

GCA FAS News

October 2014

Vol.2



Trusted Advisor For Client's Best Interest

GCA *Financial
Advisory
Services*



M&A 成功のためのデューデリジェンス

【本号の内容】

1. はじめに
2. デューデリジェンス期間と成功率
3. デューデリジェンスの重要性
4. おわりに

デューデリジェンス期間が十分に確保されたディールは企業価値の向上につながる

GCA FAS 株式会社

1. はじめに

2014年9月10日にザ・ペニンシュラ東京において開催された、イントラリンクス社主催の「イントラリンクス エグゼクティブサミット Dealmakers」において、“ディールを有利に進めるためのデューデリジェンスコントロール”をテーマにパネルディスカッションが行われ、弊社代表加藤裕康がパネリストとして参加いたしました。

今回の GCA FAS News では、イントラリンクス社の協力のもと、「イントラリンクス エグゼクティブサミット」において公開された各種データのうち、特にデューデリジェンスに関連したデータをご紹介しますとともに、近年の財務デューデリジェンスの傾向について考察したいと思います。

2. デューデリジェンス期間と成功率

(1) デューデリジェンスの期間と買収側株主の利益との相関性

デューデリジェンスの時間が十分に確保できるということは、一般的にディールの成功率を高めるであろうということは感覚的に理解いただけると思います。

イントラリンクス社の調べによりますと、長期にわたるデューデリジェンス(138日以上)が実施されたディールにおいて、買い手の株価(ディール成立3ヶ月前から12ヶ月間)はローカルインデックスを7.7%アウトパフォーマンスしています。

その一方で、短期間のデューデリジェンス(69日以下)が実施されたディールにおいては、買い手の株価はローカルインデックスを▲6.8%アンダーパフォーマンスしています。

これらの要因としては以下のような仮説が考えられます。1つは「デューデリジェンス期間が短期間の場合、必要な調査が行われず、期間が十分にあれば発見できたであろう問題点を検出できずに買収後にそれが顕在化した」ということ、もう1つは「デューデリジェンス期間を長期間とることによって、買収シナジー実現のための検討時間を十分にとることができ、早期の買収シナジーの実現がなされた」ということです。

(参考) ローカルインデックスに対する買収側株主の利益	
短期デューデリジェンス	▲6.8%
中期デューデリジェンス	▲3.8%
長期デューデリジェンス	+7.7%

(出所: イントラリンクス社調べ)

デューデリジェンス期間を十分に確保することで買収価額の押下げが可能

(2) デューデリジェンス期間と買収プレミアムとの相関性

「デューデリジェンス期間が短期間の場合、必要な調査が行われず、期間が十分にあれば発見できたであろう問題点を検出できずに買収後にそれが顕在化した」という仮説は、見方を変えると以下のように考えることができます。

すなわち、買い手が十分なデューデリジェンスを行った場合、問題となるリスクを検出することができ、その対応策として買収価額や買収条件を見直すことが可能となったということです。

そこで、買収条件にリスクが十分に反映されたかどうかというのは外部から検証することが困難であるため、買収価額にリスクが十分に反映されたかどうかについて検証してみましょう。

イントラリンクス社の調べによりますと、長期にわたるデューデリジェンスの買収プレミアムは25%にとどまっているのに対し、短期のデューデリジェンスの買収プレミアムは35%となっています。

この結果から、デューデリジェンスを長期に行うことにより、問題点の検出が可能となり、その結果として買収価額を押し下げていることが窺えます。

(参考) 買収プレミアム	
短期デューデリジェンス	35%
中期デューデリジェンス	41%
長期デューデリジェンス	25%

(出所: イントラリンクス社調べ)

デューデリジェンス期間は売り手、買い手ともにバランスの取れた期間であることが重要

(3) 適正なデューデリジェンス期間

前述からすると、売り手にとってはデューデリジェンス期間が長くなることは買収価額を押し下げる要因となるため、できる限り期間を短くしたいというインセンティブが働くと思われます。一方で、買い手としては可能な限りデューデリジェンス期間を長くすることでリスクを極小化することが可能となります。したがってデューデリジェンス期間は長ければ長いほど良いということになりそうです。

しかしながら、これについては単純にそうとも言えないという意見もあります。売り手、買い手それぞれの立場を整理してみましょう

① 売り手の立場

売り手にとってはデューデリジェンス期間が短くなれば、隠しておきたかった問題点や価格の押し下げ要素を開示しなくて済む可能性が高くなります。しかしながら、買い手としてもデューデリジェンスを十分に行えないため、買収価額や買収条件を保守的に考えざるを得ないため、満足な条件を引き出せない可能性があります。また、必要な情報を取ることができないために取引自体を断念する可能性もあります。

② 買い手の立場

買い手にとってはデューデリジェンス期間が長くなれば取引価額や条件についての交渉材料がより多く入手できます。一方で、売り手は通常業務に加えて、デューデリジェンス対応をしていることも念頭に置いておかなければなりません。徒らにデューデリジェンス期間を長期化させ、過度の負荷のかかる作業を依頼することで対象会社が意欲を失い、取引を断念、もしくは他の買い手候補先を受け入れる可能性があります。

これらの事情を勘案すると、デューデリジェンスの期間については「事前に」売り手及び買い手の両者がともに合意したバランスのとれた時間を割り当てるとすることが必要であると考えられます。

3. デューデリジェンスの重要性

(1) デューデリジェンスの意義

ここで、デューデリジェンスの意義について今一度整理したいと思います。

M&Aにおいては売り手と買い手との間に情報の非対称性があります。すなわち、売り手は自ら(または対象会社)についての情報や知識

デューデリジェンスは売り手と買い手が応分のリスクをシェアするための手段

を十分に有しているのに対して、買い手は対象会社の情報に対するアクセスは限定的であるということです。デューデリジェンスとは買い手が対象会社にアクセスできる唯一の機会であり、情報の非対称性を解消する機会でもあります。

M&Aにおいては、ディール成立後リスクはすべて買い手が負うこととなります。この買い手のリスクについて、売り手にも応分の負担をしてもらうということがディールの成功に不可欠な考え方であり、その配分方法を定めるための材料を入手する手段がデューデリジェンスであると言えます。

(2) 日本におけるデューデリジェンス

日本におけるデューデリジェンスは歴史的に財務、法務デューデリジェンスがほとんどであり、また財務デューデリジェンスについては特に貸借対照表項目(修正純資産調査)がメインとなっていました。

これは日本のM&Aがもともと事業再生を起点として発展してきたことに関係があると思われます。いわゆる再生案件においては、清算配当額を予測し、買い手はそれを上回る金額を提示するのが一般的です。この清算配当額の予測に利用されるのが修正純資産調査の結果となります。つまり、修正純資産額を算出することを目的として財務デューデリジェンスを行うという側面があったと考えられます。

しかし、日本のM&A市場の発展にともない、M&Aの対象となる企業も再生フェーズにある企業にとどまらず、成長フェーズにある企業や成熟企業も対象となってきました。このような企業を評価するにあたっては従来のような修正純資産額を用いるのは適当でなく、企業の正常な収益力を基に評価することが妥当と考えられます。

このような流れの中、財務デューデリジェンスについても貸借対照表項目(修正純資産調査)から損益計算書項目(正常収益力調査)へと焦点が移りつつあります。

(3) M&A 成功のためのデューデリジェンス

ここまでは、財務デューデリジェンスについて売り手買い手間のリスクシェア及び企業の価値評価の観点から考察いたしました。しかし、M&Aはディールがクローズしたから成功というわけではなく、むしろその後の買収後経営が重要となります。

買収後に対象企業のスタンドアロン価値を毀損するような障害の発生が予測されるのか、早期の買収シナジー発現のためにはどうすればよいか、その判断材料となる情報を入手できる唯一の機会がデューデリジェンスフェーズといえます。

デューデリジェンス期間を長期間とることによって、買収価額や取引条件のためのリスクの洗い出しのみならず、買収シナジー実現のための検討や準備に早期に取り掛かることが可能となります。長期デュー

修正純資産調査から正常収益力調査へ

買収シナジーの早期実現のために

デリジェンスを行ったほうが買収側株主の利益が高いという調査結果は、このような準備により買収シナジーが早期に実現したためであるとも考えられます。

4. おわりに

今回の GCA FAS News では、デューデリジェンスのうち特に財務デューデリジェンスの最近の傾向について考察していますが、近年では財務、法務デューデリジェンスだけでなく、環境デューデリジェンスやコンプライアンス調査、不正調査等、デューデリジェンスの対象となる事項も拡大しています。

また、予備的な PPA(無形資産への配分)、のれんや無形資産の償却費に関する財務インパクト分析などについても、戦略的にデューデリジェンスの期間に前倒して実施し、償却費をコントロールするケースも増えてきました。

このように、デューデリジェンスフェーズの重要性はますます高まってきています。読者の皆様におかれましても、M&A 成功のために十分かつバランスのとれたデューデリジェンス期間を確保し、効果的なデューデリジェンスを実施していただきたいと思えます。

【各種統計資料の出典】

今回の GCA FAS News における各種統計資料は、イントラリンクス社によって行われた調査を基としています。イントラリンクス社は 2008 年から 2012 年までの全世界におけるイントラリンクスのバーチャルデータルームを使用して取り込まれた M&A をトムソン・ロイターSDC プラチナデータベースに記録されている一般公開済み M&A と照合しています。これらのうち完全一致しなかった取引を除くと、M&A 関連のデータセット数は 519 となっています。

【免責事項】

ここに記載されている情報は概略的な情報を提供する目的で作成されたものです。したがって一般的な参考目的の利用に限られるものとし、個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく本書の情報を基に判断し行動されないようにお願いします。本書に含まれる情報は正確性、完全性、目的適合性その他いかなる点についてもこれを保証するものではありません。本書に含まれる情報に基づき行動または行動をしないことにより発生した結果について、GCA FAS はいかなる責任、義務も負いません。

お問い合わせ:

GCA FAS 株式会社

〒100-6230

東京都千代田区丸の内 1-11-1 パシフィックセンチュリープレイス丸の内 30 階

TEL:03 6212 1850 (代表)

E-mail:info@gcafas.com

http://www.gcafas.com/