

A photograph of a modern building with a glass and metal facade. The KPMG logo is prominently displayed on the upper right side of the building. The sky is clear and blue.

# KPMG



*cutting through complexity*

## KPMG FAS Newsletter

～特別編集号～

KPMG M&A Survey

ー M&Aによる価値創造およびそのキーファクターに関する調査 ー

我が国におけるフェアネスオピニオンの実務

戦略再考～何故経営において戦略を考えるのか？

2015年8月

# KPMG M&A Survey

## — M&Aによる価値創造およびそのキーファクターに関する調査 —

### M&A サーベイ 担当チーム

弊社では、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、東京工業大学 井上光太郎教授（以下、井上教授）のご協力の下、「KPMG M&A Survey」（以下、サーベイ報告書）を実施致しました。本稿では、そのサーベイ報告書の概要とポイントをご紹介します。

本サーベイ報告書は、上場企業のM&A担当者からのアンケートへの回答及びインタビュー結果に基づき、井上教授の有するM&A実証研究の知見も交えながら、PMI（M&A後の統合作業）を含むM&Aの取組み全体とM&Aの成功との関係に着目して分析することにより、日本企業におけるM&Aの実態と今後注力すべき課題を明らかにしています。

#### 【ポイント】

- M&Aに「成功した」と回答した企業は39%であった。
- シナジーを数値化して価格に織り込んだ企業は31%と少なかった。
- 内部留保現金を活用したM&Aに対して市場は無条件に好評価を与えるわけではない。
- シナジーの分析結果の活用が、PMIを通じてM&A全体の成功にプラスの影響を与えている可能性が高い。
- 「企業文化の違い」をPMIの障害と考える企業は多いが、「トップマネジメント」や「統合推進チーム」の存在が、この障害を克服するキーファクターであるようだ。

## I アンケート調査の実施概要

実施概要は以下のとおりです。

調査対象および調査方法：

- 東京証券取引所1部上場企業を中心とする上場会社2017社に対してアンケートを配布し、207社（回答率10.3%）から回答を入手
- M&A経験豊富な企業に対して対面でのインタビューを実施

調査基準日： 2014年8月末（一部11月末）

なお、本調査におけるM&Aとは合併、買収、出資拡大を意味し、資本参加は除きます。

また国内案件とは、国内法人（または事業）および、その重要な海外拠点・海外法人を含むM&Aをいい、海外案件とは海外法人（または事業）のみを対象とするM&Aを意味しています。

## II 主な調査結果

### 1. M&Aの成否

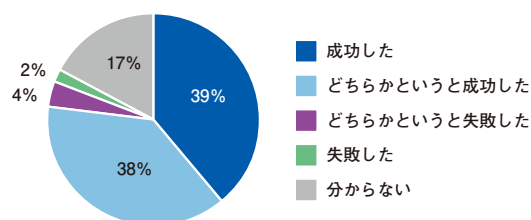
本調査では、過去に成立したM&Aのうち「最も重要だったM&A」という特定のM&Aについて多角的な視点から質問しました。その結果、「最も重要だったM&Aは成功であった」と回答した企業は、「どちらかというと成功した」を含めると約8割に達しましたが、「成功した」と断言している回答は39%であり、これは3割～4割といわれているM&Aの一般的な成功率と整合しています。

KPMGの2008年版「グローバルM&Aサーベイ」<sup>(注)</sup>においても、「企業価値が増大したか否か」の問いに対し、企業担当者の93%が「増大した」と回答する一方で、株価パフォーマンスが実際に「増大した」企業は27%でした。このような乖離は10年間（1999～2008年）埋まることはなかった、と報告されており、本調査と同様に海外でも乖離があるようです。すなわち、M&Aの成功とは何か、いつ、どのような結果として表れ

るかについて、企業と市場との間で、認識や期待に齟齬が生じている可能性があることを示唆しています。

(注)「グローバルM&Aサーベイ」とは、世界各国の企業を対象にM&A実務を調査した「The Morning After」(2006年発行)と「All to play for striving for post deal success」(2008年発行)を指しています。

図表1 過去に成立した「最も重要なM&A」は成功したか(N=114)



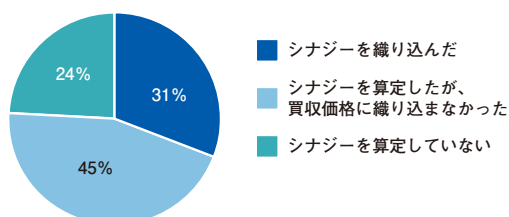
## 2. 価格のメカニズム

KPMGの「グローバルM&Aサーベイ」では、期待されたシナジー価値のうち平均して43%程度のシナジーが買収価格に織り込まれている(2006年調査時点)と報告されています。一方、本調査では、シナジー価値のうち何%を価格に織り込んだかは不明ですが、そもそもシナジー価値を価格に織り込んだ企業は31%とそれほど多くないことが分かりました。

この違いは、インタビュー結果などを参考にすると、不確かなシナジー価値を買収価格に反映したくないという慎重な日本企業の投資姿勢と、シナジーを織り込まない低い価格でも価格交渉が成立してきたことなどの背景が影響していると考えられます。

一方で、本調査によれば、30%以上のプレミアムをのせてM&Aを成立させた企業についても、その約4割は、シナジー価値以外を根拠としてプレミアムを決定していると回答しています。このことから、価格算定のベースとしてシナジー価値を数値化するという実務が必ずしも定着していない可能性があると考えられます。

図表2 期待したシナジーを買収価格に織り込んだか否か(N=112)

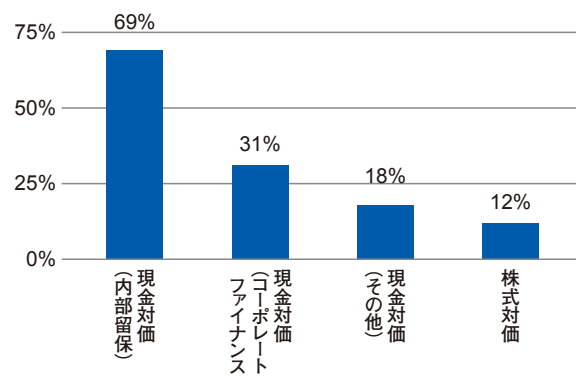


## 3. M&Aの対価

本調査では、「過去の最も重要だったM&A」は、内部留保による現金を対価としたM&Aであったという回答が69%を占めていました。この理由として、その過半数が「現金の活用が課題であった」と回答しており、インタビューでも現金活用に関して外部からのプレッシャーがあったとの声が聞かれました。

一方、井上教授によれば、内部留保現金活用を目的としたM&Aに対して、日本の株式市場の評価は平均して0%(1株当たり株主価値の増大効果は統計上確認できない)であり、借入等の外部資金調達を伴ったM&Aよりも、その評価は低いとのこと。すなわち、余剰現金の使途としてのM&A活用に対して、市場は必ずしも楽観的ではなく、市場から評価されるためには、M&A発表時に、企業が十分な説明を市場に対して行うことが重要であると考えられます。

図表3 M&Aの対価(複数回答可、N=114)



注) 現金対価(その他)は、増資、社債・CP、プロジェクトファイナンス、ブリッジローンにて調達した現金対価を示している。

## 4. シナジーの取扱い

図4は、点差がプラスに大きいほど、当該要因によりM&Aが成功している可能性が高いことを示しています。この分析によれば、十分な「シナジー分析」を行うことができた企業はM&Aも成功している可能性が高いということが示されています。また、同様の手法を用いて、PMIの達成度についても分析したところ、十分な「シナジー分析」を行うことのできた企業はPMIを計画通りに達成できている可能性も高いという結果になりました。

一方で、M&Aプロセスにおいて「より重視すべきであった取組み」として、シナジー分析を挙げている企業は多く(国内案件の53%、海外案件の32%)、取組みに課題を抱えている企業が多いことも分かりました。



図表4 M&amp;AプロセスとM&amp;Aの成否との関係 (N=101)

		N(件数)	平均点	点差
M&A戦略の策定	満足している	43	4.5	0.3
	重視すべきであった	22	4.3	
ターゲットの選定	満足している	27	4.4	0.2
	重視すべきであった	13	4.2	
シナジー分析	満足している	26	4.8	0.4
	重視すべきであった	46	4.4	
詳細調査	満足している	40	4.5	0.3
	重視すべきであった	24	4.2	
事業計画レビュー	満足している	29	4.7	0.6
	重視すべきであった	22	4.1	
事業計画の立案 事業価値評価	満足している	19	4.5	-0.5
	重視すべきであった	4	5.0	
価格交渉	満足している	27	4.3	-0.1
	重視すべきであった	23	4.5	
ストラクチャーの 検証	満足している	50	4.5	-0.1
	重視すべきであった	15	4.6	
表明保証等	満足している	27	4.3	0.4
	重視すべきであった	7	3.9	
リスクヘッジ対応	満足している	4	4.0	-1.0
	重視すべきであった	4	5.0	
社内説明調整	満足している	17	4.3	-0.0
	重視すべきであった	6	4.3	
その他	満足している	1	5.0	0.3
	重視すべきであった	7	4.7	

注) 得点は、M&Aが「成功した」「どちらかといえば成功した」を5点、「どちらかといえば失敗した」「失敗した」を1点、「分からない」を3点として各属性の平均値を算定している。点差が大きいほどM&Aが成功している可能性が高いことを示している。また、取組みとして「重視」し、かつ「より重視すべき」ではないと回答した企業を、取組みに「満足している」企業として定義した。

図表5 PMIにおける障害がM&amp;Aの成否に影響を与える度合い (N=105)

		N(件数)	平均点	点差
経営方針の違い	障害であった	24	1.4	0.0
	そうは思わない	81	1.3	
ビジネス慣習の違い	障害であった	53	1.4	0.2
	そうは思わない	52	1.2	
技術思想の違い	障害であった	9	1.0	-0.3
	そうは思わない	96	1.3	
意思決定プロセスの違い	障害であった	35	1.3	0.0
	そうは思わない	70	1.3	
言語の障壁	障害であった	20	1.0	-0.3
	そうは思わない	85	1.3	
トップマネジメントによるコミットメント不足	障害であった	6	1.7	0.4
	そうは思わない	99	1.3	
インテグレーションリーダーの不在・権限不足	障害であった	9	1.4	0.1
	そうは思わない	96	1.3	
統合推進チームの不在・権限不足	障害であった	8	2.0	0.7
	そうは思わない	97	1.3	
統合推進チームにおける人材リソースの不足	障害であった	11	2.3	1.1
	そうは思わない	94	1.3	
関係者のPMIに対する理解不足	障害であった	22	1.5	0.2
	そうは思わない	83	1.3	
事業部等の組織のセクショナリズム	障害であった	12	1.5	0.3
	そうは思わない	93	1.3	
時間的な制約	障害であった	15	1.2	-0.2
	そうは思わない	90	1.4	
マネジメント人材の不足	障害であった	18	1.2	-0.2
	そうは思わない	87	1.4	
キーパーソンの流出	障害であった	3	3.0	1.7
	そうは思わない	102	1.3	

注) 得点は、「失敗した」「どちらかといえば失敗した」を5点、M&Aが「成功した」「どちらかといえば成功した」を1点、「分からない」を3点として各属性の平均値を算定している。点差が大きいほどM&Aが失敗する可能性が高いことを示している。

## 5. Post Dealにおける障害

本調査において、多くの企業がPMIの障害として挙げているのは、「ビジネス慣習の違い」や「意思決定プロセスの違い」でした。一方、図5の分析結果をみると、これらの障害が必ずしもM&Aの成否に影響しているとはいえないことが示されており、むしろ「統合推進チーム」が、いかに権限とリソースを有しているかといった問題の方が、M&Aの成否に影響を与えているという結果になりました（図5は、点差がプラスに大きいほど、当該要因によりM&Aが失敗している可能性が高いことを示しています）。

また、井上教授によれば、「トップマネジメント」のコミットメントによってPMIが成功した、と回答した企業は、株価パフォーマンスの分析においてもM&Aが成功しているといった結果が得られているとのことでした。

このことから、「ビジネス慣習の違い」や「意思決定プロセスの違い」といった企業文化の違いはPMIにとって大きな障害ではあるものの、「トップマネジメント」のコミットメントや効果的な「統合推進チーム」の存在がこの障害を克服するためのキーファクターである可能性が高いと考えられます。

## III おわりに

本調査によって、「コア事業の売上高」拡大を目指して国内外の企業を買収した結果、「新市場」「新顧客」を獲得し、その成果を「売上高」増加によって測っている、といった日本企業のM&Aにおける大きな流れを把握することができます。一方で「シナジー」の取扱いについては課題を抱えている企業が多く、それがM&Aの成否やPMIに影響を及ぼしている可能性があることを伺い知ることができました。

今後のM&Aについては、多くの企業が、「国内市場の成熟による競争の激化」「株主やアナリストからの成長性に対する強い期待」などの要因によって、M&Aに対する自社の姿勢が積極化すると回答しています。M&Aの競争が過熱していくと予想されるなか、今一度、M&Aを成功させるために何が必要かを考え、自社のM&A戦略や過去のM&Aを振り返る際のツールのひとつとして、本調査をご参考になさってはいかがでしょうか。



サーベイ報告書の冊子は、無料で郵送にてお届けしますので、[masurvey@jp.kpmg.com](mailto:masurvey@jp.kpmg.com)宛てに、貴社名、ご所属部門、お名前、ご住所をご連絡下さいますようお願い致します。

## **お問合せ先**

**株式会社 KPMG FAS**

E-mail: [fasmktg@jp.kpmg.com](mailto:fasmktg@jp.kpmg.com)

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

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し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。

© 2015 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, logo and 'cutting through complexity' are registered trademarks or trademarks of KPMG International.