

# 企業買収における取締役の賠償責任（3・完）

村上 康 司\*

- 第1章 はじめに
- 第2章 企業買収に関するルールづくりについての国内の取組
  - 第1節 行政による取組み
  - 第2節 「報告書」および「指針」以後
  - 第3節 小 括
- 第3章 わが国の買収防衛策および裁判例の議論状況
  - 第1節 序 論
  - 第2節 裁判例の状況
  - 第3節 学説の状況
  - 第4節 小 括 (以上, 320号)
- 第4章 アメリカにおける裁判例と議論の推移
  - 第1節 序 論
  - 第2節 アメリカの裁判例
  - 第3節 アメリカの学説
  - 第4節 損 害 論
  - 第5節 小 括 (以上, 323号)
- 第5章 EU およびドイツにおける裁判例と議論の推移
  - 第1節 序 説
  - 第2節 企業買収に対するドイツの状況
  - 第3節 企業買収法
  - 第4節 EU 第13指令
  - 第5節 企業買収法の改正
  - 第6節 新たなドイツ株式法の改正
  - 第7節 損 害 論
  - 第8節 小 括
- 第6章 買収防衛策と対象会社取締役の責任
  - 第1節 序 論
  - 第2節 裁 判 例
  - 第3節 取締役の責任と株主の損害の性質

---

\* むらかみ・こうじ 立命館大学大学院法学研究科博士課程後期課程

第7章 結 語

第1節 指 針

第2節 ドイツ法からの示唆

第3節 企業価値の判断について

第4節 取締役の責任について (以上, 326号)

## 第5章 EU およびドイツにおける裁判例と議論の推移

### 第1節 序 説

EU においては、長年にわたり企業買収に関する法制の整備およびその調和が問題とされてきた。ヨーロッパでの企業買収法制の歴史は、イギリスがシティコード (City Code) を導入した1968年にさかのぼる。それ以後、シティコードは頻繁に改正されてきた。シティコードの2つの主要な規定は、買付者が対象会社の30%以上の議決権を取得する場合の義務的公開買付制度と関連株主の差別的取扱いの禁止である。ヨーロッパ大陸における企業買収規制は、1980年代後半の企業買収活動の高まりに対して設けられたものであるが、多くの大陸諸国の規制は、イギリスのシティコードを基準とするものであった<sup>152)</sup>。E E C 委員会は、会社法第13指令として、1989年に最初の指令草案<sup>153)</sup>を公表したが、15年もの間、加盟国の同意が得られず立法にいたらなかった。90年代に入ると、国境を越えた企業買収が増加し、欧州委員会は、ヨーロッパの会社法とりわけ企業買収規制の調和を勧告するためにハイレベル会社法専門委員会 (a Group of High Level Company Law Experts) を設置し検討を進め、同委員会は、2002年に報告書を提出した<sup>154)</sup>。この報告書を踏まえ、2004年4月21日、ようやく EU 第13指令 (Directive of the European Parliament and of the Council on Take-over Bids, 以下「EU 買収指令」という)<sup>155)</sup>が採択された。

EC 条約249条によれば、指令の名宛人は域内に存在する会社や個人ではなく各加盟国であるため、企業買収指令も各加盟国により国内法化されることによって初めて意義を持つこととなる。同指令において、各加盟国

は、国内法化する義務を負うことが規定されている<sup>156)</sup>。したがって、ドイツも、指令の国内法化にあたり、企業買収に関する法制の修正が必要となった。

以下では、この改正前後のドイツにおける企業買収に関する議論を検討する。具体的には、ドイツにおける企業買収法制がこれまでどのような形で整備されてきたかについて概観し、次に、EU 買収指令の内容を紹介した後、それがドイツの企業買収法改正にどのような影響を与えたかについて考察する。また、最近の日本の動向との比較を通じて、急務とされているわが国の買収法制の整備に何をくみ取ることができるのかについて検討することとする。近時、わが国の企業買収法制をめぐる議論において、アメリカ法の影響が大きく、それについての研究は相当数が蓄積されているが、わが国と同様に企業買収法制の整備を進めつつある EU の状況も参考になると思われるからである。

なお、以下 EU について考察する部分には、本稿の関心からみると、必要以上の項目についてまで言及する部分があるが、EU 買収指令およびそれを受けて改めて整備されたドイツ企業買収法について、鳥瞰的な理解をするために、あえてそうするものである。

## 第2節 企業買収に対するドイツの状況

### 第1項 背景

ドイツにおいては、過去において企業買収に関する法律規定は存在しておらず、1979年に、連邦財務省証券取引所専門委員会の勧告により「企業買収ガイドライン (Leitsätze für Übernahmeangebote)」<sup>157)</sup>が作成されたが、法的拘束力を有していなかったため、実務において十分に効果的な役割を果たしてはいなかった。また、1995年10月より、証券取引所専門委員会が作成した、少数株主の権利保護規定等を盛り込んだ「企業買収のための倫理指針 (Übernahmekodex)」が発効した。これは、取締役の裁量によって採られる防衛措置と株主総会の承認による防衛措置とを区別し、前

者を認めないことを明らかとしており、1996年のEU買収指令修正により付け加えられた中立義務について先取りするものであった。しかし、同指針は任意適用規定であったために、2000年4月現在のドイツ国内の株式上場会社933社のうち同倫理指針の適用に服することを表明したのは540社にすぎないという状況であった<sup>158)</sup>。従来、銀行・保険会社等による株式保有や分散株主が保有する株式の金融機関預託制度により安定株主集団が形成されていたが、時代の変化とともに会社の支配構造も変容し、安定株主を持たない企業が増加していると指摘されている<sup>159)</sup>。このような状況の下で、1999年から2000年にかけて、イギリスのボーダフォン・エアタッチ（Vodafone Airtouch plc）が、ドイツの通信サービスプロバイダー会社マンネスマン（Mannesmann AG）に対して、敵対的買収を仕掛けたことが、経済界に大きな衝撃を与えた。さらには、フォルクスワーゲン社がフォードによって買収されるのではないかと取り沙汰されていた<sup>160)</sup>。そのため、これらを契機に、経済界においても早急に企業買収に関する法制を整備することが主張された。

ドイツにおいては、従来、企業買収の局面において、その対抗措置についての議論は、法定されている株主の新株引受権を排除し、第三者に対して新株を発行することの許容性をめぐって展開されてきた。そして、新株引受権の排除が肯定されるためには、株主総会の特別決議という形式的要件と、実際上の理由から企業の利益のために正当化される場合に限られるとする実質的要件が要求される。この実質的要件を充足しているか否かについては、種々の利益と採られる手段・目的の関係との衡量を考慮することが必要であるとされる。また、客観的に正当と認められる場合に限って、株式引受権の排除が許容されている。さらに、このことは、新株引受権を排除する権限を取締役にゆだねる旨の総会決議がなされる場合にも妥当するとされている。

ドイツにおいては、敵対的買収に対する対抗措置を検討するにあたっては、それが企業の利益として正当化されるか否かが、主要な問題となって

いる。

この点につき、それほど多くの事例のないドイツにおいて、重要なのが、Minimax 事件の2回目の連邦通常裁判所の判決<sup>161)</sup>である。この事件において、裁判所は、実質的に根拠のあるものであって、恣意的な性格をもつものでないときには、株主の不平等な取り扱いも許容しうることを明らかにした。そして、買収者は、対象会社をその影響下においてこれをせん滅する意図を追及するものであり、かかる状況では、これを阻止することは対象会社の経営陣の責務であると述べた。学説上も、この結論を支持するものが多数を占めていると思われる。

一方で、このような結論を、いわゆる機関権限の分配秩序論から、批判する見解も有力である。その代表的論者である Mestmäcker によれば、対象会社の経営者は、たとえ会社が解体されることが予想されとしても、株主間の支配権の争奪に介入してはならず、どの株主が会社支配を獲得すれば会社にとって有益であるかについて、経営陣は決定する権限を有しないのであるから、これを買収の対抗措置に用いてはならないとするものである<sup>162)</sup>。

## 第2項 企業の利益に関する議論

また、企業の利益をどのように捉えるかについても、さまざまな見解が唱えられている。

ライザーの見解によれば、企業の利益は、企業の自己保存ないし成果を確保することを指向するものである。したがって、この結果を導くことになる行為は企業の利益と合致するが、対照的にこの結果を妨げる行為は企業の利益に反することとなる<sup>163)</sup>。

企業の利益は、判例・学説において、企業の経営陣の行動基準およびその法的責任に関して用いられる。しかし、経営陣の責任が企業の利益にかからしめられることは、株式法上の機関の責任に関する規定が、伝統的に会社に対して定められていることとの関係が問題となりうる。この関係に

ついて、次のように企業の利益の必要性が説かれる。すなわち、監査役会構成員の責任性は、株式法93条および116条にしたがい、持分所有者の代表および労働者代表に同様に適用される。しかし、労働者代表は、会社の持分所有者ではないので、機関上の権利・義務を持つことができない。したがって、労働者代表に会社の利益を配慮することを求めることは誤りである。これでは、労働者代表の責任性についての根拠付けとしては不十分であるため、企業の利益に配慮させることによってこれを満たすことができるという<sup>164)</sup>。

また、企業に関する多くの個人的・集团的利益を統合するためには、それらをより上位の共通の利益に方向付けるためにも必要であるとする<sup>165)</sup>。

ライシュは、企業の利益を、資本の維持であり、企業の維持であるという。市場において競争する企業が、存続していくためには、利潤を獲得することが重要である。経営陣は、企業の利益を確保する義務を負っているのであるから、利潤を獲得するために、自己の責任において考慮されるべきすべての利益を衡量して決定しなければならない<sup>166)</sup>。また、企業を維持するためには、その独立性も要素として考えられるとする<sup>167)</sup>。

ユングによれば、企業の利益は、企業の収益性についての利益と、企業の永続的維持についての利益の2つの観点からなる。これらは、他のいかなる利益よりも優先し、またこの2つの間では、企業の収益性についての利益が優先する<sup>168)</sup>。十分な利潤を獲得することこそが、企業がその国民経済的任務を果たしていることになる<sup>169)</sup>。

グロースマンの見解によれば、内容や意義について一定した共通理解のない「企業の利益」という概念を、法解釈に用いることは適切ではない。この用語は、正規のかつ誠実な業務指揮者の注意義務を定めた株式法93条の表現よりも具体的ではなく、何が経営者の義務の内容であるのかが、「企業の利益」概念を入れることによって、より明白になるものでもないとする<sup>170)</sup>。

後述のとおり、EU 買収指令は、3条1項(c)において一般原則として、

買収の対象会社の取締役会は、会社全体の利益のために行動しなくてはならない旨を規定している。ドイツにおいても、株式法76条が、取締役は会社の業務執行を指揮しなければならないと規定している。また、会社の経営にあたっては、一定の裁量が認められている。そこでは、取締役は、株主のみの利益ではなく、会社の利益のために行動することが求められており、会社の利害関係者すべての利益の調整をなすことが期待されている。

以上のような議論の経緯を経て、2002年に、株式公開買付を規律する初の法律として、「有価証券の取得および企業買収に関する法律 (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 以下では「企業買収法」と記す)」<sup>171)</sup>が成立した。この法律は、敵対的買収の場合において、経営陣は原則として中立義務を負うこととしているが、2つの場合の例外が認められている。1つは、事前に株主から、経営陣が対抗措置をとることができる旨の決議を得ておく場合である。これは、株主が、経営陣が株主の利益に沿って行動してくれるという期待の現われとして、契約自由の原則に根拠を求めることになる。もう1つは、経営陣が、買収提案がなされた後に、監査役会から対抗措置をとるための許可を得る場合である。これは、経営陣は重要な情報を監査役会と共有し、効果的な行動をとることができるであろうという理解に基づくといえる。

### 第3節 企業買収法

#### 第1項 目的と適用範囲

企業買収法の目的は、企業買収を促進したり抑制することはせず、公正かつ規整された買付手続きを設けること、株主や労働者に買付に関する十分な情報を提供し透明性を確保すること、少数株主の地位を強化すること、国際的な慣行に準拠することを目指すことにあるとされた<sup>172)</sup>。同法は、ドイツ国内に本拠 (im Sitz) をおく株式会社 (Aktiengesellschaft: AG) と株式合資会社 (Kommanditgesellschaft auf Aktien: KGaA) の株式ならびにそれに相当する有価証券等でその株式・有価証券が欧州経済地域内の

国の証券取引所または店頭市場での上場が認められている会社に対する公開買付の申込みがその適用範囲とされた。

## 第2項 規制の概要

企業買収法においては、一般公開買付（30%未満の株式の取得をめざすもの）、支配権取得公開買付（被買収対象会社の支配権〔30%以上〕の獲得をめざすもの）に加え、義務的公開買付（種々の形で支配権〔30%〕に達してしまった場合の他の株主全員に対する義務的公開買付）の3種類が想定されている。

規制の構造は、一般公開買付についての規定が、支配権取得のための支配権取得公開買付および義務的公開買付に共通して適用され、その他、後者についてはそれぞれ別の規定を設けている<sup>173)</sup>。

### 一般公開買付

株式取得の数や目的のいかんを問わず、株式を直接取得するための公開買付けであれば、第三章「株式取得のための公開買付（Angebote zum Erwerb von Wertpapieren）」の規定が適用され、買付意図の公表としての当局への届出義務、公開買付文書の開示義務等（10条、11条等）の対象となる<sup>174)</sup>。買付期間は、公開買付の公表により開始し、原則として4週間以上10週間以内の範囲（「当初買付期間」）で買付者が設定するが（16条1項ならびに11条2項）、買収対象会社の株主は、その当初買付期間が終了しその時には買付に応じなかった場合でも、その当初買付期間の買付成果の公表後さらに2週間（「追加買付期間」）以内に買付に応じることができる。さらに、公開買付との関連で臨時株主総会が開催される場合には当初買付期間は自動的に10週間に延長される<sup>175)</sup>。

公開買付の内容の変更は、当初買付期間終了の1日前（土曜日、日曜日、祝日は除く）までに公表すれば可能である。変更は、買付対価の増額、対価の種類（現金・株式交換方式等）の変更、買付の有効の前提条件となる

有価証券の最低割合もしくは最低数または議決権の最低割合の引き下げ、または、条件の放棄の場合について認められている(21条1項)。公開買付の内容の変更が買付期間終了2週間以内に行われた場合には、買付期間が2週間延長される(21条第5項)。

買付者は、買付期間中、場合によっては延長期間終了後、買付実績<sup>176)</sup>を公開買付の公表後1週間ごと、ならびに買付期限終了前の1週間においては毎日、公開買付の公表と同様の方法で公表し、連邦監督官庁にその旨を連絡し、同時に公表したことを証明するものを同庁に送付する。さらに、当初買付期間ならびに追加買付期間の終了後にも同様に公表・連絡・送付を行うことが義務づけられている(23条1項)。

### 支配権取得公開買付

支配権取得公開買付(当初から対象会社の支配権〔30%以上〕の議決権の取得を目的とする公開買付(29条))の場合は、第三章に加え、第四章「支配権取得公開買付(Übernahmeangebote)」の規定が適用され、全株主の株式すべてに対する買付の申出が義務づけられる(32条)。その対価は、現金または流動性のある株式に限られ、一定の場合には、現金による買付が義務づけられる。公開買付価格は、市場価格やそれまでの公開買付者による対象会社の株式取得行動を踏まえ適切なものでなければならない(31条1項,3項)。いわゆる敵対的企業買収を想定した規定である。この場合、どのような対抗策を採ることができるかが問題であるが、それについては章を改めて検討する。

### 義務的公開買付

公開買付であれそれ以外の方法であれ、買付対象会社の支配権を取得した者に残余株主に対して公開買付を義務づけるものであり、少数株主保護規定の中心をなしているものである。当初から支配権の取得をめざした支配権取得公開買付による議決権30%以上の取得の場合にはこの規定は適用

されない（35条3項）。買付手続きは支配権取得公開買付と同様の規制に服する（35条，39条）。後述する免除の要件を充足していないにもかかわらず，義務的公開買付を行わなかった場合には，買付者は対象会社の株主に対して買付価格に5%の利息を付して支払う義務を負う<sup>177)</sup>。

直接的・間接的に買付対象会社の支配権を取得した者は，その取得した日または他の客観的な状況から取得したと推定される日から7暦日以内に，第10条に規定された一般公開買付の公開買付意図の公表と同様に，支配権を取得した旨を，自己の議決権の割合を表示して，証券取引所指定新聞（全国紙）における公表かまたはインターネット等での公表を行うことが義務づけられている（35条1項）。関係する証券取引所・連邦監督官庁への連絡，買付対象会社の取締役会に対する公開買付意図の書面連絡も同様に行われる必要がある。また支配権取得の公表後4週間以内に，同様に連邦監督官庁に公開買付についての書類を送付し審査を受け公表する必要がある（35条2項）。

一方，義務的公開買付が免除される場合も規定されている。(i) 買付者が，支配権取得公開買付により，支配権〔30%以上〕の議決権を取得した場合，(ii) より多くの議決権を有している第三者が存在する場合や，取得した議決権では当該対象会社の支配が見込まれないような場合には，買付者の申立によって，連邦監督官庁が義務的公開買付の免除をすることができる。

#### 第4節 EU 第13指令

##### 第1項 議論の過程と指令の立場

EU においては，長年におよぶ議論を経て<sup>178)</sup>，2004年4月21日に「公開買付に関する欧州議会および欧州理事会指令」(Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids) が採択された<sup>179)</sup>。加盟国は，2006年5月20日までに指令の国内法化を完了しなければならないとされた（21条）。

EUにおける公開買付規制に関する議論は、1985年の第13指令の提案に始まり、近時は、金融サービス・アクションプランの一環としてなされてきた<sup>180)</sup>。そこでは、利用できる防衛措置の相違による加盟国間の不均衡をなくし、公開買付に関する level playing field (対等な競技場)を創設し、2005年までにヨーロッパの資本市場を統合することが目指されていた。その際、会社法の専門家によるハイレベル・グループが設置され<sup>181)</sup>、同グループにより公表された報告書 (Report by the Group of High-Level Company Law Experts, European Commission, Brussels, 10. 1. 2002)における勧告が2004年に採択された公開買付指令の規定のもととなった。

指令は、次のような考え方を基礎としている。まず、ハイレベル・グループは、level playing field の創設に際しては、公開買付の状況において、最終的な決定は株主が行うべきであるという原則 (株主決定の原則 (shareholder decision making)) と株主がどれだけの資本を負担するかによって株主が会社の経営にどれだけ関与できるかが決定されるべきであるという原則 (リスク負担と支配の比例 (proportionality between risk bearing and control)) が採用されるべきであることを主張する<sup>182)</sup>。指令もこの立場を採用し、指令に規定されるいくつかの制度はこれらの原則から導かれている。

さらに、指令の策定に向けての議論の過程では、防衛措置を違法として敵対的買収を促進し、会社を会社支配の市場に対してオープンにすることにより、自由な資本主義の実現を目指そうとする立場 (欧州委員会 (the European Commission) ・英国がこの立場をとる) と、敵対的買収は、市場と関わらない会社の他の利害関係者の利益を害するとして、防衛措置を認めるべきとする立場 (欧州議会 (the European Parliament) ・大陸諸国がこの立場をとる) といった、複数の機関・加盟国の間での意見対立がみられた<sup>183)</sup>。指令は、基本的には、第一の立場を採用し、取締役会による公開買付開始後の防衛措置の導入を禁じる制度 (9条) や、複数議決権株式等を利用した事前の防衛措置に対するブレイク・スルー制度 (11条) を

導入しつつ、第二の立場にも配慮し、これら二つの規定の採用を加盟国の選択に委ねることとしている（12条）。

## 第2項 適用対象と一般原則

指令の適用対象となる公開買付は、対象会社（offeree company）の支配を目的として、強制的にまたは任意に、その証券の全部または一部を取得するためにその証券の保有者に対して行う公開された買付けの申込み（対象会社自身が行うものを除く）である（2条1項(a)）。ここにいう証券（securities）とは、議決権を有する譲渡可能な有価証券とされる（同項(e)、以下では「株式」の用語を用いる）。

指令は、加盟国が指令に基づき公開買付に関する規制を設けるにあたり、最低限遵守しなければならない以下の6つの一般原則をあげる（3条1項）。すなわち、株主の平等な取り扱いと会社の支配変動の際の少数株主の保護、対象会社の株主への適切な情報提供と十分な判断時間の確保、対象会社の取締役は会社全体の利益のために行動しなければならないこと、株式についての相場操縦等の禁止、買付者は、公開買付をするのに十分な資金を準備した上で公表しなければならないこと、および対象会社は、公開買付によって合理的な時間を越えてその業務を妨げられてはならないことである。もっとも各加盟国は、指令よりもより厳格な要件を定めることが認められている（指令3条2項b号）。

## 第3項 義務的公開買付・公平な価格

### (1) 義務的公開買付

指令は、買収者が買収により対象会社を支配するだけの議決権割合を保有することとなる場合には<sup>184)</sup>、買収者に、当該株式を保有するすべての株主に対し、その全ての株式について、公平な価格（equitable price）で公開買付をすることを義務付けている（5条1項）。これは、上記一般原則の株主平等取扱い・会社の支配変動の際の少数株主の保護を実現する

ための制度である<sup>185)</sup>。義務的公開買付は、少数株主に適切・公正な条件での出口(exit)を提供し、望ましくない価格によりなされる一部のみに対する買付に申出をする余地を排除する。全ての株主の全ての株式に対して行うことを義務付けることにより、二段階買収が防止される<sup>186)</sup>。この義務的公開買付の制度は、英国のテイクオーバー・パネル(Takeover Panel)による「公開買付と合併に関するシティコード(City Code on Takeovers and Mergers)」において定められている義務的公開買付制度をモデルとしたものとされる<sup>187)</sup>。そこでは、会社の少数株主が保護されるかどうかは、会社の支配者がどの権限をどのように行使するかによるところ、会社法の規定だけでは少なくとも全ての状況において不公正な取扱いに対し少数株主を保護することができないため、会社の支配に変動が生じた際には、少数株主が、新たな支配ブロックを構成する株式を売却した者と同じ条件で会社から離脱する機会を与えるべきであるという考えに基づき、義務的公開買付制度を導入している<sup>188)</sup>。ここでいう対象会社を支配するだけの議決権割合がどの程度ものであるのかやその議決権割合の算定方法は、EUレベルでは定められず、対象会社の本社(registered office)が存在する加盟国の法の定めるところに従う(5条3項)。ドイツ(Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz § 29 Abs. 2)および英国(City Code on Takeovers and Mergers rule 9)では、議決権の30%が基準とされている<sup>189)</sup>。

なお、指令に従った全株主の株式全てを対象として任意に公開買付を行い、対象会社の支配権を取得する場合には、公開買付義務は課されない(5条2項)。

## (2) 価格規制

指令によると、義務的公開買付は、公平な価格(equitable price)によりなされなければならないとされる(5条1項)。ここでいう公平な価格とは、買付者(またはその共同行為者)が当該株式に対して、公開買付前

の一定期間（6か月以上12か月以内で加盟国により定められる）に支払った最高額をいう（5条4項）。また、公開買付公表後、買付が締切られる前に、買付者（またはその共同行為者）が買付価格よりも高い価格で当該株式を購入した場合には、買付者はその価格まで買付価格を引き上げなければならない（5条4項）。これにより、少数株主は公開買付前に買付者に株式を売却した者と同じ条件で退出することができる。指令の公平な価格の定義はハイレベル・グループの提案を採用したものであるが、同グループは公平な価格の定義にあたっては、特殊な状況に対処するための柔軟性と、買付者の買付コストについての予測可能性の両方を実現するものであるべきだと考えていた<sup>190</sup>。後者の目的は、公開買付義務を課した上で買付コストが予測可能でなければ、支配の獲得を目指す買収がなされなくなるおそれがあるという考えによる<sup>191</sup>。加盟国における従来の、公開買付についての公平な価格の算定基準には、例えば、買付前の一定期間の平均的市場価値を採用するもの、支配の変動をもたらす買収のブロックに支払われた価格を採用するもの、対象会社の資産価値を採用するものなどが見られた<sup>192</sup>。ハイレベル・グループは、最高価格提供ルールは、少数株主に支配プレミアムを分配する一方で、買付者が、公開買付前に自分の意思で支払った額を超える額を公開買付において払わなくて済むことを確実にするという二つのメリットを有することから、これを採用することとした<sup>193</sup>。もっとも、例えば、買収者が売主と共謀し低い価格で株式を購入した場合、株価操縦がなされた場合、当該買収が対象会社を破産の危機から救うことを目的として低い買付価格が設定される場合等には、最高価格提供ルールの適用が、株主間の平等・少数株主の保護に最適であるとは限らない<sup>194</sup>。このような状況に対処しようとするのが、ハイレベル・グループが挙げる柔軟性の確保の要請である。そこで、指令は、一定の場合には、加盟国が、前述の一般原則（3条）に従った上で、公開買付の監督機関（4条1項）に買付価格を調整する権限を付与することを認めている（5条4項）。

### (3) 対価の形態についての制限

買付の対価は、証券、金銭または両者を混合したものでなければならない<sup>195)</sup>。ただし、対価として提供される証券が規制市場 (regulated market)<sup>196)</sup> で取引される譲渡性のある証券でない場合には、買付者は、金銭を代替的な対価として (cash alternative) 提供しなければならない。また、買付者が、公開買付が公表される前の一定期間 (6 か月から 12 か月の間で加盟国が定める期間) から公開買付期間の終了までに、対象会社株式の 5 % 以上を金銭を対価として取得した場合、加盟国が、常に対価として金銭を提供すべき旨を定めた場合には、買付者は金銭を少なくとも代替的な対価とする買付申入れをしなければならない (5 条 5 項)。

#### 第 4 項 公開買付に対する防衛措置の制限

指令は、敵対的買収が様々な利益をもたらすことに鑑み<sup>197)</sup>、公開買付を促進するような制度設計を行うべきであるとの立場にたっている。その上で、指令は、敵対的買収に対する防衛措置を制限し、公開買付を促進するために次の二つの制度を設けている。

#### (1) 取締役会による防衛措置の導入の禁止

第一に、指令は、対象会社の取締役会が<sup>198)</sup>、少なくとも公開買付が公表された時点から公開買付の結果が公表されまたは公開買付が失敗に終わる時点までに、公開買付を妨害する行為 (特に、買付者による対象会社の支配の獲得を継続的に妨害するような株式の発行) をなすには、そのことについての株主総会の事前の承認を得なければならないとする (9 条 2 項、いわゆる中立義務である)<sup>199)</sup>。中立義務には例外が認められており、競合する買付者を探す行為などは、その例外にあたりと解されている。中立義務により、公開買付が開始された後に取締役に行えることは、通常の経営のみとされ、新株の発行など買収を困難とするような行動をとることは許されない。敵対的買収の局面において、買収対象会社の取締役がどのよう

な行動をとりうるかという問題については、諸外国のみならず、わが国においても従来から議論されてきた<sup>200)</sup>。企業買収について判例の蓄積のあるアメリカにおいては、一定の要件の下に取締役による敵対的買収に対する防衛策を認める傾向があるのに対し、EU加盟国においては、取締役の中立義務を定めるものが多い<sup>201)</sup>。

この規定は、公開買付を促進させるとする指令の立場を反映しているほか、公開買付に対しどのような対応をするかは、株主自身が決定すべきであるというハイレベル・グループが掲げていた原則を実現しようとするものである<sup>202)</sup>。ハイレベル・グループの報告書によると、取締役会による防衛措置の導入を禁じる理由は、第一に、防衛措置はしばしばそれ自体コストがかかるものであるからであり、第二に、経営者は、公開買付において、株主のために会社の価値を最大化することではなく、自己の職や名声を守ることに利益を有するという利益相反に陥っているからである。もっとも、取締役会による防衛措置の導入を認めることには、株主が直面する、応募への圧力を緩和させ、株主に支払われるプレミアムを上昇させ、さらに特に従業員等の会社における他の利害関係者の利益を考慮に入れることができることなどの利点があることを指摘する見解もある。しかし、ハイレベル・グループは、このような利点よりも上記の危険を重視して株主自身による意思決定を原則とし、他の利害関係者の利益の保護は、労働法や環境法等の他の法により実現されるべきであると考えている<sup>203)</sup>。

また、指令は、公開買付が公表される以前になされた公開買付を妨害することになる決定で、その一部または全部が実行されていないものについても、それが会社の事業の通常の過程の一部をなすものでなければ、株主総会の承認または追認を要求する（9条3項）。このようにあらかじめ導入されていた措置に対しても株主総会の承認を要求するのは、公開買付が開始される前に株主が取締役会が防衛措置をとることを承認していたとしても、その後実際に公開買付が開始された時点では状況が変わっている可能性があり、実際に公開買付が公表され、株主が関連する情報に触れて初め

て株主は公開買付に対し防衛措置をとるべきかどうかを適切に判断することができることを理由とする<sup>204)</sup>。

このように、指令9条は、ハイレベル・グループが挙げた株主自身による決定の原則を具体化し、取締役会による防衛措置の導入を禁じるが、これは、取締役会が公開買付において何ら責任を負わないことを意味するのではなく、株主が適切な判断をするためのサポートをすることが要求される。すなわち、まず、取締役会は、公開買付の会社全体に対する影響、労働関係に与える影響、および対象会社に対する買付者の戦略についての見解を含む、公開買付に関する意見とその理由を表明しなければならない(9条5項)。また、指令は他の買付者を探す行為は禁止していないが(9条2項参照)、場合によっては、他の買付者を探すことが取締役会の義務となりうる<sup>205)</sup>。

## (2) ブレイク・スルー規定

第二に、指令は、特殊な株式を活用することによる防衛策を制限する。

### 公開買付期間中の制限

指令は、対象会社の定款、または対象会社と株主との間もしくは株主間の契約において規定される株式の譲渡の制限は、公開買付を受け入れている間は買付者に対して効力を生じないとする(11条2項)。また、対象会社の定款、または対象会社と株主との間もしくは株主間の契約において規定される議決権に対する制限は、9条にしたがい防衛措置を決定する株主総会においては効力を生ぜず、複数議決権株式はそのような株主総会において、一株につき一議決権を有するものとする(同3条)。

例えば、譲渡制限株式は、買収者が支配権取得を目指し全株式に対して買付を行うことを不可能にし、複数議決権株式や拒否権付き株式は、取締役会を支配する少数株主が、それらの株式を利用して、公開買付に対する防衛措置を導入することを可能にする。上記制度(以下、「ブレイク・スルー制度」という)は、このような事前に組み込まれた公開買付を妨げる

効果を有する株式構造を、公開買付期間中は失効させることにより、EU域内における level playing field を構築し<sup>206)</sup>、公開買付を促進させようとするものである。この制度はハイレベル・グループが掲げる、リスク負担と支配との間の比例の原則を実現しようとするものでもある。指令9条は、公開買付開始後の防衛策の導入の意思決定は株主が行うことを義務付けているが、複数議決権株式や拒否権付株式など、公開買付以前に資本の負担と支配の均衡しない構造が導入されていれば、少額しか出資しない株主が、不均衡に割り当てられた支配権を利用して公開買付に対する防衛措置の導入の意思決定を行うことが可能となり、株主決定の原則の実現もゆがめられることになる。

#### 公開買付成立後の制限

リスク負担と支配の比例は、公開買付が達成された後も要求される。なぜなら、買付者が対象会社を支配するのに十分な割合の株式を取得したにもかかわらず、議決権に制限が付されていたり、他の株主が取締役の選解任に関する特殊な権利を有している場合には、買付者が対象会社の経営について決定をすることが困難となり、買収の目的を達成できないこととなるからである。

そこで指令は、買付者が議決権を有する株式資本の75%以上を保有することとなった場合には、株式譲渡の制限、議決権の制限、および、対象会社の定款において規定される取締役会の構成員の選解任に関する株主の特殊な権利は効力を失い、買付者が定款変更または取締役会の選解任のために公開買付最終後に始めて招集する株主総会において、複数議決権株式は一株につき一議決権を有するものとするとして規定する（11条4項）。

ハイレベル・グループの報告書によると、公開買付開始後にこのような特殊な仕組みが導入された場合も、このブレイク・スルー制度の適用対象となる。これは、公開買付に応募し、買付者に75%以上の資本を保有させたという事実により、特殊な株式・支配の仕組みの採用という防衛措置の導入についての株主の意思決定が、事後的に覆されたものと捉えられると

いう考えによる<sup>207)</sup>。

なお、議決権の制限が特別な金銭上の優先的取扱い<sup>208)</sup>をとともなう場合には、上記公開買付期間中の制限、公開買付成就後の制限は課されない(11条6項)。また、この規定の適用によりその権利が排除された株主には公平な補償がなされなければならない(11条5項)<sup>209)</sup>。

### (3) 公開買付以外の局面における取扱い

指令は、加盟国により認められる株式構造が異なることに配慮し、公開買付以外の局面における会社の資本や支配の仕組みについては、株主決定の原則やリスク負担と支配の比例原則を適用しない立場をとる<sup>210)</sup>。その上で、公開買付以外の局面においては、各会社の株式構造自体は維持しつつ、潜在的な買収者や投資家、株主が適切な判断をなすことができるよう、規制市場で株式が取引されている会社:に、公開買付に影響を及ぼしうる一定の事項の年次報告書における開示を義務付けるとともに、取締役会に定時株主総会にこれらの事項に関する説明文書を提出することを義務付けている(10条)。このように、指令は、ブレイク・スルー制度の適用を公開買付が現実化した場合に限定し、それ以外の場合には当該株式構造は影響を受けないという制度を採用することにより、各加盟国で認められる株式構造の相違を容認しつつ、公開買付が円滑に行われる証券市場の創設を促進するという二つの要請のバランスをとろうとしているものと考えられる<sup>211)</sup>。

### (4) 防衛措置を制限する規定の適用の選択・相互主義に基づく適用免除

前述のように、指令に関する議論の過程において、公開買付に対する防衛措置を広く認めるべきであるかどうかにつき、各加盟国間で意見対立がみられたため、指令は、上記二制度を採用するか否かを各加盟国の選択に委ねることとしている(12条1項)。もっとも、両規定を採用しないことを選択した加盟国内に登録事務所を有する会社は、定款変更手続により両

規定を採用することができる（12条2項）<sup>212</sup>）。

このように、9条や11条の採用が各加盟国・会社の選択に委ねられると、会社間で利用可能な防衛策に不均衡が生じうる。そこで、指令は、加盟国に対し、9条・11条の適用を受ける会社が、これらの規定の適用を受けない会社またはその会社に支配される会社による公開買付の対象となった場合に、当該会社に対し9条・11条に定められる防衛措置の制限の適用を免除することを認めている（12条3項）<sup>213</sup>）。

## 第5項 スクイーズ・アウト，セル・アウト

### （1）スクイーズ・アウトと財産権との関係

指令は、買付者が対象会社の議決権をともなう資本の90%以上を有し<sup>214</sup>）、かつ90%以上の議決権を保有する場合、または、買付者が、公開買付に対する応募を得た後、対象会社の議決権をともなう株式資本の90%以上で議決権の90%を取得し、または取得する契約を確実に締結した場合に、対象会社の残存株主に対して公正な価格<sup>215</sup>）でその株式を売り渡すよう請求することを認めている（15条2項，5項）<sup>216</sup>）（以下、スクイーズ・アウト制度という）。この手続は、公開買付に対する応募期間終了後3か月以内に行われなければならない（15条4項）。

スクイーズ・アウト制度は、公開買付後も少数株主が存在し続けることにより生じる次のような問題を回避するための制度である。まず、買付後少数株主が存在し続けると、買収者による、買収者のグループの一部としての効率的な経営が阻害され、そのため、本来ならば獲得できると予定した対象会社の買付の潜在的利益が減殺される可能性がある。次に、買収者は、株主総会の開催に当たって少数株主の参加を考慮した対応（通知、開示等）や、少数株主権の行使への対応が要求され、そのことによる費用を負担しなければならない。さらに、買収者は少数株主による権利濫用のリスクを負わなければならない。指令は、残存株主が極端に少ない場合には、少数株主の権利を保護するために多数株主に費用とリスクを負担させ続け

ることは、公共の利益の意味において適切でないとの立場に立ち、スクイーズ・アウト制度を導入した<sup>217)</sup>。

ところで、スクイーズ・アウト制度は、残余株主からその株式を強制的に買い取る制度であるため、加盟国の憲法において保障される財産権の侵害に当たる可能性がある。ただし、憲法の規定は、それが公共の利益により正当化され、適切な補償がなされる場合には、その保護を奪うことを認めている。

指令は、スクイーズ・アウトを認め、会社経営の効率性と証券市場の流動性を確保することには公共の利益が存在し、少数株主が極めて少なく、それらの者に適切な補償が与えられる場合に限ってスクイーズ・アウトを認めることは、憲法の規定に反しないと考えている<sup>218)</sup>。加盟国の多くの裁判所も、少数株主の締出権は、単に個人的利益を充たすために行使されるのではないことから、財産権の保護の規定に反しないと判断している<sup>219)</sup>。

## (2) セル・アウト

指令は、買付者が少数株主締出権を有する要件を充たした場合、対象会社の残存株主は、買付者に対して、その株式を公正な対価で買い取るべきことを請求できるものとする(16条2項。以下、セル・アウト制度という)。

公開買付後、多数株主となった買付者は、その支配的地位を濫用するおそれがある。いくつかの加盟国においては、そのような濫用から保護するための権利が少数株主に与えられているが、少数株主の持分が一定レベル以下になると、それらの権利も利用することができなくなる。また、対象会社の株式は公開買付の結果、流動性が低下し、少数株主は、株式を市場で売却することによって適切な対価を受けることもできない。そこで、指令は、公開買付後、少数株主の持分が極端に少ない場合にそれらの株主に株式買取請求権を認めることとした。この制度に対しては、少数株主は、

公開買付の時点において自己の株式を売却する機会を有していたのであるから、事後的に買取を求めるこのような権利は認められるべきではないとの批判、および、公開買付後に買取義務までも課すことは、多数株主に対して不当に重い金銭的負担を与えてしまうといった批判が存在した。前者の批判について、指令は、少数株主が公開買付の結果を考慮してその判断を変更することが認められるべきであるし、買取請求がなされた際の買取額は公開買付における対価を超えないとするルールを採用しているため（16条3項、15条5項）、これにより投機的な行動も防ぐことができると考えている。さらに、後者については、多数株主は、あらかじめ、全株主に対する義務的公開買付の規制に服するか、任意に全株主に対する公開買付を行っているものであり、株式買取請求権が行使された場合にも、多数株主が公開買付において買受けなければならなかった、あるいは買受けようとしたものよりも多くの株式を買受けることを義務付けるものではないのであり、このため、セル・アウト制度は正当化されると考えている<sup>220</sup>。

## 第6項 株主による適切な判断の確保・労働者の保護

### （1）株主による適切な判断の確保

指令は、最低限遵守されるべき一般原則として、対象会社の株主に対し、買付申入れについて判断するのに十分な時間が付与されるべきであることを挙げる一方で（3条1項b号）、対象会社が公開買付により合理的な時間を越えてその業務を妨げられないことを要求する（同項f号）。この二つの要請に配慮し<sup>221</sup>、指令は、公開買付における応募期間は、公開買付文書（offer document）の公表の日から2週間以上10週間以内でなければならないこととする。その上で、対象会社の通常の業務が妨げられない限り、買付者が公開買付を終了する旨を少なくとも二週間前に予告することを条件として、応募の期間を10週間以上に延長することができることを規定することが加盟国に認められている（7条1項）。

また、指令3条1項b号は、対象会社の株主に対し、買付申入れについ

での適切な情報が付与されることを要求している。この一般原則を実現するため、指令は、まず、買付者は、対象会社の株主が公開買付に関し適切な判断をするのに必要な一定の情報<sup>222)</sup>を含む公開買付文書を作成し、適時に公表しなければならないこととする(6条1項・2項)<sup>223)</sup>。さらに、前述のように、指令は、対象会社の取締役会に、公開買付の会社全体の利益への影響、公開買付が労働関係に与える影響、買付者の対象会社についての戦略、および対象会社所在地域への影響に関する意見とその理由を述べた文書を作成し、公表することを義務付ける(9条5項)。

## (2) 労働者の保護

指令の創設に関する議論の過程において、欧州議会が労働者の保護を強く主張したことから、指令は、公開買付の各段階における労働者への情報提供義務を規定する(6条1項・2項, 8条2項, 9条5項)。また、買収者は、対象会社の雇用確保に関する公開買付者の計画を明示する義務を負うことを規定している(6条2項・3項i号)。指令は、加盟国の国内法において定められる、労働者の代表者に対する情報提供やそれらとの協議(さらに特別の国内法がある場合は、労働者との共同決定)に関する規定が、指令の規定に関わらず適用されることとしている(14条)<sup>224)</sup>。

## 第5節 企業買収法の改正

指令の影響を踏まえ、ドイツにおいても国内法化との関連で、企業買収法は改正されることとなった<sup>225)</sup>。この改正は、買収対象会社に防衛策の禁止についてのルールと Breakthrough ルールの選択を認め、新しく公開買付に関連してスクイズアウトの規定を導入している。また、適用範囲も加盟国以外の欧州国に住所を有し、有価証券がドイツ国内で取引が認められている対象会社に拡大された。

ドイツは、基本的には、指令の中立義務および Breakthrough ルールを採用していない。しかし、ドイツ法の企業防衛措置は維持しつつ、EU 指

令が認めている防衛策を利用するか否かは、会社の定款において選択できるようにしている<sup>226)</sup>。この部分は、やはり指令の検討においてきわめて問題となった部分であった<sup>227)</sup>。

従来、敵対的企業買収にあたり、買収対象会社の取締役と監査役会の対抗措置を規定していた企業買収法33条に加え、33a条から33d条までの規定が新たに導入されている。

### （1）企業買収法33条

ドイツ企業買収法においても、公開買付意図が公表された後、あらかじめ決められた買付期間終了後の買収公開買付実績の公表までの間、買収対象会社の取締役は公開買付の成功に障害となるような行動をとってはならないという原則を規定する（中立義務）。

他方、企業買収法においても、指令同様に中立義務に関して例外が設けられている。それは、支配権取得公開買付がなされていない会社の通常の誠実な経営責任者であれば取っていたであろう行動、他の競合する買付者を模索すること、監査役会が同意した行動である（33条1項）。また、敵対的買収の対象となった会社の取締役は、株主総会における4分の3以上の承認による授權により、18ヵ月間買収防衛策を講じることができる（買収防衛策事前承認条項：Vorratsbeschluss）が、その場合には監査役会の同意が必要である（33条2項）。監査役会の同意を必要とすることは、取締役の業務執行に対するコントロールの一環であると考えられている<sup>228)</sup>。

この「監査役会が同意した行為」というのは立法手続の最終段階になって、買収防衛策事前承認条項では敵対的買収に際して不十分であるとの認識から経営者団体等の圧力で挿入されたものである。「買収防衛策事前承認条項」の規定は、経営者団体・労働組合等の圧力により、敵対的買収に対する対抗手段として挿入され、審議過程においては、2分の1の多数で5年間有効にすべきとの主張もなされていたといわれている<sup>229)</sup>。しかし、

敵対的買収に直面した場合に有効な対抗策は、結局のところ株主総会承認事項に属することから、立法過程の最後の最後に挿入されたこの規定自体が実質的な意味をもたないのではないか、あるいは、「監査役会が同意した行為」の規定に基づいては実際には何ら有効な策は取りえないのではないかという指摘もある<sup>230)</sup>。

この33条2項の「買収防衛策事前承認条項」は、2001年7月、ストラスブールの欧州議会における「EU 企業買収指令」の頓挫の原因となったものであり、「ドイツの独自の道」の象徴とみなされている。同時にそれは、ドイツにおけるコーポレートガバナンス、あるいは、ドイツ企業に関して、経営者層ならびに労働組合の影響力が無視できないことを如実に示している<sup>231)</sup>。

もっとも、33条2項に関しては、法律の構造上、株式会社の実質的所有者とされる株主の判断を一切諮ることなく、経営陣が買収防衛策を採ることを可能とする規定であるから、その許容範囲はできる限り限定されるべきであるとの見解が学説においては支持を集めている。Bayer によると、株主構成に直接介入することになる場合にまで、経営機関が株主総会から包括的に委譲された権限を行使することを認めるものではなく、33条2項により、株主総会が買収防衛を目的として特別に授権した範囲に限って、経営陣は株主総会の判断を経ずに買収防衛策を採用できるにすぎないとする<sup>232)</sup>。Hopt も、同様にこの見解を支持している<sup>233)</sup>。さらに厳格な立場をとる Hirte によれば、経営陣が株主総会の判断を経ずに買収防衛策を採用できるのは、それが経営陣の権限の範囲内の手段に限られ、株主総会の授権によって可能な買収防衛策は33条2項によるべきであると主張する<sup>234)</sup>。

ドイツは、イギリスを除く他の EU 加盟国よりも広く会社支配権市場を設けていた。ドイツの2層式構造は、株主からの影響を小さくしている。監査役会構成員の半数は労働者代表であり、しばしば組合から選出される。この構成は、買収について考慮する場合に、対抗措置を採用するかどうか、

またはどのような目的で行うかを決定する場合に、ステークホルダーにより重点をおいていることを表している。共同決定の構造は、株主は当然として、当該企業あるいはそのステークホルダーの利益保護の要請に応える判断を導くであろう。つまり、経営陣は、買収が当該産業や他の企業の従業員にどのような影響を与えるのであろうかということについても考慮して、判断することがありうると考えられる。監査役会構成員は、任期は5年であり、このことは、株主に対する取締役の責任感を弱めることになりかねない。もっとも、ドイツ法においては、75%を保有する者は、監査役会構成員を解任し交代させることができるが、しかし、75%を集めることがいかに困難であるかということとは、逆に主要な株主は経営陣と手を組むということがいかに容易であるかということとの対照が可能である。

## （2）企業買収法33a条

企業買収法33a条も、敵対的買収の局面における取締役と監査役会の中立義務に関連する規定である。これを導入するかどうかは、定款によることができる（同条1項）。本条を導入した場合は、EU指令による防衛策の規定<sup>235</sup>）を適用できるようになる。対象会社の取締役および監査役会は、買付意図の表明に関する決定の公表から、23条1項1文2号に基づく結果の公表までの間は、公開買付の成功を阻止する行為をすることはできない旨を定める。ただし、次の場合には、これは適用されない。すなわち、公開買付が明らかとなった後に、株主総会が取締役あるいは監査役会に対して授権した行為、通常の経営に属する行為、通常の経営以外の行為で、公開買付が明らかになるよりも以前に株主総会において決定していた事項を実行する行為、および競合する買付者を模索する行為である<sup>236</sup>）（同条2項）。

「通常の経営（Geschäftsbetrieb）」という用語は、指令で用いられる「通常の業務の過程（Geschäftsverlauf）」という用語よりも広いのではないかという問題が指摘されている<sup>237</sup>）。通常の経営という概念は、法的に

認められた企業の活動領域の抽象的な方法を描写するのに対し、通常の業務の過程は、企業の経営上の活動についての実際の過程を表すものである。実務上、通常の業務の過程は、基本的に許された企業の業務範囲内で展開する<sup>238)</sup>。通常の経営という概念から認められる行為は、指令の認める防衛策の程度を超える可能性があると思われる。通常の営業の範囲内として、たとえば、開始されたがまだ契約の締結によって確定するにはいたっていない会社の重要財産の譲渡が、買付者の側からすれば重要な会社財産の譲渡となりえても続行できることになる<sup>239)</sup>。しかし、公開買付を失敗させることができる方法であるため、個々の場合においても、その行為の目的が公開買付を失敗させることでないことが必要であるのではないと思われる<sup>240)</sup>。

### (3) 企業買収法33b条

敵対的企業買収への防衛策として、会社は定款において、株式の譲渡制限を付したり、議決権を制限したりすることがある。このような措置を設けている会社においては、たとえ公開買付が実施されても成功しない場合が生じうる。EU指令は、このような場合について Breakthrough ルールを認めている<sup>241)</sup>。企業買収法33b条も、敵対的企業買収における Breakthrough ルールについて定める<sup>242)</sup>。同条は、定款により次のことを導入することができる(同条1項)。定款により、対象会社と株主の間あるいは株主間での株式の譲渡制限は、買付者との関係においては効力を生じないこととすること、定款により、議決権拘束契約は、買付者との関係においては効力を生じないこととすることおよび複数議決権<sup>243)</sup>は買付者との関係においては1議決権とすること、買付者が、会社の定款変更あるいは会社経営機関の交代のために、株主総会を招集する場合に、買付者が対象会社の議決権の75%以上を有する場合においては、定款により、議決権拘束契約および役員の派遣は効力を生じないこととすることおよび複数議決権は1議決権とすることである<sup>244)</sup>。

#### （4）企業買収法33c条

会社が選択により、中立義務と Breakthrough ルールを導入しないと総会で決議した場合には、当該決議が行われた時点での加盟国における法がそのまま適用されることとなる<sup>245</sup>。しかし、会社間で利用可能な防衛策に不均衡が生じるおそれがあるため、相互性により補完される。相互性とは、指令9条2項・3項、11条の適用に際して、買付者と対象会社の武器の対等性を保障するものであり、指令の目指す level playing field の構築の一環を担うものである<sup>246</sup>。33a条1項の導入をした対象会社は、総会において33a条2項に相当する規定を適用しない買付者には33c条が適用されることを決議することができる（33c条1項）。子会社が買付提案を行う場合には、相互性の規制を回避することができないように、その親会社も相互性に関しては考慮される。また、33b条に基づく規定を定める対象会社は、総会において買付者が当該規定に相当する規定に服しない場合には、当該規定を適用しないことを決議することができる（33c条2項）。総会決議は、18ヶ月間効力を有する（同条3項）。

買付者が第三国に属している場合、相互性の規定が適用されるかどうか明確ではない<sup>247</sup>。これについて、指令の理由書では、国際的慣行を尊重するというにしか言及がなされていない<sup>248</sup>。

#### （5）企業買収法33d条

買付者およびその協調者は、対象会社の取締役または監査役会に対して不正な金銭給付またはその他の不正な金銭価値のある利益を付与することあるいは約束することが禁止される。

買収を企図する者にとって、対象会社が33a条および（または）33b条を導入する会社であるかどうか、さらには33c条1項および（または）2項を導入する会社であるかどうかということは、買収の成否を検討する上で重要な事項である。そのため、については、定款の定めを置くことを株主総会が決議した旨を、については、株主総会から取締役会へ

買収防衛策についての授権があった旨をそれぞれ遅滞なく監督機関に通報しなければならない(33a条3項, 33b条3項, 33c条3項3文)。さらに、  
場合には、対象会社は、自社のインターネットサイト上で授権があった旨を遅滞なく公示する義務も課されている(33c条3項4文)。

#### (6) スクイズ・アウト、セル・アウトに関する規定の新設

ドイツにおいては、従来、スクイズアウトは株式法において規定されていた。スクイズアウト制度は、2001年に企業買収法が成立した際の株式法改正によって導入されたものである<sup>249)</sup>。これは、企業買収法に義務的公開買付制度が導入されたことに関連して、一定割合を越えて対象会社の株式を所有するにいたった者には、唯一の株式所有者としての地位を確固たるものにするために、少数株主を排除する可能性を認めたものである。したがって、95%以上の株式を保有する株主がある場合、株主総会において、残りの株主の株式を相当な金銭対価をもって譲渡するよう決議することができるという制度である<sup>250)</sup>。

EU 指令は、上場会社に対し、公開買付が先行して行われる場合についてのみ、公開買付に引き続いてスクイズアウトを規定している<sup>251)</sup>。具体的には、(a) 買付者が、対象会社の議決権のある資本の90%以上および議決権の90%以上の有価証券を有する場合、(b) 買付者が、対象会社の議決権のある資本の90%以上および議決権の90%を有する場合の有価証券を取得または確実に取得すること契約した場合に認められる<sup>252)</sup>。買付者は、公開買付期間終了後3ヶ月以内に行使しなければならない<sup>253)</sup>。

今回の改正では、株式法の規定だけでなく、企業買収法の中にも新たに規定を設け<sup>254)</sup>、株式の強制的な譲渡について規定している。そこでは、少数株主のスクイズアウトについて株主総会決議は要求されておらず、公開買付により95%以上の株式を取得した株主は、裁判所に対して残りの株主の保有する株式の強制譲渡を申請することができることとされた(39a条1項)。相当な対価が、与えられなければならない、対価を金銭とすること

も選択肢として認められる<sup>255</sup>）。裁判所の決定の効果は、手続きを申請した者のみならず、すべての株主に対して適用される<sup>256</sup>）。

株式会社と企業買収法のスクイズアウト手続きは、同時に実行はすることはできない。競合する場合には、応募期間終了後3ヶ月以内と限定されている企業買収法の手続きが優先する（39a条4項）。

買付に応募しなかった株主は、買付者がスクイズアウトの権限を有する限り、応募期間の終了後3ヶ月以内に買付に応募することができる（39c条）。したがって、応募期間内に買付に応募しなければならないという強制は働かず、買付後も残っている株主の保護に役立つと思われる。

## 第6節 新たなドイツ株式法の改正

外国企業からの買収阻止し、国内の雇用を確保するための買収ルールを定めたドイツ国内法であるフォルクスワーゲン法（VW法）について、欧州司法裁判所が、同法はEUの法令に違反するとの判決を下した。1960年に制定されたVW法によれば、企業グループや機関投資家などは、20%を超えるフォルクスワーゲン社の株式を取得することができないことが定められていた。欧州委員会は、同法の廃止をドイツ政府に求めていたが、ドイツ政府はこれに応じなかったため、ついに、欧州委員会は、2004年3月、ドイツフォルクスワーゲン（VW）の株式取得を制限する同法の廃止を求めて、ドイツ政府を欧州司法裁判所に提訴していた。この判決は、EU域内においてはいわゆる黄金株を認めないという欧州委員会の取り組みに沿ったものとなった。

今回の国内法化の結果、どの程度の会社が、実際に定款を変更して、EU買収指令の内容である33a条ないし33d条を採用するのか、まだ明らかではない。EU加盟国全体を見れば、すでにアメリカの州による会社法の競争と同じような状況が生じているようである。ドイツ株式法によれば、取締役は、相当程度、会社の利益に配慮することを可能とする。もっとも、特色ある法制度を有してきたドイツにおいても、従来の制度と、イギリス

を主要モデルとする株主により重点の置かれた制度との衝突が大きくなってきているようにも思われる。

## 第7節 損 害 論

### 第1項 序 説

ドイツにおいても、企業買収に直面した経営陣が採用した防衛措置によって、株主に何らかの損害が生じるというケースは想定されうる。取締役の行為によって損害が発生したことによる株主の損害賠償請求は、ドイツ法においては、不法行為法のルールにしたがう。

ドイツ民法典(以下、BGBと表記する)823条は、「故意または過失により、他人の生命、身体、健康、自由、所有、または、その他の権利を違法に侵害した者は、その他人に対してこれによって生じた損害を賠償する義務を負う」と規定する(BGB 823条第1項)<sup>257)</sup>。本規定のいう「その他の権利」に株式あるいは社員資格が含まれることについては、判例上も争いがないとされる<sup>258)</sup>。しかし、単純に会社財産が減少し、その結果、株主の保有する株式の価値が低下したにすぎない場合には、本規定の「侵害」には該当しないとしたライヒ裁判所の判決が存在し、ドイツにおける判例・通説の立場とされている<sup>259)</sup>。また、「他人の保護を目的とする法規」に違反する者についても本条第1項と同様の義務を生ずるとされる(BGB 823条第2項)。取締役の会社に対する注意義務および違反による損害賠償義務を規定する現行ドイツ株式法93条などが、「他人の保護を目的とする法規」とされる。

ドイツにおいては、かつては、株式会社は利益を追求し、出資者に利益を配分することを目的とした営利企業である以上、株主は会社財産に対して何らかの利害関係を有するものと考えられてきた。そのため、会社に損害が生じた場合、株主もその持株比率に応じて損害が生じていると考えられていた。したがって、損害を生じた株主は、個人財産への賠償の給付を求めて請求権を行使することができるものとする理解が一般的であったが、

1970年代以後、裁判所の考え方に変化がみられるようになってきた。事項では、会社および株主に生じる損害について、裁判所および学説の理解はどのように変化していったのかについてみていくことにする。

## 第2項 会社の損害と株主の損害

当初、連邦通常裁判所は、会社に損害が生じた場合、その損害は株主にも自己の持株比率に応じて損害となると考えていた。しかし、これとは異なる見解も存在していた。この見解は、株式会社は株主とは別個独立した存在であるため、会社財産に損害が生じたとしても、それは株主の損害ではないとの理解に依拠している。実際の裁判例においても、このような見解に立つと思われるものが現われた<sup>260)</sup>。もっとも、この事案は、株主が取締役に対して不法行為による損害賠償請求をなしたのではなく、単独社員かつ唯一の業務執行者であったいわゆる一人会社が、会社の代理人として行動していた弁護士であった被告の、不適切なアドバイスにより会社に生じた損害の賠償を請求したものであった<sup>261)</sup>。会社と株主に生じる損害はそれぞれ別個であることを前提として、一人会社などの例外的な場合には、法人格否認の法理などの利用により損害賠償請求権を認めようとしたものであった。本判決の指摘する法人格否認の法理は、通常、会社形態を濫用的に利用する場合に、信義誠実の観点から法人格を否認するものである。そのため、本事例のように、信義誠実の問題とかわからず、経済的実態のみから社員の個人財産と会社財産とを同一視することは、会社債権者の正当な利益を害することになるとの批判がなされている<sup>262)</sup>。そのため、会社に生じた損害につき、社員は自らの財産への給付ではなく、会社財産への給付を目的として賠償請求することができるとの考え方が採られるようになった。

現在のドイツ法においては、株主は不法行為やその他の法律関係から生ずる請求権に基づいて、一次的には会社財産に生じた損害であっても、自らの損害として損害賠償請求を行うことができる。取締役が自己の私利を

図ったために会社に損害を生じさせた場合には、株主は、それが自らに対する不法行為を構成することを主張して取締役に対して損害賠償請求をなす。また、ある株主が会社の企業価値を損ねるような行動を採り会社に損害を加えた場合には、他の株主は、そのような行為が株主間の誠実義務に反することを理由として当該株主に対して損害賠償請求をなす。

しかし、株主は、このような請求権に基づいて損害賠償請求を行う場合であっても、原則として、賠償の給付が自らの個人財産に対して給付されるべきことを求めることはできず、会社財産に対する給付を求めなければならないとされる<sup>263</sup>。取締役の行為によって会社財産に損害が生じた場合において、株主が取締役に対して直接的に損害賠償請求をなすことができない理由は、株式会社は法人であるとされる結果、取締役は法人である会社とのみ法律関係に立つのであり、株主とは直接の法律関係にはないこと、および株式会社の法人性を株主の地位など会社をめぐる実質的権利関係にも妥当させることにより、個々の株主は会社の権利について単独で権限を有しないものとされ、株主総会における多数決の決定に拘束されるからである<sup>264</sup>。しかし、このような理論は、株主が取締役と独自に法律関係に立つ場合には適用されない。具体的には、法律の規定による場合や、不法行為による場合が考えられる。特に、不法行為による損害賠償請求の可能性については、1875年のライヒ上級商事裁判所の判断<sup>265</sup>が重要である。この事案では、多額の損失を生じさせた取締役および監査役に対して株主総会が免責を与えたことについて、少数派株主であった原告が、監査役に法令違反の取引の締結または承認という重過失があり、それによって生じた配当の欠落および株式価値の減少を損害として訴えを提起したものであった。裁判所は、原告と監査役の間には、請求の原因となるような契約関係は存在せず、監査役は会社の機関であることを示し、業務執行を原因とする損害についての監査役の責任を主張することができるのは株式会社のみであり、監査役に対する損害賠償を個々の株主が請求しうるのは、特別の理由が存在する場合のみに限られると述べた。

結論としては、原告の請求を認めなかったものの、損害賠償請求権が発生する場合にも言及しており、これによって、その後の株主の取締役に對する不法行為による損害賠償請求が認められていくことになる。

### 第3項 判例・学説の展開

上述のとおり、ライヒ上級商事裁判所の判決以後、ドイツにおいては、会社財産の減少により株主が損害を受け、不法行為の要件を充足する場合には、株主は不法行為に基づき直接的に損害賠償請求権を行使しうることが判例と考えられた。しかし、この理解のもとでは、株主は直接的に個人財産に対する回復を求めることとなり、たとえば、取締役に對する損害賠償請求の場合、取締役は会社と株主との二重払いを強いられる恐れがあること、会社の損害について株主個人の個人財産への給付を認めると会社債権者を害することになるなど、不都合な事態も考えられるようになった。

そのため、裁判所は、株主は会社財産への給付を求めて損害賠償請求をすることができるの理解へと変化していった。すでにみた BGH Urt. v. 8. 2. 1977, NJW 1977, 1283. 判決は、損害賠償の給付先に関する説示において、株主は、会社財産に関する損害賠償を要求する際には、会社財産と社員財産の法的区分を要求されなければならない。たとえ、自己の権利に基づいているとしても、単独株主は原則として、会社財産への損害賠償の給付を要求できるに過ぎない。加害者の給付によって会社財産が填補される結果、株主に対する補償により損害は填補されるのである<sup>266)</sup>と述べている。また、株主間の誠実義務違反に基づいて損害賠償請求がなされた事件<sup>267)</sup>においても、損害賠償の給付は会社になされなければならないとした。

これまでの裁判所の考え方を踏襲すれば、このような場合には、会社自身が損害賠償請求権を有しているわけではないので、株主が直接的に個人財産への給付を求めたとしても、会社債権者を害することにはならないはずである。また、会社に請求権がない以上、加害者が二重払いを強いられ

ることもないことになりそうである。にもかかわらず、そのような場合でも、裁判所は会社に対する給付を要求したのである。学説上も、この立場をとるものが通説となっているようである<sup>268)</sup>。以下では、このような理解の根拠として指摘されている点について概観する。

### 原状回復原則に根拠とするもの

ドイツにおいては、損害賠償は原状回復が原則であるため、会社に損害が生じた結果株主にも損害が生じた場合に、加害者は会社財産への給付による賠償を義務付けられるかについては争いがある。原状回復原則によることにしたがう見解は、侵害行為の結果財産価値が損なわれるのであり、その部分に填補されるように賠償が給付されることが原状回復原則の要請であるとする。もっとも、会社財産へ給付されることを正当化する根拠とはなりえないとの反論もみられる。

### 株式法117条1項2文を根拠とするもの

ドイツ株式法117条1項は、「故意に会社に対する自己の影響力を利用して取締役員または監査役員……をして、会社または株主の損害において行為をさせた者は、これによって生じた損害を会社に対して賠償する義務を負う。この者は、株主に対してもまた、これによって株主がこうむった損害を賠償する義務を負う、ただし、会社の損害を通じて株主が受けた損害を除き、なお株主が損害をこうむった範囲に限る」と規定する<sup>269)</sup>。株式法117条は、間接損害についての株主の損害賠償請求については規定範囲外である。これに対し、裁判所は、株式法117条は間接損害の賠償において株主の個人財産への給付は問題にならないと解し<sup>270)</sup>、その後、会社財産への給付を求めて株主が損害賠償請求をなす場合の根拠として用いられている。

### 会社財産の目的拘束を根拠とするもの

目的拘束の意味について、改めて定義するものは見当たらないが、一般に目的拘束とは、会社財産が適正な手続きを経ずに社員に流出させてはならないという要請として理解されている<sup>271)</sup>。会社財産の減少を理由とする損害について、株主が自らの損害賠償請求権を行使することにより、株主に対して賠償が給付されると、適正な手続きを経ない出資の払い戻しと同視されることから、株主は、自己の損害賠償請求権に基づく請求であったとしても、会社に対する賠償の給付を求めなければならないとする。現在の判例・通説の立場であると思われる。

なお、株主が自己の損害賠償請求権を行使したとしても、会社財産への給付を求めなければならないとの考え方により、会社の損害賠償請求権と株主の損害賠償請求権が対立する問題は回避されていると考えられる。従来、株主が、損害賠償請求権を行使した場合には、自己の個人財産について賠償の給付がなされるものと考えられていた状況では、加害者に十分な資力がない場合、結局のところ会社の賠償請求権は事実上意味をなさないものになってしまう危険性が存在していた。そのため、会社財産への賠償の給付を求めることにより、一定の条件のもとでは会社利益を株主利益よりも優先的に取り扱うことで、会社利益と株主利益の対立の問題の解決を図っているようである<sup>272)</sup>。

## 第8節 小 括

ドイツ法においては、取締役が採った行動により損害が生じた場合、取締役に対して、株主は、会社の損害を通じて自らの財産に対する損害賠償請求権を行使することができる場合であっても、第一次的に会社財産に損害が生じているのであれば、原則として、会社財産に賠償を給付するように求めなければならない。株主は、会社の損害について不法行為に基づく損害賠償請求権を行使することが認められてきた。不法行為となりうるのは、具体的には「他人の保護を目的とする法規」違反、および「故意の良

俗」違反の場合である。防衛措置との関連で考えた場合には、非常に割安な価格で自己あるいは自己の支持派に新株を割り当てたような場合には、これらに違反すると考えられよう。

他方で、取締役の善管注意義務に関する規定は、「他人の保護を目的とする法規」には含まれないと考えられ、単なる株式価値の減少は、社員資格に対する侵害にもあたらないとされており、このような場合については、株主による損害賠償請求権は認められていない。しかし、株式価値の減少を認識しつつなされた新株発行は、故意の良俗違反として不法行為による損害賠償請求権が認められている<sup>273)</sup>。つまり、実質的に判断して、特定の株主に損害を与えることを意図した場合などは、株主による損害賠償請求を認めている。

このように、ドイツ法における議論を参考にすると、ドイツにおいて不法行為の成立が認められるような場合は、我が国における取締役の第三者に対する責任にもとづく損害賠償請求権が問題となるような状況に類似するものであると考えられる。具体的には、株主間に会社の支配権の争いがある場合に、取締役が支配維持あるいは原告株主の持株比率を低下させるような意図でなされた新株の有利発行などの場合がこれに該当すると思われる。このように考えるのであれば、取締役の行為によって株主に損害が生じた場合はもとより、第一次的に会社に損害が生じ、その結果、株主に損害が生じたととらえ得る場合であっても、不法行為あるいは取締役の第三者に対する責任についての規定などを通じて、株主による直接的な損害賠償請求権を認めることができるとの示唆が得られる。

これらの問題については、章を改めて検討することにする。

## 第6章 買収防衛策と対象会社取締役の責任

### 第1節 序 論

わが国において会社の支配権をめぐる争いのある場合に、取締役が防

衛策として差別的な新株・新株予約権を発行することができるかについては、第3章において、裁判例および学説の検討を通じてみたように、「特段の事情」のある場合には認めよう。しかし、この差別的な新株・新株予約権の発行が、不正な目的のために行われた場合でも、その発行自体は有効であることについては判例がある<sup>272)</sup>。さらに、会社を代表する者により発行された以上、新株発行が著しく不正な方法により行われたとしても有効とし、引受人が取締役であることや、会社が小規模閉鎖会社であることなどの事情は問題としていない<sup>273)</sup>。

取締役による新株・新株予約権の発行が不正発行に該当するか否かを問わず、特定の既存株主にとっては、この新株・新株予約権の発行によって株価低下の損害を被ることとなり、これを取締役に対する損害賠償責任を追及することによって回復しようとするのが考えられる。買収防衛策により株式の流動性が損なわれてしまった結果、株式の価値が低下してしまうという事態は、株主の直接損害を生じさせ得る。したがって、株主は、取締役に任務懈怠があったとして、会社法429条、民法709条に基づき請求することが考えられる<sup>274)</sup>が、はたしてこれらの規定に基づく主張は、株主の利益を回復することについて、実質的に意味のある手段であるといえるか。

以下では、取締役の任務懈怠に基づく責任追及として、会社法429条および民法の不法行為が争点となった、いくつかの事例を紹介し、検討する。

## 第2節 裁判例

千葉地判平成8年8月28日判時1591号113頁

〔判旨〕

「被告の計画は、新株発行後甲野グループ株が発行済株式総数の三分の一を下回るように、原告らの新株引受権を奪う手段として公募名目の新株式六万株の発行を企図し、これを前示のとおり違法・無効な手続により実現したものであり、このような新株発行は、被告乙山の被告会社

における経営支配権の侵奪を目的とした不公正発行といって差し支えなく、それ自体株主である原告らに対する不法行為を構成するというべきである。

そして、本件新株発行について、被告会社も民法四四一条により不法行為責任を免れない。...中略...

企業の所有と経営が十分分離されていたとはいえない閉鎖的な中小会社においては、株主にとって、株式は会社の資産を化体していたものと見ることに十分合理性があると考えられる。したがって、そのような被告会社における経営支配権の侵奪を目的として行われた新株の不公正発行による株価の価額の低下による損害の算定は、いわゆる純資産方式による株価の算定方式を採用するのが適当である。」

〔検討〕

本判決は、所有と経営の分離が明確ではない小規模閉鎖会社において支配権に争いのある場合につき、取締役による会社支配権の侵奪を目的とする新株発行は、不公正発行といって差し支えなく、ひいては不法行為を構成するとした点、および会社自身にも不法行為責任を認めている点に特色がある。

従来の裁判例においては、会社法429条、民法709条による請求に対して、民法709条の問題ではなく会社法429条〔取締役の第三者に対する責任〕の問題として処理してきている。取締役は、会社に対して委任または準委任の関係にあるため、善管注意義務（民法644条）および忠実義務（会社法355条）を負う。取締役に任務違反がある場合は、会社に対する関係で責任を追うことになるが、その結果、株主や会社債権者も損害を受ける場合を想定して、会社法は、会社以外の第三者に対する責任を認める規定を設けている（会社法429条<sup>275</sup>）。同条の責任主体は、役員等であり、責任を負うべきものが複数存在する場合は、連帯して責任を負う（会社法430条）。具体的には、役員等が職務を行うについて悪意または重大な過失があった場合（会社法429条1項）、および対象となる役員等がおのこの関連する

特定の書類や登記・公告等に虚偽の記載や記録があった場合（会社法429条2項）である。

会社法429条の役員等の第三者に対する責任規定については、制度趣旨や適用範囲についてさまざまな議論がなされてきた。学説においては、この問題は主として（1）会社法429条により取締役が責任を負うべき損害はどの範囲か、（2）会社法429条における第三者に株主が含まれるか、という議論において展開されてきた。これらの論点については、依然として明確な整理がなされてはいないが、簡単に議論をふりかえることにより、本稿の関心との関連において重要な部分を確認する。

#### （1）会社法429条により取締役が責任を負うべき損害はどの範囲か

同条によって責任追及可能な損害の範囲については、判例<sup>276)</sup>が、「取締役において悪意または重大な過失により右義務に違反し、これによって第三者に損害を被らせたときは、取締役の任務懈怠の行為と第三者の損害との間に相当の因果関係があるかぎり、会社がこれによって損害を被った結果、ひいて第三者に損害を生じた場合であると、直接第三者が損害を被った場合であるとを問うことなく、当該取締役が直接に第三者に対し損害賠償の責に任ずべきことを規定した」と判示し、いわゆる両損害包含説をとることを明らかにした。一方、学説は、通説である両損害包含説のほか、直接損害限定説<sup>277)</sup>、間接損害限定説<sup>278)</sup>とに分かれている<sup>279)</sup>。

#### （2）会社法429条〔取締役の第三者に対する責任〕における「第三者」に株主が含まれるか

同条にいう第三者の範囲について判例・通説は、「第三者」には株主は含まれないとする。そこでは、会社の損害が回復されれば株主の損害も回復される、いわゆる間接損害の場合には、代表訴訟によるべきであると説かれている<sup>280)</sup>。その理由として、間接損害の場合に株主の本条1項の責任を認めると、取締役は株主、会社に対する二重払いの危険を負担するこ

とになってしまうこと、逆に株主への支払いで会社への支払いを免れるとすれば、会社の取締役に対して有する損害賠償請求権が切り取られてしまうとともに、株主は会社債権者に先んじて損害を回復できてしまう結果となることなどが挙げられている<sup>281)</sup>。

他方で、取締役に追及可能な損害の種類を、直接損害限定あるいは間接損害限定と捉える立場からは、株主が「第三者」に含まれるかどうかは、問題ではない。取締役の二重払いの危険は、違法な発行をあえて行ったことへのサンクションと考えざるを得ないとの主張もある<sup>282)</sup>。

新株・新株予約権の発行が不公正な方法であった場合についてみると、会社は、新株・新株予約権の発行により、予定した金銭の調達には成功しているのであって、会社自体に損害は生じていないと考えることができよう。株主には、流動性が阻害したことにより、株式の価値の低下が生じており、そのように理解すると、株主が自己の損害を回復するためには、株主には直接損害が生じ、会社法429条の損害賠償請求ができることになる。

### 第3節 取締役の責任と株主の損害の性質

では、不公正な方法によって生じた損害は、具体的にどのような性質のものであろうか。会社の支配権に争いがある場合に、取締役の責任が追及された裁判例として、京都地判平成4年8月5日判時1440号129頁が次のように述べる。

〔判旨〕

「取締役は、授權資本制の下において、会社の資金調達のための新株の発行と、その自由な割当ての権限を有する。しかし、誰が会社支配権を獲得すれば会社にとって有益かについて、決定する権限を有しない。他方、株主は、会社役員を選、解任権を通じ、会社を支配することが許されている。したがって、会社の株主の間で支配権争奪がある場合に、取締役は厳に中立を守り、これに介入すべきではない。

とくに、取締役自身が株主である場合は、自己の利害関係と全く離れて、中立の立場から支配権の帰すうを判断し得るとは、到底考えられない。このような場合は、いきおい、自派の支配権を永続するための新株発行をすることになり、取締役の忠実義務に違反する。

したがって、支配権の争奪への介入を主要な目的とする新株発行は、不公正な方法によって新株を発行するものである。これは、取締役の法令を遵守し、公正な方法に基づき新株を発行すべき義務に違反する任務懈怠ないし違法行為に当る。

「乗っ取りの対抗措置といっても、基本的には前示の取締役の支配権紛争への介入であることには変りがない。したがって、乗っ取りを企てる者が、会社を害する意図を有し、乗っ取りによって会社が壊滅させられることが明らかな場合等、特段の事情がない限り、支配目的の新株発行は、なお、取締役の違法な任務懈怠行為に当たるといふべきである。」

「本来会社に対する賠償責任の追及により処理すべき問題ともいえなくもないが、既存株主は、市場の株価下落などのいわゆる直接損害を受けたときは、それが特定の反対派株主を害する意図の下になされた加害である限り、その下落額を損害として取締役の第三者に対する責任を追及できる。」

〔検討〕

この判示によれば、支配権争いに影響を与えることを主要な目的とする新株発行の場合には、「著しく不公正な方法」により新株発行に該当することとなり、この取締役の行動は任務懈怠ないし違法行為を構成することになる。他方、会社の乗っ取りを企てる者が、会社を害する意図を有し、乗っ取りによって会社が壊滅させられることが明らかな場合等、特段の事情があれば、支配権に争いのある場合であっても取締役が介入することを許容しており、支配権に争いのある局面における取締役の行為基準を示した最初の裁判例であると思われる。さらに、一般に算定が困難と考えられている損害額について、発行前の株価と下落後の株価の差額をもって損害

と認定していることにも特徴がある。

損害については、市場性のある株式であって、株式譲渡により株主に現実の経済的損害が生じたような場合には、これを直接損害と捉えることが可能である<sup>283)</sup>。仮に、第三者割当による新株発行が公正な価額でなされ、目的に不公正な部分があった場合、市場がこれに対してネガティブな評価をした結果、個々の株主に現実の経済的損害が生じたというのであれば、これを株主の直接損害と考えることは理論的には可能であろう<sup>284)</sup>。

支配権に争いのある場合における事例ではないが、保有株式が無価値となってしまった場合に、株主から取締役に対する直接の損害賠償請求がなされた事例がある(東京高判平成17年1月18日金判1209号10頁)。この事件では、被告・被控訴人である会社が、食中毒により経営状態が悪化し清算会社となったことから、原告・控訴人である株主が取締役に対し、業績悪化によりその株式価値が喪失したとして、直接の損害賠償を求めた事案である。東京高裁は、「特段の事情のない限り、商法267条に定める会社に代位して会社(取締役か)に対し損害賠償をすることを求める株主代表訴訟を提起する方法によらなければならない、直接民法709条に基づき株主に対し損害賠償をすることを求める訴えを提起することはできないものと解すべきである。その理由は、〔1〕上記の場合、会社が損害を回復すれば株主の損害も回復するという関係にあること、〔2〕仮に株主代表訴訟のほかに個々の株主に対する直接の損害賠償請求ができるとすると、取締役は、会社及び株主に対し、二重の責任を負うことになりかねず、これを避けるため、取締役が株主に対し直接その損害を賠償することにより会社に対する責任が免責されるとすると、取締役が会社に対して負う法令違反等の責任を免れるためには総株主の同意を要すると定めている商法266条5項と矛盾し、資本維持の原則にも反する上、会社債権者に劣後すべき株主が債権者に先んじて会社財産を取得する結果を招くことになるほか、株主相互間でも不平等を生ずることになることである。以上のことを考慮して、株式会社の取締役の株主に対する責任については、商法266条が会社

に対する責任として定め、その責任を実現させる方法として商法267条が株主の代表訴訟等を規定したものと解すべきである。そして、その結果として、株主は、特段の事情のない限り、商法266条の3や民法709条により取締役に対し直接損害賠償請求することは認められないと解すべきである」と述べ、控訴を棄却した。学説の多数説と同様、会社が損害を被った結果株主が損害を受けた場合には、株主代表訴訟によって会社の損害を回復することで必要・十分であるとの理解であろう。しかし、すでに述べたとおり、流動性が阻害されることにより、株主には直接、損害が生じていると考えられるので、東京高裁の言うように、株主代表訴訟による必要はない。

したがって、買収防衛策を採ったことにより、損害を生じた株主による取締役に対する責任追及は、救済方法の一つとしては肯定されるものである。なお、自己の持株比率の低下とそれによる会社に対する株主の地位の低下による損害は、会社法429条および民法709条のいずれによっても条件を満たす限り、損害賠償請求が可能であり、双方は請求権競合の状態になる<sup>285)</sup>。

ただし、株主が取締役の任務懈怠を理由として、自己の持株比率の低下とそれによる会社に対する地位の低下、議決権の低下などを損害として請求する際に、損害の評価・測定については困難とならざるをえない<sup>286)</sup>との指摘は、十分に傾聴に値するものである。しかし、実務を見てみると、裁判所はいくつかの算定方法を事案の状況・特徴に応じて利用している。たとえば、東京地判平成4年9月1日判時1463号154頁〔支配権の争奪のある会社において、特定の株主の持ち分割合を希釈化させることを企図して、新株を特に有利な価額で発行した取締役に対する任務懈怠に基づく損害賠償を求めた事案〕によれば、裁判所は、損害額を算定するにあたり、次のように述べている。すなわち、「当裁判所は、本件に関する限り、時価純資産方式を基本にしなが、会社の資産状態、収益状態、配当状況、株式の流通性などの修正要素を加味して、公正な発行価額を決定するのが

適切であると考え。」と。そして、新株発行直前の株式の価額と直後の株式の価額との差額をもって損害と認定し、商法266条ノ3(会社法429条)に基づき原告の損害賠償請求を認容している。また、千葉地判平成8年8月28日判時1591号113頁[代表取締役の地位の侵奪を企図して、不公正な新株発行を行った取締役に対して、不法行為に基づく損害賠償を求めた事案]においては、もともと「企業の所有と経営が十分分離されていたとはいえない中小会社」における「経営支配権の侵奪を目的として行われた新株の不正発行による株価の価額の低下による損害の算定は、いわゆる純資産方式による株価の算定方式を採用するのが適当である。」として、持分価額の低下について損害を認めている。前述の京都地裁判決の差戻後控訴審である大阪高判平成11年6月17日判時1717号144頁においても、「特に有利な発行価額による新株発行が違法になされた場合に既存株主に生じる損害は、その発行価額と本来会社に払い込まれるべき適正な発行価額との差額(すなわち、本来増加すべき会社資産)が増加しないことにより、既存株式の客観的価値が低下することであり、「右株式の客観的価値の低下は、違法な新株発行直前の株式価額と有利な発行価額による株式価額の低下との差額として算定するのが相当である(株式上場企業のように新株発行に伴う市場株価の下落が見られるときは、その下落額を損害とすることもできるが、本件のような閉鎖的な非上場企業においては、市場株価の下落を算定することはできない。)」とする。そのうえで、株式の適正価格を算定するに当たっては、通常、複数の算定方法が適宜採用されることを指摘し、本件については、純資産価額方式と類似業種比準方式の双方を用いて、両方式を一定の比率で案分して株価を算定している。

このように、損害の評価・測定について一般化することまでを求めることは困難と言えるかもしれないが、会社の利益状況や配当などの経営状態などによる修正を加えて、事案に応じてそれぞれ損害を確定することは不可能ではない。

また、特に上場会社においては、このような請求は制限的にならざるを

得ないと思われる。損害賠償請求がなされ得るのは、買収防衛策によって株価が下がり、口頭弁論終結時においてもなお株価が低迷を続けているような場合に限られよう。その場合の損害額の算定についてが、問題となる。市場環境やニュースなどの外部的要因によって、株価が影響を受けることはままあることである。そのような場合には、株価算定のための株式の評価に際して、日経平均や業種平均の増減率などを分析・勘案した上で、それを上回る部分において損害を確定させていくことになるだろう。

## 第7章 結 語

### 第1節 指 針

わが国においても、近時の注目される事案を通じて、いくつかの判決例・決定例やかなりの数の企業買収に関する議論が蓄積されてきた。また、法務省・経済産業省により「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」が公表され、実務では、事実上、それが企業買収防衛策にとってのミニマムスタンダードとしてとらえられているようである。

これまでに見てきたように、わが国の企業買収ルール形成は、その判断材料においてアメリカの影響を大きく受けている。しかし、日本法と比較して、アメリカの経営陣に与えられる裁量は大きく、そのためアメリカ法でいう経営判断原則がそのままわが国にも適用されるものではない。アメリカの規制は、取締役の責任追及が問題となった場合に、取締役は経営判断原則による保護が受けられるか否かが重要な問題となる。その判断においては、裁判所は、取締役の意思決定の内容を審査するのではなく、意思決定過程の合理性と採られた行為の相当性が判断枠組みとなっている<sup>287)</sup>。取締役が、買収防衛策を隠れ蓑にして自己保身に走る危険はかねてより指摘されているが、取締役の利益相反の危険の緩和策として、取締役会とは利害関係を持たない独立の第三者を判断に介在させることが提案され

る<sup>288)</sup>。取締役の判断の合理性・相当性を高めるために、判断過程において、たとえば弁護士などの専門家に助言を得ているか、独立委員会によるチェックを受けているかといったハードルを課している。

わが国の状況を見てみると、「指針」は、そのような者を「独立社外者」とよび「内部取締役の保身行動を厳しく監視できる実態を備えた独立性の高い社外取締役や社外監査役」である者とする<sup>289)</sup>。なぜならば、「独立社外者」は、会社と何らかの関係の有する者、つまり会社に対して善管注意義務・忠実義務を負う者である必要があるからである。「社外取締役や社外監査役」という文言が明らかにしているのは、ただ単に弁護士や公認会計士といった専門家であるというだけでは、「指針」のいう「独立社外者」になりえないということである。「社外取締役および社外監査役」は、株主総会の選任を経ているのであり、また株主代表訴訟の責任主体となりうるのであるから、たとえ高名で有能とされる専門家であったとしてもそこは区別されなければならない。

もっとも、「指針」のいうような独立社外者を確保することは、わが国においては容易ではない。社外取締役といえども、現経営陣の息のかかった者が選任され、あるいは強く影響を受けるため、独立して効果的なモニタリング機能を行使することは難しいとの批判がある<sup>290)</sup>。一方で、独立性を強調するあまり、完全に当該企業とかかわりのない領域から選任された者や、企業買収に対して十分な知識や経験のない者が、はたして買収防衛策の是非について、正確な判断が可能であるかは疑問の余地がある。また、そのような独立社外者が、他の取締役やアドバイスを受けた専門家の意見を鵜呑みにすることにつながる危険すら生じる。

## 第2節 ドイツ法からの示唆

ドイツの企業買収法は、EUにおけるLevel playing fieldを創設するという目標に合致させるために、今回の改正においてはEU指令の原則を採用する余地を整備している。そこでは、企業買収の場合には、原則として

買収を妨げるような措置は法律上禁止されているが、しかし他方で、買収防衛策が許容される場合を、会社が選択することができる余地も残している。

後者の点に関して、従来の33条1項が、対象会社の取締役が、監査役会の同意に基づいて防衛措置を採ることができる旨を認めていること、および新設された取締役の中立義務、Breakthrough、相互主義を規定する33a条ないし33c条の利用が、定款の変更をもって可能であることは、わが国の企業買収法制の方向性に大変興味深い示唆を与えると思われる。

については、会社の実質的所有者と考えられている株主の判断に基づくことなく、買収を妨げうる措置を対象会社の取締役が講ずることが、法的に許容されていると考えられる。この点は、注目すべきことである。もっとも、ドイツ株式法84条1項によれば、監査役会が取締役を選任する。買収防衛策を採る取締役の行動に対して、監査役会が同意を与えることにより、取締役の権限濫用を防止するような仕組みがとられている。しかし、多くの株式会社では、監査役会と取締役は、とにかく買収防衛策を採るべきとの意識を共通にし、なかば協調した行動をとることもありうる。そうであるとすると、対象会社の取締役は、監査役会の同意に基づく防衛策が容易となり、歯止めとしての機能が果たされなくなる恐れがある。これに対して、上記は、取締役の中立義務、Breakthroughの採用に関する定款の変更に際して、株主の意向が大きく反映されるという構造になっている。すなわち、ドイツ企業買収法には、買収防衛策に関して、取締役および監査役と株主の双方がイニシアティブをもつような規制が並存している。

また、対象会社の取締役および監査役会は、会社の利益のために行動することが求められているため、買収防衛策にあっても、それは買収を妨げることが会社の利益に資するものでなければならない。この会社の利益についての考え方は、ドイツにおいてもさまざまなものがあるようであり、現在のわが国の企業価値をめぐる問題意識と共通する部分があるのではないかと考えられる。取締役は、仮に、一時的に株主価値を減ずる結果にな

るとしても、企業価値を毀損する買収提案に対して、買収防衛策を採ることが認められることになるであろう。

さらに、取締役の違法な買収防衛策の採用により、株主が自己の保有する株式価値減少の損害をこうむった場合には、直接的に損害賠償請求権を行使する理論構成の可能性についての示唆が得られた。ドイツでは、このような構成により損害賠償請求をなしうる場合は、株主の取締役に対する不法行為による損害賠償事例にとどまらず、社員に対する加害により会社の収益力が毀損された場合などの企業損害事例も含まれている。ドイツでは、株主は会社財産に生じた損害であっても、自己の損害として損害賠償請求をなしうるのは、取締役による行為によって生じる損害が、会社の請求権の行使によって損害を回復することを要求するのが適当ではないと考えられるような場合に、例外的に認められているものであるが、それによりバランスを保っているとも考えられる。

### 第3節 企業価値の判断について

企業価値研究会においても、企業価値についての議論が行われていたが<sup>291)</sup>、既述のように「新報告書」によると、「企業価値」とは、「キャッシュフローの割引現在価値」と定義され、それ以上恣意的に拡大して解釈することのないよう留意すべきと明記されている。

「新報告書」によると、取締役会が企業価値について判断すべきこととなる。買収防衛策の発動の是非について株主総会の決議のみに依拠することは、取締役の責任の放棄であり、第一段階としては取締役会の判断が義務づけられた。株式の持合いが復活しつつあることに対して、株主総会で買収防衛策が安易に承認されるといった事態に、一定のブレーキをかけようとするものと考えられる。

第一段階の意味を、どのように理解するのか。経営の専門家である取締役会が、企業価値の判断につき、株主よりも多くの情報やノウハウを有するということは理解できる。そのため、取締役は、長期的視点に立つて企

業価値を判定することが望まれる。一方で、株主による判断をどの時点で要するとするのか、あるいは不要とするのかについては、考え方が分かれる。一般的に、株主は、企業価値に関する事項よりも自己の経済的利益に関心を有している。株主に企業価値の判断を委ねては、適切な判断を導くこともそう大きくは期待できない。また、株式の大量取得・支配権移転が行われようとしている敵対的買収の局面では、株主は「その時点でその価格で売るべきか否か」という投資判断をしているに過ぎず、これを支配権移転の是非についての判断と見ることは困難であるとの指摘も傾聴に値する<sup>292</sup>。買収に直面した株主は、保有する株式を最も条件の良い提示のあるところに売却して利益を得たいとするのであり、買収後の会社の企業価値が毀損されるか否かには直接的には無関係である<sup>293</sup>。したがって、そのような株主の利益を、企業価値と同視することには困難があると思われる。また、株主総会実務との関係からの問題点として、株主総会は、基準日時点の株主に対し議決権が与えられるため、すでに株主であるかもどうかかわからない者が判断を行い、議決権の行使をすることになる<sup>294</sup>。さらに、株主が対象企業の取引先であるような場合には、現経営陣のもとでの取引を継続して行うことを動機として、必ずしも株主共同の利益となるような行動には出ないことも考えられる<sup>295</sup>。「指針」および「新報告書」には、最終的な判断は株主によって行われるべきとの考えが根底にあるため、取締役の判断は第一段階という理解になるのであろうが、第一段階であっても、それは、実際には取締役の権限において終局的判断に代わり得るものである。

取締役会設置会社においては、株主総会は、会社法に規定する事項および定款で定めた事項に限り、決議をすることができる（会社法295条2項）。株主総会の決議事項として法定されている事項は、会社の基本的事項に限定されているのであり、法令・定款に定められた事項以外につき株主総会で決議がなされたとしてもそれは無効である<sup>296</sup>。株主は、会社経営について情報も知識も十分には持ち合わせていないのが通常であり、時には経

営に関心すらない者もある。そのような株主をも経営にかからしめるために、業務執行に関する事項を株主総会の決議とすることは、会社経営において合理的とは言えない。したがって、会社の業務執行は、積極的に会社経営に関与したいと考える株主のために定款の定めによって株主総会の決議事項とすることができる道を残しつつも、原則として経営の専門家である取締役から成る取締役会の決定に委ねるとの構造に立つ<sup>297)</sup>。取締役会設置会社では、すべての取締役で組織される取締役会が、会社の業務執行についての意思決定を行う(会社法362条2項)。そこでは、取締役全員の協議により、適切な意思決定がなされることを期待して、取締役会は、そこで決定すべきものと法定されている事項は、会社法369条1項所定の法定の要件を満たした決議をもって決定しなければならない<sup>298)</sup>。

株主では、自己の経済的利益に関する程度の判断にならざるを得ないから、誰が最も企業価値を総合的に把握することが可能かといえば、取締役であると考えられる。なぜならば、取締役は、経営の専門家として株主から選任された存在だからである。そのことは、つまり取締役に会社の経営を任せるということである。そうであるならば、企業価値が向上するか、あるいは毀損するかの判定は、経営事項に属するものである<sup>299)</sup>。前記のとおり、アメリカでは、企業価値の判定および防衛策の採用は、経営事項として取締役会の権限と理解されている<sup>300)</sup>。取締役は、自らの判定の妥当性を裏付けるために、独立した人材を備える、あるいは専門家の意見を得ることなどが強く要請されることとなるであろう。

#### 第4節 取締役の責任について

取締役の責任に関して、下級審の裁判例を見てみると、特殊な事例が含まれてはいるものの、取締役に対する損害賠償請求を認める傾向が強いと思われる。しかし、裁判例は、支配権に争いのある場合において、取締役が厳に中立的でなければならないとする機関権限分配秩序論の考え方をとったとしても、ニッポン放送事件でも明らかとなったように、「特段の

事情」がある場合にまで取締役の中立義務を求めているわけではない。

企業価値は、一般的に株主価値とは同義ではないことはすでに述べた。その限りでは、取締役には、企業価値を毀損するとの判断にあたって、株主価値を減ずることになるかもしれない行動を採ることも求められよう。それは、説明可能な合理的な範囲であるならば、「新報告書」のいうような、企業価値の概念を恣意的に拡大した解釈には該当しない。

取締役の買収防衛策が、任務懈怠により会社法429条1項の責任の対象といえるかが問題となる。取締役に任務懈怠があったというには、買収防衛策を講じることにより生じる損害が、悪意または重過失によるものでなければならない。悪意または重過失が認められる場合には、株主によって、取締役に對して直接的に損害賠償請求がなされうると考えられる。買収防衛策を講じる目的が、保身のためであったならば、任務懈怠が認められよう。取締役会が第一段階として判断を下すための条件としては、買収者の提案が、不合理であることの主張、すなわち企業価値を毀損することを取締役に主張・立証させることを必要とするべきである。そして、たとえ、取締役の買収防衛行為によって株主に損害が生じているといえる場合であっても、先にみたように取締役が、会社に対する善管注意義務・忠実義務を果たすべく企業価値の維持・向上のために行った行為が合理的であるならば、もはや損害賠償責任（会社法429条）あるいは不法行為責任（民法709条）は負わないと解するべきである。

取締役の買収防衛行為によって、株主に損害が生じたといえる場合、その行為と損害の間には因果関係があるといえる。したがって、株主が、取締役の責任を追及するには、会社法429条に基づく任務懈怠が存在すること、あるいは民法709条に基づき故意・過失が存在することを自らが主張立証しなければならないが、買収防衛策の採用については、取締役に義務違反がないことを主張立証させ、買収防衛策として取締役が採った行為について、合理性が認められるのであれば、それは取締役の損害賠償責任の追及において、違法性阻却事由<sup>301)</sup>として認められるものである。そうで

なければ、企業価値を毀損するような濫用的な買収提案であっても、取締役が自己の責任追及を恐れて、買収防衛策を発動することを躊躇させてしまうことにつながる恐れがあるからである。株主総会の決議を得ていたとしても、買収防衛策の必要性についての司法審査を排除すべきではない<sup>302)</sup>。結局、取締役は善管注意義務違反があり、それに基づき損害賠償責任を負うか否かにつき裁判所の審査を受けることになる。

最後に、今後の課題として、残された問題点についても確認しておく。それは、取締役が損害賠償請求に基づいて負うべき損害額について、考察を深めることである。とりわけ、上場会社の場合に、どのように適切な損害額を確定していくのかについて、近時の株式買収請求に関する価格決定などの事例を参考に、今後は検討を進めていく必要がある。

- 152) Hopt, Common principles of corporate governance in Europe, in J. A. McCahery, P. Moerland, T. Raaijmakers and L. Renneboog (eds.), *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford University Press, Oxford and New York (2002), Berglöf, E./M. C. Burkart, European Takeover Regulation, *Economic Policy*, Vol. 36, (2003).
- 153) Proposal for a Thirteenth Council Directive on Company Law Connecting Takeover and Other General Bids, 1989 OJ C 64, 14. 3. 1989. その後も、1990年、1996年、1997年、2002年とそれぞれ修正した指令案を公表している。クリフィン「ECの株式公開買付に関する指令の改訂」国際商事19巻3号277頁以下(1991年)。
- 154) The High Level of Group of Company Law Expert, Report of the High Level Group of Company Law Expert on Issued Related to Takeover Bids, Brussels 10 January 2002, available at:  
[http://ec.europa.eu/international\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/international_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf). 同報告書は、義務的公開買付、株主の平等取り扱い、スクイズアウト(Squeeze-out)ルールおよびセルアウト(Sell-out)の権利、取締役会(board)の中立原則およびブレイクスルー(Breakthrough)ルールに関する5つの規定を主眼としていた。詳細については、パウム(早川勝=久保寛展訳)「ヨーロッパ買収法および会社法の改正に関する『会社法専門家ハイレベル・グループ』の提案」ワールドワイドビジネスレビュー5巻1号107頁以下(2003年)参照。
- 155) Directive of the European Parliament and of the Council on the Takeover Bid, 2004/25/EC (April 21, 2004). ドイツ語バージョンについては、Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlament und des Rates v. 21. 4. 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABIEG Nr. L 142 v. 30. 4. 2004, S. 2.
- 156) Directive on Takeover Bids Art. 21. 2007年欧州委員会報告書をもとにした。EU 各国

の国内法化の状況を整理するものとして、上田廣美「EU 公開買付指令運用状況とその問題点 2007年欧州委員会報告書」『亜細亞法学第43巻第2号森本哲夫先生古稀記念号145号以下(2009年)参照。

- 157) 公開買付における、対象会社の株主の平等な取扱い、対象会社株主への十分な情報提供、買付者の行為基準などを定めていた。
- 158) 池田良一「ドイツ『企業買収』の導入とEU『企業買収指令』合意に向けての再スタート」『国際商事法務30巻9号1197頁(2002年)。同指針によって、ドイツにおいては初めて義務的公開買付制度が導入されていることに留意する必要がある。内容は、買付者が対象会社の株式の50%を市場内または市場外で取得し、その後18ヶ月以内に対象会社と買付者のいずれも企業契約、編入、合併その他の組織変更に関する決議を行わなかった場合には、買付者は3ヶ月以内に全株式に対して公開買付を行わなければならないというものであった。野田輝久「EUとドイツにおける株式公開買付」『青山法学40巻2号70頁(1998年)。
- 159) 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42頁(2005年)。
- 160) Maul/Muffat-Jeandet, AG 2004, S. 223. Maul, Silja/Muffat-jeandet, Danièle, Die EU-Übernahmerichtlinie – Inhalt und Umsetzung in nationals Recht (Teil II)
- 161) Urteil vom 27. 9. 1955, BGHZ 21, 354. Urteil vom 6. 10. 1960, BGHZ 33, 175.
- 162) Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Recht der Aktionäre, 1958, S. 146 f.
- 163) Thomas Raiser, Das Unternehmensinteresse, in: Festschrift für Reimer Schumidt, Karlsruhe 1976, S. 105.
- 164) Raiser, a.a.O. S. 113.
- 165) Raiser, a.a.O. S. 113.
- 166) Peter Raisch, zum Begriff und zur Bedeutung des Unternehmensinteresse als Verhaltensmaxime von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern, Festschrift für Wolfgang Hefermehl, München 1976, S. 359.
- 167) Raisch, a.a.O. S. 362.
- 168) Werner Junge, Das Unternehmensinteresse, Festschrift für Ernst von Caemmerer, Tübingen 1978, S. 554.
- 169) Junge, a.a.O. S. 554.
- 170) Adolf Grossman, Unternehmensziele im Aktienrecht, Eine Untersuchung über Handlungsmaßstäbe für Vorstand und Aufsichtsrat, Köln u. a. 1980, S. 105 f.
- 171) Wertpapierwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), vom 20. 12. 2001, BGBl. IS. 3822.
- 172) Begründung regierungsentwurf (以下 Begr. RegE) S. 65 f.
- 173) 各分類については、Seibt/Heiser, Analyse des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf), AG 2006, 301, 301-302 および末岡・前掲注(159)89頁によった。
- 174) 公開買付を行うことを決定した場合には、その旨をまずその公開買付者(株式会社等の場合)の有価証券と買付目標会社ならびにその公開買付から直接に影響を受ける会社の有価証券が売買されている証券取引所、それらの有価証券が対象になっている金融派生商品が取引されている証券取引所、連邦監督官庁の3カ所に連絡する(10条2項)。

その後、ドイツに全国的に流通している「証券取引所指定新聞(Börsenpflichtblatt)」の最低1紙か、または、銀行・保険会社・証券関連会社等に広く普及している電子情報システム(インターネット等)でドイツ語で公表することが義務づけられている(10条3項)。そして公表後すみやかに、同様にその公開買付意図を買付目標会社の取締役が書面で連絡する(10条第5項)、池田・前掲注(158)1199頁。

- 175) 池田・前掲注(158)1200頁。
- 176) 協調して買付を行う者および子会社による取得分も含める。
- 177) 企業買収法38条。
- 178) 議論の詳細な経過については、The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 13-17; Commission of the European Communities, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids, Brussels, 2, 10, 2002, COM (2002) 534 final, 2002/0240 (COD) 2-5, available at: [http://wur-lex.europea.eu/LexUriServ/site/en/com/2002/com2002\\_0534en01.pdf](http://wur-lex.europea.eu/LexUriServ/site/en/com/2002/com2002_0534en01.pdf) 参照。
- 179) この公開買付指令につき紹介・検討する文献として、北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事1732号4頁(2005年)、末岡晶子前掲注(159)参照。
- 180) The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 18.
- 181) EC委員会は、初版の企業買収指令を改定したものを1997年に採択し、欧州理事会の決議を経て、欧州議会に提出したが、欧州議会は、公開買付に直面したヨーロッパの会社のために level playing field が創設されていないこと、指令が公開買付に関して会社の従業員に与える保護が不十分であること、および、米国との公平な土壌が創設されていないことを理由に、2001年7月に欧州議会は提案を否決した。ハイレベル・グループは、これら欧州議会により提起された問題点を検討するために設置された(Commission of the European Communities, *supra* note 178, at 2.)
- 182) The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 20-26.
- 183) André Nilsen, The EU Takeover Directive and the Competitiveness of European Industry, OCGG Economy Analysis, no. 24, at 1-2 (2004), available at: <http://www.oxfordgovernance.org/fieldmin/Publicatlon/EY001.pdf>
- 184) 支配権を取得するだけの議決権割合であるかどうかの判断に当たっては、買収者自身が取得する議決権のほか、その共同行為者(person acting in concert; 明示または黙示の合意に基づき、対象会社の支配を獲得するために買収者と協力して行動する自然人または法人(2条1項(d)))の保有する株式も合算される。また、買収により買収者が取得する株式のみでは支配権の獲得に十分な議決権割合に達していても、買収者がすでに保有している株式と合わせて対象会社を支配できるだけの議決権の割合に達していれば、公開買付けが義務付けられる(5条1項)。
- 185) Commission of the European Communities, *supra* note 178, at 7.
- 186) J. McCahery/L. Renneboog/P. Ritter/S. Haller, The Economics of the Proposed European Takeover Directive, in: G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter and E. Wymeersch, "Reforming Company and Takeover Law in Europe" (2004) p. 620.
- 187) M. Becht, Reciprocity in Takeovers, in: G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter and E. Wymeersch,

- “Reforming Company and Takeover Law in Europe” (2004) p. 647.
- 188) Paul L. Davies, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law (7<sup>th</sup> ed. 2003) pp. 730-731.
- 189) この割合は、少数株主保護と公開買付活動の不当な制限の防止の両方に配慮した場合に適切であると考えられる割合だとされる。Explanatory Memorandum to The Takeovers Directive (Interim Implementation Regulations) 2006 No. 1183, at 2 [hereinafter cited Explanatory Memorandum], available at:  
[http://www.uk-legislation.hmso.gov.uk//si/em2006/ukxiem\\_20061183\\_en.pdf](http://www.uk-legislation.hmso.gov.uk//si/em2006/ukxiem_20061183_en.pdf)
- 190) The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 46.
- 191) *Ibid.*, at 49.
- 192) *Ibid.*, at 47.
- 193) *Ibid.*, at 50.
- 194) *Ibid.*
- 195) 英国のコードも、金銭によるか、または金銭を代替的に含んでいなければならないとする (Explanatory Memorandum, *supra* note 189, at 15)。
- 196) Article 4 (1) (14) of Directive 2004/39 EC.
- 197) ハイレベル・グループの報告書においては、例えば、公開買付は、買付者がその現在の事業と対象会社との間のシナジーを獲得することにより価値を生み出す手段となること、公開買付は、株主に、市場価格を超える額を提供しようとする買付者に対し、その株式を売却する機会を与えること、実際に公開買付けがなされることおよび公開買付けがなされる可能性があることは、上場会社の経営者を規律する重要な手段であること、といった公開買付の利点が指摘されている (The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 19)。他方、ハイレベル・グループの報告書は、公開買付は対象会社と買付者の両方にとって常に利益となるとは限らないことも指摘する。すなわち、公開買付により、対象会社の株主に利益をもたらす一方で、買付者の株主には不利益となることがあるが、買付者の経営者が対象会社についての公開買付を企図するかどうか、および、そのことについて買付者の経営者が公開買付を行う前に株主と協議すべきかどうかといった買付者の株主の保護の問題は、買付者に適用される一般的なコーポレート・ガバナンスの問題であって、指令の射程の範囲外であるとしている (The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 19)。
- 198) 二層式の経営管理機構を採用している会社については、ここでいう「取締役会 (board)」とは、経営ボードと監督ボードの双方を意味する (9条6項)。ドイツにおける株式会社のように、買収対象会社が二層式の機関構造を有する場合には、取締役に加え監査役会もその対象となる (ドイツ語バージョンでは、Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan と記されている)。指令9条6項参照。
- 199) 防御措置に関する株主総会の事前の授権、承認または追認を得る機会を確保するために、加盟国は、招集通知期間を短縮する規定を設けることができる (9条4項)。
- 200) 野田輝久「株式公開買付規制の方向性 EU 第13指令を素材として」神戸学院法学35巻1号14頁 (2005年)。

- 201) イギリス, フランス, イタリア, ポルトガル, スペイン, アイルランド, スウェーデンが中立義務を採用している。Maul, Silja/Muffat-jeandet, Danièle, Die EU-Übernahmerrichtlinie – Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil II) AG 2004, 306 Fn. 52
- 202) The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 20.
- 203) *Ibid.*, at 21.
- 204) *Ibid.*, at 27-28.
- 205) *Ibid.*, at 20.
- 206) Commission of the European Communities, *supra* note 178, at 9. Maul/Muffat-Jeandet, aa.O. (Fn. 201), S. 311.
- 207) *Ibid.*, at 34.
- 208) 配当または残余財産分配に関する優先株式など (Commission of the European Communities, *supra* note 178, at 9.)
- 209) なお、ブレイク・スルー制度は、加盟国の政府が保有する対象会社の株式に特別の権利を付与されている場合、各国内法に規定される特別の権利、協同組合には適用されない。前二者については、ローマ条約 (Treaty Establishing the European Community) に違反しないことが適用除外の要件である (11条7項)。
- 210) The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 23-26.
- 211) 北村・前掲注(179) 9頁。
- 212) この規定を採用する決定は、その会社が登録事務所を有する加盟国の監督機関およびその会社の株式が規制市場で取引することが認められている加盟国の監督機関に通知されなければならない (12条2項)。
- 213) ただし、この場合に対象会社が防衛措置を導入する際にも、株主総会の承認を受けなければならない (12条5項)。
- 214) 加盟国は、95%以内でより厳しい持株基準を定めることもできる (15条2項)。
- 215) 対価の額については、義務的公開買付の規制に服した場合には、公平価格の規制 (5条) より、買付価格は常に公正なものと推定され、任意的公開買付によった場合には、買付者が対象会社の議決権をとともなう資本の90%以上を公開買付により取得した場合にのみ、買付価格が公正なものと推定される (15条5項)。対価の形態は、公開買付に応じなかった残存株主と公開買付に応じた株主との間において、株主平等原則を実現するため、公開買付と同一か現金に限られている (15条5項)。
- 216) 加盟国は、対象会社が二種類以上の株式を発行している場合に、スクイーズ・アウトの規定が、各株式の種類ごとに別個に適用される旨を規定することができる (15条3項)。
- 217) The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 60-61. スクイーズ・アウトと同様の効果は、一部の加盟国で行われているように、上場廃止手続により実現することが可能である。しかし、上場廃止手続は、開示等の負担と費用をとともなう残存株主からの買付を義務付けるため、スクイーズ・アウトよりも効率性が劣ると考えられている (The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 61.)。
- 218) The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 61-62.

- 219) 例えば, Decision of the German Supreme Court of 7 August 1962, Feldmühle; Decision of the French Supreme Court of 29 April 1997, Association de defense des actionnaires minoritaires et autres against Société Générale et autres, Recueil Dalloz 1998, pages 334-338; Decision of the German Supreme Court of 27 April 1999, DAT/Altana; Decision of the German Supreme Court of 23 August 2000, Moto Meter 等があるようである。
- 220) The High Level of Group of Company Law Experts, *supra* note 154, at 62-63.
- 221) Commission of the European Communities, *supra* note 178, at 8.
- 222) 少なくとも次の事項が記載されていなければならない。(a) 公開買付の目的, (b) 買付者の属性(会社の場合には, 会社の種類, 商号, 本社), (c) 公開買付の対象となる株式, (d) 買付の対価(義務的公開買付の場合には, 対価決定に用いられた方法と対価支払いの方法), (e) 指令11条4項により廃止される権利に対する補償に関する事項, (f) 公開買付によって獲得しようとする株式の割合または数量の上限・下限, (g) 買付者とその共同行為者による対象会社株式の保有状況の詳細, (h) 公開買付についての条件, (i) 対象会社の将来の業務についての買付者の意図, 雇用に関する影響, 営業場所に対する影響等, (j) 公開買付期間, (k) 買付者によって提供される対価が証券を含むときは, その証券に関する情報, (l) 公開買付資金に関する情報, (m) 共同行為者に関する情報, (n) 公開買付の結果, 買付者と対象会社の株主との間で締結される契約の準拠法および管轄裁判所(6条3項)。
- 223) 6条に基づき開示されるすべての情報および書類は, 少なくとも対象会社の株式が上場されている国における株主が容易かつ速やかに閲覧できるような方法で開示されなければならない(8条2項)。
- 224) このように, 対象会社取締役会が公開買付に対する意見を表明する義務を負うこと, 労働者への情報提供の充実が図られていることは, 日本法と比較した場合の EU の公開買付規制の特徴的な点であると考えられる(北村・前掲注(179)6頁)。前者の点については, 日本では, 公開買付に対する対象会社の見解の表明は, それが公開買付期間中に公表されまたは株主に表示された場合について, その意見表明報告書の内閣総理大臣への提出が要求されている(金融商品取引法27条の10)。後者の点については, 日本の会社法上, 会社の組織再編等に関して労働者の関与または会社の行為の労働関係に与える影響の開示が規定されているのは, 会社分割の場合のみである。
- 225) EU 指令に従い, 同時に商法の開示についての規定も改正されている。発行済株式(種類ごとに権利と義務, 発行総数とその比率について), 会社と株主との間の議決権および株式の譲渡に関する制限, 10%以上の株式保有, 会社の支配を可能とする特別の権限を有する株式の保有者とその権限, 労働者が資本参加している場合の議決権の監督, 取締役の選任および解任に関する法律および定款の規定, 株式の発行および買戻しに際しての取締役の権限および手続き, 会社を支配可能な株主の交代に関する会社の規定とその効果, 公開買付の結果生じる取締役および労働者への補償についてである。ドイツ商法289条参照。
- 226) 採用のためには, 定款変更が必要である。75%以上の多数が必要である。
- 227) Entwurf Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz Kabinett (15. 02. 2006), Begründung, S. 5.
- 228) Begr. RegE. § 33, S. 144.
- 229) *Ibid.*, S. 83.

- 230) C. Zscoke, Europäische Mission: Das neue Wertpapierwerbs- und Übernahmegesetz, „Der Betrieb“ 2002 S. 82 f.
- 231) 池田・前掲注(158)1201頁。
- 232) Bayer, ZGR 2002, S. 613 f.
- 233) Hopt, ZHR 2002, S. 427.
- 234) Hirte, ZHR 2002, S. 641.
- 235) Directive on Takeover bids Art. 9.
- 236) Seibt/Heiser, a.a.O. (Fn. 173), S. 310.
- 237) *Ibid.*, S. 311.
- 238) *Ibid.*, S. 311.
- 239) Krause, Das duetsch Übernahmegesetz vor dem Hintergrund der EU-Richtlinie, ZGR 2002, S. 114 f.
- 240) Silja/Muffat-jeandet, a.a.O. (Fn. 201), S. 311.
- 241) Directive on Takeover bids Art. 11
- 242) Entwurf Übernehmerichlinie-Umsetzungsgesetz Kabinett (15. 02. 2006), Begründung, S. 20.
- 243) ドイツにおいては、2003年以降、上場会社の複数議決権株式の発行は認められていない。
- 244) Seibt/Heiser, a.a.O. (Fn. 173), S. 313.
- 245) Seibt/Heiser, a.a.O. (Fn. 173), S. 312.
- 246) Maul, a.a.O. (Fn. 201), S. 151., 152.
- 247) 早川勝「株式公開買付に関する EU 第13指令における企業買収対抗措置について」  
ワールドワイドビジネスレビュー 7巻1号28頁(2005年)
- 248) Krause, a.a.O. (Fn. 239), 166, Maul, a.a.O. (Fn. 201), S. 151., 155.
- 249) §§ 327a-327f, AktG. 同制度については、斉藤真紀「ドイツにおける少数株主締め出し  
規整(一),(二・完)」法学論叢155巻5号1頁以下, 6号38頁以下(2004年), 伊藤靖史  
「少数株主の締め出しに関する規制のあり方について ドイツにおける少数株主締め出制度  
を参考に」同志社法学56巻4号531頁(2004年)以下参照。
- 250) § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.
- 251) Directive on Takeover bids Art. 15.
- 252) Directive on Takeover bids Art. 15 para. 2.
- 253) Directive on Takeover bids Art. 15 para. 4.
- 254) §§ 39a-39c 参照。
- 255) Seibt/Heiser, (Fn. 173), S. 317
- 256) § 39b. Abs. 4 AktG.
- 257) なお、BGB 826条が、故意による良俗違反についての損害賠償義務を規定している。
- 258) BGH Urt. V. 12. 3. 1990, BGHZ 110, 323, 327.
- 259) Wagner, Gernhard, § 823 Rn. 164 ff., in : Münchener Kommentar zum Bürgerliches Ge-  
setzbuch, Bd. 5, 4. Aufl. (2004).
- 260) BGH Urt. v. 13. 11. 1973, BGHZ 61, 380, NJW 1974, 16.
- 261) 当時の連邦通常裁判所は、このような企業損害事例と取締役に対する不法行為による賠

償請求事例とを、必ずしも同一の構造を有するものとは考えていなかったようであるが、現在は、いずれも会社の損害について社員が自らの損害として請求権を行使する点で共通の論理に服することが認識されているとされる。伊藤雄司「会社財産に生じた損害と株主の損害賠償請求権(2) ドイツにおける反射損害の議論との対比において」法学協会雑誌第123巻第11号2頁(2006年)。

- 262) Frank, Will, Nochmals: Schadensersatzanspruch des GmbH – Alleingesellschafters bei einem Schaden der Gesellschaft, NJW 1974, S. 2313, 2314; Schmidt, Karsten, Wohin führt das Recht der Einmann-Gesellschaft? – Kritische Überlegungen zum Urteil des BGH vom 13. 11. 1973, GmbHR 1974, S. 178, 180.
- 263) 伊藤雄司「会社財産に生じた損害と株主の損害賠償請求権(1) ドイツにおける反射損害の議論との対比において」法学協会雑誌第123巻第9号65頁(2006年)。
- 264) 伊藤・前掲注(263)85頁。
- 265) ROHG Urt. v. 23. 11. 1875 (ROHG 19, 178).
- 266) BGH Urt. v. 8. 2. 1977, NJW 1977, 1283, 1284.
- 267) BGH Urt. v. 20. 3. 1995 BGHZ 129, 136, NJW 1995, 1739.
- 268) Hopt, Klaus, J., § 93 AktG Rn. 487 f. in : Grosskommentar zum Aktiengesetz, Lieferung 11., 4. Aufl. (1999).
- 269) 沢文は、慶應義塾大学商法研究会『西独株式法』(慶應義塾大学法学研究会, 1969年)に依拠。
- 270) BGH Urt. v. 10. 11. 1986, WM 1987, 13, NJW 1987, 1077.
- 271) 伊藤・前掲注(261)46-47頁。
- 272) 伊藤・前掲注(261)47頁。
- 273) 伊藤雄司「会社財産に生じた損害と株主の損害賠償請求権(4・完) ドイツにおける反射損害の議論との対比において」法学協力雑誌第124巻第3号137頁(2007年)。
- 274) 最判平成6年7月14日判時1512号178頁, 最判平成9年1月28日民集51巻1号71頁。
- 275) 東京地判平成18年10月10日金商1253号9頁。
- 276) 黒沼悦郎「取締役の投資家に対する責任」商事法務1740号23頁(2005年)。
- 277) 会社法429条1項(平成17年改正前商法266条ノ3第1項)の規定は、会社が倒産した場合の債権回収の一環として、取締役の責任を追及するという利用も多く見られる。
- 278) 最大判昭和44年11月26日民集23巻11号2150頁。
- 279) 松田二郎『株式会社の理論』(岩波書店,) 281頁。
- 280) 佐藤庸『取締役責任論』(東京大学出版会,) 200頁。
- 281) 学説の詳細については、久保欣哉「取締役の第三者に対する責任の性質と範囲」商法の争点 154頁。
- 282) 河本一郎「商法266条ノ3第1項の『第三者』と株主」服部栄三古稀『商法学における論争と省察』(商事法務研究会, 1990年) 260-262頁。
- 283) 龍田節『新注釈会社法(6)』(有斐閣,) 322頁。
- 284) 松井秀征「批評」ジュリスト1075号174頁(1995年)。
- 285) 福島洋尚「批判」金融・商事判例1023号50頁(1997年)。

- 286) 前嶋京子「第三者割当による新株発行と取締役の株主に対する責任」下関市立大学論集 34巻2号19頁(1990年), 27頁も, 公募, または第三者割当による新株発行が公正な発行価額でなされ, 会社に経済的損失, すなわち取締役の会社に対する責任が発生しないような場合には, 株主の直接損害と捉えることができるとする。
- 287) 福島・前掲注(285)50頁もそのことは認めるが, しかし, 不公正発行によって生じた損害は持株比率の低下, 議決権の希釈化という事実上算定不可能なものとする。
- 288) 洲崎・前掲注(47)739頁。前嶋・前掲注(286)38-39頁も, 算定の困難性について指摘する。
- 289) アメリカにおける意思決定過程の審査とは対照的に, わが国においては, 裁判所は経営判断原則の審査にあたり, 意思決定の内容が著しく不公正でないかについてまでも審査を加えているようである。
- 290) Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 Nw. U.L. Rev. 521,529 (2002), at 531. は, 取締役会と株主との間に利益相反があるのであれば, 利害関係を有しない第三者による判断を得ればよい。つまり, 独立取締役に提案の是非を検討させ, あるいは投資銀行に提案の評価を行わせ, それを判断材料とすることを指摘する。
- 291) 「指針」13頁。
- 292) Laura Lin, *The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence*, 90 Nw. U.L. Rev. 898 (1996).
- 293) 経済産業省・企業価値研究会第20回議事録, available at: [http://www.meti.go.jp/policy/economic\\_industrial/gather/eig0000088/index.html](http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/gather/eig0000088/index.html)
- 294) 大杉謙一「株式の大量取得行為に対する法的規制のあり方 買収防衛策と主要目的の将来」江頭憲治郎遺稿『企業法の理論・下巻』22頁(商事法務, 2007年)。
- 295) 黒沼・前掲注(276)23頁。
- 296) 田中亘「ブルドックソース事件の法的検討(下)」商事法務1810号16頁(2007年)。
- 297) 田中・前掲注(296)18頁。
- 298) 江頭・前掲注(23)289頁。
- 299) 落合誠一「敵対的買収における若干の基本的問題」企業会計57巻10号9頁(2005年)。前田庸『会社法入門〔第11版〕』334頁(有斐閣, 2006年)。
- 300) 例外として, 取締役会において決定すべきものと法定されている場合であっても, 定款の定めにより, 取締役会の法定権限事項を株主総会の決議事項とする場合(会社法295条2項), 種類株式を発行する際に, 定款の定めにより, 取締役会の決議事項の全部または一部を, ある種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の拒否権の対象とする場合(会社法108条1項8号2項8号, 323条), および平成14年商法改正で設けられた重要財産委員会制度を受け継ぐ, 特別取締役制度(会社法373条)により, 重要な財産の処分・譲受け(会社法362条4項1号), 多額の借財(会社法362条4項2号)について決議がなされる場合がある。
- 301) 落合・前掲注(299)9-11頁。
- 302) 第4章でみたアメリカの各判例参照。

- 303) これを、責任阻却事由とする構成も考えられないわけではない。すなわち、株式価値を減ずることになる行為を採った取締役は、株主との関係では善管注意義務・忠実義務違反が認められるが、企業価値の毀損を防止するという観点からその責任が阻却されるというものである。
- 304) 中東正文「ブルドックス事件と株主総会の判断の尊重」ジュリスト1346号23頁（2007年）。

[付記]

本稿執筆に際して、立命館大学法学部とミュンヘン大学法学部の協定に基づく DAAD（ドイツ学術交流会）のプログラムにより、約半年間のミュンヘン留学の機会を得た。本稿はその研究成果の一部である。留学に関し、ミュンヘン大学 Dagmar Coester-Waltjen 教授および本学の渡邊惺之教授には、大変お世話になった。この場を借りて、御礼申し上げる。