

# KPMG Insight

KPMG Newsletter  
July 2013



cutting through complexity



Volume  
1

# 中堅企業の M&A における留意点 ー各プロセスにおける留意事項と デューデリジェンス発見事項についてー

有限責任 あずさ監査法人 企業成長支援本部 事業戦略部

パートナー 佐藤 義仁

会社法等、一連の企業関連法制の整備により、組織再編行為は従来に比べ迅速に行えるようになり、近年では上場会社のみならず、非上場の中堅企業においても M&A が活発に行われています。しかしながら、中堅企業の M&A の特徴として、①金銭的にあまり高くない投資案件も多いため、ターゲットも必然的に非上場の会社が割合的に多くなること、②投資案件に対する様々なリスク（デューデリジェンス<sup>1</sup>時の資料の不足・不備、統合後の連結・SOX 対応、統合後の管理方針・管理ツールの統一化、月次決算等の管理の困難性）が内在すること、③買い手も M&A の経験が少ないため、ストラクチャー（M&A の手法）や税務戦略、リスク把握面での知識が不足している傾向が挙げられます。そのため、各 M&A プロセスにおいて留意すべき事項が多く存在します。

本稿では、M&A の経験の少ない中堅企業の担当者向けに、今後取り組まれる M&A が少しでも円滑に実行されるよう、一般的な M&A プロセスとプロセスごとの留意点、特に財務デューデリジェンスの局面における留意点につき解説いたします。

なお、本文中の意見に関する部分はあくまで筆者の私見でありますことをお断りしておきます。



さとう よしひと  
佐藤 義仁

有限責任 あずさ監査法人  
企業成長支援本部 事業戦略部  
パートナー

## 【ポイント】

- ディールソース（投資案件の情報源）のプロセスにおいて、ソーシング<sup>2</sup>先の使い分けとディールの見極め（シナジー効果と買収案件の規模）をきちんと行うことが M&A 成功の秘訣である。
- 特に入札 (bid) 案件の場合、早い段階で、簡易バリュエーション<sup>3</sup>を実施し、入札金額に関する上限を設定しながらディールを進めていくことも、大切なポイントの1つである。
- 財務デューデリジェンスにおいて、資産、負債項目の内容だけでなく、それらが計上された経緯、要因についても分析し、損益計算書との関連についても留意すべきである。

1 デューデリジェンス：投資を行う際、投資対象のリスク・リターンを適正に把握するために事前に行う。

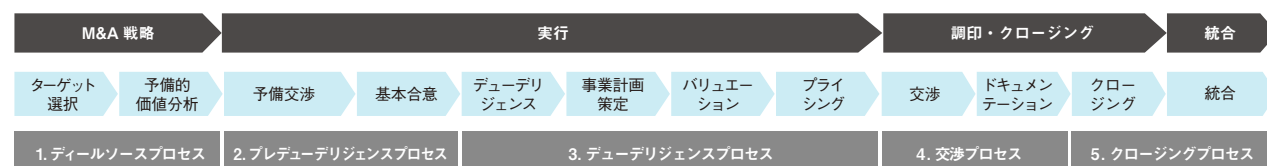
2 ソーシング：M & A の最初のプロセスにおいて、投資案件企業を選定し、交渉を行うこと。

3 バリュエーション：M & A の投資案件の価値計算、事業価値評価のこと。

## I M&A の各プロセスにおける留意点

中堅企業における一般的なM&Aプロセスは図表1のとおりです。

図表1 M&Aのプロセス



### 1. ディールソース（Deal source）プロセスの留意点

#### (1) 案件選択

投資案件の情報源であるディールソースは、各社それぞれ様々なルートがあると想像されます。しかしながら、ルートによって投資案件の性質が大きく異なってくる場合も多いのではないのでしょうか。具体的な情報ルートとしては、証券会社、仲介業者、金融機関、同業者、経営者との人的つながりのある会社からの直接の打診等が考えられます。

あるルートの場合、多種多様な案件を保有し、各社のニーズに合った投資案件を見つけることが容易なケースもあれば、比較的小規模な未上場会社のみを得意としている業者もあるなどルートにより得意分野が異なることもよく見受けられます。

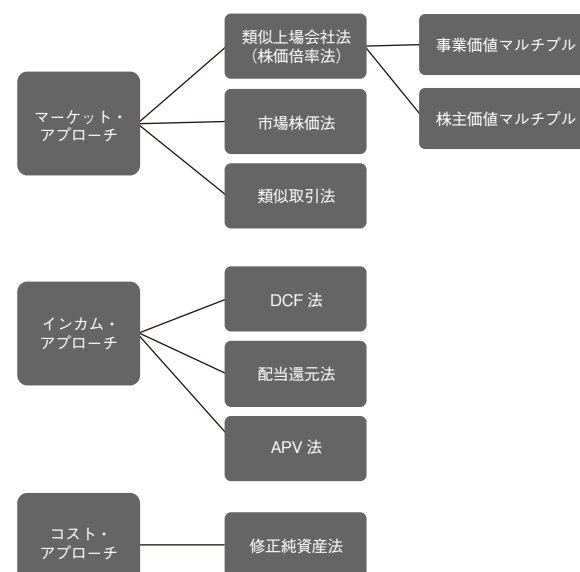
また、業者の場合、投資案件の選択肢が幅広い半面、相対取引ではなく、入札になるケースが多いため、値段も比較的高くなり落札しにくいケースがあります。それに対して、直接の打診の場合は、投資案件の選択肢は少なくなりますが、競合も少ないため、相対取引になる傾向があり、値段も低めで買収しやすいかもしれません。特にどのルートが望ましいということはありませんが、それぞれの業者の特徴に留意しつつ、自社のニーズに合った投資案件を広くソーシングしながら、初期段階で、しっかり投資案件を見極め、選択する必要があります。また、この段階でもシナジー効果と買収案件の規模について、ある程度、検討しておくことが大切であると言えます。

#### (2) インフォメーションメモランダム（Information Memorandum）到着時

このプロセスのある程度のタイミングになった段階で、投資案件である詳しいターゲット情報がインフォメーションメモランダム（以下「インフォメモ」という）等の形で入手できるようになると考えられます。そこで、ターゲットの外部公表資料（帝国データベース、ホームページ情報、業界紙等）に基づく情報をできるだけ多く入手し、可能な限り事前の参考情報を集めるべきと考えます。また、この段階で入手した資料

により、可能な手法で簡易的なバリュエーション（事業価値評価）を行うことで、投資額をイメージし、かつ入札案件の場合、入札金額の上限を設定するようにすることが、ディールを進めて行くうえで、大切なポイントの1つであると言えます。その場合にも、スピード感が大切ですので、ある程度定型化したバリュエーションモデル（事業価値算定手法）を用意しておくこととスムーズに進められると考えられます。

図表2 M&Aにおける一般的な評価方法



## 2. プレデューデリジェンスプロセスの留意点

### (1) 入札要領、資金調達先、簡易バリュエーション

財務のアドバイザー（FA）がM&A案件に関与する場合、このプロセスのタイミングでご相談をするケースが多いと思います。まだ、本格的なデューデリジェンスに入るプロセスではありませんが、特に入札案件の場合、入札要領を提示されるケースも多いため、入札プロセスを熟読し、M&Aの実行プロセスにおける留意点と入札スケジュールについて最低限確認しておく必要があります。

また、譲渡対象がターゲット企業の全部なのか、それとも事業の一部切り出しなのか、子会社の譲受も必須かどうか、また入札条件で必ず守らなければならない事項（既存従業員の雇用確保やオーナー、経営者個人の要望等）があるのかどうかについて確認することが必要です。

さらに、M&A資金を調達する必要がある場合は、ある程度の調達先の目途をつけておくことも大切な点と考えられます。

そこから、1次入札に向けての簡易的なデューデリジェンスを開始することになります。簡易的なデューデリジェンスは、財務に関する事項が中心となりますが、入札に際しての目標となる金額を把握するため、簡易バリュエーションが必要と考えられます。

簡易バリュエーションを行う場合の評価方法は、公表財務諸表やインフォメモ等のデータをベースにして算定いたしますが、方法としては図表2のようなアプローチが考えられます。

一般的な評価方法のうち、中小企業の非上場株式の評価によく使われる3つの手法および買収プレミアムについて解説します。

### ① EBITDA マルチプル法（類似上場会社法）

EBITDAマルチプル法とは評価しようとする会社と類似した会社の財務数値（純利益、純資産など）と株価の比率（評価倍率）を使って事業価値を算出する方法です。計算式は以下となります。

$$\text{【計算式】} \\ \text{事業価値} = \text{EBITDA}^{(*)1} \times \text{類似会社(業界平均)の} \left( \frac{\text{EV}^{(*)2}}{\text{EBITDA}} \right) \text{倍率}$$

※1 EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization): 利払い前・税引き前・減価償却前・その他償却前の利益  
※2 EV (Enterprise Value): 企業価値

### ② DCF 法

DCF法とは将来キャッシュフローを割引率で現在価値に割り引いて事業価値を算出する方法です。インフォメモにある将来事業計画をベースに、フリーキャッシュフロー（FCF）を算出し、DCF法による企業価値を算出する方法も考えられます（図表3参照）。

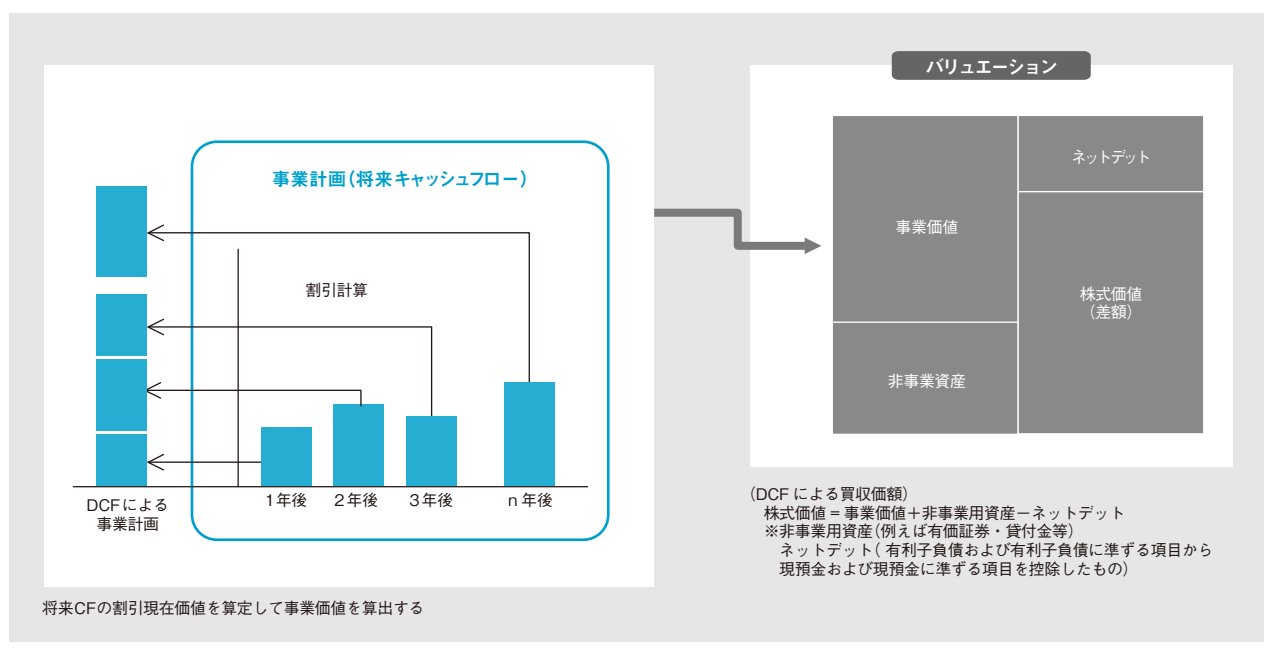
この方法は、非上場企業の一般的なバリュエーションの手法として、よく使われています。また、DCF法の留意点としては、割引率や成長率、非上場等の様々なディスカウント等により、評価結果が大きく変動する点に、注意しながら、試算することが必要となります。

### ③ 時価純資産法

時価純資産法とは貸借対照表の各資産・負債を時価評価することにより算出する修正純資産による方法です。

特徴は、含み損益がある程度判明している場合において、

図表3 DCF法のイメージ



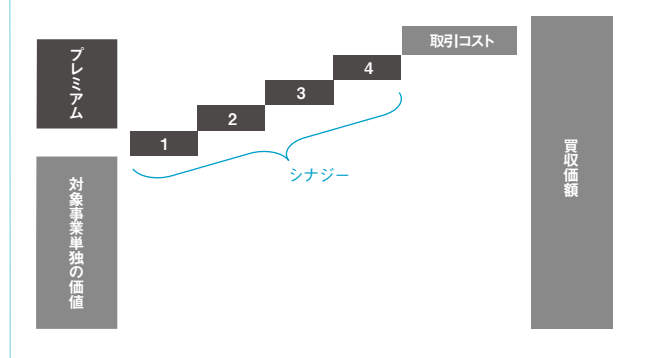


簡単に評価ができる点が挙げられます。一方、将来の成長性等については、加味できないことが多いため、他の評価方法と併用の方がより望ましいものと考えられます。

#### ④ 買収プレミアム

M&Aに関し、売り手サイドはできる限り高い値段で売りたいという意向は当然ありますので、買い手サイドがターゲットの正常収益力をベースに試算した買収価額では、売り手の希望価額に到達しない場合も多々あります。その場合、買収プレミアムをどの位のせるのかについても検討が必要と考えられます(図表4参照)。その際は、統合により、自社とのシナジー効果がどの位のアップサイド<sup>4</sup>が見込めるのかについて、試算を行い、シナジーも考慮した場合の買収プレミアムをある程度のレンジで試算することも必要と考えられます。当該プレデューデリジェンスのプロセスにおいて、自社でリソースがあまり割けない場合、財務アドバイザーと相談しながら進めるという選択肢もありますので、状況に応じて専門家に相談するのも1つの方法と考えられます。

図表4 買収価額の決定イメージ



#### (2) 1次入札時

入札に際しての留意事項としては、プレデューデリジェンスにおいてある程度の価額を決めた段階で、入札要領を確認し、1次入札をクリアするための入札価額を決める必要があります。1次入札の価額が2次入札の価額を拘束しないのであれば、1次入札を通過するために、ある程度高めの入札金額とすることも1つの方策かもしれません。ただし、この場合、1次入札を通過できたとしても、2次入札で入札金額を大きく下げた場合、一般的に落札できる可能性が低くなってしまうと考えられるため、慎重な対応と判断が必要です。

### 3. デューデリジェンスプロセスの留意事項

#### (1) アドバイザー利用時

M&Aに際しては、各種アドバイザーを利用することが多いと思いますが、アドバイザーを利用する場合には、下記のような点に留意が必要と考えられます。

①アドバイザーの構成をどのように行うか、②既に売り手サイドについているアドバイザーかどうか、③過去に案件と一緒に取り組んだことがあったかどうかです。通常の入札案件では、M&Aの経験豊富な企業を除いて、買い手サイドでも財務アドバイザーを利用する人が多いと思われます。

財務アドバイザーは、証券会社やM&Aコンサルタント等様々存在していますが、財務アドバイザーの対応いかんによりM&A案件の成否が決まってくると言っても過言ではないため、できる限りM&Aの案件の経験豊富な財務アドバイザーを選定する必要があります。経験不足の財務アドバイザーが担当した場合、デューデリジェンスがスムーズに進まず、十分な調査ができず時間切れとなるケースもあります。特に時間との勝負の中で、当初決めたデューデリジェンス実施要領<sup>5</sup>に固執せず、臨機応変に上手く対応できるような財務アドバイザーが1つの理想形と考えることもできます。

また、売り手サイドの財務アドバイザーに買い手の要望をきちんと伝えて、交渉・調整をきちんと行ってくれる財務アドバイザーが望ましいと考えます。また、通常財務アドバイザーがバリュエーションを行う場合も多いため、コミュニケーション能力が高く、各アドバイザーの調査結果を十分理解してバリュエーションを行うことができるような担当者であることが望まれます。買い手サイドのアドバイザーのチーム編成は、財務・税務の専門家(通常公認会計士・税理士)、法律専門家(弁護士)、土地建物の鑑定を行う不動産鑑定士、必要に応じて人事コンサルタントが想定されますが、こちらも、M&Aの経験豊富な担当者をお願いすることが成功の秘訣と考えられます。

#### (2) 2次入札時

法律、財務・税務、不動産および必要に応じて人事等の専門家から、各調査報告書、評価書等が入手された段階で、財務アドバイザーと一緒に報告内容の中に、ディールブレイク<sup>6</sup>要因になるような重要な事項が存在していないかどうかについて、綿密な相談をする必要があります。その際は、各担当の専門家と十分な意見交換と買収価額や買収契約条件にどのように反映すべきかどうかについてまで、きちんと詰めておくことが大切です。また、実際にバリュエーションを行った結果から判断して、値段が折り合わない場合には、あまり無理

4 アップサイド：シナジー効果によるM & Aによるマーケットシェアの向上や売上増加のこと。

5 デューデリジェンス実施要領：デューデリジェンス全般にかかるスケジュールから、注意事項に至るまで、デューデリジェンス実施に関するルールを定めているもの。

6 ディールブレイク：M & Aを断念すること。

せず、冷静に判断することも大切です。また、この段階では、買った後に問題となる事項が投資案件に潜んでいないかどうかについても、専門家の報告書をベースに検討することも大切なポイントとなります。

#### 4. 交渉プロセスの留意事項

契約条項について、M&Aに精通した法律の専門家と相談しながらドキュメント化することが必要と考えられますが、表明保証<sup>7</sup>では不十分な場合がありますので、価格調整条項（例：純資産調整、ネットキャッシュによる調整、運転資本による調整、アーンアウト条項<sup>8</sup>等）や必要に応じてスキーム変更等まで検討し、売り手サイドとの間で粘り強い交渉を行うべきものと考えられます。

#### 5. クロージングプロセスの留意事項

クロージング段階では、クロージングデューデリジェンス・PPA (M&Aにおける取得原価配分：パーチェス・プライス・アロケーション) を財務の専門家をお願いするケースや、統合に向けた計画を立てるケースもありますので、案件の状況に応じて必要な対応を検討しながら進めることが必要と考えられます。

## II

### 過去の財務デューデリジェンスにおける発見事項の分析

IのM&Aの各プロセスにおける留意点に注意しながら、実際にターゲットに関する各種資料を入手した段階で、具体的な勘定科目ごとの留意点について、過去の財務デューデリジェンスにおける主な発見事項を分析することによりM&Aを担当される方に参考となる事項を取り上げたいと思います。

近年実施した財務デューデリジェンスの報告書上の発見事項を勘定科目ごとに集計、比率として図示すると図表5のようになります。

#### 1. 有形固定資産および引当金の未計上

図表5において大きな比率を占めている項目としては、有形固定資産および引当金が挙げられます。有形固定資産の発見事項としては、減価償却費の未計上が典型的な項目となりますが、減価償却費の未計上や引当金の未計上は税務上の会計処理を過度に重視した決算によっていることが原因と考えら

れます。

#### 2. 売上債権や棚卸資産の滞留

次いで、売上債権や棚卸資産も発見事項が多い項目ではありますが、これらはいわゆる滞留資産が計上されていることによるものであり、滞留資産の計上も損金として認められないことが要因と考えられます。

#### 3. 人件費関連項目

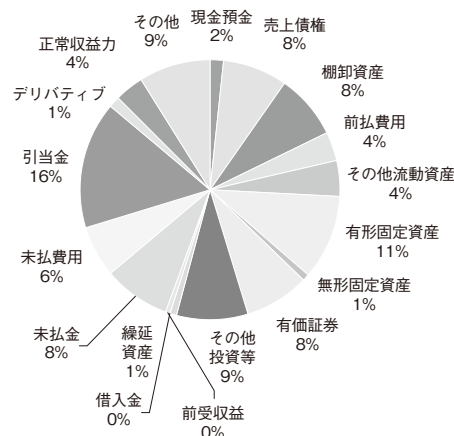
そのほか、未払金、未払費用および退職給付引当金についても発見事項として挙がっています。これらは人件費に関する発見事項が多い傾向にあります。人件費に関しては、オーナーの影響力が強い非公開会社においては、特に影響を被りやすい項目と考えられるため、留意が必要です。残業代や賞与の未認識・未払、退職給付引当金の未計上が典型的に挙げられます。

#### 4. 正常収益力

一方、正常収益力に関連する項目について、図表5においては小さい比率となっていますが、前述の売上債権、棚卸資産、有形固定資産、引当金、未払金および未払費用等の発見項目が正常収益に影響する場合がありますので、各項目がどのような要因に基づいているのか、かつ正常収益に影響を与えるものかどうかについて分析することは重要です。

なぜならば、M&Aプロセスにおける財務デューデリジェンスは、対象会社の企業価値の基礎となる、将来事業計画を

図表5 デューデリジェンスにおける発見事項の分類



出典：企業成長支援本部作成の財務 DD 報告書サンプルから15件を抽出

7 表明保証：一方の当事者が一定の時点における契約当事者自身に関する事実や契約目的物の内容等に関する事実について、当該事実が真実かつ正確であることを、他方当事者に対して表明し、かつその内容を保証する条項のこと。

8 アーンアウト条項：将来の業績に応じて対価を支払うという条項。

理解するためのものであり、過年度の損益計算書の理解もまた主要な目的となるからです。過年度の損益計算書の理解においては、対象会社の置かれている外部環境の変化とともに、各年度に特有の事象については適切な年度において損益計算書に反映されているか、また、今後どのような事象が生じるかを念頭におき、分析する必要があります。

### Ⅲ M&A における失敗事例の分析

I、IIにおいて個別の留意点について考察してきましたが、ここでは、M&Aにおける失敗事例を考察することにより、M&Aを失敗しないようにするにはどのようにすると良いかについて、簡単な分析をします。

#### 【失敗事例 1】 買収後、主要社員の退職

買収後の統合プロセス段階での失敗により、買収後少し経って主要社員のほとんどが退職してしまった。

(分析)

この案件では、M&Aの狙いの1つとして、人材という点がポイントになっていました。その場合には、統合プロセスにおいてターゲット企業の社員に対するインタビューやキーマンの確認、統合後の待遇等、統合後の社員の退職リスクを把握しつつ、統合過程で既存社員の反感を買わないようなメンタル面でのケアを十分行いながら、統合作業を進めると主要社員のほとんどが退職してしまうような事象は生じなかったと考えられます。

#### 【失敗事例 2】 買収後の業績悪化

買収時、良い会社を安く買えたと言っていたが、実際に子会社化して数ヶ月もせずに、民事再生の申し立てを行うことになってしまった。

(分析)

上場会社のため、安心して買収を実行したが、簡易なデューデリジェンスによっていたところ、買収後、ほどなくして民事再生を申し立てることになるとはまったく予想していませんでした。

後日、デューデリジェンス時の資料を再度検証したところ、先入観を持たずに調査を行っていれば、すぐに資金繰りが詰まってしまうことは明白であったことから、買収調査の重要性を改めて認識することになりました。すなわち、簡易な調査でプロセスを進めてしまい、事後的に重要な事実が判明してしまう、という点に関しては、特に中堅企業においては問題として顕在化する可能性が高い事案とも考え得るでしょう。買収調査は、財務のみならず、法務、労務といった広い分野をカバーする必要がありますが、そのためには時間等多くの資源を

費やすこととなるからです。

#### 【失敗事例 3】

買収前の調査では、非常に技術力の高い会社ということで期待していたが、買収後、ノウハウは属人的に帰属しているもので、過去のノウハウのデータベース化はされておらず、技術自体もそれほど高いものではなく、結果、統合後も業績は想定されたほど上がらなかった。

(分析)

M&Aにおいて、ビジネス面での確認および技術面の調査が十分行われないことも多いですが、買収案件によっては、M&Aの成功の鍵（キーファクター）となるものもあるので、時間をかけてでもきちんと調査を行うことにより事前に把握すべきでした。

### Ⅳ ポストM&Aにおける留意点

中堅企業の場合、管理体制が十分整っていない会社をターゲットとすることも多いため、統合後本体の内部統制監査に耐えきれない場合や親会社の連結財務諸表の開示スケジュールに合わせた決算作業ができないという事態が生じることが少なくありません。

買収前の調査の段階で、現状での管理体制・決算体制・決算作業スケジュール等最低限確認し、買収後困らないように対策をあらかじめ検討することが大切です。

また、M&A後の連結決算という観点から、買収プレミアムが高いディールの場合、買収後ののれんの額が大きくなり、その償却負担に耐えられず、赤字部門となることも多くなります。さらに、当該赤字が続いた場合、のれんの減損ということも起こりえます。

買収前の段階で、のれんの額とそののれんの償却額の親会社連結財務諸表に及ぼす影響等をきちんとシミュレーションを行い想定範囲内でのプレミアムに収めるようにすることも大切です。

以上のように中堅企業のM&Aにおいては、それぞれの局面で留意すべき事項があり、その点に気をつけながらディールを一步一步着実に進めるようにすることが、M&A成功の近道と考えられます。また、企業の担当者側も、M&Aに精通することにより、アドバイザーを上手に活用することも大切なポイントと考えられます。

**【企業成長支援本部】**

長期にわたる国内需要の低迷や規制緩和による新規プレーヤーの参入等、国内市場の競争は激化しています。さらに海外市場への進出や海外生産拠点の構築等、ビジネスのグローバル化が進展しており、企業を取り巻く経営環境は急速に変化しています。

このような環境下で持続的成長を企図する企業が直面する経営課題は、ますます複雑化しており、迅速かつ適切な対応が求められます。あずさ監査法人は、企業が抱える多様な経営課題に対し、ワンストップでソリューションを提供し、企業の成長を支援します。

**◎成長企業の広範な課題に対応**

あずさ監査法人およびKPMG ジャパングループのすべてのリソースを活用することで、会計に限らず広範な課題に対応します。

**◎ワンストップによる迅速なサービス**

あずさ監査法人の担当者が窓口となり、企業の立場で諸課題に対する適切なリソースを確保することで、適時かつ迅速にサポートします。

**◎中堅企業の身近な存在として**

セミナーやメールニュースなどの継続的な情報発信に加え、ランチョンミーティングなど気軽に相談できる機会を設けています。また簡易企業診断ツールにより、諸問題の原因たる真の課題を特定する支援も行います。

**【事業戦略部】**

私ども企業成長支援本部／事業戦略部は、中堅企業の M&A プロセスにおいて、ストラクチャーの検討から財務デューデリジェンスの実施・ポストディールサポートに至るまで総合的に支援できる体制を整えております。中堅企業の成長戦略のサポートとして、私どものリソースをご活用いただきたいと思いますので、お気軽にご相談いただければ幸いです。

本稿に関するご質問等は、以下の者までご連絡ください  
ますようお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人  
企業成長支援本部 事業戦略部  
TEL : 03-3266-7006 (代表番号)  
TSRS@jp.kpmg.com

パートナー 佐藤 義仁  
yoshihito.sato@jp.kpmg.com

マネジャー 宗像 健之  
kenji.munakata@jp.kpmg.com



KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com  
www.kpmg.or.jp



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。

© 2013 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants 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. Printed in Japan.

© 2013 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA 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. Printed in Japan.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.