

〔研究会報告〕

欧州企業買収法制研究会

英国 M&A 弁護士との対話(英国企業買収ルール)

Mark S Rawlinson (英国弁護士、Fleshfields Bruchhaus Delinger)

Stephen Hews (英国弁護士、Fleshfields Bruchhaus Delinger)

渡 辺 宏 之 (早稲田大学法学学術院教授)

〔はじめに〕

本稿は、英国企業買収ルールのあり方につき、英国を代表する M&A 弁護士である二人の弁護士とロンドンで対話を行った記録である。Mark S Rawlinson 弁護士は、有名なサッカークラブのマンチェスターユナイテッドの買収に関する同クラブ側の代理人を務めたことをはじめとして、長年にわたり英国における企業買収案件に関与してきた。Stephen Hews 弁護士は、同様に近年の多くの企業買収案件に関与しており、英国の企業買収規制機関であるテイクオーバー・パネル⁽¹⁾に勤務経験があり、テイクオーバー・コード⁽²⁾のハンドブック⁽³⁾の主要な執筆者でもある。同対話では、①「マダトリーオファー・ルールの果たしている機能」、②「株主構造のあり方と『creeping rule』」、③「マダトリーオファー・ルールの適用除外としての『ホワイトウォッシュ』」、④「マンチェスターユナイテッド事件と買収防衛策の意義」、⑤「テイクオーバー・パネルによる企業買収規制とアドバイザーの役割」、⑥「スキーム・オブ・アレンジメント」(債務整理計画)に関する問題につき、最新の動向を踏まえ質疑を行った。会談は2010年2

(1) The Panel on Takeovers and Mergers. シティでは、略して「パネル」と呼ばれることも多い。1968年に設立され、EU 企業買収指令の国内法化までは完全な自主規制機関といえる存在であったが、現在ではその組織・権限については会社法 (Companies Act 2006) に根拠づけられている。

(2) テイクオーバー・パネルにより作成・運用される、英国の企業買収ルール。正式名称は「The City Code on Takeovers and Mergers」。制定当初より City Code と略称されてきたが、最近では Takeover Code と呼ばれることが一般的である。さらに、Code と略称されることも多い。

(3) A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2009/2010 (City & Financial Publishing, 2009).

月にロンドンのシティに事務所を構える Fleshfields Bruchhaus Delinger 法律事務所にて英語で行われ、渡辺の監修により日本語に翻訳した。⁽⁴⁾

筆者はこれまで、公私にわたり英国を中心とする欧州諸国の企業買収規制の調査に多数携わってきたが、それらを踏まえつつ、さらなる疑問点や関心事に対して、英国を代表する企業買収を専門とする弁護士らの率直な見解に直接接したことは極めて有益であった。本稿で言及された、企業買収に関連したルールや実務については、これまでわが国に紹介されていなかった貴重な情報が多く含まれている。本稿が、英国の企業買収規制に関心を有する方々に有益なものとなれば幸いである（渡辺記）。

マンドトリーオファー・ルールの果たす機能について

渡辺：まず、マンドトリーオファー・ルールについてお伺いしたいと思います。私の理解によれば、EUにおいて、マンドトリーオファー・ルールは、実質的にはそれほど厳格なルールとはいえないのではないのでしょうか。確かに、同ルールの適用を実際に受ける場合には、買付者にとっては非常に厳しい条件となります。しかしながら、30%のスレッシュホールド（閾値）に到達せずに、規制の緩い任意的買付けを通じてオファーを行うことは難しくなく、また一般的であるはずで

(4) 討議資料として、渡辺より同事務所に対して、“*The Reality of the UK Takeover Regulations*”と題した英文による短い論考を事前を送付した。同論考は、英国の企業買収規制に関する渡辺の英語版の論文の要約である。本誌本号に「研究ノート」として掲載した。

(5) 英国企業買収規制に関する筆者のこれまでの研究については、渡辺宏之「日本版テイクオーバー・パネルの構想」上村達男編『企業法制の現状と課題』19頁以下（日本評論社、2009年）、渡辺宏之「制定法に基づかない企業買収規制とその“変容”——EU企業買収指令の国内法化と英国テイクオーバー・パネル」神田秀樹編『市場取引とソフトロー』55頁以下（有斐閣、2009年）、Michael Burian=James Robinson=渡辺宏之「英独の企業買収ルールの実態とわが国への示唆」季刊企業と法創造23号135頁以下（早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所、2010年）、英国M&A制度研究会『英国M&A制度研究会報告書』（日本証券経済研究所、2009年6月）等を参照されたい。また、英国を含む欧州諸国の企業買収ルールの分析とそこからの示唆については、渡辺宏之「TOBルールをめぐる欧州からの『示唆』」金融・資本市場研究1号65頁以下（一般社団法人流動化・証券化協議会、2010年）等を参照されたい。

(6) 英国では、対象会社の30%以上の株式（議決権）を取得した者は、過去12ヶ月間に自らが当該会社の株式を取得した最高価格にて、当該会社の全株式に対して買付けをおこなわなければならない（Takeover Code, Rule9）。これが、マンドトリーオファー・ルール（mandatory offer rule）である。

ヒューズ：一定の例外はあるものの、マンガトリーオファ어의スレッシュホールドとマンガトリーオファールールは、極めて厳格に適用されていると思います。これは、実際には、極めて強力な抑止力として作用します。そのことについては、誰もが認識しています。従って、買付者が、これに反し、誤って30%以上取得することは極めてまれです。ただし、現実には、マンガトリーオファ어를実施したいと考える買付者が、毎年、一定数存在すると言って差し支えないと思います。先生の論考に書かれているように、買付者の5~10%がマンガトリーオファ어に踏み切りますが、それは、買付者が、少なくとも30%を確実に取得したいため、自ら希望してマンガトリーオファ어를実施するケースが多いと思います。30%以上取得することを希望し、買付けに厳格な条件が課せられても気にしない場合には、買付けを行うための方法として、マンガトリーオファ어가好まれる場合もあります。

ローリンソン：それに、30%を超えれば、支配権も、実質的に移転するため、対象会社の取締役会の態度が変わります。マンチェスター・ユナイテッド事件を例にとれば、最初は、グレーザー氏とアイルランド人株主がそれぞれ29%を保有していました。そこで、アイルランド人株主から29%を取得したグレーザー氏は、マンチェスター・ユナイテッドの58%を獲得することになりました。マンチェスター・ユナイテッドの取締役会は、次のように言いました。「過半数の株式が既にグレーザー氏によって所有されているからには、そのような会社に少数株主としてとどまることは得策ではないと考えるため、グレーザー氏の買付けに応じることを株主に推奨します」。そこで、取締役会は、株主に助言する内容を「この買付けが、クラブにとって得策ではないと考えます」というものから、「クラブの支配権は、実際にはもうグレーザー氏に移ってしまったので、グレーザー氏によって非公開にされる等々の可能性のあるクラブに少数株主としてとどまるよりも、株式を売却し、代金を受け取る方が得策であることを株主である皆さんにお伝えします」というものに変えたわけです。

これも、マンガトリーオファ어를実施したことで、公開買付けをめぐる力関係を変えることができた場合です。このようなことは、実際に起きています。渡辺先生が書かれているように、結果について承知し、それが自分たちの希望する結果を達成する最善の方法だと判断し、30%を超える場合もあれば、誤って30%を超えてしまう場合もあります。ただし、誤った場合には、テイクオーバー・パネルに行き、「我々のミスでした。一部の株式の売却を認めてください。会社全体を買付けることは望んでいません」と言うことになります。

渡辺：ローリンソン弁護士が言及されたマンチェスター・ユナイテッド事件においては、買付価格は十分な水準であったにもかかわらず、クラブ維持の観点から、サポーター達が株主として出資することで敵対的買収に対抗した（結果的に敵対的買収は成功）と聞いています。そのような株主の行動については、心情的に賛同できる部分が多いです。けれども、株主がそのような行動に出るケースはまれなわけですね。

ローリンソン：ええ。今のご指摘は、ポイントを上手に浮き彫りにしていると思います。現在、アーセナル・フットボール・チームも、そう変わらない状況にあります。米国人投資家であるスタン・クロエンケ氏が、株式の取得を徐々に進めていました。そして、クロエンケ氏は、アーセナルの株式の29.数%を保有するに至りました。世間では、クロエンケ氏が買い増しを進め、30%を超え、クラブ全体の買付けを行わざるを得なくなるかどうかに関心を寄せています。もう一人の投資家、ロシアでも有数の金持ちであるウスマノフ氏が26%を保有しています。そこで、ウスマノフ氏としては、クロエンケ氏の意図を探りたいわけです。これは、マンチェスター・ユナイテッドの場合と似た状況です。けれども、サッカークラブは、典型的な営利企業ではないため、パネルが、他の企業と比べて、サッカークラブに対しては幾分緩やかな態度をとっているようにも見えます。

渡辺：マンガトリーオファーの問題に話を戻すと、マンガトリーオファー・ルールは、実質的にはボランタリーオファー（任意的公開買付け）を促すものとして、ほぼ機能していることを考えると、結果的には、それほど厳格なものではないように思います。そうだとすると、マンガトリーオファーの機能は、市場買付けを通じた安易な支配権の移転に対する抑止力にあるということではないでしょうか。

ローリンソン：抑止力として働くという意味では、その通りです。30%を超える場合には、ホワイトウォッシュを利用するケースが多く、さもなければ、パネルのところに行って「誤って30%を超えました」と申告することになります。ですから、厳格であるかどうかは、見方によると思います。私は、ルールに故意に違反すれば、その報いを受けなければならない、マンガトリーオファー・ルールが強制されるという点において、厳格であると考えます。けれども、パネルでは、このルールをプラクティカルに運用することに努めています。そのためのホワイトウォッシュであり、ミスを犯した場合の適用除外なのだと思います。

ヒューズ：その通りだと思います。パネルは、ルールをプラクティカルに適用し

ており、ルールを極めて柔軟に解釈し、適用できる事実がこれを助けています。パネルは、常に、問題を起こした買付者に対して最もプラクティカルな対応策を見出すよう努めています。ですから、マングトリーオファーについてですが、30%を超える株式を誤って取得した場合には、その株式を取得した者に対して会社全体についてマングトリーオファーを実施するよう強制することが、対応として厳しすぎるものになります。ですから、保有株式を数株売却することで30%未満に減らせば、もはや30%を超える株主ではなくなるため、このような救済策を認めることで、だいたいの問題を解決しています。ですから、これは、故意のない違反を犯した場合に対する比較的プラクティカルな対応だと言えます。

他方で、買付者が故意に30%以上を買い入れ、特に、これを故意に行い、これを隠そうとしたか、進んで開示しようとしなかった場合には、パネルが間違いなくこれに対応し、マングトリーオファーを実施するよう義務づけ、また言うまでもなく、その当事者に対する他の処分も講じます。ですから、買付者が30%以上買い入れても、パネルが必ずしもマングトリーオファーの実施を義務づけないで済んでいるのは、実際には、テイクオーバー・コードによりルールがプラクティカルかつ柔軟に適用されているからだと思います。パネルは、買付者のこうした事情を考慮することができます。

ローリンソン：渡辺先生の論考に書かれておられるように、マングトリーオファー・ルールが存在することで抑止力として働き、これが適用されない場合にも、影響力を及ぼしている例が多いという点に賛成です。マングトリーオファー・ルールが適用される可能性があるというだけで、買付行動に影響を与えます。おそらく、次の3つの場合があると思います。買付者がミスを犯した場合、買付けを進め、全面的な公開買付けを行う意図で、まとまった株式を買い入れた場合。そして第三に、30%を超えることを承知した上で、ホワイトウォッシュ⁽⁷⁾を利用する場合です。そこで、大まかにいえば、そのいずれかに落ち着く傾向にあります。それゆえ、30%を超えてしまうのは、全面的な買付けに向けた準備か、ミスか、ホワイトウォッシュか、のいずれかしがありません。

(7) ホワイトウォッシュ (Whitewash) は、新株引受人が30%以上の議決権を保有することになる場合に、株主の承認によりマングトリーオファーに至らないケースである。誰が資本注入者でありいかなるバックグラウンドを有するのか、どのような事業に関与しており対象会社の事業といかなる関係があるのか、といった諸点を、公開買付文書に相当する書類 (whitewash document) に記入して、対象会社のアドバイザーからパネル執行部にチェックリストとともに提出して承認を受けた上で、独立株主 (independent shareholder) の承認を得なければならない (Takeover Code, Notes on Dispensation from RULE 9.)。

渡辺：けれども、他方で、30%から50%までの間の株式を取得したい場合には、別なマダトリーオファー・ルールが極めて厳格に適用されていると思います。比較法的観点から見れば、これは極めて厳しいルールだと思います。

ローリンソン：想定されているのは、32%を保有する株主が、株式を買い増しする場合も、マダトリーオファーを実施しなければならないということでしょうか。

渡辺：そうです。英国には現在、そのような買付けに対してマダトリーオファー・ルールの適用除外を認める「creeping ルール」が存在しませんね。

ヒューズ：現在、英国では creeping は認められていません。その通りです。これは、厳しいことです。

株主構造のあり方と「creeping rule」

渡辺：英国では、30%以上を保有するブロックホルダーのいる会社に少数株主としてとどまることが好ましくないとする考え方があるのではないのでしょうか。

ヒューズ：多くの会社が公開した時、つまり、新規株式公開をした時に、保有割合の極めて高い、時には50%さえ超える株主を抱えて出発します。それは、このような株主が、それまで100%を所有し、会社が上場する時の新規株式公開において株式の一部を売却し、必ずではないにしても、大抵の場合に、その大量の株式を保有したまま株主としてとどまり、その株式を徐々に売却していくからです。証券取引所には、30%以上保有する株主、時には50%さえ超える株式を保有する株主の存在する会社もいくつかあります。会社を支配している株主が存在せず、ここでは、30%が「支配」的であると扱いますが、ある投資家が支配的立場を得た場合には、他の株主が、その会社から撤退するかどうか、立場を変えるかどうかを選択できるにすべきだというのが、テイクオーバー・コードの立場であり、市場関係者の一般的な見方だと思います。極めて大口の株主がいる場合に、どうしても安心できない、あるいは自分たちの利益に十分に注意が払われていないと感じる株主もいます。ですから、実際には、あくまでも株主が選択すべき問題だと思います。

ローリンソン：ヒューズ弁護士が説明した最初の状況、つまり、公開された会社に大口の株主がいる場合には、今では違うものの、かつては、「relationship

agreement」と呼ばれる契約を結ぶことが義務づけられていました。これは、大口株主が、会社への対応について様々な約束を行うもので、あくまでも、会社を全面的に支配する大口株主の能力を規制又は制限するための試みとして、大口株主が、独立した株主の同意を得ずに特定の行為をしないことを人々に知らせることを目的とするものでした。

渡辺：わかりました。ところで、30%と50%間に別なマングトリーオファー・ルールが適用され、その内容が極めて厳しいものだと思うのですが。

ローリンソン：同感です。実際には、とても厳しい内容です。

渡辺：これは、英国独特のものではないでしょうか。フランスやギリシャなど、他の法域を見れば、creeping ルール（スレッシュホールド以上50%未満の間の一定割合の株式取得を許容するルール）があります。現在の英国には、creeping ルールが存在しませんね。

ヒューズ：かつてはありました。およそ20年前までは、2%でした。その後、1%に変更され、それがほぼ10年前まで続いたと思います。30%というマングトリーオファーのスレッシュホールドは、通常の場合に会社の支配権が移転したと推定される水準だと思います。株式の保有が分散している会社の30%を保有すれば、かなりの確率で、通常決議を可決させることができます。絶対ではありませんが。そこで、テイクオーバー・パネルでは、30%から50%の間のどこかで支配権が移転するものと判断したのだと思います。どこかについては、はっきりとはわかりません。ですから、我々は、顧客が30%を超えることも、株式を買い増すことについても、やめるよう勧告しています。それは、いずれかの時点で、実質的支配権が移転し、その時点で投資を回収する選択肢を株主に残しておきたいからです。

渡辺：30%のスレッシュホールドで問題はないと思います。けれども、creeping ルールがないことは、とても厳しいことです。

ヒューズ：確かに、厳しいことです。

ローリンソン：私も、同感です。

渡辺：これは英国に独特なやり方ですが、企業買収規制において、対象会社の少数株主保護の観点からは、理論上、一種の理想的な方法を採用していると言えるのではないかと思います。

ローリンソン：その唯一の利点は、確実性です。買付けを行わない限り、株主が一定範囲の保有比率にとどまっていることがわかっているからです。明快です。

ヒューズ：対象会社に有利でもあります。

ローリンソン：ええ、これは、対象会社に有利な数少ないルールの一つです。

ヒューズ：対象会社にとって有利なのは、株式の買い増しが行われることで、何者かが35%を取得又は保有していたとしても、その影響力が拡大することはないと分かっているからです。誰がいくら持っているのかが分かり、支配力が徐々に拡大することを心配する必要がありません。

渡辺：英国では、ブロックホルダーの比率が小さいと理解しています。これに対してフランスやドイツでは、ブロックホルダーの比率が高いようです。ですから、大陸欧州において、creeping ルールが認められていることは、クッション、つまり厳格なマンガトリーオフアー・ルールに対する緩衝材になっているのではないのでしょうか。

ローリンソン：仰ることはわかります。この場で、英国のルールの方が他の国のルールよりも優れていると言う気はありません。英国と他の欧州諸国とで、どちらが優れているのかという趣旨であれば、「選択の問題です」と答えます。creeping ルールがないことは、厳しいことだという点で同感です。けれども、ヒューズ弁護士が言ったように、creeping ルールは、これがあるよりも、ないことで、対象会社にとって有利であると言うことのできる、おそらく数少ない分野の一つではないのでしょうか。その理由ですが、時間をかけることで、例えば、2%のcreeping ルールだった頃の仕組みで、最初に36%あれば、7年間、毎年2%を取得することで、50%に達し、公開買付けを行わずに議決権の過半数を取得することができました。論理的に考えれば、このようなことを認めるべきではありません。

ヒューズ：たしか、ポルトガルだったと思うのですが、スレッシュホールドが二

つ存在する国もあります。30%のスレッシュホールドと50%のスレッシュホールドです。

一般に creeping ルールの下では、徐々に買い増しをすることができるわけですが、ポルトガルの場合には、かなり早く50%に達することができるものの、マングトリーオファーを行わずにこれを超えることはできません。これは、creeping ルール的一种です。

渡辺：creeping ルールがない方が、対象会社の少数株主保護等の観点からは理想的だと思いますが、とても厳しいことだと思います。他の国々の場合には、creeping を認めないことなどまず考えられないのではないのでしょうか。

ローリンソン：頭で考えると厳しいように思えるかもしれませんが、英国では受け入れられています。ここは、英国であり、誰もがルールを理解しており、すでに30%以上を保有している者が、マングトリーオファーを行わずに株式を買い増しすることは決してありません。それが、ゲームのルールというものです。株式を買い増したければ、公開買付けを実施します。厳格ではありますが、公正です。

マングトリーオファー・ルールの適用除外としての「ホワイトウォッシュ」

渡辺：次に、ホワイトウォッシュについてお伺いしたいと思います。まず、基本的な質問があります。そもそも、これがホワイトウォッシュと呼ばれる理由はなぜでしょうか。

ローリンソン：それは、おそらく、何もかも整理してしまおうという発想だからだと思います。先生の論考に書かれているように、通常は、30%のスレッシュホールドを超えれば、マングトリーオファーの実行義務が発生します。ですから、この手続を利用することで、この義務をぬぐい去ってしまう、あるいは、我々の言い方では、負債を片づけることができる。私の想像では、ホワイトウォッシュと呼ばれるのは、これが理由だと思うのですが、ヒューズ弁護士はどうですか。

ヒューズ：ローリンソン弁護士の意見に同感です。つまり、これは、基本的には、ローリンソン弁護士の言うように、本来ならば適用されるはずの要件をふき取るあるいはぬぐい去ることだと思います。

ホワイトウォッシュ手続の存立根拠について説明しましょうか。このような適用除外が設けられている理由は、マングトリーオファー・ルールを適用すると、投資家が取引できないか、取引することをためらうような会社のために取引を可

能にするためのものです。多くの場合には、資産の所有者がいて、その所有者が株式と引き換えに資産を会社に売却し、資産と引き換えに株式を取得した所有者が30%を超えてしまった場合に適用されます。このような場合には、ホワイトウォッシュを利用できます。パネルが、マングトリーオフアー・ルールの適用免除を認める理由は、これを認めず、従って資産の売却者がマングトリーオフアーを実行しなければならないとすると、資産の売却者が、そもそも会社に資産を売却しない可能性があるからです。ですから、ホワイトウォッシュは、利用できないとすれば、おそらく実行されないであろうと考えられるような取引を認め、奨励するための手段であることは明らかです。

渡辺：ホワイトウォッシュ手続では、独立した株主による決議が必要だと理解しています。その「独立した株主」の定義は、何でしょうか。

ヒューズ：テイクオーバー・コードには、独立した株主に関する具体的な定義がなく、また、実際には、これが発表された例もありません。ですから、ケースバイケースで、テイクオーバー・パネルの解釈によって決まります。ホワイトウォッシュを利用した当事者、つまり、ホワイトウォッシュのおかげで30%以上の株式を取得した当事者がいる場合には、その相手方当事者である人々が、独立しているとみなされないことについてはほぼ確実です。けれども、カウンターパーティーであるとは扱われない人々の中、他にどのような人々を独立していない株主の定義に含めるかは、パネルの判断に委ねられています。ですから、テイクオーバー・パネルには、カウンターパーティーに区分されない人々であっても、議決権行使を禁止する裁量があり、このような判断を下す理由としては、一定の取引関係又は他の何らかの関係があり、パネルとしては、協調関係があるとは明確には判定できないものの、ホワイトウォッシュに関して議決権を行使することを認めるべきではないと判断した場合が考えられます。以上のようなことが言える以外には、特に定義されていません。

渡辺：それでは、「共同行為者」の定義にかかっているのでしょうか。

ヒューズ：共同行為者は、明らかに独立していないと思いますが、これ以外にも広い範囲の人々が独立していないと判断される可能性があります。

渡辺：共同行為者であるかどうかの判断は、テイクオーバー・パネルが下すわけですね。

ローリンソン：パネルと、30%以上の持ち分を取得したいと考える人々とで、協議します。そこで、これらの人々以外にも、独立した株主による決議から除外すべき人々について検討します。ですから、パネルと、新株の取得見込者との間で一種の交渉が行われます。また、他の株主も、パネルに意思を表明することができます。他の株主、例えばホワイトウォッシュの実施に反対している株主には、テイクオーバー・パネルに行き、「この当事者は、ホワイトウォッシュを実施しようとしている人々と関係があると思うので、独立していないと扱べきです」と主張する自由があります。けれども、ヒューズ弁護士が話したように、かなり裁量の余地があり、最終的には、パネルが判断を下します。

渡辺：それでは、最終的には、パネルの判断にかかっているわけですね。

ローリンソン：そうです。

渡辺：それでは、コードに違反している場合には、パネルがこれを強制するのでしょうか。

ローリンソン：そうです。まさにその通りです。パネルが処分を決定します。コードに規定されている部分もありますが、そうです、違反行為を取り締まるのはパネルです。

渡辺：違反行為があった場合に、ホワイトウォッシュ手続が無効になるのでしょうか。

ヒューズ：独立していないものと扱われるべきだった当事者が議決権を行使したため、又は、何らかの取り決めについて開示されていなかったために、決議が適切に行われなかった場合、最終的には、パネルは、そのホワイトウォッシュが無効であり、従ってマンガトリーオファーを実施すべきであると決定することが一般的なだと思います。ただし、パネルが「適正な方法で再度決議しなさい」という対応になる可能性もありうると思います。

マンチェスターユナイテッド事件と買収防衛策の意義

渡辺：昨年お会いした際に、マンチェスターユナイテッドに対する公開買付けの案件に関連して、ローリンソン弁護士から、テイクオーバー・コードが株主利益に傾いている点について若干批判的な意見を伺ったように思います。企業買収で

は、対象会社の取締役会が考慮すべき点として…。

ローリンソン：株主価値以外の要素です。感慨深いのは、若干の変化が見られることです。現在では、法律に、取締役の努力義務（会社の成功のために努力する義務、2006年英国会社法172条）が規定されるようになりました。

渡辺：その規定が会社法に導入されたことは、少なくとも理論上は画期的なことかもしれません。しかし、企業買収の局面でその規定の新設により具体的に影響がありますでしょうか。

ローリンソン：今では、取締役会に、株主の利益のために会社の成功を促進する義務があるのですが、その際に、従業員やコミュニティ、環境など、株主の利益以外の様々な要素を含む、他の多くの要素を考慮しなければならなくなりました。ですから、私は、原則として、対象会社の取締役会の判断に委ねるべき余地がまだ大きいと思います。つまり、株主価値以外の要素もあるということです。買付価格が公正であるか、それどころか有利な価格である場合でさえ、買付者が会社を買収することに取締役会が態度を留保する理由が与えられたわけです。そして、この取締役の努力義務を根拠にして、取締役会が態度を留保し、これを表明できるようになったと考えます。実際のところ、取締役会には、そうする義務を負っているだろうと思います。とはいうものの、取締役会には、実際には、株主に自らの意思を伝える以外には、株主に影響を及ぼす方法はありません。ですから、株主が買付けに応じることを取締役会が阻止することはできません。また、株主は、通常の場合には、どの要因よりも価格を重視します。その理由は、株主としては、「自分の株式を売却してしまえば、この会社がどうなっても構わない。金もらったから」と考えるからです。「この買付者は、会社のためにはならない」と取締役会が言ったとしても、「それが本当だとしても、損をするのは買付者の方だ。この会社を今から所有するのだから。買付者が、会社を破壊したとしても、破壊されるのは買付者の価値であって、我々の価値ではない」と考えるわけです。

渡辺：そのような状況になることは、残念ですがある意味ではやむを得ないと思います。株主が様々な価値を考慮したとしても、あくまでも買付価格に最大の関心があることが一般的でしょうから。

ヒューズ：その通りです。新法の適用後も、ローリンソン弁護士がマンチェスタ

一ユニテッド事件について説明したような状況があり、取締役会については、公表される買付価格以外の幅広い要素を考慮しなければならないものの、株主については、渡辺先生がお話しになったように、依然として、それだけではないにしても、もっぱら自分たちが受け取れる金額に関心があるということです。ですから、取締役会が考慮すべき要素と、株主が考慮する要素との間に乖離が生じています。

ローリンソン：英国と米国との間には違いがあります。米国では、買収を防ぐために、英国よりも公然と、我々が言うところの「対抗措置」を行うこと、つまり、公開買付けに対して、英国の規制の下ではできないような障害を設けることができます。

同様に、英国法の下でも、先生の論考で触れられているように、取締役会が、買付期間前にポイズンピルを導入することは、制限されていません。ただし、取締役会自身が納得できる理由が必要になります。努力義務に配慮する必要があります。自分たちの対応が、会社にとって得策であることについて、十分な確信が持てる必要があります。株主の利益のために会社の成功を促進するという最優先の義務にかなうかどうかです。

ヒューズ：その通りです。まさに先生の論考において指摘されているように、英国においてポイズンピルを導入するためには、株主の承認が必要とされる場合がほとんどですが、これを導入すると、株主にとってのその後の選択肢が狭められてしまう可能性があるため、株主が支持するとは考えにくいと思います。他にも明確にしたい点があります。テイクオーバー・コードにおいて、買付けが行われる前にポイズンピル（ライツ・プラン、差別的行使条件付新株予約権）を導入することは制限されていませんが、テイクオーバー・パネルでは、取締役会にポイズンピルを実施するかどうかの裁量権があるとすれば、そのこと自体が株主の承認を必要とする妨害行為であるという立場をとっています。ですから、取締役会がポイズンピルを導入していたとしても、これを利用するかどうかの判断が取締役に委ねられており、買付期間中にその決定を下せば、その決定も、株主による承認が必要とされる対抗措置として扱われます。これも、英国において、ポイズンピルが実際には利用されていない理由です。このような仕組みを導入していたとしても、おそらく使うことができないからです。

ローリンソン：ポイズンピルが自動的に実施されるようにしておかない限りですが、その場合でも、それが会社にとって得策であることを主張するのが極めて困

難になると思います。というのも、公開買付けが行われた場合に一定量の新株を発行する、あるいは、ポイズンピルを実施するなどあらかじめ決めておいても、これを実施する時点での状況がはっきりしないため、それが会社にとって得策であることを証明するのが難しいからです。

渡辺：英国でポイズンピルの導入が困難である理由としては、機関投資家の影響力が強いのではないのでしょうか。

ヒューズ：英国では、全ての株主が平等に扱われることになっています。

渡辺：テイクオーバー・コードでは、株主の平等取り扱いが一般原則として掲げられていることは承知しています。しかしながら、世界で最も機関化が進行しているといわれる英国市場では、結果的には、機関投資家の影響力がきわめて強いといえるのではないのでしょうか。

ヒューズ：ええ、仰る通り、実際問題としては、機関投資家が、必ずといって良いほど最大の株主であり、従って、現実には、他の株主よりも大きな影響力を持っています。確かにその点はそうです。

ローリンソン：買付けを検討している投資家は、主に対象会社の株主である大口株主に応じるよう説得することに非常に力を入れます。ですから、買付者は、大口株主を口説いて回ります。5株と10株しか所有していない小口株主を口説いて回ることはなく、大量の株式を所有する大手の年金基金や保険会社を口説いて回り、買付けに応じるよう説得することに努めます。

買付価格をどの程度引き上げれば、買付けに応じるかを、株主が、買付者に示唆する場合があります。対象会社の取締役会が状況をほとんど掌握できない場合さえあります。これは、買付者が、対象会社の株主に会いに行き、「現時点では、取締役会から拒絶されています。100ポンドを提示したのですが、拒絶されました。いくらぐらいなら、取締役会が買付けを推奨すべきだと思いますか」と訊き、株主が「120ポンド」と答え、買付者が「120ポンドの価格を提示したら、応じる用意はありますか」と訊き、株主が「ええ」と答えた場合です。その結果がどうなるかといえば、買付者が「合計で御社の50%を所有する大口株主5社に打診したところ、120ポンドで受け入れる意思があると判断したため、取締役会の推薦があれば、120ポンドの買値を提示する用意がある」と書いた書面を対象会社に送りつけます。これは、買付けを推薦するよう対象会社の取締役会に大きな

圧力をかけることになります。

ローリンソン：近年の敵対的買収で成功しなかった例はほとんどありません。通常の場合には、敵対的買収のいずれかの時点で、買付者が買付価格を少し引き上げると、対象会社の取締役会がその買付けを推奨します。敵対的買収が成功しなかった例は、相当遡らなければならないと思います。比較的最近の例は何でしたでしょうか。

ヒューズ：ロンドン証券取引所の買収です。これは4～5年前のことでした。これよりも前の話になると、一定の規模の敵対的買収から防衛することに成功した例は、10年か15年前のことだと思います。

ローリンソン：先生の論考にも言及されているように、英国では、決定を下すのは株主だからです。株主は、必ずと言って良いほど今、キャッシュが入る方を選びます。買付けによって今、十分な額の金が入るのであれば、経営陣の約束する将来の利益よりも、今、キャッシュが入る方を選ぶ傾向にあります。このため、英国の株主の投資姿勢が短期的過ぎるという批判も招いています。

テイクオーバー・パネルによる企業買収規制とアドバイザーの役割

渡辺：パネルの規制全般について、何点かお伺いしたいと思います。パネルによる規制の背景には、アドバイザーが決定的に重要な役割を果たしていると思います。私の理解によれば、企業買収ルールは、企業買収の当事者だけでなく、銀行（投資銀行）等のアドバイザーによってもエンフォースされているように思います。

ヒューズ：その通りです。テイクオーバー・コードとテイクオーバー・パネルでは、企業買収ルールについて顧客に指導し、顧客がそのルールに従うようできる限り確保することを会社のアドバイザー、特にフィナンシャル・アドバイザーに義務づけています。

渡辺：冷遇措置（cold shouldering⁽⁸⁾）のことを仰っているのでしょうか。

(8) 冷遇措置（cold shouldering）とは、「コードに違反する者のためには仕事をしない」とする、シティにおける強力な規範。元々は自主規制的な規範としてパネルによりしばしば行われていたが、FSA（金融サービス機構）設立後は、FSAの明文ルールとして承継されている。

ヒューズ：最終的には冷遇措置に至ります。けれども、何よりも重要なのは、懲戒処分を受ける可能性だと思います。それは、買付会社又は対象会社である顧客が、コード又はパネルの何らかの指示に従わなかった場合には、両方の会社とそれぞれのフィナンシャル・アドバイザー、可能性としては他のアドバイザーもパネルの心証を害し、パネルが何らかの処分に踏み切る可能性が高いからです。これは、フィナンシャル・アドバイザーに、ルール通りに行動するよう自分の顧客に指導させるための極めて大きなインセンティブになります。ですから、フィナンシャル・アドバイザーは、実際には、パネルがコードを実施するのを助け、ないしは、少なくとも、自分たちの顧客がコードを遵守しているかどうかをパネルが確認するのを助けます。

テイクオーバー・コードそれ自体を見れば、イントロダクションの部分には、コードが遵守されるよう確保する責任がアドバイザー、特にフィナンシャル・アドバイザーにあることを明記したパラグラフがあります。ですから、テイクオーバー・パネルには、顧客がコードを遵守しなければ、そのアドバイザーを処罰する権限があります。

渡辺：コードのイントロダクションに置かれたその規定は、訓示的なものにとどまらず、実際にも重要な役割を果たしているのですか。

ヒューズ：実際にも重要です。この規定が、フィナンシャル・アドバイザーその他のアドバイザーに対する監督権限をパネルに認めるひとつの理由になっていると思います。

ローリンソン：それに、アドバイザーの人々は、この規定をととても気にかけています。実際には、多くの事件が存在するものの、懲戒を公表する代わりに、内密にするよう銀行（投資銀行）がパネルに強く要請するため、報道されることはまずありません。懲戒が公表された場合には、そのチームの投資責任者を解雇する場合も多いようです。今はどうか分かりませんが、銀行に対する懲戒が公表された場合には、その仕事の責任者が銀行を辞職することが長年の慣例になっていたことは間違いありません。

銀行は、ミスや不行跡について批判を受けることを好みません。その理由は、極めて競争的な市場における自行の評判を傷つけるからです。ですから、銀行は、懲戒を内密にするようパネルにもすごい圧力をかけます。このため、パネルが、「懲戒を内密にする代わりに、これらの分野の訓練に行員を強制的に参加させ、ルールを守る重要性への認識を高めなさい」と言う場合も多いようです。

ですから、時には、ある種の懲罰として、銀行が、訓練を受けさせられる場合があります。結果的に、かなり定期的に訓練を受ける結果になります。

渡辺：コードを効果的に実施する上で、とても重要なわけですね。

ローリンソン：多くの面で、最も効果のある方法です。かなり興味深いことですが、銀行と顧客との間でかなり厳しいやりとりが行われる場合も多く、銀行と弁護士の両方のアドバイザーが、顧客との厳しいやりとりを通じてコードを遵守するよう働きかけなければならない場合も、結構あります。顧客が、「なぜそうできないのか」と聞くため、我々が、「コードに違反するからです」と答えます。すると、顧客が、「だから、どうなるというのか。関係ないではないか。非難されるのはみなさんであって、みなさんが非難されても、私が気にする必要がどこにあるのか」と言うわけです。そこで、懲戒があるおかげで、投資銀行やアドバイザーが、コードを遵守させるための取締活動を積極的に行うわけです。

渡辺：パネルの決定が、いずれかの当事者に有利に傾くことはないわけですね。シティの多数の組織から多くの職員がパネルに出向しています。その一部は、アドバイザーを務める企業からの出向者ですね。

ヒューズ：テイクオーバー・パネルでは、パネルは公平であり、いずれかの当事者を他の当事者よりも有利にすることはないと考えています。いずれにしても、テイクオーバー・パネルに多数のアドバイザーが出向していることは、最新の知識や認識を吸収でき、多少なりともアドバイザーの視点から物事を見られるという点で、テイクオーバー・パネルにとってかなりの恩恵がある一方、アドバイザーの人々にとっても、テイクオーバー・パネルがどのように機能するかに関する理解を深め、テイクオーバー・パネルを外部だけでなく、内側からも見る機会になっています。そこで、パネルの業務に一定期間従事した人々は、これによって、ルールがどのように適用されるか、そしてルールの背景にある考え方について、必然的に理解が深まることになります。内部にいてパネルの仕組みを理解した人々が、これを外部にいる他の人々に説明できるようになるため、このことは、テイクオーバー・コードにもとづいたシティの活動の取締に全般的に役立っていると思います。

ローリンソン：私の方で言いたかったことは、モルガンスタンレーの職員が、テイクオーバー・パネルに出向していたとしても、そのことで、自社又はその顧客

が何らかの有利な取り扱いを受けると期待することは絶対にないということです。実際のところ、パネル執行部の事務局長が特定の投資銀行の出身であったとしても、完全に中立であると見られることを望んでいます。不正又は偏向の疑いを避けるために、むしろ、他の銀行よりも出身銀行に対して厳しい態度を取る傾向さえあります。ただし、私から見ると、この点は重要ではありません。出向者を受け入れることで、市場で行われている現在の慣行についてパネルが認識し、パネルがどう機能しているのかについて詳しく理解している人々を市場に送り返すことになるため、良いことだと思います。

当法律事務所でも、助かっています。ヒューズ弁護士は、パネルで数年働いた経験があるため、ある問題についてパネルが示した見解の理由について議論になった場合に、ヒューズ弁護士が、「その意見は、パネルがこのようなアプローチをとったのだと思います」と答えるわけです。そのことで、パネルがどう対応するか推測できます。これは、とても助かっています。

一方で、個人的には、テイクオーバー・コードが、対象会社を助けるためのものではないと考えています。私の個人的見解では、テイクオーバー・コードの構成とルールが、結果的に買付者に有利なように仕組みられています。

スキーム・オブ・アレンジメント (Schemes of Arrangements) について

渡辺：最後に、専門的な話題になりますが、スキーム・オブ・アレンジメント (schemes of arrangements、債務整理計画) について伺いたいと思います。企業買収の際に、スキーム・オブ・アレンジメントを利用することのメリットとデメリットについてどうお考えでしょうか。

ローリンソン：メリットとデメリットですか。これは、実はかなり興味深い分野です。その理由は、テイクオーバー・コードとスキーム・オブ・アレンジメントとの関係を考えて場合、コードでは、スキーム・オブ・アレンジメントについて、長年にわたって、ほぼ何も規定されていませんでした。スキーム・オブ・アレンジメントにもコードが適用されると言及するのみで、かなり最近になるまで、コードによってスキーム・オブ・アレンジメントがどのように規律されるかについて明示しませんでした。それが、今では、コードの Appendix 7. に明記されています。

これまで、対象会社の取締役会によって推奨されたオファーにおいて、スキーム・オブ・アレンジメントが極めて盛んに利用されてきました。それは、スキーム・オブ・アレンジメントが、対象会社の株主と協力して進めるものだからです。ですから、実際問題として、友好的な場合には、スキーム・オブ・アレンジ

メントを利用した方がはるかに容易です。敵対的な場合にスキーム・オブ・アレンジメントを実行することが可能であるかどうかについては、学術的に難解な議論が展開されています。

渡辺： 敵対的な買収において、スキーム・オブ・アレンジメントを利用することは珍しいわけですね。

ヒューズ： 決議が行われる形で、その寸前までいった例はあります。

ローリンソン： もう少しのところでした。けれども、現実には実施された内容は、敵対的なスキーム・オブ・アレンジメントではありませんでした。

ヒューズ： そうです。実施されませんでした。

ローリンソン： ですから、スキーム・オブ・アレンジメントは、原則として、レコメンデッドオファー（推奨オファー）との関係で実施されます。これは、対象会社の計画です。その利点は、一つに、譲渡税がかからないことです。大きな取引では、かなりの費用を節約できる場合があります。第二に、これが対象会社の計画であるため、推奨オファーとの関係において、かなり体裁が良いことです。公開買付けを行い、これに応じるよう迫るよりも、合意形成を重視しているように見えます。スキーム・オブ・アレンジメントであれば、対象会社がこれを組み立て、対象会社の株主がこれに議決権行使するため、公開買付けよりも合意形成を重視した手続の進め方に見えます。これが第二の点です。第三の点は、少数株主をスクイズ・アウトする手段としての確実性ではないでしょうか。スキーム・オブ・アレンジメントがどう機能するかについて見た場合、公開買付けとでは、過半数の賛成の位置づけが違います。公開買付けでは、通常の場合の条件は、90%の応募であり、買付者が設定するこれよりも低い割合、ただし50%以上を条件とする場合もあります。普通は、このような数字に設定します。一般に90%に設定する理由は、これを超えれば、法定のスクイズ・アウト手続を実施し、少数株主を排除できるからです。そのためには、90%に達しなければなりません。

スキーム・オブ・アレンジメントでは、株主総会において所定比率以上の多数により決議が行われたうえで裁判所の認可を得ることができれば、総会に出席したかどうか、あるいは、計画に反対したかどうかにかかわらず、他のすべての株主もその計画によって拘束されます。ですから、スキーム・オブ・アレンジメン

トが認められれば、少数株主について気にする必要がありません。

ただし、決議に関するやや特殊な要件があり、それは、出席株主の全保有価額の75%に達する出席株主の過半数の賛成を得なければならないことです。そこで、対象会社に極めて多くの小口株主が存在し、特にこれらの株主が公開買付けに反対している場合には、スキーム・オブ・アレンジメントを利用するかどうかについて慎重に検討する必要があります。例えば、現在進行中の企業買収であるクラフトによるキャドバリーの買収についてですが、キャドバリーを英国の一種のシンボルであると見た場合には、誰かが、日本人が誇りに思っている日本企業を買収する場合と同様、これに国民が反発する可能性があります。お菓子メーカーの買収に怒りを感じる理由は私にはよくわからないのですが、そのような感情が湧く場合もあるでしょう。キャドバリーに極めて多くの小口株主がいて、これらの株主がみな「米国の巨大企業であるクラフトに所有されるのはいやだ。そこで、この計画に反対しよう」と考えたとします。すると、大手の機関投資家がみな「買ってほしい」と考え、出席株主の保有株式の価額の75%を確保できていたとしても、出席人数の過半数が得られない場合があります。とはいうものの、このようなことは、めったには起こりません。

公開買付けよりもスキーム・オブ・アレンジメントを利用する理由は、以上だと思います。ヒューズ弁護士は、どう思いますか。

ヒューズ：ええ。その通りだと思います。スキーム・オブ・アレンジメントには、所要期間の点でも少し有利な点があります。一般に、公開買付けよりもスキーム・オブ・アレンジメントを利用した方が、100%の議決権を少し早く取得できると思います。

渡辺：スキーム・オブ・アレンジメントを利用した方が、100%の議決権取得に至るスピードが圧倒的に早いということではないのでしょうか。少し早い程度でしょうか。

ヒューズ：スキーム・オブ・アレンジメントには、だいたい8週間程度かかります。公開買付けで100%を取得するためには、だいたい10週間から12週間かかります。いずれも、通常の場合です。ただし、これが重要な理由ではないと思います。

ローリンソン：これまでも多用されてきましたし、今後は、おそらくさらに利用されるようになると思います。私がこの法律事務所のパートナーになってから20

年が経ちましたが、パートナーになった頃は、スキーム・オブ・アレンジメントが利用されることはめったにありませんでした。ところが、この10年間に、ますます盛んに利用されるようになってきました。

渡辺：最近では、スキーム・オブ・アレンジメントは、支配権を移転させるための手段として、さらに普及しているように理解しています。

ヒューズ：大型の取引については、当然、公開買付けよりも主流であることは、わかっていました。その主な要因は、ロビンソン弁護士も話していたように、0.5%の譲渡税を節約できることです。0.5%でも、10億ポンドであれば、大幅な節約になります。ですから、大型の取引については、少なくとも最近では、公開買付けよりもスキーム・オブ・アレンジメントが利用される可能性が高いと思います。

渡辺：スキーム・オブ・アレンジメントは、ボランタリーオファー（任意的公開買付け）の一種であると考えられているのでしょうか。

ヒューズ：ボランタリーオファーですか。ええ、その通りです。

ローリンソン：まさにその通りです。スキーム・オブ・アレンジメントを開始し、議決権行使でこれを支持するのは、対象会社の株主だからです。ですから、これはおそらく、最も純粋な形のボランタリーオファーではないでしょうか。

ヒューズ：スキーム・オブ・アレンジメントを利用してマダトリーオファーを進めることそれ自体については、パネルが認めるかもしれませんが、株主の支持を得られなかったためにこれに失敗すれば、元に戻り、再度、マダトリーオファーを行わなければならないと思います。

渡辺：それは、スキーム・オブ・アレンジメントから契約に基づく公開買付けに切り替えるということですか。

ローリンソン：切り替えることになります。例えば、クラフトがキャドバリーの30%以上を買い入れ、マダトリーオファーの実行義務が生じた場合について考えてみましょう。実は、クラフトが、残りの70%を取得するためにスキーム・オブ・アレンジメントを利用することに決めるかも知れません。そして、キャドバ

リーの株主総会が決議を行い、残りの70%について、出席株主の過半数と価額の75%を達成できなかった場合、パネルは、おそらく、「構いません。スキーム・オブ・アレンジメントを利用してマングトリーオファーを実施することに失敗しました。今度は、マングトリーオファーに戻り、さらに20%取得して、50%を超えれば、その会社はあなたのものですよ」と言うでしょう。ヒューズ弁護士が説明しようとしたのは、このような場合です。ただし、繰り返しますと、このようなことはめったにありません。

以上の内容を踏まえ、一般に、対象会社に関するデータとそのパターンを検討した上で、企業の買収方法を選択する傾向にあります。その場合には、株主の分布を検討し、対象会社の株主構造を考慮し、支配権を獲得するための最善の方法を決定します。例えば、10%ないしは11%を保有する株主がおり、当該株主が取引に反対する可能性があるかと判断した場合には、公開買付けよりもスキーム・オブ・アレンジメントを選択することになります。その理由は、公開買付けでは、当該株主の11%を取得できるとは限らないと考えられるからです。89%までは取得できます。ところが、その株主が保有する11%の株式を除いた発行済株式のすべてを取得できたとしても、89%では、スクイーズ・アウト手続を実施できないため、残りの株式を取得できる保証がありません。

渡辺：そのような切り替えを行う根拠は何でしょうか。

ローリンソン：切り替えることが可能な場合の例を挙げます。会社があるとして、ここでは、仮に Waseda.com という名前にしておきましょう。それに、買付者がいます。買付者がやってきて、Waseda の買付けを行う。買付者は、スキーム・オブ・アレンジメントを利用します。Waseda は、英国企業であり、買付者は、英国のスキーム・オブ・アレンジメントを利用します。何もかもが実にうまく進んでいた時に、突然、別な買付者が現れ、公開買付けを始めました。そこで、最初の買付者が、この別な買付者と競争するためには、同じように公開買付けに踏み切り、公開買付のタイムテーブルに従って公開買付けを実施する必要がある、そう考える場合があるわけです。そこで、最初の買付者は、テイクオーバー・パネルに行き、「新しい買付者に対して、これまでよりも有利な条件で競争できるように、スキーム・オブ・アレンジメントを公開買付けに切り替えることを認めてもらえないでしょうか」と話します。このような場合には、対象会社の株主の利益になるため、「ええ。切り替えることを認めます」と、パネルは言うでしょう。いずれにしても、パネルの承諾が必要です。

渡辺：切り替えは、買付者の意思で行うのですか。

ローリンソン：買付者が、切り替えたい場合には、テイクオーバー・パネルに行きます。買付者は、テイクオーバー・パネルに行き、「スキーム・オブ・アレンジメントから公開買付けに切り替えたい」と言うわけです。逆方向に切り替えることもできます。買付者は、「対象会社に確認したところ、切り替えることに異存はないそうです。切り替えることを認めてもらえませんか」と言います。すると、パネルは、「ええ、認めます」と言います。そこで、最初の買付者は、通常は新聞発表を行い、「パネルと対象会社の了解を得て、当社は、スキーム・オブ・アレンジメントを公開買付けに切り替えます」と発表することになります。

逆方向に切り替える例として、買付者が Waseda に対する敵対的公開買付けを100ポンドで開始したとします。Waseda と交渉した結果、Waseda の経営陣が「買付価格を150ポンドに引き上げれば、買付けを推奨します」と言ったため、買付者が「150ポンドでやってもいいのですが、印紙税と譲渡税を節約するために今度はスキーム・オブ・アレンジメントでやりたい」と言いました。すると、この場合も、パネルのところに行き、「買付けについて推薦を得たので、スキーム・オブ・アレンジメントでやりたいと思います。良いでしょうか」と言います。この場合も、パネルは、おそらく、これを認めると思います。

渡辺：わかりました。ところで、英国では、100%の議決権を取得する手段として極めて有利であるスキーム・オブ・アレンジメントが存在するということは、公開買付けの後にスクイーズ・アウト手続を利用することが一般的ではないことになるのでしょうか。

ローリンソン：スキーム・オブ・アレンジメントは、少数株主を締め出すためにも利用できます。ただ、スキーム・オブ・アレンジメントの利用を検討するのは、ほぼ必ずといっていいほど、公開買付けを行い、法定のスクイーズ・アウト手続を利用するために必要な90%に達せず、一定期間後に、100%を取得したい場合です。ここで想定しているのは、このような場合です。

公開買付けによって90%に達しない場合には、通常、何らかの理由があるはずですが。それは、最初から「この公開買付けに反対する」ことを表明している株主がいて、その株主が公開買付けに対抗し、買付けの過程である程度の割合の株式を取得し、10%以上を保有するブロックホルダーになっている場合などです。このように公開買付けに反対する株主がいる場合には、いずれ買付価格を上乗せしない限り、このような株主がスキーム・オブ・アレンジメントを実施することに

同意することは考えにくいと思います。ただし、6カ月間は、これらの株主から上乘せした価格で買付けることが禁止されています。

ヒューズ：通常の公開買付けを行った場合において、90%に達しないことは極めてまれです。ですから、ほとんどの場合に、公開買付けを利用すれば、買付者は、いずれ90%を取得し、少数株主をスクイーズ・アウトできるようになり、残りの10%の株式を強制的に取得できるはずです。ローリンソン弁護士が言ったように、わずかながら買付者が90%を取得できない例もあり、これは、一般に、特定の1名の株主のみが買付条件に納得しない場合です。

ローリンソン：そのような株主は、プライベートエクイティファンドである場合が多いと思います。

ヒューズ：ローリンソン弁護士が言うように、買付条件に納得しないプライベートエクイティファンドの場合が多いです。このようなファンドは、強制的なスクイーズ・アウトを防いだ上で、実際には、半年から1年以上経たないと交渉には利用できないにしても、自分たちのポジションをレバレッジ又は交渉材料にするために、10%を超える株式を取得している場合が多いと思います。このようなファンドは、いずれ、他の株主よりも高い価格で保有株式を買い取らせることを狙っています。

渡辺：スキーム・オブ・アレンジメントを利用した敵対的買収の実例はあるのでしょうか。

ヒューズ：実施された例はありません。昨年、これを試みた例があり、敵対的な形でスキーム・オブ・アレンジメントを利用する取引が発表されました。けれども、発表からおよそ1週間以内に、対象会社の取締役会が、この取引を推奨したため、その時点で一般的な推奨されたスキーム・オブ・アレンジメントになりました。可能だとは考えられているものの、まだ実例はありません。

ローリンソン：実は、ヒューズ弁護士と私は、このテーマ（敵対的買収におけるスキーム・オブ・アレンジメントの利用可能性）についてつい先日話していたばかりなのです。先生からまさにその件についてご質問が出るとは驚きです。

渡辺：ありがとうございます。英国を代表する M&A 弁護士のお二人に、い

ろいろと突っ込んだお話をお伺いすることができて大変有益でした。日本では、最近、英国をはじめとする欧州の企業買収規制のあり方に大きな関心が寄せられています。本日のお話は、日本での研究や議論にも大いに参考になるものだと思います。

ローリンソン・ヒューズ：お役に立てましたら幸いです。本日はこうした対話の機会を持つことができ、本当に良かったと思っています。

渡辺：貴重な時間を割いて頂き、お心遣いに心より感謝致します。どうもありがとうございました。