

## 投資後の事業運営を見据えた投資案件の分析ポイントと手法

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

M&A トランザクションサービス 久保 理

### はじめに

企業の成長における手段としての M&A が重要だといわれるようになって久しいが、その成否を分けるポイントについては、戦略・方針の観点、プロセス遂行の観点、買収後の統合など、各フェーズの観点からさまざまな議論がなされている。そうした各種の議論は基本的に正当なものであり、いずれが他より重要ということではない。その一方で、これらのどの側面に着目するにせよ、買い手側の目線に立って会社として投資の意思決定を行う際には、投資の戦略的意義についての明確なストーリーを描くことに加えて、投資の効果についてできるだけ説得力をもって定量的に語る必要が出てくる。当然ながら、魅力的な買収機会であっても実際に買収後において買収前を上回る収益が生み出されなければ、買収価値の実現は望めない。

定量的に投資効果を検討するというとき、投資対象となる事業の将来予想を描くだけでは十分ではない。買収後の実際の事業運営も見据えて、シナジー効果、統合コストなども含めて検討し、定量化しながら意思決定を行う必要がある。こうした作業を行うことで、統合後における予想外の事態の発生を予防させ、モニタリングを容易にさせ、ひいては投資判断プロセスを洗練させることができる。

本稿では、具体的な M&A 案件が出てきている段階で何を検討すべきかという点から出発し、その具体的な作業イメージと、それが前後のフェーズに対してどのような意味を持つかについて概観する。各個別論点についてはまた稿を改めて検討を行う。

### 1. ディール段階における検討内容

通常、買収対象の会社・事業にかかる投資判断の検討を行う際には、定性的な戦略的意義の議論とともに、ビジネス、財務、税務、法務などといった各視点からのデューデリジェンスを通じて、期待される利益・キャッシュフロー貢献、リスク要因やアップサイド要因の見極めが行われる。しかし、将来の事業計画やキャッシュフローは予測であるがゆえに、しばしば不確実な要素が紛れ込むことになる。買収後のオペレーションを見据えた現実感のある予測数値を策定する観点からは、典型的な着眼ポイントとして以下のようなものがある。

## 1. シナジー検討

要確認ポイントのひとつがシナジーである。一般的な事業投資の場合であれば、買収対象会社・事業の事業計画を検証し、戦略適合性やシナジーを検証したうえで、価値評価やリスクヘッジ策を検討することが多くの場合において行われていると思われる。しかし往々にしてシナジーは曖昧に語られることが多い。

例えば、自社と買収対象会社が保有するプロダクトラインの相互補完によるクロスセル機会といったようなシナジーを想定した場合、実際の生産や物流、販売のオペレーションが異なっていれば、単にプロダクトを持ち寄ってもシナジーは出しにくい。シナジー実現に向けたオペレーションやシステムの調整に必要な投資や時間軸、人事面での施策などもできるだけ具体的に想定した上で、実行できるのかも含めて投資評価に含めなければ、画に描いた餅をもとに投資機会の評価を行うことになりかねない。

特に、大きなシナジー効果の実現が前提となっていて、大きく成長する事業計画が描かれていたり、それが多額のプレミアム支払の根拠になっていたりする場合には、買収前のオペレーションをよく分析し、シナジーポイントを綿密に検討したうえで、実現可能性を慎重に確かめておく必要がある。シナジーポイントの検討を詰めていく結果、投資案件自体の再考を迫られることもある。

## 2. カーブアウト分析、リストラクチャリング影響

一部事業を切り出して(カーブアウト)買収する場合には、過去データとの連続性が失われるため、過去の財務数値データを出発点として将来数値を想定したり、それらに基づいて価値評価額を検討したりすることが難しくなる。そのような場合には、カーブアウトが行われた後のオペレーションがどのような機能と経営資源を必要とするかという定性情報をまず検討し、その結果を財務データに変換しながら関連する資産負債や損益はどのようなものになるかを定量化して検討することが必要となる。

カーブアウト範囲に類似する部門別財務諸表があったとしても、それはカーブアウト後の事業を単独のオペレーションとして成立させた場合の数値と合致する保証はない。部門財務諸表は通常何らかの仮定に基づく配賦計算が含まれていることが多く、必要な経営資源を全て自前で代替した場合の数値とは異なることとなる。また、必要な経営資源の範囲とカーブアウト範囲が異なることも多く、切り出し元に当該資源を残した上でサービス契約を締結する場合には損益数値が変動する。加えて、カーブアウトに伴って設備の置換、IT システムの移管、人事制度再構築などに伴うワンタイムコストが往々にして生じる。経過措置としてカーブアウト元から移行期間中の支援を受けねばならないケースも多く、その範囲やフィーを明確化しておく必要もある。このようにカーブアウトでは不連続性の発生に伴って検討項目が増加することとなり、その影響の定量化のためにはオペレーションに必要な機能や資源の特定が必要になる。

このことは、買収前後に大きな事業再構築(リストラクチャリング)が行われて不連続性が発生する場合にも同様である。

### 3. ガバナンス、モニタリング

買収後のガバナンスやモニタリングのあり方(特に支配権を得る場合)の検討も後回しにされがちである。創業者が社内に強い影響力を持つ場合、JVパートナーが存在する場合、あるいは遠隔地の買収対象会社である場合などは、ガバナンスを効かせて自社からリソースを追加投入するなどして狙った方向に買収後の会社・事業を進めていくことが出来るのかどうか、できるだけ早い段階で見極めて必要な措置も含めてたうえで投資意思決定を行うことが重要となる。

モニタリングについても、買収対象会社・事業が行っているモニタリングの仕組みや収集されている情報の量・質が買手の投資判断や事業管理を行うメッシュに合っているのかどうかチェックが必要である。大きなずれが存在する場合には、買収後におけるシステムの刷新が必要であったり、場合によってはオペレーションを変更するなどの大きな変化が必要となることもありうる。

## II. デューデリジェンスにおける作業内容

上述の検討は、実際の案件検討作業においてはビジネスデューデリジェンスや財務デューデリジェンスと呼ばれる作業の中で扱うことになる。ビジネスデューデリジェンスの中でもとりわけ、事業オペレーションを分析するオペレーショナルデューデリジェンスが該当する。

オペレーショナルデューデリジェンスは、買収対象会社・事業の内部における開発、調達、製造、販売などの諸活動やそれぞれで活用されている物的人的資源を分析・整理する作業である。定性的な情報はベンチマークとして蓄積された情報を使いながら可能な限り定量情報へ変換を行う。一方、財務デューデリジェンスでは帳簿や経営管理資料の計数データを入り口として、集計される数値の粒度や計数管理体制についての情報を含めて入手することが出来る。これらの情報を総合することにより、事業オペレーションのどの部分がどのような経営資源を使用していてどのようなコストが発生しているのか、各部分の数値が全体の財務諸表レベルにどのようにつながっているのかなどについて定量的な示唆を得ることが出来る。

シナジーがオペレーションそのものに由来する場合、あるいはシナジー実現のためにオペレーションを調整する場合には、現状のオペレーションにおける各ビジネスプロセスにまつわる数値を押さえておくことにより、現実感を持ったシナジー分析を行うことができるようになる。勿論、デューデリジェンスで入手できる情報には限りがあるため、ある程度の想定を置いた検討が基本となり、詳細なデータを入手しての正確な積上げ分析は買収契約が締結できた後にフォローアップしていく必要がある。そうであるとしても、投資検討段階で曖昧なシナジーではなく具体的な項目を踏まえて合理的な判断を行うことの重要性は変わらないし、その段階で想定を持っておけば後工程で詳細検討を行う際にも効率的である。

カーブアウトにおいても同様に、移管対象範囲を各部分の数値的な裏づけをもって押さえていくことにより、移転対象となるバランスシート項目や損益項目を因数分解しながら定量的に把握することが出来る。バランスシート項目は財務面からのアプローチで台帳や勘定明細を追いかけることで移転対象事業に関わる部分を押さえることがそれなりに可能であることも多いが、損益項目に関しては財務面からのアプローチでは仮定に基づく配賦計算となってしまう、妥当性の判断に迷うことが往々にして生じる。

ガバナンスやモニタリングについては、事業活動がどのように行われているか、計数管理がどのように行われているかについての情報を集めることにより現状が理解できるので、それをもとにして今後の対応を想定する材料とすることが出来る。

このように、分析のアプローチを組み合わせることによって有用な投資意思決定のための定量情報を得ることが出来るようになる。

### III. 買収後、買収前への波及効果

投資検討段階で後工程を見据えながら可能な限り定量的に分析することで、当然ながら PMI (Post Merger Integration) のフェーズがスムーズに進められる。また、ひいては投資判断を精緻なものにすることにもつながる。

シナジーを具体的なオペレーションに関連付けて定量化して検討段階において想定しておけば、買収後において当該シナジーを実現するためには何を具体的に対策しなければならず、そこで達成すべき目標は何であるのかを投資判断の内容に結び付けて設定することができる。買収後のパフォーマンスの中で、どの部分が意図して達成できた成果であるのか、どの部分が意図したが達成できていない部分であるのか、あるいは意図しない成果が紛れ込んでいるのかどうか、モニタリングするためのツールを設計することが出来る。勿論、モニタリングツールの設計自体は買収後から行うことも出来るが、投資意思決定の段階でモニタリングの対象となる要素が明示的に織り込まれていれば、投資の成果をより明確に表すことが出来るようになる。

このようにして投資後のフォローアップを積み重ねると、投資時の判断内容が実際にはどうなったのかの結果が積みあがることになる。それらを分析すれば、成果が上がると思っていた判断が現実にはどうだったのか、的を射っていたのか、収集した情報や検討の手法は妥当だったかどうか、といったことについての振り返りができ、投資判断の基準として活かすことができるようになる。

こうしたサイクルを繰り返すことにより、投資意思決定の際の着眼点が明らかにできるうえ、ともすれば暗黙知的になりがちな投資意思決定の判断ポイントを明示的な判断基準として設定し、当該基準に沿って組織的な形でのパフォーマンスモニタリングを行うことにもつなげられる。その取り組みがひいては中期計画目標との運動の明確化などの形で全社的なパフォーマンスの向上にも寄与することになろう。

以上

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7,100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](http://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 カ国を超える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 人におよぶ人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、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)およびそのネットワーク組織を構成するメンバーファームのひとつあるいは複数指します。デロイト トウシュ トーマツ リミテッド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。その法的な構成についての詳細は [www.tohmatsu.com/deloitte/](http://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。