

M&Aの世界最新動向をウォッチ 実案件に落とし込む安定・重厚な布陣

長島・大野・常松法律事務所

大久保圭 西村修一 笠原康弘



左から、笠原康弘弁護士、大久保圭弁護士、西村修一弁護士

株式対価でM&Aを成功に導く

2019年1月、武田薬品工業によるアイルランド製薬大手・シャイアーのM&Aが完了し、日本企業史上最大の買収額（約6.2兆円：完了時ポンド円換算）として実業界を賑わせた。長島・大野・常松法律事務所はシャイアーの日本法アドバイザーとしてM&Aに加わり、現金買収が非現実的な規模の両社の“結婚”を、株式対価とする買収手法の一部導入により成立させた。

「シャイアーの設立準拠法であるジャージーの法令に定めるM&A手法“スキーム・オブ・アレンジメント”を採用しました。シャイアーは外国の上場会社ですが、シャイアーの株主に対して、ジャージー裁判所の認可に基づき、武田が新規発行した自社株式と現金を買収の対価の一部として交付します。武田株式を対価とする部分については、これまで日本のM&Aではそれほど利用されていなかった日本の会社法に定める現物出資を利用している点で特殊と言えます。また、この件では、利用されていないですが、産業競争力強化法の改正（2018年7月）により、一定の場合には、現物出資に関する税務面・会社法上の手続面での特例措置が認められており、日本企業が買収主体となる株式対価M&Aに有利な土壌が整備され始めたと言えます」（笠原康弘弁護士）。

自社株式を対価とするM&Aは元来、GAFA等に代表されるIT企業が急成長を遂げる過程で、資金を設備投資・研究開発に回しつつ、大規模なM&Aによる拡大も追及するために、現金買収の代替手段として多く利用さ

れてきた。日本国内での採用実績はまだ僅少だが、今般、米国にやや遅れながらも株式対価M&Aにかかる法分野の基盤作りを前進させたことで、拡大途上のベンチャーから武田・シャイアーに代表される同規模の大企業同士の案件に至るまで、クロスボーダーM&A業界の新旗手となる可能性を秘めている。「私自身は、日本の経済情報メディア・ユーザベース社による米国のQuartz社の米国法上の“逆三角合併”を利用した、買収対価の一部を株式とする買収案件（2018年）に携わるなど、複雑な株式対価M&Aを経験しました。当該案件は日本国ベンチャーが外国企業の買収に挑む上でのモデルケースになるはずです」（笠原弁護士）。

「自社の株価が割高に評価されている場合、自社株式を買収原資に活用するのは合理的な判断です。当事務所は、日本法および現地法に関する複合的な知見・ノウハウを蓄積し、現金対価M&A以外の多様な買収オプションを顧客に提示できることが大きな強みです」（西村修一弁護士）。

M&A文化の“違い”を認識、説明、補正するノウハウ

クロスボーダーM&Aと一言で表現しても、業種・所在国・商慣習や文化様式の相違などベクトルは多面的だ。「例えば、欧州と一括りにしようにも、“東欧に工場（事業所）を設置し、ドイツに本店が所在するメーカー”のM&Aとなれば関連する法規制・手続は多岐にわたり、業種による風土の違いも乗り越える必要があ

り、案件の難度は高まります。こうした背景も受け、アジア諸国のM&Aに比べると、欧州におけるM&Aは、日本企業にとっては、ハードルが高かった印象ですが、日本企業も経験の蓄積もあり、こうした課題を克服しつつあり、徐々に巻き返しを図っている印象です」（笠原弁護士）。

「海外での買収プロセスの中でスピード感を持って意思決定ができるかという点も、日本企業にとっては課題となります。重要な経営判断を本社で諮る傾向にある日本企業に対し、欧米企業ではゼネラル・カウンセル等に大きな裁量権が与えられている場合も多く、交渉の現場でもスピード感を持った意思決定が行われます。その意味では、日本企業の意思決定プロセスの特徴を踏まえたM&A全体のハンドリングも成否に強く関係します」（大久保圭弁護士）。

同事務所の特長は、自前の豊富な人材と、アジア各国およびNYを拠点とするネットワークを駆使して世界に敷かれた多面性に適応しつつ、同時に、M&A業界に通底する一定の理解・認識に精通していることにある。

「自社の過去のM&Aの経験を他国の案件にそのまま持ち込めばボタンのかけ違いが生じ、当事者間の不信感を高めます。一方で、同じM&Aを専門とする弁護士であれば、国が異なりM&Aプラクティスが異なっている、グローバルなスタンダードについての一定の共通する意識・思考があるため、具体的な 이슈のグローバル水準とローカル水準での比較を行うことが可能となります。より早く“勘所”“落としどころ”を提案し、スムーズに交渉を行うことは、クロスボーダーM&Aで弁護士が果たす大きな役割であると考えます」（西村弁護士、笠原弁護士）。

クロージング後が問われる依頼者 クロージング後も良き相談者となる法律事務所

グローバルなM&Aが拡大していることから、これまでも増して、M&Aのプラクティスは、高速で進化し、更新されている。

「10年前にはほとんど見られなかったような表明保証保険の活用や、価格調整条項について原則として固定額とする手法（いわゆるlocked box方式）など、新しいトレンドがこれまでにないスピードで広がっています」（大久保弁護士、笠原弁護士）。

高速で更新されるM&A業界のグローバル・スタンダードと“一歩先”を常に捕える同事務所が目指すのは、やはりクロージング後のリスクマネジメント（PMI）だ。買収後に事業計画に沿った収益目標が達成できずのれん減損を計上する事例、買収先を包含したコーポレート・ガバナンスに苦慮する事例が増加中と指摘し、背景を次のように分析する。

「買収前の慎重なDDと依頼者の経営層に対する説明の工夫等により回避・軽減可能なリスクも多々あるものと推測します。しかし、オークション案件では、売主側

との交渉力の問題から、事前にDD期間が十分に取ることができない場合もあり、時差・言語等のハードルもあるため、事前のリスク判断や対応策の検討が不十分なまま取引を実行してしまうケースがあることも事実です」（大久保弁護士、笠原弁護士）。

“失敗”発生を踏まえた対策として、表明保証保険への加入を選択することも、欧米で発祥し急速に広まる昨今のトレンドである。ただ、買収先との長い付き合いを想定してM&Aを実施する以上、応急処置のみでは不完全であることは否めない。

「特に、創業家がオーナーとなっている非上場企業が典型的ですが、買収した会社の買収後の内部統制・ガバナンスのあり方は各社とも悩みどころであり、依頼者から買収先にキーパーソンを派遣しようとしても、会社として適切な人材が問題となるケースが多いです。当事務所は、M&Aの場面のみならず平時の海外子会社管理その他のガバナンスについての助言も得意としているところであり、M&A後の買収先における類似の諸課題に向き合うことを心がけます」（西村弁護士）。

「株主の関心は、買収自体の成否よりも、買収先が軌道に乗り想定どおりの価値を生むかという買収後の段階に移行しています。M&Aプロセスの段階から経営層が主体性を持ち、自社グループのガバナンスの一環として買収先の課題解決を図る際に、当事務所のアドバイスを活用いただく意義は大きいと考えます」（大久保弁護士）。

大手事務所だからこそ安住しない、品質に妥協を許さない。世界を舞台に躍動する長島・大野・常松法律事務所M&Aチームの誇る資質を、笠原弁護士が簡潔かつ人間臭くまとめてくれた。「DD時に発見された問題点を咀嚼する理解力、依頼者の意思決定プロセスの特徴を見越したサポート能力、語学力、依頼者視点に立ったリスク採否の迅速・適切な判断力。そして、時差を問わず働ける体力でしょうか（笑）」。

Profile

大久保圭

98年東京大学法学部卒業。00年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。05年Stanford Law School卒業（LL.M.）。08年同事務所パートナー。

西村修一

04年早稲田大学法学部卒業。05年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。11年University of Southern California Gould School of Law卒業（LL.M.）。17年同事務所パートナー。

笠原康弘

05年東京大学法学部卒業。06年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。12年Columbia Law School卒業（LL.M.）。17年同事務所パートナー。

連絡先

〒100-7036 東京都千代田区丸の内2-7-2 JPタワー

TEL：03-6889-7000（代表） URL：http://www.noandt.com