

株式公開買付規制の方向性

——EU第一三指令を素材として——

野
田
輝
久

目 次

- 一 問題の所在
- 二 指令制定の経緯
- 三 一般規定
- 四 義務的公開買付制度
- 五 対象会社の執行機関の中立義務、Breakthrough 規定および選択モデル
- 六 Squeeze-out および Sell-out
- 七 開示規制
- 八 結びにかえて

一 問題の所在

近時、敵対的企業買収に対する防衛措置に関して、その是非や手段等の議論が盛んに行われている。現に一部の企業においては、新株予約権等を用いた防衛措置を導入している会社も見られる⁽¹⁾。また、防衛措置の導入にまでは至らなくとも、ある一定割合の株式を保有する者が現れた場合に、その者の買収提案等を検討するための特別委員会を設置した会社もある⁽²⁾。このような昨今の実務における対応は、株式会社ライブドア（以下、単にライブドアという）が株式会社ニッポン放送（以下、単にニッポン放送という）⁽³⁾に対して行った敵対的買収をめぐる一連の事件を契機としていと推測できる。同事件においては、ライブドアがニッポン放送株をToSTNet1取引において大量取得する前に、株式会社フジテレビジョン（以下、単にフジテレビという）によるニッポン放送株に対する公開買付けが行われており、ライブドアがこのフジテレビによる公開買付けに対して、同じく公開買付けという土俵に上がらずにToSTNet1取引という立会外取引において株式を取得した点で、ライブドアの行為を批判する向きもある⁽⁴⁾。本件は、敵対的企業買収の局面における新株予約権の発行が不正発行（商二八〇条ノ三九第四項、二八〇条ノ一〇）に該当するかという論点に関して判断を下したというだけでなく、株式公開買付けに関する現行証券取引法規制の問題点を浮き彫りにした点で、非常に興味深い事件であるといえる。

ところで、EUにおいては、三〇年の長きにわたり、株式公開買付けに関する統一的なルールを模索してきた。それが後に見る様々な妥協の結果、二〇〇四年四月二二日に第一三指令としてようやく結実した。このEU指令においては、対象会社の一定割合の議決権を保有した場合の義務的公開買付制度、敵対的公開買付けが行われた場合の取締役の行為規制、対抗措置の効力の否定、労働者に対する情報提供を含む開示規制、少数株主の締め出

し (Squeeze-out) と少数株主による強制買取請求権 (Sell-out) の制度など、わが国の立法論および解釈論にとって多くの示唆に富む制度が規定されている。本稿は、このEU第一三指令を紹介し、検討するものであるが、EU指令の規制を直接わが国に導入することを主張するものではない。また、敵対的企業買収が公開買付けを手段として行われる可能性もあるが、その際の対象会社の経営者による買取防衛策を検討対象とするものでもない。敵対的買収に対する防衛策を考える際の制度設計が、わが国の現行法や裁判例における解釈を前提とする限り、相対的に株主保護にとつて不十分であるとの指摘もあるように、今後その面での法改正や解釈論を展開するため議論の前提を提供することにある。⁽⁶⁾

本稿においては、EU第一三指令が、どのような議論を辿って成立したのか、またどこで妥協したのかを明らかにするために、まず本指令の制定経緯を見る(二)。次に、指令の内容である、指令を包括する一般規定(三)、義務的公開買付制度(四)、本指令においてある意味では最も注目を浴びている制度である中立義務、Break-through 規定、および選択モデル(五)、少数株主の締め出しと売渡請求権制度(六)、対象会社および買付者による情報の開示(七)の諸制度を紹介し、検討する。そして最後に、以上の検討をまとめた上で、わが国への示唆を探ることとしたい(八)。

二 指令制定の経緯⁽⁷⁾

ヨーロッパレベルでの株式公開買付規制については、EC委員会がバーミンガム大学の Robert Pennington 教授にその検討を委託したのが始まりとされている。同教授は、一九七四年、「株式公開買付けとその他の買付け」と題する報告書を提出し、⁽⁸⁾ヨーロッパレベルでの公開買付規制の必要性を強調したが、これに対する各加盟

国の対応は冷やかであった。また学説上では、公開買付けに関するヨーロッパ法の統一は不要であるとする見解が多数を占めたことから、結局のところ同教授の報告書に基づく草案（一般に Pennington 草案と呼ばれる）は、部分的に失敗であったとの評価がなされている。

その後、一九八七年仮草案を基礎として、一九八九年指令案⁽⁹⁾が EC 委員会により作成されるものの、その内容が公開買付けに関するヨーロッパ法の統一を目的とした完全調和型の指令案であったことから、イギリスやドイツが強行に反対したために、再考を余儀なくされることとなった⁽¹⁰⁾。EC 委員会は、一九八九年九月二七日の経済社会評議会、一九九〇年一月一七日の欧州議会の意見表明を受け、八九年指令案の修正案（一九九〇年指令案⁽¹¹⁾）を一九九〇年九月一〇日に提出したが、この指令案も加盟国の抵抗に遭い結局は実を結ばなかった。

一九九一年から二年間休止された指令作成作業は一九九四年から再開されたが、この段階では、公開買付けに関するヨーロッパ法の統一について、Pennington 草案を基礎に置く八九年指令案（九〇年指令案もその本質的内容に変わりはない）のような完全調和型の内容では、加盟国のコンセンサスが得られないとの認識が高まっていた。そこで、EU 委員会は、各加盟国の公開買付けに関する法状況に適合する内容を有する指令案を作成することを目的とし、わずか一二か条のみからなる大綱法としての九六年指令案を提出した⁽¹²⁾。さらに、この九六年指令案は、欧州議会の意見表明における修正提案に若干の文言上の修正が加えられた上で、九七年指令案として修正提出されることとなる⁽¹³⁾。しかし、この九七年指令案も当初は好意的に迎えられるものの、最終段階で合意に至ることはなかった⁽¹⁴⁾。

一九九九年六月に、当時の議長国ドイツの下で、EU 委員会と閣僚理事会とが「共通の立場」という形で合意に至り、その内容もほぼ確定していた。しかし、いわゆるジブラルタル問題⁽¹⁵⁾が未解決であったことから、閣僚理

事会において一年間提出が見送られた後、二〇〇〇年六月一九日「共通の立場 (Gemeinsamer Standpunkt)」は、正式に公表された。⁽¹⁶⁾ この「共通の立場」に対して、欧州議会は、二〇〇〇年二月一三日に、若干の文言上の修正提案を含む指令の中核となる規定に関する一五の修正提案を公表した。⁽¹⁷⁾ これに対して、閣僚理事会は、会社法に関するワーキンググループを設置してこれに協議させたところ、欧州議会による修正提案のすべてにつき受け入れることは困難であると判断したために、ヨーロッパ共同体条約二五一条三項に基づき、調整委員会が設置されることとなった。⁽¹⁸⁾ 同委員会での審議の結果、二〇〇一年六月六日、欧州議会と閣僚理事会との間で最終合意が成立し、これをもって指令が成立するかに思われた。しかし、二〇〇一年七月四日、欧州議会において、賛成二七三、反対二七三、棄権二二で、指令案は否決された。⁽¹⁹⁾

その後、EU委員会は、七人の会社法の専門家により構成されるハイレベル・グループ (以下、単にハイレベル・グループという)⁽²⁰⁾ を設置し、これにヨーロッパの統一的な公開買付規制に関して検討させた。二〇〇二年一月一〇日に提出されたこのハイレベル・グループによる報告書は、指令の成立とその最終的な内容に大きな影響を与えることとなる多くの重要な勧告を行っている。中でも重要なものは、Breakthrough 規定の導入、Squeeze-out および Sell-out 制度の導入、義務的公開買付けの際の価格の算定基準 (「適正価格」) の明確化、以上の三点である。ハイレベル・グループの報告書のすべてについて加盟国の同意が得られたわけではなかったが (後二者については同意を得られなかった)、EU委員会は、加盟国により批判を受けた箇所につき若干の修正を施した上、二〇〇二年一月二日に新たな指令案を提出した。⁽²²⁾ この指令案の内容として特筆すべきは、ハイレベル・グループによる提案を基礎として、五つの加盟国で規定されている複数議決権 (二重議決権を含む) の制度を残存させつ

つ、いわば“Mini-Breakthrough”とでも言うべきものを提案した点である。すなわち、対象会社取締役の中立義務を規制の核としながらも、企業買収の局面では対象会社の経営者が非常に大きな力を有していることから、公開買付けの成否に対してあまりに害が大きいと認められるものについてのみ、Breakthrough規定の中に組み込むという手法をとったのである。⁽²³⁾ 本指令案は、当初はドイツを除く各加盟国において賛同を得ていた。⁽²⁴⁾ 当時の議長国ギリシャは、ドイツに配慮して、複数議決権をBreakthrough規定の対象とする旨の提案を行った。この提案を支持する内容の研究報告も公表された。⁽²⁵⁾ しかし、Breakthrough規定を指令に取り込むことによりヨーロッパの市場を開放することは、とりわけアメリカの投資家によるヨーロッパ企業の買収を容易にし、アメリカの投資家が在欧の子会社を通じてヨーロッパ企業の買収を試みる場合には、アメリカの投資家はBreakthrough規定の直接的適用を受けることなく当該規定の利益を享受することができるため、ヨーロッパの企業にとっては不利であるとの見解が主張され、結果的には、二〇〇二年指令案も頓挫することになる。⁽²⁶⁾

最終的に、ポルトガルの議員により、折衷案ともいえるべき選択モデル (Optionsmodell)⁽²⁷⁾ が提案された。この案が、閣僚理事会や欧州議会のみならずその他の関係者にも魅力的であったことから、この案を採用したときに生じる様々な個別問題に関する詰め議論が残ってはいたものの、それらについては、可能な限り加盟国の自由な法形成に委ねるとの合意が成立した。⁽²⁸⁾ EU委員会委員の一部に反対はあったものの、二〇〇三年一月二七日、閣僚理事会がこの合意を含めた最終指令案に対して基本的に同意し、若干の議論の後、同年一月一六日に欧州議会がその意見表明後に同意した。⁽²⁹⁾ これにより、その三〇年越しの長きにわたる公開買付け指令の立法作業に終止符が打たれることになった。

三 一般規定

1 規制のコンセプト

EUにおける株式公開買付けに関する第一三指令のコンセプトは、その検討理由⁽³⁰⁾を概観すると、次の三点に集約することができよう。第一に、公開買付規制に関して各加盟国の法制度の調和を図ること（いわゆる Level Playing Field の構築）、第二に、少数派株主の保護、第三に、明確性と透明性ある制度を構築すること、以上である。

既述のように、株式公開買付けに関する第一三指令制定の最大の目的は、ヨーロッパにおける企業買収に関して“Level Playing Field”を構築することにある⁽³¹⁾。このことは、換言すれば、対象会社の経営者が行う防衛措置や公開買付けに対抗するための法律上の障害の設置は、将来的にどの程度許されるのかという問題でもある⁽³²⁾。ヨーロッパにおいても、経済的に望ましい企業買収は促進されるべきであるとの認識があり、したがって、株式公開買付けに関する各加盟国の法規制を調和させることにより、企業買収の局面で公開買付けを利用する場合の法的安定性が促進されるとともに、少数株主の保護も確保できる。しかし、他方では、そのような経済的に望ましい企業買収ばかりが行われるわけではないことから、そもそも企業買収は対象会社の株主にとって本当に利益しかもたらさないものなのか、労働者にとってはいかなる影響があるのかという観点から、疑問の声も出されている⁽³³⁾。

Level Playing Field が構築されるためには、各加盟国間に存在する対抗措置となり得る制度の相違を可能な限りなくし、いわゆる武器の対等性 (Waffengleichheit) を保障しなければならない。この武器の対等性について

は、EU加盟国間のみが存在するもののみを対象とすれば済むものではなく、アメリカ企業によるヨーロッパ企業の買収の局面についても、同じく考慮しなければならないとされている。⁽³⁴⁾

第二の少数株主の保護については、そのための制度として義務的公開買付けの制度および株式強制買請求権（いわゆる Sell-out）が用意されている。⁽³⁵⁾ 前者は、買付者が対象会社の支配権を取得した場合には、残余の株式についても買付者に公開買付けを義務づける制度である。ある一定割合の株式を取得した場合に公開買付けを義務づけるという点で、ある一定割合以上を取得するために公開買付けを義務づけるわが国の証券取引法二七条の二以下に規定する強制的公開買付制度とは異なる。後者は、買付者がある対象会社有価証券の一定割合を保有した場合に、残余の株主が自己の株式を適正価格で買い取るよう、買付者に請求することができる制度である。Squeeze-out 制度と表裏をなす制度であり、両者の要件も同じものとなっている。

第三に、明確性と透明性の確保である。これは、公開買付手続の透明性を高めることにより、制度および市場に対する信頼を確保することを目的とする。そしてそれがひいては対象会社の有価証券を現に保有している者のみならず、潜在的な投資家の利益保護にも資することになる。⁽³⁶⁾ 手続面での透明性という点については、開示規制（指令六条、八条、一〇条）および各加盟国における監督機関の設置強制（指令四条、六条二項、七条二項、一二条二項）により、その実効性が担保されている。

なお、第二および第三の点については、一般原則においても規定されている（指令三条一項（a）、（b）および（c）参照⁽³⁷⁾）。

2 適用範囲

本指令は、その有価証券の全部または一部が一以上の加盟国における規制市場において取引を許可されている場合における、EU加盟国の法律に服する会社の有価証券についてなされるすべての公開買付けに適用される。

すなわち、対象となる公開買付けには、対象会社の支配権取得後に、対象会社に残存するすべての有価証券に対してなされる義務的公開買付けの申込み、および対象会社の支配権の取得を目的として、対象会社の有価証券の一部または全部に対してなされる任意的公開買付けの申込みの双方が含まれる。なお、この場合の規制市場 (geregelter Markt, regulated market) の概念は、有価証券サービズ指令 (93/22/EWG) 一条一三号の定義による。⁽³⁸⁾

適用対象となる対象会社の地理的範囲としては、まず、会社の本店と当該会社の有価証券の取引を許可されている市場が、EUの一つのかつ同一の加盟国内にある場合が挙げられる。例えば、ドイツ法に服する会社であつて、その有価証券がドイツの市場で取引を許可されている場合がこれに当たる。さらに、会社の本店所在地と当該会社の有価証券の取引を許可されている市場の所在地が、確かにEUの加盟国内にはあるが、異なる加盟国にある場合も対象となる。すなわち、ルクセンブルクの法律に服する会社であつて、その有価証券の全部または一部がドイツの市場で上場されている場合がこれである。他方、買付者については地理的範囲の制限は規定されていない。したがつて、EU加盟国以外の買付者がEU域内の企業に対して行う公開買付けについても、本指令は適用される。⁽³⁹⁾

3 定義規定⁽⁴⁰⁾

EU第一三指令は、その二条一項において、公開買付けに関する七つの重要な文言についてその定義付けを行

っている。以下では、そのうち若干のものについて見ていくことにする。

まず、公開買付けの申込み (*Übernahmeangebot, Angebot, takeover bid, bid*) とは、買付者が対象会社の有価証券の全部または一部の取得のために行う買付申込みであると定義づけられている (指令二条一項 (a))。この公開買付けの申込みは、義務的公開買付けと任意的公開買付けの申込みに大別できる。前者は、対象会社の支配権取得後にすべての有価証券保有者のすべての有価証券に対して買付申込みを行うことを買付者に義務づけるものであり、後者は、対象会社の支配権の取得を目的として行う買付申込みを指す。この場合の支配権について、指令は何らの定義も行っていない。したがって、各加盟国の法規制における支配概念によることになる。⁽⁴¹⁾

有価証券 (*Wertpapiere, securities*) については、会社において議決権が付与されている譲渡性のあるものとされている。有価証券の概念の中には様々なものが含まれるが、公開買付けの局面で買付けまたは売付けの対象となる有価証券であるから、一般には株式のことが念頭に置かれていると思われる。⁽⁴²⁾

協調者 (*gemeinsam handelnde Personen, persons acting in concert*) とは、買付者または対象会社と共同して行為する自然人または法人であって、協調者とみなされるためには、明示または黙示の合意を必要とする。この協調者の概念は、主として持分割合の算出の際にその有する持分を合算させるために必要となる。

四 義務的公開買付け (指令五条)

1 制度の概要

自然人または法人は、以下の三つの要件を満たした場合には、遅滞なく、対象会社のすべての有価証券について公開買付けを行う義務を負う。第一に、対象会社の有価証券が規制市場において取引の対象とされている場合、

第二に、対象会社がEU加盟国の法律に服する場合、そして第三に、当該自然人または法人が、単独または協調者と合算して、支配権を根拠づける一定割合の議決権に対応する有価証券を取得した場合、以上の三つである。この義務的公開買付けの制度は、一方で、買付者が支配権行使のために必要とするよりも多くの持分を調達させることとなるため、買付者にとって大きなコスト負担となる⁽⁴³⁾。また、買付者がこの制度があるために支配権を取得しても経済的に見合わないと考えると尻込みすることにより、望ましい公開買付けまでも制限される可能性があること、さらには企業支配の市場を手続きの透明性を確保することで規律するという公開買付け制度が有する機能が、義務的公開買付けの制度により損なわれる危険があることが指摘されている⁽⁴⁴⁾。

これに対して、義務的公開買付けの有用性、すなわち、ヨーロッパ諸国で広く採用されているこの制度の趣旨として、以下の点が挙げられる。まず第一に、少数株主の保護である⁽⁴⁵⁾。支配権に変動があつたときに、自己の持分を適正な価格で売却することによって、市場から撤退することができる制度を少数株主に与えるべきとの認識が、この制度創設の背景にある。ドイツにおいては、この制度はコンツェルン（支配従属関係）形成前の少数株主保護（いわゆるコンツェルン形成規制）と位置づけられている⁽⁴⁶⁾。すなわち、ドイツコンツェルン法は、二以上の会社間に支配契約等の関係があれば少数株主に十分な保護を与える構造となつているが（いわゆる契約コンツェルン）、様々な理由から支配契約等の契約が締結されることはまれであり、また契約関係のない支配従属関係（いわゆる事実上のコンツェルン関係）においては、従属会社の少数株主の保護は十分でないことが指摘されている⁽⁴⁷⁾。そこで、コンツェルン関係形成前に少数株主を保護すべきであるとする考え方が一九九〇年代半ばにドイツで登場した。これがコンツェルン形成規制の考え方であるが、義務的公開買付けの制度は、このコンツェルン形成規制の一つの局面であるとされている⁽⁴⁸⁾。

第二に、少数株主であると機関投資家であるとを問わず、すべての株主を同一の条件の下で取り扱おうとする株主平等原則の徹底を図るという点である。これは、主として他の株主の支配権プレミアムへの参加と結びつけて主張される。⁽⁴⁹⁾ EU指令の義務的公開買付けの制度は、イギリスの City Code の Rule 9 を参考にして導入されたものであるが、イギリスの同制度の背景には、この支配権プレミアムの分配に関する考え方がありといわれている。⁽⁵⁰⁾ 第三に、透明性のある手続きによって行われることにより、市場の信頼確保を図ることができる。そして、第二の点との関連では、この透明性のある手続きがいかなる当事者に対しても適用されることから、当事者のバーゲニングパワーの相違が解消されるという利点も生じ得ることが指摘されている。⁽⁵¹⁾

買付者が、任意で、対象会社のすべての有価証券につきすべての有価証券所有者に対して公開買付け（任意的公開買付け）を行ったことにより、対象会社の支配権を取得した場合には、残余の株式に対する公開買付け義務は発生しない（指令五条二項）。これは、義務的公開買付けも任意的公開買付けも、可能な限り同一の規制が適用されるべきであるとの認識に基づいており、任意的公開買付けにより対象会社に対する支配権を取得したにもかかわらず、その後さらに公開買付けを義務づけられる場合には、買付者に過大な時間的かつ経済的負担を課すことになり妥当ではないからである。⁽⁵²⁾

なお、義務的公開買付けにおける支配権の定義も、各加盟国の法規制による。

2 価格規制

義務的公開買付けの際に対象会社の少数株主に対して支払われる適正な対価の算定方法に関しては、指令成立に至るまで意見の対立があった点である。すなわち、一方で少数株主を保護する必要性から、他方で買付者に対

して過度な負担とならない形で、かつ透明性のある明確な手続きが求められる。そこで、指令は、その五条四項において、適正対価を次のように定めている。

まず、買付者が義務的公開買付けの前六乃至一二ヶ月の間に対象会社の有価証券に対して支払った最高額は、適正価格とみなされる。この場合に、具体的な期間は、各加盟国で定めることとされている⁽⁵³⁾。また、買付者の協調者に対しても、同一の価格規制が課せられる。次に、買付者が義務的公開買付けの公表後買付期間満了前に、対象会社の有価証券を義務的公開買付けについて設定した価格より高い価格で取得した場合には、その価格が義務的公開買付けの対価となる。

以上の原則については、例外が定められている。すなわち、個別事例において、価格が適正ではないと考えられる場合が生じることへの対処として、一定の要件に基づきかつ明白な基準のもとで、各加盟国は自国の監督機関に価格の変更権限を授権することができる。この場合にも、各加盟国が具体的な基準を決定する。価格修正の要件の例として、指令が例示的に列挙しているものに、当事者間の合意に基づいて共通の最高価格が決定された場合、対象会社の有価証券について価格操作が行われたとき、対象会社の市場価格が特殊な事情により影響を受けたとき（市場全体の価格の下落、対象会社の貸借対照表上の不正操作が明るみに出たこと、等）、経営危機に瀕している企業を救済する必要がある場合の四つが挙げられている⁽⁵⁴⁾。

対価の支払方法については、有価証券、金銭またはその両者で給付することができるものとされている。ただし、以下の二つの場合には、対価は金銭との選択が保障されていなければならない。第一に、対価として提供された有価証券が市場で取引されおらず、流動性がない場合、そして第二に、各加盟国が定めた（六ヶ月から一二月の間の）具体的期間の開始から義務的公開買付けの終了までの期間に、買付者が対象会社の議決権の五%

以上に相当する有価証券を対価を支払って取得した場合である。前者については、少数株主が流動性のない株式を対価として受け取っても換価の可能性がない以上、少数株主保護にはならないために、現金を対価とすべきことには合理性がある。他方、後者について、ほぼ同一の規制を有するドイツ企業買収法三二条三項の政府理由書によれば、この規定は対象会社株主の平等取扱原則の一表現であり、少数株主を埒外に置きつつ対象会社に「忍び寄ること (Anschleichen)」を回避する意味があると説明されている。⁵⁵⁾

五 対象会社の執行機関の中立義務、Breakthrough 規定および選択モデル

本指令の最大の特徴であり、かつ指令の成立過程において最も議論があった部分が、いわゆる Breakthrough 規定である。既述のように、この Breakthrough 規定と対象会社の執行機関の中立義務およびこれらを核とする選択モデルの採用は、各加盟国の政治的、経済的あるいは立法の状況の相違を反映した妥協の産物であるといえるが、それ故に非常に特徴的な規制内容となっており、この点に関する立法の在り方という意味では参考になる部分も少なくないように思われる。以下では、指令の条文の順序に即して、それぞれについて検討する。

1 対象会社の執行機関の中立義務

指令九条二項および三項は、対象会社の執行機関⁵⁶⁾の中立義務を定める。敵対的企業買収の局面において、対象会社の取締役は如何に行動すべきかという問題については、従来からわが国においても議論されており、いまだ結論が出たとは言い難い状況である。これに対して、EU加盟国においては、中立義務を規定する国が少なくない。⁵⁷⁾この中立義務の根拠を何に求めるかについては、議論が分かれているところであるが、少なくとも現在にお

いては、中立義務を、敵対的企業買収の局面で取締役が完全に受け身でなければならぬことを要求する、会社法上あるいは資本市場法上の義務であるとする見解は存在しないと思われる。⁽⁵⁸⁾

指令九条二項・三項が適用された場合、買付者が公開買付けの申込みを行うとの情報を得た対象会社の執行機関は、対抗措置の発動について株主総会における事前の授權を得た場合に限り、対抗措置をとることができる。ここでいう対抗措置には、公開買付けの成功を妨げる可能性のあるすべての措置が含まれ、また二層式構造を有する会社においては、取締役が単独で行うことができる措置のみならず、監査役会により行われる行為も含まれる（指令九条六項）。

以上の中立義務には、二つの例外が認められている。第一に、競合する買付者（いわゆるホワイト・ナイト）を探す行為である。この行為は、先行する買付申込みよりもより良い条件が株主に提示されるか、少なくとも二つの買付申込みのうちいずれか有利な方を株主が選択できるという意味において株主の利益に適していることから、中立義務の例外とされている。⁽⁵⁹⁾ 第二に、公開買付けに係る買付者による決定が公表される前に行われた対象会社の決定であつて、その決定の全部または一部を実行に移した行為については、当該行為が通常の事業の過程においてなされたものである限り、仮にそれが公開買付けを頓挫させる可能性があるものであつても、当該行為を行う場合に株主総会決議を経る必要はない。例えば、公開買付けが開始される前にすでに株主総会決議を経ていた増資や会社の重要財産の譲渡などについて、公開買付けに関する情報を執行機関が得た後にこれらの総会決議を実行に移す場合がこれに当たる。⁽⁶⁰⁾

株主総会による授權の有効期間は、対象会社の執行機関が買付者による公開買付け決定の公表を知った時点から、当該買付の結果が公表されるかまたは買付けが何らかの理由で失効するまでの間である。問題となるのは、

敵対的公開買付けが行われる以前の段階で、いわば事前に株主総会決議による授權 (Vorratsbeschluss) を得ておくことが可能かどうかである。この点について、ドイツの企業買収法は、このような事前の株主総会による授權を明文の規定をもって認めているが (企業買収法三三条二項)、指令が国内法化される場合には、このような明文の規定は変更を余儀なくされるのではないかと指摘がある⁽⁶¹⁾。

2 Breakthrough 規定

(一) 制度趣旨

指令一条は、企業買収に対する一定の対抗措置の効力を否定する (対抗措置を突破する = durchbrechen, breakthrough) 旨を規定する。この制度は、企業買収に対して市場を一定程度開放する機能を持つといわれている⁽⁶²⁾。

Breakthrough 規定の導入を明確に提言したのは、既述のとおり、ハイレベル・グループである。提言の内容は、成立した指令の規定とは若干異なる部分もあるが、その基本となる考え方は、指令に踏襲されている。以下において、若干詳しく見てみよう。

Breakthrough 規定を導入する前提として、ハイレベル・グループは、公開買付けの局面において、最終的判斷を下すのは株主であるとの立場に立つ。「対象会社の執行機関は、公開買付けを挫折または妨害し、さらに公開買付けの申込みに対して株主が応じる機会を与えない等の行為を行うことはできない。株主への株式提供・圧力を減少させ、株主に対して支払われる対価の額を増加させ、さらに他の利害関係人の利益を擁護するためには、執行機関による対抗措置も正当化されるとの見解には従うことはできない。なぜなら、対象会社の執行機関に対

して、対抗措置に関する裁量を与える場合には、そこに必然的に甘受できないコストとリスクを伴うからである。」として、執行機関は公開買付けの局面において中立義務を負うことを主張する。⁽⁶³⁾ 株主が最終的判断を下すべきとする理由については、「最終的な経済的リスクと支配権の間の均衡関係は、配当や清算価値に対する請求権を付与された株式資本のみが、支配権を伴うということを意味し」、したがって、「会社の配当や残余財産に対する権利の所有者は、自己が会社の業務について決定した結果を負担しなければならないが故に、会社の重要事項について決定するのに最も適している」と指摘している。⁽⁶⁴⁾ この考え方は、リスク資本 (risikoutragendes Kapital) という概念を核とする「リスク負担と支配権の均衡の原則 (Proportionalitätsprinzip)」と呼ばれ、株主による判断と併せて、ハイレベル・グループの報告書における中心的概念となっている。

以上を前提として、ハイレベル・グループは、「株主の決定権限およびリスク資本と支配権の均衡という原則とは異なる定款規定は無効とされるべきである。」との勧告を行っている。そして、この勧告を基本線として、個別具体的な Breakthrough 規定の内容について検討を行っている。⁽⁶⁵⁾

(2) Breakthrough 規定の具体的内容

前述のように、Breakthrough 規定とは、対象会社による一定の対抗措置の効力を否定する旨の規定のことをいう。Breakthrough 規定は、その効力が発生する時点を基準として、以下の三つに分類される。

第一に、公開買付け申込みの承諾期間内における対抗措置の効力の否定である。すなわち、指令一条の規制が適用されることになると、公開買付けの承諾期間内では、対象会社の定款で規定されている有価証券の譲渡制限は、⁽⁶⁶⁾ 買付者に対する関係では無効となる。さらに、対象会社の株主間での議決権拘束契約に基づく有価証券の

譲渡制限、対象会社とその株主の間での個別の契約に基づく有価証券の譲渡制限、会社と社員の間で締結される同種類の契約は、当該契約が本指令の施行後に締結されたものである限り、買付者に対しては効力を生じない。

第二に、対抗措置に関して決議する株主総会決議における対抗措置の効力の否定である。すなわち、指令一が適用された場合、対抗措置の是非（是とする場合の対抗措置の種類に関する決議を含む）に関して行われる株主総会決議において、対象会社の定款における議決権制限に関する規定および指令の施行後に締結された議決権拘束契約は、買付者に対する関係では効力を生じない。⁶⁸ただし、議決権の制限が経済的な利益と結びついている有価証券、すなわち、ヨーロッパの比較的多くの国で採用されている議決権なき優先株式は、Breakthrough規定の適用対象とはされない。また、スウェーデン、デンマーク、フィンランド、イギリスにおいて行われている複数議決権株については、当該決議においては議決権は一つしか与えられない。⁶⁹

第三に、公開買付け成功後における対抗措置の効力の否定である。すなわち、買付者が公開買付け終了後、対象会社の議決権ある資本の七五%を超えて所有することとなった場合、買付者に対して株主総会招集権限が自動的に付与される。この権限に基づいて招集される株主総会においては、定款の定めまたは社員間の契約に基づく議決権制限もしくは有価証券の譲渡制限⁷⁰は効力を生ぜず、さらに、複数議決権株については議決権は一つしか与えられない。また、社員が有する取締役その他の執行機関構成員を選任または解任する特別の権利は適用されない。⁷¹

以上の指令二一条で規定されるBreakthroughの内容に対しては、二つの適用除外が定められている（指令二一条七項）。すなわち、第一に、特別の権利が付与された加盟国が保有する有価証券に対しては、当該権利がE C条約五六条（資本の自由な移動の原則）に反しないものであり、かつ加盟国の国内法に直接明文の規定がある

場合には、Breakthrough 規定は適用されない。いわゆる黄金株 (golden shares) がその典型である。⁽⁷²⁾ 第二に、協同組合は適用除外とされている。これは、協同組合が資本多数決ではなく頭数多数決を原則としているためである。指令一一五項によれば、Breakthrough に関する同条二項、三項、四項、ならびに相關的適用に関する一二条の規定に基づいて、権利を剥奪されることとなる場合には、当該権利者に対して適正な補償をすることを各加盟国は確保すべき旨が規定されている。補償の支払義務者、発生時期、態様、算定方法等については、すべて加盟国の国内法で定めることとされているが、支払義務者についてはともかくとして、その他の内容については、決定するのは容易ではないと思われる。⁽⁷³⁾

3 選択モデル (Optionsmodell)

以上述べてきた中立義務に関する指令九条二項・三項および Breakthrough 規定である指令一一一条については、すでに二において述べたように、各加盟国および企業がそれを採用するか否かを決定できるとする選択モデルが採用されている。

この選択モデルは二段階から成る。まず、第一段階において、加盟国は、自国に本店を有する会社に対し、指令九条二項・三項の規定および（または）一一条の規定を適用しない旨を規定することができる（指令一二条一項、いわゆる opt-out）。そして、続く第二段階において、加盟国が第一段階における opt-out の権利を利用する場合（つまり、九条・一一条のいずれか一方または双方を適用しないと決定した場合）に限り、当該加盟国はその領域に本店を有する企業に対して、当該各企業が自ら上記の規定に服することを選択する権利を与えなければならない（指令一二条二項、いわゆる opt-in）。

ある加盟国が opt-out の権利を利用して、当該加盟国にその本店を有する会社が opt-in を導入する場合には、定款変更と同一の要件で株主総会決議を行わなければならない（指令一二条二項二文）。また、各会社が opt-in を導入しても、再び同一の要件でそれを撤回することができる（指令一二条二項一文）。このような各会社における opt-in またはその撤回の決定は、当該会社が本店を有する加盟国の監督機関および当該会社の有価証券が取引を許可されている市場のある加盟国の監督機関に報告されなければならない（指令一二条二項三文）。

指令が採用する選択モデルは、異なった選択モデルを採用した会社間での公開買付けの局面における相関的適用に関する規定（指令一二条三項、*Reziprozität, reciprocität*）により補完されている。相関的適用とは、指令九条二項・三項、一一条の規定の適用に関して、買付者と対象会社の武器の対等性を保障するものであり、指令が目指す Level Playing Field の構築という目的の一翼を担う規定である。⁽⁷⁴⁾ この相関的適用に関する規定についても、二段階の選択権が認められている。すなわち、第一段階において、加盟国が相関的適用に関する規定を採用するかどうかを決定する。続く第二段階では、各加盟国に本店を有する会社が、その株主総会において相関的適用に関する規定を採用するかどうかを決定する。

若干詳しく見てみよう。まず第一段階において、加盟国は、指令九条二項・三項および（または）一一条が適用される対象会社について、買付者に当該規定が適用されていない場合には、当該規定の適用を免除する旨を規定することができる。この場合、対象会社に対しては九条二項・三項、一一条のいずれか一方またはその双方が適用されているわけであるが、それが指令一二条一項に基づいて加盟国が opt-out の権利を行使した結果であれ、一二条二項に基づいて会社が自ら opt-in を採用した場合であれ、相関的適用の対象となる。⁽⁷⁵⁾ また、買付者が会社

法に関するEU第七指令の意味における被支配会社である場合（間接支配および直接支配の双方を含む）、支配会社が相関的適用規定の対象となる。支配会社が指令九条二項・三項および一条の適用を受ける会社でない場合に、支配会社が従属会社に指図して敵対的公開買付けを行わせ、しかも従属会社には上記規定の適用を受けさせておけば、対象会社は上記規定の適用を免除されなくなる一方で、支配会社は中立義務にもBreakthrough規定にも服す必要がないという、いわば特権を享受することになる。このような状況を避けるために、相関的適用に関する規定については、支配会社が対象とされることとなっている。⁽⁷⁶⁾

第二段階において、相関的適用に関する規定の適用を受けるには、対象会社の株主総会決議が必要となる。このための総会決議は、指令六条一項の買付けの公表前の一ヶ月以内になされなければならない（指令一二条五項）。そして、総会による授權の範囲内で、相関的適用に関する規定が適用される。すなわち、opt-inすることにより中立義務だけを適用除外とするのか、それとも一条も併せて排除するのかについて、この株主総会で決議されることになり、また場合によっては、買付者が両規定の適用を排除している場合において対抗措置を發動するかどうか、発動するとしてそれがいかなる対抗措置であるのかを決議することになると思われる。対抗措置⁽⁷⁷⁾について決議する場合、当該株主総会決議は対抗措置授權のための決議（いわゆるVorratsbeschluss）となる。

加盟国やそこに本店を有する企業が、相関的適用に関する規定を採用しているか否かは、とりわけ国境を越えた企業買収の際に重要となる。そこで、加盟国は、それぞれの会社がいかなる規定に服するかを開示するための手段を講じなければならないとされている（指令一二条四項）。

4 選択モデルに対する評価

(1) 指令九条二項・三項の opt-in に対する評価

指令九条二項・三項を opt-in するかどうかは、個々の会社が様々な要素を考慮して決定することになる。その際には、会社の株主構成が一つの大きな要素となるとの指摘がある。例えば、外国の機関投資家を多く抱える会社にあつては、機関投資家はその有する株式を可能な限り高値で売却することを望んでいるため、自然に公開買付けに対して友好的な立場を取るようになる（すなわち、九条二項・三項、場合によっては一条の opt-in）。九条二項・三項を opt-in することは、対象会社の執行機関に中立義務が課せられるということであり、対抗措置をとるためには、公開買付け申込みが公表された後に、株主総会決議による授權を得なければならぬということである。投資している会社が敵対的公開買付けの対象とされたときに、機関投資家がどのような行動をとるかは明らかではないが、高値売却を指向している機関投資家にとって、買付者による買付価格が魅力的である場合に、買付申込みに応じる可能性は否定できないと思われる。この意味から、機関投資家が多数存在する会社においては、九条二項・三項を opt-in する可能性が高いと指摘されているのである。⁽⁷⁸⁾ 他方、九条二項・三項を opt-in せずに、株主総会において事前の授權決議をした場合には、市場がその会社を企業買収の対象であると評価することにより、株価の下落を招く危険も指摘されている。⁽⁷⁹⁾

九条二項・三項が opt-in されるかどうかの判断にとってさらに重要であるのは、相関的適用に関する規定との関係である。比較的多くの加盟国が中立義務に関する規定をすでに国内法に持っているという現状からすれば、国境を越えて活動する会社にとっては、九条二項・三項を opt-in しないという選択肢は採用しづらくなると思われる。すなわち、敵対的公開買付けに対処するために九条二項・三項の適用を排除していたとしても、自社が買

付者となる場合には、相関的適用に関する規定により、対象会社も中立義務の適用を受けなくなるために、対抗措置を発動される可能性があるからである。確かに、いったん opt-in しても、再び opt-out できることにはなっているが、そのためには定款変更と同一の決議要件に基づいて株主総会による承認を得なければならず、時間と費用の面から躊躇することも考えられる⁽⁸⁰⁾。

(2) 指令二一条の opt-in に対する評価

指令二一条の Breakthrough 規定については、それほど多くの加盟国がこの規定を選択するとは考えにくいと言われている。その理由は、以下のような理由である。歴史的にみても、二一条の規定は、いわば妥協の産物として挿入されており、またこれまでこの制度を持つている加盟国はイタリアを除いて皆無である。さらに多くの加盟国においては、中立義務に関する規定は存在するものの、一定の対抗措置を認めるべきとする傾向が強い。そのような加盟国においては、対抗措置そのものの効力を否定する規定 (Breakthrough 規定) を自国の法制度の中に組み込むとは考えにくい⁽⁸¹⁾。

他方、ドイツのように、対抗措置として意味を持つと考えられる制定法上の手段が法律上廃止されている国もある。すなわち、この規定により効力が否定されるのは、ドイツでは、公開買付申込みの承諾期間内および買付成功後の段階で機能する譲渡制限株式 (vinkulierte Aktien)、対抗措置に関して決議する株主総会の段階で機能する複数議決権株式 (Mehrstimmrechtsaktien) および上限付き議決権 (Hochstimmrecht)⁽⁸²⁾ が考えられるが、それらの規定は、上場企業ではあまり意味を持たなかったり、すでに法律上廃止されていたりして利用できないという点では、二一条の適用を選択した場合とそれほど大きな差は見られない⁽⁸³⁾。

企業レベルでの一一一条の opt-in については、相關的適用に関する一二条の規定との関連で検討する必要がある。既述のとおり、中立義務に関する九条や対抗措置の Breakthrough 規定である一一一条を、市場での評価を落とすたくないという理由から opt-in したとしても、それらの規定を opt-out している他の加盟国の企業から敵対的公開買付けを受けた場合には、相關的適用に関する一二条三項が適用される結果、対象会社はこれらの規定を遵守する義務を免除されることになる。この場合に対象会社が対抗措置をとるためには、買付申込みの決定が公表される前一ヶ月以内に与えられた株主総会による授權が必要となる。

企業レベルでの一一一条の opt-in を考える上では、買付者は将来対象会社となる可能性があるという点を考慮に入れなければならないとの指摘がある。⁽⁸⁴⁾ 仮に、敵対的買収の対象となることを嫌って九条および一一一条を opt-out していたとしても、その会社が買付者となって EU 域内市場で公開買付けを行う場合には、相關的適用に関する規定に基づき、対象会社が中立義務や対抗措置に関する Breakthrough 規定の遵守義務を免除されることにより、買収が困難になることもあり得る。また、逆のことも起こりうるのであって、今日の買付者が明日の対象会社となる可能性があり、対象会社となった段階で株主総会を招集して定款変更を行うことは、時間的に見て非常に困難といわざるを得ない。

一二条三項の相關的適用に関する規定については、そもそもこのような複雑な規定が指令の中に挿入された理由は二つあるといわれる。一つは、この規定をおくことで、買付会社にとっては、opt-in を利用して中立義務・Breakthrough 規定を採用するというインセンティブが働くことが期待できるということにある。⁽⁸⁵⁾

もう一つの理由は、この規定が存在しなければ、中立義務を法律で明記している加盟国における企業が、中立義務も Breakthrough 規定も定めていない加盟国における企業に対して不利な立場におかれる可能性が高いとい

うことにある。このことは、特にイタリアについて妥当する。この二つ目の理由付けについては、イタリアの産業界によって、指令成立の過程において主張されてきたことである。⁽⁸⁶⁾

相關的適用が問題となる一つの重要な局面は、EU域外（例えばアメリカ）の企業が買付者となってヨーロッパの企業を買収する場合である。この場合に、本指令の相關的適用に関する規定の適用があるかどうか問題となる。すなわち、例えば、アメリカの買付者がEU域内の九条二項・三項をopt-inした企業に対して公開買付けを行う局面が考えられる。この場合には、当該アメリカの企業が直接行う場合と、EU域内にある子会社を利用して行う場合とに分けて考える必要がある。前者については、本指令の検討理由(21)において述べられているように、G A T Tのような国際協定の、とりわけ最恵国待遇条項が尊重されることになるため、相關的適用に関する規定を援用できるかどうかは難しい。また、後者についても、この場合にはEU第七指令の適用が問題となるが、この指令がEU域内のみを対象としているために、相關的適用に関する規定を利用できるかどうかは疑わしいと指摘されている。⁽⁸⁷⁾

六 Squeeze-out および Sell-out

本指令は、一定の場合における少数株主の締め出し制度 (Squeeze-out) を規定するとともに、それとパラレルな制度としての少数株主による持分の売渡請求権の制度 (Sell-out) を導入している。両者を同一の要件において規定し、株式公開買付けという車の両輪をなす制度であると捉えているところに、本指令の特殊性を見出すことができる。⁽⁸⁸⁾ 以下では、個別的に検討する。⁽⁸⁹⁾

1 Squeeze-out (少数株主の締め出し制度)

本指令は、その一五条において、株式公開買付規制に特殊なものとしての Squeeze-out を規定している。従来、Squeeze-out に関する規定は、各加盟国においてそれなりに整備されているものの、公開買付規制とは無関係な制度設計をしている加盟国もあれば、要件にもばらつきが見られるなど、Level Playing Field の構築を目的とする指令の方向性とは異なる現状が存在した。⁽⁹⁰⁾そこで、指令は、公開買付規制の枠内で、ヨーロッパに統一的な Squeeze-out に関する手続きを規定している。

本指令は、Squeeze-out 手続きをとる前に、必ず対象会社のすべての有価証券所有者に対してすべての有価証券につき公開買付けの申込みを行わなければならないとする、いわゆる公開買付け前置主義を採用している。すなわち、買付者は、Squeeze-out を行おうとする場合には、対象会社のすべての有価証券に対して向けられる公開買付け申込みの承諾期間（指令七条）の経過後三ヶ月以内に行わなければならない（指令一五条四項）。Squeeze-out の手続き⁽⁹¹⁾として、対象会社の株主総会決議は必要とされていない。この点は、ドイツを除く他の加盟国の制度と符合する。

Squeeze-out 手続き⁽⁹²⁾を実行する前提となる基準値については、各加盟国は次の二つのバリエーションのうちから選択することができる。第一に、買付者が対象会社の議決権ある資本の九〇%以上を保有し、かつ対象会社の議決権の九〇%以上を保有する場合である。この場合に、加盟国はそれぞれの基準値を九五%まで引き上げることができる。第二に、買付者が、先行する公開買付けの結果、対象会社の議決権ある資本の九〇%以上でかつ公開買付けの対象となった議決権の九〇%以上を取得したか、または契約上取得する義務を負うことになった場合である。第一の基準については、ほぼすべての加盟国において採用されているものであるが、必ずしも公開買付

けの局面に限定した規制にはなっていない⁹²⁾。また、この基準において、資本基準と議決権基準の二つが求められているのは、加盟国の中に複数議決権株の発行が許容されている国があること、さらには議決権なき優先株式について考慮に入れなければならないことから、普通株式と複数議決権株式との調整を行うために必要とされている⁹³⁾。

他方、第二の基準は、イギリスにおいて採用されているものである⁹⁴⁾。「有価証券取得について契約上の義務を負う場合」が基準の内容とされているのも、イギリスからの要請があったからであるといわれている。また、この基準において、加盟国が九五%まで基準値を引き上げることができるとい第一の基準で採用されている手法がとられていないのは、公開買付けによってそれを満たすことは非常に困難であるからとの理由による⁹⁵⁾。

本指令は、基準値に関して、前述のように、九〇%または九五%の議決権基準を採用している。資本、株式ベースではなく、議決権ベースを採用したことに対する批判は強い。特に、対象会社が議決権なき優先株式を発行している場合に、大きな問題が生じるとの指摘がある。すなわち、議決権ベースでは、例えば、普通株式と議決権なき優先株式をそれぞれ五〇%ずつ発行している会社が敵対的公開買付けの対象とされた場合には、買付者は普通株式の九〇%以上を取得することで（したがって実際には発行済株式の四五%で）、他の株主を排除する権限を有することになってしまうという指摘である⁹⁶⁾。

Squeeze-out 手続きについては、義務的公開買付けに関する規定（指令五条）におけるように、基準値の算定について買付者以外の者が有する有価証券を買付者の保有する有価証券と合算する旨の直接の規定は存在しない。ただし、指令一五条三項は、「加盟国は、いつ基準値が達成されるかを算定することができる規定が施行されることを確保するものとする」と規定しており、この点については加盟国の国内法に委ねる方針をとっている。し

たがって、各加盟国は、買付者による Squeeze-out 手続き開始の要件として、協調者による持分所有の合算規定を国内法で定めるものと思われる。⁽⁹⁷⁾

さらに、各加盟国は、会社が種類株式を発行している場合に、各種類ごとに前述の基準値に関する要件を満たさなければ、Squeeze-out を行うことができない旨の規定をおくことができる。この規定は、イギリスの制度を模して導入されたものである。この制度が導入されれば、前述の例において対象会社が普通株式と種類株式とを五〇%ずつ発行している場合であっても、九〇%以下の株式所有で残りの少数株主を排除することはできなくなる。⁽⁹⁸⁾しかし、種類株式ごとに基準値を満たすべきという規制方法については、制度濫用を懸念する見解も主張されており、⁽⁹⁹⁾各加盟国がこの方法を採用するかどうかは、いまだ不透明であるといえる。⁽¹⁰⁰⁾

買付者が支払うべき締出しの対価に関しては、買付者は締出される少数株主に対して適正な対価を支払わなければならぬとされている。この場合の適正な対価について、指令は先行する公開買付けの対価と関連づけている。すなわち、先行する公開買付けが任意的公開買付けである場合には、買付者が買付申込みの承諾の結果として、対象会社の議決権ある資本の九〇%以上に相当する有価証券を取得した場合には、当該買付けにおいて提示された対価が適正対価と推定される。これに対して、先行する公開買付けが義務的公開買付けである場合には、買付者が当該買付けにおいて提示した対価が適正なものとして推定される（指令一五条五項）。ドイツにおけるような対価の適正性を担保するための事後審査手続 (Spruchverfahren) は、制度として認められていない。⁽¹⁰¹⁾

対価の形式については、三つのバリエーションが考えられる。第一に、先行する公開買付けと同一の内容を有する対価、第二に、金銭による対価かまたは株式による対価の選択、そして第三に、金銭による対価の三つである。各加盟国は、以上の三つのバリエーションのうちから選択することができるが、第二の内容を選択した場合

には、金銭か株式の選択権を買付者に与えることができる。⁽¹⁰²⁾

EU加盟国において、本指令のように公開買付けを前提としない Squeeze-out の制度を採用している国が、本指令を国内法化した場合に、自国の既存の Squeeze-out 制度と本指令における同制度との関係が若干問題となる。この場合に、例えばドイツのように、Squeeze-out を会社法上の制度として規定している国が、本指令を国内法化する際に現行の制度を撤廃しなければならないのかどうかについては、現行の制度をそのまま維持することができるとの見方が強い。これは、指令が公開買付けを前提としている場合のみを規定し、それ以外については何も規定していないことから、指令における制度と現行の制度とを併存させることが可能であると考えられていることによる。すなわち、EU 指令が規定する公開買付けの局面、すなわち対象会社のすべての有価証券保有者に対して向けられたすべての有価証券を対象とする買付申込みに対する承諾期間経過後の三ヶ月間のみが、本指令が定める Squeeze-out 制度の適用範囲であって、公開買付け以外の局面や前述の三ヶ月の期間経過後の場合、さらには公開買付けであってもその申込みがすべての有価証券保有者に対して向けられたものではない場合においては、自国の既存の制度を利用することができる⁽¹⁰³⁾とされている。

2 Sell-out (株式売渡請求権制度)

任意的公開買付けまたは義務的公開買付けの後、三ヶ月以内であれば、少数株主は買付者に対して、自己の有する有価証券を適正価格で買い取るよう請求することができる(指令一六条、いわゆる Sell-out)。この制度は、イギリス(一九八五年会社法四三〇A条および四三〇B条)やスカンジナビア諸国において導入されているものであり、対象会社の株式が、公開買付けの結果、上場廃止等の理由から流通しなくなる可能性もあり、そのよう

な状況が生じた場合に少数株主を保護する必要性から、意義のある制度であると説明される⁽¹⁰⁴⁾。また、*Sell-out*の制度は、買付者による公開買付けの際にはその申込みに対して承諾しなかった株主が、その後、買付者に対して自己の所有株式を売り渡すことができるという意味において、承諾期間経過後になされる買付け結果の公表後二週間以内であれば、当該公開買付けと同一の条件で自己の株式を買付者に売却できるという、ドイツ法における再承諾期間の制度（企業買収法一六条二項、いわゆる *Zaunkönigregelung*）と類似する面を持つ⁽¹⁰⁵⁾。

少数株主の売渡請求制度の導入を提唱しているハイレベル・グループは、制度趣旨として次の点を挙げている⁽¹⁰⁶⁾。第一に、公開買付けにより多数派株主となった者が、その支配的地位を濫用して、配当政策を変更したり、他のグループ企業と不当に有利な条件で取引をするなど、少数株主にとって不利な状況が作り出される危険がある。第二に、公開買付けの結果対象会社株式の流動性が極端に低下したことにより、上場廃止ということになれば、少数株主はその株式の処分の困難を来すことになる。さらに、第三に、売渡請求権は、特に大株主による公開買付けによる提供圧力に対抗する手段となり得る。すなわち、少数株主には、公開買付けの当初の自己の判断を公開買付けの結果を見てから変更する権利がある。公開買付けのときにしか売却の機会がないとすれば、不当な提供圧力が生じる恐れがある。純粹な投機目的を不当と考えるのであれば、対価に関して先行する公開買付けにおける価格を上回ってはならないと規定することで対処することができる⁽¹⁰⁷⁾。

売渡請求権行使の要件は、基本的には *Share-out* の場合の要件と同じである。すなわち、買付者が先行する公開買付けの結果、対象会社の議決権ある資本の九〇%以上かつ議決権の九〇%以上に相当する有価証券を取得した場合、または対象会社の議決権ある資本の九〇%以上かつ公開買付けの対象となった議決権の九〇%以上に相当する有価証券を取得し、もしくは取得する義務を契約上負っている場合には、対象会社の残余の株主は、先

行する公開買付けの承諾期間経過後三ヶ月以内であれば、自己の有する有価証券を適正価格で買付者に売却することができる。少数株主が売渡請求権を行使した場合に買付者が支払うべき対価についても、指令は Squeeze-out の規定を準用している。すなわち、対価の種類については、先行する公開買付けと同一の種類、金額、または両者の選択のいずれかの方法によることになる。いずれの方法を選択するかについては、Squeeze-out における場合と同様に、買付者に委ねられていると考えられる。⁽¹⁰⁸⁾

売渡請求権を行使した少数株主に対して支払われる対価は適正でなければならず、適正対価の算定基準についても、Squeeze-out における場合と同じく、先行する公開買付けの種類によって適正性の基準が異なる。すなわち、先行する公開買付けが任意的公開買付けである場合には、買付者が買付申込みの対象とされた議決権ある資本の九〇%以上に相当する有価証券を取得した場合には、当該買付けの価格が適正なものと推定される。他方、義務的公開買付けである場合には、買付価格が適正価格と推定される（指令一六条三項、一五条五項）。

既述のように、本指令は Squeeze-out と Sell-out を一対のものとして捉えている。このことは、指令の検討理由⁽¹⁰⁹⁾ (24) においてもその趣旨のことが述べられていること、また両制度の要件が同じであることから伺える。買付者にとっての将来のコスト負担（配当負担等）という理由から Squeeze-out を導入するのであれば、Sell-out の制度も併せて導入するの でなければ、少数株主保護を実現することはできないであろう。⁽¹¹⁰⁾

七 開示規制

(1) 買付者による情報開示

公開買付けの手続きにおいて重要であるのは、当該公開買付けに参加する者が十分な情報を得て意思決定する

ことができる透明性のある制度が整備されていることである。そこで、指令は、買付者に対して、公開買付けの申込みを行う旨の決定を遅滞なく公表するとともに、監督機関に対しても当該情報を提供する義務を規定している⁽¹¹⁾（指令六条一項一文）。さらに、支配権の変動を伴う公開買付けであればなおさら、労働者の利害関係に大きな影響を与えることから、買付者による公開買付けを行う旨の決定があれば、対象会社および買付会社の執行機関は、自社の労働者代表（労働者代表がいないう場合には労働者自身）に対して、当該情報を提供しなければならぬ（同項三文）。

買付者は、必要事項を記載した買付書類を作成し、監督機関に提出後⁽¹²⁾、それを公表しなければならない（同条二項一文、二文）。買付書類の公表は、対象会社の株主に公開買付けに応じるか否かを判断させるための材料にすることを目的としている。買付申込みの決定の場合と同様に、買付書類の公表後、対象会社および買付会社の執行機関は自社の労働者等に対して買付書類を提供しなければならない（同項三文）。

買付者が買付書類に記載すべき事項については、指令六条三項が個別的に定めている⁽¹³⁾。しかし、この記載事項は最低限の内容を定めるものであって（いわば絶対的記載事項）、それ以上の内容を記載することができないわけではない。また、EU委員会により、買付書類の記載事項に関しては実施準則が定められることとなっている⁽¹⁴⁾点も、そのことを意味する。

EU域内での統一的な規制をかけるといふ観点（Level Playing Field）から、また買付者が国境を越えた公開買付けを意図している場合の買付けコストを削減するという目的から⁽¹⁵⁾、ある加盟国における監督機関により承認された買付書類は、当該会社の有価証券が上場されている他のすべての加盟国においても、必要とされる翻訳を付せば、新たな承認手続を要せずに承認される（指令六条二項四文）。

(2) 対象会社の執行機関による意見表明

対象会社の執行機関は、公開買付けが行われることを知った後、理由を付した意見表明を行わなければならない(指令九条五項)⁽¹⁶⁾。当該意見表明においては、以下の内容を含んでいることを要する。すなわち、第一に、会社の利益、とくに従業員の利益に対する公開買付けの影響、第二に、対象会社についての買付者の戦略的計画に対する評価、そして第三に、雇用や事業場所に対する予想される影響、の三点である。この点に関する指令の規定は、いわゆるミニマムスタンダードであると考えられ、したがって対象会社の執行機関は、国内の法規定に基づいて、追加的内容を含む意見表明を行うことができると解される。⁽¹⁷⁾

なされた意見表明は、会社の労働者代表、または労働者代表がいない場合には労働者自身に対して、提供されなければならない。また、労働者代表がいる場合に、当該買付けの対象会社の雇用に対する影響についての労働者代表による意見が、対象会社の執行機関に対して到達しているときは、前述の対象会社執行機関による意見表明には、労働者代表による当該意見が付記されなければならない。

(3) 対象会社の状況報告書において開示されるべき事項

指令一条一項が規定する意味での会社は、個別決算の場合には会社法第四指令四六条に基づいて状況報告書に、連結決算の場合には会社法第七指令三六条に基づいてコンツェルン状況報告書に、それぞれ企業買収の状況について、一定事項を記載しなければならない(指令一〇条二項)。各加盟国により多少の相違はあると思われるが、(コンツェルン) 状況報告書に記載すべき一定の事項のうちの一部は、定款記載事項とされている。したがって、定款に記載されているものについては、状況報告書の記載と重複することになるが、記載事項には敵対的公開買

付けに対する対抗手段に関する事項も含まれており、それとの関係で、企業買収というある特殊な状況に共通する記載事項としてまとめることにより、とりわけ国境を越えた企業買収の際に買付者が対象会社の状況を把握することが容易になるというメリットもある。⁽¹¹⁹⁾

そもそも、この規定の趣旨は、将来の買付者をも視野に入れて、会社の基本的な情報を開示させることで、透明性を確保し、欧州の市場に対する投資家の信頼を確保することにあるとされている。⁽¹²⁰⁾ 既述のとおり、この情報開示は状況報告書・コンツェルン状況報告書において行われ、さらに、定時総会においても詳細な報告書が提出されなければならない。各加盟国の法状況により異なる可能性もあるが、状況報告書等は、経済検査士等の専門家による検査を受けなければならないことから、その正確性については、一定の信頼が担保されている。しかし、二〇〇二年指令案において規定されていたような、事業年度の経過により記載されている内容に齟齬が生じた場合の対象会社執行機関による訂正義務（二〇〇二年指令案一〇条二項）や、状況報告書における記載事項のうち構造上の問題と対抗措置の問題に関する、二年に一度の株主総会による意見陳述権（同条三項）については、本指令は規定していない。⁽¹²¹⁾

状況報告書において開示されるべき記載内容は、以下のようである。⁽¹²²⁾

① 会社の資本構成⁽¹²³⁾

会社の資本金にとどまらず、発行済株式の総数、種類およびその種類と結びついた権利・義務⁽¹²⁴⁾（優先株およびその優先権の内容、複数議決権株式等）、種類株式の会社の資本に対する割合も、ここに含まれる。

また、加盟国の市場で取引されていない有価証券（EU域外で取引されているものも含む）も開示の対象となる。⁽¹²⁵⁾

- ② 有価証券の譲渡制限に関する事項
これには、有価証券の所有それ自体に対する制限（一定割合以上の有価証券の所有制限に関する定款規定）と、有価証券の譲渡に会社や他の有価証券所有者の同意を要するものとの双方が含まれる。⁽¹²⁶⁾
- ③ 重要な直接または間接の資本参加
EUにおいて上場している企業に対する重要な直接または間接の資本参加が、開示の対象とされている。とりわけ、ピラミッド型構造や相互資本参加等が、指令においては例示的に規定されている。ここでいう重要性については、上場許可指令八五条の規定による。この規定によると、議決権の一〇％を超えるすべての資本参加が対象とされることになる。⁽¹²⁸⁾
- ④ 特別な支配的権利
特別な支配的権利を内容とする有価証券とその所有者に関する記載が対象とされている。特に、定款に規定されている拒否権や加盟国に権利を認めるいわゆる黄金株（golden shares）などが、その典型例である。⁽¹²⁹⁾
- ⑤ 労働者による資本参加が存在する場合における議決権支配
ここでは、労働者による資本参加（共同決定制度等）の制度が存在する場合であって、支配権が労働者により直接に行使され得ない場合の議決権支配の態様が、記載事項となる。⁽¹³⁰⁾
- ⑥ 議決権制限に関する事項
ここで開示すべき事項として、例えば、上限付き議決権⁽¹³¹⁾、議決権の時間的制限（発行後二年間は議決権行使が禁止される等）、株式の経済的権利が株式所有と分離している制度（例えば、オランダにおける議決権なき投資証券システム⁽¹³²⁾）等が挙げられる。

⑦ 社員間での議決権拘束契約

ここで開示の対象となるのは、議決権拘束に関する社員間の合意であつて、社員と第三者との合意には含まれない。また、実効性という観点から、会社がそれを知っている場合に限るとされている。⁽¹³³⁾

⑧ 執行機関構成員の選解任に関する事項および定款変更に関する事項

執行機関構成員⁽¹³⁴⁾の選任および解任に関する決議要件が、まず第一に開示の対象となる。若干の加盟国において採用されている共同決定制度も、ここに含まれる。また、ドイツにおける派遣権⁽¹³⁵⁾のような選任に関する特殊な権利その他の特別な要件に関する定款規定も、開示されなければならない。さらには、一般的な定款変更の決議要件が記載の対象とされる。

⑨ 特に新株の発行および自己株式の買い戻しに関する執行機関構成員の権限

一般的な新株発行権限および自己株式の買受権限の所在が、第一に記載の対象となる。その際に、新株発行権限について特別の規定が存在する場合には、当該制度についても記載しなければならない。⁽¹³⁶⁾ また、この規定の趣旨や目的から、潜在的買付者による公開買付けの実行を阻止する可能性のある、対象会社の執行機関に対する対抗措置に関する事前の授權についても、状況報告書への記載および開示の対象となる。⁽¹³⁷⁾

⑩ 支配権変動に関する合意

会社が参加する合意であつて、公開買付けの結果会社の支配権に変動を来した場合に発動（変更や終了の場合も含む）されるタイプのものが対象となる。⁽¹³⁸⁾ 他にも、支配権変動が生じたときに、解約される旨の条項が挿入された信用契約や、同じくメーカー等において支配権変動の際にはチーフデザイナーがすべて退職する旨の任用契約も、ここに含まれる。つまり、会社経営にとって、そして同時に買付者にとっても重

要と思われる合意でなければならぬ。ただし、開示することが会社にとって著しい不利益となる場合には、開示が免除される⁽¹³⁹⁾。

⑪ ゴールデン・パラシュートについての合意

公開買付けにより支配権が変動した結果、正当な理由なく解任される執行機関の構成員に相当の補償を与える旨の合意のことである。ここでは、会社と執行機関構成員の間の合意のみならず、会社と労働者との間で締結される類似の合意（いわゆる *in parachutes*）も含まれる。

八 結びにかえて

以上、EU第一三指令における株式公開買付規制を中心に検討してきた。本稿は、直接EU第一三指令における規制方法をわが国に導入することを主張するものではない。将来わが国において公開買付規制を見直す場合、または新たに企業買収法制を整備する場合に、一つの参考となるであろう材料を提供すること、もしくは規制の方向性を提示することを目的としており、それ以上のもではない。ここで本稿で検討した内容を振り返り、結びにかえたい。

本指令が目指すものは、EUレベルでの企業買収規制における *Level Playing Field* の構築、少数株主保護、そして手続きにおける透明性の確保の三つに集約される。第一の *Level Playing Field* の構築という点は、中立義務と *Breakthrough* 規定を核とする選択モデルの中に顕著に現れている。しかし、指令制定の経緯において、EU加盟国における法状況の相違から、妥協の産物として導入された選択モデルや相関的適用に関する規定を仔細に検討すると、必ずしも当初の目的が達成されているとは言い難いように思われる。とりわけ、指令の重要な部分

については、各加盟国の法規制に委ねる旨の規定が数多く見られ、この方向性は、昨今のEU指令やEUにおける会社法規（特にS E法規則⁽⁴⁰⁾）と符合するものである。しかしながら、妥協の産物であれ導入されたBreakthrough規定は、多くのEU諸国における「望ましい企業買収は促進されるべき」との認識を根底に有しており、したがって、中立義務が規制の原則として据えられているものと思われる。

第二の少数株主保護については、義務的公開買付規制、Squeeze-out および Sell-out の三つの制度が相互補完的な関係として、規制理念の実現のために導入されている。すなわち、義務的公開買付制度は、すべての株主に支配権プレミアムに与る機会を提供するとともに、支配権変動が生じた場合に、少数株主に適正な価格で会社から撤退する機会を提供している。⁽⁴¹⁾ さらに、Squeeze-out の制度により、一定割合の議決権を有する買付者には、残余の株主を会社から適正価格を対価として締出すことが権利として認められており、他方では Squeeze-out の制度との均衡を図るために、同一の要件のもとで少数株主に自ら自己の株式を買付者に売り渡すことで退社する機会を保障する制度（Sell-out の制度）が導入されている。いずれの制度も要件は異なるものの、適正な対価と引き換えに少数株主が退社することとなる制度であり、適正対価については統一的な規制となっている。

最後に第三の手續きの透明性確保については、開示規制に端的に現れている。買付者に対しては買付書類を作成させ、公開買付けに関する最低限の内容を開示させるとともに、対象会社の執行機関に対しては意見表明義務を課し、さらには（コンツェルン）状況報告書において会社の内容を開示させることにより、手續きの透明性を確保している。開示規制において特徴的なのは、労働者の利益に配慮した規定が挿入されている点であろう。買付書類においても将来の雇用関係に関する買付者の意図を記載事項とし、対象会社の執行機関によりなされた意見表明も労働者に対して提示されなければならないものとされている。

以上のEU第一三指令における検討を通じて、わが国における現行制度もしくは新たな制度の構築について、いかなる示唆が得られるかについて考えてみたい。

まず、わが国の証券取引法は、取引所有価証券市場外における株券等の買付けについては、原則として公開買付けによらなければならないと規定し、強制公開買付制度を採用しているが、5%を超えない買付け、著しく少数の者からの買付け、その他政令で定める買付けについては、強制公開買付けの適用除外としている。ただし、買付け後の株券等保有割合が三分の一を超える場合には、著しく少数の者からの買付けであっても公開買付けが強制される制度となっている（証取二七条の二第一項、証取施行令七条四項）。

このようなわが国における強制公開買付制度とEU第一三指令における義務的公開買付けの制度とは若干異なるが、投資者の平等取扱い、情報開示を基礎とする手続きの透明性確保という制度趣旨は、両者に共通するものである⁽⁴²⁾。しかし、EU指令における義務的公開買付規制は、その趣旨として、少数株主保護を挙げている。結合企業法制が多かれ少なかれ整備されているEU諸国においてさえ、義務的公開買付けによる少数株主保護の有用性が認識されているのであり、結合企業法制を持たないわが国において、単に株式公開買付けを投資家の視点からのみ見るのではなく、結合企業法制との関係で考えて行く必要があるのではないでなからうか。その際に、本指令やヨーロッパ各国で採用されている義務的公開買付けの制度は、その基準は別途考える必要があるとしても、方向性としては考慮に値するものと思われる⁽⁴³⁾。

同じく少数株主保護に関連する規制として、Squeeze-outとSell-outの制度についても、検討されなければならない。わが国における少数株主の締め出し制度については、会社法制の現代化に関する要綱試案の段階では提案されていたが、結局のところその導入は見送られた。今後この制度を新たに構築することも考えられるが、そ

の際には、公開買付規制との関係（公開買付前置主義を採用するかどうかも含めて）を考慮に入れた規制が必要であると思われる。また、Sell-out（株式強制買取請求権）の制度が締め出し制度と一体のものとして導入されるべきであろう。

本指令において特徴的な規制は、中立義務、Breakthrough規定、およびその任意選択に関する諸規定である。これらの規定が、加盟国による妥協の産物として出来上がったという点は否めないし、本指令が目指す「Level Playing Field」の構築が達成されているかどうかは、前述のとおり甚だ疑問であるが、その点をひとまず措くとしても、規制の在り方としては参考になる部分も多いと思われる。すなわち、このLevel Playing Fieldの考え方は、換言すれば武器の対等性という思考は、わが国における規制の方向性にも十分に妥当するものと考えられ、株主総会決議を前提とする中立義務やBreakthrough規定、そして選択モデルというEUの規制方法は、この思考の一つの具体化であると評価できる。

EUにおいてはかなり顕著な状況であるが、公開買付けの局面においても労働者の保護が図られている点は、参考にするべき点も多いと思われる。支配権変動により労働者に対して生じ得る直接的な不利益に対する保護については、別途考えて行く必要があると思われるが、公開買付規制の枠内では、労働者に対する情報開示という形での保護も考えられるのであって、その際には本指令の情報開示規制は示唆に富むものであると思われる。⁽¹⁴⁵⁾

企業価値研究会（座長神田秀樹東京大学教授）が平成一七年五月二七日に発表した「企業価値報告書」および経済産業省と法務省が同日に公表した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」によれば、防衛策の目的・内容等に関して株主に開示すべき旨を提案している。⁽¹⁴⁶⁾ EU指令が九条や一条のBreakthrough規定の採用状況につき、開示させる規定を有していることとの関係からみて、この点については

比較法的に見ても十分に理由があるものと思われる。

- (1) 株式会社イー・アクセス、株式会社西濃運輸、株式会社アイティフォー、株式会社サイバード、などが信託型ラ イツプランの導入を取締役会で決定している。また、株式会社ニレコは取締役会で買収防衛策としての新株予約権の 発行を決定したが、株主による差止仮処分申請が東京地裁に提起され、二〇〇五年六月一日東京地裁で発行差止の 仮処分決定がなされた(東京地決平成一七・六・一金融・商事判例一二二八号八頁)。これに対して、ニレコは異議 申し立てを行ったが、東京高裁は抗告棄却の決定を下している(東京高決平成一七・六・一五金融・商事判例一二二 九号八頁)
- (2) 代表的な会社として、株式会社東京放送(TBS)を挙げることができる。東京放送HP: <http://www.tbs.co.jp/i/images/h1703inkaimetho.pdf> 参照。なお、株式会社東芝も、同社の株式に対して買収提案がなされたときの対処方 針を打ち出している。東芝HP: http://www.toshiba.co.jp/about/press/2005_05/pr_j1301.htm
- (3) 東京地決平成一七・三・一金融・商事判例一二二三号二頁、判例タイムズ一七三三号一四三頁(基本事件)、 東京地決平成一七・三・一金融・商事判例一二二三号二頁、判例タイムズ一七三三号一四〇頁(保全異議決定)、 東京高決平成一七・三・二金融・商事判例一二二四号六頁、判例タイムズ一七三三号一二五頁(保全異議決定)に 対する抗告決定)。本件の解説として、大杉謙一「ニッポン放送の新株予約権発行をめぐる法的諸問題」金融法務事情一 七三三号一三頁(二〇〇五年)、太田洋「ニッポン放送新株予約権発行差止仮処分申立事件決定とその意義」(上)〔下〕 商事法務一七二九号二四頁(二〇〇五年)、一七三〇号九頁(二〇〇五年)がある。
- (4) 代表的なものとして、上村達男「市場のルールを踏み荒らす者は誰か」世界七三九号六二一六三頁(二〇〇五年)
- (5) 大杉・前掲註(3)一一頁。
- (6) EU第一三指令を紹介するものとして、北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事法務一七三三号四頁(二〇

- 五年)、未岡暁子「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」商事法務一七三三三頁(二〇〇五年)がある。
- (7) 一九七四年のPennington草案から一九九七年指令案までの詳しい経緯については、拙稿「EUとドイツにおける株式公開買付規制」青山法学論集四〇巻二頁五八頁(一九九八年)以下の内容およびそこに掲げられている文献を参照。
- (8) Kommissions-Dokument XI/56/74-E. Vgl. dazu Behrens, Peter, Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebote, ZGR 1975, S.433ff.; Bess, Jürgen, Eine europäische Regelung für Übernahmeangebote, AG 1976, S. 169ff.(Teil I) und 206ff.(Teil II)
- (9) Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, ABIEG 1989 Nr. C 64 v. 14. 03. 1989, S. 8ff.
- (10) イギリスについては、City Codeによる自主規制ができなくなることへの恐れから、またドイツについては、後述する義務的公開買付けにより、国民経済的に望ましくない企業集中が生じることへの危機感から、それぞれ指令案に反対したといわれている。
- (11) Geänderter Vorschlag einer dreizehnten Richtlinie vom 10. 09. 1990, ABIEG 1990 Nr. C 240 v. 26. 09. 1990, S. 7ff.
- (12) Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, ABIEG 1996 Nr. C 162 v. 06. 06. 1996, S. 5ff.
- (13) Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote v. 10. 11. 1997—KOM (97) 565 endg., abgedruckt in: ZIP 1997, S. 2172.
- (14) Wiesner, Peter M., Die neue Übernahmerichtlinie und die Folge, ZIP 2004, S. 343, 344.
- (15) スペインとイギリスとの間で、シリアルタルに本店を有する会社について公開買付けを行う場合に、いずれの国

の監督機関が管轄権限を有するのかがという問題。

(16) ABIEG Nr. C 23/1 v. 24. 01. 2001. この「共通の立場」に関しては、早川勝「EU公開買付に関する第一三会社法指令」に対する閣僚理事会の共同意見」同志社法学五三巻三号三九三頁以下（二〇〇一年）参照。

(17) Beschluss des Europäischen Parlaments, ABIEG Nr. C 232 v. 17. 08. 2001, S. 168 ff. Vgl. dazu Maul, StJg./Mufat-Jeandet, Danjéle, Die EU-Übernehmerrichtlinie—Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil I), AG 2004, S. 221, 223. この修正提案のうち、欧州議会が重視していたのは、情報開示および報告義務による労働者の利益の保護、少数株主の締め出し、義務的公開買付けの場合の「適正価格」概念の具体化、対象会社取締役の中立義務であるといわれる。これらの点は、指令成立の際の議論において、加盟国の思惑が最も集中した論点である。

(18) この間の事情については、Neye, Hans-Werner, Die EU-Übernehmerrichtlinie auf der Zielgeraden, ZIP 2001, S. 1120, 1121 に詳しい。また、邦語文献として、早川勝「企業買収に関する会社法の領域における欧州議会と理事会の会社法指令（EU公開買付第一三指令）案について」同志社法学五三巻六号四七頁以下（二〇〇二年）参照。

(19) このとき否決されたのは、当時VodafoneのMannesmannに対する買収のために、企業買収の局面で取締役が無条件で中立義務を負うことを規定している指令案に対して、異常なほどの拒否反応を示していたドイツの経済界の意見を代弁した、ドイツ人議員であるKaus-Heiner Lehneによる報告¹⁸として、フランスの国営会社EDFによるイタリアとスペインのエネルギー会社に対する公開買付けが行われたことから、イタリアの議員が反対に回ったことの二つが原因であったと言われている。Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 17), Teil I, S. 221, 224.

(20) オランダの会社法学者Jaap Winterを座長とする会社法の専門家により構成されたグループで、同グループは、公開買付指令の他にコーポレート・ガバナンスの分野においても重要な勧告を行っている。Bericht der Hochrangigen Gruppen von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa. この報告書は、次のURLからダウンロード可能。 http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/

- company/company/news/hlg01-2002_de.pdf. なお、同グループの Jaap Winter 以外の他のメンバーは、以下のとおりである。Jan Schans Christensen (オランダ)、José Maria Garrido Garcia (スペイン)、Klaus J. Hopt (ドイツ)、Jonathan Rickford (イギリス)、Guido Rossi (イタリア)、Joëlle Simon (フランス)。
- (21) Bericht der Hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über die Abwicklung von Übernahmeangeboten (zit : Expertengruppe, Bericht). この報告書は、次のURLからダウンロードできる。http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/ 前註の会社法現代化の報告書および本報告書の概要に関しては、ハラルド・バウム、早川勝・久保寛展訳「ヨーロッパ買収法および会社法の改正に関する『会社法専門家ハイベルグループ』の提案」ワールド・ワイド・ビジネス・レビュー五巻一号一〇四頁(二〇〇三年)参照。
- (22) Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote, KOM (2002) 534 endg., ABIEG Nr. C 45 E/1. 本指令案は、次のURLからダウンロードできる。http://europa.eu.int/eurlex/de/com/pdf/2002/com2002_0534de01.pdf.
- (23) Wiesner, a. a. O.(Anm. 14), S. 343, 345.
- (24) ドイツは、指令九条の中立義務について、Breakthrough 規定を複数議決権まで拡張し、かつすべての Breakthrough 規定をヨーロッパの企業のみに限定した場合にのみ、受け入れることができるという立場を崩さなかった。
- (25) 欧州議会の委託を受けた Dauner-Lieb と Lamandini による研究報告が公表されている。この研究報告 (The new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field) は、次のURLからダウンロードできる。http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/texte/sonstige/study.pdf.
- (26) この間の指令案の採択をめぐる状況は非常に興味深い。すなわち、ドイツは自国が不利であるとするや、イギリスとの間で、イギリスが公開買付指令においてドイツを支援する見返りに、ドイツは派遣労働者の労働条件に関する

- 指令においてイギリスを支援するという内容の紳士協定を成立させ、イギリスが味方についた時点で、ドイツは、中立義務および Breakthrough 規定の撤廃案を提案した。しかし、さすがにイギリスもこれには反対した（イギリスにとって中立義務は公開買付規制にとって不可欠の条文であるとの認識が根底にある）。ドイツは、イギリスが反対していることから、今度はフランスとの間で、ドイツが公開買付指令の票決において孤立するようなことがあれば、フランスは即座にドイツ支持に回り、他方、ドイツは農業に関する交渉においてフランスを支持するという内容の協定を成立させたのである。詳細な経緯については、Maul/Muffat-Jeandet, a. O. (Ann. 17), Teil I, S. 221, 225 参照。
- (27) 中立義務と Breakthrough 規定の採用を選択するか否かの選択を各加盟国と企業自身に委ねるとする案。詳しくは、後述 V 3 を参照。
- (28) Wiesner, a. O. (Ann. 14), S. 343, 346.
- (29) 二〇〇二年一〇月二日の委員会指令案に関して報告を行った域内市場委員の Bolkestein は、最後まで反対の姿勢を崩さなかった。他方、閣僚理事会においては、スペインが共同体における特許をめぐる問題で自国を有利に導くこと、恒例の交換条件を提示するなどの駆け引きを行ったが、最終的な票決の際にスペインは棄権している。また、欧州議会においては、社会主義政党史の議員により、労働者の権利をめぐって不満が表明されたが、最終票決の段階では、三二一対二一九（棄権九）で指令を成立させた。詳細については、Wiesner, a. O. (Ann. 14), S. 343, 346 参照。
- (30) 二九の検討理由が示されている。なお、この検討理由という文言は、ドイツ語の in Erwägung nachstehender Gründe とされているものを、文献が Erwägungsgründe として引用しているため、本稿もこれに倣って検討理由という訳語を付している。なお、英語では Whereas とされている。
- (31) 検討理由(一)参照。
- (32) Mülbert, Peter O., Umsetzungstragen der Übernahmerrichtlinie—erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen

Vorschriften des WpÜG, NZG 2004, S. 633, 634.

(33) Dauner-Lieb, Barbara, Das Tanzziehen um die Übernahmerrichtlinie—eine Momentaufnahme, DStR 2003 S. 555.

(34) この点は、後述する中立義務、Breakthrough 規定およびそれを核とする相関的適用に関する規定の場面で問題となる。

(35) 検討理由(2)、(9)および(24)参照。

(36) 検討理由(3)参照。

(37) 一般原則の第三条一項(a)は、投資家の平等取扱原則を明文化している。この点について、わが国には強制公開買付制度との関係で、どの程度投資家平等取扱原則を貫くべきかについて議論があるが(TOB研究会「株式公開買付け(TOB)に関する調査研究」一〇頁以下(商事法務研究会、二〇〇二年))、この点もEU指令の特徴の一つとして挙げることができよう。なお、一般原則全般の解説については、末岡・前掲註(6)三五頁参照。

(38) Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 17), Teil I, S. 221, 225.

(39) Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 17), Teil I, S. 221, 226.

(40) 本文で挙げるものその他、対象会社、買付者、公開買付けの当事者、複数議決権を付与された有価証券についての定義が規定されている。

(41) 例えば、ドイツ(企業買収法二九条二項)・イギリス・オーストリアにおいては議決権の三〇%、イタリアにおいては発行済株式の三〇%、フランスにおいては発行済株式または議決権の三三、三%、ポルトガルにおいては議決権の二〇%、スペインにおいては資本の二五%が支配権取得の数値である。

(42) ドイツの企業買収法(Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz=WpÜG)二二条二項は、有価証券概念について、証券が発行されているかを問わず、株式、株式に代わるその他の有価証券、投資証券、株式の取得を目的とするその他の有価証券が対象とされている。

- (43) Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 17), Teil I, S. 221, 230.
- (44) 詳しくは、Wymeersch, Eddy, *Übernahmeangebote und Pflichtangebote*, ZGR 2002, S. 520; Hopt, Klaus J., *Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, ZHR 166 (2002), S. 383, 415.
- (45) なお、義務的公開買付けの規制のいわば補完的機能を果たすことを意図して、指令五条六項は、加盟国が、公開買付けの経過に影響を与えない限り、少数株主の保護のための別の方策を講じることができる旨を規定している。この点は、ドイツコンツェルン法の規定が意識されている（一九九七年指令案を参照）。
- (46) Hommelhoff, Peter, *Konzernerneingangs-Schutz durch Takeover-Recht?*, in: FS für Johannes Semler, Berlin u. a. 1993, S. 455, 458ff.; Hopt, Klaus J., *Europäisches und deutsches Übernahmerecht*, ZHR 161 (1997), S. 368, 384ff.; ders., *Übernahmeangebote im europäischen Recht*, FS für Rittner, München 1991, S. 187, 201; Reul, Jürgen, *Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen*, Tübingen 1991, S. 302; Noda, Teruhisa, *Konzernbildungskontrolle bei der abhängigen Aktiengesellschaft*, Münster 1998, S. 85ff. この点に触れる邦語文献として、早川勝「コンツェルン形成規制としての株式公開買付け——ドイツ連邦大蔵省の株式公開買付け法試案（Diskussion-entwurf-Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen）について」*ワールドワイドビジネスレビュー*二巻一号一頁（二〇〇一年）、拙稿・前掲註(7)六九頁。
- (47) Wiedemann, Herbert, *The German Experience with the Law of Affiliated Enterprises*, in: Hopt (Hrsg.), *Group of Companies in European Laws*, Volume II, Berlin-New York 1982, S. 21, 28; ders., *Die Unternehmensgruppe im Privatrecht*, Tübingen 1988, S. 58; Emmerich, Volker/Sonnenschein, Jürgen/Habersack, Mathias, *Konzernrecht* 7. Aufl., München 2001, S. 19ff.; Seydel, Eberhard, *Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft*, Baden-Baden 1995, S. 42; Noda, a. a. O.(Anm. 46), S. 11ff. 邦語文献として、高橋英治『*従属会社における少数派株主の保護*』三四頁以下（有斐閣、一九九八年）参照。

- (48) コンツェルン形成規制には、従属会社を対象とするものと支配会社を対象とするものがある。いずれにしても会社の少数株主を保護するという思考に変わりはないのであるが、支配会社が対象とされる場合には、子会社の重要な組織再編行為に対して親会社株主がどの程度関与できるかという問題として議論される(いわゆる株主権の縮減に関する議論)。この点については、伊藤靖史「子会社の基礎的変更への親会社株主の関与——ドイツにおけるコンツェルン形成・指揮規制に関する議論を参考に——」同志社法学二六六号四八頁(一九九九年)を参照。従属会社におけるコンツェルン形成規制については、Noda, a. a. O. (Ann. 46), *passim* n. w. N.
- (49) この点は、わが国の強制公開買付制度の再検討というコンテクストにおいて、そもそも支配権プレミアム分配する必要があるのか否かが問題とされているところである。TOB研究会・前掲註(37)一〇頁以下、一七頁以下を参照。
- (50) Davies, Paul, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6th ed., 1997, S. 792f. また、このような考え方に反対の見解として、DAV (Deutscher Anwaltverein) Handelsrechtsausschuss, *Zur Stellungnahme zum RegE des WpÜG*, ZIP 2001, S. 1736, 1739, abrufbar unter: <http://www.anwaltverein.de/03/05/2001/46-01.rtf>.
- (51) Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Ann. 17), Teil I, S. 221, 230.
- (52) *BegRegE zu § 35 Abs. 3 WpÜG*, BT-Drucks. 14/7034, S. 60.
- (53) この点、ドイツにおいては、買付者による公開買付け決定の公表前の三ヶ月間で、買付者、その協調者、または買付者の子会社が対象会社の株式に対して支払った最高額、または対象会社が上場会社である場合には、買付書類の公表前の三ヶ月間における平均株価が対価となる旨を定めているため (§§ 39, 31 Abs. 1 WpÜG, §§ 3ff. AngebotsVO)、指令を国内法化する際には、これらの規定の改正が必要となるが、その場合には買付価格の高騰を招く可能性があるとの指摘がある。Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Ann. 17), Teil I, S. 221, 230f. さらに、指令における適正価格の規制に対しては、次のような正当な批判がある。すなわち、ドイツ企業買収法三二条および三五条三項の規定については、任意的公開買付けと義務的公開買付けを同一の価格規制に服せしめることが意図されているが、このような考え方

- は、指令の規制とは一致しない。なぜなら、指令五条四項は買付者が一定期間内に支払った最高額を適正対価としているが、任意的公開買付けにおいては、事前に買付者が対象会社の株式を全く取得していない場合もあり得るのであり、その場合には、適正価格の算定根拠がそもそも存在しない。任意的と義務的とを問わず同一の価格規制に服せしめるこの発想は、EU指令においても同じであると考えられ、したがって、この点については立法の不備が存在する。Mühlert, a. a. O. (Anm. 32), S. 633, 640. なお、連邦財務省の試案の段階では、上記の期間は六ヶ月とされていた。
- (54) 本文に挙げた例外的な場合に用いられるべき適正対価の算定基準として、指令は、一定期間における平均的株価会社の清算価値、一般的財務分析で用いられるその他の客観的基準を挙げている。
- (55) *BegRegE zu § 31 Abs. 3 WpÜG, BT-Drucks., 14/7034, S. 55f.* しかし、対象会社の株式を秘密裏に取得することを阻止するためであれば、すでに有価証券取引法二一条により、5%以上を取得した場合の通知義務 (Meldepflicht) が規定されており、この理由付けに対しては疑問の声も上がっている。Bundesverband der deutschen Industrie/Deutscher Industrie- und Handelstag/Bundesvereinigung der deutschen Arbeitgeberverbände/Gesamterverband der deutschen Versicherungswirtschaft (Gemeinsamer Arbeitsausschuss für Fragen des Unternehmensrechts), *Vorläufige Stellungnahme, S. 10*, abrufbar unter [49 \(49\)](http://www.bdi-online.de/sql_abfrage.asp; Haarman, Wilhelm, in: Haarman, Wilhelm/Riehmer, Klaus/Schüppen, Matthias, Komm zum WpÜG, § 31 Rdnr. 104.</p><p>(56) ドイツにおける株式会社のように、対象会社が二層式の機関構造をもつ場合には、取締役のみならず、監査役会も対象となる。英語の原文では、Boardの文言が使用されているが、ドイツ語版では、<i>Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan</i>の文言が使用されている。本稿では、両者を併せて便宜上執行機関という用語を使用する。</p><p>(57) <i>Maul, Sija/Muffat-Jeandot, Danièle, Die EU-Übernahmerrichtlinie—Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil II), AG 2004, S. 306, 310 Fn. 52</i>によれば、イギリス、フランス、イタリア、ポルトガル、スペイン、アイルランド、スウェーデンの各国において、中立義務の原則が採用されているようである。</p></div><div data-bbox=)

- (58) この点につきドイツにおいては、かつて取締役のこの義務を中立義務 (Neutralitätspflicht) と称していたが、本文で示した意味で誤解を生むとの理由から、現在では、Vereitelungsverbot あるいは Verhinderungsverbot という用語が使用されている。Vgl. Hopt, Klaus J., Grundsatz-und Praxisprobleme nach dem wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz, ZHR 166 (2002), S. 383, 424 Fn. 197.
- (59) Hopt, a. a. O.(Anm. 44), S. 383, 425f. Hopt は、この意味において、ホワイト・ナイトを採す行為は、そもそも中立義務の例外としても構成できないとする。株主の利益になる行為をしない場合には、逆に取締役等の責任を発生させるこの考え方が背景にあると考えられる。Hopt, a. a. O.(Anm. 44), S. 383, 426.
- (60) Maul/Muffat-Jeandet, Danièle, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 311 は、行われた当該措置が公開買付けを失敗させることを主たる目的とする措置であるか否かを、個別事例において検討すべきことを主張する。
- (61) Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 311.
- (62) Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 311.
- (63) Expertengruppe, Bericht, S. 22f.
- (64) Expertengruppe, Bericht, S. 24f.
- (65) Expertengruppe, Bericht, S. 33ff.
- (66) イタリアやオランダで採用されている ownership caps (一定の割合以上の株式の所有を禁じる旨の条項) が典型例とされる。Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 311.
- (67) ドイツにおいては、そもそも会社、会社の取締役、監査役会、従属企業がその指図によりある株主に議決権を行使させる旨の契約は、株式法一三六条一項により無効とされている。
- (68) ドイツの上場会社においてはすでに廃止されたが、上限付き議決権がその典型例として挙げられている。
- (69) 指令一一条三項三文。Vgl. Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 311. 他方、フォルクス・ワー

ゲン社に対しては、どれほど同社に対して資本参加していても、最大一〇%までしか議決権行使できないが、これはいわゆるフォルクス・ワーゲン法 (Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand v. 21. 7. 1960—VW-Gesetz) と呼ばれる特別法に規定されているため (82 Abs. 1 VW-Gesetz), Breakthrough 規定の適用対象外とされている。

- (70) こゝでの譲渡制限については、その前の段階 (承諾期間内での Breakthrough) ですでに譲渡制限が効力を失っているのであるから、あまり意味はないように思われるが、例えば、有価証券の帰属につき争いがある場合に、承諾期間経過後においてもその争いが継続している結果、株主総会を招集する段階でまだ譲渡が行われていないような場合に、この規定が意味をもつと説明されている。Maul/Muffat-Jeandet, a. a O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 312.
- (71) 典型的には、ドイツ株式法一〇一条二項の監査役会への派遣権 (Entsendungsrecht) が想定されている。
- (72) ドイツのいわゆるフォルクス・ワーゲン法に基づいてニーダーザクセン州が有する派遣権に対しても、同様に Breakthrough 規定は適用されない。これは、フォルクス・ワーゲン法四一条一項に規定されている (すなわち、国内法に規定されている) からである。前掲注(69)も併せて参照。
- (73) Maul, Silja, Die EU-Übernehmerrichtlinie—ausgewählte Fragen, NZG 2005, S. 151, 154 は、当該権利の付着した株式と普通株式との価値の差額が補償対象額であると主張するが、そつていう価値の算定それ自体が難しいように思われる。なお、複数議決権株式の場合については、Arnold, Arnd, Entschädigung von Mehrstimmrechten nach 85 EGAktG, DstR 2003, S. 784 ff.
- (74) Vgl. Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 312; Maul, a. a. O. (Anm. 73), S. 151, 152.
- (75) Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 312.
- (76) Ebenda.
- (77) Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 313

- (78) Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 314; Krause, Hartmut, Die EU-Übernehmerichtlinie—Anpassungsbedarf im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BB 2004, S. 113, 119.
- (79) この点について、国際的な企業であれば、今日は買収者である者が、明日は対象会社となる可能性があることを自覚しておかなければならないという指摘が多い。Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 314; Kindler, Peter/Horstmann, Hendrik, Die EU-Übernehmerichtlinie—Ein “europäischer” Kompromiss, DstR 2004, S. 866, 869; Krause, a. a. O.(Anm. 78), S. 113, 119.
- (80) Vgl. Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 314.
- (81) したがって、九条の場合におけるように、opt-in に対する市場の圧力が生じるか否かは未知数である。Vgl. Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 314.
- (82) 上限付き議決権については、ほとんどのEU加盟国においては、上場会社における発行が認められており、この点でいわゆるKonTraG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich＝企業領域におけるコントロールと透明性確保のための法律) により上場会社については上限付き議決権を廃止したドイツとは大きく異なっている。なお、複数議決権についても、ドイツでは、同法により原則廃止とされており、株主総会が制度の存続について決議した場合にのみ例外的に認められている。
- (83) ドイツにおいてBreakthrough 規定の影響を受けると思われるのは、会社と株主の間または株主間での議決権拘束契約や株式譲渡制限契約および監査役会への派遣権である。しかし、前者については、一一条により本指令の施行後に締結されたその種の契約がその効力を否定されるため、これについても否定的な見方が強い。
- (84) Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 314f.; Maul, a. a. O.(Anm. 73), S. 151, 154f.
- (85) Maul, a. a. O.(Anm. 73), S. 151, 155.
- (86) Maul, a. a. O.(Anm. 73), S. 151, 153.

- (87) Maul/Mufat-Leander, a. a. O. (Ann. 57), Teil II, S. 306, 313; Maul, a. a. O. (Ann. 73), S. 151, 155.
- (88) Austmann, Andreas/Mennicke, Petra, *Übernahmerechtlicher Squeeze-out und Sell-out*, NZG 2004, S. 846 は、EU 指令は、Squeeze-out をすべての株式を取得するつもりであったにもかかわらずできなかった買付者のための側面支援的的制度であり、Sell-out もまた、公開買付法の一つの制度であると捉えているとする。
- (89) 二〇〇二年指令案における Squeeze-out 制度をドイツ株式法における同制度との比較において検討するものとして、福島洋尚「株式会社法における少数株主の締め出し制度——ドイツ株式法を中心として」柴田和史・野田博編著『会社法の現代的課題』一三〇頁以下（法政大学出版局 二〇〇四年）、本指令における Squeeze-out 制度を同じくドイツ株式法における同制度との比較において紹介、検討するものとして、斉藤真紀「ドイツにおける少数株主締め出し規整（一）（二・完）」法学論叢一五五巻五号一頁、一五五巻六号三八頁（二〇〇四年）、伊藤靖史「少数株主の締め出しに関する規制のあり方について——ドイツにおける少数株主締め出制度を参考に——」同志社法学五六巻四号八三頁以下（二〇〇四年）を参照。
- (90) イギリスやドイツのように、会社法の中で Squeeze-out についての手続きを規定している加盟国もあれば、オランダのように裁判手続きの中で規定している国もある。EU 諸国における Squeeze-out 規制の概要については、Sieger, Jürgen J./Hasselbach, Kai, *Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-out) im ausländischen Recht*, NZG 2001, S. 926 ff. 参照。邦語文献として、早川勝「ヨーロッパ・コンツェルン法（三・完）——ヨーロッパ・コンツェルン法フォーラム——」同志社法学五五巻三三三、三三六頁以下（二〇〇三年）参照。
- (91) 指令を国内法化する際に、加盟国が Squeeze-out 手続きにおいて対象会社の株主総会決議を必要とする旨の規定を置くことができるかどうかについては、指令がこの点について何も規定していないことから、可能であると見る見解も存在する。Austmann/Mennicke, a. a. O. (Ann. 88), S. 846, 851.
- (92) Austmann/Mennicke, a. a. O. (Ann. 87), S. 846, 847.

- (93) Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 316.
- (94) Section 429 (1) Companies Act 1985.
- (95) Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 316 によれば、このように規定することで、有価証券の譲渡のために一定の時間が必要とされるために、公開買付けの終了時点で、なお有価証券の移転が未了であるという状況に対処することができるとされている。
- (96) Austmann/Mennicke, a. a. O. (Anm. 88), S. 846, 848; Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 316. イツ法においても、同一の問題意識から、資本、株式がベースとなるとの解釈がなされている。この点については、福島・前掲註(89)二二三頁に詳しく。
- (97) Vgl. Austmann/Mennicke, a. a. O. (Anm. 88), S. 846, 848.
- (98) Austmann/Mennicke, a. a. O. (Anm. 57), S. 846, 848f.
- (99) Krause, a. a. O. (Anm. 78), S. 2341, 2345.
- (100) Austmann/Mennicke, a. a. O. (Anm. 88), S. 846, 848f. は、ドイツにおいてはこの制度が採用されるべきことを主張するのに対し、Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 316 は、ドイツでこの制度が採用されるかどうかは予測できないとしている。
- (101) ドイツにおける制度の特徴の一つとして、株主総会決議を手続きの中に組み込んでいること(前掲註(88)の文献を参照)と、この事後審査手続を挙げることができる。ドイツでは、縮出し対価が不適正であることを理由とする株主総会決議の取消が認められていないことから、事後審査手続は締め出された少数株主の救済の必要性という意味で意義がある。ドイツの Squeeze-out 制度における事後審査手続については、伊藤・前掲註(89)七九頁以下参照。
- (102) Austmann/Mennicke, a. a. O. (Anm. 88), S. 846, 849. 対価の選択を株主に与えることができるかどうかの問題については、指令の文言の解釈から否定的に解されている。なお、ドイツにおいても同様の問題が議論されている。こ

- の点におけるドイツの議論については、福島・前掲註(89)二一五頁以下、伊藤・前掲註(89)七四頁以下参照。
- (103) Austmann/Mennicke, a. a. O. (Anm. 87), S. 846, 855; Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 317. イギリスにおいては、Squeeze-out の制度が公開買付けを前提としているために（すなわち、本指令と同様の制度）の問題は生じないと思われる。これについては、Austmann/Mennicke, a. a. O. (Anm. 87), S. 846, 847; Krause, a. a. O. (Anm. 78), S. 113, 118; ders., Der Kommissionsvorschlag für die Revitalisierung der EU-Übernehmerichtlinie, BB 2002, S. 2341, 2344f.; Wiesner, a. a. O. (Anm. 14), S. 343, 349; Seibt, Christoph H. /Heiser, Kristian J., Der neue Vorschlag einer EU-Übernehmerichtlinie und das deutsche Übernahmerecht, ZIP 2002, S. 2193, 2202.
- (104) Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 317.
- (105) ただし、ドイツ企業買収法一六条二項では、指令一六条と異なり、買付者の対象会社に対する一定割合の株式所有は要件とされており、また、買付者が対象会社の株式の一定割合を最低ラインとして買付けを行ったにもかかわらず、それを達成することができなかった場合には、再承諾期間の制度は適用されないなど、要件に違いが見られる。さらに、制度趣旨として、企業買収法一六条二項は、公開買付けの段階で十分な情報を得ていなかったことから、当初の申込みに応じなかった対象会社の株主が、その後対象会社の支配権変動が生じるなどの特殊事情に置かれることとなった場合の、当該株主の保護を目的としている点も、指令の Sell-out の制度趣旨とは若干異なるものである。Be gRegE zu § 16 Abs. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 46; Vgl. Hasselbach, Kai, Kölner Komm zum WpÜG, § 16 Rdn. 31, 33. 邦語文献として、伊藤・前掲註(89)八五頁以下参照。
- (106) Expertengruppe, Bericht, S. 72f.
- (107) ハイレベルグループにおいては、少数株主は公開買付けに応じることができるわけであるから、特別の売渡請求権は不要であるとの意見が現に存在したようである。しかし、本文に挙げた理由から、この見解は否定されている。Expertengruppe, Bericht, S. 72f.

- (108) Austmann/Mennicke, a. a. O. (Ann. 88), S. 846, 855 は、先行する公開買付けに対して承諾した場合よりも有利な地位に置かれるのは、制度趣旨から見ても妥当ではないとする。
- (109) 検討理由(24)は、次のように述べる。「加盟国は、公開買付けの過程において会社の議決権ある資本の一定割合を取得した買付者に対し、残余の有価証券所有者に、その有する有価証券の売却を義務づける可能性を与えるために、必要な措置を講じるべきである。これに対応して、残余の有価証券所有者は、公開買付けの過程で会社の議決権ある資本の一定割合を取得した買付者に対し、自己の有価証券の取得を義務づける可能性を有すべきである。この締め出し権、売渡請求権は、公開買付けとの関連における一定の条件の下でのみ認められるべきである。加盟国は、その他の状況のもとでは、自国の国内法規定を適用することができる。」
- (110) 同旨、伊藤・前掲註(89)頁
- (111) 加盟国は、買付者による公開買付け申込みの決定が公表される前に、当該国の監督機関が情報を提供されるべき旨を規定することができる(指令六条一項二文)。
- (112) 加盟国は、買付書類の効力発生を監督機関の事前の承認にかからしめる旨を定めることもできる(指令六条二項四文)。
- (113) 買付書類の記載事項は、以下のとおりである。①買付条件、②買付者の身元、買付者が会社である場合には、当該会社の法形態、商号および本店所在地、③買付けの対象である有価証券またはその種類、④各有価証券または有価証券の各種類について提供される反対給付、ならびに義務的公開買付けのときは、反対給付の決定のために用いられる評価方法、および反対給付が提供される方法についての記載、⑤第一一条第四項による Breakthrough 条項に基づいて権利が剥奪された場合に提供される補償、ならびに支払われる補償の種類および補償を決定する方法に関する個別事項、⑥買付者が取得の義務を負う有価証券の最低割合および最高割合、または有価証券の最小数および最大数、⑦買付者およびその協調者によりすでに保有されている対象会社の株式がある場合には、これについての記載、⑧買

付けに関するすべての条件、⑨対象会社および（買付けにより影響を受ける限りで）買付会社の将来の営業に関する買付者の意図、および雇用条件の実質的変更を含むそれらの会社の労働者および経営者の将来の雇用に関する買付者の意図、特にこれらの会社についての買付者による戦略的計画および労働場所や会社の事業場所に対する当該計画の予想される影響に関する買付者の意図、⑩買付申込みに対する承諾期間、⑪反対給付がすべての有価証券を含んでいる場合には、この有価証券に関する記載、⑫買付けのための資金調達に関する記載、⑬買付者または対象会社の協調者の身元、それが会社である場合には、その法形態、商号および本店所在地、ならびに買付者との関係、対象会社と関係があればその記載、⑭買付けから生じる買付者と対象会社の有価証券保有者の間の契約を規制する国内法ならびに管轄裁判所に関する記載。

(114) Vgl. Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 17), Teil I, S. 221, 233.

(115) Vgl. Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 17), Teil I, S. 221, 233.

(116) この対象会社の執行機関による意見表明義務は、指令九条の中に含まれてはいるものの、いわゆる Breakthrough 規定の内容をなすものではない。したがって、国内法化の際には、九条二項および三項を *opt-in* しない会社（中立義務を導入しない旨を決定した会社）であっても、この規定を設けなければならない。

(117) 例えば、ドイツ企業買収法二七条一項四号は、取締役および監査役がストック・オプション等の理由から対象会社の有価証券を保有している場合に、買付者による公開買付け申込みに対して承諾するか否かを表明すべきことを規定している。なお、指令のこの規定がミニマムスタンダードであることについて、Maul/Mufat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 307. また、指令全体におけるミニマムスタンダードおよびマキシマルスタンダードについては、Mühlbert, a. a. O. (Anm. 32), S. 633, 635f.

(118) 状況報告書による開示を義務づけられる対象となる会社は、必ずしも公開買付けの対象会社であるとは限らない。指令一条一項は、単に、その発行する有価証券が一以上の加盟国の規制市場で取引を許可されている会社としている。

- にすぎないからである。また、実際にどの機関が義務を負うのかという点については、各加盟国が決定することになるが、状況報告書の作成は業務執行であることから、一般には業務執行機関（取締役または取締役会）であると解される。
- (19) Lanfermann, Georg/Maul, Silja, EU-Übernehmerichtlinie: Aufstellung und Prüfung des Lageberichts, BB 2004, S. 1517, 1518. Siehe auch Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 307f.; Kindler/Horstmann, a. a. O.(Anm. 79), S. 866, 868.
- (20) Vgl. Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 308.
- (21) 両者の内容については、Seibt/Heiser, a. a. O.(Anm. 103), S. 2193, 2198f.
- (22) 以下の既述については、主として、Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 308ff.; Lanfermann/Maul, a. a. O.(Anm. 119), S. 1517, 1518ff. を参考にした。
- (23) 本指令においては、資本についての定義は存在しない。規定の内容から推測すると、発行済株式の総体という程度の緩やかな意味であると解される。
- (24) イギリス法における weighted shares, イタリアにおける saving shares などがその典型とされる。Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 308 Fn. 49.
- (25) Seibt/Heiser, a. a. O.(Anm. 103), S. 2193, 2196. その他には、転換社債や新株引受権付社債のような権利行使により株式の取得が可能とされるものも、対象とされることになる。Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O.(Anm. 57), Teil II, S. 306, 308.
- (26) ドイツにおける譲渡制限株式（vinklierte Namensaktien）は、譲渡につき白地裏書の方法がとられ、かつ同意の要件が取引所における取引の妨げとはならない場合には、取引所において取引することが許されている。なお、有価証券所有者間の譲渡制限に関する合意については、④に含まれるとされている。Seibt/Heiser, a. a. O.(Anm. 103), S.

2193, 2197.

(127) Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 5. 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABIEG L217 v. 11. 8. 2001, S. 18.

(128) 指令は、持分の合算については何も規定していない。したがって、この点は、開示を要求する本指令の趣旨や目的に従って解釈されなければならないことになる。そうであれば、支配従属関係の内容を適切に開示するという趣旨に鑑みて、支配会社への完全な持分の合算を行う旨の規定が、国内法化の際に規定されることが望ましいと指摘されること。 Lanfermann/Maul, a. a. O. (Ann. 119), S. 1517, 1519.

(129) Vgl. Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Ann. 57), Teil II, S. 306, 308; Lanfermann/Maul, a. a. O. (Ann. 119), S. 1517, 1519.

(130) 労働者の共同決定制度があるにもかかわらず、労働者による直接の議決権行使が認められないというケースが考えられる（すなわち、労働者の代表のみによる議決権行使）。 Vgl. Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Ann. 57), Teil II, S. 306, 308; Lanfermann/Maul, a. a. O. (Ann. 119), S. 1517, 1519.

(131) 所有株式数にかかわらず一定の割合または一定数までしか議決権行使が認められない制度をいう。上限付き議決権は、比較的多くの加盟国において認められているようである。しかし、既述のように、ドイツでは、上場会社のついでにはすでに廃止されている。

(132) オランダにおける議決権なき投資証券システムとは、次のようである。すなわち、会社の株式を友好的な財団に譲渡し、当該財団が市場で議決権なき投資証券のみを発行する。議決権は財団に残る。投資証券と議決権ある持分との交換は認められているが、一般的には発行会社の定款で、議決権ある持分の所有が二％程度に制限されており、財団のみがその例外としてより高い持分の所有を認められているために、実質的には敵対的買収は不可能であるとされている。これについては、Maul/Muffat-Jeandet, a. a. O. (Ann. 57), Teil II, S. 306, 309.

- (133) Lanfermann/Maul, a. a. O. (Anm. 119), S. 1517, 1519; Maul/Mufifat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 309. 指令は、取締役の情報請求権を認めておらず、また株主が契約を開示する義務を負っていないために、結果として、会社が当該議決権拘束契約を知っている場合に限られることになる。
- (134) 既述のとおり、ドイツのように二層式機関組織を有する場合には、取締役と監査役が対象となる。
- (135) ドイツ株式法一〇一条二項が、派遣権について定める。同規定は、次のように定める。「監査役会へ構成員を派遣する権利は、定款によりかつ一定の株主または特定の株式の所有者についてのみ認められる。特定の株式の所有者については、当該株式が記名株式でありかつその譲渡につき会社の同意を要するものである場合にのみ、派遣権を認めることができる。派遣権者が有する株式は、特別の種類株式ではない。派遣権は、法律または定款に規定された株主側の監査役員の総数の最高三分の一を上限として認めることができる。フォルクス・ワーゲン有限会社の持分の私人への移転に関する法律第四条第一項の規定は、前各文の場合においては影響を受けない。」
- (136) 例えば、ドイツ株式法二〇二条以下に規定される認可資本のように、監査役会の同意を得て発行できる場合もあり、したがってここではこれに関する監査役会の権限についても記載しなければならない。
- (137) ドイツ企業買収法における対抗措置に関する事前の授權決議 (Vorratsbeschluss) が、その典型例である。Lanfermann/Maul, a. a. O. (Anm. 119), S. 1517, 1520; Vgl. Maul/Mufifat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 309.
- (138) いわゆる change of control 条項や material-adverse-change 条項が挿入された契約が典型的である。Seibt/Heiser, a. a. O. (Anm. 103), S. 2193, 2198; Maul/Mufifat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 309.
- (139) もちろん、開示により会社に不利益が生じる場合であっても、他の法規定により会社が当該契約およびその内容について開示義務を負担している場合には、この限りではない。Maul/Mufifat-Jeandet, a. a. O. (Anm. 57), Teil II, S. 306, 309; Lanfermann/Maul, a. a. O. (Anm. 119), S. 1517, 1520.
- (140) SE規則については、拙稿「ヨーロッパ株式会社法の成立とその評価——ドイツ法の視点から」および「ヨーロ

- ツバ株式会社法規則（S E法規則）試訳」青山経営論集三七卷四号二二九頁、二七一頁（二〇〇三年）を参照。
- (141) 北村・前掲註(6)は、この義務的公開買付規制とBreakthrough規定の両者をもって、指令が前者において買収の防壁を高くし、後者においてそれを低くすることにより規制のバランスをとっていると指摘する。
- (142) もっとも、T O B研究会・前掲註(37)一〇頁以下は、投資家の平等取扱いそれ自体は、公開買付規制の目的ではなく、情報開示の確保、制度濫用の防止という目的を達成するための手段にすぎないと解する。
- (143) 本文でも述べたように、本稿はE U指令の規制を直截的に導入することを意図するものではない。しかしながら、現行の強制公開買付制度については、様々な点で不備も指摘されている（T O B研究会・前掲註(37)八頁以下等を参照）。しかし、単に支配株式を移転する場合にも公開買付けを強制する現行規制には、確かに一見すると合理的ではない面も伺えるが、支配権の変動の際には少数株主にとっての投資判断の基礎となる重大な事実の変更が生じるという意味で、その持株の売却による会社からの撤退を認めることにも理由があると思われる。その意味で、制度そのものに対しては一定程度の合理性を認めることができるものの、見直しを行う必要性があるのであれば、本稿は、その際の視点を提供しようとするにすぎない。
- (144) わが国において、「株主間あるいは株主と取締役との利益衝突が最も先鋭化した形で現れる支配争奪の局面においては、同じ土俵における公正さの確保が何よりも強く要請される」という指摘があるが（荒谷裕子「企業防衛手段の法理論的検討」法學論叢（福岡大学）三六卷一・二・三号二六九頁（一九九一年）、正当な指摘と思われる。
- (145) 労働者の意見を聴取する等の措置もあり得る選択肢の一つであるかもしれない。しかし、少なくとも、労働者に対して対象会社の執行機関による情報開示と買付者による情報の提供の双方がなされ、いずれの買収提案が労働者にとって利益をもたらすかを労働者自身に判断させることにより、間接的に労働者を保護するというE U指令の方向性は、一定の合理性を有するものと思われる。
- (146) 企業価値研究会「企業価値報告書」八七頁（二〇〇五年五月二七日）。本報告書については、別冊商事法務二八

七号（二〇〇五年）参照。経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」商事法務一七三三号二六頁以下（二〇〇五年）、特に、Ⅲ原則の二事前開示・株主意思の原則を参照。

〔付記〕

本稿のテーマにつき、東京商事法研究会において報告の機会を得た上、酒巻俊雄先生をはじめ多くの諸先生より有益なご教示を頂いた。ここに、記して心からお礼を申し上げたい。また、脱稿後、森本滋「公開買付規制にかかる立法的課題——強制公開買付制度を中心に——」商事法務一七三六号六頁（二〇〇五年）、同「強制公開買付制度の適用範囲について」商事法務一七三九号八三頁（二〇〇五年）に接した。