

## 買収合意で乾杯するのはまだ早い ～米国上場企業事例からのインプリケーション～

一橋大学大学院商学研究科 教授  
みずほ証券市場情報戦略部 客員上級研究員  
田村 俊夫<sup>1</sup>

# Summary

### 要約

- 企業買収の検討を始め、デューデリジェンスを行い、契約書の内容を交渉して調印し、買収合意成立を公表する。それでも実際に買収を完了できるかどうかは分からない。独占禁止当局の承認が得られずに買収完了を断念することもある。アクティビスト・ヘッジファンドなど株主の反対により公開買付けの成立や株主総会の承認が危うくなり、合意した買収価格の引上げを迫られることもある。
- 中でも脅威なのが、買収合意後に第三者によるより高い価格での買収提案が出現して「横取り」されるリスクである。米国上場企業の場合、取締役会は株主への受託者責任を全うするために、買収や合併の合意成立後でも、より優れた条件のオファーがあれば、公開買付けへの賛同表明を取り消したり、株主総会における合併契約承認の推奨を撤回したりすることが求められ、そのようなフィデューシャリーアウト条項を合併・買収契約に織り込むのが一般的である。
- デューデリジェンスや契約交渉のコストと手間をかけて合併・買収契約に調印しても公表後に簡単に横取りされるのでは、買収交渉を行う意欲が薄れる。そこで、No-Shop 条項や Matching Right、ブレイクアップフィーなど、さまざまなディール保護措置が工夫されているが、対抗買収者リスクを完全に消滅させることはできない。
- また、MBO や完全子会社化取引においては、一般株主保護のための受託者責任に万全を期そうとするほど、プロセスや成立条件を自発的に厳しくせざるを得ず、結果的にクロージングが困難になる場合も多い。
- 日本では従来は、合意された買収案件はクロージングするものと思われていたので、対抗買収者の出現リスクやディール保護措置にはほとんど考慮が払われていなかった。しかし今後は、たとえ国内案件でも、買収合意後の対抗買収者の出現も考慮に入れる必要があるだろう。中でも取締役の受託者責任としてのフィデューシャリーアウトの義務、求められる適正手続きの度合い、ディール保護措置の必要性などは、今後、重要な論点となるだろう。また、MBO や完全子会社化についても、受託者責任の完遂とクロージングの難度のトレードオフの問題は、今後さらに重要性を増していくであろう。「実験場」としての米国の先例は、そのような議論にきわめて有益な示唆を提供するものと思われる。

<sup>1</sup> ニューヨーク州弁護士。本稿中、意見にわたる部分は筆者の私見である。

## I. はじめに

### 1. 買収契約を締結してもクロージングできないことがある

買収合意後にクロージングできないリスクが増大

企業合併や買収の検討を始め、デューディリジェンスを行い、契約書の内容を交渉して調印し、合意成立を公表する。それでも実際に合併・買収を完了（クロージング）できるかどうかは分らない。従来の日本企業がらみの M&A では、合併や買収の最終契約書を締結し公表されれば、その案件のクロージングは（独禁・許認可関係を除けば）ほぼ当然のことと思われてきたが、近年、日本企業がらみでも合併や買収の合意が必ずしも確実なクロージングを意味しないという事例が、クロスボーダー案件を中心に増加している。

日本企業によるクロスボーダー買収

例えば、東京エレクトロンと米アプライドマテリアルズの経営統合（2013 年公表）では独占禁止当局の承認が得られずに統合断念を余儀なくされた。また、大塚製薬による米アステック社の買収案件（2013 年）では、アクティビストの反対により公開買付けの円滑な完了が危険にさらされた。2015 年には、ブリヂストンによる買収に合意していたペップボーイズが、アイカーンエンタプライズに乗り換えた事例が発生し、日本企業の米国上場企業買収案件においても、買収合意後の「横取り（Deal Jumping）」リスクに対処する重要性を如実に示した。

日本国内への波及

さらに日本国内の案件でも、2017 年、KKR による日立国際電気の買収にアクティビストが介入し、買収成立までに二度の価格引き上げを余儀なくされるなど、もはや少なくとも上場企業をターゲットとする M&A に関しては、買収合意は必ずしも買収完了を保証しないということを意識して対応しなければならない時代に移行しつつある。

### 2. 合意された M&A がクロージングできない類型

公開買付けと合併におけるクロージングできないメカニズム

ここで合意された M&A が公表されてもクロージングできない類型について整理してみよう。上場企業をターゲットとする M&A の形態は、大別して公開買付けと合併等の経営統合（以下、代表して「合併」と呼ぶ）に分けられる。クロージングできない典型的なメカニズムは、前者であれば、必要株数の応募が得られないことであり、後者であれば、合併契約に含まれるクロージングの前提条件が満たされないこと、合併契約が解除されること、および株主総会で否決されること<sup>2</sup>である。しかし、クロージングできない真の原因は、そのようなメカニズムが発動されるに至った要因であり、以下の 3 つの類型がその代表的なものである。

株主の賛同が得られない場合

第 1 の類型は、株主の賛同が得られない場合である。本来、M&A とは売買であり、売り手と買い手の合意によって成立する。上場企業をターゲットとする M&A の場合、本当の売り手は被買収企業の株主である。しかし、上場企業の株主は分散しているので、株主から選ばれた「代理人」から構成される取締役会（およびその委嘱を受けた経営者）が買い手企業と交渉して買収条件に合意する<sup>3</sup>。しかし、そのような買収条件は、最終的には必ず株主に承認されなければならない。株主

<sup>2</sup> 米国流の詳細な合併契約書では株主総会での承認がクロージングの前提条件になっているが、日本流の簡潔な合併契約書では、法律上当然のこととして記載がないことが多い。但し、JX ホールディングスと東燃ゼネラル石油の株式交換契約では、株主総会での承認が得られない場合、株式交換契約は効力を失うと明記されている（第 11 条(1)）。JX ホールディングス「臨時株主総会招集ご通知」（2016/11/29）。

<sup>3</sup> 但し、敵対的な公開買付けの場合には、被買収企業の取締役会の合意なしに、株主の合意（公開買付けへの応募）が直接問われることになる。

による承認のメカニズムは、公開買付けであれば応募であり、合併であれば株主総会での合併契約の承認である。そのような株主の同意が得られなければ、取締役会によって合意された M&A は実行できない。

**買収者側の事情に起因する場合**

第 2 の類型は、主に買収者側の事情に起因する場合である。買収者の属性により独占禁止法やその他許認可が障害となる場合、買収資金の調達がうまくいかない場合、あるいは被買収者の事業状況の悪化等により買収者がクロージングを拒否しようとする場合（Material Adverse Change）が典型例である。独占禁止法やその他許認可の取得は当然ながらクロージングの前提条件に含まれるので、それらの許認可が得られなければ、条件不成就でクロージングは行われない。また、買収資金の調達成功や Material Adverse Change が無いことがクロージングの前提条件に含まれる場合は、買収資金の調達不調や Material Adverse Change の発生により、買い手のクロージング義務がなくなることもある。

**被買収者側の受託者責任に起因する場合**

第 3 の類型は、被買収者側の受託者責任（Fiduciary Duty）に起因する場合で、対抗買収者が出現したときのフィデューシャリーアウト（後述）が特に重要である。被買収企業の取締役会は株主に対して受託者責任を負っているため、合併契約調印後、株主の承認を得るまでの間に、より株主に有利な対抗買収提案が出現した場合、被買収企業側に契約を破棄して有利な提案に乗り換える権利を与えるかどうか問題となる。また、MBO 取引や支配株主による非上場化（スクイーズアウト）案件等では、受託者責任の要請により買収プロセスに厳しい制約が課され、その結果、買収完了へのハードルが高くなり、公開買付け不成立や合併契約の株主総会否決リスクが高まったり、買収完了後の訴訟リスクにさらされたりするが、これも被買収者側の受託者責任の観点から考察することが重要である。

図表 1：クロージングできない原因（合併の場合）

		クロージングできない原因		
		前提条件不充足	契約解除	株主総会で否決
株主の同意が得られない		○		○
買収者側の事情	独禁・許認可	○		
	ファイナンス不調	○		
	MAC	○		
被買収者側の受託者責任	対抗買収者		○	○
	MBO、スクイーズアウト	○		○

出所：筆者作成

### 3. 本稿の構成

**本稿の構成**

本稿では、上場企業である被買収企業の取締役会が合意<sup>4</sup>して公表された買収案件がクロージングに至るまでにどのような障害が横たわっているかを概観した上で（第 II 章～第 IV 章）、そのうち特に被買収企業の取締役会の受託者責任が焦点となる対抗買収者出現への対応（第 V 章）と MBO／支配株主による非上場化のケース（第 VI 章）を、詳細な事例分析を踏まえて検討し、日本企業へのインプリケーションを探る（第 VII 章）。

**米国事例を中心に検討**

本稿では、主に米国事例を中心に検討を進めるが、その理由は以下の 3 点である。第 1 に、米国では以前から対抗買収者や MBO 等を巡る係争がしばしば発生してお

<sup>4</sup> したがって、当初から敵対的買収案件であったものは、本稿の考察の対象外である。

り<sup>5</sup>、実務と司法判断の相互作用でバランスのとれた実務慣行が形成されてきているからである。事例も比較的乏しくルール形成もやや硬直的な EU 諸国と比べても、米国の「実験場」としての先例価値は大きい。第 2 に、日本では特に対抗買収者出現時の取締役会の対応について事例も司法判断も乏しいが、敵対的買収をめぐる規範形成にも見られるように<sup>6</sup>、今後、日本の司法や実務に米国のルールが大きく影響することが予想されるからである<sup>7</sup>。第 3 に、日本企業が米国上場企業のクロスボーダー買収を行う場合には、直ちに米国ルールに直面するからである。

## II. 株主の賛同が得られない場合

### 1. 公開買付けの不成立

#### 公開買付けへの応募未達

本章では、対抗買収者が存在しないにも関わらず、株主の賛同が得られないことにより買収が完了しない場合について検討する。まず、本節では公開買付けの不成立について述べる。一般に、友好的な公開買付けの場合、買収者は公開買付け成立のための最低応募株数（通常は過半数取得に必要な株数）を定めて公開買付けを開始し、被買収者は株主に応募を勧める賛同意見を表明する。ここで、最低応募株数に達する応募がないと、公開買付けは不成立になる。

公開買付けへの応募が集まらない最大の要因は、市場株価が公開買付け価格を上回って推移することである。市場株価が公開買付け価格を上回っている場合、株主は公開買付けに応募するよりも市場で株式を売却した方が得なので、応募する経済的インセンティブがない。

#### 公開買付け価格を上回る市場株価

では、公開買付け価格以上の値段で株式を購入する側<sup>8</sup>は、なぜそのような高値で株式を購入するのだろうか。それは、最終的に公開買付け価格が引き上げられることを見越しての行動であることが多い。対抗買収者の出現を予測している場合もあるが、そうでなくても、株主が公開買付け価格が企業価値に照らして安すぎると判断すれば、公開買付け価格以上まで株価を押し上げることにより、公開買付け価格の引き上げを催促することができる。買収者側は、最終的に株価が公開買付け価格を下回らないと公開買付けを成立させることができないので、公開買付け価格を引き上げるべきか否か、難しい判断を迫られることになる。

逆に、高値で株式を購入する株主の側も、難しい判断に直面する。思惑通り公開買付け価格が引き上げられて買収が成立すれば、短期間で大きな利益をあげることができるが、その後、株価が下落して当初の公開買付け価格で買収が成立すると逆転になるし、公開買付け者が買収を断念すると、株価が（買収プレミアムを含まない）公開買付け前の水準まで戻ってしまい、大きな損害を受ける可能性もある。

<sup>5</sup> 例えば、2000年には、アメリカンホームプロダクツによる買収に合意したワーナーランパートに対し、ファイザーがより高値の買収提案を行い、最終的に買収に成功している。

<sup>6</sup> 買収防衛策指針（2005年）やニッポン放送事件東京地裁決定（2005年）、ブルドックソース事件最高裁決定（2007年）等には、米国判例法の影響が顕著に見られる。

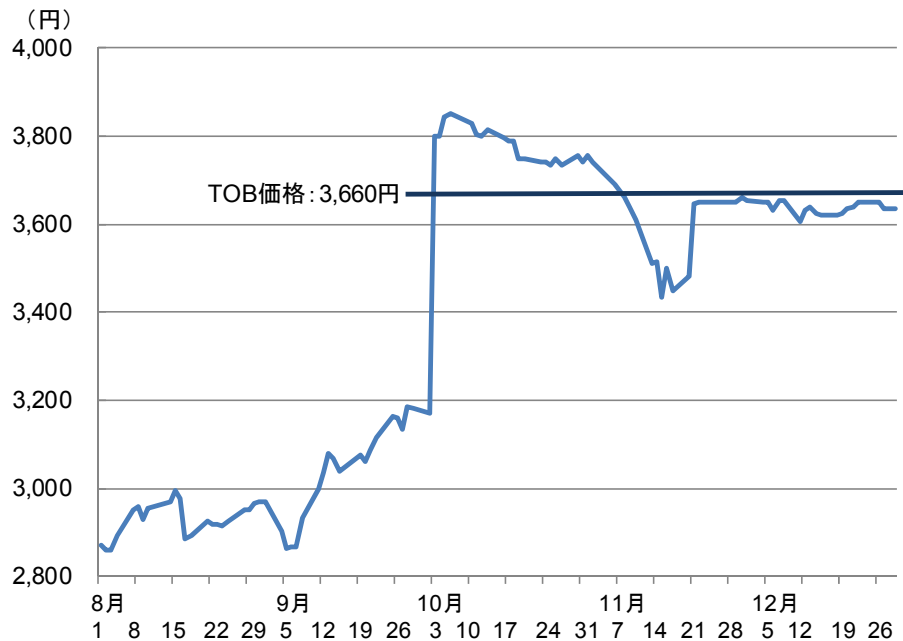
<sup>7</sup> 例えば、玉井(2005)、玉井(2006)は、米国のディール保護条項を巡る判例を検討し、日本法の下でのディール保護条項の有効性を判断する枠組みについて考察している。また、岩倉＝太田(2010)は、対抗買収提案を受けた場合の対象会社取締役の行為規範や M&A 取引契約における被買収企業の株主の利益保護等につき、レプロン義務やフィデューシャリーアウト条項など米国の事例を紹介しつつ、日本法への取り込みの可能性を考察している。

<sup>8</sup> ヘッジファンド等のアービトラージャーであることが多い。

アサツーディ・ケイの事例

米国では以前から公開買付けを巡りこのような駆け引きが行われてきたが、最近、日本でも同様の事態が発生するケースが目立ってきている。例えば、米投資ファンドのベインキャピタルによるアサツーディ・ケイに対する公開買付け（2017年10月3日開始）では、当初、株価が買付価格を上回って推移した。これは、筆頭株主の英 WPP（約 25%保有）や第 2 位株主の英運用会社シルチェスター（約 17%保有）が、買付価格が安すぎるとしてその価格では公開買付けに応じないと表明したことから<sup>9</sup>、ベインがいずれ買付価格の引き上げを迫られるとの観測が高まったためである可能性がある。しかし、その後、引き上げ観測が後退するとともに株価が下落して買付価格を下回り<sup>10</sup>、WPP も一転して応募姿勢に転じたことから、最終的には当初買付価格で買収が成立した。

図表 2：アサツーディ・ケイ株価推移



出所：Yahoo!ファイナンス、アサツーディ・ケイプレスリリースより筆者作成

日立国際電気の事例

これに対して、米投資ファンド KKR による日立国際電気への公開買付け（2017年4月公表）については、当初、買付価格 2,503 円/株で 8 月上旬から公開買付けを開始する予定であったが、株価が買付予定価格を上回って推移し、さらにアクティビスト・ヘッジファンドのエリオット・マネジメントによる大量株式取得が判明したことから、10 月 12 日に価格を 2,900 円/株に引き上げて公開買付けを開始した。それでも株価が買付価格を上回り続けたため、KKR は 11 月 27 日に買付価格をさらに 3,132 円/株に引き上げ、ようやく買収が成立した<sup>11</sup>。

アクティビストの介入は米国では常態化

このようにアクティビストが介入して買収価格の引き上げを促す事態は、日本では最近の現象であるが、米国では常態化している。戦略的にも単に公開買付けの成立を阻止するだけでなく、公開買付け後のスクイーズアウトを困難にすること

<sup>9</sup> 「ADK 社長が激白する、WPP 離縁と TOB の行方」東洋経済オンライン（2017/10/31）参照。

<sup>10</sup> 「迫る TOB、予断許さず」日経産業新聞（2017/11/14）。

<sup>11</sup> 「日立国際の TOB 価格、3132 円に再引き上げ、米 KKR、今後変更せず」日経産業新聞（2017/11/27）、「KKR、日立国際へ薄氷の TOB、物言う株主が揺さぶり、市場主導で価格上昇」日本経済新聞（2017/12/10）参照。

により買収価格の引き上げを迫る戦術も取られている。

#### スクイーズアウト条件を巡る攻防

米国上場大企業はデラウェア州法を設立準拠州とする企業が多いが、かつてデラウェア州法では、公開買付け後、株主総会を開かずに非応募株主をスクイーズアウト（現金対価で強制的に株式を買い上げ）できる略式合併（Short-form Merger）の要件を、公開買付け後の持株比率 90%以上としていた。株主総会の開催には時間と費用がかかり、さまざまなリスクも伴うため、公開買付者は何としても 90%以上の株式取得を達成しようとする<sup>12</sup>。逆にアクティビストは 10%以上の株式を取得して、「買付価格を引き上げなければ応募しない」と表明することにより、圧力をかけることができる。しかし、デラウェア州会社法改正により、2013 年 8 月から略式合併基準が、「90%以上」から「50%超」に引き下げられたため、このような戦術の効力は著しく弱められた。

#### 大塚製薬の事例

例えば、2013 年 9 月に開始された大塚製薬によるアステックス社（米デラウェア法人）への公開買付けに際しては、アクティビスト・ヘッジファンドのサリッサ・キャピタル（約 5%保有）が、「オファー価格は安すぎる」と批判して、公開買付け期間の延長運動を開始した。その結果、応募株式数は発行済株数の 52.3%にとどまったが、公開買付けは成立、翌日、大塚製薬は略式合併により、アステックス社を完全子会社化した。これは前月に施行された略式合併基準引き下げの効果によるものである<sup>13</sup>。

#### DMG 森精機、キヤノンの事例

このように、米国（デラウェア州）においては、アクティビストによるスクイーズアウト阻止戦術（「ホールドアウト」戦術）は有効性が大いに減殺されたが、スクイーズアウト基準の厳しい欧州では引き続き効果がある。日本企業がらみでも、DMG 森精機による独 DMG Mori Seiki AG に対する公開買付け（2015 年）や、キヤノンによるスウェーデンのアクシス社に対する公開買付け（2015 年）では、アクティビストのエリオット・マネジメントが 10%超の株式を取得して、スクイーズアウトによる 100%子会社化を阻止した<sup>14</sup>。ドイツやスウェーデンのスクイーズアウト条件は 90%以上の株式保有である。

#### 日本におけるスクイーズアウト法制

ちなみに日本の会社法では略式合併の要件は 90%以上の株式保有となっている。また、合併対価の柔軟化により現金によるスクイーズアウトも可能であるが、従来は税制上の要因から、現金対価のスクイーズアウトには不透明性が存在していた<sup>15</sup>。その後、平成 26 年度改正会社法で「株式等売渡請求」制度が登場し、90%以上の株式を保有する親会社が少数株主の保有する株式を現金で強制的に取得できるようになり、税務上の疑義も解消した。さらに、平成 29 年度税制改正により、公開買付け後に 3 分の 2 以上の株式を保有していれば、現金対価のスクイーズアウトであっても税務上問題なく実行できるようになり<sup>16</sup>、（90%以上保有していなければ株主総会の開催は必要となるものの）アクティビストによる「ホールドアウト」戦術の潜在的な脅威は弱まっている。

<sup>12</sup> そのための補助手段として、追加買付け期間の設定や Top-up Option（追加的な株式割り当て）等も用いられていた。田村(2017), 99 頁参照。

<sup>13</sup> 本件の経緯については、田村(2017), 125-128 頁 [Appendix 2013 年デラウェア州会社法改正の影響] に詳しい。

<sup>14</sup> “Hedge fund Elliott not seeking board seat at DMG Mori Seiki,” Reuters (April 29, 2015); “Hedge fund Elliott to bring in special examiner at Canon’s Axis,” Reuters (June 16, 2015)参照。

<sup>15</sup> かつては、株式併合や全部取得条項付種類株式を用いたテクニカルなスキームが用いられていた。

<sup>16</sup> 適格再編扱いとなり、企業課税が課されない。

## 2. 合併の不成立

### 株主総会特別決議による承認

日本でも米国でも、合併契約が株主総会の特別決議で承認されなければ、合併は不成立となる。特別決議の要件は日米で異なっており、日本では「出席株主の議決権の2/3以上（定足数は全議決権の過半数）」であるが、米国（デラウェア州）では「全議決権の過半数」である。したがって、米国（デラウェア州）では、対抗買収提案がない場合の合併阻止は一般に困難である。

### 第一三共、東京鋼鐵の事例

対抗買収提案がない状況での合併反対運動は、株主である有力機関投資家やアクティビスト・ヘッジファンドなどが主導して行われることが多い。日本でも、2005年に、三共と第一製薬の経営統合案件に対し、三共株主の村上ファンド（M&Aコンサルティング）が反対運動を行ったが、統合は株主総会で可決された<sup>17</sup>。2007年には、大阪製鐵と東京鋼鐵の株式交換契約について、東京鋼鐵株主のいちごアセットマネジメントが株式交換比率を問題視して委任状争奪戦を起こし<sup>18</sup>、東京鋼鐵の株主総会で株式交換議案が否決された。しかしながら、このような事例は極めて例外的である。

### リア・コーポレーションの事例

米国でも、株主総会での合併案件の否決は、対抗買収者がいない限り滅多にない<sup>19</sup>。例外的な事例として、2007年のリア・コーポレーション（Lear Corporation）の合併否決が挙げられる。リア社はミシガン州に本拠を置く自動車内装関連企業であり、ニューヨーク証券取引所に上場していたが、2007年2月9日、有名なアクティビストであるカール・アイカーン傘下のファンドに53億ドル（含む25億ドルの既存負債）で買収される現金合併契約に合意した。しかし、買収価格に対する不満（プレミアムがほとんどなかった）から、他の有力株主や議決権行使助言機関が続々と反対を表明し、買収価格の若干の引き上げはあったものの、2007年7月16日の株主総会で否決された<sup>20</sup>。

## Ⅲ. 買収者側の事情に起因する場合

### 1. 独占禁止法、その他許認可

#### 独禁、許認可の問題

買収者側の事情に起因して M&A 案件がクローズできない代表的な原因として、ストラテジックバイヤーの場合には独占禁止法の問題、フィナンシャルバイヤーの場合にはファイナンス組成の問題が挙げられる。まず本節では、独占禁止法、その他許認可の問題について簡単に触れる。

#### 第三国の独禁審査も影響

独禁当局の認可が得られない合併・買収はクローリングすることができない。したがって、通常の欧米の合併・買収契約書では、独禁当局の認可取得はクローリングの前提条件のスタンダードな項目となっている。独禁法制は基本的に消費者保護法制なので、合併・買収当事者の所在国のみならず、影響を受ける第三国の

<sup>17</sup> 三共と第一製薬は、株主総会での承認を確実に得るために、統合のシナジー効果等を含む詳細な開示を行い（2005年5月13日付「経営統合に関する合同説明会」資料）、機関投資家に精力的な説明を行った。

<sup>18</sup> いちごアセットマネジメント・プレスリリース「いちごアセットマネジメント、東京鋼鐵の臨時株主総会における委任状勧誘へー 株主利益に合わない株式交換の否決に向け、少数株主の結束を訴えー」（2007/2/2）。

<sup>19</sup> Jessica Hall, “Shareholder activism rarely kills a U.S. merger,” Reuters (February 18, 2010).

<sup>20</sup> “Lear Holders Reject Icahn’s Buyout Bid,” The New York Times (July 17, 2007).

独禁当局にも管轄権がある。2000年に公表されたGEとハネウェルの経営統合は、米国企業どうしの統合で、米国独禁当局の認可を得たにも関わらず、EU独禁当局の反対により断念に追い込まれた。近年、日本企業関連の案件でも、第三国の独禁当局の審査が長引くケースが増えているので、注意が必要である<sup>21</sup>。

#### ハート・スコット・ロディノ法

米国独禁手続きを例にとると、一定規模以上のM&A案件はHSR（ハート・スコット・ロディノ）法により当局に届け出る義務があるが、一般に、問題がなければ、申請後の待機期間満了で自動承認となる。しかし、詳細審査入りの通知（セカンド・リクエスト）があると、膨大な資料請求がなされ、審査は長期化する。

#### 懸念緩和措置としての事業売却：ABインベブの事例

詳細審査入りするような案件の場合、しばしば当事者は、独禁当局に対し一部事業売却等の懸念緩和措置を提示し、当局との間で合意が成立すると、そのような事業資産売却等を条件として認可がなされる。例えば、世界最大のビール会社であるアンハイザー・ブッシュ・インベブによる世界2位SABミラーの買収（2016年10月完了）においては、EUの独禁当局である欧州委員会が詳細な調査を行い、アサヒビール等への大規模な資産売却を条件に認可した。認可時のプレスリリース<sup>22</sup>では、以下のように述べられている。

当初、ABインベブは、SABミラーのフランス、イタリア、オランダ及び英国における全ての事業を売却する提案をしていた。これらの事業は日本のアサヒビールに売却されることになっている。その後、同社は、欧州委員会が詳細審査において示した更なる懸念を解消するために、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、スロベキアにおける事業を売却する提案をした。ABインベブはSABミラーの実質的に全ての欧州における事業を売却することを確約したことによって、欧州委員会の競争上の懸念は解消されることになるため、欧州委員会は、本件合併をこれらの確約をすべて遵守するという条件の下で承認する。

#### ハリバートンの事例

事業売却の規模等で交渉が決裂すると、独禁当局は認可を行わず、更には差し止め訴訟を提起したりする。例えば、2016年5月に米石油サービス2位ハリバートンが同3位ペイカーヒューズの買収を断念したが、これは前月に米独禁当局が「統合は価格上昇やイノベーションの減退を招く」として買収阻止訴訟を提起したことを受けた判断である<sup>23</sup>。提訴前にハリバートンは相当の事業売却を当局に提示していたが、当局はそれを不十分として提訴に踏み切った<sup>24</sup>。

#### 独禁問題による破談は被買収者に多大のダメージを与える

一般に、独禁問題が発生するのはストラテジックバイヤーによる同業者間のM&Aであり、もし買収破談となると、被買収側は甚大な損害を被る。なぜなら、買収交渉時のデューディリジェンスで同業者である買収側に非公開情報を開示したうえに、破談による従業員や顧客、サプライヤー等の動揺も大きいからである。したがって、被買収側は破談の可能性を引き下げるための措置や、破談した場合の

<sup>21</sup> 例えば、丸紅による米穀物大手ガヴィロンの買収（2012年公表）では中国当局の手続きが長期化し、米ウエスタン・デジタルによる日立HDD事業の買収（2011年公表）ではEU当局の手続きが長期化した。また、三菱重工業と日立製作所の火力発電システム事業統合（2012年公表）では、日本企業同士の事業統合であったが、韓国当局の手続きが長期化した。

<sup>22</sup> 欧州委員会プレスリリース「欧州委員会、世界最大のビール会社であるABインベブが、世界二位のSABミラーを買収することについて、欧州におけるSABミラーの実質的に全ての事業を売却することを条件に承認」（2016/5/24）公正取引委員会HP。

<sup>23</sup> 「米企業、大型買収断念相次ぐ ハリバートンなど、当局が寡占化を懸念」日本経済新聞電子版（2016/5/3）。

<sup>24</sup> Department of Justice Press Release, “Halliburton and Baker Hughes Abandon Merger After Department of Justice Sued to Block Deal” (May 1, 2016).



補償条項を買収契約に盛り込むように求めるのが一般的である<sup>25</sup>。

#### 事業売却誓約条項

破談の可能性を引き下げるための措置の代表例は、買収者側に対し独禁問題解決のために一定限度までの事業売却を義務付ける誓約条項である<sup>26</sup>。このような条項は、買収契約交渉時に極めて激しい交渉の対象となる。

#### 独禁問題によるリバース・ブレイクアップフィー

破談した場合の補償条項の代表格はリバース・ブレイクアップフィー（“Reverse Break-up Fee”または“Reverse Termination Fee”）である<sup>27</sup>。被買収者側の事情で買収契約が解除された場合に被買収者から買収者に支払われる契約解除補償金を「ブレイクアップフィー」（第IV章参照）と呼ぶのに対し、この場合は買収者側から被買収者に支払われるので「リバース・ブレイクアップフィー」と呼ぶ。

リバース・ブレイクアップフィーの有無および水準は買収者と被買収者の交渉で決まり、後述のブレイクアップフィーのような事実上の上限は存在しない。独禁法絡みのリバース・ブレイクアップフィーの一般的な水準は買収総額の4-6%程度<sup>28</sup>と言われており、ブレイクアップフィー（3-4%程度）よりも高めである<sup>29</sup>。

#### AT&Tの事例

独禁関連リバース・ブレイクアップフィーの大きな特徴は、案件を取り巻く環境や交渉の状況により、フィーの水準が大きく異なる傾向があることである。例えば、2011年に公表された米携帯1位のAT&Tによる同4位（当時）TモバイルUSAの買収（総額390億ドル）では、当初から大きな独禁リスクが予想されたため、交渉の結果、30億ドルの現金+周波数帯利用権の譲渡等という極めて高額のリバース・ブレイクアップフィーが契約に盛り込まれた。周波数帯利用権等の価値はTモバイル側の評価では約30億ドル（AT&T簿価は約10億ドル）であり、リバース・ブレイクアップフィーの総額は約60億ドル（ディール価値の約15%）にも達する。その後、米独禁当局は買収阻止のための訴訟を提起し、結局、AT&Tは買収断念に追い込まれて巨額のリバース・ブレイクアップフィーを支払った<sup>30</sup>。

これに対して、独禁リスクが低いと考えられたAT&TによるディレクTVの買収（総額490億ドル）では、独禁関連リバース・ブレイクアップフィーはゼロであった<sup>31</sup>。2016年10月に公表されたAT&Tによるタイムワーナーの買収（総額854億ドル）でも、当初独禁リスクは低いものと考えられ、独禁関連リバース・ブレイクアップフィーは5億ドル（ディール価値の0.6%）と相場より極めて低い水準に抑えられている<sup>32</sup>。しかし、2017年11月、米独禁当局は買収阻止の訴訟を提起し、買収の完了が危ぶまれる状況になっている<sup>33</sup>。

<sup>25</sup> Latham & Watkins (2016), 10-14 頁参照。

<sup>26</sup> Sher & Hogan (2011), 69-71 頁参照。

<sup>27</sup> Latham & Watkins (2016), 27-29 頁、Sher & Hogan (2011), 66-69 頁参照。

<sup>28</sup> Latham & Watkins (2016), 14 頁。

<sup>29</sup> American Bar Association (2017)によれば、2015年に公表されたストラテジックバイヤーによる上場企業買収案件の独禁関連リバース・ブレイクアップフィーの平均水準はequity valueの4.90%（中央値は4.30%）であり、ブレイクアップフィーの平均値3.51%（中央値3.45%）の1.35倍である（86頁）。

<sup>30</sup> Greg Bensinger, “T-Mobile Left in the Lurch; Despite \$6 Billion Breakup Fee, Carrier Faces Uphill Fight; Sprint Board Confers,” The Wall Street Journal Online (September 1, 2011); Anton Troianovski, Greg Bensinger & Amy Schatz, “AT&T’s T-Mobile Deal Teeters; With Acquisition in Doubt, Company Sets Aside \$4 Billion for Breakup Costs,” The Wall Street Journal Online (November 25, 2011); Michael de la Merced, “Bowing to government pressure, AT&T drops its plan to buy T-Mobile,” International Herald Tribune (December 21, 2011) 参照。

<sup>31</sup> Thomas Gryta, “Corporate Intelligence: AT&T’s Breakup Fee Blues,” The Wall Street Journal (March 31, 2015).

<sup>32</sup> James Stewart, “Why a Merger of Media Firms That Should Be a Sure Bet Isn’t,” The New York Times (October 26, 2016).

<sup>33</sup> Brent Kendall & Drew FitzGerald, “Justice Department Files Lawsuit Challenging AT&T-Time Warner Deal;

## CFIUS

当局の許認可は独禁関連に限らない。金融、保険、通信等の規制業種では、通常、関連当局の許認可が必要である。また、国防上の理由から当局により買収が許可されないこともある。例えば、米国の対米外国投資委員会（CFIUS: The Committee on Foreign Investment in the United States）は、米国の国家安全保障を脅かすような米国企業買収を阻止する権限を有している<sup>34</sup>。特に最近では、中国企業による米企業買収が対象となることが多い。例えば、2016年2月には、中国半導体大手の紫光集団が、CFIUSの調査通知を受け、米HDD大手ウエスタン・デジタルへの資本参加を断念すると発表した<sup>35</sup>。また、2018年1月には、アリババ関連会社が、CFIUSの承認を得るのが困難として、米国際送金大手マネーグラム社の買収断念を発表している<sup>36</sup>。

## 2. ファイナンスの組成不調

### ファイナンスアウト条項

買収資金を借入等の外部資金調達に依存する場合、資金調達ができないとクロージングを行うことができず、買収契約のデフォルトとなってしまう。しかし、買収契約上、クロージングの前提条件として「資金調達ができること」を入れておけば、資金調達ができない場合にも契約条件に従ってクロージングを拒否することができ、債務不履行にならない。このようなクロージングの前提条件を「ファイナンスアウト（Financing Out）」条項と呼ぶ。

### ファイナンス問題によるリバース・ブレイクアップフィー

従来、ストラテジックバイヤーの買収契約にはファイナンスアウト条項が含まれず、プライベートエクイティファンド等のフィナンシャルバイヤーの買収契約にはファイナンスアウト条項が含まれるのが一般的であった<sup>37</sup>。しかし、2005年から2007年にかけてのLBOブームの売り手市場の中で、ファイナンスアウト条項を認めず、かつファイナンス不調によりクロージングができなかった場合に、買収者が被買収者にリバース・ブレイクアップフィーを支払うことを契約条件に定めるケースが増えてきた。

### 実質上の買収のオプション

但し、クロージングができなかった（債務不履行の）場合の救済手段をリバース・ブレイクアップフィーに限定し、かつ買収を強制する特定履行を認めなければ、実質的には、買収者はリバース・ブレイクアップフィーを支払うだけで買収契約から離脱することができる。したがって、買収契約自体がリバース・ブレイクアップフィーを手付解約金とした買収の「オプション」の性格を帯びることになる<sup>38</sup>。2007-2008年の金融危機では、ファンドが買収契約から逃れようとして係争が多発した。その多くは和解により妥協が成立したようだが、ユナイテッドレンタルズ事件<sup>39</sup>では、デラウェア衡平法裁判所は契約条項を尊重し、買い手がリバース・ブレイクアップフィーを支払って契約を解除することを認めた<sup>40</sup>。

このような買い手にとってのオプション性に対して売り手を補償するために、ファイナンス不調によるリバース・ブレイクアップフィーは比較的高額になる傾向

Government alleges combination could raise prices and slow innovation,” The Wall Street Journal Online (November 21, 2017).

<sup>34</sup> Latham & Watkins (2017)参照。

<sup>35</sup> 「中国・紫光集団、米ウエスタン・デジタルへの出資断念」日本経済新聞電子版（2016/2/25）。

<sup>36</sup> 「アリババ、米送金大手買収断念」日本経済新聞夕刊（2018/1/4）。

<sup>37</sup> 現在でも、ストラテジックバイヤーによる買収にはファイナンスアウト条項がつかないのが一般的である。Latham & Watkins (2016), 34頁参照。また、フィナンシャルバイヤーについても、現在ではファイナンスアウト条項は比較的に稀になっているようである。Thompson et al. (2017)参照。

<sup>38</sup> Wachtell Lipton (2017), 100頁、Curtis & Barshop (2011), 2頁参照。

<sup>39</sup> United Rentals, Inc. v. RAM Holdings, Inc., 937 A.2d 810 (Del. Ch. 2007).

<sup>40</sup> 以上、Wachtell Lipton (2017), 100-101頁参照。

がある。一般的には、ディール総額の 4-10%程度であるが、10%を超えるケースもある<sup>41</sup>。

### 3. MAE (MAC) 条項

#### MAE 条項

米国の上場企業買収案件のほとんどには、クロージングの条件として、契約調印日からクロージング日までの間に、対象会社に重大なマイナスの影響 (“Material Adverse Effect”) を及ぼす予期せぬ事態が発生していないことを規定する「MAE 条項」ないし「MAC (Material Adverse Change) 条項」が含まれている<sup>42</sup>。この MAE/MAC の定義は、買収契約での重要な交渉事項である。2007-2008 年の金融危機のさなかに、多くのファンドやストラテジックバイヤーが MAE 条項の発動を主張して、もはや経済性が成り立たなくなった買収契約書から逃れようとしたが、実際にデラウェア州の裁判所が MAE 条項によるクロージング回避を認めた判決は見当たらないようである<sup>43</sup>。

#### ヘクシオンの事例

例えば、PE ファンドのアポロ・マネジメントが保有する化学企業ヘクシオンは 2007 年 7 月に同業のハンツマンの買収契約 (総額 106 億ドル) に調印したが、激しい競争入札の結果、同契約にはファイナンスアウト条項は含まれていなかった。両者間の訴訟で、ヘクシオンは MAE 条項を理由にクロージングの義務はないと主張したが、デラウェア州衡平法裁判所は MAE の発生を認めなかった<sup>44</sup>。

#### 再交渉のレバレッジ

このように訴訟上で MAE 条項の発動を主張することは困難であるが、実際には被買収者も長期の訴訟を避けるために、買収金額の引き下げ等、契約条件の再交渉に応じることが多く、MAE 条項には一定の効果が存在する<sup>45</sup>。

## IV. 被買収者側の受託者責任に起因する場合

### 1. 対抗買収者とフィデューシャリーアウト

#### ディールジャンプ

米国上場企業の買収においては、買収合意が公表された後に対抗買収者が出現して、結果的に対抗買収者が買収に成功することが珍しくない<sup>46</sup>。これを「ディール

<sup>41</sup> Wachtell Lipton (2017), 101 頁。Weil, Gotshal & Manges (2017)によれば、ファンド買収案件の リバース・ブレイクアップフィーの平均値は、2015 年 5.7%、2016 年 5.0%である。

<sup>42</sup> Wachtell Lipton (2017), 98 頁参照。ちなみに日本の合併契約書等でも MAE 的な条項が含まれていることが多いが、米国の MAE 条項がクロージングの前提条件として規定され、MAE が発生すれば一方当事者によるクロージング拒絶が可能になるのに対し、日本の場合は、クロージングの条件ではなく、両当事者の誠意協議を規定するのみであり、両者の合意が成立しない限りクロージングを拒否できない。例えば、新日本製鐵と住友金属工業の株式交換契約書 (2012 年 4 月 27 日付) では、第 6 条 (株式交換条件の変更及び本契約の解除) に、以下のように規定されている。「本契約締結日以降効力発生日に至るまでの間に、甲又は乙の財産状態又は経営成績に重大な変動が発生し又は判明した場合、・・・甲及び乙は、誠実に協議し合意の上、本契約を変更し又は解除することができる。」

<sup>43</sup> 同上, 99 頁参照。

<sup>44</sup> Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp., 965 A.2d 715 (Del. Ch. 2008)。本件については Slack et al. (2008)および Wachtell Lipton (2017), 98-99 頁参照。なお、ヘクシオンによる契約不履行にはリバース・ブレイクアップフィー (3 億 2500 万ドル、買収金額の 3%) が規定されていたが、故意による契約不履行の場合は除かれていた。裁判所はヘクシオンの故意を認定したため、リバース・ブレイクアップフィーの支払によりクロージング義務から逃れることは認められなかった。

<sup>45</sup> Wachtell Lipton (2017), 99 頁。

<sup>46</sup> Spatt & Martelli (2015), 2 頁参照 (“In the U.S., the incidence of unsolicited second and third bidders surfacing after two companies have announced a definitive friendly merger agreement (or in the case of some foreign jurisdictions, a target-endorsed friendly offer) has become a standard execution risk of getting a deal done, ....”)

ジャンプ (Deal Jumping)」と言う。近年は、米国だけでなく諸外国（特に欧州）でも、ディールジャンプが増加している<sup>47</sup>。したがって、最近の M&A 案件では、ディールジャンプに対処するためのディール保護条項が、買収契約の重要な交渉事項となっている。しかし、なぜ、買収契約を締結したのに、ディールジャンプされるという事態が発生するのだろうか。

#### フィデューシャリーアウト

一般に、売買契約を結んだ後で、売り手が高額で買ってくれる人が現れたからといって一方的に契約を破棄することは、通常は認められないだろう。しかし、米国上場企業の場合、取締役会は株主への受託者責任 (Fiduciary Duty<sup>48</sup>) を全うするために、買収や合併の合意が成立した後でも、より優れた条件のオファーがあれば、公開買付けへの賛同表明を取り消したり、株主総会における合併契約承認の推奨を撤回したりすることが求められ、そのような条項を合併契約に織り込むのが一般的である。そのような規定を「フィデューシャリーアウト (Fiduciary Out)」条項 (以下、「FO 条項」) と呼ぶ<sup>49</sup>。

上場企業売却の場合、本当の売主は株主であり、取締役会は株主の「代理人」として合併契約を締結し、それを株主総会の承認ないし公開買付けへの応募という形で株主がオーソライズして取引が成立するのである。したがって、株主に対する受託者責任を負う取締役会は、合併契約締結後も株主が最終的な決定を下すまでは、より良いオファーに乗り換えるよう株主に推奨する義務がある<sup>50</sup>。

#### レブロン義務

特に現金対価の場合には、(クロージングの確実性の問題がなければ) どちらのオファーが株主にとって優れているかは明確に金額だけで決まるので、デラウェア州裁判所は、一度、会社の売却を決定した後は「売却の局面」に入ったとみなし、最高値で売却するように合理的な努力をする義務を取締役に課している。これを「レブロン義務 (Revlon Duty)」と呼ぶ<sup>51</sup>。

これに対して、株式対価で買収される場合、特に対等合併の場合などは、「売却の局面」に入ったとはみなされず、したがって、最高値を求めるレブロン義務も課

<sup>47</sup> Spatt & Martelli (2015), 6 頁以下参照。

<sup>48</sup> 取締役の義務としての Fiduciary Duty は、従来、日本の法学系の文献では「信託義務」と訳されるのが一般的であったが、最近のコーポレートガバナンスの議論では「受託者責任」と訳されることが多い。例えば、2015 年 6 月に制定された「コーポレートガバナンス・コード」基本原則 4 では、「上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ・・・」と記されている。なお、2017 年 3 月 30 日に金融庁が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」では、金融機関が顧客本位の業務運営を行うべき責任を「フィデューシャリー・デューティー」と呼んでいる。これは本稿の取締役の会社・株主に対する責任としての Fiduciary Duty とは別個のものであるが、その根底に存在する共通の考え方について、同原則 1 頁脚注 1 では以下のように説明している。「フィデューシャリー・デューティーの概念は、しばしば、信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきたが、欧米等でも近時ではより広く、他者の信託に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として用いる動きが広がっている。」

<sup>49</sup> FO 条項とディール保護措置全般については、岩倉=太田(2010)、第 3 章に詳しい説明がある。

<sup>50</sup> このため、合併契約で株主総会前に推奨を変更することを制約する条項について、デラウェア州裁判所は否定的である。例えば In re Complete Genomics, Inc. Shareholder Litigation, C.A. No. 7888-VCL (Del. Ch. Nov. 9, 2012; Nov. 27, 2012) では、推奨変更権 (Recommendation Out) は株主に真実を伝える受託者責任に深く根差すものであり、No-Shop 条項やフィデューシャリーアウトによる契約解除権と異なって合併契約で排除することはできないとの見解を示している。また、In re NYSE Euronext Shareholder Litigation, C.A. 8136-CS (Del. Ch. May 10, 2013) では、当時の衡平法裁判所長官 (現デラウェア州最高裁判所長官) の Strine が、推奨変更を制約する合併契約条項は“contractual promises to lie in the future”のようなものとして、否定的な見解を示している。Wachtell Lipton (2017), 92 頁参照。

<sup>51</sup> 名称の由来は、1986 年のレブロン事件判決 (Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)) でデラウェア州最高裁によりこの原則が示されたことによる。レブロン義務が発動するのは、会社が「支配権の変動 (Change of Control)」に至るような取引に乗り出した時であり、現金対価により買収されることに合意した場合がその典型例である。

されない。そもそも、株式対価であれば被買収企業の株主の投資は継続し、かつ対価の価値も、現金の場合と異なり、市場価格の適正性や将来のシナジーなどさまざまな要素に左右され単純には決まらないので、「最高値」も一概には決まらない。それでも、取締役の受託者責任は適用されるので、対抗買収者の提案の方が優れていると取締役会が判断すれば、やはり株主に乗り換えを推奨する義務からは逃れられない。

「強い」FO条項と「弱い」FO条項

FO条項には、より優れた条件のオファーがあった場合に、当初の合併契約の解除（Termination）まで認める「強い」バージョンと、契約解除は認めないが後述のNo-Shop条項の例外を認め、賛同表明の取り消しや合併契約承認への推奨を撤回することを認める「弱い」バージョンが存在する。レブロン義務が発生する現金対価の場合には、ほとんど全ての契約書に契約解除権まで認める「強い」FO条項が入っている。これに対し株式対価の場合には、一定割合で契約解除を認めない「弱い」バージョンも存在するが、やはり「強い」バージョンの方が主流である<sup>52</sup>。例えば、東京エレクトロンとアプライドマテリアルズの対等経営統合においても、統合契約書には契約解除権も含む（双務的な）「強い」FO条項が含まれていた<sup>53</sup>。「強い」バージョンか「弱い」バージョンかはさておき、現在、米国上場企業の買収契約書にはFO条項が必須であると言っても過言ではないであろう。

図表3：フィデューシャリーアウト条項

「弱い」Fiduciary Out	No-Shopの例外 賛成推奨の撤回 (Recommendation Out)
「強い」Fiduciary Out	上記＋契約解除権

出所：筆者作成

ちなみに米国上場企業の買収手法としては公開買付けと合併（現金対価の場合には現金合併）の2種類が代表的であるが、いずれの場合にも買収契約は（詳しくは次章で説明するが）「合併契約（Agreement and Plan of Merger）」と呼ばれる。したがって、FO条項や次節で説明するディール保護条項は、基本的には合併契約の中で規定されている。

2. ディール保護措置と司法審査

ディール保護措置とは

「ディール保護措置（Deal Protection Devices）」とは、合併・買収のクロージングを保護するために講じられる措置の総称である<sup>54</sup>。この意味では、独禁問題解決のために一定限度まで事業売却を義務付ける誓約条項（第三章第1節参照）などもディール保護措置と言えなくもないが、一般にディール保護措置という場合には、主に対抗買収者から当初の買収者を保護する措置を指すことが多い。ディール保

<sup>52</sup> ストラテジックバイヤーによる米国上場企業買収案件を調査した American Bar Association (2017)によれば、契約解除権を含む「強い」バージョンが採用された割合は、現金対価の場合、2013年、2014年、2015年で各々97%、100%、97%であり、株式対価の場合には、79%、71%、57%である。

<sup>53</sup> “Business Combination Agreement between Applied Materials, Inc. and Tokyo Electron Limited, dated as of September 24, 2013,” Applied Materials, Inc., 8-K, filed on September 24, 2013 参照。

<sup>54</sup> 有名なオムニケア事件判決（Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A. 2d 914 (Del. 2003)）では、デラウェア州最高裁は、Deal Protection Devices を“any measure or combination of measures that are intended to protect the consummation of a merger transaction”と定義している。

護措置は、合併契約で規定されていることが多いが、株主による議決権行使契約（Voting Agreement）のように、合併契約以外で規定されるものも含まれる。

そもそもディール保護措置が必要になるのは、合併契約を締結しても、対抗買収者の出現によりディールジャンプされる可能性があるからである。ディールジャンプされる可能性があるのは、主に FO 条項が存在するためである。買収者にしてみれば、デューディリジェンスや契約交渉のコストと手間をかけて合併契約に調印しても、公表後に簡単に横取りされるのでは、あたかも「当て馬 (Stalking Horse)」にされたようなものであり、買収交渉を行う意欲が薄れる。そこで、(FO 条項自体を排除するのは米国上場企業買収上、ほとんど無理であるが) さまざまなディール保護条項が工夫されている。

完全なロックアップはできない

但し、注意すべきことは、被買収企業の株式を売却するか否かの最終決定権は被買収企業の株主に存するのであり、株主が十分に情報を得て、強要されたりミスリードされたりすることなく最終判断を下す機会を阻害するようなディール保護措置は、「完全なロックアップ」として司法によって否認されるリスクが高くなることである。2003 年のオムニケア事件判決<sup>55</sup>では、デラウェア州最高裁は、実質的に買収のクロージングを確実にするような複数のディール保護措置の組み合わせを承認した取締役会の行為を、受託者責任違反と断じた。オムニケア事件判決には批判も強かったものの<sup>56</sup>、その後の米国 M&A 実務に多大な影響を与え、ディール保護措置が強すぎて訴訟リスクを招かないよう、細心の注意が払われるようになってきている。

代表的なディール保護措置

代表的なディール保護措置<sup>57</sup>としては、“No-Shop”条項、“Matching Right”条項、ブレイクアップフィー (“Break-up Fee”または“Termination Fee”) 等がある<sup>58</sup>。

図表 4：代表的なディール保護措置

合併契約で規定されるもの	No-Shop Matching Right Breakup Fee (Termination Fee) Force-the-Vote
合併契約外で規定されるもの	Voting Agreement 応募契約

出所：筆者作成

No-Shop 条項、Superior Proposal と Matching Right

No-Shop 条項は、被買収者側は契約締結後に自ら積極的に別の買収提案を求めないという義務である<sup>59</sup>。但し、第三者（対抗買収者）が勝手（unsolicited）に買収提案を行ってきた場合にそれを聞くことは妨げられないし<sup>60</sup>、それが現在の合併契

<sup>55</sup> Omnicare v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del. 2003).

<sup>56</sup> Spatt & Martelli (2015), 50 頁; Shaner (2017), 229-230 頁。

<sup>57</sup> 詳しくは、Wachtell Lipton (2017), 87-98 頁参照。

<sup>58</sup> その他、かつては、買い手に重要資産の買い取りオプションを与える Asset Lockup (Crown Jewel Lockup) や大量の新株予約権を与える Stock Option Lockup も用いられていたが、司法判断等や会計基準変更等の影響で、ほとんど姿を消していた。しかし、近年、重要な無形固定資産やライセンス契約等を利用した新型の Asset Lockup や、転換社債等のファイナンス措置を用いた新型の Stock Option Lockup が登場している。Restrepo & Subramanian (2017)参照。

<sup>59</sup> これに対して、合併契約公表後、一定期間、売り手に積極的に Superior Proposal を勧誘する期間を認めるのが“Go Shop”条項であり、MBO 案件等で用いられる。

<sup>60</sup> 第三者の買収提案の内容を知ること自体を禁じる“No-Talk”条項は違法である。Wachtell Lipton (2017), 91 頁参照。

約よりも被買収企業の株主にとって「より優れた提案 (Superior Proposal)」となる見込みが高いと取締役会が判断すれば、No-Shop 条項の例外として第三者にデューデリジェンス情報を提供し、交渉を行うことができる。これは FO 条項の一形態である。より好条件の買収提案があった場合に、当初の買収者は、合併契約上の権利として、その提案内容の通知を受け (Information Right)、さらに一定期間内に金額等の条件を第三者提案と同程度以上に引き上げる Matching Right を有するのが一般的である。それでも第三者の対抗買収提案が上回った場合には、被買収者は契約解除権 (「強い」FO 条項) を行使できることが多い。

#### ブレイクアップフィー

FO 条項により合併契約が解除された場合、当初の買収者はブレイクアップフィーを受け取る権利を有するのが通例である。ブレイクアップフィーは、当初の買収者にとっての費用等の負担を補償する機能を有するのみならず、対抗買収者の出現を抑止する機能がある。なぜなら、対抗買収者にとってはターゲット企業の企業価値は支払われるブレイクアップフィーの分だけ低下するからである。したがって、あまりに高額なブレイクアップフィーは司法により否認される恐れがある。デラウェア州裁判所は、一般にディール保護措置全般について、どこまでが許容されるかは個別案件の具体的状況によるとして明確な基準を示していないが<sup>61</sup>、ブレイクアップフィーについては一般にディール価値の 4%程度が上限であろうと考えられており<sup>62</sup>、実際にブレイクアップフィーの水準は 3-4%程度が標準となっている<sup>63</sup>。但し、裁判所はパーセンテージだけでなく、実額も考慮していることに留意する必要がある<sup>64</sup>。

#### Force-the-Vote 条項

ディール保護措置の中で、比較的利用頻度は低いものの<sup>65</sup>、かなり効果の高いものとして、たとえより優れた提案 (Superior Proposal) が出現した場合でも、当初の合併契約を株主総会にかけることを強制する“Force-the-Vote”条項がある<sup>66</sup>。この場合には、当然ながら、株主総会前に合併契約を解除する「強い」FO 条項は含まれないが、合併契約への賛成推奨を撤回する「弱い」FO 条項 (“Recommendation Out”) は必ず含まれている<sup>67</sup> (含まれていなければ受託者責任違反となるであろう<sup>68</sup>)。Force-the-Vote 条項のディール保護機能は、対抗買収者の買収タイミングを遅らせることにより対抗買収者の出現を抑止することにある<sup>69</sup>。

#### Voting Agreement

合併契約外のディール保護措置として、大株主による合併賛成を確約する議決権行使契約 (Voting Agreement) がある。公開買付けの場合には応募契約がそれに相当する。一般的には議決権行使契約や応募契約は被買収企業の株主と買収企業の

<sup>61</sup> しかも、パーセンテージ計算の基となる「ディール価値」が equity value なのか enterprise value なのかについてさえ、判例は個別事案の状況により判断している。もっとも、一般的には equity value ベースで計算することが多いようである。Wachtell Lipton (2017), 88 頁参照。

<sup>62</sup> Restrepo & Subramanian (2017), 1026 頁。但し、4%を超えても是認された例もある。Wachtell Lipton (2017), 87-89 頁参照。

<sup>63</sup> Restrepo & Subramanian (2017), 1024 頁。American Bar Association (2017)によれば、2015 年に公表されたストラテジックバイヤーによる上場企業買収案件のブレイクアップフィーの平均値は 3.51% (中央値 3.45%) である (86 頁)。

<sup>64</sup> 例えば、AT&T によるタイムワーナーの買収 (2016 年 10 月公表) では、ブレイクアップフィーは 17 億 2500 万ドル (ディール総額 854 億ドルの 2%) と、パーセンテージとしては比較的低いが、実額は大きい。Leslie Picker, “AT&T Isn’t Sweating Breakup Fee if the Merger Fails,” The New York Times (October 25, 2016)参照。

<sup>65</sup> Steven Davidoff Solomon, “Ways to Muscle Out Competing Deal Offers,” The New York Times DealBook (July 19, 2013) (“Even though such a clause is legal, only in 9.6 percent of public acquisition agreements since 2010 have contained a force-the-vote clause, according to FactSet Mergermetrics.”)

<sup>66</sup> デラウェア州会社法 146 条で明示的に認められている。

<sup>67</sup> Spatt & Martelli (2015), 50 頁。

<sup>68</sup> Wachtell Lipton (2017), 92-93 頁参照。

<sup>69</sup> Wachtell Lipton (2017), 93 頁; Spatt & Martelli (2015), 28-29 頁脚注 28 参照。

間の契約であり、被買収企業は当事者ではないので、受託者責任の問題を引き起こさないが、他のディール保護措置との組み合わせで「完全なロックアップ」と判断されれば司法の精査を招く可能性がある<sup>70</sup>。例えば、オムニケア事件判決の事案では、過半数保有株主による議決権行使契約と Force-the-Vote 条項の組み合わせが、「完全なロックアップ」として否認された<sup>71</sup>。しかし、最近でも 2013 年の AT&T によるリープ・ワイヤレスの買収のように、大株主（約 30%保有）による議決権行使契約と Force-the-Vote 条項、さらにブレイクアップフィー3.9%を組み合わせた案件も出現している<sup>72</sup>。

#### 司法審査の基準

これらのディール保護条項が訴訟で問題とされた場合、司法審査の基準はどのようになっているのだろうか。一般に、買い手企業はできるだけ強力なディール保護条項を確保しようとするが、被買収企業の取締役会は受託者責任を盾にそれに抵抗するので、買い手企業側としても受託者責任の観点から見たディール保護条項の許容度を測るために、司法審査の基準を理解しておくことが重要である。本稿では紙幅の制約もあり司法審査の基準に深く立ち入ることはしないが、米国（デラウェア州）の審査基準について簡単に見ておこう<sup>73</sup>。

図表 5：米国司法審査の基準

	発動基準	判断基準
Business Judgment Rule	デフォルトルール	注意義務、忠実義務が満たされている限り、取締役会の判断を最大限尊重
Enhanced Scrutiny		
Revlon基準	「売却」の局面	売却価値の最大化に努めたか 合理性 (reasonableness) 基準で判定
Unocal基準	買収防衛策の採択	必要性 (脅威の存在) 相当性 (防衛策の強度が脅威の度合に対して合理的か)
Entire Fairness	利益相反の疑いが高い場合 (支配株主によるMBO取引等)	価格の公正性 (Fair Price) プロセスの公正性 (Fair Dealing)

出所：諸種資料より筆者作成

#### 経営判断原則、レブロン義務

デラウェア州判例法では、通常は取締役の判断は、注意義務ないし忠実義務違反が立証されない限り、「経営判断原則 (Business Judgment Rule)」で保護される。しかし、現金対価での売却に合意した場合のように「売却の局面」に入った場合には、すでに説明したレブロン義務が適用され、取締役はいわば「オークション実行者」の立場に立ち、株主のためにできるだけ高い売却価格を獲得するような合理的な行動を取ることが要求される。

#### 市場チェック

取締役の行動が合理的であったかどうかの判断基準について、裁判所は定型的なルールを示しておらず (“no single blueprint”)、個別具体的な事案ごとに判断されることになる。売却プロセスについては必ずしもオークションが要請される訳で

<sup>70</sup> Shaner (2017), 224 頁。

<sup>71</sup> Spatt & Martelli (2015), 50 頁 (但し、この判決には批判も強い)。

<sup>72</sup> Steven Davidoff Solomon, “Ways to Muscle Out Competing Deal Offers,” The New York Times DealBook (July 19, 2013).

<sup>73</sup> 米国デラウェア州における司法審査基準の概観については、Wachtell Lipton (2017)参照。以下の記述も主に同論文による。



はなく、取締役会には個別具体的な状況に応じて売却プロセスに関する広い裁量が認められているが<sup>74</sup>、一般になんらかの「市場チェック (Market Check)」が必要ないし望ましいと考えられている。市場チェックは事前（合併契約締結前）のこともあれば事後（合併契約締結後）のこともあり、オークション形式を取る場合もあれば個別相対で数社と接触することもある。

#### ユノカル基準

株式対価の買収や対等合併のようにレブロン義務が適用されない場合にも、ディール保護措置を講じれば、通常の経営判断原則よりも立ち入った「ユノカル基準 (Unocal Standard)」<sup>75</sup>で審査される。ユノカル基準は本来、敵対的買収に対する買収防衛策の妥当性の審査基準であるが、ディール保護措置も対抗買収者による買収提案を妨害する機能を有するので、同基準が適用されるのである<sup>76</sup>。ユノカル基準では、防衛策ないしディール保護措置の「必要性」(企業の事業戦略や効率性に対する脅威の存在)と「相当性」(防衛策が脅威の度合いに対して過剰でないか)が判断されるが、相当性については、防衛策が強圧的 (coercive) でないか、排除的 (preclusive) でないかが重要な判断基準となる。

#### Enhanced Scrutiny

従来、ディール保護措置が訴訟で争われた事例のほとんどはレブロン基準が適用される場合であったが、どちらの基準もディール保護措置についてはほぼ同様の分析が行われているようである<sup>77</sup>。このようなレブロン基準ないしユノカル基準による通常の経営判断原則よりも厳しい審査基準は「強化された審査基準 (Enhanced Scrutiny)」ないし「中間的審査基準 (Intermediate Scrutiny)」と呼ばれる<sup>78</sup>。

### 3. 英国ルールとの比較

#### ディール保護措置の禁止

ちなみに英国<sup>79</sup>では、買収防衛策やディール保護措置は、司法よりもテイクオーバー・コードに基づき、実務有識者から構成されるテイクオーバー・パネルが規制しているが、従来、ほとんどのディール保護措置は、テイクオーバー・コードで禁止されている“frustrating action”に該当するものとみなされていた。但し、例外的にブレイクアップフィーについては、1999年にテイクオーバー・パネルが1%を上限に認め、他にも限定的にディール保護措置が認められた。しかし、2011年のテイクオーバー・コード改正により、ブレイクアップフィーを含むすべてのディール保護措置が禁止された。

#### 事前の誘因効果と事後の競合抑止効果

テイクオーバー・パネルはブレイクアップフィー等のディール保護措置禁止の理由として、対抗買収者の出現を抑止し、株主が有利な選択をする機会を奪うことを挙げている<sup>80</sup>。確かに、ブレイクアップフィー等のディール保護措置を禁止すれば、買収契約締結後の「事後」的な競合抑止効果は薄まるかもしれないが、当初の買収者の買収意欲を低下させ、被買収企業の（より効果的なディール保護措置

<sup>74</sup> In re Toys “R” Us, Inc. Shareholder Litigation, 877 A.2d 975 (Del. Ch. 2005).

<sup>75</sup> 名称の由来は、1985年のユノカル事件判決 (Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 651 A.2d 946 (Del. 1985)) でデラウェア州最高裁によりこの原則が示されたことによる。

<sup>76</sup> Wachtell Lipton (2017), 31 頁。

<sup>77</sup> Shaner (2017), 227-228 頁参照。

<sup>78</sup> “Delaware has three tiers of review for evaluating director decision-making: the business judgment rule, enhanced scrutiny, and entire fairness.” Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp., 28 A.3d 442, 457 (Del. Ch. 2011). “Enhanced scrutiny is Delaware’s intermediate standard of review.” In re Trados Inc. Shareholder Litigation (Trados II), 73 A.3d 17, 43 (Del. Ch. 2013). Enhanced Scrutiny の具体的内容については Wachtell Lipton (2017), 24 頁以下参照。

<sup>79</sup> 英国におけるディール保護措置および 2011 年改正については、Davis & Ball-Dodd (2008); Takeover Panel (2011); Saulsbury (2012); Strine (2016); Restrepo & Subramanian (2016) 参照。

<sup>80</sup> Takeover Panel (2011), 39 頁。

を認める代わりに価格を引き上げさせるという)交渉力を奪うことにより、買収契約締結に至る「事前」の誘引効果を薄める可能性がある<sup>81</sup>。どちらの効果が大きいかは実証の問題である。

#### 「自然実験」の結果

2011年のテイクオーバー・コード改正は、この問題に関する格好の「自然実験」の機会を提供した。英国上場企業(およびコントロール群としての他の欧州主要国)の2000-2015年のデータを用いた実証研究<sup>82</sup>によれば、2011年改正後、英国のディール発生率はコントロール群と比較して大幅に低下した一方、ディールジャンプ率やプレミアム等には有意な変化は見られなかった。この結果は(適度な)ディール保護措置は、事前の誘引効果を高める一方、事後的には過度な抑止効果を持たず、全体としてM&A促進的であるということを示唆している。

#### 4. Going Private と「完全な公正性」

##### Entire Fairness

上場企業において、一般株主の利益が侵害されるリスクの高い類型が大きく分けて2つある。1つは株主が分散している状況、もう1つは支配株主がいる状況である。これまでの議論は、主に前者のケースを暗黙の前提としていたが、支配株主の関与するMBOや親会社による上場子会社の完全子会社化では後者の状況が問題になる。このような場合には、司法審査の基準として最も厳しい「完全な公正性(Entire Fairness)」基準が適用される<sup>83</sup>。また、ディスクロージャー面でも、支配株主が関与するような非上場化(Going Private)取引では、SEC規則13e-3が適用され、非常に詳細な開示が要求される<sup>84</sup>。どのような場合に完全な公正性基準や規則13e-3が適用されるかは事案の実態に応じてケースバイケースで判断され輪郭が不明瞭であるうえ<sup>85</sup>、完全な公正性基準は取締役の過半数が独立性を欠いている場合等にも適用されるので、細心の注意が必要である<sup>86</sup>。

##### プロセスの公正性と価格の公正性

完全な公正性基準においては、プロセスの公正性(Fair Dealing)と価格の公正性(Fair Price)の両方が裁判所により厳格に審査される<sup>87</sup>。プロセスの公正性が疑われるのは、大株主の関与するMBOや親会社による完全子会社化では、買い手(MBO側や親会社)が被買収企業の取締役会による意思決定に影響を及ぼす可能性が高いからである。したがって、利害関係のない独立取締役が特別委員会を組成し売却プロセスを仕切ることが必須条件であり、かつ株主には(取引の経緯や利益相反状況、価格決定の経緯等も含めた)十分な情報が提供されなければならない。さらに、支配株主を除いた一般株主の過半数の賛成を買収成立の条件とする“Majority-of-Minority”条項もスタンダードになりつつある<sup>88</sup>。

##### Go-Shop

価格の公正性を担保するには、適切な検討プロセスに加えて、なんらかの市場チ

<sup>81</sup> Saulsbury (2012), 157 頁; Restrepo & Subramanian (2016), 2 頁参照。

<sup>82</sup> Restrepo & Subramanian (2016)。

<sup>83</sup> Wachtell Lipton (2017), 32 頁以下参照。

<sup>84</sup> Sanborn et al. (2010), 8-14 頁参照。

<sup>85</sup> 一般に規則 13e-3 の方が「支配」を前広に捉える傾向があり、持株比率 10% の取締役は「支配」を有すると考えられている。Bab & Bird (2016)。

<sup>86</sup> しかも、支配株主が存在せず、取締役会の過半数を占める利害関係のない取締役が承認した MBO であるにも関わらず、完全な公正性基準が適用された判例も存在する。Hill & McDonnell (2011), 917 頁。

<sup>87</sup> このような審査基準は、1983 年のワインバーガー事件判決 (Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983)) で、デラウェア州最高裁により示された。

<sup>88</sup> 2014 年のデラウェア最高裁判決 (Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del.2014)) では、Majority-of-Minority 条項が含まれ、特別委員会が十分な権限を持って適切に行動し、一般株主に十分な情報が提供されていたスクイーズアウトのケースで、完全な公正性ではなく経営判断原則を適用した。Wachtell Lipton (2017), 43-44 頁参照。これにより同条項がますます注目を集めるようになった。

エックが有効である。特に MBO 取引では、経営陣を含む MBO 側との交渉が先行するのが通常であり、かつ上場企業ではリークの恐れの高い事前のオークションは困難であることが多いので、合併契約調印・公表後にオークションスタイルでより優れたオファー (Superior Proposal) を募る“Go-Shop”条項を合併契約に規定することが多い。対抗買収者の出現をできるだけ阻害しないように、Go-Shop 条項では、合併契約後一定期間により優れたオファーが出現した場合には、通常よりも低めのブレイクアップフィーを適用することが一般的である<sup>89</sup>。

以下、第V章では、対抗買収者によるディールジャンプが起こったペップボーイズの事例、第VI章では、支配株主が関与した MBO であるデルの事例について、本章で概観した内容が現実はどう働くのか検討を行う。

図表 6 : Pep Boys 買収案件と Dell MBO 案件の比較

	合併 (One Step)	公開買付け (Two Step)
株主分散型		Pep Boys
支配株主存在型	Dell MBO	

出所：筆者作成

## V. ペップボーイズ買収合戦

### 1. 合併契約調印まで

#### ブリヂストンの北米戦略

ブリヂストンは現在、世界最大のタイヤメーカーである。特に北米を中心とする米州エリアは、2015/12 期時点で売上高の 51% (19,416 億円/37,902 億円)、営業利益の 43% (2,225 億円/5,172 億円) を占めていた<sup>90</sup>。このブリヂストンの北米事業の礎となったのが、1988 年に米タイヤ 2 位のファイアストーン社を買収したことである。イタリアのピレリ社との買収合戦となったことから、ブリヂストンの投資額は約 3,300 億円と当初予定よりも大幅に高騰した。しかも、買収後もファイアストーンは業績悪化で赤字を垂れ流し、さらにはフォード車のリコール問題を起こすなど、長らくブリヂストンのお荷物となった。しかし、2000 年代に入ってからブリヂストンによる本格的な投入と大規模なリストラが功を奏し、2010 年から北米の収益は急回復して、いまや同社のドル箱となったのである<sup>91</sup>。

ブリヂストンの日本国内でのシェアは 5 割を超すが、米国でのシェアは 2 割程度

<sup>89</sup> Wachtell Lipton (2017), 52-53 頁。MBO における適正なプロセス設計全般については、Subramanian (2016) 参照。

<sup>90</sup> ブリヂストン 2015 年度決算説明会資料 (2016/2/17)。

<sup>91</sup> 「ブリヂストンが買収断念、よみがえる苦い教訓」日経産業新聞 (2016/1/5)、「ブリヂストン vs. 米大物投資家：ペップボーイズ買収断念後の北米戦略はどうなる」週刊東洋経済 (2016/2/6) 参照。

であり、ミシュラン（フランス）やグッドイヤー（米）などと激しいシェア争いを繰り広げている。シェア争いに勝利するためには、生産能力の増強よりも販売網の強化が最優先事項である。ブリヂストンは2006年に地域ごとにタイヤの製造から販売まで一貫して責任を負うSBU（戦略的事業ユニット）制を導入し、SBUに大きな自主性を与えている。北米販売戦略を担うのは、北米SBUの中核会社Bridgestone Americas Inc.とその完全子会社であるBridgestone Retail Operations LLC（以下、両社を総称して「米国ブリヂストン」）である。米国ブリヂストンは現在全米に有する約2,200店舗の販売網を飛躍的に強化する手段として、約800店舗を有するペップボーイズの買収を検討していた。ペップボーイズは現在ブリヂストン／ファイアストーンブランドのタイヤを扱っていないことから、とりわけ米国シェア争いへのインパクトが大きい<sup>92</sup>。

#### ペップボーイズの歴史と近年の状況

ペップボーイズ（正式名称は、The Pep Boys-Manny, Moe and Jack）は、1921年創業のタイヤ・自動車用品小売りチェーンの老舗で、フィラデルフィアに本社を置く。1946年にニューヨーク証券取引所に上場し、全米に店舗網を拡大した<sup>93</sup>。しかし、近年業績は低迷し、2012年にはプライベートエクイティファンドのゴアズ・グループによる買収（1株15ドル）が決まったが、業績悪化が止まらず、数か月後にゴアズ・グループは巨額の違約金を払って買収をキャンセルした。その後、投資ファンドのギャムコ・アセットマネジメントが株式を買い増し、2014年度末には17%強を握る筆頭株主となった。業績不振を背景に、2015年に入ってギャムコは委任状争奪戦の意向を公表し、6月にはペップボーイズは委任状争奪戦を回避するために、ギャムコ推薦の取締役3人を受け入れ、CEOが交代した。

この間、水面下では、ペップボーイズに対する買収打診が相次いでいたが、とりわけ脅威だったのは、大物アクティビストのカール・アイカーンが敵対的買収の可能性をちらつかせていたことである。アイカーンはアクティビスト活動を行う一方、傘下の上場企業アイカーンエンタプライズ社を通じて広範な事業会社群を保有しており、傘下の自動車用品小売りチェーン、オートプラス社（270店舗を展開）とのシナジーも想定された。ペップボーイズは、買収打診が相次いだこととアイカーンの敵対的買収の機先を制する意味合いも含めて、2015年6月30日、プレスリリースで「戦略的選択肢」の検討を開始すると公表した。これは、実質的に自社売却のオークション開始宣言である<sup>94</sup>。

#### 合併契約の締結

オークションは2段階に分けて実施された。第1ラウンドのビッド期限は2015年9月3日で、5社が参加し、ブリヂストン他2社が最終ラウンドに進んだ。第2ラウンドのビッド期限は10月12日で、その後の若干の交渉を経てブリヂストンと1株15ドル（現金対価、株式買収総額約1,002億円）での買収合意が成立し、10月25日に合併契約が締結され、翌10月26日に公表された。

## 2. ブリヂストンによるペップボーイズ買収スキーム

#### 1段階買収スキーム

買収合意後の「ディールジャンプ」リスクを正確に理解するためには、「合併契約」

<sup>92</sup> 「ブリヂストン、米タイヤ小売を買収」日本経済新聞（2015/10/27）；「ブリヂストン、地味すぎる買収に込めた戦略」東洋経済オンライン（2015/11/2）；「ブリヂストン、海外ユニットに権限」日経ヴェリタス（2015/11/15）；「ブリヂストン、津谷正明会長「ペップ社、ネットにも一日の長」」日経ヴェリタス（2015/11/15）参照。

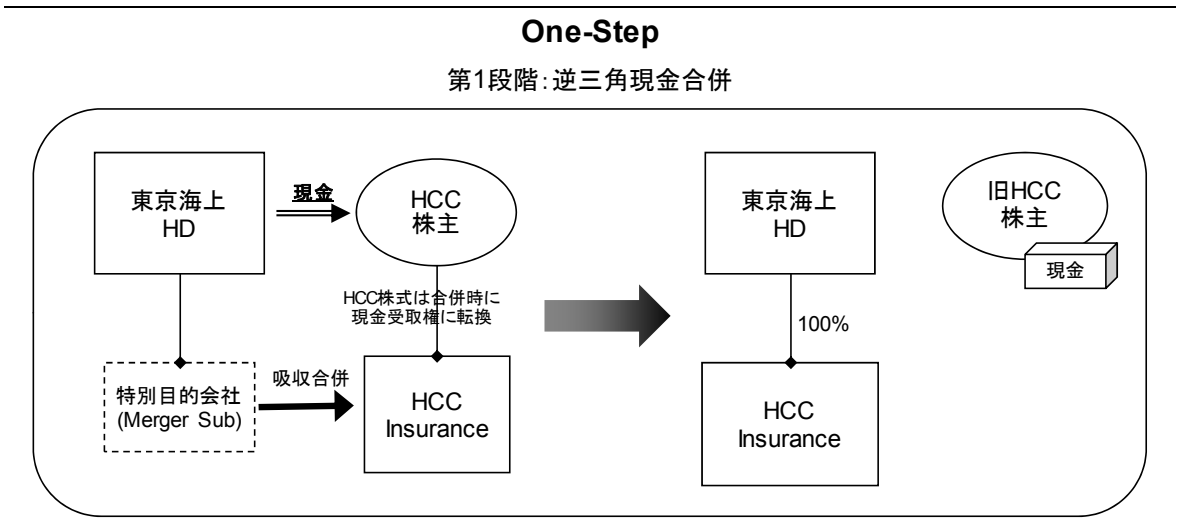
<sup>93</sup> ペップボーイズHP参照。

<sup>94</sup> 以上、近年の状況については、Appendix 1およびPep Boys Manny Moe & Jack, Schedule 14D9, filed on January 5, 2016 (Background to the Offer)参照。

とはどのような内容のものかを理解しておく必要がある。日本企業が米国上場企業を買収する場合、基本的には対価は現金である<sup>95</sup>。米国上場企業を現金対価で買収する場合、現金合併（「1段階買収スキーム」）と公開買付け（「2段階買収スキーム」）の2つの選択肢がある<sup>96</sup>。

ブリヂストンによるペップボーイズ買収は2段階買収スキームによっているが、まず1段階買収スキームについて簡単に説明する。

図表7：1段階買収スキーム（東京海上HDによるHCC Insurance社買収事例）



出所：HCC Insurance社SEC登録資料より筆者作成

1段階買収スキームとは、「現金合併（Cash Merger）」、より正確には、現金対価の逆三角合併による買収スキームである。したがって、買収契約は「合併契約（“Agreement and Plan of Merger”）」と呼ばれる。契約当事者は、基本的には、買収者、買収者が設立した特別目的会社（ペーパーカンパニー）と被買収者の3者である。合併契約書は買収者と被買収者の取締役会の承認を経て調印され<sup>97</sup>、「買収合意」として公表される。その後、被買収者の株主総会特別決議による承認を得て<sup>98</sup>、買収が実行される。

買収実行時には、特別目的会社が被買収者に吸収合併され、被買収者が存続会社となるが、被買収者株主は買収者から現金対価を受け取って株主ではなくなり、被買収者は買収者の100%子会社となる。法的なメカニズムを別として経済効果だけを見れば、現金対価の逆三角合併は、買収者が被買収者の株主から現金で株式を買い取るという点で、株式買収と全く同じである。但し、上場企業の場合、全株主から株式買収の合意を得ることは不可能なので、特別目的会社を介在させて合併という組織法的スキームを用いているのである。

<sup>95</sup> 株式対価の買収にはSEC登録が必要であり、実質的に米国上場が要請される。

<sup>96</sup> 1段階買収スキームと2段階買収スキームの詳細については、田村(2017)参照。

<sup>97</sup> 特別目的会社の取締役会決議も必要だが、特別目的会社は買収者の100%子会社であり、形式的なものである。

<sup>98</sup> 特別目的会社の株主総会特別決議も必要だが、特別目的会社は買収者の100%子会社であり、形式的なものである。買収者は合併の直接の当事者ではなく、また現金対価の場合、新株の発行もないため、株主総会承認は不要である（米国上場企業は、発行済株数の20%以上の新株を発行する場合には、取引所規則により、原則として株主総会普通決議による承認が必要）。なお、多くの米国上場企業が設立準拠州とするデラウェア州の会社法では、特別決議要件は、発行済株数の過半数の賛成である。

1 段階買収スキームに関して M&A プロセス上重要なポイントは、実際に被買収者の株主総会が開催されるということである。そのために、被買収者は委任状勧誘書面（Proxy Statement：日本の株主総会招集通知にほぼ相当）を作成して詳細な開示を行い、株主に発送する。上場企業の株主総会開催までには時間を要するので、合併契約を調印し買収合意を公表してから、実際に株主総会の承認を得て買収が完了するまでには、相当の期間を要する<sup>99</sup>。

## 2 段階買収スキーム

ブリヂストンによるペップボーイズの買収は、2 段階買収スキームの形式を取っている。2 段階買収スキームでは、まず第 1 段階で、買収者が公開買付けを行って被買収者の大半の株式を取得し、第 2 段階では、1 段階買収スキームと同じ現金合併（現金対価の逆三角合併）により残りの株式を全て取得して完全子会社化する。この一連の取引を定めた契約書は、第 2 ステップが「合併」であることから、1 段階買収スキームと同様に「合併契約（“Agreement and Plan of Merger”）」と呼ばれる。

### ブリヂストンとペップボーイズの合併契約概要

2015 年 10 月 26 日、ブリヂストンとペップボーイズは、1 株 15 ドル現金対価での買収に合意し、公表した。同日付で SEC にファイリングされた合併契約<sup>100</sup>には、第 1 段階での公開買付けに関する合意内容も含め、2 段階買収の全過程に関する両社の合意事項が記載されている。

ブリヂストン側の実質的買収主体（＝買収者）は北米現地法人 Bridgestone Retail Operations（“BSRO”，“Parent”）であるが、第 1 段階の公開買付けおよび第 2 段階の現金合併を通じて、BSRO が設立する特別目的子会社（ペーパーカンパニー）TAJ Acquisition（“Merger Sub”）が法形式上は重要な役割を果たす。

まず、第 1 段階の公開買付け（Tender Offer）については、TAJ Acquisition が形式的な公開買付者となる。公開買付けの条件は、1 株 15 ドル現金対価、期限は（延長されない限り）2016 年 1 月 4 日、公開買付け成立の条件は、最低限過半数の株式の応募があること（“Minimum Conditions”）、その他独禁法の手続き完了等である。公開買付けの開始に際しては、買収側は公開買付届出書（様式 Schedule TO を使用）、被買収側は賛同意見表明書（様式 Schedule 14D-9 を使用）を SEC に登録・開示しなければならない。Schedule TO の最も重要な部分は、添付される“Offer to Purchase”である。

2 段階買収の目的は、公開買付けで一定比率以上の株式を取得して第 2 段階の株主総会を省略すること（略式合併）である。ペップボーイズの設立州であるペンシルヴァニア州会社法では、略式合併の要件は 80%以上の株式保有である<sup>101</sup>。本公開買付けの成立条件は「過半数」であるが、略式合併に持ち込むために、“Subsequent Offering Period”（期限後の追加募集期間）や、“Top-Up Option”（持株比率が 80%になるまで TAJ に第三者割当増資を行う）などの選択肢を規定している<sup>102</sup>。

第 2 段階の合併（略式合併の場合も通常の合併の場合も法的スキームは同様）は、

<sup>99</sup> なお、日本では、合併期日を 4 月 1 日や 10 月 1 日などきりのよい日付にする慣行があるため、合併に関する株主総会の承認を得てから実際に合併が行われるまでにはかなり時間が経過するが、米国の場合は、株主総会承認直後（翌日等）に合併を完了するのが一般的である。

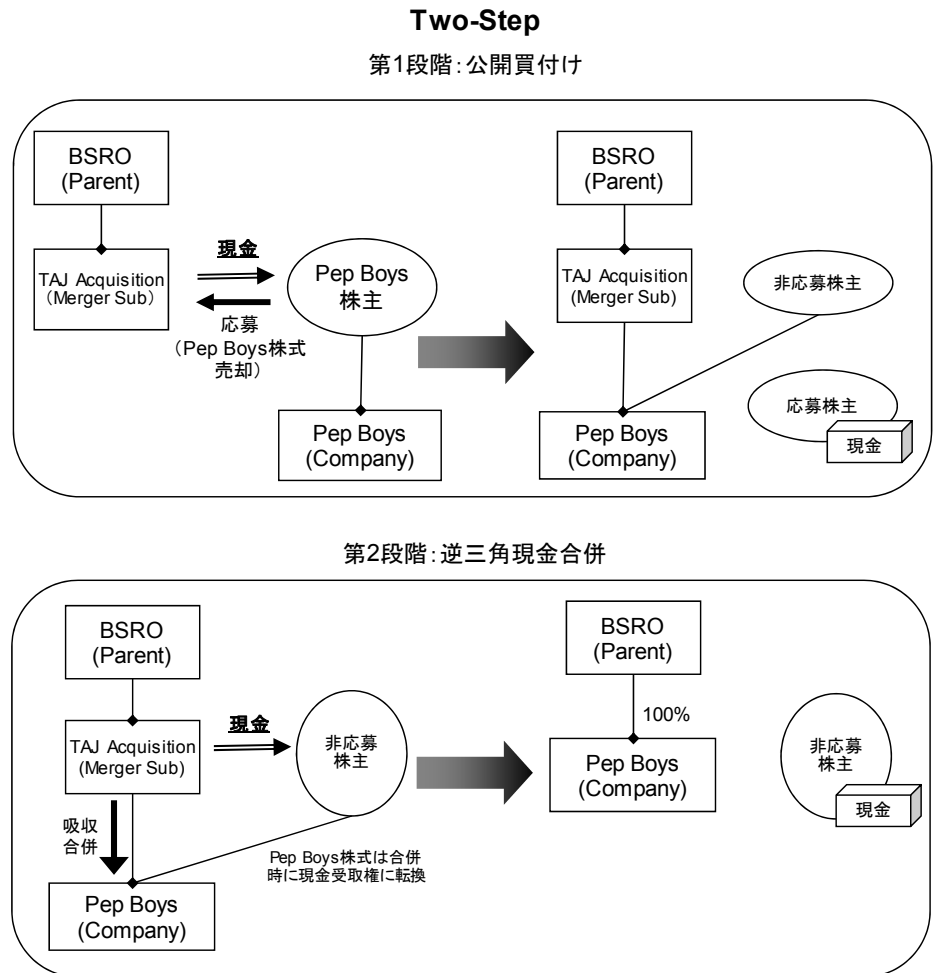
<sup>100</sup> Pep Boys Manny Moe & Jack, 8-K, filed on October 26, 2015.

<sup>101</sup> デラウェア州法人の場合、2013 年の法改正で「90%以上」から「50%超」に引き下げられた。

<sup>102</sup> 但し、本件では公開買付けの成立条件は「過半数」と設定されており、略式合併に持ち込めなくても公開買付けは成立する。その場合は、ペップボーイズの株主総会を開くことが必要で、委任状勧誘書面を作成するなど、かなりの時間、手間、費用が必要になる。

現金対価の逆三角合併スキームによる。実質的には、BSRO 社がペップボーイズ株主に、公開買付価格と同じ 1 株 15 ドルの現金を支払って全株式を取得するが、法形式的には、TAJ 社（ペンシルヴァニア法人）をペップボーイズに吸収合併させ、ペップボーイズが存続会社になる。

図表 8：2 段階買収スキーム（ブリヂストンによるペップボーイズ買収事例）



出所：Pep Boys Manny Moe & Jack, Schedule TO-T, filed by TAJ Acquisition Co. and Bridgestone Retail Operations, LLC, on November 16, 2015 より筆者作成

なぜ存続会社であるペップボーイズの株主がキャッシュアウトされるのだろうか。一般に合併制度においては、合併契約に定めた内容が株主総会特別決議で承認されれば全株主を拘束するが、米国（デラウェア州等）では合併契約に定められる内容の自由度が日本よりも高い。例えば、ペップボーイズの合併契約では以下のように規定されているが、これは現金対価の逆三角合併においては、きわめて一般的な定め方である。

- ペップボーイズ（存続会社）の一般株主が保有する株式は、現金対価（1 株 15 ドル）を受け取る権利に変換される。
- TAJ Acquisition（消滅会社、かつ公開買付け完了後はペップボーイズの大株主）の保有する株式は、消却される。

- BSRO（買収者）の保有する TAJ Acquisition（消滅会社）の株式は、ペップボーイズ（存続会社）の株式 1 株に変換される。

この結果、ペップボーイズ株式を保有するのは BSRO のみとなり、ペップボーイズは BSRO の 100%子会社となるのである。このように説明すると、非常に複雑なスキームに見えるかもしれないが、これらのプロセスは法的フィクションであり、実際には BSRO が現金対価でペップボーイズ株主から全株式を取得するというだけのことである。

## 2 段階買収スキームのメリット

以上のように、2 段階買収の場合、第 1 段階の公開買付で十分な株式を取得できれば、株主総会を開くことなく第 2 段階の現金合併を実施でき、迅速に完全子会社化が達成できる。近年の日本企業による米国上場企業買収事例を見ても、2 段階買収スキームの方が、平均的に所要日数がかなり短い（1 段階買収スキームが平均 150 日程度を要しているのに対し、2 段階買収スキームは平均 50 日程度である）<sup>103</sup>。

## 1 段階買収スキームのメリット

それでは、なぜ 1 段階買収スキームを採用する企業も相当数あるのだろうか。それは、独禁手続きや規制当局の認可取得などでクロージングまでに時間を要する場合（特に第 1 段階の公開買付けによる株式取得が迅速に行えない場合）には、2 段階買収スキームのスピードメリットは失われるからである。

公開買付けを完了するには、独禁当局の「認可」が必要である。実際には、企業結合に関する届出手続等を定める HSR（ハート・スコット・ロディノ）法の規定に基づき当局に届出を行い<sup>104</sup>、一定の待機期間（Waiting Period）が満了すれば自動的に認可されたことになる。しかし、待機期間中に当局から重点審査の対象としての追加資料提出要請（Second Request）が来ると、審査期間が長期化する。独禁手続きが長引く間は株式を取得できないので、公開買付期間を延々と引き延ばすことになる<sup>105</sup>。許認可の取得についても同様である。

公開買付けは独禁当局等の許認可を取得するまで完了することができず、その間は常時、対抗買収者のリスクにさらされる。それよりも、1 段階買収スキームで粛々と株主総会を開催し合併契約の承認議決を取り付ければ、その時点で対抗買収者のリスクを遮断することができる。

前章で説明したように、米国企業の取締役には株主への受託者責任として、買収や合併の合意が成立した後でも、より優れた条件のオファーがあった場合、公開買付けへの賛同表明を取り消したり、株主総会における合併契約承認の推奨を撤回したりすることが求められる（フィデューシャリーアウト）。しかし、株主総会による承認後には、もはや買収対象企業の取締役会のアクションは基本的に発生しないので、独禁手続きの完了までどれだけ時間がかかっても、その間に対抗買収者にひっくり返されることはまずない。そして、独禁手続きの完了を含むクロージングの前提条件がすべて満たされた直後に合併が実行される。

したがって、図表 9 から見て取れるように、サントリーHD によるビーム買収のように独禁リスクが存在する案件や、保険会社の買収のように日米金融当局の認

<sup>103</sup> 田村(2017), 99-100 頁。但し、この 1 段階買収スキームの期間には独禁手続きや許認可手続きによる遅れも含まれていることに注意。

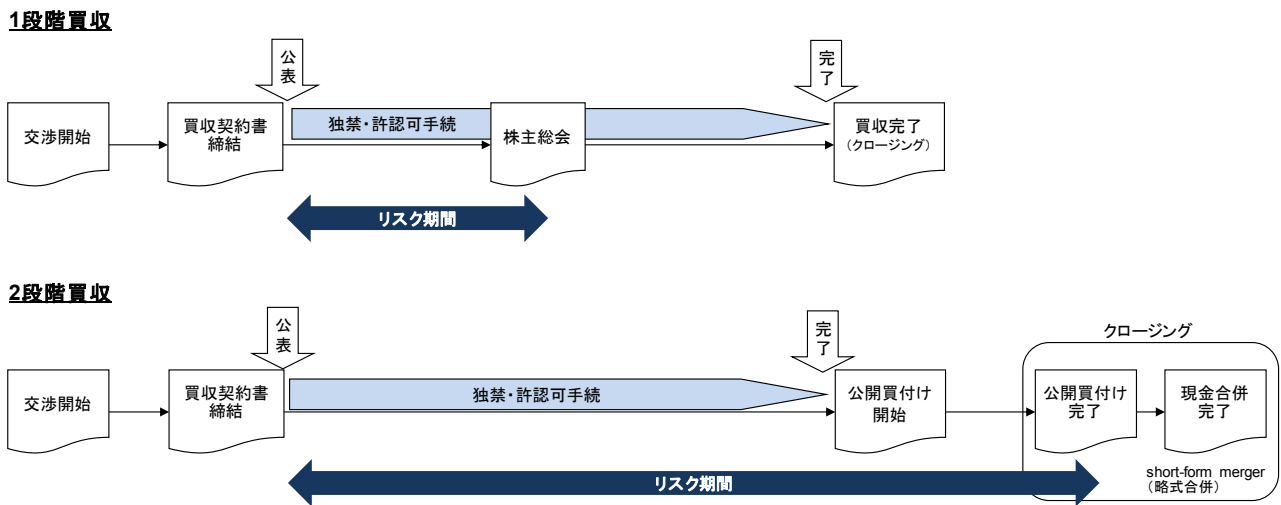
<sup>104</sup> 米国の独禁当局は、連邦取引委員会（FTC）と司法省（DOJ）の 2 つであり、案件により両者で分担している。

<sup>105</sup> 米国の公開買付制度では、日本と異なり公開買付期間の上限が定められていないため、延々と延長することが可能である。



が必要な案件では、1段階買収スキームが選好されるのである。

図表 9：独禁・許認可手続に時間がかかる場合のリスク期間の違い



出所：田村(2017)〔諸種資料より筆者作成〕

本件のタイムテーブル（当初の予定）

ブリヂストンによるペップボーイズ買収案件では、独禁リスクなしと考えられたためか、公開買付開始の3日前に HSR 法に基づく届出を行い、待機期間の完了を待たずに 2015 年 11 月 16 日に公開買付けを開始した。これは、Second Request が来ないと確信していたからであろう。公開買付けの「完了」（＝実際の株式取得）までには独禁認可が必要だが、公開買付けの「開始」には必要でない。なお、本件では、待機期間の短縮申請を行い、それが認められている。公開買付け期間は 2016 年 1 月 4 日に終了し、順調に応募が集まれば、翌日にも略式合併により買収が完全に完了する見込みであった。

図表 10：ブリヂストンによるペップボーイズ買収タイムテーブル（当初予定）

タイムテーブル（2015/11/23までは実績、それ以降は当初の見込み）

2015年	10月26日	買収合意公表(合併契約締結)
	11月16日	公開買付届出書(スケジュールTO)登録 賛同表明報告書(スケジュール14D-9)登録 公開買付け開始
	11月13日	米国独禁法(HSR)届出
	11月23日	米国独禁法(HSR)待機期間早期終了
2016年	1月4日	公開買付け期間終了 応募株式買付け
	1月5日?	略式合併により完全子会社化(買収完了)

出所：Pep Boys Manny Moe & Jack, SEC 登録資料より筆者作成

### 3. ディールジャンプ

2015 年 11 月 16 日、合併契約の定めに従ってブリヂストンは公開買付を開始し、ペップボーイズは賛同意見表明書を出した。ところが、(デューデリジェンス等

は行っていたものの) オークションプロセスに従って提案を行わなかったアイカーンが、12月4日に突如、大量保有報告書(12%強保有)を提出し、12月7日に、ブリヂストンの1株15ドルを上回る1株15.5ドルの買収提案を提示した。

#### “Superior Proposal”

2015年10月26日付で締結されたブリヂストンとペップボーイズ間の合併契約には、公開買付期間中にブリヂストンの条件を上回る第三者のオファー(“Superior Proposal”)があった場合には、ブリヂストンがその条件に追随しない限り、ペップボーイズは合併契約を破棄し、賛同意見を撤回することができるという典型的なFO条項が含まれている。

本件では、アイカーンの15.5ドルの買収提案が“Superior Proposal”と認定されたが、ブリヂストンは Matching Right を行使して買収額を同額まで引き上げ、12月7日に変更契約を締結した。12月18日、アイカーンは16.5ドルまで提示額を引き上げ再度“Superior Proposal”と認定されたが、ブリヂストンが Matching Right を再行使して17ドルまで引き上げ、12月24日に再度変更契約を締結した。

図表 11 : ペップボーイズ買収合戦の推移

日付	イベント	終値(\$)
2015/10/23(金)		12.15
2015/10/26(月)	ブリヂストンとの買収合意公表(15ドル/株)	14.99
2015/12/3(木)		15.20
2015/12/4(金)	アイカーン陣営による12.12%の株式取得判明	15.69
2015/12/7(月)	アイカーン買収提案(15.5ドル/株)	16.69
2015/12/11(金)	ブリヂストンとの変更契約締結(15.5ドル/株)	16.34
2015/12/18(金)	アイカーン買収価格引上げ(16.5ドル/株)	15.76
2015/12/21(月)		16.85
2015/12/22(火)	アイカーンが最高18.1ドル/株までの対抗引上げを示唆	16.89
2015/12/23(水)		17.40
2015/12/24(木)	ブリヂストンとの変更契約締結(17ドル/株)	17.51
2015/12/28(月)	アイカーン買収価格引上げ(18.5ドル/株)	17.41
2015/12/29(火)	ブリヂストン買収断念を発表	18.94
2015/12/30(水)	アイカーンとの買収合意公表(18.5ドル/株)	18.39
2015/12/31(木)		18.41

出所 : Pep Boys SEC 開示資料、Google Finance より筆者作成

#### FO 条項の発動による契約解除

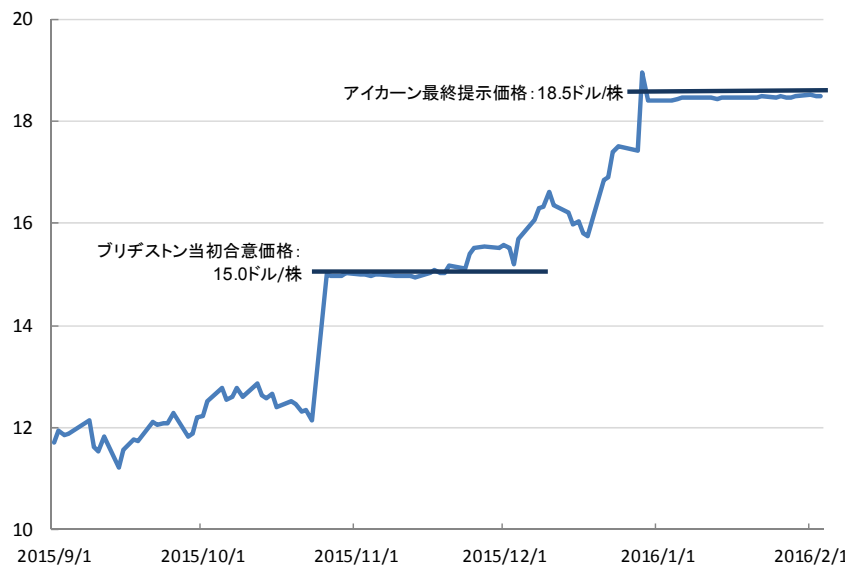
しかし、12月28日、アイカーンは提示価格を1株18.5ドルに増額してきた。ペップボーイズ取締役会は、アイカーンの提案を“Superior Proposal”と再認定し、12月31日までにブリヂストンが再提案を行わない限り、ブリヂストンとの合併契約を破棄し、アイカーンと合併契約を締結するとブリヂストンに通告してきた。ブリヂストンは、12月31日までに18.5ドルまで提示価格を増額するか(その場合は、先行しているブリヂストンが再び優位に立つ)、ペップボーイズの買収を断念するかの決断を迫られたが、12月29日、ブリヂストンは提示価格の増額を行わないことを通告した<sup>106</sup>。翌日、ペップボーイズ取締役会はFO条項の規定に従ってブリヂストンとの合併契約を解除し、アイカーンとの間で合併契約を締結した。

<sup>106</sup> ブリヂストンの津谷会長は、後日インタビューで、アイカーンの1株18.5ドルという買収価格につき、「当社から見れば、べらぼうに高い。悩む間もなく撤退を決めた。ベストシナリオではないが、高値づかみを避けられて良かった」と述べている(「ブリヂストン、米6000店に」日本経済新聞(2016/1/14))。

## ブレイクアップフィーの支払

ブリヂストンとペップボーイズの合併契約にはブレイクアップフィーも規定されていた。ブレイクアップフィーは当初契約時には 35 百万ドル（株式買収総額 835 百万ドルの 4.2%）、17 ドル増額の変更契約時に 39.5 百万ドル（株式買収総額 947 百万ドルの 4.2%）に増額され、結局ブリヂストンは 39.5 百万ドルを受け取った。なお、ブレイクアップフィーは売り手により支払われるが、対抗買収者はフィー支払分だけ価値の低下した買収対象企業を買収することになるので、実質的には対抗買収者の負担になる。このため、アイカーンは、ペップボーイズがブリヂストンとのブレイクアップフィーを増額した場合、価格引上げを行わない可能性があるかと牽制した。

図表 12：ペップボーイズ株価推移



出所：Google Finance、Pep Boys SEC 開示資料より筆者作成

## レブロン義務と Constituency Statute

本件は、被買収企業がデラウェア州法人であれば、レブロン義務が典型的に妥当するケースである。しかし、ペップボーイズの場合、デラウェア州ではなくペンシルヴァニア州法人であるので、ペンシルヴァニア州会社法が適用される。ペンシルヴァニア州会社法は、デラウェア州会社法と異なり、いわゆる“Constituency Statute”（ステークホルダー条項）を立法化しており、取締役に対して現金売却金額を最大化するレブロン義務は適用されず、株主以外の従業員、サプライヤー、顧客、債権者、地域社会の利害も考慮することが認められている<sup>107</sup>。したがって、ペップボーイズは、法的には、より高いアイカーンのオファーを拒絶してブリヂストンのオファーに対する賛同表明を継続することができる。

しかし、株主がより安値のブリヂストンの公開買付けに応募するかは疑問であり、かつアイカーンのオファーだけをポイズンピルで防いでも、次の株主総会における委任状争奪戦で、取締役を入れ替えられるリスクが高い。現実的には、ペップボーイズ取締役会としては、レブロン義務的判断基準に従うしかなかったであろう<sup>108</sup>。FO 条項を含んだ合併契約を締結したこと自体、それを例証している。

<sup>107</sup> 15 Pa. Stat. and Cons. Stat. Ann. § 515 (West).

<sup>108</sup> Ronald Barusch, “Dealpolitik: Pep Boys Should Test Drive Icahn Offer,” Wall Street Journal (December 8,

## VI. デルのMBO

### 1. 合併契約調印まで

#### デル社の歴史と近況

米国のパソコンメーカー、デル（Dell）社は、1984年にマイケル・デル氏がテキサス大学オースチン校の学生時代に起業して創業された。パソコンを受注生産しユーザーに直接販売する「デル・モデル」（“Direct from Dell”）で急成長し、2000年代前半には世界最大のパソコンメーカーになった。創業者のマイケル・デルは2004年にCEOを退任し、会長専任となった。

しかし、後任のロリンズCEOの元で成長が鈍化するとともに株価が大幅に下落し、2005年7月には40ドルを超えていた株価が、1年後には20ドル近辺になった。2006年第4四半期にはパソコン世界一の座をヒューレットパッカード（HP）に奪われ、2010年にはついに台湾のエイサーに抜かれてパソコン世界3位に転落した。2012年第4四半期時点で、デルはパソコン出荷でHP、レノボ（中国）に次ぐ世界3位だが（4位はエイサー）、タブレットを含めると、①アップル、②HP、③レノボ、④サムスンに次ぐ5位にすぎない。

マイケル・デルは2007年1月にCEOに復帰し、成長の軸足を法人向けサーバーやITサービスに移そうとしていたが、事業構造転換の成果はなかなか業績に表れず、携帯端末やクラウドコンピューティングとの競争への出遅れに対する投資家の失望感もあり、マイケル・デルCEO復帰時に25ドル程度だった株価は、2012年秋には10ドルを割り込んだ。

#### MBO交渉の開始

このような状況下、2012年6月、大株主である機関投資家のサウスイースタン・アセットマネジメントがマイケル・デルに接触し、MBOのアイデアを打診した<sup>109</sup>。興味を持ったマイケル・デルは、他にPEファンドのシルバーレイクやKKRとも接触した。8月、マイケル・デルは独立取締役筆頭のマンドゥルにMBO構想を通知し、利益相反を防ぐために独立取締役による特別委員会（Special Committee、委員長はマンドゥル）が組成されて、交渉に当たることになった。特別委員会は、財務アドバイザーとしてJPモルガン<sup>110</sup>、法務アドバイザーとしてDebevoise & Plimptonを起用し、さらに第三者の立場からの客観的な収支予想を行うためにボストン・コンサルティングを雇った。

#### 合併契約の締結

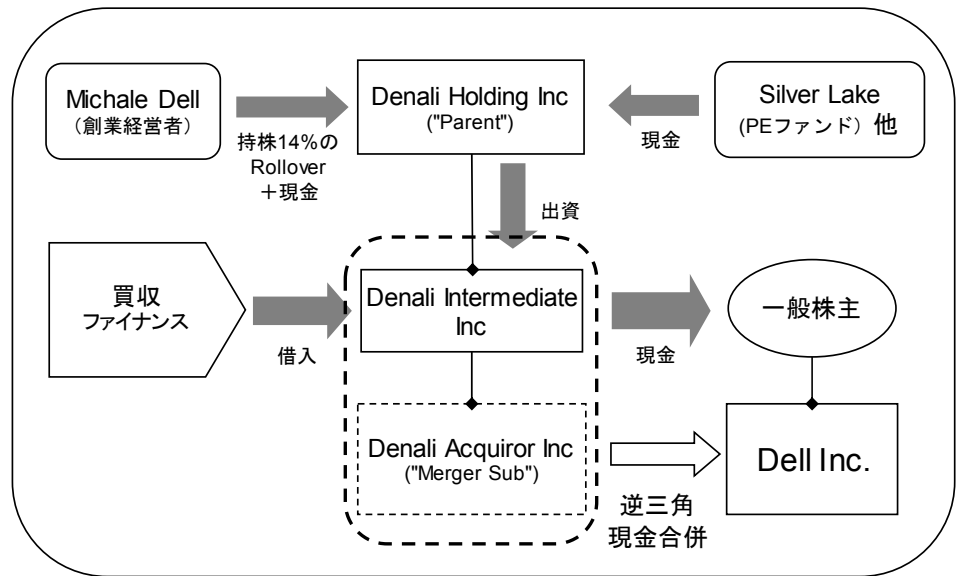
マイケル・デルが引き続き経営を担い自らの持分（約14%）+ $\alpha$ を再投資することを前提に、シルバーレイクとKKRに加え大手PEファンドのTPGもデューデリジェンスに参加したが、KKRとTPGは、急速に悪化するパソコン市場の状況に懸念を抱き、買収プロセスから撤退した。この結果、交渉相手はシルバーレイクにほぼ絞られた（マイケル・デルは価格交渉には参加しなかった）。シルバーレイクは当初1株11.22ドル～12.16ドルを提示していたが、価格交渉の結果、提示価格を1株13.65ドルまで引き上げ、デル社はマイケル・デル/シルバーレイク連合と2013年2月4日に合併契約を締結し、即座にMBOが公表された。このMBOは法形式上いわゆる「現金合併（Cash Merger）」の形態を取っているため、その契約書は「合併契約（“Agreement and Plan of Merger”）」と呼ばれるが、実質的には現金による買収である。

2015)参照。

<sup>109</sup> 以降の経緯は主にDell Inc. SEC登録資料による。

<sup>110</sup> さらに主にGo-Shopプロセスを担当させるために、エヴァコアを追加で起用した。

図表 13：デル買収のスキーム



出所：諸種資料より筆者作成

## 2. 取引の公正性を担保する措置

### 株主に対する価格の公正性

MBO 案件では MBO に参加する経営者側（本件ではマイケル・デル）に会社を安値で買収する外形的なインセンティブ（誘惑）があるため、株主に対する価格の公正性を担保するための措置が要請される。本件ではマイケル・デルが大株主ではあるが、その保有比率は約 14%であることから、「完全な公正性」基準よりもレブロン基準の Enhanced Scrutiny が妥当するケースであると考えられる<sup>111</sup>。しかし、マイケル・デルの影響力の大きさ等も勘案し、本件では、ほぼ「完全な公正性」に準じる以下のような入念な手続きがとられた<sup>112</sup>。

### 特別委員会主導の手続き

プロセスは経験豊富な利害関係のない独立取締役 4 名で構成される特別委員会により、経営陣から独立した財務・法務アドバイザーを起用して取り仕切られた。特別委員会は 40 回以上会合を行い、戦略コンサルティング会社も起用して、さまざまな代替的選択肢を検討した。その上で、独立取締役が全員一致で MBO を承認した。この間、利害関係のあるマイケル・デルは、取締役会の議論および議決、交渉から除外された。

### Majority-of-Minority 条項

大株主かつ創業者兼 CEO であるマイケル・デルの協力を得られないと、他の買収者は買収に二の足を踏むおそれがあるため、マイケル・デルは、どの買収候補者ビッドとも good faith で協力することを確約し、かつマイケル・デルと買収候補者のいかなる合意にも特別委員会の同意が必要であるというルールを定めた。さらに、合併契約には、買収を承認する臨時株主総会でマイケル・デル（約 14%保

<sup>111</sup> デル社の反対株主による株式買収請求権訴訟判決（In re Appraisal of Dell Inc., C.A. No. 9322-VCL (Del. Ch. May 11, 2016)）において、デラウェア州衡平法裁判所は、本件は Enhanced Scrutiny が適用される事例であると示唆しているように見受けられる（55 頁以下）。なお、SEC 規則上は、本件は規則 13e-3 の Going Private に該当するものとして、詳細な開示がなされている。

<sup>112</sup> 以下、Dell Inc. SEC 登録資料（“Dell Special Committee Investor Presentation (June 2013), Dell Inc., Schedule 14A, filed on June 5, 2013 他）による。

有)を除く一般株主の過半数の賛成が必要とする“Majority-of-Minority”条項が(クロージングの前提条件として)盛り込まれた。これは会社法上要求されている条件ではなく、合併契約上の条件である。

#### Go-Shop 条項

競争的な市場チェックを十分に行うために、買収公表前に PE3 社を競わせたのみならず、合併契約には FO 条項と併せて Go-Shop 条項が規定された。Go-Shop 期間 は 2013 年 3 月 22 日までの 45 日間で、その間により良い買収オファー (Superior Proposal) が出現した場合には、ブレイクアップフィーは 180 百万ドル (0.7%)、それ以降は 450 百万ドル (1.8%) が支払われる。これは比較的低めの水準である。この Go-Shop を取り仕切るために別の財務アドバイザーが起用された。

### 3. MBO 完了まで

#### Go-Shop の結果

合併契約が公表されると、サウスイースタンは、「買収価格が安すぎる」として 13.65 ドルでの買収に反対する構えを見せた。他にも買収価格に不満を持つ機関投資家は多かった。Go-Shop では約 70 社と接触したが、2013 年 3 月 22 日までに対抗提案を提出したのはブラックストーンとカール・アイカーン (4.6%保有) のみで、しかもブラックストーンは 4 月 22 日に対抗提案を撤回した。

#### アイカーン/サウスイースタン連合の提案

他方、アイカーンは、5 月 11 日、サウスイースタンと連合して新提案を出した。その内容は、デル社が上場を維持したうえで、手元資金と巨額の借入 (52 億ドル) を原資に巨額の特別配当を行うというものである。これは対抗買収提案ではないが<sup>113</sup>、株主総会における MBO 否決の可能性を高めて、巨額株主還元の受け入れか買収価格の引き上げを迫るものである。

#### 委任状勧誘書面のファイリング

2013 年 5 月末、デル社は、来る買収承認の臨時株主総会のための「2013 年 5 月 30 日付委任状勧誘書面」<sup>114</sup>を SEC にファイリングした。これは日本での株主総会招集通知に相当するもので、買収議案とともに買収に至る経緯 (Background of the Merger) や、取締役会が MBO に賛同する理由 (Reasons for the Merger; Recommendation of the Board of Directors; Fairness of the Merger)、買収価格の公正性に関する財務アドバイザーの分析の概要 (Opinion of J.P. Morgan Securities LLC; Opinion of Evercore Group L.L.C.) など詳細な情報が含まれている。

#### 臨時株主総会の延期

5 月 30 日付の委任状勧誘書面では、臨時株主総会は 7 月 18 日に、デル社本社所在地であるテキサス州ラウンドロックで開かれるものとされた。しかし、アイカーンやサウスイースタンに同調して買収に否定的な機関投資家も多く、株主総会で承認を得られるかどうかは大変微妙な情勢であった。7 月 18 日、デル社は臨時株主総会を開き、合併契約の承認議決を 7 月 24 日に延期した (その後も延期を重ねた)。なぜなら、合併契約が承認される見通しが立たなかったからである。

#### Majority-of-Minority 条件の変更と合併契約の承認

その最大の要因は、“Majority-of-Minority”条項の規定の仕方にあった。2013 年 2 月 4 日付合併契約では、マイケル・デルを除く一般株主の「保有株数」の過半数の賛成が可決に必要とされていた。これだと、議決権を行使しなかった株主の票は事実上の反対票となってしまう。そこで、MBO 側は、買収価格を 1 株 13.75 ドルに引き上げ、かつ 1 株 0.13 ドルの特別配当を払う見返りに、“Majority-of-Minority”条件を、一般株主の「保有株数」の過半数の賛成から、一般株主の「投票総数」の過半数に変更することを求め、8 月 2 日に合併契約の変更契約が調印された。最

<sup>113</sup> いわゆる“Leveraged Recapitalization”である。

<sup>114</sup> Dell Inc., Schedule 14A, filed on May 31, 2013.

終的には、9月12日の臨時株主総会で合併契約が承認され、MBOはクローリングした。

図表 14：デル MBO 案件の時系列

2013年	2月5日	合併契約調印、MBO公表(買収価格13.65ドル)
	4月10日	大株主のサウスイースタンがMBOに異議
	5月11日	アイコン/サウスイースタン連合が対抗提案
	5月31日	デルは最終版の委任状勧誘書面(5/30付)をSECに登録 MBO承認の臨時株主総会を7/18に設定(基準日6/3)
	7月17日	デル大株主の機関投資家がMBOに反対するとの報道
	7月18日	MBO承認の臨時株主総会を7/24に延期
	7月23日	MBO陣営が買収価格を13.75ドルに増額提案
	7月23日	デルはMBO承認の臨時株主総会を8/2に延期
	8月2日	デルとMBO陣営は買収価格の13.88ドルへの引き上げで合意し、 2/5付合併契約の変更契約に調印 デルはMBO承認の臨時株主総会を9/12に延期(基準日8/13)
	8月14日	デルは改訂最終版の委任状勧誘書面(8/14付)をSECに登録
	9月12日	臨時株主総会で合併契約承認
	10月29日	デルMBOがクローズ

出所：田村(2017)〔デル委任状勧誘書面およびデル議決権行使事件判決より筆者作成〕

デラウェア州衡平法裁判所は、後に本件のプロセスについて、レブロン基準（判決の用語では“Enhanced Scrutiny”）を容易に満たせるものであるとして特別委員会の行動を称賛しており<sup>115</sup>、今後の同様のMBO取引においても先例価値が高いと考えられる。

## Ⅶ. 日本企業 M&A へのインプリケーション

### 1. 米国上場企業を買収する場合の留意事項

#### 対抗買収者リスクの考慮と ディール保護措置

ディール保護措置は、対抗買収者リスクにさらされる買い手にとって非常に重要なものであり、最近の米国上場企業を買収案件では、常にハードネゴされる部分である。しかし、本稿の検討内容からも明らかなように、米国上場企業を買収案件で対抗買収者リスクを完全に排除することは困難であり、また対抗買収者リスクを完全に消滅させるようなディール保護措置は、裁判所により無効とされる可能性が高い。

したがって、米国上場企業を買収交渉を行う日本企業は、対抗買収者出現のリスクを十分に考慮するとともに、ディール保護措置のオプションをよく理解して、可能な限りのプロテクションを得るように努めるべきである。他方で、被買収企

<sup>115</sup> In re Appraisal of Dell Inc., C.A. No. 9322-VCL (Del. Ch. May 11, 2016), 61 頁。本判決は反対株主による株式買取請求訴訟である。デラウェア州衡平法裁判所は、取締役の受託者責任の観点からは本件問題なしとしたものの、株式買取請求の観点からは別途考慮が必要であるとして、反対株主に対し MBO 価格より若干高い 1 株 17.62 ドルの支払いを命じた。

業の取締役が直面している受託者責任（およびそれに付随する訴訟リスク）についてもよく理解しておく必要がある。米国 M&A 事情に通じた弁護士は、「特に米国の上場企業と交渉する日本企業は、相手方が株主価値を最大化した旨を明らかにし、またそのための手続を履行したことの証明を求められていることを理解し想定しておくことが求められるだろう」と助言している<sup>116</sup>。

例えば、相対で交渉している場合でも、他の企業にも買収を打診するなど、他の何らかの市場チェックを行っていることは想定しておくべきであるし、相手方のディール保護措置への抵抗がどこまで妥当なものなのかも見極めるべきである。

## 2. 日本国内取引および日本法へのインプリケーション

### 従来の日本の状況

日本では従来は、合意された買収案件はクロージングするものと思われていたもので、ディールジャンプの可能性やフィデューシャリーアウトについてはほとんど考慮が払われていなかった。したがって、その反面として、ディール保護措置もほとんど考慮されていなかった。しかし、最近、状況が変わりつつある。

### 公開買付けへの賛同意見の撤回

日本で上場企業を現金対価で買収する場合、現状、税制の問題で現金合併は使えないので<sup>117</sup>、公開買付けによることになる。公開買付けの場合、買収者側は公開買付け届出書を提出し、被買収者側は意見表明報告書を提出する。米国と異なり日本では合併契約を締結しないのが一般的なもので<sup>118</sup>、両者間の契約で FO 条項やブランクアップフィー等のディール保護措置を定めることは予定されていない。

もっとも、被買収者側が賛同意見を表明した後で、賛同意見を撤回することは自由なので、FO 条項の一種である Recommendation Out は可能である。実際に、2004 年のソトー<sup>119</sup>や 2008 年のモジュレ<sup>120</sup>のように、賛同意見を撤回した事例もある。これらはより優れた買収提案に乗り換えるための撤回ではないのでフィデューシャリーアウトの事例ではないが、今後、友好的な公開買付け中により高値での公開買付けが出現した場合に、当初の賛同意見を撤回し新たな提案に賛同するような真のフィデューシャリーアウトが出現するか注目される。

### 日本におけるレブロン義務の妥当性

なお、友好的公開買付けへの賛同は、米国であれば「売却の局面」としてレブロン義務を発動させる。現行の日本法でレブロン義務まで観念できるかについては議論がある<sup>121</sup>ものの、今後、明らかにより優れた対抗公開買付けが発生した場合、単に法的解釈のみならず、コーポレートガバナンス・コードの影響や機関投資家の反応、アクティビストの関与等も含めて、どのように展開していくのかが注目される。

<sup>116</sup> 兪=小野(2013), 22 頁。

<sup>117</sup> 田村(2017), 第IV章参照。

<sup>118</sup> 英国でも従来、公開買付け時には合併契約はあまり締結されていないようである。Davis & Ball-Dodd (2008), 17 頁参照。

<sup>119</sup> ソトープレスリリース「公開買付けの賛同意見の撤回に関するお知らせ」(2004/2/16)。ソトーはスチールパートナーズによる敵対的公開買付けに対し、MBO で対抗して MBO 側に賛同意見を表明したが、スチールが買付価格を MBO を上回る水準まで引き上げたことから、MBO 側への賛同意見を撤回した。但し、スチールの公開買付けには引き続き反対を表明した。結局、巨額配当の宣言により株価がスチールの買付価格を上回ったことから、公開買付けは不成立に終わった。

<sup>120</sup> モジュレプレスリリース「当社株券等に対する公開買付けに関する賛同意見表明の撤回及び反対の意見表明並びに重要な合意に関する事項の変更について」(2008/11/27)。モジュレはスリープログループの友好的公開買付けに賛同意見を表明していたが、その後、両社間での経営方針の食い違いが表面化し、反対の姿勢に転じた。

<sup>121</sup> 現行日本法の下でレブロン義務を観念できるかの議論につき、岩倉=太田(2010), 第 1 章補論、第 2 章参照。



プロセス公正性への配慮：  
日立国際電気の事例

また、最近、大企業案件を中心に、日本にも米国的なプロセス公正性への配慮を施した公開買付けが見られるようになってきている。例えば、2017年4月、日立製作所の上場子会社である日立国際電気に対し、KKRが友好的公開買付けを開始した案件<sup>122</sup>では、51.67%を保有する日立製作所がKKRと基本契約を締結し、公開買付け後の売却を約していたロックアップ的状況に鑑み、一般株主保護のためのさまざまな措置が講じられている。本件では、日立国際電気が日立製作所と共同して競争入札を実施しており、独立した第三者機関からの株式価値算定書を取得している。また、親会社である日立製作所と利害関係を有しない独立した社外取締役・外部有識者による第三者委員会を設置して、手続きの公正性、取引条件の妥当性、少数株主の保護等につき検討している。さらに、「マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数の下限の設定」と題して、日立製作所保有株式を除く株式の過半数の応募を公開買付けの成立要件としている<sup>123</sup>。他方で、ブレイクアップフィー等のディール保護措置は設けられていない<sup>124</sup>。

受託者責任を意識した対応  
強化の方向性

日本でも、既にMBO等に関しては、経済産業省のMBO指針<sup>125</sup>や東京証券取引所の開示ルール強化<sup>126</sup>等により一般株主に対する受託者責任を意識した対応が強化されている。さらに今後は、たとえ国内案件であっても、買収合意後の対抗買収者の出現も考慮に入れていく必要があるであろう。コーポレートガバナンス・コード制定により受託者責任を意識した対応の要請が強まり、スチュワードシップ・コード制定・強化により機関投資家によるモニタリングが強まる状況下では、なおさらのことである。中でも取締役の受託者責任としてのフィデューシャリアウトの義務、求められる適正手続きの度合い、ディール保護措置の必要性などは、今後、重要な論点となっていくであろう。また、MBOや完全子会社化についても、受託者責任の完遂とクロージングの難度のトレードオフの問題は、今後さらに重要性を増していくであろう。「実験場」としての米国の先例は、そのような議論にきわめて有益な示唆を提供するものと思われる。

以 上

<sup>122</sup> 日立国際電気プレスリリース「HKEホールディングス合同会社による当社株券に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（2017/4/26）参照。

<sup>123</sup> 同上、25頁。（「当社の少数株主の皆様を尊重して、公開買付けの利害関係者以外の株主の皆様の過半数の賛同が得られない倍には、本公開買付けを含む本取引を行わないこととしております。」）

<sup>124</sup> 同上、25頁。（「当社は、本公開買付けへの賛同や応募推奨を義務付けられる合意は行っており、また当社が公開買付け以外の対抗的買収提案者と接触することを制限したり、対抗的買収提案者に対して賛同する際には公開買付けに対してブレイクアップ・フィーの支払いが生じるなどの、いわゆる取引保護条項を含む合意も行っておりません。」）

<sup>125</sup> 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（2007/9/4）。

<sup>126</sup> 東京証券取引所「合併等の組織再編、公開買付け、MBO等の開示の充実に関する要請」（2006/12/13）；東京証券取引所「MBO等に関する適時開示内容の充実等について」（2013/7/8）。

## Appendix 1 ペップボーイズ案件の経緯<sup>127</sup>

- 2012年1月29日、Pep Boys（以下、「当社」）は、PEファンドGores Groupによる買収合意（15ドル/株）を公表。しかし、2012年5月29日、Gores Groupは買収を撤回し、当社に違約金50百万ドルを支払い。
- Gores Groupによる買収撤回の後、当社はさまざまな会社から買収の打診（すべて non-binding）を受ける。2014年に受けた主なアプローチは以下の通り。
  - A社（ストラテジック）：当初1株15~16ドル（現金株式混合対価）の意向を示すが、その後株式対価の買収（プレミアムなし）を打診
  - B社（ストラテジック）：リテール事業のみの買収に関心
  - C社（不動産投資会社）：
  - D社（投資会社）：E社を紹介
  - E社（フィナンシャル）：B社との共同買収に関心
- 2014年11月13日、機関投資家GAMCO（2012年6月1日、当社株式5.4%取得の大量保有報告書提出）が、当社株式を買い増し、持分比率17.3%になったことを公表。さらに2015年1月28日に、持株比率17.6%までの買い増しを公表するとともに、委任状争奪戦（3人以上の株主推薦取締役任命）の意向を表明。
- 2015年2月6日、Bridgestone Retail Operations（以下、親会社のBridgestone Americasと総称して「ブリヂストン」）が、将来の全面買収も見据えて、当社の少数の店舗を実験的に買収したい意向を表明。
- 3月16日、A社とC社が共同で1株11ドル（現金）を提示。3月24日、F社（フィナンシャル）がD社と共同で1株9.5-10.0ドル（現金）を提示。
- 5月4日、アイカーンが当社のリテール事業への関心を示し、リテール事業取得のために当社全体の買収も考慮することを表明。また、買収促進のために、GAMCOによる委任状争奪戦に参加し、あるいは敵対的買収を開始する可能性を示唆。
- 5月19日、ウォールストリートジャーナルが市場終了後に当社の買収観測を報道。株価は9.25ドル（19日終値）から10.75ドル（20日終値）に上昇。
- 6月10日、当社はGAMCOと和解し、3人の株主推薦新取締役を指名。同日、G社（フィナンシャル）が1株12-13ドル（現金）の買収価格を提示。
- 6月15日、当社CEOが交代し、新CEOにScott Siderが就任。
- 6月26日、アイカーンがリテール事業のみでなく全社事業に関心があることを表明し、1株11.5ドル（現金）の買収価格を提示。
- 6月29日、当社取締役会は、アイカーンによる敵対的買収を防止するために、先手を打って、正式な会社売却プロセスを開始することを決定。翌日、プレスリリースで「“strategic alternatives”の検討開始」（会社売却の隠語）を公表。

<sup>127</sup> Pep Boys Manny Moe & Jack, SEC 登録資料より筆者作成。

- 7月9日、当社はアイカーンとスタンドスティル契約（敵対的買収等を一定期間行わない合意）に調印。アイカーンは、10月10日まで敵対的買収を行わないことを約束する代償として、他のストラテジックバイヤーと共同買収の交渉を行うことを許され、また、会社は他社との買収合意に先立って、アイカーンにその条件を伝え、アイカーンは1営業日以内に自らの提案を改定する権利を有するものとされた。
- 7月16日、A社が1株12.5ドル（株式対価）を提示。同日、I社（フィナンシャル）が1株13.5-14.0ドル（現金）を提示。6月22日、ブリヂストンが全社買収を前提に1株12-15ドル（現金）を提示。7月27日、A社が1株13ドル（株式対価）に増額。7月28日、A社と米国ブリヂストンは、アイカーンとの共同買収に関心があることを当社に伝達。7月29日、ブリヂストンは1株13-15ドル（現金）に下限を増額。
- 8月5日、当社FA（財務アドバイザー）のロスチャイルドは、オークション第1ラウンドのプロシージャールターを、A社、ブリヂストン、G社、I社（後にF社を追加）に送付し、1次ビッドの提出期限を9月3日とした。同日、オークション参加者にエレクトロニックデータルームへのアクセスが許可された。
- 8月18日、F社が単独で1株13ドルの買収提案を提示。
- 8月20日から9月2日にかけて、A社、ブリヂストン、F社、G社、I社の5社を対象に、マネジメントプレゼンテーションが実施された。
- 9月3日（1次ビッド提出期限）、各社の提示は以下の通り。なお同日、アイカーンは1株11.5ドル（現金）を再提示した。
  - A社：1株13.5ドル（株式対価）
  - ブリヂストン：1株15ドル（現金）
  - F社（期限9月10日）：1株13.5ドル（現金）
  - G社：提示せず
  - I社：提示せず
- 9月17日、ロスチャイルドがオークション最終ラウンドのプロシージャールターをA社、ブリヂストン、F社に送付。最終提案提出期限は10月12日（契約書マークアップは10月7日）。
- 9月21日、合併契約書（merger agreement）ドラフトを送付。
- 9月28日、アイカーンとのスタンドスティル期間を10月23日まで延長。アイカーンは仮に公開買付を開始する場合には1株13.5ドル以上とすることを確約。
- 10月12日（最終ビッド提出期限）、各社の提示は以下の通り。
  - A社：1株14.74ドル（株式対価）、新株発行につき株主総会承認が必要
  - ブリヂストン：1株15ドル（現金）
  - F社：1株15ドル（現金）、但しファイアンスが組成できることという条件付き
- 10月14日、当社取締役会は、アイカーンとブリヂストンの「裏取引

(“back-to-back transaction”)」協議を許容することを決定。

- アイカーンが当社を買収した場合にはブリヂストンにサービス事業を売却し、ブリヂストンが当社を買収した場合にはアイカーンにリテール事業を売却するという取引。
- その後、ロスチャイルドは各社に買収価格引上げ/条件改善交渉を行い、最終回答期限を10月23日(アイカーンとのスタンドスティル終了期日)に設定。
- 10月22日、当社はアイカーンに買収提案の最終提出期限が10月23日であることを通告。アイカーンは、自らは買収提案を提示しないこと、またブリヂストンとの「裏取引」には興味がないことを回答。
- 10月23日、各社の返答は以下の通り。合併契約書の内容等で若干の譲歩はあったものの、基本的には10月12日の最終ビッドから大きな変更はなし。
  - A社：1株15ドルに増額(株式対価)、新株発行につき株主総会の承認が必要
  - ブリヂストン：1株15ドル(現金)
  - F社：1株15ドル(現金)、但しファイアンスが組成できることという条件付き
- 10月24日、当社取締役会で検討の結果、買収対価の確実性と買収実現の確実性の両面からブリヂストンの提案の評価が高かったが、ブリヂストンとA社と平行して最後の詰めを行うことに決定。
- 10月25日、当社取締役会で協議、ロスチャイルドのフェアネスオピニオン等を経て、ブリヂストンとの買収合意(1株15ドル)を決議。同日(日本時間10月26日)、ブリヂストン本社の取締役会も買収を承認。その後、契約(以下、「ブリヂストン合併契約」)が締結され、10月26日早朝にプレスリリースで買収合意を公表。
- 11月13日、米国独禁当局に買収の事前届出。(11月23日に早期承認取得。)
- 11月16日、買収実施のためのブリヂストンによる友好的公開買付開始。
- 12月4日、アイカーンが当社株式12.12%の保有を大量保有報告書で開示。同報告書中で、当社のリテール部品事業は、アイカーンが保有するAuto Plus社と大きなシナジーがあり、対抗買収提案等を行う権利を留保すると表明。同日、米国独禁当局にも当社株式50%以上の取得を行う意図がある旨のファイリングを行う。
- 12月7日、当社はアイカーンの大量保有報告書および独禁当局ファイリングに関するプレスリリースを発出。同日、アイカーンから1株15.5ドル(現金)の買収提案を受領。同提案は、デューデリジェンスや資金調達、独禁法などの一切の条件がついていない確度の高いもの。当社取締役会は協議の上、アイカーンの提案はブリヂストン合併契約で定義する“Superior Proposal”に該当する可能性が高いと結論。ブリヂストンにその旨を通知し、翌日、プレスリリースで公表。
- 12月8日、当社取締役会はアイカーンとのその後の契約交渉を踏まえ、アイカーンの提案(1株15.5ドル)を“Superior Proposal”と決定。12月11日まで

にブリヂストンが再提案を行わない限り、ブリヂストン合併契約を破棄し、アイカーンとの合併契約を締結することを決定。翌日、プレスリリースで公表。

- 12月11日、ブリヂストンは1株15.5ドルの増額提案を提示。当日、当社取締役会はブリヂストン改定案支持を決定。変更契約を締結し、プレスリリースで公表。
- 12月18日、アイカーンが提示価格を1株16.5ドルに増額。
- 12月19日、当社取締役会は、アイカーンの再提案が“Superior Proposal”となる可能性が高いと判断し、ブリヂストンに通知。12月20日、当社取締役会は、アイカーンの再提案（1株16.5ドル）を“Superior Proposal”と決定。12月23日までにブリヂストンが再提案を行わない限り、ブリヂストン合併契約を破棄し、アイカーンとの合併契約を締結することを決定。翌日、プレスリリースで公表。
- 12月22日、ブリヂストンは1株17ドルの増額提案を提示。同時にブレイクアップフィーを35百万ドルから55百万ドルに増額することを求める。同日、アイカーンは当社に対し、もしブリヂストンがアイカーンの提示価格（1株16.5ドル）を上回る提案を行った場合には、その価格を0.1ドル上回る価格（上限18.1ドル）を提示する用意があると通告。但し、ブリヂストン合併契約のブレイクアップフィーを35百万ドルから増額しないことが条件。ブリヂストンは当社からアイカーンの提案内容を受け取った後、1株17ドルへの増額提案を撤回。当社取締役会は、アイカーンの12月22日再提案（1株16.5ドル+ $\alpha$ ）を“Superior Proposal”と決定。12月24日までにブリヂストンが再提案を行わない限り、ブリヂストン合併契約を破棄し、アイカーンとの合併契約を締結することを決定し、ブリヂストンに通告。ブリヂストンは、いったん撤回した1株17ドルの増額提案を再提示。
- 12月24日、ブリヂストンは1株17ドルの増額提案を変更契約書とともに正式提示。交渉の結果、同日、当社とブリヂストンは1株17ドル、ブレイクアップフィー39.5百万ドルで合意し、変更契約を締結、プレスリリースで公表。
- 12月28日、アイカーンが提示価格を1株18.5ドルに増額。当社取締役会は、アイカーンの12月28日再提案（1株18.5ドル）を“Superior Proposal”と決定。12月31日までにブリヂストンが再提案を行わない限り、ブリヂストン合併契約を破棄し、アイカーンとの合併契約を締結することを決定し、ブリヂストンに通告。同日、プレスリリースで公表。
- 12月29日、ブリヂストンは当社に提示価格の増額を行わないことを通告。同日、当社取締役会は、アイカーンとの合併契約締結を承認。
- 12月30日、当社はブリヂストンに合併契約解除を通知。ブリヂストンはブレイクアップフィー39.5百万ドルを受領。当社はアイカーンと合併契約（Merger Agreement）を締結し、プレスリリースで公表。

以 上

## Appendix 2 デル案件の経緯<sup>128</sup>

- 2012年6月15日、サウスイースタンがマイケル・デルに接触し、MBOを示唆。
- 6月17日～8月14日、シルバーレイクおよびKKRと接触しMBOを議論。
- 8月14日、マイケル・デルが筆頭独立取締役のマンドゥルにMBO計画を報告、6日後にデル社は特別委員会（委員長：マンドゥル）を設置。
- 10月23日、シルバーレイクとKKRが初期的オファーを提示。
  - シルバーレイク：11.22～12.16ドル/株
  - KKR：12～13ドル/株
- 12月3日、GS株式アナリストがデルMBOの可能性を示唆し、株価は10.06ドルに上昇。KKRが買収プロセスから撤退。
- 12月4日、KKRが撤退の理由を説明。
  - … its investment committee “was not able to get comfortable with the risks to the company associated with the uncertain PC market, and the concerns of industry analysts regarding the competitive pressures the company faced.”
- シルバーレイクが条件改定：12.70ドル/株。
- 12月7日、マンドゥルがTPGに接触し買収提案を求める。
- 12月23日、TPGが買収プロセスから撤退。
  - … citing “concerns about the negative trends in gross margin and earnings in the PC business and the decline in the company’s operating performance, including the decline in its operating margins.”
- 2013年1月16日、シルバーレイクが条件改定：12.90ドル/株。
  - 銀行融資のコミットメントおよびマイクロソフトからの20億ドル融資
- 1月17日、マンドゥル氏がマイケル・デルに上場継続を打診。
  - Mr. Mandl ... told Mr. Dell that he was pessimistic that a deal could be reached, and asked for suggestions about how to improve the company while keeping it a publicly traded concern.
  - マイケル・デルは引き続きMBOが“best course of action”であると主張
- 1月19日、マンドゥルがマイケル・デルに13.75ドル/株を逆提案。
- 1月20日、シルバーレイクが条件改定：13.50ドル/株。
- 1月24日、シルバーレイクが条件改定：13.60ドル/株（“best and final offer”）。同日、GE Capitalがデルの金融事業につき簿価（約35-40億ドル）での買収を提案。同日、ブラックストーンは買収公表後の「Go-Shop」プロセスへの参加意向表明。

<sup>128</sup> Dell Inc. SEC登録資料より筆者作成。

- 1月29日、サウスイースタンは、自社を含む大株主への Equity Rollover が認められない限り、14-15 ドル/株の MBO には反対する意向を表明。
- 2月4日、シルバーレイクが条件改定：13.65 ドル/株→合意成立。デル社特別委員会および取締役会で承認。
- 2月5日、合併契約調印、MBO 公表。
- 2月19日、デルが 2013/2/1 に終了する四半期の決算を発表。
  - 売上 11%減、純利益 31%減（5 四半期連続の減益）
- 3月22日（Go-Shop 期限）、ブラックストーンとアイカーン（4.6%）が対抗提案を提出。
  - ブラックストーン提案：14.25 ドル/株以上だが、上場は維持
  - アイカーン提案：15 ドル/株で 58.1%を買い取り（上場維持）
  - JPM/Evercore は 45 日間の Go-Shop 期間に 71 社と接触
  - TPG も Go-Shop プロセスに参加したが、再び撤退
- 4月10日、大株主のサウスイースタンが MBO に異議。
  - 買収提案はデルを「著しく過小評価」
  - 「なぜこの転換期において非公開化するのかという適切な論拠」が示されていない
  - 非公開化後の計画記載が不十分：「業績予想が提示されない上、デルの将来的な計画に関する議論が極めて限定されているなか、株主は買収提案を支持するかどうかを情報に基づいて判断することが難しい」
- 4月22日、ブラックストーンが対抗提案を撤回。
- 5月11日、アイカーン/サウスイースタン連合が新提案。
  - 上場維持
  - 株主は現在保有する株式を継続保有し、さらに選択により 1 株 12 ドルの特別配当または 12 ドル相当の追加株式を受け取る
  - 巨額配当の原資はデルの手元資金と 52 億ドルの借入
- 5月31日、デルは最終版の委任状勧誘書面（5/30 付）を SEC に登録、MBO 承認の臨時株主総会を 7 月 18 日に設定。
- 7月17日、デル大株主の機関投資家（バンガード、ブラックロック、ステートストリート）が MBO に反対するとの報道。
- 7月18日、臨時株主総会を 7 月 24 日に延期、その後さらに延期を重ねる。
- 8月2日、MBO 条件引き上げ。
  - 1 株 13.65 ドル→1 株 13.75 ドル+0.13 ドルの特別配当
- 9月12日、臨時株主総会で MBO 承認。

以 上

## 【参考資料・文献】

1. American Bar Association (2017), Strategic Buyer/Public Target M&A Deal Points Study (For Transactions Announced in 2015), prepared by M&A Market Trends Subcommittee, Mergers & Acquisitions Committee of the American Bar Association's Business Law Section. Available at: <https://www.srz.com/images/content/1/4/v2/146858/2016-MA-Public-Target-Deal-Points-Study-1-4.pdf>
2. Bab, Andrew and Paul Bird (2016), Key Issues In U.S. Going Private Transactions, The Private Equity Report, Vol. 16, No. 1 (Winter 2016).
3. Browne, Oliver (2017), Break Fees and Broken M&A Deals, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (November 15, 2017).
4. Curtis, Linda and Melissa Barshop (2011), Financing Provisions in Acquisition Agreements, California Business Law Practitioner (Summer 2011).
5. Davis Polk & Wardwell LLP (2014), Delaware Supreme Court Reverses Preliminary Injunction Requiring Go-Shop; Reaffirms "No Single Blueprint" to Satisfy Revlon Duties, Client Memorandum (December 21, 2017). Available at: [https://www.davispolk.com/files/2014-12-21\\_Delaware\\_Supreme\\_Court\\_Reverses\\_Preliminary\\_Injunction\\_Requiring\\_Go-Shop.pdf](https://www.davispolk.com/files/2014-12-21_Delaware_Supreme_Court_Reverses_Preliminary_Injunction_Requiring_Go-Shop.pdf)
6. Davis, Scott and Kate Ball-Dodd (2008), Deal protection mechanisms in the US and the UK, Practical Law Company, PLC Cross-border Mergers and Acquisitions Handbook 2008/09.
7. Fox, David and Daniel Wolf (2010), Deal Protection: One Size Does Not Fit All, Practical Law The Journal (March 2010).
8. Gibson Dunn & Crutcher LLP (2013), No-Shops & Fiduciary Outs: A Survey of 2012 Public Merger Agreements, M&A Report (Winter 2013). Available at: <https://clsbluesky.files.wordpress.com/2013/02/gibson-dunn-winter-2013-ma-report1.pdf>
9. Hill, Claire and Brett McDonnell (2011), Sanitizing Interested Transactions, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 36, 903.
10. Latham & Watkins LLP (2016), Deal Certainty (February 2016). Available at: [https://www.lw.com/admin/Upload/Documents/OilAndGasMandA/General%20Concepts/Consolidated\\_Deal\\_Certainty\\_to\\_Going\\_Private\\_Transactions.pdf](https://www.lw.com/admin/Upload/Documents/OilAndGasMandA/General%20Concepts/Consolidated_Deal_Certainty_to_Going_Private_Transactions.pdf)
11. Latham & Watkins LLP (2017), Overview of the CFIUS Process. Available at: <https://www.lw.com/thoughtLeadership/overview-CFIUS-process>
12. Mills, Phillip and Mutya Harsch (2006), How to avoid the jump: Advice for incumbents facing late takeover offers, International Financial Law Review (December 2006).
13. Restrepo, Fernan and Guhan Subramanian (2016), The Effect of Prohibiting Deal Protection in M&A: Evidence from the United Kingdom (August 1, 2016). Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2820434>
14. Restrepo, Fernan and Guhan Subramanian (2017), The New Look of Deal Protection, Stanford Law Review, Vol. 69.
15. Sanborn, Nancy, Phillip Mills and Saswat Bohidar (2010), Going Private Transactions: Overview, Practical Law Company. Available at: <https://www.davispolk.com/files/uploads/davis.polk.going.private.pdf>
16. Saulsbury, Albert (2012), The Availability of Takeover Defenses and Deal Protection



Devices for Anglo-American Target Companies, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 37.

17. Shaner, Megan W (2017), Deal Protection Devices: The Negotiation, Protection, and Enforcement of M&A Transactions (June 16, 2017). Research Handbook on Mergers and Acquisitions (Claire A. Hill & Steven Davidoff Solomon eds., Edward Elgar Publishing Ltd., 2016). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2987900>
18. Sher, Scott and Valarie Hogan (2011), “Getting the Deal Done: Antitrust Risk-Shifting Provisions in Merger Agreements,” The Threshold, Volume XII, Number 1 (Fall 2011). Available at: [https://www.wsgre.com/PDFSearch/sher\\_fall11.pdf](https://www.wsgre.com/PDFSearch/sher_fall11.pdf)
19. Slack, Richard, Michael Aiello, Raymond Grietz, Seth Goodchild and Lauren Hoelzer (2008), The Delaware Court of Chancery Addresses Material Adverse Change/Material Adverse Effect Provisions in Hexion v. Huntsman, Weil Briefing (December 11, 2008). Available at: [https://www.weil.com/~media/Files/PDFs/Weil\\_Briefing\\_MACMAE\\_2008\\_Dec\\_11.pdf](https://www.weil.com/~media/Files/PDFs/Weil_Briefing_MACMAE_2008_Dec_11.pdf)
20. Spatt, Robert and Peter Martelli, The Four Ring Circus – Round Nineteen; A Further Updated View of the Mating Dance among Announced Merger Partners and an Unsolicited Second or Third Bidder, Simpson Thacher (March 11, 2015). Available at: <http://www.stblaw.com/fourringcircus2015.pdf>
21. Strine, Leo (2016), The Soviet Constitution Problem in Comparative Corporate Law: Testing the Proposition that European Corporate Law Is More Stockholder Focused than U.S. Corporate Law, Southern California Law Review, Vol. 89:1239.
22. Subramanian, Guhan (2016), Deal Process Design in Management Buyouts, Harvard Law Review, Vol. 130:590.
23. Takeover Panel (2011), Review of Certain Aspects of the Regulation of Takeover Bids: Response Statement by the Code Committee of the Panel Following the Consultation of PCP 2011/1.
24. Thompson, Joshua, Peter Hayes and Tomasz Kulawik (2017), Recent Trends in Limited-Conditionality Provisions, Law 360 (January 31, 2017). Available at: <http://www.shearman.com/~media/Files/NewsInsights/Publications/2017/02/Recent-Trends-In-Limited-FN020317.pdf>
25. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (2017), Takeover Law and Practice. Available at: [http://www.wlrk.com/files/2017/2017TakeoverLaw\\_Practice.PDF](http://www.wlrk.com/files/2017/2017TakeoverLaw_Practice.PDF)
26. Weil, Gotshal & Manges LLP (2017), A Look at U.S. Sponsor-backed Going Private Transactions (May 2017). Available at: <https://privateequity.weil.com/wp-content/uploads/2017/05/2017-Going-Private-Survey.pdf>
27. 岩倉正和＝太田洋編著(2010)『M&A 法務の最先端』商事法務。
28. 玉井利幸(2005)「合併契約の保護 (1) –ディールプロテクションの有効性について–」商学討究 56 巻 2・3 号 191-211 頁。
29. 玉井利幸(2006)「合併契約の保護 (2・完) –ディールプロテクションの有効性について–」商学討究 56 巻 4 号 107-127 頁。
30. 田村俊夫(2017)「組織再編税制の残された課題」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2017 年春季号。
31. 兪東＝小野美恵(2013)「米国上場企業の M&A をめぐるクラス・アクションの状況」商事法務 No. 1996 (2013.4.15)。

## 留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはなりません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。

# MIZUHO みずほ証券

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: [srd\\_qr@mizuho-sc.com](mailto:srd_qr@mizuho-sc.com)



株式会社日本投資環境研究所  
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋1丁目17番10号 新光ビルディング日本橋1号館

URL: <http://www.j-iris.com>