

# 英国企業買収規制の「実像」と わが国への「示唆」

渡辺宏之\*

わが国では最近、英国の企業買収規制に関する注目が非常に高まっている。当研究所では、当初より、英国を中心とした欧州の会社法・資本市場法制に特に焦点を当ててきた。

英国の企業買収ルールの特質は、「徹底した“株主決定主義”」である。これは、いわゆる“株主価値最大化主義”とは別物であり、オファー（公開買付けの申込み）に応じるか否かの判断が徹底して対象会社の株主に委ねられている点が特徴的である。そして英国では、徹底した株主決定主義を機能させるための十分かつ合理的な範囲の情報開示がなされて実質的な受益者も公表され、適切なタイムテーブルが整備されて不正取引の禁止も厳格である。

わが国では、買収者が「グリーンメイラー」や「濫用的買収者」であるか否かが裁判所においてもしばしば問題にされるが、英国では、買収者の属性を判断するのではなく、濫用的買収者が自然に淘汰される具体的なルールの構築がなされている。詳細なルールおよびその注釈（note）が存在するうえ、直接的なルールが存在しない場合は、「プリンシプル（一般原則）」に立ち返って判断され、「ループホール（抜け穴）」がほとんどない。

英国では、1968年より企業買収規制の専門機関である「テイクオーバー・パネル」が存在し、シティ・コード（現在のテイクオーバー・コード）のルールに基づいて、専門家による、市場に密着した迅速・柔軟な買収規制を行ってきた。現在、わが国においても英国の制度からの示唆を受け、“日本版テイクオーバー・コード”や“日本版テイクオーバー・パネル”の導入が真剣に検討され始めている。

英国企業買収規制は上記のような特色と長所を有するが、わが国における一般的な理解が、英国における実像とは大きく異なる点も多い。以下、代表的なものをいくつか挙げてみたい。

①テイクオーバー・パネルは完全な自主（非制定法上の）規制機関であるという理解は現在では事実と異なり、従来においても留保を要する。現在、パネルの権限や組織は、EU企業買収指令の国内法化の結果、2006年英国会社法に根拠づけられており、裁判所に執行を求めることも可能である。それにもかかわらず自主規制的性格を維持しているのは、ルールの制定・運用を法律でパネルの権限とし、裁判所もパネルの判断を尊重しているためである。

②過去の自主規制においても、シティでの評判・名声だけに依拠してルールが遵守されてきたわけではなく、「企業買収のルールを守らない者のためには仕事をしない」という強力な“冷遇措置”（cold shouldering）を背景に機能してきた。これは、企業買収の際に両当事者に投資銀行等のアドバイザーがつくことが事実上必須である英国では致命的なことであり、シティ以外の者に対するエンフォースメントをも可能にしてきたといえる。この措置は、FSA（金融サービス機構）に法的ルールとして継

\* 早稲田大学GCOE《企業法制と法創造》総合研究所・法学学術院准教授

承され、「制定法の影の下の自主規制」として機能してきた。

③英国企業買収ルールの中核のひとつである「マダトリーオファー・ルール」（過去12ヵ月間の最高買付価格での強制的全部買付義務）は、対象会社の30%以上の議決権を「取得した場合」に適用されるものであって、これから取得しようとする議決権の比率に即して規制をかける日本の方式とは異なっている。

④英国においてマダトリーオファーが行われることは、実際にはごくわずかである。公開買付案件のほとんどは、より規制の緩いボランタリーオファー（任意的全部買付け）であり、公開買付けによらない支配権移転も結果的には多い。しかしながら、買収者にとって、厳しいマダトリーオファー・ルールが存在することで、安易な支配権の移転への「抑止力」となっている。

⑤英国では、買収防衛策の導入自体が禁止されているわけではなく、オファーの前後いずれにおいても株主の承認（総会決議等）により導入が可能である。しかし、機関投資家の力が極めて強くかつ「株主決定主義」が貫徹されている英国の（上場）会社では、アメリカや日本のようなライツプラン（ポイズンピル）等の防衛策が実際に導入されることは極めて稀である。

ところで、英国と他の欧州諸国の株式保有構造、および具体的なルール運用の相違を認識することも重要である。例えば、いかなる株式保有構造を前提にするかによって、「マダトリーオファー・ルール」の果たす機能が異なってくることは十分に留意が必要である。

同ルールは、英国のように30%以上の株式を保有するブロックホルダーが非常に少なく、かつそのようなブロックホルダーは対象会社の大多数の株式を保有していることが多い株式保有構造のもとで、一定の支配権移転を実現するために適合的な制度と考えられる。

ブロックホルダーの比率が高い株式保有構造のもとで同ルールを適用する場合、支配権移転に対して非常に抑制的な効果を有する。例えばドイツでは、EU企業買収指令の国内法化により、「マダトリーオファー・ルール」や「取締役会の中立義務」を採用したが、ブロックホルダーの比率が高くかつ取締役会の中立義務も徹底したものではないため、結果として企業買収の成功がより困難なルールになったとの見方も有力である。

そのような状況で仮に支配権の移転数を増やすためには、例えば、買付価格を（最高価格から）柔軟に調整することが一つの手段であり、欧州諸国ではそのような対応が行われている国もある。最高価格の要件を外せば、マダトリーオファー・ルールは「全部買付義務」に近くなり、一定の類型に対する例外の構築が合理的に行われていれば、濫用的でない戦略的買収者にとって厳しすぎるルールとはいえないであろう。

以上の点をふまえ、現在のわが国の株式保有構造等を前提に、いかなる程度でいかなるかたちの支配権の移転が生じることを目指すか、われわれ自身の重要な政策判断が必須となる。例えば、①支配権移転の促進、②不公正な支配権移転の抑制、③支配権移転自体の抑制、のいずれかを中心課題にするかによって制度設計が大きく異なりうる。

一方で、英国企業買収規制からの示唆は、マダトリーオファー・ルールや自主規制の伝統だけではなく、「十分かつ合理的な範囲での情報開示」や「制定法のサポートを受けた、専門家による迅速・柔軟な規制」も、きわめて重要な要素であることを忘れてはならない。以上のような英国企業買収規制の実像と特質を十分に理解した上で、何をわが国の法制に取り入れるべきか、取り入れるべきではないか、あるいは修正して取り入れるべきかについての、真摯かつ本格的な議論をぜひとも行ってきたい。