

# イギリスにおける支配株の取得規制

——シティ・コード規則九条について——

田 辺 光 政

## 一 は じ め に

会社法は株式譲渡の自由の原則を採用し、譲渡制限は例外的措置としてのみ認められている（商二〇四条）。独占禁法（私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律）第四章による種々の禁止の場合を除き、株式の取得・保有も原則として自由である。株式の譲渡・取得の自由は、いかなる価格で、どれだけ株式数を譲渡・取得する場合の自由を含んでいる。したがって、会社の支配権を確保できるに十分な数の株式、すなわち支配株の譲渡・取得も原則として自由である。しかも、支配株を市場価格を相当に上回る価格—いわゆる支配株売却プレミアム—で取引をすること自体を禁止ないし制限する法令は存在しない。この点、イギリスでは証券業関係者の自主規制としてのシティ・コードで支配権の変動を伴うような大量株式の取得については一定のルールが定められている。支配株取

得をめぐる諸問題を考察する手始めとしてまずイギリスにおける規制を採り上げてみる。シテイ・コードはティク・オーバー・ビッド(TOB)、すなわち支配権の取得ないし強化を目的とした公開買付全般に関する自主規制であるが、本稿で対象とするのは、そのうち義務的公開買付の制度についてだけである。この制度については、頻々言及されるが、同制度全般について詳細に論じたものはまだ現われていない。

## 二 支配株取得規制の背景

イギリスにおいても、一九六八年にシテイ・コード<sup>(1)</sup>が制定されるまでは、株式の大量取得について何ら規制はなかった。したがって、人々は市場の内外で会社の株式を好きなだけ自由に取得することができた。ある会社の議決権支配ができるに十分な株式を公開買付(take-over bid)<sup>(2)</sup>の方法で取得しようと望むならば、それも可能であった。しかし、一九六八年制定のシテイ・コードは、ある会社の支配権を行使することができに十分なだけであつてその全部の取得を意図したものではない一部公開買付(partial bid)を自由にしておくことは好ましくないと考えて、シテイ・コードの規制対象とすることにした。ある会社の支配権の取得またはその強化のために、一部公開買付や私的な取引での株式の大量取得を自由にしておくことが好ましくない理由として、つぎのように説く者がある。①一部公開買付が買付者の自由裁量でまたは先着順などで行なわれ、あるいは支配権取得に必要な大量の株式が私的な取引(private deals)で他の株主の知らない間に売買されたならば、残りの株主は無力な少数者として残留させられることになる。②一部公開買付その他の方法で一定割合の支配株を取得した新しい支配者はその会

社への自己の投資額に比してはるかに多額の会社資産に対し支配権を行使することができかつ支配権を悪用できる地位を得る。③従前の支配株主は一般に個人であるのが普通であるが、一般に買付者はグループ会社を支配する会社であり取得された会社の利益がそのグループの利益に従属させられる危険がある、といわれる。<sup>(3)</sup>

一部公開買付やその他の方法での支配株の取得を自由にさせておくのは好ましくないとして説かれる上述の諸理由は納得しかねる。①の理由は、売却の機会をもたなかった株主は無力な少数者として残留しなければならぬことをいうが、無力な少数者たる地位そのものは支配株主が変らなくても同じであり、新支配株主ないしその者によって選任される経営者の手腕とか経営方針に不満がある株主は市場その他で株式を売却して会社から去る自由があるのであって、無力な少数者として残留する必要はない。②は、新支配株主は、たとえば三〇パーセントの株式を保有するだけで会社の全資産のうゑに支配権を行使でき、かつ支配権を悪用できる地位を得ることをいうが、支配株を取得しようとする者は支配権の悪用の意図をもつた侵入者であるとの前提に立っている点に問題がある。概して、公開買付を打上げてくる買付者は対象会社の経営者よりも有能で創造性に富んだ者(会社)<sup>(4)</sup>であることが多い。現在の支配株主ないし経営陣の無能さゆゑに業績が悪化しまたは低迷している会社が企業買収の標的とされること(5)が多く(すべてがそうだといふのではない)、新しい支配者が対象会社の業績を好転させ、株価の上昇および収益の向上をもたらす株主全体の利益、国民資産の有効利用に資する場合が多いのである。支配権の悪用をいふのであれば、それは新しくその地位を得ようとする者だけでなく、現在の支配株主についても潜む危険であり、支配権の悪用ないし濫用の問題は会社法、証券取引法の一般的な問題であろう。さらに、わずかな投資に比し会社資産の全部

に支配権を行使することができることをいうが、これは支配権を行使したいならその会社の株式の一部保有でなく全部を取得すべきであるとの考え方に立っているものと解される。これは余りにも非現実的な考え方であって、このようなことをいえば、現代の巨大な株式会社制度は成り立たないことになる。③は、一般に現支配株主は個人であるが、公開買付や株式の大量取得によって支配権を取得しようとするのは一般にグループ会社の支配会社であるというが、この認識の当否はともかく、この理由のゆえに支配株の取得を規制しなければならぬといえるほど決定的なものとは考え難い。

イギリスの証券取引規制において一部公開買付やその他の方法で支配権の変動を生ぜしめるような株式の大量取得はシテイ・コードで規制の対象とされるべきであると考えられた背景には、支配株主の変動により経営陣の変更および経営方針の転換が予想され、投資者としての株主に重大な影響を与える可能性があるため、株主に新しい支配者について十分な情報と判断の機会を与え、株式を処分してその会社を去る機会を与えると共に、かりに会社を去る場合にも一部の株主よりも不利益な条件で株式を手離さざるを得ない状況に置かれることを回避し、株式売却の面ですべての株主に平等な機会を与えるべきであるという思想があるものと解される。支配権の変動を伴うような株式数を取得しようとする者は、いわゆるブロック株を有する者から私的取引においてあるいは一部公開買付の方法でその株式の市場価格をかなり上回る価格で、すなわちプレミアムを払って、取得しようとする。大量のブロック株を有する者だけが他の株主より有利な価格で株式を処分できることとなったり、一部公開買付において買付者の好きなように自由に買付けることができるものとすればその機会に恵まれた者だけがプレミアムを取得できる

こととなるのは好ましくなく、支配権の変動に関し取得者が誰かにプレミアムを支払ったのであれば取得者は同種のすべての株式所有者に対しても同様の機会を与えなければならないものとし、また取得者が市場で徐々に株式を買い集めることによって支配権を取得しまたは強化するにいたったときは、その新しい支配株主ないしその者の意向を反映する経営陣の下に引き続き株主として留まるかどうかを判断する機会を残りの株主にも与え、かりに去ってゆく場合にも不利益な価格で株式を処分しなければならないような地位に置かないことを確保しようとしているものと解すべきである。

こうして、コードは一部公開買付を好ましくないものとの立場を採り、きわめて例外的場合にパネルの同意を得ること及びすべての株主を平等に扱うことを条件にのみ許容することとしている。ある者が支配権の取得のために、プロック株の株主等にだけプレミアムを支払うのではなくすべての株主を平等に扱うことを確保するために、コードが規制した方法が義務的公開買付 (mandatory offer)<sup>(6)</sup> である。支配株式売却プレミアムの問題についてはアメリカにおいても盛んに論じられているが、これについての英米のアプローチは現状では全く異っている。

(1) The City Code on Takeovers and Mergers のことである。このコードは、その後たびたび改正または修正が加えられ、最新版は一九八五年四月一九日に公表された。本稿で引用する条文はこれによる。シティ・コードについて、龍田節「イギリスにおけるテークオーバー・ビッド」インベストメント二巻五号(昭和四四年)二頁以下、同「シティ・コードの実施要領」インベストメント三巻六号(昭和四五年)二頁以下、同「シティ・コードの改正」インベストメント二巻五号(昭和四七年)一九頁以下、小林成光「支配権の取得を目的とする株式買付—イギリス法—」法学雑誌二八巻二号五〇頁

以下、森本滋「公開買付」証券取引法大系（河本先生還暦記念論集）二九二頁以下参照。シティ・コードの翻訳として、石山卓磨「テイク・オーバーと合併に関するシティ・コード」（一九七六年版）法学研究（愛知学院大）二四卷一・二号一〇一頁以下・同・一九八一年版・独協法学一八号二七一頁以下参照。

(2) シティ・コードの制定によってはじめてTOBが開始されたのではない。TOBの現象が盛んになり、その方法及び対象会社の取締役（会）の防衛行為の方法などが種々の問題を生ぜしめた。とくに一九五三年、五四年にTOBが集中的に多く見られ、一つ一つの苦い経験から善良な行動と考えられるものに基づいてシティ・コードとしてTOBの準則が出来た。

歴史的な経過で「Montmorency, Take-Over Bids, Journal of Business Law (1963), p. 246, Penrose, Some Aspects of The Development, Criticism and Control of The Take-over Bid, since 1945, The Juridical Review (1964), p. 128, Johnston, The City Take-over Code (1980), p. 8」を参照。

(3) Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers (1979), No. 903（以下、本書の引用に当っては頁ではなくコメント・ナンバーを示す）。

(4) たとえば、イギリスで最も古くかつ名門の製造会社であった Dunlop Holdings はBTR によって一九八五年に買収（TOB）されてしまったが、ダンロップは無能で決断力のない経営陣のゆえに没落してしまったといわれ、TOBをかけたBTRの会長はイギリスにおける最も有能な経営者の一人と評されている（Financial Times, 1985, 1, 15）。

(5) イギリスではTOBを、「資本制社会における経済成長および発展の本質的な形象である」というのが一般の見解とされる（Montmorency, op. cit. p. 246）。また、TOBに成功した経営者は「無能かつ怠惰な（inefficient and slothful）な経営者に代ってその資産をより効率的に使用したのであり、かりに成功しなかった（対象会社の株主の多数の承諾を得ることができなかった）場合でも、昼寝をしている怠惰な経営者の目をさませる有益なアブの役割を果たした者と評価される（Johnston, op. cit. p. 10）。

(6) mandatory offer は強制的公開買付とも訳されるが、一九八五年会社法四二八条、四二九条における Compulsory Acquisition of Shares と区別するために義務的公開買付と訳しておく。mandatory offer はまた mandatory bid と称される点が多々(Johnston, Weinberg and Blank) もどろなまた Compulsory offer (Simon maclachlan, Private Agreements For Takeovers Of Public Companies, International Business Lawyer May 1984, p. 220) と称されるが、一九八五年版シティ・コードの表現に従った。

(7) アメリカでの議論については、北沢正啓「アメリカ会社法における支配株式の売却」(株式会社法研究所収)一六一頁、高窪静江「アメリカにおける株式会社支配株式の譲渡について」明大社会科学研究所紀要第二集一九頁、長浜洋一「支配株式譲渡人の責任」(株主権の法理所収)一二頁、三枝一雄「支配株主の信託義務」法律論叢四四卷一・三号一三七頁、並木俊守「アメリカにおける会社支配権の売却」日大法学紀要一八卷四三頁、藤原俊雄「支配株式の売却とアメリカ判例法」神戸外大論叢二九卷五号四一頁、同三一巻一五五頁、同「支払株式の譲渡と株主保護」同上三三三卷六号一頁、江頭憲治郎「会社の支配従属関係と従属会社少数株主の保護(7)」法学協会雑誌九八卷一・二号一六六四頁、前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等」法学論叢一一五卷四号六四頁、六号五七頁、小林成光「支配株式の売買」(一)法学雑誌三二巻二号一三三頁、同三号四五頁、前田重行「株主の企業支配と監督」(現代企業法講座3)二二〇頁、戸川成弘「アメリカにおける支配株式の売却」法政論集一〇六号二七五頁。

### 三 義務的公開買付

#### 1 意義と変遷

一九八五年版シティ・コード規則九条は、ある者またはある共同行為グループがある会社の一定率の株式を取得

イギリスにおける支配株の取得規制 田辺

(四九七) 八七

することによってその会社の支配権を取得しまたは強化したときには、他の株主に対して一般的な公開買付の申込をなすべき義務を取得者に負わせている。それは、(a)ある者が、その者と協調して行為をする者により取得された株式と合わせて、ある会社の議決権株式の三〇パーセントまたはそれ以上を取得したとき、または(b)ある会社の議決権株式の三〇パーセント以上五〇パーセント以下をすでに所有している者(この者と協調している者の持株とを合せて)が、一二月以内さらに二パーセント以上取得したときである。

この規定は何回も修正されて現在にいたっている。まず一九七二年版コードは二つの状況において一定数の株式の取得者に残りのすべての株主に対して一般的な公開買付の申込をなすべき義務を負わず旨の規定を設けていた。

- ①取締役または限られた売主から効果的な支配権を与える大量株式を取得したとき(当時のルール三四条)または
- ②議決権の四〇パーセントに達する株式を取得したとき(当時のルール三五条)である。①は取締役その他のブロック株の所有者から取得する場合であって、この場合の効果的支配権(effective control)は原則として三〇パーセントを取得することによって行使できるものとパネルは扱った。<sup>(8)</sup>この効果的支配とは、一定数の議決権株を保有することによりある者の欲する通りに会社の意思決定をなすことができることをいうが、何パーセントの株式保有がそれに当るかについては個々のケースごとにパネルは決せざるをえなかった。<sup>(10)</sup>他に四〇パーセントのブロック株主がいるときは三五パーセントの取得では効果的支配権を取得したことはないならず、逆に株式が広く分散している会社にあつては二〇パーセントの取得で十分な場合もある。通常の場合には、三〇パーセントまたはそれ以上の株式を保有する取締役たちは実際にも会社を支配しており、それらの者からその保有株式を取得する者は、その支配



権を承継した。<sup>(1)</sup>このような現実認識に基づいてパネルは当時のルール三四条の運用に当たった。ブロック株の取得は、多くの株主より市場で買い入れる方法よりも容易に支配権を取得できると考えたので、原則として三〇パーセントという基準にし、市場を通じて取得する場合には四〇パーセントを取得したときに、他の残りの株主に對し一般的な公開買付の申込をする義務があるものとしていたのである。ここで注意すべきことは、当時のルール三四条、三五条の下での義務的公開買付においては、五〇パーセント以上の株主から承諾があることを条件とする必要はなかつたことである。承諾があつた株式だけを追加的に取得できたのである。

右のルールの下で、そのルールそのものに再検討を促すこととなるケースが生じた。一つは、Weyburn Engineering Company (以下、W社と呼ぶ) のケースであり、一九七二年に二人の個人がごく少数人数の売主からW社の議決権株二九・七五パーセントを取得した。彼等は臨時株主総会で彼等のために取締役の構成を変えようとしたが成功しなかつた。一九七三年三月まで株式を買い増し、現在三九・三パーセントを保有していると発表し、残りの株式につき一株一六〇ペンスで公開買付をすると発表した。この公開買付は、五〇パーセント以上の株主の承諾を必要とする通常の公開買付か、承諾があつた分について確定としうる無条件の義務的公開買付なのか、その性質が問題になつた。公開買付の申込締切日に、買付者たちは四四・八パーセントを確保した。この公開買付期間中に自らは申込みに応じず、他の者から同社株を四二〇〇〇株取得していた者(A)がいた。彼等はAよりその株式を締切後に一株一八〇ペンスで買い取り、W社株をついに五〇パーセント余り取得した。W社の取締役会はこのビッドを通常のビッドだと主張し、その締切日には五〇パーセント以下の承諾しか得られなかつたのだからこのビッド

は確定しておらず、したがって支配権の変動はなかったのであって、ビッドをする直前の三九・三八パーセントにAよりの取得を加えた時点で義務的公開買付をする義務が発生したものと解すべく、彼等は一八〇ペンスで改めてビッドをすべきだと主張した。しかし、パネルは彼等が三九・三パーセントを限られた売主から取得した時点で効果的な支配権が彼等に移転し、彼等にルール三四条の義務が生じ、彼等は同条の義務的公開買付の申込みをしたと解し、W社取締役会の主張を斥けた。<sup>(12)</sup> このケースでは、W社のすべての株主がより高い価格(一八〇ペンス)で申込みれた方がより衡平ではなかったかとの反省があり、通常の公開買付と義務的公開買付との間における条件(五〇パーセント承諾の要否)の違いも検討材料となった。

当時のルールに再検討を迫ることとなったケースがもう一つあった。一九七二年一月に Marc Gregory Ltd. (M社)は Greencat Properties (G社)の発行済株式の三〇パーセント弱を二人の売主から取得した。三〇パーセント弱だったのでこのブロック株の取得によりM社はルール三四条の下での義務的公開買付の申込をする義務を負わなかった。その後、M社は市場で少しずつ買い増し所有率を三二・五パーセントに高めた。市場での取得であって選好的な取得(selective purchase)ではなかったため、この後の買入れもルール三四条の義務を生じさせるものではなかった。市場で四〇パーセント買入れたときはルール三五条により公開買付をする義務があった。このケースは、三〇パーセント以下のブロック株をまず選好的に取得し、その後市場で四〇パーセント弱まで買い足して支配権を取得しようとする者は公開買付の義務を負わないで支配権を取得できることを実証したもので議論を生じさせた。<sup>(13)</sup> このケースにはおまげが付いていた。M社は三〇パーセント弱のブロック株を取得したが、その時、

M社と協調して一・五パーセントの株式の取得者がいたことをパネルは突き止めた。M社およびその協調者の取得株を合計すると彼等は三〇パーセントを超すブロック株を取得していたのであり、当時は協調者 (persons acting in concert) なる概念についてコードは何ら規定していなかったが、パネルは二人の協調者の行為がルール三四条の適用を発動させた<sup>(14)</sup>と裁決した。

これらのケースを経験して、一九七四年にコードが改正された<sup>(15)</sup>。旧規則三四条、三五条は統合されて新規則三四条に収められた。新三四条は、(a)ある者(その者と協調している者と一緒)がある会社の議決権株式の三〇パーセントまたはそれ以上を取得したとき、(b)すでに三〇パーセント以上五〇パーセント以下を保有する者(その者の協調者の持分と合わせて)が一二月以内の一パーセント以上を買い増したときは、すべての株主に対して公開買付をする義務を負うものとした(その後、一九七六年の改正で二パーセントに変更された)。変更になった点を見ておこう。<sup>(16)</sup>義務的公開買付も通常の公開買付に比べると同様に、もはや無条件であることは許されず、すでに自己有する分と合わせて五〇パーセント以上に達する株主の承諾を得ることを条件としなければならなかった。選好的な売主からの取得と市場での一般的な取得とを区別していた旧規則の下で生じた好ましくない問題を除去し、また単に効果的な支配(権)とのみいってパネルがその運用に困難を感じていたその概念を議決権株の三〇パーセントと定め明確な基準を設けた。こうして一九七四年に成立したルール三四条はコード全体の中で最も重要な規定として機能してきている。一九八五年のコードの全面的な見直しにおいて従来の三四条から九条に置き換えられたが、内容的には大きな変更はない。

2 現行規則下の義務的公開買付要約

コードはある者が事実上支配権を取得したか否かに拘らずある会社の議決権株式の三〇パーセントまたはそれ以上を保有するならば支配権を有するものと定める(定義規定)。一人(または一社)で右の割合の持分を有する場合だけでなく、二人またはそれ以上の者がグループとして保有する場合にも同様に扱う。そしてある者または支配グループが支配権を取得しまたはその支配権を強化した場合には、その者または支配グループの主要メンバー(principal members)はその取得した種類の株式のすべての他の株主に対して公開買付をする義務を負う。その際の買付申込価格はその義務を発生させることとなった株式の取得の時より一二月以内に株式取得のために支払った最高価格を、原則として、下ることを得ない。これは、同一種類の株式の所有者はすべて平等に扱われなければならないとするコードの原則一条の要請を具体化したものである。会社の支配権を取得する者はその支配権の取得のために一部の者に対してだけプレミアムを支払うことは許されず、他のすべての株主にもプレミアムの利益を提<sup>(17)</sup>供しなければならぬものとされている。三〇パーセントの基準は株主平等の取扱い<sup>(18)</sup>を完全<sup>(19)</sup>に実現するものではないことをコード関係者は自認している。株式が広く分散している会社では、たとえば二九・九パーセントの所有で効果的な支配を確保できる場合があり、二九・九パーセントのブロック株の売主はプレミアムを受領し、その買主は現行ルールの下では公開買付の義務はない。取締役の選任および解任は株主総会の単純多数決(普通決議)で十分であり、しかもたいいていの場合に無関心株主が多いことを考慮して、三〇パーセントの所有者は通常はその者の思い通りに会社を支配できるとの認識に基づいている。<sup>(20)</sup>このように、イギリスのコードによる義務的公開買付制度

の下では、支配権の変動を伴うような大量の株式取得者は、市場価格を相当に上回る価格で残りのすべての株式を買い取ることができると十分な資金を必要とするのであって、このことは大量株式の取得を抑制する効果をもってゐる。

(8) Johnston, op. cit. p. 92.

(9) Weinberg and Blank, op. cit. No. 905.

(10) 支配権と株式保有率についての制定法の規定は種々であった。一九四八年会社一九三条（一九八五年法三二四條）(1)(c)は、議決権の三分の一が支配権を与えるものとし、一九六五年独占・合併法 (Monopolies and Mergers Act) 八條(7)は新聞社につき一五パーセントの所有を、また一九七四年保険会社法 (Insurance Companies Act) 七條は三分の一の所有が支配権を与えるものとする。

(11) Johnston, op. cit. p. 92.

(12) Johnston, op. cit. p. 93.

(13) Johnston, op. cit. p. 84.

(14) Johnston, op. cit. p. 95.

(15) 自主規制としてのシテイ・コードを作成した主たる動機は、たとえばアメリカのSECのような団体による規制を回避しようということであった (MacLachlan, op. cit. p. 220)。自主規制対国家規制（＝法的規制）の長短についてはよく論じられるが（前田重行「証券取引における自主規制」証券取引法大系九一頁以下）自主規制の長所として、はげしく変動・発展する事態にすばやく対応できることは事実である (Johnston, op. cit. p. 5)。本文のように、コードの規定に不備ないし公平を欠く面があると気付くとすぐ修正できる点が良い。ちなみにジョンストンは自主規制の長短を論じ、長所として、

イギリスにおける支配株の取得規制 田辺

(五〇三) 九三

一般に法律は白と黒とだけを区別し、グレイ・エリアを扱わないが、自主規制はこれをも扱いうる弾力性があること、法律は何が合法的かを区別し、禁じられていないものは許されることの前提に立っているがゆえに人々が禁止の抜け穴を発見しようとするが、自主規制は個々の状況、変化する状況に公平かつ弾力的に対応できることなどを述べている (Johnston, op. cit. pp. 3—7)。

(9) Johnston, op. cit. p. 96, The Panel on Take-overs and Mergers, Report on the Year ended 31st March 1974, p. 8

(17) シンガポールはイギリスのシティ・コードにならう一九七四年に The Singapore Code on Takeovers and Mergers を制定しているが、そこでは議決権株の二〇パーセント所有を支配権取得の基準としている (詳しくは Tan Pheng Theng, The Singapore Code on Takeovers and Mergers, The Malaysian Law Journal, 1975, June, p. 68. ホーク・マリンはシティ・コードと類似した内容の The Australian Capital Territory Companies (Acquisition of Share) Act 1980 を制定しているが、その中に「ワンマン基準を採用している」(French, Fundamental Aims of the New Australian Take-over Code, The Company Lawyer Vol. 2 No. 6, p. 256, 浜川孝夫「オーストラリアにおける株式の公開買付」) 国際商事法務一四卷一号(二五頁以下)。

(18) シティ・コード一般原則一条は公開買付者に対象会社の同種の株主を均しく扱うべきことを要求している。これは会社法上の株主平等の原則の射程範囲外の問題である。同原則の名宛人は会社であって、会社は自社の同種の株主を平等に扱わなければならないとの要請であるにとどまり、他の株主またはこれからその会社の株主になろうとする者に対してまで作用する原則ではなう。

(91) Weinberg and Blank, op. cit. No. 907.

(92) Blank, Defences to Takeovers, International Business Lawyer 1979, Vol. 7, p. 288.

#### 四 コード規則九条の構造

##### 1 公開買付義務の発生

公開買付義務が生ずるのは、ある者が単独でまたは他の者と協調してある会社の議決権株の三〇パーセントまたはそれ以上を取得し、あるいは三〇パーセント以上五〇パーセント以下を保有している者またはグループがさらに一年以内に二パーセント以上を取得したときであるが、かりに三〇パーセントを取得しても公開買付の義務をパネルによって免除されることがある。それによって支配権が変動しない場合である。たとえば、ある者またはあるグループがある会社の議決権株の五〇パーセント以上を保有しているときには、別のグループまたは個人が三〇パーセントを取得しても支配権は変動しない。形式的にはルール九条の適用が問題になるが、適用の免除がありうる。<sup>(21)</sup>これに対して、つぎの場合には支配権の変動があったものと扱う。三〇パーセント以上の株式所有者が一度株式の一部を売却して三〇パーセント以下に減じ、その後再び三〇パーセント以上に達するまで買い増すときである。このときは公開買付の義務が生ずる。<sup>(22)</sup>五〇パーセント以上の株式を所有していた者がその一部を売却して五〇パーセント以下にし、その後また五〇パーセントレベルに達する前に一年内に二パーセント以上を買い増したときにも公開買付の義務が生ずる。同様の原則は、ある者（グループ）の持分がその会社の新株発行の結果、希釈された場合にも拡張されている。新株発行の結果、希釈された分を新たに買い増したときには、一度売却した後再度買い増した者と同じく、ルール九条の下での公開買付の義務があるものと解されている。もっともこの場合には、後述の適用

免除もありうる。新株発行の結果として希釈が生ずる場合に、株主総会の普通決議で支配株主（グループ）の持株率を元のレベルまで回復することを承認するならば、パネルは総会で承認されたレベルまでの買増しを許容することとしている。ただし、その総会の承認決議にその支配株主は参加（議決権行使）をしてはならないこと、その買取りの相手方（売主）はその新株を割り当てられた者にかぎり、市場等で既発行の株式を取得することにまでは広げられない<sup>(23)</sup>（適用免除については後述）。

支配株の一部売却、すなわち支配ブロック株の株主がその全部ではなく一部だけを売却するときには特別な考慮が必要である。一九七八年版のパネルのリポートはこの点につきつぎのように述べている。「コードは既存の支配ブロック株（control block）の一部処分を妨げる意図はない。税金その他の個人的理由のために、家族的所有株の漸次的減少は避けがたいことである。売主がその所有株式につき有利な価格を求めようとすることを妨げたり、その者の意思に反してそのすべての所有株を処分するように株主に圧力をかけたりすることはコードの役目ではない。パネルの関心は、一部処分がルール三四（現九）条の適用を免れるための見せ掛けにすぎず、支配権に関して取得者がその全株式または三〇パーセントないしそれ以上を取得したならば得たであろうのと同様の地位に置かれていないかどうか<sup>(24)</sup>にある。」と。この記述は、たとえば三五パーセントのブロック株の保有者Aがそのうち二九・五パーセントをBに売却し、かつAがBに協調することができて、しかもルール九の義務的公開買付を回避する手段にされていないかを問題にしたものである。もしBがAの手中に留保されている株式について相当程度の支配権（significant degree of control）を行使できるときには、あたかもAとBが共同支配グループでかつBがリーダーに



なっているのと同様であるから、Bにつき公開買付の義務が生ずるとパネルは解している。こうして、支配権の一部取得により公開買付の義務が生ずるかどうかは取得者がその売主の手中にある株式に対して相当程度の支配権を行使できる状況にあるかどうかにかかっているが、結局、ケースごとに判断しなければならぬ。パネルは、その際に四つの判断ポイントを設けている。

(a)もし売主Aが取締役など内部者でないならば、Aの手中に留保されている持分につき買主Bが相当程度の支配権を有することはありそうにないと判断する。逆に、Aが取締役の一員として留まり、A B両者の経営に関する見解が同じであるという事実またはBによる新しい取締役の推薦をAが支持するという事実は、BがAの持株に相当程度の支配力をもっている証拠と判断される。<sup>(25)</sup>

(b)株式に対し非常に高い代金が支払われた事実は、BがAの手中にある株式を含む全株式に対し支配権を確保していることを暗示すると解される。

(c)もし当事者が売主の許に留保されている株式につきオプションの合意をしているときは相当程度の支配権が買主に存在するとの推定が働く。なお、売主の手中に残っている株式がその会社の資本の相当部分を占める(金額的に相当多額である)ときは、売主が独立している要素がかなり大きいと推定される。

(c) 支配株の相当数(一部)の売却者が会社経営につき自己と合理的に共同できる買主を選ぶのは当然である。また相当数の株式の取得者が自己のために取締役会への派遣を求め、売主がそのことを支持することを取引の条件とするのは当然である。それゆえ、留保株式に対する相当程度の支配力について、他の証拠から切離してこれらの

要素が存在するだけでは公開買付の義務があるとの結論をパネルをして導くものではない。<sup>(26)</sup>

つぎに、転換証券(＝転換社債)、新株引受権付社債(warrants)、オプションが取得された場合には、それらの取得時にルール九の下での公開買付の義務を生ぜしめず、原則としてそれらの権利が行使された時点でその義務が発生するものと扱われる。けれども、たとえば、二九パーセントの株式が譲渡され、かつ売主の許に残っている三パーセントの株式につき買主がオプションを取得したような場合には、①ルール九の下で公開買付の義務を遅らせる目的でオプションを利用したとき、②売主の手許にある三パーセントの株式につき買主が支配権を行使できるような関係および合意(re<sup>l</sup>ationship and arrangements)が存在するときには、その取得はルール九の下での公開買付義務を生ぜしめるものと解される。<sup>(27)</sup>

B社が単独でC社株を三〇パーセント以上を保有し、またはAとB社の両方を合計するとC社株を三〇パーセント以上保有することになる状況において、AがB社の支配権を取得した場合、AはC社の他の株主に対しルール九の下での公開買付の義務を負うことになるであろうか(The chain principle)。パネルは、普通はこのような場合にAに対し公開買付の義務を課さない。ただし、例外的に①B社によるC社株の保有がBの資産の重要な部分(substantial part of the assets)を構成するとき、②AによるB社の支配権取得の主たる目的の一つがC社の支配権取得であるときには、AはC社の他の株主に対し義務的公開買付をしなければならぬ。<sup>(28)</sup>

## 2 支配株を売却する取締役の義務

支配株主が同時に取締役であるケースは多い。そのような取締役(および近親ならびに関係トラスト)が株式を

売却し、その結果として取得者がルール九条の下での公開買付義務を負担することとなる場合には、その取締役は売却の条件としてその取得者がルール九条の下での義務を履行することを約束させなければならない。さらに、そのような取締役は、パネルの同意がある場合を除き取得者による公開買付の申込みの最初の締切日または株主の承諾に關し確定宣言がなされる日のいずれか遅い日まで取締役を辞任することはできない<sup>(29)</sup>。支配株主でもある取締役の辞任を制限したのは、それまで自己を信頼してきた株主を無視して無責任な支配株主や経営者の下に彼等を放置し自分だけ去って行くことがないように、一般の株主たちに新しい支配者について取締役から紹介され、公開買付に應じて去るべきか留まるべきかの助言を得る機会を与えられるべきであるとともに、現在の経営者が去る前に取得者が公開買付の義務を履行することを確保させようとする趣旨である<sup>(30)</sup>。

### 3 義務的公開買付の対価

#### (1) 一年内の最高価格以上

任意的な公開買付の申込みをする者は、現金だけでなく株式を対価とすることもでき、また申込価格を自由に定めることができる。しかし、義務的公開買付の申込みは現金でしなければならない。株式その他の証券を対価とするときには選択的に現金の対価を申し出なければならない。そして、その申込価格はその者もしくはそのグループが公開買付をなすべき義務を負担することとなった買付けに先立つ一二カ月内に株式取得のために支払った最高の価格を下ることはできない (Rule 9.5(a))。支配株取得のために取得者が支払ったプレミアムを他のすべての株主も得る機会が与えられるべきであるから、現金でかつ一年内に支払った最高価格で申込むべきものとしているの

である。義務的公開買付の申込みは現金または選択的に現金でしななければならないが、現金と選択的に他の種類の対価が要求されることもある。もし公開買付の義務を負うにいたった者が相当数の株式を証券と交換に取得したのであれば、同一種類のすべての株主は同様に扱われるべきであるとのコードの一般原則一条の精神に基づいて、すべての株主に対しそのような証券が対価として申し出られなければならない。<sup>(31)</sup>証券を対価とすることが要求されるときにも必ず現金と選択的であることが必要とされている。

義務的公開買付における申込価格が明確に定まらないケースが生ずる。支配株の取得者が証券と交換に取得した場合や、ある者が議決権付き普株通三〇パーセントを取得し公開買付の義務を負担するにいたったが、彼が同社の優先株をも保有している場合には優先株についても公開買付をしなければならぬ。普通株については一年内の最高価格が判明しているが優先株は三年以上も前に取得していた場合、この優先株の他の株主に対しいくらの価格で申込まなければならないかが問題になる。申込価格が明らかに定まらない場合には、当事者はパネルと協議し、公正な申込価格を設定すべきことになっている。パネルはつぎのような基準に従って処理する。①株式が他の上場株式と交換で取得されたときには、義務的公開買付の申込価格は通常はその株式交換取得時におけるその上場証券の中値 (the middle market price) を基準とする。<sup>(32)</sup>②株式が転換権または新株引受権の行使によって取得されたときは、当該権利行使の通知がなされた日における当該株式の中値を基準とする。<sup>(33)</sup>

## (2) 最高価格の調整

シティ・コードはパネルによって相当に弾力的に運用されることになっているが、義務的公開買付における前述

(1)の最高価格も当事者の申出により事情によっては価格を調整することができる裁量権をパネルは与えられている。取得者が乱高下する市場 (volatile market) で比較的少数の株式を最高値で買い入れたが、その後その株価は低迷しているというような特別な場合には一二月以内に買い入れた最高価格以上の申込価格という原則をパネルは適用除外することができる。三一パーセント保有している者が一二月以内に二パーセント以上買い増すときは公開買付の義務を負うが、この者が〇・二パーセントを非常に高値で買い入れ、その後株価が下り続けた一ヶ月後に一・九パーセントを以前より相当に安値で買い増したとすれば、ルール九の下では〇・二パーセントを買った価格以上で残りの株主に公開買付をしなければならないことになる。パネルはこのようなケースでは最高値以下の申込み価格の協義に応ずる (Rule 9.5 (b))。最高価格の適用免除をするかどうかに際して、(a)当該買入れの量及び時期、(b)対象会社の取締役会の態度、(c)内部者から最高値で買い入れたかどうか、(d)一二月内に買い入れた株数、などの諸要因を考慮することになっている。<sup>(34)</sup>

#### 4 義務的公開買付の条件

コード規則九条の下で要求される公開買付は、買付者が現在保有する株式数と併せて五〇パーセント以上の株式につき承諾があることを条件としなければならない (Rule 9.3 (a))。ただし、五〇パーセント以上の一定率 (たとえば七五パーセント) の承諾があることを条件とすることは許され<sup>(35)</sup>ない。したがって、五〇パーセント以上の株式について承諾があれば直ちに確定することになる。このため、たとえば全くその会社の株式を所有していなかった者や三〇パーセント以下の保有者が一挙に五〇パーセント以上の株式を取得したために公開買付の義務を負担し

て、申込みをする場合には、その者は何らの条件を付することも許されず、承諾があった分について確定する。<sup>(36)</sup>

確定の条件としての五〇パーセント要件については議論がある。コード規則九条の背景にあるポリシーは、ある者がある会社の効果的支配を取得する場合には、その会社経営に関してその支配下に来るすべての株主に対してその者がかって支払った最高の価格で株主がその持株を換金する機会を与えなければならないということである。この場合もし残りの株主に公開買付をしないでよいとすれば、新しい支配株主の下に留まりたくない者は市場で株式を処分しなければならぬが、相当数の株式が売りに出されるとその株の市場価格は下落する。残りの株主は不利益な価格で処分しなければならぬのに対し、プレミアムを得て有利に売却した株主が存在することになる。この間の公平を図るため取得者は残りの株主にもまた有利な価格で株式を処分する機会を与えなければならぬとしているのである。シティ・コードは三〇パーセントの取得は効果的支配権の移転を生ぜしめるレベルと定め、実際にもその割合はほとんどの上場会社における効果的支配権の移転のために現実的レベルであり、コード規則九条は効果的支配権が移転したがゆえに公開買付の義務を負わせたのである。それなのに、なにゆえにこの場合の申込みの確定の条件として絶対的な議決権支配の取得である五〇パーセント以上の承認がなければならぬのか合理的な理由を見出し難い。義務的公開買付の申込みをしたが、五〇パーセント以上の株式について承諾がなかった場合には、申込みに応じて承諾した株主は折角の有利な価格での換金の機会を逸することとなるし、他方、相当な費用をかけて公開買付の手続を進めながら全く追加的な取得をできないこととなる。どの面から見ても、五〇パーセント以上という条件は不合理なようである。<sup>(37)</sup>

## 5 共同行為者の規制

### (1) 共同行為者の概念

ある者が他の者と共同行為をすることによってある会社の株式保有の程度を隠し、コードによって課されている公開買付の義務を回避しようとすることがある。これを防ぐために、一九七二年コードは「テイクオーバーもしくは合併の取引に関し共通の目的を達成するため、積極的に協力する個人または会社」を共同行為者 (Parsons acting in concert) と定義し、単独の場合のみならず共同行為者による支配株の取得の場合にも公開買付を義務づけた。この定義は一般的・抽象的であったが、一九七三年七月にあるケース<sup>(38)</sup>についてのステイトメントにおいてパネルはより明確にその概念を説明した。「(共同行為者とは) ある者たちがある会社の支配権を確保するためにその中の一人を支援する事前の合意された意図をもって株式を買うすべての場合を含む。そうすることにおいて関係買主が同時に有利な投資を意図しかつ利益の確保を意図したことは論外である。株式を買う場合は普通はそうである。問題の本質は、他の者がある会社の支配権を獲得しようとしている企てを取得者が知って株式を取得することによりその企てを支援ないし助力しようとする意図である」。パネルはさらに、ある者がブロック株を取得したのち、他の株主を支援しようとの意図を形成したとしても、両者は共同行為者とはいえず、両者が積極的に合意した行為をすることが必要であるとの立場をとっている。<sup>(39)</sup>一九七四年のシティ・コードの改正で、現在のコードの定義規定のように、共同行為者であるとの推定を受ける関係について種々のカテゴリーを列挙した。一九八五年改正の現在の定義規定はつぎのようになっている。

「共同行為者には、合意または了解 (understanding) (正式か暗黙のものを問わず) に従い、ある会社の株式をそれらの者の誰かが取得することによりその会社の支配を取得または強化するため積極的に共同する者を含む。この定義の一般的な適用を害することなく、つぎの者たちは反対の証明がなされないかぎり同一の範疇において他の者と共同行為者と推定される。

(1) 会社、その親会社、子会社および姉妹会社 (fellow subsidiaries) それらの関連会社、および関連会社の関連会社、これらすべての相互間 (この目的のためにはある会社の株式資本の二〇パーセントまたはそれ以上の所有ないし支配は関連会社たる地位の基準とみなされる)。

(2) 会社とその取締役たち (その近親および関係トラストと共に)

(3) 会社とその年金基金

(4) ある者と投資会社、ユニット・トラストまたはその投資を一任勘定ベースでその者が運用するその他の基金

(5) 次の者の株式保有に関して財務顧問とその顧客

(a) 財務顧問<sup>(40)</sup>、および

(b) 財務顧問が一任勘定ベースで運用するすべての投資勘定。ただし財務顧問により保有されているその顧客の株式資本とそれらの投資勘定の持分率が合計して一〇パーセントまたはそれ以上である場合にかぎる。

(6) 公開買付の対象となっている会社の取締役たちまたはその会社に対し誠実な公開買付が差し迫っていると信ずべき理由がある会社の取締役たち (一九八五年追加)<sup>(41)</sup>」



このように、コードは会社の支配権を取得または強化する目的で複数人が合意または了解の下に積極的に協調してその会社の株式を取得する者を共同行為者と定義し、特に一定の範囲に属する者を反証がないかぎり共同行為者と推定することになっている。共同行為者の定義ないしその推定範囲が広いために、共同行為者になるのかどうか当事者が確実な判断を下しえない状況も生じうる。<sup>(42)</sup> そのようなときは、当事者はパネルに相談することを求められている。そして、当事者はその顧問の助言が誤っていたこと、あるいは自らの判断では共同行為に該当しないと判断したことなどの弁解は許されない。共同行為にならないと判断した場合はなることを知らないで株式を取得した者は、実際には共同行為関係が存在したとパネルによって解されるときには公開買付の義務を負うべきことになる。

## (2) 事前の合意による取得

共同行為となるためには、支配権の取得または強化を目的とした事前の合意・了解が要件とされている。数人の株主が取得後に知り会いその会社で支配権を行使できるように協調することにし、かつそのグループの株式保有が合計して三〇パーセントを越える場合でもパネルは、普通の、義務的公開買付をなすことを要求しない。しかし、いったん結び付いた株主たちが、(a)その合計持株数が三〇パーセント以下であって、その後グループの誰かがさらに買い増して三〇パーセント以上にしたとき、(b)グループを形成した当時三〇パーセント以上五〇パーセント以下を保有しているその後一二月以内にさらに二パーセント以上を買い増したときには、公開買付の義務を生ぜしめる。<sup>(43)</sup> 特殊な場合であるが、Aが甲会社に公開買付の申込みをしており、甲会社の取締役会がこの申込みに反対しているときに、甲会社の既存の株主が取締役を支持する旨を表明しても、その持分が取締役たちのものと合わせて三〇パ

ーセントを越えても規則九条の下での義務は発生しない。<sup>(44)</sup> その株主が取締役会を支持するためにさらに株式を買い増した場合は別である。<sup>(45)</sup>

以上のように、従来独立していた既存株主が協調するようになっただけではコードの定義する共同行為者には当らない。とりわけ、独立して行動していた株主が経営陣を刺激するための *ginger group* (活を入れるグループ) として集まることは自由である。<sup>(46)</sup> しかし、株式取得後に知り会ったのかどうか、実際には会社の支配権取得のために事前に合意ができていたのではないかどうかパネルは細心の注意を払って調査することになっている。<sup>(47)</sup>

(3) グループ内での株式の移動

あるグループの者たちが共同行為者と確定されたならば、そのグループは単一の株主と扱われる。ところで、支配グループを構成する個人または会社の株式保有状況はたえず変化する。グループ内のあるメンバーが他のメンバーより株式を取得した結果、①単独で三〇パーセントまたはそれ以上を保有することとなった場合、または②取得者が単独で三〇パーセント以上五〇パーセント以下を保有して他のメンバーより二パーセント以上取得した場合には、形式的にコード・ルール九条の要件を満たしたことになる。したがって、これらの場合の取得者は公開買付の義務を負担することになるが、パネルがその義務を免除すべきかどうかは問題になる。パネルはつぎの三つの要素を考慮して、場合によっては免除(ルール九条の適用除外)の決定をする。(a)グループのリーダーまたは最大の株主が変わったかどうか、そしてグループ内の株式保有のバランスが著しく変化したかどうか、(b)取得された株式に対し支払われた価格、(c)共同行為者の関係および共同行為をした期間の三つである。<sup>(48)</sup>

このことを具体的に検討してみよう。たとえば、六人からなるあるグループが合計して甲会社の株式を四〇パーセント所有していたとする。このうちAが三五パーセント所有し、他の五人がそれぞれ一パーセントずつ所有している、Aが他の二人よりその持分を当時の市場価格を基準にして公正な価格で取得したとする。Aは規則九条の下の義務を負担するにいたったが、Aの支配的地位に変動が生じたとはいえず、また二パーセントの取得に対し特別なプレミアムを支払ったのでないがゆえに、公開買付の義務は免除されるであろう。しかし、同じ例において、Aが二人のメンバーからその二パーセントを市場価格を相当に上回るプレミアムを支払って取得したのであれば、Aは何らかの利益を得るために高価な代価を払ったのであり、株主平等の取扱いの要請からも、すべての株主に対して公開買付の義務を果たすべきであろう。

いま一つ別の事例を考えてみよう。三人の支配グループがそれぞれ一六パーセントずつ保有していたが、そのうちの一人が他のメンバーからその一六パーセントを取得したとすれば、その対価が市場価格であったか、プレミアムを払ったかにかかわらず、取得者は規則九条の適用を免れない。ただし、その者は単独で三二パーセントの保有者になったのであって、その支配的地位に著しい変動が生じたからである。<sup>(49)</sup>

#### (4) 共同行為者からの離脱

会社支配のために積極的に協調を開始することがあるのと同じように、一度共同行為者としてグループのメンバーになった者が意見の対立その他の理由でグループを離脱することもある。グループの一員だった者がグループ外の者に持株を売却したり、株式の保有は続けるが他のメンバーに同調することを止めて独立の行動をするようにな

ることもある。このように、共同行為グループの一員がグループから離脱することにより、グループ全体の株式保有数が減少すれば、規則九条との関係においては、残留グループ・メンバーはさらに自由に株式を買増すことができることになる。たとえば、それぞれが一パーセントを保有していた三人のメンバーのうち一人が去れば、残りのメンバーは三〇パーセントにいたるまでは株式を買増しても公開買付の義務を負うことはない。<sup>(50)</sup>

(5) 主要メンバー

グループで会社の支配株式を取得した場合、規則九条の公開買付をしなければならない義務を誰が履行しなければならぬかが問題になる。一九七四年コードは、共同行為グループにはリーダーが存在するものと想定し、そのリーダーが規則三四条(当時)の義務を履行すべきものとしていた。しかし、たとえば三人のグループがそれぞれ一〇パーセントずつ取得した場合のように、誰をリーダーとも決め付けがたい場合も生じてきた。コードの規定を文理解釈すれば、第一次的義務者は、その義務を発動させる引き金を引くこととなった株式を取得した者ということになる。すなわち、三〇パーセントまたはそれ以上となるにいたった最後の株式取得者、または三〇パーセント以上五〇パーセント以下を保有するグループにおいて一二月以内に二パーセント以上となる株式を最後に取得した者が規定のうえでは第一次的義務者ということになる。あるいは、グループの保有株は単一の株主による保有と同視するとの立場から、誰が最後に取得したかにかかわらずグループ全員が共同して公開買付の義務を履行すべきであるとの解釈も成り立つ。現在の規則九条一項は「ある者がその者と共同行為をしている者により取得された株式と合わせてある会社の議決権の三〇パーセントまたはそれ以上を有する株式を取得するとき」と定め、同

規則項二は「第一項で規定された者に加えて、共同行為者グループの各主要メンバー (the principal members) は、それぞれのケースの状況に従い、申込みをする義務を負う」と定めている。これに対するパネルの解説は、「本条の下での公開買付の申込みをなすべき第一次的義務 (prime responsibility) は、通常は、申込みをなすべき義務を負うこととなる株式を取得した者に生ずる。もしこの者が共同行為グループの主要メンバーでないならば、申込みをすべき義務は主要メンバーにあり、そして例外的事情においては主要メンバーでない者もその義務を負うことになる」と述べている。<sup>(51)</sup> ちなみに、主要メンバーとは、ごく少数の株式を所有するにすぎない者、大量株式の取得者の妻とか近親者とかのごとく、公開買付の申込みをすべき義務を履行すべきことを合理的に期待できない者を除いたメンバーをいう。<sup>(52)</sup> あるいは、受動的立場で共同行為者に含まれた者、たとえば会社の非業務執行取締役 (non-executive directors) なども、通常は、主要メンバーではないとされる。<sup>(53)</sup> それにしても、判然としない規定である。

(21) Johnston, op. cit. p. 272.

(22) Notes on Rule 9.1—11, Weinberg and Blank, op. cit., No. 936.

(23) Weinberg and Blank, op. cit. No. 937., Notes on Rule 9.1—11.

(24) Panel on Take-overs and Mergers, Report on the year ended 31st March 1978, p. 19.

(25) Weinberg and Blank, op. cit., No. 938.

(26) Note on Rule 9.5—5. と同じく、株式が非常に分散している会社にとっては、たとえば二〇パーセントの所有により支配株主となりうる場合は十分考えられる。そのような会社においては、従来の支配株主 (たとえば三二パーセント所有

者) から二五パーセント取得した者は事実上支配権を行使できることになる。したがって売主の手中に留まっている株式について支配力を行使しないでも買収した株式で十分会社を支配できよう。この者は公開買付の義務なく支配権を取得したことになる。

- (27) Notes on Rule 9.1—10, Weinberg and Blank, op. cit., No. 939.
- (28) Notes on Rule 9.1—7, Johnston, op. cit., p. 278., Weinberg and Blank, op. cit., No. 929.
- (29) Code, Rule 9.6.
- (30) Weinberg and Blank, op. cit., No. 980.
- (31) Notes on Rule 9.5—1, Weinberg and Blank, op. cit., No. 961.
- (32) Notes on Rule 9.5—2 (b).
- (33) Notes on Rule 9.5—2 (a).
- (34) Notes on Rule 9.5—3, Weinberg and Blank, op. cit., No. 959.
- (35) Weinberg and Blank, op. cit., No. 968.
- (36) Notes on Rule 9.3—1.
- (37) Weinberg and Blank, op. cit., No. 972.
- (38) 前述の Marc Gregory Limited / Greencoat Properties のケースでは (Johnston, op. cit., p. 94)。
- (39) Weinberg and Blank, op. cit., No. 913.
- (40) financial adviser のコンプライアンスがイギリスでは merchant bank がこれに当る。
- (41) 一九八五年版で追加されたが、実質的には追加ではない。会社とその取締役は共同行為者と推定されるが、取締役相互間は原則として共同行為者と推定されていない。しかし、以前からパネルは、会社に対し TOB がかけられ、または TOB

が目前に迫っていると取締役が信すべき理由があるときには、そのTOBに取締役会が反対のときは、それを阻止するために取締役たちが共同して株式を買い集めようとするものと扱ってきた。そのことは Practice Note No. 15 において述べられていた。それを条文中に格上げしただけのことである。

(42) ある者の支配権取得への関わりが専門的知識の提供だとか商業銀行関係から生ずるときには通常は共同行為者の概念には含まれない。たとえば、公開買付の義務を生ぜしめる大量株式の取得者にその資金を貸し付ける銀行は共同行為者に含まれない (See, Notes on Rule 9.2)。その他、義務的公開買付のアンダーライターは単にアンダーライティングをするだけでは共同行為者にならない。これは、大量に株式を取得した会社が公開買付の義務を負担し、現金で申込みをする義務が生じるが、そのために新株を発行して資金調達をする必要が生じたときにマーチャント・バンクがアンダーライターになるような場合のことである。支配権の移転を生ぜしめる大量株式取得者に会計士、事務弁護士として専門的助言を与える者たちも、もろく共同行為者にならない (Weinberg and Blank, op. cit., No. 918)。

(43) Notes on Rule 9.1—1.

(44) Notes on Rule 9.1—3, Johnston, op. cit., p. 272.

(45) Weinberg and Blank, op. cit., No. 933.

(46) Weinberg and Blank, op. cit. No. 931.

(47) Notes on Rule 9.1—2.

(48) Notes on Rule 9.1—4.

(49) Weinberg and Blank, op. cit., No. 935. 支配グループがすでにある会社の五〇パーセント以上の株式を保有するときに、グループの誰かがさらに買い増しても、もはや支配権の変動はないのであるから、公開買付の義務はない。しかしながら、五〇パーセント以上を保有する支配グループの中のある者が株式を買い足して、単独で三〇パーセントの所有者に

なったり、その者が三〇パーセント以上五〇パーセント以下を保有して、さらに二カ月内に二パーセント以上を買い増した場合には、本文（IIグループ内での株式の移動）で述べた(a)(b)(c)の要素を考慮して、場合によっては公開買付の義務を免除することにならう。

(50) Weinberg and Blank, op. cit., No. 940. あ者が真にグループから離脱したときは、その通りに扱われなければならないが、株式を処分することなく単にグループを離脱したというだけでは、その真偽は見定めがたい。パネルはケースごとに慎重に調査することとしている。

(51) Notes on Rule 9.2.

(52) Johnston, op. cit., p. 274.

(53) Weinberg and Blank, op. cit., No. 924.

#### 四 規則九条の適用免除

##### 1 適用免除の事由と手続

##### (1) 新株発行と適用免除

コードの規則九条の目的は、株式の属性である所有者に会社の支配権を与えるという特別な価値につき、すべての株主<sup>(52)</sup>にその特別な価値で株式を処分する機会を与えることを確保することである。特別な価格で株式を売却することができ<sup>(52)</sup>る株主のこの権利を株主総会の多数決で株主から奪うことはできないものと解されている。しかし、きわめて限られた場合であるが、支配権を取得または強化することとなる株式取得に先立って、株主総会で承認を受け



かつパネルの認可を得ることにより、株式取得者が規則九条の下で負うこととなる公開買付の義務を免除される場合がある。それは、株主たちが会社の名において行為をするとき、すなわち会社の行為がなされるときであって、単に株主としての意思決定をするときではない。<sup>(53)</sup> 株主が単に株主としての意思決定をするのではなく会社の名における行為 (acts in the name of the company) をするのはどのようなときであるか。それは、他の会社などからの資産取得の対価としてまたは現金の払込みを受けてある会社が新株を発行するときである。新株の発行を受けた結果として、ある者 (またはグループ) がその会社の議決権株を三〇パーセントまたはそれ以上を取得し、あるいは三〇パーセント以上五〇パーセント以下を保有していた者が一二月以内に二パーセント以上を取得する場合には、規則九条の下での義務的公開買付をしなければならないが、つぎに述べる所定の手続を踏むことによってその義務を免除されることがある (これを dispensation or whitewash と呼ぶ)。

(2) 株主総会の承認

新株発行会社の取締役は事前にパネルに相談し、株主総会で承認決議があればパネルが新株取得者から規則九条の下での公開買付の義務を免除する用意があることを確認しておかなければならない。株主総会での承認は独立した株主の投票 (independent vote of shareholders) により普通決議としてなされなければならない。独立した株主とは、その承認決議に特別利害関係を有しない者のことである。特別利害関係人はその承認決議に際して議決権を行使できない。たとえば、甲会社の二五パーセントの株主 A に甲会社が一〇パーセント相当の新株を割り当てようとしている場合には、A はその決議に関して議決権を行使できない。そのほか、右の例において、A は甲会社

の株主ではないが、二〇パーセントの新株の割当を受けようとしており、甲社の一五パーセントの株主でかつ同社の取締役Bが将来Aと共同行為をする予定である場合には、Bも特別利害関係者と解される<sup>(54)</sup>。なお、右の承認決議は、必ず投票によらなければならず、挙手その他の方法では足りない<sup>(55)</sup>。

### (3) 株主への開示

新株を発行しようとする会社の独立した株主の承認を求めるために会社は株主総会を招集しなければならないが、それに先立って会社は各株主に、新株を取得しようとしている者の株式保有状況、取得する予定の新株の数その他について完全な開示をしなければならない。開示は株主に対する文書でなされる。株主への送付文書には、新株を取得しようとしている者が四八パーセント以上<sup>(56)</sup>の支配株を取得することとなる場合には、その取得者はその後は規則九条の下での公開買付の義務を負うことなく株式を自由に取得することができることになることを特に注記しなければならない<sup>(57)</sup>。グループで支配株主になろうとしているときは、そのグループのメンバーが誰れであるか、各メンバーの持株数、各メンバーの経歴などが記載されなければならない<sup>(58)</sup>。さらに、取締役の報酬および任用契約<sup>(59)</sup>、当該会社の収益の予測および会社資産の評価などが株主への送付文書で開示されなければならない。なお、転換社債、オプションまたは新株引受権付証券 (securities with subscription rights) が発行される場合には、その取得者がその権利を完全に行使したときに保有することとなる株式数およびその権利を行使しうるもつとも早い期日を送付文書は含んでいなければならない<sup>(61)</sup>。会社が規則九条の規定の適用免除を含む提案を株主に対してする場合には、取締役会は独立した適格の助言者 (マーチャント・バンクなど) の助言を得て、その助言ないし意見を送付文書で

株主に通知しなければならぬ<sup>(62)</sup>。この場合の助言はとくにその客観性が要求される。すなわちその助言者が新株発行に関し、ある者に新株を取得させるのを促進することに株主として、債権者としてあるいはその他の関係において利益を有しないかどうか取締役会は慎重に調査する必要がある<sup>(63)</sup>。免除手続が関係するすべての場合において、会社またはその助言者が株主に送付する文書はすべてその発信前にパネルに提出しその承認を受けなければならぬ<sup>(64)</sup>。以上のように、株主に送付される文書は株主をして十分な情報を得たうえでその是非の判断ができることを可能ならしめるものでなければならず、かつすべての事実や意見は正確かつ公正でなければならぬ。そして、完全かつ適切な開示と助言があり、発行予定会社の独立した株主の多数が、新株発行の結果として支配の変更が生ずる状況を承認するならば、パネルは取得者から規則九条の下での公開買付の義務を免除する。

以上述べたことは、ある会社が他の会社等より資産を取得する対価としてその資産所有者に新株を発行する場合、および会社がその株主または第三者に現金の払込みにより新株を発行する場合について妥当なことである。同様のことは、会社が既存の株主に一般的に新株を割り当てる方法などで新株を発行する場合にある者(たとえば銀行)がアンダーライターとなり、その義務の履行として発行会社の株式を取得する場合にも妥当する<sup>(65)</sup>。逆にいえば、アンダーライターがその義務の履行として新株を取得し、その取得数が発行会社の議決権株の三〇パーセントまたはそれ以上となる可能性がある場合にも、事前に株主総会の承認等が必要とされている。

## 2 二段階による支配株取得

会社の支配株が二つの段階を経て取得されることがある。まず、ある者(またはグループ)が三〇パーセント弱

の株式を取得し、その後、その株主に対して新株を割り当てることによってである。最初の取得は三〇パーセント以下であるから規則九条の公開買付の義務は生じない。つぎの新株発行については事前に株主総会の承認を得、かつパネルの認可を得て規則九条の適用免除の手續を踏むのである。これら二つの段階での株式の取得は全く別個のものとして扱うべきか、それとも両者を全体として一つの取引とみるべきかが問題である。パネルがこの問題を検討しなければならぬケースが現われた。

一九七七年末に、Allegheny Ludlum Industries (A会社) は Wilkinson Match (W会社) の株式の二九・九パーセントを Swedish Match (M会社) から取得した。それから数カ月後に、A会社はその子会社をW会社へ、W会社の新株を対価として売却することを合意した。その結果、A会社はW会社株の五〇パーセントを超える株主となることとなった。これに批判があつたので条件を変更し、新株発行の結果、A会社はW会社の四四パーセントを保有することにした。この提案は株主総会で承認され、かつパネルも規則三四条(現九条)の適用免除を認可した。<sup>(66)</sup> パネルは、二つの段階における取得を別個のものとして扱ったのである。けれどもこの取扱いは間もなく変更されることとなった。この取引の順序を逆にした場合との間に不均衡が生ずるからである。すなわち、まずある者が資産売却の対価として資産取得会社の新株を、たとえば二九パーセント取得し、その後、合計して三〇パーセント超となるブロック株を取得しようとするれば、この者は規則九条の下で公開買付の義務を負うこととなる。これは明らかに不公平である。そこでパネルは、まずブロック株を取得し、その後新株の割当を受けることによって全体として支配株を取得することとなる場合にも、原則として、規則九条の下での義務を免除しないこととした。<sup>(67)</sup> 新株発

行の際に、かりに株主総会で取得者の公開買付の義務を免除してもパネルは規則九条の下での義務を取得者から免除しないというのである。独立した株主総会で免除の決議しても義務的公開買付をパネルが強要することについては議論もあろう。とりわけ、株主総会のこの承認決議は投票によるが、全員一致で賛成しても、なおかつ公開買付の義務があるというのは、行き過ぎとの批判もあろう。ただし、先に三〇パーセント以下の株式を取得した者が、新株発行会社の取締役と何らの交渉、談合、合意などなく、たまたま自己の資産を売却し、その対価として新株を取得し、その結果として支配株主となるような場合には、前述の免除手続をとれば、パネルは認可する用意がある<sup>(68)</sup>。

### 3 その他の免除事由

ある者がうっかり誤って (inadvertent mistake) ある会社の株式を三〇パーセントまたはそれ以上取得したとき<sup>(69)</sup>には、取得者が一定の期間内に無関係者に相当数を売却するならば、公開買付の義務をパネルは免除する。

会社の救済策として新株等が発行される場合も例外として扱われる。時として会社が重大な資金難に陥り、緊急救済策として新株ないし転換社債を発行して早急に資金調達をする必要に迫られる場合もある。このような状況下では、新株発行に関し事前に株主総会の承認を求める余裕がない。パネルは、真に緊急救済策としてこのような手段をとらざるを得ない状況であると判断したときはその会社の取締役および財務顧問の意見を聞いて、救済のために株式を取得する者から規則九条の下での義務を免除する<sup>(70)</sup>。

担保権の実行の場合はどうであろうか。たとえばAがS会社の株式を担保として取得してBに金銭を貸し付けていたが、Bが返済できないのでAが担保権を実行して株式の所有権を自己に移転した結果、AがS会社の三〇パー

セント以上の株主となった場合、Aは規則九条の下で公開買付をしなければならぬ義務を負うことになるが、その義務の免除もありうるか。担保として取得した当時、貸主Aが担保権の実行がありそうであると信ずべき理由があったときを除いては、パネルは免除を認めることにしている。<sup>(71)</sup>ただし、右のAの担保権の実行に続いて、Aがその株式の全部または一部を売却し、その買主が三〇パーセントまたはそれ以上の株式を取得することとなる場合には、その買主は公開買付の義務を履行しなければならない。

ある者Aが三〇パーセント以上の株式を取得したが、その会社には五〇パーセントまたはそれ以上を有する大株主Bがいる場合がある。かりにAが公開買付の申込みをしても、Bがそれに応じない旨を書面で述べるときは、パネルは規則九条の下での義務をAから免除する。<sup>(72)</sup>Bが申込みを拒否する意向であるかぎり、AのTOBは成功する見込みがなく、AにTOBをかけることを要求しても無駄である。

最後に、支配株の譲受人Aが取得後合理的期間内に相当数を転売し、三〇パーセント以下に減ずる条件で、いったん三〇パーセント以上の株式を取得する場合はどうなるであろうか。この状況をより詳しく分析してみよう。甲が単独でまたはグループでS会社の支配株主であるとする。Aが甲よりその全株式を譲り受けることとするが、AはS会社の支配株主となることを望まず、甲より株式の一括譲渡を受けるけれども、合理的期間内に相当数の株式をBに売却し、A自らは三〇パーセント以下の株主として留まりたいとする。Aは規則九条の下での公開買付の義務を免除されうるであろうか。パネルは免除する用意がある。まずパネルに取得前に相談すること、そして、AB間で確固たる合意ができていないこと、かつABが共同行為をしないことを条件にしてである。<sup>(73)</sup>このパネルの取扱い

が規則九条を設けた趣旨に調和するのか、筆者には、疑問である。パネルのこの取扱いの下では、支配株主甲は支配株売却プレミアムを得ることができる。Aが三〇パーセント以下の保有を望むのであれば、その分だけ甲A間で取引をし、残余については甲は市場でまたはその他の私的取引で処分すればよいはずである。一括してAに買い取らせようとするのは、支配株であるがゆえに有利に売却できる機会を生かそうとしているはずである。甲のような一部の株主だけがプレミアムを取得するのではなく、すべての株主にそのプレミアムを得る機会を与えようというのが規則九条の制定理由である。取得する側のAについても疑念が生ずる。支配権行使の意図がないのであれば、なにゆえにAが、相当に高い株価での転買人を確保してまで甲より一括譲渡を受けようとするのであろうか。結局、このようなケースで規則九条の適用免除を認めるとすれば、甲A間の取引における株価が取引時の市場価格を上回るものでないことを条件とすべきであらう。

(52) Johnston, *op. cit.*, p. 269.

(53) Johnston, *op. cit.*, p. 270.

(54) Weinberg and Blank, *op. cit.*, No. 942.

(55) Whitewash Guidance Note (City Code, Appendix 1) 2.

(56) 五〇パーセント以上を保有する株主は、その後好きなように自由に株式を買い増すことができる。三〇パーセント以上五〇パーセント以下の所有者は二カ月以内に二パーセント以上取得したとき公開買付の義務が生ずる。したがって、四八パーセント以上を取得すれば、五〇パーセント・レベルに達するには二パーセント以下の買い増しで足りるから規則九条の適用がなくなる。

- (57) Whitewash Guidance Note 4 (c).
- (58) Whitewash Guidance Note 4 (d) (f) (h).
- (59) Whitewash Guidance Note 4 (i).
- (60) Whitewash Guidance Note 4 (k).
- (19) Whitewash Guidance Note 4 (b) (ii).
- (32) Whitewash Guidance Note 4 (a).
- (33) Weinberg and Blank, *op. cit.*, No. 944.
- (35) Whitewash Guidance Note 2 (c).
- (59) Whitewash Guidance Note 1 (a).
- (69) Johnston, *op. cit.*, p. 109.
- (76) The Panel on Take-overs and Mergers, Report on the year ended 31st March 1978, pp. 19—20, Whitewash Guidance Note 3 (a).
- (88) Johnston, *op. cit.*, p. 278.
- (89) Notes on dispensation from Rule 9—4.
- (90) Notes on dispensation from Rule 9—3.
- (17) Notes on dispensation from Rule 9—2.
- (21) Notes on dispensation from Rule 9—5.
- (32) Notes on Rule 9. 1—6.