

基礎からの M&A 講座 第 3 回

M&A の実行プロセス概要

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
リオーガニゼーションサービス
永松 博幸

はじめに

「基礎からの M&A 講座」の第一回では最近の日本の M&A のトレンドを、また続く第二回講座では「企業戦略と M&A」として、企業が M&A を実施する際の基本的な考え方や戦略について解説した。

実際の M&A 取引の執行においては企業戦略の立案から買収後の統合まで多岐に亘るプロセスが生じ、法律・会計・税務・環境等、多方面における特殊な専門知識・経験を有する社外専門家の助力も必要となり、相応のコストも発生することになる。

本稿では各プロセスの内容詳細は各講座に解説を譲るものの、売り手と買い手に加えその他の専門家がどのようなプロセスで関与するか含め、実際の M&A 案件の実行プロセスの「流れ」を把握できるよう解説していきたい。

1. M&A の流れ～戦略策定からコンタクト

以下のチャートは買い手側から見た一般的な M&A 取引の流れである。(単純な株式譲渡を前提)

M&Aの一般的なプロセス	主要タスク
戦略策定	<ul style="list-style-type: none">■ 現状分析と課題の把握■ M&Aの効果、シナジーの検討
ターゲットの選定	<ul style="list-style-type: none">■ ターゲットのスクリーニング■ 絞込みとコンタクト
秘密保持契約書の締結	<ul style="list-style-type: none">■ 初期開示資料の入手■ 予備的バリュエーション■ スキームの検討
基本合意書の締結	<ul style="list-style-type: none">■ 初期交渉■ ノンバイディングでの合意
デューデリジェンス	<ul style="list-style-type: none">■ デューデリジェンス チームの編成■ 検出事項の把握と価格・スキームへの影響の検討■ 詳細内容の交渉
買収等契約書の締結	<ul style="list-style-type: none">■ スキームの再検討・確定■ 価格調整、表明保証・補償も含めた条件確定、バイディングで合意■ 機関決定・プレスリリース・IRストーリー作成
クロージング	<ul style="list-style-type: none">■ 所有権移転手続と対価の支払、又は合併手続など
統合活動	<ul style="list-style-type: none">■ シナジー実現に向けた事業統合作業の実施

出典: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作成

M&A のプロセスとしては戦略策定から始まり、買収後の統合活動で終わる流れとなっている。戦略策定については前回の講座で解説したので詳細は割愛するが、まずはなぜ M&A が必要か、現状の課題分析から始まり、成長戦略の実行上どうしても足りない外部経営資源がある場合に M&A の実施を決定、ターゲットを選定(スクリーニング)していくことになる。

スクリーニングにおいてはまず緩めの条件で該当可能性のある集団を抽出しておき(ロングリスト)、その集団から詳細な条件で絞っていきショートリストを作成する段階的手法が一般的である。または M&A アドバイザーファームや投資銀行、証券会社から個別案件の持込がある場合も多い。

ショートリストの中の候補先企業、または個別案件の持込があった場合にはターゲットが確定され、ここからターゲットまたはそのオーナーである株主(売り手)への接触(コンタクト)がスタートすることになる。これが成功すれば M&A の検討を売り手と買い手で本格的に進めることになる。M&A は検討自体が極秘であるため、ターゲットや売り手、買い手にはそれぞれコードネームを付す等、秘匿性の確保を徹底する。

検討が進めば社外には公表してない秘密情報を双方で共有することになるため、秘密保持契約書の締結が必要不可欠となる。

秘密保持を前提に売り手は買い手から概要資料を受領し、ターゲットの譲渡金額について予備的に評価分析(バリュエーション)することになる。またこの時点で取引の形態や税務ストラクチャーも検討する機会が多い。上記の諸項目を取り纏めて、売り手と合意したものを基本合意書として文章化して双方の意思を確認する。デューデリジェンス(詳細は後述)は行っていないため基本合意書には法的拘束力はないのが一般的である。ただし、だからと言ってデューデリジェンス後に全く異なる主張をするのは交渉上の信頼関係を損なうことになるため、注意されたい。

2. デューデリジェンス

基本合意である程度双方の合意ができた時点で、ターゲットのデューデリジェンスを実施する事になる。売り手は隅々までターゲット企業の情報に精通しているのに対し、買い手は外部公表情報しか持っていない場合が多いため、瑕疵に気が付きにくい。このリスクを緩和するのがデューデリジェンスである。

例えば株式譲渡の場合、株式を通じて買収者がターゲット企業の権利義務の一切を承継することになってしまうため、そのターゲット企業にもし何か瑕疵があったとしても、瑕疵ごと抱え込むことになってしまう。ここに M&A の最大のリスクがある。この情報の非対称性を埋めていく作業を通じ、M&A で想定されるリスクを把握するかがポイントとなる。

一般的なデューデリジェンスは以下の領域にまとめられる。

会計デューデリジェンス

- 会計面からの確認、会計士が実施
- 会計処理の妥当性、正常な収益力の把握や純有利子負債を把握
- 純資産に影響を与える事項の確認
- 簿外資産・負債の有無、その他偶発債務(係争中の事件、訴訟リスクのあるクレーム等)

税務デューデリジェンス

- 税務面からの確認、税理士が実施
- 税務処理の妥当性や税務リスクの把握
- 過去における税務調査の有無
- 海外案件の場合はストラクチャリングも重要となる

法務デューデリジェンス

- 法律面からの確認、弁護士が実施
- 定款や登録等の確認、法的手続きの妥当性
- 販売や仕入など、ビジネスに関する契約書のレビュー
- 顧客からのクレームや従業員とのトラブル
- 上記が発展した実際の係争中の事件

ビジネス/環境デューデリジェンス

- 各専門のコンサルタントが実施
- ビジネスでは競合関係や戦略について分析
- 環境では土壌や排水、騒音等各種のアセスメントを実施
- ビジネスデューデリジェンス については買収側となる企業の営業部門が実施する場合も多い

デューデリジェンスには弁護士、公認会計士、税理士、各種コンサルタント等専門家の知見が必要であり、費用・時間も嵩む。また受け入れ側にとっても資料準備や質疑応答対応等でかなりの負担もかかり、また機密漏洩リスクも高まってしまう。このため売り手と買い手との間で基本合意をきちんと書面で行い、M&A 実施の意思を確認した上での実施が実務上は一般的である。このデューデリジェンスによって検出されたさまざまなリスク要因をどのように価格やストラクチャー、契約の文言等に織り込んでいくかというのが M&A 後半戦の肝となってくる。

3. 契約交渉

M&A 後半戦の主戦場は契約書上である。デューデリジェンスの実施により、ターゲットの情報をある程度収集できたらその結果を踏まえて買収等の最終契約の交渉に入ることになる。具体的にはデューデリジェンスで得られた情報を使用してバリエーションを精緻化し、取引ストラクチャーを確定させる。

例えばデューデリジェンスで検出された訴訟などの偶発債務で契約日現在での損害金額算定が可能なものは価格から差し引くことも検討するが、金額の算定が難しいものについては、買収契約の中の文言を工夫し、追加債務が存在しないことを売り手に保証させることでリスクに対応することになる。

ここでは売り手と買い手の利害が真っ向から対立し、交渉が必要となる。買い手だからといって全ての要求は受け入れられないケースも多い。また金額の規模が大きくなれば、売り手と買い手双方で合意に先立ち取締役会等の機関決定が必要な場合があるし、上場企業であれば適時開示という形で案件の情報公開を行なう場合もある。ここまで来ると案件規模によってはマスコミ等へのリークも警戒しなければならない。めでたく契約が合意に至り、開示が必要な場合はプレスリリース等も作成が必要となる。

4. クロージングから統合へ

不動産取引でも「クロージング」という言葉を良く使うが、要は代金と品物の受け渡しであり、株式譲渡であれば代金の送金と株式の名義書換、合併であれば合併期日ということになる。クロージングの日から統合 (Post Merger Integration, PMI) がスタートし、M&A 実施前に入念に検討したシナジー効果を追及すべく、奮闘が始まることになる。M&A はここからが勝負である。

5. M&A の登場人物

M&A には売り手と買い手が存在すれば取引自体は完了する。ただし上述のデューデリジェンス等を始め、専門家の助力が必要不可欠である。

以下は簡単にその専門家ごとの役割概要を記述したものである。まず「コンサル」には戦略コンサルタントと環境コンサルタントのプロフェッショナルが含まれる。戦略コンサルタントであればまずは業界動向や市場分析等のデータを元に M&A 実施前にどのような戦略で目標とのギャップを埋めるか、どのようなシナリオで成長するか等を分析し、ビジネス面のデューデリジェンスも実施する。環境コンサルタントであれば動揺に環境のデューデリジェンスを実施する。その他 IT 等、必要に応じて専門のコンサルタントをアサインする場合もある。

法律事務所は契約書関係と法務デューデリジェンスを担当する。フィナンシャルアドバイザーは一般的には投資銀行と呼ばれる証券会社や当社のようなアドバイザリーファームが務め、バリュエーションや交渉支援に加え、スケジュール立案や他専門家間のロジ周りのサポートも行う。会計事務所は会計・税務デューデリジェンスや連結の可否や償却年数等の会計アドバイス、ストラクチャー等の税務アドバイスを提供する。

コンサル	業界動向分析、市場戦略分析 ビジネス/環境デューデリジェンス 経営戦略や事業展開の提案・助言	法律事務所	法務デューデリジェンス 契約書等ドキュメントのレビュー 法的規制・認可等に関するアドバイス
ファイナンシャル アドバイザー	交渉支援、戦術の提案・助言 ターゲットへのコンタクト バリュエーション ストラクチャーの基礎検討 進捗管理、各アドバイザーとりまとめ	会計事務所	会計デューデリジェンス 税務デューデリジェンス 税務・会計に関するアドバイス ストラクチャーのアドバイス

出典: 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作成

おわりに

以上、「M&A の具体的プロセスとは」という観点から概要を記述してみた。紙面の都合でかなり内容を割愛した部分もあるが、まずはプロセスの流れを把握してもらうことに注力して記述したつもりである。今後ご自身が今 M&A プロセスのどの段階にいるか意識できるようになれば、M&A への理解もより一層深まるものと思う。本稿がその一助になれば幸いである。

次回は本稿で説明した M&A プロセスの中で、先ず M&A の戦略策定について詳述する。

本文中の意見や見解に関わる部分は私見であることをお断りする。

トーマツグループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそれらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、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および税理士法人トーマツを含む)の総称です。トーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 7,300 名の専門家(公認会計士、税理士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はトーマツグループ Web サイト(www.tohmatsu.com)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザリーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 200,000 名を超える人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は www.tohmatsu.com/deloitte/ をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。