



# コロナ禍後の デューデリジェンス の差別化

**不確実な市場環境下、  
先進的デューデリジェンスがいか  
に大きな投資リターンをもたらすか**

コロナ禍からの回復がどのように進むか、あるいは、景気後退がどの程度長期化、深刻化していくかを判断することは困難です。確実にわかっていることは、M&Aは再度活発化するであろうことであり、前回の景気後退を基準に判断する場合、大手PEファンドには多額の投資リターンを得るチャンスが訪れることとなります。しかし、このような不確実な情勢に対応するためには、革新的かつ徹底的なデューデリジェンスが必要とされます。本資料においては、コロナ禍後の環境に合わせデューデリジェンスを差別化するための6つの差別化要因をご紹介します。

# はじめに

新型コロナウイルスによるロックダウンは世界経済の大部分を停止状態に陥れ、大幅な減収・減益に見舞われた企業は、資金繰り改善に奔走しています。現在のところPEファンドの投資チームの多くが、ポートフォリオ企業の経営・財政の安定化と、予想される景気低迷に備えることに焦点を当てています。

しかし、ロックダウンの解除が進むにつれ、先見性のある投資家が、景気回復の早い段階で勝負に出ることで獲得できる投資リターンを目論み、PE従事者は市場環境の評価を再開することでしょう。

前回の金融危機と同様に、M&A活動の再開直後は、資産の大部分が不良資産で、取り得る選択肢は限定的であることが予想されます。最低価格での資産売却は、できれば避けたいものです。

新型コロナウイルスによる前例のない性質の景気後退が、問題を複雑化させています。誰も、今回ほどの急激な経済の停滞や失業率の急速な上昇を経験したことがありません。マクロ経済要因、市場成長、市場勢力図、成長ドライバー等、買手が一般に使用する資産評価指標すべてが突如、時代にそぐわない、あるいは、信頼性のないものとなりました。この景気後退がどのくらいの期間続き、どの程度まで深刻化していくのか、顧客の行動にどのような恒久的変化をもたらすか、誰にも分かりません。

だからこそ、一般的な価値指標による分析を超えた、洗練されたデータアナリティクスを用いた徹底調査、つまりは、デューデリジェンスを差別化することの重要性がこれまでに高まっているのです。M&Aマーケットのサイクルがピークにあった時でさえ、多くのデューデリジェンスチームが使用する従来型のツールはすでに、十分な機能を果たせなくなっていました。賢明な買手は、価値を算定するため、そして、大胆なマルチプルを根拠づけるため、数字の裏付を探り、独自の市場洞察力を身に付け、買収対象のオペレーティングモデルの強みと弱みを把握する必要性を認識していました。

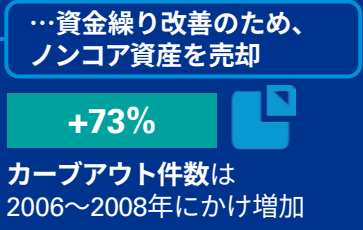
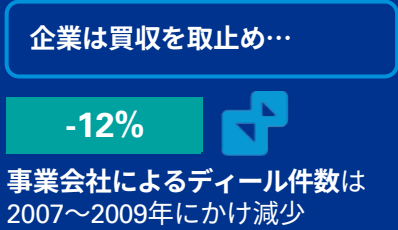
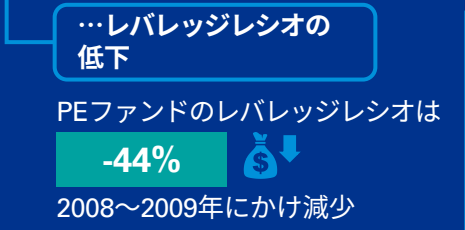
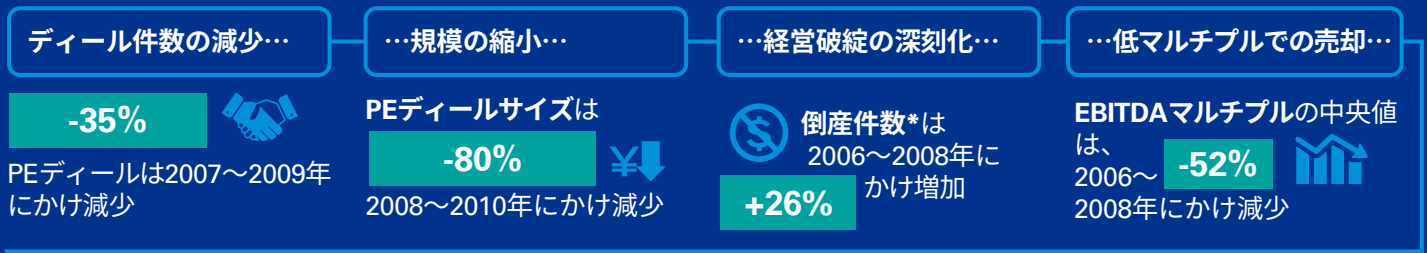
本資料においては、コロナ禍後の環境において効果的なデューデリジェンスの6つの重要戦術をご紹介します。これらの実証済みアプローチを採用すれば、PE投資家は、今後1~2年でその価値を顕在化させるであろう資産を発見し、高収益ファンドが前回のリセッションからの回復過程で得たような莫大なリターンを獲得できるチャンスが高まります。

# 過去に学ぶ

経済の復興を見込み、ディール市場に再参入する準備に入るにあたり、リーマンショックの経験から学びを得ることは有益です。次頁の図表に示されるとおり、M&Aの市場環境は今後大きな変化を遂げます。価値が下落した資産に溢れる混沌とした市場下であっても、その中に埋もれた真の価値を見極めることのできる投資家には、素晴らしいチャンスが訪れます。事実、リーマンショックに関するリサーチにおいて、リーマンショック前の2年では業界上位と中位のファンドの投資リターンの差は1.5ポイントであったのに対し、リーマンショック後の2年ではその差は7.2ポイントと、5倍近くの業績差となっていたことが明らかになりました。

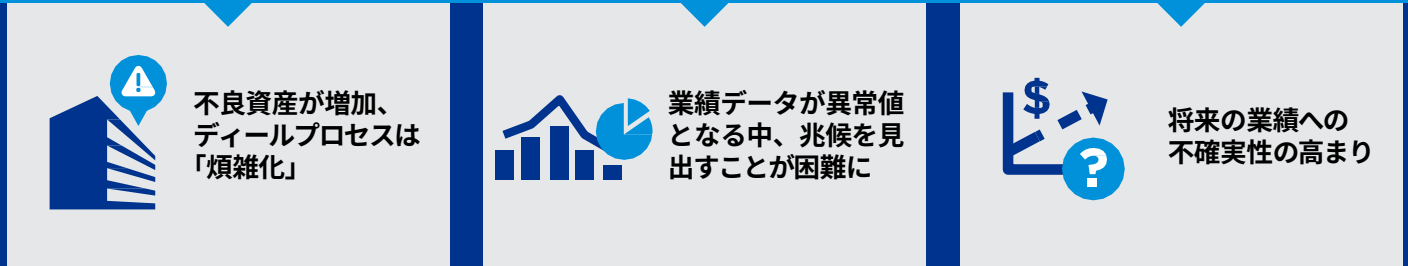
何がその差をもたらしたのでしょうか？ それは、デューデリジェンスの差別化です。従来のデューデリジェンスを実施するPEファンドと、先進的なデューデリジェンスを実施するトップPEファンドとの間で、投資リターンの差が大きくなってきています。コロナ禍後の環境の複雑さに鑑みれば、差別化されたデューデリジェンスを実施するトップファンドと、それ以外のファンドのリターンの開きは、今般のサイクルでさらに大きくなると見込んでいます。

前回の金融危機における世界のM&A市場の動きは、  
今回の回復に対し市場がどう反応するかについて示唆を与えてくれます



\*個人破産のみ抜き

これらの経験と現在の経済情勢から、次のことが予想されます

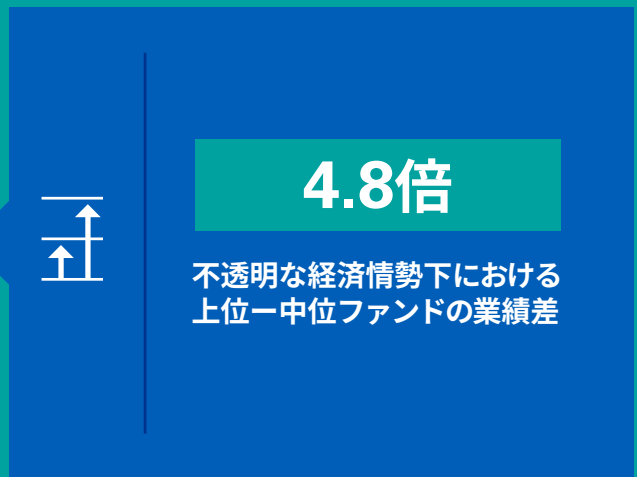
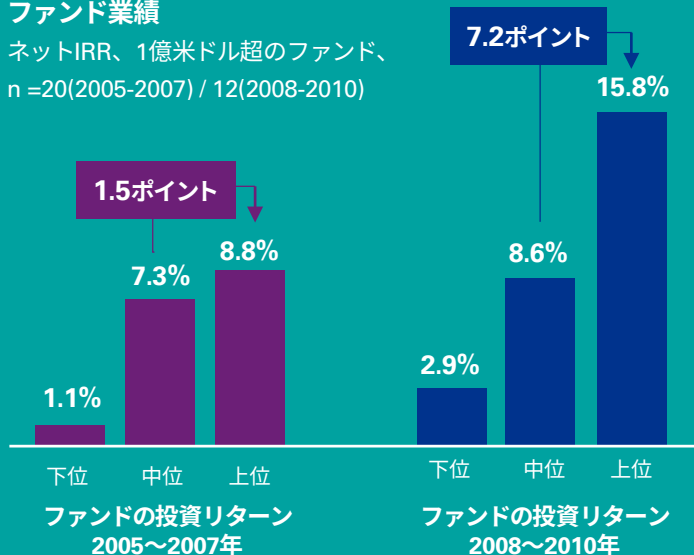


前回の金融危機時に直面した課題に加え、今回予想される  
市場の変化を注意深く理解し、うまく対応することのできるファンドは、  
他社を大きく引き離し、大きなリターンを実現できる可能性があります



ファンド業績

ネットIRR、1億米ドル超のファンド、  
n=20(2005-2007) / 12(2008-2010)



# さまざまな兆候を見落とさない

リーマンショックからの学びは確かに有益ですが、今後数ヵ月、数年に起こり得る事象は、前例のない姿をしているかもしれません。



## 不良資産が増加、 ディールプロセスは「煩雑化」

リーマンショック後にそうであったように、業績・財務状況ともに健全な企業では、価値評価が安定するまで売却を進めずに様子を見ることを選択する可能性もあります。このように売手が様子を窺っている間、ディールは、迅速な事業再生、複雑なカーブアウト、株式の非上場化、破綻企業の買収と、経営が苦境に陥いるにつれ、より小規模で煩雑かつリスクを伴うディールへと移行していくことが予想されます。リーマンショック時、米国の倒産件数は3倍に跳ね上がりました。今回はロックダウンの影響による資金繰りのひっ迫が顕著であることから、さらなる増加が見込まれます。



## 業績データが異常値となる中、 兆候を見出すことが困難に

新型コロナウイルスによるロックダウンの影響で、少なくとも2020年上期の財務・業務データは極端に異常値の多いものになる可能性があります。政府による新型コロナウイルス関連の経済刺激策、従業員の自宅待機、一時的減給、短期的な仕入値割引、賃料据置・減額、顧客喪失、設備投資の延期または中止、およびその他多くの一時的、非経常的、変則的な事象により、本質的な業績推移がひどく見えづらくなる可能性があります。事業再生やその他経済的困難を切り抜けるための施策の実施により、姿形がすっかり変わってしまう企業もあることでしょう。業績の把握においては、ロックダウン前、ロックダウン中、ロックダウン後の期間それぞれで、大幅に異なるデュエリジェンスアプローチが必要となる可能性もあります。



## 将来の業績への不確実性の 高まり

ロックダウンによる影響や感染者数が地域ごとに日々変動しているため、進行期の収益の予測でさえその影響に晒されており、将来の収益については、それ以上に予測が困難です。ロックダウンによる影響は今後も、国・地域、業界、企業間で異なることが予想されます。業界によっては、迅速な復興を遂げるかもしれませんが、しかし業界によっては、数ヵ月もの活動停止後の再開が緩慢なものとなるかもしれません。製造現場では、供給ラインの稼働再開に多くの困難を伴う可能性があり、小売業では、来客数の回復に時間を要するでしょうし、減少した来客数がそのまま新たな標準として定着してしまうかもしれません。景気の悪化と回復の仮定で、業界の「ノーマル」を改め、継続的に更新していく必要があります。







ディールチームに求められるのは、こうした複雑な環境下、入札プロセスとディールに求められるタイトな時間軸の中で、適切な舵取りを行い、先を見越した可能性について確信を持つことです。

# コロナ禍収束後の市場において デューデリジェンスの差別化に より成功を収める6つの方法

KPMGは、長年にわたり、多くのディールメーカーとともにデューデリジェンスの差別化を実施してきました。先進的な買手の間では、一般的なデューデリジェンスだけでは、価値創出の大きな機会や、価値の実現の妨げとなる事象を見逃してしまうという見方が広まっています。こういった投資家たちは、先進的かつデータ主導型の調査手法を使うことで、市場、戦略、オペレーティングモデルに関して、財務情報やインタビュー、公表される調査レポートからは読み取ることのできない深い洞察を得ることができます。この先進的アプローチこそが、市場の中で一歩抜き出るための手法なのです。

以下に、現場実証済みの6つの差別化要素を解説するとともに、一流ファンドの成功事例においてこれらがどのようにして成果を上げているのかをご紹介します。これらの6つの手法は、KPMG独自のツールと業界知識の豊富なディールの専門家によって実施が可能であり、過去数年間に、世界中の最も困難とされる状況下で使用されてきたものです。今日の状況においてこれらの手法を適用することで、多大な優位性がもたらされるであろうことを確信しています。

## コロナ禍後のM&Aにおけるデューデリジェンスの6つの差別化要素

1		<b>リアルタイムの マーケット情報</b>	リアルタイムのマーケットデータセットを組み合わせ、新たに定義される市場勢力図において買収対象会社が成功を収める能力について深い理解を醸成
2		<b>対象会社の詳細分析： 財務諸表のみでなく、 取引レベルデータを活用</b>	取引レベルのデータを使用し、異常値を除去して兆候を見出し、対象会社の本質的な業績をより粒度の高い視点で把握
3		<b>ダイナミックな 財務シナリオ</b>	前提条件、シナリオ、予測モデルをより柔軟に組み合わせ、不確実な回復環境における多数の「仮説」を導出
4		<b>オペレーティング モデルの整備状況</b>	特定の投資テーマに向け投資を実行するにあたり、投資対象のインフラ、機能、使用可能なリソースが十分であるかを評価
5		<b>デジタル機能の 整備状況</b>	投資対象のテクノロジーやインフラを、単なるバックオフィスのコストセンターとしてではなく、戦略的な収益創出の能力として評価
6		<b>価値創出のための ロードマップ</b>	投資テーマにおいて定義される財務目標にリンクしたデューデリジェンスの実行計画と、クロージング後に実行すべきオペレーション計画の立案



# 1 リアルタイムのマーケット情報

## 従来のアプローチ

- 業界レポート
- 過去実績のCAGR
- 有識者に対するインタビュー

## 差別化アプローチ

- 場所／販売チャンネルごとのデータポイント（人通り、携帯電話の追跡、POSデータ等）
- リアルタイムの指標・代替指標（オンラインレビュー、ホームページへのアクセスパターン等）

コロナ禍以前の業界予測は、突如として全く意味を成さなくなってしまうと言えるでしょう。標準的な業界レポートからは、特定の市場が今後12～18ヵ月でどうなるかといった情報は読み取れません。だからこそ今、コマースデューデリジェンスは、業界レポートと有識者へのインタビューに基づくありきたりの計画書から、リアルタイムのデータ分析へと進化が求められています。なぜならそれが、市場で今何が起きているのか、資産がどれほどの価値を持つのか（あるいは棄損しているか）を把握する唯一の方法だからです。新たな現実は今から確定していくものであり、需給の推移を注意深くモニタリングすることで、リアルタイムに投資対象の競争力の予測をより確かにすることができます。下記の事例からおわかりいただけるとおり、多岐にわたるデータを活用することで、買手は独自の知見を得ることができます。

- レストランチェーンは、競合他社との比較でどの程度、テイクアウトやデリバリー事業に軸足を移すことができているか。

- 小売業者は、どのくらいのスピードで、eコマース機能を強化できているか。また、競合他社はどう動いているか。
- 特定のサブセクターにおいて、回復の見通しはどの程度か。

ITデューデリジェンスはここ数年で進化を遂げたものの、事業のデジタル化が加速する今、テクノロジーデューデリジェンスの抜本的変革が必要であると言えます。

スマートフォンからのGPS位置情報、ソーシャルメディアの投稿、製品レビュー、各地域における人口動向、新たな建築許可、検索エンジン分析、無数にある業界特化のデータソース等から、データマイニングを実施することが可能です。こういったデータストリームを分析することで、特定企業についてのビジネスの状況と洞察を、リアルタイムで捉えることができます。市場や業界内で破壊的かつ急速な変化が起きている昨今の情勢においては、特に有用なアプローチです。



## 現場から

コロナ禍後に役立つこれまでの事例

### オンラインレビュー件数が製品ラインナップのギャップを明らかに

ディールチームでは、ニッチ市場において事業展開するEC企業およびその競合に対する5万件を超えるオンラインレビューのウェブスクレイピングを実施することで、レビュー件数が製品ごとの売上高と高い相関関係にあることを発見。

ある競合のレビュー件数（さらに、代替指標として市場シェア）は、対象会社のレビュー件数の増加の2倍のスピードで増加していたが、これは、その競合が、対象会社では扱っていなかったSKUを新たに取り入れたことによるものであったことを解明。

当該検出事項に基づき、対象会社では当該SKUを製品ラインに追加し、売上高の5%に相当する製品ギャップをすぐさま埋めることに成功。



## 現場から

コロナ禍後に役立つこれまでの事例

### 日系小売チェーンでの情報網の強化により明らかになった成長機会

PEファンドが出資する小売クライアントの売上を伸ばすため、新店舗開設の最適地の評価を実施。クライアントが新店舗候補地とするエリア（都内の密集度が高く競争も激しいエリア）の最新の人通りデータを使い、新店舗に適切と思われる立地を複数特定し推奨。

許可されたGPSによる消費者位置検索から、年齢、性別、日付、時間別の動向を記録する2億4,000万を超えるデータポイントから、対象消費者1年分に当たる1,000万件近くの記録を入手し分析を実施。ターゲットとする顧客層の往来が多い大小の通りを特定。

さらに、顧客層の移動データを地理空間分析と組み合わせ、店舗業績ならびに見積り賃料と深い関連性を持つ要素を特定した。これにより、通りレベルで新店舗候補地4件を特定、12～15%の増収が見込めるプランを提案。



### 従来のアプローチ

- 過去のP&L
- 試算表の粒度
- 推移/季節性
- 上位20位の顧客/仕入先

### 差別化アプローチ

- 顧客、仕入先、運賃、マーケティング、販売チャンネル等をカバーした、取引レベルのデータ（アクセス可能なあらゆるデータソース）
- 売上高の季節性に留まらないドライバーの詳細分析（ユニットエコノミクス、チャンネルミックス、新規・喪失・既存、等）

コロナ禍以前も、洗練されたPEファームは、掘り下げた分析から、財務諸表の水面下で何が起きているのか洞察を得る方法を知っていました。損益計算書のすべてのカテゴリーにおいて、対象会社の顧客とサプライヤーまでドリルダウンして分析し、それぞれの強みと安定性を評価します。こうすることで、P&Lの推移を引き起こしている要因の一つひとつを特定、キャッシュフローについての信頼性確保、リスク計量が容易になるというメリットがあります。今般の環境においては、多くのアノマリー、一時的な事象、事業における変化、事業再編およびその他多くの「ノイズ」が発生しており、このように財務面の強みを徹底的に理解することは極めて重要です。

このような状況下でディールを検討する際には、事業の全領域をカバーし、取引レベルまで掘り下げた詳細な分析を実施する必要があります。デューデリジェンスでこの粒度の分析を実施することで、下記のような詳細が明らかになります。

- 仕入先への支払：何に対しいくら請求されたのか？ どの部門に関連するもので、頻度はどの程度か？ 価格条件に変更はあったか？
- 運賃および物流費：いつ、どこからどこへ、誰が、何を出荷したか？
- マーケティング活動：最も良い反応を得たのは、どのマーケティングキャンペーンでのどのような仕掛けで、コストはどれくらい掛かったか？
- 在庫管理：どの商品が、どこで、どのような顧客に、どのような用途で売れているか？
- 顧客の拡大と健全性：どの顧客層が成長している？ リスクに面しているのは？ その理由は？ 契約条件を変更した場合の影響は？
- 価格決定力：SKU、顧客セグメント、地域別価格決定要因のうち、増収につながり得るものは何か？

- パイプラインの強さ：パイプラインの中で実現の確度が最も高いものは？ 過去のパイプライン実現動向は？ コロナ禍後その動向はどう変化しているか？
- チャンネルミックス：販売が拡大または縮小しているチャンネルは？ この動向をもたらした要因は？

経験豊富な買手は、取引レベルでのトレンドを浮き彫りにすることで、ユニットエコノミクスと足元の業績の根底にある個々のドライバーに関する理解を深め、将来のキャッシュフローについてより多くの情報に基づく判断が可能となります。昨今の不確実な経済情勢下においても、自身の見解に対し確証を得ることができるのです。



### 現場から

コロナ禍後に役立つこれまでの事例

#### 詳細なネットワーク最適化モデルの導入により、統合された発着場に係るコストを15%削減

買収とオーガニックグロースにより規模の拡大を積極的に追及していたプライベートジェット機運営会社は、各フライトの収益性と拡大するネットワークに存在し得るギャップをより的確に理解する必要に迫られていた。

ジェット機全体の取引レベルの詳細な集計、および各「フライト」へのコスト配賦モデルを構築し、フライトの運行状況と計画作業を最適化し、営業費用とグループ2社で実施する保守作業を削減する機会を検出。

統合された新しい発着場に係るコストに関し、会社全体のコストベースの15%に相当するコスト削減機会を導出。



#### 従来のアプローチ

- ー ベース／アップサイド／ダウンサイド
- ー 成長およびコストに係るハイレベルな前提条件
- ー 投資モデルに柔軟性を盛り込みつつも、多様なデータを使うという点でダイナミックさが限定的なモデル

#### 差別化アプローチ

- ー バリューチェーンの各側面に効く分析の可視化とインタラクティブな「仮説」シナリオ構築能力(ネットワーク最適化、シナリオ分析等)
- ー コロナ禍からの回復と事業拡大に係る予測モデリング

従来、ディールモデルは、特定会社のベース、アップサイド、ダウンサイドケースを含みます。当枠組みは今後も変わらない可能性が高い一方で、洗練された投資家は、前提条件、取り込む情報の粒度、感度分析能力を大幅に強化していく必要があります。

多くの業界で、ダウンサイドケースはすでに、実現してしまっています。新型コロナウイルスの感染拡大により、前例のない需要の喪失が生じました。買手は今、さまざまなアップサイドの回復シナリオを比較検討しています。この不確実な状況下、不確実性とあり得べき結果をよりの確にモデルに反映させることにより、投資の実行と回避を判断することができます。リアルタイムの市場情報や取引レベルのデータ等の先進的なインプットから、これらのシナリオを知ることもできます。

下記のような多岐にわたるシナリオを解析するには、広範な想定をカバーする柔軟性をもつデータアナリティクス手法が必要となります。

- ー 対象会社が主要顧客を喪失したらどうなるか？
- ー 前提となっている原材料価格が変動したらどうなるか？
- ー マーケティングコストを再配賦すれば、セグメント内のシェアを拡大できるか？いくら必要か？
- ー 運転資本のどの要素が最も柔軟か？
- ー キャッシュフロー予測はどうなっているか？販売チャネルや製品ミックスを変更したら、どうなるか？
- ー 業界の低価格市場において、どのような増収機会があるか？どうすれば増収を達成できるか？

各インプットにはそれぞれ、シナリオ分岐の条件設定、各シナリオにおける蓋然性のレンジ、およびダイナミックな投資の命題を裏付けるストーリーが必要です。

シナリオプランニングにより多くを費やし、可能性のあるシナリオがより多くモデル化され起り得る結果への網羅性が高まるほど、デューデリジェンスにおいて潜在的な価値創出の源泉や価値の流出要因を見落としていない、という買手側の自信が強まります。シナリオプランニングにより、ある投資の命題は妥当性が立証され、またあるものは反証されますが、立証も反証も同様の価値を持ちます。そしてこうしたモデルの検討は、価値のある新たなシナリオを発見するのに役立ちます。



#### 現場から

コロナ禍後に役立つこれまでの事例

#### 店舗別業績分析およびコロナの影響分析により、事業計画に示唆

全国展開する小売りチェーン同士の統合検討において、クライアントは合計1,000店舗以上の店舗の詳細な両社比較分析を含めたデューデリジェンスをKPMGに依頼。

対象会社は事業単位でしか間接費の配賦を行っていませんでした。そのため、プロジェクトチームは、両社のシステムから入手可能な全店舗のPLデータを用い、比較可能となるような配賦方針に基づき再配賦を行い、事業計画を検討するのに必要なさまざまな切り口でBIツールを用いて可視化を実施。

併せて各店舗のコロナ下の人流動向と売上への感応度分析を行った結果、買手の店舗よりも好業績に見えていた対象企業の店舗の中から、実際には課題のある店舗や事業が特定され、今後の統合を検討するにあたり、ポートフォリオの改善が必要であることが判明。





### 従来のアプローチ

- 内部ベンチマーク
- 出資前・出資後マネジメント会議
- デスクトップ分析
- オペレーティングパートナーまたはアドバイザーによる、デューデリジェンス後のオペレーティングモデル評価

### 差別化アプローチ

- 業務プロセス、拡張性、および実行リスクの背景と詳細を理解
- 現場チームへのインタビュー、ストレステスト、詳細モデリング
- デューデリジェンスにおける、実務経験（社内のオペレーティングパートナー）の活用



過去のデューデリジェンスにおいてもアップサイドポテンシャルの定量化は実施されることもありましたが、対象資産のオペレーティングモデルが価値創出にどうつながっているか、あるいはどう妨げているかに焦点を当てることは一般的ではありませんでした。出資後の業績の向上のためには、強い経営陣、変革を追求する姿勢、適切なテクノロジー、そして中長期の視点から、十分かつスケラブルなオペレーティングモデルが必要です。これは特に、コロナ禍後の環境においてまさしく当てはまります。もし十分備わっていないのであれば、これを重大なリスクとして認識し、必要な投資を定量化する必要があります。コロナ禍を乗り越えようとコストを削減する企業が多い中で、将来の成長につながる適切なオペレーティングモデルが整備されているかどうか、企業の将来を左右する課題となります。

データアナリティクスにより価値創出機会を特定することもできても、経営陣が実現に向け動かなければ意味がありません。仮に世界一の知見を持っていても、経営陣にそれを戦略、事業計画へと落とし込む力がなければ、何の役にも立たないのです。

これには、大掛かりなビジネストランスフォーメーションが必要かもしれませんし、その場合はさまざまな要件（リーダーシップのある人材を含む）を追加投資としてディールモデルに盛り込まなければなりません。オペレーティングモデルの整備状況を評価することで、欠如する経営経験、機能、事業サポートインフラが見えてきます。

不安定な経済情勢は、どの業界においてもオペレーティングモデルの柔軟性を高める必要があることを浮き彫りにします。経済が回復に向かう際に、対象資産のオペレーティングモデルは元の規模に戻れるでしょうか？ その過程において前進と停滞とが繰り返される場合に、迅速かつ柔軟な対応が可能でしょうか？

今後数年は、コア事業に焦点を絞り直す必要性に迫られた企業による、不良資産の売却やノンコア事業のカーブアウトがディールの多くを占めることとなるでしょう。こういったディールを成功させるには、PEファームにおいて、より慎重かつ現実的な視点から、「達成すべきコスト削減」と「実現までの期間」を検討しなければなりません。これには、デューデリジェンスの重要な要素として、オペレーティングモデルの強みと弱みをより深く理解することが必要となります。



### 現場から

コロナ禍後に役立つこれまでの事例

#### オペレーティングモデルの調査の結果、多額の投資が必要であることが示された

買収により成長を続けていた動物病院グループの徹底調査を実施した結果、統合を進める際に権限移譲型アプローチが採られていることが大きなリスクであることが示された。

事業計画では、年間の買収件数を倍増させ、300の動物病院を買収する計画となっていたが、それまでに、バックオフィス業務やサポート機能の統合または一元化を実施しておらず、買収後のEBITDAは平均で240ポイントも減少していた。成長と利益率の両面を維持するには、オペレーティングモデルの大幅な改善が必要とされた。

調査の結果、ディールチームは、9つのオペレーティングモデルに係る取組みに年間2百万ドルのコストを盛り込み、ダウンサイドリスクを十分カバーするため改善計画のタイムラインを3年に延長。



#### 従来のアプローチ



- 標準的なバックオフィス機能の調査(コアERP評価、繰延設備投資の分析、インフラの検証等)
- リスクに焦点を当てた調査業務

#### 差別化アプローチ



- デジタルチャネルを通じた収益の創出、生産性向上、顧客獲得といった機会およびリスクを精査するための戦略的テクノロジー調査

不透明なコロナ禍において私たちに確実にわかることは、あらゆるもののデジタル化が加速しているということです。店舗が閉鎖され、小売業者はeコマースの機能構築の速さを競っています。業界・業種を問わず、すべての企業で、リモートワーク環境を整備し、顧客、従業員、仕入先とのつながりをデジタル化する必要に迫られました。

従来のテクノロジーデューデリジェンスでは、データセンター、コアアプリケーションの一覧、および、システムのアーキテクチャを調査対象とするのが一般的で、コスト削減機会、または投資や資金需要を明らかにすることが目的でした。ところが、現在のデューデリジェンスでは、テクノロジープラットフォームやシステムがどの程度企業の戦略をサポートし、収入獲得へとつながっているかという点をも対象としなければなりません。例えば、以下のような点が問われます。

- 小売業者のホームページは、どの程度、オムニチャネル購買体験をサポートしているか？

- 競合に劣らない水準でデータアナリティクスを活用し、最適な販売の糸口を見極められているか？
- 従業員との関係構築において、どのようにテクノロジーを活用しているか？
- 適切なサイバーセキュリティ対策を講じ、十分にリスクを低減しているか？
- 対象会社が使用しているソフトウェアやプラットフォームは、最も競争力のあるものか？今後もそれが続く見込みか？

ITデューデリジェンスはここ数年で進化を遂げたものの、事業のデジタル化が加速する今、テクノロジーデューデリジェンスの抜本の変革が必要であると言えます。

バックオフィス機能の診断は引き続き重要ですが、経験豊富な投資家が投資先について知りたいのは、より広義のデジタル戦略であり、コストセンターとしてではなく、収益ドライバーおよび差別化要因としてのバックオフィス機能なのです。



### 従来のアプローチ

- バリュレバの定量化とモデル化
- 経営陣レベルでの計画
- 限定的な100日計画

### 差別化アプローチ

- デューデリジェンス時のロードマップの策定。トランスフォーメーションによるメリット、コスト、時間枠をディールモデルに落とし込む
- オペレーティングパートナーとオペレーションの専門家がデューデリジェンスに関与
- デューデリジェンスを通じたロードマップの策定による、取引実行に係る検討事項の特定（一時費用、TSA等）



今日の情勢下では、多くの不良資産が「トランスフォーメーション」を投資テーマとして売却に出されることが想定されます。こうした資産の買収で成功を収めるために、デューデリジェンスからディール実行段階への連携がこれまで以上に重要となります。デューデリジェンスの初期段階から、この連携を重視する必要があります。

そのために、最初からオペレーションに精通した専門家に関与させることが鍵となります。専門家に関与することで、取引実行前のデューデリジェンスからクロージング後の統合までの間に起こるメッセージの喪失を避けることができます。我々の経験においては、買収から数年間で統合に行き詰まってしまうケースをいくつも見てきており、特にクロスボーダー案件ではこれが顕著です。これは、買収による価値創出には、予想よりも時間がかかり、デューデリジェンス時に見込まれるよりも多大な労力と費用が要されるためです。しばしば、ロードマップが明確化されておらず、具体性に欠け、クロージング後の評価のための基準がしっかりと整備されていないがために、価値が喪失されてしまうケースが見受けられます。

専門家は、突っ込んだ質問をすることで、ディールチームが見落としがちな取引実行時に障害となり得る要因を見極めることができます。

例：

- 投資命題の達成には、どのような人材、プロセス、テクノロジーが必要か？
- TSA（移行期間におけるサービス契約）に不足はないか？
- 分離に係る要件は何か？ その時間枠とそれに伴うリスクは？
- スタンドアローンコストは、適切な水準でモデルに組み込まれているか？

上記のような質問に沿って進めていくことで、ダウンサイドリスクを緩和するとともに、投資家がどのような資産に投資しようとしているのかについてより正確な理解を促すことができます。アップサイドのみではなく、コストや妨げとなるものもすべて明確にすることで、効果的な投資実行へとつなげます。



### 現場から

コロナ禍後に役立つこれまでの事例

#### Day 1以降の価値創出を促進するため、デューデリジェンスの手続きとして「製造現場の見学」を実施

アジアのPEファームがグローバル展開する消費財製品製造企業への出資にあたり、KPMG支援のもと投資前評価を実施したところ、当該対象会社の主要工場の収益改善によって、大幅な価値創出の機会があることが判明。

ディールチームは、社内の専門家を集めチームを形成した上で、製造データの確認と現場分析のため、現地を訪問。専門家らは、製造データと自らの観察結果から、製造ラインの更新に加え、先送りされていたメンテナンスに対応し、製造プロセスを再設計する機会を特定した。潜在的な出資後のアップサイドを迅速に分析することで、クライアントが買収プロセスを進めるにあたり、より多くの情報に基づいた価格判断が可能となった。

## 差別化されたデューデリジェンスにより売手が成功を収める方法



買手は、景気後退期に売りに出ている資産は何らかの不良資産であると考えます。当面の間、企業バリュエーション、ディール件数ともに落ち込み、買手側による投資対象に対する調査分析は、厳しさを増すでしょう。

売手としては、資産をより高く売却するため、あらゆる手立てを尽くそうと考え、多くの企業が資産を売却しようとする中、なぜ自分たちの資産が「ダイヤモンドの原石」であるかを示そうとします。

本資料のアプローチを採ることで、売手は売却に向けて効果的に準備を整え、効率的なプロセスで最大限の価値を達成してきました。マーケットダイナミクス、パフォーマンスドライバー、アップサイドシナリオ、オペレーティングケイパビリティ等、すべてが社内データと外部のマーケットデータにより裏付けられているため、売手は攻めの姿勢を採ることができます。市場展望、アップサイドシナリオ、価値の向上に向けたロードマップについての深い理解を売手が示すことができれば、買手側の調査に先立ち、ディールプロセスにおいて信頼を構築することが可能です。



### 現場から

コロナ禍後に役立つこれまでの事例

#### 売手による徹底調査によりオークションプロセスにより深い知見を実現

PEファームがポートフォリオ企業の1つである工業用ツール製造企業の売却を検討していた。コアとなるデューデリジェンス業務に加え、KPMGのチームは、ファームに関する詳細データを活用し、隠れた潜在価値を見極めた。

収入およびコストの詳細な構成を明らかにするため、製品レベルでの詳細分析を実施し、クライアントのアプローチでは特定することのできなかったSKUレベルの収益性変動の主要因を特定。当該詳細分析により、製品ミックスの再構成により売上全体を向上させる機会を発見し、入札者の価格判断においてアップサイドをもたらした。

## 成功に向けた準備

PEファンドにとって、ディールを取り巻く事情は非常に複雑化しています。業績データは多くの異常値で埋まり、価値の算定は一段と困難になりました。売りモノの多くが「不良資産」という性質から、真の価値の見極めはさらに難しいものとなるでしょう。それに加え、多くのPEファンドは、積みあがった資金を持って虎視眈々と投資機会を狙っています。価値ある資産をめぐる激しい競争が、今後も繰り広げられるでしょう。

だからこそ、デューデリジェンスの差別化が極めて重要なのです。PEファームには、より深く掘り下げた調査とデータアナリティクスの活用により独自の知見を獲得し、投資対象について深い理解、あるいは売手に勝る深い理解を得ることが求められます。そして、競り勝つためにはこれらすべてを、ディールに即したスピードで実行しなければなりません。

本資料において説明したデューデリジェンスの6つの差別化アプローチは、連携し、統合的に実施することでディールスピードを落とすことなく、厳しいM&A環境下においてもPEファームに優位性をもたらし、競合ファームに対するリードを広げることにつながるでしょう。

# KPMGの支援

KPMGでは、M&Aサイクル全体を通し、PEファンドが価値を創出しリターンを向上させる支援を提供しております。KPMGのM&Aサービスは、ディール戦略（マーケット情報、投資対象の特定、ポートフォリオ分析）に始まり、評価・バリュエーション、交渉、デューデリジェンス、クロージング後の統合・価値創出、売却までを網羅し、多岐にわたります。

KPMGのメンバーファームでは、多岐に渡る分野に精通した専門家から成るチームを組成し、一体となってディールアドバイザリーサービスを提供しております。これにより、専門領域やサービス機能に捉われず、スムーズな連携にて業務を提供しています。KPMGのチームでは、企業や市場に関する独自の知見を得るため、高度なデータアナリティクスを活用します。

高度なアナリティクス、ディールに特化したテクノロジー、独自のデータセットに積極的に投資しており、ディールで求められるスピードでこのような知見の提供を実現しています。

市場最高水準のツールやケイパビリティに加え、KPMGのPEチームは、PEクライアントに特化したディールプロフェッショナルをそろえています。これらのプロフェッショナルは、深い業界知見・ディール関連知識をチームにもたらし、価値の実現に向けた業績改善策の策定を含む、M&Aサイクル全体を通した支援を可能にしています。KPMGの統合型価値創出モデルでは、体系的アプローチにより統合後の価値の獲得を目指します。

## プライベートエクイティに対する差別化されたアプローチにより…



### クライアントのために真の価値を見極める

信頼されるアドバイザーとして、クライアントが何を大切に、何を優先するかについて、その理解に最善を尽くしています。



### 関連性のある経験を活かす

厳選された経験豊富なメンバーで構成されるチームにを通じて、PE、業界、ディールプロセスに関連する最適な機能とサービスが提供されます。



### ディールスピードで知見を構築

KPMGでは、独自のツールと手法に多大な投資を行っており、詳細な分析を迅速に提供する仕組みを構築することで、成果物ご提供のスピードアップを図っております。



### 市場で価値に基づく成果を上げる

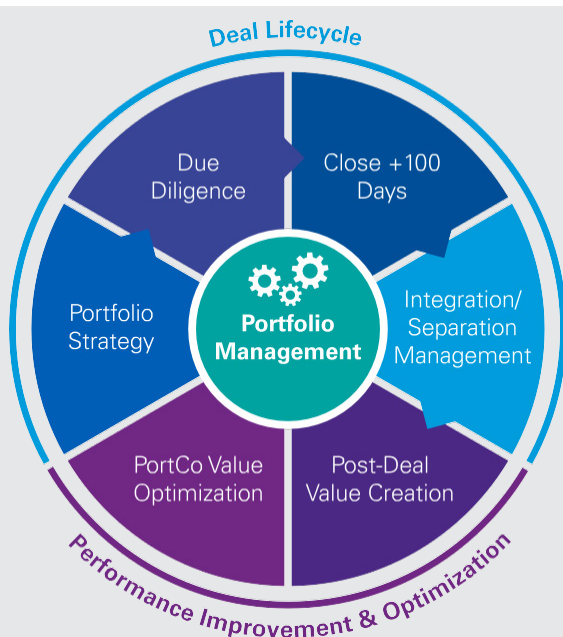
クライアントは、ディールサイクルと業績改善課題に対してKPMGの先端テクノロジーや専門的能力を活用することで、継続的に最高水準の投資リターンを得ています。



### 業界最高水準の費用対価値

KPMGでは、価値の徹底追及をコアコンピテンシーとしています。数百もの改善プロジェクトを牽引し、報酬の10~15倍もの経済価値を実現し、クライアントの投資リターンを改善してきました。

## …各段階でリターンを改善



不確実性の高い状況下では、PE投資家による価値の追求にとって、KPMGの持つ幅広いケイパビリティ、人材、ツールが特に有用となります。多くの「ノイズ」の中から信頼できる「シグナル」を見出そうとするときや、業界や市場が前例のない混乱や変革の最中にあるときなど、従来の方法やツールでは不安が払しょくできない場面こそ、KPMGの差別化されたデューデリジェンスが、投資家に確信を与えます。

# お問合せ先

株式会社 KPMG FAS

fasmktg@jp.kpmg.com

本資料に記載されるサービスの一部または全部は、KPMGの監査クライアントおよびその関連会社には提供できない場合がございます。



[home.kpmg/jp/socialmedia](https://home.kpmg/jp/socialmedia)

本冊子は、KPMG米国が2020年5月に発行した「Differentiated diligence after COVID-19」をKPMG米国の許可を得て翻訳、一部加筆したものです。翻訳と英語原文間に齟齬がある場合は、当該英語原文が優先するものとします。

本冊子において、「私たち」および「KPMG」はグローバル組織またはKPMG International Limited (KPMG International) の1つ以上のメンバーファームを指し、それぞれが独立した法人です。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断下さい。

© 2020 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Companies Act and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved. 20-1098

© 2020 Copyright owned by one or more of the KPMG International entities. KPMG International entities provide no services to clients. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization. DASD-2020-1736-F-1