

# スウェーデン公開買付法における ブレイクスルー・ルールの法的問題（二・完） ——出資と支配の比例性の原則に抵抗する理由を中心として——

尾 形 祥

## The Legal Problems on the Swedish Takeover Act (2) : The Reasons for the Resistance against the Principle of Proportionality between Capital and Control

Ogata Sho

### 目 次

はじめに

#### 一 スウェーデンにおける公開買付けの実態と公開買付法の制定

- 1 スウェーデンにおける公開買付けの実態
- 2 スウェーデン公開買付法の制定史

#### 二 公開買付指令におけるブレイクスルー・ルール

- 1 公開買付指令におけるブレイクスルー・ルールの規定
- 2 EUにおけるブレイクスルー・ルールをめぐる議論の展開
  - (1) EUにおける公開買付けをめぐる議論の萌芽（以上55巻2号）
  - (2) ハイ・レベル・グループ報告書におけるブレイクスルー・ルール（以下本号）
  - (3) 妥協の産物としてのブレイクスルー・ルール
- 3 ブレイクスルー・ルールの義務づけに対するスウェーデンの抵抗

#### 三 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの任意導入とその法的問題

- 1 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの規定
- 2 ブレイクスルー・ルールとスウェーデン会社法の規定の適用関係
- 3 ブレイクスルー・ルールの適用対象
- 4 ブレイクスルー・ルールの適用を理由とする株主間契約違反に基づく損害賠償請求の可否
- 5 ブレイクスルー・ルールの適用に伴う経済的補償の問題

結びに代えて

## (2) ハイ・レベル・グループ報告書におけるブレイクスルー・ルール

2002年1月10日に、Winter委員会は「公開買付けに関連する諸問題についてのEUハイ・レベル・グループ会社法専門家の報告書（Winter報告書）」を公表した<sup>52</sup>。Winter委員会の考え方の根底にあったのは、「平等な競争の場」を創出するための2つの主要な原則、すなわち「株主による意思決定の原則」と「危険資本と会社支配権の比例性の原則」である。

前者の原理は、公開買付けの申込みがなされた後に、買収対象会社の取締役会が買収防衛策を發動させる条件として株主総会決議に基づく事前の授権を必要とする「対象会社の取締役会の中立義務に関するルール」に<sup>53</sup>、後者の原理はWinter委員会により初めて創出されたルールである「ブレイクスルー・ルール」に反映されている<sup>54</sup>。ブレイクスルー・ルールは、株式の譲渡制限、議決権の制限、または種類株式間の議決権の数の相違といった公開買付けの申込みがなされる前に対象会社の定款などに導入され、「事前の買収防衛策」として機能し得る規定を公開買付け後に行われる株主総会においてその効力を失わせ、それにより対象会社の取締役の選解任や当該会社の定款変更を容易にするものである<sup>55</sup>。

Winter委員会が提案したブレイクスルー・ルールの下では、①買付者が対象会社の75%以上の危険資本（risk bearing capital）を獲得した場合には、その後開催される株主総会においては、議決権の上限、複数議決権、二重議決権、議決権を完全に否定する条項、不適切な議決権を危険負担のない資本（non-risk-bearing capital）に付与する条項といった会社の定款の規定は無効とされ、買付者は割合に応じて比例的に議決権を行使することができなければならないものとされていた。また、②対象会社の75%以上の危険資本を獲得した買付者は、取締役会の選解任権、会社の定款および会社の運営・経営方法について決定する権利といった会社法上株主に認められた支配権を行使することができなければならないと、これらの権利を妨げる定款の規定は無効とすべきであるとされていた<sup>56</sup>。もっとも、2002年に公表された公開買付け指令案によれば、Winter委員会が提唱したブレイクスルー・ルールの適用要件である75%という閾値が妥当であるかどうか必ずしも判然としないこと、「危険資本」の概念が不明確であること、さらに、ブレイクスルー・ルールが適用されることによる証券保有者（株主）の権利の消滅または停止に対する経済的補償などについての様々な法的問題が引き起こされるおそれがあることを理由として、ほぼ全てのEU構成国は同ルールの導入に反対したとの報告がなされている<sup>57</sup>。

こうした状況を打開するためにEU委員会はWinter報告書に修正を施し、2002年10月2日に公開

52 *Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* 4 (Jan. 10, 2002) available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf) (last visited Oct.12, 2012). なお、EU公開買付け指令の詳細な検討については、飯田秀総「公開買付け規制における対象会社株主の保護」法協123巻5号912頁以下（2006）参照、上田廣美「EU公開買付け指令運用状況とその問題点」亜大43巻2号（2009）145頁以下参照。

53 See Commission Staff Working Document, *supra* note, 3 at 5. このルールは、株主の利益を害し、敵対的企業買収の障害となるおそれのある取締役会の権限を制限することで、企業買収を一定程度促進することを目的としている。

54 See WOUERS et al., *supra* note, 50 at 47.

55 See *Id.* at 5.

56 See *Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids supra* note, 52 at 4.

57 See *Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids*, at 4, COM (2002) 534 final (Oct.2, 2002).

買付指令案を提出した。同指令案は、取締役会の中立義務を規制の中核に添えながら、企業買収に際しては対象会社の取締役会がきわめて強大な権限を有していることに鑑み、公開買付けの成否に著しく影響を及ぼすような対象会社の株式の自由譲渡の制限、買収防衛策の成否の決定を行う株主総会における議決権の制限、または公開買付け後初めて行われる株主総会における取締役選任決議に関連した株式自由譲渡、議決権および特別権利の制限に限りブレイクスルー・ルールを適用することとした<sup>58</sup>。もっとも、同指令案では、複数議決権株式と二重議決権株式がブレイクスルー・ルールの対象から除外されたことは留意すべきである。

### （3）妥協の産物としてのブレイクスルー・ルール

ドイツ以外の構成国は2002年公開買付指令案に賛成したが、ドイツはブレイクスルー・ルールが複数議決権株式にも適用されるべきであると主張した。そのため、当時議長国だったギリシアはドイツの立場を汲み、複数議決権株式にブレイクスルー・ルールの適用を拡張することを提案した<sup>59</sup>。しかし、複数議決権株式を利用する企業が多数存在するスウェーデン、デンマーク、フィンランドといった北欧諸国や二重議決権にブレイクスルー・ルールが適用されることを懸念したフランスはこの提案に反対した。さらに、ブレイクスルー・ルールが広範囲に適用されれば、ヨーロッパの市場の開放につながるであろうが、その反面、第三国、とくにアメリカの買付者（会社）がヨーロッパにある子会社を介してヨーロッパ企業の買収を行おうとする場合には、アメリカの買付者にはブレイクスルー・ルールは適用されず、対象会社にはブレイクスルー・ルールが適用されることによりヨーロッパ企業の買収が容易になるのではないかということが懸念され、適用対象を拡大したブレイクスルー・ルールを公開買付指令に導入することに疑問が呈された<sup>60</sup>。

最終的に、ポルトガル代表が取締役会の中立義務に関するルールとブレイクスルー・ルールを導入するかどうかの決定は構成国と個々の会社の選択に委ねられるという選択モデル（optionsmodel）を提案した。この提案を受けて公開買付指令はブレイクスルー・ルールを導入するかどうかは構成国と各会社の選択に委ねるとする「選択条項」（公開買付指令第12条）を定めたが、これはまさに妥協の産物といえよう。

58 See *Id.* at 7.

59 早川・前掲注（51）23頁参照。当初、ドイツはブレイクスルー・ルールが複数議決権株式にも適用され、かつ全てのブレイクスルー・ルールをヨーロッパの企業に限定する場合に限り、取締役会の中立義務のルールを受け入れるという立場をとっていた。その後、ドイツとイギリスの間で、ドイツは派遣社員の労働条件に関する指令をめぐる審議の中でイギリスを支持し、その代わりにイギリスは公開買付指令についてはドイツを支援するという内容の合意が成立すると、ドイツは翻意して中立義務とブレイクスルー・ルールの撤廃を主張した。しかし、イギリスはこうしたドイツの提案に反対した。

60 野田輝久「株式公開買付規制の方向性—EU第13指令を素材として—」神院35巻1号6頁（2005）頁参照。また、早川・前掲注（51）23頁によれば、ドイツがブレイクスルー・ルールの採択に反対したのも、同国において本文で述べた懸念があったからであるとされる。なお、ドイツでは、最高議決権株式を廃止した1998年のコントラック法を受けて、2003年6月に株式法上最高議決権や複数議決権に関する規定が廃止された。詳しくは、正井章彦「ドイツのコポーレート・ガバナンス」(成文堂、2003) 334頁参照。

### 3 ブレイクスルー・ルールの義務づけに対するスウェーデンの抵抗

公開買付指令採択後、EU構成諸国がその国内法化に着手する中、スウェーデンは取締役会の中立義務のルールを国内の会社に義務づけたが、ブレイクスルー・ルールを適用するかどうかは国内の個々の会社の選択に委ねるオプト・イン型の規制にとどめることとした<sup>61</sup>。スウェーデンがフィンランド、デンマーク、フランスとともに、ブレイクスルー・ルールが複数議決権株式と二重議決権株式に適用されることに反対したことはすでに述べたとおりであるが、以下では、とくにスウェーデンが複数議決権株式へのブレイクスルー・ルールの適用に反対した理由について検討する。その理由として、イエーテボリ大学のRolf Skog教授は前章で掲げた「EU公開買付指令案、『ブレイクスルー』ルールとスウェーデンの二重の種類株式」と題された論文の中で以下の5つの点を挙げている。

第一に、1株当たりの議決権の割合が異なる2種類以上の株式（dual-class株式）が発行された場合における1株当たりの議決権割合の高い株式の投資価値が不確実になることである。スウェーデンでは、「いかなる株式も他の株式の議決権の10倍を超える議決権を有してはならない」と定めるスウェーデン会社法第4章第5条の下で、1株10議決権のA株式と1株1議決権のB株式、あるいは1株1議決権のA株式と10株で1議決権のB株式といういわゆる「dual-class株式」を発行することができるものと解されており<sup>62</sup>、実務上は後者の形でdual-class株式を発行することが一般的である<sup>63</sup>。これらの株式にブレイクスルー・ルールが適用されると、A株式とB株式はともに1株につき1議決権を有するものとされてしまい、A株式の1株あたりの議決権割合が相対的に低下することとなる。その結果、Skog教授はA株式の投資価値が相当不確実なものとなり、会社はそうしたA株式を用いることが困難になるであろうと指摘する<sup>64</sup>。

第二に、A株式1株あたりの議決権割合の低下については何らかの経済的補償が必要となると考えられるが、Skog教授はそれについて複雑な法的問題が生じると指摘する<sup>65</sup>。この点については、第三章で詳しく検討する。

第三に、スウェーデン型会社支配構造<sup>66</sup>の存在である。かかる支配構造の下では、ピラミッドの頂点に位置するファミリー（財団を形成することが多い）<sup>67</sup>などの株主が複数議決権株式を利用して、持株会社の議決権の過半数を掌握し、その持株会社が多数の事業会社を支配することが通例で

61 See Commission Staff Working Document, *supra* note, 3 at 12. なお、公開買付指令は、選択条項に加えて、取締役会の中立義務のルールやブレイクスルー・ルールを備える買付者に対してだけ買収対象会社も同じ義務に服するという相互主義の規定（公開買付指令第12条）を設けたが、スウェーデンはこれを国内法に導入しなかった。

62 See Bo Svensson & Johan Danelius, AKTIEBOLAGSLAGEN: KOMMENTAR OCH LAGTEXT 34 (2009).

63 この点につき、拙稿「会社支配権濫用抑制法理—スウェーデン法とアングロ・サクソン法の比較—」早稲田法学会誌61巻2号60頁（2011）参照。1株当たりの議決権割合がA株式よりも低いB株式については、剰余金や残余財産の分配についての優先権がないものが多い。デンマークやフィンランドでもスウェーデンと同様な内容のdual-class株式が発行されることが一般的である。

64 See Skog *supra* note, 25 at 298.

65 See *Id.* at 299.

66 詳細は、拙稿・前掲注（20）55頁以下参照。

67 早稲田大学法学研究科G-COE拠点9-1「北欧における企業と社会」の企画の一環として、2011年10月30日（日）から11月7日（月）にかけて、筆者はコペンハーゲン大学、スウェーデンのウプサラ大学等において北欧の企業法制についてリサーチを行った。コペンハーゲン大学のRasmus Feldthusen教授によれば、1930年代、財団を用いた会社支配構造がデンマークとスウェーデンにおいて確立したが、その目的は、公益事業を営む財団を用いることにより節税効果を高め、なおかつ、一族の財産を財団に集中させることにより、そうした財産の外部流出を防止することにあったとされる。

ある<sup>68</sup>。Skog教授は、こうした会社支配権を有する株主が会社に対する積極的なモニタリング機能<sup>69</sup>を発揮することがスウェーデンにおけるコーポレート・ガバナンスにとって有益である点を強調される<sup>70</sup>。スウェーデンにおいては、公開買付け、とりわけ敵対的企業買収により経営者を規律するというよりも、複数議決権株式により安定化した会社支配構造の下で、一定の会社支配権を有する株主が、会社を健全かつ効率的にコントロールすることが期待されている<sup>71</sup>。しかしながら、複数議決権株式を1株1議決権化するブレイクスルー・ルールはこうしたスウェーデン型会社支配構造を根底から覆すおそれがあることから、スウェーデンはこのルールの義務づけに反対したと考えられる。

第四に、Skog教授は、複数議決権株式が必ずしも経営権の固定化ないしは経営者の保身的行動を招くものではないと主張する。Skog教授は、取締役の保身的行動を抑制するために支配株主による効率的かつ健全な経営の監督がなされるように会社支配権が強化されるべきであるとの理解から、ブレイクスルー・ルールは、（支配）株主の支配権を制限する「議決権の上限」<sup>72</sup>のような規定にこそ適用されるべきではあるが、複数議決権株式のように株主の支配力を高める規定に適用されるべきではないと説かれる<sup>73</sup>。ここで留意すべきことは、このSkog教授の見解の背後にはスウェーデンでは複数議決権株式の存在は経営権の固定化ないしは経営者の保身的行動を助長するものではないという理解が存在するということである。

一般的に、一部の株主に会社支配権が集中すると、その者が会社支配権を濫用し、その株主にとって都合の良いものが取締役に選任され、経営権が固定化し、あるいは経営者が保身的行動をとることが懸念されるが<sup>74</sup>、この理はスウェーデンにおいて必ずしも妥当するものではない。スウェーデンの会社、とくに上場会社では、議決権ベースで上位数名の株主からなる指名委員会（議決権の過半数を占めているのが通例である）が取締役候補者の出自、学歴（utbildning）、性別（kön）、レピュテーション（värderingar）などさまざまな要素を考慮して取締役を厳選することが実務上一般的であるといわれる<sup>75</sup>。スウェーデンでは一部の者に経営権が固定化することや保身的行動をとる経営者が選任されることは稀であるのは、取締役の選任が実務上適切に行われているからではないかと考えられる。スウェーデンでは、ブレイクスルー・ルールが適用されると、指名委員会を構成する株主が議決権の過半数を維持することが不可能となり、その結果、取締役を適切に選任することがかえってできなくなることが恐れられているように思われる。

68 スウェーデンに関しては、たとえば、Wallenberg一族の支配構造につき、拙稿・前掲注（14）227頁参照。

69 スウェーデン・コーポレート・ガバナンス規準は、「II. 所有者の役割と責任」と題された部分において、株主が積極的にその役割を果たすべきことを強調する。

70 See Skog *supra* note, 25 at 298.

71 See Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 HARV. L. REV. 1644, 1644 (2006). これによれば、支配株主による効率的な経営監視が行われ得ることが示唆されており、それを実現している国がスウェーデンであると主張されている。

72 スウェーデンでは、20%議決権の上限は1910年の会社法改正で導入されたが、現在は廃止されている。

73 See Skog *supra* note, 25 at 298.

74 See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 59 J. FIN. 471-517 (1999). See also Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U PENN. L. REV. 785, 785-86 (2003).

75 See Sandström *supra* note, 16 at 241.

第五に、Skog教授は、複数議決権株式が企業買収活動に負の影響を及ぼすという実証的裏づけが存在しないと主張する<sup>76</sup>。1990年から2002年の間に行われた公開買付けをみると、買付けの対象となったスウェーデン上場会社245社のうち157社（64%）が複数議決権株式を有していた。この245社に対する公開買付けのうち35社に対する公開買付けが失敗に終わり、この35社のうち22社（63%）は複数議決権株式を有していた。Skog教授によれば、この22社のうちの約3分の1は、競争的な公開買付けが行われ、買付けに失敗した者がいたというケースであり、その他に機関投資家が買付価格に賛同しなかったことや買付者の資金調達の困難さなどを理由として公開買付けが失敗に終わった事案もあるが、複数議決権の存在により公開買付けが失敗したといえる例は1、2件しか存在しないと結論づけている<sup>77</sup>。複数議決権株式が発行されている場合であったとしても、公開買付けに先立って買付者と支配株主との間で交渉が行われ、支配ブロックの譲渡の同意がなされた後に、買付者は支配株主を含む対象会社の株主に対して買付けの申込みを行うことは十分あり得るであろうし、複数議決権株式の発行量やその所有状況によっては、買付者が公開買付けを成功させることも十分考えられよう。

もっとも、複数議決権株式は、それが大量に発行され一部の株主に集中すれば、企業買収を困難あるいは不可能にし、買収防衛策として事実上機能し得ることは否定できないため、複数議決権株式が企業買収活動にどのような影響を及ぼす可能性があるのかをさらに検証する必要があるであろう。

ともあれ、以上みてきたように、スウェーデンでは少なくともスウェーデン型会社支配構造が適切に機能している限りにおいては、複数議決権株式が企業買収活動に及ぼす負の影響以上に、ブレイクスルー・ルール<sup>78</sup>の適用により複数議決権株式が「1株1議決権化」され、その結果、複数議決権株式を通じて安定した会社支配権を持つ株主が経営者を選任・監督するという同国のコーポレート・ガバナンス構造が維持できなくなるもののほうがむしろ重要な問題として理解されており、まさにそのことがブレイクスルー・ルールの義務づけに反対した最大の理由といえよう。

さらに、ブレイクスルー・ルールが適用される場合には、議決権の相対的な低下に対する経済的補償をはじめ様々な未知の法的問題が惹起されるが、このこともまたスウェーデンが同ルールの義務づけに反対した理由であると考えられる。スウェーデンでは各会社が任意にブレイクスルー・ルールを導入することは妨げないとされており、会社がそれを任意に導入した場合には、かかる法的問題が現実化する。この点については章を改めて検討しよう。

<sup>76</sup> See Skog *supra* note, 25 at 299. なお、Ferrari, *supra* note, 6 at 27.

<sup>77</sup> See *Id.* at 304. なお、Johansson *supra* note, 30 at 708によれば、スウェーデンにおいては、敵対的企業買収は歴史的にみて稀にしか行われてこなかったとされるが、Stattin *supra* note, 15 at 401のように、スウェーデンの株式市場は相当活発であり、他のヨーロッパ諸国との比較において相当多数の敵対的買収が行われているように思われると指摘するものもある。

### 三 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの任意導入とその法的問題

#### 1 スウェーデン公開買付法におけるブレイクスルー・ルールの規定

スウェーデンは、公開買付指令第12条第1項にいうブレイクスルー・ルールを適用することを命じない権利を行使し、スウェーデン公開買付法（LUA）は、会社の定款には「ブレイクスルーに関する規定を定めることができる」（LUA第6章第1条第1項）として、その導入は各会社の決定に委ねることとした。その上で「ブレイクスルー・ルールの導入に関する会社の決定は、会社が住所を有する構成国の法律および定款変更に関する規定に従い、株主総会によって行われる」と規定する公開買付指令第12条第2項第2文を受けて、LUAは、「定款にブレイクスルー・ルールを導入する決議は、当該会社の全株式の10分の9以上を共同で代表する株主が株主総会に出席し、出席した全株主の賛成が得られた場合に限り、有効とする」との規定を置いている（LUA第6章第1条第2項）。この規定は、スウェーデン会社法（ABL）の「既発行株式間の法律関係に変更をきたす定款変更は、全株式の少なくとも10分の9に相当する株主が出席し、かつ出席した株主の全員の支持により決議されなければならない」（スウェーデン会社法第7章第43条第3項）<sup>78</sup>という定款変更に関する規定との整合性が図られている。

このように、LUAのブレイクスルー・ルールの文言とスウェーデン会社法の文言との整合性は図られたものの、同ルールの導入に係る株主総会の特別決議の要件はきわめてハードルが高く、それを充足することはきわめて困難であると考えられる。そのため、立法者は個々の株主がブレイクスルー・ルールの実施を事実上拒否できるようにすることを意図していたのではないかの指摘もある<sup>79</sup>。実際に、ブレイクスルー・ルールを導入したスウェーデンの上場株式会社は存在していない。また、将来的にも同ルールが導入されることはないであろうとの予測もある<sup>80</sup>。もっとも、新興市場であるATなどの多角的取引システム（MTF）に上場している株式会社がブレイクスルー・ルールを導入することや設立時において株式会社がブレイクスルー・ルールを導入する可能性が将来的にないわけではないとの見解も示されている<sup>81</sup>。

ともかくも理論上は、ブレイクスルー・ルールが適用されれば、①LUAのブレイクスルー・ルールとスウェーデン会社法などLUA以外の法律の規定との適用関係、②ブレイクスルー・ルールの適用対象、③ブレイクスルー・ルールが株主間契約の条項に適用された場合における当該株主間契約違反に基づく損害賠償請求の可否、④ブレイクスルー・ルールの適用により権利行使が制限された者に対する経済的補償をめぐる種々の法的問題が生じ得る。以下ではそれらについて順に検討しよう。

78 この規定から、スウェーデンにおいては、種類株式の種類の数が増減やその内容の変更はきわめて困難であるといえよう。

79 See Stattin *supra* note, 15 at 403.

80 See Johansson *supra* note, 30 at 738.

81 See *Id.* at 403.

## 2 ブレイクスルー・ルールとスウェーデン会社法の規定の適用関係

株式会社がブレイクスルー・ルールを定款に導入する場合において、LUA第6章1条2項は株主総会の特別決議を経ることを条件としているが、この特別決議が可決されると一定の株主の権利が制限される。他方、スウェーデン会社法第7章第47条は「会社または他の株主に不利益となるようにある株主またはその他の者に不当な利益をもたらす株主総会決議はこれを行うことができない」と定めているところ、ブレイクスルー・ルールの導入に関する株主総会の特別決議がスウェーデン会社法第7章第47条にいう「株主総会決議」に該当するのかが問題とされる。

この点、ウプサラ大学のDaniel Stattin教授は、ブレイクスルー・ルールの導入に関する株主総会の特別決議はスウェーデン会社法第7章第47条にいう「特別決議」にあると解する余地はあるが、そもそも上述したようにブレイクスルー・ルールを導入するには、厳格な要件を満たさなければならないため（スウェーデン会社法第7章第43条第3項）、現実にはスウェーデン会社法第7章第47条が想定するような事態が生じるのは稀であろうと主張される<sup>82</sup>。LUAの厳格な要件の下で、ブレイクスルー・ルールの導入に関する決議を株主総会で可決させるためには、少なくとも、同ルールの適用により不利益を被る1株あたりの議決権割合の高い株式を保有する株主（A株主）の多くが当該株主総会に出席し、同ルールの導入に賛成することが現実には必要になるであろう。したがって、同ルールの定款への導入が可決される状況の下では、A株主の多く（場合によっては、全員）が権利喪失という不利益を甘受している可能性が高く、スウェーデン会社法第7章第47条が適用されることはほとんどないと考えられる。

## 3 ブレイクスルー・ルールの適用対象

LUA第6章は第2条ないし第5条は、ブレイクスルー・ルールの適用対象について定めている。まず、買付者が定款にブレイクスルー・ルールが置かれる株式会社の株式について公開買付けを行った場合には、スウェーデン会社法第4章第27条の先買権条項（株主またはその他の者が新たな保有者に譲渡された株式を購入する権利に関する条項）<sup>83</sup>は適用されないものとされ（同章第2条第1文）、株主間契約により株式を譲渡する権利を制限する場合も同様とするものとされる（同条第2文）。次に、株主総会においてLUA第5章第1条にいう措置（買収防衛策）を講ずるか否かに

82 See Daniel Stattin, TAKEOVE, 88 (2006).

83 スウェーデン会社法における株式の自由譲渡を制限する定款条項とは、「株主またはその他の者は新たな保有者に譲渡された株式を購入する権利を有するものとする」という条項を定款に置くことができるとする売買後の先買権条項（hembudsförbehåll、スウェーデン会社法第4章第27条）、「1株以上の株式が会社の同意をもってのみこれを譲渡することができる」という同意条項（samtyckesförbehåll、スウェーデン会社法第4章第8条）、「株式が新たな所有者に譲渡される前に当該株式を購入するよう株主または他方当事者に求めることができる」という売買前の先買権条項（förköpsförbehåll、スウェーデン会社法第4章第18条）をいう。スウェーデン金融商品取引法に基づき株式が中央証券預託機関（avstämning、CDC）に登録されるという条項を定款に定めた会社（CSD会社、スウェーデン会社法第1章10条）は、同意条項および売買前の先買権条項を定款に導入することはできないものとされている（スウェーデン会社法第4章第8条および第18条）。また、各取引所の取引所規則は、上場株式会社はCSD会社でなければならないと定めている。したがって、上場株式会社はCSD会社であることから、同意条項および売買前の先買権条項を定款に定めることはできない。この点につき、SOU 2005:58 s.128。他方、スウェーデン会社法第4章第27条はCSD会社が売買後の先買権条項を定款に設けることを禁じていないことから、上場株式会社であるCSD会社がこの条項を定款に設けることが考えられる。そこで、LUAはスウェーデン会社法上の株式の自由譲渡を制限する定款条項のうち売買後の先買権条項をブレイクスルー・ルールの適用対象としている。

についての決議がなされる場合には、株主が株主総会において行使することができる議決権の数を制限する定款の規定または株主間契約の規定は効力を失い、当該株主総会において、会社の資産または利益への参加について平等な権利を有する株式は全て同一の議決権の価値を有するものとされる（LUA第6章第3条）。さらに、買付者が公開買付けにより、定款にブレイクスルー・ルールが置かれた会社の株式の4分の3以上の株式を保有するに至った後に開催される定款変更または取締役の選任または解任を目的とする株主総会（同章第4条）において、会社の資産または利益への参加について平等な権利を有する株式は全て同一の議決権の価値を有し（同章第5条1項）、当該株主総会において行使することができる議決権の数を制限する定款の規定または株主間契約の規定は効力を失うものとされている（同条第2項）<sup>84</sup>。

このように、LUAのブレイクスルー・ルールは、スウェーデン会社法第4章27条にいう先買権条項、株式の自由譲渡を制限する株主間契約の条項、買収防衛策を講ずるか否かを決議する株主総会および公開買付け成功後に開催される定款変更または取締役の選解任を目的とする株主総会における議決権の数を制限する定款の条項もしくは株主間契約の条項を適用対象としている。

もっとも、これらの条項のうち2つ以上の条項が定款または株主間契約の中にすでに存在していた場合において、その後、会社がブレイクスルー・ルールを導入したときに、ブレイクスルー・ルールがいずれの条項に適用されるのかについて定める法律は何ら存在しない。そこで、ブレイクスルー・ルールを定款に導入する場合には、その適用対象を明確化するために、会社の定款または株主間契約におけるどの条項にブレイクスルー・ルールが適用されるかを定款または契約条項に定めておく必要があることが指摘されている<sup>85</sup>。

なお、ブレイクスルー・ルールを定款に導入する株主総会がなされた場合には、会社はそのことについてその株式が登録されているヨーロッパ経済圏にある構成国の監督機関に通知しなければならないものとされている（LUA第6章第1条第3項）。

#### 4 ブレイクスルー・ルールの適用を理由とする株主間契約違反に基づく損害賠償請求の可否

スウェーデンでは、競争的な買付者に対抗するため株主間契約が締結され、契約当事者に株式の先買権が付与される可能性があるとの指摘がなされている<sup>86</sup>。この場合には、株主間契約において株式の自由譲渡を制限する先買権条項と先買権行使の機会を喪失した者は損害賠償請求または違約金

<sup>84</sup> See Stattin *supra* note, 15 at 404. すでに述べたように、スウェーデンの会社は1株1議決権のA株式と10株1議決権のB株式を発行することが通例であるところ、これはB株式が1株あたり0.1議決権を持つことを意味する。LUAの制定過程において、公開買付指令が「ブレイクスルー・ルールが適用される場合には、複数議決権株式は1議決権を有するに過ぎない」（第11条第3項第3号および同条第4項参照）と定めていたことから、この規定が、「10株1議決権の株式についてもブレイクスルー・ルールが適用され、議決権の価値が1株あたり0.1議決権から1議決権に拡張されること」までも意味しているのかどうかについて解釈上争いがあった。

LUAは、議決権の数を制限する定款の規定または株主間契約の規定がブレイクスルー・ルールにより無効とされる場合には、「会社の資産または利益への参加について平等な権利を有する株式は全て同一の議決権の価値を有する」（LUA第6章第3条、5条）と規定することにより、議決権価値が1株あたり0.1議決権から1議決権に拡張される場合にも対応できるようにした。

<sup>85</sup> See *Id.* at 404.

<sup>86</sup> See *Id.* at 409.

請求ができるという条項が置かれることが想定されるが、ブレイクスルー・ルールにより先買権の行使をすることができなくなった場合にも、かかる請求が認められるのかが問題とされている。

まず公開買付指令第11条第2項は、「本指令の承認後に対象会社と対象会社の有価証券所有者との間で締結された契約上の合意または対象会社の有価証券所有者間で契約上合意された有価証券の譲渡に関する制限は、第7項第1項で定めた買付の応募期間の間は買取者に適用しない」と規定していることから、公開買付指令の承認（2004年4月21日）前に締結された対象会社と株主間の契約または株主間契約（以下、株主間契約等）に基づく株式譲渡を制限する先買権条項にはブレイクスルー・ルールが適用されず、それが適用された場合における損害賠償請求や違約金請求の問題は生じない。他方、同指令の承認後に締結された株主間契約等の先買権条項にはブレイクスルー・ルールが適用されることになり、その場合に当該条項は無効とされ、それが当該契約違反となり、契約違反に基づく損害賠償請求または違約金請求が常に認められるようにも思われる。

しかしながら、スウェーデン政府の発する立法関係等調査委員会報告書（SOU）によれば、LUA施行（2006年7月1日）後に株主間契約等の中で先買権条項が設けられた場合において、当該条項にブレイクスルー・ルールが適用されることにより先買権者が先買権を行使できないときにも、その者は損害賠償請求ないしは違約金請求をすることができない可能性があり得ることが指摘されている<sup>87</sup>。

たとえば、次のような仮説例を挙げてみよう。LUA制定後、上場株式会社であるA社は、「公開買付けが行われた場合には、株主間契約に基づき株式の譲渡を制限する条項（先買権条項）を無効とする」という内容のブレイクスルー・ルールを定款に設けた。その後、A社の株主Xと株主Yは、「Yが自己の株式を他人に譲渡する場合には、YはまずXに対して株式を取得するよう勧誘を行わなければならない（先買権条項）、かつ契約当事者は、先買権条項に違反したときには、違約金を支払わなければならない（違約金条項、vitesklausul）」という内容の契約を締結した。本契約締結後、BはA社に対して公開買付けを行った。この場合に、当該先買権条項がX社のブレイクスルー・ルールにより無効とされた結果、YはX以外の買付者Bに対して株式を譲渡した。このような事案の下で、当該株主間契約に基づく先買権の行使が制限されたことが債権契約違反となることを理由として、XはYに対して契約法（AvtL）第36条に基づく損害賠償請求または違約金条項に基づく違約金請求をすることが考えられる。

スウェーデン政府の見解によれば、A社の定款にブレイクスルー・ルールが導入され、かつ、その後、Yが買付者BによるA社株式に対する公開買付けが行われた場合には、YがXに対してA社株式の買付けの勧誘を行うことなく自己の保有する株式をX以外の買付者Bに譲渡したとしても、ブレイクスルー・ルールの効力に関するLUA第6章第3条の規定が先買権条項に適用され、当該先買権条項が無効とされた後にYは自らが有する株式を自由に譲渡する権利を適法に行使してBに株式を譲渡したに過ぎないので、XがYに対して違約金の支払いを請求することはできないものと

87 See SOU 2005: 58 s.130.

解されている<sup>88</sup>。

このような理解の下では、先買権の行使を制限された者はLUA第6章第6条に基づき経済的補償を求めることが考えられるが、この点については節を改めて検討しよう。

## 5 ブレイクスルー・ルールの適用に伴う経済的補償の問題

公開買付指令第11条第5項第1文は、「第11条第2項〔定款に有価証券の譲渡の制限〕、第3項〔定款に基づく議決権の制限〕、第4項〔複数議決権株式〕または第12条〔選択条項〕にもとづく権利が停止する場合には、当該権利の所有者は発生した損失に対して相当な補償を受ける」とし、同項第2文は、「構成国は、補償の基準と支払形式を定める」と規定する。これを受けて、LUA草案の下では、ブレイクスルー・ルールが適用される結果として「権利が停止した」者に対して補償が支払われなければならないとの規定が設けられた。ここでいう補償の対象となるのは、先買権や複数議決権などの権利が停止することによる「観念上の損害 (ideella skada)」であり、かかる権利を行使することができない結果としての経済的損害ではないと理解されていた<sup>89</sup>。しかし、「観念上の損害」をいかなる根拠をもって算定するのかについては明らかにされていなかった。

最終的にLUAは、ブレイクスルー・ルールの適用により「株主またはその他の者の権利が消滅または停止する場合には、買付者は権利者に対して相当な補償を支払わなければならない」との規定を設けた（LUA第6章第6条）が、本条もまた補償額の算定根拠を明確にしていない。また、スウェーデン金融商品取引法（LHF）は、「買付者は買付けに際して補償の問題を処理しなければならない」（LHF第2a章第2条第13項）との規定を置いているが、この規定からも補償額の算定根拠を導出することはできない。スウェーデンにおいてブレイクスルー・ルールにより権利が喪失または停止した者に対する経済的補償の算定根拠が明確にされなかった理由としては、スウェーデンの会社がブレイクスルー・ルールを適用する可能性がきわめて低いと考えられてきたこともあり、かかる補償に関する問題について十分な議論を経ないままLUAが制定されたことが挙げられている<sup>90</sup>。

ブレイクスルー・ルールにより権利が喪失または停止した者に対する経済的補償の算定根拠が法律上明確でない以上、株価や買付価格などを基礎として一定の指標が実務において提供されるべきであるとの見解がある<sup>91</sup>。たとえば、1株当たりの議決権割合の高い高議決権株式と1株当たりの議決権割合が低い低議決権株式が発行されている場合において、すべての株式がブレイクスルー・ルールの適用により1株1議決権とされる場合において、議決権が消滅または停止した者に対して支払われる補償額の算定のパラメーターの一つとして、高議決権株式と低議決権株式との間における株価の相違が挙げられよう。しかしながら、その場合、実際にどの期間の株価を補償額の算定の基礎とすべきなのかについてさらに検討の余地があろう。

<sup>88</sup> See *Id.* at 130.

<sup>89</sup> See Prop. 2005/06:140, s.67.

<sup>90</sup> See Sandra Broneus & Daniel Stattin, *Lagen on Offentliga Uppköpserbjudanden, Kommentar och referenser* 73 (2010).

<sup>91</sup> See Stattin *supra* note, 15 at 413.

以上本章でみてきたように、個々の会社がブレイクスルー・ルールを定款に導入する場合には、その要件がきわめて厳格であること、また、仮にそれが適用されるとしても、解決することが困難な未知の法律問題が多数生じる可能性があることに鑑みれば、スウェーデンの会社があえてブレイクスルー・ルールを将来において導入する可能性はきわめて低いといえよう。

## 結びに代えて

1960年代半ば以降、スウェーデンの公開買付けルールはイギリスを模範とする自主規制ルールであるNBKルールやその適用・解釈基準を示すAMNの声明という形で発展してきた。2004年の公開買付け指令の採択を受けて、スウェーデンではLUAが制定されたが、同法の規定の多くはNBKルールの規定をほぼそのまま継受したものであった。これに対して、ブレイクスルー・ルールは公開買付け指令を受けてLUAにおいて新設された規定であった。

ブレイクスルー・ルールは、公開買付けの局面において出資と支配の比例性の原則を徹底させ、公開買付けの成功を容易にすることでEUにおける平等な競争の場を創出することを目的としていたが、その反面、第三国から自国の会社を買収される可能性を高めるという側面を併せ持つ。また、会社がブレイクスルー・ルールを導入したとしても、買収対象会社を支配した後に、買付者がブレイクスルー・ルールを定款から取り除く場合には、市場が混乱するのではないかと懸念もある<sup>92</sup>。

こうした懸念に加えて、スウェーデンは複数議決権を通じた安定した会社支配構造の下で支配株主によるコーポレート・ガバナンスがきわめて有効に機能していることを理由として、ブレイクスルー・ルールに反対してきた<sup>93</sup>。公開買付けの局面において複数議決権株式にブレイクスルー・ルールが適用され、複数議決権株式が1株1議決権化されることにより「敵対的な買付者」に会社の「支配権」を獲得する道を与え、かかる買付者が会社経営への関与を強めることになれば、スウェーデン型会社支配構造が根底から覆される可能性が高まるからである。また、ブレイクスルー・ルールが適用されれば、複数議決権などの権利が消滅または停止することに対する経済的補償などをめぐり複雑な未知の問題が生じるおそれもある。

これらの理由から、スウェーデンはブレイクスルー・ルールに抵抗感を示し、最終的にLUAの下では他のEU構成国と同様に<sup>94</sup>、ブレイクスルー・ルールを国内の会社に義務づけることをせず、その導入は各会社の選択に委ねるというオプト・イン型の規制にとどめたと考えられる。かくして、スウェーデンではブレイクスルー・ルールを通じて公開買付けの局面において「出資と支配の比例性の原則」、具体的には「1株1議決権の原則」が徹底されるには至らず、これらの原則からの乖離が依然として許容されることとなった。

92 早川・前掲注(3)56頁参照。

93 See Skog *supra* note, 25 at 298.

94 See Commission Staff Working Document, *supra* note, 3 at 7. なお、エストニア、ラトビア、リトアニアのバルト3国だけが、ブレイクスルー・ルールを国内の会社に義務づけた。

もともと、ブレイクスルー・ルールにはよらないとしても、公開買付けの局面において比例性の原則や1株1議決権の原則をどの程度厳格に要求するかという問題はなお検討の余地がある。とくに、スウェーデンのようにこれらの原則から乖離する複数議決権株式を用いて一定の支配株主に会社支配権が集中する支配構造が通例となっている国では、そうした支配構造が適切に機能しない場合には、規律的な敵対的企業買収等を通じて会社支配や会社経営を健全かつ効率的なものとするのがきわめて困難になるからである<sup>95</sup>。したがって、比例性の原則からの乖離が認められるのは、スウェーデン型会社支配構造の下で支配株主によるコーポレート・ガバナンスが適切に機能している限りにおいてであり、支配株主が会社支配権を濫用して会社の業績が低下した場合には、ブレイクスルー・ルールにはよらないとしても何らかの方法により比例性の原則を徹底させ規律的な敵対的企業買収の道を開かなければならなくなるであろう。このことは、比例性の原則から乖離する株式構造をとる会社に一般的に妥当するであろう。

現在、スウェーデンにおいては会社支配権の濫用を抑制する法理がスウェーデン会社法や判例法理などを通じて一定程度形成されてきており<sup>96</sup>、それらにより支配株主の行為が一定程度適正化されているようにも思われる。しかしながら、スウェーデンにおける会社支配権の濫用を抑制する法理の多くは、濫用的な支配株主に対する損害賠償請求を中心とした事後的な救済策であり、間接的に支配株主の濫用行為を抑止する効果は認められるものの、事前かつ直接的に支配株主の行為を規律する効果は低い。

また、スウェーデン型会社支配構造の下で会社支配権が「濫用」されているとまではいえないが、会社の業績が低下し、株価も低迷している場合において、支配株主が現経営陣を更迭しないときには、現経営陣を更迭しようと考えている1株あたりの議決権割合の低いB株式を保有する株主は、上述した会社支配権濫用抑制法理や公開買付けを通じて現経営陣を規律することが困難となる。こうした困難さに対処するために、スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードは、議決権ベースで上位数名の株主から構成される指名委員会の設置を上場会社に義務づけ、取締役を適切に選任することを指名委員会に促すとともに、安定した会社支配権の下で積極かつ効率的に会社経営者を監視する（支配）株主の役割の重要性を強調していると考えられる。比例性の原則からの乖離が許容される法制度の下では、コーポレート・ガバナンス・コードなどのいわゆるソフトローを活用して適切な会社支配権の行使を担保する仕組みを確立する必要があると考えられるが、この点については次の検討課題としたい。

（おがた しょう・本学経済学部講師）

<追記> 本稿は日本証券業協会客員研究員としての研究成果の一部である。

95 1株あたりの議決権の割合が低い株式（B株式）を保有している株主は会社支配権を現実に獲得することはできないことから、1株あたりの議決権の割合が高い株式（A株式）が1株1議決権化されない限り、敵対的企業買収の規律的效果を利用して会社経営を適正化することは不可能に近い。スウェーデンの各企業のホームページで株主構成をみると、B株式の保有者は外国人投資家であることが少なくない。Agnblad et al., *supra* note, 9 at 254-255によれば、こうした外国人投資家のスウェーデンの会社に対する支配権の獲得を望む声も高まっているようである。

96 拙稿・前掲注（63）55頁以下参照。