



クロスボーダーM&A ハンドブック

2016/17 年

米国における上場会社を対象とした M&A 取引の概要

ケネス J. レブラン
ダニエル リトウィッツ
シヤーマン アンド スターリング外国法事務弁護士事務所

本「クロスボーダーM&A ハンドブック 2016/17 年 米国における上場会社を対象とした M&A 取引の概要」は、Practical Law Company (PLC) の“Multi-Jurisdictional Guide 2016 Cross-border M&A Handbook”(Thomson Reuters)の中のセクションの訳文です。本書に記載の内容は、2016年9月1日時点の米国の法律に基づいています。

本書に関するご質問は、ケネス・レブラン (Kenneth Lebrun, Tel: 03-5251-1601 email: klebrun@shearman.com) までご連絡ください。

《M&A 活動》

問 1.

米国における M&A 市場の現状について教えてください。

米国企業を対象とする M&A 案件の公表数は、2015 年には 10,518 件となり、2014 年の 10,547 件から減少しました。この M&A 公表案件の取引総額は、1.67 兆米ドルから 2.11 兆米ドルに増加しました。米国企業を買付者とする M&A 案件の公表数は、2015 年には 10,792 件となり、2014 年の 10,849 件から減少しましたが、一方で、取引総額は 1.78 兆米ドルから 1.89 兆米ドルに増加しました。2015 年に公表された国内およびクロスボーダー取引のうち、米国上場会社を対象会社とする案件は、2014 年の 577 件、取引総額 9,700 億米ドルに対し、574 件、取引総額は 1.44 兆米ドルとなりました。

2014 年から 2015 年までの取引総額の点から見て、最も M&A 活動が増加した分野は以下のとおりです。

- ハイテク
- 資材
- 工業
- 不動産
- 一般消費財・サービス
- 金融
- 電力・エネルギー

2015 年に公表された最も高額な取引には以下が含まれます。

- Pfizer Inc. が Allergan, Plc を 1,830 億米ドルで買収
- Charter Communications, Inc. が Time Warner Cable Inc. を 780 億米ドルで買収
- E.I. du Pont de Nemours and Company が Dow Chemical Company を 760 億米ドルで買収
- Dell Inc. が EMC Corporation を 630 億米ドルで買収
- Energy Transfer Equity LP が Williams Companies, Inc. を 550 億米ドルで買収
- Kraft Heinz Company が Kraft Foods Group, Inc. を 540 億米ドルで買収

問 2.

上場会社の支配権を獲得するために用いられる主な手段は何ですか。

本書において上場会社とは、米国証券取引委員会（以下「SEC」）に有価証券を登録している企業のことをいい（本書末尾の「規制当局」参照）、1934 年米国証券取引所法（改正を含む）（以下「米国証取法」）に定められている定期報告およびその他の要件の対象となります。非米国企業に適用される限定的な免除規定があるものの、米国証取法は、以下の事項が 1 つでも当てはまる場合には、企業はその有価証券を SEC に登録する必要があるとしています。

- 有価証券が米国の証券取引所で取引されている場合
- 企業の (i) 株式 (複数の種類の株式を発行する企業の場合、そのうち一つの種類の株式) の保有者が 500 人超であり、かつ (ii) 資産総額が 10 百万米ドル超である場合
- 企業が 1933 年米国証券法 (改正を含む) (以下「米国証券法」) に基づいて有価証券の募集/売出しを登録した場合

上場会社の支配権を獲得するために用いられる主な手段は以下のとおりです。

- (i) 現金を対価とする公開買付または (ii) 株式を対価とする公開買付 (即ち、買付者が対象会社の株主に対して金銭でなく有価証券を、または金銭に加えて有価証券を対価として交付する公開買付)。一般的には、公開買付完了後に合併が行われる
- 州法に準拠したワンステップの吸収合併 (問 12 参照)

上記いずれの方法においても、買付者の完全子会社を通じて対象会社の買収が実行され、その結果対象会社は買付者の完全子会社となるのが一般的ですが、場合によって (例えば対等合併など) 買収は以下の方法により行われることもあります。

- 買付者と対象会社間の直接的な合併
- 共同持株会社の設立

《敵対的買収》

問 3.

敵対的買収の実施は可能ですか。また、一般的に行われていますか。

敵対的買収は、近年その利用が増加してきています (敵対的買収の詳細については、問 12 を参照) が、比較的はまだ一般的ではありません。それは、友好的取引に比べ取引完了までにより長い時間を要することが多く、また買収防衛策および防衛措置により、結果に更なる不確実性が伴うためです (問 4 および問 23 参照)。

また、買収を検討する企業は、敵対的買収においては、対象会社について満足できるデューデリジェンスを行うことができない可能性があります (問 5 参照)。なお、敵対的買収が、取引完了までの間に友好的取引へと変わる場合も多く見られます。(例えば、2015 年の Charter Communication による 780 億米ドルの Time Warner Cable の買収案件。)

《規則と規制機関》

問 4.

上場会社の買収および合併は、誰によってどのようにして規制されていますか。

上場会社の買収は、その手段が公開買付、合併、またはその他手段の場合でも、連邦レベル (米国証券法および独占禁止法) および州レベル (会社法) の両方によって規制されています。また、銀行、公共事業、保険、航空、メディアおよび通信等の業種は、米国人および非米国人どちらによる投資についても大幅な制限の対象となります (問 26 参照)。

【米国連邦法】

以下は上場会社の買収に適用される主要連邦規制です。

- 米国証券法のセクション 14(d) および 14(e) は、公開買付(現金および株式対価のいずれも)を規制している
- 米国証券法のセクション 13(d) は、上場会社の株式を 5%超取得する際に当該取得の開示を求めている
- 米国証券法のレギュレーション 14A および 14C は、上場会社の取締役会における支配権を獲得するための委任状争奪戦に関する株主の勧誘および同意要請趣意書 (*consent solicitations*) (株主総会における投票の代わりに、株主が書面により同意することを認めている企業の場合)を規制している。通常、敵対的買収において、買付者が当該買収に前向きな取締役メンバーや経営陣を新たに任命するために、株主に委任状による投票をするよう勧誘することから、委任状争奪戦が生じる
- 米国証券法のもとでは、有価証券の売買の申込・売付を実施する企業に対して、登録免除規定が適用されない限り、売買の申込・売付を予定している有価証券の登録が義務付けられている
- 米国証券法のルール 13e-3 は、企業の既存株主または関連会社が一般株主をスクイーズアウトする非公開化取引を規制している

通常は SEC が、連邦証券法および規則を執行しますが、敵対的買収に反対する者および株主は、自ら訴訟を起こすことも可能です。米国企業(または多くの米国株主が存在する非米国企業)の買収に際しては、米国の 1976 年ハート・スコット・ロディノ独占禁止法(改正を含む)(以下「HSR 法」)に基づく独占禁止ファイリングおよび待機期間に関する要件の遵守が求められています(問 25 参照)。

【米国各州の州法】

以下は買収(合併および公開買付の両方を含む)に適用される主な米国各州の州法です。

- **一般的会社法** 合併は、対象会社が設立された州の会社法に規制され、合併契約の締結、代替取引提案の検討、または敵対的買収への対抗に際して、取締役の善管注意義務の内容も当該会社法により決定される
- **買収禁止法** 多くの州においては企業買収から企業を保護する方策を提供している。以下は最も一般的な買収禁止法の一例である
 - **支配株式取得に関する規則(Control Share Acquisition Statutes)** 26 の州では、買付者と無関係の対象会社の株主が当該取得を承認しない限り、一定割合を越える対象会社株式を取得する買付者に議決権を与えることを認めていない
 - **企業統合またはモラトリアム規則(Business Combination or Moratorium Statutes)** 33 の州では、取締役会または社外株主の承認を得ることなく、一定割合を越える対象会社株式を取得する買付者が、第一段階の公開買付に応募しなかった少数株主が保有する残りの株式を取得するための合併(第二段階の合併)を禁止している(当該禁止は期限付きであり、また、通常一定の「適正価格免除(fair-price exemption)」の適用対象となる)
 - **適正価格規則(Fair Price Statutes)** 27 の州では、一定の株式保有基準(通常 10%から 20%まで)を越える対象会社株式を保有する買付者が、対象会社との間で

合併またはその他の企業統合をすることを禁止している。但し、買付者が第二段階の合併で適性価格(過去2年間に買付者によって対象会社株式に対して支払われた最高額)を支払う場合、または、一定の株式保有水準を超える前に、買付者が取締役会および発行済株式の特別多数株主(特別多数の投票、通常3分の2)の承認を得る場合にはこの限りではない

- **利害関係者規則 (Constituency Statutes)** 28の州では、対象会社の取締役会が合併または買収を承認するか否かを決定する際に株主利益に加え、その他の関連グループ(従業員、顧客、供給業者および企業の関連する地域社会など)の利益も考慮に入れることを認めている
- **防衛措置の承認** 37の州では、法律または判例法により、対象会社の取締役会が株主の承認を得ることなく株主ライツプラン(いわゆる「ポイズンピル」)を採用すること等、敵対的買収に対する防衛策をとることを承認している(問23参照)

米国の上場会社の設立州として最も一般的なのはデラウェア州です。企業統合を規制するデラウェア州一般会社法(Delaware General Corporation Law)(以下「デラウェア会社法」)第203条では、ある企業の発行済株式の15%以上を取得した買付者は、以下のいずれかの場合を除き、当該買付後3年間対象会社との間で事業統合を行うことが禁止されています。但し、以下のいずれかの場合はこの限りではありません。

- 当該事業統合が発行済株式の3分の2以上を保有する非関連株主に承認された場合
- 対象会社の取締役会が、当該買付者が発行済株式の15%を取得する前に、当該株式の取得または事業統合案のいずれかを承認した場合
- 発行済株式15%の取得取引の完了時において、当該買付者が、対象会社の当該取引開始時点における発行済株式の少なくとも85%を保有する場合

【非米国企業の買付に対する米国ルールの適用】

米国は、従来より非米国企業に関する取引にも米国証券関連法を積極的に適用してきました。米国外で設立された対象会社の有価証券が米国証券法に基づき登録されている場合、当該有価証券の公開買付にも米国証券法の公開買付規則が全面的に適用されます(但し、米国株主が保有する非米国対象会社株式の割合により、特定の免除規定が適用されます)。また、米国証券法に基づく一定の手続き要件および不正行為禁止ルールは、対象会社の設立国または対象会社の有価証券が米国証券法に基づき登録されているか否かにかかわらず、米国株主を対象とする全ての公開買付に適用されます。

《買収前》

【デューデリジェンス】

問 5.

買付者は友好的買収および敵対的買収に先立って、一般的にどのようなデューデリジェンス調査を行いますか。また、どのような情報が一般的に公開されていますか。

【友好的買収】

買付の対象として候補となる対象会社に接触する前に、買付者は、対象会社に関して公の情報を入手して、初期的なデューデリジェンス調査を行います。買付者が対象会社に接触し、両社の間で秘密保持契約が締結された後、通常、対象会社は買付者に対して対象会社に関する非公開情報を提供します。対象会社が上場会社である場合は秘密保持契約に、買付者が対象会社の同意なしに対象会社の株式を取得することを禁止するスタンスティル条項が一般的に含まれています。

買付者は法務デューデリジェンスにおいて通常以下の点を考慮します。

- (係争中の訴訟または環境賠償責任等から発生し得る)偶発債務
- 対象会社が締結している重要な契約(買付案が当該契約へ与え得る影響の調査等)
- 従業員関連事項(従業員の福利厚生・年金等)
- 対象会社の事業運営に関する制限(競業禁止特約等)
- コンプライアンス(適用される反贈賄法および腐敗行為防止法の順守等)
- 独占禁止法およびその他の規制関連事項

買付者は上記以外にも、対象会社の事業、財務、税務および会計に関するデューデリジェンスを実施します。対象会社の株主が、当該取引において買付者から対価として有価証券を受領することになる場合には、対象会社が買付者の事業についてデューデリジェンスを行うこともあります。当該デューデリジェンスの範囲は通常、対価として支払われる有価証券の割合によって決まります。なお、買付者が対象会社の競合相手である場合、デューデリジェンスは、秘密保持または独禁法上の理由から、限定的なものとなる可能性があります。

【敵対的買収】

敵対的買収においては、買付者は公に入手可能な対象会社の情報に頼らざるを得ません。

【公の情報】

友好的買収および敵対的買収のどちらの場合においても、買付者は公に入手可能な情報を精査することにより、デューデリジェンスを行います。公に入手可能な情報には以下が含まれます。

- 対象会社が SEC に提出した以下の報告書等
 - Form 10-K による対象会社の年次報告書(対象会社の資金調達の実行計画、ストックオプション・プラン、経営陣雇用契約書およびその他の重要契約を含む、当事業年度の財務情報およびその他の情報に関する報告書)

- Form 10-Q 四半期報告書(四半期の財務情報およびその他の情報に関する報告書)
- Form 8-K 適時開示報告書(重要契約の締結等の特定の事象を、当該事象が発生した日から4営業日以内に提出する報告書)
- 対象会社の年次および特別株主総会のために作成された委任状説明書(主要経営陣の報酬に関する情報を含む)
- 対象会社株式の5%超を保有する株主によってSECに提出された報告書(問4参照)
- 業界のニュースソースが発表した情報、またはスタンダード・アンド・プアーズおよびムーディーズ等もしくはその他インターネットから入手した情報
- 知的財産権、環境関連事項、不動産および訴訟に関するその他の公的な記録

【秘密厳守】

問6.

取引が発表されるまで秘密を保持しなければならないというルールはありますか。

米国証券法は、買収提案に関する非公開情報の秘密保持を買付者に要求していませんが、市場における秘密情報の漏洩は、以下のようなマイナスの影響を及ぼす可能性があります。

- 対象会社株式の価格の上昇
- 競争入札の誘引
- 取引が世間に注目されるため、取引に関する交渉がより困難になる

買収の噂によって対象会社株式が不規則に売買される場合、関連証券取引所が対象会社に対して、当該買収の交渉を行っているか否かについて肯定または否定するよう求めることがあります。なお、買付者または対象会社の株式が、発表前に不規則に売買される場合、関連証券取引所はインサイダー取引の可能性について調査を行うことがあります。

【株主との取り決め】

問7.

対象会社の主要株主から、保有する株式を売却する旨を約する覚書または約束を取り付けることは一般的ですか。もし一般的である場合、当該合意の性質もしくは条件に関する開示要件またはその他の制限はありますか。

買付者は、合併契約締結と同時に、主要株主および対象会社の経営陣に、それぞれが保有する株式を当該公開買付に応募するかまたは当該合併に賛成票を投じることを義務付ける応募契約または議決権行使契約を締結することを要求することが一般的です。これら全ての契約および各契約書の主要な条件はスケジュール TO または委任状勧誘状(日本の召集通知に当たる)において開示しなければなりません(問14参照)。

但し、取引を完全にロックアップ(拘束)し、取締役会がより良いオファーを追求することを妨げるような主要株主との取り決めは、無効とされ法的拘束力を有さない場合もあります。オムニケア社

対 NCS ヘルスケア社 (*Omnicare v NCS Healthcare (Del. 2003)*) においてデラウェア州裁判所は以下の二点とも該当したため取り決めに無効としました。

- 過半数株主が合併に賛成票を投じることに撤回不能の形で合意した議決権行使契約
- 第三者からのより良い条件の申し出を踏まえ、対象会社の取締役会が取引推奨の立場を撤回する場合でも、合併の是非を株主の投票に付すことを要求した合併契約

一方、買収案の提示後 18 ヶ月間は、過半数株主はいかなる代替買収案にも反対の投票をしなければならぬと定めた議決権行使契約を、裁判所は有効と認めました(オーマン 対 カルマン) (*Orman v Cullman (Del. 2004)*)。本件の場合、買収案は「少数株主の過半数の承認」を得ることが条件であったため、少数株主の過半数が当該買収案を承認しなければ完了し得ない買収でした。裁判所は、取引の完了に対して「数学的現実性(完了される確証)」がないため、この取り決めには法的拘束力があるとの結論を出しました。

【株式の買増し】

問 8.

買付者が、買収発表前に、直接株式保有またはデリバティブの利用によって、対象会社の株式の保有を増やすと決めた場合、どのような開示要件、制限またはスケジュールが適用されますか。

【制限】

米国証券関連法には、以下で述べられている開示要件、および買付者が対象会社の非公開重要情報を保有している場合に生じるインサイダー取引関連の制限以外には、買付者が買収発表前に市場において対象会社株式を購入することを禁止する一般的な規定はありません。しかし、そのような購入をする場合には、SEC または裁判所に「米国証券取法の公開買付規定(全ての株主に対して同じ買付価格を支払うという要件を含む)の対象となる事実上の公開買付」と見なされない方法にて購入する必要があります。購入が公開買付を構成するか否かを判断するにあたり、SEC および裁判所は以下を含む様々な要因を考慮します。

- 一般株主に対する積極的かつ広範にわたる勧誘があったか(例えば、公表または郵送によって)
- 購入価格にプレミアムが含まれているか
- 購入条件の受入れに具体的な期限があり、購入条件の交渉に応じない確定的なものだったか

【公開買付前の株式の大幅な買増し】

以下の規定に基づいて課せられる制限または開示要件により、公開買付前の株式の大幅な買増しは非現実的であると考えられます(買付が失敗に終わった場合には多額の費用が発生)。

- 独占禁止法(HSR 法)に基づく届出義務(問 25 参照)
- 州の買収禁止法(問 4 参照)
- 対象会社の株主ライツプラン(ポイズンピル)(問 23 参照)
- 対象会社の定款に記載の買収防衛規則(問 23 参照)

- 業界特有の規制機関による制約(例えば、連邦準備制度理事会、連邦通信委員会、連邦エネルギー規制委員会、または州の公共事業委員会、保険委員会ならびに銀行委員会への通知または承認)

規模の大きい取引においては、買付者は、SEC への届出が必要となる 5%水準が問題となる前に対象会社の議決権株式を 78.2 百万米ドル相当取得する場合に事前届出が必要となる、HSR 法に基づく届出を行う必要があります。(問 25 参照)

【開示要件】

SEC に登録されているあらゆる種類の対象会社株式の 5%超を取得した者(または共同で取得したグループ)は、10 日以内に当該取得について、開示書類の届出により、SEC に通知する義務が発生します(米国証取法のセクション 13(d))。上述の者またはグループは、当該開示書類に記載された事実に変更が生じた場合には、直ちに(通常 1 日以内に)当該開示書類を修正しなければなりません。開示書類はSECへの届け出により公表されることとなります(米国証取法のルール 13d-2(a))。

特定の種類の買付者(登録証券会社、銀行およびその他の規制の対象となる機関など)および対象会社株式の 20%未満を保有することとなる買付者は、その双方ともに対象会社の支配権を変更したりまたは支配権に影響を与える意図がない場合には、より限定的な情報を、場合によってはより緩やかな届出期限までに開示することが可能です(米国証取法のルール 13d-1(b))。

株式の買増しを隠すためにデリバティブのポジションを利用することは、SEC への報告義務違反となる可能性があります(CSX コーポレーション 対 ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンドほか参照)(*CSX Corporation v The Children's Investment Fund Management (UK) LLP et al.*(SDNY 2008))。

また、公開買付開始の 60 日前までに行われる対象会社株式に関する全ての取引は、当該取引が以下の者によって行われる場合には、SEC および対象会社の株主に開示する必要があります。

- 買付者
- 買付者の関連者、役員または取締役
- その他の関係者

2011 年に SEC により、多額取引の届け出制度(米国証取法のルール 13h-1)が導入されました。これにより、取引所に上場した企業の株式を 1 暦日に 200 万株以上もしくは 2 千万米ドル以上、または 1 暦月に 2 千万株以上もしくは 2 億米ドル以上取得したものは SEC に 13H の届け出をする必要があります。

13H は、株式取得が公開買付または合併の一環であれば、届け出をしなくて良いという例外を設けていますが、公開買付を始める前に、買収の足掛かりとして買付者が対象会社の株式を取得する場合は届け出が必要となります。

【友好的取引の取り決め】

問 9.

対象会社の取締役会が買収に賛同する場合、買付者と対象会社が正式な合意を取り交わすことは一般的ですか。もし一般的である場合、当該契約にはどのような主要事項が含まれますか。対象会社の取締役会は、(i) その他の買収提案を募らないこと、または (ii) その他の買収提案に賛同する立場を取らないことにどの程度まで同意することが可能ですか。

通常、友好的取引は合併契約に則って遂行されます。現金対価の公開買付 (tender offer) または株式を対価とする公開買付 (exchange offer) において、合併契約は公開買付および第二段階の合併の両方を規定します (問 12 参照)。合併契約では、対象会社の株主に支払うべき対価について定める他、以下の事項等も含まれています。

- 公開買付 (tender offer) または (該当する場合には) 株式を対価とする公開買付 (exchange offer) および合併に関連する詳細事項
- 表明および保証 (取引の完了と同時に終了し、取引完了後の補償に対する根拠とはならない)
- 取引完了の前提条件
- 対象会社の取締役会が、競合する買収提案を第三者から募ったりまたは第三者と交渉する権利を制限する「ノー・ショップ条項」、または一定の状況下において対象会社の取締役が正式な契約の締結後に、競合する買収提案を積極的に求めることが許可される「ゴー・ショップ条項」
(取締役会が信認義務を果たすために、株主により有利な経済的利益をもたらす提案があった場合には対象会社は合併契約を解除することができる (「フィデューシャリー・アウト条項」) (問 23 参照))
- 解約条項ならびに解約金および反対解約金の支払い (問 10 参照)
- 以下等に関する約定
 - 契約締結から取引のクロージングまでの間の事業の遂行
 - 規制機関の承認を得るための協力
 - SEC への届出書類の作成
 - 買付者または対象会社の所定の株主総会の開催
 - 対象会社の役員および取締役の免責
- 対象会社の従業員への給付金・福利厚生等の取り扱い

【解約金】

問 10.

友好的買収において、取引が成立しなかった場合、対象会社または買付者が解約金の支払いに合意するのは一般的ですか。

対象会社は、合併契約が以下を含む特定の事項により解除された場合に、友好的買付者に対し解約金を支払うことに合意する場合があります。

- 第三者からの競合する提案(合併契約の解除後、決められた期間内に第三者と別買収契約を締結する旨の追加要件を伴うことが多い)が存在する場合で、対象会社の株主が買付者との合併を承認することを拒否するとき(または自らが保有する株式を買付者が行う公開買付において応募することを拒否するとき)。
- フィデューシャリー・アウトの権利を行使する場合(問 9 参照)

多くの裁判所は、契約解除金の額が合理的でかつ代替取引を妨害しないという条件で、契約解除金を是認してきました。契約解除金は、取引される株式価値(最近のデラウェア州裁判所の判決では、特定の場合においては負債額をも加味した企業価値が適切な基準であることを示唆している)の 2%から 4%の範囲内が一般的となっており、規模の大きな取引にかかる契約解除金は当該範囲の下限、規模の小さな取引においては当該範囲の上限に近い率での契約解除金となります。なお、6.3%の契約解除金は高すぎるとの判決も出ています(フェルプス・ドッジ社 対 サイプレス・アメックス・ミネラルズ社)(*Phelps Dodge v Cypress Amex Minerals (Del. Ch. 1999)*)。

また、競合するオファーを阻止し、または買付者の費用および逸した機会を補償するために、以下のようなメカニズムも利用されてきました。

- ストックオプション(対象会社が買付者に対象会社の株式を取得する権利を付与し、仮に競合する取引が成立した場合には、買付者は当該株式を売却することにより利益を得ることができる)。
- クロスライセンス、資産売却および合併等の商業的取り決め

反対解約金(通常、取引価値の 2%から 7%またはそれ以上)は、資金調達が困難となった場合の損害を軽減する目的で、プライベートエクイティおよび戦略的買付者の両方によりその利用が増加しています。規制当局の承認を得られなかったことにより当該取引が終了した場合、一定の案件においては、これらの解約金は対象会社に対しても支払われます。

【貸付資金】

問 11.

買付発表前に、買付資金の確保が必要ですか。

買付者が、買付発表前に、買付資金を確保していなくてはならないという法的要件はありません。しかし、資金の出所および金額、ならびに資金調達に付随する重要な条件については、開示しなければなりません。実際には、多くの場合、対象会社は、合併契約締結の時点で買付者が必要資金の全額または一部を確保することを要求します。

《発表と買付》

【買付の発表】

問 12.

買付の発表の方法および時期についてご説明下さい。競合する買付提案が存在する場合、買付のスケジュールに影響を及ぼすことがありますか。

【買付の方法】

現金を対価とする公開買付 (Tender Offers) 現金を対価とする公開買付には、以下を含む一定の要件が適用されます(米国証取法のセクション 14(d)および 14(e))。

- **公開買付期間** 公開買付期間は、開始日から少なくとも 20 営業日を確保しなければならない。更に、公開買付の条件または関連開示資料の変更に伴い、当該期間の一定期間の延長が義務付けられることがある(問 13 参照)
- **撤回権** 対象会社の株主は、公開買付期間終了日前のいつでも、および、自身が応募した株式の買付け前であれば公開買付期間開始日から 60 日経過後のいつでも、当該応募を撤回することができる
- **オール・ホルダーズ／ベスト・プライス規則** 公開買付の条件(支払価格を含む)は、同じ種類の有価証券を保有する全ての株主に対して同一でなければならない。公開買付がある特定種類の株式の全てに満たない株式に対して行われた場合、買付者が応募株式を案分比例にて購入することが慣習となっている
- **公開買付における別途買付禁止** 買付者は、公開買付の最初の発表から公開買付期間終了までの間、公開買付以外を通じて、対象会社の有価証券を買い付けることが禁止されている(問 28 参照)

株式を対価とする公開買付 (Exchange Offers) 株式を対価とする公開買付(Exchange Offers)には、現金を対価とする公開買付(Tender Offers)と同じ規則が適用されます。また、買付者は、米国証券法に基づき、買付者、公開買付および対象会社の株主に対して発行される有価証券に関する情報を記載した登録届出書を SEC に提出しなければなりません。公開買付は、SEC が当該登録届出書が有効である旨を宣言するまでクローリングすることができません。

吸収合併 (Statutory Mergers) ワンステップの吸収合併は、対象会社の発行済株式の株主の過半数(または、州法もしくは対象会社の定款等で要求されている場合には、圧倒的多数)の承認を前提とした合併契約の締結によって遂行されます。対象会社は株主総会に向けて、株主に (SEC の事前承認を得た)委任状説明書 (Proxy Statement)を送付します。

【オール・ホルダーズ／ベスト・プライス規則】

オール・ホルダーズ／ベスト・プライス規則(米国証取法のルール 14d-10)では、現金を対価とする公開買付 (Tender Offer) または株式を対価とする公開買付 (Exchange Offer) に応募した株主に対して交付される対価は、当該公開買付に応募した株主に交付される最高額であることが要求されています。また、複数の種類の対価が提供された場合、全ての株主は対価を選択する平等な権利を有します。

一方、企業買収をワンステップ吸収合併の方法を用いて行うことにより、買付者は異なる株主に対して異なる対価を申し出ることが可能となる場合があります。

従業員補償、退職金またはその他の従業員手当てに関する取り決めに基づき付与または支払われるものが以下の両方に該当する場合には、当該支払いは、オール・ホルダーズ／ベスト・プライス規則の適用から免除されます。

- 従業員株主が過去に従事した労働、将来従事する労働、または将来従事することを制限すること(例えば、「競業避止」の取決め等)となる労働に対する対価として支払われるかまたは付与されるもの
- 金額が、株主が公開買付に応募したまたは応募する有価証券の数に基づいて計算されていないもの

更に、従業員の報酬、退職金またはその他の従業員手当てに関する取り決めで、対象会社の報酬委員会(または独立した取締役により構成される類似の委員会)、または買付者が当該取り決めの当事者である場合には買付者の報酬委員会等により承認されたものについては、非限定的なセーフハーバーが適用されます。

【買付の公表】

合併契約の締結後、買付者および対象会社は、当該契約および以下のいずれかを公表するプレスリリースを発行します。

- 買付者は、現金または株式を対価とする公開買付を開始する
- 対象会社は、ワンステップ合併の承認に必要な委任状の勧誘を行う

当該プレスリリースは、買付者と対象会社により共同で発表されることも多く、取引の重要条件が記載されています。

【公開買付の開始】

友好的取引の場合、現金または株式を対価とする公開買付は、合併契約の締結後、可及的速やかに(多くの場合 1 週間以内に)、米国の全国版日刊紙(通常、ウォールストリート・ジャーナル)に、公開買付の主要条件を記載し、SEC 規則に従った半ページの概要公告を掲載することにより、開始されます。

公開買付の開始日に可及的速やかに、買付者はスケジュール TO(公開買付に関する主要な開示書類)(問 14 参照)を以下に対して交付することが要求されています。

- SEC
- 対象会社
- 対象会社の株式が取引されている証券取引所

買付者には、公開買付説明書(offer to purchase)(問 14 参照)を要求する対象会社の株主のみ直接提供することが義務付けられていますが、実務上、公開買付開始日に対象会社の全ての株主に対して当該買付提案を郵送することが一般的となっています。

【交渉の開示に関する限定的義務】

企業には、合併に関する交渉の存在等、重要な非公開情報または企業経営について開示する一般的な義務はありません。但し、米国証券法の基本的な不正禁止規定に基づき、企業は、以下のいずれかに該当する場合には、重要と考えられる合併交渉について開示することが求められています(ルール 10b-5)。

- 企業が自己の有価証券を取引する場合
- 企業が交渉の詳細を市場に漏らす場合
- 先に発表した虚偽表示を訂正するため、および発表当時は正確であったものの、時間が経つにつれ、または後発事象によって、事実と反することとなった情報を訂正するために、開示が必要である場合

更に、憶測または異常な市場活動により、合併交渉に関する秘密を保持することがもはや不可能であることが明らかになった場合には、合併当事者の株式が上場されている証券取引所または市場が、開示を要求することがあります(ニューヨーク証券取引所(以下「NYSE」)の上場会社マニュアルのセクション 202.03、および全米証券業者協会(FINRA)マニュアルのルール IM 4120-1 参照)。

なお、継続開示義務はありませんが、殆どの米国の上場会社は、米国証券法または米国証券法で義務付けられている開示書類の提出または提出準備を頻繁に行っており、当該開示書類の正確性を確保するために、合併交渉を開示すべきか否かについて継続的に評価を行っています。合併交渉は、以下の点に鑑み投資家にとって重要である場合には、開示する必要があります。

- 取引案が実行される可能性
- 取引案の規模

【敵対的買収】

通常、敵対的買収は、現金を対価とする公開買付(Tender Offer)または株式を対価とする公開買付(Exchange Offer)のストラクチャーを用いて実施され、買付者が、対象会社の年次または臨時株主総会において、現職の取締役を、買付者が指名した者に置き換えるよう対象会社株主を勧誘しようとする委任状争奪(Proxy Contest)を伴うことがしばしばあります。買付者が指名した取締役は就任後、対象会社の株主ライツプラン(いわゆる「ポイズンピル」)の撤回を含む買収防衛策の大部分を破棄することができます。但し、対象会社が取締役の期差選任制を採用している場合には、大抵の場合、各年次総会において取締役の 3 分の 1 しか改選できず、買付者の指名する取締役メンバーが取締役会の過半数を占めるまでに 2 年以上の期間を要するため、委任状争奪は現実的ではないと考えられます。

敵対的公開買付は、以下のうちのいずれかの方法で開始されます。

- 買付者は、対象会社を買収するための初期的な申し出として私的なレター(ベア・ハッグ・レター)を対象会社に交付する(対象会社は当該レターを開示することが可能)
- 買付者は、対象会社およびその株主に対して(プレスリリースにより)具体的価格にて公開買付を行う意思を通知し、対象会社に話し合いに応じることを求める公のベア・ハッグ・レターによって公開買付を公表することができる
- 買付者は、対象会社株式の 5%超取得した場合、当該事実を SEC に届け出なくてはならない(問 8 参照)。買付者は、特に、対象会社株式を更に取得、対象会社の取締役を変

更、または対象会社と経営統合を行う等、その時点で予定している全ての計画を含まなくてはならない(米国証取法スケジュール 13D 参照)

- 買付者は、直ちに現金または株式を対価とする公開買付を開始することにより、対象会社の株主に直接アピールすることができる

【スケジュール】

上場会社の買収に関するスケジュールは、以下の要因等により多様となっています。

- 買収ストラクチャー
- 取引が友好的であるか敵対的であるか
- 適用される規制当局の規則または州法等
- 戦略的要素

【現金を対価とする公開買付】

規制当局による承認が不要で、その他規制の対象とならない場合、現金を対価とする公開買付は、公開買付関連書類について SEC の事前のレビューを受ける必要がないため、通常、上場会社の支配権を取得する上で最も迅速な手段です。現金を対価とする公開買付においては、SEC は公開買付書類のレビューを公開買付開始後に行い、そのレビューにより公開買付期間が延期されることは通常ありません。

友好的取引においては、現金を対価とする公開買付は合併契約締結の直後(通常 1 週間以内)に開始することができ、5 ~ 6 週間以内に完了することも可能です。現金を対価とする公開買付では、公開買付に関する公告が公表されスケジュール TO が SEC に提出された日から少なくとも 20 営業日を買付期間として設ける必要があります。なお、以下の変更があった場合には、当該変更後少なくとも 10 営業日を買付期間として追加しなければなりません。

- 買付予定株式の数(最低買付株式数の変更も含む)
- 支払われる対価
- 上記と同様に重要な変更

また、その他の重要な変更があった場合には、当該変更後少なくとも 5 営業日を買付期間として追加しなければなりません。これらの変更に関しては、SEC への届出書の提出および対象会社株主への開示(通常プレスリリースによる)を行わなければなりません。

公開買付開始から 10 営業日以内に、対象会社の取締役会はその株主に対して、以下のいずれかの意見表明を交付することが義務付けられています。

- 当該公開買付に賛同する、または反対する
- 賛同も反対もせず、中立的な立場を保つ
- 当該公開買付に関して意見を表明しない

なお、公開買付が友好的である場合には、通常、対象会社の意見表明は、公開買付説明書と併せて対象会社株主へ郵送されます。

以下の要件を満たす場合には、買付者は、当初の公開買付期間終了後、最短 3 営業日の後続の公開買付期間(「subsequent offering period」)を設定し、その間に、引き続き応募株式の買付を行うことができます。

- 少なくとも 20 営業日の当初公開買付期間が終了した場合
- 公開買付が対象会社の全ての発行済株式を対象とする場合
- 買付者が、当初の公開買付期間に応募された全ての株式を買い付け、速やかに対価を支払う場合
- 買付者が、当初の公開買付期間終了日の翌営業日の午前 9 時までに公開買付の結果を発表し、subsequent offering period を直ちに開始した場合
- 買付者が、当初の公開買付期間および subsequent offering period の両方において、同種類および同額の対価を提示する場合
- 買付者が、subsequent offering period 期間中に応募された全ての株式を直ちに買付け、当該株式に対して速やかに対価を支払う場合

買付者は、略式合併(short-form merger)(以下を参照)を実施するために必要となる株式保有比率を達成するために、subsequent offering period またはトップアップ・オプション(top-up option)(対象会社の新規発行株式を取得する権利)を利用することがあります。

公開買付が成功した場合、対象会社の残存株式を取得するために、買付者は第二段階の合併を行います。買付者が公開買付において(または subsequent offering period により、もしくはトップアップ・オプションの行使により)十分な数の株式(多くの州では 90%以上ですが、デラウェア州法上は、単純過半数で十分とみなされる場合があります。(以下を参照))を取得することができた場合には、買付者は、対象会社の株主総会の開催が必要とされない略式合併を、公開買付終了後速やかに完了させることが可能です。

デラウェア会社法の 2013 年改正により、一定の状況において、対象会社の定款に基づき、合併を単独で決議できる一定数の株式(例えば発行済株式の半数以上等)を第一段階の公開買付で取得した場合、買付者は、(株主総会を開催することなく)第二段階の略式合併手続きを行うことができます。この略式合併を行うためには、買付者と対象会社は特に、合併契約書に、合併がデラウェア会社法の関連規定に基づくものである旨を明示した条項を加えなければなりません。

略式合併が可能ではない場合、対象会社の定款において書面による同意に基づく株主決議が認められている場合を除き、第二段階の合併を承認(州法または対象会社の会社書類に基づき、過半数または特別多数の株主による承認が求められる)するために、株主総会の開催が必要となります。

【株式を対価とする公開買付】

株式を対価とする公開買付も、通常、現金を対価とする公開買付と同様に最低募集数に関するルールおよび強制的延長に関するルールの対象であり、更に、SEC が有価証券届出書が有効であると宣言するまで、公開買付を完了することができないという追加要件も伴います。有価証券届出書の作成には時間を要するため、株式を対価とする公開買付は、現金を対価とする公開買付よりかなり時間を要する場合があります。更に、(i) 株式を対価とする公開買付に関しては、対価として発行予定の有価証券の登録が求められること、および (ii) NYSE または NASDAQ 証券取引所(以下「NASDAQ」)に上場している有価証券の 20%超(発行前ベースで計算)を構成する

有価証券が対価として発行される予定の場合、または発行可能株式数を増加するために買付者の定款の修正が必要で、買付者の株主の承認が必要となる場合、株式を対価とする公開買付は、現金を対価とする公開買付よりも数週間多く要することがあります。

【ワンステップ合併】

規制当局による承認および規制の対象とならない場合、通常、ワンステップ合併 (long-form merger) は現金を対価とする公開買付に比べ、対象会社の支配権を取得するのに著しく長い期間を要します。これは、委任状説明書 (Proxy Statement) を対象会社の株主に送付する前に、SEC の承認を得る必要があるためです。また、合併に際して、NYSE もしくは NASDAQ に上場している買付者の有価証券の 20% 超の新たな発行または買付者の定款の変更が求められる場合には、各事項について買付者の株主の承認が必要となるため、更なる遅延が生じる可能性があります。なお、時間を要する規制当局または独占禁止法関連の承認手続きが必要となる取引の場合には、前述の遅延は取引に大きな影響は及ぼさないと考えられます。

【買付の条件】

問 13.

買収提案には通常どのような条件が付されますか。特定の前提条件を満たすことを条件として買付を行うことは可能ですか (可能な場合、当該前提条件の内容に何らかの制限がありますか)。

買付者による現金または株式を対価とする公開買付は、対象会社の株主がその保有株式を公開買付に応募することによって、対象会社株主によって承認されたこととなります。その際に買付者は、通常、応募された対象会社株式を、以下の買付条件を満たすことのみを前提条件として、買付価格にて買付けなければなりません。

- **最低買付株式数／株主の承認** (現金または株式を対価とする公開買付において) 対象会社株式の最低限必要な株式数 (通常、第二段階の合併を完了させるために必要な株式数) が定められている。また、(合併においては) 必要な株主の承認が定められている。買付者は、対象会社の支配権を獲得できる株式数に満たない応募株式を買い付ける義務がないことを明らかにするために、この種の条件を頻繁に利用する
- **重大な悪影響 (Material Adverse Effect) を及ぼす出来事が発生しないこと** 公開買付の発表時または合併契約締結時から買付者による応募株式の買付けもしくは取引完了までの間に、対象会社に重大な悪影響を及ぼすような出来事が発生しないこと
- **合併契約の遵守** 対象会社が、合併契約において自らが行った表明、保証または誓約事項に違反しないこと
- **規制当局による承認** 必要な全ての独占禁止法関連の承認 (問 25 参照) およびその他の規制当局の承認を得ること

【買収書類】

問 14.

友好的買収および敵対的買収において、対象会社の株主はどのような書類を受領しますか。

【現金を対価とする公開買付または株式を対価とする公開買付】

現金を対価とする公開買付 (Tender Offer) または株式を対価とする公開買付 (Exchange Offer) (敵対的または友好的どちらの場合においても) に関して以下の書類を作成します。

- スケジュール TO SEC に提出される書類である。通常、公開買付説明書 (offer to purchase) を添付することにより、同説明書を参照書類とすることができる
- 公開買付説明書 (offer to purchase) 取引の条件が記載されており、対象会社の株主に対して提供される取引に関する主たる開示書類である。公開買付説明書には以下の情報が盛り込まれる
 - 当事者に関する情報
 - 当事者間の過去の取引
 - 対象会社に関する買付者の計画または提案
 - 買付者の資金源および資金の額(資金調達の詳細を含む)
 - 買付者の財務状況が対象会社の株主にとって重要ではない場合(例えば、資金調達を買付けの前提条件とせず、対象会社の発行済株式全てを現金で買付ける場合)を除き、直近2年(現金のみを対価とする公開買付の場合)または3年(有価証券を対価とする公開買付の場合)の買付者の監査済財務諸表
- 送付状 (letter of transmittal) および株式の応募手続き・手段について記載されているその他の書類
- 対象会社により作成され、公開買付に関する対象会社取締役会の立場を示した、スケジュール 14D-9

株式を対価とする公開買付においては、買付者は、目論見書および以下の開示情報が盛り込まれた Form S-4(米国企業の場合)または Form F-4(非米国企業の場合)から成る有価証券届出書を作成します。

- 買付者と対象会社両社の事業の概要
- 買付者の有価証券の概要
- 買付者の監査済財務諸表、および当該買収が買付者にとって重要な場合には、対象会社の監査済財務諸表

対象会社の財務諸表が求められる場合、プロフォーマ財務諸表の開示も必要となります。

買付者の財務諸表の開示が求められる場合、米国一般会計原則 (GAAP) または国際財務報告基準 (IFRS) を適用していない買付者は、既存の財務諸表を、米国 GAAP または IFRS に基づいて調整し直す必要があり、しばしばこの調整が公開買付を著しく遅らせることがあります。なお、

買付者と対象会社が異なる会計基準を用いる場合は、必要なプロフォーマ財務諸表の作成が遅れる可能性があります。

【合併】

ワンステップ合併では、対象会社は株主総会の前に、各株主に委任状説明書 (proxy statement) および委任状カード(株主の代理として特定の議決権行使権限を付与するもので、株主の署名を付した書面による委任状)を交付します。委任状説明書(買付者が有価証券を発行する場合には目論見書の役割も果たす)は、合併に関連して SEC に提出される主たる開示書類であり、公開買付説明書 (offer to purchase)(上記「現金を対価とする公開買付または株式を対価とする公開買付」参照)に記載されている情報とほぼ同じ情報が盛り込まれています。

公開買付後に実施される第二段階の合併では、買付者が合併を成立させるに必要な議決権を既に取得している場合には、委任状説明書ではなく、合併に関する略式の説明書(short-form information statement) を対象会社の株主に送付するよう対象会社に指示することを選択することが可能です。

【従業員への相談】

問 15.

対象会社の取締役会は、対象会社の従業員に買付に関する通知または相談をすることが求められますか。

対象会社の取締役会が従業員に通知または相談することは求められていません。

【買付義務】

問 16.

全部買付義務発生の要件は定められていますか。

一般的には、買付者がある企業の株式を相当数取得した後、それ以上の株式を買い増す意思がない場合には、当該買付者は残りの株式について買付をする義務を負いません。但し、メイン州、ペンシルベニア州、サウスダコタ州の 3 州においては、「支配株現金化」条項 (“control share cash-out” provision) という規定があり、この規定のもとでは、買付者がある企業の議決権の一定割合(ペンシルベニア州では 20%、メイン州では 25%、サウスダコタ州では 50%)を取得した場合、その他の株主は当該買付者に対して、自らが保有する株式を適正価格にて買い取ることを要求することができます。

《対価》

問 17.

上場会社の買収 (public takeover) において一般的にどのような対価が支払われますか。

上場会社の買収 (public takeover) において買付者が提供する対価の種類に関して課される制限は基本的にはありませんが(デラウェア州会社法セクション 251)、上場会社の買収において一般的に利用される対価には、現金、有価証券またはその両方があります。現金および有価証券

の両方を提供する買付者は、対象会社株主間で対価を定額比例方式 (straight pro rata method) で、またはより一般的に現金選択方式 (cash election method) をもって割り当てることができます。現金選択方式の場合、対象会社株主は、受領可能な現金または発行される有価証券の上限はあるものの、対価の種類を選択することが可能です。(複数種類の対価の一つが、募集枠を超えて申し込まれた場合には、通常、当該対価は按分比例により割り当てられます)。

【対価の選択】

提供する対価を決定する際に、買付者は以下の点を考慮し分析を行います。

- 資金源
- 有価証券が発行された場合の、発行済株式の希薄化予想(および発行済株式の市場価格への影響の可能性)
- 対価の形としての対象会社株主の希望

また、買付者の選択は、会社法および証券関連法、ならびに規制関連によっても影響を受けます。

買付者が非米国人である場合は、以下の点等に鑑み、対価として有価証券を提供することを避ける傾向が強まります。

- 株式を対価とする公開買付において、発行する有価証券の SEC 登録手続きから生じる遅延(敵対的買収の場合には、恐らく克服不可能な難点)
- 米国証券法に基づく有価証券の登録に伴う米国証取法に基づく報告義務
- 買付者の有価証券が米国取引市場において十分な流動性を有さないこと

【税務】

買付者が提供する対価の種類により、その買収取引が対象会社株主にとって、全体的または部分的に、1986 年米国内国歳入法(改正も含む)(以下「IRC」)に基づく非課税取引と見なされるか否かが決まります。通常、ある企業の株式を別の企業の株式と交換する場合、その取引が IRC のセクション 368 に基づく「再編」(再編)であると見なされる、または IRC のセクション 351 に基づく支配下の企業への移転(IRC351 取引)であると見なされる場合には、当該取引は対象会社株主にとって非課税となります。

取引が「再編」と認められるためには、いくつかの要件を満たす必要があります。特に、対象会社株主に交付される対価の大きな部分(再編のスキームにより、総対価の 40%ないし 100%)が、買付者またはその直接親会社の株式でなければならない、また一定の再編においては、議決権株式であることが必要となります。買付者による対象会社の取得は、取引が再編と認められなかった場合であっても、IRC351 取引と認められる限りは非課税取引とみなされます。

取引が「IRC351 取引」と認められるためには、当事者は資産(対象会社の株式等)を企業に移転し、移転直後に当該企業の総議決権の少なくとも 80%および議決権のない各種類株式の 80%を保有することが必要となります。買付者が、再編とみなされる方法が他にない取引について非課税の扱いを受けるための一般的な仕組は、(1) 新持株会社を設立し、(2) 持株会社の株式と引き換えに買付者および対象会社の株式を持株会社に移転する、というものです。持株会社に保有株式を移転する買付者および対象会社の株主は、当該取引が非課税の IRC351 取引として扱われる可能性のある「譲渡グループ」として扱われます。

取引が IRC のセクション 351 または 368 に該当すると認められた場合、対象会社株主は、当該取引において対価として受領する株式を、その後課税対象となる取引において処分するまで、保有していた対象会社株式の買付者への譲渡により得た利益を繰り延べることができます。但し、対象会社株主が、再編または IRC351 取引において、現金またはその他株式以外の対価を受領した場合、当該株主は、受領した現金その他の株式以外の対価について利益を得る場合、当該利益を認識する必要があります。更に、「非適格優先株式」(通常、対象会社の企業成長に対する経済的権利が実質的に付与されていない償還優先株式)は、現金と同等に扱われるため、当該「非適格優先株式」の受領は課税対象となります。

セクション 351 または再編の要件を満たしたもので、非米国企業に対しての特定の移転は課税対象取引と見なされる場合があります。

【タイミング】

通常、全ての対価を現金とする公開買付は、対価に有価証券が含まれる取引よりも早期に完了します(問 12 参照)。

問 18.

対価の最低水準を定める規制はありますか。

通常、一定の水準以上の対価を提供する義務はありません。但し、オール・ホルダーズ／ベスト・プライス規則(問 12 参照)により、現金を対価とする公開買付 (Tender Offer) または株式を対価とする公開買付 (Exchange Offer) において支払われる対価は、同じ種類の有価証券を保有する全ての株主に対して同一でなければなりません。また、二段階取引において、一段階目の公開買付における支払い対価を、その後の合併において支払われる合併対価より高額に設定した場合、公開買付への応募を事実上強制することとなるため、一部の州では、「適正価格 (fair price)」買収防衛規則(問 4 参照)に基づき、二段階取引において、第一段階の公開買付とその後のスクイーズアウト合併において同額の対価を支払うことを買付者に義務付けています。

州によっては、公開買付とその後の合併からなる二段階取引において、現金を対価とする公開買付に応募せず、その後の合併について賛成票を投じなかった対象会社の株主には、買取請求権が与えられることがあります。一定の手続きを踏むことにより、対象会社の株主は合併前に保有した対象会社株式について、裁判所が決定する当該保有株式の価値に相当する金銭的支払いを買付者から受けることができますが、裁判所が決定する金額は、買付者が合併対価として提示している価格より高い場合もあれば低い場合もあります。買取請求権の行使に関する手続きは完了まで数年間を要することに加え、結果の予測が困難であるため、買取請求権は殆ど行使されませんが、以前と比べて、近年は買取請求権の行使に関する手続きを利用するケースが増加しています。(問 29 参照)。

問 19.

非米国買付者が対象会社株主に対して支払うことができる対価に関して追加的制限または追加要件はありますか。

非米国買付者が使用できる対価の形式に関して制限はありません。しかし、非米国企業が米国内の上場会社を買収する対価として自己の株式を利用する場合、免除規定が適用される場合を除き、当該買付者には、米国証券法上の登録義務が発生します。非米国企業の株式が米国証

券法に基づき登録されていない場合には、登録準備によって買収が著しく遅れる可能性があります。また、非米国買付者は、対価として米国預託株式(預託契約に基づき発行され、発行者の国内市場で売買される非米国発行体の原株式を表す株式)を利用することも少なくありません。

《買収後》

【少数株主持分の強制的な取得】

問 20.

公開買付完了後、買付者が残存少数株主の持分を強制的に取得することは可能ですか。

ワンステップ合併 (long-form merger) の場合、対象会社株主が保有する全株式が取得され、買付者は直接または間接的に、対象会社の唯一の株主となります。

これに対して、現金を対価とする公開買付 (Tender Offer) または株式を対価とする公開買付 (Exchange Offer) においては、公開買付が成功した場合でも、常に対象会社に少数株主が残存することになります。米国には強制的買付の手法はないものの、買付者は残存する少数株主の持分を取得するために、第二段階の合併(問 12 参照)を利用することができます。この第二段階の合併成立後、公開買付において保有株式を応募しなかった対象会社の全株主の保有する株式は買付者により取得され、買付者は対象会社の唯一の株主となります。

【新たな買付への制限】

問 21.

買付者が対象会社の支配権を獲得できなくなった場合、買付者による新たな買付の開始または対象会社株式の取得に関して制限はありますか。

対象会社の株式に関して一定基準(通常 10%~20%)を超える持分を保有する買付者に対し、支配権を取得する前に一定の待機期間を課す「フリーズ・アウト (freeze-out)」条項を規定している州があります。現在、33 州が「フリーズ・アウト」条項を採用しており、待機期間はそれぞれ 2 年ないし 5 年となっています。「フリーズ・アウト条項」の適用要因となる持分の基準については、マサチューセッツ州の 5%からメイン州の 25%まで様々です。

【上場廃止】

問 22.

企業の上場廃止に必要な手続についてご説明ください。

2006 年 4 月に施行された、米国内の証券取引所(NYSE 等)における有価証券の上場廃止に関する SEC のルールに基づき、企業または(通常、証券取引所規則違反の場合)該当する証券取引所がフォーム 25 を SEC に提出することにより、上場廃止手続を開始することができます。フォーム 25 の提出日から 10 日後に上場廃止が有効となり、提出日から 90 日後に米国証取法セクション 12(b)に基づく登録の取り消しが有効となります。

企業が自発的に上場を廃止する場合、企業は有価証券の上場廃止を規制している全ての適用州法および証券取引所規則を遵守していることを認証する必要があります。また、一般的に、フォーム 25 を提出する少なくとも 10 日前までに、企業は証券取引所に書面による通知を行い、同時に上場廃止に関するプレスリリースを発行し、更にホームページ上での開示を行うことが義務付けられています。

証券取引所による上場廃止の場合には、当該証券取引所はフォーム 25 を提出することに加え、以下のことを行わなければなりません。

- 上場廃止の対象企業へ上場廃止案を通知する
- 証券取引所の取締役会に説明、上場廃止案の再考を要請する機会を対象企業に与える
- 有価証券の上場廃止が有効となる少なくとも 10 日前までに、当該上場廃止に関する証券取引所の決定を発表する

対象会社に適用される米国証取法上の継続開示およびその他の義務を終了させるためには、登録を廃止するための届出を SEC に別途提出する必要があります。当該届出を怠った場合、上場廃止となった企業であっても、米国証取法上、登録企業としてのステータスを持ち続け、引き続き上場会社とみなされる可能性があります(問 2 参照)。

ある企業の有価証券が一定の基準を満たす場合 ((i) 保有者が 300 人未満である場合、または (ii) 直近 3 事業年度の決算日において総資産が 10 百万米ドル以下であれば保有者が 500 人未満である場合)、フォーム 15 を SEC に提出することにより、直ちに当該有価証券に関連する米国証取法上の届出義務を停止させることができます。2007 年には、SEC は、非米国企業の株式の米国における日次取引高の年間平均に基づいた新しい登録廃止基準の導入を含めた、登録廃止手続きを規定する規則の改正を採択しました。これにより、非米国企業が米国証取法上の義務を終了することが極めて容易となりました。

《対象会社の対応》

問 23.

(公開買付前後において) 敵対的買収を阻止するために、対象会社の取締役会はどのような対策を講じることができますか。

信託義務の遵守を前提として、対象会社の取締役会が利用できる買収防衛措置は数多くあります。以下は、そのうち最も多く利用されているものです。

- 一定の誘発事象が発生した場合に、対象会社株主が市場より安い価格で対象会社または買付者の有価証券を追加取得できる権利を付与し、それにより買付者の対象会社に対する持株比率または買付者株主の議決権比率を低下させることを可能にする株主ライツプラン(いわゆるポイズンピル)を採用する
- 企業の定款または付属定款 (by-laws) に、以下のような防衛に関する条項を設ける
 - 期差選任取締役会
 - 理由なく取締役を解任することを禁止
 - 株主総会の招集または書面による同意による決議に関する株主の権限を制限

- 通常、上記の条項は、株主決議に基づき導入され、多くの場合、変更または廃止するためには特別多数の投票が求められる
- 買付者の取引案が消費者に悪影響を及ぼす可能性があることについて、独占禁止法関連機関または規制当局を説得するための、規制戦略を実施する
- 自己の株式を多額の現金、債権または優先株式と交換して資本構成を変更する
- 自己の株式の買付または株式買戻計画を通じて、敵対的買付者が提示する価格より高い価格で対象会社株式を買い付ける
- 対象会社の先制的売却の可能性を交渉できる友好的買収者(いわゆるホワイト・ナイト)を探す
- まとまった対象会社株式の売却を引き受けてくれる友好的な投資家(いわゆるホワイト・スクワイア)を探す
- 買収される前に、対象会社が敵対的買収者に対して買収を仕掛ける(いわゆるパックマン・ディフェンス)措置を講ずる
- 敵対的買収者の買収コストを高めるため、または敵対的買収者にとって独占禁止法上問題となり得るように、(レバレッジを用いて)他企業の買収を行う
- ホワイト・ナイトを探す、または他の防衛措置を講じるまでの間、敵対的買収者を阻止するために、訴訟を起す(例えば、独占禁止法や証券法違反を主張する)

対象会社の取締役会が買収防衛策を講じる能力は、州法に基づき課される取締役の信認義務により制限されています。取締役会の行為について以下の条件が当てはまる場合には、ビジネス・ジャッジメント・ルールの法理に基づき、取締役会は責任を問われません。

- 取締役会が十分な情報に基づいて行動した
- 取締役会が誠意を持って行動した
- 取締役会が、企業にとって最善であると真正な確信を持って行動した

但し、敵対的買収における取締役会の行為に関する検討基準は、州によって様々であり、より厳格な場合があります。例えば、デラウェア州では、取締役会は、買収防衛策を発動する場合、「防衛策は、突き付けられた脅威に照らし合わせて合理的なものでなければならない」とするより厳しいレベルの精査に直面することになります(ユノカル社 対 メサ石油)(*Unocal v Mesa Petroleum (Del. 1985)*)。また、デラウェア州法上、企業の支配権の分割または売却に関して、取締役会の最重要義務は短期的な株主価値を最大限に高めることであると定められています(レブロン社 対 マックアンドリュース・アンド・フォーブス・ホールディングス社)(*Revlon v MacAndrews & Forbes Holdings (Del. 1985)*)。

買収防衛策の精査基準が引き上げられているにもかかわらず、デラウェア州衡平法裁判所(Delaware Court of Chancery)の2011年の判決(エア・プロダクツ・アンド・ケミカルズ社 対 エアガス社)(*Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc. (Del. Ch. 2011)*)により、対象会社の取締役会は、敵対的買収を前にして、会社の独立性を保持することがより一層可能になりました。この判決では、デラウェア州企業の取締役は、買付者の買収提案が自社を低く評価していると考えた場合には、「just say no (とにかく拒否)」し、買付者との交渉およびポイズンピルの撤回を拒絶することができる、としています。

《税金関連事項》

問 24.

米国において設立および／または上場している企業の株式の売却には、譲渡税が課されますか。譲渡税の支払いを回避することは可能ですか。

米国政府は、米国で設立および／または上場している企業の株式の売却に対して、譲渡税を課していません。特定の例外の適用を前提とし、州法またはその他地方政府の法律によっては、不動産移転に関する税金等を含む、消費税またはその他の譲渡税が課される可能性があります。

《その他の規制機関による制限》

問 25.

独占禁止法や銀行法等の他に規制上の認可が必要なものはありますか。もしあるとすれば、認可の取得は公開買付のスケジュールにどのような影響を及ぼしますか。

公開買付は、米国独占禁止法に基づく届出義務およびその他の要件の適用を受けます。

【届出の基準】

米国独占禁止法当局は、あらゆる合併または買収に対する捜査権限を有しますが、米国連邦取引委員会（以下「FTC」）および米国司法省（以下「DOJ」）への事前届出が求められる取引は、HSR 法に基づく届出要件に該当する取引のみとなります。当事者に免除規定が適用される場合を除き、以下の全ての要件に該当する場合には、HSR 法に基づき、議決権付株式、その他の持分、または資産の取得に関する届出が求められます。

- 当事者の少なくとも一方が、米国の商業に影響を及ぼす活動に従事している
- 買収の結果として、買付者は総価値 78.2 百万米ドルを超える対象会社の議決権付株式、その他の持分、および資産を保有することになる
- 取引額が 78.2 百万米ドルから 312.6 百万米ドルの間である場合、両当事者の規模が一定の基準を満たす
- 取引額が 312.6 百万米ドルを超える場合

【届出】

届出基準を満たす取引については、免除規定が適用される場合を除き、取引に関する事前届出が必要となります。

【実質的テスト】

実質的に、競争を減殺し、または独占状態を作り出す可能性がある合併および買収は、禁止されています（1914 年クレイトン法第 7 条（改正を含む））。1890 年シャーマン独占禁止法第 1 条または第 2 条（改正を含む）、または 1914 年連邦取引委員会法第 5 条（改正を含む）に基づき、取引に異議を申し立てることも可能です。通常、取引が競争を実質的に減殺するか否かを判断する

上で、米国政府は、関連する市場において取引が以下のいずれかの結果をもたらす可能性があるかを考慮します。

- 取引を遂行することにより、取引が実施されない場合よりも、価格帯が高くなる
- 製品品質レベルまたは顧客サービスレベルの低下
- 技術革新の減速

【待機期間および取引を中止する義務】

取引が HSR 法に基づく通知義務の対象となる場合、該当する待機期間が満了または早期終了するまで、両当事者は取引を完了することができません。殆どの取引において、当初の待機期間は 30 暦日間となっており、FTC および DOJ が事前通知を受領した日の翌日から起算して 30 日目に終了します。なお、現金のみを対価とする公開買付および一定の破産手続上の売却の場合、当初の待機期間は 15 暦日となっています。

通常、待機期間は、両当事者が HSR 法上の通知を提出した後に開始します。現金のみを対価とする公開買付およびその他の第三者から議決権付株式を取得する取引の場合、待機期間は当該取得者による HSR 法上の通知を FTC および DOJ が受領した日から起算します。なお、両当事者は HSR 法上の待機期間の早期終了を請求することができ、FTC および DOJ は、独自の裁量により、待機期間満了前に早期に終了させることができます。

なお、FTC または DOJ は、通知の提出者に対して、追加情報および資料の提出を要請することにより、当初の待機期間を延長することができます。この要請により、待機期間は、要請された追加情報および資料が当局に受領された時点から起算して、自動的に 30 暦日間（現金を対価とする公開買付および破産手続の場合、10 暦日）延長されます。捜査当局の要請に基づき連邦裁判所が当該取引に対する差止め命令を発令した場合を除き、両当事者は、二度目の待機期間が終了した時点で、取引を完了することができます。二度目の要請段階に発展した調査は、解決するまで 6 ヶ月間またはそれ以上の期間を要することがしばしばあります。

独占禁止法関連規則に加え、銀行、公益事業、保険および通信等の産業における上場会社の買収には、一つまたはそれ以上の規制当局の承認が必要となることがあります。

問 26.

一般的に、または特定の業種において、非米国人による株式の保有に制限が課される場合がありますか。もしあれば、非米国人による株式の保有にはどのような機関によるどのような承認が必要ですか。

非米国人による株式の保有に課される一般的な制限はないものの、非米国人が米国企業を対象とする買収および合併を実施する場合、米国の大統領は、個々の案件につき、(2007 年外国投資および国家安全保障法 (FINSA) として改正された) エクソン・フロリオ修正条項に基づき、(国家の安全保障を目的として、) 当該取引に対して差止め、取り消しまたは一定の制約を設ける権限を有します。

FINSA 条項に基づく制約等は、大統領から一定の権限を授権している米財務省が運営する政府機関組織である対米外国投資委員会(以下「CFIUS」)により適用されています。完了した取引の事後的な取り消し等の可能性を減らすために、取引の当事者は、CFIUS に対して、事前に当該取引に関する自発的な通知を提出することができます。この通知による認可のプロセスは自発的

なもので、当事者が自発的に通知を提出しない場合、CFIUS は当該取引に対して独自の調査を行うことができます。CFIUS の認可がない場合、大統領は無制限に取引の差止めや取り消しをすることができ、取引は常に解消の危険にさらされます。大統領の決断や措置は、司法審査の対象にはなりません。(FINSAs)

国家安全保障の観点から、買収または合併が常に問題視されるセクターの正式なリストはありません。しかしながら、2007 年の FINSAs 条項の改正においては、「重要なインフラ」(非常に広義に定義されている)であるとみなされる産業に、特に厳しい目を向けています。これに加えて、米国政府またはその受託業者との取引に頻繁に従事している米国企業(特に国防または諜報の分野)が関連する取引の場合には、CFIUS へ正式に通知することが望ましいと考えられます。全部または一部が非米国政府により保有されている非米国当事者が関連する取引もまた、厳格な審査の対象となります。買収する米国の事業が米国輸出管理法の対象となる製品を製造している場合、CFIUS に対して通知を提出するかどうかを決める一つの要因となるでしょう。

また、これまで CFIUS は、以下の分野を含む特定分野の米国企業との買収または合併に注視してきました。

- 航空宇宙
- 化学
- 暗号化またはその他の情報セキュリティー
- エネルギー・インフラまたは資源
- 光ファイバー
- 鉱業および鉱物
- 半導体
- 通信
- 交通インフラまたはその他の重要インフラ

CFIUS に通知が提出された取引には 30 日間の調査期間が適用され、この最初の 30 日間において判断に至らない場合には、CFIUS は 45 日間の第二段階審査を開始します。第二段階の審査の終了後、CFIUS は以下のいずれかを行うことができます。

- 取引が国家安全保障に脅威を与えるものではないと決定する
- 米国大統領に対し、取引を阻止または取り消すよう提言する。これを受けて大統領は 15 日以内に決断を下す

エクソン・フロリオ条項は、当該取引が国家の安全を脅かす可能性があり、かつその脅威が緩和されていないと CFIUS が判断する場合における重要なインフラに係わる案件、および外国政府が支配する企業による投資については、45 日間の審査期間を規定しています。当該規定の遵守は、CFIUS の高官の同意により免除の適用を受けることが可能です。取引の当事者は、取引を遂行するために緩和契約を締結したり、CFIUS への届出を自発的に撤回するため、実際に米国大統領が取引を阻止した例は過去にわずかしかありません。。

なお、適用される米国の連邦法規によって、非米国株主が保有する特定の業界の会社の所有割合には上限があります。例えば、テレビ・ラジオ業界、航空業界、銀行業界および海運業界につ

いては、特定の会社の外国株主による所有割合に上限があります。多くの場合、上限は 25% ですが、それより高い上限を設定している業界もあり、また業界特有の一定の例外も存在します。

問 27.

利益の本国送金に関して外国企業に適用される制限または為替管理規則はありますか。

利益の本国送金に関して外国企業に適用される制限または為替管理規則はありません。

問 28.

公開買付の発表後に、取引当事者の有価証券を売買する者(取引当事者またはその関係者)に対して課される制限または届出義務はありますか。

上場会社有価証券の 5%超の保有者(問 8 参照)または適用される独占禁止法上の基準を超過する価額での有価証券の取得(問 25 参照)に適用される報告要件に加え、取引当事者の有価証券を売買する者には、以下の制限が適用されます(なお、各制限は一定の免除規定の対象となります)。

- 買付者、そのディーラー・マネジャーおよびファイナンシャル・アドバイザー(成功報酬を受領する場合は、現金または株式を対価とする公開買付の買付期間が終了するまで、当該公開買付以外の取引で対象会社の株式を買い付けることは禁止されている(米国証券取法のレギュレーション 14e-5 に基づく別途買付禁止要件)
- 株式を対価とする合併または株式を対価とする公開買付において、発行体および売却株主(およびその関連買付者)は、対象会社の株主に対して発行される買付者の有価証券に対して、買収の提案または買付を行うことはできない(米国証券取法のレギュレーション M)
- 米国の上場会社(非米国企業を含まない)の取締役、特定の役員、および株式の 10%超を保有する株主は、当該企業の株式に関する取引について開示する義務を負う。更に、当該株式の 6 ヶ月以内における売買により得た利益(いわゆる、短期売買差益)(米国証券取法第 16 条)については当該企業に払い戻す義務を負う。株主または取締役会の承認を得て行った合併に伴う処分に関する免除が適用される場合を除き、企業による上記利益の支払い請求権(企業の株主代表訴訟を提起することを専門とする法律事務所(professional plaintiffs' lawyers)により行使される)は、買収の結果発行された株式または他の種類株式に転換された株式にも適用される

《改正》

問 29.

米国における買収に関する規制について、改正は提案されていますか。

最近、米国における買収に影響を及ぼし得る数件の改正が提案されました。

タックス・インバージョン取引

昨今のインバージョン取引の急増と、メディアの非難や政治批判の高まりを受けて、米財務省は最近、インバージョンに対する規制を強化し始めました。典型的なインバージョンは非米国企業による米国企業の買収を伴い、当該買収は、当該非米国企業の株式または新設される非米国持株会社の株式（あるいは現金）との株式交換により行われます。これらの取引は多くの場合、当該米国企業がその所得を海外に移すことで、課税率を大幅に低減することを可能にするものです。

2014年と2015年、米財務省は、インバージョン取引を規制する追加的な規制を導入する旨の2つの通知を公表しました。2014年の通知では、非米国企業の株主に義務付けられるインバージョン後の非米国持株会社の持分保有割合に関する規則が強化され、またインバージョン後の一定の取引に対する連邦税の優遇措置が縮小されました。（たとえば、米国企業の被支配外国法人(CFC)は、インバージョン後はCFCとみなされなくなります。）2015年の通知では、(i) 買収を行う非米国企業の国ではなく第三国での非米国持株会社の設立、および(ii) インバージョンの一定の閾値を満たすために行う、非米国企業の規模の水増しを含む、インバージョンにおいてよく用いられる一定の手法が制限されました。また、買収を行う非米国企業が、その設立国の税居住者であることも義務付けられました。

2016年4月、米財務省はインバージョンに関する新たな規制を公表しました。この規制は、2014年および2015年の各通知で公表された概念と、更に非米国企業によるシリアルインバージョン（短期間に行われる複数の米国企業の買収）を制限する新たな規則を盛り込んだものです。これと同時に、米財務省は、一定の関係者の金融商品を、米国税務上、負債または持分と定義することに関する規制案も公表しました。これらの規則は、所得を効率よく海外に移す手法としてインバージョンと併せてよく用いられる、企業内債務を通じた利益シフトの防止を目的としています。現時点で草案段階にあるこの負債／持分規則は、一定の企業内債務を持分に定義し直し、これにより企業の利払い控除は制限する内容となっています。負債／持分規則は、現状のまま成立した場合、2016年4月に遡及的に発効します。

M&A 訴訟

2016年は、米国上場会社の買収に伴う訴訟の可能性を幾分低減し得る、2つの展開が見られます。

1つ目は、株主代表訴訟において、株主によるグローバルでの請求権の破棄と引き換えに、株主に対する追加開示を被告企業に義務付けただけの和解（いわゆる「開示のみを義務付ける和解」）を批判する、デラウェア州衡平法裁判所および第7巡回区控訴裁判所の決定です。近年、取引額が1億米ドルを超える取引の約90%について、株主代表訴訟が提起されています。当該裁判所は、原告側弁護士が高額な弁護士費用を与えられる一方で、株主に与えられるのは問題の取引額に関する追加開示のみ、という当該和解内容は受け入れ難いと警告しています。

2つ目は、（二段階取引における）現金を対価とする公開買付において、自らが保有する株式を売却せず、かつ合併に賛成票を投じなかった対象会社株主が、裁判所が決定する当該保有株式の価値に相当する金銭的支払いを入札者から受領することができる、株式買取価格算定申立ての利用縮小を目的としたデラウェア会社法の改正です（問18参照）。株式買取価格算定の申立て件数は近年増加していましたが、その理由の一つとして、デラウェア州においては、取引完了から株式買取価格裁定額の支払日までの間、株主は、対価に対し極めて有利な利子を受け取ることができるためです。2016年8月1日に発効した最近の改正では、企業が合併対価の一部または全額を反対株主に前払し、当該前払額に対する利息の発生を回避できるようにしています。

当該改正では、株式買取価格算定申立ての対象となる株式の最小数量および最低価額も定められています。