

クロスボーダーM&A、PMIの成功ポイントと PMI後の海外子会社のあり方

第1部:クロスボーダーM&A手続き編 (抜粋・要約版)

2019年2月6日

小島国際法律事務所
弁護士 雨宮 弘和
amemiya@kojimalaw.jp

本日のトピック

1. はじめに(第1部の目的)
2. 準備段階1: アイディア段階
3. 準備段階2: 具体的なディールの準備
4. 実行段階1: 対象企業の評価
5. 実行段階2: 契約条件の詰めと実行
6. PMIから子会社管理へ
7. おわりに

1. はじめに

1.1 第1部の目的

1.2 お話しするスタンス

1.3 ディールの流れ

1.1 第1部の目的①

- 良く聞く不満

- 経営企画「PMIにおける実行力不足・人材不足だ」
- 事業部門「高値掴みだ」「何故次から次へと問題が露見するのだ」
 - 前工程は後工程に、後工程は前工程に失敗の原因を求めがち。



- ディールの各ステップは一体。それぞれのステップは有機的につながっている。

- 有能なFA&アドバイザーに依頼すれば全て解決？

- FA&アドバイザーが担当するのは実行段階。ある程度はパッケージ化されているがパッケージを使いこなせるかは会社のインプット次第。
- 実行段階を意味あるものにするのは準備段階。
- 実行段階はすべてその後のビジネスのもの。



- FA&アドバイザーがいない「実行段階」前後が決定的に重要。
- 実行段階も会社からの的確なインプットがなければ迷走する。

1.1 第1部の目的②

本セミナー第1部の目的

1. ディールの最初から最後まで有機的理解
2. 各ステップで起りがちな失敗例、有用な工夫例
→ 過去5年で実際に出会った具体例

1.2 お話しするスタンス

- 弁護士のディールに関わるスタンスは多種多様
 - 実行段階をたんとんと遂行 vs 顧問弁護士としての関与
 - 顧問弁護士としての関わり方
 - アイディア段階の様々な案件に触れる。ほとんどが形にならない！
 - 20年以上の時を経て、商取引(ex 技術援助)→合弁形成→合弁会社の日々の運営方針の相談→撤退の全てのプロセスに触れる。「取引をまとめればよい」という発想はできない。
- お話しする前提
 - 一定の企業規模のある日本企業が、
 - 海外事業を拡大するために、
 - 海外企業の株式買取契約を、
 - オークション形式で進める。
 - これが基本形。適宜、合弁関係の組成、相対取引に関する問題も。

1.3 デールの流れ

準備段階

- アイディア段階(案件のスクリーニング、目的確認)
- 取引の具体的準備(ストラクチャー検討、キックオフへ)

実行段階

- 対象企業の評価(DDと企業価値評価)
- 契約条件の確定と実行

ポスト クロージング

- Post Merger Integration (PMI)
- 海外子会社・グループ会社の管理

2. アイディア段階

2.1 案件のスクリーニング

2.2 オークション型と相対型

2.3 ディール目的とフィージビリティ

<事例1>ライセンシーのペースに乗せられて

<事例2>FAのペースに乗せられて

<まとめ>

2.1 案件のスクリーニング

- いろいろなルートがある

1. 現地の取引先・技術援助先が資本参加・買収を提案
2. FAの持ち込み案件
3. 現地のコンサルを起用し定期的に複数の候補企業を提案させる
4. 投資ファンドに出資するなどして現地のコネクションを複数つくる



- 上記1、2は受身になりがちなので要注意。

- ルートは色々あるが、案件の進め方は2種類

- 相対型(一対一の相対の交渉)
- オークション型(Process Letterに沿って複数の買主候補が入札)

2.2 オークション型と相対型①

- 基本はオークション型

1. Process Letterで手続き、期限が明示される。

1. 入札参加意思表示、DD実施期間、最終意向表明。2段階に分けて示されることが多い。
2. Management Interview、各部門のInterviewの概ねのタイミングが示されることもある。
3. Information Request List送付後のクラリフィケーションの実施手順が示されることが多い。



- オークション型の形をとっているが実際の買収候補者は1社だけということも少なくない。
- Process Letterで示された手続き、期限は変更を受けることが少なくない。

2. Information Memorandumで対象会社の概要が一応分かる。

1. 財務諸表のサマリー
2. 対象会社の来歴とビジネスモデル

2.2 オークション型と相対型②

- 相対型は準備段階に負荷がかかる。
 - Process Letterでまとめられる事前の枠組み設定を行う。
 - Information Memorandumで与えられる情報入手する。
- 
- 先方がディールになれていない、FAもつけないという状況であると作業量は多くなる。
 - 自社の経営企画部門、投資企画部門(あるいは自社FA)の力量が問われる最初の段階。
-
- 相対型は、オークション型に比べれば、実行段階につき、柔軟に後々の修正をしやすいのは事実。

2.3 ディール目的とフィージビリティ①

- FA/コンサルの持ち込み案件には釣書がつく。魅力的なプレゼンテーションも行われる。

西インドに所在するX社はアフリカ、中東の企業との交流が活発。東南アジアに既に足場を築いた貴社は、X社を買収し、インド市場を手に入れるだけでなく、将来的なアフリカ・中東への進出の足がかりに出来るものと考えます。

2.3 デイール目的とフィージビリティ②

- 本当に釣書どおりの将来になるのか？

1. ビジネス面(シナジー)

- 自社製品をX社に製造販売(あるいは輸入販売)させることが最善手なのか。X社の既存製品と食い合わないのか。
- 自社製品のインドの既存顧客と、X社のインドの顧客に重なりは無いのか。
- 自社製品はアフリカ・中東の市場に受け入れられるものなのか。

2. 人材面

- インド企業を経営できる人材は社内にいるのか。どうやってグローバル人材を育成するのか。

3. 法務税務面

- インドからアフリカ・中東に自社製品を輸出することが法律上可能として、その税務コストは計算したのか。

2.3 デール目的とフィージビリティ③

- 対極にあるアプローチ(R社の例)。
 - クロージング後の実行部隊(事業部門)がマーケット調査・企業スクリーニングを行う。
 - 最初の1社は小さい会社、少し面白味にかけるくらいの案件。
 - デールの準備段階から、クロージング後の実行部隊(事業部門)が積極関与。
 - クロージング後、最初の会社の経営を通じてマーケットの実態を知る。
 - 本丸となる企業を見極め買収に入る。

事例1 ライセンシーのペースに乗せられ・・・①

(省略)

事例1 ライセンシーのペースに乗せられ・・・②

(省略)

事例2 FAのペースに乗せられ・・・①

(省略)

事例2 FAのペースに乗せられ・・・②

(省略)

アイデア段階(まとめ)

- アイデア段階は企業が一番能動的にならなければならない局面。
- ここで外部に頼って受身になると悲惨な結末を迎えかねない。
- 悲惨な結末というのはディールブレイクではない。買うべきでない会社を買ってしまう、組むべきでない合併パートナーと組んでしまうこと。
- コントロールのための追加コスト・人材投入(コントロールできずに結局本社の巨大な特別損失に跳ね返るケースも少なくない)。その結果としてのキーパーソンの士気低下。

3. 具体的なディールの準備

3.1 ディールストラクチャーの大枠検討

3.2 キックオフミーティング

3.3 チーム内の日本弁護士的位置付け

<事例3> ディールストラクチャーをスルーして

<事例4> 社内コンセンサスを欠いた現地弁護士選定

<まとめ>

3.1 ディールストラクチャーの大枠検討①

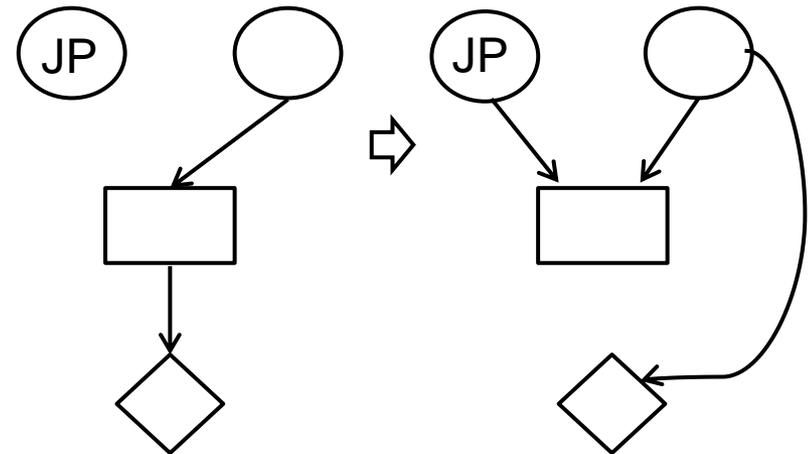
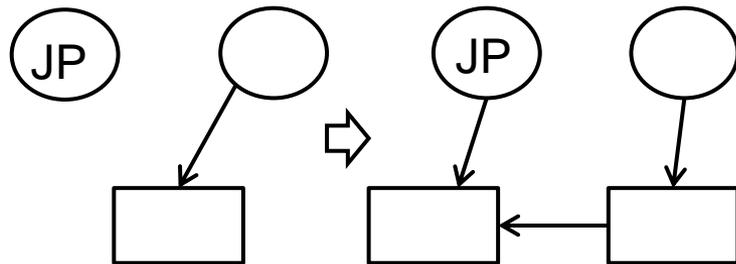
- ディールストラクチャーを決めるということは
 - ① 最終的な資本関係図(カーブアウトを含む)を描くだけでなく、
 - ② その最終資本的な関係図に至るまでに誰がどういうステップをいつ踏むのかを明確にすること。
- 初期段階で検討する理由
 - ① スケジュール管理、外部費用の管理
 - ② ディール終盤で相手とこじれて迷走することの防止

3.1 ディールストラクチャーの大枠検討②

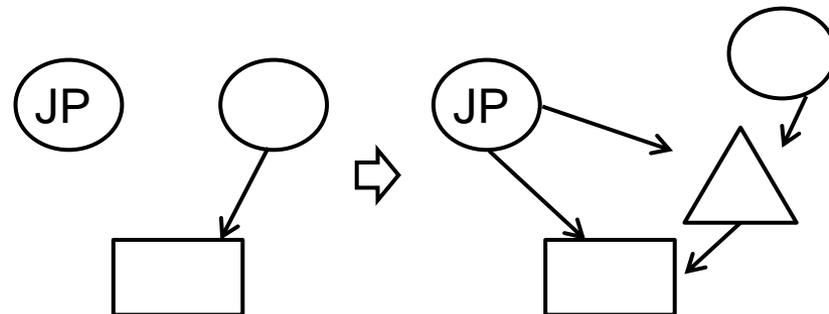
- 検討の仕方
 - 自社の資金振込(クローリング)ですべての取引が完結するようなディールストラクチャーを第一案とする。そのうえで、どこまでなら妥協できるか予め決める。
 - 会社の経営企画部門が自社の法務部&顧問弁護(ディール遂行にニュートラルな立場)と主体的に吟味することが適切。
- オークション型と相対型
 - オークション型は単純な株式買取りが多い。
 - 相対型はもう少し複雑な要素が絡むことが多いので注意が必要。

3.1 ディールストラクチャーの大枠検討③

＜基本形1＞対象事業切出型 ＜基本形2＞不要会社切離型



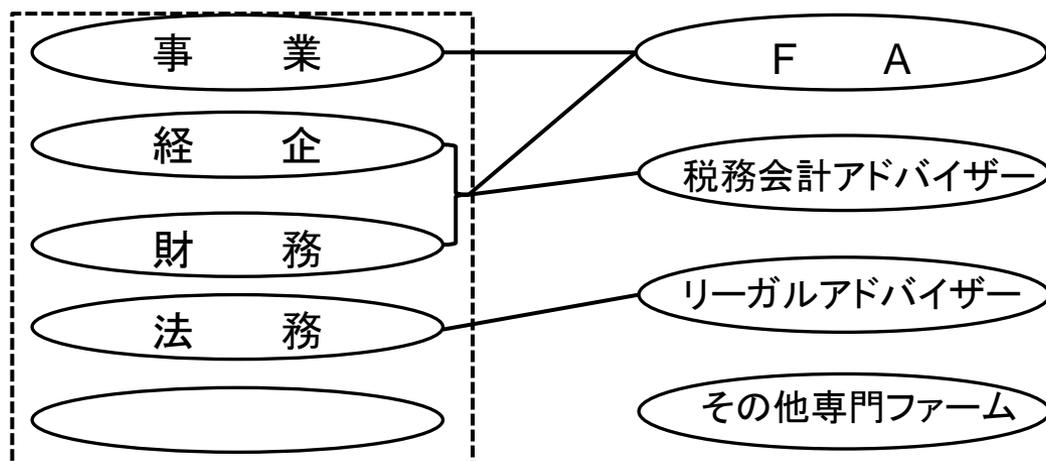
＜基本形3＞親子型



3.2 キックオフミーティング①

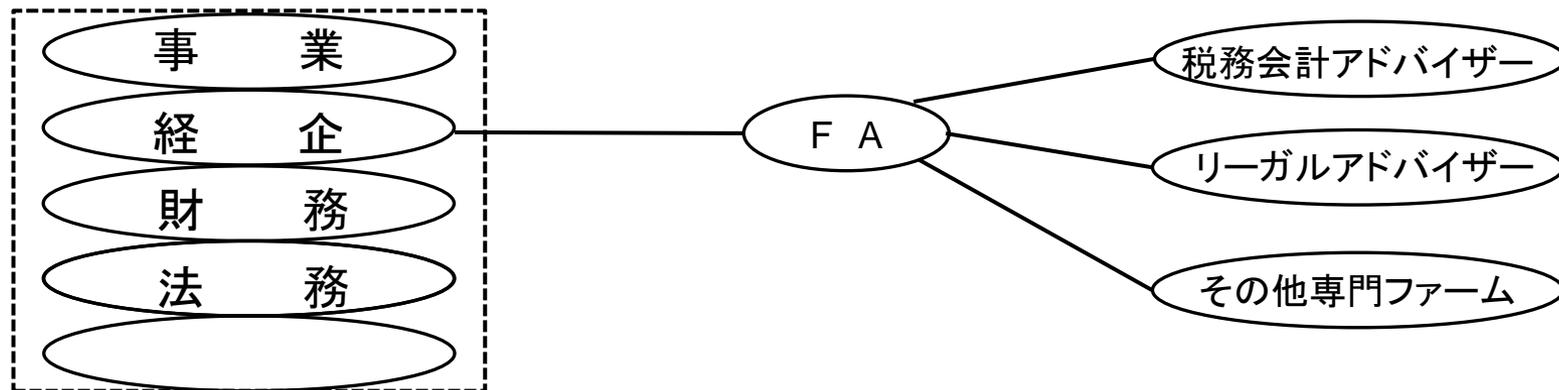
- キックオフミーティングの目的は、①関与する部門・外部アドバイザーの関係を共有し(チームング)、②クロージングまでの工程を共有すること。
- チームング
 - 実務上のポイントは情報の集約機能をどこまで、誰に(自社経営企画 or FA)集約させるか

<基本形1>分散型

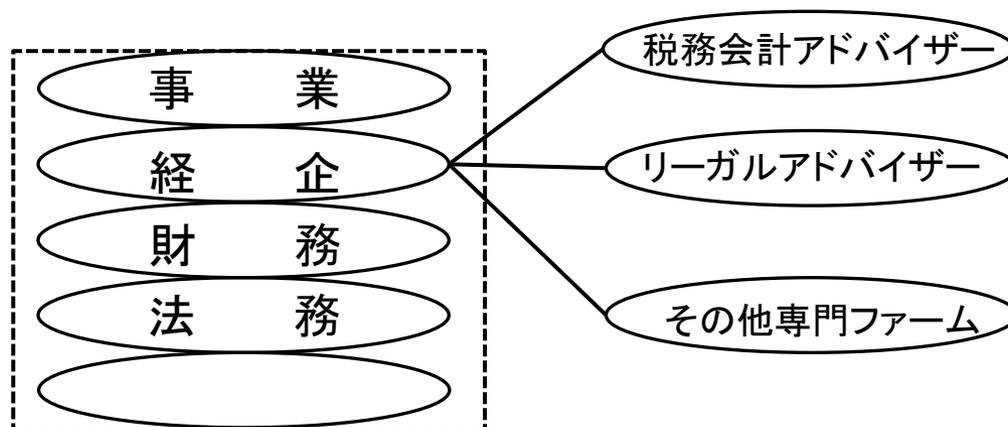


3.2 キックオフミーティング②

＜基本形2＞外部FA集約型



＜基本形3＞FA機能の内製化



3.3 チーム内の日本弁護士的位置付け

(省略)

事例3 ディールストラクチャーをスルーして・・・

(省略)

事例4 社内コンセンサスを欠いた現地弁護士選定

(省略)

具体的なディールの準備(まとめ)

- 準備が不十分であると、実行段階で、ほぼ100%迷走する。
- キックオフの前に、いまいちどディールストラクチャーを検討するべき。社内のスタッフで難しければ、短時間でも良いので外部弁護士のコンサルテーションを受けるべき。
- FAと弁護士(特に日本弁護士)は職務の内容からして本来は水と油の関係。そのことを踏まえた上でのチームングが肝要。

4. 対象企業の評価

4.1 MOUとLOI

4.2 デューデリジェンス概観

4.3 リーガルDDの目的

4.4 リーガルDDと最終契約(DA)の関係

4.5 リーガルDDの実態

4.6 企業価値と株式価値の評価

<事例5> 現地弁護士を入れないDD

<事例6> ある日本企業による買収案件

<まとめ>

4.1 MOU/LOI

- MOU/LOIとは
 - NDAに加え、DD開始前に、Memorandum of Understanding (MOU) またはLetter of Intent (LOI)という文書が結ばれることが多い(相対型)。
 - Confidentialityなど一部を除き基本はnon-bindingとされることが多い。
- 投資側と受入側との対立点
 - 投資側として関心あるのは、通常は、①対象会社のDD受け入れ義務、②独占交渉権の授与。他はDD後の交渉とすることが多い。
 - 投資受入側は様々な条項を入れたがる。
 1. 企業価値の見積金額(受け入れ側の「言い値」のケースがほとんど)
 2. 合弁契約の骨子、クロージング後の業務提携の骨子

4.2 デューデリジェンス概観

• DDの種類

- 様々なデューデリジェンスが行われる。外部専門家も入れて集中的に行うのは、通常、①税務会計、②法務(工場があれば環境DDも重要)。

• 基本の流れ

- 日本企業側によるInformation Request List(IRL)の提出
- 現地対象企業による文書提供
- 日本企業側による追加質問の提出
- 日本企業アドバイザーによるDDレポート・ドラフト版の提出
- マネジメントインタビュー、各部門のインタビューの準備・実施
- 日本企業アドバイザーによるDDレポート・最終版の提出



- PMIの課題を洗い出す良いチャンス。クロージング後に経営に関与する事業部門、そのサポートをする間接部門(法務部等)が一次資料に触れることが望まれる(cf. 競争法上要求されるクリーンチーム)。

• Disclosure Letter

- DD後に対象会社からDisclosure Letterが提出されることが多い。対象会社の目的は表明保証の例外を設定すること。

4.3 リーガルDDの目的

- そもそもディールブレイクとなる事情(ex 反社との深い関与の疑い)はあるか
- リスクの特定、インパクトの評価、軽減策の提案
→ 最終契約書/Definitive Agreement=DAに反映

リスクの特定	リスクの内容	リスクレベル	リスク軽減策
残業代が適正に支払われていない	未払い残業代金 の見積額〇千万 円	A	①特別補償条項+ Holdback ②買収代金の減額

4.4 リーガルDDと最終契約(DA)の関係

＜法令不遵守等の問題の有無による分類＞

- DDの結果、法令不遵守等の問題が無い
→ Representation and Warranty
例) 第三者から訴訟を提起されていない。
- DDの結果、法令不遵守等の是正・対応すべき事項が判明
→ 次の通り是正・対応させるタイミングで分類

＜是正・対応の時期による分類＞

- DAサイン前には是正・対応すべき事項
→ Pre-signing Condition + Representation and Warranty
例) 対象会社の将来を左右する薬事承認の結果
- DAクロージング前には是正・対応すべき事項
→ Conditions Precedent (CP)
例) 対象会社の問題の多い子会社の売却
- いまさら是正・対応が困難な事項
→ Specific Indemnification (+ Holdbackを検討する場合も) ~ 売主はExclusionを求める
例) 第三者に特許侵害訴訟を提起され一審二審全面敗訴。最高裁の判断待ち。

4.5 リーガルDDの実態

- 予定通りのスケジュール、予定通りの文書開示がなされるケースはむしろ稀と考える(特に新興国)。

(VDRで頻繁に起る問題)

- IRLや追加質問と回答が紐付けられていない
- 回答期限を守らない
- ダウンロードできない、プリントできない
- 実質的な回答拒否を濫発する
- 現地語(英語でない)の文書が大量に出される



- 現在ではDD自体はパッケージ化された流れ作業と見られている。
- しかし、問題の早期吸い上げ、そのための解決策の立案は、個々の担当者により巧拙が分かれる。

4.6 企業価値と株式価値の評価

- 企業価値
 - 株主価値(株式価値) + 債権者価値(有利子負債総額)
- 一般的に言われる評価手法
 - ベースとなる考えは、①純資産に着目、②類似取引に着目し市場価格を想定、③収益力に着目。
 - 複数の評価手法を併用して適当なレンジを絞り込むことが多い。
 - 最終的には、倍率指標(ex EBITDA倍率 = 企業価値 ÷ 利払前税引前償却前利益)との比較も行うのが一般的。
- バリュエーションは主体的に。最後は自社の責任と心得る。
 - 企業価値は一義的に定まらない。着眼点を変えれば結論は容易に変わる。
 - 相対型では、売り手は何かにつけ自社の企業価値を示唆する。その数字にひきづられて企業価値の計算が捻じ曲がるリスクは常に意識する。
 - FAの知見を利用するのは良い。実際、FAは様々な情報を提供してくれる(「この国の医療機器メーカーの相場としてEBITDA倍率25倍は高くない」等)。しかし、エビデンスがはっきりしないこともある。

事例5 現地弁護士を入れないDD

(省略)

事例6 ある日本企業による買収案件

(省略)

対象企業の評価(まとめ)

- 外部専門家によるDDはパッケージ化された定型サービスという認識が広まっている。しかし、実際の作業中はトラブルの連続になるのが常。問題を早期に吸い上げ解決策に結びつける「段取り力」が問われる。
- 日本企業の買収案件では、実質的なDDとは言えない「DDもどき」が散見される。売り手側に甘く見られないように会社の方針はきちんと伝える。
- リーガルDDは本件に即した契約書を作るために機能しているということの認識は広まった。しかし、リーガルDDでは、①文書レビューを通じて、②インタビューを通じて、対象企業の経営の実態を知るチャンス。統合後の経営チームが統合後のイメージを具体的に作ることができる。

5. 契約条件の詰めと実行

5.1 最終契約書(DA)の種類

5.2 SPAのプロセス

5.3 SPAの項目

5.4 契約交渉の方針

<事例7> 相手方のペースに乗らない交渉

<事例8> 丁寧な合意形成

<まとめ>

5.1 最終契約書(DA)の種類

1. 単純な100%株式買取(or 公開会社の支配株主から持分の全部買取)
 - 基本は、Share Purchase Agreement(SPA)一本
2. 株式取得後(株式買取 or 第三者割当増資)に合弁関係組成
 - SPAに加えて、Joint Venture Agreement(JVA)またはShareholders' Agreement(SHA)
 - さらに、合弁会社と親会社との間の様々な商業契約(ディストリビューション、ライセンス、コンサルティング、ローン)

5.2 SPAのプロセス

契約書作成

- 契約書第一案(オークション型では売主作成が多い)
- 契約書修正案の交換、交渉ミーティング

条件充足

- Checklistの作成(誰が、いつ、どのような書面を作成)
- CP充足の確認(現地弁護士その他専門家のサポート)

クロージング

- Closing Deliverablesの授受
- Post Closing Obligationsの履行

5.3 SPAの項目

- 定義、解釈方針
- 株式売買の合意、価格(またはNet Debtなどを勘案した価格決定方法)
- CP
- 契約書署名後クロージングまでの遵守事項(ex. 配当禁止)
- Closing Agenda
- Post Closing Obligations
- Representation and Warranty (+ Disclosure Letter)
- Indemnification (GeneralとSpecific。Exclusionとされることもある。)
- 売主の競業禁止、ボイラープレート条項

5.4 契約交渉の方針

1. 契約交渉の方法

- ① メール
- ② 現地弁護士間の交渉
- ③ 電話会議
- ④ 現地でのミーティング

- 小額案件だと、③④(特に④)を省略しがち。結果、相手の大幅な修正を受け入れることになりがち。③④(特に④)をいかに効果的に使うかがポイント。
- ②も効果的に行うには工夫が必要。現地弁護士も会社からの指示の範囲でしか動けない。現地弁護士は、錯綜する論点を効率的に整理する係りと位置づけて、日本企業(及び日本弁護士)が積極的に判断・指揮していくことが必要。

2. ディールストラクチャーが単純で無い場合

- 相対型では、事前にTerm Sheet+現地での打ち合わせで、根本的な対立が後々生じないように主要な争点を予めつぶす。

事例7 相手方のペースに乗らない交渉

(省略)

事例8 丁寧な合意形成

(省略)

契約条件の詰めと実行(まとめ)

- 契約交渉に必要な労力・時間・コストは初期段階から見積ることは非常に困難。買収金額が小さい、現地と日本が物理的に遠い、などの事情があると、現地の売り手に足元を見られることも。
- 契約締結はアイデア段階→具体的なディールの準備→対象企業の評価が具体的な形に結実する段階。これを起点に、その後のPMIから子会社管理へと流れる。いわばディールの折り返し地点。ここで手を抜くと後で後悔することになりかねない。

6. PMIから子会社管理へ

6.1 PMIとは何か

6.2 PMIの要点

6.3 子会社管理の要点

<事例9>合併会社での不祥事

<事例10>完全子会社での不祥事

<まとめ>

6.1 PMIとは何か

1. PMIの種類

- 当初からSPAクロージングで終了と考えておらず、その後のディールプランが最初から用意されている場合もある(現地の自社子会社との合併、上場する対象企業のさらなる公開買付・非上場化)。
→ ディールストラクチャーの問題として準備段階から検討
- 狭い意味のPMI: SPAクロージングのハード面(規程類の整備、連結のための財務情報の吸い上げ方法、レポーティングラインの確立)とソフト面(企業文化、価値観)の現状分析と統合実行作業。加えて、営業戦略の共有(既存顧客維持の施策を含む)。

2. 難しい点①: 多様なレベル感

- 同じ「完全子会社」の「狭い意味でのPMI」でもレベル感は様々。
- 旧経営陣の自主性に任せたい(先進国、「格」のある対象企業)



- 合併したかのようにハード面・ソフト面・営業戦略面共に共通化していきたい

3. 難しい点②: 自社で形にしていくことが求められる領域

- これまで密に寄り添ってきたディールの外部アドバイザーはプロジェクトから離れる。

6.2 PMIの要点

(PMIでよく言われること)

- トップ自らが自分の言葉で対象企業に期待される役割を語ることが大切。
- 「100日プラン」で、ハード面・ソフト面の統合作業のプランを網羅的に作成することが大切。



- どれも真実。問題は、これまでのディールの準備・実行過程で得た情報を、PMIのアクションプランに結び付けられているか。

(事前検討のタイミング)

- ディールの目的検討でどこまで対象会社に支配を及ぼすか、そのための大まかな方策は議論されているはず。
- DDの文書レビューで、ハード面における理想と現実のギャップはより具体的になったはず。
- DDのインタビューで、経営層(Management Interview)だけでなく、各部門の部長レベル(部門ごとのInterview)くらいまでの感覚・温度感といったソフト面の情報も得られたはず。
- 契約交渉を通じて対象企業が守りたいと考えている事項が多少なりともあぶりだされたはず。
- 必要があればクロージング後でもPost Closing Investigationを行って、より下のレベルの感覚・温度間の把握、DDの補完もできるはず。

注. 競争法上の制約

- こういった事前の積重ねの無い「トップの言葉」や「100日プラン」は「絵に描いた餅」。面従腹背のきっかけにすらなりかねない。
- PMIのための情報収集作業はクロージング前から。

6.3 子会社管理の要点

(省略)

事例9 合併会社での不祥事

(省略)

事例10 完全子会社での不祥事

(省略)

PMIから子会社管理へ(まとめ)

- PMIも子会社管理もレベル感は様々。また自力でプランを策定し実行することが求められる段階。
- PMIの準備は早い段階からはじまっている。ディールの準備や実行は、事業部からしてみればPMIプランの策定のための枠組み作り・情報収集作業とも位置づけられる。
- 子会社管理は問題の吸い上げが要。事前に、仕組みをどれだけ作りこんでも、トレーニングを行っても、問題は起こる。適切にレポートされないこともある。イレギュラーなルートで親会社が問題を発見したときの対処プランの策定・実行のスピードがポイント。

7. おわりに①

1. 第1部まとめ(M&Aの勘所)

- ディールの各工程は相互に影響しあう。切り離して考えられない。後の工程で迷走する事例は早い段階で問題をつぶしきれていないから。
 - 相互の連関性
- 重要なのはディール実行の前後の過程。ここは会社が主導しなければ動かない。
 - 自社独自のノウハウ
- ディールの実行部分はパッケージ化されていて様々な外部アドバイザーがサービスを提供している。しかし、DDは予定通り進まないし、契約書交渉もどうなるかは読みにくい。このことを想定したスケジューリングとチームングが必要。
 - パッケージ化されている部分の不確実性

7. おわりに②

2. 自社の実力底上げのために

1) 外部から経験者をリクルートするアプローチ

- 外部で得た経験値を別の日本企業に上手に移植するのは大きなチャレンジ。

2) 内部で経験値を高めるアプローチ

- 最初から、クロスボーダーM&Aをきれいに成功させられる人物はそうそういない。別の企業で実績を上げたからといって、自社で実績を上げられる保証はない。
- 問題意識をもった経験に勝る学習はない問題意識を持ってある程度の数をこなしてはじめて見えてくるものがある。

ご清聴ありがとうございました。