

I. はじめに

1 特別関係者概念の必要性

日本の公開買付規制は、買付者の株券等所有割合が 5%や 3 分の 1 など法の定める数値を超える場合には、その買付け等は公開買付けによらなければならないと規定する（金融商品取引法（以下「金商法」という。）27 条の 2 第 1 項）。そのため、株券等所有割合の数え方が、規制の範囲を画する。

もしも法人格として 1 人ずつ株券等所有割合を計算し、1 人の株券等所有割合で基準値を超えなければ規制の対象とならないとしてしまうと、容易に規制の脱法ができてしまう。たとえば、甲が 35%の株式を取引所外の取引で買付け等をしようとする場合、これを 1 人で行うと 3 分の 1 を超えるから規制の対象になるが（金商法 27 条の 2 第 1 項 2 号）、甲が 1 人で全額出資して乙会社を設立して、甲が 33%、乙が 2%を買付ければ、甲も乙もそれぞれ 3 分の 1 以下にすぎないから規制が適用されないこととなってしまう。同様のことは、会社を設立するなどせずに、たとえば甲の家族や友人などの協力を得ることでできてしまう。

このような脱法行為を防止しなければ、規制を設ける意義は大幅に減じられてしまう。そこで、日本法は、特別関係者という概念を用いて、規制の抜け穴が生じないようにしている。すなわち、株券等所有割合の数え方について、条文上、その者（上記の例でいう甲）に特別関係者（上記の例でいう乙）がある場合にあっては、その特別関係者の株券等所有割合を加算して判定することとされている¹。したがって、上記の例では、甲と乙の株券等所有割合を足し算して 35%と判定され、規制の対象となる。

2 特別関係者概念の概要

日本法は、特別関係者の概念として、2 種類の類型を規定している。

(1) 実質基準

第 1 は、実質基準によるものである。金商法 27 条の 2 第 7 項 2 号は、「株券等の買付け等を行う者との間で、共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、若しくは当該株券等

¹ ただし、特別関係者に該当しても、小規模所有者の場合には加算されない。すなわち、買付けの対象となる株券等が内国法人の発行する株券等の場合は、総株主等の議決権の 0.1%以下の場合（ただし、0.1%以下の所有の者の議決権数合計が 1%を超えない範囲に限る）、外国法人の発行する株券等の場合は 1%以下の場合、加算されない。発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（以下「他社株買付府令」という。）3 条 2 項。

の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使すること又は当該株券等の買付け等の後に相互に当該株券等を譲渡し、若しくは譲り受けることを合意している者」と規定する。

このうち、共同取得は、複数の者が協力することで規制を免れることを防ぐ機能があるのでわかりやすい。もっとも、これは、共同取得の合意をして共同取得した場合には、その後も一体的に行動する蓋然性があることがその合理性を支える暗黙の前提となる。そこで、共同取得後に一体的に行動する見込みがない場合には、その取得は「共同して」に該当しないと解すべきだという見解もある²。

共同取得との並びで共同譲渡の合意も規定されていることの趣旨については、「取得時には各自が単独で取得して共同取得の合意はみられないが、各取得後に共同して他の者に譲渡して当該他の者が株券等の買付け等をするを合意するような場合について、当該共同譲渡の合意の段階で共同保有者と捉えるものである」³とする見解がある。これは要するに、本来であれば共同取得の合意で捉えればよいけれども、これを正面から認定できない場合にそなえて共同譲渡の合意を独立の類型として規定といるということである。このように解するならば、共同取得の場合と同様に、共同譲渡の解釈に当たっても、一体的な行動をする見込みがない場合には、「共同して」に該当しないと解すべきだという見解もある⁴。

共同しての株主の権利の行使の合意が特別関係者とされることについては、取締役の選任に関する議決権行使の合意であれば、支配権の獲得を目的として行動しているということができ、株式の共同取得とほぼ同じ状況といえる。しかし、条文の文言上は、それ以外の権利行使であっても含まれるかのような規定となっており、立法論としては疑問があり、解釈論としては限定解釈する必要性を指摘する見解もある⁵。

相互譲渡・譲り受けの合意についても、「取得時には各自が単独で取得して共同取得の合意はみられないが、実質的に共同取得と同視できる」⁶ことから規定されているとする見解もある。たとえば、買付者とこの合意をして買付けを行った場合、買付後に買付者に譲渡するから、買付者と共同して取得した場合と同じだというわけである⁷。

このように、実質基準の特別関係者概念の理解に際して、共同取得を中核として位置づけ、共同取得の合意がある場合に近い場面が規定されていると理解することは合理的な解釈といえよう。しかし、条文には、このような限定的な解釈を指し示す文言があるわけではない

² 証券法研究会編『金商法大系 I 公開買付け (1)』(商事法務、2011) 177 頁。

³ 松尾直彦『金融商品取引法 [第 5 版]』(商事法務、2018) 242-243 頁。

⁴ 証券法研究会編『金商法大系 I 公開買付け (1)』(商事法務、2011) 182 頁。なお、本文に記載の整理の他には、共同譲渡の合意をしたものが取得する時点で支配プレミアムの分配を求める趣旨の規定だとする見解もある(池田唯一ほか『金融商品取引法セミナー』172-174 頁、証券法研究会編『金商法大系 I 公開買付け (1)』(商事法務、2011) 182-183 頁)。

⁵ 飯田秀総「共同保有者・特別関係者の範囲」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』(有斐閣、2014) 901 頁。

⁶ 松尾直彦『金融商品取引法 [第 5 版]』(商事法務、2018) 243 頁。

⁷ 内藤純一「新しい株式公開買付制度」商事法務 1219 号 (1990) 2 頁、6-7 頁。

ことから、このような解釈で規制が運用されるかは不明確であり、また、裁判所がどのように解釈するかも不明確である。

(2) 形式基準

第2は、形式基準によるものである。金商法27条の2第7項1号は、「株券等の買付け等を行う者と、株式の所有関係、親族関係その他の政令で定める特別の関係にある者」と規定する。

ここでいう政令は、金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という。）9条である。同条は、買付者が個人の場合と法人の場合に分けて規定している。

買付者が個人の場合、特別関係者に該当するのは、①買付者の親族（配偶者並びに一親等内の血族及び姻族に限る）、②買付者（その親族を含む。）が法人等⁸に対して当該法人等の総株主等の議決権の20%以上の議決権に係る株式又は出資を自己又は他人（仮設人を含む）の名義をもつて所有する関係（特別資本関係）にある場合における当該法人等及びその役員⁹とされている（金商法施行令9条1項）。

また、買付者が法人の場合、特別関係者に該当するのは、③買付者の役員、④買付者が特別資本関係を有する法人等及びその役員、⑤買付者に対して特別資本関係を有する個人及び法人等並びに当該法人等の役員である（金商法施行令9条2項）。

ここでいう特別資本関係の判定に際しては、問題となっている者と被支配法人等の議決権を合算して20%を超えるかどうか判定される。被支配法人等とは、個人又は法人等が他の法人等の総株主等の議決権の過半数の議決権を所有する法人等である（金商法施行令9条3項～5項）。

(3) 形式基準と実質基準の関係

形式基準と実質基準の関係については、実質基準の要件を満たす「共同行為の合意の認定は必ずしも容易ではなく、規制の実効性確保の観点から、共同行為の合意が認められない場合であっても、相互に共同保有者とみなされる」¹⁰と説明する見解がある。これは要するに、実質基準の特別関係者における共同取得が中核であり、その周辺のものについて実質基準の共同取得以外の概念でカバーするのみならず、形式基準の特別関係者の概念も使ってカバーしようとするものというわけである。立法の方向性としては合理性がある。しかし、たとえば20%の議決権しか持っていない法人と共同行為の合意が常にあるとは考えにくく、政令・内閣府令の内容が広すぎないかという問題がある。

⁸ 法人等とは、法人その他の団体をいう（金商法施行令4条の4第1項2号）。

⁹ 役員とは、取締役、執行役、会計参与及び監査役（理事及び監事その他これらに準ずる者を含む。）をいう。

¹⁰ 松尾直彦『金融商品取引法〔第5版〕』（商事法務、2018）241頁。

3 先行研究

先行研究では、実務家と研究者の共同研究によって、架空の事例を題材に特別関係者に該当するかの議論がなされ、規制の範囲が広すぎるおそれがあることへの問題意識が提示されてきた¹¹。

この他には、主に実質基準の特別関係者について、規定の範囲が広すぎないかという問題が議論されてきた。たとえば、複数の投資者による協調的な株主アクティビズムを萎縮させないようすることが重要であるという視点から、共同権利行使の合意についての規定の文言どおりでは広すぎるという問題を指摘するものがある¹²。また、実質基準の特別関係者概念は、その文言からすると米国法を参照して規定されていると考えられるところ、米国には3分の1ルールに相当する規制がなく、立法段階の蹉跌があり、それゆえに条文の文言どおりのままでは規制範囲が広すぎることを、類型ごとに詳細かつ批判的に検証するものもある¹³。

また、形式基準の特別関係者については、たとえば敵対的買収者が対象会社の議決権の20%を保有していると、条文の文言上は、当該敵対的買収者と、対象会社の取締役が特別関係者に該当する可能性があることが、規制範囲が広すぎる例として指摘されている。そして、立法論としては、「対象会社の支配を取得しまたは（競合する買付者による）買収を失敗させる目的をもって買付者と一体的に行動する蓋然性が認められる者のみ」¹⁴に限定すべきだとする批判もある¹⁵。同様に、英国と比較し、合理的な縮小解釈の必要性と、立法による明確化の必要性を指摘するものもある¹⁶。

4 特別関係者概念が広すぎることを示す事案

このように、日本のルールは、規制の対象を過剰に広くしているおそれがある。このことを端的に示す次のような事案が最近起きた。新聞記事・プレスリリース等、公表された情報に基づいて事案をまとめると次のようになる。

A社は、T社との経営統合を目指して、E社との間で、平成27年7月30日、E社が所有するT社株式（T社総議決権に占める割合は33.3%）を譲り受ける旨の株式譲渡契約を締結した。A社は、上記株式譲渡契約の締結前にはT社株式を所有していなかったので、

¹¹ 証券法研究会編『金商法大系I 公開買付け（1）』（商事法務、2011）119-205頁。

¹² 飯田秀総「共同保有者・特別関係者の範囲」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014）901頁。

¹³ 田中亘「実質的特別関係者」田中亘＝森・濱田松本法律事務所『日本の公開買付け—制度と実証』（有斐閣、2016）233頁。

¹⁴ 証券法研究会編『金商法大系I 公開買付け（1）』（商事法務、2011）145頁。

¹⁵ 証券法研究会編『金商法大系I 公開買付け（1）』（商事法務、2011）143-147頁。

¹⁶ 飯田秀総「公開買付規制・大量保有報告規制の課題」ジュリスト1512号（2017）45頁。

上記株式譲渡契約の実行によって株券等所有割合は33.3%となる¹⁷。したがって、3分の1ルール（金商法27条の2第1項2号）の規制の対象外である。

この株式譲渡契約のクロージング日は、公正取引委員会の企業結合審査の完了など関係各国の独禁法当局の審査の完了する平成28年上半期（予定）とされていた。その後、平成28年6月17日、公正取引委員会の企業結合審査が継続中であるため、クロージング日が平成28年9月中（予定）に変更された¹⁸。

これに対して、A社の20%以上の議決権を有する大株主であるBらは、A社とT社との経営統合に反対し、平成28年8月3日、BらがT社株式（0.1%）を取得したことを公表した。この取得の狙いは、BらがA社株式を20%以上保有しているため、BらはA社の形式基準の特別関係者に該当し、A社がE社から取得する予定のT社株式と、Bらの所有するT社株式を合わせると、株券等所有割合が3分の1を超えるため、A社は公開買付けを行わなければならない。また、Bらは、今後更なるT社株式の買増しを視野に入れているものの、今後の保有状況については開示する予定はなく、A社側は、株券等所有割合を正確に把握できていないため、E社との間で変更合意をして売買の目的物たるT社株式の数を減らして取引を実行することも、公開買付けを実施することもできないはずであると主張した¹⁹。

要するに、Bらは、自らがA社の特別関係者としてカウントされることを前提に、A社に公開買付規制違反を避けるためには取引を中止するしかないと主張したわけである。

その後、A社は公募増資を実行し、これに対してBらは差止請求を行うなど²⁰、A社とBらは完全に対立状態にあったようである。Bは、A社の実質基準の特別関係者に該当しないことは明らかである。しかし、条文の文言だけからすると、このような場合でもBらはA社の形式基準の特別関係者に該当する可能性があるが、そのような結論は不当である²¹。

¹⁷ 出光興産株式会社「ロイヤル・ダッチ・シェルからの昭和シェル石油株式会社の株式（33.3%議決権比率）の取得に関するお知らせ（平成27年7月30日）」
(<http://www.idemitsu.co.jp/company/news/2015/150730.pdf>) .

¹⁸ 出光興産株式会社「ロイヤル・ダッチ・シェルからの昭和シェル石油株式会社の株式の取得時期並びに昭和シェル石油株式会社との統合スケジュールに関するお知らせ（平成28年6月17日）」(<http://www.idemitsu.co.jp/company/news/2016/160617.pdf>)。

¹⁹ 「出光創業家、合併阻止へ揺さぶり、昭シェル株取得、大型再編、ハードル高まる。」2016年8月4日付け日本経済新聞朝刊2頁。

²⁰ 東京高決平成29年7月19日金融・商事判例1532号57頁（差止の仮処分申し立ては却下された）。

²¹ なお、その後、A社は、株式譲渡契約の内容を変更し、T社の議決権の31.3%の株式の取得を完了した。出光興産株式会社「ロイヤル・ダッチ・シェルからの昭和シェル石油株式会社の株式取得完了のお知らせ（平成28年12月19日）」<http://v4.eir-parts.net/v4Contents/View.aspx?cat=tdnet&sid=1426759>.

5 本研究の目的

公開買付規制における特別関係者という概念には、公開買付規制の趣旨を貫徹し、脱法行為を防止する機能があるが²²、広すぎるきらいがある。公開買付規制は脱法行為との闘いの歴史ではあるが、規制すべきを規制し、規制すべきでないものを規制しないようにすべきである。また、規制の範囲のルールを適切に定めないと、欧州委員会の報告書でも指摘されているように、株主によるエンゲージメントを制約してしまうおそれもある²³。

そこで、特別関係者概念はいかにあるべきかという問題を本研究のテーマとする。そして、本研究では、日本の公開買付規制のうち、特に3分の1ルールの適用が問題となる場面を対象とする。たしかに、特別関係者の概念は、3分の1ルールの適用範囲を画するばかりではなく、たとえば適用除外とする取引の種類の規定など様々な場面で用いられ、しかも条文によってはさらなる限定が付されたりしており²⁴、全体的な整合性を検討する視点も重要ではある。しかし、特別関係者概念は、平成2年改正で3分の1ルールを導入する際に合わせて規定されたものであり、3分の1ルールの適用範囲を定める場面こそが特別関係者概念の最も基本となる局面といえる。また、3分の1ルールの特別関係者概念の不当性を示唆する事案が現に発生している以上は、この場面を研究の対象とする緊急性・必要性もある。さらには、比較法的にも、3分の1ルールを持たない米国法においては特別関係者に相当する概念が判例・学説で議論されることは少ない。しかし、3分の1ルールと類似する義務的公開買付制度の中心地である英国では、まさに複数の者による規制の潜脱への対応から **Takeover Panel** という自主規制機関が整備され、特別関係者概念に相当するルールが作られ、現在においても潜脱事例に対する義務的公開買付制度の適用やサンクションが課されるなど、義務的公開買付制度の潜脱をめぐる事例が多くある。冷遇措置命令 (**Cold-shoulder order** : コードに違反した者に対して金融サービスを提供しないようにさせる制裁措置) が出された3件中2件のケースは共同行為者による義務的公開買付規制の潜脱行為があった事案である²⁵。したがって、3分の1ルールに焦点を当てるのが適切である。

²² 証券法研究会編『金商法大系 I 公開買付け(1)』(商事法務、2011) 120頁。

²³ European Commission, Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, at 6, Brussels 28.6.2012, COM(2012) 347 final, available at http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf. 同様の指摘として、European Commission, Green Paper on the EU Corporate Governance Framework, at 14, Brussels, 5.4.2011, COM(2011) 164 final, available at http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf#page=2.

²⁴ 詳しくは、証券法研究会編『金商法大系 I 公開買付け(1)』(商事法務、2011) 126-134頁参照。

²⁵ DAVID KERSHAW, PRINCIPLES OF TAKEOVER REGULATION 134 (2016). 2010年のケースは、共同行為者の合意があったと認定された事案である。Hearings Committee, Principal

先行研究においては、特別関係者概念が広すぎるおそれがあることが明らかになっている。他方で、共同取得等の合意の認定・立証の困難さも同時に指摘されている。つまり、立証の困難さへの対応として、広めの文言で特別関係者概念が規定されているという側面がある。そのため、特別関係者概念を狭くする場合には、この立証の困難性という問題にも配慮する必要性が一応はある²⁶。先行研究では、比較法研究としては、相対的に狭い概念を規定するドイツ法が参照されることが多いが、英国の具体的な事案にたちいった研究はあまりなされていない。英国では、立証の困難さについても意識されてもいる。そこで、本研究では、英国のルール、公開買付けの共同行為（*acting in concert*）概念について、比較法のアプローチによる研究を行う。

英国のルールに注目する理由は、第1に、日本の3分の1ルールと似た義務的公開買付ルール（*Mandatory Bid Rule*）が採用されており、支配権の獲得を規制の発動要件とする点で、日本の3分の1ルールと類似する側面があるからである。第2に、日本の形式基準の特別関係者概念と類似の概念は英国の共同行為の概念にも存在する。しかし、英国のルールでは、形式基準のうち一部のものについては、これに該当しても、共同行為者に該当しないことの反証を許す点で日本法と異なっている。第3に、英国では、規制の潜脱を防ぐために共同行為者の概念はある程度柔軟とすべきという認識もされている。最近、形式基準によることなしに共同行為の合意が認定された事例があり、この事例を手がかりに日本と比較することからも示唆が得られると期待できる。

6 本稿の構成

以下では、IIで公開買付指令²⁷について概観する。なぜならば、英国のルールも公開買付指令に従わなければならないからである。IIIで英国のルールを概観する。また、比較のため、IVでドイツ、Vで米国についてもごく簡単に概観する。VIで以上の比較法に基づき検討を行う。

II. 公開買付指令

公開買付指令 5 条は義務的公開買付けを規定し、その適用に際しては共同行為者の持分を合算すると規定する。

そして、共同行為者の概念を次のように規定する。すなわち、共同行為者とは、対象会社の支配を獲得する目的又は公開買付の成功を防止する目的の、明示又は黙示の、口頭又は書

Capital Investment Trust Plc, available at <http://www.thetakeoverappealboard.org.uk/wp-content/uploads/2016/12/2010-01.pdf>.

²⁶ なお、そもそも3分の1ルールは立法論として不当だという見解も有力であることが示すように、3分の1ルールに合理性があるのかには疑問の余地がある。そうだとすると、立証の困難への配慮をする必要がどこまであるのかについても、疑問の余地がある。

²⁷ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (Text with EEA relevance), OJ L 142, 30.4.2004, p. 12–23.

面による合意に基づき、買付者又は対象会社と協力する自然人又は法人をいう（公開買付指令 2 条 1 項 d 号）。

これは、日本法の実質基準に相当するものである。日本法と比べると、公開買付指令の場合は、支配獲得または公開買付けの妨害という目的要件が課されている点、および、協力の内容について共同取得などの具体的な行為が列挙されていない点で異なる。

さらに、公開買付指令 2 条 2 項は、2001 年指令²⁸87 条の定める他の者によって支配される者はお互いに共同行為者に該当すると看做すと定めている。2001 年指令 87 条 1 項は、(a)株主又は社員の議決権の過半数を所有している場合、(b)執行、管理または監督機関の構成員の過半数を任命または罷免する権利を有し、かつ、その企業の株主又は社員である場合、(c)その企業の株主又は社員であって、その企業の他の株主又は社員との間で締結した合意にしたがって株主又は社員の議決権の過半数を単独で支配する場合は支配する企業と定義する。

これは日本法の形式基準に相当するものである。日本法と異なり、議決権の過半数や、取締役会の構成員の過半数の選任又は解任というように、過半数を基準としている点で、公開買付指令の方が狭い。

III. 英国のルール

1 ルールの概要

(1) 実質基準に相当する内容

現在の英国のルールにおける共同行為者の概念は、次のとおりである。すなわち、共同行為者とは、合意又は理解（公式か非公式かを問わない）にしたがって、会社の支配²⁹を獲得する若しくは強固にし、または、会社に対する公開買付けの成功を妨げるために協力する者を意味する³⁰。

この定義は、公開買付指令 2 条 1 項 d 号にそるえるように、2006 年に次のように改正された。

“Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), ~~actively co-operate through the acquisition by any of them of shares in a company,~~ to obtain or consolidate control (as defined below) ~~of that a company~~ or to frustrate the successful outcome of an offer for a company.”

²⁸ Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities (OJ L 184, 6.7.2001, p. 1). Directive as last amended by Directive 2003/71/EC (OJ L 345, 31.12.2003, p. 64).

²⁹ 「支配」とは、事実上の支配を与えるような持分であるかどうかにかかわらず、会社の議決権の 30%以上の持分を意味する。The Takeover Code, Definitions.

³⁰ The Takeover Code, Definitions.

取り消し線は従来の文言を削除するものであり、下線は新たな文言を追加したものである。削除されたのは、「積極的に (actively)」という文言と、「対象会社の株式の取得を通じて」という文言である。削除された文言は、この当時のパネルの実務ではすでにないものとして運用されており、その運用の実態にむしろ沿うのが公開買付指令の文言だったということである³¹。

この共同行為者の定義は、日本法でいえば、実質基準の特別関係者に近い。しかし、違いもある。第1に、日本法では、共同して株券等を譲渡する合意も特別関係者概念に含まれるが、英国のルールにはこれに相当するものはない。

第2に、日本法では、共同して株主としての議決権その他の権利を行使することの合意で特別関係者に該当することとなる。他方で、英国のルールでは、特定の株主総会決議において共同して議決権を行使することは、通常は、共同行為に該当するとはみなされない。しかし、その支持者と共同して、定時株主総会または臨時株主総会において、「取締役会の支配を求める (board control seeking)」提案を考慮するように要求するまたは要求するように脅す者は、通常は共同行為者と推定される³²。日本の実質基準の特別関係者概念は、少なくとも文言上は英国のルールよりも広範囲の者を含む。

(2) 形式基準に相当する内容

また、英国のルールにも、日本の形式基準の特別関係者概念に相当するものがある。

ア 共同行為者とみなされる類型

第1に、ある者と、特別関係人 (affiliated person) は、お互いに、共同行為者であるとみなされる。これは日本の形式基準の特別関係者概念と同様の規定の仕方であるが、その内容は次のようなものである。すなわち、特別関係人とは、①ある者が株主または社員としての議決権の過半数を所有する企業、②ある者がその企業の株主または社員であって、かつ、同時に、取締役会の構成員の過半数を指名又は解任できる権利を有する企業、③ある者が、その企業の株主または社員であって、ほかの株主または社員と締結した合意に従って、その株主または社員としての議決権の過半数を単独で支配している企業、または、④ある者が、支配的な影響力 (dominant influence) または支配を行使または実質的に行使する権限を持っている企業である³³。

日本法との違いは、英国のこの類型は議決権の過半数を所有しているかどうかや、取締役会の構成員の過半数の指名・解任ができるかどうかなどが基準となっているのに対し、日本

³¹ The Panel on Takeovers and Mergers, Consultation Paper on The Implement of the Takeovers Directive, Proposals Relating to Amendments to be Made to the Takeover Code, PCP 2005/5 Issued on 18 November 2005, at 41, available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/pcp200505.pdf>.

³² The Takeover Code, Note 2 on Rule 9.1.

³³ The Takeover Code, Note 2 on Acting in Concert.

では議決権の20%を所有しているかどうかを基準となる点である。日本の方が広いといえよう。

イ 共同行為者と推定される類型

第2に、次の9つの類型に該当する場合、共同行為者に当たると推定される。9つの類型とは、①会社と親会社、子会社、20%以上の議決権を保有している関連会社、②会社と取締役とその近親者³⁴とそのトラスト、③会社とその会社・関連会社の企業年金、④投資会社とそのファンドマネージャー、⑤自然人とその近親者とそのトラスト、⑥会社の創業者の近親者とそのトラスト、⑦関係のあるアドバイザー、⑧対象会社の取締役、⑨私会社の株主でコードの適用対象となる会社の新株の発行の対価としてその持分を売却する者である³⁵。

この9つの類型のうち、⑤、⑥、⑨については、2015年の改正で導入された。これは、従来の運用において、この3つの類型についても共同行為者であると推定してきたので、これを条文に明確化する趣旨で行われた改正である³⁶。このうち、特に興味深いのは⑥についてである。この点については、次のように説明されている。すなわち、英国での経験として、創業者の家族は、会社・お互いに対して共同して忠誠心を持ち、一丸となって行動しようとする傾向にある。しかし、この関係は共同行為者の推定にとどまり、反証を認める。なぜならば、ある家族との間の関係が壊れていたり、仲違いになったりしていたりすることがあるからである³⁷。

また、英国のこの9つの類型は飽くまでも推定にとどまる。すなわち、共同行為者に当たらないという反証があれば、この推定は覆される。そのため、上記I.4のA社とBらの関係が英国のルールの下で問題となった場合には、20%以上の議決権があるから、共同行為者と推定はされるが、明らかに敵対的關係にある両者は共同行為者に当たらないという反証が成立しただろう。日本では、少なくとも文言上はこのような反証について全く言及していない点で、英国のルールよりも広範囲のものを規制の対象とするように読める。

(3) 共同行為者に該当しない場合

また、次のような場合には、共同行為者に該当しないこととされている。

³⁴ 近親者とは、通常、次のものを含む。(1)ある者の配偶者、法律上のパートナー (civil partner)、同居人 (cohabitant)、(2)ある者または(1)の者の子供、親、兄弟、姉妹、孫、祖父母、(3)上記(2)に記載の者の配偶者、法律上のパートナーまたは同居人。

³⁵ The Takeover Code, Definitions.

³⁶ The Takeover Panel, Consultation Paper Issued by the Code Committee of the Panel, *Additional Presumptions to the Definition of Acting in Concert*, PCP 2015/3 (2015), available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PCP201503.pdf>.

³⁷ Id. at 8.

第 1 に、対象会社の株式に対してオファーすることまたはオファーを受け入れることを制限したり、所有する株式の数を増加または減少することを制限したりするスタンド・スティール条項を締結したりする場合である。当事者がいかなる段階においても対象会社の株式に対するオファーを受け入れることを制限したり、または、その公表前又は後に対象会社の株式に対するオファーを受け入れることを合意することを制限したりしなければ、同条項を締結した当事者は共同行為者には通常は当たらない³⁸。

日本法では、スタンド・スティール条項については、条文上は特に言及されていない。解釈としては、この合意は取得しない合意だったり、譲渡しない合意だったりするので、共同取得や共同譲渡の合意には該当しないものの、議決権の共同行使等の合意の間接事実としての意味を有する場合もあり得ることが指摘されている³⁹。この解釈は英国の上記ルールと類似する帰結をもたらすものといえる。

第 2 に、撤回不可能な合意（日本の実務でいうところの応募契約に相当するもの。）をしただけでは、共同行為者には通常は当たらない。ただし、当該合意が、買収者または対象会社に対して、その株式の議決権を行使または行使の指図をする権利を与えているかどうか、または、その者がより多くの株式を取得する場合には、この限りではない⁴⁰。

日本法では、応募契約の締結について特別関係者に該当するかどうかについて、条文上は特に言及されていない。応募契約についての一般的な解釈からすると、この契約は株式の売買契約とは区別される契約であり、公開買付けが始まればそれに応募することを約束しているにすぎないと整理されている⁴¹。応募契約があるだけであれば、特別関係者には当然には該当しないと考えられる。ただし、応募契約の締結者が、基準日の関係で売主の下に残っている議決権を株主総会時点の所有者に行使させるという趣旨で買付者に議決権行使を委任した場合は、共同権利行使の合意に該当しないかが問題となる。特に、売主が所有する株式の一部のみを売却する場合、もしもこれが特別関係者に該当すると、買付者は売主から買い付ける株式のみならず、売主が売却しなかった株式についても株券等所有割合の計算に際し合算することとなる。この状況において、売主の委任の趣旨が、基準日の関係でずれてしまった株式の所有と議決権の行使権限を一致させるために行われるのであれば共同権利行使には該当しないが、委任の趣旨には様々な場合があるので慎重な検討が必要だとする見解がある⁴²。この見解は、英国の上記ルールと結論において類似する。

³⁸ The Takeover Code, Note 5 on Acting in Concert.

³⁹ 証券法研究会編『金商法大系 I 公開買付け（1）』（商事法務、2011）202 頁。

⁴⁰ The Takeover Code, Note 9 on Acting in Concert.

⁴¹ 応募契約については、飯田秀総「公開買付けの応募契約」岩原紳作・山下友信・神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』（商事法務、2013）79 頁～104 頁参照。

⁴² 三井秀範＝土本一郎『詳説 公開買付け制度・大量保有報告制度 Q&A』（商事法務、2011）73 頁参照。

2 英国における共同行為者概念の登場の経緯

共同行為者の持分を合算するというルールが導入された経緯は、脱法的な行為に対応するためのものだった。

すなわち、そもそもテークオーバーパネルの設立のきっかけとなった事案において、買付者のアドバイザーによる株式の買い付けがより高い価格で行われ、そのアドバイザーたちは買付者の代理人と行動しているわけではないと主張していたケースがある。買付価格の公平性に対するルールの必要性が意識された事案である⁴³。

また、1970年頃の問題として、公開買付けの前に、ウェアハウジングが行われ、見かけ上は独立した当事者たちが、それぞれ対象会社の株式を事前に購入しつつ、1967年会社法33条の開示規制（10%超を保有する株主に開示義務があった）による開示義務が発生しない程度の取得にとどめ、しかし、公開買付けを開始する際の重要な要素となっていたという問題があった⁴⁴。そこで、1970年のシティ・コードの改正の際に、公開買付けを開始する場合、公開買付者は自己の株式保有についてのみならず、共同行為者の株式保有についても開示しなければならないこととされた（当時の規則8条）⁴⁵。

1972年の改正で義務的公開買付制度が導入されたとき（当時の規則29B条）から、閾値となる持分割合を超えたか否か（当時は40%が閾値だった）を判断する際に、共同行為者の持分を合算しなければならないと規定された⁴⁶。

したがって、英国における共同行為者概念には、本来的に、脱法行為に対応するという機能が期待されていたといえる。

3 広い共同行為者概念の必要性

共同行為者の概念を用いて規制の潜脱行為を防ぐ必要性はあるとしても、これを過不足なく規律することが難問であることは英国でも認識されている。たとえば、コードが共同行為者について詳細な規定を用意していること自体がこの困難さの証明だと指摘されている⁴⁷。

また、かつて、パネルは、次のように述べて、共同行為者概念は広い範囲をカバーするように規定する必要があることを説明したことがある。「共同行為者の性質からすると、その定義は意図的に広い用語で画する必要がある。共同行為者は、対象会社の支配を獲得するため

⁴³ 34 シリングでの買い付けが行われている際に、投資銀行が37 シリング6ペンスで買付けてから買付者に譲渡したという、Aberdare Holdings による Metal Industries に対する買収の事案がある（Lex. "All Equal in Mi but Some More Than Others." *Financial Times* [London, England] 13 July 1967: [1]. *Financial Times*.）。

⁴⁴ SIR ALEXANDER JOHNSTON, *THE CITY TAKE-OVER CODE 69-70* (Oxford University Press, 1980); Andrew Johnston, *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code*, 66 *CAMBRIDGE L. J.* 422, 445 (2007).

⁴⁵ JOHNSTON, *supra* note 44, at 70.

⁴⁶ "Announcement by the City Working Party" *The Financial Times* (London, England), January 19, 1972, at 19.

⁴⁷ DAVID KERSHAW, *PRINCIPLES OF TAKEOVER REGULATION* 207 (2016).

の株式の取得の協力につながるような、合意はもちろん了解もカバーするし、公式な合意はもちろん非公式な合意もカバーする。これが必要なのは、このような取り決めはしばしば非公式なものであり、了解はほのめかしによって生じるかもしれないからである。了解は、暗黙のものかもしれないし、コードの定義規定は当事者があうんの呼吸で行動する状況をカバーする。当事者がこの合意又は了解を宣言しない限り、共同行為の直接証拠は滅多に存在せず、パネルは、何らかの取引に関係する当事者が何らかの了解をしていたかどうかや、お互いに協力して行動していたかどうかを、経験と常識に基づいて判断しなければならない。ある共同行為者による事案において、買付者と共同行為者であると主張される者の双方が、その状況にもかかわらず、了解も合意も存在しないと宣言する。パネルは、ビジネスマンはそのような了解を作り出す公式な表現を用いないこともあることを現実的に認識する用意をしておかなければならない。パネルが企業買収の当事者間で実際に交わされた全てのことを知る必要はない。さらに、共同行為者の論点の判断は、共同行為者であると認定されるとその者の不利益をうける者による主張と議論の中でなされなければならないのが通常である。つまり、共同行為者であるとの認定は、コードの結果（それは、しばしば、この概念の目的であるところの、対象会社の株主の利益で、買付者に不利益となることが多い。）を必然的にもたらす。」⁴⁸

また、上訴委員会（Takeover Appeal Board）は、このパネルの指摘を引用しつつ、買付者に義務的公開買付規制を及ぼす場合と比べると、個別の自然人に対して冷遇措置命令を出す場合には共同行為者に該当することを示す立証はより高度なものである必要があるとした⁴⁹。

4 最近の事例

(1) 事案の概要と結論

A と B（いずれも個人）は、対象会社であるサッカークラブに対して、以前、共同して、融資の提案や 25%の株式の取得を提案したことがあったが、いずれも対象会社に拒否されたので実現しなかった。その後、2014年12月31日に、B と共同行為者たち（これに A は含まれない）は、他の株主から 19.48%の株式を取得した。A は、2015年1月2日、3つの機関投資家から 14.57%の株式を取得した（なお、A は、その後、対象会社の取締役会議長に選任されている）。A と B らが共同行為者に該当するならば、合計で 34.05%を取得したことになるので、義務的公開買付を開始しなければならない。A と B らは、共同行為者に該当しないと主張した。しかし、結論として、共同行為者に該当すると認定され、A に対して義務的公開買付を開始しなければならないと決定された。その理由は、この株式の取得

⁴⁸ Takeover Panel, Takeover Panel Requires Guinness to Make Payments to Former Distillers Shareholders (1989/13) at 3, available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/12/1989-13.pdf>.

⁴⁹ Takeover Appeal Board, Principle Capital Investment (2010/1), at 23, available at <http://www.thetakeoverappealboard.org.uk/wp-content/uploads/2016/12/2010-01.pdf>.

は、対象会社の支配権の変更を目的に協調して行動する人々のグループによって行われたものと認定されたからである。その証拠としては、2014年12月27日と31日のAとBの間の電子メールのやりとりによって、AはBが対象会社の株式を取得する意図があることを知っていたこと、BはAが対象会社株式を取得する意図があることを知っていたことが指摘されている。また、以前に拒否された提案をしていたことも指摘され、AとBは支配株式を取得するという意識で直接的に協力していたことは明らかだとされた⁵⁰。

(2) 日本法との比較

この事案を日本法で評価するとどうなるだろうか。この事件では、過去にAとBらが共同して融資の提案等をしていたという事実はあるが、支配権の獲得に関しての提案だったわけではない。また、12月31日の取得と1月2日の取得について、共同で取得するという意思の合致があったかことを示す直接証拠は指摘されていない。日本法の解釈において、共同取得の合意というときの「合意」は、やや狭く解釈されているため、日本法では上記の事実認定では特別関係者には該当しないかもしれない。すなわち、「合意」という以上は、当事者間で何らかの意思の合致があることが要件となるはずであり、単に（相互に）片面的に相手方の行動を認識している（見込んでいる）に過ぎない場合には、実質基準による特別関係者には該当しないと解される。⁵¹とする見解がある。上記の電子メールのやりとりでこの意思の合致の存在を推認できるかどうかの問題である。英国のルールでは合意のみならず理解でもよいという規定になっていて、しかも公式のものでなくても非公式のものでよいという規定になっているのと比較すると、日本法は「合意」と規定しており、意思の合致の程度が契約が存在すると規範的に評価できる程度のものまで要求しているようにもみえるから、日本法ではこの事案は共同取得の合意があったとまで認定できないおそれもある。

もっとも、日本法における合意も、契約の拘束力があるというときの合意というほどのフォーマルさまでは求められていないと解釈することに特に妨げがあるわけではなく、この事案であれば、共同取得の合意があったと認定することは可能であるようにも思われる。

いずれにしても、条文の文言だけで日英比較をすれば、日本法は形式基準の特別関係者は規制の範囲が広く、実質基準の特別関係者は規制の範囲が狭いといえよう。

IV. ドイツのルール

⁵⁰ Takeover Appeal Board, Rangers International Football Club Plc & Mr David Cunningham King, Decision of the Takeover Appeal Board (2017/1), available at <http://www.thetakeoverappealboard.org.uk/wp-content/uploads/2017/04/2017-01.pdf>.

⁵¹ 証券法研究会編『金商法大系 I 公開買付け（1）』（商事法務、2011）170頁。

ドイツの有価証券取得および買収に関する法律（Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. 以下「独買収法」という。）においても、義務的公開買付制度があり、支配権を取得した者は残りの全株式に対して公開買付けを開始しなければならない（独買収法 35 条）。支配権とは、対象会社に対する議決権の 30%以上の保有を意味する（独買収法 39 条、29 条 2 項）。この議決権の参入に際して、次のものが加算される。

1 形式基準に相当する内容

第 1 は、日本法でいうところの形式基準の特別関係者概念に近い類型であり、独買収法 30 条 1 項が規定する。それは、次の株式の議決権を含める。すなわち、①買付者の子企業の株式、②買付者の計算だが第三者が保有する株式、③買付者が第三者に担保として譲渡した株式（ただし、当該株式の議決権を行使する権限を第三者がもち、かつ、買付者の指図から独立して議決権を行使する意図を表明するときは除く。）、④買付者のために用益権が設定されている株式、⑤買付者が意思表示することによって取得することができる株式、⑥買付者に委託されているか、または、買付者が議決権を代理人として行使することができる株式（買付者が当該株式の議決権について、当該株式の株主の特別な指示が存在しない場合に買付者の裁量に基づいて行使できる場合に限る）、⑦対価なしに議決権を一時的に移転する合意に基づいて買付者が議決権を行使できる株式、⑧買付者が担保として保有する株式（議決権があり、かつ、買付者が議決権を行使する意思を表明している場合に限る）。この②～⑧の規定に基づく加算については、買付者の子企業は、買付者と同視する。子企業の議決権は、完全な範囲で買付者に加算される⁵²。

日本法や英国のルールと比較すると、独買収法のこの定義には、買付者の大株主や、創業者の家族などは含まれていないため、狭い。上記②～⑧の類型は、買付者の所有するものといえるものであり、日本の形式基準の特別関係者に相当するのは①の子企業だけといえる⁵³。

2 実質基準に相当する内容

第 2 は、日本法でいうところの実質基準の特別関係者に相当するものである。すなわち、買付者又はその子企業が、対象会社に関して、合意に基づくかまたはその他の方法で行為を協調する第三者が有する対象会社の株式の議決権も完全な範囲で買付者に加算される。ただし、特定の場合における合意は除かれる⁵⁴。協調した行為であるとは、買付者又はその子会社と当該第三者が、議決権行使に関し意思を疎通し、または、対象会社の経営方針に対し

⁵² 本文の⑦と⑧を除き、翻訳については、早川勝「ドイツ有価証券取得法と公開買付法（試訳）」同志社法学 59 巻 4 号 175 頁、192 頁（2007）を参照した。

⁵³ 証券法研究会編『金商法大系 I 公開買付け（1）』（商事法務、2011）135 頁。

⁵⁴ 翻訳については、早川勝「ドイツ有価証券取得法と公開買付法（試訳）」同志社法学 59 巻 4 号 175 頁、192 頁（2007）を参照した。

その他の方法で持続的かつ重大な変更を及ぼすことを目的として協調することを要する⁵⁵。上記第1のルールは、第三者の議決権割合の算出にも準用される⁵⁶。

この定義は、1回限りの議決権行使に関する合意があるにすぎない場合は対象外とする点、また、対象会社の経営方針に対する持続的かつ重大な変更を及ぼす目的を要求する点などにおいて、日本の実質基準の特別関係者の文言よりも狭い範囲を対象とするものといえる⁵⁷。さらに、英国との比較においても、ドイツ法が対象会社の経営方針に対する持続的かつ重大な変更を及ぼす目的による絞りをかけている点でドイツ法の方が範囲を狭く、ドイツ法のこの点はEU透明性指令⁵⁸10条a項の規定する要素⁵⁹を取り込むものと分類されている⁶⁰。

3 共同行為者の定義

なお、独買収法では、義務的公開買付けの場合の基準となる30%の議決権のカウントとは別に、共同行為者の概念も定義している。これは、たとえば、対価についての規制におい

⁵⁵ 翻訳については、神作裕之「EUおよびドイツにおける大量保有報告制度－「共同行為」概念を中心として－」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（日本経済研究所、2010）175頁、207頁を参照した。

⁵⁶ 翻訳については、早川勝「ドイツ有価証券取得法と公開買付法（試訳）」同志社法学59巻4号175頁、192頁（2007）を参照した。

⁵⁷ 神作裕之「EUおよびドイツにおける大量保有報告制度－「共同行為」概念を中心として－」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（日本経済研究所、2010）175頁、207頁参照。

⁵⁸ Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 390, 31.12.2004, p. 38–57.

⁵⁹ 大量保有報告義務の議決権の算定において、「当該自然人又は法主体との間で、保有する議決権の協調した行使により、当該発行者の経営に対し長期的な共通の方針を採ることを義務付ける旨を合意した第三者の保有する議決権」が合算される。神作裕之「EUおよびドイツにおける大量保有報告制度－「共同行為」概念を中心として－」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（日本経済研究所、2010）175頁、191頁。

⁶⁰ European Commission, Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, at 6, Brussels 28.6.2012, COM(2012) 347 final, available at http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf. この報告書によれば、ドイツと同様に透明性指令の要素を取り込んで共同行為者概念を規定するものとして、ベルギー、フィンランド、フランス、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スペイン、スウェーデンなどがあるとされている。これに対して、英国のように、買収指令の定義に近いものを規定するものとして、オーストリア、キプロス、デンマーク、イタリア、ハンガリー、アイルランド、ルクセンブルク、オランダ、スロバキアなどがあるとされている。

て、共同行為者が株式の取得の際に支払った対価が考慮されるといった形で適用される（独買収法 31 条）。

この場合の共同行為者とは、「発行会社の有価証券の取得に関する行為又は発行会社の株式に基づく議決権の行使に関する行為につき合意又はその他の方法に基づいて買付者とともに行為する自然人又は法人をいう。公開買付申入及び義務的買付申入を阻止するための行為を合意に基づくか、または、その他の方法で対象会社と協調する自然人又は法人は、対象会社と共同行為をする者である。子会社は、それを支配する者との間及び子会社相互の間において、共同行為者とみなす。」⁶¹（独買収法 2 条 5 項）というものである。

これは日本法でいうところの実質基準の特別関係者に相当するものであり、内容は EU の買収指令 2 条 1 項 d 号⁶²を国内法化したもので⁶³、当然のことながら英国のルールに近い。しかし、日本法でいうところの形式基準の特別関係者に相当する規定は、独買収法 2 条 5 項の共同行為者概念には存在しない。

V. 米国のルール

米国の公開買付規制の 1934 年取引所法 14 条(d)項(2)号も共同行為を規定している。すなわち、「発行者の株式を取得し、保有しまたは処分する目的のため、2 人以上の者がパートナーシップ、リミテッド・パートナーシップ、シンジケートその他のグループとして行動する場合、本項の適用にあたり、当該シンジケートその他のグループを 1 人の「者」とみなす。」としている。この規定の意義について、判例・学説において論じるものは見当たらない。

この規定は、大量保有報告規制の 1934 年取引所法 13 条(d)項(3)号と全く同じである。大量保有報告規制においては議論がある。そして、大量保有報告規制の「者」の趣旨は、グループの構成員が、それぞれ 5%未滿の保有にとどめることで、大量保有報告書規制の潜脱を行うことを防止するためと解されている⁶⁴。

日本との比較という観点からは、大量保有報告規制と公開買付規制とがほぼ同じ概念で規定されている点が、日米で共通する。また、株式の処分目的での共同行為が、規制の対象となることも日米で共通する。他方で、米国の場合は、日本でいうところの 5%ルールのみが存在し、3分の1ルールは存在しない点に違いがある。また、米国のルールには、形式基準による判定は存在しない点でも、日本と異なる。

⁶¹ 翻訳については、早川勝「ドイツ有価証券取得法と公開買付法（試訳）」同志社法学 59 卷 4 号 175 頁、192 頁（2007）および神作裕之「EU およびドイツにおける大量保有報告制度－「共同行為」概念を中心として－」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（日本経済研究所、2010）175 頁、207 頁を参照した。

⁶² Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142, 30.4.2004, p. 12–23.

⁶³ 泉田栄一「ドイツ企業買収法について」早川勝ほか編『ドイツ会社法・資本市場法研究』（中央経済社、2016）531 頁、535 頁。

⁶⁴ Wellman v. Dickinson, 682 F.2d 355, 366 (2d Cir. 1982); CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management (UK) LLP, 562 F.Supp.2d 511, 539 (S.D.N.Y. 2008).

VI. 比較法に基づく検討

1 実質基準

比較法的にみると、どの国でも実質基準を定めている点で共通する。

公開買付指令は、日本法と比べると、支配獲得または公開買付けの妨害という目的要件が課されている点、および、協力の内容について共同取得などの具体的な行為が列挙されていない点で異なる。日本法は、共同取得、共同譲渡、共同権利行使、相互譲受けといった行為を規定しているが、それがどのような目的で行われる行為かについての文言は条文に規定されていない。その理由は、日本法が、米国の概念を参照して規定を作られたからだろうと推測されるが、3分の1ルール規制の範囲を画する方法としては疑問であることは既に指摘されているとおりである。

英国のルールは、基本的には公開買付指令に従っている。しかし、合意のみならず理解も含むとしている点や、公式・非公式を問わないとしている。これは法的拘束力がないような約束であっても、共同行為に含めるものといえよう。この点で、英国のルールは公開買付指令の文言よりも広いようにみえるし、現に英国では共同行為者概念は広く定義する必要があることが意識されている。その背景には、規定の潜脱行為との戦いこそが、パネルの創設の経緯であり、また、義務的公開買付制度の導入も規定の潜脱行為の防止とパネルの規制権限の範囲の確保といった経緯で行われたという事情を指摘できる。潜脱行為の防止は、英国のルールの由来に関わる重要課題と位置づけられる。このような経緯抜きには英国のルールを理解できない。さらには、実際問題として、潜脱行為をする試みがかなりの頻度で存在するという点も重要と思われる。

これに対して、独のルールは、公開買付指令に従いつつも、実質的にはそれよりも狭い範囲のものにとどめている。

なお、米国には3分の1ルールや義務的公開買付制度が存在しないため、そもそもの問題状況が異なる。

2 形式基準

比較法的に見ると、およそ形式基準を規定しないのは米国であるが、米国には3分の1ルールや義務的公開買付制度が存在しないため、やはり問題状況が異なる。

独買収法は子企業の所有する株式を合算する。公開買付指令は過半数の議決権や、取締役会の構成員の過半数の選任・解任をする権限を基準にする。英国のルールも共同行為者とみなされるのは、過半数を基準とする場合に限られる。日本法では20%基準で特別関係者とするから、比較法的に見て日本法は規制の範囲が際立って広いといえよう。

また、英国のルールではたしかに20%基準で共同行為者と推定する点で日本法と近いし、創業者を共同行為者と推定したりする点ではむしろ日本法よりも広いところもある。しかし、いずれも推定にとどまり、共同行為にあたらぬことの反証を認めている。この反証を

認めるということは、機能的に見れば、実質基準が証明主題であり、20%基準等を満たす場合には実質基準を満たすことが推定されるものの、実質基準を満たさないことの反証で覆すことができるわけである。つまり、20%基準は、実質基準を認定する際の重要な考慮要素であるにとどまる。これに対して、日本法では、反証についての規定が存在しない。そのため、やはり、日本法は規制の範囲が広い。

3 日本法の解釈論の方向性

(1) アプローチ

特別関係者の概念でとらえるべき範囲をどう画するのが妥当かという問題へのアプローチとしては、制度の趣旨に遡って考えるのが、オーソドックスな議論である⁶⁵。特別関係者の概念に含まれるべきなのは、本当は3分の1を超えて議決権を取得する行為なのに、買付者に対して特別資本関係を有する者などを利用して規制を免れようとするおそれがある場合の当該者である。したがって、3分の1ルールを複数の法人格の持分を合算して適用すべき場合は、①その複数の法人格がグループとしてのまとまりをもって対象会社に対して行動していく場合と、②複数の法人格を用いることで脱法しようとしている場合である。いずれも、単独の法人格で3分の1を所有しているのと同視できる状況にあることが当然の前提として要求される。

なお、3分の1ルールの制度趣旨は、学説としては色々な議論があるところではあるが、一般的な理解としては、3分の1超という会社の支配に影響を及ぼすような取引は一般株主にも著しい影響を及ぼすので、公開買付けを強制することによって全ての株主にその所有する株式を売却する機会を平等に与えようとするところにある⁶⁶。他方で、3分の1ルールは立法論としては廃止論も有力に主張されている⁶⁷。3分の1ルールには、非効率的な支配権の移転を防止するというプラスの側面もあれば、効率的な支配権の移転をも抑止してしまうというマイナスの側面もあり、この制度の合理性それ自体に議論がある⁶⁸。解釈論としても、種類株式を使えば、3分の1ルールに違反せずに、支配権を取引所外の相対取引によって移転させることも可能である（最判平成22年10月22日民事判例集64巻7号1843頁）。そして、複数人が協調して行動している場合は、1人で行動している場合と比較すれば安定的ではないし、将来、複数人が1人の者に譲渡することがあればその時点で3分の1ルールの対象にすることも考えられる。これらの事情を考えると、複数人の協調行為によ

⁶⁵ 池田唯一ほか『金融商品取引法セミナー【公開買付け・大量保有報告編】』（有斐閣、2010）156-157頁〔武井一浩発言〕、160頁〔神田秀樹発言〕、165頁〔岩原紳作発言〕、173頁〔藤田友敬発言〕参照。

⁶⁶ 内藤純一「株式公開買付制度の改正」商事法務1208号2頁、5頁（1990）。飯田秀総「公開買付け・大量保有開示制度」法学教室366号17頁、21頁（2011）参照。

⁶⁷ 黒沼悦郎「強制的公開買付制度の再検討」商事法務1641号55頁（2002）、黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016）266-267頁。

⁶⁸ 詳しくは、飯田秀総『公開買付規制の基礎理論』（商事法務、2015）参照。

る3分の1ルールの潜脱的な行為を封じるべき必要性は、必ずしも高くないと考えられる。したがって、特別関係者概念は脱法防止のための規定であり、脱法のおそれが全くない場合には適用されないと解すべきである。さもないければ、脱法のおそれが全くない場合であるのに、特別関係者に該当するとして規制を適用してしまうと、本来規制されるべきでない行為が規制されてしまい、それこそ法の趣旨に反するからである。

(2) 形式基準について

実質基準と形式基準とをトータルでみた場合、日本法は形式基準が広すぎる。議決権の過半数基準や、会社法上の子会社基準であれば、支配株主・親会社は従属会社・子会社を意のままに操ることが可能であるから、形式基準として採用することにおそらく異論はないだろう⁶⁹。しかし、20%以上50%以下の議決権の関係しかない会社との関係は、協力関係にあるケースもあれば、そうではないケースもあることは従来から指摘されていたし、最近の事例はまさに後者のケースの存在を証明している。一体として行動しない複数の法人格の所有する議決権を合算して3分の1ルールを適用することは全く正当化できない。英国のルールが、たとえば創業株主を共同行為者と推定しつつ、共同行為をしないこともあるとして推定にとどめているのがまさにこの視点の合理性を裏づける。上記I.4の事例のように、形式基準によって特別関係者に該当するとされる者の間にむしろ対立関係がある場合には、これを合算して公開買付規制を適用する合理性がない。この場合には、買付者と特別関係者が全く独自に、正反対の思惑で行動しているわけであるから、対象会社の議決権の3分の1超が特定の者（グループ）に移転したわけではなく、3分の1ルールの制度趣旨が妥当する場面では全くない。

もちろん、日本法においては、公開買付規制違反は刑事責任を発生させるものであることを考慮する必要がある。刑事裁判において、検察官が立証責任を負うのが原則である。だから、形式基準を実質基準の推定規定として活用するというアプローチは、日本法において容易に導入することができるまでとはいえない。しかし、だからといって形式基準における20%の議決権の存在を実質基準のみなし規定として機能させてしまうのであれば、かえって被告人に不利益を課すものであり本末転倒である。20%の議決権の存在は、共同行為の存在を推認させる間接証拠の一つとして制度を設計することが妥当であるように思われる。

解釈論としては、金商法27条の2第7項の特別関係者の規定は、買付者と共同して行動することを当然の前提とする。したがって、買付者と共同して行動するおそれがない者であることが明らかである者は特別関係者に該当しないと縮小解釈すべきである。このように解釈しても、買付者と特別関係者が意を通じているかどうか不明確な場合には特別関係

⁶⁹ 会社法でも、たとえば206条の2は、公開会社における募集株式について、引受人がその引き受けた募集株式の株主となった場合に有することとなる議決権の数が、総株主の議決権の数に対する割合が2分の1を超える場合には、取締役会決議のみで行う通常の手続とは違う手続きを要求されること、引受人の持分についてはその子会社等の持分も合算される。

者に該当することになるから、脱法のおそれがあるケースは規制の対象となるから、過小規制となるおそれはない。したがって、買付者と敵対的に行動する者であることが明らかである者がたとえ買付者の議決権の 20%以上を所有していたとしても、その者を金商法施行令 9 条 3 項によって特別関係者として取り扱うことは許されないと考えるべきである。

(3) 実質基準について

他方で、実質基準については、条文の文言は英国と同様の広さを持つようにもみえる。たしかに、英国の経験のように、潜脱行為を封じる必要性も軽視できない。しかし、日本法においては、公開買付規制違反は、課徴金や刑事罰というサンクションがかかるものである。潜脱行為をおそれて規制の範囲を広くしてしまうと、全く規制を及ぼす必要がない行為に対しても課徴金や刑事罰を科す事態となってしまう。英国では 30%以上を取得していると評価された場合には、問題となるのはまずは義務的公開買付の開始である。これは要するに公開買付けを開始せよということであり、日本法の課徴金と同様に経済的な負担は発生するものの、刑事罰とは異なる。また、英国においても、重大なサンクションである冷遇措置を課すときは、より慎重な事実認定がなされる。したがって、日本において、実質基準をあまり広くすることは妥当でない。そして、英国においても、株主アクティビズムや集団エンゲージメントを萎縮させないようにする必要性が説かれており、この考え方は日本でも当てはまる。3分の1という基準は、会社の支配にかかわるものであるから、やはり会社の支配について影響力を行使しようとする集団であるかどうか、特別関係者概念の範囲の確定に際して最も重要なものといえるだろう。この観点から見て広すぎる場合には、特別関係者概念の解釈として縮小解釈していく方向性が合理的であるように思われる。

4 立法論の方向性

立法論としては、そもそも 3分の1ルールを改正して、その立法の趣旨を明確にすることが根本的には有益である。

しかし、現在の 3分の1ルールが継続されるという前提で、特別関係者の概念の立法論の方向性を検討する。そして、その方向性の基本は、買付けをしている者が 1人と同視できる程度の共同性のあるグループのみを特別関係者とすれば良い。具体的には、たとえば議決権の過半数であるとか、あるいは、会社法の子会社の概念などを援用して特別関係者概念を中心に構成すればよい。このような立法は、日本法の別の分野では既にとられていることも⁷⁰、このような立法論の合理性を示している。

⁷⁰ 特定破産法人の破産財団に属すべき財産の回復に関する特別措置法 2 条 3 項（特別関係者の有する財産は特定破産法人から法律上の原因なく得た財産の処分に基づいて得た財産であるものと推定される）では発行済株式の総数の過半数が基準である。租税特別措置法 29 条の 2・租税特別措置法施行令 19 条の 3（ストックオプションの非課税）では、議決権の過半数が基準である。

また、20%の議決権の存在は、共同性のあるグループであることを推認させる重要な間接事実とすればよい。少なくとも、現在のように、およそ反証の余地を認めないような規定にするべきではない。この点についても、日本法において次のような立法例があることが、このような議論の合理性を裏付けるものといえる。すなわち、犯罪による収益の移転防止に関する法律施行規則 11 条 2 項の「実質的支配者」は、議決権の 25%超が基準とされているが、例外として、当該資本多数決法人の事業経営を実質的に支配する意思又は能力を有していないことが明らかな場合又は他の自然人が当該資本多数決法人の議決権の総数の二分の一を超える議決権を直接若しくは間接に有している場合を除くとされている。立法論として参考になる。