

## 英国における M&A に係る法規制と執行体制

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 我が国において、M&A に係る法規制と執行体制のあり方が改めて注目されている。これまでの我が国における議論は、判例法理の蓄積に基づく米国型のモデルが参考にされてきたが、最近では、コーポレート・ガバナンスの観点から問題視する向きもある。
2. 英国における M&A に係るルールであるシティ・コードは、原則（プリンシプル）に基づき柔軟に適用される。ルールの内容は、少数株主保護に重きを置いたものとなっており、強制 TOB を課すことなどにより乱用的買収を防ぎつつ、被買収者による買収防衛策の導入・実施を制限している。
3. シティ・コードの執行機関であるテイクオーバー・パネルは、金融機関や弁護士、会計士、事業会社など、様々な関係者で構成される。ほとんどの M&A 案件は、テイクオーバー・パネルの事務局と M&A 当事者との任意のやり取りで処理され、テイクオーバー・パネルによる正式な審理手続きを経ることは少ない。また、裁判所も基本的にテイクオーバー・パネルの決定に口出ししない。
4. このように、英国型の M&A に係る法規制及び執行体制の特徴は、プリンシプルに基づき、実際のビジネスに携わる広範な関係者が、M&A と同時並行でルールを解釈し、助言を行っていくことにある。我が国においても、米国型だけでなく、改めて英国型のモデルも検討することの意義は大きいものと思われる。

## I 我が国における議論

我が国において、M&A に係る法規制と執行体制のあり方が改めて注目されている。経済産業省の企業価値研究会は 2008 年 6 月 11 日、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策のあり方（案）」を発表した。企業価値研究会は 2005 年 5 月に「企業価値報告書」を発表し、それに基づき、経済産業省及び法務省が共同で「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を発表している。これらは、当時のライブドアによるニッポン放送の株式取得を巡る事件などを受け、企業が導入することのできる買収防衛策の要件を定めるものであった。

その後、我が国において買収防衛策を導入する企業は 500 社を超え、スティール・パー

トナーズの株式公開買付（TOB）に対するブルドッグソースによる買収防衛策の発動、それに対する司法判断が下されるなどの環境変化があった。その中で、我が国における買収防衛策を巡る議論が、ややもすれば被買収者に有利であり、少数株主保護が十分でないなど、コーポレート・ガバナンスの観点から疑問視する向きもあった<sup>1</sup>。例えば、法律上は問題ないとはいえ、所謂「事前警告型」の買収防衛策を取締役会決議のみで導入している事例や、裁判所が買収者の属性や事業計画の適否を判断している事例など、企業や裁判所が株主を選別しているとも言えるような現象が生じている。今般発表された「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策のあり方（案）」は、このような環境変化や、その中で生まれた批判に応じることを企図したものである。

しかし、果たして現在の議論の枠組みそのものは、我が国における M&A に係る法規制や執行体制を論じる際に十分なのであろうか。これまでの我が国における議論は、米国デラウェア州の会社法をベースにした買収防衛策を前提としており、企業価値研究会の上記「企業価値報告書」でも、英国やドイツなどにおける M&A 法制について言及されたものの、議論の重点は明らかにライツ・プランを初めとする米国型の買収防衛策にあった。

この点について、コロンビア大学ロースクールのカーティス・ミルハート教授（日本法専攻）も、日本における M&A 法制が米国をモデルにしていることを指摘している<sup>2</sup>。その理由としては、①日本の法曹界及び経済産業省の企業価値研究会では米国法に詳しい者が多いこと、②全部買付義務を導入するには日本の証券関連法の大幅な変更が必要であり、それは、金融庁、経済産業省、法務省の難しい調整を要すること、③デラウェア州法に基づく M&A 法制は企業経営者により有利であること、④日米の法律事務所及び証券会社にとって、デラウェア州法に基づく M&A 法制の方がビジネス機会が多いこと、が挙げられている。

その上でミルハート教授は、英国における M&A に関するルールであるシティ・コード（The Takeover Code）について、①デラウェア州法に基づく法理論の集合体と比較して、よりシンプルなルールであり、導入・執行が容易であること、②シティ・コードを管轄するテイクオーバー・パネルに見られる準執行機関的な機能は、デラウェア州法が前提とする司法中心型システムよりも、日本の伝統的な経済規制のアプローチに近いこと、③シンガポールやマレーシア、オーストラリアなどでも採用されているグローバル・スタンダードであること、などを挙げ、日本が範とするべきは米国型ではなく英国型の M&A 法制であるとしている<sup>3</sup>。

そこで、本稿では改めて、柔軟性、確実性、迅速性が評価される英国の M&A に係る法規制と執行体制に焦点を当て、我が国への示唆を検討することとする。

<sup>1</sup> 柴田拓美「『不思議の国日本』とガバナンスの課題」『投資顧問』No.49、2008

<sup>2</sup> “In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan” Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, August 1, 2005

<sup>3</sup> ミルハート教授の指摘にも異論がないわけではない。例えば、法律事務所や証券会社のビジネス機会については、英国型のモデルを採用したところで、企業に対してルール遵守に関するアドバイザー業務はあるわけであり、また、同教授が言う「日本の伝統的な経済規制のアプローチ」が行政指導等に基づく裁量行政への揺り戻しに繋がらないか、という批判もあり得る。

## II 英国における M&A 法規制の特徴

### 1. シティ・コードとは

シティ・コードとは、英国における M&A を律する規則集である。その目的は、①株主が平等に扱われ、株主が M&A の是非を検討する機会を確保すること、②M&A が行われるための秩序あるフレームワークを提供すること、③金融市場の健全性を促進すること、と規定されている。他方、個別 M&A 案件の商業的、経済的な有利・不利には関与しない。これは株主及び企業が判断する事項であるとシティ・コードは定めている。また、競争政策など、他の政府機関の管轄事項には関与しないことも、シティ・コードに明確に定められている。

シティ・コードは、我が国において、英国シティの自主規制ルールと紹介されることもあるが、これは必ずしも正確ではない。確かに、シティ・コードは自主規制ルールに起源を持つものであり、現在も、その運営の実質は変わっていない。

シティ・コードの起源は、1959 年に作成された M&A に係るベスト・プラクティス集の「英国における事業統合に関する覚書 (Notes on amalgamations of British Business)」である。当時、英国において企業の M&A が増加したことを受け、政府が法規制の導入を検討していたところ、規制導入に反対した金融機関を初めとする実業界が、規制の代替として自主規制ルールを策定したのである。

1968 年には、「企業買収・合併に関するシティ・コード (City Code on Takeovers and Mergers、通称シティ・コード)」に改称され、同時に、その執行機関としてテイクオーバー・パネルが設立された。

2006 年には、欧州連合 (EU) の TOB 指令<sup>4</sup>の国内法化に伴い、テイクオーバー・パネルは (民間団体のまま) 2006 年会社法に規定された組織となり、旧来 The City Code on Takeovers and Mergers であったシティ・コードの正式名称も The Takeover Code に変更され、法的な基盤を持つルールへと衣替えされた。このように、現在では、シティ・コード及びそれを管轄するテイクオーバー・パネルは法定の規程・組織となった。しかし、元々 EU の TOB 指令が英国のシティ・コードをモデルに策定されたものであったため<sup>5</sup>、EU 指令の国内法化により、英国におけるルールの大枠及びその運営には変更は生じなかった。

### 2. シティ・コードのアプローチ

シティ・コードは、まず、ルール全体の精神を規定する 6 原則を定めた上で、38 の規則と 7 の付属規則 (appendix) を置いている (図表 1)。規則と付属規則には、それぞれ複数の下部規定があり、それぞれの下部規定に説明書き (notes) が付されているため、

<sup>4</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids

<sup>5</sup> ドイツの国内産業保護を廃する目的で英国が TOB 指令策定を主導したとも言われている。

図表 1 シティ・コードの 6 原則

|                    |   |
|--------------------|---|
| 1. 株主の平等な取扱い       | 被買収者の株主で同じクラスの株式を保有する者は、同等な扱いを受けなければならない。更に、ある者が企業の支配権を獲得した場合、その他の株主は保護されなければならない。  |
| 2. 株主による適切な判断の確保   | 被買収者の株主は、買収提案に関して適切な判断を行うために、十分な時間と情報を与えられなければならない。被買収者の取締役会は、株主に助言する際、買収が実行された場合の雇用、雇用条件、被買収者の業務の所在地への影響に関する見解を伝えなければならない。 |
| 3. 取締役の忠実義務        | 被買収者の取締役会は、被買収者全体の利益のために行動しなければならず、株主が買収提案の是非について判断する機会を奪ってはならない。   |
| 4. 株価操縦の禁止         | 被買収者、買収者、その他買収案件に関連する企業の株式について、価格の動きが人工的となり、通常の市場の機能が歪められるような形で、偽の市場形成がなされてはならない。   |
| 5. 公開買付者による買収対価の確保 | 買収者は、現金による買収提案においては当該現金の手当が確実な場合のみ、その他の対価を用いる買収提案においては、その実行を確実にするあらゆる合理的な措置を講じた場合のみ、買収提案を発表することができる。                        |
| 6. 被買収者の事業活動の確保    | 被買収者は、買収提案によって、合理的な期間を超えて業務の遂行を妨げられてはならない。  |

(出所) 大項目は野村資本市場研究所作成、原則本文はシティ・コード原文を野村資本市場研究所翻訳

シティ・コードは 254 ページに及ぶ膨大な規則集となっている。

テイクオーバー・パネルは、最初に定められた 6 原則に立脚した上で、個別具体的な案件において、シティ・コードを柔軟に解釈・運用することが 2006 年会社法において認められている(同法第 944 条 1 項)。これは、英国の規制全般で言われるところの「プリンシプル・ベース・アプローチ」であり、個別の規則では対応しきれなかったり、個別の規則を杓子定規に当てはめたのでは常識・良識から乖離した結論が導き出されたりする場合に、原則に立ち返って判断を下す、という規制のあり方である。昨今では、我が国の金融行政においても、英国のプリンシプル・ベースの考え方を導入できないか議論されているが、上記は M&A 法制においてプリンシプル・ベースの考え方を採用したものであり、英国における M&A 法制の柔軟性が評価される根拠となっている。

なお、シティ・コードの適用対象となる企業は、①英国で登録・上場する企業及び欧州会社<sup>6</sup>、②英国に本部を置く企業、となっている。但し、一定の要件を満たす場合、非公開企業も適用対象となる。また、適用対象となる取引は、①適用対象企業に係る TOB 及びスキーム・オブ・アレンジメントによる M&A<sup>7</sup>、②その他支配権の移転を伴う取引(親会社による子会社の株式買付や新株発行など)、③部分買付(テイクオーバー・パネルの事前承認が必要)、となっている。

<sup>6</sup> 欧州会社(Societas Europea)は、EU法の要件を満たす汎欧州企業。例として、2005年9月に欧州会社に転換したドイツのアリアンツSEがある(欧州会社の末尾にはSEが付く)。

<sup>7</sup> 英国には、日本や米国のような吸収・合併の手続きは存在せず、TOB若しくはスキーム・オブ・アレンジメントが用いられる。スキーム・オブ・アレンジメントとは、被買収者が行う裁判上の手続きであり、被買収者による資本構成変更案を株主及び裁判所が承認する手続きを指す。主に企業再生に用いられることを念頭に設けられた制度である。

### 3. シティ・コードの主要規定

前述の通り、シティ・コードは膨大な規則集であり、また、規則の内容自体については和文で紹介している文献が他にもあるため、以下ではシティ・コードの中でも最も重要であり、かつシティ・コードの特徴とも言える、①強制 TOB と全部買付義務、②買付価格規制、③買収防衛策の制限、の三点に絞って紹介する。本節の結論を予め述べると、英国における M&A 法制は、日米と比較して、少数株主保護を重視したものであると同時に、乱用的買収を防ぎつつ、被買収者による買収防衛策の導入・実施を制限する仕組みになっている、ということである（図表 2）。

#### 1) 強制 TOB と全部買付義務

シティ・コードにおける強制 TOB とは、買収者が単独若しくは共同で被買収者の議決権の 30%以上を取得する場合、若しくは、②被買収者の議決権の 30%~50%を保有している買収者が単独若しくは共同で更なる株式取得を行う場合、被買収者の全株式（転換社債や無議決権株式なども含む）を対象に TOB を義務付けるルールである（シティ・コード第 9 条）。TOB 成立要件の下限は 50%の株式取得であり、50%を超える応募があった場合、買収者は応募株式全てを買い付ける義務を負う（いわゆる全部買付義務）。買収者は 50%超の最低応募株数を定めることができるが、この場合も、全部買付義務が適用される。なお、テイクオーバー・パネルは、担保権を実行するための株式取得や破綻企業救済のための株式取得などの場合は、強制 TOB を免除することができる。

強制 TOB は、図表 1 の第一の原則（株主の平等な取扱い）に基づくものと言える。即ち、TOB 成立要件を上回る応募株式についても買収者に買付義務を課することによって、株主を平等に扱い、少数株主による株式売却の機会を確保しているわけである<sup>8</sup>。図表 2 にあるように、我が国や米国における TOB 規制ではこのようなルールは

図表 2 日英米 M&A 法制比較

|                    | 日本                                      | 英国   | 米国  |
|--------------------|---|--|---|
| 強制 TOB             | 保有比率が1/3を超える場合                          | ・保有比率が30%を超える場合<br>・30%~50%保有しており、更に取得を目指す場合 | なし<br>(一定の期間内や広範な株主への勧誘など8つの要件を満たす場合にTOB規制の対象となる)           |
| 応募株式に対する買付者の全部買付義務 | なし<br>(但し、TOB成立後の持分が2/3を超える場合は全部買付義務あり) | あり   | なし  |
| TOBの成立要件           | 買収者が定める                                 | 50%取得で成立                                     | 買収者が定める   |
| 買取価格規制             | なし                                      | 過去12ヶ月間の最高値                                  | なし  |
| 買収防衛策に対する規制        | 主要目的のルール等の判例法理が集積されつつあるが、確立された基準はない     | 株主の事前の同意がない限り、買収防衛策を採れない                     | 広範なビジネス・ジャッジメント・ルールが適用される<br>(例えば、有事でも取締役会決議でポイズン・ピルを導入できる) |

(注) 米国の TOB 規制の対象となる要件は、Wellman v. Dickinson 判決（1979 年）に基づく  
(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> 北村雅史（京都大学教授）「イギリスの企業結合形成過程に関する規制」『商事法務』No.1832

なく、英国の M&A 法制が少数株主保護に傾斜していることが窺われる。なお、他の欧州諸国を見ると、EU の TOB 指令でも強制 TOB が定められているため、強制 TOB が導入されているが、何%の持分をトリガーとするかは各国の裁量に委ねられているため、まちまちである。

## 2) 買付価格規制

少数株主の保護を図るためには、売却の機会を確保すると同時に、買付価格も公正である必要がある。そこで、シティ・コードでは、買収者による株式買付が公正な価格を以て行われなければならないとしている（シティ・コード第 9.3 条）。公正な価格については、TOB を発表した時点の直近 12 ヶ月間において買収者が当該株式に対して支払った最高価格と規定されている。また、TOB 発表後、買収者が TOB 期間中に TOB 価格より高い価格で当該株式を購入した場合、買収者はその価格に TOB 価格を引き上げなければならない。

これも、上記強制 TOB と同様、少数株主保護を念頭に置いたものとなっている。例えば、TOB 開始前に買収者に株式を売却した旧支配株主がいた場合、それと同等の条件で少数株主に持株を売却する機会を確保しているのである。このような買付価格規制は我が国や米国にはなく、買収者の裁量で定められる。なお、他の欧州諸国を見ると、EU の TOB 指令で買付価格規制が採用されているため、買付価格規制が導入されているが、算定方法は各国の裁量に委ねられているため、まちまちである。

## 3) 買収防衛策の制限

シティ・コードでは、被買収者による買収防衛策の導入ないし実施を厳格に規制する一方、買収者の側にも縛りをつけることによってバランスを取っている。まず、買収者側の規制では、上記の強制 TOB 及び買付価格規制がある。これにより、強圧的な二段階買収等の乱用的買収を防ぎ、少数株主にも公平な条件の下で持株を売却する機会を確保している。他方、被買収者の側では、買収を阻害するような行為（frustrating action）を採ることを明示的に禁じている。

シティ・コードは、真正（bona fide）な TOB がなされるか、それが差し迫ったものとなった場合、被買収者の取締役会は、株主総会の承認がない限り、当該 TOB を阻害するような行為を採ってはならないと規定している（シティ・コード第 21 条）。禁止される行為としては、新株やオプションの発行、株式に転換できる証券の発行、非経常的な契約の締結などが列挙されている。そのため、買収防衛策を平時に導入していても、有事に発動することは困難であるとされる。

このような規制のアプローチは、被買収者の取締役会に広範なビジネス・ジャッジメント・ルールの適用が認められており、判例の集積によって買収防衛に係る法理論が形成されてきた米国や、米国型の買収防衛策をモデルとしている我が国のアプローチとは異なる（図表 2）。

なお、買収防衛策に係る規制については、同じ欧州の中でも差異が生じている。元々、EU で TOB 指令を採択する際、買収防衛のあり方が最大の争点となり、各国の立場の調整が難航したという経緯がある。そのため、最終的な TOB 指令では、「被買収者の取締役会は、株主総会の承認がない限り、TOB 期間中に買収防衛策を採ることができない」という第 9 条の「取締役の中立義務」の規定については、各国の裁量に基づいて導入できることとされたため、例えばドイツなどでは導入されていない。

### III テイクオーバー・パネルの実態

以下では、テイクオーバー・パネルの実態について概観することにより、英国における M&A に係る紛争処理が、M&A 案件の進展と同時に行われる仕組みになっていることを紹介する。これは、M&A 案件の成否の如何に関わらず、M&A が完了した後のみ、司法審査によって紛争が処理される日本や米国とは大きく異なる点である。

#### 1. テイクオーバー・パネルの組織と機能

テイクオーバー・パネルは、聴聞委員会（Hearings Committee）及びコード委員会（Code Committee）からなり、その下に日常業務を行う事務局が設置されている（図表 3）。聴聞委員会は、テイクオーバー・パネルによって任命される議長、2 名の副議長、8 名までの委員、関連団体が任命する 11 名までの委員からなる（図表 4）。事務局による決定・制裁手続きを監督し、事務局の決定に不服にある者の申立ての審理や、事務局が特殊・重要と考える案件の審理を行うことを役割とする。

コード委員会は、テイクオーバー・パネルが任命する 12 名までの委員からなる（図表 4）。シティ・コードを見直し、その改正を行うことを役割とする。シティ・コードの改正において、通常は、1~2 ヶ月のパブリック・コメントの募集期間を経てコードの改正を行うが、緊急の必要があるとコード委員会が判断した場合は、この手続きを省略することができる。

事務局は、プロパー職員及び法律事務所や会計事務所、銀行、証券会社、事業会社など

図表 3 テイクオーバー・パネルの組織

|                                  |                            |   |
|----------------------------------|----------------------------|---|
| テイクオーバー・パネル (The Takeover Panel) |                            | テイクオーバー上訴委員会<br>(The Takeover Appeal Board) |
| 聴聞委員会<br>(Hearings Committee)    | コード委員会<br>(Code Committee) |   |
| 事務局 (The Panel Executive)        |                            |   |

(出所) 野村資本市場研究所作成

図表 4 テイクオーバー・パネルの陣容 (2008年7月9日時点)

| 氏名                   | 出身母体                              | 任命者  |
|----------------------|-----------------------------------|--|
| ピーターDJスコット 勲撰弁護士(議長) |                                   | パネル  |
| アントニーRビーバー(副議長)      | 元ソシエテ・ジェネラル(銀行)                   | パネル  |
| デビッドJチャレン(副議長)       | シティグループ(銀行)                       | パネル  |
| <b>聴聞委員会</b>         |                                   |  |
| アントニーPヒチェンス          | キャンドナーバー・インベストメンツ(バイアウト・ファーム)     | パネル  |
| アランFポーター             | テスコ(スーパーマーケット)                    | イギリス産業同盟                                       |
| デビッド・リース脚            | テイト&ライル(食品)                       | パネル  |
| デビッドAファースト           | ホーワス・クラーク・ホワイトヒル(会計事務所)           | 公認会計士協会  |
| モリス・オブ・ハンズワース脚       | 元トランスポート・アンド・ジェネラル・ワーカーズ・ユニオン(組合) | パネル  |
| ロバートWジェンキンス          | F&Cアセットマネジメント(運用会社)               | 資産運用協会   |
| イアン・ロビンソン脚           | ラドブローズ(キャンブル)                     | パネル  |
| アランCDヤロー             | ドレクサー・クラインオート(証券会社)               | ロンドン投資銀行協会                                     |
| アーサーGケイン             | ロイズTSBグループ(銀行・保険)                 | 英国保険業協会  |
| チャールズGウィルキンソン        | ドイツ銀行(銀行)                         | ロンドン投資銀行協会                                     |
| キャロルCファークソン          | モンクス・インベストメント・トラスト(運用会社)          | 投資会社協会   |
| ロバートCMウィグリー          | メリルリンチ・インターナショナル(証券会社)            | ロンドン投資銀行協会                                     |
| ジョンPホール              | ブリューウィン・ドルフィン・ホールディングス(証券会社)      | プライベート・クライアント・インベストメント・マネージャー・アンド・ストックプロモーター協会 |
| アルノ・キッツ              | ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ(運用会社)        | 全国年金基金協会                                       |
| スティーブンKグリーン          | HSBCホールディングス(銀行)                  | 英国銀行協会   |
| <b>コード委員会</b>        |                                   |  |
| リンゼイPTムリンソン(議長)      | パークレイズ・グローバル・インベスターズ(運用会社)        | パネル  |
| アリスティアNCデフリーズ        | 元UBS(銀行)                          | パネル  |
| ジェイムズDアグニュー          | ドイツ銀行(銀行)                         | パネル  |
| デビッドPハガー             | ヒューイット(福利厚生サービス)                  | パネル  |
| フィリップAJブロードレイ        | 元フルデンシャル(保険)                      | パネル  |
| アランDポール              | アレン&オベリー(法律事務所)                   | パネル  |
| クリスチーナタム             | ハルビス・キャピタル・マネジメント(運用会社)           | パネル  |
| クリストファー・スミス          | JPモルガン・カザノブ(証券会社)                 | パネル  |

| <b>事務局</b>   |                                  |                                |
|--------------|----------------------------------|--------------------------------|
| 氏名           | 肩書き                              | 出身母体(出向者)                      |
| ロバートCAヒングレイ  | ディレクター・ジェネラル                     | レクシコン・パートナーズ(証券会社)             |
| ノエルPピント      | ディレクター・ディレクター・ジェネラル              |                                |
| アンソニーGBプリンガー | ディレクター・ディレクター・ジェネラル              |                                |
| チャールズMクローシェイ | アシスタント ディレクター ジェネラル              |                                |
| ポールAホワイロック   | セクレタリー、ケース・オフィサー                 | ノートン・ローズ(法律事務所)                |
| ニックJラムスピー    | セクレタリー、ケース・オフィサー                 | リンクレーターズ(法律事務所)                |
| ディカ・シャー      | アシスタント・セクレタリー、ケース・オフィサー          |                                |
| サラマーンAカーワジャ  | アシスタント・セクレタリー、ケース・オフィサー          | グラント・ソーントン(会計事務所)              |
| ブリッタ・バー      | アシスタント・セクレタリー、ケース・オフィサー          | HSBC(銀行)                       |
| アメルジットSカリライ  | アシスタント・セクレタリー、ケース・オフィサー          | パーウイン・レイトン・バイズナー(法律事務所)        |
| アンナLワード      | アシスタント・セクレタリー、ケース・オフィサー          | KPMG(会計事務所)                    |
| マークCハット      | アシスタント・セクレタリー、ケース・オフィサー          | リーマン・ブラザーズ(証券会社)               |
| ジオFRアイルス     | アシスタント・セクレタリー、ケース・オフィサー          | バンク・オブ・アメリカ(銀行)                |
| スコットCホブキンズ   | アシスタント・セクレタリー、ケース・オフィサー          | スカデン・アープス・スレイト・ミーガー&フロム(法律事務所) |
| バーバラAマストン    | セクレタリー、ポリシー・アンド・リビジョン            |                                |
| アントニアスチュアート  | セクレタリー、ポリシー・アンド・リビジョン            |                                |
| ジョンADビー      | セクレタリー、ポリシー・アンド・リビジョン            |                                |
| ジェレミーDエバンス   | セクレタリー、ポリシー・アンド・リビジョン            |                                |
| マーティンCハリソン   | マネージャー、マーケット・サベイランス              |                                |
| クレイグGアンドリュース | ディレクター・マネージャー、マーケット・サベイランス       |                                |
| サバードーハ       | マーケット・サベイランス                     |                                |
| クリープWデッドソン   | マーケット・サベイランス                     |                                |
| バビカHミストリー    | マーケット・サベイランス                     |                                |
| イェインPサマーズ    | マーケット・サベイランス                     |                                |
| ジャックWナイト     | オフィス・マネージャー、アドミニストレーション・アンド・サポート |                                |
| ジェーンMテラー     | マネージャー、アドミニストレーション・アンド・サポート      |                                |
| スーザン・パウエル    | マネージャー、エグゼンプト・グループス              |                                |
| ナディールMDクター   | エグゼンプト・グループス                     |                                |

(出所) テイクオーバー・パネル年次報告書より野村資本市場研究所作成

の出向者からなる(図表4)。事務局長は通常、投資銀行からの出向者が務める。このように、テイクオーバー・パネル及び事務局において、多様なバックグラウンドを持った人材を様々な組織から集めることにより、実務的にも理に適った偏りのない結論を導き出すことのできる仕組みになっている。

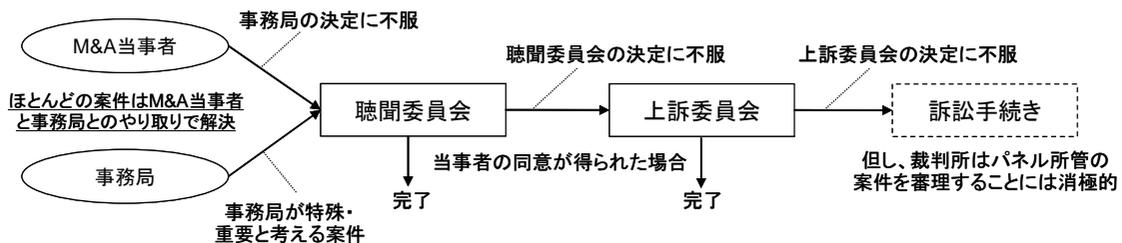
事務局の機能としては、①シティ・コードに基づく日々の規制・監督、②M&A 当事者

の照会や職権に基づく、個別事案の捜査、監視、コードの解釈、③強制力のないガイダンス（Practice Statement）の発出、などを行う。事務局が個別 M&A 案件の端緒を把握するのは、公式には、被買収者が買収提案を受けた時点で株主及び事務局に対して送付する通知による。しかし、実際には、ほとんどの場合、買収者が買収に係る意思決定を行った段階で事務局との任意のやり取りを開始する。このように、テイクオーバー・パネルによる個別 M&A 案件に係る紛争処理への関与は、実際には事務局レベルでのやり取りで解決されることがほとんどである。実際、シティ・コードにおいても、個別事案について疑義がある場合は事務局に照会することを原則として求めているほか、個別規定でも事務局に照会することを推奨する文言が数十カ所ある。

テイクオーバー・パネルとは別に、テイクオーバー上訴委員会（The Takeover Appeal Board）という組織もある。これは、テイクオーバー・パネルの聴聞委員会の決定に不服のある者が申立てを行う組織である。テイクオーバー上訴委員会の議長及び副議長は、通常高位の法曹職にある者が務め、英国控訴院によって任命される。その他の委員は、議長及び副議長が任命する。テイクオーバー上訴委員会がテイクオーバー・パネルの決定を覆した場合、テイクオーバー・パネル（聴聞委員会）に差し戻され、テイクオーバー・パネルがテイクオーバー上訴委員会の決定に効力を与えることになる（2006 年会社法第 951 条）。

このように、英国における M&A 案件に係る紛争処理手続きは、最も紛糾した場合は、事務局若しくは M&A 当事者からテイクオーバー・パネルの聴聞委員会、テイクオーバー上訴委員会というフローを経ることになる（図表 5）。また、M&A 当事者は、この過程で行われた決定等につき司法判断を仰ぐことも理論的には可能となっている（詳細は後述）。しかし、上記で見たように、個別 M&A 案件の紛争処理は、ほとんどの場合、テイクオーバー・パネルの事務局と M&A 当事者の間で解決され、実際に聴聞委員会やテイクオーバー上訴委員会に案件が上げられることは希である。

図表 5 M&A に係る紛争処理のフロー



（出所）野村資本市場研究所作成

## 2. テイクオーバー・パネルの活動

テイクオーバー・パネルは、議長及び副議長を含めた委員 26 名、事務局 28 名と、総勢 54 名の小所帯となっている。このような陣容で年間 100 件以上にも及ぶ英国の M&A 案件に対処できる最大の理由は、ほとんどの M&A 案件がこれといった問題もなく、機械的な手続きでテイクオーバー・パネルの事務局によって処理されるためである。また、前述の通り、シティ・コードの観点から問題があると見られる案件であっても、大事になる前に事務局と関係当事者によって調整が図られるため、簡易・迅速な問題解決が図られることも組織の効率性に寄与している。実際、下記に述べるように、我が国で思われているのとは異なり、聴聞委員会がシティ・コード違反の有無について審理手続きを経て判断を下すという局面はごくわずかである。以下では、テイクオーバー・パネルの活動の概要を見ていくこととする。

### 1) 聴聞委員会による審理

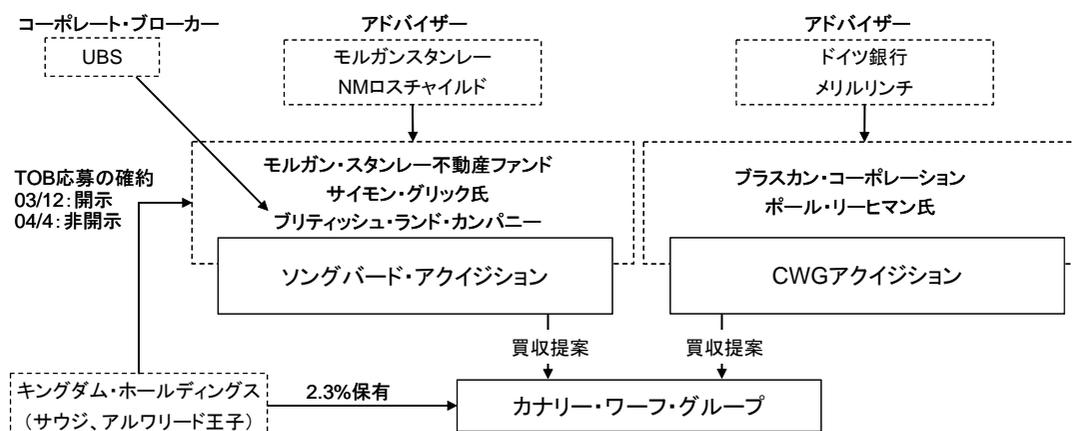
聴聞委員会による M&A 案件の審理は、2002 年度以降 7 件、年間平均でわずか 1.17 件にすぎない。カナリー・ワーフを巡る TOB 合戦に絡んで 3 件の審理が行われたため（2004 年 4 月～5 月）、審理の対象となった M&A 案件数で言えば年間平均 1 件に満たない。これは、先にも述べたように、ほとんどの案件が事務局レベルで M&A 当事者とのやり取りによって解決されるためである。

#### (1) 聴聞委員会による審理の事例～カナリー・ワーフ事件

2002 年度以降の 7 件の審理において、訴えが認められたのは 1 件のみであり、他は全て棄却されている。その 1 件は、カナリー・ワーフ事件における UBS の訴えであった。カナリー・ワーフ事件では、ロンドン東部のカナリー・ワーフ地区開発業者カナリー・ワーフ・グループを巡り、モルガン・スタンレー及び NM ロスチャイルドがアドバイザーを務めるソングバード・アクイジションと、ドイツ銀行及びメリルリンチがアドバイザーを務める CWG アクイジションが TOB 合戦を展開した。この中で、UBS はソングバードの出資者であるブリティッシュ・ランド・カンパニーのコーポレート・ブローカーを務めていた。また、サウジアラビアのキングダム・ホールディングスはソングバードの TOB に応じる旨の確約（*deed of irrevocable undertaking*）を二度行っていたが、二回目は開示されていなかった（図表 6）。

本件については、事務局の決定に対して三件の不服申立てがなされている。第一は、UBS がブリティッシュ・ランドとの関係により「関連マーケット・メイカー」であり、カナリー・ワーフ株式のマーケット・メイクが制限されるとした事務局の決定に対する UBS の不服申立てである。UBS は、カナリー・ワーフの TOB に関わる助言は行っておらず、ブリティッシュ・ランドが本件 TOB に参加したことも公表で初めて知ったため、「関連マーケット・メイカー」ではないと主張し、聴聞委員会は UBS

図表 6 カナリー・ワーフ事件の概要



(出所) テイクオーバー・パネル開示資料より野村資本市場研究所作成

の訴えを承認した。

第二は、ソングバードがキングダム・ホールディングスによる二度目の TOB 応募の確約について開示しなかったことを情報開示義務違反とした事務局に決定に対するモルガン・スタンレー及び NM ロスチャイルドの不服申立てである。モルガン・スタンレー及び NM ロスチャイルドは、二度目の確約は一度目のものの確認にすぎないと主張したが、聴聞委員会は、二度目の確約は一度目のものと状況も内容も異なることなどを理由に、両者の訴えを退けた。

第三は、上記情報が開示されなかったことについて、シティ・コード違反に該当するものの、技術的な問題であるため TOB 手続きを再開するほどのものではないとした事務局の決定に対する CWG の不服申立てである。CWG は、本件情報開示が行われなかったため不利な状況に置かれたとして、TOB 手続きの再開を求めたが、聴聞委員会は、事務局の決定を支持し、訴えを退けた。

なお、カナリー・ワーフを巡る本件 TOB 合戦は、最終的に、ソングバードによる一株 295 ペンスの買収提案が CWG による一株 275 ペンス+新会社株式の買収提案に勝利している。

## (2) テイクオーバー上訴委員会への不服申立の事例～ユーロトンネル事件

公表されている情報ベースでは、過去に聴聞委員会の審理に関してテイクオーバー上訴委員会に不服申立てが行われたのは、2007 年 5 月のユーロトンネル事件 1 件のみである。

当時のユーロトンネルは、91 億ユーロの債務を抱え経営難に陥っていた。経営再建策として、債務の株式化などで債務負担を減らした上で、業務を新会社グループ・ユーロトンネルに引き継ぎ、新会社への株式交換を行うこととした。新会社のグループ・ユーロトンネルがユーロトンネルの株主に対して提示した株式交換の条件では、

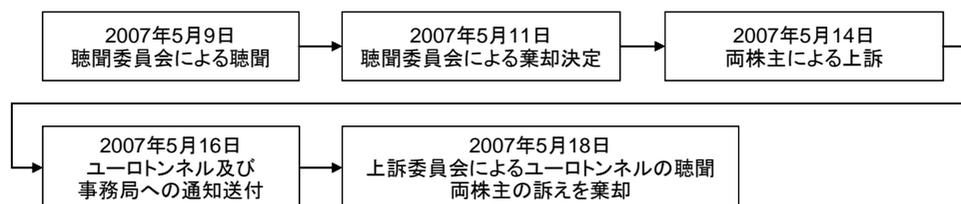
通行特権 (travel privilege) を有する株主と普通株主とが同等に扱われた。

そこで、通行特権を有する株主2名が、①通行特権を有する株主が株式交換に応じた場合、普通株主と異なり失うもの (通行特権) があり、株主平等の原則に反する、②通行特権を有する株主の持分は、ユーロトンネルの普通株とは異なるシェア・クラスとして扱われるべき、との理由から聴聞委員会に不服申立てを行った。聴聞委員会はこの訴えを退けたため、2名の株主はテイクオーバー上訴委員会に不服申立てを行った。テイクオーバー上訴委員会は、通行特権を有する株主であっても、普通株と異なるシェア・クラスの株主とは言えず、故に普通株と異なる株式交換の条件は必要でないと判断し、聴聞委員会の決定を支持した (図表7)。

## 2) コード委員会によるシティ・コードの改正

コード委員会は、シティ・コードの改正を担う。直近では、2005年に1回、2007年に2回、2008年(9月末まで)に3回改正が行われており、何れの場合も事前にパブリック・コメントの募集が行われている (図表8)。

図表7 ユーロトンネル事件における審理フロー



(出所) テイクオーバー・パネル及びテイクオーバー上訴委員会公表資料より野村資本市場研究所作成

図表8 近年のシティ・コード改正

| 改正時期     | 改正内容  |
|----------|---|
| 2005年11月 | TOB期間中のデリバティブ及びオプション取引の開示<br>- デリバティブ及びオプション取引の増加を受けたもの   |
| 2007年3月  | TOB指令の国内法化(2006年会社法)に友鳴る所要の変更<br>- チャネル諸島とアイル・オブ・マンの管轄、用語の定義、2006年会社法の参照、注記の追加等   |
| 2007年4月  | テイクオーバー・パネルのウェブサイトの変更<br>- 2006年会社法の施行に伴う内容変更   |
| 2008年1月  | PLUS市場(旧OFEX)、スキーム・オブ・アレンジメントに係る変更<br>- PLUS市場については、同市場が2007年に公認取引所(Recognized Exchange)にステータス<br>が変更されたことを受けたもの<br>- スキーム・オブ・アレンジメントについては、近年、企業再生以外の局面で同手法が用いられる<br>ようになったことを受けたもの |
| 2008年4月  | 資産価値評価に関する細目的変更   |
| 2008年7月  | 競争政策当局による審査期間との調整に関する変更   |

(出所) テイクオーバー・パネル開示資料より野村資本市場研究所作成

### 3) 制裁措置

テイクオーバー・パネルの事務局は、制裁措置の相手方となる者が事実認定及び制裁措置に同意する場合は、事務局の権限で制裁措置を課することができる。但し、相手方の同意が得られない場合などは、聴聞委員会が制裁措置の可否を決定することになる。

聴聞委員会がシティ・コード違反の事実を認定した場合に採ることができる制裁措置は4つある。第一に、公開若しくは非公開の非難声明の発出がある。第二に、テイクオーバー・パネルがコード違反者に与えた適用除外、承認、その他特殊なステータスの差し止めまたは取り消しがある。第三に、国内外の規制当局へのコード違反の事実の通知がある。2000年金融サービス市場法において金融サービス機構（FSA）は、シティ・コードを支持（endorse）する規則を制定する権限を与えられている（同法第143条）。FSAはこの規定に基づき、FSA規則において、情報開示などに係るシティ・コード違反を「市場作害行為」として、金融機関に対して罰金などの制裁措置を課することができるとしている。第四に、シティ・コードに違反する者である旨の声明公表がある。FSA規則において、金融機関は、シティ・コードに違反していると思われる者のための行為をしてはならないとされている。これは、シティ・コード違反を犯した者が、いわば「村八分」にされることを規定したものと見える。

### 4) テイクオーバー・パネル事務局の活動

前述の通り、事務局の日常業務は、M&A当事者との非公開のやり取りが大部分を占める。事務局の活動で公表されるものとしては、①買収提案発表の期限設定、②非難声明の発出、③プラクティス・ステートメントの発出、などが挙げられる。

買収提案の期限設定とは、買収提案を行うと見られる者に対し、一定期間のうちに正式な買収提案を提示するか、提示しない旨を公表するか、何れかの選択を迫るものであり、英国では一般に「Put up or shut up」と呼ばれている。これは、被買収者が買収提案を提示されるか否か不安定な状態を長引かせないようにすることを目的としている。ロンドン証券取引所が豪投資銀行のマッコーリーにTOBを仕掛けられた際、ロンドン証券取引所がテイクオーバー・パネル事務局に本規定の発動を求めたように<sup>9</sup>、一般的には対象企業の依頼に基づいて発動される。他方、買収者は、期限の延長を事務局に求めることもできる。因みに、テイクオーバー・パネル（事務局含む）の公式見解を示す「ステートメント」で最も頻度が高いのが、この買収提案の期限設定関連となっている<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> 詳細については、神山哲也「欧米における取引所の再編を巡る動き」『資本市場クォーターリー』2006年春号参照。

<sup>10</sup> 2005年：ステートメント48件中、期限設定13件、期限延長4件  
2006年：ステートメント24件中、期限設定12件、期限延長2件  
2007年：ステートメント42件中、期限設定12件、期限延長5件  
2008年：ステートメント41件中、期限設定14件、期限延長7件（2008年9月末時点）  
なお、ステートメントには、上記期限設定関連、本文で述べる非難声明やプラクティス・ステートメントのほか、人事異動、組織改編、聴聞委員会の審理結果、シティ・コードの改正、その他各種発表事項がある。

非難声明とは、シティ・コード違反を犯した者に対して事務局が発出するものである。非難声明を受けた者は罰金など実体的な制裁を受けるわけではないが、レピュテーション・リスクを負うことになる。直近3年間では、2件の非難声明が発出されている。一つめは、2007年2月に、ブリティッシュ・テレコムがTOB手続きを経ずにプラスネットの株式30%超を取得したことについて、ブリティッシュ・テレコムのアドバイザーであったNMロスチャイルドが適切な助言を行わなかったことに関して発出されたものである。二つめは、2007年10月に、iソフト・グループに対するIBAヘルスのTOB期間中に、豪ヘッジファンドのモントレイ・インベストメント・マネジメントが情報開示をせずに、両者の株式1%超を取得したことに関して発出されたものである<sup>11</sup>。

プラクティス・ステートメントとは、事務局がシティ・コードを個別の事例においてどのように解釈するのかを周知するために発出するものであり、強制力のない指針として2004年から始まった。事務局は必要に応じて過去のプラクティス・ステートメントを改正・撤回できる。本稿執筆時点で、テイクオーバー・パネルのウェブ・サイトに掲載されているプラクティス・ステートメントは24本となっている。

### 3. 司法との関係

テイクオーバー・パネルは、シティ・コードの執行機関としての性格と裁定機関としての性格を有するが、とりわけ裁定機関としてのテイクオーバー・パネルと司法審査との関係については、必ずしも明確でない部分がある。2006年会社法では、テイクオーバー・パネルと司法との関係に関して、買収者若しくは被買収者によるシティ・コード違反（主に情報開示義務違反）に関して、テイクオーバー・パネルが裁判所にエンフォースメントを求めることができる、とあるのみである（同法第955条）。

そこで、テイクオーバー・パネルの決定に関して、どの程度まで司法審査が及ぶのかが重要な論点となる。テイクオーバー・パネルの決定が司法審査によって簡単に覆されるのであれば、テイクオーバー・パネルの決定に重要性はなくなるからである。この論点に関しては、1987年のデータフィン事件が注目される<sup>12</sup>。データフィン事件において裁判所は、まず、テイクオーバー・パネルの活動が司法審査に服するとしている<sup>13</sup>。その上で、テイクオーバー・パネルの構成や独立性、自主規制機関としての性格を勘案すると、テイクオーバー・パネルの決定が著しく不合理であったり不整合であったりする場合でない限り、その決定に司法として疑義を差し挟むのは難しいと判じている。

<sup>11</sup> シティ・コード第8.3条では、TOB期間中、買収者若しくは被買収者の株式1%超を取得する場合、情報開示義務が課される。

<sup>12</sup> *Rv Panel for Takeovers and Mergers Ex p Datafin*

<sup>13</sup> この点で、本判決は英国の判例理論に一石を投じるものとなっている。即ち、従来の英国判例理論では、民間団体の行為が司法審査に服するのは契約違反若しくは違法行為があったとされる場合のみであったが、本判決によって、民間団体であっても、テイクオーバー・パネルのような公的機関の行為である場合には、契約違反若しくは違法行為が問題とされていない場合であっても司法審査の対象になるとされた。

また、テイクオーバー・パネルも、1989年のステートメントにおいて、TOBを妨げることを目的とした訴訟の提起は制限されるべき旨述べている<sup>14</sup>。以上から、理論的には、テイクオーバー・パネルの決定は司法審査に服するものの、実質的には、英国におけるM&A案件に係る最終的な裁定権限はテイクオーバー・パネル（ごくわずかな場合に限ってテイクオーバー上訴委員会）にあると言えよう。

## IV 我が国への示唆

これまで見てきたように、英国におけるM&Aに係る法規制と執行体制の特徴は、原則（プリンシプル）に基づき、実際のビジネスに携わる広範な関係者が、M&Aと同時並行でルールを解釈し、助言を行っていくことにある。他方、我が国における買収防衛策を始めとするM&Aのあり方を巡る議論は、冒頭で述べたように、米国のデラウェア州会社法に基づく判例法理の蓄積をベースとしている（図表9）。

ここで改めて、我が国企業の置かれている状況を見ると、人口の減少に伴う国内市場の縮小や、クロスボーダーの経済活動の増加に伴う国際競争力強化の必要性などに直面している。このような環境下において、M&Aが円滑に行われる環境を整え、コーポレート・ガバナンスの実効性を担保することは、経済・社会のあり方の根幹に係わる課題となってきた。

我が国におけるM&Aに係る法規制と執行体制を巡る議論の中で、米国だけではなく、英国型のモデルについても、改めて検討することの意義は大きいものと思われる。

図表9 英国型と米国型のM&A法制と執行体制の比較

| 米国型                |                | 英国型                 |
|--------------------|----------------|---------------------|
| 法律<br>(米:デラウェア会社法) | ルール            | 自主規制<br>(英:シティ・コード) |
| 裁判所                | 裁定者            | パネル                 |
| 大                  | 被買収企業の<br>裁量の幅 | 小                   |

(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> Panel Statement on Minorco-Consgold (1989年5月9日)