

事業統合契約に関する一考察

小 松 卓 也

- 一 序論
- 二 LG München I 判決について
- 三 定款変更は必要か？
- 四 株主の権利の侵害か？
- 五 適正な対価の規律
- 六 結語

一 序論

それまで別個の存在でありかつ各々自主独立的に事業を行っていた複数の会社が、協働的に事業を行ないかつ会社としての存在は各々維持する、というかたちがとられる場合、法的な仕組みとしてどのようなものが考えられるか。ひとつには、一方の会社が他方の会社の経営を支配しうる程度までその持分を取得する、いわゆる企業買収という方法がありうる。このような場合、協働的に事業が行なわれるといっても、当事会社間での力関係は基本的に対等であるとはいえない。また別の方法として、双方の会社の事業をともに指揮するために別途第三者たる支配会社を設定するという方法も考えられる。この場合には、前者の場合のような当事会社間での直接的な支配従属関係を生じさせるものではなく、協働事業を行なう会社はそれらを指揮する第三者の下でともに従属会社としていちおうは対等な立場に置かれる。⁽¹⁾

ところで、いわゆる事業統合とよばれるものについては、その形態に

関して現在のところ法的な定義はない。企業再編におけるひとつの方法とみることもできようが、その対象とする範囲は明確であるとはいえない。そうした状況を踏まえたうえで、本稿では、あえて、上記のふたつの場合、すなわち、支配従属関係の下で事業が協働される場合、および、第三者の下で複数の会社が協働的に事業を行なうという場合において、その協働される事業に着目した企業活動を「事業統合（Business Combination）」⁽²⁾とよぶことにする。

事業統合契約（以下「BCA」という）の法的性質ないしその有する法的拘束力については、一概には言えないが、あくまで契約当事者の意思に基づいてその解釈が行なわれるべきである、といわれている⁽³⁾。もし

-
- (1) 従属会社に少数株主が存在する場合には、たとえ協働関係にある双方の従属会社が対等な立場にあるにしても、株主の利害状況において問題が生じる、すなわちそれら従属会社の業績は支配会社の増減によって左右される、という点で、典型的な結合企業法ないしコンツェルン法の問題を伴うことになる。他方、既成の支配従属関係といういわば静的な状態を対象とするのではなく、協働的な事業関係の形成に至る過程で、株主の利害に配慮したなんらかの措置が必要となる場合も考えられる。本稿は、この形成過程に着目するものである。なお、いわゆる業務提携とよばれるものとの関係について言及しておく、双方の会社が協働的に事業を行なうという点では上記の態様と共通するといえるが、ひとまず、業務提携を、共通の支配会社の下でその指揮に服するのではなく、あくまで双方が独立した会社として協調的に事業を行なうというものと位置付けるとすれば、本稿で扱う状況とは区別されることになる。
- (2) 後述するように、近時のドイツの裁判例および学説では、そのような協働的事业の実現を目的として当事会社間で締結される契約を、“Business Combination Agreement”と称している。“Business Combination Agreement”に対して「事業統合契約」という日本語を当てることには異論もありえようが、「事業統合」という表記が幾分漠然とした内容でありながら実際上多用されている状況を鑑みれば、あえて一石を投じることも何らかの意義があるかと考えた次第である。
- (3) Reichert, Business Combination Agreements, ZGR 2015, 1, 4. なお, Strohn, Zur Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Zusammenschlussvorhaben unter Gleichen, ZHR 182, 114, 121 (2018). によれば, BCA とは,

事業統合契約に関する一考察

て、BCAにおいて定められる具体的な約定の内容として、たとえば、⁽⁴⁾つぎのようなものがある。第一に、事業方策のあり方に関するものである。将来的な事業戦略や事業目標の内容は、そもそも事業統合をする意義として重要である。⁽⁵⁾第二に、事業統合実現に向けた手続きと条件の内容である。第三に、事業統合後の取締役会と監査役会の構成に関するものである。これは、事業統合後に事業を運営する主体たとえば買収後の従属会社や新設される支配会社⁽⁶⁾が、安定的にその役割りを遂行するうえで、有用な方策であるといえる。第四に、資本面での作為もしくは不作為の措置に関する定めである。⁽⁶⁾第五に、事業統合の実現を確保するためのもの⁽⁷⁾である。

そして、BCAが締結される場合、それに対して当事会社の株主総会決議が必要であるかが問題となる。上記のようなBCAの内容およびそれに基づいて実施される様々な措置からすれば、当事会社は相応程度の変更⁽⁸⁾に直面することになる。それは、当事会社の株主の利害状況に少なからぬ影響を及ぼすものである。したがって、合併など株主総会決議を必要とする他の制度との類似性、あるいは、株主総会をとおした株主へ

企図された事業の協働に関して、当事会社の権利と義務の内容を根拠づける債務法上ないし会社法上の契約である、という見方が支配的学説である、という。

(4) 以下、Reichert, a. a. O. Fn 3, S. 6ff.

(5) なお、当事会社間で支配従属関係がある場合には、その定められた事業目標等の法的有効性が問題となりうる。また、その約定内容が当事会社の定款所定の事業目的から外れる場合には定款変更が必要になる。以上、Reichert, a. a. O. Fn 3, S. 6.

(6) たとえば、資本金の使用や自己株式の取得ないし処分について支配会社の承認を要する旨が取決められた場合、その有効性自体が問題となる。Reichert, a. a. O. Fn 3, S. 8 und 21.

(7) これは、事業統合の前提として企業買収が行なわれる場合に、特定の買収者による買収が首尾よく成功することを企図するものである。Reichert, a. a. O. Fn 3, S. 9.

(8) Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 122.

の情報開示の必要性、という点を勘案しつつ、個々の具体的なBCAについて、それが株主総会決議を必要とするものであるかどうかが問題となる。⁽⁹⁾

二 LG München I 判決について

本稿で着目するのは、2018年12月20日に下されたLG München I 判決⁽¹⁰⁾（いわゆるLinde/Praxair事件）である。事案はつぎのようなものである。⁽¹¹⁾ L社とP社は、双方の事業を統合するために持株会社（Lp社）を新設して、Lp社の統一的指揮の下で運営されるという旨のBCAを締結した。その手続きには、L社の株主に対してLp社の株式を対価とする買付申込み（Übernahmeangebot）の実施が含まれていた。最終的に、L社の株式の92.05%が買付けに応じた。⁽¹²⁾ところで、上記事業統合の交渉が公表されてから当該BCAを両社が締結するまでの間に、L社の株主（原告）の代理人は、株主総会において本件BCAの内容に関する質問を行ない、またその賛否を採決する旨を提案した。しかし、L社の株主総会において、質問に対する回答はなされず、株主の賛否にかかる採決も行なわれなかった。結局、本件の事業統合に至る手続きおよび統合のあり

(9) Reichert, a. a. O. Fn 3, S. 16.

(10) AG 2019, 225.

(11) 以下、本件事案については、Vgl. AG 2019, 225ff.; Strohn, a. a. O. Fn 3, 118f.

(12) なお、その後、買付申込みに応じず残存した株主に対しては「締め出し（Squeeze-Out）」が行なわれ、さらにL社は上場廃止となっている。Vgl. Koch, Die Zuständigkeit der Hauptversammlung für Zusammenschlussvorhaben nach dem Linde/Praxair-Modell, ZGR 2019, 588, 591; Seidel/Kromer, Fusion von Linde und Praxair auch ohne Hauptversammlungsbeschluss zulässig, AG 2019, 206, 207. これについては、当初、本件BCAにおいて、事業統合後はL社とLp社との支配契約の締結が企図されていたところ、買付申込みの結果、90%以上の株式を取得するに至ったため、支配契約ではなく締め出しが行なわれた、といわれている。Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 149.

事業統合契約に関する一考察

方は BCA で定められ、⁽¹³⁾ かつ、BCA の内容は株主総会の関与なしに実行に移されたのである。

同裁判所は、原告は自ら株主総会決議にかかる議題を提案する権利をその持分割合上有していないけれども、本件 BCA について株主総会決議が必要であるか否かを確認する権利は有しているとしたうえで、本件 BCA に関して株主総会決議は要求されないと判示した。⁽¹⁴⁾ 判旨では、三つの争点を取り上げられている。すなわち、第一に、株式法で定められていない不文の株主総会決議権限が本件において認められるかどうか、第二に、本件 BCA は隠れた支配契約であってしかるに株主総会の承認を要するといえるか否か、第三に、本件事業統合は L 社の定款変更を必要とする変化に該当するかどうか、である。以下では、隠れた支配契約に関する第二の争点は議論の対象とせず、⁽¹⁵⁾ 不文の株主総会権限および定款変更の問題を取り上げる。

そこで、まず不文の総会権限に該当するか否かの問題であるが、これはいわゆる Holz Müller 判決などで知られる議論である。⁽¹⁶⁾ 判旨は、「取引の対外的な代表権限は取締役会にあると形式的にはいえるが、株主としての権利やその財産上の権利が取締役会の決定によって侵害され、かつ、その侵害の程度について、取締役会が専ら自己の責務であり株主総会の関与は必要ないとは合理的に評価できない、という基礎的な決定事象が

(13) 本件事業統合の具体的なあり方としては、Lp 社の取締役が L 社と P 社から半分づつ選ばれ、また、L 社における資金的措置などの重要な決定は Lp 社が行ないつつも L 社側の同意を要する、といったものであった。AG 2019, 230. なお、本件事業統合の対象となるのは、L 社における事業の全てではなくその一部である。AG 2019, 229.

(14) AG 2019, 226.

(15) 支配契約の該当性について、判旨では、Lp が L 社の運営に関する権限をもつとはいえ、支配契約に相当するような指図権があるとは認められない、と判示している。AG 2019, 230.

(16) Holz Müller 判決については、すでに多くの紹介がなされているが、さしあたり、高橋英治・ドイツ会社法概説203頁以下参照 (2012)。

存在する。法律において株主総会の関与が明定されていない業務執行上の措置であっても、例外的にかつ狭い範囲ではあるが、その措置が株主総会の本質的な権限に触れまた定款変更によってのみ招じうるような作用をもたらすのであれば、株主総会の関与が問題となる」としたうえで、本件では、企業買収法（WpÜG）の規律の下で、個々の株主がコンツェルン持株会社の株式の買付申込みに応じるか否かを選択できることから、そのような状況にはない、と述べた。⁽¹⁷⁾ すなわち、「L社の株主は、株主総会のかたちでなくても、本件事業統合にかかる決定に直接関与することになる。株主の多数が反対すれば、取締役会は本件措置を実施できなくなる。それによって、実際のところ、株主は総会決議が行なわれる場合以上の力をもつ立場にある」と判示した。⁽¹⁸⁾

また、同裁判所によれば、「本件で株主総会の承認を必要とするならば、企業買収法の立法趣旨に反することになる。同法は、支配権取得の局面において、公開の買付申込みを予定しており、そこで株主の多数派が買付申込みに応じることを想定しており、株主総会決議の必要性を認めていない」としつつ、WpÜGの下でL社の株主は十分な保護を受けるといふ。すなわち、「WpÜG31条では買付申込みの対象株主が適正な対価を得ることが定められており、BGHによれば、買付申込みの対価が適正でないのであれば、当該株主は適正な対価と買付申込みの対価との差額を請求できる」といふ。⁽¹⁹⁾

さらに、判旨は、コンツェルン法全体の見地からつぎの点を指摘する。本件BCAが実施されることによってL社はLp社の従属会社と化することになるが、「圧倒的な支配的学説によると、コンツェルンにかかる加入や形成、管理について、ドイツ法は関与していないのである。事実上のコンツェルンにおいて、法規整は、支配会社による個々の措置に関

(17) 以上、AG 2019, 227.

(18) 以上、AG 2019, 227.

(19) 以上、AG 2019, 227f.

事業統合契約に関する一考察

して、従属会社およびその債権者と少数株主の保護に焦点を当てている。現行法の下では、コンツェルンの支配下に会社が入ることについて、その株主は甘受するしかない」と述べた。⁽²⁰⁾

他方で、本件 BCA において定められた措置が L 社の定款変更を要する事象に該当するか否かの問題について、判旨は「一部の学説によれば、本件 BCA は L 社が他の企業の指揮下に置かれることになる点で、構造の変更が生じることから、定款の変更が必要である、と主張されている。しかし、本裁判所は、コンツェルン傘下に入る旨の定款の定めを置く必要はないと解する。その必要性を認めることは、株式会社においてコンツェルン形成過程の規律は不要であるとする支配的学説に、明らかに反するものである」と判示している。⁽²¹⁾

三 定款変更は必要か？

上記で取り上げた判決内容と検討の順序が違ってくるが、定款変更の問題を先に扱うことにする。判旨は「一部の学説」が定款変更の必要性を主張している点に言及しているが、これは、本判決に先だって本件事業統合の内容を詳細に検討した Strohn の論稿に対するものである。そこで、Strohn の議論をみることにする。

まず、一般論として、Strohn は、会社の事業目的との関係で、コンツェルン傘下に入ること自体は株主にとって重大な問題であるとしつつも、コンツェルンに加入すること自体が定款所定の事業目的の変更に該当するかどうかは明らかでない、という。そしてコンツェルン形成の局面については WpÜG による規律で足り、事業目的に関する定款変更のための総会決議は必要ではない、とする。⁽²²⁾

本件 BCA の実施にかかる定款変更の必要性について Strohn が問題に

(20) 以上、AG 2019, 228.

(21) 以上、AG 2019, 231.

(22) 以上、Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 129ff.

するのは、本件 BCA の下で持株会社が設立され L 社がその従属会社の地位に置かれるという状況が作出されることが、L 社における当時の具体的な定款規定に合致するものかどうか、という点である。⁽²³⁾ 当時の L 社の定款規定では、「会社は、事業目的に関するもしくは直接的ないし間接的にそれに供するあらゆる措置ないし取引をすることができる。会社は、別の企業を創設または獲得しあるいは別企業に出資することができる。……会社は、その出資先企業を構造的に変更すること、当該企業を統一的な指揮下に置くこと、当該企業の有する経営上の指揮権や管理権を制限すること、あるいは、当該企業に対する持分を処分することができる。会社は、その事業体の全部ないし一部を出資先の企業に移転することができる。」という定めがあった。⁽²⁴⁾ この定款規定の内容は、Strohn が指摘するように、コンツェルン形成に関するものを含んではいるけれども、それは L 社が上位会社としてその下位会社に対して何らかの措置を行なうことに関する定めであって、本件 BCA の措置すなわち L 社が従属会社になるという状況に関するものではなく、本件 BCA の措置はこの定款規定には含まれないことになる。⁽²⁵⁾ もっとも、上記規定の最後に置かれた「会社は、その事業体の全部ないし一部を出資先の企業に移転することができる」という内容は、L 社が出資した Lp 社によって L 社の事業の一部が運営されるという本件事業統合の趣旨に合致するといえなくもない。⁽²⁶⁾ しかし、Strohn は、あくまで L 社の事業体それ自体は事業統合が行なわれた後も L 社に残存したままであって、本件の状況はこの規定に該当しない、とする。⁽²⁷⁾

(23) Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 133.

(24) Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 135. なお、Koch, a. a. O. Fn 12, S. 601f. によれば、コンツェルンを形成する旨を定款で定めることは一般的に行なわれているが、その大部分は、会社が他企業の親会社ないし持株会社の立場になるつまり従属会社を置くという旨の規定である、という。

(25) Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 137.

(26) Vgl. Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 137.

事業統合契約に関する一考察

そして、定款変更が必要とされるより実質的な根拠として、Strohn はつぎのようにいう。本件事業統合後においても、L社の日常業務は統合前と同様にL社の取締役会の指揮下で行なわれることに変わりはない。⁽²⁸⁾しかし、その戦略的な決定はLp社が担うことになるのである。とりわけ事業統合による相乗効果を実現するという観点から、L社の戦略においては統合前とは異なる決定がなされる。要するに、本件BCAの措置がもたらすこのような変化は、L社の当時の定款規定からは予見できないものであり、定款変更が要求される場面に当たる。⁽²⁹⁾と。

このようなStrohnの指摘に対して、Wilsingは、定款変更が必要になるのは、定款所定の事業内容と会社が行なう事業活動が異なる場合や取締役会がそうした異なる事業活動を企図する場合であるが、本件の構造的な変更はそれには当たらない、⁽³⁰⁾という。そして、本件の措置はL社の株主構成を変更させるだけのものであり、L社の取締役会が管理する会社財産に影響を与えるものではなく、また、L社の株主は、本件の買付申込みに対して、個々の判断でその持株を手放すか否かを決めることができる⁽³¹⁾として、定款変更にかかる株主総会決議は不要だとする。

本稿筆者の私見では、たしかにStrohnの指摘するように本件事業統合によってL社の経営戦略上の判断は変化することになるであろうが、⁽³²⁾L社の事業内容そのものが変更するわけではない。つまり、一般論として定款変更の必要性が問題となる事案ではない。ここではむしろL社の株主の保護が問題視されていると解されるので、さしあたり、株主総

(27) Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 137.

(28) Vgl. auch Seidel/Kromer, a. a. O. Fn 12, S. 208.

(29) 以上, Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 137f.

(30) Wilsing, Die Zuständigkeit der Hauptversammlung für Unternehmenszusammenschluss am Beispiel Linde/Praxair – Gedanken de lege lata und de lege ferenda, Festschrift für Marsch-Barner, 595, 600 (2018).

(31) Wilsing, a. a. O. Fn 30, S. 600.

(32) Vgl. auch Koch, a. a. O. Fn 12, S. 601.

会決議を要するか否かを検討するほうが、本件の場合にはより実質的な議論になると考えられる。

四 株主の権利の侵害か？

そこで、本件 BCA が株主総会決議の権限事項に該当するかどうかである。まず、Strohn⁽³³⁾によれば、買付申込みに対象となった L 社の株主はつぎのような状況に置かれていたという。すなわち、L 社の株主に対して、買付申込み後において L 社と Lp 社との支配契約の締結や残存株主に対する締め出しが行なわれる旨が告知されていたことから、買付申込みに応じずに L 社に残存するよりもそれに応じる方が得策だと、L 社の株主は考えたであろう。とはいえ、買付申込みに応じて Lp 社の株主となった場合であっても、Lp 社のなかでかつての P 社の株主と共存することになる。つまり、その分だけ、Lp 社を通じて間接的に有する L 社の事業に対する持分は希薄化されてしまうという不利益が生じる、と。⁽³⁴⁾

また、Strohn は、L 社の株主が買付申込みに応じる選択をしようとする場合であっても、支配的学説によれば、買付対価の適正性は判決手続きの下で争うことができず、WpÜG 所定の手続きによるしかないと解されていることから、提示された買付対価が適正なものではないと評価する株主は、買付申込みに応じない相応の理由を見出すことになる、⁽³⁵⁾という。要するに、こうした状況をみれば、L 社の株主に対する法的保

(33) なお、Strohn は、株主総会の決議事項として法定されていない場合に株主総会決議が必要とされるか否かは、ひとえに定款変更の必要性を基準として判断すればよく、「不文の株主総会決議事項」などという問題設定自体がそもそも不要である、という。Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 128. Strohn は、上記のように本件では定款変更が必要であるという点で株主総会決議の必要性をそもそも認めるのであり、以下の議論はその結論を捕捉するという意味合いも併せ持つ。

(34) 以上、Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 150f.

(35) Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 151.

事業統合契約に関する一考察

護に欠ける点があるといえることから、会社法上の保護すなわち株主総会決議が必要である、と指摘する。⁽³⁶⁾

さらに、本件 BCA においては、L 社の株主総会が L 社の事業活動上の措置に対して有する影響力が事業統合後には不当に縮小される、すなわち株主総会の権限が縮減される、ということが当初から予定されているが、こうした構造変更は、Holzmüller 判決の事案などと比べて大きなものであって、不文の株主総会決議事項である、と主張する。⁽³⁷⁾

以上のような Strohn の見解は、十分説得的ではないと考えられる。⁽³⁸⁾ というのも、たしかに本件 BCA の措置によって L 社の株主は従前とは異なる状況に置かれかつなんらかの不利な状況に直面することになりうるとはいえ、その受けることになりうる財産上の不利益が明確ではないところがある。⁽³⁹⁾

そこで、L 社の株主の保護の問題について Strohn の立場を否認する Koch の議論をみることにする。まず、Strohn の見方によれば L 社の株

(36) Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 151.

(37) Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 153. 買付申込みに応じずに残存した株主からすれば、L 社の株主総会自体の縮減化は直接的な不利益ということになるう。

(38) ところで、本件では、事業統合の下で協働的に運営されることになる事業は、L 社の全体の事業のうちの約14%程度にすぎないものであった。上記判決も、その点を考慮したうえで、株主総会決議は不要と判断している。以上、AG 2019, 229. Strohn もそうした事情を看過しているわけではないと思われるが、本稿では、Strohn の議論は理論的な観点からの問題提起であると捉えておく。

(39) なお、Strohn は、本件では定款においてたとえばつぎのような規定が置かれるべきであったという。すなわち、「会社の株主が、同等な価値の株式の交換によって、関係する他の会社と共同して設立する会社の株主になることが確保されるのであれば、会社は、事業統合計画の下で、自己の事業活動について有する支配的影響力の全部または一部を手放すことができる」という規定である。Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 154. もっとも、このような定款の定め方は、会社の事業内容それ自体についての定めではなく、その事業の運用のあり方を変えるというものである。

主は買付申込みに応じる場合および応じない場合のいずれにおいても、⁽⁴⁰⁾ 不利益な選択をすることになる。そこで、買付申込みに応じる株主の場合であるが、Kochは、買付申込みに直面する株主は、個々孤立してその判断を迫られる点で、株主総会の決議による場合とは異なる状況に置かれるとはいえ、そうした状況自体は一般的に公開買付けが行なわれる⁽⁴¹⁾ 場合と同じであるから、本件が特別なものであるとはいえない、とする。また、WpÜGの下で開示規制や買付対価の規律などがあることから、株主の保護が株主総会決議を要する場合に比べて劣るというわけではない、⁽⁴²⁾ という。

さらに、Kochによると、本件のようなLp社の株式を対価とする買付申込みの場合、金銭を対価とする買付申込みの場合と比べて、その対価の価値が将来的に変動することから、買付申込みに対する判断にかかる不確実性をより大きなものとするが、買付申込みに応じた場合には、L社の事業活動だけでなくP社の事業活動にも関与することになるとともに、事業統合後に生じうる相乗効果による利益をも享受するわけであるから、Lp社の株式の価値が増大することが期待できる、すなわち、L社の株主にとっては、そうした取引機会が本件買付申込みによって提供された⁽⁴³⁾ と捉えることもできる、という。要するに、L社の株主にとっては、むしろ有用な選択肢が提供されてよい状況に置かれたのであり、そこに不確実性が随伴しているにすぎない、⁽⁴⁴⁾ という。

(40) Vgl. auch Koch, a. a. O. Fn 12, S. 612.

(41) Koch, a. a. O. Fn 12, S. 613. なお、ここでは、買付申込みに応じた後の状況を問題とするのではなく、買付申込みに応じるさいの株主の判断状況を問題としている。つまり、買付申込みに応じてLp社の株主となった後の利害の結果は自己責任ということになるが、その入口で判断をする状況が株主ないし投資者の保護としてどうであったか、という問題である。以下の議論でも同様である。

(42) Koch, a. a. O. Fn 12, S. 614.

(43) Koch, a. a. O. Fn 12, S. 615.

(44) Koch, a. a. O. Fn 12, S. 615.

事業統合契約に関する一考察

つぎに、買付申込みに応じない株主の場合であるが、Kochは、これに該当する株主とはL社に残存する少数派の株主であるが、事業統合後における従属会社の少数株主として株式法が定めるコンツェルン法の下で保護を受けることになり、また、そうした従属会社の少数株主となる場合に招かれうる状況、たとえば支配契約が締結されうるなどの事情に関しては、あらかじめ買付申込みの時点で開示されるのであるから、株主総会決議による保護は必要ではない、とする。⁽⁴⁵⁾

以上のようなKochの議論は、L社の株主が本件BCAによって受けることになる利害状況をより明確にしつつ検討した点で、Strohnの説示よりも説得的であるかもしれない。とはいえ、L社の株主が買付申込みに応じるか否かを判断するにおいて直面する状況、すなわち、個々の株主が相応な不確実性を勘案しつつ独自に判断しなければならないという状況を、どのように評価するかが問題として残されていると考えられる。こうした局面について本稿筆者が想起するのは、一般的な問題として、不特定多数の一般投資者に対して買付申込みが行なわれる状況においては、その買付申込みそれ自体の評価たとえば買付対価の妥当性の評価だけではない判断要素が、対象となる株主に入り込む、という点である。すなわち、買付申込みに応じずに残存株主となった場合に不利な状況に置かれうるという場合に、他の株主が買付けに応じて買付けが成立してしまい自身が残存株主になることを恐れて、買付申込みに応じてしまう、という威圧性ないし強要力を買付申込みが有することが問題とされうる。⁽⁴⁶⁾ Strohnの検討においてはそうした問題点が勘案されているようにも見受けられるが、Kochにおいては必ずしもそうでないように解

(45) いうまでもなく、本件事業統合自体は、多数派の株主が買付申込みに応じることによって実現する。Vgl. auch Wilsing, a. a. O. Fn 30, S. 602.

(46) Koch, a. a. O. Fn 12, S. 618.

(47) Vgl. Mülbert/Birke, Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot, WM 2001, 705, 713. なお、アメリカ法の場合であるが、小松卓也「公開買付けにおける不当な威圧性」商事法務1616号32頁以下（2001）参照。

(48)
される。

つぎに検討するように、上述のような買付申込みにかかる威圧性の問題への対応策としては、WpÜGの規律の下での買付対価の適正性の確保が一定の役割りを果たしうると捉えることができる。かりにKochの議論が言外においてこの点を当然の前提としたものだとすれば、Kochの論旨は相応に説得的であるとも考えられる。他方、Strohnは、上記のように、L社の株主が買付申込みに応じた場合に適正な買付対価を得ることができるかどうか、法制度上それが要求されているとはいえ、その実現可能性について疑問を呈している。

五 適正な対価の規律

上記のLG München I判決およびそれを支持する立場からすれば、本件BCAに基づく措置に対しては、株主総会決議を経なくても、WpÜGに基づく情報開示および買付対価の適正性という処置からすれば、買付申込みの対象会社株主の保護の問題は生じない、ということになる。買付対価の適正性という法規律に関する議論それ自体は、本稿の対象である事業統合の問題と直接関係するものではないが、事業統合の局面で株主の利害状況に影響を及ぼすという点で関連性を有するといえる。また、法制度そのもののあり方として、買付対価の適正性の規律が不要であるもしくは存在していないという場合には、あるいは本件BCAについて株主総会の承認が必要となるのか、が問題となりえよう。そこで、以下では、WpÜGの適正対価に関する規律およびその意義に焦点を当てることにする。

買付申込みの対象となる株主に提示される対価については、WpÜG31

(48) なお、本件の買付申込みにおいては、当初はL社株式の75%以上の取得をその成立条件としていたが、のちに60%以上に引き下げられた。

Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 119.

(49) Mülbart/Birke, a. a. O. Fn 47, S. 714.

事業統合契約に関する一考察

条1項1文によって、適正な（angemessen）対価であることが要求されている。同項2文によれば、適正な対価の画定にあたっては、その株式の相場の平均値や買付者等による当該株式の取得対価が勘案されるという。具体的には、WpÜG規則（WpÜG-AngVO）3条以下が定めている。すなわち、「対価の額は、規則4条から規則6条において画定された最低額を下回ってはならない」（同規則3条2文）と定め、同規則4条では、買付申込みにかかる金融監督庁（BaFin）の承認後等の公表の直近6か月以内における、買付者等が当該株式を取得した最高額が挙げられ、同規則5条では、対象株式が国内の取引所で取引されている場合、買付申込みの決定公表の直近3か月間の平均相場を原則的規律として挙げ、さらに、同規則6条では、対象株式が国外の取引所で取引されている場合について言及している。なお、買付対価が株式である場合のその価値の画定は、上記の規則5条および規則6条による算定方法がとられる（同規則7条）。要するに、上記の適正対価の規律は、買付対価の最低基準を定めるものである。

ところで、上記31条が置かれた立法理由としては、買付申込みの手続きが時間的に切迫する状況であるため、実務上の対応も考慮し、法的安定性を高めて争いを抑止する、⁽⁵⁰⁾という点が挙げられている。また、株主の平等処遇も企図されている。⁽⁵¹⁾平等処遇については、Mülbertの説明によれば、いわゆる義務的買付申込みの場合において、⁽⁵²⁾買付者たる支配株主が以前にその取得のために払った対価が比較的高いものであれば、それを残存株主にも享受させること、および、支配権を有する持分の相対取引それ自体を認めないこと、というふたつの平等処遇規律によって、

(50) BT-Drucks. 14/7034, S. 55.

(51) BT-Drucks. 14/7034, S. 55.

(52) 義務的買付申込みは、対象会社について30%以上の議決権を取得した場合に、他の株主に対して買付申込みをすることを義務づける、というものである。

株主を保護することが考慮されている、という。⁽⁵³⁾これは、支配株主が交代する局面において、交代前の支配株主のみがいわゆる支配権プレミアムを享受することを認めない、という考え方である。

なお、Mülbertによれば、全ての株式を対象とした買付申込みが行なわれた場合にはその後の義務的買付申込みが免除されるという制度の下で、義務的買付申込みの場合に限って適正対価規律が置かれるとすれば、当初から全株式対象の買付申込みが選択されて適正対価規律が適用されないことになるつまり適正対価規律が潜脱されるおそれが生じることから、⁽⁵⁴⁾買付対価の適正性の要求は義務的買付申込みの場合に限定すべきでない⁽⁵⁵⁾と立法者は考えた、という。そうした理由に対しては、任意で行なわれる全株式対象の買付申込みの場合には、従前の支配株主と他の株主とが得る対価は買付申込みの時点では問題とならないのであるから、⁽⁵⁶⁾適正対価規律の意義が改めて問題となる、と指摘されている。

支配権の相対取引を伴わない場合の適正対価規律の意義は何か。想定されうるひとつの局面としては、敵対的企業買収の手段として対象会社の株主に対する買付申込みが考えられる。敵対的買収においては、買収者はできるだけ低い対価を提示しようとする反面で、対象株主は買収後に残存株主となりかつ不利な状況下に置かれることを恐れることから、対価に不満があっても買付申込みに応じてしまうという威圧性が介在し

(53) Mülbert, Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien (konzern) recht ZIP 2001, 1221, 1224; Vgl. auch BT-Drucks. 14/7034. S. 55.

(54) なお、ここでは、適正対価規律がない制度下での全株式対象の買付申込みにおいて、比較的低い対価で買付申込みが行なわれた局面が想定されるであろう。

(55) Mülbert, a. a. O. Fn 53, S. 1223f; Vgl. auch BT-Drucks. 14/7034. S. 60.

(56) Mülbert, a. a. O. Fn 53, S. 1225. は、かりに適正対価規律を置くことが容認されるとしても、それは義務的買付申込みの場合に限られるべきであるとする。もっとも、買付申込みの対象株主に支配株主も含まれているのかあるいは支配株主が存在しない株主構成なのか、想定される状況によって違ってこよう。

事業統合契約に関する一考察

うる。そこで、適正対価の規律が一定の役割りを果たしうる、というのが WpÜG の立法者の考え方である。⁽⁵⁷⁾ また、友好的企業買収の局面においても、経営者側が提示した対価よりも株主が持株の価値を高く評価しており、かつ、残存した場合に締め出されることが懸念されるという状況下では、買付申込みに応じさせる威圧性が働く。⁽⁵⁸⁾ 要するに、支配権プレミアムの問題が関わらない局面での適正対価規律の意義は、提示された買付対価が持株の価値に比べて低いという不満を抱く株主を保護する、という点にあると解される。

他方で、そうした適正対価規律の意義に対して、Mülbert はつぎのような批判をしている。まず、一般論的には、自由な市場取引において対象株主は買付申込みに応じるか否かを自由に判断できるのであり、またその限りにおいて、買付者も買付申込みの条件とりわけ対価について自由に決めることができるというべきである。買付者が十分な情報を開示するという法的な義務を前提としつつ、十分な情報を入手した株主の多数が買付申込みに応じたのであれば、それで問題はないのであり、立法者は、対価が低いと考える株主の立場をそうでない株主よりも尊重してはならないのである、とする。⁽⁵⁹⁾ とはいえ、こうした論旨だけでは、投資者の自由な判断が威圧性によって歪められるという問題が残されている。そこで、Mülbert は、WpÜG16 条 2 項の規定が威圧性の問題を解消するうえで有用だと指摘している。⁽⁶⁰⁾ 同規定は、企図された買付申込みが実施されその買付期間において、買付申込みに応じた株式数が買付成立の条件とされた株式数に達した場合、買付申込みに応じなかった株主に対してさらに 2 週間以内の買付期間が与えられる、という旨を定めている。

(57) 以上、Mülbert/Birke, a. a. O. Fn 47, S. 713f. もっとも、後述するように、ここでの適正対価規律の有用性については、疑問がありうる。

(58) Mülbert/Birke, a. a. O. Fn 47, S. 714.

(59) 以上、Mülbert, a. a. O. Fn 53, S. 1223.

(60) Mülbert, a. a. O. Fn 53, S. 1223.

この規律に基づけば、適正対価の規律がない状況下で提示された買付対価に不満がある場合、株主は、ひとまずは、残存株主になるという懸念を抱くことなく、買付条件を主体的に評価し行動することができる。最初の買付期間に応じなければ、その買付結果をみたくうえで改めてつぎの買付期間で行動すればよい。すなわち、残存株主になることを恐れて買付申込みに応じてしまうという行動傾向が解消あるいは緩和されることになる。⁽⁶¹⁾

もっとも、立法理由が⁽⁶²⁾のように、買付申込みにかかる時間的圧力の問題や一定の法的安定性の確保を考慮すれば、適正対価の規律は有意義であるとも考えられる。そこで適正対価規律の存在を前提とした場合の対象株主の保護をみると、まず、買付対価が適正であるか否かについて、事前に金融監督庁によって審査される。しかし、当該審査は短期間で行なわれるので、場合によっては買付対価が不適正なものであって

(61) Vgl. auch Mülberty, a. a. O. Fn 53, S. 1223. なお、WpÜG16条2項に基づいて2回目の買付申込みが実施される場合、最初の買付申込みに応じなかった株主は、その買付対価に依然として不満であっても、既に多数の株主が買付申込みに応じて買付けが成立しているのであれば、そうした外部状況に妥協して2回目の買付申込みに応じてしまう、という点からすれば、やはり主体的な行動は阻害されてしまうことになる。しかし、ここで問題となっている威圧性とは、買付成立後に残存すれば不利な状況下に置かれることを知らされている場合に、他の株主の判断や行動が不明であるため、自身がその買付対価に不満であっても、他の株主が買付申込みに応じる一方で自身が応じずに残存してしまうという結果を懸念し、その懸念が過度に働いた行動つまり買付申込みに応じるという行動をとってしまう点である。とりわけ、そうした心理的作用が強く働けば、多くの株主が提示された買付対価に不満をもっており客観的に評価すればその買付けが成功することが疑問視されるような場合であっても、十分多数の株主が応じる結果となりうる。これらの状況は、WpÜG16条2項に基づく2回目の買付申込みにおける上記のような妥協的行動とは区別されるものである。最初の買付申込みと併せてみれば、威圧性の問題は相当程度解消されえようか。

(62) 前掲注(50) 該当の本文参照。

事業統合契約に関する一考察

も看過されるおそれがある。⁽⁶³⁾ その場合には、適正でない対価で買付申込みが行なわれることになる。とはいえ、WpÜG31条において買付対価は適正である旨の定めが置かれていれば、対象株主は、それに依拠して適正な対価が得られるという前提の下に行動すればよい。実際には不適正な対価であれば、買付申込みに応じた株主は、のちに適正な対価との差額を請求できる。⁽⁶⁵⁾ 結局、買付対価にかかる対象株主の不満という問題

(63) 以上, Verse, Zum zivilrechtlichen Rechtsschutz bei Verstößen gegen die Preisbestimmungen des WpÜG, ZIP 2004, 199, 200 und 203.

(64) Verse, a. a. O. Fn 63, S. 203.

(65) BGH2014年7月29日判決 (AG 2014, 662)。なお、買付申込みに応じた株主だけでなく、応じなかった株主ものに適正な対価での持株の買取りを請求できるか否かについては、議論がある。Vgl. Verse, a. a. O. Fn 63, S. 205ff.; Zschocke, Zum Schutz des nicht annehmenden Aktionärs nach dem WpÜG, Festschrift für Marsch-Barner, 607, 618ff. (2018)。ここで上記 BGH 判決に触れておこう。事案はつぎのようなものである (以下, AG 2014, 663ff.)。被告 (Deutsche Bank) が Postbank の株式につき、2008年に1株57.25ユーロの買付価格による義務的買付申込みを行ない、その後、2010年に1株25ユーロの買付価格による買付申込みを任意で行なった。また、それらの買付申込みとは別に、被告は、Postbank の当時の親会社である Post との相対取引によって、あるいは転換社債やオプション取引を経て、Postbank 株式を取得した。原告は、上記2010年の買付申込みに応じた者であるが、2008年の買付申込みの買付価格との差額の支払を被告に対して請求した。原審は訴えを却下したが、BGH は破棄差戻し。判旨は、「WpÜG31条によれば、買付者は対象株主に対して適正な対価を提示する義務を負う。買付価格と適正対価との間に差異があった場合に、株主は買付者に対してその差額を請求できるかどうかについては、議論がある。一部の学説は、WpÜG12条の下での損害賠償請求に限られるとする。しかし、支配的学説は差額支払の請求を認める。買付価格と適正対価との差額の請求を認める支配的学説が正当である」と述べた。本件は、適正対価を算定するうえで被告が Postbank の支配権を取得した時期が問題になるという状況にあった。BGH は、Postbank の親会社である Post の株式を被告が保有しており、かつ Post と被告との間で何らかの取決めが交わされていたことから、Post と被告との関係次第では、2010年の買付申込みにおける買付価格が適正な対価ではないことになる、と判示した。以上, AG 2014, 663ff.

は解消される。⁽⁶⁶⁾要するに、支配権プレミアムの問題を伴わない局面では、適正対価規律は、買付申込みにかかる威圧性の問題を解消するうえで有用な方策であると考えられる。⁽⁶⁷⁾

ところで、WpÜG31条が定める適正な対価の算定方法それ自体が問題視されている。たとえば、支配権の相対取引を伴わない場合には、買付申込み直近の相場が基本的に基準とされることになるが、それに対しては、たとえば、相場のボラティリティー（一時的な移り変わり易さ）を勘案すれば妥当でないという指摘、あるいは、通常は買付価格は市場価格よりも相当高く設定されるから適正対価の規律は不要であるといった⁽⁶⁸⁾指摘⁽⁶⁹⁾がみられる。なお、本件事業統合においては、買付対価は統合後の運営会社の株式であり、統合によって生じうる相乗効果を買付申込み⁽⁷⁰⁾に応じた株主は享受することができた。

なお、この局面での適正な対価の算定は、WpÜGの規定の適用も含めて相当複雑なものとなる。

(66) なお、WpÜG31条の下で画定された適正な対価について株主が不満をもつ可能性もあり、その場合にも威圧性それ自体は存在するであろう。しかし、そうした場合の威圧性は、法的に問題視される類のものではないと考えられよう。

(67) 本件事業統合に話を戻すと、本件の買付申込みにあたって、買付成立後に上場廃止や支配契約の締結といった措置を行なう旨が、対象株主に対して告知されていた。AG 2019, 226; Strohn, a. a. O. Fn 3, S. 122f. すなわち、買付申込みに応じず残存した場合の不利益が懸念されたという点で、なんらかの威圧性があったといえる。他方で、上場廃止や支配契約の締結という状況それ自体に伴なう株主保護すなわち別の制度下での株主保護のあり方も踏まえれば、そうした威圧性の法的評価は容易ではない。Vgl. auch BT-Drucks. 14/7034. S. 56.

(68) Rodewald/Siems, Der Preis ist heiß - Zur Angemessenheit der Gegenleistung bei Übernahmeangeboten, ZIP 2002, 926, 928.

(69) Mülbart/Birke, a. a. O. Fn 47, S. 713. 買収の局面では、対象会社の株価が何らかの理由で低迷していることが十分想定されうるので、問題は複雑になる。

(70) Koch, a. a. O. Fn 12, S. 615.

六 結語

本件の事業統合のように、企業再編を実施する方策のひとつとしていわゆる公開買付制度が用いられた場合、買付対価にかかる規律が一定の役割りを担っていると捉えることができよう。もっとも、「適正な対価」それ自体には検討の余地があり、本件において、その規律が対象株主の保護として具体的なかたちで機能したかどうかは、明らかではない。とはいえ、一般的な制度設計の観点からすれば、そうした規律がどのような機能を有するのかを考察しておくことは、それなりに有意義であろう。

ところで、本稿で行なった議論内容とは別に、本件事業統合に関して、Wilsing は、上記判決を支持する立場からつぎのように指摘している。すなわち、本件事業統合契約のような複雑な企業活動上の企てに対して、本件の場合のように純粋な資金提供者が多くを占める株主が株主総会において評価を下すことは適切ではなく、さらに、株主総会決議を要するとすればその開催にかかるコストおよび決議取消しの可能性を伴うこととなり、当該決議を要しない場合に比べて、法的に重大な不安定さを招くことになる。要するに、法が定めていない場合に不文の株主総会決議の必要性を認めれば、新たな事業機会に対して過度に慎重な態度をとることとなってしまい、ひいては、ドイツ企業の国際的競争力にマイナスの影響を及ぼすことになる⁽⁷¹⁾。しかし、上記のような見方の下でも、その事業統合を企図した取締役の行為すなわち企図する事業統合が企業の利益に沿うものか否かが別途問われうる。結局のところ、様々な部分での細部の堅実な検討が必要ということになる。

なお、ドイツにおいては、ドイツ法に特有の制度である支配契約等の企業契約と、BCA とが連動的に用いられている状況も見受けられ、こうした点にも留意する必要があると思われる⁽⁷³⁾。

(71) Wilsing, a. a. O. Fn 30, S. 604f.

(72) Vgl. Wilsing, a. a. O. Fn 30, S. 602f.; Koch, a. a. O. Fn 12, S. 620.

(追記) 本稿は、2020年12月16日に本紀要編集担当に提出したものであり、それ以降は若干の表記上の修正を施したのみである。

(73) たとえば、支配契約および利益供与契約（これらを併せて「BGAV」とする。Vgl. AG 2015, 164.）がBCAに連動するかたちで締結される場合がある。BCAの理解に有意義と思われる裁判例を二つ取り上げておこう。いずれも、BGAVの承認にかかる株主総会決議の取消訴訟が提起されたことに対して、BGAVの登記を暫定的に求める手続き（Freigabeverfahren）が申請されたものである。まず、OLG München 2011年12月14日判決（AG 2012, 260.）は、BCAにおいて、早期にBGAVを締結し株主総会でその承認を得る旨や、BGAVの下での被支配会社の取締役特別な利益が供与される旨などが定められていた、という事案である。裁判所は、取締役供与される特別な利益は、株式法243条2項1文が定める株主総会決議取消事由である「会社又は他の株主に損害を与えて第三者に特別な利益を供与しようとする」場合に該当するとしうえて、BCAの具体的内容からみて、ここで問題となるBCAとBGAVとは（BGB139条の下で）法的に一体的なものとして捉えられるから、BGAVを承認した株主総会決議に取消事由があったか否かを評価するにあたり、上記のBCAの内容もその評価の対象となる、とした。他方で、OLG Stuttgart 2014年12月2日判決（AG 2015, 163.）は、つぎのような事案である。BCAでは、任意に買付申込みを実施することが定められていたが、のちにBGAVを締結することは定められていなかった。結果としてBGAVが締結されたが、その株主総会での承認に必要な75%以上の議決権保持にかかる株式取得は、買付申込みによるものではなく、別途取得したものであった。裁判所は、上記のOLG München判決に言及しかつそれに否定的な立場を示しつつ、かりにBCAの内容からのちのBGAVの締結の可能性が読み取れるとしても、BCAのなかで当該可能性や将来的な事業の方策に関して言及されること自体は、通例的かつ経済的合理性のある行動であるといえるから、そうした言及があるからといってBCAとBGAVが一体的に評価されることにはならない、と述べた。また、実際のBGAVの株主総会承認に至る状況からみても、双方は別個のものと捉えるべきであるとされた。