

支配株式の取得規制 ～ イギリスにおける公開買付（一）～

山 野 加代枝*

Acquiring Control of Another Company ～ Take - over Bids in England (I) ～

Kayoe YAMANO*

【要旨】

会社の支配権をめぐる問題はつねに会社法上の最重要問題の1つである。近時（平成26年）における会社法の改正においても会社支配権に関する事項が含まれている。1つは、支配権の異動を伴う第三者割当による募集株式の発行について特別な手続が新設されたこと、2つ目として、特別支配株主に残りの少数株主の保有する株式につき売渡請求権を与える規定が設けられたこと（キャッシュ・アウト）である。イギリス会社法では、早くから株式公開買付（TOB）（take-over bid）対象会社においてright of buy outとright of sell outの制度が設けられている。今回の改正法はわが国にもright of buy outの制度を導入したものである。株式公開買付に関して、イギリス法は世界でもっとも先進的であり、世界に影響を与えてきた。本稿は、世界の最先端を行くイギリス法の下での公開買付規制とわが国の公開買付規制との比較において支配権取得に関する規制についての検討を試みようとする研究の一部である。

- I はじめに
- II イギリスにおける支配株式の取得規制
 - (一) シティ・コードの制定とEU企業買収指令
 - 1 シティ・コードとティクオーバー・パネル
 - 2 シティ・コードの沿革
 - 3 シティ・コードとパネルの創設
 - 4 シティ・コードの変質とEU公開買付指令
 - (1) TOBに関するEU指令
 - (2) 買収防衛策に関するEU指令の立場
 - (3) オプトアウト条項の存在

*大阪電気通信大学Osaka Electro-Communication University

- (二) イギリスにおけるEU公開買付指令の国内法化
 - 1 会社法改正によるEU指令の実施
 - 2 EU公開買付指令に基づく選択的適用とイギリス会社法
 - (1) EU公開買付指令9条と11条
 - (2) Opting in 決議及びOpting out 決議
 - (3) Opting-inの効果
 - (4) 株主総会の開催を求める買付者の権限
 - 3 スクィーズ・アウト及びセル・アウト
 - (1) 公開買付先行主義
 - (2) Squeeze-out 権発生要件としての公開買付の意義
 - (3) スクィーズ・アウト権とセル・アウト権
 - 4 イギリス法の特徴

I はじめに

会社の支配権をめぐる問題は時代を超えてつねに会社法上の最重要問題の1つである。近時における会社法の改正においても会社支配権に関する事項が含まれている。すなわち、平成26年6月に成立した会社法改正において、支配権に関わる次の二つの規定が設けられた。1つは、支配権の異動を伴う第三者割当による募集株式の発行について規定が設けられたことである。公開会社では、通常は、募集株式の発行は取締役会決議によるが、支配権の異動を伴う（新たな支配株主が出現する）ことになるような募集株式発行については、特別な手続によらなければならないことになった。

さらに、2つ目として、特別支配株主は残りの少数株主の保有する株式につき売渡請求権を与えられることになった（キャッシュ・アウト）。イギリス会社法では、早くから株式公開買付（TOB）（take-over bid）対象会社の株式の90%以上を取得した者は、残りの少数株主の保有株を買取る権利が与えられ、また少数株主の方にも買取請求権が付与されている。わが国でも、今回の改正法は同種の規定を設けたのである。このように、会社の支配権（換言すれば、支配株）の取得をめぐる問題はつねに会社法上の最新かつ最重要問題の1つであることは誰の目にも疑いない事実である。その深遠かつ広範な問題の全貌を研究することなど不可能に近いが、本研究においては支配権取得の典型的な方法である公開買付に関して考察を加えることにする。株式公開買付に関して、イギリス法は世界でもっとも先進的であり、世界に影響を与えてきた。アメリカの公開買付に関する規制であるウィリアムズ・アクト（1968年）はイギリスのシティ・コードの影響を受けており、またユーロ圏内において、2004年3月30日に欧州理事会がこれを承認し、その後、欧州議会の承認を得て、2004年5月20日に発効した「公開買付に関する欧州議会及び理事会指令」はイギリスのシティ・コードの影響を強く受けている。このように、世界の最先端を行くイギリス法の下での公開買付規制とわが国の公開買付規制との比較において支配権取得に関する規制についての検討を試みようとするが本研究の目的である。

II イギリスにおける支配株式の取得規制

(一) シティ・コードの制定とEU企業買収指令

1 シティ・コードとティクオーバー・パネル

会社の支配株式を取得する一般的方法としてTOB (take-over bid、公開買付け) が利用される。アメリカに比べ企業買収 (M&A) が盛んではないと言われているヨーロッパの中で、イギリスは別であり、イギリスでは世界のどの国よりも早くから企業買収が盛んに行われてきた⁽¹⁾。第二次世界大戦後、イギリスでは公開買付けが盛んに行なわれ、多くの経験を通じてもっとも洗練され、かつ公正な規則を作り、しかも、国家による制定法としてではなく、証券・金融・産業等の関係諸団体が自治規則としてルールを作り、自主的に運用するという世界に例をみないシステムを採用してきた。

イギリスでは、シティ (ロンドン) の証券市場を利用する主要な経済団体により1968年に制定された自主規制であるThe City Code on Take-over and Mergers (「公開買付け及び合併に関するシティ・コード」) (以下シティ・コードと略称する) により支配権の変動を伴うような大量の株式取得について規制されている。本稿では、このシティ・コードを詳細に検討するが、当時、イギリス企業間できわめて盛んに行われていた公開買付けを規制するためのシティ・コードにはその前身であるルールが制定されていた。そこで、以下においては、まず、シティ・コードの前身であるルールについて簡単に触れることにする。

2 シティ・コードの沿革

シティ・コードの前身として、The Note on Amalgamation of British Businessesが1959年10月に公表されたが、そこには、次のような経緯があった。

1953年以後、イギリスで株式の公開買付けの方法による支配権取得が急増したが、それまでは特別な規制はなかった。イギリスで第二次世界大戦後の1953年及び1954年に公開買付けによる企業買収の事例が激増したが⁽²⁾、それには次のような背景があった。一言でいえば、割安な価格で対象会社 (の資産) (Assets at a Discount) の支配権を取得できる方法と考えられたからである。戦後のインフレによって固定資産の価格は上昇したが、バランスシートには古い帳簿価格で表示されたため、会社は相当な含み益を有する状況にあった。しかも、政府は利益配当に対して高い税率を適用したため株価は上昇しなかった。したがって、対象会社の支配権ないし資産を取得する方法として対象会社の株式を取得することが最も有利な手段と考えられたのである⁽³⁾。

(1) イギリス法についての研究としては、龍田節「イギリスにおけるテークオーバー・ビッド」インベストメント22巻5号、田邊光政=坂上真美「イギリスにおける株式公開買付けの法規制」(1)~(6・完)インベストメント1991年2月号4頁~1991年12月号24頁以下、小林成光「支配権の取得を目的とする株式買付け—イギリス法」法学雑誌28巻2号(大阪市大)等がある。

(2) この当時、イギリスでは頻繁に見られる公開買付けがアメリカではほとんど見られなかったことを意外に感じたことを伝える研究者がいた。すなわち、Gower's Principles of Modern Company Law (Fifth Edition) (1992) p703 Note3: 著者は1954年—55年の1年間アメリカで過ごしたが、支配権取得のためにイギリスではすでに一般的といえる公開買付けがアメリカではほとんど利用されず、委任状勧誘の争い (proxy fight) の方法が普及しているのには驚いたと述べている。

(3) Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers (Fourth Edition,1979) p.25

このような状況を背景に、イギリスでは公開買付の手法による企業買収が盛んに行なわれたが、政府も経済界も企業買収については中立的立場を維持してきた。したがって、敵対的企業買収についてさえも、支配権取得のための公開買付のoffer（買付申込）は、「安楽椅子で日向ぼっこをしている無能かつ怠惰な対象会社の経営陣を目覚ますものであり、国民資産（会社財産）を効率的に運用する契機」であるとも受け止められてきた。

それゆえ、公開買付それ自体の是非ではなく、一部に見られた弊害の除去に関心が払われた。その弊害の中には、公開買付の対象にされた会社の取締役たちが、別会社を設立して会社財産を移転し、対象会社を抜け殻にして買収を挫折させたものがあり、あるいは対象会社の新株を増発して買収に必要な資金を巨額にして買収を諦めさせるなどの例があった。買収者側でも、まず大株主から大量に株式を取得したのち、その取得価格より安い価格で残存株主に公開買付をする事例などがあった。

この時期に次の事例が注目された。Metal Industries（M社）とThorn Electrical Industries（T社）の取締役会は合併交渉を進めていたところ、Aberdare Holdings（A社）はM社の支配権を取得しようと考え、密かに市場でM社株を買い集め、ついにM社株の53%を買い集めた。まだ、大量保有報告制度のない時代である。これを知ったM社とT社は、対抗策としてM社がT社に対して500万株の新株を発行し、M社はT社の子会社となった。この500万株の新株発行により、A社のM社における持分比率は、53%から32%に低下したという事例である⁽⁴⁾。

依拠すべき準則のないままで行なわれた公開買付に伴って生じた種々の不公正な結果や好ましからざる当事者の行為を目の当たりにして動いたのは、政府や政治家ではなく、イングランド銀行であった。1959年6月に、イングランド銀行総裁は、発行業者協会に対して、引受業者協会、投資信託協会、英国保険協会、ロンドン清算銀行委員会（Committee of London Bankers）、ロンドン証券取引所と協力して、公開買付に関する準則を作成するよう依頼した。依頼を受けたこれらの団体は、シティ作業部会（City Working Party）を組織して検討を開始し、数ヶ月の検討の後、1959年10月に、Notes on Amalgamation of British Businesses（別名、Queensberry Rulesと呼ばれていた⁽⁵⁾）を作成・公表した⁽⁶⁾。

クイーンズベリー・ルール⁽⁷⁾は原則規定と手続規定とで構成される。原則規定では、①自由な証券市場は阻害されてはならない、②公開買付の申出に対して承諾するかどうかは株主自身で決定すべきである、③株主が熟慮のうえで株式の売却をするかどうか決定できるように適切な時期に重要情報が提供されるべきであり、対象会社の取締役会は重要情報を株主に提供しかつ助言すべき義務を負う、④重要情報が利用可能になるまで、株価水準は維持されるよう努力すべきである、と定められた。後にシティ・コードの最重要原則となる「株主平等取扱いの原則」は、この

(4) D. Prentice, "Take-Over Bids-The City Code on Take-Over and Mergers" McGill Law Journal Vol.18 No3 (1972) p385

(5) Gower's Principles of Modern Company Law (4th ed) p.704

(6) Johnston, The City Take-over Code (1980) p.10

(7) わが国では、一般にシティ・ノートと称されているが（龍田・前掲論文10頁；田邊＝坂上・インベストメント1991年2月号15頁）、本稿では、本国での使用例に従い、クイーンズベリー・ルールと呼ぶことにする。ちなみに、アメリカでも、Queensberry Rulesと呼ばれている、see, Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation (1983) p.573

時点ではまだ原則規定の中に見られないことが注目される。

手続規定としては、①公開買付の意思はまず対象会社の取締役会に通知されなければならない、②株主の全員が承諾した場合に必要な資金を買付者が有することにつき対象会社の取締役会は知らされる権利がある、③対象会社の取締役は、公開買付けのメリットを評価するのに十分な時間を与えられなければならない、④買付者が対象会社へアプローチ（打診）した段階では、秘密が保持されなければならない、⑤対象会社の株式につき投機的な市場が展開され、かつ公開買付が確実であるときは公表すべきである、などが定められていた⁽⁸⁾。これらのルールは、のちのシティ・コードにおいてもそのまま引き継がれる重要なルールであり、このような重要な内容のルールであったがゆえに、シティ・コードの前身といわれることになる。

クイーンズベリー・ルールは、1963年に修正され、①買付者が公開買付価格を期間中に増加（引上げ）した場合には、すでに公開買付を承諾していた株主も修正後の対価を受け取る権利があること、②対象会社の株主を等しく取り扱わなければならないこと、などが規定されたクイーンズベリー・ルールが定められた後も、公開買付はそれ以前にも増して行なわれ、1960年から1970年までの期間中に、毎年600件から1000件もの公開買付が見られた⁽⁹⁾。このように、公開買付が盛んに行なわれるようになると、ルールに従わない例が出てくるのは世の常であり、ルールの不備に関心が払われるようになってくるのは当然であろう。

ルールに従わない例として、支配権を取得した者が公開買付を行なう場合は、市場で支払った価格を考慮した公正な価格で、残存株主のすべての株主に対して公開買付をすべき旨の規定があり、この規定の趣旨からすれば、買付者が市場で買い入れた価格以上で公開買付を行なうことが要求されたにもかかわらず、支配権取得のために市場で支払った価格より低廉な買付価格で公開買付のofferをした買付者がみられた。ルールの趣旨が考慮されていなかったのである。その他、多くの不備が存在していた。特に、問題なのは、ルールを遵守しない当事者に対する対処についてである。ルールの遵守の監視が行なわれるべきであるという声が高まった⁽¹⁰⁾。

ルールを無視したとして批難の対象になったのは次の事例である。Imperial Tobacco (T社)はその保有するGallagher (G社)の相当に大量の株式を広く一般投資家の売却することを考えていた。T社はその株式(G社株)の売却を引受業者(underwriters)に委託していた。しかし、G社株には買手がつかず、引受業者の手許に残っていた。Phillip Morris (M社)とAmerican Tobacco (A社)とがG社の支配権取得に動き出し、A社はG社株式の半分を取得するために一部公開買付(partial bid)を開始した。引受業者らはA社の公開買付価額でその全部を売却する契約を締結した。G社の他の株主はそれぞれ保有するG社株式の半分だけを公開買付により売却できた。A社は、公開買付においては対象会社の株主を平等に扱うべきルールに違反して、T社からはその引受業者を通じて全部取得しながら他の株主からはそれぞれの保有株式の半分だけしか取得しなかったのである。このルール違反が咎められることはなかった⁽¹¹⁾。

(8) Johnston, The City Take-over Code (1980) p.20

(9) Johnston, The City Take-over Code (1980) p.30 ちなみに、パネルが例年発表するReportの70年から85年までの公開買付件数をみると、最も多いのが72年の427件、最も少なかったのは83年の121件であり、概して、70年代は相当に多数の事例が見られる。

(10) Johnston, The City Take-over Code (1980) p.31

(11) D. Prentice, "Take-Over Bids-The City Code on Take-Over and Mergers" McGill Law Journal Vol.18 No3 (1972) p386

3 シティ・コードとパネルの創設

公開買付に関する準則としてクイーンズベリー・ルールが存在するにもかかわらず、ルールの不遵守や不備が関係者の間で問題とされていたころ、イングランド銀行総裁とロンドン証券取引所理事長が会談し、公開買付に関する新しいシステム作りに乗り出した。発行業者協会、引受業者協会、投資信託協会、英国保険協会、ロンドン清算銀行委員会（Committee of London Bankers）、ロンドン証券取引所等がスポンサー⁽¹²⁾となり、新しい公開買付に関する規制についてシティ作業部会で検討を開始した。イングランド銀行総裁の提案で、パネル（The Panel on Take-Overs and Mergers）が設置されることになった。そして、このパネルに公開買付のルールの監視と運営を委ねることにした。その初代の事務総長（Director General）には、1954年から1964年までイングランド銀行副総裁であったSir Humphrey Mynorsが就任した。その後、この地位は、通常、マーチャント・バンクの出身者が占めることになる。パネルの事務所は、発足当初はイングランド銀行内に置かれたが、その後、証券取引所の建物内に移転し、フルタイムの事務総長のほか、副総長及び常勤のスタッフによって業務執行が行なわれることになった⁽¹³⁾。

公開買付に関するルールをさらに詳細に再検討したほか、関係当事者にルールを遵守させる機関としてパネルを設けたのであって（パネルの活動については後述）、これは、画期的なアイデアであったというべきであろう。

新設するパネルの役割ないし活動に関しては議論された。パネルが公開買付のあらゆる局面で当事者（買収者及び対象会社等）にアドバイスを与えるという点については異論はなかった。公開買付の開始前の段階において、公開買付をしようとする者が、買付申込を承諾した場合に支払うべき対価が十分に確保できる状態になっているか、承諾した対象会社の株主に履行すべき資金の借入れについては交渉中であるが、公開買付を公表する時期をどうすればよいかなどの相談に対してアドバイスを与えるのはもちろん、公開買付期間中に、対象会社の株主に対して新聞等のメディアを通じて勧誘をする際は事前にパネルにその内容の適否につき相談すべきものとするなど、あらゆる局面でアドバイスを与えることはパネルの役割であると考えられた。しかし、現実に行なわれる公開買付に関して問題が生じた場合に、パネルが事後的に何らかの裁定（ルーリング）を行なうに留めるか、それとも、問題の行為について積極的に介入すべきかについては、議論があったが、パネルは積極的に介入すべきであるという結論にいたった⁽¹⁴⁾。

シティ・コードにおいて詳細に定められたルールが、いかに公正であってもそれに違反した行為がそのまま放置されたのでは、絵に描いた餅にすぎない。そこで、ルールを遵守させるために、運用機関としてパネルを設置し、常勤の監督機関かつ執行機関が公開買付に関する行為を監視し、一定の行為をする前に当該行為が許容されるか否かを事前にパネルに相談させることによって違反を防止し、パネルにアドバイスを求めることなく違反した場合には、相応の制裁処置をパネルが講じることができるシステムを構築することとなった。

他方、シティ・コード起草委員会は、公開買付に関する新しいルールとして、1968年3月27日

(12) ワインバーグらは、これらの団体ないし機構をsponsorsと呼んでいる（Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers (Fourth Edition, 1979) p.209, note1）

(13) Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers (Fourth Edition, 1979) p.209

(14) Johnston, The City Take-over Code (1980) p.41

に「The City Code on Take-overs and Mergers」(以下、シティ・コードという)を公表した。当初のシティ・コードは、10個の一般原則(General Principles)と35個の規則(Rules)から構成されていた。シティ・コードはしばしば改正され、最終版である第10版(2011年9月19日実施)では、6個の一般原則と38個のルールから構成されている。これは、後述のEU企業買収指令を国内法化したことに対応するための改正であった。

シティ・コードが作成される過程において、きわめて注目すべき事柄について言及しておきたい。それは、シティ・コードがイギリスにおけるシティの金融・証券・産業諸団体による自主規制として制定されたということについてである。シティ・ワーキング・パーティは、シティ・コードの草案を作成する過程で、公開買付に関する規制・監督を制定法に委ね、その運用・監督も政府により任命された官僚が行なうべきか、たとえば、アメリカの証券取引委員会などのような組織に任すべきか、などについて議論した。そして、自主規制により任意的システム(voluntary system)にした方が種々の理由で好ましいという結論に達した。自主規制の方が、もし制定法によれば達成することが難しい事柄に対して、柔軟にかつ迅速に対処することができる考えた。制定法によれば、厳格な手続と形式に従って裁判官の判断を待つべきことになるが、自主規制によれば、パネルが即断即決できる点で迅速な対応が可能となる。また、制定法ではカバーしきれない様々な状況に対してより有効に対処できると考えた。制定法による硬直的な強制手続よりも、買付者側の状況、対象会社の状況、対象会社の株価の推移の状況、買付条件ないし前提条件、買付期間中に日々展開される状況への対処その他、千差万別ともいべき公開買付の種々の状況に対して、自主機関としてのパネルによる柔軟な対処の方が適切な結果を導き得ると考えた⁽¹⁵⁾。

アメリカやわが国では証券取引法⁽¹⁶⁾ないし金融商品取引法という制定法により公開買付を規制しているが、イギリスでは、このように、公開買付に関する規制は、シティ・コード及びパネルという自主規制・自主機関により運営される状況が長年の間、続いたのである。このような例は他国には見られず、イギリス特有のシステムとして注目され、かつ世界で最も先進的はシステムとして高く評価されてきた。もっとも、自主規制としてのシティ・コードの性質に変化が生じ、シティ・コードは単なる自主規制ではなく制定法上の根拠をもつことになるが、その事情について、項を改めて述べることにする。

4 シティ・コードの変質とEU公開買付指令

(1) TOBに関するEU指令

本稿はイギリスにおける公開買付規制を直接の対象とするものであるが、イギリスも加盟するEC(European Communities)ないしEU(European Union)の動きによって、シティ・コードも重大な影響をうけてきたので、EU指令が成立するまでの経緯を検討する。

① EC合併規制規則の採択

公開買付一般を内容とするものではないが、公開買付の手法による企業結合を含む合併について、独占禁止法の観点からEC(欧州共同体)域内における合併規制規則(EC Mergers

(15) Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers (Fourth Edition, 1979) p.210

(16) アメリカでは1968年に証券取引法を改正して、ウィリアム法としてその14条以下に公開買付に関する規定が設けられた。

Control Regulation) が、1989年12月21日にEC理事会によって採択され、翌年9月21日から施行された⁽¹⁷⁾。たとえば、ドイツのフォルクスワーゲン又はメルセデス・ベンツがフランスのルノーに公開買付を行なって企業結合をしようとするを何ら規制せず放置しておいてよいかの問題である。EC加盟国間で行なわれる合併に関する規制が必要であることについては早くから認識され、1973年7月には、その第1次案がEC理事会に提出された。しかし、加盟各国の規制方法その他の思惑の相違が原因で足並みが揃わず、1988年までの間に6回もの試案が提出された。その間、EC内でも合併の事例が増加する事態に直面し、合併規制規則の制定に向けた動きが活発になり、ついに1989年12月の理事会で採択される運びとなったのである。規則の目的は、非競争的な市場構造・市場支配力の形成・維持・強化を図ろうとする行為を阻止することにある。規制対象の企業結合形態は、合併、公開買付などの方法による株式取得による他の企業の全部又は一部の支配、全機能型ジョイントベンチャーなどである⁽¹⁸⁾。

EC内における一定規模以上の企業結合については、EC委員会の競争総局が審査し、その報告に基づいてEC委員会が合併を許可又は不許可の決定をすることにした。一定規模（共同体規模という）とは、合併当事会社及びその親会社、子会社の全世界における売上高合計が50億ECU⁽¹⁹⁾超であり、関係事業者の少なくとも2社のEC内での売上高合計が2億5千万ECUであって、関係事業者のそれぞれがそのEC内の売上高のうち3分の2超を同一国内で得ていない場合をいう。

企図する公開買付が成功した場合の企業結合がEC規制基準を充たすと認められる場合には、事前に欧州委員会へ届け出る義務がある。EC委員会は届出があった日から3週間かけて予備審査を行い、明らかに規制基準を充たすと認めるときは、さらに本審査に付託して詳細に審査する。競争総局は事前届出の日から4ヶ月以内に「当該結合が共同体市場と両立する」（許可する）か否か（禁止）を決定しなければならない⁽²⁰⁾。

② EU企業買収指令の発効

EU域内において、統一的な公開買付規制の必要性に言及したのは、1985年のEU域内市場に関する白書である。同白書は、一つの欧州市場を達成する手段の一つとして、国境を越えた協働を促進する必要があると、特に、企業の株式所有の形態を作り変えるため、加盟国ごとに異なる公開買付手続を改善し、魅力的なものにする必要があると説いた。これが、EUにおける企業買収指令の始まりとなった。

1987年に企業買収指令の準備草案が作成され、1989年1月に最初の企業買収指令案がEU理事会に提出された。さらに、翌年の9月に指令案が提出されたが、理事会で合意にいたらず、企業買収規制の交渉は中断されていた。EU委員会は、加盟国間において最低限の統一化を図るべく、1996年2月に新たな企業買収指令案を採択したが、多くの加盟国の同意を得ることができなかった。2001年6月には、調停委員会により指令案に関する共同声明が作成され欧州議会に提案されたが、1票差で否決され、企業買収指令案は成立しなかった⁽²¹⁾。その間、EU委

(17) 長沢文男「ECにおける合併規制に関するEC理事会規則の概要」国際商事法務18巻2号（1990年）110頁。

(18) 辰己浅嗣編著『EU 欧州統合の現在』（創元社、2004年）133頁

(19) ECUは欧州通貨単位であり、1979年からユーロが採用された1999年の前年まで用いられた。

(20) 辰己・前掲（注2）134頁

(21) 矢崎淳司・敵対的買収防衛策をめぐる法規制146頁

員会は、1999年3月に金融サービス行動計画を策定したが、その金融サービス同行動計画において、企業買収規制は欧州理事会及び欧州議会が取り組むべき優先課題の一つであるとの立場を表明していた。

イギリスは、公開買付に対する防衛策を否定することによって、EU域内で統一的な企業買収市場を形成し、より自由な競争を実現する必要があるとの立場で、企業買収指令の実現を推進しようとしたのに対して、ドイツや北欧の国々は、敵対的企業買収に晒されることにより事業会社の運営が阻害されることを恐れ、企業買収指令の導入に消極的な姿勢で臨んだ。特に、ドイツは反対の急先鋒といわれた。

紆余曲折を経て、EU委員会は、会社法専門家によるハイレベル・グループに検討を依頼し、Winter委員長率いる専門家グループがいわゆる専門家レポート⁽²²⁾を公表した。このレポートに若干の修正が加えられたのち、2004年3月30日に欧州理事会がこれを理事会承認した⁽²³⁾。その後、議会の承認を得て、2004年5月20日、「公開買付に関する欧州議会及び理事会指令」⁽²⁴⁾として発効した。加盟各国は、この指令を2006年5月20日までに国内法化すべきことになった。

③ EU指令の概要

指令は、EU内における公開買付に関する最低限の基準を定めるものである。規定の中には、加盟国に広い裁量の余地を認めるもの、規定に付加的な条項を付け加えたり、より厳格なルールにすること、国内法として採用するかどうかの選択の余地を与えるものなどがあり、たとえば、対象会社が株主総会の承認を得ずに防衛手段を講じることを禁じる指令9条は、国内法として採用しない自由も認められている。したがって、EU内において、公開買付について大枠はできたが、厳密な意味での統一法ができたものとはいえない。

指令には、6つの一般原則が定められている。イギリスのシティ・コードがモデルになっていることは明白である。第1に、対象会社の同じ種類の株主は均等に扱われるべきであり、ある者が会社の支配権を取得するときは、他の株主は保護されるべきである（3条1項a号）、第2に、対象会社の株主は公開買付に応じるかどうかを判断するに十分な時間と情報が与えられるべきであり、対象会社の取締役会は、株主に助言をする際に、公開買付の実施による対象会社の従業員の雇用・雇用条件ならびに対象会社所在地域に及ぼす影響についての見解を表明すべきである（同条項b号）、第3に、対象会社の取締役会は、株主全体の利益のために行動すべきであり、また、株主が公開買付の当否につき判断する機会を奪ってはならない（同条項c号）（対象会社の取締役会が強力な防衛策を導入して公開買付を挫折させれば、株主は公開買付の当否を判断する機会を奪われる）、第4に、対象会社、買付者その他の公開買付に関与するいかなる会社の株式についても、株価が人為的となり、市場の通常の機能が歪曲されるような虚偽の市場が形成されてはならない（同条項d号）、第5に、公開買付者は、公開買付の対

(22) Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (January 10, 2002)

(23) 末岡晶子「EU企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけとTOB規制」商事法務1733号34頁。

(24) Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids EU内における企業買収に関する規制について議論は相当に早くから行なわれていたようで、イギリス・パーミングガム大学のロバート・ベニングトン教授は、EEC委員会からの依頼を受け、ヨーロッパにおける企業買収の現状と企業買収に関する提案をまとめた報告書（ベニングトン報告書）を1974年に作成・提出している（この点につき、矢崎・前掲（注4）144頁参照）

価が、金銭であるときはその支払いが確実となった後に、その他の対価であるときはその義務の履行が確実になった後に、公開買付を公表すべきである（同条項e号）、第6に、公開買付により、対象会社の通常の事業活動が過度に妨げられないようにしなければならない（同条項f号）と規定される⁽²⁵⁾。前述のように、これらの原則規定はイギリスのシティ・コードが当初から掲げてきた10原則の一部そのものである。

以下において、重要と考えられる若干の事項についてEU指令の内容を見ておこう。

(2) 買収防衛策に関するEU指令の立場

① 取締役会の中立義務

EU指令は、敵対的な企業買収に直面した場合、取締役会は中立でなければならないとの立場である。取締役会が公開買付期間中になんらかの防衛手段を講じるためには、株主総会の事前承認を得なければならないとする（9条2項）。公開買付に応じるかどうか、防衛手段を講じるかどうかを最終的に判断すべきは、対象会社の取締役会ではなく株主であるべきであるという立場を宣言するものであり、対象会社の取締役会が公開買付の実施に関する情報を得たのち、公開買付の結果が公表されるまで、または公開買付が失効するまでの間において、他の買付者（いわゆるwhite knight）を求める行為を除き、公開買付を阻止し得るなんらかの防衛措置（特に、対象会社の支配権を取得することを継続的に阻止し得る株式発行）を講じるためには、事前に株主総会の承認を得なければならないとする。

対象会社の取締役会が公開買付の実施に関する情報を得たのち、公開買付の結果が公表されるまで、または公開買付が失効するまでの間より前に行なわれた公開買付に対する防衛策についての決定で、その一部又は全部がいまだ実施されていないものについては、それが会社の通常の業務の過程を構成するものを除き、株主総会の承認又は追認が必要である（9条3項）⁽²⁶⁾。このこととの関連において、公開買付開始前（いわゆる平時）において、株主総会が敵対的買収に対する防衛手段につき事前に承認を与えていてもその効力は否定されるという立場である。これによれば、将来の敵対的買収に備えて、取締役会の決議により株主に新株予約権を割り当てることができる内容のプランを株主総会の承認を得て決定していても、この決定は敵対的な公開買付が開始されてはじめて実施されるものであり、「その一部又は全部がまだ実施されていない」ものであるから、その効力は否定されることになる。このような立場がとられた趣旨は、平時に買収防衛策を策定して株主総会の承認を得ても、その防衛策は抽象的な仮装の買収者を想定したものであるが、株主は具体的・現実的となった当該公開買付をどう評価するかについて判断を求められるべきであるということのようである。したがって、事前の決定であってまだ実施していない防衛策は、会社の通常の業務執行ということはできず、かつその実施により公開買付を妨害するものであるときは、改めて株主総会の承認を得る必要があるという立場である⁽²⁷⁾。

(25) 末岡・前掲（注16）35頁

(26) 北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事法務1732号8頁

(27) 末岡・前掲（注15）36頁 ドイツでは、有価証券取得及び企業買収に関する法律 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz（2001 12 20）が制定されているが、敵対的買収に直面した場合、取締役会は監査役会の承認を得るだけで防衛策を講じることができることになっており、そのため、反敵対的買収法と呼ばれる。ドイツの監査役会は取締役の選解任権を持った、取締役の監督機関であり、わが国の監査役会とは全く異なる取締役会の上位機関である。

ちなみに、わが国の多くの会社は、敵対的買収に備えて事前予防的に株主総会の承認を得て、買収防衛策を導入しているが、EUのこの指令の立場から見れば、買収防衛策の発動の時点で改めて株主総会の承認が必要ということになりそうである。このEU指令は、わが国には関係が無く、EU域内においても、この規定を適用しない自由が認められている。

見方を変えていえば、株主総会の普通決議による承認を得れば、買収防衛策を発動できるということであるから、EU指令はそれほど厳格な制限とまではいえないようである。

② 特殊株式に関するブレイク・スルー

EUの加盟国では、1人の株主が行使できる議決権の上限を定める制度（議決権上限制度）、複数議決権株式、議決権の行使期間が定められた株式など種々の種類株式が発行されている。前述の会社法専門家レポートは、事前に組み込まれた公開買付を妨げる効果を持つ株式構造が存在する場合、買付者に、そのような株式構造を突破する（break-through）ことを認める必要がある、と説いた⁽²⁸⁾。すなわち、買付者が買付を成功させ、対象会社の支配権を取得した後に支配権を及ぼすことを妨げるような制度を廃止させることである。たとえば、株式の譲渡制限の制度は、公開買付との関係では、対象会社の株式構造に組み込まれた防衛手段である。また、創業者など特定の株主だけに所有を認める複数議決権株式は企業買収の防衛手段となり、これも、公開買付前に、対象会社の株式構造に組み込まれた防衛手段である。加盟各国間で予め株式構造に組み込まれる防衛手段に相違があるときは、公開買付を対等の土俵（level playing field）において行ない得ないことになり⁽²⁹⁾、EU域内においては、公開買付につき対等の競技場を目指すべきであるとして、ブレイク・スルーのルールが定められることになった⁽³⁰⁾。

まず、株式の譲渡制限については、対象会社の定款による株式の譲渡制限は、指令7条1項で定める公開買付の応募期間中（買付文書が公表された日から2週間未満であってはならず、10週間を超えてはならない）は、買付者に対して効力を生じない（指令11条2項前段）。定款による譲渡制限株式を譲渡するには譲受人を示してその譲受人が当該株式を取得することにつき会社に承認を求め、会社が承認しない限り、譲受人は会社に対して株主として扱うべきことを対抗できないが、指令のブレイク・スルーのルールによれば、甲会社が、定款規定により譲渡制限株式を発行している乙株式会社の株主に対して公開買付の申込みを行なった場合に、乙会社の譲渡制限株式の株主がこれに応じて応募（承諾）の意思表示をしたときは、この承諾が公開買付期間中であるかぎり、乙会社の承認がなくても、株式は有効に買付者に移転し、乙会社は買付者を株主として扱わなければならないことになる。ブレイク・スルーのこのルールに従えば、定款による譲渡制限株式は、公開買付期間中に限り、かつ買付者との関係に関する限り、譲渡制限のない株式と同様に扱われることになる。

(28) Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (January 10.2002) p29

(29) 敵対的企業買収には、攻撃と防禦の側面があるので、スポーツ競技に喩えた表現と思われる。

(30) ブレイク・スルーという概念はわれわれにとっては新鮮である。いつ考えだされたのであろうか。1992年に、公開買付者が会社の発行済株式資本の半分を取得したときは、議決権制限は適用しないとすべき旨の提案がされたといい、また、イタリアにおいて、1994年民営化法が、公開買付者が過半数の株式を取得したときは、議決権制限条項は消滅するとしたことが紹介されている。See, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (January 10.2002) p30, Note4

指令の批准後、対象会社とその株主間若しくはその株主間で締結された契約による合意に基づく株式譲渡の制限は、公開買付の応募期間中は、買付者に対してその効力を生じない（同条項後段）ものとされる。定款によるのではなく、発行会社とその株主との間又は株主間で株式を譲渡しない、又は譲渡するには相手方の同意を必要とするなどの契約が締結されていたとしても、この契約による合意を無視して株主が公開買付の応募期間中に買付者に対して承諾した場合は買付者は有効に株式を取得できるということになる。

次に、対象会社の定款による議決権の制限（議決権数の上制限等）は、買収防衛策につき決議する株主総会において効力を持たず（指令11条3項前段）、指令の批准後、対象会社とその株主間若しくはその株主間の契約に基づく議決権の制限は、買収防衛策につき決議する株主総会ではその効力はなく（同条項中段）、そして、複数議決権を有する株式は、買収防衛策につき決議する株主総会においては、1株1議決権と株式となる（同条項後段）⁽³¹⁾。指令11条3項前段はどのような場合を想定しているのであろうか。たとえば、甲株式会社は、発行済株式総数（すべて普通株式）が10万株、定款で1人の株主の議決権の上限を1000個とし、1000株以下の株主については1株1個の議決権を有するものと定めているとする。株主Aは6万株を所有し、B1～B40の40人の株主がそれぞれ1000株所有しているとすれば、通常の株主総会においては、Aは他の株主と同じく1000個の議決権しか有しない。この甲会社に対してX会社が公開買付を公表したところ、甲会社はその防衛策として、甲会社が新設分割（人的分割）をして新会社へ主力事業を移転させようという議案を甲会社の株主総会に提案した場合、この株主総会に限っては、Aは6万個の議決権を行使できるということになる。

これらのブレイク・スルーにより特殊な権利が排除されることにより、当該株主に損害が生じる場合には、公正な補償がされなければならない（指令11条5項）。

② 義務的公開買付の導入

EU指令5条1項は、「ある者が（単独で又は共同行為者と共同して）指令の適用のある株式の取得により、既に保有する株式と合計して会社を支配することになる一定の割合の議決権を有することになった場合には、その者は、少数株主の保護のため、公開買付をしなければならない。この公開買付は、当該株式にすべての株主に対して、そのすべての株式について行なわなければならない」と定める⁽³²⁾。これが、義務的公開買付（mandatory bid）と呼ばれるものである。会社を支配し得る株式を取得した者（共同行為者がいればその者と共同して）は、残りの株主が有するすべての株式を対象とした公開買付をする義務を負うということである。イギリスのシティ・コードの根幹をなす9条に定められる義務的公開買付の制度を採用するものと考えられる。したがって、この制度については、のちにシティ・コードを検討する際に、詳しく述べることにするが、EU指令の内容を概観しておく。「会社を支配することになる一定の割合の議決権」についてであるが、一定の割合を指令では定めず、加盟各国がその割合を定めるべきこととしている。イギリスは従来から30%基準を採用しているが、EU指令の国内化した後もこれを維持している。

(31) 矢崎・前掲（注16）152頁、北村・前掲（注19）9頁、末岡・前掲（注15）36頁

(32) 北村・前掲（注19）7頁、末岡・前掲（注15）38頁

この制度の採用は、「少数株主を保護するため」としている。公開買付が成功して、買付者が支配権を取得したということは、支配権が異動し、新しい支配者が登場したことを意味する。新しい支配者が嫌な少数株主は株式を売却して、自発的に出て行けばよく、譲渡制限株式でないかぎり、あえて新しい支配株主に買付義務を課す必要はないように思える。しかし、EU指令がここで、少数株主保護というのは、単に売却の機会を確保せよというのではなく、新支配株主に少数株主のために「公正な出口」を提供すべき義務を負わせ、反射的に少数株主は公正な出口から出ることができるようにして保護されるべきであるという趣旨である。

公正な出口を提供するために、義務的公開買付の買付価格は「衡平価格」(equitable price)でなければならないとしている(指令5条1項)。買付者(またはその共同行為者)が、公開買付の前6ヶ月以上12ヶ月以内で加盟国が定める期間内に、同一の株式取得のために支払った最高額は、衡平価格とみなし、さらに、買付者が公開買付の公表後、公開買付期間が終了するまでに、公開買付価格よりも高い価格で株式を買い付けていた場合には、買付者はその高い価格まで公開買付価格を引き上げなければならないと定める(指令5条4項)。

以上のことを具体的な例で検証してみる。ある加盟国に本店を置く甲株式会社は、同国内に本店を有する乙株式会社の議決権株式の15%を保有していた。甲会社の関連会社である丙会社(甲会社の共同行為者)も乙会社の議決権株式の5%を保有していた。甲会社が本店を置く加盟国は、EU指令5条1項にいう支配権取得の基準となる「一定の割合」を30%と定めているとする。甲会社がその後、乙会社の議決権株式の10%を取得したならば、甲会社はそれまでに有する株式数と併せて(共同行為者の保有分を含む)30%を取得したことになり、この取得が引き金(trigger)となり、甲会社は乙会社のすべての株主の保有する株式を取得するために公開買付をする義務を負うことになる。これが、義務的公開買付である。甲会社には、乙会社の残りの株主が全員、公開買付の申込を承諾したときに支払うべき対価を有するとは限らない。したがって、甲会社としては、取得した30%以上に乙会社の株式を取得する意思がないときでも、他の株主全員に対して公開買付をしなければならない義務を負うことになる。このことを換言すれば、義務的公開買付を避けたければ、特定の会社の議決権株式を一定割合(例:30%)以上取得するな、ということである。

この例で、甲会社が義務的公開買付をする場合の買付価格は、甲会社又は丙会社が義務的公開買付を開始する前6ヶ月以上12ヶ月以内に乙会社株式取得のために支払った最高価格以下であってはならないのである。たとえば、甲会社が7ヶ月前に乙社株を1株500円で取得したのが最高の価格であったとすれば、現在の乙会社の市場価格が300円だとしても、義務的公開買付の買付価格は500円を下ってはならないことになる。そして、この公開買付期間中に、丙会社(共同行為者)が乙会社の株式を1株につき550円で取得したとすれば、甲会社は公開買付の買付価格を変更して1株550円に変更することを公表しなければならないというルールである。こうして、最後まで持ち続けた少数株主は、甲会社又はその共同行為者が乙会社株式取得のために支払った最高の価格で支配株主に売却して乙会社から去ることができることになる。少数株主をこのようにして保護せよというのがEU指令の立場である。

公開買付の対価は、金銭だけ、証券だけ又は対象会社の株主が金銭又は証券を選択できるものとして提供することも可能であるが、この場合の証券(一般には株式)がEU域内において

規制市場で取引されていない（上場されていない）ものであるときは、買付対価を証券だけとすることはできず、金銭を選択的な対価としなければならない、さらに、買付者又はその共同行為者が、公開買付の一定期間（6ヶ月から12ヶ月の間で、加盟国が定める期間）前から公開買付終了の間までに、対象会社の5%以上の議決権株式を取得した場合には、買付者は金銭又は金銭選択としなければならない（指令5条5項）⁽³³⁾。

③ バイ・アウト権とセル・アウト権

EU指令は、公開買付によって買付者が対象会社の特別支配株主となった場合には、買付者に残存株主のすべての株式を売り渡すよう請求する権利（right of buy-out, right of squeeze-out）を認め、また、少数株主にも自己の保有する株式を特別支配株主が買い取るよう請求する権利（right of sell-out）を認める。すなわち、対象会社の株主全員に対するすべての株式を対象とする公開買受の後、加盟国が選択する次のいずれかの要件に該当する場合には、それぞれの権利を認める。(a) 買付者が対象会社の議決権を伴う資本の90%（加盟国は95%まで高めること可）以上、かつ対象会社の議決権の90%以上の株式を保有する場合、(b) 公開買付の応諾により、買付者が、公開買付の対象である対象会社の議決権のある株式資本の90%以上で、かつ議決権のある株式の90%以上を取得し、又は取得する契約を確実に締結した場合である（指令15条）⁽³⁴⁾。いずれの場合も、対象会社のすべての株式を対象とする公開買付であるが、(a) は、買付者が当該公開買付の開始前から保有する株式と当該公開買付の応諾数と併せて90%以上となる場合であり、(b) はすでに保有する株式を除き、当該公開買付の対象とする対象会社の議決権株式の90%以上の応諾があった場合を意味するものと解される。

対象会社の議決権株式の90%以上を取得した特別支配株主に付与される少数株主に対する売渡請求権も、少数株主の買取請求権も公開買付先行主義によっている。特別支配株主にとっては、いわば、公開買付の仕上げの局面を意味する。買付者は、対象会社のすべての株主に対して、すべての株式の取得を意図して公開買付を行なったのであるが、公開買付に応じなかった株主が存在する場合には、対象会社を完全にはそのグループ企業に統合できないばかりか、株主総会の開催、株主管理の費用を負担することになり、会社又は取締役に対して訴訟を提起する危険もあり得る。少数株主の継続的存在それ自体が負担である。このような状況を、イギリスのGreene Committee（会社法改正調査委員会）は、少数派株主による多数派株主への抑圧（oppression of the majority by the minority）と表現し⁽³⁵⁾た。

買付者が対象会社の議決権を伴う株式資本の何パーセントを取得したことを要件とするかについては、EU指令は加盟国が一定の幅の中で設定できるものとした。この点につき、専門家

(33) EU指令を国内法化した後の各国の法規制については、高橋英治＝山口幸代「EUにおける企業法制改革の最新動向」(下) 国際商事法務34巻4号(2006年)445頁、松尾健一「フランスの企業結合形成過程に関する規制」森本滋編『企業結合法の総合的研究』(商事法務、2009年)230頁、清水円香「フランス法における少数株主の締出し制度」北村雅史＝高橋英治編『グローバル化の中の会社法改正』(法律文化社、2013年)294頁、イギリス法について、松尾健一「イギリス会社法における少数株主の締出し制度の生成と展開」同志社法学61巻2号(2009年)307頁、北村雅史「イギリスの企業結合形成過程に関する規制」森本編・前掲195頁、戸倉圭太「キャッシュ・アウトに係る英国の法制と日本における制度設計への示唆」商事法務1969号(2012年)34頁、同1970号(2012年)26頁などの研究がある。

(34) 北村・前掲(注19)7頁、末岡・前掲(注15)39頁

(35) Weinberg & Blank & Greystoke『Take-overs and Mergers』(1979年) p333

委員会は、90%と95%の範囲内であるべきことを提言した。90%という要件は、少数株主の意思に関係なく買付者にその一方的意思表示で株式移転の効力を認められるべき合理的数字といえること、また、95%という要件は、加盟国の証券市場で浮動株が10%でも上場廃止基準にならない国があり、その場合には、少数株主はまだ市場で株式を売却できる状況あることを考慮すれば合理的数字であるとしている⁽³⁶⁾。

特別支配株主に少数株主に対する売渡請求権を認め、少数株主の意思を無視して特別支配株主の一方的な意思表示により株式の移転の効果を生じさせるのは、少数株主の財産権の保護という観点から問題が提起される。財産権の保護という憲法レベルの問題につき、ドイツ、フランス⁽³⁷⁾の最高裁判所が、この権利は単なる私益（private interests）を満足させるために行使されるものではないという意味で、財産権保護規定と両立しないと見られるべきでないとの判決を出している。ドイツ連邦憲法裁判所は、多数派株主の議決権の多数による企業家的決定の実施を少数派株主は、通例、阻止することができないが、少数派株主の存在が、大株主にとってすでに大きな経費、潜在的な困難性、そして場合によっては大株主にとって有意義と考えられる企業家的措置の遅延をもたらすと評価されるとし、「株主が、その株式の価値に相応する補償を受ける限り、少数派株主に対する侵害（買付者による一方的意思表示により株主たる地位を奪うこと）が、その資本投資に関し、この基本権（所有権）に照らすと、特に重大であると評価される場合であっても、憲法上、異議を唱えることはできない。その場合、少数派株主には、資本市場が機能しているときには、通常、同じ又は類似の目的の企業における代替的資本投資を見つけることができる。具体的な所有権の現実の価値において、まだ明らかでない利益の単なる期待及び将来の利益の可能性並びに機会と条件—その内部で企業がその活動を展開する—は、原則として、所有権の保障によって保護される範囲の外にある。このことは、株式の所有権にも妥当する」と説いている⁽³⁸⁾。専門家レポートも、この権利には、会社の効率的な運営及び流動的な有価証券市場の形成という公共の目的に資するものという一般的かつ公共的利益（general and public interest）が内在するとして、その合理性を是認している⁽³⁹⁾。

セル・アウト権を正当化するものとして次のことが挙げられる。公開買付後、支配株主はその支配的地位を悪用しがちである。たとえば、身近な関係会社との取引をするようになり、配当政策を変更し、グループ会社の目的に合わせた事業方針に変更し、少数株主への情報提供を減らすことなどが行われがちである。また、公開買付の結果として、市場は流動的でなくなり、少数株主は単に市場での売却では適切な補償を得ることができない⁽⁴⁰⁾。

対象会社の議決権株式を90%以上保有する支配株主が出現した場合には、少数株主は会社の

(36) Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (January 10.2002) p64

(37) フランス法の状況につき、清弘正子「少数派による資本多数決の濫用とその制裁」国際商事法務24巻9号（1996年）933頁、同10号（1996年）1054頁参照。

(38) マティス・ハーバーザック「ドイツ企業法に関する連邦憲法裁判所の判決」（正井正篤訳）商事法務2019号（2013年）41～42頁

(39) Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (January 10.2002) p61

(40) Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (January 10.2002) p62

意思決定という観点からは全く無力な株主となる。このような状況下では、上場廃止基準に触れ、一般の株式市場で自由に売却する途も閉ざされている。専門家グループの聴き取り調査において、少数株主はすべての株主に対する公開買付の申込が行われたのであるから、それを応諾することができたのに、それを拒絶したのであるか、改めて同一買付者に株式の買取請求を認める必要はない、という見解もあったようである。しかし、専門家グループは、この見解に賛成しなかった。公開買付の価格に不満があり、又は会社のために有望な見通しがないと考えて応諾しなかった株主も、公開買付の結果を見てその決定を変更する権利を与えられるべきであるとの理由からである⁽⁴¹⁾。

このような少数株主に公正な出口を提供する手段の一つとして特別支配株主に対して買取請求権を行使することができるものとすべきという立場には、上記のほかに強力な異論はなかったようである。しかし、これらの少数株主を対価の点で特別有利に扱う必要はなく、せいぜい、公開買付に応じてかれらより先に株式を手放した応諾者よりも不利な扱いを受けないという限度で保護すれば十分であるとされる。

なお、バイ・アウト権もセル・アウト権も、公開買付期間の終了後3ヶ月以内に行使しなければならない（指令15条4項、16条3項）。

(3) オプトアウト条項の存在

EUは加盟各国の国境を越えて共同市場を創設しようとする理念に基づいており、資本の自由な移動をめざしている。EU公開買付指令もその一環として形成されたものであることはいうまでもない。しかしながら、株式公開買付の規制に関しては、加盟各国間、特にイギリス対ドイツ、オランダ等の間で、それぞれの国の国内の企業経営の実情の違いを反映して利害が対立し、妥協の法制として同指令は成立した。

公開買付が開始された後は、対象会社の取締役会は中立義務を負い、買取防衛策を発動するには株主総会の承認を要することなどを定めた指令9条2項、3項及びブレイク・スルーを定めた指令11条の規定を締約国に留保する権利（reserve the right not to require）を認めた（指令12条1項）。EU公開買付指令の核心的条項である取締役会の中立義務及びブレイク・スルーに関する規定について、加盟国に留保権があり、加盟国がこの指令を国内法化する際に、これらの規定の適用を排除することができることになっている。したがって、同じEU域内でも公開買付規制が完全に統一されているとはいえないことになる。

加盟国が上述の9条2項・3項及び11条の規定の適用を排除（オプト・アウト）している場合でも、当該加盟国の会社がこれらの規定を採用する（オプト・イン）ことを認めるべきものとする規定がある（指令12条2項）。加盟国が上述の諸規定を留保していても、当該加盟国の会社が個別に上述の諸規定の適用を受ける選択ができるということである。

(二) イギリスにおけるEU公開買付指令の国内法化

1 会社法改正によるEU指令の実施

2005年1月20日、イギリス貿易産業省（Department of Trade and Industry, 以下DTIと略

(41) 専門家レポート・supra note19 at p62

称)は、EU公開買付指令の会社法施行のための諮問文書⁽⁴²⁾を公表し、会社法を改正(追加規定を設けることに)して、EU指令を国内法化することを提案した。同日、テイクオーバー・パネルも、DTIの施行提案に併せて、EU公開買付指令に伴うシティ・コードの改正点などを示す説明文書を公表した。

(1) 2006年会社法改正

イギリスでのEU公開買付指令の国内法化は、会社法を改正することにより実施することにした。2006年の会社法改正において、「Part 28 Takeover」(第28編、公開買付)を設け、そこにEU公開買付指令を国内法化するための規定を追加した⁽⁴³⁾。以下において、追加された会社法の規定の内容を紹介する。

(2) 監督機関としてのテイクオーバー・パネルの指定

EU公開買付指令は、加盟国が公開買付を監督する機関を指定することを要求している(指令4条1項)。公開買付の機関は、原則として、対象会社の株式が取引されている規制市場のある加盟国が管轄する。監督機関は、公的機関のほか民間団体でもよい(指令4条1項)ことになっており、イギリスでは、従来から存在するパネルがその監督機関として指定されることになった。

イギリス会社法(以下、英会と略称する)942条1項は、「The Panel on Takeovers and Mergers(公開買付及び合併に関するパネル、以下単に、パネルと略称)として知られる団体は、会社法本編(Part28)によって授与される役割(functions)を有する」と定める。こうして、パネル⁽⁴⁴⁾は、制定法により公開買付に関する監督機関として授権された。

パネルはその職責(functions)の目的のために必要または便宜と認めるあらゆる行為をすることができ、また、パネルは、その委員会、役員その他の者により遂行されるべきその職責のために協定(arrangements)を結ぶことができるものとされている(英会942条2項、3項)⁽⁴⁵⁾。

(3) パネルの規則制定権限等

パネルは、EU公開買付指令3条以下に規定される条項を実施するためのルールを制定しなければならない(英会943条1項)。これにより、パネルはイギリスにおける公開買付の監督機関であるだけでなく、EU公開買付指令に規定される条項を実施するための規則制定権限を付与された。さらに、パネルは、公開買付、合併その他会社の所有又は支配に直接又は間接に効力を及ぼすその他の条項(provision)をも作成することができる(英会943条2項)。従来から存在する公開買付に関するシティ・コードは、民間団体の純粋な自主規制としての性質を有していたが、会社法のこの規定によりシティ・コードは、単なる自主規制ではなく、会社法に

(42) A Consultative Document-Company Law Implementation of the European Directive on Takeover Bids

(43) 2006年改正の前からイギリス会社法には「Takeover」に関する規定が存在していた。たとえば、1985年会社法 Part XIII A-Takeover Offersの中に428条が置かれ、会社法の意義における公開買付を定義していたが、この規定は、公開買付が成功し、90%以上取得した特別支配株主に残余株主に対する売渡請求権を付与する規定及び特別支配株主が現われた場合に少数株主に自己の有する株式の買取請求権を認める制度を導入するための前提となる規定にすぎなかった。

(44) パネルは、法人化された団体ではないが、本章(28編第1章)の許で、その名において起訴手続をする能力を有し、その名において他の者による訴訟手続に応訴する能力を有する(英会960条)。

(45) パネルがその職責の履行において行った行為により何人かに損害が生じても、パネル又はその職務に従事した者は責任を負わないとの免責規定がある(英会961条1項、2項)。しかし、その行為又は不作為が悪意であった場合は免責されない(同条3項)。従来から、パネルの裁定その他の判断については、裁判所の判決・決定に劣らない高い信頼が寄せられてきた。

根拠を有する公開買付の監督機関であるパネルが、制定法により授権された規則制定権に基づいて制定した規則というべきことになった。

EU公開買付指令において定められる公開買付の行為は、シティ・コードに従って行われるべきことになるが、当事者の行為が規則に適合して行われているかどうかを監督するのがパネルの職責である。そこで、会社法は、「(1) パネルは、規則の解釈、適用および効力に関し裁定 (Rulings) をすることができる。規則 (ルール) に定められた程度において、裁定は拘束力を有する。」(英会945条1項、2項) とする。ここに、パネルの特殊性を見ることができる。三権分立の原則によれば、立法 (法ないし規則の制定権限)、行政 (法ないし規則に従った執行)、司法 (解釈) は別個の機関とされているが、パネルは、自ら規則を作り⁽⁴⁶⁾、その規則の解釈・運用の延長線上で裁定という行政的かつ司法的な役割を全部兼ねているのである。もちろん、この裁定は最終的な拘束力を有するものではなく、パネルの裁定に不服の者に再審査を求める権利を与え、さらにその再審査にも不服の者には異議の申立ての権利が与えられており、パネル内部での誤った判断を回避するシステムが構築されている。会社法は、この点につき、次のような規定を設けている。

パネルの日常の業務は、執行部が担当しており、その業務の過程で裁定を下すのは執行部である。そして、(1) ルールで定められたパネルの決定によりある者が影響を受けた場合に、パネルの委員会 (Hearings Committee)⁽⁴⁷⁾ による再吟味に付するための決定のためのルールが備えられなければならないとされ、(2) ルールはまたHearings Committeeの職責についても定めなければならないとされている (英会951条1項、2項)。さらに、(3) ルールが定める事由及び条件の許でHearings Committeeの決定に対して独立の裁定機関 (Takeover Appeal Board)⁽⁴⁸⁾ への異議申立の権利をルール (シティ・コード) は備えなければならない (英会951条3項)。

さらに、規則 (シティ・コードのこと) には、Hearings Committeeにおける審理の手続に関する事項 (申請期限の制限を含む)、その手続における証拠に関する事項、Hearings Committeeが扱うことができる事項、Hearings Committee及び Appeal Boardの決定の強制に関する事項 (以上、951条4項)、執行部の職員又はメンバーとして裁定を下した者が、Hearings Committee 又はAppeal Boardのメンバーとして関与することを回避することに関する事項について定めなければならない (英会951条5項)。

パネルが作成するルールには、何人かがルールに違反する行為又はルール違反となるおそれのある特定の行為をすることを抑制するために、パネルが必要と考える指令 (命令) をすることをパネルに授権する規程を含むことができる (英会946条)。

(46) パネルによる規則の作成・変更等は、制定法の制定等に準拠し、パブリック・コメントの機会を設け、慎重に行われる。

(47) 裁定というかたちによるパネル執行部の判断に不満のある者の申出により同じパネル内に設けられる委員会であり、いわば再審委員会ともいうべきものである。この委員会については、のちにより詳しく述べる。

(48) Takeover Appeal Boardは、Hearings Committeeの決定に不服の者からさらに上級の審査機関として異議を受け付け、審査するパネル内の機関である。従来からパネル内には、パネルの裁定に不服の者のために、Hearings CommitteeとAppeal Committeeとが設置されており、その仕組みはEU公開買付指令の実施後も変わらないが、Appeal CommitteeがAppeal Boardに表現が変わった点が注目される。

(4) パネルの情報収集

公開買付に関する監督機関としての役割を果たす上で重要なのが情報収集である。パネルは、書面による通知によって関係者に対して特定の事項について記載した書類の提出を要求することができ、被請求者は合理的期間内に書面を提出しなければならない（英会947条1項、2項）。虚偽の情報を開示した者は、虚偽であることを知らず、虚偽であることにつき疑うべき理由がなく、情報提供義務違反を回避するためにあらゆる手段を採り、かつあらゆる注意義務を尽くしたのでない限り、犯罪となる（英会949条1項）。この罪を犯した者は、2年を超えない懲役又は罰金（併科も可）に処せられる（英会949条2項）。

パネルに提供される情報は、パネルがその職務を遂行するためのものとしてのみ使用しなければならない。提供された情報の開示は制限される。すなわち、パネルがその職権の行使に関して提供された個人の私的な事柄又は特殊の事業に関する情報は、当該個人の生存中又は当該事業が継続中、当該個人又は当該事業者の同意がない限り開示してはならない（英会948条2項）。本条第2項は、当該情報が他の情報源から得られ又は他の情報源から公衆に提供されるものであるときは、適用しない（英会948条8項）。

(5) パネルの制裁の権限

ルールに違反した者、946条に定めるパネルの指示（命令）に従わなかった者に制裁を科すパネルの権限に関する条項を（シティ・コードに）含むことができる（英会952条1項）。

関係当事者に制裁を科すのであるから、パネルがどのような方針で臨むのかについて予め周知させておくべきである。そこで、パネルは、制裁の実施に関するその方針の声明（policy statement）を備えなければならない。その制裁が金銭的制裁であるときは、科されるべき制裁金の額を示さなければならないと規定されている（英会952条3項）。

パネルは、制裁の方針を決定する際には、ルール又は指令（命令）の性質との関係で問題となった違反ないし不遵守の重大性、違反又は不遵守の意図性又は無謀さの程度等を考慮しなければならない（英会952条4項）。

買付文書に関するルールの不遵守については、特別な規定が設けられている。公開買付が英国において規制された市場での取引を許された議決権を有する証券を発行する会社に対して行なわれた場合であって、公開買付に関して公開された買付文書が、買付文書に関する規則を遵守していない場合には、(a) 公開買付を行った者、(b) 公開買付を行なったのが人の団体（a body of persons）であるときは、文書を公開させた当該団体の取締役、執行役またはメンバーにより、違反行為が行われたものとする（英会953条1項、2項）。

本条第2項の違反行為は、ある者が買付文書は規則不遵守であることを知っていたときのみ、又は規則を遵守しているかどうかにつき故意に意に介さなかった（reckless）ときのみ、あるいは、遵守していることを確認するためのあらゆる合理的手段を採らなかったことを知っていたときのみ有責とする（英会953条3項）。

本条に基づき有責の者は、起訴され有罪となった場合には罰金刑に処せられ、略式起訴においては、制定法の最高額を超えない罰金に処すものとされる（英会953条6項）。

パネルは場合によっては、関係当事者に賠償（compensation）を命じる権限がある。ルール違反が金銭の支払いを要求するものであるときは、パネルが正当かつ合理的と考える額の支

払いを命じることができる権限をルールは付与することができ、本条によるルールは、(複利を含む) 利息の支払いのための規程を含むことができる(英会954条1項、2項)。

パネルは、その裁量によって、公開買付関係当事者に、特定の行為につき作為又は不作為の命令(指令)を出すことができ、それに従わなかった者に賠償命令を出すことなどもできるが、さらに裁判所による強制を求めることもできることになっている。パネルの申立に基づき、ある者が規則に基づく要件に違反するのと合理的な類似性があり、規則に基づく開示要件に違反するという事実を裁判所が認定するときは、裁判所は、当該要件の遵守を確保するのに適当と認める命令を下すことができる(英会955条1項)。この場合の裁判所とは、高等裁判所を意味する(英会955条2項)。

規則遵守のために必要なときは裁判所の助力を得ることができるのは、パネルだけであり、「第1項により規定される場合を除き、いかなる者も差止めを求める権利を有しない」(英会955条3項)。たとえば、公開買付の買付者が対象会社の株主に対して、買付申込に応募させようとして、特定の新聞に公告を出そうとしており、その内容が「対象会社の経営陣は会社資産を有効に運用しておらず、業績が低迷しているが、われわれはもっと有効に資産を活用することができる」という、現経営陣の無能を指摘する内容のものであるのを事前に知った対象会社がその公告をしないように、買付者に公告差止め命令を下すことを裁判所に求める権利はないということである。公告の内容等については、パネルに相談すべきことになっている。

ちなみに、パネルが作成する公開買付に関する規則の違反又は開示規則の違反があっても、制定法上の違反としての訴権を生じさせることはない(英会956条1項)。公開買付の関係者において、ある者の行為または不作為が買付規則に違反する場合でも、そのことにより不利益を受ける者が裁判所へ救済を求めて訴えることはできない。たとえば、公開買付者が公開買付の公表後、買付期間内に公開買付価格(例:100円)以上の価格(例:120円)で対象会社の株式を取得したときは、その買付価格120円を下らない額に公開買付価格を増加しなければならないという規則に違反して買付者が買付価格を増額変更しない場合でも、対象会社の株主は買付者の規則違反を理由に裁判所に救済を求めて訴えを提起することはできないということである。この種の問題は、パネルが処理すべきことになっている。しかし、この規定は、パネルの裁定等に不服な当事者が裁判所に訴えを提起することを妨げるものではない。

また、公開買付規則違反の取引は無効となるものではない(英会956条2項)。公開買付規則に違反する取引が無効となることはないというのは、違和感のない規定である。わが国の解釈においても、たとえば、インサイダー取引は金融商品取引法違反であって禁止され、処罰の対象となるが、そのことは取引それ自体を無効とするものではなく、また、取締役は競業避止義務を負い、違法に競業した取締役の会社に対する責任が問題となるが、当該取締役が第三者との間で行った取引の効力には影響しないのと同じである。

2 EU公開買付指令に基づく選択的適用とイギリス会社法

(1) EU公開買付指令9条と11条

EU公開買付指令は、公開買付に直面した対象会社の取締役会に中立義務を定める9条とブレイク・スルーに関する11条の規定を加盟国は適用しないこと(Opting out)を選択するこ

とができるものとしている（指令12条1項）。そして、それらの規定を適用しないこととした加盟国の会社は、その判断で、同規定の適用を受けること（Opting in）を選択することができる、いったん適用を受ける選択をした場合には、その変更（不適用）も可能としている（指令12条2項）。

イギリスは、取締役会の中立義務に関するEU指令9条についてこれを採用することにした。しかし、ブレイク・スルーに関するEU指令11条を適用排除とした。その結果、同11条に関する規定はつぎのようになっている。

(2) Opting in決議及びOpting out決議

次の3つの条件を充たす会社は、本章（第2章）の目的のために、特別決議によって、（EU公開買付指令のTOBに対する障害に関する規定を）採用することができる（英会966条1項）。

第1の条件は、当該会社が規制された市場での取引を許された議決権株式を有することである（同条2項）。

第2の条件は、当該会社の定款が、公開買付指令11条の意義における制限（障害）を含んでおらず、制限についての定款規定が含まれている場合には、EU公開買付指令11条により不適用となるときにはその制限は適用がない旨を定め、かつ、指令11条に抵触するその他の規定を設けていないことである（同条3項）。

第3の条件は、会社における特別な権利を付与する株式が、大臣又はその名義人により保有され、会社が大臣により直接又は間接に支配され、その権利が大臣により又は大臣⁽⁴⁹⁾のために行使可能となっている株式を存在しないことである（同条4項）。

会社は、特別決議によりOpting in決議を解除（Opting out決議）することができる（同条5項）。EU公開買付指令12条2項が、Opting-inの変更を認めていることから、それに副った規定にしている。

Opting-in決議又はOpting-out決議は、効力発生日を特定しなければならない（英会967条1項）。Opting-in決議の効力発生日は、当該決議が行われた日より早い日であってはならない（英会967条2項）。966条の第2及び第3の条件は、Opting-in決議が行われたときに充たされておなければならない。ただし、第1条件は、効力発生日まで充たされている必要はない（同条3項）。会社の議決権株式の規制された市場での取引が許容されたときより前に行われたOpting-in決議は、特定の日を指定する代わりに、上場日に効力を有する旨を定めることにより第1項の要件を充たす（同条4項）。Opting-out決議の効力発生日は、Opting-in決議の写しが登記官に提出された日から1年より早い日であってはならない（同条6項）。会社がOpting-in決議を行った場合には、966条の第2の条件が充たされていることを阻止するその定款変更は、Opting-out決議の効力発生日まで効力を有しない（同条7項）。

オプト・インした会社はパネル等、各加盟国指定の公開買付監督機関に決議について通知しなければならない。すなわち、Opting-in決議又はOpting-out決議をした会社は、イギリスではパネルに通知しなければならないが、当該会社の株式が英国以外のEEA国内⁽⁵⁰⁾の規制された

(49) 大臣とは、英国政府で執務する大臣であり、この場合の大臣には、財務長官を含む（英会966条7項）。

(50) EEA国とは、EEA合意（Agreement）の締約国であり、EEA合意とは、1992年5月2日に署名されたAgreement on the European Economic Areaをいう。

市場に上場されている場合には、当該国により公開買付の監督機関として指定されている当局へ通知しなければならない（英会970条1項）。これらの通知は、その決議の日から15日以内にしなければならない（同条2項）。

(3) Opting-inの効果

Opting-in 決議をしている会社に対して公開買付がなされた場合には、次の条項が効力を有する（英会968条1項）。

本章（第2章）の適用を受ける契約上の合意は、それが、(a) 公開買付期間中、会社の株式の公開買付者又は買付者の指定する他の者に対する譲渡に関する制限、(b) 公開買付期間中に買付者が対象会社の75%を下らない議決権付き株式の価値を取得したときに、いかなる者への株式の譲渡も制限する合意、(c) 公開買付を挫折させる結果となる可能性のある行為を行うことを決定する株主総会での議決権に関する制限、(d) 買付期間の終了後、最初の株主総会であり、かつ買付者がその会社の議決権株式の75%を下らない数の資本を保有するときに開催される株主総会での議決権に関する制限に関するものであるかぎり無効である（同条2項）。

本章は、(a) 2004年4月21日⁽⁵¹⁾当日又はその後にその会社の株式を有する者と他の株主との間で締結された契約（合意）、(b) 時期を問わず、会社とその株主との間で締結された合意に適用され、会社・株主間のこの合意については、その適用される法規が英国法でないときでも本章が適用される（同条3項）。

本章968条2項(c)号との関係においては、公開買付を挫折させる結果となる可能性のある行為を行うことを決定する株主総会での議決権の行使が書面投票によるものを含む（同条4項）。以上のように、イギリス会社法968条（以下、本条という）は、定款による株式の譲渡制限や定款による議決権の制限には全く触れず、「契約上の合意」による株式の譲渡制限又は議決権制限について定めている。定款により株式の譲渡を制限し、定款により議決権の制限を設けている会社は、そもそもopt-in決議ができないのであり、当該会社の定款が、公開買付指令11条の意義における制限（障害）を含んでおらず、制限についての定款規定が含まれている場合には、EU公開買付指令11条により不適用となるとときにはその制限は適用がない旨を定め、かつ、指令11条に抵触するその他の規定を設けていない会社だけが、opt-inすることができるのである（英会966条3項）。そこで、本条では、契約上の合意の効力のみについて規定したのである。

公開買付に直面した対象会社の株主間又は株主と対象会社間における公開買付にとって障害となる買付者への株式譲渡を制限する合意（本条2項a号）、換言すれば、公開買付の買付者へ株式を譲渡しない旨の合意はopted-inした会社においては、無効とされる。したがって、その合意に反した株主の公開買付の申込に対する応諾も有効となる。また、公開買付は対象会社のすべての株式の取得を目指して行われるが、公開買付期間中に買付者が対象会社の75%を下らない議決権付き株式の価値を取得したときに、いかなる者への株式の譲渡も制限する合意が有効とすれば、買付者による対象会社の全株式の取得を不可能にする。買付者が対象会社の議決権株式の90%（ドイツでは95%）以上まで取得できれば、残りの株主に対してバイ・アウト（又はスキーズ・アウト）権を行使して強制的に買い取る事が可能となるが、たとえば、

(51) EU公開買付指令が2004年4月1日に欧州議会で採択された。

75%取得した時点で株主間の株式譲渡制限（譲渡しない合意）によりそれ以上の取得が拒まれれば、全株式取得の意図は実現不可能となる。このような事態を突破しようとするのが、本条2項b号である。

なお、本条は、株主と会社の間又は株主間における契約による議決権制限についても規定する。定款によって議決権の上限を定め、複数議決権株式あるいは無議決権株式が発行されることは判るが、株主・会社間あるいは株主間の契約で議決権にかかる制限がどのような形で行われるのかは疑問である。

本章が適用される合意違反の行為又は不作為の結果として損害を被る者は、合意不履行に関与又は不履行を引き起こしとことに責任のある者に対して裁判所が正当かつ衡平と認める額につき賠償を請求することができる（同条6項）。この場合の裁判所は、高等裁判所とされる（同条7項）。買付者は、ブレイク・スルーにより損害を被る者に対して何ら責任がなく賠償支払義務者にならないという解釈が専門家レポートで一致した見解である⁽⁵²⁾。

(4) 株主総会の開催を求める買付者の権限

Opted-in companyに対して公開買付が行われた場合において、買付者は、その会社の取締役に対して株主総会を招集するよう請求することができる。ただし、その請求日に、買付者が当該会社の議決権株式の価値において75%を下らない株式数を保有していることが必要である（英会969条）。会社におけるリスク負担と支配の比例原則（proportionality between risk bearing and control）の実現ということが、ブレイク・スルーを認める趣旨である。公開買付により会社資本の75%を買付者が取得したときは、対象会社の業務・運営について決定権を有するのは買付者となるが、買付者としては、この株主総会において自己の推挙する取締役を選任することにより会社支配に着手するであろう。

3 スクィーズ・アウト及びセル・アウト⁽⁵³⁾

(1) 公開買付先行主義

2004年にEU公開買付指令が採択され、EU指令は、公開買付によって買付者が対象会社の特別支配株主となった場合には、買付者に残存株主のすべての株式を売り渡すよう請求する権利（right of squeeze-out）を認め、また、少数株主にも自己の保有する株式を特別支配株主が買い取るよう請求する権利（right of sell-out）を認める。すなわち、対象会社の株主全員に対するすべての株式と対象とする公開買受の後、(a) 買付者が対象会社の議決権を伴う資本の90%以上（加盟国によっては95%以上）の株式を保有する場合、(b) 買付者が、対象会社の議決権のある株式資本の90%以上で、かつ議決権のある株式の90%以上の応諾を得、又は取得する契約を確実に締結した場合である（指令15条）⁽⁵⁴⁾。いずれの場合も、対象会社のすべての株式を対象とする公開買付であるが、(a) は、買付者が当該公開買付の開始前から保有する株式と当該公開買付の応諾数と併せて90%以上となる場合であり、(b) はすでに保有する株式を除き、

(52) Report of the high level group of company law expert p35

(53) 坂本達也「イギリス会社法におけるスクィーズ・アウトとセル・アウトに関する考察」（北村雅史・高橋英治編『グローバル化の中の会社法改正』2014年、法律文化社）272頁

(54) 北村・前掲（注19）7頁、末岡・前掲（注15）39頁

当該公開買付の対象とする対象会社の議決権株式の90%以上の応諾があった場合を意味する。このように、Squeeze-out の権利の発生は、公開買付を行うことを前提としている。

イギリス会社法ではEU指令が採択されるはるか以前から90%以上の特別支配株式を取得した者に、残りの少数派株主に対する株式売渡請求権 (buy-out right) を認め、また、少数派株主の側にも特別支配株主に対する株式買取請求権 (sell-out right) を付与する制度を採用してきている。いずれの場合も、対象会社の全株式を対象とした株式公開買付 (take-over offer) が行なわれたことを前提 (株式公開買付先行主義) とする。

90%以上を取得した支配株主に売渡請求権を認める制度は、1929年英国会社法155条において導入された。これは、Greene Committee (会社法改正調査委員会) の勧告によるもので、少数派株主による多数派株主への抑圧 (oppression of the majority by the minority) を防止する目的に出ている⁽⁵⁵⁾。買付者は、対象会社のすべての株主に対して、すべての株式の取得を意図して公開買付を行なったのであるが、公開買付に応じなかった株主が存在する場合には、対象会社を完全にはそのグループ企業に統合できないばかりか、株主総会の開催、株主管理の費用を負担することになり、会社又は取締役に対して訴訟を提起する危険もあり得る。少数株主の継続的存在それ自体が負担であることを少数株主による多数派株主への抑圧と表現した。

これに対して、少数派株主の株式買取請求権は、Cohen Committee (会社法改正調査委員会) の勧告により1948年改正会社法においてはじめて採用された。その提案理由は、無力な少数派株主とし会社に閉じ込められる (locked in) ことから救済するためとされた⁽⁵⁶⁾。1985年会社法429条 (株式売渡請求権) 及び430条A (株式買取請求権) として受け継がれ、現行法である2006年会社法979条及び983条に引き継がれている。

特別支配株主の少数派株主に対する株式売渡請求権は株式公開買付対象株式の90%以上の取得が条件であり、少数派株主の特別支配株主への株式買取請求権も買付者が90%以上を取得したことを条件とするが、90%要件の算定基準は異なっている。

(2) Squeeze-out権発生要件としての公開買付の意義 (英会974条)

イギリス会社法第28編第3章本章は、対象会社の議決権株式の90%以上を取得した買付者の残存株主に対するSqueeze-out権及び少数株主のsell-out権に関する規定を設けているが、これらの権利は、公開買付が成功したときに発生する。そこで、会社法上の公開買付に関する定義規定が設けられている (英会974条)。

本章 (Chapter 3) の目的のためには、会社の株式を取得するためのofferは、次の2つの条件が充たされるtakeover offerである。

第1の条件は、買付申込のときに買付者がすでに保有する株式以外の会社のすべての株式を取得するための買付申込であること、会社が数種類の株式を発行しているときは、1つ又は数種類の株式のすべての株式の取得のための買付申込であること

第2の条件は、offerの対象であるすべての株式につきofferの条件が同一であること、数種類の株式については同一種類の株式につきofferの条件が同一であること、の2つである (英

(55) Weinberg・Blank・Greystoke『Take-overs and Mergers』(1979) p333

(56) Weinberg・Blank・Greystoke『Take-overs and Mergers』(1979) p334

会974条2項、3項)。本条の株式とは、offerの日にすでに割り当てられていた自己株式以外の株式をいう（同条4項）。

公開買付申込は、offerの後であるが特定の日以前に割り当てられる株式のすべて又は一部、自己株式であるが特定の日前に自己株式でなくなる株式のすべて又は一部を買付対象に含めることができる（同条5項）。この場合の特定の日とは、買付者が指定した日又は買付期間に従って定まる日をいう（同条6項）。

Squeeze-out権の引き金となる取得割合は、イギリスでは90%とされているが、それとの関連で補充規定が設けられている。公開買付の対象株式には、買付者がすでに保有している株式を含まないのは当然であるが、注意を要するのは、買付者が他人との間で無条件に又は条件付きで取得契約を締結している株式はすでに自己が保有する株式とされる（英会975条1項）。しかし、offerが行われたときは、承諾することを確認する意図でした契約により取得する可能性のある株式は、自己保有株式には含まれない（同条2項）。

TOBが行われた場合、その期間中に、offeror はofferが及ぶ株式を取得し又は無条件で取得する契約により取得するが、offerが及ばないものとして除外される株式については、仮に応諾があったとしても、応諾があったというだけの理由で、offerorは対象外の株式を取得することはない（英会977条1項）。

本章（第3章）の目的のためには、offerorの仲間（associate）が保有する株式は、たとえofferがそれらを買付対象に含めたとしても、offerの対象外の株式と扱われる（同条2項）。仲間については、定義規定ある（英会988条）。買付者の名義人、親会社、子会社、姉妹会社、買付者が実質支配する団体等であり、買付者が団体の総会で3分の1以上の議決権を有する団体は買付者が実質支配する団体とされる。

どこの国においても、発行会社にとって所在不明株主は存在する。通信不能株主が存在するとしても、本章の目的にとっては、公開買付のofferであることを妨げない（英会978条1項）。

(3) スクィーズ・アウト権とセル・アウト権⁽⁵⁷⁾

① 買付者のスクィーズ・アウト権

対象会社の株式の全部を対象とする公開買付において、買付者が当該オファーの承諾により対象株式の価値（value）の90%以上で、かつ、対象株式が議決権付株式であるときは、当該株式の議決権の90%以上の株式を取得したときは、買付者はオファーを承諾しなかった残存株主に対してその株式を取得する意向である旨を通知することができる（英会979条2項）。これが残存株主に対する株式売渡請求権行使の通知であり、この売渡請求の通知により、買付者は、通知に記載された条件で残存株主の所有する株式を取得する権利義務を有する（英会981条2項）。

買付者の90%要件については注意を要する。EU指令は、90%の要件の算定方法について、買付者が公開買付開始の前から既に有する対象会社の株式を含めるか、これを除外するかを選

(57) 戸倉圭太「キャッシュ・アウトに係る英国の法制と日本における制度設計への示唆」(上) 商事法務1969号34頁以下、(下) 1970号26頁以下（2012年）は、きわめて有益な論文である。

択権を与えている。イギリスは早くから後者の立場を採用してきており、EU指令の採択後も同様の立場を維持している。すなわち、公開買付の対象となっている株式について90%以上の承諾を得ることが必要であり、買付者が公開買付開始の時点までにすでに所有する対象会社の株式は除外される。対象会社の発行済株式総数を算定基準にするのではなく、公開買付の対象株式について90%以上の承諾を得た場合に、買付者にスクィーズ・アウト権が発生する。対象会社が数種の株式を発行しており、公開買付が数種の株式を対象としている場合には、ある種類の株式価値 (value of the shares) において90%を下らず、かつ、議決権株式の場合には、議決権の90%を下らない数の株式を応諾によって取得し又は無条件に取得する契約を締結したときに、その種類株式につきスクィーズ・アウト権が発生する (英会979条4項)。

買収者の残存株主に対する株式売渡請求権の行使は、残存株主 (公開買付を応諾しなかった株主又はまだ応諾していない株主) に対する売渡請求の通知により行われる (同条1項、4項)⁽⁵⁸⁾。買付者が残存株主に株式の売渡請求をするときは、残存株主に対して直接に売渡請求の通知をするほか、対象会社に対してもその通知の写しと売渡請求権発生要件が満たされている旨を記載した法定の宣誓書 (statutory declaration) 送付しなければならない (英会980条4項)。残存株主に対する売渡請求の行使は、公開買付締切り日から3ヶ月以内、公開買付期間が6ヶ月より短いときは、公開買付開始日より6ヶ月以内にしなければならない (英会980条2項)。売渡請求の通知をした買付者は、公開買付と同様の条件で残存株主の株式を取得する権利・義務を有する (英会981条2項)。

売渡請求の通知日から6週間後に、買付者は対象会社へ売渡請求の通知の写しと残存株式 (売渡請求対象の株式) に対する対価を対象会社へ支払い又は移転 (証券) しなければならない (英会981条6項)。対価が買付者の株式又は証券であるときは、買付者の株式又は証券を対象会社へ割り当てるべきことになる (英会981条6項)。買付者からの売渡請求に係る株式が対象会社の株主名簿に記載されているものであるときは、対象会社への売渡請求の通知書には、買付者の指名する者により作成されて株式譲渡証書が添付されなければならない (英会981条7項)。譲渡証書を受領した対象会社は、その株主名簿上に買付者の名義を登録しなければならない (英会981条7項)。

買付者が残存株主に支払う株式の対価は、公開買付において提示したのと同じであり、公開買付の対価がキャッシュと株式の選択肢であったときは、売渡請求における対価も同様に選択肢を与えるものでなければならない (英会981条3項)。この売渡の対価は、上記のように、売渡株主に直接交付されるのではなく、買付者は対価としての金銭又は株式等を信託的に対象会社へ支払い又は帰属させ、残存株主は会社から対価の交付を受ける仕組みになっている (英会981条6項)。

売渡請求権が発生した旨を記載した法定の宣誓書の写しを対象会社へ送付することを懈怠し、又はその宣誓書が虚偽であることを知りあるいは真実であると信ずべき合理的根拠がなかった

(58) 条文上は、"he (offeror) may give notice to the shareholder that he desires to acquire those shares" として、売渡請求の通知をすることができるものとし、売渡通知の効果として、"The offeror is entitled and bound to acquire the shares to which the notice relates on the terms of offer" いうかたちでスクィーズ・アウト権の発生を表現している。

場合は、犯罪であり（英会980条5項）、起訴手続では、2年以下の懲役又は罰金（併科も可）に処せられ、即決裁判では12ヶ月以内の懲役又は罰金に処せられる（同条7項）。

② 残存株主のセル・アウト権

残存株主の買付者に対する買取請求権は、買付者が株式公開買付を実施し、公開買付のオファーに対する承諾により取得した株式と公開買付実施時までにすでに所有していた株式数を合わせて対象会社の当該株式の90%以上を取得した時点で発生する（英会983条2項）。より正確にいうと、議決権付きの公開買付対象株式の所有者は、買付者がオファーの承諾により当該オファーにより取得した株式と併せて又は併せないで対象会社のすべての議決権株式の価値において90%を下らず、かつ、対象会社の議決権の90%を下らない株式数を取得したときは、オファー期間終了前のいつでも、自己の所有する株式の買取りを買付者に請求することができる（同条2項）。オファー対象の無議決権株式の所有者は、買付者が、オファーの承諾により対象会社のすべての株式の価値において90%を取得したときに、オファー期間終了前のいつでも⁽⁵⁹⁾、自己の所有する株式の買取を買付者に対して請求することができる（同条3項）。残存株主のこの買取請求は買付者に宛てた書面によりされなければならない（英会984条1項）。株式価値の90%の計算において、対象会社が保有する自己株式は、買付者により取得されたものと扱われる（英会983条5項）。

買付者が公開買付の終了時に90%要件を充たすこともあれば、公開買付の期間中に90%要件を充たす場合もある。たとえば、買付者が対象会社の普通株式の全部に対して公開買付を実施した場合、公開買付実施前にすでに自己が当該株式の発行済株式総数の20%所有するならば、公開買付につき発行済株式総数の70%に相当する株式について承諾を得た時点で、買付者は当該株式の90%を取得することになり、公開買付の応募期間はまだ残っていても、公開買付を承諾していない株主にセル・アウト権が発生することになる。

セル・アウト権は、公開買付によって買付者が90%要件を具備したときは、公開買付期間の末日から3ヶ月以内に行使しなければならない（英会983条2項）。公開買付の期間中に買付者が90%要件を充たし残存株主にセル・アウト権が発生することもあるが、残存株主にはその事実が分からないのが普通である。そこで、公開買付の期間中に買付者がオファーの承諾により90%要件を具備したときは、具備した日から1ヶ月以内を買付者はオファーをまだ承諾していない残存株主に対して、セル・アウト権を行使できる旨を通知しなければならないことになっており、その通知の際に、オファーはまだオープンであり承諾することができる旨を記載すべきことになっている（英会984条3項）。

セル・アウト権を行使する場合の株式の対価は、買付者が行なったオファーの価格又は合意による価格によるべきことになっている（英会985条2項）。オファーの対価が金銭又は証券の選択肢であるときは、残存株主は選択権を有する（英会985条3項）。

③ 少数株主による提訴

対象会社の議決権株式の90%以上を取得した買付者は、残存株主のすべてに対して売渡請求

(59) "at any time before the end of the period within which the offer can be accepted" と規定されているので、セル・アウト権はオファー期間内に行使しなければならないように表現されているが、この権利はオファー期間の終了後3ヶ月以内ならば行使できる（英会984条2項）。

権を行使することができるが、売渡請求の通知を受けた株主は、買付者の売渡請求権の発生を争い、あるいは売渡価格について裁判上、争うことができる（英会986条1項）。

裁判所は、買付者に売渡請求権が発生していないことを確認する判決を言渡すことができ（英会986条1項a号）、また、買付者の提示する売渡価格（それは、公開買付価格でもある）につき、裁判所が妥当と認める価格を売渡価格とすべきことを命じることもできる（英会986条1項b号）。売渡請求権が発生しているかどうかは、公開買付対象株式の90%以上の応諾があったかどうかの事実認定に係っている。90%以上の応諾があった事実を買付者が証明した場合には、買付者に売渡請求権は発生しているのであって、これに反して裁判所が買付者は売渡請求をしてはならないとの判決を出すことができないのは当然である。買付対象株式の90%以上が応諾したことが売渡請求権発生の要件であるが、対象株式を所有する株主の所在不明が問題となる。そこで、裁判所は、公開買付が売渡請求権発生に必要な程度まで応諾されていないときでも、買付者が株主の追跡のために合理的な調査をしたこと、所在不明株主が応諾していたら要件が満たされたこと、買付の対価が公正であること、という要件を具備していることを証明すれば、売渡請求権の行使を認めることができる（英会986条9項）。

買付者からの売渡請求における売渡価格が、公開買付の買付価格であることが原則であるところ、少数株主側からは、より高い売渡価格にすべきことを求めて訴えを提起することが予想されるが、原告である少数株主が公開買付の買付価格は不公正であることを証明しない限り、裁判所は買付価格より高い売渡価格を求めてはならないことになっている（英会986条4項a号）。公開買付に対して90%以上の株主が応諾したという事実が、買付価格は公正であったという事実を推認させるに十分であると解釈される。逆に、買付者側から、公開買付価格より低い売渡価格を求められても、裁判所はこの求めに応じてはならないことになっている（英会986条4項b号）。

4 イギリス法の特徴

イギリスのバイ・アウト権及びセル・アウト権はそれに先立って株式公開買付が行なわれたことを前提としており、公開買付の仕上げの段階として位置付けられている。この点では、EU公開買付指令も同様の立場であるが、EU指令採択のはるか以前からイギリスは公開買付の最終仕上げとしてバイ・アウト権を認めてきた。

バイ・アウト権もセル・アウト権もともに90%要件とされているが、その算定基準が異なるために、公開買付期間中に先にセル・アウト権が発生することがあり得る。したがって、買付者が公開買付により、買付のオファーをしているのに、残存株主が買取請求権を行使するという事態が生じることにもなる。2つの権利は、それぞれ別個の理由により、異なる時期に制定法上の権利として認められたものであるとはいえ、90%要件が異なる算定基準とされていることに合理的根拠があるのか疑問である。