

欧米のM&A事例から得られる 日本企業への示唆

皿田 尚



神山裕之



CONTENTS

- I 欧米のM&Aにおける背景と分析の視点
- II 欧米におけるM&Aのケーススタディ
- III 日本企業がM&Aで留意すべき点
- IV M&Aの要件が整いつつある日本企業

要約

- 1 近年、日本でもM&A（合併・買収）が一般的になってきたが、欧米では日本を上回る巨額のM&Aが数多く実施されている。これは、欧米と日本との間にある企業文化や産業政策の違いに起因したものである。言い換えれば、歴史的必然によって現在の状況がもたらされているといえる。
- 2 欧米における数多くのM&Aの事例は、日本企業にとって、M&Aを成功に導くための示唆に富む。たとえば、業界再編の必要性からM&Aを選択していること、双方の強みを活かし相乗効果を発揮しようとしていること、統合前の交渉と準備に労力をかけていることなどは、日本企業にも応用できる。また、当初は敵対しながらも、双方の粘り強い交渉と歩み寄りによって新たな協調関係を築いていることなどは、今後の日本企業の選択肢として参考になる。
- 3 欧米の大型M&Aを見ると、成功の鍵は、双方にとってわかりやすいビジョンと経営システムを確立していることにある。そのうえで、双方の企業特性や課題を踏まえた入念な事前交渉が行われている。特に、ステークホルダー（利害関係者）の合意を得るために、公開型の交渉が意識的に選択されている。
- 4 日本企業は、欧米企業に比べM&Aの経験は少ない。しかし、自前のビジョンや経営システムを有している日本企業は少なくない。自社の強みを認識したうえで、M&Aの経験を積み、ステークホルダーの合意形成プロセスを確立できれば、今後のクロスボーダー型M&Aにおいても、日本企業は一定の存在感を示すことができる。

I 欧米のM&Aにおける背景と 分析の視点

近年、日本でもM&A（合併・買収）が一般的になってきたが、欧米におけるM&Aは、件数、額ともに日本の実績を大きく上回っている（図1）。2006年には、世界のM&A投資額は400兆円を超えたとされる。欧州、米国それぞれで100兆円を超えるM&A投資が実施された。日本でも10兆円を超える規模のM&Aが実施され、2000年のIT（情報技術）バブル期に迫る。しかし、依然として日本と欧米との差は大きく、むしろ日本を除くアジアの方が勢いがある。

また、クロスボーダー型の案件になると、日本と欧米の実績差は、一層大きい（図2）。

日本と欧米とでM&Aの実績が異なるのは、次項で述べるように、それぞれの地域での企業文化や産業政策の違いに起因する。いわば、歴史的必然によって今の結果がもたらされているわけで、日本企業が間違っているのでも、劣っているのでもない。とはいえ、欧米での数多くの事例には、日本企業が今後M&Aを成功に導くうえでの多くの教訓、参考にすべき知見が含まれる。歴史や制度の違いを踏まえつつ、日本企業としての応用方法を考えるべきである。日本企業にとっても、今やM&Aは特別のイベントではなく、当たり前の経営戦略上の選択肢となりつつある。

本稿では、欧米におけるM&Aの歴史を簡単に振り返ったうえで、今後日本でも増えるであろう大企業同士の大型M&Aに着目する。そして、敵対的買収を含むM&Aでの合意に至るポイント、M&A後の企業成長に寄与する要因を抽出する。

1 日米欧におけるM&Aの変遷

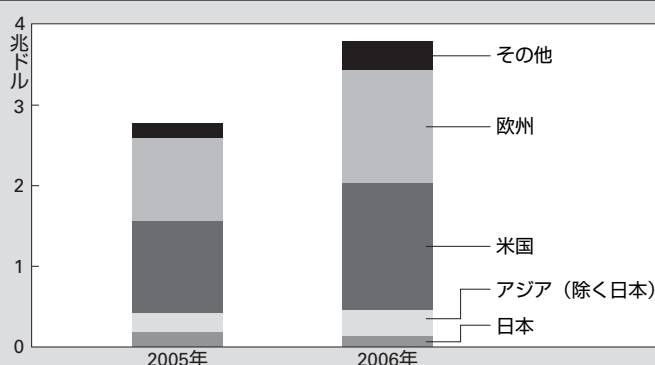
まず、日米欧におけるM&Aの変遷を整理しておこう（次ページの表1）。

（1）日本の概況

戦後の日本においては、疲弊した経済と産業の立て直しが喫緊の課題であった。そのため、当時の通商産業省が中心となり、産業の育成を国が計画的に支援してきた。いわゆる護送船団方式である。

護送船団方式は、1970年代までの日本の高度経済成長を支える基盤でもあった。そして国家の主導によって、競争力強化のための産

図1 世界のM&Aの買収総額

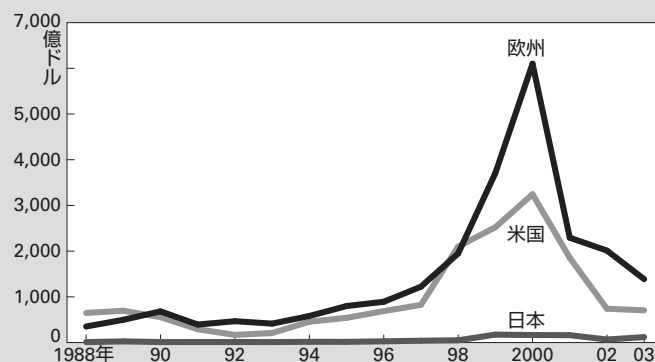


注1）公表ベース。進行中や交渉が頓挫したものも含む

2）M&A：合併・買収

出所）Thomson Financialのホームページより作成

図2 日米欧におけるクロスボーダー型M&Aの取引額の推移



注）欧州：2004年以前のEU加盟15カ国、アイスランド、アンドラ、ガーンジー島、ジブラルタル、ジャージー島、スイス、ノルウェー、マルタ、マン島、モナコ、リヒテンシュタイン

出所）UNCTAD, World Investment Report 2004: The Shift Towards Services, United Nations Publications, 2004より作成

業再編が行われた。たとえば、1970年の八幡製鐵と富士製鐵の合併による新日本製鐵の誕生はその一例といえよう。

1980年代になり、日本電信電話公社など、国営企業の民営化が進められるが、依然として国主導のままであった。その後、1985年のプラザ合意を契機とする円高とその後のバブル景気を背景に、日本企業による外国企業の買収が行われるようになる。ただしそれらは、一時的に財力が増した企業による無秩序な海外企業の買収という面は否定できず、多くの失敗経験を積むことになった。

バブル崩壊後の1990年代後半になって、独禁法改正と持ち株会社の解禁（97年）などの規制緩和が相次いだ。そして、株式持ち合いの解消を経て、2000年代に入り、ようやく民間企業による自律的なM&Aが本格化する。

(2) 米国の概況

米国は、日本が高度経済成長を謳歌していた時期にすでに成熟社会を迎え、経済的苦境にあえいでいた。成長の限界を感じた企業は、水平・垂直型統合を禁じた独占禁止法の影響もあって、1960年代からコングロマリッ

表1 日米欧におけるM&Aの変遷

	日本			米国			欧州		
1960年代	●日米新安保条約調印 (60) ■石川島重工業、播磨造船所合併 (60) ●OECD加盟 (64)	高度経済成長	護送船団方式の再編	■RCAのコングロマリット (複合企業) 化 ●ベトナム戦争激化	経済地位低下	コングロマリット、敵対的買収の拡大	●EC発足 (67)	経済成熟、EC勃興	伝統企業の多国籍・コングロマリット化
1970年代	■八幡製鐵、富士製鉄合併 (70) ●オイルショックによる景気減速 (73、79)			●ニクソン (ドル) ショック (71) ■インコがESBに敵対的買収提案 (74)			●各国変動為替相場制へ移行 (71) ■マンネスマン、デマーグを買収 (74) ●サッチャー政権発足 (79)		
1980年代	●日本電信電話会社、日本たばこ産業会社発足 (85) ●プラザ合意、円高 (85) ●低金利政策、バブル拡大 (86～) ■ソニー、コロムビア・ピクチャーズ買収 (89)		民営化	●レーガン大統領就任 (81) ●レーガノミクス打ち出し ●ブラックマンデー (87) ■KKR、RJRナビスコ買収 (88)	減税、規制緩和	メガデール (巨額買収) 増加	■ユニリーバ、ブルックボンド・リービグ買収 (84) ●スペイン、ポルトガルEC加盟 (86) ●東欧革命、ベルリンの壁崩壊 (89)	規制緩和、民営化 (英)	
1990年代	●バブル経済崩壊 (91～) ●独禁法改正、持ち株会社解禁 (97) ●株式持ち合いの解消 ●商法改正、株式交換導入 (99)	景気低迷		■AT&T、NCRを買収 (91) ●NAFTA発効 (94) ■エクソン、モービル合併 (89)			●マーストリヒト条約発効 (93) ●新欧州委員会発足 (95) ■ダイムラー・ベンツ、クライスラーと合併 (98)	EU拡大、通貨統合	
2000年代	■金融業界、鉄鋼業界などの大型再編進展 ■王子製紙による北越製紙に対するTOB提案 (06)	規制緩和	買収本格化	●ITバブル崩壊 (00～) ■AOL、タイム・ワーナー合併 (00) ■P&G、ジレット買収 (05)	ITバブル		■ボーダフォン、マンネスマン買収 (00) ●ユーロ、12カ国で流通開始 (02) ●EU25カ国体制成立 (04) ■ミタルスチール、アルセロール買収 (06)	クロスボーダー型買収増加	

注）EC：欧州共同体、EU：欧州連合、IT：情報技術、NAFTA：北米自由貿易協定、OECD：経済協力開発機構 TOB：株式公開買い付け

ト（複合企業）化のためのM&Aを積極的に推進した。電気機器メーカーのRCA（ラジオ・コーポレーション・オブ・アメリカ）などがコングロマリット化を進めたのがちょうどこの時期である。また、新たな手段として敵対的買収によるM&Aも行われるようになってきた。

1980年代に入ると、規制緩和政策とともに、LBO（買収先企業の資産などを担保とする企業買収の手法）など、M&Aにおける資金調達手法が多様化した。米国の未公開株投資会社大手のコールバーグ・クラビス・ロバート（KKR）によるRJRNビスコの買収は、LBOを活用したPEファンド（未公開株式に投資するファンド）による大型M&Aの事例である。その後もエクソンとモービルの合併など、メガディール（巨額買収）と呼ばれる大型M&Aが活発に行われた。

ITバブルの崩壊もあって、2000年には一時的に沈静化した。現在に至るまで、依然としてM&Aは活発に行われている。

（3）欧州の概況

欧州においても米国と同様、1960年代には経済の成熟化が進行していた。1967年にEC（欧州共同体）が設立されるものの、基本的には各国が独立性を維持していた。こうした環境のもと、一部の企業は成長のためのM&Aを積極的に行った。たとえば、元来は鉄鋼業であったドイツのマンネスマンが1974年に建設機械メーカーのデマーグを買収するなど、コングロマリット化のためのM&Aに打って出た。また、ユニリーバは、米ブルックボンド・リービグや英リプトンなど多国籍型のM&Aを積極的に推進した。

1980年代末に起こったベルリンの壁崩壊以降、欧州では、EU（欧州連合）の設立、通貨統合などボーダーレス化が進展した。その影響もあってか、ダイムラー・ベンツとクライスラーが合併するなど、クロスボーダー型の大型M&Aが増加した。

EUでは国の垣根が低下し人や資金の流動性が高まるなか、危機感をもった企業同士の再編が加速化している。現在でも、世界最大の鉄鋼メーカーであるオランダのミタル・スチールによる、当時鉄鋼業界世界第2位のルクセンブルグのアルセロールの買収など、敵対的買収を含む大型M&Aが相次いでいる。

このように、欧米は日本に先行して市場の成熟を迎え、民間企業は生き残りのために自力でさまざまなM&Aを実施せざるをえなかった。一方、日本の場合、企業が自律的に大規模な再編を行うようになってきたのは、最近のことである。それまで多くの日本企業は、M&Aについて真剣に考える状況になかったといえる。

2 各国における「会社」の考え方

M&Aとは、基本的に異なる文化や歴史を持った企業同士を何らかの共通基盤でくくることである。したがって、「会社」というもののとらえ方の差異によって、M&Aにおける企業の行動にも相違がでる。ここでは、日米欧における「会社」に対する考え方の違いを整理して、それがM&Aにおいてどのような影響を及ぼすのについて考察したい。

一般的に、日本は従業員の会社に対する帰属意識が高いといわれる。それには、明治期に熟練工を逃さないための策として考えられた年功的な定期昇給制度と、戦後の人員整理

反対の大争議の経験から導入された終身雇用制度の2つが影響していると思われる。

また、日本人は会社にかぎらず、組織そのものへの帰属意識が高い。「ご恩と奉公」という言葉に象徴されるように、ある共同体の構成員同士はあたかも家族のように、経済合理性だけでは説明がつかない同族意識を持つ傾向にある。したがって、会社に対する意識も、単なる経済活動を目的とした共同体というよりは、生活と不可分な「家」としての共同体ととらえられる傾向が強く、それゆえ企業間における労働力の流動性が低い。

他方、米国において会社は、純粹に営利を生み出すための契約上の機能体としてとらえられていると思われる。米国民がもともと持つ個人主義、合理主義志向と、米国の原点であるフロンティア精神が、組織によりどこかを求める日本と異なる精神的土壌をつくり上げている。米国の場合、自分の目的や効率性の観点から、その職場が自分にふさわしくないとせば、他に職場を求める傾向が強い。労働力の流動性が高いということである。

これに対して欧州は、異なった文化的・社会的背景を持ついくつもの国家が地理的に近接したところに集まっているため、さまざまな分野における利害調整が必須であった。そのため、ギルドやハンザ同盟のように、共通する利害関係を持つ人たちが相互扶助的な恩恵を受けられ、かつその経済活動をより活性化させるような組織が発達した。会社も同様に、異なった背景を持つ構成員が、異なった文化圏と交易を行うという行為に最適化された組織として発展したと考えられる。

したがって、会社に対する一定の帰属意識はあるものの、その根本はあくまで合理主義

的である。その結果、米国と比較すれば労働力の流動性は低いものの、日本に比べれば高くなるという傾向がある。

経済のグローバル化が進み、クロスボーダー型のM&Aが実施されるような時代になっても、各国の企業は歴史的な背景や発展の仕方が異なるため、その経営者や従業員の会社に対する意識は異なっている。

3 今後のM&Aにおける留意点

洋の東西を問わず、M&Aの意義は、買収対象企業が持つさまざまなノウハウや人的資源、もしくは販売網などを獲得することにあるだろう。たとえば工場の拡張のような「モノ」に関する課題は、カネさえあれば自社だけでも対応でき、必ずしもM&Aに拠る必要はない。したがって、今後のM&Aの成否は、モノではなくいかに人的資産を含む「無形」のリソース（経営資源）を適切に獲得できるかという点にかかっている。

ところが、先に述べたように、一般的に人材の流動性が高い欧米においては、M&Aを契機に人材や技術が流出してしまうことが多い。それを阻止して、統合後の企業に必要な人材や技術を残しておかなければならない。そのためには給与や福利厚生面での待遇で対処することはもちろん、必要な人材がそれまでどおりのパフォーマンスを発揮できるように、貴重な人材が納得できるビジョンを示し、労働環境を作る必要がある。

4 ステークホルダーへの配慮と統合プロセス

M&Aにはさまざまな目的があり、また持ち株会社化するのか、完全統合するのかとい

った統合の形態も異なる。だが、基本的にはいずれのケースでも、双方の合意形成や目的・ビジョンの共有といったものが、M&Aの成否に、大なり小なり影響を及ぼす。

M&Aにおけるステークホルダー（利害関係者）には、株主、金融機関、経営者、従業員、地域社会などが含まれる。

それぞれのステークホルダーにどのような配慮をして統合プロセスを進めるかは、国によって異なる。その相違点を明らかにしたうえで、M&Aの統合プロセスを成功させるための具体的な視点を、以下に各国の事例を参照しつつ検討したい。

Ⅱ 欧米におけるM&Aのケーススタディ

1 米国におけるM&Aの事例

米国では、2000年のITバブルを挟んで、巨大なM&Aが頻発した（図3）。2000年前後の主なM&Aには、IT企業のアメリカ・オンライン（AOL）によるタイム・ワーナーの買収（1820億ドル）、製薬メーカーのファイザーによる同業のワーナー・ランバートの買収（890億ドル）、石油大手エクソンによる

モービルの買収（860億ドル）などがある。

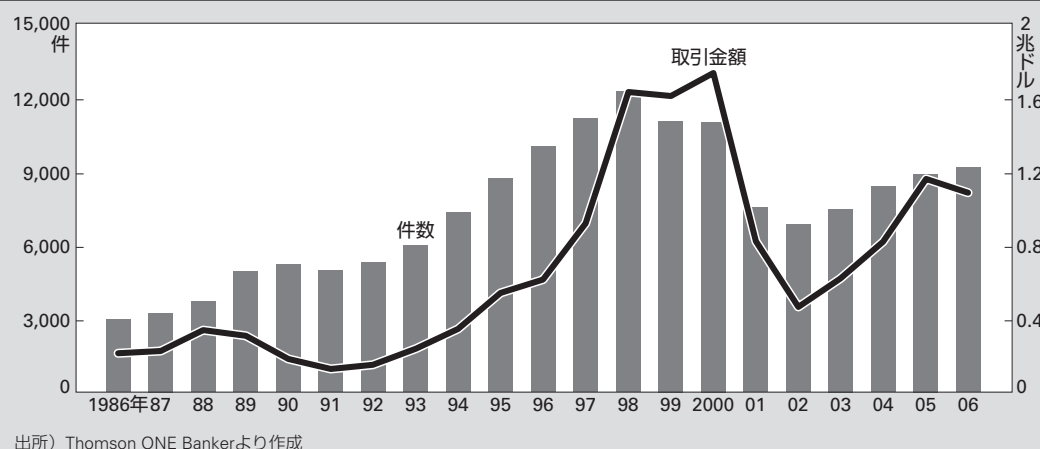
これらのM&Aのいくつかは、その手法として高株価を背景にした株式交換が利用された。しかし、ITバブル崩壊後の株価低迷により、株式交換に応じた被買収側の株主は大きな損失を抱える結果となった。このためITバブル崩壊後は株式交換による買収は減少し、そのため一時期、巨大M&Aは鳴りを潜めたが、景気回復を背景に、ここ数年は、M&Aの額が再び増加傾向にある。

こうした米国における2000年前後以降のM&Aは、その後の企業業績に大きく貢献する場合と、そうでない場合とに2極化する傾向を示している

M&Aを活用し、順調に業績を伸ばしている例として、エクソンモービル、GE（ゼネラル・エレクトリック）、P&G（プロクター・アンド・ギャンブル）が挙げられる。いずれも現時点で株式の時価総額が2000億ドルを超え、世界トップ10に入る超優良企業である。

逆に、M&A後に業績や株価が低迷した例に、AOLをはじめIT系企業による買収や、時価総額をテコにした企業買収で急成長を遂げたコングロマリットのタイコ・インターナショナルなどがある。

図3 米国におけるM&Aの件数と取引金額の推移



成功、失敗の要因は複雑で、何が決定要因かは一概に言い切れないが、成否を分ける共通の要素はある。

(1) M&Aをうまく活用しているケース

①エクソンとモービルの合併

エクソンとモービルは1998年12月にM&Aを発表し、その時点で世界最大の石油会社が誕生した。同社は全世界の石油産出量の3%、全世界の石油精製能力の8%を有する。エクソンによる買収額は860億ドル（日本円で約10兆円）を超える巨額なM&Aであった。

エクソンは、合併当時は業界2位、モービルは業界4位であった。両社はそれぞれ上流と呼ばれる石油の採掘権、下流と呼ばれる石油製品部門を抱えていたが、それらは石油価格の変動による影響が大きく、事業リスクが高い。また、成長のためには、新しい油田やLNG（液化天然ガス）など、資源開発に数千億円もの膨大な投資が必要であり、石油事業は本来きわめてハイリスクな事業である。

加えて、当時は、ガソリンの価格競争の激化や景気後退による供給過剰も重なって、両者の収益は悪化していた。このように、世界で競争が激化する環境下では、リスクを抑えるために資本力を増強するという判断は理にかなったものであった。

その後、原油高など事業環境に恵まれ、エクソンモービルの収益は順調に増加し、2006年は売上高40兆円を超え、4兆円の利益を稼ぎ出した。業績成果は、同年の原油高に大きく影響を受けている。一方、12万人いた従業員は、現在では10万人を切るまで合理化が進んだ。株式の時価総額は、M&A当時の2450億ドルから4250億ドルまで上昇し、2007年1

月現在、世界トップである。

両社の合併がうまくいった背景には、1911年に独禁法違反で分割されたスタンダード・オイルが前身であり同じルーツを持つこと、両社は基本的に同じ事業構造を有しており、異業種同士のM&Aと比べれば、重複業務の合理化が容易だったことなどがあった。

合併を指揮し、2005年までCEO（最高経営責任者）を務めたリー・レイモンド氏は、厳しい収益管理をすることで知られる。同氏は、1994年にエクソンで始めていたERP（企業資源計画）を、合併後は全世界に展開し、業務の統合を進めた。そして、一部には保守的すぎるという評価があるものの、原油価格の変動に耐える安定した財務基盤を築いた。

また、エクソンモービルは内部統制に対応するため、CIMS（コントロール・インテグリティ・マネジメント・システム）と呼ばれる経営管理システムを開発している。同社の手法は米国SOX法（企業改革法）対策の先進事例として紹介されるほど評価が高い。

エクソンとモービルの合併と同じ時期、石油業界全体の再編が進行した。各社とも余剰の設備の閉鎖、人員の削減を積極的に推し進めた。その結果、原油の供給過剰が解消され、エクソンモービルを含め各社の業績は回復した。同時にエクソンモービルは、潤沢な資本をLNGや新油田の開発に投下している。

エクソンとモービルの合併は、リスクが高く資本の規模が求められる業界で、資本力と厳格な経営管理システムにより効果を上げた事例といえる。

②GEのケース

GEは、前CEOのジャック・ウェルチ氏の

時代にM&Aを活用し成長した。2001年にCEOがジェフリー・イメルト氏に交代してもM&Aには積極的である。たとえば、2007年に入ってから、医療器具のアボット・ラボラトリーから診断事業部門を81億ドルで買収することを発表。さらに、英スミス・グループから航空宇宙事業部門を48億ドルで、また石油・ガス田装置の米ベトコ・グレイを19億ドルで買収すると発表するなど、最近も大型M&Aを相次いで決断している。

日本でも1998年に東邦生命保険相互会社を買収し、GEエジソン生命保険を設立した。しかしその後、AIGにGEエジソン生命保険を譲渡、GE本体の保険事業もスイス再保険へ譲渡した。さらに、プラスチック事業部門の売却が報道されるなど、GEは買収と同時に、事業売却も大胆に行っている。

GEは社内に200人を超える専門部署を設置して、M&Aの実行段階、M&A後の統合段階のそれぞれに対応している（岡部光明・関晋也「日本における企業M&A（合併および買収）の効果——経営の安定化と効率化に関する実証分析」慶應義塾大学大学院政策・メディア研究科、2006年6月）。投資銀行並みのM&A案件の推進体制である。

GEは「ワークアウト（1980年代末から導入された全員参加型の業務改善活動）」や「シックスシグマ（品質管理および関連する経営管理手法）」などの独自の手法を社内で確立し、定着させている。同社は、買収した事業部やグループ各社にこれらGE流の手法を浸透させている。

また、ウェルチ氏は、M&Aを決断するうえで大事なことは、自社の戦略に加え、自社の「企業風土」に合うことだという。同氏は

GEの風土とは合わなかった過去のM&Aの事例として、投資銀行のキダー・ピーボディやITバブルで創業したベンチャー企業を挙げている。そして、これらの企業には、チームワークなど、GEが重視する価値観と合わない面があったと指摘する。同氏は、M&Aを実施する際には事前に相手企業の企業風土をしっかりと見極めるべきとしている（ジャック・ウェルチ、スージー・ウェルチ、斎藤聖美訳『ウィニング 勝利の経営』日本経済新聞社、2005年）。

以上から、GEには、M&A以前に確固たるビジョンと経営基盤、特有の気風が醸成されており、それがM&Aを成功させるうえで有効に機能しているということがいえる。

③P&Gのケース

P&GもGEと同様に、多くのM&Aを通して成長してきた。2001年には、50億ドルでヘアケア用品の米クレイロールを買収した。2003年には同じくヘアケア用品のドイツのウエラを65億ユーロで買収。さらに2005年1月、ジレットの買収を発表した。ジレットの買収総額は570億ドル（約6兆6000億円）と超巨額である。ウエラやジレットなど最近の大型買収は、いずれも相手側から持ちかけられたものである。買収後のブランド育成の巧みさ、世界的な販路、マーケティング力、相手先の強みを尊重する姿勢が、被買収企業にとっての安心感につながっている。

M&Aで企業を買収すると同時に、合理化もしっかり行っている。HP（ヒューレット・パカード）やIBMなどのITベンダーと管理間接部門の業務委託契約を結び、社内の間接人員を数千人規模で移動させた。ただし、

単に移動させるだけでなく、転籍する従業員に対しては、最初の2年間は給与を保証するとともに、1年間は配置転換しないなどの移行措置を設けている。こうした合理化により、数百億円のコスト削減効果が得られたと発表している。

また、P&Gは、マネジメントの育成にも力を入れている。GE、マイクロソフト、ボーイング、イーベイなどのCEOを輩出していることから理解できるだろう。そして、P&Gの幹部は現地化、多国籍化が進んでいる。P&Gには、グローバル経営をチェックする「グローバル・リーダーシップ・カOUNシル」という組織が存在する。その組織のメンバーの半数以上は非米国人といわれる。多様な文化を受け入れる土壌や充実した経営者群は、買収した企業をマネジメントするうえでも効力を発揮しているといえる。

CEOのアラン・ラフリー氏は、原則として買収に頼らない自力成長がベストとし、P&Gの最も大切なステークホルダーは株主ではなく、ブランドに忠実な消費者だと述べている。こうした姿勢から、同社はM&Aに依存しているのではなく、確固たるビジョンと成長戦略を持っていることがうかがえる。

その結果、買収対象企業の方がP&Gの経営資源を頼りM&Aを持ち込むのである。ただし、ジレットとのM&Aでは570億ドルの投資を決断しており、いったんM&Aをするとなったら対応は大胆である。

(2) M&Aをうまく活用できていないケース

2000年に発表されたAOLによるタイム・ワーナーの買収は、買収総額約1820億ドルと天文学的な金額であった。

AOLは1985年に設立され、1992年に上場した新興のIT企業である。上場後も急成長を遂げ、合併前年の1999年の株式時価総額は2300億ドルを超えた。当時はITバブルの絶頂期であり、同社の時価総額はうなぎのぼりであった。その高株価を活用した株式交換によって、AOLはタイム・ワーナー買収を決断した。

AOLの主力事業は電話線を介した低速のダイヤルアップ接続によるISP（インターネットサービスプロバイダー）事業であり、ブロードバンド（高速大容量）への切り替えは必須の課題であった。そのため、当時の高株価を原資として、タイム・ワーナーのケーブルテレビなどのインフラや映画、音楽などのコンテンツの獲得を図ろうとしたのである。

しかし買収に際し、タイム・ワーナーが保有するケーブルを他のISPへ開放することが、米当局より義務づけられた。このため、同社を買収しても十分な相乗効果を得られないという誤算が生じた。また、ITバブルの崩壊とともに、AOLの収入源であった広告収入も減収に転じ、収益そのものが低下していった。その結果、株価は低迷し、AOL株を手にした元のタイム・ワーナー側の株主は大きな損失を被り、最終的にCEOの更迭につながった。

一方、タイコ・インターナショナルは1960年に設立され、多種多様な買収を通じて、ミニコングロマリットとして成長してきた。買収した業種は、化学、医薬、IT系と多岐にわたり、コア事業の特定が困難なほど事業領域が拡散していた。1998年に190億ドルだった売上高は、ITバブルのピーク時には360億ドルに急拡大した。しかし、そのほとんどが

膨れ上がった株式の時価総額を背景としたM&Aによるものであった。

2000年を過ぎても、高株価を背景に企業買収を重ね、数百億ドルを買収に投下した。同社は、ピーク時には2400を超える子会社を持つコングロマリットとなっていた。そして株価下落が顕著となった2003年、それまでの手法に行き詰まり、粉飾決算や経営者の乱脈経営なども指摘され、結局、破綻してしまう。

タイコ・インターナショナルは、GEなどと同様にM&Aでの成長を志向した。しかし、同社はGEと異なり、全社に横串を通し、統制するための経営基盤やビジョン・理念が整っていなかった。そして、時価総額の増大を目的関数として、拙速な投資を行い、バブル崩壊とともに破綻した（ロバート・F・ブルナー、林大幹訳『M&Aは儲かるのか なぜ企業買収に失敗するのか』一灯舎、2006年）。

（3）米国におけるM&Aのポイント

米国では、いずれのM&Aのケースも、鍵となるのは「株主」である。株主が、当該売買が正しいと判断するかどうかが重要である。P&GとジレットのM&Aでは、ジレットの筆頭株主であったウォーレン・バフェット氏や機関投資家がM&Aを支持することによって大きく前進している。前述のように、P&Gのアラン・ラフリー氏は、一番大事なステークホルダーは消費者だというのが、M&Aの局面では、まずは株主が優先される。

また、統合後は必ず合理化により人員削減が行われている。日本と違ってそれ自体が、労働組合や地域社会、旧経営陣によって問題視されることはあまりない。

一方、日本でも当てはまるが、本業がしっかりせず、経営ノウハウがなく、経営基盤も整っていない企業が高株価をテコにして買収する場合、多くは破綻している。

GEもP&Gも、ビジョン、経営ノウハウ、人材育成基盤を保有している。エクソンモービルは、厳格な経営管理システムを確立している。中長期的な観点から買収企業のマネジメントの立て直しを実行するためには、こうした基盤は不可欠である。また、事業そのものにも、ブランド力や技術、設備など、確立された柱が存在していることが重要である。脆弱な事業基盤は、環境変化で容易に価値を低下させる可能性がある。

企業風土も、統合をスムーズに行ううえで重要な要素である。GEとP&Gは買収に際して、自社との相性を勘案する。同時に、グローバルに展開する多国籍企業として、各国のマネジメント層の現地化を進めるなど、異なる文化を許容しつつ、自社のビジョンや思想を浸透させる経営基盤も有している。

これらは、クロスボーダー型のM&Aを長期にわたり成功させる重要要件といえる。

2 欧州におけるM&Aの事例

EUでは、2004年4月にEUが発表した指針により、買収防衛策が厳しく制限されることになった。指針は目的達成の義務を加盟国が負うものの、実際の適用については、加盟国が国内法を整備することに委ねられることになっている。だがこの指針は、敵対的買収でも合理的だと判断されれば支持するというEUの意思表示ともいえる。

こうしたEUの姿勢を背景に、産業再編が本格化してきた欧州では、日本はもちろん、

米国と比べても敵対的買収の成立事例が増えている。欧米のM&Aの16.4%が敵対的買収とされ、なかでもEUはその比率が高まる傾向にある（三井トラスト・ホールディングス「M&Aの潮流を読む——企業支配権市場の活性化に向けて」2005年 夏調査レポート No.50）。

その一方で、EUではセーフティーネットとして、M&Aにおける労働者の権利保護を目的とした各種制度が整備されてきた。その後、経済のグローバル化を背景にして労働者問題に対処するために、労働者も企業的意思決定に関与し、経営者とともに企業の変化を管理していくべきであるという考え方を打ち出した。これに従い、労働者参加の規定を盛り込んだ「欧州会社法」や「一般労使協議指令」といった法律などが制定された。

こうしてEUでは、域内でのM&Aに関する規制が緩和されるとともに、M&A時の労働者の権利や処遇に関する制度が整備されるようになった。

このような背景のもと、近年EU域内においては、エネルギー、製薬、通信、鉄鋼といった分野を中心に大型の域内クロスボーダー型M&Aが活発に行われている（表2）。

ただ実際は、法制度が整備されるだけでグローバルなM&Aが円滑に行えるわけではない。当事者双方の主張や意識の相違を解消し

て、実際にM&Aを成立させるには地道な交渉が必要である。

さまざまな国家が一つの大陸にひしめいてきたという歴史的な背景もあり、欧州の企業は一般的に交渉上手といわれている。近年の大型M&Aでは、当初は敵対的買収であったが、双方が粘り強く交渉した結果、最終的には友好的に合併しているという例も多い。

また、合併が決まっても、そのあとの統合作業の方がさまざまな現実的問題をクリアせねばならず、交渉が難航することが多い。このような場合でも、両社が巧みに交渉することで最終的に双方が納得できる結果を導き出している例もある。

これらの交渉は、決して玉虫色の決着を見出すためではない。双方のすぐれた点を最大限に残しつつ、統合プロセスを円滑に進めるというきわめて合理的な目的のために行っているのである。

ここでは、最近の大型M&Aのなかでも、当初は敵対的買収の提案であったにもかかわらず、粘り強い交渉によって、最終的には被買収企業に受け入れられ、統合が行われた2つの代表的な事例を検討したい。

（1）サノフィ・サンテラボとアベンティス

サノフィ・アベンティスは2004年8月に、フランスの製薬会社サノフィ・サンテラボがドイツの製薬会社アベンティスを事業統合して設立された企業である。

この統合は、2004年1月26日にサノフィ・サンテラボが株式の公開買い付けという形でアベンティスに対して敵対的買収を仕掛けたことから始まった。

当初、アベンティスはこの敵対的買収に反

表2 最近の欧州における主要な大型M&A案件

買収企業	被買収企業	(単位：億ドル)	
		年月	金額
サノフィ・サンテラボ（仏）	アベンティス（独）	2004年8月	685
ミタル・スチール（蘭）	アルセロール（ルクセンブルク）	2006年7月	349
ユニクレディト（伊）	ヒポ・フェラインス銀行（独）	2005年11月	181
ペルノ・リカール（仏）	アライド・ドメイク（英）	2005年7月	178
リンデ（独）	BOCグループ（英）	2006年9月	142

発し、ホワイトナイト（友好的に自社株を買い取ってくれる第三者）としてスイスのノバルティスなどに合併の打診をした。しかし、最終的に当初の売買価格を14%上回る買収価格を引き出し、同年4月26日にサノフィ・サンテラボの買収提案を受け入れた。

具体的な統合作業は、同年9月から始まった。新生サノフィ・アベンティスの社長には旧サノフィ・サンテラボのジャン・フランソワ・デュエック社長が就任した。彼は早速、事業統合に伴う組織再編が予想されるドイツを訪問し、生産拠点を低賃金国に移さないことや、フランクフルト近郊のヘキスト工業団地を維持することなどを自ら明言し、従業員の先行きに対する不安解消に努めた。

統合作業に当たって最も困難だったのは、両社の調達体制と企業風土の相違であった。買収されたアベンティスの調達方針は、基本的には集権型であり、本社からローカル担当者に、契約に関するガイドラインや実施要領などを指示していた。しかし、サノフィは分権的な調達体制をとっており、責任も末端に持たせるという対照的な調達方針だった。企業風土も、どちらかというアベンティスがトップダウン型なのに対し、サノフィ・サンテラボはボトムアップ型であった。

統合後は基本的に、買収側のサノフィ・サンテラボの方針であった分権型の調達方針とボトムアップ型のビジネスモデルが踏襲されることになった。サノフィ・サンテラボの企業規模は、売上高と従業員数ではアベンティスの約半分であったが、結果として買収側のビジネスモデルが踏襲されたのである。

ただし、統合プロセスにおいては、サノフィ・サンテラボが一方的にそのビジネスモデ

ルを押し付けたわけではない。2004年9月から両社は統合作業に関する企業統合作業委員会を設置して協議の体制を整え、そこで約6カ月かけて基本規則やガイドラインを作り、両社の意識をすり合わせていった。

両社は同年6、7月ごろから、水面下で統合作業に関するさまざまな課題について非公式に協議を開始していた。

サノフィ・サンテラボ側は、アベンティスの複雑化しすぎた組織体制の問題点を指摘し、簡素化するメリットをきちんと説明した。それにアベンティス側も共感し、サノフィ・サンテラボのビジネスモデルの導入に好意的になったという。

このように、買収サイドのビジネスモデルに合わせるからといって、それは必ずしも一方的な押し付けを意味するものではない。その意義を双方が十分に理解し、その後の業務を円滑に進めれば、双方の経営陣や従業員が統合後に高いパフォーマンスを発揮することができる。実際、同社が2005年3月に発表した2004年12月期の最終利益は、前期比17.9%増と予想を上回る好業績になった。

相応の協議期間と準備期間を設け、自社のビジネスモデルを相手も納得したうえで浸透させる。そして、社長自ら買収先の従業員の不安を払拭するために語りかけるといった、買収先を十分に尊重し、説得していくというプロセスを経ることで、当初は敵対的買収だった統合を円滑な形で成功に導いていったことが、本事例の示唆するところである。

（2）ミタル・スチールとアルセロール

鉄鋼業界世界第1位のミタル・スチールは、2006年1月、同2位のアルセロールに対

して、買収を提案したと発表した。それに対してアルセロールは、2日後の取締役会において、全会一致で買収提案の拒否を決めた。

ミタル・スチールは同年5月、アルセロール経営陣が買収に同意し、株主に買収の受け入れを勧告すれば買収額を引き上げる用意があるとの声明を出した。また同時に、買収後はアルセロールにミタル・スチールと同数の取締役ポストを提供することも提案した。

だが、アルセロールがそれに応じなかったため、ミタル・スチールは買収総額を約186億ユーロから約258億ユーロに引き上げた。アルセロールはこの新提案に対して回答を先送りしたが、これまでの断固拒否という態度は明らかに軟化した。

ところが、それから間もない5月下旬、アルセロールはロシアの同業セベルスタリと合併することで合意したと発表した。このとき、アルセロールの株は1株当たり44ユーロと評価された。ミタル・スチールの再提案後の1株当たり37.74ユーロを大幅に上回る価格だった。しかし、アルセロールの株主は、ロシア企業が経営に参画することへの警戒感が強く、合併には批判的な意見が出てきた。

その後、ミタル・スチールがアルセロールの株を1株当たり40.4ユーロと評価を上げた。これにより同年6月、アルセロールはセベルスタリとの合併の合意を破棄、取締役会において、ミタル・スチールの提案を受け入れることを全会一致で決定した。

こうして2006年7月、ミタル・スチールはアルセロールの発行済み株式の50%以上を取得したと発表し、同社の買収に成功した。

この買収は、ミタル・スチールが買収価格を小出しに吊り上げたから成功したのではな

い。ミタル・スチールはこの間にも、アルセロールとの合併がいかにか大きな効果をもたらすのかという情報を、欧州の主要紙の1面を割いて広告を出すなど積極的な説明を試みた。また、セベルスタリとの合併がアルセロールの株主にさまざまな不安の憶測を呼び、株主の一部が同社に批判的になっていたこともミタル・スチールに幸いした。

ミタル・スチールはこうして粘り強く交渉しつつ、機が熟するのを待ち、最終的に買収を成功させた。フランス政府は当初、この合併計画に反対していたが、6月下旬になるとシラク大統領が「ミタル・スチールによる非友好的な買収計画は、今や友好的で受け入れ可能な買収条件になった」との姿勢を示し、対外的にも納得性がある合併として受け取られるようになった。

ミタル・スチールは、買収後の統合作業においても、アルセロールを極力尊重する形で進めた。

元来、ミタル・スチールは垂直統合的なビジネスモデルだったのに対し、アルセロールは垂直統合を避けるビジネスモデルであった。また、アルセロールは特殊鋼に重点を置いたり、国際商品市場における価格変動リスクを抑えるためにユーザー顧客との長期的な提携関係を重視したりするなど、独自の経営方針を持っていた。

ミタル・スチールは垂直統合的な自社のビジネスモデルを保持しつつも、アルセロールが持つ特徴は基本的に踏襲し、それらから得られるメリットを十分に活用する方針を打ち出した。

実際、合併で誕生する新会社「アルセロール・ミタル」（社名で「アルセロール」が先

であることが注目される)の7人の取締役のうち、4人をアルセロールから出す予定にして、アルセロールの経営ノウハウが、新会社に相当反映される形をとった。また、ガバナンス(企業統治)についても両社の対等な関係が合意されていた。

特に注目されるのはタスクフォース(特別な任務を遂行する部門)である。統合作業において、同社は20のタスクフォースを設置したのだが、そのなかで特に重要な8つのタスクフォースのうちの1つとして、「双方のベストプラクティス(最も効率的な実践方法)の情報交換を含む、持続的な改善モデルの構築」というタスクフォースを設置した。このことから、ミタル・スチールが双方のビジネスノウハウを共有したうえで、さらによりビジネスモデルを作り上げていくことに注力していることがうかがえる。

本事例の特徴は、買い手側の企業が売り手側の企業を最大限に評価し、そのビジネスモデルで取り入れるべきものは取り入れている点にある。また、そのことを対外的に適切に示していくことで、周囲のステークホルダーの納得感を高めていることも特徴的である。その象徴的な結果が先のシラク大統領の発言に現れているといっていよう。

もともと欧州では、対等合併の精神に基づくM&Aの発想が必ずしも支配的であるわけではない。だが、本事例は、統合後の会社の発展に利する結果になると思われるのなら、同等の立場で双方のビジネスモデルの良いところを採用している。これにより、双方の経営層や従業員をはじめとする他のステークホルダーの理解も得やすくなっている。

以上のように、最近の欧州では、M&A時

もM&A後も、双方が納得のいく交渉や議論を尽くし、最終的に両社のステークホルダーを納得させているケースが見受けられる。そしてこのようなケースは結果として、事業も適切に軌道に乗せていることがうかがえる。

Ⅲ 日本企業がM&Aで留意すべき点

欧米の事例から、今後日本企業がM&Aを行う際に、留意すべき点を以下に整理する。

1 わかりやすいビジョンと経営システムを確立する

資金さえあればM&Aが成功するわけではない。買収側には、被買収企業に提供できる経営管理、技術、人材、販路といった具体的メリットが必要である。GEやP&Gに対して、買収される側からM&Aの提案があるのは、両社が明確なビジョンを有し、経営システムや人材育成基盤が充実し、過去の実績から推測して企業価値が高まると、被買収企業が感じているからである。特に経営人材は、すぐには育たない希少な経営資源であり、価値がある。GEやP&Gが大手企業に経営人材を輩出していることから明らかである。

買収側に、確固たる経営システムや人材などがなく、資金力のみでM&Aを仕掛けると、高い買収プレミアムを払いかねない。そして投資リターンが低下し、株主に損失をもたらすリスクが高まる。買収した企業の統制が利かない状態に陥る可能性もある。

被買収側も、自社のビジョンや経営ノウハウがない状態でM&Aを決断すると、交渉の主導権を握られ、価格を低く見積もられるな

ど、不利な交渉となる。

ビジョンと経営システムを明示することは、企業風土が大きく異なるクロスボーダー型M&Aの際には一層重要である。

被買収企業は、多かれ少なかれ異なる風土と経営システムを有する。これを全く異なるまま維持したのでは相乗効果は得られない。また統制が利かず、不祥事を起こす危険もある。エクソンモービルなどは、ERPや独自の経営管理手法を世界に展開し、業務の統合を図っている。

多くの日本企業にとって、グローバル化は重要課題である。自社のビジョンや価値観をしっかりと伝え、かつM&Aの相乗効果を生み出す経営基盤が必要になる。

2 M&Aの事前準備に多大な労力を割き「仏に魂を入れる」

日本では、トップ同士により実質的に統合が合意されてから、限られたスタッフを中心に統合作業が開始される。その際、M&Aが実行されて初めて組織がつくられる場合が多い。情報が限定されているうえに、統合後に既存業務からの移行で工数がとられ、忙しさのため、議論が進まない場合もある。まずは形を整えることが重要という考え方である。

一方、欧米では、M&A直後に速やかに新体制に移行するための工夫を行っている。たとえば「クリーンルーム」という場所を設け、必要なスタッフが集結し、実際にM&Aが実行される前から、M&A後の各種制度、組織体制、人事などの作業を開始する。形だけでなく、実質の議論も進めるのである。

GEのように平常時から、社内にM&Aの統合作業を検討するための200人を超える専任

チームを設けているケースもある。このような組織は、M&A相手との交渉に加え、統合後の効果を速やかに生み出すうえで重要な役割を果たす。

多大な努力にもかかわらず交渉が決裂する場合は、仮に統合しても効果が得られにくいということでもある。事前の徹底した検討は、無駄なM&Aを回避するためにも有効である。

3 密室の交渉のみに依存せず「公開型」でステークホルダーの納得感を高める

かつてIBMが同業のロータスデベロップメントに買収提案した際、最初は拒絶された。しかし1年半をかけ、買収の目的やビジョンをホームページ上で公開するなど、株主や従業員への働きかけを通して、最終的に合意した。非友好的買収の場合、なおさらこうした公開型の交渉が重要となる。

従来、日本は、買い手企業がM&A計画の対外発表をすると、それが敵対的買収であった場合、一方的に拒絶反応を示し、交渉のテーブルに付くことすら拒否することが多い。また、合併交渉についても多くの情報が非公開であるため、一部の経営陣以外に統合プロセスや理念が伝わりづらく、結果として他のステークホルダーにさまざまな誤解を与えることが少なくなかった。

他方、欧米のM&A事例を見ると、M&Aの計画が買い手もしくは売り手のどちらから発表されたあと、双方がその統合プロセスに関する情報を巧みに対外発表しつつ、合併の条件を詰めている様子がうかがえる。このプロセスにおいて双方は、自社にとって少し

でも有利な契約が成立することを期待しつつ、同時に双方の企業文化やコアコンピタンス（競争力の中核）などの相違について十分に議論し、納得感を高めていくことができる。結果として、最終的には両社にとって妥当な契約が成立する。そして成立したときには、一般株主や従業員など、他のステークホルダーにも一定の理解を得られるという下地が整っている。

被買収企業にとって、敵対的買収者の見極めは重要である。経営ノウハウがない、企業価値の向上に貢献しない企業からの敵対的買収は、拒否してしかるべきである。いわゆる敵対的買収対策も必要である。

一方、仮に戦略性や経営ノウハウの面から見て、十分に利用可能な人材や販路などを有している場合は、交渉により有利な条件をうまく引き出すことで、自社の株主、従業員にメリットをもたらすことが可能である。買収者が十分な経営資源を持っている場合は、将来の市場環境を冷静に考慮すれば、むやみな感情的反発は避けるべきである。

IV M&Aの要件が整いつつある 日本企業

日本では、欧米のM&Aは経済合理性に則り、ドライに割り切った形で行われると思われる節がある。それは必ずしも間違っていない。実際にM&Aの効果は株価や企業価値によって評価されるし、経営者もそれらを意識してM&Aを実施する。

ただ、この経済効果は、両社が共にその強みを十分に発揮できる方向性を目指さなけれ

ば現われない。両社の強みが何かということを整理し、その発揮のための方向性を双方の経営者と従業員が確認し共有するためには、時間をかけて議論し、納得感を高めるしかない。欧米の事例を見ると、経済合理的な目的の達成のためにも、時間をかけてオープンに、かつ粘り強く事前の交渉をしている。

日本企業は欧米企業に比べM&Aの経験は少ない。また、「交渉」は日本人が相対的に苦手である。しかし一部の日本企業は、欧米事例に見るM&Aの成功要件を備えつつある。重要なのは、買収価格などの経済的条件に加え、統合後のビジョン、目的意識を多くのステークホルダーと事前に共有することである。これはM&Aにかぎらず、経営の基本でもある。

明確なビジョンや経営システムを有する日本企業は少なくない。自社の強みを認識したうえでM&Aの経験を積み、自社のビジョンをしっかりと伝え、ステークホルダーの合意形成を促すプロセスを確立できれば、今後のクロスボーダー型M&Aにおいても、日本の企業が一定の存在感を示すことができる。

著者

皿田尚（さらだたかし）

経営システムコンサルティング部グループマネージャー

専門はバリューチェーンマネジメント、企業再生、企業統合

神山裕之（かみやまひろゆき）

経営システムコンサルティング部主任コンサルタント

専門はマーケティング事業戦略、マーケティング戦略、企業統合など