



M&A Survey

M&Aを成功に導くキーファクターと今後の課題に関する実態調査

March 2019

home.kpmg/jp/fas



謝 辞

KPMG M&A Survey (以下、本調査という)は、日本企業のM&Aの実態と今後注力すべき課題を考察するため、東京工業大学 井上光太郎教授によるご協力を受けて行われた調査です。

M&Aの検討段階からPMI(M&A後の統合作業)に至るまでの一連のプロセスについて調査・分析することにより、M&Aによる価値創造の成果と、そのキーファクターとを関連付けて明らかにすることを目的としています。そして、そこから得られた知見を皆様と共有することで、日本企業がM&Aにおいてさらなる一步を踏み出すための調査にしたいと考えて実施しました。

本調査にあたり、多くの企業のM&Aご担当者様よりご回答をいただきました。また、個別のインタビューにご協力いただいたご担当者様からは、非常に多くの示唆に富んだご意見を頂戴し、分析をより深めることができました。貴重なお時間を割いてご協力いただいた皆様に、この場を借りて厚く御礼を申し上げます。

株式会社 KPMG FAS
代表取締役 パートナー
知野 雅彦

Contents

PAGE

03 — **Executive Summary** / アンケート調査の実施概要

07 — **PART 01**
日本企業によるM&Aの特徴

M&Aの目的とシナジーの種類
評価基準の選択
M&Aの達成度合い
井上教授のコメント

11 — **PART 02**
M&Aプロセス(M&A 契約締結前まで)

13 — **PART 03**
M&Aの対価

企業の評価方法
価格交渉の争点からみるDD(デューデリジェンス)のポイント
プレミアムとシナジーの関係
井上教授のコメント

17 — **PART 04**
M&A成功のキーファクター

シナジーの実現と、「3年」という目標
多岐にわたるPMIの取組み
PMIの取組みとM&A契約締結前の合意
M&Aを中止するという選択
井上教授のコメント

22 — **PART 05**
今後のM&A

日本企業に足りないもの
ターゲット企業の人材とリテンションプラン
グループ会社管理・モニタリングの仕組み
井上教授のコメント

25 — **PART 06**
事業評価・ポートフォリオの管理

てこ入れが必要な事業はどれか？
「3年」という基準
撤退・売却という選択肢
井上教授のコメント

調査・データ分析 協力



井上 光太郎 教授

Kotaro Inoue

東京工業大学
工学院経営工学系
井上研究室

専門分野は経営財務と企業統治。特に企業のどのような投資行動や財務行動が企業価値を増大させるか、どのような企業統治体制が資本調達コストを引き下げ、市場で有利な地位を築く上で有効かを分析している。フォーカスしているトピックは、企業のM&Aリスクチャリング、資本政策、成長投資戦略など。特に市場と経済活動のボーダーレス化を踏まえて国際データを用い、文化差異、法とファイナンス、行動ファイナンスなどの研究視点から実証分析を行っている。研究室として企業経営および法制度上の課題への解決策の提示を研究目的としている。

Executive Summary

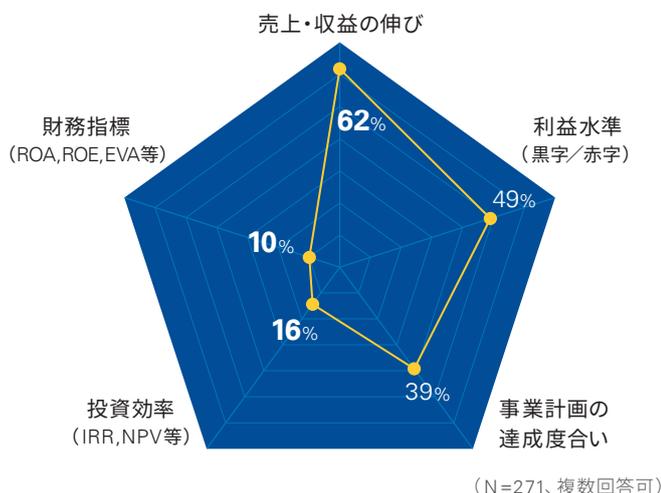
日本企業によるM&Aの特徴

M&Aの成果を「財務指標」「投資効率」を用いて評価している企業は少ない

本アンケートでは、目的や指標に対して総合的に評価した達成度が60%以上の場合に「成功した」、60%以下の場合に「成功していない」と自己評価している企業が多かった。

また、M&Aの成功・失敗を評価する定量指標として、「売上・収益の伸び」「利益水準」「事業計画達成度」などを使用しているケースが多く、特に「売上・収益の伸び」が62%を占めていた。一方、財務指標の改善(ROA,ROE,EVAなど)や、投資効率(IRR,NPVなど)を使用しているケースはそれぞれ10%台であった。

M&Aの成功・失敗を評価する定量指標



M&Aの対価

シナジーの定量化が実務として定着。但し、プレミアムの根拠として利用されていないケースも

M&Aの対価算定方法については、国内案件・海外案件ともに7割以上のM&AでDCF法が用いられていた。

また、本アンケートの統計上、プレミアムの多寡とM&Aの成否について、有意な差は認められなかった。すなわち、買収対価としてプレミアムを多く支払うことがM&Aの失敗に直結するというわけではない、ということだ。

シナジーの定量化については、84%のM&Aで定量化が実施されており、実務として定着していることが分かった。一方で、19%のM&Aでは、シナジーを根拠とせずに10%以上のプレミアムを支払っており(シナジーを定量化した、していない双方のケースを含む)、プレミアムの根拠が不明である。

シナジーを定量化した



シナジーを根拠とせず10%以上のプレミアムを支払った



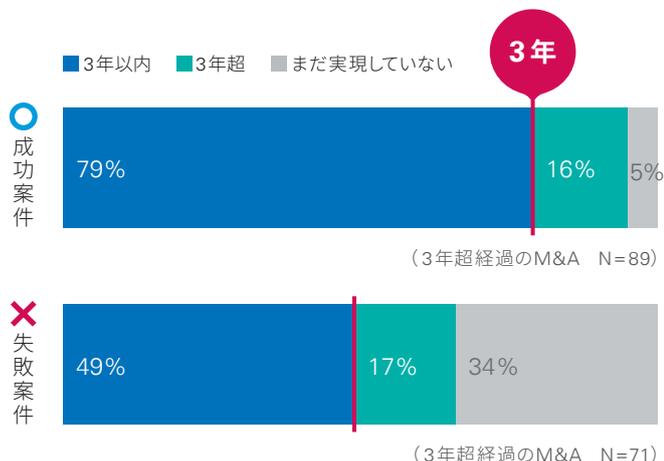
M&A成功のキーファクター

成果が3年以内に見えないのであれば「てこ入れ」の検討も

「販売」「人材」「知財」「調達」の主要なシナジーが3年以内に実現し始めているM&Aは、企業内で失敗と評価される傾向にあることが、本アンケートでは、明らかとなった。事業環境の変化が激しい昨今、事業計画の前提は時間が経つほどに揺らぎやすい。シナジーは、その実現の時間軸も意識して計画しなければならない。

また、63%の企業が、M&Aで取得した事業について、3年以内を目途に既存事業と同列で評価すると回答している。

販売シナジーの実現し始めた時期(成功案件・失敗案件 比較)



M&A成功のキーファクター

ターゲット企業との事前のコミュニケーションが重要

「失敗案件」のPMIにおいて、「やり直したい」取組みは、M&A契約締結前に、その方向性を「事前に合意すべきだった」と思われる取組みと類似していた。

また、「事前に合意すべきだった」と回答する取組みの数が多ければ多いほど、そもそも「ターゲット企業の選定」に失敗したと評価されている傾向が高いことも統計上明らかになった。

M&A契約締結前に方向性について合意すべきだった取組み

上位5項目

1位		シナジー実現のための具体的な施策の作成・周知	24%
2位		ターゲット企業(または事業)に対する統合後ビジョンの作成・周知	15%
3位		販売・マーケティングに関する見直し・統廃合	12%
4位		組織文化の融合・経営方針の浸透	10%
5位		意思決定プロセスの見直し・整備 (権限に関する規定を含む)	9%

(失敗案件 N=102、複数回答可)

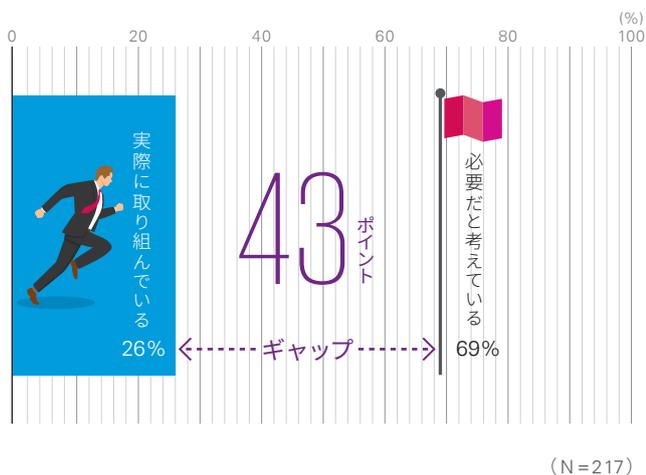
今後のM&A

経営人材の採用・育成、 管理体制の整備・構築が急務

本アンケート回答企業の77%が、5年以内にM&Aを予定している。これらの企業のうち、「買収企業を経営できる人材の採用と育成」については、69%の企業が必要と感じながら実際に取り組んでいる企業は26%であり、そのギャップは43ポイントであった。

また、「買収企業を経営できるグループ会社管理体制の整備」については、53%が必要性感じているが、実施は29%、「事業評価・モニタリング体制の整備」については、36%が必要を感じているが、実施は18%にとどまっていた。

「買収企業を経営できる経営人材の採用・育成」に取り組んでいる企業



事業評価・ポートフォリオの管理

拡大・複雑化する事業を 管理できる体制になっているか？

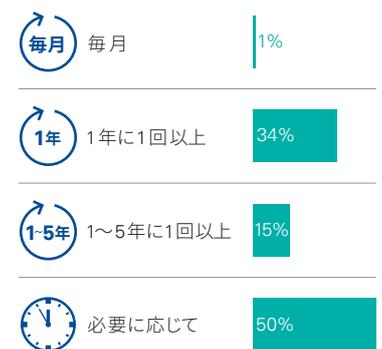
本アンケートでは、てこ入れが必要な事業を特定するための「基準」を持ち、「特定できる」と回答した企業は20%にとどまった。

また、事業評価・ポートフォリオ入替えの検討頻度については、「必要に応じて」が50%と最も多く、1年に1回以上検討している企業は35%であった（「毎月」検討を含む）。

事業評価・ポートフォリオの 管理状況



事業評価・ポートフォリオ入替えの 検討頻度



(N=269)

アンケート調査の実施概要

アンケートの配布方法

アンケートは東京証券取引所一部上場企業2,067社に対して配布し、292社(回答率14.1%)から回答を入手した。基準日は、2018年8月末である。以下、各調査内容における有効回答数は、「調査数」あるいは「N」として各項目に記載している。(本アンケートで対象とするM&Aは、合併、買収、出資拡大であり、資本参加は有効回答数に含まない)

本レポートの統計分析について

本レポートにおける統計分析においては、下記の要件に合致する企業42社の回答(M&A件数84件)を用いて分析している。

- ①: 「重要で、かつ最も成功したと評価されるM&A」について回答
- ②: 「重要で、かつ最も成功していないと評価されるM&A」について回答
- ③: ①②のM&Aが、それぞれM&A成立から3年超経過している

回答企業の属性

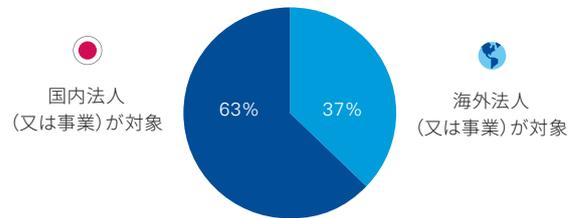
業種区分 (N=292)		(参考値) 東証一部上場
食品	3.4%	4.2%
エネルギー資源	0.0%	0.8%
建設・資材	9.2%	8.4%
素材・化学	8.6%	9.4%
医薬品	2.4%	1.8%
自動車・輸送機	4.8%	3.5%
鉄鋼・非鉄	2.4%	2.7%
機械	7.2%	6.5%
電機・精密	7.5%	9.0%
情報通信・サービスその他	19.2%	21.2%
電力・ガス	2.1%	1.0%
運輸・物流	5.8%	3.6%
商社・卸売	7.2%	8.3%
小売	7.5%	9.4%
銀行	5.5%	4.0%
金融(除く銀行)	3.1%	2.8%
不動産	2.4%	3.3%
不明	1.7%	-

過去10年間に成立したM&Aの件数 (N=292)

10件超	13%
6~10件	17%
3~5件	15%
1~2件	17%
0件	36%
不明	2%

過去10年以内に成立した、「重要で、かつ最も成功したと評価されるM&A」あるいは「重要で、かつ最も失敗したと評価されるM&A」の基本属性

M&Aの対象の範囲 (N=275)



直近期中における売上高 (N=292)

		(参考値) 東証一部上場
5,000億円以上	18.5%	20.8%
1,000~4,999億円	25.3%	35.4%
500~999億円	12.3%	16.9%
100~499億円	22.6%	23.9%
50~99億円	2.7%	2.1%
50億円未満	2.4%	0.8%
不明	16.1%	0.0%

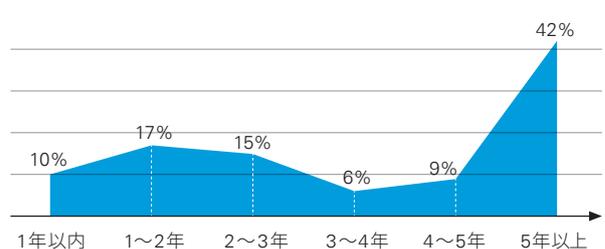
買収金額 (実際に投資・出資した金額) (N=272)

1,000億円以上	7%
500~999億円	4%
300~499億円	3%
100~299億円	14%
50~99億円	9%
50億円未満	63%

直近期中における総資産 (N=292)

		(参考値) 東証一部上場
5,000億円以上	2.1%	0.8%
1,000~4,999億円	2.1%	2.0%
500~999億円	21.6%	20.4%
100~499億円	8.2%	17.6%
50~99億円	24.3%	32.6%
50億円未満	25.7%	26.6%
不明	16.1%	0.0%

M&A成立から何年経過しているか (N=278)



注)東証一部の売上高・総資産の分布は2018年4月末時点の直近データを用いている

日本企業による M&Aの特徴



M&Aの目的とシナジーの種類

日本企業によるM&Aの主たる目的はなにか。図1に示されるように、「同業企業買収によるコア事業の強化・拡大」が最も多く、これに「垂直統合によるコア事業の強化・拡大」を加えて、「コア事業の強化・拡大」とくくるならば、国内案件、海外案件ともにこのカテゴリーが圧倒的に多い。このことは、現状では、日本企業にとってM&Aの関心は、新規ビジネス拡大よりも既存ビジネスの強化・拡大に集中しており、またこのカテゴリーにおいては国内よりも海外の方に、より多くの成長機会を見込んでいることを示している。

一方、「新規ビジネスへの参入」も買収動機として少なくなく、国内案件で36%、海外案件では20%であった。今後は、この分野の動機を主とするM&Aの増加が注目される。

一方、図2に示されるように、期待したシナジーとして、コスト削減は国内、海外案件とも主要な目的とはいえ、販売チャネルの強化や人材・知見の多様化を狙った目的が圧倒的に多い。このことは、日本企業がM&Aに期待するシナジーがコスト削減よりも成長機会の探索に集中しているため、と考えられる。

図1 M&Aの主な目的

	国内案件	海外案件
同業企業買収によるコア事業の強化・拡大	46%	60%
新規ビジネスへの参入(多角化)	36%	20%
垂直統合によるコア事業の強化・拡大	9%	23%
成熟・衰退事業の再編(同業企業の買収)	7%	7%
グループ内再編	4%	1%
ターゲット企業をライバルに買われないための防衛的買収	3%	4%
その他	5%	5%

(国内案件N=173/海外案件N=102、複数回答可)

図2 期待したシナジー

	国内案件	海外案件
販売チャネルの相互活用 (製品ラインナップ補完等を含む)	73%	78%
知財・ノウハウの共有	43%	56%
人材交流による活性化	43%	41%
調達コストの削減	28%	27%
部門統合によるコスト削減 (システム統合を含む)	24%	14%
資金調達コストの削減	9%	13%
税務メリットの追求	7%	6%
その他	12%	15%

(国内案件N=173/海外案件N=102、複数回答可)

☑ 評価基準の選択

M&Aの成否を評価する際に用いられる評価基準はどうか。図3の通り、M&Aの成功・失敗を評価する際に用いた定量指標として、「売上・収益の伸び」「利益水準」「事業計画の達成度合い」を使用しているケースが多く、特に「売上・収益の伸び」を指標として用いたM&Aは62%であった。一方、「財務指標」や、「投資効率」を使用しているケースはそれぞれ10%台であり、「株価の推移」は5%であった。

この点において投資家の目線からは「不満足」、「改善の余地あり」と指摘される可能性があるのではないだろうか。

なお、1種類のみの評価基準を用いて判断していたのは全体の35%であり、残りの65%は何らかの基準を複数用いて多角的に評価している(図4)。

図3 M&Aの成功・失敗を判断する際に用いた基準

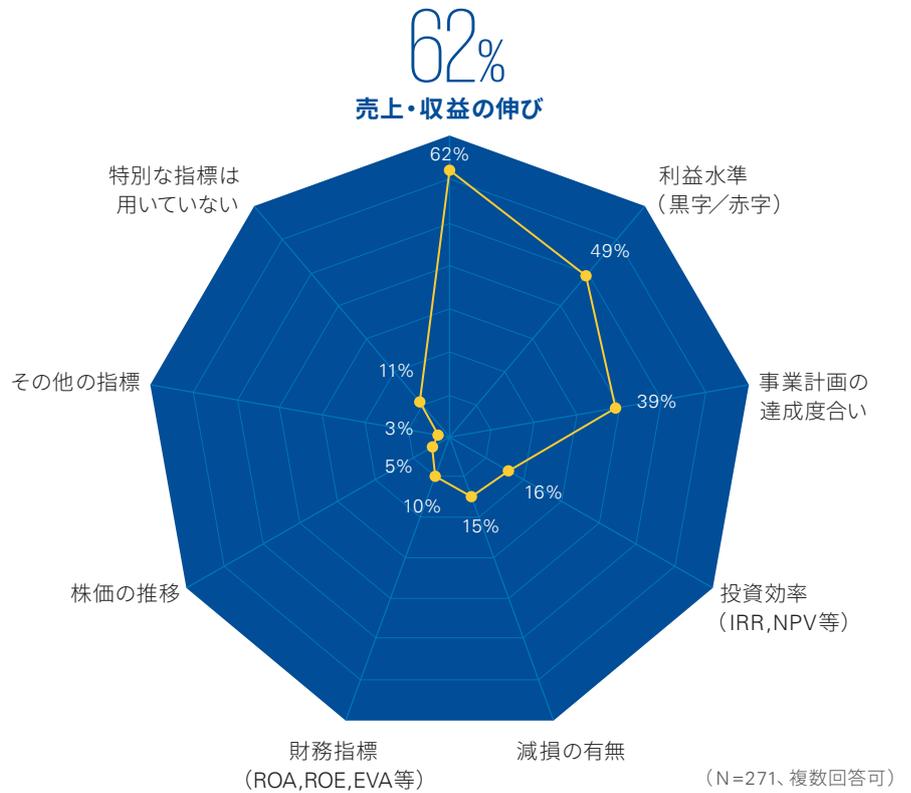
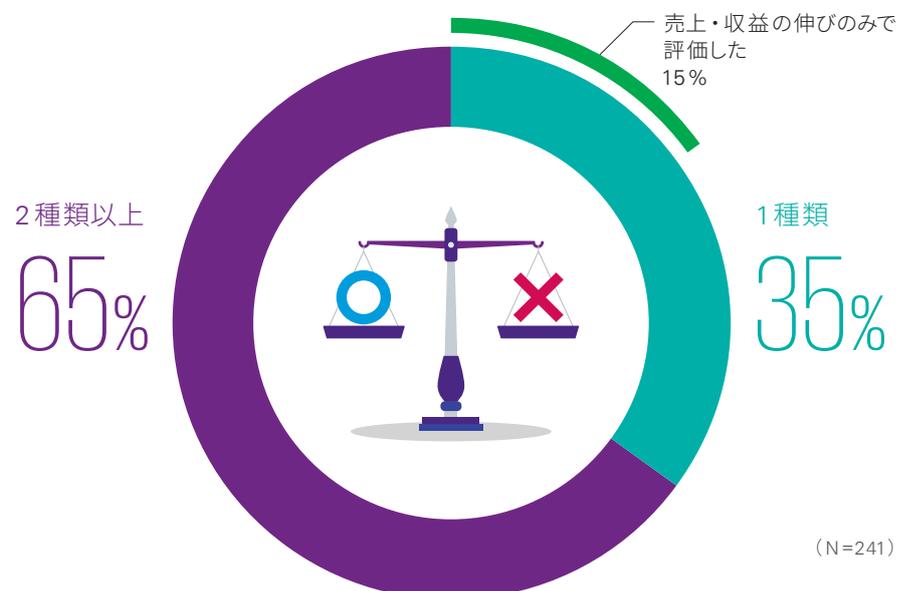


図4 成功を判断する際に用いた基準の数



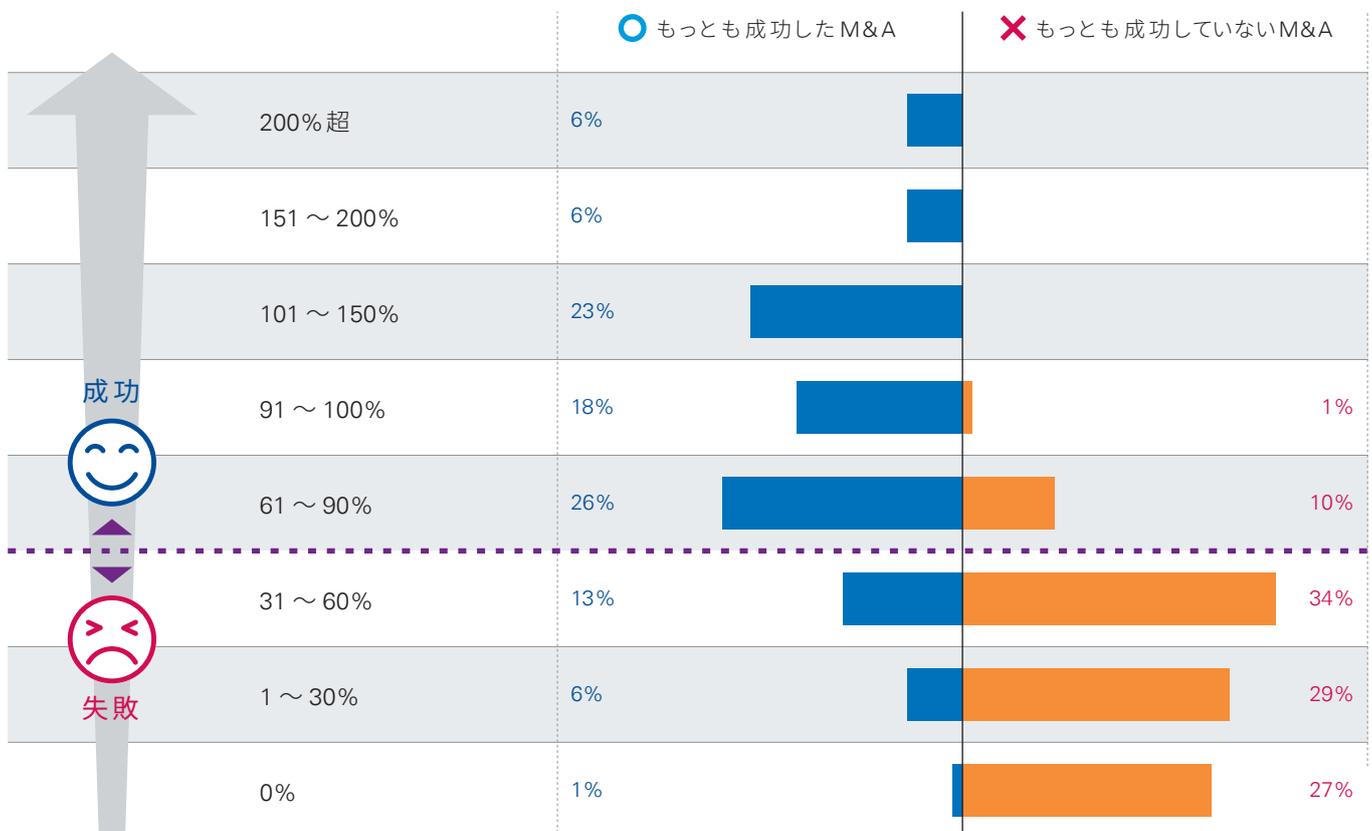
📖 M&Aの達成度合い

本レポートのアンケートでは、「貴社にとって重要で、かつもっとも成功したM&A(成功案件)」と「貴社にとって重要で、かつもっとも成功していないM&A(失敗案件)」について、それぞれに、目的や定量指標を総合的に評価した場合の達成度合いについて回答を求めている。

達成度合いの分布は図5の通りであり、達成度合い60%を境に、「成功」と「失敗」の評価が分かれている。

今後の論点としては、前述した通り、成功・失敗の評価基準として現状で多く採用されている指標がM&Aを評価するモノサシとして適正か、また投資家目線の関心を満足させているか、という点ではないだろうか。

図5 M&Aの達成度合い



(もっとも成功したM&A N=163 / もっとも成功していないM&A N=98)



井上教授のコメント

企業がM&Aを実施する主たる動機が、重要な経営環境の変化に対して、自社の事業範囲を大きく非連続的に変化させることにあるのは、国内外の研究で明らかになっています。市場のボーダーレス化は、自社の活動範囲の定義を大きく変化させるため、海外M&Aの重要性が急激に増しているのです。コア事業の強化が国内M&Aの半数、海外M&Aの6割を占めているのは自然な結果です(図1)。

図1で興味深いのは、次に多い国内M&Aの目的が新規ビジネスへの参入(36%)である一方、海外M&Aでは垂直統合である点です。国内M&Aでは、成熟化した経済に対応してビジネス範囲の拡大(横への展開)に向かうM&Aが多く、海外M&Aではバリューチェーンの強化(縦の強化)に向かうM&A、すなわち、事業の現地化を一気に進める行動と位置づけることができます。

このことは、期待したシナジーでも見てとれます。国内M&A、海外M&Aのいずれでも販売チャネルの相互活用を第1のシナジーとしていますが、海外M&Aでは知財・ノウハウの共有も56%と高くなっています。これは、海外M&Aの成功に向けて、新規の知財やノウハウの獲得と活用が必要であることを示唆しています。私の研究グループが行っている日本企業によるM&Aの実証研究でも、国内M&Aでは買収後のR&D比率は低下傾向にあり

ますが、海外M&Aでは上昇傾向が見られます。すなわち、国内M&Aは自社で抱えている既存の経営資源の活用範囲拡大がシナジーの源泉ですが、海外M&Aでは自社の既存の経営資源とターゲット企業の経営資源とを融合させ、活用することがシナジーの源泉であり、その分、M&AにおけるPMI(Post-Merger Integration)の重要性が高いと言えるでしょう。

成功、失敗の評価指標として、「売上・収益の伸び」が過半数で使用されていることに少し驚きました(図3)。NPVなど投資評価指標、ROAなど財務指標は15%前後、また株価は5%しか見ていないという結果です。これは、機関投資家やアナリストのM&Aに対する評価指標と大きな開きがあります。東証上場企業全体でみると、2018年度に初めて国内外の機関投資家の保有する株式が全体の過半数になりました。そうした自社の株主構成の変化と、企業側のM&Aによる成果の認識にズレが生じている懸念があります。私の研究グループの実証研究では、特に海外M&A後にROAが悪化する傾向がありますが、企業自身がそうした状況をあまり深刻に認識していない可能性もあります。M&Aは長期投資であることは確かですが、成果には時間軸が存在することもまた事実であり、この点は、次頁以降のサーベイ結果が参考になるでしょう。

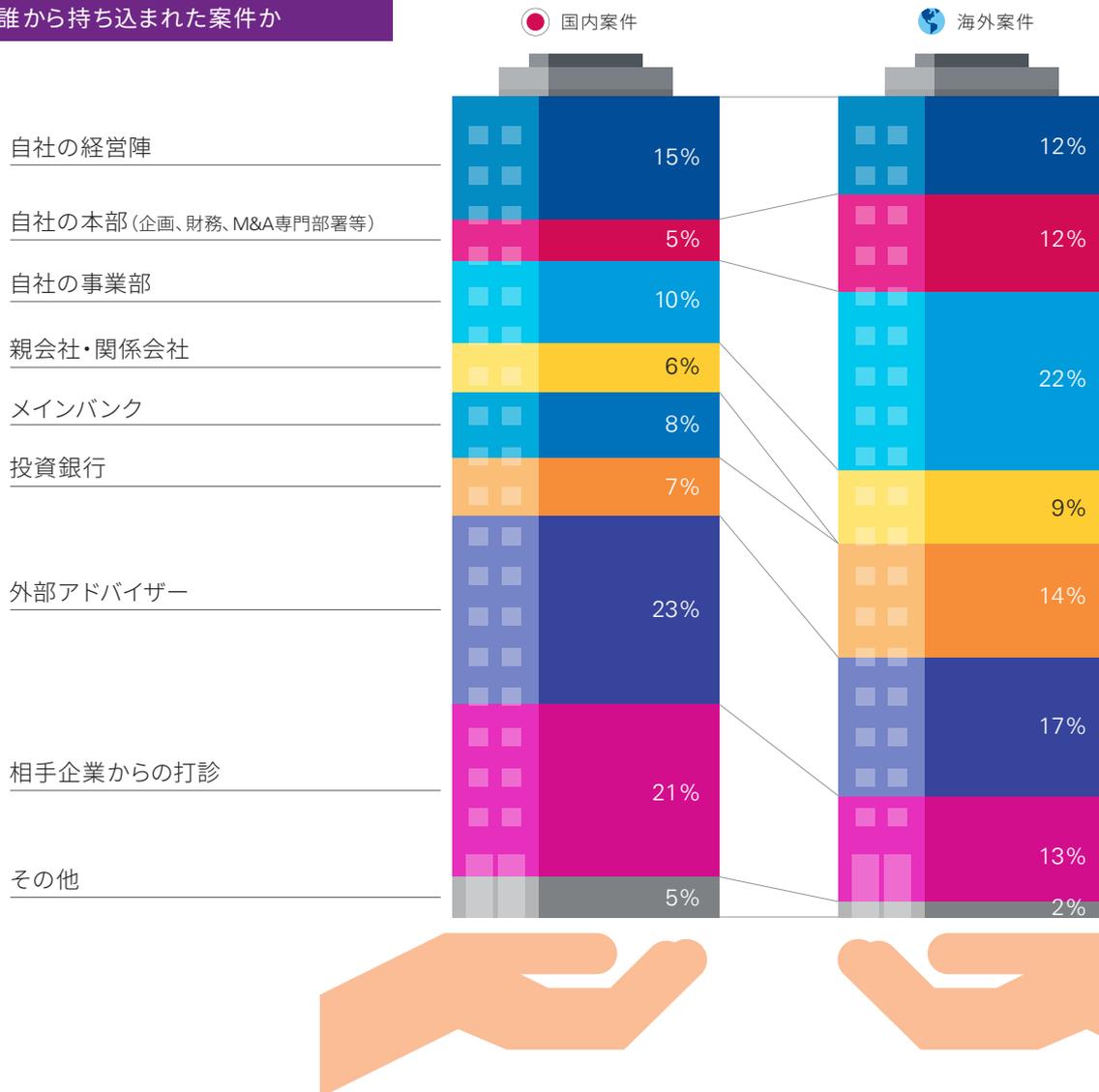
M&Aプロセス

(M&A契約締結前まで)



そもそもM&Aは誰から持ち込まれるのか。図6によれば、国内案件は自社発案の他、相手企業からの打診、外部アドバイザーからの持ち込みなどが多い。一方で海外案件は、自社発案、特に事業部による発案が大きな割合を占めていた。

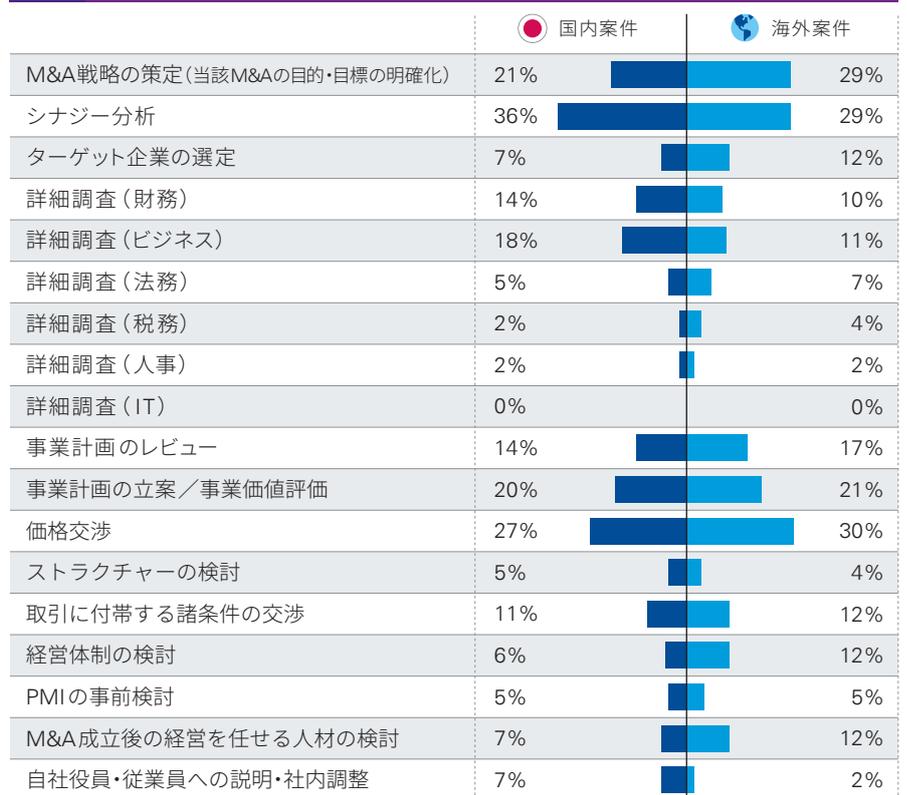
図6 誰から持ち込まれた案件か



(国内案件N=169/海外案件N=101)

次にM&Aプロセスでの取組みの状況はどうか。当該プロセスにおいて、「M&A戦略の策定」「シナジー分析」「事業計画の立案／事業価値の評価」「価格交渉」が国内・海外案件ともに20%以上を示しており、特に重視される取組みのようである(図7)。

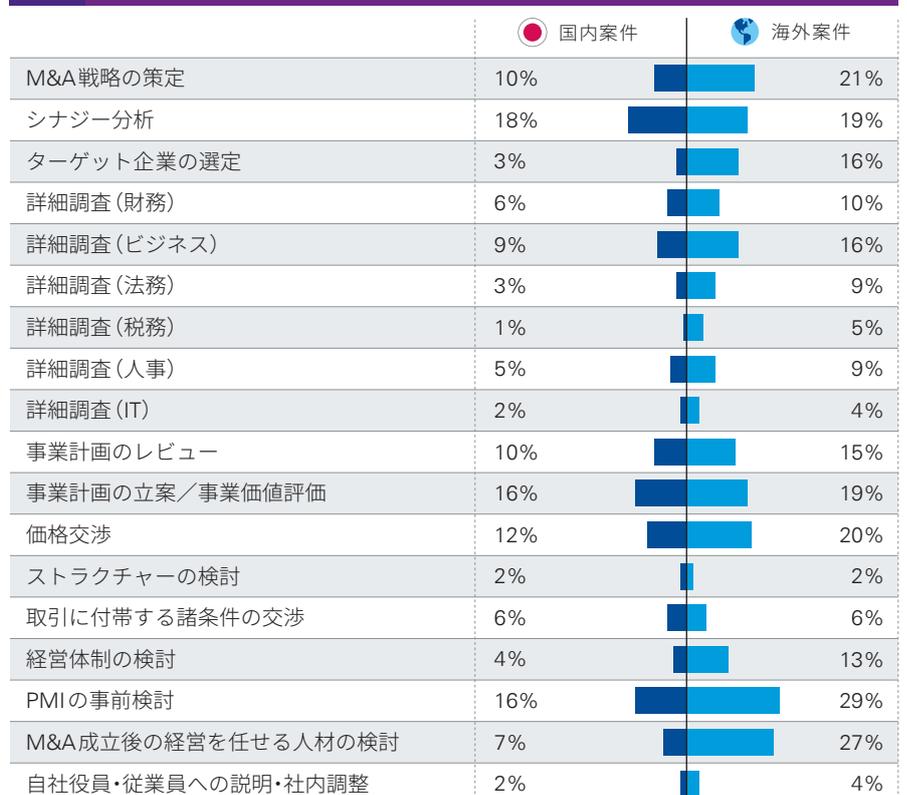
図7 M&Aプロセスにおいて特に重視した取組み



(国内案件N=173/海外案件N=102)

一方、図8の通り、「やり直したい」取組みは、国内案件よりも海外案件で多く挙げられており、特に、「M&A戦略の策定」「ターゲット企業の選定」「PMIの事前検討」「M&A成立後の経営を任せる人材の検討」が国内案件と比較して10ポイント以上の差がついている。他方、「シナジー分析」「事業計画の立案／事業価値評価」は、国内・海外案件いずれも20%近くを示しており、国内・海外を問わず難しい取組みであることが伺える。

図8 M&Aプロセスにおいてやり直したい取組み



(国内案件N=173/海外案件N=102)

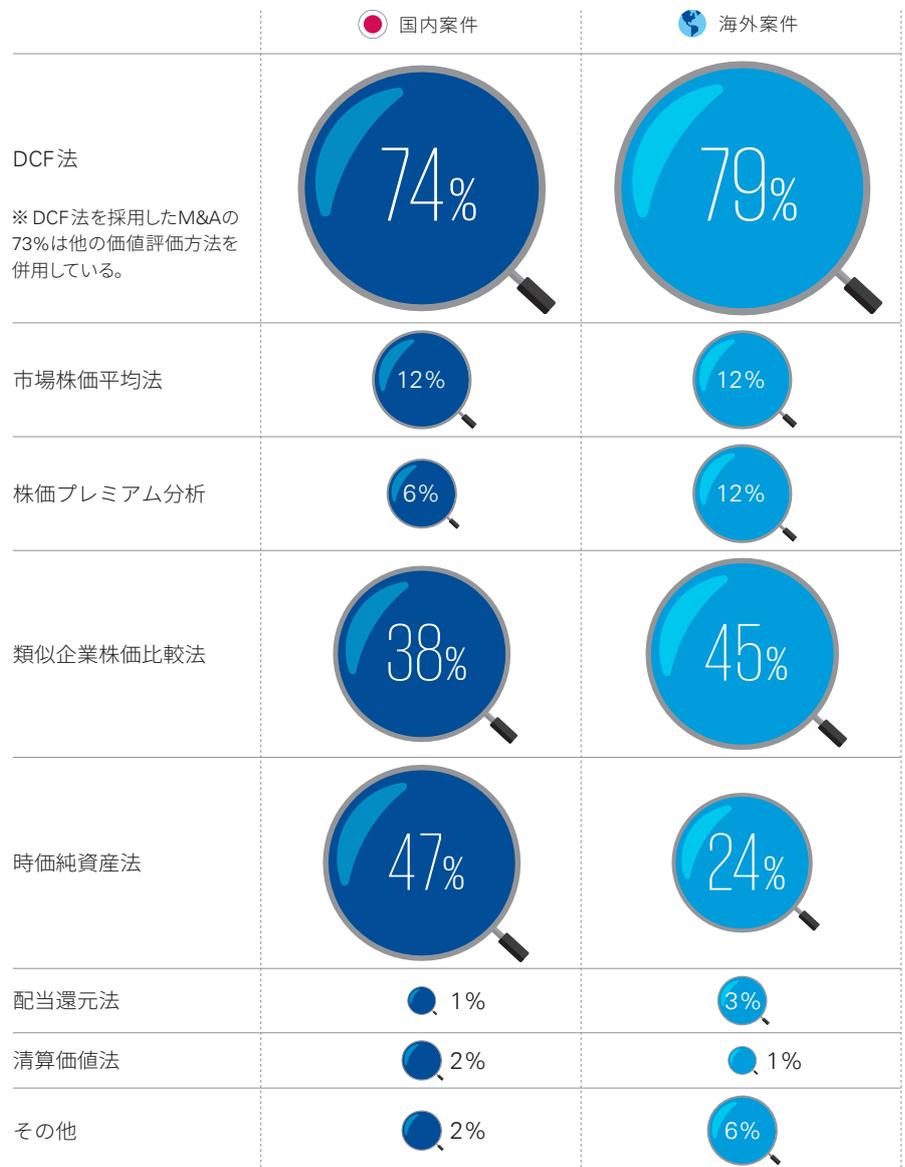


④ 企業の評価方法

次に、M&Aの対価についてはどうか。買収価格算定の基礎となる企業の評価方法は図9の通りである。国内案件で74%、海外案件で79%がDCF法を価値評価に用いたと回答しており、殆どの案件でDCF法が利用されていた。

一般的に、国内案件の場合は、DCF法と類似企業株価比較法あるいは時価純資産法の組合せが、海外案件の場合は、DCF法と類似企業株価比較法との組合せがよく用いられる。DCF法は、将来キャッシュフローの見積を通じて企業の事業機会やリスクの影響を企業価値計算に反映させることができるという点で理論的かつ柔軟な評価手法である。将来予測の合理性担保等、運用が難しい面もあるものの、その汎用性の高さから多くの案件で使用されているものと推測される。また、国内案件では、中小規模の企業を対象としたM&Aにおける評価手法として、時価純資産法が依然として実務で広く受け入れられていることが分かる。

図9 価値評価の方法



(国内案件N=173 / 海外案件N=102、複数回答可)

④ 価格交渉の争点からみるDDのポイント

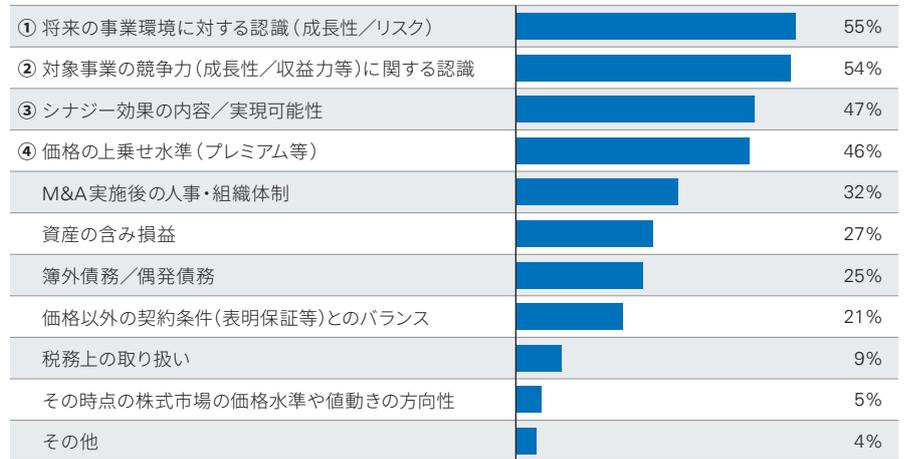
デューデリジェンス

図10によれば、主な価格交渉の争点として「① 将来の事業環境に対する認識」「② 対象事業の競争力に関する認識」「③ シナジー効果の内容／実現可能性」「④ 価格の上乗せ水準（プレミアム等）」の4項目が4割を超えていた。図11によれば、これらの4項目は、当初から想定されていた争点であることが分かる。一方、「⑤ 資産の含み損益」「⑥ 簿外債務／偶発債務」「⑦ 価格以外の契約条件（表明保証等）とのバランス」「⑧ 税務上の取り扱い」は、DDを通して発見された割合が比較的高い。

これらの結果から、当初から価格交渉の争点となることが自明な項目については、初期的な検討フェーズから情報を収集・整理した上で、DDでそれらの裏付けを取る、DDで発見される割合が高い項目については、そのリスクを意識して相応のリソースを割く、といったように計画的にアプローチすることが重要であろう。

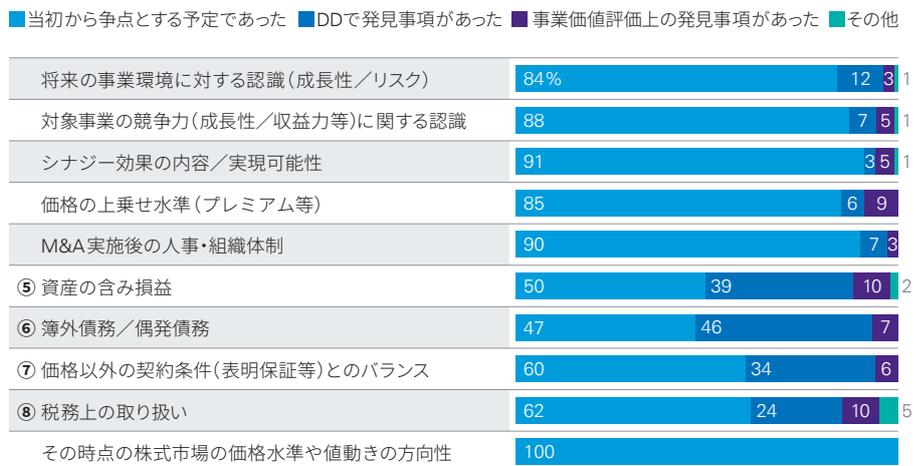
また、図12の通り、M&A契約締結後の追加調査については、国内案件で54%、海外案件では74%が実施していた。特に海外案件では、時間的にも物理的にもM&A契約締結前の段階では詳細な情報が取り難いことがある。M&A契約締結前のDDは、情報開示について一定の制約が存在するという限界を踏まえ、M&A契約締結後に調査すべき領域も意識しておくべきであろう。各調査項目の特性に応じたDDアプローチは、リソースが有限の状況下において、より効率的・効果的なアプローチとして機能するのではないだろうか。

図10 価格の争点



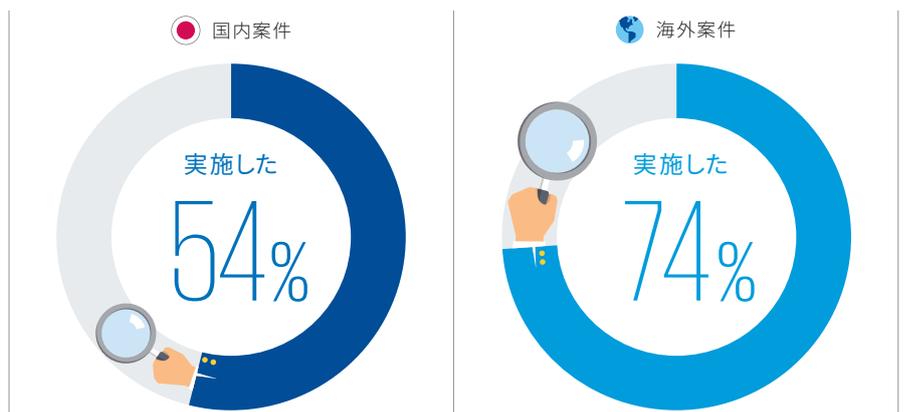
(N=250)

図11 価格の争点となった理由



(N=250)

図12 M&A契約締結後の追加調査の実施



(国内案件N=173／海外案件N=102)

プレミアムとシナジーの関係

次に、買収対価、価格の上乗せ水準（プレミアム等）はどうか。上場会社・非上場会社の区分による傾向は、図13の通りであった。国内・海外案件で比較した場合、海外案件の方がプレミアムを多く乗せる傾向にあり、統計上も弱い相関関係がみられた（ $r=0.3$, 5%水準で有意）。

一般的に、高いプレミアムを支払ったM&Aは失敗しがちな印象がある。ただし、本アンケートの結果から見ると、プレミアムの多寡とM&Aの成否あるいは達成度合いとの間に有意な差はみられなかった。

たとえプレミアムが多くとも、十分な分析に基づくシナジーの裏付けがあり、プレミアムを上回るシナジーが実際に実現できるのであれば、当然ながら、そのM&Aは失敗にはならない。また、本アンケートでも、「支払ったプレミアムが多い」M&Aの方が、M&A契約締結前からPMIの事前検討を重視する傾向が確認されており（ $r=0.3$, 1%水準で有意）、シナジーの実現を意識しながらPMIに取り組んでいる様子が見えてくる（図14）。

では、支払われたプレミアムは、定量化したシナジーによる裏付けがあったのだろうか。この点、図15の通り、シナジーを定量化したM&Aは84%であり、シナジーの算定が実務として定着していることがわかる。一方で、19%のM&Aは、シナジーを根拠とせずに10%以上のプレミアムを支払ったと回答している（シナジーを定量化した、していない双方のケースを含む）。本アンケートでは、これらのM&Aにおいて、どのような根拠に基づいてプレミアムが支払われたのかは不明である。経営陣はどのような根拠で買収対価を正当化できると考えたのだろうか。

図13 プレミアムの程度

		国内案件	海外案件
上場企業 (N=67)	50%以上	10%	9%
	30~49%	11%	28%
	10~29%	29%	38%
	9%以下	50%	25%
非上場企業 (N=67)	50%以上	0%	21%
	30~49%	9%	29%
	10~29%	42%	25%
	9%以下	49%	25%

図14 プレミアムとPMIの事前検討の関係

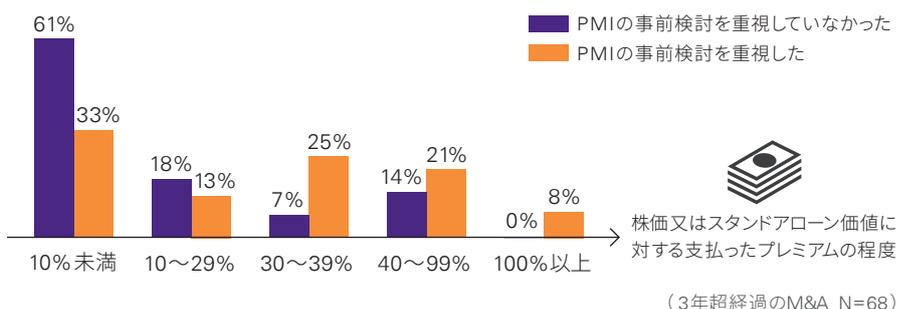
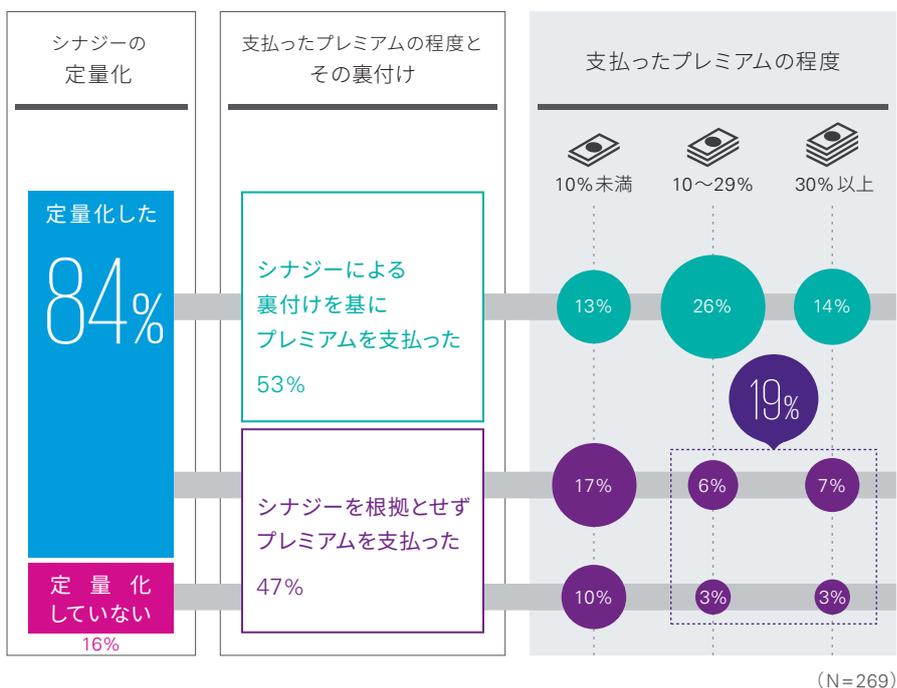


図15 シナジーの定量化とプレミアムとの関係





井上教授のコメント

プレミアムについては、非常に興味深い結果が出ています。これまで、上場企業の買収はプレミアムが大きく、過剰支払いの可能性が強い一方で、非上場企業ではそうした懸念は低いというのが一般的な評価でした。今回の調査では、国内M&Aでも、海外M&Aでも、非上場企業の買収におけるプレミアムが上場企業の買収とほぼ同じ水準で付されているという結果になりました(図13)。特に海外M&Aでは、半数の非上場企業のM&Aにおいて30%以上のプレミアムが付されています。この事実は、日本企業が、M&Aにおいて最初にターゲット企業のStand Alone Valueを算定し、その上で意識してプレミアムを付けていることを示唆しており、しっかりした評価プロセスがとられていることを意味します。

ただし、30%以上のプレミアムを付したと回答した企業の4割以上((7%+3%)/(14%+7%+3%))が、買収価格にシナジーを織り込んでいないと回答しています。M&Aの経済効果は、通常の設備投資等と同様にNPV(正味現在価値)で計測されるべきものです。Stand Alone Valueに対してプレミアムを付けているとすれば、シナジー効果のみがプレミアムを回収する源泉となります。この点でシナジーを織り込まずに上乗せした30%以上のプレミアムの支払について、どのように意思決定したのかは疑問が残ります。

一般に、救済を求めている企業を除けば、少なくとも企業の市場価値(株価)が企業のファンダメンタルズに基づくStand Alone Valueを下回る状況では、当該企業が売りに出ることはありません。これは、ターゲット企業の経営陣の立場に立てば自明のことでしょう。したがって、M&A市場で割安な企業を買収できる機会は期待してはいけないというのが前提です。30%以上のプレミアムを付しながら、シナジーを買収価格に織り込んでいないと回答した企業は、投資銀行などによる価値評価レポートでいう適正市場価値のフットボールチャートの上限を鵜呑みにせず、むしろ「これだけのシナジー効果の実現を上限にプレミアムを支払っている」という根拠を経営陣で共有した上で意思決定することが、その後のシナジー実現へのコミットメントを明確にするために重要ではないかと思います。

なお、企業価値評価に当たり、DCF法は理論的には最も根拠のある算定方法ですが、前提の置き方の裁量余地が大きすぎ、算定者の出したい価値に向けてバイアスがかかる可能性があります。Stand Alone Valueの算定に当たり、類似企業株価比較法も同時に採用することで客観性もチェックし、その上でシナジー効果の価値についてDCF法で算定することが必要でしょう。

PART 04

M&A成功の キーファクター



シナジーの実現と、「3年」という目標

M&A成功のポイントはなにか。M&Aの成果を得るには、期待したシナジーが実現しなければならない。シナジー実現にあたっては何に留意すべきであろうか。

図16は、成功案件と失敗案件とで、各シナジーが実現するタイミングを比較したものである。本アンケートでは、主要な4つのシナジー「販売チャネルの相互活用」「人材交流による活性化」「知財・ノウハウの共有」「調達コストの削減」について、成功したM&Aの方が、シナジーが実現し始めるタイミングが早いという結果が得られた。統計上も、3年以内にシナジーが実現し始めているM&Aの方が、M&Aの達成度合いが高いという傾向にあった(それぞれの項目について $r=0.4\sim0.6$ 、1%水準で有意)。

国内案件・海外案件で、同様の分析をした結果は、図17の通りである。海外案件の方が、国内案件よりも相対的に実現スピードが遅いことが分かる。海外案件は、シナジーの実現が遅れがちであることを念頭に、より時間軸を意識したPMIが必要になるだろう。

図16 シナジーの実現し始めた時期 (成功案件・失敗案件 比較)

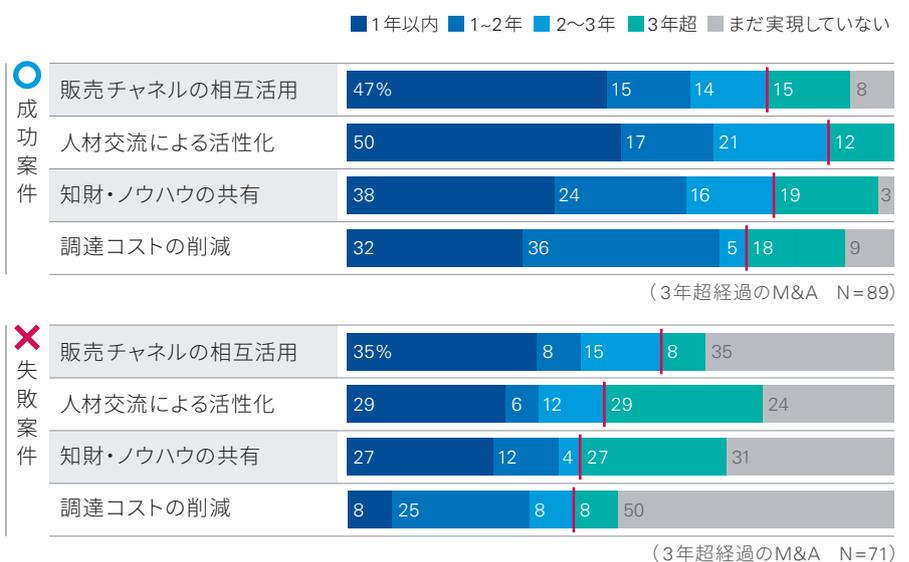
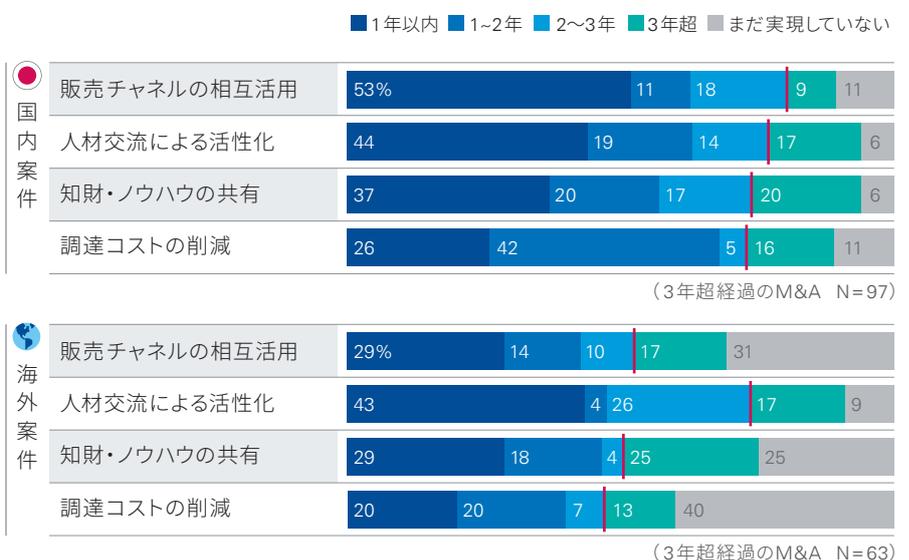


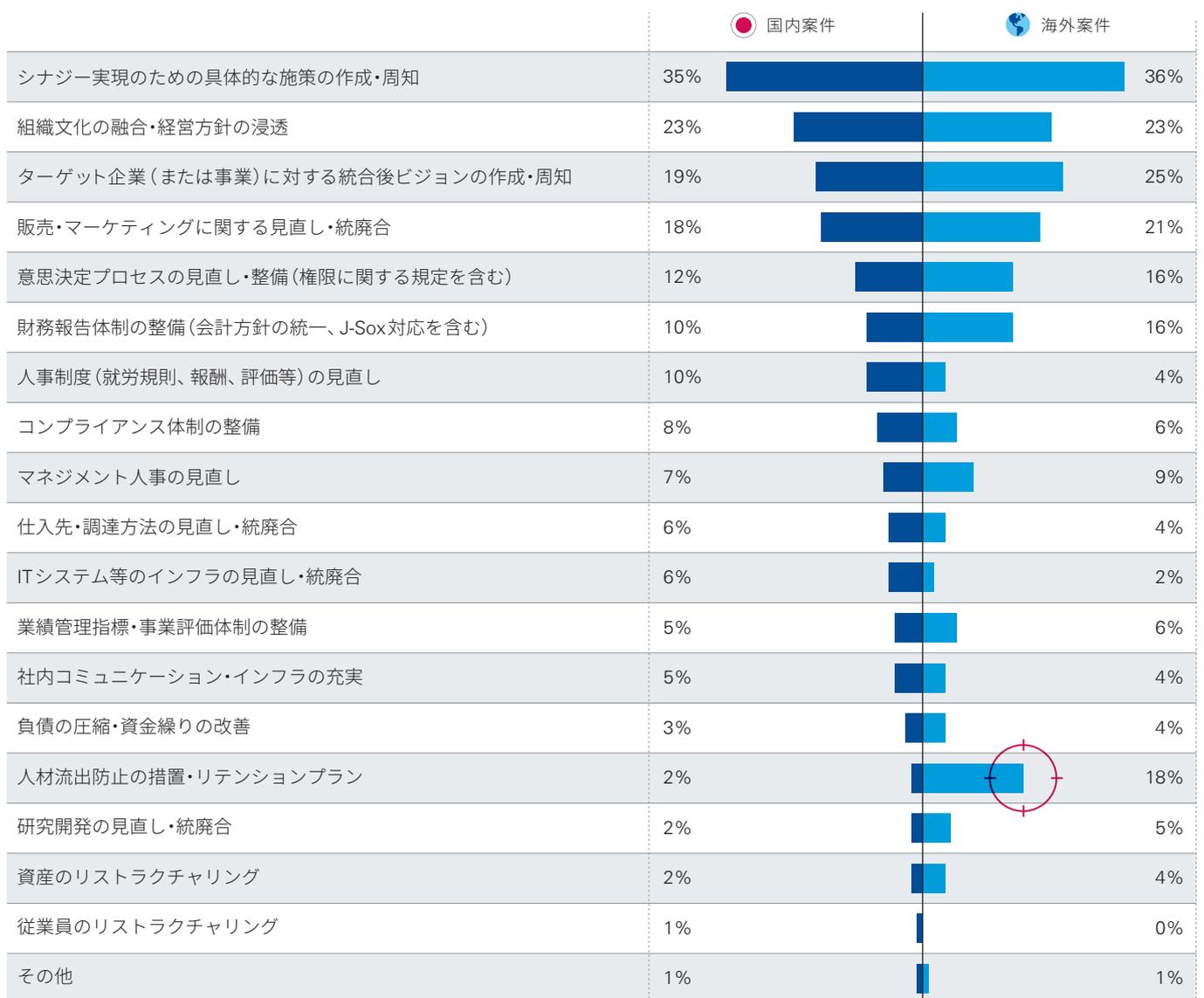
図17 シナジーの実現し始めた時期 (国内案件・海外案件 比較)



多岐にわたるPMIの取組み

M&Aの成果を得るには、期待したシナジーが実現するよう、PMI (Post Merger Integration) フェーズにて、各種の具体的な施策をM&A契約締結後に実行していくことが重要である。PMIの取組みは多岐にわたるが、本レポートのアンケート上は取組みを18項目に区分して質問した。国内案件、海外案件で特に重視された取組みは図18の通りであり、「人材流出防止の措置・リテンションプラン」が海外案件で突出しているのが特徴的であった。

図18 特に重視したPMIの取組み



(国内案件N=173/海外案件N=102、複数回答可)



PMIの取組みとM&A契約締結前の合意

失敗案件において、PMIの取組みに何らかの特徴はあるだろうか。該当する案件につき、「やり直したい」PMIの取組み上位5項目は図19の通りであった。また、失敗案件につき、「M&A契約締結前にターゲット企業とその方向性について合意すべきであった」PMIの取組み上位5項目は図20の通りであった。図19と図20を比較すると、どちらも、「シナジー実現のための具体的な施策の作成・周知」がもっとも高く、それ以外も比較的同じ項目が並んでいることが分かる。

また、本レポートのアンケート上、「M&A契約締結前にターゲット企業とその方向性について合意すべきであった」PMIの取組みを数多く挙げているM&Aは、そもそもの「ターゲット企業の選定」を「やり直したい」と回答している傾向にあった($r=0.5$, 統計上1%水準で有意)。

仮に、「ターゲット企業の選定」が間違っていたのであれば、PMIの実行難易度もあがるため、M&Aの成果を得ることが難しくなるのは当然である。M&A契約締結前に、重要な論点について、その方向性を合意しておくプロセスを踏めれば、「ターゲット企業の選定」の誤りを回避できた可能性はないだろうか。

本レポートのアンケートにおいて、同一の回答者の主観にもとづく「成功」と「失敗」の回答を比較した結果、「『ターゲット企業に対する統合後ビジョンの作成・周知』についてM&A契約締結前にその方向性について合意すべきであったか」という回答について有意な差があった(t検定、1%水準で有意)。お互いに守秘義務などもあるため、M&A契約締結前にどこまでターゲット企業と合意できるかは難しいが、「ターゲット企業に対する統合後ビジョン」を中心として、図19、図20等を参照しつつ、重要な論点について事前にコミュニケーションを取ることは、M&Aの成功には不可欠ではないだろうか。

図19 PMIにおいてやり直したい取組み



(失敗案件 N=102、複数回答可)

図20 M&A契約締結前に方向性について合意すべきだった取組み



(失敗案件 N=102、複数回答可)

M&Aを中止するという選択

仮に、M&A契約締結前の対話やDD等の発見事項などから、M&A後のシナジー実現が危ぶまれるような感触を得たのであれば、M&Aの中止という選択も検討しておくべきである。

本レポートのアンケートによれば、M&Aを中止する場合の決定関与者は、おおむね社内の役員クラスであり、それぞれ5割以上が該当案件の中心メンバーとして関与していた(図21、22)。自社にとって重要なM&Aの進行・中止に関する責務は、社内の役員に集中していることが伺える。一方で、社外取締役の関与はかなり少ない。

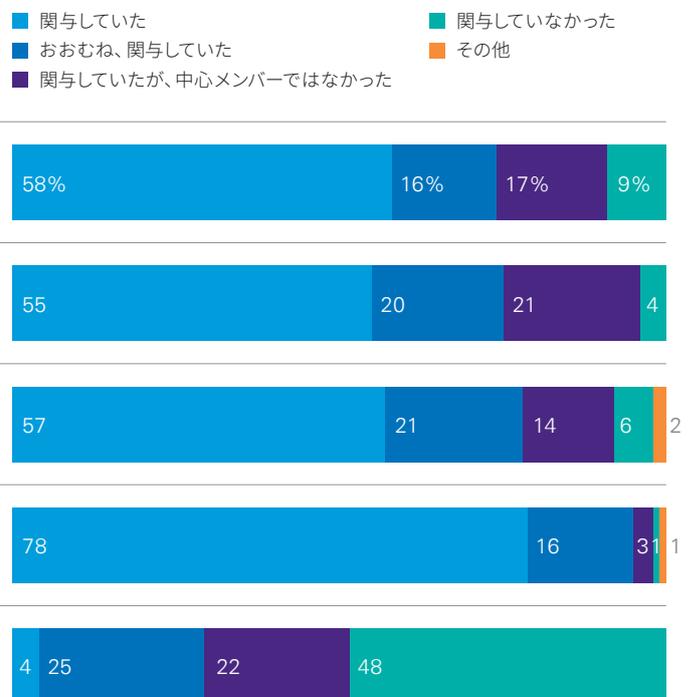
自身が深く関与しているM&Aに関して、客観的かつ冷静に「中止」を判断できるだろうか。客観的かつ冷静に判断するために、どのようなガバナンスが必要となるか、今一度考えておくべきではないだろうか。

図21 中止する場合の決定関与者



(N=265、複数回答可)

図22 各関与者それぞれの案件関与度合い



(N=265、複数回答可)



井上教授のコメント

M&Aは、リスクの高い長期投資です。M&Aに際して支払われるプレミアムは、M&A後の何年にもわたるシナジー効果で回収していくしかありません。しかしながら、シナジー効果がどの程度の期間で実現しているのかに関する、明確な調査結果はこれまでなく、今回の調査結果は非常に興味深いものです。調査結果(図17)からは、国内M&Aより海外M&Aの方がシナジーの実現に時間がかかっていることが判ります。海外M&Aでは3年後でもシナジーが実現したと答えられるM&Aは半分に留まっています。

この結果は、我々の実証研究の結果でも裏付けられます。日本企業による海外M&Aにおいて、買収から3年後に最もROAと株価が低下しています。一方で、ROA、株価とも5年後にかけて回復傾向にあり、海外M&Aでシナジー実現に時間がかかっているという回答と一致します。

企業自身が認識するM&Aの成功と失敗も、M&A後3年目までにシナジーが実現しているかどうか重要な要素となっているようです。ここで3年目までにシナジーが実現することが重要だ、と言ってしまうと、読者に間違えたメッセージを送ることになります。なぜなら、米国企業によるM&A後のROAにはそのような低下傾向は平均して見られないからです。米国企業ではM&A後に速やかに事業や資産の再構築を行い、適正化を図っていることが、日本企業との違いとしてM&A後のパフォーマンスに現れていると私は解釈しています。日本企業もシナジー実現まで3年と言わず、M&Aから1年後に確実に目的とするシナジー効果を実現させることを目指し、M&Aの合意前から行動していくことが望まれます。実際、図16、17を見ると、シナジー実現の差は1年目から出ていることに注意が必要です。

そのためにも重要なことは、M&Aにおいてコーポレートガバナンスを有効に働かせることです。調査結果から、CEOがM&Aの意思決定に中心的な役割を果たしていることが分かります(図21)。これはあるべき姿です。一方で、社外取締役の関与はまだ部分的であり、その活用は道半ばです。現在進行中の日本のコーポレートガバナンス改革の中で、M&Aの意思決定の過程で社外取締役が果たす役割への期待は高まっており、その活用が今後の日本のM&Aにおける課題となっています。

PART

05

今後のM&A



日本企業に足りないもの

では、M&Aを成功させるために、今後必要となる取組みはなにか。本レポートのアンケートによれば、今後5年以内にM&Aを予定している企業は77%であり(図23)、M&Aを予定している企業が必要と思う取組みは図24の通りであった。多くの企業が、「M&A後の経営」、特に経営人材とグループ管理体制については十分に準備出来ていない状況にあるようだ。

図23 今後5年以内にM&Aを予定している

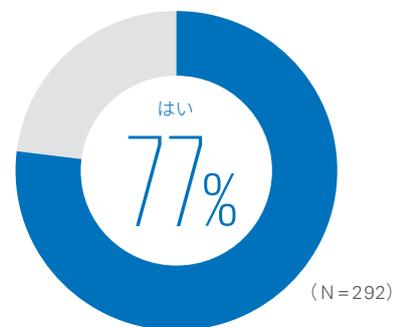
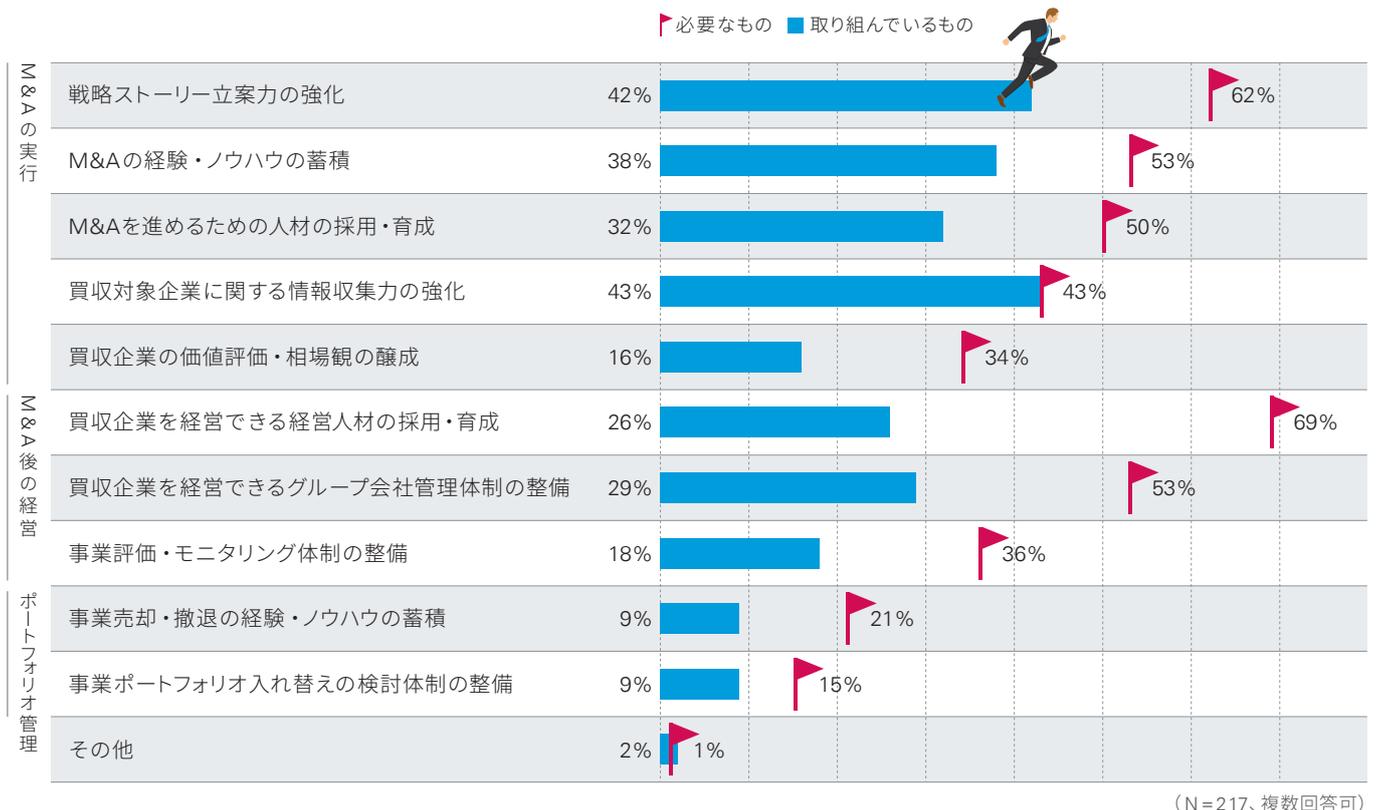


図24 今後M&Aに必要なもの、取り組んでいるもの





ターゲット企業の人材とリテンションプラン

ターゲット企業のマネジメントの処遇をみると、国内・海外案件ともにM&A契約締結後も何らかの形で経営に参与しているM&Aがそれぞれ57%であった(図25)。

さらに、当該M&Aを対象に、継続関与のために何らかのリテンションプランを実行したか、という質問に対して、国内案件ではリテンションプランの提示は29%にとどまったが、海外案件では、報酬などの上乗せを中心として61%が何らかのリテンションプランを提示していた(図26)。

「買収企業を経営できる経営人材の採用・育成」が課題となっている日本企業において、ターゲット企業のマネジメントを活用するケースは、これからも多いものと思われる。特に海外M&Aの場合は、リテンションプランの金額・期間などもM&Aのコストとして事前に検討しておく必要があるだろう。

ターゲット企業のマネジメントやキーマンを活用することは、自社の経営に新しいマネジメントスタイルを取り入れる機会でもある。一方で、M&A後の経営が軌道に乗らなかった場合、特に経営体制を刷新する必要がある場合には、次の経営人材の確保が大きな課題となってくる。将来的な経営を意識した場合、やはり「買収企業を経営できる経営人材の採用・育成」は急いで取り組むべき課題ではないだろうか。

図25 ターゲット企業のマネジメントの処遇

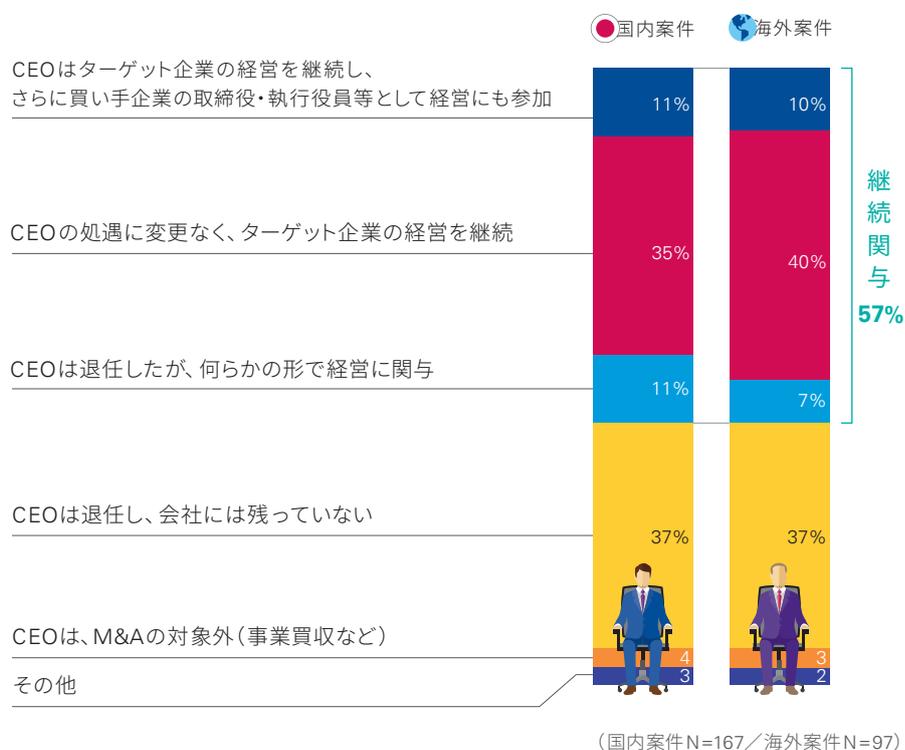
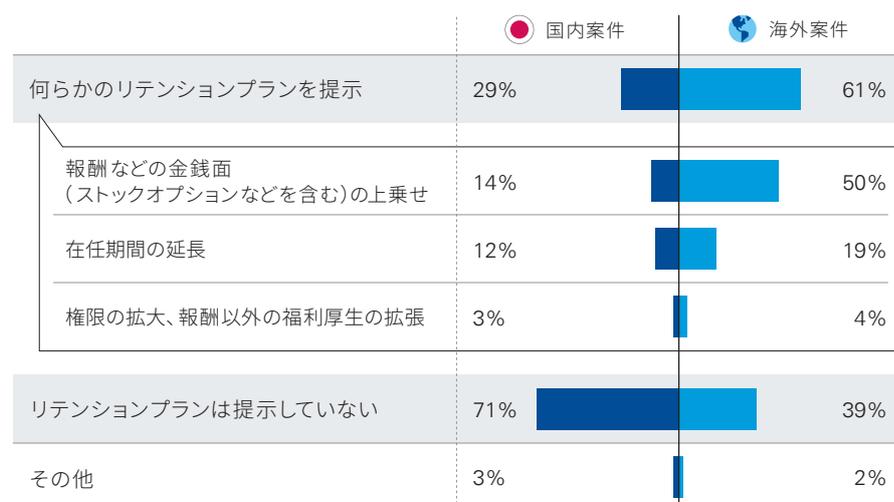


図26 継続関与のためのリテンションプラン

※ 図25のターゲット企業のマネジメントが会社に残って経営に参与している場合を対象



グループ会社管理・モニタリングの仕組み

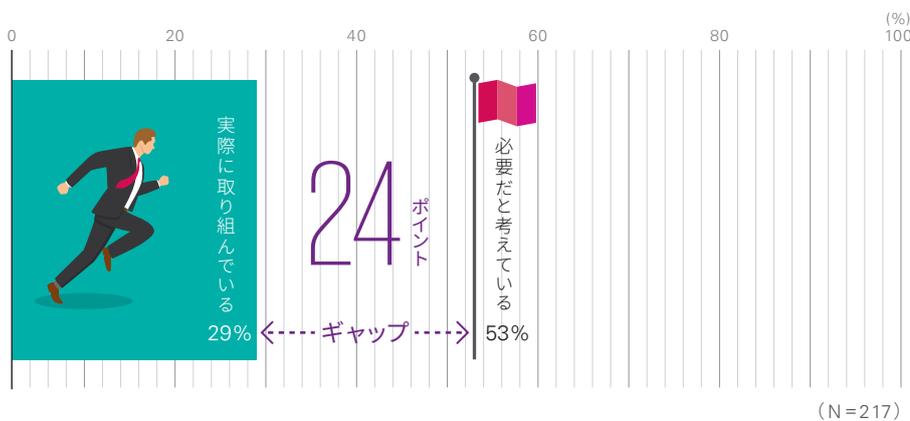
仮に、M&A後にターゲット企業の人材を主要ポストで活用する場合、グループ会社として、経営をモニタリング・評価し、必要に応じて指導できる管理体制を構築しておくことが望ましい。

ただし、図27をみると、「買収企業を経営できるグループ会社管理体制の整備」の必要性和取組みとの間には24ポイントの差があり、やや取組みが遅れている領域にみえる。

M&Aにより買収された海外子会社に対するインタビューでは「仕組みはあるが、運用面で追いついていない」「ターゲット企業に規程の必要性を理解してもらうのが難しい」といった声が聞かれた。また、単純に既存の仕組みを足し合わせるだけでは「承認プロセスが複雑化して意思決定に時間がかかる」「本社へ提出する報告書の翻訳に、現地マネジメントが忙殺されている」といった声も聞かれた。M&Aを一つの契機として、自社のグループ会社・事業の管理体制を見直してみてもどうか。

M&Aは、自社の管理体制をグローバルな管理体制に更新する好機でもあるが、それには、関連する事業部や子会社に任せるだけでなく、本社サイドも含めて取り組む必要があるだろう。

図27 「買収企業を経営できるグループ会社管理体制の整備」の必要性和取組み



井上教授のコメント

現在、コーポレートガバナンス改革の議論が経済産業省などで盛んに行われていますが、中でもグループガバナンスは重要な課題となっています。特に、大企業においては、海外売上高比率、海外の生産比率が上昇するにつれ、企業の負担するリスクの相当部分が海外グループ会社に起因するようになることが見込まれます。海外では、労働市場の状況や慣行も国内とは大きく異なります。幹部の報酬、プロモーション、経営意思決定の委任など、その国のスタンダードを踏まえる必要がありますが、こうした意思決定は事業部だけでは手に余ることが見込まれます。事業部のみならず、本社によるガバナンスでの重要課題として組み入れることが必要でしょう。

世界的にESG (Environment (環境), society (社会) and governance (企業統治)) に対する意識が高まっており、そうした規範に反すると、海外市場において大きな問題に直面する可能性もあります。また、海外M&Aにおいて、

現地の起業家など少数株主を残す場合、ガバナンスは複雑化します。新興国では、起業家のネットワークや信用を活用することが不可欠なこともあるでしょうし、逆に欧州や米国では強力な少数株主保護制度が経営の足かせになることもあり、各国の事情に合わせた対応が必要になります。一律のルールではガバナンスは効きません。

M&Aでは、自社の欲しい部門だけでなく、ノン・コアの事業も付いてくることが多いため、M&A後のグループ再編が不可欠になります。そうしたケースでは、各国間の法制度の差異や文化差異が大きな問題になる可能性が高まります。こうした海外グループ企業のマネジメントに長けることは、自社の成長戦略の重要な要素となるため、本社での専門的な管理と知見の集約が必要でしょう。国内子会社の経営経験しかない企業は、国内における自社の規範や経験に固執することなく、積極的に現地のコンサルティングファームなどを起用することも必要になります。

PART 06

事業評価・ポートフォリオの管理



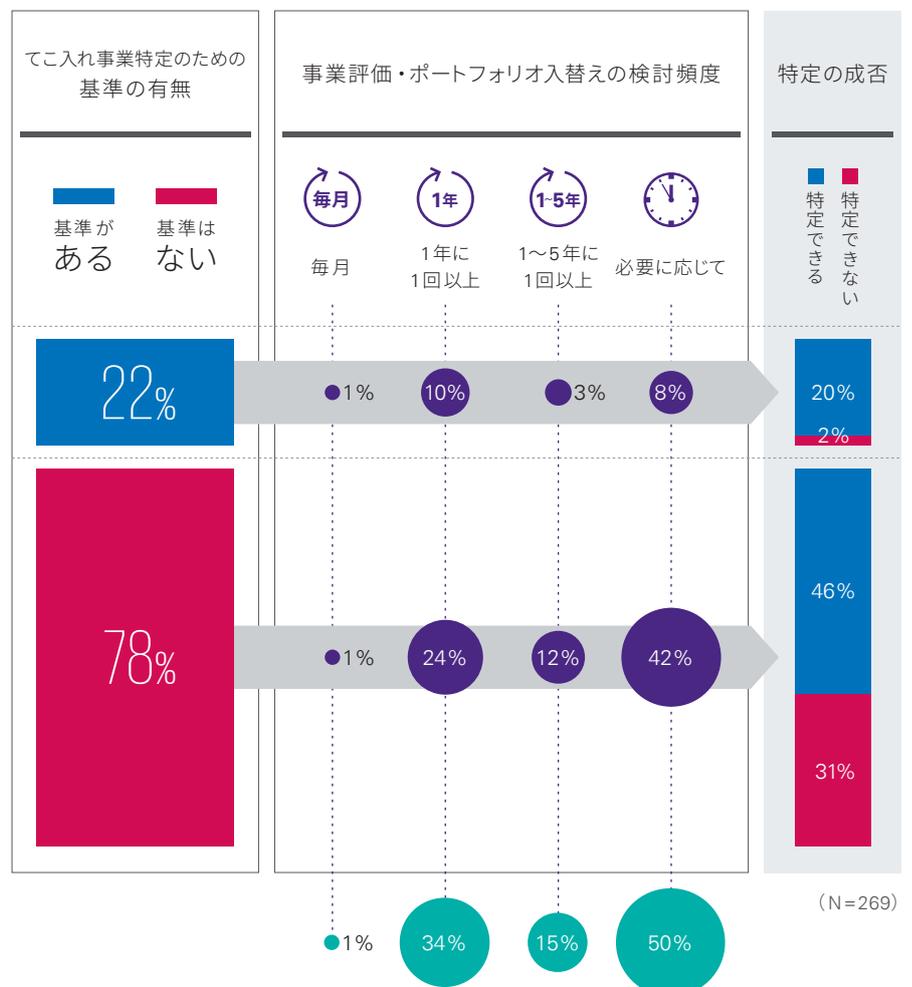
てこ入れが必要な事業はどれか？

現状、日本企業の事業評価・ポートフォリオの管理体制はどうだろうか。図27によれば、てこ入れが必要な事業を特定するための「基準があり、特定できる」と回答した企業は20%にとどまった。また、事業評価・ポートフォリオ入替への検討頻度については、「必要に応じて」が50%と最も多い回答であった。

多くの企業では事業評価・ポートフォリオの管理について個別事案ごとに判断しており、定まったルールに基づいて定期的に評価し、入れ替えの必要性を検討できる体制にないのではないかとと思われる。

個別事案ごとの判断では、事業の発案者・功労者に遠慮して、事業のてこ入れが遅れてしまうこともあるかもしれない。本レポートでのインタビューでは、『社長案件』であり、売却・撤退を選択できない「事業が拡大していくと個別には見切れない」といった声も聞かれた。まずは、てこ入れすべき事業を定期的かつ機械的に、検討の俎上にのせる仕組みを構築してみてもどうか。

図27 事業評価・ポートフォリオの評価基準と検討頻度

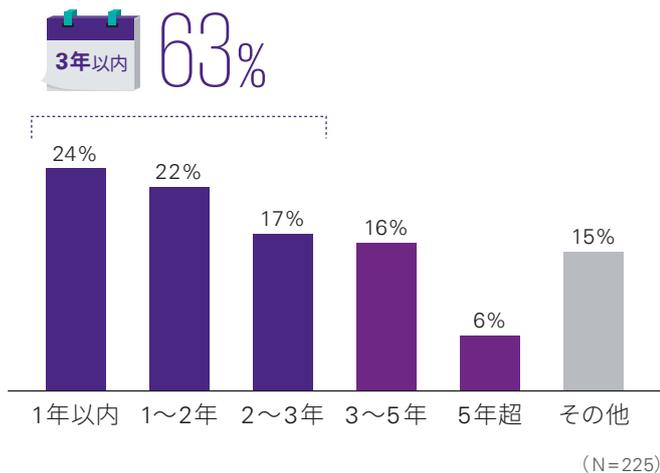


「3年」という基準

仮に、事業評価・ポートフォリオ入替えに関する検討基準があったとしても、新規事業やM&Aで取得した事業は、「まだPMIの過程にある」などの理由から、既存事業と同列で事業評価の対象としない場合も多いだろう。本レポートのアンケートでは、3年以内に既存事業と同列に取り扱って評価するとした回答が63%であった(図28)。

前述のように、3年以内に一定のシナジーが実現し始めないM&Aは失敗と評価される傾向にあることを考えると、遅くとも3年経過したM&Aについて具体的な成果が見えていないのであれば、既存事業と同様の厳しい目で一度見直してみてもいいだろう。

図28 取得した事業の評価・検討対象となるタイミング

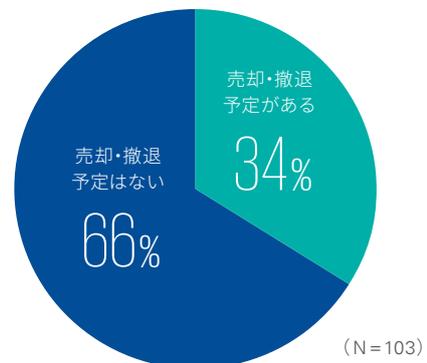


撤退・売却という選択肢

本レポートのアンケートにおいて、回答者が「貴社にとって重要かつ、最も成功していない(失敗案件)」と思うM&Aについて、売却・撤退予定のあるものは34%にとどまった(図29)。残りの66%について売却・撤退しない理由を聞いたところ、「必要拠点であり売却できない」「自主再建の途中である」などの回答が多かった。

自主再建を選択する場合について、個別の企業インタビューでは、「事業計画が未達であったために、親会社主導でCEOを交代させて、事業計画自体も見直している」という話もうかがった。前述したように、現状、経営人材が不足しているケースが多く、CEOの交代が難しい場合もあるだろう。売却・撤退の選択は可能か、仮に自主再建が必要となった場合、自社として、どのような「てこ入れ策」が可能かなど、広く検討しておくことが、M&Aを「失敗」で終わらせないために必要ではないだろうか。

図29 失敗案件について売却・撤退の予定がある



井上教授のコメント

3年基準はひとつの考えですが、それも買収直後の事業適正化のアクションが行われていることが大前提となります。すでにこれまでのコラムで指摘しましたが、大型のM&Aを行えば、必要な事業が手に入れられる一方で、不必要な事業や資産も発生します。それは買収したターゲット企業の一部の場合もあれば、既存の部門や資産の可能性もあります。そうしたM&Aに伴う企業の最適状態からの乖離に対しては、買収直後に早急に適正化を図る必要があります。すでに日本企業による

M&AでROAや株価が3年目に最も低下する傾向があることは紹介しましたが、これは利益率の低下というよりも資産回転率の低下が主因となっています。すなわち、買収後の事業や資産の適正化が不十分で、資産が膨張した状態であることを示唆しています。その意味で、まずは買収直後の事業に対して資産の適正化アクションを実行し、その上で3年後に中間評価を行い、何がうまくいき、何がうまくいってないかを判断し、対策を講じることが一つの基準になるのではないのでしょうか。

Contact us

株式会社 KPMG FAS

〒100-0004

東京都千代田区大手町1丁目9番5号
大手町フィナンシャルシティ ノースタワー

masurvey@jp.kpmg.com

home.kpmg/jp/fas

KPMGについて

KPMGは、監査、税務、アドバイザリーサービスを提供するプロフェッショナルファームのグローバルネットワークである。世界153の国と地域のメンバーファームに約207,000名の人員を擁し、サービスを提供している。

株式会社 KPMG FASについて

KPMG FASは、KPMGジャパングループの中で、M&Aや事業再生に関するアドバイス、経営コンサルティング、特殊調査(不正調査など)に関連する業務を提供している。M&Aアドバイザリーに関しては、この分野の先駆者として、豊富な実績を有している。

東京工業大学 工学院経営工学系 井上研究室

井上研究室は、コーポレート・ファイナンスとコーポレート・ガバナンスを研究対象とする研究室で、企業が成長を継続し、イノベーションを起こし、より豊かで持続可能な社会の構築に積極的役割を果たすために、どのように資本市場との関係を構築し、投資行動を進めていくかについて研究しています。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2019 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.