

支配株式の取得規制 ～イギリスにおける公開買付（三）～

山 野 加代枝

Acquiring Control of Another Company ～ Take-over Bids in England (3) ～

Kayoe YAMANO

Outline

“Acquiring Control of Another Company-Takeover Bid in England (3)”

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 my previous research, “Acquiring Control of Another Company Takeover Bid in England (2)” published in the same volume (No19) of this journal, this is No 3 of the series.

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

イギリスにおける公開買付(四)

- IV 敵対的買収に対する防衛策

以下 次号

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

(1) 情報提供についての原則

オファーの期間中、選別された株主たち、アナリストたち、株式仲買人（stockbrokers）たちの会合もコードの規制対象である。そのような会合は禁じられないが、新しい情報や重要な新意見等が表明されてはならない。財務アドバイザー又は当事会社の株式仲買人の代表が出席することを要求され、かつ会合において新しい情報は提供されず、重要な新しい意見が表明されなかったことを書面でパネルに報告する必要がある（コード19.6）。もし、新しい情報が提供され又は新しい意見が表明されたならば、できるだけ早く、株主すべてにその情報ないし意見が書面で知らされなければならない⁽¹⁾。

パネルはTOBの関連における情報の統制が重要としている。一般原則の3つ（1条、2条、4条）は、ビッドの参加者により扱われる情報の方法を扱っている。ターゲットの同種のすべての株主はオファーラーにより等しく扱われなければならない（1条）。さらに、適切に知らされたうえでの決断に彼らをして達しさせるために株主は十分な情報とアドバイスが与えられなければならない（2条）、重要な情報提供が差し控えられてはならない。知らされた決断にいたるに十分な時間が与えられなければならない。虚偽の市場が形成されてはならない。

ビッドに関係する会社に関する情報への等しいアクセスについてのコードの原則は、上場会社の一般的な開示義務の脈絡において見られるべきである⁽²⁾。上場会社は当該会社に直接に関係する内部情報をできるだけ早く認可情報機関（Regulatory Information Services）（RIS）に通知する義務がある⁽³⁾。コード及び開示ルールはTOBに関係する会社についての情報はすべての株主にできるだけ同時に同じ方法で利用可能にすることを要求するが、これはターゲットにより誠実な検討中のオファーラーに対する内密に供与される情報を防ぐことを意図していない点に注意すべきである。

ビッドに関係する当事者の情報の均等性については株主だけでなく、競合するオファーラーも同様の権利がある。もし、ターゲットが好ましいオファーラーないし検討中のオファーラーにたとえば株主の詳細を含む何らかの情報を提供するならば、ターゲットは好ましくないオファーラーないし検討中のオファーラーに、要請があれば、その情報を提供しなければならない。これは、好ましくないオファーラーにその競争相手に提供したすべての情報を取得する権利を与えたものではなく、競争者に与えた情報の特定をしたうえで請求しなければならない（コード20.2）。競争者に対する情報提供に関して次のようなケースがあった。日本の3大メガバンクに相当する英国の主要な銀行であるMidlandに対してHSBCとMidlandが競合するオファーを仕掛けたケースにおいてである⁽⁴⁾。

1992年3月17日に、HSBCがMidlandに対してオファーをすることについて両者が話しをして

(1) Note 3 on city code rule 20

(2) Weinberg & Blank（注1）p4033

(3) RISとしてThe Listing Rulesの Appendix 3において8機関が認可されている。

(4) HSBC/PLC/Lloyds Bank/Midland Bank 1992/15 May 15,1992 Weinberg & Blank（注1）Part13 p13141

いる旨の発表が両者により行われた。HSBCは4月14日 Midland株1株につきHSBC新株1株と同社の額面100ペンス社債を対価とするオファーを行う旨を発表した。このオファーはMidlandとそのフナシヤル・アドバイザーであるS.G Warburgにより推奨されたものである。オファー書類は5月8日に投函された。

4月28日、LloydsはMidlandに対するオファーを検討中であると発表した。そのオファーには2つの条件があった。その条件とは、(a) そのオファーが競争委員会に付託されないこと、もし付託されるのであれば、HSBCのオファーもまた競争委員会に付託されるべきこと、(b) Lloydsは、HSBCがMidlandから1992年1月1日以来取得したすべての情報の提供を受けることであった。LloydsのオファーはMidland株1株に対してLloyds株1株と金銭30ペンスを対価とするものであった。

5月1日、Midlandは株主に書状を送付し、その中で、HSBCとLloydsの両者からアプローチを受け、公正に検討した結果、HSBCのオファーをそのアドバイザーとともに推奨すると説明していた。この書状送付の後、HSBCによるdue diligence手続き完了させるために若干の情報をMidlandがHSBCに供与した。

この発表の後ただちにLloydsは、そのアドバイザーであるBaring Brothers を通じてシティ・コード Rule20条2項の規定に従って一定の情報提供をWarburgに要求した。5月7日、Midlandは未公表の情報をLloydsに提供すべきでないとの声明を出した。5月11日にパネル執行部はすべての当事者と議論を重ねたのち、Lloydsはシティ・コード 20条2項に従い情報を取得する権利があると裁定をした。これにつき、Midlandは5月12日に異議を申請した。

5月15日に、Midlandはシティ・コード 20条2項に従いLloydsに情報を提供すべきであったパネル執行部の裁定に対して行われた S.G WarburgとSamuel MontaguのアドバイスによりMidlandからあった異議を聞くためにパネルは会議を開催した。

オファーアラーの1人に対して供与された情報は、株主の詳細を含み、他のオファーラー又は検討中のオファーラーにも、要請があれば、好ましくない者であっても、迅速かつ等しく供与しなければならないシティ・コード同条項の内容である。この場合、より好ましくないオファーラーはその求める情報を特定しなければならず、その競争者に与えた情報すべての情報を与えることを請求する権利はない⁽⁵⁾。特定のケースの状況に照らして、その規定が不当に制限的、又は不必要に制限的であり又は不適當であると考えるときは、パネルは当該規定の適用を緩和し又は修正することができる⁽⁶⁾。

パネルの決定：Lloydsが誠実な検討中のオファーラーであることに疑問の余地はない。したがって、Midlandはコードのルール20条2項により自己がHSBCに対して提供した情報を迅速にLloydsに提供する義務がある。問題は、同条の適用を修正ないし緩和すべき特別な状況があるかである。同条項の趣旨はMidlandの株主を保護することである。Midland側は当該情報をいまLloydsに提供することはその株主を害することになると主張する。これに対して、Lloyds側は、当該情報を提供すれば、Midlandの株主に有利なオファーを行うことになるかもしれないのであり、情報提供を差し控えることはMidlandの株主の利益にならないと主張する。

パネルの見解としては、Midlandの株主に生じ得る損害は、当該情報がLloydsへ提供されな

(5) Note1 on city code rule20.2

(6) Paragraph3 of the Introduction to the Code

いことの方が大きいように思われる。さらに、それがHSBCに与えた情報は、Lloyds以外のより好ましくない検討中のオファーラーたちも同条項に基づいて提供を要求する権利をもつことを意識している。

パネルはMidlandが主張する同条項の修正ないし緩和をこのケースで適用するのは適当でないと考える。したがって、Midlandの異議を異議委員会にかけるとを拒絶する。

(2) 少人数の株主等との会合

オファーラーもターゲットもビッドの最中で選別された株主、株式仲買人その他投資やアドバイザーに従事する者と会合を持ちたいと考えることがある。会議を招集した取締役やそのアドバイザーたちは、その会議の場をビッドに関する事項についての彼らの見解を表明することに利用しようとし、新しい情報が披露される可能性が強く、すべての株主ではなく一部の株主のみが情報を得るという事態が生じる。

何らかのセーフガードを備え、新しい資料が提供されず、新しく重要な見解が表明されないという前提のもとで、そのような会合が持たれることは許される（コード20.1）。その制限は株主、アナリスト、ブローカーと持たれるすべての会合、公式か非公式かを問わず、人数にかかわらず（1人の場合でも）、適用される。すべての会合でフィナンシャル・アドバイザー又は会社のブローカーの代表が新たな情報が提供されず、有意義な新しい見解が表明されないことを確保するために出席しなければならない。この種の会合は労働者とのものには適用されない（コード20.1 note 3）。この種の会合でもし新たな情報が披露され新たな見解が表明されたならば、その後ただちにすべての株主にその内容が通知されるべきである⁽⁷⁾。

6 TOBに関する特別取引の禁止

シティ・コード16条1項はTOBに際して特別取引を禁止する。いずれも株主平等取扱いの問題であるが、それにつき4つのガイダンスが示される。Top-ups, disposals of assets, finders's fees、Management incentive arrangements である。

(1) 注ぎ足し（Top-ups）

オファーラーが株式を買うが、その後において行われる売主のターゲットに対するオファー価格がより高いときは差額を支払う約束をすることは禁じられる⁽⁸⁾。これがトッパーアップスである。かつては、この種のトッパーアップスはよく見られたが、現在では禁じられている。

共同行為者との間でされる協定—共同行為者が対象会社の株式を取得する協定は、オファーラーがすべてのリスクおよび便益を負担し、コンサート・パーティはその取得に要した費用と通常の手数料の支払いを受けるのである限り禁じられない⁽⁹⁾。

(2) 財産の処分

対象会社の株主に特別な扱いをする方法として、有利な条件で対象会社の財産を処分する協定を結ぶことがある。これに対処するべく、パネルは、もしオファーが確定する前に協定が行われるならば、次のことを要求する。

- ① 独立したアドバイザーが公に取引条件は公正かつ合理的である旨を述べること

(7) Weinberg & Blank（注1） p（4034/1）

(8) Note 1 on city code 16.1

(9) Practitioners Guide（注7） p 231

② 対象会社の独立株主総会の承認を得ること、である。

したがって、これらの状況における財産の処分は取締役会の推挙によるオファーについてだけ可能である。オファーとの関係においてその財産が重要でない（例えば、オファー金額の1%に過ぎないなど）ときは、独立アドバイザーの公正かつ合理的という声明だけあれば、独立株主総会決議をパネルは要求しない⁽¹⁰⁾。この場合、事前にパネルに相談する必要がある。

(3) 協力報酬 (Finders' Fees)

対象会社の株式に権利を有する者がオファーの促進においてその者が果たした役割に対して Finders' Feesの支払いを受けたならば、これは特別取引になる。しかし、パネルはもしfinderの有する株式が多くなく（例えば1%以下）そして支払われた報酬額が異常でなければ、つまり彼が対象会社の株主でなければ受け取ったであろう報酬以上でなければ、これを許す。Finders' Feesは近時はほとんど見られない⁽¹¹⁾。

(4) 経営陣誘因協定 (Management incentive arrangements)

オファーラーはしばしば拡大された企業グループに対象会社の現経営陣の特定のメンバーを留めて置きたいという場合がある。それらの者を留めるために対象会社の経営陣に動機付けを与えようとする。

そのインセンティブ協定はさまざまな形をとる。MBOその他の非公開化 (public to private) 場合には、特定の経営陣メンバーに対象会社の株式をオファーラーのビッド受け皿会社の証券への交換を許し、一般の株主にはその機会を与えないといことがしばしばある。対象会社の経営陣の特定のメンバーに増額された報酬の提供を約束することもある⁽¹²⁾。

関係する経営者が株主である場合に、一般原則1条（平等原則）に関係する問題を生じさせることもある。それらは提案されたオファーについての取締役会の評価やオファー価格に問題を生じさせる。したがってシティ・コード16条2項は一般原則1条の根底にある理念が尊重されるべきことを要求すると共に、種々のインセンティブ協定を通じて事業に参加する協定を可能にするために種々の手続的保護策を提供するものである。

シティ・コード 16条2項は、2010年1月25日に改正された。基本的な要求は以下の通りである。オファーラーが株主である経営陣のメンバーとインセンティブ協定を結ぶ場合には、協定内容の詳細を開示し、対象会社の独立アドバイザーが公に当該協定は公正でありかつ合理的である旨の意見を表明しなければならない。

その他に、独立株主総会の承認が必要かどうかの問題がある。対象会社の株主であるマネジャーだけがオファーラーの株式の提供を受けることになっている場合には、独立株主総会の承認を受けなければならない⁽¹³⁾。

2012年7月におけるGoliathによるGoals Soccer Centresに対するオファーでは、マネジメント・チームはその持株をオファーラーの受け皿会社の証券に交換し、その証券はさらにオファーラーの持株会社の株式に転換できるものであった。他の株主は金銭対価であった⁽¹⁴⁾。

2013年3月におけるTracsis によるSky Highに対するオファーでも見られた。後者3人の業務

(10) Practitioners Guide (注7) p232

(11) Practitioners Guide (注7) p 234

(12) Weinberg & Blank (注1) p4057

(13) Weinberg & Blank (注1) p4057

(14) Practitioners Guide (注7) p234

担当取締役と3人の上級マネジャーは持株の対価として受領する対価でオファーラーの株式を取得することについて合意した。他の株主にはこれが認められなかった⁽¹⁵⁾。

シティ・コード16条2項は経営陣のメンバーが株主でもある場合のインセンティブ協定に焦点を当てているが、パネルはそのメンバーが株主でないときにも重要だと考えている。それは、この場合（非株主）でも、オファーの賛成・推奨やオファー価格に影響すると考えられるからである。それゆえ、パネルは株主でない経営陣のメンバーに対して提案されるインセンティブが価値において重要又は異常であるときは、パネルの相談することを要求する。非株主に対するインセンティブが価値において重大（多額）かつその性質上異常であるかは当該業界に照らし又は善良な慣行に照らして判断すべき問題である。この判断は対象会社の独立アドバイザーが「公正かつ合理的」かどうかすべきことになるが、疑問の際はパネルに相談すべきものとされている。パネルは、ケースにより、独立アドバイザーから相談を受けた際、独立株主総会の承認を同意（パネル）の条件にすることがある。このことが実際にTracsisによるSky Highに対するオファーで見られ、Sky Highの2人の取締役が金銭ボーナスの提供が提案され、これにつき対象会社の独立株主総会の承認が求められた⁽¹⁶⁾。

“management”という用語は定義がない。パネルは柔軟に理解し、通常、取締役と上級執行役からなり、将来の展開及び会社の事業見通しに関係する経営上の決定をする権限を有する者と解している。

次のようなManagement incentiveに関する事例もあった。

1992年4月16日、BoschはWorcester株1株につき225ペンスの金銭オファーを発表した。オファー書類は4月30日に投函された。オファーはBoschが新しく設立した子会社のRBIにより行われた。Worcesterの支配権取得の一部として、BoschはWorcesterの経営陣（株主）が経営を継続しかつ事業への資本参加を希望した。経営陣株主たちとの間で彼らの有するWorcesterの株式（32.3%を占める）をRBI株を対価として売却する合意が結ばれた。Worcesterの他の株主には金銭が対価であり、RBI株の対価は付与されなかった。BoschはまたWorcesterの安定株主である3つの機関などが有する株式（合計18.3%）についてオファーの取消不能の承諾約束を取得していた。これらを合計するとBoschは50.6%を取得する合意をしていた。

Worcesterの株主たちは、これらの合意はシティ・コードの原則1条、ルール16、note4のパネル執行部の裁量権の行使に疑問があり、株主総会の承認を得るべきであると異議を述べた。

シティ・コードの一般原則1条は、同一クラスの株主は平等に扱われなければならないと定める。また、コードのルール16条のNote 4はパネルが、オファーラーが対象会社の経営陣に留まりかつ資本参加することを望む場合の状況において、経営陣と合意をするについての原則を述べている。そのような場合には、経営陣と一般株主とで扱いが異なることを一定の要件のもとで認める。その要件とは、ある種の基準に適合し、経営陣が資本参加することによるリスクと経営陣として得る利益についてパネルが納得できることである。そのような合意に同意を与えることについて、対象会社の独立アドバイザーが公にその取引は公正かつ合理的である旨を宣言し、その取引がオフェラーの株主総会で承認されることを条件にパネルは同意する。

パネルの決定：パネルは、経営陣株主との合意は原則1条、Note4 on Rule16に適合しないと

(15) Practitioners Guide (注7) p 234

(16) Practitioners Guide (注7) p 234

は考えないという見解をとった。経営陣株主は明らかに一般株主とは違った扱いを受けている。しかし、Worcesterの独立アドバイザーであるSmith New Courtはその見解によれば経営陣株主は他の株主に比べてより大きい価値を得たとは考えられないと述べている。提供された証拠によれば、パネルはこの判断を疑うべき理由を見ることはできず、加えて、パネルは株主総会の承認を要求する必要はないと考えたとして異議を却下した⁽¹⁷⁾。

7 オファーに関する財務アドバイザーの責任

シティ・コードはオファーを公表する前にオファーラー及びその財務アドバイザーに相当な注意を払うべく厳重な義務を課している。オファーをする確固たる意思の公表は対象会社及びその株式の市場価格に重大な影響を及ぼすからである。オファーの対象となる会社への投資家は承諾数が足りなくて又は規制上の問題でオファーが失敗するかも知れないと考えながらも、オファーが撤回されるのはごく稀であると期待する。この点で、特に重要な規定が2つある。

一般原則5条：オファーラーは金銭対価を完全に履行することができること、もしその他の対価の場合にはその履行を確保する合理的対策を採った後にのみビッドを公表しなければならない。

シティ・コード2条7項(a)は、オファーラーは最大の注意をもって考慮し、オファーを履行することができかつ履行する意図であると信ずべき合理的理由があるときにはじめてオファーの確固たる意図を公表すべきである。この点に関する責任はオファーラーの財務アドバイザーにもあると規定する。

キャッシュを含むオファーの公表は財務アドバイザーによる全部についての承諾を満足させるに足る財源が準備されていることについての確認が含まなければならない⁽¹⁸⁾。シティ・コード24条8項は、オファー書類においても同様の確認を要求する。財務アドバイザーにはオファーの履行を確認する義務があるが、キャッシュについて、キャッシュの提供が可能であることを確認する合理的な調査をすれば足り、自らキャッシュを実際に用意する必要はないと定める。

この責任に関する規定が問題になった例がある。1991年5月1日にパネルが裁定したケースである⁽¹⁹⁾。Luirc Corp.とMellin International Properties Limitedの取締役会は共同で1991年2月28日にFininvest Corporate Finance LimitedがLuircの代わりに(on behalf of) Mellinに対して友好的なキャッシュ・オファーを行なう旨を公表した。Mellinへのオファー価額は2900万ポンドと見積もった。公表にはオファーラーにつき次の声明が含まれていた。

“オファーラーはBritish Virgin Islandに新たに設立され会社であり、スイスで設立されたEstoia Venture Inc.の完全子会社である。買収資金はBonaventure Investmentsにより買収目的のためオファーラーに貸付けられることになっている。Fininvestはオファーを完全に満足させるのに十分な資金を使用可能であることを確認している”

3月28日にオファー書面がMellinの株主に投函された。ところが、4月2日にMellinのアドバイザーであるSmith New Court Corporateは、オファー書面がMellinの取締役会の承認なしに発信され、同社及びそのアドバイザーはLuircの融資協定の成約を待っているところであると公

(17) Robert Bosch GMBH/Worcester Group, May 11, 1992 Weinberg & Blank (注1) p 13139

(18) Practitioners Guide (注7) p45

(19) Weinberg & Blank (注1) p 13127

表した。4月4日、Smith New CourtとFininvestは連名でMellinの株主宛てにオファー書面は間違っていて発送されたもので無視されたいという声明を発した。

オファーラーであるLuircのイギリスにおける代表者はArthur Oakesであり、彼はLuircのために行為をしているFininvestを指揮していた。Fininvestの唯一の取締役はGeoffrey Pearsonであった。オファーが公表された2月28日に400万ポンドがオファーのために利用可能であるとのBonaventureからFininvestへの書状が届いた。その前の1月にSmith New Courtは2通の書状を受け取った。1通は、Fininvestへの書状と同内容のものでBonaventureの完全親会社であるSonnaire Finance SAから、他の1通は、Bonaventureの取引銀行からのもので、Bonaventureの口座には自由な預金が400万ポンド以上あることを確認するというものであった。しかし、オファーの公表日までに、BonaventureとLuircとの間で融資契約は締結されておらず、また前者が後者のオファーに必要な資金を提供することについての取消不能の契約は存在しなかった。

パネル執行部の見解は次の通りであった：海外で新たに設立された会社であるオファーラーのための財務アドバイザーはシティ・コード一般原則3条のもとで要求される注意義務の程度は追加的要素のものである。そのようなオファーラー及び財務アドバイザーが資金は十分利用可能だと確実にいうためには、例えば銀行が取消不能の約束をしているなど合理的に信頼できるものであるべきである。このケースでは、パネル執行部はFininvestも Arthur Oakesもコードにより課された義務を履行しておらず、それゆえ彼らは非難されるべきである。Fininvest及びArthur Oakesはこのパネルの裁定を受け入れた。

このケースではオファー手続きの初期の段階で手続上の瑕疵を理由にオファーの意思表示が撤回され、対象会社の株主が承諾する前であったため財務アドバイザーが非難されるにとどまったが、オファーが確定し、承諾した株主に対価である金銭が支払われないという場合にはどうなるのであろうか。

財務アドバイザーやキャッシュ確認を行う者が、シティ・コード Rule2条7項やルール24条8項に従って適切な処置を取らなかったときは、キャッシュを用意するよう要請されるかも知れない。1991年のパネルの年次報告はつぎのように言っている。「キャッシュ・オファーにおいては、R24.8はオファー書類には通常はオファーラーの銀行または財務アドバイザーによるオファーの全部の承諾を満足させるに足る十分な資金があることを確認書を含むことが要求されている。もし承諾した株主が対価を支払われなかったり、パネルがキャッシュ確認をした当事者が責任のある行為をせず、キャッシュが使用可能であることを確認するための合理的な手段を取らなかったと考えるならば、その確認に当たった当事者がキャッシュを用意することを期待するかもしれない。

最近のオファーラーが承諾した株主に支払えなかった事例において、パネル執行部はオファー書類にキャッシュ確認をしたアドバイザーがオファーラーに使用可能な資金があることを確認するために十分な注意を払わなかったと考えた。そして、当該アドバイザーに承諾した株主に対価を支払うべきであるとの裁定をした⁽²⁰⁾。

(20) Practitioners Guide (注7) p47. しかし、具体的なケースは不明である。

8 任意的オファーとその条件

(1) 概説

シティ・コード 2.7 (c) (iii) に従い、オファーをする確固たる意図を表明するときはオファーの条件を公表する必要がある。一般的に言えば、対象会社の株式を買い入れるためのオファーにどのような条件を付すかはオファーラーの自由である。しかし、シティ・コードは、オファーに一般原則の趣旨を確保するためにある種の制限を課する。

特定の種類の対価が要求されるときがある（コード 11.1）。次のときは、金銭又は金銭選択のオファーが要求される。①オファーラー又はその共同行為者がオファー期間又はその前12ヶ月以内に金銭で、あるクラスの議決権株式の10%以上を取得したとき、②オファーラー又はその共同行為者によりオファー期間に対象会社の株式が金銭で取得されたとき、③パネルが一般原則1条の趣旨に照らして必要と考える状況があるときである。

(2) 対象会社が2種類以上の株式を発行しているとき

ターゲットが2種類以上の株式を発行しているときは、議決権の有無にかかわらず、オファーラーはそれぞれのクラスごとに並列的オファー（comparable offer）をする必要がある。並列的オファーは同一である必要はなく、オファーの間に差異があってもよい。いずれも上場されている2種類の株式を発行しており、推奨されないオファーをする場合には、オファー開始直前6ヶ月の当該クラスの株式取引所における中間の市場価額の平均と等しいオファー価格をパネルは通常要求する。ごく例外的な状況においては、他の割合を使用することをパネルは許す。2種類以上の株式のうち1つが非上場のときは、事前にパネルに相談すべきである⁽²¹⁾。

合意されたビッドの場合には、パネルは対象会社のアドバイザーの見解を重視する。2種類の上場株式についてのオファーでも、株式の評価方法として要求される6ヶ月の平均は必ずしも必要でない⁽²²⁾。

対象会社の転換証券、オプション又は株式引受権が流通しているときには、そしてオファーラーが議決権株式又は議決権株式への転換証券に対してオファーをするときは、シティ・コードは、オファーラーにこれらの証券所持人の利益を確保するよう要求する（コード15）。一定レベルの承諾をオファーの条件とは普通はしない⁽²³⁾。

(3) 株主の承諾割合の条件

オファーにおいては、議決権の50%超の株主による承諾を確定の条件としなければならない旨が要求される（シティ・コードRule10条）。オファーの50%基準の合理性は、オファーラーは対象会社の取締役会を支配し、経営を支配するということである。パネルは50.01%を決定的とみなす⁽²⁴⁾。オファーの期間中に発行又は転換されたすべての議決権株式を計算に入れなければならない。

もしオファーラーが50%以下の取得を望むときは、シティ・コード35条のもとのpartial offerを考えるべきである。

シティ・コードは、オファーラーはオファーが確定する前に無条件で割り当てられかつ発行

(21) Practitioners Guide (注7) p192

(22) Weinberg & Blank (注1) p4053

(23) Weinberg & Blank (注1) p 4054

(24) Practitioners Guide (注7) p 195

される議決権株式を考慮するように要求する⁽²⁵⁾。換言すればNote 2 to rule 10により、それはオファターの締切後に行使される転換権やオプションの結果として発行される株式を考慮する条件は許さない。TOBとの関係で転換権やオプションは行使することができるのが普通の姿であり、そしてこれらの権利はオファターの締切後まで存続することが普通である。

確固たるオファターの意思表示があったのちは、要請があれば対象会社は発行済株式並びに転換証券でオファターの期間中に転換された株式数などについての情報を提供する義務がある。対象会社はオファターの期間中に株式の割当て・発行及びその権利の行使について通知しなければならない⁽²⁶⁾。

承諾はオファターラーの承諾代理人 (receiving agent) がオファター書類で定めた承諾期日の前又は当日までに受領しかつ受領に関する報告書を作成することによって成立する。receiving agentはオファターラー又はそのフィナンシャル・アドバイザーに対して承諾を受けた株式数及び承諾条件を満足させるものとして計算に入れることができることを確認した旨の確認書を発行しなければならない。そのコピーをパネルとターゲットのフィナンシャル・アドバイザーにも送付しなければならない⁽²⁷⁾。

1989年におけるBootsのWard Whiteに対するオファターでは困難な問題が提起された。

Ward Whiteはもし全部について転換権が行使されたらWard Whiteの40%以上の普通株式が増加することとなる優先転換株式を発行していた。Bootsは普通株、優先株のそれぞれについて別個に承諾の条件とするビッドを行った。転換権行使の通知の提出締切り日はBootsが承諾に関し確定宣言をすることができる最後の日より前であった。転換によりいずれ割り当てられるが、まだ割り当てることができない普通株式は承諾条件を満たしたかどうかの決定において考慮すべきかどうかであった。パネル (full panel) は実際に割り当てられた普通株式だけを考慮に入れるべきという決定だった。

シティ・コード10は50%超の承諾条件だけを要求するに過ぎないが、オファター書面は90%のレベルを特定するのが通常である。これは会社法上の強制買取権⁽²⁸⁾を確保するためである。しかし、オファターラーはこの条件 (90%) を、R10の最低限である50%以上であれば、より低いレベルまで放棄する権利を有する。したがって、オファターラーはいったん50%超が取得されたならば、さらなる承諾を得るために確定宣言をすることができる。

シティ・コード Rule10はscheme of arrangementの方法に行われるオファターには適用されない。scheme of arrangementは個々の株主の承諾ではなく、独立株主だけが投票できる株主総会において少なくとも75%に相当する多数の承認を必要とするからである⁽²⁹⁾。

(4) 主観的な条件

オファターラーはそのオファターを主観的な条件に係らしめることができる。オファターラーはそのオファターをある種の事実又は対象会社の会計士が必要な評価を公表するなど独立した第三者の評定などに係らしめることも許される。しかし、オファターラーはそのオファターをその取締役たちの主観的な判断に係らしめ又は、その成就が彼らの手中にある事柄に係らしめることはできない。こ

(25) Note 2 on city code rule 10

(26) Weinberg & Blank (注1) p4058

(27) Weinberg & Blank (注1) p4061

(28) 拙稿・本論集第17号25頁以下参照。

(29) Practitioners Guide (注7) p195

れらは不必要に不安定にするからである（シティ・コード Rule13.1）。「もし一般経済状況が悪化すればオファーを撤回する」との条件も許されない⁽³⁰⁾。

主観的条件が問題となった例がある⁽³¹⁾。

パネルは2001年10月31日に会合を持ち、WPP Group PLCがTempus Groupに対して9月10日付けで行ったオファーに関し、アメリカで発生した9・11事件（世界貿易ビル襲撃事件）により、オファー書類に定めた「重要な不利益変更」（material adverse change）条項の発動をパネル執行部が拒絶したことにWPPが唱える異議を聞いた。

パネルは、WPPにとって重要な意味を持つTempusの業績見通しに「重要な不利益変更」が生じたことをWPPが証明したかどうかを問題とした。

「重要な不利益変更」が生じたかどうかを判定する期間は、9月7日から10月22日までとした。9月7日はWPPがそのオファー書類を投函する前にTempusについての最新の情報を取得した日であり、10月22日はWPPのオファーが承諾に関して確定したときから21日目の日である。この間に「重要な不利益変更」が生じたかであった。

W P PにはMerril Lynchと Goldman Sachsが、Tempusには Lazard Brothersがアドバイザーになっていた。

事実の概要：7月22日、WPPはTempusのデータルームへのアクセスを許され、2001年の業績予想及びその後についての若干の情報を得た。8月20日にWPPはTempusの価値を約4億3400万ポンドと見積もり、その1株につき555ペンスの金銭オファーを公表した。公表の日までに、WPPはすでにTempusの議決権株式22%を保有していた。9月7日、TempusはWPPに2001年12月31日までを見通した6か月間の中間報告の業績予想を提供し、9月10日にWPPはオファー書類を投函した。

9月11日にアメリカでテロリストの攻撃が発生した。9月17日にWPPはTempusの発行済株式の約3%を市場で取得し、これにより約25%の株式を保有するにいたった。

9月25日、Tempusは2001年6月30日に前期6か月間の中間決算を発表した。10月2日（締切日）までに、WPPはTempusの株式89,9%を取得し、オファーは承諾に関しては確定した。WPPはそのオファーを10月15日まで延長した。10月10日、WPPは「重要な不利益変更」又は価値減損（deterioration）の条件を発動することができるとの発表をすることにつきパネルの同意を求めると発表した。10月16日にTempusは2001年12月までの期のその業績予測に「重要な不利益変更」はない旨の報告書をパネルに提出し、パネルはTempusの同意を得て当該報告書をWPPにも交付した。10月24日、パネル執行部は双方から提出を受けた主張を聞いたのち、WPPが「重要な不利益変更」の条件を発動することはできないとの裁定をした。WPPは10月25日にパネル執行部に対してfull Panelに異議を述べるつもりであることを通知した。WPPはTempusが2001年第3四半期の営業上の財務情報を提出するようパネルが命じることを要請した。この点についてもフル・パネルで検討することにした。

シティ・コードのルール13条は、主観的条件につき オファーはオファーラーの取締役による専ら主観的判断に依拠する条件又は彼らの意のままになる成就に係らすことはできないと定める。そして、オファーラーは条件を発動する権利を生じさせる状況がオファーラーにとって重要

(30) Weinberg & Blank（注1） p4063

(31) WPP Group PLC/Tempus Group 2001/15 11月6日、20012 Weinberg & Blank（注1） p13177

な意義をもつ場合でないかぎり、オファーを失効させる原因となるように条件を発動すべきでない⁽³²⁾。

オファーをする際に条件を設定した状況が変化しても、パネルは長年にわたり一貫し姿勢を変えていない。1974年に世界の主要な市場が暴落したときに、パネルは次のように述べている。

「TOBのオファーがその意図が発表されたときに期待されたようにはオファーラーに利益をもたらすものではないことを指示する方向に経済・産業状況が変化したことはTOBが引き受けるべき危険の一つであるとパネルは考える。現在よりも通常な状況においてさえ、市場は変化し易く、ときには長期にわたり広範に変動することを予期しなければならない。他方、市場の低迷又は経済の不況はやがて回復するものである。経済、産業又は政治環境における変化は公表されたオファーの撤回を正当化するものではないとパネルは考える。(オファーラーとターゲットの株主の間には私的な契約が成立するところ)、一方的な撤回を正当化するためには、極めて特殊の状況かつ法的契約を挫折させるような性質の何かをパネルは要求する。オファーの意図を公表するタイミングや条件は、コードに従い、専らオファーラーの手中にあることを想定しなければならない。したがって、オファーラーは一定期間における状況の変化のリスクを受け入れるべきである。」

当事者の主張：Tempusは、9・11事件により生じた状況を含む一般経済状況の変化に基づいてWPPは条件を発動することはできないと主張し、WPPは、9・11事件は例外的かつ特殊の性質のものでTempusに影響を与えたがゆえに、重要な不利益変更該当すると主張した。WPPは、オファーラーがオファー価格や条件を決定したとの見通し・合理性を背景にして重要な不利益変更があれば十分であるというが、パネルは、重要な不利益変更とは、当該取引の目的を破壊するような極めて重大な事態であることが必要と考える。

パネルの結論：重要な不利益変更の条件を発動するためには、オファーラーはオファーの公表時に合理的に予測できなかった例外的状況がオファーラーに影響を及ぼしていることをオファーラーは証明しなければならない。パネルは提出された証拠及びTempusの将来の収益予想をする基礎、9・11事件のTempusへの長期に及ぶ影響、オファーオファーの前後の一般経済の低迷及びWPPのTempusへのオファーの戦略的な合理性等を考慮した。そして、WPPは9月7日から10月22日の間において重要な不利益変更の条件を発動することを正当化するに足る重要な不利益変更があったことを証明することにWPPは失敗したとして、WPPの主張を排斥した⁽³³⁾。

(5) 独禁法上の審査

あるオファーが独占禁止法による審査の対象となる可能性がある場合には、オファーの最初の締切日又は承諾に関し確定する日のいずれか遅い日の前に審査に掛けられたときは失効するとの条件が付されなければならない(コード 12.1 (a) (i)。オファーラーは、もし望めば、競争当局への審査ないし手続きの開始をしないとの決定を条件にすることもできる(コード12.1 (c))。

オファーラーはオファー書類で競争当局への審査又は審査手続きの開始があればオファーはその後承諾できないのみならず、それ以前にされた承諾に株主もオファーラーも拘束されないことを明らかにしなければならない⁽³⁴⁾。

(32) Note 2 on city code rule 13

(33) Practitioners Guide (注7) p 195

(34) Note 1 on city code rule 12.1

(6) オファーラーの株主の同意

ある種のオファーは、オファーラーの株主総会の承認を必要とする。たとえば、Class 1取⁽³⁵⁾に該当するオファーは上場規則により、逆オファー (reverse takeover)⁽³⁶⁾の場合と同様に、オファーラーの株主総会の承認を条件とする必要がある。オファーラーが株式を対価として交付する場合は、株式の発行前に株主総会の決議を必要とする (英会社法549条、551条)。

オファーラーの臨時株主総会はオファー期間又は遅くとも最初のオファー締切日の数日前に招集され、株主総会の承認をオファーの条件とされる⁽³⁷⁾。

(7) 対価の額及び種類

オファー対価額及び種類をどうするかは原則的には自由であるが、若干の制限がある。

(a) 最低限のレベルをオファーすべき義務を生じさせる場合

オファーラー又はその共同行為者がオファー開始の3か月以内に対象会社の株式を取得したときは、同種類の対象会社の株主により不利なでない条件でオファーすべきことをシティ・コードで要求される (コード6.1)。このことはキャッシュで取得された場合はキャッシュであることが要求されるわけではなく、確固たるオファーの意図が公表された当時の証券の価格がその価値を維持しておればよい。対価として提供される証券の価値がオファーの公表された日の翌営業日のまで維持されなかった場合には、パネルはオファーラーがオファー価格の決定に合理的な注意を払ったことを確認する。注意すべきは、競合するオファーがあるときは、3か月の期間は最初のオファーの開始に先立つ3か月であることである⁽³⁸⁾。

オファーの開始後、承諾に関する締切日前に、オファーラーがオファー価格以上の価格で対象会社の株式を取得したならば、オファー価格をオファー期間中に取得された株式の最高価格を下らないものに修正しなければならない (コード 6.2 (a))。これはオファーに応じた者に適用されるだけで、市場で売却した者には適用がないのは当然である。

(b) 金銭又は金銭選択のオファーをする義務を負う場合

オファーの期間中又はオファー開始の12か月以内にオファーラー又はその共同行為者がオファーが行われた種類の対象会社の株式を取得し、併せて議決権の10%以上を保有することとなったときは、パネルの同意を得た場合を除き、オファーラーによるオファーは上記の期間中に取得した最高の価格での金銭又は金銭選択のオファーをしなければならない (コード 11.1(a))。オファーラーの対象会社株式の取得が10%に満たなくても、オファー期間中の取得はその取得た

(35) 金融サービス当局により制定されたThe Listing Rules において規定されるものであり、取引の類別 (classifications) は取引の価値を当該会社の価値で割った割合により区別される。4つの基準がある。資産、収益など。もし、いずれかの割合が25%以上であればClass 1、いずれかの割合が5%以上25%未満であればClass 2、すべてにおいて割合が5%未満であればClass 3である。その割合が100%以上であればreverse takeoverである (The Listing Rules 10.2.1)。

Class 1 であるTOBの手続き オファーがClass 1取引に該当する場合には、オファーラーはR I S (認可情報サービス機関) にオファーの通知をする義務がある。加えて、オファーの詳細につき株主に通知し、オファーを完成させる前に株主総会の承認を得なければならない (LR 10.5.1)。

オファーラーが譲渡可能な証券を対価としてオファーをするときは、オファーラーはオファーの時点で目論見書を作成しなければならない。目論見書が必要なときは、ターゲットの株主にオファー書類として同時に送付される。

(36) オファーラーが買収対価として自社新株株をその発行済株式数を超えて交付する場合である。

(37) Weinberg & Blank (注1) p 4066

(38) Note 3 on city code rule 6

めに支払った最高の価格での金銭又は金銭選択のオファーをすべき義務を生じさせる（コード11.1 (b)）。

対象会社株式の取得が証券の交換により行われたときは、価格は取引の時点での証券の価値に依拠する。対象会社の株式の売主が交換に交付された証券をオファーの締切日まで保持することになっているときは、その取引は金銭オファーの義務を生じさせない。証券交換により取得したときは、オファーはこれらの証券を対価とすることを義務付けられる⁽³⁹⁾。

(c) 証券オファーをする義務を生じる場合

オファー期間又はオファー開始の3か月以内にオファーラー又はその共同行為者がターゲットのある種類の株式の議決権の10%以上に当たる株式を証券対価で取得したならば、オファーラーは同種の株主に同種の証券を対価とするオファーをするを要求される⁽⁴⁰⁾。

9 オファー期間中の株式取引自由の制限

敵対的ビッドの過程においては、オファーラーとターゲットはその攻防を有利にしようとして株式の売買をすることがある。対象会社のボードがオファーを争っているときは、オファーを逃れるために市場で十分な株式を買うように友人に協力を依頼し、他方、オファーラーは株式を買い集めようとする。オファーの対価が株式であるときは、オファーラーの協調者はその株式を市場で買い支えようとするのに対して、対象会社及びその協調者はオファーラーの株式を市場で売ることによりその市場価格を低下させようとする。

オファー期間中における、当事者によるこの種の取引はオファーの結果に重要な影響を及ぼす。株主の平等を確保し、虚偽の市場の出現を防ぐために、オファー期間中ないしそれ以前の証券の取引は規制される。この種の取引に関するシティ・コードの規制は市場での取引の変化に応じて変化してきた。ことに、20世紀最後の10年及び21世紀の初めに種々のデリバティブ取引の量が増加してきた。

市場における重要な参加者であり、TOBとの関連で極めて重要な地位を取得できるヘッジ・ファンド (hedge fund) が成長した。これに対応するために、2005年に、コード委員会は取引のディスクロージャーに関する規制を改正した⁽⁴¹⁾。

オファーラーによる対象会社の証券取引を除いて、オファーが予想される理由があり又はアプローチが考慮されているときとオアファー又はアプローチの公表があるまでの間、オファー又は possible offerに関する価格に敏感な情報に接している者（インサイダー）による対象会社の株式の取引は禁じる（コード4.1）。

この禁止の例外として、オファーラーの共同行為者が取引することは許されるが、共同行使者の取得する株式については、オファーラーが経済的リスクを負担し、当該取引につき報酬を受ける権利を有するという合意のもとに行われることを条件とする⁽⁴²⁾。このような取引についてはインサイダー取引禁止についての注意深い考慮が払わなければならない。

オファーがいったん公表されると、シティ・コードは、オファーラー及びその共同行為者がパネルの同意を得た場合を除き、対象会社の株式を売却することを禁じる（コード4.2）。同意を得

(39) Weinberg & Blank (注1) p 4038A

(40) Weinberg & Blank (注1) p4071

(41) Weinberg & Blank (注1) p4117

(42) Note 3 on city code 4.1

たときは、24時間前に公表しなければならない。シティ・コード9条による義務的オファーの場合には売却の同意は与えられず、またオファー価格以下での売却は許されない。このルールのもとで売却の通知が行われたならば、オファーラー及びその共同行為者は対象会社の株式を購入することはできない。このルールはオファーラー等が市場をミスリードするのを防ぐことにある⁽⁴³⁾。

1997年に、パネルがオファーラー及びそのアドバイザーによるオファー期間中の市場での対象会社株式の取得を制限するべくコードを変更するのではないかとの憶測があった。これは、1996年のアメリカの会社、CalEnergyによる Nothern ElectricのTOBの影響である。Nothern ElectricはCalEnergyによりあまりにも安く取得された。というのも、CalEnergyは、このTOBが独占合併委員会の審査に付託される可能性があるとの理由で、Nothern Electricの株式の株価が下落している間にその30%を取得することができた。独占禁止法をクリアしオファーがかけられてNothern Electricの株価は上昇した。そしてCalEnergyのオアファーには20%の承諾があった。すでにCalEnergyは30%を有していたのでNothern Electricの支配権取得に成功した。そこで、オファーラーはオファーがされている間は市場では株式を取得できないというアメリカの規制が適用されるべきであるとパネルに主張する者があり、また、規制当局の意向が不明（独占禁止該当するかどうか）の間はオファーラーによる取得は禁止されるべきだなどと主張する者もいた。しかし、多くの者の見解は、オファーの間の市場での取引を制限すべき合理的理由はないというものである。もし株主が確実に求めて早い段階でオファー価格以下ないしその価格で市場において売却を望むならば、それはかれらの特権である。パネルはこの点に関して改正しようとする計画はない⁽⁴⁴⁾。

(43) Practitioners Guide (注7) p105

(44) Practitioners Guide (注7) p104

