

金融商品取引法研究会
研究記録第 85 号

ドイツにおける公開買付規制の エンフォースメント

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント

(令和6年4月24日開催)

報告者 齊 藤 真 紀
(京都大学法学研究科教授)

目 次

| | |
|----------------------------|----|
| I. はじめに | 1 |
| II. ドイツにおける公開買付規制の概要 | 3 |
| III. 連邦金融監督庁 (BaFin) による監督 | 12 |
| IV. エンフォースメントのメニュー | 16 |
| V. ドイツの企業買収実務の近時の課題 | 22 |
| VI. 日本法への示唆 | 22 |
| 討 議 | 24 |
| 報告者レジュメ | 43 |

金融商品取引法研究会出席者(令和6年4月24日)

| | | |
|--------|--------|--------------------------|
| 報告者 | 齊藤真紀 | 京都大学法学研究科教授 |
| 委員長 | 神作裕之 | 学習院大学法学部教授 |
| 〃 | 飯田秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 大崎貞和 | 野村総合研究所未来創発センター主席研究員 |
| 〃 | 尾崎悠一 | 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 加藤貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 河村賢治 | 立教大学法学部教授 |
| 〃 | 小出篤 | 早稲田大学法学部教授 |
| 〃 | 齊藤真紀 | 京都大学法学研究科教授 |
| 〃 | 武井一浩 | 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士 |
| 〃 | 中東正文 | 名古屋大学大学院法学研究科教授 |
| 〃 | 松井智予 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 松尾健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 〃 | 松元暢子 | 慶應義塾大学法学部教授 |
| 〃 | 萬澤陽子 | 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授 |
| 〃 | 宮下央 | TMI 総合法律事務所弁護士 |
| 〃 | 行岡睦彦 | 神戸大学大学院法学研究科准教授 |
| オブザーバー | 坂本岳士 | 野村証券法務部長 |
| 〃 | 三宅ヨシテル | 大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長 |
| 〃 | 本多郁子 | SMB C 日興証券法務部長 |
| 〃 | 安藤崇明 | みずほ証券法務部長 |
| 〃 | 窪久子 | 三菱UFJ モルガン・スタンレー証券法務部長 |
| 〃 | 森本健一 | 日本証券業協会政策本部共同本部長 |
| 〃 | 横田裕 | 日本証券業協会自主規制企画部長 |
| 〃 | 塚崎由寛 | 日本取引所グループ総務部法務グループ課長 |
| 研究所 | 森本学 | 日本証券経済研究所理事長 |
| 〃 | 高木隆 | 日本証券経済研究所常務理事 |
| 〃(幹事) | 高逸薫 | 日本証券経済研究所研究員 |
| 〃(幹事) | 永田裕貴 | 日本証券業協会規律本部規律審査部課長 |

(敬称略)

ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント

○**神作会長** ただいまより金融商品取引法研究会第6回の会合を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内しておりますように、京都大学の齊藤真紀先生から「ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント」というテーマでご報告いただきます。その後、ご報告をめぐって討論、意見交換を行っていただければと考えております。

それでは、早速でございますけれども、齊藤先生、ご報告、よろしく願いいたします。

[京都大学法学研究科 齊藤真紀教授の報告]

I. はじめに

○**齊藤報告者** 京都大学の齊藤でございます。本日は貴重な機会をいただきまして、ありがとうございます。

それでは、早速報告に入らせていただきます。

本日は資料を2つお配りしております。一つは、スライドをプリントアウトしていただいたもの、もう一つは、関係する報告書やドイツ法の条文などを転記しているものでございます。スライドのほうをご覧くださいつつ、関係があるときに、もう一つの資料のほうをご覧くださいたくという形で進めさせていただきます。

まず、3ページをご覧ください。今回の公開買付規制の改正に関する金融庁のワーキング・グループにおきましては、エンフォースメントの強化についても議論されましたが、最終的には、金融庁による監督の強化の提言に留まりました。

エンフォースメントの体制について、当初、英国の Takeover Panel への

強い関心が示されたところでもございましたけれども、このような組織の創設は見送られました。また、差止め、損害賠償、議決権停止等のエンフォースメント手段につきまして、損害賠償は、現行法でも認められる余地がありますけれども、他の民事的な制裁の追加等も見送られたところがございます。議決権の停止については、平成 26 年の会社法改正にかかる議論におきまして、金商法違反における議決権停止の導入が検討されましたが、こちらも見送られております。

英国における Panel とコードによる公開買付けの規律は、市場関係者が考える望ましい規制を体現したのものとして、我が国においても古くから注目を集めてきました。しかし、英国の場合、国家の関与を極力排したシティの関係者による自主規制であること、また、エンフォースメントも、裁判ではなく、評判や取引慣行を通じたインフォーマルなものによるところが大きいという点にその特徴があると言われております。この性格は、EU の企業買収指令が国内法化され、法律による基盤が与えられた現在も、基本的には変わっておりません。

このような仕組みは、我が国においても、例えば全銀協が作り上げた手形取引実務などにおいて全く認められないというわけではないものの、公開買付規制は当初より証券取引法で包括的に規律されておきまして、金融庁が監督し、課徴金などの法的な制裁が予定されている点で、英国とは、法的基盤が随分異なるものであるように思われます。

そこで、法システム上の共通点のより多いドイツにおける監督およびエンフォースメント体制を見てみることも、我が国にとって有益ではないかと思われまして、本日取り上げさせていただくことにいたしました。

2022 年に、経済産業省の調査結果に基づく英米独仏の企業買収法制に係る資料が公表されておきまして、ドイツの議決権停止の制度については、神作先生の包括的なご検討もあるところでもございまして、本報告は屋上屋を架すものかもしれません。

しかしながら、それぞれの国の法制度は、国ごとに全体として 1 つのシス

テムで動いておりますので、主要国の制度について、機能的に同じものを並列して、横串で比較することや、特定の制度を深く調査することともに、1つの法制を全体として概観することから際立ってくるその国の法制の特徴もあると思われまます。

そこで、本日は、ドイツを参照することを通じて、我が国における今後の公開買付規制に関する示唆を得ることを目指したいと思ひます。

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

5ページです。まずは、ドイツにおける公開買付規制の概要をご説明いたします。

ドイツにおきましては、公開買付規制は3つに類型に分類されております。◎で書いているものでございます。

このうちの有価証券の取得のための公開買付けは、いわば公開買付けの基本の型を定めるもので、対象会社が発行する有価証券を公開買付けによって取得する場合の開示義務や買付者の行為規範などの規定が設けられております。

その内容は、我が国とよく似ており、我が国の公開買付届出書に該当する公開買付関係書類の開示を通じた情報提供や、一定の買付期間の確保を通じて投資家に十分な検討の機会を与えること、買付条件の平等や不利益変更の禁止などが定められております。また、応募数が買付数を上回った場合における按分比例による取得を通じた投資家の平等な取扱いに関する規定も設けられております。

日本との違いの1つ目として、日本の5%ルールに該当するものがないことが挙げられます。また、後に紹介する義務的公開買付けの場合を除きまして、買付株式に下限を設けて、その下限の未達によって公開買付けが不成立になった場合には、原則として1年間、同一の対象会社の株式に関する公開買付けの実施が禁止されることになっております。

また、もう一つ、ここには記載していませんが、公開買付終了時に公

公開買付けが成立することが明らかになった場合には、応募していない株主に対して、さらに追加で2週間、応募をすることができる機会が提供されます。公開買付けの成立が明らかになった場合とは、下限を設けていなければ、常にそうですけれども、下限を設けている場合には、その下限に達した場合にはなります。これは95%の議決権を買付者が取得した場合に認められる、買収指令の国内法化によって設けられたセルアウトとは別に、一般的な公開買付けに関する規律として設けられております。

6ページです。公開買付けの型の2つ目である企業買収公開買付けと呼ばれるものについてご説明いたします。

これは対象会社の支配権取得のための公開買付けでございます。対象会社の支配権を取得することになるような公開買付けについては、対象会社の株主の保護のために、先ほど申し上げた有価証券取得のための公開買付けよりも規制が強化されるという構造になっております。

支配権の取得は、議決権の30%以上の取得を指しまして、規制が強化される主な点は次のとおりです。

まず、部分買付けが禁止されます。また、価格規制が適用され、対価が公正であることが求められます。この企業買収公開買付けを適法に行いますと、後に述べます義務的公開買付けの実施は免除されることとなりますため、企業買収公開買付けと義務的公開買付けは基本的に同様の規律が課される構造になっております。

価格規制は、基本的には対象会社の株式の株価を基準に公開買付け前に公開買付者又はその買付者の関係者が支払った対価も考慮する形で判断されることになっております。また、この価格規制は、公開買付け終了の1年後まで及ぶことになっております。

価格規制の基準となるものについては規則に詳細に定められておまして、それは比較的機械的に算定されるものようでございます。

対価につきましては、EUでは対価として現金に優位性が認められておまして、公開買付け前の6カ月間で一定数の議決権を現金で取得した場合に

は、現金を対価としなければならないという規制も設けられております。

パラレルな取得と言われるのですが、公開買付期間内に別の買付方法で公開買付けの条件よりも有利な条件で買い付けた場合には、法律により、自動的に公開買付けの条件が当該別途買付の条件と同じものになる実体規制になっております。

そして、公開買付けが成立した場合の後の買増しは禁止されていませんが、1年以内に公開買付け価格よりも高い価格で市場外で対象会社の株式を買い付けた場合には、その差額を公開買付けで応募した者にも支払わなければならないという構造になっております。これに対して、市場内で買い増した場合と法律上の買取請求に応じた場合は、この差額支払義務の対象外となっております。

英国では、任意の公開買付けにおいて部分買付けも一定の条件のもとで認められているわけですが、その後、一定期間内の買い増しが原則として禁止されるのに対して、ドイツでは部分買付けを禁止するかわりに、買付期間後の買い増しは認められるものの、そこには価格規制が及ぶという構造になっております。

また、部分買付けの禁止につきましては、いわゆる Low Balling と呼ばれる手法による潜脱が事実上行われています。それは支配権の取得の閾値ぎりぎりまで、例えば 29% まで事前に株式を取得し、その閾値をまたぐときに、企業買収公開買付けで残り全部の株式について買付けをかけるわけですが、そのときに価格規制のぎりぎりの最低ラインの価格で買付けをする。その条件は投資家にとってあまり魅力的な価格ではないので、実際の応募数は少なく、取得する株式は少ないまま閾値を超えることができるようになっております。これについては、潜脱であるという批判はあるものの、適法であることは否定できないと解されておまして、事実上そのような形で部分買付けが行われているようでございます。

7 ページでは、日本でよく知られている義務的公開買付けに関するご紹介をさせていただきます。

この義務的公開買付けは、支配権取得の経緯を問わず、対象会社の支配権を取得したものは残りの全ての株式について価格規制に従った公開買付けを実施しなければならないというものでございます。支配権を取得したものは、まずその事実を7営業日以内に公表しなければならず、その公表から4週間以内に義務的公開買付けに関する書類を BaFin に提出し、買付けを実施しなければならないことになっております。

支配権の取得というのは、買付者自身が直接に市場内外で株式を取得したり、新株発行に応じたりする場合だけではなく、買付者と協調して行動する者や、これらの子会社を通じて議決権の帰属により支配権を取得したと評価される場合も含まれます。

30%の閾値に達したかどうかという判断に関連いたしまして、BaFin に申し立てれば、一定の要件のもとでは関係者の議決権を不算入とすることが認められております。例えば、企業グループ内の再編などがこの場合に該当します。

このほかに、申立てによりまして、BaFin が義務的公開買付けの実施を免除することが認められております。こちらの該当事由は法律には明記されておらず、規則には列挙されておりますが、BaFin の裁量が広く認められております。具体的には、投資者保護の観点から義務的公開買付けを強制する必要がないと考えられる場合や、買付者に不当な負担をかけることとなるような場合がそれに該当するとされており、その典型は救済のための資本参加のケースのようでございます。

8 ページからは、公開買付けの実際の様子を簡単にご紹介させていただきます。

ドイツの公開買付けの実施のタイムスケジュールは日本とは少し異なっておりまして、公開買付けの実施を買付者が決定いたしましたら、まずその旨を公表しなければなりません。一番上に書いてある「Veröffentlichung」が公表という意味でございます。その後、関係書類を BaFin に提出し、BaFin がそれを一定期間内に審査して、審査を通ったら公開買付けを開始します。

この決定の公表後、買付者は対象会社にもその旨を通知しなければならないとされておりまして、対象会社の経営陣はその通知を受けたら従業員の代表にも情報提供しなければならないことになっており、公開買付けの関係者として従業員にも一定の地位が与えられているのもドイツ法の特徴でございます。

先ほども申し上げましたように、買付者は原則として4週間以内にBaFinに公開買付関係書類を提出する義務を負っているのですけれども、この公開買付関係書類は日本の公開買付届出書に該当するものでございます。

BaFinは10日以内に、場合によっては15日以内に、この書類の形式及びその内容が買収法に違反していないかを審査します。審査期間が法定されておりますので、不当に監督庁がその時間をかけるようなことを通じて公開買付けの実施を妨害することはできないようになっております。

買付者は、公開買付書類を公表した際にはそれを対象会社にも送付することになっております。この後に対象会社は意見表明をしなければいけないので、公開買付けの概要を知る必要があるからです。

対象会社は、今申し上げましたように、公開買付関係書類、又はその変更があった場合の変更の送付後、遅滞なく意見表明をすることが義務付けられておりまして、対象会社の取締役と監査役会は、対価に関する評価や公開買付けが成立した後の業務や従業員への影響、自分たちが対象会社の株式を保有している場合には公開買付けに応じるつもりがあるかなどについて、回答することになっております。そして、通常は応募を推奨するか、反対するかということもそこで表明されます。

9ページは、支配権を取得したということなどの公表をしているBaFinのサイトでございます。

10ページは、開示された公開買付関係書類のページを載せております。

11ページは、義務的公開買付けの場合の公開買付関係書類の例を載せております。

12ページは、BaFinの年次報告書に掲載されております近時の公開買付

けの実施状況でございます。色分けされておりました、Acquisition offers は有価証券の取得に関する公開買付け、Takeover bids は企業買収公開買付け、Mandatory offers は義務的公開買付けでございます。もう一つ、公開買付けの4つ目の類型として、取引所法という法律に、Delisting、非上場のための公開買付けという制度がございます、その数が掲載されています。Prohibitions は、BaFin が一定の場合に公開買付けを禁止する場合のことで、その数が記載されております。全体として、日本の公開買付けの件数の3分の1から2分の1の規模かと思えます。

大量保有報告制度は本日の報告対象ではないのですけれども、ついでながら、大量保有報告書のサイトへの入り口もご参考のために載せております。

14 ページは、ドイツテレコム社株の大量保有報告の例でございます。一番下にソフトバンクが結構な数を持っているということが載っています。

15 ページからは、買収防衛や残存株主の締め出し、セルアウトについても簡単にご紹介したいと思います。欧州の企業買収指令におきましては、当初、対象会社の経営陣の中立義務を厳格に規定しようとしたわけですが、この点については構成国の意見の一致が得られなかったのが、採択までに多数の年月を要した一因であると言われております。採択された指令におきましては、厳格な中立義務は定めつつ、構成国にオプト・アウトする余地を認めております。ただ、構成国自体がオプト・アウトする場合に、会社ごとにオプト・インする余地は認めなければならない、という構造になっております。また、オプト・インする場合においても、いわゆる相互主義の採用も認めておりました、買付者が同様のルールを採用していない場合には、対象会社もそこからオプト・アウトする余地も認めております。

ドイツにおきましては最も緩い規律を採用しておりました、具体的には、原則として防衛策は、株主総会の承認はなく、監査役会の同意があれば発動できることになっております。どこを原則として表現するかによって、ドイツでは中立義務があるという表現になったり、このように中立義務は実質的に存在しないという表現になったりするのですが、一応中立義務はあるが、

その例外として監査役会の許可があればできるとなっているおり、監査役会の許可があればできるというのは、事実上、中立義務はほとんどないものと同様だと現地の実務関係者では認識されているところでございます。ホワイト・ナイトの探索には監査役会の同意も必要ないとされておりまして、監査役会の同意がなくても株主総会の授権による防衛策の発動は可能であり、ただ、この授権は18カ月の時間的制限が設けられております。

また、会社単位で、欧州型の、より厳しい中立義務へのオプト・インが認められており、相互主義も採用されております。

欧州の買収指令には、ブレイクスルー・ルールというものが定められております。これは株式の譲渡制限や議決権の制限、複数議決権株など、事実上、買収を妨げるものとして働くものを一定の条件下で一時的に効力を否定するものでございまして、買収者が議決権の最低4分の3以上を取得した場合には最初の株主総会で1株1議決権原則が徹底されることとなります。

これは、いわゆるレベル・プレイング・フィールドの実現と買収促進のために設けられた斬新な制度だったわけですが、実際には、欧州においてほとんど採用されておらず、強行法として採用した国は現在ほとんどないといっています。ドイツにおいても、ブレイクスルー・ルールは一応規定されておりますが、その採用は任意とされており、相互主義の適用も認められているところでございます。

欧州の買収指令にはスキーズ・アウトとセルアウトの規律がございまして、買収指令の国内法化に伴い、ドイツにおいても導入されました。39aとか39bなどと表記しているのは、日本の枝番号と同じで、買収法の制定後に挿入された条文です。

スキーズ・アウトは、企業買収公開買付け又は義務的公開買付けによりまして、議決権の95%を取得した場合に、残りの5%の議決権を保有する株主を締め出すことを認める制度です。また、無議決権株式も合わせて基本資本の95%以上を取得すれば、無議決権株主も締め出すことができることになっております。ただ、その実行には裁判所の決定が必要であるとされて

おります。また、公開買付けの対象となった基本資本の90%以上の応募があった場合には、当該公開買付けの対価は公正であると扱われることになっております。

セルアウトも、基本的には95%が基準になっておりまして、先ほどの追加応募期間とは異なり、こちらは公開買付け終了後3カ月以内なのですが、残存株主は、公開買付けと同じ条件での買付けを求めることができるという建付けになっております。

このほかドイツにおいては、公開買付けを前置しない少数株主の締め出しの制度が株式会社について、存在しております。また、少数株主の一般的な買取請求権のようなものは存在していませんが、ドイツにおいては包括的な企業結合規制がございまして、親会社が、子会社である株式会社を議決権によって支配できる地位にある場合は、子会社である株式会社と支配契約を結び、法的に子会社を指示に従わせることができるようになります。これは契約コンツェルンと呼ばれます。契約コンツェルンにおきましては、子会社の利益よりも親会社ないしグループの利益を、事実上だけでなく法的にも優先することが認められている代わりに、子会社の少数株主には、特別の保護が与えられており、配当保障をすることと、公正な価格で株式を買い取ってもらうことが認められております。

18 ページです。以上が、ドイツにおける公開買付け規制の概要でございまして、ここからエンフォースメント体制のご紹介に移ります。

まず、BaFin の職務と権限でございまして、日本の金融庁に対応する監督機関が、ドイツにおける連邦金融監督庁、通称 BaFin という組織でございまして、ドイツの企業買収法の4条におきまして、BaFin が公開買付けの監視・監督を担う機関であることが明記されております。

BaFin というのは、金融や証券取引を監督する複数の組織が統合されて設立されたものでございまして、BaFin の設立は企業買収法の制定よりも後だったので、企業買収法の制定当時は、便宜上、別の監督機関が指定されておりましたけれども、ほどなくして BaFin が設立されたのを機に、BaFin が監

督機関と指定されることになりました。

公開買付規制における BaFin の最も基本的な業務は、公開買付関係書類の審査と、公表実施を許可するというものでございます。正式な提出時から審査の期間は法定されておりますところ、実際にはこの期間では十分な審査ができないために、当事者（潜在的な買付者）には正規の提出よりも前に、インフォーマルに相談するように呼びかけられておりまして、実際にはかなり念入りに事前相談や交渉がされるようでございます。

公開買付関係書類の審査においては、特に価格規制の遵守状況が重要な審査事項になっております。BaFin には一定の調査権限があるということが法律上、明記されているのですが、この調査権限が行使される場面の1つとして、価格規制が遵守されているかどうかを判断するために必要な情報提供や書類の提出を買付者やその関係者に求めることが挙げられます。

このほか、日常的に行われる業務としては、先ほど述べましたように、当事者の申し立てによりまして、買付者に形式的には帰属すると扱われる対象会社の議決権のカウントに際して一定の議決権を不算入にするかどうかの判断や、義務的公開買付けの実施義務の解除の判断などが挙げられます。

企業買収法制定当初、ドイツにおいて公開買付規制に関する経験が乏しく、とりわけ監督実務の慣行や、法の解釈に関する裁判例がなかったことから、外部の有識者の手を借りつつ、それらを確立していくために外部の有識者が加わる Beirat と呼ばれる諮問機関と、異議申立の審査に携わる Widerspruchsausschuss と呼ばれるものが設けられておりました。しかし、この両者は 2021 年の改正によって廃止されました。その改正法の理由書によりますと、買収法の制定から 20 年近く経過し、監督実務が確立して、裁判例の蓄積も進んだために、これらの組織はその役目を終えたということでございます。これらの組織があることで時間がかかっていた部分も、これらの機関の判断や意見を仰ぐことをしないで済めば対応も迅速になるということが挙げられております。

今でも解釈や運用について新たな問題が生じることはあり、例えば最近で

は公開買付者が買付けを最終的に実施するかどうかの決定を、事実上、先送りしておくために、当初高い下限を設定しておきつつ、実施すると意思決定した段階で下限を引き下げることを買収法上認めていいのかという問題が出てきたりしており、日本でも同様の解釈上の問題はあるかと思えますけれども、任意に外部の関係者と意見交換を行っているようでございます。

Ⅲ. 連邦金融監督庁 (BaFin) による監督

19 ページです。BaFin が行う措置につきましては、関係者は異議申立できることが買収法上、明記されております。BaFin の措置に対して不満がある当事者は、その適法性の審査を申し立てることができるようになっているのですけれども、これは2段階で審査されることになっております。

まず、BaFin の内部において Widerspruch (異議申立) と呼ばれる手続において一旦審査され、ここでは2週間以内に結論を出さなければいけないことになっております。Widerspruchsausschuss があるときは、BaFin の職員以外の関係者も入って、この手続を進めていたわけですけれども、現在は BaFin の職員のみがこの手続に関与しているという状態になっております。この手続の結論に不満がある場合には、さらに裁判所に Beschwerde (不服審査手続) という手続によって不服を申し立てることができます。このような公法的な手続にかかる管轄は全てフランクフルトの高等裁判所にあるものとされています。公開買付け規制を担う BaFin の部署もフランクフルトにございますので、そのお膝元の高裁ということです。さらに、その結論に不満がある場合には、連邦通常裁判所に上告できることになっております。

これらは、例えばカルテル規制上の措置に対する不服申立とほぼ同じではございます。カルテル規制のほうは、Widerspruch と呼ばれる手続はなくて、直接裁判所に訴えるという1段階の構造になっていますが、それ以外の点については、ほぼ同じ規律が置かれています。たとえば言えば、乱暴な言い方ですが、独禁法の規制とほぼ同じものが金商法の中にもある、そのようなイメージでございます。

次に問題になるのが、誰がこの申立手続などを利用できるかということでございます。買付者自身が、望む買付けが許可されない場合に、異議を申し立てることができるのは当然なのですけれども、ワーキンググループにおける我が国の規制に関する議論に照らして考えたときに、例えば対象会社の株主が、公開買付けの実施内容に不満がある、BaFin が許可した価格が低過ぎるという形で、許可を取り消させることができるかといった問題があるかと思えます。

この問題は、ドイツにおいては、BaFin のような行政機関の措置に、個々の私人の利益を保護する機能があるか、具体的には、第三者保護(Drittschutz)の機能があるか、あるいは買収法は個人の地位を保護する保護法であるのかという形で議論されております。もちろん学説にはさまざまな見解がありますが、支配的な学説の理解によれば、BaFin の措置には第三者保護の機能は原則として認められていないことが買収法の4条2項に明記されているということでございます。ただ、学説は、憲法などに根拠を求めて、解釈上、例外的に第三者保護の機能が認められる場合もあるのではないかと議論をしております。一定の場面に第三者保護の機能があると認められたら、保護の対象になる者は、例えば Widerspruch を申し立てる余地があるという結論になります。

以上のところで、ドイツ法の特徴を挙げますと、公開買付規制については、法律で基本的な部分を制定したとしても、そこに解釈や運用の余地があり、公開買付規制の解釈を示し、運用実務を確立するのは、まずは、BaFin という国家の監督機関であることを前提に制度が組み立てられているということになります。当初は、そこに外部の有識者も登用して、専門知識を得るといった努力もされてきたという特徴を追加できるかと思えます。

外部の有識者を登用することとした理由の一つとしては、イギリスの Panel の実務を参考に、ドイツでも、買収法が制定される前、英国のような任意のコードを設けて、任意のコードの運用を担う買収委員会を設けていたという経緯も挙げられるかと思えます。

また、BaFin の措置には一定の裁量が伴うことを前提に、その措置に対する異議申立手続が整備されているという点も挙げられると思います。実際には、Widerspruch に当たるものが申し立てられることはほとんどないようですけれども、この制度が手続の透明性の確保と恣意的な運用の回避につながっていると言えるのではないかと思います。

しかしながら、BaFin による審査は、限られた時間内で行われることに配慮いたしまして、BaFin と直接やりとりする立場以外の者による異議申立の余地が制限されているということを通じて、事実上、広い裁量が確保されている。それ以外のものの利益保護は、この後に述べる私法上の事後的な規律に委ねられているというのが、ドイツ法におけるエンフォースメント体制の特徴であるとも言えます。

次に、監督の実務でございます。

20 ページは、BaFin の組織図でございます。公開買付規制を担うのは右から2つ目の島で、文字が小さくて見えにくいのですが、証券取引の監督とアセットマネジメントを担当する部門でございます。

21 ページにおいては、一番左の島の一番下に Company Takeover と書かれています。原語では Unternehmensübernahme ですが、これが公開買付規制について専属的に担当する部署になります。

22 ページです。この部署には現在 10 人程度の職人が在籍しておりまして、そのうちの約半数が法曹資格者ということでございます。公務員として登用されて、専属で公開買付規制を担当しています。中には、何年も担当し、実務に熟知した職員もいらっしゃいまして、そのような方のお名前をコンメンタールの分担執筆者や法律専門誌への寄稿者としておみかけしたりすることもございます。

10 人という人数で業務が回るかということについては、公開買付規制の場合、公開買付けを実施する人が買付けのタイミングを決めますので、公開買付けの申請がたくさんなされることもあれば、そうでないときもあって、確定的な判断は難しいけれども、現状、増員を必要とするような状況ではな

い、先ほどドイツの全体の公開買付けの規模についてのデータもございましたけれども、あの規模は10人程度で回せるということのようでございます。日本では上場会社はドイツよりも多いですし、また、公開買付けの実施件数もその倍以上あるかと思っておりますので、仮に同じことを日本でするとすれば、もう少し人数が必要になるのだらうと思われまます。

大量保有報告制度は、規定されている法律も別で、公開買付けを担う部署とは違う部署が監督に当たっているようでございます。大量保有報告は3%から始まって、順次閾値が決められているのですけれども、そのうち公開買付け規制とも関連する30%の閾値にかかる大量保有報告の実施状況につきましては、公開買付けの規制を担う部署と大量保有報告書規制を担う部署が互いに情報の共有をしているようでございます。また、公開買付けを担う部署が実際に外部とコンタクトをとる相手は、通常、買付者だけでございまして、対象会社に必要な通知を送ることはあるわけですが、何か交渉するかコンタクトをとることはほとんどないようでございます。

ドイツの買収法には、先ほど述べましたように、買収防衛の適法性に係る規律がございまして、それに関する法的制裁、例えば罰金も規定されているのですが、現地の温度感といたしましては、敵対的買収自体がドイツでは非常に少なく、防衛策の発動やどのような買収案件が望ましいかについて経営陣に実質広い裁量があるために、その適法性が議論されるということや、防衛策の規律違反に係る法的制裁が問題になることがないようです。BaFinが対象会社とコンタクトをとることがあるといたしますと、それは対象会社が意見表明を怠っていることが疑われるような場面に限られるということのようでございます。

買収法の解釈、運用につきまして、BaFinには一定の裁量が認められているわけですが、BaFinの審査は法的な適合性にかかわる側面に限られておりまして、実質的な評価には立ち入らないということでございます。

価格規制につきましても、法律でその基準が定められており、その最低価

格が守られていれば、許可を出す。一定の場合には市場価格ではなく、その対象会社の企業価値を評価することが必要になってくるわけですが、そのときには関係する書類を提供させたりして、外部の専門機関に判断を仰いだりすることがあるようでございます。

このような監督機関がどこまでの審査をするかにつきましては、国ごとに違いがあるようでございます。これは BaFin の職員からお聞きしたことで、私自身が確かめたことではないのですけれども、例えばイタリアなどにおきましては、TOB を行うことが経済的に合理的なものなのかといった実質的な点も監督機関が判断することもあるようでございます。

公開買付けの関係書類の審査のほかに、公開買付規制の遵守状況についても、BaFin が監視をする立場にはあるのですけれども、後で述べます義務的公開買付けの実施義務の遵守状況は結局、事実上支配権を取得したかどうかを知らないといけません。BaFin が自分で調査することには限界がございますので、私法上のエンフォースメントに大きく依存している形になっております。つまり、大量保有報告や支配権の事実上の取得などの状況につきましては、監督機関自身による監視には限界があり、実際には外部からの情報提供によらざるを得ないということで、外部の人たちの監視を通じて規制の実現を図ることが必要となり、民事の制裁が重要であるということになります。

Ⅳ. エンフォースメントのメニュー

24 ページです。次に、公開買付規制の個別のエンフォースメントのメニューを見たいと思います。

エンフォースメントとしては、先ほど見ました監督機関による監督に加えて、利息の支払義務・罰金・株主権の停止がございます。このほか、違法な開示に対する損害賠償もあるのですけれども、違法な開示をしたことによって投資家が被った損害に対する賠償責任は、公開買付規制に特徴的なものというよりも、広く市場開示に共通するものでございますので、公開買付規制特有のエンフォースメントとしては、前の3つが挙げられるところでござい

ます。

これに加えて、価格規制が適用される場合につきましては、適正な価格との差額に対する私法上の請求権がございます。これは民法の解釈によるものでございますので、買収法にそれが規定されているわけではございません。

また、私の調査が及んでいない部分もあるかもしれませんが、ワーキンググループで議論になったような公開買付けの差止請求のような制度は法定されておらず、解釈上もそれを認めないとするのが現在の多数説ではないかと思えます。

25 ページです。罰金がエンフォースメントの1つとして挙げられるところですが、関係者の作為義務、不作為義務の違反については、行為ごとに罰金が規定されております。詳細は省略いたしますけれども、主な特徴といたしまして、まず、開示や通知の懈怠や違反につきましては、その懈怠や、虚偽の内容の開示、不完全な内容の開示、遅滞あるいは法定の様式が定められている場合にはその法定の様式によらないことの全てに罰金が科されることが明記されております。また、対象会社の行為義務、例えば違法な買収防衛をしたことも罰金の対象になっております。

罰金は、原則として故意又は重過失に限定されておりまして、軽過失で科されるものもあるのですが、それは例えば BaFin の調査を拒否するなどの公的な執行を妨げた場合などに限定されております。法人につきましては、総売上高あるいはその2倍を加味して、より高い金額を科することができるようになっております。罰金額の算出につきましては、公開買付規制を担う部署ではなくて、金融規制全般を通じて横断的、統一的に判断する専門の部署があり、そこが事実上、判断を行っているようです。

実際は、罰金については、BaFin の広い裁量の下で運用されておりまして、違反行為の重大さと執行のコストを衡量して、科すべきかどうか判断されるようでございます。BaFin の年次報告書によりますと、公開買付規制違反について罰金が科される例は実際ほとんどないので、罰金のご紹介はこの程度とさせていただきます。

26 ページは、株主権の停止でございます。日本でも注目されることが多い株主権の停止については、買収法 59 条に規定がございまして、その内容について簡単にご紹介させていただきます。

株主権の停止は、証券取引関係につきましても、義務的公開買付けの懈怠と大量保有報告の懈怠の場合に生じることとされているのですけれども、本日は公開買付け規制との関係を中心にお話しいたします。

義務的公開買付けにかかわる支配権取得の公表や買付けの実施について懈怠があった場合には、ドイツにおきましては、議決権のような共益権だけでなく、自益権も全て停止することになっております。ただし、経済的な権利である配当請求権と残余財産分配請求権は、違反が故意によるものではなく、後日追完された場合には最初から停止しなかったものと扱われることになっております。

ドイツの株主権停止の制度の 1 つの特徴は、実体法上、義務の懈怠が生じたときに、直ちに停止する、つまり、裁判所の裁判や BaFin の決定などなく、実体法上停止するという建付けになっている点です。しかしながら、実際は、懈怠の有無の点について、通常、当事者の間に争いがございまして、停止していたのが、株主総会の決議取消しの訴えを通じて、裁判所によって判断されるというのが、この制度の運用のされ方でございます。

ドイツでは、この場面に限らず、上場会社などにおきましては、株主総会の運営をモニターし、何か問題があった場合に決議取消しの訴えを提起して、金員の支払などと引きかえに訴えを取り下げるという「略奪的な株主」と呼ばれる存在がございまして。実際には、このような存在が本規制のエンフォースメントについても、事実上、一定の役割を果たしているというのが BaFin の担当者の認識でありました。

株主権の停止は専ら民事の問題でございまして、その紛争は、通常の決議取消しの訴えを担当する裁判所の管轄に属しますが、この点にかかる法令の解釈につきましても、裁判所で問題になったときに、例えば BaFin の職員が意見を求められることはないようでございます。BaFin の事実上の関与もな

く、一般の会社訴訟を管轄する裁判所で判断される。BaFin がガイドラインを発行していたら、それが他の学説と並んで引用されることはありますが、そうでない限り、民事の裁判官の判断に全く委ねられているというのが現地の運用のされ方でございます。

平成 26 年会社法改正時の中間試案とそのときの議論に照らして、我が国の関係者にとっては、義務違反と同時に、直ちに実体法上、議決権が停止するという制度は、現場を混乱させるのではないか、という一定の抵抗感もあるのではないかと想像されます。しかしながら、実際にそのような制度が導入されれば、慣れることもあるかもしれませんので、本日はドイツでは実際にどのように運用されているのかということを見ていただくために、裁判例を 1 つご紹介したいと思います。

この裁判例は、裁判所が示した解釈の内容よりも、実際にはこのような形で争いになり、同条が適用されるということをご覧いただくためにご紹介するもので、そこで示された解釈が本日の報告の関心事ではないことを申し添えます。

資料の 6 ページ以降に、④として、ミュンヘン地裁の事案の全訳がございます。乱暴な訳になっているかもしれませんので、仮訳として読んでいただければと思います。事実関係も、よく読んでみると前後関係がわからないところもたくさんございますが、入手した判決文の全訳でございまして、これ以上のことは残念ながら私も存じません。

裁判年月日から明らかなように、これは買収法が制定されて間もない時期のものでございます。ある上場会社の株式を株主総会の直前で譲り受けた者に帰属する議決権数が 30% の閾値を超えていたと評価される場合に、そのことを公表しなかったことが買収法違反であるとして、当該株主総会における議決権行使は無効であったことを理由とする決議取消しの訴えを本案として、その決議によって選ばれた取締役等の職務執行の停止の仮処分が申し立てられたという事案です。被保全権利があるとされ、日本で言えば保全の必要性もあると認定された例でございます。

資料に沿って簡単に概略をご紹介します。まず、株主総会の前日に株式の売買契約が成立して、株主総会の直前に、買主が株式を取得したことが認定されております。そして、譲受人が、取得した株式を含む自己の株式の議決権の行使と、他の者の株式の議決権を代理行使して、株主総会の決議に必要な多数を事実上支配して、自分の息のかかった者を監査役構成員として選任した。ドイツでは、監査役が取締役を選任いたしますので、選ばれた監査役が監査役会において、株式の譲受人である会社の取締役を取締役として選任し、従前の取締役を解任しました。

対象会社でその後いろいろ怪しい取引がされるのですけれども、対象会社の大株主が、前述の株主総会において、株式の譲受人に当たる者（A社）は買収法に違反していたので議決権行使ができなかったはずであるとして、決議取消しの訴えを提起し、その訴えを本案として仮処分を求めました。

本件においては、株式を譲り受けたA社は、閾値を超えないように、形式的に28%の議決権しか保有しないように工夫をしていたのですけれども、株式の売主である創業者株主と協調して議決権を行使したので、その株主らはacting in concert（協調して行動する者）に該当するから、その人たちが持っている議決権もA社に帰属するという認定がされました。そして、支配権を取得したために、その事実を遅滞なく公表する義務があったのに、しなかったと評価されております。

この点は、実際には少し飛躍があるように思われます。公表は遅滞なくすれば足りるので、株主総会の当日、しかも開始の直前に議決権を取得したときに、株主総会までに公表しなかったとしても、本来は「遅滞なく」に間に合わなかった、とは言えないように思われます。しかし、今回のケースでは意図的にこのような仕組みを作ったために、潜脱として、違反が認定されたのではないかと思われます。

この事案は、いわゆる略奪的な株主による取消しの訴えではないのですけれども、本事案からわかることとしては、議決権の帰属があったかどうか、あるいは協調する株主であったかどうかは、実際には当事者の主観にも立ち

入って事実関係に照らして詳細に検討しなければわからない部分が多く、そういう争いは、裁判所が行う事後的な判断になじむものではないかということでございます。

事案の紹介はこれくらいにいたしまして、残りの項目にいきたいと思います。

次にスライド 27 ページ、対象会社の株主の民事的請求権でございます。

とりわけ対象会社の株主の救済として問題となるものは、企業買収公開買付けにおいて、より高い公正な価格があったのに買付価格がそれに至っていなかった場合の差額の請求と、義務的公開買付けの実施請求ないし損害賠償の請求というものでございます。

まずより高い価格との差額の請求についてですが、BaFin は、一通りの審査をして、法定の最低価格以上だったら審査を通すのですが、実際には、公正な価格はまだもう少し上であるということがございます。この場合、対象会社の株主が BaFin の決定が誤っていたということを争う余地は原則としてないのですが、応募した株主が、買付者に、公正な価格はもっと高いためにその差額分を払えという私法上の訴えを提起し、裁判所が実際に価格を算出して、差額があると認められるような場合には、その請求を認めることはあり得ます。

これに対して、応募しなかった、つまり、客観的に見て対価が足りないと判断したために、BaFin が許可した公開買付けに応募しなかった株主の保護の余地は非常に乏しく、既に述べましたように、対象会社の株主は BaFin の許可に対して異議申立をすることは原則としてできないし、もっと高い価格だったら自分は応募するはずだったと言って、高い価格の支払それ自体を買付者に請求するための請求権を基礎づけるのは非常に難しいとされています。

というのは、応募した株主と買付者との間には契約関係が成立しますので、その差額分は、言ってみれば本来あるべきだった契約の内容として請求権が観念しうるのですが、応募しなかった株主と買付者の間には契約関係があり

ませんので、その間の請求権を基礎付けるものがほとんどない、契約締結上の過失による請求権の要件を通常は満たさない、というのが、その理由です。

次に 28 ページです。義務的公開買付けが懈怠されている場合に、対象会社の株主が実施を請求したり、それによって被った損害があるとして損害賠償を請求したりできるかという点につきましては、学説上、議論があります。これは企業買収法がいわゆる保護法なのかという形で議論されています。しかしながら、多数説はこれを否定しておりまして、買収法による少数株主の保護は反射的な効果にすぎず、買収法の本来の目的は市場秩序の維持であると整理されているところでございます。

以上が、ドイツの買収法のエンフォースメント体制です。

V. ドイツの企業買収実務の近時の課題

ドイツの実務についてのご紹介は時間の関係で省略させていただきます。議論の糸口として、以上から得られる日本法に対する示唆を簡単に述べたいと思います。

VI. 日本法への示唆

35 ページは、まず、公開買付規制の監督体制です。英国の Panel のようなものをゼロから作り上げなくても、日本においては、金融庁の監視・監督体制を強化することによって、ドイツと同じような監督体制の構築はできるのではないかと考えられる次第です。

ただ、日本の公開買付規制は、内閣府令を含む法令に必要なことを全て書き尽くし、関東財務局はちゃんと法令を守っているかという形式的な判断をするに留まるという建付けになっているように思われます。誤解があるかもしれないのですが、ドイツでは基本的なことは法令で定めるけれども、BaFin には一定の裁量があり、しかしながら、その裁量の行使について異議申立てをすることができるという形で適切な運用を図る体制になってきておりまして、個別の事案ごとの個性に照らして対応していくことを法が正面か

ら認めるドイツのようなやり方も一つ参考になるのではないかと思います。

これに関連いたしまして、今回のワーキンググループの報告書では、監督機関に一定の裁量を持たせるという報告が打ち出されておりますので、このような方向は基本的に歓迎されるべきではないかと思いますところ、実際にその裁量の行使のされ方について、それを修正するメカニズム、具体的には異議申立に関する制度も整備していく必要があるのではないかと思います。

次に 36 ページです。エンフォースメントのメニューにつきまして、先ほどご紹介したドイツの制度を見るに当たって留意すべき点は、ドイツにおいては、企業買収公開買付けと義務的公開買付けについては価格規制などがございまして、こういう条件の買付けがなされるべきだといえるものがありますところ、日本では価格規制に該当するようなものがございません。例えば、閾値が 30% に引き下げられ、この閾値を超える買付け方法に違反があるような場合に、それでは本来はどのような買付けをするべきだったのか、ということ議論するのが難しく、それゆえに民事的請求権を通じてあるべき姿に戻すということが、日本では難しいところがあるのではないかと思います。

したがって、例えば、議決権停止につきまして、適法な状態に戻れば、停止が解除されるという制度を作ることが考えられるわけですが、少なくとも日本の現在の 3 分の 1 ルール、ないし 30 パーセントルールにつきましては、それが難しく、基本的には課徴金や罰金による制裁と大量保有報告制度の運用強化による監視に依存せざるを得ないのではないかというのが、現在の感触でございます。

37 ページです。仮に日本の現行の大量保有報告制度や、将来導入されることがあった場合の義務的公開買付制度に対するエンフォースメントとして議決権停止が設けられるとした場合の課題につきまして、時間の関係上、全部を網羅的にお話するのは差し控えますが、ドイツのように、違反により直ちに権利が停止するという仕組みでも、ここでは「安価」という表現にし

たのですが、「安価」という表現が正しかったかどうかはともかく、事実上、使えないわけではないのではないかと。結局のところ、ドイツのように即時に停止するのであれば、裁判なり当局の決定なりにより停止するのであれば、実際には、当事者の申立てを待って裁判所なり監督当局なりが判断するという仕組みによらざるを得ないので、それが議決権を停止してくださいという請求になるか、あの人は議決権を持っていないから行使させるべきではないという請求、あるいは行使させるべきではなかったのにさせたので無効であることを確認せよ請求になるかの違いにすぎないのではないかと考えた次第です。そして、決議取消しの訴えなどにつきまして、既に我が国では実務の経験もございますので、そこに載せるという形で、これまでのノウハウも利用しながら、エンフォースメントすることができるのではないかとも思われたところでございます。ただ、ここについてはいろいろご意見があることも承知いたしております。

日本では、議決権のみを停止するという制度が念頭に置かれることが多いのですが、議決権停止というのは、基本的には株主総会が開催されるタイミングにおいてしか効果がなく、しかも株主総会で、自己が望む決議を通したいと思っている人に対する制裁としてしか意味がございませんが、例えば大量保有報告書規制違反などにつきましては、そのような人たちばかりではないので、自益権も停止させないと、脅威として十分に働かないのではないかとと思われるところでございます。

以上をもちまして報告を終わりにさせていただきます。

[討議]

○**神作会長** 齊藤先生、ご報告、大変ありがとうございました。ドイツの監督の実態も含めて、ドイツの公開買付けの利用の実態と法制について詳細なご報告をいただきました。

それでは、ただいまのご報告につきまして、ご自由にご質問やご意見をお出しいただければと思います。どなたからでも、どの点についてでも結構で

す。

○松元委員　ご報告いただきまして、ありがとうございます。大変勉強になりました。

私からは2点、ご質問させていただきます。

まず、26ページのエンフォースメントの中の議決権の停止のところ、「決議取消の訴えを通じて、裁判所が判断する」というところに関して、今日ご紹介いただいた事例ですと、株式の買付けを行っていた株主とは別の大株主が訴えたという事例だったように思うのですが、上場会社などでほかに大株主がない場合には、ほかにわざわざ自分で労をとって訴えてくれる株主はなかなかいないのではないかなという気もいたします。

逆に、会社が最初からそういう人たちの議決権行使を認めない形で株主総会の決議の議決権の算定をして、それに対して不服を持った買付者側が、後から、我々の分が入っていない株主総会の決議は取り消されるべきだという訴えの仕方をするやり方のほうが、何となくやりやすいのではないかなという気もしたのですが、そういった形で争われている事例があるのかどうかについて、もしご存じでしたら教えていただきたいというのが1点目のご質問です。

もう一点のご質問は、今日は時間の関係で省略されたところかもしれないのですが、37ページの下から3つ目の星印で、「事後的な義務的公開買付け（の懈怠）に対する制裁としては正当性・相当性が認められやすい」と書かれています。義務的公開買付けをしていなかったことで、なぜ議決権を含めた株主権の全てが停止されるというエンフォースメントにつながるのかということについて、ドイツでどういうふうな正当性・相当性があると説明されているのか。日本の今までの議論の経緯としては、金商法上の義務違反について、会社法上の議決権停止を課するのは難しいという論調があったようにも認識しているのですが、なぜドイツではできるのに日本ではできないのかということについて、ドイツ法を研究されてご感触があれば教えていただきたいと思います。よろしく願いいたします。

○齊藤報告者 ご質問、ありがとうございます。

まず、1点目につきましては、株主側にインセンティブがあるのかという点は、おっしゃるとおり難しいところもございます。決議取消しを通じたエンフォースメントについて回答してくださった方々のご説明は、先ほど申し上げた略奪的株主というものの存在を前提としていました。これは、日本の総会屋のような存在で、ドイツには、このような者が上場会社における株主総会の運営を監視して、何か問題があれば、決議しの訴え提起をして、お金をもらえば取り下げるといった実態がございます。日本では、そのような利益供与に該当するような行為を前提に制度を考えるのは難しいように思われます。

この問題は友好的な場合と敵対的な場合とに分けて、考えなければいけないのではないかと思われます。

本日ご紹介したのは、議決権を行使させたところ、後から違法だったということが争われている事案でございますが、議決権を行使させなかったのは法令違反だという形で争っている事案については、調査して、補充したいと存じます。

ドイツにおきましては、ほとんど友好的な買収なので、公開買付規制との関係では、支配権を取得して支配をした、適法な対応を取らず株主総会で議決権を行使したことが後から問題とされるという例のほうが多いのではないかと推察しています。会社と敵対的な買付者による場合について、ドイツでも、大量保有報告制度違反との関係では問題となりそうですが、仮に、日本で、会社が議決権行使をさせるべきではないと考える事案のほうが多いのだとすると、事後的な解決よりも、事前に議決権行使させなくてよいことを明らかにする対応を前提とした制度設計が必要かもしれません。

2つ目のご質問についてですが、正当性については、義務的公開買付けは一般株主保護のための制度であるので、株式会社において支配的な地位を有する者が他の株主との間で課されている義務を果たしていない場合の制裁として、会社法的な秩序の一部ととらえられたのではないかと思われます。た

だ、ドイツでも、証券取引や市場秩序にかかる規制に会社法上の制裁を持ち出すべきではないという反対論はあり、立法政策として、そちらには与しなかったというのが、現在のドイツの状況といえます。

また、相当性ですが、ここで相当性と申し上げているのは、違反した行為に対して制裁が比例的なものかということなのですが、故意かどうかで制裁が段階付けられているのに加えて、実際に義務を果たしたら制裁が解除されるので、その点でも比例的なものであるといえるのではないかと思います。

これに対して、事前規制である日本の3分の1ルールは、買付けが違法だった場合に、もう一回やり直すことができるのかという問題があり、その点で、議決権停止という制裁を現在の日本の3分の1ルールとの関係で導入するのは難しいのではないかと思います。次策です。

○松元委員 大変よくわかりました。ありがとうございます。

○大崎委員 大変勉強になりました。ありがとうございました。

1点、お伺いしたいのですが、公開買付けそのものの差止めは基本的には認められない、学説上もそういうものは認められないというご説明だったかと思えます。一方で、例えば価格規制に違反したような公開買付けが行われた場合、応募した人は後で公正な価格、本来の価格との差額が請求できるであろうということですが、応募しなかった人は基本的に何もできないということになります。例えば価格規制に抵触しているのではないと思われるような公開買付けが実際に始まってしまった場合、それは差し止められないということになると、本当は価格規制違反っぽいから応募したくないという人も、一旦応募して差額を請求するのが戦術的には正しいということになるのでしょうか。その辺、いかがでしょうか。

○齊藤報告者 実際に、投資家がそのように戦略的に合理的な判断をしているかどうかについては、調査が及んでいないのですが、先生がご指摘になった、対価が低過ぎるために応募しなかった人の保護がドイツでは不十分だというのは、現地の研究者からも指摘されております。したがって、その点については、ドイツの制度が必ずしも望ましいわけではないと思えます。

○中東委員 貴重なご報告をありがとうございました。

細かいところで申しわけないのですが、12 ページで公開買付けの実施状況についてのご説明があつて、Prohibitions になっている件数が割と多いような気がするのですが、これは具体的にどういう理由で禁止されたのか。あるいは、禁止してくださいと BaFin が決めたときに、先ほど出てきた異議申立、不服申立などに行った例があるのかを教えてください。

○齊藤報告者 Prohibitions には、いろいろなケースが考えられまして、例えば禁止期間中であるというケースもあり得るのですが、義務的公開買付けの禁止という措置もあります。義務的公開買付けは少数株主の保護のための規制なので、禁止という対応に少し驚かれるかもしれません。支配権を取得したにも関わらず、買付けの実施につき適法な開示を怠っていたような場合に、義務的公開買付けの禁止という措置がされることもあるようです。禁止といっても、実施する義務がなくなるわけではなく、その実際の効果は、議決権停止のタイミングを明らかにすることと、一定期間の買付けの禁止がされることにあり、後日、BaFin に禁止を解除してもらって、実施するということになるようです。

○中東委員 ありがとうございました。大変勉強になりました。

○飯田委員 価格規制あたりの BaFin の対応等を伺えればと思うのですが、BaFin は基本的に裁量は持っていないというご説明と理解しました。それとの関係で、日本への示唆のところ、価格規制をもし日本に入れるのだとすれば、「一定の裁量を有する監督機関による監督が不可欠」と 35 ページでお書きなのですが、そこはどのあたりから出てきたご議論なのでしょうか。

○齊藤報告者 BaFin については価格規制の裁量はあまりないといひましても、例えば一定期間の市場価格を参照する、公開買付けの実施前に行われた取引の価格も参照されるなど、価格規制の基準は幾つかあります。日本の場合とは異なり、価格規制があるために、適法かどうかを客観的に定まるといっても、それに合っているかどうかを実施前に誰かが判断しなければならず、また、市場価格を参照できない場合も規定されており、このような場合には、

専門の株式評価機関に判断を仰いで株式評価をしてもらい、買付条件が適法かを判断することも必要となります。ですので、適法性の基準に幅があるという意味での裁量ではないのですが、価格規制に合致した買付かを判断する者が必要であるという趣旨で記載いたしました。そのような意味では、「裁量」という用語は適切ではなかったかもしれません。

○飯田委員 わかりました。要するに価格規制の設計次第というところもあるのかなというところですかね。

○齊藤報告者 そうですね。

○飯田委員 機械的に株価以上とか、あるいは直前に対象会社の株を取引した価格以上という設定であれば一義的に決まるので、裁量的なものは特段必要ないということかなと思いました。

その関連で、民事のほうで差額を請求できるということもご説明いただいたのですが、その根拠が必ずしもよくわからなくて、Low Balling は適法であるというのは確定した通説だという理解だと伺いました。そうすると、31条違反の話なのかどうか。そのあたりを伺えればということです。31条のほうは、今のやりとりからも angemessene Gegenleistung の解釈ということで、基本は売買高加重平均だと思うのですが、条文の書き方としては、それは考慮要素だという書き方で、これであれば絶対に適切だということまでは書いていないという趣旨なのか。つまり、平均株価の VWAP の価格以上でオファーをしているけれども不適切な価格ということがあり得るのか。それがもし要るのだとすると、どういう法律構成で言われているのかというのを伺えればと思いました。

○齊藤報告者 ありがとうございます。

条文のほかに規則がございまして、その規則で細則があり、基本的には飯田先生がおっしゃる通り、3ヶ月間の加重平均によることとなっています。ただし、株価を参照するに足る流動性が市場に認められない場合には企業評価に基づくことになっております。いずれにしても、法定の要件を満たしていればよく、それを上回る価格でないと公正でないと判断する権限は BaFin

にはないと思われます。一般的な差額請求についての説明は論文のほうで補いたいと思うのですが、価格規制の angemessene Gegenleistung の評価について BaFin の判断と事後の裁判所の判断が異なる可能性があることを連邦通常裁判所も認めています。

ただ、事後的に裁判所がより高い価格を定めたからといって、BaFin の当初の判断が誤っていたという評価には当然にはならず、制度上、BaFin の審査は限られた時間で行われなければならないため、そこにおける審査の深度は当然に異なるという整理になっているのではないかと思います。

○**飯田委員** 同じような趣旨のご質問ですが、もう一つだけいいですか。義務的公開買付けをもし日本で入れるとしたら、こういう裁量的な機関が必要だということですが、BaFin の裁量は、義務的公開買付けをしなくていいという判断をする局面で、ある意味、幅広い権限を持っているわけです。それはしかし、実体としては救済買収のときにそういう例外を認めているとか、ある程度類型化されているような話なのか。それとも、オフィシャルには説明されていませんが、実は実体を見ていて国益とかさまざまなことを考える、そういう意味での裁量を持って例外を認めているのかとか、そのあたりはいかがでしょうか。

○**齊藤報告者** その点について、特に保護主義的な運用もありうるのか、という点には、調査が十分に及んでおりません。ドイツの場合、議決権の不算入については、法律で明記されているのですが、義務的公開買付け義務の解除につきましては、規則に例示があるものの、限定列举とは解されておらず、BaFin に裁量があるとは言えるのですが、BaFin の判断基準がガイドラインとかを通じて全て明らかにされているというわけではないので、どの程度の幅があるのかは不明な部分が多いです。

義務的公開買付けについて、定款自治を認めるかどうかという議論もあるところですが、EU の構成国の間には、義務的公開買付けの例外をどの範囲で監督当局が認めるかについて統一された運用がないのだから、それだったら、定款自治で認めてもよいのではないか、という見解もあるぐらいです。

先ほどご紹介したイタリアの例のほか、北欧の TOB で、投資家保護上問題があるにも関わらず義務的公開買付けを当局が免除した例なども、論文などでは指摘されており、実際には、ケース毎にそれぞれの国でかなりいろいろな点が考慮されているのではないかと推察いたします。

○**飯田委員** よくわかりました。最後になりますが、ヨーロッパ型に移行する場合、閾値を超えた場合は公開買付けを残りの株式にかけろという話ですが、ドイツだと、閾値を超えたのが一瞬ではだめだ、一瞬超えたけれども下がったということであれば義務は発生しないということになっていると思います。そのあたりの判断、つまり、どのくらいの期間持っていたから義務が発動し、そうでなければ義務を発動する必要はない、ある意味、法令解釈に係るようなことも BaFin が判断することに最終的にはなると思うのですが、たとえ例外の設定として裁量を非常に幅広く認める今のヨーロッパ諸国のあり方を仮に設けなかったとしても、30%を超えたか超えなかったか、超えたとしても公開買付義務が発生するだけの期間超えていたのかとか、そのあたりのことも判断するためには、やはり BaFin みたいな機関が必要だということ趣旨なのでしょうか。

○**齊藤報告者** ご指摘の点は、いったん意図せずに閾値を超えたけれども遅滞なく閾値を下回る予定がある場合には、義務が解除されるというケースであると思われます。遅滞なくの解釈は、一義的には BaFin に委ねられており、遅滞なくの期間内に実際に閾値を下回ることがなければ、解除を取り消すという対応をすることになる、というのが制度の建て付けになるのですが、解除のときに〇〇日以内に下回ることを要件とすることなども学説で提案はされていますが、実際の運用として義務づけられているわけではないようです。ご質問は、義務的公開買付けにつき、形式的・厳格な運用を予定するに留まる場合に、裁量を有する監督機関が必要であるのか、ということと理解しました。義務の内容や発生時期が客観的に明確に定められている場合には、義務があるかどうかについて判断する者は必ずしも必要はなく、守られているかどうかの監視と、守られていなかった場合の制裁を担当する者がいればよ

いということになるかもしれません。しかし、現在のところ、ヨーロッパを見ている限り、義務的公開買付けは、画一的に運用すれば、対象会社株主の保護として過剰規制になるおそれが高く、日本においても導入するとしても、それと相対立する要請も考慮に入れながら、義務的公開買付けにどの程度の少数株主の保護を期待するかを照らして、その義務の範囲を詰めていく必要があるのではないかと思います。

また、BaFinのような監督機関の裁量と裁判所の役割分担も考えなければならぬように思います。例えば、一定の期間閾値を上回ったが、遅滞なく下回る予定であれば義務的公開買付けの義務はありませんと監督機関に事前に判断させる形もあれば、義務的公開買付けの不実施について、何らかの形で裁判所に意義が申し立てられた場合に、この場合は、規制の趣旨に照らし、例外的に義務はないという解釈を裁判所に示させるという形もあらうと思います。個人的には、義務の所在は法令で明確に定めて、監督機関に事前に審査させ、裁判所には、懈怠・義務違反の場合の民事的な事後処理と、潜脱の解釈を委ねるという役割分担がよいのではないかと考えております。

○萬澤委員 ご報告ありがとうございます。大変勉強になりました。

基本的なことで、また、私が聞き漏らしていたら恐縮なのですが、18ページのBaFinの職務と権限について、スラッシュの1つ目の「公開買付け関係書類の審査と公表・実施の許可」が主たるものであって、そこまでだということだとすると、先ほど中東先生がおっしゃったProhibitionsは許可をしなかった事例の話で、40条の調査権限というのも、事前の調査権限という理解でよろしいでしょうか。もしそうだとすると、事後的に、例えば公開買付けで対象会社が意見を表明しない場合があると先生はおっしゃったと思うのですが、そういう場合はどのように対応されることになるのでしょうか。

あと、例えば公開買付け届出書に相当する書類に虚偽の記載があったというような、後から法令違反がわかった場合等に、我が国では192条をより活用する方向で、私人による差止めを代えていこうというお話があったと思うの

ですが、そのあたりはどのように考えられているのか、教えていただけますでしょうか。

○齊藤報告者 ありがとうございます。BaFinの業務にかかる規律は、40条前後にもいくつかありまして、「調査権限」の行使というのはそのうちの一部で、特に公開買付け規制にかかるルーティンワークである公開買付け関係書類の審査の中で、もっとも調査権限が関係するのが価格規制との関係になることから、このようなご紹介をさせていただきました。誤解を招くような紹介の仕方になってしまいましたが、40条の権限は、買収法の規範の遵守状況にかかる監視に必要である限り、広く行使されうるものでございます。4条に掲げられている弊害が認められた場合に、それを排除するような措置を行うことがBaFinの権限に含まれているという理解でよいのではないかと思います。

○武井委員 齊藤先生、大変わかりやすくご説明いただきました。まだお話し足りないかと思しますので、ぜひ研究を進めていただければと思います。

1点感想で、1点ご質問です。

感想のほうは、ボード、監査役会も制度設計に組み込まないと、うまく制度設計ができないのではないかと改めて思いました。BaFinだって行政当局で、Panelも一種の準行政当局だと思いますが、それとあと裁判所だけでは処理できない部分があって、例えば、さっき買収防衛策的なことはボードが認めればできるとか、幾つかボードが登場していて、企業価値そのものにかかわるような話は、行政当局でもなく、裁判所でもなく、ボードが見るという選択肢が要るのではないか。

日本の場合、一般株主系にかかわる話は、行政当局であったり、場合によっては裁判所なり、規制・規律になり得るのですが、そういう手続系の話ではないところはやはりボードが必要なんだなあと。日本の場合、前回までの議論もそうなのですが、現状は依然としてマネジメントと株主の二層構造で考えていて、中間のボードを挟んだ三層構造で制度設計していないというところの難点が買収法制のところでも出ているのだと思いました。

また TOB でも、ドイツの場合でもヨーロッパ全体でも、従業員の処遇であつたり、労働条件に重大な変更があるときには、TOB の開示対象になっていると思います。そもそもドイツの場合、ボードの半分以上が労働者代表だとか、従事者が一定数いる場合には、必ず監査役会にこれだけの人数が必要であるとか、そういう規制が TOB 規制において入っている。そこら辺の話でも、ボードをうまく入れていく必要がある。あと企業価値系の論点については、相当実質面なので BaFin は関係してこなくて、あと裁判所だけの役割分担ということではなく、ボードも関与してくる必要がある。こうして、ボードを含めた、ボード、行政当局、裁判所という三者でのいろんな役割分担で制度設計しないと、抜け漏れがあるように思います。今のマネジメントと株主の二層構造で考えている日本の一般的な制度設計方法では、どうしてもうまく回らないのではないかと改めて思ったのが感想です。

次にご質問のほうですが、さきほども松元先生から 37 ページの、現行の 3 分の 1 ルール違反に対する制裁とすることはできるのかというご質問がありました。これは私の理解ですが、価格規制がないという点は、確かに日本とドイツは違うのですが、開示規制の点では、例えば今回の法改正で 30% を超えるときに、これだけの情報を出せという開示規制違反があるときに議決権をとめることはありではないかと思うのです。そういう理解でいいでしょうか。大量保有報告違反も開示規制違反であるわけですが、TOB のほうが出てくる情報の粒度がより高くなるわけであって、TOB の開示規制が 30% を超えるときに、買収者側がこういうことをきちんと開示しなければいけないという規制違反があつたときに、その人が議決権を持っているのかということに関して、大量保有の場合はそれは議決権を止められるのだと思うのですが、そういう理解でよいでしょうか。

○齊藤報告者 ご質問、ありがとうございます。まず前半についてですが、対象会社の企業価値に係る部分について、ボードが、望ましい買収提案なのかをきちんと判断するような構造にしなければならないのではないかと、というご指摘であると理解いたしました。それについては、おっしゃる

通りでございます。今回は、TOB規制のほうのご紹介を中心にいたしました。武井先生にご指摘いただいた部分は、どちらかというところ、会社のガバナンスを規律する会社法に属するお話になるのかな、と思われま。ドイツの株式会社はいわゆる二層制ボードシステムを採用しております、そのうちの監査役会は、従業員代表などもおり、日本の取締役会以上に複雑ないろんな役割を担っている組織なので、日本の取締役会と全く同じ機能を果たすというわけでは必ずしもなく、ご指摘の点は、ドイツでは、まずは、会社の業務を担う取締役の行為規範という形で論じられているように思われま。ですが、いずれにしても、企業価値向上により望ましいTOBがなされていくような規律は、金商法と会社法とで総合的に実現していくべきであると思われま。

敵対的買収が少ないドイツにおいては、主要な課題は、友好的な買収における利益相反問題への対応であるよう。この点については、まだ法的な規律はないのですが、現地のローファームの関係者からは、私たちがしっかり利益相反軽減の仕組みを作っている、法的な手当は特に必要ないという趣旨の回答がありました。

次に、議決権停止の点についてですが、今回の改正により、閾値を超える取引は原則として公開買付けによることが求められるために、新しいルールは、閾値を超える取引にかかる情報開示規制とも言え、わが国の30パーセントルール違反への議決権停止をいう制裁の導入を、情報開示違反に対する制裁と捉える余地があるのではないか、というご指摘と理解いたしました。情報開示規制である大量保有報告書規制については、日本でも、株主権停止なり議決権停止の導入は大いに考えられるのではないかと個人的には思っております。この場合、例えば、適法な情報開示をすれば、それが制裁を解除する契機となりますので、比例原則の関係でも問題が少ないように思われま。

これに対して、公開買付け規制の30%ルールについては、情報開示規制という側面もありますが、それだけに留まらず、買付け方法に対する規律であ

るので、実際に取得してしまった後に、閾値を超える取引を適法にやり直すということが実際には難しく、制裁解除のタイミングが捉えにくいという点で、導入が難しいのではないか、というのが本日のご報告の立場になろうかと思えます。

ドイツの株主権停止につきましては、公開買付規制との関係では、義務的公開買付けにかかる義務以外は対象とされておりませんが、2つの方向の立法論的な議論がございます。一方は、議決権停止は制裁として非常に重いものなので、義務違反により実体法上直ちに停止するという建て付けではなく、裁判所なり BaFin などの審査が手続保障として必要なのではないかと、という慎重派からの意見です。他方で、これ以外の買収法違反にも拡張すべきである、という意見もあります。

○武井委員 ありがとうございます。価格規制に伴った義務的公開買付制度の違反というフィールドがドイツ側にはあるので、価格規制のない日本の世界の議論についてドイツの議論はそのままでは参照しにくい面があると理解したのですが、支配権を取る30%のときの開示規制違反のほうが、大量保有報告規制違反における開示規制違反より違反の程度が重たい気がします。大量保有報告規制違反で議決権が止まるのだったら、公開買付けの開示規制違反のほうがより議決権が止まるということなのではないかという感覚を持ちました。

あともう一点、つけ加えますと、今の会社法の話で、いわゆる主要目的ルールについても、ボードというものを認知しないで、会社をマネジメントボードで利益相反だと割り切って、株主が全部決めろと。そういう今の主要目的ルールの法理もアップデートが必要だと思っています。

以上、2点です。ありがとうございました。

○行岡委員 齊藤先生、本日は貴重なご報告をありがとうございました。とても勉強になりました。

私から1点だけ、ご質問させていただきたいと思えます。

私が誤解しているかもしれませんが、本日のご報告から、ドイツにおける

公開買付規制のエンフォースメントとしては幾つかのものがあるけれども、罰金が発動される例はあまりなく、義務的公開買付け違反に対しては、株主権の停止とか、あるいは適正対価との差額請求権といった、いわゆるプライベート・エンフォースメント（私的なエンフォースメント）が機能しているということかと理解いたしました。

ただ、それと同時に、これら私的なエンフォースメントの仕組みは、ドイツにおける公開買付制度のあり方そのものと密接に関連しているものとも理解しました。すなわち、株主権の停止というのは義務的公開買付規制という、いわゆる事後規制の仕組みと密接にリンクしているし、適正対価との差額請求権は、価格規制と密接にリンクしているということかと思いました。

このように、これらのエンフォースメントの手段は、注目に値するものではあるけれども、その前提となるドイツの公開買付規制があつてのものであるということで、恐らくそうであるからこそ、齊藤先生は、資料の36ページから37ページにかけて、これらの制度が直ちに我が国で参考になるとは必ずしもおっしゃっていないものと理解いたしました。それが私の現時点での理解です。仮にそうだとすると、ドイツのエンフォースメントについて議論することの意義といえますか、ここから我々はどのような示唆を得ることが期待されるのか、どのように考えていけばいいのかということについて、齊藤先生のお考えをお伺いしたいことです。

すなわち、今日いただいたご報告の射程を超える話になってしまうと思うのですが、少なくとも今の日本の制度を前提にすると、ドイツのエンフォースメントのあり方が直ちに参考になるものではないとは言えると思います。しかし、そこから先の話として、日本において、ヨーロッパ型の事後規制型の義務的公開買付規制を導入するとか、あるいは適正対価、価格規制を導入すべきだとか、そういった公開買付制度の内容に関する制度改革をもインプリケートされるような含意のあるご報告だったのか。そのあたり、今回のご報告の先の話として、齊藤先生が現時点でどのようにお考えになっていらっしゃるのかを教えてくださいませんか。長くなってしまつてす

みません。以上です。

○齊藤報告者 ありがとうございます。ドイツの制度の調査から、結局のところ、日本の現行法制につき、どのような示唆が得られたのか、というご質問であると拝察いたしました。

まず、このようなテーマでご報告させていただいた動機の一つは、金融庁のワーキング・グループにおいて欧州型の導入が議論に上がったものの、今回見送られることになったのですが、その議論は、欧州型義務的公開買付けを導入するかどうかという抽象的な問いにとどまっていた、という点にございます。しかし、欧州諸国の義務的公開買付けの設計は実際には複雑で、導入したとしても、厳格に、画一的にエンフォースされているかといえば、そのようなわけではなく、例えば部分買付けが可能なのか、例外はないのか、という点について、各国は、最もすぐれたやり方とはいえないまでも、現実に合わせて妥協なり調整なりをしているというのが現状です。

したがって、日本において欧州型への移行を議論するときにも、日本の実情に応じてカスタマイズする余地もあることを前提に検討することにより、買付者にとって一定の負担がある義務的公開買付けにつき、潜在的な買付者に当たる関係者の抵抗感も薄まり、建設的な議論が実現するのではないかと、思った次第です。

もう一つの動機は、今回の議論で、エンフォースメントについても、さまざまなメニューが検討課題に挙がりましたが、個々の制度が、単独にと申しますか、バラバラに議論されたという印象がございました。例えば、議決権停止という制度を導入すべきかどうか、あるいは法令違反に対する差止めを認めるべきか、という形で議論されていたわけです。しかし、エンフォースメントは、具体的な個々の規律あるいは義務との関係で、関係者のインセンティブ、裁判所と監督当局との役割分担も含めて、総合的に実効性のある法の施行になっているかどうかを検討する必要があるのではないかと、思いました。そこで、例えば、ドイツの買収法制といった、完結した一つの法システムにおいて、義務的公開買付けという具体的な規範との関係で、どのよう

なエンフォースメントのメカニズムが働いているのかを見るのが、日本においても、違反行為ごとに、それにふさわしい手段は何かを議論する議論する契機になるのではないかと考えた次第でございます。

議決権停止を入れるかどうかということにつきましては、例えば大量保有報告書については今回取り上げませんでした。現実的な手段だけれども、現在の日本の事前規制型の公開買付規制においては、ふさわしい手段ではないのではないかとというのが、暫定的な結論でございます。

また、ワーキング・グループでは、差止めを認めるかどうかについて議論もされましたが、ドイツにおきましては、差止請求権が認められるかどうかを議論するときには、それを支える実体法上の請求権は何かを議論されます。日本においても、買付者との間で契約関係にない対象会社の株主が、公開買付けを差し止めるとするのであれば、それを支える実体法上の請求権は何なのかということも、明らかにされる必要があるのではないかと思われた次第でございます。

○行岡委員 大変明快にご説明いただきました。齊藤先生の問題意識及び、その問題意識の中における本日いただいたご報告の位置付けが大変よくわかりました。お答えいただいてありがとうございます。

○松井（智）委員 今日は素晴らしいご報告をどうもありがとうございます。

質問されている方がすでに、皆さま 35 から 37 ページにかけての、日本法への示唆及び義務的公開買付けに入ったときにどうやってエンフォースするのかというトピックについて先生のご報告の問題意識のとおり質問をされているので、私から追加をすることはほとんどないのですが、結局のところ、ドイツで BaFin に対して異議を申し立てる場合には、免除・修正等に対する異議若しくは制裁に対する異議という 2 通りぐらいしか考えられないという理解でよろしいのか。その場合に、事前の相談ということもあるので、大した件数が出ていないのかもしれないのですが、実績のところはどうなのだろうかということが気になります。

現状は形式的な審査ということとどまっているため、こういったことについて恐らくあまり異議を申し立てる事例がなく、また、対価についても不服を申し立てる余地がないとすると、争点としてもこのあたりしか争うところがないのかと思います。金融庁の出している資料では、例えばオーストラリアの例として、Takeover Panel が監督庁に対する不服の一時的審査体制を持っていて、もっといろいろな請求を前裁きすることが実態としてあるようにも書いてありました。ドイツの場合のここら辺の異議申立の実態について伺えればと思いました。

○齊藤報告者 ご質問ありがとうございます。実際にどのような異議を申し立てられているのかということも BaFin にお尋ねしてみたいところ、異議申立て自体がほとんどないというご回答でしたので、それ以上の情報を私も持ち合わせていないのですが、形式的には、異議申立てにおいては、BaFin の措置に対するもののほかに、不作為に対するものも対象となっています。

ただ、申立権者は解釈に委ねられているのですが、例えば公開買付関係書類を提出し、審査を求めている買付者が入るは異論ないところですが、それ以外には、誰が当事者となり得るのかという点については、今の時点での印象に留まるのですが、制限的に解されているように見受けられます。例えば、対象会社の株主が、BaFin が許可した価格が低すぎるから、修正をしてほしいというようなことは言えないのが現状であるという点などです。

実際に、BaFin とのやりとりするのは、ほとんど買付者のみで、対象会社もコンタクトをとることはない。潜在的な買付者との間では、事前に十分な相談期間を設けて最終的な結論に至り、お互いに納得できるところに落ち着いてから、正式に書類を受理するので、その過程を通じてお互いの間の意見の対立は解消されているというのが BaFin の認識でした。

○松井（智）委員 今、不作為に関する異議があり得るというのを聞いて、ちょっとびっくりしました。先ほど萬澤先生が、例えばもしストップをしなくて事後的な不備が判明したときに異議申立が遅れたということであれば、

それを信じて行動した者はどういうふうに関問われるのかという趣旨のご発言があったかと思ひ、いろいろ派生的な問題が発生しそうな気がしたのですが、不作為に関してもそういった論点はあるのでしょうか。

○齊藤報告者 ありがとうございます。不作為につきましては、論文のほうで補充できるのであれば補充したいと思います。実際に、BaFin の、不作為を含む措置で一投資家が不利益を被ったという場合が仮にあったとしても、先ほどの保護法の問題がありまして、BaFin の行動は、一般の個人の利益を守るために行われるのではなくて、市場の秩序の維持のために行われるので、例えば市場の投資家が BaFin の措置に異議を申し立てることはできないということになるのではないかと、思われました。

○尾崎委員 議決権停止や株主権停止について、停止したときに、何かのタイミングで解除できるようにしておかないといけないというのはそうだろうと思ひ、ドイツの制度は、相当性という観点から義務を尽くしたら解除できるというご説明でした。さきほどのお答えの中にもあったことですが、そのような設計は後で義務を尽くせることを前提とした制度でないといけないことですが、義務を尽くすことがなくても相当性があるという評価を、停止の期間を区切るからとか、何かできないのでしょうか。相当性について「義務を尽くしたら解除できる」以外の理屈を用意しないと、うまく制度を組めないような気がして、相当性を考える上でのほかの考慮要素があり得るのかということをおし教えていただければと思ひました。

○齊藤報告者 ありがとうございます。ご質問は、現在のドイツの制度にかかる相当性についてでしょうか。

○尾崎委員 ドイツはたぶんそのように説明できると思ひのですが、それでやってしまうと、ドイツと同じ範囲でしか日本で停止が用意できないことになってしまいます。ただ、日本はもうちょっと広いところも含めて検討の組上に上がっているのかなと思ひたので、相当性をもうちょっと違う理屈で説明する何かはないのかしらということをお伺ひしたかったところですが、ドイツにはないことをきいてしまって申し訳ないのですが。

○齊藤報告者 議決権停止あるいは株主権停止をどの義務違反に対しての制裁として設けるかによると思うのですが、大量保有報告違反でしたら、日本でも先ほどのロジックでいけるのですね。私の今日のご報告は、義務的公開買付けのような作為義務の違反がある場合に、その義務を果たすまでの間、権利を停止するというのはあり得ると思われるが、そうでないような場合に取り入れるのが難しい、とりわけ、ドイツのように、実体的に停止したり解除されたりするようなシステムの場合はそうだ、というものでした。

ただ、議決権停止の制度は、国毎に多様のように、買収委員会や監督当局のようなところが、いつから停止して、いつ解消されるかを判断するような例もございますので、そのような仕組みにしておきますと、義務者の義務の履行以外の事情で違法状態が解消されたり、あるいは、関係者の不利益がないと判断されたりするような場合には、議決権停止が解除されるという制度はあり得るのではないかと思います。

○尾崎委員 自動的に停止するような仕組みであれば、義務違反を解消できるようなタイプのものしか対応できなくて、そうでないタイプのものは別の仕組みで停止しないといけない、そういうことになりそうですか。

○齊藤報告者 1つの整理として、そういう考え方が分かりやすいように思われました。

○神作会長 大変熱心にご議論いただいて、誠にありがとうございました。予定した時間を数分超過してしまいましたが、本日の研究会はこころあたりで終了させていただきたいと思います。齊藤先生、ドイツについての実態調査を含めた大変有益なご報告、どうもありがとうございました。

次回の研究会は、議事次第に記載がございますように、6月13日(木)14時から16時の予定で、松尾健一先生から「アメリカにおける私募規制をめぐる議論(仮題)」というテーマでご報告を行っていただく予定でございます。

それでは、本日はこれで終了とさせていただきます。齊藤先生、重ねて厚く御礼申し上げます。どうもありがとうございました。

ドイツにおける公開買付規制 のエンフォースメント

日本証券経済研究所・金商法研究会第6回
2024年4月24日

京都大学 齊藤真紀 1

目次

- I.はじめに
- II.ドイツにおける公開買付規制の概要
- III.連邦金融監督庁(BaFin)による監督
- IV.エンフォースメントのメニュー
- V.ドイツの企業買収実務の近時の課題
- VI.日本法への示唆

2

I.はじめに

◆WG報告：エンフォースメントについては、金融庁による監督の強化の提言に留まる。

- 英国のTakeover Panelへの強い関心
- 差止め、損害賠償、議決権停止等の民事的な制裁の導入見送り

◆平成26年会社法改正時の議論：金商法違反における議決権停止の導入見送られる。

3

目次

I.はじめに

II.ドイツにおける公開買付規制の概要

1. 公開買付けの種類
2. 公開買付けの実施
3. 買収防衛・残存株主の締め出し・セルアウト

III.連邦金融監督庁(BaFin)による監督

IV.エンフォースメントのメニュー

V.ドイツの企業買収実務の近時の課題

VI.日本法への示唆

4

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

1. 公開買付けの種類

- 有価証券の取得のための公開買付け（10条）
- 企業買収公開付け（支配権取得のための公開買付け）（29条）
- 義務的公開買付け（35条）
- ◆日本の5%ルールに対応するものはない。
- ◆（義務的公開買付けの場合を除き）買付株式数に下限を設け、下限の未達によって公開買付けが不成立になった場合には、原則として、1年間、同一の対象会社の株式に対する公開買付けの実施が禁止される。

5

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

1. 公開買付けの種類

- 企業買収公開付け（支配権取得のための公開買付け）（29条）
- ◆30%の閾値を超える場合のルールを規定。
- ◆企業買収公開買付けを適法に実施した場合には、義務的公開買付けの実施は免除(35条3項)
- ◆部分買付けの禁止（32条）
- ◆価格規制（31条）適正な価格の支払の義務づけ
 - Low Ballingによる事実上の部分買付け
 - 事後な価格の上乗せ

6

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

1. 公開買付けの種類

- 義務的公開買付け (35条)
- ◆ 議決権不算入の申立て (36条)
- ◆ 義務的公開買付け実施義務の解除 (37条)

7

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

2. 公開買付けの実施



8

BaFinのウェブサイトより

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

2. 公開買付けの実施

Verbrauchertelefon Beschwerden Hinweisgeberstelle Market Contact Group Presse Kontakt Bildnachweise ausblenden English

Veröffentlichte Kontrollerlangungen über Zielgesellschaften, Wertpapier-Erwerbs-, Delisting-Erwerbs- und Übernahme-Angebote

Nach dem WpÜG bzw. BörsG sind Bieter verpflichtet, Entscheidungen zur Abgabe eines Wertpapier-Erwerbs-Angebotes (§ 10 WpÜG), eines Delisting-Erwerbs-Angebotes (§ 39 BörsG, § 10 WpÜG), eines Übernahme-Angebotes (§§ 29, 34, 10 WpÜG) oder über die Kontrollerlangung über eine Zielgesellschaft (§ 35 WpÜG) der BaFin zu veröffentlichen.

Veröffentlichte Entscheidungen eines Bieters zur Abgabe eines Wertpapier-Erwerbs-Angebotes (§ 10 WpÜG), eines Delisting-Erwerbs-Angebotes (§ 39 BörsG, § 10 WpÜG), eines Übernahme-Angebotes (§§ 29, 34, 10 WpÜG) oder über die Kontrollerlangung über eine Zielgesellschaft (§ 35 WpÜG)

| Bieter | Zielgesellschaft | ISIN | Inhalt der Veröffentlichung | Veröffentlichung am |
|---|--|--------------|---------------------------------------|---------------------|
| Blitz 21-823 AG (künftig: Elbe BidCo AG), München | ENCAVIS AG, Hamburg | DE0006095003 | Entscheidung Übernahmeangebot | 14.03.2024 |
| Telefónica Local Services GmbH, Ismaning | Telefónica Deutschland Holding AG, München | DE000A1J5RX9 | Entscheidung Wertpapiererwerbsangebot | 07.03.2024 |
| Rostra Holdings Pte. Ltd., Singapur | Decheng Technology AG, Heidelberg | DE000A3MQRK6 | Kontrollerlangung | 06.03.2024 |

BaFinのウェブサイトより

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

2. 公開買付けの実施

Verbrauchertelefon Beschwerden Hinweisgeberstelle Market Contact Group Presse Kontakt Bildnachweise ausblenden English

Die BaFin > Service > Veröffentlichte Angebotsunterlagen (§ 14 WpÜG)

01.01.2016 00:00 Uhr, geändert am 24.04.2024 | Thema Unternehmensübernahmen

Veröffentlichte Angebotsunterlagen (§ 14 WpÜG)

Der Bieter ist nach § 14 Abs. 2 WpÜG verpflichtet, nach Gestattung durch die BaFin die Angebotsunterlage unverzüglich im internet zu veröffentlichen.

Veröffentlichte Angebotsunterlagen (§ 14 WpÜG)

| Bieter | Zielgesellschaft | ISIN | Angebotsunterlage | Veröffentlichung am |
|-------------------------------------|-----------------------------------|--------------|---------------------|---------------------|
| Elbe BidCo AG, Frankfurt am Main | ENCAVIS AG, Hamburg | DE0006095003 | PDE | 24.04.2024 |
| Rostra Holdings Pte. Ltd., Singapur | Decheng Technology AG, Heidelberg | DE000A3MQRK6 | PDE | 16.04.2024 |
| Kontron Acquisition GmbH, Ismaning | Katek SE, München | DE000A2TSQH7 | PDE | 15.04.2024 |

BaFinのウェブサイトより

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

2. 公開買付けの実施

Pflichtveröffentlichung
gemäß §§ 35, 14 Abs. 2 und 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)
Aktionäre der Decheng Technology AG, insbesondere Aktionäre mit Wohnsitz, Sitz oder gewöhnlichem Aufenthalt außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, sollten die Hinweise in Ziffer 1 („Allgemeine Hinweise zur Abwicklung des Pflichtangebots, insbesondere für Aktionäre mit Wohnsitz, Sitz oder gewöhnlichem Aufenthalt außerhalb der Bundesrepublik Deutschland“) dieser Angebotsunterlage besonders beachten.

ANGEBOTSUNTERLAGE

Pflichtangebot
(Barangebot)

der

Rostra Holdings Pte. Ltd.
#07/12 Manhattan House, 151 Chin Swee Road
Singapur,

an alle Aktionäre der

Decheng Technology AG
Ziegelhäuser Landstraße 3, 69120 Heidelberg
Bundesrepublik Deutschland

zum Erwerb ihrer auf den Inhaber lautenden Stückaktien der

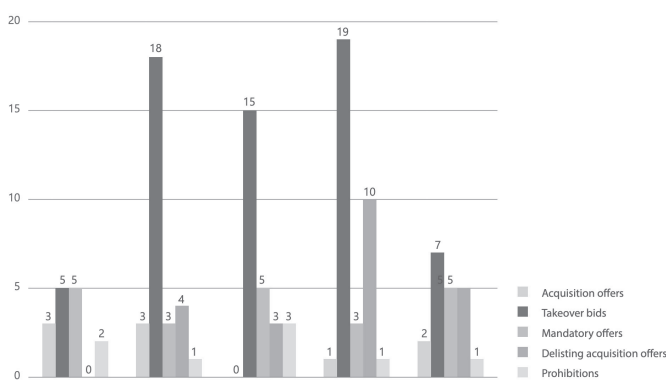
Decheng Technology AG

BaFinのウェブサイトより

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

2. 公開買付けの実施

Figure 19: Offer types and prohibitions in the last five years



Source: BaFin

Annual Report 2022

V Supervision of securities trading and the investment business | 75

12

BaFinの年次報告書より

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

2. 公開買付の実施

The screenshot shows the BaFin website interface. At the top left is the BaFin logo and the text 'Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht'. The main heading is 'Bedeutende Stimmrechtsanteile nach § 33, § 38 und § 39 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)'. Below this, there are search filters for 'Emittent' and 'Meldepflichtiger', each with a search box and a dropdown menu containing letters A-Z and 'Sonstige'. A 'Service' section at the bottom left lists links: 'Zur Startseite', 'Zum Gesamtexport', and 'Hinweise zur Datenbank'. At the bottom, there is contact information: 'Verbraucherhotline Mo. bis Fr. von 8 bis 18 Uhr 0800 2 100 500'. The status 'Stand: 17.04.2024' is visible.

BaFinのウェブサイトより

13

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

2. 公開買付の実施

The screenshot shows the 'Details zum Emittent' page on the BaFin website. At the top right, there are links for 'RSS', 'Newsletter', 'Kontakt', 'Deutsch', and 'English'. The main heading is 'Details zum Emittent' with the sub-heading 'Emittent: Deutsche Telekom AG'. Below this is a table with the following data:

| BaFin-Id | Meldepflichtiger / Tochterunternehmen (T) | Sitz oder Ort | Land | Stimmrechtsanteile | | | Veröffentlichung gemäß § 40 Abs.1 WpHG |
|----------|---|-------------------|--------------------------------|--------------------------|---------------------|---------------------|--|
| | | | | §§ 33, 34 WpHG (Prozent) | § 38 WpHG (Prozent) | § 39 WpHG (Prozent) | |
| 40006048 | BlackRock, Inc. [1] | Wilmington | Vereinigte Staaten von Amerika | 4,91 | 0,08 | 4,99 | 21.09.2017 |
| 40000763 | Bundesrepublik Deutschland | Berlin | Deutschland | 31,696 | | | 18.03.2008 |
| 10108527 | Kreditanstalt für Wiederaufbau | Frankfurt am Main | Deutschland | 16,8702 | | | 12.03.2008 |
| 40031498 | SoftBank Group Corp. [1] | Tokyo | Japan | 4,51 | 0,0 | 4,51 | 07.10.2021 |

Exportoptionen: [CSV](#)

BaFinのウェブサイトより

14

II. ドイツにおける公開買付規制の概要

3. 買収防衛・残存株主の締出し・セルアウト

◆中立義務は実質的には存在しない。

- 防衛策の発動は監査役会の許可があればできる(33条)
- 欧州型へのオプト・イン (33a条) / 相互主義 (33c条)

◆ブレイクスルー・ルール (定款自治 33b条・相互主義 33c条)

◆スキーズ・アウト (39a条・39b条) ・セルアウト (39c条)

- 企業買収指令に由来
- 公開買付けを前置しないスキーズ・アウトは株式法に規定。
- 一般的な少数株主の買取請求権は存在しないが、契約コンツェルンには存在。

15

目次

I.はじめに

II.ドイツにおける公開買付規制の概要

III.連邦金融監督庁(BaFin)による監督

1. BaFinの職務と権限

2. 監督の実務

IV.エンフォースメントのメニュー

V.ドイツの企業買収実務の近時の課題

VI.日本法への示唆

17

III. 連邦金融監督庁（BaFin）による監督

1. BaFinの職務と権限

◆連邦金融監督庁（BaFin）の職務と権限（4条）

- 公開買付関係書類の審査と公表・実施の許可
- 議決権不算入・義務的公開買付け実施義務の解除の判断
- 調査権限（40条）

外部有識者の登用

◆諮問委員会Beirat（5条）

◆異議申立委員会Widerspruchsausschuss（6条）

- 2021年改正により廃止 ∵その役目を終えた

18

III. 連邦金融監督庁（BaFin）による監督

1. BaFinの職務と権限

BaFinの措置に関する異議・不服申立て

◆二段階で審査される。

- 異議申立てWiderspruch（法41条）Widerspruchsausschuss廃止後はBaFinの職員のみが対応。
- 不服審査手続Beschwerde フランクフルト高等裁判所（さらに連邦通常裁判所に上告）

処分の名宛て人以外の者による異議

◆BaFinの措置には、第三者保護(Drittsschutz)機能は原則として認められない（4条2項）

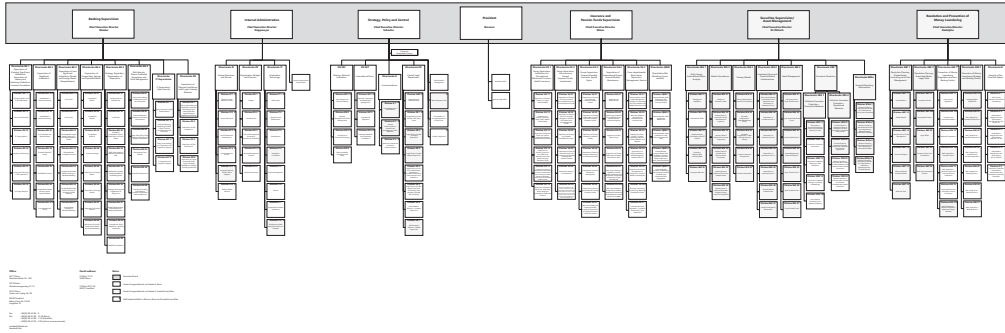
- ◆例外的に、解釈上、第三者保護機能が認められる処分であると解される場合のみ、当該保護の対象者に認められ得る

19

III. 連邦金融監督庁（BaFin）による監督

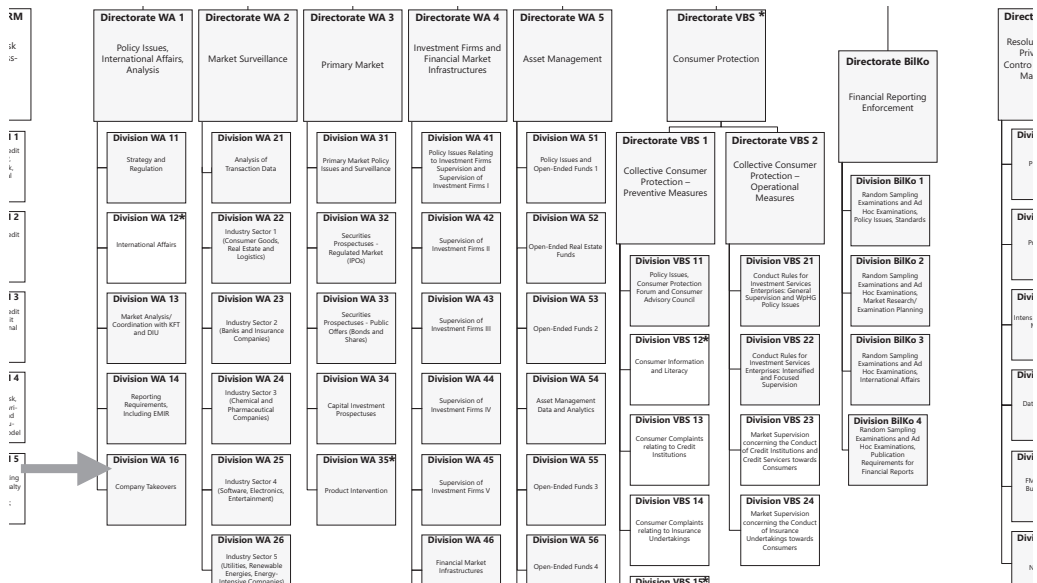
2. 監督の実務

Source: BaFin



III. 連邦金融監督庁（BaFin）による監督

2. 監督の実務



III. 連邦金融監督庁（BaFin）による監督

2. 監督の実務

- ◆企業買収関係の担当部署 10人程度（現在、そのうち5人が法曹資格者）
- ◆書類の審査期間は法定されており、タイトである。そのため、通常は、事前にインフォーマルな相談・交渉期間がある。
- ◆買収の対象会社と直接コンタクトを採ることは原則としてない。
- ◆BaFinの審査は、公開買付けの法的適合性に限られ、実質的な判断をすることはない。
- ◆価格規制についても、判断基準が法定されており、裁量は乏しい。ただし、企業価値の評価については、外部の専門家の協力を仰ぐ。
- ◆義務的公開買付けのエンフォースメントは主に株主権停止に期待されている。

22

目次

I.はじめに

II.ドイツにおける公開買付規制の概要

III.連邦金融監督庁(BaFin)による監督

IV.エンフォースメントのメニュー

1.罰金

2.株主権の停止

3.対象会社株主の民事的請求権

V.ドイツの企業買収実務の近時の課題

VI.日本法への示唆

23

IV. エンフォースメントのメニュー

- ◆ BaFINによる監督
- ◆ 利息支払義務・罰金・株主権停止（・違法な開示に関する損害賠償）
- ◆ 適正な対価の請求権
- ◆ 差止めに該当する制度はない（解釈上も認められないとするのが多数説）

24

IV. エンフォースメントのメニュー

1. 罰金（60条）

- ◆ 開示・通知については、懈怠、虚偽または不完全な内容の開示・通知、遅滞、法定の方式によらないこと（方式が指定されている場合）のすべてに適用されることが明記。
- ◆ 対象会社の行為義務違反も罰金の対象となる。
- ◆ 原則として、故意・重過失に限定。
- ◆ 法人については、総売上高（の二倍）を加味したより高い金額を科することができる。
- ◆ 罰金の額の算出は、規制横断的に担当する専門の部署が行う。
- ◆ 実際にはかなり大きな裁量をもって運用（違反行為の重大さ、執行のコスト等を考慮）。
- ◆ 公開買付規制関係について、罰金が科される例はほとんどない。

25

IV. エンフォースメントのメニュー

2. 株主権の停止 (59条)

- ◆違反により直ちに株主権が停止。
- ◆公開買付規制との関係においては、義務的公開買付の懈怠に適用。
- ◆BaFinは関与しない。民事で解決される。株主のイニシアティブに依存。
- ◆実際には、決議取消しの訴えにおいて、裁判所が判断する。

26

IV. エンフォースメントのメニュー

3. 対象会社株主の民事的請求権

- ①企業買収公開買付けにおける「より」公正な価格と買付価格との差額の請求
 - ◆BaFinが許可した最低価格を上回る「公正な価格」があることをBaFinと争う余地はない。
 - ◆Low Ballingは適法であるという点について、ほぼ争いはない。
 - ◆対価が客観的にangemessenではないが、BaFinが実施を許可した場合
 - 公開買付けの許可に対して対象会社株主は異議を申し立てることができない。
 - 公正な価格と公開買付価格との差額を買付けに応じた株主は買付者に請求することができる。
 - 公開買付が実施されたが、応募しなかった株主に対して、買付者が適切な対価で買い取る請求権があるかについては明らかでない。

27

IV. エンフォースメントのメニュー

3. 対象会社株主の民事的請求権

② 義務的公開買付けの実施請求ないし損害賠償の請求

- 議論は分かれている。
- 企業買収法35条が、いわゆる「保護法規」該当するかどうかについて争いがある。
- 多数説は否定。同規制による少数株主の退出の機会の保障は、反射的効果に過ぎないという理解。

28

目次

I.はじめに

II.ドイツにおける公開買付規制の概要

III.連邦金融監督庁(BaFin)による監督

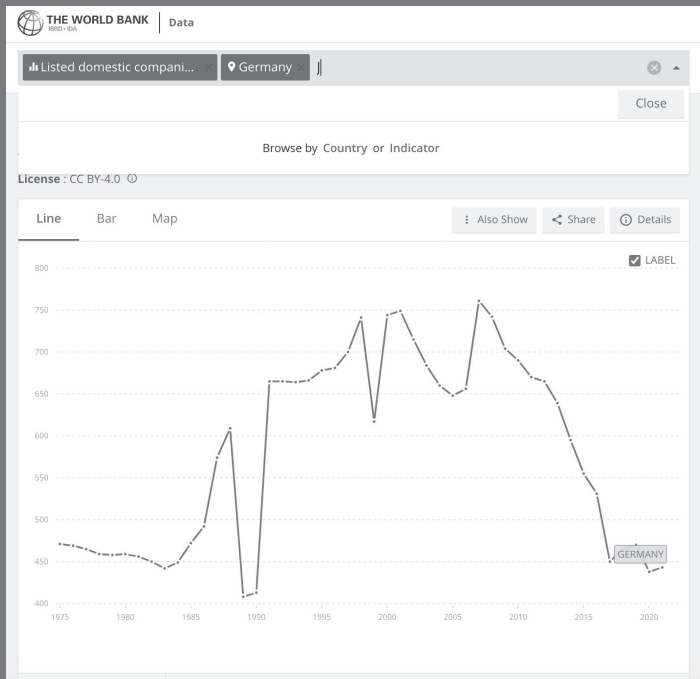
IV.エンフォースメントのメニュー

V.ドイツの企業買収実務の近時の課題

VI.日本法への示唆

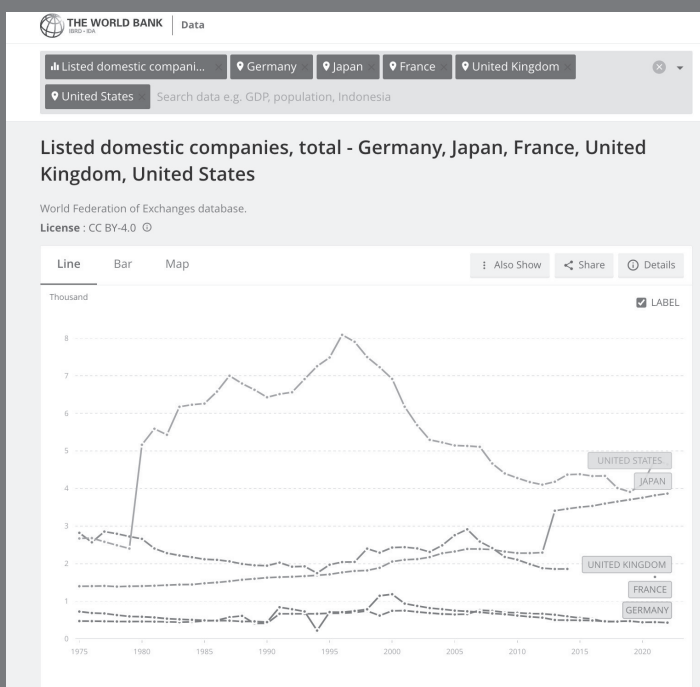
29

V. ドイツの企業買収実務における最近の傾向と課題



30

V. ドイツの企業買収実務における最近の傾向と課題



31

V. ドイツの企業買収実務における最近の傾向と課題

- ◆伝統的には、上場会社においてもブロック株主の存在感が大きい
- ◆近時、M & Aの成否におけるアクティビストおよびETFの影響の増大
- ◆公開買付け成立の阻害要因
 - アクティビスト：裁判所による価格算定（スキーズ・アウト／支配契約の締結）に基づく対価の取得を狙う
 - ETF：公開買付けには応募できないことが多い
- ◆クロスボーダーM & A（XBMA）におけるプロセスの長期化
- ◆public to private (P2P)の増加

32

V. ドイツの企業買収実務における最近の傾向と課題

全体として

- ◆投資家構造の変化、投資家行動の成熟とそれに対応した対象会社側の法実務の発展。
- ◆対象会社経営陣の賛同が得られない買収が成功する可能性は非常に低い。
- ◆キャッシュを保障する強い少数株主保護はアクティビストによる裁定行動を誘発。
- ◆上場の魅力の低下？

ドイツで指摘される法制上の課題

- ◆スキーズ・アウトの閾値の引下げ
- ◆公正な価格の決定方法の修正
- ◆対象会社株主への異議申立ての機会の付与
- ◆買収防衛を広く認める立法については賛否が分かれる

33

目次

- I.はじめに
- II.ドイツにおける公開買付規制の概要
- III.連邦金融監督庁(BaFin)による監督
- IV.エンフォースメントのメニュー
- V.ドイツの企業買収実務の近時の課題
- VI.日本法への示唆

34

VI. 日本法に対する示唆

◎監督体制

- ◆新たな監督母体の創設はかならずしも必要はない。
- ◆価格規制・義務的公開買付けが導入されれば、一定の裁量を有する監督機関による監督が不可欠となる
- 金融庁の措置に対する異議申立ての制度の整備が必要となる。

35

VI. 日本法に対する示唆

◎エンフォースメントのメニュー

ドイツ：

- ◆日本の5%ルール・3分の1ルールに該当するものがない。
- ◆公開買付けに関する義務の履行が問題となるのは、
 - ①企業買収公開買付けを適法に実施すること→BaFinの審査を通じて達成される。
 - ②支配権取得後に義務的公開買付けを適法に実施すること→支配権取得の事実を探知し、実施を強制することになる。
- ◆いずれについても、価格規制があるため、公開買付価格と公正な価格との差額を応募者の損害と扱うことができる。

日本の3分の1ルール：

- ◆閾値をまたぐ取引の監視が困難。
- ◆そもそも適法な状態を事後的に回復することが困難であるため、事後的な民事のエンフォースメントの在り方を論じることが難しい。
- ◆罰金・課徴金と大量保有報告書のエンフォースメントで対応せざるを得ないのではないか。

36

VI. 日本法に対する示唆

◎株主権停止について

- ◆株主権（議決権）停止については、違反により直ちに権利が停止する仕組みが安価で実効性がある。
- ◆違反の有無の監視はいずれにしても会社・株主に依存せざるを得ない。
- ◆友好的買収における会社・買付者の慎重な対応が期待できる。
- ◆議決権の帰属の評価は裁判所の判断になじむ。
- ◆決議取消しの訴えについては、わが国の実務の経験もある。
- ◆事後的な義務的公開買付け（の懈怠）に対する制裁としては正当性・相当性が認められやすい（大量保有報告違反についても同様）。
- ◆とりわけ大量保有報告義務違反については、議決権だけでなく、自益権も停止しないと、効果が乏しい。
- ◆わが国の現行の3分の1ルール違反に対する制裁とするのは難しい。

37

金融商品取引法研究会名簿

(令和6年4月24日現在)

| | | |
|--------|----------|--------------------------|
| 会 長 | 神 作 裕 之 | 学習院大学法学部教授 |
| 委 員 | 飯 田 秀 総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 〃 | 大 崎 貞 和 | 野村総合研究所未来創発センター主席研究員 |
| 〃 | 尾 崎 悠 一 | 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 加 藤 貴 仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 河 村 賢 治 | 立教大学法学部教授 |
| 〃 | 小 出 篤 | 早稲田大学法学部教授 |
| 〃 | 後 藤 元 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 齊 藤 真 紀 | 京都大学法学研究科教授 |
| 〃 | 武 井 一 浩 | 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士 |
| 〃 | 中 東 正 文 | 名古屋大学大学院法学研究科教授 |
| 〃 | 松 井 智 予 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 松 井 秀 征 | 立教大学法学部教授 |
| 〃 | 松 尾 健 一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 〃 | 松 元 暢 子 | 慶應義塾大学法学部教授 |
| 〃 | 萬 澤 陽 子 | 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授 |
| 〃 | 宮 下 央 | TMI 総合法律事務所弁護士 |
| 〃 | 行 岡 睦 彦 | 神戸大学大学院法学研究科准教授 |
| オブザーバー | 三 井 秀 範 | 預金保険機構理事長 |
| 〃 | 齊 藤 将 彦 | 金融庁企画市場局市場課長 |
| 〃 | 坂 本 岳 士 | 野村証券法務部長 |
| 〃 | 三 宅 ヨシテル | 大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長 |
| 〃 | 本 多 郁 子 | SMB C 日興証券法務部長 |
| 〃 | 安 藤 崇 明 | みずほ証券法務部長 |
| 〃 | 窪 久 子 | 三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長 |
| 〃 | 松 本 昌 男 | 日本証券業協会常務執行役自主規制本部長 |
| 〃 | 森 本 健 一 | 日本証券業協会政策本部共同本部長 |
| 〃 | 横 田 裕 | 日本証券業協会自主規制企画部長 |
| 〃 | 塚 崎 由 寛 | 日本取引所グループ総務部法務グループ課長 |
| 研 究 所 | 森 本 学 | 日本証券経済研究所理事長 |
| 〃 | 高 木 隆 | 日本証券経済研究所常務理事 |
| 〃 (幹事) | 高 逸 薫 | 日本証券経済研究所研究員 |
| 〃 (幹事) | 永 田 裕 貴 | 日本証券業協会規律本部規律審査部課長 |

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オファリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任
 —「新規な説明義務」を中心として—」 2014年9月
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」 2015年5月
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」 2015年10月
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016年9月
 報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

- 第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価」 2016年11月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017年1月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017年3月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）
の負う信認義務」 2017年5月
報告者 萬澤陽子 専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
- 第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2018年2月
報告者 小森卓郎 金融庁総務企画局市場課長
- 第 63 号「監査報告書の見直し」 2018年3月
報告者 弥永真生 筑波大学ビジネスサイエンス系
ビジネス科学研究科教授
- 第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」 2018年6月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センターフェロー
- 第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」 2018年8月
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」 2018年12月
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授
- 第 67 号「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」 2019年3月
報告者 河村賢治 立教大学大学院法務研究科教授
- 第 68 号「投資信託・投資法人関連法制に関する問題意識について」 2019年5月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」 2019年7月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」 2019年11月
報告者 松井智予 上智大学大学院法学研究科教授
- 第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用
ーデラウェア州会社法改正などを参考として」 2020年2月
報告者 小出 篤 学習院大学法学部教授
- 第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」 2020年5月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第73号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」 2020年7月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第74号「株対価 M&A/株式交付制度について」 2020年8月
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第75号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」 2021年2月
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第76号「投資助言葉に係る規制—ドイツ法との比較を中心として—」 2021年6月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第77号「インサイダー取引規制について」 2021年8月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第78号「敵対的買収防衛策の新局面」 2021年10月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第79号「事前警告型買収防衛策の許容性
—近時の裁判例の提起する問題—」 2021年12月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第80号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」 2023年11月
報告者 齊藤将彦 金融庁企画市場局市場課長
- 第81号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」 2023年11月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センター主席研究員
- 第82号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」 2023年12月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第83号「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた
制度整備に関する取組み」 2024年3月
報告者 松本昌男 日本証券業協会常務執行役・自主規制本部長
- 第84号「資産運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—」 2024年5月
報告者 神作裕之 学習院大学法学部教授

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ <https://www.jsri.or.jp/>
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 85 号

ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント

令和 6 年 6 月 27 日

定価 550 円 (本体 500 円 + 税 10%)

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋 2-11-2
〒 103-0027
電話 03 (6225) 2326 代表
URL: <https://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-704-1 C3032 ¥500E

定価 550 円 (本体 500 円 + 税 10%)