

戦略的M&Aに関しては、
Future コンシェルジュ・デスクに
ご相談ください。

業界再編

- リーディングカンパニーの合従連衡により、
新たな業界将来像の構築
- 業界の垣根を超えたリーディングカンパニーの
合従連衡により、新たな市場創出への挑戦
- グローバル市場で戦える、国内勝ち組連合の創造

▶ リーディングカンパニー
合従連衡による、
エクセレントカンパニーへの飛躍

経営統合

- 生き残りをかけ、有力企業より
業界リーディングカンパニーへの脱皮
- 企業規模の拡大、経営資源の補完により、
業界内の競争力強化
- 業界再編に向けた布石

▶ 業界内の生き残りをかけた、
勝ち残り提携戦略

選択と集中

- コアビジネス・ノンコアビジネスの選別による
今後の重点投資戦略の明確化
- 非中核事業の売却により、
中核事業への経営資源の集中
- 事業ポートフォリオの入れ替えによる、
新たな事業領域への進出

▶ 経営資源の選択と集中を通じた、
中核事業の競争力の強化

成長戦略

- 既存事業強化のための水平展開の買収
(同業ロールアップ)
- 川上川下企業買収により、
事業バリューチェーンの強化
- 成長戦略に基づく新規事業への参入

▶ M&A活用による新たな成長戦略

経験豊かな専門家が、無料相談(法務・会計・税務・スキーム含む)承ります。

Future コンシェルジュ・デスク (無料出張相談会実施中)

1991年に山一証券株式会社に入社、企業開発部配属。同社自主廃業に伴い、大手証券会社を経たのち当社入社。23年超にわたり一貫して国内外のM&Aアドバイザー業務の第一線に従事。上場企業同士の経営統合案件から中小企業の事業承継案件まで、規模の大小を問わず幅広い業界にて200件超のM&A案件の成約実績がある。

日本M&Aセンター
企業戦略部長
臼井 智



中堅・中小企業のM&A仲介実績 No.1

日本M&Aセンター

- 設 立：1991年4月
- 本 社 所 在 地：東京都千代田区丸の内1-8-2
鉄鋼ビルディング24階
- 事 業 内 容：M&A(企業の譲渡・譲受)支援事務
- ホームページ：http://www.nihon-ma.co.jp/

無料相談 TEL : 0120-03-4150 (担当:臼井) ✉: senryaku@nihon-ma.co.jp

日本M&Aセンター

Future Vol.10 2016.2

発行所/株式会社日本M&Aセンター 〒100-0005
発行人/三宅 卓 編集人/平山 敏

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング24階 TEL:03-5220-5454(代) FAX:03-5220-5455

フューチャー *Future* Vol. 10

ROEを考える

'Future'は話題となったM&A案件を、
各分野のプロフェッショナルの視点で分析・解説する専門誌です

日本M&Aセンター

戦略的M&AでROE向上へ

株式会社日本M&Aセンター
代表取締役社長 三宅 卓



証券取引所の新指標JPX400もROEを重視

日本M&Aセンターは今期、JPX日経インデックス400に組み入れて頂く事が出来ました。JPX400は、単純に会社規模を重視するのではなく、「経営効率が良く、ガバナンスも加味」した上で選定されることから、海外の投資家からも注目されています。

JPX400の選定基準の中では、ROEが柱に据えられています。当社は早くからROEを経営のKPIの一つと考えて経営してきた結果、30%以上を確保しています。

今なぜROE経営なのか？

当社が、JPX400に選定されるように積極的に経営した理由は二つあります。

- ①企業価値を向上させるためには外国人投資家の信頼を得る事が必要
- ②海外展開の為に海外で信頼を得るためには、『推薦400銘柄』に入る事が有効と考えたからです。

上場会社は今後、『事業においては海外展開』を進め、『株主対策においては外国人投資家』への効果的なアピールが重要になってきます。その時に、海外で信頼を得る企業として『ROE』と『ガバナンス』は非常に大きなアピールポイントになります。

ROEを高めるための戦略的M&A

ただ、ROEをスムーズに高めるのは簡単な事ではありません。当社においても5年間のシミュレーションを行っています。資本政策を所与のものとしてオーガニックに利益を上げただけではROEは低下していきます。ROEを高めるためには、『戦略的な成長戦略』と『自己資本の戦略的な活用（投資）』が必要になります。これを両立するためには『戦略的な成長戦略に基づくM&A』が最も効果的です。

当社では、『成長戦略支援』を積極的に行うと同時に、株式交換やレバレッジの効く買収が可能なスキームの提供等を通じて、上場企業のROE向上に向けたアドバイスも積極的に行ってまいります。

開発、需要拡大が継続する土木建設関連分野の拡大を目指しています。また、海外に目を向けると、日本と比較して遥かに市場規模が大きく持続的成長が見込まれるので、南北アメリカや欧州などへの進出・拡大を加速していく予定です。

M&Aで重要なのはPMI

―貴社のM&Aへの考え方についてお聞かせください。

オーガニック成長だけでは限界がありますから、環境変化に応じた事業構造の変革と、スピード感のある規模拡大のため、M&Aを加速していく必要があります。

当社の業績は顧客の事業環境に依存する部分が大きいの、ボラティリティリスクについては常に意識しています。

当社は人材アウトソーシングのノウハウを持っていますから、顧客業界・拠点にかかわらず人材を活かせる強みがあります。その意味で人材ストックの厚みを増していくことが当社の成長モデルそのものです。当社はどんな業界でも自分たちのノウハウを活かしますから、新たな分野への進出であってもシナジーを創出できるM&Aが最も良い手段だと思います。

M&A後のPMIも重視しています。企業の文化を覆すのはとても難しいと思っているので、買収後、対象企業に我々のやり方を伝えるというよりは、我々が相手のやり方を覚えるというスタンスをとっています。対象企業の強みを知り、その強みの活かしか方のアドバイスをしていくという方法です。1年前までは、M&A後3ヶ月くらいは私自身が直接対象企業の社員と交流を図っていましたが、いまはノウハウが確立されてきているので、同業種のM&Aの場合は担当役員にPMIを任せています。新たな領域のM&Aや海外企業の場合は、人の力に頼る部分が大きいの、私をはじめとしたチームで直接PMIに取り組みます。またグループ企業間でも連携をはかることで、全社的にシナジーを発揮できる環境作りをし、パフォーマンスをあげていくようにしています。

独自のM&Aポリシーの実行＝ROE向上

―ROE向上のために取り組まれていることは？

ROEは当然意識していますが、ROE向上を目的に特別に何かを実施しているわけではありません。当社のM&Aポリシーに沿ってM&Aを実行し、着実に成長し続けてきたことが、ROE向上に表れてきていると思います。国内では、M&A件数を重ねたことでノウハウを蓄積し、M&A後に価値を最大化するモデルが出来上がってきているので、M&A件数の増加がROE向上につながっています。



茂手木 雅樹 もてぎ まさき

1978年、埼玉県生まれ。大学卒業後、株式会社テレアクセス入社。2004年に株式会社シーエスソリューション、2006年に株式会社グレイスケール、2010年に古瀬依（大連）信息科技有限公司（中国大連市）を設立。2012年に株式会社アウトソーシング執行役員に就任。同社取締役を経て、2013年に株式会社アウトソーシングテクノロジータク締役に就任、翌年に同社代表取締役役に就任。現在、株式会社アウトソーシング専務取締役を兼任。

27兆円の市場を視野に

―今後の戦略をどのようにお考えでしょうか。

国内では、業界再編に徹底的に取り組んでいきます。再編が進む中で生き残っていくためには、規模が重要ですから、M&Aでスピード感ある成長を目指します。当社の売上規模の拡大につれ、相手企業の規模も変化してきており、2年前は10億円規模の売上の企業の買収が大半でしたが、1年前は50億円規模の企業、現在は200～300億円規模の企業とM&Aが可能になってきて、良いスパイラルに入っていると思います。

海外ですが、欧米の人材派遣市場は27兆円もの市場があり、さらに人材派遣を活用しようという動きが増えてきているため、日本同様にニーズがあります。メイドインジャパンの価値は高いので、日本のメーカーとともに歩んできた当社は興味をもたれやすいようです。

また、欧州の派遣単価は国内の倍なので、日本と同じ売上規模の企業でも実際のマネージメントレベルはその半分であり、当社が提供できるノウハウがたくさんあります。海外でも存在感を高め、グローバルでもトップクラスの企業を目指したいと思います。

―本日はありがとうございました。ROEを向上させるため、というよりも成長のためにやるべきことを実行し、結果ROE向上につながったということがよくわかりました。今後の海外展開も楽しみです。

M&Aによって成長し続け、グローバルトップクラス企業を目指す 株式会社アウトソーシング 専務取締役 茂手木 雅樹 氏

株式会社アウトソーシング（東証1部2427、以下「OS」）は、1997年創業、メーカーの生産性向上のためのアウトソーシング事業を行い、国内外にグループ会社58社、連結社員数が25,606人（2015年9月30日現在）という規模に成長している。急成長を遂げているOSの戦略やROE向上に向けた取り組みを、同社が積極的に推進するM&Aの中心的人物である、専務取締役 茂手木雅樹氏に伺った。

（聞き手：日本M&Aセンター 事業法人部 上席課長 栗原 弘行）

国内は高付加価値追求

―業界動向をふまえた貴社の経営課題や業界再編の見方はどのようなものでしょうか。

グローバル化や人口減少により、日本のものづくりは変化しています。海外への生産移管により電機メーカーを筆頭に製造アウトソーシング業界はシュリンクしているので、日本国内では付加価値の高い自動車関連産業や、成長が見込まれるIT

M&A事例

株式会社日本M&Aセンター
事業法人部 上席課長 栗原 弘行



M&Aを継続することによって、高ROEを維持

株式会社アウトソーシング（以下「OS」）は、ここ6年で15件のM&Aを実施してきている¹。前頁OS、茂手木専務のインタビューからも明かなように、OSは多数のM&Aを継続することにより、選択眼を高め、PMIにおいては独自のノウハウを確立してきた。その結果、のれんの償却負担などにより短期的な低下はあるものの、ROEは中期的に向上してきている。

この背景には、祖業である製造業アウトソーシング・ビジネスの枠にとどまることなく、建築・土木、IT、医療関連と領域を広げ、その各領域において知見を広め、グループ総合力を高めてきていることがある。すでに事業領域を広げた同社においては、M&A案件の成否の見極め、適正価格、買収後のPMIフローが備わっている。買収価格においては、つねに適正価格の軸がぶれず、高すぎると判断した場合には、泰然と見送るという冷静さも備えている。

ここでは、最近成約した共同エンジニアリング株式会社（以下「KD」）買収案件を取り上げてみたい。

共同エンジニアリングの事業内容

KDは国内外の大手顧客に対して、土木・建築工事、空調・衛生設備、建設コンサルタント、設計、管理業務等の技術者を派遣している。

KDは国内のスーパーゼネコンを中心に抜群の知名度を誇り、国内の現場はもとより、海外に対するインフラ輸出案件でも中核となる人材を供給しており、顧客にとって欠かせない存在となっていた。

共同エンジニアリング株式会社

本社：東京都新宿区 設立：2002年3月 従業員：約530名
事業：建築・土木関連の技術者派遣事業 売上高：約30億円
※2015年12月15日の取得時点

本件M&Aの背景

KDは、2020年の東京オリンピックや老朽化した国内インフラの更新という喫緊の課題や、海外に事業機会を見出し始めた国内大手ゼネコンによるインフラ輸出事業等の拡大トレンドに支えられ、毎年10%以上の着実な成長を続けており、極めて良好な経営状況であった。

しかしながら、KDでは顧客より要求される人材の高度化が進み、KDの業界内の知名度を以ってしても当該ニーズに応える事ができる人材の採用が思うようにできていないという課題に直面していた。例えば、海外プロジェクトへの派遣のため、英語・フランス語の堪能な1級建築士を派遣して欲しい等のニーズである。顧客からの仕事の引き合いは非常に強いものの、人材採用力の観点から当該依頼を断らざるを得ない状況が続き、収益機会を逃していたことも事実であった。

上記環境下において、KD前代表は、自社の今後の成長の為に、自社の弱みを補完できる大手企業グループに参画した方が会社の為、従業員の為になるのではないかと考えた。また、自身の年齢、ご子息が官僚や医師となり、会社を継ぐ可能性が実質的に皆無である現状を総合的に勘案し、M&Aに踏み

出した。但し、前述の通り、KDの現状の経営は好調であり、M&Aの相手は同業のどこでも良いという訳ではなかった。弊社とKD前代表との複数回に渡るディスカッションの結果、KDの更なる成長に資する企業、従業員を託せる企業、具体的には、資本金、人材採用力、営業力等がある同業大手という条件で相手探しをすることとなった。その中でも、経営理念に共感でき、M&Aを多数実行し、確固たるPMI手法を有していたOSと始めに交渉をしたいという申し出となった。

両社のトップ面談に於いては、OSのマネジメント陣は決して上から目線になることなく、むしろ10数年で、ここまでのビジネスを育てたKD前代表の手腕を高く評価し、KD前代表もそのようなOSの姿勢に感銘を受けた。さらに、OSは業績も順調に拡大していることから、「この企業であれば、KDを託すことができ

る」との確信に至り、最終的に譲渡の決断をされる。

本件シナジー

(1) 人材採用の更なる強化

(2) 営業力の更なる強化

(3) KD役員及び従業員の更なるモチベーションアップ

(4) 建築・土木技術者派遣業界におけるOSのプレゼンスの向上

本件実行により、OSの製造業以外での売り上げ構成は約40%となり、祖業と拮抗してきている。KDとのPMIはいまだこれからであるが、前述したPMIフローをあてはめることにより、OSグループの一員として大きく成長するものと確信している。

¹ アウトソーシング社 適時開示資料より

執筆者紹介

日本M&Aセンター 事業法人部 上席課長 栗原 弘行

大手証券会社を経て日本M&Aセンターに入社。人材業界の担当者として、全国の人材関連企業経営者と直接お会いし、M&A支援サービスを提供。同業界でのM&A実績も豊富で業界知識も深い。

ROE向上と企業戦略

ROE向上は利益率向上で

日本企業のROEは世界と比較すると相対的に低い。実際、伊藤レポートに記載されているみさき投資株式会社の分析によると、全産業の2012年暦年ベースで米国企業のROEが22.6%であるのに対して、日本企業は5.3%となっている。この低いROEを高めるためには、大きく2つの方向性がある。一つは分母である自己資本を圧縮すること、すなわち財務レバレッジを高めることである。もう一つは分子の利益を高めることである。

ROE＝売上高利益率×総資本回転率×財務レバレッジ（負債/自己資本）

財務レバレッジを高めること、つまり負債を増やして投資を行

株式会社ピー・アンド・イー・ディレクションズ
シニアマネージャー 藤原 泰輔

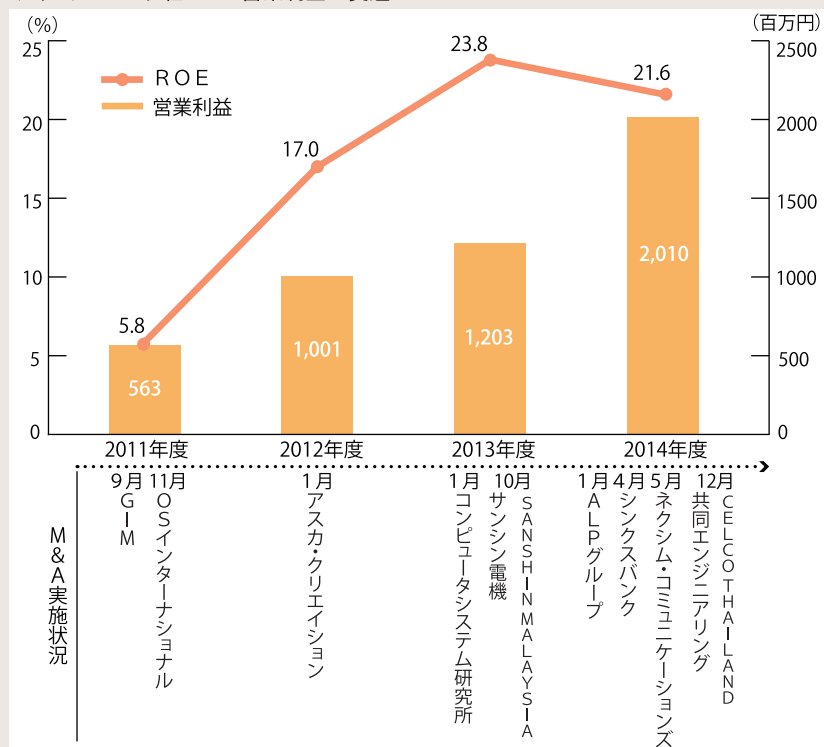


い、利益増を企図する場合、自己資本を増やさずに利益を高めることができるのでROEを高めることになる。しかしこの方法では自己資本比率の低下を招き、株主はより高い資本コストを企業に要求するようになる。そもそもROEの向上が目指すことは「資本コストを上回るROEを実現することで企業価値を高めること」にあることを考慮すると、財務レバレッジを高めることによるROE向上は次善の策だ。企業価値の創造を目的とするROE向上は、売上高利益率の向上を通じて行われるべきである。

優良企業ほどROEの向上は容易ではない

利益の向上がROEの向上にどれだけ大きく貢献するかは、企業の負債・資本構成に依存する。自己資本比率が高い企業ほど財務レバレッジが低く、利益を高めたとしてもROEはそ

アウトソーシング社ROEと営業利益の変遷



アウトソーシング社 決算短信より日本M&Aセンターが編集

れほど高まらない。また、すでにROEが高い企業ほど、さらに利益率の高い事業を行わなければROEは高まらない。要するに「優良企業」と言われる企業ほどROEの向上は難しい。以下では、優良企業の中でROE向上を実現している企業の戦略を分析し、なんらかのヒントを得てみたい。

①上場企業、②売上高1,000億円以上、③自己資本比率60%以上、④2011年度から2014年度の4決算期すべてでROEがプラスの値、⑤ROEが毎年前年を上回って伸びているという条件で企業をスクリーニングすると22社抽出される。2014年度決算でROEが高い順番に5社列举すると、シマノ、シスメックス、村田製作所、日東電工、カルビーとなる。本稿では、自己資本比率が80%前後と非常に高い中で、ROEを2011年の3.78%から2013年には10.26%という水準にまで高め、さらに2014年に16.13%と劇的に高めることに成功している村田製作所の戦略を事例として試してみよう。

村田製作所の競争力構築プロセスの事例

村田製作所はセラミックコンデンサや通信用部品で世界シェア4割を誇るなど、世界トップシェアを誇る製品を多く有している。最高益を更新しているが、そのけん引役となっているのがスマートフォン（スマホ）のアンテナ周りの部品である。

アンテナ周りの部品は、受信した電波をデジタル信号に変換するスイッチ、増幅装置であるパワーアンプ、電波から必要な周波数だけを取り出すSAWフィルターの3つに分けられる。もともと、村田製作所は通信用部品においてアンテナスイッチや電波を選別するSAWフィルターを組み合わせた受信モジュールでトップシェアである。他方、電波信号の出力を上げるパワーアンプは米国メーカーが強く、日本ではルネサスエレクトロニクス（以下「ルネサス」）などが手掛けている領域であった。

このようにアンテナ周りの部品メーカーは当初はそれぞれで部品を端末メーカーに供給していたが、端末メーカー側が複数機能を一体化した部品を求めるようになると、村田製作所は今後の部品のモジュール化に備えるためルネサスと共同開発を行い始める。ルネサスは主力のマイコン事業に経営資源を集中する戦略をとったので2011年に村田製作所はルネサスのパワーアンプ事業を買収、自社の受信モジュールにパワーアンプの設計や生産技術を取り込むことで部品の競争力を高めることに成功する。

また2014年にはアメリカの電子部品メーカーであるペレグリン・セミコンダクターを買収、高周波タイプのスイッチや電波を送受信しデジタル信号に変換する電子部品を自社のものとした。これらの買収により、村田製作所は、端末メーカーの高速通信サービスを実現するための高機能化の要求に対応できる製品開発力を持つことになった。

村田製作所の成長戦略

村田製作所は同社の買収戦略に関して「にじみ出す」という言葉を使用する。つまり自社の得意とする技術領域や競争力のある製品領域を基軸に、その周辺領域にじわじわと出て、自社の強い領域を拡大していくという戦略である。

自社の強い領域を軸に「にじみ出す」ように技術や製品領域を拡大することは、獲得する技術や製品をより迅速に利益に結びつけやすい。村田製作所の場合、アンテナ周りを構成する部品をモジュール化して小型化したいという顧客ニーズをとらえ、アンテナ周りの部品のモジュール化をいち早く行った。圧倒的な競争力を持つ受信モジュールを基軸に、パワーアンプという自社が必ずしも強くない、しかし部品のモジュール化を推進するためには欠かすことのできない領域の技術を獲得した。部品としては両者は異なるものの、アンテナという部品

領域では一つの塊であるので、村田製作所の持つ技術とパワーアンプの技術の原理はそれほどかけ離れたものではないであろう。融合した技術を用いて部品をモジュール化し、ブラックボックス化することで、他社が模倣することができない、差別化された製品を供給することが可能となり、高い利益率を実現できるようになったのだ。

「にじみ」の中心が潤っているほどにじみの範囲は広くな

る。そして「にじみ」は緊ぎを要しない。また「にじみ」は輪郭をぼやかす。「自社の強みを基軸に」「異種を迅速に融合し」、「他社からは見えなくさせる」。村田製作所の戦略は、技術や製品を利益に結び付ける一つの有効な方策と考えられる。

ROE向上を重視する際のM&A戦略のあり方

M&Aの目的には、自社能力の強化、顧客基盤の強化、商品・サービスの拡充、新規事業展開、規模の追求、バリューチェーン最適化などがある。ROEの向上を重視されるようになると、規模追求型の買収や、「将来性があるから」「成長市場だから」という理由で自社が強みを持つ領域とはかけ離れた「飛び地」の買収においては、買収による利益創出の道筋や

参考資料

- 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書 平成26年8月
- 日経産業新聞2014年12月27日付
- 東洋経済オンライン「14期ぶり最高益の村田製作所、次の一手は」2014年11月5日付
- 東洋経済オンライン「村田製作所、過去最大M&Aの成否」2014年9月2日付
- 日本経済新聞2014年8月22日付朝刊

会社紹介

株式会社ピー・アンド・イー・ディレクションズ (<http://www.ped.co.jp> 本社：東京都中央区 社員数：40名) 戦略策定 (Planning) と実行支援 (Execution) を行う経営コンサルティング・事業支援会社。新規事業の立ち上げ、海外市場への進出、アライアンス・M&Aの推進、新商品・新サービスの上市、新販路拡大など、成長戦略の企画から実行までを多段階にわたり支援。シンガポール、タイ（バンコク）など海外にも拠点およびスタッフを設置。2001年創業以来、大企業、中堅・中小の上場企業、プライベート・エクイティファンドなどを中心に数多くの支援を実施。代表の島田は株式会社日本M&Aセンターの社外取締役を兼務。

ROEとM&A、会社法実務、コーポレートガバナンス・コード

三宅坂総合法律事務所
弁護士 森川 友尋



ROEと会社法実務

今後、ROEを向上させることを目的の一つとして行われるM&A案件が増える可能性もあるが、これは、上場会社をはじめとする各企業が置かれている以下の状況にも関係する。

(1) ROEの数値目標、基準の公表

周知のとおり、政府による2014年6月の「日本再興戦略」改訂2014を皮切りに、①2014年8月の伊藤レポートにおいて、「最低限8%を上回るROEが必要」との具体的な数値目標

が示され、②2015年2月には、機関投資家に対する議決権行使助言会社であるISS (Institutional Shareholder Services Inc.)が、過去5期平均のROEが5%を下回り、かつ改善傾向にない場合には経営トップ(会長、社長)である取締役の選任議案に反対推奨する旨のポリシーを適用するなど、主に上場企業を中心として、従前に比べてROE向上が強く求められている状況である。

2015年6月の東証一部上場企業における株主総会の議決権行使結果の分析によると¹、ROEが低い企業(過去5期平均と直近期がともに5%未満)における社内取締役の選任議案に対する賛成率は、2014年6月に比べて3%減少し、さらに外国人による株式の保有比率が30%以上の企業においては約10%減少したとの報告がなされている(図表1、2)。これは、ROEが低い上場企業については、経営に深く関与する社内取締役の選任につき株主の賛同・理解が得にくくなりつつあること、そして外国人株主が多い場合にはその傾向が顕著であることを示すものである。

図表1 会社全体における社内取締役の選任議案に対する賛成率

取締役選任議案時期	2014年6月	2015年6月
全体賛成率	93.3%(1,270社)	93.5%(1,365社)
うち低ROEの会社の賛成率	91.3%(305社)	88.5%(284社)
全体との差	-2.0%	-5.0%

図表2 外国人比率 30%以上の会社における社内取締役の選任議案に対する賛成率

取締役選任議案時期	2014年6月	2015年6月
外国人比率30%以上の会社の賛成率	92.8%(191社)	93.4%(226社)
うち低ROEの会社の賛成率	90.3%(21社)	81.3%(19社)
全体との差	-2.5%	-12.1%

※いずれも、注1における小西池雄三「機関投資家による議決権行使結果の状況と臨時報告書からみた株主総会」旬刊商事法務2081号27頁(図表2)に依拠する。

¹ 小西池雄三「機関投資家による議決権行使結果の状況と臨時報告書からみた株主総会」旬刊商事法務2081号27頁

執筆者紹介

三宅坂総合法律事務所

弁護士 森川 友尋

2004年東京大学法学部卒業、2006年弁護士登録。M&A・グループ内組織再編、企業間提携その他の企業間取引、会社法・金融商品取引法等による企業法務全般、企業間紛争解決に関する案件を多数取り扱いしている。

【事務所概要】 上場会社、金融機関、その他各種企業、ファンド等のクライアントを中心に、国内外の紛争解決、トランザクション、事業再生・倒産処理、コンプライアンス・リスク管理、国際取引・国際紛争等の企業法務全般を幅広く取り扱い、各分野において高度な専門性を有する各弁護士の知識とノウハウを活用してクライアントの利益に合致するリーガルサービスを提供している。

(2) ROEとコーポレートガバナンス・コード

2015年6月1日より東証の上場規則としてコーポレートガバナンス・コードが施行され、その中では、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、具体的に何を実行するのかについて…説明を行うべきである」とされている(原則5-2)。このコードを踏まえ、上場企業の中には、コーポレートガバナンスに関する報告書において中期経営計画に関する記載を行い、ROEの目標数値を積極的に設定する企業も見られる。もちろん、コーポレートガバナンス・コードが制定される前からも自社のウェブサイトにおいて任意にROEの数値目標等を開示してきた企業の例はあったものの、コーポレートガバナンス・コードの施行を契機として開示例が増加しているように見受けられ、ROEの改善に取り組む企業の意識が強くなってきていることが読み取れる。

ROEを高める戦略的なM&A実務



株式会社日本M&Aセンター
企業戦略部 上席課長 西川 大介

なぜ今、ROEが大ブームになっている？ 過去にもあったブーム

経営効率の向上に関する投資家と企業との関係が注目されるのは初めてのことでない。前回のブームは2005年頃のこと、ライブドア、村上ファンド事件、あるいはスティール・パートナーズによるサッポロホールディングスの株式大量取得等いわゆるアクティビストファンド、モノ言う株主の上場企業に対し敵対的ともとれる株主提案が展開された。それらの上場企業は、ROE等の経営効率を表す指標が低水準であることを指摘されたが、一般株主を味方につけるだけの説得力ある事業計画や成長戦略を打ち立てられる企業は少なかった。当時の数多くの敵対的TOBや敵対的株主提案は外部圧力となり、株式持ち合いの再強化や過度の敵対買収防衛策導入など上場企業全体にうしろ向きな活動を増長するだけの結果に終わった。

今回のROEブーム

昨今、日経新聞ほか各経済誌等においてROEという言葉を目にしない日はない。ROEは何ら新しい指標ではないが、契機は、政府が2014年6月末に打ち出した『日本再興戦略2014』だ。日本企業に「グローバル水準のROE達成」を求め、そのために「内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や大胆な事業再編、M&Aへの積極活用」を求めた。2014年2月に公表された『日本版スチュワードシップ・コード』、2015年6月の『伊藤レポート』、2014年8月の『コーポレートガバナンス・コード』がそれを後押しする。この伊藤レポートを通じて、おおよそ次のメッセージが、上場企業各社に投げかけられた。

- バブル崩壊以降、日本経済は急速に冷え込み、長い間低成長が続いた。その最大の原因は日本企業の利益効率が低いことにある
- 日本企業は最低限8%を上回るROEを達成することにコミットするべきである
- 日本企業が「稼ぐ力」を取り戻すためには、企業と投資家の関係を対立的に捉えるのではなく、「協創」的に捉えて、経営者と投資家をもっと対話すべきである

日本企業の低ROEの実態

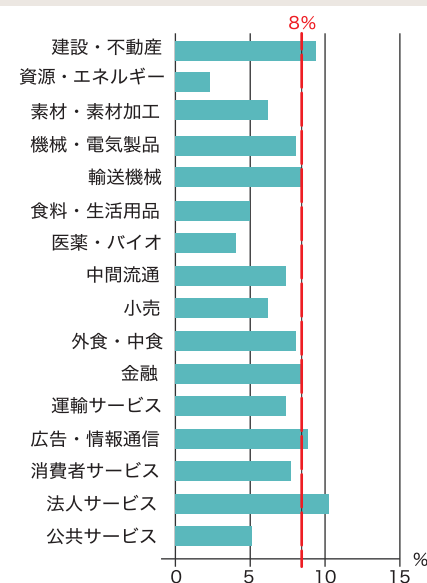
世界主要企業と比較すると、日本企業のROEは低い(米国15%、日本9%)。過去10年間の平均ROEを見てみると3割程度の企業が5%未満であり、伊藤レポートが掲げる8%を超える企業も3割程度で少数派である。(図2参照)『デュポン・システム(売上高当期利益率×総資産回転率×財務レバレッジ)』(図3参照)を使って日本企業のROEを分解してみると、米国や欧州の企業と比較し、大きな問題はマージン(当期利益率)が極端に低いことである。日本企業は、「売上を優先するためにマージンを失っている」といえる。国内のM&Aにおいても、規模追求型のM&Aが主流となっており、M&Aにより経営効率を高めても、その成果を低価格戦略を加速することで使い果たしてしまう。今後の日本企業に必要

図1 最近のROEトピック(抜粋)

政府	日本再興戦略(2014年6月) ・日本企業に「 グローバル水準のROE達成 」を要請。 ・その手段として「内部留保を貯め込むのではなく、 新規の設備投資や大胆な事業再編、M&Aへの積極活用 」を要請。
金融庁	「日本版スチュワードシップ・コード」(2014年2月) ・国内外の機関投資家との対話を推奨。 「コーポレートガバナンス・コード」(2015年6月) ・独立社外取締役2名以上選任。
経産省	伊藤レポート(2014年8月) ・日本企業は ROE8%を最低ライン として、その上を目指す旨の記載あり。
ISS	Institutional Shareholder Services Inc. (議決権行使助言機関最大手) ・同社が2014年11月に公表した新ポリシーにおいて、 5年平均のROEが5% を下回る場合には、経営トップの選任議案に反対推奨する旨の記載あり。

なことは、自社と他社との経営資源をより複層的にかつ精緻に組み合わせることによって、新たな付加価値・優位性を持つサービス／技術／製品を生み出し、高いマージンを維持しつづけることだ。

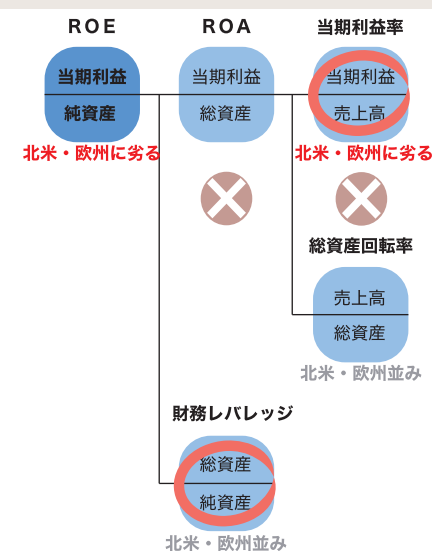
図2 日本企業の業種別平均ROE



ほとんどの業種で直近実績に基づくROEは目標最低ラインの8%を下回っている。

SPEEDAより日本M&Aセンター加工

図3 ROEの構成要素（デュボンスシステム）



日本企業のROEが低水準にあるのは、低価格戦略の結果とされている。

M&AのROE向上に関する効果検証

M&Aは企業の既存事業もしくは新規事業に対する投資活動であり、事業育成・強化の一手段に過ぎない。つまり

M&Aは設備投資の延長線上にあるもので、その効果や目的を考えれば、本来は通常の設備投資と区別して特殊な活動と位置付けて神経質に取り扱うべきものではない。一定の「のれん」を負担したとしても、買収の対象となる事業は、取得時点において顧客基盤があり、経験・ノウハウを有する人材を抱え、一定の売上と利益を確保している。すなわちM&A投資は、オーガニック投資とは比較にならないほど、経営効率を高められる可能性を有している。先行研究によると、M&A後のROE変化割合の比較において、M&A実施企業の実に70%の企業が、M&Aを実施しなかった企業の平均値を上回っていたという結果が出ている。また別の先行研究によると、ROEはM&A実施時と比較して1年目にかけて低下するものの、2年目以降は上昇し、5年目にはM&A実施時と比較して平均5%近く向上したことが示されている。

M&Aを通じたROE経営の実践

各業界のリーディングカンパニーを見ていくと、ROEを経営指標として重視する企業は少なくない。それら企業は、対外的にもROE目標を公表し、且つそのための戦略・施策について、社長自ら方針を説明している。

古森CEO率いる富士フイルムは、「3年間でROEを4.2%から7%に上げ、最終的に2019年3月期において8%にする」と発表した。そのため、配当、自社株買いを通じて2000億円強を株主還元充て、更に4000～5000億円をM&A資金に充てるといふ。過去に無かった経営効率重視の姿勢を明らかにしたことによって、新中計では、(足下の業績が悪くとも)将来の事業の種を買うという従来のM&A戦略から、すでに儲けが出ている企業を買収するという戦略に転換したものと考えられる。

永守社長率いる日本電産は、直近2期も12%超と高水準のROEを維持しているが、更にその上を目指し、2020年度に18%以上にする旨を発表している。その手段として、売上ベースで、オーガニック成長とM&A成長とを明確に区別して金額目標を示している。スローガンは「利益ある高成長の飽くなき追求」で、その中心にあるのはいわずと知れたM&A戦略だ。1973年の創業以来、50社ほどを買収してきた。これは1年に1社以上というペースであり、それを40年も続け、ゼロから始めた日本電産グループを年間売上高約1兆円の規模にまで育て上げた。しかも、産業用モーターという地味な部品製造分野において、M&Aを活用して成し遂げたという点は意義が大きい。永守社長本人が「買うまでが20%で、買った後にかける力が80%」と言うように、社長自らが先頭に立って、M&A案件全てのPMI(ポストマージャーインテグレーション：買収後の経営統合)を重視し、直接関与している。

M&A検討時におけるROEの活用

ROEを活用するにおいて大事なことは、ROEを管理可能な指標・単位に分解し、分解後の指標毎に数値目標を設定し、運用することにある。また、設定したROE目標値を実現するためには、どのような行動をとるべきか、どのような意思決定をすべきか、シミュレーションを重ねることが有効である。特にROEの向上には中長期的な視点が必要になるので、3～5年間の複数年度に跨るシミュレーションが有効である。図4はM&A実施によるROE影響シミュレーションのサンプルイメージ。M&A検討時におけるROEシミュレーションを通じたROE活用のポイントを以下に整理し、まとめる。

①M&A投資収益率(キャッシュベース)の最低基準は直前

の自社ROE(良いM&A案件が無いのであれば、自社既存事業へのオーガニック投資で辛抱)

- ②投資家の期待は株主資本コスト以上のM&A案件へ投資すること
- ③投資家は過去の内部留保を順調に投資に回していた場合に維持・向上したであろうROE水準に到達し、更に、伊藤レポートが提言する8%、米国平均の15%へ近づけるようなM&A案件へ投資することを期待している
- ④のれんの負担があっても、償却完了後は連結PLにフル寄与することを踏まえて、短期的視点で見送らずに、中長期的な視点で検討する
- ⑤上記の点を踏まえて、M&A投資の際には、ROEへの影響をシミュレーションし、投資家からの質問、投資家への説明に備える

図4 M&A実施によるROE影響シミュレーション(イメージ)

内部留保が50になったところで買収	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
留保率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
当期利益 (A)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.5	11.0	11.6	12.2	12.8
当期配当	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
内部留保繰入	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.5	11.0	11.6	12.2	12.8
当期純資産平残 (B)	200.0	210.0	220.0	230.0	240.0	250.0	260.0	270.5	281.5	293.1	305.3
うち余剰資金		10.0	20.0	30.0	40.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
再投資額		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	10.5	11.0	11.6	12.2
再投資リターン		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
当初資産リターン		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
当期ROE	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%

M&Aを活用したROE向上SIM	買収時	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
買収子会社 当期純資産平残 (C) ¹	50.0					57.5	69.1	85.9	109.3	140.6	181.9
買収子会社 買収時ROE	15.0%										
買収子会社 再投資リターン						15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
買収価額	50.0										
買収子会社 買収時実質ROE(のれん考慮)	15.0%										
のれん	0.0										
のれん償却期間(年)	5.0										
のれん償却費(年)	0.0										
買収子会社 営業利益	11.5					17.9	25.9	35.9	48.3	63.6	82.4
買収子会社 営業利益(のれん償却後)						17.9	25.9	35.9	48.3	63.6	82.4
実効税率	35.0%										
買収子会社 当期利益 (うち 買収子会社PL計上分)	7.5					11.6	16.8	23.3	31.4	41.3	53.6
(うち 親会社PL計上のシナジー分)						8.6	13.4	19.3	26.8	36.1	47.5
買収子会社 当期利益(のれん償却後) (D)						3.0	3.5	4.0	4.6	5.2	6.0
当期ROE(買収子会社・償却前)						20.2%	24.3%	27.1%	28.7%	29.4%	29.4%
当期ROE(買収子会社・償却後)						20.2%	24.3%	27.1%	28.7%	29.4%	29.4%
当期連結ROE(償却前)						8.4%	9.8%	11.2%	12.6%	13.9%	15.2%
当期連結ROE(償却後) (E) ²						8.4%	9.8%	11.2%	12.6%	13.9%	15.2%

¹親会社PL計上シナジー分を含めて計算している。

²E = (A + D) / (B + C - 買収時の買収子会社純資産平残)

執筆者紹介

日本M&Aセンター 企業戦略部 上席課長 西川 大介

大手プラントエンジニアリング会社、外資系コンサルティング会社、大手金融機関(M&Aアドバイザー部門)を経て日本M&Aセンターに入社。M&A戦略の立案からM&A成立後の統合作業に至るまで、10年以上に及ぶ豊富な実務経験を有し、多くの有力上場会社の案件に関与。