

BOARD PERSPECTIVES

ISSUE 175

取締役会のM&Aデューデリジェンスへの注力の強化

買収がスタンドアロン、補完型、あるいは統合型のいずれであっても、資金調達コストの上昇と取引失敗時の影響により、デューデリジェンスプロセスはパラダイムシフトを迎えています。取締役会は、より積極的にデューデリジェンスへ注力すべきです。

近年、デューデリジェンスのプロセスはどのように変化したのでしょうか。確かに、環境への影響、サプライチェーン、サイバーセキュリティ、データプライバシーなどのトピックの複雑性は増しています。COVID-19の影響により、国境閉鎖や政府の外出禁止令によって対面会議ができなくなった際、ディールメイキングの基礎となるデータ収集プロセスはオンライン会議によって遂行されました。パンデミック後の世界でも、この習慣は続いており、ビジネス界で広く浸透しているハイタッチ・ハイテクのハイブリッドアプローチと一貫して、効率が向上しています¹。

しかし、より重要な変化は、低金利時代が過去のものとなったことに起因します。これにより買い手は資金調達が容易になり、売り手が有利な『売り手市場』が生まれました。この市場では、売り手が買い手のデューデリジェンスにかかる時間を制限することで、取引の迅速さと競争を促すことができました。しかし、資本コストが上昇するにつれて、デューデリジェンスに対する売り手の影響力が弱まり、M&A市場は「買い手市場」にシフトし、買い手はデューデリジェンスの範囲をよりコントロールするようになりました。したがって、伝統的なデューデリジェンスは、資本コストの上昇や、買収後の統合企業が期待される価値を達成することを妨げる可能性のある問題を考慮したリスクベース

のアプローチに取って代わられました。このデューデリジェンスの変化は、より焦点を絞った質問を通じて、いくつかの分野を深く掘り下げる方向に向かっています。

以下の議論において、私たちの意図は、文献に新たな質問リストを追加することではありません。以下の議論において、私たちは文献にさらなる質問リストを追加することは意図していません。むしろ、我々の焦点は、取締役が特定の分野におけるデューデリジェンスのプロセスで尋ねるべき最も重要な質問を提案することです。このプロセスの基本は、「主要な資産」に関する質問です。「何を買いますか」この質問への回答は、取引の準備、デューデリジェンス、統合、分離の計画、そして実行プロセスに大きな影響を与えるため、早い段階で答えを見つけ、繰り返し検討する必要があります。なぜならば、M&Aの焦点が「何」にあるかは、買収する主要資産(例えば、技術、顧客関係、知的財産、労働力、ライセンス、契約など)によってニーズが大きく変わるからです。主な質問は以下の通りです。

- この取引で買収した主な資産は何ですか。戦略目標をどのようにサポートしていますか。能力とコストシナジーのどちらを求めていますか。

1 “Adapting to the ‘New Normal’: Best Practices in M&A Due Diligence,” by Richard Summerfield, Financier Worldwide, June 2022: www.financierworldwide.com/adapting-to-the-new-normal-best-practices-in-ma-due-diligence.

- 資産ごとにどのような考慮が必要ですか。デューデリジェンスのプロセスはこれらの考慮事項によってどのような影響を受けますか。
- この主要な資産を自社で構築すれば、よりコストがかからずに開発できるでしょうか。

このような背景から、我々は6つの関心分野を取り上げていますが、他にも考慮すべき点があるかもしれません。

M&Aの焦点は、「何を買うか」によって大きく変わります。それは、買収する主要資産（例えば、技術、顧客関係、知的財産、労働力、ライセンス、契約など）によってニーズが大幅に変化する可能性があるためです。

サプライチェーンの回復力 パンデミックにより、グローバル・サプライチェーンの脆弱性が明らかになったことで、第三者評価の重要性がますます高まっています。パンデミック後の世界では、企業が今後使用する可能性のあるサプライチェーンのあらゆる側面を評価する必要があります。これは、最悪のシナリオを注意深く評価し、対象企業のサプライヤーや第三者の依存関係を考慮して、それに焦点を当てたデューデリジェンスの質問を作成し、文書化された実行可能な対応計画と、それらの計画実行のための確立された責任体制をレビューすることを意味します。適切な質問は以下の通りです。

- 対象企業の主要なサプライヤーは誰ですか。また、サプライチェーン全体において、上流から下流の第2および第3ティアのサプライヤーまでを含め、財務の安定性、集中リスク、在庫物流における潜在的な混乱のボトルネックなど、脆弱性は存在していますか。
- 対象企業のグローバルな展開はどのようなものであり、それがサプライチェーンにどのような影響を与える可能

性がありますか。材料の取り扱いプロセスはどこで管理されていますか。どのような契約業者や人材関係が存在し、それらが資材サプライチェーンとどのように連携していますか。

- 対象企業のサプライチェーンに、当社の価値観と一致しない、買収後に風評問題を引き起こす可能性のある持続可能性や社会的責任に関する問題がありますか。
- 対象企業のサプライチェーンと当社のサプライチェーンとの間に、将来の成長を促進するような価値創造的シナジーはありますか。
- もし取引が統合型である場合、買収後に主要なサプライヤー契約を無効にして、期待される節約と効率を実現することはできるでしょうか。
- 対象企業の主な第三者関係はどのようなものですか。また、それらとの契約関係は買収後に懸念事項となりますか。

人材デューデリジェンスは、リスクを特定し、取引価値を高め、統合の明確性と方向性を明らかにすることができます。

人材のパイプラインと定着 人材デューデリジェンスは、リスクを特定し、取引価値を高め、統合の明確性と方向性を高めます。離職率がパンデミック以前の水準に戻った一方で、企業は、M&A後ではなく、デューデリジェンスの段階で、どのように優秀な人材を特定し確保できるかを問うようになってきました。企業は、取引が完了した後ではなく、デューデリジェンス中に人材を特定し、確保する最善の方法を模索しています²。取引の成功は人材の確保にかかっています。

適切な質問は以下の通りです。

- 買収後の成功を確実にするために必要な経験と経験を持つ、対象企業のトップパーフォーマーは誰ですか。その

² "The 'Great Resignation' — a Trend That Defined the Pandemic-Era Labor Market — Seems to Be Over," by Greg Iacurci, CNBC, May 31, 2023: www.cnbc.com/2023/05/31/great-resignation-trend-defining-pandemic-era-labor-market-seems-over.html

中で、離職するリスクが最も高い従業員は誰ですか。その人を維持するために早急に取り組むべき手段は何ですか。これらのパフォーマーの中に、契約締結前に非競業契約が必要なほど、企業にとって価値のある人材はいますか。対象企業が非競合契約が存在すると主張している場合、その主張を検証しましたか。現行の非競業義務は、既存の法的制約の下で有効ですか。

- 後継者育成計画を促進するのに十分な人財層はありますか。
- 対象企業の企業文化は自社とどう違いますか。職場ではどのような働き方が期待されていますか(例えば、リモート、ハイブリッド、対面など)。2つの文化を融合させ、効果的なチーム作りを促進し、統合プロセスを加速させるためには、どのようなステップが必要ですか。
- 対象企業の従業員契約に、価格設定の交渉に影響を与える契約上の義務(例えば、支配権変更条項、解雇手当、強制的な再就職支援費用など)が含まれていますか。適切なコストが対象企業の貸借対照表に計上されていますか。

買収後の企業の収益、評判、外部報告
に対して重大な機会とリスクをもたらす
ESGの取り組みと課題を特定すること
に重点を置くべきです。

環境・社会・ガバナンス(ESG) M&A対象企業のESGパフォーマンス、特に環境問題に関する評価は、デューデリジェンスのプロセスにとって不可欠となっています。プロセスの焦点は、対象企業の公表された価値観やマーケティングコミュニケーション、その他の外部レポートを考慮する定性的な観点から、ESGの定量的なパフォーマンスのレビューに移行しています。買収後の企業の収益、評判、外部報告に対して重大な機会とリスクをもたらすESG取

り組みと課題を特定することに重点を置くべきです。適切な質問は以下の通りです。

- 対象企業はESG戦略を持っていますか。どのようなESG手続き、方針、プロセス、開示統制を実施していますか。
- 対象企業はどのようなESG指標を作成し、モニタリングをしていますか。
- 対象企業のESG実績はどうですか。ポジティブですか、それともネガティブですか。その記録が取引にどのような影響を与えますか。
- 買収後に買い手が引き受けなければならない環境、法律、規制上のリスクはありますか。

サイバーセキュリティとデータプライバシー デューデリジェンスはサイバーセキュリティの問題を無視することはできません。これらの問題は見過ごされることが多く、以下の2つの例でこの点が示されています。

- 2016年にスターウッド・ホテルを買収したマリオットは、2018年にスターウッドの宿泊予約データベース内で、買収の2年前から続いていたデータ侵害を発見しました³。約5億人の宿泊客の個人情報が流出され、それに続く規制当局の調査、訴訟、顧客の信頼喪失が発生しました。
- ベライゾン7年前にYahooの買収を完了する前に、2つの大規模なサイバー攻撃を発見しました。その結果、買収額は3億5000万ドル減額されました⁴。

対象企業のデータ管理戦略とプロセスも重要な検討事項です。このリスクや関連する罰則、罰金は、対象企業の貸借対照表上、多額の未記録負債となる可能性があります。例えば、前述のマリオットのデータ侵害の後、英国は欧州連合の一般データ保護規則に基づき、スターウッドのITインフラに対する十分なデューデリジェンスを怠ったとして、英国市民のプライバシー権を侵害したとして、9,900万ポンドの罰金を課しました⁵。

3 "Marriott Data Breach FAQ: How Did It Happen and What Was the Impact?" by Josh Fruhlinger, CSO, February 12, 2020: www.csoonline.com/article/567795/marriott-data-breach-faq-how-did-it-happen-and-what-was-the-impact.html
4 "Verizon, Yahoo Agree to Lowered \$4.48 Billion Deal Following Cyber Attacks," by Anjali Athavaley and David Shepardson, Reuters, February 21, 2017: www.reuters.com/article/idUSKBN1601EK/
5 "Marriott Data Breach FAQ: How Did It Happen and What Was the Impact?"

サイバーセキュリティとデータプライバシーのデューデリジェンスに関する質問には、以下のようなものがあります。

- 対象企業はサイバー侵害を特定し、軽減するための戦略を持っていますか。その戦略を効果的に実行するために十分な投資がありますか。
- 対象のシステムやインフラにサイバーセキュリティリスクが存在する場合、これらのリスクが取引に与える影響に関する判断は適切なレベルで行われていますか。時間的、資源的な制約がある中で、どのように誤った決断を避けますか。
- 対象企業に対する脅威の状況やサイバーセキュリティ能力を評価した上で、特定されたリスクや潜在的に未確認のリスクに対処するための買収後の戦略を策定しましたか。買収した環境が自社の既存のシステムやデータを汚染するリスクを減らすために、どのような予防策を講じていますか。
- 開示または特定されていないリスクをカバーするために、取引に適切な保険をかけていますか。
- 個人データの収集、処理、保存、使用、共有、保管、収益化、破棄、および適用されるデータプライバシー法および規制の遵守に関する対象企業の方針は何ですか。

法令のコンプライアンス このトピックは上述の分野に暗黙のうちに含まれていますが、事業を買収する企業は通常、その未記録負債を引き受けるため、別途言及する必要があります。従って、コンプライアンス機能のデューデリジェンスレビューが必要です。問うべき適切な質問は以下の通りです。

- 対象企業の法令および規制要件の遵守履歴はどのようなものですか。また、規制戦略、内部方針、内部および外部監査の結果、規制レビュー、および全体的なコンプライアンス文化についても確認していますか。
- 管理上の欠陥を是正し、新たな規制要件に対処するための会社の手順やプロセスはどのようなものですか。

- 対象企業の業務に、例えば、業務の性質、事業展開地域、非現実的な業績インセンティブなどの企業不祥事にさらされやすい側面はありますか。過去に企業の不祥事がありましたか。
- コンプライアンス、独占禁止法、証券、その他取引に関連する問題について意見を提供できる法律顧問はいますか。

取引の真価を発揮するには、買収した対象企業の統合と活用が成功するかどうかにかかっています。この現実、初日の準備と対応の重要性を高めます。

統合の効果性 2023年は10年ぶりの低水準でしたが、2024年のM&A件数の回復が予想される中、M&Aに取り組む同社の準備は十分でしょうか⁶。取引の真価を発揮するには、買収した対象企業の統合と活用が成功するかどうかにかかっています。この現実、初日の準備と対応の重要性を高めます。問うべき適切な質問は以下の通りです。

- 過去の買収を評価し、統合プロセスの有効性と効率性を評価しましたか。当社はどのような教訓を得ましたか。初めて取引を実行する場合、当社では統合を成功させるための適切な知識やアドバイザーはいますか。
- 対象企業のオペレーションの中で、買収完了後すぐに統合プロセスを円滑に進めるために、取引が完了する前に計画と準備が必要な側面(例：労働力、主要なプロセスとシステム、供給源など)はありますか。
- 統合の実行に必要な適切なリソースが割り当てられていますか。統合と各機能のワークストリームを実行するためのリーダーシップ・チームは定義されていますか。
- どのようなシナジーと逆シナジーが計画されていますか。それらは購入価格に適切に考慮されましたか。統合計画はシナジーの実現を可能にしていますか。

6 “Dealmakers See Rebound After Global M&A Volumes Hit Decade-Low,” by Anirban Sen and Anousha Sakoui, Reuters, December 21, 2023: www.reuters.com/markets/deals/dealmakers-see-rebound-after-global-ma-volumes-hit-decade-low-2023-12-21/.

- 対象企業を統合するためのコストはどの程度ですか、また、フロントエンドや価格への影響はありますか。
- どのような大きな変化が予想され、どのような変更管理計画が実施されていますか。

上述の分野に取り組むにあたっては、対象企業のガバナンス体制の持続可能性に留意することが重要です。この破壊的な変化の時代には、予期せぬ展開が起こるのは当たり前のことです。ここ2〜3年、予期せぬスピードバンブに経営陣はどう対応してきましたか。彼らは危機的状況をどのように管理しましたか。困難な問題や予期せぬ事態への対応における組織の回復力を問う鋭い質問は、対象企業のリーダーとその価値観、圧力下での行動に関する透明性を提供することができます。

デューデリジエンスは、リスクの特定、関連する財務情報やその他の事実の確認、取引の重要なポイントの検証や特定、既存の契約の見直し、統合計画や分離計画を通じて取引の核心的な問題に対処するためのロードマップの確立に重点を置いています。上述の分野に関する重要な質問や活動には、取引が完了した後も通じるものがあります。これらの質問は、買収後のフォローアップ

の機会となります。本号「取締役会の視点」の補足資料 (<https://www.protiviti.com/jp-jp/newsletter/risk-oversight-vol-175-board-focus-mergers-acquisitions-supplement>) では、こうした質問のいくつかを検討しています。

プロティビティの支援

合併と買収は、企業が成長を促進し、競争力を維持し、株主価値を高めるための素晴らしい方法です。しかし、M&Aのプロセスは、企業にとって最も困難な試みのひとつです。プロティビティのM&Aコンサルティング・ソリューションは、プロセスの各ステップにおいて、必要なガイダンスと専門知識を提供します。

プロティビティは、取引管理およびアドバイザー、人的資本、サプライチェーン、サイバーセキュリティ、デューデリジエンス、統合および分離の実行などの課題に対処するために最適なチームを結集することにより、取引のライフサイクル全体にわたって多くの組織を支援してきました。取引は、組織とそのさまざまな事業部門にさらなる複雑さをもたらします。プロティビティがクライアントと協力する際は、複雑な問題を単純化するよう努めます。

プロティビティについて

プロティビティは、企業のリーダーが自信をもって未来に立ち向かうために、高い専門性と客観性のある洞察力や、お客様ごとの的確なアプローチを提供し、ゆるぎない最善の連携を約束するグローバルコンサルティングファームです。25ヶ国、85を超える拠点で、プロティビティとそのメンバーファームはクライアントに、ガバナンス、リスク、内部監査、経理財務、テクノロジー、デジタル、オペレーション、人材・組織、データ分析におけるコンサルティングサービスを提供しています。プロティビティは、米国フォーチュン誌の2023年働きがいのある会社ベスト100に選出され、Fortune 100の80%以上、Fortune 500の約80%の企業にサービスを提供しています。また、成長著しい中小企業や、上場を目指している企業、政府機関等も支援しています。プロティビティは、1948年に設立され現在S&P500の一社であるRobert Half (RHI)の100%子会社です。