



太陽 Grant Thornton Advisory Insights

コーポレートファイナンス

今回のテーマ： COVID-19 影響下での財務デューデリジェンスにおける留意事項

はじめに

今なお収束が見通せない新型コロナウイルス（COVID-19）の流行は、世界中の何十億もの人々の生活に影響を与えています。M&Aの世界においても、ディールを継続する上で大きな障害となっており、スケジュール、価格調整、契約条項等幅広い範囲で買い手・売り手双方に不確実性をもたらす事象となっています。

本記事では、特にM&Aにおける買い手企業の視点から、COVID-19影響下での財務デューデリジェンスにおける留意事項について、考察したいと思います。なお本文中意見にわたる部分は、筆者の私見であることをあらかじめ申し添えさせていただきます。

マクロ環境における影響

改めて言うまでもなく、今般のCOVID-19の流行は幅広い国・地域、業種に影響を及ぼしています。デューデリジェンス実施の出発点として、対象企業の所在する国・地域や、属する業界について理解することは、この環境下において平時同様、あるいはそれ以上に重要となっています。

対象国

COVID-19は、世界のほとんどの地域で、異なる時期に、異なった影響を与えています。急速なグローバル化に伴い、もはや対象企業の所在地だけが重要なファクターではなくなっており、対象企業がどの国・地域から資材を調達して生産活動を営み、どの国の市場を対象として活動しているのか、企業のバリューチェーンを理解した上で、それぞれの国でのCOVID-19の流行状況や採用されている移動制限措置等について、十分に理解しておくことが必要となっています。

また、各国政府はパンデミックの発生に対応して、現地法人を有する外国企業にも利用可能な様々な対策を講じています。

一般的に、これまでに取られた措置または予想される措置は、以下の3つにまとめることができます。

- ・ 補助金等の救済措置
- ・ 税の軽減及び税及び社会保障の納付期限の延長
- ・ 従業員関連の社会的セーフティーネットやその他のコストインセンティブ、設備投資インセンティブ

政府・地方公共団体からの補助金（※1）や、納税・申告期限の延長、従業員給与への助成措置、その他インセンティブ（家賃の減免（※2）等）は、EBITDAや貸借対照表並びにキャッシュ・フローに影響を及ぼします。

対象業種

COVID-19の流行は、あらゆる産業に様々な形で影響を与えています。小売、航空・運輸、観光、自動車、不動産等特定の産業は、確かに製薬業界や一部のテクノロジー企業と比較してより苦しい状況にあります。こうした環境下において、対象企業の財務数値だけにフォーカスするのではなく、今まで以上に、その企業の属する業界について分析（競合他社の状況、サプライヤー・得意先の属性、資本集約的か労働集約的か等）することが重要となっています。

また、時間的な影響も考慮する必要があります。例えば、甚大な影響を受けている業界（特に小売、飲食、航空・運輸等）にサービスや製品を提供する事業者は、ロックダウン措置が各地で解除された後も、しばらくの間影響を受ける可能性が高いと考えられます。そして、COVID-19の影響は、直接的

に甚大な影響を受けた産業のみならず、当該業界のサプライチェーン全体に、間接的な悪影響（原価率の上昇や効率の低下等）ももたらす可能性があることを考慮する必要があります。

財務数値及びキャッシュ・フローへの影響に関する考え方

EBITDA～COVID19の影響を調整すべきか

COVID-19の影響は、企業の財務数値に様々な変化をもたらしており、EBITDAにも、今後その変化はより顕著に表れると考えられます。例えば、人員数及び賞与のカットや、不要不急のコストの削減、上述の政府等からの補助金、家賃の減免等、一過性のものと言いうるものも多いと考えられ、これらについては、デューデリジェンスの過程でCOVID-19前の水準、事業計画等に照らし、本当に一過性の事象と判断しうるか、検討することが必要と言えます。

但し、対象企業の本業における売上高の減少や原価の上昇等に起因するEBITDAの変動については、留意が必要です。例えば、COVID-19の影響により倒産した得意先に対する売上及び関連する利益等は正常化調整の対象となりえますが、すべての事象についてCOVID-19の影響だけを抽出することは、恣意性が多分に入ることから、慎重に判断する必要があります。

我が国では、日本公認会計士協会が『新型コロナウイルス感染症に関連する監査上の留意事項（その4）』において、店舗の営業停止やイベントの中止等に伴う当該停止期間中に発生した固定費について特別損失として処理することができるとの解釈を示していますが、同時に経常的な経営活動に伴う業績不振等による損失が特別損失に計上されることが無いよう注意を促しており、対象企業においてどのような費用が特別損失として計上されているか、注意する必要があります。

運転資本

COVID-19は、現在においては勿論、その終息後においても、運転資本の三つの主要な構成要素（売上債権・仕入債務・棚卸資産）に大きな影響を及ぼします。

売上債権に関しては、回収遅延と貸倒リスクの上昇が懸念されます。また、資金繰りに懸念がある企業においては、ファクタリングによって資金化する取引も活発化する可能性があり、正常な運転資本水準を検討する上で、留意が必要です。

在庫について言えば、評価と滞留状況の確認がポイントとなります。特定の企業向けに製造された製商品で、当該得意先の倒産あるいは業績悪化に起因して販売が見込めなくなる等、評価減を検討しなければならない場面は多いと考えられます。加えて、設備稼働率の低下が在庫水準の上昇（及びEBITDAの情報）となって顕在化している可能性もあります。

4 仕入債務においては、支払留保しているサプライヤーの有無に留意が必要です。

最後に、M&Aの過程において、特にクロージング時の価格調整を実施することを想定している場合、「正常運転資本水準」が問題となります。正常運転資本は、通常、過去12ヶ月（あるいは24ヶ月）平均残高として決定されることが多いと考えられますが、COVID-19の流行によりビジネス自体が大きく縮小していることを鑑みると、この期間に影響を計算に含めることは適当とは言えない可能性があります。このような環境下においては、単純に直近〇ヶ月の平均残高を基準とするのではなく、EBITDAのベースラインに採用された期間を考慮して決定する必要があると考えます。例えば、EBITDAのベースを2019年度と考えた場合、2019年度の月次平均とする等です。

設備投資

COVID-19を前提としない計画を入手・分析し、設備投資が先送りされている場合には、いずれのタイミングで新規/更新投資が発生しキャッシュ・フローに影響を与える可能性があるのか、慎重に検討する必要があります。

Net Debt および株主資本

COVID-19の流行に伴う移動制限や需要の減退とそれに伴う資金需要の増加は、企業の資金調達活動を活発化させており、借入の実施や社債発行、あるいは新株発行等による資本増強は、今後も増加す

ることが見込まれます。これら資金調達は、対象企業における Net Debt 残高及び取引実行後のキャッシュ・フローにも影響を及ぼす可能性があることから、契約条項について財務デューデリジェンスにおいても、慎重に検討する必要があります。

加えて、株式発行が行われている場合には、株主構成の変化が対象企業ビジネスに与える影響や、新規に株主となった個人・法人与買い手との関係にも、留意する必要があります。（案件自体の成否、交渉プロセスに影響を及ぼす可能性がある。）

その他、税金の申告・納付期限の延長や、家賃の減免措置（※2）を受けている場合にも、Net Debt の額に影響を及ぼす可能性があります。

その他～会計不正等への懸念

COVID-19 による業績への影響は幅広い業種に直接的・間接的に甚大な影響を及ぼしており、こうした状況下においては、事業存続や損益の改善、上場廃止回避等のための会計不正を引き起こす動機・プレッシャーにもつながりやすいと考えられます。デューデリジェンスにおいては、特に直近実績を精査する上で、こうした不正の兆候にも十分留意する必要があります。

また、従業員等による架空経費の精算による金品の着服や横領等も、平時に比しより発生しやすい環境にあると考えられます。加えて、特に新興国では、COVID-19 を装った不正な寄付の要求や贈賄等も懸念されることから、デューデリジェンスに際しては、金銭支払いの目的、支払先等にも、注意する必要があります。

おわりに

COVID-19 により企業を取り巻く環境はこれまで以上に不確実性を増しており、M&A の案件実行はより困難な状況となっています。それでも、M&A が企業の持続的な成長のための必要不可欠な企業戦略の一つであることに変わりはありません。注力すべきポイントを見極め、限られた情報、リソースの中で効果的・効率的にデューデリジェンスを進めていくために、本記事で紹介した視点が、少しでも M&A プロセスに関与される方々のお役に立つことを願っております。

※1：政府補助金について（IAS20）

企業の営業活動において一定の条件を過去に満たしたこと、または将来満たすことを条件として、政府から受領する補助金については、IFRSにおいてその会計処理が以下のように定められています。

(1) 収益に関する補助金

補助金が補償対象とする企業の関連費用と対応するように、定期的に収益計上する。（IAS20.12）

(2) 資産に関する補助金

以下のいずれかの方法により処理する。（IAS20.24-27）

(a) 受領した補助金を繰延収益として負債に計上し、対象資産の減価償却に応じて収益として取り崩す方法

(b) 受領した補助金額について、対象資産の取得原価から直接控除する方法

※2：リース（IFRS16におけるレント・コンセッションの取り扱い）

COVID-19 下においてテナント賃料等の減免を受けた場合、IFRS16 に従えば、原則的には「リースの条件変更」に該当するかを検討し、該当する場合、当該規定に沿って複雑な処理を実施する必要があります。2020年5月28日に国際会計基準審議会（IASB）より公表されたIFRS16の改訂（「COVID-19 関連レント・コンセッション」）では、特にリースの借り手における会計処理の実務上の負担を軽減するため、借り手のみ、実務上の簡便法を認めることとしています（IFRS16.46A-B）。

以上