

2020年5月13日 全4頁

相場低迷時における M&A のポイント

5つの観点から見る M&A 案件の進め方

経営コンサルティング部 コンサルタント 宮崎 保明

最近では、新型コロナウイルスの影響で M&A が延期・中止される事例が多くなっているという報道をよく見かける。新型コロナウイルスに限らず、一般に、市場全体の相場低迷時には、M&A の売り手、買い手の双方に影響が生じ、取引の前提条件が変わってしまう可能性がある。そのため、予期せぬリスクを回避するために、案件の延期や中止に至ることも1つの選択肢になる。一方、M&A はタイミングも重要であり、今回の取引が今後の経営戦略において不可欠であると考え、取引を継続することも考えられる。

しかし、M&A の成立には様々な要素があることから、最初から結論ありきで判断するのではなく、多面的に検討し実行の是非を判断すべきである。本稿では、筆者のファイナンシャル・アドバイザーの経験を基に、「経営戦略・取引相手・取引価格・株主・クロージング」の5つの観点から検討すべき要素を取り上げる。

本稿では、新型コロナウイルスに限定されない一般的な相場低迷時における上場企業の株式取得を例とする。売り手は、対象会社自身であることもあれば、対象会社の株主（法人又は個人）であることもあるが、ここでは対象会社の法人株主であると仮定し、買い手についても法人であると仮定する。この場合に検討される観点について、以下の図表のとおり、概要をまとめる。

なお、本稿では、ある程度一般化した状況を想定し、課題になりやすい点を取り扱う。したがって、取引環境や取引形態に関して、あらゆる場合を網羅しているわけではなく、取り上げる観点についても、本稿で扱うものが全てとは限らないことに留意されたい。

(図表) 相場低迷時における M&A の検討点の概要

観点	売り手における検討点	買い手における検討点
経営戦略	<ul style="list-style-type: none">経営戦略の変更の有無今後の売却機会の減少	<ul style="list-style-type: none">経営戦略の変更の有無資金調達の懸念
取引相手	<ul style="list-style-type: none">買い手の取引意欲が低下している可能性	<ul style="list-style-type: none">売り手の足もとの事業状況が不透明
取引価格	<ul style="list-style-type: none">想定よりも低い価格で譲渡する可能性	<ul style="list-style-type: none">市場株価が乱高下する可能性バリュエーションの重要性が増大
株主	<ul style="list-style-type: none">市場株価相当で売却した場合の株主への説明責任	<ul style="list-style-type: none">市場価格より高く取得した場合の株主への説明責任
クロージング	<ul style="list-style-type: none">来期に繰り延べられる可能性	<ul style="list-style-type: none">来期に繰り延べられる可能性のれんの増加・減損リスクの懸念

出所：大和総研作成

以下で、観点ごとに検討すべき内容を説明する。

(1) 経営戦略

まず、売り手、買い手ともに、自社の経営戦略への影響の有無を把握する必要がある。売り手においては、売却によって得られる対価が期待する水準に達するかどうか懸念事項となる。特にそれが今後の経営戦略と関連している場合は、その影響についても検証する必要がある。また、本稿では深く取り上げないが、事業譲渡の M&A においては、売却後の経営体制を再確認し、売却後のシミュレーションをしておくことが望ましい。

これらは取引の留保要因となるが、取引を中断する場合の影響もあわせて考慮する必要がある。特に、事業環境の変化が一時的なものではなく中長期的に継続することが想定される場合、中断後に適切な買い手を見つけることが難しくなる可能性がある。したがって、売り手においては取引を進める場合、中断する場合、両方のリスクを想定すべきである。

一方、買い手においても、自社の経営戦略に変化がないかを確認し、進行している M&A が現時点においても経営戦略に合致しているか検証しなければならない。また、相場低迷によって自社の事業環境にも影響が出ている場合、M&A の資金面に不安がないかについても留意する必要がある。

(2) 取引相手

次に、取引相手の状況についても留意する必要がある。売り手、買い手ともに、相場の低迷を受けて取引に関する意向が変化している可能性がある。売り手の立場からは、買い手の取引意欲が低下している可能性が懸念される。そのような場合には、より丁寧な交渉が求められたり、場合によっては譲歩を迫られたりすることも想定すべきである。

買い手の立場からは、売り手の足もとの事業の状況が不透明である点が懸念材料となる。通常のデューデリジェンスにおいても、対象会社の事業実態を完全に把握できるとは限らない。しかし、対象会社が相場の低迷の影響を受けている場合は、対象会社自身がその影響を正確に把握できていないこともありうる。これは、デューデリジェンスの方法や交渉の進め方といった対策によって解消できず、買い手側が受け入れざるを得ない課題として検討を進める必要がある。

(3) 取引価格

広い意味では非上場企業も市場環境の影響を受けるが、上場企業の場合は、日々市場で株価が形成されている点が、非上場企業とは決定的に異なる。上場企業のバリュエーションにおいて、市場株価は参考にすべき重要な価格であるが、マクロ環境が大きく変化した場合等は、短期的には必ずしも市場株価が適正な水準であるとは言えない。

したがって、売り手において対象会社の市場株価が適正水準より低いと判断する場合、買い手の提示価格が想定よりも低くなる可能性がある。そのため、市場株価ではなく売り手が提示する価格が適正であることを主張し、買い手との交渉を検討する必要がある。

買い手においてもリスクがないわけではない。急な相場変動が発生した後、当面の間は価格が乱高下することがある。そのため、通常のM&A案件以上に、対象会社の価値算定や売り手との交渉において、バリュエーションの重要性が高まることになる。そして、売り手の立場からも納得できる説明が要求されることに備えて、提示価格を決定しなければならない。

(4) 株主

4点目は、株主への説明責任という、売り手、買い手が法人である場合の観点となる。M&A、特にそれが企業の経営戦略において重要なものである場合、その手続きや内容について株主に対する説明責任が重視される傾向にある。

売り手については、相場低迷時において市場株価相当の価格で売却した場合、相場が低迷している状況での売却という点について、取引時期や取引価格の妥当性を疑問視する株主

からの質問に備えて、それを合理的に説明する準備が必要である。一方、買い手については、相場の低迷を一時的なものとみなして市場株価より高い水準で取得した場合には、取得価格の合理性を直近の市場株価以外の理由で説明する用意が求められる。

特に、売り手、買い手が上場企業であれば、適時開示や有価証券報告書等を通して実質的に取得内容が分かることも多い。一般の株主や投資家は市場株価を基準にすることが普通であるため、取得価格は市場株価と比較されることを想定したうえで説明に臨むべきである。

(5) クロージング

最後に、クロージングも検討すべき観点の1つである。相場の低迷に伴い上記の観点も含めて M&A の再検討を行う場合、当初想定よりも M&A にかかる期間が長くなり、スケジュールの見直しが発生する可能性がある。特に、当初のスケジュールで会計年度末をクロージングに設定していた場合等は、スケジュールの遅延によりクロージングが来期に繰り越されることになる。したがって、M&A の成立が決算に多大な影響を与えることが想定される場合には、事前にその定性的、定量的な影響をシミュレーションしておくことが望まれる。

加えて、買い手においては、取得後ののれんや減損リスクについても改めて確認する必要がある。対象会社の市場株価が大きく変化している場合は、当初の想定よりものれんが増加し、場合によっては減損リスクが無視できなくなっていることもある。

本稿では、相場低迷時における M&A のポイントとして、5つの観点を示し、その内容を説明した。相場の低迷という通常とは異なる状況においては、M&A の実行は通常以上に難しく、案件を継続するにしても、延期または中止するにしても、容易に判断できるものではない。しかし、それを可能な限り合理的に行うために、M&A に関するアドバイザーを活用するとともに、売り手、買い手自身においても、上記で取り上げた5つの観点も含め、様々な角度で検討することが望まれる。

—以上—