

PMIの要諦～最後は人～

ボストン コンサルティング グループ (BCG)
マネージング・ディレクター&シニア・パートナー 加来 一郎
パートナー&アソシエイト・ディレクター 坂上 隆二



1. なぜPMIはうまくいかないことが多いのか

日本企業によるM&Aが増加している。M&A助言会社のレコフによると、日本企業によるM&Aは2019年に過去最多の4088件行われた。そのうち、日本企業によるクロスボーダーM&A（いわゆるIn-Out）も826件と過去最高を記録している。2020年はコロナの影響もあり減少したが、2021年は上半期だけで2128件（内In-Outは323件）と、過去最多だった2019年に匹敵する勢いである。M&Aは今や、グローバルで戦う日本企業にとって、主要な経営戦略ツールとして定着してきていると言える。

ただし、これらのM&Aがすべて成功しているかといえば、そうではない。M&Aがうまくいかない理由はさまざまである。たとえば、そもそもM&Aを自社の優位性構築や戦略の実現にどう活用していくかをつきつめた「投資仮説」が緩いまま、投資銀行からの持ち

込み案件に飛びつき、十分な精査（デューデューリジェンス）を行わないまま高値掴みしてしまうような案件は、その典型例であると言える。

その一方で、きちんと投資仮説を立ててM&Aを進めたにもかかわらず、買収後の統合（PMI：Post Merger Integration）で苦戦したために、当初の狙いや投資仮説を実現できず、結果として企業価値を棄損してしまう例も多い。特にクロスボーダーの買収案件では言語の壁や異なるバックグラウンド、カルチャーに阻まれ、統合の難易度は格段に高まる。

PMIに関する書籍や論考は数多く、PMIの「定石」についての理解は日本企業においても深まっていると考えられる（図表1）。たとえば、統合により目指す姿や数値目標を明確にすること、戦略を構築し、シナジーを実現すること、適切なガバナンスを設計すること、有能な人材のリテンションに努めること、組織や機能

図表1 PMIの定石（BCGの経験より）

検討領域	Day1までに検討すべき内容
全体設計	- 統合により目指す姿、統合の基本方針、数値目標（シナジーを含む）の明確化 - PMI全体のロードマップおよびアクションプラン（100日プラン）の策定 - PMIを推進/マネジメントするための実行体制および意思決定プロセスの設計
戦略/バリューアップ	- 短期的な施策（クイックウィン）の洗い出しおよび中長期的なシナジー/バリューアップの実現に向けた戦略の構築 - 上記の実現に向けた事業計画と具体的な取り組み、資源配分方針の設計
ガバナンス	- 目指すガバナンスの基本方針（求心力と遠心力のバランス、連携モデル）の明確化 - 自社として押さえるべき意思決定・情報と押さえ方の設計（例：取締役の構成、経営チーム、権限、KPI（重要業績評価指標）、モニタリングプロセスなど）
組織体制	Day1時点およびDay2における組織体制の設計（拠点配置、本社/事業/機能の組織体制の定義と必要な再設計など）
タレント/リテンション	（戦略方針を踏まえ）リテンションすべきキーパーソンの特定とリテンション施策（報酬、リテンションパッケージ、責任・権限など）の設計 - 人材の育成・獲得方針（外部採用を含む）および施策の設計
インフラ/業務プロセス	人事/財務経理/ITシステムなどの統合方針・方法の設計と整備ロードマップの策定
カルチャー	- 戦略・ビジョンを踏まえた目指すべきカルチャーの定義 （自社および対象会社の）現状のカルチャーの特徴の見える化およびカルチャーの変革を促すための具体的な打ち手の設計
コミュニケーション	- Day1以前およびDay1直後に各ステークホルダー（顧客、取引先、従業員、メディアなど）に発出するメッセージの内容および方法の設計 - 従業員へのメッセージの浸透度の定期的なモニタリング（パルスチェック）

の統合を適切に設計し進めること、これらをカバーした100日プランを作ること、などである。もちろんこれらはいずれも重要であり、おそらくM&Aを行う多くの企業でも、その重要性は認識されていると思われる。

2. PMIはデューディリジェンス以前から始まる

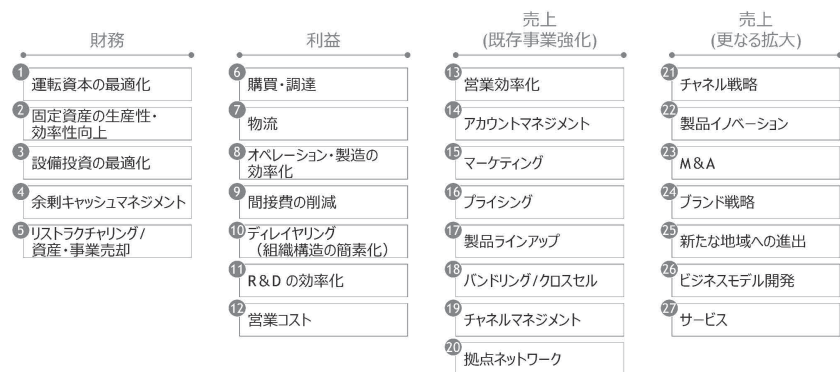
ではなぜPMIはうまくいかないことが多いのか。大きな要因として、経営トップを含め、社内でのPMIの重要性についての認識が浅く、検討が後回しになることがあげられる。ディールの最中はデューディリジェンスで忙殺され、その後もクロージングに向けた契約の詰めなどがギリギリまで続き、ようやく契約書の調印に至る。そこで初めてPMIについて考え始める。これでは失敗するリスクが高いと言わざるを得ない。

本来、M&Aは自社にない経営リソースやアセット（たとえば顧客基盤、製品、技術、ノウハウ、サプライチェーンなど）を迅速に手に入れるための手段である。したがって、M&Aを行う目的（＝投資仮説）を実現するためには、買収後に買った会社をどのような形でマネジメントし、欲しいアセットを維持して自社に取り込むかを設計することが大事であり、これがまさにPMIのブループリント（青写真）である。すなわち、PMIの目的は単に組織の統合や財務連結、システム統合といったオペレーションを円滑に回すことではなく、投資仮説を実現するためにあらゆる手を打つことである。

デューディリジェンスでは、通常は財務・会計や税務、法務、環境といった側面を中心に調査することが多く、買収対象企業の事業そのもの（事業モデルの継続性や成長性）の検証や、シナジーの洗い出し、実現性の検証などは、後回しとされがちだ。しかし、先ほどの投資仮説の実現性を検証するという観点からは、デューディリジェンスの段階で、シナジーを実現するために不可欠と（自社で）考えているアセットが本当に意味のある（自社として活用できる）ものなのか、それを買収後も維持することができるのか、どのように自社の組織プロセスやオペレーションに取り込んでいくのか、といった観点での検証が不可欠だ。

また、シナジーについては、両社で協業できる分野という狭い意味でとらえるべきではなく、買収した会社のバリューアップのために取り得る手段を網羅的に検討することも重要だ。プライベートエクイティファン드가事業／企業を買収する際には、その価値を最大化できる「フルポテンシャル」を探る。これは調達・製造・物流などのオペレーション面の効率化や間接費の削減だけでなく、運転資金や設備投資の最適化といった財務面でのレバーや、営業、チャネル、プライシング（価格設定）、追加のM&Aといった売上成長のためのレバーも含めて、網羅的に打ち手を検討していくことだ（図表2）。

図表2 買収した企業をバリューアップするレバーの例



© Boston Consulting Group 2021 - All Rights Reserved.

もちろん、デューディリジェンスにおける限られた時間の中で、これらをすべて検証することは難しいが、対象企業の経営陣へのインタビューや開示資料の解析、Q&Aのプロセスの中で、ある程度いけそうだという感触を掴んでいくことが大事である。PMIが実現できるかを初期にテストすることもデューディリジェンスにおける大きな目的のひとつととらえる必要があり、逆にこの段階でPMIが困難であると思えば、案件から撤退するという判断もあり得る。

3. トップダウンでPMIのアジェンダとロードマップを設定する

M&Aの初期段階で目的関数（投資仮説）が明確化できており、デューディリジェンスで投資仮説が実現できるという感触を得ていても、その時点で買収対象企業の事業やオペレーション、技術力、人材などがすべて見えているわけではない。したがって、Day0（契約締結）に至った時点で、相手側の「実態」を早急に見える化するとともに、相手側の経営陣と徹底的に議論して、Day1（資金決済・クロージング）やDay2（新

体制移行・組織統合などのマイルストーン）において目指すべき状態や、それに向けて検討すべきアジェンダの優先順位、検討の順番を明確化することが重要だ。

M&Aの目的が一部の限定的なアセットを買うことであればそこまでは不要であるが、組織の統合も含めた変革を目指す場合や、シナジーのポテンシャルはあってもその実現難易度が高い場合、Day0の後すぐにでも経営トップ同士が腹を割って話し、統合の目的（Why）や目指すべき状態（Where）を言語化できるレベルまでブレイクダウンして落とし込んでいくとともに、その実現に向けたアジェンダを明確化する必要がある。これをボトムアップで事務的に進めてしまうと、それだけでズルズルと時間が過ぎてしまい、時間切れとなるリスクが高い。大事なのは、初動においてトップダウンで物事を進めることであり、そのために両社の経営陣が時間投入を惜しまないことである。

4. 強いリーダーシップを発揮するオーナーがいるか

BCGの経験では、成功するPMIには必ず、案件に深くコミットし強いリーダーシップを発揮する「オーナー」が存在する。もちろん、前提として、経営トップがディールにコミットしていることは不可欠であるが、トップがディールの細かい点まで把握することは難しいため、事業戦略の策定、オペレーション改善、組織・機能の統合、各種のアドバイザーとの調整を含め、多種多様な取り組みを管理し、その整合性を取りながら日々の意思決定を行う現場のオーナーの存在が不可欠だ。成功しているPMIでは、オーナーがディールの初期段階（案件の組成、デューデリジェンス）からかわり、さらに買収先企業のCEOまたはCEOの補佐として派遣されて相手側と本社のつなぎ役となりつつ、現場でさまざまな意思決定を進めていくことが多い。

特にクロスボーダー案件では、カルチャーが大きく異なる相手企業の期待値や思惑、懸念を理解したうえで、利害を調整しながら相手の理解を得て進めていく必要があり、語学力はもちろんのこと、高度な利害調整能力や異文化対応能力が求められる。成功するPMIでは往々にして、上記の能力を兼ね備え、なおかつデー

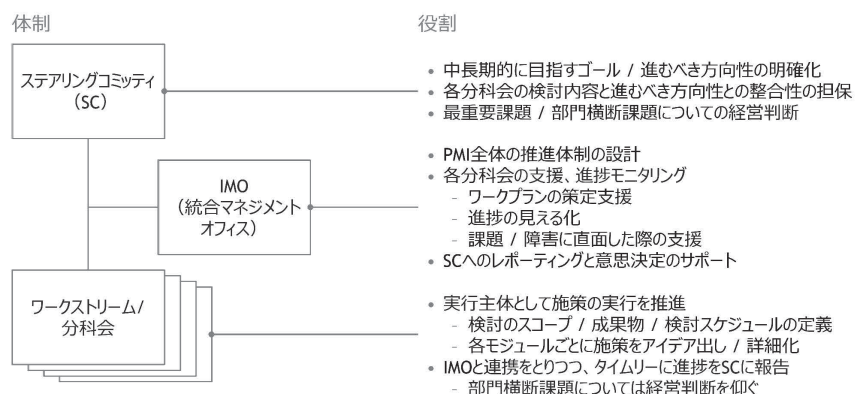
ルに深くコミットするオーナーが、買収先企業のトップもしくはNo.2として派遣され、買収先企業の経営陣と二人三脚で、日々発生する課題を解決しながら、経営トップと歩調を合わせて、統合を進めている。

5. プログラムマネジメントが鍵

PMIを実行する際の組織体制として、一般的には両社の経営トップからなる最高意思決定機関であるSC（ステアリングコミティ）、統合の設計・管理において中心的な役割を果たすIMO（統合マネジメントオフィス）、具体的なPMIの実務を担うワークストリーム（または分科会）の3つのレイヤーを設置することが多い（図表3）。このなかで、最も重要となるのがIMOであり、ディールのオーナーはIMOのリーダーとして、統合のあらゆる側面を管理していくことが求められる。

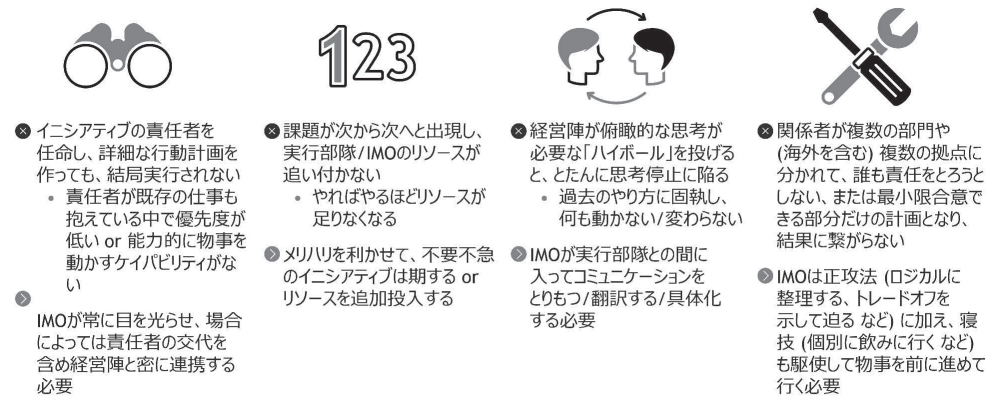
買収プロセスにかかわった経営企画や財務などの部門の人材にIMOでの役割を兼務させ、通常業務を行いながらIMOの仕事も行うことも多いが、それではうまくいかない。IMOはPMIの司令塔として、統合の大きな方針や目標の設計、ワークストリームの組成、具体的な統合スケジュールやマイルストーンの設計などにあたる。その業務は大小さまざまな多岐にわたるため、とても片手間でできる仕事ではない。また、いくら綿密に計画を立てても、PMIが計画通りに進むことは稀である。たとえば分科会の責任者が現業に追われて物事が進まない、想定しなかった課題が頻出して作業が追いつかない、経営陣からの高次元な要求に現場がついていけず思考停止に陥る、といった事態は珍しくない（図表4）。IMOは常にこのような想定外の事態に臨機応変に対応する高度な能力が必要となる。そのため、IMOにはオーナーの下に社内の各部署から人材を集め、フルタイムでIMOの業務に集中させ、チー

図表3 一般的なPMIの推進体制



© Boston Consulting Group 2021 - All Rights Reserved.

図表4 全社改革/PMIの実行プログラムでよくある落とし穴



実際の改革は教科書通りには進まない。IMOは臨機応変に対応する力が必要

© Boston Consulting Group 2021 - All Rights Reserved.

ムとして取り組むことが必要だ。

こうした能力を持つ人材は往々にして社内のエースであり、既存の事業から引き剥がすのは現場が嫌がることも多いが、数百億円、あるいは数千億円を投入した買収において、シナジーの実現を含めた投資仮説を着実に実現し、実際に価値創造を行うことへの人材の投入を惜しむのは本末転倒と言わざるを得ない。

6. 企業カルチャーのマネジメントを優先課題とする

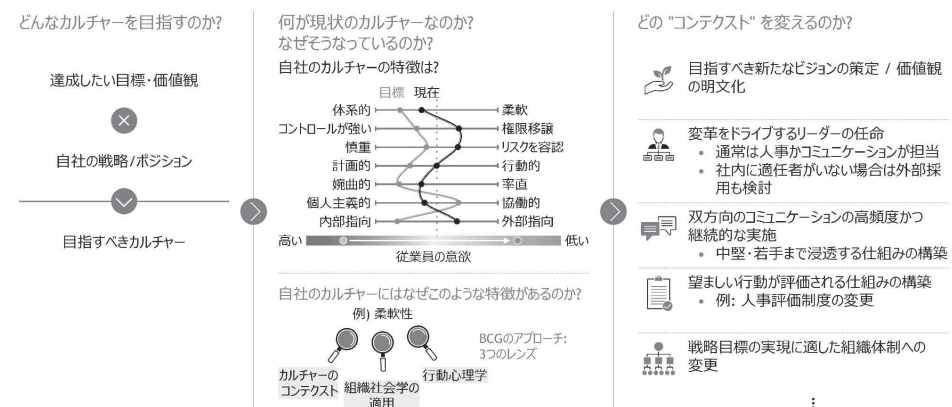
PMIにあたっては、企業カルチャーのマネジメントを最重要アジェンダのひとつとして位置づけることがカギとなる。特にクロスボーダー案件では、文化的なバックグラウンドが大きく異なることが多いため、その重要性は一層高まる。多くの案件で、カルチャーの側面は軽視される、もしくは重要だと認識されながらも、組織の統合やシナジーの議論に忙殺され、後回しにされることが多い。しかし、相手企業との統合の議論を進めるうえで、カルチャーの違いにより起こり得る誤解や不信を放置していると、そのズレは徐々に広がり取り返しがつかなくなる。統合の早い段階でこの問題に正面から向き合うことが大切だ。

もちろん、カルチャーの問題に取り組むことは、どちらかの企業のカルチャーを相手側に押しつけ、染め上げることではない。それぞれの会社に長年にわたり培った固有のカルチャーが根付いているなかで、完全な融合は不可能であるし、そもそも目指すべきではない。大切なことは、両社のカルチャーの特徴をきちんと解析し「見

える化」したうえで、互いに共通する点・相違点を明確化し、統合した会社が目指すべき方向性をきちんと定義することだ。互いのカルチャーのよい部分を活用し、組織力を強化することもできるだろう。

実際にBCGがカルチャーの問題を検討する際には、まずはカルチャー診断サーベイを行い、現状の両社のカルチャーの特徴を見える化する(図表5)。カルチャーとは、別の言い方をすると、「何を大切にしているか」、「何を評価しているか」という価値観である。このカルチャー診断サーベイによって、両社が大切にしている価値観を洗い出し、どこが共通しているのか、またどこにギャップがあるかを見える化する。このサーベイは、日本だけでなく、海外の拠点を巻き込むことによって、同じ会社の中での地域による相違も見えてくる。

図表5 カルチャー変革のステップ



© Boston Consulting Group 2021 - All Rights Reserved.

ただし、カルチャーを見える化するのはあくまで出発点であり、重要なのは今後統合会社として目指すカルチャーを定義することだ。投資仮説や事業戦略を踏まえたときに、どのようなカルチャーを醸成すべきか、たとえば意思決定はコンセンサスを重視するのか、スピード感を重視するのか、製品開発は顧客起点で考えるのか技術起点で考えるのか、新しい取り組みは慎重に精査するのか、リスクをとって積極的に行うかなど、最終的に会社をどのような方向にもって行きたいかを経営陣で徹底的に詰めることが必要だ（図表6）。

また、目指すカルチャーを明確化する取り組みでは、両社から代表を選抜したタスクフォースを組成し、このタスクフォースを中心に新たなカルチャーを検討することも有効だ。それにより、どちらかの企業カルチャーの「押しつけ」となることを避け、納得感の高い結論を導き出すことができる。私たちが支援したあるクロスボーダーの統合案件でも、両社からさまざまな世代や部門から人材を選抜してタスクフォースを組成し、そのメンバーで徹底的に議論をしたうえで、新たに目指すべき価値観（ミッション、ビジョン、バリュー）を定義し、それを両社の統合の指針にすることで、統合をスムーズに進めることができた。この新たな価値観を設計する過程で、相手が「なぜ」それを大切にするかについて、背景を含めて徹底的に解きほぐすことで、相互の理解が進んだことの効果は非常に大きかった。

最後に、カルチャーを狙った方向に動かすための仕掛けを検討していく。従業員に対して目指すカルチャーを示しても、それだけでは人は動かない。重要なのは、マインドを変えようと口酸っぱく言うことではなく、カルチャーを形成する「コンテキスト（文脈）」を変えることだ。コンテキストには、リーダーシップの

あり方、評価・報酬制度、意思決定権の所在などが含まれる。コンテキストを変え、求められる行動に誘導することで、結果としてカルチャーも変わっていく。たとえば、望ましい行動をとった従業員を表彰する制度を作ることで、他の従業員も求められる動き方を理解でき、自ずと行動が変わってくる。

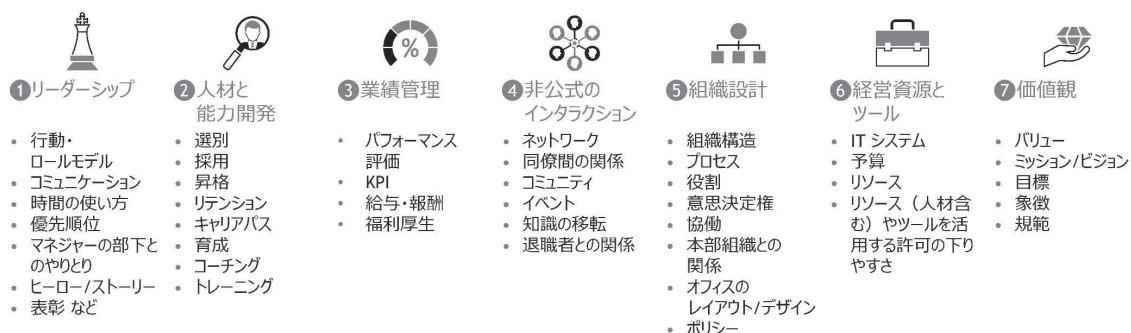
7. 終わりに

本稿では、日本企業がPMIの「定石」を超えて、PMIを成功に導くためのポイントを検討してきた。PMIはシナジーの実現からガバナンス、組織・機能の統合、コミュニケーションなど、統合に関するあらゆる側面を扱うため、容易なことではないが、BCGの経験では、PMIの成否は、結局のところの人の側面に委ねられることが多い。PMIの定石は示せても、それを実行するのは人である。具体的には、以下の3つのポイントを押さえることが重要だ。

- ①ディールに対してコミットし、強いリーダーシップを発揮できる「オーナー」を明確化し、権限と裁量を与える
- ②社内からエース級人材を集めてオーナーを支えるチームを組成し、統合プロセスをマネジメントする
- ③統合会社が目指すべきカルチャーを定義し、その方向に持って行くために評価制度や意思決定権限といったコンテキストの変更や新たなビジョンの策定に、従業員を巻き込んで取り組む

PMIの成功は買収を通じて価値を創造するうえできわめて重要な要素である。また、このようなタフな環境で鍛えられた人材は、将来的に事業を担う貴重な人材となって返ってくる。PMIに人材を「投資」すると考えれば、その投資対効果は短期的にも、長期的にもきわめて高いものであると言える。

図表6 組織コンテキストを決定する要素の例



組織マネジメント上の効果・影響が大きいのはどのレバークを検討して活用