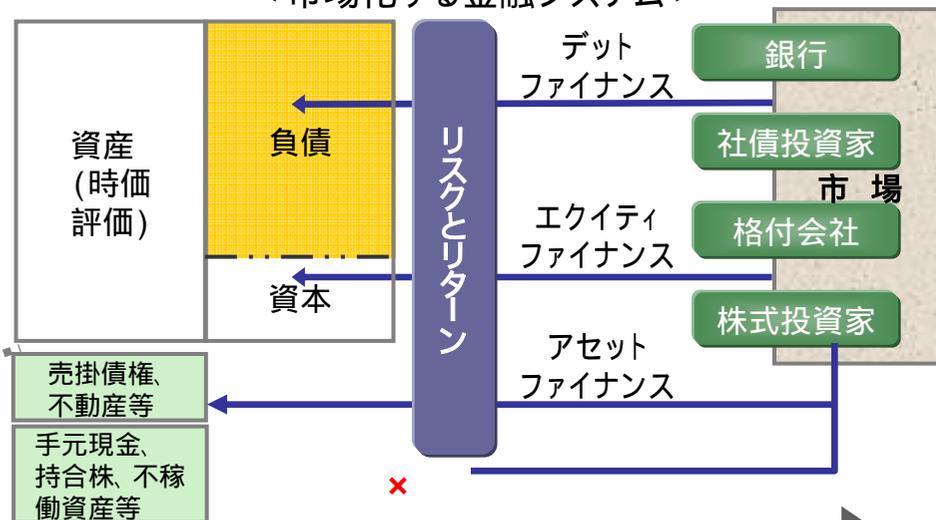
### 銀行の弱体化と市場化の進展

- 経済合理性のない事業には資金がつかない
- 資本コストはリスク次第・倒産も1つの選択肢
- 多様な投資家による様々な資金提供

< 従来の金融システム >



< 市場化する金融システム >



市場化する金融システムにおける投資家対応の必要性

# 日本企業を巡る環境変化(2)

## 各種制度の整備

### <市場>

規制緩和・インフラ整備  
商品・サービスの多様化  
市場参加者の増加・多様化

企業評価の精緻化・厳格化  
企業評価のグローバル化

事業再生機会への注目  
企業統治権利行使の増加

### <企業>

資金調達手段の多様化  
ディスクロージャーの強化  
市場参加者への対応強化  
財務への意識変化

連結経営への移行  
キャッシュフロー経営への移行  
時価評価への対応  
バランスシートの見直し

組織の再構築  
企業統治強化・定款自治  
内部統制の強化  
市場からの退出

市場化する金融システムに合致した透明性・経済合理性の確保

# 新しいシステムでは何が求められるか

## ▶ 企業経営と資本市場(銀行も含む)の関係



上場企業である限り、企業はファイナンスによる市場のガバナンスに服し、IRにより説明責任を全うする

会計制度変更

= 企業結合会計: 組織整備に関する強制的情報開示の充実

会社法改正

= 会社法現代化: 企業統治と資金調達のあり方の市場化

敵対的買収

= 企業統治における株主の権利行使の究極の形

非上場化

= 「市場によるガバナンス」がイヤなら上場をやめる

企業価値

= 投下資本とリスク・リターン: 企業と市場との「共通言語」

# 企業経営の成功指標の変化

以前

成長と拡大を志向する経済構造

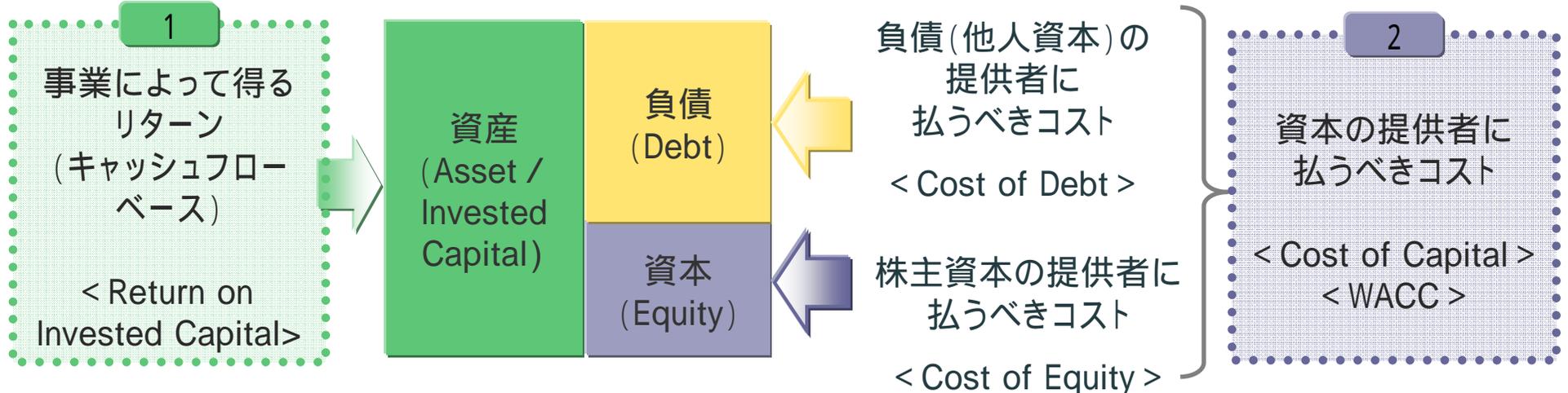
売上が増えれば「儲かっている」

現在

企業価値増大を志向する経済構造

1 > 2 であれば「儲かっている」

「企業価値」 = 負債及び株主資本にかかるコストを勘案後の、その企業が生み出すキャッシュフロー



# 企業価値向上のためには？

- ▶ 企業価値を向上させるための施策は4つしかない。

追加の資本投下を行わずに利益を増やす

追加の投下資本のコストに見合う利益を生み出す事業に資本投下する  
資本コストを上回る収益性を確保できない事業から投資を引き上げる  
資本コストの引き下げを実現する

## ▶ 昔ながらの「経営戦略」

- 売上を上げるか / コストを下げるか
- 損益計算書が中心
- 戦略は内部完結的
- 組織は静態的

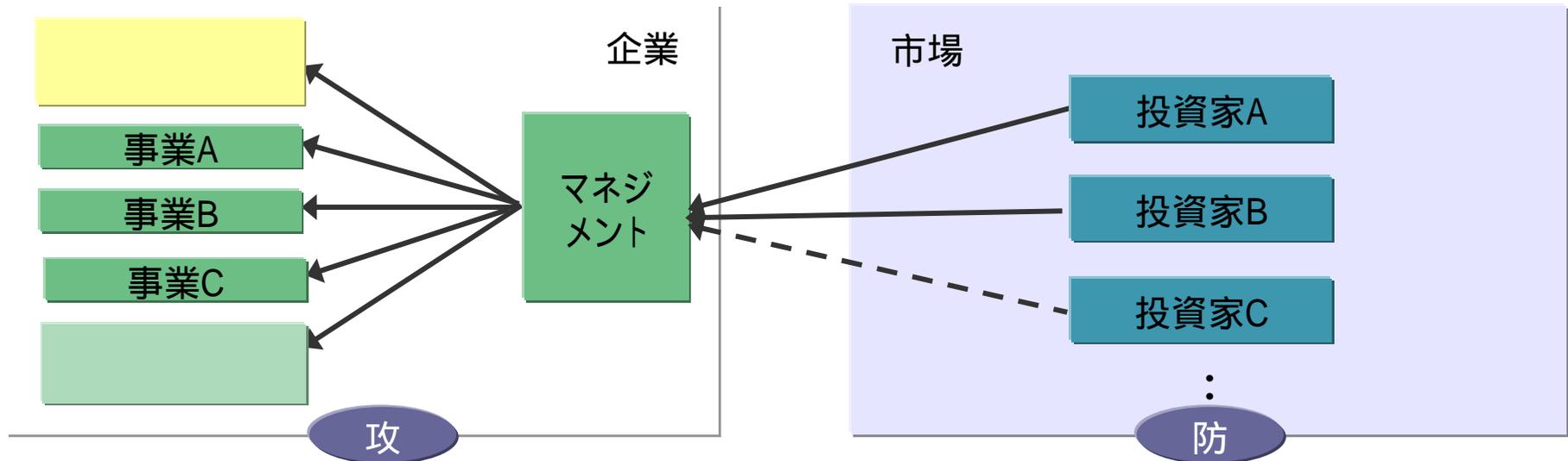
## ▶ 現在必要な経営戦略

- 投下資本とリスク・リターン
- バランスシートが不可欠
- 戦略は資本市場と直結
- 組織は動態的

M&A (& D)は経営戦略における選択肢の一つ

## 企業を巡る「M&A」の動き

- ▶ 金融システムが市場化していくにつれて、企業を巡るM&Aの動きが活発化している。
  - 攻める(事業成長への活用)、防ぐ(敵対的買収からの防衛)の両面を考える必要がある



- ▶ だが、どちらにおいても、企業側で技術的対応への偏重が見られるのが現状
  - <攻> 企業価値評価手法への甲論乙駁 等
  - <防> ポイズン・ピルの導入是非 等
- ▶ M&Aという手段は「企業価値を具現化」させるが、本来のM&Aの目的は「企業価値の向上」
  - 「イベント」ではなく「プロセス」として日常的な備えを行っていく必要がある

# 敵対的買収に対する防衛成功のポイント

## ▶ M&Aが成立するのは？

- 「ある企業(事業)を、被買収者(或いは売り手)が持っているよりは、買収者(買い手)が持っていたほうが企業(事業)価値が高まる」と想定された場合

企業防衛を成功させるには、

「買い手に渡すよりも現在のままのほうが企業価値が高まる」

ということを全ての利害関係者(潜在的買収者含む)に納得させることが不可欠

「新規株主(買収者)の意図を如何に挫くか」よりも、「既存株主の満足度を如何に高めておくか」の方がはるかに重要

### 内科的治療としての企業防衛 < 予防医学 >

健康増進

健康診断

経営戦略構築

情報開示の充実

< 企業価値向上への継続的努力 >  
既存株主の満足度を日頃から  
如何に高めておくか

### 外科的手術としての企業防衛 < 対症療法 >

経営権保全

メリット毀損

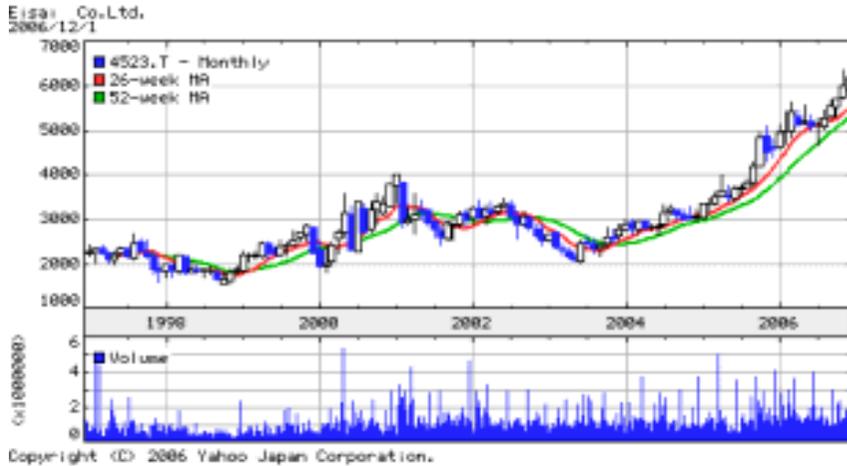
ポイズンピル活用

焦土作戦、コスト増

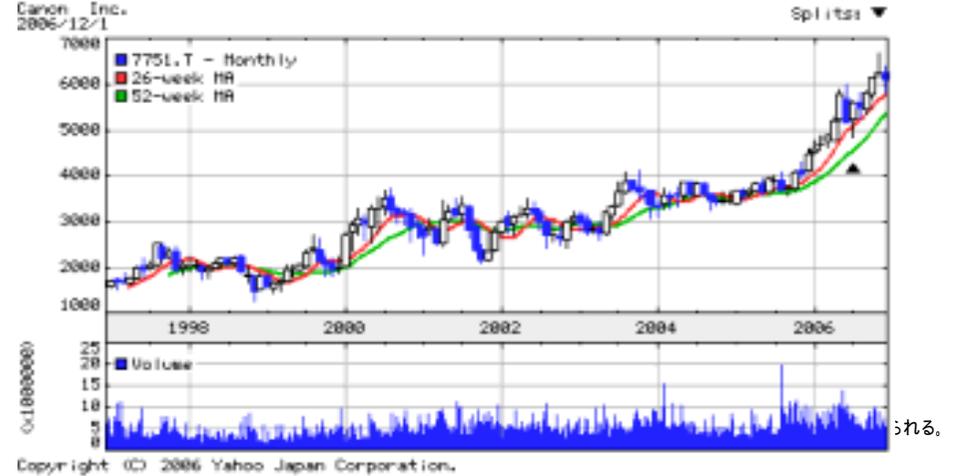
< 今そこにある危機への緊急対処 >  
新規株主(買収者)の意図を如何に挫くか

# 参考) IR優良企業と問題企業に見る株価推移の差

## < エーザイ(2006年IR優良企業大賞) >



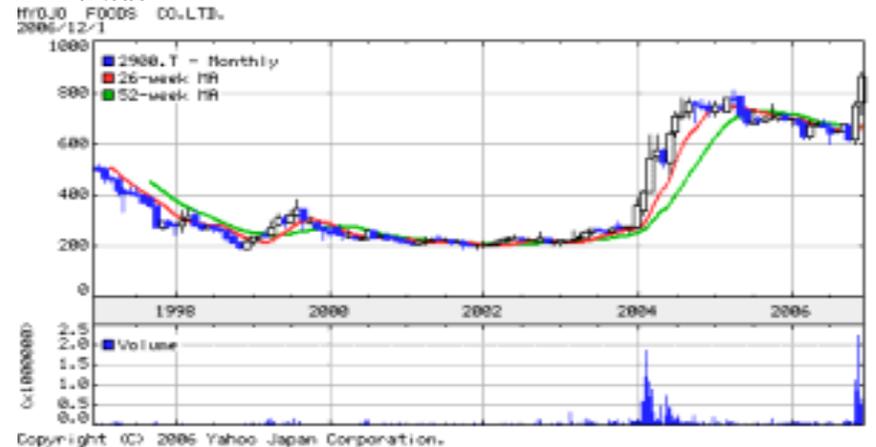
## < キヤノン(2005年IR優良企業大賞) >



## < TBS >



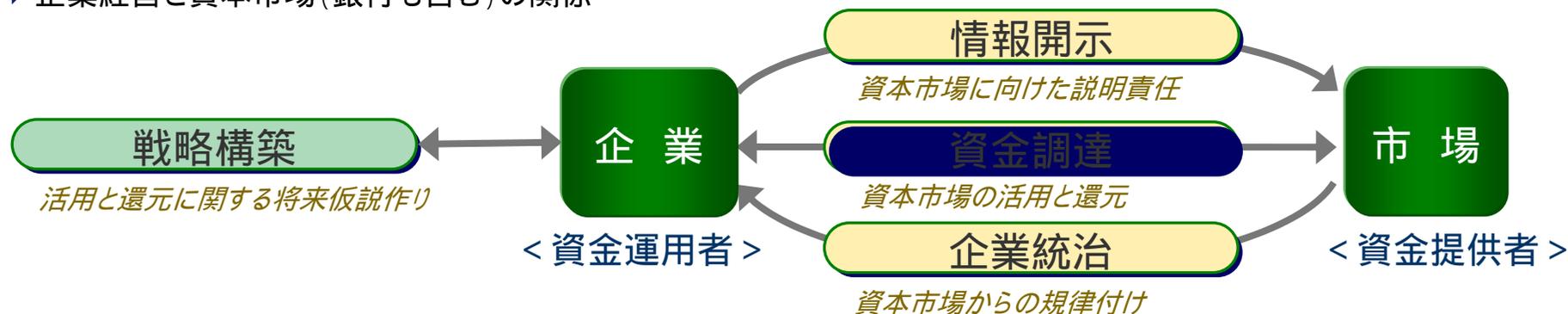
## < 明星食品 >



IR優良企業が安定して向上する株価や一定して活況の出来高に恵まれている一方、IRが不十分な企業の場合、株価の低迷や乱高下、出来高の急変や買収などに見舞われている

# 企業価値を高めるための「将来ストーリー」

▶ 企業経営と資本市場(銀行も含む)の関係



市場の関心

その企業への投資は、リスクに見合うリターンを生み出せるのか  
企業の中長期的な将来キャッシュフローの生成能力(企業価値)

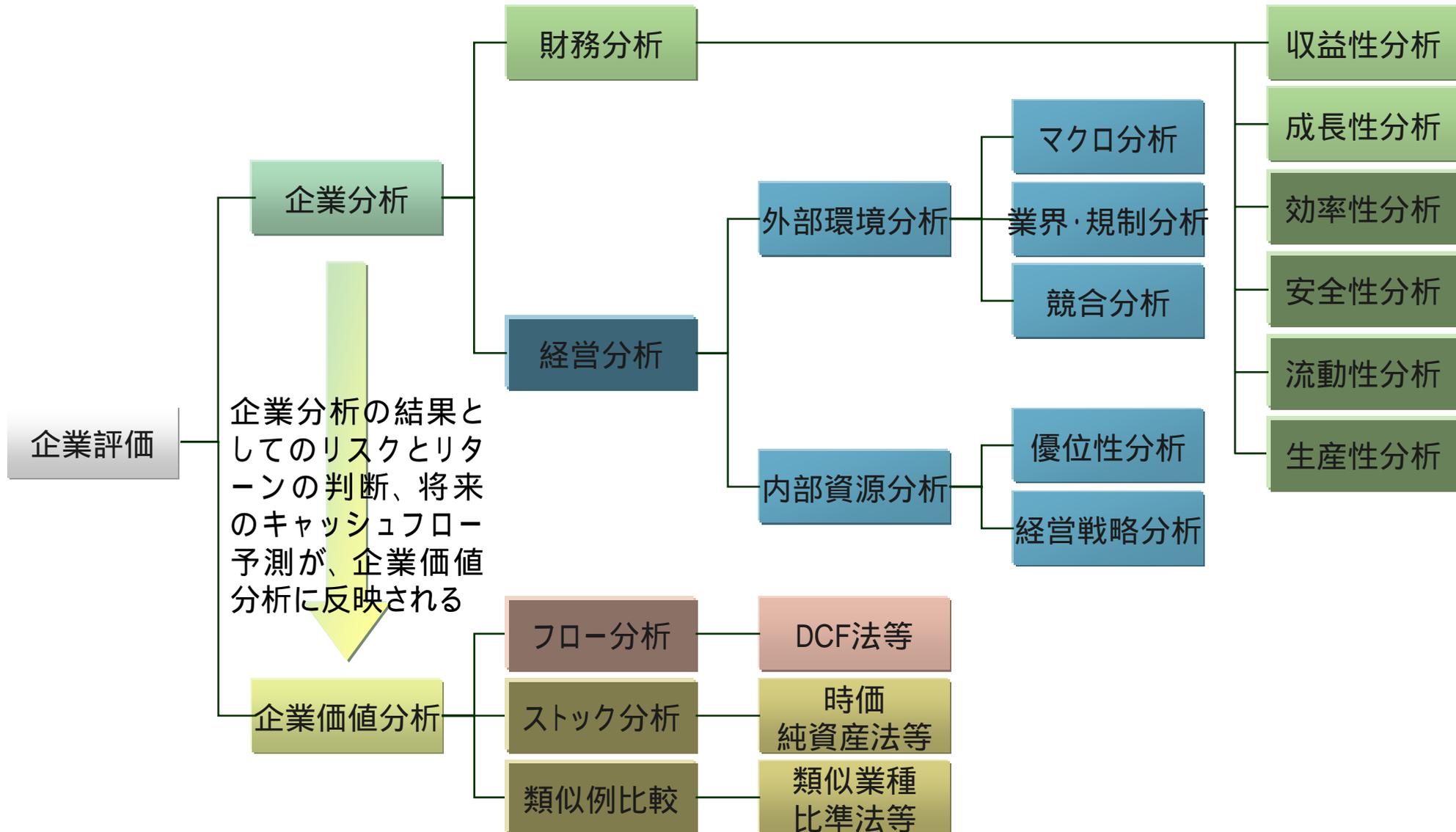
財務(バランスシートの右側)の言葉を使いながら、  
実は事業(バランスシートの左側)についての中長期の将来像を描いている

企業の対応

自らの成長と安定について、中長期の明確なストーリーを描いて提示する

- ◆ 如何に説得力のある「将来仮説」(戦略構築)を描けるか
- ◆ 市場の「企業評価」の思考の流れを理解して描いているか

# 参考) 企業分析と企業価値評価



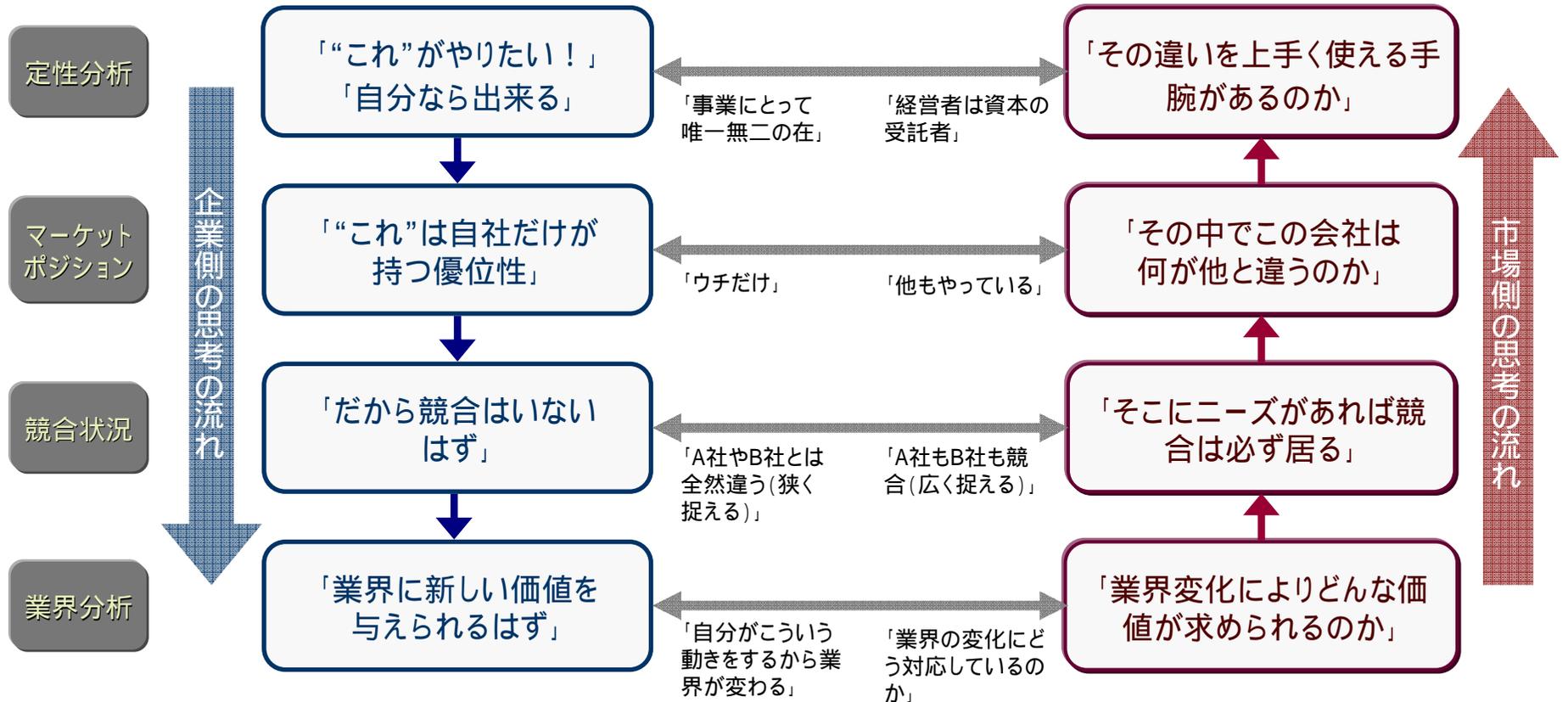
# 「企業の思い」と「市場の眼」とのギャップ

## 「企業の思い」

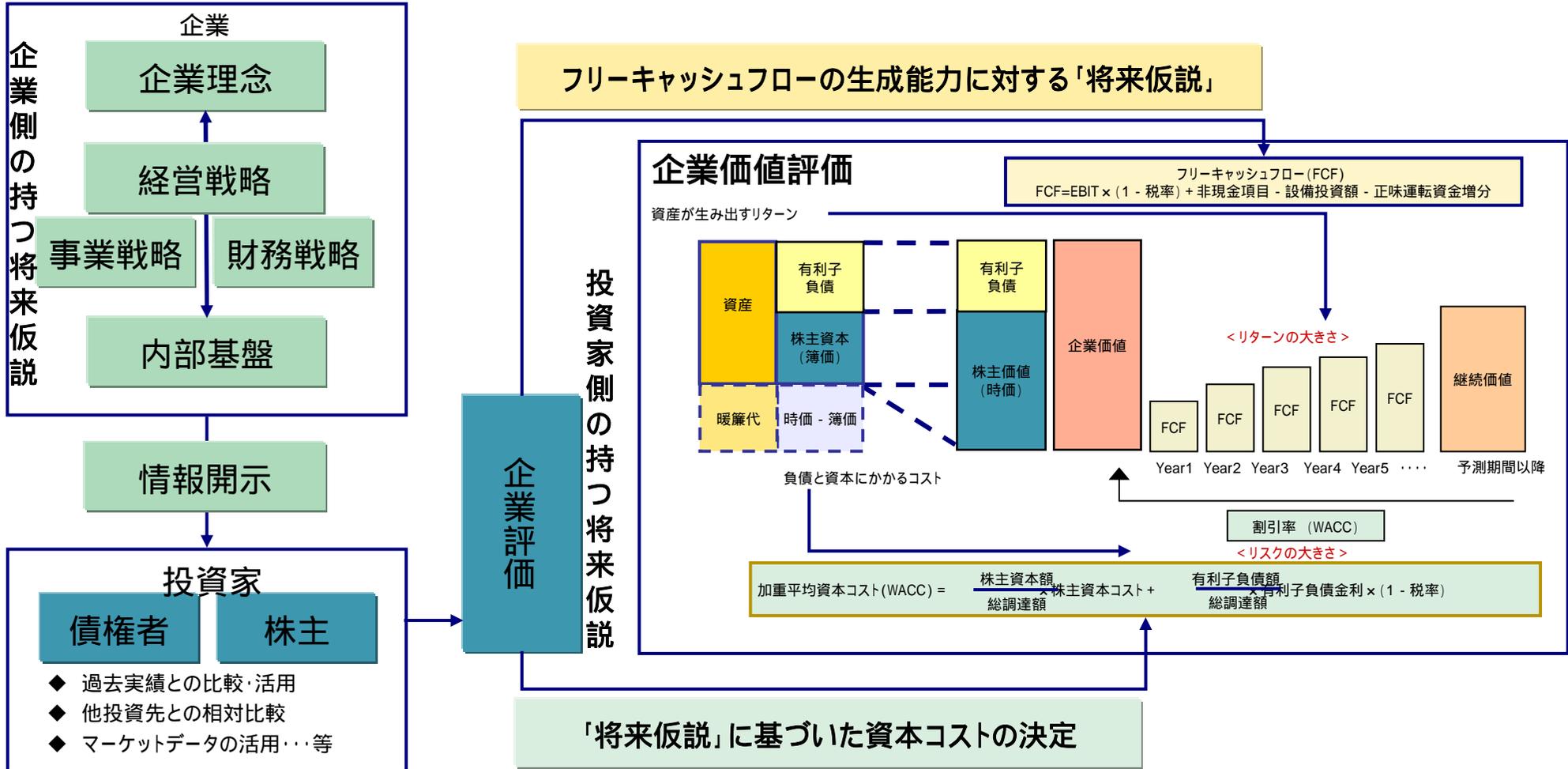
- ▶ 「ある事業」が「新しい・やりたい」と感じて起業する
- ▶ 常に自社は「絶対」的である (Only One)

## 「市場の目」

- ▶ 「どの事業」が投資すると儲かりそうかで見比べる
- ▶ 常に「相対」比較で企業を見る (One of Them)



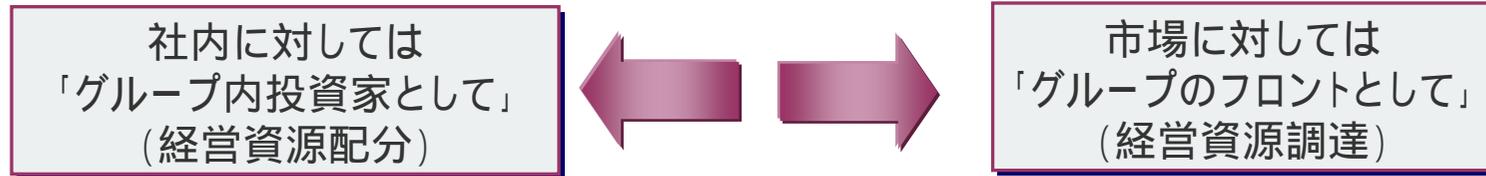
# 企業評価における経営戦略と情報開示の重要性



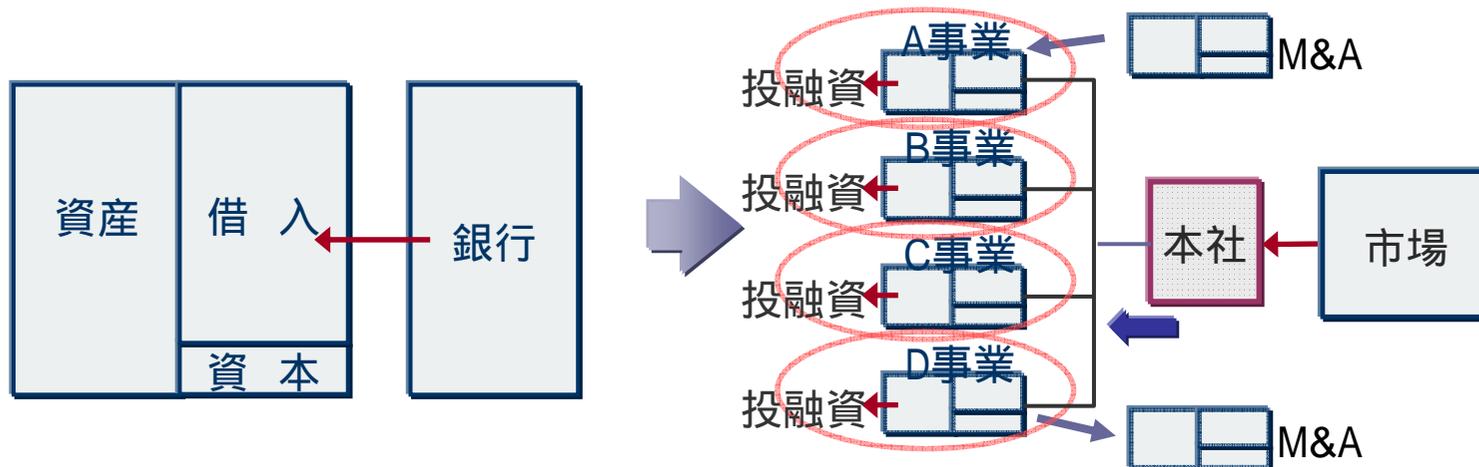
投資家が企業を評価する情報の「源」は企業自身である

# 「事業ポートフォリオマネジメント」の重要性

- ▶ 「本社(本部)」はふたつの顔を持つ



- ▶ 市場へのフロントの役割が強まるにつれて、グループ内投資家としての役割も増している
  - 事業ポートフォリオ管理機能を如何に働かせるか
    - ▶ 「(当社は)ハンズオンのインベストメント・ファーム」 - 三菱商事 古川治次副社長(当時)
    - ▶ M&Aはポートフォリオの入れ替え手段

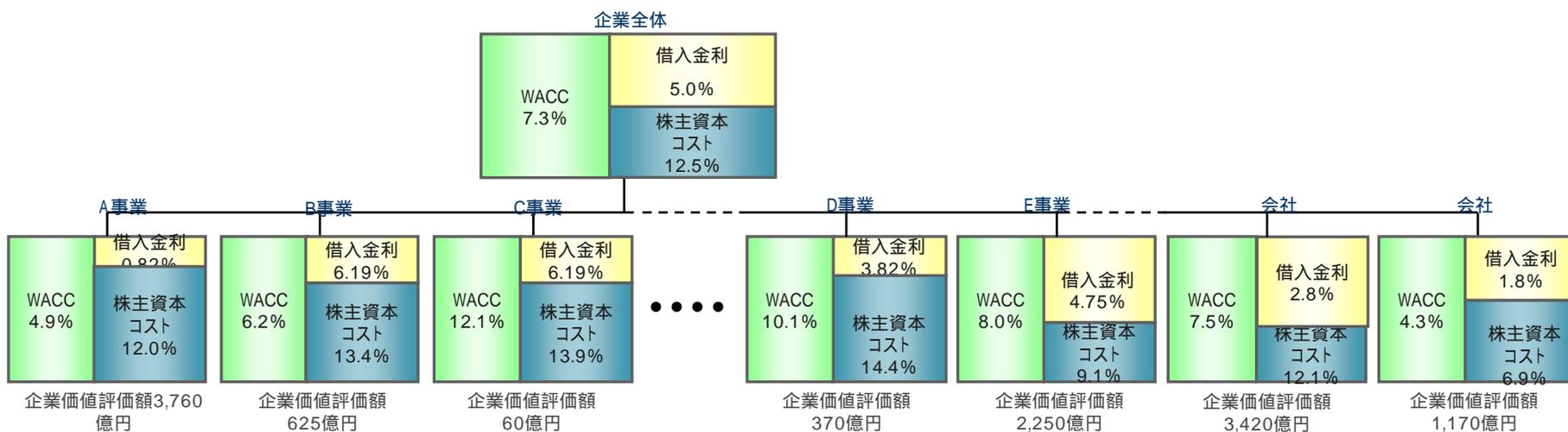


# 「攻めのM&A」の足かせになりかねない要素(1) - データインフラ不足

▶ 企業価値向上を図ろうとしても・・・

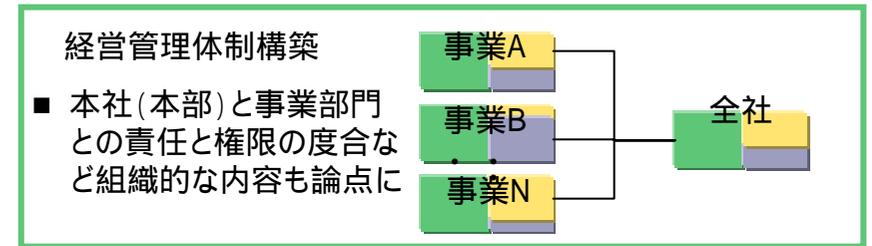
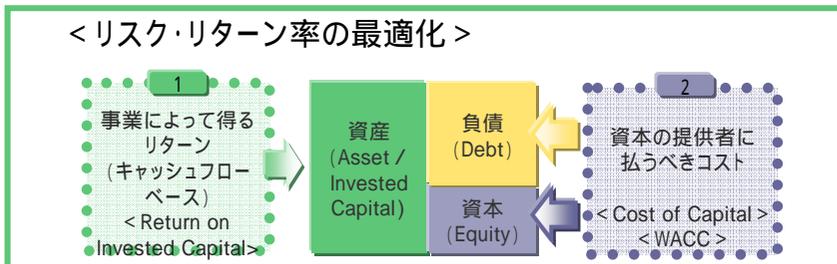
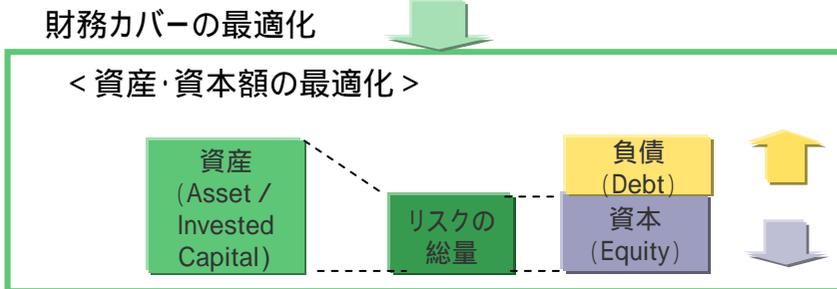
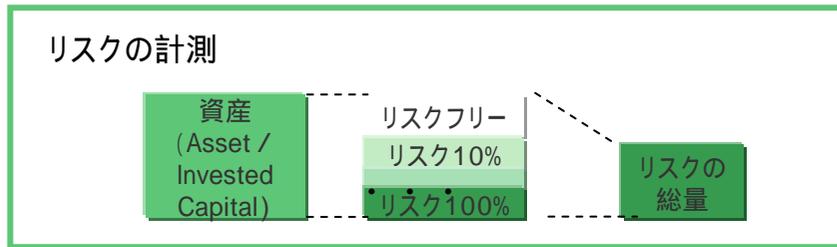
	売上	営業費用	利益	投下資本	資本コスト	割引率	資本コスト差引後利益
事業A	1,000	800	200	4,000	200	5.0%	ゼロ
事業B	500	200	300	2,000	400	20.0%	100
事業C	300	100	200	300	20	6.6%	180
事業D	100	50	50	200	20	10.0%	30

実際には、多くの企業で「考える」ための基盤が不足している



# 事業ポートフォリオとインフラとしてのリスクマネジメント

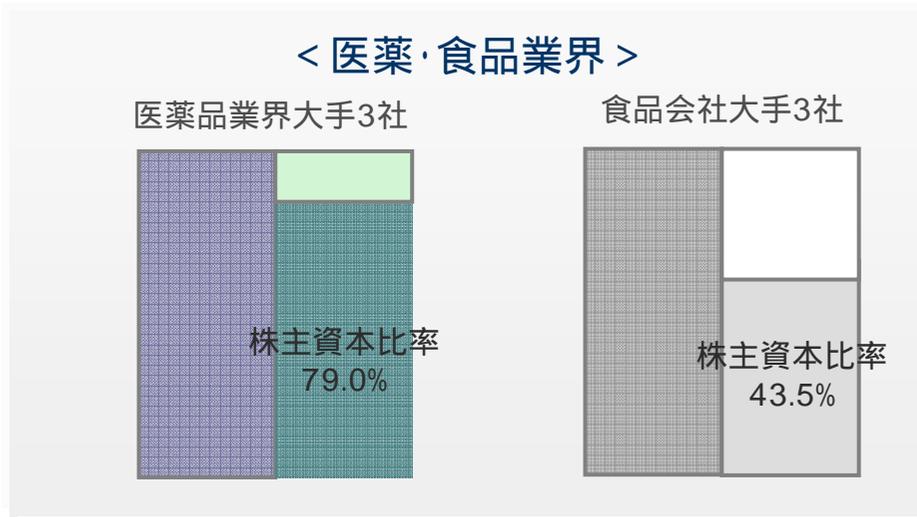
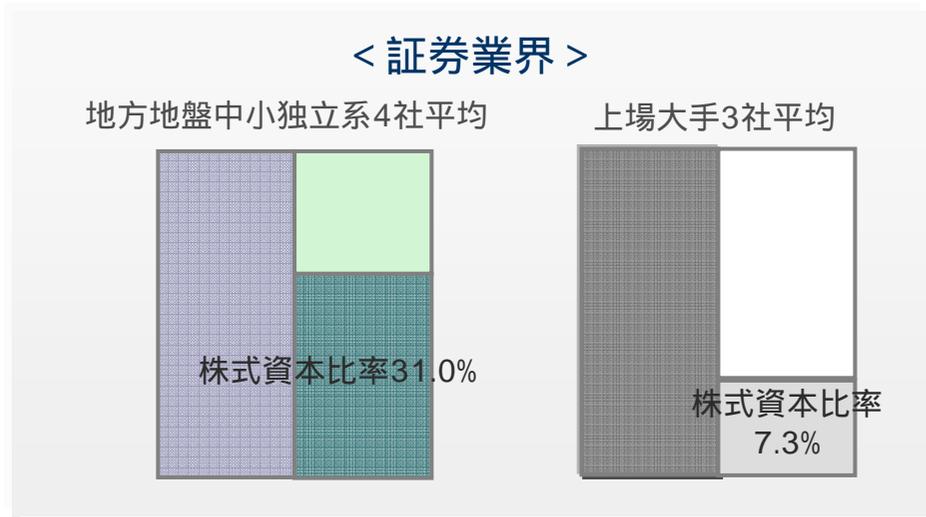
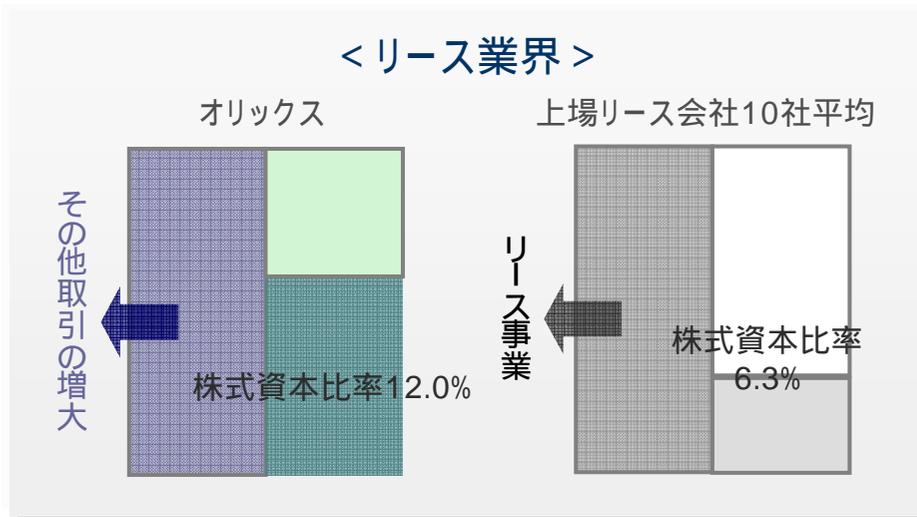
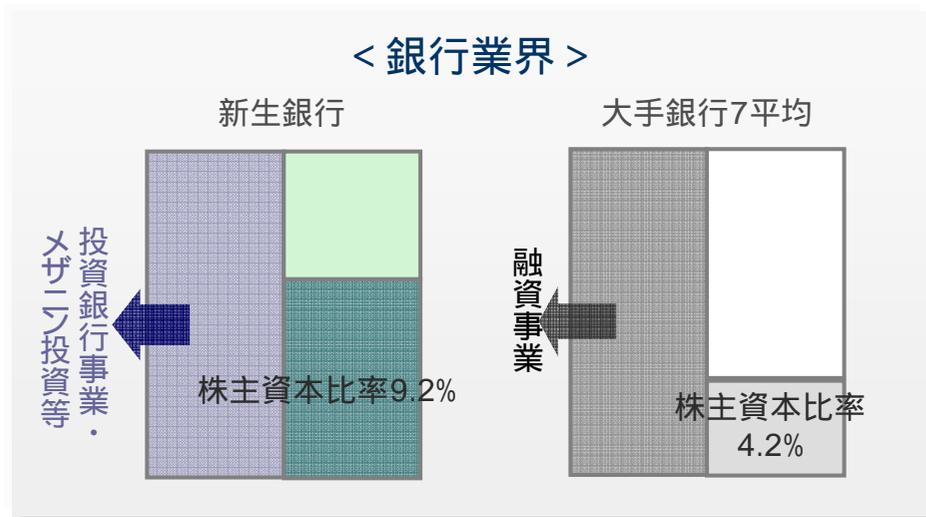
- ▶ (グループ内)投資家であるならば、投資先 = 各事業への投下資本とリスク・リターンを正しく把握できなければならないのは当然のこと
  - 「内部統制のためのリスクマネジメント」「財務部門だけの資本政策」になってしまっていないか



- リスクに見合った資本は確保されているか
  - ▶ 「借金してまでギャンブルはやらない」
  - ▶ 事業規模と負債資本構成を規定
  - ▶ 事業別「リスク量」の算定とモニタリング

- リスクに見合ったリターンは確保されているか
  - ▶ 「カネは天から降ってこない」
  - ▶ 投資実行・撤退判断、業績評価を規定
  - ▶ 事業別「資本コスト」と「リスク調整後利益(EVA等)」の算定とモニタリング

# 参考) 各種業界に見る事業リスクと財務リスク



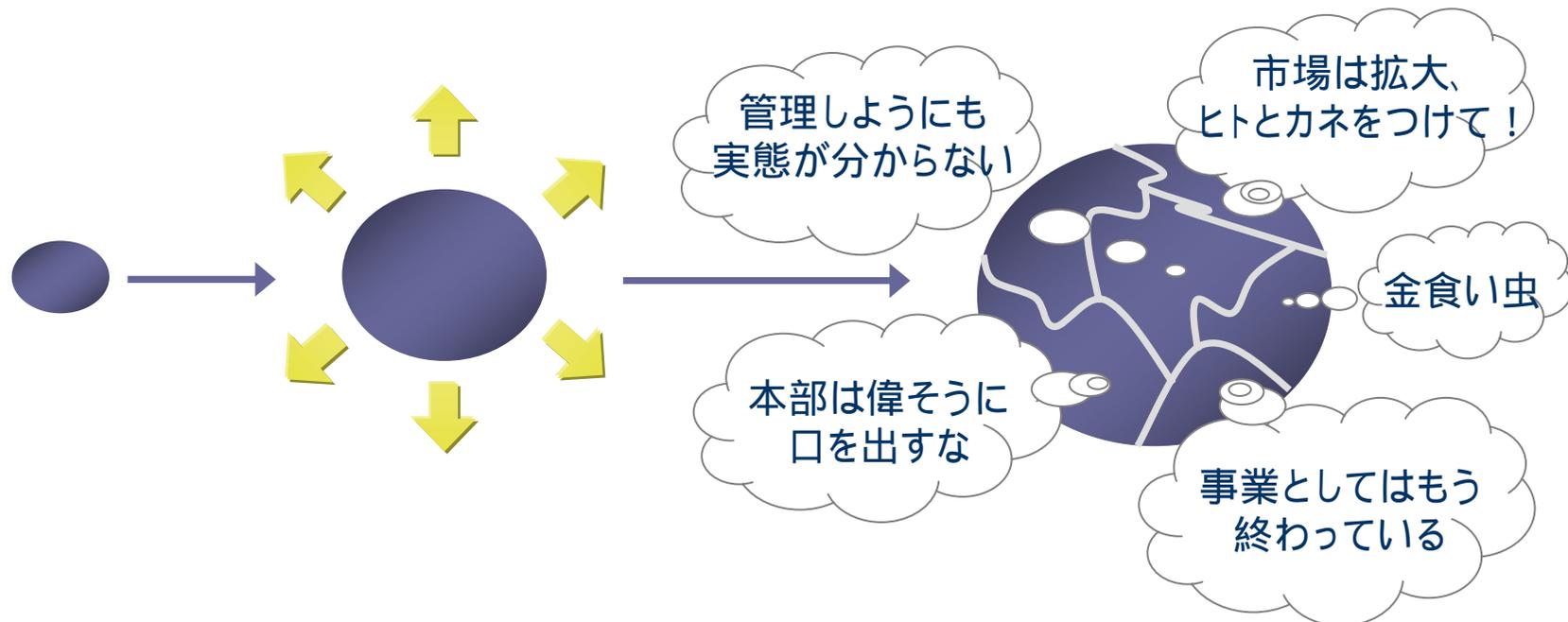
## 「攻めのM&A」の足かせになりかねない要素(2) - 従来型組織の温存

### ▶ 成長と拡大は果たしたが…

- 組織は昔と同じ単細胞のまま
  - ▶ 人材育成はジェネラル型
  - ▶ どんな事業も同じ扱い
  - ▶ 成功指標は変わったのに…

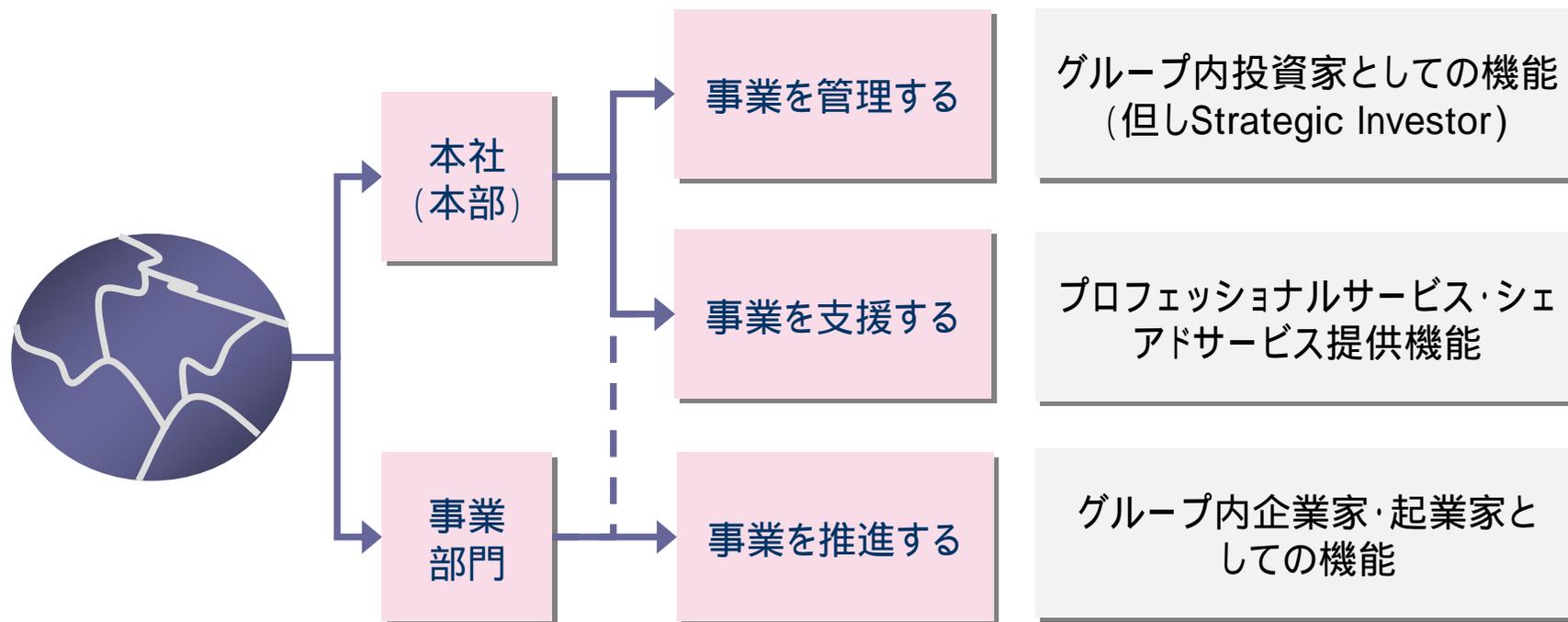
### ▶ 単細胞のままでは…

- データインフラを揃えろと言っても無理
- 役割や事業間の差異があるにも拘わらず同じハコに押し込めたままでは、「亀裂」や「依存」、「しがらみ」や「無関心」を生むだけ

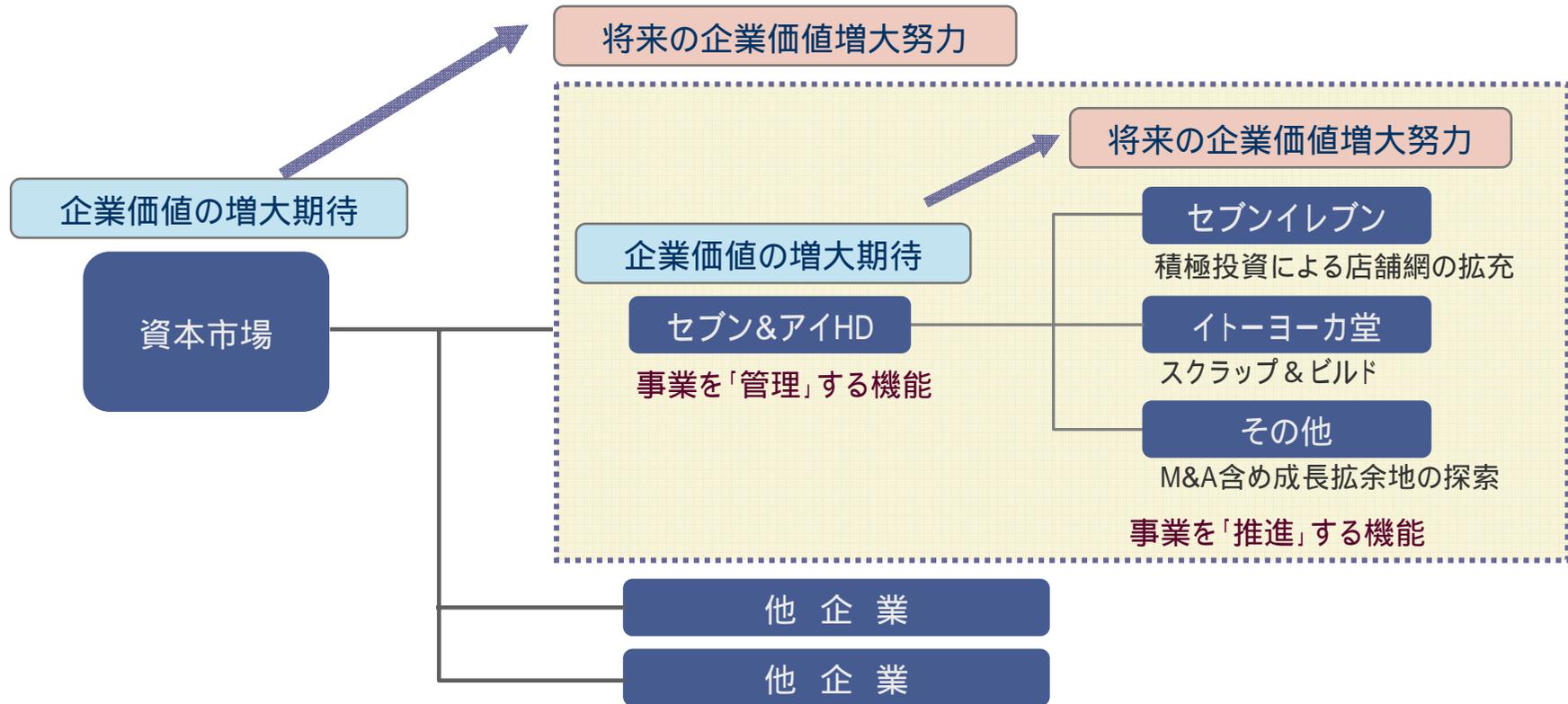


# 組織における機能の「分解能」を高める

- ▶ 「単細胞」が内包している「機能」を明確にし、分化させていく必要がある。
  - 「全社が運命共同体というムラ型の企業は21世紀には通用しない」 - 旭化成 山本一元 社長(当時)
  - 親子、本部、といった「序列意識」ではなく、「機能認識」に基づいた経営管理
    - ▶ 但し、「Financial Investor」ではなく、「Strategic Investor」である
    - ▶ グループ内のシナジー向上、インキュベーション支援も仕事のうち

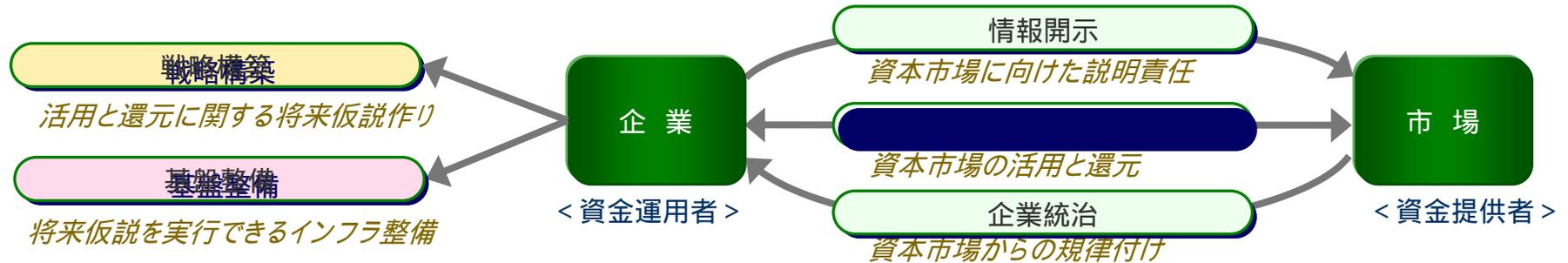


# 持株会社化による機能の明確化（例：セブン＆アイHD）



- ▶ 「事業会社と監視と投資の決定権を持つ持株会社ができることで、資金配分が早速見直されるはず」  
- 証券アナリスト
- ▶ 「ヨーカ堂は自社利益だけで業績不振店のやり直しをやる必要に迫られている。意識改革の芽が出始めてきた」  
- セブン＆アイ・ホールディングス社長 村田紀敏

# 本社(本部)経営管理部門における役割の増大



## ◆ 個別事業の「型」の把握

- ▶ 外部環境と内部資源の状況
- ▶ 持続可能な優位性の所在と事業経済性
- ▶ 事業リスクの把握(財務リスクとの比較)
- ▶ 事業評価、事業価値評価
  - ▶ 「市場の眼」に耐えられる事業戦略か
  - ▶ 「市場の眼」に耐えられる企業価値か

## ◆ 経営資源配分

- ▶ 事業投資選別と資金配分(事業ポートフォリオ構築)
  - ▶ 事業投資の採算性分析と評価
  - ▶ 事業間の優先順位付け
  - ▶ 投資実行、撤退判断
- ▶ 事業ポートフォリオマネジメント
  - ・事業ポートフォリオの入れ替え(M&A等)
- ◆ 内部体制整備
  - ▶ 経営資源配分の結果を可視化できる体制整備
    - ▶ 事業別管理体制(分社化等)と業績評価(EVA等)
  - ▶ 市場への発信 / 市場からの受信に必要な体制整備
    - ▶ 企業統治、リスクマネジメント、内部統制等の体制作り

## ◆ 財務戦略の立案と実行

- ▶ 最適資本構成の追求
  - ▶ 財務リスクの把握(事業リスクとの比較)
- ▶ 資本コストの把握と管理
  - ▶ 全社資本コスト把握と管理
  - ▶ 事業評価に基づく事業別資本コストの把握と管理
- ▶ 各種財務施策に関する意思決定と実行
  - ・資金調達、資金運用
  - ・キャッシュマネジメント
  - ・財務・税務リスクマネジメント
- ▶ 社内に対する「グループ内投資家」としての機能
  - ▶ グループ内ファイナンス

## ◆ 市場との対話

- ▶ 情報開示の充実
  - ▶ 強制的開示 / 自発的開示
  - ▶ コーポレートストーリーの策定
  - ▶ 「市場の眼」の社内へのフィードバック
- ▶ 企業統治への対応
  - ・企業統治、リスクマネジメント、内部統制、CSR
  - ▶ 敵対的買収への備え

## 「攻めのM&A」の足かせになりかねない要素(3) - M&A先にありき

### ▶ その「M&A」は、本当にやるべきなのか？

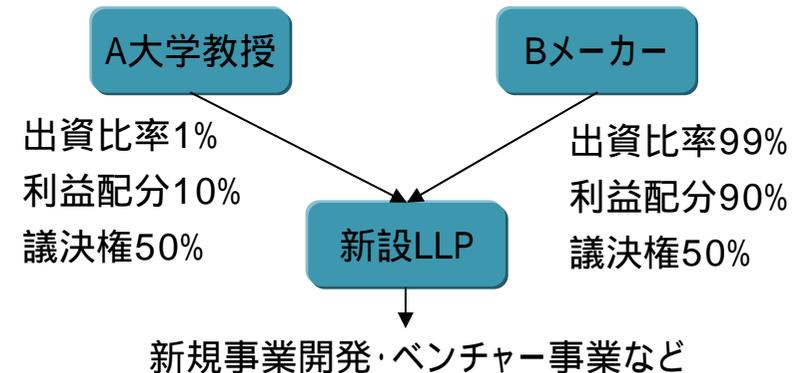
#### － 目的は何か

- ▶ 投資家への「言い訳」M&Aになっていないか
- ▶ 金融プレイヤーの「言いなり」M&Aになっていないか

#### － 目的はM&Aをやらなければ達成できないのか？

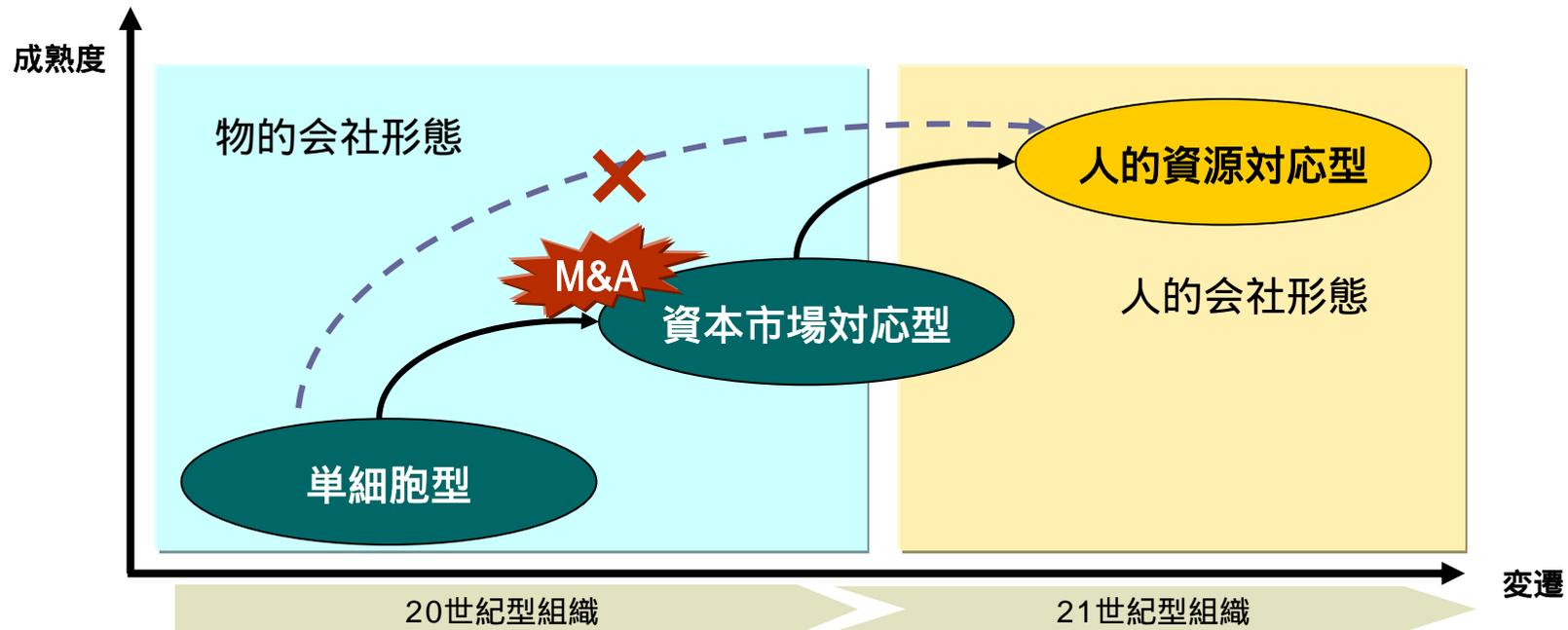
- ▶ M&A = 企業価値の具現化(資金化) は外科手術 痛みも後遺症もある
- ▶ 「時間を買う」 新規に事業を立ち上げるのと比べて、本当に「早い」のか
- ▶ 「資産を買う」 人的資産や無形資産は、本当に「買える」のか

- ほしい「ヒト」や「情報」を自由に使える権利があればよい
  - 人的資産: 一時派遣・出向、兼業認可、ヘッドハンティング...
  - 知的資産: 提携・ライセンス契約、知的資産の売買...
- ほしい「ヒト」や「情報」を自由に使うための組織の形も可能に
  - 有限責任の人的会社(LLC・LLP)



# 資本市場対応型モデルの先にある姿は？

- ▶ 工業化社会から脱・工業化社会へ(産業主義からポスト産業主義へ)
  - 株式会社は工業化社会の産物
    - ▶ モノの大量生産・販売に適したシステム (ヒトは取り替え可能な「労働力」)
  - これからは、ヒトを中心としたモデルへ
- ▶ 「単細胞型」から、一足飛びに「人的資源対応型」にはいくことはできない
  - 日本企業は、長らく「不完全な20世紀型組織」であった(資本市場の不在)
  - 組織の構成員の成熟度が上がってはじめて次が分かる



## 参考) 本日の講師紹介 - 松田千恵子

- ▶ 東京外国語大学外国語学部卒、仏国立ポンゼ・ショセ国際経営大学院経営学修士
- ▶ 株式会社日本長期信用銀行にて国際審査、海外営業等を担当後、ムーディーズジャパン株式会社格付けアナリストを経て、株式会社コーポレートディレクションにてパートナーを務め、2006年に独立、マトリックス株式会社 (<http://www.matrix-advisory.com>) を設立して現在に至る。同社運営と並行し、同年10月より、ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン株式会社 (<http://www.boozallen.jp>) エグゼクティブ・ディレクターとして活動中。
- ▶ 企業の経営・財務戦略構築、全社戦略とポートフォリオマネジメント、格付け・IR・Debt IR対策、資本市場対応・活用、M&A・IPO支援、組織設計・経営管理基盤構築、企業分析・評価、リスクマネジメント等を手がける
- ▶ 資本市場と企業経営との関係性に着目したコンサルティングに注力し、多くのプロジェクトを成功させている
- ▶ 日本CFO協会主任研究委員、経済産業省産業構造審議会産業金融部会委員、静岡県広報担当アドバイザー
- ▶ その他、事業会社、投資ファンド等のアドバイザーを務める
- ▶ 著書「格付けはなぜ下がるのか～大倒産時代の信用リスク入門」(日経BP社、2002年)、「デットIR - 新時代の戦略財務」(シグマベイズキャピタル、2004年)、「デットIR入門(仮題 - 日本銀行と共著)」(銀行研修社、2007年初予定)など

### 質問等 連絡先

TEL 03 - 3436 - 8573 (Direct)

Mail [matsuda\\_chieko@bah.com](mailto:matsuda_chieko@bah.com)

## ■ ブーズ・アレン・アンド・ハミルトンのご紹介

# ブーズ・アレン・アンド・ハミルトンは、グローバルネットワークを有する世界最大の経営コンサルティング会社である

## ▶ 1914年創立

▶ 17,000人を超えるプロフェッショナル・スタッフによる世界展開/売上は45億ドルを超える

## ▶ 豊富な経験と実績

- さまざまな業種と機能分野をカバーするトップ企業を対象
- 80,000以上のプロジェクトを受注し、継続的な業績改善に注力
- 75ヶ国にオフィスを展開



## ▶ 戦略に基づく変革に注力

▶ 世界の12,000社にのぼる一流企業が顧客企業

- 世界トップ100社中の70社が顧客
- 米国トップ500社中の400社が顧客
- 40ヶ国の政府が顧客

▶ 顧客企業における成果が成功の基盤 - 現行プロジェクトの85%が既存顧客企業からの継続的依頼

# 日本においては東京オフィスを1983年に設立し、多様な産業分野で大手企業を支援している

## 東京オフィスの概要

- ▶ 会社名: ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン株式会社  
Booz Allen Hamilton (Japan) Inc.
- ▶ 設立: 1983年
- ▶ 代表者: 澤田 宏之(代表パートナー)  
Steven Veldhoen(代表パートナー)
- ▶ 所在地: 東京都港区虎ノ門4-3-1城山ヒルズ18F
- ▶ 従業員数: 約100名

## 日本におけるブース・アレンの沿革

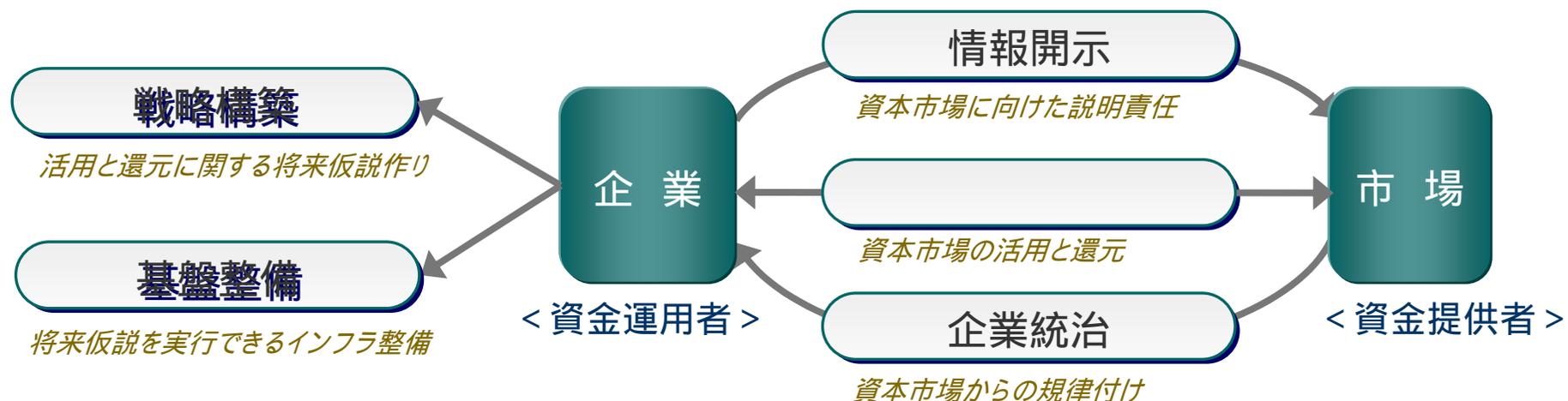
- ▶ 1970年代にプロジェクト・ベースで活動
- ▶ 1983年に日本法人設立
- ▶ 1980年代の典型的な活動例
  - 大手都市銀行、大手証券会社などの第三次オンラインの基本コンセプト設計
  - 大手外資系消費財メーカー等の日本市場戦略
- ▶ 1990年前後の典型的な活動例
  - 日本企業のグローバル化戦略
  - 大企業同士の合併後の統合戦略
- ▶ 1990年代後半以降の典型的な活動例
  - 情報サービス企業の新規事業機会戦略
  - 規制緩和業界の「生き残り」戦略、合併・提携戦略
- ▶ 2003年旧ジェミニ・コンサルティング・ジャパンと業務統合し、戦略から成果実現に向けての実践的なトランスフォーメーションを支援するファームとしての地歩を確立

# ブーズ・アレン・アンド・ハミルトンの持つ特徴および優位性

<p>成果実現のために 具体論・詳細論に 入り込んだ戦略検討</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 戦略論において、理屈・概念論で終わることなく、<u>成果実現に求められる実際の行動につながる具体論まで踏み込んだ検討</u>を行う</li> <li>▶ 戦略実現の過程においては、<u>活動レベル</u>にまで落とし込んだ実行計画を策定する</li> </ul>
<p>顧客の現状・問題に即 した考察・検討</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ パッケージや一定のあるべき論を押し込むのではなく、顧客の実情をよく分析し、それに応じて最も適応するという意味においての<u>“現実的な”あるべき論</u>を展開する</li> <li>▶ 顧客企業の現状を見極め、経営としての<u>バランス感のよい判断</u>により検討・設計する</li> </ul>
<p>業務把握・変革推進に 関わる方法論・ ツールの保有</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 企業変革・リエンジニアリングにおいては、Activity-baseでの現状の業務の解析・把握・記述と、あるべき業務の設計、現状からあるべきビジネス・モデルへの<u>変革のエキスパート</u>として知識・経験・方法論・分析ツールを有しプロジェクトに活用する</li> </ul>
<p>社員の巻き込みと 教育の重視</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 変革を実現するには、<u>現場社員の意識・行動の変革</u>が不可欠であり、社員の意識・感情面に踏み込んだ検討と進め方を採用する</li> <li>▶ 特に<u>プロジェクトに社員を巻き込みつつ共同で推進</u>することで社員の理解を高める</li> </ul>
<p>経営全般への理解と 経営トップの思考</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ <u>経営課題全般に関する経験・知見</u>を有し、戦略論はもとより業務やITの分析においても、他の課題との関連や経営にとっての位置付けを理解した検討を行う</li> <li>▶ 特定部門の部分最適や現場の声に偏った視点での検討ではなく、常に<u>経営トップの視点で全社最適</u>を追求する</li> </ul>

# ブーズ・アレン・アンド・ハミルトンにおける「CFO Agenda」

- ▶ 資本市場との関係に着目しながら、トップマネジメントレベルの戦略課題を解決する



- ▶ 資本市場から「資金調達」を行っている企業は、その資金の運用責任を負っています。どのようにその資金を活用し、その成果をどのように還元するのか、という”将来に関する仮説”作りが「戦略構築」です。また、戦略を構築しただけではその実現には至りません。構築した戦略を効果的に実行できるようなインフラ整備、企業グループにおける「基盤整備」が必要です。
- ▶ 更に、資金の運用方針である”将来に関する仮説”は、その資金の提供者である投資家に対して十分に説明されなければなりません。これが「情報開示」であり、資金調達を行っている以上は企業に必ず生じる説明責任です。
- ▶ もし、この説明責任を果たさなければ、投資家は資金を引き揚げる、議決権を行使する、更には経営者の交代を要求する、といった形で「企業統治」の権利を行使することになります。そのため、経営者は内部統制の充実等も含め、経営における規律を考えていかなければなりません。
- ▶ ブーズ・アレン・アンド・ハミルトンでは、上記の関係を意識して進められる企業経営における各テーマを、「CFO Agenda」と呼び、各要素の繋がりを十分念頭に置いた上で、「戦略構築」「基盤整備」「資金調達」「情報開示」「企業統治」の5つの分野で、企業活動のお手伝いを致しております。

資料内容につき禁無断複製・転載