九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

イギリスM & A法制の素描と日本法への示唆 : Panel & City Code体制を手がかりに

原, 弘明
九州大学大学院法学府

https://doi.org/10.15017/11009

出版情報：九大法学. 94, pp.450-416, 2007-02-26. Kyudai Hogakkai
バージョン：
権利関係：

イギリスM＆A法制の素描と日本法への示唆

――Panel & City Code 体制を手がかりに――

原　　弘明

1．はじめに

2．イギリスM＆A法制鳥瞰
　2－1　『英国のM＆A』の分析
　2－2　限定された防衛策――アメリカとの相違点
　2－3　EU企業買収指令とイギリス法の関係
　2－4　小括

3．パネル－シティ・コード体制
　3－1　シティ・コードの一般原則
　3－2　パネルの構成と機能
　3－3　パネル－シティ・コード体制の強制力
　3－4　司法権、個別企業の防衛策との関係
　3－5　小括

4．日本法への示唆
　4－1　イギリス法制とパネル－シティ・コード体制の長所
　4－2　日本法の若干の整理――防衛策への対応を中心に
　4－3　若干の検討

5．おわりに

1．はじめに

2006年の王子製紙による北越製紙への敵対的M＆Aの試みと北越製紙の対抗、そして日本製紙グループの「介入」という一連の流れは、日本においてもM＆Aが遠い存在でなくなりつつあることを感じさせる。近年、企業や投資ファンド、外資などによるM＆Aがしばしば行われるようになり[(1)]、法律の世界においてもその対応が進められてきた。M＆A法制の主翼を担う会社法制においても、会社法（平成17年法律第86号）を中心に理論・実務が共に重ねられつつある。

しかし、この一連の動きには、ふたつの疑問を禁じ得ない。まず王子対北越事件に関して言えば、結果的には動き出さなかったものの、北越の防衛策発動に際して混乱が見られた。弁護士や学識経験者で構成された独立委員会が、北越に防衛策の発動を勧告した点において、その結論に関しても問題がなかったとは言い切れない。しかし、むしろ問題とすべきは、北越がそれを生じさせることを意図していたはずの、「独立委員会は北越本体とは一定の距離をおいた『中立的』な組織である」という認識が、王子はもとより、他の少なからぬ第三者においても共有されなかった点にある[(2)]。その意味では、果たして、防衛策の発動を勧告する独立委員会は「中立的」である必要はあるのだろうか。それとも、防衛する側の企業に「中立的」な第三者を選択することなど不可能なのだろうか。

王子対北越事件を離れてみたとき、もうひとつ疑問がある。これまでM＆A法制の整備に際して参考とされた外国法制は、ほとんどの場合アメリカのそれであった。世界においてアメリカの占める地位と役割、そしてM＆Aにおけるそれを考えれば、主としてアメリカ法が参照されること自体には疑問はない。しかし、現状は少々極端ではないか。経済活動としてのM＆Aがさかんな国や地域は、他にも存在する。そのような

法制を参照する機会が、必要以上に少ないのではないか。[3]

以上のような問題意識のもとに、筆者は、M＆A法制の検討において無視できない地位を有すると考えられるイギリスの法制を検討することにした。同国に着目した理由は以下の点にある。まず、M＆Aのプラクティスが積み重ねられており、分析の対象として有意義であると考えられるからである。次に、同国の法制はアメリカのそれと相当程度異なっており、改めて検討の対象とする価値があると考えられるからである。さらに、同国には、The Takeover Panel（以下、単に「パネル」と呼ぶ）と呼ばれる独立した立場にある第三者機関が存在し、同機関がM＆Aにおける「中立的」な役割を果たしていると認識されている。この点で、M＆Aのプラクティスにおいて裁判所以外で「中立的」と認識されている機関を有していない日本の法制においても、参考になると考えるからである。

もとより、パネルのような独立した立場にあるM＆Aの監督機関が中立性を信頼されていることと、個別の企業によって設置される独立委員会が防衛策発動を勧告する際に中立性を信頼されることとは、次元の異なる問題である。監督機関が個別の防衛策発動を勧告する訳ではないことからも明らかなように、両者の予定している役割ないし機能は異なる。この点を混同すると、中立性の名の下に、本来可能であった分析すら混乱に陥れかねない。それを回避するためには、M＆Aの監督機関としてパネルが占める地位についての、より深い理解と分析が必要となる。そこから当初の問題意識まで到達するためには、上述したふたつの「中立的」な機関を結びつける議論がさらに必要となろう。

そこで、本稿では、The Takeover Panel と、それが起草した The City Code on Takeovers and Mergers（以下、単に「シティ・コード」と呼ぶ）を中心に、イギリスM＆A法制を概観し、それが日本法に示唆するところを描き出してみたい。具体的には、イギリスのM＆Aの状況と大まかな法制を鳥瞰したうえで、パネルとシティ・コードの役割と現

状について分析・検討を行い、それらが今般の問題について示唆する解決法について考察したい。

2．イギリスM＆Aの状況と法制鳥瞰

2－1　『英国のM＆A』の分析

2－1－1　内容

イギリスにおけるM＆Aに特化した日本における研究として、村松司叙教授の『英国のM＆A』[(4)]が存在する。同書では、当時おびただしい数のM＆A関係の本が出版されていたにもかかわらず、イギリスのM＆Aについての研究書は皆無であるとしたうえで、現地調査も交え、データ、経営者バイアウト（MBO）、従業員バイアウト（LBO）とESOP（従業員自社株保有制度）、エージェンシー理論、資金調達、規制と政策、日本企業との関連などについて包括的な考察を行っている。

2－1－2　功績

同書の功績は、以下の諸点にまとめることが可能であると考える。まず1点目は、日本においてM＆Aが一般的な企業組織再編の手法であるとは言い難かった1993年当時において、M＆Aプラクティスの世界的な中心として、また学問研究の面でも中心的な対象となっていたアメリカ以外の国について着目した点（すなわち、この研究に至ったことそれ自体）である。2点目は、イギリスのM＆A統計には種々のものがあり、それぞれの特徴・長所短所を把握したうえで、データの調査方法を紹介している点である。3点目は、アメリカでよく見られた従業員バイアウトに対置される経営者バイアウトがイギリスでよくみられることを指摘し、その内容を紹介・分析している点である。そして4点目は、日本人による研究であることに加えて、日系企業についても現地調査の上分析を加えている点である。

2－1－3　課題

一方で同書は、現在のわが国の会社法学が参照するに当たっては以下のような課題を抱えている。1点目は、先駆的な業績には不可避の点であるが、内容が1993年当時のものであるため、10年以上を経た現在においては、内容の再検討が必要となる点である。2点目は、同書がそもそも経営学的視点から執筆されたものであるため、法律や政策に焦点をあてた章が1つに止まっており、法学的観点からはさらに広く深く研究を進める必要がある点である。特に、本稿が中心的に取り扱う The Takeover Panel と City Code については、政策について述べた箇所でも、主として規制の側面が中心となっているため、ほとんど紹介されていない。後述のように、パネルは政府とは独立した地位にあり、また制定法に依拠する法的拘束力を最近まで有していなかったからであろう。

以上の点に鑑みれば、新たに、パネルを中心に法制を検討する必要があるということができよう。もっとも、前述の通り、同書の客観的データの採用には慎重な考慮が払われており、現在のイギリスM＆Aの客観的な側面についてもここで概観するのが適当とも思われるが、本稿ではパネル－シティ・コード体制に焦点を定めて議論を進めるため、件数や買収総額といったデータや、具体的なケースについてここで述べることはしない。データの摘示やその分析については、他日を期したい。

2－2　限定された防衛策[5]――アメリカとの相違点

2－2－1　イギリスで利用できない防衛策

イギリスM＆A法制の特徴のひとつに、アメリカなどで用いられている敵対的M＆Aに対する防衛策の少なからぬ一部が、イギリスでは利用できない点が挙げられる。たとえば、アメリカでは一般的な防衛策の一つであるいわゆるポイズン・ピル（株式希釈化などによる防衛策）は、イギリスでは利用することができない。ただしここでいう「利用できない」の意味には注意が必要である。ポイズン・ピルについては、シティ・コー

ド（詳細は「3－1」以下で述べる）規則21条[6]によって、シティ・コードに従う以上は利用できないと規定されている。後述「3－3」の通り、シティ・コードは制定法ではなく、刑事罰をもって強制されているわけではないから、法律上ポイズン・ピルの利用が禁止されているのではない。しかし、制裁金や‘cold-shouldering’といった強制的な圧力の下では、シティ・コードの適用を受ける企業は事実上、ポイズン・ピルを利用しないのである[7]。

一方、スーパー・マジョリティ条項（重要な決議の要件を厳しくする防衛策）とスタッガード・ボード（期差選任制度）をあわせた概念として捉えられている「シャーク・リペレント」については、イギリスにおいては通常利用できない。しかし、「利用できない」根拠はポイズン・ピルのそれと異なる。スタッガード・ボードについては、1985年会社法303条にもとづき、通常総会の決議により、株主は特段の理由なく取締役を解任することが認められていることから、通常それを利用することは困難であると考えられている[8]。スーパー・マジョリティ条項や、その他アメリカでシャーク・リペレントの中に含まれている防衛策は、M＆Aの手法が異なっているため、利用できない。

2－2－2　イギリスで利用できる防衛策

他方、イギリスで（パネルーシティ・コード体制下でも）利用できる防衛策も存在する。イギリスにおいても、オファー（買収等の提案）が差し迫ったとき（いわゆる「有事」）に最もありうる（most viable）防衛策として、次のような手段が知られている[9]。第1に、‘Defence Document’すなわち対象会社（target）の取締役会による敵対的オファーの価格・条件についての強い批判と、株主に対するオファーを受け入れないようにとの勧告である。第2は、日本でもよく知られているホワイト・ナイト、すなわち友好的な、当該オファーに対抗できる者を探すことである。そして第3に、資本再構成（recapitalization）を含む他の選択肢となる取引を進めることである。

他方、オファーが明らかになる前（いわゆる「平時」）に考えられる防衛策としては、一般には次のものがあげられている[10]。第1は、議決権制限もしくは特別議決権付種類株式または転換社債の発行である。第2は、負債ないし資本構造の防御的資本再構成（a defensive recapitalization）である。第3は、賛成ないし中立的な友好的第三者に対する防御的な株式発行である。第4は、対象会社による株式の買戻ないし再売買である。第5は、対象会社の余剰資金（surplus cash）を取り崩す目的と仮想敵に対する防御壁を積み上げる目的が混合した、いわゆるクラウン・ジュエル資産の売却ないし資産の購入である。そして第6は、ホワイト・ナイトになりそうな相手との先制的な（pre-emptive）合併ないし業務提携である。

ただし、「平時」の防御策についても、イギリスでは、法令・定款の定めにより、資本ないし議決権に変更を生じる場合は、株主の同意が必要な場合が多いとされている[11]。

２－２－３　若干の検討

以上のうち、現在のわが国においては、イギリスではポイズン・ピルを利用できない反面、ホワイト・ナイトは利用可能であることはそれなりに認識されているものと考えられる。他方で、前述した「防衛策」として挙げられているものの一部は、わが国では防衛策としては捉えられていないように思われる。もとより、明確な資料に乏しいことから、イギリスにおいて、現在もなお、それらが防衛策として現実に認識されているかどうかは明らかではない。しかし、以上の検討によって、イギリスにおいてはアメリカ（そしてその法制を移入しつつある日本）よりも防衛策の選択肢が少ないということはできよう。

このことは、互いに相反する２つの仮説に結びつく可能性がある。一方は、イギリスで防衛策の選択肢が少ない理由について、敵対的Ｍ＆Ａの帰趨の究極的な判断者は対象会社の株主とすべきであるとの判断があるから、防衛策の選択肢が狭められているのではないか、との予測の下、

その結論を支持する論拠として、企業のM＆A規制についても、証券市場や民間団体の制定した自主規制ないし任意規定に任せるという選択肢をとっている可能性が、そうでない確率よりも高いのではないか、とする仮説である。

他方は、M＆A法制が主として保護の念頭においているのは対象会社の価値であると考えた上で、防衛策の選択肢が少ない反面、バランス上、その他の面では買収しようとする者に対する規制はアメリカに比して厳格である可能性が、そうでない可能性よりも高い、とする仮説である。

アメリカとイギリスの防衛策に対する態度の差が生じた根拠をどこに求めるかは、簡単に片付けられる問題ではないと思われるから、ここでその理由を断定することはできないが、防衛策を抑制することを目指す体制のもとでは、その他の規制や紛争解決についても自由度の高い制度設計をする方が政策的態度としては一貫している、と指摘することは可能であろう。後者の仮説は、防衛策の少なさを補う制度的な修正が必要であることを前提にしていると思われるが、前者のように、企業の最終的な意思決定は株主がなすという考え方に合理性があるとするならば、制度設計としては自由度を高めることも、十分合理的であろう。

後述するように、パネルとシティ・コードを中心とした制度は、株主が企業の帰趨を判断する者として最も適していると考えることは理論的に正しい（よって他者に判断を委ねるのは適切でない）が、それは時として、種々の要因によって妨げられることがあるから、株主の純粋な意思決定のプロセスを可能な限り維持するためには一定の実効的な規制が必要である、といった認識のもとに設計されている（それ故、前述の２つの議論のうち、事実は前者に近いものと考えられる）。それは、パネルの委員のひとりが「我々はスタジアムのレフェリー。きちんと試合を進めるだけ。買収の勝敗を決めるのは株主だ。」と言っているところにも端的に現れているが[(12)]、その詳細は「４」において検討したい。

２－３　ＥＵ企業買収指令とイギリス法の関係

２－３－１　総説

ＥＵが2004年４月21日に採択した「公開買付に関する指令[13]」は、域内統合市場の推進の目的で10数年にわたって議論された懸案の到達点である[14]。その内容については既に先行研究によって紹介されているので、ここではイギリス法の対応を中心に、最小限の検討に止めたい。

２－３－２　企業買収指令の特徴

ＥＵ閣僚理事会において、企業買収指令の採択に長期の時間を要したのは、締約各国のＭ＆Ａ法制、特に敵対的買収に対する防衛策への対応が大きく異なっていたためと思われる。そのため、最終的な成案である企業買収指令自体においても、敵対的買収への防衛策を「制限」する条項についての導入は、各国の対応に委ねられた。

その中心となる規定は、いわゆる中立規定（９条）とブレイクスルー・ルール（11条）である。前者は、対象会社の取締役会が、株主総会の事前授権がない場合には、公開買付けの公表から結果の公表ないし失敗に至るまでの間、他の買付者を求める行為を除き、原則として防衛策をとれなくなる、という規定である（企業買収指令９条２項[15]）。敵対的公開買付けの妥当性については株主自身に判断を求めなければならず、取締役会がその保身などに走らないように規律する、という意味で中立規定と呼ばれている。

後者は、定款の規定、または指令の批准後に締結された契約による対象会社の株式譲渡の制限は、公開買付期間中は買付者に対して効力を生ぜず、議決権制限も、公開買付けに対する防御措置の授権・承認・追認を行う株主総会では効力を生じない。また、その株主総会においては、複数議決権株式についても１株１議決権の扱いを受ける。さらに、買付者が議決権を有する株式資本の75％以上を有するに至った場合には、株式譲渡・議決権の制限や、対象会社の取締役の選解任に関する株主の特殊な権利は効力を失うとともに、他方で、複数議決権株式は１株１議決

権の扱いを受ける[16]。公開買付けの応募という形で反映された対象会社株主の意図が尊重されて、株式譲渡制限などの制約を突破（break-through）するので、ブレイクスルー・ルールと呼ばれている。

２－３－３　イギリス法の対応

企業買収指令は、2006年５月20日までの国内法化を各国に求めていた。イギリスでは改正作業中の会社法において対応する予定であったが、会社法の改正が間に合わなかったため、Takeovers Directive（interim implementation）Regulations 2006[17]（以下単にレギュレーションと呼ぶことがある）と題した命令において当座の対応をとることとした。

レギュレーションによって、本稿の主たる考察の対象であるパネルとシティ・コードについて変更されたのは、主として、従来法的な裏付けが付与されていなかったパネルにそれが与えられた点と、シティ・コードの一般原則（General Principles）が企業買収指令の内容に沿ったものへと変更された点である。

前者は、パネルに法的な裏付けを与えないとその任務を全うできなくなったことを意味する訳ではない。企業買収指令は、各国のM＆A監督機関を公的機関以外の民間団体でもよいものとし[18]、その代わりに、当該民間機関は国内法で承認されているか明確に権限が与えられているものでなければならない、としているからである。さらに、レギュレーションは第４節において、パネルはその目的達成のために必要なあらゆることをなしうる、としている[19]。

後者が企業買収指令の内容に沿ったものに変更されたのは、指令自体がシティ・コードの一般原則と近似していること、企業買収指令において、規則によらない取扱いや免除は企業買収指令に定める一般原則に基づき対応すべきことが規定されていること、などを踏まえたためだとされている[20]。

なお、2006年11月８日、前述した会社法が成立した。これによってTakeover Directiveへの対応は会社法自体が行うこととなるわけだが、

日程の関係上、内容を反映することができなかった。この点については後日改めて検討したい。

2－4　小括

以上に述べたことから、イギリスではM＆Aの法律学的考察が残された課題であること、同国ではアメリカに比べると防衛策採用と発動に制限的な傾向が見られること、そしてTakeover Directiveの国内法化の結果であるレギュレーションによって、イギリスM＆A法制に少なくとも形式面では変更がなされたこと、を確認できよう。

しかしながら、以上のことのみにおいても、防衛策が利用できない理由としてシティ・コードで禁止されていること、また、レギュレーションがパネルに法的裏付けを付与しシティ・コードの内容を書き換えたことに鑑みれば、イギリスのM＆A法制において、パネルーシティ・コード体制が占める地位が重要であることがわかる。同国のM＆A法制を理解するに際しては、それらの制度を理解することは避けて通れない道なのである。

そこで、次章においては、本稿の中心的な考察の対象である、The Takeover PanelとCity Codeについて概観する。

3．パネルーシティ・コード体制[21]

3－1　シティ・コードの一般原則

シティ・コードは、Introductionと6つの一般原則（General Principles）、そして38の規則（Rules）から成っている。現在の条数になる前の10一般原則時代については、既に日本語文献でも紹介されている[22]。条数と内容が変更になったのはＥＵ企業買収指令3条に倣ったためである[23]。つまり、企業買収指令についての先行研究に当該一般原則の内容は

すでに紹介されているのであるが、ここで参照する方が便宜でもあるので、改めて内容を検討したい。

第1原則は、買収対象会社（an offeree company）の同じ種類の証券[24]の保有者は全て同じ扱いを受けなければならず、さらに、ある人が会社の支配を得た場合、他の証券の保有者は保護されなければならない、とする。

第2原則は、対象会社の証券の保有者は、公開買付けについて適度に知った上で（properly informed）意思決定に達することができるように十分な時間と情報を有すべきであり、対象会社が証券の保有者に助言するに際して、対象会社の取締役会は雇用、雇用条件と会社の所在する地域について公開買付けの実施による効果の見通しを提示しなければならない、とする。

第3原則は、対象会社の取締役会は会社全体の利益のもとに行動しなければならず、また証券の保有者が公開買付けのメリットについて決定する機会を拒否してはならない、とする。

第4原則は、対象会社・買収する側の会社（the offeror company）・その他の公開買付けに関係する会社の証券について、証券の価格が人為的（artificial）になり市場の通常の機能がゆがめられるような誤った市場が作られてはならない、とする。

第5原則は、買収する側はオファーを受けた場合は、全ての金銭的対価を満たすことを確約し、他のいかなるタイプの対価の履行をも保証するための全ての合理的な手段を講じた後に公開買付けを宣言しなければならない、とする。

そして第6原則は、対象会社はその証券への公開買付けによって、対象会社の業務遂行が合理的な程度を越えるほど長期にわたって妨げられてはならない、とする。

比較対象として、旧一般原則の趣旨の日本語訳を引用する[25]。現在の一般原則との区別の便宜上、丸付数字で表記した。

① 株主の平等取扱い
② 株主への画一的情報提供
③ 公開買付者の慎重義務
④ 株主による適切な判断の確保
⑤ 文書及び広告の正確性
⑥ 株価操縦等の禁止
⑦ 対象会社の取締役会の中立義務
⑧ 会社支配権の誠実行使義務および少数株主の抑圧の保護
⑨ 取締役の忠実義務
⑩ 義務的公開買付け

ここに挙げられている旧一般原則のうち、現在の一般原則には、少なくとも明示的には⑤⑩は含まれていない。他方で現第2原則における雇用への配慮は、旧一般原則には見られなかった内容である。

このように両者の間には異同が存在するが、にもかかわらず首がすげ替えられるように一般原則の入れ替えが行われたのは、両者には実質的同一性があると捉えられたからに他ならない。そしてその根底には、株主が対象会社の帰趨を判断すべきであるという揺るぎない価値観が存在するといえる。シティ・コードの一般原則の前にはIntroductionの項があり、そこにはシティ・コードの本質（nature）と目的についてのそれもあげられている。The Codeと題するその節の最初の一文は、この理念をよく表していると考えるので、ここに日本語訳を紹介したい。「コードは、株主が公正に取り扱われ、買収のメリットについて意思決定する機会を否定されないこと、そして同種の株式の株主は買収する側によって等しい取扱いを行うことを保証するため、原則的に構成されている。」このような価値観が持つ意味合いについては、後述「4」において若干詳しく検討したい。

3－2　パネルの構成と機能

3－2－1　総説

パネルは1968年に創設された、シティ・コードを公表・管理し、シティ・コードが適用されるM＆Aなど（原文では takeovers and other matters）を、シティ・コードの内容に沿って監督・規制することを主たる機能とする機関である。パネルはレギュレーションによる Takeover Directive の国内法化以前は、法的な裏付けを持たない完全な民間機関であった[26]。従って、シティ・コードも自主規制ルール以上の意味を有するものではなかった。ちなみに、パネルのオフィスはロンドン証券取引所の建物の中にある。以下では、シティ・コードの Introduction に掲載されている、パネルとその機関の構成と機能について概観したい。

まず、パネル本体に対して、レギュレーションの第6節が、被指名者に対する、Takeover Directive の要件を満たした場合の書類・情報の請求権限を認めている点が重要である[27]。なお、パネル－シティ・コード体制の強制力については、「3－3」を参照されたい。

3－2－2　パネル本体とコード委員会

次に、パネル内部の組織ごとに検討を加える。

パネルに指名された者は、パネル本体、the Code Committee（以下コード委員会と呼ぶ）、the Hearings Committee（以下ヒアリング委員会と呼ぶ）のいずれかに所属する。コード委員会とヒアリング委員会、そして Takeover Appeal Board の間では兼任は生じない仕組みになっている。

パネルはパネルによって指名される1名の議長、パネルによって指名される2名以内の副議長、パネルによって指名される20名までのメンバー、そしてイギリス各界[28]から指名されるメンバー（合計で34名まで）から構成される。議長と副議長は、ヒアリング委員会のメンバーとして任命される。パネルに指名されたメンバーは、コード委員会かヒアリング委員会のメンバーとして行動する。12名までがコード委員会、8名までがヒ

アリング委員会のメンバーとして行動し、補欠者（alternate）も任命できる。各界から指名されたメンバーはパネルの改めての任命なくヒアリング委員会のメンバーとなる。これらのメンバーは、指名母体から独立して行動する。

コード委員会は株主、会社、実務家その他のパネルが規律するコミュニティ内部の利益の広がりを代表するものとされる。コード委員会はパネルの立法機能を担う主体であり、一部の例外を除いてシティ・コード維持・協議・修正の責任を負う。コード委員会の協議手続は、Terms of Reference の形にまとめられる。[29] シティ・コードの修正に結びつくのは、パネルが関わるケースやマーケットの進展、そしてマーケット実務の中で発生する特定の関心事などの特定のケースを含む、数々のソースであるとされている。一定の事項を追及（pursue）すべきとコード委員会が判断した場合には、利害関係者の見通しを調べ、背景や理由、そして可能であれば提案された修正の全文を掲載した、Public Consultation Paper（“PCP”）を公表する。ＰＣＰに関する協議期間は主題の複雑さにもよるが、１～２ヶ月とされている。そして協議期間の終了時には提案された修正についての結論、ＰＣＰへの反応、修正要求への対応と最終的な修正内容について、Response Statement（“RS”）をまとめる。コード委員会のポリシーとして、秘匿する必要のないＰＣＰに対する反応については要求に応じてコピーを利用可能なものにしている。なお、特定のマーケットの進展が通常の問い合わせの対応よりも早く対応することを要求しているなどの迅速な対応が必要な例外的な場合には、以上のようなフォーマルな手順を踏まない場合もある。

３－２－３　ヒアリング委員会

ヒアリング委員会は議長、２名までの副議長、８名までのパネルに任命されたメンバー、そして先にあげたイギリス各界から指名されたメンバーから構成される。ヒアリング委員会の主たる機能は、Executive（後述する）の発した決定を審査することにある。また、Executive がシ

ティ・コードの違反があると考えて行った懲戒手続きについてもヒアリングを行う。

ヒアリングを申し立てられるのは、Executive の決定の影響を受けた者、ヒアリング委員会の審査を受けることを望む正当な利益を有する者、そして Executive である。Executive は一部に普通ではない、あるいは重要な、あるいは困難な問題がある場合は決定を発することなく、シティ・コードないし Executive あるいはパネルの決定違反があったと考える場合はその懲戒手続に際して、ヒアリング委員会の審査を仰ぐことができる。その他 Executive ないしヒアリング委員会が適当と認めた場合にも手続をとることができる。パネルへの連絡については、原則として審査の対象となる決定から１ヶ月以内の時間制限がある。当該時間制限は、Executive の判断によって延長可能である。議長はいい加減ないし濫用的な申立てについては、ヒアリング委員会の代わりにそれを開くことなく処理することができる。

ヒアリング委員会の定足数は５名である。手続は原則として Rules of Procedure に則って行われる。ヒアリングの手続は原則的には当事者出席の下、非公開で行われるが、当事者は公開を申し立てることができる。申立ての判断は原則当該ヒアリングの議長（ヒアリング毎に設けられるため、組織としてのヒアリング委員会の議長とは必ずしも一致しない）が行い、議長は柔軟に対応できる。一般的に全当事者にヒアリングの出席権とヒアリング委員会に提出された書類の閲覧権が与えられる。ただし、情報の内容を秘匿すべき場合やそれが商業的にセンシティブな場合は、手続的に問題がないとヒアリング委員会ないし議長が判断した場合はその証拠なしで手続を進める。ヒアリング委員会の手続はインフォーマルで、証拠法則はない。手続的目的から録音がとられるが、それは手続が終わった後も保存されることはない。それとは別に手続記録がとられ、当事者は原則としてその謄写請求権を有する。

ヒアリング委員会はその決定を記した謄本を、当事者に公表する。決

定の一部として、ヒアリング委員会はExecutiveの決定についての指示や、上訴の結果が出るまでの一時的な決定を発することもできる。決定は通常、当事者に公表された後、Panel Statementとして速やかに公表される。なおPanel Statementは情報の内容を秘匿すべき場合やそれが商業的にセンシティブな場合は、一部を改訂することができる。

ヒアリング委員会の決定に対してTakeover Appeal Boardに上訴がなされた場合、ヒアリング委員会ないしヒアリングの議長はPanel Statementの公表を中断することができる。その場合、適当であると判断された場合は、仮のアナウンスメントがなされることもある。決定はTakeover Appeal Boardによって覆されない限り、当事者と手続参加者を拘束する。当事者及びヒアリング委員会によって当事者となることを拒絶された者は、Takeover Appeal Boardに上訴できる。上訴は手続的指示に対するものであっても可能である。上訴の通知は上訴理由と上訴の趣旨をあわせて、ヒアリング委員会ないしヒアリングの議長の要求した時間内になされなければならず、要求がなかった場合は、ヒアリング委員会ないしヒアリングの議長の決定を書面で受けてから2営業日以内になされなければならない。

3－2－4　Executive

以上の機関に加えて、パネルには執行機関としてのExecutiveが存在する。Executiveはパネルから独立して、日常的なM＆Aの監督と規制を行う。その端緒は、Executiveのイニシアティブによるものもあれば第三者の教唆（instigation）、調査行為、シティ・コードに関連する取引のモニタリングによるものもある。また、シティ・コードの解釈・適用・効果についての決定を発することも業務に含まれる。構成員は被用者と、法律事務所・会計事務所・corporate broker（法人金融仲介業者）・投資銀行などの組織の出向者（secondee）の混合である。長官には通常、投資銀行の出向者が就く。その下には副長官、長官補佐、秘書がおり、さらに多数のスタッフがいる。出向者は、出向元から独立して業務を行う。

Executive の重要な業務として、シティ・コードの解釈・効果・一般的な適用実務についての一般的ガイダンス（general guidance)、特定の事柄についての“no names”ガイダンスを出すことがあげられる。“no names”ガイダンスとは、ガイダンスを求めた主体が Executive に当事会社の名前を公開しないケースにおけるガイダンスを指す。これらのガイダンスは非拘束的なもので、当事者やそのアドバイザーは氏名を明らかにしてガイダンスを求めた上でなければ、それを信頼して行動すべきでないとされている。そして、Executive は一定の状況下において通常どのようにシティ・コードの特定の規定を解釈適用しているかについての非公式ガイダンスを提供するため、Practice Statements を公表する。Practice Statements はシティ・コードを構成するものではないから非拘束的であり、特定のケースにおけるシティ・コードの適用について問い合わせることの代わりとなるものではない。

さらに重要な Executive の業務として、シティ・コードの解釈適用に関する決定（ruling）を発することがあげられる。ある人ないしそのアドバイザーが、特定の行為がシティ・コードの一般原則や規則に適合しているか疑わしいと考えた場合は何であっても、あるいはシティ・コードの規定の適用の免除・適用除外が求められた場合はいつであっても、その人ないしアドバイザーは Executive に前もって意見を求め（consult）なければならない。その場合 Executive は、それらの者によるシティ・コード違反のリスクを最小限にするため、一方の申立てを基礎とした条件付決定ないし無条件決定を発する。Executive は、当事者の求めに応ずるものに加えて、そのイニシアティブによってさらなる決定を発することもできる。前述したように、他方当事者の考えを聞くことができない場合には、条件付決定を出せるに過ぎない。無条件決定はヒアリング委員会ないし Takeover Appeal Board によって覆されない限り拘束的である。加えてそれらの者は、無条件決定を出す前の原状維持目的の条件付決定も遵守しなければならない。

3－2－5　Takeover Appeal Board

パネルの関連機関である、Takeover Appeal Board（以下ボードと呼ぶ）についてもここで概観する[30]。構成員は議長、副議長、メンバーであり、秘書がボードを援助する。ボードの定足数は3名であるが、通常は5名で構成される。手続はヒアリング委員会のそれと類似しているが、ボードの Rules に従って遂行される。ボードの決定は通常 public statement の形で公表される。ボードはヒアリング委員会の決定を変更し、維持し、あるいは差し替える。決定に達した場合、ボードはヒアリング委員会に対して、指示と共に事件を送付する。

3－3　パネルーシティ・コード体制の強制力

以上のようなパネルとシティ・コードのシステムは、当然のことながら一定の強制力によって運用されている。ここではその内容について紹介する。

まず、コードの強制（Enforcing The Code）の主要な条項を見る。

規則6・9・11・14・15・16条あるいは35.3条に違反した者については、パネルは、対象会社の証券（前述の通り株式と読み替えて差し支えない）の所有者あるいは以前の所有者に対する、当該関連規定が遵守された場合に彼（女）らが受けたであろう対価の補償金の支払を命ずることができる。

次に、レギュレーション第11節によって、Takeover Directive の要求に服すべき取引ないし規則の場合は、パネルは裁判所に強制を求めることができる[31]。裁判所が、ある者が規則によって課された要求に違反したことに合理的な可能性があると考えた場合、あるいは規則ないしレギュレーション第6節によって課された要求に違反した場合は、裁判所は当該要求の遵守を確実にするに適したいかなる命令も行うことができる。結果的に裁判所の命令を遵守できなかった場合は、法廷の侮辱行為となる。

シティ・コードにはこれらに代表されるコードの強制の項に加えて、懲戒（Disciplinary Powers）の項が置かれている。次に、その項の内容を見る。

まず、懲戒案件はExecutiveが扱い、その内容をヒアリング委員会に伝える。懲戒の行動はヒアリング委員会の手続規則に従って行われる。ヒアリング委員会がシティ・コードまたはパネルの決定違反を認めた場合、ヒアリング委員会は非難の非公式声明あるいは公式声明を発し、あるいは以下のような懲戒を科す。パネルがその者に認めていた免除・承認その他の特別な地位の中断あるいは撤回、またはそれらの維持のための条件賦課。行為者の行為をイギリスまたは海外の規制団体（regulatory authority）ないし専門団体（professional body）、具体的にはFinancial Services Authority（“FSA”）などの機関に、それらが制裁ないし強制のための行動をとれるように報告すること。

それらの他に、cold-shouldering と呼ばれる懲戒の可能性もある。ヒアリング委員会は、行為者が、ヒアリング委員会の意見では、コードを遵守しないようだという内容のPanel Statementを発する。ＦＳＡその他の専門団体はそのメンバーに、一定の状況下で、問題の当事者との、シティ・コードの規則第８条の開示が必要な関連証券の取引を含む、シティ・コードに服する取引を行ってはならないと強制するのである。例えば、ＦＳＡの規則は、2000年金融サービス・マーケット法（“FSMA”）により認証された者に、当該企業が、問題の者あるいはその代理人が、シティ・コードを守らないあるいは守らない見込みだと信じるに合理的な根拠を有している場合には、その者との取引に関わらないように要求している。

これらの強制力のうちいずれがパネルーシティ・コード体制を支えるために最も重要な役割を果たしたかについての検討は、ここで結論を急ぐ必要はないと思われるから、特に行わない[32]。歴史上は、イギリスのビール会社ギネスによるウイスキーメーカーのディスティラーズ買収に際し

て、パネルがディスティラーズの元の株主に対して8,500万ポンドの制裁金を支払うよう命じた事件がある。[33]

3－4　司法権、個別企業の防衛策との関係

では、はじめに述べた北越製紙における独立委員会のような、個別企業の防衛策について、パネルはどのような姿勢で臨んでいるのであろうか。この点が、「中立性」を解く鍵となるため、ここで述べる。

シティ・コードの旧一般原則第７は、以下のような規定であった。善意のオファーが対象会社の取締役会に伝えられ、あるいは同取締役会が、善意のオファーが差し迫っていると信じるにつき合理性がある以降は、株主の通常総会における同意なしに、善意のオファーが損なわれ、あるいは株主がその長所につき意思決定する機会を拒否されるような結果に効率的に至るいかなる行動もとられてはならない。この内容を敷衍したのが、規則21条であり、当該条項は現在もほぼ同様の形で残っている。

つまり、シティ・コードは少なくとも株主の同意なき「有事」の防衛策発動には、極めて抑制的な態度で臨んでいるといえる。そして、前述の通りパネルの判断は司法審査に服するというのが判例法の立場であるが、イギリスでは裁判所も、訴訟の場において防衛策について判断することに消極的であるとされている。[34] 差止に向けての行動はシティ・コード一般原則第７に反すると述べる判事もいた。[35] このことは、裁判所がパネルーシティ・コード体制に信頼を置いており、裁判所も共同歩調をとることを示しているといえよう。先にあげたDatafin事件判例も、司法審査の射程は極めて狭く、パネルの自己規制システムの効率性を侵害することは許されないとしている。

パネルは、訴訟が防衛策として利用されているケースにおいて、当事者の問い合わせに応じてPanel Statementを発している。[36]

これらとシティ・コードの規定をあわせて考えると、パネルーシティ・コード体制の個別企業が用いる防衛策への態度は、以下のようにまとめ

ることができるであろう。すなわち、「２－３」で述べたことと一部重複するが、いわゆる「平時」の防衛策については、株主の同意があるものは、会社法などのシステムが仕組み自体を認めていない防衛策を是認することはもちろんできず、「法律上許容されているが、仕組み自体が望ましくない防衛策である」とパネルーシティ・コード体制が判断する防衛策については厳格に対応し、その導入には強制力をもって臨むが、それ以外のものについては何ら制限しない。一方で、株主の同意がない場合は、法律やシティ・コードが当該防衛策の仕組み自体を制限していない場合であっても、取締役会による発動に対しては制限的な態度をとる。他方、いわゆる「有事」の防衛策については、株主の同意がある場合で、法律やシティ・コードが仕組み自体を制限していない防衛策については特に制限を設けない。他方、株主の同意がない場合は、仕組み自体が法律やシティ・コードで制限されていなくとも、その行使自体を一切認めない。

この態度を一言でまとめると、パネルーシティ・コード体制は、株主保護に傾斜しているとの批判を受けようとも、それを対象会社の取締役会の保護に比して優先させているということであろう。

３－５　小括

以上で、パネルーシティ・コード体制についての概観を終えることとする。

パネルーシティ・コード体制は、レギュレーションによる修正を受けているが、基本的な構造ないし内容はそれほど変わっていない。それは、Takeover Directive の少なからぬ部分がイギリス法に基礎を置いているからでもあるが、それよりも体制の構造が盤石で、内容も変更を重ねて時代の要請に合致した体制であり続けているからであろう。とりわけ、基本原則に散りばめられた、株主が出資企業の命運を判断すべきであるとする信念や市場原理への信頼、対象会社・従業員の合理的保護といっ

た目的意識は、国境や法制を超えた普遍性を有するものではなかろうか。

他方で、パネルーシティ・コード体制が個人企業の具体的な防衛策発動に対してとる姿勢は、株主保護という観点で一貫していることは否定できないものの、そこまでの必要があるのかとの疑問をぬぐい去ることもできない。このあたりについては、各国の情勢に応じて細かな対応が必要であろう。

しかし、法制の紹介はこのような感想で終わらせるべき性質のものではない。以上の内容をふまえて、次章において、パネルーシティ・コード体制から日本法が受容できる長所について、若干の考察を行いたい。

4．日本法への示唆

4－1　イギリス法制とパネルーシティ・コード体制の長所

本章のはじめに、イギリスM＆A法制とパネルーシティ・コード体制が持つ長所について述べる。

まず、イギリス法制ないしパネルーシティ・コード体制の双方を通じて言えることであり、既に述べたことの繰り返しともなるが、それらがM＆Aの成否を決する究極的な権利は、対象会社の株主にあることを常に前提としている点は特筆すべきである。この前提を、当座「株主帰趨判断原則」と呼んで議論を進める。

株主帰趨判断原則の根底にあるのは、「2－3」でも若干触れたが、会社の経営権についても市場原理が有効に機能するという前提とその市場原理への信頼、そしてそのプロセスを純化させるためには、対象会社取締役会の保身的行動などに合理的な修正を加える必要性がある、との認識であるものと考える。ここで詳細を述べることはできないが、株主を出資会社の帰趨を判断する最終的権利者とする合理性は、法律学的にも経済学的にも一定程度存在するから、日本法も基本的にその理念を踏

襲することはあってよいだろう。

そして、敵対的M＆Aに対する防衛策について、少なくともアメリカに比べれば制限的であることも、株主帰趨判断原則重視の現れだと考えてよいだろう。筆者は、アメリカ法の根底に株主帰趨判断原則が存在しないと言いたいのではない。防衛策を比較的排除しないという姿勢と株主帰趨判断原則は両立しうる。経営権市場原理自体は成り立っていても、当該原理がうまく機能せず、対象会社取締役会の方が対象会社株主より社会的にみて適切な判断ができる可能性は十分にあるからである。もっとも、イギリスの方が経営権市場について、それに「より」信頼をおいているということは言えるであろう。防衛策に厳格な態度をとるということは、それに寛容な態度をとることに比べて、株主帰趨判断原則を広く認める立場と結びつきやすいと考えられるからである。果たして日本が（現在アメリカ法に準じた法制を整備しつつあることを措いても）いずれの立場ないしいずれに近い立場に立つべきであるかは、実証研究も含めてこれからの議論に委ねざるを得ないが、少なくとも市場原理に修正を加えることを抑制する法制について理解することは無駄にはならないだろう。そのような観点から、パネル－シティ・コード体制を参照することにも一定の意義があるものと考える。

もう一点留意が必要なのは、Takeover Directive の国内法化において、イギリスがブレイクスルー・ルールを採用しなかった点をどう評価すべきかである。この点については、同ルールの不採用が株主帰趨判断原則の放棄ないし修正を意味するものとは必ずしも言い切れない、ということのみを記し[37]、ここではシティ・コード規則21条が、基本原則の入れ替えにもかかわらず、（文言の若干の修正はあるものの）おおむね維持されていることをも併せ考え、その姿勢が基本的には変わっていないことを前提に論を進めたい。

もう一点、企業買収指令によるパネルへの法的裏付けの付与を一応措くと、パネル－シティ・コード体制が自主規制ながら、同体制の発足年

である1968年から38年にわたって維持されてきたという点も特筆すべきであろう。「３－３」で述べた通り、本稿ではパネル－シティ・コード体制がいずれの強制力によって最もよく維持されてきたかを結論づけるには至らなかった。しかしながらそれは、自主規制が尊重され遵守されたことを評価してはならない、ということを意味するものではない。

この自主規制が維持されてきた主たる理由は、パネルの毅然とした対応にあったのではないか、と考える。ギネス事件においてパネルはギネス社に対し、高額の補償の支払を命じるとともに、シティ・コードの開示規制についても見直しを行った[38]。厳しい刑罰規定をおいていても、それが実際に適用されなければ規制効果は相対的に小さいものにならざるを得ない。他方、自主規制ルールであっても、厳しい運用をすれば規制効果は相対的に大きいものになるだろう。

ただし、その議論をそのまま延長し、パネル－シティ・コード体制は法的裏付けがあろうとなかろうと関係なかったとするのは早計に過ぎよう。むしろ、国家が刑罰権をもって一定のシステムを強制するよりも、自主規制ルールをもって対応した方が広く受容された可能性すら否定できない。この点については歴史的に詳細な検討が必要であり、ここでいずれが適切か断ずることはできない。少なくとも日本の参考とするにあたって、自主規制ルールの形式を尊重することにも一定の理はあるとも考え得るが、結論を留保したい。

４－２　日本法の若干の整理――防衛策への対応を中心に

日本法においては、基本的にアメリカ法をベースにＭ＆Ａ法制が構築されつつある。ここでは、敵対的Ｍ＆Ａに対する取締役会の防衛策についての法的対応を中心に、日本法について検討したい。

旧商法においては、強制転換条項付株式を用いたポイズン・ピル、新株予約権を利用したポイズン・ピル、拒否権付株式を用いたいわゆる黄金株が可能とされていた。しかしながら、強制転換条項付株式について

は、発行済普通株式を強制転換条項付株式に一挙に変更するための手続がなく、新株予約権についてはその行使が株主の意思に委ねられ、買収者からそれを奪う方法がなく、拒否権付株式については会社が一部の種類の株式についてのみ譲渡制限をかけることができない、といった問題点が存在していた。[39]

そこで、会社法の下においては、ポイズン・ピル[40]や、黄金株[41]の利用が可能であることが条文上明らかにされるに至り、規定が整備された。詳しくは会社法の文献に譲る。

裁判例においては、いずれも旧商法下の事件であるが、以前は「平時」「有事」によって認められる防衛策に差を設けるものも散見されたが、近時は、M＆Aを行う側が①グリーンメイラーである場合、②焦土化経営目的の場合、③対象会社の資産流用目的の場合、④高配当や高値売り抜け目的など対象会社を食い物にしようとしている場合には防衛策を利用することが可能であるが、それ以外の場合には認められないとするものが有力である。[42]

4－3　若干の検討

4－3－1　議論の出発点の整理

以上を前提に、パネルーシティ・コード体制を中心としたイギリスM＆A法制が日本法に参考になるとしたらどのように応用可能であるか、若干検討したい。

まず議論の前提として、「1」でも述べたが、パネルーシティ・コード体制の「中立性」と北越の独立委員会のような、敵対的M＆Aの防衛策の発動を勧告する機関の「中立性」とは次元の異なる問題であることを確認しておく必要がある。前者は個人企業の防衛策といったミクロの問題ではなく、それを含めたひとつの市場ないし国家単位でのM＆Aについての監督機関の中立性の問題であり、後者は多数のM＆A事案の監督といったマクロの問題ではなく、特定の敵対的M＆Aの対象会社が防

衛策の発動を諮問した場合にゴーサインを出すか否かという判断における中立性の問題である。

両者をかみ合わせるには、冒頭に述べたように、両者の具体的な地位・機能の差から一旦切り離して、抽象的に「中立性」とは何かを検討するか、パネルーシティ・コード体制の存在そのものを肯定的に捉え、日本においてもそれらの利点を生かしながら防衛策の発動を勧告する機関の「中立性」を確保する方策を検討するか、のいずれかの作業をすべきものと考える。前者は後者に比べれば相当程度抽象的な議論となろう。

仮に前者の道を選択したとしても、そこであげ得る指導的理念は、株主帰趨判断原則と自主規制ルールの尊重程度である。それ以上の建設的な議論を紡ぐ作業は、筆者の能力を超える。そこでここでは、後者の道を選択し、パネルーシティ・コード体制と同一ないし類似のシステムを日本に導入することによって、ミクロの防衛策発動勧告機関の中立性を確保するための方途について検討したい。もっとも、ミクロと表現はしたが、実際には相当大規模な構想になるのは、以下の通りである。

もう一点議論の出発にあたって注意すべきは、パネルーシティ・コード体制に学ぶとしても、その自主規制ルール方式に着目するのか、防衛策に対する反応に着目するのかは別の視点であり、両者を区別する方が議論が明瞭になる点である。本稿では、必ずしも前者の視点から十分に議論を展開できていないものと考えること、そして当初の問題意識を考慮して、原則として後者の観点から議論を展開したい。

４－３－２　前提問題

まず、日本においてパネルーシティ・コード体制を中心とした法制を参照するに際して問題となる点を考える。議論の制約となるのは、ポイズン・ピルなどパネルーシティ・コード体制が許容しない防衛策についても会社法上認められている点である。防衛策に対して厳格な態度で臨むか寛容な態度で臨むかは、本章の冒頭でも検討した通り簡単には結論づけられない問題である。また、本稿は原則的にイギリスＭ＆Ａ法制が

株主帰趨判断原則を一貫させており、その長所を日本法においても参考にしようとする論文である。しかしながら、一旦取り入れた防衛策を法制の変更をもって放棄させることすら困難であると思われるのに、それを自主規制ルールによって放棄させようとするのはあまりにも非現実的であるし、その検討の価値も相当程度減ぜられると言わざるを得ないだろう。そこで、本節では、日本が会社法で敷いた、防衛策に対するアメリカ法類似の対応自体は否定しないものとして議論を進める。

また、防衛策に焦点をあてて議論を展開するに際して問題となるのは、国が異なる以上当然のことであるが、イギリスとわが国では、個別の防衛策を認める・認めない根拠が、法律上できないためであったりM＆Aの法的構造上できないためであったりするなど、比較するのに少なからず障害がある点である。イギリスのパネルーシティ・コード体制が防衛策についてどのような態度をとっているかについては「3－4」で若干の整理を行ったところである。以下では、様々な防衛策に共通して導入すべき施策について論ずることを原則とするが、問題はそれに止まらない。すなわち、わが国における防衛策のあるべき姿を論ずるに当たっても、個々の防衛策の仕組み自体を排除するのか、仕組みの採用自体は制限しないが、その運用に当たって制限的な対応をとるか、いずれの立場を採るかを明確にすることも必要なのである。本稿は、防衛策の具体的内容に立ち入って検討を加えたものではないから、個々の防衛策の仕組み自体を排除する議論を展開することには躊躇を覚える。そこで、アメリカでは採用されているがイギリスでは採用されていないという一点をもって、それらの防衛策の仕組み自体を排除することはしない。その意味では、本稿は防衛策の具体的内容からは中立的な立場を採用する。

4－3－3　試論

以上の問題点の認識のもとに、以下検討する。

まず、パネルーシティ・コード体制のうち、シティ・コードのようなルールを設けること自体は、自主規制にするかどうかはともかく、現実

的でもあるし有意義でもあろう。シティ・コードの一般原則については、イギリスに比して防衛策に比較的寛容な日本法の立場との融和点としては、対象会社の権利をより拡大する方向で検討が必要であろうが、その内容も基本的には生かせるのではないか。シティ・コードの規則の内容について詳細に論ずることは、ここでの試論が目的とするところではないので行わないが、一般原則の内容に沿った具体的な規則を定めることはむしろ不可欠な作業だろう。この点も断定はできないが、シティ・コードが仮に一般原則のみから構成されるルールであったら、現在のように具体的な成果が上がっていたとは考えにくいのではないか。

次に、シティ・コードと同様ないし類似の規則を制定したとして、その運用を司るパネルのような機関を設置することは、日本法においては妥当する方策だろうか。この点については、本試論が結論として意図する、個人企業に防衛策の発動を勧告する判断を中立的に行っていると広く認識されるような機関の設置という点からみれば、必ずしもパネルのように広範な規模でM＆Aを監督するような組織を作る必要はないことになろう。一旦パネル－シティ・コード体制に類似した制度の提唱を行うのであればむしろ広範な規模での組織形成を提言すべきものとも思えるが、当面は前述の目的に必要な限度で制度設計を論じたい。

「3」で論じたことからわかるように、パネル－シティ・コード体制を中心とするイギリス法は、防衛策に抑制的な態度をとっているが、その本来の目的は株主の判断保護にある。その証拠に、シティ・コードは「有事」においても通常総会における株主の同意があれば、対象会社の取締役会による防衛策の発動を許容しているのである。そして、本稿では、パネル－シティ・コード制度を参考にするとしても、その防衛策に対する片面的な対応については各国の情勢に合わせた調整が必要であるとした。では、わが国においては具体的にどうすればよいだろうか。

このことを考えるに当たって参考とすべきは、近時の裁判例の理論にあると考える。「4－2」で述べたように、近時の裁判例は、「平時」

「有事」の別を問うことなく、防衛策の発動を認める場合を整理している。筆者はこの判断内容を合理的であると考えるので、わが国にパネルーシティ・コード体制を参考にした制度を導入するに際しても重要な指針になると考える。

具体的には、各企業が第三者で構成する委員会などに防衛策の発動を諮問する。これは北越のシステムと同様である。なお、人材が確保できない場合は、北越の委員構成がそうであったように、社外監査役などに諮問することになろう。そして、委員会や社外監査役が防衛策の発動の可否を勧告するのも今回のケースと同様であるが、その結論に不満な相手方や、結論ないし理由付けに不安を抱える委員会や社外取締役からの審査・判断依頼を受ける機関を設けるのである。これを、防衛策発動勧告の判断を審査する機能に限定したパネルを設けるという意味で、仮に「小パネル導入論」と呼ぶ。そして、小パネルの判断基準としては、有力な裁判例のいう例外に該当するか否かを採用するのが適当であると考える。

第三者委員会を設けずに直接防衛策の発動の是非を論ずる一般的機関を設けた方が合理的ではないか、との意見もあるかもしれないが、それは判断の中立性をゆがめるおそれなしとしない。筆者は、イギリス法のもつ株主帰趨判断原則への信頼には共感するが、それを必要以上に一貫させるのは、わが国には必ずしもそぐわないものと考えている。そのため、一般的機関の設定という形式をとるよりも、小パネルのような機関を設置し、小パネルが事例判断を積み重ね、また個別企業に対しては第三者委員会の人選をアドバイスするなどして中立性の維持を図る方が優れているものと考える。そして、このように、イギリスのパネルーシティ・コード体制を参考にいわば「一歩引いた」立場から防衛策の発動可否の勧告を判断することが、既存の実務と不整合を来すおそれを少なくすることができるし、また真の意味での「中立性」向上にも資するのではないか、と考える。

以上を一読されて、「それであれば裁判所に判断を任せるのがより中立的であり、小パネル導入論など必要ないのではないか」との疑問を持たれた方も多いと思われる。しかし、小パネルの効用は、その先にある。つまり、裁判所においては達成が困難であるが、小パネル体制によればよりうまく機能しうる点があるのである。具体的には、機動性と機密性である。まず前者については、わが国では仮処分やその抗告審の判断は機敏になされているといえるが、小パネル体制はそれを上回るスピードで対応可能である余地がある。パネルについて言えば、「３－３」でＰＣＰの公表まで１～２ヶ月で至るとされていることを紹介した。この機動性は、事実上の制裁というレベルに強制力をとどめる代わりにもたらされるメリットではなかろうか。次に後者について言えば、裁判手続においては機密情報の処理がいわゆる公開裁判原則との関係で問題となることが多いが、これについても法的な拘束力を薄めることによって、裁判所によるより高い程度機密を保ったままの解決が可能になるものと思われる。

５．おわりに

もっとも、小パネルーシティ・コード体制を整備するには、課題も少なからず存在する。筆者が予測できる点についてはこの場に記し、思い当たらなかった点については忌憚ないご批判を仰ぐこととして本稿の総括としたい。

導入論の最大の問題点は、個別の防衛策に対するイギリスとわが国との対応の差にあるのではなく、裁判所との関係をどのように設定するかにある。イギリス法においても、この点は必ずしも截然と構成されているとはいえない。さして問題となっていないのは、裁判例の少なさもあって正確な判断は困難であるが、裁判所がパネルーシティ・コード体制を

高度に尊重しているからであろうと考えられる。しかし、自主規制ルールを中心に小パネルーシティ・コード体制を構築した場合、わが国においても小パネルが同様の地位を得ることができるとは限らない。この点は、自主規制ルールの観点から問題点を十分に分析できていない本稿の残した課題の一つである。後日より深い検討を行いたい。

また、数は限られているが、裁判例が一定程度積み重なっている状態で、ゼロから別組織を立ち上げることの合理性も問われよう。この点は、小パネルも裁判例を尊重すればよいとも言えるが、法的な裏付けが薄いと裁判例が尊重されない、との危惧にも理由はあると考える。しかし、例えば公正取引委員会といった独立行政委員会のような公的な地位を与えるのであれば格別、自主規制ルールを中心に体制を構築するとすれば、この点は小パネルの良識に委ねざるを得ないであろう。

このように、小パネル導入論に際しては、自主規制ルールを採用するか否かも、主として法的裏付けと強制力の観点から、大きな問題となりそうである。しかし、本稿ではそこまで詳細に検討するには至らなかった。もっとも、前述した機動性の観点からは、自主規制ルールの方が優れた効果を発揮することが推測できるが、その結論は論理必然のものではない。これからの検討課題としたい。

以上で、イギリスにおけるM＆A法制の、主として The Takeover Panel と City Code に焦点をあてた分析を終えることとする。

パネルーシティ・コード体制は、対象会社株主の意思決定を最大限に尊重し、自主規制ルールによりながらも高度の結束力をもって、現在に至るまで問題解決に大きな役割を果たし続けている。理念の違いから、イギリス法は敵対的M＆Aに対する防衛策に抑制的な態度をとっているため、それを日本法に移入するに際して無理をしていないかおそれるところである。本稿がわが国におけるM＆A法制の議論に際して、何らかの役に立てるところがあれば、筆者として望外の喜びである。

注

（1）　2006年１－６月の日本企業によるＭ＆Ａは、件数が前年同期比10％増の1,409件、金額も15％増の７兆3,000億円と過去最高となった（日本経済新聞2006年７月１日朝刊14面参照）。

（2）　例えば、企業法務に携わる中川秀宣弁護士は、「王子側の提案の中身について委員会が具体的に検討したとは思えず、本当に経営陣から独立しているのか疑問。これでは他社の第三者委員会まで独立性を疑問視されかねない」とコメントしている（日本経済新聞2006年８月９日朝刊９面参照）。

（3）　一例をあげると、2006年１月から11月までの旬刊商事法務に掲載された論説のうち、表題からＭ＆Ａ関連の内容であると判別できた12本の論文のうち、半数の６本が本文においてアメリカ法を参照していたのに対して（武井一浩弁護士の講演を含む）、ヨーロッパのそれについては前述の武井弁護士の講演と、ドイツの企業買収法改正についての「海外情報」の２本に止まっている。なお、本稿と同様の比較法的な問題意識に基づいて、公開買付規制について考察を展開する論文として、飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協123巻５号142頁以下。

（4）　同文舘出版、1993年。

（5）　わが国においてはいわゆる「有事」と「平時」の局面の違いに対応して、「予防策」「防御策」の用語を使い分けるものも少なくないが、本稿では引用文献に従った場合を除いて「防衛策」の語で統一し、場合に応じて、「有事」「平時」を明記することによって区別した。

（6）　規則21．１条（b）項は、通常の株主総会における同意なしに、対象会社の取締役会による議決権株式やオプションの発行その他の類似行為を禁止している。

（7）　EU 企業買収指令（後述「２－４」）に基づくレギュレーションによる改正前の旧シティ・コードでは、一般原則７からもポイズン・ピルが利用できないことが明らかであった。Cf. Kenyon-Slade, *Mergers And Takeovers In The US And UK-Law and Practice*, at 702 (Oxford, 2004). なお、一般原則7については「３－４」で再論する。

（8）　Id. at 695.

（9）　Id. at 696.

(10)　Id. at 696-97.

(11)　Id. at 696.

(12)　日本経済新聞2006年８月24日朝刊17面参照。

(13)　Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids を指す。以下本稿では、

「企業買収指令」と呼ぶ。

(14)　その詳細については、末岡・後掲注22文献の他、北村雅史「EU における公開買付規制」商事1732号４頁以下参照。

(15)　北村・前掲注14文献８頁。

(16)　北村・前掲注14文献９頁。なお、議決権の算出方法や、株主の権利剥奪に対する補償の合理性について疑問を差し挟む見解として、Jonathan Rickford, *The Emerging European Takeover Law from a British Perspective*, 15 Euro. Bus. L. Rev. 1379(2004).

(17)　SI 2006/1183.

(18)　企業買収指令４条１項。

(19)　Regulations Chapter 1, s. 4(3). なお、具体的な権限については「３－２」で述べる。

(20)　The Panel on Takeovers and Mergers, *The European Directive on Takeover Bids.*

(21)　なおパネルの詳細な情報は、http://www.thetakeoverpanel.org.uk (last visited Nov. 27, 2006) に掲載されている。

(22)　末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけとTOB 規制」商事1733号34頁以下。該当箇所は同43頁以下。

(23)　City Code 'Introduction' 2(b).

(24)　ここでいう「証券」は議決権のあるものを予定しているので、「株式」と読み替えて差し支えない。

(25)　末岡・前掲注22文献43頁以下。

(26)　それに法的裏付けが与えられたことについては、前述「２－４」参照。

(27)　なおその場合も、法的職務上の特権に基づいて情報・書類の提供を拒む権利は認められる。Regulations s. 6(10).

(28)　各界とは、以下の通りである。すなわち、The Association of British Insurers、The Associations of Investment Trust Companies、The Association of Private Client Investment Managers and Stockbrokers、The British Bankers' Association、The Confederation of British Industry、The Institute of Chartered Accountants in England and Wales、Investment Management Association、The London Investment Banking Association、The National Association of Pension Funds の各団体である。

(29)　一部の例外についてはパネル本体ないし Takeover Appeal Board が修正を担当する。具体的には、Introduction のセクション１・２(a)(b)・４(a)(b)(c)・５・７・13の修正はパネルが、セクション８は Takeover Appeal Board が担当する。

(30)　なおパネルの詳細な情報は、http://www.thetakeoverappealboard.org.uk (last visited Nov. 27, 2006) に掲載されている。

(31)　なお、レギュレーション以前の体制においても、パネルの判断は司法審査に服する、とするのが判例法であった。*Datafin* (1987) 3 BCC 10 (CA). 詳細は「3－4」参照。

(32)　'Cold Shouldering' が非難の公式声明よりも強制力を持ってきたとする見解として、Daniel Dürrschmidt, *Judicial Review of Takeover Panel Decisions* 16 Euro. Bus. L. Rev. 1133, 1134 (2005).

(33)　*R. v. Panel on Takeovers and Mergers, Ex parte Guinness PLC* (1988) 4 BCC 714 (CA).

(34)　Kenyon-Slade, supra note 7, at 704.

(35)　*Dunford & Elliot Ltd. v. Johnson & Firth Brown Ltd.* [1977] Lloyd's L Rep 505 510 (CA).

(36)　Panel Statement on Minorco-Consgold of May 9, 1989, Panel Statement on Hoylake-BAT, September 15, 1989.

(37)　日本語文献でこの点につき紹介するものとして、北村・前掲注14文献10頁。詳細はEU企業買収指令の制定過程についての議論を参照する方が適当であろう。

(38)　シティ・コードは今年の改正で第8版となっている。

(39)　徳本穣・ひろば59巻3号39頁以下。

(40)　全部取得条項付種類株式や新株予約権の発行によって採用できる。江頭憲治郎・株式会社法（有斐閣、2006年）152頁・684頁等。なおここではライツ・プランと特に区別せず、同義で用いている。

(41)　拒否権付種類株式の発行によって採用できる。江頭・前掲注40文献154頁。

(42)　例えば、東京高決平17.3.23商事1728号41頁（ニッポン放送新株予約権発行差止保全抗告事件高裁決定）など。