

連載

M&Aの実務

第2回

●法務デューデリジェンスの実際

弁護士・ニューヨーク州弁護士 国谷 史朗

●財務デューデリジェンスの実務

公認会計士 坂田 秀隆

法務デューデリジェンスの実際

くにや しろう
 弁護士・ニューヨーク州弁護士 国谷 史朗

はじめに

M&A取引における法務デューデリジェンスは、法的瑕疵・リスクの分析、軽減、取締役の善管注意義務違反防止の観点から不可欠であるが、M&Aに関連する法的クレーム、訴訟の増加に伴い、ますますその重要性が高まっている。法務デューデリジェンスの結果は、財務、ビジネスデューデリジェンスの結果とともに、M&A関連契約の条項に反映され、また、場合によっては、M&Aの法的ストラクチャー（合併、会社分割、営業譲渡、資産譲渡など）そのものの変更にも繋がり得る。法務デューデリジェンスにおいても、一応の標準的なチェック事項、注意点等はあるが、当該取引の相手方、対価の総額、与えられる時間、M&Aの法的形態、対象となる事業特有のリスク要因等により、そのやり方・程度はさまざまであり、事案に応じた対応が必要となる。法務デュー

デリジェンスを真に意味のあるものにするためには、M&Aの目的、当該事業のおかれた環境、リスク要因の総合的分析の観点から、ビジネスデューデリジェンス、財務デューデリジェンスとの連携が必要となる。

デューデリジェンス 1 実施のタイミング、 手続、チーム編成

(1) タイミング

法務デューデリジェンスは、ビジネス・財務デューデリジェンスと同時期に行われるのが一般である。場合によっては、ビジネスデューデリジェンスと一部の財務デューデリジェンスが先行して行われ、詳細な財務デューデリジェンスと法務デューデリジェンスがその後に行われる場合もある。実施時期としては、一般的には、M&Aに関する基本合意書の締結後、最終契約の締結前に行われるが、更に最終契約とM&Aのクロージングの前に行われる場合もある。売手側の力が強いとき、例えば、買収希望者が多数で売

手が入札手続により落札者を絞り込んでいく手続の場合には、まず、デューデリジェンス無しに第一次入札を行い、一定数の候補者を絞り込んだ上、限定的デューデリジェンスを行わせ、更に二次入札をした後、本格的なデューデリジェンスの機会を与えるというやり方も見られる。逆に、買手側の力が強い場合には、買主一社が当該M&A対象の事業のデューデリジェンスを複数回行う場合もある。例えば、概括的なデューデリジェンスを経た後基本合意を締結し、詳細なデューデリジェンスを経て最終契約を締結、さらに、最終契約に基づくM&A取引のクロージング前に補充的なデューデリジェンスを行い、契約条項の修正を行う場合などである。買収価格の調整条項がある場合には、クロージング後最終価格決定のための限定的デューデリジェンスを行う場合もある。

(2) 手続

法務デューデリジェンスの開始に当たっては、

- (i) 関連当事者全体のキックオフミーティングを行い、それと同時若しくは相前後して、
- (ii) 買主側が売主側に要求する資料、情報等の要求リストを作成し、
- (iii) 売主側に送付、売主側がリストに基づいた資料の収集・整理をし、
- (iv) 当該資料等を買手側が閲覧・検討・調査するためのデータルームを設置し、
- (v) 買手側がデータルームにおいて当該資料等を検討・調査し、
- (vi) 必要に応じて、本社、研究所、工場、営業所、海外支店、重要な財産の所在地等を訪問して現地調査をし、
- (vii) 担当役員や管理職等事業に精通した売主側の担当者のヒアリングを行う(マネジメント・インタビュー)。作業の効率化を図るため、重要な書類についてはコピーを依頼し、法律事務所に持ち帰った上、時間をかけて資料の分析を行い、必要に応じて法的な分析・検討をする。これら一連の調査の結果を、調査報告書としてまとめる。M&Aの手続によっては、とりあえず中間報告書を提出し、その後アップデートした最終報告書を提出する場合もある。調査報告書を依頼した買主が、その中でも特に重要なリスク要因とした事項や疑問のある事項について、法律事務所に問い合わせ、更に追加調査や契約条項への反映等の作業が行われる。
- なお、公開会社においては、売り手の情報を買手のみがチェックする関係上、証券取引法、証券取引所規則に基づくインサイダー規制、適時開示への対応に注意しつつ、手続を進める必要がある。

(3) チーム編成

2～3人の弁護士と若干名のパライガルでチームを編成するのが一般的である。大規模なM&A事案では、10名ないしそれ以上の弁護士が関与することもある。対象事業領域が海外に及ぶ場合には、当該対象国の弁護士の参加を要請する。米国等訴訟リスクが高く、専門化の進んだ国においては、専門分野ごとに複数の弁護士がデューディリジェンスに関与するが、日本においても大型案件では、知的財産権、環境、労働、独禁、倒産法などの専門性を持った弁護士が関与する事案が増えてきている。対象国が複数にわたる場合には、特に海外のデューディリジェンス担当専門チームの編成にあらかじめ留意して、タイムスケジュールを組み立てることが必要となる。

事案の特質に応じた 2 デューディリジェンスの 重要性

(1) 法的ストラクチャーに応じた注 意点

M&Aの法的形式の中には、合併、株式の譲渡、営業譲渡、資産譲渡という伝統的な分類に加え、近時の法改正により、会社分割、株式交換、株式移転などが加わった。また、対象となる事業、資産の特質により留意点が異なる^(注1)。法的な形態として合併が選択された場合には、権利義務の包括承継が当然に発生するという合併の本質上、最も広範かつ詳細な法務デューディリジェンスが必要となる。買収対象事業や責任の限定が法的に可能な会社分割、営業譲渡、資産譲渡などにおいては、事案の性質に応じた集中、限定的デューディリジェンスも可能であり、時間、

予算の関係からそのような重点的デューディリジェンスも行われている。

(2) 買収額とリスクの大小

比較的少額な事案においては、短期間で焦点を絞った限定的デューディリジェンスが行われることが多く、逆に、大規模な事案や法的リスクが高いと考えられる事案においては、徹底的なデューディリジェンスが行われる傾向にある。買収額、デューディリジェンスへの予算配分との兼ね合いもあるが、買主が、売主側の事業を熟知している場合、買収対象事業の事業リスクが比較的低いと考えられる場合、法的クレームの発生確率が低いと考えられる場合等には、チェック対象を絞った限定的デューディリジェンスも効果的である。ただし、ある程度の買収額となる場合には、一見リスクが低いと思われる場合であっても、万が一リスクが現実化した場合の影響を考えれば、一通り標準的なチェック項目はしっかりとデューディリジェンスの対象としておくことが必要であろう。保険会社相互間の業務、資本提携をめぐる交渉に関して、財務状況が大幅に悪化して既に実質的破綻状態に陥っていたことを相手方に告知しなかった点で、賠償責任が認められながら、他方(実質的)買収側が対象となる会社の財務内容に関する調査を十分にしなかった点に過失が有りとされ、本来の損害額300億円の4割を過失相殺により減額した判例もある^(注2)。調査不十分の場合の損害発生、拡大の可能性を考えれば、労と費用を惜しまない十分な調査・検討が必要である。

3 契約条項、法的ストラクチャーへの反映

(1) 契約条項

法務デューディリジェンスの結果は、財務デューディリジェンス、ビジネスデューディリジェンスの結果とともに、速やかにかつ適切に対象となる事業の買収契約に反映される。一定の事実の存在・不存在については、言明・保証条項に反映され（例えば、買収契約の別紙にリストしたもの以外に、紛争、クレームのないこと）、一定の作為・不作為義務は、売主側の義務条項として規定される（例えば、重要なライセンス契約の承継に関する契約相手方の承認の取得を義務付けること）。保証条項違反、義務付け条項違反は、補償条項と結び付けられ、売主側の違反に対する買主側からの損害賠償請求を認める条項として、契約に反映される。懸念対象リスクと考えられる事項が多ければ、それだけ契約中の保証・義務付け条項が増えることになる。損害賠償では償い切れない大きなリスクに関しては、最終のクロージングの前提条件として規定することにより、当該M&A取引自体を取り止めることができるように規定される。合併の場合は、売主側と買主側が合併期日後は同一法人となるため、合併後のお互いの損害賠償は法律上不可能である。したがって、保証、義務付け、補償条項は論理的に無意味であり、合併の効力発生前提条件として一定のリスク条項を規定することになる。株式交換・株式移転の場合は、法人格は存在し続けるものの、同一グループ内の会社として再編成されるため、お互い損害賠償請

求をすることが実務上意味をなさないことが多く、合併の場合と同様、一定の重要な事項を取引の効力発生前提条件として規定することになる。M&A取引では、デューディリジェンスをしながら最終契約の条項を交渉していく場合が多く、重大なリスクが判明した場合には、デューディリジェンスの最終報告を待たずに、速やかに交渉チーム内で情報交換し、M&Aの法的ストラクチャーそのものや契約条項に適宜反映させていくことが肝要である^(注3)。

(2) 法的ストラクチャー

M&Aの契約の補償条項等をめぐる裁判事例が今後増加すると考えられる。損害賠償・クレームその他の債務でリスクが大と考えられる場合には、事業のすべての移転を原則とする合併・株式譲渡・株式交換などからリスク対象となる事業・資産を排除できる営業譲渡・資産譲渡・会社分割などへの法的形態の変更を行い、また、あらかじめリスク資産や事業を処分した上で合併するなどの手配を行うことになる。

4 主なデューディリジェンス対象事項と注意点

法務デューディリジェンス対象事項は多岐にわたるが、以下ではその主なものについてまとめる^(注4)。

(1) 会社及び組織

株主総会議事録・取締役会議事録など、法律により作成が義務付けられている書類のみならず、会社での事業運営上重要な事業やリスク分析に関する決定がなされている機関（経営会議など）をできるだけ特定し、その関連資料を検討する。親子会社・関連会社など、グループ内の

組織体間の取引には特に注意を要する。国際業務に関する移転価格の問題のみならず、グループ内取引においては、独立当事者間の取引とは異なり、合理的でない取引条件が規定されているものが比較的多いので注意を要する。オーナー系企業の場合には、オーナーを含む役員と会社との取引関係を精査する。グループ内取引は、十分書面化されていない場合もあるので、ヒアリングにおける聞き取りも重要である。

(2) 事業内容

少なくとも3年から5年分程度の事業計画書とその履行状況を精査する。

事業計画が実現されていない場合に、その理由の分析が重要である。主要製品の市場規模、マーケットシェア、競業他社の状況をチェックする。市場におけるマーケットシェアが高い場合には、独占禁止法上問題がないか、製品・事業を切り離すことが必要かなどを検討する。

(3) 財務

この分野は、公認会計士等による財務デューディリジェンスが行われるため、法務デューディリジェンスではある意味で補足的な調査となる。不自然な金の流れ、保証、保証類似の経営指導念書等の効力（法的義務とされるかなど）、法的リスクと特別損失の可能性などについて財務デューディリジェンスチームと連携しながら調査を進める。

(4) 契約書等

法務デューディリジェンスの中心的な対象のひとつである。原則として、すべての契約書を調査することになるが、法務デューディリジェンスの観点から特に以下の点に注意する。

① 当該M&A取引により対象となる契約の違反、解除、期限の利益喪失、損害賠償義務等が発生しないか。当該契約の承継がスムーズに行われるか、譲渡禁止条項がないか。譲渡禁止条項の具体的内容はどうか。対象会社のオーナーシップ等の変更により、契約は解除されないか（change of control条項の有無）。当該M&Aが競業禁止義務条項、独占権を付与した条項に違反しないか。守秘義務条項の有無、内容のチェックも欠かせない。契約の譲渡禁止条項の違反の有無の判断の場合には、当該契約の準拠法が英米法系の国の法律である場合には注意を要する。例えば、日本法の下における合併では権利義務は当然包括承継され、日本の会社同士の契約における譲渡禁止条項は、合併の場合には適用されないと一般的には考えられている。しかし、英米法には日本法の下におけるような当然包括承継の概念がないため、契約の相手方が合併による承継の場合でも、契約違反を主張してくる場合がある^(注5)。海外のオペレーションがからみ、準拠法が外国法である場合、準拠法の規定がなくても当事者に外国の法人が含まれる場合には、注意を要する。

② 対象となる契約以外の契約の違反とならないかどうかの検討も必要である。最近では契約の中でクロス・デフォルト条項（ある契約の違反が他の契約の違反となる旨の条項）が多くなってきており、この点からも、契約相互の条項の関係精査が必要となる。

対象となる契約のうち、過去に

債務不履行があったもの、現在債務不履行状態に陥っているものは特に注意を要する。債務不履行の有無、その内容を精査する。

(5) 資産

① 不動産

対象不動産の数が多い場合、価値が高い場合には、不動産鑑定士や不動産デューデリジェンスの専門会社に依頼する事例も増えている。担保の設定状況その他負担の存否、内容の確認が重要である。

② 知的所有権

企業の競争力の源泉となっている場合も多く、また、法的関係も複雑な場合が少なくないので、重点調査対象事項である。特許、実用新案、意匠、商標の出願登録状況、著作権、ノウハウ、営業秘密のリストを作成してもらい、チェックする。特許・実用新案は、出願・登録されなければ権利は発生しないが、意匠、商標の中には登録されなくても事実上使用され、重要な機能を果たしているものがある。また、著作権には登録されているものとされていないものがある。ノウハウ、営業秘密は、権利の性質上登録はされていないので、実態についてより踏み込んだ調査が必要である。

ライセンス契約は、重要な位置付けを有している場合が多い。全条項を専門の弁護士が詳細に検討することが必要である。専用実施権等の使用権を特許法等に基づいて登録しておけば、ライセンサーの倒産の場合にも対抗できる（管財人の解除権を阻止できる）旨の倒産法の改正が行われたので、この使用権の登録の有無の調査はより重要性が高まっている（破産法56条、民事再生法51条、

会社更生法63条）。

コンピュータ関係の契約も事業の根幹に関わっている場合が多いので、重要である。知的所有権に関しては、その権利の有効性、当該権利が第三者の権利を侵害していないか、逆に第三者が権利を侵害していないか、知的所有権の保護範囲が十分かなどの点について、知的所有権デューデリジェンスともいえる専門的なデューデリジェンスを知的所有権の専門家（弁理士など）が行う事案が増えつつある。

③ 資産一般

M&Aによって所有権、使用権、登記登録等がどのような影響を受けるのか（権利がスムーズに承継されるのか）が重要なチェック項目である。

(6) 行政・許認可関係

M&A対象事業に適用される業法、条例、規則、ガイドライン等の調査・検討は欠かせない。事業遂行に必要な許認可の取得状況、取得・承継可能性、過去における行政指導の有無、海外における届出、許認可関係の有無・要否等が主な検討項目となる。事業遂行に必須の許認可の承継可能性の状況などによっては、M&Aの法的形態を変更する必要がある場合も出てくる。

(7) 保険

付保状況、過去の保険金支払例は、原則として、すべてチェックする。事業遂行上不可欠な保険、例えば製造物責任保険などについては注意を要する。付保が不十分な場合には、保険料の追加コストが問題となる。特に米国向け輸出が大きな比重を占める場合には、PL保険コストに注意すべきである。

(8) 環境

土壌汚染対策法の施行以来その重要性が増している。大気汚染防止法、水質汚濁、その他関連法規の遵守状況、より具体的には、鉛、砒素などの特定有害物質、PCBの使用、保管、埋設状況などである。アスベストについてはその法的リスクの程度がいまだ確定されていないが、大きな社会問題となっているため、対象事業が製造販売に関与している場合のみならず、事業所におけるアスベスト関連製品使用の有無についての調査・検討が不可欠となっている。特に、海外の会社が当事者に含まれる場合には、アスベスト問題には相当な注意を要求される。環境デューデリジェンスには、買主側の関連部門の専門家のみならず、環境デューデリジェンス専門会社に依頼して専門の環境デューデリジェンスを行う例が増加している。環境法を専門とする弁護士（まだ数は多くない）が関与する例もある。環境整備の一環として、ISO認定状況及びその履行状況のチェックも欠かせない。

(9) 品質管理

メーカーの場合には、過去の品質クレームの件数、内容、対処方法、サービス業である場合にも、サービス内容に関する顧客からのクレームについて同様の調査、検討をする。クレームの分析は、当該事業の問題点を明らかにするための近道である。

(10) 人事・労務

就業規則、退職慰労金内規、役員・従業員との契約その他関連する契約・規則等の検討、契約違反状況の把握などが行われる。労働基準法など労

働関連法規違反（特に最近ではサービスクレームの有無とその違反の場合のリスク把握が重要となっている）の有無、労災等労働安全衛生面での問題点の分析（労災事故の件数、内容、過去の補償事例の分析など）が行われる。

労働組合の有無、存在する場合その活動内容、労使紛争の実態、労働組合と上部団体とのつながりや活動状況の把握も重要である。

年金、退職金規定、積立不足の処理状況など、財務デューデリジェンスの年金の専門家と協力しながら行われる。

会社分割形式による場合には、会社の分割に伴う「労働契約の承継等に関する法律」による労働者保護規定に注意しながら、「主として」従事する労働者と「従として」従事する労働者の区分を意識しながら検討する。

(11) 紛争

過去の訴訟、クレームなどの紛争、現在進行中のもの、将来発生が予想されるものをすべてリストアップする。具体的紛争がある場合には、紛争関係書類等を分析することが必要となる。当該紛争を承継対象とするのか、売主側が紛争を処理し、買主側には承継させないと取り決めるのかの見極めのためにも、リスク分析が行われる。

注1 法的形態や対象事業、資産によるデューデリジェンスの実務・注意点については、広門 進、岩倉正和「特集デューデリジェンスの実務」、『債権管理』99号28

頁以下、2003年1月5日。

注2 東京地判平成15・1・17判例時報1823号、82頁（原告・ジブラルタ生命保険株式会社、被告・第一火災海上保険相互会社）。

注3 公安輸送事業を目的とする会社に資本参加する契約において、売主側に資産状況についての積極的な開示に関する説明義務がなかったとした事例として、大阪地判平成4・9・17『判例タイムズ』832号、146頁、会社の大半の株式の売買契約に関して対象となる会社の資産の一部である債権の債務者の財務内容が健全であることなどを保証する旨の特約に違反したとして損害賠償を認めた事例として、東京高判平成8・12・18、『金融法務事情』1511号、61頁がある。

注4 法務デューデリジェンスに関する文献として、西村総合法律事務所『M&A大全』商事法務研究会、2001年、石綿 学「基本合意書及びデューデリジェンスに関する昨今の論点整理」、『事業再生と債権管理』106号、108頁、菊池 伸「法務監査のポイントとリスク回避の方法」『税務弘報』48巻5号69頁、2004年5月。

注5 判例法体系（コモンロー）を採る英国法下でも、合併による大陸法系（制定法体系）の包括承継を認めた判例はある。National Bank of Greece and Athens S.A. v. Metliss, House of Lords., [1958] AC 509, [1957] 3 W.L.R. at 1056.

財務デューディリジェンスの実務

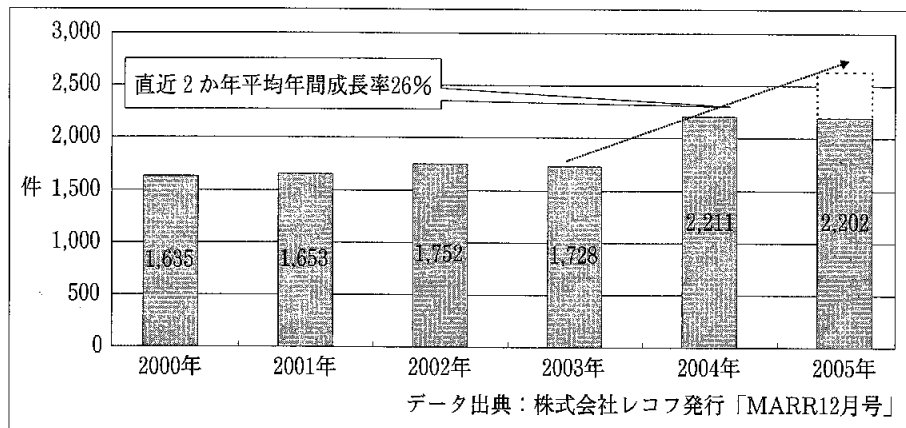
さかた ひでたか
公認会計士 坂田 秀隆

1 はじめに

今、またM&Aブームである。新聞紙上においても、ほぼ毎日のようにM&Aのニュースが紙面を飾っているが、実際、M&Aの件数は、2004年度に2,000件の大台を初めて超え、2005年10月段階で昨年度の年間件数に並んでおり、同じペースで増加するとすれば、2005年度は年間件数2,600件を超える。

M&Aがここまで増加している背

図表1 直近6か年M&A件数の推移



このような動きの中で、我々、公認会計士は何をなすべきであろうか？一般的には、監査クライアントが行ったM&Aの会計処理の検討が主たるものと考えられるが、より積極的に関与する方法としては、M&Aプロセスにおける評価業務や買収形態等を検討するストラクチャリング業務等が考えられる。その中でも、財務デューディリジェンス（財務調査業

務）としては、日本経済の回復による企業における余剰資金の発生とその余剰資金の運用の向け先としての直接的又は投資ファンドを使った間接的な企業買収が本格化しつつあるためである。さらに、M&Aが増加した要因としては商法改正によって、企業再編の手段が多様化したことも一因と考えられており、2006年5月の施行が予定されている新商法によって、この動きは更に加速するものと考えられる（図表1参照）。

務）に、我々、公認会計士が従事する機会が多く、評価業務は行ったことがなくとも、財務デューディリジェンスを行った経験がある方は多いのではないかと考える。

ただし、会計監査を行っている会社に財務デューディリジェンスは行う必要があるのか、また、何を調査するのかといった疑問をよく聞く。これは、財務デューディリジェンス

の本質を知らないためであり、本来、財務デューディリジェンスは買収に伴うリスクの検討（リスク情報の収集）に、その意義があるため、会計監査よりは、はるかに広範囲を、その対象とする。

以降において、財務デューディリジェンスの概要を示し、その理解の一助になれば、幸いである。なお、文章中、意見に関わる部分はすべて私見であることにご留意いただきたい。

2 目的

財務デューディリジェンスの目的は、以下の3つにある。

- (1) M&Aの価格に影響する事項の調査
- (2) M&Aの実行に影響する事項の調査
- (3) M&A後の統合に影響する事項の調査

まず、M&Aの価格に影響する事項の調査とは、譲渡対象の評価金額を算定するための基礎データや前提条件に影響を与える事項の有無を検討することであり、一般的には時価ベースの財務実態と経常的に獲得できる収益（正常収益力）を把握することである。

例えば、会社全体を譲渡する場合に、その会社が保有している不動産の含み損益や不良資産の有無等は、

時価純資産方式等で評価を行う場合には大きな影響を与える。また、不良資産の把握においては、例えば、買収先、買収元ともに不良在庫の評価減等を行っている場合であっても、買収先は1年超在庫は備忘価額までの評価減を行っているが買収元は半年超在庫について50%の評価減を行っているような場合、財務デューデリジェンスによって実態を明らかにし、調整を行う必要がある。

また、譲渡対象会社等の過年度の損益推移を検討する上においても、損益項目の内容を検討し、会社の行った処理は、買収元の会社やその業界、若しくは一般的に公正妥当な会計基準と照らして妥当なものか検討し、必要ある場合には、修正や組替えを行う。その上で、収益力を基礎とした収益還元法や収益指標を基礎とした株価倍率法等の評価を行う必要がある。

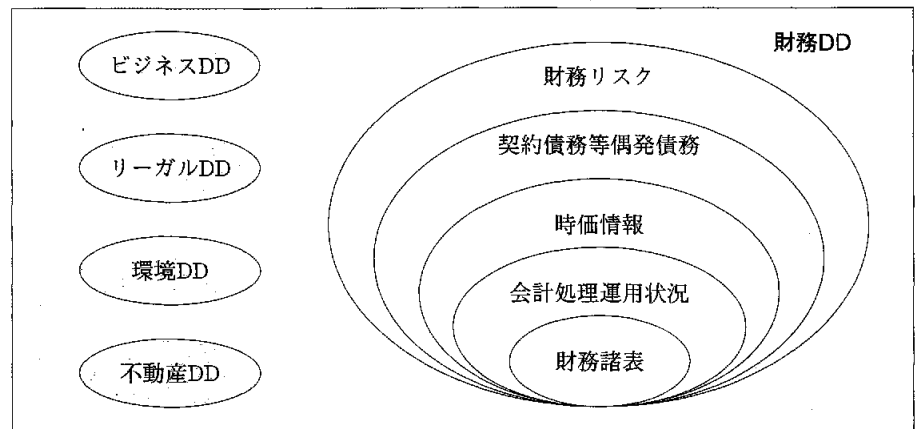
財務デューデリジェンスを行う目的の1つは、これらの評価のための基礎データを収集し、必要な場合は財務データの修正を行うことにある。

次に、M&Aの実行に影響を与える事項の調査とは、M&Aを実行する場合の方法に影響を与える事項の有無を検討することにある。例えば、未解決の大型訴訟を抱えているような会社を買収する場合には、通常、営業譲渡を適用し、これらの訴訟リスクとの遮断が行われるであろうし、再取得が非常に困難な許認可等がある場合は、営業譲渡よりは株式譲渡が選択されるであろう。財務デューデリジェンスにおいては、これらの事項の有無を確認する。

M&A後の統合に影響を与える事

項の調査とは、M&A後に、買収元若しくは買収先の事業計画に影響を与える事項の有無を検討することにある。例えば、買収先の会社の使用しているコンピュータシステムは相当古く、買収元の会社との統合効果を発現するためには、システム統一が不可避で、相当のコストが発生するとか、逆に、買収先の会社での設備投資計画に買収元の会社が追加増額することで大きなメリットがある等の情報収集がこの例に当たる。

また、デューデリジェンスには、財務のほかに、ビジネス、リーガル(法務)、環境、不動産、システム及び人事等の種類があり、これらもリ
図表2



3 プロセス

それでは、財務デューデリジェンスの業務は、M&Aのプロセスの中でどのように行われるのであろうか？

M&Aのプロセスは、以下のような流れで行われるが、財務デューデリジェンスは、秘密保持契約以降の段階で多段階的に行われる場合が多い。財務デューデリジェンスは大きくは、以下の3段階に区別され、それぞれの目的も異なる。

スク情報の収集をその目的としている。このため、財務デューデリジェンスはこれらと競合するものではなく、重複する部分はあるものの補完するものとして機能する。

特に、入札形式でのデューデリジェンスにおいては、時間が限定された条件での調査であるので、それぞれの機能別の調査過程で見出した事項で、他の機能の調査でさらに深い調査を行うべきと判断した項目については、それぞれの機能別調査間で積極的に情報交換を行い、効率的に調査を行うことが必要になる(図表2参照)。

(1) 初期デューデリジェンス

基本合意書締結までの間に行う評価のためのデューデリジェンスで、秘密保持契約は締結しているが、公になっておらず、データルーム等における書面的な情報開示を中心に、先方の会社へはノンアクセスで行い、可能な場合は買収先の会社の経営陣等の限定されたメンバーに対するマネジメントインタビュー等を交えて行う。このデューデリジェンスは、評価を行うための基礎的な情報収集が目的となる。

(2) 確認デューデリジェンス

基本合意書が締結され、M&Aが公になった段階で、買収先の企業において行う確認的なデューデリジェンスである。書面によるデューデリジェンスで開示された情報が正しいかどうかを検討するために行われ、場合によっては製品や商品、設備等の現物実査も行う場合がある。このデューデリジェンスの結果、評価のための前提条件等が企業の状況に照らして合理的でなければ、評価金額の修正が行われる。

(3) クロージングデューデリジェンス

売買契約が締結され、実際の売買が行われる時点で、基本合意時の財務内容や収益力等と大きく異なることはないことを確認するために、クロージングデューデリジェンスが行われる。このデューデリジェン

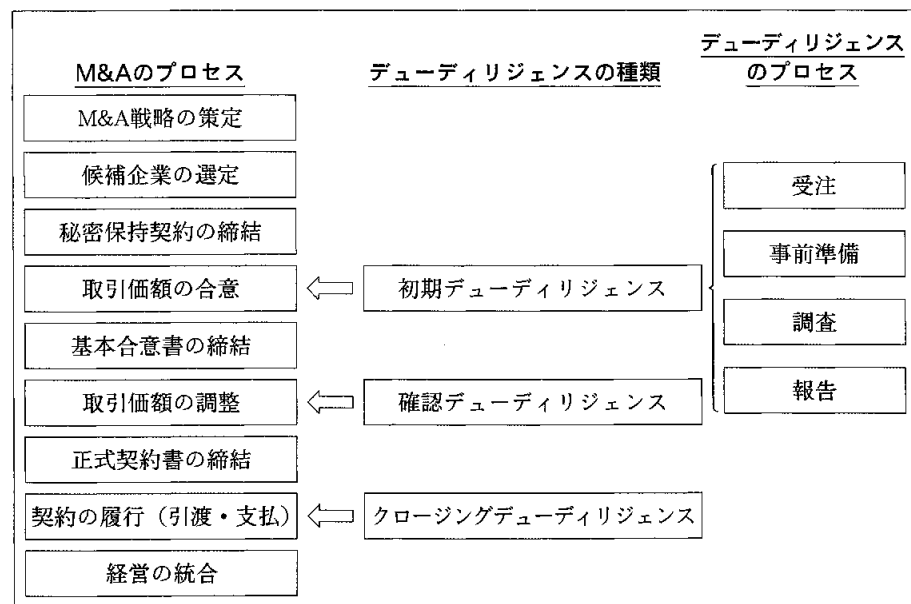
スにおいては、現預金や有価証券の実査、たな卸資産の実地たな卸の立会、債権・債務の確認を行う場合が多く、クロージング監査といわれることもあるが、あくまで、合意した手続による財務調査であることに留意すべきである。

このほかにも、M&Aの売り手サイドが行うセラーズデューデリジェンスもある。これは、会社の一部や子会社等の売却において、売却する範囲を明確にするために行われる。例えば、子会社の売却を行う場合に、子会社がグループ全体の特許権の特許権者であった場合は、安易にこの売却が行われれば、グループ全体に大きな影響が出るところであり、セラーズデューデリジェンスにおいては、これらの事項の有無を検討する(図表3参照)。

財務デューデリジェンスを行えば、依頼主の意思決定の代行を行ったと誤解されかねず、本来は、実施するのに問題がない場合であっても、業務内容の表現次第では禁止業務に該当すると指摘を受けかねないことに留意する必要がある。

また、限られたM&Aのプロセスの中で行うために、効率的に業務を行うことが要求される。このため、調査の実行に当たっては、調査手続に対応する資料を事前に入手し、事前検討を行った上に、現地での調査を効率的に行い、発見した事項のみをタイムリーに報告することになる。この点においても、M&Aのスケジュールの中で遅れることは許されず、素晴らしい報告書であっても、期限から遅れて提出されたのでは意味がない。海外においては、M&Aのデューデリジェンス実務では正式な報告書は発行されない場合もある。これは、タイムリーにドラフト等が発行されていればよく、期限後の正式な報告書には意味がないことを示している。

図表3



4 手続

財務デューデリジェンスにおいては、先に述べたように、依頼主と合意した手続に基づいて行うが、その手続は、既述の3つの目的を充足するためのものでなければならない。

- (1) M&Aの価格に影響する事項の調査
- (2) M&Aの実行に影響する事項の調査
- (3) M&A後の統合に影響する事項の調査

しかし、手続の構成は、上記の目

デューデリジェンス業務の業務プロセスは、①受注、②事前準備、③調査、④報告の4段階に区分される。財務調査業務そのものは、監査関与先に対しても提供できるが、監査関与先の意思決定を代行するよう

な内容であってはならない。また、財務デューデリジェンス実施に当たっては、業務の開始前に実施する調査手続を合意することが本業務のリスク回避のためにも不可避である。事前に調査手続を合意することなく

のごとに区分されてはならず、会社全体と個別に関する部分に区分され、どちらかといえば、財務諸表監査と内部統制監査（ビジネスリスクの把握手続含む）をコンパクトに行うイメージに近い。なお、以下の財務デューデリジェンスの手続は、初期的なデューデリジェンスを想定している。

一般的な手続としては、以下のような会社全般に関わる資料を入手し、全体像を把握するとともに、推移分析等を行うことでリスクの所在を検討する。

- (1) 定款、会社案内、登記簿謄本、組織図、株主名簿、役員名簿等の会社の全体が把握できるもの
- (2) 財務諸表（会計方針や勘定明細含む）、税務申告書等の決算書類等の財務数値に関するもの、場合によっては、同業他社の財務データも含む
- (3) 業務の流れ図やシステム概要図、知的財産一覧表や重要契約一覧表等のビジネスの内容が把握できるもの

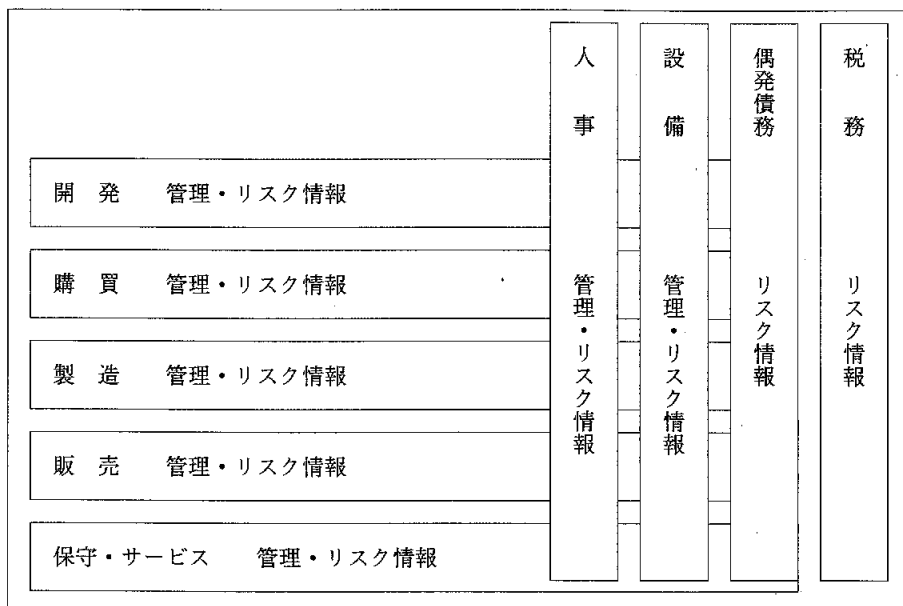
例えば、役員名簿や登記簿謄本で過去の役員の交代の状況は把握できるが、あまり、短期かつ頻繁に役員交代が行われているケースであればリスクは高い。特に、社印等の管理体制が良好でない場合は、簿外手形の振出し等のリスクはあり、報告書の中で十分に注意喚起する必要がある。

また、株主名簿を閲覧し、必要ある場合は株主の身元も聴取する。買収元が非公開会社の場合で、合併等を予定している場合は、被合併先の株主も、将来的には合併存続会社の株主になるため、被合併先の株主は

合併存続会社にとってのリスク情報になる。

買収先の同業他社に公開会社がある場合は、開示された財務資料が豊富にあることから、財務構造や収益構造についての買収対象会社と類似公開会社の比較が可能となり、その特色が把握できるようになる。買収先の企業が非上場会社の場合、同業の公開会社は、その分野においては、収益力や効率性の面で秀でるものがあると考えられるところから、同業

図表 4 個別財務調査手続の概念図



個別的手続については、ケースバイケースであるため、具体的な開示等を行わないが、ビジネスリスクという観点からは、以下の点での検討が必要と考える。

(1) 収益力の源泉とM&Aの影響の検討

具体的には、製品別、地域別等のさまざまな角度からの売上情報や利益情報を聴取し、また、売上原価や販売費・一般管理費等のコスト構造を分析し、収益力源泉を把握する。さらに、把握した源泉は、ある特定の製品や地域等に偏っていないかを

公開会社よりも良い財務パフォーマンスである場合、その原因分析は、重要な財務分析報告となる。

これに対して、個別的手続は、一般的な製造業を例にとると、開発、製造、販売、保守・サービス等の業務の流れに沿った形で手続を準備するが、例えば、設備、人事、税務関係等の業務を横断する部分や業務に紐付けできない部分については、業務の流れとは関係なく、包括して準備する必要がある（図表 4 参照）。

検討し、偏っている場合には、その原因を分析し、その持続性に影響を与える事項の有無を検討する。最後に、現在、計画されているM&Aで、その源泉がそのまま移動するか、又はどの程度移動するかを見極める必要がある。

例えば、ある会社の利益の大部分がある特定商品に依存している場合で、その導入ロイヤリティ契約が数年で更新時期を迎えるような場合、この情報は評価結果に大きな影響を与えると同時に、統合後の計画に大きな影響を与える。さらに、ロイヤ

リティ契約にライセンサーが営業譲渡、合併、株主変更を行う場合は契約を見直すような条項がある場合には、M&A自身が暗礁に乗り上げかねない危険性があることに留意すべきである。

(2) 管理体制の検討

ある程度の管理レベルがある会社でなければ、買収した後に管理レベルを引き上げるためのコストが発生し、場合によっては、そのコストのために収益力が消えてしまう場合も考えられる。このために、財務デューデリジェンスでは、さまざまな角度からの管理資料を要求し、その迅速性や正確性によって財務数値に関する管理レベルを検討するとともに管理面での質問を行い、その補強を行う。

例えば、非公開会社であれば、たな卸資産の受払管理を行っておらず、月次決算では期末のたな卸資産残高を引き継ぎ、年1回の期末の実地たな卸で数量を確定するという会社がある。このような会社であれば、たな卸差異は自動的に売上原価に算入され、たな卸資産の年齢調べ表等は作成されていない。このような場合は、たな卸資産の受払システムの構築・システム導入とその習熟等の相当の統合後のコストが発生することに十分留意する必要がある。

(3) 簿外リスクの有無の検討

簿外リスクの代表例としては、訴訟等の偶発債務になるが、ビジネスの流れから生じる可能性のある偶発債務について、質問を行いながら、その有無を検討することになる。

例えば、買収先の仕入先や外注先が過度に買収先に依存しているような場合は、他の仕入先や外注先に変

更することは難しく、一定量の発注を条件に仕入先や外注先に設備投資をさせている場合もある。買収後に、仕入先や外注先の統一によるコストダウン効果等を意図している場合には、この計画に影響を与えると同時に、解決コストの費用計上が必要になるかもしれない。

5 終わりに

財務デューデリジェンスは会計監査、とりわけ、残高監査に類似しているとイメージがあると考えられる。しかし、その意義は、財務の観点からみたりスク情報の収集にあり、決して、残高監査に限定されるような狭い範囲を対象にするものでなく、リスクを把握するために、さまざまな手続を考える必要のあるクリエイティブな業務である。冒頭に述べたように、今後はますますM&A業務は拡大するものと思われる。紙面の制約もあり、奥深い財務デューデリジェンスのほんの一端を紹介したにすぎないが、本稿を読んでいただき、一人でも多くの方が財務デューデリジェンス業務に興味を持っていただけることを願ってやまない。



有斐閣 新刊案内
 (表示価格は税込)
 東京・神田・神保町2/Tel:03-3265-6811
<http://www.yuhaku.co.jp/>

日本の企業システムの本質に迫る傑作論文選
リーディングス 日本の企業システム
 第II期 全5巻 四六判

- 伊丹敬之・藤本隆宏・岡崎哲二・伊藤秀史・沼上幹編
- 第1巻 組織とコーポレイション (2月刊)
- 第2巻 企業とガバナンス 二九四〇円
- 第3巻 戦略とイノベーション ション 二九四〇円
- 第4巻 組織能力・知識・人材 (2月刊)
- 第5巻 企業と環境 二九四〇円

日本企業をめぐる現実を直視し、その本質を析出する
現代日本企業 全3巻

- 工藤 章・橋川武郎・グレン・D・フック編
- 第1巻 企業体制(上) A5判 三六七五円
- 内部構造と組織関係
- 第2巻 企業体制(下) 三五五円
- 秩序変容のダイナミクス
- 第3巻 グローバル・レビュウ (3月刊)

ストラクチャードポートフォリオ
マネジメント入門 ◎最新投資戦略の理論
 A5判 二六二五円

辰巳憲一著 投資戦略を担うシステム運用者に向け、最新のポートフォリオ・マネジメント理論を解説。

キーワードで読む会社法

浜田道代編 新会社法を理解するために手がかりとなる128のキーワードを条文に沿って選択。1語につき原則2頁で、どういう意味か、なぜそうなったか、旧法とどう違うか等を解説する。 A5判 二四二五円

◎図書目録送呈◎