

2019年6月

社内承継—SPCによる資金調達（その②）

前号では、SPCを主体とする資金調達の概要及びSPCへのエクイティ出資について解説しました。

本号では、MBO/EBOにおける資金調達の手法としての金融機関からの借入に関する特徴的な点を説明するとともに、資金調達後に予定されるSPCによる対象会社の株式取得及び合併に係る留意点について解説します。

3. 金融機関からの借入

MBO/EBOにおいて用いられるSPCによる金融機関（レンダー）からの借入は、一般的なローン（コーポレート・ファイナンス）と異なる特徴的な点がいくつかありますので、以下で解説します。

（1）コベナンツ（誓約事項）

SPCによる金融機関からの借入は、通常、対象会社の信用力のみによって行われ、実質的な買収主体である後継者役員自身は返済義務を負わないノンリコースの建付けとなりますので、SPCに対して貸付を行う金融機関としては、対象会社のキャッシュフローの外部流出を防ぎ、その業況等を適時にモニタリングする必要があります。このためローン契約においては、対象会社の事業活動を制約する種々の条項（コベナンツ）を規定することが一般的です。

例えば、「ファイナンシャル・コベナンツ」（財務制限条項）が挙げられます。具体的にはデット・サービス・カバレッジ・レシオ（DSCR/フリーキャッシュフロー÷デッド・サービス（支払利息、コミットメントフィー、エージェントフィー、約定弁済元本額等））やレバレッジ・レシオ（借入金額÷EBITDA）を一定の水準に維持すること、資本勘定を一定以上に維持すること等が挙げられます。

また、設備投資額は将来のキャッシュフローに重大な影響を及ぼすため、事業計画で想定する設備投資額に余裕を

もたせた金額を最大設備投資金額として、コベナンツを設定することがあります。この場合、最大金額に対して未使用額が残った場合には、翌年への繰り越しを認めるケースが多いです。

それら以外にも、モニタリングのための様々な書類提出・報告義務や、資産流出を制限するための配当制限、借入制限、役員賞与・報酬額の制限等の誓約が課されることがあります。

（2）担保権の設定

前記（1）のとおり、SPCによる金融機関からの借入れは対象会社の信用力に依拠して行われるものですが、SPCが保有する対象会社の株式に担保権を設定するだけでは、金融機関は担保権を実行したとしても、対象会社の株式を取得できるのみであり、対象会社の他の債権者に劣後することになります。そこで、金融機関としては、そのような劣後状態の解消を図るために、対象会社にSPCが負担する借入債務を連帯保証させるほか、SPCが保有する対象会社の株式や後継者役員が保有するSPCの株式だけではなく、原則的に、対象会社の資産にも担保権を設定することになります。以下では、担保権が設定される資産の内容及び担保権設定の方法について説明いたします¹。

（ア）株式

まず、SPC及び対象会社の株式に担保権を設定する方法には、大きく分けて株式質と譲渡担保の2つがあり、株式質は略式株式質、登録株式質の2つに分かれます。

これらのうち、特によく利用されるのは、略式株式質です。略式株式質は、株券発行会社の株式又は振替株式において認められる方法であり（以下では、株式等振替制度を採用している会社は検討から除きます。）、特に株券発行会社の株式の場合には、株券を質権者に交付することで効力を生じ（会社法146条2項）、質権者による継続的な株券の占有が第三者に対する対抗要件となります（会社法147条2項）。これにより、株式の二重譲渡を防止することができるほか、担保権実行時に株券を保有している

【事業承継WG/本号監修・執筆者（弁護士）】

中森 巨 (wnakamori@kitahama.or.jp)

池野 幸佑 (kikeno@kitahama.or.jp)

喜多野 恭夫 (kitano@kitahama.or.jp)

太田 慎也 (sota@kitahama.or.jp)

藤田 俊輔 (sfujita@kitahama.or.jp)

孝岡 裕介 (ytakaoka@kitahama.or.jp)

◆本ニュースレターは法的助言を目的するものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所又は当事務所のクライアントの見解ではありません。本稿の内容、テキスト等の無断転載・無断引用を禁止します。

◆本ニュースレターに関する一般的なお問合せは、下記までご連絡ください。

北浜法律事務所・外国法共同事業 ニューズレター係
(TEL: 06-6202-1088 E-mail: newsletter@kitahama.or.jp)

【大 阪】北浜法律事務所・外国法共同事業
〒541-0041 大阪市中央区北浜1-8-16 大阪証券取引所ビル
TEL 06-6202-1088(代)/FAX 06-6202-1080

【東 京】弁護士法人北浜法律事務所東京事務所
〒100-0005 東京都千代田区丸の内1-7-12 サビアタワー14F
TEL 03-5219-5151(代)/FAX 03-5219-5155

【福 岡】弁護士法人北浜法律事務所福岡事務所
〒812-0018 福岡市博多区住吉1-2-25
キャナルシティ・ビジネスセンタービル4F
TEL 092-263-9990/FAX 092-263-9991

<http://www.kitahama.or.jp/>

金融機関において単独で株主名簿の名義書換を行うことが可能となります。

株券発行会社ではない場合には、譲渡担保による方法や、定款を変更して株券発行会社とするとともに、実際に株券を発行し、略式株式質とする方法が考えられます。

なお、担保権の実行により、株式を担保権者に譲渡することになった場合、定款上株式譲渡制限の定めがある場合には、会社の承認を受ける必要があります。もっとも、定款上、一定の場合については会社の承認があったものとみなし、会社の承認を求めることを要しない旨を定めることが可能ですので、担保権実行による株式譲渡の場合には、承認があったものとみなす旨の定款の定めを設ける方法が考えられます。

(イ) 売掛債権

対象会社が取引先に対して有する売掛債権が担保に供される場合には、多数の売掛債権を対象とすることから集合債権譲渡担保が設定されることが一般的です。民法上、確定日付のある通知又は承諾により、債務者に対する権利行使要件及び第三者対抗要件を備えることが可能ですが、債務者である取引先が担保設定の事実を知ると、対象会社の信用に影響を与えることが考えられるほか、コストも伴うため、債権譲渡登記による第三者対抗要件のみを具備し、権利行使要件の具備はしないのが一般的です。

(ウ) 動産

また、対象会社が所有する材料や商品が担保に供される場合には、随時対象物が入れ替わっていくことから、一定の場所に所在する一定の動産という方法で対象物を特定する集合動産譲渡担保の方法によることが多いです。集合動産譲渡担保権の対抗要件は占有改定（民法 183 条）による集合物の引渡しで足り（動産譲渡登記によることもできます。）、対象会社は、集合物を構成する材料を使用したり、商品を売却したりすることも可能ですが、通常の営業の範囲を超える処分は集合動産譲渡担保権を毀損すると考えられるため、留意が必要です。

(エ) その他

その他、対象会社が所有する不動産や機械類、知的財産権などについても担保権が設定されることがありますが、かかる担保権設定の範囲については、対象会社の信用や当該資産の価値・重要度等を踏まえて個別に検討することになるため、金融機関との交渉にあたっては弁護士等の専門家に事前に相談し、協働するのが望ましいといえます。

4. SPC による株式取得

SPC が、現経営陣をはじめとする株主から対象会社の株式を取得することにより、対象会社は SPC の完全子会社となります。この際に、SPC は既存株主との間で、対象会社株式に係る株式譲渡契約を締結することになります。

一方で、前記 3 で述べたとおり、SPC が金融機関等から対象会社の株式取得のための資金を調達している場合、株式譲渡契約には、当該外部資金調達との関係で一定の考慮が必要になります。

以下、かかる観点から重要なポイントについて説明します²。

(1) 外部資金調達の内容及びスケジュールとの調整

株式譲渡代金に関し、株式譲渡契約において「買主は売主に対し、（特定の）クロージング日において、●円を支払う。」との規定がなされている場合、外部資金調達による資金が必要となるタイミングや金額は明確です。しかし、全ての株式譲渡契約においてかかる定めがなされているとは限りません。

例えば、以下のようなケースが考えられます。

① クロージング日が特定されておらず、クロージングの前提条件が充足してから●日以内と定められている場合

この場合には、買収資金が必要とされる正確なタイミングは、資金調達にかかるローン契約締結時には確定できません。もっとも、いつまでも株式譲渡のクロージングが行われないと当事者にとっても不安定であることから、将来の一定の日³までにクロージングが生じなければ株式譲渡契約が解除される旨の規定が置かれることも多いです。

② 株式譲渡契約において、いわゆる価格調整条項が設けられる場合

株式譲渡契約において、株式譲渡の譲渡価格設定の前提となった財務数値の日（評価基準日）からクロージング日までの間にある程度期間が見込まれるような案件では、評価基準日以降クロージング日までの間に生じた企業価値の変動を反映するために、クロージング日の対象会社の貸借対照表に基づく価格調整条項が置かれることも多いです。このような場合には、必要とされる買収資金の正確な金額は、資金調達にかかるローン契約締結時には分かりません。

(2) 株式譲渡のクロージングの前提条件—ファイナンス・アウト条項の活用

資金調達にかかるローン契約に規定される前提条件は貸付実行の前提条件ですが、株式譲渡契約に規定される前提条件は株式譲渡実行の前提条件です。そのため、株式譲渡実行の前提条件よりも貸付実行の前提条件が厳しい場合、株式譲渡実行の前提条件は充足されるのに貸付実行の前提条件は充足されないという事態が生じ、株式譲渡代金の支払義務を履行できなくなる可能性があります。

かかる事態が生じることを避けるべく、借入人（対象会社株式の買主）としては、両契約における前提条件ができるだけ同一になるよう交渉を行うこととなりますが、両契約はそれぞれ契約当事者や前提となる取引内容、事実関係も異なるため、前提条件を同一にすることは事実上困難です。

そこで、このような株式譲渡契約と SPC による資金調達にかかるローン契約の前提条件の差から生じる債務不履行リスクを完全に回避するため、株式譲渡契約にファイナンス・アウト条項、すなわち、買主である借入人が買収資金を調達できたことを買主の株式譲渡実行の前提条件として、買主がローンの実行を受けられなかった場合に、株式譲渡契約上の債務不履行の責任を問われることなく株式譲渡取引から離脱できるようにする旨の条項を設けることが考えられます。

(3) 表明保証・補償条項

株式譲渡契約において株式譲渡代金を定めた場合、資金調達にかかるローン契約における貸付人としても、対象会社の価値は、当該株式譲渡代金と同額であることを前提として、与信判断を行うこととなります。

しかし、当該価値算定の前提として表明保証の対象となっていた事実が誤りがあったなど、対象会社の価値が実質的にはそれ以下の価値しかないことが判明した場合、買主は売主に対して、株式譲渡契約の規定に基づき、表明保証違反等を理由に当該差額部分にかかる補償請求を行うこととなります。

もともと、この表明保証及び補償条項は、一般的に株式譲渡契約において最も激しい交渉の対象となる部分であり、交渉の結果、表明保証の範囲や補償請求の上限・下限・期間制限等が買主にとって必ずしも十分ではないことも考えられます。このように、買主にとって必ずしも満足できない内容の補償請求権は貸付人による債権保全の観点からも不十分になり得るため、貸付人としても、株式譲渡契約における表明保証条項や保証条項の内容について、十分に理解しておく必要があるといえます。

5. SPC と対象会社との吸収合併

SPC は、実質的な買収主体である後継者役職員等により出資された資金（エクイティ）及び金融機関からの貸付によって得られた資金をもって、対象会社の株式を取得することとなりますが、対象会社の株主は対象会社の一般債権者に劣後する関係にあるため、SPC に対して貸付を行い、SPC の資産である対象会社株式を担保として取得するのみでは、貸付人の権利は対象会社の一般債権者に劣後することになってしまいます。

かかる構造的な劣後関係を解消するため、対象会社が SPC の完全子会社となった後、速やかに、対象会社と SPC との間で吸収合併を行うことが一般的であるといえます⁴。

これにより、対象会社の一般債権者と貸付人の構造的な優劣関係は解消される他、金融機関からの貸付に係る支払利息等を SPC に取り込まれた対象会社の費用として計上できるため節税効果が期待できます⁵。また、SPC と対象会社の双方を存続させることによる管理の手間・コスト等の回避を図ることも可能といえます⁶。

¹ 以下、西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全〔全訂版〕上』（2017 商事法務）573～584 頁。

² 以下、大久保涼編著『買収ファイナンスの法務（第 2 版）』（2018 中央経済社）26～30 頁

³ 「ドロップ・デッド・デイト」や「ロング・ストップ・デイト」と呼ばれます。契約の締結日から、ドロップ・デッド・デイトまでの期間については、案件の規模や内容にも拠りますが、特別な問題のない案件では、数か月程度に設定されることが多いと思われます（戸嶋浩二・内田修平・塩田尚也・松下憲著『M&A 契約モデル条項と解説』（2018 商事法務）178～180 頁）。

⁴ なお、本文で記載したような、SPC に対する貸付人の構造的な劣後関係を解消するためには、前記 3（2）のとおり、対象会社による保証や担保提供がなされれば、対象会社と SPC の合併は不可欠なものではないと解されるため、かかる合併を行うことに何らかの支障がある場合（例えば、SPC を存続会社とする吸収合併を行うと、対象会社の事業に必要な許認可が消滅していまい、SPC が当該許認可を再取得するのに時間がかかる場合等）には、かかる合併を行わず、対象会社と SPC の双方を存続させる例もあります（西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全〔全訂版〕上』（2017 商事法務）555～556 頁）。

⁵ SPC と対象会社との合併を行わない場合、当該費用は SPC レベルでの損金となりますが、SPC 自身は事業を行っていないことから、当該損金に相当する以上の益金がないことが多いため、対象会社レベルで損金に算入できた方が、税務上効率的であることが多いといえます（西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全〔全訂版〕上』（2017 商事法務）555 頁）。

⁶ 以上、西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全〔全訂版〕上』（2017 商事法務）554～556 頁、日本弁護士連合会=日弁連中小企業法律支援センター編『事業承継法務のすべて』（一般社団法人金融財政事情研究会）143～144 頁。