

対日M&Aの法的留意点

——日本企業側の視点を中心に——

太田 洋 弁護士
野澤大和 弁護士
菅 悠人 弁護士
政安慶一 弁護士

一 はじめに

1 対日M&Aの近時の傾向

二〇二三年四月一九日、筆者のうち太田が委員の一人を務めた経済産業省の「対日M&A課題と活用事例に関する研究会」は、日本企業が経営課題解決や成長の加速に向けた選択肢の一つとして、外国企業または海外プライベートエクイティファンド（PEファンド）による日本企業へのM&A（以下「対日M&A」という）を活用する際に参考となる事例集として、「対日M&A活用に関する事例集」（以下「事例集」という）を公表した（注一）。

日本企業が関与するクロスボーダーM&Aの

うち、アウトバウンドM&A（日本企業による外国企業を対象としたM&A）については、直近では、二〇二二年二月に開始されたロシアによるウクライナ侵攻等の影響を受けて世界経済の先行きの不透明感が増したことで、特に大型のクロスボーダーM&Aを中心に、かなり停滞した感がある。他方で、対日M&Aについては、全体としては円安が進んだことから、対日M&Aには割安感が生じてきた。また、日本の上場企業においては、事業ポートフォリオの見直しの要請（注二）を受けて、ノンコアの事業や子会社の売却案件が増加していることから、今後、対日M&Aの件数が増加することが予想される。過去一〇年間でみた場合でも、対日M&Aについては、その金額は大型案件の有無によって上下するものの、その件数は増加傾向に

目次

- 一 はじめに
 - 1 対日M&Aの近時の傾向
 - 2 対日M&Aの意義
- 二 対日M&Aの実行前における日本法上の主な留意点
 - 1 対日M&Aのスキーム
 - 2 グローバルオークションの実施
 - 3 表明保証保険の利用
 - 4 外為法その他外資規制の検討
 - 5 競争法の検討
- 三 対日M&Aの実行後の日本法上の主な留意点
 - 1 対象会社が上場ステータスを維持している場合の開示の留意点
 - 2 PMIに関する留意点
 - 3 その他の留意点

ある（図表）。ただし、事例集によれば、日本は、欧米諸国に比べて、外国企業等による国内企業へのM&Aの件数・金額ともに少ないとされている（注三）。

2 対日M&Aの意義

事例集によれば、近年では、複数の日本企業が、対日M&Aを通じて、海外資本の持つグローバルネットワークや（特にDXやグローバル経営管理等についての）ノウハウ等を活用して、海外販路の拡大や経営の高度化、人材の強化・育成などを実現しているとされている。対

〔図表〕 対日M&A等（買収・事業譲渡）の推移（件数・金額（3年移動平均*））



(出所) 事例集4頁。

日M&Aのメリットとしては、主に、経営基盤、従業員、事業展開の三つの側面から以下の六つがあるとされている（注四）。なお、これらのメリットは、対象会社である日本企業においてすでに取り組んでいるまたは取り組むべきものであるが、対日M&Aによって海外資本が入ること、推進力や実現スピードが向上するという側面もある（注五）。

(1) 経営基盤

① グローバルな知見・経営ノウハウ獲得による経営・財務管理の高度化

KPI（重要業績評価指標）管理やROIC（投下資本利益率）を意識した投資、事業ポートフォリオマネジメント等、海外資本が長けている経営ノウハウや知見・グローバル基準のガバナンスを取り入れることで、グローバル経営管理の高度化やDXの推進、生産性・収益性向上を実現できる。

② 人的支援による組織体制の強化

海外資本が有する豊富な人的ネットワークを背景に、対象会社が抱えている課題に最適な人材を紹介し、組織体制を強化することができる。

(2) 従業員

① 新しい人事評価制度の導入による従業員のモチベーション向上

海外資本が有する新しい人事制度や透明性の高い評価制度の導入、ストックオプション付与等により、従業員のモチベーション向上に寄与する。

② グローバル人材の育成・強化

各種トレーニングプログラムやグローバル人材との交流等により、グローバルな視点・マインドを持った社員の育成・強化が実現できるとともに、海外資本傘下にあることで、グローバル志向の人材採用にも寄与する。

(3) 事業展開

① グローバルネットワークを活用した海外販路の拡大

海外資本が有するグローバルな人的・組織的ネットワークやブランド力の活用により、海外販路拡大が実現できるとともに、海外売上比率の増加、海外におけるプレゼンス拡大に寄与する。

② 海外で先行する分野における商品・サービスやビジネスモデルの活用

海外で先行する商品やサービスに関する技術やノウハウ、ビジネスモデルを取り入れることで、商品やサービスの取扱幅の拡大や品質向上に寄与する。

このように、対日M&Aには、対象会社である日本企業にとっても多数のメリットが存する。

一方で、その円滑な実施または期待する効果やメリットの実現に向けては、(i)企業文化の違い、(ii)従業員・取引先の心理的な抵抗感・変革へのとまどい、(iii)買主となる外国企業と対象会社である日本企業との間の認識ギャップや想定外の外部環境の変化等を理由として、期待した効果やメリットが享受できないこと、(iv)交渉開始・公表後における買主の資金不足や契約条件での合意の難航、各国の競争法や経済安全保障法制の審査手続において所要のクリアランスが得られないことを理由に案件成立に至らないことと等、相応のハードル・課題が存在すること(注六)にも留意する必要がある。

本稿では、対日M&Aがもたらすメリットや直面するハードルを踏まえつつ、今後、対日M&Aが積極的に活用される状況が現出するであろうことを踏まえて、対象会社である日本企業やその売主(親会社や支配株主)側の視点を中心に、対日M&Aを実行する際に問題になり得る日本法上の主な留意点について、その実行前と実行後に分けて概説することとする(注七)。

二 対日M&Aの実行前における日本法上の主な留意点

1 対日M&Aのスキーム

事例集は、対日M&Aを、パターンAからパターンDまでの四つのパターンに分類してい

る。パターンごとにおいて考えられる売却スキームは、それぞれ次のとおりである。

まずパターンAは、子会社売却・事業譲渡(カーヴァアウト)であって、主に大企業が事業ポートフォリオの見直しや財務改善を企図して、グループ内の子会社や一部の事業を売却し、事業譲渡(カーヴァアウト)を行うパターンである。パターンAのうち子会社売却に係るスキームについては、①対象会社たる子会社が非上場会社である場合には、相対での株式譲渡の方法によることが可能である(例として、事例集事例5・日立製作所による日立プロキユアメントサービス(現HIPUS)のインフォシスへの売却)が、②対象会社たる子会社が上場会社である場合には、売却の対象となる子会社株式の割合や買取者が事前に保有している子会社株式の割合次第ではあるものの、通常は強制公開買付規制におけるいわゆる三分の一ルール(金融商品取引法二七条の二第一項二号)との関係で、買主は公開買付け(TOB)を実施することが必要になると思われる(例として、事例集事例3・日立製作所による日立国際電気(現KOKSAN ELECTRIC)のKKRへの売却)。他方で、パターンAのうち事業譲渡(カーヴァアウト)に係るスキームとしては、(a)①売主が新たに完全子会社(受皿会社)を設立した上で、対象事業を吸収分割もしくは事業譲渡により受皿会社に承継させまたは②売主が対象事業を新設分割により新設される完全子会社(受皿会社)に承継さ

せた後に、それら受皿会社の株式を買主に譲渡する方法(①の例として、事例集事例6・資生堂によるパーソナルケア事業(現ファイントゥデイ)のCVCKキャピタルパートナーズへの売却)が考えられる。また、(b)売主から買主またはその受皿子会社に対して吸収分割または事業譲渡により対象事業を直接承継させる方法も考えられるが、外国会社と日本の会社との間で会社分割を行うことはできないと解するのが多数説および実務であるため(注八)、吸収分割により対象事業を直接承継させる場合には、外国会社である買主において日本国内に受皿会社を設立してもらう必要がある。会社分割と事業譲渡とを比較した場合、会社分割は、それによる事業の移転は法的には包括承継であるため、個別の契約上の制約はあり得るものの、契約・債務の承継・移転について相手方の個別の同意を得る必要がなく、会社分割に伴う労働契約の承継等に関する法律(以下「労働契約承継法」という)の手続に従って承継対象事業に主として従事する従業員との雇用契約について個別の同意なく承継できるというメリットがあるのに対して、事業譲渡は、会社分割において必要となる債権者保護手続や労働契約承継法等の手続がないことから、契約締結後、比較的短期間で実行可能であるというメリットがあるが、事業譲渡による事業の移転は法的には特定(個別)承継であるため、契約・債務の承継・移転や雇用契約の承継については第三者や従業員からの個別の同意

を取得する必要がある点が手間である。したがって、会社法の観点からは、契約・債務の承継・移転について第三者から個別の同意を取得することが困難である場合には会社分割を選択し、それが実務上可能である場合には事業譲渡を選択することになると思われる。仮に会社分割を選択する場合において、右(b)のように、売主から買主またはその受皿子会社に対して対象事業を直接承継させるときは、買主側に従来から存在していた雇用制度と売主から承継する従業員に適用される労働条件とで、同じ社内にとつ労働条件が併存することとなる可能性がある(注九)。対日M&Aにおいては、買主である外国企業と売主である日本企業では労働条件が大きく異なり、労働条件の統一等の調整に相当な期間を要することも考えられるため、このような事態を避ける観点から、右(a)①または②のように既存の従業員のいない売主側の受皿会社に対象事業を承継させ、受皿会社の株式を買主に譲渡するほうが望ましい場合もあると思われる。

パターンBは、大企業本体の売却・資本の受入れであって、主に大企業(対象会社)が成長戦略の一環として自社の株式(過半数超)の売却を行うパターンである。このパターンのM&Aが買主による既発行株式の取得の方法により実行される場合、大企業の多くは上場企業であると思われるため、買主としてはTOBを実施することが必要になることが多いと思われる。

(例として、事例集事例8…エスエス製薬のペリソングリーンゲルハイムへの売却)。他方で、買主が対象会社自身から株式を取得する場合には、第三者割当増資または自己株式の第三者割当処分の方法(以下、これらを併せて「第三者割当の方法」という)によることになる(例として、事例集事例11…バイオニアのベアリング・ブライベート・エクイティ・アジア(現BPEA EOT)による出資および非公開化)。第三者割当の方法による場合には、買取の対価が対象会社自身に支払われることになるため、対象会社が経営不振に陥っている場合やスタートアップ期にあつて旺盛な資金需要がある場合には有力な選択肢となる(注一〇)。他方で、第三者割当の方法による場合において新株を発行するときは、対象会社の発行済株式総数が増加して希釈化が生じることから、既存株主から株式を取得する方法と比較して、買主にとっては、同じ持株比率を得るために必要となる資金額が増加するというデメリットがある(注一一)。

パターンCは、オーナー企業の売却・資本の受入れ(事業承継等)であって、オーナー企業が、後継者不在による事業承継や、独力ではなく他人資本を入れることにより事業を発展させていこうと考えるときに、自社の株式の売却(過半数超)を行うパターンである。このパターンにおいても、買主が対象会社自身から株式を取得する場合には、第三者割当の方法によることになる(例として、事例集事例15…

OWNDAYS 経営陣によるLキャタルトンと三井物産企業投資のコンソーシアムへの部分売却)。このパターンのM&Aが買主による既発行株式の取得により実行される場合には、オーナー企業(対象会社)が上場しているときはTOBを実施することになる(例として、事例集事例16…ニチ学館のベインキャピタルへの売却)。しかし、パターンCにおいては、対象会社が非上場の場合も多いと思われる、その場合、相対での株式譲渡により実施されることになると思われる(例として、事例集事例12…大洋薬品工業(現武田テバファーマ)のテバファーマスーティカル・インタストリーズへの売却)。

パターンDは、スタートアップ企業の売却・資本の受入れであって、スタートアップ企業が、次なる成長を目指して自社の株式の売却または資本の受入れを行うパターンである。この場合も、相対での株式譲渡(例として、事例集事例18…ピコサム(現ネッチジャパンつくば事業所)のネッチジャパンへの売却)や第三者割当の方法によって実施されることになると思われるが、マイノリティ出資となることも想定される点において、他のパターンと異なる(例として、事例集事例20…Spiralによるカーライルからのマイノリティ出資受入れ)。

日本におけるM&A取引では、実務上は、買収対価を現金とするケースが多数であり、対日M&Aにおいても、パターンC(オーナー企業の売却・資本の受入れ(事業承継等))やパター

ND（スタートアップ企業の売却・資本の受入れ）については、取引の目的に鑑みれば、買収対価は通常現金になると思われる。しかし、たとえは、パターンB（大企業本体の売却・資本の受入れ）において、米国等で設立された海外SPAC（他の会社の買収のみを目的として設立された株式会社）による日本企業を対象会社とする買収（いわゆるDeSPAC取引・近時の実例としては、アドバンテッジ・パートナーズが設立し、ニューヨーク証券取引所に上場させたAP Acquisition Corpがペットボトル再生事業を展開するJEPLANを買収すると公表した事例がある（注一一））が行われる場合には、買収対価の全部または一部を株式とすることが考えられる。具体的には、①三角株式交換（海外SPACが日本に買収SPCを設立し、当該買収SPCが、自らを完全親会社、対象会社を完全子会社として、買収SPCの親会社である当該海外SPAC株式を対価とする三角株式交換を行う方法）と逆さ合併（完全親会社となった買収SPCを消滅会社、完全子会社となった対象会社を存続会社とする吸収合併を行う方法）との組合せや、②三角合併（海外SPACが日本に買収SPCを設立し、当該買収SPCが、自らを存続会社、対象会社を消滅会社とし、SPAC株式を対価とする三角合併を行う方法）により買収を実行することが考えられる（注一二）。

2 グローバルオークションの実施

対日M&Aにおける売主は、事業や子会社等

の株式の売却交渉の際、自らの交渉力を高める（できるだけ売却価額を高くする）ためにオークション手続を実施する場合がある。その場合、売主は、各買主候補者から秘密保持に関する誓約書の差入れを受けた後に、複数の買主候補者に対して、対象会社の事業や財務に関する一般的な情報が記載されたインフォメーション・メモランダム（以下「IM」という）、入札の方法やスケジュール等を記載したプロセスレターおよび売主が希望する契約条件を盛り込んだ最終契約書案を配布することになる（注一四）。例えば、買収候補者の数が三社以上となる場合には、実務上、オークションを一次ビッド・プロセスと二次ビッド・プロセスとに分けることがある。かかる場合の一次プロセスにおいては、各買主候補者は、公開情報とIMに記載された情報に基づき、希望するM&A取引の基本条件を記載した法的拘束力がない意向表明書を提出する。これを受けて、売主は、二社から三社程度の買主候補者を選定し、二次プロセスにおいて、通過した買主候補者に詳細なデュー・デリジエンスの機会を与える等して、M&A取引の条件を記載した法的拘束力を有する意向表明書と最終契約書案に対するコメントを提出させる。売主は、かかる最終提案を比較検討して、最終買主候補を一社選定し、M&A取引の条件や最終契約書案について引き続き交渉を行うことになる（注一五）。対日M&Aにおいてこのようなオークション手続を用いる場合、買主候

補者には外国企業や海外PEファンドが含まれるので、売主としては、秘密保持に関する誓約書、IM、プロセスレターおよび最終契約書案といった各書類をすべて英語で準備しなければならぬ場合がしばしばあることから、売主に生じる手続的負担は軽くはないと考えられる。したがって、対日M&Aにおいて売主がグローバルオークションを実施するか否かは、競争環境を醸成した上で交渉力が強化されることによつて有利な取引条件を得られるとの期待値の増加とオークション実施により高まる情報漏洩のリスクを比較衡量することに加えて（注一六）、グローバルなオークションプロセスに慣れたアドバイザーを起用する等、売主の手続的負担を軽減する方法等も考慮に入れて決定する必要がある。

3 表明保証保険の利用

表明保証保険とは、（M&A取引に係る契約において定められる）表明保証条項の違反に基づく補償請求に関し、当該違反により生じる損害を保険会社が補償するための保険であり、売主が購入する場合もあるが、買主が購入するのが一般的である。表明保証保険は、欧米におけるM&A取引においてはすでに一般的となっており、日本においても今後普及していくことが予想されるが、まだ一般的ではない（注一七）。この点、対日M&Aにおいては外国企業等が買主であるため、表明保証保険を利用することが

考えられる。すなわち、対日M&Aの売主となる日本企業としては、買主に表明保証保険を購入してもらうことによって、クロージング後に買主から表明保証違反に基づく補償請求が行われる際のリスクを相当程度軽減することができ、クリーン・エグジットを実現できる（注一八）。他方で、買主である外国企業としても、表明保証違反が判明した場合に、売主である日本企業に対して補償請求を行うよりも、保険会社に対して保険金を請求するほうが手続的な負担が軽い（しかも、対象会社が株主の分散した上場会社である場合には、売主たる分散した株主に對して表明保証をさせることも難しく、対象会社に対して表明保証違反に基づく補償請求を行っても自らの支配下にある対象会社から自らに資金が還流するだけで実効性がまったくない）ため、表明保証保険の購入には円滑かつ迅速に損害を回復できるというメリットがあるとともに（注一九）、欧米におけるM&A取引においてはすでに一般的であることから表明保証保険の実務にも慣れている。また、対日M&Aのクロージング後も売主との間で取引関係が継続する場合等においては、買主が表明保証保険を利用することにより、売主との間の関係に摩擦を生じさせることなく、損害を回復することができる（注二〇）。したがって、対日M&Aにおいて、表明保証保険の利用を検討すべきケースは多いように思われる。特に、売主が右2のようなクローバルオークションを実施する場合には、ク

リーン・エグジットを確保し、交渉を円滑に進める観点から、売主が最終契約書のファーストドラフトを作成した段階で、あらかじめ選定した保険ブローカーが、複数の保険会社（売主がより強い主導権を有する場合は、売主自ら選定した保険会社）から概算見積書を取得しておく、その概算見積書を利用して、買主による表明保証保険の購入を入札条件としてプロセスレターに記載したり、買主が表明保証保険を購入することをクロージングの前提条件として規定した最終契約書のドラフトを提示しておいた上で、入札を通過した買主候補者が正式な表明保証保険の引受審査の申込みを行うという手法（*Sell Buy Bid*）（注二一）を利用することも、積極的に検討されるべきであろう。

4 外為法その他外資規制の検討

対日M&Aにおいては、外国為替及び外国貿易法（以下「外為法」という）上の事前届出等を行う必要が生じる場合がある。すなわち、①買主である外国企業が「外国投資家」（外為法二六条一項）に該当し、②対象会社が指定業種に属する事業を営んでおり、③買主による対象会社に対する「対内直接投資等」（注二二）または「特定取得」（注二三）をする場合には、買主は原則として事前届出を行う必要がある。かかる事前届出が行われた後、届出日から起算して三〇日を経過する日までは、対内直接投資等を行うことはできない（同法二七条二項）。財務大臣

および事業所管大臣が、届出に係る対内直接投資等が国の安全等に係る対内直接投資等に該当しないかどうかを審査する必要があると認めるときは、不作為期間が延長される場合がある（同条三項）。そして、届出に係る対内直接投資等が国の安全等に係る対内直接投資等に該当する場合には、財務大臣および事業所管大臣は、当該対内直接投資等の内容の変更または中止の勧告をする場合があり、最終的には内容の変更または中止が命じられる場合がある（同条五項、一〇項）。代表的な指定業種としては、武器、航空機、人工衛星、原子炉等の製造業、病原生物に対する医薬品や高度管理医療機器の製造業、農業、漁業、原油・天然ガス鉱業、電気・ガス・熱供給・水道業、鉄道業、警備業等が挙げられる（注二四）。

また、対日M&Aの買主は、個別の業法において定められている外資規制にも留意する必要がある。たとえば、放送法においては、日本国籍を有しない者、外国政府、外国の法人等が基幹放送事業者の議決権の五分の一以上を直接または間接に保有する場合を基幹放送事業者の欠格事由としており、上場会社等である基幹放送事業者は、当該欠格事由に該当することとなるときは、外国の法人等の請求に係る株主名簿の名義書換を拒否することができる（放送法一一六条一項、九三条一項七号二・ホ、電波法五条四項二号・三号）。

このような外為法や個別業法の業法に定めら

れた外資規制については、一義的には外国企業である買主側で検討すべき事項であるが、取引の確実性（Deal Certainty）や全体のスケジュールへの影響という観点からは、売主または対象会社である日本企業にとっても重要な事項である。また、国際的な政治状況等に左右されるものの、経済安全保障の観点から、日本企業が売主となる場合に、その業種によっては事実上外国企業に売却することが難しい事業もあるように思われる（注二五）（注二六）。

5 競争法の検討

対日M&Aが行われる場合、各国の競争法におけるクリアランスの取得の可否や取得に要する期間が問題になる可能性がある。特に買主である外国企業がストラテジックバイヤーである場合には、各国の競争法上のクリアランスの取得が対日M&Aの円滑な実行のハードルになることが多い。競争法についても、外為法等と同様に、一般的には、まずは買主側で検討を行うことが多いと思われるが、各国の競争法に基づく企業結合審査は取引の確実性や全体のスケジュール、競争当局から問題解消措置を求められる場合等スキーム自体に影響を与える可能性もあり、また、一部の国では対象会社ないしその究極の親会社が発主としての立場で届出義務を負うこともある（米国、フィリピン等）ため（注二七）、売主または対象会社である日本企業にとっても重要な事項であるといえる。

三 対日M&Aの実行後の日本法上の主な留意点

1 対象会社が上場ステータスを維持している場合の開示の留意点

対日M&Aが実行された結果として親会社または大株主が外国企業となった場合において、対象会社が上場ステータスを維持しているときは、対象会社株式が国内の証券取引所に上場されていることに伴う開示上の問題が生じ得る点に注意が必要となる。

特に留意すべき点として、対象会社である日本企業と株主との間で締結される重要な契約の開示が挙げられる。近時のコーポレートガバナンスの議論等の高まりを受けて、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループでは、有価証券報告書等における金融商品取引法上の法定開示の改正が議論されてきた。同グループの二〇二二年六月の報告の中では、有価証券報告書等において開示されるべき「重要な契約」の一部として、対象会社と株主との間で締結されるガバナンスに関する合意、および対象会社と株主との間で締結される株主保有株式の処分・買増し等に関する合意を開示すべき項目として新たに定めることが提言された（注二八）。このディスクロージャーワーキング・グループの提言を受けて、二〇二三年六月、企業

内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」という）の一部改正案が公表されており（注二九）、右提言の内容は法制化されることが見込まれている。対日M&Aにおいて、親会社または大株主となった外国企業が、対象会社の実効的な支配や経営管理、支配権維持の観点から、対象企業である日本企業との間で役員の指名権や、事前承諾事項等のガバナンスに関する合意をするとともに、当該外国企業の影響力を一定の範囲に限定する観点から、一定割合以上の買増し禁止に関する合意（スタンドスティル合意）を含む契約を締結することは、従前から散見される。特に開示府令の改正後は、上場会社である対象会社との間でこれらの合意を含む契約を締結する場合には、その内容が有価証券報告書等の開示対象となることが明確化されることに注意が必要である。

加えて、親会社または大株主となった外国企業の株式が外国の証券取引所においても上場されている場合には、当該国における開示が必要となる場合も考えられ、そのような場合には、当該国における親会社等による開示と日本における対象会社による開示に齟齬が生じないよう、両国における開示内容の整合性にも注意する必要があると考えられる。

2 PMIに関する留意点

(1) 対象会社の経営陣や重要な従業員のリテンション

対日M&Aの実行後に問題になる点としては、買収実行後に行われる買収側の外国企業（以下「外国買収者」という）との組織・事業の統合プロセス（いわゆるPMI (Post Merger Integration)）に関する各事項も重要となる。

PMIの過程で実務上よく問題となる事項として、対象会社の経営陣や重要な従業員のリテンションの問題がある。外国企業により買収された対象会社においては、当該外国企業グループから新たな経営メンバーを受け入れることになるのが一般的と思われる。もともと、外国買収者が対象会社に在籍していた既存の経営陣の続投を望むかどうかについては、外国買収者における対象会社と同種の事業の運営のノウハウの有無、対象会社への経営関与を望む度合いなどに大きく左右されるため、既存の経営陣の続投を望む場合もあれば、大幅な刷新が行われる場合も想定される。特に、事例集において示されている前記二一で述べたパターンAからパターンDとの関係で一般論としていえば、パターンCやパターンDの場合には、対象会社の既存の経営陣が会社全体に与えている影響力（パターンCの場合）や、既存の経営陣が対象会社の技術や事業の細部に精通していること（パターンDの場合）に照らせば、外国買収者にお

いても既存の経営陣や重要な従業員の続投を望む場合が少なくないと考えられる反面（注三〇）、パターンAやパターンBの場合で、特に買収側企業が同業者であるような場合には、買収実行後に経営陣全体の刷新を望む場合も相応にあると考えられる。もともと、これらの分類はあくまで相対的なものであり、前者の分類において経営陣の刷新が図られる場合や、逆に後者の場合に経営陣の続投が決定される場合もあり得る。

いずれにせよ、対象会社の経営陣や重要な従業員のリテンションの問題については、外国買収者も、買収実行前の段階から十分な調査を実施し、対象会社との間で既存の経営陣や重要な従業員に関するリテンションの条件について協議や検討を行うことが多い。対日M&Aに限らず、買収実行時の最終契約において、既存の経営陣との間で報酬パッケージや続投すべき期間（ロックアップ期間）等を定めた契約（注三一）が締結されることも実務上は多くみられる。このため、対象会社側としても、買収実行前の時点において外国買収者と協議を行った上で、買収実行後の経営体制について十分な予測可能性を確保しておくことが望ましいといえる。

(2) 買収側企業から求められるガバナンスへの対応等

対日M&Aが実行された場合、外国買収者としては、子会社管理等のグループガバナンスの観点から、対象会社を自社グループに組み込む

過程において、ガバナンスの規律を対象会社に及ぼす必要が生じる（いわゆるコーポレートPMI）。グループガバナンスについては、日本企業が外国企業を買収する場合にも同様に検討されるべきものであるが（注三二）、対日M&Aの場合には、外国買収者の所在国における法令およびガイドラインなどで定められた内容に基づくガバナンスの規律の適用が当該外国買収者自身に求められるところ、当該外国買収者はグループガバナンスの観点から、対象会社である日本企業に対しても当該所在国と同様の水準のガバナンスを求める可能性がある。このため、対象会社側としては、かかる外国法令等の内容を理解し、配慮しつつも、法務面では、日本法上の規制等との抵触が生じないか注意が必要となる（注三三）。

特に、ガバナンスとの関係では、外国買収者から、経営管理契約等の締結とこれに基づく承認・報告体制の構築、対象会社への役員派遣等を求められることが少なくない。これらの内容についても、右(1)で述べた経営陣や重要な従業員のリテンションの場合と同様に、買収実行前の段階から、外国買収者と対象会社との間で協議や検討が開始されることが多い。このため、対象会社としても、かかる協議・検討を通じて、買収実行後のガバナンスについて予測可能性を確保しておくことが望ましい。なお、日本側の対象会社が上場会社の場合において、外国買収者との間で、役員派遣や事前承諾事項等の

ガバナンスに関する合意を含む契約が締結されたときは、かかる合意を含む契約の概要等の有価証券報告書等における開示が問題となり得ることは右1で述べたとおりである。

(3) 事業の再編等に伴う対応等

買収実行後、外国買収者としては、対象会社とのシナジーを追求すべく、対象会社（グループ）について、さらなる事業の再編（リストラクチャリング）が行われることも少なくない。たとえば、外国買収者グループのエンティティが日本にすでに存在する場合や、外国買収者グループと対象会社グループとの間で重複する事業や資産がある場合には、グループ内組織再編を行って重複するエンティティを整理することや、重複する事業や資産を処分するカーヴアウト取引が行われることになる。さらに、外国買収者によって対象会社（グループ）の事業ポートフォリオの見直しが行われることで、対象会社（グループ）における非中核事業や子会社の売却等のカーヴアウト取引が行われることになる（注三四）。そのため、対象会社としても、外国買収者と協議し、連携の上、かかるリストラクチャリングへの対応を進める必要がある。

また、対日M&Aにより、対象会社が、売主の企業グループ（以下「売主グループ」という）から切り離されて外国買収者の子会社になる場合には、対象会社が買収実行前に売主グループから得られていた事業面での各種サポートを受けられなくなる等の問題（いわゆるスタンドア

ロン・イシュー）が生じることになる。スタンダードアロン・イシューへの手当てとしては、買収実行後に、①一定期間に限って対象会社において売主グループから提供されていた人事、総務、経理、情報システム等の間接部門に係るサービスを受けられるようにするため、また、②対象会社が売主グループ内で得ていた便益であって買収実行前と同様の態様で事業を遂行するために重要なもの（たとえば、グループ内でのブランドのライセンス等）がある場合には、買収実行後の一定期間に限って同様の便益を受け続けることができるようにする（たとえば、外国買収者において対象会社の新たなブランドに切り替えることができるまでの一定の期間に限り売主から従前の売主グループブランドの使用許諾に係るライセンスを受ける）ために、M&A取引に係る最終契約の付随契約として移行サービス契約（Transition Service Agreement）（以下「TSA」という）が締結されることがある。特に対日M&Aの場合には、外国買収者が日本において十分な事業基盤等を有していない場合もあることから、対象会社のデュー・デリジエンス等を通じて、TSAが必要となる事項を洗い出した上で、最終契約において、売主と対象会社との間でTSAが適法に締結され、有効に存続することをクロージングの前提条件として規定する等、買収実行後において対象会社が単独で円滑に事業を継続できるようにするための環境を整備しておくことは重要であり、それは売主

グループから離脱することになる対象会社自身にとっても同様である。この点、対象会社としても、対象会社自身が考えるTSAが必要となる事項を洗い出した上で、デュー・デリジエンス等を通じて外国買収者に対して情報開示をしたり、売主に対しても当該事項に係るTSAの締結を要求したりできるように、あらかじめ準備しておくことが肝要であろう。

3 その他の留意点

(1) 外為法

その他、やや細部にわたるものの、右以外にも、買収実行後に対象会社として注意すべき法的論点は少なからず存在する。まず、買収実行後においては、対象会社が実施する取引が外為法上の規制に服することがあり得る。すなわち、前右二4のとおり、外為法上、対内直接投資等または特定取得に関して、対象会社が指定業種に属する事業を営んでいる場合に事前届出が必要になるが、買収実行後は、日本企業である対象会社自身が「外国投資家」に該当することがあり得る。

この点、外為法二六条一項三号は、①非居住者である個人または②外国法人等により直接または間接に保有される議決権が五〇%以上となる国内の会社は「外国投資家」となると定めている。買収実行後、外国買収者が対象会社株式を取得することにより、対象会社（またはその子会社等）が要件を満たして「外国投資家」に

該当する場合には、日本企業である対象会社（またはその子会社等）が対内直接投資等または特定取得に該当する新たな取引を行う場合（たとえば、国内の他の非上場会社の株式を取得する場合（同条二項一号および三項）や、国内の他の上場会社の株式の取得で出資比率が一年以上となるような場合（同条二項三号）が考えられる）であっても、外為法上の規制（事前届出（同法二七条一項および二八条一項）または事後報告（同法五五条の五第一項）等）に服することとなる。この点は実務上とかく忘れられがちであるので、十分注意する必要がある。

(2) 政治資金規正法

政治資金規正法二二条の五は、主たる構成員が外国人または外国人である団体その他の組織が、政治団体に対してされる寄附または公職の候補者の政治活動に関してされる寄附を行うことを禁止している（ただし、主たる構成員が外国人または外国人である団体その他の組織であっても、上場会社であって、その発行する株式がわが国の証券取引所で五年以上継続して上場されている場合には、この寄附禁止は適用されない）。このように「主たる構成員が外国人または外国人である団体その他の組織」については、株式会社の場合には、発行済株式の半数を超える割合を外国人または外国人法人が保有しているか否かが「主たる」の判断基準と解されている（注三五）。このため、対象会社としては、たとえ日本企業であっても、対日M&Aが実行

された結果としてその株式の過半数を外国企業に保有されることとなった場合には、日本国内における政治活動への寄附が禁止される等の制約が生じ得る点にも注意する必要がある（注三六）。

(3) 税務上の問題

買収実行後、対象会社が行うべき経営管理業務の一部を外国買収者が担っていることに対する対価として、経営指導料や経営管理料等の名目で、対象会社が外国買収者（ないしそのグループ会社）に対して支払いを行うことがあり得る。経営指導料等については、その支払いが、いかなる業務またはサービス提供への対価として行われるものかが明確であれば、対象会社において法人税法上損金に算入することが可能であるが、そのような対価の根拠となる業務やサービスの内容が具体的に明らかとならない場合には、一種の使途不明金あるいは寄附金として損金算入が認められない可能性がある（注三七）。また、仮に対価関係が明確である場合であっても、不当に高額な支払いに対しては移転価格税制の適用があり得る。すなわち、移転価格税制の適用の結果、対象会社の親会社等となった外国買収者に対して支払う経営指導料等の金額が独立企業間価格を超えると評価され、移転価格税制が適用される場合には、対象会社において損金に算入することができる金額は、支払った経営指導料等を独立企業間価格に引き直した上で計算されることになる（租税特

別措置法六六条の四第一項）。この場合、独立企業間価格を上回る部分の支払いについては対象会社の損金に算入されない（同条四項）。また、対象会社が外国買収者に利子を支払う場合には、移転価格税制に加えて、過少資本税制（注三八）および過大支払利子税制（注三九）の適用により、利子のうち損金に算入することができる金額が制限され得ることも注意が必要となる（注四〇）。

なお、今後、OECDおよびG20等によるBEPS (Base Erosion and Profit Shifting：税源浸食・利益移転に係る行動計画) 包括的枠組み（いわゆるBEPS2.0）に定められたピラー2（第二の柱）の一環を成す軽減税所得ルール（UTPR：Under Tax Payment Rule）がわが国でも国内法化された場合（現状、早ければ令和七年度税制改正で導入される可能性があるといわれている）、外国買収者グループの親会社等の所在地国で、BEPS2.0が定める所得合算ルール（IIR：Income Inclusion Rule）が導入されていない場合など、その企業グループがその所得につき国際最低税率（一五％）に至るまで課税されていないときには、一定の限度で、日本の対象会社が外国買収者グループに対して支払う費用につき損金算入が否認されることとなるため、この法制化の動向にも注意が必要である（注四一）。

(4) パーソナルデータの越境移転

買収の実行後、対象会社が外国買収者グループに属することとなる場合には、当該グループ

内で個人データ等の情報を共有するニーズは高いと考えられ、グループ内での個人データ等の共有体制の構築が必要となることが多い。かかる共有体制の構築に当たって、対象会社としては、当該外国買収者グループが定めるグループ内個人情報管理体制を新たに導入し、その内容を遵守することが求められることが多いと考えられる。特に、当該外国買収者グループの本社所在地がEU域内である場合には、欧州一般データ保護規則（GDPR）に基づくグループ内個人情報管理体制を実施していることが一般的であり、対象会社としてもその遵守を求められる可能性がある。加えて、対象会社としては、グローバルな人事・労務管理やグローバル内部通報制度等の運用のために、自社の従業員等に係る個人データを外国買収者グループと共有するに当たっては、日本の個人情報保護法上の越境移転規制（個人情報保護法二八条）を遵守する必要があることから、かかる共有に際して、本人同意の取得またはグループ内での相当措置の遵守体制整備等の新たな手当てを実施する必要がある点にも注意が必要となる。

- (注一) 経済産業省「対日M&A活用に関する事例集——海外資本を活用して、企業変革・経営改善・飛躍の成長につなげた日本企業のケーススタディ」（二〇二三年四月一九日）。
- (注二) 経済産業省「事業再編実務指針——事業ポートフォリオと組織の変革に向けて」（二〇二〇年七月三十一日）、コーポレートガバナンス・コード補充原則五―二①参照。

ス・コード補充原則五―二①参照。

- (注三) 事例集四頁。
- (注四) 事例集八頁。
- (注五) 事例集八頁。
- (注六) 事例集七頁。
- (注七) 本稿の執筆に当たっては、筆者らが所属する法律事務所の同僚である小出章広弁護士から資料収集等について多大な協力を得た。ここに特に記して謝意を表したい。なお、本稿の文責についてはあくまでも筆者らにあり、本稿のうち意見にわたる部分は、筆者らの個人的見解にすぎず、筆者らの所属する法律事務所その他いかなる組織の見解を代表するものでないことを念のため付言しておく。
- (注八) 相澤哲編著『一問一答 新・会社法（改訂版）』（商事法務、二〇〇九）二二二頁参照。
- (注九) 西村あさひ法律事務所編『M&A法大全（下）（全訂版）』（商事法務、二〇一九）七頁。
- (注一〇) 西村あさひ法律事務所・前掲（注九）五頁。
- (注一一) 西村あさひ法律事務所・前掲（注九）六頁。
- (注一二) 二〇二三年七月六日付日本経済新聞電子版「ベットボトル再生のJEPLAN、米国で上場へ」参照。
- (注一三) 鈴木克昌ほか「米国SPACによる日本企業買収の留意点」本誌二二六二号（二〇二一）三四頁。
- (注一四) グローバルオークションに限らない一般的なオークション手続の概要については、西村あさひ法律事務所・前掲（注九）二六頁～二

九頁参照。

- (注一五) 二次プロセスを通過した最終候補者に対して独占交渉権を付与するか否かは、最終候補者および売主の意向によって決まる。たとえば、最終候補者はオークションにリソースやコストをかけていることから独占交渉権の付与を求めていることが多いが、売主としては交渉力を確保するために独占交渉権を付与しないという判断もあり得る一方で、特定の時期までに案件公表を目指している場合に独占交渉権を付与すること引き換えに当該時期までの交渉妥結や公表について最終候補者のコミットメントを求めるという判断もあり得る。
- (注一六) 西村あさひ法律事務所・前掲（注九）二七頁参照。
- (注一七) 北村卓也「表明保証保険の実務的考察——引受保険会社の視点から」本誌二一〇四号（二〇一六）二八頁～二九頁、伊達隆彦「表明保証保険の活用にあたっての実務上の留意点」西村あさひ法律事務所M&Aニューズレター二〇一七年九月号一頁～五頁、西村あさひ法律事務所・前掲（注九）二二三頁脚注一五九参照。
- (注一八) 稲田行祐「高賢一『表明保証保険の実務』（金融財政事情研究会、二〇二〇）六八頁～六九頁、山本啓太「関口尊成『M&A保険入門』（保険毎日新聞社、二〇二一）八一頁、西村あさひ法律事務所・前掲（注九）六七五頁参照。
- (注一九) 稲田「高・前掲（注一八）六五頁～六六頁、山本「関口・前掲（注一八）八〇頁、西村あさひ法律事務所・前掲（注九）六七五頁参

照。

(注二〇) 稲田⇨高・前掲(注一八) 六六頁、西村あさひ法律事務所・前掲(注九) 六七五頁、六七六頁参照。

(注二一) 稲田⇨高・前掲(注一八) 一二八頁、一三二頁、山本⇨関口・前掲(注一八) 一〇〇頁、関口尊成⇨井上俊介『論点解説 クロスボーダーM&Aの法実務』(商事法務、二〇二二) 九六頁参照。

(注二二) 外為法二六条二項。たとえば、外国投資家以外の者から非上場会社の株式を取得する場合や、上場会社等の株式を1%以上取得する場合がこれに該当する。

(注二三) 外為法二六条三項。外国投資家から非上場会社の株式を取得する場合がこれに該当する。

(注二四) 対内直接投資等に関する命令第三条第三項の規定に基づき財務大臣および事業所管大臣が定める業種を定める件別表第一および第二参照。

(注二五) 実務上、事前届出に係る審査において届出者と事業所官庁との質問票等を通じたやりとり等が行われることがある。また、当該やりとり等を踏まえて、事業所管官庁が届出者に対し、「届出者は、議決権の行使その他の方法により、発行会社およびその子会社の有する安全保障上重要な製品に関する事業の経営に影響を与えることを目的とした行為を行わないこと」等の一定の事項について遵守を求めるケースもあるとされている(アンダーソン・毛利・友常法律事務所編『M&A・投資における外為法の

実務』(中央経済社、二〇二〇) 四三頁)。そのような遵守事項を求められた場合に、買主たる外国企業がその遵守を受け入れることが困難であるときは、対象会社の買収を断念せざるを得ない場合もあると思われる。

(注二六) なお、対象会社が米国に製品を輸出したりサービスを提供している場合には、場合により、対米外国投資委員会(CFIUS)によるエクソン・フロリオ修正条項に基づく審査に服する場合もあるため、注意が必要である。対象会社が日本企業であった事例ではないが、二〇一八年に、LIXILグループによるイタリアの建材子会社ベルマステイリーザの中国企業への売却がCFIUSの承認を得られず中止になった事例等が参考になる。

(注二七) 西村あさひ法律事務所編『M&A大法大全』(全訂版) (商事法務、二〇一九) 九八五頁。

(注二八) 「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告——中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて」(二〇二二年六月一三日) 三二頁〜三四頁。具体的には、ガバナンスに関する合意の類型として、(i)役員候補者指名権等の合意、(ii)議決権行使内容を拘束する合意、(iii)事前承諾事項等に関する合意が挙げられているほか、株主保有株式の処分・買増し等に関する合意の類型として、(i)保有株式の譲渡等の禁止・制限の合意、(ii)保有株式の買増しの禁止に関する合意、(iii)株式の保有比率の維持の合意、(iv)契約解消時の保有株式の売渡請求の合意が挙げられており、これらの合

意の概要等を開示する義務を新たに設けることが提言されている。

(注二九) 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正(案)の公表について」(二〇二三年六月三日)。<https://www.fsa.go.jp/news/14/sonota/20230630-8/20230630-8.html#bes>。ガバナンスに関する合意を含む契約については、「当該契約の概要(当該契約を締結した年月日、当該契約の相手方の氏名又は名称及び住所並びに当該合意の内容を含む)」、当該合意の目的、取締役会における検討状況その他の当該提出会社における当該合意に係る意思決定に至る過程及び当該合意が当該提出会社の企業統治に及ぼす影響(影響を及ぼさないと考える場合には、その理由)」が開示事項とされ、株主保有株式の処分・買増し等に関する合意については、「当該契約の概要(当該契約を締結した年月日、当該契約の相手方の氏名又は名称及び住所並びに当該合意の内容を含む)」、当該合意の目的及び取締役に係る意思決定に至る過程の当該提出会社における当該合意に係る意思決定に至る過程」が開示事項とされている(企業内容等の開示に関する内閣府令の一部改正案による改正後の第二号様式記載上の注意³³⁾ f、g、第三号様式記載上の注意¹³⁾参照)。

(注三〇) たとえば、パターンCに分類される事例集事例13・おやつカンパニーのカーライルへの売却においては、開発・製造・営業などの主要部門に生え抜き人材がそのまま登用されたことが示されている(事例集四六頁)。

(注三一) 実務上は、Management Service Agree-

ment)やCorporate Officer Agreementといったタ
イトルの契約が、外国買取者もその内容を了承
した上で対象会社と経営陣等との間で締結さ
れ、その中で、業務または責任の範囲、報酬、
在任または在職予定期間、競業禁止義務、守秘
義務といった内容が定められることが多い。

(注三二) 経済産業省「グループ・ガバナンス・
システムに関する実務指針」(二〇一九年六月
二十八日)四一頁～四三頁等を参照。

(注三三) たとえば、対象会社が銀行の場合に
は、銀行法上、機関銀行化の防止のため、銀行
経営の独立性が求められている(たとえば、金
融庁「主要行等向けの総合的な監督指針」(二
〇二三年六月)の「Ⅶ 銀行業への新規参入の
取扱い」参照)。

(注三四) たとえば、事例集事例16「ニチイ学館
のペインキャピタルへの売却においては、買収
後に、買収側の支援の下で、ノンコア事業を担
う子会社の売却と、コア事業のM&Aが進めら
れたことが示されている(事例集五二頁)。

(注三五) 政治資金制度研究会監修『政治資金規
正法要覧(第五次改訂版)』(国政情報セン
ター、二〇一五)一〇三頁。なお、株式会社
上場会社であって、定時株主総会において議決
権を行使することを定めるための基準日を設け
た会社の場合で、直近の定時株主総会基準日が
一年以内にあつたものについては、当該基準日
において外国人または外国法人が発行済株式の
総数の過半数に当たる株式を保有していたか否
かが判断基準となる(政治資金規正法二二条の
五)。

(注三六) ただし、主たる構成員が外国法人であ
る日本法人が発行済株式の半数を超える割合を
保有する会社(外国買取者からみて孫会社に当
たる日本の会社)は、主たる株主となるのは日
本法人であるため、「主たる構成員が外国人ま
たは外国法人である団体その他の組織」には該
当しないと解されている(政治資金制度研究
会・前掲(注三五)一〇三頁)。

(注三七) 渡辺淑夫「外国親会社に支払う経営管
理料名目の支出金と課税関係」国際税務三七卷
五号(二〇一七)一三二頁参照。

(注三八) 過少資本税制とは、対象会社が外国買
取者グループから調達した資金について、資本
として調達した資金の比率が負債として調達し
た資金に対して過少であるとされる場合に、負
債として調達した資金のうち資本に比して過大
となっている部分に対応する利子を損金に算入
できないとする制度である(租税特別措置法六
六条の五)。

(注三九) 過大支払利子税制とは、所得金額に比
して過大な利子を損金に算入できないとする制
度である(租税特別措置法六六条の五の二)。

(注四〇) なお、対象会社が外国買取者グルー
プから借り入れた資金については、移転価格税
制、過少資本税制および過大支払利子税制が重
複して適用される可能性もあるが、その場合に
は、移転価格税制が優先的に適用され(国税庁
「移転価格事務運営要領」三一・二五、三一・二
六)、過少資本税制および過大支払利子税制が
重複して適用される場合には、損益不算入額が
大きいほうの制度が適用され、損金不算入額が

同じである場合には過少資本税制が優先的に適
用される(租税特別措置法六六条の五第四項、
六六条の五の二第六項、租税特別措置法施行令
三九条の一三第一項、三九条の一三の二第三
一項)。

(注四一) このBEPSの概要については、たと
えば、太田洋二増田貴都「デジタル課税・全世
界共通最低法人税率に係る歴史的合意とは——
OECD/G20 BEPS 包摂的枠組みによる『経済の
デジタル化に伴う課税上の課題に対応する二つ
の柱の解決策に関する声明』の概要」租税研究
八六四号(二〇二二)二〇〇頁以下(UTPR
については二一八頁～二一九頁)参照。

おおた・よう
のざわ・やまと
すが・ゆうじん
まさやす・けいいち