

英国M & A制度研究会報告書に関連して

2009年7月

産業組織課

にいはら ひろあき
新原 浩朗

1. 英国型(EU型)M&A制度を検討する必要性

1. 我が国の証券市場における少数株主保護の促進

○我が国証券市場については、マーケット参加者の大多数を占める「少数株主(minority shareholder)」の利益を保護するルールが不十分。

○投資家を呼び込むためには、株式取引において、**少数株主の利益が保護される仕組み**を整備することが必要

2. 市場関係者の専門的知見を活用 = 『公』を『民』が担う

○M&A規制等の「公の役割」は、官(=「法律(会社法、金商法) + 裁判所 + 役所」)が担ってきた。

→市場関係者ではない者による規制・裁定・・・実務の考え方からの乖離・低い予見可能性
官によるルール運用(法律改正・裁判)・・・迅速な運用が困難

○M&A分野においては、**専門的知見を有する市場関係者による規制**が重要 = 「民が公を担うべき」

→実務に精通した専門家による規制・裁定・・・プリンシプルに基づいた合理性・納得性・予見可能性のある規制運用が可能

→民間による規制・・・手続が簡略化され、より迅速なルール運用が可能



○英国型(EU型)のM&A制度は、以下の特色を有している。

① **会社を支配しようとする者に全部買付義務を課すなど少数株主保護をプリンシプルとしたルール**

② **テイクオーバー・パネルという市場関係者の自主規制団体による規制方式**

⇒これらを我が国に導入することは、国内外の投資家が安心して投資できる環境や、M&Aがより適正かつ円滑に行われる環境の整備につながり、日本経済の活性化に資するのではないかと？

2. 「英国M&A制度研究会」で、英国のルールの実態を詳細に調査

- 経済産業省も、ライツ・プランの導入をはじめとして、従来は、米国の規制制度を導入することを中心に政策展開を行ってきたところ。日本においては、英国の規制制度の中身や運用実態についての詳細な研究は、学界を含めて、これまでほとんど存在せず。
- このような現状に鑑み、経済産業省と金融庁とのイニシアチブの下、法務省及び東京証券取引所の参加も得て、(財)日本証券経済研究所に、証券業界関係者、法学者、政府関係者有志などからなる「英国M&A制度研究会」(座長: 神田秀樹 東京大学教授)を2008年8月下旬に立ち上げ。
 - ・英国ルールと実際の運用状況についての事前研究に加えて、実際に英国に主要メンバーからなるミッションを派遣し、先方の全面協力の下、英国テイクオーバー・パネルについての調査を実施。これらの結果を踏まえ、報告書を本年6月を目途に取りまとめ・公表。
- 国際的にみると、「EU企業買収指令」が採択され(2004年)、これが英国のルールを基礎とするものであったため、英国型のルールがドイツ、フランス等も含めてEU各国のスタンダードとなったところ。我が国へのルール導入の参考に資するため、近年導入を行った香港、ドイツについても調査。

3. 英国型M&A制度の特色

○我が国のM&A制度 ⇒ M&Aを巡る紛争が司法の場に持ち込まれ、決着する米国型がベース。時間と費用のコスト大。



○英国型制度 ⇒ 買付規制が厳格で予見可能性大。自主規制機関(テイクオーバー・パネル)が自主規範(テイクオーバー・コード)に基づき、個々の案件について素早く裁定。

【M&A制度にみる米国型と英国型との違い】

英国型(EU型)		米国型
<p>民間の自主規制機関が制定したルール (英国テイクオーバー・コード)</p> <p>→ 少数株主保護等の一般原則に基づき、予見可能性が高い</p>	ルール	<p>法令</p> <p>米: 証取法・州会社法・SEC規則など</p> <p>日: 金融商品取引法・会社法など</p>
<p>民間の自主規制機関 (英: テイクオーバー・パネル)</p> <p>→ 市場関係者の出向者を活用し、実務の現実に即した判断が可能</p>	規制機関	<p>政府機関</p> <p>米: SEC(証券取引委員会)</p> <p>日: 金融庁</p>
<p>事前規制</p> <p>英: パネルがコードに基づき買収の適否をリアルタイムで裁定。裁判所はパネル判断に介入しない。</p> <p>→ MAを巡る手続きが、迅速に裁かれる。</p>	規制の種類	<p>事後規制</p> <p>米・日: M&Aを巡る係争は裁判所で時間をかけて争う。</p>
<p>強い</p> <p>英: 30%以上の議決権を取得した場合の全部買付義務や厳格な買収資金の存在証明制度などが存在。</p>	少数株主保護の色合い	<p>弱い</p> <p>米: 全部買付義務なし。取締役会の裁量性が強い。</p> <p>日: 原則、全部買付義務なし(公開買付により2/3以上の議決権を取得する場合のみ、全部買付義務)。</p>
原則禁止	買収防衛策	導入・発動が可能

4. テイクオーバー・コード(The Takeover Code)について

- **テイクオーバー・コード**(コード)は、英国における買収等に関するルールであり、英国の市場関係者による**自主規制**として存在(EU企業買収指令を受けた2006年英国会社法で法律上の根拠を有することとなったが、その内容や自主規制としての性格に変更はない)。
- **徹底した少数株主保護**を中心とする一般原則(右記)と、それに基づく規則によって構成。
⇒EU企業買収指令の第3条の一般原則にも同様な文言が採用されている。
- **コードの制定・改廃・運用はテイクオーバー・パネルが実施。**
- 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。
- 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は、**迅速(数ヶ月以内)にコードを改正**することによって対応することも可能。

コードに定める一般原則 (General Principles)

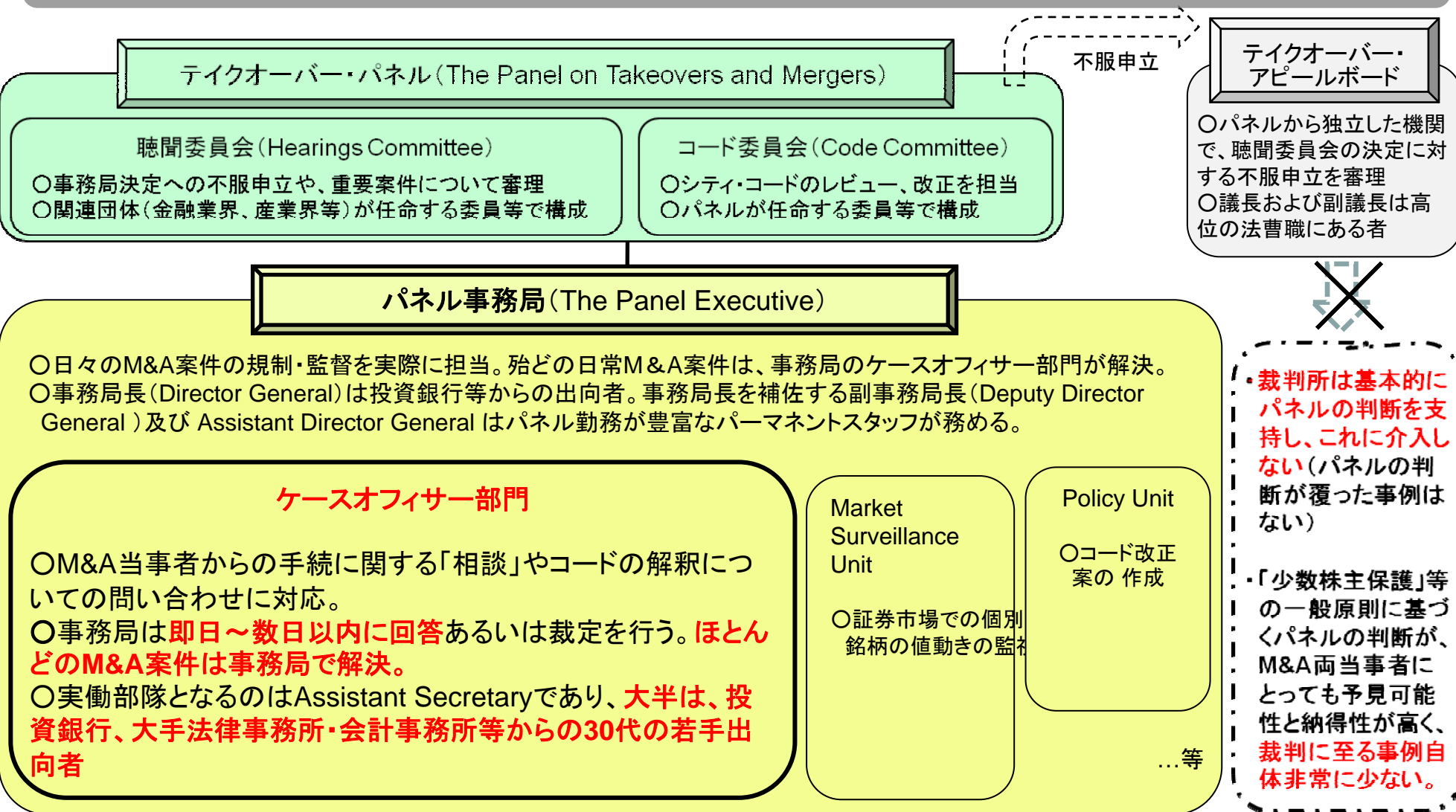
- 1 少数株主保護・株主の平等な取扱
- 2 株主による適切な判断の確保
- 3 取締役の忠実義務
- 4 株価操縦の禁止
- 5 公開買付者による買収対価の確保
- 6 買収対象会社の事業活動の確保

コードのポイント

項目	概要
全部買付義務 (mandatory offer)	<ul style="list-style-type: none"> ・30%以上の議決権に係る株式を取得した場合には、すべての株主に対して、過去12ヶ月間の最高買付価格で、現金を対価として公開買付を行い、応募のあった全ての株式を取得しなければならない。 ⇒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売却の機会(当該会社から離脱する機会)を公平に与えるべきという少数株主保護の原則に基づく。
潜在的な買付者の公表	<ul style="list-style-type: none"> ・公開買付の可能性がある者は、買付けの可能性に関する情報の公表を求められることがある。 ・買付者が買付けの可能性を公表した場合、パネルは、一定期間内(例えば6週間)に公開買付を行うか否かを明示するよう求めることができる。買付けを行わない場合、その後6ヶ月間、買付けを行うことができない。 ⇒買収対象会社はいつまでも買収可能性があるという不安定な状況下に置かれるべきではないという一般原則(General Principle6)に基づく。
買収資金の存在確認 (cash confirmation)	<ul style="list-style-type: none"> ・現金を対価としたオファーの際には、買付者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証明を受けなければならない。
取締役の中立義務	<ul style="list-style-type: none"> ・買収対象会社の取締役は、株主の事前の承認がない限り、買収を妨害する行為(買収防衛策)を採ってはならない。

5. テイクオーバー・パネルの組織構成

- **テイクオーバー・パネル**は、1968年、民間により設立。(EU指令を受けた2006年英国会社法で法律上の根拠を有することとなったが、「**自主規制機関**」としての性格は維持。)
- パネルは複数の委員会で構成され、日々の実際の規制はその下に設置された**事務局**(**実働部隊は30代の若手出向者**)が実施。



6. 英国M&A制度研究会委員名簿

座長 委員	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	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
	河村賢治	関東学院大学経済学部准教授
幹事	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