

UFJ-MTFGの「取引防衛対策」はどの「取引」を「誰」のために「保護」しているのか？

スティーブン・ギブズ*

2004年10月号の本誌に掲載された、UFJホールディングス（以下「UFJ」という）—東京三菱ファイナンスグループ（以下「MTFG」という）間の合併・経営統合案はデラウェア州法に照らして考えると違法且つ無効であるという趣旨の筆者の論文¹に対し、同合併・経営統合案を妥当なものであるとして、これを擁護する立場に立つ他の米国弁護士の論文が本誌先月号に掲載された²。その後新聞紙上に寄せられたコメント等も踏まえた上で、この機会に誌上を借りて、筆者が最初に提起した議論を再考してみたい。

I 概要

筆者の論文は、UFJ-MTFGの合併・経営統合案の三つの側面に焦点を当て論じたものである。

第一に指摘したことは、MTFGとの合併・経営統合案を承認したUFJの取締役は、公平な立場に立つ社外取締役ではなく、2名を除き、いずれもUFJの現職の経営幹部の地位にあった点である。、デラウェア州法上、自らの利害関係が絡まない社外取締役の過半数による検討・承認を受けていない合併は、仮に訴訟になった場合その客観性を証明することがより厳しく求められる。そもそも米国では、上場会社の場合は取締役総数の過半数を社外取締役とすることが義務づけられており、とくに合併や企業買収に関する案件が発生した場合、社外取締役だけで構成される委員会の厳しい審査を受けるのが当たり前となっている。これが故にUFJの様な事は米国ではまず起こり得ないと

述べたのである。

第二に、UFJ-MTFG間の合併・経営統合が実現しなかった場合に、UFJ側が負担しなければならないことになる優先株式の発行代金の形で資本注入を受けた7000億円に30%（2100億円）の「ペナルティー」を加えた合計金額をただちにMTFGに返済しなければならないという義務は、実質上解約金（いわゆるブレイクアップ・フィー）に相当するのではないかとの問題提起をした。取引総額から見て、この解約金の金額はデラウェア州の最近の判例上容認されている水準を遙かに超える高額なものであり、MTFGとの合併・経営統合案を承認する際にUFJの株主に不当な圧力を掛けることになるものであると述べた。

第三に最も重要な点として、UFJの取締役会は、MTFGおよび三井住友ファイナンスグループ（以下「SMFG」という）の両グループからオファーのあった相拮抗する合併・経営統合案の内容を精査・比較し、両者から最大限の価値を引き出すための合理的且つオープンなプロセスを構築しなかったと主張した。ある会社が複数の買収オファーを受けた場合、一貫してすべてのオファーを断るのでない限り、取締役はそれぞれのオファーの条件を比較し、株主にとって一番有利な選択肢を選ばなければ

—も く じ—

- I 概要
- II MTFG-UFJの合併・経営統合を擁護する側の主張
- III MTFG-UFJ間の合併・経営統合擁護の根拠についての検討
- IV 結論

*Stephen Givens, 外国法事務弁護士（ギブズ外国法事務弁護士事務所）

ならないという原理はデラウェア州の M&A 法では明確にされている³。一方 (SMFG) のオファーは、優先株式の引受による暫定的な資本注入と UFJ の株主側に多額なマーケットプレミアムが生じるようになるような具体的な合併・経営統合比率の提示を組み合わせたオファーであり、他方 (MTFG) のオファーは、具体的な合併・経営統合比率の提示を伴わない点だけを除き、他は SMFG とほぼ同様のオファー内容であったが、二者択一の岐路に立たされた UFJ は、MTFG 側の提案を受け入れただけでなく、SMFG 側からのオファーに対しては、あらゆる手段を駆使して、完全にその門戸を閉ざしてしまった。MTFG からは何等具体的な合併・経営統合比率の提示がない状況下において、果たしていかなる方法で UFJ の取締役会が両グループからの合併・経営統合案につき合理的な比較・検討をし、いかなる根拠に基づき、MTFG のオファーが有利である判断したのか、また SMFG のオファーを却下することが UFJ の株主にとって最善の利益に繋がるかの判断を下したのかについては、到底理解しがたい。

後ほど詳述するが、UFJ-MTFG 間の合併・経営統合を妥当なものであるとしてこれを擁護する声を挙げた米国弁護士はいずれも、次の二つの重要な問題について一切触れていない。それらは(イ)「現在の持株と引き替えに、MTFG との合併・経営統合後の存続会社の発行に関わる株式の何%を交付して貰えるのだろうか」という UFJ の株主の懸念について何等の言質も確証も得られないまま、敢えて MTFG との合併・経営統合に踏み切ることが UFJ の株主の利益になると何故言えるのか？」(ロ)「SMFG からオファーのあった合併・経営統合案に対して完全に門戸を閉ざしてしまうために UFJ の経営陣が駆使した様々な方策がどのような形で UFJ の株主の利益に繋がることになるのか？」というものである。

本稿が出版される頃には、MTFG から何等かの具体的な合併・経営統合比率の申入があるはずであり、そうなれば当該申入を UFJ の取締役会と株主総会に諮って、それぞれの承認を

得なければならないので、UFJ の取締役会と株主両者にとっての正念場は、遠からず訪れる。MTFG から申し入れのあった合併・経営統合比率が、(UFJ の取締役会がそうあることを「強く信じております」と述べているとおり)実際に SMFG からのそれと遜色のないものであれば、UFJ の株主の利益が大幅に害されることになるおそれはなくなり、問題はもっぱらアカデミックなものだけに限定されることになるだろうが、逆に MTFG が提示してくる合併・経営統合比率が SMFG 案より不利なものである場合、事実上不利な取引条件を呑むことを株主に強いることとなるような合併・経営統合条件に何故屈したのかという点につき UFJ 取締役会を追求する法的根拠が UFJ の株主側に発生することになる。

II MTFG-UFJ の合併・経営統合を擁護する側の主張

本誌に掲載された筆者の最初の論文の要旨が国内外の新聞紙上で紹介されると、MTFG の法律顧問である米国の法律事務所の所長から、筆者の論文には「基本的な誤りがある」とする談話が発表された。同氏は、その談話の中で、MTFG-UFJ 間の合併・経営統合を擁護する幾つかの理由を挙げている⁴。

同氏はまず、筆者の分析は、2004年6月当時 UFJ が緊急に現金を必要としていたという「特別な事情」を理解していないとし、「6月末には、UFJ 自己資本比率は8%近くまで落ち込み、8%を割り込むことになるかもしれないという極めて深刻な状況にあり、巨額の資本金の注入を直ちに必要としていた」と述べている。更に同氏は、SMFG からも同じような条件による優先株式の引受による資本注入の申し入れがあったことを認めた上で、SMFG からの申し入れは資産査定のためのデューディリジェンス調査を先に行うことが条件となっていたとし、「そのような状況下においては、何等かの策を講じなければならないし、確実性のある[資本注入]の方をあてにせざるを得ないとする UFJ の取締役会の判断は、その職責上当然の判断である」としている。

次いで同氏は、合併・経営統合案の中に含まれている「解約金」からは、UFJ が MTFG に支払う優先株式の配当金額が差し引かれることになっており、これを差し引き計算すると、解約金の率は UFJ 株式の時価総額の 8% から約 5% 程度まで下がることになる筈であることを考慮すれば、見かけほど高率なものではなく、5% 程度の解約金は、米国における「取引防衛対策」の実務上の水準の範囲内のものである、と主張している。

先月号の本誌には、実質上上記と同一の一連の理由を掲げて MTFG-UFJ 間の合併・経営統合を擁護する立場に立つ別の米国の法律事務所にも所属する二名の弁護士による論文（以下「シーゲル論文」という）が掲載されている。シーゲル論文は、MTFG の顧問法律事務所の見解に呼応するように、『結論として、MTFG による資金提供は、米国学法上「ポイズンピル」でも「解約金」でもない。MTFG の投資を保護し、UFJ に対する経営統合申込者としての優位性を MTFG に与える条件付きの資本提携である』として、MTFG に発行した優先株式に付されている解約金条項とこれに関連して経営陣に認められている拒否権を、UFJ との合併・経営統合取引を実現し、結了させることについての MTFG 側の利害を保護するためのものではなく（この点は興味を引くに値する）、MTFG が先行して行った優先株式の引受による投資を保護するために考案された妥当な「取引防衛対策」であると位置づけている。シーゲル論文を読むと、同論文に言うところの「取引防衛対策」は、合併・経営統合に直接付された条件ではなく、むしろ優先株式の引受による投資にリンクした条件であるから、一般的な M&A 取引を巡る「取引防衛対策」の分析の範疇外に属するものであり、一連の別の基準（シーゲル論文では一連の別の基準が何を指すのかは特定されていない）に従ってその是非を判断すべきであると主張しているように見える。

シーゲル論文は、MTFG-UFJ 間の合併・経営統合を擁護する根拠として、MTFG の顧問法律事務所が掲げた根拠に加えて、これと殆ど同一線上にある他のいくつかの根拠を掲げてい

る。一例を挙げると、同論文では、問題の解約金の額が持つ経済的な価値は、優先株式に関して支払われる配当金を差し引いて考えれば、見かけほど大きなものではないとの主張が繰り返し展開されており、SMFG が申し入れた合併・経営統合案は、まず資産査定に関する「デューディリジェンス調査」を実施することを前提条件としたものであるとの指摘もしている。

次項以下では、これ等の主張・議論のおおのについて検討していく。

Ⅲ MTFG-UFJ 間の合併・経営統合擁護の根拠についての検討

A 「取引防衛対策」 米国における通常の M&A 関連の法律用語上、「取引防衛対策 (deal protection)」とは、M&A のターゲットとなった企業が、正式な合併・企業買収契約を締結した後に第三者からより有利な条件での合併・企業買収申し込みを受けた場合に、既存の正式な合併・企業買収契約を反故にして、後からきた第三者からの申し込みの方に鞍替えされてしまうリスクを低減するために考案された対策のことをいう。鞍替した場合には M&A のターゲットとなった企業側にその企業価値の 1%~4% 程度相当額の解約金の支払義務を課するというのが、この種の対策の典型的なものである。この種の解約金条項を盛り込んでおけば、M&A のターゲットとなった企業が、正式な合併・企業買収契約を締結した後に第三者からより有利な条件での合併・企業買収申し込みを受けた場合でも、有利な方になびかせないようにする抑止の効果があるという考え方である。

デラウェア州の裁判所は、既に存在している合併・企業買収オファーと競合するようなオファーを行おうと考えている他の企業が、M&A のターゲットとなった企業への M&A のオファーが止め処なく続くことを避けるために「最高のオファー」を出し渋るようになるおそれがあるという理由で、適度な範囲内の解約金の支払義務を課することを容認している。競争入札のような形での合併・企業買収申し込み戦に参加している企業側の立場とすれば、競落

決定のハンマーが何時かは必ず下され、競争入札手続が終了することが明らかになっていなければ、何時までもより高い呼び値を引き出すための当て馬に利用されてしまう危険に晒されることになってしまう。逆に、適度の水準（即ち、取引総額の1～4%相当額）を超えるような解約金を要求したりすると、株主側から合併反対の声が出たり、法が禁止する「排他的且つ威圧的」効果を及ぼすものとしてその効力が否認されてしまう虞がある。この点に関してデラウェア州の裁判所は次のように判示している。

かかる〔解約金に関する〕取り決めに、入札合戦に多数の応札者を引きつけ、入札手続を活発化し、ひいては入札手続を促進する効果が認められるのであれば、これは株主の利益になるものであり、有効なものとして容認すべきであり、逆にかかる取り決めに活発な入札手続を阻害し、更なる応札を封じるような効果が認められる場合、これは株主の利益を損なうものであり、容認すべきものではない⁵。

MTFG-UFJ 間の合併・経営統合の擁護論者には、まったく別の事柄を説明するために「取引防衛対策」という用語を今までにない方法で利用している嫌いがある。まず第一に注意しなければならないのは、MTFG-UFJ 間の合併・経営統合については、厳密に言うところ、いまだ法律の保護に値するような「取引に関する合意」といえるようなもの—即ち、調印済みの合併・経営統合契約—は一切存在していないという点である。合併・経営統合に不可欠な経済的要素である合併・経営統合比率については、MTFGとUFJの間には何等の具体的な合意も存在しておらず、せいぜい存在している合意の内容は、「合併・経営統合比率は将来両者間の合意によって定める」というものだけである。

この事実に照らしてみると、合併・経営統合が進まなかった場合にUFJ側に支払義務が生じる解約金の類は、その金額の多寡を問わず、まったく経済的な正当性を欠いた、単なる違約罰以外の何物でもないことになる。

わかりやすい例として、売主甲がその持ち家を買主乙に売却すると約束した場合を想定してみよう。売却価格は将来甲乙間の合意によって定めるものとする。乙は「取引防衛対策」として、売買価格についての合意が調わず、そのために売買が成立しなかった場合には「解約金」としてなにがしかの金員を甲が乙に支払うよう甲を説得しようとする。このような場合に、甲がうかうかこの説得に応じてしまうと、結果的には、甲は買い叩き交渉に直面しても、何らなすべがないことになってしまう。最悪の場合には、乙は単に腕組みをしたまま次々と甲に無理難題をふっかけ、遂には甲があきらめて取引を止めにするようにし向け、やすやすと解約金を手にするチャンスを得ることになるので、この種の解約金の支払義務に応じることは、甲が乙に対して贈与をすることと同じであるともいえよう。

こういった指摘を受けると、MTFG-UFJ間の合併・経営統合の擁護論者は、するりと身かわってしまう。今日現在合併・経営統合取引契約と呼べるようなものはいまだ存在していないので、擁護論者達は、問題の解約金条項が合併・経営統合取引契約を防衛するために盛り込まれたものであるというようなもってもらいたい説明はできない。そこで解約金条項はまったく異なる別の取引（即ち、UFJの発行に関わる優先株へのMTFGの投資）を「防衛する」ためのものであると強弁する。しかしながら、予定している合併・経営統合が不調に終わった場合に発動する解約金条項は、優先株式の投資を回収できなくなるというリスクを回避するためのものとはまったく無関係のように見える。擁護論者達が本当に言わんとしていることは、将来予定している合併・経営統合に関してMTFG側に「優先的位置」を与えた行為（即ち、MTFGに対して合併・経営統合交渉上の必殺剣となるような強力な武器を与えた行為）は、MTFG側を優先株の引受けという形での資本注入に踏み切らせるためにやむを得ざるものであった、即ち、合併・経営統合条件としてだけ取り上げて云々すべきものではなく、全体として包括的に評価しなければならないパツ

テージ・ディールの一部であった、という点にあると思える。

MTFG の顧問弁護士のコメントからも、UFJ の交渉上の地位は極端に低く、MTFG に優先株の引受けという形で資本注入に踏み切って貰うためには、MTFG が要求するとおりの「取引防衛対策」を呑まざるを得ない状況にあったことがうかがえる。もしも当時 MTFG が UFJ の唯一の頼りの綱で、UFJ には他に選択肢がないという状況にあったなら、UFJ がとったこの行動は、もう少し説得力を持ったかもしれないが、実際には、当時 SMFG も、具体的な合併・経営統合比率・引受条件を定めた優先株の引受けによる資本注入と合併・経営統合に関するパッケージ・ディールをオファーしているのである。自らの交渉上の立場が弱ければ弱いほど、UFJ 経営陣側は、MTFG と SMFG に競わせて、パッケージ・ディール全体としての価格のつり上げに最善の努力を払うべきであったにも拘わらず、なぜか UFJ の経営陣は、公開の競争入札方式に発展するのを極力避け、敢えて SMFG からのオファーを完全にシャットアウトするためにありとあらゆる手段を講じる道を選んだのである。先の論文で述べたとおり、SMFG からオファーのあったパッケージ・ディールを無視して、敢えて合併・経営統合の要素ともいうべき合併・経営統合比率に具体的に何も触れていない、いわば中心部に大穴のあいた MTFG からのパッケージ・ディール・オファーの方を選んだという UFJ の経営陣の行為は、一種の「故意に目をつむる行為」に該当し、デラウェア州法に照らせば、明らかに取締役の忠実義務に違反する行為と判断されるものと筆者は考える。

B 解約金は見かけほど高率のものではないとする主張について 既に述べたとおり、現時点では MTFG と UFJ の間に合併・経営統合取引契約と呼べるようなものが一切存在しないと考えると、防衛すべき「取引契約」そのものが存在していないのであるから、金額の多寡を問わず如何なる解約金も正当化し得ないものと思われる。

その点は別にして、UFJ 側には、優先株式

に関して支払った配当金額に相当する金額分だけ解約金を減額する権利が認められているとしても、MTFG-UFJ 間の合併・経営統合の擁護論者も認めているとおり、減額後の解約金が合併・経営統合取引の時価総額に占める割合は、デラウェア州法上認められている上限値である約5%迄にしか下がらないのである。

最後に、UFJ-MTFG 間で結ばれた諸協定の全文の内容を知り得る立場にない一般人としては、UFJ 側には優先株式に関して支払った配当金額に相当する金額分だけ解約金を減額する権利が実際に認められているという話を額面通り受け取るより仕方ないわけではあるが、この種の減額の特約が実際に存在していたとしても、UFJ および MTFG の双方が発表したこれ等諸協定の要約から見ると、その存在に触れている部分はないことを指摘しておきたい。米国では、この種の協定については、関連協定を含めて、その全文が公開されるのに反し、日本においては、残念ながら、いまだそのような制度にはなっていない。

C SMFG からのオファーは「デューデリジェンス調査」が前提条件となっていたとの主張について この主張は、SMFG からのオファーは、資産査定に関する「デューデリジェンス調査」の実施をその前提条件としている以上、調査の結果 UFJ 側に好ましからざる状況があることを発見した場合には、SMFG は、自由裁量により、何時でも随意にそのオファーを撤回したり、オファーの内容を変更することができるので、その意味では空虚且つ無意味なものであると言わんとしていると考えられるが、この種の主張が不当であることは、企業法務専門の弁護士間では広く知られている。

合併契約や他の金融関係取引契約に定められているクローゼングの停止条件に関する規定は、殆ど例外なく、厳しい交渉の産物である。SMFG が UFJ にオファーした合併・経営統合計画の全文は公にされていないため、合併・経営統合の関係当事者の顧問弁護士と異なり、一般市民には、SMFG が要求したデューデリジェンス調査関係の条件や規定の内容を正確に知ることはできない。

SMFG が要求したデューディリジェンス条件の内容が典型的なものであったとすれば、資産査定調査の結果 UFJ の実際の財務状態が、その公表済決算書に記載されているものよりも遙かに悪いことが判明した場合には、SMFG 側にはそのオファーを撤回し又はその内容を変更する権利が留保されるような内容のものであった筈である。この種の条件は、限定的なものであり、理にかなったものである。SMFG 側は、UFJ に対してオファーを行った時点では、UFJ の内部企業情報に接する機会はなかったと思われるので、オファーの内容を決めたり、提示すべき統合比率を決めるに際しては、公表されている UFJ の決算書から得た情報に依拠せざるを得なかった筈である。UFJ は財務報告義務を負う上場企業であり、金融庁の定期的な検査を受けている銀行でもある以上、UFJ が公表する財務情報は信頼すべき内容のものであるはずだ。何等かの理由で、UFJ が公表した財務情報に、虚偽があることが判明した場合にまで、SMFG 側にオファーの内容を再検討して、これを修正する権利を認めないというのは、不当といわなければならない。逆に、デューディリジェンス調査の結果、公表されている UFJ の決算書が、大方の予想通り、UFJ の実際の財務状態を正しく表しているものであることが確認された場合には、SMFG は、約束通り定められた条件に従って、合併・経営統合を進めることになる。

対照的に、MTFG からのオファーには、取引の基本である経済条件が一切含まれていなかったため、結果的には、想像し得るありとあらゆる事項が未確定のままである。MTFG 側の弁護士は、SMFG が一定範囲のデューディリジェンス調査を条件とした具体的なオファーをしたために、MTFG のオファーよりも不確実なものだったという印象を与えようとしているが、その論理に説得力はない。

IV 結 論

シーゲル論文は、大きな紙幅をさいて M&A 関連の多数のデラウェア州裁判所の判例を引用しており、アカデミックな正当性を裏付けるも

のとして紹介されているようにも見える。しかしながら、シーゲル論文が、本件取引の重要な要素の是非は、M&A 関連の「取引防衛対策」のメカニズムとして論じてはならず、他の法理論（シーゲル論文では他の法理論の何たるかは具体的に示されていない）に従って律せられるべき MTFG の対 UFJ 優先株式投資の防衛に関する問題として論ずべき性質のものであると結論づけている点から見ると、同論文で紹介されている M&A 関連のデラウェア州の多数の判例法は人を惑わせるものに過ぎない。おそらく同論文の著者は、UFJ の取締役会の判断の正当性は、厳しい判断基準ではなく、より緩やかな「経営判断の法則」に従って判断すべきであると言いたいのではないかと思われる。

当然のことながら日本の裁判所がデラウェア州の M&A 関連法の細部まで採用・適用しなければならないという理由はまったくない。むしろ必要なのは、株主の保護を巡る基本的問題点に、公益および常識の両面から、真摯な検討を加えることである。MTFG、SMFG 間の競争入札合戦となるような事態を万難を排して避け、具体的な統合比率の提示を伴った SMFG のオファーを蹴って、重要な部分が欠落した MTFG のオファーを受け入れた UFJ の経営陣の決断により UFJ の株主は救われたと、MTFG 側の弁護士は言いたいようであるが、私見では、これは、公益と常識に対する公然たる挑戦である。

[注]

- 1 「デラウェア州であったら、今回 UFJ ホールディングス側がとった合併統合防止策に対して、どのような司法判断を下したであろうか？」国際商事法務（2004年 Vol. 32, No. 10, 1315）を参照。
- 2 ケン・シーゲル、他「UFJ の合併統合保護条項の米国法上の評価」国際商事法務（2005年 Vol. 33, No. 1, 1）を参照（[シーゲル論文]という）。
- 3 「Unocal v. Mesa Petroleum 事件」, 493 A. 2nd 946 (Del. 1985)
- 4 Financial Times, November 22, 2004 "Lawyer Hots Up MTFG Dispute."
- 5 「Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc. 事件」, 1988 WL 108332 (Del. Ch. Oct. 18, 1988). 