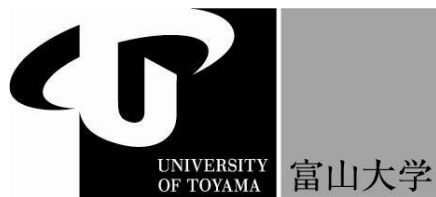


Working Paper No. 300

M&A の成功と効果的な PMI 研究に関する一考察

森口毅彦

2016年3月29日



FACULTY OF ECONOMICS
UNIVERSITY OF TOYAMA

1. はじめに

近年、世界的に M&A (Mergers and Acquisitions : 合併と買収) が隆盛を極め、わが国企業においても活発に行われていることは周知のとおりであろう。たとえば、2015 年の世界の企業による M&A は 10 月上旬までで約 408 兆円と過去最高ペースに加速しており [日本経済新聞, 2015 年 10 月 12 日付], また 2015 年の日本企業が当事者となる M&A 件数は 2,428 件で、前年度の 2,285 件と比べ 143 件, 6.3%増と 4 年連続の増加となり、金額でも 15 兆 7,761 億円と、前年比 6 兆 4,001 億円, 1.68 倍の大幅増となっている。[株式会社レコフデータ, 2016, p. 36]

しかしながら、実行されている M&A のうちどのくらいが成功しているかという点、必ずしも高いものではないという調査結果も出されている。トーマツコンサルティング (現 : デロイト トーマツ コンサルティング合同会社) が 2007 年に、M&A を経験した日本企業 162 社を対象に行った調査結果によると、回答者の主観的評価であるが、過去に行った M&A 案件のうちで目標を十分に達成できた企業の割合は全体の 3 割程度 (27%) であったという。[松江, 2008, pp. 16-17] その後の 2008 年の調査では 26%, 2010 年の調査では 28% とほぼ変わらない結果となっている。その一方で、非成功企業の割合は、2007 年の 19% から 2008 年の 21%, 2010 年の 25% へと増加している結果となっている。[前田編, 2014, p. 5] もちろん何をもって M&A の成功というのかという問題はあるが、M&A を成功に導くことは難しいものであることがわかる。

そこで、M&A を成功に導くために重要性が指摘されているのが、PMI (Post-Merger Integration : ポスト・マージャー・インテグレーション) あるいは「ポスト M&A」と呼ばれる M&A 後の統合プロセス/作業である。PMI の重要性はこれまでもたびたび指摘されてきているが、M&A の成功率の調査結果をみるかぎり、必ずしもうまく行われているとはいえない状況であろう。

本稿では、これまで行われてきた M&A ならびに PMI に関するアンケート調査の結果や先行研究を振り返り、実務においてはどのような PMI が行われているのか、また、どのような PMI が M&A を成功に導くと考えられているのかについて整理を試みる。そのうえで、わが国企業を対象とした PMI に関する実態調査へ向けて調査課題を析出するとともに、PMI 研究の課題ならびに今後の方向性を探ることを目的とするものである。

以下、2 節では、M&A の定義ならびにプロセスを確認し、その中での PMI の位置づけを検討する。3 節では、PMI は M&A の成功に重要な役割を果たすとされているが、それ

ではそもそも M&A の成功をどのようにとらえたらよいのか、どのような状況になったらあるいはどのような成果が得られたら M&A が成功したといえるのか、といった「M&A の成功」の問題について検討を加える。4 節では、これまで行われた PMI に関するアンケート調査の結果にもとづき、実務で行われている PMI の特徴を明らかにする。5 節では、これまで行われてきたいくつかの代表的な先行研究で指摘されている PMI の成功ドライバーや成功原則について検討を行っていく。

2. M&A と PMI の意義

PMI (Post-Merger Integration) は、「ポスト M&A」とも呼ばれ、広範にわたる M&A プロセスの一部として行われるものである。そこで本節では、M&A の定義を確認したうえで、M&A プロセスにおける PMI の位置づけと役割を明確にしていきたい。

(1) M&A の定義と PMI

まず、M&A そのものの定義についてであるが、内閣府経済社会総合研究所の M&A 研究会において、「企業の既存経営資源を活用することを目的に経営権を移転したり経営に参加したりする取引」[M&A 研究会 (内閣府経済社会総合研究所), 2006 年, p. 148] と定義されている。

そして、その取引の形態として、以下の 5 つがあげられている。

合併: 2 社以上の会社が契約によって実質的に 1 社に合同する (新設合併と吸収合併がある)

買収: 株式取得, 増資引受, 株式交換等による 50% を超える株式の取得で, MBO

(Management Buy Out: 企業の事業継続を前提に, 外部の投資グループが買い取り資金を用立てる仕組み) 等も含む

営業譲渡: 会社の資産, 従業員, 商権等が一体となった「営業」の譲渡で, 譲受, 既存事業の統合も含む

資本参加: 買収と同様の方法で支配権を得るまでに至らない 50% 以下の株式の取得

出資拡大: 既に株式を保有している当事者の 50% 以下の追加取得 (既に株式を保有している当事者が, 更に関係を深めようとしての 50% 以下の買い増し)

また, M&A は, 上記の形態別分類のほかに, マーケット別にも以下の 4 つに分類できる。

IN-IN: 日本企業同士の M&A (この場合の日本企業は日本の資本が 50% 超の法人, ただ

し、外国資本が 50%超の企業であっても日本で上場している場合には日本企業とみなす)

IN-OUT：日本企業による外国企業への M&A

OUT-IN：外国企業による日本企業への M&A

OUT-OUT：日本企業が海外で買収した企業が絡む M&A（日本企業が海外で買収した企業が現地で M&A を行ったもの）

このように、内閣府経済社会総合研究所の M&A 研究会による定義では、M&A の取引形態に注目したものとなっているが、ファイナンスの立場からは、M&A の価値創造手段という側面から定義づけを行っている論者もいる。

たとえば、田村 [2009] では、「M&A とは、社会に存在する有機的一体をなす経営資源のセットである事業を、企業の枠を超えて組み替えることであり、設備投資や R&D と並ぶ価値創造のための重要な一手段である」[田村, 2009, p. i] と定義されている。

したがって、「M&A の目的も株主価値の創造」[田村, 2009, p. 5] であり、「経営者にとって M&A の『成功』とは株主価値を高めることである」[田村, 2009, p. 19] とされるのである。

このような M&A の目的という観点からの定義づけとしては、他にも服部 [2015] による、「企業の株主価値増大を目指して実行される会社支配権の移転」[服部, 2015, p. 41] などの定義がある。

一方、PMI に関する体系的な研究を行っている松江 [2008] は、「M&A とは、将来の競争優位を目的とした資本移動を伴う“経営戦略の組合せ”であり、外部の経営資源を自社のそれと合わせてどう価値に転換していくのか、という企業価値創造のプロセスである」[松江, 2008, p. 21] と定義づけており、PMI を通じた企業価値創造のためのプロセスを重視したものとなっている点が特徴となっている。

このように松江 [2008] の定義では、M&A の目的である価値創造が PMI のプロセスを通じて行われていくことが定義のうえでも明記されており、PMI の役割を考える際に参考になる定義となっている。

以上から、M&A は経営権や会社支配権の移転等がともなう取引形態であり、その目的は企業価値／株主価値の創造にあり、そしてその価値創造が PMI のプロセスを通じて行われていくものであると捉えることができよう。

(2) M&AのプロセスとPMIの意義

それでは、PMIとはどのようなプロセスであり、M&Aプロセスの全体の中でどのように位置づけられているのであろうか。

まず、PMIという用語であるが、それほど明確な定義づけはなされないままに使われているようである。たとえば、「PMIとは、M&A後の統合プロセスのこと」[前田編, 2014, p. 32] や、「ポストM&A」は、「PMI (ポスト・マージャー・インテグレーション) という言葉で呼ばれることも多い。M&Aを実施した後に企業価値を向上させる統合プロセスを意味する言葉である」[松江, 2008, p. 4] といった具合である。

また、東京青山・青木法律事務所編 [2006] では、PMIを次のように説明している。「潜在シナジー (筆者注: M&Aを実施する前の段階において想定された潜在的なシナジー) を実現シナジー (筆者注: M&Aを実行した後に実現される実現シナジー) に転化させるために、シナジー実現の組織的問題の弊害をいかに減少させるかを検討するプロセスとして『M&A後の企業統合』(PMI)といわれる経営学的アプローチがある。M&Aの成功にとって、その取引の完了よりも、M&A後の統合のプロセスがより重要という考え方である。」[東京青山・青木法律事務所編, 2006, pp. 2-3]

このように、PMIについては、「M&A後の統合プロセスである」というその最も根幹に関わる部分についての共通認識は形成されているものであるが、より具体的なPMIのあり方については、M&Aのプロセスと関わらせて捉える議論が多くみられる。そこで、これまで発表されてきたいくつかの研究成果にもとづき、M&AプロセスにおけるPMIの位置づけ、M&AにおけるPMIの役割を確認してみたい。

内閣府経済社会総合研究所のM&A研究会では、M&A取引には次の3つの段階があると述べている。すなわち、①pre-M&A、②process of M&A、③post M&Aである。このうち、②のprocess of M&Aの段階は、「調査・マーケティング段階」、「交渉・調整段階」、「クロージング段階」からなる。したがって、PMIは③のpost M&A段階に相当し、「クロージング段階」以降のプロセスとの位置づけになっているが、「M&Aは、その後のポストM&Aが重要である」[M&A研究会 (内閣府経済社会総合研究所), 2006年, p. 149] との指摘がなされ、M&AにおけるPMIの重要性に対する認識が示されている¹⁾。

田村 [2009] は、一般にM&Aのプロセスは、事前 (Pre-Merger) 局面、エクゼキューション (Execution) 局面、事後 (Post-Merger) 局面に分かれ、それぞれの局面にM&Aの失敗要因である、(1)戦略の問題、(2)エクゼキューションの問題、(3)買収後のマネジメン

トの問題が対応するとし、M&A プロセスの最後にくる(3)買収後のマネジメントの問題が PMI であるとしている。[田村, 2009, pp. 102-103]

前田編 [2014] は、「PMI とは、M&A 後の統合プロセスのことであり、……PMI は、①経営の統合（経営理念、戦略の統合）、②業務の統合（業務・インフラ、人材・組織の統合）、そして③意識の統合（企業風土や文化の統合）の3段階に及ぶ」[前田編, 2014, p. 32] と定義し、以下のようなより詳細な M&A プロセスを提示したうえで、PMI の位置づけを示している。[前田編, 2014, p. 18]

①M&A プレ・フェーズ

- 1) 買収戦略の立案
- 2) ターゲット企業の選定

②M&A ファースト・フェーズ

- 1) フィナンシャルアドバイザー（FA）・弁護士等専門家の選定
- 2) ターゲット企業へのアプローチと初期分析
- 3) 企業価値算定
- 4) 買収スキーム策定

③M&A ミドル・フェーズ

- 1) 交渉
- 2) 基本合意
- 3) デューデリジェンス

④M&A ファイナル・フェーズ

- 1) 最終契約
- 2) クロージング
- 3) PMI

ここでも、M&A プロセスにおける PMI は、④の M&A ファイナル・フェーズのクロージング後に行われるプロセスとして位置づけられている。

しかしながら、これが示しているのは PMI の作業が実際に行われる実行段階を示したもので、「PMI はターゲット企業を決定する時点で、既に始まっていなければならない」[前田編, 2014, p. 33] とし、M&A プロセスの早い段階から PMI の検討が必要な点を指摘している。それは、PMI の視点から、ガバナンスの方針や統合の形態、持分比率、シナジー効果、経営陣等の人選、統合スケジュール等について早期に検討を開始し準備しておくこと

で、スムーズな PMI の実行が可能になるためである。

このような、早期の PMI の開始の重要性については、松江 [2008] でも指摘されている。

まず、松江 [2008] は、M&A の「成立」と「成功」を区別することの重要性を強調する。すなわち、「M&A の条件交渉に基づき契約行為がなされること（成立すること）が、企業にとって本当に価値をもたらした（成功した）のかどうかは一概に語ることはできない」[松江, 2008, p. 4] という。

ここで M&A の「成立」とは、「M&A の法的手続きが終了して新会社として立ち上がること」であるのに対し、M&A の「成功」とは、「企業自身の戦略上の目的が達成でき、加えて様々なステークホルダーの評価が得られること」[松江, 2008, p. 15] であると定義されている。

したがって、M&A の「成立」と「成功」は次元の異なるものであり、その間には大きなギャップが存在している。そこで、このギャップを埋め、M&A を「成立」から「成功」に導く方法論として「ポスト M&A」(PMI) が重要である点を松江 [2008] は指摘しているのである。

トーマツコンサルティング(現:デロイト トーマツ コンサルティング合同会社)が 2007 年に、M&A を経験した日本企業 162 社を対象に行った調査結果によると、「M&A の成功にどの実務が重要か」を尋ねた結果、第 1 に「戦略立案」で、第 2 に「ポスト M&A」があげられたという。[松江, 2008, pp. 30-31] このことから、M&A の成立後、それを「成功」へ導くために PMI が果たす役割の重要性が実務においても認識されていることがわかる。

このように、松江 [2008] では、M&A の「成立」が自動的に「成功」へ結びつくわけではなく、そこに PMI のプロセスが大きく関わってくる点を指摘している。そうした場合、M&A の「成立」までのプロセスと PMI のプロセスとの関係はどのように想定されているのであろうか。

松江 [2008] では、M&A の基本プロセスとして以下のステップがあげられている。[松江, 2008, p. 26]

①ターゲット選定

- 1) 買い手・売り手候補の選定
- 2) アドバイザーの選任
- 3) 候補企業の概要・業績検討

②基本合意

- 1) 守秘義務契約の締結
 - 2) 予備的デューデリジェンス
 - 3) 基本合意書（LOI）の調印
- ③デューデリジェンス
- 1) 詳細調査
 - 2) 意思決定手続き
- ④最終合意・クロージング
- 1) 最終契約書の調印
 - 2) 関連法案への準拠
 - 3) クロージング（最終契約締結）
 - 4) クロージング監査等
- ⑤統合
- 1) 統合実行

このような M&A の基本プロセスを前提に、PMI を次のように位置づけている。すなわち、「ポスト M&A（PMI）とは、狭義には統合日（DAY1）以降のプロセスを意味するが、本来的には『企業価値向上に向けた“基本合意以降”の統合アプローチ』として捉えるべきである」[松江, 2008, p. 37]としている。先の前田編 [2014] でも見られたように、PMI への早期の取り組みが重要であることが指摘されているが、それは、「成功している M&A のケースについては、基本合意の成立直後から統合後をにらんだ仕事に着手しているという数多くの事実がある」[松江, 2008, p. 37] ことにもとづいているという。

以上、M&A プロセスにおける PMI の位置づけを確認してきたが、PMI は「M&A 後の統合プロセス」として捉えられており、M&A プロセス全体の中では最終段階に位置付けられるものである。ただそれは PMI の作業が実際に行われる実行段階を示すとそのような位置づけになるということであり、M&A 後の統合作業を成功裏に進めるためには、M&A プロセスの早い段階から PMI への取り組みが重要であるということが明らかとなった。

3. M&A の成功と PMI

これまでの検討の中でも、M&A の成功にとって PMI が重要な役割を果たすことが指摘

されているが、それでは、そもそも M&A の成功とはどのようなものであろうか。すなわち、どのような状況になると M&A が成功といえるのか、あるいは何をもって M&A の成功といえるのだろうか。PMI が M&A の成功に大きな役割を果たすとしたら、PMI は M&A の成功へ向けた統合プロセスとなる必要があり、その目指すべき M&A の成功に対する明確なビジョンが必要となろう。

そこで本節では、これまで日米で行われたアンケート調査結果などにもとづき、M&A の「成功」というものをどのように捉えたらよいのかについて考察する。

(1) M&A の成否の問題域

M&A の成否をどのように判断すればよいかはとても難しい問題である。そもそもどのような観点で成否を評価すればよいか、どのような指標等で成否を測ればよいか、といった問題があろう。

ひとつには、M&A は何らかの目的をもって行なわれるとすれば、その目的をどのくらい達成したか、という目的の達成度に照らして評価するということが考えられる。M&A の目的には、たとえば、海外市場への進出や新規事業への参入、設備等の統廃合など、多様な目的（この場合、定性的に示された目的）があろうが、企業はこうした定性的な目的をもって M&A を行うであろう。そして、こうした定性的な目的に対して、どのくらい達成できたかを主観的に評価することもあるだろうし、より客観的にその達成状況を測るために何らかの指標を設定し、その指標に定量的な目標値を設定することもあるだろう。たとえば、シナジー効果はどのくらい見込まれ、売上高の成長率が何%で、コスト削減効果が〇〇億円、などのような形で示されるものである。このように、定量化された目標値があれば、実績値を測定し、目標の達成度をある程度客観的に測定することができるであろう。ただし、M&A の目的の達成度を測るために、どのような指標と目標値が適切かという問題は依然として残る。

また、M&A プロセスは長期にわたるため、どの時点であるいはどのくらいの期間で成否を測ればよいかも問題となる。松江 [2008] の議論にもあったように、M&A の「成立」と「成功」が違ふとすれば、M&A の「成立」時点をもって「成功」とはいえないであろう。では、M&A の「成立」後、どのくらいの期間を定め成否を判断したらよいのであろうか。わが国企業における大型買収のケースでも、一時的には失敗とみなされた投資が、長期的には価値をもたらす成功案件であったと評価が変わるケースも散見される²。しかし、あま

りに長期間になると、それが果たして M&A の効果によるものなのか、それとも経済環境の変化等の外的要因によるものなのかがわからなくなる。このように、M&A の成否を測る期間についても難しい問題を孕んでいるのである。

さらには、M&A の効果をどのように測定したらよいのかといった測定上の問題もある。たとえば、M&A を実行した場合と実行しなかった場合でどれくらい価値が増加したかを測定しようにも、M&A 実行後には当該企業はなくなっているため、M&A 実行によってどれだけ価値が増大したかを公平かつ正確に比較することはできないのである。[田村, 2009, p. 17 ; 服部, 2015, p. 493]

M&A の成否の評価については上記のような問題があるが、M&A の成否を株価等の分析をとおして実証的に明らかにする研究が米国を中心に、わが国においても多数行われている。こうした研究では、M&A 発表前後の短期間の株価の反応や、より長期間にわたる株価の推移が分析の対象とされる。

こうした研究から、M&A は買収対象企業の株主にはかなり大きなプラスの価値をもたらしているが、買収側のリターンはほぼゼロであり、全体としてややプラスの価値をもたらしていることが明らかにされている。[Jensen & Ruback, 1983 ; Rau & Vermaelen, 1998 ; 井上・加藤, 2006]

このような株価を用いた M&A の成否分析は、企業の外部者、すなわち「外部的な視点」から客観的にみた M&A の評価ということになる。

しかしながら、こうした分析手法は、個別的な企業の成否を見ているのではなく、株価の動きから買収企業・買収対象企業それぞれもしくは全体として価値を生み出しているかどうかを見ているものである。したがって、M&A の成功のために PMI を通じたマネジメントの問題としてどのような取り組みが必要かという観点とは別のものであるといえよう。

松江 [2008] も、M&A が成功かどうかは、統合日前後の株価の動きではなく、統合後に一定の混乱があったとしても一定期間かけて徐々に上昇軌道に乗せ、その上でさらなる転換を経て成長軌道へと乗せていけるかどうかにあるとしている。すなわち、M&A の成功とは、「案件の交渉が成立した以降に、Day 1 から始まる長期的なスパンの中で、絶えず評価を得ながら企業が成長していくプロセスの結果である」[松江, 2008, p. 36] と指摘している点は重要である。

そこで以下では、M&A の成功へ向けてどのように PMI を行っていくかという観点を重視し、主としてアンケート調査結果にもとづく M&A の成否に関する調査研究について検討

していく。これはいわば経営者（企業）の側、すなわち「内部的な視点」からの M&A 評価ということになる。

（2）米国コンサルティング会社による合併案件調査

Pautler [2003] では、1990 年代中期以降にコンサルティング会社が行った合併案件の成果に関する調査結果の分析を行っている。その目的は、次の 3 つの問題を検討することにあるという。[Pautler, 2003, p. 3]

- ①合併案件は、取引に関わる役員たちの目標や目的を達成する傾向にあるのか？
- ②客観的な基準にもとづき、取引は業界基準と比較して株主価値を高めたか？すなわち、取引は財務的な成功を収めたか？
- ③それほど成功していない取引と比較して、より成功した取引の特徴はどのようなものか？

Pautler [2003] が分析を行ったコンサルティング会社の主要な調査結果をまとめたものが図表 1 である。

まず、①の問題については、大部分のアンケート調査で概ねポジティブな回答を得ているという。所期の目的の 70～80%を達成できたという役員もしばしば見受けられる一方で、ほとんどのケースで合併による潜在的な効果を完全には達成できていないという結果になっている³。[Pautler, 2003, p. 4]

しかしながら、これらの調査結果は取引に関わり、その成功に責任を負っている役員たちの見解にもとづくものであり、取引の評価自体が妥当性を持つかどうかについては注意が必要である点を指摘している。[Pautler, 2003, p. 4]

次に、②の問題であるが、これについてはネガティブな回答が多くなっているという⁴。たとえば、業界の株価指数などと比較した場合、成功したとみなされる合併案件は半分以下であり、多くのケースで株主価値の向上に失敗しており、また、大多数のケースで売上高も合併後に減少している。[Pautler, 2003, p. 4]

しかし、合併が財務的に成功かどうかは、選択される基準によっても変わってくることに注意が必要であるという。すなわち、株価にせよ売上高にせよ、合併を経験した企業が含まれる業界平均などとの比較にもとづくことが多いが、理想的には、同じ業種に属する合併を経験していない同等の実力をもった複数の会社の財務業績指標を用いて比較することである。[Pautler, 2003, p. 5]

図表 1 合併ならびに PMI に関するコンサルティング会社公表文献の主要成果

主催者	主要成果	サンプル・手法・比較対象
KPMG2001	役員への調査では、82%が成功と考えている。30%が価値が向上し、39%が変化なし、31%が価値が低下したとしている。シナジーの達成度に焦点を絞ると、平均的な取引に関して成功のチャンスは28%増加した。	1997-1999年に700件のクロスボーダー取引を行った118社の役員に対する調査。取引成立直後と1年後の株価トレンドを所属産業の株価トレンドと比較。
KPMG1999	役員への調査では、75%が成功と考えている。17%が価値が向上し、30%が変化なし、53%が価値が低下したとしている。強力な取引マネジメントチームの選択に焦点を当て、綿密な統計計画を実行した会社では、平均より66%うまくいっていた。積極的にシナジーを追求し、十分コミュニケーションを図ることで、業績は45%改善した。組織文化の問題に焦点を当てることで、成功のチャンスは26%高まった。早期に行動することは成功への鍵であった。	1996-1997年にクロスボーダー取引を行った107社への調査。上記と同じ比較を行った。いくつかの%の比較基準については必ずしも十分な説明がなされていない。
Booz-Allen & Hamilton 2001	取引の53%が期待通りの成果を上げておらず、47%が合併発表時に明記された目的を達成していない。同業種の案件の55%が期待通りの成果を上げているのに対して、業種横断的な案件の場合は、期待通りの成果を上げているのは32%に過ぎない。合併に失敗したCEOの42%が2年以内に会社を去っているのに対して、成功したCEOについては16%である。	手法についての詳細は不明。
Business Week/Mercer 1995, Sirower BCG 2002	Mercer Mgt [1995]の結果では、27%が価値が向上し、33%が変化なし、50%が価値が低下した。買収を行わない企業は、買収企業よりも優れた成果を出しており、また経験豊かな買収企業は経験の少ない企業よりも優れた成果を収めている。 Sirower/BCG [2002]の結果では、1年後に61%が株価を下げている。平均して買い手企業は同業他社より4%価値を下げており、S&P500と比較しても9%価値を下げている。この研究では、1995年から2001年までに行われた302の大規模な取引について検証したものである。	1990-1995に行われた150件の大規模な取引のレビューである。取引の前後3ヶ月の株価をS&P500と比較した。最善の成果をもたらす取引のタイプに関する結果は、不定期に報告されている。買収をしていない会社との比較もいくつか行われている。
Mercer Consulting 2001	大西洋両岸で行われた合併案件の半分以上。取引を成功裏に進める管理者たちは、買収者を信用し、相互補完を目指し、特に注意深く計画し、スピーディに十分に方向づけられた実行を行う。	1994年から1999年までの大西洋両岸で行われた152件の取引について、取引後2年間のデータを産業別のS&P株価指数と比較
McKinsey 2000, 2001	取引の65-70%が株主価値の向上に失敗している。合併後の第一四半期で売上高の成長を維持している企業は36%であり、第三四半期においては11%に過ぎない。売上高の成長は同業他社を下回っていた。合併企業の40%がコストシナジーの実現に失敗している。関連した研究においても、買収企業の42%は、買収後3年間、業界内の競合他社より低い成長にとどまっている。	1990年から1997年までの193の取引。産業別のベンチマークが用いられた。以前行われた関連した調査では、1995-1996年に11の業界の企業による160の取引を検証した。
PriceWaterhouse Coopers 2000	買収企業の取引1年後の株価は、同業他社の株価と比べて3.7%低かった。コスト削減目標を達成している企業が39%なのに対して、市場浸透目標は60-70%の企業が達成している。企業が、統合チームやコミュニケーションを通じて、早期に素早く統合を行えば確実に成功率は高まる。役員の大多数(79%)はスピーディーな統合ができなかったことを悔やんでいた。	1999年に行われた広範にわたる産業の125社の役員に対する調査。調査企業の72%は米国企業である。
Accenture 2000, 2001	石油産業において、アライアンスから期待した成果を十分に達成した企業は39%であった。金融業界では、最善の取引においては、14-19%収益を改善し、株主価値は65%上昇した。	石油産業と金融業界を対象。金融業界については、1990年代からの72の取引について検討。
A. T. Kearney 1999	取引の58%が株主価値を毀損した。最高の成果をもたらす取引は、密接に関連した事業に関するものと、会社のコア領域の資産を十分に活用するものであった。成功した取引の74%は、経験豊富なマネージャーが携わっていた。	1993年から1996年までに行われた115の大規模な取引。取引の3ヶ月前と2年後のトータルな株主還元を比較。比較はサンプルの平均もしくは四分位で行った。
CSC Index Genesis 1997	取引後の業績に大きなバラつきがあるが、50%を若干超えるぐらいの会社がベンチマークを上回る業績を上げていた。	1989年から1993年までに行われた71の大規模な取引について、取引が行われた1年前から2年後までの市場価値の変化をピアグループと比較。
MAPI 1999	54%が成功、24%が若干変わった、11%が失敗。	上級役員80名に対する調査。成功の基準は不明。
Boston Consulting Group 2000,2001	金融会社にとって資産規模を2倍にすることは、サービス提供にかかわる単位当たりコストを20%減少させる。産業会社にとっては、材料費と購入部品費を10-15%削減することは、規模を拡大したのと同じ結果をもたらす。	BCG内部の調査に基づく。

[出所 : Pautler, 2003, pp. 6-8, Table 1]

また、成功は財務的なものだけを意味するのではなく、社会的な意味での成功もあるという。合併によってよりよい製品を生み出せたり、顧客に多様な製品の選択肢をもたらせたりできれば、たとえ財務的に失敗しても、社会的に成功といえる可能性もある。多くの

場合、財務的な成果と社会的な結果は一致するものであるが、合併に際して高いプレミアムを支払っていたり、ライバル企業が被買収企業を上回るイノベーションを行ったりする場合には財務的には失敗となるのである。[Pautler, 2003, p. 5]

そして、③の問題については、合併の成功要因のリストは取引形態によってもさまざまであるが、調査結果に共通してみられる発見事項は、幅広い状況に適用可能であるとしている。そうした成功要因の一例として次のようなものをあげている。[Pautler, 2003, pp. 8-9]

- ・焦点のはっきりした合併はよりよい成果に結びつく
- ・同等の規模の会社の合併はそうでない場合よりうまくいかないことが多い
- ・新しい資産と人材に関する統合計画を早期に立てることは成功の可能性を高める
- ・統合のペースをあげることで、早期にコスト削減を追及することは合併の成果を高める
- ・管理者は合併統合のリーダーを指名し、適切なインセンティブを与えなければならない
- ・管理者は組織間の文化の違いを認識し、従業員や顧客、ステークホルダーとの間で目的に応じたコミュニケーションを頻繁に行うことを通じて、ある程度コンフリクトを避けなければならない
- ・技術と人的資源に関わる合併の場合には特に、被買収企業にいる能力の高い人材を引き止めなければならない
- ・顧客と販売力の減少は最小限に食い止めなければならない

上記の通り、これらの成功要因の重要性は、取引の特徴に応じて取引ごとによって変わるものであるが、他のすべてに優先するひとつの要因は、早期に新しい統合プランが必要だということである点を指摘している。この早期のプランが意図するのは、統合する両社に対して、統合の成果を即座にもたらし、合併当初に統合に熱中する期間を作り出すことである。[Pautler, 2003, pp. 35-36]

Pautler [2003] の分析結果より、M&A（特に合併案件）の成功には、①主観的な評価と客観的な基準にもとづく評価（財務的な評価）があること、②財務的な成功と社会的な意味での成功があること、③成功要因は多数識別されるが、取引によって適切な成功要因は違ってくることが明らかとなった。しかしながら、「何をもちて M&A の成功といえるのか」という問題についてはいまだ不明確なまま残されているといえる。

（3）わが国におけるアンケート調査にもとづく M&A の成功度

①M&A の成否と目標達成度 ～デロイト トーマツ コンサルティングの調査結果～

本稿の「はじめに」では、トーマツコンサルティング（現：デロイト トーマツ コンサルティング合同会社）が行った調査結果をもとに、わが国企業において、過去に行った M&A 案件のうちで目標を十分に達成できたのは全体の 3 割程度に過ぎないことを指摘した。

具体的な数値を再掲すると、回答者の主観的評価であるが、過去に行った M&A 案件のうちで目標を十分に達成できた企業（成功企業）の割合は、2007 年の調査では 27%、2008 年の調査では 26%、2010 年の調査では 28%であった。一方、非成功企業の割合は、2007 年の 19%から 2008 年の 21%、2010 年の 25%へと増加しているという結果であった。

その後、デロイト トーマツ コンサルティングが 2013 年の 4～5 月に行った調査⁵では、成功企業の割合は 36%へと上昇している一方、非成功企業は 16%へと減少している結果となっている。[デロイト トーマツ コンサルティング, 2013, p. 3]

ここで、デロイト トーマツ コンサルティングによる「成功企業」とは、「過去の M&A 案件を振り返って、目標達成度を評価するとどのようになりますか？」という質問に対して、「目標達成度を 80%超と回答した企業」のことであり、「非成功企業」とは、「目標達成度を 40%以下と回答した企業」のことであるとしている。

このようにデロイト トーマツ コンサルティングでは、目標の 80%超を成功基準として「成功企業」を定義づけているが、その根拠となっているのは、同調査にて「M&A の目標をどの程度クリアすれば成功と評価していますか？」との質問項目を設けており、その結果、「80%超達成すれば成功」と回答した企業が 83%に上っていることによるものである。[デロイト トーマツ コンサルティング, 2013, p. 3]

以上のデロイト トーマツ コンサルティングの調査結果から、実務においては「目標達成度」が M&A の成否をわける基準のひとつになっていることがわかる。ただし、その目標が具体的にどのようなものであるのか、主観的なものなのか客観的なものなのか、あるいは回答者がどのような目標を想定して回答しているのかまではわからないのである。

②M&A の成否とその判断基準 ～プライスウォーターハウスクーパースの調査結果を中心に～

プライスウォーターハウスクーパースが行った調査では、M&A の成否の評価についてだけでなく、その判断基準についても調査が行われており、興味深い結果を示している。

まず、M&A の成否の評価についてであるが、同社が 2011 年に行った調査⁶では、過去 5 年以内に実際に M&A に取り組んだ経験をもつ企業はその結果をどのように評価している

のか、それぞれの回答企業にとって主要な M&A 案件 1 件について、その案件の満足度を質問している。[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 13]

この質問に対する回答結果であるが、「100 点」と回答した企業が 5%、「99~80 点」と回答した企業が 42%となっており、全体の 47%、ほぼ半数近くが 80 点以上と高い評価をしている結果になっている⁷。[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, pp. 13-14]

M&A の成否に対する評価はこのような結果になっているが、ここで、回答企業は何をもって案件の成否を判断しているのであろうか。プライスウォーターハウスクーパースでは、M&A 案件の成否の評価に用いる判断基準についても調査を行っている。

この質問に対する選択肢は、「当該案件の目的の達成度合いに照らして判断した（注：「本案件の目的達成度合い」と略記）」、「一般的に社内の投資基準として用いている定量的指標を満たしているかどうかで判断した（注：「社内の定量的指標」と略記）」、「社内の投資基準として用いる指標ではないが、一定の業績指標をもって判断した（例：利益、利益率、売上高など）（注：「一定の業績指標」と略記）」、「一般的に社内の投資基準として用いる定性的指標を満たしているかどうかで判断した（注：「社内の定性的指標」と略記）」の 4 つである。[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 14]

その結果、「本案件の目的達成度合い」が 45%、「社内の定量的指標」が 15%、「一定の業績指標」が 28%、「社内の定性的指標」が 12%となっており、「目的達成度合い」という主観的な評価と「定量的指標」を用いたより客観的な評価を行う企業がほぼ半々となっていることがわかる。[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, pp. 13-14]

このように、プライスウォーターハウスクーパースの調査では、M&A の成否の評価だけではなく、その判断基準についての調査が行われており、そこには主観的な評価と客観的（定量的）な評価という分析視角も含まれている点において、きわめて興味深い調査結果となっている。

このような M&A の成否の評価に際して、主観的な評価を行うか客観的な評価を行うかという論点については、松江 [2008] でも指摘されている。前述したように、松江 [2008] は、M&A の「成立」と「成功」を区別することの重要性を強調しており、M&A の「成功」を、「企業自身の戦略上の目的が達成でき、加えて様々なステークホルダーの評価が得られること」[松江, 2008, p. 15] と定義している。この定義には、成功の要件として次の 2 つの意味が込められているという。それは、「当初の目的達成という主観的評価」と「ステークホルダーの視点からの客観的評価」という 2 つの側面であり、これらが同時に達成され

ることを成功と位置づけているのである。[松江, 2008, p. 15]

「当初の目的達成という主観的評価」については、先にデロイト トーマツ コンサルティングの調査結果で確認済みであるので、ここでは、「ステークホルダーの視点からの客観的評価」の側面について、どのような指標が重視されるのか概観する。

松江 [2008] は、成功を測るモノサシとは、「株主、顧客をはじめ全ステークホルダーに対して評価を得られる指標設定、すなわち利益、売上、キャッシュフロー、株価、顧客満足度をバランスよく達成することである」[松江, 2008, p. 19] としている。そして、「成功企業ほど多面的な視点、つまり P/L の指標だけではなく、株価、キャッシュフロー、もしくは財務的な視点以外の非財務的な顧客満足度、生産の効率性を測る指標、こういったものを含めて M&A の成果を測っていることも明らかになった」[松江, 2008, p. 20] という。したがって、成功企業ほど、M&A の成果を測る指標として株価のみを偏重することなく、P/L 指標、B/S 項目、非財務指標を含め、多面的な指標を活用して成果の評価を行っていることがわかる。

このように松江 [2008] では、M&A の成否を捉える際に、目的達成という主観的評価のみならず、ステークホルダーの視点からその成果を定量的に把握する客観的な評価も重要であることを指摘しているのである。

また、松江 [2008] で紹介されているトーマツコンサルティング（現：デロイト トーマツ コンサルティング合同会社）が行った 2007 年の調査では、M&A の目標達成度について、M&A の形態別に「合併案件」と「買収案件」に分けて集計されている。

その結果、「合併案件」では、目標達成度「100%」と回答した企業が 5%、「90%前後」と回答した企業が 7%、「80%前後」と回答した企業が 12%となっており、目標達成度が 80%以上である「成功企業」の割合は 24%となっているのに対して、「買収案件」では、目標達成度「100%」と回答した企業が 8%、「90%前後」と回答した企業が 9%、「80%前後」と回答した企業が 12%となっており、「成功企業」の割合は 29%となっている。また、目標達成度 40%以下の「非成功企業」の割合も、「合併案件」が 19%、「買収案件」が 18%となっている。この結果は、「合併案件」の方が統合に伴う複雑なプロセスが必要になる分、失敗の可能性も高くなることを示しているものと思われる。

M&A の形態によってその後の統合プロセスである PMI も異なってくることを考慮すると、PMI という M&A 後の統合プロセスのあり方を考える際に、この形態別の成功度／失敗度という調査結果は優れた洞察を与えるものと考えられる。

以上、本節では、「M&A の成功」ということについて、さまざまな調査結果などにもとづきながら検討してきたが、基本的には、「M&A の成功」といった場合、M&A を行う目的／目標の達成度として捉えられていることがわかる。したがって、M&A を行う目的／目標が達成できれば、あるいはその達成度が高ければ「成功」とであるとされる。

M&A を行う目的／目標には、定性的に示されたものと、それを何らかの指標を用いて定量的に示したものとがあると考えられるのであり、それに対応して、達成度の判断についても、経営者あるいはアンケートの回答者の主観的評価と、達成度を測る何らかの指標にもとづく客観的評価があろう。

プライスウォーターハウスクーパースによるアンケート調査の結果では、「目的達成度合い」という主観的評価と「定量的指標」による客観的評価はほぼ半々で行われているという結果になっていた。しかし、「M&A の成功」をより客観的に評価するには、達成度を測る定量的な指標にもとづくことが有効であろう。

その達成度を測る指標としてどのようなものが用いられるかについては、松江 [2008] は、成功企業ほど、M&A の成果を測る指標として株価のみを偏重することなく、P/L 指標、B/S 項目、非財務指標を含め、多面的な指標を活用して成果の評価を行っていることを指摘していた。

ここで、M&A の目的の達成度を考える場合に、シナジー効果についても考慮する必要があると考えられる。すなわち、M&A の重要な目的のひとつにシナジー効果の追求があると考えられるのであり、したがって、当初想定していたシナジー効果が実現できたのかどうかといった観点から、M&A 目的の達成度評価も必要となるのではないだろうか。

通常、シナジー効果は、統合効果として売上高の増大やコスト削減額などとして定量的に示されることが多いものであり、その達成度を客観的に測るために指標や目標値を設定することも十分可能であろう。しかも、シナジー効果は M&A の目的とダイレクトに結びついているため、その達成度評価は M&A の成否判断に対しても大きな意味をもつものである。しかし、シナジー効果については、基本合意段階で想定されたものと、統合後の PMI 開始後に想定されるものとは異なる可能性も考えられる。実際に PMI が開始されてみると、当初想定していたシナジー効果の実現は難しく、別な形のシナジー効果の方が現実的だというようなことが判明することもありえよう。そうした場合には、シナジー効果の実現と M&A の目的の達成度、あるいは M&A の成否判断については十分な検討が必要になるであ

ろう。

この他にも、「M&A の成功」、すなわち、M&A の目的／目標達成度の評価には、評価期間をどう設定するか、測定方法をどうするか、M&A の形態による相違をどう考慮するかなど多様な問題が残されている。また、これまでみてきた M&A の目的達成度というのは、「内部的な視点」からの評価／判断である点にも注意が必要である。Pautler [2003] が指摘していたような M&A の「社会的な意味での成功」や、松江 [2008] が指摘するようなステークホルダーの視点からの M&A の成否といったことについても今後十分な議論が必要であろう。

4. PMI の実務

本節では、実務において PMI が実際にどのように行われているのかについて、これまで行われた PMI に関するいくつかのアンケートによる実態調査の結果をもとに概観し⁸、その特徴を明らかにしてみたい。

(1) プライスウォーターハウスクーパースによる調査結果

プライスウォーターハウスクーパースが 2007 年に行った M&A 実態調査⁹では、「合併・買収」プロセスを、「プレディール段階（戦略策定から事前検討）」、「ディール実行段階（MOU 締結から契約締結まで）」、「ポストディール段階（契約締結後の統合段階）」の 3 段階に分け、各段階において①実施した手続き、②苦勞した手続き、③今後実施すべきと感じた手続きについて質問している。[プライスウォーターハウスクーパース, 2008, p. 5]

プライスウォーターハウスクーパースによる調査結果をまとめたのが、図表 2 である。なお、本節での主眼は PMI にあることから、上記 3 段階のうち「ポストディール段階（契約締結後の統合段階）」の結果についてのみ概説する。

この調査結果をもとに、「ポストディール段階では、多くの手続きが実施されているが、どの手続きも実行にあたっては苦勞していると考えられる。統合後のモニタリングが十分に行われているケースは少なく、そのための機構・仕組みも整備されていないケースが多いと考えられる」[プライスウォーターハウスクーパース, 2008, p. 5] との問題点を指摘している。

そしてそのため、「シナジー実現や諸リスクへの対応が十分に行われず、M&A を通じた

企業価値創造の最大化を妨げている」[プライスウォーターハウスクーパース, 2008, p. 7]との認識を踏まえ、今後、M&A を成功に導くためにポストディール段階で不可欠なこととして、デュー・ディリジェンスで検出された課題を統合計画に反映し、経過をモニタリングすることによって、シナジー実現とリスク最小化を図り、M&A を通じた企業価値創造を実現していくことであるとしている。[プライスウォーターハウスクーパース, 2008, p. 8]

図表 2 ポストディール段階における手続調査結果

	ポストディール段階	
	回答数が多い項目	回答数が少ない項目
実施した手続 (複数回答)	組織・人員の再配置	統合経過のモニタリング
	業務プロセスの見直し	設備の合理化
	人事制度の統一・変更	情報システムの統廃合
苦勞した手続 (複数回答)	企業文化の融合	統合経過のモニタリング
	組織・人員の再配置	設備の合理化
	情報システムの統廃合	製品ラインナップ見直し
今後実施すべきと 感じた手続 (複数回答)	統合経過のモニタリング	業務プロセスの見直し
	情報システムの統廃合	製品ラインナップ見直し
		設備の合理化

[出所：プライスウォーターハウスクーパース, 2008, p. 5, 「合併・買収」プロセスに関わる調査結果の要約をもとに作成]

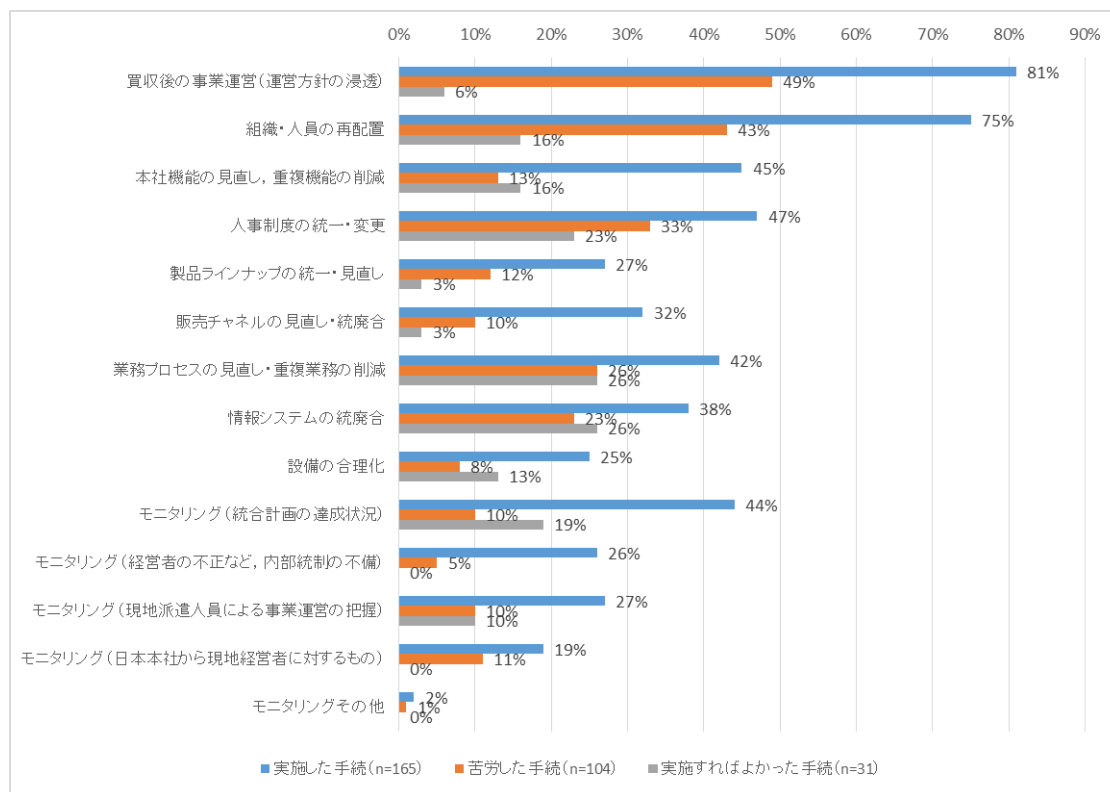
また、プライスウォーターハウスクーパースが 2011 年に行った調査については、2007 年の調査結果と同様に、「合併・買収」プロセスを、「プレディール段階」、「ディール実行段階」、「ポストディール段階」の 3 段階に分け、各段階において①実施した手続き、②苦勞した手続き、③実施すればよかった手続きについて質問した結果が紹介されている。

ここでも、「ポストディール段階」についてのみ取り上げるが、各項目について、①実施した手続、②苦勞した手続、③実施すればよかった手続について回答した割合は図表 3 のとおりである。

「実施した手続」として回答数が多かったのは、「買収後の事業運営（運営方針の浸透）」(81%)、「組織・人員の再配置」(75%) という 2 つの項目であり、同時に、それぞれに回答した企業の半数以上が、それらの項目を「苦勞した手続」と回答している。[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 18] これはまさに、買収後の事業運営と組織づくりの重要性と難しさを示す結果となっているものと思われる。同社では、「まず最重要課題とし

でほとんどの回答企業がこれら戦略と組織の統合に取り組」[プライスウォーターハウスクーパーズ, 2011, p. 18] んでいることがわかるとのコメントをしている。

図表 3 ポストディール段階の手続調査



[出所：プライスウォーターハウスクーパーズ, 2011, p. 19, 図表 53]

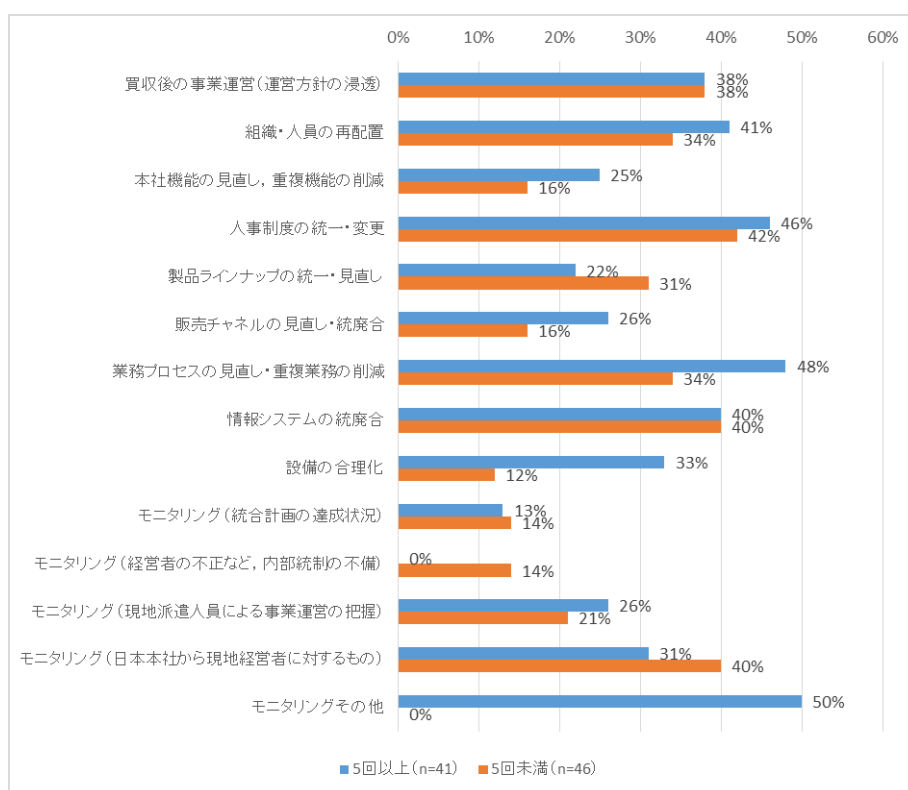
次いであげられているのが、「人事制度の統一・変更」(47%)、「本社機能の見直し, 重複機能の削減」(45%)、「モニタリング(統合計画の達成状況)」(44%)、「業務プロセスの見直し・重複業務の削減」(42%)などとなっている。また、このうち「苦労している手続」として半数以上の企業があげているのは、「人事制度の統一・変更」(33%)、「業務プロセスの見直し・重複業務の削減」(26%)となっている。一方、「実施すればよかった手続」として回答数が多かったのは、「業務プロセスの見直し・重複業務の削減」(26%)、「情報システムの統廃合」(26%)、「人事制度の統一・変更」(23%)、「モニタリング(統合計画の達成状況)」(19%)などとなっている。[プライスウォーターハウスクーパーズ, 2011, p. 19]

こうした結果に関して同社では、「戦略と組織を統合した次の課題として、効率的な業務運営体制を計画し、且つその状況をモニターすることで、着実なコスト削減につなげてい

くことをねらったものだといえる」[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 19]とコメントしている。また、2007年の調査結果では、統合・再編の経過をチェックするモニタリングに課題があるとの認識であったが、2011年の調査結果を見ると、統合計画の達成状況に関するモニタリングについては企業にだいぶ普及してきている状況が伺える結果となっている。

2011年に行われた調査では、M&Aを5回以上経験した企業と5回未満の企業にわけて、ポストディール段階で苦労した手続きについての回答を紹介している。(図表4参照)

図表4 ポストディール段階で苦労した手続とM&A経験



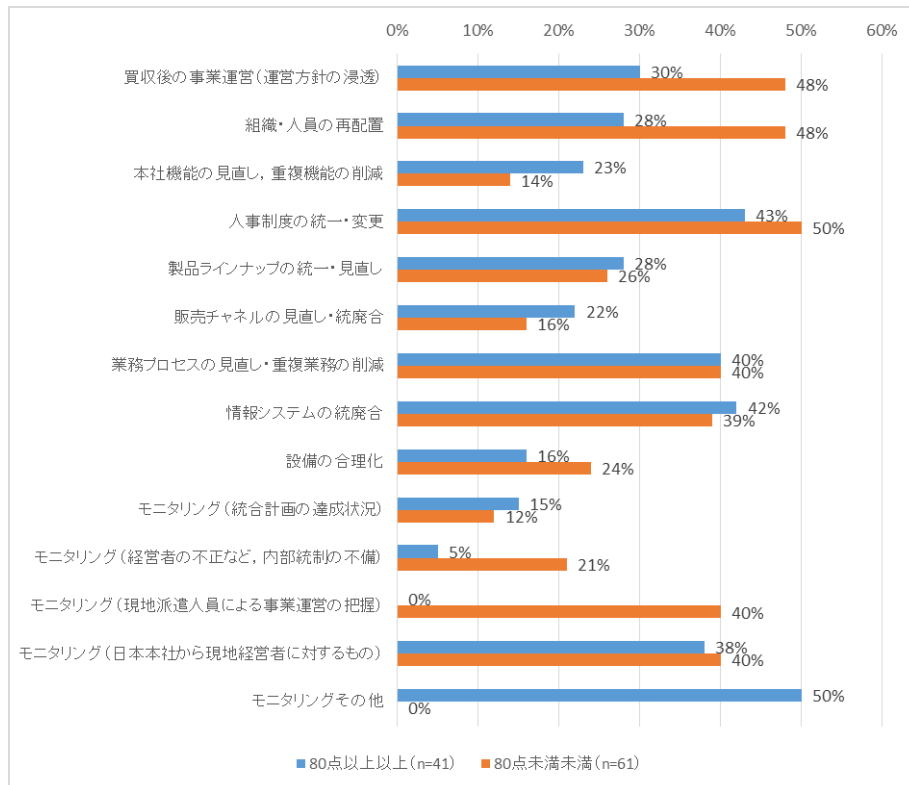
[出所：プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 20, 図表 56]

この結果を見ると、M&A経験が多い企業の方が、ポストディール段階で苦労する手続が多いことがわかる。同社では、この理由のひとつとして、「M&A経験が増えるに従い、よりポストディール活動の充実が重要な課題と認識されていることが考えられる」[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 20]と分析している。そしてそれが特に、「販売チャネルの見直し・統廃合、業務プロセスの見直し・重複業務の削減、設備の合理化など、よりオペレーションに踏み込んだところで苦労を強いられている」[プライスウォーターハ

ウスコーパス, 2011, p. 20] 結果につながっていると指摘している。

さらに、2011年に行われた調査では、M&A 案件に対する満足度を 80%以上と 80%未満
 に関し、案件満足度に応じてポストディール段階で「苦労した手続」にどのような相違が
 あるかを分析している。(図表 5 参照)

図表 5 ポストディール段階で苦労した手続と M&A 満足度



[出所：プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 20, 図表 57]

案件満足度によって大きく回答割合が異なる項目として、「買収後の事業運営（運営方針の浸透）」と「組織・人員の再配置」という戦略と組織の統合に係る 2 つの手続があげられる。すなわち、満足度が高い企業では 3 割程度の企業しか苦労していないのに対して、満足度が低い企業では約 5 割の企業が苦労したと回答している。また、「モニタリング」に関連した一部の項目でも回答に大きな差がみられる結果となっている。[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 20]

この点に関して同社では、次のように分析している。

これらは必ずしも M&A 経験によって違いが生じるものでなかったことから、ひと

つには両者の組織カルチャーの違いを個別案件ごとに調整していく必要があり、その相性が満足度に影響しているといったことが考えられる。モニタリングの多くの項目でも同じ傾向がみられることから、In-Out 案件でも同様といえそうだ。

In-Out 案件においては、統合後の作業は現地のマネジメントや業務運営モニタリングが大きな割合を占め、且つ回答企業の多くはそれに苦勞している。……モニタリングの成否が、案件満足度にも大きな影響を与えている。[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 20]

以上のような調査結果を踏まえて、「ディールの実行段階から、ポスト・ディール段階においてどのような戦略・組織およびオペレーションの変更がどの程度必要となるのかをある程度見通しておくこともまた案件を成功に導くために必要だといえる」[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 22] との指摘がなされているが、これは M&A の成功へ向けて早期の PMI の取り組みの重要性を示唆するものといえよう。

プライスウォーターハウスクーパースによる調査では、PMI に対する取り組みについて、「実施した手続」、「苦勞した手続」、「実施すればよかった手続」という観点から明らかにしており、きわめて興味深い調査結果が得られている。実務において、PMI では「何を行っているか」を知ることはもちろん大切であるが、実施していることの中にどのような問題があるのか、あるいは実施しなかったがすればよかったと考えていることの中にこそ、M&A の成功のための効果的な PMI を考えるヒントがあると考えられる。

調査結果から、戦略と組織・人事の統合はほとんどの企業が取り組んでいるが、同時にそれらの実施に苦勞していること、そして次の課題として効率的な業務運営体制を計画し、その状況をモニターする仕組みづくりが指摘されていた。また、「企業文化の融合」も苦勞した手続としてあげられていることがわかる。

ただ、モニタリングの課題について指摘したように、年を追うごとに改善がみられる項目もある。こうした特に重要な問題については、M&A あるいは PMI の経験を重ねていくことによって、企業自身が改善を図っていくものと思われる。したがって、今日的な状況において、何が新しい課題なのかを見極めることが重要だと考えられる。そのためにも、プライスウォーターハウスクーパースによる、「実施した手続」、「苦勞した手続」、「実施すればよかった手続」に関する調査は、興味深くかつ意義深いものと考えられる。

(2) トーマツコンサルティング（松江 [2008]）による調査結果

松江 [2008] では、トーマツコンサルティング（現：デロイト トーマツ コンサルティング合同会社）による 2007 年の調査結果にもとづきながら、PMI プロセスを成功裏に進める方法論を展開している。その際、調査結果を成功企業（目標達成度が 10 段階のうち 8 以上の企業）と非成功企業（目標達成度が 10 段階のうち 4 以下の企業）にわけ、それぞれがどのような PMI を行っているか、その特徴の比較分析を行っており、成功する PMI とはどのようなものかを考えるためにきわめて意義深い洞察が得られるものである。

<経営戦略・中期経営計画>

まず、「中期経営計画の策定方法」についての調査結果である。中期経営計画は、新会社のビジョンや経営戦略を具体的な形として示していくものであり、PMI にとっても極めて重要な意味をもつものである。

選択肢は、①「両社の経営計画に基本的には手を加えず合算してまとめた」、②「両社の経営計画を共に見直し再策定した」、③「対象先の経営計画のみを見直し、自社との整合性を図った」、④「自社の計画に本 M&A は概算レベルで織り込まれていたため何もしなかった」の 4 つである。

その結果、「成功企業」では、②「両社の経営計画を共に見直し再策定した」(39%) とする傾向があるのに対して、「非成功企業」では、②は 10% と大きな開きがみられる。また、「非成功企業」では、①「両社の経営計画に基本的には手を加えず合算してまとめた」(45%) と、④「自社の計画に本 M&A は概算レベルで織り込まれていたため何もしなかった」(25%) が高い割合であるのに対して、「成功企業」では①は 25%、④は 11% と低くなっている。[松江, 2008, pp. 150-151]

この結果より、「M&A の成功に向けて統合後の中期経営計画の果たす余地はきわめて大きく、またその取組み方の違いがその成果を決定づけて」おり、「戦略の統合においては、双方の計画に踏み込んで再策定していくことが重要である」[松江, 2008, p. 150] との指摘がなされている。

また、「中期経営計画の策定期間」についての調査であるが、選択肢は、①「基本合意から DAY 1 まで」、②「DAY 1 以降 3 ヶ月以内」、③「DAY 1 以降 3 ヶ月超 6 ヶ月以内」、④「DAY 1 以降 6 ヶ月超 1 年以内」、⑤「1 年超」の 5 つである。

その結果、「成功案件」では、①「基本合意から DAY 1 まで」が 27%、②「DAY 1 以降

3 ヶ月以内」が 28%となっており、半数を超える企業（55%）が基本合意から 3 ヶ月以内に策定しているのに対して、「失敗案件¹⁰」では、①が 22%、②が 26%となっており、基本合意から 3 ヶ月以内に策定している企業は 48%にとどまる結果となっている。また、⑤「1 年超」については、「成功案件」は 13%であるのに対して、「失敗案件」は 19%となっており、その割合が顕著に高くなっている。[松江, 2008, p. 163]

このように、「成功案件のほうが失敗案件より比較的早期に中期経営計画策定に取り組んでいることがわかる」[松江, 2008, p. 164] 結果となっている。

<シナジー効果>

次に、シナジー効果についての調査結果である。シナジー効果の追求は、M&A の大きな目的のひとつであり、シナジー効果の実現は M&A の成功に対して重大な影響を与えるものである。したがって、シナジー効果の実現へ向けて PMI をいかに進めていくかは成功裏の PMI にとって重要な論点となるものである。

まず、「シナジー効果の検討目的」についての調査であるが、選択肢は、①「交渉条件の最終化を行うため」、②「新会社の経営目標を明確化するため」、③「株主に統合のメリットについて説明するため」、④「従業員をはじめ統合事業者間での納得感を得るため」の 4 つである。

その結果、「成功案件」では、①が 25%、②が 41%、③が 15%、④が 19%、「失敗案件」では、①が 30%、②が 29%、③が 19%、④が 23%となっている。[松江, 2008, p. 174]「成功案件」では、②「新会社の経営目標を明確化するため」が最も高く、4 割以上の回答があったのに対して、「失敗案件」では、①「交渉条件の最終化を行うため」が最も高くなっており（30%）、②は 29%と「成功案件」とは大きな開きがみられる。したがって、成功に向けては、シナジー効果の検討目的として、「実際の統合目的を明確に示す上で統合新会社の目指すべき目標として設定すること」[松江, 2008, p. 174] が重視されていることがわかる。

次に、「シナジー効果の戦略への反映方法」についての調査であるが、選択肢は、①「経営環境を再分析しシナジー効果を踏まえ両社の戦略を一から見直した」、②シナジー効果を生むための施策のみを両社の戦略に追加した」、③「両社の既存戦略を併存させた（特にシナジー効果は反映させなかった）」、④「自社にもたらすシナジー効果を優先し、対象先の既存戦略のみを修正した」の 4 つである。

その結果、「成功案件」では、①「経営環境を再分析しシナジー効果を踏まえ両社の戦略

を一から見直した」が 34%，②シナジー効果を生むための施策のみを両社の戦略に追加した」が 39%となっており，両者合わせて全体の 73%を占めている。一方，「失敗案件」では，①が 18%，②が 29%となっており，大きな開きがみられる。[松江, 2008, p. 159] したがって，「成功案件ほど両社の計画をともに見直す中で，シナジー施策を積極的に反映していくことの重要性がわかる」[松江, 2008, p. 160] 結果となっている。

また，失敗案件では，④「自社にもたらすシナジー効果を優先し，対象先の既存戦略のみを修正した」が 38%と，成功案件の 17%の倍以上の割合となっている。[松江, 2008, p. 159] このことから，「自社側の一方向の視点だけに立ってシナジー効果を分析して，相手方一方だけが計画に反映しているアプローチでは，成功には近づけない」[松江, 2008, p. 160] 点を指摘している。

以上より，「中期経営計画を策定する上では，統合する両社が既存の計画に手を入れることが必要であると同時に，そこにおいては統合によるダイナミズムを実現すべく，シナジー効果についても双方が織り込むことが，成功に向けては必要であることがわかる」[松江, 2008, p. 160] としている。

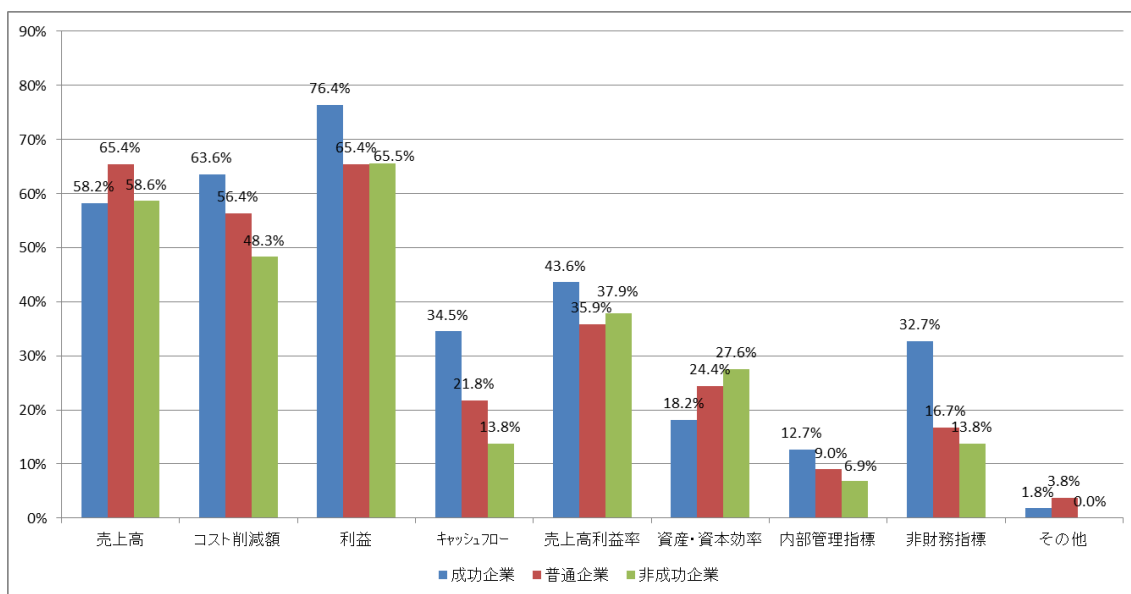
そして，シナジー効果を測る指標についての調査（「シナジー効果の定量化における評価指標」）であるが，選択肢は，①「売上高」，②「コスト削減額」，③「利益」，④「キャッシュフロー」，⑤「売上高利益率」，⑥「資産・資本効率」，⑦「内部管理指標」，⑧「非財務指標」，⑨「その他」の 9 つである（複数回答）。なお，本調査では，「成功企業」と「普通企業」（目標達成度が 10 段階のうち 5 から 7 の企業），「非成功企業」の間での比較を行っている。

その結果は図表 6 のとおりである。これをみると，「成功企業」，「普通企業」，「非成功企業」のいずれも③「利益」を用いている割合が高いことがわかる。それに次いで，①「売上高」や②「コスト削減額」などの割合も高くなっており，全体的に P/L 項目を中心にシナジー効果を測っていることがわかる。また，「成功企業」ほど，④「キャッシュフロー」や⑧「非財務指標」を活用していることがわかる。一方，⑥「資産・資本効率」については，「非成功企業」の割合が最も高いという興味深い結果がでている。

さらに，「シナジー効果の検討レベル」についての調査であるが，選択肢は，①「経営陣と一部スタッフにより概算レベルで定性的なものに限って検討した」，②「経営陣と一部スタッフにより概算レベルで定量・定性両面で検討した」，③「現場部門も巻き込み概算レベルに加えてボトムアップ的に精緻に検討した」，④「外部機関等による分析結果を活用

し、特に自社では分析しなかった」, ⑤「シナジー効果についてはほとんど検討していない」の5つである。ここでは特に合併案件の特徴についての調査結果を取り上げる。

図表 6 シナジー効果の評価指標



[出所：松江, 2008, p. 182, 図表 5-3]

その結果、「成功案件」、「失敗案件」とも、②「経営陣と一部スタッフにより概算レベルで定量・定性両面で検討した」が最も高い割合になっているが、「成功案件」では62%、「失敗案件」では50%と、その割合に大きな開きがあることがわかる。また、①「経営陣と一部スタッフにより概算レベルで定性的なものに限って検討した」については、「成功案件」が13%、「失敗案件」が30%となっており、①と②への回答の結果から、「成功案件」ほど、定性・定量の両面でシナジー効果を検討していることがわかる。[松江, 2008, p. 199]

③「現場部門も巻き込み概算レベルに加えてボトムアップ的により精緻に検討した」については、「成功案件」の25%に対して、「失敗案件」では0%となっていることから、「合併案件においては、トップダウンでの概算レベルの定量化に止まらず、現場レベルも巻き込んでボトムアップ的に検討することも成功に向けては重要な意味をもっていることがわかる」[松江, 2008, p. 200] 結果となっている。

そしてまた、④「外部機関等による分析結果を活用し、特に自社では分析しなかった」と、⑤「シナジー効果についてはほとんど検討していない」については、「成功案件」では両方とも0%であるのに対して、「失敗案件」では、両方とも10%ずつとなっている。[松

江, 2008, p. 199] したがって, M&A の成功に向けてはしっかりとシナジー効果の検討が必要であることを示唆する結果となっているといえよう。

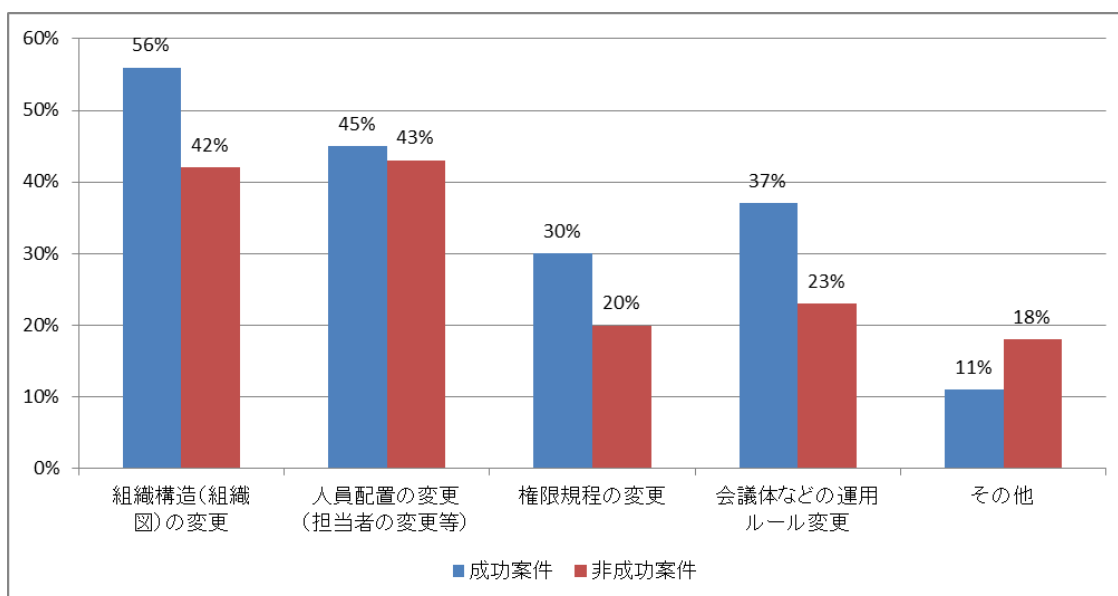
<組織・人事>

PMI において, 新会社の組織・人員配置・ガバナンス体制をどうするか, また人事制度をどう統合していくかは非常に重要であるが難しい問題である。

まず, 「組織統合のレベル」についての調査であるが, 選択肢は, ①「組織構造(組織図)の変更」, ②「人員配置の変更(担当者の変更等)」, ③「権限規程の変更」, ④「会議体などの運用ルール変更」, ⑤「その他」の5つである(複数回答)。

その結果は図表7のとおりである。これをみると, 「成功案件」では, ①「組織構造(組織図)の変更」が56%と最も回答が多くなっているのに対して, 「失敗案件」で最も回答が多いのは②「人員配置の変更(担当者の変更等)」の43%で, 「成功案件」で一番多かった①は42%で二番目になっており, その選択割合も「成功案件」とは14%の開きがついている。また, 「成功案件」と「失敗案件」では, ③「権限規程の変更」や④「会議体などの運用ルール変更」の回答割合も大きく差が出ている結果となっている。

図表7 PMIにおける組織統合のレベル



[出所: 松江, 2008, p. 215, 図表 6-3]

したがって, 「成功している案件ほど, 組織・ガバナンスの統合にあらゆる観点から手を

入れていることが」[松江, 2008, p. 215] わかるのである。

次に、「組織構造の変更領域」についての調査結果であるが、これについては、「買収案件」と「合併案件」との比較分析を行っている。選択肢は、①「経営レベル（役員体制など）のみ」、②「一部の事業・機能の重複している部門のみ（営業部門、間接部門等）」、③「組織の大半を再構成」、④「組織再編は行わなかった（旧来の組織を併存）」の4つである。

その結果、「買収案件」については、①「経営レベルのみ」が、「成功案件」で49%、「失敗案件」で54%と、ともに多数を占める結果となったが、「失敗案件」の方がやや割合が高くなっている。「買収案件」における①への回答率の高さが特徴的であり、「合併案件」との大きな違いとなっている（「合併案件」では、「成功案件」が17%、「失敗案件」が14%である）。[松江, 2008, pp. 216-217]

また、「買収案件」における、②「一部の事業・機能の重複している部門のみ」や③「組織の大半を再構成」、④「組織再編は行わなかった」の選択率をみると、「成功案件」が②19%、③19%、④13%で、「失敗案件」が②12%、③9%、④25%となっていることから、買収における成功のためには、まず組織再編を行うことを前提として、「一部重複した組織の再編や組織全体の再編成などを積極的に行っていくことが有効ということになる」[松江, 2008, p. 216] 点を指摘している。

一方、「合併案件」については、前述のように、①「経営レベルのみ」の割合が減り、「成功案件」では、②「一部の事業・機能の重複している部門のみ」が35%、③「組織の大半を再構成」が33%とこれらだけで7割近くを占めるようになる。「失敗案件」との相違は、③「組織の大半を再構成」と④「組織再編は行わなかった」の選択率に顕著にみられる。すなわち、「成功案件」では③33%、④15%であるのに対して、「失敗案件」では③14%、④33%とほぼ逆の形になっている。したがって、「合併案件」の場合には、「より大胆に組織を見直すか見直さないかが成否を分ける要因になっていることが読みとれる」[松江, 2008, p. 217] と指摘されている。

続いて「役員の選出方法」に関する調査結果であるが、これは、合併のケースと買収のケースそれぞれについて、過去に実施した「成功案件」における「役員の選出方法」の実態を「成功企業」、「普通企業」、「非成功企業」について調査したものである。なお、本稿では「成功企業」と「非成功企業」のみ取り上げる。

まず、合併のケースであるが、選択肢は、①「出身問わず個々の能力に応じ選出」、②「両社より半数ずつ選出」、③「合併の力関係に基づき選出」、④「役員全員自社より選出」の4

つである。

その結果、「成功企業」では、①「出身問わず個々の能力に応じ選出」が34%と最も回答率が高く、「非成功企業」の12%を大きく上回る結果となっており、この点が成否を分けるポイントとなる可能性が指摘できる。また、「成功企業」では、④「役員全員自社より選出」が22%と高いことが特徴である（「非成功企業」は13%である）。「非成功企業」については、③「合併の力関係に基づき選出」が62%と際立って高くなっている点が特徴的である（「成功企業」は33%である）。[松江, 2008, pp. 209-210]

一方、買収のケースであるが、選択肢は、①「出身問わず個々の能力に応じ選出」、②「自社から1~2名程度を派遣」、③「自社から役員の過半を派遣」、④「役員全員を自社から派遣」、⑤「役員体制は変更しなかった」の5つである。

その結果、②「自社から1~2名程度を派遣」が、「成功企業」で50%、「非成功企業」で59%と、ともに過半数を占める結果となった。したがって、この選出方法が「買収時の一般的なパターンになっている」[松江, 2008, pp. 209-210]と指摘されている。また、①「出身問わず個々の能力に応じ選出」について、「成功企業」では12%、「非成功企業」では8%となっており、合併のケースと同様に、「出身母体にとらわれずに実力本位で役員を選出していくことが成功の要因になることが明らかとなった」[松江, 2008, p. 209]としている。

「役員の選出方法」に続いて、今度は、合併のケースにおける「管理職の配置」についての調査結果である。これは、合併のケースについて、「役員の選出方法」の調査と同様に、過去に実施した「成功案件」における「管理職の配置」実態を「成功企業」、「普通企業」、「非成功企業」について調査したものである。なお、本稿では「成功企業」と「非成功企業」のみ取り上げる。選択肢は、①「出身組織にかかわらず実力本位」、②「出身組織ごとにたすきがけ」、③「旧組織の部署をそのまま新組織に移行させたため管理職の配置は従来どおり」の3つである。

その結果、①「出身組織にかかわらず実力本位」が、「成功企業」では52%と過半数を超えているのに対して、「非成功企業」では37%と大きな開きがみられる。したがって、「管理職の配置」についても、「役員の選出方法」と同様に、実力本位で行うことが成功に結びつくと考えられる。一方、②「出身組織ごとにたすきがけ」という「たすきがけ人事」についてであるが、「成功企業」では11%であるのに対して、「非成功企業」では37%と大きく上回っている。したがって、「たすきがけという手法は、最終的な成功に向けて有効な方策とはいえない」[松江, 2008, p. 221]との指摘がなされている。

次に、「従業員の人事制度の統合」についての調査結果であるが、これは、合併のケースと買収のケースそれぞれについて、「成功案件」と「失敗案件」について調査したものである。

まず、買収のケースであるが、選択肢は、①「買収先の制度のみをゼロリセットで設計した」、②「買収先の制度を自社の制度に合わせた」、③「何もしなかった」、④「ゼロリセットで両社にとって新しい制度を設計・導入した」の4つである。

その結果、買収のケースでは、「成功案件」、「失敗案件」ともに③「何もしなかった」が多い結果となったという（「成功案件」は46%であるが、「失敗案件」のデータは掲載されていないため不明である）。また、買収のケースでは、すべての選択肢について、「成功案件」と「失敗案件」の回答率は拮抗しているという（「成功案件」のデータは、①が11%、②が38%、④が5%であり、制度統合の割合は54%である）。[松江, 2008, p. 245]

ただ、注目すべきなのは、買収のケースにおいても、5割を超える企業で何らかの人事制度の統合を行っているという実態である。一般には、人事制度の統合の必要性は合併の場合に高いと考えられているが、この調査結果から、成功のためには買収においても人事制度の統合が図られていることがわかる。この理由について、松江 [2008] は次のように述べている。

……実際に買収後の子会社の運用を考えると、人材を役員や従業員レベルで送り込み、親会社として子会社も含めて求心力を持ってグループ経営をコントロールしていく上では、ミッションやそれに対する人材のパフォーマンス評価や人材登用の目線を合わせていくことの必要性を痛感する。統合の効果を上げていくことを考えると、戦略の共有と同時にそれを実行する人材レベルを共通に引き上げていくことが不可欠だからである。[松江, 2008, p. 246]

一方、合併のケースでは、選択肢は、①「ゼロリセットで両社にとって新しい制度を設計・導入した」、②「自社の制度に統合した」、③「制度統合しなかった」の3つである。

その結果、合併のケースでは、①「ゼロリセットで両社にとって新しい制度を設計・導入した」が、「成功案件」では16%であるのに対して、「失敗案件」では0%であった。このことから、合併のケースでは、ゼロリセットで新しい制度を設計・導入するかどうか成否に大きな影響をもつものと考えられる。[松江, 2008, p. 245]

また、合併のケース、買収のケースともに最も多い回答は「自社の制度に統合した」というものであり、「成功案件」において、合併の場合は 60%、買収の場合は 38%を占めている。この点について松江 [2008] は、「現実的には、統合の局面では時間的な制約がある中で、制度統合は既存制度をベースに片寄せする方向が、合併、買収双方の形態ともに一般に多く選択されている」[松江, 2008, p. 246] 点を指摘している。

続いて、人事政策上の重要テーマである「報酬水準の統合」についての調査結果である。これは、過去に実施した「成功案件」における「報酬水準の統合」実態を「成功企業」、「普通企業」、「非成功企業」について調査したものである。なお、本稿では「成功企業」と「非成功企業」のみ取り上げる。選択肢は、①「まったく新しい水準を設定した」、②「高い水準に合わせた」、③「平均をとった」、④「低い水準に合わせた」、⑤「報酬水準は合わせなかった」、⑥「その他」の 6 つである。

その結果、「成功企業」では、①「まったく新しい水準を設定した」が 24%、②「高い水準に合わせた」も 24%に上るのに対して、「失敗企業」では、そのどちらも 0%となっている。一方、「失敗企業」では、④「低い水準に合わせた」が 25%、⑤「報酬水準は合わせなかった」が 62%と高い割合になっているのに対して、「成功企業」では、④が 12%、⑤が 40%となっており、大きな開きが見られる。[松江, 2008, pp. 253-254]

この結果から、成功企業ほど「新しい水準」を設定したり、「高い水準」に合わせたりするなど、従業員の納得感を高め、モチベーションを維持・向上させる方策をとっているものと考えられる。

<組織風土>

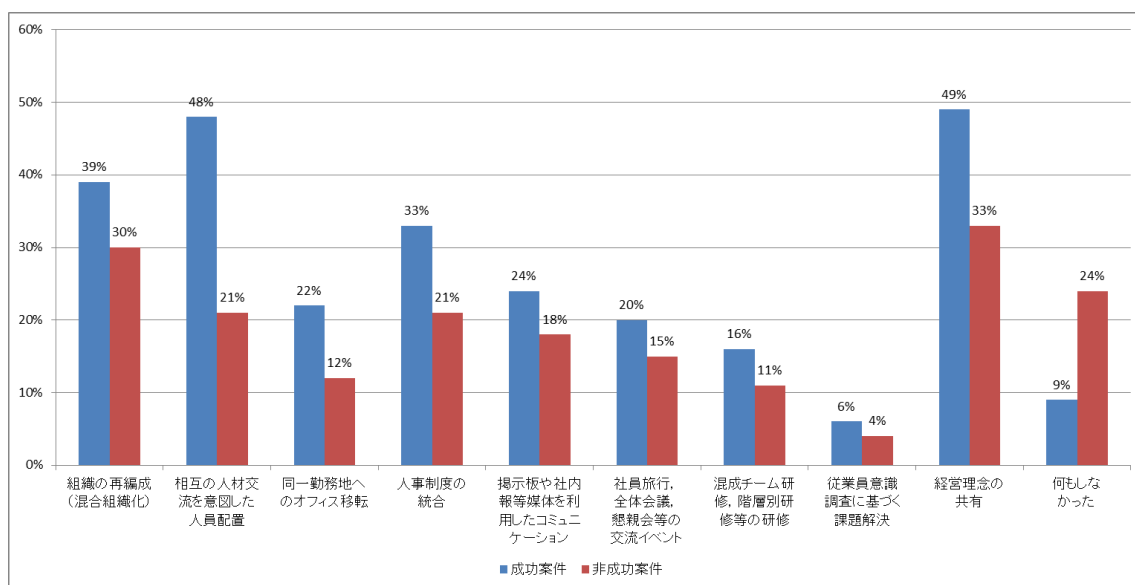
M&A の成功のためには、統合企業同士の風土を融合させて新たな企業風土を作り上げていく必要がある。そこで、PMI においては、風土融合を促進するような施策の実行が求められる。

「風土融合のために最も効果のあった施策」に関する調査結果では、過去に経験した「成功案件」と「非成功案件」について、風土・文化の融合に向けて取り組んだ施策の中で最も効果があったと思われる施策について調査している。選択肢は、①「組織の再編成（混合組織化）」、②「相互の人材交流を意図した人員配置」、③「同一勤務地へのオフィス移転」、④「人事制度の統合」、⑤「掲示板や社内報等媒体を利用したコミュニケーション」、⑥「社員旅行、全体会議、懇親会等の交流イベント」、⑦「混成チーム研修、階層別研修等の研修」、

⑧「従業員意識調査に基づく課題解決」、⑨「経営理念の共有」、⑩「何もしなかった」の10個である（複数回答）。

その結果は図表8のとおりである。これをみると、⑨「経営理念の共有」が、「成功案件」、「非成功案件」とともに最も高くなっており、次いで、②「相互の人材交流を意図した人員配置」、①「組織の再編成（混合組織化）」、④「人事制度の統合」などと人や組織に関する施策が続いている。この結果から、風土融合の施策として、まず理念・価値観の共有が有効かつ不可欠であることがわかる。

図表8 風土融合に最も効果のあった施策



[出所：松江, 2008, p. 279, 図表 8-1]

また興味深いのは、⑩「何もしなかった」という選択肢を除いて他のすべての選択肢（施策）において、「成功案件」の選択率が「非成功案件」を上回っているということである。つまり、「失敗しているケースほど、風土融合への努力が何も行われていない」のであり、「どのような施策であれ、実行することが成功への可能性を高めていくということがわかる」[松江, 2008, p. 278] 結果となっている。

以上、松江 [2008] では、トーマツコンサルティングによる 2007 年の調査結果にもとづきながら、「成功企業（成功案件）」と「非成功企業（失敗案件）」との比較分析をとおして、成功企業で行われている PMI 実務を明らかにしており、M&A の成功へ向けた効果的な PMI のあり方を考えるうえで極めて洞察に満ちた分析を提供している。

ここで明らかにされた成功企業における PMI の特徴の一部を列挙すると、以下のようになる。

- ・戦略の統合においては、双方の計画に踏み込んで再策定していくことが重要である
- ・成功案件のほうが失敗案件より比較的早期に中期経営計画策定に取り組んでいることがわかる
- ・成功に向けては、シナジー効果の検討目的として、実際の統合目的を明確に示す上で統合新会社の目指すべき目標として設定することが重視されている
- ・成功案件ほど両社の計画をともに見直す中で、シナジー施策を積極的に反映していくことの重要性がわかる
- ・全体的に P/L 項目を中心にシナジー効果を測っているが、成功企業ほど、キャッシュフローや非財務指標を活用していることがわかる
- ・成功案件ほど、定性・定量の両面でシナジー効果を検討していることがわかる
- ・成功している案件ほど、組織・ガバナンスの統合にあらゆる観点から手を入れていることがわかる
- ・買収における成功のためには、まず組織再編を行うことを前提として、一部重複した組織の再編や組織全体の再編成などを積極的に行っていくことが有効ということになる
- ・合併案件の場合には、より大胆に組織を見直すか見直さないかが成否を分ける要因になっていることが読みとれる
- ・出身母体にとらわれずに実力本位で役員を選出していくことが成功の要因になることが明らかとなった
- ・管理職の配置についても、実力本位で行うことが成功に結びつく
- ・合併のケースでは、ゼロリセットで新しい制度を設計・導入するかどうか成否に大きな影響をもつ
- ・失敗しているケースほど、風土融合への努力が何も行われておらず、どのような施策であれ、実行することが成功への可能性を高めていく

次節では、松江 [2008] による PMI の成功原則についても検討するが、その原則は、ここで提示された「成功企業（成功案件）」において実施されている PMI から導き出されたものであり、まさに実務に根差した原則であるといえよう。

今後、今日的な経営環境の中における PMI 実務の調査を通じて、松江 [2008] で示された調査結果や成功原則が今日においてもなお有効かどうかについての検証が課題となるも

のと思われる。

5. PMIの成功要件

これまで、M&AプロセスにおけるPMIの位置づけと意義を確認し、前節ではPMIの実務について行われたいくつかの実態調査結果を概観してきたが、こうした調査結果等を踏まえ、PMIの成功ドライバーや成功原則が導き出されてきている。そこで本節では、これまでの研究においてPMIの成功要件がどのように議論されてきているか代表的な論者の見解について検討してみたい。この分野の研究の特徴として、M&A実務を経験したコンサルティング会社やコンサルタントによるものが多いということである。したがって、必ずしも学術的なものとはいえない面があるが、前節で概観した調査結果や実務に根差した経験が反映された成果となっているものと考えられる。

(1) PMIの成功ドライバー

Epstein [2004] は、特に合併 (mergers) の場合に行われる PMI に焦点をあて、その成功のためのフレームワークの提供を目指している。

これまで買収 (acquisitions) やコングロマリット化 (conglomerates) の場合の統合プロセスについては、無数のケーススタディやケース分析が行われてきているが、合併時の PMI については十分ではなく、その重要性からも合併時の PMI についての検討が必要である点を指摘している。合併時の PMI は、互いにうまく適合する必要のある 2 つの会社に関係するプロセスであるため、買収やコングロマリット化とは異なる過酷ではあるが洗練されたプロセスが不可欠となるためである。そのためにも、合併と買収とコングロマリット化を明確に識別したうえで、PMI を検討する必要性を主張しているのである。[Epstein, 2004, pp. 174-175]

一方で、M&Aの成否を考える際に、案件そのものに原因があるのか、あるいは実行(統合プロセス)に問題があるのかを識別する必要性も強調している。すなわち、いかに合併案件の設計段階で成功する見込みが高いものであっても、PMIの設計・実行いかんでは失敗に終わる可能性もあるのである。[Epstein, 2004, p. 175]

また、たいていの役員たちは、シナジー効果が低い案件や非現実的なビジョンを掲げた案件、法外な買収プレミアムを伴う案件を実行するのは愚かなことだとわかっているはず

であるが、一方で、PMI プロセスについては何がベストプラクティスで、何が危険を伴う間違いなのかについてはほとんど知らないのである。[Epstein, 2004, p. 175]

そうした状況にもとづき、Epstein [2004] は、PMI 成功へ向けた 5 つのドライバーを提示し、それを JP モルガン・チェースにおける PMI プロセスにあてはめ検討を行っている。

Epstein [2004] があげる 5 つのドライバーとは、①一貫した統合戦略 (coherent integration strategy)、②強力な統合チーム (strong integration team)、③コミュニケーション (communication)、④スピード感のある実行 (speed in implementation)、⑤成功尺度の明示 (aligned measurements) である。[Epstein, 2004, pp. 176-179]

①一貫した統合戦略

新しい組織は明確に示された統合戦略を持つ必要がある。この統合戦略は、合併戦略に加えられ、いかに合併後の統合が行われるかを明確に示すものとなる。また、統合戦略は、行われたのは買収ではなく「対等合併」であることを強化するものでなければならないが、それは両者の間では、統合プロセスにおける優先事項が大きく異なっており、統合のプロセスと内容の両面で従業員に与える影響が重大であるためである。

統合戦略の実行に際して重要なことは、従前のやり方を踏襲したり、現状を追認したりするようなやり方ではなく、中立的・客観的に意思決定にあたることである。また、統合戦略は、従業員と顧客という PMI のあらゆる側面に深く関わりをもつ 2 つの重要な要素を考慮に入れなければならない。両者の支持がなければ、統合戦略をうまく実行することはできないのである。要するに、統合戦略は、合併それ自体のための戦略を実行できるように注意深く策定されなければならないし、合併の意思決定を導く戦略的なビジョンと戦略的な適合を遂行するものでなければならない。

②強力な統合チーム

成功裏の PMI に向けての取り組みは、組織構造やリーダーシップ、統合チームの編成などを通じて示されるものである。統合チームは、十分な資源と強力なリーダーシップを備えた独立の専任組織でなければならない。統合チームの重要な目的は、統合プロセスが顧客の視点から一貫したものとなるように確保することである。また、統合チームは、新しい組織における何らかの文化的な対立を取り除くよう機能しなければならない。

③コミュニケーション

PMI のプロセスを通じて、特にその初期の段階においては、シニア・マネジメントから

のコミュニケーションは、重要な意味をもつものであり、またそれは継続的かつ一貫したものでなければならない。合併とその後の統合プロセスにおいて、信頼を形成し、合併の目的を強化し、ステークホルダーの多様な関心に明白な返答を用意しなければならない。そのため、十分すぎるほどコミュニケーションを図ることは、PMIの成功にとって共通の要因のひとつとなる。特に、人材と顧客管理のうえで、コミュニケーションは重要な成功ドライバーとなる。コミュニケーション不足は、従業員や顧客に不安や混乱、軋轢や対立を引き起こすことになり、合併からもたらされる潜在的な価値を損なうことになる。

④スピード感のある実行

スピードもPMI成功にとって本質的に重要な要素である。統合プロジェクトを早期に完了することができれば、リスクを軽減し、合併からの便益をより早期に実現できる。そのためにも、基本合意後、即座に統合の計画と設計を開始することが素早いPMIにとって重要となる。統合計画の大部分は、合併が公表される前に完成しているのが望ましい。統合のスピードが遅いと、従業員には雇用の安定に対する不安・脅威を与え、顧客に対しては継続取引の不安定さを印象付けることで、競合他社製品への流出を許してしまう可能性がある。また、技術的な側面では、スローペースのPMIは、合併戦略の重要な一部である事務部門のシナジー達成を妨げることになる。このように、統合のスピードと合併の成功とは相関しており、スピードのためには必ずしも完全を求めず、「80%の解決」を受容するなどの方法がとられる。

⑤成功尺度の明示

合併の成功のためには、成功ドライバーを定義して明確に示すことと、それがいかに達成されるかを示す適切な成功尺度が必要となる。すなわち、成功裏のPMIには、合併戦略やビジョンに適切に沿った新しい尺度を作る必要があるのである。統合のあらゆる領域において、特にシナジーの測定に対しては、目標やマイルストーンを設定し、統合責任者が組織全体にわたる進捗状況を容易にモニターできるように、洗練された追跡システムを開発する必要がある。業績を適切にモニターするために、統合リーダーや事業部門リーダーに提供される情報には、財務ならびに非財務の尺度が含まれる。そしてこの尺度には、過去の業績を報告する結果尺度と、将来の業績を導くプロセス尺度の両方が含まれる。財務尺度としては、従業員や投資家たちに統合の進捗状況を可視化するため、コスト削減額や収益シナジーを定量化して示すことが必要であり、また、非財務尺度としては、顧客満足度、顧客定着率、文化的統合度、従業員満足度、従業員定着率、リスクマネジメントなど

がある。

以上の 5 つの要素が、Epstein [2004] において PMI の成功ドライバーとしてあげられているものであるが、M&A の形態が、合併なのか買収なのか、それともコングロマリット化なのかによって、これらの成功ドライバーに相違がでてくるという。前述したように、合併と買収とコングロマリット化を明確に識別したうえで、PMI を検討する必要性が主張されていたが、それを体系的に整理して示している。(図表 9 参照)

以上、Epstein [2004] の研究は、合併時に行われる PMI を中心に、5 つの成功ドライバー——①一貫した統合戦略、②強力な統合チーム、③コミュニケーション、④スピード感のある実行、⑤成功尺度の明示——を提示したものであるが、やや大きくくりで具体性に欠け抽象的である感は否めないが、M&A の形態によって PMI の重点・進め方も異なってくる点を明確に考慮に入れて体系化している点において、PMI を成功裏に進めるための指針として大きな意義をもつものであり、今後の PMI 研究に対しても優れた洞察を与えるものと思われる。

(2) PMI の基本プロセスと PMI の 3 つの段階

前田編 [2014] では、M&A を成功に導く PMI の基本的なプロセスとして次の 4 つのフェーズからなるプロセスをあげている。[前田編, 2014, pp. 62-63]

フェーズ 1 : 最終契約締結日 (Day 0) ~ クロージング日 (Day 1)

目的 : PMI プロジェクト体制の確立

- (1) 統合プロジェクトメンバーの正式アサイン
- (2) 分科会の設置
- (3) 外部専門家の起用
- (4) 統合プロジェクトの実際の運営開始
- (5) 統合プラン (第一版) の作成
- (6) Day 1 の準備

フェーズ 2 : クロージング日 (Day 1)

目的 : 全従業員へ、仲間になったことの印象づけ

- (1) トップによるメッセージ
- (2) 統合イベントの開催

図表 9 M&A の形態と 5 つの成功ドライバー

	合 併	買 収	コングロマリット化
統合戦略	「対等合併」の促進 能力主義の意思決定 組織構造に関しては白紙；従来の会社のやり方にかかわりなく選択されたやり方	一貫性：被買収企業は「常にそこにいた」という印象を創り出す 被買収企業は、買収企業のやり方を採用する	新しい会社に大きな変化はない；ほとんどのやり方が従来通り続けられる 重要な領域における新会社の融合と、監視機能の付加
統合チーム	十分な資源とシニア・マネジメントからの十分な寄与がある独立の専任チーム 両社から対等の貢献	十分な資源とシニア・マネジメントからの十分な寄与がある小さな独立のチーム 被買収企業にもリーダーシップが残される	被買収企業にもリーダーシップが残される 両社の経営参加が知識共有を促進する
コミュニケーション	両社の顧客は、ビジネスの変化を理解すべきである 両社の従業員は、新しい役割と機会を理解すべきである いかに両社が適合するかに焦点を当てる	被買収企業の顧客は、ビジネスにおける新しい機会を理解すべきである 被買収企業の従業員は、新しい役割を理解すべきである 被買収企業は、いかに買収企業のビジネスに適合するかに焦点を当てる	顧客にとって変化はほとんどない 親会社は、いかに新会社が活動し、何らかの新しいシナジーを生み出すかを理解すべきである 新会社は、親会社のやり方や機会を理解すべきである
スピード	素早い意思決定は、戦略目標と、組織の安定性の促進ならびに不確実性の縮減の双方にとって鍵となる	素早い意思決定は、戦略目標と、組織の安定性の促進ならびに不確実性の縮減の双方にとって鍵となる	素早い意思決定は、主に組織の不確実性を縮減するために重要である
尺度の明示	財務尺度と非財務尺度のバランス 収益とコストに関するシナジーの追跡 プロセスの尺度と結果尺度の両方	被買収企業がいかに成長し、コストを削減するかに焦点を当てる 被買収企業は、買収企業の測定システムを採用する	大部分の内部的な尺度は、新会社でも同じものが使われる 新会社が親会社に同化するように新しい尺度が付加される

[出所：Epstein, 2004, p. 180, Figure 1]

フェーズ 3：クロージング日（Day 1）～統合後 100 日（Day 100）

目的：緊急課題の対応，その他統合課題の洗い出し

(1) 分科会の実質的な立ち上げ

- (2) 統合に向けた基本方針（統合プラン）の完成
- (3) 緊急を要する課題への対応
- (4) クイックウィンを探す
- (5) Day 100 以降の課題に優先順位付け
- (6) 最終報告会の実施

フェーズ 4：統合後 101 日以降～統合後 1, 2 年目

目的：残る統合課題の解決

- (1) 統合シナジーの実現
- (2) 統合プランの修正と対応，ガバナンス体制の修正と対応

まず、PMI の第一段階（フェーズ 1）は、最終契約締結日（Day 0）からクロージング日（Day 1）までの期間とされている。2 節で検討した前田編 [2014] による M&A プロセスでは、この期間は M&A ファイナル・フェーズに対応している。このことから、M&A 成功のためには PMI への早期の取り組みが重要であるとの認識が伺える。

この段階では、統合プロジェクトチームが正式に発足され、Day 1 までに統合プランの第一版の完成を目指した活動が行われる。ここで、統合プランとは、「事務局、分科会、ステアリングコミッティを含む統合プロジェクトチーム内で共有される PMI プロセス全体の総合計画を指し、統合作業の個別・具体的な内容や、工程表や事業計画などを含む」[前田編, 2014, p. 78] ものである。

統合プランの作成に向けては、まず現状の把握・検討から始まり、統合の範囲と程度に関する方針を決めた後、①戦略・ビジョン、②ガバナンス・組織、③オペレーション、④制度・インフラという統合領域別の統合プランを策定していく。

PMI の第二段階（フェーズ 2）は、クロージング日（Day 1）当日に何を行うかということである。ここで重要なことは、M&A を通じて両社が 1 つの会社（1 つのグループの構成メンバー）として一丸となってシナジーを発揮していくよう、全従業員の一体感やモチベーションを高めるために、両社それぞれのトップからメッセージを発信し、また統合イベントなどを実施することが効果的であるとされる。[前田編, 2014, p. 87]

PMI の第三段階（フェーズ 3）は、クロージング日（Day 1）からクロージング後 100 日（Day 100）の期間である。この期間になすべきこととして、(1)分科会を実質的に立ち上げること、(2)分科会活動の開始に対応し、統合に向けた基本方針（統合プラン）を各事業領域、各機能別、各統合領域別にさらに具体化すること、(3)分科会で洗い出された課題

とは別に緊急で発生した事態への対応を図ること、(4)すばやく成功体験(クイックウィン)をつくることで、両者の従業員に統合業務に対する協力的な姿勢やモチベーション向上をもたらすこと、(5)Day 101以降に対処していくべき課題に優先順位をつけ、Day 101以降もPMI担当者が統合をスムーズに進められるよう道標を示すこと、の5点をあげている。
[前田編, 2014, pp. 89-93]

PMIの第四段階(フェーズ4)は、統合後101日から統合後1,2年目の期間である。この期間では、フェーズ3で分科会ごとに決定した方針(Day100プラン)をもとに、全社的に定着を図っていく運転期間となるものである。

この段階で注意が必要なのは、統合後100日を過ぎる頃になると、M&A直後の盛り上がりや冷めていき、統合プランも実行に移されないまま日常業務に忙殺され統合業務が滞りようになる危険性があるということである。こうした事態を防ぎ、最後まで統合業務に担当者全員が関与し続けるようにリードしていく役割を果たすのが事務局であるという。たとえば定期的に進捗を確認したり、アドバイスをしたり、定例会を開催したりすることで担当者との接点をキープしておくことが重要である。また、統合当初の志を忘れないよう、両社の社内報などで統合業務の進捗状況について記事を載せたり、統合の成果を1つずつ公表したり、と統合後に起こっていることを従業員全員に知らせてモチベーションを維持する工夫も大切であるという。[前田編, 2014, pp. 94-95]

以上のように、前田編[2014]では、PMIを成功させるために、(a)PMIプロジェクト体制をしっかり確立すること、(b)分科会を中心に、各統合領域別の基本方針(統合プラン)を具体的に策定すること、(c)両社が一丸となってシナジーを発揮していくよう、全従業員の一体感やモチベーションを高める仕掛けや工夫が必要であること、(d)PMIを確実に実行する責任をもつ部署(事務局)の役割が重要であること、を指摘していると捉えられよう。

さらに、前述のように、前田編[2014]では、PMIは、①「経営のPMI」(経営理念、戦略の統合)、②「業務のPMI」(業務・インフラ、人材・組織の統合)、③「意識のPMI」(企業風土や文化の統合)の3段階からなるとされている。[前田編, 2014, p. 32]

まず、①「経営のPMI」について、その目的は、「M&A前は別々の会社で別々の経営方針のもとで経営をされていた2社が、PMIの活動を経て1つの経営方針で経営されるようにして、シナジー実現のための『業務のPMI』への道筋をつけること」[前田編, 2014, p. 101]にあるという。ここで、「経営のPMI」と「業務のPMI」との間には、「経営のPMI→業務のPMI」というステップが想定されていることがわかる。

このような「経営の PMI」のゴールとして次の 2 点をあげている。[前田編, 2014, p. 101]

- ・従来の戦略を踏まえて、統合後の新しい戦略と中期計画が作成されること。
- ・統合後の新しいガバナンス体制ができ、その下で中期計画が実行に移されること。

そして、この「経営の PMI」を実行するにあたって特に留意すべき点として次の 3 点を指摘している。[前田編, 2014, pp. 101-102]

- ・買い手企業側経営層が、買収の背景・目的を改めて被買収企業側経営層と共有する。
- ・押し付けではなく、被買収企業側経営層を巻き込んで新しい中期計画を作成する。
- ・新会社の経営戦略、特に期待したいシナジーの実現方法に即したガバナンス体制とする。

次に、②「業務の PMI」であるが、その目的は、「業務プロセス、組織、人事、情報システムそれぞれにおいてどの部分は統合してどの部分は統合しないかを決め、統合する部分はそれを実現させることでシナジーを形にすること」[前田編, 2014, p. 155]にあるという。

したがって、「業務の PMI」のゴールとして次の 2 点をあげている。[前田編, 2014, p. 155]

- ・分科会単位で、洗い出した課題を解決し、予定した統合を完了すること。
- ・統合プランで見込んだシナジー効果の実現に道筋がたっていること。

そして、この「業務の PMI」を実行するにあたって特に留意すべき点として次の 2 点を指摘している。[前田編, 2014, p. 155]

- ・統合後の最初の 100 日間でスピード感を持って相互業務を理解し、課題を抽出する。
- ・効果と難易度の大小で課題を優先順位付けし、できるところから実現する。

そして、③「意識の PMI」であるが、その目的は、「企業文化の違いが原因で両社間のシナジー効果実現が阻止されたり、統合が遅れてしまったりすることを防ぐこと」[前田編, 2014, p. 235]にあるという。

そこで、「意識の PMI」のゴールとして次の 2 点があげられている。[前田編, 2014, p. 235]

- ・新しいミッション・ビジョンが作成され、両社従業員に浸透していること。
- ・両社従業員がそれを目指した思考や行動をしはじめていること。

このように、統合した両社に合わせた新しいミッション・ビジョンを作成することの重要性を強調しているが、それは、「両社の従業員が同じミッションを持ち、同じビジョンに向かってベクトルを合わせていく集団になることを目指す」[前田編, 2014, p. 235] ためである。

こうした「意識の PMI」を推進するにあたって特に留意すべき点として、次の 2 点を指摘している。[前田編, 2014, p. 235]

・ミッション・ビジョンは既存のものがあったとしても、新たに必要ではないかという視点で新規に作成するつもりで検討する。

・トップからのメッセージ、成功事例の紹介、あらゆる浸透手段などを組み合わせる。

「経営の PMI」と「業務の PMI」との間には、「経営の PMI→業務の PMI」というステップが想定されていたが、それでは「意識の PMI」はどのようなタイミングで行われるのであろうか。

まず、最終契約締結日 (Day 0) までの期間については、ターゲット企業の企業文化について現状を把握することが重要であるという。ここでお互いの共通点などを見つけ、心理的な距離を近づけておくことで相互理解も進むようになる¹¹。

次に、最終契約締結日 (Day 0) からクロージング日 (Day 1) までの期間は、新しいミッションやビジョンを策定する期間となる¹²。この時期に策定しないと、Day 1 時点での統合セレモニーで新しいミッションやビジョンを持っていないことになってしまう。また、新しいミッションやビジョンを統合セレモニーでどのように発表すれば効果的となるかの検討も必要になる。

統合後の 100 日間 (Day 1～Day 100) では、新しいミッション・ビジョンを浸透させる活動を重点的に行う期間となる。たとえば、社内報の発行頻度をあげ毎月臨時号を出してみるとか、社内イントラネットや電子メールでの働きかけを積極的に行ってみるなどである。その際、統合に向けて不安な気持ちをもつ従業員を安心させるような配慮も欠かせないという。たとえば、上記の社内報やイントラネットでの情報発信の際に表現方法に気をつけるとか、新しいミッションやビジョンを目指して新しい価値観にもとづいて行動して成功した事例を紹介したりするなどである。

統合後 101 日 (Day 101) 以降は、これまで行ってきた浸透活動を継続して行うことで、従業員に新しいミッションやビジョンをより深く浸透させ、具体的な思考や行動の変革を促していく。

以上、前田編 [2014] における PMI の 4 つのフェーズからなる基本的なプロセスと、PMI の 3 段階を整理してきた。両者の対応関係、すなわち PMI の 4 つのフェーズに PMI の 3 段階がどこに位置づくのかを体系化したものが図表 10 である。

このような、M&A の成功をもたらす PMI のプロセスと具体的な活動の体系化は、成功裏の PMI の推進へ向けて意義のあることであると考えられる。

図表 10 PMI の基本プロセスと PMI の 3 つの段階との対応関係

	最終契約前	フェーズ1・2 Day 0～Day 1当日	最終契約後フェーズ3 Day 1～Day 100	フェーズ4 Day 101以降
経営戦略	・トップ同士での思いやシナジーの考え方の共有 ・IR活動での経営戦略についてのコミュニケーション	・経営戦略の相互共有、理解 ・戦略整合性についてのIR活動	・中期計画の作成 ・KPIの策定	・定期的な戦略進展のアップデート ・KPIの設定、モニタリング ・継続的なIR活動
ガバナンス、会社形態	・結合形態、持分比率の選択 ・買収後のガバナンス体制の方針検討	・ガバナンス体制案(意思決定の仕組みや機関設計、経営の自治を認める範囲等)の確認、共有	・決裁権限規程の制定(Day 1) ・誰が、どこまで(範囲)、どのように経営をモニタリングするか ・報告ルールの確定	・モニタリングの継続 ・実態に合わせて微調整
経営のPMI	・社長など重要ポスト候補の選定 ・慰留対象者の検討	・慰留対象者についての情報収集(面談など)	・慰留のための交渉 ・ロングタームインセンティブの設計	・KPIと報酬の結びつけ ・サクセッションプランの検討
財務戦略	・財務状況、キャッシュ・フロー計画を入手し、買収後のあるべき資金調達・運用体制の検討 ・買収スキームの決定	・財務体制の実態理解 ・新しい資金調達・運用体制の確定	・新体制での資金調達・運用の開始	
統合プラン	・統合の大方針の決定	・Day 1プランの作成 ・Day 100プランの作成	・Day 100以降のプラン作成	
業務のPMI	・売上増/コスト減のシナジー試算 ・DDからの残課題の抽出	・対顧客メッセージの検討、場合によっては発信 ・業務の可視化と統合範囲の決定(Day 1以降も継続する場合あり) ・シナジー効果目標の修正 ・統合課題の整理(DDからの残課題+分科会メンバーによる追加課題、優先順位づけ)	・顧客へのメッセージ発信 ・優先的な統合課題への対応 ・クイックウインの実現	・残った課題への対応 ・どれくらいシナジーが実現したかの検証
	・コスト減のシナジー試算 ・DDからの残課題の抽出	・業務の可視化と統合範囲の仮決め(Day 1以降も継続する場合あり) ・統合課題の整理(DDからの残課題+分科会メンバーによる追加課題、優先順位づけ) ・決算など緊急を要する統合課題の抽出	・優先的な統合課題への対応 ・決算など緊急を要する課題の対応	・残った課題への対応 ・どれくらいシナジーが実現したかの検証
意識のPMI	・両社間のミッション・ビジョンの調査、一部で相互理解 ・Day 0のトップメッセージ検討、発信	・新会社のミッション・ビジョン決定 ・Day 1に向けてのセレモニー準備、実施 ・Day 1でのトップからのメッセージ ・オフィス統合の検討	・社内報や社内サイトなどを用いた新しいミッション・ビジョンの浸透 ・成功事例の紹介による安心感の醸成	・継続的な浸透活動 ・オフィス移転などの打ち手の実施
PMIプロジェクト体制	・プロジェクトリーダーや主要メンバーの選定 ・場合によってPMIコンサルタンの選定	・プロジェクトメンバーの選定 ・事務局、ステアリングコミティ、分科会の立ち上げ ・外部専門家の起用	・事務局、ステアリングコミティ、分科会の運営 ・中間/最終報告会	・事務局による統合活動の継続支援 ・一部分科会の継続

[出所：前田編, 2014, pp. 316-317, 巻末資料：フェーズごとの PMI の要点一覧]

(3) PMI 成功の 5 原則と統合の 5 つの領域

松江 [2008] では、PMI を成功させるための基本コンセプトと 5 つの原則を提示している¹³。

まず、PMI 成功のための基本コンセプトとして「主語の転換」をあげている。これは、統合による「新会社」を主語にして統合を思考・実行することを意味し、A 社、B 社という統合当事者それぞれの立場からの思考ではなく、双方が統合による「新会社」C 社を主語とする発想にもとづき統合を実行するということである。[松江, 2008, pp. 74-75]

統合がうまくいかない事例に共通するのは、「主導権争い」や「責任の不在」にある点に

鑑み、松江 [2008] は、「新会社」に主導権を設定し、責任を明確にしていくことの重要性を強調している。そうすることによって、統合するどちらかが優位に立つということではなく、新会社の構図の中で求心力を一本化することが可能になり、「新会社にとって最善のもの」を追求していけるようになるという。[松江, 2008, p. 74]

この基本コンセプトのもと、①シナリオ、②スピード、③シナジー、④フォーカス、⑤リーダーシップという5つの原則を貫くことがPMI成功に不可欠である点を強調している。[松江, 2008, pp. 78-84]

①シナリオ（統合シナリオを当初にしっかりと描く）

PMIのスタート（DAY 0）から、企業価値を向上させステークホルダーの評価を長期的に得ていくというゴールまで、長期にわたる一貫した成功に向けた統合シナリオをもって、4段階のアプローチを実践する必要がある。

ここで、PMIの4段階のアプローチとは、次のようなものである。[松江, 2008, pp. 98-102]

<第1段階（フェーズ1）：DAY 0 から DAY 1>

M&Aの成立と成功をつなぐ位置づけのフェーズであり、この段階では、①新会社のスタートであるDAY 1をターゲットにその日を迎えるための具体的なマネジメント（DAY 1 マネジメント）と、②統合全体像を見据えた計画化（統合マスタープラン策定）が主たるミッションとなる。

<第2段階：DAY 1 から 1年以内>

統合を軌道に乗せるターニングポイントとしての位置づけのフェーズであり、この段階では、③新会社を円滑にスタートし、当初の混乱を最小限に抑え業務運用を安定させるというDAY 1の安定立ち上げと、④コスト面での削減効果を中心に実行に移し、単年度業績へインパクトを実現する統合効果の早期実現が主たるミッションとなる。

<第3段階：2年目以降 3年目まで>

本格的な成果を実現させるという位置づけのフェーズであり、この段階では、⑤各種インフラ（ハード面：制度・システム、ソフト面：風土）の統合作業の完了、⑥売上増大というシナジー効果の実現も含む統合効果の本格実現、⑦新規のビジネスモデルへの試みと投資が主たるミッションとなる。

<第4段階：4年目以降>

PMIの最終フェーズで、次なる成長への転換という位置づけであり、この段階では、⑧統合成果としての人材、ノウハウ、データなど知的資産を活用し新ビジネスを構築するビ

ビジネスモデル再構築と、⑥外部の経営資源の組入れも含め、さらなる提携や M&A による成長シナリオの実行が主たるミッションとなる。

②スピード（ロケットスタートしスピード感を持続する）

統合の熱が冷めないうちにいかにスピーディーに M&A を実行できるかが鍵であり、「ロケットスタート」を切ることが最も効果的で早道となる。そのため、DAY 1 を新会社開始のイベント日ではなく、戦略の実行開始日とする必要がある。そのためにも、DAY 0 から質の高い統合計画の策定に着手することが重要となる。また、統合計画の実行に際しては、明確にマイルストーンを設定し、進捗をモニタリングする体制を構築することが、統合におけるスピード感の維持に役立つ。

③シナジー（シナジー効果の実現をマネジメントする）

M&A の重要な目的のひとつは、シナジー効果をいかに実現させるかにあるため、シナジー効果を幻想に終わらせず、実現化して成果を手に入れるまでマネジメントするという発想をもって実行することが重要である。そのために必要なことは、DAY 1 までにシナジー効果を経営目標化することである。すなわち、DAY 0 以降に、現場も交えた具体的な議論を通して定量化を行い、新会社のビジョンや中期経営計画の目標設定に落とし込むことである。その理由は、④シナジー効果の実現化へのリスクマネジメント、すなわち、M&A の“交渉上”の数字と“実現上”の数字のギャップを把握し、実現に向けた対策を早期に講じられるようにするためと、⑥シナジー効果の実現性を引き上げるためのモニタリング、すなわち、DAY 1 以降の道程の中で進捗状況をコントロールしうる PDCA サイクルを構築できるようにするためである。

④フォーカス（3つの重点領域にノウハウを投入する）

統合の成果を上げるために不可欠な3つの重点領域（④経営戦略、⑥組織・ガバナンス、③人事・風土）に知恵とエネルギーを投下する必要がある。

④経営戦略（戦略に統合ダイナミズムを織り込む）

新会社が企業価値を向上させていくために、単体だけでは実現できなかった相手方の経営資源や統合メリットを的確に把握し、成長可能性を織り込んだ上で、その統合メリットをビジョンとして具体的に明文化されたものに落とし込むことが重要である。

⑥組織・ガバナンス（組織をどのように統合し変革するか）

組織統合のポイントは、統合前の既存組織を前提としすぎずに、統合新会社の戦略を実行するためのあるべき姿に向けて組織構造（組織図、ポスト、ルール、責任権限等）

を積極的に変革することである。

◎人事・風土（コミュニケーションに労を惜しまない）

PMI の難所のひとつは企業風土・文化の融合であり，風土に大きな影響を与える人事関連の統合も重要な問題である。企業風土については，一方の風土を押しつけてモノカルチャーを強要するのではなく，ひとつに合わせるものとそれぞれを生かしていくべきものが交じり合っ，従来とは異なる新しいものが生み出されていくという融合を果たす必要がある。また，人事制度の統合は，新会社の骨格を決める重要なインフラであり，企業風土を形成していくことにもつながるものであるため，戦略や組織の方向性と整合性をもつ必要がある。

⑤リーダーシップ（強力なリーダーシップを終始貫く）

統合をきっかけに一気に利害のぶつかり合いが表面化する中で，これらの対立を乗り越えて新会社としてひとつの方向に導く力として，経営者のリーダーシップが不可欠である。すなわち，経営トップ同士が信頼関係で結ばれた“一枚岩”となり，強いリーダーシップをもって新会社の将来に向けた企業変革を推進することが，統合を成功に導く原動力となる。

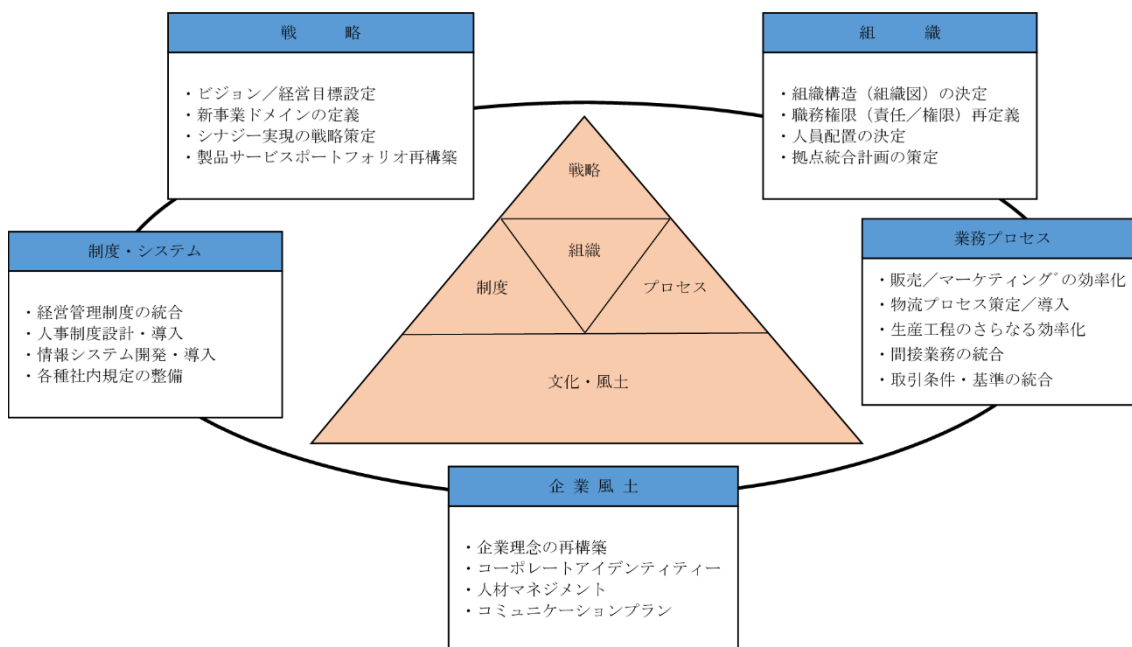
以上，PMI 成功のための 5 つの原則を概観してきたが，松江 [2008] によると，これらの原則を徹底して貫いている成功企業は，「両社全体に新会社機軸のポリシーを徹底し求心力を持つためにいくつかの運用上の工夫をしている」[松江, 2008, p. 75] という。

まず一つ目は，「外を強く意識させること」であり，二つ目は「数字を意識して定量的な議論を行うこと」であるという。前者については，統合当事者は，どうしても両社を合わせることにエネルギーが割かれて内向きの議論になりがちになるため，当事者が置かれている業界の環境や競合企業の存在を意識してリアリティーをもたせ，新会社が業界内で生き残るためにいかに競争力を高めるかを議論することで，統合の求心力も強化できるということである。後者の定量的議論については，統合における各種判断で客観性を高めるためには，定量的データや事実にもとづいた議論が不可欠である。そしてそれらの数字や事実は，常に新会社の業績に直結させることで，新会社の競争力と現場の議論が結びつき，新会社の機軸がより見えやすくなるということである。[松江, 2008, pp. 75-76]

前述した PMI の 4 段階のアプローチでは，フェーズ 1 において統合マスタープランの策定が求められるが，その際，統合作業全体のフレームワークを考える上で，経営全体を①戦略，②組織，③業務プロセス，④制度・システム，⑤企業風土（カルチャー）の 5 つの

領域に体系化し、それぞれの領域ごとに重要な問題とその解決策を考えることが有効となる。(図表 11 参照)

図表 11 PMI の統合領域



[出所：松江, 2008, p. 106, 図表 3-7]

前節で検討したように、前田編 [2014] では、PMI は、①「経営の PMI」(経営理念、戦略の統合)、②「業務の PMI」(業務・インフラ、人材・組織の統合)、③「意識の PMI」(企業風土や文化の統合) の 3 段階からなるとされていたが、これを松江 [2008] の 5 つの領域と対応させてみると、ほぼ等しい内容であることがわかる。すなわち、松江 [2008] の①戦略は、前田編 [2014] の①「経営の PMI」に、松江 [2008] の②組織、③業務プロセス、④制度・システムは、前田編 [2014] の②「業務の PMI」に、松江 [2008] の⑤企業風土(カルチャー)は、前田編 [2014] の③「意識の PMI」に、それぞれほぼ対応している。

松江 [2008] によると、①戦略(ビジョン・戦略を策定する)では、「経営資源の再配分をいかに効率的に行うか」と、「シナジー効果をいかに戦略に反映するか」という 2 点がポイントとなる。②組織(組織とガバナンスのあり方を決める)では、「組織構造(枠組み)をどう作るか、いわば新会社内の組織図をどう作るか」という点」と、「その枠組みにもとづいて人の配属をどうするかという人員配置の問題」がポイントとなる。③業務プロセス(業務プロセスを変更する)では、業務プロセスの機能ごとに、双方の業務のやり方を比較検

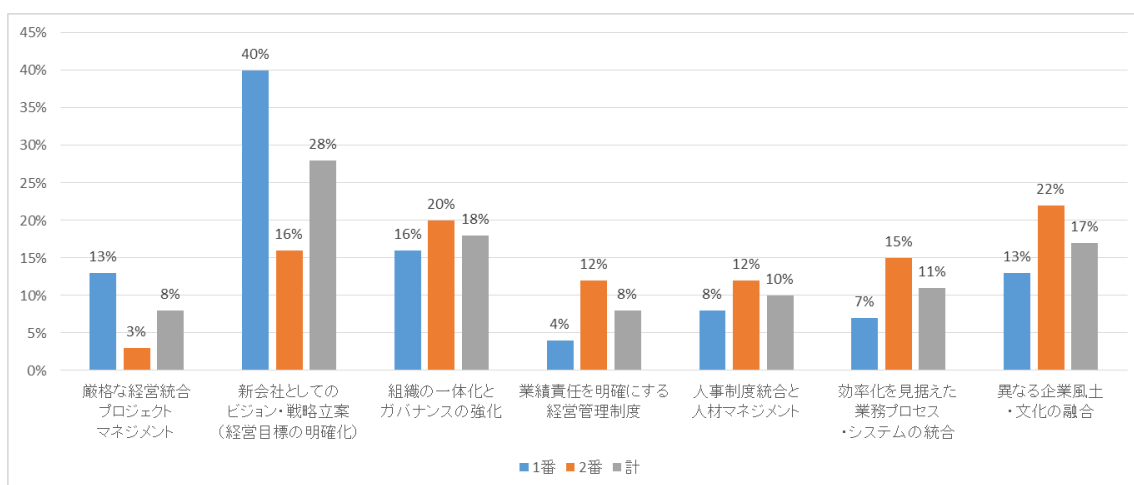
証し、最善のあり方を考える必要がある。④制度・システム（制度・システムを統合する）では、人事・給与制度、業績管理制度等の経営管理制度をどう統合していくか、また業務ルールに影響を与える情報システムをどう統合していくかが重要なポイントとなる。⑤企業風土（カルチャー）（企業風土（カルチャー）を融合する）では、「新会社をどうするべきかという経営哲学や理念」が企業風土の融合において基本となる。また、統合後の新会社の価値向上へ向けて、両社の人材に高いモチベーションを与えるためにもコミュニケーションが重要なポイントとなる。[松江, 2008, pp. 105-112]

松江 [2008] は、これら 5 つの統合領域の中でも、新会社のあり方を決める上で、「戦略」、「組織・ガバナンス」、「人事・風土」の 3 領域がきわめて重要であると指摘している。それは、これらの領域は統合における難易度が高く、その影響が全社的におよびため最優先で取り組む必要があるからだという。[松江, 2008, p. 112] この 3 領域は、先にあげた PMI 成功のための 5 原則のひとつである④フォーカスにおいても、「統合の成果を上げるために不可欠な 3 つの重点領域」と指摘されていた領域である。

また、実際に PMI に取り組んだ経験がある企業を対象にした調査でも、この 3 つの領域を重視しているという結果が出ていることにもよるものである。(図表 12 参照) すなわち、トーマツコンサルティング（現：デロイト トーマツ コンサルティング合同会社）が 2007 年に行った調査において、「PMI で重要な実務は何か」について、優先順位の 1 番目と 2 番目を尋ねた結果、1 番目の回答として、「新会社としてのビジョン・戦略立案（経営目標の明確化）」(40%) という「戦略領域」に関するものが最も高くなっていたという。次に、2 番目の回答として最も多かったのは、「異なる企業風土・文化の融合」(22%) であった。1 番目と 2 番目の回答を合わせた割合でみると、最も重要なのは「新会社としてのビジョン・戦略立案（経営目標の明確化）」(28%) で、次いで、「組織の一体化とガバナンスの強化」(18%) であり、3 番目が「異なる企業風土・文化の融合」(17%) となっていた。[松江, 2008, pp. 114-115]

このように、松江 [2008] では、PMI において特に重要視すべき 3 つの領域を提示している。それは、PMI における統合実務は、統合の領域が広いうえに、多様なステークホルダーが関係する一方で、時間的な制約がありスピードが求められ、さらに双方の思惑や風土的な要素も関係してくるため、最も優先すべき領域にエネルギーを注力して優先順位を明確にして取り組むことが求められるためである。[松江, 2008, p. 115]

図表 12 PMI の成否を左右する重要実務



[出所：松江, 2008, p. 115, 図表 3-8]

以上、本節では、これまで行われてきた PMI 成功のための条件や原則に関する研究成果について代表的な論者の見解を整理してきた¹⁴。

Epstein [2004] では、合併における PMI 成功へ向けた 5 つのドライバーとして、①一貫した統合戦略、②強力な統合チーム、③コミュニケーション、④スピード感のある実行、⑤成功尺度の明示を提示していた。そして、M&A の形態によって PMI の重点・進め方も異なってくる点を明確に考慮にいれてこの 5 つのドライバーが体系化されており、PMI を成功裏に進めるための指針として大きな意義をもつものと思われる。

前田編 [2014] では、M&A を成功に導く PMI の基本プロセスに対応させながら、PMI を成功させるために重要なポイントとして、(a) PMI プロジェクト体制をしっかりと確立すること、(b) 分科会を中心に、各統合領域別の基本方針（統合プラン）を具体的に策定すること、(c) 両社が一丸となってシナジーを発揮していくよう、全従業員の一体感やモチベーションを高める仕掛けや工夫が必要であること、(d) PMI を確実に実行する責任をもつ部署（事務局）の役割が重要であること、などを指摘していた。さらに、この 4 つのフェーズからなる PMI の基本プロセスに、PMI の 3 段階——①「経営の PMI」（経営理念、戦略の統合）、②「業務の PMI」（業務・インフラ、人材・組織の統合）、③「意識の PMI」（企業風土や文化の統合）——を対応させ、PMI のプロセスに沿った成功裏の統合作業（PMI）の展開を明示していた。このように、M&A の成功へ向けて PMI を進めるにあたって、具体的に何をなすべきかがプロセスに沿って把握できる点において、極めて有効な実務的な

指針を提供しているものと思われる。

松江 [2008] では、PMI を成功させるための基本コンセプト——「主語の転換」——と、5つの原則——①シナリオ、②スピード、③シナジー、④フォーカス、⑤リーダーシップ——を提示していた。そして、統合作業全体のフレームワークを考える上で、経営全体を①戦略、②組織、③業務プロセス、④制度・システム、⑤企業風土（カルチャー）の5つの領域に体系化し、それぞれの領域ごとに重要な問題とその解決策を考えることが有効となることを主張していた。これは、先に指摘したように、前節で検討した「成功企業（成功案件）」において実施されている PMI についての調査結果をもとに導き出されてきたものであり、まさに実務に根差した原則である。

ここで取り上げた3人の論者があげる PMI の成功要件を列挙すると以下のとおりである。

Epstein [2004] : ①一貫した統合戦略、②強力な統合チーム、③コミュニケーション、④スピード感のある実行、⑤成功尺度の明示

前田編 [2014] : (a) PMI プロジェクト体制の確立、(b)基本方針（統合プラン）の策定、(c) シナジー発揮へ向けた一体感やモチベーション、(d)責任をもつ部署（事務局）

松江 [2008] : ①シナリオ、②スピード、③シナジー、④フォーカス、⑤リーダーシップ

これをみると、統合戦略・統合計画（シナリオ）、リーダーシップ（強力なチーム・責任ある部署）、シナジー、スピード、コミュニケーション（一体感やモチベーションの仕掛け）など、基本的な構成要素はかなり似通ったものであることがわかる。Epstein [2004] の⑤成功尺度の明示についても、松江 [2008] では5原則を徹底させるための工夫として「数字を意識して定量的な議論を行うこと」を指摘していることから、これについても共通認識であることがわかる。

今後、これらが PMI の普遍的な成功要件として、今日的な経営環境下においても当てはまるのかさらなる調査・分析が必要であると考えられる。

6. むすびに

本稿では、わが国企業を対象とした PMI に関する実態調査へ向けて調査課題を析出するとともに、PMI 研究の課題ならびに今後の方向性を探ることを目的に、これまで行われてきた M&A ならびに PMI に関するアンケート調査の結果や先行研究を振り返り、実務にお

いてはどのような PMI が行われているのか、また、どのような PMI が M&A を成功に導くと考えられているのかについて整理を行ってきた。

本稿での検討を通して明らかにした調査課題と研究の課題・方向性は、大きく次の 3 つに関することにまとめられる。

(1) 「M&A の成功」に関して

M&A を成功に導く PMI に関する研究において、まず検討しなければならないのは、3 節で検討した「M&A の成功」をどう捉えるかという問題であろう。PMI が「M&A の成功」を目指して行われるとしたら、やはり、「M&A の成功」に対する明確なビジョンが不可欠と考えられるからである。

これまで行われた調査結果の検討を通して、実務においては「M&A の成功」といった場合、M&A を行う目的／目標の達成度として捉えられていることが明らかとなった。そしてその達成度の評価として、定性的な主観評価や定量化指標による客観的な評価などが行われているのであるが、今後この分野における研究の方向性として、シナジーの達成度から M&A の成否を測る視点が必要ではないかとの指摘を行った。すなわち、シナジーの追求は M&A の大きな目的のひとつであり、シナジー効果の実現は M&A の目的の達成度と密接な関係が想定されるからである。

また、「M&A の成功」、すなわち、M&A の目的／目標達成度の評価については、評価期間をどう設定するか、測定方法をどうするか、M&A の形態による相違をどう考慮するかなど多様な問題が残されている点も指摘した。

さらに、これまでみてきた M&A の目的達成度というのは、「内部的な視点」からの評価／判断である点にも注意が必要である。Pautler [2003] が指摘していたような M&A の「社会的な意味での成功」や、松江 [2008] が指摘するようなステークホルダーの視点からの M&A の成否といったことについても今後十分な議論が必要であると考えられる。

(2) PMI の実態調査に関して

実務で行われている PMI の実態調査に関しては、プライスウォーターハウスクーパースで行われている、PMI に対する取り組みについて、「実施した手続」、「苦労した手続」、「実施すればよかった手続」は何かという観点からの調査は、PMI 実務における新しい課題の発見につながる可能性があることから有効ではないかとの指摘を行った。

また、松江 [2008] は、トーマツコンサルティングによる 2007 年の調査結果にもとづき

ながら、「成功企業（成功案件）」と「非成功企業（失敗案件）」との比較分析をとおして、成功企業で行われている PMI 実務を明らかにしており、M&A の成功へ向けた効果的な PMI のあり方を検討するうえで洞察に満ちた分析を提供していると考えられる。

この PMI の実態調査に関して指摘するとすれば、M&A の形態によってその後の統合プロセスである PMI も異なってくるとの指摘を踏まえれば、M&A の形態別にどのような PMI が行われているかに関するより詳細な調査・分析が今後必要であると考えられる。また、M&A の目的と PMI のあり方との関係について、すなわち、M&A の目的が変われば PMI が変わってくるのか、またどのように変わるのかといった観点からの調査・分析も必要であると思われる。

(3) PMI の成功要件に関して

PMI の成功要件に関しては、必ずしも学術的なものとはいえないとしても、PMI に関する実態調査結果やコンサルタントとしての経験が反映された、実務に根差した要件となっていた。

本稿で取り上げた 3 人の論者の PMI 成功要件を列挙すると、以下のとおりであった。

Epstein [2004] : ①一貫した統合戦略, ②強力な統合チーム, ③コミュニケーション, ④スピード感のある実行, ⑤成功尺度の明示

前田編 [2014] : (a) PMI プロジェクト体制の確立, (b)基本方針（統合プラン）の策定, (c) シナジー発揮へ向けた一体感やモチベーション, (d)責任をもつ部署（事務局）

松江 [2008] : ①シナリオ, ②スピード, ③シナジー, ④フォーカス, ⑤リーダーシップ

これをみると、各論者が取り上げる成功要件の基本的な構成要素はかなり似通ったものであることがわかる。

したがって、これらが PMI の普遍的な成功要件として、今日的な経営環境下においても当てはまるのか今後さらなる調査・分析が必要である点を指摘した。

というのも、今回取り上げた調査結果は、5～10年前のものが多く、当時とは企業を取り巻く経営環境は変わっていることが想定され、またその間に企業は M&A 経験を積んで、PMI のスキルも上がっている可能性があるため、従来のやり方と現在のやり方に相違があるのか、あるいは当時とは異なる今日的な新たな問題としてどのようなものがあるのか、などを明らかにしていく必要があると考えられる。

以上、本稿での検討は限られた調査結果や文献にもとづくものにすぎないが、これまで PMI について行われてきた実態調査ならびに先行研究で明らかにされた点を整理したうえで、今後必要な調査課題ならびに研究の方向性を示すことができた点で一定の意義があるものと考えられる。ここで提示した調査課題ならびに研究の方向性を踏まえ、M&A の成功へ向けた効果的な PMI のあり方について、わが国企業を対象とした PMI に関する実態調査等を交えながらさらに検討を重ねていく予定である。

注

- 1 ポスト M&A で行われることとして次のようなものをあげている。「一緒になったことの効果をいかに発揮させるか、現実がいかに統合させるかということで、通常は統合委員会を作ったり、戦略的に広報を行ったり、いろいろなことをする。統合の分野としては、業務統合、財務統合、人事統合の3分野が主になる。業務統合は、生産、仕入、販売、それからシステムの統合も業務統合である。財務統合は、取引銀行、経理処理の方法、資金の運用等を統合していくことである。人事統合は、組織や給与水準を変えたりすることである。」[M&A 研究会（内閣府経済社会総合研究所）、2006年、p. 149]
- 2 たとえば、ブリヂストンによる米ファイヤストンの買収や JT による RJR インターナショナルの買収など。[服部, 2015, pp. 549-551, pp. 555-557]
- 3 ある調査結果によると、マネジャーのレベル（階層）が高くなればなるほど合併に対してポジティブな見解をもつ傾向があるため、調査対象者の選択が調査結果に影響を与える可能性があるという。いくつかの調査結果では、役員たちの主観的評価でさえ成功率は 55%程度であるという。[Pautler, 2003, p. 4]
- 4 財務的な意味で成功したというのは 30~55%程度であるという。[Pautler, 2003, p. 35]
- 5 本調査の概要であるが、調査タイトルは「M&A 経験企業にみる M&A 実態調査 (2013 年)」, 調査期間は 2013 年 4 月~5 月, 調査対象は過去 5 年間に買収・売却を実施した日本企業 1,500 社 (内訳は、買収と売却の両方を過去 3 年間で 1 回以上経験している企業 261 社と、買収か売却のどちらか一方のみを過去 5 年間で 1 回以上経験している企業 1,239 社である), 調査方法は対象企業に調査票を郵送, というものである。その結果, 224 社からの回答を得ている。[デロイト トーマツ コンサルティング, 2013, p. 2]

- 6 本調査の概要は、調査期間：2011年5月25日～6月20日、調査対象：日本の上場企業ならびに有力未上場企業（連結または単体で100億円以上の売上高）約6,279社、回収結果：307社（4.9%）であった。[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, p. 1]
- 7 本調査結果では、M&Aの成功率が47%と、わが国における一般的な調査結果（3～4割程度）よりも高い数値となっていることについて、本調査では、定量基準だけではなく、「本案件の目的達成度合い」といった主観的な判断にもとづく定性的な要素が含まれるため、一般的にいわれるM&Aの成功率とは意味合いが異なる可能性があることを指摘している。[プライスウォーターハウスクーパース, 2011, pp. 13-14]
- 8 PMIに関する調査については、ここで取り上げるもの以外にも、経済産業省の委託調査として一般社団法人日本CFO協会が行った「海外M&Aにおけるポスト・マージャー・インテグレーション（PMI）に係る課題抽出のためのアンケート調査」（2012年調査）があるが、これは海外M&AにおけるPMIを対象とした調査であるため、本節での検討からは外している。
- 9 本調査の概要は、調査期間：2007年9月3日～10月31日、調査対象：日本の上場企業ならびに未上場有力企業（連結または単体で100億円以上の売上高）約6,511社、回収結果：276社（4.2%）であった。[プライスウォーターハウスクーパース, 2008, p. 2]
- 10 松江 [2008] は、トーマツコンサルティングによる調査結果を紹介する際、成功企業（目標達成度が10段階のうち8以上の企業）と非成功企業（目標達成度が10段階のうち4以下の企業）にわけて分析を行っているが、一部、「成功案件」と「失敗案件」という表現が用いられている。それぞれどのような「案件」なのか定義が示されていないため判然としない面があるが、「成功企業」、「非成功企業」と同様に、「目標達成度が10段階のうち8以上の案件」を「成功案件」、「目標達成度が10段階のうち4以下の案件」を「失敗案件」と解釈し議論を進めていくことにする。
- 11 買収の経験が多いGEでは、Day 0以前の時期に、買収検討のプロジェクトチームの中に企業文化専門の検討チームを作り、企業文化がうまく融合できるかを調査・検証するという。その結果、M&Aの効果が出ないと判断した場合には中止することもあるという。GEが成功確率を高めるためにこうした活動を行っていることは、Day 0以前での企業文化理解の重要性を示唆するものであるとしている。[前田編, 2014, p. 238]
- 12 新しいミッション・ビジョンをどのように決めるかについては、被買収企業側のトップやキーパーソンをうまく巻き込んで一緒に決めていくやり方がよいとしている。というのも、① Day 0～Day 1の時点では、相互理解はまだ進んでいないため、一方的に買い手側で決めると

最適ではないものになってしまう可能性があることと、②被買収企業側が押し付けられたという意識を持ち、反感を感じる可能性が高まるからである。[前田編, 2014, p. 239]

13 なお、松江 [2008] では、英国デロイトの英国企業を対象とした調査結果にもとづき、成功企業の取り組み事例から、統合の成否は、①ディール完了後の 90 日をいかに過ごすかにかかっていることと、②計画の“質”に左右されるという点を指摘している。そのために、計画の立案はディールが成立する日よりかなり以前からスタートすべきであるとしている。その上で、成功企業は、①明確な目標設定、②コントロール、③人材管理、④コミュニケーション、の 4 つに特に留意した統合作業を行っているとは指摘している。[松江, 2008, pp. 83-84]

14 この他にも、たとえば、村松 [1989] では、合併・買収を救済型、友好型、対立型、乗っ取り型の 4 つに分類し、それぞれの型における PMI の諸問題の特徴を概観したうえで、特に難しい問題となる人事と組織の問題について検討を加えている。

参考文献

デロイト トーマツ コンサルティング株式会社, 『M&A 経験企業にみる M&A 実態調査 (2013 年)』デロイト トーマツ コンサルティング株式会社, 2013 年。

デロイト トーマツ コンサルティング株式会社, 「2013 年版 M&A 経験企業にみる M&A 実態調査」『News Release』デロイト トーマツ コンサルティング株式会社, 2013 年 10 月 8 日。

Epstein, Marc J., “The Drivers of Success in Post-Merger Integration”, *Organizational Dynamics*, Vol. 33, No. 2, 2004, pp. 174-189.

服部暢達『日本の M&A——理論と事例研究』日経 BP 社, 2015 年。

井上光太郎・加藤英明『M&A と株価』東洋経済新報社, 2006 年。

Jensen, Michael C. and Richard S. Ruback, “The Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, Vo. 11, No. 1-4, 1983, pp. 5-50.

M&A 研究会 (内閣府経済社会総合研究所), 『本格的な展開期を迎えたわが国の M&A 活動』, 内閣府経済社会総合研究所, 2006 年 10 月。

前田絵里編著, 菊池庸介著『企業買収後の統合プロセス——すらすら読める PMI 入門』中央経済社, 2014 年。

松江英夫『ポスト M&A 成功戦略』ダイヤモンド社, 2008 年。

松江英夫・篠原学『クロスボーダーM&A 成功戦略——市場競争力と投資効率を最大化する実践シナリオ』ダイヤモンド社，2012年。

村松司叙『企業合併・買収』東洋経済新報社，1989年。

一般社団法人日本 CFO 協会オフィシャルサイト『財務マネジメント・サーベイ：経済産業省委託調査「海外 M&A におけるポスト・マージャー・インテグレーション（PMI）に係る課題抽出のためのアンケート調査」（2012年調査）』
(http://www.cfo.jp/org/top_news/survey/40/)

『日本経済新聞』2015年10月12日付，朝刊7面。

Pautler, Paul A., “The Effects of Mergers and Post-Merger Integration: A Review of Business Consulting Literature”, January 21, 2003 version, Draft.

プライスウォーターハウスクーパース株式会社，『M&A 実態調査 2007 調査結果サマリー：M&A 実務における課題とあるべきプロセスの提案』プライスウォーターハウスクーパース株式会社，2008年1月。

プライスウォーターハウスクーパース株式会社，『M&A 白書 2011』プライスウォーターハウスクーパース株式会社，2011年10月。

Rau, P. Raghavendra & Theo Vermaelen, “Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No. 2, 1998, pp. 223-253.

株式会社レコフデータ，「2015年のM&A回顧」『MARR』，No. 256, February 2016, pp. 36-39.

田村俊夫『MBAのためのM&A』有斐閣，2009年。

東京青山・青木法律事務所，バーカー&マッケンジー外国法事務弁護士事務所(外国法共同事業) 編『合併・買収後の統合実務——シナジーを実現するPMIの進め方』中央経済社，2006年。

(2016年3月29日)

[付記]

本研究は，科学研究費（平成27年度～平成29年度科学研究費補助金基盤研究(C)：研究題目「PMIにおけるマネジメント・コントロール・システムの効果的な統合に関する研究」）による研究成果の一部である。