

〔研究論文〕

ベンチャー企業の成長戦略としてのM&Aリスク要因に関する研究
—成功と失敗の事例—

小林 謙 二

〔Article〕

An Analysis of M&A Risk with Respect
to the Strategic Growth of Venture Companies
— Case Studies of Failure and Success —

Kenji KOBAYASHI

Abstract

The phrase **mergers and acquisitions** (abbreviated **M&A**) refers to the aspects of corporate strategy, corporate finance and management dealing with the buying and selling of different companies. M&A can aid, finance, or help a company in a given industry grow rapidly without having to create another business entity.

A **merger** is a tool used by companies for the purpose of expanding their operations, often with the aim of increasing their long-term profitability. It is said that there are many different types of actions that a company can take when deciding to move forward with a M&A operation. Usually mergers occur in a consensual setting where executives from the target company help those from the purchasing company in a due diligence process to ensure that the deal is beneficial to both parties.

An **acquisition**, better known as a “takeover,” is the buying of one company (the target) by another. An acquisition may be friendly or hostile. In the former case, the companies carry out negotiations. In the latter case, the takeover occurs with a target company that is unwilling to be bought, or when the target company’s board of directors has had no prior knowledge of the takeover offer.

Recently, M&A has been used as a tool to foster sustainable growth. M&A markets were formed in the United States in the 1980s and in Europe in the latter half of the 1990s. The M&A market in Japan started out this century.

The purpose of this research paper is to analyze the advantages and disadvantages of M&A operations carried out by venture companies and to delineate and clarify, through case studies, the various factors that underlie the failures and successes of M&A operations.

1. はじめに

M&A (merger and acquisition) とは、企業の合併と買収のことで、組織再編を総称する用語として使用されるが、広義では、合併、買収、分割、株式転換、営業譲渡、TOB、有効的株式取得なども含まれる。

ここで、企業の合併（merger）^(注1)とは、法的には、別々の法人が一つの法人になることで新しい企業組織を形成することである。フランス語に「fusion」という言葉があり、それは古い組織体が一緒になって新しい組織体を生み出すという意味である（R.F.Beuner, 2006）。それに対して買収（acquisition）とは文字通り一方の法人が他方の法人組織の一部または全部を買収することを意味する。

M&Aが行われる背景には、企業による経営戦略の手段としてM&Aを活用するケースや、独占禁止法や商法の改正による会社法の創設などの諸制度が整備されたことによる結果、M&Aの活用が容易になったことがあげられる。さらには企業経営者のM&Aに対する意識の変化や、海外の投資家、特に海外のファンドなどによるM&Aの機会が多くなったことなどがM&Aを加速させる要因にもなっている。

M&Aは企業の組織再編のプロセスであるが、その内容は企業間の結合のみならず、あらゆる問題を内包した事象で、社会経済に与える影響は計り知れないものがある。このようなM&Aの複雑な事象は社会的環境や個人的な環境を包含しているため社会科学分野での研究や、人文科学分野での研究を総合した優れた学際的な研究が数多くみられる。しかし、一個人としての学際的な研究には限界があるため、本稿では経営学の分野での経営戦略的な視点に立ったM&Aの個別的な研究とする。

また、M&Aは生きた企業の組織再編現象なので理論的な検討はもとより実務的な側面にも関心を持って、理論と実践の融合をベースにした展開を進める。従って、本稿ではM&Aの効果とは何か、なぜM&Aが行われるのか、そしてそのメリットは何か、などを例にとり論を進める。経済性の追求から企業同士の規模やマーケットの統合によりシナジー効果が生じ、業種間の規模やマーケットの経済性が確保できるという点で、経営戦略的には時間的な節約効果を希求する。しかし、時として膨大なコスト負担に強いられるケースもあるが、目的としては企業価値の増大のための手法としておおいに活用されている。

研究の進め方は、ケーススタディを通して、ベンチャー企業の共通点を整理して、M&Aに対する戦略的取組みとその特徴の解明を試みるものである。

2. M&Aの系譜^(注2)

(1) 第1のM&Aブーム（1895年から1905年ごろ）

19世紀末から20世紀初頭にかけて、アメリカの市場は鉄道網の発達と技術革新の波に揉まれて、地方の市場から全米の市場へと急拡大がはかられた。そして各企業間の競争が激しくなり、波濤のなかで、マーケット規模の拡大を目指した企業間統合が断行された。また効率の良い生産性と企業間の競争回避を求めて、様々な業種で、次々と巨大な独占企業の誕生が見られた。

この時期のM&Aの特徴は、アメリカのすべての製造業を中心にブームとなったのである。特筆すべきは、鉄鋼業、石油産業、たばこ産業、通信業、自動車産業、化学産業、電力等があげられる。具体的には、USスチール、スタンダードオイル、アメリカンタバコ、AT&T、ゼネラル・モーターズ、デュポン、ゼネラル・エレクトリックといった巨大企業が続々と誕生した。この現象は、様々な産業において水平的な合併が行われ、アメリカの巨大な独占的企業の誕生の嚆矢と言える。この第一のブ

^(注1) 著名なM&Aアドバイザーのブルース・ワッサンシュタインによれば、すべてのM&Aは個別のものである、という仮定のもとで会社を合併に駆り立てる5つの主要な要因は「規制及び政治改革」、「技術革新」、「金融市場の変動」、「リーダーシップの役割」、「規模拡大と事業統合の対立」を挙げている（R.F.Beuner）。

^(注2) 「ゼミナール経営学入門」、「M&A最強の選択」、「企業価値研究会「論点公開」経済産業省、平成17年4月22日、歴史的な系譜については諸説ある。

ームを称して「独占へのM&A」(merging for monopoly)といわれている。

(2) 第2のM&Aブーム(1920年代)

第1のブームで各産業間において独占的企業が増加し、それに対する批判が強くなり、1920年代には独占企業に対する法の規制が強化されるようになってきた。そして企業に対して水平的な統合を制限することにより、より一層垂直的な統合を求めようになりその手段としてのM&Aが頻繁におこなわれるようになった。第2のブームの特徴は2番手の企業を多く生みだして、第1のブームの巨大独占企業の輩出という「独占へのM&A」に比べて、こじんまりとした「寡占へのM&A」(merging for oligopoly)といわれて、第1のブームよりも社会経済に対してインパクト度は低かったといわれている。

(3) 第3のM&Aブーム(1950年ころから1970年)

1950年のなかごろに端を発し、1960年をピークに1970年までの30年近くの長きにわたったM&Aのブームはコングロマリットという多角経営を目指した企業形態にその特徴がある。第1のブームと第2のブームでの弊害から企業への規制として反トラスト法が施行され強化が図られていたために、同業種のM&Aではなく異業種間のM&Aに活路を見つけて、企業の成長を志向したのが「成長へのM&A」(merging for growth)といわれる所以である。

(4) 第4のM&Aブーム(1975年から1980年代後半)

1975年以降のM&Aのブームは、過去3回のM&Aのブームがいずれの時期も景気が好況な時期に起こっているのに対して、経済環境が厳しく、不景気でマーケットが沈滞している時期にあたっている。この時期のM&Aブームの特徴は「メガへのM&A」(merging for mega)と名付けることができるのではないかと。巨大企業同士でM&Aが盛んにおこなわれる状況はメガ・マージャー時代を反映した結果であり、当然のこととしてM&Aの取引金額も大きくなり、経済社会に与える影響も計り知れないものがある。また、もう一つの特徴は現在に通じる敵対的なM&Aに関するルールが形成されたといわれている。レーガン政権時代の規制緩和や金融技術の発達で、LBO^(注3)といわれる手法を活用して買収が盛んに行われたのであるが、その内容は強圧的で敵対的な買収が行われた。それに対抗するためにライツプラン^(注4)等の買収防衛策が開発されたのである。

(5) 第5のM&Aブーム(1995年以降)

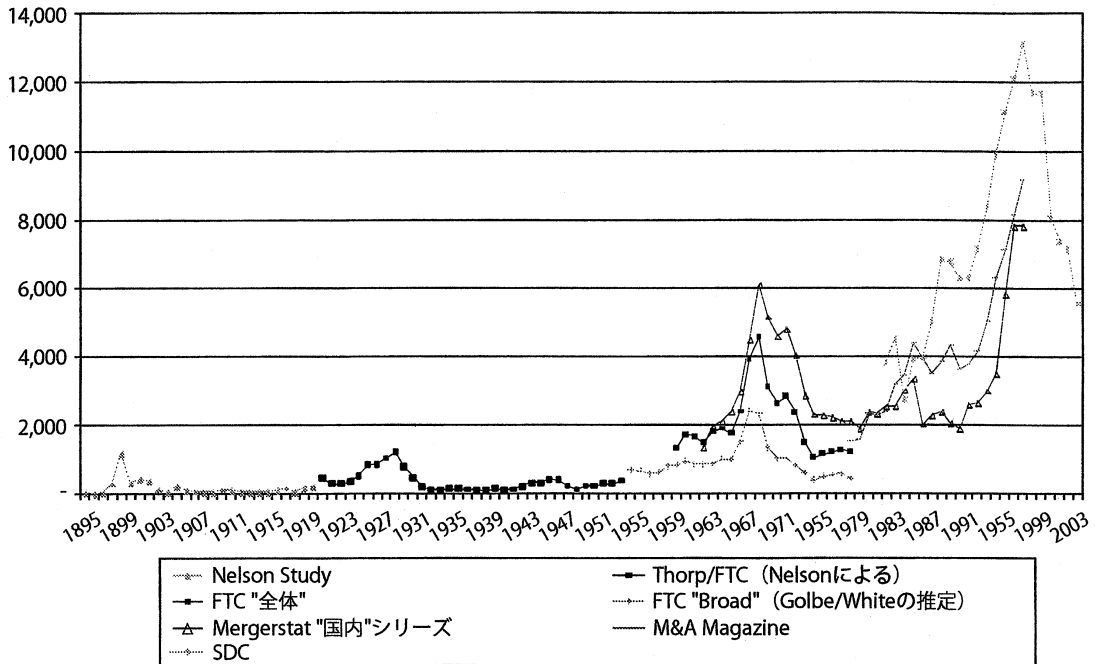
第5のM&Aブームは米国におけるITバブルの始まりがその背景にある。欧州においても欧州のユーロによる通貨統合を契機としてM&Aブームが生じた。敵対的なM&Aが一般的であった米国から、欧州においても企業同士で行われるなど、その潮流が一般化してきている。そして、敵対的な買収の流れが我が国にも波及して、その件数も増加の一途をたどっている^(注5)。

(注3) Leveraged Buyout の略で、買収先の資産と将来のキャッシュ・フローを担保として買収金額を調達する仕組み

(注4) 会社が新株予約権を株主に配って、敵対的な買収者が2割の株式を占めた時に、買収者以外の株主に大量の株式を発行して買収者の持ち株比率を極端に低下させる仕組みをいう。

(注5) 本稿ではM&Aを経営戦略的な側面から成長戦略の1つとして捉えているので法的なM&Aの仕組みについては必要に応じて取り上げることとしている。

M&Aの波 年別ディール件数 (図表-1)



出所：DEALS FROM HELLS

(6) 第1から第5のM&Aブームの小結

M&Aのブームには二つの特徴がみられる。その一つは第1から第3のM&Aブームではいずれも経済の繁栄期にM&Aが起こり、より高い利益を稼得するための目標としてM&Aの手法が採用されていることである。M&Aを行う結果としてマーケットでの株価が上昇し、いずれ株価の下落によって、M&Aが衰退または減少していくという現象である。

これに対して、第4のM&Aのブームは先述したように、市場が不況で、経済的に不景気な時期にM&Aが行われていることある。第3のM&Aブームまでは有効的なM&Aが主流であったのに対して、第4のM&Aブームでは敵対的なM&Aが積極的に行われるようになってきている。また、買収に対する戦術としてのテクニックが高度^(注6)になり、M&Aの複雑さからM&Aの長期化によるケース^(注7)も見受けられる。

3. 戦略的M&Aとは

3-1 M&Aの戦略的視点

これまでM&Aの系譜を見てきたが、1980年代に入ると日本でも徐々にM&Aに対する考え方に変化

(注6) ホワイトナイト (White knight) とは白馬の騎士といわれ、敵対的買収を仕掛けられた対象会社を、買収者に対抗して、友好的に買収または合併する会社のこと。

(注7) 楽天はTBS株を大量保有し経営統合を提案 (2005年10月) しているが、いまだにその進展が見られない。TBSが認定報道株式会社への移行を決めたことについて「経済合理性に乏しい」と楽天は反対の持論を繰り返した (日本経済新, 2008, 11.8)。

があらわれてきた。当時、日本では品質向上運動のためTQC活動が盛んに行われ、いかにコストダウンを図るかという地道な活動が主流であった。これに対して米国ではM&AがブームとなりM&Aを行い企業規模の拡大をはかるとともに、M&Aにより一瞬にして巨万の富を手にするなど、M&Aの投機的な側面が強調されて「現代の錬金術」ともてはやされた。我が国においてはスペキュレーションとしての認識が一般的であった。

しかし、M&Aの経営戦略的な側面が認識され始め、企業再編の有効な手段としてのM&Aという意識へと徐々にシフトしてきた。このことからM&A=スペキュレーション（投機）という意識が薄らいできて、M&Aの戦略的な活用を本格的に研究する機運が盛り上ってきた。同時にM&Aのメカニズムに対する関心も広がってきた。その後バブル時代をへて崩壊後、マネジメント・スタイルの変化が見られ、企業規模の量的拡大指向から事業戦略構築の視点で継続的な事業価値創造への価値観が浸透してきている。

事業戦略とは、ヒト・モノ・カネ・情報の経営資源を集中するために事業領域（ドメイン）を選択するため計画・立案である。そのためには、自社を取り巻く市場環境と市場の成長機会をとらえ、また自社の弱みや強みを分析することで、自社にとっての脅威や優位を認識することが必要となる。そして、自社のポジショニングの中で、経営資源のポテンシャルを最大限に活用するための戦略的M&Aをいかに実行していくかを検討することで経営戦略の一つと位置づけされる。

M&Aの統合プロセスでは、買収側が主体となり、買収側の論理で統合プロセスが行われるためポストマネジメントの問題がある。自社内の資源で事業の立ち上げを行うのか、戦略的M&Aによるかを選択する場合には統合プロセスでの莫大な労力と時間を要し、この統合にかかるコストとの比較を十分に行うことが必要である。M&Aを成功に導くか失敗に終わらせるかはM&Aでの企業価値創造の要因である。

3-2 M&A戦略の構成要素

M&A戦略は様々な要因を反映して構築されるもので、具体的な要因としては、企業ミッション、戦略的目標、戦術的課題、プロセス、ビジョナリー、競争要因があげられる。そして、その有効性を判断する際に、外部要因、内部要因、企業のビジョンなどを継続的に考慮していくことが必要となる。独自性をもった企業ビジョンは、自社の進むべき方向性やあるべき将来像をいかに描くか、戦略的目標をいかに達成するかや戦術的課題をいかに解決するかを明確にする必要がある。企業の内部要因として、自社の強みである分野、今後の進出分野、競合を強みとする分野などを把握して、IT活用でシナジー効果を発揮できることを明確化する。外部要因では、業界内の競争要因とそのポジショニング、業界の市場規模、将来性などである。また商品やサービスの新規性分析も必要である。戦略的なM&Aのシナリオ解析によりM&Aの可能性を客観的に把握することが必要とされる。

3-3 M&Aの目的

(1) 価値創造のためのM&A

企業はM&Aを通して企業価値を評価し判断することができる。M&A成功の定義はM&Aを行った後の企業価値は買収企業の企業価値+被買収企業の企業価値よりも多いといわれている。すなわち500億円の企業価値のある会社を500億円で買って意味はなく、買収会社の企業価値が1000億円であれば被買収会社の500億円をプラスして、尚且つ1500億円超の企業価値を持つようであればM&Aのメリットは生まれない。すなわち、M&Aの価値創造メカニズムがビルトインされているかどうかを見

極めることである。ファイナンス理論によればM&Aには価値を創造するメカニズムがあるといわれている。

(2) M&Aによる価値の源泉

M&Aによる価値の源泉は、戦略的なシナジー効果や、不採算事業の売却、不活用資産の有効利用などであるといわれている。

① 戦略的なシナジー効果

企業価値の拡大はシナジー効果により、規模が拡大し、規模の経済が実現する。具体的には稼働率の向上、コストダウンをはかるための原材料などの一括大量買い付け、流通部門の合理化、間接部門のエルミネイトや業務の簡素化による合理化の推進である。企業価値増加のための相互補完関係の構築。販売力があるが製品開発の分野では出遅れている会社と開発能力はあるが販売網が整備されていない会社がM&Aにより製品の品ぞろえを充実させることにより顧客に対する確かなニーズを捉えることができるケースである。これによりキャッシュフロー増加による企業価値増加するといわれている。

② 不採算事業の売却

企業価値を高めるためには企業の買収のみではなく負の資産となりかねない収益性の薄い事業や現在赤字となって企業価値に貢献できない事業部門の切り離しである。新たに立ち上げた新規事業であれば立ち上げから数年は投資期間でもあるので、多少の採算性を度外視したマネジメントがおこなわれる。しかし将来のマーケットの状況も悪く、事業継続の意味がないような事業部門もある。このような事業部門が存続している理由として「実力者の肝いりのプロジェクトである」とか「創業社長の悲願であったプロジェクトである」などにより、トップの個人的な思いで、撤退に踏みきれない事情があるケース。企業が急激な成長を遂げ、多角化が進むと不採算事業部門が存在する。このような事情の下で、企業価値を高めるための経営判断としては、不採算の事業部門の切り離しによる負の資産の整理が必要となる。この経営判断を客観的な視点で英断をもって実行することがマネジメントに求められているといわれている。

③ 不活用性資産の有効利用

企業価値を引き上げるもう一つの方法は不活用性資産を有効に活かすことである。負の資産ではないが潜在的に活用されていない資産の能力を十分に発揮させることである。

(3) M&Aのターゲットになりやすい企業

M&Aのターゲットになりやすい企業の要因はM&Aによる価値創造のメカニズムを理解することで推定可能とされている。つまり企業価値とは何かを理解して企業価値を創造するための努力をしている企業と間逆のマネジメントをしている企業である。マネジメントに対する理念の欠如や不採算事業部門を多く抱えている企業や不活性价資産を有効に活用しきれていない企業である。このような企業こそ、まだリストラクチャリングの可能性があり、企業価値を高めるための買収のターゲットとなるといわれている。

これ以外にも、ターゲットになりやすい企業としての典型的な条件がある。

① 企業価値の源泉が有形資産やブランドの企業

企業買収のターゲットになりやすい理由として、事業価値の源泉が有形資産やブランドにある。これに対して、主たる事業価値の源泉が商品開発能力やノウハウにあるケースである。現在の商

品開発等の中心となっているプロジェクトチームなどが買収により会社の先行きに不安を覚えたりして、嫌気が指し他社に移籍してしまうケースである。これにより事業の先行きは不透明で商品開発能力が低下して、ノウハウの発揮もできなくなる。買収先企業は有効な手立てを講じることはかなり難しい。有形資産やブランドであればそれを確保しておけば確実に事業運営は行える。従って、これらは事業として再度売却することもできるほどの価値を有しているからである。

② キャッシュフローが安定しているローテク企業

企業価値を計算する場合の条件として、キャッシュフローの安定性は最高の条件である。キャッシュフローの予測がつきにくい事業として、ハイテク事業が掲げられる。その理由としては、商品のライフサイクルが短く、代換品の登場などにより競争力が低下するなどで収益構造が脆弱なため、競争力強化のための巨額投資により特に半導体事業などキャッシュフローの予測が難しい。キャッシュフローの予測が可能な事業であれば、企業価値計算は比較的正当な価格計算を導き出せる。事業というモノを買う以上正当な価格算定は必須である。ファイナンスの観点から、ローテクはM&Aに向いているが、ハイテクはM&Aに向かないといわれている。

③ 株主資本比率が高いこと

株主資本比率を高くするには、借入れを増やすことで負債比率が上がりその結果として資本比率はさがる。

④ これらの条件を満たす事業として、食品関連事業^(注8)が考えられる。食品関連事業は需要が途切れることもなく、さほど景気変動の影響にも左右されず、他の業種に比べて比較的安定した需要が見込まれる。広告宣伝などにより、確立されたブランドは、不祥事などの致命的な問題を起こさない限り事業の安定的な継続は可能である。その結果、キャッシュフローの潤沢さにより借入金などの負債が少なく株主資本比率の高い企業としての要因ともなる。

4. M&Aにおけるリスク^(注9)

M&Aの大きなリスクは金融リスクで、これはビジネス・コストの一部である。M&Aが社会にとって巨額の潜在的な費用負担を防ぐこともできるし、M&Aを効率に行うことで、成功を取めることもできる。悪いディールは投資家に巨額の損失をもたらし、失敗を十分理解し、どのようにしたら成功を取められるかを学ぶことで、成功は目前にある。M&Aには多くの勝者と敗者がいるが、規律に裏付けられた十分な知識があれば、より優れた成功をおさめられる。ウォーレン・ハフエットの投資会

(注8) ブルドックソースに対するアメリカ投資ファンドのスティール・パートナーズの敵対的M&Aがある(2007)。

(注9) M&Aにおけるリスクは、R.F.Brunerによっている。宮崎哲也(2005.11)はM&Aには多くの効果が期待されているとして、その8の効果挙げている。

①戦略型M&A (strategic type of M&A) : M&Aを経営的視点から見た場合には、シナジー効果 (synergy effect) を生み出すためのメカニズムがビルトインされている。②ファイナンシャル型M&A (Financial Type of M&A) : ファイナンシャル型のM&Aに属するアービトラージ (arbitrage) はさや抜きといわれる形態で、買収価格と転売価格の差額を利用して、利さを稼ぐ取引である。③市場支配力 (market power) : 産業組織論の観点から、M&Aを市場支配する効果があるとして市場支配力の向上があげられる。④規模範囲の経済性 (economy of scale, economy of scope) : 水平的なM&Aが生産や販売面でのスケールメリット、規模の経済性をもたらす。⑤リスク・コントロール (risk control) : リスク・コントロールは、リスクの管理 (risk management) やリスクへの対応、すなわちリスク分散、リスク緩和が目的で、M&Aが遂行されるとしている。⑥アジリティ・コンペティション (agile competition) : 消費者ニーズが多様化し、その変化のスピードが加速しつつある今日ではアジリティ (機敏性) が特段に重視され、最初に市場を制したほうがかつといわれている。⑦特殊な免許等の取得: 一般に特殊な免許や営業許可等を有する企業は買収の標的とされやすいのは、その業界への参入障壁に免許や許認可等の取得があるから。⑧ブランドエクイティ (brand equity) : 企業間でのブランド意識はますます高まり、その果たす役割は大きくなっている。

社パークシャー・ハザウエイが、1982年から2003年の間に、450億ドル相当の会社の買収を行っている。2004年9月現在のパークシャー・ハザウエイの株価は8万6650ドルと、加重平均による年成長は27%である。彼は偉大な投資家なのか。それとも偉大なM&Aの専門家なのか。このことがMA&のリスクにおける一つの解を与えてくれるのではないか。

4-1 失敗の定義

R.F.Bruner^(注10)によれば、「失敗」には、「プロセス」と「結果」の両方があり、結果から始めてそのプロセスについて洞察するとして、M&A失敗の結果を6つ挙げている。

- (1) 市場価値の棄損：資本提供者のために、価値の棄損を株式価値の変化で測定する。
- (2) 財務の不安定さ：最も悲惨なM&Aディールは、買い手を強くするのではなく、実施に安定性を損なう。
- (3) 損なわれた戦略的地位：多くのM&Aの取引の動機は、競争の優位を確保することや、新たな能力を獲得、敏速な対応、さらには将来の展開に不可欠な資源を確保すること。
- (4) 脆弱な組織：組織上の観点から、二社を統合することは特に困難なことだ。
- (5) 信用の失墜：M&Aのディールは、買収者とディール設計者の評判を高めるようなものでなければならない。
- (6) 倫理規定や法律違反：M&Aにおける財務、組織、及び戦略上の目的を達成できても、公正さ、責務、誠実さ、法律の遵守といった規範に違反しているかもしれない。

4-2 M&Aの失敗の原因はなにか

- (1) 戦略的に関わるもので、最高といわれるディールは、買手の関連性のある業界の対象会社を買収しているが、最悪といわれるディールは、対象先はあまり関係のない業界である。
- (2) 買い手と対象会社がうまくマッチすることが極めて重要である。成功したディールでは、強い体力のある買い手を買収をする。買い手の業務実績は対象会社よりも優れている。買い手は成功するのに重要な何かを新会社にもたらしめている。最悪のディールは、買い手の体力が弱いのに買収をしている。
- (3) 最悪のディールは過熱気味の市場で行われる傾向がある。
ビジネス史上最もホットな市場は、インターネットの出現による1999年から2000年にかけてバブルとなった株式市場である。最高のディールは落ち着いた市場で起きる。
- (4) 各ディールの支払い方法は個別に決められる。優れたディールは、現金の支払いやアン・アウト・スキーム（所定の条件が一定期間内に充足された場合に、買収代金を支払）、特定の取引条件の設定を伴う。最悪のディールは、株式に支払である。
- (5) 経営者が選択をしてからその結果に至るまでに、うまくいかなることがある。

4-3 M&A失敗を理解するための6つの要因

- (1) 合併のビジネスやディールは複雑であった。そのため、何が起きているかを理解しすばやく効

(注10) ブルナー（Robert F. Burner）はM&Aの成功や失敗の原因を明らかにするために、その原因をつくりだした人やその源となるものを解明した。そして、失敗ではなく、将来より大きな成功を得るための示唆をあたえてくれた。（アーサー・レビットJr.）iv~v、Deals from Hells, M&A Lessons That Rise Above the Ashes, John Wiley & Sons, Inc. 2005

果的な措置を取ることは、関係者にとって容易ではなかった。

- (2) 柔軟性がほとんどなかった。余裕もほとんどなく安全のためのクッションが不十分なため、ビジネスシステムの一部の問題はほかへも拡散したようだ。問題が移動したと思われる。
- (3) 故意か不注意のためか、経営者は新会社のリスクを高めるような選択をした。
- (4) 意思決定の考え方には、最近の成功や、支払済みの費用、プライド、過度の楽観主義などによる偏見もあった。
- (5) そのビジネスは通常のものではなかった。ビジネス環境の中になにかが予想と異なり、間違いや問題を引き起こした。
- (6) オペレーション・チームが崩壊した。買い手と対象会社のカルチャーの違いや、未解決の政治的問題、著しいストレスなどのため、チームは次々と明らかなる危機に適切に対応することができなかった。

結論としてM&A失敗の可能性を予測すれば、成功への可能性は高まる。M&Aに成功するかどうかは、会社の成長の方法として、M&Aに正しい姿勢で臨んでいるかどうかにかかっている。しかしこれは確かな成功ではない。それは極めて緻密な計画と準備があって始めて着手することができる。そのための努力は、正しい企業価値評価と投資家重視の考え方によって動機づけられたものでなければならぬといわれている。

これまでブルーナーのM&Aに対する失敗の諸要因をみてきたが、これらM&A実践企業としてのベンチャー企業を選定し個別のM&A成功と失敗の検証することで共通する特徴を探すことを試みるものである。

5. ベンチャー企業のM&A事例紹介

■事例1：エイチ・アイ・エスの場合

(1) 会社概要

会社名	：株式会社エイチ・アイ・エス（東証1部：会社コード9603）
代表者	：取締役会長 澤田秀雄 代表取締役社長 平林 朗
資本金	：68億82百万円（平成19年10月現在）
設立	：昭和55年12月19日
本社	：〒163-6029 東京都新宿区西新宿6-8-1 新宿オークタワー29階
売上高	：3175億円（連結：平成19年10月）
従業員数	：3352名（連結：平成19年10月）
関係会社	：旅行事業・ホテル事業

(2) 創業者のプロフィール

高校を卒業後、ドイツのマインツ大学経済学科に留学していた澤田会長が、エイチ・アイ・エスの前身であるインターナショナルツアーズを創業したのは1980年。バックパッカーとして50カ国以上を旅したノウハウを活用し、格安航空券の販売をはじめた。1号店は雑居ビルの一室からスタートした。おもな設備は机二つと電話1本だけのスタート^(注11)であった。

(注11) 団体旅行用に認可された廉価航空券（通称エアオン・チケット）を個人売りする、というゲリラ的手法により、圧倒的

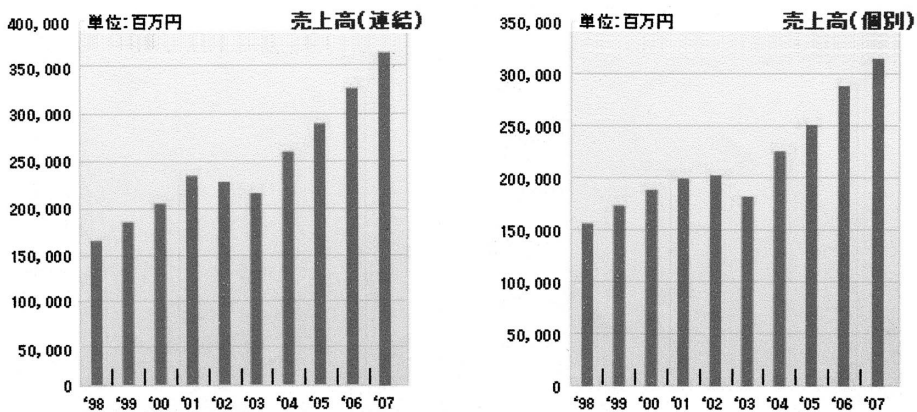
(3) M&A実績

エイチ・アイ・エスの経営姿勢はM&Aにより企業規模の拡大を図るというよりも、本業とその周辺でのビジネスに特化している。堅実経営の典型である。1980年の創業以来、20年間でM&Aの件数は僅か4件に留まっている。それも、本業である旅行業の関連企業を子会社化しているのみで。子会社設立は海外のホテル事業への進出のためと航空業界へ新規参入のためのエアマークエアラインズのみである。急成長の中でも、エイチ・アイ・エスは1999年に協立証券（現エイチ・エス証券）を買収したが、旅行事業とのシナジー効果が望めないとの理由で同社株を澤田会長個人に売却した。短期間でエイチ・エス証券を成長させようとM&Aなどを実施して3年で5000人の企業グループにしたが、経理の杜撰さから不正やトラブルが発生し関東財務局から業務改善命令をうけた。澤田会長は、無借金経営をしていたから、このような危機をも乗り切ることができたし、自分の戦略に悔いはなかった。企業は成長だけが目的ではない。借金をしていると、資金の流れが止まり、突発的なトラブルが起きた時に会社が傾く可能性が高まるからと述べている。

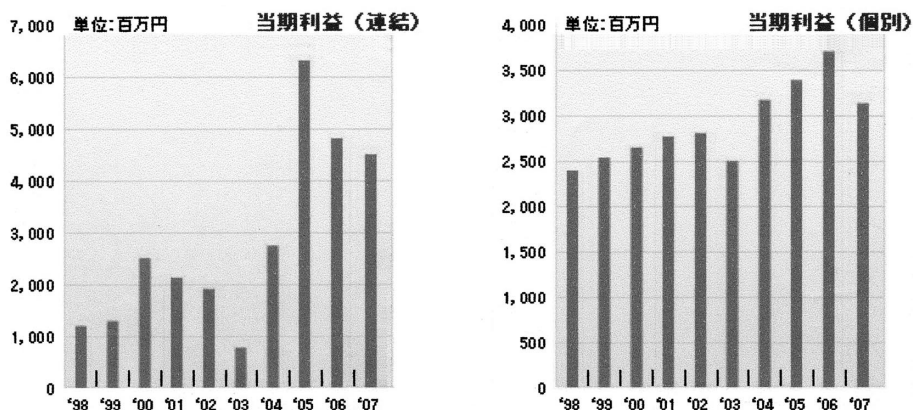
(4) M&Aと企業業績との関連

ファイナンシャル・ハイライト分析によると、企業規模を示す売り上げの推移は1998年から2007年の10年間で連結・個別とも順調に推移している。成長率もそれぞれ2.3倍と1.9倍へと急成長の実績によりベンチャーの特徴を示している。次に、本業の儲けを示す個別の営業利益はと当期純利益は2002年を除いてはおおむね順調に推移しているのに対して、連結の場合には利益率の低下が認められる。これはエイチ・アイ・エス本体の業績は良いにもかかわらず子会社が足を引っ張るような結果になっている。このことから、エイチ・アイ・エスではM&Aの効果が顕著に現れていない結果を示している。

H.I.Sファイナンシャル・ハイライト (図表—2)



な低価格を打ち出した。これによりエイチ・アイ・エスは事業規模を着実に拡大した。80年代には大手旅行者の仲間入りを果たし、96年ホテル事業への進出を皮切りに澤田会長の戦略は第2ステージへ移行する。95年エイチ・アイ・エスは店頭市場（現在のジャスダック）に株式を公開し、この資金を元手に、96年オーストラリアのゴールドコーストに「The Water Mark Hotel, Gold Coast」をオープンする。ホテル業に進出後、航空会社のスカイマークエアラインズ（現在のスカイマーク）の設立に取り組んだ。これによりエイチ・アイ・エスは国内4番目の航空会社の筆頭株主（58.7%）になり、低価格を武器として、航空業界に旋風を巻き起こした（日経ベンチャー、2007年3. 30）。



出所：http://his.co.jp/ir/dat/past_result.html

■事例2：楽天の場合

(1) 会社概要

会社名：楽天株式会社 (Rakuten, Inc.) 東証1部上場
 代表者：代表取締役会長兼社長 三木谷 浩
 資本金：1074億67百万円 (2008年3月)
 設立：1997年2月7日
 本社：〒140-0002 東京都品川区北品川4-12-3 品川シーサイド楽天タワー
 売上高：2139億38百万円 (連結：2008年3月)
 従業員数：4375名 (連結：2008年3月)
 主な事業：インターネット関連事業、プロスポーツ事業、電話事業、保険事業

(2) 創業者のプロフィール

三木谷浩 (43) は日本興業銀行 (現みずほコーポレート銀行) 時代の1993年にハーバード大学大学院留学を終え、経営学修士を取得して帰国した。当時は、急激な円高や株価の急落で日本の経済環境は激変の時代であったが、その先端をいくM&Aの関連部門^(注12)に配属された。三木谷はM&A部門でソフトバンクの孫正義社長やカルチュア・コンビニエンス・クラブ (CCC) の増田宗昭社長と知りあう^(注13)。

(注12) 皮肉にも現在は、アメリカに端を発したサブプライムローン問題は全世界に飛び火をして、金融恐慌などの予兆すら見受けられる。そのもととなったアメリカでは金融機関の破たんや再編そして、公的資金による救済が行われているが、かつて日本が経験したバブル崩壊の経験を生かすことができないのだろうか (日本経済新聞朝刊、2008年10月6日)。

(注13) ソフトバンクの孫社長がアメリカのコンピューター関連雑誌大手のジフ・デービス・コミュニケーションズを買収しようとしていることを聞きつけて、孫さんのところへ駆けつけてその案件を担当させてほしいと直談判をした。特にジフ社の社長の息子がハーバード大学大学院時代の同期だったので、頼み込み任せてもらったが、結局出版部門の買収は不調におわった。しかし「面白いやつ」ということでいまでも付き合いがある。カルチュア・コンビニエンス・クラブの増田宗昭社長とは衛星放送「ダイレクTV」の立ち上げで知り合い、興銀はアメリカのヒューズ社とCCCの間に立った。三木谷浩は孫さんや増田さんという個性的な経営者のそばでM&Aのお手伝いをしたことで、経営者はどのような時にどのような発想をするのか等を身近に見ることができたのは貴重な経験であったと述べている。

(3) M&A実績

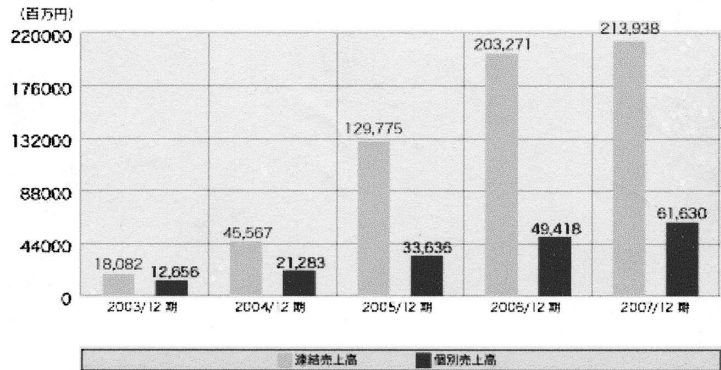
楽天は株式をジャスダックに店頭公開（2000年）した年に4社を完全子会社化し、企業のM&A戦略をスタートさせた。その後は2001年に完全子会社化、子会社化、資本参加等で9社、2002年には同様に10社のM&Aを実施している。以降、2003年に3社、2004年に4社、2005年に6社とM&Aの数は減少している。会社設立後3年目から6年目までの3年間に集中している。この根底には、株主の皆様へというメッセージのなかで「今期も引き続き業績が順調に拡大するなかで中期的な目標として・・・“楽天1兆円プロジェクトを立ち上げました”」と表明して、「インターネット業界のトップを走る企業として更なる成長を目指す」（2002年3月）と明確な目標を掲げている。また、「“サイト内での流通総額1兆円”という目標実現に向けて取り組んでいきますが、今後はM&Aなどで増加したグループ各社と連携して、いかにシナジー効果を追求するか・・・基盤固めから持続的成長に向けた“第2の創業”へ、そして“世界一のインターネット・サービス企業”を目指す」（2003年3月）と結んでいる。三木谷社長の興銀時代の経験を踏まえてのM&Aによる企業の成長戦略への実践である。

(4) M&Aと企業業績との関係

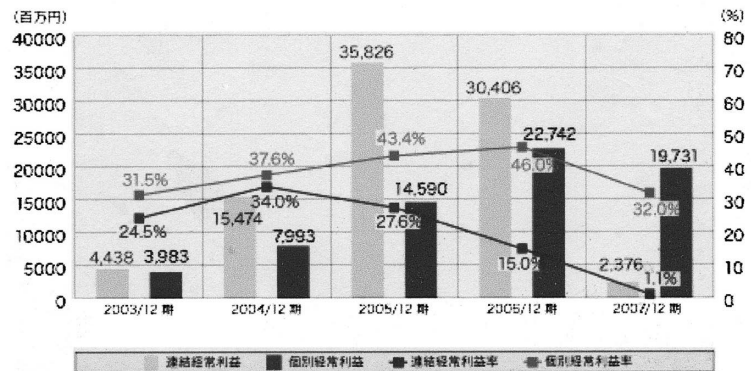
楽天のファイナンシャル・ハイライトによれば、連結売上高は2003年には188億円であったが2004年に455億円（前年比2.4倍）、2005年には1298億円（同2.85倍）、2006年に2032億円（同1.56倍）と飛躍的な伸びを示している。しかし、2007年は2139億円で前年とそれほど変わらない結果となっている。楽天単体としての個別売り上げでは2003年の126億円から2007年の616億円へと4.88倍の伸びである。また視点を変えて5年間の売上累計でみると連結61135億円に対し個別は1786億円と34.2倍を示して、M&Aのシナジー効果があらわれているものと思われる。M&Aの効果はスケールメリットで企業規模を示す売上高が注目されているが、連結ベースと個別ベースで経常利益を比較してみると2003年から2006年までの合計は連結885億円に対して

楽天のファイナンシャル・ハイライト（図表－3）

連結売上高・個別売上高推移



連結経常利益・個別経常利益推移



出所：<http://rakuten.co.jp/info/ir/policy/message.html>

個別610億円と1.45倍にしかならない。当期利益で比較すると連結192億円に対して個別312億円とむしろ個別の当期利益が1.62倍という結果がでている。

■事例3：ソフトバンクの場合

(1) 会社概要

会社名	ソフトバンク株式会社 (SOFTBANK GROUP.) 東京証券取引所第一部上場
代表者	代表取締役社長 孫 正義
資本金	1875億34百万円 (2008年8月)
設立	1981年9月3日
本社	〒105-7303 東京都港区東新橋1-9-1
売上高	2兆7761億円 (連結：2008年8月)
従業員数	19040人 (連結：2008年8月)
主な事業	通信事業、インターネット関連事業、メディア・マーケティング事業、海外ファンド事業等

(2) 創業者のプロフィール

孫正義社長^(注14)はソフトバンクの創業者で関連会社数社の社長をも勤め、プロ野球の福岡ソフトバンクホークスのオーナーとしても知られている日本有数の資産家である。世界長者番付の2006年版では日本人8位、2007年(総数946人)には58億ドル(約680億円)で日本人1位(全体で129位)、2008年度版で日本人4位(フォーブス調査による)となる。

(3) M&A実績

ソフトバンクのM&A実績のデータ有価証券報告書(2008年3月)によれば、企業集団は子会社187社(連結子会社は109社、持分法適用非連結子会社3社、持分法非適用連結子会社75社)、関連会社89社(持分法適用関連会社64社、持分法非適用関連会社25社)であり、このうちM&Aによる企業数の実態を把握できないので、正確性に欠けるためトレンドとしての説明にとどめる。

ソフトバンクの設立は1981年で1998年の東京証券取引所第一部への上場までは、資本参加が3件で1社を吸収合併したのみである。上場後も1999年2社、2000年2社の資本参加がある。2001年にはM&Aによる2社で2004年以降2007年まで僅か3社の買収である。

「当社は、インターネットを主体とし・・・米国、アジアを初はじめとする諸地域で、子会社、関連会社を通じてインターネット事業を積極的に展開・・・世界各国の有望なベンチャー企業の支援・育成に注力し、企業価値の増大に努める」(有価証券報告書H12. 3. 31)。

^(注14) 孫社長の原点は「私は、福岡の雑銅隈(ごつしよのくま)で、アルバイト社員二人とソフトバンクを始めました」ところとあるごとに話している。ソフトバンクの前身の「ユニソン・ワールド」(1979年)を、孫自身はソフトバンクの起業と考えている。この時、孫は「10年で年商500億の会社にする」と豪語したが、社員二人は非現実的な話として会社を辞めてしまったという逸話がある。確かに、孫は19歳の時、人生の目標として、人生50年の計画を立て「20代で名乗りを上げ、30代で軍資金を最低で1000億円貯め、40代でひと勝負し、50代で事業を完成させ、60代で事業を後継者に引き継ぐ」ということ計画実現に向けて走り続けている(木下英治『孫正義起業の若き獅子』講談社、1999年)。

(4) M&Aと企業業績との関係

ソフトバンクのファイナンシャル・ハイライトでは、2000年から2004年までは連結の売上高は5年間ほぼ横ばいの状態である。2005年に8370億円と前年に比べ1.6倍の伸びを示し、2006年前年比1.3倍の初の1兆円台（11086億円）に乗り、2007年度は25442億円の倍増を示している。しかし今年度は9%の増加に終わっている。個別の売上高がゼロないし僅かであるのは、事業会社から持分会社になったためである。売上規模では飛躍的に拡大をしているのでM&Aの効果はあると評価できると思われる。経常利益と当期利益について10年間の累計で比較してみると連結では1473億円に対して個別は赤字の346億円である。当期利益での連結は赤字955億円に対して個別は302億円の黒字となっている。2007年と2008年の年度別で連結をみると黒字が経常利益では1534億円、2586億円で、当期利益は288億円、86億円と過去の投資分（赤字）を回収する勢いである。個別については2008年の当期利益のみ黒字（64億円）で他は赤字となっている。ソフトバンクではM&Aの効果が直近2年間から効果があらわれ、投資コストに対するハーベストの刈り取り（投資回収）が始まったように思われる。

ソフトバンクのファイナンシャル・ハイライト（図表-4）

事業年度	売上高		経常利益		当期利益	
	連結	個別	連結	個別	連結	個別
H20.3	2,776,100	128	258,600	-153	108,600	6,400
H19.3	2,544,200	0	153,400	-307	28,800	-3,300
H18.3	1,108,600	0	27,400	127	57,500	10,600
H17.3	837,000	0	-45,200	-230	-59,800	13,800
H16.3	517,300	0	-71,900	-21	-107,000	-35,500
H15.3	406,800	0	-109,800	28	-99,900	-31,800
H14.3	405,300	0	-333	26	-68,700	4,800
H13.3	397,100	0	200	79	36,600	53,500
H12.3	423,200	1,075	-519	105	8,400	11,700

ソフトバンクHPの有価証券報告書より作成

■事例4：ライブドア（現LDH）の場合

(1) 会社概要

会社名：株式会社LDH（LDH Corporation.）
 旧株式会社ライブドア（Livedoor co., Ltd.）
 東京証券取引所マザーズ上場廃止（2006年）
 代表者：代表取締役社長 石坂弘紀
 資本金：862億91百万円（2008年3月末現在）
 設立：1997年8月（創立1996年）
 本社：〒111-0002 東京都港区赤坂2-17-22 赤坂ツインタワー本館13階
 売上高：56億86百万円（連結：2007年9月現在）
 従業員数：1136人（連結：2007年9月現在）
 主な事業：純粋持株会社
 関連会社：メディア事業（ポータルサイト）、ネットワーク事業、ランジュリー・アンダーウエアのカタログ販売等、Linux製品の開発販売等、出版事業

(2) 創業者のプロフィール

堀江貴文^(注15) 社長(当時)は、東京大学在学中に大学の先輩から塾講師のアルバイトを紹介され、アルバイト先の塾で会社設立のメンバーたちと知り合い、先輩と共同でウェブページ制作会社オン・ザ・エッジを設立(1997年)する。2002年経営破たんした旧ライブドア社より、営業権を取得した。2004年にはオリックス・ブルーウェーブ(現バッファローズ)との合併が決定された、大阪近鉄バッファローズの買収を申し出たことから注目されるようになった。2005年2月にはニッポン放送の株式の35%を取得して最大の株主となり、同2月21日に同株を買い増しして40.1%の持分とした。これはフジテレビの株主であるニッポン放送のとの提携を目論見、更にはM&Aをも視野に入れた株式買収であった。この一連の騒動で「想定範囲内」という有名な言葉を発した。同年5月フジテレビとの和解が成立しフジテレビはライブドアの所有するニッポン放送株の全てをフジテレビが取得することでライブドアは1400億円の現金を手にするようになった。

(3) M&A実績

ライブドアのM&Aは楽天に遅れること1年後からスタートして、2000年、2001年は共に1件、2002年は5件となり2003年は1件のみであった。しかし2004年から加速して16件、2005年7件と増加した。しかし、2006年には不祥事から上場廃止となった。

(4) M&Aと企業業績との関係

LDHのファイナンシャル・ハイライトによれば、2004年の連結売上高は188億円で2005年455億円、2006年1297億円、2006年56億円と個別売上に比べ格段の伸び率を示している。しかし、ライブドアは粉飾決算により上場廃止に追い込まれている。連結での経常利益と当期利益はM&Aの効果を如実に表しているが、M&Aを企業価値や株主価値向上の手段としたことは戦略として間違いはなかったが、結果を急ぐ余りのトップマネジメントとしてしてはならない粉飾という経営判断を誤ったのである。

ライブドア(LDH)のファイナンシャル・ハイライト(図表-5)

(単位:百万円)

社名	事業年度	売上高		経常利益		当期利益	
		連結	個別	連結	個別	連結	個別
LDH	H20.3	-	219	-	-440	-	-6,941
ライブドア	H19.9	5,686	5,686	1,067	1,067	33,267	33,267
ライブドア	H18.9	129,775	5,637	35,826	-4,520	6,340	-29,367
ライブドア	H17.9	45,567	9,290	15,474	-1,399	2,751	746
ライブドア	H16.9	18,802	10,810	4,438	1,410	721	1,210
エッジ	H15.9	-	7,856	-	394	-	357
オン・ザ・エッジ	H14.9	-	3,980	-	708	-	335
オン・ザ・エッジ	H13.9	-	2,921	-	170	-	206
オン・ザ・エッジ	H12.9	-	1,163	-	-183	-	-99

LDHホームページの有価証券報告書より作成(ただし、H20.3月期は上場廃止後のため連結の数値は不明)

(注15) 2006年1月に証券取引法違反容疑で東京地検に逮捕された。一つは偽計取引、風説の流布容疑である。東京地検特捜部の指摘によると、ライブドアが実質的に支配する投資事業組合が、既にマネーライフ社を買収していたのにもかかわらず、増資や架空の売上を計上するなどして、ライブドアマーケティング社(現メディアイノベーション)が、その事実

■事例4：グッドウイル・グループ（現ラディア）の場合

(1) 会社概要

会社名	ラディアホールディングス株式会社 (RADIA HOLDINGS.) 旧グッドウイル・グループ株式会社 (Goodwill Group.)
代表者	代表取締役社長 堀井慎一
資本金	345億17百万円 (2008年6月)
設立	1995年2月
本社	〒104-6135 東京都港六本木6-10-1 六本木ヒルズ 森タワー35F
売上高	5843億22百万円 (連結：2008年6月)
従業員数	31765人 (連結：2008年6月)
主な事業	純粋持株会社 関連会社：総合人材サービス

(2) 創業者のプロフィール

グッドウイル・グループ（当時）の会長兼CEOである折口雅博^(注16)は、1990年代に大型ディスコの開発（ジュリアナ東京やヴェルファーレ）で時代の寵児ともてはやされた。しかし、利権争いで二度、会社を追われた。そして、人材派遣業へと活路を見出し、さらに父親の介護をきっかけとして介護事業へと進出した。

(3) M&A実績

グッドウイル・グループのM&Aは設立の2年後1997年に3社の子会社化をはかり、1998年と2000年にそれぞれ1件、以後2001年2件、2004年4件、2005年5件と合計16件に及んだ。グッドウイルは規模拡大のためM&A手法を活用した。

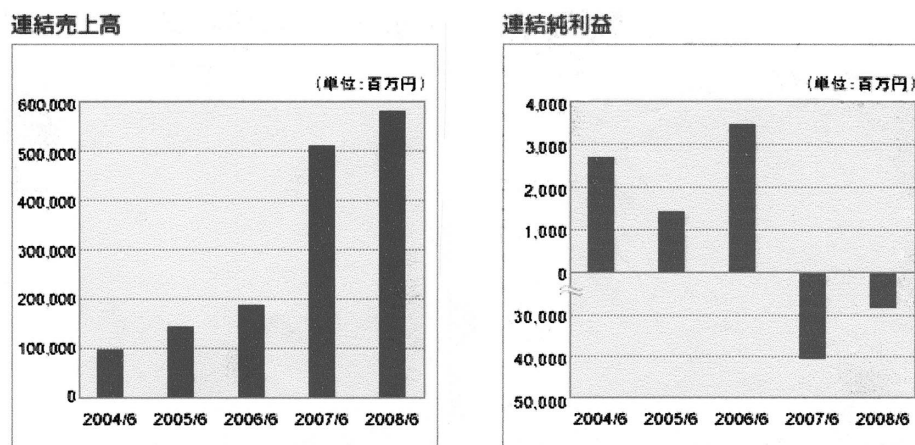
(4) M&Aと企業業績との関係

連結の売上高は2004年930億円から2007年には5090億円へと5.47倍の飛躍的な成長をとげた。しかし2008年は14.8%の伸び率に終わった。個別の売上高は2005年から2008年まで10億前後で推移している。経常利益については50億前後で推移しているが、2008年度は127億の経常赤字である。当期損益に至っては直近2年間の2007年407億と2008年274億の赤字を計上している。個別の経常利益と当期利益も同じようなトレンドを示している。

を偽って公表したというもの。二つ目は有価証券の虚偽記載容疑である。同様に東京地検特捜部によれば、ライブドアの2004年9月期の連結決算で、経常赤字であったにも関わらず、投資事業組合を通じたライブドア株式売却による投資利益を売上計上、架空の売上の計上で50億34百万円の経常黒字であるとの虚偽を有価証券報告書に記載したことによるものである。堀江貴文前社長は2008年7月25日、東京高裁が堀江被告の控訴を棄却して、1審の懲役2年6か月の実刑判決を支持したのに対し、即日上告をした。

^(注16) 売上高1400億円（2005年6月期）社員2万8000人を率いる折口に「ディスコで踊っていた人間に介護ができるか」とマスコミは一斉に大バッシングをした。堀井慎一（エヌ・アイ・エフベンチャーキャピタル社長）に小規模のコムスンを買収し全国展開をすることで業界のトップになるというビジネスプランを説明した。「この男はハングリー精神を持っている。しかもリスクテイクを辞さない。防衛大出身の折口は自分と似たタイプであると気に入り20億円を投資する。」しかし、介護保険法違反などにより創業者の折口雅博は退任して後任の代表者に堀井慎一が就任した（日経ベンチャー、2005年9月号）。

グッドウイル（ラディア）のファイナンシャル・ハイライト（図表－6）



出所：<http://radiaholdings.com/rhd/ir/financialinformation/pastperformance/annual.html>

■事例5：サイバーエージェントの場合

(1) 会社概要

会社名：株式会社サイバーエージェント (CyberAgent, Inc.)
 代表者：代表取締役社長CEO 藤田 晋
 資本金：67億71百万円 (2008年9月末現在)
 設立：1998年3月18日
 本社：〒150-0043 東京都渋谷区道玄坂1-12-1号 渋谷マークシティ ウエスト21
 売上高：760億7百万円 (連結：2007年9月)
 従業員数：1643人 (連結：2007年9月)
 主な事業：インターネットメディア事業、インターネット広告事業、投資教育事業

(2) 創業者のプロフィール

サイバーエージェントの事業の柱は、インターネット広告と、EC（電子商取引）等をユーザーに提供するインターネットメディアの2本柱。2005年9月期の連結で、売上高433億円、経常利益27億円。創業からわずか7年でこの数字を達成した。F1並みのスピード成長である。2008には売上高1000億円を目指すという。藤田^(注17)にとって「急成長」は絶対的な条件ではない。「企業の成長は、人材の成長なくしてあり得ない」という持論があるからだ。新卒を大量に採用して、異様なまでの人

(注17) 「中長期的にみれば、インターネット関連のものは、カルチャーが違う企業にM&Aをかけるよりも、自分たちで作った方が進化は早い」、この点で藤田は、同じヒルズ族とはいえ、M&Aで巨大化するライブドアの堀江貴文や楽天の三木谷浩らとは一線を画す。「今は確かに楽天に負けているけれど、僕は三木谷さんより9歳年下。9年後には、M&Aに頼らず楽天を超えます」、「幅広く知識を得るのは、経営者としての情報責任だと思うんです。頭を鍛えて、経済全体を分かった上で経営判断をしないと、社員にも株主にも、迷惑をかけることになる」。企業家を目指す若い人たちに、ベンチャー精神を伝えたい (日経ベンチャー、2005年12号、日本経済新聞朝刊、2008年10月6日)。

材育成にこだわる。M&Aにはさほど興味を示さないのも、優秀な人材を確保しているため、自前のできるという自負があるからだ、社員は現在1300人である。

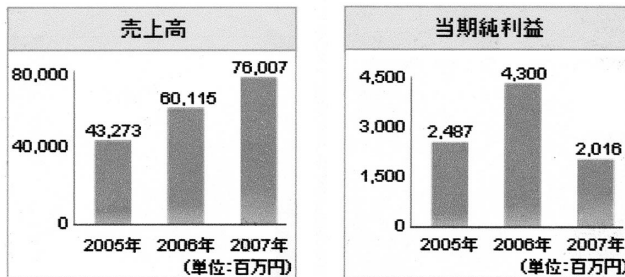
(3) M&A実績

サイバーエージェントのM&Aは2001年に4件、2002年に1件、2003年2件、2004年4件と合計11件である。サイバーエージェントのポリシーは、新規に会社を設立することにより企業集団を形成する方向での経営戦略である。2000年には4社、2001年2社、2002年1社、2003年3社、2004年1社、2005年4社、2006年7社、2007年に5社、2008年に4社とその新規設立のピッチは衰えない。

(4) M&Aと企業業績との関係

サイバーエージェントのファイナンシャル・ハイライトによれば、連結売上高について2002年は108億円、2003年は162億円（前年比1.5倍）、2004年267億円（同1.6倍）、2005年432億円（同1.6倍）、2006年601億円（1.4倍）と毎年同じような伸び率を示している。個別についても同様のトレンドを示している。5年間の累計経常利益では連結が7855億円、当期利益は8085億円とほぼ同程度の利益を確保している。これに対して個別の経常利益は0.2億円と当期利益は2560億円で2003年の損失が影響している。サイバーエージェントはM&Aに頼ることなく、地道に一から企業グループの一員となるべく子会社の育成に徹している。

サイバーエージェントのファイナンシャル・ハイライト（図表—7）



出所：<http://cyberagent/co/jp/financial/highlight/>

6. ケーススタディから得た知見

M&Aの分析：ケーススタディとして選定した企業のうち旅行業のエイチ・エス・アイとソフトバンクの設立年は1980年、1981年でIT産業の楽天、ライブドア（LDH）、サイバーエージェントそれに人材派遣業のグッドウイル・グループ（ダディア）はともに1995年から1998年の間の設立でベンチャー企業の立ち上げが盛んな時期にあっている。これらの企業は、ベンチャーの申し子ともいわれ、よい意味でも悪い意味でも世間の耳目を集めている企業集団である。M&Aの失敗例は枚挙にいとまがないが、企業価値創造を行うためのメカニズムであり、それが失敗に終わるのはどのような場合なのかを考える。M&Aの失敗の理由^(注18)とされるのは以下の点である。

(注18) MBAファイナンス

- (1) 事業戦略の整合性がないM&Aは失敗する。投資銀行などから売りに出された企業を買収してしまうということである。その際に留意することは自社の事業戦略との整合性を検討し、シナジー効果を検証することなくM&Aを断行するケースである。これを戦略なきM&Aという。H.I.Sでは証券会社の買収に失敗して、澤田社長が個人的に引き受けている。
- (2) 多角化をはかって、自社のコア・コンピタンスを考慮しないケースである。M&Aを新規分野への参入と位置づけても、自社の強みや買収先のノウハウの活用ができなければ買収先のマネジメントをリードできないし、かえって混乱を招く結果となり、悪いシナリオとなる。新規分野への参入願望M&Aという。このケースとしてはライブドアがあげられる。
- (3) 買収ブームにのって、買収先のデュー・デリジェンスを十分に行わないで高い買い物をするケースである。日本のバブル絶頂期での海外の企業を買収がその典型である^(注19)。ソフトバンクでは企業買収や事業提携を行う場合には、対象企業の事務内容や事業についてのデュー・デリジェンスを実施し、事前にリスクを把握することに努めている。しかしながら、予期しない債務が買収後に発生する可能性があるほか、事業環境や競合状況の変化などで、当初の事業計画の推進に支障の可能性があることを株主に対してリスク開示を行っている。
- (4) ポストM&Aマネジメントの失敗例がある。企業買収は容易に済んだのであるが、その後の買収先のマネジメントを効果的に行うことができない。この例としてはグッドウイル・グループがあげられる。現在はトップが代わり、企業再生を加速させており、復活を図っている。また、企業風土や人員の削減が思うようにいかない、合理化どころか逆に組織の肥大化やオペレーションの統合^(注20)など、情報システムの整合性に時間がかかるなど、日本企業同士の買収ケースでよく見られる。

7. まとめ

本稿では、M&A戦略により企業規模拡大と持続可能な成長を推し進めてきた楽天、ソフトバンク、LDH（ライブドア）、ダディアホールディングス（グッドウイル・グループ）とM&A戦略より子会社の新規設立などによる持続可能な成長を目標としたH.I.Sとサイバーエージェントの経営戦略の違いを明らかにした。M&A戦略に対する基本的な考え方は、企業成長の視点をどのように持つかでその対応に特徴があることが判明した。急激な成長志向の下では積極的なM&A戦略を実施しているが、買収コストが多額になり回収に時間を要するなどで、単体では業績が好調にもかかわらず連結ではM&Aの効果が十分出ているケースが見受けられる^(注21)。それに比べて、M&Aによらず、グループ会社に経営資源を集中することにより、会社の成長と人材育成に力をいれ着実な成長を示しているケースもある。M&A戦略も企業価値向上のため、企業の持続可能な成長戦略としてのグループ企業全体の売上増大のみならず収益力の確保を重視した戦略が必要であろう。

(注19) 三菱地所のNYロックフェラーセンター買収などケースがある。

(注20) 三菱東京UFJのシステム統合にお時間がかかっているケースなどがある。

(注21) 楽天、ライブドア（LDH）、ソフトバンク、グッドウイル・グループ（ラディア）

(注22) H.I.Sとサイバーエージェント

参考文献

- (1) Robert F. Burner, Deals From Hells, M&A Lessons That Rise Above the Ashes, John Wiley & Sons, Inc. 2005. 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」一灯社、2006年
- (2) J.A.Schumpeter., Theories Der Wirtschaftlichen Eniwicklung, 2, Aufl., 1926. 塩野谷祐一、中山伊知郎、東畑精一訳(1977)「経済発展の理論」岩波書店
- (3) Eric V. Hippel., The Sources of Innovation Oxford, England, Oxford University Press 1988, 榊原清則訳(1991)「イノベーションの源泉」ダイヤモンド社
- (4) Joe Tidd, John Bessant, Keith Pavitt MANAGING INNOVATION : Integrating Technological, Market and Organizational Change 2nd, John Wiley & Sons Ltd.2001.後藤 晃/鈴木 潤=監訳(2004)「イノベーションの経営学」NTT出版
- (5) 野中郁次郎・勝見 明「イノベーションの本質」日経BP社、2004年
大藪恵美・児玉 充・谷地弘安・野中郁次郎「イノベーションの実践理論」白桃書房、2006年,
Toney Davila, Marc J. Epstrein、Robert Schilton、Person Education、Inc. 2006, MAKING INNOVATION WORK : How to Manage It, Measuer It, and Profit from It. スカイライト・コンサルティング株式会社訳、英冶出版株式会社、2007年
- (6) Clayton M. Christensen, Michael E. Raynor, The Innovation's Solution, Harvard Business School Publishing Corporation, 2003, 「イノベーションの解」玉田俊平太監訳、翔泳社、2003年。
- (7) 岡部光明『日本企業とM&A』東洋経済新報社、2007年
- (8) ジェフリー・A・ティモンズ [著]、千本倅・金井信次 [訳]『ベンチャー創造の理論と戦略』ダイヤモンド社、2001年
- (9) 落合誠一編著『我が国M&Aの課題と展望』商事法務、2006年
- (10) エリック・G・フラムホルツ、イボンヌ・ランドル [著]『アントレプレナー』グロービス・マネジメント・インスツティート [訳]ダイヤモンド社、2002年
- (11) 宮島英昭編著『日本のM&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社、2007年
- (12) デロイトトーマツFAS株式会社 西 浩明監修、トーマツコンサルティング株式会社 篠原学/高田知弘『M&Aストラテジー 企業価値を高める事業売却/買収』清文社、2008年
- (13) 堀 紘一X藤田 勉『M&Aで生き残る企業・消える企業』PHP、2008年
- (14) 小坂 恕『グローバルM&A戦争』ダイヤモンド社、2007年
- (15) 監査法人トーマツ編『M&Aの企業価値評価 理論と実務の総合解説』中央経済社、2005年
- (16) 監査法人トーマツ編『ここまで知っておきたい 新版M&A実践ノウハウ』東京経済情報出版、1999年
- (17) トーマツコンサルティング 松江英夫『ポストM&A成功戦略』ダイヤモンド社、2007年
- (18) 家田 崇、五十風美恵子、梅田 彰、大杉謙一、近藤 浩、佐山展生、関口智弘、水沢 徹、中東正文著『M&A攻防の最前線―敵対的買収防衛指針』(「季刊 事業再生と債権管理」別冊 No.5) 財団法人金融財政事情研究会、2005年
- (19) 服部暢達『M&A最強の選択』日経BP社、2005年
- (20) 井上光太郎/加藤英明『M&Aと株価』東洋経済新報社、2006年
- (21) 伊藤邦雄『ゼミナール現代会計入門』日本経済新聞社、2001年

- (22) 高柳 暁・飯野春樹編『新版経営学 (1)』有斐閣双書、1999年
- (23) 伊丹敬之・加護野忠男『ゼミナール経営学入門』日本経済新聞社、1996年
- (23) 風早正宏『ゼミナール経営管理入門』日本経済新聞社、2004年
- (24) 北地達明・北爪雅彦『M&A入門』日経文庫、2006年
- (25) 企業価値研究会「論点公開～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」、経済産業省経済産業政策局産業組織課、2005年4月22日

資料：事例企業のM&A実績

(1) エイチ・アイ・エス (H.I.S)

- 1980年 ○株式会社インターナショナルツアーズを設立 (10百万円)
- 1995年 ☆株式を店頭公開する
- 1996年 ●ホテル事業として「The Watermark Hotel Gold Coast」(現Hotel Watermark)をオープン
- 航空会社「スカイマークエアラインズ」を設立発表
- 2000年 ●豊和トラベルサービス (現オリオンツアー) を子会社化
- マップインターナショナル (現ATB) を子会社化
- 2002年 ☆株式を東京証券取引所第二部に上場
- 株式会社クルーズプラネットを子会社化
- 2004年 ☆株式を東京証券取引所第一部に上場
- 2005年 ●九州産業交通株式会社、(現九州産業交通ホールディング株式会社) がグループ企業となる (本社熊本市)

(2) 楽天

- 1997年 2月 ○株式会社エム・ディー・エム設立
- 1999年 6月 ○楽天株式会社へ社名変更
- 2000年 4月 ☆株式を店頭公開 (ジャスダック上場)
- 9月 ●ベターライフテレビ株式会社を完全子会社化 (現 楽天ティービー株式会社)
- 10月 ●株式会社インフォキャストを完全子会社化 (現 楽天トラベル株式会社)
- 楽天部ブックス株式会社設立 (日本出版販売株式会社と共同出資)
- 11月 ●株式会社プロトレードを完全子会社化 (現 ターゲット株式会社)
- 12月 ●株式会社インフォシークを完全子会社化
- 2001年 2月 ●テクマトリックス株式会社へ資本参加
- 8月 ●株式会社ビズシークを子会社化
- 株式会社デリナビ・ドットコムを完全子会社化 (現 楽天デリバリー株式会社)
- 9月 ●株式会社ジェイゲームを完全子会社化
- 株式会社フープスを完全子会社化
- シグニチャージャパン株式会社へ資本参加

- | | | |
|-------|-----|---|
| | 12月 | ●株式会社アクトクリエイションへ資本参加
●株式会社トラフィックゲートへ資本参加
●株式会社サイバーエージェントの株式取得 |
| 2002年 | 1月 | ●株式会社ネクストへ資本参加 |
| | 2月 | ●株式会社アクトクリエイションを完全子会社化 |
| | 8月 | ●株式会社サイドビー・ネットワークを完全子会社化 |
| | 9月 | ●ビズシーク株式会社を完全子会社化 |
| | 10月 | ●シグニチャージャパン株式会社を子会社化
●株式会社メディアoportを子会社化 |
| | 11月 | ●株式会社コミュニケーションオンラインを完全子会社化
●ワイノット株式会社を子会社化 |
| | 12月 | ●ライコスジャパン株式会社を子会社化
●株式会社キープライムを完全子会社化 |
| 2003年 | 9月 | ●マイトリップ・ネット株式会社を完全子会社化 |
| | 10月 | ●楽天ブックス株式会社を完全子会社化 |
| | 11月 | ●DLJダイレクトSFG証券株式会社（現 楽天証券株式会社）を子会社化 |
| 2004年 | 3月 | ●株式会社デジパ・ネットワークスを完全子会社化 |
| | 5月 | ●みんなの就職株式会社を完全子会社化 |
| | 6月 | ●Ctrip. Com International, ltd へ資本参加 |
| | 9月 | ●ワールドトラベルシステム株式会社へ資本参加
●株式会社あおぞらカード（現 楽天クレジット株式会社）を完全子会社化 |
| 2005年 | 1月 | ●ドットコモディティ株式会社へ出資 |
| | 6月 | ●ワイノット株式会社を合併
●国内信販株式会社を子会社化
●株式会社サイバーブレインズ子会社化 |
| | 7月 | ●株式会社スターツアーズ・ジャパン（現 楽天バスサービス株式会社）を子会社化 |
| | 9月 | ●LinkShare Corporation を完全子会社化 |
| 2006年 | 7月 | ●楽天ANAトラベルオンライン株式会社設立（ANAセールス株式会社と共同出資） |
| 2007年 | 8月 | ●フュージョン・コミュニケーションズ株式会社を株式取得により子会社化 |
| | 10月 | ●株式会社オウケイウエイブと業務・資本提携 |
| | 12月 | ●楽天ブックス株式会社を吸収合併 |
| 2008年 | 2月 | ●統一超商と合併で台湾楽天市場股分有限公司を設立 |
| | 3月 | ●株式会社ドリコムと資本・業務提携 |

(3) ソフトバンク

- 1981年 9月 ○株式会社日本ソフトバンク設立
- 1990年 1月 ●株式会社日本データネットを吸収合併
- 1995年 4月 ●米国The Interface Groupの展示会部門へ資本参加
- 10月 ●ジフ・デービス・コミュニケーションの出版部門へ資本参加
- 1996年 1月 ●Yahoo!に筆頭株主として資本参加、日本法人ヤフー株式会社設立
- 2月 ●ziff-Davis Publishing Companyへ資本参加
- 株式会社サイバー・コミュニケーションズを株式会社電通と共同出資で設立
- 1998年 1月 ☆株式を東京証券取引所第一部へ上場
- ☆米国SOFTOBANK Holdingsを通じて米国GeoCitiesへ資本参加
- 4月 ☆米国ZD Inc. が株式をニューヨーク証券取引所へ上場
- 7月 ●米国SOFTOBANK Holdingsを通じて米国E*TRADE Grop, Inc.へ資本参加
- 8月 ☆米国GeoCitiesが株式をNasdaqに公開
- 12月 ●米国SOFTOBANK America Inc. を設立
- 1999年 7月 ●英国ePatners Capital, LTDと英国における合弁会社eVentures 設立を合意
- 仏国Vivendi, SAと仏国における合弁会社@viso SAS設立について提携
- 純粋持株会社制導入
- 2000年 6月 ☆モーニングスター株式会社が株式をナスダック・ジャパンに上場
- 8月 ☆株式会社ベクターが株式をナスダック・ジャパンに上場
- ☆米国Key3Media Group Inc. が株式をニューヨーク証券取引所へ上場
- 9月 ●株式会社日本債権信用銀行（現株式会社あおぞら銀行）へ資本参加
- ☆イー・トレード株式会社が株式をナスダック・ジャパンに上場
- ☆株式会社サイバー・コミュニケーションズが株式をナスダック・ジャパンに上場
- 12月 ●日本アリバ株式会社へ資本参加
- 2001年 8月 ☆ソフトバンク・フロンティア証券株式会社がナスダック・ジャパンに上場
- 9月 ●東京めったくり通信株式会社の株式公開買い付け完了
- 10月 ●名古屋めったくり通信株式会社をの株式取得
- 2002年 2月 ☆ソフトバンク・インベストメント株式会社が株式を東京証券取引所第1部に上場
- 2003年 9月 ◎株式会社あおぞら銀行全株式をCerberus NCB Acquisition, LPに売却
- 10月 ☆ヤフー株式会社が東京証券取引所第一部に上場
- 2004年 2月 ☆ワールド日栄フロンティア証券株式会社が株式を大阪証券取引所へラクレスに上場
- 7月 ●日本テレコム株式会社の買収完了
- 10月 ●福岡ダイエーホークス（現福岡ソフトバンクホークス）の買収表明
- 2005年 2月 ●ケーブル・アンド・ワイヤレス・アイディーシー株式会社買収完了
- 2006年 8月 ●ボーダホン株式会社をBBモバイルの完全子会社とする手続き完了
- 2007年 6月 ●ソフトバンクBB株式会社がDigital China グループと合弁会社設立

(4) ライブドア (LDH ホールディングス)

- 1996年 4月 ○有限会社オン・ザ・エッジ設立 (6百万円)
- 1997年 7月 ○株式会社オン・ザ・エッジへ組織変更 (10百万円)
- 2000年 4月 ☆株式を東京証券取引所 (マザーズ) 上場
- 2001年 12月 ●株式交換により株式会社パイナップルサーバーサービスを完全子会社化
- 2002年 3月 ●株式交換により株式会社アットサーバーを完全子会社化
- 6月 ●株式会社アスキーイーシーの営業全部を譲受け
- 8月 ●株式取得によりビットキャット株式会社・ビットキャットコミュニケーションズを完全子会社化
- 9月 ●株式取得によりプロジーグループ株式会社を子会社化
(2002年11月株式交換により完全子会社化)
- 11月 ●株式会社ライブドアの営業全部の譲受け (日本最大のプロバイダー)
- 2003年 4月 ○株式会社オン・ザ・エッジからエッジ株式会社へ社名変更
- 5月 ●株式取得により株式会社バガボンドを子会社化
- 2004年 2月 ○エッジ株式会社からライブドア株式会社へ社名変更
- 3月 ●株式交換によりクラサワコミュニケーションズ株式会社を完全子会社化
- 株式交換によりウェブキャッシングシグ・ドットコム株式会社を完全子会社化
- 株式交換により株式会社トライアンを完全子会社化
- TOBによりバリュークリックジャパン株式会社を子会社化
- TOBにより日本グローバル証券株式会社を子会社化
- 株式交換により株式会社ライブドアクレジットを完全子会社化
- 5月 ●株式交換によりターボリナックス株式会社を完全子会社化
- 6月 ●株式交換により株式会社テントラー・コミュニケーションズを完全子会社化
- 7月 ●株式交換によりジェイ・リスティング株式会社を完全子会社化
- 8月 ●株式取得により株式会社アルチェを子会社化
- 株式交換により株式会社ロイヤル信販を完全子会社化
- 9月 ●株式交換により株式会社キューズネットを完全子会社化
- 株式取得により株式会社サイバーアソシエイツを完全子会社化
- 持分取得により有限会社セッションを完全子会社化
- 10月 ●株式取得によりMyrice Limited を完全子会社化 (2006年9月売却)
- 12月 ●株式取得により弥生株式会社を子会社化 (2007年9月売却)
- 2005年 5月 ●株式交換により株式会社ベストリザーブを完全子会社化
- 6月 ●株式取得により日商岩井フィチャーズ株式会社を完全子会社化
- 7月 ●株式取得により株式会社ビー・ジャパンを子会社化
- 9月 ●株式取得によりジャック・ホールディングス株式会社を子会社化
- 株式取得によりClick Diario Network Internet Corpを子会社化
- 11月 ●株式取得によりInnovation Interactive LLC を子会社化
- 12月 ●株式取得によりメディアエクステンジ株式会社を子会社化
- 2006年 4月 ★東京証券取引所マザーズ上場廃止
- 2007年 4月 ○株式会社ライブドアから株式会社ライブドアホールディングスへ社名変更
- 2008年 8月 ○株式会社ライブドアホールディングスから株式会社LDHへ社名変更

(5) グッドウイル・グループ (ラディアホールディングス)

- 1995年 2月 ○株式会社グッドウイル設立 (10百万円)
- 1997年 2月 ●株式取得により株式会社アール・ティー・シーを完全子会社化
- 3月 ●株式取得により株式会社コムスンを子会社
- 6月 ●株式取得により株式会社サイクを完全子会社化
- 1998年 12月 ●株式取得により株式会社デンタル・サポートを子会社化
- 1999年 5月 ○株式会社グッドウイルをグッドウイル・グループに商号変更
- 2000年 4月 ●株式交換により株式会社日本介護サービスを完全子会社化
- 2001年 9月 ●株式取得により株式会社ソアプロモーションを子会社化
- 株式交換により株式会社ライナップを完全子会社化
- 2004年 4月 ●共同エンジニアリング株式会社買収
- 6月 ●株式取得により東邦アドライズ株式会社を子会社化
- 株式取得により株式会社コティおよびアドホック株式会社を子会社化
- 7月 ●TOBによりヒュー・マネジメント・ジャパン株式会社を子会社化 (2006年11月完全子会社化)
- 2006年 1月 ●株式取得により株式会社フードスコープを完全子会社化
- 4月 ●株式取得により日本シルバーサービス株式会社を子会社化
- 3月 ●株式交換により株式会社ユージーグローイングアップ東京を子会社化
- 株式取得によりフジオーネ・テクノ・ソリューションズ株式会社を子会社化
- 10月 ●株式取得により株式会社クリスタルを子会社化
- 2008年 10月 ○グッドウイル・グループ株式会社からラディアホールディングス株式会社へ商号変更

(6) サイバーエージェント

- 1998年 3月 ○株式会社サイバーエージェント設立 (資本金1000万円)
- 1999年 3月 ○子会社株式会社フープス設立
- 子会社ネットプラス設立
- 2000年 3月 ☆株式を東京証券取引所マザーズに上場
- 4月 ○株式会社サイバーエージェントを合併会社として設立
- 株式会社サイバーブランディング設立
- 5月 ○株式会社シーエー・モバル設立
- 7月 ○株式会社メールイン設立
- 2001年 1月 ○株式会社トラフィックゲート設立
- 7月 ○株式会社インターレコーズ設立
- 8月 ☆株式会社メールインを株式交換によりグローバルメディアオンラインに譲渡
- 9月 ☆株式会社フープスを楽天に売却
- 株式会社アクシブドットコム株式取得し子会社化
- 11月 ●株式会社インターナショナルスポーツマーケティングの全株式取得し子会社化

		●株式会社サイバーブレインズへ資本参加
2002年	1月	●ユミルリンク株式会社の株式取得し子会社化
	2月	○株式会社ホワイトネット設立
2003年	2月	★株式会社インターレコーズ解散
	5月	○株式会社シーエーサーチ設立
	9月	○株式会社シーエー・キャピタル設立
	10月	○北京思翼寰宇通帰科技有限公司を設立
	11月	●株式会社ケータイソリューションの株式取得し子会社化（シーエー・モバイルが）
	12月	●株式会社ジークレストの株式取得し子会社化
2004年	1月	●株式会社GOCOO設立（ネットエイジと）
	2月	●株式会社イー・ベントの全株式を取得し完全子会社化
		●株式会社ディーバの株式を取得し子会社化
	8月	○株式会社アメンバーブックス設立
		●株式会社トランスワークスの株式を取得し子会社化
		●株式会社ディーバの株式を取得し子会社化
2005年	7月	○株式会社フラウディア・コミュニケーションズを設立
		○株式会社クラウンジュエルを設立
	9月	○株式会社ルークスを設立
	11月	○Cybozu.net株式会社を設立
2006年	4月	○株式会社サイバー・バズを設立
		○株式会社ファイナンシャルプラスを設立
		○株式会社サイバー・エージェント・インベストメントを設立
		●株式会社シーエー・エイチを設立（博報堂と）
	7月	○株式会社ストアファクトリーを設立
	9月	○株式会社アドブレインを設立
	11月	○株式会社スーパースイーツを設立
2007年	4月	○株式会社CAテクノロジーを設立
	8月	○株式会社サイバーエージェントウイルを設立
	9月	★株式会社ストアファクトリーを解散
		★株式会社アメンバーブックスを解散
	12月	●株式会社アメンバーブックス新社を設立（幻冬舎と）
2008年	1月	○株式会社CyberCasting & PRを設立
	3月	○株式会社プーベガールを設立
	5月	○株式会社CyberXを設立
	6月	○株式会社サイバーエージェント・アドマネジメントを設立
		★株式会社アド・ブレインを解散
		★株式会社スーパースイーツを解散

各社のHPより作成。