

# 企業価値評価に基づく M&A意思決定上の課題



第4回

永田伸之

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社  
パートナー

吉村隆史

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社  
ヴァイスプレジデント

## はじめに

M&Aの失敗の多くは高値掴みが原因であり、高値掴みを避けるために「事前の戦略策定」デューデリジェンス／バリエーション／交渉過程での撤退判断のプロセス「計画的なPMI」の三点が重要であることは前述した。今回は、「計画的なPMI」について深掘りする。

## PMIとは

PMI (Post Merger Integration) とは、M&Aによる統合効果(シナジー)を実現するために、M&A検討の初期段階より、統合に関する論点や統合効果の定量化の事前検証を行い、統合後に、それらを反映したマネジメントを推進することをいう。すなわち、M&Aの実施前に統合の目標として掲げた事項を実現するためのプロセスが、PMIである。

統合効果(シナジー)は、自然に実現できるものではなく、また、コストダウン等を実現するためにいくつかの当事者の痛みを伴うことも多い。そのため、計画性と強い意志をもって実行しなければ実現しない。また、近年のM&Aのトレンドとして、株式買収等の単純な案件よりも事業統合等の複雑な案件の割合が増加しており、統合効果の実現はより困難になっている。したがって、PMIの重要性は増加している。

PMIという言葉の響きからM&Aを実行してから行うイメージがある。しかし、M&Aのプロセスのマイルストーンを、Day 0(基本合意)、Day 1(統合日)、Day 2(統合後三カ月程度)と定めた場合、

PMIをDay 1から実施するためには、Day 1の時点でそのためのプランニングが終了している必要がある。また、Day 0以前はデューデリジェンス実施前であるために、M&Aの統合効果(シナジー)等は外部から得られる情報からの想定であり、仮説に基づいた部分が多い。したがって、PMIのプランニングは、Day 0とDay 1の間にデューデリジェンスと相互に影響を与えながら実施する必要があり、このプランニングの精度により統合効果(シナジー)の実現可能性が決まるといつても過言ではない。

## 統合効果(シナジー)実現のポイント

「シナジー効果は幻想か」とは、M&Aの世界でよくいわれるフレーズである。これはM&Aの値段交渉において高値を提示する理由として使われながら、実際には利益として回収されない事例が多いからである。しかし、シナジー効果が幻想であれば、M&AはそもそもWin-Winの関係にはならない取引であるし、戦略的なM&Aは存在しないことになる。そのため、シナジー効果をいかに実現できるかは、M&Aの成功に向けて最も重要な要素である。したがって、「不確かなシナジー」を「マネジメント対象」であるという強い意識をもって取り組み、実現するまで粘り強くマネジメントすることがM&Aの成功の要件であるといえる。

具体的には、シナジー効果を実現するためには、①シナジー効果の洗い出し、②シナジー効果の定量化、③シナジー効果実現のモニタリング、の三つのポイントに分けて整理を行う。

### ① シナジー効果の洗い出し

シナジーを検討し、実現するための最初のステップは、シナジー効果の洗い出しである。不確かなシナジーは、その実現に痛みや困難を伴うことが多く、無意識に実現されることはほとんどない。したがって、まずは可能性のあるシナジーを網羅的に洗い出し、マネジメント対象として識別する必要がある。

具体的には、シナジーは「両社の経営資源」を合わせることで実現するものであり、また、企業の「事業活動」ごとに発生するものであるため、経営資源と事業活動（バリューチェーン）を軸としたマトリックスを用いて検討すると検討がもれにくい（図参照）。このときに、シナジー効果だけでなく、次の例に示すように、その実現のために必要なPMI上の論点についても確認しておけば、その後の統合プランの作成が効果的に実施できる。

- キーパーソンの特定とリテンションプラン
  - 本社機能の重複状況と削減可能性の分析
  - 営業チャネルの重複状況と配置転換に関する分析
  - 共通仕入先の確認と仕入条件の違いの整理
- ### ② シナジー効果の定量化

シナジー効果の洗い出しを行った後は、次のステップとして定量化を行う必要がある。事業計画と同様に明確な定量化は難しく、また、定量化しても実現値は全く異なることも多いが、シナジー効果の定量化を行うことで、優先的に取り組むべき課題を明確にし、実現するためのモニタリングにつなげていくことが重要である。

企業価値評価の観点からは、それぞれのシナジー

要素をスタンドアロンの事業計画に加算して、価値にどのように影響を与えるかを評価する必要がある。

### ③ シナジー効果の実現のモニタリング

ここまでの二つのステップで定性的・定量的に分析したシナジーについて、実際の実行責任者の検討を含むPDCAサイクルの実施がシナジー実現のモニタリングである。ここまでの二つのステップがDay 1（統合日）までに高い精度で検討されていれば、明確な目標設定が可能であるが、そうでなければ目標設定が不明確になり、シナジーを実現するためのプロセスがモニタリングできないという悪循環に陥る。

### まとめ

M&Aの失敗の多くは高値掴みが原因であり、その要因として買収意思決定プロセスにおいて不確定なシナジーを過大に評価しているケースが多い。そのため、M&Aを経済合理性の観点から成功に導くには、合理的なシナジーの見積もりと見積もったシナジーを実現させるPMIが重要となる。PMIとは統合後のプロセスであると理解されていることも多いが、実際には、シナジーの洗い出しと定量化という二つのキーププロセスは、Day 1（統合日）までに実施すべきものである。Day 0（基本合意）とDay 1（統合日）の間は、ディーラ準備交渉としてやるべきことも多いが、本来M&Aの成功はシナジー実現なくしてありえないため、ディーラ準備交渉と同程度もしくはより多くのリソースを割いて、M&Aを「成立」でなく「成功」に導く必要がある。

### ● シナジー効果分析のフレームワーク

経営資源・機能マトリックス    ■ コスト削減効果    ■ 売上・コスト改善効果

	技術開発	調達生産	物量	営業	サービス	間接業務
人員	■	■	■	■	■	■
設備	■	■	■	■	■	■
知的財産	■	■	■	■	■	■
顧客接点	■	■	■	■	■	■
対外接点	■	■	■	■	■	■
資金	■	■	■	■	■	■

売上貢献

コスト貢献

1. ブランド統一
2. 高品質な商品統一
3. 拠点統合に伴う営業力増強
4. 新たな販売チャンネル獲得
5. 新たな商品の流通
6. 技術研究力強化による新製品開発

1. 工場の統廃合（設備売却、人員削減、稼働率向上）
2. 営業拠点の統廃合（設備削減・人員規模の削減・再配置による効率化）
3. 重複機能の統一（間接部門等）
4. 取引先（仕入業者等）の絞り込み
5. 物流ルートや形態変更による効率化
6. 交渉力の強化（調達量増大と対外交渉力）

出所：「ポストM&A成功戦略」  
デロイト・トーマツコンサルティング・ダイヤモンド社