

2020年6月30日

コンサルティングレポート

新型コロナウイルス感染症対策下における M&Aの留意点(買主の立場から)

コーポレートアドバイザー一部 [名古屋] コンサルタント 柴田 一将

新型コロナウイルス感染拡大の深刻化以降、M&Aの現場では中止や延期となる案件が散見される。その要因としては、企業業績の先行き不透明感や、外出自粛によるM&Aプロセスの遅延、買主側の投資マインドの悪化などが挙げられる。

5月下旬に全国的に緊急事態宣言が解除され、経済活動は再開されているが、上記の要因は一朝一夕で解消されるものではない。当面はM&Aの遂行に難しい舵取りが求められる状況は続くであろう。一方で、企業の成長戦略においてM&Aが重要な選択肢であることは、依然として変わらない事実である。

また、既に検討中のM&A案件が存在する場合、いたずらに時間をかけているのは買収対象会社の体力が低下し、買収後の統合活動に多大な労力を要する懸念がある。そのため、案件の遂行可否については、決断を速やかに下す必要があるだろう。

本レポートでは、新型コロナウイルス感染症対策下でM&Aを遂行するための留意点について、主として契約面・実務面の観点を中心に、買主の立場から整理する。なお、買収対象会社のバリュエーション(企業価値評価)における留意点については、弊社レポート「新型コロナウイルス感染拡大による影響を考慮した企業価値評価の留意点」¹を参照いただきたい。

<本稿の構成>

1. 契約面での留意点

新型コロナウイルスに関する今後の情勢が不透明な状況下、買主としてリスクをヘッジしつつ、売主との合意を円滑に図るための契約条項における工夫について

2. 実務面での留意点

新型コロナウイルス感染症対策下におけるM&A実務のポイントについて

3. その他

新型コロナ問題に関する行政の支援策とM&Aスキームとの関係について

4. まとめ

本稿のまとめ

¹ 西田俊介「新型コロナウイルス感染拡大による影響を考慮した企業価値評価の留意点」
https://www.murc.jp/report/rc/report/consulting_report/cr_200618/ (2020年6月18日)

1. 契約面での留意点

新型コロナウイルス感染症対策下において、M&Aの買主側として最も悩ましいのは、新型コロナウイルスが買収対象会社の業績に与える影響が不透明であり、妥当な買収価格の見極めが困難である、ということであろう。買収対象会社の業績見通しが困難である以上、ある一定の業績予測を前提とした価格設定は、買主ばかりでなく売主にとってもリスクが高い。そこで、価格を巡る交渉上の争点を解決する手段として、最終契約書に盛り込まれる契約条項における工夫が考えられる。

以下、売主の意向を汲み取りつつ、買主として不確実性に備えることができる契約条項の概要を解説する。

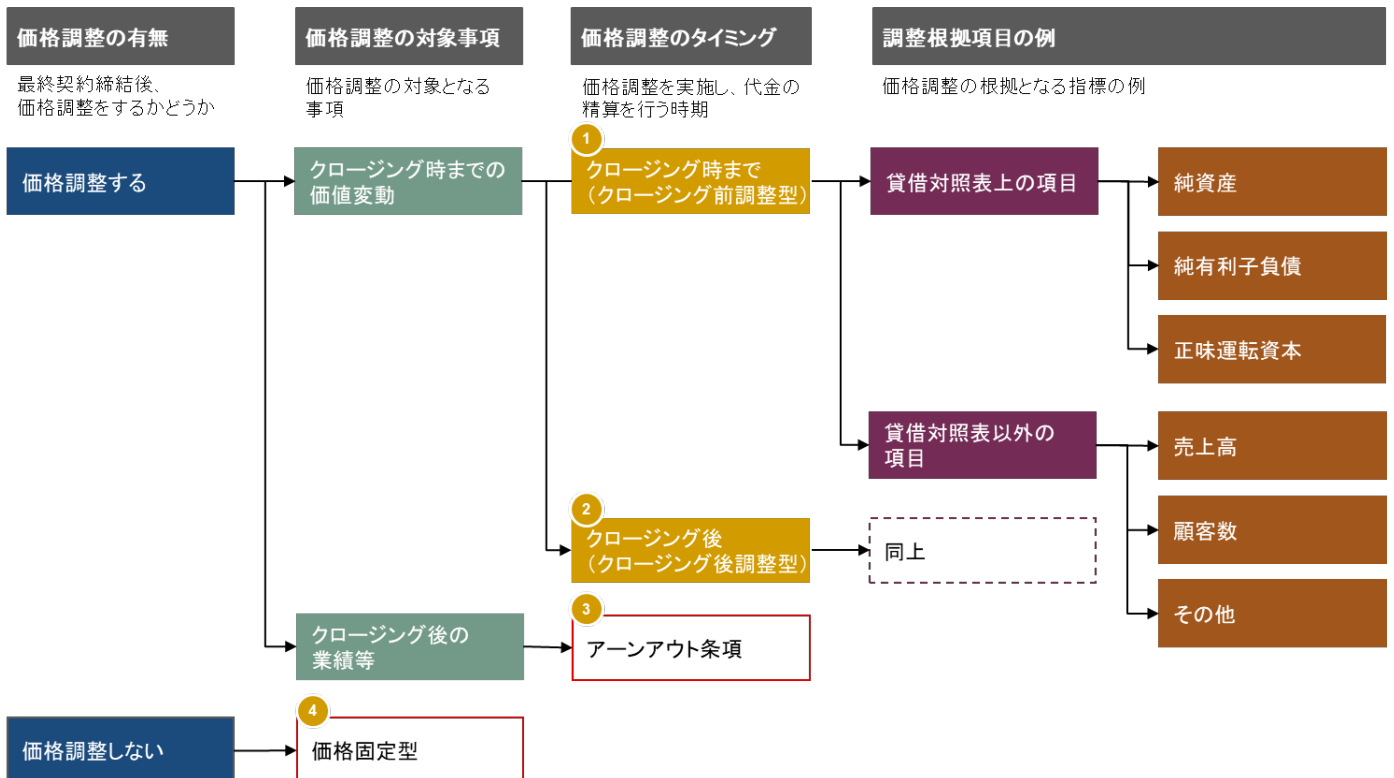
(1) 価格調整条項

M&Aでは実務上の制約により、バリュエーション(企業価値評価)が行われる評価基準日と最終契約の締結日、さらにクロージング日の間に、それぞれ数ヵ月～長くて1年程度の間隔が空くことが多い。そして、この期間における企業価値の変化をどう調整し精算すべきかについては、しばしば論点となる。

また、クロージング後の業績予測について売主と買主との間で認識に隔たりが大きく、それぞれの主張に差がある場合には、事後的な価格調整による解決が検討されることがある。特に、新型コロナウイルス感染拡大が懸念される状況下においては、社会情勢が変化する時期も見通しが困難であるため、買主側としては適切に価格調整の余地を残しておくことが望ましい。

図表1にて、各種の価格調整方法の概要を整理し、以下、それぞれの内容について解説する。

図表1 価格調整方法の概要



(出所)西村あさひ法律事務所「M&A 法大全(下)全訂版(2019.2)」107-136 を参考に筆者作成

① クロージング前調整型

クロージング前調整型とは、最終契約締結日（もしくは評価基準日）からクロージング日までの期間における企業価値の変化を、クロージング日までに算定し買収価格に反映し決済するものである。

企業価値の変化を計る際の根拠とする項目としては、純資産、純有利子負債、正味運転資本といった貸借対照表上の項目のほか、売上高等の損益計算書上の項目を用いることや、特定の事象の発生などの定性的な項目を根拠とすることがある。企業価値評価の考え方や、対象会社の事業の性質によってどの項目が適切かは個別に検討する必要があるが、一般的な考え方は以下のとおりである。

● 純資産

価格調整の根拠項目として、純資産の増減額を利用する方法である。

たとえば、契約締結時には対象会社の純資産が 100 億円であったが、クロージング直前の純資産を算定したら 80 億円に減少していたというような場合に、買収価格を 20 億円減額して決済することを取決めておくものである。

一見、分かりやすい方法ではあるが、純資産を算定するには調整時点における対象会社の全ての資産・負債を調査しなければならないため、実務上は多大な手間とコストがかかる。また、貸借対照表上の項目全てに言えることだが、資産・負債の算定の際に準拠すべき会計基準について当事者間で取決めをしておかなければならない。個別の会計処理の違いによって増減額の算定結果に齟齬が生じる可能性がある点は留意が必要である。

● 純有利子負債

価格調整の根拠項目として、純有利子負債のクロージングまでの期間における増減額を利用する方法である。

企業を買収する際、買主としては買収代金だけではなく、対象会社が有する純有利子負債（借入金、社債等を合算した総有利子負債から、返済等に充当可能な現預金を差し引いたもの）も負担することになるため、買収価格は純有利子負債の額も考慮のうえ検討される。純資産を根拠項目とする方法に比べ、調整項目の増減額の算定が容易であり、会計処理の違いによる齟齬も比較的生じにくい。

ただし企業価値評価の実務においては、現預金だけでなく非営業性資産を現金同等物として含めることや、負債に退職給付債務等も含めることが多いため、当事者間で純有利子負債の定義は明確にしておきたい。

また、売主はクロージング日まで全面的に事業運営を担っているため、純有利子負債の恣意的な操作が可能である点に留意が必要である。たとえば、買掛金の支払を先延ばしにして、一時的に現預金を増加させ、純有利子負債を減少させるといった方法が考えられる。買主としては、そのような操作による過大な対価の支払いを避けるため、純有利子負債と併用して後述の正味運転資本も調整根拠項目として用いることも検討すべきである。

● 正味運転資本

一般的に「売上債権＋棚卸資産－仕入債務」で算出される正味運転資本の増減額を調整根拠とする方法で、正味運転資本が増加していれば買収価格を増額し、減少していれば買収価格を減額することとなる。正味運転資本にかかる項目以外の資産・負債に大きな増減が見込まれない場合に有効であり、前述の純有利

子負債と併用して利用することで、売主側による恣意的な価格調整を防ぐことができる。

● 貸借対照表以外の項目

これまでに述べた貸借対照表上の調整項目以外にも、売上高や顧客数等の項目を調整根拠とすることがある。対象会社において特に重視する指標がある場合に、利用が検討できるだろう。ただし、これらは貸借対照表上の指標と違い、変動分を直接買収価格に反映することが困難なため、それぞれの指標につき、数値の変動と価格との連動性を定義しておく必要がある。

② クロージング後調整型

前述の①「クロージング前調整型」は、クロージング日以前に調整項目について算定のうえ、買収価格に反映するものであるため、クロージング日前までに精査し得る項目しか反映できない。調整項目の精査には(少なくとも一部の)貸借対照表の作成が必要であるため、クロージング日の時点では、その数週間前までの状況の精査が実務上の限界であろう。

そこで、クロージング日には最終契約において定められた金額で一旦決済し、後日調整項目を精査のうえ、算定された調整額を精算する方法が「クロージング後調整型」である。クロージング前調整型の場合、調整項目の精査期間が限られているうえ、基本的に売主側にて貸借対照表等の作成を行うのに対し、こちらはクロージング後に買主主導のもとで時間的余裕をもって検証できる点がメリットである。

一方、前述のとおり、調整項目の算定結果には当事者間で齟齬が生じる可能性がある。万一、クロージング後にも交渉の相手同士のような関係が続いてしまうと、買収後の統合活動にも支障をきたしかねないため、一概にクロージング後の調整の方が望ましいとは言えず、個別案件ごとに適切な方法を検討するべきである。

なお、調整根拠項目の考え方についてはクロージング前調整型と同様である。

③ アーンアウト条項

これまでに述べた価格調整条項は、契約締結日(もしくは評価基準日)からクロージングまでの期間における企業価値の変化を調整するものであった。それに対し、クロージング後の状況によって価格調整を行うよう定められた条項が「アーンアウト(Earn-out)条項」である。

アーンアウト条項とは、「取引対価の一部を、クロージング後の特定条件の達成を条件に支払う」という取決めを指す。たとえば、アーンアウト条項にてクロージング後数年間の売上や利益の目標額を設定したうえで、クロージング日には買収価格の70%を支払い、残り30%は設定した目標額が達成された場合に支払う、という仕組みである。

売主と買主とで、新型コロナウイルス感染拡大により受ける影響の度合いを含め、今後の業績に関する見通しの認識に差がある場合、双方が主張する買収価格の差も大きくなってしまふことが想定される。そうした場面において、価格面での合意を形成するための有効な方策の一つがアーンアウト条項である。売主としては、譲渡代金の一部獲得は遅れてしまうものの、自身が想定する業績見通しが実現されれば、希望した金額を得ることができる。一方、買主としては、業績目標が実現しなかった場合に過大な代金の支払いを回避することができる。

ただし、アーンアウト条項はその性質上、以下の点に留意が必要である。

- 目標条件の達成はクロージング後の運営次第であるため、買主(ただし、売主が経営に関与し続ける場合には売主)が自らに有利な事業運営を行うインセンティブが働く可能性がある。
- 目標条件の判定期間は通常数年間に及ぶが、達成判定においては契約締結時と判定時との会計処理が

同一であることが前提であるため、期間中の会計処理の変更が制限される。

- 買収代金の後払いの性質を有しているため、売主が買主の将来の資力に懸念を抱き、条項の適用が拒否される可能性がある。

上記のような留意点への対応としては、リバース・アーンアウト(あらかじめ追加分の対価を売主に支払っておき、もし目標条件が達成されなかった場合は買主に返却する仕組み)や、エスクロー(信託銀行等の第三者に、追加対価を預託しておく仕組み)、アドホック仲裁条項の規定(双方の見解が相違した際の仲裁手続を、当事者間で合意しておく)等が考えられる。

アーンアウトはこれまで、企業価値の大半が将来の成長により見込まれる利益に依存しているようなベンチャー企業の買収で採用されることが多かった。日本国内の近年の案件では、マネックスグループによるコインチェックの買収の際に利用されたと報じられている。新型コロナウイルスの影響が今後も懸念される状況下においては、ベンチャー企業のみならず多様な業種で将来の不確実性が高まっているため、アーンアウト条項の活用が奏功するケースも増えると考えられる。

④ 価格固定型

これまで価格調整を前提に述べてきたが、日本国内の中小企業が当事者となる場合、価格調整条項を設けずに契約時に合意した金額で決済するケースが大半である。契約締結日からクロージング日までの期間が短い場合や、その期間の企業価値の変化が僅少である場合は、手間とコストの観点から価格調整条項を設けないことが合理的である。

ただし買主としては、クロージングまでの間に対象会社から売主に不当に資産が流出することや、想定外に企業価値が減少することのないよう、それらを防止する条項を定めておく必要がある。たとえば、買収対象会社による役員報酬の増額や配当の実施など具体的な行為を列挙して制限するほか、「売主は、最終契約締結日からクロージング日までの間、買主の書面による承諾なくして、対象会社をして通常の業務の範囲に属さない行為を行わせてはならない」といった規定を設けることが多い。

(2) MAC 条項

契約締結時からクロージング日までの間に対象会社に不測の事態が生じ、企業価値が減少する可能性は否定できない。このような事象が生じた際、買主が M&A を中止することができる旨の条項を定めることがある。この条項を、「MAC (Material Adverse Change) 条項」と言う。

MAC 条項はこれまで、「対象会社の事業、資産、負債、財産状態、経営成績、キャッシュフローまたは将来の計画に重大な悪影響を及ぼす、または合理的に及ぼし得る事由が発生していないこと」という抽象的な表現で規定されることが多かった。しかし、この内容では売主の不可抗力による事情でも M&A が実行されなくなってしまう恐れがあることから、新型コロナウイルスに関する今後の情勢が不透明な状況では、売主側の了承を得ることは困難なケースもありうる。

売主に配慮し、MAC 条項に「ただし、一般的な経済情勢、政治情勢若しくは社会情勢又は天変地異等の不可抗力によって生じるものは含まない」といった例外規定を盛り込むことはこれまでも一般的だった。ただし、こちらを盛り込んだ場合、新型コロナウイルスが対象会社に重大な悪影響を及ぼすリスクを買主側が甘受せざるを得なくなる恐れがある。また、そのような例外規定を盛り込まなかったとしても、現在のように新型コロナ問題が一般的に認

知られている状況下での契約の場合、「契約締結時に新型コロナ問題の存在は互いに認識していたはずであり、MAC 条項に定める事由の発生には該当しない」という主張が売主よりなされる可能性も否定できない。

このように、新型コロナウイルス感染拡大を経験した後の M&A の契約交渉においては、MAC 条項に該当する事象が大きな論点となるだろう。リスクを極力ヘッジしたい買主の立場として、慎重な検討が必要である。

具体的な落としどころとしては、以下のような対応が考えられる。

- 新型コロナウイルスが対象会社に及ぼす影響が MAC 条項に該当するか否かを明記する。
- MAC 条項に該当する事象を、できる限り具体的に定義する。
- 売主側の不可抗力による事象を MAC 条項から除外するにしても、「一般的な経済情勢に対して、対象会社に不均衡に(対象会社に特に重大な)悪影響を及ぼす事由については除外されない」旨の規定を設ける。

MAC 条項自体が売主側にとっては不利な条項であるため、丁寧な交渉が必要になるが、対象会社の置かれた状況や他の買収条件とのバランスも鑑み、売主側との合意を図ることが重要である。

(3) 表明保証

表明保証とは、売主が買主に対して、簿外債務や偶発債務等が存在しないこと等を表明し保証する条項である。別に規定される補償条項により、表明保証違反があった際には、売主はそれにより生じた損害を補償する義務を負う。

表明保証は今日の M&A の契約において一般的に定められているものであるが、新型コロナウイルス感染症対策下においては現地へ赴いてのデューデリジェンスが満足にできないことも想定されることから、表明保証によるリスクヘッジは従来にも増して重要となる。

2. 実務面での留意点

これまで契約面における留意点について述べてきたが、M&A の遂行には契約内容の検討以前に、相手方や各専門家とのコミュニケーション、対象会社現地におけるデューデリジェンス等、これまで対面で進めることが常識であったプロセスが複数存在する。政府による緊急事態宣言による外出自粛要請の影響もあり、これらのプロセスが進まず、中断となった案件も多いと思われる。新型コロナウイルス感染症対策下では、対面での接触は必要最低限に留めるべきであることから、M&A の遂行において代替手段の確保が必要となる。

以下、一般的な M&A のプロセスにおけるポイントを記載する。

(1) 初期的検討

金融機関や M&A 専門会社から買収案件の紹介を受けることや、買主側から買収の打診を行うことで、売主との交渉がスタートする。この段階では対象会社に対する理解を深め、今後の本格交渉に進むか否かを判断することが主なタスクであり、実態を理解するために売主に対するインタビューの機会がセットされることがある。

新型コロナウイルス感染拡大以前は、対面での面談に特に支障がなかったため、複数回の面談の実施や、面談の場に大人数が集まるケースも見られた。一方、感染症対策下においては「3密」を避ける必要があり、今後はオンラインでの面談が主流になるであろう。仮に対面での面談が実施できたとしても、実施回数は最低限に抑えるべきである。ただし、オンライン面談は通信環境によって音質に難がある場合があるほか、対面に比べると意思疎通が困難であることから、効率的に質問を行う必要がある。

そのため、以下のような対応をとることが望ましい。

- 日頃から、自社の経営戦略を M&A 戦略に落とし込んでおき、今回の案件に何を求めるのかを明確にしたうえで、質問内容を整理する。
- どのような案件でも確認が必要な一般的な事項は、あらかじめインタビューシートのようなフォーマットを作成しておき、売主側のアドバイザーの協力も得ながら、電子メール等での回答を得ておく。
- M&A の情報は厳密に管理する必要があるため、会社として適切な Web 会議のツールを選定し、情報管理のルールを整備しておく。

(2) デューデリジェンス

初期的検討段階の後、意向表明書等を活用した大まかな買収条件の合意または基本合意書の締結等を経て、対象会社の状況を調査するデューデリジェンスに移行する。新型コロナウイルス感染拡大以前は、対象会社の現地に出向き、複数人でデータルームに籠って資料の現物を確認する作業や、対象会社のキーマンへの対面インタビュー、事業所見学等が実施できたが、今後はそうした物理的な接触が制限される中でデューデリジェンスを実施することが求められる。

その対応策として、資料は極力 PDF 等のデータで授受することが望ましい。また、事業所見学もスマートフォン等を活用したリアルタイムの動画共有といった方法を売主に依頼することも考えられる。ただし、現地調査が必須の事項（不良在庫や環境問題の有無等）が買収の判断に関わる場合は、調査項目を絞ったうえで、売主に協力を依頼することとなる。現地調査を最低限に抑える必要があるため、デューデリジェンスで精査する内容を限定せざるを得ないことも想定される。その場合は、前述の表明保証の範囲を広げる等で、リスクヘッジすべきである。

(3) 最終契約

デューデリジェンス後、最終契約の交渉に移行する。この段階になると、買主側関係者でのミーティング（デューデリジェンス報告会や、契約条項についての弁護士との打ち合わせ、売主からの意向に対する方針検討会議など）が増えてくる。口頭ではすぐに意思疎通が可能な内容でも、電子メールや電話でのやりとりでは時間がかかったり、解釈に齟齬が生じたりして、スムーズな進行が妨げられる可能性がある。

非対面での意思疎通をスムーズにするためにも、電子メールや電話に加えて、Microsoft Teams や Slack に代表される、いわゆるチームコラボレーションアプリの導入を検討すべきだろう。これらは単なるチャット機能に留まらず、他のビジネスアプリとの連携や、ファイルの共有・編集等の機能を有しており、チーム内での情報共有に適している。ただし、前述のとおり M&A の情報厳密に管理する必要があることから、情報にアクセスできる者を必要最低限に留めることをはじめ、セキュリティ面に細心の注意を払わなければならない。

また、売主とのコミュニケーションも非対面での実施が増えることから、買主の意向を理解してもらうためには、これまで以上に丁寧な対応が必要である。内部での方針決定は極力スムーズに行い、売主とのコミュニケーションに割く時間を増やすことが、最終契約合意への近道である。

3. その他

買収のスキームにもよるが、新型コロナ問題に対応するための政府や自治体の支援策が、M&A 実施後には利用できなくなってしまう可能性がある点にも留意が必要である。支援策としての助成金や給付金には、直近の売上高等の指標を、前年同期のそれと比較し、一定割合以上減少していた場合に支給の対象となる仕組みが多いためだ。たとえば、M&A のスキームとして吸収合併を利用し、クロージング日から数ヶ月が経過した後に、被合併法人が営んでいた事業が新型コロナウイルスの影響を受けた場合のことを想定すると分かりやすい。仮に当該事業の売上高が減

少しても、合併後の法人全体としては売上高が減少していない場合には、前述の支援策の支給対象とならない恐れがある。

必ずしも、支援策の適用可否によって買収スキームを選択するわけではないが、新型コロナウイルスの影響を受けやすいとみられる事業を買収する際には、後日想定外の事態とならないように意識はしておきたい。

4. まとめ

本レポートでは、主に買主の立場から、新型コロナウイルス感染症対策下における M&A の留意点について記載した。新型コロナウイルスの感染拡大を経験した今日では、M&A の遂行にこれまでのセオリーが通用しないケースが増えてくると思われるが、一方的に買主からの要望を押し付けるのではなく、本レポートに記載した内容を参考に諸々の工夫を凝らし、相手方との良好な合意を目指していただきたい。

参考書籍・文献

- 木俣貴光 「企業買収の実務プロセス 第2版」(2017.4)
- 西村あさひ法律事務所 「M&A 法大全(下) 全訂版」(2019.2)
- 藤原総一郎・大久保圭・大久保涼 「M&A の契約実務 第2版」(2018.9)

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。