

2006年11月25日

戦略的M&A成功のポイント

Ernst & Young Transaction Advisory Services

Co-CEO 野村 滋

E

#



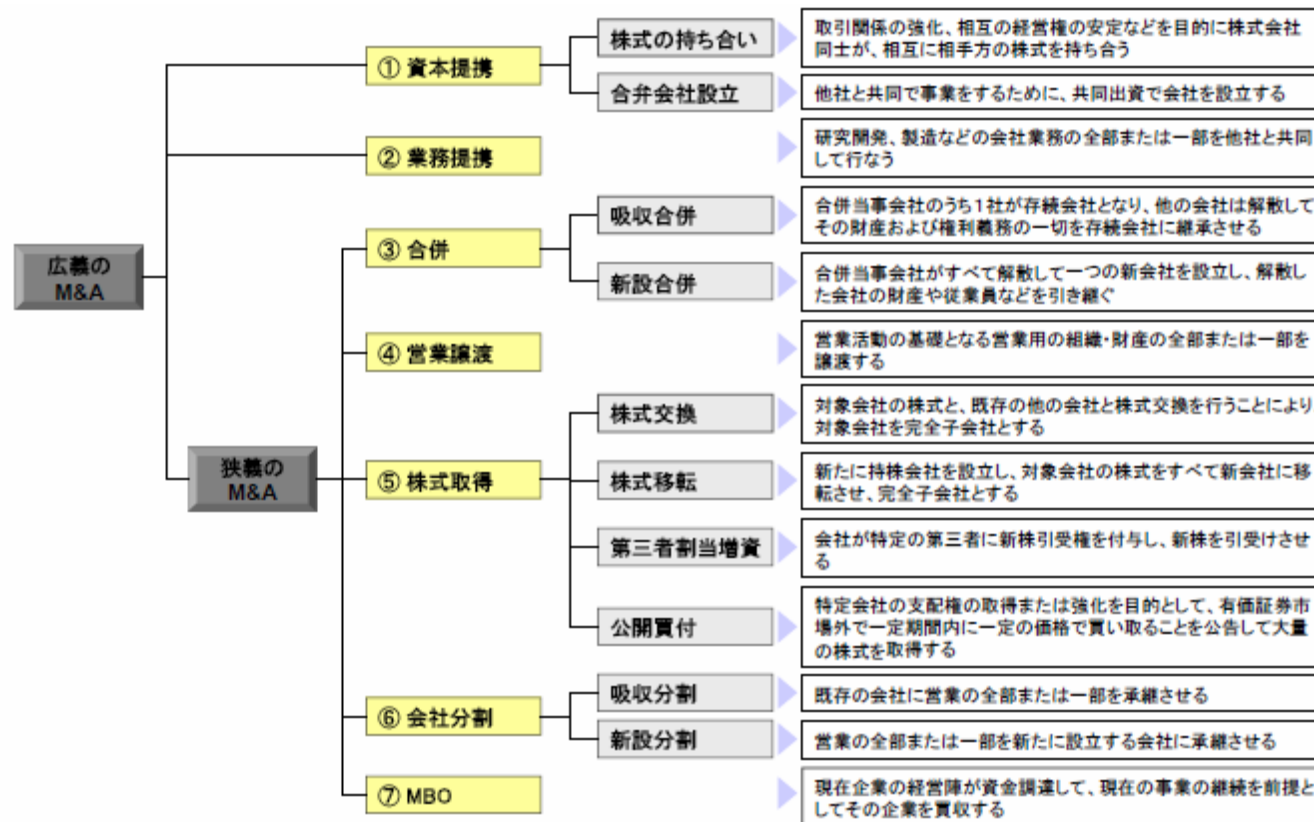
目次

I. M&A関連基礎知識	2	II. 戦略的なM&Aの成功のポイント	18
1. M&A手法一覧	3	1. 全社経営管理体制の充実	19
2. 日本におけるM&Aの件数推移	4	2. 自社の事業領域を明確にする事	20
3. M&A活発化の背景	5	3. M&Aの目的を明確にする事	21
4. 一般的なM&Aのプロセス	6	4. Best Teamで臨む事	22
5. Planning Phaseでの留意点	7	5. 徹底したファンドメンタル分析	23
6. Execution Phaseでの留意点	10	6. Give & Takeの交渉	24
7. Integration Phaseでの留意点	13	7. ポストM&Aを重視する事	25
8. 財務DD、事業DDについて	14	8. ステークホルダーへの適切な情報開示	26
9. ValuationとPricingについて本報告書の目的	16	添付資料	27

I. M&A関連基礎知識

1. M&A手法一覧

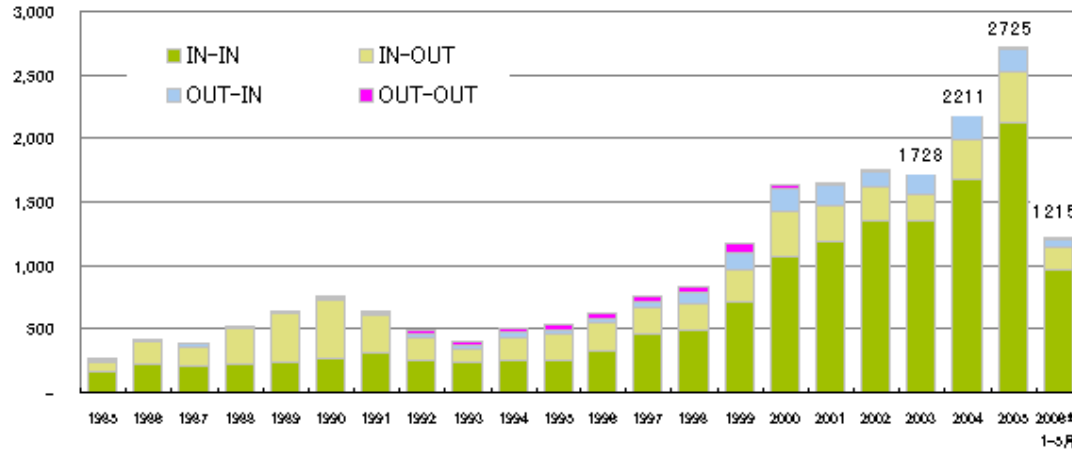
□ 事業ポートフォリオの最適化の実現手法一覧



Source: 経済産業省”事業ポートフォリオの最適化”

2. 日本におけるM&Aの件数推移

□ 1985年以降のマーケット別M&A件数の推移



「データの見方」

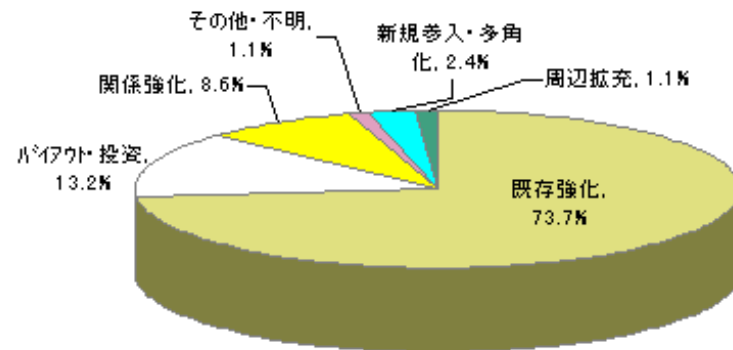
IN-IN 日本企業同士のM & A

IN-OUT 日本企業による外国企業へのM & A

OUT-IN 外国企業による日本企業へのM & A

OUT-OUT 日本企業が海外で買収した企業が絡むM & A

□ 2006年1-5月のM&A目的別分類



Source: レコフ

3. M&A活発化の背景

デフレインパクト・グローバル化・情報化に対応	規制緩和への対応	安定株主の希薄化・株主の意識変化・低迷する株価
<p>競争力強化の為に事業の選択と集中 業界再編 海外進出 事業再生</p>	<p>1996年:「特石法」の廃止 異業種参入と石油会社の合併・統合 2000年:「大店法」の撤廃 大手の中小買収、「勝ち組」の「負け組」吸収 2000年:電力小売自由化の為に多角化や海外進出</p>	<p>投資FUNDによる投資拡大 敵対的買収やTOBの増加 MBOの増加</p>
制度面の整備 (商法・会社法等の改正)		制度面の整備 (会計制度の改革)
<p>1997年:持株会社解禁 銀行、素材産業の大型合併 1999年:株式交換・株式移転制度の創設、産業活力再生特別措置法 2000年:連結決算の「実質支配力基準」の導入 グループ内再編 2000年:民事再生法創設 2001年:会社分割制度創設、金庫株解禁、企業組織再編税制 2002年:新株予約権創設、種類株式の自由度向上 2006年:新会社法の制定</p> <p>純粹持ち株会社の解禁や株式交換・移転制度、会社分割制度が創設され、税制面での改善も行われた事より、企業の組織再編やM&Aが柔軟に行えるようになった。 新株予約権の創設や種類株式の改善は、買収防衛策の選択肢を拡大した。 新会社法の制定により、合併対価がより柔軟となりM&Aとその防衛策も選択肢がより拡大した。</p>		<p>2000年:新連結会計制度、キャッシュフロー計算書、税効果会計 2001年:金融商品の時価会計、退職給付会計、販売用不動産当の強制評価減 2002年:その他有価証券(株式持合等)の時価会計 2006年:減損会計 2007年:企業結合会計基準</p> <p>会計制度の改革により、財務内容の透明性が向上に、デューデリジェンスへの信頼性や企業価値評価の正確性が高まった。</p>

4. 一般的なM&Aのプロセス

Planning

戦略

Target選定

予備的Valuation

ストラクチャー

Execution

Targetアプローチ

基本合意書締結

デューデリジェンス

最終契約

Integration

組織・人事の統合

ルールの統合

ITシステムの統合

モニタリング

情報開示

5 - 1. Planning Phaseでの留意点 <売手側>

□ 企業戦略に基づいた売却Planningを策定する

- 全社の事業ポートフォリオ戦略の一環として、売却対象事業を決定
- 組織単位でなく、事業のValue Chainを考慮して決定する
- 売却の基本方針(目標時期、価額、ストラクチャー)を明確に持って望む

□ 売却に伴うインパクトの十分なる検討を行う

- B/S、P/L、キャッシュフロー、税金等への影響
- 全社の機能・ビジネス プロセス等への影響
- ステークホルダー(株主、金融機関、取引先、従業員等)への影響
- 地域や消費者も含めた社会的な影響やリーガルインパクト

□ Target選定に際しての留意点

- 売却先は、出来るだけ幅広く選定する(特に不振事業からの撤退)

□ Information Memoの作成・価額査定

- 売却対象、形態、事業内容、財務情報(3年間)その他重要事項
- 価額査定は、買い手との交渉のみならず、取締役会、株主対策、税務対策に重要なので外部第三者の起用が必要
- 事前にデューデリジェンスを行い、Hidden RiskやDiscount Factorを正確に把握しておく事が重要

5 - 2. Planning Phaseでの留意点 <買手側>(1)

□ 企業戦略に基づいた買収目的の明確化

- 中長期戦略に沿ったM&Aの基本コンセプト策定(事業内容、規模、地域、機能 開発、製造、販売、調達 等)
- 競合他社とのBench Marking(市場でのShare、財務体質、収益力)
- 経済合理性の検証(Risk VS Reward、資金調達)
- Point of No Returnの設定

□ Target選定に際しての留意点

- M&Aの基本コンセプトに該当する企業・事業は、幅広くList Upする
- Short Listは、公開情報に基づく予備的分析(事業内容・事業規模、Marketでのポジション、売却の可能性、自社との相性等)を行い、戦略的適合性と経済合理性の観点でLong Listを絞りこむ
- Short List企業のSWOT分析を行い、自社との統合効果を想定し、優先順位を決定する

5 - 2. Planning Phaseでの留意点 <買手側>(2)

□ 予備的価値、ストラクチャーの検討

- 交渉前に公開情報を基にTargetの予備的な事業価値を事前に算出しておくことが重要である
 - ◆ DCF
 - ◆ 類似企業比較法
 - ◆ 類似M&A取引比較法
 - ◆ 修正簿価法
- どのストラクチャーで買収するかを検討が重要である
 - ◆ 合併(吸収合併・新設合併、手続きが効率的でシナジー効果が大きい、異なるカルチャー・インフラの融合・会計/税務等に留意、合併比率の決定)
 - ◆ 営業譲渡・資産買収(買収対象と範囲、対象事業・資産選定の柔軟性、税務・権利義務の移転・従業員の承継に留意)
 - ◆ 株式取得(M&Aの典型的手法、制約が少ない、株式交換は財務比率が悪化しにくく、株式譲渡益課税の繰り延べが可能、どの株主から・どの方法<株式交換・株式移転・第三者割当増資・公開買付け>・何%)
 - ◆ 会社分割(吸収分割・新設分割、組織再編に有効、権利義務の包括承継、株式発行により対価を払うのでキャッシュが不要、税務/会計に留意)

□ 売り手へのアプローチ方法の検討

- Target Approachは慎重に
 - ◆ To Whom、When、How、Why (Story)
 - ◆ Reputation Risk
 - ◆ 外部アドバイザーの“No Name Approach

6 - 1. Execution Phaseでの留意点 <売手側>

- 売却先にこだわらず高値売却を望む場合は入札方式が効果的
 - 入札の場合は事業スポンサーのみならず純投資家(Fund等)も対称とした候補の選定が効果的
 - 1次ビッドとするか2次ビッドとするかは1次ビッドの状況次第で柔軟に決定

- 投資家によるデューデリジェンスには誠意をもって対応する
 - データールームの開設
 - 隠し事はしない

- 瑕疵担保責任に関する条件交渉と契約文言に留意

6 - 2. Execution Phaseでの留意点 <買手側>(1)

□ Target Approach時の主要トピックス

- 買手側の買収対象事業の戦略的位置付け
- 買収後の経営体制
- スケジュール感
- 売り手側の原則的な意向

□ Non Bindingベースでの基本条件交渉時の主要概要

- 買収の対象
- 想定価額レンジ
- 買収ストラクチャー
- 買収時期
- 情報開示の範囲・デューデリジェンスのやり方

□ デューデリジェンスの留意点

- Deal Killerの把握とValuationへの反映要素の把握
- 財務・法務・税務・人事・法務・環境・業務等の多岐にわたる精査
- 買収後の事業価値極大化の為の必要情報を収集する視点
- マネジメントインタビュー

6 - 2. Execution Phaseでの留意点 <買手側>(2)

□ 最終条件交渉と最終契約締結における留意点

- デューデリジェンスの結果の価額・ストラクチャー・付帯条件等への反映
- 条件交渉は、条件の個別交渉より、Give条件とTake条件の包括的な交渉が効果的
- スケジュールマップの作成(社内決定、ステークホルダーへの開示内容と時期、許認可・法的手続、Integration関連手続等)し、売り手と合意しておく
- 最終条件のDocumentation
 - ◆ 最終金額・買収方法
 - ◆ 停止条件
 - ◆ 売主・買主による表明・保証
 - ◆ 賠償及び補償
 - ◆ Closingまでの誓約事項とClosing後の義務
 - ◆ その他付帯条件

□ M&A後の経営計画・事業戦略コンセプトの策定

- デューデリジェンスを通じて把握した関連情報(実態バランス、実態収益力、経営力、業務プロセス、コスト構造、顧客基盤、技術レベル、人的資源、経営インフラ等)を十分分析した上で買収後の統合計画・事業戦略のコンセプトを策定しておく
 - ◆ 統合効果の分析(シナジー効果の分析とシミュレーション)
 - ◆ 統合の課題整理(株価・債券・格付けへの影響、金融機関取引への影響、顧客への影響、事業遂行・オペレーションへの影響、優秀な人材流出等の分析と対応策)
 - ◆ 統合ビジョン・戦略
 - ◆ 社内規定の統一
 - ◆ 業務プロセスの統一
 - ◆ 組織と人事の最適化
 - ◆ 経営管理手法の統一
 - ◆ ITシステムの統一乃至新規設計
- 統合計画・事業戦略実施の為のAction Programを策定

7. Integration Phaseでの留意点 <買手側>

□ 企業風土の統一

- トップメッセージ
- 役割と責任の明確化 (RACI Chart: Responsible, Accountable, Supportive, Informed)
- 社内の共通のモノサシ (目標、業績評価、人事異動、コンプライアンス等の行動基準)

□ 統合計画・事業戦略のAction Programのモニタリングと差異分析・対応策の実施

- 統合課題や統合目標達成の為にAction Programを経営幹部が徹底的にモニタリングする事が重要
- 目標や計画と実際の進捗状況・達成状況との差異分析とその対応については、経営幹部が確認し決定する事が重要

□ ステークホルダーへの適切な情報開示

- 株主、金融機関、取引先、社員、関係官庁等利害関係者には適切に買収後の経営状況等を開示する

8. 財務DD、事業DDについて(1)

□ 財務DDの目的

- 隠れた債務の有無と資産価値の適正性を精査して実態バランスを把握
- 過年度の収益の過大計上の有無、費用の過小計上の有無を把握して実態収益力を把握する
- 事業DDや法務DD等に必要な副次情報の収集・分析



M&Aの対象事業や資産の範囲の特定
事業価値や資産価値への反映要素

□ 財務DDの限界

- 財務DDは過年度の財務計数や取引状況の分析である
- 内部統制が脆弱な会社の偶発債務や契約関連事項の把握は困難

8. 財務DD、事業DDについて(2)

□ 事業DDの目的

- 財務DDでは把握しがたいリスクやその他のファンドメンタルズ(外部環境、内部環境、競争力、成長性等)を分析する
- セグメント別実態収益力の把握
 - ◆ 財務DDで得た事業部門、商品・サービス、地域・見製、販売先、仕入先等のセグメント別の過去実績をベースに、関係者とのインタビューや社内経営管理方法の確認を通じてセグメント別の実態収益力を把握する
 - ◆ 実態収益力の算定に際しては、グループ間取引の適正性や本部共通費の配布基準等が問題とされる事が多い
- 資産価値・事業価値の算定
- 予想収益・キャッシュフローの実現性の検証(Cash Flow Driverとビジネスモデル)

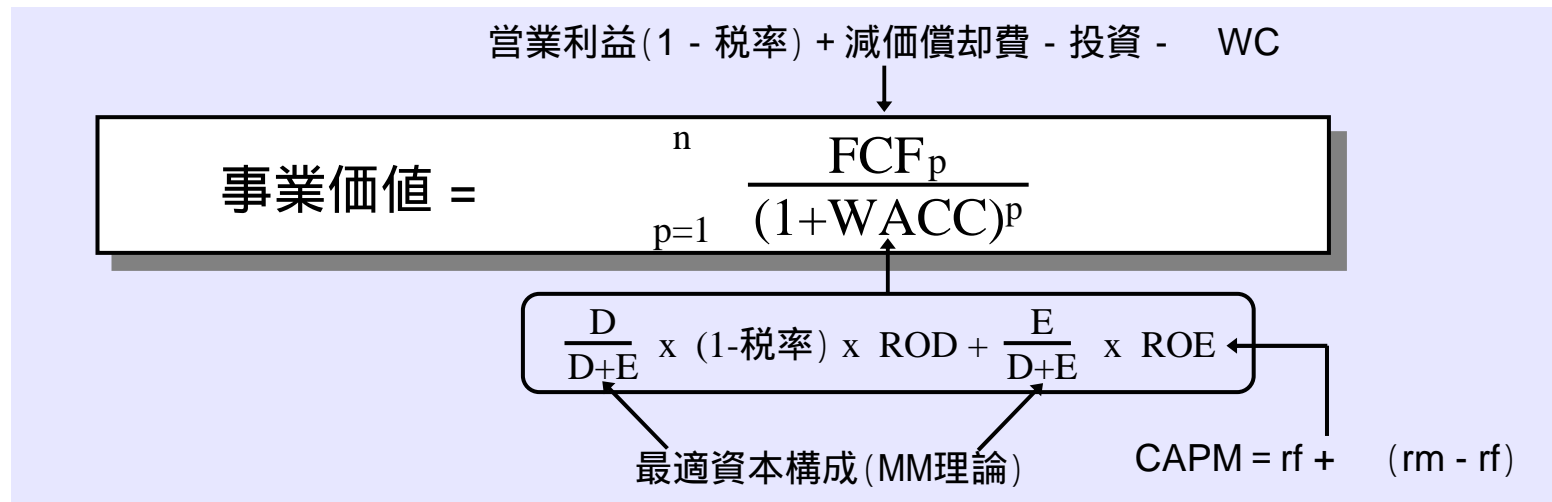
□ 事業DDに使用される分析手法 (添付資料参照)

- 【マクロ環境・業界動向】
 - ◆ プロダクトライフサイクル分析
- 【事業リスク】
 - ◆ インフルエンスダイアグラム、トルネードチャート
- 【事業部門別価値評価】
 - ◆ バリュemap
- 【競争力分析】
 - ◆ 3C分析、5force、SWOT分析

9. ValuationとPricingについて(1)

□ インカムアプローチ: DCF (Discounted Cash Flow)

- 企業の現在価値(企業価値) = 将来FCF (Free Cash Flow)の現在価値
- 割引率: WACC (Weighted Average Cost of Capital: 加重平均資本コスト)



□ DCFの問題点

- 予想FCF、想定する資本構成や資本コストの前提条件如何
- 景気循環型の企業の評価は、目先の将来FCFの如何により企業価値がぶれる
- 最初FCFがマイナスでその後高成長を計画とするベンチャー企業や高成長企業の企業価値評価には不向き

9. ValuationとPricingについて(2)

□ マーケットアプローチ:類似企業比較法、類似M&A取引比較法 (Market Multiple)

- EBITDA倍率
- 株価収益率
- 純資産倍率
- 特殊事例(顧客数、Unit in the Market等)
- マーケットアプローチの問題点
 - ◆ 選択する企業により分析結果が異なる
 - ◆ 類似企業比較法はプレミアム(経営権等)やディスカウント(非上場)が考慮されていない

□ コストアプローチ:修正簿価方式

- B/S上の資産を時価評価して買収価額を決定する
- 特定資産の譲渡等に利用される

II. 戦略的なM&Aの成功のポイント

1. 全社経営管理体制の充実

《投資案件の評価能力とモニタリング体制の充実》

□ リスクと採算

- 投資基準
- 事業リスク分析
- B/S、P/L、Cash Flow Impact

□ モニタリング

- 計画と実績の差異分析
- 外部環境・内部環境の変化への対応

□ Exit Policy

- 損切りルール
- リスク許容限度

2. 自社の事業領域を明確にする事

- 事業領域が曖昧な企業は、コア事業への集中を欠き、手をつけるべきでない事業への投資を始めたがる
- やってはいけない事業領域を明確にする
 - 専門性が低い事業
 - 身の丈に合わない事業
 - Conflict of Interestがある事業
 - リスクに見合い収益が見込めない事業
 - コンプライアンス上問題ある事業
- 日本の製造業の多角化戦略と選択・集中の分析結果
(財務省財務総合政策研究所「日本企業の多様化と企業統治」)
 - 日本の大企業製造業はバブル期から1990年代前半まで事業の多角化を進めた
 - 一部成熟産業は、事業の選択と集中が重要な経営課題とされた1990年代においても、本業の成長鈍化を補う為に多角化を継続した
 - 技術的なシナジー効果が期待できない「非関連多角化」事業のパフォーマンスは低い
 - 「事業部門への権限委譲」「厳格なモニタリング」「部門業績連動的な報酬制度」の組み合わせを導入している場合はパフォーマンスが高い

3. M&Aの目的を明確にする事

□ 全社最適なPortfolio構築の為のM&A

- 業界再編・グループ再編
- 専門性の高い事業の競争力強化
 - ◆ 知財戦略(コア技術のBlack Box化)
- 周辺事業領域や新規分野への投資
- ノンコア・不採算事業の撤退(戦略的売却)

□ 競争力強化の為のM&A

- QCDDG (Quality, Cost, Development, Delivery, Global Capability) の強化
- 技術・知的財産、生産拠点、人材、顧客・販売網

4. Best Teamで臨む事

□ Teamメンバーの厳選と役割分担

- 会社のProject Leaderの役割(言語力ではなく洞察力、統率力、交渉力)
- 社外専門家の有効活用(FA、弁護士、会計士・税理士、コンサルタント)
- ポストM&Aを配慮した人選

□ Teamへの権限付与

- 交渉基本条件についての事前の社内コンセンサス
- 稟議リスクの排除(交渉がほぼ纏まった後に稟議で否決)
- スムーズ&スピードある交渉

5. 徹底したファンドメンタル分析

□ 価値評価の前に、十分なファンドメンタルズ分析

- M&Aのタイミング(株価、M&A取引事例)
- 業界のファンドメンタルズ
- Targetのファンドメンタルズ

□ 主要確認事項

- 外部環境(事業環境、規制、景気インパクト、地政学・カントリーリスク)
- 競争状況と競争力(経営力、ブランド力、販売力、品質、コスト、技術・設備、主要取引先、ヒューマンキャピタル、財務体質・資金調達力、アウトソーシング状況、Logistics)
- 社風、内部統制状況、経営管理システム
- リーガルリスク、環境リスク、パートナーリスク
- 偶発債務、Hidden Subsidy

□ ポストM&Aにおける企業価値創造のPlanningの基本情報

- 戦略的シナジー(商品、顧客、技術、地域、人材、拠点)
- 不採算事業
- 不稼動資産
- コスト削減余地
- 資金調達コスト・資本構成
- 経営陣・経営インフラ

6. Give & Takeの交渉

- 戦略的なM&Aは、売手・買手共にWin/Winを目指す
 - 相互のステークホルダーに対するM&Aの経済合理性
 - 売手は、有利売却(Valuationより有利なPrice)
 - 買手は、有利買収(想定しうる付加価値の一部をPremiumとしてPricingに織り込む)

7. ポストM&Aを重視する事

- 社風・組織・制度・内部統制の早期一体化

- 企業統治
 - 株主の権限と経営者への権限委譲の範囲 (Autonomyの範囲)
 - 厳格なモニタリングと経営者への報酬制度

- 人の融合

- 企業価値創造の為のAction Program
 - スピード
 - モニタリング(差異分析と問題解決)

8. ステークホルダーへの適切な情報開示

□ M&Aの目的及び達成プロセス・ロードマップの説明

- 明確かつ納得性の高い事業戦略とその手段としてのM&A
- M&Aは目的で無く企業価値向上の手段であるとの認識
- 競争力(QCDDG)の改善する為のロードマップ

□ 想定されるリスク分析の説明(リスクAsset分析とRequired Capital)

- 様々リスク(Political Risk、Operational Risk、環境Risk、Market Risk、Partners Risk)のうち、特にCash Flowへの影響のあるCash Flow Riskの分析とDisclosure

□ Post M&A Managementの説明

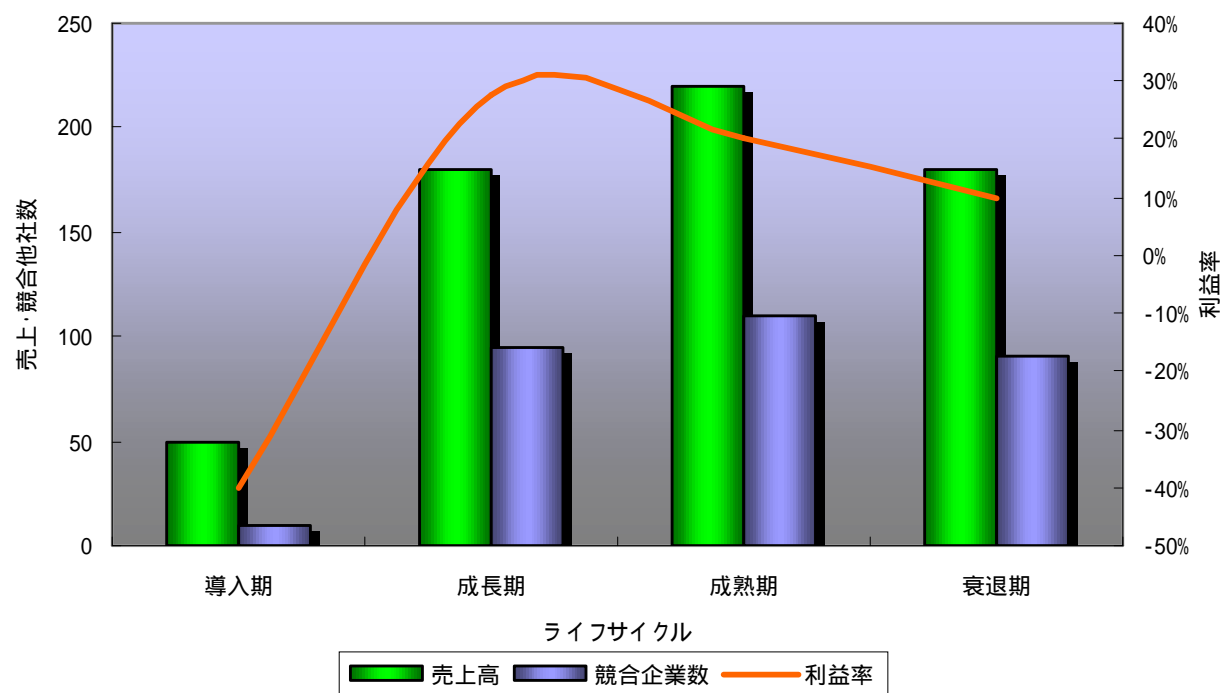
- M&A後に企業価値創造の為の経営資源(人、モノ、金、情報)の投入方法とタイミング

添付資料

1. マクロ環境・業界動向

□ プロダクトライフサイクル分析明確かつ納得性の高い事業戦略とその手段としてのM&A

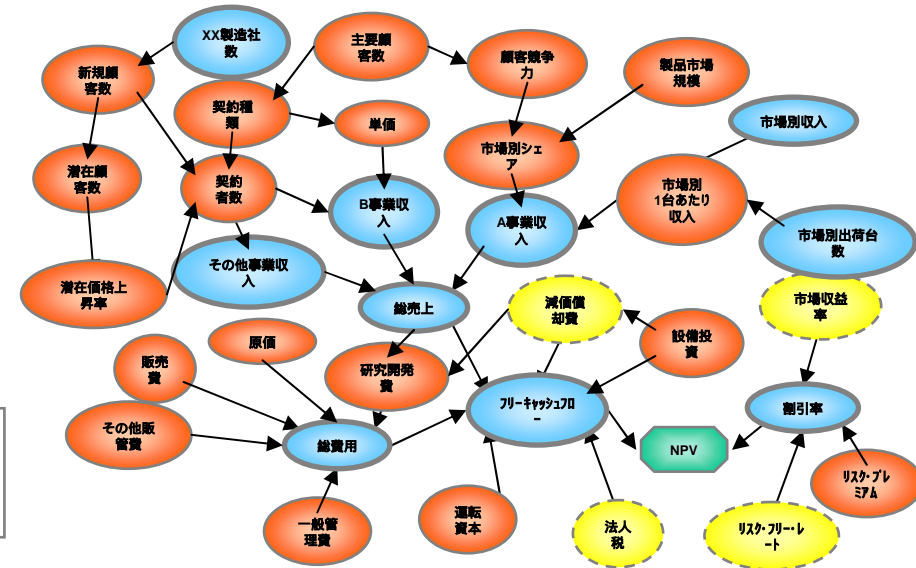
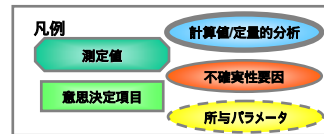
- 製品の売上が時間の推移とともに「導入期」、「成長期」、「成熟期」、「衰退期」の4段階のプロセスにわけることができるという前提で、利益率、競合他社数などの指標を利用して自社の現状認識や各フェーズにおける経営戦略(主にマーケティングの分野)の立案に役立たせることができます



2. 事業リスク

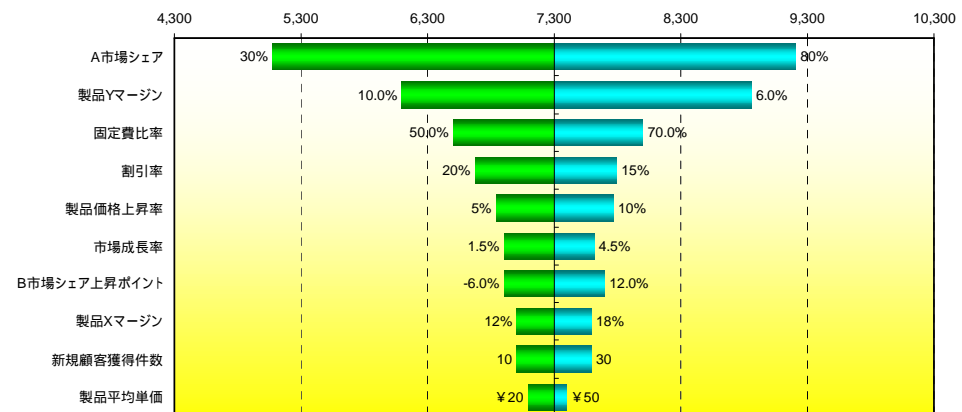
□ インフルエンスダイアグラム

- ある測定値(価値基準)の構成要素を明らかにし、それぞれの構成要素の影響関係、不確実事項を明らかにするツール



□ トルネードチャート

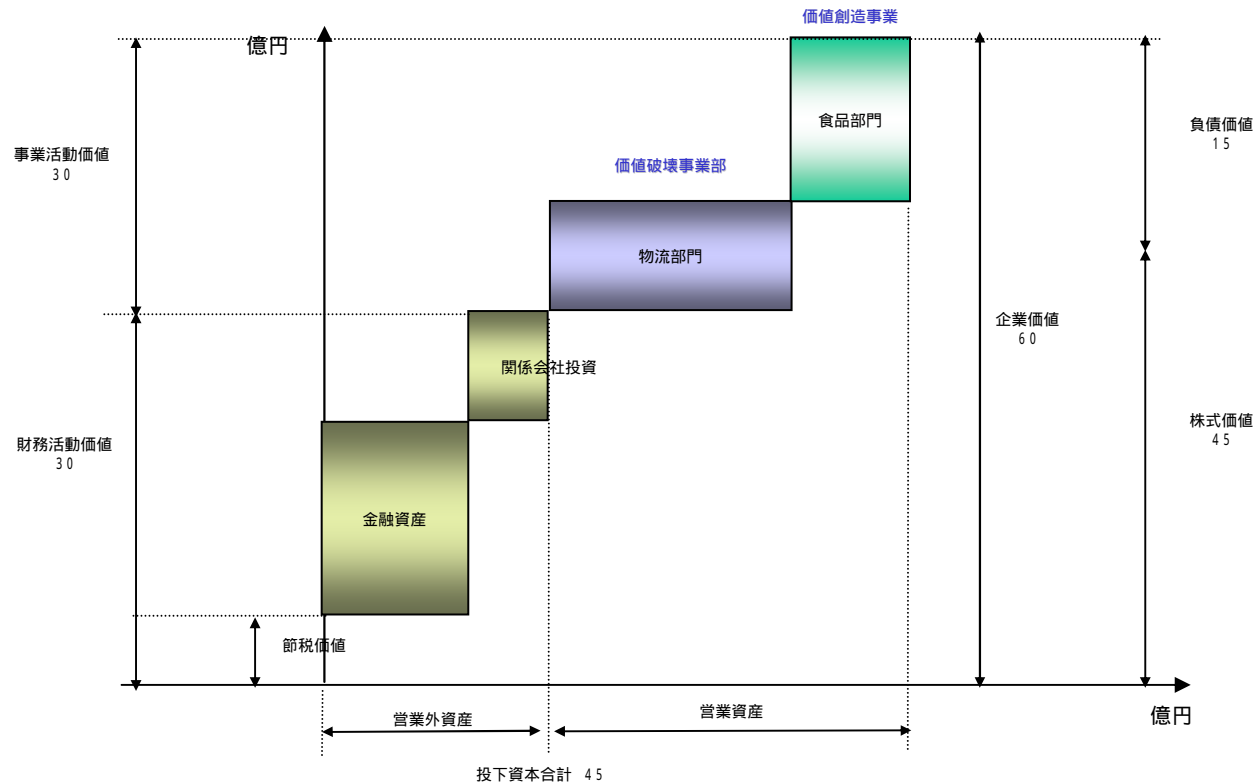
- シナリオ分析において最も重要である不確実性要因をチャート化するツールで、変数が評価対象価値に与える影響を表します



3. 事業部門別価値評価

□ バリュemap

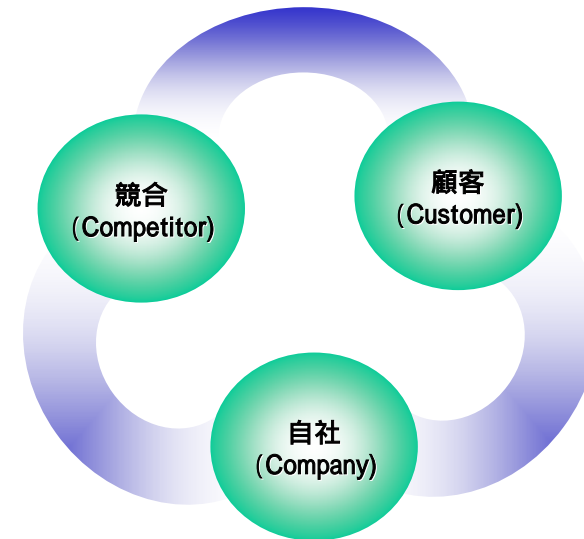
- 企業活動を事業活動、財務活動に大別し、事業活動については各事業への投下資本と事業価値を算出し、価値を創造している部門と価値を破壊している部門を視覚的に理解するツールです。一般的には横軸に投下資本、縦軸には価値を示します



4 - 1. 競争力分析

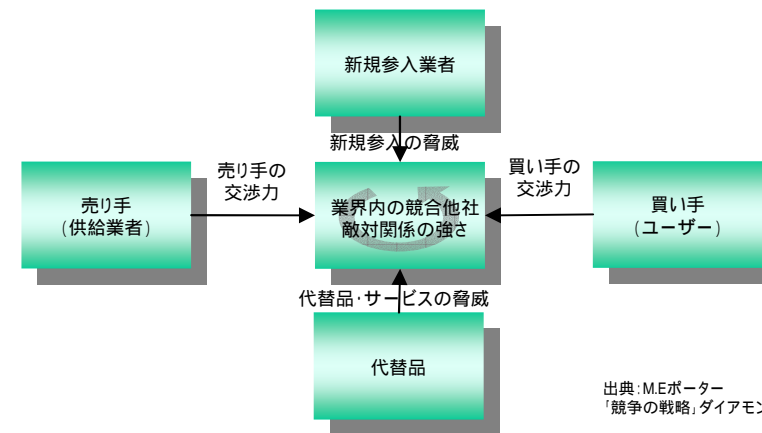
□ 3C分析

- 事業活動を顧客 (Customer)、競合 (Competitor) という外部環境、自社 (Company) という内部環境の3つの要素で理解するというフレームワーク



□ ファイブフォース分析

- 外部環境を分析する際、「競合企業間の敵対関係の強さ」、「新規参入の脅威」、「代替品の脅威」、「消費者の交渉力」、「供給業者の交渉力」という5つ観点から分析する手法



出典:MEポーター
「競争の戦略」ダイヤモンド社、1982年

4 - 2. 競争力分析

□ SWOT分析

- 企業内部の強み (Strengths)と弱み (Weaknesses)、企業の外部環境における機会 (Opportunities)と脅威 (Threats)を記述することにより、経営戦略の評価・構築を行う手法

外部環境分析

		機会(O)	脅威(T)
企業内部分析	強み(S)	自社の強みにより、取り込む事業機会の創出 (例)事業の多角化	自社の強みにより、脅威を回避するための施策を立案 (例)商品の差別化
	弱み(W)	事業機会を取りこぼさぬよう自社の弱みを克服 (例)提携戦略	自社の弱み、脅威であり最悪の事態の回避 (例)撤退