

資 料

事業買収における売手・買手間のリスク配分のメカニズム

——アメリカ法の下において

井 原 宏

- | | | | |
|---|---|-----|-----------------|
| 1 | はじめに | (2) | 売手のための保護策 |
| 2 | 表示 (representation) と保証 (warranty) | (3) | 買手のための保護策 |
| | (1) 表示と保証の機能 | (4) | 免責条項に代わる代替策と救済策 |
| | (2) 買手による事業査察 (due diligence review) との関係 | 4 | 責任の承継 |
| 3 | 売手による免責 (indemnification) | (1) | 非承継の伝統的ルール |
| | (1) 免責条項の目的 | (2) | 責任拡大の現代的・例外的ルール |
| | | 5 | おわりに |

1 はじめに

事業買収において売手と買手は買収価格をめぐって利害が対立する関係にあるが、買収に伴う責任についても、売手は事業買収契約を履行した後は責任をできるだけ負いたくないし、一方買手は責任をできるだけ承継したくないと考えている。

どのような責任をどのように負担するかは、売手・買手間の交渉にもっぱら委ねられているともいえるが、責任あるいはリスクはどのように売手・買手に配分されるのであろうか。

売手の立場が強く買収に伴う責任あるいはリスクの引き受けを拒んだ場合、とりわけ買手の立場からその利益を保護する手立てはあるのであろうか。

売手の事業の一部または全部を資産買収の形で買手が現金で支払うという通常の買収を前提に、アメリカ法の下においてどのように買手の責任・リスクを減ずることができるかを検討する。

2 表示 (representation) と保証 (warranty)

事業買収契約において使われる「表示」と「保証」の意味としては、元来、表示という言葉が事実の現在または過去の状態の存在についてなされた表明に言及するものであり、保証という言葉は、状況が表示あるいは約束されたとおりでない場合に生じる損失から保証を受けた者を保護するための合意に言及するものである。しかし通常の買収契約においては、両者が交互に用いられており区別されていないように見受けられるが、それぞれどのような機能が期待されているのであろうか。

(1) 表示と保証の機能

「表示」は、当事者が調べ、考慮し、その知る限りにおいて真実であるとしてなした表明である。したがって表示の機能は、その表示をする当事者に事態を調査させ、関係者に問い合わせ、表示したことは反対の出来事が生じた場合を考えさせることであろう。「保証」は、保証項目が保証されたとおりの内容でなかった場合に、保証する当事者が、知っていたか、それを知るべきであったか、あるいは知ることができたかどうかにかかわらず、金銭的責任を引き受ける合意である。したがって保証の機能は、単に金銭的責任を配分することになるということもできる。表示は、知・不知の要素がかかわってくるが、保証は、知・不知にかかわらない売手の責任に関するものである。

いいかえれば、売手の表示は、売手の知識の状況をすべて開示させる機能を果たし、買手が調査に乗り出すべきかどうかを決定するのに役立つのである。一方、保証は、売手の責任が継続すると想定される場合に、交渉の対象となる項目ごとに売手のそのような責任の程度を決定するのに役立つといえる。

また売手による保証の項目あるいは保証の程度が限定されれば、それだけ買手は売手から事業に関する情報の開示あるいは表示をできるだけ求めるのが通常であるともいえる。

実際の効果として、典型的な買収契約における表示と保証の機能は、買収の対象となる事業の各々の側面について考慮し、その各々の側面について、第一

には当該事業の現状の記述と理解を得ること、第二に売手と買手間に責任を配分することである。

どの買収取引においても、その取引にとってとりわけ重要な特定の関心事が存在し、それに対応して特別の条項が買収契約の中に起案されている。また表示と保証の焦点は、買収の対象となる企業または事業の性格によってある程度変わってくるものである。

現金による買収取引においては、売手の表示・保証条項は長く、包括的になり、買手のそれはむしろ数少なく、性質上限定的であるのが通常である。買手が現金で支払う場合には、売手の唯一の関心事をつきつめれば、買手がその現金を支払う能力を維持しうるかどうかということであろう。

一連の表示・保証条項がその内容とともに売手・買手間の交渉によって固まれば、次は、保証責任を負う者は誰か、保証条項の存続期間、保証違反に対する支払いの確保の問題である。

保証責任を負う者が最終的に誰になるかは、買手にとって重要な関心事である。財政的に責任を負える企業から、その一つの事業部門あるいはその子会社を買収するのであれば、買手は心配する必要はない。閉鎖会社を買収するのであれば、その株主が保証責任を負う当事者となる。公開会社を買収する場合には、買手は、少数の主要株主が買手を保護したり、保証違反に対する支払いを確保する手当てを講じない限り、表示・保証違反に対する損害を回復する実際的な手段を持たないことになる。買手が保証責任を負う者をあてにすることができるかどうか、またその程度いかんは、買収価格に何らかの影響を与えることになる。

損害を回復できる保証期間については、表示・保証条項はクロージング後一定期間残存するとするのが合理的であるといわれる。また異なる表示・保証のタイプに応じて異なる残存期間を定めることもある。売手にとっては、表示・保証がクロージング時点で消滅するのが好都合であろうが、買手にとってはあまりにも不利となろう。この一定期間の長さによって双方の利害を調整することとなる。

買手が提起する保証違反クレームに対する売手の支払いを確保する方策としては、公開会社の買収のような場合には、ある種のエスクロー勘定を設けることが唯一の効果的な手段といわれている。

(2) 買手による事業査察 (due diligence review) との関係

買手による事業査察とは、買手が事業買収に際して行う売手の事業に関する調査のことであるが、その目的は、売手の事業・資産が買手に対して表示されたとおりの状態にあるか、買手はその期待どおりの資産を入手できるか、予期しなかった責務を負うことはないか、買収後買収に関連して予期しなかった多大の法律上その他の支出を余儀なくされることはないかなど、あらゆる面から売手の事業を調査あるいは査察することにある。したがって、この事業査察は、法律面、財務面およびビジネス面に及ぶことになる。

売手の金銭的負担能力に限りがあるために、買手が売手の表示と保証に頼ることに不安を感じることもある。その不安が強いほど、買手は買収の対象となる事業の完全な査察を欲するものである。このような完全な査察の目的は、とりわけ売手の不実表示に対する損害回復のための確かな財源がない場合には、知られていない、あるいは予想されていない損失の根源が存在するというリスクをできるだけ最小にすることにある。

3 売手による免責 (indemnification)

売手による免責とは、売手による表示・保証に加えて、事業買収取引のクロー징後買手が被る損失に対し買手を免責することであると一般的にいうことができる。

しかし、免責条項と表示・保証条項との関係は、免責条項は表示・保証条項よりもその内容において縮小することも、拡大することもありうる。売手の観点からは、売手は真実であると知らないものについて表示・保証することを望まないし、買手の観点からは、買手は売手が表示・保証条項をどのような技術的な文言にしようとしているかについて必ずしも懸念するわけではない。それよりむしろ売手・買手いずれにとっても肝心な争点は、どのように事業買収に伴うリスクを配分しようとしているかである。

(1) 免責条項の目的

事業買収契約において売手が買手に与える免責条項の目的は以下のように挙げるができる。

(a) 事業買収取引のクロー징の後買手が次のような理由で損失を被る場

合、売手が買手に明示の救済を与えるためである。

- (i) 売手による不実表示または契約違反。
- (ii) 責任の特別な引き受けと関係なく、法に基づき移転された責任（例えば環境問題、労働・雇用訴訟、製造物責任）。
- (iii) 事業買取契約の当事者間におけるリスク配分と一致しないその他のクレーム（予期されたものと予期されていないものを含む）。

(b) 買手を越えて保護されるべき当事者の範囲を拡大することができる。例えば取締役、オフィサー、従業員、株主、代理人、親会社、子会社、融資機関など。

(c) 回復されるべき損害を拡大することである。

例えば弁護士費用、法令の規定以上の金利、結果損害（準拠法いかんによるが）など。

(d) 買取価格の調整によって処理されない特定の項目を取り扱うことができる。

例えば開示された訴訟、貸借対照表の事後調整、買掛金、販売その他の税金、株式譲渡税など。

(e) 予期されない責任またはクレームについて一般的な当事者間の配分を規定することである。

(2) 売手のための保護策

(a) 免責の対象となる損失の下限額（最小額）の設定

一般的に売手は、売手が買手に免責する損失についてその下限額を定めるために交渉するものである。これには二つのパターンが考えられる。一つは、買手がその最小額までは損失を負担する方法（すなわち足切り）である。他は、買手はその最小額に達するまではクレームできないとする方法（その後は最初からの損失を求償できる）である。

かかる下限額の設定は、あるカテゴリーのクレームに限定し、他は除外することができ、また異なったカテゴリーの損失は、異なったサイズあるいはタイプの下限額の設定に従わせることもできる。

さらに個々のクレームに対する下限額に加えて、クレームの累積額がある限度に達して始めて個々のクレームを免責の対象とするという制限を定める方法もある。

例えば製造物責任、環境問題のような責任については、非承継の一般原則を

考慮して売手の立場からは、そのような責任が買手に承継されることを特に明記する必要があることに注意しなければならない。

表示・保証条項との関係では、売手が対象となる項目の重大なものについて表示・保証するという売手に有利な条項の場合、このような下限額の設定は、その額が低ければ買手の救済として働くことになろう。また事業買収契約が、表示・保証違反の唯一の救済が免責のクレームによると定めていなければ、買手はこの下限額の適用を避けるために、表示・保証条項に基づいて直接売手を訴えることが賢明な方法となる。

(b) 免責の対象となる損失の累積上限額（最大額）の設定

売手は、免責の対象となる損失の累積に上限額の設定をすることを望むのが通常であろう。かかる上限額の設定は、あるカテゴリーのクレームに限定し、他は除外することができる。上記の下限額およびこのような上限額の設定は、売手と買手がその設定および額をめぐって交渉する争点となるが、売手にとっては免責の範囲をある程度確定したいことと、買手にとっては保護の必要を維持したいこととの間をどのようにバランスさせるかというなかなか困難な問題となる。

(c) 部分的免責

上記の下限額と上限額の間ですべての損失の特定のパーセントの額を売手の免責の対象とするという部分的免責の方法が考えられる。このような部分的免責は、売手と買手の間に経済的リスクを適正に配分して両者間の協力を促すのに役立つ方法の一つともいわれている。またかかる条項は、買手が買収の対象となる事業あるいは企業にすでにマイノリティな持分を有している場合に使用されることがある。

(d) 買手の悪意の抗弁

売手有利の契約において、買手がクロージング前に売手の不実表示について実際に知っていた場合は、買手が損失を回復することを禁ずる条項が見受けられることがある。このような条項があると、買手が免責を享受する権利があると主張することが非常に難しくなり、買手にとってはこのような条項を認容することはとうていできないであろう。買手としては、買手のオフィサーが売手の違反について存知していないことを表示するにとどまるべきである。

(3) 買手のための保護策

(a) 免責条項の残存期間

買手にとっては、買収の対象となる事業あるいは企業に内在する問題が発見されるのに十分な期間は免責条項が残存することが必要である。かかる残存期間は、12ないし24カ月が典型的であるといわれているが、買手の観点からは、少なくとも2回の会計監査を行うことのできる期間が望ましいであろう。

(b) 免責を与える売手側の当事者

資産買収取引においては、資産を売る会社と同様にその親会社から免責を得ることが望ましい。売手の会社がある売上げによる利益を親会社に最大限に配当したり、あるいは精算したりすれば、売手の免責はほとんど価値のないものとなるおそれがあるからである。親会社からの免責に代えて、親会社が売手の義務のすべてを保証することも考えられる。

これに対し株式買収取引の場合には、売手側の株主のタイプに応じて買手を免責する責任の異なるレベルに彼らをそれぞれ従わせることが望ましいといわれる。売手の株主がかかる取引から得る経済的利益は、その所有する持株の数と価額によって異なり、また売手の株主は、関連する微妙な情報に接することができるからである。

買手は、売手側の免責をする当事者の各々が連帯して (jointly and severally) 免責義務を負うことを当然求めることになろう。

(4) 免責条項に代わる代替策と救済策

買手との力関係からあるいは買収対象の事業が売手市場のため、売手の立場が強く、売手が与える免責条項がほとんど骨抜きになったり、買手の保護のためにあまり役立たないような状況も起こりうる。このような場合、買手としてはどのような代替策あるいは救済策を見つけることができるであろうか。

(a) 事業買収契約のタイプとして株式買収契約ではなく資産買収契約を選択し、買手が特に列挙された責任のみを負うとする条項を契約の中に規定する。これによって買手は、責任を引き受ける範囲を明確に限定することができる。株式買収契約の場合には、買手は売手の株主としての責任を承継するのが原則であり、買手の責任を限定することは困難あるいは不可能であろう。

(b) 買手は、事業買収契約の当事者にその子会社を使い、買手のリスクを子会社に投資した金額に限定する方法をとることが考えられる。これは買手のリスクが巨額になるおそれがある場合に備えた手段であろう。

(c) 顕在化したリスクあるいは損失を次のような方法による買収金額の支払いを通じて売手に負担させることが考えられる。

- (i) 買取金額を直接調整すること。
- (ii) 買取金額を延べ払いにして、買手に相殺する権利を留保させること。
- (iii) 買取金額の一部をエスクロー勘定に入れること。
- (d) 売手の契約違反または不実表示に対し、買取契約の他の条項に基づきクレームする（ただし免責が唯一の救済ではないことを規定していることが必要である）。
- (e) 契約法の一般原則に従って、買手は詐欺 (fraud) または取消 (rescission) によって救済を求める。

以上、事業買取契約締結時に予期されたリスクまたは損失については売手による表示・保証を通じ、予期されたリスク・損失および予期されなかったリスク・損失については売手による免責を通じてどのように売手・買手間に配分されるかを買手の視点から論じてきた。

次に、予期されていないリスク・損失について、アメリカ法の下において買手は売手から承継する責任をどのように負うのか検討する。

4 責任の承継

(1) 非承継の伝統的ルール

ある企業がその資産のすべてを他の企業に売却あるいは譲渡する場合、買取企業は、単に売却企業の資産の所有の承継ということのみによっては、売却企業の負債と責任に対し責任を負うわけではない、というのが法人の承継責任についての一般的ルールである。

この法人の非承継責任の一般的ルールは、法人の承継者を売却企業の予期されていない、あるいは偶発的な責任から保護する保証として実際に役立つのである。しかしこのルールには次のような例外があることに注意を要する。

(a) 第一の例外は、買手が、売手の負債と責任のいくらかあるいはすべてを引き受けることに明示的、黙示的に合意した場合である。買手は、ビジネスの連続した行為に必要なある種の責任を引き継ぐのが通常である。例えば売手の既存の契約はしばしば明らかに引き継がれる。

責任の承継に関して争いが生じるのは、予期しない責任が黙示的に引き継がれたかどうかの問題にかかわるものであろう。

(b) 第二の例外は、事業買取取引が実質的に売手と買手の統合または合併に

至ったものであることが明らかにされる場合である。

1970年代の初期、欠陥製品の責任を承継企業に課そうとする訴訟において、「事実上の合併」という概念を適用し始めた裁判所が出てきた。製造物責任を承継企業に負わせることを正当化するために、事実上の合併が生じている場合を決定すべく多くの要素が裁判所によって吟味されたが、本質的な要素は次の二点であるといわれている。

(i) 株主の継続性が存する、すなわち売手の事業の買取が買手の企業の株主によってなされ、その結果売手の株主が買手の株主となっていること。

(ii) 売手の企業が事業売却後すばやく解散すること。

(c) 第三の例外は、買手が単に売手の継続にすぎないものと見られる場合である。この例外は、売手と買手の間に所有・支配構造あるいは企業構造における継続性があるかどうか伝統的に焦点があてられた。かかる継続性を判定する主要な要素は、売手と買手の両者において株主と取締役の同一性が見られることであり、売手が使用したのと同じ名前、場所、従業員を買手が使用することである。このような例外は、承継企業が実質的に売却企業と同一視できるという非常に限られた場合にのみ歴史的に適用されてきたということに注意すべきである。

(d) 第四の例外は、事業買取取引が負債に対する責任を逃れるために詐欺的に行われた場合である。

(2) 責任拡大の現代的・例外的ルール

承継企業が原則的に売手の企業の責任を引き継がないという伝統的ルールに対し、上記以外の形でさらに引き継がれるべき責任を拡大する方向で修正された例外ルールを論ずる判例が見られる。

(a) 実質的継続

1976年、ミシガン州最高裁判所は、Turner v. Bituminous Casualty Co.⁽¹⁾において、伝統的ルールによれば責任が課されない状況であったが、この製造物責任のケースにおいて承継企業に責任を課したのである。これは伝統的ルールの第三の例外をさらに拡大したものと見える。すなわち、(i)キーパーソン、資産、一般的事業経営および名前の保持など買手企業による売手企業の事業の基本的継続があった。(ii)買手企業から受け取った対価を分配した後まもなく、売手企業は事業経営を止めて精算し、解散した。(iii)買手企業が、売手企業の通常

(1) 244 N. W. 2d 873 (1976)

の事業経営の継続に必要な売手企業の責務を引き受けた。(iv)買手企業が、売手企業の効果的な継続であるとして世の中に自らを表明した。これらを考慮して、買手企業は売手企業の実質的継続であると判断されたのである。

(b) 製造物ライン

1977年、カリフォルニア州最高裁判所は、Ray v. Alad Corp.⁽²⁾において始めて「製造物ライン」の理論として言及されるものを明瞭に表現した。製造ビジネスを買収し、その製造物ラインからの産出を継続する当事者は、買収された企業によってかつて製造用に使用されたものと同じ製造物ラインのユニットにおける欠陥に対し厳格責任を引き受けるのである、と裁判所は結論を下している。その厳格責任を課すことを正当化する理由は次のように述べられている。(i)原告の本来の製造業者に対する救済が承継企業によるビジネスの買収によって事実上破壊されてしまうこと。(ii)承継企業に本来の製造業者のリスクが拡大するのを引き受ける能力があること。(iii)承継企業に欠陥製品の責任を引き受けることを要求するのが公平であること。その責任は、承継企業がそのビジネスの継続において享受する本来の製造業者ののれん (goodwill) に付着した重荷であるといえる。

Turner ケースと Ray ケースの後、製造物ラインの理論がペンシルヴェニア州とニュージャージー州によって採用されたが、その後さまざまな州からの最近のケースは、伝統的な非承継責任のルールを維持することに組みして製造物ラインの例外理論を拒否してきたと報告されている。

買手が製造物ラインを継続しないとしたらどうなるであろうか。

Rawlings v. D. M. Oliver, Inc.⁽³⁾において、カリフォルニア州控訴裁判所は、傷害を引き起こした製造物が大量生産されたものではなく、承継企業が同一の製造物ラインを継続しなかった場合でも、承継企業に責任がある、と判示した。この結論は、当事者が製造物によって引き起こされた傷害あるいは損害に道徳的に責任を負っていることを要求しない厳格責任の原理に合致している、と裁判所は述べている。傷害・損害を受けた者に損失を負担することを要求するよりも、承継企業は継続するビジネスと買い取ったのれんから利益を得ており、傷害・損害のコストを引き受けることができるので、損失を負担するべきである、との裁判所の判断である。

ペンシルヴェニア州においては、同じ製造物ラインの継続は、裁判所が考慮

(2) 560 P. 2d 3 (1977)

(3) 159 Cal. Rptr. 119 (1979)

すべきいくつかの要素の一つにすぎないとされている。

5 おわりに

事業買収の際に買手にとってまずなすべき第一歩は、当該事業買収における実際的なリスクあるいは損失はどのようなものであるかを冷静に評価することである。この評価の上に立ってかかるリスク・損失が売手・買手間にどのように配分されようとしているかを認識しなければならない。すべては売手と買手の間の交渉によって定まるとはいつても、売手の表示・保証はどのようなものか、売手の情報開示は完全であろうか、売手の買手に対する免責は十分であろうか、買手の保護として譲れないものはないかなど、絶えず主張してできるだけ多くのものを獲得する必要がある。

これらと並行して、買手は買収対象の事業について事業査察を十分に実施して、最終的に買収価額を交渉で決めるべきであろう。

上述したように事業買収契約のドラフティングおよび交渉にあたっては、買手の利益保護の観点からさまざまな工夫をこらし、細心の注意を払うことが必要とされるのである。