

コンツェルン形成規制としての株式公開買付 ——ドイツ連邦大蔵省の株式公開買付法試案 (Diskussionsentwurf-Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen) について

早 川 勝
(同志社大学法学部教授)

第1章 はしがき——企業結合形成コントロール手段としての株式公開買付

1965年ドイツ株式法は、企業結合に関する体系的規制を世界で最初に設けたものである。¹それは、総則で、種々の企業結合の形式（資本参加、支配・従属、コンツェルン、相互参加、企業契約上の結合）について定義し、その第三編「結合企業」において、企業契約が締結された場合の規制（第1章）、契約が締結されなかった場合の企業の従属における指揮力と責任（いわゆる事実上のコンツェルン）（第2章）、編入会社（第3章）、相互参加（第4章）およびコンツェルンにおける計算（第5章）について定める包括的規定から成り立っている。²子会社の分離独立（分社化）と他の企業による独立企業の買収とは、企業の集中の主要な原因をなしており、両者は同じ様に重要な法的手段である。しかし、これまでは、子会社の単なる分社化と他の企業のそれに対する参加という方法に対してよりも、既存の企業が他の企業によって運営されているコンツェルンに組み入られるという仕方が経済的にも法律的にもより強い関心の的となっていたことは否定できない。また、包括的企業結合規制といわれる65年株式法のコンツェルン法の主要な任務は、既存の企業集中を所与として甘受して、従属会社と結びついた最悪の危険に対処することに実質的に制限されていた。つまり、コンツェルンにおける多数者によるあくどくてひどい濫用だけを阻止することを指向するものである。この点を特に強調する場合には、コンツェルン法は、支配企業による従属会社それ自体、その少数株主および債権者に対する加害から保護する法律と性格づけることができる。しかし、その後、コンツェルンにおける利益衝突の妥当かつ適切な調整のためには、それと並んで、さらにすでに従属関係およびコンツェルン関係の創設の段階ですべての株主を保護しなければならないことが広く認識されるようになった（コンツェルン形成コントロールまたは予防的な事前保護）。これについては、マルクス・ルッター（Marcus Lutter）とウヴェ・シュナイダー（Uwe Schneider）の学問的貢献によるところが大きいと指摘されている。以上の簡単な経緯から知れるように、コンツ

ェルン形成コントロールに関する規制の問題は、学説と判例によって比較的近時にその重要性が認識され展開されてきたいわばまだうら若い法分野であるといえる。³ 企業結合法と株式公開買付規制との関係については、以下のように説明されている。企業の結合関係の基礎を形成するのは、資本に基づく結合関係である。資本関係の結合は、他の会社の株式を一気に大量に取得すれば容易に形成されることになる。一定の数量の株式を大量に取得する場合には、会社の支配権の獲得が可能となる。それは、株式公開買付の方法によって実現することができる。その意味において、株式公開買付は、企業結合関係を形成するための重要な法的手段である。したがって、株式公開買付は、直接に市場から他の会社の株式を必要だけ短期間に取得できる制度であるが、この方法によるコンツェルンの形成についても企業結合規制の重要な一分野を形成することになる。

このような企業買収の法規制については、EU レベルでは、EC 委員会が、第 13 株式公開買付指令案 (Amtsbl. 1989 Nr. C 64, S. 8.) (いわゆる公開買付指令) を公表している。⁴ これによれば、加盟国は 1999 年 1 月 1 日までに、国内法化することになっているが、まだ加盟諸国の合意をみるには至っていない。さらに、1999 年 6 月には、政治的合意に到達した欧州議会と理事会の修正案 (AG 2000, 296 所収) とこれに対する理事会の共通意見が公表されているが、合意される時期はまだ明確になっていないようである。⁵

企業買収に関する法律上の規制は、現在、ドイツにおいても存在していない。1970 年代後半に、連邦大蔵省の取引所専門委員会 (Börsensachverständigenkommission) は、企業買収に関する健全行動規制 (Wohlverhaltensregeln) としてのガイドライン (Leitsätze für Unternehmensübernahmen als Wohlverhaltensregeln) を作成した。しかし、この規制は、実務では顧みられることがあまりなかった。その後、政府の顧問委員会は、自主規制として、株式公開買付基準 (Übernahmekodex) を作成し、この基準が 1995 年 10 月 1 日から適用され、その後、改正された基準⁶が 1998 年 1 月 1 日から運用されることになった。しかし、この基準は、委員会のガイドラインにすぎないため、法的拘束力がない。実務上も、2000 年 4 月 11 日現在、DAX-100⁸の 79 企業を含む上場会社 933 の内 540 社がこの基準を認めているにすぎない。このように、イギリスのシティーコードとは異なり、ドイツの多数の会社はこの基準に従っていないため、資本市場の商慣行になるには至っていないと指摘されている。そこで、連邦大蔵省の取引所専門委員会は、1999 年 2 月に、一般的に拘束力をもつ法律として株式公開買付規制を提案することになった。

以下では、まず、2000 年 5 月 17 日の専門委員会による勧告案について言及し、つぎに、株式公開買付を広い意味における企業結合創設の一手段と捉えるという観点から、ドイツにおける、いわばコンツェルン法と資本市場との接点に位置する株式公開買付法試案⁹の規制について、それがいかなる方向をめざし、そしてどのような内容を盛り込んでいるのか、主として、試案理由書によりながら検討したい。¹⁰

第2章「株式公開買付」専門委員会の法規制勧告案

1999年末から2000年初頭までの間で続いた英ボーダーフォン・エアタッチによるマンエスマンに対する株式交換による敵対的企業買収合戦が結果的には成功裏に終わり¹¹、敵対的企業買収が企業風土に合わないといわれていたドイツにおいても、意識改革を余儀なくされてきている。

ドイツ政府は、2000年初頭に、法的規制の必要性を検討し、法規制を提案することを任務とする専門家委員会を招集した。この専門家委員会は、拘束力をもつ法規制が必要であるとの結論に達し、2000年5月17日に、将来の立法手続のための基礎として連邦議会と連邦参議院に勧告する10項目の株式公開買付法の要点について合意した。すなわち、同法は、2001年の初頭までに施行されるべきものとし、将来の株式公開買付法の中心問題に関する意見表明を含む規制提案の勧告である。このような状況を背景に、「株式公開買付」専門委員会は、2000年5月17日に、10項目の法規制の骨子を勧告案としてを公表した¹²。そこで、以下では、この委員会の勧告案について触れることにする。

専門家委員会は、株式公開買付を規制する信頼できる法的枠組みを創設することが必要であるとして、欧州経済地域における取引所で株式の取引が許可されているドイツ企業の株式公開買付を目的とする場合について規制すべきであるとする。さらに、公正な手続と透明性の最大限の確保、金融市場の規制を考慮に入れた株主や労働者の利益を配慮する政府の方向を歓迎し、買付当事会社の合同が効果的なのは、労働者の承認がある場合であるとして、共同決定の重要性を強調する。具体的には、次の10項目について勧告する。

(1) 法律上の規制

政府は、2001年初頭に施行されるように法規制を速やかに実現すべきである。この法律については、ヨーロッパ株式公開買付指令草案が基礎となる。

(2) 義務的株式公開買付申込

会社の議決権の30パーセントが取得される場合には、すべての株主に対する株式買付申込が義務づけられる。一定の場合にのみ、特に30パーセントの基準を超えても支配権が行使されない場合、または企業整理や同族間での継承などの特別事由によって義務的株式買付申込が公示されない場合には、義務的買付申込の例外が認められる。

(3) 公開買付者の反対給付（有価証券の交換と金銭の提供による株式買付申込）

公開買付者は、対象会社の持分取得の反対給付として株式を提供することができる。ただし、この株式は譲渡可能で、欧州経済地域における取引所において取引が許可されている株式でなければならない。

公開買付者は、株式公開買付申込の6か月前以内に大量の株式を金銭で取得したか、または

株式公開買付手続期間中に金銭で株式を取得した場合には、すべての株主に対して金銭を支払わなければならない。

(4) 公開買付者の反対給付額（買付価格の規制）

買付価格は、少なくとも、直近6か月内における対象会社の株式の取引所の加重平均に相当しなければならない。買付者が直近6か月の期間内に対象会社の株式を取得した場合には、買付者が支払った最高額をもって決定する。大量株式のプレミアムは、最高限15パーセントに制限される。

(5) 買付対象会社の株主と労働者に対する情報の提供

公開買付者は、買付対象会社の株主と労働者に公開買付文書において買付とその影響に関する情報をドイツ語で包括的に提供しなければならない。特に、この情報には、買付申込のための資金と買付者の買付後の財務状況、買付対象会社の将来の営業活動に関する買付者の計画（労働者とその代表に対する影響もこれに含まれる）、提供される反対給付額に関する事項が含まれる。

(6) 買付対象会社の取締役と監査役会の行為

買付対象会社の取締役と監査役会は、原則として、買付期間中は株式公開買付の成功を阻止することに役立つ行為をすることを禁じられる。対象会社は、株式公開買付に対して無防備ではない。他の魅力的な買付申込（白馬の騎士）を探すこと、株式公開買付期間中における株主総会決議に基づく防衛措置および18か月を超えない期間に総会決議がなかった場合には株主の新株引受権を認める資本増加が認められる。

対象会社の取締役は、株式公開買付に対する意見を表明しなければならない。意見表明においては、労働者代表の地位を受け入れ、会社全体の利益を考慮に入れなければならない。公開買付者は、対象会社の取締役と監査役に対して買付に関連する給付をしてはならない。

(7) 迅速な手続

公開買付申込は、買付の公示後6か月以内に完全な公開買付文書の検査のために監督官庁に送付し、監督庁の検査を遅滞なく公表しなければならない。

応諾期間は、原則として、最高限6か月である。延長は、例外的に認められる。

総会の招集期間は、2週間に短縮できる。

(8) 効果的な監視

連邦証券取引監督庁（Bundesaufsichtamt für den Wertpapierhandel (BAWe)）は、株式公開買付を監視する。連邦証券取引監督庁に、経済界、学界、投資者と労働者の代表者および専門家から構成される公開買付審議会（Übernehmerat）を設置する。この審議会は、監視、特に法令およびガイドラインの制定に際して、連邦証券取引監督庁と協議する。さらに、連邦証券取引監督庁に、不服審査委員会（Widerspruchsausschuß）が設置される。監視の任務を遂行できるようにするため人的・物的設備を整備する。

(9) 制裁

効果的な制裁を定めて、法律上の基準が遵守されるようにする。たとえば、公開買付者の議決権の休止、公開買付者が少数株主に支払うべき反対給付に利子をつける、相当な罰金などである。

(10) 締め出しに関する規制

企業の全株式の取得を可能にするために、取得者は、95 パーセントを基準として、残留株主に対して代償を支払うことができる（締め出し規制）。

以上が専門家委員会の勧告案の骨子である。この勧告案をうけて、大蔵省は、6 月に、連邦参議院の承認の必要がない株式公開買付法案を試案の形で公表した。¹³ つぎに、章を改めて、試案の規制に触れることにする。

第 3 章 株式公開買付法試案の公表の背景とその規制目的

ドイツでは、既に言及したように、連邦大蔵省の諮問機関である証券取引所専門委員会が、1979 年に公開買付ガイドラインを作成した。その後、同委員会は、EU 第 13 指令案の再検討に合わせて、1995 年に株式公開買付基準を公表し、さらに 1997 年には、同基準を改正した。しかし、この株式公開買付基準には法的拘束力がないため、法規制の必要性が主張されていた。政府もこの必要性を認め、法規制の必要性の理由について次のように述べる。

ドイツ連邦政府は、投資と労働の場の創設に関する枠組みの条件を改善するために、ドイツの持続的な現代化を目標としている。株式公開買付に関する規制は、その全体的戦略の一環をなす構成要素の一つとして位置づけられている。それは、次のような最近の目立った事情による。まず、企業買収の世界的な増加傾向がドイツにも押し寄せ、社会的にも一般公衆の強い関心を引くことになった。¹⁴ さらに、株式による個人財産の形成・保有が急激に増加していることもこの傾向の重要な背景となっている。これらの展開においては、特に、情報・通信技術の分野における技術革新ならびに規制緩和の強化が決定的な原因となっている。企業の経済活動のグローバル化と 1999 年 1 月の単一通貨ユーロの EU の 11 か国の加盟国における導入・実施は、企業の合併・買収の増加に拍車をかける。企業の買収は、ドイツにおける構造変更に重大な意味を持つものであり、さらに、開かれた経済にとって国際競争力の強化のためのもっとも重要な手段となりうる、とする。¹⁵

合併および企業買収は、通常の場合、当事会社、株主と労働者ならびに経済地域に対して、広範囲にわたって多大な影響を及ぼす。したがって、規制は、実効性のあるものであることはもちろんのこと、異なる関係者の利益を配慮しなければならない。試案においては、それ故、規制は衡平でかつ透明な手続でなければならず、他方では、過重な規制や買収を困難にすることによって構造変革のテンポを緩めることを極力回避しなければならないことが強調されてい

16
る。

さらに、試案理由書は、株式公開買付法草案の目的について、次のように説明している。まず、企業買収における大綱（Rahmensbedingungen）をドイツにおいて創設すること。つぎに、グローバル化と金融市場に対する要請とを適切に配慮することである。そして、それによって、ドイツの経済的立場と金融の場を国際競争においてもさらに一層強化することである。これらの目的を達成するために、株式公開買付法は、企業買収を促進することあるいは阻止をすることもなく、衡平で整備された買収手続を創設し、これに係わる株主と労働者のために情報の収集と提供およびその透明性を改善して、少数株主の地位を強化し、国際的に慣行となっている水準を指向しながら、そして、できる限り EU の規準を考慮に入れるべきである。¹⁷

2000 年 6 月 29 日に公表された試案は、7 章 66 条からなる。これらの立法目的とその指針が、どのように具体化されているのか、次章で検討することにする。

第 4 章 株式公開買付法試案の基本的規制内容

(1) 適用範囲

株式公開買付法は、ドイツに住所を有する会社（株式会社および株式合資会社）の株式の買付を対象とする企業買収に対して適用される。適用の前提要件として、これらの会社の株式がドイツ国内の取引所で公的取引（amtliche Handel）もしくは規制市場（geregelter Markt）、または欧州経済地域（Europäische Wirtschaftsraum）における国において組織化された市場での取引が認められていることが必要である。¹⁸この適用範囲に関する規制は、EC 指令案 1 条に対応している。買収対象会社の株式が、ドイツ国内で取引が許可されているかどうか、つまり国内の証券取引所で上場されているかどうかは問題とならない。¹⁹

試案は、株式公開買付に関する種々の定義規定を設けている。まず、株式公開買付とは、買付対象会社の支配権の獲得をいう（試案 2 条 1 項、以下、試案については条文数のみ表記する）。この支配権の獲得とは、対象会社の議決権の 30 パーセント以上を保有することである（2 条 2 項）。30 パーセントを超えて会社の議決権を取得しない場合には、株式公開買付の申込は義務づけられない。

(2) 包括的透明性の確保（情報の提供および開示）

株式公開買付の買付関係者に対する透明性の創設は、試案の重要な目的である。株主は、公開買付申込に関する状況を知った上で判断して決定できるように、情報の提供を十分に受けなければならない。それ故に、公開買付者は、包括的な情報を提供する義務を負う（3 条 2 項）。具体的には、買付申込の表明の速やかな公表義務（11 条 1 項）と公開買付文書の作成義務（11 条 2 項）である。公表の方法は、取引所が公告に利用している全国紙、金融機関の場合には広く普及している電子的な情報処理システムによる（11 条 3 項）。文書には、株式公開

買付とその影響に関する意見を表明し、さらに、公開買付文書の記載事項として、公開買付申込の内容に関する事項とその補充の事項（株式公開買付の影響、株式公開買付の資金調達、公開買付後の財務状況および共同者）が法定されている（12条2項）。さらに、計画されている住所や所在地の移転や労働者、雇用条件や労働者代表に影響を及ぼす措置のような対象会社の将来の営業活動に及ぼす株式公開買付の影響に関する事項も記載する（12条2項後段、8号）。

公開買付者は、株式公開買付手続期間の間は、常に距離を置いて、応諾期間が経過した後は、対象会社に対する資本参加に関する情報を遅滞なく提供しなければならない（25条1項2号）。さらに、公開買付者は、対象会社の株式における取引について公表義務を負う（25条2項）。また、対象会社の取締役は、株式公開買付申込に対する意見を表明し、その理由を付記する義務を負う（30条1項）。対象会社の取締役の株式公開買付申込の判断も株主には重要な情報であるからである。

これらの情報は、株主に対してだけでなく、労働者にも重要な意味をもつ。そのため、買付者が通知した情報は、対象会社の取締役が労働者ならびにその代表者に対して遅滞なく通知する義務を負う。さらに、取締役は、意見表明において株式公開買付に対する労働者の立場についても記載しなければならない（30条2項²⁰）。

（3）株式公開買付手続の迅速な実施の保証

法律上の規制は、できるだけ円滑な株式公開買付手続を指向する。これは、買付申込が対象会社に対して重大な影響を及ぼし、また不利益を与え、さらに対象会社の取締役と監査役に一定の行為を義務づけ、株式公開買付に対する意見を表明をさせ、会社の資源を一般的に拘束することになるからである。²¹

そのため、株式公開買付法試案は、公開買付手続が迅速に実施され、対象会社が所定の期間を超えて営業活動を妨げられることがないように配慮している。たとえば、買付申込表明の決定（株式公開買付の決定）を公表後2週間以内に、監督庁である連邦証券取引庁に対し、完全な株式公開買付文書を提出し（17条1項）、公表が許可されたかまたは却下されることなく受理された日から10日が経過した後に、この資料を遅滞なく公表しなければならない（同条2項）。公表は、インターネットか証券取引所が公告する全国紙または適切な場所での発表の方法による（17条3項）。応諾期間は、最高限6週間とされ、この期間の延長は、例外として法定された場合のみ許されるにすぎない。たとえば、公開買付の公表後2週間以内に対象会社が株主総会を開催する場合には、2か月間延長することが認められる（19条2項）。

監視機関の措置に対して法的救済の途を設けることにより、株式公開買付手続を円滑かつ迅速に実施することができる。つまり、法的救済は手続の速やかな進展を側面から支える役割を果たすことになる。そこで、法的救済手段として、監督庁の処分に対して裁判所における行政法および秩序違反法上の裁判が定められている。つまり、監督庁の住所地の上級裁判所が、行政の執行および過料の裁定を含む高権的措置の合法性と合目的性について裁判する（41条1

項)。この救済方法は、競争制限禁止法の規制を志向している。それは、経済的実態に関する判断にあたり、上級裁判所がすでに多くの経験を積んでおり、また、株式公開買付手続が合併規制手続に類似していることによる。²²

(4) 任意的株式公開買付申込と義務的株式公開買付申込

義務的公開買付申込は、買付者が対象会社の一定数の株式を取得した場合に、当該会社の残りの株式すべてについても買付を申込まなければならないとする制度である。この制度は、公開買付の申込を前提としない株式買付の場合において、対象会社の少数株主が自己の株式を相当な価額で譲渡できるようにするために設けられる。²³ 株式公開買付の義務的申込は、既に触れたように、議決権の30パーセントを取得する場合に、行わなければならない。この基準は、他のヨーロッパ諸国の基準に相応しており、さらに株主総会の出席率も考慮されている。買付申込は、すべての株主のすべての株式（普通株と優先株）に対してなされるが、株式の一部分を対象とする買付申込（部分的株式公開買付）は、認められない（22条）。

一定の場合には、議決権の算出の際に、申立により、議決権を算入しないことが可能である（35条）。これにより、株式買付の申込が必要でなくなる可能性が生ずる。これは、同族企業の承継に利用できる。さらに、買収申込の表明義務の免除は、法令において（36条2項）、監督庁の裁量により認められている場合がある。たとえば、相続、企業の整理・再建や総会出席者が多数のために支配権の行使が事実上可能でない場合（36条1項）などである。

株式公開買付法試案は、任意な買付申込にも強制的買付申込にも、原則として、同じ規定が適用されることを構想している。任意な買付申込（任意的株式公開買付）により支配的多数をすでに獲得した者は、さらに別の申込をする義務を負うべきではない。そうでなければ、時間も費用も余分にかかることになる。しかし、このような義務的買付申込の免除の効果は、この買付申込に適用される保護のメカニズム、特に、いわゆる最低価格規制が任意的公開買付申込によって回避されない限りにおいて、認められるにすぎない。²⁴ 本試案は、対象会社に対する支配権が、本法によって任意的株式公開買付に基づき取得された場合には、公開買付申込の義務がないことを認める（37条）。

(5) 買付者の反対給付の提供（株式交換と金銭給付）

公開買付者は、買付対象会社の株主に対する反対給付としてユーロを提供するかまたは換金可能な議決権のある株式（組織化された欧州の市場に上場されている流動性のある株式）で行うかまたは公開買付文書において自由に決定することができる（16条）。株式は、欧州経済地域圏にある取引所で取引を許可されたもの株式である。株主は、それに対して、金銭かまたは有価証券のいずれかの給付を反対給付として受領できる可能性を有しなければならない。欧州経済圏外に住所を有する企業も、上述した条件を満たす自己の株式を反対給付として提供することができる。

公開買付者は、買付申込表明の6か月以内に対象会社の5パーセント以上の株式または議決

権を金銭によって獲得した場合には、対象会社の株主に対してユーロによる金銭給付をしなければならない（16条2項1号、3項）。この規制は、少数株主が公開買付から取り残されてしまうことを阻止することを目的とする一般的平等の原則に基づく²⁵。買付者は、応募期間中に株式公開買付手続によらずに、金銭と引き換えに株式を取得する場合には、金銭給付義務を負う。

(6) 公開買付者の反対給付（買付価格の規制）

反対給付の価額は、2つの基準によって決定される。一つの基準は、対象会社の議決権のある株式については、買付申込の表明決定の公表前および支配権獲得の通知前の6か月間における株式相場の加重平均である（16条3項）。反対給付額は、これに相当するものでなければならない。他の基準によれば、公開買付者が、前述の公表前の6か月以内に対象会社の株式を取得した場合には、買付者が支払ったかまたは合意した価額の最高額を考慮に入れなければならない。この場合には、反対給付額は、右の最高額の85パーセントを下回することは許されない。この方法によれば、公開買付者は、すでに株式公開買付の前哨戦で大量株式を一定額の割増料金を支払えば取得できることになる。他の株主は、この大量株式プレミアム（Paketzuschlag）の分け前には与らない。このことは、大量株式割増料金が、通常の場合、特別の経済的機能を表現していること、つまり、この大量株式の譲渡者だけがもたらすことができる支配多数を入手するということから正当化される。15パーセントという基準は、一方では、大株主と創業社員の正当な利益を考慮し、他方で少数株主の利益を配慮している²⁶。

公開買付者が、公開買付文書の公表から株式公開買付の最終結果の公表後1年内に株式を取得する場合には、反対給付額を事後に決定した価格として、その差額を支払わなければならない（27条1項、2項）。この規制も、一般的平等原則から派生するものであって、個々の株主を特別に待遇することが阻止される²⁷。

(7) 買付対象会社の防衛措置の許容（買付対象会社の取締役と監査役に認められる行為）

試案の規制は、買付申込の応諾者が状況を完全に知った上で自主的に判断して買付申込について決定できるようにする。換言すれば、株主は、申込に対して応諾するかどうかについて決定の自由を有すべきであるとする。しかし、対象会社の取締役・監査役が防衛措置によって買付申込を不成功に終わらせることができる場合には、右の株主の自由が制限されることになる²⁸。そのため、買付対象会社の取締役・監査役は、買付期間中は、原則として、買付の成功を阻止することに役立つような行為をしてはならないという義務を負う（31条1項）。

しかし、対象会社の取締役・監査役は完全に無防備であるべきであるというのではなく、競合する他の買付者を探すことは認められる（31条3項1号）。これにより、すべての株主のために、別の買付者を引き込み、できるだけ魅力的で有利な申込条件を用意することができる。さらに、買付者の公開買付文書の公表後に、買付対象会社が総会を開催して、対抗措置を決議することが許される（31条3項2号）。この決議は、一方で総会の招集期間を短縮し、他方で

応諾期間の延長を認めることによって可能となる。たとえば、株主の新株引受権を確保した新株発行も、これを認めた対象会社の総会決議が買付申込の公表の18か月以前に行われていない限りにおいて、許される(31条3項3号)。また、株式公開買付手続中は、取締役は、日常の業務を会社全体の利益のために執行する注意義務を負う。実質的に必要でかつ企業のために経営上の措置を講じることは可能であって、株式公開買付表明の決定の公表前にすでに締結された契約またはその他の法律行為上の義務を履行することも同様に可能である(同条3項6号)。

(8) 連邦証券取引監督官庁の監視

連邦証券取引監督庁は、株式公開買付に適用される規定が遵守されるのかどうか監視する(4条)。連邦証券監督庁は、係争事件においては中立を保持し、高権的権限を行使し、そして有効な制裁を課す。

連邦証券取引監督庁の下に公開買付審議会(Übernehmerat)が設置される(5条)。この委員会は、経済界、投資者および労働者の代表者ならびにその他の専門家からなる21名の委員をもって構成され、監視の際に協力する。特に、命令の発令の際に連邦監督庁に助言する任務を担い、さらに、連邦監督庁の一定の処分に対する異議に関する不服審査委員会(Widerspruchsausschuß über Widersprüche)で共同決定する委員を選出する(5条3項)。公開買付基準に基づいて大蔵省の下で設置されている公開買付委員会(Übernahmekommission)は企業買収の監視に実績がある。公開買付審議会は、経験を積んだ経済の専門家を含めることができる。²⁹

不服審査委員会は、連邦証券取引監督庁の命令に対する異議について決定する(6条1項)。不服審査委員会の構成員は、連邦監督庁の職員と専門家から構成され(6条2項)、公開買付審議会が指名する。

法の不遵守に対して制裁が課せられる。制裁は、買付者の議決権の停止(60条)、反対給付に対する利子の付与(38条)、相当な過料など(61条)である。

(9) 少数株主の排除

ア) 少数株主の排除に関する規制は、株式公開買付法において定められるのではなく、新たな制度として株式法の中にこれに関する規定が新設される(株式法において『第4章 少数株主の排除(327条aから327条f)』が挿入される³⁰)。これは、会社の持分の95パーセントを保有する株主(主要株主)が、金銭補償(Barabfindung)の付与と引き換えに、少数株主を会社から締め出して(Squeeze-out)、全部の持分を所有して完全子会社にする法律上の制度である。

このような制度の必要性は、経済界が強く主張している。その理由として、まず、極小株主を会社に留めることが経済的に意味がないからである。少数者保護の強行規定を遵守することにより経済的出費がかさむことになる。また、少額資本参加は、実務においては、濫用されることがしばしばである。たとえば、多数株主による企業指揮を妨害し、経済的譲歩を引き出す

ことに利用される。妨害には、総会決議の取消の訴えという方法が利用される。このため、必要な組織の再編が、個々の少数株主の反対で実施することができないか、または非常に時間がかかることになる。最後に、株式の所有者が見つからないため、あるいは相続人が株式を相続したことが全く判らないために、一定数の株式を取得できない場合が生じ得る。これらの理由に加えて、さらに、EU 諸国の規制は様々であるが、比較法的観点からも、規制の必要性が指摘される。最後に、義務的株式公開買付申込方式の導入との関連でも必要となる。会社に対する全持分の買付申込義務を負う者は、事実上、単独持分所有者としての地位を獲得するために、³¹ 少額参加に対する補償の可能性も有すべきである。

少数株主の排除に関する規制については、既存の株式法上の編入制度（株式法 319 条以下）よりも緩和された要件を設けるべきである。しかし、主要株主が株式会社でないかまたは外国に住所を有する株式会社である場合には、要件を緩和できなくなる。編入は、通常、主要会社の株式を代償として少数株主に提供することを前提にする。これに対して、少数者排除には、このような制限はない。

少数者排除に関する規制に結びついた、株式に表象された法的地位の喪失は、企業家的柔軟性の強化および規定された経済上の完全な補償を考慮すれば、十分に正当化される。³²

イ) 少数株主の排除の制度の具体的内容として、主要株主の請求があるときには、総会は、相当な金銭補償をもって爾余の株主の株式を主要株主に譲渡する旨を決議することができる（株式法 327 条 a 第 1 項）。この補償額は、主要株主が、総会決議時の会社の状況を考慮して決定する（同法 327 条 b 第 1 項）。総会の譲渡決議の登記と同時に、少数株主の株式が主要株主に移転する（同法 327 条 e 第 3 項）。金銭補償額が相当でない場合には、裁判所が、申立によってその額を決定する（同法 327 条 f 第 1 項）。譲渡決議の取消原因とはならない。離脱株主は、譲渡決議の登記が公示されたものとみなされる日から 2 か月以内に、この申立をすることができる。

(10) 小括

最後に、従来の議論が試案においてどのように収斂されているか簡単に要約する。そのことは、同時に試案の重要な特徴を浮き立たせることになる。まず、株式公開買付の定義として、公開買付を買付対象会社の支配権の獲得として捉え、この支配権の獲得は、買付対象会社の議決権の 30 パーセント以上を保有することとする。

さらに、試案は、株式公開買付規制において、従来、賛否の議論が集中してきた問題の一つである義務的公開買付について、これを認める。このことは、企業結合の形成段階で少数者を保護する新たな方向に踏み切ったことを意味する。これにより、従来指摘されていた法の空白部分が埋められることになる。その場合には、ドイツ特有の問題が生ずる。つまり、この制度は、少数株主の株式を買い取るようになることから、その利益保護に役立つことになる。しかし、株式法は、企業結合法の重要な課題である少数株主保護の問題について詳細な規制を設け

ている。そこで、株式公開買付制度と株式法上の保護規制とをいかに整合的に調和させるかという問題が生ずる。この点について、本試案は、主要な保護規制を、株式公開買付法におけるよりも、株式法において少数株主の締め出しという制度を新設することによって、あくまで株式法の固有の法分野において解決するという方向を明確にしている。この選択は、EU 指令案が加盟国に認めた裁量権を行使したものである。義務的株式公開買付は、支配権の獲得を目的とする場合、つまり具体的には 30 パーセントを超えて会社の議決権を取得する場合に生ずる。

最後に、義務的株式公開買付の場合の買付価格の設定方法に関して、2つの基準を設ける。一つは、買付対象会社の議決権のある株式については、買付申込の公表および支配権獲得の通知前の 6 か月間における株式相場の加重平均である。つぎに、前述の公表前の 6 か月以内に対象会社の株式を取得した場合には、買収者が支払ったかまたは合意した価額の最高額を考慮に入れなければならない。

第5章 結語に代えて——試案の立法化の見通し

コンツェルン形成規制を導入した本試案は、2001 年に施行されることが予定されている。しかし、現在の段階では、その実現の見通しが立っていない。その理由として考えられるのは、理由書においてしばしば言及されていたように、本試案は、規制の内容の多くが、EC 指令案と合致するように構想されているため、時間的順序としては、その基準となる同指令案の成立が先行する³³。したがって、EC 指令が成立過程で妥協と修正とを余儀なくされることになれば、本試案も、それに対応して、今後大幅に修正されることが予測される。立法化のための具体的動きとしては、試案の公表後、経済界に意見照会が求められ、その意見の聴取も開始され、幅広いコンセンサスを得る努力が積み重ねられていることが伝えられている³⁴。我が国の規制の問題点との関連からすれば、既存の義務的株式公開買付制度やその場合の買付価格の規制などの再検討について、比較法的観点から参考になろう。

注

- 1 ドイツ企業結合法を模範とする企業結合法は、ブラジル（これについては参照、拙稿「ブラジルコンツェルン法の概要」産大法学 14 巻 1 号 95 頁以下（1981 年））、ポルトガル、台湾、クロアチアおよびスロベニアにおいて立法されている。
- 2 筆者は、支配企業と 1 社以上の従属会社とが支配企業の統一的指揮の下に統括される企業結合の形態の法規制、つまり 65 年株式法のドイツコンツェルン法とその後の展開、特に、コンツェルン判例法を形成している重要判例について検討している、拙稿「変態的事実上の有限会社コンツェルンにおける支配企業の責任」同志社法学 45 巻 1・2 号 43 頁以下（1993 年）、「変態的事実上の有限会社コンツェルンについて」産大法学 24 巻 3・4 号 137 頁以下（1991 年）、同「コンツェルンにおける上位会社の局外株主の保護—Holzmüller 判決を中心として」産大法学 19 巻 4 号 1 頁以下（1986 年）、同「西ドイツ株式法における個人株主訴訟」産大法学 18 巻 2・3 号 141 頁以下（1984 年）、

- 同「競争禁止と会社の従属関係—Süssen 事件を中心として」産大法学 17 巻 1・2 号 101 頁以下 (1983 年), 同「人的会社のコンツェルン法上の問題—ジェルヴェ事件判決を中心として」産大法学 16 巻 1 号 1 頁以下 (1982 年), 同「西ドイツにおける共同企業の実態とその競争政策的評価」京都産業大学論集社会科学系列 5 号 51 頁以下 (1976 年), 同「西ドイツにおける銀行と企業集中 (1・2・3 完)」産大法学 14 巻 2 号 1 頁以下・4 号 1 頁以下・15 巻 2 号 17 頁以下 (1980 年—1981 年), 同「共同子会社と二重組織」下関商経論集 21 巻 1 号 61 頁以下 (1977 年), 同「コンツェルンにおける有限会社の過半数社員の誠実義務について」下関商経論集 20 巻 2 号 61 頁以下 (1976 年), 同「事実上のコンツェルンと西独有限会社法草案」下関商経論集 20 巻 1 号 95 頁以下 (1976 年), 同「西ドイツコンツェルン法と共同投資会社」証券経済年報 11 号 168 頁以下 (1976 年), 同「事実上のコンツェルンにおける指揮力と責任」下関商経論集 16 巻 3 号 137 頁以下 (1971 年) など。
- 3 Emmerich/Sonnenschein, Konzernrecht, 4. Aufl. 1992, S. 9 f. u. 91 f.
 - 4 布井千博「EC における M&A の法規制—株式公開買付に関する EC 会社法指令第 13 指令案を中心として—(上・下)」国際商事法務 19 巻 2 号 146 頁以下, 3 号 304 頁以下 (1991 年), グリフィン「EC の株式公開買付に関する指令の改訂」国際商事法務 19 巻 3 号 277 頁以下 (1991 年)。その後, この指令案は, 96 年 2 月に修正され (ABIEG 1996 Nr. C 162 v. 06.06. 1996, S. 5 f. 拙稿「企業結合に関するヨーロッパ会社法と株式公開買付規制の調整」ジュリスト 1104 号 54 頁以下 (1997 年)), さらに, EU 議会による検討をえた後, 委員会は, 97 年に最終指令案 (KOM (97) 565 eng. (ZIP 1997, 2172 所収。)) を公表した, 野田輝久「EU とドイツにおける株式公開買付規則」青山法学論集 40 巻 2 号 55 頁以下 (1998 年)。
 - 5 Neye, Der gemeinsame Standpunkt des Rates zur 13. Richtlinie—ein entscheidender Schritt auf dem Weg zu einem europäischen Überahmerecht, AG 2000, 289 f. 修正案は, AG 2000, 296 に所収されている。
 - 6 AG 1995, 572 f. Assmann, Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, AG 1995, 563 f. 対象会社の株主の平等な取扱い, 公開買付に関する情報の即時開示, 公開買付者の買付期間中の行為基準などが主要な内容である。これについては, 江口眞樹子「ドイツにおける株式公開買付の展開」国際商事法務 19 巻 6 号 69 頁以下 (1991 年) 参照。なお, ドイツ株式法の下での買付対象会社の対抗措置の問題を論じるものとして, 徳本穰「敵対的企業買収の法的研究 (2)—対抗措置理論による利害調整と解釈論の理論的限界—」法政研究 65 巻 3—4 号 841 頁以下 (平成 11 年) 参照。
 - 7 AG 1998, 133 f. に所収。
 - 8 ドイツの株価指数には, 60 銘柄の優良株で構成されているコメルツ銀行株価指数 (コメルツ指数), ドイツ国内で一般的である主要業種のうち 19 部門から選ばれた 100 銘柄から構成されている FAZ 指数, 1988 年 7 月から標準 30 銘柄の相場がリアル・タイムで計算・表示される DAX 指数 (Deutsche Aktienindex, ドイツ株価指数) がある, 日本証券経済研究所・ヨーロッパの証券市場 1997 年版 98 頁 (平成 9 年) 参照。
 - 9 企業買収は, 様々な程度や段階であるいは局面で実施される。そのような多義にわたる企業買収手段において, 株式公開買付は, 買付対象会社の株主に対するできるだけ魅力的な提案によって一挙に多数の株式を獲得する方法である。これは, コンツェルン法, 資本市場法およびカルテル法と密接な接点を形成する。企業開示については, 商法典と 1969 年の開示法が規制し, 両者は, 1985 年貸借対照表法に規制されている。資本市場法は, ドイツでは, 伝統的に銀行法で規制される。さらに, 競争秩序にとって甘受することができない危険をもたらす企業結合は, 競争制限禁止法によって禁止される (合併規制)。結合企業間の関係について透明化することは, コンツェルン法が機能するための中心的任務であるとされる, Emmerich/Sonnenschein, aaO., S. 23. なお, Unternehmenübernahmegesetz もしくは Übernahmegesetz の訳語としては, 「企業買収法」とする方がむしろ適切であろう。しかし, 本稿では, これまで使用されることが多かった「株式公開買付法」という用語を用いることにする。なじみ親しまれてきた用語が一般的に受け入れやすいと思われたからである。なお, 本試案の試訳として, 拙訳「ドイツ株式公開買付法試案」ビジネス・レビュー 2 巻 1 号 116 頁以下 (2000 年) がある。
 - 10 試案についての解説として, Land/Hasselbach, Das neue deutsche Übernahmegesetz—Einführung und kritische Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des BMF, DB 2000, 1747 f. がある。なお, わが国にお

- いても、経営権の取得を目的とした、東証二部上場の昭栄に対する買収専門会社エム・エイ・シーによる敵対的株式公開買付の失敗（2000/2/15 日経新聞）と独大手製薬会社ベーリンガーインゲルハイム（BI）による国内大衆薬第3位のエスエス製薬に対する非友好的株式公開買付の成功（2000/2/17 日経新聞）および英ケーブル・アンド・ワイアレス（C&W）による国際デジタル通信（IDC）に対する敵対的株式公開買付の成功（1999/6/16 日経新聞）が注目を浴びた。まだ実施例が少ないとはいえ、株式公開買付だけでなく我が国の土壌になじまないと考えた敵対的株式公開買付に対する意識までも急激に変わりゆく兆しを感じとることができる。
- 11 世界最大の携帯電話サービス会社である英ボーダーフォン・エアタッチは、独通信・機械大手のマンエスマンに対して、1999年11月に株式交換による敵対的買収案を提示したが、マンエスマンはこれを拒否。しかし、結局、両者は、友好的解決に合意し、合併の決定をもって終幕となった（2000/2/5 日経新聞）。これにより、シュレーダー政権は、国内企業に対抗手段を提供して労働者の不安などを沈静化するため、外資の買収に法規制をすると伝えられた（2000/2/18 日経新聞）。
 - 12 Eckpunkte eines künftigen Übernahmegesetzes (Empfehlungen der Expertenkommission “Unternehmensübernahmen” vom 17. Mai 2000), WM Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 31/2000, 37 f.
 - 13 この法案についての概要については、「ドイツにおける企業買収法案の公表（海外情報）」商事法務1569号56頁以下（2000年）参照。
 - 14 1997年には、株式公開買付が18件であったが、1999年には37件となり、その数が急増している、Land/Hasselbach, Das neue deutsche Übernahmegesetz—Einführung und kritische Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des BMF, DB 2000, 1747.
 - 15 Bundesministerium der Finanzen, Begründung vom Diskussionsentwurf (以下 Begründung として引用), S. 61.
 - 16 Begründung, S. 62.
 - 17 Begründung, S. 67.
 - 18 市場取引には、上場審査委員会の認可を得て上場される一部市場 (amtlicher Markt, 公式市場), 特別委員会の承認によって上場される1987年に創設された二部市場 (geregelter Markt), 成長企業を対象として1997年3月から取引を開始した新二部市場 (neuer Markt), わが国の店頭登録市場に類した自由市場 (ungeregelte Freiverkehr) がある, 日本証券経済研究所・ヨーロッパの証券市場1997年版130頁以下 (平成9年) 参照。
 - 19 Begründung, S. 67 f.
 - 20 Begründung, a. a. O., S. 68.
 - 21 Begründung, a. a. O., S. 69 f.
 - 22 Begründung, S. 70.
 - 23 この制度が, コンツェルン形成コントロールの手段となることに関する言及については, 野田・前掲青山法学40巻2号69頁参照。試案の規制は, EC指令案にならったものである。
 - 24 EC指令5条2項。Begründung, S. 71.
 - 25 Begründung, S. 72.
 - 26 Begründung, S. 73.
 - 27 Begründung, a. a. O.
 - 28 Begründung, a. a. O.
 - 29 Begründung, S. 74.
 - 30 第327条aは金銭補償と引き換えにする株式の譲渡, 第327条bは金銭補償の算定, 第327条cは総会の準備, 第327条dは総会の実施, 第327条eは譲渡決議の登記, および第327条fは裁判所による補償額の検査に関して定める。
 - 31 Begründung, S. 75 f.
 - 32 Begründung, S. 76.
 - 33 Neye, Der gemeinsame Standpunkt des Rates zur 13. Richtlinie—ein entscheidender Schritt auf dem Weg zu einem europäischen Übernahmerecht, AG 2000, 289 f.
 - 34 Pötzsch/Möller, Das künftige Übernahmerecht, WM Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 31/2000, S. 31.