

クロスボーダー M & A における株主保護

——日本法・ドイツ法・アメリカ法を中心に——

大 杉 謙 一*

- I 概 観
- II 各国の組織再編法
- III 各国の締め出し取引の規律
- IV 各国の大量保有報告制度
- V 各国の公開買付規制
- VI 広義の会社法のルールとの差異と、その理由・背景
- VII 公開買付規制の差異と、その理由・背景

I 概 観

1. 本稿の対象と、クロスボーダー M & A の法規制の概要

a 国で設立された A 株式会社の株式が a 国の証券市場で取引されており、t 国で設立された T 株式会社の株式が t 国の証券市場で取引されている場合を考える。A 社（買収者、acquiring company）が T 社（対象会社、target company）を買収しようとするとき、重要なのは a 国の法令ではなく、t 国の法令である。この点は後述する。

企業買収に関しては、会社法以外にも様々な法令が適用され、実務上は租税法が非常に重要である。しかし、筆者の能力の制約から、本稿では会社法（company law）と証券市場規制（securities regulation）だけを取り扱う。

具体的には、企業買収（mergers and acquisitions; M&As）で用いられる制度、適用される法制度には、①合併・会社分割などの組織再編行為、②対象会社の少数株主に金銭または他社株式を交付して、当該少数株主の保有する対象会社株式を剥奪する締め出し

* 中央大学法科大学院教授

取引、③対象会社の発行済株式の一定比率を取得した買収者がその情報を開示する**大量保有報告制度**、④買収者が株式公開買付けを利用して対象会社の株式を取得する際に遵守しなければならない**公開買付規制**などがある。

本稿は、A社（買収会社）とT社（対象会社）がともに上場会社である場合のみを扱う。また、いわゆる友好的買収のみを扱い、敵対的買収は本稿の対象外とする¹⁾。

最初の例に戻って、A社がT社を買収しようとするとき（図1）、上記の①から④までの4つの（法）制度はどのように適用されるか。大まかにいうと、①**組織再編行為**は、**会社従属法**（通常は**設立準拠法**）を異にする会社の間ではほとんど行われないので、クロスボーダー M & Aにおいては①は限界的にのみ利用される。次に、②**締め出し取引**においては、T社（対象会社）の**会社従属法**であるt国の法令が主として適用される。③**大量保有報告制度**については、対象会社（T社）の株式が主として取引されている**証券市場の所在地**（t国）の法令が適用される。最後に、④**公開買付規制**についても、対象会社株式が取引されている**証券市場の法**が適用される。なお、以上が原則であるが、様々な例外が存在する。

図1 クロスボーダー M&A



実務では、④公開買付けの実施後に、②締め出し取引を行って、A社がT社を（国境を越えて）完全子会社化することが、クロスボーダー M&A の典型である。

2. 各国の法規制の枠組みと、本稿の主題

ドイツ・イングランド・日本・アメリカ²⁾という4つの法域 (jurisdiction) において、1. の①から④までの(法)制度を具体的に定めている法令の名称は、次の通りである(表1)。

表1 各国のM & A法・対照表

	ドイツ	イングランド (イギリス)	日本	アメリカ
組織再編 行為	組織再編法 (UmwG)	Companies Act 2006 【SOA ³⁾ 】	会社法	州会社法
締め出し 取引	株式法 (AktG) ほか	同法 ⁴⁾		
大量保有 報告制度	証券取引法 (WpHG)	2000年金融サービス 市場法 89A 条以下 ⁵⁾	金融商品取引法 (金商法)	連邦証券取引所 法 (1934 年法, 1968 年改正)
公開買付 規制	証券取得・ 企業買収法 (WpÜG)	半官半民の機関 Takeover Panel の 自主規制 ⁶⁾		

このように、各国の法令の名称は非常に多彩であるが、大まかにいうと、①組織再編行為と②締め出し取引については、いずれの国でも「**広義の会社法**」が適用され、③大量保有報告制度と④公開買付規制については、イングランド以外の国で「**広義の証券市場規制**」が適用される。なお、イングランドは、合併・会社分割などの制度を持たないという点で大変特徴的であり(注3を参照)、また、「広義の証券市場規制」の内容の多くの部分を業界の自主規制に委ねているという点でも独自である(注5, 6を参照)。

以上を前提に、本稿では、ドイツ・日本・アメリカの企業買収法(本稿では、各国の①から④についての法令を「**企業買収法**」と総称する。)について、**各国で株主を保護するためにどのようなルールが採用されているのか、3つの国の間でどのようなルールの違いがあるのか、そのようなルールの差異には理由があるのか、**を分析・検討する。

つまり、イギリス法は本稿の検討の対象外である。企業買収法のうち、会社債権者保護は扱わず⁷⁾、本稿ではもっぱら株主保護のルールを論じる。そして、各国の株主保護ルールの細目を見ることはせず、各国法の「大きな特徴」を把握することにする。

II 各国の組織再編法

1. 根拠法令・条項

日本の会社法（平成 17〔西暦 2005〕年 7 月 26 日法律第 86 号）⁸⁾では、組織再編行為は、主として① 748 条から 774 条、② 782 条から 816 条によって規律される。①は組織再編行為の入口と出口、すなわち「合併契約の記載事項」と「合併の効力」を定めている。②は、その間の手順、具体的には株主を保護するための手続と、債権者を保護するための手続とを定めている。組織再編行為の種類としては、合併（吸収合併・新設合併）、会社分割（吸収分割・新設分割）および完全親子会社関係の創設のための株式交換・株式移転がある。

日本の組織再編行為は、日本法人どうしでしか行えないという制度になっている⁹⁾。

ドイツでは、組織再編法（UmwG）¹⁰⁾が、合併・会社分割・事業譲渡について定めている。株式会社どうしが行う吸収合併については、第 1 編（1 条）、および、第 2 編「合併」の規定のうち、第 1 章「総則」（2 条～38 条）、第 2 章「特別規定」の第 3 節「株式会社が当事会社として参加する合併」の第 1 款「吸収合併」（60 条～72 条）が適用される。

ドイツ UmwG にはクロスボーダー M & A に関する規定が置かれている。同法 122a 条によると、「『クロスボーダー合併』とは、当事会社の 1 つ以上が EU 加盟国法または欧州経済地域条約（EEA）の締約国の法を従属法とする合併をいう」。すなわち、EU 統一市場の域内では企業は国境を越えて合併その他の M&A を行うことができるが¹¹⁾、日本やアメリカの株式会社はドイツの株式会社と合併することができない。

アメリカでは、各州の会社法が合併に関する規定を置いている。いくつかの州は、日本法の「株式交換」に近い制度を有しているが、デラウェア州など多くの州会社法は、合併のみを定めている。もっとも、2. で述べる理由により、アメリカの会社法は、他国と比べて、M & A を行う上で最も柔軟な法律となっている。

アメリカでは、州の境をまたいで、たとえばニューヨーク州の会社とカリフォルニア州の会社が合併することが可能であるが、外国の会社との M & A を行う際には、2. で説明する三角合併を用いることが一般的のようである。

2. 合併の対価

アメリカでは、州会社法で 1960 年代から**合併対価の柔軟化**が進められ、消滅会社の株主に対して、存続会社の株式ではなく、存続会社が保有する現金や他社株式を対価として交付することが認められている¹²⁾。そのため、A 社が T 社を 100% 子会社とする、日本法でいう「株式交換」に相当する制度を持たない州の会社法の下でも、買収者である A 社が受け皿会社 (A' 社) を設立し、受け皿会社に親会社である A 社の株式を保有させ、A' 社を存続会社、T 社を消滅会社とする**三角合併**を行うことができる。これが完了すれば、法的には A' 社が A 社の 100% 子会社となるが、A' 社の経済実態は T 社であるから、A 社が T 社を 100% 子会社とする株式交換と同様の効果が得られることになる (図 2, 図 3)。

図 2 三角合併 (図 3 に続く)

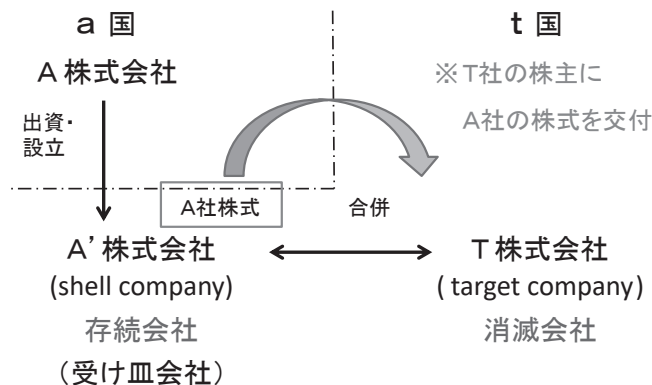
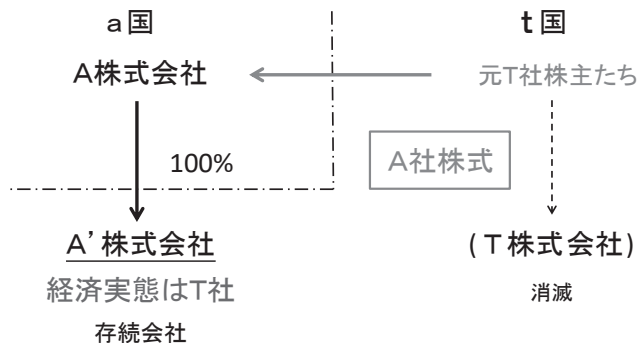


図 3 三角合併 (出来上がり図)



なお、三角合併には、上記の例のようにT社が消滅会社となる「正三角合併」(forward triangular merger)のほか、T社が存続会社、A'社が消滅会社となり、A社の保有するA'株式がT社の株式に転換されるとともに、T社の少数株主にA社株式を交付して、A社がT社を100パーセント子会社とする「逆三角合併」(reverse triangular merger)も認められている。

日本では、平成17年に「商法」の中にあった会社法規定をすべて独立させ、内容を現代化して「会社法」に作り替えた際に、合併その他の組織再編について、対価が柔軟化された。すなわち、吸収合併の存続会社が消滅会社の株主に対して交付する対価は、財産として価値のあるものであれば何でもよいことになった(日本会社法749条1項2・3号など¹³⁾)。そのため、金銭や他社株式を対価とすることができる。もっとも、日本法には、アメリカの州会社法で一般的な「逆三角合併」は認められていない。

ドイツ法では、合併の対価は存続会社の株式に限られる(例外について、注17を参照)。合併比率を調整するために、存続会社の株式に加えて少額の現金(合併交付金)を対価とすることは認められているが、一般論としては、現金や他社株式を対価とすることは認められていない(UmwG 5条1項2・3・7号を参照)。

Ⅲ 各国の締め出し取引の規律

1. アメリカ

アメリカの州会社法には、締め出し取引に特化した制度・法規定は特に置かれていないが、Ⅱ 2.で述べたように、現金や他社株式を合併対価とすることができるため(Cash out merger, freeze-out などと呼ばれる)、これによって少数株主を締め出すことが可能である。

なお、親会社の子会社の発行済株式総数の90%以上を保有していて、親会社の子会社を吸収合併するときには、親会社の取締役会決議のみで合併を行うことができ、**略式合併**(short-form merger)と呼ばれている¹⁴⁾。この制度は、上場している対象会社を買収者が公開買付けにより買収した後で、残存する少数株主を締め出して完全子会社化・非上場会社化する際に、時間と費用を節約することのできる制度として利用されている。

2. ド イ ツ

ドイツでは、株式法（AktG）¹⁵⁾の 327a 条以下が、締め出し一般に関する規定を、証券取得・企業買収法（Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz; WpÜG）¹⁶⁾の 39a 条から 39c 条までが、公開買付け後の締め出し（およびセルアウト）に関する規定を、それぞれ置いている。なお、アメリカと同様に、ドイツ法でも一定の要件の下に合併の際に少数株主を現金を対価として締め出すことが可能であるが¹⁷⁾、以下では締め出しに特化した、株式法と証券取得・企業買収法の制度を紹介する。

いずれも、大株主が（自己株式を除く）95%以上の株式¹⁸⁾を保有する場合に適用される制度であるが、公開買付けにより買付者が対象会社の 95%以上の株式を取得した場合には、もっぱら WpÜG の規定が適用され、AktG の規定は適用が除外される（WpÜG39a 条 6 項）。

AktG の制度では、95%以上を有する支配株主（条文は「筆頭株主 Hauptaktionär」と呼んでいる）が買取価格を決めて会社に申請すれば、少数株主の保有する株式を支配株主に移転させることについて、対象会社の株主総会は決議を行うことができる（同法 327a 条 1 項、327b 条 1 項）。

WpÜG の制度では、公開買付け（義務的・任意的）により対象会社の議決権株式の 95%以上を取得した買付者は、買付期間の末日から 3 か月以内に裁判所に対して、応募しなかった株主の保有する株式を買付者に移転させる旨を命じることを申請できる（同法 39a 条 1・4 項）。このとき、応募しなかった株主に対する補償は、公開買付けの対価と同種でなされる（現金対価の場合は現金で）。現金以外（株式など）を対価としていた場合には、補償は当該株式で行われるほか、現金での補償という選択肢も提供されなければならない（同条 3 項）。

この WpÜG の制度においては、買付者が公開買付けにより対象会社の議決権株式の 95%以上を取得した場合に、対象会社の株主で応募しなかった者は、買付期間の末日から 3 か月以内に、買付けに応募することができる（セルアウト権。同法 39c 条）。

3. 日 本

日本法もアメリカ法と同様に合併の対価が柔軟化されているから、理論上は合併などの組織再編行為を使って A 社が買収後の T 社の少数株主を締め出すことが可能であるが、

租税上の理由から、それは使われていない。

代わりに、日本では、**全部取得条項付種類株式**（日本会社法 108 条 1 項 7 号）を使って、株主総会の特別決議を複数回経る（111 条 2 項、171 条 1 項）ことによって（もちろん、1 回の株主総会で複数の決議を行うことは可能である）、少数株主を金銭を対価として締め出す（キャッシュ・アウト）ことが一般的になった。

これは、実質的には「100 万株を 1 株にする」株式併合を行い、買収者の保有する株式は 1 株以上であるが、少数株主の保有株式はすべて 1 株未満とすることで、「**端数株**」の金銭による決済（234 条）をすることと同じである。しかし、平成 26（西暦 2014）年改正までは株式併合の規定が合理的ではなかった（具体的には、反対する少数株主の保護が不十分であった）ため、実務上はそれに代わるものとして、「既存株式を全部取得条項付種類株式に転換し、会社がそれを一斉に全部取得する」という法律構成が用いられた。同年改正後は、**株式併合**（180 条）についても全部取得条項付種類株式と同等の株主保護が図られたため（182 条の 2 以下の規定を参照）、現在では、「100 万株を 1 株にする」等の株式併合を用いて少数株主をキャッシュ・アウトすることが一般的になっている。この方法によれば、1 回の株主総会決議により少数株主を締め出すことができる。

また、同じ年の会社法改正によって、対象会社の株式の 90%以上を保有する株主（**特別支配株主**）が、その他の株主に対して、自己に株式を売り渡すよう請求する権利が与えられた（179 条）。この権利（**株式等売渡請求権**）は形成権であり、一定の条件が満たされれば、その他の株主の意思に関係なく、株式の売買契約が成立するという制度である。このとき、対象会社で株主総会決議を経ることは不要である。この制度については、VI 4. でもう少し詳しく説明する。

IV 各国の大量保有報告制度

大量保有報告の制度は、各国で内容のほとんどは共通である。日本では、実務家の間で「5%ルール」と呼ばれることが多い。ドイツでは証券取引法（WpHG）¹⁹⁾の 33 条以下が、アメリカでは連邦証券取引所法 13 条 d 項²⁰⁾が、日本では金融商品取引法（「金商法」と略称される）27 条の 23 以下²¹⁾が、この制度についての定めを置いている。

大まかな違いとしては、ヨーロッパでは、ヘッジファンド・アクティビズムへの対抗として、デリバティブを使った「規制逃れ」に対処するため、議決権比率の計算方法でデリバティブを含めて計算することになっている法域が多い。これに対して、アメリカで

は、ヘッジファンド・アクティビズムは企業の業績の向上やコーポレート・ガバナンスの改善につながる面が大きいとして、(議論はあるものの) SEC はそのような戦術を取りにくくする立法・法運用を特に行っていない。日本の金融庁も、アメリカの SEC と同様のスタンスを取っている。

V 各国の公開買付規制

ドイツでは、前出の証券取得・企業買収法 (WpÜG) の第 3 章 (19 条以下)、第 4 章 (29 条以下)、第 5 章 (35 条以下) が、公開買付けに関する定めを置いている²²⁾。アメリカでは連邦証券取引所法 14 条 d 項・e 項 (1968 年ウィリアムズ法による改正) が²³⁾、日本では金商法 27 条の 2 以下が、公開買付規制を定めている。

公開買付けの法規制は、**ヨーロッパ型**と**アメリカ型**に大別される²⁴⁾。

アメリカの公開買付規制では、買付者による情報開示の義務や、その際の不实表示の禁止、買付期間の下限 (20 営業日)、株主の撤回権、応募株主の平等取扱いなどが定められているが、それ以外の規制はほとんどない。たとえば、買付予定株式数に下限・上限を付すことが認められ (仮に上限を超える数の応募がなされた場合には、買収者には按分買付けが義務付けられる)、一定の場合に公開買付けを行う義務を課すことは行われていない。

これに対して、**ヨーロッパ型**の公開買付規制では、①一定比率 (イギリス、ドイツでは 30%) の議決権株式を取得した者は、公開買付けを行うことが義務付けられる (義務的公開買付け)。また、②義務的公開買付け・任意的公開買付けのいずれにおいても、全株勧誘義務が課せられる (買付予定株式数に上限を付すことは原則として認められない。「部分買付けの禁止」と呼ばれることもある)。そして、③義務的・任意的のいずれにおいても買付価格の下限が規制されている (最低価格規制)。また、上記について一定の例外が設けられていることがあるが、その例外事由に該当するか否かの認定は、各国の規制当局 (イギリスでは Takeover Panel、ドイツでは BaFin) が担当し、当局が一定の範囲では裁量的な判断を行う可能性があることも、ヨーロッパ型の公開買付規制の特徴である²⁵⁾。

それでは、日本の公開買付規制はどちらのタイプに属するか。実は、日本の公開買付規制は、ヨーロッパ型とアメリカ型の間ではアメリカ型に属するが²⁶⁾、アメリカとは些末でない違いがあり、両者の中間形ということが出来る。具体的には、①' 総株主の議決権数の 3 分の 1 以上の数の議決権株式をこれから取得しようとする者は、相対 (あいたい) 取引でこれを取得するためには、公開買付けによらなければならない²⁷⁾。これ

は非常に独特な規制であり、(既に取得した者、ではなく)「これから取得しようとする者」に公開買付けを課す点、および、市場取引による取得が禁止されていない点において、ヨーロッパ諸国の①義務的公開買付けのルールとは大きく異なっている。また、日本にはヨーロッパの②③に類似するルールが存在するが、その内容は大きく異なっており、日本のルールは良くいえば柔軟であり、悪くいえば既存の株主の保護が弱い²⁸⁾。

日本で公開買付ルールを管轄しているのは**金融庁**(FSA)であるが、上場会社に対する公開買付けにおいて、金融庁が買収者と対象会社の間で裁量的な判断を行うことは予定されていない。もっとも、金融庁は「株券等の公開買付けに関する Q&A」を公表し²⁹⁾、公開買付けの実施時に生じる実務的な問題についての行政庁としての見解を示すとともに、この Q&A に関する質問に回答することがあるから、公開買付けに関するルールの細目のエンフォースメントは金融庁によって行われており、この点ではイギリスやドイツに近い側面があると考えられる。

ところで、日本でも諸外国と同様、公開買付けの対価は金銭に限られず、有価証券(たとえば買付者の発行する株式や、他社株式)を対価とすることが許されている(日本金商法 27 条の 4)。しかし、ここで理由は述べないが、日本の会社法が制約となっているため、実務上は証券を対価とする公開買付けは日本ではほぼ皆無であり、金銭を対価とする公開買付けがもっぱら行われている。この点は、イギリス・ドイツ・アメリカの実務とは大きく異なっているようである。

VI 広義の会社法のルールの差異と、その理由・背景

ここでは、組織再編行為・締め出し取引における株主保護ルールの各国比較を行う。

1. ドイツ法——合併の場合

ドイツ UmwG は、合併に関して、事前に**検査役**の調査を義務付ける³⁰⁾など、公正な対価が実際に支払われることを重視した規制を定めるとともに、事後に合併の効力が否定されることを制限している³¹⁾。

まず、**合併対価の公正さ**に関しては、その算定根拠などが「合併報告」によって株主に事前に示されること(8 条 1 項 1 文)に加えて³²⁾、同法 9 条以下で合併検査役³³⁾による合併比率の調査と裁判所への報告(12 条)が義務付けられている³⁴⁾。調査結果の報

告は書面でなされ、結論部分には、合併比率が公正であるか否かが記載され、公正でない場合にはさらに、追加すべき対価（交付される存続会社株式の数または合併交付金の増加分）が記載される（12条2項、30条2項）。

合併契約は各当事会社の株主総会で承認されることを要する（13条、65条1項〔特別決議〕³⁵⁾）。株主は、この合併決議の効力を訴訟で争うことができるが、出訴期間は1か月に制限されており（14条1項）³⁶⁾、また、合併比率が不公正であることは決議の無効・取消事由とは認められない（同条2項）。

その代わりに、合併検査役による検査を経た合併比率であっても、なお相当でないと考える場合に、消滅会社の株主は、存続会社に**追加補償金**を請求することができる（15条1項1文）。追加補償金は、消滅会社の株主が（存続）会社から退社せず（株式を保有したまま）、公正な価格との差額の支給を求める制度であり、合併決議に反対したか否かは問題とならない（この点で、日本法上の「反対株主の株式買取請求制度」とは異なる）。

消滅会社の株主が追加補償金の額の決定を裁判所に申し立てると、同項3文により、以下の手続は会社事件手続法³⁷⁾に従い進められる。具体的には、裁判所は、当該申立人以外の全ての申立権者の権利を保護するために、原則として1人の共同代理人を選任する（同法6条1項）。裁判所が価格決定を行うと、その効力はすべての者（最初に提供された金銭代償や、その他の補償と引換えにすでに退社した株主を含む）に対して生じる（同法13条2文）³⁸⁾。すなわち、日本法上の「株式買取請求権」とは異なり、救済は個別的ではなく集団的に行われる。

なお、消滅会社の株主が追加補償金を受けた場合でも、UmwG 25条による消滅会社の執行役（会）・監督役会³⁹⁾の構成員に対して損害賠償請求をすることは妨げられない（同法15条2項2文）。

消滅会社の執行役・監督役は、合併により損害を被った消滅会社・その株主・会社債権者に対して、損害賠償責任を負う。執行役・監督役は、自己が注意義務を尽くしたことを証明すれば、上記の責任を免れる（25条1項）。

この25条の損害賠償請求権は、個々の株主・債権者が自己のために行行使することはできず、特別代理人を通じてのみ行使される。特別代理人は、1か月以上の合理的な期間を定めて、消滅会社の株主・債権者に対して当該期間内に25条の請求権を届け出るように呼びかけることとされている（26条1項・2項）。すなわち、損害賠償請求による救済も集団的とされている。

存続会社の執行役なども、同様の損害賠償責任を負う（27条）。

なお、合併により株主の保有する株式の流動性が低下する場合、たとえば、消滅会社

は上場会社であるが、存続会社が非上場会社であるという場合等には、存続会社は、合併契約において、「消滅会社の合併決議に反対するすべての株主に対して、その株主の保有する株式を相当な金額の金銭で取得することを申し出る」義務を負う（29条。金銭代償制度）。この金銭代償請求は、株主が合併決議で反対の議決権を行使し、議事録に異議をとどめた場合に、存続会社に対して公正な価格での株式の買取りを要求するものである（わが国の「反対株主の株式買取請求権」と異なり、救済が集団的になされる点に注意）。この金銭代償の額の公正さは、合併検査役の調査の対象となる（30条）。また、補償の額に不満のある株主は、裁判所に対して価格決定の申立てを行うことができ、このとき会社事件手続法により手続が進められる（34条）ため、共同代理人の選任、価格決定の対世効を通じて、すべての反対株主に対して救済の効果が及ぼされる。

2. ドイツ法——キャッシュ・アウト（締め出し）取引の場合

まず、AktG が定める一般的なキャッシュ・アウト取引における、株主保護ルールの概要は次の通りである。

少数株主の締め出しは、95%以上を有する支配株主が存在する場合にのみ可能である。そして、この場合にも株主総会がキャッシュ・アウト取引を決議することが必要であるから（327a条）、対象会社の執行役が支配株主によるキャッシュ・アウトを望まない場合には、支配株主は株主提案権（126条）を行使してキャッシュ・アウト議案を株主総会に提出することができる⁴⁰⁾。

支配株主は、対象会社の総会決議に先立ち、その執行役会に、金融機関が発行した資金証明を提出しなければならない（327b条3項）。対価の額は支配株主により決定されるが（同条1項）、それが公正であることについて、支配株主は株主が閲覧できる書類において説明する義務を負う（327c条）。

対価の金額に不服のある株主は、総会決議の取消訴訟によってこれを争うことはできない。裁判所に価格決定の申立てを行い、非訟手続で裁判所が適切な対価を決定することになる（327f条）。

次にWpÜGが定める、公開買付けの実施後に行う残存株主の締め出し取引における、株主保護ルールを概観する。

この場合も、締め出しが可能となるのは、公開買付者が95%以上の株式を取得した場合のみである。そのような買付者は、裁判所⁴¹⁾に対して締め出し価格の決定の申立てを行い、当該手続には家事事件等手続法⁴²⁾が適用される（WpÜG39b条1項）。Ⅲ 2.で

前述したように、公開買付けに応募しなかった株主に対する補償は、公開買付けの対価と同種でなされ、現金以外（株式など）を対価としていた場合には、補償は当該株式で行われるほか、現金での補償という選択肢も提供されなければならない（39a 条 3 項）。買付けの対象となった株式のうちその 90% 以上を買付者が公開買付けにより取得した場合には、当該買付の価格（対価）は公正であるとみなされる（同項。「推定」ではない）。

買付者が公開買付けにより対象会社の議決権株式の 95% 以上を取得した場合に、残存株主が買付者にセルアウト権を有することも、前述のとおりである。

3. 日本法——合併の場合

日本会社法は、合併を行うには原則として各当事会社の株主総会決議（特別決議）により合併契約が承認される必要があること、総会決議に先立ち株主その他の利害関係人に合併比率等に関する情報が提供される点においては、ドイツ法と大差はない。

一定の場合に、総会決議が不要とされ、その範囲はドイツ法よりも少し広い⁴³⁾。そして、ドイツ法の合併検査役の制度のように、合併比率の公正さを中立的な第三者が調査するという制度は、日本法には置かれていない⁴⁴⁾。

合併の存続会社 A が消滅会社 T の発行済株式の 70% を保有しており、そのため、T にとって不利な合併比率を定める合併契約が T の株主総会で可決された場合を考える。このとき、おそらく当該総会は「**特別利害関係人**（= A）が議決権を行使したことによって、著しく**不当な**（= 合併比率が不公正な）**決議**が成立した」（831 条 1 項 3 号）場合に該当するから、株主は、決議の日から 3 か月以内であれば総会決議の取消しを求める訴訟を提起することができる。このとき、この訴えが認容されると、総会決議をせずに合併をしようとする場合と同視できるから、合併は無効（828 条 1 項 7 号）と考えられる。

そして、この場合には、条文上は明らかでないが、平成 26（西暦 2014）年の会社法改正時の議論の経緯に照らせば、上記の（取消可能な総会決議に基づく）**合併比率が不当な合併**については、株主は、合併の効力が発生する前に会社を被告として**差止め**⁴⁵⁾を請求できるとの見解が有力である。

以上のように、株主総会決議の取消し・合併無効の訴え、あるいは合併の差止めによって、株主は合併の効力発生を防止し、不当な合併比率から自分たちを守ることができる。しかし、単に合併比率が不公正であるというだけでは、合併は無効とならないというのが、下級審の裁判例⁴⁶⁾であり、学説上も多数説である。

代わりに、合併対価に不満がある株主は、会社に対し、公正な価格で株式を買い取る

ことを請求することが認められており（反対株主の株式買取請求権）、価格について株主・会社間で協議が整わない場合には、裁判所が価格を決定する⁴⁷⁾。

もっとも、この手続は、株主が自己のためだけに行うものであり、裁判所が会社の定めた対価よりも株主に有利な価格決定を判示したとしても、それは他の株主には及ばない。この点は、ドイツ法との大きな違いである。

4. 日本法——キャッシュ・アウト（締め出し）取引の場合

Ⅲ 3.で説明したように、日本法上、①株式併合によるキャッシュ・アウトと、②特別支配株主が株式売渡請求権を行使して行うキャッシュ・アウトとが、実際に利用されている。①では、対象会社において株主総会決議（特別決議）が必要であり、少数株主への金銭の支払いの対象会社によって行われる。これに対して、②では、総会決議は不要であり、形成権の行使により、各少数株主と特別支配株主との間に株式の売買契約が成立する。そのため、少数株主に対して対価である金銭を支払うのは、特別支配株主である。

実務上は、たとえばAが上場会社Tに対して株式公開買付けによりその支配権を取得し、その後でTを完全子会社化し、上場廃止を行うこと（非上場会社化取引：going private）を計画しているとき、次のような手続を経ることが一般的である。まず、AとTの間で公開買付け等の条件（買付価格など）の交渉を行い、価格が定まると、Aは公開買付けを開始し（日本金商法27条の3）、Tはこれに賛同する旨の意見を表明する（27条の10第1項）。その際、公開買付け届出書（27条の3第2項）には、「もし、公開買付けによりAがBの発行済株式の90%以上の株式を取得すれば、Aは上記②（総会決議不要型）のキャッシュ・アウトを行い、その際の価格は公開買付けと同額とする。もし、公開買付けによりAがBの発行済株式の66.7%以上の株式を取得すれば、Aは上記①（総会決議必要型）のキャッシュ・アウトを行い、価格も同様とする」旨を記載することがある。そして、公開買付けの後に、記載通りのキャッシュ・アウトを行う。

このように、支配株主の持株比率（より正確には、議決権保有比率）に応じて2種類のキャッシュ・アウトが可能であるのは、アメリカ法に類似している（アメリカでは、①は金銭を対価とする合併、②はshort-form mergerとして実施される）。

キャッシュ・アウトに2つの手段があることには、重要な意味がある。②総会決議不要型のキャッシュ・アウトでは、公開買付けの完了から時間を置かず、少数株主を締め出すことができるから、非上場会社化取引を短時間で実現することができる。また、公

開買付けとキャッシュ・アウトの間の日数が少なければ、その間に市場全体の株価が大きく変動することもないから、公開買付価格の公正さとキャッシュ・アウト価格の公正さがリンクしやすい。これに対して、①総会決議必要型のキャッシュ・アウトでは、株主総会を開催するための時間と費用が掛かることや、その間に市場全体の株価が変動する可能性が存在することから、買収者がその分のコストやリスクを負担することとなる。

それでは、②に加えてなぜ①の制度が必要なのか。もしも、②キャッシュ・アウトを実行するには、T社の株式の90%を取得することが必要である、という制度のみであれば、非上場会社化取引⁴⁸⁾が大きく制約されてしまう。日本には、上場していることが負担となり、経営が効率的に行えていないという企業が、かつては多数存在した（その多くは、2006年頃から2010年代の前半にかけて、非上場会社化取引を行ったが、現在でもまだある程度そのような会社が残っている）。そのため、①の総会決議必要型のキャッシュ・アウト制度には存在理由がある。

日本法上、上場会社のキャッシュ・アウトにおける株主保護のルールは、3.の合併の場合とほぼ同様である。すなわち、公開買付規制や、キャッシュ・アウト取引の実行時の、投資家・株主に対する情報開示があり⁴⁹⁾、キャッシュ・アウト取引の価格が不公正な場合には、これに反対する株主には裁判所に公正な価格の決定を求める権利が与えられている⁵⁰⁾。

5. 日本法とアメリカ法の比較

ここでは、主としてキャッシュ・アウト取引における株主保護ルールについて、日本法とアメリカ法とを簡単に比較する。

既に見たように、日本法には次のような特徴がある。すなわち、(1)合併等の組織再編行為の対価が柔軟化されていること、(2)当事会社の株主総会決議が不要な場合が定められていること、(3)株主総会の特別決議を経れば少数株主を他社株式や現金を対価として締め出すことが可能であること、(4)90%以上を有する株主は、総会決議を経ずに締め出し取引を行いうること、等。

以上の4つの特徴は、いずれもアメリカ法に由来するものであり、日本は、機能的に見て、アメリカ法を輸入したといえることができる。そして、上記の4点のうち(3)と(4)はドイツ法とは異なっている（(1)につき注17)を、(2)につきⅢ2.およびⅥ2.のWpÜG上の制度を、それぞれ参照）。

もっとも、合併やキャッシュ・アウトに反対する株主の救済手段という点では、日本

法とアメリカ法は同じではない。アメリカ法では、上場会社の株主に対しては、株式買取請求権は制限的にしか付与されていない⁵¹⁾。**二段階合併**（公開買付け後に締め出し合併を行うこと）を念頭に置くと、対価に不服を持つ株主は、まず買収者（A）を相手方として、公開買付けの仮差止めを裁判所に申請し、公開買付けの終了後には、対象会社（T）を相手方として、合併を仮に差し止める旨を裁判所に申し立て、効力発生前には時間の制約から差止めを認容する仮処分決定が出されとは限らず、効力発生後に当該係争はそのまま損害賠償を請求するクラス・アクション（A、およびT社の取締役の賠償責任を追及する）へと転換されることが少なくないようである⁵²⁾。このような手続を踏めば、法的救済は、原告株主だけでなく他の同様の立場に立つ株主にもある程度広く及ぶこととなる（この点では、アメリカの実務はドイツの立法と近いともいえる）。

合併が**独立当事者間の取引**（arm's-length transaction）ではない場合、たとえばAがT社の株式の70%を保有している状況で、Tの少数株主に対して現金を交付する合併を行おうとするとき、Tの支配株主と少数株主の間の利害対立が顕著であるから、Tの取締役には、少数株主の利益を確保する義務が課され、義務に違反したか否かの司法審査には厳格な基準が用いられる⁵³⁾。このように、取引（合併対価）の公正確保は、会社法の条文によってではなく、差止め・損害賠償請求という訴訟が提起されることによって図られ、判例法が形成・蓄積される。これがアメリカ法の特徴である。

それでは、日本法はどうか。日本では、そもそも公開買付けを私人が差し止める制度はほぼ存在しない。公開買付け終了後には、①総会決議必要型であれ、②不要型であれ、残存する少数株主が利用できる手段は、ほぼ株式買取請求権（または価格決定申立て）に限られ、この制度で救済されるのは申立人に限られる。このように、**日本法とアメリカ法は、反対株主の救済という点では、大きな違いがある。**

もっとも、日本では対価の不公正な締め出し取引が横行しているかといえば、そうではない。少数株主が不満を持つようなMBOや完全子会社化取引が行われれば、必ずといってよいほど反対株主による価格決定の申立てがなされ、そこでの司法判断を通じて、業界（主として大手の法律事務所、および投資銀行や会計事務所など）の行為規範が形成されているからである。まず、あるMBO取引への投資家の不満をきっかけとして、「企業価値の向上及び適正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（2007年9月）⁵⁴⁾を経済産業省（METI）⁵⁵⁾が作成した。この文書は、法律上の義務や手続規制を当事者に課すもの（制定法）ではないが、いわゆるソフトロー（soft law）として、これが行為規範として共有されることで、業界の行動がある程度改善された。

それに加えて、締め出し取引の公正を確保する上で決定的であったのが、レックス・

ホールディングス事件東京高裁決定⁵⁶⁾である。この決定は、経済産業省の指針の影響を受けて画期的な判示をした⁵⁷⁾。そのことから、それ以後の同種の取引においては、市場価格に上乗せされるプレミアム率が顕著に上昇し、また対象会社において一定の独立性を有する第三者委員会を設置することが常態化するなど⁵⁸⁾、手続上の公正性・透明性が進展した⁵⁹⁾。

このような判例法の形成⁶⁰⁾と実務の改善を経たものの、現状が十分であるか否かは明らかではない。近時の学説は、主としてアメリカ法を参照しつつ、締め出し取引において取締役が負う義務の内容を論じており⁶¹⁾、これらは実務にも影響を与えることが期待される。

6. 日本法とドイツ法の比較と、その理由・背景

以上の 1. から 5. までの叙述から明らかなように、ドイツ法は合併や締め出し取引について、公正な対価が交付されるように、合併検査役などの事前規制を厳格に定めているのに対して、日本法にはそのようなフォーマルな（公式の）規制はわずかである。

第三国の研究者から見ると、いずれの立場が「正しい」のか（その国ではどちらの法制を輸入すべきなのか）、と迷うかもしれない。しかし、このような立法の違いを発見したとき、「なぜそのような違いが生じたのか」を考えることが有益であると、筆者は考える。

以下は、筆者の仮説である。ドイツで厳格な（事前規制型の）立法が成立しているのに対して、日本やアメリカでは柔軟な（司法判断に多くを委ねる）立法が成立している。これは、ドイツでは**立法の政治過程**において法学者の影響力が相対的に大きく、日本・アメリカでは**経済界の影響力が相対的に大きいこと**によるものと思われる。アメリカでは、このことに加えて、ビジネス法を専門とする弁護士の業界の政治力が大きいことが、司法による（充実した）事後救済をもたらしているのかもしれない。

もう 1 つの可能性は、**各国の株主構成**の違いと各国の法規制との整合性である。ドイツやその他の大陸ヨーロッパ諸国では、上場会社の多くに支配株主が存在するため⁶²⁾、これらの国の会社法では、会社・支配株主間の取引等を通じて行われる「支配株主による一般株主の搾取」への対処が、主たる関心事となっている。そして、ドイツ法は、古くから結合企業法（コンツェルン法）を発達させており、同法がある程度、一般株主保護を果たしてきたと考えられる⁶³⁾。そうであれば、仮に支配株主が上場会社の株式の 9 割前後を保有していたとしても少数株主は十分に保護されているとの発想から、95%の支配株主が存在する場合にのみ締め出し取引を可能とし（なお、注 17）を参照）、一般株

主が保有する株式をその意に反して剥奪される場合を非常に狭くしていることは、それなりに納得できる立法である。

これに対して、アメリカでは上場会社の株式は薄く広く分散しており、支配株主の存在する上場会社はごくわずかである。そのため、アメリカの会社法の主たる関心事は、分散した株主と経営者の間の力関係を、いかに前者に有利な方向に法の力で是正するか、という点にある。このような文脈では、経営者が事実上、享受していた経営の自由度（自律性）を極端に狭める立法は歓迎されず、経営者の権限を広く保ちつつ、その権限が濫用された事例が発生すれば、株主と裁判所がこれを咎める、という発想が、アメリカでは強くなりやすい。そうだとすれば、そのような方向で会社法が（特に判例法が）発達したことには合理性がある。

日本の上場会社には、支配株主が存在するものと、株式が薄く広く分散しているものとが混在しているが、国際的に見ると、アメリカ、イギリス、その他の英語圏に引き続き、日本は株式所有の分散している国であると思われる。現在の日本でドイツ型の厳格な法規制を定めることは、政治的にも、経済の実情からも、あまり現実的ではないように思われる。その結果、事前規制はアメリカのように緩やかとなる傾向がある。

しかし、前述のとおり、日本では事後の司法判断による救済の制度はアメリカのものには及ばない。そのため、一般論として、日本では、新しい制度の導入時や、法規制の緩和の直後には、いわば「法の穴」を悪用する者が登場し、最初はそれを上手くコントロールできないということになりがちである⁶⁴⁾。

そうであれば、新しい問題（濫用事例）の登場時に弁護士が素早く行動し、これを学者が素早くサポートし、裁判所も問題の所在を適切に理解して事後救済の事例を積み重ねていくことが、日本ではとりわけ重要である。日本の会社法学界の存在意義の1つは、その点にあるといってよいだろう。

Ⅶ 公開買付規制の差異と、その理由・背景

公開買付規制については、すでにⅤで、ヨーロッパ型とアメリカ型の対比と、日本の相対的な位置について、簡単に紹介した。ここでは、そのような違いが生じたのはなぜかを考えてみたい。以下も、あくまで筆者の仮説に過ぎない。

現行法を離れて一般的に考察する。上場会社の株式を買い集めようとする者に対して、他の方法ではなく、（原則として）公開買付けによることを義務付ける理由は何か。大ま

かにいうと、(1)情報開示による一般株主の保護、(2)効率的な支配権移転を抑止せずに非効率的な移転を抑制すること（支配権移転の選別）、(3)新しく登場する支配株主の支配権濫用の可能性からの一般株主保護（会社からの退出の機会の保障）、(4)対象会社の株主の平等取扱いなどが主張されている⁶⁵⁾。問題なのは、個別の事例においては、これらの趣旨は相互に衝突しうることである。それどころか、支配権移転の選別という1つの趣旨だけをみても、「企業価値を高める買収を阻害しない」と「企業価値を毀損する買収を阻止する」ことを両立させるルールは存在しないことが知られている⁶⁶⁾。つまり、公開買付規制は「こちらを立てればあちらが立たず」という宿命を負っているのである⁶⁷⁾。

そのような公開買付規制の特徴を念頭に置いて、Vで前述した日本法の特徴を見てみよう。日本法は、一定の場合に買収者に公開買付けという手続を義務付けており、買付方法について、買収者と対象会社（の経営陣・取締役会）の間の個別交渉に委ねることを禁止している。「取締役の株主に対する義務を、裁判所がエンフォースする」という枠組みがアメリカほど整っていない日本においては、個別交渉を制限することはやむを得ないといえるだろう。

他方、日本の公開買付規制はヨーロッパに比べてずっと柔軟である。これは、おそらく証券市場を所轄する日本の金融庁の政策判断が働いているのだと推測される。ヨーロッパの公開買付規制の下では、たとえば全株勧誘・全株買付義務が課されることから、買収者と対象会社の双方が51%（あるいは40%）を保有する関係を望んだとしても、それがほぼ不可能である。この点で、M&Aのさまざまな可能性を、ヨーロッパ法は制約しているといえる。

おそらく、日本の金融庁は、日本企業はもっと積極的にM&Aを行うべきであると考えている。そのため、日本の上場会社を対象会社とするM&Aの可能性を広く残しておくためには、ヨーロッパ型の公開買付規制よりも、アメリカ型のほうが、日本市場に適していると考えている可能性が高い。

筆者の推測が当たっているかは不明である。しかし、このように考えれば、日本法の現在の微妙な立場をより良く理解することができるようになる。

<追記>

1. 本稿の作成に当たり、ドイツ法の細部に亘る複雑な問題について、受川環大・明治大学教授から多大なご教示をいただいた。

また、本稿作成時に、高橋英治・大阪市立大学教授、Harald Baum マックスプランク比較法・国際私法研究所教授から、文献をご教示いただいた。そして、筆者の報告原

稿に対して、松井秀征・立教大学教授、船津浩司・同志社大学教授、新津和典・朝日大学准教授、牧真理子・大分大学准教授から、貴重なコメントをいただいた。

以上のみなさまに厚くお礼申しあげる。もちろん、本稿に誤りがあれば、それはすべて筆者のみの責任である。

2. 本稿は、上海大学比較法研究センター（同大学政法学部）で2018年12月2日に開催された「多国籍企業買収における法的リスクとその予防」と題するシンポジウムでの筆者の報告（日本語）を、ほぼそのまま掲載するものである。このシンポでは、日本からは筆者のほか高木康衣・熊本大学大学院准教授、李春女・九州国際大学法学部助教が参加し、当日、筆者の報告は李助教により中国語に同時通訳された。この場を借りて李春女助教にお礼を申し上げる。

注

- 1) 厳密には、友好的買収と敵対的買収の区別は明らかではない。本稿では、買収者が事前に対象会社に接触して買収条件を交渉するところから始まる企業買収を**友好的買収**、そのような交渉を経ずに、買収者が対象会社の株主に対して公開買付けを実施するものを**敵対的買収**と呼ぶ。

この区別によると、①買収者が対象会社に接触したが、交渉が決裂したため、買収者は対象会社の経営陣・取締役会の同意を得ることなく公開買付けを実施することは友好的買収に当たるし、②買収者がいきなり公開買付けを開始したが、その後で買収者と対象会社の間で交渉が行われ、買付価格の引き上げなどを経て妥協が成立し、対象会社の経営陣・取締役会が（買付価格引き上げ後の）公開買付けに賛同の意を表明するタイプのM & Aは敵対的買収ということになるので、この言葉遣いは不自然かもしれない。とはいえ、現実のM & A取引は多様であるから、どのような定義を採用しても分類はうまく行かない。

最近の欧米では、上記の①②のような企業買収が増えてきているため、友好的買収・敵対的買収という言葉に代えて、“solicited/ unsolicited”（招請／非招請）などの用語法が一般的になっている。

- 2) 次の書籍が、独英米法に加えて、フランス法についても各国の組織再編法制を紹介する論文を多数収録している。北村雅史＝高橋英治（編著）『グローバル化の中の会社法改正：藤田勝利先生古稀記念論文集』（法律文化社、2014年）。また、ドイツ法については、早川勝＝正井章彦＝神作裕之＝高橋英治（編著）『ドイツ会社法・資本市場法研究』（中央経済社、2016年）が非常に詳しい。

もっとも、わが国と同様、上記のいずれの国でも会社法・金商法の改正が頻繁に行われていることから、上記の文献を読む際にも、その後の法改正の有無の調査が必要である。本稿が注でドイツ法令の英訳を多く掲げているのは、そのことが理由の一つである。

- 3) イングランド法には合併・会社分割に相当する制定法上の制度はないが、scheme of arrangement (SOA) という制度を使えば、会社に対して同種の請求権を有する権利者のグループにおける多数決により、当該請求権を変更することができる（裁判所の認可が得られれば、反対する少数派を拘束することができる）。そのため、この制度によって、合併や締め出し取引に相当する取引が実行されている。この制度を規律しているのは、2006年会社法のPart 26（895条～901条）とPart 27（902条～941条）であり、後者は公開会社に関する特別規定を定めている。次のウェブサイトで、2006年会社法のPart 26の規定を見ることができる。<https://www.>

- legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/part/26
- 4) Companies Act 2006 の 979 条から 982 条が、締め出し取引について定めている。次のウェブページを参照。 <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/979>
- 5) イギリスでは、2000 年金融サービス市場法 89 A ～ 89N 条が金融当局にルールを策定する権限を与え、具体的なルールは、FCA（金融行為規制機構）のガイドブックに上場機構開示規則として掲げられた「開示ガイダンスおよび透明性規則（Disclosure Guidance and Transparency Rules; DTR）」に定められている。
- 6) 次のウェブページを参照。 <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure>
 なお、“sell-out”に関するルールが 2006 年会社法 983 条以下に置かれている。次のウェブページを参照。
<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/983>
- 7) 牧真理子「ドイツ組織再編法における債権者保護規定」北村＝高橋（編）・前掲注 2）339 頁、受川環大「ドイツ組織再編法における債権者保護制度」早川ほか編・前掲注 2）419 頁などを参照。
- 8) 日本の主な法令は、日本政府によって英語に翻訳されている。
 具体的には、次のウェブサイトの左上の「Law Search」のボタンをクリックして、次のページの検索窓に「companies act part」と入力してエンターキーを押せば、「Companies Act (Part I, Part II, Part III and Part IV)」および「Companies Act (Part V, Part VI, Part VII and Part VIII)」へのリンクに容易にたどり着くことができる。
<http://www.japaneselawtranslation.go.jp/>
 なお、いうまでもなくこのサービスで提供されている英訳は参考情報であり、法令としての効力を持つものではない。
 同様に、金融商品取引法（金商法）にたどり着くためには、同じページの検索窓に「financial instrument exchange act」と入力し、エンター・キーを押せば、「Financial Instruments and Exchange Act」へのリンクに到達できる。
- 9) 日本の会社法 2 条 1・2 号が、「会社」と「外国会社」の定義を置いており、3 条以下の規定の「会社」は、条文に特に明記されている場合を除いて、日本法上の会社（株式会社、合名会社、合資会社または合同会社）のみを意味するからである。
- 10) 正式名称は、Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3210; 1995 I S. 428)。ドイツ UmwG の英訳は次のウェブページで見ることができる。
http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_umwg/englisch_umwg.html
 受川環大『組織再編の法理と立法』（中央経済社、2017 年）は、ドイツの組織再編法の詳細な紹介と、その日本法との比較を行っており、本稿の作成に当たり筆者は同書を参照した。また、泉田栄一「ドイツ企業買収法について」早川ほか編・前掲注 2）531 頁も有用である。
- 11) EU レベルの立法により、EU 域内では国境を越えて合併・親子会社関係の形成が可能になっている。See “Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European Company,” and “Council Directive No 2001/86/EC of 8 October 2001 complementing the Statute for a European Company with regard to the involvement of employees in the European company,” and “Directive 2005/56/EC of the European Parliament and of the Council of 26 October 2005 on cross-border mergers of limited liability companies,” available in <http://europa.eu/>
- 12) デラウェア州一般会社法 251 条 b 項 5 号など。
- 13) これらの規定の「金銭等」の定義は、日本会社法 151 条 1 項柱書かつこ書を参照。
- 14) デラウェア州一般会社法 253 条など。
- 15) 正式名称は、Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089)。ドイツ AktG の英訳は次のウェブページで見ることができる。
http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html

- 16) ドイツ WpÜG の英訳は次のウェブページで見ることができる。

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpUEG_en.html

- 17) 株式法、証券取得・企業買収法のほかにも、組織再編法 62 条 1 項・5 項により、存続会社が消滅会社の株式の（95%ではなく）90%以上を有している場合には、合併契約締結後 3 か月以内であれば、消滅会社の少数株主に現金を対価として締め出すことが（消滅会社〔対象会社〕は、株式法 327a 条の定めるキャッシュアウトの総会決議を行うことが）できる。この制度は、同法の 2011 年の改正で導入された。なお、以下の本文に書いたように、合併の際に行うのでなければ、筆頭株主がキャッシュアウトを行うには 95%以上を保有していることが必要とされており（同条）、組織再編法 62 条の特徴は、この閾値を 90%に引き下げている点にある。

ドイツにおける締出し取引については、寺前慎太郎「ドイツ株式法上の締出しをめぐる近時の動向（1）」信州大学経法論集 1 号 445 頁（2017 年）を参照。

- 18) 厳密にいうと、株式法上の締め出しでは株式の種類を問わずに 95%以上を保有しているか否かを判定する（同法 327a 条 1・2 項）のに対して、証券取得・企業買収法の締め出しでは、議決権株式について 95%以上を取得したか否かを判定する（同法 39a 条 1・2 項）。

- 19) 正式名称は、Gesetz über den Wertpapierhandel. ドイツ WpHG の英訳は次のウェブページで見ることができる。

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html

- 20) 証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）の 1968 年改正（いわゆる Williams Act）により、現在の 13 条 d 項、および本文Ⅳで紹介する 14 条 d 項 e 項が挿入された。
- 21) 昭和 23 年（西暦 1948）年 4 月 13 日法律第 25 号。同法は、平成 18 年法律第 65 号により抜本的な改正を受け、法令名称も「証券取引法」から現在の「金融商品取引法」に改められた。同法の英訳については、前掲注 8）を参照。

- 22) 小館浩樹＝十市崇＝新城友哉「ドイツの公開会社買収法制」金融・商事判例（2019 年）掲載予定。

- 23) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 第 2 版（一部補訂）』179 頁以下。

- 24) 先行したイギリスとアメリカの法制度の特徴と、ドイツがイギリス型を、日本がアメリカ型を取り入れたことにつき、Harald Baum, “Takeover Defenses in Japan: Corporate Value Reports and Guidelines,” 21 Journal of Japanese Law (Zeitschrift für Japanisches Recht) 131-135 (2006) の特に 132 頁以下、および、Harald Baum, “Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model,” 3 University of Tokyo Journal of Law and Politics 60-72 (2006) の特に 64 頁を参照。英米日につき、日本を中間型と分類するものとして、次の文献をあわせて参照、John Armour, Jack B. Jacobs, and Curtis J. Milhaupt, “The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework,” 52 Harv. Int'l LJ. 219 (Winter, 2011).

また、あわせて参照、ハラルド・バウム（久保寛展訳）「ドイツと日本の企業買収法における共通点と相違点」早川ほか編・前掲注 2）506 頁。

- 25) 少し情報が古くなっている可能性があるが、日本語の読者は、ヨーロッパ各国の公開買付規制について、現地調査を含む報告書である次の 2 つの文書が有用である。日本証券経済研究所「英国 M&A 制度研究会報告書」（2009 年 6 月 30 日）、日本証券経済研究所「ヨーロッパ M&A 制度研究会報告書」（2010 年 9 月 13 日）。これらは次のウェブページで入手できる。

<http://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/004.pdf>

<http://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/005.pdf>

- 26) Baum, supra note 19 “Takeover Defenses in Japan,” on 134.

- 27) なお、平成 18（西暦 2006）年に公開買付規制に関して金商法の大改正が行われていることに、注意が必要である。この改正により、公開買付けが義務付けられる場面が少し拡大している。

- 28) ヨーロッパの②に類似するルールは、わが国では金商 27 条の 13 第 4 項、③は同法 27 条の 6 第

- 1 項 1 号などである。公開買付規制の制度趣旨には、対象会社の既存株主が自由意思で売買をするか否かの判断を行うことができるように買収者による買付条件の設定に制限を設けること（「強圧性＝提供圧力」の緩和）、および、企業価値を毀損するような支配権移転を生じにくくすることが含まれており（後掲注 65）参照）、ヨーロッパ（とくにイングランド）の①から③はこのような趣旨に照らしてある程度合理的な内容となっているが、そのような観点からは、日本法のルールは甚だ不十分であり、他のルール（取締役の行為義務の設定と、そのエンフォースメント）による補充が不可欠であるといえる。
- 29) https://www.fsa.go.jp/policy/m_con/qanda.pdf
- 30) 本文の記載は、株式会社の場合である。有限会社の場合には、代わって請求に基づく調査の制度が設けられている（組織変更法 48 条）。
- 31) より詳細な紹介と分析として、受川・前掲注 10) 140 頁以下、183 頁以下を参照。
- 32) なお、支配・従属関係にある会社間で合併を行う場合には、合併報告書の記載や株主総会での説明義務が加重されている（8 条 1 項 3・4 文）。
- 33) 検査役となることができるのは公認会計士・監査法人のみである（11 条 1 項、商法 319 条 1 項）。なお、合併検査役の制度は、元からドイツ法に存在したものではなく、フランス法が採用していた制度が、「ヨーロッパ共同体（EC）会社法第 3 指令」（1978 年 10 月 9 日）（78/855/CEE）により他の EU 加盟国においても国内法化されたことに基づいている。受川・前掲注 10) 136 頁。
- 34) 10 条 1 項 2 文の規定から、おそらく合併の当事会社が共同で検査役の選任を申し立てることが実務では一般的なのではないかと推測される。
- 35) 例外として、存続会社が消滅会社の株式の 90% 以上を有する場合には、存続会社において総会決議は要求されない（62 条 1 項）。
- 36) なお、ドイツ AktG243 条も、株主総会決議の取消の訴えの出訴期間を 1 か月に制限している。ドイツでは、総会決議の効力を争う訴えが提起されると、決議が効力を有することを前提として合併の登記を申請すること等ができない（UmwG16 条 2 項）など、決議を争う訴訟の提起には強い効果が結び付けられているので、濫用防止の観点から、出訴期間をこのように短期間に制限していると考えられる。受川・前掲注 10) 146 頁以下、牧真理子「組織再編に係る決議の効力を争う訴え」早川ほか編・前掲注 2) 448 頁を参照。
- ちなみに、日本法では、決議取消しの訴えの出訴期間は 3 か月であるが、訴訟提起にドイツ法のような強い効果は結び付けられていない。
- 37) Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (SpruchG). 同法の規定（ドイツ語）は次のウェブページで入手できる。<http://www.gesetze-im-internet.de/spruchg/index.html>
- 38) 受川・前掲注 10) 148 頁、特に 189 頁以下。
- 39) UmwG の原文は「代表機関」「監督機関」と述べているが、株式会社では執行役（Vorstand）・監督役会（Aufsichtsrat）がこれらに該当する。なお、わが国では前者を「取締役」、後者を「監査役会」と訳すことがこれまで一般的であった（その経緯につき、高田晴仁「『取締役』と『監査役』の形成」早川ほか・前掲注 2) 272 頁を参照）。しかし、それぞれの持つ権限・選任機関に照らすと、この訳語はあまり適切ではなく、本文での訳語が誤解を避ける上で適切であると筆者は考えている。
- 40) ドイツ法では、株主総会は主として同法 119 条 1 項に掲げる事項につき決議を行い、同条 2 項により、「株主総会は、業務執行に関わる事項については、執行役会が要求する場合に限り、決議をすることができる」。ここでいう「業務執行事項」とは、株主総会の法定決議事項および監督役会の法定権限のいずれにも属さない、執行役の権限に属する事項と解されていることから、キャッシュ・アウトはこれには含まれないと考えられる。
- この点に関連して、高橋英治『ドイツ会社法概説』203 頁を参照。
- そして、支配株主が対象会社にキャッシュアウト議案を提案した場合には、会社は株主総会を招集する義務を負うと解されているようである。この点は、比較法的には大変に興味深い。とい

うのは、ドイツ法とは対照的に、日本法では、特別支配株主が株式等売渡請求を行うときには、対象会社の取締役会の承認を得ることが義務付けられている（会社法 179 条の 3 第 1, 3 項）。これは、取締役会が売渡株主（少数株主）の利益を保護するために、キャッシュ・アウトの条件が適正なものか、対価の交付の見込み等の判断を行うことを期待した制度である。なお、取締役（会）は、キャッシュ・アウトを承認するか否かの判断を行うにあたって、対価が少数株主に交付されることを確保するために、特別支配株主に資金の裏付けがあるか否かも開示させるべきであり、資金の準備状況等を確認することが取締役の義務の内容となっているという議論も立法時になされている。

以上につき、岩原紳作『『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説（IV）』旬刊商事法務 1978 号（2012 年）39 頁、43 頁および 53 頁注 16。なお、岩原教授は、この制度導入時の会社法改正を審議した法制審議会会社法制部会の部会長を務めていた。

- 41) フランクフルト・アム・マインのラント裁判所に専属管轄がある（WpÜG39a 条 5 項）。
- 42) Gesetz über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit (FamFG). 同法の規定（ドイツ語）は次のウェブページで入手できる。<http://www.gesetze-im-internet.de/famfg/>
- 43) 消滅会社について 784 条、存続会社について 796 条を参照。本文の「範囲が…広い」とは、95 %ではなく 90%でよいことを指している。
- 44) 日本会社法では、株式会社の設立および新株発行の際に現物出資が行われる場合には、検査役による調査の制度が置かれており、これはドイツの合併検査役の制度と類似しているが、日本法には合併検査役の制度は存在しない。ドイツの合併検査役の制度の由来について、前掲注 33) を参照。
- 45) 消滅会社について 784 条の 2 第 1 号、存続会社について 796 条の 2 第 1 号の解釈が問題となる。
- 46) 東京高判平成 2 年 1 月 31 日資料版商事法務 77 号 193 頁。
- 47) 消滅会社では 785 条・786 条、存続会社では 797 条・798 条。
- 48) 経営者による企業買収（Management buyout; MBO）や、親会社による上場子会社の非上場会社化取引が、その典型である。
- 49) 金商法 27 条の 3, ①（総会決議必要型）につき会社法 182 条の 2 以下, ②（総会決議不要型）につき 179 条の 4 以下。
- 50) ①（総会決議必要型）につき会社法 182 条の 4 以下, ②（総会決議不要型）につき 179 条の 8。
- 51) カーティス・J・ミルハウプト『米国会社法』（有斐閣, 2009 年）174 頁以下、特に 176 頁以下を参照。
- 52) 田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新堂幸司＝山下友信編『会社法と商事法務』（商事法務, 2008 年）143 頁, 148 頁以下を参照。
- 53) この点については、ミルハウプト・前掲注 51) 181 頁以下、アーサー・R・ピント／ダグラス・N・ブランソン（著）米田保春（監訳）『アメリカ会社法』（レクシスネクシス・ジャパン, 2010 年）353 条以下、白井正和「レブロン義務と価格最大化義務」論究ジュリスト 10 号（2014 年）141 頁を参照。Wataru Tanaka, "Going-private and the Role of Courts: A Comparison of Delaware and Japan," UT Soft Law Review, No.3, pp.12-23, Mar 2011.
- 54) http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/MBOshishin2.pdf
- 55) なお、現在、経済産業省では、本文で紹介した MBO 指針の改訂が進められている。経済産業政策局産業組織課・公正な M&A のあり方に関する研究会（http://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/index.html）を参照。
- 56) 資料版商事法務 295 号 128 頁、金融・商事判例 1301 号 28 頁。
- 57) ここでは詳しくは紹介しないが、公開買付価格、および締め出し取引において少数株主に対して提供された対価は、いずれも 1 株当たり 23 万円であったが、東京高裁は対象会社に対して、申立株主に 1 株につき 33 万 6,966 円を支払うよう命じた。

- 58) この点を実証研究により示したものとして、井上光太郎＝中山龍太郎＝増井陽子「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか」旬刊商事法務 1918 号（2010 年）4 頁以下を参照。
- 59) 日本の公開買付けの実証研究として、田中亘＝森・濱田松本法律事務所（編著）『日本の公開買付け：制度と実証』（有斐閣，2016 年）を参照。
- 60) ほかに重要な裁判例として、東京高判平成 25 年 4 月 17 日判例時報 2190 号 96 頁（レックス HD 損害賠償請求事件控訴審判決）があり、MBO に関連して次のように判示している。「株式会社は、会社の企業価値を向上させて、会社の利益ひいては企業所有者たる株主の共同の利益を図る仕組みの営利企業であり、取締役…の会社に対する善管注意義務は、会社、ひいては、株主の共同の利益を図ることを目的とするものと解される」。そして、取締役は、善管注意義務の一環として、「MBO に際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務」（公正価値移転義務）、「株式公開買付けにつき会社として意見表明をするときは、当該意見表明において、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務」（適正情報開示義務）を負う旨を判示している。
- 61) 白井・前掲注 53)、飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務」フィナンシャル・レビュー（財務総合研究所）121 号（2015 年）135 頁、大杉謙一「取締役の株主に対する義務」徳本穰＝徐治文＝佐藤誠＝田中慎一＝笠原武朗（編著）『会社法の到達点と展望：森淳二朗先生退職記念論文集』（法律文化社，2018 年）29 頁など。
- 62) 創業家一族が一体として上場会社の支配権を維持し続けるために、財団を通じて上場株式を間接的に保有することが広く行われているようである。また、わが国と同様、親子会社がともに上場すること（いわゆる親子上場）も少なくないようである。

もっとも、ドイツでも近時、外国人投資家による株式保有が進んで、以前よりも株式の分散が進んできていることにも注意が必要である。松井秀征「機関投資家による株式保有の進展がもたらす問題」神作裕之編『企業法制の将来展望 2016 年度版』（財経詳報社，2016 年）258 頁，264 頁以下を参照。
- 63) なお、ドイツではコンツェルン法は少数株主の保護を目的とする制度ではないと考えるのが一般的のようである。筆者はドイツ法には詳しくないが、その機能に照らすと、①契約コンツェルン、編入コンツェルンは企業（＝子会社を含む企業集団）の利益保護、②事実上のコンツェルンは少数株主の利益保護を果たしていると考えている。この点については、マティアス・ハーバーザック（新津和典訳）「従属株式会社における会社利益とグループ利益」早川ほか（編）・前掲注 2）463 頁を参照。
- 64) 株主保護の論点ではないが、会社分割制度について、債権者保護の観点から問題のある事例（いわゆる濫用的会社分割）が 2000 年代に多発したことは、その一例といえるだろう。
- 65) たとえば吉本健一＝松中学「強制的公開買付けの目的に関する立法論的考察」阪大法学 55 巻 6 号（2006 年）1551 頁、太田洋＝中山達也「種類株式の買付けを通じた上場企業の買収と公開買付規制」金判 1351 号（2010 年）2 頁，14 頁注 43、飯田秀総「本件判批」商事 1923 号（2011 年）4 頁，10 頁。また、飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法学協会雑誌 123 巻 5 号（2006 年）912 頁の 995 頁以下の分析を参照。

このうち、(4)株主の平等取扱いについては、支配プレミアムの分配の公平性を強調する見解と、売却機会の平等を強調する見解とがあるが、前者はなぜ支配プレミアムが公平に分配されるべきかを示さないのであれば、単なるトートロジーに過ぎないといえる。つまり、これによって何が保護されるのかを明らかにすべきであると思われる。
- 66) 藤田友敬「支配株式の取得と強制公開買付—強制公開買付制度の機能」岩原紳作ほか編著『会社・金融・法（下）』（商事法務，2013 年）33 頁，48 頁以下。
- 67) 株主の保護・平等取扱いを強調すれば、立法論として全部勧誘義務・全部買付義務の妥当する範囲を広げるべきとの立法論につながりやすい（その際、金商法／会社法の役割分担も問題になる）。中東正文「公開買付制度」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（日本証券

経済研究所，2010 年）144 頁，163 頁以下，167 頁以下。

これに対して，現行法が一部買付けを許容することで，買付者に不必要なコストを負担させず，買収を過度に抑制しないことを重視する考えもある。黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付規制」ジュリ 1346 号（2007 年 12 月 1 日）26 頁，31 頁以下，34 頁，黒沼悦郎〔本件判批〕金判 1366 号（2011 年）2 頁，6 頁。

●Summary

This article discusses corporation laws and securities regulations that govern merger-and-acquisition (M&A) transactions in Japan, Germany, and the U.S. It also compares provisions in those countries to find how they differ.

Japan and the United States regulate M&A transactions ex post, while the law in Germany does ex ante. The relative weakness of legal academics in Japan's legislative process may be one reason for the difference. Another possible and compatible explanation is that differences result from ownership patterns in the three economies. Moreover, Japan's Financial Services Agency's respect for the need for M&A may have caused it to adopt a less rigorous approach in preparing securities regulation legislation.