

令和 4 年度産業経済研究委託事業
(海外の M&A 制度等に関する実態調査)

米英独仏における上場会社 M&A 制度・市場動向に関する調査報告書

2023（令和 5）年 2 月
長島・大野・常松法律事務所

目次

はじめに9
I 米国	
.....13	
1 米国上場会社 M&A の概要	13
(1) 米国上場会社 M&A 法制の概要	13
(a) Universal Proxy の導入	13
(b) スケジュール 13D の提出期限の短縮	14
(2) 米国上場会社 M&A における近年の取引件数	14
(a) 上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴	14
(b) 非友好的買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴	14
(c) 競合的買収提案が出された上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移とその概要	15
(d) 買収防衛策導入事例の件数の推移とその概要	15
(3) 米国上場会社 M&A における主要な規制当局	16
2 米国上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー	16
(1) 一段階合併と二段階合併	16
(2) 一段階合併	17
(3) 二段階合併	18
(a) 公開買付けの定義	18
(b) 最低価格規制その他買付価格に関する規制	19
(c) 公開買付期間	19
(d) 買付予定株式数	19
(e) 公開買付けの撤回	20
(f) スクイーズ・アウトの要件・手法	20
(g) 資金証明に関する規制	21
(h) 公開買付に係る各種開示義務	21
3 非友好的買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール	23
(1) 非友好的買収	23
(a) 非友好的買収の方法	23
(b) 非友好的買収や競合的買収の近時の主要な事例	24
(2) 買収防衛策	26
(a) 買収防衛策の内容	26
(b) 実質株主を把握するための開示制度	30
(c) 主要な買収防衛策の導入・発動事例	31

4	買収提案を受けた場合の対象会社側の行動規範	31
(1)	買収提案を受けた対象会社の対応	31
(2)	経営判断原則	32
(3)	買収防衛策導入に関する規範	33
(a)	ユノカル基準	33
(b)	ブラシウス判決	35
(c)	エアガス判決	35
(d)	アクティビストによる株式の買い集めに対するポイズン・ピルの導入（ユカイ パ判決・サザビーズ判決・ウィリアムズ判決）	36
(4)	レブロン義務	37
(a)	レブロン義務の概要と適用場面	37
(b)	レブロン義務の具体的な内容	38
(5)	コーワイン判決	39
(6)	特別委員会	39
(7)	外部アドバイザーの起用・意見の取得	40
5	M&A における取引保護条項に関する規律	41
(1)	取引保護条項の有効性	41
(2)	ブレークアップ・フィー	42
(3)	ノー・ショップ条項	42
(4)	「force the vote」条項	43
別紙 1		44
別紙 2		45
別紙 3		46
別紙 4		47
II 英国		48
1	英国上場会社 M&A の概要	48
(1)	英国上場会社 M&A 法制の概要	48
(2)	英国上場会社 M&A における近年の取引件数	50
(a)	上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴	50
(b)	非友好的な買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴	50
(c)	競合的買収提案が出された上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移とその 概要	51
2	英国 M&A 関連法制におけるパネルの役割	52
(1)	規制当局	52
(2)	パネルの権限	52
(3)	パネルの組織	53

(4) 不服の申立て	53
3 英国上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー	54
(1) 上場会社の主な買収の手法	54
(2) 公開買付け	55
(a) 英国の公開買付制度における一般原則	55
(b) 最低価格規制その他買付価格に関する規制	56
(c) 公開買付けに関するスケジュール	57
(e) 取得株式数の条件に関する規制	59
(f) 公開買付けの撤回・条件に関する規制	60
(g) 少数株主排出のための制度	61
(h) 資金証明に関する規制	62
(i) 潜在的買収者による買収の意図の公表（プットアップ・オア・シャットアップ・ルール）	63
(3) スキーム・オブ・アレンジメント	65
4 非友好的な買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール	65
(1) 非友好的な買収	65
(a) 非友好的な買収の方法	65
(2) 買収予防策・防衛策	66
(a) 買収予防策等	66
(b) 買収防衛策	68
(3) 主要な非友好的な買収の事例	71
(a) Melrose Industries の GKN に対する買収提案	71
(b) Non-Standard Finance (NSF) の Provident Financial に対する買収提案	71
(c) Frasers Group の MySale Group に対する買収提案	72
(d) AdvancedAdvT Limited の M&C Saatchi に対する提案	73
5 買収提案を受けた場合の対象会社側の行動規範	74
(1) 取締役の義務	74
(a) 買収提案に対する意見形成	74
(b) 取締役が考慮すべき要素	75
(c) 委員会の組成	76
(d) 競合的な提案の場合	76
6 取引の確実性を確保する手段	77
(1) 大株主との応募合意	77
(2) 対象会社との間の合意	77
III ドイツ	79
1 ドイツ上場会社 M&A の概要	79

(1)	ドイツ上場会社 M&A 法制の概要	79
(2)	ドイツ上場会社のガバナンス構造	79
(a)	二層構造のガバナンス体制	79
(b)	支配契約・損益共通契約	80
(3)	ドイツ上場会社 M&A における近年の取引件数	82
(4)	ドイツ上場会社 M&A における近年の特徴と課題	84
(5)	競合的買収提案が出されたドイツ上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移	84
2	ドイツ M&A における BaFin の役割	85
(1)	BaFin の権限	85
(2)	BaFin の構成	85
3	ドイツ上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー	86
(1)	上場会社の主な買収の手法	86
(2)	公開買付け	86
(a)	公開買付けの種類	86
(b)	最低価格規制その他買付価格に関する規制	87
(c)	公開買付期間・取得株式数の条件に関する規制	88
(d)	公開買付けの撤回に関する規制	88
(e)	資金証明に関する規制	88
(g)	強圧性排除に寄与する仕組み	89
4	公開買付けの手続・タイムライン	90
(1)	公開買付けの準備段階	90
(a)	対象会社との交渉・契約	90
(b)	主要株主との交渉・契約	90
(c)	株式の先行取得	90
(d)	金融機関からの資金証明の取得	91
(2)	公開買付けの実施	91
(a)	公開買付開始の決定と公表	91
(b)	公開買付届出書の BaFin への提出及び公示（公開買付期間の開始）	91
(c)	意見表明	92
(d)	公開買付期間	92
(e)	潜在的買収者による買収の意図の公表	93
(3)	公開買付け後の手続	93
(a)	支配契約及び損失共通契約	93
(b)	株式の買い増し	93
(c)	スクイーズ・アウト	94
(d)	セル・アウト	94

5	非友好的買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール	95
(1)	非友好的買収	95
(a)	非友好的買収において用いられる買収方法	95
(b)	近時の主要な非友好的買収事例	95
(2)	買収予防策等	98
(a)	大量保有報告制度	98
(b)	実質株主特定のための制度	100
(3)	買収防衛策	101
(a)	買収防衛策の内容及び買収防衛策導入に係る規範	101
(b)	主要な買収防衛策の導入・発動事例	101
6	買収提案を受けた場合の対象会社側の行動規範	102
(1)	意見表明に係る行動規範	102
(2)	競合的買収の場合における意見表明に係る行動規範	103
(3)	対象会社の情報へのアクセスに係る行動規範	103
7	取引の確実性を確保する手段	104
(1)	主要株主との合意	104
(2)	対象会社との合意	104
IV	フランス	106
1	フランス上場会社 M&A の概要	106
(1)	フランス上場会社 M&A 法制の概要	106
(a)	2006 年 EU 企業買収指令の国内立法化	106
(b)	2014 年フロランジュ法の制定	106
(c)	2019 年 PACTE 法の制定	107
(2)	フランスにおける近年の公開買付けの件数	108
(3)	フランス上場会社 M&A における最近の特徴と課題	108
(4)	フランスの上場会社 M&A における不成立案件の概要とその理由	109
2	フランス上場会社 M&A における AMF の権限・役割	110
(1)	AMF の権限と役割	110
(2)	AMF の構成	111
(3)	取引実行に際しての AMF との協議及び AMF による個別案件への介入	112
(4)	AMF の各種決定と裁判所による司法的判断との関係	112
3	フランス上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー	113
(1)	概要	113
(2)	公開買付け	113
(a)	フランスの公開買付制度における基本原則	113
(b)	フランスにおける公開買付手続の概要	114

(c) 最低価格規制その他買付価格に関する規制	116
(d) 別途買付けに関する規律	117
(e) 公開買付けのスケジュール	117
(f) 取得株式数の条件に関する規制	118
(g) 公開買付けの撤回・条件に関する規制	119
(h) 少数株主退出のための制度	120
(i) 潜在的買収者による買収の意図の公表 ("put up or shut up" rule)	121
(j) 労使協議会への諮問	122
(3) 対抗提案に係る制度概要	123
4 非友好的買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール	123
(1) 非友好的買収案件の件数・推移	123
(2) 買収予防策・防衛策	124
(a) 買収予防策等	124
(b) 買収防衛策	127
(c) 主要な非友好的買収及び買収防衛策の導入・発動事例	129
(d) 買収防衛策に対する市場の見方	133
5 買収提案を受けた場合の対象会社側の行動規範	133
(1) 取締役の義務	133
(2) 実務上の対応	134
6 取引の確実性を確保する手段	136
(1) 大株主からの事前取得	136
(2) 大株主との応募合意	137
(3) 対象会社とのブレイクアップフィーの合意	137
(4) No solicitation/No-shop 条項	137
別紙 1	138
参考文献リスト（2023年2月24日時点）	139
I. 米国	139
(1) 法令情報	139
(2) 英語文献（論文等）	139
(3) 日本語文献（論文等）	140
II. 英国	141
(1) 法令情報	141
(2) 英語文献（論文等）	141
(3) 日本語文献（論文等）	142
III. ドイツ	144
(1) 法令情報	144

(2) ドイツ語文献（論文等）	144
(3) 英語文献（論文等）	145
(4) 日本語文献	145
IV. フランス	146
(1) 法令情報	146
(2) フランス語文献	146
(3) 英語文献	147
(4) 日本語文献	148

はじめに

上場会社の買収に係る法的論点は多岐にわたるもの、近時の動向を踏まえた重要課題の一つは、非友好的な買収に関するルールの在り方であろう。これには、非友好的な買収提案だけでなく、対象会社の意向に関わりなくなされる買収提案（かかる買収提案を「アンソリシティッドな買収提案」という。）や対抗提案を受けた対象会社の取締役会としての行動規範も含む。また、最近では、有事導入型を含む買収防衛策に関する裁判例が相次ぎ出され、この分野における議論が大きく進展したものの、平時導入型を含め買収防衛策を巡るルールや当事者の行動規範にはなお未解決の問題も多い。例えば、市場内での大量買付けへの対抗策については、現行の公開買付規制では十分な対応が難しいという意見もあり、また、市場内買付けと同様に株主に対する強圧性が懸念される部分公開買付けへの対応についても、いまだ十分な議論がなされているとはいがたい。過去の買収防衛策に関する裁判例の意義・射程についても再度検証が必要な時期にきているという声もある。加えて、諸外国とは異なり、日本では、大量保有報告義務違反に対する制裁が弱く、また、実質支配者開示規制が存在しない点で、買収者・株主による又はそれらに関する情報開示の制度的手当てが必ずしも十分でなく、買収の局面における一般株主の利益保護の観点から問題があるという指摘もある。これは、買収者としての行動規範にも関係する。このような、我が国における上場会社の買収に関する課題を念頭に、公正性を担保しつつも望ましいM&Aの実施を阻害しないような買収ルールの在り方を、諸外国の法制を参考にして検討する実務上の意義は小さくないと思われる。

また、近時では不成立となる公開買付けも珍しくない。買収手続の公正性については、2019年の経済産業省による「公正なM&Aの在り方に関する指針」で、類型的に構造的な利益相反と情報の非対称性が認められるMBOと支配会社による従属会社の買収を念頭に、公正性を担保するための実務上の具体的な対応策について整理された。公正性担保措置については、まだ検討するべき課題も残されているものの、実務上、一定のスタンダードができつつあり、昨今では、MBOや支配会社による従属会社の買収でないケースでも、公正M&A指針で示された公正性担保措置を参考に取引を推進する例が少なからず見られる。もっとも、特別委員会の設置等の公正性担保措置を講じたとしても、手続の公正性とは異なる視点でM&Aの取引条件を検討・評価する株主も多く、手続の公正性を担保したからといって取引の安定性が確保されるとは限らない。取引の安定性が十分に確保されないと、当事会社がM&Aの実施に向けて投入する膨大な時間と労力が水泡に帰することになりかねず、M&Aの実施に二の足を踏むことになりかねない。その結果として、企業価値を高めることが期待できる望ましいM&Aの実施が阻害される可能性すらあるが、取引の安定性を担保する方策について十分に議論されているとはいがたいようと思われる。他方で、取引の安定性を優先させることで株主の権利保護がないがしろになってしま

うのは本末転倒である。スクイーズ・アウトに関するルールを含め、現在の我が国におけるM&A法制が株主保護の観点から十分なのか、諸外国の法制と比較検討し、もう一度立ち返って検証してみることにも意味がありそうである。

このような問題意識を踏まえ、本調査では、米国・英国・ドイツ・フランスの4か国における上場会社M&A制度（法制度、判例ルール、実務運用等）並びにその市場動向及び主要事例に関する調査を実施した。本調査が我が国における上場会社M&A法制の更なる発展・深化に少しでも寄与できれば幸いである。

なお、本調査の一環として、経済産業省が2022年11月に立ち上げた「公正な買収の在り方に関する研究会」の会合において、初期的な報告を行っており、本調査報告書では必要に応じて、当該研究会における質問や意見を踏まえた調査を行い、内容として記載している。

本調査の概要は以下のとおりである。

【調査期間】

2022年7月から2023年2月まで

【調査対象国】

米国、英国、ドイツ、フランス

【調査方法】

- 調査対象国における法制度、判例ルール、実務運用等及び市場動向・主要事例に関する法令・文献調査
- 現地専門家との協議及び書面（メールを含む）による照会
- 英国及びフランスについて、規制当局の担当者へのインタビュー

【主な調査項目】

本調査では、上場会社M&Aに関する以下の項目を主要な対象とした。

- 法体系の概要・近年の法改正
- 規制当局の権限・役割
- 上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー
- 公開買付制度、スクイーズ・アウト制度の詳細
- 非友好的買収と買収防衛策の内容及びその導入・発動に関するルール

- 非友好的又はアンソリシティドな買収提案や対抗提案を受領した場合の対象会社の行動規範（開示義務を含む）
- 大量保有報告制度の概要
- 株主特定のための制度の概要
- 水面下での買収提案に関する情報開示の枠組み
- 取引の安定性を確保するための方策
- 上場会社 M&A の市場動向の全般的調査と非友好的買収に関する近時の主要事例

【調査協力者】

各調査対象国において、独自に現地法律事務所を起用し、協議及び書面等による照会を行った。また、英国についてはパネル、フランスについては AMF の担当者へのインタビューも実施しており、米国については統計情報の取得にあたって Houlihan Lokey 社の協力を得た。調査協力者は以下のとおりである。この場を借りて謝意を表したい。

<米国>

- Ken LEBRUN、Paul LEE (Davis Polk & Wardwell LLP)
- 伊丹由香氏 (Houlihan Lokey)

<英国>

- Antonia KIRKBY、Mark BARDELL (Herbert Smith Freehills)
- パネルの担当者

<ドイツ>

- Adrian Bingel (Gleiss Lutz, Partner)
- Aaron Waible (Gleiss Lutz)
- Valentin Zemmrich (Gleiss Lutz)

<フランス>

- Etienne BOURSICAN (De Pardieu Brocas Maffei, Partner)
- AMF の公開買付部門の担当者

【留意事項】

- 本調査は、調査対象国における上場会社の M&A 法制の全てを網羅しているわけではなく、いわゆる非友好的買収に関する法制度・実務運用を理解する上で有用と考えられる項目をその主な対象とするものである。
- 本調査は、特に実務運用の文脈において、現地専門家の意見に依拠する部分が多い

が、本調査報告書において示した見解が必ずしも絶対的に正しいあるいは必ず妥当するというものではなく、それとは異なる考え方や実務運用も当然あり得る。これは、我が国におけるM&A実務と同じであり、本調査報告書の内容も、そのような留保が付されたものとして参照されたい。

- 本調査の対象とした法令や事例は、原則として、2022年12月時点又はそれまでのものである。

【本調査実施体制】

長島・大野・常松法律事務所

大久保 涼 弁護士

西村 修一 弁護士

濱口 耕輔 弁護士

大沼 真 弁護士

達本 麻佑子 弁護士

Axel Kuhlmann 外国法事務弁護士（原資格国：ドイツ）

佐藤 恭平 弁護士

伊佐次 亮介 弁護士

柴崎 勢治 外国法事務弁護士（原資格国：イングランド及びウェールズ）

室 憲之介 弁護士

中西 夏基 弁護士

小泉 京香 弁護士

小宮 千枝 弁護士

木原 慧人アンドリュー

I 米国

1 米国上場会社 M&A の概要

(1) 米国上場会社 M&A 法制の概要

米国の上場会社 M&A は、多くが合併又は公開買付けとスカイーズ・アウトのための合併の組み合わせにより行われる。合併手続については合併当事会社の設立準拠法である州法によって規制され、公開買付けについては証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）によって規制されている。また、米国の上場会社の多くがデラウェア州法を設立準拠法としており、上場会社買収における対象会社の取締役の責任等を巡る紛争についてはデラウェア州の裁判所で争われることが多い。米国は判例法主義を採用しているため、このような訴訟におけるデラウェア州裁判所の判断が、先例として拘束力を持つこととなる。後記のとおり、買収防衛策導入に関する規範や対抗提案を受けた場合の対象会社側の行動規範はデラウェア州の判例によって構築されているが、デラウェア州における会社関連訴訟はそのような訴訟を取り扱うデラウェア州衡平法裁判所（Court of Chancery）によって判断され、同裁判所の裁判官は会社関連訴訟について豊富な実務経験を有する者から構成されていることから、その判断は予測可能性が高く信頼性が高いものとなっている。

また、上場会社 M&A に関連する特に重要な近年の法改正として、以下が挙げられる。

(a) Universal Proxy の導入

2021 年 11 月、SEC は、会社提案の取締役の選任議案と株主提案の選任議案が提出されている場合に、全ての取締役候補者を一つの委任状に記載する universal proxy の使用を義務付ける規則を採用した。本規則は、一部の会社を除き、2022 年 8 月 31 日以降に開催される全ての株主総会に適用される。従前は、会社と提案株主のそれぞれが自身の提案する取締役候補者のみを記載した proxy を配布し、株主は株主総会に出席しない限りそれぞれの候補者を組み合わせて投票することができなかった。Universal proxy の使用により、株主はそれぞれの候補者を組み合わせて投票できるようになり、会社提案の取締役候補者全員の選任を望まない場合に株主提案の取締役候補者の一部に投票することが可能となったことから、提案株主にとって有利な改正であると考えられる。当該改正によってこれまで以上に各取締役候補者個人の資質に注目が集まることとなり、また、株主提案の取締役候補

者の一部が選任される可能性があることから、今後委任状争奪戦が増える可能性がある。

(b) スケジュール 13D の提出期限の短縮

後述のとおり、上場会社の株式の 5%超を取得した者は 10 日以内にスケジュール 13D を SEC に提出する必要があるが、2022 年 2 月に、SEC はスケジュール 13D の提出期限を 5 日以内に短縮し、また、従前変更後「速やかに (promptly)」とされていたスケジュール 13D の変更報告書の提出期限を 1 営業日以内とする規則の改正案を提出している。当該改正案は、従前のルールの下では投資家が上場会社の株式の 5%超を取得した日から 10 日以内であれば、スケジュール 13D の提出前に更なる追加の取得行為を行うことが可能であり、スケジュール 13D の提出をもって必ずしも十分なシグナリング機能を果たせないという問題に対処しようとするものであり、取得又は変更後の提出期限を短縮することで市場における情報の非対称性を減少させることを目的とするものである。

(2) 米国上場会社 M&A における近年の取引件数

(a) 上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴

2009 年以降の、米国の上場会社を対象とする買収案件の件数・取引金額の推移は別紙 1 のとおりである。近年、プライベート・エクイティファンドによる米国上場会社の買収案件が増加しており、2022 年上半期の合計取引額は 1,170 億ドルと、2021 年同時期よりも 72% 増加していると報じられている¹。この背景としては、株価の下落により多くの上場会社株式が比較的割安な株価となっていること、世界各国での金融緩和・新型コロナウィルス対策の財政出動によりプライベート・エクイティファンドの待機資金が積み上がっていることが挙げられる。

(b) 非友好的買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴

2009 年以降の、米国の上場会社を対象とする非友好的又はアンソリシテッドな買収案件の件数・取引金額の推移は別紙 2 のとおりである。近時、新型コロナウィルスの影響による株価の低迷から抜け出せていない企業も多く、非友好的又はア

¹ Paturaja Murugaboopathy, Chibuike Oguh, Reuters 「Private equity firms pounce to take companies private」 (2022年7月21日) (<https://www.reuters.com/business/private-equity-firms-pounce-take-companies-private-2022-07-21/>, 2022年12月1日最終閲覧。)

ンソリシテッドな買収案件の件数は増加している。また、アクティビストファンドの動きが活発化していて、非友好的買収案件における買収者を支援したり、また、アクティビストファンド自身がプライベート・エクイティファンドと組んで非友好的買収を仕掛けたりする事例が増加している。

(c) 競合的買収提案が出された上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移とその概要

2009 年以降の、競合的買収提案が出された米国の上場会社を対象とする買収案件の件数・取引金額の推移は別紙 3 のとおりである。2021 年においては、大型の M&A 案件において競合的買収提案が出される例が多く、他方で 2022 年においては、米国の上場会社を対象とする M&A の数自体が減少しているためか、競合的買収提案が出された案件は減少している。

(d) 買収防衛策導入事例の件数の推移とその概要

米国においては買収防衛策としてポイズン・ピルが用いられることが多いが、2012 年以降の、S&P500 及び Russell 3000 を構成する上場会社においてポイズン・ピルを導入している会社の数の推移は別紙 4 のとおりである。20 年程前は S&P 500 を構成する企業のうち 60%程度がポイズン・ピルを導入していたが、機関投資家や議決権行使助言会社がポイズン・ピルの導入について基本的に反対していることや、特定の脅威に対して取締役会が速やかにポイズン・ピルを導入することができること（いわゆるシャドーピル）等を背景に、近年はポイズン・ピルを導入している企業の数は減少傾向にあった。

その後、新型コロナウィルスの影響による株価下落を受けて、米国の上場会社において非友好的買収への懸念が高まり、2020 年には導入企業数が一時的に増加していた。現在は、新型コロナウィルスの影響が一段落したことからその傾向は元に戻っており（2021 年末時点では 141 の米国企業が導入しているに留まる²⁾）、新規導入数は 2020 年以前と比較して減少している。もっとも、実際にポイズン・ピルを導入していない企業であっても、必要となった場合に取締役会で速やかに導入できるよう、リーガル・カウンセルと連携して関連する書面のドラフトを準備しておく、その内容について取締役が事前に理解を深めておくといった準備をしている場合も少なくない。

²⁾ “Takeover Law and Practice” Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, (2022)

(3) 米国上場会社 M&A における主要な規制当局

米国上場会社 M&A においては、後記 2 で述べるとおり、SEC に対して各種の書類を提出し必要に応じてそのレビューを受ける必要がある。また、一定規模の取引については競争当局である Department of Justice 及び Fair Trade Commission への届出が必要となる。加えて、米国の国家安全保障に関する一定の取引については、Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)³への届出が必要となる。

2 米国上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー

(1) 一段階合併と二段階合併

米国の上場会社買収は、そのほとんどが一段階合併 (one-step merger) 又は二段階合併 (two-step merger) の方法によって行われる。一段階合併とは、公開買付けを経ることなく対象会社と買収者又は買収者の子会社（買収受皿会社）とを合併させる方法であり、二段階合併とは、買収受皿会社となる買収者の子会社が公開買付けにより一定数の対象会社株式を取得した後、公開買付けに応募しなかった株主の保有する株式を強制取得 (スクイーズ・アウト) するために対象会社と買収受皿会社とを合併させる、という方法である。

上場会社買収において一段階合併と二段階合併いずれのストラクチャーを選択するのかについては、現金のみを対価とする買収で、かつ競争当局や CFIUS 等規制当局からのクリアランスの取得が必要ない場合は、買収を早期に完了させることができる二段階合併、それ以外の場合は一段階合併が選択される場合が多い。一段階合併の場合は長期間にわたる SEC の委任状説明書の事前レビューの対象となる可能性があり、委任状勧誘の期間も踏まえると買収契約の締結から買収完了まで通常 2 から 4 か月程度かかるが、現金対価での二段階合併の場合は SEC の事前レビューは不要であり、買収契約の締結から最短で 6 週間程度で買収を完了することができる。もっとも、競争当局や CFIUS 等規制当局からのクリアランスが必要となる場合、クリアランス取得までは公開買付けを完了できない（株式を取得できない）ため、当初の公開買付期間中にクリアランスを取得できなければ公開買付期間を延長する必要がある。そうすると、クリアランス取得までの間に、例えばアクティビストが介入して買収価格を引き上げようしたり、対抗買収提案が行われたりするリスクにさらされる状態が続くことになってしまう。対抗買収提案が

³ CFIUSとは、財務省を中心とする複数の省の横断で構成される委員会であり、対米投資の審査・調査を行う。

行われた場合、公開買付期間中、株主は公開買付けへの応募の撤回が可能であるから、株主が応募を撤回して対抗買収提案に応募又は賛成するリスクがある。これに対して、一段階合併の場合、合併契約において、対象会社が合併契約を解除して対抗買収提案を受け入れることが可能な期間（いわゆる *fiduciary out* が可能な期間）は株主総会による合併承認決議前までと規定されることが一般的であり、クリアランスを取得する前に株主総会で合併承認決議を得ておけば、クリアランス取得に仮に時間がかかったとしても、アクティビストの介入リスクや対抗買収提案のリスクは限定的になる。また、買収対価に株式が含まれる場合、SECへの発行登録が必要であり、SECによる登録届出書のレビューに時間がかかると、公開買付けを前置して二段階で手続を行う代わりに早期に買収を完了するという二段階合併のメリットを享受できなくなってしまうため、一段階合併が選択される場合が多い。なお、米国の上場会社買収全体のうち、20%弱程度において二段階合併が用いられている⁴。

表 I -1

	メリット	デメリット
一段階合併	株主総会での承認決議を得た後は対抗提案リスクは限定的	委任状説明書の事前レビューや委任状勧誘により買収完了まで時間がかかる
二段階合併	現金対価の場合早期に買収を完了できる	規制当局のクリアランスが必要な場合クリアランス取得まで公開買付期間を延長する必要（対抗提案リスクが高まる）

(2) 一段階合併

一段階合併を行うためには対象会社の株主総会における合併契約の承認決議が必要となる。合併契約を承認するために必要な議決権の数は対象会社の設立州法や基本定款の規定によるものの、デラウェア州を含む多くの州において、原則として議決権を行使できる株式の過半数⁵とされている。合併契約承認に係る株主総会の開催に先立ち、対象会社は、合併契約承認に賛成する委任状を勧誘するための委任状説明書を準備し、当該委任状説明書において、合併条件に関する情報、合併契

⁴ Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP 「M&A At a Glance February 2023」（2023年2月）
(2023年2月25日最終閲覧。)

⁵ 例えば、DGCL 251条(c)。

約の写し、対象会社取締役会の意見等の情報が開示される。委任状説明書は事前に SEC に提出する必要があり、委任状説明書が SEC のレビュー対象となった場合(合併対価が現金のみの場合はレビューの対象にならない場合が多い。)、SEC のレビューには通常数週間から数か月を要する。また、合併対価の全部又は一部として買収者の発行する株式を交付する場合は、対象会社が上場会社であれば原則として SEC への発行登録 (Form S-4 と呼ばれる登録届出書の提出) 及び株主への目論見書の交付が必要であり、買収者が NASDAQ 又は NYSE の上場会社であって、合併対価として発行する株式が買収者の発行済普通株式総数又は議決権の 20%以上となる場合は、NASDAQ 又は NYSE の規則上、買収者において当該株式の発行を承認する株主総会決議が必要となる可能性がある。

(3) 二段階合併

(a) 公開買付けの定義

米国における公開買付けの開示規制は、ウィリアムズ法と呼ばれる証券取引所法 14 条(d)及び(e)に基づく。もっとも、同法は「公開買付け」の定義を定めておらず、裁判所は、同法の定める公開買付けに該当するかどうかを以下の 2 つの判例に基づいて判断する傾向にある⁶。

- Wellman 判決⁷

①一般株主に対する活発かつ広範な勧誘、②対象会社株式のかなりの割合の買付け、③市場価格を超えるプレミアムでの買付けのオファー、④買付条件が固定的で個別交渉不可能、⑤最低買付株数の条件があり、また、しばしば最高買付株数の条件もある、⑥買付期間の設定、⑦株主に対する応募圧力、⑧買付計画の事前公表の 8 つの要素を基準に判断。ただし公開買付けに該当するために全ての要素を満たしている必要はない。

- Hunson Trust 判決⁸

対象会社の株主が、証券取引所法に基づく開示がなくても買付者のオファーを検討し判断するに足りる十分な情報や能力を有しているかによって判断。

⁶ SECは、証券取引所法の規制に従わざに行われた買付けが公開買付けに該当するとして、証券取引所法違反を理由に裁判所に提訴することができ、株主もそのような違反行為について損害賠償請求訴訟を提起することができる。

⁷ Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979)

⁸ Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F.2d 47 (2d Cir. 1985)

なお、市場内の株式取得は一般的には公開買付け規制に服するものではないと考えられるが、例外的な場合には公開買付けに該当する可能性がある。例えば、買付者が一定の期間にわたって、宣伝なく、市場価格の大幅な上昇もない状況で、徐々に 20%まで対象会社の株式を取得したようなケースでは、裁判所は公開買付けに該当しないと判断している⁹。一方、買付者が多数の株式を取得する意図があることを公表し、大量の対象会社株式を急速に買い付けたようなケースでは、公開買付けに該当すると判断されている¹⁰。

(b) 最低価格規制その他買付価格に関する規制

証券取引所法 14 条(d)(7)及び規則 14d-10において、公開買付けに応募があった株式については均一かつ最高の価格を支払わなければならないという最高価格(best price) ルールが定められているが、買付価格の下限に関する規制はない。

(c) 公開買付期間

規則 14e-1(a)は、最短の公開買付期間を 20 営業日と定めているが、最長の公開買付期間は定められておらず、公開買付期間の延長も制限なく認められる。公開買付期間は、買付価格、買付予定株数（2%超に限る）又はディーラーの勧誘手数料の変更がなされたときには、さらに 10 営業日延長しなければならない（規則 14e-1(b))。また、買付者は、買付期間の満了後、3 営業日以上 20 営業日以下の期間を追加買付期間 (subsequent offering period) として定めることができる（規則 14d-11）。かかる追加買付期間の設定が認められている趣旨は、買付者に後記(f)で述べる short-form merger を行うのに必要な追加の株式を取得する機会を与えることであり、この期間に応募された株式は速やかに買付け・対価の支払をなさねばならず、また、株主は応募を撤回できない。

(d) 買付予定株式数

買付予定株数に下限又は上限を付すことは可能である。もっとも、非友好的買収において買付予定数に上限を付すことについては、対象会社が強圧性の観点から問題視する可能性が高く、上限を付した部分買付けが行われることは稀である。買

⁹ Chromalloy Am. Corp. v. Sun Chem. Corp., 474 F. Supp. 1341 (E.D. Mo.), aff'd, 611 F.2d 240 (8th Cir. 1979)

¹⁰ Hoover Co. v. Fuqua Indus., Inc., No. C79-106 2A, 1979 WL 1244 (N.D. Ohio June 11, 1979)

付予定株数を超える応募があった場合には、按分比例の方式により決済を行わなければならない（証券取引所法 14(d)(6)）。

(e) 公開買付けの撤回

日本においては、買付者は公開買付開始公告をした後は原則として公開買付けを撤回することはできず、撤回できる事由は法定されているが、米国においては、買付者は任意に公開買付けを撤回することが可能であり、撤回事由の制限はない。取引契約（合併契約）において、対象会社における重大な悪影響（material adverse effect）の発生など、幅広い撤回事由が規定されることが通常である。

(f) スクイーズ・アウトの要件・手法

スクイーズ・アウトの手法としては、通常、略式合併（short-form merger）が用いられる。原則として、合併には株主総会において合併契約の承認を得る必要があり、このように合併契約について株主総会の承認を得て合併する方法は long-form merger と呼ばれる。株主総会の決議要件は、デラウェア州を含む多くの州において、原則として議決権を行使できる株式の過半数である。他方で、一定の条件を満たした場合、対象会社における株主総会の承認を得ずに合併を行うことが可能であり、このように対象会社の株主総会の承認を経ない合併を略式合併という。どのような場合に略式合併を行うことができるのかは対象会社の設立州の会社法によるが、典型的には、買収者が、合併契約の承認について議決権を有する対象会社の発行済株式の 90%以上を有する場合に略式合併が認められるとされている場合が多い¹¹。また、デラウェア州においては、intermediate-form merger という略式合併の制度があり、この制度においては、以下の条件を全て満たした場合、議決権を有する発行済株式の 90%の取得という要件を満たさなくとも、対象会社における株主総会決議なくして合併をすることが可能である¹²。

- ① 対象会社の株式が、米国の証券取引所に上場されている又は合併契約締結直前の時点において 2,000 人以上の登録された株主に保有されていること。
- ② 合併契約において、明示的に、合併が DGCL 251 条(h)に基づいて行われること、及び、公開買付けの実行後実務上可能な限り速やかに合併を実行することが規定されていること。

¹¹ 例えば、DGCL 253条(a)。

¹² DGCL 251条(h)。

- ③ 買収者が、合併契約の規定に従い、合併契約の承認又は拒否について議決権を有する全ての株式を対象として公開買付けを行うこと。
- ④ 公開買付けの終了後、買収者が、対象会社の株式について、DGCL 及び対象会社の定款上、合併契約の承認に必要となる割合の株式を保有していること。
- ⑤ 合併契約に基づいて公開買付者と対象会社が合併すること。
- ⑥ 合併においてスクイーズ・アウトされる株式が、合併に際して、一段階目の公開買付けにおける対価と同じ対価を受け取る権利に転換されること。

上記④は、対象会社の基本定款において別段の定めがない限り、議決権の過半数に相当する株式となる。対象会社がデラウェア州法に基づいて設立された会社である場合は、スクイーズ・アウトには通常この *intermediate-from merger* が利用される。

(g) 資金証明に関する規制

買付者は、公開買付開始日に公開買付届出書に相当するスケジュール TO を SEC に提出する必要があるが、スケジュール TO の添付書類の 1 つである買付申込書 (offer to purchase) において、資金調達に関する情報（買収資金の調達先、調達金額、資金調達契約の要約等）を記載する必要があり、資金決済のためにローンを調達する場合、コミットメント・レターやローン契約自体をスケジュール TO に添付する必要がある。もっとも、これらを添付することで足り、英国の規制のように資金証明の内容について規制されるものではない。

(h) 公開買付に係る各種開示義務

a. スケジュール TO (公開買付届出書)

買付者は、公開買付けの開始日にスケジュール TO を添付書類と共に SEC に提出する必要がある¹³。スケジュール TO の添付書類である買付申込書において公開買付けの諸条件が記載され、また、対象会社の情報、公開買付者の概要、公開買付けの目的等が記載される。買付申込書のほか、株主が株式を応募するプロセスの詳細を記載した送付状 (letter of transmittal)、公開買付プレスリリース、合併契約書等

¹³ 規則14d-2(c)。

が通常スケジュール TO に添付される。公開買付けの結果については、スケジュール TO の変更届として SEC に報告する必要がある。

b. スケジュール 14D-9（意見表明報告書）

公開買付けの開始から 10 営業日以内に、対象会社の取締役会は公開買付けに対する意見（推奨、反対、意見不可能又は中立意見）を開示するスケジュール 14D-9 を SEC に提出する必要がある。

c. スケジュール 13D

日本における大量保有報告書に相当するものとして、上場会社の株式の 5%超を取得した者は、10 日以内¹⁴にスケジュール 13D を SEC に提出する必要がある。公開買付けが完了した場合は、通常 5%超の取得があるので、スケジュール 13D の提出が必要となる。スケジュール 13D には、対象となる証券及び発行者の情報、取得者情報、取得資金の調達方法、取得の目的、発行者の証券に係る権利の状況、発行者の証券に係る契約その他の取り決め等が記載され、取得資金を借り入れにより調達した場合にはローン契約の添付を要する。

また、スケジュール 13D に記載した事項に重要な変更があった場合は変更報告書を提出する必要があるところ、5%超の株式を保有する株主が発行者に対して買収提案を行うことを決定した場合に、取得の目的についてどの時点でスケジュール 13D の変更報告書を提出する必要があるのかが問題となる。SEC が公表している Q&A¹⁵によれば、現に買収にかかる特定の取引に向けた行動を取っていない場合であっても、“the security holder has formulated a specific intention with respect to a disclosable matter”といえる場合については、スケジュール 13D 上の開示が必要であるとの見解が示されている。例えば、対象会社の株式を追加で取得する目的で bid をを行うことを決めた場合、当該 bid の提出前であっても、その時点で開示義務が発生する可能性が高いと考えられる。具体的な開示の時点の判断はケース・バイ・ケースであるものの、(友好的買収の場合における) 合併契約の締結時や戦略上の理由に基づく公表時よりも早いタイミングでの開示が求められているというのが近時の状況である。

¹⁴ 上記1(b)のとおり、現在スケジュール13Dの提出期限を5日以内とする規則の改正案がSECから出されている。

¹⁵ <https://www.sec.gov/corpfin/divisionscorpfin/guidancereg13d-interphmt>

スケジュール 13D の提出義務に違反した場合、SEC から高額な罰金が課される可能性があり、また、SEC による排除措置命令（cease and desist order）を通じて議決権行使の停止等が求められる可能性がある。

3 非友好的買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール

(1) 非友好的買収

(a) 非友好的買収の方法

非友好的買収の方法としては、対象会社の取締役会のメンバーを買収者の指名する者に交代させるための委任状勧誘（いわゆる proxy contest）を行い、委任状勧誘が成功した結果友好的となった取締役会と買収者との間で買収を進める（ポイズン・ピル等の買収防衛策を無効化させた上で対象会社の株式を取得する）という形がとられることが一般的である。対象会社が買収防衛策を導入している場合や、対象会社の設立州の反企業買収法¹⁶の適用がある場合には、対象会社取締役会の協力なく買収を完了させることは非常に困難であり、公開買付けの開始と同時に委任状勧誘を行って、対象会社の取締役を買収者の指名する取締役に交代させることを目指すことになる。なお、前記 2(1)で述べたとおり、規制当局からのクリアランスが必要になる場合は、第三者の介入リスクが長期化することを避けるために買収者が公開買付けではなく一段階合併を選択する場合もあり、その場合は公開買付けを開始せずに委任状勧誘を行って、取締役を交代させた後で株主総会の承認を得て合併を行うことになる。なお、上限を付した部分買付けは強圧性の観点から問題視されることが多く、対象会社の上場を維持したままの買収が行われることは稀であり、最終的に対象会社を非公開化することが一般的である。

また、対象会社がポイズン・ピルを導入していない場合であっても、後記(2)(a)a. で述べるとおり、ポイズン・ピルは取締役会限りで速やかに導入可能である場合が多く、また、最初からドラスティックな手段を取ることを避けるため、買収者の最初のアプローチとしては、対象会社取締役会の同意を得て取引を進められるよう、非公開に対象会社にコンタクトし、対象会社に買収の意向を伝え交渉を試みることが一般的である。対象会社が交渉に応じない場合、買収者は対象会社が交渉に応

¹⁶ 米国の一定の州においては、取締役会の承認など一定の要件を満たさなければ一定の比率を超えて取得した株式の議決権を行使できないとする等の反買収法（anti-takeover statutes）が存在する。例えばデラウェア州においては、interested stockholder（大要15%以上の株式を保有する株主を指す。）との間で、当該株主がinterested stockholderに該当することとなってから3年間の間に企業結合取引を行うことは、取締役会の事前の承認等一定の要件を満たさない限り禁止される（DGCL 203条。）。これらの反買収法の多くは、定款の定めによって対象会社がその適用を受けない選択をするこを認めている。

じるようプレッシャーをかけるための手段を講じ（例えば、買収提案を行っていることを公表する）、最終的に買収者が対象会社と友好的な買収取引について交渉・合意することが困難であると判断した場合、対象会社取締役会のメンバーを取引に友好的な者に交代させるため、委任状勧誘が行われることになる。なお、対象会社が、ポイズン・ピルを導入していないあるいは後記(2)(a)a.で述べる blank-check preferred stock provision を導入しておらず取締役会限りで直ちにポイズン・ピルを導入できない場合、買収者としては委任状勧誘を行う必要はなく一方的に公開買付けを開始して買収を試みることができる。対象会社側としても、非友好的又はアンソリシティッドな買収提案がされた場合に直ちにポイズン・ピルを導入することはせず（直ちに導入した場合、対象会社株主の利益を考慮しないまま買収提案に反対しているという印象を与えかねない）、買収者が、対象会社としては受け入れられない価格で公開買付けを開始しようとしているあるいは公開買付けを開始した場合に導入することが多いと考えられる。もっとも、非友好的又はアンソリシティッドな買収の局面において、買収者と対象会社がどのような行動を取るかは、対象会社の株主構成など個別の事案の具体的な事情によって異なる。

(b) 非友好的買収や競合的買収の近時の主要な事例

非友好的買収及び競合的買収の近時の主要な事例として、JetBlue Airways Corporationによる Spirit Airlines, Inc.の買収及びイーロン・マスク氏による Twitter, Inc.の買収がある。いずれの事例も事案の経緯及び概要については以下を参照されたい。

表 I -2 JetBlue Airways Corporation による Spirit Airlines, Inc.の買収

年月日	事実関係
2022年2月7日	Frontier Group HoldingsによるSpirit Airlinesの買収・合併が発表される（対価は一部現金、一部株式）。
4月5日	JetBlueが対抗提案（現金対価で1株当たり33ドル）を行う。
5月2日	Spirit Airlinesが、反トラスト法に基づく認可取得の困難性等を理由にJetBlueの対抗提案を拒否し、予定していたFrontier Group Holdingsとの合併を進める意向を表明する。
5月16日	JetBlueが、Spirit Airlinesの株式について1株当たり30ドルの対価で公開買付けを開始する（買付け数の下限はJetBlueの保有分を含めてSpirit Airlinesの株式の過半数）。同日、JetBlueが、Spirit Airlinesの株主に対して、Frontier Group Holdingsとの合併案に反対するよう委任状勧誘を行う。
6月2日	Frontier Group Holdingsが、規制当局の認可が取得できなかった場合の

年月日	事実関係
	reverse break-up feeを250百万ドルに引き上げることを表明する。
6月6日	JetBlueが、1株当たりの対価を31.50ドルに引き上げ、規制当局の認可が取得できなかった場合のreverse break-up feeを350百万ドルに引き上げることを表明する。1株当たりの対価31.50ドルのうち、1.50ドルは上記reverse break-up feeの一部として株主総会において取引が承認された時に事前に現金配当の形で（JetBlueが負担）、残りの30ドルは取引完了時に、それぞれSpirit Airlinesの株主に支払うことを想定。
7月27日	Spirit Airlinesの株主総会においてFrontier Group Holdingsとの合併案が否決される。
7月28日	JetBlueとSpirit Airlinesの間で合併契約が締結される。1株当たりの対価は33.50ドルで、そのうち2.50ドルはreverse break-up feeの一部として株主総会において取引が承認された時に事前に現金配当の形でSpirit Airlinesの株主に支払われる。また、2022年12月31日以降、取引完了までの期間に支払われるticking fee（1株当たり毎月0.1ドル）があり、支払われたticking feeのうち1株当たり1.15ドルまでは上記の対価から相殺されることになる。
10月19日	Spirit Airlinesの株主総会でJetBlueによる買収が承認される（取引完了には規制当局の承認等の手続が必要となる。）。

- 当初、Frontier Group Holdings が Spirit Airlines との合併を公表したが、その後、JetBlue が Spirit Airlines の同意なく対抗提案を行った事案である。Frontier Group Holdings との取引及び JetBlue との取引のいずれについても反トラスト法上の懸念が存在したため、規制当局の認可が取得できなかった場合の reverse break-up fee の金額が両者の提案のポイントの一つとなった。

表I-3 イーロン・マスク氏による Twitter, Inc.の買収

年月日	事実関係
2022年4月4日	マスク氏がTwitterの9.4%の株式を取得し、Twitterの筆頭株主となる。
4月13日	マスク氏がTwitterに買収提案（現金対価で1株当たり54.20ドル）を行う。
4月15日	Twitterがポイズン・ピル（同社の15%の株式を取得した者が現れた場合に行使可能となり、それ以外の株主が割引価格で株式を購入できるもの）の導入を決定する。
4月25日	Twitterがマスク氏の買収提案を受け入れ、合併契約が締結される。
5月	マスク氏が、Twitterのスパムアカウント数が報告よりも多い可能性があることを理由に、Twitterの買収取引を保留することを示唆する。

年月日	事実関係
7月8日	マスク氏が、合併契約の情報開示義務の違反を理由に合併契約の解除を通知する。
7月12日	Twitterが、買収取引の実行を求めてデラウェア州衡平裁判所においてマスク氏を提訴する。
8月29日	マスク氏が、合併契約の解除事由として、Twitterの元Chief Security Officerにより告発された社内の不正行為を追加する。
9月13日	Twitterの株主総会においてマスク氏との合併契約が承認される。
10月3日	マスク氏が、上記の訴訟について裁判所が手続の即時停止を行うこと等を条件に、合併契約を履行する意向がある旨を表明する。
10月27日	マスク氏によるTwitterの買収取引が完了する。

- マスク氏の買収提案に対して、Twitterは当初ポイズン・ピルの導入を決定して提案に反対する姿勢を見せたが、プレミアムの金額やマスク氏が買収資金を確保したと表明したこと等を受け、同氏の提案を受け入れることがTwitterの株主の利益に資すると判断した。
- 2022年5月以降、マスク氏は合併契約に基づくTwitterの情報開示義務の違反による合併契約の解除を主張していたが、最終的に合併契約を履行することを表明した。背景事情として、Twitterがマスク氏による買収取引の実行を求めたデラウェア州衡平裁判所の裁判において、同氏に不利益な判断が下される可能性があったこと等が影響しているとされる。

(2) 買収防衛策

(a) 買収防衛策の内容

買収提案を受けた場合、対象会社の取締役会としては、提案価格が適正でないと等を理由として買収提案に同意しないと判断する場合もあるが、買収者としては対象会社の同意がなくとも買収を実行しようとする場合もある（非友好的買収）。そのような場合に買収者に対抗するための対象会社側の手段として、対象会社においてポイズン・ピルや期差取締役制度等の買収防衛策が採用されることがある。

買収防衛策を導入することで、対象会社の取締役会としては、買収者との交渉の機会や時間を確保し、それにより株主にとってより望ましい条件の買収提案が得られる可能性があるというメリットがあるが、他方、取締役会の利益と株主の利益が一致しない内在的なリスクもあるため、買収防衛策の導入に関する取締役会の判断に対する裁判所の審査については議論の対象となっている。

以下では、米国で用いられる代表的な買収防衛策について説明する。

a. ポイズン・ピル（ライツ・プラン）

ポイズン・ピル（ライツ・プラン）は、非常に強い効力を有する事前型の買収防衛策の代表例である。ポイズン・ピルとは、非友好的買収者が対象会社の株式を一定割合（典型的には 10%から 20%¹⁷）を超えて取得した場合に行使可能となる、対象会社の株式を大幅に値下げした価格で取得できる権利を、一定の基準日時点の対象会社の全株主（当該買収者を除く）に対して付与する（配当として当該権利を株主に付与する）ものを指す。当該権利の対象となる株式には優先株式が用いられることが多いが、多くの上場会社の基本定款（certificate of incorporation）において、blank-check preferred stock provision と呼ばれる、将来発行する優先株式の内容を取締役会が発行時に決定できるとする規定を設けていることが多く、これにより取締役会限りで優先株式を対象とするポイズン・ピルを導入・発動することができる。また、当該権利は取締役会の裁量により消却が可能である。

ポイズン・ピルが発動されると、当該買収者の株式保有比率が希釈化され、非友好的買収者にとって買収コストが増加するため、ポイズン・ピルの消却なしでの買収の実現は非常に困難となる。そのため、ポイズン・ピルの導入により、買収者は買収のために取締役会と交渉せざるを得なくなり、また、対象会社の立場としては、これにより買収者から株主により望ましい条件での買収提案を引き出せる可能性がある。

ポイズン・ピルは、かつては 10 年の存続期間が定められることが一般的であったが、一般的に株主は短期の存続期間を好むことから、現状では 1 年程度の短期の存続期間が定められていることが一般的であり¹⁸、また、株主総会の承認が得られることを条件として導入する場合もある。

¹⁷ 対象会社の営業損失（net operating loss）を将来における課税所得から控除することを確保するためのいわゆるNOLプランの場合、閾値は5%弱に設定される。

¹⁸ 代表的な議決権行使助言会社であるISS（Institutional Shareholder Services）は、株主総会で承認されていない有効期間1年を超えるlong-termのポイズン・ピルが導入されている場合には、取締役候補者（新任を除く。新任の場合はケース・バイ・ケースで判断。）の選任議案について反対すべきとしている。また、有効期間1年以内のshort-termのポイズン・ピルが導入され、それが株主総会において承認されていない場合、取締役の選任議案については、導入の理由が開示されていることや、ポイズン・ピルの更新の場合には株主総会での承認を求めることになっていること等の事情を考慮の上で、ケース・バイ・ケースで判断すべきとしている。また、ISSは、ポイズン・ピルについて株主総会の承認を求めることがこれを消却することを会社に対して要求する内容の株主提案については、原則として賛成の投票をすることを推奨している。ただし、(a) 既に株主がポイズン・ピルを承認している場合や、(b) 株主がポイズン・ピルの導入を承認した場合又は取締役会が取締役の信認義務を遂行するためにポイズン・ピルを導入することが必要であると決定した場合（後者の場合、12か月以内に株主の承認のための決議にかかるか、ポイズン・ピルが消滅することが求められる。）にのみポイズン・ピルを承認する旨の方針を取締役会が採用している場合は例外とされている。また、ポイズン・ピルについて株主総会の承認を求める経営陣からの提案については、当該ポイズン・ピルの内容及び会社の状況に応じてケース・バイ・ケースで判

近年導入されているポイズン・ピルには、対象会社の株式の市場価格に一定のプレミアムを加えた現金対価の買収提案に対しては、ポイズン・ピルを発動しない条件となっているもの（いわゆる *chewable pill*¹⁹ や、投資家の性質に応じて、ポイズン・ピルが行使可能となる閾値について二段階の基準値を設けるもの（アクティブな投資家に対しては低い基準を、また、パッシブな投資家に対しては高い基準を設定する）等、株主の理解を得やすいようポイズン・ピルの対象範囲を限定したものも見受けられる。

前記 2.(3)h.(iii).のとおり、上場会社の株式の 5% 超を取得した者は、10 日以内にスケジュール 13D を SEC に提出する必要があり、これによって対象会社は潜在的な買収者の存在を早期に認識することができ、ポイズン・ピルのような買収防衛策の導入を検討することになる。米国ではスケジュール 13D の提出義務違反に対する摘発が活発に行われており、例えば 2017 年に Lone Star Value Management 等複数のアクティビストグループが合計で 5% 超の株式を取得していたにもかかわらずスケジュール 13D の提出を怠ったなどとして SEC から摘発された事例においては、アクティビストグループはそれぞれ 3 万ドルから 18 万ドルの罰金を支払っている²⁰。

b. 期差取締役制度 (staggered board)

会社の取締役を複数のグループに分けて、各グループの取締役の選任時期をずらし、毎年 1 つのグループに属する取締役のみを選任する仕組みを期差取締役制度という。この期差取締役制度を採用することで、買収者が委任状勧誘を通じて一度に対象会社の取締役会の構成員の過半数を入れ替えることを防ぐことが可能となる。なお、会社の基本定款又は附属定款において期差取締役制度を設けるためには株主総会の承認が必要となる。S&P500 企業のうち期差取締役制度を設けているのは 10% 程度に留まるが²¹、比較的規模の小さい上場会社では導入している会社も多く (Russell 3000 企業のうち 40% 程度は期差取締役制度を設けている²²)、特に新たに上場する会社は期差取締役制度を設けて上場する場合が多い²³。

断るとしつつ、ポイズン・ピルの内容として、発動の閾値を原則として 20% 以上とすることや存続期間が 3 年を超えないこと等を求めている。

¹⁹ この chewable pill については、取締役会が設定したプレミアムの金額が、買収者にとっては対象会社買収のための基準価格となってしまい、結果として株式価値の最大化の妨げとなる可能性もある。

²⁰ <https://www.sec.gov/litigation/admin/2020/ia-5448.pdf>

²¹ Matteo Tonello, Paul Hodgson “Corporate Board Practices in the Russell 3000, S&P 500, and S&P Mid-Cap 400” Harvard Law School Forum on Corporate Governance, (2021)

²² 同上。

²³ “IPO Governance Survey: Corporate Governance Practices in U.S. Initial Public Offerings” Davis Polk & Wardwell LLP, (2020)

c. 事前通知規定

会社の附属定款において、株主が取締役の選任等の一定の事項を株主総会の決議事項として提案する場合に、取締役会に対してその旨を事前（一般的には、定期株主総会の少なくとも 90 日～120 日前まで）に通知すべきことを求める規定を追加することが可能である。かかる規定に違反した場合、株主が提案した議案は株主総会の決議事項とはならない。また、株主が指名した取締役候補者に対して経歴や資格等に関する情報提供を要求できることを附属定款において定めることも可能である。これらにより、対象会社の取締役会としては株主の提案に対応するための時間を確保することができる²⁴。

d. ゴールデン・パラシート

対象会社の買収が実行され、対象会社の役員が退任させられる場合に備え、対象会社の役員の退職金を多額に設定する仕組みをゴールデン・パラシートと呼ぶ。これにより、対象会社の現在の役員が株主にとって有益な取引を進めることを躊躇させないような仕組みが確保されるが、買収との関連でゴールデン・パラシートの発動により多額の支払が必要になるため、その金額によっては買収者に買収を躊躇させる効果を持つ。

e. ポイズン・プット

会社が発行する社債等の債務証券において、支配株主の変更が生じた際に、証券保有者に、額面又は額面よりわずかに高い金額で当該証券を対象会社に売却するか償還を受ける権利を付与する規定をポイズン・プットという。かかるポイズン・プットの規定を入れることにより、証券保有者にとっては支配株主の変更による対象会社の信用リスクを回避することができるメリットがあり、また、ポイズン・プットが発動されると償還のための資金が必要になるため、買収防衛策としても機能し得る。

f. 複数議決権株式の発行

²⁴ また、会社の附属定款において、株主提案を行う株主に対して事前に一定の情報提供を義務付ける例（当該株主に出資する投資家の属性に関する情報開示を求める等）もあり、現在デラウェア州裁判所において、会社の附属定款を通じて株主提案に対してどの程度の制限を設けることが許容されるのかという点が争われている。

複数議決権株式とは会社が発行する種類株式の一種であり、例えば、ある種類の株式について、1株当たりの議決権の数を増やす（例えば、普通株式の議決権の10倍の議決権）ことによって、配当等の利益の配分の場面では全ての株主が株式数に応じて平等に取り扱われるようにならぬか、創業家等の一部の株主の多数の議決権を確保して株主総会決議事項についてコントロールを及ぼすことを可能にするものであり、買収防衛策として機能し得る。米国では、複数議決権株式を発行したまま上場することが可能であり、IT企業等を中心に採用されている例がある。

(b) 実質株主を把握するための開示制度

買収防衛策そのものとは異なるが、実質株主を把握するための開示制度として、以下が定められている。

a. NOBO 制度

名義株主と実質株主との間で、会社とのコミュニケーションの格差が生じることを緩和する目的で、実質株主に関する情報を開示する NOBO (Non-Objecting Beneficial Owners) 制度が 1980 年代に導入された。株主は証券口座の開設時に OBO (Objecting Beneficial Owners : 会社に対して自身の株主情報（氏名・住所・証券持高）の開示を拒否する株主) となるか、NOBO (Non-Objecting Beneficial Owners : 会社に対して自身の株主情報の開示を拒否しない株主) となるかを選択することができる。証券会社は、会社から請求 (NOBO Request) を受けた場合、当該請求に記載された基準日における NOBO である株主の氏名・住所・証券持高の一覧 (NOBO List) を、当該請求があった日より 5 営業日以内に会社に対して提供しなければならない。なお、機関投資家を含む実質株主の大半は OBO であり、株主総会に際して会社が NOBO Request を行うことは少ない。

b. Form 13F

1934 年証券取引所法に基づき、一任運用資産が 1 億ドル以上の機関投資家 (mutual fund、ヘッジファンド、年金基金、保険会社等) に対して、機関投資家の保有する有価証券に関する情報へのアクセスを高めることを目的として、四半期ごとに保有明細を記載した Form 13F の提出が義務付けられている。提出された Form 13F は EDGAR 上で公開されるため、会社はこれを通じて実質株主による保有状況の概要をある程度把握することができる。

(c) 主要な買収防衛策の導入・発動事例

近年における主要な買収防衛策（ポイズン・ピル）の導入事例として二つの事例を紹介する。

まず、①新型コロナウィルスに起因する株式市場一般の下落を背景に、著名なアクティビスト投資家である Carl Icahn 氏が Occidental Petroleum Corporation の株式を 9.9% 取得したことを受け、2020 年 3 月に同社がポイズン・ピルを導入した。当該ポイズン・ピルの発動条件の閾値は 15%（ただし、パッシブな投資家については 20%）、有効期間は 1 年とされていた。

また、②2022 年 9 月には、Nordstrom, Inc. が発動条件の閾値を 10%、有効期間を 1 年とするポイズン・ピルを導入している。同社によると、このポイズン・ピルは特定の買収提案に対抗したものではないとされているが、ポイズン・ピル導入の直前にメキシコのデパート運営会社である El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V. が Nordstrom, Inc. の株式の 9.9% を取得していた。

なお、上述のとおりポイズン・ピルが発動された場合には買収行為が極めて困難になることから、買収者はポイズン・ピル発動前に取締役会との交渉を進めたり、委任状勧誘を行ったりすることが通常であるが、実際にポイズン・ピルが発動された事例も稀ではあるが存在する。例えば、1985 年の James Goldsmith 氏による Crown Zellerbach Corporation の買収において、同社が導入したポイズン・ピル（閾値は 20%）が発動された。当該ポイズン・ピルは、発動された場合に同社の株主に対してスクイーズ・アウトのための二段階目の合併時に買収者側の株式を取得する権利を付与するもの（このようなポイズン・ピルはフリップ・オーバー（flip-over）型のポイズン・ピルと呼ばれる。）であり、James Goldsmith 氏は、ポイズン・ピルの効果を避けるため、合併をせずに対象会社の支配権を取得したとされる。

4 買収提案を受けた場合の対象会社側の行動規範

以下では、主として非友好的な買収提案を受けたり、対抗提案を受けたりした場合に対象会社において一般的に取られる対応や、対象会社の取締役の行為の適否について、具体的にどのような基準で判断されるのかを関連する判例を踏まえながら説明する。

(1) 買収提案を受けた対象会社の対応

買収者から経営陣又は取締役が非友好的買収の提案を受けた場合の対象会社の対応については、買収者の属性、信用性、提案の条件、提案を受けた者の経験及び

モチベーション、取締役会の構成等の事情によって異なるが、非友好的買収の提案という事象の重大性に鑑み、典型的には直ちに取締役全員に対して提案を受領したことを報告するものと考えられる。米国の多くの上場会社においては、フィナンシャル・アドバイザー及びリーガルアドバイザーと共に、非友好的買収提案を受領した場合に取るべき行動及びガイドラインを記載した詳細な対応策（プレイブック）を準備しており、このプレイブックにおいて、コンタクトすべきフィナンシャル、リーガル、PR の各アドバイザーのリスト、社内における主要な担当者、コミュニケーションガイドライン等が含まれていることが一般的である。取締役への報告及びアドバイザーへの連絡の後に取られる行為は個別のケースの状況により大きく異なってくると考えられる。また、買収提案があった場合に、それが真摯な提案として交渉に値するものであるかを判断するにあたっては、買収価格、対価（金銭のみなのか、金銭と株式の組み合わせなのか等）、買収資金のソース及び買収者の経済的状況、取引を完了するために必要な規制上の許認可を取得できないリスク、買収者及びそのアドバイザーの属性等を考慮することになる。また、買収提案の検討にあたっては、買収されずに経営を継続する又は他の買収者を模索するといった合理的な代替の経営戦略、アクティビスト株主の有無、他の経営戦略と比較した場合に株主が買収者に賛同する可能性といった要素を考慮して交渉に応じるかどうかを検討することになる。

買収提案を受領した場合の開示義務については、対象会社に一律に開示を義務付ける規制はないが、一定の場合に、対象会社が当該提案を開示しなかったことが一般的な詐欺防止条項である規則 10b-5 の違反とされる可能性がある。これまでの判例を踏まえると、典型的には、①以前対象会社が行った開示を misleading なものとするような、その後の事実の発展があった場合、又は、②リーク若しくは市場の噂が対象会社に起因するものである場合に開示義務が認められる可能性がある。

(2) 経営判断原則

利害関係のない独立した取締役が行う行為についての信認義務（fiduciary duty）の違反を判断する場合、裁判所は原則として経営判断原則（business judgment rule）を採用している。かかる経営判断原則は、取締役が会社の最大の利益を目指して行うリスクのある行為を行うことを萎縮させないために、取締役会の判断を尊重する（後知恵で判断しない）ことを目的とした基準である。米国の経営判断原則の下では、利害関係のない独立した取締役が行う行為は、①情報を得た状態で（informed）、②当該行為が会社の最大の利益のために行われると合理的に信じて、③誠実に行われたものと推定され、裁判所は原則として取締役の判断を尊重する。取締役会の過半数が経営判断原則による保護を受けることのできる場合には、信

任義務の違反は重過失（gross negligence）があったか否かにより判断されることになり、理論的には重過失があった場合には信認義務の違反が認められることになるが、このハードルは非常に高いものと考えられている。経営判断原則の適用を排除するためには、取締役の信認義務違反を追及する側が上記①～③のいずれかが満たされていないことを立証しなければならず、もし立証できた場合には、取締役の行為はより厳格な、完全な公正性（entire fairness）の基準により判断されることになる。具体的には、①については取締役はコンサルタント、経営陣及び従業員から提供される情報及び意見に依拠することができるが、これらの者が適切に報告を行うことができるかを誠実に検討し、提供された情報及び意見に基づき分析を行う必要がある。また、②については、ある行為又は取引が会社の最善の利益にかなうものであると合理的に信じたことが要求され、当該行為又は取引について利益相反のある場合は経営判断原則の適用は認められない。加えて、③については、取締役が実質的な検討を行っており経営陣の行為を盲目的に承認したものではないことが要求される。

日本の経営判断原則においては、裁判所は経営判断の内容について踏み込むこと自体は否定しておらず、その内容が著しく不合理でない限り当該経営判断を尊重するというアプローチをとっているのに対して、米国の経営判断原則においては、上記①から③の要件が満たされる場合には裁判所は原則として取締役の経営判断に踏み込まない（重過失という非常に例外的な場合にしか経営判断の内容は問題としない）という点に違いがある。

(3) 買収防衛策導入に関する規範

(a) ユノカル基準

デラウェア州の判例上、会社の支配権に対する脅威に対する買収防衛策を取締役会が導入する場合には、取締役が会社や株主の利益よりも自己の利益を追求する内在的なリスクが存在することから、後述する経営判断原則よりも厳格な基準による審査を受けることになる。具体的には、取締役会が保護を受けるためには、①会社の方針及び効率性に対する脅威が存在したと取締役会が合理的に信じたこと（reasonableness test）、及び②防衛策の内容が提示された脅威に対して合理的なものであること（proportionality test）を立証しなければならない（ユノカル基準）²⁵。

上記①の要件の「脅威」については、様々な状況において存在すると考えられている。例えば、会社や会社資産に対する危害のリスク、長期的な企業戦略の毀損、

²⁵ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)

より有利な取引を追求する機会の逸失、株主に対する不十分な対価の提供（後述）²⁶、株主を混乱させたり、抑圧させたりするリスク等が考えられる。なお、買収者による買収後の対象会社の長期的な企業戦略が、対象会社の現在の取締役会の想定している長期的な企業戦略と異なるような場面では、対象会社の株主としては買収時に対価を受け取った後は対象会社の事業から生み出される利益を享受する立場にないことを考慮すると、「脅威」を判断する上では、二つの経営方針を比較するというよりは、現在の取締役会が想定している長期的企業戦略の価値と、買収者の提案する対価を比較することが求められることになる。この点、デラウェア州裁判所が、企業戦略を支える根拠が明らかに存在しないような場合でなければ、取締役は、株主の短期的な利益のために、慎重に検討された企業戦略を放棄する義務を負うわけではないと判断している事例が参考になる²⁷。

なお、デラウェア州の裁判所は、ユノカル基準の適用にあたって、対象会社の取締役会の行為、動機及びどの程度慎重に検討したかを詳細に審査する。取締役が自らの地位を守ることを唯一又は主な目的として行動したとみなされる場合には、かかる行為は無効と判断される可能性が非常に高いため、取締役は誠実かつ合理的な調査を実施したこと示す必要がある。この要件を満たしたことを示すため、取締役会としては、買収提案の内容、性質、タイミング、株主の利益への影響、株主以外のステークホルダーへの影響、買収者の過去の行為等を考慮することができる。また、例えば、買収防衛策が社外の独立した取締役の過半数により承認されていること、取締役会が適切かつ十分に情報提供を受けていること等は、取締役が誠実かつ合理的な調査を実施したことを支える事実と考えられる。

また、②の proportionality testについて、取締役会は、当該防衛策の内容が、(i)合理性の範囲内に収まっており、また、(ii)強圧的又は排除的なものでないことを示さなければならない²⁸。つまり、より緩やかな防衛策が存在したとしても、当該防衛策の内容が合理性の範囲内に収まつていれば上記(i)の要件は充足することになる。

なお、一連の取引の中であっても、取締役会の判断に異なる審査基準が適用される可能性もある。例えば、取締役会による友好的な株式対価の合併の承認について

²⁶ デラウェア州の裁判所がユノカル基準における「脅威」を認めるための概念の一つとして実質的強圧性 (substantive coercion) がある。この概念は、株主が取締役会による対象会社の長期的な価値の評価を知らなかつたり、誤解していたりすることを理由に不十分な価格での株式の売却に応じる可能性があるリスクとされている。後述のエアガス判決では、裁判所は、この実質的強圧性の概念に言及した上で、対象会社の株主の約半数が、買収者による対象会社の買収の意向が公表されたとき（対象会社の株価が買収者の提案価格よりもかなり低かった時期）に株式を取得しており、仮に対象会社の価値を十分に反映していない価格であったとしても多数の株主が短期的利益のために積極的に売却に応じるであろう状況が存在したことや、取締役会が合理的な根拠に基づき不十分な価格であると判断したこと等を踏まえ、ユノカル基準でいう「脅威」があったと認定している。

²⁷ Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989)

²⁸ Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995)

は通常の経営判断原則により判断されるとしても、合併の公表後に第三者が対抗的買収を仕掛けてきた場合、取締役会による当該買収に対する防衛策の導入についてはユノカル基準が適用されることになる。

ユノカル基準は、非友好的買収に対する買収防衛策の文脈だけでなく、友好的な買収取引における取引保護条項の有効性が争点となる場合にも用いられる（後述）。

(b) ブラシウス判決

買収防衛策の一つとして、取締役会の過半数の入れ替えを防ぐことを目的に取締役の定員の増員が行われることがある。非友好的買収者が新たに取締役 8 名の選任を要求して対象会社の取締役会の過半数を獲得しようと試みたことに対して、取締役会が附属定款を変更して取締役会の定員を増員することで、仮に敵対的買収者側の候補者全員が取締役に選任されたとしても取締役会の過半数を占めることができないようにした行為が問題となった事案がある。

この事案において、デラウェア州衡平裁判所は、取締役会の措置の主たる目的 (primary purpose) が株主の議決権行使の効果を阻害することにある場合には、取締役会がかかる措置について強い正当事由 (compelling justification) があったことを立証しなければならないとし、上記取締役会の行為は株主の議決権行使に対する許されない干渉であり、取締役会の定員の増員に係る附属定款の規定は無効であると判断した（ブラシウス判決）²⁹。ブラシウス判決で示された正当事由の存在を要求する基準は、独立した基準というよりは、株主の議決権行使の効果が阻害される場面においてユノカル基準を厳格に適用したものとも評価されている。

なお、ブラシウス判決の基準は、主に取締役選任に関する取締役会の措置について妥当するものと考えられている点には留意が必要である。

(c) エアガス判決

不十分な価格での現金対価の買収提案を受けて、対象会社の取締役会がポイズン・ピルを維持した行為が問題となった事案において、デラウェア州衡平裁判所は、ユノカル基準が適用されることを前提に、十分に情報を得ている独立した取締役会が、合理的な根拠に基づいて当該提案が対象会社の株式価値を過小評価していると誠実に信じる場合には、合理的な内容の防衛策としてポイズン・ピルを維持することができると判断した³⁰。この事案では、対象会社の株主の約半数が、買収者による対象会社の買収の意向が公表された時（対象会社の株価が買収者の提案価

²⁹ Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988)

³⁰ Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc. 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011)

格よりもかなり低かった時期)に株式を取得しており、仮に対象会社の価値を十分に反映していない価格であったとしても多数の株主が短期的利益のために積極的に売却に応じるであろう状況が存在したこと、取締役会の過半数が独立した取締役であったこと、取締役会が外部のリーガル・カウンセル及びファイナンシャル・アドバイザー3社のアドバイスに依拠していたこと、買収者により指名された3名の取締役も現任の取締役の判断(買収提案は却下されるべきとの判断)に賛成していたこと等の事情を踏まえ、取締役会がポイズン・ピルを維持した行為を支持している。

(d) アクティビストによる株式の買い集めに対するポイズン・ピルの導入
(ユカイパ判決・サザビーズ判決・ウィリアムズ判決)

デラウェア州では、アクティビストによる株式の買い集め行為に対するポイズン・ピルの導入も認められている。ロナルド・バークル氏が Barnes & Noble の株式の 18%を取得したことを受け、Barnes & Noble が、同社の創業家が保有する株式(約 30%)を適用除外とする 20%の閾値を設定したポイズン・ピルを導入したケースにおいて、デラウェア州衡平裁判所は、ユノカル基準が適用されることを前提に、当該ポイズン・ピルの導入は、バークル氏のようなアクティビストによる支配権の取得を防ぐ手段として合理的かつ非排除的であると判断した(ユカイパ判決)³¹。

また、ヘッジファンド・アクティビストによる 9.4%の株式の急速な取得を受けて導入されたポイズン・ピル(アクティブな投資家については 10%、パッシブな投資家については 20%の閾値が設定された段階式のポイズン・ピル)が争われた事案では、デラウェア州衡平裁判所は、ユノカル基準に基づき、ヘッジファンドによる市場での株式の買い集め(creeping control)は対象会社に対する合理的な脅威であり、上記ポイズン・ピルの導入はかかる脅威に対する合理的な対応である(排他的でも強圧的でもない)と判断している(サザビーズ判決)³²。

他方、新型コロナウィルスに起因する株式市場一般の下落を受けて、潜在的なアクティビストに対する買収防衛策として The Williams Companies, Inc.が導入したポイズン・ピル(発動条件の閾値は 5%)について争われた事案では、(i)具体的なアクティビストについての懸念が存在するのではなく、潜在的なアクティビストに対する一般的な懸念があるのみではユノカル基準の①における脅威としては認め

³¹ Yucaipa Am. All. Fund II, L.P. v. Riggio, 1 A.3d 310 (Del Ch. 2010), aff'd, 15 A.3d 218 (Del. 2011)

³² Third Point LLC v. Ruprecht, C.A. Nos. 9496-VCP, 9497-VCP, 9508-VCP, 2014 WL 19222029, at *17, *22 (Del. Ch. May 2, 2014)

られず、また、(ii)ポイズン・ピルの発動条件(5%)が市場慣行から逸脱しており、その他広範なacting in concert条項(他の株主と共同して行動したり、知りながら並行して行動したりする場合等に、当該他の株主の持分もポイズン・ピルの閾値の充足の算定に加味する仕組み)を有するポイズン・ピルは、ユノカル基準②の合理性を充足しないと判断している(ウィリアムズ判決)³³。

(4) レブロン義務

(a) レブロン義務の概要と適用場面

会社の支配権の売却時には、最も高い価格を提示した買収者に売却されることが株主の利益となる一方で、取締役としては自らの利益を考慮した提案(例えば、買収価格は低いものの、現在の取締役に対して買収後の取締役の地位や好ましい条件の職位を保証するもの)を選択する可能性があるため、上記の経営判断原則は適用されず、取締役の信認義務(fiduciary duty)として、取締役は合理的に達成可能な株主にとって最善の価格を得られる努力をする義務(いわゆるレブロン義務(Revlon duty))を負うとされている³⁴。

レブロン義務が適用されるのは、会社支配権の売却に係る取引で、①株主に対して支払われる対価が現金である取引の場合、及び②株主に対して支払われる対価が株式である取引で、取引後の会社の支配権が少数の特定の株主に集中している場合である。①の場合、対象会社株主は買収後の会社から生じる将来の利益を享受することはできず、また、②の場合、対象会社株主は買収後の企業体における少数株主となり支配権の移転が発生することになる。

一般的には、会社の売却や支配権の変更に向けた一定の行為がなければ、レブロン義務は適用されず、取締役会が非友好的買収の提案を受けた段階で交渉に応じるかどうかの判断は、経営判断原則の下で判断されると考えられる。もっとも、レブロン義務が適用されるかどうかは具体的な事実関係及び状況によって判断され、買収者と交渉を開始する前の段階でも、買収提案に対して、対象会社がその長期的な戦略を放棄して会社の解体を含む代替の取引を模索するような場合³⁵には、レブロン義務が適用される可能性がある。また、非友好的買収の提案に対して買収防衛策を導入する場合や、非友好的買収提案に対して既に導入している買収防衛策を維持する場合には、ユノカル基準が適用されることになる。

³³ The Williams Companies Stockholder Litigation, C.A. No. 2020-0707-KSJM at *76 (Del. Ch. Feb. 26, 2021)

³⁴ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 506 A.2d 173 (Del. 1986)

³⁵ Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989)

なお、現実的には、非友好的買収提案を拒絶し続ける場合、公開買付け等を通じて一方的に買収者に買収される危険を防ぐためには買収防衛策を導入せざるを得ず、その場合はユノカル基準が適用されることになる。加えて、アクティビストが大きな影響力を持つ今日の状況に鑑みると、対象会社の取締役会が株主にとって経済的に魅力的な買収提案を単純に拒絶することは難しく、現実的には、レブロン義務の適用の有無にかかわらず、対象会社の経営陣及び取締役会は、買収提案が対象会社及び株主にとって最も利益になるものかどうかを判断するために、真摯な買収提案があった場合には誠実かつ注意深く検討する必要がある。

(b) レブロン義務の具体的な内容

レブロン義務が適用される場面では、上述のとおり取締役は合理的に達成可能な株主にとって最善の価格を得られる努力をする義務を負う。もっとも、デラウェア州裁判所は、レブロン義務を満たすために取締役に求められる特定の行為があるものではないとし、合理的な方法を選ぶ限り、最善の価格を得る方法を取締役が選ぶことを許容している³⁶。取締役会が買収者の提案を受け入れることを決定する場合、取締役会は、戦略的代替策を検討した結果、株主価値の観点から買収者の提案がより優れていると判断したことを示せるようにしておく必要があり、価値の最大化のために取られた手段を示す会社売却の過程を記録に残すことが重要となる。

例えば、買収に関する契約が締結される前に積極的なマーケット・チェックを行うことは必須ではなく、また、契約締結後のマーケット・チェックについても、関心のある買収者がより良い条件での買収提案を行う機会があり、取締役会が当初の提案を拒絶してより良い提案を受け入れることのできる場合であれば、他の買収者を積極的に勧誘する必要はないとされている³⁷。もっとも、将来の訴訟に備えて、取締役のベストプラクティスとしては以下のようないくつかの手段を取ることが考えられる。

- フェアネス・オピニオンを取得し、対象会社のバリュエーションを注意深くレビューし、代替のバリュエーション方法を検討する。
- 経営陣と買収者の交渉を監督し、売却プロセスの監督において積極的な役割を果たす。
- 潜在的な利益相反がある場合は取締役会及び株主に開示する。
- 取引に個人的な利害関係を有する者は取引条件の交渉に参加しない。

³⁶ In re Dollar Thrifty S'holder Litig., 14 A.3d 573, 595-96 (Del. Ch. 2010)

³⁷ C&J Energy Servs., Inc. v. City of Miami Gen. Emps.' & Sanitation Emps.' Ret. Tr., 107 A.3d 1049 (Del. 2014)

- より良い提案がないかを確認するための意味のあるマーケット・チェックを行う。
- 買収契約における取引保護条項全体の妥当性を検討する。
- 対象会社の置かれている個別具体的な状況を考慮する。

また、複数の買収提案を検討する際に、取締役会は単に最高価格での買収提案を受け入れることを要求されるのではなく、取引実行の確実性を考慮することができる。例えば、規制当局からの承認取得や買収者の資金調達能力に懸念があるような場合は、提案価格が他の提案よりも低いものであってもより取引実行の確実性の高い提案を受け入れることができる³⁸。しかし、現金対価での複数の提案がなされ、いずれの提案についても取引実行の確実性が同程度の場合であれば、株主以外のステークホルダー（従業員等）の利益を理由に低い価格の提案に賛同することはできないと考えられている³⁹。

(5) コーウィン判決

レブロン義務が適用されるような場面であったとしても、デラウェア州最高裁判所は、利害関係を有しない株主が、十分に情報を得た上で、抑圧されていない状態で行った、支配株主以外の者との取引に係る投票は決定的なものであり、取締役会の行為を浄化（cleans）するとし、その結果、上記の要件を満たす株主総会決議により取引が承認された場合には、取締役の責任を判断するに際しては、レブロン義務ではなく原則に戻り経営判断原則が適用されると判断した（コーウィン判決）⁴⁰。支配株主が関与しない取引では、十分に情報を得た利害関係を有しない株主は取引に関する取締役の行為の是非を判断することが可能であり、その株主の判断は尊重されるべきとの考えが背景にある。

(6) 特別委員会

米国では、非友好的買収提案の検討や買収防衛策導入の場面では、利益相反のある場合（支配株主との取引や、取締役の過半数に利益相反がある又は独立性が欠ける⁴¹と判断される場合）でなければ特別委員会は組成されないことが一般的である。米国では、証券取引所のルールにより原則として上場会社は過半数の独立取締

³⁸ In re Dollar Thrifty S' holder Litig., 14 A.3d 573 (Del. Ch. 2010)

³⁹ “Takeover Law and Practice” Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2022

⁴⁰ Corwin v. KKR Financial Holdings LLC, 125 A.3d 304 (Del. 2015)

⁴¹ 取締役の利益相反の有無及び独立性は具体的な状況によって判断され、独立取締役として選任されている取締役であっても個々の取引との関係で独立性が欠けると判断される場合もある。

役を選任する必要があるため、特別委員会を別途組成しなくとも取締役会の過半数は独立取締役となっている。また、上述のとおり、デラウェア州の判例上利益相反のない場合、原則として取締役会の決定は経営判断原則によって判断され、利益相反のある場合は完全な公正性というより厳しい基準で判断される。完全な公正性基準で判断される場合でも、独立取締役から構成される特別委員会が一定の要件を満たした上で取引を承認した場合は、取締役の信認義務違反に関して、証明責任が取締役の信認義務違反を問う原告側に転換されるという効果があり、さらに特別委員会の承認に加えて少数株主の過半数（majority of minority）の承認を得る等一定の要件を満たした場合には、原則に戻って経営判断原則が適用されるという効果がある。このようなメリットを享受するために、利益相反のある場合は特別委員会が組成されることが一般的であり、他方で、このような利益相反のない場合は特に特別委員会を組成するメリットがなく、また、必要がないのに特別委員会を組成すると、手続が複雑になり余計な手間・コストがかかる、（実際は存在しないにもかかわらず）利益相反があるのではないかという印象を抱かせる、といったデメリットがある。現経営陣や取締役の解任を内容とする買収提案については、特別委員会が組成される例もあるものの、一般的には特別委員会を組成しないことが通常である。この理由としては、取締役会全体の利害と、特別委員会の委員となる独立取締役との利害に違いがない、また、（敵対的買収の場合に典型的に問題となる買収防衛策に関しては）特別委員会が組成されたかどうかにかかわらずユノカル基準が適用されることによると考えられる。CEO その他の経営陣が取締役会のメンバーであり、特に利害関係が強く取締役会におけるその行動によって対象会社がユノカル基準を満たすことができなくなるような場合には、理論的には特別委員会を組成することが当該問題への対応策となり得るもの、明確な利益相反がある訳ではない場面では、やはり特別委員会は組成されないことが一般的である。なお、米国ではゴールデン・パラシュートが設定されることが多く、CEO や他の経営陣が敵対的買収によって解任されるとしても、利益相反性が緩和されるような構造になっている点も日本とは異なる。

(7) 外部アドバイザーの起用・意見の取得

対象会社の取締役会は、買収提案の検討に際して、外部のフィナンシャル・アドバイザーを起用し、提案価格の公正性に関するフェアネス・オピニオン⁴²を取得することが一般的である。外部のアドバイザーによるフェアネス・オピニオンは取締

⁴²非友好的買収提案が行われ、対象会社の取締役会がかかる提案を拒絶する場合に、提案価格が十分でないことについて外部アドバイザーから意見書を受領することがある。かかる意見書はinadequacy opinionと呼ばれる。

役会の意思決定のための重要な基礎となり得るものであり、また、デラウェア州を含む多くの州では、外部アドバイザーの意見に依拠した取締役には取締役の信認義務違反の判断にあたって一定の保護が認められる⁴³。なお、株式非公開化のための取引の場合等、証券取引所法に基づき外部アドバイザーの意見の開示が求められる場合もある点には留意が必要である。

なお、フェアネス・オピニオンを発行するために特別な資格が求められるわけではないが、デラウェア州法上、取締役が根拠の薄弱なフェアネス・オピニオン（例えば、類似会社比較法で参照された会社の多くが実際には対象会社と類似していなかったり、DCF 法により算出された価格レンジの下限よりも買付価格が下回っていたりする場合など）に依拠した事実は、取締役が信認義務を果たしていなかったと判断される重要な要素になり得るとされているため⁴⁴、信頼できる外部アドバイザーから合理的な根拠に基づくフェアネス・オピニオンを取得すべきである。

5 M&A における取引保護条項に関する規律

上場会社の買収の場合には取引実行の確実性を高めることが重視されており、買収に際して締結される合併契約等の M&A 契約において取引保護条項を入れるか否かが交渉のキーポイントとなることが多い。M&A 契約では、将来の事象や状況の変化に対応したり、取締役の信認義務を果たすために一定の柔軟性を確保しておきたいという要望がある一方で、取引実行の確実性を高めるために相手方の取引実行義務を確実にしておきたいという要請があり、これらのバランスを取るために様々な取引保護条項（以下で紹介するようなブレークアップ・フィー条項、ノー・ショット条項等）が規定されることが多い。

(1) 取引保護条項の有効性

取引保護条項は、取引の確実性を高めることになるため、時間や労力を掛けて真摯に買収を考えている買収者にとっては望ましい規定であり、また、対象会社としても、取引保護条項の存在によってより良い条件での買収提案を引き出せる可能性があるというメリットがある。取引保護条項の有効性については、通常はユノカル基準又はレブロン義務により判断されることになる。

⁴³ 例えば、デラウェア州一般会社法141条(e)において、合理的な注意を払って会社のために選任された第三者による意見（ただし、その事項が当該第三者の専門能力の範囲内にあると取締役が合理的に信じたもの）等、一定の情報に誠実に依拠した場合には、取締役は信認義務違反の責任から保護されるものとされている。

⁴⁴ Koehler v. NetSpend Hldgs., Inc., 2013 WL 2181518 (Del. Ch. May 21, 2013)

(2) ブレークアップ・フィー

ブレークアップ・フィーとは、対象会社が第三者の買収提案を受け入れるため等の理由により合併契約を解除した場合に、対象会社が買収者に支払うフィーを指す。ブレークアップ・フィーを設定することで、買収者は合併契約を解除された場合の経済的リスクを軽減・回避することができるため、買収者にとっては買収提案をしやすい状況になり、また、対象会社による解除権の行使に対して抑止的効果を持つため、取引実行の確実性を高める機能も有する。

もっとも、過大な金額のブレークアップ・フィーは対抗提案を阻害する可能性があるとして、裁判所により無効とされる可能性がある。ブレークアップ・フィーの有効性は、特定のパーセンテージではなく、取締役会が保護しようとする株主へのプレミアム、相手方にとってのブレークアップ・フィーの重要性、取引規模、他の取引保護規定の内容等、様々な要素を総合考慮して判断される。もっとも、これまでのデラウェア州の判例に照らすと、取引金額の4%程度の金額のブレークアップ・フィーであれば容認される傾向にある。

(3) ノー・ショップ条項

ノー・ショップ条項とは、対象会社が、他の買収者の買収提案を勧誘する、他の買収提案について交渉する・他の買収提案者に情報を提供する、あるいは買収に対する取締役会の推奨意見を撤回することを禁止する規定を指す。デラウェア州の判例上、株主にとってより有利な取引の可能性を否定してしまうような内容のノー・ショップ条項は、裁判所によって無効とされる可能性がある。したがって、対象会社は、自ら勧誘したものではない買収提案に対応して買収者が検討に必要な秘密情報を提供したり、より良い提案に繋がり得る競合提案について検討・交渉したりすることは許容されるとする場合が多い。一般的には、対象会社の取締役会が、自ら提案を勧誘することなしに、対象会社の取締役会がより優れた提案（superior offer/proposal）である又はより優れた提案に繋がると信じる、真正な（*bona fide*）提案を受領し、対象会社取締役会が外部のリーガル・カウンセル（特別委員会が設置されている場合はリーガル・カウンセル及び特別委員会）と協議した結果、誠実に（*in good faith*）、これらの措置を取らないことが信認義務の違反となると決定した場合は、対象会社は①当該提案について提案者と交渉を行い、②提案者に対して対象会社に関する非公開情報を提供し、また、③取締役会の推奨意見を提供せず、撤回又は変更することができる旨の規定が置かれることが多い。何がより優れた提案に該当するかについては、合併契約上、①提案条件に従って実行されることが合理的に見込まれ、②実行された場合は、(i)経済的対価、(ii)買収者の属性、(iii)予

期されるタイミング及び実行条件並びに当該提案の実行の見込みの程度、(iv)関連する法律・規制との関係を含めて当該買収提案が会社に及ぼす影響、(v)株主の承認、規制上のクリアランスの取得等の取引実行のための要件などを考慮した結果、対象会社株主にとって既存の買収提案よりもより有利であると取締役会が誠実に決定したもの、などとされることが多い。

なお、取締役会が優越する提案を行う可能性のある第三者との交渉や情報提供を行うことを一切禁じるようなノー・トーク条項は許容されないとされている⁴⁵。

(4) 「force the vote」条項

合併契約では、取締役会による買収への賛同意見を表明する義務が定められることが一般的であるが、より有利な条件の買収提案があった場合等についてはかかる義務の例外とされていることが多い。取締役会が買収への賛同意見を変更した場合であっても、合併承認のための株主総会を開催する対象会社の義務を定めた規定を「force the vote」条項と呼ぶ。買収者は、この「force the vote」条項によつて（取締役会ではなく）株主に他の買収提案が自らの買収提案より有利なものなのか否かを問うことが可能になる。他方、かかる条項は、対象会社の取締役会が他の買収提案に応じて買収契約を締結するタイミングを遅延させるリスクもあるため、内容を慎重に検討する必要がある。

⁴⁵ Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co., C.A. Nos. 17398, 17383, 17427. 1999 WL 1054255 (Del. Ch. Sept. 27, 1999)

別紙1

米国上場会社を対象とする買収案件の件数・取引金額

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD 11/30/ 2022
\$1 Bil以上	24	66	74	61	60	68	102	107	103	103	99	75	107	91
\$500 Mil以上\$1 Bil未満	17	36	26	27	43	19	31	36	44	46	36	23	24	26
\$250 Mil以上\$500 Mil未満	21	40	46	30	34	41	37	42	29	29	23	38	35	32
\$100 Mil以上\$250 Mil未満	38	62	53	47	46	45	45	50	53	36	31	40	35	26
\$50 Mil以上\$100 Mil未満	44	31	39	33	24	22	28	35	35	35	44	26	16	21
\$50 Mil未満	317	153	124	104	96	78	88	78	109	90	61	77	53	37

※2022年11月末時点データ抽出

別紙2

米国上場会社を対象とする非友好的な又はアンソリシティドな買収案件の件数・取引金額

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
\$1 Bil 以上	1	8	13	6	5	10	8	8	4	6	6	7	10	10
\$500 Mil 以上\$1 Bil 未満	4	2	3	2	1	5	3	3	1	2	1	1	2	2
\$100 Mil 以上\$500 Mil 未満	5	9	10	2	5	8	8	6	7	7	4	2	7	9
\$100 Mil 未満	15	8	7	8	6	3	7	3	4	5	3	5	1	2
金額不明	1	2	0	0	0	1	1	0	3	1	1	1	1	4
合計	26	29	33	18	17	27	27	20	19	21	15	16	21	27

※2022年11月末時点データ抽出

別紙3

競合的買収提案が出された米国上場会社を対象とする買収案件の件数・取引金額

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
\$1 Bil 以上	3	5	5	3	2	6	6	3	6	2	6	1	8	2
\$500 Mil 以上 \$1 Bil 未満	2	1	0	1	0	2	2	0	2	1	0	0	2	0
\$100 Mil 以上 \$500 Mil 未満	3	6	5	2	5	2	3	2	3	1	0	1	0	2
\$100 Mil 未満	5	2	2	4	3	0	0	0	0	1	0	1	0	0
金額不明	2	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
合計	15	14	12	10	10	11	6	11	5	6	3	10	4	

※2022年11月末時点データ抽出

別紙 4

S&P 500 及び Russell 3000 を構成する上場会社においてポイズン・ピルを導入している会社の数

S&P 500

	S&P 500 を構成する会社数	ポイズン・ピルを導入している会社数	割合
2012	485	45	9.28%
2013	494	34	6.88%
2014	493	29	5.88%
2015	488	25	5.12%
2016	491	14	2.85%
2017	493	16	3.25%
2018	495	7	1.41%
2019	495	7	1.41%
2020	497	9	1.81%
2021	496	5	1.01%
2022	496	6	1.21%

Russell 3000 (S&P 500 を構成する会社を除く)

	Russell 3000 を構成する会社数 (S&P 500 を構成する会社を除く)	ポイズン・ピルを導入している会社数	割合
2012	2,361	363	15.37%
2013	2,379	294	12.36%
2014	2,435	248	10.18%
2015	2,421	196	8.10%
2016	2,364	159	6.73%
2017	2,344	123	5.25%
2018	2,349	93	3.96%
2019	2,402	58	2.41%
2020	2,409	81	3.36%
2021	2,475	63	2.55%
2022	2,373	39	1.64%

※出典：ISS コーポレート・ソリューションズ

II 英国

1 英国上場会社 M&A の概要

(1) 英国上場会社 M&A 法制の概要

a. コード

英国の上場会社 M&A は、主に、contractual takeover（以下、「公開買付け」という。）又はスキーム・オブ・アレンジメントのいずれかの手法により実施される。いずれの手法による買収についてもテイクオーバー・パネル（Takeover Panel（以下、「パネル」という。））の策定するテイクオーバー・コード（Takeover Code（以下、「コード」という。））が適用されることになる。

コードの主な目的は、対象会社の株主が平等な扱いを受け、買収の是非を検討する機会を奪われないようにすること、また、対象会社の同じクラスの株主が買収者により平等に扱われる機会を確保することにある。また、買収のための秩序あるフレームワークを提供し、金融市場の健全性を促進することもその目的とされている（コード Introduction 2(a)）。

上記の目的の下、コードは、遵守すべき行動指針として、以下の 6 つの一般原則を定めている。

①対象会社の同じクラスの株主は平等に扱われなければならない。ある株主が対象会社の支配権を取得した場合、他の株主は保護されなくてはならない。

②対象会社の株主は、買収提案に関して適切な判断を下すことのできる十分な期間と情報を与えられていなければならない。対象会社が株主に対して助言を行うに際して、対象会社の取締役会は、買収の実施が、雇用、労働条件及び対象会社の事業の所在地に与える影響について見解を述べなければならない。

③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ければならず、買収のメリットについて判断する機会を株主に与えなければならない。

④対象会社、買収会社又は買収に関わるその他の会社の株式について、株価が人為的に変動させられ、あるいは、市場の通常の機能が歪められることにより、不正な市場が形成されてはならない。

⑤買収者は、現金対価の場合には当該対価の支払を完全に履行できることを保証し、その他の対価の場合には、履行確保のために全ての合理的な措置をとった後にのみ、買収提案についての公表を行わなければならない。

⑥対象会社は、買収提案のために合理的な期間を超えてその業務遂行を妨げられてはならない。

コードは、さらに 38 の規則 (Rule) と 9 の付属規則 (Appendix) から成る詳細なルールを定めているが、これらの規定を形式的に適用した結果が上記の 6 原則に照らして不都合な結論になる場合には、規定の適用の制限や免除があり得ることをあわせて規定しており（コード Introduction 2(c)）、いわゆる「プリンシップル・ベース・アプローチ」の考えが採用されているといえる。

b. 会社法

会社法 (Companies Act 2006) もスキーム・オブ・アレンジメントの手続や公開買付け後に実施されるスクイーズ・アウトの手続等を定めている。また、取締役の責任について規定した会社法 172 条等も上場会社の買収の局面において関連する規定である。

c. その他の法規制

本報告書との関係で最も関連のある法規制は、上記のコード及び会社法だが、英国の上場会社 M&A に関連し得るその他の法規制としては、以下の法規制がある。

- 英国版市場阻害行為規則 (UK Market Abuse Regulation (以下、「UK MAR」という。))：インサイダー取引規制、インサイダー情報の違法な開示及び相場操縦の禁止について定める。同規制は、また、インサイダー情報に関する開示、報告、情報管理等についても定めている。
- 金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000 (以下、「FSMA」という。))：金融市場の適正な運営及びその利用者保護の観点から株式の発行者やその役員に対して一定の開示を求める権限を英国金融行為規制機構 (Financial Conduct Authority (以下、「FCA」という。)) に付与する法律である。
- 金融サービス法 (Financial Services Act 2012)：誤解を招く開示等に対する制裁について定めている。
- 上場規則：上場会社に適用される規則で、プレミアム市場に上場する株式を発行する会社については、関連当事者取引を行う場合や重要な M&A を実施する場合には株主の同意が必要とされている。
- 情報開示ガイダンス及び透明性に関する規制 (Disclosure Guidance and Transparency Rules (以下、「DTR」という。))：株式市場で取引されている議

決権付株式を一定数量以上保有するに至った場合の開示について定めている。

- 国家安全保障投資法(The National Security and Investment Act 2021 (NSI Act)) : 2022年1月4日に発効した法律であり、当局が一定の基準を満たした取引に関して国家安全保障の目的で行う審査について定めている。
- 企業法(Enterprise Act 2002。企業規制改革法(Enterprise and Regulatory Reform Act 2013)により改正。) : 英国における企業結合規制の主たる法源であり、競争・市場庁(Competition and Markets Authority(以下、「CMA」という。))によって執行されている。

(2) 英国上場会社M&Aにおける近年の取引件数

(a) 上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴

過去5年間の、英国の上場会社を対象とする買収提案の件数・取引金額の推移は、以下の表のとおりである^{1,2}。ここ数年の案件数の増加(特に大型案件の増加)には、プライベート・エクイティファンドやファンドからの資金提供を受けた買収者による買収への関与が大きく寄与している。

表II-1

件数	2018	2019	2020	2021	2022
£1 Bil以上	17	13	10	22	13
£501 Mil以上 £1 Bil未満	3	8	8	7	9
£501 Mil未満	29	53	23	32	26
合計	49	74	41	61	48

(b) 非友好的な買収案件の件数・取引金額の推移と近時の特徴

過去5年間の、英国の上場会社を対象とする非友好的な買収提案の件数³は、以下の表のとおりである。英国において非友好的な買収提案がなされるのは稀である。以下の3(2)(i)で述べる2011年にプットアップ・オア・シャットアップ・ルールの改正により28日の期間制限が導入された以前と比較すれば、非友好的な

¹ 本項記載の案件に関する統計は、Thomson ReutersのPractical Law What's Marketに基づき作成している。

² 本項記載の買収提案の数は、コードRule 2.7に基づき買収を行う確定的な意向が公表された案件の数を記載している。

³ 案件が公表された時点において敵対的な買収提案であった案件の数を記載している。

買収提案の件数は減少しており⁴、プットアップ・オア・シャットアップ・ルールの改正の影響により非友好的な買収提案の件数が減少した可能性もある。もつとも、規制当局によるクリアランスの取得のための手続が以前よりも複雑になったことにより対象会社からの協力を得る必要性が高まったことや3(1)で述べるとおり買収の手法として広く用いられるようになったスキーム・オブ・アレンジメントでは対象会社からの協力が必要であること等の要因も影響していると思われる。

表II-2

件数	2018	2019	2020	2021	2022
£ 1 Bil 以上	1	2	1	1	0
£ 501 Mil以上 £ 1 Bil未満	0	0	0	0	0
£ 501 Mil未満	0	2	0	3	3
合計	1	4	1	4	3

(c) 競合的買収提案が出された上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移とその概要

過去5年間の、競合的買収提案が出された英国の上場会社を対象とする買収案件の件数・取引金額の推移は以下のとおりである。英国において、かつては競合的買収提案がなされることは稀であったが、近時は増加傾向にある。これは、英国の公開市場におけるプライベート・エクイティの活動が活発になったことにより、上場会社の買収を巡る競争が激化したことが一因と考えられる。

表II-3

件数	2018	2019	2020	2021	2022
£ 1 Bil 以上	3	4	2	4	0
£ 501 Mil以上 £ 1 Bil未満	0	2	2	1	3
£ 501 Mil未満	1	1	0	3	4
合計	4	7	4	8	7

⁴ 2010年3月31日から遡る過去4年間に正式に公表された買収提案472件のうち、買収者により買収を行う確定的な意思が公表された時点において対象会社の賛同表明がなされていない案件は72件であった。

2 英国 M&A 関連法制におけるパネルの役割

(1) 規制当局

英国の上場会社 M&A を規制する主な当局としては以下が挙げられる。

- パネル：英国の上場会社の買収を監督する機関である。パネルの権限及び組織については以下に詳述する。
- FCA：英国における金融サービス及び証券に関する規制当局であり、上場規則及び DTR 等を所管し、また、MAR に基づき相場操縦を監視・調査している。
- CMA：英国における競争を制限する買収等を調査する権限を有する当局である。

(2) パネルの権限

英国では、パネルが、コードの発行及び運用、並びにコードが適用される買収等の監督・規制を行っている。

パネルは、1968 年に、民間団体として、制定法上の根拠を有しない自主規制機関として設立された。2006 年に会社法にパネルに関する規定が定められ、制定法上の根拠を有することになったが、基本的な組織運営や業務方法に変更はなく、パネルの自主規制機関としての性格は維持されている。

パネルの権限及び職務については、会社法第 28 編第 1 章に定められており、パネルは、規則制定権（会社法 943 条）と裁判権（会社法 945 条）を有しており、コードの適用等を具体化する職務を担っている。また、パネルは、その職務を実効性あるものとすべく、一定の命令をなす権限（会社法 947 条）、文書・情報の開示請求権（会社法 946 条）、規則違反に対して一定の制裁をなす権限（会社法 952 条）を与えられている。また、パネル側から裁判所に対し、規則遵守のための命令を下すことを申し立てる権限も法定されている（会社法 955 条）。

パネルには、上述のとおり、会社法に基づき各種権限が付与されているが、パネルが M&A の当事者に対してこれらの権限を実際に行使することは稀であり、相談機関的な側面が強い。上記のとおり、コードは、「プリンシプル・ベース・アプローチ」の考えに基づき起草されており、その運用も柔軟になされているため、その解釈にも幅があり、個々の案件ごとに検討すべき論点が生じることは少なくなく、また、コードの随所でパネルへの事前相談を求める規定が置かれている。個別の買収案件のプロセスを通じて、買収者や対象会社のアドバイザーは、コードの解釈を巡るそのような様々な論点についてパネルとの間で頻繁に協議を

行っており、このような協議を通じて、パネルは、買収に関する秩序ある枠組みや金融市場の健全性を確保している。

(3) パネルの組織

パネルにおける案件対応、コードの具体的な解釈・運用等の日常業務は事務局（Panel Executive）が担当しており、事務局はそこに所属するスタッフのほか、投資銀行、弁護士事務所、会計事務所等からの出向者により構成される。また、事務局のトップである Director General も通常投資銀行からの出向者が務める。

事務局には、①個々の M&A 案件についての当事者からの相談に対応するケースオファイサー部門、②証券市場における個別銘柄の値動きの監視等を行う Market Surveillance 部門、③コード改正案の作成作業等を行う Policy and Revision 部門等が存在する⁵。

パネルの中核業務の 1 つである個別案件の相談対応については上記のとおりケースオファイサー部門が担っているが、新たな案件が発生した場合や潜在的な買収提案の連絡を受けた場合には、ジュニア・ケースオフィサー及びシニア・ケースオフィサーからなるケース・チームを組成する。ジュニア・ケースオフィサーは、通常、投資銀行や法律事務所からの出向者等が務め、案件の窓口としての役割を担当する。シニア・ケースオフィサーがジュニア・ケースオフィサーのサポートを行う。通常より複雑な事項については、ジュニア・ケースオフィサーは、対象会社のアドバイザーに対して返答する前にシニア・ケースオフィサーと協議を行う。また、特に検討を要する事項については、パネル内で「ミニ・コア」と呼ばれる、全てのシニア・ケースオフィサー及びチームのジュニア・ケースオフィサーを含むグループに対して報告がなされ、「ミニ・コア」内での議論を経て回答がなされることになる。

(4) 不服の申立て

パネルには、聴聞委員会（Hearings Committee）が設置されており、パネルの決定に不服がある場合には、聴聞委員会に対して不服の申立てができる。また、コードの改正業務を行うコード委員会（Code Committee）も存在する。そして、パネルからは独立した組織として、テイクオーバー上訴委員会（Takeover Appeal Board）という組織もあり、これはパネルの聴聞委員会の決定に不服のある者が申立てを行う組織である。もっとも、個別の M&A 案件に関する問題は、ほとんど

⁵ パネルのウェブサイト (<https://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/executive>)、財団法人日本証券経済研究所2009年6月30日付「英国M&A制度研究会報告書」12頁。

の場合、パネルの事務局との間の協議により解消され、実際に聴聞委員会やティクオーバー上訴委員会に対して不服申し立てがなされることは稀である。

[パネルの組織図]



3 英国上場会社の買収の手法・取リストラクチャー

(1) 上場会社の主な買収の手法

上記のとおり、英国の上場会社の買収は、主に、①公開買付けと②スキーム・オブ・アレンジメントのいずれかの手法により実施される。

いずれの手法にもメリットとデメリットがあるが、スキーム・オブ・アレンジメントの方が 100%買収を早期に実現することができ、他方で、公開買付けの方が過半数の株式の取得を早期に実現できる。すなわち、友好的な買収の場合は、公開買付けであれば公開買付けの開始から最短で 21 日程度で公開買付けに応募のあった株式の取得を完了させることができるので、スキーム・オブ・アレンジメントの場合は株式の取得のため最短で 8 週間程度を要するため、スピードの観点ではオファーに劣る。他方で、公開買付けの場合、通常公開買付けのみで対象会社の全ての株式を取得することはできず、少数株主を排除するスクイーズ・アウトには後記(2)(e)b.のとおり公開買付けの対象とした株式の 90%以上の取得が要件となるため、ハードルが高い。したがって、買収者が 100%買収を目指す場合には、公開買付けよりもスキーム・オブ・アレンジメントを利用した方がはるかに容易にそれを実現でき、実際に、友好的な買収においてはスキーム・オブ・アレンジメントが用いられるケースが多い（2021 年に公表された正式な買収提案 55 件のうち 45 件はスキーム・オブ・アレンジメントによるものである。）。

(2) 公開買付け

(a) 英国の公開買付制度における一般原則

英国における公開買付けには、コードにより公開買付けの実施が強制される義務的公開買付けと買付者が任意に実施する任意的公開買付けがある。

義務的公開買付けは、原則として、①買付者が、対象会社の30%以上の議決権を取得した場合、又は、②30%以上50%以下の議決権を保有する者が株式を追加で取得した場合に適用されるもので、義務的公開買付けが適用される場合、買付者は、対象会社の全ての株主に対してオファーを行い、当該オファーに対して応募のあった全ての株式を取得しなければならない（コード Rule 9）。なお、以上の議決権の算定にあたっては、買付者と協調して行動する者（acting in concert）の保有する議決権も合算されることになる。

日本においては、一定の数以上の議決権を取得することになる買付けについて公開買付けを実施することを義務付けられているが、英国においては、一定の数以上の議決権を取得した後に公開買付けを実施することを義務付けられている点で日本と異なる。また、日本では、第三者割当てにより新規に発行された株式を取得する場合や市場内で株式を取得する場合には公開買付規制は適用されないが、英国においては、第三者割当てや市場内取引により議決権を追加で取得した場合にも、公開買付けを義務付けられることになる点でも日本と異なる（ただし、第三者割当ての結果、新株の引受人の議決権が30%以上となる場合には、独立した株主による株主総会における承認を得ることを条件に、通常、パネルは義務的公開買付けを免除するものとされている（コード Notes on Dispensations from Rule 9）。）。

義務的公開買付けは、任意的公開買付けと比較して制約が多いため⁶、実務上は、義務的公開買付けの適用を回避するため、当初から任意的公開買付けによる買付けを選択することが多い（全ての議決権付株式を対象とする任意的公開買付けの結果として議決権を取得した場合には、そのことを理由に義務的公開買付けの実施を義務付けられることはない。）もっとも、買付者が30%以上の議決権の取得を確実に行いたいと希望しており、かつ、義務的公開買付けによる制約が特に問題とならない場合には、公開買付け以外の方法により30%以上の議決権を確保した上で、義務的公開買付けを実施する場合もある。

⁶ (b)記載のとおり、義務的公開買付けの場合には、任意的公開買付けの場合と異なる公開買付価格の制約が適用されるほか、(e) b記載のとおり、義務的公開買付けの場合には、単純過半数を上回る下限を設定することもできない。また、対価の種類についても、義務的公開買付けの場合には、金銭のみを対価とするか、あるいは、金銭を選択的な対価に含めなくてはならないという制約がある。

なお、以下で記載する公開買付けに関するルールは、別段の記載のない限り、義務的公開買付け及び任意的公開買付けのいずれにも適用されるものである。

(b) 最低価格規制その他買付価格に関する規制

a. 義務的公開買付けにおける最低価格規制

義務的公開買付けの場合には、公開買付けの公表前 12 か月以内に買付者（又は買付者と協調して行動する者）が支払った最も高い価格が買付価格の下限となる（コード Rule 9.5(a))。また、義務的公開買付けの公表から応募期間の満了までにより高い価格で対象会社株式の取得を行った場合には、その価格が公開買付価格の下限となる（コード Rule 9.5(b))。このように買付者が支配権を既に取得した対象会社から同じ価格で退出する機会を確保することで、対象会社の株主と支配権を移転する取引において株式を譲渡した以前の株主との間の公平性が担保されている。

b. 任意的公開買付けにおける最低価格規制

パネルの同意を得た場合を除き、買付者（又は買付者と協調して行動する者）により公開買付けの開始前の一定期間内（基本的に公開買付期間の開始前 3 か月間又は公開買付けを行う旨の確定的な意向の公表から公開買付期間開始までの期間）に対象会社株式の買付けが行われている場合には、その期間内に支払った最高の支払価格が買付価格の下限となる（コード Rule 6.1(a))。パネルがコードの一般原則 1 のために必要があると考える場合には、公開買付期間の開始より 3 か月以上前に行われた買付けの価格が最低価格となることもある。

英国においては日本や米国とは異なり、公開買付者が公開買付期間中に公開買付けによらずに株券等を買付ける行為（別途買付け）は禁止されていないが、公開買付けを行う旨の確定的な意向の公表を行った後に買付者又はその関係者により公開買付価格よりも高い価格で対象会社株式の取得が行われた場合には、当該価格まで公開買付価格を上げなくてはいけない。これにより、公開買付けに応募して株式を売却した株主と公開買付けの手続上で株式を売却した株主の公平性が担保されている。日本とは異なり、公開買付けの開始前一定期間に行った買付けとの関係でも買付価格の均一性が求められる点で、日本と比較して、対象会社の平等性により強い配慮がなされている。

(c) 公開買付けに関するスケジュール

a. 通常の公開買付けに関するスケジュール

義務的公開買付けか任意的公開買付けかを問わず、公開買付けを行う旨の確定的な意向の公表から 28 日以内に、買付者は、公開買付けの条件や応募手続の詳細等⁷を記載した公開買付けに関する書類を対象会社の株主に対して送付しなければならない。これらの書類の公表前に、パネル所定の書類チェックリストと共に、書類のコピーをパネルに電磁的方法により送付しなければならない（コード Rule 30.5(a))。また、公表時には、書類の写しを全関係者のアドバイザーに対して電磁的方法により送付しなければならない（コード Rule 30.5(b))。日米での実務とは異なり、英国においては、公開買付けに関する書類について、パネルが詳細に審査し、コメントをするような運用にはなっていない。もっとも、公表後にコード違反等の問題があったと判断された場合には、パネルが是正措置や懲戒的措置をとる可能性があるため、コードの解釈について疑義がある場合には、事前にパネルに相談することが推奨されており、実際に多くの案件においてそのような相談が行われている。

友好的な買収の場合には、通常、公開買付けに関する書類は買付者と対象会社の連名で発出され、対象会社による賛同意見・応募推奨意見とその理由が記載されることになる。他方、買付者は対象会社の同意がない場合には、公開買付けを行う旨の確定的な意向の公表から 14 日を経過するまでの間、買付者は公開買付けに関する書類を対象会社の株主に送付してはならない。これは、非友好的な買収の場合に、対象会社に防御のための十分な時間を確保するためである。

公開買付けに関する書類が公表されてから最低 21 日間は応募期間を設けなければならない（コード Rule 31.2(a))。パネルが同意をした場合を除き、公開買付けに関する書類が公表されてから 60 日目までに応募の下限が満たされる必要がある（コード Rule 31.1(a))。

公開買付けに関する条件が全て成就された後、買付者は、少なくとも 14 日間の追加応募期間を設けなければならない（コード Rule 31.2(b))。これにより公開買付けが成立しないことを期待して公開買付けに応募しなかった対象会社の株主に退出の機会を付与されることになる。

⁷ コードでは、公開買付けに関する書類は、①買収提案についての長期的な事業上の正当性についての説明、②対象会社の将来の事業に関する買収者の意向・事業計画、③従業員の継続雇用、雇用条件についての重大な変更、固定資産の入れ替え等に関する買収者の意向についての記載を含むものでなくてはならない。

以下が、主にコード Rule 31において定められている、通常の公開買付手続におけるスケジュールである。

表II-4

Day	内容
Day 0	公開買付けに関する書類の開示 ・対象会社の株主への送付 ・オンラインでの公表 ※買付者は対象会社の同意がない場合には、公開買付けを行う旨の確定的な意向の公表から14日を経過するまでの間、買付者は公開買付けに関する書類を対象会社の株主に送付してはならない。
Day 14	対象会社による防御に関する書類の提出期限日
Day 21	最短の応募期間の満了日
Day 37	当局からのクリアランスが取得できていない場合に公開買付期間の延長をパネルに申請できる期限
Day 39	対象会社が新たな重大な情報を公表することができる期限
Day 46	買付条件の変更が可能な期限
Day 60	公開買付けに設定された全ての条件が成就されるべき期限（応募の下限が成就されることを含む。）
Day 74	追加応募期間の満了日（買付期間の終了） 公開買付けの決済

b. 対抗提案があった場合のスケジュール

コードは、株主の判断のために必要な時間を与えるという趣旨に加え、他の買収者が対抗提案を出す機会を担保する趣旨で、最短の公開買付けの期間を定めているが、実際に対抗提案が現れた場合、通常の公開買付けのスケジュールが修正され、対抗する2つの公開買付けのスケジュールは、基本的に後から現れた買収提案を基準に決められることになる。

まず、いざれかの買収者が買収提案を行う旨の確定的な意思を公表している場合には、もう一方の買付者への通常のプットアップ・オア・シャットアップ・ルールの適用はなく、代わりに通常とは異なる公表期限（他の買収者による買収提案を行う旨の確定的な意思を公表された日から53日目の午後5時まで）が設けられることになる（コード Rule 2.6(b)、(d)及び(e)）。

また、後から開始された公開買付けの公開買付開始日から46日目（買付者が買付条件を変更できる最後の日）が近づいてきても提案が競合する状況が解消さ

れず、提案価格が最終的な価格であることを買付者が宣言しない場合、パネルはオークションのプロセス（1日から5日程をかけて入札を繰り返すプロセス）を開始することができる（コード Rule 32.5、Appendix 8）。通常は公開買付開始日から46日目までには、競合する買収提案の優劣が決せられ、競合状況が解消することが多いため、このオークションのプロセスが実施されることは一般的ではないが、過去5年間で6件のオークションが実施されている。

(e) 取得株式数の条件に関する規制

a. 取得株式数の上限

義務的公開買付けの場合には、応募のあった株式を全て買付ける必要があり、上限を設定することは認められない。

任意的公開買付けの場合でも、部分買付けを行う場合には、パネルの同意が必要となる。パネルの同意を求める前12か月の間、又は、部分買付けの検討が開始された後に相当数の株式の取得が行われている場合、議決権の30%以上を取得することになる部分買付けについての同意は通常は付与されない。また、議決権の30%以上を取得することになる部分買付けの場合には、買付者以外の株主が保有する議決権の過半数を有する株主の同意が別途必要となる。

この規制の趣旨は、英国法上、新たに会社の支配権を取得する場合（この文脈では30%以上の議決権の取得は支配権の取得と考えられている。）には、既存の株主の過半数の承認を取得すべきであるという点にある。日本では上限付きの公開買付けの場合でも、そのような株主の過半数の同意は原則不要としつつ、例外的に強圧性のある公開買付け等の場合には、買収者とその関係者を排除した株主総会決議（いわゆるMoM決議）による買収防衛策の発動によって既存株主の保護が図られるケースがあるということになっているのに対し、英国では、上記のとおり（強圧性の有無にかかわらず）30%以上の議決権を取得する場合には広く原則として独立した株主の過半数の同意が必要とされており、英国の方が既存株主の保護に厚いといえる。なお、ここでいう株主の議決権の過半数の同意は、株主総会の決議によるものである必要がないため、そもそも買収者とその関係者が決議に参加することは想定されておらず、その意味でも、日本の買収防衛策の発動の場面とは状況が異なるといえる。

もっとも、そもそも英国において上限を付した部分買付けが行われることは稀である。これは少数株主を残して買収をした場合に少数株主から訴訟提起されるリスクや買収後に配当を通じて買収により達成された利益が流出することを敬遠する買付者が完全子会社化を望むことが多いことによるものと思われる。また、

英国における上場会社の買収取引の多くは借入れを伴うレバレッジド・バイアウトであり、対象会社の資産を担保に入れることができが前提となっているところ、少数株主が残る部分買付けではこのような借入れ及び担保設定は難しいこともその理由として挙げられる。

b. 取得株式数の下限

50%を超える株式数を取得する可能性がある公開買付けを実施する場合には、50%以下の株式数を下限として設定することはできない（コード Rule 10.1）。英国法上、対象会社の法的支配権を取得するためには過半数の株式（すなわち、最低でも対象会社の株式の 50%に相当する株式数に 1 株を加えた数の株式）を取得すれば足りるため、そのような数の株式の取得を下限として設定しておけば、買収者としてはコントロールプレミアム（対象会社の支配権を取得することを前提とするプレミアム）を上乗せした金額を提示できるはずであり、また、対象会社の支配権を取得する可能性がある公開買付けを実施する場合には、それを前提とするプレミアムを乗せた金額を提示すべきというのがこの制度の趣旨である。

また、義務的な公開買付けにおいては、（公開買付けの前及び公開買付期間中に取得した議決権を合計して）対象会社の議決権の過半数の取得を条件とすることが公開買付けに付すことができる唯一の条件とされている（コード Rule 9.3）。

任意的公開買付けにおいて下限を設定する場合、スクイーズ・アウトを実施するために必要な 90%を下限とすることが多いが、買付者は通常下限となる株式数を引き下げる権利を留保しており、この場合、公開買付けの期間中は下限を引き下げることが可能である（なお、上記のとおりコード Rule 31 に従って、下限は公開買付けに係る書類を公表した日から 60 日以内に満たされる必要がある。）。

(f) 公開買付けの撤回・条件に関する規制

a. 公開買付けの撤回

買付者は、公開買付けに付された条件を満たすために合理的な努力を行う必要がある。条件の未達成を理由に公開買付けを撤回する場合にはパネルの同意が必要とされており、当該同意は、公開買付けを撤回する条件の発動の根拠となる事由が買付者にとって重大な重要性（material significance）を持たない限り通常は付与されない（コード Rule 13.5(a))。

ただし、例えば、以下のようなケースでは、パネルの同意は不要とされている（コード Rule 13.5(b))。

- 公開買付けの応募に付された下限が満たされなかった場合
- 対価に買付者の株式が含まれている場合で、かかる株式の発行又は新規上場のために必要な法律上又は規制上の要件を満たすことができなかつた場合
- 公開買付けの実施のために必要な法律上又は規制上の要件を満たすことができなかつた場合

b. 公開買付けの条件

買付者の主観的な裁量によることになる条件や買付者がその成否を決定できる内容の条件を公開買付けの条件として付することはできない（コード Rule 13.1）。なお、後記（h）でも記載されているように、資金調達の実現を公開買付けの条件とすることは、原則として認められていない（コード Rule 13.4）。

公開買付けに付されることのある条件として、典型的なものとしては、①株主の同意が必要とされている場合の当該同意の取得、②買付者の株式が対価とされている場合において当該株式の上場、③当局からのクリアランスの取得、④対象会社の事業に関する条件（対象会社の事業を行うための許認可の維持、重大な訴訟の不存在、対象会社の財務状況・事業における重大な変化の不存在、対象会社における重大な虚偽開示の不存在）等がある。

(g) 少数株主排出のための制度

a. 公開買付け後のスクイーズ・アウト

買付者が公開買付けの結果、①公開買付けの対象となっていた株式の価値の90%以上、かつ、②公開買付けの対象となっていた株式の議決権の90%以上を取得した場合、買付者は、公開買付けに応募しなかつた株主に対して、原則として公開買付期間の末日の翌日から3か月以内に通知を行うことにより、公開買付けに応募されなかつた対象株式を取得することができる（会社法979条、980条）。但し、先行する公開買付けは、①対象会社の株式の全部（対象会社が複数のクラスの株式を発行している場合にあっては、少なくとも一つのクラスに係る株式の全部）を公開買付けの対象にしており、かつ、②買付条件が公開買付けの対象とされた株式の全部について均一（買付条件がクラスごとに均一）でなくてはならない（会社法974条）。スクイーズ・アウトにおける株式取得の条件は、原則として、公開買付けにおける条件と同一の条件でなくてはならない。

b. セル・アウト権

公開買付けの対象となった議決権株式を保有する者は、①公開買付けが対象会社の全株式を対象としており、かつ、②買付者が、公開買付けの結果、買付者が既に保有している株式とあわせて対象会社の全株式の価値及び総議決権の90%を有することになる場合、公開買付けに応募しなかった株主は、当該買付者に対して公開買付期間の末日から3か月以内に通知を行うことにより、当該買付者に対して対象会社の株式を取得するよう請求できる権利（セル・アウト権）を有する（会社法983条及び984条）。少数株主によりセル・アウト権が行使された場合、買付者は、公開買付けにおける条件と同一の条件で株式を取得する義務を負う。

セル・アウト権は、公開買付けの結果として買付者が対象会社のほとんどの議決権を保有する状況に至った場合に、残存株主に退出の機会を与えることで、残存株主の保護を図るための制度といえる。また、セル・アウト権が存在しない場合、公開買付けへの応募を望んでいない株主も、買付者の支配する対象会社に株主として残ることによる不利益を避けるために公開買付けに応募せざるを得ない可能性があるが、セル・アウト権の存在により、株主は公開買付けには応募しないことにより公開買付けには反対するという意思表示をしつつも、一度公開買付けが成立した場合には対象会社の株式の売却に応じるという選択肢を付与されることになる。この点で、セル・アウト権は公開買付けの強圧性を排除又は軽減するための制度として機能していると評価できる。

(h) 資金証明に関する規制

公開買付けに関する申し込みの確定的な意思の公表は、買付者が買付けを実施できると正当に信じる場合にのみ行うことができる（コードRule2.7(a)）。現金による公開買付けを行う場合には、公表時に、全ての応募を決済するために必要な資金調達がなされていることについての第三者（通常はファイナンシャル・アドバイザー）の確認がなされている必要がある（コードRule2.7(d)）。この確認のため、ファイナンシャル・アドバイザーは、資金調達の実現可能性についてデュー・デリジエンスを実施することになる（求められるデュー・デリジエンスの程度は、買付者の財務基盤、買付者の有する資産の価値に対する買収案件の規模、資金調達の方法により異なることになる。）。ファイナンシャル・アドバイザーの観点から重要なのは、資金源が何であれ、買付者又はレンダーその他の資金提供者から、ごく限定された条件のみが付された状態で、買収提案のための資金を提供又は調達する旨のコミットメントがなされていることを確認することである。したがって、最終契約の締結を条件としたコミットメント・レターが存在するというだけでは確認として不十分ということになる。ファイナンシャル・アドバイザ

一は買収資金の調達を保証することまでは求められていないが、資金の存在を確認するために必要なステップを怠った場合には、追加の資金を提供するよう求められることもあり得る。

以上より、資金調達の実現を公開買付けの条件とすること（ファイナンス・アウト）は通常は認められていない⁸。

(i) 潜在的買収者による買収の意図の公表（プットアップ・オア・シャットアップ・ルール）

対象会社の買収に関する憶測が広まった場合や対象会社の株価の異常な変動が見られたりする場合等には、対象会社は該当する事由について公表を行わなければならない（コード Rule 2.2）。対象会社が協議を行っている、あるいは、対象会社に接触している潜在的な買収者が存在する場合には、かかる潜在的な買収者を特定した上で公表しなければならない。

対象会社による、かかる公表の中で潜在的買付者が特定されている場合には、当該潜在的買付者は、原則として 28 日以内に公開買付けを行う確定的な意思の有無を明確にするための開示を行う義務がある（いわゆるプットアップ・オア・シャットアップ・ルール）。買収を行わない旨の意思表明を行った者は、原則として、その意思表明から 6 か月間は対象会社の 30%以上の議決権の取得等を行うことは禁止されることになる。

かかるプットアップ・オア・シャットアップ・ルールの下で、買収提案が最終的に撤回されることになった事例は少なくない。過去 5 年間に公表された潜在的な買収提案 166 件のうち、72 件は最終的に撤回されている。プットアップ・オア・シャットアップ・ルールの適用により買収提案が撤回された事例としては例えば以下のような事例が存在する。

- Severn Trent (2013 年) : 憶測報道がなされた後、Severn Trent は、LongRiver コンソーシアム (Borealis Infrastructure Management Inc., Kuwait Investment Office 及び Universities Superannuation Scheme が主導するコンソーシアム) からアプローチを受けていることを公表した。Severn Trent は買収提案を拒絶し、コンソーシアム側は、Severn Trent に繰り返し面談を要請したにもかかわらず面談は実現しておらず、Severn Trent の取締役会が提案について関心を示さない旨のコメントをした。プットアップ・オア・シャットアップの期限日にコンソーシアムは正式提案を行わないことを公表した。

⁸ 例外的に、当局からのクリアランスの取得に長期間を要すると見込まれ、その間資金調達に関するコミットメントを維持するのが困難である場合等には、資金調達の実現を条件とすることが許容されることもある。

- Elementis (2020 年) : 市場での憶測による株価の動きを受けて、Elementis は Minerals Technologies の提案額が自社を「大幅に過小評価している」ものであるとして買収提案を拒絶することを公表し、一方の Minerals Technologies は Elementis の取締役会に対して潜在的な買収提案に関してアプローチしていることを公表した。Minerals Technologies は何度かの提案を行ったが、Elementis は Minerals Technologies からの提案は買収に向けた交渉を行い非公開情報へのアクセスを許容するに値するものではないことを理由にこれを拒絶し、Minerals Technologies は買収提案を行う意向がないことを公表した。

プットアップ・オア・シャットアップ・ルールは、十分な準備が行われずになされた買収提案に対する対象会社の防衛策として機能し得るものである。対象会社は、潜在的な買収者から接触を受けた場合、潜在的な買収者の存在を公表することにより、プットアップ・オア・シャットアップ・ルールの下で、28 日の間に買収者が正式に買収を行うか否かを迫ることができるが、28 日間は通常買収者が公開買付けを行う旨の確定的な意向の公表を行うために必要な期間としては短く、買収資金の手当を含め買収者による準備が間に合わない場合には、買収者は買収提案を一旦撤回せざるを得なくなる。

2011 年にプットアップ・オア・シャットアップ・ルールの改正により 28 日の期間制限が導入された当時⁹、この 28 日間という期間は短すぎのではないかという意見も存在した。もっとも、パネルは、①買収者が買収することを確約しないまま買収を行う旨の公表を行うことについての懸念に対応するために、潜在的な買収の公表から確定的な買収の公表又は買収を行わない旨の宣言までの期間に制限を設ける必要があること、②28 日の期間は潜在的な買収者が対象会社に接触した時点から開始するのではなく、対象会社が潜在的な買収者の存在を公表した時点から開始するものであること、③対象会社はパネルに対して 28 日の期間を延長するよう求めることができるために、友好的な買収では 28 日の期間制限はあまり関係がないこと、④潜在的な買収者は事前に十分な準備を行った上で対象会社に接触することで、確定的な買収の公表が間に合わなくなるリスクを低減することができること等を理由に、28 日間の期間は妥当であると結論付けた（パネルによる 2011 年 7 月 21 日付回答書（RS2011/1））。28 日の期間制限は、買収提案を抑制する方向で作用している可能性はあるが、パネルとしては、十分な準備を行

⁹ 2009年の末から2010年初頭にかけて、アメリカの食品大手のクラフトがイギリスの大手菓子メーカーであるキャドバリーを敵対的買収した際に、イギリス王室御用達の名門企業であるキャドバリーが敵対的買収の対象となったことに対して政治家や有識者から当時のコードの改正を促す声が多数上がったことが、この改正の契機となったとされる（岩村浩幸「英国テークオーバーコードの変更と英国公開会社買収実務への影響」（マールオンライン[寄稿・寄稿フォーラム]2012年2月特大号208号（2012/01/17）））

った上で真摯な買収提案を行う意向のある潜在的な買収者のみが対象会社にアプローチするようになることはこの期間制限を導入したメリットと考えており、また、市場において特にこの 28 日の期間制限が短すぎるとして問題視する意見も多くないことから、現時点においてこの期間制限を改正する動きはないようである。

(3) スキーム・オブ・アレンジメント

スキーム・オブ・アレンジメントとは、会社法に定められた手続で、様々な場面で利用できる手続であるが、買収の文脈では、対象会社と株主との間で合意し、株主総会での決議と裁判所の認可を得ることによって全株式の取得を可能にする仕組みとして利用される。成立した場合には、個別の同意を得ることなく計画の実行が可能になる。具体的な要件は、①対象会社からの申立てに基づき裁判所の命令により招集される法定の株主総会において、株式のクラスごとに、出席・投票した株主が有する株式の価値において 75% 以上、かつ、これらの株主の頭数の過半数による承認を得ること（会社法 899 条 1 項）、②裁判所におけるスキームの認可を得ることである。裁判所は、認可を付与するにあたり、法定の手続が遵守されているか、各クラスの利益が株主総会に出席した株主により公平に反映されているか、スキームの承認が合理的であるか等を審査する。もっとも、裁判所は、実務上、スキームの経済条件の合理性については対象会社のフィナンシャル・アドバイザーが対象会社に対して提出する意見に依拠することになるため、裁判所による審査においては、主に、対象会社の株主による承認が公正にされたのか否かという点が検証されることになる。裁判所での承認後は、スキームを承認する裁判所命令の写しが会社登記官に交付される必要があり、登記官への送達によりスキームは発効する（会社法 899 条 4 項）。

4 非友好的な買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール

(1) 非友好的な買収

(a) 非友好的な買収の方法

非友好的な買収をスキーム・オブ・アレンジメントにより実行することも理屈上は可能と考えられるものの、スキーム・オブ・アレンジメントの実行には対象会社の協力が必要であるため、実務上は、非友好的な買収の場合には公開買付け

により実施され、非友好的な買収にスキーム・オブ・アレンジメントが利用された事例はない。

非友好的な買収は対象会社との買収価格の交渉により、事後的に友好的な買収となることもある。

他方で、当初対象会社の賛同を得ていても、より高い買収価格での対抗提案がなされたことにより賛同を失うこともある。

(2) 買収予防策・防衛策

(a) 買収予防策等

a. ポイズン・ピル型防衛策の平時導入

ポイズン・ピル型の買収防衛策は、それ自体違法ではないものの、機関投資家は全般的にポイズン・ピル型の買収防衛策には否定的であり、ロンドンの市場に上場する会社はポイズン・ピル型の買収防衛策を導入しない傾向がある（また、調査した限りでは、ポイズン・ピル型の買収防衛策の導入の是非が株主総会で争われたケースは見当たらなかった。）。

仮にポイズン・ピル型の買収防衛策が導入されたとしても、コード Rule 21 に規定されているとおり、対象会社の取締役会は、買収提案がなされた場合、又は、買収提案が差し迫った状況にある場合、対象会社の株主総会承認又は買収者の同意を得ない限り、買収を阻害するような措置を講ずることは禁止されている（いわゆる中立義務）。したがって、ポイズン・ピル型の買収防衛策は取締役が何らの措置も講ずることなく自動的に発動されるよう設計されなければならないが、株式に関する事項については通常取締役による関与が必要であり、実際の発動には困難を伴うと思われる。同様の理由により、買収者の属性（例えば買収者がアクティビストファンドである場合等）により異なる買収防衛策の発動基準を設けることも困難であると考えられる。

そのような理由で、英国においては、ポイズン・ピル型の買収防衛策を巡る議論は活発ではないようである。

b. 異なる議決権を有する種類株式の発行

2021年12月3日付の上場規則の改訂により、ロンドン証券取引所のプレミアム市場の会社に異なる議決権を有する種類株の発行が認められるようになった（なお、同証券取引所のスタンダード市場においては、従前よりこのような異な

る議決権を有する会社の上場が認められていた。)。プレミアム市場においてこのような異なる議決権を有する種類株式の発行が認められていなかつたことが、創業者が主導するテクノロジー又はライフサイエンス系の会社が英国での上場を選択するまでの障害となっていたことを踏まえ、そのような障害を取り除くための改正である。

種類株の主な要件としては、①非上場株式であること、②上場時の役員で引き続き役員である者が株式を保有していること、③取締役の解任決議（支配権の変動が生じた後は全ての決議）において認められる議決権比率は最大でも 20:1 であること、④上場から 5 年を経過していないこと等がある。

c. 大量保有報告制度

英国の取引市場で取引することが認められている株式の発行者又は所定の市場（例えば AIM¹⁰）での株式の取引が認められている英國の公開会社の議決権を 3% 以上保有することになった場合、及びその後の株式の取得又は処分によってその保有率が増加又は減少し、議決権保有割合の整数部分に変動が生じる場合（英國外の発行会社の場合には 5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75% の基準値に到達あるいはこれを超過し、又は下回った場合）には、当該株式の発行会社に対し、できる限り速やかに（遅くとも 2 取引日以内（英國外の発行会社の場合には 4 取引日以内）に）議決権割合を発行会社に通知しなければならないというものである（DTR 5.1.2R、5.8.3R）。

当該通知は、上記の通知を受領した後できる限り速やかに（英國の取引市場で取引することが認められている株式を発行する英國の発行者の場合は遅くとも翌営業日以内に、英國以外の発行者又は所定の市場で取引することが認められている株式を発行する英國の発行者の場合は 3 取引日以内に）、発行者から Regulatory Information Service¹¹に開示する必要があり（DTR 5.8.12R）、これにより大量保有報告の内容が一般に開示されることになるといえる。

大量保有報告規制の違反があった場合、FCA は、①適切と考える額の罰金の納付を命じること（FSMA 91 条(1B)）、②その事実を公表すること（同 91 条(3)）及び③裁判所に対し議決権の停止を求めることができる。FCA（の前身である金融庁（FSA））により実際に制裁が科された事例としては、Wm Morrison Supermarkets PLC の前会長である Sir Ken Morrison に科せられた罰金が挙げられ

¹⁰ ロンドン証券市場のサブマーケットで主に中小規模の新興企業の株式を取引するための市場である。

¹¹ RISとは、FSMA 89P条に基づきPrimary Information Provider として認可された者のことである。

Listing Rules, DTR及びUK MARの規制によって公表が義務付けられている情報を、Secondary Information Providersと呼ばれる、BloombergやReuters等のニュース情報のベンダーを通して伝える役割を担っている。

る。2011年8月16日、FSAは、Sir Ken MorrisonがDTR 5.8.3Rに違反して議決権の減少について通知を怠ったことにつき、同人に対し210,000ポンドの罰金を科す最終通知を行った。

なお、英国において、公開買付けに先立ち少数持分を取得することはあまり一般的ではない。上記のとおり、英国においては、スキーム・オブ・アレンジメントにおける買収が一般的であるところ、完全子会社化スキームを承認する株主総会においては、買収者自身は議決権を行使することを認められていないため、スキーム・オブ・アレンジメントにおける買収に先立ち株式を取得しておくことは、かかる株主総会における決議を取得する上で意味がないこともその理由の一つである。

d. 実質株主開示請求

会社法の下で、英国の公開会社は、当該会社が現在若しくは過去3年間に、当該会社の株式に権益を有することを知っている者、又は、そのような権益を有すると合理的理由に基づき信じる者に対して、保有の有無を確認することを要求する通知を発することを認めている（会社法793条）。過去の裁判例によれば、この通知を送る際に要求される「合理的理由」の水準は、単に「合理的な疑い（reasonable cause to suspect）」を有しているというだけでは足りず、学説上も会社が通知の受領者が株式を保有し、又は保有していたと実際に信じており、かつ、そのように信じることについて客観的に合理的な理由が存在することが必要と解釈されている。

アクティビスト等が株式を買い集めているという報道や風説が存在する場合には、通知を送るのに十分な理由があると考えられるものの、例えば、そのような報道や風説もない状況下で著名なアクティビストに一斉に通知を送るようなことをすれば合理的な理由がないと判断されると思われる。

(b) 買収防衛策

a. 非友好的な買収に対する対応

非友好的な買収提案の多くは、公表されることなく対象会社の取締役会によって拒絶され、終了している。2021年には買収提案を受けた対象会社の取締役会が提案を拒絶するケースが多く発生したため、パネルは、買収提案についての公表義務を拡大するコードの改正を行うべきかの議論（上記のとおり、現行のルールでも対象会社の買収に関する憶測が広まった場合や対象会社の株価に異常な変動

が見られたりする場合には対象会社に公表義務が生じるが、買収提案の秘匿性が維持されている場合にはそのような公表義務は生じない。)を行ったが、そのような改正は見送られた¹²。

また、上述のとおり、プットアップ・オア・シャットアップ・ルールの下では、潜在的な買収者の名前が公表された後 28 日以内に、当該潜在的な買収者は、確定的な買収の意向を公表するか、あるいは、買収を行わない旨の公表を行う必要があるが、この 28 日間という期間は、資金調達のアレンジも行った上で、完全な買収条件をまとめるにはかなり短い時間である。したがって、非友好的な買収提案を受けた対象会社が、プットアップ・オア・シャットアップ・ルールを利用して、時間切れにより買収者の買収提案を断念させることを狙うことも考えられる（もっとも、買収者が十分な準備を行った上で行った買収提案を阻止することはできないし、実際に 28 日の期間が延長されることなく終了することも多くはない。）。

買収者が、正式に買収提案の公表に至った場合には、対象会社としては、買収提案に反対し、株主に対して買収提案に応じないよう説得することになる。その際、対象会社の取締役会は、買収者の財務状況と将来の見通し（可能であれば利益予測を含む。）について、完全かつ最新の情報を株主に提供する必要がある。

なお、対象会社が買収者の財務状況や業績、既存事業の見通し等に焦点を当てて説得を行い、対価の価値を減少させようとする行為は、それが買収提案に対する取締役会の真摯な評価の一部である限り、株主総会の承認がなくとも適法に行うことができ、コードの Rule 21.1 には抵触しない。通常、株主は、対象会社の取締役会が賛同する買収提案には応募することになるため、買収者にとって対象会社の取締役会の賛同意見は重要である。また、対象会社が買収提案に反対する場合、買収者はデュー・デリジェンスを実施できず、対象会社の評価が困難になるため、その点においても対象会社の協力は重要である。

過去 5 年間になされた非友好的な買収提案 13 件から競合提案のあった 2 件を除いた 11 件のうち、成立したのは 3 件のみであり、8 件は不成立で終わっている。もっとも、比較的稀ではあるものの、対象会社の取締役会の意見と無関係に、株主が判断を行うことがある。例えば、2021 年の Ramsay Health Care による Spire Healthcare に対する買収提案や、2022 年の Tenaz Energy Corp による SDX Energy に対する買収提案は、対象会社の取締役会の賛同にもかかわらず、不成立

¹² Panel Practice Statement 2021/14参照。①改正により公開買付期間の対象になっている対象会社の数が大幅に増加し、それらの会社の安定性や業績に支障が生じる、②買収提案の公表により短期的な株価変動がもたらされる一方で、結果として公開買付けは行われない事例が増加するリスクを生じさせる、③提案を受けた取締役会の交渉力が弱まり、低い価格での提案を株主が検討することにつながるおそれがあること等の懸念が示された。

となっている。他方で、後記 4(3)a.のとおり Melrose Industries の GKN に対する買収提案の例のように、対象会社の取締役会の反対にもかかわらず、成立した買収提案も存在する。

b. ポイズン・ピル

上記のとおり、買収提案がなされた後は、株主総会の承認なしに買収を阻害するような措置を講ずることは禁止されており、買収提案後にポイズン・ピル型買収防衛策を導入・発動することは困難である。英国において買収提案に対してポイズン・ピルが発動された事例は確認されていない。これは、英国では全体的にポイズン・ピルを好まない機関投資家が多く、ロンドンに上場しようとする会社も、ポイズン・ピルを導入しないという傾向があるためであると考えられる。

c. ホワイトナイト

ホワイトナイトから買収提案を受けることにより防衛することも可能だが、実際にホワイトナイトが現れるることは稀である。

d. その他の買収防衛策

その他の買収防衛策としては以下のようなものがある。上記のとおり、買収提案がなされた後は株主総会の承認なしに買収を阻害する措置を講じることはできない。そのため、対象会社がこれらの措置を講ずることができるのは、当該措置がコード Rule 21.1(a)に該当しないことにつきパネルの同意が得られた場合（オファーの撤回又は失効を条件にこれらを実施する場合にはパネルは通常同意するものとされている（Rule. 21.1(c)(i)）、あるいは、株主総会の承認を得た場合である。

- ① 資本の払戻し又は特別配当による株主への還元の実施
- ② 事業再編、資産・事業の売却（通常その対価は株主に還元されることになる。）
- ③ 事業の分割

上記のほか、対象会社としては、規制当局に接触し、外資規制、競争法、金融規制等に基づき買収提案を禁止するよう説得（ロビング）を試みることも考えられる。パネルは、このような説得を行うことは、一般的には、買収を阻害する行為を禁止するコード Rule 21.1 と抵触するものではないと考えている。

(3) 主要な非友好的な買収の事例

(a) Melrose Industries の GKN に対する買収提案

2018年1月に本件の買収提案がなされた際、英FTSE100を構成する会社に対する10年以上ぶりの敵対的買収の提案ということで注目を集めた事案である。Melroseからの買収提案に対して対象会社は代替提案を行ったため、対象会社の株主はMelroseからの買収提案と対象会社の代替提案を比較検討することになったが、最終的にはMelroseからの買収提案が下限を僅かに上回る株主からの支持を集め、Melroseによる買収提案が成立するに至った。

事案の概要

Melroseは、GKNに対して、現金・株価の混同対価による買収提案を行った（上限なし、下限：90%）。
GKNの取締役会は、Melroseの買収提案は、投機的で、かつ、GKNの企業価値を過小評価するものであることを理由に、取締役全員一致により買収提案を拒絶した。
GKNは、買収防衛策の一環として、米国のDanaに対してGKNの一事業部門の売却することを合意した（対価は現金及び株式とされており、この取引が実行された場合にはGKNの株主はDana株式の47%を手にするとされた。）。 ※ただし、この売却は、Melroseの買収提案が不成立に終わること、あるいは撤回されることを条件とするものであった。
GKNは、さらに、将来3年間の間に25億ポンドの現金を株主に還元することを提案した。
Melroseは、下限を90%から50%と1株まで引き下げた。
結局、GKN株式の52.43%がMelroseによる公開買付けに応募し、Melroseによる買収は成功した。

(b) Non-Standard Finance (NSF) の Provident Financial に対する買収提案

NSFによる非友好的な買収提案は2019年2月に発表された。提示された対価がNSFの株式であったことから、Providentによる防衛策は、NSFの経営及び戦略に焦点に当てる形で行われ、これにはNSFが違法な配当を支払ったことを認め

させることや NSF が英国の金融規制当局からの調査を受けていた旨の非難をすることが含まれていた。

NSF による買収提案は、2019 年 5 月に応募の下限を満たしたことが宣言された。NSF による買収提案が公表された時点から、NSF は Provident 株式の 50% を保有する Provident の株主 3 名の支持を得ていた（なお、これら 3 名の株主は NSF 株式の 67% を共同保有していた。）。NSF が応募の下限を満たした旨の宣言をした時点においてその他の Provident 株式の 4% しか応募がされていなかった。

しかし、その後英国の金融サービスの当局からの承認に関する条件が、コードに規定する期限までに満たされなかったため、かかる買収提案は最終的に不成立となった。その後のコードの改正により、現行のルールでは、応募に関する条件に関しては、他の全ての条件が満たされ、又は放棄された場合にのみ、その成就を宣言することができるということになった。

(c) Frasers Group の MySale Group に対する買収提案

本買収提案は最終的に成功した。対象会社の取締役会も、最終的には、株主に対して応募を推奨することにしたが、これは買収者の株式保有比率及び株主の応募比率のみを理由とするものであり、対象会社は買収提案が対象会社の価値を過小評価するという意見のままであった。

事案の概要

Frasers Group は、2022 年 8 月に非友好的な買収提案を発表した。

これに対し MySale Group は、Frasers Group が買収提案を発表する前に、買収提案に関して接触を受けておらず、議論もしていない旨を述べた。

※コードの Rule 1 に基づき、買収者は、買収提案を公表する前に対象会社に通知することが要求されるが、かかる通知は買収提案を公表する数分前に行うことでも足りる。もっとも、英国において、買収提案に先立ち事前の接触や議論がないことは珍しい。

MySale Group は、買収への防衛として、上記買収提案は同社を過小評価したものであると主張した。

MySale Group の取締役会は、Frasers Group は、2022 年 6 月に 2 億 7,000 万株（出資比率は 28.7%）を取得しており、Frasers はコードに基づき支払わなければならない最低価格を買収価格として提示している旨を指摘した。なお、買収提案が公表された時点から 6か月前の時点において MySale Group の株価は買収提案価格を上回る価格で取引されており、買収提案価格は公開買付けの開始前の株価に対しては 25.7% のディスカウントをした価格であった。

Frasers Groupはその後48.45%に出資比率を引き上げ、MySale Groupに対する義務的公開買付けを行うことを義務付けられた。そのため、買収提案に付された唯一の条件は、応募の下限（かかる下限は50%+1株に設定する必要がある。）についてのみとなった。

MySale Groupの取締役は、依然として買収提案はMySale Groupを過小評価するものであるという見解であったが、買収者の株式保有比率に鑑み、株主に応募を推奨することとした。MySale Groupには資金調達の必要性があり、新株発行を提案していたが、かかる新株発行は75%の株主の賛同を必要とするものであったため、Frasers Groupはこれを阻止することができた。

MySale Groupの非業務執行会長は、買収の過程で取締役会を辞任し、その保有する10.9%の株式を応募した。

(d) AdvancedAdvT Limited の M&C Saatchi に対する提案

本事案は、対象会社がホワイトナイトによる買収を求めたにもかかわらず、その後ホワイトナイトによる買収提案への賛同を撤回した珍しい事例である。また、Next Fifteen による買収は、スキーム・オブ・アレンジメントによって行われており、スキーム・オブ・アレンジメントによる買収手続が非友好的な買収になるのも通常と異なる。

事例の概要

2022年1月時点では、AdvancedAdvTはM&C Saatchi株式の9.82%を保有、AdvancedAdvT Limitedの会長であるVin MurriaもM&C Saatchi株式の12.5%を保有していた。

2022年5月、AdvancedAdvTはM&C Saatchiに対して全株の取得を目的とする敵対的な買収提案（現金及び株式の選択的対価、上限なし、下限：90%）を公表した。

M&C Saatchiはホワイトナイトによる買収の可能性を模索し、その結果、Next Fifteen Communicationsが買収提案（現金及び株式対価）を行い、M&C Saatchiはこれに賛同した。

AdvancedAdvTは、買収提案が最終提案であることを宣言した（コードの下では、この宣言により一定の場合を除き買収金額を増額することができなくなる。）。

M&C Saatchiは、その後、Next Fifteen Communicationsの株価が下落したこと理由にNext Fifteen Communicationsによる買収提案に対する賛同を撤回した。

その結果、いずれの買収提案も不成立となった。

5 買収提案を受けた場合の対象会社側の行動規範

対象会社が買収を阻害するような方策を講じることを原則として禁じている英國においては、買収提案を受けた対象会社の取締役会は、買収提案に対してどのような意見を形成すべきかを主に検討していくことになる。本項の記載は、主に非友好的な買収提案や対抗提案を受けた場合の取締役の義務や実務上の対応を想定している。

(1) 取締役の義務

(a) 買収提案に対する意見形成

実務上、一般的に買収提案は対象会社の Chairman に対してなされることが多く、買収提案を受けた Chairman はできる限り早期に取締役会に買収提案の内容を共有するのが望ましいとされている。買収提案を受けた取締役は、取締役会がその提案を検討する機会を与えられるまで、潜在的な買収者との間で交渉をすべきではなく、また意見の表明をすべきでもない。多くの会社は、急な買収提案に対応するためのマニュアルを作成している¹³。

コード Rule 25.1 は、対象会社の取締役に買収提案に対する意見を表明することを要求している。また、コード Rule 3 は、独立したフィナンシャル・アドバイザーから買収提案の経済条件が公平かつ合理的であるか否かについての意見を取得することを求めており、フィナンシャル・アドバイザーからの意見の要旨は対象会社の株主に対して開示される必要があるが、米国のように意見内容そのものの詳細な公表が求められているわけではない。

利害関係を有する取締役がいる場合を除き、賛同意見は通常取締役会全体の意見として出されることになる。なお、会社法上、取締役は会社の利益に直接又は間接に反する、又は反し得る状況を避ける義務を負っており（会社法 175 条）、実務上、買収提案に利害関係を有する取締役は買収提案に関する取締役会の審議・決議からは外れることになる¹⁴。

¹³ 「defence manual」や「first 48 hour response protocol」という形式で、アドバイザーも参加する緊急の取締役会の招集の招集手続、リーク報道があった場合の公表内容、買収提案に対する対応方針等について定めていることが多い。

¹⁴ マネジメント・バイアウトに参加する取締役が利害関係を有する取締役の典型例である。他方で、例えば潜在的な買収者が対象会社の現経営陣の買収後の留任を約束しているような場合に、そのような約束の存在のみをもって現経営陣が買収提案との関係で利害関係を有しているとみなす必要はないと考えられる。もっとも、コード Rule 16.2 に従って、買収者が対象会社の経営陣との間でインセンティブの付与に

(b) 取締役が考慮すべき要素

会社法 172 条の下で、取締役は会社の構成員全体の利益のために会社の成功を推進する義務を負い、その義務を履行するにあたり、従業員の利益や会社の事業が地域社会や環境に与える影響も考慮しなければならない。ここでいう「会社の成功」は通常中長期的な企業価値の向上を指すと考えられており、対象会社に対する買収提案の文脈において、仮にプレミアム付きの買収提案がなされても、対象会社の取締役が買収により対象会社の中長期的な企業価値が毀損されると考える場合や買収プレミアムに対象会社の根源的な価値が反映されていないと考える場合には、買収提案を拒絶することも可能である。

コードでも、対象会社の取締役会が買収提案に対する意見を述べるにあたり考慮すべき要素にコード上の制約はないこと、とりわけ、買収提案価格を決定的な要素と考えるべきコード上の要請はなく、関係のあるその他の要素を考慮することはコード上も禁止されていないことが明記されている（Rule 25.2 の注記 1）。

もっとも、実際には、買収提案に対する意見を形成するにあたっては、価格が最大の考慮要素となる可能性が高い。

価格以外の要素が考慮された注目すべき事例として、Glazer family によるフットボールクラブの Manchester United に対する買収提案（2005 年）の事例がある。この事案において、Manchester United の取締役会は、買収者の提案する資本ストラクチャーが事業に大きな財務的負担を課す可能性が高いと考え、提案価格は公正なものであると考えていたにもかかわらず、かかる提案に賛同することを拒否した。通常は取締役会の意見は株主に対して応募を推奨するか、あるいは、応募しないことを推奨するかのいずれかの意見が出されることになるが、この事例において取締役会は株主に判断を委ねるという選択肢をとった。機関投資家は買収提案に応じたこともあり、結果として Glazer family による取引は成立することになった。

対象会社が潜在的な買収者がデュー・デリジェンスのために情報を請求した場合であっても、これに応じる義務はない。ただし、以下の d. で述べるとおり、対象会社は、要請があった場合には、潜在的な買収者に提供した情報と同等の情報を他の買収者に対しても速やかに提供しなければならないとされている。また、UK MAR の下で、株価に重大な影響を与えるインサイダー情報は、一定の例外に該当する場合を除き、速やかに公表する必要がある点にも留意が必要である。

について合意する場合には、当該合意の詳細について開示が求められ、当該インセンティブの内容が通常と異なるものである場合には、パネルの同意や対象会社の株主総会の承認が必要になることもある。

(c) 委員会の組成

買収提案があった場合、英國においては委員会が組成されることになるが、この委員会は事務的な役割を担うものであり、買收取引に関して取締役会から何らかの権限を付与されるものではなく、取締役会はコードに基づく義務から免除されることもない。

コードの別紙3は、買収提案を受けた場合の取締役の責任について規定しており、それによれば、取締役会は買収提案に関する日常的業務を特定の取締役会又は取締役会により構成される委員会に委任することができるが、取締役会は、各取締役がコードの定める責務を全うできるように監督できる適切な体制を整備しなくてはならない。適切な体制の整備には、以下が含まれる。

- ・ 対象会社により公表された買収提案に関する全ての文書の写しは速やかに対象会社に提供されなければならないこと
- ・ 買収提案に関する日常業務を担当する取締役は自らの行動又は行動方針について取締役会に説明をしなければならないこと
- ・ 必要に応じて取締役会はアドバイザーからの助言を受けることができること

(d) 競合的な提案の場合

さらに、対象会社は、要請があった場合には、一方の買収者に与えた情報と同等の情報を他の買収者に対しても速やかに提供しなければならない（コード Rule 21.3）。

コードの一般原則（GENERAL PRINCIPLES 2 (1)）に従って、対象会社は、株主が買収提案について適切な情報に基づき判断を下せるように、十分な時間と情報を与えなければならない。上述の一般原則2 (1) 及び会社法172条からも裏付けられるように、取締役は株主が適切な情報に基づいた判断を下せるように十分な期間・情報を与え、対象会社の株主を含む会社構成員全員の利益のために会社の成功を促進する義務を有していることから、取締役会は競合する提案を単に拒否することはできず、各提案につき考慮する必要がある。

競合する提案がいずれも現金対価の買収提案である場合、取締役会による判断は容易であり、高い価格の提案に賛同することになるであろう。もっとも、買収にあたりクリアランスが必要となる場合には、クリアランスを取得できる可能性やクリアランスの取得に要する時間も考慮に入れることになる。

また、一方の提案が現金対価の提案で、もう一方の提案が株対価の提案である場合、通常は現金対価の方が株主にとって魅力的な提案であることも踏まえて両提案を比較衡量することになる。

2022 年の Stagecoach の買収は、取締役会が考慮すべき要素を示す好例である。National Express は 2021 年 9 月に株式を対価とする正式な買収提案の公表を行った。かかる買収は競争法当局からのクリアランスを必要とするものであり、当局からは買収実行前に一定の行為を禁止する命令（initial enforcement order）も出された。その後別の買主候補（DWS）から現金対価の買収提案がなされたため、Stagecoach の取締役会は、買収価格、買収の確度、買収に要する期間における DWS からの提案の優位性に言及した上で、DWS からの提案に賛同する意見へと変更した。

6 取引の確実性を確保する手段

上場会社の M&A 取引の確実性を確保するための主な手段・手法は以下のとおりである。

(1) 大株主との応募合意

大株主から公開買付けが開始された場合には応募する旨の同意を得ておくことが考えられる。機関投資家との間で応募契約を締結することも可能であるが、実務上、機関投資家は法的な拘束力のない意向表明書を出すにとどめるのが通常である。なお、応募契約や応募に関する意向表明書の詳細は開示する必要がある（コード Rule 2.10）。

(2) 対象会社との間の合意

コードの下では、情報提供に関する合意やクリアランスの取得に向けた協力に関する合意等の限られた例外を除き、買収者が対象会社との間で買収に関する合意をすることは禁止されている（コード Rule 21.2）。

対象会社との間でブレークアップ・フィーに関して合意することも、パネルの同意がない限り、禁止されているが、以下のような場合には、通常パネルの同意は付与されるものとされる。

- ① 対象会社に対する非友好的な買収提案が公表された後に、ホワイトナイトとの間でブレークアップ・フィーに合意する場合で、ブレークアップ・フィー

の金額が少額（通常はホワイトナイトによる買収提案額の1%以下の金額）である場合（コード Rule 21.2 の注記 1）

- ② 対象会社が実施する入札手続により選定された買収者との間でブレークアップ・フィーに合意する場合で、ブレークアップ・フィーの金額が少額（通常は買収者による買収提案額の1%以下の金額）である場合（コード Rule 21.2 の注記 2）

また、パネルは、対象会社が財政的に困難な状況にある場合にもブレークアップ・フィーに関する合意を締結することに同意することがあることを示唆している。

III ドイツ

1 ドイツ上場会社 M&A の概要

(1) ドイツ上場会社 M&A 法制の概要

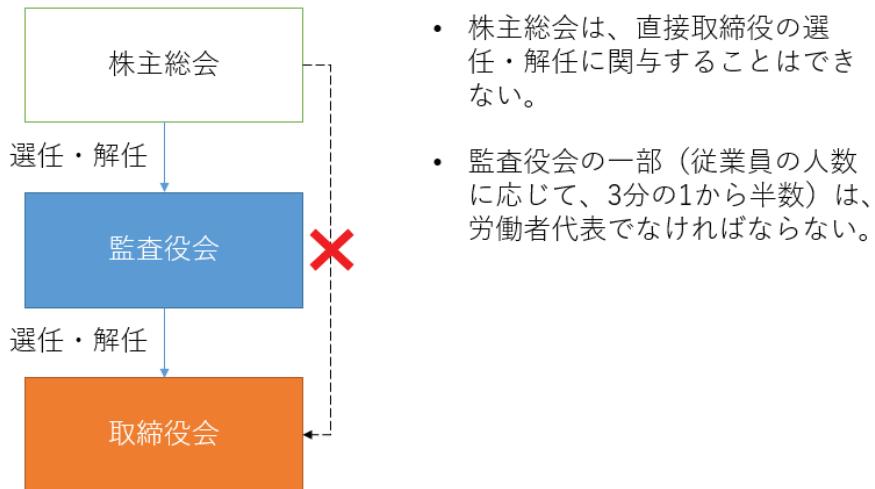
ドイツの上場会社の買収に関わる主要な適用法令としては、公開買付法 (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegergesetz, WpÜG)、組織再編法 (Umwandlungsgesetz)、及び、株式会社法 (Aktiengesetz) が挙げられる。このうち、公開買付法は 2002 年に導入されたものである。2006 年には、EU 企業買収指令に従い、公開買付法について一定の改正が行われたが、ドイツの公開買付法は元々 EU 企業買収指令に非常に近い内容であったため、改正内容は軽微であった。

(2) ドイツ上場会社のガバナンス構造

(a) 二層構造のガバナンス体制

ドイツでは、株式会社 (AG) と有限会社 (GmbH) という会社形態が選択されることが多いが、上場会社の場合は、有限会社の形態を選択することはできないため、一般に株式会社という形態を取る。株式会社は、会社の組織として、業務執行機関である取締役会と業務執行の監督機関である監査役会の設置が義務付けられており（株式会社法 76 条、95 条）、取締役会と監査役会による二層構造のガバナンス体制が採用されている。

■ 二層構造のガバナンス体制



- 株主総会は、直接取締役の選任・解任に関与することはできない。
- 監査役会の一部（従業員の人数に応じて、3分の1から半数）は、労働者代表でなければならない。

株主は、単純多数決による株主総会決議により監査役を選任する権限を有するが（株式会社法 101 条）、（日本と異なり）直接取締役を選任する権限を持たず、監査役会が取締役を選解任する権限や取締役の報酬を決定する権限を有する（株式会社法 84 条）。また、後述のとおり、監査役会の一部（従業員の人数に応じて、3 分の 1 から半数）は、労働者代表でなければならない。そのため、上場会社の過半数の議決権を取得したとしても、監査役の指名を通じて、業務執行を行う取締役に対して間接的かつ事実上の影響力を持つにとどまり、特に従業員を多数雇用する大規模な会社の場合には、過半数の株式を保有したとしても半数の監査役を選任できるにとどまるためその影響力は限定的なものにとどまる。

また、監査役の解任には、原則として、株主総会の 75% 以上の特別多数による決議が必要となる（株式会社法 103 条 1 項）。例外として、重大な事由に基づき、監査役会が裁判所に対して解任の申立てを行い、裁判所がこれを認めた場合には、株主総会の特別多数の決議を経ることなく監査役を解任することができる。なお、当該申立ては、監査役会の過半数の決議に基づき行わなければならない（株式会社法 103 条 3 項）。そのため、買収者が上場会社の株式の過半数を取得したとしても、当該買収者が直ちに監査役を交代できるわけではなく、買収者による監査役会に対する影響力にも制約が存在する。

(b) 支配契約・損益共通契約

株式会社法上、株式会社が第三者との間で支配契約（domination agreement）を締結することで、当該第三者（支配会社）が当該株式会社の経営を行うことができるとして定められている（株式会社法 291 条 1 項）。支配契約が締結された場合、支配会社は、当該株式会社の経営陣に対して拘束力のある指示を与えることができ、当該株式会社の経営陣は、たとえ会社にとって不利であっても、その指示に従わなければならぬ。この支配契約の締結は、株主総会における 75% 以上の特別多数による決議を経て行う必要があり（株式会社法 293 条 1 項）、登記されて初めて効力を生じる（株式会社法 293 条 2 項）。

そのため、買収者が上場会社の 75% 以上の議決権を取得した場合には、買収者は、株主総会の特別決議を経て、対象会社と支配契約を締結し、支配契約を通じて、買収者が対象会社の株式の 100% を取得する以前に、対象会社を買収者のグループに統合することが可能となる。

また、株式会社法上、株式会社が第三者との間で、少数株主の利益参加なしに全ての年間利益を第三者に移転することを内容とする、損益共通契約（profit and loss pooling agreement）を締結することができると定められている（株式会社法 291 条 1 項）。損益共通契約の締結についても、支配契約と同様に、株主総会の特別決議が必要となり（株式会社法 293 条 1 項）、登記されて初めて効力を生じる（株式会社法 293 条 2 項）。そのため、75% 以上の議決権を取得した買収者は、株主総会の特別決議を経て、損益共通契約を対象会社との間で締結し、その利益を直接取り込むことも可能となる。

ただし、少数株主はこれらの契約により不利益を被ることになるため、これらの契約の締結については、株式会社法上、少数株主の保護のための手当がなされており、具体的には以下の手続が必要となる。

① 少数株主に対する適切な補償：

損益共通契約を締結する場合、株式会社の全ての利益が第三者に移転されることとの引き換えに、少数株主に対して、その株式保有割合に応じた適切な補償を定期的に行う必要があり、損益共通契約の中で、その補償額を定める必要がある（株式会社法 304 条 1 項）。支配契約を締結する場合にも、当該支配契約に基づき株式会社が全ての利益を株主に移転しない場合には、支配契約において、株式会社が少数株主に対し、一定金額の年間利益分配を保証しなければならない（株式会社法 304 条 1 項）。

少数株主に対して支払われる補償額については、少なくとも、契約締結時点の会社の収益状況及び将来の収益見通しに基づき、各株式に対して分配されるであろう利益の平均額でなければならない（株式会社法 304 条 2 項）。

② ペイオフ：

上記の補償義務に加え、支配契約又は損益共通契約を締結した（支配契約における）支配会社又は（損益共通契約における）利益の受領会社は、少数株主がその株式の買い取りを請求した場合には、当該少数株主に対して適切な対価を支払い、その保有する株式を取得しなければならず、支配契約又は損益共通契約では、かかる買取義務及び対価の金額について、予め定めなければならない（株式会社法 305条）。

このように、買収者が上場会社の 75%以上の議決権を取得した場合、買収者は、支配契約及び損益共通契約を締結することで対象会社に対する直接的な支配権を及ぼすことができるが、上場会社の事業が期待通りに推移しなかった場合であっても、少数株主に対する補償義務を負うことになる。そのため、上場会社との間で支配契約及び損益共通契約を締結するか否かは、将来の業績予想を含めた難しい判断となることが多く、上場会社の 75%以上の議決権を取得した場合であっても、これらを締結しないケースも珍しくはない。この場合には、前述のとおり、当該株主は、上場会社に対して、監査役の選任を通じた限定的な影響力を持つこととなることになる。

(3) ドイツ上場会社 M&A における近年の取引件数

ドイツの過去 10 年間の公開買付けの件数¹は以下の表のとおりである。

¹https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2021.pdf（「BaFin年次報告書 2021」（Jahresbericht der BaFin 2021））75頁。

表III-1

年	取引件数					取引金額合計 (合計 : EUR)
	合計	任意公開 買付け	強制公開 買付け	単純公開 買付け	BaFinの審査で不承認 ² となり、公開買付けが実施されなかつた事例	
2021年	34件	19件	3件	11件	1件	59.24B
2020年	26件	15件	5件	3件	3件	31.20B
2019年	29件	18件	3件	7件	1件	31.34B
2018年	15件	5件	5件	3件	2件	25.82B
2017年	23件	17件	1件	4件	1件	18.08B
2016年	21件	14件	4件	3件	0件	30.90B
2015年	19件	11件	3件	4件	1件	N/A
2014年	27件	16件	6件	4件	1件	N/A
2013年	23件	14件	6件	3件	0件	N/A
2012年	27件	16件	6件	5件	N/A	N/A

買収者の属性は以下の表のとおりである³。なお、買収にあたって特別目的事業体（SPV）を利用するか否かは、税務上の理由や既存のグループ構造等、様々な要素を考慮して判断されるが、後述のとおり、スクイーズ・アウトの手段として合併を用いる場合には、合併の当事者となる買収者はドイツ法人である必要があるため、外国投資家による上場会社の買収の際には、ドイツにおいてSPVを設立し、当該SPVを通じて買収を実施することも多い。

² 不承認となった理由としては、公開買付届出書の添付書類（公開買付法15条1項。）の不備や、公開買付届出書内の資金調達手段に関する説明の不足等が例として挙げられる。

³

https://www.engage.hoganlovells.com/knowledgeservices/attachment_dw.action?attkey=FRbANEucS95NMLRN47z%2Bee0gEFCt8EGQJsjWJiCH2WAXc1ZB4qFch%2BpNh8Py8JQPJ&nav=FRbANEucS95NMLRN47z%2Bee0gEFCt8EGQbuwypnpZjc4%3D&attdocparam=pB7HEsg%2FZ312Bk80Iu0IH1c%2BY4beLEAeMAkEhS7%2F1vE%3D&fromContentView=1 (2022年11月13日最終閲覧。)

表III-2

年	ドイツSPV (外国投資家)	外国投資家	ドイツSPV (ドイツ投資家)	ドイツ投資家
2021年	41%	29%	15%	15%
2020年	44%	30%	13%	13%
2019年	36%	36%	10%	18%
2018年	31%	38%	23%	8%
2017年	35%	30%	15%	20%

(4) ドイツ上場会社 M&A における近年の特徴と課題

過去 5 年間で、ドイツでは約 120 件の上場企業の買収提案が行われた。近年、公開買付けに際して、アクティビスト株主と ETF（インデックスファンド）の存在感が高まっている。これらは高い議決権割合で上場会社の株式を保有していることが多く、アクティビスト株主については戦略的な理由から、また、インデックスファンドについてはその内部の投資ポリシー上の理由から、公開買付けに応募しないこともあります、買収者が公開買付けにおいて設定した下限に達することを妨げるケースもある。

なお、ドイツにおいては過去数年間、上場会社 M&A のルールに大きな改正は見られず、本報告書作成時点では、将来大きな改正が行われることも見込まれていない。

(5) 競合的買収提案が出されたドイツ上場会社の買収案件の件数・取引金額の推移

ドイツにおいて競合的買収提案がなされるることは極めて稀である。主な事例は以下のとおりである（いずれも、その事案の概要につき後記5(1)参照）。

- ① 2006 年、Merck による Schering への買収提案に対する Bayer による競合的買収提案
- ② 2007 年、BC Partners による Techem への買収提案に対する Macquarie による競合的買収提案
- ③ 2018 年、Hastor による Grammer の買収提案に対する Jifeng による競合的買収提案

2 ドイツ M&A における BaFin の役割

(1) BaFin の権限

ドイツ連邦金融監督庁 (BaFin) は、ドイツの中央監督官庁であり、ドイツにおける株式市場における上場会社の買収について監督を行っている。上場会社の買収手続全体の監督は、BaFin の Securities Supervision Section (証券監督部門) が所管しており、その業務の一つとして、公開買付届出書の審査を行い、公開買付文書に不備が無いことや、公開買付法（又は、上場廃止の公開買付けの場合には、証券取引法）に違反が無いことの確認を行う。BaFin は、法令上の要件を充足していないと判断した場合（例えば、公開買付届出書における必要的記載事項が欠けている場合や、法令の規定に明らかに違反している場合）には、公開買付けの禁止を命じることができる（公開買付法 15 条）。また、公開買付義務の適用除外（公開買付法 37 条）や、公開買付けが禁止された場合又は応募株式数が下限に達しなかった場合における待機期間の短縮（公開買付法 26 条 5 項）に関して、BaFin に対して申請が行われた場合には、これらに対する審査及び決定を行う。

また、BaFin は、ドイツ連邦財務省 (BMF) の法的・技術的な監督下にあり、BaFin による行政措置の合法性や正当性について BMF の監督を受けている（金融サービス監督法 (FinDAG) 2 条）。

(2) BaFin の構成

2021 年 12 月 31 日現在、BaFin は、2,786 名の職員によって組織されている。なお、このうち、50 名の職員が長期的に国際機関や他の省庁に勤務しており、そのうち 25 名が欧州中央銀行 (ECB) において、出向者として勤務している。

BaFin は、大きく、①President、②Directorate 及び③Administrative Board という 3 つの機関によって構成される (FinDAG 5 条)。①President は、BaFin の代表者であり、戦略的な方向性につき決定し、予算編成や BaFin の組織構造の決定、運営、個別案件に関する指揮命令等を行う (FinDAG 6 条)。②Directorate は、BaFin の監督業務につき、全般的な責任を負う機関である。Directorate は、President 及び Executive Directors によって構成されるが、Directorate の構成員は特定の資格を有している必要があり、ドイツ連邦政府の推薦に基づき、大統領によって任命される。構成員の任期は原則として 5 年間である (FinDAG 9 条)。③Administrative Board は、BaFin の運営を監督し、職務遂行のサポートを行う。

これらに加え、BaFin には、専門分野ごとに分かれた機関として、以下の委員会等が設置されている。

- Advisory Board (BaFin の監督業務への助言を行う。)
- Consumer Advisory Council (消費者関連のデータの収集、分析、報告等を行う。)
- Financial Stability Committee (金融市場の安定に向けた推奨や警告を行う。)
- Insurance Advisory Council (保険関連の問題に関して助言を行う。)
- Securities Council (証券に関する規制やガイドラインの発行等の業務を行う。)

3 ドイツ上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー

(1) 上場会社の主な買収の手法

ドイツにおける上場会社の主な買収の手法としては公開買付けがある。これに加えて、①合併、②会社分割、③組織変更（有限責任会社から株式会社への変更、株式会社からパートナーシップへの変更等）、④資産譲渡等も、単独又は組み合わせることで買収手法として利用可能だが、上場会社の買収は公開買付けの方法により行うのが一般的である。

このうち、合併は、ドイツや他の EU 又は EEA 加盟国で設立された会社間で行うことができ（組織再編法 1 条、122a 条）、合併消滅会社の資産、負債、契約等が、合併存続会社に対して、包括的に承継される（組織再編法 20 条 1 項）。合併対価として、合併消滅会社の株主は、原則として、合併存続会社の株式を取得する（組織再編法 2 条）。合併契約書においては、対象会社の株式に対して交付される買収者の株式の適切な比率が定められていなければならず（組織再編法 5 条 1 項 3 号）、存続会社が非存続会社の 100% 株主であるか、又は関係会社の全ての株主が権利を放棄しない限り、当該比率は、裁判所が任命する検査役によって確認されなければならない（組織再編法 9 条 1 項、60 条）。また、合併を行うためには、原則として、合併存続会社と合併消滅会社それぞれの株主総会において、75% 以上の多数の賛成による特別決議を得る必要がある（組織再編法 65 条、73 条）。

(2) 公開買付け

(a) 公開買付けの種類

ドイツにおける公開買付けには、以下のとおり、①任意公開買付け、②強制公開買付け、③単純公開買付けの三種類がある。

a. 任意公開買付け :

強制公開買付けの要件を満たさないが、任意に上場会社の全株式を対象として行う公開買付けであって、30%以上の株式取得を目指して行われる公開買付けを任意公開買付けという（公開買付法 29 条 1 項、2 項）。任意公開買付けは強制公開買付けと比較すると、最低応募株式数（下限）を定めることができるなど、規制がゆるやかであるため、上場会社の買収は多くの場合は任意公開買付けの方法で行われる。なお、任意公開買付けによって 30%以上の株式を取得した場合については、強制公開買付けの要件の例外とされているため（公開買付法 35 条 3 項）、任意公開買付けの後に再度強制公開買付けを行う必要はない。

b. 強制公開買付け :

上場会社の 30%の議決権を相対取引又は市場内で、公開買付け以外の方法で（直接的又は間接的に）取得した場合、当該議決権を取得した買収者は、当該上場会社の全株式を対象として公開買付けを実施しなければならない（公開買付法 35 条 1 項）。この公開買付けは強制公開買付けと呼ばれる。

c. 単純公開買付け

単純公開買付けは、30%未満の議決権取得を目的とするもの又は既に 30%以上の議決権を保有する株主で強制公開買付けの義務を負わないものが株式の追加取得を企図して行う公開買付けである。

(b) 最低価格規制その他買付価格に関する規制

任意公開買付け又は強制公開買付けの場合、公開買付価格は、原則、以下の金額よりも高い金額でなければならない（公開買付法 31 条、35 条）。

- ① 過去 6 か月に公開買付者、公開買付者と協調して行動する者又は公開買付者の子会社が、対象会社株式取得に際し支払った最高額
- ② （任意公開買付けの場合）公開買付けの意思決定公表前 3 か月間の当該株式市場における加重平均株価
（強制公開買付けの場合）30%以上の議決権取得の公表前 3 か月間の当該株式市場における加重平均株価

ドイツでは、日本のような別途買付規制は課されていないが、公開買付期間中に、公開買付者、公開買付者と協調して行動する者又は公開買付者の子会社が、公開買付価格よりも高い価格で公開買付けの対象株式を取得した場合には、当該価格まで公開買付価格が引き上げられる。

(c) 公開買付期間・取得株式数の条件に関する規制

強制公開買付けの場合、全株式を対象としなければならず、公開買付けの成立条件として応募株式数の上限・下限を定めることはできない。これに対し、任意公開買付けの場合には、成立条件として応募株式数の下限を定めることができるが（公開買付法 18 条 1 項）、上限を定めることはできない（公開買付法 32 条）。単純公開買付けの場合には、30%未満の議決権に満たない株式の取得を上限として定めることもできる。

(d) 公開買付けの撤回に関する規制

公開買付者が公開買付けの実施を公表した後は、公開買付けを撤回することも、公開買付届出書の提出を控えることもできない（公開買付法 18 条 2 項）。もっとも、任意公開買付けの場合には、一定の事由（競争法に基づくクリアランスが取得されることや、公開買付期間中に多額の配当が行われないこと等）を公開買付けの成立条件として定めることができる（公開買付法 18 条 1 項）。また、任意公開買付け及び単純公開買付けの場合には、競合的買収提案の不存在も、成立条件として定めることができる。さらに、強制公開買付けについては成立条件を付すことが一般的に禁止されているが、競争法に基づくクリアランスの取得等については、例外的に成立条件とすることが許容されている。

(e) 資金証明に関する規制

現金対価の公開買付けの場合、ドイツで資格のある証券サービス業者（通常は銀行）から資金証明書を取得し、公開買付届出書に添付して BaFin に対して提出しなければならない（公開買付法 13 条 1 項、34 条、39 条）。公開買付者が公開買付けにおける資金を十分に有していない場合、公開買付けに対して応募をした対象会社の株主は、資金証明書を発行した銀行に対して損害賠償を請求することができる（公開買付法 13 条 2 項）。

(f) 従業員保護に関する規制

ドイツの公開買付けにおける従業員保護に関する規制としては、以下の事項を挙げることができる。

- ① 公開買付者は、公開買付届出書において、対象会社の従業員の処遇及び雇用

条件の重大な変更に関する事項を記載しなければならない（公開買付法 11 条 2 項 2 号 2 文）。

- ② 対象会社の取締役会及び監査役会は、公開買付けに対する理由を付した意見表明を行うにあたって、会社の最善の利益のために行動し、株主のみならず従業員の利益やその雇用条件への影響を考慮に入れなければならない（公開買付法 27 条 1 項 2 号）。また、常時雇用する従業員の数が一定の基準を超える場合には、監査役のうち一定数が従業員代表である必要がある⁴。
- ③ 公開買付届書（及び、公開買付けの開始決定及び上記の取締役会による意見表明）は、労使協議会に提出されるか、又は労使協議会が存在しない場合には、直接対象会社の従業員に提出される（公開買付法 10 条 5 項、14 条 4 項、27 条 3 項）。そして、当該労使協議会又は従業員は、公開買付けに関する意見を対象会社の取締役会に直接提出することができる。取締役会は、その労使協議会又は従業員の意見をその意見表明に添付しなければならない（公開買付法 27 条 2 項）。

(g) 強圧性排除に寄与する仕組み

上記のとおり、任意公開買付け及び強制公開買付けでは、全株式を対象としなければならず、後述のとおり、セル・アウト権により、公開買付けに応募しなかった株主に対しても事後的に公開買付価格で株式を売却する権利が平等に与えられている。加えて、スクイーズ・アウトの閾値が高く、一度の公開買付けで閾値を超える議決権を取得することが難しく、かつ、二層のガバナンス構造により、公開買付けにより過半数の株式を取得したとしても（支配契約・損益共通契約を締結した場合を除き）対象会社を完全に支配することはできない。そのため、株主は、公開買付けに応募しなかったとしても、それにより自らの権利・利益が著しく損なわれないと合理的に期待することができ、応募するか否かを自由に選択することができると考えられる。そのため、これらの仕組みは、公開買付けにおける強圧性を排除するための仕組みとして機能していると考えられる。なお、これに加えて、制度も、強圧性排除の機能があると考えられる。

⁴ ①会社が常時雇用している従業員数（グループ会社含む）が500人超（1994年8月10日以前に設立された会社の場合は5人超）の場合、監査役の3分の1が従業員代表である必要があり（監査役会における労働者の3分の1参加に関する法律1条、4条。）、②会社が常時雇用している従業員数（グループ会社含む。）が2,000人を超える場合、それぞれの以下の監査役が必要（監査役会における労働者の3分の1参加に関する法律7条。）：

従業員2,000人超10,000人以下の場合：株主代表の監査役6人、従業員代表の監査役6人。

従業員10,000人超20,000人以下の場合：株主代表の監査役8人、従業員代表の監査役8人（うち組合代表2人）。

従業員20,000人超の場合：株主代表の監査役10人、従業員代表の監査役10人（うち組合代表3人）。

- ① 最低応募期間
- ② 公開買付けが成功した場合における追加応募期間
- ③ 株主平等取扱いの一般原則
- ④ 対象会社の取締役会及び監査役会による公開買付けに対する意見表明義務

4 公開買付けの手続・タイムライン

(1) 公開買付けの準備段階

(a) 対象会社との交渉・契約

まず、友好的な上場会社に対するM&Aの場合、公開買付けに先立ち、買付者と対象会社の間で事業統合契約（business combination agreement）が締結されるのが一般的である。当該契約では、次の事項が交渉・合意されるケースが多い。

- ① 公開買付価格
- ② 公開買付けの条件（公開買付期間や公開買付けの成立条件）
- ③ 上場会社の取締役会及び監査役会による公開買付けへの賛同意見表明
- ④ 公開買付け実施後の対象会社の取締役会の独立性の保証
- ⑤ 対象会社の従業員の処遇

上記に加えて、対象会社が他の買収候補者との間で交渉を行うことを禁止する義務（いわゆる no-shop 条項）について合意されることや、賛同意見表明を撤回する場合に上場会社が買収会社に対して違約金（ブレークアップ・フィー）を支払う旨の合意がなされるケースもある。

(b) 主要株主との交渉・契約

ドイツ上場会社の特徴として、大株主のいる上場会社が多く存在するという点がある。そのため、対象会社に大株主がいる場合には、公開買付けの公表前に、あらかじめ主要株主との間でその保有株式の売却に関して交渉が行われることが多い。大株主が株式の売却に合意する場合、買収者が行う公開買付けに応募することを約束する確約書（irrevocable undertaking）や、公開買付けが成立したこと等を条件として株式を譲渡することを内容とする株式譲渡契約が締結される。

(c) 株式の先行取得

日本と異なり、ドイツにおいては、強制公開買付けの義務は、一定の割合を超える株式（議決権の 30%以上）を取得した後に初めて発生する。そのため、公開買付けの成立可能性を高めるために、公開買付けに先立ち、対象会社の株式を市場等を通じて先行して取得するケースもある。ただし、以下の点の制約を受けることになる。

- ① インサイダー規制
- ② 強制公開買付け
- ③ 大量保有報告制度（詳細につき後述）
- ④ 公開買付けにおける最低価格規制

(d) 金融機関からの資金証明の取得

前述のとおり、資格証明書を取得して公開買付届出書に併せて BaFin に提出しなければならない。そのため、買収者は、公開買付の準備段階で、金融機関との間でのアレンジを進めておく必要がある。

(2) 公開買付けの実施

任意的公開買付けを実施する場合の手続は以下のとおりである。

(a) 公開買付開始の決定と公表

公開買付者は、公開買付けの実施を決定した場合、遅滞なくその決定を BaFin 及び証券取引所に対して通知し、その決定を公表する（公開買付法 10 条 1 項、2 項）。なお、同項の規定は任意的公開買付け及び単純公開買付けのみに適用され、強制的公開買付けには適用されない。

(b) 公開買付届出書の BaFin への提出及び公示（公開買付期間の開始）

ドイツの公開買付けについてはドイツ連邦金融庁（BaFin）が監督権限を持ち、買収者は、公開買付届出書の公示前に、BaFin の事前承認を得ることが必要となる。日本においては、公開買付者は、公開買付開始公告を行った日に、公開買付届出書をその添付書類とともに EDINET を通じて関東財務局長に提出するところ（金融商品取引法 27 条の 3 第 2 項）、ドイツにおいては、買収者は、公開買付けの公表から 4 週間以内に、BaFin に対して公開買付届出書を提出する（公開買付法 14 条 1 項）。BaFin は、当該公開買付届出書を 10 日以内に審査し、公開買付けを許可する

か否かを決定する（公開買付法 14 条 2 項）。BaFin は公開買付けを禁止する旨の判断をした場合、禁止命令をウェブサイトに掲載することができる（公開買付法 44 条）。なお、当該 BaFin の決定に対する不服申立てについては、民事裁判所であるフランクフルト高等地方裁判所が特別管轄権を有している（公開買付法 48 条 4 項）。同裁判所に対して当該不服申立てを行うことができるのは、買収者（一定の場合には対象会社）に限定されており、他の主体が不服申立てを行うことができるのは例外的な場合に限られる（公開買付法 48 条 2 項）。

買収者は、BaFin による承認を受けた後遅滞なく、公開買付届出書を公示しなければならない（公開買付法 14 条 2 項）。

公開買付届出書には、公開買付けの対象となる株式、対価の種類及び金額、公開買付けの成立条件、公開買付期間、公開買付価格の算定に用いられた手法、資金調達方法等、公開買付けに関する基本的な情報が記載される（公開買付法 11 条 2 項）。加えて、前述のとおり、従業員保護の観点から、対象会社の従業員の取扱いに関する公開買付者の計画も記載事項とされている点は、ドイツの公開買付けにおける特徴的な点の一つだと考えられる。

(c) 意見表明

日本において、対象会社は、買付者により公開買付開始公告がなされた後 10 営業日以内に意見表明報告書を提出することが義務付けられているが（金融商品取引法 27 条の 10 第 1 項、同法施行令 13 条の 2 第 1 項）、ドイツにおいても、対象会社の取締役会及び監査役会は、公開買付届出書を受領した後遅滞なく、公開買付けに対して理由を付して意見を述べなければならない（公開買付法 27 条）。また、その意見を労使協議会に対して伝達しなければならない。かかる意見表明には、公開買付けの対価、対象会社やその従業員への予想される買収の影響等への意見を含めなければならない（公開買付法 11 条 2 項）。

(d) 公開買付期間

日本においては、公開買付期間は公開買付開始公告を行った日から起算して 20 営業日以上 60 営業日以内の範囲内とされているが（金融商品取引法 27 条の 2 第 2 項、同法施行令 8 条 1 項）、ドイツにおいては、公開買付期間は、公開買付届出書を公示した時点から開始し、最短 4 週間、最長 10 週間の範囲内で公開買付者により指定される（公開買付法 16 条 1 項）。公開買付期間は、以下の場合に延長される。

- ① 公開買付者は、公開買付期間の最終日の 1 営業日前までであれば、公開買付

けの条件を変更することができる。公開買付期間終了日まで 2 週間を切った時点での条件を変更した場合には、その日から 2 週間後の相当日まで公開買付期間が延長される。なお、強制的公開買付けにおいて、当該規定は適用されない。

- ② 同じ株式を対象として他の公開買付者がいわゆる対抗公開買付けを開始した場合において、先行して行われていた公開買付けの公開買付期間の最終日が、対抗公開買付けの公開買付期間の最終日よりも前の日付であったときは、先行する公開買付けの公開買付期間は対抗公開買付けの公開買付期間の最終日と同日まで延長される。
- ③ 競争法のクリアランスが必要な場合は、クリアランスの取得時まで延長される。

(e) 潜在的買収者による買収の意図の公表

潜在的買収者による買収の意図の公表、すなわち英国におけるプットアップ・オア・シャットアップ・ルールのようなルールは、ドイツには存在していない。背景として、「virtual bids」、すなわち、潜在的な公開買付者が存在する状態が、ドイツにおいては一般的でないという理由による可能性が高いといえる。2011 年からの調査によれば、一定数の会社が同ルールの導入を支持していることが判明しているが、特に具体的なルール導入の計画が進んでいるとはいえない。

(3) 公開買付け後の手続

(a) 支配契約及び損失共通契約

ドイツでは、後述のとおり、スクイーズ・アウトに必要となる議決権比率が 90% ないし 95% と高く、一度の公開買付けによって、この基準を満たす株式を取得できることは非常に稀である。もっとも、買収者が 75% 以上の議決権を取得した場合には、75% 以上の多数による株主総会の特別決議により、上場会社との間で支配契約及び損益共通契約を締結することが可能となる。そのため、買収者が、公開買付け後の株式の買い増しによってスクイーズ・アウトに必要な取得するまでの間、対象会社に対する実質的な支配を及ぼすために、これらの契約を締結するケースがある。

(b) 株式の買い増し

一度の公開買付けでスクイーズ・アウトに必要な株式を取得できなかった場合には、公開買付者は、公開買付け後に、90%以上の株式の取得を目指して株式の買い増しを行うのが一般的である⁵。

公開買付けの終了後 1 年間は、買収者又はその関連会社が市場外で公開買付けの対象となった株式を公開買付価格を超える価格で取得した場合、その差額を公開買付けに応募した元株主に対して支払う義務が生じる(公開買付法 31 条 5 項)。そのため、この期間中は市場での株式の買い増しのみを行うのが通常である。

また、スクイーズ・アウトの阻止及び高値での株式の売却を目指して、ヘッジファンドやアクティビスト株主によって株式の買い占めが行われることもある。この場合には、買収者とヘッジファンド等との間で株式の売却に係る交渉が行われるもの、妥結できずにヘッジファンド等が株式を手放すのを数年待って、その後に買い増しとスクイーズ・アウトを行うケースも珍しくない。

(c) スクイーズ・アウト

スクイーズ・アウトの手法としては、以下のとおり、①公開買付法に基づくスクイーズ・アウト、②株式会社法に基づくスクイーズ・アウト、③組織再編法に基づくスクイーズ・アウトが挙げられる。

- ① 公開買付法に基づくスクイーズ・アウト：任意又は強制公開買付けにより、95%以上の議決権を取得した場合、裁判所に対する申立てによりスクイーズ・アウトが可能である(公開買付法 39a 条)。他のスクイーズ・アウトの手法と異なり、株主総会決議は不要である。公開買付価格が少数株主に対して支払うべき公正な価格とみなされる(公開買付法 39a 条 3 項)。
- ② 株式会社法に基づくスクイーズ・アウト：95%以上の議決権を保有する場合、株主総会決議に基づき、スクイーズ・アウトが可能である(株式会社法 327a 条 1 項)。公正な価格を支払うことによって少数株主の保有株式を強制的に取得することができる(株式会社法 327a 条 1 項)。
- ③ 組織再編法に基づくスクイーズ・アウト：90%以上の議決権を保有する場合、株主総会決議に基づき、現金対価の合併によるスクイーズ・アウトが可能である(組織再編法 62 条 5 項)。議決権の保有要件が他の手法と比べて低いため、上場会社の買収にあたってよく利用される。

(d) セル・アウト

⁵ なお、公開買付けによる支配権取得後の株式の追加取得は、義務的公開買付けの対象にはならない(公開買付法35条3項。)。

公開買付けの成立後一定期間、残存株主によるセル・アウト権（公開買付者に対して公開買付価格と同額で株式の取得を請求する権利）が認められている。

公開買付けの実施後に対象会社の議決権の 95%を取得した場合又は強制公開買付けの場合には、公開買付期間の終了後 3 か月以内、公開買付者の議決権割合が 95%未満の場合かつ任意公開買付けの場合には、公開買付期間の終了後 2 週間以内に当該権利を行使する必要がある。

5 非友好的買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール

(1) 非友好的買収

(a) 非友好的買収において用いられる買収方法

ドイツでは、上場会社に対する非友好的買収を行う場合、その方法として、公開買付けが通常用いられる。

(b) 近時の主要な非友好的買収事例

a. 過去 20 年間の主要な非友好的買収事例

ドイツでは、非友好的買収の事例は極めて少ない。この背景の 1 つには、流動性のある株式が比較的少ないと指摘される。過去 20 年間におけるドイツにおける主要な事例は、下表のとおりである。

表 III-4

年	当事者	備考
2020年	Uniper→Fortum	
2019年	EP Global Commerce VI→Metro AG	下限に満たなかつたことによる失敗事例。詳細につき後述。
2019年	AMS→Osram	下限に満たなかつたことによる失敗事例。公開買付法では、公開買付けの失敗後1年以内に同じ公開買付者が公開買付けを再度実施することを禁止しているが、AMSが子会社を通じて1年以内に2度目の公開買付けを実施したことで議論を呼んだ。BaFinは厳格な文言解釈から、子会社による公開買付けの実施を認めたが、その後の法改正がなされる

年	当事者	備考
		きっかけとなった。
2018年	Hastor・Jifeng→Grammar	ホワイトナイトの存在による失敗事例。詳細につき後述。
2018年	Busch→Pfeiffer Vacuum	一度目は条件を満たさなかつことによる失敗、二度目は経営陣によるネガティブコメントにより0.17%の株主のみしか応募しなかつことによる失敗事例。
2017年	Standard Industries→Braas Monier	公開買付け成功。
2016年	Tocos→Hawesko	公開買付け成功。
2015年	Venovia → Deutsche Wohnen	下限に満たなかつことによる失敗事例。
2015年	Potash Corporation of Saskatchewan Inc. → K+S AG	対象会社及びドイツ政府の反対による断念事例。詳細につき後述。
2014年	Weidmüller→R Stahl	
2011年	Terex Corporation → Demag Cranes AG	
2010年	ACS→Hochtief	公開買付け成功。
2008年	Schaeffler→Continental	
2007年	BC Partners・Macquarie→Techem	ホワイトナイトの存在及び下限に満たなかつことによる失敗事例。
2006年	Merck・Bayer→Schering	ホワイトナイトの存在による失敗事例。
2004年	Sanofi→Aventis	

b. Hastor 及び Jifeng による Grammar の買収事例（産業：自動車）

表III-5

年月日	事案の内容
2017年	ボスニアの投資家であるHastorはGrammar AGの株式の約20%を取得了。Hastorは、VWや労働組合等との抗争のために自動車業界で相対的に評判が悪く、Hastorの関与はGrammar AGの顧客に不信感を与える可能性があることから、Grammar AGの経営陣は、Hastorがさらに保有株式数を増やし、最終的に公開買付けを行うことを懸念した。これを防ぐため、Grammar AGは競合他社である、Ningbo Jifengとコンタクト

年月日	事案の内容
	をとり、Grammer AGの株式を取得し、また事業提携を行うよう提案した。Ningbo Jifengは、当該提案に合意し、Grammar AGの株式の約9.2%を取得した。これに対し、Hastorは Grammar AGの保有株式数の増加を企図し、公開買付けの実施も検討した。
2018年6月25日	Ningbo Jifengは、1株あたり60ユーロで公開買付けを開始した。Grammar AGの経営陣は、これに対し応募することを推奨した。最終的に、Hastorは、保有するGrammar AG株式のうち大半をNingbo Jifengに対して売却した。

c. Potash Corporation of Saskatchewan Inc.による K+S AG の買収事例（産業：カリ、その他鉱物性肥料）

表III-6

年月日	事案の内容
2015年6月	カナダを拠点とするPotash Corporation of Saskatchewan Inc.（以下、「Potash」という。）は、K+S AGの発行済み株式全てを1株当たり41ユーロ（総額約100億ユーロ）で取得する旨、非公式にK+S AGの取締役会及び監査役会に対して申し出た。K+S AGの取締役会及び監査役会は、当該申し出に対する反対運動 ⁶ が開始されたため、申し出は不当であるとしてこれを拒否した。K+S AGの経営陣は、買収の試みによって、欧州におけるカリ生産量の減少がもたらされ、ドイツのカリ生産拠点が危機にさらされることを懸念した。
2015年8月	Potashは、K+S AGの経営陣に対し、事業の提案を行った。当該提案は1株あたり41ユーロの価格を維持しながら、買収完了後の組織再編の問題も解決するものであった。もっとも、対象会社とドイツの政治家双方からの反対が強かったため、Potashは公式に公開買付けを行う前に計画を断念した。

d. EP Global Commerce VI による Metro AG の買収事例（産業：卸売業）

表III-7

年月日	事案の内容
	EP Global Commerce VI GmbH (EPCG) は、チェコのビジネスマンであるDaniel Kretinskyが支配する持株会社であり、Metro AGは、ホテル、

⁶ Gaul, AG 2016, 484-493; <http://www.k-plus-s.com.proxy.ub.uni-frankfurt.de/de/news/adhoc/adhoc-150702.html>. (2022年11月13日最終閲覧。)

年月日	事案の内容
	レストラン、ケータリング業界及び独立した商業者の顧客を対象とするドイツの多国籍卸売業者である。
2019年7月	EPGCは2019年7月及び2020年9月に、Metro AGの全発行済み株式の任意的公開買付けを行った。いずれの際も、Metro AGは株主に公開買付けに応募しないよう勧告し、EPGCは予定されていた50%+1株を獲得できなかった。EPGCは、23.1%の株式を保有する同族株主からの強い反対に直面した。この公開買付けについて、Metro AGの借入金増加による不安定化の懸念から、株主からの応募はなされなかった。また、Metro AGの取締役会及び監査役会は、EPGCが法定の最低基準を満たすためには対価が十分ではないことを説明した ^{7 8} 。
2020年9月	2020年9月の公開買付けは失敗に終わったが、EPGCはその後Metro AGの株式の40%を保有し、徐々に保有株式数を拡大することを望んでいとされる ⁹ 。

(2) 買収予防策等

(a) 大量保有報告制度

a. 保有目的の通知義務

上場会社の株主が、その保有する上場会社の議決権の保有割合が3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%又は75%に到達した場合又はこれを下回ることになった場合、遅くとも4営業日以内に、書面で当該会社及びBaFinに通知する必要がある（証券取引法33条）。

かかる議決権の保有割合の算出にあたっては、当該株主が保有している対象株式だけでなく、当該株主の子会社や当該株主と協力関係にある者が保有している対象株式も合算して算出される（証券取引法34条）。通知を受けた当該会社は、当該株主の属性、保有株式の詳細及び保有する議決権の割合について、EU及びEEA全域を対象とするメディアを通して開示を行い、また、連邦の官報に当該情報を提出する（証券取引法40条、Wertpapierhandelsanzeigeverordnung、WpAV 16条3a項、3b項）。

⁷ <https://www.ft.com/content/2665c40f-f304-4909-8b9b-c9b4f516ecb3> (2020年9月14日)

⁸ https://investors.metroag.de/downloads#down_year=2020 (2022年11月13日最終閲覧。)

⁹ <https://www.retaildetail.eu/news/food/kretinsky-increases-shares-metro-406-cent/> (2022年11月23日)

b. 資金源・保有目的の通知義務

議決権の保有割合が 10%以上の閾値に到達した株主は、これに加えて、株式取得の資金源及び取得目的を、対象会社及び BaFin に報告する必要がある（証券取引法 43 条）。

c. 大量保有報告制度に違反した場合の効果

大量保有報告制度に違反した場合の効果は以下のとおりである。

① 行政罰金（証券取引法 120 条 2 項 2 号、120 条 17 項）

故意又は過失により、正しく、完全に、所定の方法で、又は速やかに届出を行わなかった場合、200 万ユーロ以下の罰金が課される。ただし、法人又は法定の団体については、1,000 万ユーロ、年間の総売上高の 5%又は違反により得られた利益の 2 倍を上限として罰金が課される（証券取引法 120 条 17 項）。加えて、法人の場合は、その代理人として行動する自然人にも罰金を課すことができる（OWiG（行政犯罪法）9 条、30 条）。

BaFin は、これらの罰金を課すことについて消極的ではなく、2010 年 1 月 1 日から 2018 年 6 月 15 日の間に、合計 687 の大量報告制度違反に対して罰金を課した。

② Naming and Shaming（証券取引法 124 条）

BaFin は、大量保有報告制度の違反に対して課された措置又は罰則に関する決定を、不当に遅滞することなく、ウェブサイト上に公表しなければならず、その公表にあたって、当該違反をした法人又は自然人の名称・名前を掲載しなければならない。

③ 権利の喪失（証券取引法 44 条）

大量保有報告の対象者が保有する株式に係る権利は、原則として、大量保有に係る報告義務を果たさない期間中、無効とされる。そのため、当該株主にとって、特に、株主総会に出席する権利と議決権が失われる点が、大きな打撃となり得る。また、当該株主は、配当金を受領する権利も有しない。さらに、故意又は重大な過失による大量保有報告制度の違反があった場合は、原則として、権利の喪失期間は、報告義務が履行された後 6 か月間延長される。なお、大量保有報告の閾値を下回る場合における義務違反であっても、当該義務違反を行った株主が保有す

る株式に係る権利は無効となりうる。また、実務上、会社は、Clearstreamのような仲介業者の作成する文書の確認や必要に応じて情報請求権に基づく株主に関する情報開示要請を行うことで、株主・株式数の調査・特定を行っている

(b) 実質株主特定のための制度

① トランスペアレンシー登録

実質株主特定のための制度として、2015年5月20日の欧州議会及び理事会の第4マネーロンダリング防止指令 2015/849に基づく登録制度であるトランスペアレンシー登録（Transparenzregister）が挙げられる。同指令は、ドイツにおいて、ドイツマネーロンダリング法（GwG）18条以下により国内法化されている。同法に基づき、私法上の法人及び登録パートナーシップは、トランスペアレンシー登録に、その最終受益者（Ultimate Beneficiary Owner : UBO）に関する情報（その氏名、居住地、経済的利益の性質及び範囲並びに国籍）を登録しなければならない（GwG 19条）。また、当該法人・登録パートナーシップは、取得したUBOに関する情報を保管し、最新の状態に維持しなければならず、変更が生じた場合には、トランスペアレンシー登録の管理機関に対し、遅滞なく通知しなければならない（GwG 20条1項）。なお、トランスペアレンシー登録制度は、マネーロンダリング及びテロ資金供与防止を目的とするものであって、会社にとって不利益な買収から会社を保護することは同制度の目的ではない。

欧州司法裁判所の判決（2022年11月22日C-32/20、及びC-601/20）に従い、株式の所有に関する情報への一般的なアクセスは停止されており、正当な利益があると認められる場合に限り、同登録上の情報へのアクセスが許可される。なお、対象会社が買収者のUBOに関する開示請求を行う場合には、正当な事由があるとして、アクセスが認められ得る。他に、自己に関する情報の開示請求を行う場合や、ジャーナリストやNGOがマネーロンダリングやテロ資金供与に関する研究を行う場合にも正当な事由があると認められる場合に該当し得る。

② 株式会社法上の規定

登録株式である場合¹⁰、株式会社法上、会社は、会社の株主名簿に、株主の氏名、生年月日、及び住所・メールアドレス、並びに保有株式数・一株当たりの金額を記載しなければならない（株式会社法67条1項）。加えて、上場会社は、株主の氏名、住所、メールアドレス、及び株主のために仲介業者（究極的な保有者のた

¹⁰ ドイツにおいては登録株式と無記名株式が区別されており、前者は、株主の氏名や株式数等が株主名簿に記載されているものをいう（株式会社法67条1項）。

めに株式を管理する、銀行等の金融機関)が管理する保有株式等の株主に関する情報の提供を、当該仲介業者に対して請求することができる(株式会社法67d条)。

(3) 買収防衛策

(a) 買収防衛策の内容及び買収防衛策導入に係る規範

公開買付法上、公開買付者が公開買付けの開始を公表した後、公開買付けの結果が公表されるまでの間、原則として、対象会社の取締役会は中立義務を負い、公開買付けの成功を妨げる行為を一切してはならない。対象会社の取締役会は、会社の最善の利益のために行動する義務を負う(株式会社法93条1項、公開買付法3条3項)。したがって、取締役会はその意見形成にあたって、株主のみならず、従業員や会社全体の利益も考慮しなければならない。また、会社の全ての株主を平等に取り扱う義務を負う(株式会社法53a条)。

いわゆるポイズン・ピル、クラウンジュエル、焦土作戦、ゴールデンパラシュート、パックマン、ポイズン・デット等の米国で見られる買収防衛策は、これらの義務により、原則として禁止される。もっとも、実際には、取締役会が監査役会や株主総会と協調している場合には、柔軟な対応を行うことが可能であり、例外として、以下の行為については、実施できる(公開買付法33条1項、2項)。

- ① 公開買付けの対象となっていない状況下であっても対象会社の善良なる管理者がとるであろう行為
- ② 競合する公開買付けを行うホワイトナイトを誘致する行為
- ③ 監査役会によって承認された行為
- ④ 公開買付けの前に、独立して株主総会の決議により具体的に権限を付与された行為

なお、取締役会は、非友好的買収提案によって会社の利益が脅かされると考える場合、公開買付法27条に基づき、株主に公開買付けの応募を拒否するよう求めたり、働きかけることができる。また、予防的な防衛策(防衛マニュアルの作成、自社株価のモニタリング、アクティブな株主のモニタリング等)については一般的に認められる。ただし、公開買付法33条にかかわらず、取締役は、自己の利益のために行動することは許されないものとされている。

(b) 主要な買収防衛策の導入・発動事例

前述の中立義務から、対象会社の取締役会にとって買収防衛策の導入・発動例は極めて少ない。対象会社が反対する場合であっても、ポイズン・ピルのような法的

手段ではなく、実務上ほとんどのケースでは、PRによる対抗に留まる。過去に採用された対抗策の例としては、以下のものがある。

- ホワイトナイト (cf. Grammer/Hastor (2018); Tocos/Hawesko (2014); BC Partners and Macquarie/Techem (2007); Merck/Schering (2006))
- 増資(の試み) (cf. Standard Industries/Braas Monier (2016); ACS/Hochtief (2010))
- 配当の早期支払い (cf. Standard Industries/Braas Monier (2016))

6 買収提案を受けた場合の対象会社側の行動規範

買収提案を受けた場合の対象会社側の行動規範について、主に非友好的買収提案や、対抗提案を受けた場合に焦点を当て、下記にて詳述する。

(1) 意見表明に係る行動規範

まず、公開買付けの可能性を認識した対象会社の経営陣は、遅滞なくこの事実につき監査役会に通知する義務を負っている（株式会社法 90 条）。また、買収提案を受領した対象会社は直ちに外部のアドバイザーを起用しその助言を求めるのが一般的である。

取締役会及び監査役会では、利害関係のある取締役・監査役をその議論及び決議から除外する必要がある。もっとも、会社が買収提案を受けた場面では、実質的な利益相反関係がある場合（例えば、当該取締役・監査役が買収者の取締役を兼務している場合）はそのような対応が必要であるものの、単に買収後に当該取締役・監査役が解任されるおそれがあるという事実のみでは、利益相反があるとは判断されない。

公開買付けが開始された場合には、前述のとおり、取締役会及び監査役会は、公開買付けについての意見を理由を付して公表しなければならないが、公開買付けのメリットとデメリットの両方から検討していることが明らかになるような理由が示されている必要がある。この意見においては、株主への勧告の理由を十分に説明することが重要である。特に、公開買付けについて取締役会が反対意見を述べる場合、BaFin は、取締役会に対し、公開買付けに反対する理由を、分かりやすく一貫性のある方法で説明するよう要求する。例えば、対価を単に「不十分」ないし「低すぎ」等と記述することは許容されない¹¹。また、この意見においては、株主の立場から、公開買付けに応募するかどうかを判断するのに必要な情報が開示されなければならない。公開買付法 11 条 2 項に規定する内容（前述）を記載するのみで

¹¹ Wackerbarth in Muenchener Kommentar zum AktG, 5th ed. 2021, Section 27 WpÜG, para. 11.

は不十分であり、賛成意見を述べている場合であっても、公開買付けの（メリット・デメリット含む）重要な側面が記載されることが必要である。

取締役会は、公開買付届出書に記載された範囲を超える事實を調査する明示的な義務はないが、公開買付けの適切な評価に必要な範囲で、情報を収集しなければならず、必要な情報が収集できなかった場合には、その旨を意見表明の際に明示する必要がある。取締役会は、かかる情報収集・評価に係る義務を遵守するため、意見表明にあたって外部専門家の助言を求めることが望ましく、少なくとも大規模な公開買付けでは、外部専門家からフェアネス・オピニオンを取得することが一般的な実務となっている¹²。なお、フェアネス・オピニオンには、①提供された対価の性質及び金額、②公開買付けが成功した場合に對象会社、従業員、代表者、雇用条件及び對象会社の所在地に対して生じる影響、③公開買付けにおける公開買付者の目的が含まれるが、通常は①の金額に焦点が当てられる。

(2) 競合的買収の場合における意見表明に係る行動規範

また、前述のとおり、同じ会社を対象として競合的公開買付けが開始された場合、両公開買付けは並行して継続し、基本的に、先行する公開買付けの公開買付期間は対抗公開買付けの公開買付期間の最終日と同日まで延長される。このような競合的買収提案の局面における取締役の行動準則について、一定の手続要件を除き、特別な取締役の義務は法律上定められていない。一般原則に従い、取締役は、会社の最善の利益（the best interest of the company）のために行動しなければならない（株式会社法 93 条 1 項、公開買付法 3 条 3 項）。

そのため、買収提案を受けた上場会社の取締役は、必ずしも、より高い価格による公開買付けを常に推奨しなければならないわけではなく、長期的な会社の利益を考慮して、低い価格による公開買付けを推奨することもできる。ただし、価格差が大きい場合には、低い価格による公開買付けを推奨することを正当化することは難しくなるのが通常である。

(3) 対象会社の情報へのアクセスに係る行動規範

競合的買収提案との関係では、対象会社の情報へのアクセスを、全ての買収者に対して平等に許諾すべきかという点が論点となり得る。対象会社の情報へのアクセスを認めるべきか否かを決定する際には、原則として、対象会社の取締役は、会社の利益に基づきその判断を行わなければならないものとされているが（公開買

¹² Wackerbarth in Muenchener Kommentar zum AktG, 5th ed. 2021, Section 27 WpÜG, para. 13.

付法3条3項)、公開買付法では、競合的買収提案がなされた場合に平等なアクセスを買収者に対して許可する義務の有無について、明確には規定されていない。実務上は、取締役会は、関連情報へのアクセスを誰に許可するかについて、恣意的な決定を行うことはできないと考えられており、競合的買収者間で差別的な取扱いをすること(一部の買収者に限り、対象会社の情報へのアクセスを拒否すること等)は、会社の利益のために客観的かつ重要な理由によって正当化される場合に限って、合法であると考えられている。客観的かつ重要な理由にあたるか否かについては、下記の要素を中心として、事案ごとの事情に応じて個別に判断がなされる。

- ① 競合他社との関係での秘密保持の必要性(戦略的投資家 vs PE投資家)
- ② 当該公開買付けが財務的に著しく有利/不利であること
- ③ 会社における雇用喪失のおそれ
- ④ 買収の失敗が会社に悪影響を及ぼすおそれ
- ⑤ 買収者によって会社が分割される蓋然性

7 取引の確実性を確保する手段

上場会社のM&A取引の確実性を確保するための主な手段・手法は以下のとおりである。

(1) 主要株主との合意

ドイツでは、上場会社のM&A取引の確実性を確保するための措置として、主要株主との間で、買収者が行う公開買付けに応募することを約束する確約書(irrevocable undertaking)や、公開買付けが成立したこと等を条件として株式を譲渡することを内容とする株式譲渡契約の締結が実務上一般的に見られる。ただし、確約書では、主要株主側の要請により、より有利な条件を提示した対抗公開買付けが行われた場合には、応募義務を免れる旨の条項が加えられることがある。

(2) 対象会社との合意

買収者と対象会社との間で締結される事業統合契約も、取引の確実性を確保するための手段として用いられる。上記3(1)(a)のとおり、事業統合契約では、対象会社が他の買収候補者との間で交渉を行うことを禁止する義務(いわゆるno-shop条項)について合意されることもあるが、対象会社の取締役が負う善管注意義務から、状況によってはこの義務について合意することが難しいケースもある。

また、賛同意見表明を撤回する場合に上場会社が買収会社に対して違約金（ブレークアップ・フィー）を支払う旨の合意がなされるケースもある。もっとも、このブレークアップ・フィーの金額については、対象会社の取締役の善管注意義務の観点から、他の対抗公開買付けの実施を妨げるレベルの金額にすべきではないと一般に理解されている。合意の内容は個別の事案ごとに異なり、見解も分かれるが、多数説では、許容される金額は買収総額の概ね 1 から 2%程度と考えられている。

以上

IV フランス

1 フランス上場会社 M&A の概要

(1) フランス上場会社 M&A 法制の概要

フランスの上場会社 M&A 法制において、主な法源としては、法律 (Code de commerce (以下「商法」という。)・Code monétaire et financier (以下「通貨金融法」という。))、政令 (le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (以下「AMF 一般規則」という。)) がある。また、これらを補完するものとして、裁判所による司法判断に加え、後記 2(1)のとおり監督官庁である Autorité des marchés financiers (フランス金融市场庁、以下「AMF」という。) が実務的に重要な論点について積極的に見解を示すこともある。特に重要な近年の法改正としては以下の 3 つが挙げられる。

(a) 2006 年 EU 企業買収指令の国内立法化

EU 規則と異なり、EU 指令は国内立法化がされない限り、直接的な効果を有しない。2004 年に採択された EU 企業買収指令は 2006 年にフランスで国内立法化がなされた。これに併せて、商法、通貨金融法、AMF 一般規則は、特に買収防衛策等に関して、大幅に改正された。買収防衛策の発動に関して、2004 年の EU 企業買収指令では、EU 加盟国に対して対象会社の取締役会に中立性の原則を課すか否かの判断を委ねていたところ、フランスでは、中立性の原則が採用され、その結果、取締役会が買収防衛策を発動するためには、株主総会の承認が必要とされることになった。

(b) 2014 年フロランジュ法の制定

フロランジュ法の制定以前においては、前記(a)の際に導入された中立性の原則により、取締役会は買収防衛策を発動する権限を有しておらず、株主総会が取締役会に委任した限度で買収防衛策を発動することが認められていた。しかし、インド系の新興企業である Mittal による欧州系 Arcelor に対する敵対的買収後の大量解雇を契機とした経済ナショナリズムの高まりを経て、フロランジュ法が制定された。これにより、2014 年 7 月 1 日のフロランジュ法の施行以降、取締役会は、株主総会の承認が必要とされるものを除き (例えばポイズン・ピル等)、その判断で

"corporate interest"のために買収防衛策を講じることが広く認められることになった¹。その結果、非友好的又はアンソリシティッドな買収提案を受けた取締役会としては、買収防衛策の実施を後ろ盾にして、買付条件等について買付者と交渉することが可能となった。もっとも、買収防衛策の実施にあたっては、複数の買付提案を公平に取り扱うこと、株主間の公平性を確保すること、取引及び買付者間の競争の公正性を担保すること、といった基本原則への配慮が求められる。

なお、フロランジュ法の施行前後にかかわらず、買収防衛策について AMF が公式の見解を表明すること²があり、また、かかる見解の適法性が裁判所において争われる事もある。また、AMF は、毎年、年次報告書を作成・公表し、その年ににおける重要な取引を紹介した上コメントを掲載しており、類似の取引を進める上でのガイドラインとして実務上参照されている³。

(c) 2019 年 PACTE 法の制定

直近の重要改正である 2019 年の PACTE 法の制定によって、全てのフランス企業は、社会的、環境的課題等を考慮した"corporate interest/l'intérêt social"のために経営されることを義務付けられ⁴、会社の存在意義 (*raison d'être*) を定款に記載することができるようになった。非友好的買収に対して対象会社の取締役が反対意見を述べる際に定款所定の会社の存在意義に言及することは、非友好的買収に対する対抗策の一つとなると考えられている。

また、同法の制定により、スクイーズ・アウト実行の閾値が 95% (持分 又は 議決権割合) から 90% (持分 及び 議決権割合) に引き下げられた。当初フランスは、2006 年の EU 企業買収指令を国内で立法化した際、スクイーズ・アウトの閾値を 95% (EU 企業買収指令で認められていた最も高い閾値) に設定していた。しかし、このように高い閾値のもとでは、フランスにおいて上場している会社や、上場を検

¹ 買収防衛策の例としては、後記4(2)(b)買収防衛策の項目参照。

² AMFは、①買収防衛策が買収に関する基本原則に反しているような場合、②多義的な解釈が可能な論点が問題となった場合等に、個別の事案に介入し公式見解を表明することがある。一例として、フロランジュ法施行前であるが、AMFは、2004年4月23日付プレスリリースにおいて、対象会社が買収防衛策の一環として株主に対して新株予約権を発行（対象会社が係属中の訴訟において勝訴することが行使条件とされている。）したことについて、自由競争の原則に反することを理由に、反対の立場をとった。同様に、後記4(2)(c)a. に記載のとおり、Veolia-Suez案件においても、AMFは2021年4月2日付のプレスリリースにおいて、オランダ法上の財団の組成に基づく防衛策は、公開買付けに適用される規則と基本原則を損なうとしている。もっとも、かかるAMFの見解に法的効力はなく、当事者がそれと抵触する対応をとることが直ちに妨げられるわけではない。

³ 2021年～2022年3月の期間を対象とした年次報告書については下記URLを参照。AMF「2021 Annual Report」(2022 年 7 月 18 日 公 表)(https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2022-07/AMF_RA21_EN_0.pdf, 2023年2月20日最終閲覧。)

⁴ 2022年改正後の商法L225-35条においては、文化・スポーツといった要素も"corporate interest"の考慮要素となることが明文化された。

討している会社が、上場廃止基準が緩やかな国の証券市場に上場先を移すことが懸念されたため、数年間の議論を経て、2019年にスクイーズ・アウトの閾値の引き下げが決定された。また、上場廃止基準が緩和されるというシグナルを市場に送ることで、フランスでのIPOを促進することもその目的であった。

さらに、いわゆるアクティビストファンドが、上場会社の買収の局面において、比較的少ない割合の対象会社の株式を取得することで、スクイーズ・アウトの実現を妨害し、高値での売却を交渉するといった行動を阻止する効果も期待されていた。

結果として、従来の閾値よりも緩やかな90%という基準は比較的好意的に受け止められている⁵。2019年の法改正に伴うスクイーズ・アウトの閾値の緩和以降2022年末まで、70件のスクイーズ・アウトが完了している。このうち、2021年までにスクイーズアウトが完了した49件中19件は、スクイーズ・アウト実施前における少数株主の保有割合が5%以上10%未満であったため、法改正前における閾値であればスクイーズ・アウトは実行できなかった⁶。

(2) フランスにおける近年の公開買付けの件数

フランスにおける2017年以降の公開買付けの件数は、以下の表のとおりであり、2005年以降⁷の公開買付けの件数は、別紙1のとおりである。

表IV-1 フランスにおける近年の公開買付けの件数

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
€1 Bil超	2	0	0	2	3	2
€500 Mil以上€1 Bil以下	1	2	1	0	0	0
€500 Mil未満	34	18	26	27	38	27
合計	37	20	27	29	41	29

(3) フランス上場会社M&Aにおける最近の特徴と課題

フランスの過去3年間の上場会社M&Aにおいては、テクノロジー関係の会社に対する買収が活発である。

⁵ 2019年におけるスクイーズ・アウトの成功率は70%、2020年には78%、2021年には79%と上昇傾向にある。この6年間は成功率が70%から80%の間で推移しており比較的安定しているといえる。もっとも、それはプレミアムが魅力的であることも一因といえる。

⁶ 2022年にスクイーズ・アウトが完了した案件のうち、スクイーズ・アウト実施前における少数株主の保有割合が5%以上10%未満であったものの件数は、本報告書作成時点において、AMFから公表されていない。

⁷ AMFは2003年に設置された。

また、比較的高額な買収プレミアムもフランス上場会社 M&A の特徴である。近年の市場環境はやや悪化しているものの、2022 年の初めより小規模から中規模の企業買収が相次ぎ、こうした案件の買収プレミアムは、約 50%と 2021 年上半期平均の 33%、2020 年平均の 20%に比して増加傾向にある。

(4) フランスの上場会社 M&A における不成立案件の概要とその理由

フランスにおける近年の主要な上場会社 M&A の不成立案件とその概要は以下の表のとおりである。政府の意向により不成立となった案件の存在が特徴的である。

表IV-2 近年の主要な不成立案件とその概要

公表時期	業種	買収者	対象会社	概要
2022年9月	ビデオゲーム	Irata LLC	Atari	IrataはAtariに対し、同社のエコシステムを拡大するAtariの事業戦略を支援するべく、友好的な公開買付けを実施したが、公開買付価格には市場株価に一定のプレミアムが付きされていたものの、マーケットではその価格が十分でないと判断され、結果として公開買付けにより Irata が取得したAtariの持分及び議決権割合は35%にとどまり、取得株式数の下限（50%）に達しなかった。
2022年9月	TVメディア	TF1	M6	実現すれば広告市場で70%以上を占めることとなる大規模な合併であり、競争当局からの承認が得られなかった。
2022年5月	建設	Vinci/Eiffage	SMTPC	買収開始時に既に Vinci 及び Eiffage で相当な割合の対象会社株式を保有していたが、少数株主が保有する 33.9% の株式のうち 2.2% を取得するにとどまった。対象会社である SMTPC は 2021 年の EBITDA マージンが 77.2% と収益力が高いことが特徴である。SMTPC の株式は現在

				も高い流動性を維持したまま上場しており、株価も買収の提示価格以上の高い水準で推移している。
2021年1月	スーパー	Couche-Tard	Carrefour	Carrefourの主要株主であるMouzin一族とLVMHグループは同社の売却意向を有しており、カナダ系のガソリンスタンドやコンビニ経営大手のCouche-Tardへの売却協議を行っていた。この交渉の継続中にフランス政府は、2019年12月31日、外資規制に基づく権限により拒否権を行使した。これについて当時の仏経済大臣は「食の安全確保は我が国にとって戦略上重要であり、主要なフランスの小売業者を手放すことはできない。」とコメントした。
2019年6月	自動車	Fiat-Chrysler	Renault	合併による統合が企図されていたが、主要株主間での交渉等が進む中で、Fiat-Chrysler側が交渉を撤回した。原因としては、フランス政府が提示したフランス国内の雇用や産業地域の維持、ガバナンス体制、ドイツと共同して開始した電池に関するイニシアチブへの参加の条件に関する協議が調わなかつたことが挙げられる。また、Renaultと日産との提携とどう折り合いを付けるかも深刻な問題であったとされている。

2 フランス上場会社 M&A における AMF の権限・役割

(1) AMF の権限と役割

フランスの上場会社 M&A における AMF の監督官庁としての権限は広範囲にわたる。公開買付届出書類の審査とその承認権限、公開買付けに係る計画の修正要請、

スクイーズ・アウト時の退出株主への対価の審査といった一般的な監督権限を有しているほか、上場会社 M&A における基本原則に違反する当事者の行動があると判断した場合には、個別事案に介入し、独自の見解を示すこともあり、AMF には、公開買付けが後述する基本原則を遵守しているかを審査することが期待されている。

もっとも、AMF は公開買付けを必要以上に制約・制限することを企図しているわけではなく、例えば、後記 3(2)(c)b. のとおり、AMF は、任意的公開買付けの局面において、原則として、買付価格について決定権を有するわけではない。しかしながら、MBO 等の買付者と対象会社の経営陣や取締役会との間に利益相反が存在するような場合や、買付者が公開買付け後のスクイーズ・アウトを実施する場合、対象会社は独立専門家を起用してフェアネス・オピニオンを取得することが求められ、AMF はその専門家による検討内容や意見を詳細に審査することが想定されている。また、AMF が審査する公開買付関連書類には、買付価格について、複数の算定方法を基礎とする客観的な価値算定を記載する必要があるが、AMF は、かかる関連書類の審査を通じて、一定程度実質的に買付価格の審査を行っているとも評価できる。

(2) AMF の構成

AMF の組織規模は、職員約 500 名であり、理事会 (*Board/Le Collège*) と執行委員会 (*Executive committee/Le Comex*) と呼ばれる 2 つの独立した合議体が AMF の主な機能を担っている。

理事会は AMF の主要な意思決定機関であり、大統領により 5 年の任期付きで任命される AMF 議長 (*Chairman/Le président*) が議長を務め、政府機関の任命する 16 名のメンバーから構成されている。その事務を統括する事務総長 (*Secretary General/Le secrétaire général*) は AMF 議長により任命される。

理事会は AMF の一般規則を運用し、AMF の職員の上申に基づき、認可・承認等の個別決定を最終的に行い、検査・調査報告書を審査する。また、行政処分や差止命令の手続を開始する必要があるかどうかの決定権限も有する。

AMF 議長は争訟手続において AMF を代表する権限を有しているほか、理事会の意見を聞いた上で執行委員会の決定に異議を申し立てることができる。AMF 議長は毎年大統領と議会の両院の議長に対して年次報告書を提出し、金融規制に関して参考人として招致されることもある。

執行委員会は政府機関の任命する 12 名のメンバーから構成されている。AMF の所管法令・規制に違反し、市場機能や投資家保護を阻害するような行動をとる者に

対して独立した処分権限を有しており、制裁を課すことも認められている。また、理事会から委嘱された不服申立ての審理も行う。

AMF の職員の多くは実務経験を有する者であり、担当する部署により、法務（弁護士や企業法務の経験を有する者）、金融（金融機関やアセットマネジャーの経験を有する者）、監査、コンプライアンス等の専門家等が採用される。

(3) 取引実行に際しての AMF との協議及び AMF による個別案件への介入

公開買付けにおいて、AMF は、開示書類が法令を遵守しているかどうか事前に審査することになっており、当事者は、案件の公表に先立ち、開示書類について AMF に相談・協議するのが通常である。これは日本における公開買付けの実務と同様であるが、AMF の権限は日本における財務局と比較して広範であり、後述する Veolia による Suez の買収案件のように、案件公表後に個別の案件について独自の意見を公表する等、個別の案件に介入する権限を有していることが特徴的といえる。もっとも、そのような介入は頻繁に行われるわけではなく、判断の分かれ得る論点が浮上した場合等、AMF が監督官庁として市場に対して何らかのメッセージを発する必要があると考える際に介入することがある。

(4) AMF の各種決定と裁判所による司法的判断との関係

AMF の決定に対しては裁判所に不服申立てをすることができ、不服申立先は原決定の属性によって以下のとおり分かれている。

企業買収に関する AMF の決定に対しては、決定後 10 日以内にパリ控訴院（AMF の監督する業者の規制等に関する決定についてはコンセイユ・デタ）に対して不服申立てをすることができる。また、AMF の執行委員会による行政処分の決定に対しても行政処分を受けた当事者への通知から 2 か月以内に同様に不服申立てをすることができる。

なお、2021 年には執行委員会による 19 件の行政処分があったが、これに対して被処分者からの不服申立てが 7 件、AMF 議長からの不服申立てが 3 件あった。

企業買収に関する AMF の決定及び執行委員会による行政処分が不服申立てにより裁判所で覆されることは稀である。他方で、プライバシー保護の観点から AMF の調査権限を限定的に解釈する裁判例⁸が複数出されており、AMF による調査の実効性への影響が実務上の論点となっている。

⁸ 執行委員会の決定に対する不服申立てに関して出された複数の裁判例において、プライバシー保護の原則に反することを理由に AMF の情報収集に関する調査権限が制限されている。

3 フランス上場会社の買収の手法・取引ストラクチャー

(1) 概要

フランスにおける上場会社の主な買収手法は公開買付けである。その他の取引ストラクチャーとしては、合併、株式譲渡、資産譲渡、資産・株式の出資があるが、上場会社の買収は任意的又は義務的公開買付けにより実施されるのが一般的である。合併はグループ間取引において用いられることが多いものの、対象会社の株式及び議決権の100%の取得を目指す場合において公開買付けと併用されることもある。フランスにおける上場会社の多くは大株主の所有割合が高いため、買付者は、まず対象会社の支配持分を取得した後に、義務的公開買付けを行うことが多い。かかる手法を用いることにより、買付者は公開買付けの開始以前に一定の持分を取得することが可能となり、対抗提案がなされるリスクを軽減できる。もっとも、公開買付けが不成立の場合においても買付者は大株主から取得した株式を保有し続けなければならず、かかる点が当該手法のデメリットともいえる。

(2) 公開買付け

(a) フランスの公開買付制度における基本原則

公開買付けに関する規定は、主に、通貨金融法の委任（同法 L433-1 条 1 項）を受けた AMF 一般規則に定められている⁹。

AMF 一般規則 231-3 条においては、買付提案と対抗提案の公平な取扱い、買付提案の対象となる証券の保有者の公平な取扱いとそれに対する公平な情報提供、市場の透明性と高潔性、取引の公正性と買付者間における公正な競争が基本原則として定められている。

その他にも、公開買付けに関わる原則は様々な法源から導かれている。EU 企業買収指令や、パリ控訴院、破毀院の判例のほか、商法、通貨金融法等の成文法に原則の根拠がある場合もある。2006 年の EU 企業買収指令¹⁰の国内立法化を機に、

⁹ "Afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques portant sur des instruments financiers émis par une société dont le siège social est établi en France et qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé français." 「株主間の平等と市場の透明性を確保するため、AMF一般規則は、フランスに登録上の住所を有する会社の発行する、フランスの規制市場で取引される証券に係る公開買付けに関する規定を定める。」（通貨金融法L433-1条1項。）

¹⁰ EU企業買収指令3条において、(i)買収提案を受けた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ず、株主が公開買付けにより得られるメリットを否定してはならない、(ii)買収提案を受けた会社、買収提案を行った会社及び買収提案を行うことを検討中の会社は、株価の操作や市場の通常の機能を歪めることにより不公正な市場を生み出してはならない、といった規定もある。

これらの法源から導かれる諸原則を総合的に AMF が運用する仕組みとなっている。

(b) フランスにおける公開買付手続の概要

フランスにおける公開買付けは、公開買付義務の有無によって、義務的公開買付と任意的公開買付けに分類される。なお、義務的公開買付け及び任意的公開買付けにおける主な規制の異同としては、後記(c)の最低価格規制及び後記(f)の取得株式数の条件に関する規制が挙げられる。さらに、一定の場合には、簡易な手続による公開買付け（簡易公開買付け）を実施することも認められる。

a. 公開買付義務

以下(i).から(iii).の場合に公開買付けによることが義務付けられる。日本においては、一定の株券等所有割合を超えることとなる買付け等について公開買付けを実施することを義務付けられているが、フランスにおいては、一定の数以上の持分又は議決権を取得した後に公開買付けを実施することを義務付けられていることが主な相違点といえる。

(i). 持分又は議決権割合要件

30%以上¹¹の上場会社の持分又は議決権割合を取得するに至った場合、公開買付けを実施することが義務付けられる（AMF 一般規則 234-2 条）。なお、Euronext Growth 等の MTF（Multilateral Trading Facility）で証券が取引されている上場会社については 50%の持分又は議決権割合が義務的公開買付けの要件となる（AMF 一般規則 235-2 条）。

(ii). スピード要件

また、上場会社の持分又は議決権割合が 30%以上 50%以下の株主が連續する 12か月の間に当該上場会社の株式を 1%以上取得した場合には、公開買付けを実施することが義務付けられる（AMF 一般規則 234-5 条）。このスピード要件に従って公開買付義務が課される場合としては、例えば、30%以上 50%以下の議決権を保有す

¹¹ 公開買付義務が課される持分又は議決権割合要件は、2010年の法改正により3分の1から30%に引き下げられたが、当該改正の理由としては、株主保護を厚くすることに加えて、他のEU諸国では30%の閾値を設けている例が多かったという点が挙げられる。

る株主が、複数議決権制度により議決権を新たに取得するケースが考えられる。すなわち、フランスの会社において、2年以上株式を継続して保有した株主は、通常、1株につき追加で1個の議決権を取得することとなるが（脚注17を参照）、かかる議決権の追加取得についてスピード要件が適用されることが考えられる。このような株主が公開買付義務を免れるためには、追加で取得する議決権が1%以上とならないよう、一定数の議決権を放棄する必要がある。

前記(i).又は(ii).の公開買付義務に違反して上場会社の株式を取得した場合、義務的公開買付けの閾値を超える部分について議決権が剥奪されることになる。また、制裁の対象になると共に、AMFが公開買付けの開始を求めて履行命令を申し立てる可能性もある。

(iii). 対象会社に上場子会社が存在する場合

フランスの上場会社に対して公開買付けを実施する際、その子会社がEEAその他の海外の証券取引所に上場している場合、対象会社がその上場子会社の持分又は議決権の30%超を保有しており、かつ、その上場子会社が対象会社にとって必要不可欠な資産であれば、買付者はAMFに対して、当該上場子会社について公正かつ撤回できない公開買付け（irrevocable and fair public bid）を実施した又は実施することを示す書面を提出しなければならない（AMF一般規則231-13条）。

(iv). 義務的公開買付けの適用除外

前記(i).から(iii).の義務的公開買付けの要件に該当する場合であっても、支配権の取得を目的としない取引に関連して義務的公開買付けの閾値を一時的（6ヶ月を超えない範囲）に超えるに止まるときは、公開買付けによらずに株式等を取得することが許容されている（AMF一般規則234-4条）。その他、AMFは、個人間での贈与、法人から出資者に対するその権利に比例した資産の配分、グループ会社間における取引、対象会社の既存の持分又は議決権の消却による持分又は議決権総数の増加、合併（株主総会の承認が必要）、現物出資による又は財務的に困難な状況ある状況下における増資の引受け（株主総会の承認が必要）、上場会社の持分又は議決権の30%超を保有している持株会社の株式の取得（当該上場会社の株式が持株会社にとって必要不可欠な資産でない場合に限る。）等の場合には、公開買付義務を免除することができる（AMF一般規則234-9条）。日本においても、新株予約権の行使による買付け等の権利行使型の取引、グループ内での取引等は、義務的公開

買付けの適用除外とされており、我が国における制度と一定程度類似するものといえる。

b. 簡易公開買付手続

買付者の上場会社に対する持分及び議決権の保有割合が 50%以上である場合あるいは事前の取得により持分及び議決権の保有割合が 50%以上となる場合、又は、買付者が対象会社の持分又は議決権の 10%以下の取得を行う場合には、簡易公開買付手続を用いることができる（AMF 一般規則 233-1 条）。後記(c)のとおり、簡易公開買付けの場合、買付期間は 10 取引日（AMF 一般規則 233-2 条）と通常の公開買付け（通常 25 取引日）と比較して短く、また、追加応募期間は設定されないことが一般的である。

(c) 最低価格規制その他買付価格に関する規制

日本の公開買付制度上、法令において公開買付価格の水準自体について特段の規制は設けられていないものの、フランスの公開買付制度においては、以下のような規制が設けられている。

a. 義務的公開買付けにおける最低価格規制

義務的公開買付けの場合、買付者が提示する価格は、少なくとも、義務的公開買付けの要件となる持分又は議決権割合の閾値を超える前の 12 か月の間に、買付者が対象会社の株式を取得した際に支払った価格のうち最も高い価格を下回ってはならない（AMF 一般規則 234-6 条）。

もっとも、対象会社や証券市場の状況に重大な変更があった場合、具体的には、公開買付届出書提出前の 12 か月の間に買付けの対象となる証券の価値に重大な影響を与える可能性のある事象が生じた場合、対象会社が財務的に困難な状況にある場合、また、その他特段の事情が認められる場合には、AMF はそれと異なる価格で買付けを行うよう要求することができ、資産売却において通常用いられる客観的な算定基準・方法により決定することになる¹²。12 か月の間に参照るべき株式取得が行われていない場合も同様である（AMF 一般規則 234-6 条）。

¹² なお、これらの3要件は独立した要件ではなく、対象会社の性質等を斟酌し、客観的な価格を決定するために複合的に参照される（Bénédicte François, Jean-Paul Valuet, Alain Lienhard and Pascal Pisoni "Code des sociétés 2023 39ed – Annoté et commenté" (Dalloz, 2022), pp. 2203-2204参照。）。

b. 任意的公開買付けにおける最低価格規制

任意的公開買付けの場合、原則として買付者が自由に買付価格を設定できる。もっとも、買付者が対象会社の持分及び議決権の 50%以上を既に保有している場合に行われる簡易公開買付け又は 90%以上の持分又は議決権を保有する支配株主による買付け (public buyout offer) の場合、AMF の承認がある場合を除いて、公開買付届出書提出前の 60 取引日における加重平均株価を下回ることはできない。

また、現金を対価とする対抗提案又は再提案については、原則として、先行する買付提案の価格より 2%以上高い価格でなければならない。ただし、対抗提案又は再提案に下限が設定されていない又はその下限が先行する買付提案の下限よりも低い場合、先行する買付提案と同じ価格でもよく、また、先行する買付提案の対価が株式を含む場合、対抗提案又は再提案が対象会社の株主に対してより良い条件を提示しているものと判断される。

(d) 別途買付けに関する規律

日本とは異なり、フランスの公開買付制度において別途買付規制は課されておらず、公開買付者は、原則として公開買付届出書の提出後から公開買付けの結果公表までの間、対象会社の株式を市場において取得することができる。もっとも、公開買付けの公表から公開買付届出書の届出を行うまでの間、買付者は対象会社の株式を市場において取得することはできない。また、2 社以上に対する公開買付けが行われており、一方の公開買付けの成立が他方の公開買付けの成立条件とされている等の例外的な場合、買付者は、公開買付届出書の提出後から公開買付けの結果公表までの間、対象会社の株式を市場において取得することができない。なお、公開買付者が公開買付届出書の提出後から公開買付けの結果公表までの間に対象会社の株式を取得した場合、取得価格が公開買付価格と同額又はそれを下回るときは公開買付価格に変更はない。他方で、取得価格が公開買付価格を超える場合、その超過分が 2%以下であれば公開買付価格は自動的に 2%引き上げられ、超過分が 2%を超えるとき、公開買付価格は、買付者による取得価格のうち最も高い金額に自動的に引き上げられる。

(e) 公開買付けのスケジュール

公開買付けのスケジュールは AMF が個別に定めることとなっている。日本において公開買付期間は原則として 20 営業日以上 60 営業日以内とされているが、フランスにおける通常の公開買付けの場合、買付期間は 25 取引日（延長される場合もある）であり（AMF 一般規則 232-2 条）、その後、10 取引日の追加応募期間が設

定されることが一般的である¹³。追加応募期間の設定により、当初の買付期間において応募しなかった株主は、公開買付けの結果を踏まえて追加応募期間において応募の是非を再度検討し株式を売却する機会を得ることができる。なお、簡易公開買付けの場合、買付期間は10取引日と通常の公開買付け（通常25取引日）と比較して短く、また、追加応募期間は設定されないことが一般的である。

以下が、通常の公開買付手続における一般的なスケジュールである。

表IV-3 通常の公開買付手続における一般的なスケジュール

Day	内容
Day 0	買付者が届出書のドラフトをAMFに提出
Day 5	対象会社の労使協議会による買付者の審査（届出書ドラフトの提出から1週間以内）
Day 15	対象会社の労使協議会が選定した会計監査人による監査結果報告書の作成（届出書ドラフトの提出から3週間以内）
Day 20	対象会社の労使協議会による意見の提出（届出書ドラフトの提出から1か月以内）及び対象会社の取締役会による意見の提出
Day 25	AMFによる届出書の承認
Day 26	届出書の公表
Day 27	買付期間の開始
Day 46	対抗提案の提出期限
Day 51	買付期間の終了（AMFが届出書を承認したことについて異議が出された場合、対抗提案がなされた場合、買付者又は対象会社に関する開示情報に重要な過誤があり、また、それが不十分であるとAMFが認めた場合、公開買付けが競争当局の承認を条件としている場合等、買付期間が延長される場合がある。）
Day 60	買付期間終了後9取引日以内にAMFが買付結果を公表 ¹⁴
Day 63	決済日
Day 61-Day 70	追加応募期間

(f) 取得株式数の条件に関する規制

¹³ 公開買付終了後の10取引日の追加応募期間の設定は、AMF一般規則232-4条で規定されている。買付者が公開買付後にスクイーズ・アウトを実施予定であることを公開買付開始時に公表しており、かつ公開買付終了時点でスクイーズ・アウトの実施が可能な場合において、買付者がスクイーズ・アウト実施の届出を買付結果の公表後10取引日以内に行ったような場合には、追加応募期間の設定の必要はない。

¹⁴ AMF一般規則232-3条。

a. 取得株式数の上限

日本において買付者に全部買付義務が課されるのは買付後の株券等所有割合が3分の2を超える場合に限られるものの、フランスでは、原則として買付者に全部買付義務が課されており、部分買付けは認められない（AMF一般規則231-6条）。もっとも、全部買付義務の例外として、対象会社の持分又は議決権の10%以下の取得を目的とする簡易公開買付けの場合にはその限度で部分買付けが認められている（AMF一般規則233-1条）。

b. 取得株式数の下限

日本では、取得株式数の下限について買付者が自由に設定することが可能であるが、フランスでは、義務的公開買付けであるか任意的公開買付けであるかにかかわらず、公開買付け終了時に対象会社の持分又は議決権の50%を取得していない場合、公開買付けは不成立となる（AMF一般規則231-9条1項）。任意的公開買付けの場合、買付者は対象会社の持分又は議決権の取得割合について50%よりも高い下限を設定することができる（AMF一般規則231-9条2項）ものの、AMFが3分の2より高い下限を許容することは稀である¹⁵。

(g) 公開買付けの撤回・条件に関する規制

a. 公開買付けの撤回

日本においては、買付者は公開買付開始公告をした後は原則として公開買付けを撤回することはできず、撤回できる事由は法定されているが、フランスでも撤回事由は限定されている。具体的には、対抗提案又は再提案のスケジュールが公表された場合、買付者は5取引日以内にAMFに通知を行うことで公開買付けを撤回することができる。また、公開買付けが当初の目的を達成できず無意味なものとなつた場合、対象会社が公開買付けへの対抗策として買付期間中あるいは買付けが成功した場合に備えて対象会社の形態（consistance）を変更した場合又は対象会社による対抗策により買付者による買付けの費用が増加した場合、買付者は、AMFの許可を得た上で、公開買付けを撤回することもできる¹⁶（AMF一般規則232-11条）。

¹⁵ François他・前記注12, pp. 2178-2188参照。

¹⁶ François他・前記注12, pp. 2198-2199参照。

なお、本条の場合において、AMFが2か月以上公開買付け撤回の許可をしない場合は、撤回の不許可決定があったものとみなされる（2015年11月10日のデクレ2015-1454号、2015年11月12日以降の撤回申出に適用。）。

b. 公開買付けの条件

公開買付けに際して競争法上の当局のクリアランスを条件とすることを認められているが、この場合競争法の審査は公開買付けの開始から 10 週間以内に終了するものでなければならない（AMF 一般規則 231-11 条）。そのため、競争法審査がいわゆるフェーズ 2 に移行する等、10 週間を超えるような場合には、公開買付けは不成立となる。また、買付者が複数の対象会社の株式について公開買付けを実施する場合 (*offres concomitantes*)、他の公開買付けの成立を条件とすることも認められている（AMF 一般規則 231-10 条）。このほか、買付者の株式を対価とする場合において買付者の株式を発行するためにその株主総会の承認が必要となる場合は、その承認を公開買付けの条件とすることもできる（AMF 一般規則 231-12 条）。

なお、日本と同様に、買付者は公開買付届出書の届出段階で AMF に資金証明を提出する必要があることから、資金調達の実現を公開買付けの条件とすること（ファイナンス・アウト）は認められていない。

(h) 少数株主退出のための制度

a. 公開買付け後のスクイーズ・アウト

公開買付けを実施する買付者は、公開買付届出書を提出する際にスクイーズ・アウトを実施する旨の計画を AMF に通知することにより、公開買付けの結果 90%以上の持分及び議決権を保有する支配株主となった場合に、公開買付けの成立から 3 か月以内に、自動的に少数株主の保有する残存株式を取得できる（AMF 一般規則 237-1 条）。また、買付者は、公開買付届出書を提出する際にかかるスクイーズ・アウトを行う権利を留保する旨 AMF に通知することで、買付けの結果に応じてスクイーズ・アウトを実施するかを判断することも可能である（AMF 一般規則 237-2 条）。

なお、スクイーズ・アウトの価格は、公開買付価格を下回ってはならず、また、現金対価の公開買付けの後にスクイーズ・アウトを実施する場合を除き、買付者は独立した価値算定の専門家によるレポートを AMF に提出しなければならない（AMF 一般規則 237-3 条）。

スクイーズ・アウトの閾値は持分及び議決権の 90%以上であり、日本におけるそれと比較して高く設定されている。この点に関連して、2021 年の BPCE による Natixis の買収の際に、BPCE が対象会社の株式の 85%を保有するまでは公開買付けに応募しない意向であったインデックスファンドの存在により、BPCE が 90%以

上の議決権を取得できない可能性が生じ、そのため買付期間が延長された例は注目に値する。この事例において、最終的に BPCE は公開買付けにより Natixis の議決権の 90%以上を取得することができ、スクイーズ・アウトは成立したものの、今後、このようなインデックスファンドの存在により、90%の閾値に届かずスクイーズ・アウトを実施できない事例が出てくることも想定される。

b. Public Buyout Offer (支配株主による買付け)

90%以上の持分又は議決権を保有する支配株主は public buyout offer (支配株主による買付け) により少数株主を退出させることができると AMF 一般規則 236-3 条、236-4 条)。かかる支配株主は、public buyout offer の後、自動的に残存株式を取得することができる。なお、公開買付け後のスクイーズ・アウトと同様、支配株主は、public buyout offer の届出書を提出する際にかかるスクイーズ・アウトを行う権利を留保する旨 AMF に通知することで public buyout offer による買付けの結果に応じてスクイーズ・アウトを実施するかを判断することも可能である。

c. セル・アウト権

少数株主は、株式の流動性が低下して市場で売却ができない等の事情がある場合、90%以上の持分又は議決権を保有する支配株主による public buyout offer の実施を求めることができる (AMF 一般規則 236-1 条)。この要請は少数株主が AMF に申立てを行い、実施相当と AMF が認めた場合に、AMF から支配株主に対して public buyout offer の実施が命ぜられる。

(i) 潜在的買収者による買収の意図の公表 ("put up or shut up" rule)

ある上場会社の株価が変動し、又はその株式の取引高に通常でない動きが見られるような場合において、潜在的買収者が買収の準備を進めていると合理的に考えられるとき (例えば、潜在的買収者が公開買付けの準備に向けて対象会社との間で協議を行っていたり、アドバイザーを選任したりしているとき)、AMF は当該潜在的買収者に対して買収の意図の有無を公表するよう要請することができる (いわゆる "put up or shut up" rule) (AMF 一般規則 223-32 条から 223-35 条まで)。

潜在的買収者が買収の意図を明らかにした場合、AMF は潜在的買収者に対して所定の期間内に買付条件等を記載したプレスリリースを出すか、若しくは公開買付届出書を提出するよう要求することになる。また、潜在的買収者が買収の意図はないと言明した場合 (所定の期間内にプレスリリース又は公開買付届出書を提出

しなかったため買収の意図がないとみなされる場合を含む。) は、市場環境や関係当事者の置かれた状況又はその株式保有に重大な変更がない限り、その宣言時点からあるいは AMF が定めた所定の期間経過後 6 か月間は対象会社について買収提案を行ってはならない。また、当該期間が終了するまで、潜在的買収者は、公開買付義務が生じるような買付けを行ってはならず、また、自らの保有する対象会社の持分又は議決権が 2%以上増加する買付けを行った場合は、その事実と買付けの目的を直ちに開示しなければならない。

このルールは 2006 年に導入されたものである。それ以前も、AMF は、AMF 一般規則上、公開買付けの準備を行っている潜在的買収者に対してその意図を公表するよう促すことができたものの、かかる権限に強制力はなかった。2005 年に PepsiCo が Danon を買収する旨の憶測報道がなされたところ、それにより Danon の株価が大幅に上昇したことを受け、AMF の権限を強化する目的で、イギリスにおける"put up or shut up" rule も参考にして導入された。このルールの導入以降、実際に適用された例としては以下のものが挙げられるが、その数は多くない。

- Suez (2007 年) : Enel と Pinault グループ (現 Kering) が Suez を買収する可能性について報道があったことを受け、AMF は、Enel と Pinault グループによる買付けを 6 か月間禁止した。
- Zodiac Aerospace (2010 年) : Safran が Zodiac Aerospace を買収する憶測報道が流れたため、AMF は Safran に対してその意図を明らかにするよう求め、その後、Safran は公開買付けを実施するつもりがないことを明らかにした。
- Club Méditerranée (2014 年) : Club Méditerranée に対する公開買付けが継続している中、AMF は Global Resorts に対してその買収意図の有無を明らかにするよう求め、その後、Global Resorts は Club Méditerranée に対する対抗公開買付けを実施した。

このルールが適用されると、潜在的買付者は準備が不十分な段階で買付けのプロセスを開始する必要が生じかねず、また、買付けのプロセスを開始できなければ 6 か月間の待機を余儀なくされ、その間に他の買収者が現れて対象会社を買収してしまうと買収の機会を失う可能性がある点で、潜在的買収者に深刻な影響を与える可能性があるといえる。なお、フランスにおいて、いわゆるアクティビスト株主に対してこのルールが適用された例は見当たらない。

(j) 労使協議会への諮問

買付者が公開買付届出書を AMF に提出した後、対象会社は労使協議会 (*Le comité social et économique (CSE)*) を開催してこれを通知し、労使協議会は、必要に応じて買付者へのヒアリングを実施した上、公開買付けに関する意見を出すことにな

る。その際、労使協議会は、独自のアドバイザーを選定することもあり、労使協議会による買付者に対するヒアリングが実施される場合には買付者は対象会社の事業・財務政策や戦略計画に加え、雇用関係、事業場所及び意思決定がなされる場所への影響を示す必要がある。もっとも、労使協議会の意見は、一つの情報として提供されるものであり、公開買付けを中断・中止させる効果を有するものではない。フランスでは、このように、労使協議会への諮問とその意見表明を通じて、公開買付けによる買収の局面において、対象会社の従業員の意向が考慮・反映されることになっている。

また、買付者に労使協議会が存在する場合にも、買付者は労使協議会を開催して買付内容や雇用への影響について説明することが義務付けられている（以上、労働法 (*Code du travail*) L2312-42 条）。

(3) 対抗提案に係る制度概要

AMF 一般規則には、対抗提案がなされた場合の一般的な規律が定められている。例えば、対抗提案は買付期間の終了日の 5 取引日前までに届け出る必要があり（AMF 一般規則 232-5 条）、買付者は、買付期間の終了日の 5 取引日前までに、対抗提案よりも良い条件を提示することができ（AMF 一般規則 232-6 条）、対抗提案がなされた場合、買付者は、対抗提案のスケジュールが公表された後 5 取引日以内に公開買付けを撤回することができる（AMF 一般規則 232-11 条。前記(2)(g)a.参照）。なお、対抗提案がなされた場合、AMF は、当初の買付提案の期間を延長することの是非を判断することになる（AMF 一般規則 232-8 条）。

また、現金を対価とする対抗提案については、原則として、先行する買付提案の価格より 2%以上高い価格でなければならない（前記(2)(c)b.参照）が、その他の場合でも、AMF は、株主にとって買付条件が大幅に改善されたと判断する場合は対抗提案を認めなければならない（AMF 一般規則 232-7 条）。公開買付けの開始の公表から 10 週間以上経過後において、AMF は、買付価格の引上げ等条件改善の期限を定めることができ（AMF 一般規則 232-12 条）、また、一定の期限までに各買付者に最終条件（当初の買付提案の維持を含む。）を提示させることもできる（AMF 一般規則 232-13 条）。

4 非友好的買収と買収防衛策の導入・発動に関するルール

(1) 非友好的買収案件の件数・推移

フランスにおいて、非友好的買収は法制上許容されているものの、その件数は2014年以降、以下の表の7件のみと極めて少ない。

表IV-4 フランスにおける2014年以降の非友好的買収の概要

年	当事者	当時の時価総額	備考
2021年	Veolia→Suez	129.6億ユーロ	後記(2)(c)a.参照
2021年	Trudaine Participations → Filae	3,300万ユーロ	最終的には買収提案を撤回
2016年	Gecina→Eurosic de Paris	25.1億ユーロ	現金と株式を対価とする買収
2016年	Vivendi→Gameloft	6億8,683万ユーロ	後記(2)(c)b.参照
2014年	Prologue→O2i	1,470万ユーロ	株式を対価とする買収
2014年	Global Resorts → Club Méditerranée,	9億1,592万ユーロ	対抗提案のため買収不成立
2014年	SMABTP → Société de la Tour Eiffel	3億2,350万ユーロ	—

なお、非友好的買収は、対象会社との買収価格の交渉により、事後的に友好的な買収となることが多い。

(2) 買収予防策・防衛策

(a) 買収予防策等

a. 株主との合意

フランスにおいては、あらかじめ友好的な株主に一定の権限を付与あるいは集中させ、また、既存株主との間で一定の合意をしておくこと（例えば、既存株主に対する株式の先買権の付与や非友好的公開買付けを行う場合の協議義務等）が、買収予防策として広く活用されている。

b. 定款の定めによる議決権の制限

さらに、定款の定めに従い、株主が株主総会において行使できる議決権を制限することができる。この場合、定款において、株主が保有する議決権の最大数を定める必要があるが、法令上、その最大値について特段の定めはなく、定款において自由に定めることができる。例えば、定款上、一定数の株式に付与される議決権の数

を定め、また、保有する株式数に応じて付与される議決権が減少するといった建付け（例えば、10 株保有すると 10 議決権が付与され、20 株保有すると 1 議決権が追加され、50 株保有すると 1 議決権が更に追加される、といった建付け）を採用することも可能である。また、ある株主が株主総会における議決権の総数のうち一定の割合を超える数の議決権を行使できないと定めることも可能である。

このような議決権の制限は、どの株主総会においても適用することが可能であるが、定時株主総会と臨時株主総会とで異なる取扱いとすることも可能であるし、また、ある特定の議案に関してのみ適用されるとすることも可能である。議決権の制限が適用される期間を一定期間に限定することも可能である。また、定款上、議決権の制限は、公開買付期間中において、公開買付けへの対抗策の承認を求める株主総会における議決権行使には適用されないとすることも可能である。

なお、公開買付けの局面において、買付者が公開買付けにより対象会社の持分又は議決権の 3 分の 2 (定款でこの閾値を下げることも可能) 超を取得した場合、その後に開催される最初の株主総会において、かかる議決権の制限は適用されない。

もっとも、このような議決権の制限は、議決権行使助言会社から厳しく評価されており、実際上、この制度を採用している会社は極めて稀である¹⁷。

c. 大量保有報告制度・保有目的の通知義務

(i). 大量保有報告制度

日本の上場会社の株主は、株券等の保有割合が 5% の基準を超えた場合や、1% 以上増減した場合、その日から 5 取引日以内に大量保有報告書や変更報告書の提出義務を負う。これに対して、フランスの上場会社の株主は、その直接の持分割合又は議決権割合が 5%、10%、15%、20%、25%、30%、3 分の 1、50%、3 分の 2、90%、95% の法定された基準 (*seuils legaux*) のいずれかを超えた場合又は下回った場合、その日から 4 取引日以内に対象会社及び AMF に報告しなければならず、AMF によりその旨が開示される^{18 19}。かかる報告において、株主は実質株主 (beneficial

¹⁷ フランスの会社では、定款に別途定めない限り、株主名簿に名義を登録している株主は、株式を継続して 2 年間保有すれば、株式の追加発行なく、追加の議決権の付与を受けることができる。かかる制度は全ての上場会社に適用されるルールであり、短期的利益を志向する株主に対する牽制となり得るもの、それを超えて、買収予防策あるいは買収防衛策として機能するものではない。なお、当該株主が公開買付けに応募するなどの方法で株式を売却した場合、追加で付与された議決権はその時点で失われることになるため、買付者がその追加の議決権を取得することはできない。

¹⁸ 大量保有報告には、潜在株式の株に加え、既発行の株式で契約等の定めに基づく将来取得する可能性のある株式も記載するものとされている。François 他・前記注 12, p. 1116 参照。

¹⁹ 例外として、マーケットメーカーが対象会社の業務執行に関与していない場合には、5% の閾値を超えた場合の報告義務について免除される。なお、報告義務を負う株主が、同様に報告義務を負う他の者に支配されている場合、当該支配している者（親会社）のみが報告義務を負う。

owner) も開示しなければならないが、買付資金の提供者の開示まで求められるわけではない。また、かかる法定の大量保有報告に加え、対象会社の定款において、0.5%を下回らない限度で、より低い持分割合又は議決権割合 (*seuils statutaires*) を対象会社への報告義務の閾値として設けておくことが認められており、それにより、潜在的な非友好的買収に対して備えることが一定程度期待できると考えられている。なお、株主の持分割合又は議決権割合が対象会社の定款において定めた任意の閾値を超えた場合、当該株主は対象会社に報告する義務を負うものの、AMF に対して報告する義務は生じない。

(ii). 保有目的の通知義務

さらに、前記(i).の大量保有報告制度に加え、今後 6 か月間の保有目的を AMF 及び対象会社へ通知する義務も存在する。すなわち、上場会社の株主は、持分割合又は議決権割合が 10%、15%、20%、25% のいずれかを超えた場合、その後 6 か月間における株式保有目的等の詳細（買付資金の調達方法²⁰、共同買付者の有無、追加取得の計画の有無、支配権取得の計画の有無、取締役選任に係る計画の有無、対象会社に係る戦略とその実行プラン等）を、5 取引日以内に対象会社と AMF に対して通知する必要があり、かかる通知内容は開示される。

(iii). 大量保有報告制度及び保有目的の通知義務に違反した場合の効果

前記(i).記載の法定された大量保有報告基準 (*seuils legaux*) に基づく報告義務を怠った場合や、前記(ii).記載の保有目的の通知義務に違反した場合、大量保有報告義務違反の制裁が弱い我が国とは異なる形の制裁が存在する。具体的には、報告義務又は通知義務を怠った閾値を超えた分の株式について、自動的に 2 年間議決権が停止される²¹。具体的には、会社が株主総会の開催に際して各株主の議決権数（委任状に基づくものを含む。）を確認する際に、開示書類と照らし合わせることで通知義務の懈怠が判明した場合、会社は、閾値を超えた分の株式について議決権行使を認めないことになる。なお、閾値を下回った場合における報告義務又は通知義務の違反があっても、議決権が自動的に停止されるわけではない。

²⁰ 大量保有報告と同様、資金提供者の開示まで求められるものではない。

²¹ もっとも、大量保有報告義務及び保有目的の通知義務に違反した株主に対して実際に制裁が課された事例は存在しない。

また、対象会社、他の株主又は AMF は、報告義務又は通知義務に違反した買付者²²の議決権の全部又は一部を停止するよう裁判所に対し求めることが可能であり、裁判所の決定により 5 年を超えない範囲で議決権の全部又は一部が停止される。もっとも、裁判所の命令によらない議決権の停止は、その対象となる株式が譲渡された場合は効力を失う²³。なお、定款で定めた任意の閾値に基づく追加の報告義務違反にはこれらの制裁は原則として適用されず、報告基準を超えた株式について、定款にこれらの議決権停止を認める記載があり、かつ他の株主の申立てがあった場合に株式の議決権の停止が認められる²⁴。

なお、2010 年 10 月に LVMH が Hermès の株式を取得した際、LVMH は、仲介業者を通じて現金決済型のデリバティブ取引を利用することで、突如として 14.2% の持分を有する株主となり、最終的には Hermès の持分の 22.6% を取得するに至った。これはいわゆるウルフパックに準ずるものといえるが、かかる株式取得手法が問題視されたことを受けて法改正がなされ、デリバティブ証券商品については、現金決済若しくは証券決済を問わず、大量保有報告義務の対象とされた。

d. 株主の特定について

対象会社は、EU 指令 2015/849 及び 2018/843 を根拠とする商法 L228-2 条に基づき、自社の株式の保有者の主体を明らかにするよう求めることも可能である。具体的には、対象会社は証券集中保管機関（Euroclear）に対し、実質株主を含め、無記名株式を保有する株主について、保有主体、保有株式数に関する情報の調査を求めることができる。もっとも、法人株主についてはその背後にいる株主までをも特定することができない点、調査結果と調査時点の間に数週間のズレが生じる点で、株主の特定には一定の限界がある。

なお、株式の保有主体等の調査について、設定された期限内に回答がなされない場合、若しくは回答内容が不十分ないし虚偽であるような場合には、対象会社若しくは対象会社が指名する第三者は、裁判所に対して略式手続において情報開示を申し立てることができ、情報開示命令に応じない場合は罰則が科され得る。

(b) 買収防衛策

²² 報告義務及び通知義務の規定は、株式の共同保有者（対象者について共通の施策を実施する目的に基づいて、議決権を行使、取得、売却することにより協調的に行動することに合意した者。）についても適用される。

²³ François 他・前記注 12, pp. 1136–1141 参照。

²⁴ François 他・前記注 12, pp. 1111–1124, p. 1136 参照。

2014 年以前は対象会社の取締役会は非友好的若しくはアンソリシティドな買収提案又は競合的買収提案²⁵に対して中立の立場を維持することが義務付けられており（中立性の原則）、買収防衛策を発動するためには株主総会の決議が必要とされていた。しかし、前記 1(1)(b)のとおり 2014 年フランジュ法による法改正以降は、取締役会の中立性の原則が破棄され、株主総会の承認が必要とされるものを除き（例えばポイズン・ピル等）、取締役会の判断で"corporate interest"のために買収防衛策を講じることが広く認められることになった。非友好的又はアンソリシティドな買収提案を受けた場合、取締役会としては、買収防衛策の実施を後ろ盾にして、買付条件等について買付者と交渉することもできる。もっとも、買収防衛策の実施にあたっては、複数の買付提案を公平に取り扱うこと、株主間の公平性を確保すること、取引及び買付者間の競争の公正性を担保すること、といった基本原則への配慮が求められ、それに抵触する買収防衛策は AMF や裁判所により否定される可能性がある。主要な買収防衛策としては以下の例が挙げられる。

a. ポイズン・ピル (*Bons Breton*)

実際にフランスにおいてポイズン・ピルが発動された例はないが、株主の承認を前提に、取締役会が株主に対して無償の新株予約権 (*Bons Breton*) を発行し、株主が公開買付期間中に極めて低廉な価格で当該新株予約権行使し株式を取得することにより非友好的買収者の持分を希薄化することが認められている。ポイズン・ピルの発動が株主総会で決議された場合において、それにより対象会社の形態 (*consistance*) が変更されると認められるときには、買付者は、AMF の許可を受けた上で、公開買付けを撤回することができる (AMF 一般規則 232-11 条)。

b. 第三者割当増資

原則として特定の第三者に対して株式を発行するためには株主総会決議が必要であり、取締役会限りの判断でいわゆるホワイトナイトに対して株式を発行することはできない。もっとも、例外的に、対象会社が財務上厳しい状況にあることを非友好的買収者が利用しようとする場合に、取締役会限りの判断で防衛策として資本構成を変更することは許容される。

²⁵ フランスにおいては、競合的買収提案の件数自体が少なく、主要な例としては、2017年のGelmatiに対するAtos及びThalesの買収提案や、2016年のFoncière de Parisに対するGecina及びEurosicの買収提案の例がある。

c. *société en commandite par actions (SCA)*への組織変更（保有と権限行使の分離）

フランスでは、上場会社が株式合資会社 (*société en commandite par actions (SCA)*) という会社形態をとることが認められている。株式合資会社は、無限責任社員 (*commandités*) と有限責任社員 (*commanditaires*) により構成され、無限責任社員はその持分を自由に売買することはできないものの、他方で業務執行者 (*gérant*) を選解任する権限を有している。これに対し、有限責任社員はその持分を売買でき、監査役会のメンバーとして業務執行を監督することはできるものの、業務執行者を選任することはできず、また、会社の業務執行に係る意思決定に関与することもできない。

株式合資会社においては、経営陣を一定の者に限定したまま資金調達を行うことが可能となる。このような会社形態をとる場合、仮に非友好的買収の対象となり、買付者が株式合資会社の持分の過半数を取得した場合でも、買収者は有限責任社員としての権限を有するに止まり、会社のガバナンスや経営の意思決定に影響力を行使することができないため、非友好的買収に対する対抗策となり得る。もっとも、かかる会社形態を採用している会社は少なく²⁶、また、支配持分を有した有限責任社員が無限責任社員に対してプレッシャーをかける手段（例えば、計算書類の不承認、無限責任社員の報酬の剥奪等）もある²⁷。

なお、株式合資会社は非友好的買収の対象となる可能性がほぼないことから、その株価に与える影響も大きい。このため、上場会社が株式合資会社に組織変更しようとする場合、その支配株主は、少数株主に対して株式売却の機会を与えるべく、public buyout offer を実施しなければならない（AMF一般規則 236-5 条）。

(c) 主要な非友好的買収及び買収防衛策の導入・発動事例

a. Veolia による Suez の買収事例

Veolia による Suez の買収事例の概要は以下の表のとおりである。

²⁶ 例えば、Michelin、Hermès、Covivio Hotelsといった会社が株式合資会社の形態を採用している。

²⁷ 買収防衛策としての組織変更とは逆の例として、買収者が株式合資会社の形態をとっている対象会社に株式会社への組織変更を求めるものもあり、著名な例としては、英系ヘッジファンドのAmber CapitalによるLagardèreの買収がある。当時、Lagardèreは株式合資会社であったが、2016年にAmber Capitalが有限責任社員としての持分を取得した当初から無限責任社員へのプレッシャーをかけていたものの、組織変更是実現しなかった。その後、2018年に、Amber Capitalは社員総会において、自らの推薦する者2名を監査役会のメンバーに選任する旨の提案を行い、その提案は否決されたものの、それ以降、無限責任社員である創業者一家等との3年以上の交渉を経て最終的に合意に至り、2021年6月30日にLagardèreは株式会社へと組織変更することとなった。

表IV-5 VeoliaによるSuezの買収事例の概要

年月日	事案の内容
2020年8月30日	VeoliaはEngie（Suezの大株主）に対し、Suez株式の29.9%を1株当たり15.5ユーロで購入する意向を表明
2020年9月	Suezは、Veoliaによる買収提案への対抗策として、中核事業である水事業の譲渡を4年間禁止する仕組み（オランダ法上の財団を組成しそこに水事業を移転）を導入
2020年10月5日	Engie取締役会は、1株当たり18ユーロでVeoliaに対してSuez株式を売却することを決定
2020年10月8日	Veoliaは、EngieからSuez株式の29.9%を取得後、Suez取締役会の賛同を条件に、Suezの残りの全株式を公開買付けにより取得する旨の意向表明書をAMFに提出
2021年2月8日	Veoliaは、交渉の結果Suez取締役会の賛同が得られなかったとして当初の意向表明をSuez取締役会の賛同を不要とする旨修正し、公開買付届出書をAMFに提出（買付けの下限は法定の50%）
2021年3月21日	Suezは、Ardian-GIPのコンソーシアムから水事業についての買収提案を受けたことから、2020年9月20日に導入した水事業の譲渡を4年間禁止する仕組みを変更し、「一定の例外的な状況」においては譲渡できることにした
2021年4月2日	AMFが、Suezによる前記の対応について、VeoliaよりもArdian-GIPのコンソーシアムを有利に扱うものであると批判する旨のプレスリリースを公表
2021年5月14日	VeoliaとSuezは、Veoliaが1株当たり20.5ユーロで公開買付けを実施することで合意
2022年1月27日	VeoliaはSuez株式の95.5%を取得

(i). "pre-offer period"の開始時期

フランスの公開買付規制上、買付者が公開買付けの意図を公表した後、その内容を開示し、AMFが公表することにより pre-offer period が開始する。pre-offer period は公開買付書のドラフトが AMF に提出されるまで継続するが、その間、買付者は対象会社の株式等を取得してはならない。

本件において、2020年8月30日のVeoliaによるプレスリリースの後、Suezは、VeoliaがEngieから29.9%の株式を取得することを妨げるため、AMFに対して、同日からのpre-offer periodの開始を公表するよう要請した。しかしながら、AMFは、

Veolia による Suez 株式の買付けは、Engie から 29.9% の株式を事前に取得することを条件としており、また、買付価格も決まっていなかったため、Veolia は、2020 年 8 月 30 日付のプレスリリース並びにその後の Veolia 及びその経営陣によるコミュニケーションは買付けの内容を公表したものとはいえず、前記プレスリリースにより pre-offer period が開始するものではないと判断した。かかる判断は、パリ控訴院でも支持されている。

(ii). Suez の買収防衛策

Suez は、当初、オランダ法上の財団を組成し Suez の主要な事業であるフランスの水事業を当該財団に移転させることにより水事業の譲渡を不可能にする内容の対抗策を講じたが、その時点では当該対抗策について、AMF は特段問題視しなかった。しかし、AMF は、Suez 及び Ardian-GIP のコンソーシアムが 2021 年 3 月 21 日に公表した対抗策（水事業の譲渡を 4 年間禁止する仕組みの変更や Ardian-GIP のコンソーシアムに対する補償条項を伴う独占権の付与）は、買付提案の公平な取扱い、市場の透明性と高潔性、取引及び競争の公平性といった原則に反するものであり、問題があると指摘した。

b. Vivendi による Gameloft の買収事例

Vivendi による Gameloft の買収事例の概要は以下のとおりである。

表IV-6 VivendiによるGameloftの買収事例

年月日	事業の内容
2015年9月22日	VivendiはGameloft株式の持分及び議決権の30%近くを取得
2015年10月14日	Vivendiは1株当たり6ユーロで公開買付けを行う意向を表明
2016年2月18日	Vivendiは、Gameloft株式の借入れを通じGameloft株式の所有割合が30%を超えた（それにより義務的公開買付け要件を充足）ため、Gameloft株式を1株当たり7.2ユーロで購入する買収提案を行った
2016年2月26日	Gameloft取締役会はVivendiによる買収提案を拒否
2016年3月18日	AMFはVivendiの買収提案を認め、公開買付けが開始
—	Gameloftは、公開買付けの開始を遅らせ買収防衛策の準備を行うことを目的として、AMFによるVivendiの買収提案を認めた判断についてパリ控訴院に対し不服申立てを行い、併せてAMFの判断の執行停止の申立ても行った Vivendiは、Gameloftによる不服申立てが認められる場合、公開買付けにより取得した株式を返還し、パリ控訴院による決定が下されるまでスクイーズ・アウトを実施しないことを誓約した
2016年5月4日	パリ控訴院は、Gameloftによる執行停止の申立てを却下
2016年5月19日	Vivendiは、Gameloft株式を1株当たり8ユーロで購入することとし、買付価格を引き上げた
2016年6月20日	公開買付けの結果が公表され、VivendiはGameloft株式の95.94%（議決権割合95.77%）を取得、Vivendiが支配することになったGameloftはパリ控訴院への不服申立てを取り下げ AMFは同年7月26日にスクイーズ・アウトが実施されることを発表

VivendiによるGameloftの買収事例は、パリ控訴院への不服申立てに対する決定が出るまで公開買付期間を延長することをAMFが拒否した点²⁸や、VivendiがGameloftの支配権を獲得した後にそのガバナンス体制を変更し、パリ控訴院への不服申立てを取り下げしたことにより、自ら行った誓約を反故にした点について議論を生んだ。

²⁸ AMFの判断に対する不服申立てにおいては、明白に過大な影響がない限りその執行停止が認められないところ、パリ控訴院は、Vivendiによる誓約内容を踏まえ、AMFの判断により明白に過大な影響が生じるおそれはないと判断し、執行停止を認めなかった。このように、AMFが公開買付期間の延長を拒否した点は適法とされたものの、結果として、VivendiはGameloftの支配権を取得したのち、Gameloftをしてパリ控訴院への不服申立てを取り下げさせることで自らの誓約を反故にしたため、そのようなVivendiの対応を可能としたAMFの判断は批判の対象となった。

(d) 買収防衛策に対する市場の見方

フランスでは、株主総会の承認が必要とされるものを除き（例えばポイズン・ピルや第三者に対する株式の発行等）、取締役会の判断で"corporate interest"のために買収防衛策を講じることが広く認められるため、買収防衛策の導入・発動が株主総会において争われるることは多くない。なお、取締役会は、第三者割当増資について株主総会の授権決議を事前に得ていれば、公開買付期間中であっても取締役会の判断で第三者割当増資により第三者に対して株式を発行することができるものの、議決権行使助言会社は、公開買付期間中の局面においてまで取締役会限りの判断で第三者割当増資を行うことを認める授権決議に否定的であり、そのような議案には反対推奨する旨のガイドラインを公表している。そのため、中規模から大規模の上場会社の多くでは、第三者割当増資についての株主総会による授権は公開買付けの局面では効力を停止するとされている。

5 買収提案を受けた場合の対象会社側の行動規範

フランスにおいて、買収提案を受けた場合の対象会社側の取締役の行動規範は、後述する"corporate interest"概念が多様なステークホルダーの利益を前提としている点など、諸外国と比較しても特徴的な点が見られる。なお、本項における記載は、主に非友好的又はアンソリシティッドな買収提案や対抗提案を受けた場合の取締役の義務や実務上の対応を想定している。

(1) 取締役の義務

コモンローの原則と異なり、フランス法において、取締役はいわゆる信認義務 (fiduciary duty) を負わないものの、忠実義務 (duty of loyalty)²⁹は負っている。取締役が忠実義務を果たす上で、密接に関連する概念として、"corporate interest"が挙げられる³⁰。取締役は、常にこれに従って行動しなければならず、買収提案への対応を検討する局面でもこの概念が一つの判断軸となる。つまり、取締役会が買収提

²⁹ フランス法における忠実義務自体は法文上明確に記載されていない判例法理に基づくものだが、以下の条文が忠実義務のあらわれやその関連条文として整理されている：商法L223-22条、L223-25条、L225-35条、L225-251条、L228-10条など。

³⁰ "corporate interest"は必ずしもその外縁が確立された概念ではなく、旧民法1833条「ソシエテは全て適法な目的を有しなければならず、かつアソシエ共通の利益のために設立されなければならない ("Toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés")」という広く法人に適用される条文の解釈として破毀院判例などの蓄積によって形成されている。 "corporate interest"の範囲は拡張的に捉えられており、近年文化やスポーツといった要素も"corporate interest"において検討されることとなった（商法L225-35条。）。

案に賛同せず、応募を推奨しない場合、フランス法上の"corporate interest"に照らして正当化される必要がある。"corporate interest"には、株主利益だけでなく、対象会社の従業員、顧客、債権者やその事業活動の保護もその内容に含まれ、当該会社の発展や継続性の観点から求められる一般的かつ共通の利益といえる。

例えば、仮に2つの買収提案がなされ、一方は買収提案価格が高いものの買収後に会社を解体することが企図されており、もう一方の提案の買収提案価格は低いものの従業員の雇用や事業活動の継続を前提にしている場合、対象会社の取締役会としては、後者の提案が"corporate interest"に資するものであり賛同するべきと評価される可能性が高い。特に買収の文脈においては、対象会社の取締役の判断にとって、利害が相反する利害関係者の利益、買収者による買収の意図等が重要な考慮要素となる。

ただし、前記のとおり、"corporate interest"の尊重は場面を問わず取締役の義務であるため、非友好的買収や競合的買収の場合に特別に配慮が必要となる準則ではなく、友好的であるか否かを問わず、買収局面における取締役は、一次的には、法令やAMF一般規則231-3条から231-7条までにおける一般原則に従い対応することが期待される。

(2) 実務上の対応

(a) 買収提案を受領した場合の初動対応・開示義務

対象会社の経営陣が非友好的又はアンソリシテッドな買収提案を受領した場合、可能な限り速やかに取締役会に共有し、報告することが求められる。もっとも、フランスでは、実務上、AMFへの届出前に水面下で非友好的又はアンソリシテッドな買収提案がなされることはある。

買収提案を受領した場合の開示義務について、フランスではEU市場阻害行為規則が適用され、発行者は、原則として、発行者に直接関わる重要な内部情報を直ちに公表しなければならないが、他方で、一定の場合にかかる内部情報の公表を遅らせることができ、例えば、内部情報の公表により発行者の正当な利益が害される可能性がある場合がそれにあたる。この点に関して、European Securities and Markets Authority（欧州証券市場監督局）によるガイドライン³¹では、「発行者が交渉しており、それを直ちに公表することにより交渉結果に悪影響が及ぶ可能性がある場

³¹ European Securities and Markets Authority "MAR Guidelines – Delay in the disclosure of inside information 2016/1478" para. 8(a) (2016年10月20日公表。)
(https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1478_mar_guidelines_-legitimate_interests.pdf, 2023年2月20日最終閲覧。)

合」が、発行者の正当な利益が害される場合に含まれるとされている。したがって、水面下で買収提案を受領した場合、対象会社として、例えば、より良い価格を引き出すために潜在的買収者と交渉することが望ましいと考える場合、重要な内部情報の公表を遅らせることができる。他方で、かかる交渉を行う意味はないと考えるのであれば、買収提案を受領した事実を開示することが求められる（なお、文脈は異なるが、対象会社がより良い価格を引き出すための交渉戦術として買収提案を受領した事実を自ら公表することは考えられる。）。

(b) 独立専門家のフェアネス・オピニオンの取得

非友好的買収の局面において、MBO や支配株主による買収において見られるほどの利益相反の問題が生じることは稀であるものの、非友好的又はアンソリシティッドな買収提案を受けた場合、対象会社の取締役が保身を図る可能性があることなどから、対象会社の取締役会は、独立専門家を起用し、買収提案の公平性や買収提案の発動是非について意見（フェアネス・オピニオン）を取得することが望ましい³²。もっとも、非友好的買収がなされた場合であっても、価格の引上げや支配株主による応募合意により友好的買収となるときにまで、かかる独立専門家を起用して意見を取得する必要性は高いとまではいえない。非友好的買収の局面において、当初の提案の後、買付価格が大幅に引き上げられたケースにおいて、AMF はフェアネス・オピニオンの取得を求めなかった事例もある。なお、通常、非友好的買収の局面において、独立専門家を選定する目的で設置されるものを除き、買収提案の検討のために例えば社外取締役により構成される特別委員会が組成されることはない。利益相反が存在する場合は特別委員会が組成されるものの、非友好的買収の局面では、通常、利益相反は存在しない又は強い利益相反は認められないと考えられているためである。

他方で、実務上独立専門家によるフェアネス・オピニオンのレポートは詳細であり、開示もされている。分量としては 100 頁を超える詳細なレポートが作成されることが一般的であり、内容としては価格の妥当性等主要な点についての結論とそれを支える論拠として、事業の SWOT 分析、会計上の分析、会社自体の評価、買収者の金融レポート等も記載されている。この点、日本におけるフェアネス・オピ

³² フェアネス・オピニオンは、買収提案の際に対象会社の取締役会において利益相反が生じる可能性がある場合に、独立専門家から取得する必要がある。例えば、対象会社の取締役会が提出する意見書の客觀性が損なわれる可能性がある場合、株主間の平等が損なわれるおそれがある場合（特定の取締役や大株主が買付者と合意している場合）が考えられる。もっとも、非友好的買収の局面において、そのような利益相反が常に生じるとはいえないため、独立専門家らを選任してフェアネス・オピニオンを取得することは必須ではない。独立専門家は、3名以上で構成されかつ独立委員が過半数を占めるアド・ホックな委員会の提案に基づき、対象会社の取締役会が選任する。

ニオンが結論の妥当性のみを簡潔に述べる形式のものが多いことと比して、フランスにおける実務の特徴的な側面であるといえる。

かかる独立専門家について、特別な資格等は要求されていないものの、AMFは、その職責を果たすに足る十分な専門的知見と評判を兼ね備えた者を独立専門家に選定することを推奨している。また、独立専門家は、高潔性、独立性、能力及び組織に関する諸原則を定めた倫理規範及び職務遂行にあたっての手順書を有しており、それを遵守して職責を果たすことが求められる。実務上、元会計士が独立専門家として選定されることが多いが、独立専門家となる者の数は限られている。

(c) 潜在的買収者に対する情報提供

買収提案を受けた場合でも、対象会社の取締役として、潜在的買収者に対して対象会社に関する一定の情報を提供すること（デュー・ディリジェンスに応じることを含む。）が義務付けられるわけではなく、一般論としては、対象会社に関する重要情報は開示書類により開示されているはずなので、買収者としてはそれに依拠することで足りるはずであると考えられている。

6 取引の確実性を確保する手段

上場会社のM&A取引の確実性を確保するための主な手段・手法は以下のとおりである。

(1) 大株主からの事前取得

前記3(1)のとおり、フランスにおける上場企業の多くは大株主の所有割合が高いため、まず大株主から一定の持分を取得した後に、義務的公開買付けを行うことが多い。かかる手法を用いることにより、買付者は公開買付けの開始以前に一定の持分を取得することが可能となり、対抗提案がなされるリスクを軽減できる。なお、かかる事前取得の後に公開買付けを実施する場合、事前取得における価格が公開買付価格の下限を画することになる（公開買付けにおける最低価格規制について、前記3(2)(c)を参照）。また、大株主から事前取得について了承を取り付けやすくするため、仮に後に実施する公開買付けにおける買付価格が大株主からの取得価格を上回る場合に、買付者が当該大株主に対して、買付価格で大株主から取得していた場合の譲渡価格と実際の譲渡価格との差額分を追加で支払う旨の合意を行うことが一般的である。

(2) 大株主との応募合意

公開買付けに先立ち、買収者が大株主から事前に株式を取得することのほか、大株主から公開買付けに応募することについての合意を得ておくことも、取引の確実性を高める手段となり得る。もっとも、かかる応募合意は、対抗提案がなされた場合に当該大株主が対抗提案に応募できるよう、撤回可能でなければいけないとされている。応募合意が撤回された場合におけるブレイクアップフィーの合意は可能であるが、ブレイクアップフィーの金額は、それに合意した株主から応募合意を撤回する選択肢を事実上奪うものであってはならず、ブレイクアップフィーが多額の場合、買収提案や対抗案の自由競争を妨げるとして、裁判所において無効と判断される可能性がある。なお、ブレイクアップフィーの合意は AMF に通知し公開買付届出書において開示する必要がある。

(3) 対象会社とのブレイクアップフィーの合意

対象会社とのブレイクアップフィーの合意も可能であるが、当該合意が "corporate interest" に反する場合には効力が認められない。さらに、ブレイクアップフィーの合意は、事実上対抗提案を阻害する効果を有するため、AMF は慎重な姿勢をとっている。対象会社とのブレイクアップフィーの合意も AMF に通知し公開買付届出書で開示する必要がある。

(4) No solicitation/No-shop 条項

買付者が大株主との間で、大株主が対抗提案等を勧誘することを禁止する "no solicitation" の合意を行うことは極めて一般的である。他方で、対象会社が買付者に対して同様の義務を負うことは稀である。

以上

別紙1

フランスにおける2005年以降の公開買付けの件数

	200 5	200 6	200 7	200 8	200 9	201 0	201 1	201 2	201 3	201 4	201 5	201 6	201 7	201 8	201 9	202 0	202 1	202 2	202 3	202 4
€1 Bil超	-	-	-	-	-	-	-	-	1	0	1	2	1	2	0	0	2	3	2	
€500 Mil以上€1 Bil以下	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	1	1	1	2	1	0	0	0	
€500 Mil未満	-	-	-	-	-	-	-	-	35	33	29	24	31	34	18	26	27	38	27	
合計	78	57	65	39	26	22	49	36	33	30	27	33	37	20	27	29	41	29		

参考文献リスト（2023年2月24日時点）

長島・大野・常松法律事務所

I. 米国

(1) 法令情報

- Securities Exchange Act of 1934

1934年証券取引所法

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>

- 17 CFR Part 240 – General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934

連邦規則集第17卷パート240（1934年証券取引所法規則）

<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240>

- Delaware General Corporate Law (DGCL)

デラウェア州一般会社法

<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.html>

(2) 英語文献（論文等）

- "Takeover Law and Practice" (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2022)
- "Practical Law" ("Going Private Transactions: Overview" Thomson Reuters, 2023)
- "Preparing for the 2023 Proxy Season in the Era of Universal Proxy" (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2022)
- "Practical takeaways of universal proxy card voting in contested director elections" (Davis Polk & Wardwell LLP, 2022)

- John C. Coffee, Jr. “Proxy Tactics Are Changing: Can Advance Notice Bylaws Do What Poison Pills Cannot?” (CLS Blue Sky Blog, 2022)
- “SEC Proposes Amendments to Schedules 13D and 13G” (Mayer Brown LLP, 2022)
- “SEC Proposes Changes to Beneficial Ownership Reporting” (Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, 2022)
- “Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations (United States)” (Institutional Shareholder Services Inc., 2022)
- Practical Law “Fairness Opinions” (Thomson Reuters, 2023)
- Practical Law “Poison Pills: Defending Against Takeovers/Stockholder Activism and Protecting NOLs” (Thomson Reuters, 2023)
- Practical Law “Memorandum to Board: Considerations When Adopting a Poison Pill in Response to Shareholder Activism” (Thomson Reuters, 2023)
- Practical Law “Defending Against Hostile Takeovers” (Thomson Reuters, 2023)
- Practical Law “Fiduciary Duties in M&A Transactions” (Thomson Reuters, 2023)
- “International Comparative Legal Guides Mergers & Acquisitions 2022 16th Edition” (Global Legal Group, 2022)
- Practical Guidance “Market Trends 2019/20: Hostile Takeovers and Proxy Contests” (Lexis Nexis, 2020)
- Kai Liekefett “The Comeback of Hostile Takeovers” (Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020)
- Practical Law “What’s Market: Hostile Takeovers and Proxy Contests” (Thomson Reuters, 2023)

(3) 日本語文献（論文等）

- 公益社団法人商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業（持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究）（株主総会に関する調査）成果報告書」（公益社団法人商事法務研究会、2020年）
- 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、2014年）

II. 英国

(1) 法令情報

- Companies Act 2006

2006年会社法

<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>

- FCA Handbook

FCAハンドブック

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR>

- The Takeover Code

テイクオーバーコード

https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2023/02/The-Take-Over_Bookmarked_20.2.23.1.pdf?v=20Feb2023

(2) 英語文献（論文等）

- Practical Law “Break fees and other deal protection measures”, 2022
- Practical Law “Directors’ duties: directors’ general duties under the Companies Act 2006”, 2023
- Practical Law “Financing an offer for a public company: the certain funds requirement”, 2023
- Practical Law “Listing Rules, Prospectus Regulation Rules, Disclosure Guidance and Transparency Rules: overview”, 2023
- Practical Law “Notification of major shareholdings under DTR 5”, 2023
- Practical Law “Panel on Takeovers and Mergers: Companies Act 2006”, 2022
- Michael Corbett, Slaughter and May “England & Wales” (GETTING THE DEAL THROUGH Public M&A 2018)
- Sam Bagot, Matthew Hamilton-Foyn, Dan Tierney and Ufuoma Brume “England and Wales”

(Public M&A 2019)

- Antonia Kirkby, Robert Moore “United Kingdom” (Public M&A 2022)
- Practical Law “Public M&A: Predictions for 2023”, 2023
- Practical Law “Public M&A: Trends and highlights from 2022”, 2023
- Practical Law “Public Mergers and Acquisitions in the United Kingdom: Overview”, 2022
- Practical Law “Schemes of arrangement: takeovers”, 2022
- Practical Law “Takeover Code know-how: Rule 21”, 2022
- Practical Law “Takeover timetable”, 2023
- Practical Law “Takeovers: overview”, 2022
- Practical Law “The City Code on Takeovers and Mergers”, 2023
- Practical Law “The Glazer bid: in whose interests?”, 2023
- Practical Law “UK PUBLIC M&A RESEARCH NOTE”
- “General Guide to the UK Takeover Regime” (Skadden, 2018)

(3) 日本語文献（論文等）

- 「英国 M&A 制度研究会報告書」（財団法人 日本証券経済研究所、2009 年）
- 田中庸介「イギリス会社法研究〈第 7 回〉英国の公開買付規制〔上〕」（国際商事法務 Vol.39, No.5、2011 年）
- 岩村浩幸「英国テークオーバーコードの変更と英国公開会社買収実務への影響」（メールオンライン[寄稿・寄稿フォーラム]2012 年 2 月特大号 208 号 (2012/01/17)）
- 戸倉圭太「キャッシュ・アウトに係る英国の法制と日本における制度設計への示唆〔上〕」（旬刊商事法務 No.1969、2012 年）
- 坂本達也「イギリス会社法におけるスクイーズ・アウトとセル・アウトに関する考

察」(法律文化社、2014年)

II. ドイツ

(1) 法令情報

- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegergesetz, WpÜG

公開買付法（独語）

http://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/index.html

- Umwandlungsgesetz

組織再編法

https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_umwg/index.html

- Aktiengesetz

株式会社法

http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html

- Wertpapierhandelsgesetz

証券取引法（独語）

<https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/>

(2) ドイツ語文献（論文等）

- Thomas Heidel “Aktien und Kapitalmarktrecht” (5th ed. 2020)
- Wulf Goette, Mathias Habersack, Susanne Kalss “Münchener Kommentar zum Aktiengesetz“ (5th ed. 2021)
- Eberhard Schwark, Daniel Zimmer “Kapitalmarktrechtskommentar“ (5th ed. 2020)
- Hans Christof Grigoleit “Aktiengesetz” (2nd ed. 2020)

- Uwe Hüffer “Aktiengesetz” (16th ed. 2022)
- Detlev Joost, Lutz Strohn “Handelsgesetzbuch“ (4th ed. 2020)
- Holger Altmeppen “Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung” (10th ed. 2021)
- Hildegard Ziemons, Carsten Jaeger, Moritz Pöschke “Beck’scher Onlinekommentar GmbHG” (54th ed. 2023)
- Volker Emmerich, Mathias Habersack “Konzernrecht” (11th ed. 2020)
- Reinhard Marsch-Barner, Frank A. Schäfer “Handbuch börsennotierte AG” (5th. ed. 2022)
- Felix Gaul “Politische Einflussnahme bei der gescheiterten Übernahme von K+S durch Potash” (Die Aktiengesellschaft 2016, p.484-493)
- “Jahresbericht der BaFin 2021” (BaFin, 2022)

(3) 英語文献（論文等）

- Mathias Habersack “The Non-Frustration Rule and the Mandatory Bid Rule – Cornerstones of European Takeover Law?” (LSE Law, Society and Economy Working Papers 9/2017, London School of Economics and Political Science, Law Department)
- Alan M Klein “Public M&A Germany” (8th ed. 2022)

(4) 日本語文献

- 玉井裕子、大沼真他「ドイツ企業買収手続の要点（2）ドイツにおける上場会社のM&A—公開買付制度と実務上の諸問題—」（旬刊商事法務 No. 2131、35 頁）

IV. フランス

(1) 法令情報

- Règlement général de l'AMF en vigueur du 12/02/2023 au 31/12/2023

AMF 一般規則（2023年2月12日から2023年12月31日まで有効）（仏語）

<https://www.amf-france.org/fr/eli/fr/aai/amf/rg/20230212>

- Code monétaire et financier

通貨金融法（仏語）

https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006072026

- Code de commerce

商法（仏語）

<https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGITEXT000005634379>

- Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids

2004年4月21日の欧州議会及び理事会の2004/25/EC指令（EU企業買収指令）

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32004L0025>

- European Securities Markets Authority "MAR Guidelines- Delay in the disclosure of inside information 2016/1478"

欧洲証券市場監督局（ESMA）「市場阻害行為規則ガイドライン - 内部情報の公表の遅れについて 2016/1478」

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1478_mar_guidelines_-legitimate_interests.pdf

(2) フランス語文献

- Bénédicte François, Jean-Paul Valuet, Alain Lienhard, Pascal Pisoni "Code des sociétés 2023

39ed - Annoté et commenté " Dalloz, 2022

ベネディクト・フランソワ, ジャン=ポール・ヴァリュエ, アラン・リヤンナール,

パスカル・ピゾーニ 「会社関連法 2023 年版 - 注釈と解説」 (Dalloz、第 39 版、
2022)

- Michel Storck, Jérôme Lasserre Capdeville, Eric Chevrier, Pascal Pisoni, "Code monétaire et financier 2022 12ed - Annoté et commenté" Dalloz, 2022

ミシェル・ストルク, ジエローム・ラセール・キャップドヴィル, エリック・シュヴリエ, パスカル・ピゾーニ 「通貨金融法 2022 年版 - 注釈と解説」 (Dalloz、第 12 版、
2022)

- "Comprendre les offres publiques d'acquisition :OPA, OPE, etc." Autorité des marchés financiers, 2017

フランス金融市場庁 (AMF) 「公開買付けを理解する: OPA, OPE などの制度について」, 2017

(3) 英語文献

- "2021 Annual Report" (Autorité des marchés financiers, 2022)
- Armand W Grumberg, Arash Attar-Rezvani, Julien Zika "Public Mergers and Acquisitions in France: Overview" (Practical Law Country Q&A 4-502-1646, Thomson Reuters, 2022)
- "Clarification of the role of the Autorité des marchés financiers in the public offer for Suez initiated by Veolia" (Autorité des marchés financiers, 2022)
- "Global Private M&A Guide - Limited External Content - France" (Baker McKenzie, 2022)
- Jean-Pierre Martel, Alexis Marraud des Grottes "Corporate M&A - Law and Practice" (Chambers and Partners, 2020)
- Guilain Hippolyte, Constantine Karides "M&A in France" (LEXOLOGY, 2018)
- "New French law offers takeover targets more defences against hostile bids" (Pinsent Masons, 2014)

- "Changes to French takeover rules" (Allen & Overy, 2014)
- Jean-Pierre Martel, Alexis Marraud des Grottes "Overview of the M&A Industry in France" (ORRICK, 2013)

(4) 日本語文献

- 三浦哲男「欧洲における企業買収法制の新たな展開（その1）—EU企業買収指令を読み解く—」富大論集55巻2号27頁（2009）
- 三浦哲男「欧洲における企業買収法制の新たな展開（その2）—EU企業買収指令を読み解く—」富大論集55巻3号85頁（2009）
- 神田秀樹ほか、「ヨーロッパM&A制度研究会報告書」日本証券経済研究所（2010）
- 渡辺宏之ほか「フランスにおける企業買収ルールの解釈と運用—市場慣行との相克・買収防衛策に関する論点を中心として(フランスM&A弁護士との対話)」早大法学86巻4号301頁（2011）
- 渡辺宏之ほか「フランスにおける企業買収ルールの解釈と運用（2）—買付者・対象会社・少数株主の戦略を中心に(フランスM&A弁護士との対話②)」早大法学87巻1号89頁（2011）
- 渡辺宏之ほか「銀行家から見たフランスの企業買収ルール（フランスM&A実務家との対話）」早大法学87巻1号109頁（2011）