



# Value Creation

## ディールの先の 価値創造を見据えて： 金融サービス業界編

三つの要素に焦点を当て最大の成果を得る

#BeyondTheDeal



[www.pwc.com/jp](http://www.pwc.com/jp)

# 目次

エグゼクティブサマリー	1
買収ラッシュ	2
価値の創造	8
売却	13
メリットの享受	18
調査方法	19
お問い合わせ	20

## 本レポートについて：

PwCでは、企業のパフォーマンスに影響を及ぼす要因について理解するために、幅広い国・地域の金融サービス (FS) 企業の経営幹部100名に対し、M&Aを通じた価値創造の実体験について調査を実施しました。調査対象者は、過去3年以内に大規模な買収・売却案件をそれぞれ1件以上実施した経験を有しています。当該調査は定性的な質問と定量的な質問を組み合わせを行い、聞き取りは全て電話で実施しました。PwCのクライアント以外からの回答は全て匿名化した上で、集計を行っています。

本レポートは、上記の調査・聞き取りから得たインサイト（洞察）と、これまでクライアントのディールを支援してきたPwCの経験をベースに作成しています。本レポートでは、ディールがもたらし得る最大限のリターンを実現するために、トップマネジメントはいかなる手法をもって組織内の価値創造に取り組むべきか、そのロードマップを提示します。

# エグゼクティブサマリー

世界経済危機以降、規制やテクノロジー、金融政策は劇的な変化を遂げています。このような変化を背景に、(また、一部ではそのような変化にもかかわらず) 金融サービス (FS) 業界におけるディール件数は大幅に増加しており、オーガニック投資のみによる収益の確保・拡大から一歩踏み出すことを求められた多くの企業がM&Aを実施しています。

近年、ブレグジットや米中貿易摩擦といった世界的なイベントが、地域による程度の差こそあれ、深刻な課題となっています。このようなイベントは、世界中の銀行・保険会社の成長意欲をくじき、収益性を低下させており、業界のリーダーたちは、逆風を乗り越えるべく、戦略的合併、買収、売却を検討しています。

M&Aは、FS企業を成功に導く極めて重要な手段となっています。PwCでは、FS企業のディールを通じた長期的な価値創造実現の支援を目的として、世界のFS企業の経営幹部100名を対象に、M&Aを通じた価値創造の実体験調査を行いました。調査対象者は、過去3年間に取引金額が5,000万ユーロ (5,500万米ドル) 以上、または時価総額の10%以上の大規模な買収または売却を1件以上経験しています。また、株主総利回りをを用いて、買収または売却後の業績に関する追加的な分析を行いました。

本レポートは、六大産業においてグローバルに活躍する600名の経営幹部を対象に、数千件にも上るディールの株主リターンに関して調査した「Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて」に続いて作成されました。先のレポートでは「価値創造を優先課題として認識している企業の株主総利回りは、業界ベンチマークを14ポイント上回っている」ことが示されました。

また同レポートでは、FSを含む全ての産業が、次の三つの中核領域に焦点を当てることでM&Aからより多くの価値を得ることができる、と結論づけています。

- 1 戦略との一貫性**：明確な戦略ビジョンの一部としてディールに取り組み、長期目標に整合的であること。案件ありきでディールを実施しても価値創造を実現できる場合もあるが、それほど多くはない。
- 2 包括的な価値創造計画における構成要素の明確化**—チェックリストではなく、ブループリントでなければならない：ディールを実行するための緻密かつ実効性のあるプロセスを、事業の全領域における価値創造計画の過程で確認すべきである。価値創造計画は、ビジネスモデル、シナジー実現、オペレーティングモデル、またITその他テクノロジーに関する計画を包含するものでなければならない。
- 3 組織文化をディールの中核に据える**：計画立案の際に、人材と組織文化の側面を最前面に置くことは基本である。価値創造計画を広く伝えコミットメントを獲得することは、鍵となる人材からの賛同を維持し構築することの助けとなる。組織文化の変化への対応を失敗すると、過去に創造された価値は大きく毀損する。

今回、FS業界に対する調査・分析から、同業界における買収の大半が成功を収めていることが明らかになりました。しかし、より適切なターゲットの選択、ディール前のブループリントの策定、人材の確保と組織文化の統合に関する計画立案、Day1に向けた準備を実施していれば、さらなる価値創造を実現することができたでしょう。M&Aプロセスにおいて、これらの要因を考慮するのが早ければ早いほど、素晴らしい成果がもたらされると言えます。



**Nick Page**  
Global Financial Services  
Deals Leader, PwC  
nicholas.r.page@pwc.com



**Malcolm Lloyd**  
Global, EMEA and Spain  
Deals Leader, PwC  
malcolm.lloyd@pwc.com

# 買収ラッシュ

市場や事業ネットワークの拡大、また業界で進行するディスラプション（創造に向けた破壊的変化）に対処するため、FS企業は、適切なターゲットの獲得をめぐる熾烈な競争を繰り広げている（図表1を参照）。通常、ディールの原動力は、地域により異なり、サブセクターに特有なものであるが、その最終的なゴールは新規顧客の獲得、製品ポートフォリオの拡大、そしてトップラインを伸ばすことにある。

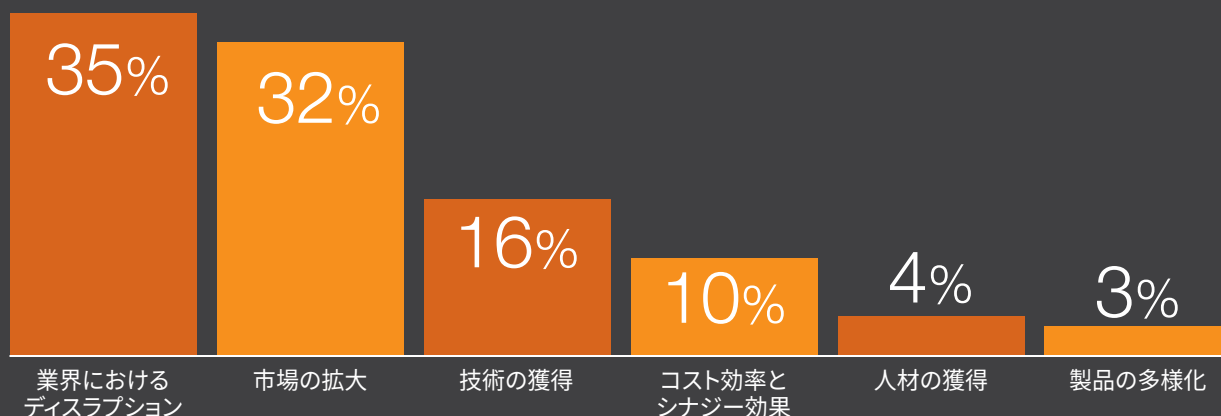
またFS企業は、自社の技術力向上に取り組むのと同時に、顧客の期待に応える優れた製品やサービスを提供すべく、フィンテックに多大な投資を行っている。プライベート・エクイティ（PE）もFS業界のM&Aをけん引する大きな力となっている（「[Creating value beyond the deal: private equity](#)」参照）。

図表1

FS業界では事業の拡大、中核事業の見直し、外的課題への対応がディールを促進する要因となっている

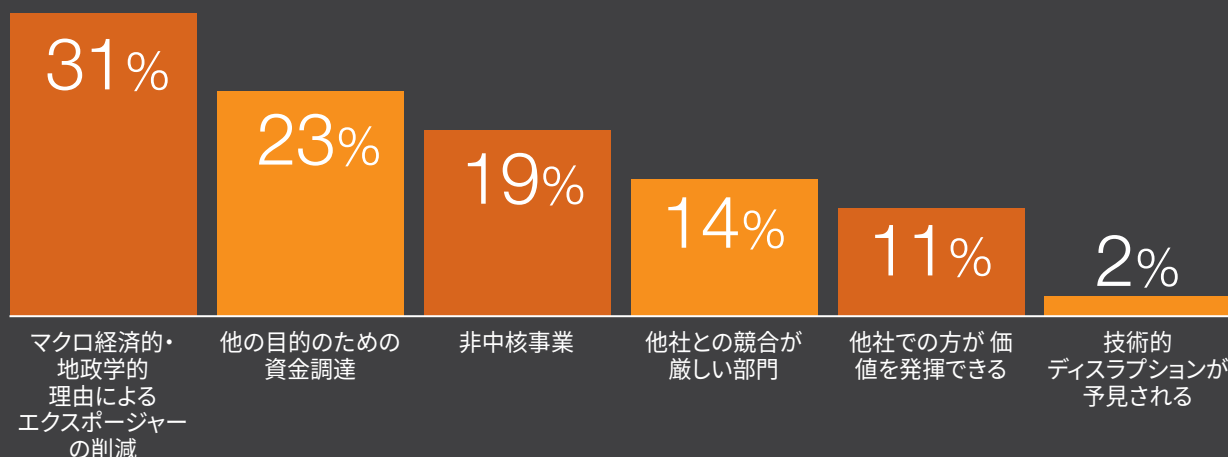
FS企業は買収を、ディスラプションに対処し、市場の拡大を追求するための手段と捉えている

Q: 買収を行うきっかけとなった主要な戦略的要因は？ (FS案件の割合%)



また、外的課題に対処し、資金を調達するために事業の整理を進めている

Q: 売却を行う主なきっかけとなった戦略的要因は何ですか？ (FS案件の割合%)



出典：PwC「Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて：金融サービス業界編」

対象：過去3年間に自社最大規模の買収・売却案件を経験し、2018年調査の対象となったFS企業の経営幹部100名

## 銀行

これまで銀行業界のディールを促してきたのは、主にコストシナジー、スケールメリット、そして一部には成長である。例えば米国では今後、地方銀行を中心にM&Aが加速すると予想されている。これらの小規模銀行はM&Aを活用して、預金獲得競争を勝ち抜き、コストベースの削減やテクノロジーへの投資を行うことで、顧客が期待する消費者重視のビジネスモデルへの転換を進めることができるだろう。過去1年半の間に金利が上昇したことで、M&Aを通じた預金獲得競争はさらに過熱している。

銀行はまた、サービスのカスタマイズと利益の向上を目指し、フィンテックなど革新的な決済技術を有する企業を求めている。フィンテック自身もこれまで、規模の拡大と商品の多様化を目的とした業界再編を経験している。2019年第2四半期、クレジットカード／デビットカードのポートフォリオ管理支援業務を銀行に提供するGlobal Paymentsは、クレジットカード／デビットカードのポートフォリオ管理を支援するTotal Systems Servicesを215億米ドルで買収した。合併後の会社は、世界各地に広がる350万店以上の中小加盟店および1,300社以上の金融機関に決済技術とソフトウェアを提供することになる。このFS企業とテクノロジー企業の融合は、金融サービスおよび関連するビジネスの形を変革している。

当然ながら、大規模銀行は小規模銀行よりも多くのインセンティブをターゲットに提供することができる。しかし近時は、銀行以外の企業も預金事業に参入し始めている。例えば、資産管理プラットフォームを展開する米Robinhoodは、保証付き貯蓄商品（FDICの預金保証対象外）を提供している。規模の拡大を目指す信用組合は、このようなディールの機会に際し、競合相手である大手銀行よりも高い金額を支払う意欲を示しており、競争環境を激化させている。

また、地域により明らかな違いも見られる。欧州、中東およびアフリカ地域（以下、EMEA）では、特に欧州を中心として、市場の細分化が銀行の成長を阻害している。米国の銀行に匹敵する効率性を実現するには、域内の銀行の統合・再編が必要である。欧州には約130行の大手銀行があり、5.3兆ユーロ（約5.9兆米ドル）相当の経済圏にサービスを提供している。欧州では1行当たりのGDPが1,180億ユーロ（約1,300億米ドル）であるが、米国では3,000億米ドルを超えている。

PEもこれまで、銀行の大規模ディールをけん引してきた。2018年、米サーベラスは10億ユーロ（12億米ドル）でHSH Nordbankを買収したが、これはドイツの銀行業界における最大のディールとなった。またドイツ銀行は、特にコムレツ銀行との合併がとん挫した後、戦略目標を達成するために、売却や合併など攻めの姿勢を取っている。

アジア太平洋（以下、APAC）地域では、特に中国と日本発のディールがけん引役となり、過去最高の取引件数を記録している。この背景には、APAC地域のFS企業が、事業の地理的拡大を進める一方で、業務の合理化と集中を図ったことがある。ただし同地域においても、インドは例外である。インドでは銀行による継続的なバランスシートの修復と資本バッファの再構築により、不良資産残高の増加が止まり、クレジットフローが再び活性化している。先頃、インド政府は、公営銀行の再編を促すため、10行の国営銀行を4行に統合するという大規模合併案を公表した。わずか2年前まで、27行あった国営銀行が、合併後は12行に統合されることになる。

# 32%

の回答者が市場拡大が買収の目的であったと回答



# 保険

保険会社は世界的に、保険料の低迷と販売高の鈍化という問題に直面しており、スケールメリットの創出、コスト効率化、そして特定分野での事業拡大を目的とした買収を検討している。保険会社は、潤沢な資本を有しているが、その多くが本業による自律的な成長には苦戦している。

近年、世界の保険市場では、大手保険グループがその規模や収益の拡大機会を模索している。米国や英国の細分化したブローカー市場では再編が幅広く見られるだけでなく、損害保険会社による数件の変革的なディールが実現している。米国では、AIGによる55億米ドルでのValidus（再保険会社、ロイズ保険組合のオーナー）の買収と、AXAによる154億米ドルでのXL Group 買収の2件で、2019年のディール総額の半分以上を占めている。

2018年、米国保険業界のディールは、その件数において、当たり年となった。しかし多くは Acrisure、Assured Partners、Arthur J. Gallagher & Co.、Alera Group、NFP Corp. などの連続して複数の買収を行う買い手によるディールであった。保険販売業者・ブローカーの統合がディールの大半を占め、ディール件数を引き上げている。また、American Family Insurance、Principal Financial Group、Liberty Mutualも、M&Aを通じて、引き受け能力の拡充や、規模の拡大、新規地域への参入、既存事業を強化する機会を獲得している。

APAC地域の保険会社もまた、市場、商品、機能の拡大を目指しているが、その投資先は主に海外市場である。日本では高齢化が保険会社の自律的成長を阻害しており、国内市場の停滞が海外市場への進出を促している。また、APACの保険各社は、規制遵守と持続可能な成長を促進する取り組みとのバランスを保ちつつ、海外子会社のガバナンス向上を目指し、より強固な枠組みの構築に努めている。彼らのターゲットは主に米国とその他のアジア市場である。

日本の保険会社は過去5年間で500億米ドル以上を買収に投じてきた。結果、日本の保険業界は 保険資産の買収額において米国に続き世界第2位となっている。日本の保険会社が関与した直近のディールのうち、最大規模となったディールは、日本生命によるMassMutual Life Insuranceの買収（9億8,000万米ドル）と MS&ADインシュアランスグループによるReAssure Jersey Oneの買収（8億2,000万米ドル）の2件である。

日本の保険会社を支援した投資銀行関係者によると、彼らの次のターゲットは中国と目される。中国において中産階級が台頭していること、また生命保険の市場浸透率が限定的であることが、外資に対する出資制限の緩和と相まって、中国の保険会社を魅力的なターゲットにしている。



日本の保険会社は過去5年間で  
**500億米ドル超**  
を買収に投じている



インドでは、2018年の総収入保険料が950億米ドルとなり、保険料で世界第15位となった。インド政府はこれまで保険仲介業者の外国資本の割合を49%に制限していたが、この制限が撤廃されたことにより、近々、外国資本が流入し始めると考えられる。インドの保険普及率は現在4%未満と、世界平均の6%を下回っているが、外資の流入が普及率の向上を促すだろう。

一方、EMEA地域の保険業界は、企業数・商品数共に、ほぼ飽和状態にある。保険会社の多くは、M&Aを通じたポートフォリオの拡大、顧客への新商品の提供、引き受けや保険金請求処理能力の向上により差別化を図ろうとしている。

欧州では、PEファンドが一部のディールのけん引役となっている。直近の例としては、CinvenによるViridiumとGenerali Lebenの合併が挙げられる。400万件を超える保険契約が絡むこの案件は、ドイツ最大の保険ディールとなった。

AllianzやAXAなどの大手保険会社は、アフリカ市場への進出を検討している。一方、チューリッヒ保険グループなどは、南アフリカやモロッコといった地域での事業展開をほぼ断念している。



## フィンテック

フィンテックのディールは、大手FS企業だけでなく、コーポレートベンチャーファンドによる大規模買収を含め、保険・銀行セクター全体で増加している。テクノロジーや消費者に関する知見を得たいと考える既存のFS企業は、フィンテックとのディールを模索している。

2018年は、フィンテック関連のディールが多数実施された。中でも注目を集めたのはVantivによるWorldpayの買収（104億米ドル）と、PayPalによるiZettleの買収（22億米ドル）である。FS企業がデジタル化を事業戦略の中核に据えていることに鑑みれば、フィンテックのディールは今後も増加すると予想される。PEも、Hellman & Friedmanが、デンマーク企業Netsの決済事業を53億米ドルで買収するなど、決済市場への参入を図っている。

PwCが2019年に、世界の保険会社140社のCEOを対象に行った調査によると、当初、保険会社のリーダーがデジタル変革やスタートアップ企業が起こすディスラプションに対して抱いていた警戒心は和らぎ、楽観的な見方が上回りつつある。保険会社の経営幹部はフィンテック、すなわち「インシュアテック」を脅威ではなく、むしろバリューチェーンに貢献するものと見なし始めている。

今後予定されている長期保険契約にかかる米国GAAPの会計処理の変更など、規制圧力が増すことで、財務諸表の変動性が高まり、ソフトウェア、システム、関連プロセスへの本格的な投資が必要になると予想される。結果として、フィンテック企業関連のM&Aがさらに増加するであろう。

“

決済市場は急速に拡大しており、新たな決済システムを掲げた企業が、そこかしこで生まれている。こうした企業は、当社が事業を拡大し、さらに成長するための絶好の機会をもたらすであろう。

金融サービス会社（米国）のM&Aディレクター



## 売り手市場

世界のFS市場とそのサブセクターにおけるディールは、件数が多いものの、バリュエーションは必ずしも一定していない（図表2を参照）。当該セクターには潤沢な待機資金があることに加え、PEや政府系ファンドなど、業界の至るところに買い手があり、優良なターゲットの価格を引き上げている。本業における成長が順調で、バランスシート上に現金を保有している企業が、年金基金・政府系ファンドによるPE投資と共に、売り手市場を創出している。実際、PEは最近驚くべき金額の資金調達を行っており、2019年の第1四半期は2,400億米ドルもの資金を調達した。

競争の熾烈化は、過剰に対価を支払うリスクを伴う。価格が高ければ高いほど、価値の創造は困難となる。価格が高いことはつまり、買収側が価値の最大化を実現するには、より確かな計画をもって買収を実施する必要があるということの意味する。このような買収のプロセスについては、大きな改善の余地が残っている。

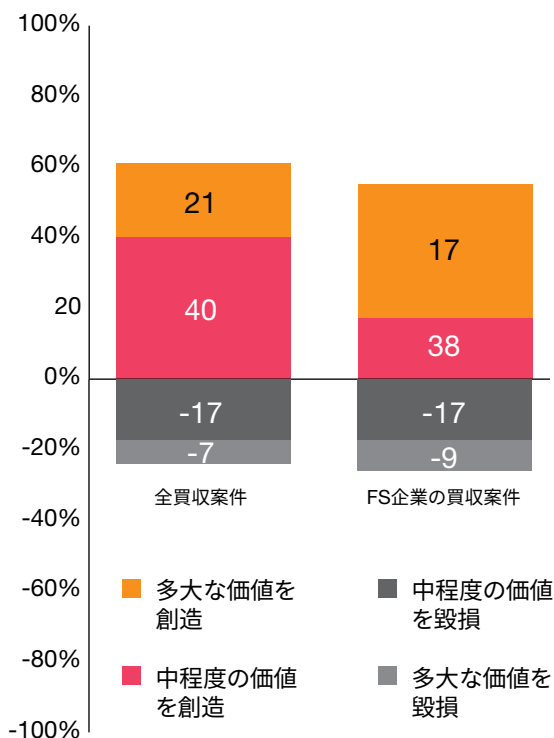
図表2

FS企業による買収は、多少の地域差はあるものの、全セクター平均をわずかに下回った

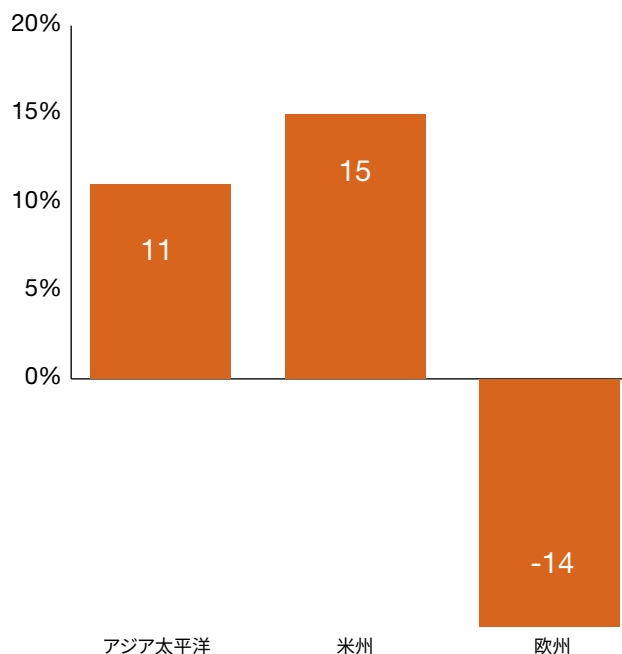
価値を創造できたのは、FS企業の買収では55%、全セクターの買収では61%

…欧州の買収案件は他の地域を下回っている

価値を創造／毀損した買収案件の割合  
(全買収案件との比較)



買収後2年間のFS親会社の株主総利回りにおけるアウトパフォーマンスの平均



出典：PwC「Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて：金融サービス業界編」

対象：過去3年間に自社最大規模の買収・売却案件を経験し、2018年調査の対象となったFS企業の経営幹部100名

# 価値の創造

総じて、価値創造計画とは、被買収事業の潜在能力を最大に引き出し、次のレベルへと進む後押しをするものでなければならない。今回の調査に参加したFS企業は、自身のこれまでの経験を振り返り、価値創造が何よりも重要であると回答している。FS企業はディールの実施に際し、次の中核領域に注力することで、より多くの価値を引き出すことができる。

## 戦略との一貫性

### 時間を十分にかける

FS企業によるM&Aが相次ぐ中、競争に先んじてターゲットを確保したい一心から、性急にディールを実施しがちになる。しかし、ディールによる価値創造の実現は、成長を追求する全てのFS企業において不可欠であり、経営者はそのために時間をかけて適切なターゲットを特定し、対象企業がどのようになるのか、自らの予測を慎重に検証を行う必要がある。企業は時間とリソースを投入し、買収に最も適した資産を見つけ出さなければならない。また経営者はターゲットから一歩離れ、この会社は本当に自社が必要としているものを備えているのか、それを獲得する最善の方法はディールなのか、組織文化は適合するのか、最適な価格はいくらか、といった問いに真摯に取り組む必要がある。

買収はあくまで、目的を達成するための手段である。つまり事業の拡大や、技能、業務遂行能力、経営能力の獲得などを、自力で行うより迅速に達成するための方法である。しかし、買収計画の策定が遅過ぎたり、細部にまで意識が向けられていなかったりすると、買収を行ってもその価値は容易に失われてしまう。したがって、買収の基盤となる戦略的思考に焦点を当てることが不可欠である。

### Day1に向けた計画

調査に参加した買手企業の94%が契約締結時点で価値創造計画を策定していた。しかし、価値創造計画について、統合事業戦略の再ポジショニングやオペレーティングモデル、バランスシートや税務ストラクチャーの最適化の検討などを網羅したより包括的な計画であってもよかったと回答した買手企業は83%に上った（図表3を参照）。



企業の文化はそれぞれ異なり、全ての企業がうまくパズルにはまるということは、そもそもあり得ない。どのディールでも、容易に統合を進められそうな対象企業・事業を見つけ出すことはディールの初期段階で最も困難な点である。

金融サービス会社（英国）の  
グループ・ファイナンス・ディレクター



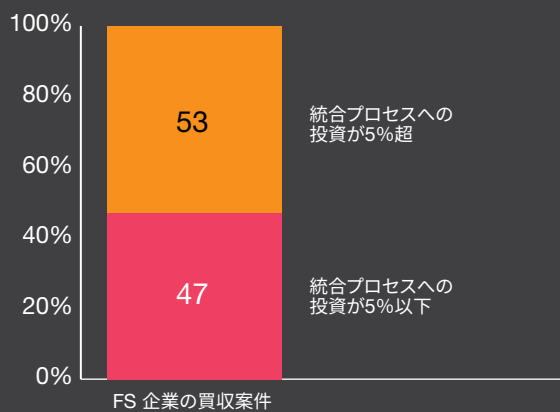
図表3

統合プロセスへの投資と価値創造能力の間には明確な相関関係がある

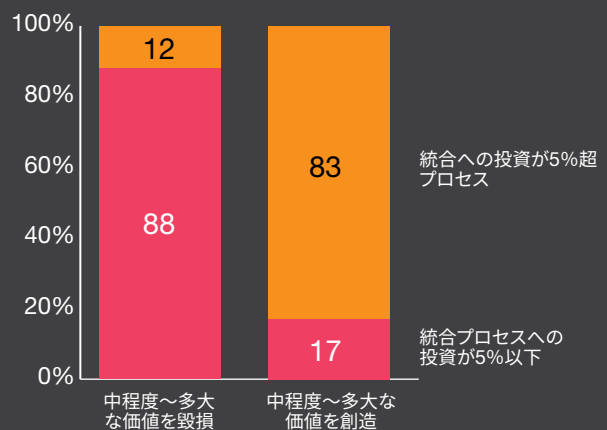
FS買収案件全体の半数弱が、統合プロセスへの投資額がディール総額の5%以下

買収で価値が毀損した企業の88%が、統合プロセスへの投資額がディール総額の5%以下

統合プロセスへの投資比率別FS案件の割合



価値を創造／毀損した場合における統合プロセスへの投資比率別FS案件の割合



出典：PwC「Value Creation デールの先の価値創造を見据えて：金融サービス業界編」

対象：過去3年間に自社最大規模の買収・売却案件を経験し、2018年調査の対象となったFS企業の経営幹部100名

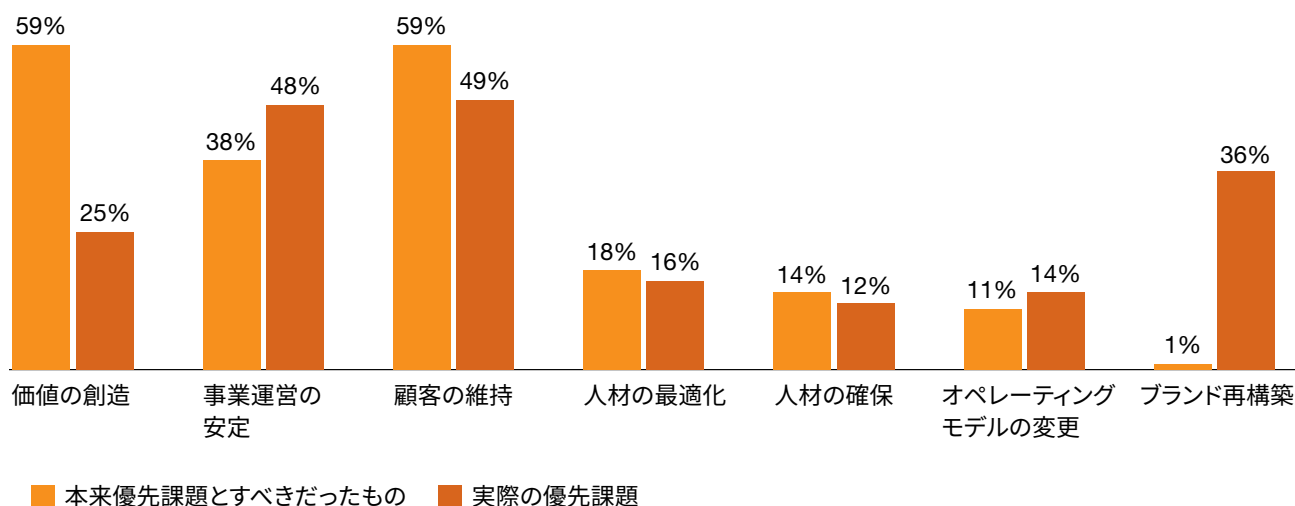
買い手企業の大半（88%）が、Day1に向けた準備計画には改善の余地があったと述べている。また、契約締結時点でシナジー計画を策定していたと答えた企業は58%にとどまった（図表4を参照）。今回の調査によると、シナジー計画を策定していなかった企業のうちの81%が、ディールで中程度～多大な価値を毀損したと回答している。

ディール契約の締結時点で統合計画を策定していた企業は52%とどまり、その半数がプロセスのかなり早い段階で統合計画を策定しておくべきだったと回答している。今回の調査では、買収後の統合計画を策定していなかった企業のうちの85%が、中程度～多大な価値を毀損していることが分かっている。

図表4

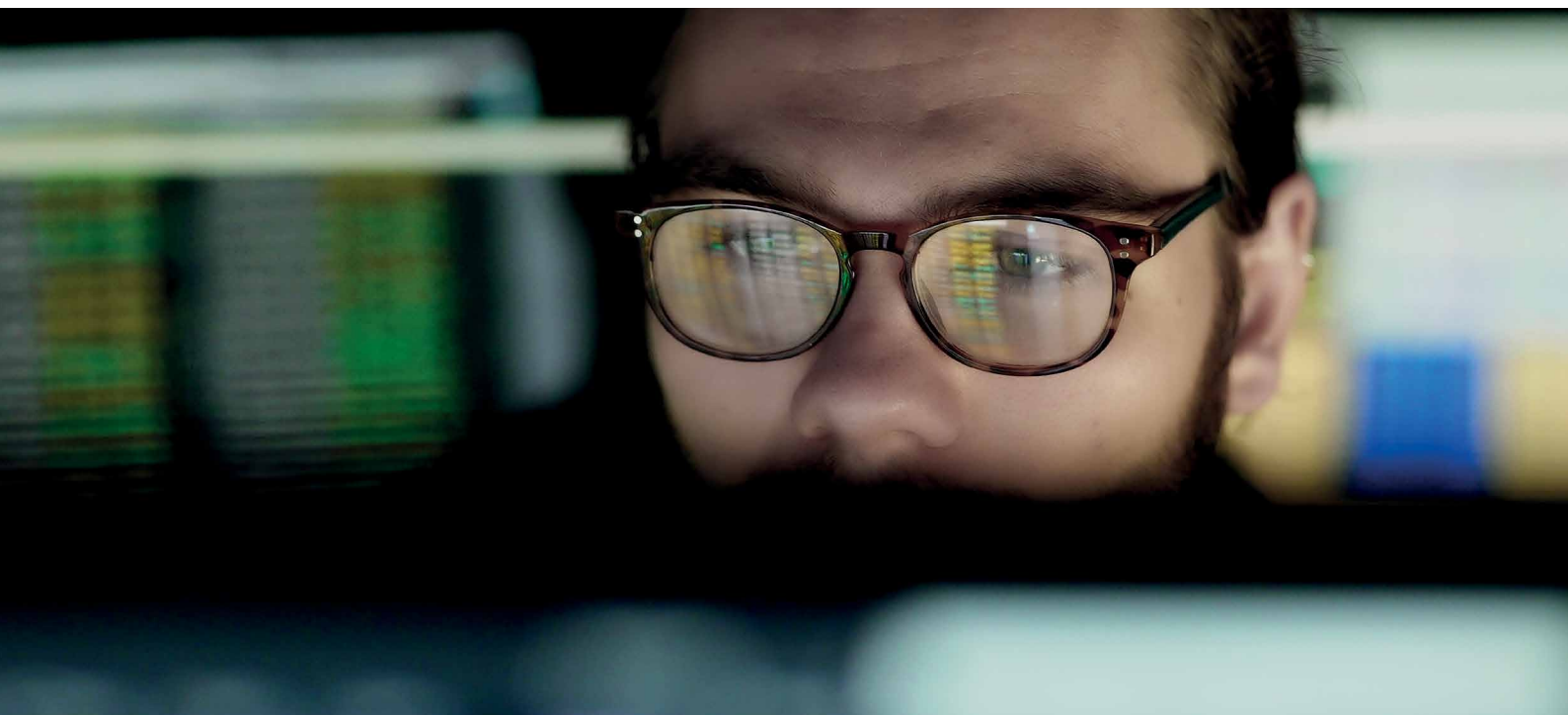
ディールの当事者は、Day1における最優先課題は価値創造であったと述べている

Day1における実際の優先課題は？ 本来は何を設定すべきでしたか？ 上位2項目を選択、FS案件の割合



出典：PwC「Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて：金融サービス業界編」

対象：過去3年間に自社最大規模の買収・売却案件を経験し、2018年調査の対象となったFS企業の経営幹部100名





# 包括的な価値創造計画における構成要素の明確化

## 税務・法務を最大限に活用する

買収に成功する企業は、税務や法務上の問題への対処についても、前もって計画を策定している。買収を実施する企業は、適切な税務戦略を立案する必要がある。また買収は、買収側にとっても、統合後の新組織にとっても、税務ストラクチャーを総合的に再検討する絶好の機会である。しかし、ディールプロセスは、税務主導よりも事業主導となるケースが多い。買収側は、統合後の新組織において、税務ストラクチャーがいかに機能するかを慎重に見直すことでさらなる価値を創造し、コスト削減のための新たなプラットフォームの構築やポリシーを策定することができる。

同様に、法務面の問題が適切に対処されない場合、価値創造の妨げとなる可能性がある。買収側は、ターゲットの企業構造を法務面から検討する必要がある。例えば、何重もの保有構造にある場合や、業務が複数の国・地域に分割されている場合もあり得る。買収側企業は、ディールの実施後、こうした子会社の業務を取り込んだり、切り出したり、場合によっては、清算したいと考えることもあるだろう。しかし、構造上、配当上の制限があるため資本の回収やグループ内での移動ができない場合もあり得る。いずれにせよ、二つの事業体の統合によって発生し得る潜在的な法務上の影響を認識することにより、さらに大きな価値創造の可能性が高まる。

## テクノロジーを統合する

買収側企業は、組織文化の統合と同様に、単一システムへの移行に向け、テクノロジーの統合を検討する必要がある。しかし、この統合には相当なコストがかかる可能性がある。また、高度なテクノロジーを備えた環境で働く文化を持つフィンテック企業を買収し、自社システムをゼロから構築しているグループに統合するのは、容易ではない。

## コストや収益面のシナジーを理解する

経営統合から成果を得ることは難しくはない。回答者の65%は、直近の買収によって既にコストシナジーが発揮されていると答えている。また55%は収益面のシナジーが達成されたと述べている。ターゲットの市場において、厳格な労働法や規制上の制約がない限り、収益シナジーよりもコストシナジーの方が早く達成される場合が多い。

それでも回答者の63%は、ディール前に潜在的価値やシナジーについて、より徹底的かつ綿密に評価する必要がある、と答えている。また、ディール前の仮説の検証をもっと入念に行うことができたはずだと考える回答者は80%に上った。

資産獲得競争に直面している場合は、より焦点を絞ったシナジープランを策定することが肝要である。これは、ブローカーの統合を行う会社が、買収を管理するための円滑なプロセスを整備している米保険市場においても例外ではない。

## 優秀な人材を維持する

価値創造を実現するもう一つの方法は、買収を実施する前に売却側の主要な従業員を特定し、インセンティブを与えて会社にとどめることである。優秀な人材の確保は、ディールの成功を最も効果的に示すバロメーターの一つである。ディールにおいて中程度～多大な価値を毀損した企業の81%が、ディール後にターゲット企業の従業員を10%以上失っているのに対し、中程度～多大な価値を創造した企業では26%にとどまった。

有能な経営陣や従業員が退職してしまえば、ディールを実施した根拠自体が危くなる。M&Aによる価値創造において最も成功を収めているFS企業が、役員以上の人材が有する組織に対する知識、専門的スキル、社内の人間関係を把握するのに時間をかける理由はそこにある。新たな人材の採用、研修、訓練には費用がかかることに加え、既存従業員の退職により知的資本、顧客との関係、従業員全体の信頼やモチベーション、また士気が失われるリスクがある。

事実、調査対象企業のうち、中程度～多大な価値を毀損したと回答した企業の95%が、主要な従業員、すなわち会社にとどまって欲しいと考えていた従業員を移行期間中に失ったと述べている。反対に、中程度～多大な価値を創造した企業の85%は、移行期間中、主要な従業員を維持することができたと答えている。

特に必要なのは、合併後の変革期に経営陣や従業員の間で広まりがちな不信感や誤った情報への対処である。意思疎通を明確にし、メッセージを効果的に発信することで、従業員の混乱や不透明感はある程度軽減することができる。優秀な人材の確保・増員は、競争力のある報酬体系などのインセンティブにも左右される。また、部門責任者の責任範囲を明確にし、トップマネジメントと直接対話する機会を作ることでも有効である。

今日のFS企業が必要とする専門的スキル、データ分析能力、デザイン思考の獲得には、これまで以上に高度な技能を持った人材が必要とされている。価値創造には、このような人材を特定し、維持していくことが不可欠である。また、優秀な人材を確保するもう一つの方法として、従業員にスキルアップの手段を提供し、人材に投資することがある。主要な従業員を特定し、高く評価されていることを認識してもらう。そしてスキルアップに資源を投入することで、会社に彼らの将来を託してもらうことである。





## 組織文化をディールの中核に据える

### 信念の統合

組織文化の統合計画が適切に整備されていないと、ディールから期待通りの価値が創造できないことが多い。買い手となるグローバルFS企業は、受け身であるがゆえに、組織文化の統合に苦労する傾向にある。合併後に予期せぬ事態が発生してから慌てて対処するのではなく、ディールの実施前にあらかじめ組織文化が衝突する可能性を検討し計画を策定すべきである。買い手企業は売り手企業のDNAを十分に理解し、社内外から経営陣を採用することによって、一つの包摂的な組織文化へと昇華させていく必要がある。

また今回の調査で、企業が統合プロセスのために行う投資と企業の価値創造能力との間には明確な相関があることが明らかになった。ディールを通じて中程度～多大な価値を毀損したと回答した企業のうち、統合プロセスへの投資額がディール総額の5%以下であったと回答した企業は88%であった。

クロスボーダー・ディールにおいては、ディールを実施する前に、現地の文化的・経済的環境を理解することが不可欠である。地理的条件による文化の違いに加え、組織により物の見方や考え方が大きく異なる点も考慮しなければならない。例えばフィンテック企業を買収する場合、買い手側企業はイノベーション志向の組織文化とリスク回避志向の組織文化を融合させることの難しさを理解しておく必要がある。

調査に参加した買い手企業のうち62%が、直近のディールにおいて文化的な問題が価値実現の障害になったと答えた。また、80%以上が、ディール実施前に相手の組織文化に対する理解を深めるべきだった、また統合プロセスおよび統合後においては、コミュニケーションや組織文化の取り扱いをもっと効果的に実施すべきだったと考えている。組織文化をディールの中核に据え、統合プロセスに投資することは、最終的に、買い手企業が調和の取れた組織文化を構築する後押しとなる。

統合プロセスの早期からこの重要なステップを見過ごし続けると、カルチャーショックや組織文化の不整合状態が続き、価値の毀損や優秀な人材の喪失につながる。

# 売却

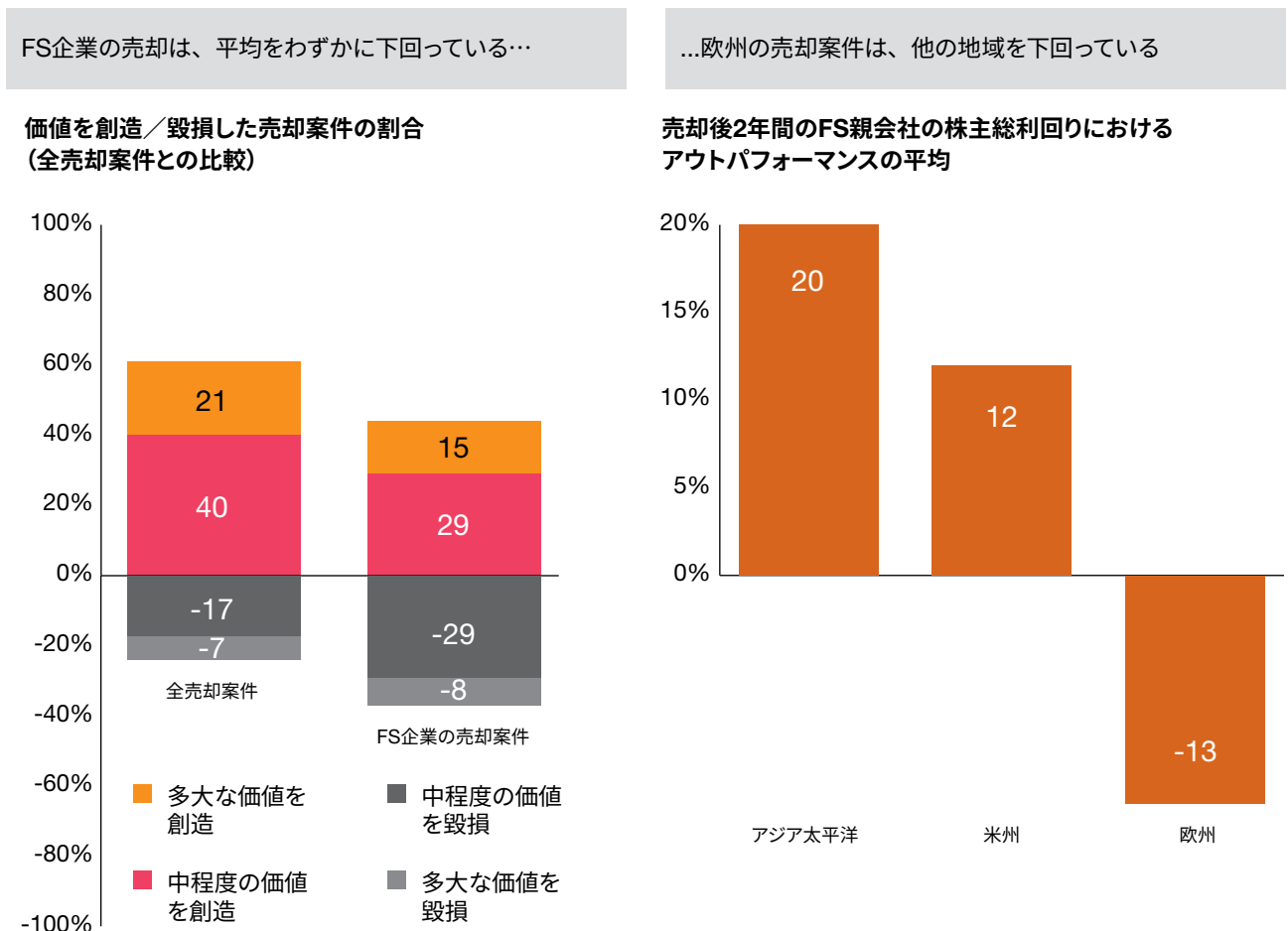
買収の反対側である売却も、価値創造とその保護における重要な要素である。売却を実施する企業は、これまで以上に戦略的に事業の処分を行い、確固たる事業売却のガイドラインを作成する必要がある（図表5参照）。業績不振部門の売却であれ、非中核資産の圧縮であれ、いかなるポートフォリオの再構築も、原則として付加価値を創造するものである。しかし現実には、必ずしもそうなるわけではない。売却により確実に価値創造を実現するには、買収を実施する企業の候補を念頭に、ディールのアップサイドを提示するメッセージを発信していくことが求められる。

EMEA地域の銀行は、地政学的・経済的リスクだけでなく、課題の多い市場や魅力の低い投資対象へのエクスポージャーを最小限に抑えるために、防衛的な売却を実施している。APAC地域で売却を実施する企業は、より俊敏なオペレーティングモデルの構築を追求している。一方、米国では、売却はテクノロジーなど、より戦略的な投資に資金を供給する手段となっている。

米保険市場は、統合と再編の動きに支えられ、ここ数年M&Aが堅調である。このうち、注目すべき事例として、AXAによるAXA Equitableの少数株主持分の売却が挙げられる。AXAは、XL Groupを買収する資金を一部調達するため、IPOを通じて40億米ドルを調達した。

図表5

FS企業の売却は、多少の地域差はあるものの、全セクターの平均をわずかに下回った



出典：PwC「Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて：金融サービス業界編」  
 対象：過去3年間に自社最大規模の買収・売却案件を経験し、2018年調査の対象となったFS企業の経営幹部100名



保険業界におけるその他の売却案件では、石炭など化石燃料事業への保険引き受け削減に重点が置かれている。これは米国や欧州を中心に、保険会社が環境規制の圧力を受けていることが背景にある。

そして、今となってはFS企業から脅威ではなく、支援者と見なされているフィンテックも、参加者が増え続ける事業環境で競争力を維持するため、戦略的に売却を実施している。フィンテック業界の成長が続く中、世界でも最大手の保険会社は、一部のインシュアテック企業に注目し始めている。2019年、Prudential Financialは、健康関連ソリューションのプラットフォームを提供する Assurance IQを23億5,000万米ドルで買収した。またドイツの再保険大手であるMunich Reは、中小企業向けネット保険会社Next Insuranceに10億米ドル以上の企業価値があるとして、同社に対する2億5,000万米ドルの投資を発表した。

これらの売却における主な戦略的動機は、外的課題への対処、資金調達、非中核資産の処分であった。

しかし、回答者の31%は、直近の売却を実施した理由について、マクロ経済的または地政学的リスクを最小限に抑えることであったと述べている。例えば欧州の銀行は、問題の多い市場でのエクスポージャーを削減し、規模が不十分な投資を清算するために、売却を続けている。

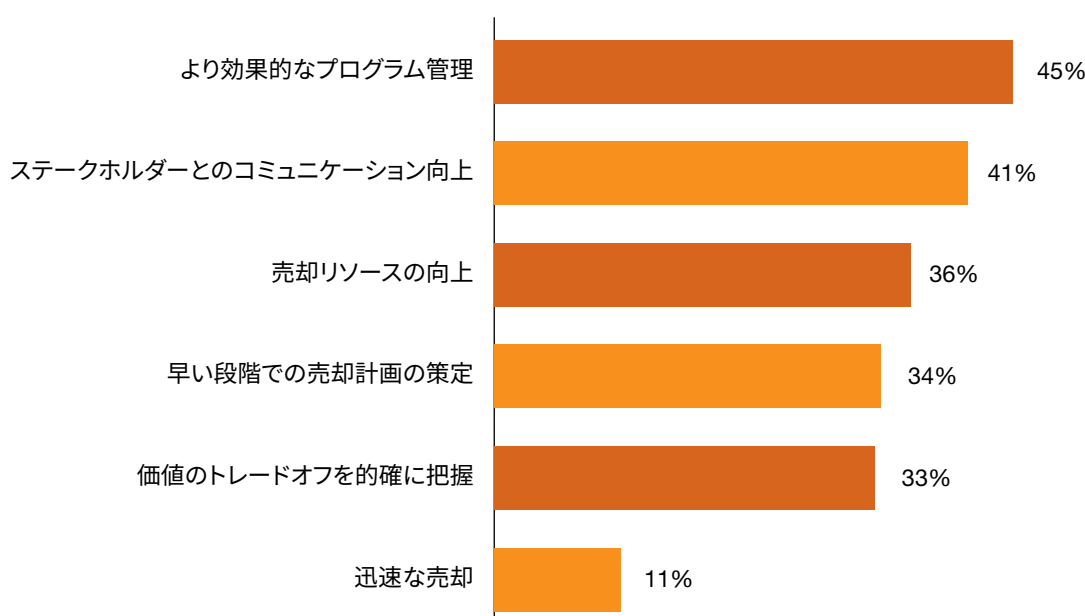
業界の変革が加速していく中で、地政学的リスクを最小限に抑えることが、世界のFS業界における継続的なテーマとなるだろう。特に現在、各金融機関はより厳格な自己資本規制や、一部地域で増加する不良債権に対処中であり、バランスシートが拡大していることを踏まえれば、なおさらと言える。大手金融機関も、ビジネスモデルの簡素化やコスト削減に取り組む中で、非中核資産の処分を進めている。

売却による価値創造の目標が何であれ、FS企業の経営幹部のうち、直近の売却により中程度～多大な価値が創出されたと答えた回答者は、3分の1をやや上回る程度であり、これは株主総利回りの分析によっても裏付けられている。この結果はつまり、売却を通じて創出される価値の大きさが、主に地域的な違いを要因として、業界内でもいまだに均一ではないことを示している。実際、回答企業は、売却プロセスをもっと適切に管理する必要性を認識している(図表6参照)。

図表6

FS企業は、売却プロセスをもっと適切に管理し、経営陣のエンゲージメント戦略を再検討する必要性を認識している

今回のディールから得た教訓を今後の売却に生かすとしたら、それはどのような教訓ですか？(FS 案件の割合%)



出典：PwC「Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて：金融サービス業界編」

対象：過去3年間に自社最大規模の買収・売却案件を経験し、2018年調査の対象となったFS企業の経営幹部100名



“

当社には社内で策定した正式な出口戦略がある。交渉の重要性が高い場合は、売却の際に関係者の連帯感と安心感を得るため、全ての売却案件でこの出口戦略を利用するようにしている。

金融サービス会社（ドイツ）の M&A 担当ディレクター



## 銀行

銀行は、他の金融機関と同様に、非中核事業の売却の可能性を検討するに当たり、自社の中核機能と資本配分にかかる戦略の見直しを行っている。非中核事業の売却により、成長分野に再投資し、業務を最適化するための資本を創出することができる。また最終的には、株主資本利益率（ROE）が向上し、株主の期待に応えることが可能となる。

米国のAmeriprise Financial、Wells Fargo、AmTrust Financial Servicesが発表した非中核事業の売却は、このような戦略に基づくものである。フィンテックとの競争を前に、人工知能（AI）などのテクノロジー投資にかかる資本の調達や、コスト圧力、手数料の低下に対処することを意図している。

EMEA地域の銀行は、PEに不良債権（NPL）を売却している。銀行よりもフィナンシャルインベスターの方が、効率的にNPLを管理できるということがその背景にある。APAC地域、特に中国では、政府による外国人持ち株規制の緩和を受け、外国資本への売却準備を進める企業が増える可能性がある。

また、ここ数年の大規模売却は、EUとの金融危機関連の債務再編交渉の結果、生じている。ING Groupは、保険や投資運用事業を含め、世界各地で展開していた複数の事業を売却した。Lloyds Banking GroupはTSB Bankを売却した。シティバンクは、金融危機後にスリム化を図るため、スペイン、ギリシャ、スウェーデン、日本などの消費者向け銀行部門を売却した。

銀行業界全体として、この先の数四半期も、レガシー事業の最適化に重点を置いた事業売却が進むものと予想する。また、規模はやや小さくても、よりテクノロジーに焦点を絞った投資や、能力の拡大または市場アクセスの促進を目的としたより大規模で散発的な買収も発生すると思われる。

## 保険

投資家（PEの支援を受けた企業を含む）は、保険会社が資本集約的あるいは基幹事業以外のレガシー事業から撤退する機会を提供している。レガシー部門を抱える上場保険会社への売却圧力が高まっていることもあり、この傾向は今後も継続するだろう。米国の生保・年金市場も例外ではなく、買い手は、再保険や税務計画を通じて資本構造を最適化し、裏付資産から得られる投資利回りを高めるとともに、コストの削減を行っている。

しかし、保険会社が売却を通じて創出する価値の大きさはまちまちであり、その主な要因は各地域特有の性質にあると言える。

例えばAPAC地域では、業界のベンチマークに対するアウトパフォーマンスの割合は12カ月間で26.8%、24カ月間では20%であった。一方、EMEA市場において近年実施された売却案件が、親会社に価値をもたらしている傾向は見られず、アンダーパフォーマンスの割合は、12カ月間で11.2%、24カ月間で13.3%であった。

ほとんどの売り手は、資産を手放すに当たり、十分な検討を行った上で段階的に実行するといったアプローチを取っていない。中程度～多大な価値を毀損した企業の76%は「事業売却を通じた価値創造のために、あらゆるディールに適用できる正式な手法またはブループリントがない」と答えている。残りの24%は、計画に「部分的に従った」、または「まったく従わなかった」と回答した。

## 売り手企業の計画

売却案件の大半において準備不足が課題となっているが、大企業も中小企業も全般的に、ディールの実行を急ぎ過ぎている。売却の複雑さや、準備に必要な時間が過小に見積もられる傾向がある。FS企業が事業売却を実施する際には、単なる数字上の問題にとどまらず、確固とした計画を策定する必要がある。

単発のディールであっても、または突発的に発生したディールであっても、「事業売却ガイドライン」を作成・遵守することにより、売却を効果的に管理する必要があるだろう。売却を実施する企業の評価指針には、以下が組み込まれていなければならない。

### 「事業売却ガイドライン」の作成

売却を実施する企業は、買い手候補を念頭に、徹底した準備とポートフォリオレビューに基づき、価値重視の一貫したメッセージを用意する必要がある。そのためには、しっかりとした事業売却手法に加え、買い手候補から問われる可能性がある最も答えにくい質問への対応方針も求められる。

### デューデリジェンスを買い手企業任せにしない

価値創造の可能性があるにもかかわらず、調査対象となった売り手企業の多くが、セルサイド・デューデリジェンスをまったく実施していないと回答している。一方、成功を収めた売り手企業は、セルサイド・デューデリジェンスにより、早期から困難な課題に果敢に取り組んでおり、売却全般において規律の取れたアプローチを用いている。

### 実現するための手段を探求する

売却計画は、単なる既存資本の配分以上のものである必要があり、それは、実現するための手段を詳細に検討し綿密に計画すべきものである。例えば、売却対象資産について、仮に資本制約がないとすれば、これまで手に入れられなかった新技術や新たな買収によって何を実現できるか、検討を行うべきである。このようなアプローチを取ることで、買い手候補を幅広く集めることができるだけでなく、ディールの間も価値を維持することができる。

### 第三者の経験を活用する

売却を実施する企業は、特にこの分野での経験に乏しい場合、さまざまな第三者アドバイザーを活用すべきである。その目的は、プロセスのより早期の段階でアドバイザーを採用し、買収を実施する企業が当該機会を理解できるよう支援を行い、時間をかけて信頼を構築することにある。

### 人材を最大限活用する

繰り返しになるが、M&Aの成否は、買収側であっても売却側であっても、チームの主要メンバーの維持にかかっている。特に売り手企業の従業員は、ディールが完了するかなり前から、自己のキャリアについて不安を感じ始める。彼らが辞職すれば、ディールの成功率が下がり、売却のチャンスを台無しにする可能性さえある。今回の調査により、従業員を早い段階からプロセスに関与させるとともに、ディールの成功とリンクするインセンティブを与えることの重要性が明らかとなった。

買い手企業には、主要な人材と信頼関係を築くための時間を与える。売り手企業は、前向きで一貫性のあるメッセージを発信するだけでなく、答えにくい質問にも答えられるよう準備を行い、事実関係を熟知しておく必要がある。買い手企業は、買収対象となる事業を分析するために、あらゆる情報を入手する必要があり、売り手企業が準備を怠れば、多くの買い手を引きつけることはできない。提供するデータに大きな欠落があった場合、買い手によっては取引を撤回したり、十分な裏付けや説明がない場合は、価値を割り引いたりする可能性もある。

### 法務上の複雑性に対処する

売却を実施する場合、法務上の複雑性の多くは、直ちに事業活動を開始できるよう売却対象の事業体を分離することから生じる。また、マスターサービス契約は、売却から価値を創造するための重要な法的手段である。業績目標を明確にし、売り手が買い手に提供する移行期間中のサービスなどにかかる責任の概要を示すことで、両者の利害を一致させることに役立つ。買い手と売り手は、価格交渉を行う前に、長期的に創造された価値をどのように共有することができるか、検討する必要がある。



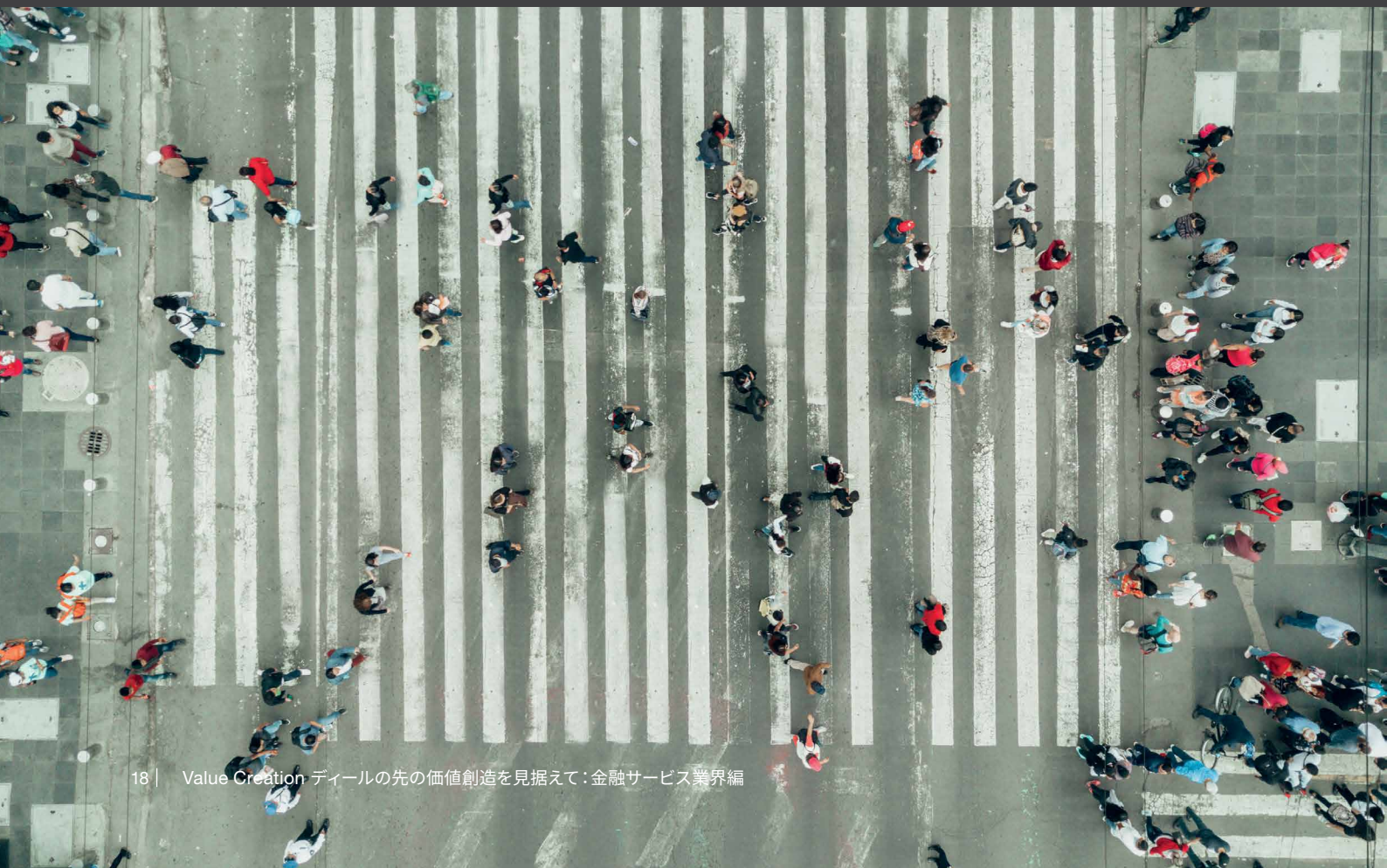
# メリットの享受

FS企業によるディール金額は、2019年の第1四半期だけで、1,000億米ドル以上も上昇した。しかし、これらの企業の大半が、ディールから本来得るべきメリットを享受できていない。利益の最大化、コスト削減の可能性、また事業能力の向上と市場における勢力強化を目指す買い手であろうと、非中核資産の売却により調達した資金をデジタル化に再投資しようとする売り手であろうと、今日の厳しい事業環境において、進むべき道は価値創造しかない。

規制、テクノロジー、金融政策が絶えず変化する極めて激しい競争環境の中、短期的なコストシナジーという安易な成果を求めることや、机上では魅力的なターゲットの入札に飛びつくことから脱却しなければならない。ディールの開始から終了後まで、ディールを進める方法を注意深く見直していく必要がある。

また、ターゲットと、ターゲットの組織文化、テクノロジー、外部との関係性を整理し、理解することにもっと時間を費やすべきである。ディールの成功には人材の維持が不可欠であり、買い手企業は明確で一貫性のあるメッセージやインセンティブを通じて、人材と組織文化を統合プロセスの中心に据えなければならない。将来のメリットやシナジーに関するディール前の評価は、さらに徹底して実施することが求められ、最高のターゲットをめぐる競争がどれほど熾烈であっても、時間をかけて仮説を検証する必要がある。プロセスの早い段階で、包括的な価値創造計画を策定し、Day1に備えることが不可欠である。

価値創造計画とは、買収した事業がその潜在能力を十分に発揮し、次の段階に進むことを支援するものでなければならない。M&Aにより金銭的価値を創造したいと考えるFS企業は、ディールプロセスの全体を通して細部にまで注意を払いつつ、統合の成功に向けてリソースを投入することが求められる。





# 調査方法

PwCでは、業績に影響を与える要因を理解するために、幅広い地域の金融サービス企業の経営幹部100名に対し、M&Aを通じた価値創造の実体験について調査を実施した。本レポートには、2008年1月1日から2016年12月31日までのディールが含まれている。調査対象者は、過去3年以内に大規模な買収・売却案件をそれぞれ1件以上実施した経験がある。調査は定性的な質問と定量的な質問を組み合わせで行い、聞き取りは全て電話で行った。PwCのクライアント以外からの回答は全て匿名化した上で、集計を行っている。

本レポートは、前述の調査・聞き取りによって得た洞察とクライアントのディールを支援してきたPwCの経験に基づいている。また、ディールがもたらし得る最大限のリターンを実現するために、トップマネジメントはいかなる手法で組織内の価値創造に取り組むべきか、そのロードマップを提示するものとなっている。

# お問い合わせ先

## PwC Japanグループ

<https://www.pwc.com/jp/ja/contact.html>



## PwCアドバイザリー合同会社

パートナー 加藤 雅也

パートナー 佐藤 学

# PwC network contacts

## Nick Page

Global Financial Services  
Deals Leader, PwC  
[nicholas.r.page@pwc.com](mailto:nicholas.r.page@pwc.com)

## Germany

**Christopher Sur**  
Partner, PwC Germany  
[christopher.sur@pwc.com](mailto:christopher.sur@pwc.com)

## Italy

**Pierpaolo Masenza**  
Partner, PwC Italy  
[pierpaolo.masenza@it.pwc.com](mailto:pierpaolo.masenza@it.pwc.com)

## Spain

**Malcolm Lloyd**  
Global, EMEA and Spain  
Deals Leader, PwC  
[malcolm.lloyd@pwc.com](mailto:malcolm.lloyd@pwc.com)

## Switzerland

**Christoph Baertz**  
Partner, PwC Switzerland  
[christoph.baertz@ch.pwc.com](mailto:christoph.baertz@ch.pwc.com)

## UK

**Joanna Gremouti**  
Director, PwC UK  
[joanna.gremouti@pwc.com](mailto:joanna.gremouti@pwc.com)

## Michael Magee

Partner, PwC UK  
[michael.magee@pwc.com](mailto:michael.magee@pwc.com)

## Chris Samson

Partner, PwC UK  
[chris.samson@pwc.com](mailto:chris.samson@pwc.com)

## James Tye

Partner, PwC UK  
[james.tye@pwc.com](mailto:james.tye@pwc.com)

## US

**Neil Dhar**  
Partner, PwC US  
[neil.dhar@pwc.com](mailto:neil.dhar@pwc.com)

## John Garvey

Global FS Leader  
Partner, PwC US  
[john.garvey@pwc.com](mailto:john.garvey@pwc.com)

## Gregory Peterson

Partner, PwC US  
[gregory.j.peterson@pwc.com](mailto:gregory.j.peterson@pwc.com)







# www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwCあらた有限責任監査法人、PwC京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立した別法人として事業を行っています。

複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約8,100人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界157カ国に及ぶグローバルネットワークに276,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細は [www.pwc.com](http://www.pwc.com) をご覧ください。

本報告書は、PwCメンバーファームが2019年11月に発行した『Creating value beyond the deal: financial services -Maximise success by keeping an intense focus on three key elements-』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership.html](http://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership.html)

オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/gx/en/services/advisory/deals/deals-report/sector-insights.html](http://www.pwc.com/gx/en/services/advisory/deals/deals-report/sector-insights.html)

日本語版発刊年月：2020年6月 管理番号：I201912-02

©2020 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.