

ドイツ企業買収法と BaFin の規制理念 ——ドイツ企業買収法研究者との対話——

Peter O. Mülbert (マインツ大学教授)
渡辺宏之 (早稲田大学教授)

〔はじめに〕

本稿は、「ドイツ企業買収法と BaFin (ドイツ連邦金融監督庁) の規制理念」に関する、Peter O. Mülbert 教授 (マインツ大学) との会談の記録である。Mülbert 教授は、ドイツ企業買収法 (Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz) に関する高名な専門家であり、現在、BaFin (ドイツ連邦金融監督庁) の Beirat (諮問委員会) の委員をも兼任している。

本会談では、ドイツにおける企業買収のあり方のみならず、会社の取締役会や監査役会、労働者のあり方等についても突っ込んだ言及がなされている。これまでわが国で通念的に前提とされていた認識と大きく異なる内容に、読者は驚きを感じるかもしれない。また、BaFin の規制理念をめぐる同教授との議論は、企業買収規制機関のあり方をめぐるわが国の議論にとっても極めて示唆的なものであろう。会談は、マインツ大学 (Institut für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens) にて、2010年3月に行われた。質疑は英語で行われ、本稿はその記録を渡辺の監修により翻訳したものである。本稿がドイツの企業買収法のみならずわが国の企業買収ルールの見直しをめぐる議論に有用なものとなることを願う。⁽¹⁾〔渡辺 記〕

(1) ドイツ企業買収法をめぐる質疑については、併せて以下の文献をご参照頂ければ幸いである。Harald Baum=Christoph Kumpan=Felix Steffek=渡辺宏之「〔研究会記録〕ドイツ企業買収法をめぐる諸問題 ～マックスプランク研究所にて」季刊企業と法創造24号 (早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所、2010年) 169頁以下、Joachim von Falkenhäusen=Dirk Kocher=渡辺宏之「ドイツにおける企業買収の実相 ～ドイツ M&A 弁護士との対話」同誌同号188頁以下参照。また、ドイツおよび英国の M&A 弁護士と両国の企業買収ルールについて比較検討を行ったものとして、Michael Burian=James Robinson=渡辺宏之「〔座談会〕英独の企業買収ルールの実際とわが国への示唆」同誌23号 (2010年) 135頁以下参照。

- 1、マンドトリーオファーとボランタリーオファー
- 2、「追加的なマンドトリーオファー・ルール」と「creeping ルール」
- 3、公開買付けにおける「強圧性の解消」と「少数株主の保護」
- 4、株主決定主義と労働者保護
- 5、企業の利益 (Unternehmensinteresse) と企業価値
- 6、エクイティ・デリバティブと「隠れた議決権」の問題
- 7、BaFin の規制理念と英国型の規制

1、マンドトリーオファーとボランタリーオファー

渡辺：Mülbert 教授、本日はお忙しいところ、貴重なお時間を割いて頂き、誠にありがとうございます。これまで私は、ドイツの企業買収ルールとその実態について、公私にわたり何度も調査を行ってきました。しかしながら、まだ十分に分からない点がいろいろと残っています。と言いますか、英国に関してもそうでしたが、むしろ、ドイツの企業買収ルールの運用の実態を知るにつれ、明文のルールからは分からない、各関係当事者の行動のダイナミクスに気付くに至り、非常に驚きを感じ、かつさらなる疑問が生じています。本日はドイツの企業買収法の権威であり、BaFin の諮問委員会 (Beirat) の委員をも務められる Mülbert 先生に、そうした疑問をぶつけてみたいと思います。よろしくお願い致します。

Mülbert：大変光栄です。どれだけお役に立てるかは分かりませんが、これから行う議論を通じて、ドイツ企業買収法とその運用に関する認識が、より深いものになることを期待しています。

渡辺：ありがとうございます。それでは具体的な質疑に入らせて頂きたいと思います。まず、ドイツにおけるマンドトリー・オファー・ルールの意義について、先生のお考えをお聞かせ頂ければと思います。

Mülbert：マンドトリーオファー (義務的公開買付) についてですが、ほとんどの買付者は、すべての株式を取得したいので、その意味において、マンドトリーオファー・ルールは障害にはなりません。その理由は、買付者が、いずれにしてもすべての株式を自主的に買収すると考えられるからです。買付者としては、すべての株式を対象として買付けに入りたいわけですから。その点において、このルールは、買付けの抑止力にはなりません。

潜在的な買付者が、すべての株式の取得を自制する場合には、いくつかのケースがあります。けれども、その数は多くはありません。買付者がすべての株式の

取得を希望するのがほとんどの場合です。

株式の取得をコントロールするためのテクニックはさまざまです。つまり、最初からすべての株式を対象に全部買付けに着手する買付者もいれば、最初に一定の持分を取得し、これが支配的持ち分の場合さえありますが、その次に残りの株式について買付けに着手する買付者もいます。

買付けに入る方法は、主に既存の株主構造に左右されます。一人ないしは複数のブロックホルダーが存在する場合、買付者は、ブロックホルダーの株式を最初に取得します。複数のブロックホルダーの株式を取得することで支配的持分のスレッショールドを超えてしまう場合でさえ、そうした後で、残りの株式について公開買付に着手します。

しかしながら、ごく稀な場合ですが、3～5%程度の大口のブロックが存在しない場合において、買付者は、ブロックホルダーの株式を事前に取得することなく、全部買付に入ります。

ですから、買付者が最初に株式を取得し、その次に買付けに着手するのか、それとも最初から全部買付けに入るのかは、既存の株主構造によって決まります。また、買付者は、買付けの成功率の最も高いアプローチを選択します。

渡辺：BaFinの統計によれば、ドイツでは、ボランタリーオファーの方が多いものの、ある程度の比率のマンガトリーオファーが行われているようです。ところが、英国の場合、マンガトリーオファーの比率が極めて小さくなっており、ほとんどのオファーがボランタリーオファーです。両国において、このような選択がなされたのはなぜでしょうか。

Mülbert：ドイツにおける株主構造がその理由だと思います。ドイツの場合、英国企業のような形で幅広く、あるいは公開所有されている会社の数が英国よりも少ないからです。

多くのドイツ企業には、依然として、25%、時には30%に達する持分を支配するブロックホルダーが存在します。このような場合、買付者としてすべての株式を取得したいと考えても、最初に支配的な比率の株式を取得し、その次に公開買付けを行うことになります。この場合には、支配権を獲得した上で買付けを行うため、マンガトリーオファーに区分されるわけです。支配権の獲得後に行われるという意味においてマンガトリーオファーなのです。法律的な観点では、マンガトリーオファーです。

けれども、買付者の意図を考えると、これは一種のボランタリーオファーです。その理由は、買付者が、いずれにしてもすべての株式を取得したいため、支

配権を獲得した後にマングトリーオファーに着手することで自発的に支配的持分を取得したからです。

その意味では、ウェラの買収のケースは示唆的です。プロクター&ギャンブルが、ウェラの株式の30%以上を保有する一族から30%を超える株式を取得しました。その次に、支配権を取得した後、同社は（その意味では、マングトリーオファーであるとみなされる）買付に着手しました。

これは、ドイツ法の下ではマングトリーオファーです。けれども、対象会社の株式全体を取得するためのテクニックが反映されているにすぎません。

ですから、支配的株主のいない英国の場合には、公開買付けに入ることですべての株式を買わなければなりません。英国には、最初に個人間で30%の持分を取得し、その後で買付に着手できるような会社がほとんど存在しないのに対して、ドイツでは、ブロックホルダーから会社の30%の持分を容易に取得することのできるケースが数多く存在します。その後で、公開買付けに着手するわけ⁽²⁾です。

渡辺：私の理解するところでは、ドイツでは、マングトリーオファーとボランタリーオファーの両方に同様の価格規制が適用されます。

Mülbert：その通りです。ドイツの場合には、30%をブロックホルダーが保有し、70%が幅広く分散しているような保有構造の会社が一定数存在します。ブロックホルダーと、残りは幅広く保有されています。会社を買収する場合には、最初の時点で、この30%の支配的な持分を確実に取得しようとするため、いきなり公開買付けを始めることはありません。この点に気をつけないと、分散して保有されている70%の株式を手に入れたにもかかわらず、依然としてブロックホルダーの支配に直面するという結果に終わりかねません。そのような事態は、何としても避けたいものです。

ですから、まず、ブロックホルダーによる30%の持分を取得する。そうすれば、支配権を獲得し、買付けに着手するよう法律によって義務づけられることに

(2) 筆者によるドイツの弁護士へのヒアリングによれば、ドイツでは複雑な結合企業体も多く、対象会社の株主である会社の株式の国外での譲渡や関連した組織再編により突然にドイツ国内で結果的に支配権の移転が起こるケースがしばしばある。一方で、小さい会社や法務態勢が不十分な会社では、義務的公開買付けの免除が可能な状況であっても、BaFinへの免除申請が間に合わなかったり、形式的に義務的公開買付けの義務を負っている状況を理解していないこともしばしばある。前掲・Joachim von Falkenhausen=Dirk Kocher=渡辺宏之「ドイツにおける企業買収の実相～ドイツ M&A 弁護士との対話」季刊企業と法創造 24号190-191頁参照。

なる。これがマンガトリーオファーです。

けれども、これは、法律上そうであるにすぎません。現実には、買収する意図に照らして、あらゆる意味で実態としてはボランタリーオファーです。

これがドイツの置かれている状況です。英国では、このような株式保有構造がほとんど存在しません。おそらくほとんど幅広く分散して保有されているでしょう。ですから、最初に個人間で支配権を獲得することができません。最初からボランタリーオファーに着手するしかないのです。

渡辺：けれども、ドイツでは、ブロックホルダーが20%しか保有していない場合にはどうなるのでしょうか。

Mülbert：その場合でも、ブロックホルダーの保有する株式は、20%にとどまらないはずです。ある株主に20%しかない場合でも、5%以上保有するブロックホルダーが他にもいる場合がほとんどです。そこで、買付者は、この5%のブロックホルダーに最初から取り組み、支配権を確実に手に入れます。そうすることで、広く分散した株主に、それぞれの株式を応募する追加的なインセンティブを生み出すことができるからです。

ブロックホルダーがいれば、会社の買収がその分だけ容易になります。けれども、これはマンガトリーオファーとは全く無関係です。

会社全体を買収したいということは、いずれにしてもすべての株式を取得することを意味します。ですから、これはルールの運用の仕方に違いがあるだけです。

渡辺：わかりました。けれども、最近ですが、ポルシェ対フォルクスワーゲン事件やシェフラー対コンチネンタルタイヤ事件など、ドイツの一部の買収事例において、買収者にすべての株式を取得する意思がなかったと聞いています。これらの事例は、珍しいケースなのでしょうか。

Mülbert：珍しいか、ですか。シェフラー対コンチネンタルタイヤ事件についていえば、シェフラーの方がはるかに規模が小さかったという点ではそうかもしれません。事実、シェフラーは、すべての株式の対価を支払うことはできなかったでしょう。けれども、これは、市場のその後の変化によるものです。

想像するに、シェフラーも、最初はすべての株式を取得したかったのだと思います。けれども、金融市場が混乱したため、取引全体をカバーできるだけの資金を調達することが難しくなりました。

そのために、実際に取引に着手した段階では、すべての株式を取得するのを避けようとしたわけです。そうしなければ、その当時において調達可能であった以上の額を支払わざるを得なかったでしょう。

通常は、買付者であれば、おそらくすべての株式、でなければ株式全体の少なくとも75%を買取したいはずです。75%というのは、そうすれば、買取した会社と支配契約を結ぶことができるからです。そうすることで、買取した会社の流動資産を利用できるようになります。買取した会社の資産を使い、その会社を買取するための融資を返済できるからです。

少なくとも75%の株式を買取し、支配契約 (Beherrschungsvertrag) を結ぶことができれば、買取がはるかに容易になります。最終的には、ここに買付者がいて、買付者が対象会社を手に入れるわけです。そして、買取者が支配契約を結ぶ。ドイツ株式法の第291条の規定です。

そうすれば、対象会社をコントロールすることがはるかに容易になります。また、対象会社の資産を吸い出し、買取プロジェクト全体の資金を調達するために受けた融資を返済するのに利用できます。

ですから、少なくとも75%を買取したい買付者がほとんどです。支配契約は、対象会社の株主総会が75%の圧倒的過半数で契約を承認した場合にのみ有効になるため、75%取得しなければ、このような契約を結ぶよう対象会社に強制することはできません。ですから、このような契約を対象会社と確実に結ぶためには、75%必要なのです。そうすることで、取引全体の資金調達が容易になります。

渡辺: そのような会社のコントロール方法は、ドイツでは一般的なのでしょうか。

Mülbert: ええ。

渡辺: かなり一般的ですか。

Mülbert: このような種類の契約は数多く存在します。再びプロクター&ギャンブルによるウェラの買取に戻りますが、これが好例です。この事例では、プロクター&ギャンブルが買付者で、対象会社がウェラでした。そして、ウェラの残された少数株主が様々な問題を引き起こしました。プロクター&ギャンブルは、最終的には、対象会社ウェラをコントロールしやすくするために、対象会社とこのような支配契約を結ぶ必要があると判断しました。

この契約は、その後の M&A 取引にとっての手本になりました。というのも、

少数株主の存在が、支配力を有する株主による支配権の行使を難しくすることがはっきりしたからです。

また、支配力を有する株主がこのような支配契約を結ぶことができれば、買収を進めるのがはるかに容易になるからでした。というも、このような支配契約により、契約の一方の当事者が、あまりないことではありますが、対象会社の経営陣に対して、どうすべきかを指示できるからです。

渡辺：ご存じのように、日本の場合、買付者は、半分程度までの支配権を得ようとする場合が多いわけです。ドイツでは、そのような傾向はないのでしょうか。

Mülbert：そのような傾向は一般的ではありません。

渡辺：ドイツでは、少数株主の権限が極めて強いからかもしれないと推測しますが。

Mülbert：確かに少数株主には一定の権利があり、これを行使することで、支配力を有する株主に支配権を少なくとも行使しにくくすることができます。

また、ドイツでは、少数株主が問題を引き起こす事例が多いため、支配的な株主としては、残りの株主をスクイーズアウトしたいのだと思います。この数年間に、多数のスクイーズアウト手続が実施されており、スクイーズアウト手続を利用した事例は、50件や60件ではすみません。

渡辺：それは、株式法にもとづいたものですか、それとも企業買収法にもとづいて実施したものですか。

Mülbert：株式法です。ドイツには、二種類の異なったスクイーズアウト手続があります。一つは、企業買収法第39A条の規定に盛り込まれたEU企業買収指令にもとづいたものです。もう一つは、株式法第327A条の規定です。

少数株主をスクイーズアウトするためには、株式法に規定された手続を利用するのが一般的です。その理由は、なかんずく、企業買収法のスクイーズアウト規定は、買付者による支配権の獲得後3カ月間しか適用できないからです。その後は、株式法のスクイーズアウト規定に頼るしかありません。

また、スクイーズアウトは、株式の95%を取得している場合にしか適用できません。ですから、100%ではないまでも、少なくとも95%は取得したいものです。

2、「追加的なマンドトリーオファールール」と「creeping ルール」

渡辺：それでは、次の質問事項に移らせて頂きたいと思います。欧州における基本的なタイプのマンドトリーオファーについては論じました。英国、アイルランド、フランス及びギリシャなど、一部の法域には、マンドトリーオファーに関する一定の追加的かつ厳格なルールが存在するようです。これらの法域では、30%から50%まで買い進む際もマンドトリーオファールールが適用されます。極めて厳格なものです。特に、英国を除いた欧州大陸では、ブロックホルダーの保有比率が比較的高くなっています。

けれども、このような法域には、いわゆる creeping ルールが存在します。このルールにより、買付者が、株式を一定程度まで取得することが可能です。ですから、会社について保有する株式を増やすために追加的に行うオファーに、このルールが適用されるかどうかで、マンドトリーオファーの厳格さの度合いが大きく左右されます。

このような creeping ルールによって調整することで、厳格なマンドトリーオファールールにも対処することができます。ドイツには、このような厳格なマンドトリーオファールールが存在しませんね。

Mülbert：30%のスレッシュホールドを一度超えれば、買付けに入らなければなりません。いかなる理由であれ、その時点においてマンドトリーオファーの適用を免除されれば、追加的な株式を取得するかどうかにかかわらず、マンドトリーオファーの適用を免除されます。

つまり、30%取得すると、BaFin は次のように言うことができます。「マンドトリーオファー実行義務を免除します」。企業買収法 (WpüG) 37条に規定された一定の場合は、BaFin にも、こうしたことができるわけです。

また、例えば、父親からひとまとまりの株式を相続した場合も、マンドトリーオファーの実行義務が免除されます。このような場合に、マンドトリーオファーの実行義務は生じません。

後から株式を追加的に取得した場合も、買付けに着手する必要はありません。そういう意味では、ドイツでは、ある時点で買付けを義務づけられるか、まったく義務づけられないかのどちらかです。ですから、株式の事後の取得は、マンドトリーオファーの実行義務を生じません。

この時点において自由に支配権を獲得できる場合、つまり買付けに着手する義務が免除された場合には、その後何が起きようとも、もはやマンドトリーオファーを実行する義務を生じません。

それが実務上重要であるかどうかは、30%のスレッシュホールドに達した際に

買付けに着手する義務を免がれる場合を広く解釈するか、狭く解釈するかによります。買付けに着手する義務を免がれるような事情が限定され、しかも株式を追加購入した時点で買付けに着手するよう義務づけるルールがなければ、これが太い抜け道になることはありません。

しかしながら、買付けに着手する義務を免がれる場合を広く解釈した場合、つまり、買付けに着手しなくても良い事情が多い場合には、株式を追加購入した時点で買付けに着手するよう義務づける必要があります。

ドイツの状況を考慮すると、マダトリーオファターの着手を実務上免れる最も典型的な事情は、無理な状況、つまり、株式の30%以上を取得したものの、それ以上の経済的余裕がない場合です。このような場合、BaFin は買付義務を免除します。

私の理解では、これは、買付けに着手する義務を免がれる最も典型的な事情です。

これが最も典型的な事情になっている以上、ドイツにおいて、株式の買収後のマダトリーオファターに関するルールが存在しないことは、それほど大きな問題ではないと思います。

法律雑誌や論文等で、ルールを設け、保有する持ち分を増やす時点で買付けに着手するよう株主に強制しなければならないと主張しているものは思い当たりません。

(Mülbert 補足：その後、ACS による Hochtief に対する公開買付けを契機に、社会民主党が、フランスをモデルにした“Creeping-in”条項を創設して企業買収法を改正する案を議会に提出したことにより、状況は変化しました。しかしそうした改正への支持の背景にあるのは、対象会社株主の権利の強化ではなく、公開買付けをよりコストのかかるものにしてますます起こりにくくすることのように思われます。特に、そうした法改正により ACS がより高い買付価格を提示するための資金調達が困難となり、結果的に買付けを失敗させることが期待されていたようです。しかしながら、ACS が買付価格を上げていたため、議会では改正案は可決されませんでした。)

渡辺：Mülbert 教授が今説明された事例には、この種のマダトリーオファタールールが含まれていると思います。二つ目のルールは、買付者が、支配的な比率の株式を既に保有する場合ですね。

Mülbert：その通りです。けれども、30%を超える支配的な持分を保有しながら、買付けに着手しなくても良い事情は、基本的に二種類です。一つ目は、企業買収

法が効力を生じた時点で既に支配力があつた場合です。

その場合にも、支配的な株主に対して株式を買い増した時点で買付けに着手するよう義務づけることは、おそらく問題があります。

渡辺：その株主は、既にマンガトリーオファーを実施したものと見なされるのだと思います。

Mülbert：まさにその通りです。私の理解によれば、いかなるドイツ人も、また、少なくとも私の知る限りでは、ドイツのいかなる論文も、ドイツの企業買収法の公布後にこのようなルールが適用されないのは問題であると述べていません。このような規定が存在しないことについて、誰も問題には感じていません。

実際問題として、政治的にも、このような規定を設けないことで、法律を制定し易くなりました。それは、支配的な株主が、このようなルールを設けようとした場合ほど、マンガトリーオファールールに対して反対しなかったからです。支配的な株主としてマンガトリーオファーの実行義務を永久に免除されていた以上、マンガトリーオファールールに反対する必要性がなかったからです。会社を既に支配していれば、マンガトリーオファーを実施する必要はありませんでした。

そのおかげで、政府としては、ルールを制定するのがはるかに容易になりました。しかも、このような仕組みからそれほど問題が生じているわけでもありませんでした。

渡辺：英国とアイルランドに典型的な、二つ目のタイプのマンガトリーオファールールは、ブロックホルダーの比率がより高い他の諸法域では、厳格すぎると思います。

Mülbert：ええ、私も同感です。

渡辺：けれども、二つ目のタイプのマンガトリーオファーの下でも、フランスのように何らかの合理的な creeping ルールがあれば、株式を年間に2%買い増しすることが可能です。ですから、それほど厳格なものではありません。けれども、フランスでは、それほど問題にされていないように思います。

Mülbert：確かに、そのような方法でルールを緩和することは可能です。

渡辺：ええ。クッションとしての役割を果たすでしょう。

Mülbert：そうですね。

3、公開買付けにおける「強圧性の解消」と「少数株主の保護」

渡辺：それでは、マングトリーオファーに付帯可能な条件についてお尋ねしたいと思います。欧州の企業買収ルールでは、基本的には、マングトリーオファーであるかボランタリーオファーであるかどうかにかかわらず、すべての株式を勧誘するよう買付者に義務づけています。また、買収者が買付期間中の初期に設定された最低比率（一般に50%又は3分の2）の株式を買収できなかった時には、買収が失効することも普通です。このような条件下であれば、強圧性をめぐる問題は、理論上生じません。

英国でも、マングトリーオファーに付帯できる条件はこれだけです。これに対して、ドイツとフランスでは、株式取得の最低比率を条件とすることさえ認められていません。他方で、ボランタリーオファーの場合には、この条件が認められています。

ですから、私の理解するところでは、ドイツとフランスでは、マングトリーオファーの場合に、強圧的な買付けを防ぐことよりも、オファーを受け入れたすべての株主から株式を買い取ることが重視されていることを意味していると思うのですが、いかがでしょうか。

Mülbert：欧州指令は、原則としてマングトリーオファーにのみ適用されます。株式を応募するチャンスをすべての株主に与えることがマングトリーオファールールの狙いである以上、マングトリーオファーの場合に、応募する株式の最低限度などの条件を認めることは理屈に合いません。

最低受け入れスレッシュホールドの設定を認めた場合には、買付者がこれを極めて高く設定する可能性があるため、例えば、達成をわざと困難にすることで、自分たちの株式を応募する機会が少数株主に与えられない危険性があります。

ですから、マングトリーオファーという環境において、最低取得比率のような条件を認めることは理屈に合いません。けれども、ボランタリーオファーの場合には、完全に合理的です。

渡辺：フランスでも、多くの学者や実務家が Mülbert 教授と同意見でした。

ドイツの制度の意義はよくわかりました。けれども、英国の制度も理にかなっていると思います。英国の制度の狙いは、公開買付けの持つ強圧的な性格を完全

に排除することだと思えます。

Mülbert：ええ、けれども、ドイツ人の理解によれば、強圧的な買付による問題は、買付者がまだ支配権を獲得していない場合にのみ生じます。買付者が支配的な株主になってしまえば、買付けが強圧的であるかどうかはそれほど問題にはなりません。買付者が既に株式の30%を支配しているという意味において、既に支配権があり、支配的な株主である以上、いずれにしても買付が強圧的な性格を持つことは避けられません。

ですから、ドイツ人の観点では、強圧的な買付けによる問題は、株式を応募するかどうかを決定する自由を株主に委ねている状況にのみ生じます。

けれども、買付者が既に支配権を有する状況では、買付者が事実上支配権を有する以上、株主には、ある意味において買付けに応募するかどうかを決める余地がありません。

そうした状況下では、買付けの構造自体が強圧的な性質のものなのです。買付者が支配権を有することそれ自体が、何らかの強圧的な効果を生むわけです。

ドイツにおいて、付帯条件を認めるかどうかで、マングトリーオファーとボラントリーオファーの扱いを変えるべきだと考えられているのはこれが理由だと思えます。

渡辺：英国でも、30%を超えて株式を取得した後に、マングトリーオファールールが適用されます。

Mülbert：ええ、それでも、マングトリーオファーであるにもかかわらず、最低取得条件を設定した上で買付けに着手することを買付者に認めるべきである理由が分かりません。(英国の場合に)買付者が最初に買付けに着手し、株式の33%を取得した場合を例にとりましょう。この場合、買付者は、残りの株式を手に入れるために2度目の買付けに着手しなければならなりません。ここで、マングトリーオファールールが発動されます。

そうすると、買付者は、残りの株式の67%の買付けに着手しなければなりません。「全体の50%の株主が買付けを受け入れた場合にのみ、すべての株式を取得する」という条件を付けることを買付者に認める意義はどこにあるのでしょうか。例えば、49%の株式しか応募しなかった時に、マングトリーオファーを全面的に無効にできるのだとすれば、このルールの意味がありません。

あるいは、マングトリーオファーの場合に、例えば、「99%の株式が応募することを買付けの条件とする」ことを買付者に認めるべき理由があるのでしょうか

か。全株主の99%が応募する場合は極めて考えにくいと思います。

株主の99%が応募しない限り、買付けが無効であることを条件としてマングトリーオファーに着手することを買付者に認めた場合、株主の99%が応募するはずはないため、買付けが無効になる可能性が極めて高くなると思います。

その上、1株を除いた全株式の100%という条件さえ設定することができます。

渡辺：確かにそれは不合理です。

Mülbert：ええ、それは、マングトリーオファーにおいて、買付けに成功する可能性を操作することを買付者に認めることになるからです。

ですから、これがドイツ人の視点です。ボランタリーオファーの場合には許容しても良いものであっても、マングトリーオファーの場合には当然認められないものがあります。それは、マングトリーオファーに着手する義務を負っている買付者に対して、買付けに成功する可能性を極めて低下させるような要素を組み込むことを認めることになるからです。

マングトリーオファーの場合に、買付けに成功するかどうかを問題にすることは意味をなしません。マングトリーオファーは、買付者に有利に働くものであってはなりません。マングトリーオファーは、既存の株主に有利に働くものでなければならぬのです。

マングトリーオファーの場合に、買付者の視点から買付けの成否について問題にすべきではありません。株主の視点に立つべきです。また、結果にかかわらず、株式を応募するチャンスが少数株主に与えられれば、その買付けが成功だったと考えるべきです。

これが、この問題に関するドイツ人の理解です。

渡辺：フランスでは、AMFも、学者も、Mülbert教授と同様の趣旨のことを言っていました。

Mülbert：フランス人も同じ方向で考えているようでしたら幸いです。それによる効果がどうであるかについては、私にもわかりません。

4、株主決定主義と労働者保護

渡辺：次に、株主決定主義と労働者保護との違いについてお伺いしたいと思います。欧州諸国では、企業買収の際に株主決定主義と労働者保護との峻別が存在する。これは正しいでしょうか。

Mülbert：まったくその通りです。まさに渡辺先生の仰る通りである、という点を強調したいと思います。

渡辺：それでは、次に、公開買付けにおける株主決定主義と労働者の影響力、また対象会社の監査役会の意見表明についてお伺いしたいと思います。

ドイツでの我々が調査した結果によれば、公開買付ルールをめぐって驚くべきバランスが維持されています。共同決定法のような法律が存在するドイツでは、労働者が強い影響力を持っています。株主総会の承認又はドイツの企業買収法に定められた監査役会の同意にもとづいた買収防衛策の採用は、一見、かなり強い調子に感じられます。

けれども、このような公開買付けに対する防衛策が実施されることは、実際には極めて稀であり、公開買付けの結果は、最終的には株主の判断に委ねられます。買付価格が高い場合、公開買付けは基本的には成功します。けれど、労働者保護が強力なため、公開買付けに成功した場合でさえ、労働者の協力を得ずに会社を経営することは困難です。

その結果、敵対的買収はほとんど行われません。また、これまでのところ、敵対的買収として始まった事例でさえ、友好的買収に終わっています。

ですから、ドイツでは、公開買付けの場合において、強力な労働者保護を株主決定主義に対するクッションとして利用することでバランスをとっているのだと思います。

これが私の理解です。このような理解について、ご意見を伺えるでしょうか。

Mülbert：第一に、渡辺先生の理解でまったく正しいと思います。共同決定についても、まさにその通りです。また、例えば私の恩師である Klaus Hopt 教授などが、共同決定について、これがドイツにおける最も効果的な買収防止措置であると述べる著作が1990年代から見られます。監査役会レベルに共同決定という仕組みが存在することは、最も効果的な買収防止措置です。

例えば、共同決定という仕組みがあるため、米国企業がドイツ企業の公開買付けをしづらくなっています。現実には、状況ははるかに複雑になっていますが。

ただし、監査役会における共同決定が買付けの障害になるのは、一部の買付者にすぎません。それは、「墓場荒らし (looter)」と呼ばれるタイプの買付者であり、「この企業は株式市場において過小評価されており、株式の内在的価値が株価よりも高い。だから、その会社を買収し、会社の様々な部分を様々な利害関係者に切り売りできれば、誰にとってもメリットがある」などと言って会社のさまざまな部分の切り売りを企む人々です。

このような種類の買付者にとっては、共同決定が障害になります。それは、このような仕組みがあれば、労働者がそうした計画に強硬に反対するため、監査役会の段階で障害に突き当たるからです。

けれども、共同決定が会社の業務の障害になるとは考えず、そのような会社に関心を持つ買付者もいるかもしれません。そのような場合には、共同決定が会社の事業の収益性を向上させる役に立つとさえ考えるかもしれません。

いずれにしても、基本的には会社の事業、会社全体又は少なくともその大部分を維持することに関心のある買付者にとって、共同決定は障害になりません。

ですから、共同決定の抑制効果は、買付者の意図に決定的に左右されると思います。問題を引き起こすことがわかっており、労働者との関係を築くことが困難な買付者ほど、共同決定が導入されている会社を買付けることに消極的ははずです。

けれども、従業員との労使関係が良好な買付者にとって、共同決定は障害になりません。

ですから、抑制効果が最も強く働くのは、米国の潜在的買付者に対してだと思います。他方で、米国は、ドイツにとって最大の投資家です。ですから、米国企業にとってさえ、抑制効果がそう高くはないはずで。

企業買収の場合には、抑制効果がそれほど強くは働かないと思います。けれども、ドイツ企業と米国企業が合弁事業を立ち上げるなどの場合には、共同決定を避ける傾向にあります。そこで、合弁事業をドイツ国外で立ち上げることになります。

従って、共同決定には（疑いようもなく）ある種の抑制効果があるものの、企業買収の場合にはそれほど働かないようです。

渡辺：Mülbert 教授が説明してくださった事情は、日本人にとって極めて興味深い一方、驚くべきことでもあります。一方で、共同決定法と強力な労働者保護が存在し、他方で、株主決定主義に関するコンセンサスも存在する。このような状況は、日本人にとって極めて驚くべきことである一方、興味深く感じられます。日本人の法律家の多くは、私からがこのような話を最初に聞いた時には、信じられなかったようです。

Mülbert：ええ。共同決定には根本的な問題があります。共同決定の根本的問題は、これを従来の会社の枠組みにどのように組み込むかです。

これは、部分的には、最終目標としての企業全体にとっての利益という概念に関係するものです。そこで、ドイツのほとんどの解説者は、取締役会と監査役会

が、会社の利益ではなく、企業全体にとっての収益を追求する義務を負っていると語ります。

彼らが挙げる一つの根拠は、ドイツでは監査役会レベルにおいて共同決定がなされているという事実です。ですから、監査役会は、また取締役会も、株主の利益という意味での会社の利益だけでなく、さらに広い範囲の利害関係者の利益も追及すべきだと主張します。

しかしながら、ドイツ法には、このような考え方の本当の意味での根拠となるような規定が存在しません。監査役会が会社の利益ではなく、企業全体にとっての利益を追求する義務を負う旨を明記した規定が一つも存在しないのです。

渡辺：Unternehmensinteresse（企業の利益）ですね。

Mülbert：そうです。そして、労働者代表が監査役会に席を連ねているという事実だけでは、共同決定を導入している会社の監査役会の義務が、導入していない監査役会のものと異なるとは言えません。

なかんずく、最高裁判所の解釈では、ドイツ法により、監査役会に参加している労働者の代表者たちは、経営陣の代表者たちと同じ義務を負っています。ですから、監査役会の二種類の構成員の義務の違いは存在しません。

ですから、両者には同一の義務があります。また、会社を運営するための実体法の規定は、企業買収という状況において、監査役会が、労働者ではなく、株主の利益を追求しなければならないことを明確に示しています。

また、労働者代表が監査役会に参加していることは、労働者がトップレベルにおいて意見を表明することを可能にしているにすぎません。そもそも、監査役会は、自らの利益を組み込む義務又は自らの利益にもとづいて決定を下す義務を負っていません。

けれども、自分たちの意見に耳を傾けてもらうことができます。そこで、トップレベルにおいて意見を表明できれば、会社の長期的利益に関する監査役会の決定に影響力を及ぼすことができます。それは、経営陣であっても、別に労働者の利益に反して会社を運営したいわけではないからです。

それでも、労働者の利益になる決定を下す法的義務は存在しません。

また、私の解釈、ドイツ法についての理解によれば、企業買収の局面において、主に買付価格が公正であるかどうかを監査役会が考慮しなければならないのは、以上の理由によるものです。

この点において、監査役会は、まず株主の利益を検討しなければなりません。従業員利益は、その次です。

渡辺：仮にそうであっても、労働者の影響力が極めて強いはずのドイツの対象会社の出す意見表明において、買付価格の有効性が主なテーマになっているのはなぜでしょうか。Mülbert 教授がお話しになったように、最終的には、株主による判断が優越する構造になっているからでしょうか。

Mülbert：労働者の地位は重要であり、実際には強力です。監査役会に参加していることで、自分たちの意見に耳を傾けてもらうことが一層容易になっています。けれども、監査役会は、労働者の代表者たち全員が反対しても、最終的には、決定を下すことができます。その理由は、この共同決定が、正確には共同決定ではなく、株主サイドの意見が…。

渡辺：監査役会会長による投票ですね。

Mülbert：まさにその通りです。監査役会会長による投票です。一般に監査役会会長は、賛成と反対が同数の場合に2度目の決定票を投じることができます。

その意味で、労働者は、手続上極めて強い立場にあり、この手続上のルールにより、自分たちの意見を押し通すことができるわけです。けれども、最終的には、株主が労働者を無視することに決めれば、株主の意見が通ります。

ですから、手続上のルールや権利の面で労働者の立場が極めて強いとしても、監査役会は、意思決定の際に労働者の利益を無視できるわけです。監査役会が、労働者の利益を無視することに決めれば、実際にそうできます。

これが長期的に会社にとって有益であるかどうかとは全く別問題です。

渡辺：なるほど。

Mülbert：ただし、監査役会会長が均衡を破る決定票を投ずることは不必要な場合がほとんどです。繰り返しになりますが、これは、すべて、監査役会で行われる決定に関する手続上のルールであり、実体法にもとづいたルールではありません。

監査役会の会長は、監査役会のその次の会合が開かれるまで、2回目の投票ができません。その上、監査役会の次の会合は、その回の会合から1カ月以内に開くことができません。

いずれにしても、意思決定に少なくとも1カ月の遅れが出ます。だいたいの場合において、このような遅れは避けたいものです。

ですから、このような手続上の側面は、株主のバーゲニングパワーをさらに強

化します。

渡辺：極めて戦術的ですね。

Mülbert：その通りです。

渡辺：そのような戦術は、とても重要なのでしょうか。

Mülbert：ええ。以上の内容は、ドイツの監査役会の仕組みの要点です。手続面における労働者の立場が強いため、経営陣や株主と取引をすることができます。また、監査役会の委員長が2回目の投票に頼らざるを得ない事例はそれほど多くはありません。実際には、稀なケースです。

この稀なケースの件数が監査役会が年間に下す決定の数と比べて非常に少ないため、労働者が監査役会の決定を阻止し、監査役会が再度会合を開き、2度目の投票を行わざるを得なかった場合には、このようなケースが新聞で報道される場合さえあります。

このような状況のもう一つの側面は、監査役会に代表を立てている少数株主にも、強力なバーゲニングパワーを与えるということです。監査役会会長による2回目の投票は、最初の会合で票が割れた場合にのみ行われます。けれども、最初の会合で票が割れるためには、株主の代表すべてが会合に出席し、票を投ずることが前提になります。もし、株主の代表が投票しないか、それどころか監査役会の会合にさえ出席しなかった場合には、票が割れません。というのも、労働者の代表は全員出席し、労働者が多数になるからです。

ですから、少数株主には、投票で労働者を支持するか、少なくとも投票せず、過半数による労働者の意志を通すと脅威を与えることで、大口株主と取引できる可能性があります。

実際のところ、このような事態が、比較的最近、フォルクスワーゲンでも起きました。Ferdinand Piëchが、自分の従兄弟たちのポルシェ対フォルクスワーゲン事件における態度に不満を感じていたため、フォルクスワーゲンの監査役会の会合に出席しないことにしました。このチャンスをとらえたのが、労働者側でした。

ですから、これらの手続上のルールは、様々なグループ間、特に株主と労働者との間のあらゆる種類の取引や交渉の余地を生み出すものです。

渡辺：そのような状況は極めて興味深いです。

Mülbert：ええ。

渡辺：ドイツ法を学ぶ多くの日本の法律家にとって、そのような話はおそらく俄かに信じ難いショッキングなものだと思います。

Mülbert：そうかもしれません。

5、企業の利益（Unternehmensinteresse）と企業価値

渡辺：Mülbert 教授は、企業全体にとっての利益（Unternehmensinteresse）という概念に触れられました。買収防衛策と企業全体にとっての利益という概念。機関投資家が巨大な影響力を有する英国では、ほとんどの株主が、ポイズン・ピルなどの買収防衛策を採用することに否定的です。同様に、ドイツやフランスでも、このような防衛策を採用することが、一般に、企業全体にとっての利益に反すると考えられています。また、取締役の責任を追及する根拠にされかねないと見られています。

確認したい点ですが、「企業の利益」は、実際にドイツでも、取締役の責任を追及する根拠になり得るのでしょうか。

Mülbert：事例はありませんが、密かに議論されているのかもしれませんが。また、防衛策を講ずるべきかどうか、防衛策をどの程度まで講ずることができるかについて、弁護士が会社に助言しています。弁護士たちは、このような問題について論じています。けれども、まだ事例はありません。

渡辺：それでは、責任を追及される危険性のある潜在的なリスク要因なのでしょうか。

Mülbert：確かに、潜在的なリスク要因です。

渡辺：そうした可能性は大きいのですか、小さいのですか。

企業全体にとっての利益という概念についてですが、企業買収の局面において、実際に何が企業全体にとっての利益であり、そうではないかに関する具体的な基準が存在しません。この概念には、日本で議論されている企業価値と同様の問題が存在します。

Mülbert：日本で行われている議論については、残念ながらあまりよくわかりま

せん。

渡辺：企業価値についてですね。日本では、「企業価値」という有力な概念があります。それは、企業買収を良い企業買収と悪い企業買収に分けています。その基準が企業価値であり、企業価値を高めるか、企業価値を低下させるかです。

Mülbert：確かにそのような考え方もできます。けれども、企業全体にとっての利益において、何がこれにかなっているかを判断することはできません。我々の考え方では、企業買収が会社の価値に明らかに反する場合があります。

ですから、価値を高める企業買収とそれ以外の買収を分けるという考え方は、かなり曖昧です。我々の考え方では、企業買収に成功することが会社の利益又は企業全体にとっての利益に明確に反するような状況というものが存在します。ドイツの文献で取り上げられているのは、例えば、犯罪組織が企業買収に着手した場合です。例えば、イタリアのマフィアがドイツで投資したい場合など、かなり極端な状況です。

けれども、それ以外の場合については、買収が会社の利益に明確に反する場合にのみ、買収防衛策が許容されるものと考えます。つまり、例えば、買付者が犯罪組織やこれに準ずる場合です。

買付者がヘッジファンド又はプライベート・エクイティ・ファンドであり、会社に追加的な債務を負わせる意図がある場合など、ドイツ法の下で議論し得る余地があります。ただし、そのような場合についてはまだ議論されていません。

これまでのところ、公開買付けが会社の利益に反する場合とは、犯罪組織による買付など、かなり極端な場合であると言って差し支えないと思います。

これよりもはるかに難しいものの、比較的实际的な問題とは、例えば、ヘッジファンドによる、又は会社を経営できない（ただし、既存の経営陣が会社を去らない限り、この経営陣が必ず会社を経営できる）買付者による企業買収について問題にできるかどうかであり、もう一つは、買付者が企業買収資金を調達するための融資を返済する目的で対象会社の資産を利用せざるを得ないなどの場合において、防衛策を講ずることが許容されるかどうかです。

このような方向で考えた場合には、企業価値という概念を利用しても、明確な指針は得られません。というのも、このような資金調達構造が、価値を高めるような買収を可能にすることで、社会福祉を増進させる可能性が、少なくとも理論上は残っているからです。ですから、よくわかりません。

渡辺：このような概念は、結果をうまく説明するには適切ですが、どうしても

後知恵になってしまうように思います。

Mülbert：ええ、その通りです。例えば、企業買収が価値を高めるかどうかは、おそらく、何よりも、現在の経営陣が会社にとどまるか、経営者のほとんどが会社を去るかによって左右されるでしょう。経営陣が去った場合には、会社から人的資源が失われるため、おそらく会社の価値にとって破壊的です。

けれども、経営陣のほとんどが会社を去るかどうかについて公開買付けの時点で予測することは極めて困難です。

結果が出た時にわかることです。さらに、これまでの調査結果から、我々は皆、膨大な数の M&A（公開買付けのみならず、他の形式の M&A においても）の 50% 以上が長期的には失敗に終わったことを確かに知っています。これについては、多数の研究結果が存在します。

最も有名な例は、米国における AOL とタイムワナーとの合併であり、長期的には大失敗だったことが判明しました。学者も皆わかっています。コンサルタントもわかっています。企業もわかっています。成功率が 50% を下回っているにもかかわらず、誰もやめようとはしません。

なぜ、誰もやめないのでしょうか。長期的に成功するかどうかを最初の時点で予測することが驚くほど困難だからです。思うに、誰もが、成功すると確信しているようです。後知恵では、統合プロセスの間に多くのミスを犯しているわけです。

ドイツの企業買収について、買収防衛策が会社の利益になるという考え方が提唱されたことはありません。誰一人、そのような主張を行ったことはありません。

渡辺：実例がないとしても、理論上はどうでしょうか。

Mülbert：企業買収法を制定する前にこれについて議論がなされました。そこで、お話したように、当時（1990年代に）、許容されない買収防衛策の例として挙げられたのが、犯罪組織が買付者であるなどの場合や、これに準ずる状況でした。

渡辺：そうであるとするれば、ドイツにおいて防衛策を講ずる行為がなぜ実際に行われたのでしょうか。また、これは企業全体にとっての利益という概念に結びついているように思います。

Mülbert：おそらく、弁護士が経営陣に何を伝えるかによります。例えば、シェ

フラー対コンチネンタルタイヤ事件の場合、コンチネンタルが、買収防衛策に頼っていたとすれば、コンチネンタルの取締役の責任を問うべきだと弁護士が主張していたかもしれませんが。それは、成功したシェフラーによる公開買付けに対して買収防衛策を講じたことが企業全体にとっての利益にかなうと判断し、又はそう主張することに無理があったからです。

重要な問題でありながら、ほとんどの場合論じられてないテーマがあります。それは、会社の独立性を確保することが、企業全体にとっての利益又は会社の利益に含まれるかどうかです。

これは、独立性それ自体が、企業全体にとっての利益という概念の一部を構成するかどうかの問題です。

ブロックホルダー又は過半数を有する株主又は支配的な株主から独立していることが、企業全体にとっての利益に含まれるとすれば、買収防衛策を講ずることも企業全体にとっての利益にかなうことは明らかです。

けれども、そのような独立性が企業全体にとっての利益また会社の利益に含まれない場合には、これが会社の利益又は企業全体にとっての利益の一部を構成すると主張しても、意味がありません。

そのような独立性が含まれない場合には、買収防衛策を講じ、企業全体にとっての利益を引き合いに出し、防衛策を正当化することは極めて困難です。

例えば、シェフラーによって買収されないことによるコンチネンタルの利益とはどのようなものだったのでしょうか。

特に、買付者が従業員の数をそれほど削減しないと表明している場合、又は買付者が労働者を一切解雇しないとさえ約束しているような場合に、対象会社が、会社の利益の名のもとに買収防衛策を正当化する利益はどこにあるのでしょうか。

買収防衛策を正当化することが容易なのは、大口の株主から独立性を確保することが、企業全体にとっての利益に含まれると主張できるような場合に限られます。

けれども、そう主張できない場合には（また、ドイツのコンメンタールの大半は、おそらく、独立していることそれ自体については利益であるとは認められず、会社の利益にならないと言うでしょう）、買収防衛策を正当化することが極めて困難です。

ですから、1990年代のドイツのコンメンタールが、犯罪組織によって買収された場合に言及したのは、このような背景があったからです。別な会社によって買収されることは、買収防衛策を講ずる十分な根拠にはなりません。

これでご質問に対する答えになっていれば良いのですが。

6、エクイティ・デリバティブと「隠れた議決権」の問題

渡辺：よくわかりました。ありがとうございます。それでは、エクイティ・デリバティブを利用することによる隠れた議決権の取得に関する質問に移りたいと思います。

英国、スイス及びフランスは、最近、エクイティ・デリバティブを利用することによる隠れた議決権の取得に対して、この株式所有形態の具体的な定義を定める代わりに、これに関する一般的な規制を加えることで、この問題に対処する措置をとりました。

これらの国々が採用した規制方針は、日本にとって、ルールの改正と迂回という悪循環を防ぐための好例となっています。

そこで、ドイツにおいて、企業買収という文脈においてエクイティ・デリバティブを規制することが難しいのはなぜでしょうか。私の理解では、これまで、規制するのに極めて苦労しているように思います。もしそうであれば、銀行の影響が強いためなのでしょう。

Mülbert：銀行は、取引の両方の側にいます。ですから、ある形態のデリバティブと他の形態のものを区別しないという意味において、銀行は、おそらく、かなり中立な立場に立っています。

実際のところ、ドイツの状況は変化しています。一部の大手企業（確か、DAX企業10社ないしは12社）は、財務省に書簡を送り、デリバティブの取り扱いに関する法律を改正するよう財務省に求めました。

そこで、財務省は、法律を改正し、これらの証券の取り扱いを何らかの形で改革するための法案の起草を進めています。

このような背景において、基本的な問題とは、デリバティブの公正な利用と不正な利用とを区別することです。

適切な境界を見つけることは恐らく困難だと思います。ドイツの議会は過去に、市場参加者が、例えば、自分たちに開示義務があるかどうか、又は買付けに着手する義務があるかどうかを確実に、でなければ合理的な程度の確実性をもってわかるように、法律に具体的なルールを盛り込もうとしました。その意味では、一般的な規定を避ける努力が払われています。

このようなテクニックによって法律に的確なルールを設けようとする努力は、法律の迂回という大きな問題を引き起こしました。ルールが詳細なほど、一般的な規定を設けている場合と比べて、ルールを迂回することが容易になります。

英国の制度はその点が違います。英国のアプローチでは、極めて広範囲かつ一般的な規定を設け、ある使用方法が開示義務を生ずるかどうかを臨機応変に判断

することです。

これは、ドイツにおいて、実際には、BaFin に十分な権限を与えることを意味します。また、現状には、おそらくドイツ議会の基本的な姿勢が反映されていると思います。議会は、憲法上適切な理由により、官庁に権限を認めることを避けたいと考えています。というのは、民主的な投票により正当性を認められないまま、官庁が力を持ちすぎることになると思われるからです。そこで、議会は、これまで、このような解決策に消極的でした。

実務に関するこれまでの経験を考慮すると、包括規定又は一般規定を設けることが、ルールの変更と迂回という悪循環を回避する唯一の道であるように思われます。これは、私の知る限り、財務省が現在支持している考え方にも沿ったものです。私の同僚の 1 人である Uwe H. Schneider 教授は、このような包括的ルールを支持する論文を数カ月前に書きました。ドイツ税法の規定からヒントを得たと語っています。

このようなアプローチの問題点は、ルール違反を法律で定めた科料によって処罰する場合に、ドイツ憲法に従って、制限する内容を合理的な程度に具体的に定めなければならないことです。

渡辺：刑事法の基本原則ですね。

Mülbert：ええ。一般規定を設け、これに刑事罰を盛り込んだ場合には、難しい問題が生じます。

渡辺：その点は、日本でも同じです。

Mülbert：ですから、包括規定又は刑事罰を設けることは困難です。また、私の知っている限り、英国では、そのようなことはあまりやっていません。以上の点が問題です。また、包括規定に移行するためには、ドイツの刑罰制度を改正する必要があるかもしれません。

7、BaFin の規制理念と英国型の規制

渡辺：次の質問にも関連しますが、ドイツでは、BaFin が、制定法にもとづいた企業買収規制を行っています。我々が昨年に行った調査研究結果によれば、規制担当職員は、法解釈における BaFin の裁量権が限定されていることにフラストレーションを感じているようでした。

規制活動に従事している人々は、エクイティ・デリバティブによる隠れた議決

権に開示規制を適用し、あるいは不適切な価格を提示する買付者に対して、対象会社の株主に補償させるために必要な法令が整備されない限り、適切な措置をとることができないと考えています。

事前協議が重視される公開買付規制が実現すれば、意図しないルール違反がほぼなくなり、買付者の行動の違法性をめぐって紛争が生じた場合でも、買付者は、事前に監督機関と協議することで、ルールに反するとみなされるおそれのない制度又は行動を選択できるようになります。

BaFin を、このような事前協議を重視する規制機関に変えることは可能だと思いますか。BaFin をこのように変えることが良いことだと思いますか、悪いことだと思いますか。日本の金融庁も同様の問題を抱えています。

Mülbert：これは、実際には二つの部分で構成される質問だと思います。それは、私の理解によれば、BaFin の行為には、そのための法的根拠が必要だという単純な理由によって最初のご質問は、BaFin にとって事実上困難な問題です。それは、ドイツの行政当局の行為に法的根拠を要求するドイツ憲法及び行政法にもとづいた一般的考え方によるものです。市民または企業による何らかの行動を制するような処分を行う場合には、その法的根拠が要求されます。

ですから、BaFin の職員の不満は、法的根拠となる規定の文言の範囲があまりにも狭いか、法律によって拘束されていることでしょうか。彼らが不満を述べたのか、単に事実を述べたのかはわかりませんが、その点を指摘したのは、現在の法律の規定では、一定の場合に法律の規定を適用できないからです。また、BaFin は、法律を類推適用し、新しい状況にあてはめることはできません。それは、BaFin が、基本的には行政法あるいは憲法の根本原則に拘束されるからです。

ですから、このような根本原則があるため、裁量を拡大するのは困難です。包括規定についても同様です。背景になるドイツの行政法及び憲法が存在を考慮すると、特定の事件において、基本的には法律から明確な指針を得ていないような決定を下す権限を BaFin に与えることは困難です。単純な理由であり、ドイツの行政機関や官庁の仕組みによるものです。

渡辺：例えばエクイティ・デリバティブなどについては、英国においても、包括規定だけでなく、具体的かつ合理的な例外を定めています。

Mülbert：そうですね。けれども、それは免責条項です。免責条項という考え方も、法律がどのように運用されるべきかに関するドイツ人の理解に基本的に反し

ています。

ドイツの行政法は、「法律によって禁止されていなければ、あらゆることが許される」ことを前提に運用されており、その逆ではありません。

ドイツでは、基本的には、免責条項が一切必要とされません。少なくとも、これが、ドイツの行政法に関する従来の考え方でした。法律それ自体が、禁止されている行為の境界を定めているため、ドイツでは、免責条項が一切必要ではありません。そこで、ルールを適用するか、制限を強制することが BaFin の仕事になります。

けれども、そのような状況かどうかを判断することは BaFin の仕事ではありません。また、次のように考えることは、議会の仕事でもありません。「選択し得る行為は、膨大な数存在する。我々は、どの行為が法律によって禁止されているかについては定めない。ある類型の行為が明らかに禁止されていないと言えるだけだ。残りの行為について定めることはできない。それが許容されるかどうかを定めることはできない。許容されるかどうかの判断を下すのは、基本的には最終審の裁判所である」。

これとは逆です。法律で定めた規則により、何が禁止され、何が許されるかをできる限り明確に規定するよう努めています。

ドイツでは、ある面において、市場参加者にとっての法的な確実性を高めるために、次のように考えられています。「皆さんが従わなければならない仕組みが存在します。そのルールのいずれにも違反しなければ、大丈夫です。これらのルールを子細に検討し、弁護士の助言を得れば、何が禁止されているか分かるはずです。また、これらのルールの対象になっていなければ、問題はありません」。その逆ではないのです。ですから、英国のアプローチは、極めて根本的なところで、ドイツのアプローチと正反対です。

渡辺：けれどもご承知のように、どれほど詳細なルールを定めようとも、かなりの不確実性が出てくることは避けられません。

Mülbert：それは確かですが、それでも、不確実性と BaFin の裁量の幅を小さくできます。

渡辺：それでも、BaFin の裁量を完全になくすことはできません。

Mülbert：もちろんです。完全に裁量をなくすことはできないことに誰もが同意します。それでも、英国のルールについてよく知っている弁護士たちと話す、

彼らは、「BaFin であれ、英国のテイクオーバー・パネルであれ、その判断次第という点において基本的には同じこと」であると言い、かつ英国の制度よりもドイツの制度が明確に良いと感じているようです。

これ以外にも問題があり、私にとって極めて親しい友人がとても強い調子で不満を述べていました。彼は、次のように言っていました。「英国では、法律書を読んでも全く役に立たない。この迷路のようなルールについて説明してくれる専門的な弁護士を雇う必要がある。単に公開された資料を読んだだけでは、それぞれの事件がどのような結果に終わるのかを多少なりも確実に予測することはできない。これに対して、ドイツでは、数冊の解説書を読めば、法的な背景についてかなりよくわかる」。

渡辺：規制当局の判断に不服な当事者が裁判所に提訴できるという前提であれば、それでも良いのかもしれませんが。

Mülbert：それはなぜですか。

渡辺：裁判所に提訴できるルートが保障されていれば、ドイツのアプローチも、英国のアプローチも、正反対ではないと思います。

英国の方が、明瞭性や確実性に欠けるかもしれませんが、いずれにしても、不確実性は多分に存在します。

Mülbert：確かに、法解釈については、不確実性が避けられません。そこで弁護士は、いつも不確実性と向き合うことになります。

渡辺：重要なのは、不服当事者が裁判所に行く権利だと思います。

Mülbert：ドイツの制度のもとでさえ、訴訟はほとんど存在しません。BaFin の決定に不服でも、裁判所に提訴することは決してありません。資本市場の参加者のほとんどが、恒久的な参加者です。つまり銀行です。なにかんづく、BaFin は、銀行の規制機関でもあるため、銀行は常時、BaFin と関わっています。ですから、銀行としては、BaFin と言い争いになるのを避けたいわけです。BaFin と話し合うことはあっても、裁判所に行くことはまずありえません。

渡辺：そうであれば、BaFin は、実質的に司法的機能を果たしていることになりませんか。

Mülbert : 実際の機能としてはそうです。BaFin によるルール、テイクオーバー・コード、またドイツ証券取引法の解釈は、実務上、圧倒的に重要です。それは、BaFin が法律の特定の解釈を支持している場合には、ほとんどの場合、BaFin の方針に従うことになるからです。その問題について BaFin と協議し、その解釈に欠陥があるかもしれないと説得に努めても、意見が受け入れられなければ、おそらくそうなるからです。

事実、BaFin は実際には強力です。けれども、BaFin が強力なのは、解釈の余地がある場合のみです。企業買収法に定められた規定又はルールには、これを解釈する多少の余地が残されているからです。けれども、その意味において、BaFin の権限は、英国 FSA よりもはるかに小さなものです。その理由は、企業買収法のルールが英国よりも具体的かつ明快だからです。

渡辺 : 英国の最近のルールは、これまでよりも詳細かつ具体的になってきていると思います。従って、最終的には、原則重視のルールを採用しているかどうかの違いだと思います。結局のところ、原則重視のアプローチを採用しているかどうかです。ドイツでは、日本と同様、そうではなく、英国ではそうです。

Mülbert : ええ、そうです。

渡辺 : これは大きな問題です。日本の状況は、ドイツの状況と似ています。

Mülbert : ええ。行政法をめぐる伝統が違います。また、この点において、英国の伝統は極めて異なります。

英国の伝統は異なっています。この点について、日本は、以前の方が英国に近かったと思います。ドイツでは、英国よりもはるかに訴訟が利用されています。英国では、いくつかの理由から、一般論として、訴訟の数がドイツよりもはるかに少ないのです。英国の訴訟費用は極めて高額であり、ドイツと比べても高額です。

渡辺 : 特に企業買収の文脈においてということですね。

Mülbert : ええ。ですから、条件が極めて異なります。私は、この点も重要だと思います。企業買収ルールは、所与の制度の枠内で機能します。実体的ルールは、その一部にすぎません。また、官庁の設置形態も、もう一つの重要な側面です。

これには、少なくともドイツでは、行政法、そして監督法又は行政法をどう運用すべきかについての我々の理解に由来する伝統が影響しています。

先生の質問の二つ目の部分ですが、私にはわかりません。これは、むしろ実務家向きの疑問であり、彼らと話し合うべきです。私の理解では、BaFin は、話し合うことに前向きです。

渡辺：ええ。

Mülbert：ですから、BaFin を訪れ、話せば良いのです。BaFin が、単に自己防衛的に否定し、「そんなことは許されない」ということはありません。BaFin による法律の解釈については、BaFin の職員と議論すれば良いのです。BaFin が何を受け入れ、何を受け入れないかが分かるでしょう。

渡辺：BaFin の通常の活動は、英国のテイクオーバー・パネルの活動にかなり近いと思います。

Mülbert：はっきりしたことは言えません。両方についてよく知っている弁護士に相談する必要があります。

渡辺：話し合うべき内容ですね。議論の余地があります。

Mülbert：議論の余地がある、そうです。これは、少なくとも私の一人経験によるものではなく、弁護士たちと議論することで得られた認識です。私自身は、BaFin を訪ね、話し合ったことも、BaFin と論争したこともありません。けれども、BaFin と話し合った弁護士たちから聞いたことがあります。

また、BaFin の職員は、セミナーに出席します。聴衆としての場合もあれば、自分たちの解釈、経験その他をセミナーで発表する場合があります。そこで、このような場面では、かなり自然に議論に入れます。ですから、彼らは、外部の人々とも話し合います。

渡辺：英国のテイクオーバー・パネルの活動に似ていますね。BaFin を訪れた時の印象は、テイクオーバー・パネルにとっても似ているというものでした。

Mülbert：ええ。また、BaFin に勤めている人々は、自分たちが硬直的であるとか、単に干渉的であると思われることを好まないと思います。BaFin は、一面

では、英国 FSA とテイクオーバー・パネルをライバル視しているものの、別な面では、かなりの実務経験があり、手本になり得る側面を評価していると思います。また、テイクオーバー・パネルや FSA と好意的に比較されれば喜ぶでしょう。FSA やテイクオーバー・パネルと否定的に比較されることは喜ばないようです。

テイクオーバー・パネルと金融庁のアプローチは、BaFin にとって手本になる場合があります。

渡辺：ええ。

Mülbert：このテーマについて、私がお話しできることは以上です。

渡辺：大変興味深い一方で、極めて難しい問題ですね。

Mülbert：それは、間違いありません。

渡辺：これから、さらに調査と研究を重ね、その結果をフィードバックしたいと思います。

Mülbert：期待しています。日本の企業買収ルールの変更は、近く大きく改正されるような見込みでしょうか。

渡辺：改正の議論は非常に活発な一方で、現時点では確固としたコンセンサスができていません。ご存知のように、企業買収の問題は、極めてデリケートな問題です。

Mülbert：コンセンサスを得るのは、非常に難しいのでしょうか。

渡辺：本日は長時間にわたってお付き合いいただき、本当にありがとうございました。そして素晴らしいレクチャー及び数々の有益なコメントを頂き、本当にありがとうございました。

Mülbert：光栄です。そして、魅力的なテーマでした。また、魅力的なだけでなく、とても興味深い内容でした。私は、企業買収をめぐる問題について、他の国々の方々と話し合うことをいつも楽しみにしています。それが、ドイツの企業

買収法だけでなく、企業買収法への（国ごとにあまりにも違いが大きい）国際的な認識全体への理解を豊かにする助けになるからです。

渡辺：Mülbert 教授の助言とお心遣いに、心より感謝申し上げます。ありがとうございました。