

2022 年 3 月号 (Vol.22)

## 不正・不祥事と企業の M&A

- I. はじめに
- II. 不正・不祥事が発生した企業の M&A における留意事項
  - 1. デュー・ディリジェンスにおける留意点
  - 2. 買主候補に対する情報開示における留意点
  - 3. 開示書類における記載の要否
  - 4. インサイダー取引規制との関係
- III. おわりに

森・濱田松本法律事務所

弁護士 新井 朗司

TEL. 03 6266 8768

[hiromasa.arai@mhm-global.com](mailto:hiromasa.arai@mhm-global.com)

弁護士 御代田 有恒

TEL. 03 6266 8989

[aritsune.miyoda@mhm-global.com](mailto:aritsune.miyoda@mhm-global.com)

弁護士 村田 昇洋

TEL. 03 6266 8558

[shoyo.murata@mhm-global.com](mailto:shoyo.murata@mhm-global.com)

### I. はじめに

近年、連日のように不正・不祥事が発覚した企業に関する報道を目にするようになりました。当職らの実感としても、ここ数年で不正・不祥事事案は劇的に増加しており、企業にとって、不正・不祥事はもはや対岸の火事ではありません。

そして、不正・不祥事は、時として企業に致命的なダメージを与え、企業の存続を脅かす問題となることがあります。

そのような不正・不祥事が発覚した企業を救済する目的で、M&A が行われる事案も増えてきました。また、M&A におけるデュー・ディリジェンスの過程で、不正・不祥事が発覚するケースも存在します。不正・不祥事を抱える企業を対象会社とする M&A を進める過程においては、通常の M&A とはまた違った考慮要素が生じ、思わぬ事態に直面することがあります。

そこで、本号では、当職らがこのような M&A と不正・不祥事が交錯する事案に直面した経験を踏まえて、M&A の売主及び買主の双方における留意点を解説します。

### II. 不正・不祥事が発生した企業の M&A における留意事項

#### 1. デュー・ディリジェンスにおける留意点

まず、不正・不祥事が発生した企業を対象会社とする M&A を検討する際に実施するデュー・ディリジェンスにおいて、(主に買主として) 留意すべきポイントを解説します。

デュー・ディリジェンス時点においては、不正・不祥事に関する調査・再発防止策の対応が、既に完了している場合と、並行して実施されている場合があり得るところ、それぞれの場合に応じて留意すべき事項が異なります。

既に調査・再発防止策の対応が完了している場合は、当該不正・不祥事による企業

## CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

のビジネス・法律・会計・税務等への影響を確認の上、当該不正・不祥事の原因分析及び当該原因分析に基づいて検討された再発防止策の内容が妥当なものか、当該再発防止策が適切に講じられているか、また、再発のおそれが生じていないか等の事実関係を、デュー・ディリジェンスの過程で確認する必要があります。デュー・ディリジェンスの手法としては、当該不正・不祥事に係る調査報告書が作成されていれば、その内容分析と関係者に対するヒアリングにより確認することが主となりますが、不正・不祥事の規模等によっては、必ずしも詳細な調査報告書が作成されていない場合もありますので、そのような場合は、必要に応じて、対象会社における不正・不祥事の調査時に調査対象とされた原資料を確認するなどして、適切にその不正・不祥事の実態を把握することが肝要です。

他方で、調査・再発防止策の対応が並行して実施されている場合は、①調査・再発防止策への対応の完了を待ち、その内容を踏まえて取引の実施可否等を判断するか、又は②現時点における調査・対応の内容をデュー・ディリジェンスを通じて確認した上で、調査・再発防止策の対応の完了前に取引を実施するか否かの判断が求められます。M&Aの取引の安定性という観点からは、①の方が、その不正・不祥事に対する予測可能性が高まることから、望ましいとは思われますが、この場合はM&Aのスケジュールへの影響が問題となります。特に、このような不正・不祥事が発生した企業の救済を目的とするM&Aにおいては、その対応を早急に進めることが求められる場合があるため、事案によってはそもそも①の選択肢を取り得ない場合があります。そのような事情から、②の方法によらざるを得ない場合は、不正・不祥事による予測不可能なリスクをできるだけ限定する方法を検討することになります。例えば、当該M&Aの最終契約において、当該不正・不祥事を原因とする価格調整や特別補償を可能とする規定を置くなど、契約でのリスクヘッジを検討することが考えられます。

なお、特に、調査・対応の完了前に取引を実施する場合（前記②の場合）は、後記2や4についても、併せて検討が必要となります。

## 2. 買主候補に対する情報開示における留意点

次に、不正・不祥事が発生した企業やM&Aの売主から見た、買主候補に対する情報開示における留意点を解説します。

前記1のとおり、買主候補としては、不正・不祥事が発生した企業を対象会社とするM&Aを検討するに際して、不正・不祥事の内容や再発防止策の対応状況について、関心を抱かざるを得ないことから、当該対象会社やその売主としては、買主候補から、その調査結果等の開示を求められることを念頭に置いてM&Aを進める必要があります。

買主候補に対して不正・不祥事の調査結果等を開示する場合、売主・対象会社としては、(1) 弁護士・依頼者間の秘匿特権 (Attorney-Client Privilege)、(2) 当局との関係性、及び (3) インサイダー規制に留意する必要があります。なお、(3) インサイダー規制の留意点については、後記4をご参照ください。

## CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

## (1) 弁護士・依頼者間の秘匿特権 (Attorney-Client Privilege) に関する留意点

## (ア) 弁護士・依頼者間の秘匿特権 (Attorney-Client Privilege) の概要

対象会社の不正・不祥事が日本国内にとどまらず、グローバル、特に米国において問題となる場合には、買主候補に対し調査内容や調査報告書を開示する際、売手・対象会社としては、弁護士・依頼者間の秘匿特権 (Attorney-Client Privilege) に留意する必要があります<sup>1</sup>。

弁護士・依頼者間の秘匿特権 (Attorney-Client Privilege) の内容は、各国において異なりますが、端的に言えば、弁護士と依頼者間のやりとりについて裁判所等に対して開示を拒否することができる権利といえます<sup>2</sup>。

日本国内に留まらない不正・不祥事が発生した場合、各国の当局からの情報の開示請求や顧客等からの損害賠償請求が問題になるため、秘匿特権 (Attorney-Client Privilege) が重要な役割を果たすこととなります。当局からの情報開示においては、各国の法制・判例法や実務により異なりますが、秘匿特権 (Attorney-Client Privilege) を理由に情報開示の範囲を限定することが可能な場合もあります。また、訴訟については、特に米国では、ディスカバリー制度により民事訴訟において大量の証拠資料の提出が強制されるため、秘匿特権は訴訟戦略上極めて重要となります。

秘匿特権 (Attorney-Client Privilege) の成立要件については、各国により異なりますが、米国の連邦法においては、大要、以下の要件が全て充足される場合に秘匿特権が成立するとされています。

- ① 依頼者と弁護士間のコミュニケーションであること
- ② 弁護士としての法的サービスに関するものであること
- ③ 依頼者と弁護士間の秘密のコミュニケーションであり、第三者に対して開示されていないこと
- ④ 犯罪又は不正行為を目的としたものではないこと
- ⑤ 秘匿特権が適切に主張され、放棄されていないこと

## (イ) 売主・対象会社にとっての留意点

売主・対象会社が、買主候補に対して、調査報告書等の調査結果を開示する場合、仮に調査内容や調査報告書につき秘匿特権が成立している場合、前記要件③が問題となります。すなわち、秘匿特権の成立後、秘匿特権の対象となったコミュニケーションが依頼者と弁護士以外の第三者に開示された場合には、秘匿特権は放棄されたとみなされ、秘匿特権は認められなくなります。そして、買主候補は、依頼者と弁

<sup>1</sup> 弁護士・依頼者間秘匿特権 (Attorney-Client Privilege) と危機管理業務の留意点については、Crisis Management Newsletter 2021年3月号 (Vol. 16)

( [https://www.mhmjapan.com/content/files/00047815/CRISIS%20MANAGEMENT%20NEWSLETTER/Vol.16\).pdf](https://www.mhmjapan.com/content/files/00047815/CRISIS%20MANAGEMENT%20NEWSLETTER/Vol.16).pdf) ) 参照。

<sup>2</sup> なお、日本においては、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律 (いわゆる独占禁止法) において近時設けられた「判別手続」は秘匿特権に類似の制度といえますが、刑事・民事手続に広く適用される一般的な秘匿特権は認められていません。

## CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

護士以外の第三者に該当するため、買主候補に対する開示は秘匿特権の放棄とみなされるおそれがあります<sup>3</sup>。

仮に、M&Aのデュー・ディリジェンスの過程において、売主・対象会社が買主候補に対して調査報告書等の調査結果を開示することによって、秘匿特権の放棄とみなされてしまうこととなると、今後の外国当局からの調査や、外国における訴訟において、対象会社に不利益が生じる可能性があるため、かえってM&Aの成立を阻害する要素になるおそれがあります。

そのため、売主・対象会社としては、秘匿特権が問題となり得る不正・不祥事が発生した場合、買主候補に対して調査報告書等の調査結果の開示に当たっては、そのメリット・デメリットを見極めながら、開示の可否を検討し、仮に開示が避けられない場合には、秘匿特権の放棄とみなされない範囲での開示の可否を検討することが求められます。

### (2) 当局との関係性

不正・不祥事に関して、対象会社の事業を所管する当局からの調査を受けている場合等では、買主候補に対して不正・不祥事の調査に関する情報開示を行うことにより、当局による調査に影響を与える可能性もあります。そのため、このような場合、売主・対象会社としては、当局との関係性や当局による調査状況にも配慮する必要があります。

他方で、買主候補にとって、当局からの処分等の有無は強い関心事であることから、今後の処分等や展開を把握するために、買主候補から当局とのやりとりの状況について開示するよう求められることが考えられます。

そのため、売主・対象会社としては、このような状況の場合、当局による調査の状況、当局との関係性・折衝の状況、M&A取引の状況等、様々な事情を考慮の上、開示の可否や、開示をするとしてもどの範囲で開示するのかという点について、慎重な判断が求められます。

### 3. 開示書類における記載の要否

上場会社を当事者とするM&A（特に対象会社が上場会社である場合）には、証券取引所の有価証券上場規程に基づく適時開示や金商法に基づく開示書類（以下、単に「開示書類」と総称します。）が必要となる場合があります。そのようなM&Aの開示書類において、近時、不正・不祥事への言及がある事例が見受けられます。

開示書類において不正・不祥事に言及する背景としては、主に2つの場合があると考えられます。1つは、証券取引所や財務局等から開示書類への不正・不祥事に関する

<sup>3</sup> なお、不正調査の実務において設置される第三者委員会をはじめとする調査委員会が作成した調査報告書については、様々な種類のものがありますが、そもそも秘匿特権が成立しないものもあります。

## CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

る記載を求められる場合です。もう 1 つは、M&A の遂行にポジティブに働くという当事者の判断のもとに、開示書類に不正・不祥事にあえて言及する場合です。

対象会社が不正・不祥事に関する調査や再発防止の過程にあるような事案では、証券取引所や財務局等から開示書類への不正・不祥事に関する記載を求められる可能性があります。特に、不正・不祥事が発覚した企業を救済する目的の M&A では、不正・不祥事が M&A の検討の契機であることから、M&A の実施を決定するに至った背景や目的等の説明の一環として、不正・不祥事への言及が求められると考えられます。

これに対し、対象会社による不正・不祥事の調査が完了してから数年が経過し、市場における対象会社の株価への不正・不祥事の影響も落ち着きを見せているような事案では、必ずしも開示書類への不正・不祥事の言及は必要ないと思われれます。もっとも、このような事案においても、不正・不祥事からの改善状況を示すことや、M&A が不正・不祥事からの脱却を決定づける意義のあるものであることをアピールすることにつながる場合等の状況においては、当事者の判断で、開示書類において積極的に不正・不祥事の経緯や再発防止策の実施状況に言及することも一案と思われれます。

### 4. インサイダー取引規制との関係

前記 3 のポイントに加え、上場会社を対象会社とする M&A においては、インサイダー取引規制との関係についても留意する必要があります。インサイダー取引規制との関係では、当該不正・不祥事が、「重要事実」（金商法 166 条 2 項各号）に該当するかという点について検討する必要があります。不正・不祥事については、特に 2 号から 4 号までの列挙事由への該当性を検討し、かかる列挙事実に該当しないと判断される場合であっても、「上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」（いわゆるバスケット条項）（金商法 166 条 2 項 4 号）への該当性について検討する必要があります。

当該不正・不祥事が「重要事実」に該当すると判断される場合、インサイダー取引規制の対象となるため、その対応を検討する必要があります。また、公開買付け（TOB）の場合であっても、同規制の対象となります。そのため、同規制との関係から、公開買付け開始を実施する前に、対象会社による当該不正・不祥事の公表（金融商品取引法 166 条 1 項・3 項）が必要となることから、売主、買主及び対象会社間でその公表時期等を検討する必要があります。

さらに、当該不正・不祥事に関し、どの程度の内容を公表すればインサイダー取引規制が解除されるのかという点が問題となります。インサイダー取引規制における「公表」とは、当該公表により、一般投資家の投資判断に影響を及ぼすべき事実の内容が全て明らかにされる必要があると解されています。そのため、必ずしも当該不正・不祥事に係る調査・対応等の詳細な事項について開示する必要はなく、一般投資家の投資判断に影響を与える程度に当該不正・不祥事に関する事項が開示されていれば足りると考えられます。もっとも、インサイダー取引規制における「公表」の要件を充足する観点からのみならず、公表による影響の程度やステークホルダーに対する説明

## CRISIS MANAGEMENT NEWSLETTER

責任の観点からも、どの程度の内容を公表すべきかを検討する必要があることから、事案ごとに個別具体的な事情に応じて、慎重な判断が求められます。

### Ⅲ. おわりに

以上のとおり、不正・不祥事が発覚した企業を対象会社とする M&A においては、通常の M&A よりも、多種多様な検討事項が生じます。特に不正・不祥事が進行中の案件においては、予測不可能な事態が生じるおそれもあります。そのため、このような M&A 案件は、非常に難易度が高いことから、周到な事前準備と臨機応変な対応が必要となります。実際に、当職らがこのような M&A 案件に直面した場合には、M&A と危機管理のそれぞれの分野において、深い知識と豊富な経験を有する複数の弁護士がチームを組み、様々な事態に対応できる体制を整えた上で臨んでおります。

また、このような M&A 案件は、検討が進められるものの、様々な障害によって頓挫するものも多く、わが国において、参考となる事例は必ずしも多くはありません。

M&A は、不正・不祥事が発覚した企業を立ち直らせる重要な 1 つの手段となり得るものであり、これによって、その企業の従業員や取引先、株主等、様々なステークホルダーが救われる可能性があります。

近時、不正・不祥事が発覚する企業が後を絶たないわが国において、企業に不正・不祥事を予防する方策を広めることが何より重要なことであると思われませんが、不正・不祥事が発生した企業を対象会社とする M&A の実務が浸透することによって、多くの企業が立ち直るきっかけを掴むことも、また大変意義のあることであると思われます。

(当事務所に関するお問い合わせ)  
森・濱田松本法律事務所 広報担当  
mhm\_info@mhm-global.com  
03-6212-8330  
www.mhmjapan.com