

# 英国M & A 制度研究会報告書

2009年6月30日

財団法人 日本証券経済研究所

## 目 次

一	はじめに	1
1	英国 M&A 制度研究会の活動	1
2	本報告書の趣旨・構成	1
二	テイクオーバー・コードについて	2
1	コードの位置付けについて	2
2	コードの内容について	2
(1)	部分的な取得に対する規制	2
(2)	潜在的な買付者の公表に係る規制	7
(3)	資金の確認 (cash confirmation)	8
(4)	買収を妨害する行為 (買収防衛策) の制限	9
3	コードの解釈・運用・改正について	9
(1)	コードの解釈・運用について	9
(2)	コードの改正について	10
三	テイクオーバー・パネルについて	11
1	パネルの組織の位置付けと構成	11
2	パネルの運営実態と機能する要因	12
(1)	出向者の知見を活用する職員構成	12
(2)	迅速かつ一体性ある案件処理	13
(3)	異議申立手続の保障と裁判によらない迅速な M&A 手続	14
(4)	一貫性ある判断を支える先例・研修プログラム	16
(5)	アドバイザーが果たすコード遵守への役割	16
(6)	冷遇措置がもたらすコード遵守のインセンティブ	17
四	おわりに	18

別紙 1 英国 M&A 制度研究会メンバー

別紙 2 英国 M&A 制度研究会開催内容

## 一 はじめに

### 1 英国 M&A 制度研究会の活動

英国 M&A 制度研究会（以下「当研究会」という。）は、英国の M&A 制度について、その制度のあり方と実際の運用を学術的見地から研究することを目的として財団法人日本証券経済研究所に設置された民間の研究会であり、その主たる研究対象は、英国の M&A 制度の最大の特徴であるテイクオーバー・コード<sup>1</sup>（以下「コード」という。）及びテイクオーバー・パネル<sup>2</sup>（以下「パネル」という。）についてである。

当研究会は、2008年8月27日から2009年5月14日にかけて5回の会合を開催し、各回においては、1名ないし数名の発表者が、コード又はパネルに関連するテーマについて発表を行った上、委員、オブザーバー及び幹事がこれに関する質疑応答及び自由討議を行った（別紙1・2参照）。

また、2009年1月11日から16日にかけて、当研究会の委員を中心に構成した調査団を英国に派遣し、パネルのほか、法律事務所や金融機関などの M&A 実務関係者及び有識者等からのヒアリング（以下「ヒアリング」という。）を実施した。かかるヒアリングは、事前に、当研究会の会合において討議した上で作成した質問項目（以下「質問項目」という。）を各ヒアリング先に送付した上で、その内容に沿う形で実施した。

### 2 本報告書の趣旨・構成

本報告書は、上記1に記載した当研究会の活動におけるこれまでの研究内容を取りまとめるものである。

以下では、二においてコードについて、三においてパネルについて記載する。

---

<sup>1</sup> 正式名称は The City Code on Takeovers and Mergers.

<sup>2</sup> 正式名称は The Panel on Takeovers and Mergers.

## 二 テイクオーバー・コードについて

### 1 コードの位置付けについて

コードは、英国における買収等に関するルールとしてパネル<sup>3</sup>が制定・改廃・運用するものであり、1968年以來、長らく、英国のM&A実務関係者による自主規制として存在してきた。2006年英国会社法においてコード及びパネルに関する規定<sup>4</sup>が置かれたことにより、コードも純粋な自主規制ではなく法的根拠を有するルールとなったが、これは、2004年に採択されたEU企業買収指令が加盟国の規制に法的根拠を求めていたためであり、法的根拠を有することになったことにより、その内容や自主規制的性格の本質的部分に変化はない。

### 2 コードの内容について

コードによる規制の内容は、徹底した一般投資家・少数株主保護の原則に基づいている。以下では、その中でも英国における規制に特徴的であり、質問項目及びヒアリングにおいて主たる議題とした、部分的な取得に対する規制、潜在的な買付者の公表に係る規制、資金の確認、買収を妨害する行為（買収防衛策）の制限について取り扱う。

#### (1) 部分的な取得に対する規制

##### ア 規制の概要

##### (ア) 基本的な枠組み

コードによる規制の最大の特徴は、ある会社の株式を取得（市場内買付けや新株発行の割当てを受ける場合を含む。以下同じ。）する場合において、議決権割合が30%以上50%以下となるような取得を行うことは、原則としてできないという点である。このことは、以下のような規制によって確保されている。

① 30%以上の議決権に係る株式<sup>5</sup>を取得した場合、又は、30%以上

<sup>3</sup> パネルの組織・運営については、三において後述する。

<sup>4</sup> 例えば、ルールの制定・裁定等（943、945、946条）、コードの適用免除・修正（944条）、書類・情報の要求（947条）、制裁（952条）、RULE9（詳細は後述する）等の違反者に対する補償命令（954条）の権限等。裁判所に執行を求めることも可能となった（955条）。

<sup>5</sup> 正確には株式に係る権利（interest in shares）であり、これには一定のデリバティブの当事者となっている場合が含まれるなど、かなり広汎な範囲のものが含まれるが

（DEFINITIONS-Interest in securities）、本報告書では、便宜上、単に「株式」と表記する。

50%以下の議決権に係る株式を所有している者<sup>6</sup>が株式を追加的に取得した場合には、その後、すべての株主<sup>7</sup>に対してオファアを行い、当該オファアに対して応募があったすべての株式を取得しなければならない<sup>8</sup>。(RULE9.1、いわゆるマダトリー・オファア)

- ② ボラダトリー・オファア（任意の公開買付け）を行った結果として議決権を取得することとなった場合はマダトリー・オファアの適用はないが（RULE9.1）<sup>9</sup>、ボラダトリー・オファアの際も、マダトリー・オファアの場合と同様に、すべての株主に対してオファアを行い、当該オファアに対して応募があったすべての株式を取得しなければならない。

---

<sup>6</sup> 本文に記載のとおり、議決権割合が30%以上50%以下となるような取得を行うことは原則としてできないが、後述の例外的な取扱いを受ける等によりこのような者が存在することはあり得る。

<sup>7</sup> 正確には、すべての種類の equity share capital（議決権がないものも含まれる。）及び議決権に転換できる他のすべての有価証券の所有者に対してオファアを行う必要があるが、本報告書では、便宜上、単に「株主」と表記する。

<sup>8</sup> このように、30%という数字が規制のトリガーとして極めて重要な意味を持っている。対象会社に対して実効的な支配（effective control. ここには、単なる拒否権ではなく、より積極的な支配権を行使し得るという趣旨が含まれていると考えられる。）を獲得し得る議決権割合は、個別の事情（例えば、当該会社の株主構成、株主総会の出席率等）によって異なり得るものであるが、通常、30%以上の議決権を取得すれば、実効的な支配を取得し得るとの考え方から30%という数字が採用されているようである。また、上記のとおり、対象会社の個別の事情により30%以上50%以下の範囲内で実効的な支配の取得が起り得るため、①30%以上50%以下の議決権に係る株式を所有している者が株式を追加的に取得した場合にマダトリー・オファアが適用され、②50%超の議決権を取得しない限りオファアが成立しないものとされる。

<sup>9</sup> マダトリー・オファアとボラダトリー・オファアの違いは、①マダトリー・オファアの場合は、買付けに係る条件は、50%超の議決権を取得することになるだけの応募がない場合は買付けを行わないという条件しか付せないのに対し、ボラダトリー・オファアの場合はより詳細な条件を付すことができる、②マダトリー・オファアの場合には、必ず現金を対価とし（又は現金を選択的な対価に含め）、かつ、原則として過去12か月間又は買付期間中の対象会社株式の取得において支払った最高の価格を買付価格とすることが求められる（RULE9.5）のに対し、ボラダトリー・オファアの場合には、買付期間及び過去12か月間に現金を対価として（証券を対価とした場合も通常現金での取得とみなされる）10%以上の議決権を取得した場合若しくは買付期間中に現金を対価として（証券を対価とした場合も通常現金での取得とみなされる）株式を取得した場合又はパネルが必要と判断した場合に、原則として当該取得において支払った最高の価格を現金で対価とする（又は現金を選択的な対価に含める）ことが求められる（RULE11.1、11.3）という点にある。このように、マダトリー・オファアはボラダトリー・オファアに比べて制約が大きいため、実際上は、買付者は、30%以上の議決権を取得しようとする場合には、マダトリー・オファアの適用を避けるためにボラダトリー・オファアを行うという行動様式を取ることになる。したがって、マダトリー・オファアの事例は非常に限られており、例えば、2007年-2008年においては、134件の買収提案のうち、マダトリー・オファアによるものは9件であった（パネルのアニュアルレポート（2007-2008）による）。

- ③ マンダトリー・オファーも、ボランタリー・オファーも、当該オファーにより 50%超の議決権を取得することになるだけの応募がない限り、当該オファーに基づいて株式の取得を行うことはできない。(RULE9.3(a)、10)

以上をまとめると、ある者が、ある会社の 30%以上の議決権を取得しようとする場合には、いずれにしても、すべての株主に対してオファーを行い、応募があったすべての株式を取得しなければならず、その際、50%超の議決権を取得するに至らない場合には、1株も取得することができないということになる。

(イ) 例外的な取扱い

コードの規定上、マンダトリー・オファーは、パネルの承認がある場合は免除されることとされており、コードの **NOTES ON DISPENSATION FROM RULE 9** において、パネルが通常承認を与える場合が示されている。しかし、それらは、買付者から独立した株主の過半数の承認がある場合の新株発行や対象会社が深刻な財務状況にある場合等、ある程度限定的な場合に限られている<sup>10</sup>。

もっとも、コードの規定上、パネルがマンダトリー・オファーの適用を免除する場合は、**NOTES ON DISPENSATION FROM RULE 9** に明示されている場合に限られているわけではない。また、コードの規定上、パネルの承認を得た場合には、対象会社の株式を部分的に取得する公開買付け（パーシャル・オファー）を行うこともできる (**RULE36.1**)<sup>11</sup>。そこで、パネルが、どのような場合にそ

---

<sup>10</sup> **NOTES ON DISPENSATION FROM RULE 9** には、①ホワイト・ウォッシュ（新株発行の割当てを受ける場合において、発行会社の株主総会における独立した株主の過半数による承認がある場合）、②担保の実行（担保の実行による取得で、取得後、限定された期間内に 30%未満となるような処分がなされた場合）、③レスキュー・オペレーション（対象会社が深刻な財務状況に陥っており、新株の引受け又は既存株式の取得が救済のための唯一の方法である場合）、④不注意による誤り（不注意により誤って取得し、取得後、限定された期間内に 30%未満となるような処分がなされた場合）、⑤50%以上議決権を有する株主によるオファーの拒否（50%以上の議決権を有する株主が、オファーに応じないことを書面で明らかにしている場合、又は、既に単独で 50%以上議決権を有する株主が存在している場合）、⑥無議決権株式に対する権利付与（無議決権株式に対する権利付与により議決権を有することとなった場合（権利付与が行われると信じて取得した場合を除く。））が記載されている。もっとも、現実に発生するものは、ほとんどが①ホワイト・ウォッシュのようである。

<sup>11</sup> パーシャル・オファーを行うためには、パネルの承認のほか、①オファーの前後 12 か月間において対象会社の株式を取得することができず、②独立した株主の過半数の承認を得る必要があるという厳しい制約が課される (**RULE36.2、36.3、36.5**)。また、パネルは、一般にパーシャル・オファーを望ましくないものと考えており、実際にパーシャル・

これらの承認を行うかが重要になるが、パネルへ送付した質問項目<sup>12</sup>に対する回答によれば、例えば、対象会社と事業提携することを目的とする株式の取得等、我が国において一般的に行われている株式の取得について、パネルがマンダトリー・オファーの適用を免除し、又は、パーシャル・オファーの承認をすることは、ほとんどあり得ないということが分かった。特に、株式の取得により買付者と対象会社の関係が緊密になり、いずれか又は双方に商業的な利益が生じることを理由としてそれらの承認を行うことは通常ない旨の明確な回答があった。

また、コードの規定上、当該オファーにより 50%超の議決権を取得することになるだけの応募がない限り、当該オファーに基づいて株式の取得を行うことはできないとの規制（(ア)の③）は、パネルの承認がある場合は課されないものとされているが（RULE9.3(a)、10）、かかる承認についても、パネルは、かかる規制を極めて重要なものであると考えており、かかる承認を行った事例はないとのことであった。

このように、部分的取得に対する規制の例外は限定的であり、実際の運用においては、(ア)に記載した基本的枠組みは厳格に維持されているといえることができる。

## イ 規制の背景

ア (ア)に記載した基本的枠組みが厳格に維持されていることにより、ある会社の株式を取得しようとする者は、基本的に、30%未満の取得にとどめるか、少なくとも 50%超（100%に至る可能性もあり、自らパーセンテージを決定することはできない。）の取得を行うかを選択しなければならないことになる。

この点は、事業提携等を目的として 30%以上 50%以下の範囲での株式の取得がよく行われる我が国の現状とは異なるため、英国においてはなぜこのような規制の枠組みが取られており、かつ、それが支障なく機能しているかを分析する。

---

オファーが実施されることも稀である。

<sup>12</sup> 質問項目においては、我が国において一般的に行われている株式の取得形態であって、コードの文言上はマンダトリー・オファーの適用があると考えられるものを多数設例化し、そのそれぞれについて、パネルがマンダトリー・オファーの適用を免除し、又は、パーシャル・オファーの承認をした事例はあるか（又はそのような承認をする可能性があるか）を質問した。

(ア) 少数株主保護の徹底

部分的な取得に対する規制の基本的枠組みは、特定の株主が会社の支配権を取得した場合には、他のすべての株主に公平<sup>13</sup>な売却の機会（当該会社から離脱する機会）を与えるべきであるという理念に基づいている。

そして、かかる理念の根底にあるのは、コードの一般原則（GENERAL PRINCIPLES）にも規定されている少数株主保護の哲学（philosophy）である。英国においては、このような少数株主保護の哲学をパネルが徹底しているのはもちろんのこと、パネルがそのような哲学を有していることが、法律事務所、金融機関等のアドバイザーの間にもよく理解され、尊重されている<sup>14</sup>。

(イ) 実務上のニーズ

英国においては、例えば、事業提携等を行うにあたって、提携先の株式を取得することに何らかのメリットがあるとは認識されていない。また、株式の持合いのような状況もほとんどないため、株式の持合いに関連して相手方の株式を部分的に取得するニーズもない。このように、そもそも、買付者が部分的な取得を行うニーズがあまりないようである。

また、パーシャル・オファーについては、株主にとって、公平な売却の機会を与えられない点で魅力がないものであり、株主に受け入れられないため行われたいという指摘もあった。

(ウ) 英国の上場会社における株主構成

英国の上場会社においては、株式の所有が分散しており、特定の大株主が存在するような状況は少ないため、例えば、30%以上の議決権を所有する大株主 1 名から株式を取得する場合等、実質的には相対取得であるが公開買付規制の要件に該当するというような状況が起こりにくい。そのような状況の下では、30%以上の議決権を取得した場合にはすべての株主に対してオファーをしなくてはならないという規制を厳格に運用したとしても、支障が生じにくいと考えられる。

---

<sup>13</sup> ここでいう「公平」には、機会の公平という意味とともに、公平な価格という意味が含まれる。

<sup>14</sup> アドバイザー自身が少数株主保護の徹底に無条件で賛成しているかどうかという点については一定の留保が必要であるが、少なくとも、パネルが少数株主保護の徹底という哲学を有していることに対するアドバイザーの理解と尊重は感じられた。



以上のように、英国において部分的な取得に対する厳格な規制が取られている背景には、少数株主保護の徹底という積極的な理由に加えて、英国におけるビジネス上のニーズや上場会社の株主構成等といった事情があると考えられる。

## (2) 潜在的な買付者の公表に係る規制

コードの規定上、買付者が対象会社の取締役会に対して買付けの確固たる意思を通知した場合には公表が求められているが (RULE2.2(a))、コードによる規制の特徴は、買付者が対象会社にアプローチする前であっても、買付者 (となろうとする者) の動きに起因して対象会社が噂 (rumour) や憶測 (speculation) の対象となっている場合や対象会社の株価に不自然 (untoward) な動きが見られる場合には、買付者 (となろうとする者) に公表が求められる等 (RULE2.2(d))、買付けの実施が確実となる以前の早い段階で買付けの可能性に関する情報の公表<sup>15</sup>を求めている点である。

かかる規制は、パネルにおいて非常に重要な規制であると認識されており、パネル事務局 (Executive. 以下「事務局」といい、詳細は三において後述する。) は、かなりこの規制に関して時間を費やしているとのことであった。

特に、対象会社の株価の動きが不自然かどうかについては、関係するすべての事案について検証し、不自然であると判断された場合には<sup>16</sup>、必ずと言っていいほど公表を求めているとのことであった。

また、パネルは、RULE2.2(d)に基づく公表が必要か否かという点に関して判断するために、潜在的な買付者又はそのフィナンシャル・アドバイザーがかなり早い段階でパネルのコンサルテーションを受けることを求めている (PRACTICE STATEMENT NO.20-4.2)。

このような規制は、市場 (投資家) に対する適切な情報提供という観

---

<sup>15</sup> かかる公表を行った場合において、その後、パネルが、買付者の意思を明確にする義務を課した場合には、定められた期限までに、確固たるオファーの意思を表明するか、あるいは、オファーを行わない旨の表明をしなければならない (RULE2.4(b)、いわゆるプットアップ・オア・シャットアップ・ルール)。これは、対象会社が、いつまでも、買収可能性があるという不安定な状況に置かれるべきではないという、コードの一般原則 6.に由来するものである。

<sup>16</sup> 不自然であるかどうかは、単に株価の動きだけではなく様々な要因によって判断される。例えば、対象会社の株価が1日に5%以上上昇する場合や、対象会社に対するアプローチがなされて以降、株価が10%以上上昇するような場合であっても、不自然ではないと判断した例は多数あるとのことであった。

点から、用意されているオファーがある場合には市場（投資家）はそれを知った上で行動すべきであるとの考え方に基づいており、この点においても、コードの投資家保護の精神が表われている<sup>17</sup>。

### （3）資金の確認（cash confirmation）

コードの規定上、現金を対価としたオファーの際には、買付けに要する資金の調達が可能であることに関してフィナンシャル・アドバイザー等による確認を受けなければならない（**RULE2.5(c)**、**24.7**）。

かかる確認についての責任は、基本的に、パネルではなく、確認を行うフィナンシャル・アドバイザー等（以下「資金確認者」という。）の側にある。すなわち、パネルは、資金確認者がどのような方法によりかかる確認を行うかということについて基本的に関知せず<sup>18</sup>、資金確認者は、資金の確認を宣言する（**cash confirmation statement**）ために必要であると自ら考える方法を取る責任がある<sup>19</sup>。

資金確認者が実際にどのような方法を取るかは、買付者がどのような者であるかや取引のスキームにもよるが、一般的には資金の流れについてのデュー・ディリジェンスが実施され、また、新たに資金調達に係る契約を締結する場合には、当該契約のドキュメンテーション・レビューが実施されるようである。特に、ファンドに関しては、（実質的な）出資者の出資を実行する能力について確認したり、借入れに関しては、いわゆる **Material Adverse Change** による不実行を認めないなど、非常に厳格な確認が行われている。

上記のとおり、資金の確認の方法は資金確認者に委ねられているため、具体的にいかなる者が資金確認者になるかによってどの程度厳格に確認が行われるかも異なってくるのではないかとも思われるが、一定のスタンダードはあり、主要な資金確認者は同程度の厳格さで行っているとの

---

<sup>17</sup> もっとも、この点に関しては、投資家保護という点以上に、金融市場の信頼性を促進するという趣旨や（**Introduction 2(a)**）、市場機能が歪められるような形で虚偽市場が形成されてはならない（公正な価格形成を通じた市場機能の確保）という趣旨（一般原則 4.参照）が強く表われているとも考えられる。

<sup>18</sup> これは、資金確認者がどのような方法を取ったかということについて、事前にパネルが関心を持つことはないということであり、実際に資金の提供ができなかった事例において、事後的に、パネルが、資金確認者がどのような方法を取ったのか調査しようとしたことはあったとのことであった。また、資金確認者の側からコンサルテーションを求めることはあるようである。

<sup>19</sup> 仮に、買付者による資金の提供ができなかったとしても、資金確認者は、責任を持って合理的なステップを踏んでいれば、自ら資金提供する責任を負うことはないが（**RULE 2.5(c)**、**24.7**）、レピュテーションの観点から、自ら資金提供することも検討の対象となり得るとのことであった。

ことであった。

このように、買付けに要する資金調達に関する英国の規制においては、資金確認者たるフィナンシャル・アドバイザー等が極めて大きな役割を果たしていることになるが、これまで、実際に買付けに要する資金を提供できなかった事例は1、2件しかなかったとのことであり、かかる枠組みは英国において非常に良く機能していると推察される。

コードにおいては、一般原則において、買付者は対価の手当てを確実にした上で買付けを開始しなければならないものとされている。資金の確認に関する規制は、この一般原則の具体化であり、コードの一般投資家・少数株主保護の精神の強い表われとされている。

#### (4) 買収を妨害する行為（買収防衛策）の制限

コードの規定上、対象会社の取締役は、オファーの進行中、又は、真正な (bona fide) オファーが差し迫っている (imminent) と信じる理由がある場合には、株主総会の事前の承認がない限り、買収を妨害する行為<sup>20</sup> (以下「買収防衛策」という。) を採ってはならないとされており (RULE21.1)、実際の買収局面において対象会社の取締役が買収防衛策を採ることは原則として禁止されている (いわゆる中立義務)。これは、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というコードの一般原則 3.を具体化した規定であり、取締役による買収防衛策が比較的広汎に認められる米国型の M&A 規制とは対照的な英国型規制の特徴である。

なお、RULE21.1 の規定上は、株主の事前の承認を得て買収防衛策を導入・発動することも可能であるが、いわゆるライツ・プランのような新株発行を伴う防衛策については、英国で導入・発動している事例はない<sup>21</sup>。その背景としては、①投資家の利益は主にコードの規定及びその運用を通じて手厚く保護されており、各企業が買収防衛策の導入・発動を検討する現実的な必要性がないこと、②英国においては機関投資家が主要な株主であるところ、機関投資家は買収防衛策の導入を承認する可能性は低いこと、などが挙げられる。

<sup>20</sup> 「買収を妨害する行為」には、対象会社の取締役会が、株式に転換できる社債を発行したり、買付期間中に自社の重要資産を売り払ったり、訴訟を提起したりすることなども該当する。

<sup>21</sup> 黄金株や複数議決権株式などの種類株式についてはごく一部の企業で導入されている。

### 3 コードの解釈・運用・改正について

#### (1) コードの解釈・運用について

まず、2(1)に記載したとおり、部分的な取得に対する規制に関しては、パネルは、かなり厳格にこれを運用している。厳格であるが故に、解釈・運用としてはシンプルで、当事者にとっては理解しやすく、かつ、納得感の高いものになっていると考えられる。

この点に関連し、我が国においては、一般論として、パネルによるコードの解釈・運用が柔軟である旨の指摘がなされることがあるが、そのような指摘が、容易に規制の例外が認められるという趣旨のものであるとすれば、かかる理解は正確ではない。

次に、パネルは、コード上明示的には規定されていない事態が生じた場合であっても、一般原則に遡って判断するなど、プリンシプル・ベースの解釈・運用を行っている。この点では、パネルの解釈・運用には柔軟性があるということもできるが、ここでいう「柔軟性」は上記のとおり容易に規制の例外が認められるという意味ではなく、むしろ、徹底した一般投資家・少数株主保護を貫徹させる趣旨で、個々の技術的な規定の解釈・運用を柔軟に行っているものである。

#### (2) コードの改正について

パネルは、新たな取引手法等、コードの既存の規定が適用できない事態が生じた場合、迅速にコードを改正することによって対応することもある。コードの改正は数か月程度で行うことが可能であり、緊急の場合にはより早く行うことも可能であるとされる。

なお、コードが改正されたとしても、改正後の規定が改正前の事案に遡及的に適用されるわけではないが、パネルは、一般原則を個別事案に適用することにより、改正後の規定を適用したのと実質的に同様の結果を得ることができるとしている。この点についても、パネルは、一般投資家・少数株主保護を貫徹させる趣旨で柔軟な解釈・運用を行っていることができる。

### 三 テイクオーバー・パネルについて

英国における M&A 案件は、パネルの事務局によって、実務慣行に通じた現実的判断が、迅速に下されるとともに、訴訟に至らないことにより、手続全体に要する時間や裁判コストが少なく済むことが大きなメリットとされる。

このようなメリットを生み出すパネルは、若手出向者が事務局において重要な役割を担っているなどの特徴を有しているが、一体どういった組織なのか、以下、その運営実態及びパネル制度が機能する要因について詳述する。

#### 1 パネルの組織の位置付けと構成

パネルは、1968年、コードを運用し、公開買付け、その他の経済活動を監督する機関として民間団体により設立されて以降、制定法上の根拠を有しない「自主規制機関」として存在してきた。2004年に採択されたEU企業買収指令の国内法化に伴い、2006年英国会社法にパネルに関する規定が定められ、制定法上の根拠を有することとなったが、基本的な組織運営や業務方法に変更はなく<sup>22</sup>、パネルの自主規制機関としての性格は維持されている。このように自主規制機関としての性格を有するパネル制度が維持されたのは、同制度に対してマーケット参加者からの支持があり、政府もこれを英国の企業買収規制における強みとして高く評価したためである<sup>23・24</sup>。

パネルの組織は、聴聞委員会、コード委員会といった、複数の委員会<sup>25</sup>により構成され、その下に設置された事務局が、日々発生する M&A 案件の規制を実際に行っている。

---

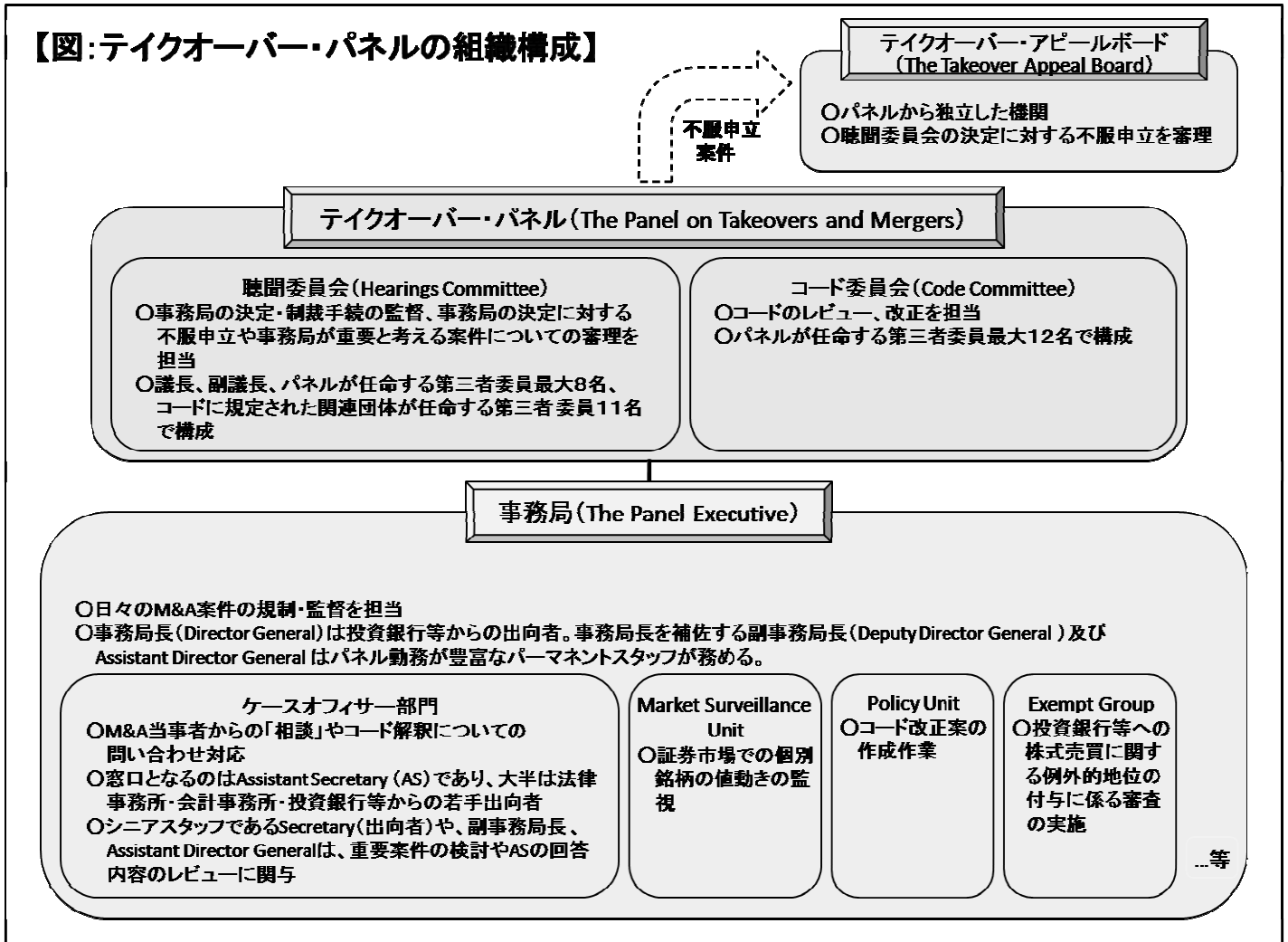
<sup>22</sup> EU 企業買収指令は英国のルールをベースに策定されたものであり、加えて当該指令が共通基準というよりも、最低基準を定めたものであったため、コードに定められた要件は、多くの点において EU 企業買収指令の基準を十分満たしており、EU 企業買収指令の国内法化に際し、コードに重大な変更を行う必要性は認められなかった。

<sup>23</sup> EU 企業買収指令の施行に際して出された英国貿易産業省（The Department of Trade and Industry）の諮問文書（DTI consultative document）では、パネルによる規制の強みとして、独立性及び規制の自律性が、意思決定における柔軟性、迅速性及び確実性等とともに挙げられている（Company law - Implementation of the European Directive on takeovers bids, A Consultative Document, January 2005, p.2, 1.11）。

<sup>24</sup> EU 企業買収指令第 4 条においては、「国内法あるいは国家機関により承認された私的団体」も規制機関として指定可能とする旨の規定が盛り込まれているところ、これは英国の意向が反映されたものである。

<sup>25</sup> これらの他、パネルメンバーのうち第三者委員を推薦する指名委員会（Nomination Committee）や、その報酬等を決定する報酬委員会（Remuneration Committee）がある。

【図：テイクオーバー・パネルの組織構成】



## 2 パネルの運営実態と機能する要因

### (1) 出向者の知見を活用する職員構成

コードにおいては、例えばマダトリー・オファーの適用が、パネルに相談の上、その承認を得て、免除されることがあるなど、M&Aの当事者は多くの局面でパネルへ「相談 (consultation)」することになる。上記のような「相談」や、コードの解釈についての問い合わせへの対応が、コードを運用するパネルの中核的業務である。

かかる業務は、事務局のケースオフィサー部門<sup>26</sup>が担当し、同部門に所属する Assistant Secretary (以下「AS」という。)が窓口となる。ASは、2009年2月時点で8名<sup>27</sup>在籍しており、一人を除いて全員が、M&A案件業務を数多く手がけている法律事務所・会計事務所・投資銀行等から

<sup>26</sup> 事務局には本文で紹介しているケースオフィサー部門の他、証券市場での個別銘柄の値動きを監視する Market Surveillance Unit やコードの改正案の作成作業を行う Policy Unit 等の部門がある。

<sup>27</sup> 人数はその当時の M&A 活動の状況に応じて増減する。

の出向者である<sup>28</sup>。彼らは、高い水準の専門知識を有する、20代後半～30代の気鋭の若手であり、2年間パネルでM&A規制の実務に従事し、出向元に復帰する慣行となっている。

このような出向システムのメリットとしては、まずパネル側から見ると、M&A実務に関する、幅広く、かつ最新の知見を継続的に吸収できる。これが、パネルをして、最新の実務慣行に通じた現実的で妥当な判断を可能としており、ひいては、シティにおけるパネルへの信頼・名声が高まることにつながっている。また、M&A実務に通じた、若く優秀な人材が入ってくることで、パネルの業務運用も効率的なものとなる。

一方、出向元から見ると、復帰した元出向者を通じて、パネルの考え方やM&A規制の最新の運用を吸収することができるほか、元出向者がアドバイザー<sup>29</sup>として活動することで、クライアントからの信頼がより高まることにもつながる。

また、出向者個人としても、パネル出向は、経歴形成上、大きなアドバンテージとなる。

さらに、パネルとアドバイザーとの間においてコードの運用やコードの根底にある哲学を共有でき、シティ全体としても円滑なM&A活動の実施というメリットを享受できることとなる。

以上のように、事務局にM&A実務家を受け入れ、その知見を活用するシステムは、パネルのみならずM&A当事者やアドバイザーにも多くのメリットをもたらしており、パネル制度が有効に機能する大きな要因の一つとなっている。

## (2) 迅速かつ一体性ある案件処理

事務局には、M&A当事者からの「相談」や問い合わせに直接対応するジュニアのケースオフィサー(AS)の上に、シニアのスタッフ<sup>30</sup>が在籍し、重要案件をASとともに検討し、「相談」や問い合わせに対する回答内容をチェックする。

シニア・スタッフは、民間でのM&A実務経験やパネル勤務が豊富なベテラン職員であり、銀行等からの出向者である事務局長(Director General)を補佐している。

---

<sup>28</sup> 法律事務所であれば15事務所、投資銀行であれば10社程度から、一定のローテーション(8年に1人程度のペース)で派遣されており、最近では米系の法律事務所や銀行などからの出向者も受け入れている。

<sup>29</sup> 本章で単に「アドバイザー」と記載する場合、フィナンシャル・アドバイザーのみならず、リーガル・アドバイザー等も含む趣旨である。

<sup>30</sup> 2009年2月時点では、パーマネントスタッフである2名のDeputy Director Generalと、1名のAssistant Director General及び法律事務所からの出向者である2名のSecretaryの計5名で構成されている。

事務局は、このような体制のもと、以下のような意思決定プロセスで、M&A 当事者からの「相談」や問い合わせに対する対応に当たっている。

- ① 事務局のケースオフィサー部門には、現状、1日平均10件～数十件程度、M&A 当事者から新たな「相談」や問い合わせが寄せられる<sup>31</sup>。電話をとる AS はできるだけ早く会話内容のメモを作成し、情報を共有する。
- ② 「相談」や問い合わせに対する回答は、まずは AS が案を作成し、その後、シニア・スタッフに相談、報告し、了承されるか、或いは修正指示が下されるといったプロセスを経て、作成される。これにより、事務局の回答に、組織としての判断の一体性と、過去の事例との一貫性が担保される。
- ③ 新たな判断を要する個別案件が発生した場合には、担当の AS、すべてのシニア・スタッフ及び事務局長が参加するミーティングが速やかにセットされ、検討の結果、その場で結論を下すか、今後の作業方針が決定されるなど、迅速な対応がなされる。
- ④ 週1回開かれる定例会議において、事務局長以下の幹部、ケースオフィサーや他部門の職員が参加し、すべての継続中案件の情報が共有される。

以上のように、事務局への「相談」や問い合わせに対する対応は、非常に迅速に実施されている。同時に、事務局としての情報共有が図られ、判断内容についての組織としての一体性も確保される。

なお、パネルによれば、出向者は、出向元から完全に独立しており、設立以来40年間、事務局の裁定 (ruling) が偏っているとの批判を受けた事例は一例も存在しないとのことであった。

規制当局の判断が、迅速で、かつ、一体性・一貫性が確保され、さらに、中立性と公平性が保たれていることも、パネル制度が円滑に機能している大きな要因の一つと考えられる。

### (3) 異議申立手続の保障と裁判によらない迅速な M&A 手続

#### ア パネルにおける異議申立手続

パネルの判断に対しては、以下の二段階で、異議を申し立てる手続が保障されている<sup>32</sup>。

<sup>31</sup> パネルによれば、近時の金融情勢下では買収案件も下火であり、業務は比較的落ち着いているが、忙しいときは1日30件以上の問い合わせもある模様である。

<sup>32</sup> 2006年英国会社法で、ヒアリング及び異議申立ての制度に法的根拠が与えられた(951条)。



① 聴聞委員会 (Hearings Committee)

聴聞委員会<sup>33</sup>は、事務局の判断に対する当事者からの異議申立ての審理や、コード違反者への制裁措置等について審理を行う。

② テイクオーバー・アピールボード (Takeover Appeal Board)

テイクオーバー・アピールボードは、聴聞委員会の決定への異議申立てを審理するための、パネルから独立した機関<sup>34</sup>である。

これら二つの機関へ実際に異議が申し立てられるケースは非常に少なく<sup>35</sup>、事務局の判断が覆されることもほとんどない。

イ 司法審査との関係

裁判所は、Datafin 事件の判例<sup>36</sup>に代表されるように、上記の異議申立手続を経たパネルの判断を基本的には尊重し、これに介入しないスタンスを採っている。パネルの判断に対して裁判所に提訴される事例は極めて稀であり、また過去にパネルの判断が覆された事例はない<sup>37</sup>・<sup>38</sup>。

以上のように、英国の M&A 案件では、パネルへの異議申立手続や、訴訟に至るケースはほとんどない。このような結果をもたらす大きな理由としては、パネルの判断が、当事者双方の言い分を十分に聞いた上で、「少数株主保護」等の一般原則に基づいてなされているため、M&A 両当事者にとって予見可能性と納得性が高く、それゆえ異議申立てや提訴をしてもパネルの判断が覆る可能性は非常に低いと認識し、多くの場合、アピールしても割に合わないという判断に至る、という

<sup>33</sup> 委員は、パネルの議長、副議長及びパネルが任命した第三者委員のうち最大 8 名と、コードに規定された関連団体によって任命される第三者委員 11 名で構成されている。

<sup>34</sup> テイクオーバー・アピールボードの議長及び副議長は、記録長官 (Master of the Rolls) が高位の法曹職にある者を任命することとなっている。その他の委員については議長が企業買収やコードに関する知識と経験を有する者を任命する。

<sup>35</sup> 聴聞委員会では審理は年数回程度しか実施されておらず、テイクオーバー・アピールボードに至っては、過去 1 件 (2007 年のユーロトンネルのケース) のみとなっている。

<sup>36</sup> 「パネルの特殊な性格、その機能、その活動する市場、当該市場が求める時間的尺度、パネルの規則や決定が有効であるとの前提に立って業務を継続する資格のある数千に上る第三者の立場を保護する必要などに鑑み、法廷が無効と決定しない限り、パネルと法廷の関係は、現在のものというよりはむしろ過去のものと考えべきである。法廷は、パネルの決定をそのまま執行させ、告訴や介入は、必要であれば事後的に、過去に遡る宣言的命令 (declaratory order) を出すことによって、パネルが同じ過ちを繰り返すことを防ぎ、また、規則違反と誤って認定された個人が懲罰として受けた不利益を救済するようにすべきである」と考える。」 (1987 年 Datafin plc 事件)

<sup>37</sup> 1992 年以降、パネルの決定に対する司法審査が行われた事例はない。

<sup>38</sup> なお、2006 年英国会社法は、パネルの裁定に対して当事者間で訴訟を行うことはできないと規定している (956 条)。

事情がある。

こうしたパネルの判断の納得性の高さがもたらす「裁判によらない M&A 手続」は、その効果として手続に要する時間や裁判コストが低減されることにもなり、英国における M&A 実務関係者やマーケット参加者からの広い支持を受けている。

#### (4) 一貫性ある判断を支える先例・研修プログラム

パネルでは、1968 年の設立以降、現在に至るまでの約 40 年間にわたって、事務局の裁定やガイダンスを記録した、約 1 万 3500 件に上る先例が蓄積されている<sup>39</sup>。各事案の判断において、事務局は、この先例システムを十分に精査、考慮することによって、判断の一貫性が確保されている。

また、事務局への出向者は、出向期間開始後、パネルでの実務に従事する前に、3 週間の研修プログラムを受講する。コードを最初から最後まで読み進めつつ進められる研修において、新任出向者は、ルール of 趣旨と実際の適用例を徹底的に叩き込まれる。このような研修プログラムにより、新規出向者にも実際の業務開始時からコードの考え方や運用などが共有され、組織としての判断の一体性確保につながっている。

#### (5) アドバイザーが果たすコード遵守への役割

英国において M&A を実施するにあたっては、高度な専門知識が必要とされるため、買付者がアドバイザーを利用しないことは稀である。パネルとしても、アドバイザーの利用によって、取引がコードに定められたルールに則り、プロフェッショナルな方法で実施されるという効果をもたらされるため、アドバイザー利用が望ましいと考えている。また、コードに定められた特定の状況下では、買付者、対象会社共にアドバイザーの助言等が必要とされる<sup>40</sup>。

このように英国の M&A においてアドバイザーは必要不可欠な存在となっているところ、アドバイザーは、コードの運用やコードの根底にあ

---

<sup>39</sup> なお、このシステムに記録されている先例は、パネルの判断が、先例に過度に拘束されることを避けるという理由から、原則公開されていない。ただし、先例に関する知識は、パネル運用の基本的な考え方などとともに、多くの出向経験者を通じて、非公式な形でシティの関係者に共有されている。

<sup>40</sup> 買付者にアドバイザーが必要となる状況とは、例えば「逆買収」になる場合や買付者の取締役が利益相反に直面する場合 (RULE3.2) 等である。他方、対象会社については、「対象会社の取締役会は、買収提案を受けた場合、適切な独立性のある助言を受けなければならない」と定められており (RULE3.1)、通常、事務局は、当該アドバイザーに対して、コーポレート・ファイナンスに関するアドバイス提供について、FSA からの適切な認可を受けていることを要求している。

る哲学をパネルとの間で共有する者として、顧客へパネルの考え方を浸透させることにより、M&A 両当事者のコード遵守にも大きな役割を担っている。また、ヒアリングの結果及び質問項目に対する回答によれば、アドバイザーは、コードを守ろうとしない者に対し、決してその者のための仕事をしないという強い態度を採るということである。その理由は、顧客のコード違反がアドバイザーのレピュテーションをも低下させるという事情に加えて、パネル制度により市場の公正が確保されることは、参加者の利益ひいてはアドバイザー業界の利益にもつながるため、と考えられる。かかるアドバイザーの強い態度が、英国外の間人も含めた M&A 当事者のコード遵守に影響を及ぼしているといえよう。

以上のように、アドバイザーの存在は、パネル制度が円滑に機能するための重要な役割を担っている。

#### (6) 冷遇措置がもたらすコード遵守のインセンティブ

コード違反者に対して課される制裁措置<sup>41</sup>のうち、最も厳しいものとしては「冷遇措置 (cold-shouldering)」がある。これはパネルがコードに違反する者である旨の声明を FSA や特定の業界団体等へ出すことにより、当該違反者が金融業界や特定の業種などからの協力を受けられなくなるなどの制裁を受けるものである。例えば、FSA 規則<sup>42</sup>では「金融サービス業者はコード違反者のためにテイクオーバーに関連する行為をしてはならない」と規定されている。そして、この冷遇措置が発動されれば、英国内の M&A に必要不可欠な、投資銀行等のフィナンシャル・アドバイザーが利用できなくなるため、英国内での M&A が事実上不可能となる。

ただし、パネルによれば、過去実際に冷遇措置の対象となったのはわずか 2 名のみ<sup>43</sup>ということであるため、冷遇措置が実際に発動されることというよりは、その存在自体がコード違反への抑止力となっている可能性がある。これが、先に述べた「裁判によらない M&A 手続」などとともに、国内は勿論、英国外の者に対してもコードを遵守するインセンティブの一つとして機能しているのである。

---

<sup>41</sup> 本文に記載の冷遇措置の他、パネルによる制裁措置として、①非公開又は公開の戒告、②非公開又は公開の譴責、③適用免除措置 (exempt status) の停止、④FSA 等の監督機関への当該違反行為の通告などがある。

<sup>42</sup> MAR4: Endorsement of the Takeover Code.

<sup>43</sup> 冷遇措置制度が正式に施行される以前の 1 名を含めても、これまで合計 3 名しか冷遇措置の対象となっていない。

#### 四 おわりに

英国の M&A 制度は、一般投資家・少数株主保護を基本的な理念とし、多くの事例を積み重ねつつ、M&A 実務関係者やマーケット参加者の支持を得ながら発展してきたものである。2004 年には、この英国制度を基本として EU 企業買収指令が採択されており、この指令を基に、EU 各国は、自国の実情に応じて国内法化を行ってきた。こうした経緯を踏まえ、英国制度及び EU 各国の制度を研究することは、我が国における M&A 規制のあり方を研究していく上でも有益であると思われる。

別紙1 英国 M&A 制度研究会メンバー

座長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	阿部泰久	日本経済団体連合会経済基盤本部長
〃	上村達男	早稲田大学法学学術院長・法学部長
〃	大崎貞和	野村総合研究所研究創発センター主席研究員
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	佐賀卓雄	日本証券経済研究所理事・主任研究員
〃	柴田拓美	野村ホールディングス株式会社執行役副社長兼 COO
〃	田中 亘	東京大学社会科学研究所准教授
〃	野田 博	一橋大学大学院法学研究科教授
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
〃	矢内裕幸	早稲田大学法学学術院客員教授
〃	柳川範之	東京大学大学院経済学研究科准教授
オブザーバー	三井秀範	金融庁総務企画局企業開示課長
〃	河合芳光	法務省民事局参事官
〃	新原浩朗	経済産業省経済産業政策局産業組織課長
〃	平田公一	日本証券業協会常務執行役
〃	河野秀喜	東京証券取引所上場部長
〃	熊谷真和	森・濱田松本法律事務所弁護士
幹事	河村賢治	関東学院大学経済学部准教授
〃	渡辺宏之	早稲田大学法学学術院教授
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所研究員

(敬称略)

別紙2 英国 M&A 制度研究会開催内容（※役職名は報告当時）

第1回（2008年8月27日）

「M&Aの法規制と執行体制のあり方—英国テイクオーバー・パネルとシティ・コードを中心に—」

野村ホールディングス株式会社執行役副社長兼 COO 柴田拓美氏

第2回（2008年10月7日）

「制定法に基づかない企業買収規制の“変容”と「コード運用の実質」」

早稲田大学法学学術院准教授 渡辺宏之氏

第3回（2008年11月11日）

「英国への質問項目(案)について」

金融庁総務企画局企業開示課長 三井秀範氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課長 新原浩朗氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課課長補佐 松井健児氏

第4回（2009年2月3日）

「現地調査結果報告」

金融庁総務企画局企業開示課長 三井秀範氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課長 新原浩朗氏

金融庁総務企画局企業開示課専門官 宮下央氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課課長補佐 松井健児氏

野村総合研究所研究創発センター主席研究員 大崎貞和氏

東京大学社会科学研究所准教授 田中亘氏

東京大学大学院法学政治学研究科教授 藤田友敬氏

早稲田大学法学学術院准教授 渡辺宏之氏

第5回（2009年5月14日）

「英国パネルでの研修報告」

経済産業省経済産業政策局産業組織課課長補佐 鮫島大幸氏

「香港における M&A 規制について」

野村資本市場研究所副主任研究員 神山哲也氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課長 新原浩朗氏

「報告書案について」

金融庁総務企画局企業開示課長 三井秀範氏

金融庁総務企画局企業開示課専門官 宮下央氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課長 新原浩朗氏

経済産業省経済産業政策局産業組織課課長補佐 松井健児氏