

最良の買い手を選び出す！ セルサイドM&Aでの 入札方式の進め方

本稿では、通常のM&Aや再生型M&Aで買い手候補やスポンサー候補を選定する場合に使われる入札方式について紹介する。

入札方式では、積極的に競争環境を作り出すことができるため、譲渡条件の最大化を図ることができ、また、スポンサー候補の選定プロセスの透明性と公平性を確保できるというメリットがあるため、再生型M&A、投資ファンドの投資案件、株主利益の保護が強く求められる案件などで実施されることが多い。一方、複数候補企業に提案するため、セルサイドの情報漏洩をいかに防ぐかという観点やスピードの確保も重要なポイントとなる。

これらのポイントや注意点を勘案し、スケジュールをうまくコントロールしながらベストマッチングを実現する手順とノウハウについて詳述する。

(株)サンベルトパートナーズ
代表取締役
佐武 伸

入札方式のメリット とデメリット

一般的なM&Aでセルサイドが買い手候補を選定する場合や、再生型M&Aで再生企業がスポンサー候補を選定する方法として、①相対方式と②入札方式がある。

いずれの方法を採用するかは、セルサイドで両方式のメリットとデメリットを勘案して決定される。再生型M&Aのスポンサー選定の場合には、選定手続の公平性や透明性を確保する必要があることから、通常、再生企業の経営陣や弁護士(申立代理人)、監督委員などとも相談して決められる。

(1) 相対方式

相対方式は、買い手候補やスポンサー候補(以下、「買い手候補」という)をまず数社(通常、2~3社)に限定して、1対1で相対的に交渉を行っていく方法で、その買い手候補と話が進まなければ、また次の1社と同じように相対で交渉を進めていく(このプロセスを決まるまで繰り返す)。

この方式では、対象会社の機密情報が漏洩するリスクが低く、プロセスもシンプルで、売却までのスピー

ドも通常速いことから、中小零細企業のM&Aや再生型M&A(特にパッケージ型手続)などでも多く採用されている。

(2) 入札方式

これに対して入札方式は、複数の買い手候補と同時に交渉を進めていき、通常、数回の入札により買い手候補を選定していく。この方式は、積極的に競争環境を作り出すことができるため、有利な売却条件を引き出したい場合や、案件の人气が高くて複数の買い手候補先が存在が見込まれる場合などによく使われる。ただし、中小零細企業の場合には、複数の候補企業が現れる可能性が低いなど、入札方式を採れない場合もある。

再生型M&A案件では、多くの場合、相対的に再生企業の交渉力が弱いというため、積極的に競争環境を作り出す必要性が高く、また、債権者や裁判所に対して選定プロセスの透明性と公平性を確保する必要があるため、入札方式が採用されるケースが多い。

(3) 相対方式、入札方式どちらにすべきか

一般的には、M&Aのスキームのなかでも不動産など単一資産の売却の場合は入札方式、会社や事業など

経理・税務・金融・証券・法務のニュースと解説

旬刊 経理情報

昭和48年10月5日 第3種郵便物認可 毎月3回1日・10日・20日発行 ISSN 0914-3920

2013 **4/1** 増大号

No.1343 平成25年4月1日発行

●特別企画
新設・改正事項から
迷いやすい項目まで
平成25年度3月期の
税務申告チェックポイント

進む
基準開発の
動向を
押さえる

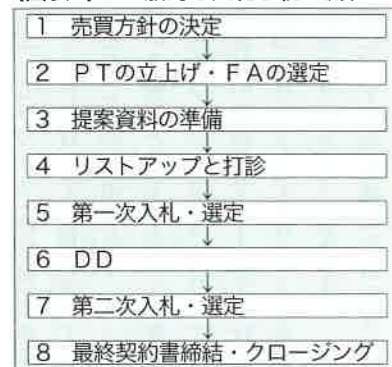
最新IFRS プロジェクト を読み解く

news

- 会計 実務対応報告18号等、見直しへ/FASF、基準諮問会議
- 会計 無形資産を識別することの有用性、検討/ASBJ
- 会計 IASB・FASBの再審議の状況、確認/ASBJ、収益認識専門委
- 国際会計 海外事業体等の認識の中止に伴う為替換算調整勘定に関する新ASU、公表/FASB
- 国際会計 金融資産の減損についてのIFRS公開草案、公表/IASB

他

(図表2) 一般的な入札手続の流れ



たとえば、対象会社の事業の魅力が高く、有力な買い手候補が多数見込まれる場合には、2回入札を実施することにより、売り手の売却希

- ① 対象会社の事業の魅力
- ② 選定期限(特に再生型M&Aの場合、法的倒産手続を勧奨した期限を考慮する必要あり)
- ③ 希望条件の充足度(譲渡金額の極大化などをどこまで満たしたいのか)

入札方式によるスポンサー選定手続は、通常、図表2のような流れで行われる。これらのプロセスは、次のような事項によって決定される。

入札手続の具体的なプロセス

(4) 入札の買い手候補
入札に参加する買い手候補は、リーマンショック以降、資金調達が厳しい状況が続いていることもあって、投資ファンドは以前ほど積極的に参加しなくなっているが、それに代わって事業会社が200兆円

最近の動向としては、過去に一部の厚生年金の施設の売却事案で不当に低廉で売却されたのではないかと、この疑念がマスコミで話題になったこともあって、国や地方の公共団体の所有資産については、一定の基準に基づいて選別された候補企業による入札方式が主流になってきている。

あらゆる資産が有機的に統合したものは相対方式が向いている。また、案件のサイズによっても向き不向きがあり、入札手続のコストと時間を考えると案件サイズの大きなものは入札方式、小さいものは相対方式が望ましいと考えられる。さらに、投資ファンドのように、頻繁に会社や事業の買収と売却を繰り返すプレーヤーは、売却金額の最大化が最優先の目的であるため、入札方式が向いており、一方、事業会社は、買い手候補との相性、社風や経営方針も重視するため、相対方式が向いているといえる。

M&Aの基本方針が決定し社内決裁が終了すると、具体的な手続を進めるにあたって、経営企画や管理本部などの部署のメンバーが中心となってプロジェクトチーム(PT)を立ち上げ、同時にフィナンシャルアドバイザー(FA)、弁護士、公認会計士などの選定を行う。

(2) プロジェクトチームの立上げとフィナンシャルアドバイザーの選定

売却にあたっては、対象会社のリソースや事業環境を分析して戦略を見直し、事業の選択と集中を検討する。この過程で売却対象とされたノンコア事業や不採算事業については、より有利なM&A条件を引き出すため、早期に売却手続の準備を始めるべきである。売却の基本方針が決定したら具体的なスケジュール、売却条件、スキームなどを社内承認する手続を行う。

(1) 売却方針の決定

望条件に近い入札条件を引き出すことが可能である。逆に対象会社の財務の毀損が大きく、資金調達目的で早くスポンサー候補を選定する必要がある場合には、時間を短縮するため、1次入札を省略したりする場合もある。

ストリーキングホースビッドとは、再生型M&A案件でスポンサーを選定する場合に主に使われる方式で、再生手続申立て前にスポンサー候補(stalking horse)と「違約金(break-up fee)」に関する条項を含むスポンサー契約を締結しておいて、法的手続申立て後、裁判所の

- ① 譲渡条件の極大化のために可能性のある候補企業すべてにアプローチをするフルオークション
- ② ある程度絞り込まれた候補企業に対して入札手続を行うリミテッドオークション
- ③ 主に再生案件で使用される場合が多いストリーキングホースビッド

(5) 入札方式の種類

入札方式の種類としては、主に次の種類がある。
このように入札方式は、積極的に競争環境を作り出すことができるため、譲渡条件の最大化を図ることができる。また、スポンサー候補の選定プロセスの透明性と公平性を確保できるといえる。

(6) 入札方式のデメリット

これは、プレバッケージ型再生手続において、申立て前に選定されたスポンサー候補の保護を図りつつ、債権者や裁判所などに対して支援条件の正当性や透明性を高め、支援条件を確実かつ極大化するしくみとして今後日本でも利用が増加すると思われる。

(3) 提案資料の準備

売却手続を実行する社内のチームと専門家チームの組成が終了すると、買い手候補に提供する資料の準備を行う。準備する資料としては、通常、次のようなものを用意する。

- ① 通常A4用紙1枚に対象会社・事業部門に関する簡易な情報を匿名でまとめたノンネームシート(ティザーと呼ぶ場合もある)
- ② 対象会社・事業部門の事業内容、財務状況、M&Aの条件などを詳細にまとめたインフォメーション・メモランダム(企業概要書、インフォメーション・パッケージなどとも呼ぶ)
- ③ 入札の実施方法やスケジュールなどを説明した入札要綱(入札案内書を作成する)

(図表3) ステージごとの提出資料一覧表

提出資料	ステージ				契約直前またはクロージング後
	当初打診時	第一次入札前まで	DD時	第二次入札前まで	
ノンネームシート	インフォメーション・メモランダム	次頁D4D5D6D7D8D9D10D11D12D13D14D15D16D17D18D19D20D21D22D23D24D25D26D27D28D29D30D31D32D33D34D35D36D37D38D39D40D41D42D43D44D45D46D47D48D49D50D51D52D53D54D55D56D57D58D59D60D61D62D63D64D65D66D67D68D69D70D71D72D73D74D75D76D77D78D79D80D81D82D83D84D85D86D87D88D89D90D91D92D93D94D95D96D97D98D99D100	追加資料(DD未入資料)	必要資料(DD未入資料)	①取引先との契約書(開示不可条項あり) ②特許等の知的財産情報 ③従業員の個人情報 ④仕入単価等取引に関する重要情報など
	小	興味度合い			大

(4) リストアップと打診
提出する資料が整ったら、買い手候補のリストアップを行う。リストアップにあたっては、対象会社の経営課題を再度検討し、対象会社に不

このように提出する資料と提出しない資料、提出する資料についてはそのステージ(提出時期)の決定は、情報漏洩を防ぐにあたっては、非常に大事なポイントになるので十分な検討が必要である。

(図表1) 相対方式と入札方式のメリットとデメリット

	メリット	デメリット
相対方式	・一般的に売却までのスピードが速い。 ・対象会社の機密情報の漏洩が防ぎやすい。	・競争相手がいないため、売り手の交渉力が弱まる。 ・外部の利害関係者に適正な価値による売却であったことを客観的に示すことが難しい。
入札方式	・競争相手が多いため、希望金額で売却できる可能性が高い。 ・適正価値での売却が実現しやすく、外部の利害関係者に説明がしやすい。	・プロセスが複雑である。 ・通常売却までに時間がかかり、情報漏洩リスクが高まる。

(出所) 『M&Aストラテジー』アロイトトーマツFAS(西浩明監修) 129頁を参考に一部加筆修正。

不明確になってしまったため、入札方式を採用するにあたっては、入札の方法や回数、開示する情報の範囲や提示するタイミングなど慎重な検討が必要である。
なお、相対方式と入札方式のいずれの方法を最終的に採用するかは、図表1にあるメリットとデメリット、対象企業の特徴などを総合判断して決定するが、主な判断要素としては、「案件の要求するスピード」、「利害関係者への説明責任」、「情報漏洩のリスク」などを勘案して決定される。

(図表5) 入札スケジュールと手続の一例

日程	入札手続など	売り手	買い手	FA	2013年4月				2013年5月				2013年6月				2013年7月				2013年8月				2013年9月			
					1週	2週	3週	4週	1週	2週	3週	4週	1週	2週	3週	4週	1週	2週	3週	4週	1週	2週	3週	4週	1週	2週	3週	4週
事前準備(2カ月)	売却方針の決定	○																										
	プロジェクトチームの立上げ	○																										
	フィナンシャルアドバイザーの選定	○		○																								
	ノンネームシート、IM等の資料の準備	○		○																								
	簡易事業評価	○		○																								
買い手候補のリストアップと選定	買い手候補へのアプローチ	○		○																								
	秘密保持契約締結	○	○																									
	質疑応答への対応、トップ面談など	○	○	○																								
	入札書(1次)提出期限	○		○																								
	買い手候補の選定(1次)	○		○																								
買い手候補選定(2カ月)	DDの準備と実施	○	○	○																								
	入札書(最終)提出期限	○		○																								
	買い手候補の選定(最終)	○		○																								
	最終条件交渉	○	○	○																								
	最終契約書のドラフト作成	○	○	○																								
最終契約書の締結(2カ月)	最終契約書の締結	○	○	○																								
	クロージング資料の準備	○	○	○																								
	クロージング	○	○	○																								
		○	○	○																								

額が多寡が一義的な基準になるもの、経営方針や雇用の維持などを総合的に判断する必要がある。したがって、最高金額を提示した入札者を選定しないということもあり得る。

プロジェクトチームと専門家チームで買い手候補を選定し結論が出たら、選定した買い手候補に対して選定結果を通知する。

なお、選定結果通知には、最終選定後のスケジュールおよびその他手続に変更事項などがあれば、記載しておいたほうがよい。

容)を提供し、意向を確認する。個別の質問には対応できる範囲内で返答してもらい、各候補企業間で情報の偏りが生じないように注意する必要がある。

選定にあたっては、買い手候補から入札書(意向表明書)を入手する。なお、入札書の記載内容は、セルサイドであらかじめ決めておいた事項を記入してもらうように依頼する。

複数候補からの入札があった場合には、事前に決定した選定基準(金額、社風、経営方針、雇用継続条件など)に基づいて、通常、2〜3社に絞込みを行う。ただし、この段階においても特に有利な条件を提示した候補が現れた場合には、独占交渉権を与えてその候補だけと交渉を進める場合もある。

(9) 全体のスケジュールの組立てとコントロール

入札方式では、通常、セルサイドが全体のスケジュール案を作成し、買い手候補に提示する。期間は、売却事業の魅力、規模、金額などによって当然異なるが、入札方式で売却を進める場合、スタートからクロージングまで通常、平均6カ月ほどかかる。

スケジュールどおりに売却プロセスを進めるには、事前の入念な準備が重要となる。先述したセルサイド

のDDの実施、各種資料の整備、セールスポイントの把握や簡易評価などを事前にきちんとおこなえば、入札プロセスもスムーズに進むことも珍しくない。

逆に、準備不足で入札を実施すると、プロセスが間延びしてしまつてその間に業績が悪化し、一方、買い手候補はますます不安になって買取の決断ができなくなり悪循環になってしまうケースもある。

売却プロセスが長期化すると、情報漏洩リスクが高まり、顧客や従業員の流出という事態にもなりかねず、また条件交渉においても不利になつてくる。

したがって、入札手続を進めるにあたっては、上記図表5のような担当者別の作業分担とスケジュールをあらかじめ用意し、できるだけ計画どおりに手続が進むようにプロジェクトチームでうまくコントロールする必要がある。

佐武 伸(さたけ しん)
 ㈱サンベルトパートナーズ(M&A、再生型M&A専門のコンサルティング会社) 代表取締役
 日本M&Aアドバイザー協会理事、公認会計士、税理士、MBA(米国サンバード国際経営大学院)
 近著に『M&Aコンサルティングの実務』(中央経済社、2012年)、『経営危機にある会社が知りたい スポンサーの探し方』(『ビジネス法務』2013年2月号)。

(図表4) DD事前依頼資料

資料名	備考	確認
【法人】		
①会社案内、製品・サービスの説明資料		
②定款		
③商業登記簿謄本		
④現在の組織図および従業員数	正社員、派遣等雇用形態別	
⑤株主名簿	潜在株主含む	
⑥資本政策	過去の増資履歴等	
【事業】		
①ビジネスプラン	沿革、事業の概要、事業戦略等のわかる資料	
②事業計画	5年	
【財務】		
①決算書・申告書・勘定科目明細書	過去3期分	
②今期の月次残高試算表	今年度直近月分まで	
③過去3期のカテゴリ別売上高		
【資産・負債】		
①直近の借入金明細	長・短借入先別	
②売上債権の明細	滞留期間等	
③買掛債権の明細		
④賃貸借契約書		
【労務】		
①経営陣の略歴		
②従業員名簿	性別、生年月日、入社年月日、保有資格、年収等	
【営業】		
①仕入先一覧	過去3期上位10社	
②販売先一覧	過去3期上位10社	
【その他】		
・係争事件等の有無	訴状等	

足しているリソース(経営資源)を支援してくれる買い手候補のイメージをつかむことから始める。

買い手候補としては大きく事業会社と投資ファンドに分けられ、これらの候補の特徴、サポートを受ける場合のメリットとデメリットを考慮しながらリストアップを行う。

次に、すでに作成したM&A(売

却)の基本方針に照らし合わせながら、買い手候補の選定基準やアプローチ方法などを決定し、手紙や電話で打診を行う。

(5) 第一次入札と選定

第一次入札段階では、複数の候補企業に限定的な資料(通常、インフォメーション・メモランダム程度の内

対象会社は、買い手候補から入札書(1次)の提出を受け条件提案があった場合、提案条件のよかつた複数候補(対象会社の対応能力とスビードにより選定するが、通常、2〜3社)を次のDDの手続に進める。

DDにあたっては、日程調整、資料の準備、場所の確保(データルームの予約)などの準備作業を行う。クロスボーダー案件では、作業効率を考え、ウェブ上のバーチャル

(6) デューデリジェンス(DD)

DDを実施した買い手候補から最終的な条件提示を受けるため、入札書(最終)の提出を求める。

最終選考にあたっては、まず、金

このような事態を回避するため、入札にあたってはセルサイドでまず簡易DDを行い費用も負担して、ある程度事業リスクや提示する売却希望金額の妥当性を把握してから買い手候補に打診するケースが増えてきている。そうすることにより、買い手候補のDD負担などを軽減し、魅力的な案件と好意的にみられるからで、セルサイドにとつても高い金額で売却できる可能性が高くなるからである。

(7) 第二次入札と選定

入札方式では複数候補者にDDを実施させるため、セルサイドの負担を考え日程は短期間に限定される場合が多い。しかし、買い手候補にとつては、対象会社のリスクをきちんと把握できなければ、提示条件を下げざるを得なくなり、セルサイドと条件の調整ができなくなつて破談する確率がどうしても高くなつてしまう。

データルームを用意する場合は多い。この場合、セキュリティを考え、アクセスできる人を限定し、閲覧期限の設定を行う。

入札方式では複数候補者にDDを実施させるため、セルサイドの負担を考え日程は短期間に限定される場合が多い。しかし、買い手候補にとつては、対象会社のリスクをきちんと把握できなければ、提示条件を下げざるを得なくなり、セルサイドと条件の調整ができなくなつて破談する確率がどうしても高くなつてしまう。

入札方式では複数候補者にDDを実施させるため、セルサイドの負担を考え日程は短期間に限定される場合が多い。しかし、買い手候補にとつては、対象会社のリスクをきちんと把握できなければ、提示条件を下げざるを得なくなり、セルサイドと条件の調整ができなくなつて破談する確率がどうしても高くなつてしまう。