

M&A と監査役の対応

平成 25 年 5 月 22 日

D F 監査役部会第 8 クール研修会

小研究会 B グループ

(メンバー)

リーダー 鈴木 信男
遠藤 宏
木村 等
野末 正博
林 孝男
三入 稔

(メンター)

山本 正
大富部 喜彦
前川 榮

- 1、M&Aの事案は増えており、日常的な取引となったと見る方がよさそうである。
- 2、難易度は高く、専門家の活用は必要だがそれでうまく行くというわけでもない。
- 3、監査役として事案に対するチェック事項は多い。
- 4、監査役には、日頃の研鑽と経営に対する大所高所のアドバイスが求められる。

はじめに

この小研究会は、M&Aの買サイド、売りサイド、経営執行ライン、監査役、M&Aコンサルティング会社の関係者と多彩なメンバーが集まった。知見を共有できたことは大変有意義であったが、各メンバーが多忙で十分に議論を尽くせたとはいえず、提言も不十分なものとどまった。これを機にさらなる議論が行われることに期待したい。報告は議論をベースに鈴木がまとめた。

1、M&Aの事案は増えており、日常的な取引となったと見る方がよさそうである。

M&Aコンサルティング会社のマーバルパートナーズは(以降M社)『今後も成長に向けた有効な手段として、M&Aを活用する機会は一層増加していくことが予想される。M&Aの機会が増加することによって、企業におけるM&Aの位置づけも変化していくものとみられる。おそらく今後3~5年の間に、M&Aはこれまでの「経営上の一大イベント」から営業などの通常業務のように「日常化」していくであろう。』と述べている【参考1】。

日本企業によるM&Aの現状は一橋ビジネスレビューによれば(以降BR誌)次の通り。

	金額；兆円 (件数)					
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
IN-IN	11.0 (2,465)	6.8(2,382)	9.0(2,331)	7.2(1,995)	7.6(1,753)	5.6(1,851)
IN-OUT	2.7 (377)	6.9 (429)	1.8 (356)	3.4 (534)	5.6 (642)	6.9 (680)
OUT-IN	4.2 (261)	1.1 (190)	0.7 (165)	0.9 (187)	0.8 (134)	1.3(155)
計	17.9(3,103)	14.8(3,000)	11.5(2,852)	11.5(2,716)	14.0(2,529)	13.7(2,686)

「日本のクロスボーダーM&Aの現状」一橋ビジネスレビュー2013,3

数字を見ると、日本企業のクロスボーダーM&A(IN-OUT)が急速に増えているのは分かるが、全体としてM&Aが「日常化」していくというほどの趨勢とは読めない。ただ、BR誌は、日本企業の意識調査として、投資への優先順位として「M&A」が第一位45%と、第二位の「設備投資」33%を上回ったことを紹介しており、経営の意識は変わりつつあることが窺える。

2、難易度は高く、専門家の活用は必要だがそれでうまく行くというわけでもない。

M&A は成長戦略として有力な方法であり、グローバル戦略を描けば、海外案件はなおさら重要な選択肢であろう。しかしながら、地道に努力し企業の成長を図るのに比すれば M&A は極めて大胆な(あるいは荒っぽいと言うべきか)手法である。成功すれば戦略的に大きな成果につながるが、遂行し得なければ深手を負う。事案の評価、買収の方法に加えて、事後の経営(シナジー創出など)が成否を決定する大きな要因と言われる。各々の企業はそれぞれの文脈のなかで活動する極めて個性的な存在であり(自社も、M&A 対象の他社も)、これらの作業を適切に行うことは極めて難易度が高く、失敗例も多く知られている。

日経の経済教室「海外 M&A 成功の条件④『負けからスタート』認識を、服部暢達(早稲田大学客員教授) 2013, 1, 23」は失敗事例をいくつか挙げ以下の注意点を示す；

- (1) 値段；買収後にいくら経営努力で価値を高めても最初に適正価格で買わないことには成功はおぼつかない。会社の時価にプレミアムを払うのだから、そもそも負けから始める投資である。
- (2) 買い方；正しい買収ストラクチャーを選択することと、ち密な最終契約書の文言交渉で負けない。優秀なプロの財務アドバイザー(投資銀行)や法務アドバイザー(弁護士)を使いこなすことが絶対に必要。
- (3) 経営方針；どのように経営して支払ったプレミアムを上回る価値増大を実現するか。価値を高めるにはシナジーの実現が必要だが綿密な計画を持っていないとならない。

良く整理されていると思うが、実務的には、(1) 値段の算定に良く使われる DCF 法には制約がある。M&A は結局は経営者の勘で決められ、DCF 法はその説明に使われるだけではないかとの見方もあり、実際の経営判断は難しい。一流の専門家を使いこなすのも難しそうだ。

(3) 経営方針は、M&A のプロセスを プレ M&A(戦略策定、ディール完了)と ポスト M&A(事業部門)に分けて見ると、どちらかと言うと ポスト M&A の段階で発見される課題であるが、プレ M&A の段階から十分に検討すべきものである。実際のところどのような問題が発生しているのか、M 社(前出)が PMI(Post Merger Integration)という切り口でアンケート調査を行っている。「経験が豊かな会社(海外 M&A 経験を 3 件以上有している回答者群)」は「対象会社従業員層のモチベーション低下」「想定外のディスシナジー発生」など、ある程度対処方法がわかっている問題についてはすでに学びを得ており、むしろ「シナジー創出目標未達」「キーパーソンとの経営方針衝突」などの「経営ガバナンス」に係る課題をより強く認識していることが浮き彫りになった、と指摘している【参考 1】。

3、監査役として事案に対するチェック事項は多い。

M&A は事柄の性質上、少数の経営幹部で進められ監査役は蚊帳の外ということが多いのではなかろうか。言うまでもなく、日頃から適切なアドバイスを行えるよう研鑽に努める、

と共に、経営陣とのコミュニケーションに意を払い事前に相談を受けるような環境を醸成し、あらかじめ事案の情報を得て十分に検討することが望ましいのは当然のことである。

しかし、取締役会に付議されて始めて事案を知った場合、監査役はどのような点をチェックしたら良いのだろうか。(株)東京証券取引所が作成した「ハンドブック独立役員の実務」第6章 M&A その他事業再編が監査役にとっても参考になると考え参照した。同書は議案の概要を想定し(新規事業進出にあたり事業を取得する)、検討すべき事項として以下の点を挙げている【参考2】。

- －新規事業参入の目的、新規事業に対する説明が十分か
- －事業取得の方法が明らかか
- －事業取得に伴う対価の規模及びその算定根拠が明らかか
- －新規事業参入後の見通しの説明が十分か

メンバー間で、直接関わりあるいは見聞した経験を基に、また若干の新聞記事やM社のレポートも参照し意見交換した。多様な論点が示されたがリスクを予見・特定する難しさと、事後の経営の難しさが議論の中心であった【参考3】。これを基に、M&A 事案をチェックするにあたっての監査役の心構えを、提言としてまとめた。

(1) なぜやるのか？

- －流行に乗って M&A を検討していないか
- －先ず自社にとって固有の明確な目的があり、事案はそれに沿うものか
- －例えば当該途上国での人材の確保が主眼なのか、明確にフォーカスしているか

(2) 値段は高すぎないか？

- －DCF 法は有力な手法だが CF 予測や割引率の適切な想定は難しい、そうした制約を認識しているか
- －経営陣は、専門家の算定を鵜呑みにせず、①事案の周辺情報やデューデリを通じて専門家が得た感触を共有しているか、②それとは別に経営者の独自の目線で数字を見ているか(専門家とリスク感性は異なるはず、計算根拠のどこに高いリスクがあると認識しているか、対象先の経営方針や社風をどう見ているか)
- －シナジーを勘案しなければ NPV はマイナスの場合が多かろう、それを明確に認識しそれを上回る価値を創出するとの確信があるのか【後出(5)と関連】

(3) 社長は事業取得の方法を良く理解しているか？

- －会計や税務の取扱いなど専門家への依存度が高い領域である、なおさら勘所は押さえていなければなるまい(社長が自分の言葉でポイントを説明できるか)

(4) 契約書は適切に作成されているか？

- －大企業の手掛ける大型案件であっても契約に不備があったのではないかと窺われる事案がある、社長はそうしたリスクを知っているか、どのように対処したか
- －(2)、(3)にもあてはまることだが、専門家は専門家であることの限界があり社長が経営としての高い目線で自ら考える姿勢を忘れてはなるまい

(5) PMI (Post Merger Integration)は十分に検討したか、体制を整えたか？

ー払ったプレミアムを上回る価値をどう実現するのか、事業計画は十分に練られているか

ーそれを遂行する経営力はあるのか、その力を当該事案に割けるのか

ーM社のレポートでは「シナジー創出」が「苦労・失敗」の筆頭に挙げられている、こうした知見を社長は承知しているか

4、日頃の研鑽と、経営に対する大所高所のアドバイスが求められる。

M社は、M&Aを経験した企業の多くが①M&A マネジメント人材の不足(注)と②社内でM&Aの統一ルールがないという課題に面しており、その対応策として、これまでに実施したM&Aを振り返りその会社固有の「M&Aハンドブック」作成を(ノウハウ・ナレッジの形式知化)推奨している。

注；関係する人材が固定化すると共に、プレM&A(戦略策定からディール完了)からポストM&A(事業部門)まで一気通貫で経験した人材はほとんどいないのが実情、とのこと。

これまで見てきたように、M&Aは極めて難易度の高い事案であり、日頃から研鑽に努めなければ対応することは難しい。さらに、経営に対し、M&Aに取り組む構えが出来ているのか、監査役として大所高所のアドバイスをすることが求められるのではなかろうか。

以上

備考

日経、2013,1,23、経済教室、海外M&A成功の条件④、服部暢達(早稲田大学客員教授)

日経、2012,11,21-24、米HP巨額赤字；HPが買収した英子会社の不正会計で巨額の赤字を計上した(その前の四半期決算でも過去の企業買収にまつわるのれん代の巨額な減損処理)。買収される前から不正操作、買収交渉でも水増しした売上高で臨んだ。これを見逃したHPに責任はあるが、専門家(監査、資産査定、金融大手)はなぜ不自然な会計処理に気付かなかったのかvs市場は本件を当初から疑問視しHPの株価は買収発表後急落。

日経、2013,1,18-19、M&Aの副産物のれんの正体；M&Aの副産物のれんの正体；のれんは買収の成否を映す鏡。

一橋ビジネスレビュー2013,3「クロスボーダーM&A」特集、本文で紹介した記事の外、実務上の留意点、JT木村宏会長へのインタビューなど

ハンドブック 独立役員の実務、(株)東京証券取引所編著、商事法務2012,11,10

社外取締役ガイドライン、日本弁護士連合会2013,2,14

M&A実務のすべて、有限責任監査法人トーマツ北地達明ほか編、日本実業出版社2012,12,20；買サイドが中心の記述だが売りサイドにも触れている

高値づかみをしないM&A、アビームコンサルティング編、中央経済社2012,1,25

「M&A 日常化時代の到来」 maval report 2013,4,18 改定 (株)マーバルパートナーズ

企業経営及び M&A に関するコンサルを提供する当社は、このレポートで『今後も成長に向けた有効な手段として、M&A を活用する機会は一層増加していくことが予想される。M&A の機会が増加することによって、企業における M&A の位置づけも変化していくものとみられる。おそらく今後 3~5 年の間に、M&A はこれまでの「経営上の一大イベント」から営業などの通常業務のように「日常化」していくであろう。』と観察し、また、M&A を経験した企業の多くが①M&A マネジメント人材の不足(筆者注)と②社内で M&A の統一ルールがないという課題に面しており、その対応策として、これまでに実施した M&A を振り返りその会社固有の「M&A ハンドブック」作成を(ノウハウ・ナレッジの形式知化)推奨している。

注；関係する人材が固定化すると共に、プレ M&A(戦略策定からディール完了)からポスト M&A (事業部門)まで一気通貫で経験した人材はほとんどいないのが実情、とのこと。

そして、ある国内大手メーカーの振り返り作業による教訓として以下を掲げている；

- 1) どんな相手であれ、言いたいことは明確に伝える
- 2) “シナジー”の魔力に操られない
 - － “シナジー”という言葉を使うことにより統合時の真の買収目的や買収後の活動が抽象的で具体性に欠けるものとなった、など、“シナジー”という言葉は誤解を産みやすい言葉であると反省し、今後は出来るだけ具体的な言葉や活動に落とし込むこととした。
- 3) 牽制機能を効かせて、暴走させない
 - － 事業部主導では事業部サイドに M&A を成立させたいインセンティブが働くため高値掴みする構造になりやすい。そこで、コーポレートサイドの牽制機能を仕組化することにした。
- 4) M&A においては過度に気を遣いすぎない
 - － 被買収先に対し過度に気配りし親会社(株主)としてのコントロールが弱かった。
- 5) 大方針以外は、原則現場で判断する

マーバルパートナーズ社は、また、海外買収子会社に対する経営ガバナンスについて実態

をアンケート調査し課題を抽出、対応策を提言している。

2013,1,31 「海外買収子会社に対する経営ガバナンス」 海外 M&A において日本企業が抱える悩みの本質とは

2012,2,7 「経営ガバナンスのフレームワーク」 海外企業買収の前に体系的な経営ガバナンス設計を

日本企業ではここ数年、『海外市場の顧客獲得、グローバルで戦える事業基盤の構築を目的としたクロスボーダーM&Aが増加した。しかしながら、多くの企業は期待通りの成果を創出できていない。特に、買収後の事業統合や被買収企業に対する「経営ガバナンス」は重要であるが十分に対応出来ていないケースが多い(ここでいう「経営ガバナンス」とは、企業の事業成長を維持・加速させるための、被買収企業に対する経営関与・管理のことである)』と、アンケート調査(注)を分析し、経験が豊かな層と浅い層に分けて見ると、『「経験が豊かな会社(海外 M&A 経験を 3 件以上有している回答者群)」は「対象会社従業員層のモチベーション低下」「想定外のディスシナジー発生」など、ある程度対処方法がわかっている問題についてはすでに学びを得ており、むしろ「シナジー創出目標未達」「キーパーソンとの経営方針衝突」などの「経営ガバナンス」に係る課題をより強く認識していることが浮き彫りになった、と指摘している。

注；高度金融人材産学協議会(経産省事務局)による研究テーマ「海外 M&A における PMI に係る課題抽出」の一環として、当社と日本 CFO 協会と共同で実施されたアンケート

アンケート結果の一部によると；

海外 PMI に際しての苦労・失敗(懸念・不安点)；経験が豊かな会社(豊かでない会社)

シナジー創出目標未達(売上げ増、コスト合理化等)；	74%(60%)
対象会社業績悪化時の対処能力不足	；48%(51%)
対象会社従業員層のモチベーション低下	；17%(42%)
想定外のディスシナジー発生(顧客離反など)	；24%(38%)
対象会社業績悪化時の原因把握の困難さ	；33%(36%)

以下、略

海外 PMI に取り組む上で重点的に対処すべき課題；経験が豊かな会社(豊かでない会社)

目標戦略と M&A 活用位置づけ明確化	；64%(58%)
社内 M&A チームの活用強化	；31%(40%)
本社・現地マネジメント間での責任権限所在の明確化、権限移譲強化；	26%(40%)
グローバルでの会計基準統一	；14%(33%)

以下、略

これを踏まえ、当社は、「経営ガバナンスのフレームワーク」として、「経営ガバナンスの観点から日本企業に立ちはだかる壁とその発生要因を「シナジーマネジメントの失敗」と「コントロール不全」の 2 点を挙げ、海外企業買収の前に体系的な経営ガバナンス設計を、と提唱している。

独立役員の見るべきポイント

「ハンドブック 独立役員の実務」(株)東京証券取引所編著 2012, 11, 10 商事法務
各論編 6 M&A その他事業再編より抜粋

- 1) 新規事業参入の目的、新規事業に関する説明が十分か
 - －目的は明確か（生産・販売拠点やノウハウの短期取得、人材の早期確保。。。）
 - －M&Aにより企業価値は向上するか、資本コストを上回る収益を上げられるか
- 2) 事業取得の方法が明らかか(事業譲り受け・会社分割・株式譲渡・株式交換 v s 現金・自社の株式)
 - －さまざまな手法を検討したか、所用期間・税効果・許認可の取扱い
 - －反対株主の買い取り請求権の有無
 - －企業価値向上という観点から M&A 以外の選択肢を検討したか
- 3) 事業取得に伴う対価の規模及びその算定根拠が明らかか
 - －既存事業のシナジーと支払うプレミアム
 - ・シナジーは具体的な内容を伴っているか
 - ・シナジーの具体的な数値目標や見込みを算出した上で判断しているか
 - －買収価格は被買収会社の本源的な企業価値(DCFによる算定・あるいは時価総額)＋実現可能なシナジーを加算した金額の範囲内か
 - ※売却の場合は自社が考える企業の本源的な価値を上回る価格か(売却メリットがあるか)
 - －企業価値の定義と測定、シナジーとプレミアム、これらに基づく詳細の企業価値の定量的な説明がされたか
- 4) 新規事業参入後の見通しの説明が十分か
- 5) その他
 - －交渉の経緯は説明されたか、当該取引を行うメリットやリスクは合理的に評価されているか
 - －due diligence は適切に行われ、報告書は取締役会で検証されたか
 - 買収価額を決定するにあたり第三者算定機関に算定を依頼したか
 - －適時開示資料は適切に作成されたか

メンバーの議論から抜粋 ※項番は参考 2 に対応、6)以降は追加

- 1) 新規事業参入の目的、新規事業に関する説明が十分か
 - －論点は多岐に渡り検討するのは大変だ。経営はヒト・モノ・カネと言うが、M&Aにより何を欲しいのか、的を絞って調べるしかないのでは。
 - －当該事業を取り込んで全体最適が図れるかどうか、が意思決定のポイント。
 - －売りサイドのリスクは、如何にきれいに手離れするか。

- 2) 事業取得の方法が明らかか

- 3) 事業取得に伴う対価の規模及びその算定根拠が明らかか
 - －DCF 法について
 - ・フリーキャッシュフローの将来を堅実な意思決定を行える程度に予測できるのか。景気(当面、中長期)・その事業のマーケット環境・当社の経営環境をどう予測するのか、10年先まで経営力を維持できるのか。
 - ・将来のフリーキャッシュフローはある程度分かる、そのうちのどれを自らマネジメント出来るか、も分かる。従って感覚的に納得感を得やすいが、割引率の予測は難しい(割引率が半分になれば収益資産の価額は2倍になる、にもかかわらず)。
 - ・二つのパラメーター(将来のフリーキャッシュフロー、割引率)の二つとも予測することはむずかしく、経営判断にそのリスクテイクに見合ったレベルの十分な情報を出すことは出来ないのではないか。
 - ・そもそも買い手は買うという結論が先ず有り(経営者の勘に基づいて)、DCFはその判断を客観的に(そのように見える手法により)サポートするにすぎない。つまりチェック機能としては働かない。マーケットが強気一色になっている環境で経営もそれに乗っている状況では、買収価額に合わせてパラメーターを置きその妥当性を説明しようとする誘惑にかられる。
 - ・従って DCF による検討結果は、その限界を意識して使用し、更に、買収後のリスクマネジメントに活用するという姿勢が必要ではないか。
 - ・シナジーの予想は結局、後付けではないか。
 - －DCF 法には主観的な要素が多く恣意的に流されやすい。とは言うものの、現状では最も優れた手法と言えるのではないか
 - －買いサイドは DCF か EBITDA をもとに買収価格を決める
 - －ずさんな買収が行われるのは銀行の責任が重いのではないか、資金使途を良く見えない。

4) 新規事業参入後の見通しの説明が十分か

- －【売却】日中合弁会社で持ち分の過半を中国サイドに売却した。現地社員は突然の発表に動揺した。社員にとっては売られる立場である。社員が動揺すると相手(買い手)サイドに迷惑がかかることになる。社員に十分な説明を行うことは重要なチェックポイントと思われる。
- －事業継続のためにはキーパーソンの確保が鍵
- －先ず JV として時間をかける、という方法がある。合体しない。
- －自社にシナジーを創出する力はあるのか、自分の力を冷静に評価することが大事。人材はいるか。
- －海外事案では、商流が変わる。見落としやすい。
- －海外 M&A はブームだ。勉強としてやってみることも大事。ただし、最初から社運を賭けてはいけない。

5) その他(due diligence、契約書など)

- －英国の会社を買収する事案を見る機会があったが先方から出された資料がボロボロであった上、考え方の相違などもありそもそもコミュニケーションが難しい。買収後、かなりの時間を経てようやく意思疎通できるようになった。due diligence は難しい。
- －監査役は M&A の事案をどうチェックするのだろうか？ CFO 協会の財務向け研修の内容を見たが実戦的との印象を受けなかった。特にリスクをどう把握するのか、関心がある。
- －買収した上場会社の子会社を経営した。消費税未払いや償却不足など due diligence をやったのに予め発見出来ず苦勞した。
- －due diligence で分かるわけがない。
- －due diligence の際、相手は何故売なのか良く考える必要がある。もうかるのなら売らない。困っているから売なのだ。本質的に優良会社はないと考えるべき、組み入れた時のリスクは何か、良く考える。
- －ずさんな買収が行われるのは銀行の責任が重いのではないか、資金使途を良く見えていない。
- －半年ほどの瑕疵担保条項付契約をしていることから新たなリスクがあるとは考えていない。
- －M&A をやって株価はあがるのか。株主は勉強している、株主総会での質問内容が詳しくなってきた。
- －M&A の仲介者は高く売れる方が手数料収入が多い。一方、失敗してもペナルティーが無い。

6) 監査役

- 売り手買い手ともに、監査役は、一切顔を出さなかった。それでよいのだろうか。
- 関係した M&A の事案では、事前の内容チェックはザル。案件も思いつきとかしがらみで唐突なものが多かった様に思う。こうした状況で監査役はどのように関わり、リスクを把握するのか。
- 監査役として、買収した会社を IPO する課題に関わった。売り手サイドの due diligence 資料には粉飾が多かった。
- 取締役会に企業買収が付議された際、親会社を代表する役員がリスクを取ることに懸念を表明した。監査役として「リスクを取るのが経営」と発言し事案は承認されたが監査役の立ち位置として適切であったか、今でも分からない。
- 極秘裏に進められる M&A で監査役がどこまで主体的に関わり、どうした監査をするのか、取締役会に出てきた段階で M&A だから何か特別な対応ができることはないだろう。また、実際には専門の弁護士がチェックした契約書でリスクヘッジされていることが多く due diligence の不備は契約でカバーしていると思う。しかし、M&A のパフォーマンスが見込みを下回ることは多い。監査役はどう対応したらいいのか。

以上