

クロスボーダーのM&A成功と失敗の法則

一橋大学大学院経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 増加する外国企業大型買収

企業経営のグローバル化、新興国を中心とする世界経済の成長、日本の人口減少と長引く低成長、といった要因を背景に、日本企業による外国企業の大型買収（in-out）が活発化している。武田薬品がシャイアー（アイルランド）を7兆円で買収する日本企業が関連するM&Aで史上最大の案件が成立した。

日本の場合、かつては、大型の外国企業買収成功の事例は少なく、逆に巨額の損失を生じる例が多かった。1990年代、2000年代では、ソニー、三菱地所、NTT、NTTドコモ、古河電工などがその代表例である。これらの失敗の多くは、買収価格が高いか、外国企業を経営する能力が十分でなかったことに起因する。21世紀に入っても、日本郵政、キリンホールディングス、第一三共などが巨額の減損処理を行った例がある。さらに、買収した外国企業に関連して、本体を揺るがすような会計不祥事が発生した代表例が、東芝、オリンパス、富士フイルムホールディングス（以下、富士フイルム）である。

それでも、近年、成功例が増えている。大型外国企業買収の代表的な成功例は、JTによるRJRインターナショナル、ギャラハーの買収である。また、アサヒグループホールディングス、東京海上ホールディングス、第一生命ホールディングスなども大型買収に成功した。

(図表1) 世界のM&A金額上位10

年	対象企業	国	買収企業	国	金額 (百万ドル)
1 2000	マンネスマン	ドイツ	ボーダフォンエアタッチ	英国	202,785
2 2001	タイムワナー	米国	AOL	米国	164,747
3 2014	ベライゾン・ワイヤレス	米国	ベライゾン・コミュニケーションズ	米国	130,298
4 2016	SABミラー	英国	アンハイザー・ブッシュ・インベプ	ベルギー	101,476
5 2007	ABNアムロ	オランダ	RFSホールディングス	英国	98,189
6 2000	ワーナーランバート	米国	ファイザー	米国	89,168
7 2018	タイムワナー	米国	AT&T	米国	79,406
8 1999	モービル	米国	エクソン	米国	78,946
9 2000	スミスクリライン・ビーチャム	英国	グラクソウェルカム	英国	75,961
10 2005	シェルトランスポート	英国	ロイヤルダッチペトロリアム	オランダ	74,559

(注) 完了案件、完了日ベース。

(出所) トムソン・ロイター

クロスボーダーのM&Aを成功させるためには、買収企業が外国企業を適切な価格で買収し、かつそれを持続的に経営するという二つの異なる能力が求められる。もちろん、国内企業同士でも、買収価格やポスト・マージャー・インテグレーション（買収後の経営統合、PMI）は重要であるが、外国企業が相手になると難易度が著しく上がる。そこで、世界の事例を参考にしながら、クロスボーダーのM&Aの成功と失敗の法則を検討する。

ただし、何をもってM&Aが成功したとするかは定義が難しい。M&A成功と失敗の評価は、評価の尺度、期間、複数の大型買収の場合によって異なる評価が可能であり、個別事例別に評価すべきであろう。よって、世界のM&Aの歴史に学び、M&Aの成功のパターンと失敗のパターンを見極めることが重要である（注）。

2. 世界のM&Aの概況

エクソンモービル、IBM、ゼネラル・エレクトリック（GE）など、世界の有力企業の多くはM&A戦略を活用してきた。大型案件の成功例は、川上産業であるエネルギー、素材、通信に多く見られる。成功のポイントは、商品の親和性、規模の経済、リスク分散である。たとえば、石油メジャー大手のエクソンとモービルの統合の場合、両社のガソリンを混ぜても車は走るのだから、統合成果が出やすい。一方で、情報技術（IT）、電機、自動車など川下産業の大型経営統合の成功は容易でない。後述のように、ダイムラー・ベンツとクライスラーの部品を単純に混ぜただけで、車は走らない。

(図表2) 世界のクロスボーダーM&A金額上位10

年	対象企業	国	買収企業	国	金額 (百万ドル)
1 2000	マンネスマン	ドイツ	ボーダフォンエアタッチ	英国	202,785
2 2016	SABミラー	英国	アンハイザー・ブッシュ・インベブ	ベルギー	101,476
3 2007	ABNアムロ	オランダ	RFSホールディングス	英国	98,189
4 2005	シェルトランスポート	英国	ロイヤル・ダッチ	オランダ	74,559
5 2016	BGグループ	英国	ロイヤル・ダッチ・シェル	オランダ	69,445
6 1999	エアタッチコミュニケーションズ	米国	ボーダフォングループ	英国	60,287
7 2018	モンサント	米国	バイエル	ドイツ	56,598
8 2008	アンハイザーブッシュ	米国	インベブ	ベルギー	52,178
9 2017	レイノルズ・アメリカン	米国	プリティッシュ・アメリカン・タバコ	英国	49,054
10 1998	アモコ	米国	BP	英国	48,174

(注) 完了案件、完了日ベース。

(出所) トムソン・ロイター

トムソン・ロイターによると、世界のM&A金額（330兆円、2017年、1ドル110円換算）の構成比は日本が1.9%（株式時価総額構成比8.5%、2017年末）、米国47.0%（同44.5%）、欧州22.5%（同21.2%）である。つまり、日本はM&Aがあまり活発ではない。

そのうち、クロスボーダーのM&Aは32%を占める。クロスボーダー歴代金額上位10案件を見ると、いずれも欧州企業による買収であり、そのうち英国企業が5件を占める。買収対象企業は、米国企業が5社を占める。つまり、世界のクロスボーダーの大型M&Aは主に欧州企業によって行われている。

3. クロスボーダーM&Aの成功の条件

世界的に見ても、クロスボーダーのM&Aを成功させるのは容易でない。世界の大型の成功例としては、アンハイザー・ブッシュ・インベブ（ABI）、ロイヤル・ダッチ・シェル、HSBCホールディングスなどがあるものの、クロスボーダーのM&Aの成功事例は必ずしも多くない。

最も多い成功例は、同業種内のブランドやフランチャイズを獲得するものである。これは、消費財・サービス企業に多く見られる。プロクター&ギャンブル（P&G）、ネスレ、LVMH モエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトンなどが成功例である。

世界シェア1位のビールメーカーであるABIは、ベルギーに本社があり、世界50カ国以上で事業を展開する。2004年に、インターブリューとブラジルのビールメーカーであるア

(図表3) 世界の敵対的M&A金額上位10

年	対象企業	国	買収企業	国	金額 (百万ドル)
1 2000	マンネスマン	ドイツ	ボーダフォンエアタッチ	英国	202,785
2 2016	SABミラー	英国	アンハイザー・ブッシュ・インベブ	ベルギー	101,476
3 2007	ABNアムロ	オランダ	RFSホールディングス	英国	98,189
4 2000	ワーナーランバート	米国	ファイザー	米国	89,168
5 2002	AT&Tブロードバンド	米国	コムキャスト	米国	72,041
6 2004	アベンティス	フランス	サノフィ・サンテラボ	フランス	60,243
7 2018	モンサント	米国	バイエル	ドイツ	56,598
8 2000	USウェスト	米国	クレスト・コミュニケーションズ	米国	56,307
9 2008	アンハイザーブッシュ	米国	インベブ	ベルギー	52,178
10 2000	エルファキテーヌ	フランス	トタルフィナ	フランス	50,070

(注) 完了案件、完了日ベース。

(出所) トムソン・ロイター

ンベブが合併し、インベブに改名された。2008年に、米国のアンハイザー・ブッシュを買収し、圧倒的な世界シェアを持つに至った。2016年には、世界2位のビール会社であった英国のSABミラーを買収した。

ABIは、ビールを中心とするアルコール飲料の領域の範囲内で、世界的に有力なブランドを数多く買収してきた。ブランドが異なっても、ビールの原料、製造技術、輸送には大きな違いはない。販売量が多い分、圧倒的な規模の経済の恩恵を享受できる。

ロイヤル・ダッチ・シェルは、前述の川上産業に属する。HSBCホールディングスは、英国を源流とする香港上海銀行が英国大手銀行ミッドランド銀行を1992年に買収し、英国最大の銀行となり、世界展開に成功した。

一方で、大型案件の中には、ボーダフォンによるマンネスマン買収（2000年）、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）などによるABNアムロ買収（2007年）など、大きな損失を計上した失敗例もある。敵対的買収は、交渉過程で、買収価格が上がるので成功させるのは難しい。

英国の移動体通信事業者のボーダフォンによるドイツの移動体通信事業者マンネスマン買収は、世界最大のM&A案件であり、世界最大の敵対的TOB案件でもある。2000年2月に、マンネスマン1株ボーダフォン58.96株の条件を提案し、買収が成立した。株価に換算すると約89%のプレミアムである。

その後、2006年3月期に、235億ポンド（約4.7兆円、1ポンド200円換算）ののれんの減損損失を計上した。巨額の減損は、当時、ITバブル期であり、買収価格が著しく高か

(図表 4) 日本の外国企業買収金額上位10件

年	対象企業	国	買収企業	金額 (百万ドル)
1 2016	アーム・ホールディングス	英国	ソフトバンクグループ	31,879
2 2013	スプリント	米国	ソフトバンクグループ	21,640
3 2007	ギャラハーグループ	英国	JT	14,684
4 2014	ビーム	米国	サントリーホールディングス	13,933
5 2011	ネイコメッド	スイス	武田薬品工業	13,686
6 2001	AT&Tワイヤレス	米国	NTTドコモ	9,805
7 2008	ミレニアム・ファーマシューティカルズ	米国	武田薬品	8,734
8 1999	RJRインターナショナル	オランダ	JT	7,832
9 2017	ブルゼニユスキー プラズドロイ	チェコ	アサヒグループホールディングス	7,774
10 2018	ウーバー	米国	投資家グループ (ソフトバンク等)	7,670

(注) 完了案件、完了日ベース。

(出所) トムソン・ロイター

ったことにも起因する。ただし、今ではドイツが収益源であり、調整済EBIDTAの27%がドイツである（英国は12%、2018年3月期）。また、ドイツにおける移動体通信シェアは34%を占める。つまり、買収価格は高すぎたが、PMIは概ね成功したといえる。

2007年、RBS（英国）、フォルティス（ベルギー・オランダ）、サンタンデル（スペイン）がABNアムロ（オランダ）を買収した。しかし、2008年リーマン・ショック後、RBSは事実上経営破綻し、国有化された。

買収価格は妥当であったと見られるが、PMIに失敗したのが1998年に、ドイツの自動車会社ダイムラー・ベンツと米国の自動車会社クライスラーが統合したダイムラー・ベンツ・クライスラーである。共同CEO体制をとったものの、実質的にダイムラー主導の運営であった。2007年に、クライスラーの80%の株式をサーベラス・キャピタルマネジメントに74億ドルで売却した。2009年に、クライスラーは、破産法第11章の適用を申請した。高級車主体のダイムラー・ベンツが、低中価格車主体の自動車メーカーであるクライスラーを買収したこと自体が経営判断の誤りであったといえよう。

■ 4. 日本のクロスボーダーM&Aの特徴

近年、日本企業による外国企業買収で大型案件が増えている。外国企業買収を有力な成長戦略の一環とするのがソフトバンクグループ（SBG）である。かつては、ヤフーやイー・トレードなど、米国の有望なインターネット企業に投資し、米国の進んだ経営を日本や

(図表5) クロスボーダーM&Aに関わる損失計上主要事例(過去10年)

企業	対象企業	国	事由	損失額 (百万円)	時期
東芝	ウエスチングハウス原子力事業	米国	のれん減損	731,640	2017年3月
日本郵政	トール・ホールディングス	オーストラリア	のれん等減損	400,328	2017年3月
第一三共	ランバクシー・ラボラトリーズ	インド	のれん償却額 (特別損失)	351,309	2009年3月
東芝	ウエスチングハウス原子力事業	米国	のれん減損	247,600	2016年3月
リコー	アイコン、mindSHIFT	米国	のれん減損	175,967	2018年3月
キリンホールディングス	スキンカリオール	ブラジル	のれん減損	114,000	2015年12月
ソニー	ソニー・ピクチャーズ エンタテインメント	米国	営業権減損	112,069	2017年3月
資生堂	ベアエッセンシャル	米国	のれん等減損	70,874	2017年12月
LIXILグループ	ジョウユウ	中国	破産関連費用	66,000	2014年3月～ 2016年3月
伊藤忠商事	Kwik Fit、ドール	英国、米国	のれん減損	48,889	2016年3月

(出所) 各社資料

アジアに移植する手法は「タイムマシン経営」と呼ばれた。アリババ・グループ・ホールディング（アリババ）には、2000年に22億円を投資した。2018年11月末現在でSBGの持分は、13兆円の価値に達した。

さらに、世界最大のベンチャーキャピタルファンドであるソフトバンク・ビジョン・ファンドとデルタ・ファンドを設立し、ウーバー、滴滴出行といったユニコーンなどに大型の出資を実行している。2017年度に、2ファンドから約3兆円を投資した。

日本の場合、かつては、大型の外国企業買収成功の事例は少なく、逆に巨額の損失を生じる例が多かった。これらの損失は、買収価格が高いか、外国企業を経営する能力が十分でなかったことに起因する。大型の海外買収に伴い、巨額ののれんをバランスシートに計上する企業が増えており、場合によっては、減損処理を迫られるケースが見受けられる。

PMIの難しさを示したのが、ソニーによる米国コロンビア・ピクチャーズエンタテインメント（現在のソニー・ピクチャーズエンタテインメント）の買収である（1989年）。1995年度に、映画部門の業績不振で、2,934億円の最終赤字を計上した。そして、2017年3月期にも、1,121億円の減損損失を計上している。また、会計不祥事に揺れた東芝の場合、ウエスチングハウスの原子力事業で、2016年3月期と2017年3月期に合計9,800億円の減損損失を計上した。

買収前のデューデリジェンスの失敗例が、第一三共によるインドのランバクシー・ラボラトリーズ（ランバクシー）買収である。2008年に、第一三共は4,884億円で64%の株式を取得した。しかし、同年から翌年にかけて、米国FDAよりランバクシー製品の輸入禁止

(図表6) アクティビストによるM&Aに関連した要求

時期	対象企業	アクティビスト	手法
2007	ABNアムロ	TCIファンドマネジメント	他社との統合を提案 (RBS等が買収)
2013	デル	サウスイースタン・アセット・マネジメント、 カール・アイカーン等	MBO価格反対
2011	フォーチュン・ブランズ	パーシング・スクエア	会社分割を要求(分割後のピームをサントリーが買収)
2014	イーベイ	カール・アイカーン	ベイパルのスピンオフ要求
2014	EMC	エリオット・マネジメント	VMウェア部門のスピンオフ要求 (デルがEMC買収)
2016	ヤフーインク	スターボード、キャニオン	中核事業の売却を要求
2017	BHPビリトン	エリオット・マネジメント	二重上場会社の一元化を要求
2017	ダウ・デュボン	サード・ポイント、トライアン・パートナーズ、 グレンビュー・キャピタル・マネジメント	統合後の会社分割案への反対
2018	ゼロックス	カール・アイカーン等	富士ゼロックスとの経営統合に反対
2018	スカイ	エリオット・マネジメント	21世紀フォックスとコムキャストによる買収合戦で、 買収価格引き上げを要求

(出所) 各社資料

措置が取られた他、安定性試験データの改ざんが発覚した(2013年と2014年にも米国より輸入禁止措置が取られた)。ランバクシーの株価下落により、2009年3月期に、個別財務諸表で関係会社株式評価損を4,024億円計上した。連結財務諸表では、のれんを特別損失として3,513億円償却した。2015年に、インドのサン・ファーマシューティカルにランバクシーを売却した。

5. アクティビストファンドとM&A

近年、アクティビストファンドの影響が大きくなっている。かつて、アクティビストは企業の敵という色彩が強かったが、2010年代以降、機関投資家の声の高まりとともに、市民権を得ている。成功例や運用成績の蓄積によって、年金基金や個人の富裕層の投資対象として、資産運用業界における地位を確立した。

アクティビストが買収企業及び対象企業のM&Aへ関与したり、M&Aの取り止めや条件変更を迫る場合もある。また、戦略的買収者やプライベートエクイティ・ファンドとの仲介者として行動することもある。

日本企業に関連して、アクティビストファンドが介入して買収に影響した例として、富士フィルムによるゼロックス買収がある。2017年の富士ゼロックス海外販売会社の不正会計が発覚したことを契機に、富士フィルムは、連結子会社である富士ゼロックスと米国ゼロックスの経営統合を発表した。それに対し、ゼロックスの大株主であるカール・アイカ

ーンとダーウィン・ディーソンとともに、経営統合に反対を表明し、結果として、経営統合は実現していない。一方、アクティビストファンドの介入を嫌い買収が成立した例が、サントリーホールディングスが買収したビームである。

海外のアクティビストファンドが日本企業同士の経営統合に介入する例も増えている。最近では、買収条件、価格、手法などを巡り、アクティビストが反対を表明するケースが増えてきた（パナホーム、アルパイン、日立国際電気など）。たとえば、2017年にオアシス・マネジメントが、パナソニックによるパナホームの完全子会社化の手法に反対し、最終的に、株式交換からTOBに変更になった。

■ 6. 日本のクロスボーダーM&Aの成功の法則

確かに失敗例は数多くあるが、クロスボーダーのM&Aが企業価値を高めてきた例も豊富にある。一般的なM&Aの成功の法則とも共通であるが、クロスボーダーのM&Aの成功のパターンとして、以下が挙げられる。合わせて、日本企業の成功事例を紹介する。

第一に、川上産業の同業種内の大型経営統合である。業界内の水平統合が実現し、過当競争の緩和、寡占の進行により、企業収益の拡大が期待できる。この分野の成功例は、資源開発が得意な商社に多い。

三菱商事は、2001年にオーストラリアの原料炭事業の50%権益を約1,000億円で取得し、BHPビリトンと事業を運営している。年間6,000万トンの生産量と世界最大規模である。原料炭と銅を中心とする金属事業の純利益は、2017年度に2,610億円となり、全体の47%を占める。

第二に、新しい技術やサービスを取り込む買収である。大手IT企業は、巨額の時価総額、利益、キャッシュフローを武器に、次々に有力なコンテンツ、アプリケーション、技術を買収している。マイクロソフトのスカイプ、アルファベットのユーチューブ、フェイスブックのインスタグラム、アマゾン・ドット・コムของホールフーズなどが代表的な買収例である。

ただし、これは、日本企業があまり得意としていない分野である。過去、電機による大型海外企業を買収において、日立製作所、東芝、NEC、富士通、パナソニックなど日本を代表する企業をもってしても成功例は少ない。例外的な成功例は、リクルートホールディングスが買収したインディードである。2012年に、世界各国で求人情報検索サイトを運営する米国のインディードを買収した。2017年度のセグメント利益（EBITDA）で、全

体の12%を占める（2018年3月期）。他に、日本電産もこれに該当する。

第三に、ブランドやフランチャイズを獲得するものである。サントリーホールディングスによるビーム、JTによるギャラハー買収など多くの日本企業による海外企業買収の成功例はこれに該当する。消費財のみならず、金融における東京海上HD、第一生命HDなども大型買収に成功した。ただし、キリンホールディングスによるブラジルビール事業買収にあるように巨額の損失が発生する例もあるので、難易度が低いわけではない。

M&Aが成功すれば、①シナジーが期待できる、②コストが削減できる、③規模の経済の効果が期待できる、④自社で進出するのと比較すると時間が短縮できる、⑤業界再編によって過当競争が緩和される、といったメリットがある。クロスボーダーの買収の場合、特に、④のメリットが大きい。買収価格、法制度上のリスク、会計制度などのリスクに留意しながらも、日本企業がクロスボーダーの買収を積極的に実行することを期待する。

(注) ロバート・F・ブルーナー著『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）

