

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)

Laurent Meyer (Société Générale 銀行 M&A 担当役員)
 渡辺 宏之 (早稲田大学教授)

【はじめに】

本稿は、フランスの企業買収ルールに関する諸論点について、銀行の M&A 専門家にヒアリングを行った記録である。Laurent Meyer 氏は、フランスを代表する銀行である Société Générale の M&A 担当役員であり、公開買付けを初めとした M&A の実務に非常に造詣が深い。なお、Société Générale 自身、1999年に BNP による敵対的公開買付けの対象となったことはよく知られた事実である。会談は、2011年2月、パリの金融センターとして知られる La Défense の一角に建てられた、Société Générale タワーの一室で行われた。本記録は、英語で行われた会談の記録を、渡辺の監修により日本語に翻訳したものである。本稿が、フランスや欧州の公開買付制度（企業買収ルール）⁽¹⁾ の理解を深めるために資することができれば幸いである。[渡辺 記]

(1) フランスの企業買収ルールに関する専門家との質疑については、以下を併せてご参照頂ければ幸いである。Hubert Segain=Edward Thomas=渡辺宏之「〔研究会報告〕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）」早稲田法学86巻4号301頁以下（2011年）、Olivier Diaz=Emmanuel Brochier=Bertrand Cardi「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）」早稲田法学87巻1号（本誌本号）所収（2011年）、また、フランスを含む欧州の企業買収ルールの分析とその示唆に関する、これまでの筆者の見解については、以下の文献をご参照頂きたい。渡辺宏之「TOB ルールをめぐる欧州からの『示唆』」金融・資本市場研究創刊号65頁以下（2010年）、“Hiroyuki Watanabe, Designing New Japanese Takeover Regulation Regime ~Suggestion from the European Takeover Rules „Zeitschrift für Japanisches Recht, Nr. 30 (Max-Planck- Institute für Privatrecht, 2010) 89”.

【目 次】

1. フランスにおける敵対的買収と従業員株主の役割
 2. 公開買付けにおける銀行の役割
 3. フランスにおける株主構成のあり方と公開買付けの機能
 4. エクイティ・デリバティブと隠れた議決権の問題
 5. AMF による規制の実態
 6. 企業の利益 (intérêt social) の実現とは
- 〔図表〕 フランスの公開買付けにおける銀行の役割

1. フランスにおける敵対的買収と従業員株主の役割

渡辺：本日はお忙しいところ、会談に応じて頂き誠にありがとうございます。私は近年、英国・ドイツ・フランスをはじめとする欧州の企業買収ルールについて、公私にわたり調査を繰り返してきましたが、調査研究を進めるにつれいろいろと新たな疑問が出てきます。また、最近、各国のルールが、欧州全体の中でいかなる特色を有し、そしてそれぞれをいかに位置づけるかという点にも、非常に関心を有しているところです。本日は、フランスの公開買付けの実務に精通され、ご自身の銀行も過去に敵対的な公開買付けの対象となった貴重な経験をお持ちである、ソシエテ・ジェネラル M&A 担当役員のマイヤー氏に、いろいろとお話を伺いたいと思います。どうぞよろしくお願い致します。

マイヤー：こちらこそ。お役に立てましたら幸いです。

渡辺：まず、フランスにおける敵対的買収の事例及び従業員株主の果たす役割について質問したいと思います。フランスでは、敵対的買収がほとんどなく、極めて珍しいと聞いています。これは、正しいでしょうか。

マイヤー：ええ。私はかねがね、敵対的買収とは、出だしがうまくいっていない友好的買収であると語ってきました。これは、つまり、交渉を経ることで、条件が改善され、合意にもとづいた買付けに終わる敵対的（ただし、私は、「敵対的」よりは、「望まれていない」と形容します）買収の数が極めて多いということです。

経営陣が望んでいない買収が、望まれないまま成功することは極めてまれです。大体において、対象会社が買付者と交渉して条件を改善させ、その上で、買付けに応ずるよう株主に勧告する場合はほとんどです。Mittal による Arcelor の買収、Pechiney による Alcan の買収、Total と Elf との取引など他の事例を見ても、合意にもとづいた買収に終わる場合はほとんどです。けれども、BNP

がソシエテ・ジェネラルを買収しようとした時のように、敵対的買収に終始し、成功しない場合もあります。

ご質問に戻りますと、従業員株主の役割について論ずるのであれば、BNP とソシエテ・ジェネラルの例が最適だと思います。ソシエテ・ジェネラルは従業員株主比率の最も高い（およそ10%）CAC40指数銘柄企業の一つだからです。

通常の場合ですが、基本的には株主に代わって株式と議決権を管理する機関が、これらの株式を保有します。従業員の保有する株式が9～10%に達する場合、実際には、独自の board を備えた、方針を決定する機関を通じて間接的に保有される株式がかなりの割合にのぼるはずでです。また、ソシエテ・ジェネラルの場合ですが、この機関の board は、半分を従業員の代表、もう半分を経営陣の代表で構成することができます。

ですから、従業員が、企業買収に関する意思を表明する一つの方法は、株式を管理する機関の board が保有する議決権によるものです。私自身も、ソシエテ・ジェネラルの株式を保有しているため、この機関については私にも一定の役割があります。ただし、この機関が議決権を行使するため、私にはソシエテ・ジェネラルに対する議決権がありません。また、私が行使したストック・オプションか、私が現在権利を有している従業員持株制度のいずれかを通じて、私自身が現在保有している株式もあります。これらの株式については、応募するかどうかを私が決定できると言っても良いでしょう。ですから、これが、買収に一定の影響力を及ぼす二つ目の方法です。

また、以上の二つよりも効果の高い三つ目の方法は、一定の状況の場合に従業員が上げることのできるある種の声です。買付者の本部で従業員が示威行動を行う場合もあります。これが、力強い声になる場合もあります。少なくとも、一定の効果があります。数量化することは困難ですが、従業員が多少の示威行動した程度のことを買付けに失敗することはありませんが、それでも、公開買付けを推進する勢い、あるいは多くの場合にはむしろこれに反対する勢いを生み出すことができます。決定的な効果はないものの、一定の勢いは生まれます。このような示威行動は、メディアで報道されます。これは、ある種、企業買収に対する極めて強い反対が存在するという感情を生み出します。その結果として、企業買収を阻止することはできないものの、おそらく、対象会社に対して、買付条件を改善させる助けにはなると思います。それは、買付者も、対象会社のエレベーターを毎日利用している従業員による反対をはじめとする、買付けに対する強い反対が存在することがわかるからです。

渡辺：先ほど言及された Arcelor による Mittal の買付についてですが、当初は

従業員株主が買付けに反対していたと聞いています。

マイヤー：ええ、反対していたものの、保有する株式の割合があまり大きくありませんでした。ですから、彼らは、意見書のようなものを新聞に発表しました。これには、買付けに反対するかなり多くの取締役が署名しました。ある種の示威行動等も行いました。けれども、この動きによって買付けに対する反対が新聞又はメディア等に表明されたものの、その後は発展しませんでした。

従業員による株式の保有比率は、極めて小さいのが普通です。これが10%であれば、明らかに無視できません。けれども、10%に満たないのが普通です。ですから、これによって買付けを妨げることができるかと言えば、そのような例は、極めてまれです。

渡辺：株主決定主義と労働者保護との区別について質問したいと思います。私の理解するところでは、フランスにおいて、労働者には、法律により、公開買付手続に関与する機会が与えられていますね。

マイヤー：労働者に知らせなければなりません。基本的には、対象会社の取締役会が株主に勧告を行います。従って、どうするかは取締役会の判断にかかっています。

次に、応募するかどうかの決定は、個々の株主に委ねられています。今では、従業員の代表者と話し、買付けの提案をすることを買付者と対象会社に義務づける規定が規則に盛り込まれています。会合の最後に従業員の代表者たちがどう判断するかはわかりませんが、株主に勧告する権限は一切ありません。買付けに応ずるよう勧告するかどうかは、その会社の取締役会にかかっています。

買付けについて知らされ／協議する機会が認められているという点については、おっしゃる通りだと思います。けれども、従業員には、決定権がありません。取締役会が勧告する場合には、「取締役会は、当社、従業員及び株主のために、買付けに応ずる〔応じない〕ことを勧告する」等表明しなければなりません。取締役会は、「当社、従業員及び株主のために」表明します。それは、フランスにおいて、企業と株主をそれぞれ独立した主体として区別しているからです。取締役会が、「当社、株主及び従業員」と併記するのは、このためです。

ですから、公開買付けへの応募に関する賛否については、取締役会に決定権があります。けれども、買付けの日程が決まって公表されれば、買付者には、提案内容について、一定期間内に企業委員会 (comite d'entreprise) に諮る義務が生じます。ただし、そこまでです。それ以上ではありません。最終的には、買付けに

応募するか否かの、株主の決定にかかっています。

渡辺：最終的には、株主の判断にかかっているわけですね、わかりました。

マイヤー：取締役会による勧告の内容に関わらず、応募するかどうかを決定するのは、結局は株主です。私が、対象会社の株主であるとして、その会社の取締役会が、「反対です。買付に応じないよう勧告します」と表明しても、これは、私が買付者に対して株式を応募するのを妨げません。株主への勧告にすぎないわけですから。

渡辺：現実には、従業員自身が買収を阻止した事例はないと聞いていますが。

マイヤー：ありません。従業員には、公開買付けを承認するかしないかを定める役割は与えられていません。この点については、はっきりしています。フランスには、AMF（金融市場庁）があり、AMFには、公開買付けを認めるかどうかを決定する権限と役割があります。ルールに適合しているかどうかをAMFがチェックします。

渡辺：適合性の宣言ですか。

マイヤー：その通りです。規則に適合しているかどうかです。ですから、ルールについて判断を下すのは基本的にAMFのみです。例えば、私が買付けを申請したいとします。そうすると、AMFに足を運び、買付文書を提出します。AMFの会合の行われる10日前に、すべての情報を提供します。AMFには、17名のチームがあります。彼らが、「いいでしょう。この買付けはルールに適合しています。進めても構いません」、又は「いいえ、適合していません」などと決定するわけです。

AMFが決定を下しても、対象会社の株主はその決定について不服申立てすることができ、その場合には、その株主は一定期間内に控訴院に不服申立理由を申し立てなければならず、これに対して控訴院が決定を下します。そのような仕組みになっています。ですから、AMFは、買付けがルールに適合しているかどうか、また、進めて良いかどうかを決定します。次に、不服申立期間が設けられています。これが第一点です。

第二点は、取締役会です。対象会社の取締役会には、株主が各自の株式を応募すべきかについて株主に勧告する権限があります。けれども、どのようにするか

は株主が完全に自由に決定することができます。

渡辺：わかりました。従業員の権限に話を戻すと、他方で、従業員が合併を阻止した事例があると聞いたことがあります。

マイヤー：ありません。

渡辺：法的な権限によるものではなく、実質的な力によって、という意味でも、これまでなかったのでしょうか。

マイヤー：法的な権限は一切ありません。私に言わせれば、従業員が影響力を行使するとしても、メディア、新聞を通じてある程度声を上げ、ある種の反対意見を示すことができるだけです。けれども、これは極めて主観的なものです。

第二に、従業員が株主でもある場合には、すべての株主の場合と同様、自ら応募するかどうかを決めることができます。

けれども、BNP-Soctiete Generale の事案では、銀行部門が AMF だけでなく他の官庁による規制も受けており、銀行に対する公開買付けについて当該官庁の承認を得なければならなかった点が特異であり、このため、この点がこの事件の特徴でした。これは、銀行業にのみ当てはまります。今は新しい名称 (Autorité de contrôle Prudentiel) に変わっていますが、金融監督委員会 (Comite des Etablissements de Credit) と称する官庁があって、買付けについては同庁からの承認を受けなければなりません。

従業員の極めて強力な反対は、確かに一定の効果を持ち得るものの、それが、AMF ではなく、この委員会の決定に影響力を及ぼすことは極めて考え難いと思います。極めて皮肉な見方をすれば、従業員は、ある程度声を上げることができるのみで、株主であれば応募するかどうかを決めることができると言えます。それ以外の力はありません。買付けへの賛否について一定の意見を表明することは、従業員の責務ではありません。

2. 公開買付けにおける銀行の役割

渡辺：ありがとうございます。次に、フランスの公開買付けにおける銀行の役割についてお伺いしたいと思います。マイヤー氏ご自身も、銀行家として公開買付けの実務に携わっておられることと思いますが。

マイヤー：はい。ご説明しましょう〔※マイヤー氏作成の図表を元に渡辺が翻訳

した、本稿末尾の別紙図表をご参照)。

銀行が企業買収に果たす役割とは何でしょうか。銀行の役割は、基本的には買付者、AMF 及び市場（株主）との連絡係です。つまり、フランスの株式公開買付けでは、銀行を通さなければなりません。銀行は、株主に代わって買付書類を提出するという意味において、買付けの提示者となります。銀行が提示するのです。このことは、目論見書にも銀行のロゴが入ることを意味します。これが、提示銀行の役割です。保証銀行とは、株主に対して、買付けに応募した場合に買付者から現金又は株式を確実に受け取れることを保証する銀行です。

渡辺：資金の確認でしょうか。

マイヤー：やや異なります。資金の確認は、他の国々で採用されている方法です。フランスでは、事情が違います。

フランスでは、株主に対する債務不履行が生じた例がまだないため、説明しにくい面があります。銀行による保証は、買付者が債務不履行に陥った場合に株主保護を確保するためのものです。応募された株式が株主に対して返却されることはないものの、その代わりに、株主は、買付者から現金又は株式を受け取ります。

これまで、現実には、買付者が買付期間中に債務不履行に陥った例は一切存在しません。これは、ありがたいことです。ですから、対象会社の株主への保証が実際に行われた例はありません。

提示銀行があり、この銀行は、基本的には保証に関与しません。けれども、保証銀行があっても、それが保証するわけです。従って、一定の理由から、提示銀行にはなっても、保証銀行にはならない場合があります。けれども、保証銀行は、必ず提示銀行も兼ねます。非対称的なのです。提示銀行と保証銀行との違いにそれほどこだわる必要はないと思います。重要なポイントは、銀行の役割について概念的に理解することです。他の国々には、資金確認という仕組みがあります。基本的には、買付者の側に十分な現金があることを銀行が確認した旨の確認書です。買付者が債務不履行に陥った場合にどうなるかはわかりません。資金の確認を行った銀行が、債務を肩代わりするとは思えませんので。

他方で、フランスにおける保証銀行の考え方は、買付者が債務不履行に陥った場合に、保証銀行が肩代わりするというものです。この仕組みがどのように働くかは、はっきりしていない面があります。というのも、前例がないからです。また、株式交換の取引の場合にどう作用するのか。銀行であれば、現金を提供し、それと引き換えに株式を取得することができます。けれども、買付者が株式の発

行義務を負っていた場合において、銀行は、自行の所有しない株式を提供することはできません。

渡辺：ええ。

マイヤー：ですから、特に株式を対価とする買付けの場合において、債務不履行になった時に、保証銀行が対価をどのように支払えばいいのか、これがもう一つの疑問点です。

けれども、買付者が買付期間中に債務不履行に陥った例がないため、これは、未知の領域です。そこで、保証銀行の役割について私が先ほど述べた見解に戻ると、買付者と AMF とのインターフェースになることが銀行の本来の役割です。というのも、保証銀行が、AMF に買付けを提示し、申請するからです。その意味で、銀行がインターフェースになるわけです。

また、銀行は、会社と市場とのインターフェースにもなります。また、保証銀行は、株式の決済及び引き渡しも行います。株主から株式を回収し、買付者から現金を回収します。そこで、決済と引き渡しを行うわけです。保証銀行が、実際には買付者と AMF とのインターフェースだけでなく、買付者と対象会社の株主とのインターフェースにもなっているのは、このためです。

渡辺：提示銀行が、保証銀行を兼ねている場合について、もう少しご説明頂けますでしょうか。

マイヤー：その場合でも、提示銀行と保証銀行の意味合いは、次の通りです。銀行は、インターフェースとしての役割を果たします。一つは、買付者と AMF とのインターフェースです。それは、AMF に買付けを申請するのが銀行だからです。実際には、買付者が、買付けの目的について銀行に指示します。すると、銀行が AMF に買付けを申請するわけです。これが、一つ目のインターフェースです。ですから、この両者の間に直接の連絡はありません。

提示銀行は、決済と引渡し以外は、対象会社の株主に一切責任を負いません。提示銀行は、目論見書が正確、誠実、詳細かつ法令に適合しているかについて、対象会社の株主に責任を負うのみです。ですから、目論見書に何らかの不実表示があった場合において、提示銀行に対しては、対象会社の株主から提訴される可能性があります。

渡辺：責任が問われるのは、あくまでも、買付文書の公表後なのでしょうか。

マイヤー：ええ。提示銀行は、買付者と AMF とのインターフェースとして機能します。また、買付者と対象会社の株主との間には一切連絡がないため、保証銀行は、この両者のインターフェースとしても機能します。保証銀行の仕事は、株主に現金を支払うことです。また、保証銀行は、対象会社から株式を回収します。その上で、対象会社の株式を買付者に引き渡すわけです。また、保証銀行が現金を支払う以上、当然ながら、買付者の現金が株主に支払われます。

渡辺：なるほど。

マイヤー：それでは、話を最初に戻しましょう。私を買付者だとします。取引銀行がなければなりません。私は、買付けについて申請するよう、この銀行に指示します。そこで、AMF に出かけ、この買付けを申請します。その内容がルールに適合しているものと仮定します。すると、申請した時に、現金を確保するよう要求されますが、保証を得ていますし、既に、現金を手当てしてあります。

そこで、保証銀行が株主から株式を回収し、株主に現金を支払います。保証銀行は、次に、逆のことをやります。基本的には、買付者から回収した株式を引き渡す作業です。保証銀行が対象会社の株主に支払うのに使った現金を買付者から回収します。十分にご理解頂けましたでしょうか。

渡辺：はい。

マイヤー：買付者と AMF との間にも、買付者と対象会社の株主の間にも、連絡はまったくありません。いずれの間にも、直接のやり取りは一切ありません。銀行が、その役割を果たします。

渡辺：すると、フランスでは、これらの銀行を通じ、企業買収ルールが事実上エンフォースされているわけですね。

マイヤー：どのような意味で仰っているのでしょうか。

渡辺：提示銀行は、AMF に買付文書を提出し、買付けの撤回可能性を保証するわけですね。

マイヤー：ええ。

渡辺：ですから、結果としてみれば、フランスでは、企業買収ルールが提示銀行を通じてエンフォースされていることになりませんか。

マイヤー：それはその通りだと思います。

渡辺：ところで、AMF による処罰に代わる方法は何かありますでしょうか。英国のシティには、公然の秘密があると聞いています。銀行等のアドバイザーの人々は、テイクオーバー・コードにもとづいた処罰を受けて信用に傷が付くのを大変おそれているため、何らかの不正行為があった場合には、自分たちを処罰しないよう、テイクオーバー・パネルに懇願すると聞きました。すると、テイクオーバー・パネルは、「それでは、代わりに、テイクオーバー・パネルの研修を受けてください」と言うわけです。

マイヤー：制度の仕組みが、フランスではかなり違います。通常は、補償条項があります。買付者が銀行に指示する際には、依頼書を作成します。その依頼書には、銀行を保護するための補償条項を設けます。重過失の存在が証明された場合を除き、銀行が訴えられた場合には、買付者が損害を補填します。

銀行が訴えられることは極めてまれです。提示銀行としての役割を果たした結果その銀行が訴えられた例を知りません。この場合における銀行の役割が、実際には仲介的なものでしかないため、そのような事は起きません。最終的には、買付者が主役です。ですから、その点では、買付けが規則に適合しているかどうかだけです。

渡辺：AMF による処罰は厳格なのでしょうか。

マイヤー：わかりません。AMF が処罰した例はあるものの、それは、インサイダー取引又は年次報告書の虚偽記載のいずれかによるものでした。銀行が提示銀行としての役割を果たしたことで告発された例を見たことがありません（だからといって、一切存在しないとまでは言いせん。私は、この仕事を始めてからかなりの期間になりますので）。

けれども、AMF には、仲介業者に罰金と制裁を加える権限があります。けれども、それは、やはり、市場の濫用を目的とする虚偽情報、インサイダー取引その他の不正行為の場合です。公開買付けについては、見たことがありません。

渡辺：提示銀行の役割に話を戻すと、その資格要件については 2 種類のものがある

り、1つは、銀行であり、2つ目は、ボートディール (bought deal) を取り扱う証券会社であると聞きましたが。

マイヤー：ボートディールは、公開買付けではありません。ボートディールにおいて、基本的には何をするかと言えば、AMF には申請しません。ボートディールを行う場合には、AMF に買付を申請する必要はありません。あなたがクライアントで、ある会社の株式を持っているとします。そこで、私が、株価から3%割引いた価格であなたの株式を買い、これを市場で売却することにします。ブック・ビルディングをやり、売却します。この取引は、AMF に申請する必要がないため、その行為自体は公開買付けではありません。これは、ただの市場取引であり、公開買付けではないのです。公衆全般を対象とするものではありません。誰かから買い、誰かに売るだけの話で、その差額を懐に入れるわけです。

3. フランスにおける株主構成のあり方と公開買付けの機能

渡辺：ありがとうございます。次に、フランスにおける株主構成のあり方と、それを前提とした公開買付けの機能についてお伺いしたいと思います。まず、フランスの上場会社の株主構成についてはどのようになっていますでしょうか。

マイヤー：それぞれの会社に、独自の株主構成があります。ある会社と、他の会社とは全く異なります。ご質問の趣旨は、どのような点でしょうか。

渡辺：フランスでは、非上場の会社が上場企業のおよそ40%を支配していると聞いています。これは、本当でしょうか。

マイヤー：それは、非上場会社である単独株主により、フランスの上場会社の40%が支配されているという意味でしょうか。ええ、おおざっぱに言えばそうです。また、1又は2の株主が30%近い株式を保有する例をいくつか知っています。その例を挙げましょう。ホテル・グループの Accor をご存じでしょうか。

渡辺：Accor ですか。私はちょうど今、Accor グループの経営するホテルに滞在しているところです (笑)。

マイヤー：そうでしたか。同社の株主に、Eurazeo と Colony の二つのプライベートエクイティ・ファンドがあります。前者は、フランスの上場会社です。後者は、米国の会社です。両者を併せて Accor の30%を超える株式を保有していま

す。

渡辺：そのようなことは、他の法域では珍しいのではないのでしょうか。

マイヤー：おそらくそうだと思います。英国では、公開有限責任会社 (PLC) 形態の株式保有が一般的であり、極めて普及しています。また、最も大口の株主でも、5～8%の株式しか保有せず、これは、主に年金基金です。英国では、支配的な株主が全く存在せず、最も大口の株主でも、5%しか保有していない場合が多いようです。その典型が、Aviva、Legal & General、AXA などの企業です。CalPERS、Franklin Templeton などによって保有されています。

けれども、フランスでは、全く事情が異なります。LVMH やエルメスなどの例、また、ケータリング業者の Sodexo の場合にも、30%を超える株主が存在します。

渡辺：それでは、具体的な質問をもう一つお伺いしたいと思います。取消不可能な合意 (irrevocable undertakings) について、AMF はどういう立場を取っているのでしょうか。

マイヤー：つまり、公開買付けに応募するという取消不可能な合意という意味ですね。何よりもまず、0.05%を超える合意、すなわち、0.05%を超える株式を譲渡する株主の自由を制限するような合意はすべて開示しなければなりません。

第二に、取消不可能な合意は、当然許されます。これは、法令に完全に適合し、完全に適法です。これに対する例外は、当該合意により実質的に対象会社のほとんどの株式が合意の対象となってしまう場合等、競合する買付けの申請が妨げられる場合のみです。私の知る限りでは、それが AMF の見解です。

私は実務家で、この種の取引についてかなりの経験を積んでいます。法律家ではありませんが。取消不可能な合意に関する AMF の見解について説明するには、これが最適な方法です。法的には完全に有効ですが、開示しなければなりません。

渡辺：けれども、実務上は全面的に認められているわけですね。

マイヤー：ええ。まさしくその通りです。

渡辺：ところで、公開買付制度がフランスにおいて果たしている機能は、英国の

場合とはかなり異なると思います。フランスにおける公開買付けは、むしろ、支配権が変更された時に株式を売却する権利として機能しているように思われます。英国とフランスとでは、公開買付けのモデルが違いますね。

株式保有が分散し、30%以上の株式を保有するブロックホルダーが非常に少ない英国では、マンガトリーオファー（義務的公開買付）・ルール of 適用の有無は、非常に大きな相違なのではないでしょうか。もしも公開買付前にマンガトリーオファーのスレッシュホールドを超えてしまうと、非常に厳しいルールの適用を受ける。そのため、一般的には公開買付前に買付者がスレッシュホールドを超えることはない。けれども、ドイツやフランスでは、企業買収の多くが次のような方法で行われるため、スレッシュホールドの存在はそれほど厳しいものではないと思います。まず、買収者が過半数の株式を取得し、その後で、公開買付けを行う。このような公開買付けのプロセスが一般的であるならば、公開買付前の大口取得の段階でスレッシュホールドを超えてしまう可能性が高く、その結果、自発的な公開買付けにおいても、マンガトリーオファー・ルールが結果的に適用される比率が高くなるからです。それゆえ、フランスにおいては、マンガトリーオファー・ルールの機能は、むしろ、少数株主の「株式買取請求権」ではないのでしょうか。

マイヤー：ええ。マンガトリーオファーの目的は、株主間の平等な取り扱いを確保することです。ええ、その通りです。それによれば、会社株式の取得割合が30%を超える場合です。定足数は50%程度の場合が極めて多いため、暗に、株主総会を支配していることになります。ですから、30%保有し、定足数が50%であれば、基本的には支配権が変更されたと見なされます。

マンガトリーオファーという仕組みを設けた理由は、実は、株式を売却していない株主、つまり、売却する機会が与えられていない株主を保護し、これに対して、30%の株式を売却した当事者と同一の条件を認めることです。

ですから、仰られるように、これを売却する権利と見なすこともできます。私は、むしろ、すべての株主について公正な取り扱いを確保することが目的だと考えています。けれども、これを別の言葉で形容し、「売却する権利」と呼んでも良いのかもしれませんが。フランスにおいて、その背景にある考え方は、株主の平等な取り扱いであり、これは会社法の基本原理になっています。同一種類の株主における平等な取り扱いです。

4. エクイティ・デリバティブと隠れた議決権の問題

渡辺：次の質問は、エクイティ・デリバティブに関するものです。

マイヤー：これは極めてホットな問題ですね。

渡辺：フランスでも、最近、エクイティ・デリバティブによる隠れた議決権の取得が問題になり、これについて法令で細かく定義する代わりに、これに関する一般的な規則を定めることで、問題に対処する措置を取ったと理解しています。そこで、フランスにおいてエクイティ・デリバティブの開示が免除されるのはどのような場合でしょうか。

マイヤー：この問題は、継続的に検討されています。また、極めて複雑な問題であると言わざるを得ません。単純化して申し上げるならば、現金決済の場合には、これを開示する必要がないということです。

状況がこれよりも曖昧な場合ですが、近年では、第一に、銀行が同意すれば現物決済から現金決済に切り替えることができるようになってきているため、そうすることで開示を迂回することができます。

他には、エクイティ・デリバティブを利用した場合、これが市場中立的であるかのように装います。装いが失われた時、現金決済であるエクイティ・デリバティブのカウンターパーティーが銀行のカウンターパーティーになる場合もあります。従って、これも、ある意味で開示要件を迂回する一つの方法です。

けれども、現物決済デリバティブを保有する場合には、これを開示しなければならないというのが基本原則です。ただし、これは、まるで移動するのを追いかけるようなものです。現在も、検討を重ねており、全体像を知るには、専門の弁護士の話を聞くのが一番です。

渡辺：私の理解するところでは、フランス政府は、エクイティ・デリバティブ等の開示規制のために「金融商品」という概念を導入したようですが。

マイヤー：ええ。

渡辺：その「金融商品」は、どのように定義されるのでしょうか。

マイヤー：Instrument financier です。同じ意味ですが。これをより詳細なフランス語に訳すと、“les instruments financiers donnent, peuvent donner accès au capital” といった感じです。

隠れた議決権については、実に格好の例があります。それは、LVMH によるエルメスの買収であり、LVMH が、デリバティブにより、エルメス社の株式の

約17%相当分を取得しました。

ご承知のように、5%、10%、15%、20%など、株式取得の各段階について申告するためのスレッシユホールドを定めています。5%買い進むごとに、これを開示しなければなりません。ところが、LVMHは、いきなり17%取得することに成功し、その17%について申告し、5%、10%及び15%などのように順次申告しませんでした。デリバティブを利用することで、一度に17%取得することに成功したわけです。そこで、AMFが検討したのは、「LVMHの行為は本当にルールに適合していたのかどうか」でした。

5. AMFによる規制の実態

渡辺：ありがとうございます。先ほど、AMFによる審査に触れられましたが、次のような場合を想定してみてください。ある具体的なケースにおいて、あらゆる事情を考慮し、明文のルールに反する形で事件を処理するのが最善の方法であるとAMFが判断した場合だと考えてください。どうなるのでしょうか。例えば、ご承知のように、英国では、明文のルールに従わないで決定を下すことが可能です。けれども、ドイツではできません。

マイヤー：ええ、フランスでも出来ないと思います。一連の規則があり、AMFには、自らのルールを解釈する権限があります。また、AMFに判断を委ねるため、ルールを必ずしも明確には定めていない場合もかなり多いようです。従って、AMFは、ある意味で、自らのルールに全面的には拘束されていません。それは、AMFの裁量に委ねられている場合があるからです。ルールの中には、ある程度まで主観的なものになり得る基準もあります。従って、AMFに判断を委ねているわけです。

ですから、当然ですが、AMFが、自らのルールに反することはありません。ルールを守ります。けれども、その解釈には、一定の幅が認められています。

渡辺：ええ。すると、明文のルールに従わないで決定を下すことは不可能なのですね。

マイヤー：ええ。不可能です。注意すべき点は、ルールによっては、明快ではなく、一定の問題についてはあまり詳細な指針にはならない場合があるということです。これは意図的なものです。というのも、AMFにとっても、決定権が欲しく、あまりにも厳格かつ一定の事項について判断を下す自らの能力を妨げるようなガイドラインは望ましくないからです。

おそらく95%ないしは98%までについては、極めて明瞭な一連のルールが存在します。けれども、いくつかの規定については、その解釈はAMFに委ねられているわけです。ですから、AMFが自らのルールに反してもよいというわけではありません。AMFにはある程度の裁量があるということに過ぎません。

渡辺：あくまで、AMFが明文のルールの解釈上有している裁量の範囲内ということですか。

マイヤー：ルールにおいて、ある事項しか定めておらず、寸法その他の数量について定めていない場合には、多少は、裁量の幅があります。けれども、これはかなりささいな問題です。AMFが、自分の規則集に反することはありません。

渡辺：ありがとうございます。ところで、フランスの企業買収ルールのメリットとデメリットについて、個人的にはどのようにお考えでしょうか。どのルールが優れており、どのルールに問題があるとお考えですか。

マイヤー：それは極めて率直なご質問ですね。企業買収ルールの目的に話を戻すと、買付者が対象会社を買いたい時に株主平等原則が尊重されるよう、また、対象会社をめぐって様々な潜在的買付者が対等な条件で買付けに着手できるよう確保することが目的でした。

以上が、企業買収ルールのメリットです。このルールは、「皆さんはA会社であり、B会社を買収したいわけですね」と言い、株主が保護され、情報にアクセスでき、平等に扱われるよう、また、潜在的な買付者が平等に扱われるよう確保するために、何をすれば良いのか、何をしてはならないのかを説明するのが役割です。

当然ですが、買付けの一定の側面について疑問に感じ、「マングトリーオフィ어의 スレッシュホールドが、このまま30%で良いのか。過去には33.3%だった」と考えることもできます。これは、極めて主観的なものです。また、企業買収に関するルールは膨大です。たくさんのルールがあります。そこで、このルールや、あのルールに問題があると指摘することは困難です。

AMFのルールが、厳然と存在します。また、AMFは、ルールを改善するために、発行者、弁護士、銀行員、証券取引所の会員、証券取引所自体と定期的に協議しています。このように、諸問題は、継続的に検討されています。その最新の事例が、エクイティ・デリバティブの利用についてです。

ですから、何がよくて、何に問題があるかについて、細かい議論に立ち入るこ

となく、説明するのは実に困難です。

これらのルールが存在するのは、ある目的のためだと思います。対象会社の株主が、公正な取り扱いと情報へのアクセスの両方の点から確実に保護されるようにすることであり、競合する買付けによって買付価格の上昇が期待できるようにすることが目的です。これが、企業買ルール目的です。

渡辺：それでは、現在の企業買取ルールの改正を求める具体的な動きはあるのでしょうか。

マイヤー：銀行からの要望でしたら、特にありません。これまで、AMF が実務家と協議する場合には、（私個人にはありませんが）必ず銀行に意見を求めてきました。銀行は、その質問に回答します。普通は、AMF が質問し、銀行が回答するか、意見を述べます。その次に、議論が行われます。ですから、他の大手の金融機関の場合と同様、我々は、AMF の依頼に応じ、AMF と定期的に連絡を取り合ってきました。銀行が、ルールの改正そのものを求めることは極めてまれです。ほとんどありません。

渡辺：AMF は、質問や会合の要請に対しては前向きのように見えますが。

マイヤー：ええ。事前に AMF と話し合うことができます。買付案を提出する前に、AMF に行き、その見解を確認することができます。ただし、その場合の AMF の見解には拘束力がありません。AMF の考え方について感触をつかむことができるだけです。

AMF の担当者に会いに行き、「このような買付を検討しています。認められますか」と質問します。すると、彼らは「はい」「いいえ」、「大丈夫」などと答えてくれますが、安心できるかどうかには確信がない場合が普通です。けれども、いわゆる事前審査（rescrit）を求めることができる場合もあり、その場合、AMF は、いくつかの点について審査済みであるという旨の証明書をくれます。

渡辺：それでは、AMF のコンサルテーションベースの規制は、効果的に機能しているのでしょうか。

マイヤー：ええ。極めて優れています。非常にうまく機能しています。

6. 企業の利益 (intérêt social) の実現とは

渡辺：最後に、フランスの企業人としての観点から、マイヤーさんにお伺いしたいと思います。企業の利益 (intérêt social) を実現する最適な方法について、フランス企業の経営陣は、一般にどのように考えているのでしょうか。

マイヤー：これは、かなり範囲の広い概念ですね。会社 (企業) にとって何が良く、何が悪いかの判断自体は、かなり明快だと思います。

けれども、それでは、会社とはいったい何でしょうか。株主なのか。労働者なのか。会社が存在し、税金を払っているコミュニティーなのか。仕入先、顧客、株主なのか。

ですから、この内容に賛成であり、誰が最も重要であるかを決めるのは困難です。従業員の方が仕入先よりも重要だと考える根拠は何でしょうか。そうだとは思いません。仕入先には、その従業員がいるため、優劣を簡単に決めることはできません。1970年代又は80年代に極めて有名であったこの考え方によれば、会社とは、株主のことでした。あるいは、会社とは、コミュニティー、従業員、株主、仕入先及び顧客など、多数の人々又は組織でもありました。また、最終的には、人の問題であるため、本当は、どれも重要です。人はみな平等です。

買付者が、買付けに成功すれば、ある国の八つの工場を閉鎖すると表明したとします。この場合、人々を路頭に迷わせ、会社が余剰人員の退職金を支払わなくてはならず、従って会社の財務内容を悪化させ、現地のコミュニティーが失業に直面し、税収の低下に直面します。このような場合には、確かに、社会的利益という観点から、適合しているかどうか疑問を唱えることができます。

これは、必ずしも会社の利益に適合していない場合の好例です。けれども、このように白黒がはっきりしていることは決してありません。八つもの工場を閉鎖するために会社を買う人は存在しません。従って、現実には、私が今説明したよりもはるかに曖昧です。そこで、これは、経営陣が扱うべき分野ということになります。また、私が述べたように、公開買付けに応募し、又はしないように勧告する主体は、対象会社の取締役会です。今日の話の初めにも述べたことですが、取締役会は、「取締役会は、当社、従業員及び株主のために、買付けに応ずる〔応じない〕ことを勧告する」と表明するわけです。

従って、取締役会が勧告する際は、会社の利益を必ず念頭に置いていると言っても良いと思います。また、会社の利益とは、必ずしも利益の一致していない様々な利害関係者の利益を組み合わせたものです。株主の利益は、従業員の利益と同じではないと考えて良いと思います。

一例を挙げましょう。例えば、合併したい二つの会社があり、その本拠地が遠

く離れているとします。また、シナジーも全くないものとします。従業員にとっての好材料は、余剰人員が発生しないことです。株主にとって不利な点は、競合する買付けに着手すれば、より有利な条件を提示する会社が、相手方と同じ地域に存在し得ることです。このような会社が買付けに参加すれば、株主にとっての買付価格を引き上げることになるため、株主は有利になるものの、2社が同じ場所になり、余剰人員が増えるため、従業員にとっては不利になります。

取締役会は、利害関係者の視点が反映された勧告を行わなければならないにも関わらず、その利益が必ずしも一致してはいないため、ある程度、葛藤が生じます。両者の利益を一致させることができます。けれども、一致しているとは限りません。

これでご理解頂けたでしょうか。

渡辺：はい、ありがとうございました。

マイヤー：極めて難しい問題です。けれども、結局は、取締役会が勧告し、株主が決定するわけです。けれども、今述べた内容と、フランスにおける企業買収の局面において、取締役会が勧告しなければならない時に置かれる状況との間にある程度の共通点があるように思われます。

渡辺：ええ。

マイヤー：単純な問題ではなく、極めて主観的な問題です。様々な感情が関わってきます。また、文化的な要素もあります。企業買収には、文化的な要素が大きく関わってきます。

企業買収ルールには、ある面で、企業買収と、様々な利害関係者の受け止め方が反映されていると思います。企業買収の局面における利害関係者とは誰でしょうか。私は、企業買収ルールには、まさに、文化、会社の歴史、先例、利害関係者の利益、重要な利害関係者の定義といったものが反映されていると思います。

ですから、特に EU の推進により、ハーモナイゼーションが進んでいると考えられます。従って、フランスの企業買収ルールは、以前よりも英国の企業買収ルールにはるかに近いものになっています。ドイツについても、事情は同じです。ドイツは、かつては極めて異質でした。また、英国及びフランスのルールとの親和性という点で、まだ、多少距離があります。

私は、フランスの企業買収ルールの方が、ドイツの企業買収ルールよりも、英国の企業買収ルールに近いと感じています。ドイツにあてはまることが、フラン

スにはどうしても当てはまらないという経験もしており、そのいくつかについて、実際に助言したこともあります。既得権条項というものがありましてね。それは、フランスにおいて、確立されたばかりで、極めて特殊な状況にしか当てはまらない考え方です。

企業買収ルールは、企業の歴史、文化、そして様々な利害関係者の相対的重要性により大きく啓発されてきたものだと、私は考えています。

渡辺：それは、比較法的な観点から、各法域の企業買収ルールについて研究する上で、極めて興味深いご指摘です。

マイヤー：ええ。

渡辺：けれども、まさにその点を理解することこそが、非常に難しいわけですね。私自身も調査研究の過程でそのことを実感しつつ、さらに関心を深めています。本日は貴重なお時間を割いてお話し頂き、誠にありがとうございました。フランス公開買付ルールの日本での理解に大きく資するものだと思います。

マイヤー：ありがとうございました。お役に立てましたら幸いです。

図表 フランスの公開買付けにおける銀行の役割

※本図表は、会談時に Laurent Meyer 氏により作成されたメモを元に、用語を渡辺が翻訳したうえで作成したものである。

