

GCA FAS News

December 2017

Vol.38



For Client's Best Interest



GCA FAS

事業売却におけるセラーズデューデリジェンスの活用

～高く賢く売るために～

【本号の内容】

1. はじめに
2. セラーズ DD とは
3. セラーズ DD の目的・効果
4. おわりに

GCA FAS 株式会社

シニアマネージャー 溝口 雅彦
コンサルタント 高杉 慧

1. はじめに

日本にも M&A という言葉が定着してから年月が経ち、会社や事業を買収・売却するという経験が蓄積されてきたように思われます。会社や事業を買収する際には、対象会社等のリスク情報の把握や買収後シナジーの検討及び利害関係者への説明責任の遂行のために、各種デューデリジェンス(以下、DD)が必要であることも広く浸透しているのではないのでしょうか。

一方で、DD というものは買い手が行うものであって、売り手にとっては仕方なく受けるものという印象をお持ちではないのでしょうか。

実は売り手にとっても自らの会社を DD することは多くの効果を得ることができます。

セラーズ DD をはじめとして売り手が外部専門家の支援を受けて綿密な準備と対策を行う実務は欧米では一般的ですが、日本では残念ながらそれほど浸透しておらず、セラーズ DD を行わない案件が多く見られます。通常の M&A では買い手が費用負担し DD を実施するのに対して、セラーズ DD は「自分の事業は良く理解しており、わざわざ売り手が費用負担して実施するようなものではない」という考え方が主流となっているのかもしれませんが。

しかし、セラーズ DD は非常に有用な手続であり、売却価格の最大化やプロセスの円滑化・効率化など、様々な効果を勘案すればセラーズ DD の費用対効果は大きいものと思われます。

本稿において、セラーズ DD はなぜ効果的なのか、セラーズ DD を活用して効果的な売却を実行するためのポイントに焦点をあてて解説致します。

セラーズ DD とは、売却対象会社・事業に対して実施される、売り手(売り手の依頼を受けた外部の専門家)による DD のことをいいます

2. セラーズ DD とは

セラーズ DD とは、売却対象会社・事業に対して実施される、売り手による DD のことをいいます。セラーズ DD の実施により、買い手視点による売却対象会社・事業のリスクや課題を事前に把握し、対応策を検討することができ、売却プロセスを有利に進めることが可能となります。

売却対象会社・事業は、これまで売り手が当事者として関与していた会社・事業であるため、売り手は売却する会社・事業を熟知しているとの自負があります。しかし実際に売却プロセスに入り、買い手により会計・税務・法務等の各種 DD が実施されると、当初想定もしていなかった項目の質問を受けたり、交渉の場で想定外の交渉材料が持ち出されることが少なくありません。当事者であるからこそ見落としがちな論点・交渉材料を第三者の目で事前にあぶり出して把握する調査がセラーズ DD です。

3. セラーズ DD の目的・効果

欧米で一般的なセラーズ DD は、外部専門家が第三者的立場(中立的立場)で調査・報告を行い、外部専門家の名前で作成された DD レポートを買い手等の外部へ開示する、いわゆるベンダーDD です。ベンダーDD レポートはいわば外部専門家による保証書に近い効果があります。

特にクロスボーダー案件において売却対象会社が会計監査を受けていない場合に、売り手の開示する資料の信頼性が乏しいとして提示価格が大幅にディスカウントされることがあります。

こうした場合、売り手はベンダーDD レポートを開示することで、開示している資料は、外部専門家も確認している一定水準のレベルを担保している資料であることを買い手にアピールすることができます。

一方、国内案件においては、日本のビジネス慣習上、性善説をベースとした信頼関係のもと物事を進めていく考えが強く、売却プロセスにて、整合性のとれている情報を真摯に開示していくことから、買い手から不当に大きなディスカウントを受けるケースは少ないと思われます。そのため会計監査を受けている場合や買い手候補が少ない場合など、売り手はベンダーDD を不要と判断するケースが多くあります。

しかし、ベンダーDD が不要であると判断したらセラーズ DD 自体が不要になるかというそうではありません。セラーズ DD には中立的な立場で行うベンダーDD 以外に、売り手の立場で手順をカスタマイズできるというものもあり、セラーズ DD を実施することで様々な効果を楽しむことができます。

以下では、ベンダーDD 以外のセラーズ DD にフォーカスし、目的や効果を説明します。

セラーズ DD の目的・効果

- | |
|-----------------------|
| (1) 売却の障害となる問題点等の事前把握 |
| (2) 売り手の開示情報に対する質の向上 |
| (3) 買い手による DD 期間の短縮 |

売却の障害となる問題点を事前に把握し、手当てすることで売却価格のディスカウントを回避する効果があります

(1) 売却の障害となる問題点等の事前把握

セラーズ DD は買い手と同じ目線で調査するため、買い手が発見すると思われる問題点を事前に把握しておくことができます。問題点を事前に把握することにより、適切な対処が可能になります。

① 把握した問題点が解消可能な場合

問題点を事前に解消する又はクロー징までに解消することを買い手に示すことによりプロセスの円滑化、買い手からの提示価格のディスカウントを回避する等の効果が見込めます。

② 解消が難しい問題点であった場合

カウンターを事前に用意する又は情報開示のタイミングをコントロールすることで、交渉の主導権が買い手に渡ることを避けることが可能となります。

プロセスが入札の場合、競争環境のある初期のタイミングで開示することでディスカウントを極力抑えるという売却戦略も可能となります。

一般的には、プロセス中に買い手も想定していない問題点が出た場合、買い手はリスク回避のために本来の価値から大幅にディスカウントされた価格を提示する、もしくは、プロセスに対する緊張感を失い積極的に案件を進めなくなることが多く見られます。このような最悪なシナリオを回避するためにも事前の DD は有用といえます。

なお、通常買い手は DD により把握された問題点を交渉材料として提起する一方で、アップサイド材料は積極的には提起しない傾向にあります。売り手がセラーズ DD によりアップサイド材料やシナジーの可能性を把握して提示することで、買い手の提示価格を向上させる可能性もあり、この点においても事前の DD は重要と思われれます。

(2) 売り手の開示情報に対する質の向上

セラーズ DD では、買い手に対する情報開示に備えて開示情報の精査が行われます。開示情報を精査することで、発見された資料の不整合の修正などを行い、事前の開示情報のブラッシュアップを行うことができます。

開示情報の信頼性が向上することでプロセスの円滑化・開示情報の不確実性によるディスカウントの回避効果があります

事前に開示情報の質を高めておくことで、売り手の開示情報に対する買い手の信頼性が高まり、売り手の提案が受け入れられやすくなると同時に開示情報の不確実性を原因とする価格のディスカウント等を軽減することができます。

当該効果を期待してセラーズ DD が行なわれる代表例として①非上場企業の場合、②カーブアウト案件の場合があげられます

特にカーブアウト案件については、売却対象単位での財務情報(B/S・P/L)などは存在せず、存在したとしても業績管理用の損益情報があるのみです。従って、カーブアウト数値はディール推進のために新たに作成することになりますが、作成方法に基準があるわけではなく、多くの前提条件を置くこととなります。

そのため、買い手としては、売り手が恣意的にカーブアウト数値を作成しているのではないかという疑念をもった状態でプロセスを進めることになるため、その内容に過敏に反応しがちとなります。

事前に DD を実施し、説明すべきポイントを明らかにすることで、買い手の懸念を払拭することが可能になります。

(3) 買い手による DD 期間の短縮(予行演習効果)

セラーズ DD では買い手目線でリスクの把握や開示情報の整合性確認等を行うため、買い手 DD への対応や買い手との交渉を効率的に行うことが可能となり、結果としてプロセス期間の短縮につながります。

買い手としては可能な限り懸念事項を払拭したいという意識があり、必要以上に資料の要求や質問の回答を求めがちであるため、売り手として DD を受けることは、想像以上に負荷がかかります。

事前にセラーズ DD を行なっておくことで、適切な資料開示、質問回答が可能となるため、売り手に過度の負担がかからない効果が期待できます。

また DD レポートの形式で開示することにより、買い手による調査を DD レポートに記載のある情報以外に絞ることができる可能性もあります。

DD 対応の予行演習となり
DD 期間の短縮効果があります

4. おわりに

近年、巨額なのれんの減損損失を計上する事例が時折報道されております。のれんの減損損失の主な要因のひとつに買収時の高値掴みがありますが、高値掴みで買収した場合には、数年後にのれんの減損損失という形で表面化します。

一方、本来の価値よりも安値で売却した場合にはその失敗がP/Lに損失として表面化するとは限りません。表面化しないことに甘んじ、売り切ることにより主眼が置かれ、本来の価値で売却することがこの次とされる危険性があるのではないのでしょうか。

セラズ DD を実施することで売却プロセス開始前に外部専門家の支援を受けて綿密な準備と対策を行うことができます。その結果、買い手からの不要なディスカウントを受けることなく適正な価格、さらにはより高い価格で売ることも可能となります。セラズ DD は「高く賢く売るための有用なツール」であり、有効に活用していくことがますます望まれているのではないのでしょうか。

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

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

溝口 雅彦 mmizoguchi@gcafes.com

高杉 慧 satoshitakasugi@gcafes.com