

基礎からの M&A 講座 第 10 回

M&A の論点(3) 契約の留意点

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社

コーポレートファイナンシャルアドバイザー

田中 孝学

はじめに

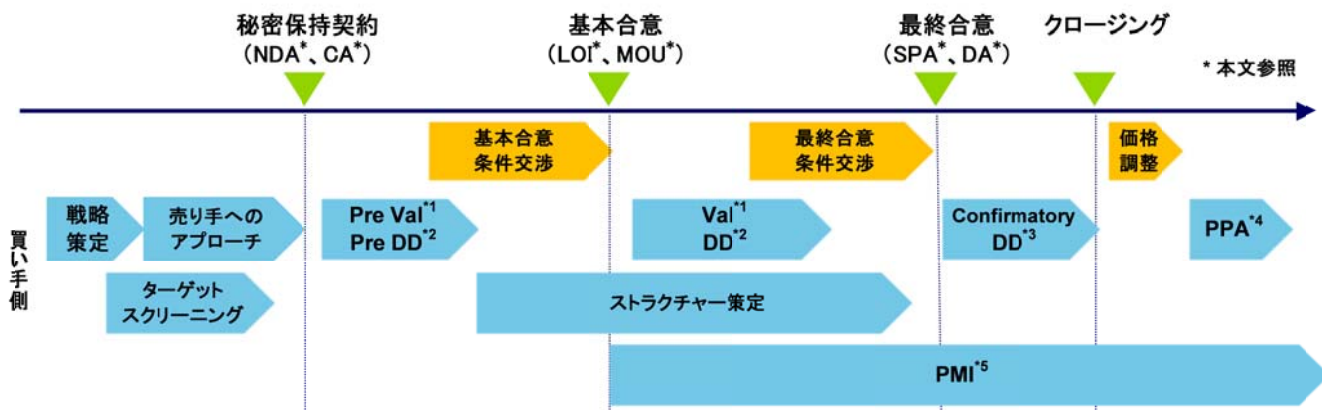
「基礎からの M&A 講座」第8回から M&A の個別論点について解説しているが、今回は M&A 取引に関連して締結される契約の概要に焦点を当て、説明する。

M&A 取引の契約書は、一般的に多くの条項によって構成されているが、ここでは秘密保持契約書、基本合意書、最終契約書の概要とともに、それぞれの留意点について解説する。

M&A プロセスと契約文書

M&A 取引にも取引形態や内容は多種多様であるが、以下の図は一般的な M&A 取引の検討開始からクロージングにいたる交渉プロセスの典型例を図式化している。買い手の立場に立った相対の M&A プロセス、買い手・売り手の立場に立ったオークションの M&A プロセスは以下のとおりとなっている。

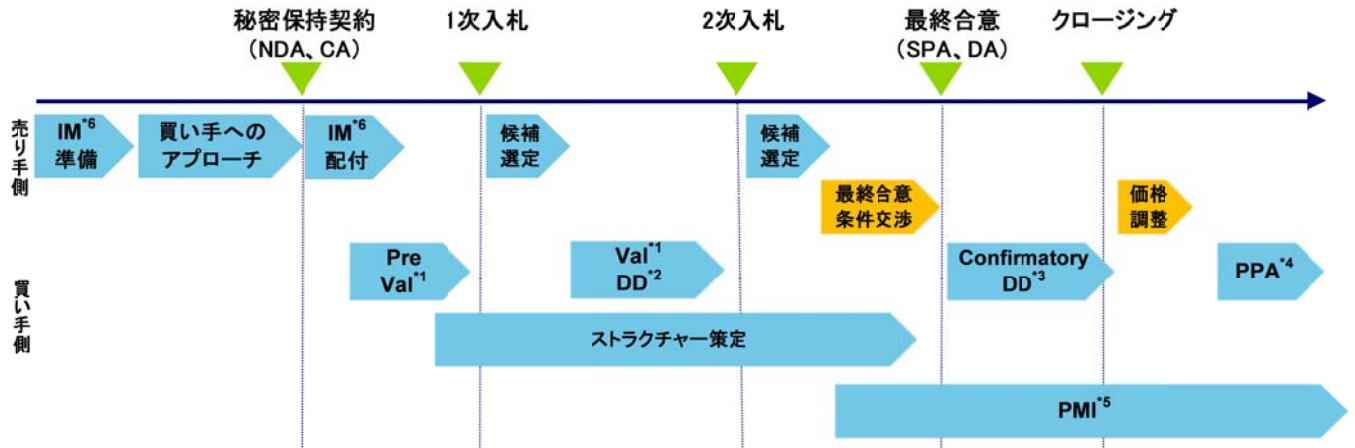
【ディールプロセス(相対)】



脚注

- *1: Valuation の略。LOI 前では限定的な情報で簡便的に評価し、LOI 後に詳細な情報を元にあらためて評価する。
- *2: Due diligence の略。LOI 前では限定的な情報で簡便的に調査し、LOI 後に詳細な情報を元にあらためて調査する。
- *3: 最終合意後に行われることがある追加的な DD のこと。
- *4: Purchase Price Allocation のこと。買収価格を評価基準日の対象会社の貸借対照表に反映すること。
- *5: Post Merger integration の略。M&A メリットの実現に向け新会社に必要な全機能の統合を効果的に推し進める手法のこと。

【ディールプロセス(オークション)】



脚注

- *1: Valuation の略。1 次入札では IM の情報を元に(追加情報は得られない)評価することが多い。
- *2: Due diligence の略。1 次入札では DD を実施できないことが多い。
- *3: 最終合意後に行われることがある追加的な DD のこと。
- *4: Purchase Price Allocation のこと。買収価格を評価基準日の対象会社の貸借対照表に反映すること。
- *5: Post Merger integration の略。M&A メリットの実現に向け新会社に必要な全機能の統合を効果的に推し進める手法のこと。
- *6: Information memorandum の略。売却対象の企業情報・事業内容・事業計画等の内容をまとめた資料。

契約文書の概要と留意点

一般的に M&A プロセスで締結される契約文書は大きく 3 つある。

1. 秘密保持契約書(NDA、CA)

M&A 取引を検討するにあたって、当事者が一番初めに締結する契約が、秘密保持契約である。英文契約においては Confidential Agreement または Non-Disclosure Agreement と呼ばれるため、略して「CA」「NDA」などと呼ばれている。仮に独立した契約でなく、最初に目にする契約書が覚書や基本合意書といった題目である場合でも、その条項として秘密保持義務が含まれていることが大半である。

秘密保持契約を締結する理由としては、M&A 取引は関連当事者や対象会社の事業や資産等に重大な影響を与えるイベントであり、これを成し遂げるためには、取引の存在および内容を公表できる段階に至るまでの間、取引の存在および内容を秘密にしておく必要があることが挙げられる。

秘密保持契約の対象となる秘密情報は、第三者への開示や目的外使用が禁止されており、それを保持している当事者にとっては自由に利用することができない情報である。秘密情報の定義については取引に関連する情報を広く含むものとして定められることが多いが、その結果、そのままでは秘密保持等の義務の対象とする合理性がない情報が含まれてしまうことがある。このような情報を除くために、秘密情報の定義については一定の例外を定めるのが一般的である。これに該当する例としては以下のようなものがある。

- 既に公開情報であったか、受領当事者による開示によらずして公開になった情報
- 開示当事者から受領する前から受領当事者が認知していた情報
- 開示当事者に対する秘密保持義務の範囲に及ばない第三者から、受領当事者が秘密保持義務を負うことなく正当に取得した情報
- 独立的な立場から受領当事者によって開発された情報

当該秘密情報を利用できる者の範囲については、通常は知る必要のある人のみとされ、プロジェクトチームとアドバイザー（弁護士およびファイナンシャル アドバイザー）等に限定される。また、取引の特色にもよるが、たとえば、買収資金がLBO ローンといった外部からのファイナンスによって調達されるようなケースでは、ファイナンスを提供する金融機関が開示先として追加されることがある。

M&A 取引の交渉段階で締結される秘密保持契約の有効期間に関しては、個別の案件ごとに異なるために一概には言えないが、一般的には1年から5年程度の期間が定められることが多い。この期間の長短は、業界において情報が無価値化するスピードがどの程度のものか、また、当事者がどの程度頻繁にM&A取引を行う予定があるか、といった情報にも左右される。

万が一、秘密保持契約に違反が生じた場合の法的救済措置は主に、①義務違反につき生じた損害についての損害賠償、②義務違反の秘密情報の開示を阻止するための差止請求の2点の対処方法が考えられる。売り手にとって、法的救済措置として効果的なのは差止命令であるものの、多くの場合において差止命令を出すか否かは裁判所の裁量であり時間が掛かることがある。また、差止命令は秘密情報が漏れる前に実行されるべきであり、情報漏洩後では意味が無くなる。さらに、秘密情報が漏洩した場合に回復不能な損害が生じる可能性があり、事後的な損害賠償では適切な救済措置にならない場合、その旨を条項に入れる必要がある。これらの法的救済措置に関して、弁護士へ確認を行うことが肝要である。

2. 基本合意(LOI, MOU)

秘密保持契約を結ぶにとどまらず、その時点における当事者の了解事項を確認するなど基本的な項目について合意する目的で基本合意書を結ぶことがある。英文の契約であれば、Letter of Intent (LOI)や Memorandum of Understanding (MOU)といった名称で呼称されていることが多い。

合意事項が多様であることは想像できると思うが、その内容は取引ごとによって異なり一般化することは難しいが、多くの場合において定められている項目としては、①予定している取引の内容やスケジュール感を当事者間で確認する条項、②相手方当事者に対して独占交渉権を許容する条項、③買い手が行うデューデリジェンスへの売り手の協力業務を定める条項などがある。また、秘密保持義務を定める条項を別として、どこまで法的拘束力を認めるかは案件ごとに異なり、基本合意書が有する意義と性質は案件ごとに大きく異なる。基本合意書は交渉段階において締結されるものである以上、取引内容に関する最終的な合意を定めるものではなく、取引内容に関する合意がなされていたとしてもそれは時点における仮の合意事項にすぎない。

基本合意書を締結する目的も案件によってさまざまである。典型的には、①独占交渉権を定めることを主目的として基本合意書が締結される場合があるが、この場合には取引内容に関する条項がおかれたとしても単に当事者間の理解を確認するためのものであることが多く、その時点ではプレスリリースや金融商品取引所規則に基づく開示は行われないことが多い。一方で、その時点で開示を行うことを前提として締結される場面の例として、②詳細な最終契約を締結するには時間が足りないが、ほぼ最終的な合意がなされた段階において、基本条件について法的拘束力がある形で合意した上でその内容を開示するような場合や、③合併等の組織再編に際して、最終合意がなされるまでの間に合併比率等の経済条件を交渉することを前提として、合併等を行うことだけはあらかじめ合意して開示することもある。これによってデューデリジェンスの実施が容易になることもある。

基本合意が共有される当事者に関しては、株式譲渡取引を念頭においた場合には、売り手と買い手が関連当事者となることが一般的である。一方で上場会社である場合や少数株主が存在する場合など対象会社が独立性を有する場合には、対象会社も当事者として加わる場合がある。

先般に独占交渉権を許容する条項を含めることがあると述べたが、この理由としては M&A 取引を検討するには相応のコスト(時間と費用)を要し、多大なコストを投下した時点で交渉を打ち切られた場合には、打ち切られた当事者側としては不測の損害を被ることになる。契約締結上の過失などの理論に基づいて一定の損害賠償請求が認められる可能性もあるが、常に正当性が認められるとは限らず、また、十分な金額が回収できる保証もない。このリスクはデューデリジェンス等に多額の費用をかけることになる買い手にとってより深刻な問題であるので、買い手としては、売り手が他の買い手候補者との交渉に切り替えてしまうリスクを下げるべく、独占交渉権を要求することが多い。一方で、売り手の立場としては、可能であればいわゆる”Best one serve the deal”という考えのもと、オークション取引を行い複数の買い手候補者から提案を受け、もっとも有利な条件を提示した買い手候補者を選ぶようにする。このように、買い手候補者間の競争が働いてより有利な条件を引き出せるような形で交渉を進めることを希望する場合が多く、逆説的に言えば、買い手に対して独占交渉権を付与することに消極的であることが多い。

また、デューデリジェンスへの協力を要請する条項に関して言えば、買い手の立場に立ったときに、限られた時間の中で費用をかけて案件を検討しデューデリジェンスを行う以上、効率的にこれを行い十分な成果をあげることが希望するのが当然である。そのためには、売り手および対象会社の協力が不可欠である。そこで、基本合意書においても、売り手が買い手によるデューデリジェンスに自ら協力し、対象会社に協力させる義務を規定する場合がある。

関連当事者が上場会社の場合には、基本合意の締結が金融商品取引所規則に基づく適時開示義務の対象にならないかを入念に検討する必要がある。基本合意の内容と性質によっては、その締結が取引実行に関する決定と解釈される可能性があるからである。いかなる場合において開示義務が発生するかを判断するためには事案に応じた検討が必要であり、一概には言えないが、基本的には法的拘束力の有無と取引実行の蓋然性に応じて判断されるべき事柄である。一般的に基本合意書の段階で開示義務が課されることは稀ではあるものの、内容に応じて開示義務を要求される場合が存在するため、法務アドバイザーと共に内容を慎重に検討する必要がある。

3. 最終合意(SPA、DA)

基本合意が交渉経過の確認や中間的な合意を確認するための書面であるのに対して、最終合意とは M&A 取引の最終段階で当事者間における最終的な合意事項を記した契約書を指す。英文の契約であれば、Share Purchase Agreement (SPA)や Definitive Agreement (DA)などと呼称することがある。一口に最終合意といってもその形式は他の契約文書同様、さまざまである。既存の株主から既発株式を譲り受ける場合として、相対取引による取得または市場からの買い付けが考えられ、その内一定の場合には金融商品取引法に基づく株式公開買付による取得が強制される。その他、発行会社から株式を取得する場合として、第三者割当による募集株式の発行等や新株予約の行使による取得がある。今回においては、相対取引による取得にスポットライトをあて概要および留意点を紹介したい。

相対取引による取得は、公開買付による取得と比較すると、金融商品取引法の厳格な規制がかからないため、会社法や民法などにおける規定の枠内で、価格を含む条件を当事者間の交渉により比較的自由に定めることができるという特徴がある。契約の大枠としては、取引の実行(クロージング)について前提条件が定められ、これが整った場合に初めて取引が実行されること、両当事者が取引実行の前提とする事実は相互に表明保証すること、クロージング前後に遵守すべき事項については誓約が規定されることなどを含む。

株式譲渡契約書は主に以下の7項目に区切り、整理することができる。

| | |
|---------|--|
| 売買(価格) | SPAにおける取引内容を記載 ■「甲は乙に●●株を譲渡する。乙は甲に●●円支払う。」など |
| 実行 | クロージングでの手続き内容を記載 ■口座情報など |
| 前提条件 | クロージングに至るまでの前提条件を記載(誓約事項にする場合も) ■記載された表明保証違反がない など |
| 表明保証 | 記載された事項が発生・判明した場合のリスクをいずれかが分担するか定める規定。 ■違反がないことが取引実行の前提条件となり、違反は補償事由になる |
| 誓約事項 | クロージングまでにとりかかる行為を列挙 ■取引に必要な決議が行われており、必要な許認可の取得や届出が完了していることなど |
| 賠償 | 表明保証違反等存在した場合の賠償について規定。 ■上限/下限の設定およびトリガー事由について攻防 |
| 雑則・一般条項 | 秘密保持・公表、準拠法、裁判管轄、通知、費用、完全合意 などの一般的な条項を記載 ■準拠法や裁判管轄の決定においては配慮が必要 |

上記のなかでも、交渉の際に肝となるのは主に前提条件、表明保証、誓約事項、賠償条項であり、各事由内容と係る文言が交渉の論点とされることが多いため、これらの留意点をこれより取り上げていきたい。

前提条件

多くの株式譲渡契約において、一定の前提条件が充足された場合にのみ株式譲渡という取引が実行される旨が合意される。英文の契約においては Conditions Precedent (CP)と称されることがある。株式の処分または取得のために許認可の取得や官公庁への届出などが必要になるような場合など、一定の手続きの完了などの条件が充足されなければ取引を実行できない事情がある場合が多いが、取引実行条件を定めることにより、これらの条件が充足されるまでは取引を実行しなくて済むようにするというのが、このような合意が行われる主目的である。さらに、これが解除条項と組み合わせられることにより、両当事者は、一定の時期までにこれらの条件が満たされなかった場合にはこの取引をキャンセルする権利を有することになる。

買い手が対象会社について行ったデューデリジェンスの結果、重大な発見事項についても、これが取引実行前に改善されることを買い手の義務の前提条件とすることがある。

また、多くの場合において、取引実行条件は、売り手の義務の前提条件と、買い手の義務の前提条件に分けて規定される。これは、取引実行条件の取引が実行されていないという重大な結果を導くものである以上、その数は最低限にすべきである一方で、売り手にとって重要な条件と買い手にとって重要な条件のみを前提条件とするのが合理的だからである。一般的には、売り手の義務の前提条件よりも買い手の義務の前提条件の方が数は多い。これは売り手にとっては多くの場合、売却代金が受け取れさえすればそれ以上確認すべき点がないのが通常であるのに対して、新たに会社を買収する買い手にとっては実際に代金を支払う前に事前に慎重に確認しておくべき点が多々あるのが一般的であるからである。

表明保証

表明保証とは、一般的に、契約当事者の一方がもう一方の当事者に対し、主として契約内容に関連して、一定時点において一定の事項が真実かつ正確であることを表明し、その表明した内容を保証するものである。英文契約においては Representations and Warranties と呼称されることが一般的である。

特に対象会社に関する表明保証について、その対象となる事項が広範におよび、全ての個別の事項について正確であることを完全に確認することが事実上困難な場合も多いが、そのような場合に、非常に些細な点において表明保証が不正確であるからといって取引を実行しないというオプションを買い手に与えるのはあまり合理的ではない。従って、表明保証の正確性に関する前提条件については「知りうる限り」、「重大な点」、「おそれ」等の文言が付されケースが限定されることも多い。

義務の遵守という観点からは、クロー징日までに相手方当事者が履行すべき義務を全て履行しており、違反がないことも、各当事者が取引実行の当然の前提としている条項であり、各当事者の義務の前提条件として規定されることが多い。

誓約事項

株式譲渡契約における誓約事項とは、一定の行為を行う、または行わない約束・義務を指し、当事者の契約上の義務であると一般的に解されており、主たる義務以外の付随的義務を意味することが多い。英文契約においては Covenants と称されることが多い。

株式譲渡契約のなかで、当事者が実行すべき、または実行すべきでない事項を一定程度規定することがある。

クロージング前後で当事者の立場は大きく異なることから、クロージング前の誓約とクロージング後の誓約とではその機能は大きく異なることになる。主なクロージング前の誓約事項としては、必要決議の取得、旧役員の辞任、必要許認可の取得、届出の完了、チェンジオブコントロールの承諾対応済み、表明保証違反があれば通知、その他デューデリジェンスでの発見事項の対応などがあり、また主なクロージング後の誓約事項としては、協業避止義務、従業員の勧誘禁止、設備各種の移行期間の設定などがある。

なお、クロージング後の誓約の中には、クロージング前から義務が課され、それが引き続きクロージング後も継続して課されるものも存在することに注意されたい。

補償

補償とは、ある当事者に株式譲渡契約上の義務違反または表明保証違反があった場合に、当該違反により相手方当事者が被った損害を補填する旨の合意である。

一般論として、事業には様々なリスクが存在しているため、株式譲渡契約締結後において、当事者が予想していなかったような大きな損害が生じてしまう可能性は否定できない。表明保証には、対象会社についてのリスクを買い手と売り手との間で分担するという機能があり、株式譲渡実行後に無期限に補償がなされる可能性があるため当事者を不安定な状況のまま置くことになるため、分担リスクの上限を明示するために、金額的・時間的に補償を制限することが少なくない。一般的に補償の金額的な制限としては、補償額の上限(キャップ)と下限(フロア)を定めることが多い。また、当事者を不安定な状況のままにしないため、補償請求を行うことが可能である期間を限定することも多い。実務上に補償請求権の行使可能期間をどの程度にするかは案件によって多種多様ではあるが、1年から5年程度の期間が定められることが比較的多い。

次稿は、「M&A の論点～クロスボーダー案件の留意点～」について取り上げる。

本文中の意見や見解にかかわる部分は私見であることをお断りする。

トーマツグループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそれらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社および税理士法人トーマツを含む)の総称です。トーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約40都市に約7,800名の専門家(公認会計士、税理士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はトーマツグループ Web サイト (www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte (デロイト) は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザリーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 200,000 名を超える人材は、“standard of excellence” となることを目指しています。

Deloitte (デロイト) とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド (“DTTL”) ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数を指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL (または “Deloitte Global”) はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。