

# GCA FAS News

May 2016

Vol.21



*Trusted Advisor For Client's Best Interest*

**GCA** *Financial  
Advisory  
Services*

---

# デューデリジェンス(DD)レポートの“その後” ～DDレポートの効果的な使い方

## 【本号の内容】

1. はじめに
2. M&A プロセスにおける DD レポートの活用方法
3. おわりに

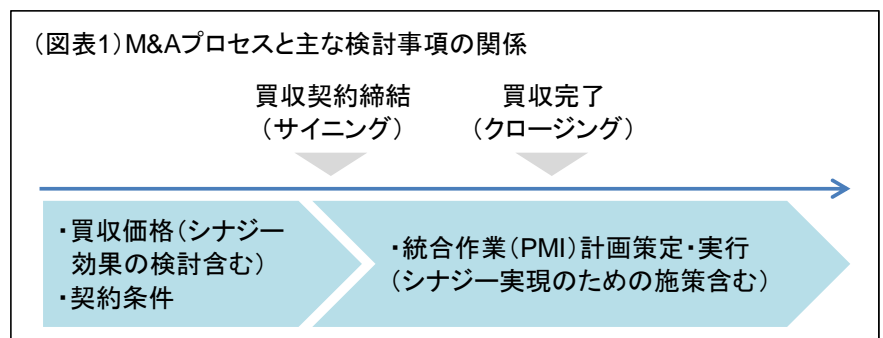
## GCA FAS 株式会社

### 1. はじめに

今日において、M&A が企業の成長戦略の一つとして定着したことにより、M&A プロセスの中でリスク抽出のために DD を実施することが一般的になってきています。それを受けて、一昔前のように DD を行うこと自体が目的で、DD を“お墨付きレポートを入手するプロセス”かのように捉えている企業は少なくなっていると感じています。その一方で、各分野の専門家による調査結果が凝縮された DD レポートについて、M&A プロセス全体を通して活用しきれていないと感じることも少なくありません。

今回の FAS News では、DD レポートをどのように活用し M&A を成功に導くかという「各種 DD レポートの効果的な使い方」について解説したいと思います。

M&A では、プロセスの各段階で検討すべき主要事項が変化するため、活用する DD レポートの情報もプロセスごとに変化することになります。特に、買収契約締結(サイニング)の前後で大きく異なってきます。「図表 1」は、サイニングと買収完了(クロージング)という M&A の重要イベントと主要検討事項を記載したものです。



以下では、買収契約締結前後の主な検討事項における DD レポート活用方法のポイントを述べていきます。

買収契約締結前では、買収価格への反映、表明保証及びクロージング条件等の契約条件への反映の際に、DDレポートが活用されます。

## 2. M&A プロセスにおける DD レポートの活用方法

### (1) 買収契約締結前

買収契約締結前の DD プロセス中(または交渉中)は、その秘匿性から限られた時間・メンバーで進められるため、買収後の統合作業 (PMI) の計画策定・実行に関して詳細に検討することには制約があるケースが多々あります。そのため、サイン前では、契約締結に向けて買収価格や条件面での検討に重きを置かれることが多くなります。その際、とかく買収価格を下げるためにリスク抽出を重点的に行いがちですが、M&A 実施により達成したい目的であるシナジー効果について、アップサイド要因としてその内容を明確にして可能な限り定量化することも、サイン前の重要な検討事項となります。

#### ① 買収価格

言うまでもなく、買収価格はサイン前の最重要条件の一つですので、DD にて検出されたリスク事項は、まずは事業計画の検証及び企業価値評価を通じて買収価格への反映を検討することになります。

例えば、ビジネス・財務 DD にて主要な顧客の喪失や外部環境悪化等の収益性低下のリスクが検出された場合に、当該リスクを事業計画に反映したり、税務 DD にて過年度の過少申告による租税債務、法務 DD にて未払残業代、環境 DD にて工場土地の汚染等が検出された場合に、これらの潜在リスクに見合うリスク額を買収価格から減額することを検討したりします。また、人事制度や IT システムを統合する必要性がある場合に、一時的に発生する統合コストについても買収価格のマイナス要因として検討したりします。

このように、まずは DD レポートでの検出事項に基づき、価格への反映が可能なリスクの選別及びその定量化が重要となります。

また、シナジー効果についてもリスク同様に調査が必要ですが、その場合、買手が見込んでいるシナジー効果の実現可能性及びその影響額について重点的に調査するよう、DD のスコープに含めておくことが重要となります。

#### ② 契約条件

上述のように、買手としてはまずリスクを買収価格に反映することを検討しますが、価格への反映が難しいことも多々あります。例えば、係争中で将来顕在化するか否か不確実なリスクについて、定量化が難しいため、買収価格の減額を検討したとしても売手が認めないケースもあります。そこで、買収価格以外でリスクを軽減する手段が必要となりますが、その際に用いられる手段としては、主に(i)表明保証、(ii)クロージング条件があります。

##### (i) 表明保証

表明保証は、「潜在的リスクにつき、買収後にリスクが顕在化した場合、その責任の一部又は全部を売手が負う」という条項です。例えば、

買収後の税務調査により過年度の過少申告が指摘され、追加税負担が生じた場合は売手負担とすることにつき契約で明記するケースです。

表明保証は、リスクが顕在化した時にのみ責任が及ぶという点で、売手にとって望ましく、買手としてもリスク顕在化時に補填してもらえるという点で、有効なリスク解決手段となります。但し、表明保証が効果的なのは、あくまで「顕在化した損失を補填できるだけの資力が売手にある」場合となりますので、事業承継案件等、売手が個人の場合には、その実効性を考慮する必要がありますし、表明保証の期間の制限もあることから、金額と期間の両面での検討が必要となります。

#### (ii) クロージング条件

表明保証は、リスクの定量化が難しく顕在化が不確実な場合に用いられるのに対し、クロージング条件は、DDで検出されたリスクの解消を前提に買収を実行するという条件を付けたい場合に用いられます。

例えば、対象会社の主要顧客との契約にチェンジオブコントロール条項(経営権の移動があった場合に、契約解除等、契約内容に制限がかけられている条項)があり、サイニング前に株主変更の承諾を得ることが難しい場合に、「当該顧客から契約継続の承諾を得る」ことをクロージング条件とすることがあります。また、対象会社における法的瑕疵等、買手としてクロージングまでに解決・改善が必要と考える事項について、売手の責任で解決させるために、クロージング条件に織り込むこともあります。

クロージング条件を付すことにより、検出された重大なリスクを抱えたまま買収を実行することがなくなるため、有効な手段ではありますが、特に上場会社の場合、サイニング後に買収を中止することに伴うレピュテーションリスク等のデメリットがある点に注意が必要です。

上記①、②のように、買収契約締結の際には、DDレポートで検出されたリスク事項(及びシナジー効果)を、買収価格、表明保証及びクロージング条件等の契約条件へどう反映させるかという視点での検討が重要となります。FAがいる場合には、DDの検出事項への対応方法につきアドバイスをもらえますが、FAがいない場合には、各アドバイザーにDDレポートに対応方針等のアドバイスを記載することを要求しておくことも有用です。

買収契約締結以降では、シナジー効果実現のための施策立案・実行、PMI 計画策定・実行の際に、DD レポートの活用機会があります。

## (2) 買収契約締結以降

買手の立場として M&A の成否を考える場合、「安く買収ができ、リスク事項について十分に売手へ転嫁できる条件を勝ち取れたこと」は、成功の一つの判断基準とも言えます。しかし、M&A の本来の目的は、買収した事業を成長させ、買収前に想定したシナジーを実現させることであり、長期的に見た M&A の成否はクロージング後にかかっていると言えます。

昨今 M&A により生じる会計上ののれんの取扱いにつき、定期償却から減損テストへの変更が議論されているように、M&A 後に当初見込んだ価値を実現できているかが重要になってきています。従って、M&A 実行に当たり、有利な条件の獲得はもとより、買収後に企業・事業をどうマネジメントしていくかが重要であるという考えが強くなってきており、それに伴い、DD レポートも受け取ったらお役御免という使い方から、買収後の統合プロセスでの情報源としての活用が増えてきています。

### ① シナジー効果実現のための施策立案・実行

シナジー効果は M&A 目的に通じるものであるため、サイニング前に明確にし可能な限り定量化すべき事項ですが、一般的に、シナジー実現のためのより詳細なアクションプランを策定するのはサイニング後、実行していくのはクロージング後となります。そのため、DD 実施時点では詳細な情報が入手できていない状態とも言えますが、一方で、DD レポートにはビジネス・財務・法務・人事等、それぞれの分野の専門家が調査した有用な過去情報が多く含まれており、情報としての有用性は高いと言えます。なお、シナジー効果実現のために必要な情報を予め整理しておき、DD の段階で可能な限りそれらの情報収集も進めておくことにより、DD レポートの情報をより効果的に活用できるようにすることも重要です。

活用例として、シナジー効果の1つに仕入コスト削減がありますが、DD レポートに仕入先及び仕入条件、取引額情報が記載されている場合、買手側の仕入先との統合によりコスト削減が期待できる先がないかを判別することができます。また、物流拠点の情報(場所、広さ、賃料等のコスト)も同様に活用することができます。

### ② 統合作業(PMI)計画策定・実行

案件の種類にもよりますが、買収後、シナジー効果実現のための施策立案・実行だけでなく、組織、システム、各種規程等の統合作業が必要となることがあります。これら統合作業のアクションプランの策定・実行に際しても、シナジー効果実現と同様に、DD レポートが活用できる場面があります。例えば、DD において、人事制度や給与水準を把握しておくことで、早いタイミングで、人事制度等の統合作業の検討に入ることができます。

### (3) DDレポートの記載情報とその活用先(例示)

(1)(2)を踏まえ、DDレポートの記載情報とその活用先について例示すると、「図表2」のようになります。

(図表2)DDレポートに記載されている情報とその活用先		
DDレポートに記載されている情報		
買収契約条件	買収価格	1. 主要顧客の喪失、収益性低下 2. 回収不能債権 3. 確定した訴訟・係争債務 4. 工場土壌汚染に係る改善コスト 5. IT統合コスト
	表明保証	6. 未確定の訴訟・係争債務 7. 潜在的な租税債務 8. 未払残業代
	クロージング条件	9. 主要顧客との契約におけるチェンジオブコントロール条項 10. 更新が必要な許認可・ライセンス 11. 社会保険未加入者
統合プロセス	シナジー実現	12. 製品・サービス及び販売チャネルの情報 13. 仕入先及び条件、取引額 14. 物流拠点情報(場所、広さ)
	PMI	15. 人事制度に関する情報 16. 給与水準に関する情報 17. ITシステムに関する情報

DDレポートは、リスク抽出のためだけでなく、買収後経営を意識したシナジー効果検討・実現のために活用されることも望まれます。

### 3. おわりに

上述してきたように、DDレポートは受取って終わりではなく、受け取った後にも活用できる場面が多分にあり、M&Aの様々なプロセスで活用されるべきものであると言えます。

DDはリスクを洗い出すフェーズと言われますが、買収の対象となる会社を深く理解するフェーズでもあります。その理解にはリスクだけでなく対象会社の良い面も理解することも含まれています。それこそが買い手企業にとって自社の戦略とフィットするかどうかを判断する上で極めて重要な意味を持つこととなります。

DDを買収契約締結に向けた単なるリスクの洗い出し作業ではなく、買収後の経営、シナジーを検討するための重要な作業であるとの認識を持ち、M&Aを検討されている企業においても買収後の事業戦略を検討する中でDDレポートを上手く活用していくことが肝要です。そのためにも、リスク発見型のDDに加えて、買収後経営を重視したシナジー創出型のDDが今後より求められてくるものと思われます。

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@gcafes.com](mailto:info@gcafes.com)

<http://www.gcafes.com/>