

# 支配株式の取得規制 ～イギリスにおける公開買付（四）～

山 野 加代枝

## Acquiring Control of Another Company ～ Take-over Bids in England (4) ～

Kayoe YAMANO

### Outline

“Acquiring Control of Another Company-Takeover Bid in England (4)”

This is the final part of a series of research on Takeover Bid in England. In this paper, defensive tactics against hostile bid which are approved under English Rules will be discussed. Finally, the most controversial rule in the City Code of Takeover Bid, Rule 9 will be discussed. Rule 9 of the Code provides mandatory bid that a person who takes more than 30% of shares with voting rights of the target company must make a general bid for whole shares of the target.

Minority shareholders will be protected by this rule, but economic activities will be restricted.

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 同19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 本号

- 1 取締役と対象会社の防衛策
- 2 事前の防衛策
- 3 ビットに直面した時の防衛策

V 義務的公開買付

- （一）義務的公開買付
- （二）ビット不成功後の同一対象会社に対するTOBの制限

## 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

#### 1 取締役と対象会社の防衛行為

会社の事業をコントロールし経営する取締役の利益と株主の利益は、取締役が株主でもある時は特に、TOBとの関係においては衝突しがちである。取締役は支配の利益（経営支配権、報酬、職務から生じる臨時収入及び名声の利益）の維持を追い求めるのに対して、一般の株主は相当な利益を得て自己の投資を実現する機会を求める。取締役がわずかしき株式を有しないなら、株式に依拠する利益は経営権を失うことによる損失を補てんするものではない。それゆえ、株主総会の承認を得ないで、何らかの防衛行動を起こそうとする取締役は、会社の利益、ひいては全体としての株主の利益よりも彼らの地位を維持しようとする危険がある<sup>(1)</sup>。

もし取締役たちが、会社の議決権株式の過半数を通じて会社を支配していないなら、彼らはオファターの不成功又は議決権支配の不変化を確保することはできない。最終的な決定は会社の株式資本における議決権を有する者に存在する。望ましくないオファターから身を守るためにできることは、彼らが会社に対して負う法的な義務により制限される。

オファターに直面した会社の取締役に課せられたシティ・コード上の義務は嚴重である。彼らは会社の利益において行為をしなければならず、株主がオファターのメリットを判断する機会を否定してはならない。ことに、彼らはオファターないし検討中のオファターが挫折する結果となるような行為をしてはならない<sup>(2)</sup>。彼らは、株主に十分な情報を与えて、オファターのメリット・デメリットについて十分な情報を与えられたうえで判断できるように正確かつ公正で迅速に情報を提供しなければならない<sup>(3)</sup>。彼らはオファターについて彼らの見解を通知しなければならない（コード25.2）。彼らは、オファターについての独立した有能な者のアドバイスを得てその内容を株主に知らさなければならない（コード3.1）。彼らは株主総会の承認なしに誠実なオファターを挫折させ、株主がオファターのメリットを判断する機会を否定することとなる行為をしてはならない<sup>(4)</sup>。オファターがすでにされた場合だけでなく、誠実なオファターが差し迫っているとボードが信ずべき場合にも、オファターを挫折することとなる行為をすることは制限される<sup>(5)</sup>。

シティ・コードはオファターを挫折させようとする対象会社のために取締役が行い得る機会をあまりにも厳格に制限するので、望ましくないあるいはおよそあらゆるオファターを防ぎたいと望む取締役はできるだけ早期にかつオファターが差し迫っていると信ずべき理由を持つ前に防衛策をとるべきである。

(1) Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers (Fourth Edition,1979) 以下Weinberg & Blankと略す

(2) City Code General Principles3, City Code Rule21.1 (a)

(3) City Code General Principles2, City Code Rule23

(4) City Code General Principles3, City Code Rule21

(5) Weinberg & Blank (注1) p4147

シティ・コードはいまや制定法である<sup>(6)</sup>。シティ・コードはT O Bとの関連における取締役の義務について明示の規定は設けていない。株主の利益のために会社の業績向上を促進すべき義務に加えて、その付与された目的のためにその権限を行使すべき義務が重要である<sup>(7)</sup>。

## 2 事前の防衛策

### (1) 株主間の議決権行使の合意

もっとも単純な防衛策は、それぞれ不十分な株式しか保有しない複数の株主がその持ち株をブロックとして議決権を行使し、別々には譲渡しないという合意をすることである。譲渡又は売却はブロック全体として行い、内部の意思決定は持ち株数等に応じて行う。これらの議決権合意(voting agreement)は対象会社の取締役との共同において行われる。けだし、数人の株主が会社の支配権を行使したいと望むならば、彼らはそれを取締役を通じてしなければならないからである。voting agreementに従って行為をする株主たちは、会社支配のために共同行為をしており、それゆえ共同行為者とみなされる<sup>(8)</sup>。

### (2) 連動式株式保有ないし連鎖保有(Interlocking or circular shareholdings)

2006年会社法(136条)は、会社がその持ち株会社の株式の取得を禁じるが、複数の会社が相互に相手方の会社の大量のブロック株式(コントロール株式数ではない)を保有することは禁じない。ただし、3%を超える保有はその会社に開示し、会社からR I S(Regulatory Information Service)に開示され、公に知られることになる。

たとえば、相互に他の会社の普通議決権株式の26%を保有しかつ取締役会を共通にする3つの会社があるとする。それぞれの会社の取締役会は多数派を占め、それゆえ彼らは罷免されることはない。複数の会社が相互に相手の会社の過半数に満たない株式を保有するときでも同じことが起こる。そこには、いわゆる連鎖所有(circular ownership)がある。A社がB社の普通株式の40%を保有し、B社はC社の普通株式の40%を保有し、C社はA社の普通株式の40%を保有する。これらすべての会社の取締役たちは、彼らが共同行為をとれば他の株主によって罷免されることはない。

このような状況を作り出す1つの方法は、会社事業の一部を分離して別会社(会社分割)とし、その株式の51%をその株主に分与し、この別会社に元の親会社の株式を取得させることである。この種の相互保有は違法ではない。けだし、この種の相互保有は関係株主のすべてに利益があるからである。

連動式株式保有(interlocking shareholdings)の利用の極端な形式は、しばしば株主間の議決権合意と結びついて、ピラミッド作り(pyramiding)と言われる。この形式はアメリカの鉄道会社及び南アフリカ鉱山グループの支配者の間で普及している<sup>(9)</sup>。

次のようなものである。ある者がA社の51%の株式を保有、別の者はB社の51%の株式を保有しているとする。彼らはA & B holdingsという新会社を設立することを合意し、A社及びB社の株式を引き継ぎ、その上に、新会社の株式につき議決権合意をする。新会社設立後、49%の株式を公衆に売却する。こうして49%について彼らの投資を金銭化し、なおA社及びB社の支配を維持する。

---

(6) 2006年Company ActはPart28にTakeoverに関する規定を追加した。

(7) Weinberg & Blank (注1) p4149

(8) Weinberg & Blank (注1) p4151

(9) Weinberg & Blank (注1) p4151

### (3) 新株発行

- (a) ターゲットの取締役が支配権維持のチャンスを提供することになる可能性があるのは従業員を受益者とする信託の受託者に対して新株を発行することである。

Hogg v Cramphorn<sup>(10)</sup>において、法廷はT O Bに直面して、ブロック株を従業員信託に対して発行し、会社が無利子で貸与した資金を受託者に払い込んだ新株発行の無効が争われた事件において、法廷は、本件新株発行の取締役の目的はT O Bを挫折させることであり、これは不当な動機に基づいており、したがって新株発行は無効であるとしたが、法廷は、取締役による不適切な行為という瑕疵は株主総会の普通決議により治癒されると説いた<sup>(11)</sup>。従業員のための信託の受託者、年金ファンドの受託者はすべての受託者と同じように、特別な義務を負い、したがって取締役はすべての面で彼らを支持することを期待してはならないことに取締役は注意すべきである。受託者は受益者の利益のために行為しなければならない。対象会社の株式を保有する受託者は、取締役にとって好ましくない者のビッドを拒絶し、ビッドが失敗することによって株価が下落するとき、また競合する2つのオファーの低い方のビッドを承諾すれば、受益者から損害賠償の訴えを提起される可能性がある。もっとも、望ましくない者への支配権の移転がない方が受益者の利益になると信じたとの抗弁を主張できる可能性もある<sup>(12)</sup>。

- (b) ブロック株の発行を親密な取引先に対して行うことは珍しいことではない。その新株発行が潜在的なT O Bに対する防衛策として意図されたものかどうかは、T O Bを打ち上げようとする外部の会社にとっては、判定が困難である。合意をしておけば、取引先に対し発行したブロック株が競争相手にわたる危険を少なくすることができる。

このようなブロック株の発行を取締役の特別な動機のせいにするのは極めて難しい。ただし、株式の発行は会社の取締役が付与された権限にも基づく行為であり、取締役の判断がgood faith（誠実）に行われかつ不当な目的で行使されたのではないかぎり、その効力が法廷で争われることはほとんどないからである。

取締役は大量の株式を自己の権限で発行する自由はない。2006年会社法551条は、取締役が株式を発行するについて定款又は株主総会から明示にその権限を授与される必要がある。その権限は、発行できる株式の最大限を明確にする必要がある。加えて、561条は普通株式が他の者に金銭で割り当てられる前に先ず既存の普通株式の株主にオファーされなければならない。さらに、私会社（private company）か公開会社かを問わず、取締役が株式発行の一般的権限を付与されている場合には、既存株主の優先的引受権は定款又は株主総会の特別決議で排除されることがある<sup>(13)</sup>。

特定の者（その共同行為者を含む）への新株発行がその者の保有割合をその会社の議決権の30%以上（又はすでに30%以上50%未満の者へ）とするときは、T O Bの監督機関であるパネルの同意で免除されない限り、その者はすべての株主に対してオファーをする義務が生じる（義務的オファー、シティ・コード9条）。パネルは、独立した株主総会の同意があることを条件に免除する。この場合、新株の発行を受ける者は承認決議に参加できな

(10) 1967 Ch.254

(11) Weinberg & Blank（注1）p 4154

(12) Weinberg & Blank（注1）p4155

(13) (Mayson, French & Ryan, Company Law, 33rd 2016-2017, p169)



い。この免除手続きは「whitewash」と呼ばれる。

対象会社のボードが誠実なオファーが差し迫っていると信ずべき理由のある場合には、シティ・コードによりボードの行為は制限され、株主総会の承認なしに新株発行をし、金庫株を売却する合意をすることはできない<sup>(14)</sup>。これらの制限にもかかわらず、ブロック株を友好的な取引先に引き受けてもらうために、形式的にはすべての株主に引受権を付与するが、ほとんどの株主が引き受けようとしないう条件（額）で新株発行をしようとする。この引受人が取得の結果30%以上保有することとなる場合は、パネルはシティ・ルール9条のもとで独立した株主総会の承認を条件に全員へのオファーなしに取得を許すことがある。さらに、その条件として、この者がさらに同社の株式をそれ以上取得しないことを求める<sup>(15)</sup>。

- (c) 金銭での新株発行の合意に代えて、取締役は新株と交換に私会社の発行済全株式を取得することを選択することもある。私会社の株式の売却者が現経営者に友好的で彼らを支持するように議決権を行使することを知っている場合にこの手段を選択する。

会社法551条に従った株式発行権限があることを前提に、取締役は株主総会の承認なしにそのような目的のために新株発行の権限がある。この場合は金銭対価ではないので、既存株主に優先的引受権（pre-emption rights）はない<sup>(16)</sup>。

#### (4) 防衛的合併

取締役が好ましくないTOBに抵抗できない又は株主をして抵抗させることができないときは、彼らは好ましくないオファーラーに機先を制すために気の合ったパートナー（合併相手）を選ぶことを選択する。取締役は合併相手を探し、大きなブロック株を好ましい株主の手中に収めさせ、潜在的なオファーラーに対抗し又はより魅力のない企業にすることを選択させる。

防衛的合併は通常株式対株式（share-for-share）であるため、双方の株主が結合企業の株主であり続ける。両会社の規模にもよるが、合併の結果、脅威にさらされた会社の取締役は合併後の会社の支配を維持し、吸収された会社の主要な株主は支配権を共有するか失うことになる。いずれにしても、脅威にさらされた会社の取締役は吸収された会社の主たる株主と結合された会社の経営について協調することを望む。そのために、結合した会社に業務執行につき議決権合意をし、他のオファーラーの支配を諦めさせる。脅威にさらされた会社は規模が大きくなり、したがって潜在的オファーラーにとっては魅力を減ずる。この場合、脅威にさらされた会社は金銭対価で他の会社の支配権を取得するビッドをすることもできる。もし、この会社の流動資金が魅力であったとすれば、金銭によるビッドを行うことで流動資産を減らし、潜在的オファーラーにとっては規模が大きくなったことと、流動資産の減少でオファーの魅力は減じられる。かつてある取締役は、好ましくないビッダーからのオファーを拒むことができないと思ったときは、会社を合併させる用意があると述べたという<sup>(17)</sup>。

最後の手段として、会社を進んでTOBのターゲットにすることができる。あまりにも好ましくない潜在的なビッダーであるときは、会社はむしろ他の会社に友好的に経営支配されたいとして、TOBを仕掛ける先を探す。いわゆるwhite knight探しであり、株主に承諾を推奨するのである<sup>(18)</sup>。

#### (5) 資産の分離

(14) City Code Rule 21, 1[b] (i)

(15) Weinberg & Blank (注1) p 4155

(16) Weinberg & Blank (注1) p 4156

(17) Weinberg & Blank (注1) p 4158

(18) Weinberg & Blank (注1) p 4159

ビッドの目的は会社資産に対する支配権の取得であるから、取締役は会社資産を株主の支配外に置くことにより会社の魅力を減ずることができる。シティ・コード<sup>(19)</sup>は、ビッドが開始し又は差し迫っているときには株主総会の承認なしにこの戦略を用いることを禁じるが、直接的な脅威がある前には利用可能である。彼らは相当な高額（material amount）の資産の処分・売却をすることはできない。処分が相当な高額のものであるかどうかの決定においては、会社の資産との比較、資産に対して取得する対価などを総合的に考慮する。パネルは一般的に総資産に対して10%を相当な高額とみなす<sup>(20)</sup>。

#### （6）取締役退任時の補償金の支払い

会社との間での就任契約の際に、取締役は彼らが経営支配の利益を奪われた場合には相当な補償金の支払を受ける内容のものをすることができる。多額の補償金を支払わなければならないとの見通しは潜在的なビッダーにとって会社の魅力を減じさせる。しかし、この戦略を利用する機会は2006年会社法188条により制限される。同条は、株主総会でそれより長い任用契約が認められない限り、5年以上の長期契約は許されないと規定する。

1990年代に機関投資家の圧力が取締役在任の許容年数を減少させている。1998年に制定されたコーポレート・ガバナンス・コード<sup>(21)</sup>は、任用期間を1年にすべきとし、上場会社であってこれに従わない会社は年次報告でその理由を説明すべきとする<sup>(22)</sup>。

上場規則もコーポレート・ガバナンス・コードも取締役の任用契約の詳細が株主に開示されることを要求する。2006年会社法228条は、任期が1年以内でない場合には、個々の取締役の任用契約書のコピーが会社登記所で株主により閲覧できなければならないとする。上場会社の取締役は年次報酬報告において報酬に関する情報を提供することを要求される<sup>(23)</sup>。シティ・コードもまた、対象会社の取締役の任用契約に関する相当に詳細な内容のものを株主への推挙又は拒絶の勧告において開示することを要求する（コード25.4）。

シティ・コードはさらにボードが誠実なオファーが差し迫っている場合に、任用契約を修正し又は新たな任用契約をすることを禁じる<sup>(24)</sup>。

### 3 ビッドに直面したときの防衛策

シティ・コード21条は、「誠実なオファーが差し迫っていると信ずべき理由があるときは、対象会社のボードは株主総会の承認なしに、（i）授權枠であるが未発行の株式を発行し又は金庫株を売却し、（ii）未発行株式につきオプションを付与し、（iii）株式への転換権付証券又は新株引受権を発行し、（iv）重要な財産（assets of a material amount）の処分又は取得、（v）通常の業務における以外の契約締結をしてはならない」と定める。

これらの禁止事項は、当該行為をすることの決定が潜在的なオファーが差し迫る前に行われていたときは適用されない。これを株主総会の承認なしに行うにはパネルの同意を必要とする。

シティ・コード21条は例示的であり、オファーについて株主が結果を判断する機会を否定する

(19) City Code Rule21.1 (b) [iv]

(20) Weinberg & Blank（注1）p4167

(21) CG委員会による「善良なガバナンスの原理と最善の慣行のコード」である。

(22) Listing Rules para9.8.6

(23) 2006年Company Act、420条、421条

(24) Note 5 on City Code Rule21.1, (r 21.1,n5) .

こととなる行為を広く含むとパネルは解する<sup>(25)</sup>。

対象会社の取締役が、その権限をオファーラーがオファーをできなくするようには又はオファーを進めたくないと思わせるような行為をするために行使すると、彼らは、その行為の動機の不当について訴訟で攻撃されるであろう。しかし、ビッドに直面して提案された行為が株主総会で承認される場合には、シティ・コード21条による制限は自由になる。

Bamfordsが友好的な取引先に10%のブロック株を発行したケースにおいて、そのブロック株と取締役及び彼らの家族の株式を合わせると他の会社によるビッドを防ぐことができた。法廷<sup>(26)</sup>は、その主たる動機がビッドを排斥することであり、不当だとしても、株主総会決議により追認することができるという。

対象会社の取締役は彼らに友好的なアンダーライター又は機関投資家によって引き受けられた株主割当て方式の新株発行又は他の会社を取得するための対価とする新株発行を株主に提案することができる<sup>(27)</sup>。

特に注意を要する若干の防衛行為について述べる。

#### (1) 市場での株式の購入

対象会社の取締役はビッドを食い止めるためにその友好的な者に対象会社の株式を購入するように協力を依頼し、オファー価格以上となるようにすることができる。オファーラーはこれに対抗買いをすることはできない。というのは、シティ・コードのルール6条はオファーラー又はその共同行為者がオファー期間中にオファー価格以上でターゲットの株式を取得するならば、オファー価格をそれ以上に変更しなければならないからである。

ビッドの対価が株式対株式であるときは、対象会社とその友好な仲間はオファーラーの株式を売却し、かつ対象会社の株式を組織的に買いビッドの魅力を失わせるように努めることができる<sup>(28)</sup>。

1998年のコードの改正で対象会社の財務アドバイザー（マーチャントバンク又は株式仲買人）が自己の資金でターゲットの株式を購入することは禁止した。オファー期間中はそのような買い入れは禁止される（コード4.4）。

ビッドの期間中又はビッドが差し迫っていると信じるべき理由があるときに取締役が自社の株式を取得することは互いに共同行為者と推定される<sup>(29)</sup>。

#### (2) オファーラーの批判

対象会社の取締役たちはオファー価格が低いこと又はオファーラーが好ましくない理由を示そうとすることができる。オファー価格がキャッシュの場合には、経営理念や過去の悪い労務関係など問題を取り上げる。対価がオファーラーの証券類のときは、それらの証券の価値について論争することになる<sup>(30)</sup>。ビッドはよくオファーラーの株価が高く、対象会社の株価が低いときに行われるが、対象会社の取締役は現在の市場株価は現実的でないと反駁する。しかし、注意すべきは、対象会社の取締役は不正確な声明を出して株主を誤導し又は市場を不安定にしない義務があることである（コード19.1）。

---

(25) Weinberg & Blank（注1）p4170

(26) 1970 Ch.212

(27) 株主割当てであるが、割引率が高くないのでアンダーライターが94%を引き受け、株主の権利行使はわずか6%であったという例がある（Gower's Principles of Modern Company Law（Fifth ed.）p318 note .37）

(28) Weinberg & Blank（注1）P4173

(29) Note 3 on city code rule 9.1

(30) Weinberg & Blank（注1）P4175

### (3) 増配

ターゲットの株価が配当抑制策により低迷していると思われる場合には、取締役は増配又は株主への無償新株発行 (capitalisation issue)<sup>(31)</sup> を発表することによって市場価格を上昇させることができる。これらは、理論的には、株価を抑圧するはずである。けだし、それは、配当可能資産を配当不可能な資本に転換するからである。

これらの姿勢がビッドの成功、不成功にとって重要かどうかは疑わしい。そのような配当政策における変化は、“Death-bed repentance” (死の床での後悔) だとしてつねに批判されている。もしそれが正当だというのなら、なぜビッドに直面するまで増配を引き延ばしていたのか、もし、それは正当でないのなら、取締役の義務違反になりそうである。

取締役は中間配当を増やすとの発表をする自由があるが、ビッドの期間中は異常な中間配当することは制限される。異常に高い配当はビッドを挫折させる性質をもった会社の重要な処分に該当する可能性がある。この種の配当の支払いはビッドを挫折させる目的に使われるもので、通常の配当政策に基づいた配当でないかぎり、事前にパネルに相談することが要求される<sup>(32)</sup>。

### (4) 好ましいオファーラーへの報奨金の約束

2011年までは、対象会社の取締役会が特定の好ましいと思われる相手にビッドをすることを依頼し、ビッドが成功しなかった場合には当該オファーラーに金銭の支払いを約束する (payment of inducement fees) のが通常の慣行となっていた<sup>(33)</sup>。これを報奨金 (inducement fees) といっていた。これはある時期アメリカで普及していたものの輸入であり、その金額は相当に高額である。そのような支払は他の当事者が競合するオファーを思いとどまるに十分な額であった。イギリス法及びシティ・コードのもとでは、対象会社のボードがそのような支払を約束することには無理がある。第1に、そのような支払が株主に利益になるかどうかを考慮しなければならない。もし、唯一の動機が当初のオファーラー (その者は取締役として引き続き就任させることを提案している) が、(より好ましくないビッドから潜在的なより高額でのオファーが行われるかも知れないのに)、成功することを確保することであったならば、シティ・コードの原則と衝突するであろう。

2011年にコードは改正され、inducement fees及びその他のオファー関係の合意は一般的に禁止される。きわめて限定的にのみ次の合意はできる。

inducement feeは、敵対的オファーが行われた場合に、競争的オファーラーにinducement feesの支払を約束することは許される (パネルの同意が必要、r 21. 2 n1, 2)。inducement feesが許される場合に、その額はオファー価格の1%を超えないこととされている。対象会社の取締役及び財務アドバイザーは株主の利益のためであることをパネルに証明しなければならない。その詳細がオファーの公表時に開示されなければならない<sup>(34)</sup>。

### (5) 反対するTOBに際しての取締役の役割

望まないTOBに直面した会社の取締役は、その成功を回避するためにあらゆることをしたいものである。しかし、取締役の行為はシティ・コード及び会社法により大いに制限される。シティ・コードの一般原則3条、ルール21条は株主がオファーのメリットを判断する機会を奪うことを禁じている。

---

(31) capitalisation issueの意義については、Gower's Principles of Modern Company Law (Fifth ed.) p210 を参照。

(32) Weinberg & Blank (注1) P4174

(33) Weinberg & Blank (注1) P4185

(34) Weinberg & Blank (注1) p4185)



シティ・コードはその株式所有が会社の支配を付与するボードは株主に対するアドバイスの背後にある理由を注意深く検討する必要があるその決定を公に説明するために備えなければならない<sup>(35)</sup>。ボードは二つのオファーのうち低い方を選ぶことはできるが、その理由は株主たちが理解できるものでなければならない。取締役によりしっかりコントロールされている株主はオファーに関してボードの態度が決定的である。

あるオファーを拒絶し、より低いオファーを選択することがあるのは支配的利益を有する取締役に限られない。ビッドに直面した取締役はオファー価格にかかわらず株主に推奨するのを拒むためには、株主にその理由を説明し、彼らの見解について財務アドバイザーを説得する必要がある。財務アドバイザーはそれが取締役の自己利益の動機に出ていると考えるときは取締役に支持を拒むことができる。取締役に付与された経営権限は善意 (in good faith) で行使され、かつ会社ないし全体としての株主の利益のために行使されなければならない。この誠実義務 (honesty and good faith) は取締役のもっとも重要な受託者責任 (fiduciary duty) であると考えられてきた<sup>(36)</sup>。

## V 義務的公開買付

### (一) 義務的公開買付

#### 1 義務的公開買付の意義

1968年にシティ・コードが制定されるまでは、会社の議決権株式を取得するについて何らの制限もなかった。人は私的な取引であれ市場を通じてであれ、他の株主にオファーをする義務はなく、好きなだけ取得することができた。もしある会社の議決権株式の一部だけについてオファーをしようと思えばそれも自由にできた。

シティ・コードの制定及びパネルにより運営される規律システムは、株主間の公正を確保する原則とルールで証券取引に関する法を補充することを目的とした。そうすることにより、シティ・コードは小さな個人株主のために取引をし、投資をする事業者の自由を相当に制限する。

会社の支配権を付与するが、完全な所有ではない取引は経済界からある種の不評をかっている。ただし、ビッダー（オファラー）は支配権を取得するに十分なだけの株式を取得し、残りの株主は無力な少数株主として放置されるからである。私的取引の成功により、新しい支配者は彼が投じた経済的ステイク（利害）をはるかに超える全資産に支配権を行使する。新支配者は支配権を濫用できる地位を得る。前支配者も同じ地位にあったことは事実であるが、前支配者は個人であったが新支配者は会社であり、グループ企業の利益のために支配権が行使される危険がある。残余の株主はグループ企業の子会社の被支配株主となる危険がある<sup>(37)</sup>。

支配権の濫用は規制されなければならないが、救済は困難である。初期のシティ・コードは、その株式所有が家族、信託又は取締役会に代表を送っている他の株主と併せて会社を支配している取締役が他の者にその支配利益 (controlling interest) を譲渡することを制限した。この場合、買主は合理的期間内に他の株主に支配権を買うのに支払った対価と同じ価格でオファーを拡張することを条件とした。初期の規制の最大の困難は会社の「支配」を構成するものは何かを決

(35) Note 1 on city code rule 25.1

(36) 2006年 Company Act 172条 2項

(37) Weinberg & Blank (注1) p 4205

定することであり、ある者ないし会社が「有効な支配」を取得したかどうかを決定する概念を導入した。ある者をして実際に普通決議を彼の意のままに通過させることを確保させ、取締役の解任を可能とし、取締役会を彼の意のままに構成させることができるに十分な株式所有である。有効な支配権を取得するための割合は会社の株式所有の分布状況によって変わる。ある会社では5%の所有で十分であるが、他の会社は40%もの高い所有割合を必要とするかもしれない。たいいの場合、約30%の割合が有効な支配を付与するであろうが、実際には個々により異なる。

シティ・コードはもしある者が会社の議決権株式の30%以上を取得すれば、その所有が実際に支配権を持つかどうかにかかわらず、その者は支配権を取得すると定める（定義規定）。ある者又はあるグループが集合的に30%以上の議決権株式を取得するならば、その者は議決権を持つ他の株主にオファーをする義務を負う（コード9条）。そのようなオファーは「mandatory bid」（義務的公開買付）と呼ばれる。

mandatory offerにおけるオファー価格は、オファーラー又はその共同行為者がその義務が生じる前の12か月間にその種類に株式取得のために支払った最高価格以上でなければならない（シティ・コード9.5（a））。同種のすべての株主は等しく扱われるべきであるということを確認するために、シティ・コードは、支配権を取得するために支払ったプレミアムの利益は同種の株式の株主すべてに支払うべきであるとする（一般原則1条）。この思考はシティ・コードの基本である。ある主要な株主が他の株主を排他的に支配的所有に対する余分なプレミアムを受領する権利を認めないのである。この方式の唯一の欠点は画一的であることである。ある者が会社の議決権の30%未満を取得することにより有効に支配権を取得したとしても、取得価格にかかわらず、かりにプレミアムを支払っても、シティ・コード9条の義務は発生しない。対象会社の議決権株式の30%以上を保有する支配者は、30%未満の株式を、有効な支配権を取得できると考えている者に売却することによりプレミアムを得ることができる<sup>(38)</sup>。

## 2 義務的オファーの発現

時間をかけた一連の取引によるかどうかを問わず、対象会社の議決権株式の30%以上を取得した者はmandatory offerを要求される。オファーは議決権株式と無議決権株式の双方に対して行わなければならない。すでに有する株式と併せて又は共同行為者の持分と併せて30%以上に達したときにmandatory offerの義務が生じる（コード9.1（a））。2006年5月のシティ・コードの変更以来、義務は株式に関する利益（interests in shares）の取得により生じる<sup>(39)</sup>。

1998年までは、少なくとも議決権株式の30%を有し50%以上ではない議決権株式を保有している者により12か月以内にさらに1%以上の議決権株式を取得されたときにmandatory offerを行うことを要求していた。この制度は批判され、正当性を欠いていた。この制度は1998年8月に廃止され<sup>(40)</sup>、現在は、mandatory offerの義務は、共同行為者とともに30%以上だが50%の議決権株式を保有しない者が議決権株式の持分割合を増加するならば（1%以下でも）公開買付の義務が生じる（コード9.1（b））。

(38) Weinberg & Blank（注1）P4209

(39) 2006年の変更までは、“rights over shares”という用語が使用されていた。より広くとらえるために“interests in shares”という用語が選ばれた。Interestsは広い意味を有し、既発行の株式についてのオプション及びデリバティブの下での権利を含み、株式を現実に取得していなくてもinterestsを取得する。

(40) A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2014/2015（以下、本書をPractitioner's Guideと略称する）p172

この状況にある株主のために若干の柔軟性を持たせる例外が2000年7月に導入された。このような株主は30%未満にはならない程度に持ち株数を減らし、その後、mandatory offerの義務を発動させることなく、さらなる株式の取得により持ち株割合を元に戻すことができる。この例外は、株式の処分による持ち株数の減少であるか、新株発行による希釈によるかに関係なく適用される<sup>(41)</sup>。もし合計持ち株数が30%未満に減少されるならば、その後、30%まで買い戻すときはmandatory offerの義務を発動させる。

mandatory offerをする確固たる発表は、その義務を生じさせる株式の取得後速やかにすることを要求される。発表はオファーのための情報を完全に収取する途中であるとの理由で遅らせることはできない。

発表はオファーラーの財務アドバイザー又は適切な独立した者による「オファー全部の承諾を満足させるに足る資金がある」ことの確認を含まなければならない。オファーラーに全部の承諾を満足させるに足る資金がないことが判明したときは、それを確認した者にキャッシュを用意する責任が生じるが、この者は確認の際に、オファーラーにキャッシュが用意されることの確認についてあらゆる手段を踏んだことを立証すれば別である（コード2.7 (c)）。確認するにつき財務アドバイザーは、その時点で及び予見しうる限りで、適切な融資が可能であり、それはオファーの継続する期間を通してその状態は維持されるということにつき、高度で厳格な義務を負うというのがパネルの見解である。しかし、財務アドバイザーは高度の注意義務を尽くせば、オファーの完遂についての保証人となるものではないとの見解である。

転換証券又は新株引受権のオプションの取得の時点ではmandatory offerの義務を生じさせないが、転換権又は株式引受権の行使は、mandatory offer義務が生じるかどうかの決定に関しては、株式の取得とみなされる<sup>(42)</sup>。

既発行の株式を購入するオプションの取得は株式についての利益（権利）の取得を構成し、オファー義務が生じるかの決定において算入される。既発行株式についてのオプションの行使は株式についての利益の取得には該当しない（合計の利益に変更がなく、単に利益の性質に変更があるだけ）。同じ効果をもつその他の取引も同様に扱われる<sup>(43)</sup>。

mandatory offerの義務が、株主総会の独立の投票（independent vote）<sup>(44)</sup>により承認を得て議決権付きの新株引受権ないし転換証券の発行により生じた場合には、パネルは通常義務的オファーの義務の免除を認める（whitewash dispensation）。

転換証券又は新株引受権が発行され、それらを取得した時点では、義務的オファーの義務は発生しないが、その権利を行使したことにより議決権株式の30%以上を取得することになる場合には、mandatory offerの義務が発生するが、パネルはその義務を免除する用意がある。

そのような方法で株式を取得する者はつねにその転換権ないし新株引受権の行使の際に、十分な権利を処分することにより30%以下になるようにすることにより義務を避けることができる。

30%以上の議決権株式を短期間のうちに取得する者は、合理的期間内に30%以下に減少させる計画であるということだけではmandatory offerの義務を免除するようにパネルを説得することはできない。しかし、取得の前に30%以下に減少するための確固たる合意があるときは、パネル

---

(41) Note11 on city code rule 9.1

(42) Note10 on city code rule 9.1

(43) Note18 on city code rule 9.1

(44) 特別利害関係人を排除した株主総会における株主の投票による議決権行使である。

はmandatory offerの義務の免除に同意することがあり得る<sup>(45)</sup>。特別な場合には、取得後ごく短期間内に減少させる計画が提出されるなら、パネルは免除を検討するが、いかなる場合にも、事前に相談しなければならない。

### 3 オffer期間中の義務的オfferの発動

任意的オfferの期間中にオfferラーが株式を取得することによりmandatory offerの義務が発生することがある<sup>(46)</sup>。この場合、オfferラーはnon-mandatory offerの修正の形をとる新しいmandatory offerを公表することを要求される。すでに行われていたオfferは改訂オffer書類が投函されてから14日間を下らない期間はオープンのまま留まる。オfferラーが新たに取得するために支払った対価ゆえに既存のオffer価格と違った対価に変更する必要があるならば、単にmandatory offerである旨を発表し、新しい持ち株数、承諾の条件は50%超であること、書類の投函後14日間はオfferがオープンであることを株主に通知することで十分である<sup>(47)</sup>。

### 4 共同行為者の概念

義務的オfferとの関係において共同行為者（Persons acting in concert）が重要である。シティ・コードは共同行為者につき次のように定義する。共同行為者とは、公式又は非公式のいかんを問わず、合意又は了解に従い、会社の支配権を取得するため又は会社に対する買付けの成功を阻止するために協調する者をいう。

次の者は、反証のない限り、共同行為者と推定される。

- ① 会社、その親会社、子会社及び兄弟会社、20%以上の株式を所有する関連会社
- ② 取締役を派遣する会社
- ③ 会社とその年金基金
- ④ 投資会社とそのファンド・マネジャー
- ⑤ 顧客とそのアドバイザー

- (a) 2人以上の株主が共同する意図で株式を買い入れる場合には、mandatory offerの義務を生じる方法で共同行為をしているとパネルはみなす。Aは、Bがその後Aと共同することを知らず仲間になる前に株式を取得し、取得後にAとBがグループとなって会社の支配権を取得した。このような場合には、そのグループの持ち株比率が30%以上となってもmandatory offerを要求されることはない。しかし、仲間を形成したときの持ち株比率が30%未満であって、仲間のうちの誰かがさらに株式を取得した結果30%以上となった場合にはmandatory offerの義務が生じる。同様に、仲間を形成した当時30%以上でかつ50%未満であったが、その後12か月以内にさらに仲間が株式を取得したときには、オfferの義務が生じる<sup>(48)</sup>。

共同行為をするグループは単一の株主とみなされる。たとえば、あるグループがターゲットの議決権株式の40%を有するとする。そのうちの一人Aが35%を保有し、他の5人がそれぞれ1%を保有する場合に、他の2人がAに市場価格で株式を売却したとしてもその支

(45) Note 7 on city code rule 9.1

(46) 任意的オfferラーが、オffer前に共同行為者がおりその者の保有株式を合計すると対象会社の議決権株式の30%以上を保有していたことが発覚した場合も同様である。

(47) Weinberg & Blank（注1）p 4216

(48) Note 1 on city code rule 9.1



配状態には変化はないであろう。しかし、Aが2人のメンバーからプレミアムを付けた高い価格で買い取ったとすれば、それは何らかの便益を得るためであった証拠であり、パネルは疑うことなくAが支配権強化の便益を得るためのものと結論付けるであろう。さらに、16%ずつ3人が共同行為のグループを構成する場合に、一人が他の者に市場価格で株式を売却した場合、支配状態に重要な変化があると考え、32%を保有することとなる者に義務的オファーの義務が生じる<sup>(49)</sup>。

(b) 株主の集団的行為

株主のグループが株主総会における議決権行使について統一行使の合意をしたという事実だけでは、たとえその保有が30%を超えていても、義務的オファーの義務はない。しかし、場合によっては、彼らが共同行為者であるとみられることがあり、そのときは、その後、グループのメンバーが株式を取得するならばオファーの義務を発動することがありうる<sup>(50)</sup>。

事後の共同行為についてはどうか。Aが甲社の株式20%を取得し、Aとは無関係にBが甲社株15%を取得した。その後、AとBが協調して会社の支配につきグループを形成し、共同行為者となった。このグループは30%以上の議決権を有するが、この場合には、パネルはgeneral offerの義務を課さない。しかし、更にその後、A又はBが甲社の株式を取得しようとする、ルール9が適用される<sup>(51)</sup>。

特定の決議について複数の株主が協調して議決権を行使しても共同行為とはみなさないが、複数の株主が「取締役会支配目的」(board control-seeking)で協調する行為は、共同行為と推定される。特に、取締役全員の選・解任の議案について複数の株主が協調することは取締役会支配目的と考える<sup>(52)</sup>。

グループ内での株式移転についてであるが、共同行為の概念は、一つのグループを1人と同じと考えるものである。グループの結びつきは変化するものである。グループ内のあるメンバーによる他のメンバーからの株式の取得は、シティ・ルール9の義務を生じることもある。同じグループのAが20%、Bが15%を有している状態で、AがBより全株式を取得すればAは1人で30%以上を有する株主となるため、この取得についてはルール9が適用される。また、Aが35%を有し、Bが5%を所有する場合にもルール9(b)が適用されることになる(Aの支配権の強化)。しかし、A、B、Cが同じグループを形成して合計で35%有する場合に、10%を所有するAが、15%を所有するBからその全部の株式を取得する場合には、ルール9は問題とならない。また、あるグループがある会社の議決権株式の50%以上を所有する場合には、メンバー間で株式の譲渡が行われても、グループとして持株比率に変化はなく、ルール9は適用されない。

そのグループが30%以上50%以下の議決権を有するときに、もしメンバー以外の株主から議決権株式を取得しようとするなら公開買付が義務付けられる。そのグループが50%超を保有しているときは、メンバーのある者が株式を買い増してもなんら義務は生じない。

しかしながら、グループのメンバーの1人が、すでに議決権株式の30%以上を保有していて、さらに議決権割合を増加させることとなる株式を取得しようとするときはオファーの

(49) Weinberg & Blank (注1) p 4213

(50) Note2 on city code rule 9.1

(51) Note 1 on city code rule 9.1

(52) Note 2 on city code rule 9.1

義務が生じる<sup>(53)</sup>。

(c) 取締役たち

一般的には、自社の株式を取得する取締役たちの間には共同行為の推定はない。しかし、オファーの期間中又はオファーが差し迫っていると信じるべき理由があるときは、取締役たちは共同行為者と推定される。さらに、敵対的オファーに直面して、取締役たちのために支持を表明した株主がその後オファーを挫折させるために株式を取得したときは、パネルはその株主と取締役たちとの間に共同行為がないか慎重に考慮する<sup>(54)</sup>。

(4) mandatory offer 期間中の当事者の行動 p4217

mandatory offerをすべき義務はその義務を発動させる株式を取得した者であるオファーラーに排他的に帰属する義務である。しかし、オファーラーの義務を発動させる株式が対象会社の取締役又はその密接な親族等からの取得であるときは、その売却に関与した取締役は売却の条件として、オファーラーが9条の下での義務を履行することを引き受けることを確保しなければならない（コード9.6）。さらに、この者はオファーの最初の締切日又はオファーが承諾に関し確定するまでの日のいずれか遅い日まで辞任することはできない（コード9.6）。これは、対象会社の現在の支配者がその株主に最初のアドバイスをすることなく知らない新支配者に対して株主を見捨てることをしないこと、経営陣又はボード支配が放棄される前にオファーラーがオファーを片付ける義務を履行することを確保させるためである<sup>(55)</sup>。

## 5 mandatory offer の条件

### (1) オファー対価

mandatory offerの要件とnon-mandatory offerの要件との決定的な違いは対価にある。後者では、対価は自由であるが、前者では、対価はキャッシュ又はキャッシュ選択でなければならず、しかも、その対価はオファー開始に先立つ12か月間に対象会社の同種の株式の取得のために支払った最高の価格を下ってはならない（シティ・コード9.5（a））。このことは、12か月間に取得した株式の対価がキャッシュ以外のものであったときも同様である。キャッシュ以外の対価については独立した専門家の評価によって決せられる<sup>(56)</sup>。

mandatory offerの義務を生じさせる株式の取得の過程で大量の株式をオファーラーの証券を対価としたときは、キャッシュ・オファーに加えて当該証券をも対価とすることが必要である。同一種類の株主を平等に扱うことを確保するためである<sup>(57)</sup>。

12か月間に取得した最高価格をオファー価格とすることにつきオファーラーから異論が出る場合がある。パネルは、オファー価格を修正する裁量権をもっている。裁量する場合に重要なのは、最高価格での買い入れの量とタイミングである。12か月の早い時期におけるわずかな数の買い入れは、決定にとって重要ではなく、mandatory offerを発動させることとなる直前における大量買い入れは決定的である。オファーの公表の直前に取得された株式数は重要と考えられる<sup>(58)</sup>。

パネルは、厳しい財政難の会社を救済するケース、9条の義務が対象会社による株式償還又は

---

(53) Note4 on city code rule 9.1

(54) Weinberg & Blank（注1）p 4215

(55) Weinberg & Blank（注1）p 4215

(56) Weinberg & Blank（注1）p 4218

(57) Note 1 on city code rule 9.5

(58) Weinberg & Blank（注1）p 4218

自己株式取得により発動されたときは、最高価格の修正をする。パネルにより価格修正がされたときは公表される<sup>(59)</sup>。

承諾条件の割合であるが、オファーラーはオファーの承諾要件をオファー前から有する株式とオファー中に得た承諾を併せて50%超としなければならない（コード9.3（a））。逆に、承諾の条件をより高いレベルに（たとえば、90%）にすることはできない。オファーラーはオファーの結果として、自らを会社法の下での強制的取得の権利<sup>(60)</sup>を行使できる地位に置くことを望むことはできない。すでに50%超を有する者が9条のオファーをするときは、承諾レベルは自由である。

## （2）「50%承諾条件の合理性」

Mandatory offerは対象会社の議決権株式の50%超を取得することを条件としているが、これは非合理的であるとWeinberg & Blank（注1）は次のように説く。9条の背景の原則は、ある者が会社の有効な支配を取得する場合には、彼は会社運営に関し彼の支配下に入るすべての株主に対して彼が支払った価格でその持分を処分する機会を与えなければならないということである。もし取得者が支配権を取得するために高い価格を支払ったのであれば、そのプレミアムはすべての他の株主にも同様のプレミアムを支払うべきであり、コントロールを売却した者たちだけに与えられるべきではないという趣旨である。

シティ・コードは30%のレベルで有効なコントロールは移動するとの立場である。たいていの上場会社でコントロールできる事実上権利は、少数の者に集中していない限り、この立場は現実的と考えられる。事実上のコントロールは移転するがゆえにオファーを要求しておきながら、驚くべきことに、シティ・コード9条のオファーは現実の議決権に基づくコントロールの条件（法的移転＝50%）を要求している。少数株主はその結果として、50%の要件が満たされるようにオファーを受け入れることをしない限り、コントロールが移転した価格で彼らの株式の処分から排除される<sup>(61)</sup>。

50%の要件が満たされない限り、オファーラーは何らの制限なく市場においてオファー期間中にその持分を増やすことができる。こうして、オファーラーは50%以下を保ちながらその支配権を強化することができる<sup>(62)</sup>。

Mandatory offerの場合には、承諾の要件以外に条件を付すことはできない。オファーをするについて又はその実施についてオファーラーの株主総会決議による承認が必要な場合には、オファーラーはmandatory offerを必要とするような取得を差し控えなければならない<sup>(63)</sup>。

シティ・コードはそのような取得を禁じる。もっとも、パネルはそのような取得を許す場合もある。キャッシュが、①新株発行により準備される場合、②オファー書類の投函の前に政府の審査が必要な場合には、義務の免除が認められる。①の場合の免除（許容）では、パネルはオファーの発表と同書類において承諾条件は満たされたが、最初の締切日又は承諾に関し確定宣言の日（いずれか遅い日）から21日以内に新株発行の条件が成就しなかったときは、失効する旨を述べておかなければならないと（パネルは）要求する。①の場合、その後新株発行による資金調達ができるときに、オファーラーは9条を遵守するために新しくオファーを行い、そして、オファー書類を投函するときまではターゲットの株主総会において29、9%以下の議決権を行使す

(59) Note3 on city code rule 9.5

(60) 2006年会社法979条は、TOBにより90%以上の議決権株式を取得した者に残余の少数株主の有する株式をキャッシュ・アウトする権利を認めて（この点につき、拙稿・本論集第17号23頁以下参照）。

(61) Weinberg & Blank（注1）p4218

(62) Note3 on city code rule9.5, Weinberg & Blank（注1）p4221

(63) Weinberg & Blank（注1）p4221

ることが可能である。②の場合には、審査（独禁法の適用なしの審査）が出たら直ちにオファー書類を投函する必要があり、もし、独禁法の適用ありの審査が出たら合併禁止と同じことになる。

実際に、競争当局により審査にかけられ、それによりmandatory offerが失効するとしても、そのことからそれをなすべき義務が消えるわけではない。もし審査の結果、合併に問題はないとの裁可が国務大臣（Secretary of State）から出たら、できるだけはやく同じ条件（価格）でオファーを復活しなければならない。逆に、合併が禁じられたら、ターゲットでの持分を減少する手段をとるべきであり、パネルはオファーラーが持分を30%未満又は当初から30%以上を保有していたときは、9条の義務を発生させることとなった取得以前のレベルに減少させるために一定期間内に株式の売却をすることに同意する。

競争当局により審査されている間は、オファーラー及びその共同行為者は対象会社の株式を新たに取得することは禁じられる<sup>(64)</sup>。

## 2 9条の義務の免除

### （1）種々の免除事由

mandatory bidの義務を発生させた者がその義務を免除される場合がいくつかある。これらは一般に対象会社の支配権の取得目的を有しない場合である。持ち株比率がターゲットの新株発行ゆえに増加した場合、又は貸付の担保として取得した場合、救済のための新株発行ゆえに議決権を取得した場合、あるいは不用意に誤って取得した結果である場合には、パネルはmandatory bidを要求しない。さらに、ターゲットの議決権株式の少なくとも50%を保有する株主がいかなるオファーをも受け入れないことを書面で表明している場合（オファーしても50%超を取得できない）、あるいはすでに50%以上を保有している者がいる場合に他の者が30%を超えて取得したときなどである<sup>(65)</sup>。以下において、より詳細に検討する。

#### （a）新株発行による場合

事業の取得の対価としてであれ、資金調達目的であれ、新株発行にはWhitewash免除と呼ばれるものがある。新株の割当人又は引受人の保有割合がシティ・コード9条のビッドの引き金となるような規模である場合において、独立株主総会でその新株発行の承認を得る手続きであり、パネルは免除の要件を具備するならばビッドの義務を免除する。これらの要件の特徴は、① 新株は株主総会の承認を受けなければならない、独立の株主のみによる投票によって決せられなければならない（挙手などは不許）。② 株主総会招集通知は、株式の内容、多くの注意喚起事項など詳細な記載をし、同提案についての独立かつ有能なアドバイザーの意見が添付されなければならない。このWhitewashに関する株主総会招集通知は株主に送付される前にパネルの承諾を必要とすることに注意を要する。

Whitewash免除は、新株発行が行われる者がそれに先立つ12ヶ月間に当該会社の株式を不正に取得し、その取引がWhitewashにより承認される取引に関する交渉が始まった後に行われた場合には適用されない。

Whitewash免除の背後にある考えは、独立した株主は支配の変更が生じる前に拒否する機会が与えられているということである。さらに、もし支配のためのプレミアムがあると

(64) Note 2 on city code rule 9.4

(65) Weinberg & Blank（注1）p 4224



しても、その利益は会社に帰属し、売却する株主でない点もある。この考えに従って、新株発行が行われるべき者は、別個に、招集通知が投函され、株主総会の承認を得るときまでの間、その会社の株式を取得してはならない<sup>(66)</sup>。

mandatory bidをすべき義務は、他社事業の取得の対価として新株発行が行われたことに伴い、事業の譲渡人が譲受人の議決権株式の30%以上（基準割合）に達したときは免除が可能である。その際、mandatory bidを要求される者又はグループの議決権は排除される<sup>(67)</sup>。

(b) 支配株主によるその後の株式取得

新株発行により、支配株主の持分割合を当該会社の議決権の30%以上、50%未満にする場合には（支配権の強化）、mandatory bidの義務を生じさせる。新株発行の結果、支配者の議決権株式の持ち株比率が50%超となる場合には、支配者によるその後の取得は自由である<sup>(68)</sup>。

(c) 救済に伴う取得の結果、基準数に達したとき

きわめて厳しい財政状態に陥った会社を救う唯一の手段が新株発行ないし株式の取得を伴う緊急救済である場合には、通常ならばmandatory offerの義務が生じるような株式の取得は株主総会の独立した者による承認を得ることなしに、パネルはその義務を免除する。その後、できるだけ早く独立した株主総会の承認を得るか、パネルにより株主保護のためにその他の手段が要求される。もし、そのどちらも可能でないならば、支払うべき対価に修正を加えてオファーを要求する<sup>(69)</sup>。

(d) うっかりミス

9条の制限をうっかりミス（まったくの不注意）で超えて取得した場合には、ミスを知ったのち一定の期間内に30%未満になるように処分することを条件にmandatory bidの義務を免れることができる<sup>(70)</sup>。

30%以上の取得であることを知ってするが、その持分比率を30%以下に減少させるつもりで取得したときは必ずしも免除はみとめられない。シティ・コード9条1項のnote7は、そのような場合に免除を認めることを想定しているが、支配権のためにプレミアムが支払われる状況にあるとパネルがみなすときは、義務的ビッドは免れない<sup>(71)</sup>。

(e) 50%以上の所有者による予期されるオファーを承諾しない旨の通知

mandatory offerをすべき義務が生じ、かつ対象会社の50%以上の議決権を有する者が書面でいかなるオファーにも応じない旨を表明したときは、パネルはその義務を免除する<sup>(72)</sup>。理由は明らかである。議決権の50%以上を有する者がオファーを受け入れないというのであるから、オファーが承諾に関し確定することは不可能であるからである<sup>(73)</sup>。

(2) 株式の償還・自己株式の取得

シティ・コード37条1項は、会社が株式を償還し又は自己株式をした場合に、ある者又はその共同行為者に生じる議決権の割合における結果としての増加はシティ・コード9条の目的

(66) Practitioners Guide (注40) p182

(67) Weinberg & Blank (注1) p 4227

(68) Weinberg & Blank (注1) p 4228

(69) Weinberg & Blank (注1) p 4229

(70) Note7 on city code rule 9.1

(71) Practitioners Guide (注40) p 185

(72) City code rule 9、notes of dispensation n5

(73) Weinberg & Blank (注1) p 4230

のためには株式の取得として扱う。事前の相談に従い、パネルは、もし独立の株主総会により Whitewashの手続がある場合には、ジェネラル・オファーの義務を免除する、と規定する。このような取得は支配権を取得する裏技に十分なりえる。もしある取締役又は彼と共同行為者が一定のまとまったブロック株式を有しておれば、会社による他の株主からの自己株式取得は発行済株式数を減少させ、ブロック株式を有する者の所有割合を増加させる。そして、その者により大きな支配権を与えることになるであろう<sup>(74)</sup>。

会社法によれば、自己株式を取得した会社はその株式を消滅（消却）させることも金庫株として保有し続けることもできる。金庫株は発行済株式ではあるが、会社が保有する間は議決権が休止する。したがって、コードの目的のためには、金庫株を除く発行済株式数が問題とされる

会社による株式の償還又は自己株式の取得の結果として、ある株主がシティ・コード9条の限度を超える割合の株式を保有することになっても、通常は義務的オファーの義務を負うことにはならないが、その者が取締役であり又はその者と取締役の1人又は数人との関係が共同行為者の関係にあるときは別である。代表を取締役会に送り込んでいる者又は投資信託の運用者はこれらの目的のためには取締役と扱われる。しかし、株式の償還又は自己株式の取得が提案されたというだけの理由ですべての取締役が共同行為者であるという推定はされない<sup>(75)</sup>。

ある者が株式の償還又は自己株式の取得が行われると信ずべき理由があるとき株式を取得し、それにより当該会社の議決権株式の30%以上を有することになるときは、シティ・コード9条の義務が生じる。ただし、その者がその事実を知っていたことを要する<sup>(76)</sup>。取締役たちが株式の償還又は自己株式の取得がある者に義務的オファーの義務が生じることに気付いているときは、当該償還又は取得の実施に先立ちシティ・コード9条義務の免除を認める独立株主の決議をするよう適切な対処を確保すべきである<sup>(77)</sup>。

シティ・コード37条1項は次のように適用される。

①取締役又はその者の共同行為者は、償還又は自己株式の取得の結果として当該会社の議決権の30%以上を保有することとなる場合あるいはすでに30%以上50%以下の議決権を有する者がその保有割合が増加する場合には、9条の下での義務的オファーをすべき義務を負う（ただし、whitewashによる免除は可能）。②その代表を取締役に選出させている投資信託の運用者は取締役と同様に扱われる。③取締役でもなく、代表を取締役として送り込んでいない、また投資信託の運用者でもないその他の者は通常は9条に基づく義務を負うことはない。ただし、株式償還ないし自己株式の取得が行われると信ずべき時に株式を購入していないことが必要である。たとえば、2014年3月にStobart Groupが買い戻し権を行使した結果、ある株主が35.9%の保有者になったが、その者は取締役でなく、代表者を取締役会に送り込んでもいなかったもので、9条に基づく義務はないものとされた<sup>(78)</sup>。

## （二） ビッド不成功後の同一対象会社に対するTOBの制限

シティ・コードは、公表され、実施され、撤回され又は不確定ゆえに失効したオファーをし

(74) Practitioners Guide (注40) p 263

(75) Note 1 on city code rule 37.1

(76) Note 2 on city code rule 37.1

(77) Note 3 on city code rule 37.1

(78) Practitioners Guide (注40) p 265

たオファーラーに一定の制限を課す。オファーが失効し又は撤回した後、それに続く12か月間、オファーラーは同一の対象会社に対するオファーは禁じられる。ただし、パネルの同意を得たとき、又は競争当局へ審査にかけられたときは別である。その後、さらに当該対象会社に対して mandatory offer の義務を負うこととなるような株式の取得をすることはできない（コード35.1(a)）。

これにもかかわらず、先のオファーが撤回され又は失効した後の新しいオファーが対象会社の取締役会により推奨される場合は、パネルはこれを認める。先のオファーが no increase statement or no extension statement（増額または期間延長をしない旨の言明）のゆえに失効したのである時は先のオファーから3か月以内に行われる新しいオファーには同意しない。

同一オファーラーによる同一対象会社に対する再度のオファーについてパネルに承認を求めるのは、当該ターゲットに対して第三者がオファーをするときである。あるいは、対象会社が whitewash の提案について公表したときである。

撤回又は失効した当初のオファーに続く再度のオファーをすることについての制限は、オファーはオファー書類が投函されてから60日以内に成功又は失効しなければならないとのルールに効果をもたせるためであり、失敗したオファーラーが当初のオファーの失効より合理的期間は再度のオファーをさせないことである。

もしそのような制限がないとすれば、対象会社の経営陣は失敗した同じオファーラーにより長期にわたり攻撃にさらされ、会社の事業活動から神経をそらされる。それゆえ、対象会社である会社の保護のための対策として最善のものとみられる。

完全に不成功に終わったオファーラーに課される制限に加えて、シティ・コードは成功したオファーラーの行為をも制限する。ビッドにおいて対象会社の議決権株式の50%超の取得に成功したオファーラーは、前回のオファーの終了から6か月間は再度のオファーをすること又は前回のオファー価格より有利な価格でターゲットの株式を取得することを禁じられる（コード35.3）。

過去において、失敗者についての12か月の禁止はオファーを検討中であることを表明しながら合理的期間内にその意図を明確にしなかった者にも適用された<sup>(79)</sup>。

1989年のEdelman Group for Storehouse Plc がそうである。1989年の早い時期にEdelmanはStorehouseへのビッドを検討中であることを何度も公に表明した。Edelmanによりされた種々の表明の結果として、ビッドをする確固たる意図があるのかどうか不明な（不安定な）状態が6か月を超えた。Edelmanの表明はStorehouseの経営を攻撃し事業活動を不安定にする効果があるとパネルは認めた。この圧力は現実にオファー行われたのと同じことだと考えられた。この不安定な期間は正規のタイムテーブルに基づくオファー期間よりも長く続いた。もしEdelmanが一定の期日までにビッドをしないならば、彼はその日から12か月間オファーをすることを許されないとパネルは決定した。

以上

---

(79) Weinberg & Blank（注1）p 4231