

支配株式の取得規制 ～イギリスにおける公開買付（二）～

山 野 加代枝

Acquiring Control of Another Company ～ Take-over Bids in England (2) ～

Kayoe YAMANO

Outline

The issue relating to control of companies has always been one of the most important topics in company law. Two matters concerning control of company were included in our company law revision held in 2015. One was to require special procedure for issuing new shares to the third party resulting in transfer of control of the company, and the other was to create new rule that the shareholders having voting shares more than 90% of the company was given the rights of buy out from minority shareholders.

The most popular method of acquiring control of another companies has been Takeover Bid.

England is the first country that set up the rules of Takeover bid, and it has been recognized as the most advanced system in the world.

Following to previous my research, “Acquiring Control of Another Company Takeover Bid in England (1)”, published in No 17 of this journal, this paper intends to introduce and analyze the English system for takeover bid, and deals with the rules of the Code after EU Directive

イギリスにおける公開買付(一)

- I はじめに
- II イギリスにおける支配株式の取得規制
 - (一) シティ・コードの制定とEU企業買収指令
 - (二) イギリスにおけるEU公開買付指令の国内法化

以上 人間科学研究17号

イギリスにおける公開買付(二)

- III EU指令後のシティ・コードに即したTOB
 - 1 公開買付の準備
 - 2 公開買付の宣言
 - 3 公開買付のタイムテーブル
 - 4 公開買付時における当事者の行動

イギリスにおける公開買付(三)

- III EU指令後のシティ・コードに即したTOB
 - 5 オファー期間中の情報提供についての原則
 - 6 TOBに関する特別取引の禁止
 - 7 オファーに関する財務アドバイザーの責任
 - 8 任意的オファーとその条件
 - 9 オファー期間中の株式取引自由の制限

以上 本号
以下 次号

イギリスにおける公開買付（二）

Ⅲ EU指令後のシティ・コードに即したTOB

1 公開買付の準備

(1) 対象会社に関する情報収集

株式公開買付のオファー（以下、単にオファー又はビッドという）をしようとする者はそのadviserの協力を得て対象会社についてできるだけ多くの情報を収集する。法的問題、金融上の問題、税金等を考慮しつつ、情報を分析したうえで、買付価格、対価の種類などを決定する。ターゲット（対象会社）についての最初の評価に基づいて行うべきビッドに関する対策を検討する。その検討に際しては、広く次のような要因に関心を払うこととなる。対象会社の取締役会がオファーの承諾を株主に勧めるかどうか、対象会社の株主構成（ビッドの成功にとってその支援が決定的に重要な株主がいるか）もしビッドが勧奨されない場合、ターゲットの株主を説得しうる論拠などである⁽¹⁾。このような初期の段階で、adviserは議論の最初に顧客（オファーラー）に秘密とその防止の重要性を警告しなければならない。顧客の注意はインサイダー取引に払われなければならない⁽²⁾。

(2) 対象会社へのアプローチ

オファーの意思表示はまずターゲット（対象会社）の取締役会又はそのアドバイザーに対してする必要がある⁽³⁾。ターゲットの取締役会はアプローチの段階でオファーラーがオファーを完全に履行することができる状況にあることを確認することができる（シティ・コード1条(c)）。通常はオファーラーの財務アドバイザーから保証書(assurance)が交付される⁽⁴⁾。オファーの前にターゲットの取締役に対して非公式のアプローチが行われ、オファーの支持を得られるかどうか、その意向を探る。取締役会からその株主に対するオファー承諾の推挙（支持）があればオファーの成功率は高いが、ターゲットの取締役会が反対すればオファーの成功はきわめて困難である。他方、オファーラーがビッドは歓迎されず、抵抗されることが予想されるときは、ターゲットへのアプローチの直後すぐにオファーの意思表示が行われるのが普通である。

アプローチ又はオファーを受けたターゲットの取締役会是对応を考慮することになるが、シティ・コードは外部の有能なアドバイザーの見解を求めることを要求する⁽⁵⁾。実務では一般に投資銀行ないしマーチャントバンクによりアドバイスが与えられるが、そのほか会計士、弁護士、会社の株式ブローカーなどで代替することも差支えない⁽⁶⁾。

オファーラーはもしターゲットの取締役会がオファーに反対でなければ、適切なオファー条件が合意されるように、会社の最新の業績その他財務状況及び業況を開示するように求めることになる。この場合、ターゲットには外部者や一部の株主に情報を開示する義務はない。しかし、ターゲットの取締役会は、内密に情報を提供することはさしつかえない（逆に、オファーラーは同様に内密にターゲットにその情報を交換的に開示してよい）。情報はターゲットの取締役会が

(1) Weinberg & Blank on Take-overs and Mergers July 2014) p4025 以下、本書を単にWeinberg & Blank と略称する。

(2) Part 5 of Criminal Justice Act1993

(3) City Code rule1(a)

(4) Weinberg & Blank（注1） p4024/7

(5) City Code rule3.1

(6) Weinberg & Blank（注1） p 4024/7

合意されたオファーが行われると信じたときに開示されされるであろう。オファーを検討中の者に一旦情報が開示されたならば、シティ・コード20条2項は他の誠実な競合するオファーラーに対しても、要請があれば、たとえ歓迎しない者であっても同じように迅速に開示することを義務付ける。もし対象会社のボードが第2の情報提供の請求者が純粹にオファーをする意図があるか疑問であり、又はその者が最初の情報受供者の競争相手であって情報を営業上の用途に利用するためでないか疑いがあるときは、情報提供をしないことにつきパネルの同意を得るべきである。

(3) オファーを検討中であることの公表

possible offer（検討中のオファー）の公表義務が発生したときは、話合いがもたれているとかオファーをすることを考慮中であるなどの短い発表で足りる。ただし、potential offerorが誰であるかは明らかにされなければならない。potential offerorの名を明らかにする必要がない場合もある。それは他のオファーラーがすでに確固たるオファーを公表している場合及び対象会社がオファーラーを求めている場合である⁽⁷⁾。

次の各場合には公表する必要がある（コード2条2項）。

- (a) 対象会社の取締役会に確固たるオファーの意向が通知されたとき、対象会社のオファーに対する態度に関係なく公表すべきである。
- (b) ルール9条の下でのオファーを行なうべき義務が生じる数の株式を取得したときは直ちに。この義務が生じた旨の公表は、完全な情報が得られるまで遅らせるべきではなく、追加情報については補足的に行なうべきである。
- (c) 対象会社の取締役会にオファーを考えている者（potential offeror）からのアプローチがあったのに続いて、対象会社が噂及び憶測又はその株価に不審な動きがあるとき
- (d) 買付者が最初にオファーを積極的に検討し始めたが、まだ対象会社の取締役会にアプローチする前に、対象会社が噂や憶測の対象となり、その株価に不審な動きがあり、それがpotential offerorの行為に起因するものと認められる合理的根拠があるとき
- (f) ある会社の30%以上の議決権を有する株式の買主が求められているとき、又はある会社の取締役会が公開買付者を求めているときであって、その会社が噂及び投機の対象となり、又はその株式の価格に不審な動きがあるとき

次の場合には、パネルに相談すべきである（コード2・2）。

- (a) 潜在的对象会社の株価に不審な動きがあるかどうかは、ルール2.2(c)(d)(f)(i)の目的のために、パネルが決定すべき問題である。対象会社の株価の不審な動きとの関係で公表の要否については、パネルに相談すべきである。
- (b) potential offerorが対象会社にアプローチしたのち、噂や憶測の対象となり、対象会社の株価が10%又はそれ以上の変動があったときは、不審な動きというべきであり、1日に5%の動きも不審な動きと捉えられる。

対象会社へのアプローチののち、対象会社が噂及び投機の対象となり、その株価に不審な動きがあるときは公表が要求される（コード2.2c）。同様に、アプローチはまだしていないが対象会社が噂及び投機の対象となり、株価に不審な動きがあり、それが検討中のオファーラーに原因があると合理的に考えられるときも公表が要求される（コード2.2d）。ある種の株価の動き、オファーラーがアプローチをしたのち株価が10%上昇し、又は株価が1日で5%も急騰したとき

(7) A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2014/15 p65

は、かりに対象会社が何ら情報を漏らしていないときでも、パネル執行部に即座に相談すべきものと解される。しかし、相談したからといって必ずしも公表せよといわれるわけではない。

公表する責任については次のように規定されている（コード2.3）。

- (a) potential offerorが対象会社の取締役会にアプローチする前は、potential offerorが公表すべき責任がある。
- (b) 9条の下での義務的オファーの義務が生じたときは、オファーラーが公表すべき義務を負う。
- (c) 対象会社の取締役会へのアプローチに続いて対象会社の株式につき不審な動きが生じたときは、対象会社に公表すべき義務がある。ただし、9条に基づきオファーラーに義務が生じる場合は別である。
- (d) potential offerorは、対象会社の取締役会がpossible offerに関して公表しようとするのを妨げてはならない。

オファーについて確固たる意思を表明するに先立って、ある者が対象会社に対してするかも知れないオファーに関する条件を提示するときは、前もってパネルに相談しなければならない。potential offeror又はその取締役、執行役又はアドバイザーがpotential offerorのために行なった言明は、直ちに撤回されないかぎり、その後のオファーにおいて拘束力をもつ（コード2.5）。対象会社の株価に関する言明はその後にpotential offerorが行なうオファーにおいてそれと同様又はそれ以上の価格であることが要求される。

対象会社がアプローチされる前は公表すべき責任はオファーラーにある（コード2.3 d）。これはpotential offerorが積極的にオファーを考慮中であるときに生じる。パネルはアプローチの前であれ後であれ、検討中だったオファーラーがもはやオファーをする意図がないことを確認したときは公表をしないことに同意する。これらの状況下では、potential offerorはオファーをする意図がないことを公表したのと同様に扱われる⁽⁸⁾。

関係会社で知る必要がある当事者のごく少数のメンバーを越えて交渉又は議論が拡張されるときは公表が要求される⁽⁹⁾。

オファーラーがより広いグループにアプローチを望むときは、事前にパネルに相談する必要がある⁽¹⁰⁾。オファーラーが対象会社の取締役会にオファーについての提案をもってアプローチするときは、話し合いが行われている事実を短く公表するだけでよいが（コード2.4 a）、話し合いの相手を明らかにする必要がある⁽¹¹⁾。

アプローチとは何かが重要である。シティ・コード2条3項は、potential offerorが対象会社の取締役会にアプローチする前は、potential offerorに公表すべき義務があり、そのアプローチに続いて対象会社の株式につき不審な動きが生じたときは、対象会社に公表すべき義務がある」と定めるが、その適用においては「アプローチ」とは何かが問題になる。Practice Statement No20（2008年3月発行、2009年及び2011年改正）は次のように説く。「パネル執行部は、アプローチという用語を広く解する。対象会社の取締役、代表者または対象会社のアドバイザーが

(8) Note 4 on City Code rule 2.2

(9) Weinberg & Blank（注1）p4026

(10) パネルは6人以上の外部当事者にアプローチするときは事前に相談を受けなければならない。外部者とは、金融の提供者、オファーラー又はターゲットの株主、ターゲットの重要な取引先などを含む。これらの目的のためには6人はvery restricted numberとみなされる。）

(11) Note 4 on City Code rule 2.2

potential offeror又はその代理人からオファーを検討していることを知らされることである。アプローチの形式は問題ではなく、書面である必要はなく、またオファー価格が示される必要もない。直接関係のない会話の中の一部として言及されたときでもアプローチでありうる⁽¹²⁾。オファーラーとオフゼラーとのいずれに公表義務があるかについて話し合いで決められないとき又は疑問があるときはパネルに相談すべきである⁽¹³⁾。

タイムリーな公表をしなかったり又はパネルに相談すべきであるのにしなかった例は多い。1992年2月、Petrocon のWilkesに対するビッドの前の株価な不審な動きについての公表義務違反はその一例である⁽¹⁴⁾。

このケースでは、公表前にWilkes の株価は26%も上昇した。Petroconのアドバイザーはパネルの同意なく株主の反応を探るために密かに機関投資家へ接近したのである。また週をまたがってアプローチされた後はWilkesとそのアドバイザーも公表を急ぐべきであったのに遅れたことでアドバイザーは非難された。

このケースをより詳しくみると、1992年1月10日、Henry Cooke Lumsden plcはPetroconのために1株140ペンスでWilkesの株式50万株、Wilkesの発行済株式総数の2.8%相当を市場で購入した。1月8日と16日との間に、Petroconと Wilkesの相当数の機関投資家がHenry CookeとSmith New Court Finance から秘密裏に打診を受けた。Petroconによる Wilkesへのpossible offerについて株主の意向を知るためであった。コードのルール2条2項(e)は、ごく一部の者以外の者へ話しを広げるときは事前にパネルに相談すべきことを要求している。しかし、そのような相談はされなかった。

1月15日の3時までには、Wilkes株はその3営業日前に支払われた140ペンスより10%以上高騰した。シティ・コードのルール2条2項の観点からは、これは不審な動きであり直ちに公表しないのであればパネルに相談することが要求された。しかし、1月15日、16日にも相談はされなかった。パネル執行部は、Henry Cooke とSmith New Courtとがシティ・コードの同条項の違反につき責任があると考えた。彼らはWilkesへのオファーに関してごく限られた者以上の者が打診されていることを知っていた。彼らは、その行為がWilkes株の不審な動きを導いたと結論付ける合理的な根拠であることを認識すべきであった。したがって、彼らは非難された。

Petroconは1月17日、金曜日の営業終了直前にWilkesにアプローチし、週末にかけて議論したが結論はでなかった。Wilkesはその当時からN.M Rothschild & Sonsのアドバイスを受けていた。1月20日、月曜日の午前11時すぎに、Wilkesの株価はさらに11%高騰した。同日の午後3時になってはじめて、WilkesはPetroconからTOBのアプローチを受けているとの公表をした。

パネル執行部は、Rothschild & Sonsがもっと早くWilkesに代わってPetroconからアプローチを受けていることを公表すれば1月20日の午前11時のWilkes株の上昇はなかったのであり、シティ・コードの同条違反の主たる責任はRothschild & Sonsにあるとの裁定をした。

同様に公表義務違反が問われたケースがある。2004年3月にTranscomm Plcの財務アドバイザーがコード2条2項のnote1(2条2項に付せられた注釈1)により要求されているパネルへの相談をしなかったことが非難された。Transcommは数ヶ月にわたってBritish Telecommunication Plcとの間で買収につき話し合ってきた後、オファーにいたるかもしれない

(12) Practitioners Guide (注7) p60

(13) Practitioners Guide (注7) p61

(14) Petrocon Group PLC/James Wilkes PLC 1992/3 W and Blank p13129

議論が進行中である旨を公表した。公表の前の期間中、株価は11ペンスから14,5ペンスに上昇したが、Transcommの財務アドバイザーはパネルに相談なく、公表の必要はないと判断した。パネルはタイムリーな公表義務に違反すると判断した⁽¹⁵⁾。

(4) possible offer 公表の回避

possible offerの公表をすべき義務は対象会社の株価につき噂、推測又は不審な動きの結果として生じるが、potential offerorが積極的にオファーをすることを止めたときは、パネルは公表しないことに同意する。したがって、potential offerorにはオファーを考慮している旨の公表をするか、密かに又は公然と取引から手を引くかの選択肢がある。もし、密かに手を引いた場合には、potential offerorは6ヶ月間当該対象会社に対するオファーを検討することはできない⁽¹⁶⁾。この6ヶ月間のロック・アウト期間は、①第三者が確固たるオファーを公表したとき、②パネルが対象会社について著しい状況変化が生じたと考えるとき、③対象会社からの要請があるときには解放されることが検討されている⁽¹⁷⁾。

potential offerorが公然と (publicly) 引き下がる (down tools) ことを考えるときは、シティ・コード Rule2.8の下でビッドの意図がない旨の公表をしなければならない。

日本における東日本大震災に伴う東京電力福島原発事故がシティ・コードの解釈問題になった事例が発生した。中国石油天然気集団 (China Guandong Nuclear Power Holding Corporation、以下CGNPCと略す) がKarahariに対してPossible offerを公表した事例である⁽¹⁸⁾。

聴聞委員会 (Hearings Committee) は2011年5月7日、パネル執行部のCGNPCによるKarahariに対するPossible offerに関する裁定に対するKarahariからの不服申立を聞くために会合した。

中国の原子力生産の国有会社であるCGNPC—URCはCGNPCの完全子会社である。

問題はCGNPCはpossible offerの公表の際に述べたKarahari株1株290ペンスを下げるのが許されるかであった。パネル執行部は許されないという裁定をした。

2011年5月10日、聴聞委員会はパネル・ステイットメントを発表した。そして、パネル執行部の裁定に対してCGNPCはKarahariに対する検討中のオファー価格1株290ペンスから減少させることはできないとの執行部の裁定に対してした不服申請を聴聞委員会は却下したことを発表した。以下はその却下理由を述べるものである。KarahariはAppeal Boardに提訴しないことを決定した。

CGNPCとKarahariの取締役会は2011年3月7日にCGNPCがKarahariに対してカラハリ株1株290ペンスで取締役会の推挙する現金オファーについて交渉中であることを公表した。CGNPCはシティ・コードで許容される状況によってはより低い価格でオファーする可能性を留保する旨の権利を行使しなかった。

シティ・コード2条4項(c)の下では、パネルの同意を得た場合を除き、CGNPCによるKarahariに対するオファーは先の3月7日にされた発表において価格と同じかより高い価格で行わなければならない。パネルの同意は「きわめて限られた例外的状況」(wholly exceptional circumstances)においてのみ認められることになっている。

(15) Practitioners Guide (注7) p61

(16) Note 4 on City Code rule 2・2

(17) Weinberg & Blank (注1) p2014

(18) Possible offer by CGNPC uranium resources for Karahari minerals 2011

2011年3月11日の日本における東日本大地震及びそれに伴う東京電力福島原子力発電所での事故の発生が「きわめて限られた例外的状況」に該当するかが問題となった。この事故の影響を考慮して、CGNPC-URC及びKarahariの取締役会はオファーの価格を270 p に改定することを合意し、もしこの価格でオファーがあればKarahariの取締役会は株主に推挙することを合意した。そして、パネルは福島事故がウラニウム生産業界に重大な影響を及ぼすことを理由に、「きわめて限られた例外的状況」に該当するのであるから低下した価格でのオファーを承認すべきであると主張した。

4月28日にパネル執行部は、提出された資料に基づき、福島事故の影響はコードの定める完全に例外的な状況に該当しないと裁定を下した。これに対して、CGNPC-URCは(i) 290ペンスでの確定的なオファーをするか、(ii) Karahariに対するオファーをする意図はないと発表するかを選択することができた。

後者を選んだときは、CGNPC-URCは公表の後3ヶ月間290ペンス以下の価格では、かりにKarahariの取締役会が同意しても、Karahariに対してオファーをすることは許されない。問題は日本における地震の状況及び影響はこれに該当し、先に言明されたオファー価格290ペンスから270ペンスへの減額にパネルが同意すべきかである。

Karahariの主張：福島での出来事はウラニウム関連市場に重大な混乱を招き、世界を通じて原子力発電プラント及び原子力発電の利用の再検討を招来した。

Karahariの主張のキーポイントは次のように要約される。「提案される価格の引下げはそれらの状況に対応するための交渉による解決であり、それは、株主がオファーを検討する権利を確保し、オファーがなくなった場合に市場で売却するよりも株主に有利な収益を得させる機会を確保するものである」ということである。

委員会のコメント：3月14日から5月5日の間、Karahari株は5900万株が取引された。その間のカラハリの終値は209ペンスから275ペンスであった。Karahariの発行済株式はおよそ2億4500万株である。この間のKarahari株の売買にどのような影響があったかは不明であるが、なされるかも知れないオファーにおいて現在の株主の利益だけに焦点を置くのは誤りである。

委員会はすでにウラニウム価格及びその関連株が地震の後、下落した証拠には言及した。しかし、Karahariの子会社Extractが100%の株式を所有するHusabは、2013年後半又は2014年前半より前にはウランの生産を予定していない。その生産が始まれば世界の3大鉱山の1つとなる。証拠はまた中長期的に、世界とくに中国では、原子力発電に対する期待は続いていることを明らかにする。現在までのところ証拠は、ウランの価格の下落はわずかに止まるということである。さらに、CGNPC-URCが270ペンスのオファー価格で合意したという事実は少なくとも地震後Karahariの推定価値のいい証拠である。

聴聞委員会の決定：証券市場の健全性維持が最重要である。ビッドの状況下での公的言明に信頼をおくことができるということがシティ・コードの主たる目的の1つである。この目的は、株主はビッドのメリットを判断する機会を奪われるべきでないとのシティ・コード一般原則3条により制限されるべきではない。一般原則3条は、オファーを挫折させるかもしれない事柄を制限する原則であるというパネル執行部の主張を委員会は承認する。

CGNPC-URC及びKarahariは290ペンスというオファー価格に言及しない自由があった。また、Karahariの取締役会の同意を得て減額することがありうるとの内容にすることもできた。完全に例外的状況というのは3月7日の公表の条件からの乖離が極端に異なる事態をさし、委員

会は執行部の裁定に賛成する。

日本における東日本大地震（それ自体は例外的で予見不可能な出来事である）のKarahariの株価に与える影響は2ヶ月前に起きた出来事なので不確実であり、当事者はそれをわずかに6.9%の減少と評価している。

これらの理由により当委員会はKarahariの異議を全会一致で却下した⁽¹⁹⁾。

2 公開買付の宣言

オファーラーは提供する対価を確保した後にオファーをすべきであるとされ（コード一般原則5条）、また、オファーラーは最大の注意を払いオファーラーとしての義務を完全に履行できると信ずべき理由があるときにのみ確定的なオファーを公表すべきであるとされている（コード2条）。

オファーの内容を説明する最初の新聞発表は、オファーの要件名称及び条件を開示する必要がある（コード2.7c）。したがって、オファーラーは公表前に条件を定めなければならないが、パネルは普通、その条件の成就が対象会社又はオファーラーの取締役による主観的判断にのみかかっているような条件を付すことは認めない（コード13.1）。キャッシュ・オファーの発表は財務アドバイザー又は適切な者により、オファーラーはオファー全部の承諾を満足させるに十分な資金が準備されていることについての確認を含まなければならない（コード2.7c）。確認した当事者は確認においてキャッシュが用意されていることをあらゆる合理的な調査をしたかぎり自ら資金を準備する必要はない（コード24.7）。

公表があったのち迅速にターゲットの取締役は新聞発表の写し又はオファーの条件の概要を記載した書面をターゲットの株主及びパネルに送付しなければならない（コード2.12）。実際には、この要件はもしオファーが推奨されかつ最初の公表後間もなくオファー書類が投函されるときは免除される⁽²⁰⁾。

3 公開買付のタイムテーブル

(1) タイムテーブル

オファーをすることはターゲットに重大な衝撃と不安定をもたらすがゆえに、シティ・コードにより厳格なタイムテーブルが定められる。ビッドによりもたらされる混乱と不安定を最少にするのが目的である。

ビッドのタイムテーブルはシティ・コード及び2006年会社法により決定される。典型的なタイムテーブルは以下の通りである⁽²¹⁾。

Impact Day：オファーをする確固たる意図の発表。通常は公正取引庁（the Office of Fair Trading）、ケースによっては、ヨーロッパ委員会による審査に向けてオファーラーにより正式の申請が行われる。

公表日(P)：オファー・ドキュメントの公表（publication）オファーの発表日から28日以内でなければならない（コード24.1(a) オファー書類及びターゲットの取締役会の書状が投函されるべきタイミングは、確固たるオファーの意図が公表されたのち28日以内にオファー書類は

(19) Weinberg & Blank（注1）p13288

(20) Weinberg & Blank（注1）p4024

(21) Weinberg & Blank（注1）p4028

投函されなければならない。これを遵守できないときはパネルに相談する必要がある（コード24.1）。

P+14 この日までに、ターゲットの取締役会は株主にそのアドバイスを伝えかつ防衛策書類を株主に配布しなければならない（コード 25.1）。

P+16 オファーラーがオファーにつき株主の承認が必要であれば、これは臨時株主総会が開催される最初の日である。

P+20 公正取引庁はこの日までにそのオファーを競争委員会の審査にかけるかどうかを指示するのが通常であり、その審査にかけることが決定すればオファーは自動的に失効するコード¹²⁾。

P+21 オファーの最初の締切日（午後3時）とすることができるコード31.1）。ターゲットのボードはオファー書類の発行後できるだけ早く、少なくとも発行後21日以内に株主に対してボードとしての見解を示し助言しなければならない（コード25.1）。逆にいえば、オファーはオファー書類の投函に続く21日間はオープンでなければならないということである（コード31.1）。承諾の条件が最初の締切日までに満たされないときにオファーラーはオファーを延長する義務はないが、もし延長を選択するのであれば、次の締切日が示されなければならない、またオファーが承諾に関し確定したときは、さらにつきの通知のときまで承諾に関しオープンであることの声明がされる（コード31.2）。

承諾について確定したオファーはその締切日からさらに14日を下らない期間承諾につきオープンでなければならない（コード 31.4）。これはもし承諾しなければ少数株主に留まることになる株主に承諾する機会（退出の機会）を与えるためである。

P+22 最初の締切日の翌営業日の午前8時までに、オファーラーは承諾のレベルを発表しなければならない（コード17.1）。同時に、オファーラーはオファーが承諾に関して確定したか、延長するのか、失効させるのかについて発表しなければならない。オファーが確定した旨の宣言をしたときは、少なくともさらに14日間はオファーはオープンでなければならない（コード31.4）。未確定であるとき、オファーラーは延長する義務はない。

P+39 ターゲットはこの日以後、パネルの同意を得ない限り、収益又は配当予測などを含む重要な情報を公表することはできない（コード31.9）。

P+42 この日までにオファーが承諾に関して確定しなければ、承諾を撤回することができる（コード 34）。

P+46 改訂されたオファーは少なくとも14日間オープンでなければならないという要件の結果として、この日以後はオファーの増額又は改訂はできない（コード 32.1 (c)）。

P+60 （競合するオファーがないとき）最後の承諾の時間はこの日の午後10時である。真夜中（midnight）までに承諾に関し確定宣言がされないかぎり、オファーは失効する（コード 31.6）。

オファーラーは当初のオファーの投函の日から60日を超えて延長することはできない。換言すれば、オファーが改訂されたかどうかにかかわらず（コード 31.6）、60日までに確定しなければならない。

競合するオファーが発表されたとき又はターゲットの取締役会が延長に同意したとき、あるいはターゲットが最初のオファーの投函日から39日の期限の後に、オファーの結果に重要な影響を与える状況下でその財務状態についての言明を変更するときは、パネルは60日を超えてオファーをオープンにしておく（たとえ確定していなくても）ことに同意する（コード

31.6、31.9)。競合するオファーが公表されたならば、双方のオファーは後の競合するオファー書類の投函により確立されたタイムテーブルに拘束される（コード 31.6 (a) (i)。パネルはまた当該オファーが競争当局の審査に掛けられるかどうかの決定が遅れているときは、タイムテーブルを延長することに同意する。もしそのような決定が39日までに取得されないときは、決定後の7日目の日を39日とみなす（シティ・コード Rule32.1)。

パネルが同意するすべての延長はオファーラーにより公表され、かつターゲットの株主にも延長について通知すべきかどうかパネルに相談しなければならない。

オファーが承諾に関し確定したかどうかの計算において、オファーの60日後の日の午後1時以降に取得した承諾は計算に入れてはいけない。同日の午後5時までにオファーラーはオファーが確定したかどうかを発表しなければならない（コード 31.6 (c)）。

P+81 オファーがP+60の日に承諾につき確定宣言がされた場合、その他の条件はこの日までに成就しなければならない（コード31.7)。

P+95 オファーがすべての面でP+81の時点で確定したならば、この日までに対価が送付（交付）されなければならない（コード31.8)。

(2) 延長しないとの言明

オファーラーはしばしばオファーの過程でターゲットの株主をして期間中に承諾させるために政策的な言明をすることがある。オファーは増額されず、期間の延長をしない旨を述べるのである（no extension statements)。オファーラーはオファー期間についての言明に拘束される。シティ・コードは「現在のところ延長は考えていない」(present intention) との表現は使ってはならないと規定する（コード31.5、note1)。

オファーラーがターゲットの株主にno extension statementsを含む何らかの書面を送付し、又はオファーラー、取締役、そのアドバイザーがそのような言明をしたときは、誤ったとしてただちに取り消さないかぎり、きわめて特別な状況における場合を除き延長は認められない（コード31.5)。

no extension statementsがされたことになるかどうかの判定は簡単ではない。コードによれば、no extension statementsは、オファーはそれが承諾に関し確定するのではないかぎり特定の日を超えて延長されないという趣旨である。オファーラーがオファー書類又は公の発表においてno extension statementsをしたのちに、競合する立場となり又はターゲットの勧奨を得られるように、増額するため延長が必要となったならば、そのような状況では延長する権利を留保していたことを条件にオファーラーは延長することができる。もしオファーラーが適切にそのような権利を留保していたならば、ターゲットが39日の後に重要な新しい情報を発表するならno extension statementsを破棄することができる⁽²²⁾。

no extension statementがされた後に承諾したターゲットの株主はオファーを延長する決定をしたことのお知らせの日から8日間は承諾を取り消すことができる⁽²³⁾。

この取消権は特定の日に締め切られるという表示によりオファーの承諾を強要された株主に再考すること許すためである。

オファーラーがno extension statementをし、その後増額したオファーをターゲットの勧奨を得て行いたいときは、その当時、適切にそうする権利を留保していたならば、no extension

(22) Note 5 on City Code rule 31.5

(23) Note 2(b) on City Code rule 31.5

statementを無視することができる⁽²⁴⁾。

(3) オファーの条件の成就の時期

オファーに伴うすべての条件は締切日から21日以内又は承諾に関し確定宣言から21日以内に成就しなければならない(コード31.7)。この期間内に条件が成就しなければオファーは失効する⁽²⁵⁾。

(4) 39日後のターゲットの声明

ターゲットはしばしばオファーラーが増額したオファーをし難いように、防衛策の一環としてできるだけ遅く新しい財務情報を公表しようとする⁽²⁶⁾。しかし、シティ・コードは、ターゲットの取締役会が売上高、収益又は配当見通し、資産評価などを含む重要かつ新しい情報をオファーが投函されてから39日を経過した後は公表することを許さない(コード31.9)。この時点を過ぎてターゲットが何らかのそのような公表を行う必要があると考えるときは、取締役会はできるだけ早くするように努力すべきである。この時点を過ぎて思いがけなく必要となったときは、パネルは遅い公表に同意する。39日を過ぎてこの種の発表がされたときは、それがオファーの結果に重要な影響を及ぼすとは考えられないのでないかぎり、オファーラーは承諾に関し確定宣言をすべき60日の期間の延長を要請し、パネルは承認するのが通常である(コード31.9)。

(5) 株主の承諾の撤回

オファーを承諾した株主はオファーが確定しない限り最初のオファーの締切日から21日を経過した後はいつでも承諾を撤回することができる(コード34.1)。承諾のための最後の時点(オファーは最初のオファー書類が公開された日から60日目の深夜12時)以後は確定ないし確定宣言することはできない。オファーが確定するまでは、オファーを承諾した株主も撤回できるが、オファーが確定すればオファーラーと当該株主間に株式譲渡の契約が成立するのであって、勝手に承諾を一方的に撤回することはできない⁽²⁷⁾。

(6) オファーの改定

オファーの過程でオファーラーはオファーの改定を要請され又は自ら改訂したいということがある。オファーラーは次の場合、オファーの改定を要求される。オファー価格以上で株式を取得したとき、キャッシュ・オファー又は証券オファーの義務が生じたときなどである(コード11)。もちろん、当初のオファーでは成功しそうな場合に改訂できる。

オファーを改訂したときは、任意であれコードの要請であれ、改訂オファーが株主宛てに投函されてから14日間はオープンでなければならない(コード32.1)。それゆえ、14日間はオープンでなければならないことと、オファーは60日以内に確定しなければならないことから、最初のオファー書類投函から46日以後は改訂できないということになる。パネルは時として46日後でも増額に改訂しターゲットのボードの承諾の勧奨を得ることを確保するために例外を許してきた⁽²⁸⁾。

改訂されたときは、それ以前に承諾していた株主にも改訂の効果が及ぶ(コード32.3)。改訂オファーは14日間オープンでなければならないとの規定は一般原則4条、すなわち株主は十分な情報を与えられ適切に情報を与えられたのちに決定することができるために助言を与えられ、かつそうするための十分な時間を与えられなければならないという原則を具体化したものである。

(24) Weinberg & Blank (注1) p4074

(25) Weinberg & Blank (注1) p4074

(26) Weinberg & Blank (注1) p4074

(27) Weinberg & Blank(注1) p 4078

(28) Weinberg & Blank(注1) p 4078、パネルは競合するビッドが行われた際に例外を許した。

オファー期間中にオファー価格を超える価格での株式の取得はオファー価格の増額がシティ・コードにより義務付けられる。オファーの最終日から14日以内には改訂は許されないため、その期間内にオファー価格を増額する義務を発動するような取得をしないように注意すべきである。しかしながら、パネルは、事前の相談があれば、オファーラーが単一の取引で株式を取得し、それにより議決権の50%を超えることになり承諾に関し確定宣言がされることになる場合には、オファーの最終日まで14日の日数がなくてもその取得を許容する。このときは、改訂を許し、その後、14日間オファーはオープンする必要がある⁽²⁹⁾。

(7) no increase statement

オファーラーは、オファーは今後、増額されることはないとして、株主の承諾を決定させるためにオファーにおいてno increaseの言明を含めたいと望むことがある。オファーラーは一般にそのオファーの最終性についての確固たる言明に拘束される。それゆえ、オファーラーはno increase statementが適用されない状況を明確にしておく必要がある。

オファーラーがno increase statementをそのオファー書類に記載し、その後、競合するオファーが生じたら、ステイットメントをした当時、競争状態になったとき又はターゲットが重要な新情報を発表したときはno increase statementを無視する旨を明確にしていたならば、オファーラーはno increase statementを無視することができる⁽³⁰⁾。ただし、このような事態が生じたとき（競合オファーなど）から4日以内に株主に書面で通知する必要がある⁽³¹⁾。

no increase statementを放棄する権利の留保はその言明がされた書類において明確にされる必要がある。この権利が留保される状況が詳細に述べられていなければならない。もしこの権利が適切に留保されていたら、ターゲットが39日後に重要な新情報を発表したときはno increase statementを無視することが許される⁽³²⁾。

4 公開買付時における当事者の行動

(1) 対象会社等の対応

ターゲットの取締役会はオファーについて有能な独立のアドバイスを得なければならない。ターゲットに対する財務アドバイザーは現にオファーラーに対してアドバイスをしており、嘗てアドバイスをしたことがあっても独立していると扱われる。ターゲットの取締役会がその株主にオファーについての彼らの見解を伝える場合には、彼らが得た独立のアドバイスの実質的内容をも伝えなければならない。オファーの確固たる意図を表明したのち28日以内に正式のオファーの書類がターゲットの株主にオファーラーから送付されなければならない（コード30.1a）。オファーラーはまたwebsiteでオファー書面を公表しかつ書面が公表されたこと及び確認手段を明らかにしなければならない（コード2.4.1b）。同時に、オファーラー及びターゲットは労働者代表又は労働者にオファーが公表されたことを知らせなければならない（コード30.1b）。

ターゲットの取締役会はその株主及び情報を受ける権利のある者にオファー書面が公表されたのちできるだけ早く、少なくとも14日以内に、オファーについての取締役会としての見解を通知しなければならない（コード25.1(a)）。

(29) Note 2 on City Code rule 32.1

(30) Weinberg & Blank(注1) p 4080

(31) Note 3 and 5 on City Code rule 32.2、

(32) Note 5 on City Code rule 32.2、

もしターゲットのボードによりオファーの条件が合意されたならば、株主に送付されるオファー書面にボードの見解を織り込むことをボードは許すのが普通である。ターゲットのボードは、オファーラーのボード及びそのアドバイザーがターゲットの株主に送付されるオファー書面とターゲットの推奨とを同一の書面にすることにあらゆる便宜を与えるのが通常である。ターゲットの取締役会が中立であるとき、すなわち、オファーにかならずしも反対はしないが、支持することを差し控えるときは、オファーラーがターゲットのコンピューターの株主名簿の株主の氏名や住所を使用する便宜を与えることがある⁽³³⁾。

ターゲットのボードがオファーの条件を推奨しないとき、又はオファーラーのアプローチに反対であるときは、ボードはすべての協力を拒否するであろう。そのようなときは、オファーラーはターゲットの株主の氏名、住所をコピーするために株主名簿を閲覧する権利又はそのようなコピーを5営業日以内に取得する権利を行使することになる⁽³⁴⁾。ターゲットの見解（承諾を勧奨するか、拒絶を薦めるか）を含む書状は株主がオファーのメリット又はデメリットについて十分に知らされたうえで決定することができるように十分な情報とアドバイスを提供すべきであり、この情報は株主が諾否の決定ができるに十分な時間を与えるように送付すべきものとされている。

ターゲットの取締役会の意見・見解はつねに一致したものとはかぎらない。取締役たちが承諾を推奨するかどうかにつき見解が分かれているときは、少数派の取締役たちはその見解を示すべきである。少数意見を株主に通知するに要する費用は会社の負担である。通常は、その見解は多数派の見解を示す書類に含まれる⁽³⁵⁾。この書類には、取締役は「知り得る限りの知識と良心（belief）に基づいて、文書に含まれる情報は、事実を照らし、その情報の趣旨に影響する何らの欠落もない」という旨の言明をすべきものとされているが、責任のある言明をすることを辞退する取締役は、事前にパネルの同意を得なければならない（コード 19.2 (b)）。

ターゲットの取締役たちが、オファーを拒絶することを提案するときは、その理由とともに、将来において増配をするとか、将来の増収予測などの情報を提供することができる。

ターゲットの取締役会がビッドを支持するときでも、ターゲットの株主グループはビッドを拒絶するよう勧める書状を、自己の費用で、他の株主に送付することができる⁽³⁶⁾。

（2）宣伝等の規制

ビッドの当事者によるメディア、アナリスト及び株主に対する議論の提示（presentation）はコードにより同じように規制されている。コードの趣旨は、ビッドについての当事者による情報及び見解はすでにオファー・ドキュメント、防衛ドキュメントその他の株主への書状に述べられていることをリピートすべきであるということである。

1986年までは、ビッドのメリットについてのオファーラーとターゲットとの間の議論はしばしば苛烈な調子で費用のかさむ新聞紙上で行われた⁽³⁷⁾。現在、コードはオファーに関して広告することを禁じている。例外的に許容されるいくつかの範疇を定めている（コード 19）。

(33) Weinberg & Blank（注1） p 4029

(34) 英国会社法（2006）116条,117条. Appendix 4 Para 3(a) to The Code は、確固たるオファーの意思を公表したオファーラーに対して、その請求がされた日から2営業日以内に最新の株主名簿のコピーを提供すべきことをターゲットに義務付ける。

(35) Weinberg & Blank（注1） p 4030

(36) Weinberg & Blank(注1) p 4030。昭和石油と出光石油との合併を双方の経営陣が進めようとしているのに対して、出光の筆頭株主（創業家）は反対しているが、このような状況下を念頭に置いた場合のことであろう。

(37) それまでは、敵対的T O Bの当事者は高級新聞紙、Financial Timesや The Timesなどに2面通し

オファー又は潜在的オファーに関係する広告は禁じられる。ただし、次の種類の広告は許される（コード 19.4）。

- (i) オファー又は潜在的オファーの要素を持たない製品広告
- (ii) オファーの要素を持たない会社のイメージ広告
- (iii) オファーに関する議論の余地のない広告（締切り日、オファーの価値）
- (iv) オファーの中間の結果、オファーに関する非難を回避すること
- (vi) 無記名証券の所持人に情報を提供する広告
- (vii) scheme of arrangement (SoA)⁽³⁸⁾ に関する通知の広告

組織だった電話キャンペーンも規制される。対象会社の株主又は株式について権利を有する者に対する電話キャンペーンは、パネルの同意がない限り、コードの許で要求される要件及び責任に通じているfinancial adviserのスタッフのみがすることができる（コード 19.5）。前もって公表された情報だけが利用されなければならない。株主は圧力をかけられる状況におかれてはならず、専門家に相談しやすい状況に置かれなければならない。キャンペーンに使用できる情報は既存の公表されたもののみである。株主は圧力をかけられてはならない。

電話キャンペーンはfinancial adviserのスタッフのみがすることができるのが原則であるが、事前にパネルの同意を得てその他の者を使用することもできる⁽³⁹⁾。パネルは次の条件でcaller（電話キャンペーンの補助者）の使用を許す。

パネルにより承認されたcallerのための適切な原稿（script）を利用すること、financial adviserはキャンペーンを始める前に、callerは用意された原稿からはなれてはならないこと、callerは原稿にない質問に答えてしまいがちであること、シティ・コード 20条1項のもとでcallerとしての責任があること、についてブリーフィングを行うこと、電話キャンペーンはfinancial adviserの監督のもとに行われること、等である。

で宣伝合戦をすることが普通だったことについては、田邊光政「ダンロップに対するBTRの公開買付」インベストメント40巻1号4頁以下参照。

(38) 近年ますます盛んに利用されるようになってきたSoAについて詳しくは戸倉圭太「キャッシュ・アウトに係る英国の法制と日本における制度設計への比較」商事法務1969号34頁以下、小松岳志「シンガポールにおけるスキーム・オブ・アレンジメント制度の活用と進展」商事法務2116号42頁）参照。

(39) Note 1 on city code rule19・5