

# GCA FAS News

March 2016

Vol.19



*Trusted Advisor For Client's Best Interest*

**GCA** *Financial  
Advisory  
Services*

---

# M&A において期待されるシナジー効果とのれんの関係

## 【本号の内容】

1. はじめに
2. のれんとシナジー効果の関係性
3. のれんの減損とシナジー効果の関係性
4. おわりに

## GCA FAS 株式会社

### 1. はじめに

2016年1月下旬の金融政策決定会合にて、日銀は史上初となるマイナス金利の導入を決定しました。

近年、アベノミクス効果による手元資金の余力から M&A 投資はリーマンショック前の水準に戻りつつあるほど活発に行われておりますが、マイナス金利政策により、金融機関から企業へ資金が流れやすくなり、今後 M&A 市場はより活況になっていくものと考えられます。

このような状況下で、近年の M&A ディールでは相対形式よりも入札（オークション）形式が一般的になっており、売手に対して定量（価格）面と定性面の両面から魅力的な条件の提示が必要となっております。そのため、買収を実現させるためには、売手に対するシナジーの訴求と、シナジー創出による買収プレミアムの回収が不可欠であり、シナジー創出に失敗してしまうと買収のれんの減損につながってしまいかねません。

そこで本号では、シナジー効果とのれん減損の関係について紐解いていきたいと思っております。

なお、中央経済社より本年1月に刊行した「Q&A でわかる M&A 実務のすべて（弊社メンバー執筆）」では、シナジー効果の内容やのれんの評価等を含め、M&A のプレ・ディールからポスト・ディールに至るまで様々な場面ごとに論点となる事柄を Q&A 形式で解説しております。これから M&A を担当する方の参考書としてだけでなく、既に M&A に携わっている方にとっての知識の再確認のためにも役立つ書となっておりますので、GCA FAS News と合わせてご活用頂ければ幸いです。

M&A の効果を最大限享受するためには、統合によるシナジー効果の発現が非常に重要です。

## 2. のれんとシナジー効果の関係性

### (1) M&A の目的とシナジー効果

M&A の主な目的としては、一般に「時間の節約」、「権利等資産の取得」及び「シナジー効果」の3つが挙げられます。これらはいずれも重要な目的であると言えますが、M&A の効果を最大限享受するためには、シナジー効果の発現が特に重要であると考えられます。

「シナジー効果」とは、異なる会社が連携したり統合することにより、単にそれぞれの会社を足し合わせた以上の付加価値が発現されることをいいます。この「シナジー効果」には、一般的に「販売シナジー」「生産シナジー」「投資シナジー」の3つがあるといわれています。

各シナジーが具体的にどのような効果をもたらすのかについては、下記のようにまとめることができます。

#### 販売シナジー

M&A で入手した販売ルートや販売組織、販売ノウハウ、物流網を活用し、既存商品の販売力を強化

#### 生産シナジー

共同購買による交渉力の向上や、共通の生産設備・技術・ノウハウの効率利用による操業度引き上げ

#### 投資シナジー

企業間における類似の新規研究開発に係るコストを効率化

以上はいずれも結合当事企業に存在した何かを共通利用することにより得られるものであるとされています。

### (2) シナジー効果とのれん

この「シナジー効果」と類似した概念で、「のれん」という概念があります。一般的に、「のれん」は企業の超過収益力の源泉を表しているものと言われ、企業に蓄積されたノウハウや企業のブランド力等といった無形の資産の総体として表されます。この無形資産の総体について、第三者間で合意された客観的な金額である買収対価と、識別可能時価純資産の差額として間接的に測定しているのが会計上の「のれん」となります。

このように両者は似て非なる概念ですが、その関係性を敢えて述べるのであれば、買収により計上される会計上ののれんには、買収後のシナジー効果創出による回収見込分が含まれている、と言えます。詳細に見てみましょう。

会計上ののれんにはシナジー効果創出による回収見込分が含まれており、のれんに見合うシナジーの創出が可能か否かの事前検討は必要不可欠です。

【図1 買収プレミアムとシナジーの関係】



図1をご覧ください。

まず、買手にとっての企業価値(最大期待価値)は、M&Aで入手できる経営資源そのものの価値(スタンドアロン価値)に加え、上記に代表される定量化されたシナジー効果の合計値となります。スタンドアロン価値は、買収による影響を見込む前の独立した状態における企業価値のことであり、企業が買収以前から有していたのれんを含んでいる概念です。

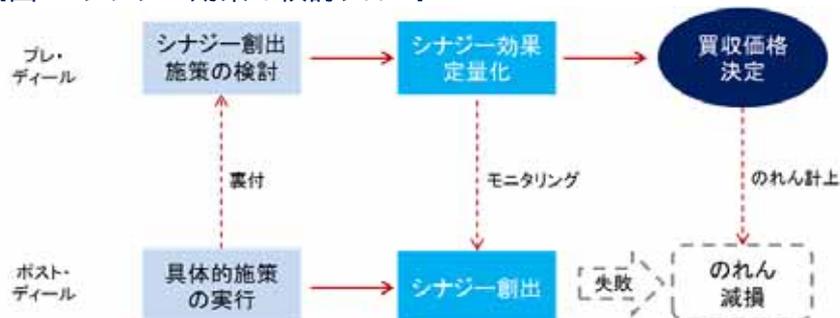
一方、実際のM&Aでは、このスタンドアロン価値に一定の買収プレミアムを乗せた金額が買収対価となります。そして、図から分かるように、一般的に買収プレミアムはすべて会計上ののれんに含まれることとなります。買収プレミアムはスタンドアロン価値に帰属しないため、M&A実行後もスタンドアロン価値が不変であるとするならば、買手のシナジー効果の創出により保全されることとなります。換言すれば、シナジー効果が創出できなければ、のれんの減損は避けられないこととなります。

### (3) シナジー効果の事前定量化と事後モニタリング

上述のように、シナジー効果の想定金額や創出可能性の検討は、買収価格の多寡、ひいてはのれんの減損リスクへと直結するものです。識別されていない無形資産の総体を客観的に評価することは容易ではありませんが、M&Aを成功に導くためには、買収価格の検討段階(プレ・デール)におけるシナジー効果の定量化が特に重要となります。当然ながら、この定量化は机上の空論になることなく、ポスト・デールにおける具体的施策に裏付けされた高い精度での検討が必要となります(図2参照)。

シナジー効果の事前定量化においては、ポスト・デールにおける具体的な施策に裏付けされた高い精度での検討が非常に重要となります。

【図2 シナジー効果の検討フロー】



シナジー効果を事前に定量化するためには、まずシナジーが創出されると想定される項目を抽出し、当該項目に対して具体的にどのような施策を行うことでどれくらいのフリーキャッシュフローが生み出されるかを検討することが必要となります。当然のことながら、フリーキャッシュフローの源泉となる営業利益は売上高と営業費用の差額で算定されますので、収益シナジーとコストシナジーの両面から検討する必要がありますし、将来の営業利益を確保するために必要となる設備投資水準についても合わせて考慮する必要があります。

前述した3つの各シナジーについて具体的に定量化するためには、以下の点に特に留意が必要であると言えます。

- |   |
|---|
| <p><b>販売シナジー</b><br/>         クロスセルの実現可能性<br/>         自社製品の統合先得意先への販売量、統合先製品の自社得意先への販売量の見込み</p> <p><b>生産シナジー</b><br/>         生産設備、原材料、技術、ノウハウなどの共通利用によるコスト低減額の見込み</p> <p><b>投資シナジー</b><br/>         研究開発やブランドを共通使用することによる投資対効果の見込みの計算</p> |
|---|

なお、実務上、「pre-deal Purchase Price Allocation (pre-PPA)」という手続きが行われることがあります。PPAとは、本来ポスト・デールにおいて行われる手続きであり、買収価格を受け入れた資産・負債に配分する手続きを指し、そこでは従前の貸借対照表に計上されていなかった無形資産も評価対象とされます。このPPAをプレ・デール段階で行うことで、買収価格に応じたのれんの想定額が試算され、これと定量化されたシナジー効果を突合することで、M&Aの実施可否を合理的に検討することができることとなります。同時に、事前に「何を買収する為のデールなのか」を明らかにし、獲得した資産からのキャッシュフローを事後的にモニタリングすることで、財務的な観点からの統合後マネジメントが可能となります。

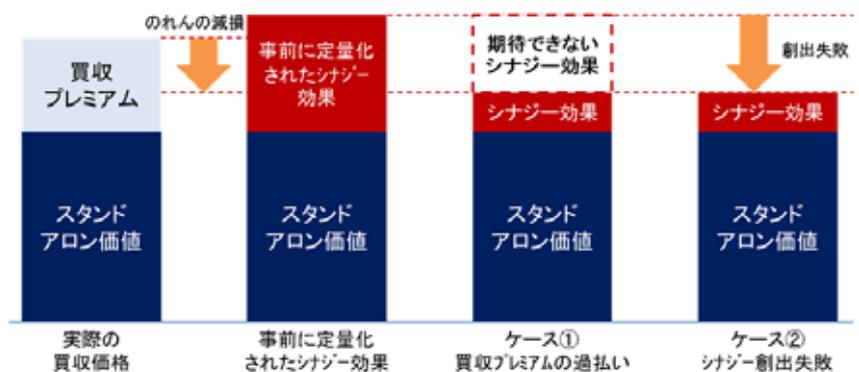
のれんの減損理由は、買収プレミアムの過払いのケースと、シナジー創出の失敗ケースに区分されます。いずれにおいても、シナジー効果の事前の検討が非常に重要となります。

### 3. のれんの減損とシナジー効果の関係性

前のセクションで述べた会計上ののれんについて、買収後に減損対象となることがあります。本セクションではシナジー効果とのれんの減損の関係について整理します。

買収後のスタンドアロン価値が不変であるという前提を置いた場合、のれんの減損は、期待されるシナジー効果を超えて買収プレミアムを支払ったケース(減損ケース：買収プレミアムの過払い)と、買収後に創出されたシナジー効果が想定に反して期待よりも小さかったケース(減損ケース：シナジー創出失敗)に区分されます(図3参照)。

【図3 シナジー効果とのれんの減損】



#### (1) 減損ケース：買収プレミアムの過払い

このケースは、買収時点ではシナジー効果が買収プレミアムを上回るという判断で買収を実行したものの、実際には期待されるシナジー効果を大きく超えて買収プレミアムを支払ってしまっていたというケースです。この場合、買収プレミアムの過払いによってのれんの減損が発生することとなります。

買収プレミアムの過払いには様々な理由が考えられますが、最も多いケースは、プレ・ディール段階での不十分なシナジー検討を要因とするものです。図3を見ていただくと分かるように、事前に想定されたシナジー効果の中に、施策に裏付けされず創出が期待できないシナジー効果が含まれていた場合、買収後に買収プレミアムを回収できるだけのシナジーは創出し得ないこととなります。その結果、買収後にのれんの減損につながってしまうこととなります。

## (2) 減損ケース : シナジー創出失敗

このケースは、シナジー効果の事前の定量化は行われていたものの、何らかの理由で買収後のシナジー効果の創出に失敗し、事前に想定していたよりもシナジー効果の創出が小さくなってしまったケースです。

これには様々な要因が考えられ、例えば対象会社の事業環境悪化や法令・規則の変更の影響など、買い手にとってコントロール不可の要因も考えられますが、一方で、PMI 実行に関する準備不足や管理手法の違いなど、コントロールの余地がある要因も多くあります。したがって、プレ・ディール段階におけるシナジー効果の定量化の際には、シナジー創出の阻害要因となるような潜在リスクの有無についても合わせて検討することが重要であるといえます。

なお、理論的には上記の2要因がのれんの減損の要因として考えられますが、実際のM&Aにおいては、入札やTOB合戦など理論的に説明できない要因で買収価格が上昇することがあります。M&Aも一種の投資行為ですから、投資額の決定には慎重になるべきですが、市場が過熱しているときに手を出したり、競合他社との間で買値をつり上げたりした場合、結果的に想定しているシナジー効果よりも大きな買収プレミアムを乗せた買収価格となってしまうこととなります。このように合理性を超えて高値で買収してしまうことは、一般的に「勝者ののろい (Winner's Curse)」といわれています。もちろん、価格よりも実行を優先すべきケースもしばしばありますが、その場合は高値掴みによるのれんの減損リスクが増大することとなります。

#### 4. おわりに

これまで述べてきたとおり、買収後にシナジー効果を最大限に享受し、M&A を成功に導くためには、プレ・ディールの段階でシナジー効果を適切に定量化し、ポスト・ディール段階において施策の実行と合わせてモニタリングしていくことが非常に重要であると言えます。しかしながら、筆者の経験上、このような一貫したマネジメントが行われている例は非常に限られているという印象です。M&A の経験が少ない企業にとって、このようにプレ・ディールからポスト・ディールまで一貫してマネジメントすることは難しいかもしれません。そのような場合は、M&A 経験の豊富なアドバイザーの力を借りることも有効な手段であると言えます。

今後、好況とマイナス金利政策の相乗により、一層 M&A 投資を行う企業は増加していくものと推察されますが、“想定外の高値掴み”“シナジー喪失”によるのれんの減損を引き起こさないように、プレ・ディール段階での慎重な検討が必要であることに留意いただければと思います。

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](mailto:info@gcafes.com)

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