

企業価値評価に基づく M&A意思決定上の課題



第3回

永田伸之

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社
パートナー

吉村隆史

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社
ヴァイスプレジデント

はじめに

M&Aの失敗の多くは高値掴みが原因であり、高値掴みを避けるために「事前の戦略策定」「デューデリジェンス／バリュエーション／交渉過程での撤退判断のプロセス」「計画的なPMI」の三点が重要であることは前述した。今回は「デューデリジェンス／バリュエーション／交渉過程での撤退判断のプロセス」について深掘りして検討を行う。

デューデリジェンスの種類と設計

デューデリジェンスは、対象会社を調査して詳細な情報を入力するプロセスであり、意思決定の基礎をなす重要なプロセスである。ただし、コストがかかるため、案件の目的やリスク、統合ストラクチャー等を踏まえた上で、必要十分なデューデリジェンスの領域を決定する必要がある。

実務的には、ビジネスデューデリジェンス、財務・税務デューデリジェンス、法務デューデリジェンスの三つのデューデリジェンスの頻度が高く（ビジネスデューデリジェンスについては社内でするケースも多い）、必要に応じて環境デューデリジェンス、ITデューデリジェンス、知的財産デューデリジェンス、人事デューデリジェンスなどが実施される。ビジネスデューデリジェンス以外は通常専門家に依頼して行うため、案件の性質にあわせてどのデューデリジェンスをどういった範囲・深度で依頼するか、という判断が重要である。

例えば、異業種への参入を行う場合であれば、業

界知見を持つ外部専門家を利用したビジネスデューデリジェンスを実施すべきであろうし、環境問題は一度発生すると対応にかかるコストが青天井となる場合があるため、土壌汚染の可能性のある取引では環境デューデリジェンスは必須となる。ITに依存する事業については、買収後のシステム構築コストが膨大になるケースがあり注意が必要である。実際に弊社でデューデリジェンスを実施した事例でも、一〇〇億円前後の株式取引に対してシステム構築コストが二〇億円程度想定されるケースもあった。特許や技術が重要な事業の場合、重要な特許の特定や特許侵害の状況、重要なライセンス条件（範囲・期限・料率・チェンジオブコントロール条項・グループマネジメントフィーとの関連性）の調査等を含めて知的財産デューデリジェンスが重要になる。また、株式買収ではなく合併等を行う場合は、人事制度の統一が重要となることから人事デューデリジェンスの重要性が大きいであろう。

慣例的に法務デューデリジェンスと財務・税務デューデリジェンスを実施するのではなく、案件ごとの個別の事情に鑑みてデューデリジェンスを設計することが肝要である。

また、事業特性とは異なる意味でデューデリジェンスを深く実施する必要があるケースもある。売手が金融機関・ファンドや個人株主等の場合、事後的に問題が発見されても価格の調整や表明保証などの対応がなされない場合が多い。したがって、取引前により慎重な調査の必要があり、より深いレベルでのデューデリジェンス実施が必要となる。

デューデリジェンスでの発見事項の取扱い

次に、デューデリジェンスの過程で発見された事項はどうか。大きく分けて、M&Aの交渉意思決定プロセス、およびP M I (Post Merger Integration)で利用される。後者については次稿で述べることとして、今回はM&Aの交渉意思決定プロセスでの取り扱いについて検討する。

デューデリジェンスでの発見事項の交渉意思決定プロセスへの反映方法としては、主に①発見された事項がディールキラーでありディール自体をとりやめる、②発見された事項を条件・価格に反映して契約に織り込む、③表明保証条項として契約に織り込む、の三つである。

ディールキラーとなりやすいのは、法務デューデリジェンス・税務デューデリジェンスによる法的なリスクの発見、ビジネスデューデリジェンスによりM&Aの目的が達成できないことが判明した場合等が多い。そのため、これらのデューデリジェンスは(ストラクチャーにより税務リスクが遮断される等の例外はあるものの)通常省略せずに実施する必要がある。

価格交渉の主体となるのは、ビジネスデューデリジェンスによる事業計画の精査と財務デューデリジェンスによる財務の精査である。通常売手の事業計画は楽観的に作成されているため、ビジネスデューデリジェンスによる前提の確認と財務デューデリジェンスによる過去の収益性との整合性の確認、基準日の実態の財政状態を予断をもたずに合理的にバリュエーションに反映し、金額感があわなければ撤退の判断

も念頭において交渉に臨むことが重要である。

また、デューデリジェンスのプロセスで十分な情報開示が得られず、調査が不十分であった場合には、それらについて売手に表明保証の交渉を行い、想定外の事項が出てきた場合には売手に対処してもらう、あるいは価格調整の対象とするといった対応が考えられる。ただし、表明保証の実行は実務的には困難かつ煩雑なため、できるだけ十分なデューデリジェンスを実施して条件・価格交渉に織り込むことが望ましい。

まとめ

合理的な交渉意思決定を行うには正確な情報が必要であり、デューデリジェンスが必須となる。ただし、M&A案件は全て固有の案件でありリスク領域が異なるため、事業リスク・取引ストラクチャー・売手のリスク等の評価を行い、必要十分なデューデリジェンスの範囲を判断して外部専門家に依頼することが肝要である。

また、デューデリジェンス結果を踏まえて交渉に臨む際に、撤退判断が難しいのは、M&Aの目的等の定性的な部分を満たしておりディールキラーは見られないものの、定量的に価格があつていない場合である。そのため財務デューデリジェンスによる財務調査とビジネスデューデリジェンスによる事業計画の精査を基礎として、各種デューデリジェンスの発見事項を合理的に反映した結果のバリュエーションを予断をもたずに実施し、金額感があつていない場合には交渉から撤退する決断が重要である。

●デューデリジェンス発見事項と対応方法の例

デューデリジェンスの種類	発見事項の例	対応方法
ビジネス	事業計画の前提の不合理性	●事業計画を修正し、価格交渉に織り込む
財務	過去実績と事業計画の不整合	●事業計画を修正し、価格交渉に織り込む
税務	追徴課税のリスク	●税務リスクが遮断されるストラクチャーを選択する ●価格交渉、表明保証に織り込む
法務	訴訟リスク	●表明保証の対象とする
環境	土壌汚染	●土地は売却対象から除外し賃貸契約を結ぶ ●表明保証の対象とする
IT	親会社へのシステム依存	●追加のITコストを見積り、価格交渉に反映する
知財	重要な特許を親会社が保有	●追加のロイヤリティを見積り、価格交渉に反映する
人事	給与体系の違い	●新会社の給与体系を想定して、価格交渉に織り込む