

A photograph of a modern building with a glass and metal facade. The KPMG logo is mounted on the upper part of the building. A large blue triangular graphic is overlaid on the bottom right of the image.

KPMG



cutting through complexity

KPMG FAS Newsletter

～特別編集号～

競争環境下におけるシナジー効果の経済学

M&Aにおける投資後の“投資”
～価値向上のための留意点～

日本におけるサイバー攻撃の状況と課題
～サイバーセキュリティサーベイ2013から～

2014年6月

M&Aにおける投資後の“投資”～価値向上のための留意点～

パートナー 中尾 哲也 ディレクター トーマス・テベンデル

M & A 投資においては、買収した事業をまず安定させ、成長のための準備を行い、さらには事業を拡大して企業価値を高めるというプロセスをとります。しかし、必要な投資が適切に計画されておらず、買収後の価値向上に支障をきたしているケースをしばしば見かけます。財務デューデリジェンスやバリュエーションといった手続きは一般的に浸透しているため、買収投資額については様々な角度から検討されているのですが、買収後の投資（例えば、従業員の士気維持・向上のための投資、離職を補うだけでなく業容を拡大していくために必要な採用のための投資、手作業を減らして業務を標準化し、さらなる成長を可能にするIT投資等）について、買収前の段階から十分に検討されている例はそう多くありません。本稿では、投資価値向上のために重要となる、M & A 投資後初期段階でのこうした留意点について概説します。

【ポイント】

- 買収した後のビジネスケースやオペレーティングモデルを早い段階で想定しておくことにより、将来事業計画の実現可能性が高まる。
- 買収した直後には、人材維持のための投資や、業務効率化のための投資等、様々な支出を必要とすることが多く、そうした支出を将来事業計画に折り込んでおく必要がある。
- こうした投資を適時に行い、事業統合についての負荷のかかる期間をできる限り短くすることで、企業価値はかえって高まる。



なか お 中尾 哲也

パートナー

事業会社を経て、2001年からM&A等に関連したアドバイザリーサービスに従事。経営不振企業等の財務リストラクチャリングや、オペレーションの改善等に携わり、現在は、企業の業績により直接的な影響を与えるポスト

ディールにおけるサービスを中心に、業績向上を支援している。M&A後の業務統合に係る支援、海外事業再編による業務効率化、シェアード化による業務オペレーションの改善・効率化等のサービスを手掛けている。



トーマス・テベンデル

ディレクター

10年以上にわたりM&Aポストディールサポートに従事し、統合プロジェクトを実施した実績を有する。主な関与案件は、米通信会社の統合プロジェクトをリード、統合プロセスの全体管理、シナジー評価・実行、人員計画、Day1

プランニング、End State Planningプロセスに従事、飲料会社のクロスボーダー買収に参画し統合プロセスの全体PMO、Day1プランニング、End State Planning プロセスに従事、アジア企業による米国PC製造会社の買収において、日本及びアジア太平洋地域における事業分離の計画と実行支援サービスをファイナンスチームに提供、統合時におけるチェンジマネジメントのメソッドロジー構築、トレーニング等を実施、エンタープライズソフトウェア会社買収における統括責任者としてオペレーショナルデューデリジェンス、Day1準備、クロージング処理を担当等。

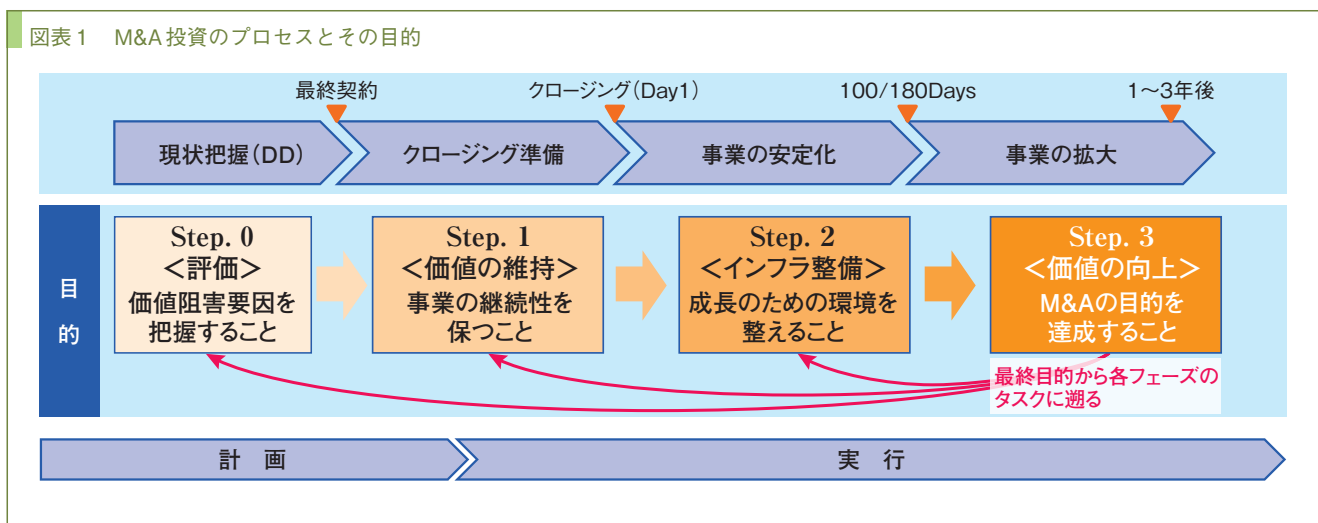
1 はじめに

買い手から見たM&A投資の各プロセスとその目的は【図表1】のとおりです。M&Aの売り手と事業・株式・資産等の売買契約を交わすまでをStep 0、その後、クロージング（売却代金の精算と資産等の譲渡）までをStep 1、クロージングから3カ月～6ヶ月をStep 2、それ以降、投資回収までをStep 3と位置付けています。Step 0は、投資家が売り手を通じて対象会社の情報を収集し、現状把握を行うデューデリジェンス（DD）と言われるプロセスです。ここで得た情報を基に、投資後の将来事業計画を立案の上、事業価値を算出し、売買契約を締結します。次のStep 1では、クロージングに向けた準備を売り手と買い手が協力しながら行います。実際には独占禁止法などの制

約や、売り手との交渉により、買い手が対象事業の情報の全てにアクセスできるわけではありません。法的にも経営権が移るクロージング前後は、意思決定プロセスが変わるため、経営が一時的に不安定になることがあります。買い手にとっては、事業価値を毀損しないよう慎重な対応が求められるステップです。

クロージングを無事に迎えたあとのStep 2は、価値向上のための布石を打つ段階です。将来事業計画を具体化していく一方、価値向上のための環境（インフラ）を整えていきます。新たな意思決定プロセスを明確化することを含め、環境整備をできるだけ早期に行うことが次への成長につながるようになります。そこで、通常は3カ月（100日）から半年（180日）のマイルストーンを定めて施策を行うことが多いです。こうした変化を受け止める従業員としても、クロージングから時間が経つにつれて、変化に対する抵抗感が強くなるからです。“鉄は熱いうちに打つ”ことがまさに価値向上に資することになります。

図表1 M&A投資のプロセスとその目的



2 投資初期段階での留意点

(1) シナジー実現のためのプランニング

ステップごとの目的を適切に達成するためには、M&Aディール検討初期段階から買収後を見据えたプランニングをしておくことが重要です。特に買収後の統合方針（ビジョン）を詳細に検討しておくことにより、事業価値評価がより適切にできるだけでなく、シナジー目標を達成する可能性が高まります。

例えば、事業価値評価にあたって売上シナジーを検討する場合、実際のビジネスケースを想定して試算すると、前提条件がより具体化します。ビジネスケースを想定するには、まず統合方針を明確にする必要があります。既存のA社のブランドと、買収したB社のブランドを併存させるのか否か、A社の販売チャネルを用いて、買収したB社の製品を販売する（クロスセル）のか否かなどの大きな方針がなければ、具体的なシナジー実現のための施策（ビジネスケース）を想定しづらくなります。さらに、ビジネスケースは実際のオペレーションを念頭において立案しなければなりません。その想定をしていないと、シナジー実現のためのコストや時期を見誤ることがしばしばあるからです。例えば、前出の売上シナジーの例では、クロスセルの実施にあたって、営業担当者を追加で雇用することが必要となる場合があります。このようなケースでは、売上シナジーだけでなく、現に必要な人員の採用にかかるコストや投資も、将来事業計画に反映されなければいけません。さらに、売上シナジー発生の時期より前に、人員の手当てを行う計画となっているか確認する必要があります。人員手当ての時期を検討するには、以下の情報が欠かせません。

- ・ 営業開始から受注、売上計上までの期間（数週間から数ヶ月）
- ・ 新たに雇用した営業担当者が一人立ちし、営業活動を開始できるようになるまでの期間（数週間から数ヶ月）

- ・ 営業担当者の募集を開始し、雇用が始まるまでの期間（募集から採用まで、通常は数ヶ月）

このような詳細なプランニングを始めると、例えば投資した初年度に売上シナジーを見込むならば、新規の営業担当者の採用活動は、買収後、直ちに行わなければならないことが分かります。

事例①

A社は、B社というB2B事業をおこなう企業（事業価値で10億USドル以上）を買収しました。しかし、買収後のオペレーションを適切に検討していなかったために、当初の売上目標に届かなくなった例です。この買収においては、投資して1年後（2年目の期初）から売上シナジーの実現を見込んでいました。しかし、デューデリジェンスの段階でオペレーションのレベルまで検討ができておらず、6ヶ月間の売上計上までの期間、3ヶ月間の研修期間、平均で4ヶ月間かかる営業担当者の採用期間を見落としていました。さらにこの期間における既存の営業担当者の離職率も考慮しておらず、見込んでいたシナジーをさらに下回ることになりました。この売上シナジーは累積的な効果を見込んでいたため、投資2年目第1四半期での予算未達額は、その後の四半期で雪だるま式に増えていきました。

(2) KPI (Key Performance Indicator: 重要な経営指標) 管理の重要性

売り手と買収に関する契約を締結した後は、クロージング後に始まる事業計画を詳細化していきます。その事業計画を着実に実行していくためには、KPI（重要な経営指標）を設定し活用することが重要です。KPIの達成に責任を有する者（オーナーシップ）を明確にした上で、その業績を管理します。事業計画の立案と遂行に説明責任を有するオーナーが明らかであれば、買収の目的・目標や、そこに至るまでの大まかな道筋（ロ

ードマップ) もより明確となります。KPIは、M&A投資の成功を定義するとともに、売上のパイプライン、顧客満足度、従業員の離職率等、業績の先行指標についても、可視化することができます。また、先行指標は業績の見通しを立てやすくし、経営者は早めに施策を打てることから、事業計画の実現可能性がさらに高まることになります。

なお、こうしたシナジー実現のための事業計画策定や、KPIの設定にあたっては、投資先企業(事業)だけでなく、買い手企業においても、明確なオーナーが必要です。なぜならシナジーは、買い手が投資先企業(事業)を得ることにより発生するものだけでなく、投資先企業(事業)が買い手企業のもつ顧客ネットワークや、業界知見、経営ノウハウ等を得ることによって発生するものもあるからです。

(3) TOM (Target Operating Model : 買収後のオペレーションモデル) の設定

事業計画の策定にあたって、買収後のオペレーションモデル(Target Operating Model : TOM) を明確にしておく必要があります。TOMを明確にすることによって、Step 0で検討した統合ビジョンが、それを実現するためのプロジェクトや事業活動に具体化していくことになるからです。TOMは、人事・業務プロセス・IT(ハードウェアおよびソフトウェア)・知的財産を含む資産といった、事業を構成する機能をどのように活用して収益を上げるか(オペレーション)を定義することです。クロスセルを実施する場合、営業担当者の体制やその支援(製品知識の習得等)をどうするのか、IHB社(投資先)の製品を販売する旧A社(買い手)の営業担当者の価格に関する決裁権限や報酬体系をどうするのか、製品カタログを統一するのか、販売実績を管理するITシステムを統一するのか等、TOMで明確にすべきことは広範囲に渡ります。しかし、こうした事項は、現場では判断できないような内容が多いことから、経営者からTOMを適切に打ち出していかなければ、現場が混乱することも容易に想像できるでしょう。たとえ、買い手の事業とはシナジー効果を見込みにくい独立した事業を買収した場合でも、例えば、採用、値引きや予算に関わる決裁権限が、買収後どのように変わるのかをTOMとして明らかにしておくことは有意義です。なぜならTOMを通じて、買収後の方針に関する買い手のメッセージが整理され、買収に伴う業務の混乱を最小限に抑えることができるからです。

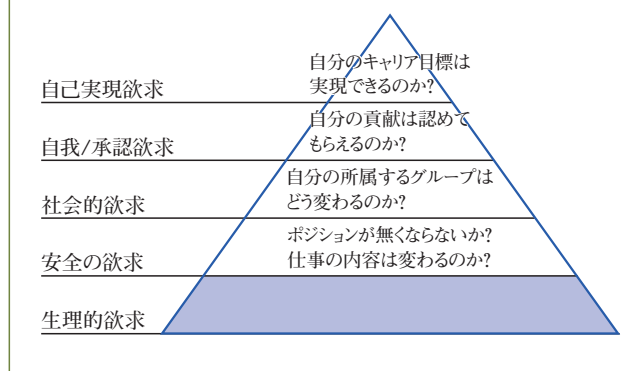
(4) 人事施策

優秀な人材を確保することは事業価値向上にとって重要です。しかしながら、M&Aの交渉においては、ハイレベルの経営者層のリテンションについては熱心であるものの、その下の経営幹部クラスになると、あまり注意が払われないことがしばしばあります。しかし、特に新製品開発等において、研究開発や営業の中間管理層が重要な役割を果たしていることがあります。

す。こうした人材を買収後も確保するためにはどうしたらよいのでしょうか。

買収のアナウンスがあった時に、所属する従業員が不安を感じる点は、マズローの欲求5段階説【図表2】に基づく、以下のようなものがあります。

図表2 M&Aにおける欲求5段階説に基づく従業員心理



通常のM&Aでは、多くの従業員にとって、(少なくとも当面は)待遇が大きく変わることがないというようにアナウンスされます。すなわち、「安全の欲求」はひとまず満たし、従業員の維持を図ります。しかし、それだけでは優秀な人材を引き留めるには不十分なことがあります。このような場合、個々の従業員だけでなく、部・課単位にとって、この買収がどのようなメリットをもたらすかということを理解させることが肝要です(社会的欲求)。このような従業員の疑問に対して適切な答えを提供するために、「チェンジマネジメントプログラム」というコミュニケーション手段を取ることがあります。通達やメールだけでなく、集合研修やワークショップ等を通じて、経営者の方針を明確に伝え、従業員の不安を和らげ、仕事に集中させることが目的です。買収アナウンス後は、経営方針だけでなく、人事担当者は新たな組織設計や雇用条件の変更等に対する説明・フォローアップ、IR担当者は外部・内部に対する経営方針の明確化、研修担当者は、業務やシステムに関する研修プログラムを立案し実施していきます。こうした情報提供を短期間のうちに効率よく従業員に提供していくには、人事、IR、研修等の各担当者から成るチームを組成し、そのチームを束ねるリーダーを置く必要があります。こうしたチェンジマネジメントにかかる時間・費用は決して無視できません。チェンジマネジメントにかかる支出は必要な投資として、あらかじめ見積もっておくべきでしょう。

(5) 成長のための業務プロセス改善・IT投資

業務プロセスが担当者によりまちまちで標準化されておらず、システムも、シンプルなデータベースや、エクセルのようなスプレッドシートでマニュアル管理しているケースは、特に中堅以下の企業では少なくありません。しかし、事業規模を拡

大して成長を促進していくには、こうした事業のための基盤を適切に整備しておくことが有用です。例えば、月次や四半期の業績を把握するのに何週間もかかるようでは、経営者の判断が遅れ、対策が後手に回る恐れがあります。また、顧客リスト等も、買収した側と買収対象企業側とで適切にシステム管理しなければ、例えば同じ顧客に対して適用している割引率や、取引条件の差異、購買履歴等がすぐにはわかりません。逆に、顧客データベースを整備すれば、営業担当者が顧客との関係を正確に把握でき、適切な交渉が可能になる一方、買収の前後に混乱なく取引ができれば、顧客満足度の向上にもつながります。

特に事業部門だけを買収し、間接部門を引き継がない場合、基盤整備を行おうとしても、必要なリソースがおらず、事態がより深刻になります。買い手は、買収対象企業側の既存のシステムを改修するためのコストや時間を過少評価していることが少なくありません。このようなケースでは、成長のための基盤整備にかかる追加のリソースやコストをあらかじめ見積もっておくことが望ましいと言えます。

事例②

A社は、成長過程にあった企業向けソフトウェアの開発・販売を手掛けるB社を買収しました。B社では、契約条件の変更や価格交渉にあたっては、全てCFOの承認が必要でした。このやり方は、月にせいぜい20件程度の販売であった時には支障はありませんでしたが、販売が増加するにつれ、CFOの負担が大きくなっていました。A社は買収後、短期間のうちに価格設定モデルを構築し、契約条件を標準化しました。また、CFOの権限の一部をその部下に移譲すると同時に、ERPパッケージを導入して業務も標準化しました。これにより、CFOの意思決定の迅速化を図るとともに、契約件数の増大によるミスの発生を軽減することに成功しました。

3 おわりに

M&Aによってオーナーシップが変わり、事業戦略や体制等が大きく変わると、買収先の経営陣・従業員に一時的に大きな負荷がかかります。この負荷をできるだけ軽減し、事業をいち早く安定飛行に移していくことによって、投資価値をより向上させることが可能になります。投資を行う側としては、この負荷を過少評価してはいけません。必要な投資（ヒト・モノ・カネ）をできるだけ早いタイミングで投入し、統合に要する負荷の大きい期間を可能な限り短くすることが、企業価値を却って高めることになるからです。

お問合せ先

株式会社 KPMG FAS

〒100-0005

東京都千代田区丸の内1-8-1

丸の内トラストタワーN館

TEL: 03-5218-8600

E-mail: fasmktg@jp.kpmg.com

www.kpmg.com/jp

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2014 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name, logo and 'cutting through complexity' are registered trademarks or trademarks of KPMG International.