

関係者を巻き込むタイミングは？ 未上場企業を買収する際の 情報管理のポイント

後継者の不足から中小企業の廃業が増加している。中小企業の円滑な事業承継は地域経済活性化や雇用維持のために欠かせず、多くの中小企業の経営者が引退を迎えるこれから10年間で事業承継のヤマ場といわれている。

このような背景から未上場の中小企業を対象としたM&Aは増加しており、この傾向は今後も続くことが見込まれる。一方で、大企業と未上場の中小企業では社内体制やM&Aに対する関係者の認識に大きな差があることが少なくない。本稿では、情報管理の観点から未上場の中小企業をM&Aで取得する場合の留意点を考察する。

かえでファイナンシャルアドバイザー(株)
佐武 伸
プリンシプals(株)
藤波 由剛

情報管理の重要性

M&Aにおける情報管理の重要性は広く知られるところである。買い手が上場会社でM&Aが金融商品取引法に定める重要事実で該当する場合は、対象会社が上場から未上場にかかわらず、当該案件はインサイダー情報である。買収される対象会社の上場目転じてみると、対象会社が上場会社であれば、当該案件は対象会社にとって当然ながらインサイダー情報となる。インサイダー情報の漏洩はインサイダー取引を誘発し、インサイダー取引そのものが問題だけでなく、M&Aとの関係ではインサイダー問題の発生や関連企業の株価の急激な変動により、案件が中止に追い込まれることもあり得る。

したがって、M&Aがインサイダー情報に該当する場合は、インサイダー取引防止の観点から検討段階より情報管理を厳格に行い、誰が、どのようなタイミングで、何を、どのようにして検討し、関係者が明確に認識する必要がある。

一方で、買い手が上場会社でもM&Aが買い手の企業規模に対して非常に小さいといった理由で重要事実で該当せず、買収対象が未上場の中

小企業であれば、法的な意味でのインサイダー情報は存在しないことになる。しかし、中小企業は社内体制やM&Aに対する関係者の認識が上場会社と異なることが少なくなく、インサイダー取引防止とは別の観点でM&Aにあたっては情報管理に細心の留意が必要である。

本稿では、未上場の中小企業を上場会社がM&Aで取得する場合の、インサイダー取引防止や買い手の適時開示といった観点を除いた情報管理の留意点について考察したい。

M&Aのプロセスと 当事者(前提)

一般的なM&Aのマイルストーンとしては、①基本合意の締結、②株式譲渡契約など最終契約の締結、③クロージングがある。また、M&Aの実施を広く一般に知らせる手段としては、適時開示またはホームページでの任意開示(プレスリリースや説明資料の開示など)が重要である。これらの情報開示で案件当事者から発信された内容は公に既知の情報となり、社内外の関係者とコミュニケーションできるようになる。

本稿では、上場会社が未上場の中小企業を買収し、最終契約締結後に情報開示を行う場合を想定する。

M&Aにおける対象 会社の事情

なお、基本合意を締結し証券取引所が定める軽微基準に該当しない場合は、その時点で適時開示の必要性を検討する必要がある。しかし、中小企業の経営者は実施が確定しない段階でのM&Aの情報開示を徹底して避けるため(詳細は後述)、基本合意を意図的に結ばないことも選択肢になる。M&Aの実務上も当事者間で信頼関係が築けていれば基本合意を締結せずに案件の検討を進めることは多い。いずれにせよ、基本合意の段階では確定している情報が限られるため、情報開示しても社内外のステークホルダーに説明できる内容は限られることが多い。

未上場の中小企業のM&Aを検討する際には、発行済株式の多くを保有する経営者(原則として社長などの経営トップ)とコミュニケーションを取る場合がほとんどである。中小企業の経営者は、誰よりも自社の将来を考えており、自身の引退後も会社を継続させたいと考えれば事業承継を検討する。後継者としては親族(特に自身の子)が第一の候補となるが、後継者となる親族がない場合は外部の買い手を探すことになる。

対象会社の関係者① 経営者の親族

このような背景があるため、中小企業のM&A案件の当初は、M&Aの検討が経営者のみで行われることが多い。中小企業の経営は経営者の肩にかかっていることが多いため、引退を考えている事実が周囲に伝わると、従業員や取引先の動揺を招きやすい。また、経営者にとって事業承継は相続対策の一環という側面もあり、機微情報である可能性が極めて高い。

したがって、未上場の中小企業のM&Aでは、対象会社で案件の存在を知るメンバーが少なく、上場会社が対象の場合とは異なる意味で情報を知る人を限定し、情報管理を厳格に行う必要がある。

そうはいつても、経営者だけでM&Aをやり遂げることはできないため、どこかの時点で対象会社の経営者も検討の事実を関係者に伝える必要がある。まず、重要な関係者は親族だ。経営者の親族は、対象会社の役員を務める場合、株式を多数保有している場合、対象会社とさまざまな取引(不動産の貸借や事業上の取引など)を行っている場合があり、事業を引き継がない場合でも経済的

な利害関係が大きい。このような関係がない場合であっても、対象会社の譲渡により経営者はまとまった金額の対価を得るため、親族は多かれ少なかれ経済的な利害関係をもっている。また、対象会社が家業と位置づけられている場合は、経営者の親族が対象会社の事業や従業員などと心理的に非常に強い結びつきをもっていることもあるだろう。

このように経営者の親族はM&Aの重要な利害関係者であるため、経営者もある時点で親族の合意を得る必要がある。買い手の観点でポイントは以下の2点だ。

第一に、案件が進んだタイミングで親族の反対により案件が中止となることがないよう、経営者に親族への対応を促す必要がある。具体的に、いつ、どのように親族内で合意を得るかは親族間の関係を含む繊細な問題であり経営者に委ねるしかないが、親族外の第三者に譲渡する方向性にだけ早期に合意を得て、詳細は経営者が一任を受ける、M&Aの交渉がすべてまとまってから最終契約の直前や直後に決定事項として親族へ伝えるなど、親族とのコミュニケーションを経営者にしっかりと考えてもらうことが重要だ。

第二に、買い手と売り手である程度の合意ができるまでは、M&Aの

詳細は親族に明かさないう、経営者に伝える必要がある。M&Aでは交渉のプロセスで主要な条件が変更になることが少なくないし、案件が中止になることもある。複数の買い手候補がいる場合、どの会社が検討を途中で取りやめたといった情報が親族に伝わって、案件の進行や対象会社の経営にプラスになることは何一つない。親族が案件の詳細に口を挟むと本来まとまる案件がまとまらなくなるリスクがあり、買い手が上場会社である場合は、対象会社の関係者によるインサイダー取引を誘発するリスクもある。親族にはできる限り交渉の詳細を明かさないう望ましい。

対象会社の関係者② 案件チーム

親族の次に重要な関係者は、事業承継を検討する経営者以外の役員だが、先に案件チームについて説明したい。

M&Aの検討を進めるには、買い手の依頼に応じて対象会社が情報提供を行う必要がある。事業概要や基本的な財務情報の提供依頼から始まり、デューデリジェンス(以下、「DD」という)に至れば、法務、財務、税務、環境などに関する詳細な情報

開示を買い手は求めることになる。

したがって、事業承継を検討する経営者が社内ですべて情報を共有するのは、管理担当役員や経理部長などM&Aの実務を取り仕切る担当者である。M&Aの検討当初は、取引先への説明など理由をつけて経営者が最低限の情報を社内を集めることも可能だが、検討が進めばすぐにそれでは対応できなくなる。買い手にとっては、細かな情報を対象会社の経営者へ都度依頼することは、実務上効率が悪いだけでなく、経営者が詳細に調べ上げられていると感じて気分を害するリスクもあり、案件が進むようであれば早期に実務担当者アサインするよう、対象会社に働きかけることが重要だ。

ただし、その場合であっても対象会社の実務担当者は最低限のメンバーであることが望ましい。中小企業の従業員は、M&Aを「会社が売られる」「仕事のやり方が変わる」とネガティブに捉えていることが少なくない。また、情報の共有範囲が広がって取引先や競合に情報が流出すると、取引先が動揺する、競合がネガティブな噂を流す、競合が積極的な営業攻勢をかけてくるといった事態を招く可能性がある。

経営者と最小限の管理部門の担当者のみをメンバーとして検討を進めすのかが明確にコミュニケーションすることが重要だ。したがって、社内事情をよく知る経営者から依頼があれば、クロージング前であったとしても最終契約締結後は対象会社の役員と買い手はコミュニケーションを取る必要がある。これは買収後の統合作業(PMI)にも直結しており、PMIにおける買い手と対象会社のコミュニケーションの重要性は強調しても強調しすぎることではない。

ただし、買収後も従来の経営者が引き続き対象会社を運営する場合は、株主となる買い手が対象会社に無用に口を挟む必要はない。これは従業員などへの説明でも同様である。

また、クロージング前ではなく買手と対象会社は第三者の関係であるため、機密性の高い営業情報などの共有については、両社が直接の競合関係にあり市場シェアが高いといった場合に独占禁止法上の問題を生じさせる可能性があるため、案件の検討段階から留意が必要である。

対象会社の関係者④ 従業員

その他の役員と同様の背景から、従業員に対するM&Aの説明は最終契約締結および情報開示の直後に行

ていても、DDの資料準備やインタビューに対応するために、事業部門とのやり取りが必要となることは多い。その際に、対象会社がM&Aの検討を社内ですべて秘密としたいのであれば、買い手は経営コンサルタントを装い経営分析を目的として資料請求やインタビューをする体裁を取るなど、対象会社の事情に十分に配慮する必要がある。M&Aの検討を従業員に徹底して知られたくない極端な場合には、本格的なDDのインタビューなどを最終契約後にクロージング・コンディションとして実施する場合すらある。

情報管理から離れるが、中小企業はそもそも社内で日常的に整理されてスムーズに開示できる情報が限られている点にも、買い手としては配慮が必要だ。大企業が社内と同じ基準で詳細に対象会社に対して情報依頼をする、対象会社が社内管理体制の未整備や人員の不足から返答に窮することがある。未上場の中小企業のM&Aを検討する場合は、事業上のシナジーが十分に見込めるのであれば、案件を中止せざるを得ない法律上の重要な瑕疵があるときなどを除き、多少の管理体制の未整備には買収時点では目をつぶって、買い手が買収後に整備するといった方針で臨むことも考えられる。

従業員は役員以上にM&Aの背景や目的がわからず不安に感じることが多い。リストラが行われるのではないか、雇用条件や社風が変わるのではないかとという直接的な不安も大きい。

買い手としては、経営者と相談し必要に応じて説明会を開催するなど、M&A後の対象会社の経営方針についてしっかりとコミュニケーションを取る必要がある。また、詳細を説明しすぎるとかえって混乱を招くことがあるため、従業員のレベルや不安に合わせて、「変わる」「変わらないこと」をコンパクトにコミュニケーションすることが必要だ。

対象会社の関係者⑤ 取引先

重要な取引先へは最終契約締結および情報開示後にM&Aの背景や目的を説明する。取引先にとっては、取引の内容や条件に変化があるか、対象会社の与信に変化があるかが主な関心事項である。買い手としては、対象会社に対して必要な情報提供を十分に行いたい。

なお、対象会社の取引先との契約にチェーン・オブ・コントロール条項(対象会社の支配株主が交代し

また、対象会社に顧問の専門家(税理士や会計士など)がいる場合は、対象会社に守秘義務を解除してもらったうえで、これらの専門家に直接インタビューを行うこともあり得る。これらの専門家は、対象会社の内情(財務や事業だけでなく、社内の人間関係など)に顧問として通じており、さらに、専門家として守秘義務を負っているため、M&A検討の事実が外部に漏れにくい、専門的な会話が通じやすいといったメリットがある。しっかりとした専門家が対象会社に関わっている場合に、経営者をはじめ対象会社のメンバーが同席せずに専門家へインタビューを実施できると、率直かつ有益な見解を確認することができる。

対象会社の関係者③ その他の役員

さて、親族の次に重要な関係者は事業承継を検討する経営者以外の役員である。しかし、普段は事業について経営者が役員と積極的に議論をしている場合であっても、M&Aについては案件がある程度まとまるまでは、案件チームに含まれる管理担当の役員以外にはできる限り情報を共有しないことが望ましい。

M&Aは支配権の変更を伴うた場合に、取引の条件や継続を見直す条項が含まれている場合がある。それが重要な契約のときには、対象会社の事業の継続性に直結するため、M&A後も取引条件に変更を生じさせない承認を取引先から得るか、少なくとも取引条件に変更が生じないよう、対象会社が取引先と面談し努力することをクロージングの前提条件とする場合がある。チェーン・オブ・コントロール条項が付されていない場合、中小企業の重要な取引先が株主の変更を受けて取引関係を大幅に見直すことは少なくない。重要な取引先との関係のマネジメントについては慎重な検討が必要である。

対象会社の関係者⑥ 取引金融機関・信用保証協会

取引金融機関や信用保証協会などに対して、原則として最終契約締結および情報開示後に説明を行う。大規模な設備投資や事業計画など重要な経営判断について、中小企業は信頼関係を維持するために取引金融機関に事前に説明することが少なくない。しかし、M&Aは支配権の変更を伴い、買い手が上場会社であれば買い手のインサイダー情報に該当

め、事業や人事の方針がM&Aの前で大きく変わることが少なくない。M&A後の対象会社の事業方針や経営体制について方向性がある程度明確になっていなければ、中途半端な情報共有は役員への不安を煽り政治的な動きを誘発するだけだ。そのため、案件メンバーに含まれない役員がM&Aを知ることは、最終契約締結の前後であることが多い。取締役会に参加する役員へは最終契約締結前に説明することになるが、それ以外の役員へは原則として最終契約締結および情報開示の直後に説明を行う。ただし、事業において非常に重要性の高い役員(いわゆるキーマン)については扱いを別にし、検討の途中でも情報を共有することは、事業の観点でも当該役員とのコミュニケーションや心情の観点でもあり得るだろう。

買い手としては、このような事情を理解したうえで、経営者が社内では対象会社のM&A後の経営方針について説明できるように、必要なサポートをしっかりと行うことが重要だ。M&Aの前後で事業方針や経営体制に大きな変更がないほうが動揺は生じにくい、何も変えないほうがよいということではない。経営方針や人事の変更があったとしても、なぜ変えるのか、変化を通じて何を目標

する可能性もあるため、取引金融機関等への説明は原則として最終契約締結および情報開示後に行う。取引金融機関の担当者がM&Aに明るくない場合は困惑するかもしれないが、事前に説明できなかった事情を伝えれば、理解は得られるだろう。例外は、対象会社が債務不履行に陥り取引金融機関と事業再生の協議が進行している場合や、対象会社の借入条件にチェーン・オブ・コントロール条項が付されており、M&Aが期限の利益の喪失をもたらすが借入を維持したいような場合である。前者の場合は、M&Aの交渉プロセスに取引金融機関が参加することとなる。

後者の場合は、最終契約締結および情報開示後に取引金融機関へ説明・交渉を行うことが原則である。借入れが多額で重要性が非常に高い場合は、期限の利益の維持をクロージングの前提条件に含めることもあり得るだろう。対象会社と取引金融機関の関係によっては、最終契約締結前に取引金融機関へ説明することもあり得るが、取引金融機関へM&A後の期限の利益の維持など何らかの意思決定を求める場合、情報漏洩のリスクがあること、情報のやり取りと金融機関の意思決定に時間を要すること、最終契約が締結されてい

ない状況では金融機関として意思決定ができない可能性があることに留意が必要である。

取引金融機関との最終契約締結前の交渉は案件に多くの不確実性とリスクをもたらすため望ましくなく、最終契約締結後の交渉で取引金融機関の理解が得られない場合は、買い手が対象会社の資金調達をサポートする準備があると案件に取り組みやすい。

なお、対象会社の取引金融機関はM&A後に買い手の方針により変更されることがある。対象会社にとって、取引金融機関は事業をとに進めてきたパートナーである。取引金融機関を買い手の意向で変更する場合は、遅くないタイミングで対象会社へ新しい方針を伝えることが必要であろう。

情報開示にあたっての留意点

ここで、情報開示および社内外のステークホルダーとのコミュニケーションにあたっての留意点を述べたい。

まず、適時開示や任意開示にあたっては、案件当事者からすべてのチャネルで発信される情報が一貫していることが重要である。したがって、

買い手と対象会社や売り手で、情報開示前に十分な内容のすり合わせが必要になる。また、情報の伝わるタイミングに差が生じて社内外のステークホルダーに混乱を来さぬよう、案件当事者それぞれの開示のタイミングをできる限り揃えることも重要である(インサイダー規制との関係では、上場会社による適時開示がはじめに行われるほうがよい)。

従業員、取引先や取引金融機関など、社内外のさまざまなステークホルダーとコミュニケーションを取るにあたっては、適時開示や任意開示と説明が一貫していなければならぬ。これらの多様なステークホルダーには関係者が手分けして説明を行うため、想定問答を準備し関係者間で共有しておくことも必要になる。

なお、案件の内容や意図を広く世間に知らせたい場合には記者会見が行われる。準備での注意点は変わらないが、記者会見で説明した内容はすぐに報道されるため、念入りに事前準備を行わなければならない。

また、適時開示の必要がなければ任意開示も行わないという選択肢はあり得る。対象会社の規模が非常に小さいなどの特段の事情がなければ、買い手は最低限の任意開示を行うことが多いだろう。一方で、対象

会社では、社内外のステークホルダーの数が少なくホームページでの情報開示がかえって混乱を招きかねないときには、任意開示を行わないことも少なくない。その場合、対象会社は必要な関係者に個別に説明を行うが、個別に説明する内容は買い手とすり合わせておく必要がある。

買い手の関係者

最後に、買い手の関係者についても簡単に触れたい。買い手においても案件チームの関係者を最小限とすることは、M&Aの一般的な情報管理と同様である。買い手の案件チームは経営企画や財務など企画部門の担当者が中心となることが通常である。ただし、買収後のPMIを考えると、事業部門のマネジメントや企画担当者も案件チームに加わることを望ましい。対象会社のDDは、リスク事項を確認するだけでなく、買収後の対象会社の経営や買い手とのシナジーの写真を描くためのプロセスでもある。善管注意義務を果たし適切な価格で買収するためにリスク事項の確認が重要であることは間違いないが、事業の視点での検討はより重要といっても過言ではない。DDを通じて買収後の事業計画について十分に検討を行い、買収後のモ

ニタリングにつなげられれば理想的である。買収後の減損といった事態を避けるためにも、案件の検討段階からPMIまで一貫して事業部門のメンバーが参加することを勧めたい。

ただし、クロージング前はあくまで買い手と対象会社は第三者の関係であるため、情報共有に案件の検討段階から留意が必要な場合がある点は前述のとおりである。

藤波 由剛(ふじなみ・ゆうこう)
プリンシプلز(株)(ビジネス視点の実践的な会計・ファイナンス教育やM&A研修を金融機関や事業会社へ提供。http://www.principles.jp)代表取締役。野村證券(株)にてM&Aアドバイザー業務に携わった後に現職。共訳に『人事と組織の経済学・実践編』(日本経済新聞出版社、2017年)。東京大学法学部卒業、シカゴ大学ブース経営大学院修了(MBA)。

佐武 伸(さたけ・しん)
かえでファイナンシャルアドバイザー(株)(M&A・再生M&A専門のコンサルティング会社。http://www.kaedefa.com)代表取締役。公認会計士、税理士、MBA(米国サンダーバード国際経営大学院)。近著に『M&Aによる事業再生の実務』(共著、中央経済社、2013年)、『M&Aコンサルティングの実務』(中央経済社、2012年)。