

2020年6月5日

コンサルティングレポート

業績不振企業の買収における留意点

コーポレートアドバイザー一部 [名古屋] シニアコンサルタント 藤田 正行

新型コロナウイルス感染拡大によるグローバル規模でのサプライチェーンの分断、インバウンド需要の急激な縮小、行政からの休業要請や個人ベースでの活動自粛による社会活動の抑制により、経済への打撃は計り知れない。特定の業種においては実際に「新型コロナウイルス関連倒産」などの報道に接する機会も多い。しかし、この急激な環境変化の渦中において、在宅需要を取り込むなど、落ち込みを最小限に抑えられている業種や企業なども少なくない。

今後、新型コロナウイルス感染拡大がもたらした諸問題(以下、新型コロナ問題)が落ち着いていくにつれて、業績不振企業を被買収対象とする M&A 市場が活性化していくことが想定される。問題の影響が小さい、あるいはこの問題を乗り越え、「攻め」に転ずることができる力のある企業にとっては、業績不振企業を買収し、新型コロナ問題以降を見据えて、業容を飛躍的に拡大させる好機とも言える。

本レポートでは、業績不振企業を買収する際の事前準備や買収スキーム、買収価格におけるポイントや留意点について整理する。

1. 検討の事前準備

新型コロナ問題と並行しながら、今後各業界の優良企業には、金融機関等より、業績不振企業の M&A 案件が次々と持ち込まれることになると想定されるが、「安く買えるかもしれない」といった安易な理由で買収を進めていくのは拙速である。一方で、検討に時間をかけて意思決定に手間取っては、他社に案件を取られてしまい、業容拡大のチャンスを失うということになりかねない。「拙速ではない、かつ、遅れを取らない」ためには、実際に案件が持ち込まれてから慌てふためくのではなく、今後の案件増加に備えて、現時点より自社の経営戦略に合った M&A 案件の検討、買収にあたってのポイントを整理しておく必要がある。

(1) 狙うべきシナジー効果

案件が持ち込まれる前の段階の場合は、具体的なシナジー効果を検討するのは難しいが、一般的な例として、シナジー効果には図表 1 のようなものが挙げられる。

業績不振企業を買収するにあたっては、特に同業の場合、重複部門の削減、調達力・信用力の向上など、シナジー効果により、被買収企業側において得られるメリットが非常に大きい。案件が持ち込まれる場合を想定して、投資主体として、どういったシナジー効果を狙いに行くのか、自社の経営戦略や事業の方向性と照らして、事前に確認しておきたい。

図表 1 一般的なシナジー効果の例

	研究開発	購買	製造	物流	販売	財務
売上シナジー	<ul style="list-style-type: none"> ・新製品の共同開発 ・技術、開発ノウハウの移転 	<ul style="list-style-type: none"> ・原材料調達力の向上 ・製品調達力の向上 	<ul style="list-style-type: none"> ・生産能力の拡大 ・生産技術、ノウハウの移転 	<ul style="list-style-type: none"> ・物流網拡大 ・物流サービス向上 	<ul style="list-style-type: none"> ・取扱製品の拡大 ・クロスセリング ・ブランド統一 	<ul style="list-style-type: none"> ・資金調達力向上 ・財務体質強化 ・投資拡大
コストシナジー	<ul style="list-style-type: none"> ・重複R&D投資の削減 ・研究所の統廃合 ・研究設備の共同利用 	<ul style="list-style-type: none"> ・共同購買 ・仕入値引きの拡大 ・価格交渉力の向上 	<ul style="list-style-type: none"> ・工場統廃合 ・PB商品導入による原価率低減 ・外注作業の内製化 	<ul style="list-style-type: none"> ・配送会社の集約 ・在庫削減 ・物流拠点統廃合 ・自社トラック削減 	<ul style="list-style-type: none"> ・販売リベート削減 ・広告見直し ・営業拠点・店舗の統廃合 ・社用車削減 	<ul style="list-style-type: none"> ・金利削減 ・借入金削減 ・営業権償却による節税効果 ・繰越欠損金の引継ぎ

(出所) 木俣貴光「企業買収の実務プロセス<第2版>」

(2) 金融機関や M&A 専門業者との関係構築

買収機会の増加という観点から、メインバンク以外にも含めた金融機関や M&A 専門業者との関係を積極的に強化、構築することにより、チャンスは広がる。また、金融機関とは積極的にコミュニケーションを取ることで、買収実行時の資金調達をスムーズに行える関係を築くことにもつながる。

(3) 対象企業規模の基準

「同業他社に取られることを防ぐ」といった理由で持ち込み案件の検討を急ぐ場合、自社の規模と比較して大きすぎる案件にも前のめりに進めてしまうケースも多い。しかし、対象企業のコントロール、財務面のリスク受容といった観点で、M&A 経験が豊富でない限りは、売上高や従業員数などで自社の 3 割程度の規模が上限と考えられる。自社の規模にあった基準を設定しておきたい。

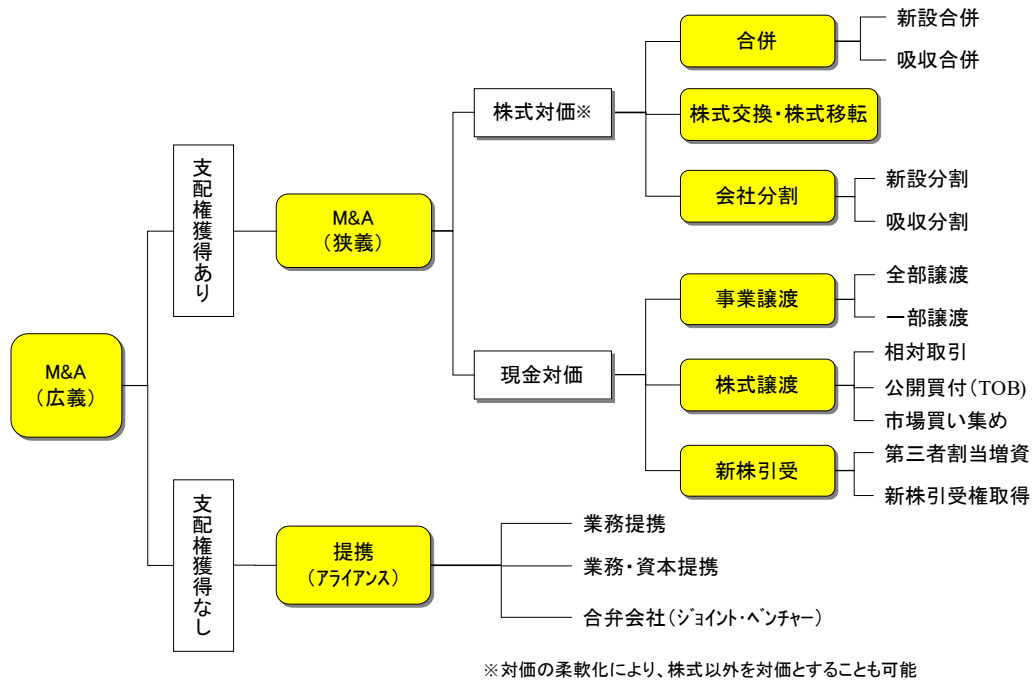
2. 買収スキーム

株式で買うのか、事業として譲り受けるのか、自社に合併してしまうか、M&A においてスキームの選択は重要な意味を持つ。特に業績不振企業の買収の場合は、「対象事業のリスク(簿外債務など)をどこまで受容できるか」といった買収企業の事情と、「資金繰りの問題が表面化し、早急に M&A が実行されなければ存続が危ぶまれる」といった時間的な制約がある被買収企業の事情が重なり、選択できるスキームの幅が十分でないケースも珍しくはない。どのような考え方でスキームを選択していくのか、ポイントを確認する。

(1) スキームの種類

一般的に買収スキームは、図表 2 のとおりである。

図表 2 買収スキームの種類



(出所) 木俣貴光「企業買収の実務プロセス<第2版>」

広義の M&A は、支配権の移動を伴わない提携(アライアンス)も含まれるが、狭義の M&A は支配権の移動を伴う取引のことを指す。M&A のスキームは、基本的に株式を対価として買収する株式買収と、現金を対価として買収する現金買収の 2 つに分類できる。ただし、会社法上は対価の柔軟化が認められており、合併、株式交換・株式移転、会社分割においても株式以外を対価とすることは可能である。しかし、それらのスキームにおいて株式以外を対価とした場合、税務上、適格組織再編に該当しなくなることから、実務上は対価の柔軟化が採用されることは稀である。そのため、基本的に合併、株式交換・株式移転、会社分割においては株式を対価とすると理解しておいて差し支えない。

(2) スキーム選択の着眼点

業績不振企業を対象とする場合、通常の M&A 取引とは違った着眼点を押さえる必要があるが、ここでは基本的には完全に支配権を獲得していくことを前提に述べていきたい。

① 時間的な制約

業績不振により資金繰りに問題が生じる恐れがある、あるいは既に生じている企業にとっては、いち早く取引を実行し、倒産を回避することが最優先事項となる。この場合、法的手続きに時間を要する合併や会社分割などは選択されにくい。

その点、株式譲渡は、非上場企業であれば、買収対象企業の取締役会による株式譲渡承認のみにより実行できるケースがほとんどであるため(定款の定めによる)、最もスピーディーに実行可能な手法である。

事業譲渡の場合は、取引先や大家などの賃貸人との契約は法的に包括承継されるものではなく、個別に同意を得て契約関係を引き継ぐ、または再締結する必要があるため、その手続きをスケジュールに織り込む必要がある。また、許認可も当然に引き継がれないこと、従業員の転籍も個別に同意が必要であるこ

とから、相応に時間を要する可能性が高い。ただし、契約、許認可、従業員の問題がクリアできれば、事業譲渡は短時間で実行可能であり、株式譲渡と比較し譲渡対象範囲を限定してデューデリジェンスを進めることができるなど、非常に有用な手段である。

いずれのスキームにおいても、チェンジ・オブ・コントロール条項(M&Aにより経営権(支配権)が移転した際に、契約内容に何らかの制限がかかるとする条項)への対応に時間がかかる可能性があるため、この対応を取引実行までのスケジュールに組み込んでおきたい。

② リスクの許容

株式譲渡においては、外形的には買収対象企業の株主が変更になるのみで、企業・事業の実態に変更はないことから、買収対象企業のリスクを丸抱えすることになってしまう。一方で、事業譲渡の場合は、自社が必要な資産・負債だけを選んで買収が可能であるため、不要な事業(資産)を抱え込む必要はなく、簿外債務を引き継ぐ恐れはない。

買収対象企業に簿外債務のある恐れが大きい場合や債務超過である場合は、一般的には事業譲渡により健全な部分のみを買収することを検討するが、業績不振企業の買収においては、被買収企業の債権者(主に金融機関)の理解を得ることに時間を要する可能性が非常に高い。私的整理や法的整理など、再生フェーズにおいては債権カットなどに踏み込んでいくことも可能であるが、よほどのケースと言えよう。事業譲渡による譲受けが難しい場合は、多くのケースが株式で譲り受けることになると想定されるが、デューデリジェンスをしっかりと実施したうえ、リスクを反映した価格で、譲り受けることが肝要である。

なお、株式譲渡後に何らかの損害が生じた場合に売り手に補償してもらうことを想定し、株式譲渡契約に損害賠償の条項を規定することが多い。しかし、今後、業績不振企業の売り手がその余力を有していないと思われる場合、リスクを価格に反映するアプローチの方がより望ましい。

③ 買収対象企業の株主が望む対価

買収対象企業の株主が対価として何を望んでいるかもスキームを決める上でのポイントとなる。対価として現金を望んでいる場合は、株式譲渡となる。新株引受け(第三者割当増資)と事業譲渡は、対価は現金であるが、直接の受取者は株主ではなく買収対象企業自身であることに留意する。業績不振企業の買収においては、事業を譲渡した代金をもって債権者(金融機関)に借入金が返済され、譲渡した企業はその後清算するといったスキームが実行されるケースもある。

買収対象企業の株主が買い手企業の株式を対価として望んでいる場合は、株式交換、合併、吸収分割が考えられる。ただし、買い手企業が非上場企業の場合、買収対象企業の株主としては、対価として非上場株式を譲り受けても換金性に乏しいため、これらのスキームが選択されることは稀である。

3. 買収価格

業績不振企業の買収において、買収価格は最も重要な論点であろう。特に新型コロナ問題を価格にどう織り込むか、この点はM&Aを検討する企業にとって大きな関心事である。影響を考慮していくポイントについて、解説したい。

(1) 企業価値の考え方

まず前提となる企業価値の考え方を押さえておきたい。M&Aの世界では、「企業価値＝株主価値＋債権者価値」と定義される。株式譲渡を意識して「株主価値」のみに焦点が行きがちであるが、債権者価値である金融機関

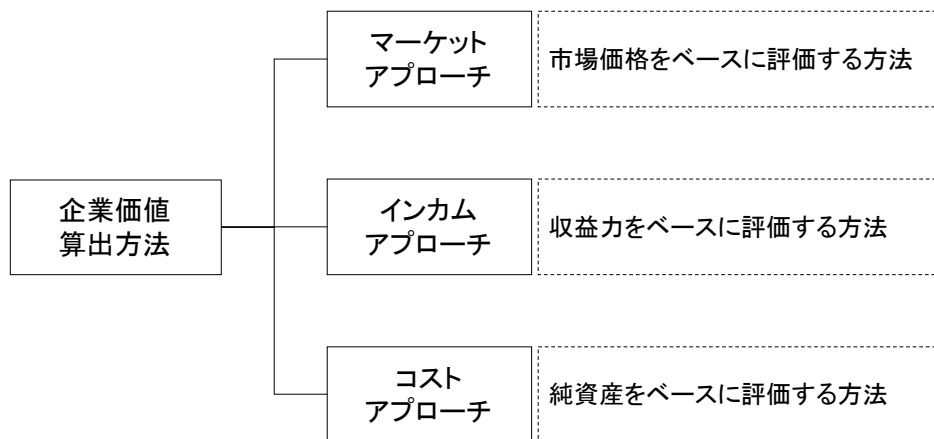
からの有利子負債も、企業価値を構成する要素となる。つまり株価がゼロだからといって、買収価格がゼロということではなく、引き継ぐべき有利子負債まで含めて、買収価格と捉えて、投資を検討する必要がある。

(2) 代表的な企業価値算出方法と新型コロナ問題の影響

企業価値評価には、市場価格（つまり金融商品取引所に上場している企業の株価）をベースにするマーケットアプローチ、対象企業の収益力をベースにするインカムアプローチ、対象企業の純資産をベースにするコストアプローチがある。

実際の交渉においては、これらをベースに、あるいは組み合わせながら、自社の資金調達限度額、買収後のれん償却負担や売り手の意向（価格目線）を勘案しながら、提示価格を決定していくこととなるが、それぞれのアプローチにおける代表的な算出方法と、実務的な新型コロナ問題の影響を解説する。

図表 3 企業価値算出のアプローチ

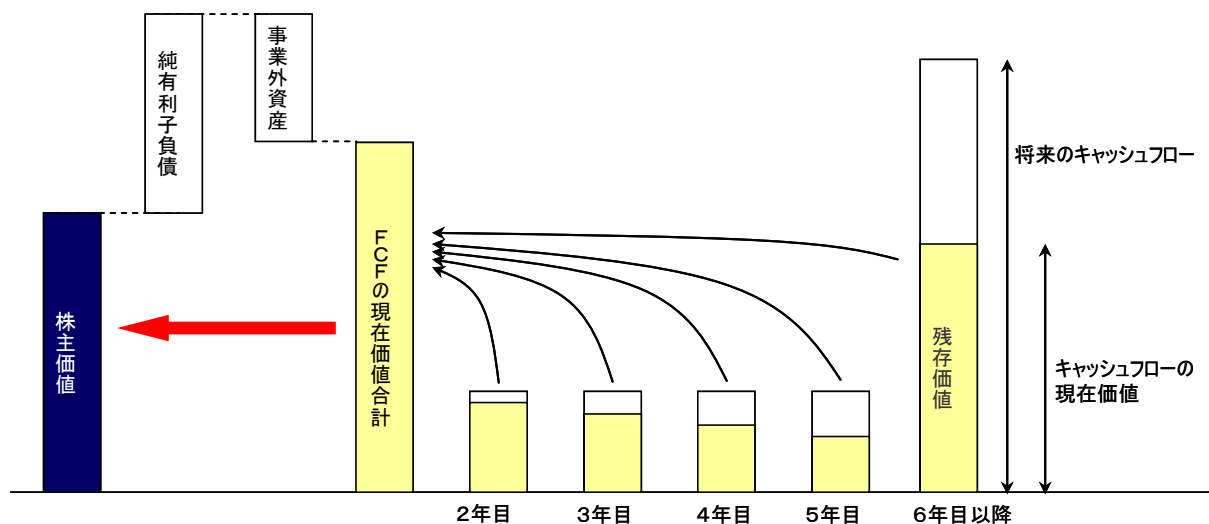


(出所) 当社作成

① インカムアプローチ: DCF (ディスカунテッド・キャッシュフロー) 法

DCF 法は、企業または事業が将来生み出すと期待されるフリー・キャッシュフローの現在価値を基礎として、その企業または事業の価値を算出する手法である。

図表 4 DCF 法による株主価値の算定



(出所)木俣貴光「企業買収の実務プロセス<第2版>」

紙幅の都合上、DCF法の詳細な算出方法は専門書を参照していただくとして、ここでは新型コロナ問題の影響を考慮すべきポイントを挙げておきたい。

i. 事業計画への影響

業績不振企業より提示される事業計画について、新型コロナ問題の影響を十分に反映、考慮されたものであるかという点が最も重要であり、計画の達成可能性(企業価値の構成割合として大きくなりやすい残存期間に影響を与える計画最終年度は特に)について、ロジック検証を行っていく必要がある。

ロジック検証にあたっては、売上高の場合は数量と単価に分解し、数量はこの環境下に販売達成が可能か、単価を維持できるのか、あるいは仕入れや売上原価の場合にはサプライチェーンの分断等による調達可能性や仕入価格の見通しなど、ブレイクダウンして精査しておきたい。また、人件費の計画なども、人員削減・整理の必要性の検討も含めて、確認すべき重要なポイントとなる。

先行きが見通しづらい環境下においては、事業環境やシナジー効果を楽観的に見積もることなく、買い手として保守的に事業計画を検証し、引き直すことが重要である。

ii. マーケット指標の採用

DCF法においては、割引率(WACC)算出のためにリスクフリーレートや β などを用いるが、それらは実務的に国債市場や株式市場を参照することとなる。新型コロナ問題は、社会経済に急激な環境変化をもたらしたが、今後市場にどのような影響を及ぼしていくのか、誰にも確定的なことは見えない。

非連続に指標が変動していく場合には、正しく価値算出ができない可能性もあるため、採用にあたっては指標の過去推移と照らしながら、採用可否につき個別に検討する必要がある。

iii. 永続期間の永久成長率

DCF法では企業が永続的に成長(マイナスも含む)することを前提に、永続価値を算出することとなるが、永続成長率の検討にあたっては、新型コロナ問題による環境変化・生活様式の変化(在宅シフトなど)も考慮して、業界の先行きを見通すことも必要になる。

② マーケットアプローチ:類似会社比較法(マルチプル法)

類似会社比較法は、評価対象企業と類似した事業を展開している上場企業がある場合に、その評価対象企業の価値は当該類似上場企業の株価水準と同水準になるとの仮定のもとに、類似上場企業の売上高、各種利益(EBITDAなどのキャッシュフロー)、株主資本等の財務数値に対する企業価値もしくは株主価値の倍率(マルチプル)を利用して、対象企業の価値を算出する方法である。

紙幅の都合上、詳細な算出方法の説明は控えるが、新型コロナ問題は上場企業の業績、株式市場に相応の影響を与えていくと考えられる。大幅な下方修正のみならず、業績予想を非開示としている上場企業もあり、類似企業の選定、倍率の算出にあたってはその採用可否を個別に検討していく必要がある。

③ コストアプローチ:時価純資産法

時価純資産法とは、評価時点における企業の有する資産の時価より負債の時価を控除して株主価値を算出する方法である。M&A 実務においては、主に、流動資産の修正(回収可能性がない売上債権の減額、売却可能性のないまたは実在しない棚卸資産の減額)、有形資産(土地、建物、機械設備、有価証券等)を時価修正した額から、負債を控除して算出された時価純資産額に、利益(例えば経常利益)の3~5年分を加算し提案することも多い。

これは営業権、つまり「のれん」をいくらとして見るかといった議論として非常にシンプルでわかりやすく、中小企業の M&A ではよく見られる方法である。しかし、業績不振企業の場合、収益力が非常に低いにもかかわらず、純資産を発射台として、のれんを加算して価値を算出するという方法が、必ずしも買収価格として適正とは言えないケースも多い。例えば、業歴が長く純資産額が厚い企業であるが、足元の環境変化から利益がほとんど出ていないような企業では、純資産額にのれんを加算すると過大な評価となってしまうかもしれない。「議論がわかりやすく交渉しやすい」といった理由のみで安易に取引を進めていくことがないよう、留意が必要である。

4. まとめ

新型コロナ問題は人々の生活様式まで変革させてしまうほど、大きな影響をもって我々の前に現れた。その大きな変化の中で、厳しい状況におかれて守勢を強いられる業界や企業、あるいは「攻め」に転じることのできる企業に分かれ、今後、M&A 市場がさらに活発化していくことも予想される。これをチャンスとして業容拡大していくことを目指す企業は、金融機関等からの案件持ち込みに備えて、しっかりと準備をしておきたい。

— 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。