



KPMG FAS Newsletter

Driver

Vol.02 October 2018

| Close-up |

M&A 価値創造のセオリー^(下)

- 1 M&A交渉における適正な取引価格の決定メカニズム
- 2 トランスフォーメーション価値を実現するM&A
- 3 海外企業のM&Aに伴う不正リスクの脅威とその対応

kpmg.com/jp/fas

02

Contents

KPMG FAS Newsletter “Driver”
Vol.02 October 2018

02

News & Trends

注目のニュース&トレンド情報

04

Close-up

M&A

価値創造のセオリー (下)

06

Close-up 1

M&A交渉における適正な取引価格の決定メカニズム

文 = 阿久根 直智 / マネージング・ディレクター

10

Close-up 2

トランスフォーメーション価値を実現するM&A

文 = 加藤 雅也 / 顧問

14

Close-up 3

海外企業のM&Aに伴う不正リスクの脅威とその対応

文 = 伊藤 俊介 / ディレクター

18

Market Check!

セクター別EV/EBITDA倍率トレンド

20

Publications & Reports

出版物紹介

21

Contacts

お問い合わせ

News & Trends

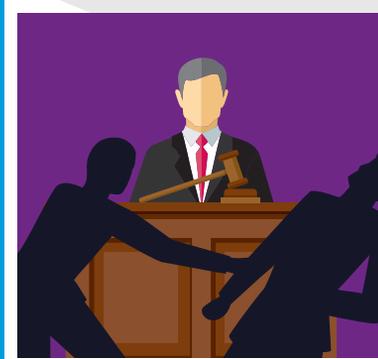
注目のニュース&トレンド情報



高騰する買収価格とその背景
買い手が意識すべき目線とは



巨大プロジェクト
日本型IRの誘致競争が本格化



日本版司法取引と
社内不正調査のあり方



ASEAN地域での事業成長、
リスク管理に新しい力

2018年上半期もM&A市場は海外、国内とも好調であった。武田薬品工業によるシャイアー買収、Tモバイルとスプリントの合併等の大型案件が相次ぐなど、日本企業関連の取引総額は前年同期比280%増の25.4兆円となり、過去最高となった。グローバルでも上半期は65%増加の2.5兆ドルで、こちらも

過去最高を記録した。一方、買収価格に過熱感が生じているとの声もある。世界の上半期M&Aの平均EBITDA倍率は15.5倍(トムソンロイター)となり、前年の14.7倍を上回っている。世界の主要市場でも株価は歴史的な高水準で推移しており、市場の目線は上振れしている。特にIT等の

成長領域では、有望企業の囲い込みを狙った買収競争が起きやすく、「適正価格」の見極めには十分な注意が必要だ。

M&Aは本来、成長のための一手段である。買い手には、「数ある選択肢から、なぜ本件を選ぶのか」を説明するに足る戦略的、複眼的な視点が求められる。

本年7月に統合型リゾート(IR)整備法が成立した。国は国際競争力の高い滞在型観光を実現し、日本を観光先進国とする原動力にしたい意向。早ければ2021年頃に最大3ヶ所の区域が認定され、2024年頃に数千億円から1兆円という投資規模のIR施設が開業する。候補自治体に応募する民間事業

者の準備も急ピッチで進む見通しだが、誘致競争が本格化する候補自治体では来春の統一地方選で誘致賛否が争点化する懸念もある。今後、候補自治体は議会での議決を経てIR事業者を選定し、最終的に国がIR区域を認定するため、民間事業者、候補自治体及び国の協調が必要不可欠といえる。

海外カジノ事業者を含む民間事業者が多段階選定プロセスで勝ち残るには、顔役となる地場企業や事業遂行能力、資金調達力が高いコンソーシアム組成の巧拙が鍵になる。また、情報提供を通じた候補自治体等利害関係者とのコミュニケーション戦略も重要になるだろう。

今年日本に導入された司法取引の適用第一号は、三菱日立パワーシステムズ(MHPS)のタイの現地社員による港湾当局の公務員への贈賄を、日本人幹部が了承した不正競争防止法違反の一件であった。MHPSは内部告発をきっかけとして社内不正の存在を把握し、調査を経た上で、会社自らが検察に

申し出ることにより会社への刑事訴追を免れた。

日本版司法取引は、組織的な犯罪の解明を目的として導入された捜査・公判協力型の協議・合意制度のことで、企業の不祥事対応における効果的なツールとして使用できる。一般的に不正調査というと、社会から

追込まれて行う消極的な面が取り沙汰されるが、企業にとって大きな影響を自ら軽減できる制度が動き出した点で重要である。今回の日本版司法取引の適用が、単に企業が刑事訴追の免罪符を得る為の手段ではなく、結果的に自浄作用を促進し、多くの不正をあぶりだすトリガーとなることを期待したい。

海外ビジネスを検討する多くの日本企業にとって、ASEAN市場はその市場規模、成長性において戦略的重要度が高まっている。ただ、経済発展が著しい一方で、制度面、税務・財務面の実務は、いまだ不透明、不安定な部分も多く、進出にあたり対応には注意を要するの事実である。

このほど、KPMGジャパンとKPMGシンガポールは、日本企業が抱える同地域への投資やM&A、投資先のリスク管理や再編といったニーズに、よりの確、迅速に応えるため、密接な業務提携体勢を構築した。ASEANコリドーと呼ぶ新たな提携スキームの下、まずはシンガポールおよびインド

ネシアを手始めに、KPMGが誇るスペシャリストがダイレクトに繋がり、日本企業の域内における成長戦略、M&A、事業再編に関するアドバイザー業務、また企業内不正調査、ガバナンス構築等のフォレンジック分野において、企業が抱える個々の課題に即したソリューション提供を行う。

M&A

価値創造のセオリー (下)

人口減少・高齢化といった国内市場の構造要因により、企業の持続的成長のためには海外展開が不可欠とされる。ただ、現実問題として、日本企業による海外M&Aの成功のハードルは高い。

今一度、日本企業がクロスボーダーM&Aで直面する現実と課題を整理し、インディールにおける交渉の要諦から、買収にかかわるリスク対応、更には真のグローバル企業に生まれ変わるために必要な覚悟や取り組みについて、要点解説を試みる。

06

Close-up 1

M&A交渉における適正な取引価格の決定メカニズム

文 = 阿久根 直智 / マネージング・ディレクター

10

Close-up 2

トランスフォーメーション価値を実現するM&A

文 = 加藤 雅也 / 顧問

14

Close-up 3

海外企業のM&Aに伴う不正リスクの脅威とその対応

文 = 伊藤 俊介 / ディレクター



執筆者紹介

Masaya Kato

加藤 雅也／顧問 (写真左)

株式会社KPMG FAS

2018年4月から現職。日本企業向けに海外M&A戦略の立案、実行の全般を助言。KPMG入社以前は、大手素材メーカーの企画部門責任者として、2000年以降、海外M&A/PMI案件に多数従事。M&Aを活用した日本企業のグローバル化、戦略的シナジーの実現による企業価値向上を支援する。神戸大学経済学部卒業。

✉ masaya.kato@jp.kpmg.com

Shunsuke Ito

伊藤 俊介／ディレクター (写真中央)

株式会社KPMG FAS フォレンジックサービス
幅広い分野の日本企業に対し、国内外での不正調査、海外子会社管理支援、サイバーセキュリティ、背景調査などの各種サービスを提供。KPMG入社以前は、米リスクコンサルティングファームの日本支社代表を務めた。早稲田大学政治経済学部政治学科卒業、英国ミドルセックス大学大学院国際関係学修士修了。

✉ shunsuke.ito@jp.kpmg.com

Naotomo Akune

阿久根 直智／マネージング・ディレクター (写真右)

株式会社KPMG FAS コーポレートファイナンス
2017年に入社以降、ヘルスケア、化学及びTMTセクターにおけるM&Aアドバイザー業務に従事。KPMG以前は欧米の投資銀行にてヘルスケア、TMTセクターのカバレッジ担当として、多くのクロスボーダーM&Aおよび資金調達案件に携わる。慶応義塾大学総合政策学部卒

✉ naotomo.akune@jp.kpmg.com



Close-up 1

M&A交渉における 適正な取引価格の決定メカニズム

文 = 阿久根 直智 / マネージング・ディレクター

M&Aに関する企業の発表や報道等が出る度に、市場ではその取引価格が「割高」ではないか、との議論が巻き起こる。その根拠をEV/EBITDA倍率や株価収益率(PER)など、対象会社の収益に対する倍率で説明するケースが多い。当然ながらM&Aにおいては、何をいくらで買ったかではなく、その案件を通じて、買い手がどのような新たな価値を創造するのか、を問うことが重要である。

本稿では、M&Aの交渉における価格を含む様々な諸条件について、どのように合意形成がなされるのかを概観しつつ、M&Aにおける「適正」な取引価格とは何なのかについて考察したい。

M&A : 自社だけでは創造できない 価値を生み出すためのツール

昨今、買収価格の高騰が指摘される中で、企業のM&A担当者からは、コーポレート・ガバナンスに対する意識の高まりもあり、買収そのものに慎重になっているという話を聞く。同業他社が買収によって積極的に海外に出たり、市場シェアを増やしたりしている一方で、買収した事業がうまく行かず減損が発生

する事例もあり、高値掴みのリスクに対する見方が厳しくなっていることが背景にある。

M&Aは企業価値を拡大させるための戦術の一つではあるものの、設備投資や研究開発、人材育成など、経営基盤を築き上げるために必要な様々な投資を時間をかけて行っていくとは異なり、それらを一気に獲得する行為である。例えば、ベンチャー企業のM&Aでは「Acqui-hire」という言葉も飛び交う。対象会社の優秀な人材を取り込むことを目的とする買収のことである。では、なぜ企業は自ら

投資を行って一から事業を構築し成長させることではなく、「買収」という手段を選ぶのか？

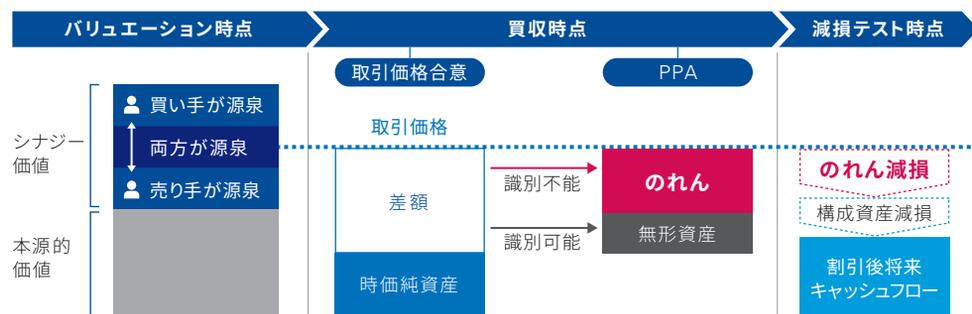
よく「M&Aとは『時間』を買うことだ」と言われるが、それは特定の買い手にとってのみ機能するM&Aの果実の一つに過ぎない。多くの企業にとってのM&Aの目的は「自社だけでは創造できない価値を生み出す」ことにある。つまり、自社のみで投資をして立ち上げた場合以上の価値を手に入れるために他社を買収する。では、M&Aにおいて「適正」な取引価格とは何なのか。どのようにして定まるべきものなのか。教科書的にはそれは、M&Aの対象となる企業の持つ事業基盤の本源的価値と、それぞれの買い手企業によって異なる、両社の統合後の事業が生み出す長期的なシナジー価値を足し合わせた額の範囲内で定められるべき、とされる。ただ、同様にM&Aという交渉事においては、買い手企業が企業価値拡大というゴールに対して、当該M&Aの対価と引き換えに得られると想定する価値創造を、より確実にするための様々な取決めを、交渉の中できちんと確保することが重要となる。その意味で、「適正」な取引価格というのは、それらの価格以外の条件の確保との見合いの中で設定されるべきものとも言える。

「シナジー」と「のれん」の関係から紐解く「適正」な取引価格

そもそもM&Aの取引価格は、何か決まった計算式で導き出せるものではない。それは、売り手と買い手がそれぞれの思惑をもって、多岐にわたって交渉をした結果、合意される多くの取引条件の一つである。コーポレート・ファイナンスの観点から言えば、M&Aで合意されるべき取引価格とは、対象会社、または事業の本源的価値に、当該M&Aによって新たな創出が見込まれるシナジー価値の一部を合計した値と言える。ここで肝心な点は、2社の結合によって生み出されるシナジー価値とは、当然のことながらM&Aというイベントを通じて初めて顕在化されるものであるため、その定量化された価値の源泉は、買い手と売り手の双方にあることを正確に

認識する必要があることである。つまり、裏を返せば、M&Aにおいて、その買い手でしか生み出せないシナジー価値についてまで、取引価格に反映することは、過大なプレミアムを支払うものとなる。そして、過大なプレミアムは当然、後にのれんの減損という会計上の大きなマイナスに繋がるリスクを増大させる。

「のれん」とは、M&A実行日における会計手続きとして、個別資産を時価で再評価した時価純資産と取引価格の差額のうち、識別不能な価値である。その減損が発生するのは、買収後、対象企業(事業)から見込まれる割引後将来キャッシュフローが、買収時点の想定通り創出できないケースが想定された場合である。のれんの減損は、会計上の取り扱いとして税務便益の認識が認められないため、企業の最終利益を大きく毀損することになる。



減損処理の背景としては、主として以下のような要因が考えられる。

1. 対象会社のスタンダードアローン価値についての査定が不十分、不適切であった場合。
2. 買収プレミアムが、そのM&Aによって増加する事業価値の範囲を超えて設定されていた場合。
3. M&Aの交渉の過程で、上記2点について適切な査定および正確なシナジー価値を評価していたにも関わらず、その価値実現のために必要な取引条件、例えば潜在的リスクへの対応や、円滑な経営移管等の取り決めについて、明確に買収契約書において担保しないまま、想定シナジー価値にもとづく価格で合意してしまった場合

その他にも、買収後に想定しない地政学的リスクが顕在化したり、マクロ経済が急激に悪化したりといった個々の企業のコントロールの及ばない事由で、結果としてのれんの減損処理が必要となるケースも確かにある。しかし、上記の3点の中で、特に3つ目の点については、M&Aの契約交渉の過程において、事業の査定や将来予測に基づく評価とは違い、十分な検討が行われず、もしくは曖昧な

まま契約締結に進んでしまうケースがあり、「適正」な取引価格を実現する為には注意を要するポイントとなる。

取引条件交渉： シナジー実現のための「約束事」の確保

M&Aにおける綿密かつ多岐にわたる交渉の結果は、すべからず最終契約書に集約される。改めて留意すべきは、M&Aが価値創造の手段であり、企業価値向上がゴールということである。交渉の目的は、「なるべく高い値段で売却しよう」でも「可能な限り安く買い叩こう」では必ずしもなく、当該M&Aを通じて自社のみでは創出できない価値＝シナジーを実現するための事業基盤を、確実に獲得するために必要な約束事を取り付けることである。

例えば、あるクロスボーダーM&A案件があったとしよう。買収プロセスの交渉期間中には、時差もある中、買い手候補の企業、そのフィナンシャル・アドバイザー、売り手側海外企業の3者間で、回線を繋ぎっぱなしにして何時間にもおよぶ電話会議は珍しくない。そこでは株式譲渡契約書の諸条件を、タムシートと呼ばれる一覧表に纏め、一つ一つ合意していく。

その案件においては、買収後のシナジー価値創造に重要となる必須条件が、①鍵となる従業員のリテンション、②将来最低3年間にわたる重要取引先との商取引条件の維持、③売り手が保有するITシステムの継続利用、④売り手が有する知的財産権(IP)の無償利用、⑤売り手側生産拠点の環境リスクの切り離し、であるとする。これらの重要条件を確保するために、IPのライセンス契約とTSA(Transition Service Agreement:買収後の移行期間中のサービス提供に関する合意)の締結を取引実行条件として、案件のクローズ前にIP利用とITシステムへのアクセスを確実にする。キーマン社員のリテンションや取引先等に関する条件は、アーンアウト条項(条件付対価支払い)として契約に反映させる。一方で、表明保証・コベナンツで環境リスクの切り離しを行う。その分、交渉として取引価格を多少上乘せすることになるかもしれない。しかし、これらの努力により、買収した企業、または事業が買収後に本源的価値を守り、かつ統合後の新しい事業体制下で十分なシナジー価値を創造するための「約束事」を契約の中で確保することになる。言い換えれば、M&Aの交渉においては価格についての単に「高い」、「安い」の視点からの議論では

なく、むしろ上記のような付帯条件をどこまで契約に盛り込めるかが、ひいてはそのM&Aの成否に直結することになるだろう。

「適正」とは： 企業価値向上の戦略の結果論

「適正」な取引価格を実現するためのステップを纏めると下記の通りとなる。

- 長期的な企業価値向上のための戦略の策定
- M&Aで実現すべき価値創造と、具体的シナジーの検討
- バリュエーション
 - 買収対象の本源的価値分析
 - (可能な限り)個別シナジー項目の定量化
- シナジー実現のための重要な取引条件の洗い出し
- 交渉戦略立案(何をどこまで譲歩するか)
- 交渉、取引価格決定

このステップを逆から見ると明確だが、M&Aにおける取引価格が「適正」であるか否かは、そのM&Aが生み出すシナジー効果(価値創造)を含む、企業の長期的な企業価値向上の戦略の成果が顕在化して初めて議論できる

ものなのである。

冒頭の企業のM&A担当者の例に戻ると、コーポレート・ガバナンスを意識するなら、M&A案件の検討において価格に対して過度に慎重になるのではなく、その交渉において死守すべき取引条件の検討にこそ慎重になるべき、という点を強調したい。そうすることが、振り返ってみると当時の取引価格は「適正」であった、との評価につながる結果をもたらすのではないか。

買い手企業が買収対象の時価総額に対して大きなプレミアムを支払うことは、その後ののれんの減損リスクの増大を自然に想起させる。しかし、減損は必ずしも取引価格の多寡のみで決まるものではない。M&Aにおいては価格も含め、数多くの交渉対象となる事項がある。条件交渉において価格は極めて重要なカードではあるが、M&A後の価値創造の取組みという一歩引いた視点で見れば、唯一絶対のものとは言えないのである。買い手となる企業にとってまず大事となるのは、買収で得る成長のための新しい事業基盤が、買収後に想定したシナジー価値をより高い確度で生んでいくために必要な諸条件を、契約交渉を通じて確保し、買収契約書においてきちんと担保することである。それが買収後に想定した価値創造を行い、かつ減損リスクを最小化する取組みの第一歩と言える。



EXCELLENT

Close-up 2

トランスフォーメーション価値を実現するM&A

文 = 加藤 雅也 / 顧問

時代の変化に応じ自己変革を成し遂げた企業だけが生き残るのは、歴史の証明するところである。不連続の変化を起こし、新しい価値(トランスフォーメーション価値)の創造を通じて成長するために、M&Aの活用を提案する。

不連続の変革を必要とする日本企業

成長機会が見えないと悩む日本企業は多い。国内市場の縮小が背景にあるが、より本質的な問題は、コア事業がエイジング(高齢化)していることにある。企業の存続のために成長は不可欠だが、コア事業が衰えている場合は、コスト削減等の従来施策を繰り返しても、もう一度成長軌道に戻すことは難しい。

再び成長するために、多くの日本企業では、既存事業に存在する“強み”や“技術ネタ”に

注目し、それに関連するシナジーを頼りに海外市場や異業種領域へ拡大しようとこれまで試みてきた。しかし、必ずしもうまくいっていないケースも散見される。

新しい成長を作り出すには、変化する市場ニーズ、競争環境に対応し、事業の存在価値を新たに定義する必要がある。そしてその思い描く新しい成長に必要なケイパビリティ(知見、組織能力、技術、ポジション、など)とは何であり、既存事業のコンピタンスからどれ程かけ離れているか。また、その地点に

達するために、現状の発想からの段階的な積み上げで事足りるであろうか、という視点で現実とのギャップを冷静に判断する必要がある。その結果、新しい成長を遂げるには、従来の延長線とは異なる不連続の変化を必要とする場合もある。

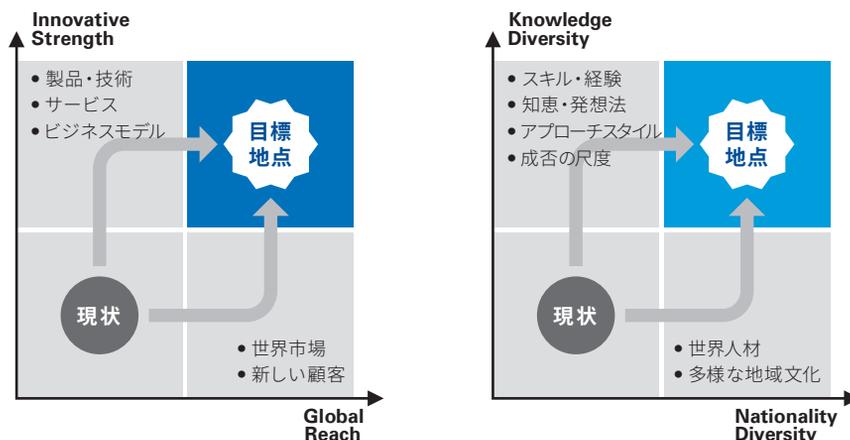
ところが上手くいっていないケースでは、不連続の変化の必要性に気づいていない、もしくは、薄々感じていても不連続の変化を起こす覚悟ができないまま時を過ごしていることが多いのではないかな。

新しいDNAを活用する発想

不連続の変革を起こすには、時間をかけても自分では生成できない新しいDNA(人材、スキル、知見、発想法、ビジネスモデル)を外から取り込んで、これを活用して変化を能動的に仕掛けることが有効である。

例えば、国内市場依存型の企業が新しい成長へ向かう変化には、市場の地理的な拡大(Global reach)と商品・サービス力の強化(Innovative strength)といった二つの方向性がある。この変化を実現するために、異文化(Nationality)や異業種の知見、スキル(Knowledge)といったDNAを自社内に取り

新しい成長に必要なケイパビリティとダイバーシティの取り込み

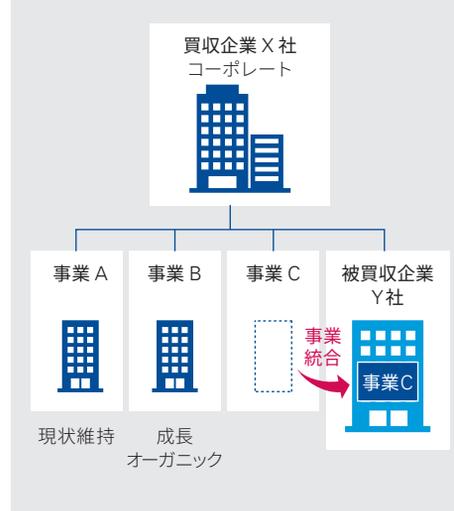


込むのである。そして、新しいDNAを取り込む手法としては、M&Aが最も一般的である。個々の人材や知見だけでなく、買収した会社が持つ組織能力、経営ノウハウやプラクティスをパッケージとして取り込み、顧客ベース、技術資産、サプライチェーンを一度に手に入れられるからである。

自己変革する覚悟

新しいDNAを取り込んで許容して活用し、自己変革を図る方法について、ケースにより事情は様々であろうが、一つの典型モデルを挙げて解説する(事例)。

(事例)自己変革を仕掛けるPMIのモデル



仮想モデル: X社は、事業Cが位置するセグメントを有望な成長市場と考え、この事業分野では自社に比べて倍以上のサイズを持つ海外の競合Y社をM&Aにより買収した。同社は、当該市場のパイオニアであり、技術力、ビジネスモデル、利益効率としても先行しており、グローバル市場に展開できるマネジメント能力も備えている。企業文化や経営スタイルはX社の伝統的事業A、Bと大きく異なるが、当該市場領域で成功するためにはY社のやり方が適合していると考えられた。

そこで事業Cの人員を彼らの既存組織に組み入れる形で事業統合し、Y社の文化を保存・奨励した。当該事業の統括ヘッドにはY社の現職社長を任命し、X本社CEOに直接レポートさせ、ビジョン、戦略方向、シナジー機会、中期計画、年度予算、技術開発、人材育成などの点で達成目標を合意したうえで投資資金を供給し、日々のオペレーションは彼らのやり方で自由にやらせた。同時に、X社CEOの直轄組織としてのグローバル監査チームを組織し、買収会社を含むグループ内全域を監視して最低限必要な規律とコンプライアンスを徹底した。

このケースは、技術力・ビジネスモデル・マネジメント能力といった点で優れるY社のDNAをM&Aによって自社に取り組み、C事業における不連続な変化を通じて、同事業の成長をさらに加速させようとした事例である。もちろん、新しいDNAを取り込むだけで必ず成長できるわけではない。新しいDNAに対してアレルギー反応を起こしてしまうことにより、短期的には逆に業績が落ち込んだり、また既存の事業の寿命を大幅に短くしてしまうといったディスシナジーのリスクも考えられる。そこで、このケースで言えば、Y社のDNAをC事業にほとんど持ち込むことなく、M&A後もY社をX社グループにおける単独の事業体として経営するといった例が散見される。しかし、それでは、現状ベースからの足し算・積み上げ式の変化とあまり変わらないのではないか。自己変革に伴うリスクを取る覚悟がなければ、新しい成長は望めないのである。

M&Aの目的

M&Aの目的は「時間を買う」ことであると言われることがある。しかしそれは、強者の論理である。強者とは、世界で勝てる“強み”や

“ネタ”を有し、成功のモデルをリピートして広げていくことで成長シナリオを描ける企業である。目標とする次の成長領域においても自己のコンピテンスは十分に通用するので、不足しているケイパビリティのピースを段階的に補充していけばよい。

一方、弱者の採るべき戦略はこれとは違う。弱者とは既存事業における優劣のことを言っているのではない。新しい成長を期待する事業分野において勝つためのケイパビリティが圧倒的に不足しており、現状ベースからの足し算・積み上げ式の変化では到底及ばないことを自覚する者をここでは弱者と呼んでいる。両者の違いは、「強者の論理で連続的な漸次の変化を足し算する」ことで成功できると考えるか、「自分を弱者と見なし、不連続の変化を呼び込み自己変革を起こす」と覚悟するか、つまり自己認識と適合する戦略ビジョンの選択の問題である。

重要なことは、プレディールの検討段階からこの二つを峻別し、どちらの目的を主眼としてM&Aをやるのかを明確に自覚して、主旨を貫徹することだ。そしてもし、自社は「強者ではない」と認識した場合、買収側の経営がとるべき重要な方針は、自社の文化や経営スタイルを無作為に適用して支配する

ことではなく、また、手に入れた新しいDNAを選別して食べやすいものだけを食べるのではなく、むしろ「この分野では新しいDNAに全体をリードさせ、自分も変化する」という発想の転換である。

コーポレート部門の重要性

野球などプロスポーツには「現場とフロント」という概念区分があり、この二つのマネジメントは必要とされる役割とスキルが異なる。企業経営も同様である。フロントとは本社CEOが率いるコーポレートである。彼らは現場(事業部門)に対し、活動すべきビジネス領域を定義し、適正なリーダーを任命し、パフォーマンス目標を設定すると共に、必要リソース(人、モノ、カネ)を与え、サポートインフラ(管理システム、グループ横断の機能やサービス)を整備する。コーポレートは、あたかも事業のオーナーであるかのような視点で事業ポートフォリオを見渡し、構造的課題を見つけ、必要な場合には不連続な変化を起こして新しい成長軌道を企画しなければいけない。

しかるに多くの日本企業では、このような概念整理が曖昧で、プレーヤーとオーナー

としての役割分担が混在しており、コーポレートが本来果たすべき役割を十分に果たしていないケースが多いと思われる。事業部(プレーヤー)は与えられた枠組みの中でベストを尽くして努力しているのであって、不連続な変革を自発的に発案せよと期待するのは不合理である。

強者のM&Aならともかく、不連続な自己変革を目的とするM&Aの場合、CEOとコーポレートが強く指導してプロセスの全般(成長ビジョン、買収目的、事前調査、買収契約、PMIまで)を推進しないと成功しない。

実際には、自己のコンピタンスと強みをそのまま複製して拡大すれば世界で持続的に勝っていけるような強者は少ないのではないか。一見、「時間を買う」と見えるM&Aケースでも「自己変革の価値」を意図として少なからず内包しているものだ。既存事業を変革して新しい成長を創造するという、最も本質的で重大な価値創造のアスピレーションを持って局面を打開することに挑戦する日本企業をこれからも応援していきたい。



Close-up 3

海外企業のM&Aに伴う不正リスクの脅威とその対応

文 = 伊藤 俊介 / ディレクター

日本企業による海外企業買収 (In-Out M&A) は、件数・金額ともに過去最高とも言われる活況を見せている。同時に、買収した海外企業で発覚する不正に頭を悩ませる日本企業も増えている。特に、不正がもたらす海外ならではの深刻なインパクトは、海外事業のみならず、グループ全体にまで影響が波及するケースもある。価値創造を目的とするM&Aの本来的な成果をより確実にするためにも、不正リスクへの目配りを欠くことはできない。本稿では海外企業のM&Aに伴う不正リスクの脅威と、その最小化に向けた対応策について解説する。

買収先企業に潜む不正リスク

近年、日本企業による企業買収が活発化しているが、それと同時に、買収先企業で発覚する不正が問題となる事例も増加している。

昨年より広く報道されている日本のメーカーによる品質・検査偽装の問題を例にとってみても、根本的な原因はM&Aで買収した企業における不適切な品質検査であったことが判明したケースも見られた。こうした場合、自社の品質検査体制やその運用には

何ら問題がなかったにもかかわらず、買収先企業におけるコンプライアンス違反が、結果として自社の事業やブランド全体にまで大きなダメージを及ぼす事態となっている。

すなわち、買収先企業の不正リスクにより、M&A実行前に見込んだ当該買収先企業の事業価値、あるいはシナジーとして想定された価値が大きく棄損するのみならず、場合によっては買収価格をも上回る賠償金や制裁金、ブランド価値の棄損といった莫大なダメージにつながる恐れすら秘めているのである。



海外における不正リスクの予防・ 対処の難しさ

買収先企業に潜む不正リスクは、品質・検査偽装だけにとどまらず、財務関連リスクから贈収賄、談合、あるいは情報漏洩など様々な種類があり、それぞれにおいて予防や対処に関する処方箋は大きく異なる。様々な不正リスクのすべてを同程度に管理するのは実務上極めて困難であるため、どの不正リスク項目への予防・対処を優先するのか、ターゲットを明確に特定することが重要になる。

ところが、海外における不正の予防や検出は容易ではなく、いざ不正リスクが顕在化した際の対処も困難であるため、その影響も甚大になってしまうのが実情である。例えば、海外の同業他社を買収した場合、海外には日本とは異なる現地特有の事業環境や商流、あるいは法規制などがあり、同じ業界であったとしても、想定すべきリスクが同じとは限らない。日本の慣習やオペレーションを前提としたリスクの予防・検出策は、海外事業には十分に機能せず、結果として多くの不正リスクを看過したり、あるいは予防が十分にできない状況に陥ったりする。

また、日本企業が海外M&Aを行う際、完全

子会社や連結子会社とせずマイノリティ出資にとどめるケースも多い。しかしその結果、いざ買収先企業で不正が発覚した場合、徹底的に調査するつもりが思わぬ抵抗にあい、適切な対処以前に不正の実態解明すら困難なケースも散見される。

海外における不正リスクのインパクト

海外における不正リスクがもたらす影響は、時として国内とは比較にならない。前述の品質・検査偽装を例にとれば、低品質の製品を販売したとして、集団訴訟により巨額の損害賠償を求めて提訴されたり、海外当局による調査命令への対応として、煩雑かつ

膨大な人的・金銭的リソースを要する電子情報開示(eディスカバリー)手続きへの対応を迫られた上、重い刑事罰を科せられたりする可能性もある。

また、品質・検査偽装以外にも、贈収賄の場合は米国の海外腐敗行為防止法(FCPA)、個人情報漏洩の場合はEUの一般データ保護規則(GDPR)といった独自の規制があり、そうした規制に基づいて、日本では考えられない巨額の制裁金や罰金が課される可能性もある。海外におけるリスクが顕在化した場合、その影響は買収先企業にとどまらず、グループ全体に波及する可能性がある点に十分な留意を要する。



不正リスク検出のための 継続的な取り組みの必要性

M&Aのプレディールの段階で買収先企業に潜む不正リスクを検出し、ディールの意思決定に反映するには、当然のことながらデューデリジェンス(DD)の手続きが重要になる。しかしながら、実際には買収先企業の情報開示に対する消極的な姿勢やDD実施期間等の時間的制約、さらには同業他社の買収においては独占禁止法・競争法の観点から重要な情報の開示が制限されることも想定されるなど、DDフェーズでは様々な制約が課されるのが通常である。また、仮にこうした制約がなかったとしても、通常のDD手続きのみではすべての不正リスクを洗い出すのは不可能である。DDでは、M&Aによる事業価値のアップサイドに着目し、重要な事業については詳細な調査を行うものの、それは必ずしも不正リスクの洗い出しそのものを目的としたものでないこと、また、ノンコアや収益規模が相対的に低い事業については、簡易な手続きで済まされる場合が多いことなどがその理由である。しかしながら、買収先企業における各事業の規模や重要性と、不正リスクの大小は必ずしも相関しない。実際に収益規模が小さく、戦略上の

重要性も低いノンコア事業から、買収した事業全体の価値を打ち消すほどの重大な不正が発覚することも珍しくない。

したがって、通常のDD手続きに加えて、プレディールの段階からの不正関連情報収集や、買収先企業のノンコア事業にかかわる不正リスク診断、さらにはポストディールにおける速やかな不正リスクの棚卸といった、海外企業のM&Aにおける不正リスク関連の継続的かつ積極的な取り組みの必要性を提言したい。

海外企業M&Aに求められる 不正リスクへの積極的な対応

まず、事業戦略の選択肢としてM&Aを検討する段階から、対象となる地域、業種に関連する法令や、直近の不正・不祥事の事例、買収先企業やその所有者、経営陣等の個人の背景調査まで、必要な情報収集を徹底して行い、主要な不正リスクを把握することが第一歩である。海外の一部地域では、投資を促進するために企業・個人の背景情報に関するデータプラットフォームが整備されており、報道を含む過去の公表情報だけでなく、裁判記録も効率的に入手することができる体制が整っている国もある。また、昨今では、

SNSやダークウェブなどから情報を収集し、買収先企業のサイバーリスクや関係者のネガティブなコネクションなどのリスクを検知する仕組みもあることから、こうしたサイバー技術の活用も望まれる。

M&A案件を実際に行う段階では、買収契約に監査権や事後保証条項を明確に盛り込み、M&A実行後、速やかに買収先企業の情報にアクセスし、表明保証期間内に重大な不正リスクの把握、不正の有無の検証に努めたい。「まだ不正の端緒があるわけでもないのに、詳細な業務データや電子メールまで調査するのは、信義則に反するのでは」と躊躇する日本企業も多いが、オペレーションレベルの詳細情報を分析せずに、前述したような不正が検知できる見込みは低い。M&Aの不正リスクが顕在化した場合のインパクトに鑑みれば、このような日本人特有の遠慮は不要であり、断固たる決意で臨むべきである。なお、リスクを限定するために出資比率を抑えた結果、こうした踏み込んだ不正リスクレビューを行う際の阻害要因になる場合がある点は前述の通りである。

M&Aの不正リスク管理では、プレディール、インディール、ポストディールのそれぞれの段階でアクセス可能な情報を、最大限に

利用した分析と評価を継続して実施すべきである。プレディールのフェーズでは、公開情報からどれだけ有用な情報が収集できるか、どのようにリスクを評価するか(OSINT=Open Source Intelligence)がポイントとなる。次にインディールのフェーズでは、OSINTの結果を踏まえつつ、必要情報の提供を求める交渉は遠慮せずに行った上でDDを実施し、それでも確認しきれなかったリスク分析・評価については、次フェーズに確実に引き継ぐ。

そしてポストディールのフェーズでは、より詳細かつ膨大なデータにアクセスして迅速に分析する必要があり、その効率化と効果の最大化のためには、AIやビッグデータ解析といった最新技術の活用も考慮すべきである。

海外企業のM&Aに伴う不正リスクへの対応には、プレディール段階からポストディール段階まで、利用可能なあらゆる情報や最新技術を最大限に活用する姿勢が求められるのである。

海外M&Aの各フェーズにおける不正リスクへの対応ポイント

情報収集フェーズ

DDフェーズ

PMIフェーズ

利用可能なあらゆる情報や最新技術の最大限の活用

- | | | |
|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ● 企業・個人の背景情報データプラットフォーム等を活用した調査の実施 ● サイバー技術を活用しSNSやダークウェブなどにおける情報の収集・評価 | <ul style="list-style-type: none"> ● 重要事業のみならずノンコア事業に潜むリスクをも意識したDDの実施 ● DDで確認しきれなかったリスクの次フェーズへの確実な引き継ぎ | <ul style="list-style-type: none"> ● 監査権や事後保証にもとづく表明保証期間内での速やかなリスクの把握 ● AIやビッグデータ解析を活用した膨大なデータの迅速な分析 |
|--|--|--|



断固たる決意にもとづく必要な情報へのアクセスの確保



Market Check!

セクター別
EV/EBITDA倍率トレンド

M&A市場を計る マーケット・マルチプル動向

ハード中心からソフト中心のセクターまで、6セクターをピックアップして、日米中の主要市場のマーケット・マルチプル定点観測データを提供します。

M&Aは企業の成長戦略を実現していく上で重要なツールであり、日本企業による国内M&A、クロスボーダーM&Aは共に増加を続けています。

自社の属するセクターのみならず、近年加速するクロスセクターのM&Aに関する参考情報としてもお役立てください。

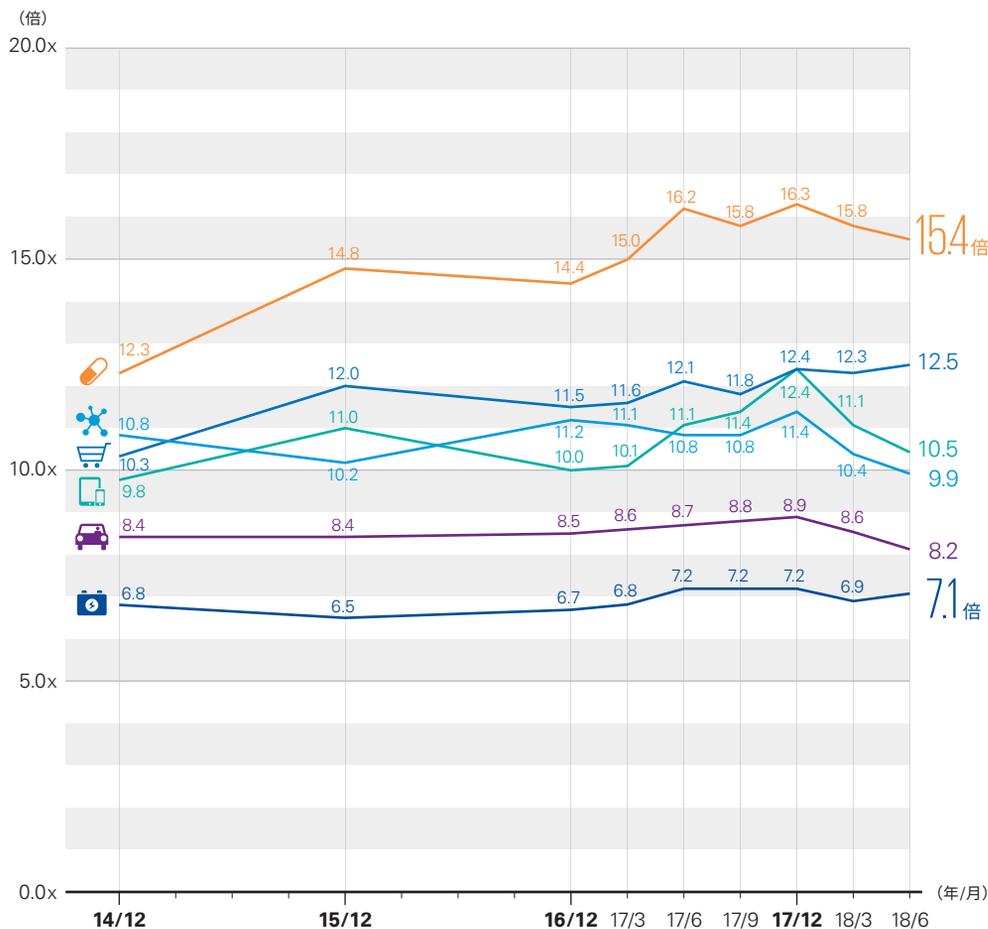
● 算出方法

日米中の代表的な株価指数(JPX日経400:S&P500:CSI300)の構成銘柄について、GICS(世界産業分類基準)をもとにKPMGで定義した6セクター「エネルギー・公益事業・通信」、「素材・資本財」、「自動車・耐久消費財」、「消費財・小売」、「IT・インターネット」、「医薬・ヘルスケア」に分類し、経年のEV/EBITDA倍率をチャート化しています。

● データ出所

Capital IQ、Bloomberg

EV/EBITDA倍率推移チャート:日本

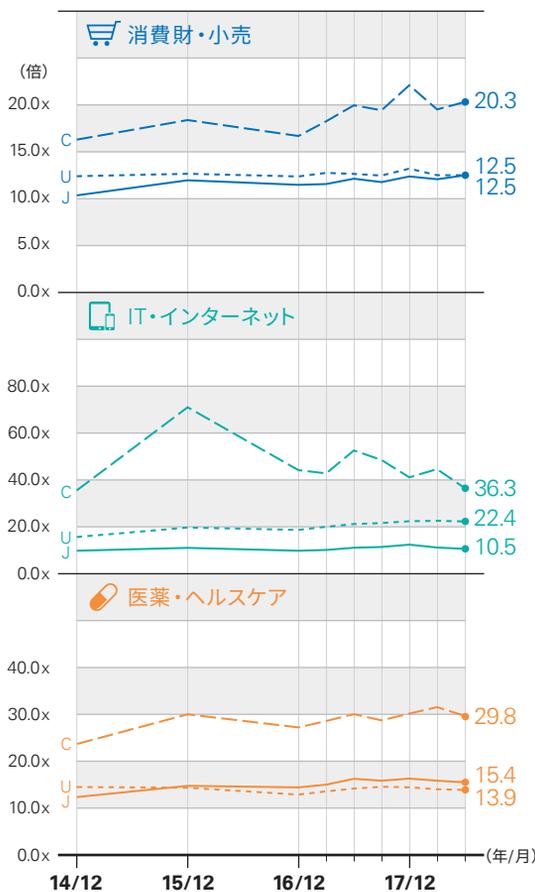
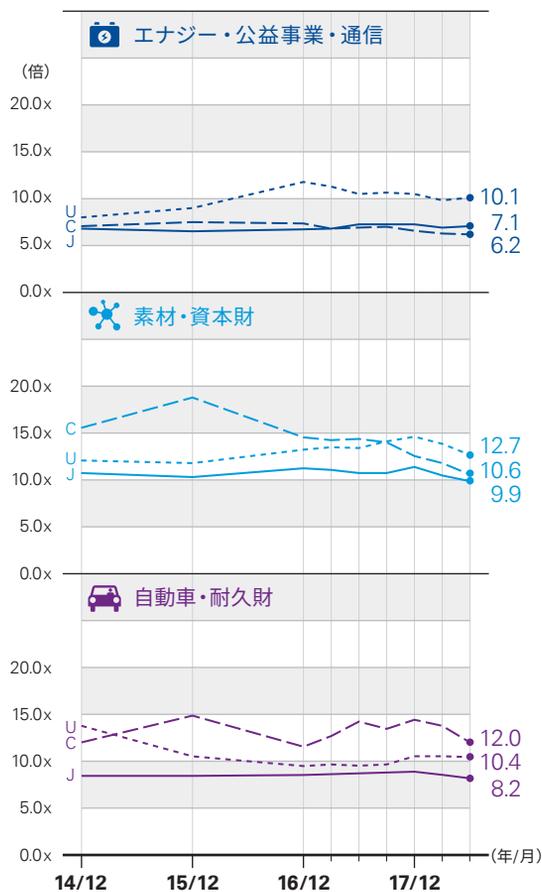


● 6業種ごとの主な構成銘柄

区分	産業分類
エネルギー・公共事業・通信	エネルギー設備・サービス/石油・ガス・消耗燃料/電気通信、無線サービス、独立発電事業/電力、ガス、水道/総合公益事業
素材・資本財	化学、機械、半導体、航空宇宙、防衛/金属/鉱業/紙製品・林産品、容器・包装/建設、土木、電気設備、建設資材/商社・流通業、コンロマリット
自動車・耐久消費財	自動車部品/自動車/家庭用耐久財
消費財・小売	小売・販売/飲料/食品/タバコ/家庭用品、パーソナル用品
IT・インターネット	インターネット販売・カタログ販売/インターネットソフトウェア・サービス/情報技術サービス/ソフトウェア
医薬・ヘルスケア	ヘルスケア関連/バイオテクノロジー/医薬品/ライフサイエンス・ツール サービス

構成銘柄数(2018/6期)

セクター別 各国比較EV/EBITDA倍率推移チャート：日本・米国・中国



エナジー・公益事業・通信

素材・資本財

自動車・耐久財

消費財・小売

IT・インターネット

医薬・ヘルスケア

Japan

USA

China

EV/EBITDA倍率：

EV(企業価値)がEBITDA(利払前税引前償却前利益)の何倍かを示す指標

※本分析では、EVを時価総額+有利子負債総額で算出。EBITDAは直近12カ月の値。

日本	アメリカ	中国
代表的な企業(2018/6期時点、時価総額上位5社)		
NTTドコモ / NTT / ソフトバンク / KDDI / 国際石油開発帝石	Exxon Mobil / AT&T / Chevron / Verizon Communications / Schlumberger	PetroChina / China Petroleum & Chemical / China Shenhua Energy / China Yangtze Power / China United Network Communications
ファナック / 日本電産 / 信越化学工業 / 三菱商事 / 三菱電機	Intel / The Boeing / DowDuPont / NVIDIA / 3M	CRRC / China State Construction Engineering / Baoshan Iron & Steel / China Communications Construction / Anhui Conch Cement
トヨタ自動車 / ソニー / ホンダ / デンソー / 日産自動車	General Motors / Ford Motor / Aptiv / Lennar / Mohawk Industries	SAIC Motor / Midea Group / Gree Electric Appliances / BYD / Qingdao Haier
日本水産 / JT / ファーストリテーリング / セブン&I HD / 花王	Walmart / The Home Depot / The Procter & Gamble / The Coca-Cola / PepsiCo	Kweichow Moutai / Wuliangye Yibin / Inner Mongolia Yili Industrial Group / Jiangsu Yanghe Brewery Joint-Stock / Suning.com
ヤフー / NTTデータ / NEXON / 富士通 / 楽天	Alphabet / Microsoft / Amazon.com / Facebook / Visa	iFLYTEK / East Money Information / Giant Network / Yonyou Network Technology / Aisino
武田製薬 / アステラス製薬 / 中外製薬 / 大塚HD / 第一三共	Johnson & Johnson / Pfizer / UnitedHealth Group / AbbVie / Merck	Jiangsu Hengrui Medicine / Kangmei Pharmaceutical / Shanghai Fosun Pharmaceutical (Group) / Yunnan Baiyao Group / Shanghai RAAS Blood Products
277	325	179

Publications & Reports 出版物紹介



★ おすすめの一冊

📖 Publication

M&Aがわかる

本書は、M&A案件の組成から、デューデリジェンス、バリュエーション、契約、クロージング、PMIにいたる一連の流れを概説するとともに、そうしたプロセスの各段階において鍵となる論点に焦点を当てて詳述する形式をとり、わかりやすく解説しています。

著者 : 知野 雅彦、岡田 光
出版社 : 日本経済新聞出版社 日経文庫
発行日 : 2018年6月刊
定価 : 1,000円(税別)



★ おすすめの一冊

📖 Publication

カスタマー・エクスペリエンス戦略 企業の成長を決める“最適な顧客経験”

本書は、「顧客に選ばれ続けるためには、一人ひとりに対して適切なエクスペリエンスを提供していくことが重要である」という認識にたち、消費をとりまく環境の変化、カスタマー・エクスペリエンスの考え方や創り方を、最新のテクノロジーやデジタル・マーケティングの動向なども視野に含め解説しております。

編著者 : KPMG FAS 大野 隆司/zonari合同会社 有園 雄一
出版社 : 日本経済新聞出版社
発行日 : 2018年6月刊
体裁 : 224ページ
定価 : 2,000円(税抜)

★ その他 おすすめの書籍と注目のレポート



Publications

KPMG FAS 書籍

- New** 「実践CVC 戦略策定から設立・投資評価まで」
中央経済社 / 2018年10月刊行予定
- 「ROIC経営 稼ぐ力の創造と戦略的対話」
日本経済新聞出版社 / 2017年11月刊行
- 「M&Aと組織再編のすべて」
一般社団法人金融財政事情研究会 / 2017年3月刊行
- 「実践 企業・事業再生ハンドブック」
日本経済新聞出版社 / 2015年4月刊行
- 「図解でわかる 企業価値評価のすべて」
日本実業出版社 / 2011年4月刊行



Reports

KPMG 調査レポート

- New** 「KPMG グローバルCEO調査2018 ～成長への試練」
日本語版 2018年8月発行
- New** 「M&A市場予測 2018 年次レポート」
日本語版 2018年7月発行
- New** 「グローバル・オートモーティブ・エグゼクティブ・サーベイ2018」
日本語版 2018年6月発行
- 「Fraud Survey - 日本企業の不正に関する実態調査」
2016年10月発行
- 「M&A Survey
M&Aによる価値創造およびそのキーフaktorに関する調査」
2015年5月発行

📖 出版物のさらに詳しい情報につきましては、ホームページ【www.kpmg.com/jp/publication】をご覧ください。ご注文の際は、直接出版社までお問い合わせください。

📄 レポートを入手希望の方は、KPMGホームページ【www.kpmg.com/jp】をご覧ください。KPMG FAS宛【fasmktg@jp.kpmg.com】にお問い合わせください。

Contacts お問い合わせ

代表取締役パートナー

知野 雅彦	masahiko.chino@jp.kpmg.com
大信田 博之	hiroyuki.oshida@jp.kpmg.com
岡田 光	hikaru.okada@jp.kpmg.com

サービスライン

コーポレートファイナンス	田中 恒一郎	koichiro.tanaka@jp.kpmg.com
PMI アドバイザリー	中尾 哲也	tetsuya.nakao@jp.kpmg.com
リストラクチャリング	中村 吉伸	yoshinobu.nakamura@jp.kpmg.com
ストラテジー	井口 耕一	koichi.iguchi@jp.kpmg.com
ディールストラテジー	眞野 薫	kaoru.mano@jp.kpmg.com
トランザクション	松下 修	osamu.matsushita@jp.kpmg.com
フォレンジック	高岡 俊文	toshifumi.takaoka@jp.kpmg.com

セクター担当

自動車・自動車部品	井口 耕一	koichi.iguchi@jp.kpmg.com
化学	眞野 薫	kaoru.mano@jp.kpmg.com
ビジネスサービス	南谷 有紀	yuki.minamiya@jp.kpmg.com
消費財・リテール	中村 吉伸	yoshinobu.nakamura@jp.kpmg.com
エネルギー	宮本 常雄	tsuneo.miyamoto@jp.kpmg.com
金融サービス	加藤 健一郎	kenichiro.kato@jp.kpmg.com
製造業	松下 修	osamu.matsushita@jp.kpmg.com
ヘルスケア・ライフサイエンス	阿久根 直智	naotomo.akune@jp.kpmg.com
ホテル・レジャー	栗原 隆	takashi.t.kurihara@jp.kpmg.com
不動産・インフラ	加藤 淳哉	junya.kato@jp.kpmg.com
テレコム・メディア・テクノロジー	森谷 健	takeshi.moriya@jp.kpmg.com
プライベート・エクイティ	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com

注力分野担当

コーポレートベンチャーキャピタル	岩崎 拓弥	takuya.iwasaki@jp.kpmg.com
ビジネスロジック&テクノロジー	伊藤 久博	hisahiro.ito@jp.kpmg.com
デジタルトランスフォーメーション	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com
地方創生	阿部 薫	kaoru.abe@jp.kpmg.com
海外事業バリューアップ	吉野 真一	shinichiyoshino1@kpmg.com

Information

次号予告

☑ 次号は2019年2月発行予定です。(年3回発行)

最新号、バックナンバーは
KPMGのホームページよりご覧になれます。

☑ www.kpmg.com/jp/driver

本ニュースレター送付のお申込み・変更・停止につきましては、
以下にご連絡ください。

☑ fasmktg@jp.kpmg.com

※乱丁落丁の場合はお取り替えいたします。

KPMG FAS Newsletter "Driver" Vol.02

発行日：2018年10月

発行所：株式会社 KPMG FAS

東京事務所

〒100-0004

東京都千代田区大手町1丁目9番5号

大手町フィナンシャルシティ ノースタワー

TEL：03-3548-5770

大阪事務所

〒541-0048

大阪府大阪市中央区瓦町3丁目6番5号

銀泉備後町ビル

TEL：06-6222-2330

名古屋事務所

〒450-6426

愛知県名古屋市中村区名駅3丁目28番12号

大名古屋ビルディング

TEL：052-589-0520

www.kpmg.com/jp/fas

発行

株式会社 KPMG FAS

〒100-0004

東京都千代田区大手町1丁目9番5号

大手町フィナンシャルシティ ノースタワー

TEL : 03-3548-5770

www.kpmg.com/jp/fas

本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

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ください。

© 2018 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.