

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（一）

—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 (1)

— 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（以上本号）

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

はじめに

2006年5月20日、スウェーデンでは公開買付けを規制する制定法としては初となるスウェーデン公開買付法 (Lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, LUA) が公布された (同年7月1日施行)。同法が公布されるまで、同国では公開買付けに関する法律上の規制は存在しておらず、公開買付けに対する規制はもっぱら自主規制機関であるスウェーデン産業・商業株式取引所委員会 (Näringslivets Börskommitté, NBK) が作成する自主規制ルール (NBKルール) に委ねられていた¹。しかし、2004年4月21日にEU委員会が、買収防衛策などの公開買付けに対する障害を一定程度除去することにより「平等な競争の場 (level playing field)」を確保し、その下で企業買収を促進することを主要な目的とするEU公開買付指令 (以下「公開買付指令」) を採択すると (2004年5月20日発効)²、EU構成国はそれを国内法化する義務を負うこととされていたため、スウェーデンもまた公開買付指令の規制に添う形で既存のNBKルールに修正を施すとともに、いくつかの規定を新たに設けてLUAを制定するに至った。

LUAには、上述した公開買付指令の目的達成にとってきわめて重要であると考えられる規定が置かれている。EU委員会の「公開買付指令の実施に関する報告書」によれば、公開買付指令の目的達成に必要な主たる規定とは、「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」であるとされる³。前者は、「買付者が公開買付けの申込みを決定したという情報を得た買収対象会社の取締役会が公開買付けを阻止する行為をする場合において事前の株主総会の承認を要求する」という内容のルールであり、株主の利益を害し、敵対的企業買収の障害となり得る取締役会の権限を制限し、買収活動の促進を図ることを目的としている⁴。後者は、「公開買付期間において買収対象会社が定めた株式の譲渡制限や議決権行使の拘束などに関する定款の規定や個別契約の効力が買付者に及ばず、また、複数議決権株式を無効化 (break-through)、すなわち、1株1議決権化する」ことを内容とする。ブレイクスルー・ルールは、2002年にEUの会社法専門家集団であるハイ・レベル・グループの中で初めて提案されたものであり、公開買付けの局面において、出資による経済的リスクと会社に対する支配とは比例すべきであるとする「出資と支配の比例性の原則」 (以下、「比例性の原則」)⁵、具体的には「1株1議決権の原則」を徹底し、それにより、ヨー

1 See SOU 2005: 58 s.53. SOU (Statens offentliga utredningar) は、スウェーデン政府の発行する立法関係等調査委員会報告書の略である。

2 2004/25EC L 142/12.

3 See Commission Staff Working Document, *Report on Implementing of the Directive on Takeover Bids*, COM (2007), 21.February 2007 SEC (2007) at 3, available at http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf. なお、早川勝「英国におけるEU公開買付指令の国内法化—二〇〇六年英国会社法におけるパネルの規制—」同法61巻2号48-49頁 (2009) 参照。

4 See Commission Staff Working Document, *supra* note, 3 at 5.

5 ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・フォーラムの資本と支配の比例性に関する声明の紹介とその批評について、正井章作「EUにおけるコーポレート・ガバナンスをめぐる議論—ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・フォーラムの声明を中心として—」早比43巻1号20-29頁 (2009) 参照。

ロッパの企業買収のための平等な競争の場を確保することを目的としているといわれている⁶。

公開買付指令の制定過程ではこれら2つのルールを構成諸国の国内法へ義務的に導入することについての議論がなされたが、構成諸国の足並みは揃わなかった。とくにハイ・レベル・グループが提案したブレイクスルー・ルールについては、ほとんどのEU構成国はその義務的導入に反対した。なぜなら、議決権制限株式や複数議決権株式などを用いてわずかな出資で会社支配を可能とする株式構造をとるEU構成国においてこれらの株式にブレイクスルー・ルールが適用されると、すべての株式が1株につき1議決権を持つものとして扱われ、その結果、他国の企業が自国の会社を買収し易くなるということが危惧されたからである。政治的妥協の末、公開買付指令はそれらのルールを国内の会社に義務づけるかどうかは各構成国の判断に委ねることとし、仮に構成国がその義務づけを選択しない（opt-out）場合には、各会社はこれらのルールを会社の定款に任意に導入することができる（opt-in）とするいわゆるオプト・イン型の規制にとどめた（公開買付指令第12条第2項）。

スウェーデンでは、取締役会の中立義務に関する規定はNBKルールの中にすでに置かれていたため（NBKルール第2章第21条第1項）、それとはほぼ同様の規定をLUAに設け、これをLUA適用会社に義務づけた（LUA第5章）⁷。これに対して、ブレイクスルー・ルールについて、支配株主が複数議決権株式を用いて会社支配権を強化することが通例となっているスウェーデンは、同ルールを国内の会社に義務づけることを選択せず、各会社がそれを任意に自社の定款に導入することは可能であるとするオプト・イン型の規制にとどめた（LUA第6章）。要するに、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比例性の原則とその具体的表れである1株1議決権の原則を徹底するには至らなかったのである。

本稿では公開買付指令制定の経緯を踏まえながら、スウェーデンがブレイクスルー・ルールに反対し、公開買付けの局面において比例性の原則、とりわけ1株1議決権の原則からの乖離（具体的には複数議決権株式を用いた会社支配構造）を許容することを維持した理由を確認し、それについて検討を加える。それにより、公開買付けの局面において、1株1議決権の原則からの乖離がどの程度許容されるべきかという普遍的な問いに対し何らかの示唆を得たいと考える。

また、スウェーデンの会社はブレイクスルー・ルールを任意に導入することは可能であり、それが適用される場合には、LUAにとどまらず、スウェーデン金融商品取引法、その他の取引所ルール、さらには、スウェーデン会社法（Aktiebolagslag、ABL）における公開買付けに関連する諸規定の解釈や適用をめぐり様々な法的問題が生じることが想定されることから、かかる法的問題についても本稿の検討課題としたい。

以上のように、本稿ではブレイクスルー・ルールを主として検討するが、その前提として、LUA

6 See Guido Ferrarini, *One Share — One Vote: A European Rule?* 3 (ECGL Law, Working Paper No.52, 2005) available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=875620.

7 LUA第5章は、「株式会社の取締役会または業務執行取締役が、当該株式会社の株式に関する公開買付けを行おうとする者からの情報に基づき、当該買付けが切迫していると思料する理由を有し、または、当該公開買付けが行われた場合には、当該株式会社は、株主総会の決議に従う限り、公開買付けの実行または実施の条件を阻害することのできる措置を講じることができる」と定めている。

の全体像を把握し、同法の中でブレイクスルー・ルールがどのように位置づけられているのかを明確にするために、スウェーデンにおいて LUA が制定され、その中にオプト・イン型のブレイクスルー・ルールが導入されるまでに、公開買付けに関する諸々の規制がどのような歴史的経緯を経て形成され、また、LUA 制定に際してそれらの規制が相互にどのように調整されたのかについて整理を試みる。さらに、かかる公開買付け規制の形成は同国における取引所の設立の経緯や公開買付けが活発化してきた歴史と密接に関係していると考えられるため、以下ではまずスウェーデンにおける取引所と株式取引の実態についてみたうえで、同国における公開買付け規制の形成の歴史を跡付けたい。

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

(1) スウェーデンの取引所と株式取引の歴史と実態

2012年10月現在、スウェーデンには、3つの主要な取引所、すなわち、1863年にストックホルム取引所として開設された NASDAQ OMX Stockholm (以下、ストックホルム取引所)⁸、1997年に開設された Nordic Growth Market (NGM)、そして、多数の中小企業が上場し、2007年に多角的取引システム (Multilateral Trading Facility, MTF) を採用した新興市場である AktieTorget (AT) が存在する。これらのスウェーデンの取引所では株式取引が活発に行われ、株式市場の流動性も高いとの指摘がある⁹。

2012年10月12日現在、ストックホルム取引所に株式を上場しているスウェーデン企業数は251社¹⁰、NGMについては17社¹¹、さらに、ATについては124社¹²である。各取引所のホームページをみると、NGM や AT には比較的創業後間もない中小規模の新興企業の株式が上場されているのに対して、ストックホルム取引所には、Ericsson、H & M、Volvo など国際的に有名な企業やスウェーデンの二大銀行である SEB や SHB など大規模企業の株式が上場していることから、ストックホルム取引所はスウェーデン経済や同国の企業にとってきわめて重要な役割を果たしているといえよう。そこで、以下ではストックホルム取引所の株式取引の状況についてみていこう。

まず、ストックホルム取引所に上場している会社の株式の発行状況についてみると、上記251社のうち35社は、2つの種類の株式をストックホルム証券取引所に上場しており、それら35社のうちの多くが1株1議決権を持つA株式と10株で1議決権を持つB株式（配当優先がない場合

8 1998年にOMX取引所は、アイスランド証券取引所 (ICEX) が1985年にストックホルムにおいてデリバティブ取引を目的として設立した Optionsmarknaden (OM) と合併し、OMグループが誕生した。2003年にはOMグループとヘルシンキ証券取引所 (HEX) が合併することにより OMHEX グループが創設され、翌2004年に OMEHX は OMX に改称された。2007年にはアメリカの NASDAQ が OMX を買収し、両者は NASDAQ OMXグループへと再編されるに至った。ストックホルム取引所の歴史につき同社のホームページ、<http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us?languageId=1> (last visited Oct.12, 2012) 参照。

9 See Jonas Agnblad, Erik Berglöf, Peter Högfeldt, and Helena Svancar, *The Control of Corporate Europe: Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control*, § 11, 230 (2002).

10 上場株式のリストは、<<http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/>> (last visited Oct.12, 2012) で入手可能である。

11 同社のホームページ<<http://www.ngm.se/>> (last visited Oct.12, 2012) 参照。

12 同社のホームページ<<http://www.aktietorget.se/>> (last visited Oct.12, 2012) 参照。

が多い)を発行している¹³。それ以外の会社の多くは、1株あたりの議決権割合の低いB株式のみを上場しており、1株あたりの議決権割合の高いA株式は上場していない。こうした事情から、スウェーデンの大規模上場会社は、主にB株式を市場に放出して資金調達を行いつつ、議決権割合の高いA株式は市場に流通させず、それを一定の株主の手元にとどめることにより、会社支配権が第三者に取得されることを防止しているのではないかということが推察される¹⁴。もっとも、ストックホルム取引所における株式の取引状況をみると、種類株式を発行せずに普通株式のみを上場する会社も少なくなく、また高議決権株式であるA株式も全体としてはわずかな数量ではあるが取引が行われている。同取引所において会社支配に影響を及ぼすような株式ブロックの取引や公開買付けが行われる可能性がないとはいえないであろう¹⁵。以下では、スウェーデンにおける株式取引や公開買付けの歴史を跡付けながら、同国の公開買付けの現在の実態についてみていこう。

（2）スウェーデンにおける公開買付けの歴史と実態

スウェーデンの取引所において株式取引が開始されたのは、1900年代である。スウェーデンでは、1890年代以降における産業革命と1895年の会社法改正に際して導入された準則主義により株式会社の設立が容易化したことを背景として、事業会社の数が著しく増加した¹⁶。こうした状況の下で、事業会社の資金調達需要が高まると1900年代にはストックホルム証券取引所において株式取引が開始され、1930年代に至るまでスウェーデンの株式取引は活況を呈し続けていた。

当時のスウェーデンにおける株式取引の重要な担い手は Wallenberg 一族などの有力な一族やそうした一族が支配する国内の民間商業銀行であった。ストックホルム取引所において株式取引が開始された時点では、銀行による事業会社のエクイティー保有割合には銀行法による一定の制約が設けられていたが、1911の銀行法改正によりこのような制限が廃止されたことから、国内の銀行による事業会社株式の取引はよりいっそう活発化した¹⁷。また、1890年代以降、スウェーデンでは林業、鉄鋼、紙・パルプ、電力、印刷業、機械、化学産業など同国の経済にとってきわめて重要な事業を営む会社が増加したが¹⁸、外国人投資家にとってもこれらの会社の株式は魅力的な商品であったと考えられる。しかしながら、第一次世界大戦中の1916年に、国内産業の保護を目的として「スウェーデン企業の株式を所有する外国人の権利を制限する法律」（以下、1916年法）が制定さ

13 たとえば、スウェーデンにおいて最も有名な Wallenberg 一族はB株式の10倍の議決権を有するA株式を用いて持株会社であるInvestor社の議決権の過半数を支配している。同社のA株式はストックホルム取引所に上場されている。同社の株式所有構造については、<<http://www.investorab.com/investors-media/share-information/ownership-structure/>> (last visited Oct.12, 2012) 参照。なお、本文に述べた議決権の異なる2つ以上の種類株式の発行の仕方はわが国の会社法の単元株と類似する機能をもつものといえよう。わが国の単元株が複数議決権株式と同様の効果を有する点を指摘するものとして、洲崎博史「平成13年、14年商法改正と1株1議決権原則」森本滋編著『比較会社法研究』325-326頁（商事法務、2003）、加藤貴仁「議決権・支配権に関する種類株式の規制方法」商事1777号5頁（2006）参照。また、弦巻充樹「デュアル・クラス・ストラクチャーをめぐる日本の状況－フェイスブック上場を契機として－」商事1982号24頁以下（2012）は、我が国においても、事実上の複数議決権を伴う株式構造が採られる可能性があることを示唆する。

14 たとえば、Volvo 社や Ericsson 社の発行する種類株式の内容につき、拙稿「支配株主による会社支配と企業統治－アメリカの議論とスウェーデン型会社支配の検討－」早稲田法学会誌58巻2号225頁-226頁（2008）参照。

15 See Daniel Stattin, TAKEOVE, 401 (2d ed. 2010).

16 See Torsten Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt* 49 (3d ed. 2010).

17 See Peter Högfeldt, *The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden* 524 (Randall K. Morck ed., *The University Chicago Press* 2005) (2005).

18 See Sandström *supra* note, 16 at 49.

れ、外国人は、不動産や天然資源など重要な一定の事業を営むスウェーデン上場株式会社の発行する株式のうち議決権の20%に相当する株式までしか保有することができないこととされた。さらに1930年代には上場会社一般について外国人の株式所有が制限された。これにより、スウェーデンの取引所における外国人による株式取引は大きく制約されることとなった。

世界恐慌後、スウェーデンではアメリカのグラス・ステイーガル法に範をとった1934年の改正銀行法により、民間商業銀行による事業会社のエクイティーの直接保有が原則として禁止された。それまでスウェーデンの多数の重要企業の株式を保有していた民間商業銀行は、既存のあるいは新設された持株会社に資産を譲渡し、当該持株会社の株式を当該銀行の株主や取締役（これらの者は有力なファミリー出身者であることが多い）に割り当てた¹⁹。かくして、1930年代には複数議決権株式を用いて創業者一族が持株会社の支配株主となり、その持株会社を通じて国内の多くの重要な事業会社を支配するというピラミッド型の会社支配構造（以下、「スウェーデン型会社支配構造」）²⁰が確立した。かかる構造の下で企業ピラミッドに属する事業会社は銀行からの借入れや内部留保利益による資金調達に大きく依存することとなったため、スウェーデンの株式市場はその重要性を失った²¹。1930年代からおよそ半世紀にわたり、スウェーデンにおける資本移動の管理は主としてスウェーデン中央銀行（Svenska Central Banken）と財務省が担うこととなった。

1980年代にスウェーデンの株式市場は再び活況を呈し始めた。その原因は、当時、スウェーデンはECへ加盟するために、ECにおける経済的自由の保障の一環として外国人によるエクイティーの直接保有を保障すべく、外国人に対してスウェーデン市場を開放する必要性が生じたためであるといわれる²²。さらに、1993年にはスウェーデン国内における外国人の株式取引を制限する1916年法が廃止されたことにより、スウェーデンでは公開買付けがさらに活発に行われることとなった²³。ストックホルム証券取引所のホームページによれば、1990年から2012年（10月12日現在）の23年間にかけて、ストックホルム証券取引所に株式が上場されているスウェーデンの会社に対して合計469件の公開買付けが行われ、そのうちの3分の2以上の事案において公開買付けが成功したことが報告されている²⁴。

これらの公開買付けのうち国外出身の企業によるスウェーデン企業に対する公開買付けも少なかった。スウェーデン法務省会社法委員会の委員長であるイエーテボリ大学のRolf Skog教授の「EU公開買付け指令案、『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」と題された論文によれば、1990年から2004年にかけて外国人がスウェーデン上場株式会社を対象として行った公開買付けの件数は68件（上記期間に行われた245件の公開買付けの28%に相当）存在し、この68

19 See Håkan Lindgren, *Banking Group Investments in Swedish Industry* 15 Uppsala Papers in Economic History 4 (1987).

20 拙稿「スウェーデン型会社支配構造の形成過程とその法的問題—株式会社法と銀行法の改正を踏まえて—」早稲田法学会誌60巻1号55頁以下（2009）参照。

21 See Hägfeldt *supra* note, 17 at 543.

22 See *Id.* at 534-535. スウェーデンは、1991年、ECに加盟申請を行い、1993年、EUに加盟した。なお、1993年にはヨーロッパ経済圏（EEA）に加盟した。

23 See *Id.* at 534.

24 同社のホームページによれば、ストックホルム取引所における過去4年間の公開買付けの件数について、2009年は14件、2010年は16件、2011年は11件、2012年は8件が報告されている。http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Tender_Offers / (last visited Oct.12, 2012) 参照。

件の公開買付けのうち35件の買付者が他のEU構成国出身者であり²⁵、具体的にはドイツ、フランス、イギリス、フィンランドなどの企業がスウェーデン企業に対する公開買付けに成功したとの報告がなされている²⁶。かかる報告から、スウェーデン企業はEU域内における国境を越えた企業買収の波に飲み込まれていったことがみてとれよう。

EU域内における国境を越えた企業買収が増加し、EUレベルでは経済的に望ましい買収は促進されるべきであるとの認識が共有されるようになる中で、EU域内における平等な条件の下での企業買収を促進するために、EU構成諸国間の公開買付規制の調和を図るとともに、各構成国の企業買収の対抗措置に関する規制を可及的になくすべきではないかとの議論がなされた²⁷。そうした議論を経て、2004年に企業買収の障害を除去することにより「平等な競争の場」を確保し、その下で企業買収を促進することを目的とする公開買付指令が採択されるに至った。これを受けて、スウェーデンでは公開買付けに関する法律やその他の規制の制定・調整の必要性が次第に高まり、LUAの制定とそれに関連する法規制の調整が行われたのである。以下では、LUA制定の経緯についてみていこう。

2 スウェーデン公開買付法の制定史

（1）公開買付けに関する自主規制（公開買付法制定前史）

2006年5月20日にLUAが公布される以前、スウェーデンの公開買付けは、1966年にスウェーデン産業連盟（Sveriges Industriförbund）とストックホルム商業会議所（Stockholms Handelskammare）が共同で創設したスウェーデン産業・商業株式取引所委員会（NBK）が作成する自主規制ルールにより規制されていた²⁸。

NBKの自主規制ルールは、イギリスの公開買付規制を模範とする内容を盛り込んだ公開買付けに関する1971年のNBK勧告（rekommendation）に端を発するが、NBKはこの勧告を通じてスウェーデンにおける公開買付けを規制してきた。NBK勧告は数次の改正がなされたが、2003年の改正に際してNBKは「公開買付けに関する勧告」から「公開買付ルール（regler）」（以下、NBKルール）に名称を変更した²⁹。NBKルールには、公開買付けの手続に関する規定、具体的には公開買付けに際して提供される情報、買付条件、対象会社が講ずることのできる買収防衛策、そして、

25 See Rolf Skog, *The European Union's Proposed Takeover Directive, the "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*, 45 *Scandinavian Studies in Law* 303 (2003). なお、本文の68件の公開買付けのうち、20件の買付者がアメリカ企業であったとされる。

26 See *Id.* at 303. 買付金額で第一位の事案は300億 SEK でドイツの Linde 社がスウェーデンの AGA 社を買収した事案であり、第二位は、ドイツの E.On 社がスウェーデンの Sydkraft 社を230億 SEK で買収した事案であった。なお、1998年から2002年の5年間にかけてスウェーデンの上場株式会社に対して行われた公開買付けの買付金額の総額は2000億 SEK であったことから、これら2つの事案の買付金額が相当高額であったことがみてとれる。

27 野田輝久「EUにおける企業買収—EU公開買付指令」法時79巻5号58頁（2007年）参照。

28 See SOU 2005: 58 s.53-54. これによれば、NBKは、9つの非営利社団（ideell förening）、すなわち、株式市場の問題のための社団（Föreningen för aktiemarknadsfrågor）、スウェーデン企業連盟（Svenskt Näringsliv）、ストックホルム商業会議所、ストックホルム取引所（Stockholmsbörsen）、スウェーデン証券業協会（Svenska Fondhandlareföreningen）、スウェーデン銀行連盟（Svenska Bankföreningen）スウェーデン公認会計士協会（FAR, Föreningen Auktoriserade Revisorer）、株式市場における規制問題のための機関により所有された社団（Institutionella ägares föreningen för regleringsfrågor på aktiemarknaden Fondbolagens Förening）、ならびにスウェーデン保険連合（Sveriges Försäkringsförbund）により運営されており、また、NBKの活動資金はこれら9つの非営利社団の手数料等によりまかなわれていたとされる。

29 See *Id.* at 54.

買付文書 (prospekt) に関する規定が置かれていた³⁰。

これらNBKルールの解釈と適用除外の審査については、イギリスのテイク・オーバー・パネルに範をとり³¹、スウェーデンの証券市場における「良き慣行 (god sed)」を創出することを目的として1986年にスウェーデン産業連盟とストックホルム商業会議所が創設した自主規制機関である株式市場委員会 (Aktiemarknadsnämnden、AMN) が担っていた (NBKルール第1章第2条)^{32 33}。AMNは、買付者からの求めがあった場合には、NBKルールの規定が当該公開買付けに適用されるのかどうかを判断し、あるいはNBKルールを解釈し、声明 (uttalande) を発して買付者に回答してきた (AMN声明)^{34 35}。さらに、買付者は当該公開買付けをNBKルールおよびAMN声明におけるNBKルールの解釈・適用についての回答に服せしめることを明らかにしなければならない (NBKルール付録第1条第1項) とされており、買付者はNBKルールとAMN声明の遵守義務を負うものとされていた。同条項について、スウェーデン政府は、買付者がNBKルールとAMN声明を遵守することを明らかにすることにより、NBKルールとAMN声明には契約法に基づく拘束力が生じるとの解釈を示してきた³⁶。このような解釈の下で、スウェーデンでは自主規制ルールであったNBKルールとその具体的な適用・解釈基準を示す自主規制機関であるAMNが発する声明に契約法上の拘束力を認めることによりエンフォースメントを確保しつつ、公開買付けを実効的に規制してきたといえよう。

(2) スウェーデン公開買付法の制定と関連法規制間の調整

2004年に公開買付指令が採択されたことを機縁として、スウェーデンでは公開買付規制の制定法化の動きが始まった。2006年には公開買付法の制定に向け、スウェーデンの公開買付けに関する自主規制をより定型的で明確なものとするを目的として「証券市場における良好な慣行のための社団 (Förening för god sed på värdepappersmarknaden)」が設立され、NBK、AMN^{37 38}、ス

30 See SVANTE JOHANSSON, THE EUROPEAN TAKEOVER DIRECTIVE AND ITS IMPLEMENTATION 710 (Paul Van Hooghten ed., Oxford University Press 2009).

31 See SOU 2003: 22, s.64.

32 NBKルール第1章第2条は、「AMNは、NBKルールがどのように解釈および適用されるかについて情報を提供することができる。AMNは特段の事情がある場合には、NBKルールを適用除外とすることができる。適用除外とする場合には、条件を付することができる」と定めていた。

33 なお、LUAの下では、スウェーデン金融監督庁は、買付義務に関する規定の適用除外の判断 (LUA第7章第5条) など、同条各号に定める一定の事項をAMNに委任することができるものとされており (LUA第7章第10条)、当該委任事項に関連する判断を公開買付けの当事者がAMNに求めた場合には、AMNは声明 (uttalande) を通じて当該事項について具体的に判断・解釈することができる。

34 AMNは、1986年の創設から2012年10月に至るまでに、公表されているものだけでも、460もの声明を発している。その内容を見ると、買付義務など公開買付けルールの適用除外の判断に関する事案が多数を占めるが、それに次いで、LUAや取引所の公開買付けルールの諸条項の解釈や良好な慣行に関する解釈に関する事案がいくつか存在する。AMN声明は、<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Templates/UttalandenStart.aspx?pid=2&page=1> (last visited Oct.12, 2012) で入手することができる。

35 See Finansinspektionens pm "Uppföljande utvärdering av samarbetet mellan Finansinspektionen", FI Dnr 08-8404, s.7. スウェーデン金融監督庁が実施したアンケート調査によれば、AMNに対するスウェーデン経済界の信頼は高いとの調査結果が現れている。

36 See SOU 2005: 58 s.53.

37 AMNは、「証券市場における良好な慣行のための社団」の一機関であり、独立した法人格を持つものではない。AMNは、議長 (ordförande) 1名、副議長 (vice ordförande) 1名、最大24名のその他の構成員からなる理事会 (styrelsen) でこれを組織するとされている (証券市場における良好な慣行のための社団規則 (以下、「社団規則」) 第16条第1項第1文)。これらの者は全て、「法学専門教育を受けている (lagfarna)」者 (大学の法学部を卒業した者) である。

38 社団規則によれば、AMNは、「声明、助言および情報を通じて、スウェーデンの株式市場の良好な慣行のために行動しなければならない」 (社団規則第14条第1項)、また、「裁判所またはその他の行政機関もしくは取引所の求めに応じて、株式市場における良好な慣行について声明を発することができる」とされる (社団規則第14条第2項)。

ウェーデン・コーポレート・ガバナンス委員会（Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning）ならびに金融報告委員会（Rådet för Finansiell Rapportering）はこの社団の内部機関に再編成された³⁹。同社団はNBKルールや取引所規則の中の公開買付規制の調整作業に携わった。その調整プロセスを経て、2006年5月20日にLUAが公布されるに至った。

LUAの制定を受けて、2007年にはスウェーデン金融商品取引法（Lag（1991：980）om handel med finansiella instrument、LHF）⁴⁰が改正された。その際、公開買付けの届出書や買付文書（prospekt）の概要、それらの内容、ないしは、それらの文書の承認・開示要件（スウェーデン金融商品取引法第2章）に関する規定がLUAと矛盾しないように調整された。

取引所規則に関連して、2006年に取引所や認可市場（auktoriserade marknadsplatser）に公開買付けに関する規制を定めることを義務づける「取引所およびクリアリング事業に関する法律（lagen（1992：543）om börs-och clearingverksamhet）」が改正された。改正法が「取引所は同取引所に上場されている会社の株式に係る公開買付けに関する規制を設けなければならない、さらに、この規制は、公開買付指令の要件を充足し、合目的なものでなければならない」（同法第4章第2a条）と規定したことを受けて、ストックホルム取引所とNGMは、新たな取引所規則を設けた（2009年10月1日施行）⁴¹。

LUAと各取引所の新規則の制定ないしはLHFの改正に際して諸規制の調整が終えられたことで、公開買付指令採択後におけるスウェーデンの公開買付け規制の整備は概ね完了した。それにより、これまでスウェーデンにおいて公開買付けに関する自主規制ルールを生み出してきたNBKはその役割を果たし終え、2010年5月に証券市場における良好な慣行のための社団はNBKの業務をスウェーデン・コーポレート・ガバナンス委員会に引き継がせ、NBKは解散した⁴²。

（3）スウェーデン公開買付法とブレイクスルー・ルール

LUAは、本法の適用範囲および定義を定めた第1章（総則）、買付者の義務および買付文書について定めた第2章、義務的買付けについて定めた第3章、公開買付けの実施および買付文書に関する情報の従業員への提供について定めた第4章、取締役会の中立義務について定めた第5章、ブレイクスルー・ルールについて定めた第6章、LUAの諸規定の遵守状況についてのスウェーデン金融監督庁（Finansinspektion）による監督、同庁の権限の民間機関（AMN）への委任⁴³と課徴金について定めた第7章、スウェーデン金融監督庁への不服申立てについて定めた第8章から構成されている。LUAの規定の多くは、NBKルールの規制と同内容のものであるか、あるいはNBKルールに若干の修正を施したものである。たとえば、すでに述べたように、公開買付指令の目的達成のた

39 See PER OLA JANSSON, BÖRS RÄTT 96 (Catarina Af Sandeberg & Robert Sevenius ed., Studentlitteratur, 2011).

40 LHFは、EC指令（2003/71EC）を国内法化したものである。

41 Göran Nyström, Robert Ohlsson, Erik Sjöman & Rolf Skog, Takeover-reglerana: En kommentar 13 (2010). なお、取引所規則は、各取引所のホームページで入手できる。

42 この点につき、証券市場における良好な慣行のための社団のホームページ<<http://www.godsedpavpmarknaden.se/>> (last visited Oct.12, 2012) 参照。

43 See Stattin *supra* note, 15 at 88.

めに必要とされる取締役会の中立義務に関する規定（LUA 第5章）はNBKルールに存在していた（NBKルール第2章第21条第1項参照）。

これらの規定とは異なり、NBKルールには規定が存在せず、公開買付指令を受けてLUAの中に新設された規定がブレイクスルー・ルールである。以下ではまず、公開買付指令の中で定められたブレイクスルー・ルールとはいかなる内容を持ち、またそれはEUレベルでの公開買付けをめぐる議論の中でいかなる経緯で形成されてきたのかについて確認しておこう。

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

EU構成国の中には、会社法あるいは取引所規則が、会社が定款または契約に基づく譲渡制限のある株式、議決権制限株式、複数議決権株式などを発行する株式構造をとることを許容している国も少なくない。かかる構造は、一部の者に会社支配権をとどめることを可能とするが、その反面、事実上買収防衛策として機能し得るため、企業買収の障害となるおそれがある。そこで、公開買付指令は、経済的・社会的にみて望ましい企業買収は促進されるべきであるとの見地から、企業買収に対する障害が除去された「平等な競争の場」を創出し、その下で企業買収を促進させるために、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し、公開買付けを阻害する可能性のある一定の株式構造を無効化ないしは1株1議決権化するブレイクスルー・ルールを定めている。要するに、このルールは、平時においてはEU構成国において許容されている上述した複数議決権株式などの株式構造を容認しつつ、公開買付けの局面に限りこれを無効化することで公開買付けの円滑な実施を可能とすべきであるという2つの要請の調和を図ろうとするものであるといえよう⁴⁴。

公開買付指令第11条はブレイクスルー・ルールに関する規定を置いており、その具体的内容は次の通りである。

まず、同条第2項は、「対象会社の定款で規定された有価証券の譲渡に関する制限」（公開買付指令第11条第2項第1号）および「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」（同項第2号）については、買付けの応募期間（acceptfristen）の間は買付者に適用しないと定める。たとえば、上場会社が株式譲渡制限のない株式を上場し、定款または契約に基づく譲渡制限のある非上場株式を多数発行している場合には、買付者が全株式に対して公開買付けを行うことが実質的に不可能となることが考えられる⁴⁵。そこで、公開買付指令は、すべての株式に対する公開買付けが円滑に実施されるようにするために、このような株式譲渡制限を買付期間中に限り無効とすると定めている⁴⁶。

44 北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事1732号9頁（2005）参照。

45 末岡晶子「EU企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけとTOB規制」商事1733号37頁（2005）参照。

46 See SOU 2005: 58 s.126.

次に、同条第3項は、「対象会社の定款で規定された議決権の制限」（同条第3項第1号）および「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議決権の制限」（同項第2号）は公開買付指令第9条により対抗措置について決議する株主総会において効力を有しないとし、さらに、「複数議決権を有する有価証券」（同項第3号）は公開買付指令第9条により対抗措置について決議する株主総会において1議決権を有するに過ぎないと定める。公開買付けが行われる以前に会社が議決権制限株式や複数議決権株式を発行する旨を定款に定め、それらを発行した場合には、そうした株式を保有する株主はわずかな出資で会社支配権を獲得することができ、自己の支配権を行使して買収防衛策の導入を取締役に授権することが可能となる。そこで、公開買付指令は、買収防衛策を講じるかどうかの最終判断を下すのはそれに見合うだけの会社の経済的リスクを負担して会社支配権を獲得した者でなければならない（出資と支配の比例性の原則）との見地から、対象会社が買付者に対して買収防衛策を講じるかどうかについての問題を扱う社員総会ないしは株主総会において異なる種類の有価証券（株式）間における議決権の制限と議決権の数の相違を無効化すると定めている⁴⁷。

さらに、「買付者が買付後に議決権のある資本の75パーセント以上を保有する場合には、有価証券の譲渡に関する制限、第2項と第3項による議決権の制限および対象会社の定款に規定された取締役の任命もしくは解任に対する社員（株主）の特別な権利は、定款を変更するためまたは取締役を任命または解任するため、買収者が買付終了後に招集する最初の株主総会で適用されず、複数議決権を有する有価証券（株式）は1議決権を有するに過ぎない」とされる（第4項第1号）。たとえば、対象会社が議決権制限株式ないしは複数議決権株式などを発行している場合には、買付者は、公開買付けを通じて対象会社の株式を多数保有するに至ったとしても、議決権の過半数を支配できず、ひいては対象会社の業務や運営について決定することができなくなるケースが考えられる。そこで、公開買付指令は、公開買付け成功後に開催される取締役の選解任または定款変更を目的とする株主総会において比例性の原則ないしは1株1議決権の原則を徹底し、公開買付けを通じて資本の75%以上に相当する株式を保有するに至った買付者、換言すれば、会社の経済的リスクの大部分を負担するに至った買付者に対象会社の会社支配権の行使を通じて会社の業務や運営について決定させることを可能にしている⁴⁸。

もっとも、ブレイクスルー・ルールを国内に導入するかどうかは各構成国と個々の会社に委ねられている（公開買付指令第12条。選択条項）。第一に、公開買付指令第12条第1項は、「構成国は、管轄地内に住所を有する第1条第1項の意味における会社に第9条第2項と第3項または第11条を適用することを命じない権利を留保することができる」とし、ブレイクスルー・ルールを国内の会社に義務づけるかどうかの最終判断を各構成国に委ねている。第二に、構成国がブレイクスルー・ルールを適用しないという選択をした場合には、「構成国が前項で掲げた選択権を行使する場合、構成国は、管轄地内に住所を有する会社に第11条第7項にかかわらず、第9条第2項および

47 See *Id.* at 127. なお、末岡・前掲注（45）37頁参照。

48 See *Id.* at 127.

第3項または第11条を適用する撤回ができる選択可能性を認める」と定める第12条第2項により、ブレイクスルー・ルール適用は当該構成国内の各会社の判断に委ねられる。したがって、ブレイクスルー・ルールはその適用を選択しない会社には適用されない（公開買付指令第12条第3項）。

このように、公開買付指令はブレイクスルー・ルール適用を構成国に強制せず、いわゆるオプト・イン型の規制にとどめたが、それはいかなる理由からなのであろうか。その理由を明らかにするために、EUにおける公開買付けをめぐる全般的な議論を踏まえながら、ブレイクスルー・ルールをめぐるEU議論についてみていこう。

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

1974年、EC委員会は、バーミンガム大学のRobert Pennington教授にヨーロッパにおける公開買付けに関する規制についての検討を依頼し、それを受けて同教授が「公開買付けおよびその他の買付けに関する報告書」を同委員会に提出した。同年、本報告書に基づいて、いわゆる「Pennington 草案」がEC委員会に提出された。それまで、ヨーロッパにおける公開買付け規制をめぐる議論が行われてこなかったことから、同草案はこうした議論の端緒と位置づけることができると考えられる。しかし、同草案は、イギリスの影響がきわめて強く、当時のEC構成諸国間における議論を引き起こすまでには至らなかった⁴⁹。

1986年以降、ヨーロッパにおける国境を越えた企業買収が増加していく中で、1987年にEC委員会は公開買付指令の準備草案を作成し、1989年1月に同委員会は公開買付指令案を公表した。その後、EC委員会は、1990年、1996年、1997年、2001年にそれぞれ指令案を公表したが、合意には至らなかった⁵⁰。

そこで、2001年9月にEU委員会は、「平等な競争の場」の創出、義務的公開買付けにおいて提供される平等な支払額、そして、公開買付後における少数株主の締出しに関する問題を解決することをオランダの会社法学者であるJaap Winter教授を議長とする会社法の専門家集団（ハイ・レベル・グループ、Winter委員会）に委託した⁵¹。

（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。

客員研究員会合では、関東学院大学准教授の河村賢治先生をはじめ参加者から多くの有益なコメントを頂きました。ここに記してお礼申し上げます。

49 Pennington 草案から、1987年の公開買付指令草案の公表までの詳細な経緯については、野田輝久「EUとドイツにおける株式公開買付規制」青法40巻2号58頁-62頁（1998）参照。

50 See JAN WOUERS, PAUL VAN HOOCHTEN, & MATTIAS BRUYNEEL, THE EUROPEAN TAKEOVER DIRECTIVE AND ITS IMPLEMENTATION 3-5 (Paul Van Hooghten ed., Oxford University Press 2009).

51 この経緯について詳細は、早川勝「株式公開買付に関するEU第13指令における企業買収対抗措置について」ワールド・ワイド・ビジネス・レビュー7巻1号22頁（2005）参照。

