

# 企業価値研究会報告書と いわゆる金員等の交付について

徳 本 穰

- I. 序
- II. 報告書の構成及び概要
- III. 買取者に対する金員等の交付
- IV. 包括的な M&A ルールと買取防衛策
- V. 結び

## I. 序

近時、わが国においても敵対的企業買取が増加し、昨年には、有事における対抗措置の事案として、ブルドックスソース事件<sup>1)</sup>も発生した。そして、こうした敵対的企業買取の増加に伴い、買取防衛策を導入する企業も増加してきた。現在、わが国において、買取防衛策を導入している企業は、平成17年5月27日に経済産業省と法務省による「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買取防衛策に関する指針」(以下、単に指針と表現する)<sup>2)</sup>が公表されて以降、すでに、500社を超えている。そこで、こうした実態に鑑み、株主や投資家の理解と納得が得られるような合理的な買取防衛策の在り方を示し、そうした合理的な買取防衛策に関して、過去の裁判例との関係について整理することが企図され、経済産業省の企業価値研究会では、2008年6月30日に、「近時

---

1) ブルドックスソース事件については、商事法務1805号43頁(地裁決定)、1806号40頁(高裁決定)、1809号16頁(最高裁決定)をそれぞれ参照。

の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」と題する報告書（以下、単に報告書と表現する）を公表した。

そこで、本稿では、この報告書の概要を紹介しながら、ブルドックスソース事件が契機となったいわゆる買収者に対する金員等の交付の問題に焦点を合わせながら、検討することにした<sup>3)</sup>。

## II. 報告書の構成及び概要

報告書の構成は、1「買収防衛策の目的・在り方」、2「現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方」、3「検討」、4「おわりに」の4章から成っている。そこで、以下では、この章の構成に従い、1から3までの各章の概要をまとめなが

---

2) そこでは、大要、買収防衛策は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、または、向上させるものとなるよう、以下の3つの原則に従うものでなければならないと提言している。そして、その3つの原則とは、第一に、買収防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、または、向上させる目的をもって行うべきであること、第二に、買収防衛策は、その導入に際して、目的、内容等が具体的に開示され、かつ、株主の合理的な意思に依拠すべきであること、第三に、買収防衛策は、買収を防止するために、必要かつ相当なものとするべきであること、と指摘されている。この点について、同指針を参照。

3) なお、本報告書については、経済産業省のホームページ（<http://www.meti.go.jp/report/data/g80630aj.html>）で公表されている他、例えば、「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」商事法務1838号53頁にも掲載されている。また、報告書を他に紹介・検討するものとして、例えば、新原浩朗「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方－企業価値研究会報告書の背景と意味－」商事法務1842号15頁や、神田秀樹＝新原浩朗＝木村裕基＝武井一浩「座談会 企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方（上～下・完）」商事法務1842号4頁、1843号34頁等の文献がある。また、報告書をめぐっては、日本経済新聞の経済教室においても、採り上げられたことがあり、2008年7月29日には、太田洋弁護士による「買収防衛策－企業価値研報告書をめぐって①司法判断に抵触する内容」という記事が、また、同年7月30日には、神田秀樹教授による「買収防衛策——企業価値研報告書をめぐって②基本的考えと規範提示」という記事が、それぞれ掲載されている。なお、本稿の一部は、「企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」の概要」監査役547号34頁の拙稿においても、論じたことがある。

ら、報告書の概要について、紹介することにした。なお、報告書の内容は、大要、その前半において、合理的な買収防衛策とは何なのかについて検討し、それを前提としながら、後半において、過去の裁判例との関係について検討しつつ、その適法性について整理している<sup>4)</sup>。

## 1 買収防衛策の目的・在り方

まず、1では、買収防衛策の目的を確認し、個別の具体的問題を整理してゆく上での基本的視点として、以下の四点を指摘している。

すなわち、第一に、買収防衛策（ここでは、基本的に、差別的な行使条件・取得条項付の新株予約権無償割当て等を利用したものが想定されている）は、究極的には、株主の利益を守るためのものであることが前提とされている。

次に、第二に、買収防衛策の在り方を検討する際には、敵対的買収には、積極的効果（その脅威の存在が経営陣に規律を与えることや、買収により株主共同の利益が向上する場合がある等）があることに留意しなければならないとされている。

そして、第三に、買収防衛策を実際に発動して買収を止めることは、買収に賛成する株主がこれに応じて株式を買収者に売却する機会を奪うことになることを念頭に置くべきであるとされている。

そして、最後に、こうした買収防衛策のあるべき目的に反して、経営陣の保身を図ることを目的として買収防衛策が利用されることは、決して許されるべきではなく、企業価値研究会としては、そうした買収防衛策は支持できないと指摘している。

---

4) この点について、具体的には、報告書の1、2、3(1)、(3)の③、(5)の部分が、主に合理性に関わる部分であり、3(2)、(3)の①及び②、(4)の部分が、主に適法性に関わる部分である。この点について、前注の新原浩朗「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方—企業価値研究会報告書の背景と意味—」の文献の(注6)、及び、神田秀樹=新原浩朗=木村裕基=武井一浩「座談会 企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方(上)」の文献の10頁をそれぞれ参照。

## 2 現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方

次に、2では、指針策定後、わが国では様々な内容の買収防衛策の導入が進展し、その中には司法判断に至る事例も出現していることから、現状認識を踏まえた合理的な買収防衛策の在り方として、大要、以下の二点を述べている。

すなわち、第一に、買収者に対する金員等の交付を行うべきではないとされている。

また、第二に、買収局面における被買収者の取締役には、責任と規律ある行動が求められるとされている。

そして、さらに、2では、現時点において、買収防衛策の本来あるべき目的に立ち返り実際の買収局面における買収者側・被買収者側の行動の在り方について検討を行う必要があると指摘した上で、こうした検討を行う際には、指針は、買収開始前における買収防衛策の導入についての考え方を示したものであり、買収防衛策が指針に従って導入されたとしても、無条件にその発動が許容されるとするものではないことに留意すべきであるとされている。また、そもそも、指針では、買収開始後に導入される買収防衛策は、検討の対象とはしていなかったことにも留意すべきであるとも述べている。

そして、報告書では、これらの問題も含めて、今日における買収防衛策の導入・発動の在り方全体について検討を行うと指摘している。

## 3 検討

最後に、3では、まず、基本的視点と被買収者の取締役の行動の在り方として、買収防衛策の目的である株主共同の利益の保護という観点から、買収局面における被買収者の取締役の行動の在り方を示すことが重要であると述べた上で、画一的な行動規範を示すことは困難であることから、買収防衛策を運用する際の基本的な考え方を示している。

そして、次に、買収防衛策についての考え方の整理として、買収防衛策が株主共同の利益を向上させるものか否かは、その目的や内容、実際に生じた買収行為の性質によって異なり得るものであり、事案ごとの個別性が強いことを念

頭に置きながら、買収防衛策の適法性の問題を検討するために、その目的及びその行使の態様等に着目して、過去に現れた事例における裁判所の判断を以下の三つに大別して、整理を行っている。

すなわち、第一に、株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保する場合について、この場合に関する裁判例として、日本技術開発事件東京地裁決定<sup>5)</sup>を挙げている。

次に、第二に、買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して発動し、買収を止める場合について、さらに、この場合を、買収者や買収行為の性質に応じて、株主共同の利益を毀損することが明白である濫用的買収者に対して発動する場合と買収提案が株主共同の利益を毀損するかどうかという実質判断に基づいて発動する場合の二つの類型に分け、前者の場合に関する裁判例として、ニッポン放送事件東京高裁決定<sup>6)</sup>を挙げ、後者の場合に関する裁判例として、ブルドックソース事件最高裁決定<sup>7)</sup>を挙げている。そして、これらについて、株主意思の原則との関係や買収者に対する金員等の交付について、過去の裁判例との関係で考え方を整理している。

また、3では、さらに、特別委員会を設置する場合におけるその構成等につ

---

5) 本決定については、商事法務1739号100頁を参照。なお、本件を評釈するものとして、例えば、太田洋・商事法務1742号42頁、岸田雅雄・私法判例リマークス33巻106頁、拙稿・平成17年度重要判例解説110頁等の文献がある。

6) 本決定については、商事法務1728号41頁を参照。なお、本件を評釈するものとして、例えば、青竹正一・判例時報1900号180頁、1903号171頁、大杉謙一・金融法務事情1733号13頁、太田洋・商事法務1729号24頁、1730号9頁、大塚和成・金融法務事情1749号77頁、小塚荘一郎・メディア判例百選212頁、新谷勝・金融・商事判例1222号54頁、高橋英治・会社法判例百選79頁、拙稿・ビジネス法務5巻6号10頁、藤田友敬・商事法務1745号4頁、1746号4頁、山下真弘・私法判例リマークス32号88頁、吉田直・青山法学論集47巻1号95頁等の文献がある。

7) 本決定については、商事法務1809号16頁を参照。なお、本件を評釈するものとして、例えば、青竹正一・判例時報1987号164頁、石山卓磨・税務事例40巻3号63頁、田中亘・商事法務1809号4頁、1810号15頁、鳥山恭一・法学セミナー635号108頁、中東正文・ジュリスト・1346号17頁、松井秀征・平成19年度重要判例解説等の文献がある。

いても指摘し、特別委員会を設置し、実際の買収局面においてその勧告内容を最大限尊重しなければならないとするとしても、取締役会は、その勧告内容に従うという判断に関する最終的な責任を負い、それが合理的であることを株主に対して説明する責任を負うことに留意すべきであると指摘している<sup>8)</sup>。

### Ⅲ．買収者に対する金員等の交付

以上、報告書の概要について紹介してきたが、以下では、いわゆる買収者に対する金員等の交付の点に焦点を合わせながら、検討することにした。

#### 1 報告書の指摘

まず、この点について、報告書では、次のように指摘している。

すなわち、第一に、株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保する場合については、買収の是非は、最終的には株主により判断されるべきものであり、買収者が合理的な手続に反し、買収の是非に関する判断を株主が適切に行うための時間・情報や交渉機会の確保を認めないような場合には、買収防衛策の発動にあたり、金員等の交付を行う必要はなく、それは相当性の範囲内であると考えられると述べている。

次に、第二に、買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して発動し、買収を止める場合で、さらに、株主共同の利益を毀損することが明白である濫用的買収者に対して発動する場合について、この場合には、いわば正当防衛に類する形で買収防衛策の発動が行われるものと考えられるため、買収者に対して金員等の交付を行う必要はないと述べている。

そして、第三に、買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下して発動し、買収を止める場合で、さらに、買収提案が株主共同の利益を毀損するかどうか

---

8) こうした考え方については、筆者も、以前より指摘していたところである。この点について、拙稿「特別収録 王子 北越 敵対的買収攻防の法的論点」ビジネス法務6巻11号37頁の40～41頁を参照。

という実質判断に基づいて発動する場合について、この場合には、買収者は、取締役の選解任等を巡り株主総会等の場で買収防衛策の発動を争い、そこで自らの提案が自分以外の株主の多数の支持を得られないときに、買収者に買収を撤回・中止する時間が残っていること等により、買収防衛策の発動による持株比率の希釈化という損害を回避できる可能性（買収者にとっての「損害回避可能性」）が必要であるとした上で、買収者にとって、そのようなプロセスが保証されている場合には、買収者に対して金員等の交付を行う必要はないと考えられると述べている。また、この点について、買収開始前に買収防衛策の内容が開示されている場合であれば、買収者は発動による持株比率の希釈化という損害が生じることを認識しながらあえて買収を開始しているのであるから、こうした損害が発生する危険を買収者が引き受けている（買収者による「危険の引受け」が成立した）と考えることも可能であり、この理由により金員等の交付を行う必要がないという指摘もあると（注）において述べている。

## 2 私見

このように、報告書は、一定の場合には、買収者に対して金員等の交付を行う必要がないと指摘しているが、こうした考え方については、企業価値研究会の委員の一人でもある筆者も、そうした考え方と同旨の見解を有しており、ここで、そうした私見を紹介させていただくと、その内容は、大要、以下のようなものである。

すなわち、第一に、金員等の交付の要否については、損害回避可能性という買収者側の観点に加えて、同時に、被買収者側の観点からも考察してゆくことが可能であると思われる。

そして、第二に、買収者側の観点から考察する場合、損害回避可能性という整理に加えて、いわゆる「危険の引受け」という考え方<sup>91</sup>もありうるように思われる。

また、第三に、被買収者側の観点から考察する場合、例えば、有事の際等必ずしも買収防衛策の在り方を開示しているとは限らないときに、仮に取締役会

で発動されるとしても、過去の裁判例を前提にすれば、緊急避難的な対抗措置がありうるとされていることから、企業価値を毀損するような濫用的買収者に対する対抗措置であれば、正当防衛や緊急避難に類する形で行われたとして、違法性は阻却されると思われる。そこで、もし、過剰な防衛等にあたらぬのであれば、金員等の交付は必要ではないと思われる。また、さらに、株主総会の決議があれば、なおさら、そうした適法性は高められると思われ、それは、勧告的決議であっても可能であると思われる。

### 3 ブルドックスソース事件の判旨との関係

このように、私見も、報告書と同様に、一定の場合には、買収者に対して金員等の交付を行う必要がないと考えるものであるが、以下では、こうした考え方が、ブルドックスソース事件の判旨との関係において、抵触するものであるのか否かについて、検討しておくことにしたい。

この点について、ブルドックスソース事件においては、司法判断の対象となった事案の内容が金員等の交付を伴うものであったことから、裁判所としては、そうした事案の特徴を踏まえた上で判断を行ったものと考えられる。そこで、もし、そうであるとすると、司法判断の対象となる事案の内容が金員等の交付を伴うものではない場合については、今のところ、わが国においては、まだ司法判断がなされていないものと推測され、この点についての裁判所の考え方は空白のままではないかと思われる。

そこで、もし、そうであるとすれば、報告書や私見の内容のように、一定の場合には買収者に対して金員等の交付を行う必要がないと解したとしても、そうした解釈は、ブルドックスソース事件の判旨との関係において、抵触するものではないと思われる。

---

9) この考え方は、英米法では、Assumption of Riskとして、しばしば登場する考え方であり、大要、被害者は自らの同意した危険から生じた被害について賠償を求めることはできないとするものである。英米法におけるAssumption of Riskについては、例えば、田中英夫『英米法辞典』（東京大学出版会、1991年）73～74頁を参照。



また、この点については、企業価値研究会においても、こうした空白と思われる領域について、過去の司法判断を踏まえた上で、適法性の問題を検討しているものと思われる<sup>10)</sup>。

#### IV. 包括的なM&Aルールと買収防衛策

以上、本稿では、報告書の概要を紹介しながら、ブルドックソース事件が契機となったいわゆる買収者に対する金員等の交付の問題に焦点を合わせながら、検討してきた。

敵対的企業買収と買収防衛策という法的課題には、会社法だけではなく、金融商品取引法等の法令も関わり、買収者側と被買収者側とのバランスを適切に図りながら、関係者の利害調整を合理的に図ってゆくことが重要であると思われる<sup>11)</sup>。この点に関連して、企業価値研究会の審議においても、買収防衛策というものを離れて、その代替案の一環として、公開買付けルール等のいわば包括的なM&Aルールのようなものを検討すべきではないかとする趣旨の意見がみられた<sup>12)</sup>。また、近時、わが国において、こうした趣旨の指摘を行う見解として、例えば、他にも、英国における企業買収規制に注目しながら、市場に密着した規制を目指し、買収規制の専門機関を設けるべきこと等を提言する意見<sup>13)</sup>や、会社支配権の移転手続を明確化する制度の創設、公開買付ルールの改正、種類株式の上場の容認等を提言する意見<sup>14)</sup>等もみられる。こうした意見は、主として、いわば会社支配の移転過程を直接規制しようとするもの

---

10) この点について、前掲注3)の神田秀樹＝新原浩朗＝木村裕基＝武井一浩「座談会 企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方(上)」の文献の11頁を参照。

11) 筆者は、以前より、そうした考え方を提唱してきた。この点について、例えば、拙著『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会、2000年）を参照。

12) この点について、前掲注3)の新原浩朗「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方——企業価値研究会報告書の背景と意味——」の文献の21頁を参照。

13) この点について、平成20年1月27日に早稲田大学において開催された問題提起型シンポジウム「日本の企業法制が向かうべき方向とは——企業、金融・資本市場・労働——」における「日本版テイクオーバー・パネルの構想」と題する報告を参照。

と思われる<sup>15)</sup>。

他方、このような意見に対しては、当面は、買収防衛策をめぐる事案毎の解決を図りながら、司法判断の蓄積を通して、敵対的企業買収のルールを整備してゆくことが望ましいのではないかとする意見もみられる<sup>16)</sup>。

今回の報告書は、この点について、当面は、500社を超える企業が買収防衛策を導入しているというわが国の実態を踏まえると、株主や投資家の理解と納得が得られるような合理的な買収防衛策の在り方を示し、過去の裁判例との関係についても整理することがまずは重要であると考えられ、公表されたものといえる。

## V. 結び

IVにおいて述べたように、敵対的企業買収と買収防衛策という法的課題には、会社法だけでなく、金融商品取引法等の法令も複雑に関わり、そこでは、買収者側と被買収者側とのバランスを適切に図りながら、関係者の利害調整を合理的に図ってゆくことが重要であると思われる。こうした利害調整には、個々の事案の解決を目指した解釈論を中心とするいわばミクロにおける利害調整と、買収者側と被買収者側が適切に攻防を展開するための土俵を提供する立法論を中心とするいわばマクロにおける利害調整とが、存在するように思われる。

また、こうした利害調整の在り方についても、会社支配の移転過程ではなくその行使を規制する在り方や、会社支配の移転過程そのものを規制する在り方等、いろいろな在り方が考えられるところである<sup>17)</sup>。

---

14) この点について、平成20年2月5日付の「株式会社の本質と敵対的買収～敵対的買収ルールに関する東京財団案～」と題する東京財団による政策提言を参照。

15) なお、この点に関連して、中東正文「企業結合法の総合的研究 企業結合法制と買収防衛策」商事法務1841号45頁の文献も参照。

16) こうした意見とほぼ同様の考え方として、例えば、前掲注3)の日本経済新聞の経済教室における太田洋弁護士の見解がある。

将来、わが国においても、前述したような包括的な M&A ルールのようなものを検討するような時期があるいは訪れるかもしれないが、まずは、わが国における買収防衛策の定着状況等を踏まえながら、わが国における理想的なミクロ及びマクロにおける利害調整の在り方について、さらに考察してゆきたいと考える<sup>18)</sup>。

---

17) この点に関連して、森淳二期「敵対的企業買収の法的規制と会社支配理論」酒巻俊雄先生還暦記念『公開会社と閉鎖会社の法理』（商事法務研究会、1992年）631頁の文献も参照。

18) この点については、近刊予定の拙著の中で、別途、詳細に論じる予定である。なお、筆者は、2007年5月26日に、久留米大学において開催された東京商事法学会第二五〇回記念大会のシンポジウム「会社法と金融商品取引法の交錯」において、関東学院大学の河村賢治先生の御報告に対するコメントを述べる機会に恵まれた。そして、そのコメントの中で、筆者は、この点に関連して、大要、以下のような内容の考えを公表したことがある。すなわち、その内容とは、「欧州型の法規制の在り方をみると、大要、そこでは、被買収会社の経営者がとりうる対抗措置はかなり制約されているが、強制的公開買付制度や全部買付義務等が課されており、買収者側に課せられるハードルが高い反面、被買収者側も対抗措置については抑制的であることが求められている。そして、こうした法規制の在り方を通して、欧州なりに、いわゆる企業価値基準を満たす努力が図られているように推測される。しかし、この点については、強制的公開買付制度や全部買付義務等の規制が、企業買収のコストを増大させ、潜在的な公開買付者を過度に萎縮させ、望ましい企業買収の数をも減少させるのではないかと懸念も払拭できないように思われる。これに対して、米国型の法規制の在り方をみると、大要、そこでは、対抗措置について被買収会社の経営者の行動は比較的自由に認められるが、公開買付者に全部買付義務を課さず取引条件の設定等に寛容な態度がとられ、最終的には裁判所による対抗措置の適法性に関する司法判断を前提に、買収者側も被買収者側も比較的自由に攻防を展開することができるといえる。そして、こうした法規制の在り方を通して、やはり、米国なりに、企業価値基準を満たす努力が図られているように推測される。しかし、この点については、デラウェア州等では裁判所によるコントロールが図られているように思われるが、経営者の裁量権の行使を適切に牽制しないと、場合によっては、経営者の自己利益につながる対抗措置まで許容されてしまうという懸念も払拭できないように思われる。そこで、こうした欧州型の法規制と米国型の法規制の在り方を前提に、現在のわが国の法規制の在り方をみてみると、大要、わが国の法規制の在り方は、これらの法規制の中間に位置付けることができるように思われる。この点について、確かに、それは妥協が図られた結果であるという側面もあり、様々な課題も残され、改善の必要性もあると思われるが、そこでは、一方において、株主利益や株主意思の尊重を原則としながら、例外的に被買収会社の経営者が対抗措置をとるという可能性を認め、他方において、強制公開買付制度や全部買付義務を限定した形で導入し買収者の行動を規制しながら株主や投資者の保護を図りつつ、対抗措置の発動等に応じた公開買付の撤回や買付条件の変更を許容して買収者のリスクを軽減しているといえる。そして、こうした法規制の在り方を通して、わが国なりに、被買収者と買収者のバランスを図ろうと努力しているように思われる。」というものであった。