

## 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(売主の立場から)

コーポレートアドバイザリー部 [名古屋] チーフコンサルタント 山本 諭史

新型コロナウイルスの感染拡大はM&A市場にも影響を与えている。一時的な株価急落や企業業績の急激な悪化により中止や延期となった案件もあれば、外出自粛要請等によりM&Aプロセスが進められず当初の予定よりも大幅な遅れが生じている案件も出てきている。新型コロナウイルスがある程度収束するまで売却活動を待つことができる場合はよいが、収束後も業績回復の見込みが立たない場合や業績を回復させるために多額の投資が必要となる場合など、早期にM&Aを実行することが望ましいケースも存在する。本レポートでは主として売主の立場から、新型コロナウイルス感染症対策下でM&Aを進める場合における留意点について説明する。

## 1. M&Aプロセスにおける留意点

新型インフルエンザ等対策特別措置法に基づく緊急事態宣言は2020年5月25日をもって全ての都道府県で解除されることになったが、政府は緊急事態宣言解除後、新型コロナウイルスの感染抑制のため、人と人の身体的距離の確保を基本とする「新しい生活様式」の実践を求めている。今後も多くの会社がこの新たな生活様式に準じた行動をすることになるため、M&Aにおいてもこれを意識した進め方が求められる。また、再び緊急事態宣言、外出自粛要請が発せられれば、各社において出張禁止、出社禁止等の措置がとられることが想定される。M&Aの当事者は出張や出社が禁止された場合でもM&Aプロセスを中断することなく進められるよう、事前に対策をしておく必要がある。

### (1) 書類の電子データ化(ペーパーレス化)

デューデリジェンス(買収監査)において、売主は買主に対して膨大な資料を開示し、買主や買主の起用する専門家からの質問に回答していく必要がある。質問の多くは会社の資料を調べなければ回答することができないものであるため、出社が制限されてしまうと回答が遅れ、デューデリジェンスが進まないことになる。こうした事態を避けるため、売主は少なくとも開示した資料と質問が予想される事項に関する資料をあらかじめ電子データ化し、社外からでもアクセスできるようにしておく必要がある。

### (2) 電話会議やWeb会議システムの活用

M&Aでは、マネジメントインタビューや実務者インタビュー、現地調査や工場見学、契約交渉などの場面で、両社に加え対象会社の役職員が直接面談する機会が複数回ある。なかでもデューデリジェンスにおけるマネジメントインタビューや実務者インタビューでは、買主に加え、買主のフィナンシャルアドバイザー(FA)や財務・税務、法務、ビジネスにおける専門家が一緒に面談することが多く、対象会社における業務環境として「避けるべき」とされる3密の状況が作り出されることになる。万一、対象会社において感染者が出れば対象会社の事業運営に重大な支障が生じることにもなるため、売主としては電話会議やWeb会議システムなどを活用して、可能な限り直接面談する機会を減らしてM&Aプロセスを進めていくことが望ましい。

また、M&Aはその秘匿性の高さから対象会社の従業員に気づかれないように進める必要があるが、対象会社の従業員が面談や外出を自粛しているにも関わらず、買主や買主が起用した専門家が対象会社を訪問する

と、対象会社の従業員に不安を抱かせたり、M&Aを進めていることに気づかれてしまったりという可能性があるため、自粛要請期間中に対象会社で面談を実施することは極力避ける必要がある。

ただし、現地調査をしなければ投資判断をすることができない事項(対象会社の事業内容や財務状況にもよるが、財務面では不良在庫の有無や資産の実在性の確認、環境面では騒音、土壌・地下水汚染、大量の有害物質や廃棄物の適切な管理等)についてまで現地調査の受け入れを拒否してしまうと買主による検討が止まってしまうことになる。このため、必要最低限の現地調査などは受け入れる必要がある。その場合、売主は買主に対して調査の目的や調査のポイントを明らかにしてもらい、現地調査がスムーズに行えるよう事前に準備をすることも必要となる。

## 2. マーケティング段階における留意点(買い手候補先の選定)

会社の売却を検討しているという情報は、会社の存続に関わるセンシティブな情報である。売主はこうした情報が買い手候補先を通じて取引先や従業員等に伝わることは絶対に避けなければならない。M&Aにあまり関心のない相手やM&Aを実行することができる状況にない相手に情報を開示することがないよう、売主は慎重に買い手候補(情報開示)先を選ぶ必要がある。

新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受け、これまでM&Aに積極的であった会社が新規のM&Aを凍結する方針に転換している場合もあるため、買い手候補先が今どのような方針であるのか最新の情報を入手した上でその会社にアプローチすべきかを判断する必要がある。中には、「こういう状況であるからこそM&Aを積極的に進めたい」という会社も存在するため、よりよい条件で会社を売却するためには幅広い情報網をもったFAを起用することも重要である。

## 3. 経済環境や業績の急激な悪化及び先行き不透明感への対応

一般的に、買収価額は会社が将来生み出すキャッシュフローに基づき算定されるため、売却対象会社の事業計画は非常に重要なものとなる。多くの上場会社が今期の業績予想を「未定」とするような先行き不透明な状況において事業計画を作成することは難しいことである。だからといって何も計画を示さなければ、買主はその会社・事業にどのくらいの成長性または安定性があるのか判断ができず、過度に保守的な価額が提示されたり、買収を見送られたりという結論に至ってしまう可能性がある。買主が一番恐れるのは、「どうなるか全く予測がつかないという状況」である。売主は買主にそのような不安を抱かせないようにするためにも、過去実績との整合性が取れ、作成の前提条件が整理され、3～5年程度の一定期間を設けた事業計画を作成しておく必要がある。

また、新型コロナウイルスが売却対象会社の事業に、直近実績としてどのような影響を与えたか、今後、どのような影響を与えるかという情報は、事業を引き継ぐ買主にとって関心の高い事項であるため、買主に説明することができるよう定性面・定量面の両面から整理しておくことが望ましい。以下に、新型コロナウイルスが売上に与えた影響を簡単に整理した表を掲載するので、参考にしていきたい(図表1)。

図表 1 新型コロナウイルスの影響(概要)

販売先	売上(定量的情報)		新型コロナウイルスの影響(定性的情報)
	4月計画	4月実績	
A社	100	100	・影響なし
B社	80	70	・B社が生産・販売計画を下方修正したことで当社への発注が減少(景気悪化によるB社製品の需要減)
C社	60	30	・既存製品は当初計画どおり生産。顧客訪問自粛により新規受注がなくなった
D社	40	20	・航空機の欠航、減便によりX国から輸入している部品dの調達が滞り生産を停止。5月からは同部品の調達が可能となり生産を再開

(出所)当社作成

#### 4. 株式譲渡契約における留意点

M&Aでは、株式譲渡契約等の締結からクロージングまで一定の期間を設けることがある。この期間中に売主/買主は、株式を売却/取得するために必要な手続きを行うことになるが、買主が、この期間中に生じた不測の事態により対象会社の価値が減少した場合にM&Aを中止することができる旨の条項(以下「MAC条項」という。MACは、Material Adverse Changeの略。)を株式譲渡契約に盛り込むことがある。

従来のMAC条項は、「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」というような抽象的な表現で規定されることが多かったが、今後は新型コロナウイルスの感染拡大を意識した文言に変更されたり、MAC条項とは別に取引実行の前提条件が付されたりということも考えられる。

これから契約を締結する案件については、新型コロナウイルスが会社に悪影響を与えることが予見できているため、相応のリスクが買収価額に反映される、または買主がリスクヘッジできる条件が織り込まれようとするはずである。

売主としては、まず、顕在化していない、定量化されていない将来のリスクを反映された条件で合意することがないように留意する必要がある。仮に、将来、リスクが顕在化した場合、損害賠償の条項で一定期間、一定金額を負担するようにし、なるべく売主が希望する条件で合意できるように交渉すべきである。

また、株式譲渡契約において、新型コロナウイルスを理由に買主が、一方的に取引を中止することができる条項、買収価額の引き下げができるような条項、買収価格に相応のリスクを反映したにもかかわらず損害賠償条項により買収後にもリスク負担を請求できる契約になっていないか留意する必要がある。買主がリスクの高い投資案件であると考えている場合、株式譲渡契約に複雑な条件や条項が盛り込まれることが多いため、売主としては自身が新型コロナウイルスに起因するリスクを過度に負うことにならないよう交渉すべきである。

#### 5. 公的支援(経営資源引継ぎ・事業再編支援事業)

2020年度補正予算において新型コロナウイルスの緊急経済対策として盛り込まれた、中小企業を対象とした経営資源引継ぎ・事業再編支援事業についても、活用できる余地がないか検討すべきである。この事業は、中小企業の貴重な経営資源や、雇用・技術を次世代へ引き継ぎ、地域のサプライチェーンを維持するため、新型コロナウイルスの影響を受けている後継者不在事業者の経営資源引継ぎや事業再編を後押しするための事業であり、大きく3つの制度からなっている。(以下、経済産業省「新型コロナウイルス感染症で影響を受ける事業者の皆様へ」)

<https://www.meti.go.jp/covid-19/pdf/pamphlet.pdf> より引用)

### (1) 経営資源引継ぎ補助金

M&A等で第三者へ株式を譲渡する際に生じる士業専門家等の費用(仲介手数料・デューデリジェンス費用、企業概要書作成費用等)や、経営資源の一部を引き継ぐ際の譲渡側の廃業費用の3分の2(ただし、売主は上限650万円、買主は200万円が上限)について補助が受けられる制度である。

図表 2 経営資源引継ぎ補助金の概要

補助対象者	補助対象の費用	補助率	補助の上限額
売主	専門家への報酬+既存事業の廃業費用	3分の2	650万円
買主	専門家への報酬	3分の2	200万円

(出所)経済産業省「新型コロナウイルス感染症で影響を受ける事業者の皆様へ」を元に当社作成

### (2) 「プッシュ型」の第三者承継支援

新型コロナウイルスの影響を受け、事業引継ぎ支援センターへ相談に来ることが困難な事業者や、第三者承継に関心のある者に対する M&A 出張相談等を通じた、「プッシュ型」の第三者承継支援を実施する制度である。

### (3) 中小企業経営力強化支援ファンド

新型コロナウイルスの影響により業況が悪化した地域の核となる事業者が倒産・廃業することがないように、官民連携の新たな全国ファンドを創設し、再生と第三者承継の両面から支援する制度である。

なお、執筆時点において各制度の詳細が決定していないため、制度の利用に際しては、経済産業省、中小企業庁からの今後の発表を確認いただくか、M&A に関する業務を行う専門家等に問い合わせいただきたい。

#### — ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思わ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、当社の統一した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。

ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

(お問い合わせ)コーポレート・コミュニケーション室 TEL:03-6733-1005 E-mail:info@murc.jp