

2020 年 5 月 8 日

M&A Q&A

Contents

- 株式譲渡契約における MAC 条項(Q1)
- 株式譲渡契約における価格調整条項(Q2)
- デュー・デリジェンスにおける留意点(Q3)
- 公開買付け(Q4, Q5, Q6)

Q1. 【株式譲渡契約における MAC 条項】

株式譲渡により対象会社の買収を検討していますが、新型コロナウイルスの感染拡大により、株式譲渡契約締結後クロージング前に、対象会社の事業等に大きな変動が生じ、対象会社の価値が契約締結時に想定していたものを大きく下回る可能性があります。このような事態が生じた場合に備えて、株式譲渡契約書において、クロージングを取りやめる方法を規定しておくことはできますか？

A.

株式譲渡契約を含む M&A 取引契約において、契約締結とクロージングの間に一定の期間を設ける場合には、対象会社の事業、財務状態、資産、負債、損益、将来の収益等に「重大な悪影響を及ぼす事由」が生じていないことを買主のクロージング義務履行の前提条件とすることがあります(いわゆる MAC 条項又は MAE 条項)。MAC 条項がクロージング義務履行の前提条件として規定されている場合には、対象会社の事業等に「重大な悪影響を及ぼす事由」が生じた場合には、買主は前提条件不充足としてクロージング義務を履行しないことができます。また、対象会社の最終の貸借対照表の基準日後に「重大な悪影響を及ぼす事由」が発生していないことが表明保証の内容とされている場合には、表明保証の違反を通じて、前提条件の不充足によりクロージング義務を履行しないこと又は契約の解除を行うことができます場合があります。

もっとも、売主からすれば、契約締結後に対象会社に生じるリスクを自らが負担することになりますので、「重大な悪影響を及ぼす事由」の定義は買主との間で大きな争点となります。一般的な経済状況の変動、業界全体の状況の変動、資本市場の変動、戦争・テロ・天災、法令・会計基準の変更等は、売主・対象会社側でコントロールできない事由として、「重大な悪影響を及ぼす事由」から除外されることも多いですが、本件のように、新型コロナウイルスの感染拡大による将来の見通しが不透明な状況においては、売主から、新型コロナウイルス感染拡大に関連して生じる事由を明示的に除外するよう主張されることも考えられます。

これに対して買主としては、新型コロナウイルス感染拡大に関連して生じる事由を明示的に除外するとしても、これに関連して生じる対象会社への悪影響が、同業他社に生じる悪影響と比較して特に大きくなった場合には、例外的例外として、「重大な悪影響を及ぼす事由」に該当するよう規定することを求めることが考えられます。

いかなる事由を「重大な悪影響を及ぼす事由」と定義するかは、売主・買主間のリスクアロケーションの問題であり、新型コロナウイルス感染拡大のリスクをどの程度甘受できるのかを検討し、両者が合意できる着地点を探す必要があります。

また、MAC 条項を規定することについて合意できたとしても、いかなる場合に「重大な」悪影響が生じたといえるのかといった点や、現在のように新型コロナウイルスの感染が周知の事実となっている中で契約関係に入った場合に、新型コロナウイルスの感染拡大を契約に明記しなかったときは、これを理由として MAC 条項に該当する旨を主張できるのかといった点も問題となりえます。そのため、売上・利益や特定の KPI が一定程度減少したこと、特定の事象が発生したこと（例えば、海外工場の閉鎖が 2 週間以上継続したこと等）といった客観的な基準をもって「重大な悪影響を及ぼす事由」に当たる旨を定めておくことも考えられます。もっとも、契約締結前の限られた時間の中で両者が納得できるような基準を定めることが可能であるか、比較の対象となる数値をどのように算出するか、クロージング後の収益悪化が見込まれる事由が発生した場合をカバーできるような基準を定めることが可能であるか、といった点も併せて検討する必要があります。

なお、MAC 条項について満足できる内容を合意できない場合、買主としては、売主に対して解約金（リバース・ブレイクアップフィー又はリバース・ターミネーションフィーと呼ばれます。）を支払うことにより契約を一方的に解除できる内容の規定を設け、クロージングを取りやめる途を確保しておくということも考えられます。

Q2.【株式譲渡契約における価格調整条項】

株式譲渡により対象会社の買収を検討していますが、株式譲渡契約に MAC 条項を規定することについて売主と合意ができず、一方で、対象会社の事業の現状及び見通しが、新型コロナウイルス感染症の影響で不透明であり、売主の希望する譲渡価格を支払うことが難しいと考えています。もっとも、新型コロナウイルス感染症の影響が小さければ、売主の希望する譲渡価格も必ずしも不当ではないと考えているのですが、売主との間で合意するよい方法はありますか？

A.

新型コロナウイルス感染症の影響で、ある一定の買収価格で合意することが難しい場合には、いわゆる「価格調整条項」や「アーンアウト条項」などを利用することが考えられます。

（価格調整条項について）

新型コロナウイルス感染症の感染の状況や、緊急事態宣言のような感染拡大防止措置の内容は、日々変化し又は更新され、現在は多くの企業の事業の状況が短期間であっても見通しにくいものとなっています。そのような中、契約締結からクロージングまでの期間の価格変動リスクに対応するためには、クロージングまでの対象会社の企業価値の変動を反映して価格調整を行う価格調整条項の利用が考えられます。

このような価格調整条項は、通常、契約締結前の段階で入手可能な最新の対象会社の貸借対照表（株式譲渡契約において合意されクロージング日に支払われる譲渡価格の決定もこのような貸借対照表に基づいて行われ

るものと考えられます。)と、クロージング日時点における対象会社の貸借対照表とを比較して、これらの貸借対照表における一定の項目の変動に基づき、譲渡価格の調整を行うという内容であることが多いです。具体的な調整の方法としては、運転資本の額の変動を基準にするもの(運転資本調整)、有利子負債と現金及び現金同等物の変動を基準にするもの(純負債調整)、純資産額の変動を基準にするもの(純資産調整)などがあり、またこれらを組み合わせたものもあります。調整の結果、変更された譲渡価格とクロージング日に支払われた譲渡価格の差額につき、一方の当事者から他方の当事者に支払われることになります。価格調整条項は、上記のとおり、通常はクロージング日時点における貸借対照表の数値を基準として価格調整を行うよう規定されることが一般的ですが、契約締結日とクロージング日との間の期間が長期に及ぶ場合には、クロージング後に支払われることになる調整額の変動の影響をできるだけ小さくするために、クロージング後の価格調整に加え、クロージング日前の一定のタイミングで暫定的な価格調整を行い、クロージング日に支払われる譲渡価格を調整するようなメカニズムを規定することも考えられます。

(アーンアウト条項について)

他方で、新型コロナウイルス感染症については、この先数か月といった短期的な影響のみならず、感染の拡大に伴う経済活動の自粛等によって引き起こされた景気の悪化等により、この先何年かに及ぶ長期的な影響も懸念されているところです。そのような、クロージング後一定の期間における価値の変動や、対象会社の事業の不確実性によるリスクに対応するためには、アーンアウト(earn-out)条項の利用が考えられます。

アーンアウト条項とは、買収対価の一部を買収後における予め合意された目標の達成に連動させる条項をいいます。すなわち、クロージング日に支払われる譲渡価格に加えて、目標が達成された場合に買主から売主に対して追加で譲渡価格の支払がなされることになります。そのような目標として設定されるものとしては、財務的な指標では EBITDA、売上高、純利益等が用いられることが多く、一定の事項の達成等の非財務的な指標が定められることもあります。支払いの方式については、一定の目標を達成した場合に一定の額を支払うこととするものや、支払額を一定の公式に従って計算するもの等があり、支払いの回数についても、評価対象期間全体で 1 回の支払のみが予定されているものや、評価対象期間の途中における目標達成状況に応じて都度支払いを行うもの等があります。

アーンアウト条項においては、売主側が追加の譲渡価格の支払を受けられないかもしれないというリスクを負うことになります。それとは逆に買主側がリスクを負う条項の設計としては、アーンアウト条項とは逆に、一定の条件が成就しないことを理由に、譲渡価格の一部の返還を受けるというリバース・アーンアウト(reverse earn-out)条項の利用も考えられます。なお、アーンアウト条項やリバース・アーンアウト条項による売主及び買主間の支払の確実性を担保するために、エスクロー口座に相当する現金を預け入れた上で、条件が満たされた場合には、エスクロー業者が売主及び買主間で合意された条件に従って、自動的に支払を行うようにすることも考えられます。

Q3.【デュー・デリジェンスにおける留意点】

新型コロナウイルス感染症の拡大に関連して、法務デュー・デリジェンスにおいて留意すべき点は何でしょうか？

A.

新型コロナウイルス感染症拡大に伴う勤務体制の変化や外出自粛により、デュー・デリジェンス(DD)の実施方法・態様に制約が生じています。

買主は、自ら、又は専門家に委託して各種の DD を実施しますが、現状では、DD に従事するメンバーが、物理的

なデータルームに参集して資料閲覧を行うことは困難です。そのため、バーチャル・データルームの活用が現実的な選択肢となるでしょう。資料の収集等を行う売主・対象会社においては、在宅勤務や外出自粛の影響により、会社で保管された資料を整理してデータルームにアップロードすることが困難である状況も考えられるため、買主としては、重要資料の確認のタイミングが遅れたり、DD のプロセスに時間を要したりする可能性に留意する必要があります。また、買主は、通常、資料の閲覧と並行して、売主・対象会社の担当者に対するインタビューを実施しますが、このようなインタビューも電話会議やオンライン会議の方式によらざるを得ないでしょう。このような場合、会議の参加者を点呼により確認したり、(可能であれば)会議をロックしたりするなどして、情報セキュリティに配慮したいところです。そして、対象会社の生産拠点等へのサイトビジットも、外出自粛や自主的な操業停止等の影響により実施が困難な状況も想定されます。さらに、買主・売主・対象会社を問わず、DD のプロセスに関与するメンバーが主として在宅勤務を行っている状況では、平時にもまして、各メンバーに対し、機密資料・データに係る情報管理の徹底を図る必要性が高いと言えるでしょう。

次に、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえた法務 DD の留意点ですが、これは対象会社の業種・業界、事業モデル、株式の上場・非上場の有無等により異なるため、一概にポイントを示すことは難しいところです。以下では、業種・業界を問わず、共通の視点となり得る事項について述べます。

まず、対象会社のサプライチェーンへの影響があります。例えば対象会社が製造業である場合、その取引先に納期遅延、仕入拒否その他の債務不履行が発生している可能性があります。ここでは、契約における不可抗力条項([「商取引関係 Q&A」](#)参照)の該当性等の分析が問題となり得ます。また、代替的な仕入先・取引先の選択を困難とする独占権(exclusivity)条項がある契約や、対象会社が製品の最低単位購入義務を負っている契約等については、契約解除の可否等が問題となり得ます。逆に、対象会社において納期遅延その他の債務不履行が生じている場合には、取引先に対する損害賠償の問題が生じる可能性があるため、やはり不可抗力条項の該当性等の分析が問題となります。なお、買主として、対象会社の買収後に一部事業の譲渡や廃止などのリストラチャリングを検討する場合には、その観点で各契約の解除可否等の精査を行うことになるでしょう。

次に、対象会社の資金繰りへの影響の分析の前提として、金融機関からの借入れの返済状況、借入契約における財務制限条項への抵触等の精査が必要となるでしょう。

さらに、人事・労務分野への影響があります。対象会社の従業員が在宅勤務(テレワーク)を導入している状況では、労働時間管理の方法を含め、対象会社が採用している制度の内容をまず理解する必要があると思われます。また、在宅勤務に関しては、各従業員が遵守すべき会社の機密資料やデータに関する情報セキュリティポリシーにも留意したいところです。また、対象会社の業績が悪化している状況では、対象会社が雇用削減や賃金カット等のいわゆるリストラを計画している可能性があり、解雇の有効性、労働条件の不利益変更の可否、有期契約労働者の雇止め等の様々な労働問題が生じる可能性があります。

また、対象会社が日本だけではなく、海外においても事業を行っている場合、海外事業・海外子会社についての情報を入手することが困難な可能性もあります。特に、多くの国において出入国が制限されている状況においては、サイトビジット等の現地実査は事実上困難であり、とりわけ買収是非の検討の前提である対象会社の事業オペレーションに関する情報収集面での課題となっています。

Q4.【公開買付け】

公開買付けを開始したところ、新型コロナウイルス感染症の影響により、対象会社の業績が大きく悪化することが判明しました。公開買付価格を引き下げることができますか？

A.

対象会社が(i)株式分割等を行った場合であって、かつ(ii)そのような場合には買付け等の価格の引下げを行うことがある旨の条件が公開買付開始公告及び公開買付届出書において付されている場合を除き、公開買付期間中に公開買付価格を引下げすることはできず(金融商品取引法 27 条の 6 第 1 項 1 号)、新型コロナウイルス感染症の影響による対象会社の業績の悪化は(i)には該当しません。

したがって、新型コロナウイルス感染症の影響で対象会社の業績が大きく悪化した場合であっても、公開買付価格の引下げを行うことはできません。

Q5.【公開買付け】

公開買付価格を引き下げることができないとしても、公開買付け自体を撤回することはできますか？

A.

公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、原則として、公開買付けの撤回を行うことはできません(金融商品取引法 27 条の 11 第 1 項)。

但し、以下の場合には、例外的に、公開買付けの撤回が認められています。

- ① 公開買付開始公告及び公開買付届出書において、対象会社及びその子会社の業務又は財産に関する重要な変更その他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情が生じたときは公開買付けの撤回をすることがある旨の条件を付した場合
- ② 公開買付者に重要な事情の変更が生じた場合

そして、①の「公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情」として、公開買付けの撤回事由とすることが可能となる具体的な事由は法定されています(金融商品取引法施行令 14 条 1 項)。法定された撤回事由は、大きく、(i)対象会社又はその子会社の一定の機関決定(同項 1 号)、(ii)対象会社における買収防衛策の維持の決定等(同項 2 号)、(iii)対象会社における発生事実(同項 3 号)、(iv)公開買付けによる株券等の取得について行政庁の許可等が得られなかった場合(同項 4 号)の 4 つに分けられます。

(i)対象会社又はその子会社の一定の機関決定は、対象会社又はその子会社で機関決定を行うことが撤回事由となる場合ですので、新型コロナウイルス感染症の影響によって対象会社の業績が大きく悪化しただけでは、これに該当しません。但し、業績の悪化に伴い、対象会社が、事業の全部又は一部の譲渡、重要な財産の処分等を決定した場合には、これに該当する可能性があります(もともと、各撤回事由には軽微基準が定められているものがあり、これを満たさない場合には、撤回事由に該当しても、公開買付けの撤回は認められません。)

次に(iii)対象会社における発生事実としては、(a)手形若しくは小切手の不渡り、(b)主要取引先(総売上高又は総仕入額の 10%以上である取引先)からの取引の停止を受けたこと等が挙げられており、これらに該当する場合には、公開買付けの撤回が認められます(これらにも、軽微基準が定められているものがあります。)

また、(c)災害に起因する損害(軽微基準は、損害額が総資産の 1%)も撤回事由とすることが認められておりますが、これは公開買付開始公告後に、予期せず発生した地震等が原則として想定されており、新型コロナウイルス感染症等の疫病の発生による損害がこれに該当するかについては明らかではありません。

なお、(iii)対象会社における発生事実としては、具体的に法定された事由に「準ずる事実」についても、公開買付開始公告及び公開買付届出書において撤回事由として指定することができるとされておりますが、公開買付者が自由に指定することができるわけではなく、事前相談において、関東財務局が許可したものに限って指定することができるというのが、実務上の運用です。関東財務局の運用としては、「準ずる事実」の指定については非常に厳しい運用を行っており、たとえば上記の「災害に起因する損害」に準ずる事実として「新型コロナウイルス感染症に起因する損害」等を指定することができるかについては関東財務局と十分な協議が必要であり、認められない可能性も十分に考えられます。実際のところ、新型コロナウイルス感染症の問題が大きくなった2020年2月以降に提出された公開買付開始公告及び公開買付届出書において、現時点において、新型コロナウイルス感染症に関連する事由が「準ずる事実」として指定されているものは存在しません。

したがって、新型コロナウイルス感染症の影響により、対象会社の業績が大きく悪化した場合であっても、公開買付けの撤回が認められる場合は相当程度限定されていますので、公開買付けの開始を決定する前に、新型コロナウイルス感染症の対象会社の業績への影響については、十分に検討をしておくことが必要になります。公開買付開始公告を行う日の前営業日に公開買付けの開始について決定し、かつ決定した事実をプレスリリースで開示することが一般的ですので、プレスリリースの開示の前にはそのような検討を済ませておくことが必要になります。

Q6.【公開買付け】

競争法上の手続き等の関係で、公開買付けを行うことを決定し、プレスリリースにおいて開示した後、直ちに公開買付けを開始することはできず、実際に公開買付開始公告を行うまでに一定の期間を置くことを予定しています。当該期間中に対象会社の業績が大きく悪化した場合には、プレスリリースの内容に反して、公開買付価格を引き下げること、又はそもそも公開買付けを開始しないことはできますか？

A.

ここでは詳細は省略しますが、中国競争法等の関係で、公開買付けを行うことを決定し、プレスリリースにおいて開示した後、実際に公開買付開始公告を行い公開買付けを開始するまでに一定の期間をあけることが必要となる場合があります。その場合、実務上は、プレスリリースで公開買付価格についても具体的に記載することが行われています。

公開買付けを行うことをプレスリリースで開示した場合であっても、金融商品取引法上は、公開買付価格を引き下げること、又は公開買付けを開始しないこと自体は禁止されていません(不当な目的を有する場合には、相場操縦や風説の流布に該当しうる場合もあります。)

一方で、公開買付者が対象会社自身又は大株主との間で、所定の公開買付価格で公開買付けを開始することについて契約を締結し合意をしている場合には、当該合意に違反することになる可能性があります。また、公開買付けを行うことについてプレスリリースで開示した場合、市場への影響が極めて大きいため、対象会社が上場会社の場合には、上場証券取引所との関係で、公開買付価格を引き下げる、又は公開買付けを開始しないことが困難になる可能性があります。

もし、新型コロナウイルス感染症の対象会社の業績への影響によって、公開買付価格の引下げ又は公開買付けを開始しないことがありうる場合には、少なくともどのような場合にそのようなことがありうるかを具体的に定めた上で、プレスリリースにおいても明示しておくことは必要と思われます(プレスリリースで明示した場合であっても、現実

には、公開買付者のレピュテーションリスク等を勘案の上、当初公表した公開買付価格で公開買付けを事実上開始せざるをえなくなることも考えられます。）。

Q1.担当 弁護士 佐橋 雄介

Q2.担当 弁護士 青柳 良則

Q3.担当 弁護士 戸倉 圭太

Q4.～Q6.担当 弁護士 飛岡 和明