

英国における企業買収ルール of 構造分析

John Armour (オックスフォード大学教授)

渡辺 宏 之 (早稲田大学教授)

はじめに

本稿は、英国における企業買収ルール成立の背景と変容につき、アメリカ等との比較を意識しつつ構造分析を試みた、オックスフォード大学の John Armour 教授との質疑の記録である。Armour 教授は、企業買収をはじめ資本市場に関する様々な問題に対して、倒産法や労働法的観点、さらにはファイナンス理論・統計分析等の手法を駆使した研究を行っている、気鋭の研究者である。

筆者は近年、英国をはじめとする欧州各国の企業買収ルールの調査研究に数多く携わってきたが、各国の市場構造や社会規範、さらには当事者の戦略的行動をも十分に理解することが、それぞれ⁽¹⁾の企業買収ルールの十分な理解への鍵である⁽²⁾ことを強く実感するに致っていた。

今回のアーマー教授との質疑は、企業買収ルールのダイナミクスを理解するための、そうした重層的なアプローチの必要性を共有しているという意味においても、非常に意義深いものであり、かつ、多くの現地調査を経た後においても筆者が疑問を持ち続けていた諸問題に、明確な示唆を与えてくれるものであった。多忙な中での本会談への出席とその記録の公刊に快く応じて頂いた、Armour 教授に感謝申し上げる。[渡辺 記]

(1) 英国の企業買収ルールに関する筆者のこれまでの研究については、*Hiroyuki Watanabe, Non-statutory Takeover regulations and their changes: The Reality of the UK Takeover Panel (1)・(2)*, *Waseda Law Review* (早稲田法学) Vol. 86, No. 2, at. 285; Vol. 86, No. 3, at. 189, 2011、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)等をご参照。

(2) 『特集・欧州 M&A 専門家との対話 (*Dialogues with European M&A specialists on Takeover Rules*)』季刊企業と法創造29号(早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所、2011年)(*The Quarterly Review of Corporation Law and Society*, No. 29, Waseda Institute for Corporation Law and Society, 2011)をご参照。

英国・アメリカにおける最近の動向とその背景

渡辺：ジョン・アーマー教授、本日はお忙しいところ面会に応じて頂きありがとうございます。私は近年、英国をはじめ欧州諸国の企業買収ルール⁽³⁾の調査研究を集中的に行っておりますが、まだまだ十分に理解できないところがいろいろと残っています。本日は、アメリカ等との比較を意識しつつ、英国の企業買収ルール成立の背景と変容につき、お話を伺いたいと思います。

これは先生が以前書かれた論文ですが、とても興味深く、示唆的なものです。

アーマー：昨年発表した新たな論文では、英国の状況を若干アップデートしました。⁽⁴⁾アップデートの主な内容は、クラフト社によるキャドバリー社買収案件の紹介と、最近の議会の動きです。

渡辺：キャドバリーの件ですか。

アーマー：そうです。若干、状況の変化がありましたので、さらに詳しい解説を加えました。主な変化は、政治的な事情が変わってきたことです。それは、投資環境が変化しつつあるためです。英国では外国投資家の重要性が昔と比べると高まっていて、2007年の論文ではそのことを取り上げ、モデルをどの程度維持できるかを考察しました。2011年の論文では、状況の変化をいくつか取り上げました。特に、政府が企業買収の規制に積極的な態度をとりつつあることと、テイクオーバー・パネルがそれを阻止しようとしていることがあげられます。

この状況がどのような結果をもたらすのかはわかりません。政府では対応策をまだ検討しているところです。テイクオーバー・パネルは、キャドバリー・クラフト案件を受けて、去年ルールの改正を行いました。変更点はそのぐらいです。2011年論文の中の英国に関するセクションは、2007年論文に書いた内容をアップデートしたものです。

渡辺：「新たなルールを作るときには、ルール策定プロセスで最も強い影響力を持っているグループの意思が反映される」との、先生のご指摘は、とても興味深

(3) *John Armour and David A. Skeel Jr., Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?—The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, Georgetown Law Journal, Vol. 95, No. 6, at 1727 (2007).

(4) *John Armour, Jack B. Jacobs & Curtis Milhaupt, The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, Harvard International Law Journal, Vol. 52, No. 1, at 221 (2011).

いです。

アーマー：そうですね。そのような状況は変えるのが理想的ですが。影響力のあるグループが変わっただけです。2011年論文では、ルール改正のメカニズムについて詳しく書いてあります。第1セクションでは、ルール改正のメカニズムについて理論的な説明が書いてあります。

渡辺：ところで、アメリカでは、英国、フランス、ドイツとは違って、株主利益の最大化が強く求められ、一方で、企業買収については取締役の裁量が広く認められています。この違いは、どのような背景によるものだとお考えですか。

アーマー：仰られる「背景」とは、どういう意味でしょうか？

渡辺：アメリカでは、株主価値の最大化を図るという考え方が強くあります。でも、その一方では、会社の支配権移転の場合には、取締役に広い裁量が認められます。

アーマー：裁量が広く認められるのは、会社を売却しない場合だけですか？会社を売却することになれば、取締役の裁量は厳しく判断されることになります。レブロン企業買収案件以来、取締役は最高価格を提示した買付者を売却先を選ぶ義務を負うようになりました。

つまり、取締役に広い経営判断が認められるかは、ひとえに会社を売却するかどうかにかかっています。

アメリカでは敵対的買収案件がさかんでしたが、1980年代後半からは、その後はほとんどないですね。1990年代と2000年代には、片手で数えるぐらいしかありません。

変化がみられたのは、役員報酬の制度です。1980年代の後半からは、役員報酬は株式ベースで支給されることが多くなってきました。つまり、経営陣には買収に対してノーと言う権利があって、決定を阻止することができますが、それと同時に、イエスと言いたくなるようなとても大きく魅力的な報酬が与えられています。買付者が十分に魅力的な買収価格を提示すればストックオプションを高く決済でき、結局大金持ちになれますから。

実際に、一部の研究者が行っているように、企業買収案件の全体的なレベルを上場企業総数に対する割合として測定すれば、アメリカは英国よりも高いレベルにあります。その背景の一部には、例えば敵対的企業買収の防衛策に適用される

ルール、それから、経営陣の報酬方式といった要素が関連していると思います。

確かに、アメリカの CEO は、絶対的な額においても、支払い実績においても、株価との連動性という意味においても、英国、それからもちろん大陸欧州諸国の経営陣よりもはるかに多くの報酬をもらっています。英国は、経営陣の役員報酬制度の面では、大陸欧州諸国とアメリカのちょうど中間ぐらいだと考えてよいでしょう。

アメリカの研究者によれば、いま問題になっているのは、経営陣による企業売却を後押しすることではなく、安値であまり積極的に売却させないようにすることです。これが最近の論点です。

役員報酬方式の変化に伴い、ポイズン・ピルの意義も完全に変容しました。Edward Rock と Marcel Kahan が書いた、非常に参考になる論文があります。2002年に公表された「私はいかに悩むのをやめてピルを愛するようになったか (How I learned to stop worrying and love the pill)⁽⁵⁾」ですが、この問題点がとてもクリアに指摘されています。

渡辺：ありがとうございます。米英における相違の一つの理由としては、それぞれを特徴づける株主利益最大化原則と株主決定主義が、企業買収の局面では、かなり違うものとして現れることが挙げられると思います。

アーマー：その通りです。

渡辺：これはアーマー教授が共同で執筆された別の論文です。⁽⁶⁾とても興味深く拝見しました。アメリカは株主保護がこの中で最も弱い国という結果になっていますが、一方で、株主価値最大化という考え方が広く浸透しています。

アーマー：アメリカで大きな影響を及ぼしているメカニズムは二つあります。一つは役員報酬体系で、もう一つは社外取締役の制度です。社外取締役は経営陣をチェックする機能も期待されています。

(5) Edward B. Rock and Marcel Kahan *How I learned to stop worrying and love the pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, 69 *University of Chicago Law Review* 871 (2002).

(6) John Armour, Simon Deakin, Priya Lele & Mathias Siems, *How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor, and Worker Protection*, *American Journal of Comparative Law*, Vol. LV II, No. 3, at 579 (2009).

企業買取の場面では、社外取締役が重要な役割を担います。社外取締役は、CEOを監視し、CEOが会社を自分に有利な買付者に売却するのを阻止できません。

社外取締役の有無が、企業の買取価格に影響するという実証的なエビデンスがあります。このため、社外取締役をプロセスに関与させることで、買取価格を上げることが可能です。

他の国との違いを生み出すメカニズムとしては、社外取締役と役員報酬体系が挙げられます。3つ目は訴訟です。アメリカで広く浸透しているもう一つの制度は訴訟ですが、ヨーロッパでは訴訟となるケースはほとんどみられません。私は今、企業買取をめぐるクラス・アクションの研究をしているところです。

とても驚くべきことですが、アメリカでは大規模な企業買取案件が訴訟に発展する確率はいまや100%です。100%のケースが訴訟に持ち込まれます。これは1990年の中盤と比べると著しく増えています。

このことから、アメリカの株主のほうが法的保護は薄いですが、訴訟の場面では強い立場にあるといえます。アメリカの民事訴訟ルールの下では、簡単に訴訟を提起することができ、アメリカの原告の立場はヨーロッパよりも有利です。

それから、アメリカではさまざまな契約が利用されています。「法的保護制度」というときは、契約すなわち役員報酬契約は含まれていません。それから、取締役会構成の違いも多少はあるでしょう。ヨーロッパと比較して、アメリカの方が社外取締役を置くケースが多いです。これも契約的なメカニズムの一つと見ていいでしょう。

このように、アメリカでは、法的制度の面では株主保護は厚くありませんが、これは、株主価値が守られないことを意味しません。株主利益に実質的影響を及ぼしているのは、経営陣に対する法的規制、会社が締結する契約的合意、それから訴訟による権利行使のメカニズムの総体です。これらの要素が総合的に作用して、取締役の行為に影響を及ぼします。

渡辺：この論文では、先生は「取締役の義務をめぐる、買付者や株主の訴訟（例えば敵対的公開買付けに関する訴訟）の構造は、取締役に有利に判断される傾向にあり、このため、判例は取締役の判断を重視する傾向がみられる」と述べておられますが⁽⁷⁾。

アーマー： その通りです。しかし、いまではその意見にははっきりとは賛成し

(7) *Armour and Skeel, note 3, at 1793.*

かねます。確かに英国ではそのように言えるでしょう。でも、私の最近の研究からは、アメリカについては確信が持てなくなりました。

アメリカでは、クラスアクションにおける原告の立場はとても強いですが、2006年にはあまり注目されなかった事実を発見しました。それは、アメリカで、原告がデラウェア州を裁判地とするケースが減ってきたことです。最近では、デラウェア州以外で提訴するケースが増えています。そもそもデラウェア州裁判所に事件が提訴されないのでは、裁判所は何もできませんから、デラウェア州裁判所の判例の影響力は低下するでしょう。

仮に、専属の管轄裁判所が書面合意で指定されている場合には、取締役は会社のリソースの支配を握っているため、訴訟では有利になります。しかし、実際にアメリカで行われているように、原告が裁判所を選択することが可能であれば、事情は変わってきます。原告の弁護士が、原告にとって最も有利な裁判所を選ぶからです。実際に、訴訟がデラウェア州以外の州で行われることが多くなってきています。

渡辺：デラウェア州以外で行われる訴訟には、どのようなケースが考えられますか。

アーマー：そうですね。例えば、デラウェア州で設立された会社が、デラウェア州に物理的な拠点を持っていないとします。デラウェア州法人の98%は、デラウェア州に物理的な拠点を持っていません。拠点はカリフォルニア州にあるものとしましょう。カリフォルニア州裁判所が会社に関する訴訟を審理できますが、デラウェア州法が適用されます。

しかし、カリフォルニア州裁判所が先例になりそうな事件を管轄する場合、カリフォルニア州で判決が下されれば、デラウェア州の判例とはなりません。そうすると、デラウェア州裁判所による判例形成は妨げられることとなります。

以前の論文では、訴訟構造が判例形成にどのように影響するかを論じましたが、それを書いた当時は、原告がデラウェア州以外で訴訟を起こすケースが増えていることに気づかなかったのです。この事実によって、アメリカに関する結論が変わってきます。

英国に関する結論は否定しません。英国では、これを書いた当時から状況は変わっていないと思います。英国については続編を書きました。私たちは、続編の論文で、英国では、企業買収における取締役の責任をめぐる訴訟の事例がないことを指摘しました。英国では、上場会社の取締役を被告とする企業買収関連の訴訟は一度もありません。私たちは「訴訟がほとんどない」と述べました。ところ

が、商事裁判所の記録を調べてみたところ、そのような訴訟は一件もありませんでした。公表判例が見当たらないというだけでなく、本当に訴訟が一件もないのです。

アメリカにおいて大型の企業買収案件が訴訟に発展する確率は、1990年の半ばにはおよそ50%だったのが、2009年にはほぼ100%に達しました。株主が充分な対価をもらっていないと主張し、買収対象会社の取締役を相手取ってクラス・アクションを起こす確率は100%です。「レブロン義務」に関する訴訟です。

渡辺：訴訟の発生率がずいぶん大きく変動したのですね。

アーマー：そうですね、時間の経過とともに訴訟の発生率が増加しました。LBO 案件についても同じような現象がみられます。1990年代半ばには、LBO 案件の訴訟発生率は約20%だったのが、いまは約100%です。

訴訟の発生率についてお話しました。次は提訴地についてです。対象会社がデラウェア州で設立されている場合の訴訟管轄はどこかという問題です。この濃い色の部分は、デラウェア州のみで提訴された場合を指しています。薄い色の部分は、デラウェア州と他の州（つまりデラウェア州と設立された州の両方）で提訴された場合を指します。この部分は、デラウェア州以外の州のみで提訴された場合を指しています。⁽⁸⁾

濃い色の部分すなわちデラウェア州での訴訟件数は年々減少しており、デラウェア州以外のみでの件数が増加しているのがわかりますね。それで、訴訟率の増加を受けて、この論文のタイトルを「デラウェア州での訴訟件数は減っているのか (Is Delaware losing its cases?)」としました。デラウェア法人が被告となるケースは増えていますが、他の州での提訴が増えてきました。

この状況から、判例形成の動きが変化しつつあります。被告が有利なケースで、デラウェア州裁判所が判決を下す機会が減ってきました。原告の弁護士が他の州で訴訟を起こせば、デラウェア州が判決を下すことはできないためです。

渡辺：ジェイコブ判事 (Jack B. Jacob、デラウェア最高裁判所) のお考えはどのようなのでしょうか。先生はどのような印象をお持ちになりましたか。

アーマー：デラウェア州の裁判官は、この傾向を好ましくないと考えています。

(8) *John Armour, Bernard S. Black & Brian R. Cheffins, Is Delaware losing its cases?*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 36, figure (2010).

ジェイコブ判事は、この点に関する見解は特になく、レオ・ストライン判事は、質の悪い事件が増えたと考えています。原告側弁護士が提訴するのは質の悪い事件です。この事実は、訴訟率の増加を裏付けています。増えている訴訟は、質の悪い訴訟ばかりです。デラウェア州裁判所は、原告側弁護士の報酬請求をさらに厳しく審査するようになりました。

デラウェア州裁判所は、原告側弁護士に向かって、「事件の質が悪いので、ご希望の報酬は払えません。このような事件を提訴すべきではありません」と言っています。

デラウェア州裁判所は、この点についてはますます厳しい姿勢をとるようになっており、また、このことは原告側弁護士の間でも認識されるようになってきました。このような理由で、他の州で提訴するようになったのです。他の州の裁判所なら、和解案を承認し、報酬を払ってくれるからです。

デラウェア州裁判所は、原告勝訴の見込みのない、質の悪い事件では原告の主張を棄却し、弁護士が真面目に仕事をしていると思われる事件では高額の和解金を認定しています。クリスマスの直前に下された South Peru Cooper 事件では、レオ・ストライン判事が弁護士に 2 億 8500 万ドルの報酬を支払うよう命じました。これは原告側弁護士の報酬としては史上最高です。

ストライン判事は、「どうです。真面目に仕事をすれば、報酬がきちんと出ますよ」と伝えようとしたのでしょう。しかし、原告側弁護士の質が良くないと判断されれば、報酬が減らされるか、あるいは「だめです。報酬は払えません」と言われます。

デラウェア裁判所は、質の良い事件だけがデラウェアに提訴されるよう、ふるい分けようとしています。ここで問題となるのは、弁護士は、受任当初は事件の質が良いか悪いかが判断できない点です。ディスカバリー手続を経ない時点では、手持ちの証拠が充分ではありません。そうすると、この手続きによって、デラウェアでは質の悪い訴訟事件だけでなく、良質な事件まで減ってしまうことになります。

このような状態がもたらす影響に関しては、意見が分かれます。結果はまだわかりません。まだ早すぎます。この論文は実証的な試みで、データを示したものにすぎません。最近の事象をデータにして示しただけです。

今述べたような状況が、判例形成に影響を及ぼしていると考えられます。その影響は具体的にはまだわかりません。大変複雑なので、もう少し詳しく研究する必要があります。この現象には、さまざまな側面があります。でも、プロセスを進めていくうえでの力学に影響するのは間違いありません。

渡辺：そうですね。興味深い実証的データです。

アーマー：その通りだと思います。

英国における株式保有構造と税制の影響

渡辺：ところで、アーマー教授は、「英国では、戦後、個人株主よりも機関株主を優遇する税制が作られ、また、政府が自主規制に寛容な姿勢をとったこともあって、機関株主がコーポレートガバナンスの中心的な役割を担うようになった⁽⁹⁾」と指摘されていますね。たいへん興味がありますので、さらにご説明いただけますでしょうか。

アーマー：わかりました。税制に関する一番重要な参考文献はこれだと思います。⁽¹⁰⁾ Brian Cheffins の著作です。英国の会社支配構造の変遷について述べてあります。税制の果たす役割については、ここにずっと詳しく書いてありますよ。

渡辺：その本の書名は記憶にありますが、この本に書いてある説は、多くの研究者の間で受け入れられているのでしょうか。

アーマー：はい、そうだと思います。

渡辺：通説となっているのですか。

アーマー：ブライアンは税制の及ぼす影響の大きさを把握するため、とても入念な研究を行ったようです。1947年から1979年までは、最高税率は個人投資家の場合は98%で、年金ファンドは非課税でした。年金ファンドが持っている株式の価値を考えると、ファンドは個人投資家とは違って配当収入は非課税ですから、ファンドのもっている株式の価値は、個人投資家がもっている株式を上回ります。個人投資家の配当収益には最高98%の税金がかかりますから。その時期には、このような事情が、個人投資家が機関投資家に株式を売却する契機となりました。

渡辺：なるほど。

(9) *Armour and Skeel*, note 3, at 1785.

(10) *Brian R. Cheffins, Corporate Ownership and Control* (Oxford University Press, 2008)

アーマー：税制ほど経済に影響を及ぼす要因はないと思います。英国の変化は極端です。株式保有構造が極端に偏っているという点では、世界でも珍しいです。

税制上の措置を見ても、極端に偏っているでしょう。一方は98%、もう一方は非課税ですよ。収益の2%しか手元に残らない人と、100%キープできる人の株式の現在価値を比べてみると、たいへんな差があります。

渡辺：今仰られた、社会的選択という視点でのご説明はとても興味深いと思います。

アーマー：その結果として生じる影響については、人々はあまり考えません。税制がコーポレートガバナンスにまで及ぼす影響までは想定しません。しかし、税制は広範囲にわたり影響をもたらすものです。

渡辺：そうですね。

アーマー：税制に着目すると、アメリカの状況もよく理解することができます。私は、アメリカの事情については英国ほどよく分かってはいないのですが。

渡辺：先生は、Brian Cheffins の説に全面的に賛成ですか。

アーマー：はい。この論点については、私はブライアンほど基礎的な調査をしたわけではありませんが、税制が重要な要因であることは間違いないと思います。ユニークな要因のため、他の国ではこれほどの格差はありません。データとも整合しているように思います。

株主決定主義と労働者保護

渡辺：次の質問に移りたいと思います。ヨーロッパ諸国の企業買収法と実務を研究してみて、株主決定主義の概念が広く浸透していることを知り、驚きました。この株主決定主義の主な背景の一つとして、ヨーロッパ諸国では労働者保護が厚いことが挙げられると思います。

アーマー：強い「株主決定主義」とは、EU の企業買収指令という意味でしょうか。それとも、一般的な会社法上の意味でしょうか。

渡辺：ご存じのとおり、ヨーロッパ諸国では、EU 指令のもと、労働者が企業買

取の情報提供を受ける権利と、ある程度関与する権利が認められています。しかし、企業買収を阻止することはできず、情報提供を受けるだけです。つまり、最終的な判断を下すのは株主です。

アーマー：なるほど。そうですね、ヨーロッパと言っても国ごとに違いがあります。ドイツの大企業では、労働者経営参加が制度化されていて、労働者代表が監査役会に参加することになっているため、株主による会社支配は、労働者によって監査役会レベルで弱められることになります。しかし、監査役会の決定権は、多数派を占める株主が持っています。

けれども実際には、重要な案件では、株主が多数決を押し通し、労働者の意見を否決するという事はないと聞いています。監査役会では、コンセンサスによって結論を導きます。つまり、実際には労働者が会社の重要な意思決定において強力な発言力を持っているということです。

企業買収に特有の対策があまり整っていないことは、労働者の経営参加制度を通じて認められている潜在的な労働者保護の違いに比べると、重要性は高くありません。

つまり、労働者経営参加制度を導入すれば、会社の決定は監査役会を通じて労働者の意見を取り入れたものになるため、特段の企業買収対策をとる必要がなくなるというわけです。

企業買収に特有の対策は、英国のように労働者保護が一般的に制度化されていない国では重要度が高くなり、また、他の国との顕著な違いを生む原因ともなります。

英国には一般的な労働者保護制度がありません。EU 買収指令による保護は、英国の企業買収にあまり有意義な影響を及ぼすことはありません。ご指摘の通り、労働者は情報提供を受ける権利はあっても会社の意思決定に影響を及ぼすことはできません。このため、あまり影響はないのです。

そうは言っても、キャドバリー・クラフト買収案件のときは、労働者の処遇が政治的に非常に高い注目を集めました。今後英国でも労働者の声をもっと重視するのは、よいことだと思います。ルール制定に関与する当事者は、投資家、経営陣そして労働者だからです。

いままで、英国では、ルール制定プロセスの中心はロンドンに集中する機関投資家でした。みなプロの投資家です。相互のつながりを持ち、ルールを作る能力があります。

このため、テイクオーバー・パネルが発足した当初は、テイクオーバー・コードの作成協議に関与した労働組合員は一人もいませんでした。1980年後半になっ

てようやく、テイクオーバー・パネルに労働組合員が参加しました。投資家が独占してしまったため、労働者はルール策定にかかわっていなかったのです。

しかし、1990年代の中盤からは、国内の機関投資家の減少が始まり、海外投資家が増え続けていますね。これは、やはり税制改革と関係があると思います。1997年にブラウン首相は年金ファンドの配当収入にも課税することに決めました。そのため国内株式の相対的な人気度が低下しました。

海外の機関投資家による投資も流入しています。でも、国内投資家とは違う点は、海外機関投資家は英国で政治的な発言力がないことです。外国人株主は、英国の国内政治に対する発言力がありません。

この人たちは機関投資家で、英国の国内政策に対する発言権がないため、機関投資家の政治的役割は縮小してきています。

機関投資家の力が弱まれば、労働者の意見がより重要になってくると思います。今までは、機関投資家の力で労働者の声がルール制定の政治的プロセスから閉め出されてきたからです。キャドバリー・クラフト案件は、それを象徴するものでした。この事件で関心を集めたのは、英国の会社が企業買収に弱く、労働者の利益を害するという点でした。クラフトは「キャドバリーを買収しても、工場は稼働させる」と言いましたが、その約束を守りませんでした。工場は閉鎖され、労働者は職を失いました。労働組合のロビー活動によって、政治家がこれに対する怒りを表明しました。

このようなやりとりも、昔なら真剣に取り上げられることはなかったでしょう。機関投資家たちが政治家に働きかけて、「株を高く買い取ってもらえるのだから、買収会社は大切だ。株を売って、大儲けできる」と言ったでしょう。

しかし、現実には、機関投資家の英国株式市場における立場は低下しており、今では企業買収にあまり関心をもっていません。関心を持っているのは、海外投資家です。

しかし、海外投資家は、別のやり方で英国の政治家に働きかけています。ルール制定プロセスの構造が変わりつつあると思います。今後、制度的な形であれ、あるいは経営陣が買収防衛策に使えるルールや会社の買収をしにくくする効果のあるルールの形であれ、労働者保護が促進されるとしても驚くにはあたりません。

実際には、このような効果をもたらすルールとして、英国では、すでにブレイクアップ報酬を禁止するルールが定められています。このようなルールがあれば、企業買収が仕掛けにくくなることはおわかりでしょう。対象会社のデュー・ディリジェンスを実施して、良好な案件と判断して買収を決断するには、多くの資金と手間がかかります。対象会社とブレイクアップ報酬の取り決めができない

となると、他の買付者が登場してほんの少し高い値段を提示すれば、せっかくのデュー・ディリジェンスが無駄になってしまいます。しかも、そのライバルはデュー・ディリジェンスに手間や費用をかける必要がありません。

このようなことが許されるなら、そもそも会社を買取しようなどとは誰も思わないでしょう。ブレイクアップ報酬を禁止するのは、企業買収の確率を低くする効果があると思います。

そして、この禁止規定は、労働者保護の効果もあります。この規定によって企業買収がしにくくなると皆思っているでしょう。

これは、英国企業を買取しにくくするための仕組みの一つです。キャドバリー・クラフトの案件は、国内政策における非常に重要なターニングポイントだったと思います。

公開買付後の対象会社の株式保有構造

渡辺：ありがとうございます。次に、公開買付後の株式保有構造について、質問させて頂きたいと思います。英国では、基本的に対象会社は公開買付後に非上場会社となると聞きました。

アーマー：その通りです。

渡辺：上場廃止となると、対象会社にとって大きな影響がありますよね。

アーマー：あります。非上場会社となる理由は、資金的援助に関する禁止規定があるからです。この規定をご存じでしょうか。

英国の会社法では、会社を買取し、その会社の資産を使って株式取得資金を調達することは原則として禁じられているのです。企業買収に伴う資金援助は1929年から禁止されています。

でも、非上場会社ならこれが可能です。会社を買取し、上場廃止して、それからその資産を担保に資金調達をすることが可能です。これが上場廃止の理由です。対象会社の資産を担保に資金調達をしたいからです。上場廃止しなければ、これは不可能です。このような理由で、会社を上場廃止するのです。

上場廃止は確かに会社にとって非常に不利です。上場廃止しなかった場合と比べて、多くの債務を負担する可能性がありますから。そして、倒産リスクが大きくなれば、労働者にも影響が及びます。

マンチェスター・ユナイテッドなどのサッカーチームのケースを見てみましょう。マンチェスター・ユナイテッドは、2005年にアメリカの実業家によって買収

されました。会社は上場を廃止しました。レバレッジ額の大きな LBO 案件だったため、信用市場に変動があれば、会社は倒産リスクにさらされることとなります。

それは労働者にとっても悪影響です。労働者には、倒産リスクの影響を回避するすべがありません。会社の製品に頼っている人たちも困ります。マンチェスター・ユナイテッドのファンのことを考えてみてください。会社が倒産すれば、経営破綻に陥ります。ファンは、過大なレバレッジの結果増大したリスクを負担していることとなります。

いまの説明は、資金的援助禁止のベースラインです。アメリカではこのような禁止規定はありません。アメリカの会社は上場廃止する必要はなく、上場会社のままでこれが可能です。

渡辺：対象会社は、再上場したいとは考えないのですか。

アーマー：一般的には考えません。戦略的買収か、プライベートエクイティ (PE) による買収かにもよります。PE による買収案件では、対象会社の上場を廃止させ、資金を調達したう、5 年ぐらいで再上場させます。

しかし、戦略的買収の買付者は事業を統合するので、再上場は希望しません。持株会社を通じて、統合した会社の資本を調達します。

通常、公開会社の株式は一層構造ですから、子会社を通じて資本調達をすることはしません。資本はすべて、持株会社レベルで調達します。子会社はすべて非上場会社となります。

渡辺：ありがとうございます。そうすると、公開買付後の対象会社の株式保有構造は、通常どうなるのでしょうか。

アーマー：通常は、最終的に買付者が100%保有します。買付者は、上場廃止するため、必ず少数株主を締め出したいと考えます。上場廃止すれば、資金的援助や銀行融資などが受けられますから。

渡辺：公開買付けの直後にですね。

アーマー：会社は、公開買付け直後の時点で90%の取得を希望することが一般的です。このため、通常、公開買付けの成立には90%の株式取得という条件がつけられます。

渡辺：英国では、公開買付けの後、新しい支配株主が対象会社株式の大部分を保有し続けるのでしょうか。

アーマー：そうです。買付者は通常、90%の株式取得を希望します。そのため、90%の取得を公開買付けの成立条件とします。90%を取得すれば、残り10%については買取り義務が生じますので、100%の株式を手に入れることとなります。英国では企業合併はほとんどみられません。100%子会社化が一般的だからです。合併の必要はありません。しかしアメリカでは、公開買付けでは100%の取得はしません。このため、過半数の株式を取得してから、スクイーズアウト合併をします。アメリカではキャッシュアウトマージャーが可能です。

英国ではキャッシュアウトマージャーはできません。スクイーズアウトには90%の株式取得が必要ですので、買付者は公開買付けで90%を目標にします。

渡辺：英国の上場会社には支配株主がほとんどいないと理解していますが。

アーマー：上場会社についてはそうです。しかし買収された会社は上場を廃止して非上場会社となります。100%子会社となれば、外部株主はいなくなります。

渡辺：そうすると、英国では、企業買収とは、上場会社が非上場会社となるプロセスなのですね。

アーマー：買収された会社は、株式市場から撤退するのが一般的です。その通りです。

渡辺：上場会社が非上場会社になるという理解でよろしいですね。

アーマー：そうです。他の上場会社の子会社になります。投資家は、親会社を買収することで、子会社のキャッシュフローを利用することができます。

渡辺：なるほど。

アーマー：でも、子会社の株式を市場で売りに出すことはありません。親会社と同じく、せいぜい25%です。上場株式の売り出しによって得られる資本はすべて持株会社レベルで調達します。

マンドトリーオファー・ルールの意義と機能

渡辺：ありがとございました。ところで、英国の公開買付けに関する統計を調べたところ、英国では、マンドトリーオファーが公開買付け全体に占める割合は非常に低いです。英国の M&A 実務の専門家に聞いても、買付者は、マンドトリーオファーの義務が発生する基準割合に満たない対象会社株式を市場で取得した後にボランタリーオファー（任意的公開買付け）を行うことが通常だと。そうすると、英国ではマンドトリーオファー・ルールを導入した結果、買付者はボランタリーオファーを利用するよう誘導されることになったわけですね。

アーマー：マンドトリーオファー・ルールは、後で付け足されたのです。英国の企業買収規制の中では重要な問題となったことはありません。導入されたのは、当初のテイクオーバー・コード（シティ・コード）ができてから数年後です。テイクオーバー・コードの主なポイントは、株主利益の重視、株主決定主義の重視、取締役の中立性などです。これらがテイクオーバー・コードの中心となる原則で、制定当初から規定がおかれています。

マンドトリーオファー・ルールが導入されたのは1974年です。ある買付者が、姑息な方法で他の会社の支配権を得ようとしてしました。それで、テイクオーバー・パネルが「これではだめだ。コントロール・プレミアムは少数株主にも与えるべきだ。」と考えたのです。

このルールは後から補足的に導入されました。そのケースの際に問題となったような方法で会社の支配株式を獲得しようとした買付者は、実際にはほとんどいません。ふつう、買付者は、会社を買収したければ市場を経由して株式を買います。アメリカでいう「道路掃除 (street sweep)」、あるいは英国でいう「夜明けの急襲 (dawn raid)」によって、短期間に株式をできるだけ大量に買付けます。

この問題点については、大量保有報告規定によって対処されています。これは保有株式の開示に関する規定です。逆説的になりますが、マンドトリーオファー・ルールよりもずっと重要な規定だと思います。

英国のマンドトリーオファー・ルールは、買付者が部分買付 (partial offer) や強圧的な公開買付けを行うのを防止するためのものです。しかし、強圧的な公開買付けは対象会社株主を平等に取扱うべきとの原則に反するため、いずれにせよ禁止られています。強圧的な公開買付けを防ぐのに、マンドトリーオファー・ルールは必要ありません。どのみち禁止されているのですから。

もう一つ重要な株主保護の制度は、公開買付けの期間です。公開買付け期間は6週間とされています。この期間があれば、複数の買付候補者間でのオークションの可能性がでできます。

オークションによって、最高価格を提示した買付者が選ばれるため、対象会社株主には有利な結果をもたらします。こうした制度はすべて対象会社株主の利益を保護する役割を果たしています。

マンドトリーオファー・ルールが最も重要な効果を発揮しているのは、企業買収の実務ではなく、株式保有構造だと思います。この規定が企業買収のスキームに及ぼす影響は、株式保有構造への影響ほど大きなものではありません。

（図表を見せながら）これは、英国企業の株式保有構造と、最大ブロックホルダーの保有割合をあらわしたものです。ヒストグラムです。ほとんどの会社では、最大ブロックホルダーの保有割合は10%未満であることがわかります。

30%の直前で大きな落ち込みが見られます。マンドトリーオファー・ルールがあるためです。

ここで株式を買うのをやめれば、マンドトリーオファー・ルールは適用されません。例えば、ある会社が流通市場で自己株式を取得したとします。その結果、29%を保有していた株主の保有割合が35%になったとしても、その株主が買い増しをしない限り、マンドトリーオファーを実施する必要はありません。

その株主がその割合の維持を希望し、買い増しをしないのであれば、問題はありません。マンドトリーオファーの必要はありません。上場時からの長い期間、株主となっているファミリー株主もいます。市場で売り出すのは25%を超えることはありません。そのような株主が浮動株を買い付けることはありません。コードに明文の規定があります。

それ以外の場合には、マンドトリーオファー・ルールの効果により、株主の保有割合は30%ぎりぎりに抑えられます。これが英国のマンドトリー・オファー・ルールの一歩の効果です。株式保有構造への影響が一番重要だと思います。

渡辺：英国のマンドトリーオファー・ルールの機能に関する先生のご意見に賛同します。しかし、私の理解では、英国の研究者や企業弁護士の多くは、マンドトリーオファー・ルールの重要性を強調しています。それから、ご承知の通り、EU 買収指令の主なポイントの一つは、マンドトリーオファー・ルールです。

アーマー：そうですね。でも、英国では、企業買収の場面でそれほど重要な役割を果たしていないと思います。先ほども述べたように、株式保有構造に及ぼす影響の方が大きいです。大陸のヨーロッパ諸国では、マンドトリーオファー・ルールがブロックホルダーに及ぼす影響が英国とは全く違います。

実際にも、大陸の欧州諸国でマンドトリーオファー・ルールが導入された理由の解釈は、英国とは全く異なります。会社を買収されにくくするため、支配株主

がマンドトリーオファー・ルールの導入を希望したのだと考えている人もいます。

しかし、その理由付けは納得がいきません。株式買取りのオファーをする人が減ってしまいますから。買いたいという人が減るので、株式の流動性が低くなります。

マンドトリーオファー・ルールの導入の理由は、労働者の権利保護と関係があると思います。この規定があれば支配権変動の可能性を低下させることができるからです。一定の支配株主と労働者の関係が維持されている会社で、支配株主の株式が買い占められるリスクが軽減されれば、その関係はより安定したものとなります。会社の支配株主は労働者と協調しなければならず、株式を売却しにくくなります。

マンドトリーオファー・ルールの導入が及ぼした最も大きな効果については世間に誤解があると思います。それが及ぼす消極的効果は注目されませんでした。でも、私はほかのヨーロッパ諸国の政策に関しては専門家ではないので、断言はできませんが。

渡辺：ご指摘の通り、マンドトリーオファー・ルールの果たす機能は、英国と大陸の欧州諸国とではかなり違うと思います。

アーマー：はい、全くその通りだと思います。

渡辺：大陸の欧州諸国のマンドトリーオファー・ルールは、どちらかというとも株式買取請求権的なルールのように思えます。

アーマー：そうです、まさにおっしゃる通りです。しかし、株式の売却をしにくくするという点が重要です。支配株主にコントロール・プレミアムを支払う十分な資金があっても、いざ全株式を買うことになり、他の株主に同じプレミアムを払わなければならないとすると、買取のメリットが減るためです。Mike Burkart が書いた非常に重要な論文では、このことが指摘されています。

比較労働法制と企業買収法制

渡辺：ありがとうございます。ところで、アーマー教授は、コーポレートガバナンスとの関連における労働問題についても研究なさっていましたね。

アーマー：私のメインの研究テーマではないのですが。主に Simon Deakin 教授

（ケンブリッジ大学）と一緒に研究しました。サイモンとはお話しになりましたよね。サイモンからいろいろと聞いたと思いますので、労働法関係についてあまり言うことはありません。

渡辺：私の関心は、フランス、ドイツ、アメリカと比較して、英国の労働者保護の程度はどのぐらいか、それから、企業買収やM&Aのプロセスに及ぼす影響はどの程度か、ということです。印象をお聞かせ頂ければ幸いです。

アーマー：私の印象では、英国の労働者保護は、法的制度という面ではドイツとアメリカの中間ぐらいだと思います。でも違いをもたらす要因はそれだけではありません。アメリカの取締役会は株主とは遮断されていて、そのことが労使関係に影響していると思います。他の国と比べて、取締役会と株主が遮断されているので、労働者の保護は株主ではなく取締役会が適任です。

これは、Lynn Stout と Margaret Blair が提唱する説です。この説は、私がさっき述べた契約という面からは、説得力に欠けています。CEOの報酬が株価と連動している限り、この説は成り立ちません。アメリカのCEOは、ストックオプションで報酬をもらっている限り、英国のCEOとは行動に違いがありません。ストックオプションではなく現金給与をもらっているのであれば、英国のCEOと比較して、より労働者の利益を考慮すると考えていいでしょうが。アメリカのCEOは株主の圧力から遮断されているためです。アメリカでは、英国のように株主が取締役を解任することはできません。

株主が利益を追求し、労働者にあまり利益を与えたくないと考えられる場合には、結果が違ってくると思います。しかし、アメリカではCEOはストックオプション報酬をもらっていますから、英国との違いはなくなります。そうすると、違いが生じるポイントは、労働者保護が法律上制度化されているかどうかです。アメリカの労働者保護はヨーロッパほど厚くないのは確かです。ヨーロッパ域内では、労働者の権利保護に関するハーモナイゼーションが進んでいます。英国はEUに加盟した結果、20年間で労働者保護制度が大きく変わりました。

いまでは、情報開示請求権、意見を述べる権利、労働者委員会等さまざまな制度が会社に設けられています。しかし、労働者の経営参加という点では、英国はドイツに大きく遅れをとっています。この点、英国で認められているのは、特定の意思決定、特に重大な決定の場面で情報開示を受け意見を述べる権利だけです。ドイツでは、労働者が取締役の一部を選出する権利をもっています。英国よりもずっと立場が強いです。

企業買収という側面では、英国とドイツの違いはそれほど大きなものではない

と思います。しかし、それは重要ではありません。ドイツの労働者は英国の労働者より発言力が強いことなど、背景にある相違点の方が重要だからです。ドイツの労働者は、英国の労働者よりも企業買収交渉に対する備えができています。それに、ドイツの会社は株主の事前承諾があればポイズン・ピルを発行できますが、英国ではそれはできません。EU 買収指令の第 9 条を国内で実施する方法は、英国とドイツでは異なっているからです。

渡辺：なるほど。大変示唆深いお話を次々と聞かせて頂き、誠にありがとうございました。それでは、まだまだお話を伺いたい気持ちはやまやまですが、本日の質疑を終了させて頂きたいと思います。ありがとうございました。

アーマー：お役に立てたようでしたら幸いです。企業買収法に関する、先生の新たな論文を拝見することを楽しみにしています。