

# EU 公開買付指令と法の適用関係

藤澤尚江

1. はじめに
2. EU 公開買付指令
  - (1) 適用範囲
  - (2) 監督機関と準拠法
    - ① 会社の本国と市場地国とが同一の場合
    - ② 会社の本国と市場地国とが異なる場合
  - (3) 小活
3. 英国・フランス・ドイツの公開買付けに関する規則
  - (1) 英国
    - ① 適用範囲
    - ② 公開買付指令との比較
  - (2) フランス
    - ① 適用範囲
    - ② 公開買付指令との比較
  - (3) ドイツ
    - ① 適用範囲
    - ② 公開買付指令との比較
4. 日本法への示唆
  - (1) 規定の形式
  - (2) 市場地と会社の本国
  - (3) 問題
    - ① 証券の市場地国を基準とする方法
    - ② 会社の本国を基準とする方法
    - ③ 金融商品取引法
5. むすびにかえて

## 1 はじめに

金融商品取引法第27条の2は、「その株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で政令で定めるもの…について有価証券報告書を提出しなければならない発行者又は特定上場有価証券…の発行者の株券等につき、当該発行者以外の者が行う買付け等…であって次のいずれかに該当するものは、公開買付けによらなければならない。」と定める。「公開買付け」とは、「多数の投資家に対して新聞広告などを通じて有価証券の取得を提案し、取引市場外で有価証券を取得する行為」<sup>1)</sup>をいい、この公開買付けの制度は、「会社支配権に影響を与えるような取引等が行われる場合に、投資者にあらかじめ情報開示を行うとともに、株主等に平等に株券等の売却の機会を与える制度」とされる<sup>2)</sup>。

この規定が、国際的な証券取引の場面においていかなる範囲で適用されるのか、その適用範囲があいまいなことは、従来から指摘されている<sup>3)</sup>。たとえば、米国会社の証券が、米国・日本・ドイツ等の複数の国の市場で上場されている場合や、日本の会社の証券が、日本の市場に上場されているが、買付がもっぱら外国で行われる場合に、それらの証券を買付けようとする者は日本の金融

- 
- 1) 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』248頁〔加藤貴仁〕（有斐閣、2010年）。
  - 2) 大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」松尾直彦編『金融商品取引法・関係府令の解説』32頁（商事法務、2008年）。
  - 3) 金融商品取引法への改正前の証券取引法の公開買付制度に関し、法の適用関係に関する問題を提起したものとして、元永和彦「国際的な株式公開買付けにおける抵触法上の諸問題(上)(下)」国際商事法務19巻779頁、961頁（1991年）、石黒一憲「証券取引法の国際適用に関する諸問題—序説的覚書として—」証券研究102巻13-14頁（1992年）、浜田道代「国際的な株式公開買付けを巡る法的問題」証券研究102巻73頁以下（1992年）、龍田節「国境を超える証券取引」鴨武彦ほか『リーディングス 国際政治経済システム3 相対化する国境Ⅱ』144-147頁（有斐閣、1997年）、社団法人商事法務研究会「我が国公開買付（TOB）制度の見直しに関する調査研究」48-51頁（2001年）、金融法委員会「金融関連法令のクロスボーダー適用に関する中間論点整理—証券取引法を中心に—」11-12頁（2002年）、神谷光弘ほか「公開買付けにおける米国株主の取扱いの法的諸問題」商事法務1683号15頁（2003年）等がある。

商品取引法（以下「金商法」とする。）に従い手続をしなければならないのか、といった問題である。この問題に対する明確な解答はいまだ示されておらず、株式を取得しようとする者が、個別に金商法に従い公開買付けを行うか否かを決定しているのが実情のようである<sup>4)</sup>。

一方、証券市場のグローバル化は進展している。外国会社の中には、わが国の市場に自らの証券を上場する会社があり<sup>5)</sup>、東京証券取引所も、アジアにおける地位を確立するため、アジアの企業に上場誘致活動を行っている<sup>6)</sup>。また、日本における外国人の株式法有比率も、平成22年度は、20年間で4.7%から26.7%へと約6倍の増加をしている<sup>7)</sup>。さらに、日本企業による外国企業のM & A（合併・買収）は、2011年に総額約5兆円を超え過去最高となっている<sup>8)</sup>。

このような証券市場のグローバル化の中で、金融商品取引法上の公開買付規制に服すべきか否かが明らかでないことは、取引当事者の予測可能性を害し、取引自体を阻害する要因ともなりかねない。そして、公開買付けが会社の支配権取得またはその強化のために利用され、M&Aにおいて重要な役割を担うことも考慮すれば、国際的なM & Aをも阻むことになりうる。

他方、2004年4月に成立したEUの公開買付指令<sup>9)</sup>には、適用範囲と準拠法を定めるルールとが明記され、EUの各国で国内法化もされている。そこで、

- 
- 4) 2011年1月の日本証券業協会客員研究会合における実務家コメントに基づく。また、2011年6月の国際私法フォーラムにおいても、別の実務家より同趣旨のコメントを得る。
- 5) 2011年11月時点で、日本の証券取引所に上場する会社は、12社である。東京証券取引所「外株ウィークリー」*available at* <http://www.tse.or.jp/market/data/oversea/index.html>/参照。
- 6) 東京証券取引所「東京外国株式市場」*available at* <http://www.tse.or.jp/rules/foreign/>参照。
- 7) 東京証券取引所「平成22年度株式分布状況調査の調査結果について」*available at* <http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/index.html>参照。
- 8) 日本経済新聞2011年12月29日「海外M&A過去最高」参照。
- 9) Directive 2004/25/EC of The European Parliament and of The Council of 21 April 2004 on Takeover Bids, O. J. L 142/12 (2004).

本稿では、EUの公開買付指令が、国際的な公開買付に関する法の適用についていかなる規定をおいているか（「2」）、そして、その規定が、加盟国である英国・フランス・ドイツにおいて、どのように国内法化されているか（「3」）を明らかにする。そして、公開買付指令の法の適用関係に関する規定により、日本の公開買付規制の適用範囲ついて、いかなる示唆が得られるかについて言及したい（「4」）。

## 2 EU公開買付指令

EUの公開買付指令は、2004年4月に、EUにおける公開買付を利用した企業買収のためのルールとして成立した<sup>10)</sup>。公開買付指令の目的は、ヨーロッパにおける企業買収に関して「平等な場（Level playing field）」を確保することにある<sup>11)</sup>。そして指令の中核的要素は、公開買付の透明性の創設、株主の平等扱い、義務的株式公開買付けおよび取締役役の中立義務にまとめられる<sup>12)</sup>。

### (1) 適用範囲

EU公開買付指令は、その適用範囲を第一条で次のように規定する<sup>13)</sup>。

---

10) EUの公開買付指令について解説をした日本の文献として、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・レビュー第7巻第1号20頁以下（2005年）、野田輝久「EUにおける企業買収－EU公開買付指令」法律時報79巻5号58頁以下（2007年）、上田廣美「EU公開買付指令運用状況とその問題点」亜細亜法学43巻2号145頁以下（2009年）、三浦哲夫「欧州における企業買収法制の新たな展開（その1）～（その3）」富大論集55巻2号27頁以下、3号85頁以下、56巻1号93頁以下（2010年）、三井秀範「我が国の公開買付制度と欧州制度との比較」金融法務事情1909号54頁以下（2010年）、三井秀範「欧州型の公開買付制度－わが国公開買付制度との比較の観点から－」商事法務1910号18頁以下（2010年）等を参照。

11) See Commission Staff Working Document, Report on Implementation of the Directive on Takeover Bids, p.3, COM (2007).

12) 早川・前掲注(9) 24頁参照。

13) 公開買付指令の日本語訳については、早川・前掲注(9) 34－44頁を参照。

## 第1条 適用範囲

(1) 本指令は、有価証券の全部またはその一部が、指令 93/22EWG の意味における規制市場での取引が一もしくは複数の加盟国で認められている限りにおいて、加盟国の法律に服する会社の有価証券に対する公開買付に関して、加盟国の法律規定と行政規定および行為準則および公的権限を有する市場監督機関が定める規則を含むその他の規制の調整のための措置を規定する。

(2)(3) [省略]

すなわち、公開買付指令は、第一に、欧州経済領域 (EEA)<sup>14)</sup> 加盟国の法に従い規律される会社であり、第二に、その会社の有価証券が EEA の規制市場で取引を認められている場合にのみ適用される<sup>15)</sup>。従って、加盟国外の法に服する会社の証券、または EEA の規制市場で取引を認められていない証券に関しては、加盟国のそれぞれが独自に規定をおくことになる<sup>16)</sup>。

### (2) 監督機関と準拠法

上述のとおり、公開買付指令は、第1条でその適用範囲を、① EEA の加盟国法に従い規律される会社の証券で、② EEA の規制市場で取引される証券に制限した後、第4条で、その適用範囲内において、監督機関の権原と準拠法について規定する。第4条の規定は次のとおりである。

---

14) 2012年1月時点での EEA 加盟国は、アイスランド、リヒテンシュタイン、ノルウェーと EU 加盟の 27 カ国である。

15) PAUL L. DAVIES ET AL., PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW, 28-15, at 981 (8<sup>th</sup> ed., 2008).

16) Daniel Zimmer, “Aufsicht bei grenzüberschreitenden Übernahmen”, ZGR 2002, 731, 737 (2002); Jan von Hein, “Grundfragen des europäischen Übernahmekollisionsrechts”, AG 2001, 213, 232 (2001).

#### 第4条 監督機関と適用法

(1) [省略]

(2) (a) 対象会社の有価証券が加盟国の規制市場で取引を許可されている場合には、対象会社が登録事務所（registered office）を有する加盟国の監督機関は、買付を監視する権限を有する。

(b) 対象会社の有価証券がその登録事務所（registered office）を有する加盟国の規制市場で取引を許可されていない場合には、会社の有価証券について規制市場での取引を許可している加盟国の監督機関が、買付を監視する権限を有する。

対象会社の有価証券が複数の加盟国の規制市場で取引を許可されている場合には、有価証券について最初に規制市場での取引を許可した加盟国の監督機関が、買付を監視する権限を有する。

(c) 対象会社の有価証券が複数の加盟国の規制市場で同時に初めて許可された場合には、対象会社は、買付の監視権限を有する監督機関を決定し、この決定を規制市場とその監督機関に最初の営業日に通知する。

対象会社の有価証券が第21条第1項で掲げたとき〔本指令の国内法化の期限（2006年5月20日）〕に既に複数の加盟国の規制市場で取引が許可され、およびこの許可が同時に与えられた場合には、当該加盟国の監督機関は、第21条第1項で掲げたときから4週間以内に、どの監督機関が買付の監督権限をもつか共同して確定する。監督機関が指名されない場合には、対象会社は、当該期間の経過後の最初の営業日に監督権限をもつ監督機関を決定する。

(d) 加盟国は、(c)に基づく決定が公表されることを保障する。

(e) (b)および(c)で掲げた事例においては、買付の場合に提供された反対給付、特に価格に関する問題、買付手続の問題、特に買付の提示に関する買収者の決定、買付文書の内容および買付の公示に関する通知は、権限を有する監督機関の加盟国の規定に従って規制される。対象会社従業員への情報に関する問題および会社法上の問題については、特に、

支配を創設する議決権の比率および買付の提示義務と異なる規定ならびに対象会社の指揮機関または管理機関が買付を失敗させることができる条件については、対象会社が登録事務所を有する国の規定が適用され、その国の監督機関が権限を有する。

(3)(4)(5) [省略]

[ ] 内筆者

① 会社の本国と市場地国とが同一の場合

明文で準拠法について規定するのは、公開買付指令第4条(2)(e)（以下では特に言及しない限り、条文は公開買付指令のものとする。）である。第4条(2)(e)は、第一文で、同条同項の(b)および(c)の事例での準拠法は、権限を有する監督機関の国の法と定める。(b)および(c)ともに、買付の対象となる会社（対象会社）が登録事務所を有する国（会社の本国）とその会社の証券の取引が認められた規制市場のある国（市場地国）とが異なる場合の事例である。従って、第4条(2)(e)は、対象会社の本国と証券の市場地国とが異なる場合の準拠法について規定するのみであり、対象会社の本国と証券の市場地国とが同一の国である場合については、公開買付指令に準拠法決定のための規則を見出せないようにも思われる。

しかしながら、第4条(2)(a)では、対象会社の本国と証券の取引市場地国とが同一の場合、本国でもあり証券の取引市場国でもある国の監督機関が、権限を有することが規定される。一般的に、会社は、その本国と証券の取引市場地国とが同一であることのほうが通常（原則）であり、本国と証券の取引市場地国とが異なる場合のほうが例外的であろう。公開買付指令が、例外の場合のみ統一的な準拠法選択規則を定め、原則の場合には準拠法の選択を各加盟国にゆだねたとは考えにくい。また、通常、ある国の監督機関は、内国法のみを適用する<sup>17)</sup>ことも考えれば、会社の本国と証券の取引市場国とが同一の国である場合には、その国の法に従うとすることが自然であろう。

② 会社の本国と市場地国とが異なる場合

第4条(2)(e)は、まず、問題を二つに分ける。一つは、「買付の場合に提供された反対給付、特に価格に関する問題、買付手続の問題、特に買付の提示に関する買収者の決定、買付文書の内容および買付の公示に関する通知」といった、反対給付および手続に関する問題、もう一つは、「支配を創設する議決権の比率および買付の提示義務と異なる規定ならびに対象会社の指揮機関または管理機関が買付を失敗させることができる条件」といった、買付の対象となる会社（対象会社）の会社法上の問題および従業員への情報に関する問題である<sup>18)</sup>。

後者の会社法上の問題および従業員への情報に関する問題については、対象会社が登録事務所を有する国の法（会社の本国法）に従い、その国の監督機関が権原を有することとなる。他方、前者の反対給付および手続に関する問題は、原則として、対象会社の証券が取引を認められた規制市場を有する国（市場地国）の監督機関が権原を有することになり（第4条(2)(b)）、市場地国の法に従う。

問題は、証券の市場地国が複数存在する場合である。このとき、準拠法は、第一番目に取引の許可を与えた市場地国の法となる（第4条(2)(e)、第4条(2)(b)）。他方、複数の市場で同時に取引の許可が与えられた場合には、関連する各市場の監督機関がいずれの国の機関が権限を有するか共同で確定する。そして、この確定がなされない場合には、買付の対象となる会社が、いずれの国の監督機関が自らの証券について監督権限を有し、いずれの国の法に従うべきかを選択することになる（第4条(2)(e)、第4条(2)(c)）。

---

17) Mathias M. Siems, *The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, 1 ECFR 458, 470 (2004).

18) Dirk Van Gerven, “*Rules of Community Law Applicable to Takeover Bids*”, 3, 14 : in DIRK VAN GERVEN ED., 1 COMMON LEGAL FRAMEWORK FOR TAKEOVER BIDS IN EUROPE (2008) によれば、会社の本国法に服する問題は、①対象会社の従業員に提供される情報、②会社法的な問題、特に支配権を与える議決権の割合、及び公開買付義務を発動させる義務の免除、③対象会社の取締役が買付を阻止する行為を行いかどうかという3つに分類される。



## 公開買付指令

	会社の 本国	取引市場 地国	市場の種類	従業員へ供与す る情報、会社法 に関する準拠法	買付、手続に関する 準拠法
4条2(a)	X国 (EEA)	X国 (EEA)	規制市場	X国	X国
4条2(b), (e)	X国 (EEA)	Y国 (EEA)	規制市場	X国	Y国
4条2(b), (e)	X国 (EEA)	YZW (EEA)	規制市場	X国	・最初に取引が許可された市場
4条2(c), (e)					・同時に許可された場合には、関連する監督機関または対象会社の選択による
指令の適用 範囲外	X国 (EEA)	EEA外の 国	規制市場、 規制市場外	???	???
		EEA	規制市場外		
	EEA外の 国	X国 (EEA)	規制市場・ 規制市場外	???	???

## (3) 小活

以上から、公開買付指令は、法の適用に関して、主として3つの基準を用いていることがわかる。

第一の基準は、①買付の対象となる会社（対象会社）が登録事務所を有する国（会社の本国）と②その証券の取引が認められる規制市場を有する国（市場地国）という基準である。第1条では、公開買付指令の適用範囲自体を、①EEAの加盟国の法に従い規律される会社、すなわち、加盟国法に従い設立されたか、または本拠地を加盟国内に有する会社であるか、②その会社の証券がEEAの規制市場で取引されるものという基準で限定し、第4条でも、①会社の本国と②市場地とを基準に、監督機関および準拠法の決定を行っている<sup>19)</sup>。

第二の基準は、反対給付や手続等の買付（bids）それ自体に関する問題と従業員への情報や会社法に関する問題という基準である。公開買付指令は、この基準を用い、第4条(2)(e)において、前者を市場地法（market rules）に、後者

19) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council, COM (2002) 534 final, art.4; MEMO/00/36 Brussels, 19 June 2000.

は会社の本国法（home rules）に従うこととする<sup>20)</sup>。

第三の基準は、対象会社による選択である。複数の規制市場で取引が認められる場合には、初めに取引が許可された市場の法に服することになるが、いずれの国で最初取引の許可を得るかは、当該会社の選択しうるところである。また、同時に許可がなされた場合には、関連する監督機関による選択について規定もされているが、これは、公開買付指令の国内法化の期限である2006年5月20日以前に、複数の規制市場での取引が同時に認められたものに関してであり、2006年5月20日から4週間以内に確定することが求められている（第4条(2)(c)）。したがって、現在は、原則として対象会社の選択によることとなる。

### 3 英国・フランス・ドイツの公開買付けに関する規則

公開買付指令は、最低限の基準を示すのみであり、指令に規定されていない部分については、加盟国の裁量にゆだねている。従って、渉外的な公開買付けに関して、いずれの法が適用されるかについては、加盟国各国の規則を見ることも必要であろう。以下、英国、フランス、ドイツの各国が、公開買付指令の影響により、いかなるルールを置くことになったか、法の適用関係に関する規定に焦点をあてて見ていきたい。

#### (1) 英国

英国での公開買付指令の国内法化は、2006年会社法第28編と、「公開買付コード（the Takeover Code）」（以下では「コード」とする）によってなされる<sup>21)</sup>。コードの起源は、もともと、民間の自主規制団体であるシティ・パネル（the Panel on Takeovers and Mergers）により作成されたシティ・コード（the City Code on Takeovers and Mergers）にある。公開買付指令が、監督機関として民間の団体も認めるため（公開買付指令第4条(1)）、2006年会社法第28編は、

---

20) *Id.*

シティ・パネルを英国における監督機関として指定し、それにともない、コードも国内法と化した。

### ① 適用範囲

公開買付に関する規制の適用範囲は、主としてコードの前文に規定される。通常、国際私法は、内国法の適用される場合だけでなく、外国法の適用される場合をも規定する双方向的抵触規則の形をとるが<sup>22)</sup>、コードは、原則として、双方向的な抵触規則としてではなく、自らが適用される場合を規定する形で、次のとおり規定する。

### 前文 (Introduction)<sup>23)</sup>

#### 3 対象会社

##### (i) 英国等会社

英国、チャンネル諸島およびマン島に登録事務所 (registered office) を有する会社およびSE (欧州会社 (Societas Europaea)) が、自らの証券を英国の規制市場 (regulated market) またはチャンネル諸島もしくはマン島の規制市場で取引することを認められている場合、

---

21) 英国の公開買付規制に関する日本の文献として、田中庸介「英国の公開買付規制 (上)(下)」国際商事法務 39 巻 5 号 680 頁以下、6 号 820 頁 (2011 年)、早川勝「英国における EU 公開買付指令の国内法化」同志社法学 61 巻 2 号 61 頁以下 (2009 年)、乗越秀夫「英国新会社法研究シリーズ 第 11 回英国における公開買付けルール」国際商事法務 35 巻 4 号 510 頁以下 (2007 年)、原弘明「イギリス M&A 法制の素描と日本法への示唆 - Panel & City Code 対世をてがかりに」九大法学 94 号 450 頁以下 (2007 年)、田邊光正 = 坂上真美「イギリスにおける株式公開買付の法規制(1)~(3)」インベストメント第 44 巻第 1 号 4 頁以下、2 号 2 頁以下、3 号 24 頁以下 (1991 年) 等を参照。

22) 山田鎌一『国際私法 [第 3 版]』40 頁 (有斐閣、2004 年)、溜池良夫『国際私法講義 [第 3 版]』78 頁 (2005 年) 参照。

23) The Takeover Code, *Introduction* (9<sup>th</sup> ed., 2009). 日本語訳については、早川・前掲注 (21) を参照。

(ii) その他の会社

コードは、英国、チャンネル諸島またはマン島に登録事務所を有する公開会社および非公開会社、SEに対する上述の(i)または後述の(iii)にあたらぬ申込みにも、パネルが、それらの会社が事業統括地（place of central management and control）を英国、チャンネル諸島またはマン島に有するとみなす時、適用される。ただし、非公開会社については、次の場合に限られる。

[省略]

(iii) Shared jurisdiction — 英国および EEA（欧州経済領域（European Economic Area））登録および取引会社

コードは、（後述の限りにおいて）次の会社にも適用される。

- (A) 英国に登録事務所を有し、EEAの加盟国の1つ以上の規制市場での取引を認められてはいるが、英国の規制市場での取引は認められていない会社
- (B) EEAの他の当事国に登録事務所を有しているが、その証券の取引は、英国内の規制市場でのみ認められている会社
- (C) EEAの他の当事国に登録事務所を有しており、その証券はEEAの当事国の英国を含む複数の規制市場での取引が認められているが、登録事務所を有するEEAの当事国での規制市場では、取引を認められていない会社。ただし、次の場合に限る。
  - (I) 当該会社の当該証券が英国で最初に取引を認められた場合
  - (II) 当該会社がパネルおよび関連規制機関に、取引の初日に、パネルによる規制に服することを選択した旨通知した時、当該会社の当該証券が2006年5月20日以降、複数の規制市場において同時に取引を認められた場合
  - (III) パネルが、公開買付指令第4条(2)(c)の第二パラグラフに準ずる監督機関である場合
- (C) (II)もしくは(III)に言及された会社は、遅滞なく、パネルの選択する規制情報サービス（Regulatory information service）が、自らを規律することを通知しなければならない。当該申込みに応用されるコードの規定は、公開買付指令の第4条(2)に基づき決定されなければならない。従って、次のとおりとな

る。

- ・ 上述(A)に該当する場合、コードは、対象会社の従業員に供与する情報に関する問題、そして会社法（特に支配を創設する議決権の比率および買付の提示義務と異なる規定、ならびに対象会社の管理機関が買付を妨害することができる条件）（「従業員への情報および会社法上の問題」；買付の反対給付（consideration）の問題（特に価格）および買付手続（特に、買付の提示に関する買収者の決定、買収文書の内容および買付の公示）（「反対給付および手続の問題」）に関しては、指令の4条(2)(b)および(c)に従い、関連監督機関とされる加盟国の監督機関の規則が適用される。
- ・ 上述(B)または(C)に該当する場合、コードは反対給付および手続の問題に関し適用される。；従業員への情報および会社法上の問題に関しては、対象会社が登録事務所を有している加盟国の監督機関の規則が適用される。

すなわち、コード（以下条文は、特に言及しない限りコード前文の規定である。）は次の会社が公開買付の対象となる場合に適用される。第一に、登録事務所を英国等に有し、その証券を英国等の規制市場で取引することが認められている会社（3(a)(i)）、第二に、(A)英国に登録事務所を有するが、その証券は英国以外のEEAの規制市場での取引しか認められていない会社（3(a)(iii)(A)）、第三に、(B)英国以外のEEAに登録事務所を有するが、その証券は英国の規制市場でのみ取引を認められている会社（3(a)(iii)(B)）、第四に、(C)英国以外のEEAに登録事務所を有しており、その証券は、登録事務所を有する国以外の、英国を含むEEAの複数の規制市場で取引を認められている会社で、(I)その証券が英国で最初取引を認められたか、または (II)複数の規制市場に同時に取引を認められ、買付の対象となる会社がパネルを監督機関として選択した場合（3(a)(iii)）である。ただし、(A)の会社に対する公開買付に関しては、従業員への情報および会社法上の問題についてのみ、(B)および(C)の会社に対する公開買付に関しては、反対給付および手続に関する問題についてのみ、コードが適用されることになる。第五に、登録事務所を英国等に有する会社で、その証券が

EEAの規制市場内での取引を認められていないとしても、事業統括地（place of central management and control）を英国等に有する会社であれば、コードはその会社を対象とする取引に適用されうる。

## ② 公開買付指令との比較

公開買付指令をそのまま踏襲しているのは、次の点である。第一に、買付の対象となる会社（対象会社）が登録事務所を有する国（会社の本国）と、証券の取引が認められる規制市場（市場地国）とが、コードの適用範囲を画する基準となっている点、第二に、会社の本国とその証券の市場地とが異なる場合には、対象会社の従業員の情報に関する問題や取締役の行為等に関する会社法的な問題と対価や手続等の買付けそれ自身に関する問題とに分け、前者は会社の本国法に、後者は証券の市場地法に従わせる点、第三に、会社の本国とその証券の市場地とが異なり、市場地が複数の場合には、最初に取引を認められた市場地の法が適用され、同時に複数の市場で取引が認められたときには、対象会社による選択を認めた点である。

公開買付指令の規定によらず、英国が独自にルールを定めるのは、英国に登録事務所を有するが、その証券が加盟国の規制市場（regulated market）での取引を認められていない会社が、買付の対象となる場合である。コードによれば、買付けの対象となる会社が、英国に登録事務所を有し、事業統括地（place of central management and control）も英国におく場合には、その証券が規制市場での取引を認められていなかったとしても、コードが適用されることになる（3(a)(ii)）。これにより、コードは次の点について公開買付指令の規定を超える。第一に、公開買付指令は、第1条により指令が適用される範囲を、公開買付けの対象となる会社の証券が、加盟国内の規制市場で取引が認められる場合に限定している。従って、加盟国外の市場でしか証券の取引が認められていない場合には、公開買付指令の適用対象とならない。他方、コードは、対象会社の証券がEEA以外の市場でしか取引を認められていない場合であったとしても、コードの適用を認めうる。第二に、公開買付指令は、証券分野にお

ける投資サービス指令（93/22/EEC）<sup>24)</sup>における意味での「規制市場」で取引が認められていなければ、その適用対象から外れる。すなわち、加盟国内の市場であったとしても、「規制市場」にあたる市場で証券の取引が認められていなければ、公開買付指令は適用されないことになる。他方、コードは、いわゆる「規制市場」のみならず、AIM（Alternative Investment Market）<sup>25)</sup>のように取引所が規制する市場（exchange-regulated markets）のみで証券を取引するような会社に関しても、適用を認めている<sup>26)</sup>。

そもそも、公開買付指令が国内法化される以前、シティ・コードでは、適用範囲の確定基準として「居所（residence）」の概念が用いられてきた。シティ・コードは、ある会社が英国内に居所（residence）を有するときに、適用が認められていたが、英国内の居所（residence）とは、会社が英国法に従い設立し、かつ英国内に事業統括地（place of central management）を有している場合を意味していた<sup>27)</sup>。すなわち、以上から、英国のコードは、公開買付指令が示した、①会社の本国、②市場地という基準を受け入れながらも、従来の③事業統括地という基準を残したということがわかる。

## (2) フランス

フランスでは、公開買付指令を国内法化するために、「公開買付けに関する2006年3月31日の法律第2006 - 387号（Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006

---

24) 2007年11月1日より、EUの金融商品市場指令（Directive 2004/39/EC of The European Parliament and of The Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/ EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC）に置き換わる（金融商品市場指令69条）。

25) ロンドンAIMは、ロンドン証券取引所により1995年に設立された成長企業向け市場である。See at <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>.

26) Companies Act 2006, art. 43; DAVIES ET AL., *supra* note 15, 979.

27) See Xstrata Plc, Panel Statement 2002/7.

英国法（コード）の適用範囲

	会社の本国	取引市場地国	市場の種類	従業員へ供与する情報、会社法に関する準拠法	買付、手続に関する準拠法
3(i)	英国	英国	規制市場	英国（コード）	英国（コード）
3(iii) (A)	英国	X国（EEA）	規制市場	英国（コード）	X国
(B)	X国（EEA）	英国等	規制市場	X国	英国（コード）
(C)	X国（EEA）	X国以外の複数の国（EEA）（英国を含む）	規制市場	X国	英国（コード）
	(I) 最初に英国で取引を許可 (II) 同時に取引を許可された場合で、対象会社または関連監督機関が英国法に準拠することを選択				
3(ii)	英国	EEA以外の国	規制市場・規制市場外	英国（コード）	英国（コード）
		EEA	規制市場外		
	事業統括地（central management and control）が英国				

relative aux offres publiques d'acquisition, JO 1er avril 2006, p.4882)」（以下「公開買付法」とする。）が制定された<sup>28)</sup>。従来、フランスの公開買付規制は、通貨金融法典（Code monétaire et financier）とそれに従い規則を制定するAMF一般規則（Règlement general de l'Autorité des marchés financiers）、そして労働法典（Code du travail）等によりなされる。公開買付法は、これらの規制を改正し、商法典に新たな規定をおくものである<sup>29)</sup>。

28) フランスにおける公開買付指令の国内法化について解説した日本の文献として、江口真樹子「フランスにおけるEU公開買付指令の国内法化－公開買付けに関する2006-387号」桐蔭法科大学院紀要第3号99頁以下（2009年）、江口真樹子「EU公開買付指令の国内法化－公開買付けに関する2006年3月31日の法律第387号」日仏法学25号234頁（2009年）、泉田栄一「フランスにおける公開買付指令の実施」国際商事法務35巻12号1643頁以下（2007年）等を参照。

29) 江口・前掲注（28）桐蔭法科大学院紀要参照。



① 適用範囲

公開買付法は、その第1章において、「金融市場庁（Autorité des marchés financiers : AMF）<sup>30)</sup>の管轄および権原に関する規定」をおき、主として通貨金融法典を改正する。そして、監督機関と準拠法について定めた公開買付指令4条は、通貨金融法典 L433-1条の改正により国内法化される。

通貨金融法典 L433-1条も、英国のコードと同様、AMF 一般規則が適用される範囲を定める形で、次のように規定する。

通貨金融法典 L433-1

I 株主の平等および市場の透明性確保のため、金融市場庁（AMF）の一般規則は、フランスに本拠（siège social）を有する会社により発行され、かつ、フランスの規制市場において取引することが許可された金融商品を対象とする公開買付けに関して、規定を定める。

II 当該規定は、フランス以外の EC 加盟国または欧州経済領域（EEA）の当事国に本拠を有する会社により発行される金融商品であり、当該会社の資本証券が議決権ある証券の公開買付けに関しても、次の条件を満たす場合、同様に適用される。

1° 会社が本拠を有する国の規制市場での取引が許可されていないこと

2° EC 加盟国または EEA の当事国の規制された複数の市場における取引が許可されているときに、初めて取引が許可されたのがフランスであること

2006年5月以前に、2°の初めての許可が EC 加盟国または EEA の当事国の複数の国で同時になされ、関連する他の EC の加盟国の監督機関が AMF の当該買付を規制する権限を表明するとき、AMF が I の規定を定める。この表明が 2006年5月20日から4週間以内になされないときには、対象会社が AMF の監

---

30) AMF については、「金融市場機関」、「金融市場機構」等の訳もあるが、本稿では金融庁にならない、「金融市場庁」の言葉をあてる。金融庁 HP : <http://www.fsa.go.jp/link/index.html> 参照。

督権限を表明するとき、AMFはIの規定を定める。

2006年5月以降に、2°の初めての許可がEC加盟国またはEEAの当事国の複数の国で同時になされ、対象会社がAMFの当該買付を規制する権限を表明するとき、AMFが規定を定める。

III AMF一般規則は、EC加盟国またはEEAの当事国外に本拠を有する会社が発行し、フランスの規制市場での取引を許可された金融商品についても、これらに対する公開買付けに前述Iの規則を適用する条件を定めるものとする。

IV AMF一般規則は、規制市場以外の金融商品市場で取引が許可されている金融商品についても、これらに対する公開買付けに前述Iの規則が適用される条件を、当該市場の運営者の要請があった場合に定めることができるものとする。

すなわち、AMF一般規則は次の会社が買付の対象となる場合に適用される。第一に、フランスに本拠（siège social）を有し、その金融商品がフランスの規制市場で取引を認められている会社（通貨金融法典L433-1条I（以下特に明示しないかぎり、条文は通貨金融法典のものとする。）、第二に、フランス以外のEEAの当事国に本拠を有しているが、その金融商品が、本拠を有する国以外のEEAの複数の規制市場で取引を認められており、取引の許可が最初にフランスでなされたか、または同時に許可がなされたのであれば、関連監督機関または買付けの対象となる会社がフランスのAMFを監督機関として選択した会社（L433-1条II）。そして、第三に、本拠をEEA外に有している会社で、その金融商品がフランスの規制市場で取引を認められている場合にも、その会社に対する公開買付けには、AMF一般規則の適用が認められうる（L433-1条III）。第四に、規制市場外の市場でのみ取引が認められている金融商品についても、当該市場の運営者の要請があった場合には、これらに対する公開買付けに規則が適用される条件を定めることができるとした（L433-1条IV）。

なお、フランス法では、上述のとおり、法の適用範囲については規定するが、監督権限の分配については規定していない<sup>31)</sup>。しかしながら、AMF一般規則

が適用される際に、AMFが管轄権を有するであろうことは容易に推測しうるし、AMF一般規則 231 - 1 条からも確認される<sup>32)</sup>。

## ② 公開買付指令との比較

公開買付指令をそのまま踏襲しているのは、次の点である。第一に、会社が本拠 (siege social) を有する国 (会社の本国)<sup>33)</sup> と、その証券が取引を認められている規制市場を有する国 (市場地国) とを基準とする点。第二に、会社の本国とその証券の市場地国とが異なり、その証券が会社の本国以外の複数の規制市場で取引を認められている場合には、最初に取引が認められた市場地国の法が適用され、同時に複数の国で取引が認められたときには、当事者による選択が認められる点である<sup>34)</sup>。

他方、フランス法が独自にルールを定めるのは次の点である。第一に、会社の本国がEEA外にある会社が買付の対象となる場合、公開買付指令では適用の対象外とされたが、通貨金融法典では、その証券がフランスの規制市場での取引が認められているものについては、フランス法の規制に服しようとした点である (L433-1 条 III)。これには制限が付されており、AMF の定める一定の条件を満たす場合<sup>35)</sup> には AMF への報告義務等に関する限られた規定<sup>36)</sup> のみが適用されることになる (AMF 一般規則 231-24 条)。第二に、公開買付指令の対象は規制市場のみであったが、通貨金融法典では、規制市場以外の市場で

---

31) MARTIN (D.) et HAAS (F.), 《La compétence internationale de l'Autorité des Marchés Financiers en matière d'offre publique》, RFDF N° 3-2006, 37, 41 (2006).

32) MARTIN (D.) et HAAS (F.), *op. cit.* (note 31) p.41.

33) フランスでは本拠地主義が採用されているため、原則として本拠をフランスに有している会社は、フランス会社となる。V. Thierry Bonneau, 《La réforme 2006 des offres publiques d'Acquisition, La Semaine Juridique Edition Generale》, n° 17, para 9, p.838 (2006).

34) 取引の許可が2006年5月20日以前になされたものであれば、関連する国の監督機関の選択によることになるが、この選択が2006年5月20日から4週間以内になされない場合には、買付の対象となる会社 (対象会社) の選択による。2006年5月20日以降に取引の許可をなされた会社については、対象会社の選択による (L433-1 条 II)。

取引が認められている金融商品についても、当該市場の運営者の要請があった場合には、これらに対する公開買付けに規則が適用される条件を定めることができるとした (L433-1条IV)。第三に、公開買付指令では、従業員への情報・会社法に関する問題と反対給付や手続等の公開買付それ自体に関する問題とを区別し準拠法を定めるが、フランス法では、会社法的な問題や従業員への情報に関する規定を区別して取扱い、会社の本国法によらせることを明示した規定は見当たらない<sup>37)</sup>。他方、義務的公開買付 (offres publiques obligatoires) に関する L433-3条および強制買戻し (le retrait obligatorire)<sup>38)</sup> について定める L433-4条<sup>39)</sup> は、その適用をフランスに本拠を有する会社に限定しており、フランス以外の国に本拠を有している会社には、たとえ本拠がEEA内にあり、その証券がフランスの規制市場で取引を認められていたとしても、これらの規定が適用されることはない。すなわち、義務的公開買付および強制買戻しに関

---

35) 当該条件は、AMF規則231-24条に定められ、証券がEUまたはEEA以外の国の市場でも取引され、AMFが管轄を主張しておらず、申込書類を外国の監督機関が定めた手続に従って準備しており、申込者および対象会社が、個別または連帯して、AMFの審査に服するニュースリリースを公示している場合がそれである。

36) 具体的には、AMF規則231-36条、231-46条、231-48条、231-49条、231-51条、231-52条のみが適用されることになる (AMF規則231-34条)。

37) MARTIN (D.) et HAAS (F.), *op. cit.* (note 30) p.42. 商法典に規定される法規およびそれを参照している法規は、会社の内部機能に影響を与えるものであれば、フランスに本拠 (siège social) を有する会社に適用されると考えるのが一般的であるとされる。商法典 L.210-3 ; 「フランスの領域内に本拠 (siege social) を有する会社は、フランス法に準拠する」。v. MARTIN (D.) et HAAS, *op. cit.* (note 30) p.41.

38) 特定の株主が上場会社の議決権等の多数を保有している場合、他の株主が、AMFに対し、当該株主に退出のための公開買付を行わせるよう申し立てることができる制度をいう。松尾健一「フランスの企業結合形成過程に関する規制－公開買付規制を中心として－」商事法務1882号29頁 (2008年) 参照。また、泉田・前掲注 (28) も参照。

39) フランスに本店所在地を有し、ヨーロッパ共同体加盟国またはヨーロッパ経済圏の協定当事国の規制市場での取引を認められている証券、あるいは、規制市場での取引を認められた証券を発行している会社の特定の支配株主が単独でもしくは共同して、議決権の95%以上を保有している場合、または会社が株式合資会社である場合に、少数株主の退社のために行われる公開買付けの条件は、AMF一般規則が定める (通貨金融法典L433-4条)。

## フランス法（AMF 一般規則）の適用範囲

	会社の本国	市場地国	市場の種類	準拠法
L433 - II	フランス	フランス	規制市場	フランス（AMF 一般規則）
L433 - III	X 国 (EEA)	X 国以外の複数の国 (EEA) (仏を含む)	規制市場	フランス（AMF 一般規則）（ただし、通貨金融法典 433 - 3 条、433 - 4 条については適用されない）
		・最初に仏で取引を許可した場合 ・同時に複数の市場で取引の許可を得た場合には、関連する監督機関または対象会社が仏を監督機関として選択した場合		
L433 - IIII	EEA 外の国	フランス	規制市場	フランス法（AMF 一般規則）の適用条件を定めることができる。
L433 - IV			規制市場外	市場の運営者からの要請により、適用条件を定めることができる。

する一般規定については、フランスに本拠を有する会社が対象となる買付けについてのみ、その適用を認めているのである<sup>40)、41)</sup>。

この通貨金融法典 L433 - 3 条および L433 - 4 条の規定を会社法に関するものと考えれば、公開買付指令の規定に従うものと考えられましょう。しかし、L433 - 3 条 I には、対価（L433 - 3 条 I 第 3 文）についての規定も含まれており、これは、公開買付指令の規定に従えば、市場地法に服する問題ともいえよう。その意味で、L433 - 3 条の適用対象をフランスに本拠を有する会社のみに限定することは、会社の本国によるべき問題の範囲を公開買付指令よりも広げるものとも考えられる<sup>42)</sup>。

40) MARTIN (D.) et HAAS (F.), *op. cit.* (note 31) p. 43.

41) 通貨金融法典 L433 - 3 は、公開買付の対象となる会社が、フランスに本拠を有し EEA 内の規制市場で証券の取引が許可された会社の議決権または資本権の 3 割以上を保有する場合にも、適用される可能性がある（L433 - 3 条 III）。

42) MARTIN (D.) et HAAS (F.), *op. cit.* (note 31) p. 43.

(3) ドイツ

ドイツでは、公開買付指令に先駆け、2001年に「有価証券取得および買付法（Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz）」（以下では「買付法」とする。）が採択されていた。その後、2004年に公開買付指令が採択されたことで、ドイツでも2006年に「買付申入に関する2004年4月21日の欧州議会および欧州理事会指令実施法」（Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21 April 2004 betreffend Übernahmeangebote）が制定され、買付法は公開買付指令を国内法化するための改正を受けることとなった<sup>43)</sup>。

① 適用範囲

買付法もまた、英国やフランスと同様に、自らが適用される範囲を規定する形で、次のとおり定める<sup>44)</sup>。

買付法 第1条 適用範囲

- (1) 本法は、対象会社が発行し、かつ組織された市場（organisierten Markt）において取引が許可されている有価証券の取得のための買付申入に適用する。
- (2) 本法は、議決権のある株式が国内ではなくEEA（欧州経済領域）の他の国で組織された市場において取引が許可されている2条(3)①の意味における対象会社の株式の取得のための公開買付申入（Übernahmenangebote）および義務的買付申入について、支配、買付申入の表明義務とこれと異なる規定、

---

43) ドイツの買付法に関する日本語文献としては、早川勝「EU 第一三公開買付指令の国内法化—ドイツにおける公開買付指令の行内法政府草案—」同志社法学58巻5号428頁以下（2006年）、泉田栄一「[資料集] ドイツの株式等の公開買付けに関する規定」明治大学法科大学院論集第3号323頁以下（2007年）、早川勝「資料I ドイツ有価証券取得法と公開買付法」同志社法学59巻4号175頁以下（2007年）等を参照。

44) 条文の日本語訳については、前掲注参照。

対象会社もしくは買付者の従業員の通知、買付申入の成功を阻止できる対象会社の取締役の行為、またはその他の会社法的な問題について定めている限りにおいて、適用する。

(3) 本法は、2条(3)②の意味における対象会社〔ドイツ以外のEEAの国に本拠（Sitz）を有する会社〕の有価証券の取得のための買付申入については、第11条aを留保して、以下の要件の下でのみ適用する。

1 議決権のある有価証券の取得のためのEUの買付申入であること。および、  
2(a) 議決権のある有価証券が内国においてだけ組織された市場において取引が許可されているか、または、

(b) 議決権のある有価証券が、対象会社の本拠（Sitz）を有する国ではなく、内国とEEAの他の国において組織された市場において取引が許可されていること。および、

(aa) 組織された市場において取引がまず最初に内国で許可されたか、または、

(bb) 同時に許可され、かつ、対象会社が所轄監督庁として連邦金融サービス監督庁（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）を決定したこと。

第一文で掲げた要件が存在する場合、本法は、反対給付、公開買付文書の内容および買付申入手続について定めている限りにおいてのみ適用する。

(4) 連邦経済省は、連邦議会の同意を必要としない法令によって、本法の規定が(2)および(3)の場合に適用できる場合について詳細な規定を設ける権限を有する。

(5) 2条(3)2の意味における対象会社〔ドイツ以外のEEAの国に本拠（Sitz）を有する会社〕は、その議決権のある有価証券が、対象会社の所在地国ではなく、内国と欧州経済圏の他の国において組織された市場において取引が許可されている場合、欧州での買付申入れに関する監督をいずれの監督機関が行うのか決定しなければならない。〔以下、省略〕

[ ] 内筆者

買付法第1条(1)にいう「対象会社」とは、内国に本拠（Sitz）を有する株式会社または株式合資会社、および、EEAの他の国に本拠（Sitz）を有する会社を言い（買付法2条(3)（以下特に明示しない限り、条文は買付法のものとする。）、「組織された市場」とは、内国の取引所の公的市場または規制市場、および、EEAの他の国の有価証券サービス指令1条13号の意味の規制市場を言う（第2条(7)）<sup>45)</sup>。従って、買付法第1条(1)の規定に従えば、①ドイツ、またはEEAの他の国に所在を有する会社で、その証券が、②内国またはEEAの他の国の組織された市場で取引を許可されている場合に、買付法の規定が適用されることになる。

しかし、買付法第1条(1)は原則を述べたにすぎず、第1条の(2)以下でその適用範囲は限定される。第1条(2)は、対象会社がドイツ国内に所在を有しているが、その議決権のある株式の取引が許可された市場は、ドイツ以外のEEAの組織された市場である場合について規定し、この場合、買付法は、会社法的な問題についてのみ適用されるとする。ここでいう会社法的な問題には、総則規定（第1条～9条）、買付申入れの概念規定（第29条）、議決権の加算（第30条）、対象会社の取締役の行為（第33条）、EUの阻止行為の禁止（第33条a）、EUの透視規定（第33条b）、相互性の留保（第33条c）、不当な給付の供与の禁止（第33条d）、第三章〔有価証券取得のための買付申入〕の規定の運用（第34条）、買付申入の公表義務と表明義務（第35条(1)第4文の第10条(5)第2文および第3文の準用に関する部分、第35条(2)第1文の公表義務に関する部分、第35条(2)第2文の14条(4)第2文および3文の準用に関する部分、第35条(2)第3文、第35条(3)）、議決権の不算入（第36条）、買付申入れの公表義務と表明義務の免除（第37条）、利息請求権（第38条）、第三章および第四章〔買付の申入〕の規定の適用（第39条）、他の買主の締出し（第39条a）、締出手続（第39条

---

45) 公開買付指令にいう「規制市場（geregelter Markt）」と、買付法の「組織された市場（organisierter Markt）」は、実質的に同一であるとするものとして、泉田栄一「ドイツにおける公開指令の実施」国際商事法務35巻8号1054頁（2007年）。



b)、株式買受請求権（第39条c）および手続に関する規定（第40条～68条）が含まれる<sup>46)</sup>。

一方、対象会社が、他のEEAの当事国に本拠を有する会社である場合には、ドイツの組織された市場においてのみ、議決権のある有価証券の取引が許可されているか、または、議決権のある有価証券が、対象会社が本拠（Sitz）を有する国以外の、ドイツを含む複数の欧州経済圏の国の組織された市場で取引が許可されているときには、(i)ドイツの市場で初めて取引が許可されたか（第1条(3)2(b)(aa))、(ii)複数の市場で同時に取引が許可されたのであれば、対象会社が買付法に従うことを選択した場合（第1条(3)2(b)(bb))、買付法が適用されることになる。このとき、買付法は、反対給付、買付申入書類の内容および買付申入手続の問題に限り、適用される（第1条(3)）。ここでいう反対給付および買付申入れ書類の内容および買付申入手続の問題には、総則規定（第1条～9条）、反対給付（第31条）、一部の買取申入の禁止、不当な給付の供与の禁止（第33条d）、第三章〔有価証券取得のための買付申入〕の規定の適用（34条）、買付申入の公表義務と表明義務（第35条(1)第1文～第3文、第4文の第10条(2)(3)第3文(4)(5)第1文(6)の準用に関する部分、35条(2)第2文の関する部分、35条(2)の14条(4)第2文(3)(4)第1文)、利息支払請求権（38条）、第三章と第四章〔買付の申入〕の規定の適用（第39条）および手続に関する規定（第40条～68条）が含まれる<sup>47)</sup>。

## ② 公開買付指令との比較

ドイツの買付法が、公開買付指令をそのまま踏襲しているのは次の点である。第一に、ドイツの買付法においても、公開買付指令で示された①会社の本国、②その証券の市場地国が、適用範囲を画する基準となっていること。第二に、

46) *Angebote im Sinne des § 1 Abs. 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes sind die folgenden Vorschriften dieses Gesetzes (WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung) vom 17. Juli 2006 (BGBl. IS. 1698), § 1.*

47) *WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung, § 2.*

ドイツ法（買付法）の適用範囲

	会社の本国	取引市場 地国	市場の種類	従業員へ供与する情 報、会社法的な問題	反対給付、買付申 入書類の内容、買 付申入手続の問題
1(1)	ドイツ	ドイツ	組織された 市場	ドイツ（買付法）	ドイツ（買付法）
1(2)	ドイツ	EEA	組織された 市場	ドイツ（買付法）	？
1 (3)2(a)	X国（EEA の国）	ドイツ	組織された 市場	？	ドイツ（買付法）
1 (3)2(b)	X国（EEA の国）	X国以外 の複数の 国（EEA） （ドイツ を含む）	組織された 市場	？	ドイツ（買付法）
	(aa) 最初にドイツで 取引を許可 (bb) 同時に取引が許 可された場合で、対象 会社が連邦金融サー ビス監督庁を監督機関と して選択				

会社の本国とその証券の市場地国とが異なる場合に、従業員等への通知、会社法上の問題等と反対給付や買付申入手続等の問題とに分け、前者は本国がドイツである場合にのみ、後者は市場地国がドイツである場合にのみ、買付法の規定の適用を認めること、第三に、会社の本国と市場地国とが異なり、市場地国が複数ある場合には、最初に取引が許可された市場地国の法が適用され、許可が同時になされたときには、当事者による選択を認めたことである。他方、買付法が独自にルールを定めるのは、いずれの規定が会社法上の問題にあたるのか、反対給付・手続等の問題にあたるのかについて、明確な規定をおいた点である。

(4) 小活

以上から、各国の国内法は、公開買付規制の適用範囲について、次の点に関して、共通することがわかる。

第一に、原則として、各国国内法の適用範囲を定めるという形で、規定がなされている点、第二に、会社の本国とその証券が取引を認められる市場地国とを基準とし、特に、本国と市場地国とが同一の場合に、その国の法を適用するという点、そして、第三に、市場地国が複数の場合、最初取引を認められた国の法に従うとするか、または対象会社の選択により、準拠法を決定することが認められたという点である。

他方で、次の点については内国法により差異が存在する。第一に、本国の解釈についてである。公開買付指令では、「会社の本国」は、第2条の「加盟国の法律に服する会社」の、会社が準拠する法を有する加盟国、第4条の「登録事務所 (registered office) を有する」国としてあらわれる。これらがいずれの国をさすのか、公開買付指令に明示の規定はない。一般的に、会社の本国がいずれの国を指すかは、EU内では、いまだ統一見解は出ておらず、加盟国各国に解釈がゆだねられる。周知のとおり、イギリスでは、会社は、その会社が設立した際に従った法（設立準拠法）に従うものとされる一方、フランスでは、会社は、その本拠が所在する国の法（本拠地法）に従うものとされる<sup>48, 49)</sup>。

結果、それぞれの内国法上の規定にも、その違いが見て取れる。フランスの通貨金融法典は、フランスに会社の「本拠 (siège social)」があることを、自国法の適用を認めるための基準とする。他方、英国のコードは、英国に会社の「登録事務所 (registered office)」を有することを基準としながら、別途「事業統括地 (place of central management and control)」という基準を入れており、「登録事務所を有する地」と「事業統括地」とを区別していることがわかる。

48) 法人の本国について、欧州各国の最新の状況を紹介する日本の文献として、櫻田嘉章＝道垣内正人編『注釈国際私法 第1巻 法の適用に関する通則法§ §1～23』153頁、154頁〔西谷裕子〕(有斐閣、2011年)がある。

49) ドイツ買付法上の「本拠 (Sitz)」が、会社の設立した地または会社の本拠のいずれをさすかについては、争いがある。「本拠 (Sitz)」を設立準拠法であるフランスと解するものとしては、Münch Komm/Angegerer, WpÜG, 2. Aufl (2008), Rn. 47 ff.; Karsten Hilmer, Germany, 7.3 pp.167-168 in DIRK VAN GERVEN, 1 COMMON LEGAL FRAMEWORK FOR TAKEOVER BIDS IN EUROPE (2008).

すなわち、「事業統括地」を会社が「本拠」を有する地と考えれば、「登録事務所を有する地」は、本拠以外の地である、会社が設立の際に従った法を有する国（設立準拠法）を意味することになる。

第二に、従業員への情報・会社法的な問題と反対給付・手続の問題の区別についてである。公開買付指令は、公開買付の問題を従業員への情報・会社法上の問題と反対給付・手続の問題とに区別し、それぞれを市場地国法、会社の本國法に従わせる。

ドイツの買付法はこの区別について、個々の規定がいずれにあたるかを明確に示して対応している「(3)①」。一方で、フランスの通貨金融法典は、一定の規定（通貨金融法典 L433-3条および L433-4条）については例外的に、対象会社がフランスに本拠を有する場合にのみ適用されるとする。フランスの通貨金融法典 L433-3条には、反対給付に関する規定も含まれており、公開買付指令では反対給付に関する問題は市場地法によるべきとされるため、これは公開買付指令が本國法によらせる問題の範囲を超えるものと指摘される<sup>50)</sup>。同様の反対給付に関する規定は、ドイツでは、市場地がドイツにある場合にのみ適用されるものとされる。

第三に、公開買付指令の適用範囲を超える場合の規定についてである。公開買付指令の適用範囲を超える場合、すなわち、対象会社がEEA外の国の法に服する会社であるか、または、その会社の証券がEEAの規制市場外ないしEEA外の市場でしか取引を認められていない場合に、いかなる基準により公開買付規制の適用範囲が決定されるのかは、各国ごとに異なる。

英国では、会社が登録事務所を有する国、すなわち会社の設立準拠法を有する国が英国であり、かつ、会社の事業統括地（place of central management）が英国にあることで、取引の認められる市場が規制市場外であっても、EEA外の市場であっても、コードの適用を認める（コード前文 3(iii)）。すなわち、証券の取引される市場がいずれにあるかよりも、会社の本拠および設立準拠法

---

50) MARTIN (D.) et HAAS (F.), *op. cit.* (note 31) p.43.

を有する国（会社の本国）がいずれであるかを重視しているといえよう。他方で、フランスでは、EEA外の国の法に服する会社であったとしても、その証券がフランスの規制された証券市場で取引を認められている場合（通過金融法典 L433-1 条 III、AMF 一般規則 231-24）、また、対象会社の証券が規制市場外でのみ取引を認められている会社についても、その証券が、かつてフランスの規制市場またはフランスの組織化された多角的取引市場で取引をみとめられていたか、かつてはフランスの規制市場で取引を認められていたが、現在はフランスの組織化された多角的取引市場で取引を認められている場合には（通貨金融法典 L433-I 条 V、AMF 一般規則 231-1）、その会社に対する買付にも、フランス法の適用をなす。しかしながら、フランスに本拠を有するが、フランスでの証券の取引が認められない場合については規定がない<sup>51)</sup>。すなわち、フランスでは、英国のように会社の本国がいずれであるかということよりも、証券の市場地がいずれであるかを重視しているといえよう。

#### 4 日本法への示唆

以上の考察から、日本の金融商品取引法の公開買付規制の適用範囲を考える上で、いかなる示唆がえられるかについて、若干の言及を試みたい。

##### (1) 規定の形式

英・独・仏の各国は、通常国際私法がとる双方向的抵触規則ではなく、それぞれの内国法の適用される場合のみを規定する形で、国際的な公開買付けにいかなる法が適用されるかを示す。日本の金融商品取引法についても、同様に、自らが適用される場合のみ規定する形を原則として、法適用のための規則が定められることが妥当であろう。

通常国際私法の原則に従わない理由としては、次が考えられる。第一に、狭義の国際私法は渉外的な「私法関係」を規律するもの<sup>52)</sup>である一方、金融

---

51) MARTIN (D.) et HAAS (F.), *op. cit.* (note 31) p.48, note 104.

商品取引法の公開買付規制は原則として公的機関が関連することからも、国際的な公法関係に関わるものと考えることができ、国際的な公法関係に関しては、各国は自らの法の適用範囲のみを定めることができるためである<sup>53)</sup>。第二に、金融商品取引法は、公法ないし公法的規則<sup>54)</sup>であるとされ、通常国際私法の原則に従わず、その立法目的の実現のため適用されるものと解されるからである<sup>55)</sup>。

## (2) 市場地と会社の本国

英・仏・独の各国内法は、自らが適用される場合のみを規定することを原則としてとしてルールを定めつつ、会社の本国および証券の市場地国を、その範囲を画するための基準とした。

公開買付制度に関する規定の基本的な部分が、資本市場や投資家の保護を目的とする<sup>56)</sup> ことからすれば、市場地国が自らの規制を及ぼすことで自らの市場に上場された証券に関する取引を保護しようとするのは妥当であろう<sup>57)</sup>。しかしながら、公開買付規制は、市場の保護を目的とする一方で、既存の株主も保護対象とする<sup>58)</sup>。すなわち、公開買付規制は、会社の支配の在り方に根本的な影響を及ぼしうるものであるから、会社法と密接不可分の関係にあり、実質的な会社法の一部とも考えられるのである<sup>59)</sup>。そうであるならば、公開

---

52) 溜池良夫「国際私法の性質」『国際私法の争点（新版）』6頁（1996年）参照。

53) Werner Meng, *Extraterritorial Jurisdiktion im öffentlichen Wirtschaftsrecht*, pp.201 *et seq* (1994); Sonnenberger, *Münch Komm, EGBGB Internationales Privatrecht*, 3d edn., Einl. para. 355 *et seq* (1998). ただし、損害賠償に関しては、別途考慮すべき。

54) 神前禎ほか『国際私法〔第2版〕』323頁〔早川吉尚〕（有斐閣、2006年）。

55) 横山潤「国際私法における公法」『国際私法の争点（新版）』22頁（1996年）参照。

56) 最近のものとして、山下＝神田・前掲注（1）248頁〔加藤貴仁〕、川村正幸編『金融商品取引法〔第3版〕』210－212頁〔古山正明〕（中央経済社、2010年）、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第2版〕』351頁（商事法務、2011年）参照。

57) See Zimmer, *supra* note 14, 45 *et seq*.

58) 池田唯一ほか『金融商品取引法セミナー 公開買付け・大量保有報告編』18頁〔神作発言〕（2010年）、15頁〔藤田発言〕も同旨か。

買付規制の会社法的な部分については、法人の従属法を有する国である法人の本国を基準とすることにも一定の妥当性が見出せる。また、会社法的な問題を会社の従属法によらせることで、会社内部において会社支配の変動をもたらす重要な行為につき、株主の平等を確保することもできる<sup>60)</sup>。

### (3) 問題

上述のとおり、EUの公開買付指令の法の適用関係に関するルールには、日本法にも妥当する点がいくつかある。しかし、公開買付指令にならうことには、問題もある。その1つは、公開買付指令は、反対給付・手続きに関する問題と従業員へ供与する情報・会社法的な問題とを区別するが、この区別は容易ではないというものである<sup>61)</sup>。たとえば、配当 (repartition) に関する規定、ブレイクスルー条項<sup>62)</sup> について、区別の困難さが指摘されている<sup>63, 64)</sup>。

解決法の1つは、ドイツ法のように、公開買付けに関する規定のそれぞれがいずれに属するかを明記することであろう (前述「3(3)」。しかしながら、そもそも単一の公開買付けを分断し、内容的に矛盾するおそれさえある複数の法域の法を適用することには、「厄介でもあり、さらには収集がつかないことにさえなる」との批判がある<sup>65)</sup>。一定程度に法が均質化されたEEA内であればともかく、多様な国々の法が適用される可能性を考えたときには、ドイツ法の

59) 山下＝神田・前掲注 (1) 10頁 [山下友信]。

60) 浜田・前掲注 (3) 115頁。

61) Andreas Fuchs, “Die Implementierung der 13. (Übernahme-) Richtlinie : Umsetzungspflichten und Umsetzungsoptionen aus der Sicht des deutschen Rechts“, in : THEODOR BAUMS UND REAS CAHN, Die Umsetzung der Übernahmerichtlinie in Europa, 110 (2006)。

62) ブレイクスルー条項とは、買収提案がなされている間、一連の敵対的買収への対抗策が無効化されるものをいう。

63) MARTIN (D.) et HAAS (F.), *op. cit.* (note 31) p. 41.

64) Jonathan Rickford, *Takeovers in Europe - Shareholder Decisions and Open Markets - a UK perspective*, im BAUMS UND CAHN, *supra* note 61, pp.76 - 77.

65) 浜田・前掲注 (3) 115頁。

ようにあまりにも細かく規定を分断し<sup>66)</sup>、それぞれ異なる法域の法によらせることは、制度の矛盾を生じさせることになりかねない。

別の方法としては、英国法やフランス法が、公開買付指令の適用対象外の場合にそうしたように、会社の本国または証券の市場地国の法のいずれか一方に原則としてよらせるということが考えられる。このとき、株主保護が優先されるのであれば、英国のように自国が会社の本国を有する場合に、市場の保護が優先されるのであれば、フランスのように自国が市場地国である場合に、自国法の適用を認めることになろう。

### ① 証券の市場地国を基準とする方法

市場地を基準にするとすれば、自国を含む複数の市場地で証券の取引がされる場合に、常に自国法を適用すべきかということが問題となる。英・仏・独の国内法では、原則として、複数の市場のうち自国の市場で初めに取引が認められた場合、または買付の対象となる会社（対象会社）が選択した場合に、自国法の規制をおよぼすことになる。前述（「2(3)」）のとおり、いずれの市場で初めに取引の許可を得るかは当事者が選択しうるところであることを考えれば、結局、当該規定は、複数の市場地で取引を認められているときには、当事者にいずれの地の法に服すべきかを選択することを認めたことになろう。確かに、EEA内の市場であれば、法も一定程度均質化されているであろうが、EEAという枠のない状況では、対象会社が極度に規制の低い国を選択する可能性が生じ、規制逃れを助長するおそれがある。

そこで、フランスでは、証券の取引される市場がフランスとEEA外の市場

---

66) たとえば、買付申入の公表義務と表明義務について定めた買付法35条については、会社法的な問題として、第35条(1)第4文の第10条(5)第2文および第3文の準用に関する部分、第35条(2)第1文の公表義務に関する部分、35条(2)第2文の14条(4)第2文および3文の準用に関する部分、第35条(2)第3文、第35条(3)があげられ、手続等の問題として、第35条(1)第1文～第3文、第4文の第10条(2)(3)第3文(4)(5)第1文(6)の準用に関する部分、35条(2)第2文の関する部分、35条(2)の14条(4)第2文(3)(4)第1文があげられる。



である場合には、対象会社の選択にゆだねることなく、証券がフランスの市場で取引されていることのみをもって、自国法（フランス法）の適用可能性を認めている。しかしながら、ある国に上場されていることで、たとえ外国法人の発行した証券であったとしても、その国の公開買付規制に服さなければならないとすれば、その国と外国との二重の規制に服さなければならないおそれもある。これは買付者の規制に従うコストを増加させるだけでなく、買付者が二重の規制に服することを避けるため、その国の投資家を排除して公開買付けを行うおそれも増加する。そうすると、投資家保護を追求するはずの規制によって、結果、投資家が不利な立場に追いやられることになりかねない<sup>67)</sup>。

従って、証券の市場地が自国にある場合には原則として自国の法が適用されることを前提に、自国の規制を及ぼさなかったとしても自国の公益が侵害される恐れが少ない場合には、一定の条件のもと、一定の範囲について、適用を免除することも考えられる。フランスが、AMF 規則 231-24 で、自国が市場地国である場合にも、一定の場合には自国法の適用を免除したのは、この例といえるのではなかろうか。

## ② 会社の本国を基準とする方法

それでは、会社の本国のみを基準とすることではどうか。上述の通り、複数の市場地の存在から市場地国法の適用には困難が生じるのに対し、会社の本国を基準とすれば、問題を単一の法によらせることが可能とされる<sup>68)</sup>。日本の通説では、英国と同様に会社の本国法は、設立準拠法であると考えられるが、設立準拠法に従う場合、会社が設立地を選択することで規制逃れを可能にしかねない<sup>69)</sup>。この批判に対しては、英国法のように（「3(1)②、(4)」）、会社が本拠を有する国と設立準拠法を有する国とがともに自国である場合に、自国法の

67) 浜田・前掲注(3) 115頁。JOHN C. COFFER, JR. AND HILLARY A. SALE, SECURITIES REGULATION, 843 (11<sup>th</sup> ed., 2009) にも同旨。

68) 浜田・前掲注(3)、Siems, *supra* note 15, at 464.

69) 櫻田=道垣内編・前掲注(48) 144頁 [西谷裕子]。

適用を認めるとの規定を設けることで、対処することもできよう。

しかしながら、公開買付規制は、多くの情報開示と関連し、対象会社の証券が取り引きされる市場運営と密接に関連しているため、市場地国法を全く考慮せず、会社の本国法のみによらせることは困難であろう。それゆえに、EUの公開買付指令でも、会社の本国法のみを基準とする方法は選択されなかった<sup>70)</sup>。そこで、会社の本国を基準とし、会社の本国が自国に在る場合にのみ自国法を適用することを原則としても、国際的な公開買付により市場の属する自国の公益が害される恐れがある場合には、例外的に自国法の規制をおよぼすことも考えられる。すなわち、会社の本国法に従うことを原則としながらも、自国の公益を考慮して一定の例外を設けるということである。

### ③ 金融商品取引法

金商法27条の2によれば、対象会社が、日本で有価証券報告書を提出する義務を負う場合、日本の公開買付規制に服することになる<sup>71)</sup>。有価証券報告書を提出する義務を負う「有価証券」には、「外国の者の発行する証券又は証書で前号に掲げる有価証券〔株券、新株予約券証券、新株予約券付社債権〕の性質を有するもの」（金商法施行令6条1項2号、〔 〕内筆者）が含まれる。これは、外国の会社が発行する証券であったとしても、その証券が日本の取引所に上場されているかぎり、その証券について買付けを行う場合には、金商法の公開買付規制に服しうることを意味する。すなわち、日本の公開買付規制は、フランスと同様に、会社の本国がいずれの国であったとしても、市場地国が日本であればその規制をおよぼしうることになる。

上記の検討から考慮すべきと思われるのは次である。第一に、金商法の公開

---

70) See DAVIES ET AL., *supra* note 15, 28-14, at 980.

71) 「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」の第2条、「発行者による上場株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」の第4条の2および第6条からも、対象会社が外国法人である場合も、日本の公開買付規制の対象とされることがわかる。

買付規制を考える上で、立法者は、公開買付規制が市場保護のみならず株主保護という会社法的な側面を有することを前提として、市場地保護を優先させるべきと結論したのであるか。もしそうでなければ、その点について再度考察し、適用範囲を決定すべきであろう。第二に、市場地保護と株主保護とを比較した上で、市場地保護を選択していたとしても、フランスのように、一定の場合に規制の免除を考えることが考えられるべきではなかったのか、再度検討すべきであろう。前述（「4(3)①」）のとおり、自国と外国との規制が二重に課せられることは、公開買付を行う者だけでなく、自国の投資家をも害することになりかねない。不要な規制は、避けるべきであろう。

## 5 むすびにかえて

本稿では、まず、EUの公開買付指令は、法の適用関係に関して、次の3つの基準を用いていることを明らかにした。第一に、買付の対象となる会社（対象会社）の本国とその証券の市場地国という基準、第二に、反対給付や手続等に関する問題と従業員の通知や会社法的な問題という基準、第三に、対象会社による選択という基準である（「2」）。

次に、英国・フランス・ドイツにおける公開買付指令の国内法化の状況を示し、それぞれの国内法の異同を明らかにした。すなわち、共通点としては、第一に、原則として自国法の適用範囲を定める形で規定がなされている点、第二に、会社の本国とその証券が取引を認められる市場地とを基準としている点、第三に、市場地が複数の場合、最初に取引を認められた国の法に従うとするか、または対象会社の選択により、準拠法を決定することが認められたという点をあげた。そして、各国法で規定が異なる点として、第一に、会社の本国の解釈、第二に、従業員への情報・会社法的な問題と反対給付・手続の問題の区別、第三に、公開買付指令の適用範囲を超える場合の規定をあげた（「3」）。

以上を踏まえ、日本における公開買付規制の適用範囲を考える上でも、自国法の適用範囲を定める形で規定し、市場地国と会社の本国とを基準にすることが妥当しうるのであることを示した。他方、従業員への情報・会社法的な問題

と反対給付・手続の問題の区別は困難であり、それゆえに、市場の保護を優先するのであれば市場地法に従うことを原則とし、株主保護を優先するのであれば会社の本国法に従うことを原則とし、それぞれ一定の場合には例外が設けられるべきであろうことに言及した。その上で、金融商品取引法についても、公開買付規制の株主保護という性質を考慮し、適用範囲について再考されるべきではないかということを示した（「4」）。

本稿では、金融商品取引法の公開買付規制の適用範囲について、具体的にいかなる規定をおくべきかまで示すことはできなかった。この点については、米国の研究もあわせ、今後の課題としたい。本稿が、証券取引発展のための一助となることを祈念する。

\* 本研究は、日本証券業協会の客員研究員としての業績の一部である。

（ふじさわ・なおえ 筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻准教授）