

# 欧州企業買収ルール of 構造分析

渡辺宏之（早稲田大学）

わが国で企業買収ルール再構築の必要性が叫ばれるなか、欧州への関心が高まっている。筆者自身もこの数年間、英国をはじめとする欧州の企業買収ルールの調査に多数携わってきたが、海外の企業買収ルールを参考にする場合は、明文のルールだけを見ていたのではともすれば実像を全く見誤りがちであり、社会規範を含めた実態および当該ルールをめぐるどのような均衡が生じているかの動態的な構造を理解することが非常に重要である。

義務的公開買付制度については、わが国では論者によりその意味するところが一定しておらず、議論の混乱を招いている。欧州における「義務的公開買付け」の要素は、①全部勧誘、②買付前一定期間内における最高価格の設定、③買付者による買付条件設定の原則禁止、であり、欧州ではこれらがフルセットで適用される義務的公開買付ルールの存在を前提に、実際には①の要素のみを満たした規制の緩い任意的公開買付けが行われることが一般的であることは、議論の前提として認識しておくべき重要点である。

わが国における具体的なルールの再構築にあたっては、TOB(公開買付け)の強圧性(意図に反した売り圧力)を解消する一方で、M&A のより柔軟な運用を可能にするためにも、TOB は全部勧誘を基本としつつ、欧州型の「到達ベースのスレッシュホールド」を設定することが望ましい。その際、スレッシュホールド以上 50%未満の買い増しに対しても義務的公開買付けの適用対象とするか否かで、義務的公開買付ルールの厳しさは大きく左右される。ただし、そうした「追加的な義務的公開買付ルール」を設定する場合には、「creeping ルール」の条件設定により、義務的公開買付ルールの強弱は調整可能である。なお、再生案件やグループ間の事業再編の場合は、現行のわが国(および欧州)と同じく、義務的公開買付けの適切な適用除外規定を設けることが望ましいであろう。

欧州では TOB に際しての防衛策はほとんど導入されないが、防衛策の導入自体が全面的に禁止されているわけではない。重要なことは、株主(投資家)保護が徹底された企業買収ルールを前提とした「株主決定主義」である。今後のわが国においても「株主決定主義」が機能するための枠組み作りが必要であり、そのためにはライツプラン等の防衛策は一般的には適切とはいえないが、あくまで「株主決定主義の結果としての」防衛策導入の余地は残しておくべきと考える。

欧州主要国の企業買収ルールを参考にする場合には、「株主決定主義と労働者保護の峻別」の構造を理解することも非常に重要である。具体的なルールについては、「二種類のマンドトリー・オフター・ルール」の差異と意義を十分に理解し、かつ、「合理的な適用除外の存在」や、「実態における原則と例外の逆転現象」(英国におけるホワイト・ウォッシュ等)に目配りすることもいずれも重要である。

TOB 制度が機能する前提として「株主決定主義」は不可欠であるが、金融資本の論理のみを貫徹させないためには、いかなる「クッション」を置くかが重要となってくる。企業買収ルールの再構築は、社会規範の構造とルール導入の影響も見据えながら慎重に行っていくべき作業である。