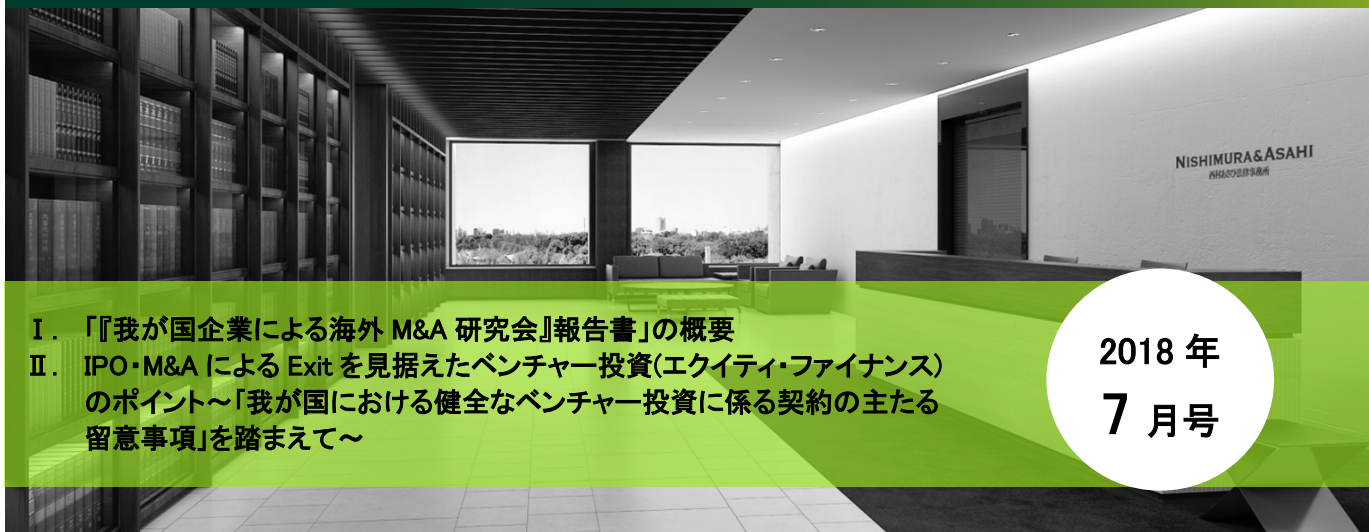


M&A ニューズレター



- I. 「我が国企業による海外 M&A 研究会」報告書の概要
- II. IPO・M&A による Exit を見据えたベンチャー投資(エクイティ・ファイナンス)のポイント～「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」を踏まえて～

2018 年
7 月号

I. 「我が国企業による海外 M&A 研究会」報告書の概要

執筆者: 根本 剛史、坂元 正嗣

1. はじめに

経済産業省は、2018 年 3 月 27 日、「我が国企業による海外 M&A 研究会」における検討等の成果として、日本企業が海外 M&A を有効に活用していく上での留意点・参考事例等をまとめた「我が国企業による海外 M&A 研究会」報告書(以下単に「報告書」といいます。)、および、同報告書の内容から特に経営者目線から見て重要な点等を抽出した「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動」を公表しました¹。これらの報告がなされた背景としては、近年、日本企業がスピード感を持った成長を実現する上で海外 M&A が重要なツールとして認識されながらも、日本企業による過去の海外 M&A では期待された成果が必ずしも挙げられていない状況が指摘されています(報告書 4 頁)。

本稿では、上記公表資料のうち特に報告書について、その概要とともに、筆者らが日頃、海外 M&A に携わる中で感じた課題・問題点等についてご紹介します。

2. 報告書の概要

報告書では、まず、海外 M&A を自社の成長に活用する上で、M&A の「実行」段階だけではなく、案件を実行する「前」と「後」の段階(「平時」の段階)の重要性が指摘されています(報告書 5 頁)。

リーガル・アドバイザーは通常、デュー・デリジェンス(以下「DD」といいます。)や契約交渉等、M&A の「実行」段階で関与することになりますが、このような「海外 M&A の実行力」という点に加え、報告書は、実行「前」の段階における「M&A 戦略ストーリーの構想力」(各社が自らの置かれている状況を正しく分析し、中長期の時間軸で「目指すべき姿」を明確にした上で、そこから逆算して、成長戦略・ストーリーに基づいて海外 M&A の検討・準備を行うこと)および実行「後」の段階における「グローバル経営力の強化」(海外企業の優れた部分を積極的に取り入れた上で自社グループをグローバル規模での成長が可能な経営体制へ変革させるこ

¹ 経済産業省ウェブサイト参照
(<http://www.meti.go.jp/press/2017/03/20180327003/20180327003.html>)

本ニュースレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な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者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

とこそが、海外 M&A の成否に大きな影響を与えるとしています(報告書 6 頁、12 頁)。

3. M&A 戦略ストーリーの構想力

筆者らが関与した案件においても、実行「前」の段階における「M&A 戦略ストーリーの構想力」が、取引の各段階において有効な判断指標等として機能することを実感する場面は多いように思われます。

すなわち、報告書でも指摘されている通り、各社が中長期的に自社が目指すべき姿を明確にした上で、その実現に向けた道筋(成長戦略・ストーリー)の中に位置付けて案件の検討に入ることにより、外部アドバイザーの持ち込み案件に安易に取り組んでしまったり、買収価格の高騰等想定外の事態が発生したにも関わらず撤退の判断がつかず、高リスクの案件に取り組んでしまうという事態は回避できる可能性が高くなると考えます。

また、M&A の実行段階においても、当該案件で実現すべき目的が予め意識されていることにより、例えば、DD を通じて確認すべきテーマ・問題点が明確となり、また契約交渉において特に確保すべき条件・譲歩可能な条件等の優先順位が明確となる等、効果的・効率的な案件の遂行が可能になると思われます。

さらに、M&A の実行後の段階においては、中長期の戦略を持って M&A 案件に取り組むことにより、効率的且つ一貫した成長戦略の実現はもとより、市場に対する説得力のあるメッセージの発信も可能になると思われます。海外 M&A においては、対象会社の知名度が国内では必ずしも高くないことや、PMI の難度が相対的に高く、シナジー・成長の実現までに時間を要すること等の要因から、案件実行の目的・効果が市場に伝わりにくい場合もあると思われます。このような場合に、自社の中長期の成長戦略における当該案件の位置付けを明確にすることにより、社内外の信用を得ることが可能となり、性急な統合効果の実現が求められ、結果として意図した効果の実現が困難となるという事態を避けることができるものと思われます。

このように「M&A 戦略ストーリーの構想力」は、海外 M&A 案件のプロセス全体を通じて重要な要素であり、海外 M&A の成功要因として、約 83%の企業が「経営・事業戦略上の買収意義の明確化」を挙げた(報告書 24 頁)というのも肯首し得る結果です。

報告書ではこの他、明確且つ一貫した M&A 戦略実現の方法として、小型案件で海外 M&A 案件の経験値を高めてから大規模案件に取り組むアプローチや、コアになる買収と周辺を埋める買収等複数の M&A 案件を組み合わせることで買収効果を高める取組み、買収した海外企業のノウハウ等を活用して更なる海外 M&A を実施しているケース等も紹介されています(報告書 17 頁～20 頁)。

4. 海外 M&A の実行力

次に、報告書では、案件の「実行」段階における「海外 M&A の実行力」として、M&A のプロセス毎に留意点がまとめられています。具体的には、「M&A 目的の設定」、「ターゲティング」、「デュー・デリジェンス(DD)」、「バリュエーション」、「契約交渉」、「買収意思決定」および「PMI」の各段階、ならびに、「プロセス共通」の留意点が示されています(報告書 22 頁～79 頁)。本稿ではこのうち、筆者らがリーガル・アドバイザーとして関与することが多い「デュー・デリジェンス(DD)」以降の各段階に係る留意点の概要について、筆者らの経験と併せてご紹介します。

(1) デュー・デリジェンス(DD)

報告書は、海外 M&A における DD に関して、その意義と限界を理解した上で、目的意識を明確に持って遂行することが重要であるとした上で、効果的な DD を実施するために重要なポイントとして、①事前に重要な調査ポイントの仮説を設定すること、②DD 等で得た情報を基に自社の成長戦略に整合するかを経営陣も交えて議論・精査し、買収の是非の再検証・買収後の成長ストーリーの精緻化を行うことを挙げています(報告書 32 頁～36 頁)。DD において障壁となった事項として「事前に調査ポイントが十分整理・明確化できていなかった」ことを挙げた企業が、全体では 22%あったのに対して、海外 M&A 成功企業では 4%に止まった(報告書 35 頁)というのは、M&A を有効に活用している企業が意識的・主体的に DD に臨んでいることの証左と思われます。

上記 3. の通り、各企業の成長戦略・ストーリー上、当該 M&A 案件で実現すべき目的が予め明確に意識されていることは、DD を効果的に実施する上で重要な前提となります。筆者らが関与する M&A 案件においても、依頼企業から、「同種の案件で通常行わ

れる範囲・程度で DD を実施してもらいたい旨の要請がなされることがしばしばあります。確かに、裁判例上、買収の意思決定に
関してはいわゆる経営判断原則の適用があるとされていますので(アパマンショップ株主代表訴訟事件(最判平成 22 年 7 月 15
日判例時報 2091 号 90 頁)、報告書 53 頁)、同種の案件において行われる程度の標準的な調査を行う意識を持つことは重要で
す。

しかしながら、このように依頼企業の DD に対する姿勢が不確定な場合、アドバイザーとしては立場上、保守的・網羅的な対応
を取らざるを得ないこともあり、結果として、自社の本来の意向・関心とは関連しない事項について過度に詳細な調査が行われる
等、非効率が生じる可能性があります。また、そのようにして取得した DD 結果に関しては、依頼企業においても十分な分析がな
されない可能性があり、対象会社に関する情報を取得して M&A の意思決定に生かすという DD 本来の目的を達成し得ないこと
になります。

報告書においては、このような問題点に関して、まず上記①の通り、調査ポイントに関する仮説の設定の重要性が指摘され、そ
の際に押さえるべきポイントとして、全ての項目を網羅的に精査するのではなく、優先順位を決めて対象を絞ること(“Must Have”
事項と“Nice to Have”事項の区別等)、外部アドバイザーに丸投げした形式的な DD ではなく、当事者意識を持った DD を行うこと
が挙げられており(報告書 34 頁)、示唆に富む指摘と思われる。なお、後者の点に関連して、報告書では外部アドバイザーの活
用方法について問題が指摘されている一方、DD において障壁となった事項として「外部専門家をうまく活用できなかった」ことを
挙げた企業は、全体では 2%、海外 M&A 成功企業では 4%に止まっており(報告書 35 頁)、企業の認識と実態との間のギャップ
(企業としてはうまく活用している認識であるものの、実際には活用しきれていない)が生じている可能性もあると思われます。

海外 M&A における DD の調査事項としては、例えば各国に展開している対象会社の子会社のうちの範囲を DD の対象とす
るか等については、外部アドバイザーにおいては判断が困難である場合もありますので、企業において、各案件の位置付けに応
じて、適切な調査範囲をアドバイザーに指示する必要があると考えられます。また、海外の規制当局によって特に厳しい適用・処
分が行われている競争法や贈収賄関連法のコンプライアンスに関する事項(報告書 35 頁)や、外資企業による株式の取得や事
業の取得・運営について当局による許認可を要求している国・地域の場合には当該許認可の有効性・取得の確実性等につい
ては、基本的には各案件共通して重要な項目として扱うことになると思われます。

DD においては、対象会社から積極的な情報提供がなされるケースは必ずしも多くはなく、国・地域によっては、対象会社におい
て十分に関係資料が作成・保管等されていないこともあり、全ての項目について十分な調査を行うことはできないのがむしろ通常
ですので、完全な調査を行うことができない場合を想定して、DD 開始前から調査事項について優先度を意識しておくことは重要
です。

また、上記②の通り、DD で得られた情報を企業自ら分析し、買収の適否の検証・契約条件の検討に生かすことも重要となりま
す。なお、リーガル・アドバイザーにより行われる法務 DD の結果は、M&A 契約の締結・実行に至った後はもはや利用されなくな
ることもあるかと思われますが、買収企業が PMI に取り組むにあたって有益な対象会社に関する基礎情報を含む場合があります
ので、M&A 取引の実行前だけでなく PMI 段階においてもこれを生かす視点を持つことが有益と思われます。

(2) バリュエーション

バリュエーションに関する留意点として、報告書では、対象会社の本源的価値を見極めること、外部環境の変化等に伴うダウン
サイドリスクに留意すること、シナジーに過度に依拠せず、買い手が見積もったスタンドアロン価値をスタートラインとすること、投
資収益性を踏まえた財務的な目線を持つこと等が挙げられています(報告書 37 頁～42 頁)。

筆者らの経験上も、諸般の事情から案件の実行が既に依頼企業において必須のものとなっており、そのため相手方の承諾を取り
付けるために相対的に高額な買収価格(プレミアム)が設定され、その妥当性・正当性を説明するために、後付的に諸々のシナ
ジー効果が挙示される場面を目にすることがあります。このように、実現可能性が具体的に検証されていないシナジーをもとに買
収価格を設定することは、減損リスクが伴い、時には業績向上について対象会社に過度なプレッシャーを生じさせ、対象会社のモ
チベーションを下げる要因ともなりかねませんので、買収ありきで企業価値の評価や案件の戦略的意義を後付けで議論するこ
とは厳に避けるべき旨の報告書の指摘(報告書 38 頁)は重要であると思われます。

報告書においても、シナジーに過度に依拠しないことの重要性が説かれており、バリュエーションを正当化するために根拠のな
いシナジーを見込むことは避け、まずは対象会社のスタンドアロン価値を算定した上で、ディスシナジー(M&A によるディスシ
ナジーとしては、例えば、買収を歓迎しない従業員の退職や競合業者を統合することによる大口取引先の喪失等が考えられます。)

も含めて保守的にシナジーを見積る必要があるとされています(報告書 39 頁)。

なお、報告書は、シナジーを、①「確実に見込めるシナジー効果」と②「一定の割合で見込めるシナジー効果」に分類した上で、海外 M&A 成功企業の多くは、①のみを織り込んだ買収価格で合意しているとしています(報告書 40 頁～41 頁)。このようなシナジーの実現可能性を考える上では、その内容に着目し、例えば、(a)売上/収入シナジー(価格交渉力の強化や販売経路の共有等による売上/収益性の向上等)、(b)コストシナジー(スケールメリットや重複する拠点の集約、人員の整理等によるコストの合理化等)、(c)財務シナジー(信用力の向上や余剰資金の活用、税務上の繰越欠損金の活用等による財務的なコストの削減等)等に分類することも有益と思われる。一般的には、(b)や(c)は(a)と比べて自社のみで実現可能且つ具体的に定量化できる場合が多いと考えられますので、これらのシナジーを中心に上記①を考えることになるかと思われます。逆に、(a)を高く見積もることについては、そのようなシナジーの実現が相当程度可能であるとする具体的な根拠がない限り、慎重であるべきと思われます。

(3) 契約交渉

ア 発見されたリスクの対処方法

契約交渉に関して、報告書は、ディールの過程で発見された懸案事項やリスク等への対処方法として、一般的に、①買収価格への反映(潜在的債務等リスクの定量化)、②取引条件(補償、クローズング条件等)による対応、③PMI プロセスを通じたリスクの緩和、④M&A 交渉からの撤退、の4つが考えられるとしています(報告書 44 頁～45 頁)。

筆者らがリーガル・アドバイザーとして M&A 案件に関与する場合には、②を取り扱うことがメインとなりますが、売主の属性によっては、取引条件の設定によりリスク等に十分対応することが難しい場合(例えば、売主がファンドや個人であることにより、期間的・金額的に十分な補償を受けることを期待し難い場合等)もあり得ます。また、海外 M&A においては、相手方やその保有資産が海外に所在することが多いため、契約上補償義務が認められていたとしても、現実に回収するには困難が伴うこともあるかと思われます。

そこで、必要に応じて他の対処方法を検討することになりますが、特にリスクの定量化が可能なものであれば、上記①を検討することになります。例えば、対象会社の従業員に対する給与等が現地の法令や対象会社の雇用契約等に従って支払われていないことにより、対象会社に潜在的債務が生じていることが想定されるような場合には、取引条件による対応として、表明保証および補償(または特別補償)等を規定することも考えられますが、対象従業員の人数、雇用条件、雇用期間、適用法令上の消滅時効期間等に基づきある程度未払給与額等の試算が可能であれば、上記のような制約に鑑み、予め買収価格に反映する方が望ましい場合もあると思われます。

④M&A 交渉からの撤退に関しては、上記 3.および 4.(2)の通り、自社の成長戦略・ストーリーにおける当該 M&A 案件の位置付けを明確にするとともに、保守的なバリュエーションを心がけ、明確な基準をもって交渉撤退の意思決定を行うことができる環境を予め整えておくことが重要になると思われます。

イ 交渉のポイント

次に、契約交渉のポイントとして、デッドラインありきで交渉を行わないこと、意思決定できる人物が交渉に参加すること等が挙げられています(報告書 49 頁～50 頁)。

後者の点に関して、報告書では、「最悪のケース」として、条件交渉を外部アドバイザーに丸投げすることを挙げており、自社内のコミットメントの欠如や責任の所在の曖昧化という弊害を指摘しています(報告書 50 頁)。筆者らの経験上も、交渉を専ら外部アドバイザーが担当すると、依頼企業の手前、お互いの建前論・原則論に終始し、結局進展を見ないまま時間を浪費する場面もあるように感じます。何らかの争点について交渉を行う場合、基本的には、当事者である企業の担当者から直接、自社のスタンスを語る方が説得力があり、相手方の理解も得られやすい傾向があるように思いますので、その意味でも、企業が自ら主体的に交渉に参加することは重要であると思われます。

(4) 買収意思決定

買収意思決定に関して、報告書では、常に余裕を持ち、立ち止まる選択肢を保有することの重要性が指摘されており、そのためのポイントとして、自社の成長戦略・ストーリーに立ち返り、そのストーリーとの整合性や撤退条件に合致しないかを冷静・丁寧に議論すること、経営陣自らが立ち止まる余裕を持つこと等が挙げられています(報告書 51 頁)。

筆者らの経験上も、案件の検討が進むに従って、「時間と費用を費やしてここまで検討した以上、撤退はあり得ない」との姿勢が増長されてしまう事例は散見され、特に案件担当者から経営陣に対して撤退を促すことは困難な場合がありますので、常に当初の成長戦略・ストーリーに立ち返る姿勢を保ち、必要となればいつでも、経営陣自ら撤退を決断する選択肢をもって案件に取り組むことの重要性を感じます。

また、報告書では、ディール関係者が高リスクの買収案件の抑止力になりにくい場合として、フィナンシャル・アドバイザーの報酬体系(ディールの成立により成功報酬が支払われる)が指摘されており(報告書 52 頁)、この点からも、企業が自ら明確な撤退基準を持ち続けることは重要と思われれます。

(5) PMI

ア PMI の各フェーズ

報告書では、PMI を、①M&A の成立から成功へのつなぎ、②早期の買収先の実態把握(軌道に乗せるターニングポイント)、③確実に価値を実現するための中長期的なシナジー実現(本格的な成果の実現)、④Post-PMI(次なる成長への転換)という 4 つのフェーズで捉えた上で、各フェーズにおけるポイントとして、①についてはリーダーシップの一貫性・継続性、②については買収先の真の実態の把握、Day1 からの一気呵成な PMI の実行等、③についてはシナジーの徹底的なモニタリングと株主への説明責任等、④については期待された成果が上がらない場合の経営判断の基準の保有等が挙げられています(報告書 54 頁～56 頁)。

また、報告書では、PMI の重要性にもかかわらず、日本企業においては PMI での外部アドバイザー活用の例が少ないとされています(報告書 56 頁)、筆者らとしてもこの点は同感であり、M&A 契約の締結・実行によりリーガル・アドバイザーとしての関与は終了することが多いと考えられます。

外部アドバイザーは DD、契約交渉等の過程を通じて対象会社に存在するリスク・懸案事項を専門的観点から既に確認・分析していますので、DD 結果等を PMI に活用するにあたっては、必要に応じて同じアドバイザーを引き続き活用することも有益と考えられます。報告書で紹介されている上記②における買収先の実態把握のための Post-Closing DD 等は、外部アドバイザーを PMI に活用すべき場面の好例と考えられます。

イ ガン・ジャンピング規制

なお、上記ア②における一気呵成な PMI の実行に関して、報告書では、契約締結からクロージングまでの間に PMI に向けた準備を用意周到に進めておくことの重要性を指摘しつつ、競争法上のガン・ジャンピング規制についての指摘がなされています(報告書 61 頁)(ガン・ジャンピング規制に関しては別途、競業者同士の M&A 特有の留意事項としても触れられています(報告書 25 頁)。

報告書の主題からは少し離れますが、ガン・ジャンピング規制も、日本企業が海外 M&A に取り組むにあたり留意すべき重要な問題であり、近時、同じく経済産業省からこの問題に関する調査報告書(2018 年 5 月 2 日「海外ガン・ジャンピング規制についての実態と対策調査報告書」(以下単に「調査報告書」といいます。))が公表されていますので²、報告書の内容に関連する範囲で、その概要をご紹介します。

調査報告書上、ガン・ジャンピングとは、①M&A 取引の当事会社が企業結合規制に基づき必要となる事前手続をとらないまま

² 経済産業省ウェブサイト参照
(<http://www.meti.go.jp/press/2018/05/20180502002/20180502002.html>)

に M&A 取引を実行したことによる競争法違反、または、②M&A 取引の当事会社が事前手続の完了後でなければ許されない行為を事前手続の完了前に実施することによる競争法違反をいい、これらに加えて、③M&A 取引の過程において、競争事業者である当事会社間で不用意に競争機微情報(競争に影響を与える可能性が典型的に高い情報)を交換した場合には、カルテル等に該当する恐れが発生すると整理されています(調査報告書 1 頁)。

そして、具体的に M&A 取引の場面においてガン・ジャンピングが問題となる行為の典型例として、(i)DD や統合準備等のための競争機微情報の交換、(ii)クロージング前における当事会社間での影響力の行使、(iii)M&A 取引契約による相手方当事会社/対象会社の拘束、(iv)統合効果の早期実現のための当事会社間の共同行為・調整行為の 4 つを挙げています(調査報告書 12 頁)。上記ア②における PMI に向けた準備(例えば、PMI 推進体制の検討、対象会社経営陣との統合ビジョンの共有・議論等)との関係では、特に(i)、(ii)および(iv)のような点が問題となりやすいと考えられます。

調査報告書は、各国・地域の競争当局が指摘・摘発を行ったガン・ジャンピング事例を 4 つに類型化した上で、各類型に応じた対策を示しています(調査報告書 67~80 頁)。

このうち、上記ア②における PMI に向けた準備との関係では、「クリアランス取得前に、M&A 取引の対象会社に対する支配が買主に移転したことや対象会社に対する影響力の行使が発生したことによる届出・待機義務違反」(類型③)および「M&A 取引の過程における競争事業者である当事会社間の行き過ぎた情報交換に伴うカルテル規制違反」(類型④)が重要になると考えられます。調査報告書はこれらの類型における対策として、類型③については、(i)対象会社の事業の独立性を失わせたり、(ii)対象会社の実質的な支配や業務上の決定権を取得したりすること(すなわち、「M&A 取引を事実上実行したに等しい状況(クロージングの前倒し実施)」)のないように留意し、特に対象会社の業務や意思決定への関与は慎重にすること、類型④については、情報交換(特に競争機微情報の交換)を行う際は、(a)時期および内容の両面から、M&A 取引の検討・実施にあたり必要な情報か、(b)当該情報を入手する必要がある者にのみ開示されているか(クリーンチームの組成等)、(c)競争に影響を与えないよう適切な措置が講じられているか(クリーンチームが受領した競争機微情報の取扱い、開示する競争機微情報の加工等)に留意することが提示されており(調査報告書 74 頁~80 頁)、PMI に向けた準備を行うにあたり参考になると考えられます。

紙幅の都合上、調査報告書全体について触れることはできませんが、海外 M&A に取り組むにあたっては、必要に応じて調査報告書の他の箇所も参照することが有益と考えられます。

5. グローバル経営力

最後に報告書では、案件の実行「後」の段階における「グローバル経営力」として、海外子会社管理のあり方が事前の準備と同様に重要である旨の指摘がなされており、海外 M&A をグローバル規模での成長につなげていくためのポイントとして、海外 M&A を契機としたグローバル経営力の強化、グローバルリーダーシップの開発、グローバル経営プラットフォームの整備等が挙げられています(報告書 80 頁~86 頁)。

6. 終わりに

海外の企業を対象とする M&A は、国内案件と比べて言語・文化・法制度等の相違や情報の不十分さ等の制約もあって相対的に難易度が高く、各企業としても試行錯誤を行いながら取り組んでいることと思われれます。今般公表された『我が国企業による海外 M&A 研究会』報告書等は、海外 M&A の活用已成功している企業へのヒアリングや各企業の M&A 担当者へのアンケート等を整理・分析したものであり、海外 M&A に関する貴重な示唆を提供するものとして、各企業における海外 M&A の検討・取組みに生かしていくことが有益と考えられます。

以上

ねもと たけし
根本 剛史

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

t_nemoto@jurists.co.jp

2005年弁護士登録。M&Aを中心に、コーポレート分野全般を手掛けている。特に、経営統合案件や創業家株主のいる会社の諸問題に精通している。その他にも、コーポレート・ガバナンス体制の構築、株主総会対応、知的財産法、企業間紛争等に携わっている。

さかもと まさつぐ
坂元 正嗣

西村あさひ法律事務所 弁護士

m2_sakamoto@jurists.co.jp

2002年弁護士登録。2006年西村あさひ法律事務所に所属。2013年ニューヨーク大学ロースクール卒業(LL.M.)、2013-2014年ヒューズ・ハーバード・アンド・リード法律事務所(米国)勤務、2014年ルイス・ロカ・ロスガーバー・クリスティー法律事務所(米国)勤務。国内外の企業をクライアントとするM&A案件、会社法・金商法・労働法等の一般企業法務案件を幅広く手掛ける。

II. IPO・M&AによるExitを見据えたベンチャー投資(エクイティ・ファイナンス)のポイント ～「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」 を踏まえて～ 執筆者:松村 英寿

1. はじめに

近年のテクノロジーの発展に伴い、AI、IoT、ビッグデータを用いたビジネス、ロボティクス、自動運転自動車やドローン等の次世代モビリティ・物流、シェアリングビジネス、銀行・決済、証券、保険等の金融分野におけるFintech、医療分野や農業分野等をはじめ、様々な分野でベンチャー企業が立ち上げられ、起業家たちが奮闘しています。それに伴い、投資家側も、個人のエンジェル投資家やベンチャー企業へ投資するファンド(いわゆるベンチャー・キャピタル(VC))の数・投資額が増加しています。また、事業会社においても、コーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)を立ち上げて投資するとともに、ベンチャー企業との業務提携・協業による新たな事業分野への展開・参入等が活発化してきています。

このような状況の中で、政府も、2018年6月15日に閣議決定した「未来投資戦略2018 - 「Society 5.0」「データ駆動型社会」への変革 - 」³において、ベンチャー支援強化を掲げています。また、経済産業省も、2018年4月に「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」(以下「投資契約レポート」といいます。)⁴を、同年6月には、「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き(第二版)」を公表し、より一層のベンチャー投資・ベンチャー企業との連携の促進が期待されています。

そこで、本稿では、投資契約レポートにおける指摘を踏まえつつ、主に種類株式によるベンチャー投資(ベンチャー企業から見ると、エクイティ・ファイナンスによる資金調達)のポイントについて解説します。

2. 資本政策の重要性

ベンチャー投資、スタートアップ・ファイナンスの方法としては、普通株式によるほか、優先株式、新株予約権付社債(コンバートブル・ボンド、転換社債)等による手法があります。現在、日本におけるベンチャー投資では、起業当初の創業株主やエンジェル投資家は普通株式による出資、VCやCVCが投資する段階になると種類株式により出資することが主流となっています。

ベンチャー企業は、起業してからIPOやM&AによるExitまでに、複数回の投資ラウンドを経て成長していくことが一般的です

³ 2018年6月15日・日本経済再生本部「『未来投資戦略2018 - 「Society 5.0」「データ駆動型社会」への変革 - 』が閣議決定されました(平成30年6月15日) (<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/#senryaku2018>)

⁴ 2018年4月2日・経済産業省「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」及び「投資事業有限責任組合契約(例)及びその解説」を取りまとめました(<http://www.meti.go.jp/press/2018/04/20180402006/20180402006.html>)

が、各投資ラウンドにおいて株主間(創業株主と VC や CVC 等の投資家、過去のラウンドで出資した投資家、各ラウンドの投資家間等)の利害調整が必要となってきます。他方で、一度構築した資本構成を巻き戻すことは、よほど条件が揃う場合を除いて困難であることから、ベンチャー企業においては将来の資金調達や Exit を見据えた資本政策が極めて重要になってきます。

3. Exit の方法としての IPO、M&A

ベンチャー企業の Exit の方法としては、米国では M&A が主流ですが、日本では従来 IPO が主流でした。ところが、近時、事業会社がベンチャー企業を買収するケースが増えてきており、2018 年は M&A が IPO を上回る勢いで増加しています。新たなテクノロジーについて研究開発費を投じて一から開発していたのでは、テクノロジーの進化に追いつけないことから、研究開発費を投じる代わりに買収費用を投じてベンチャー企業を買収することにより、ベンチャー企業のイノベーターな技術や技術者を自らのビジネスに取り込むことができる M&A は、事業会社にとっても魅力的であると思われます。

また、IPO では、上場申請の準備のために年単位の期間を要しますし、創業株主は保有株式の全部を売却することができないのが一般的ですので、事務手続や創業株主の売却時の手取り額という意味では M&A の方が魅力的のように思われます。他方で、創業株主の当初の出資分についてそれ以上のアップサイドはなくなることになり、創業株主自らが経営を継続するのであれば IPO のほうがインセンティブを有することになります。とはいえ、事業の状態や市場環境によってはそもそも IPO ができない場合もあることから、今後も Exit の方法としては、IPO だけでなく M&A をも見据えて考えていく必要があるでしょう。

4. ベンチャー投資に関する契約のポイント

経済産業省の投資契約レポートでは、ベンチャー投資に関する主な契約として、①投資契約、②株主間契約、③財産分配契約の 3 つに分けられていますが、必ずしもこれら 3 種類の契約を締結するとは限らず、出資の条件や株式の内容等に関する投資契約と出資後のベンチャー企業の運営や株式の取扱い等を定めた株主間契約の 2 本立てとすることも少なくありません。但し、後述するみなし清算条項(下記(1))と同時売却請求権(下記(5))については、全株主間で合意しておく必要がありますので、株主間契約の当事者を一部の主要な投資家に限る場合には、投資契約レポートのように財産分配契約等の別契約が必要となります。

以下では、投資契約レポートにおけるタームシートの条項例のうち、IPO や M&A による Exit を意識した条項例(以下の枠囲い部分)に関して、具体的に検討します。なお、これらの条項例はあくまで投資契約等の最終契約を作成する前の基本条件を調整するためのものであり、実際の投資契約等にはより詳細な条項が規定されることになる点には留意が必要です。

(1) 残余財産分配の優先/みなし清算条項(投資契約レポート 21 頁、50 頁)

I.投資契約(種類株式の内容)	
12. 残余財産分配の優先	1 株当たり[]円(1 株当たり払込金額に対し[]%) 普通株式に優先、[]種優先株式に対して[同列/優先]とし、[参加型/非参加型]とする
III.財産分配契約	
3. みなし清算条項	契約当事者は、企業買収により受領する対価については、定款に定められた残余財産分配権の計算式と同様に算出された対価により各株主が受領することに同意する

上記の残余財産分配の優先およびみなし清算条項は、最終的に投資家がどれだけリターンを得られるかに関する条項です。残余財産分配の優先は、会社が解散して清算する際に普通株式を有する創業者株主等に優先して受け取ることができる金額ですが、実務上、優先分配の額は払込金額と同額(100%)とされることが多いように見受けられます(つまり、清算時に残余財産がある限り、最低限投資した額の回収については優先されることとなります。)

参加型/非参加型は、かかる優先分配がなされた後に、さらに残余部分の分配にも参加できるか否かを意味します。他の種類株式との優劣については、投資契約の交渉時の状況にもよりますが、後のラウンドで発行される種類株式が優先する場合や、ラウンドの前後にかかわらず種類株式は全て同列とする場合等があります。

上記は会社清算時の残余財産の分配に関する優先権ですが、ベンチャー企業の M&A は、通常は株式の譲渡により行われることが多いため、上記の残余財産分配の優先条項は直接には適用されません。そのため、新規の投資の直後に M&A が行われたような場合には、既存の投資家と同じ数の株式をより高い価格で取得した新規の投資家が損失を被る可能性があることから、みなし清算条項により残余財産分配の優先条項を準用して、「企業買収」⁵が行われた場合に受領する対価についても、清算時と同様の優先権を確保することを定めています。したがって、みなし清算条項は、M&A による Exit を意識したときに、どれだけリターンを得られるかという最も重要な条項の一つといえます。株式譲渡の対価は、一株あたりの株式価値×株式数で受領することが通常であるところ、その原則を変えて清算時と同様の分配にするため、全株主の合意が必要となります。

この優先分配等に関しては、投資契約レポート 63 頁の別紙 2 において、具体的な金額を用いた分配額のシュミレーションが記載されていますので、参考になります。あまり既存の投資家の優先分配額が多くなりすぎると、後から投資する投資家にとっては投資としての魅力が薄れることから、実際に投資契約の交渉を行う際には、このようなシュミレーションを行いながら、将来の資金調達において適切なインセンティブを確保することも考慮して検討しておく必要があります。

(2) 取得請求権/希釈化防止条項/オプション・プール(投資契約レポート 23 頁)

I.投資契約(種類株式の内容)	
13. 取得請求権	<ul style="list-style-type: none"> ・ 投資家は普通株式を引換えとした[]種優先株式の取得請求をいつでもすることができる ・ []種優先株式 1 株につき普通株式 1 株を交付する ・ []種優先株式の払込金額を下回る金額により新株発行等を行った場合、[フルラレット方式/ナローベース加重平均方式/ブロードベース加重平均方式]により調整されるものとする。但し、発行済株式総数の[]%に相当するストックオプションの発行を行う場合、及び[]種優先株主の 3 分の 2 以上の同意がある場合は調整されない

(a) 取得請求権

取得請求権は、種類株式から普通株式への転換請求権の形で定められており、通常は当初の転換比率は 1:1 とされています。持株比率や参加・非参加の別によっては、M&A による Exit の際に普通株式に転換しておいたほうが多くのリターンを得られることがあることや、IPO による Exit の際に、事前に種類株式を普通株式に転換することが求められることを念頭に規定されています。

(b) 希釈化防止条項

上記のタームシートの条項例(3 点目)では、希釈化防止条項が定められています。後の投資ラウンドで当該種類株式の払込金額より低い金額により出資が行われた場合(いわゆるダウンラウンド)に、当該種類株式の転換比率が変わらないとすると、当該種類株式の株主に不利益が生じるため、ダウンラウンドの払込金額を考慮して転換により取得する普通株式の数を調整できるようにしておくための条項です。その調整方法として、①フルラレット方式、②ナローベース加重平均方式、③ブロードベース加重平均方式が挙げられています。

各方式の説明は投資契約レポートの 24 頁以下に具体的な算定式を含めて記載されていますが、①は転換価格をダウンラウンドの払込価格に合わせる(転換価格を減額することにより転換時に発行される普通株式数が増える)方式、②は転換価格を既発行の払込価格とダウンラウンドの払込価格との加重平均とし、既発行分に潜在株式を含めない方式、③は②の加重平均において既発行分に潜在株式を含める方式のことをいい、①→②→③の順に転換比率が高く、投資家に有利(逆に③→②→①の順で

⁵ 投資契約レポート 35 頁では、「企業買収」とは、発行済株式数の半数以上の移転の伴う株式譲渡、合併、株式交換、会社分割等をいうと定義されていますが、例えば、投資目的とした事業や知的財産等が発行会社から離れた際には企業買収が生じたとすることができるよう、発行会社の状況を踏まえた定義を設定していくことが必要です。

ベンチャー企業側に有利な条項となります。この転換比率の調整により、取得する普通株式の数が変動するため、IPO により Exit を行う場合や、種類株式を普通株式に転換して M&A により Exit を行う場合には、そのリターン額に影響してきます。

(c) オプション・プール

上記タームシートの条項例の但書は、オプション・プールと呼ばれ、経営陣や従業員のインセンティブを確保するため、一定数量のストックオプションについては希釈化防止条項の対象外とするものです。一般には 10%程度とすることが多いように思われますが、状況に応じて適切なインセンティブを確保しておく必要があります。

(3) 取得条項(投資契約レポート 26 頁)

I.投資契約(種類株式の内容)	
14. 取得条項	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融商品取引所に対し上場申請を行うことを取締役会において決議した場合に取得可能 ・ []種優先株式 1 株に対して交付される普通株式の数は取得請求件の内容と同様とする

この取得条項は、発行会社であるベンチャー企業が主導して、種類株式を普通株式に強制的に転換することができる強制転換条項となっています。

前述のとおり、IPO による Exit を行う際には、実務上、上場申請時に種類株式を普通株式に転換しておくことが必要になりますが、一部の株主が取得請求権の行使を行わないことによって IPO の途が閉ざされないよう、会社側が強制的に転換することができることとしておく必要があるためです。

(4) 先買権/共同売却請求権(投資契約レポート 44 頁)

II.株主間契約	
8. 先買権及び共同売却請求権	<p>創業株主が発行会社株式の一部又は全部を第三者に譲渡しようとする場合、投資家は創業株主と当該第三者との間で合意した条件により創業株主が譲渡しようとした株式を自ら買い取るか、又は自己の保有株式のうち、下記の算定式に基づき算定された株式数を創業株主と共同して当該第三者に売却することを選択することができる権利を有する</p> <p>【算定式】 $\text{創業株主の譲渡希望株式数} \times \left\{ \frac{\text{投資家の保有株式数}}{\text{投資家の保有株式数} + \text{創業株主の保有株式数}} \right\}$</p>

前段部分(「自ら買い取る」場合)が先買権(First Refusal Right)といわれ、他の株主が株式譲渡を行う際に優先的に買い取る権利をいいます。後段部分(「共同して当該第三者に売却すること」ができる権利)が共同売却請求権(Tag Along Right)と呼ばれます。

Exit という意味では部分的なものになりますが、共同売却請求権に関して、上記のタームシートの条項例のように保有株式数の割合に応じて第三者に売却することができることとする場合には、イニシアチブを取って売却する株主(上記の創業株主)⁶も、共同売却請求権を行使する株主も、いずれも保有株式を全部売却することはできず、完全には Exit できない点に留意する必要があります。

⁶ 投資契約レポートのタームシートの条項例では創業株主だけが売却のイニシアチブを有することになっていますが、投資家もイニシアチブを有する場合もあり得ます。

両者が完全に Exit することができるようにするためには、共同売却請求権が行使された場合には、その分もまとめて全部、当該第三者が買い取るという義務を負わせておく必要がありますが、そのような義務を負う(共同売却請求権が行使されるか否かによって譲り受ける株式数変動)ことを嫌う買主候補者も多いことから、その場合は売却の機会が減少することになります。

(5) 同時売却請求権(投資契約レポート 47 頁)

Ⅲ.財産分配契約	
2. 同時売却請求権	発行済の[]種優先株式の[過半数/3分の2]を保有する株主が賛同する場合、企業買収の機会において、全株主が同時に売却することに同意する

同時売却請求権は、いわゆる Drag Along Right と呼ばれ、一定数の株主が「企業買収」⁷に同意する場合には、全株主が同意したのとして全株式を譲渡することができるようにするための条項です。企業買収における買主は、ベンチャー企業の株式を100%取得したいという意向を有することも多く、それを条件とされた場合に、一部の少数株主が反対することにより M&A による Exit の機会を逃してしまうリスクを軽減できることとなります。

このように同時売却請求権は、全株主の合意形成機能を有していることから、みなし清算条項と同様に、全株主が当事者となる契約において定めておく必要があります。

(6) Exit 協力義務/上場申請時の契約の終了(投資契約レポート 33 頁、42 頁)

Ⅱ.株主間契約	
7. Exit 協力義務	<ul style="list-style-type: none"> 発行会社及び創業株主は、[]年[]月末日までに金融商品取引所に上場をする努力義務を負う 発行会社及び創業株主は、投資家が期限満了等により発行会社株式を売却せざるを得ない場合には、協力すべき義務を負う
Ⅰ.投資契約(その他、引受に関する事項)	
23. 契約の終了	<ul style="list-style-type: none"> 当事者全員が投資契約の終了を合意した場合 発行会社が上場申請を行った場合。但し、上場が延期又は中止したときは申請日に遡り有効となるものとし、かつ、普通株式に転換された種類株式を再交付するものとする 投資家が発行会社の株主ではなくなった場合

Exit 協力義務については、VC 等の投資家においては投資期間が定められていることが通常であり、一定期間内に Exit をする必要のあることから、IPO の時期の目処を定めておくものです。

また、上場申請を行うまでに、一部の株主が特別な権利を保有する契約は終了させておく必要がある場合が多いことから、上場申請を行った場合には、投資契約・株主間契約・財産分与契約を終了させ、効力を失効させるため、契約の終了事由に上場申請が規定されることが通常です。もっとも、申請すれば必ず上場が承認されるわけではないことから、IPO が実施されない場合には効力を復活させる必要があります。

5. ベンチャー企業との連携・協業

これまでベンチャー投資のポイントについて見てきましたが、事業会社によるベンチャー企業への投資に際して、ベンチャー企業との業務提携や共同研究開発等を伴うことも増加してきています。かかる提携等により、お互いの強みを活かして弱みを補完し合うことができれば、Win-Win の関係が築けることとなります。他方で、意思決定のスピードや規模・ガバナンスの違いにより、連携

⁷ 「企業買収」の定義は、みなし清算条項におけるものと同様の定義を用いることが通常です。

に際しての障害が少なくないのもまた事実です。経済産業省が2018年6月27日に公表した「事業会社と研究開発型ベンチャー企業との連携のための手引き(第二版)」⁸は、事業会社とベンチャー企業が連携する際に留意しておくべき事項が種々述べられていますので、事業会社・ベンチャー企業の双方の立場から参考になると思われます。

6. おわりに

今後もテクノロジーの進化に伴い、続々とイノベティブなベンチャー企業が現れることが期待されます。そのようなベンチャー企業が適切な投資を受け、適切な人材を確保して成長していくためにも、起業家・投資家をはじめとするベンチャー・エコシステム全体での相互連携と支援が必要となります。ベンチャー投資のExitとしての事業会社によるM&Aがより増加してExitの幅が広がり、Exitの対価を受領した起業家・投資家が別のベンチャー企業に再投資する等、より一層のベンチャー・エコシステムの活性化が望まれます。

以上



まつむら ひでとし
松村 英寿

西村あさひ法律事務所 弁護士

h.matsumura@jurists.co.jp

2002年弁護士登録。M&A、スタートアップ支援、AI・ビッグデータに関する案件をはじめとして、ロビイング、訴訟、危機管理対応等幅広い業務に従事。著書は、『AIの法律と論点』(商事法務・2018)、『知的財産法概説<第5版>』(弘文堂・2013年)、『会社法実務解説』(有斐閣・2011年)等多数。

⁸ 2018年6月27日・経済産業省「『事業会社と研究開発型ベンチャー企業との連携のための手引き(第二版)』をとりまとめました」(<http://www.meti.go.jp/press/2018/06/20180627005/20180627005.html>)

論文情報 (2018年5月～2018年7月)

- * 「I 合同会社からの組織変更と計算書類等、II 臨時計算書類の備置開始日」 高木弘明、旬刊商事法務 No.2171(2018年7月5日号)
- * 「The Corporate Governance Review – Eighth Edition: Japan」 原田充浩・中山達也、The Corporate Governance Review – Eighth Edition(2018年05月号)

書籍情報 (2018年5月～2018年7月)

- * 「エネルギー法実務要説」 曾我美紀子・藤井康次郎・紺野博靖・松平定之・一場和之・大槻由昭・勝部純・川本周・山本輝幸・根本拓・根立隆史、商事法務

セミナー情報 (2018年5月～2018年7月)

開催予定

- * 【大阪開催】西村あさひ法律事務所リーガルフォーラム第112回
「近時の上場会社の株式発行を巡る諸課題」 大井悠紀、本柳祐介
開催日: 大阪: 2018年7月26日(木)
お申込・詳細:<<https://www.jurists.co.jp/ja/seminars/LF112.html>>
- * 「法務デューデリジェンスで調査すべき事項とM&A契約への反映～M&AにおけるDDから契約への反映までを体得する!～」 石川智也
開催日: 2018年7月27日(金)
お申込・詳細:<<https://www.jurists.co.jp/ja/seminars/54327.html>>
- * 「わが国企業による海外M&Aの現状と展望並びに法的諸課題の解決
-行政官と弁護士によるコラボレーション講演-」 小林咲花
開催日: 2018年7月30日(月)
お申込・詳細:<<https://www.jurists.co.jp/ja/seminars/54307.html>>
- * 「海外M&A成功のための戦略と課題～行政官と弁護士によるポイント解説～」 小林咲花
開催日: 2018年8月21日(火)
お申込・詳細:<<https://www.jurists.co.jp/ja/seminars/54680.html>>

開催済

- * 「グループ会社管理のポイントとグループ管理規程整備における留意点～経営の多角化グローバル化が進む中、コンプライアンスの確保などグループ経営リスクを軽減するための重要な課題を解説～」 森本大介
- * 【東京開催】西村あさひ法律事務所リーガルフォーラム第112回
「近時の上場会社の株式発行を巡る諸課題」 大井悠紀、本柳祐介
- * 「大企業・中小企業向け事業継承のチェックポイントと紛争解決～家庭内マグマを抑える方法～」 柴原多
- * 「M&A契約のポイント【合弁(JV)契約・株主間契約編】～合弁(JV)契約・株主間契約の作成・交渉で必ず押さえるべきポイントを分かりやすく解説～」 高木智宏・山本晃久
- * 「「フランスにおけるビジネス環境の変容と日本企業によるM&Aトレンド」に関する実務セミナー」 石川智也・木津嘉之
- * 「Thailand: Effectively Structuring Acquisitions, Joint Ventures and Strategic Alliances Deals」 ジラボン・スリワット
- * 「M&A法務デューデリジェンスのチェックポイントと契約への反映【スキル習得編】」 石川智也
- * 「ミャンマー新投資法・改正会社法解説～新たな進出規制の最新実務～」 原田充浩・湯川雄介・桜田雄紀・藤井康秀

当事務所は、M&A分野における日本のリーディング・ファームとして、多様な業種の事業会社および投資ファンド等による、様々な手法を用いた企業買収、グループ内事業再編、事業再生型M&A、ゴーイング・プライベート、MBO、その他あらゆる種類のM&A案件を取り扱っております。また、クロス・ボーダー案件についても、アウトバウンド・インバウンド案件双方について、欧米に限らず、近年増加しているアジア諸国のM&A案件を含め、多数の案件に参与しております。当事務所は、M&A分野に関する最先端の知識ならびに豊富な経験およびノウハウに基づき、また、必要に応じて、他の分野および実務の動向に精通した当事務所の多数の弁護士・外国法事務弁護士等と協働することにより、迅速かつ的確なリーガルサービスを提供しております。本ニュースレターは、クライアントの皆様のニーズに即応すべく、M&A分野に関する最新の情報を発信することを目的として発行しているものです。西村あさひ法律事務所では、他にもアジア・中国・ビジネスタックスロー・金融・事業再生等のテーマで弁護士等が時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。バックナンバーは<<https://www.jurists.co.jp/ja/newsletters>>に掲載しておりますので、併せてご覧ください。