

## 【座談会】

## 企業価値研究会報告書

「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」について<sup>1</sup>

## ＜発言者＞

神田秀樹（東京大学大学院法学政治学研究科教授・グローバル COE プログラム事業推進担当者）  
 柳川範之（東京大学大学院経済学研究科准教授・グローバル COE プログラム事業推進担当者）  
 神作裕之（東京大学大学院法学政治学研究科教授・グローバル COE プログラム事業推進担当者）  
 藤田友敬（東京大学大学院法学政治学研究科教授・グローバル COE プログラム事業推進担当者）〔司会〕  
 田中 亘（東京大学社会科学研究所准教授・グローバル COE プログラム事業推進担当者）  
 草野耕一（西村あさひ法律事務所弁護士・東京大学法科大学院客員教授）  
 大崎貞和（野村総合研究所研究開発センター主席研究員・東京大学法科大学院客員教授）

## 内容

- |   |  |     |
|---|--|-----|
| 1 | 本報告書の性格とその意義 .....                       | 145 |
| 2 | 本報告書の現状認識（「2. 現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方」） ..... | 172 |
| 3 | 本報告書の提言の内容（「3. 検討」総論部分） .....            | 181 |
| 4 | 本報告書の提言の内容（「3. 検討」各論部分） .....            | 186 |

本座談会では、次のような略称を用いる。

企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」(平成 17 年 5 月 27 日)→企業価値報告書

「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005 年 5 月 27 日, 経済産業省・法務省)→企業価値防衛指針

これらはいずれも経済産業省のウェブサイトで入手できるほか、『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』別冊商事法務 287 号（2005 年）に収められている。

<sup>1</sup> 本稿は、2008 年 8 月 18 日に行われた市場取引ソフトロー研究会における討論の記録である。なお同研究会の開催後に、企業価値研究会報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」について、神田秀樹他「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）」商事法務1842号 4 頁, 1843号34頁（2008年）、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（2008年）が公表された。

(神田) 本日は、暑い中をお集まりいただき、どうもありがとうございます。本日は、本年6月に採択されましたわれわれのグローバルCOEプログラムの市場取引部門の第1回の研究会です。今回取り上げますのは、企業価値研究会が最近公表した報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」です。ご承知のように、企業価値研究会というのは、経済産業省に設けられた経済産業政策局長の私的研究会ですが、過去にも、敵対的買収に関しては、企業価値報告書という文書を出したことがあります。その企業価値研究会が2008年6月30日、再び敵対的買収に関する新しい報告書を出しました。この報告書は、経済産業省のウェブサイトで公表されておりますが、公表後、企業買収に関わる多くの人の強い関心と呼んでいます。市場取引部門は、私が部門リーダーを務めさせて頂いておりまして、本来ならば研究会の進行役も担当させて頂くのが筋なのですが、ただちょっと本日のテーマは私は利害関係者なものですから、進行等は藤田さんに、——藤田さんも利害関係はあるのですけど——、お願いするという事にさせて頂きたいと思います。よろしくお願ひします。

(藤田) 今日のテーマは神田さんが座長をされている企業価値研究会の報告書ですので、私が代理で司会をさせて頂きます。実は本日の座談会メンバーのうち柳川さんと私も企業価値研究会の委員で、そういう意味では利害関係者がかなり含まれているという問題がないわけではないのですが、これに加えて、関係者に遠慮して批判を控えるようなことはなく、忌憚のないご意見をいただけそうな方々を選ばせていただいたつもりです(笑)。

以下では配布させて頂いた資料に沿って、基本的には報告書の記述の順で議論を進めたいと思います。

## 1 本報告書の性格とその意義

- (1) なぜ今回こういう時期に、このような、こういう形で報告書を出したのか？
- (2) 報告書発表のタイミングについて、2008年度株主総会のほとんどが終了した後に「後出し」のように発表することが望ましくないという批判もあるが、どう考えるべきか？
- (3) 企業価値報告書及び企業価値防衛指針との関係は？

### なぜ本報告書が出されたのか？

(藤田) 今回の企業価値研究会の報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」について、その意義・性格といったあたりから感触をうかがえればと思います。そもそもなぜ今回このような報告書を出したのか、なぜこんな時期にこういう形で出したのか、何か意味があるのかというあたりです。実は企業価値研究会の内部でも、こういうものを今出すことにどういう意味があるのかといった疑問も提起はされておりました。もし可能なら、神田さんからお話いただけますでしょうか。

(神田) 今回の報告書の背景としては、1つは、去年の10月から、買収防衛策に関して有事の場合の在り方について議論をするということをしてきました。その有事の場合の在り方というのは、有事の場合に前面というかフロントに立つのは取締役ですので、取締役あるいは取締役会の行動規範等を中心に議論してきたということがあります。もう1つの背景は、今年に入ってからというふうに言っているのかもしれませんが、買収防衛策を導入する会社が、——何が買収防衛策かはともかくとして、そう呼ばれているものを導入する会社が——、500社を超えたということで、それらをみますと、3年前の報告書あるいは指針の時に比べて——当時はほぼゼロだったのですけども——多様なものが出てきた。そこで、私は、バック・トゥ・ザ・ベーシックスと呼ぶことにしているのですけれども、基本に立ちかえって、法律論よりも基本的な政策論を確認する必要があると考えたということです。実際の具体的

な防衛策をみますと、議論が非常に細かい法律の技術論に陥っています。そこで、そうではなくて基本に立ちかえて何のために防衛策というのは正当化されるのかというような観点から政策論をしましょうということに、特に年明けて以来重点が置かれたわけです。それで、今回の報告書は、政策論を重点に書いて前半をとりまとめ、ただ後半部分では、その政策論が法律上あるいは裁判所に認められないのでは話になりませんので、法律的にもそれが成り立つということを整理しよう、過去の裁判例との関係で整理しようという構成となり、最終的にまとまりました。

(藤田) この報告書の性格や意義について、皆さんの方から、何かコメントあるいは感想をいただけないでしょうか。たとえば、報告書は「近時の諸環境の変化を踏まえ」という表題なのですが、ここで言っている「変化」、報告書を出さなくてはならなくなった原因である最大の変化というのは、どのあたりにあると考えたらよろしいでしょうか。やはりブルドックソース事件決定が非常に大きなインパクトだったということでしょうか。それともそれとはまた別に、日本企業のある種の行動、動きに直さなければいけないと思われる懸念材料があるのででしょうか。

(草野) 諸環境の変化ということ言えば、おそらく環境が変化していないこと自体が最大の問題ではないでしょうか。そういう観点から言えば、日本の企業支配権市場の現状に対する指摘がもっとあってもよかったですかなと思います。つまり、株主価値の最大化ということが多くの企業において果たされておらず、それが我が国経済の弱体化につながっているかもしれない。敵対的買収の規律効果には重要な社会的意義があるにもかかわらず、その点が日本の企業社会では十分認識されていない。このような状況において、ただでさえ難しい買収が買収防衛策の導入によってますます難しくなっている。こういう点にまで踏み込んで書いてもらえればもっとよかったですと思います。もっとも、いろいろ違う意見の方もおられるでしょうから、なかなかそこまで書けないご苦勞があったとは思いますが。

(大崎) 草野さんがおっしゃったことに関連してなんですが、私はやっぱり市

場における上場企業に対する見方が一段と厳しくなってきたように感じます。これは、草野さんがおっしゃった「日本企業が変わっていない」ということの裏返しでもあるのですが、そこは変わってきてしまったわけです。企業が変わっていないのに、企業に対する評価が厳しくなっているのです。例えば、ブルドックソース事件決定などの内容が誤解されてしまった結果だとは思いますが、とりわけ海外の機関投資家を中心に、日本の上場企業が既得権益を守ることに汲々としていて、しかもそれを経済産業省をはじめとする政府省庁や司法が、どちらかというサポートしているのではないかという見方が台頭しているのが実情です。そういう中であえてこういう報告書を出して、必ずしもそうした見方は正しくないのだというメッセージを送ったと、私は肯定的に受け止めております。

(神作) 企業価値研究会が平成 17 年 5 月 27 日に公表した「企業価値報告書」に、すでに「この企業価値報告書が企業、株主、投資家、行政、司法によって尊重され改訂され進化することで日本の企業社会の行動規範となることを期待したい」という文章がございまして、企業価値研究会自身が見直しの主体になるということは明言していないのですが、「企業価値報告書」の内容は将来的に改訂されて進化するということ自体は、「企業価値報告書」自身が明示していたところです。そういう意味では、神田さんや大崎さんが指摘されたことと共通するかと思うのですが、500 社を超える多数の会社が企業買収防衛策を導入したという環境変化を受けて、しかし実務において企業買収防衛策が普及してきたわりには、「企業価値報告書」が述べていたような「改訂され進化する」というところが不十分ではないのかという、そういう問題意識がひょっとしたら新しい報告書の背景にあったのではないかと考えております。やや理論的な観点になりますけれども、私は立法のような定期的に議員が選挙によって選任されて、法律を改廃するという民主的かつ手続的正統性がある場合と異なり、いわゆるソフトローの分野において規範を定立したり改廃する場合には、どのようにその正統性を示すかということが非常に重要な論点になるわけですが、その証明のひとつの在り方というのが、たえずソフトローのあり方をエンフォースメントまで含めて見直しをし、できれば問題点の先取りをすることなのではないかと思えます。すなわち、ソフトローの体系の中で、今述べたよう

な意味における時間を取り込むことにより自己完結的な体系にするということは、ソフトローの正統性を示すうえで、極めて重要な点だと思っておりますので、そういう意味では誰が改訂をするのか、誰が進化させるのか、主体の問題はさておいて、このような見直しがなされること自体は、理論的にみて、極めて当然のことではなかったのかという感想をもっております。

### 文書の性格・スタイル

(藤田) ありがとうございます。最後に、神作さんがおっしゃられたことの中には、実は別途検討しなくてはならない重要なポイントが2つ含まれていますね。一つは、過去の報告書との関係という話で、本報告書は本当に平成17年の「企業価値報告書」の見直しあるいは改訂という性格なのかということで、もう一つは、だれが敵対的買収に関するルールを作るべきなのか、企業価値研究会のような組織がこういうものを出すことの正当性に関する話です。これらは、いずれも後でもう一度取り上げさせていたいただきたいと思います。

ちょっと戻ってしまうのですが、中身として、もうちょっと基準とか行動準則のようなものをしっかり書くべきだったのではないかという意見はないですか。報告書は具体的な行動基準というよりどちらかというを買収防衛策をめぐる哲学とか考え方の整理みたいな性格の文章に近いような感じですが、そういうものでもこの時期に出したことには意味があるというように理解してよろしいでしょうか。実は、研究会でもこういう性格の文書を出すことに意義それ自体について、疑問視する声もあったように記憶しています。

(大崎) 私は、そもそも企業価値防衛指針自体が、条文調というよりは、ルールの精神を書いた文章に近いものだとことを考えると、それを改訂するというのは難しい話なのではないかと思えます。ですから、指針は指針としてそのまま存在していて、いわばその補足説明の文書として今度の報告書が出てきたというふうに考えると良いのではないかと受け止めています。

(草野) 今回の報告書が中心的なテーマとして取り上げている買収者への補償の問題とか、あるいは総会の決議さえ得れば何でもできるのかといった問題は従来の報告書では全く取り上げられていなかったことですから、これらの論点

を中心的に議論したことは何らおかしくない。むしろ私が見ておかしいと思うのは、委員のメンバーに法律家が多いせいもあるのかもしれないけど、報告書の内容が法律論に深入りしすぎているように思えることです。それが要らぬ混乱や批判の原因となっている。報告書の性質を考えれば、別に裁判所の判断との整合性を気にする必要は全く無いのであって、政策提言として素直に問題点を提起すればよかつたのではないのでしょうか。

(藤田) なるほど。私はさっき哲学・考え方の整理という性格の報告書だと言いましたが、草野さんから見ると、むしろ法律論をやりすぎた報告書になっているということですか。あまり意識しませんでした。そういう見方もできるかもしれませんね。

(田中) ちょっと違った観点からよろしいでしょうか。企業価値研究会の2005年の報告書は、なにしろ長くてですね、結構いろいろなことをたくさん言っていて、それは相互に矛盾している部分もあったと思うのですが、読んでいて面白かったんですね。例えば、ステークホルダーの利益と信頼の裏切りとかいうことにも言及していたんです(『企業価値報告書』第2章第2節3、別冊商事法務287号42~44頁)。もっとも、それは指針には必ずしも活かされていないわけですから、指針との関係だけから見ると、なんであれを書くのかよく分からないということはあったかもしれないんですけど、とにかく言及はされていた。今回の報告書では、そういうのに一切言及がなくなって、その代わりに、買収防衛策が株主の利益のためにあるということを最初に明記したわけですね(「1.買収防衛策の目的・在り方」)。もっとも、株主の利益というのは、事前の利益なんかも含めて広く考えれば、ステークホルダー論とも整合するのかもしれませんが、どうも全体の論調から言うと、必ずしもそういうふう考えていないんじゃないか。やはり今回の報告書は、買収時点での株主の利益に関心を特化するような見方を示していると思うんですよ。私は、それを必ずしも悪いと言っているわけではなくて、現時点でそういう在り方が合理性があるということはあると思うんです。ただ、かなり発想を純化したというか、あってもおかしくないような見方・考え方を切り捨てた部分もちょっとあるんじゃないかと思っています。私は、すぐにステークホルダー論とかそういうものを取り入れると

言っているわけではないのですが、今回の報告書で切り捨てた部分もあるのだから、後で状況の変化に応じてですね、場合によっては切り捨てた部分にもう一度立ち戻ることもありうるべし、みたいなふうに考えていた方がいいんじゃないかと。先ほどの大崎さんとか草野さんの考え方とむしろ逆方向の議論かもしれないんですけど、今はちょっとそういうことも考えております。

(藤田) 今現在のコンテキストを反映して、今回は、ある種の立場を意図的に取捨選択したという色彩が強くてでているかもしれません。前の報告書にあった幅広い選択肢を狭くして、考え方をしばっている面はあるかもしれません。

(草野) 考え方を絞ったことは正しい選択であったと思います。というのは、アメリカで展開されている様々な議論を取り上げると、日米の企業風土の違いを無視してそれが全部買収防衛策の正当化につながるような風潮があるように思えるからです。

先ほどの話の繰り返しになりますけれども、我が国においては敵対的買収が困難であるという現状を打破することが重要だとすれば、いろいろな議論があることは承知の上で、日本に固有の問題にフォーカスしたことには目的合理性があったと思います。

(柳川) 私もインサイダーなので、どういうふうこれを喋ったらいいのか、ちょっとなかなか難しいんですけど、先ほど田中さんがおっしゃったところに少し関係していて、要するに前の段階では企業価値報告書が出ていて、それから企業価値防衛指針が出ていたわけですね。企業価値報告書と企業価値防衛指針はだいぶニュアンスが違う話で、企業価値報告書だけ読むといわゆるガイドライン的な話ではなくて先ほどおっしゃったみたいに、かなりいろんな話をしていて、あれだけだと基本的にあんまり政策、法律っていう話ではなくて政策論にかなり近い話をいろいろしているんだと思うんですよ。で、その流れで来ればかなり政策論的な端緒を展開している報告書が次に第2弾、第3弾といろいろ出ても実はそんなに違和感がなかったし誤解もなかったかもしれない。ただそれと一緒にガイドラインである企業価値防衛指針というものが出ていたがためにですね、今回の報告書の意味づけ、意味内容だとか位置づけっていうの



がちよっと多くの誤解を生むことになったっていうのがあると思います。

### 報告書の公表のタイミング：定時総会集中時期との関係

（藤田）報告書の公表時期について、いかがお考えでしょうか。お配りした新聞記事（日本経済新聞2008年6月12日付記事「総会間近、困惑広がる」）は、「企業価値研究会が示した買収防衛策の指針に対し、企業には戸惑いの声が出ている」と書いており、批判的なトーンがあります。報告書の末尾にも「なお、本報告書のとりまとめがなされたのは、2008年6月30日であり、2008年6月の株主総会集中中期における買収防衛策に関する議論の際に、本報告書を参考にさせていただくことはできなかったことを注記しておきたい」といった、言い訳のようにも読めない注記がついています。しかし、この報告書の内容として、こういう時期に発表されたら多くの企業に困惑するようなものだったのでしょうか。新聞記事によると、「資源関連会社の幹部も『招集通知は発送済みで今さら見直せない。なぜこの時期なのか』と不満を漏らす」とあるのですが、どういうことか、ちよっとよく分からない面があります。企業は本当に困るのでしょうか。

（大崎）前回の企業価値報告書が出されたタイミングは、まるでその内容を受けて防衛策を総会にかけたらいいんじゃないかと言わんばかりのタイミングでしたから、今回はそれとは違うという意味で違和感を持たれた方は、現場にはおられたらろうと思います。

（藤田）企業価値防衛指針は、買収防衛策の導入についてのガイドラインで、導入するならこういう手続きを踏みなさいというものですので、6月の定時総会で導入を考えている企業にとっては、総会シーズンの前に出てくれないと困るというのは非常によく分かります。しかし、今回の報告書は買収防衛策の導入について触れるものではないものですから、「困る」という意味をはかりかねているのですが。

（大崎）もちろん、すでに導入している会社も多いわけですが、この6月の総会で導入しようとして議案を出していた会社もたくさんあったのです。恐らく

100社くらいは、導入企業数が増えていると思います。これらの会社は、今までの考え方や去年のブルドック事件決定に対する彼らなりの理解を前提に議案を作っていたのに、なんだかちょっと違うのが出てきたというのでびっくりしたというのが実感でしょう。それは現実にあったと思います。もっとも私は、だからそれが問題かと言ったら、あまり問題だとは思わないのですが。

(草野) 問題があったとすれば、それは、むしろ経産省の見解に対して過敏に反応し過ぎる日本の企業の体質そのものではないでしょうか。多くの企業、特に重厚長大産業の企業には今でも経産省の顔色をうかがうという意識が強く、経産省が出した文書だったら、たとえ総会の前日であってもなんとかそれと辻褃を合わせようというような過剰反応があったことは事実だと思います。

(藤田) ただ繰り返しですが、この報告書の内容からすると、定時総会のタイミングに間に合わなかったからといって何が困るのですか？新聞記事には「中でも困惑しているのは発動に際し買収者に対価として金銭を支払うべきではないとした点」とありますが、仮に6月の総会で防衛策を導入しようとしていて、かつその導入しようとしている防衛策の中で敵対的買収者に対して必ずお金を払いますというようなことが書いてある会社があるとしたら、確かにそういう会社は困ったことになるでしょう。しかし、そんな会社って本当にあるのかなと思ったのですけどね。記事の中であがっている戸田建設の買収防衛策も調べてみたのですが、会社による新株予約権の買取については取締役会で条件を定めるといった条項が入っているだけで、別にそれ自体が報告書に矛盾するつくりになっているわけではない。報告者のスタンスは、どういう形で買収防衛策を導入したとしても、行使するときはこうしましょうというものですから、買収防衛策を導入する総会決議にはあまり影響がなさそうに思うのですが。

(大崎) そこは、さっき申し上げたこととも関係するのですが、確かに、今回の報告書は従来の企業価値報告書や企業価値防衛指針をふまえたもので大きな方針の転換とか姿勢の転換があったのではないという作成に関与された方々の受け止め方は理解できるのですが、単に出来上がったものを見せられた側からすると、やはり今まで防衛策導入にみんなが走りすぎていて、そこに冷や水を

かけようとしたというふうには受け止められているのは事実なのです。

そういう受け止め方をしている人からすると、こういうものが出ている時に、そもそも新しく防衛策の導入を提案すること自体、世の中の流れに逆行しているというふうに見られるのではないかと気にしてしまったというのはあるでしょう。報告書の細部に関して、自社の防衛策の内容が抵触するといったことではないと思います。

(藤田) ああ、なるほど。報告書の具体的内容が総会議案の内容と反するようだから困るといったような話ではなくて、印象論のレベルで、買収防衛策の発動についてやや牽制したようなスタンスが表明されている報告書なので、せっかく買収防衛策を導入しようと決めたのに「いやだなあ」という感想を持つということですね。

(大崎) そうだと思います。

(藤田) なるほど、貴重な感触をありがとうございました。

(柳川) そういう意味では、発表はわざわざこのタイミングじゃなくても、もう少し後でもよかったのかもしれないですね。報告書の内容が総会直前に知られてしまって、それを意識して総会をしなくてはならないので、だったらもっと後でもよかったんじゃないのっていうような漠然とした感触、感想を持った人はいたかもしれません。

(藤田) なぜ6月30日じゃなきゃいけなかったのでしょうかね。

(神田) 1点背景的なことを付け加えますと、企業価値研究会では、10月から議論しており、その結果は6月中旬にはほぼまとまっていて、それを最終的な調整をして確定が6月30日と結果的になったわけで、あまり公表の時期を厳密に意図していたということはないのですけれども、一つの背景として日米イニシアティブというのがあります。「日米間の『規制改革及び競争政策イニシアティブ』に関する日米両首脳への第七回報告書」という文書がありますが、こ

のプレスリリースは7月5日です。そこでは「日本国政府による規制改革及びその他の措置」として電気通信からはじまっているいろいろな項目がありますが、「福田総理は、2008年1月のダボス会議において、日本が対日投資促進のための改革等の市場開放努力を一層進める旨を表明した。日本政府は、福田総理のこの基本方針をふまえ、諸政策に取り組んでいる」と出だしに書いてあります。その関連で、対日投資有識者会議が2008年5月に対日投資の抜本的な拡大のために提言した措置も組み込んでおり、6月に経済財政諮問会議が経済成長戦略を、そしてその後2008年6月27日かそのあたりに閣議決定された「経済財政改革の基本方針2008」、いわゆる骨太の方針に反映されているわけです。その中に「VI. 商法及び司法制度改革の実現」があって、さらにその中の「A. 効率的な組織再編と株主価値の推進」に「買収防衛策における株主利益の保護」があり、そのaというところで今のことが繰り返されていますが、6月27日に閣議決定された骨太で、aを読むと、「2008年6月10日に公表された経済成長戦略において、経済産業省、法務省及び金融庁が買収防衛策の導入・発動等の在り方について2008年夏までに整理・明確化することなどにより、公正かつ透明性の高いM&Aの環境を整備するとの記載がなされている。また、同年6月27日に閣議決定された基本方針2008においても、上記の経済成長戦略の内容が盛り込まれた」とある。具体的にこれは何を意味しているのかということですが、そのbを読みますと、企業価値防衛指針の説明があって、さらにその後「企業価値研究会は、経済成長戦略の内容を踏まえて6月30日に取りまとめられた報告書において、敵対的買収は、経営者に規律を与えたり、株主の利益を向上させることなどにより、株主及び被買収者双方に積極的効果があり得るとの結論を出した。」というふうに書いてあるわけですね。したがって、政府レベルで言うと、これは7月5日に間に合わないかと困る、それから骨太が6月の末ですので、そのへんのタイミングというのがあって、この時期になったという背景があると思いますので、ちょっと補足的に述べさせていただきます。

(藤田) そういう外在的要因から、やっぱりそう遅らすわけにはいかなかったということですね。

## 企業価値報告書・企業価値防衛指針との関係

(藤田) さて、先ほどから何度かでておりますが、企業価値報告書・企業価値防衛指針との関係について、もう少し立ち入って見ることができればと思います。2005年の企業価値報告書は、ある意味、非常に学問的なものでした。これに対して企業価値防衛指針は、具体的な行動指針を示すガイドラインでした。そして今回の報告書がどんなものかという、これが、ちょっと性格が微妙で、量も少ないし、学術論文的ではない。とはいっても、ガイドラインとも言いにくい。作成主体は企業価値防衛指針は経産省と法務省の連名ですけども、今回の報告書は企業価値研究会の産物なので、その点も違って、企業価値防衛指針の改訂版ではない。それはそうなのですが、正直言って企業価値研究会での議論でも、企業価値防衛指針は意識した記憶がありますが、前の報告書(「企業価値報告書」)を意識したかという、あんまりしていなかったような気がします。できた産物を見ても企業価値防衛指針への言及はあるんですけど、企業価値報告書への言及は一箇所もない。そういう意味では、企業価値防衛指針の改訂版とは言えないにしても、それとの連続性をもって受け取られる要素があるのも否定できないような気がします。このあたり、そもそもどういうふうを受け止められているのでしょうか。2つめの報告書というよりは、実質的には企業価値防衛指針の改訂版のように考えられているのでしょうか。

(大崎) それは、そのように受け止められていると思います。確かに作成主体が違うので、厳密には企業価値防衛指針を改訂したものでないということは理解されていると思います。そもそも今回の報告書では、前の企業価値報告書や指針に書かれた個々の文章を直すというようなことは一切触れられていませんし、そういうものではないということは十分理解されていると思います。とはいえ、今回の報告書が、単なる意見というよりは、やはりみんなによって守られることを大いに期待しているという意味でのガイドラインであるという風に受け止められているのも事実です。従来指針についても、経産省と法務省のガイドラインを守らない場合に何が起きるかは不明なわけで、その点は今回の経産省だけの「ガイドライン」であっても本質的には同じことだと思いますので、そう受け止めておいて問題ないのではないかと思います。

(藤田) やはり企業価値報告書との間よりは、企業価値防衛指針との間に連続性があるとみられているということですか。そうだとすれば、企業価値防衛指針との関係はどのようなのでしょうか。つまり、企業価値防衛指針では触れていない新しいところを触れているだけなのか、企業価値防衛指針の考え方を部分的にでも軌道修正しているようなところがあるのか。「経産省の企業価値研究会が六月、指針の解釈の修正に動くなど、混乱は収まっていない」等といった報道もあつたりします(日本経済新聞2008年8月7日付記事「第2部リスクマネーと向き合う(4)揺れる行政、戸惑う市場(金融力)」)。

(大崎) それは、さっき草野さんがおっしゃったように、前は触れてなかったことを書いているということではないのでしょうか。

(草野) これは読み方によるんでしょうけど、企業価値防衛指針では買収防衛策に株主の意思が反映されていなければいけないという趣旨のことが述べられている。この発想が一人歩きすると、株主総会の承認さえあればいいんだというふうに理解されかねない。今回の報告書の背景にはこの点を修正しようという考えがあつたのではないのでしょうか。

(藤田) 企業価値防衛指針がどう受け止められていたか自体がちょっとよく分からないので問題なのですが、一つの整理は次のようなものでしょう。つまり、企業価値防衛指針は導入の適否だけを問題にしている、いざ発動するとき、企業価値防衛指針に沿って導入したものはどんな発動の仕方をしてオケーですよとは言っていないつもりだった。ところがそうではない理解があるものだから、そこのところに釘を刺そうとしているとすれば、企業価値防衛指針を修正しているのではなくて、次元の違うものというふうになりそうですね。

### ガイドラインの作成の可能性

(神作) 「企業価値報告書」では、「行政に対しては本報告書に沿った企業価値指針や策定、指針改訂の場の設定、防衛策に関する開示ルールの創設などの緊急を要する制度改革を急ぎ、その残された検討課題にも早期に取り組むべきこと」を提案しています。このように、「企業価値報告書」は、行政に対して要望

します、企業価値指針の策定等も要望します、と明記しているのですが、本報告書では、それにもかかわらず「企業価値防衛指針」についてどのように見直しをすべきかということとははっきりと述べていないように思われました。その点が最初の「企業価値報告書」と、ややスタンスが違うようにも感じられたのですが、その点についてはどのような議論がなされたのか、あるいは書いてはなくても当然本報告書の考え方に従って指針を見直すということが当然要望されているのか、それともそれもそういうわけではないのか、そのあたりはどのような雰囲気だったのでしょうか。

(神田) 今回の報告書は指針を策定することは全く想定していないと思います。今回の報告書は基本的な政策論をするのにとどめるということだと思います。

(藤田) 報告書の「3. 検討(1)基本的視点と被買収者の取締役の行動の在り方」のところで、「ただし、買収局面において取締役がどのように行動すべきかは、買収提案の内容や買収者の属性等によって事案ごとに異なり得るものであり、個別性が強い。したがって、画一的な行動規範を示すことは困難であり、以下では、買収防衛策を運用する際の基本的な考え方を示す」と断っていることから、今後、この報告書の内容を具体化するガイドラインが出ることはありませんよとほのめかしていると思います。

### 企業価値研究会・企業価値防衛指針からの環境変化

(神田) 企業価値研究会がもともと立ち上がったのは2004年の秋です。当時はこの分野は将来重要になると思われるのでとにかく勉強しましょうということで始めました。そのとき、二つの柱と私は言っているのですが、一つは法律上の議論の整理、もう一つは市場における受容性というか受け入れられるための条件、この二つをとにかく勉強したのです。その成果を報告書に全部書いたので、さっき田中さんが言ったように報告書は100ページを超えている。ところが、全く予想外のことが起きたのが、年があけて2005年の1月にニッポン放送事件が起きたということです。その結果、法務大臣と経産大臣が5月末までに指針・ガイドラインを定めて公表するという約束をすることになりました。こ

れがニッポン放送の高裁決定が出た3月下旬だったと思います。それで5月下旬というふうに期限をきられたわけです。それで研究会としては、急遽4月にはいつて中間取りまとめの案を出して、5月27日に報告書を公表すると同日付で指針が出されるということとなりました。その指針というのは、基本的には適法性のほうに重点があって、一定の条件を満たしたものであれば会社法上も、———当時はまだ会社法は通っていないので商法と言った方がいいかもしれませんが———適法性が高まるというほうに重点があって、そういう指針が出たわけです。それでちょっと最初に申し上げたことの繰り返しですけど、その指針の後、日本の買収防衛策と呼ばれているものは、アメリカのライツプランをベースにしてそれを日本法のもとでどういうものが可能かを検討していった出来上がっていききました。ただアメリカでは、実際には変な使われ方をされる例が皆無ではないかもしれませんが、防衛策の基本目的は明確で、これは結局のところルールを守らない買収者にコストを負わせることによって、取締役会が株主のために必要な時間と情報を確保し、あるいは買収者と交渉する機会を確保するという建前で一貫しているのですね。ところが、日本がどうなったかという、実際に進展するなかで、ブルドックソース事件のような決定もあって、結局のところ導入するにしても形式要件というか技術的な議論をするようになりました。具体的には株主総会の普通決議か特別決議かとか、あるいは特別委員会の意味がどうかとか、あるいはお金を渡すことがどうなのかとか。そういった議論も、もちろん大切でないわけではないのですけれども、本来の在り方からすれば、技術論のほうに非常に重点が置かれてしまって、投資家サイドも経営者サイドも何を議論しているのか見えなくなってしまっているというのが、あえて言えば状況の変化であるといえると思います。そこでもう一度、元へ戻っての政策論ということを確認しましょうというのが今回の報告書であるということであったと思います。

(柳川) その環境変化ということでいくと、もう一つはやはりこれだけ導入企業が出てきて、それからいろんな判決も出てきて、そういう意味での司法側の蓄積がある程度あるという状況のもとで報告書として何を言うかというところがあります。あの2005年の段階での話とは、だいぶ意味合いが違ってきていて、報告書を作るほうとすれば、そういう司法判断がいろいろ出ている中で何を言



うかという話になるかというふうに思われますね。で、それからもう一つは、その2005年の話で神田さんがおっしゃったことの補足なんですけど、実は企業価値防衛指針は研究会の名前では出ていないんです。だからそういう意味ではこれは研究会の報告書は研究会がやったことで名前になるんですけど、少なくとも形式上は企業価値防衛指針は研究会はタッチもしないし責任を持たないという形になっています。企業価値防衛指針をどうするかに関しては直接は研究会では議論していないんですね。そういう意味ではこれはもう経産省の責任で法務省とやりますという形で実はまとめられていて、研究会としては実は企業価値防衛指針を具体的にどうするかは研究会自体は外側だった、そういう内容なので、その意味からすると研究会をずっとやっている側からすると、企業価値防衛指針はちょっと違う位置づけだったというところが先ほど大崎さんがおっしゃったような外側の見方とは、ちょっとニュアンスが違くと。それからもう一つは経産省と法務省の連名で出すというのと経産省の名前で出すということが、だいふ意味合いが違う。多分外もそうだと思うんですけど中的にも意味合いが違っているという面があって、多分外に出たときの法的な効力が高まるか高まらないかというのは多分ちょっと違ったんだと思うんです。そういう意味ではちょっとずつやはり企業価値報告書と前回の企業価値防衛指針と今回の報告書というのは、そういう意味では主体が、出している主体が微妙に違って、そういう意味でのニュアンスが微妙に違っているというところがあるんじゃないでしょうか。

(藤田) 先ほど神田さんのお話に基本に帰れという話があったんですけど、基本との関係で言うと一つの認識は日本の買収防衛に関する判例が増えてきているものの、どんどん本筋ではないところで積み重なっているんじゃないか——中身が変というよりは本来の買収防衛策とは違った話をしているという意味ですが——というふうな認識が強かったんじゃないかと思うんですね。アメリカにおけるポイズンピルの考え方は神田さんがおっしゃったとおりなのですが、日本における買収防衛策を巡る法律論は、買収防衛策を発動して敵を撃退しその人に支配権を移さないことを最終的に決めることが許されるか否かという法的紛争だと裁判所は理解しているのではないかという疑問があります。昔からの第三者割当増資に関する主要目的ルールは、最終的に支配権の移

動をシャットアウトすることを取締役会で決断することの適法性の要件だったわけです。買収防衛策についてもその延長で議論される。最終的に買収者を撃退することの適法性をめぐる紛争という意味では、ブルドックソース事件も例外ではないですね。だから裁判所でも、ポイズンピルの導入に期待される本来の機能と違う局面に焦点を当てて法律論がなされているのではないかという認識がある。前の企業価値防衛指針で提案していたのは、あくまで株主の適切な判断の機会を確保するための道具としてのポイズンピルの導入の在り方であって、そういう認識で、そういう次元の議論をしてほしい、今なされている使い方や裁判所で争われている争点は、そういう世界とはちょっと違う話なのですよということをはっきりさせたかったというのがあるのだと思います。後で検討する、「買収防衛策についての考え方の整理」として提示されている3類型みたいなものを提示したのはまさにそのためのメッセージなのではないかと思っています。

もう一つ補足しますと、企業価値防衛指針は研究会が作ったものじゃないのですが、これについて研究会としてはどう解釈しているかということを示すことはできます。つまり企業価値防衛指針に従って導入した防衛策なら当然に発動は認められるということではありませんよ、すくなくとも企業価値研究会は企業価値防衛指針をそのようには理解していませんよというメッセージですね。企業価値防衛指針についての解釈を限定するというで、いわば解釈者としての研究会という性格はあったのかもしれませんが。ちなみに企業価値研究会のメンバーの中では、企業価値防衛指針は有事の発動の適法性については一切触れていないというのは共通認識だったような気がしますが、どうも外ではそう思われていないのではないかということを経験の場ではかなり強く申し上げたのですが、そういう意識は今回の報告書には反映しているかもしれない。

(草野) すいません。防衛策の議論がずれているのではないかという話が僕にはよく分からないのですが。究極的には同じ問題なのではないかと思えるのですけども。

(藤田) 買収防衛策というのは、基本的には株主がちゃんと判断できるような機会や環境を整えるためにあるのだという認識が基本です。いきなり買収提案

があって、株主にイエスカノーかすぐ答えろみたいなのに対しては、「ちょっと待て。情報を出した上で、株主の判断が歪まないような公正な手続で意思を問えるようにしましょう」と言えるようにするための道具のはずなのですね。最終的にその人が支配を握ることを排除することが目的で導入されているのではなくて、ポイズンピルの存在を前提に、いったんT O B等は止まった状態になって、仕切り直しをして、買収提案の是非が株主に問われて、買収に応じるか否かの判断がなされる。当該買収が否というなら、T O Bが失敗するとか、委任状合戦で買収者が負けるとか、そういう形で決着がつく。だからポイズンピルの発動なんか現実には起きない。実際アメリカでは、——何かの間違いで暴発した例があるとは聞いたことがあります——、発動されることは皆無ですよ。企業価値報告書も、企業価値防衛指針もそういう前提で書かれている。

しかし、買収防衛策の意味に関するこのような認識は、裁判所や日本の法律家に共有されていないのではないかとことです。それは事案が過去の判例が、ほとんどが買収を最終的にシャットアウトしておいてその適否を問うというケースが多かったからで、唯一それと違う傾向を示したものがあるとすれば、日本技術開発事件（東京地決平成17年7月29日判時1909号87頁）くらいでしょう。ですから、買収防衛策に関する認識が企業価値防衛指針と裁判実務とで相当隔たりがあるところを示したかったということだと思います。

（草野）つまり、買収防衛策は対象企業が情報の収集や買収者との交渉のための時間を確保するために使われるべきものであって、買収それ自体を拒絶するために使われるべきではないということですか。

（藤田）いや、およそ防衛策が使われるべきでないとかいうことではなくて、買収防衛策の発動にはいろんな局面があるうちの、ある側面を扱うもの（報告書の表現でいうと「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」）ばかりが、判例に現れて、そこだけにフォーカスが集まってないか、しかし買収防衛策のもっとも重要な機能や目的は、そういう話とは違うところにあるのではないですかということです。買収防衛策によって本当に悪い買収者をとめるというのが、——敵対的買収者の

行動いかんでは——、およそあってはいけないと言っているわけではないのですが、本来の導入の目的だとか本来果たすべき機能というのは、そこに焦点をあてたものではないはずではないかという意味です。

(草野)なるほど。ちなみに、僕は藤田さんの意見に反対しているわけではないんですよ。

(藤田)草野さんと、実質について最終的に意見が違うことはあまりないですよね(笑)。

(4) 企業価値研究会及びその出す報告書の意義や研究会の活動それ自体について、批判的な見方もあるようであるが、どう考えるべきか？ 文書の公表の時期や、文書の性格、内容にもよるのか？

#### 企業価値研究会の活動・役割への批判

(柳川) ちょっと1点だけ政策論を展開したっていう話に関して言うと、要するにこういうタイプで政策論を役所が法律の解釈の中身とかです、あるいは企業の行動のあり方とかをあしろうしろという形で表立って政策論として言うっていうのは、実はあんまり例がないんだと思うんですよ。だからこういう法律を作りましょうとかっていうことを言ったり税制の改正の要望を出したりっていう政策がありますけど、いわゆる企業がこうするべきだとかです、それから解釈をこういうふうに解釈すべきだっていうことを政策者の立場として言っているわけですね。まあ研究会ではあるんですが。そういう政策論の提示の仕方というのは、あんまり今までも例がないし他でもあんまり例がないんだと思うんですよ。だからここでその研究会なり経済産業省が言っているっていうメッセージが一体何を意味しているのかっていうのがなかなかこう一般には受け取りにくいっていう部分があったのだと思います。ここは多分こういうタイプの政策論って、他でもいろいろ出てくるんだと思うんですよ。そういう意味ではちょっと面白いし、ソフトローとの絡みでも面白いかなと思います。

(神作) 法律の観点から見た場合に、監督官庁というか所管官庁が分かるといふ問題がありまして、会社法の問題は法務省、それに対し公開買付規制や委任状勧誘規制は金融庁が所管しています。そのような、なんていうんでしょうか、きわめて密接に結び付いた問題群が、所管官庁の間で分断してしまっている、一つの観点から整理してみるに値する問題がそのような事情によりなかなか実際に統一的に検討してみることがむづかしいという背景があります。そういう意味では、それぞれの所管官庁のいずれにも属しない経済産業省が一つの舞台（フォーラム）を提供しているというのは、その適切性はさておき、ソフトローの議論からすると理論的には全く理解不能であるというわけではないと感じています。

(藤田) 神作さんは、フォーラムの提供という経産省の役割に言及されましたが、経産省のかかわり方は批判されているところでもあります。たとえば、配布した太田弁護士の論稿(太田洋「買収防衛策——企業価値研報告書をめぐって(上)」日本経済新聞2008年7月29日「経済教室」)ですが、——これは、いろんなことを言っていて判例法に反することをガイドラインとして書いているからけしからんということを言っているようでもあるので、まあ内容が違えばいいという趣旨かもしれないんですけども——、太田氏に限らず、この研究会は何の権威があつてこんなことをやっているのだというふうな批判をする人はよく見かけます。先ほど、草野さんが役所の文書ということで過剰に反応するところが問題だというふうにおっしゃったんですけども、その裏返しとっていいかもしれません。どう考えたらいいのでしょうかね。

(柳川) それはだから2通りの意見がありますよね。だから全然監督官庁でもないところがなんでああいうことを言うんだという側面と、まあだからこそ、ある種のこうあるべきだという提言をそういうところが出すことに意義があるっていう見方と、まあ経産省は後者の立場だと思いますけど。

(神作) 冒頭で神田さんから解説がありましたように、私の理解では本報告書の基本的な目的は、買収防衛策を導入することが一定の条件でできるということまで言っているけれども、その後発動することについては、これは司法が決

めることだということですね。ただ、藤田さんが引用された新聞記事にも書いてありますように、株主が買収の是非を適切に判断できるように時間、情報と交渉機会を確保する、そういう目的のために買収防衛策を導入することができるということは、実は法律的な問題と非常に密接には関連はしていますけれども、必ずしも法律問題のみを論じているわけではないと思っておりまして、そういうことを論ずる場はどこにあるのかと考えたときに、フォーラムにおいて開かれた議論をするというのは、一つのあり方だと思います。これまでの議論の中にもありましたように、発動することの可否の問題は、日本の現状では個別的に最終的には司法によって決着をつける、そういう理解は共有されていたと思うのです。ところが「企業価値研究会」は、——草野さんから、まだまだ法律家が多いというご指摘がありましたけれども、しかし私からみればむしろ非法律家もたくさんメンバーになっておられるという印象をもっておりましたが——、必ずしも発動の適法性に限定せずに、買収防衛策についての政策論を議論するとともに、導入自体がただちに違法とされないようなコンセンサスを醸成する場を提供するという意味で一定の意義はあったように思います。そういう意味では、もし誤解があったとしたらば、買収防衛策を導入することができる以上、それを発動することも無条件で法律上はまったく問題ないのである、という、そういう誤解があったとしたらば、それは、やや不幸なことであったような気がいたします。

(藤田) それは今回の報告書でかなり明確にそうじゃないよというメッセージを出したことはなると思っています。神作さんが言われていることは、最初の方で草野さんの言われたことに、やっぱりつながるのかもしれないですね。政策提言の研究会である、買収防衛策を発動した場合の適法性は全部裁判所に投げているんだと位置づければ、あんまり法律論を書かないで、ポリシーだけ書く報告書として出したほうがかえって通りがよかったのじゃないかということになるかもしれません。オブザーバーとして参加している、他の省庁は別の意見を持っているかも知れませんが。

(大崎) 今の話とは、やや視点が違いますが、そもそもガイドライン的なものを作るということに関して、太田さんの批判(太田洋「買収防衛策——企業

価値研報告書をめぐって(上)」日本経済新聞 2008年7月29日「経済教室」などを見てみると、基本的には個別の事例の蓄積をいわば先取りするような形で決め付けてしまうのはおかしいというような議論もあることが分かるのですが、私は、それとは全く正反対の意見もあるということを強調しておきたいと思います。つまり、上場会社の関係者や実務家の間では、どのような防衛策が許容されるのかを事前に明確にしておいてくれないと法的安定性が失われるという意見がすぐに出てくるわけです。買収防衛策という新しい現象に対して、どういうものであれば法的に認められる可能性が高いのか低いのかをある程度一般論として示してほしいというわけです。しかも、情勢の変化に応じて、もしも判断が少し変わったのであれば、その変わったところを示してほしいという要請はありますから、今回の報告書のようなガイドライン的なものを作成することには大きな意義があると思います。それに、そのガイドラインに沿って行動したら裁判所は何から何まで全部認めるのかどうかは、当然分からないわけですから、別にガイドラインを作成したことで裁判所が拘束されるわけではありませんし、なんら問題はないのではないかと思います。

(田中) 企業価値研究会は法的な権限があるわけでもなんでもないですけども、しかしこの分野の有識者があれだけの数集まって作った提言なわけですから、まさにそういうものとして、——つまり、素直に「提言」として読まれるべきだと思うんですね。

(5) 本報告書でも「企業価値ひいては株主共同の利益」といった概念が用いられている。他方、本報告書脚注2は、『指針』においては、その3頁以下では、『企業価値、ひいては、株主共同の利益』を単に『株主共同の利益』と呼んでおり、本報告書においても、この用語を踏襲する。これに関連して、『指針』及び本報告書における『企業価値』とは、概念的には、『企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値』を想定するものであり、この概念を恣意的に拡大して、『指針』及び本報告書を解釈することのないよう留意すべきである。」と述べる。これらをどう理解すべきか？

### 企業価値ひいては株主共同の利益

(藤田) さて、報告書の性格論や意義についてはこれぐらいにして、内容に入りたいと思います。最初は、非常に抽象的で申し訳ないのですが、報告書では「企業価値ひいては株主共同の利益」という概念が用いられています。元々の企業価値防衛指針にあったのですが今回も用いられています。これについて、本報告書の脚注2で、「企業価値ひいては株主共同の利益を単に株主共同の利益と呼んでおり用語を踏襲する」というふうに言いつつですね、さらにその後について、「これに関連して指針および本報告書における企業価値とは概念的には企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値を尊重するものである。これを恣意的に拡張して解釈してはならない」といったことを言っています。

2つのことを議論して欲しいと思います。まず第1は、この報告書の脚注2の後半に書かれているのは厳密には、どういう意味か。理解も人によって違うところがあるように思います。たとえば、配布した日本経済新聞の記事を見ていただくと、「実際に敵対的買収にあった局面で、経営者は守るべき株主の利益を拡大解釈してはならないとし、企業価値と株主利益は同義で『キャッシュフローの割引現在価値』を指すと明記した」と書かれています(日本経済新聞2008年6月12日付記事「経産省研報告書、買収防衛策、発動要件厳しく、企業に修正迫る。」。つまり、報告書のこの部分は、企業価値＝株主利益という趣旨だというふう解釈している。実際、この記事を書いた人に限らず、そういう読み方をする人は結構いそうです。しかしファイナンス理論的に言うと企業価値——たとえばいわゆるモディリアーニ＝ミラー(MM)の理論で「資本構成と企業価値とは関係ない」というときの企業価値——と株主利益とは違っています。そうだとすると日本経済新聞の記事のような読み方はおかしいことになる。

第2は、この報告書をどう読むかということとはまた別に、企業価値とか株主共同の利益、後者は株式の現在価値と言っていいと思いますが、こういったものは敵対的買収のコンテキストだと、理論的には、どういう役割を本来演ずるべきものかという概念整理ですね。この報告書と離れていますけれども、こちらも議論していただければと思うのですが、まずこの報告書の読み方として、日経新聞の記事のように、企業価値イコール株式価値だと言っているような趣旨でしょうか。



(草野) おそらくそうではないでしょう。企業価値を「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」と定義する以上、税金の現在価値や負債の現在価値も企業価値に含まれることになると思います。ちなみに、私は、企業価値をこのように明確に定義したことを大変高く評価しています。なぜならば、これまでは言葉の外延が非常に曖昧であったことから、人によっては「企業の文化」とか「国益」といった反証可能性が非常に低い概念を含めて企業価値という言葉が使われる場合が多かったからです。

(藤田) 確かに企業価値といった中に草野さんがおっしゃったような意味合いを込める人はいそうですね。たとえばブルドックソースの高裁決定（東京高決平成19年7月9日金判1271号17頁）にも、「前記認定のとりの属性を有し濫用的買収者と認められる原告人が、日本国内で創業以来100年余の歴史を有し、堅調にソースの販売製造事業を行っている相手方を本件公開買付けによって買収しようというものである。相手方は、このような買収行為によって、場合によって解体にまで追い込まれなければならない理由はないのであって、このような事態に直面した相手方が自らの企業価値ひいては株主共同の利益を守るために自己防衛手段を採ることは理由のあることである。」といった言及があったりします。そういった発想を排除しようとしたのだというのは一つの合理的な読み方かもしれませんね。

(草野) 企業価値イコールキャッシュフローの割引現在価値という定義はかなり明解なものですが、一点注意が必要です。と言いますのは、従業員や取引先は企業から将来にわたって多額のキャッシュフローを受け取る立場にあるので彼らの利益が企業価値の中に占める割合はかなり大きいと考える人が多いからです。しかしながら、これらのステークホルダーは今後企業に対して商品や役務を提供する立場にあり、その対価として企業からキャッシュフローを受け取るわけですから、商品や役務が市場価格で取引される限り彼らが企業から受け取る収益の純現在価値は原則として零となります。もちろん、実際には、企業特長的 (firm specific) な商品や役務を提供する取引先や従業員の場合、市場価格を上回る対価を企業から受け取ることもあるでしょうから彼らの収益の企業価値に占める割合を全く無視してよいとは思いませんが、その割合はグロス

の金額に比べればはるかに小さいものです。他方、税金の現在価値と負債の現在価値が企業価値に占める割合は大きいですが、企業所得課税の課税対象が株主価値の純増額である限り、税金の現在価値の変動は株主価値の変動と比例しますし、負債の現在価値は倒産リスクが顕在化しない限り額面額と原則として一致すると考えられます。したがって、企業価値と株主価値は確かに概念としては異なるものですが、両者の間には原則として線形性が認められるといえるのではないのでしょうか。

(藤田)「企業価値ひいては」という接続詞がその線形性を言おうとしているかもしれませんがね。

(草野) そうですね。

(藤田) 報告書はそう読めるとして、そうだとすると株式価値と区別される概念である企業価値の最大化が規範であって、「株主共同の利益」と報告書で言っているのは、企業価値という意味だとしますと、例えば取締役の行動規範として「株主共同の利益を守るためになら防衛していい」って言ったときには、株主の得るキャッシュフローじゃない要素、——従業員だとかですが——、そういったものもカウントしていいってことになるのでしょうか。企業価値研究会の報告書はステークホルダー論を採っているという人が時折いるようですが。

(大崎) それは、俗に会社を食い物にするような、といわれているようなものを排除する論理なのでしょう。今現在の株主が会社の資産を取ってしまっただけ、会社はどうなってもいいというような態度までも肯定するものでないということではないかと思います。

(田中) もし従業員にも企業価値に対する一定の取り分があるとしたら、買収者が株式を全部買収して、それから従業員の取り分を減らして株主に分配するということが「会社を食い物にする」ということに含まれるのかという問題で、これは未解決の難問ですよ。この報告書が、企業価値とはキャッシュ

フローの割引現在価値だといっているときに、それが普通のファイナンス理論で言う企業価値 (firm value) のことを指しているのかという問題があると思います。ファイナンス理論で firm value というと、株主プラス金融債権者の取り分のことを指すのが通常で、その定義に従うと、従業員の取り分を減らすとキャッシュフローが増えますから企業価値が増加しているように見えるんですね。そうした立場は、例えば従業員が会社に対して企業特殊的な投資をしており、その投資の取り分を後で会社から受け取るようなことを予定している場合は、その取り分も企業価値に含めよう、という考え方とは基本的に相容れないんじゃないかと思うんですよね。もっとも、従業員の取り分を減らすことは従業員が将来企業特殊的な投資をしようというインセンティブを挫きますから、それによって将来会社の生み出すキャッシュフローも減るだろう、そうすると現時点での株主の不利にもなるというふうに考えれば、最終的には企業価値と株主共同の利益はほぼイコールだ、だから「企業価値ひいては株主共同の利益」と言っているのかもしれないですけど。しかし本当にそんなふうに考えることができるかっていうのが分からないですね。だから本当は、このあたりはすごく難しい問題があるんですけども、報告書も今までの判例も、その問題には目をつぶって、いわば強引に「企業価値ひいては株主共同の利益」と言い続けているような気がしますね。

(藤田) まあ強引に言い続けているわけですが、企業価値研究会でも、最後の段階で、この脚注の記述が問題になって株式価値だとはっきり書くべきだと主張した委員もいたことはいました。経済学的に言うと、どう整理したらいいのでしょうか。

(柳川) 経済学的には、かなり明らかな概念ではあって、さっきからでてきているように従業員だとかそういうところにレントが発生するのであれば、そこも企業から生み出されている価値ですから企業価値に当然含まれるという形になっています。で、そこを減らしたときに、その株主の利益は長期的には損なわれる可能性があるから、そこは同じ方向に動くんだという場合もありますし逆方向に動く場合もあると思います。だから厳密にいつも同じ方向に動くかという、そこは必ずしも一致しない。ということで株主価値と企業価値とは、

乖離する場合があります。これは経済学的には、かなり多分ほとんどの人が異論はない整理だと思っています。で問題は、じゃあそのときに実際の司法判断だとか政策判断とか企業の判断、経営者の判断として何をみるのかと。で法律的にどこを基準にしてみるのかというところになったときには意見の分かれるところで、それはもうほぼ確実に最終的には株主価値は企業価値と同じ方向に動くと、株主利益の最大化をみれば最終的に全体の利益は大きくなるんだというふうに、割り切るべきだという考え方と、そう見てはいけないという考え方があって、それは特にこういう買収計画においては株主価値ではないところかなり価値が発生してしまうから、そこを見てその買収計画によるとまずいという意見等があってそういう意味ではかなりプラクティカルな面で何を基準に見るかっていうことになっちゃうんです。

(藤田) 明解に整理していただきありがとうございます。

(草野) 広い視野に立って政策提言を行うという目的から考えると、株主価値と企業価値という言葉を使い分けることには合理性があると思います。会社法上の経営者の行為規範ということであれば、株主価値の最大化ということに尽きると思うのですが、たとえばレバレッジバイアウトの場合、税収の現在価値が低下してその見返りとして株主価値が増大するという面があることは否定できません。ですから、キャッシュフローの割引現在価値という限定を加えることによって言葉の不明確化を防ぎつつ、企業価値と株主価値という言葉を用いることは有意義だと思います。

(藤田) 柳川さんがきれいに整理してくれたことに、ちょっと続けて言うとなると、企業価値最大化にせよ、株式価値最大化にせよ、局面をちゃんと区別して使わないといけなかったのかなというような反省はあるような気がしますね。社会の目から見てある買収が良い悪い、望ましい望ましくないということを言うのであれば「企業価値」——その中にはまさに草野さんが言われたような税収等を含めてですが——を決め手とするというのはよく分かります。これに対して取締役会がどう行動すべきかということになると、本当に企業価値でいいのですかというふうな問題が出てきて、法規範としては株式価値だけ

でいったほうがいいんじゃないですかということになる。債権者の犠牲というのは倒産法で処理する、従業員の利益は労働法で守る、その制約条件の元で取締役会は株主価値を最大化するという話ですね。最後に、株主総会で決めるっていうときになると、果たして企業価値も株主価値も制約条件ではないのではないかという疑問が出てくるのですね。世の中から見ると良い悪いは別として、自分のものを捨てたり壊したりするのは勝手なわけで、法律上の議論としては企業価値も株主価値も制約にはなっていない。

このように判断主体や判断の局面、良い悪いを誰の視点から見るといってこれを区別しないで、企業価値か株式価値かといった議論をしているのが混乱の元だという気もしています。

(田中) 株主総会で決めたら仕方ないんじゃないかっていうのは、それは立派な政策判断で十分議論の余地があると思いますよ。

(藤田) そうですね。いや、別にその点の結論はどちらでもよくて、局面や論点によって、企業価値基準や株式価値基準の有効性が違うかもしれないというのが指摘したかった本題です。

(草野) 今田中さんがおっしゃったことは、株主総会の判断が株主価値以外のことを重視する多数派株主の意見によるものであったとしても、それはそれで制度上やむを得ないということでしょうか。

(田中) いや、そこが自明でないわけですよ。つまり、ひと頃は、株式持合いも安定株主工作もいいと言われていた時代があったわけで、それは株主の中に、純粹に株式リターン以外の、ステークホルダーの利益といったものも体現してくれるような人がいることがいいんだ、という発想だったと思うんです。ただ、持合いとか安定株主工作というのは経営陣の主導で進められる部分が大きいわけですから、そういったものが企業価値の最大化と一致する保障もない。ただそのへんも、いわば飲みこんでしまって、現在の株主総会の構成はそこそこ企業価値を増やす方向に決定してくれるんだと考えれば、株主総会で決めさせてもいいということになるかもしれません。

(藤田) この論点に今ここで深入りすることはないと思うのですが、誤解されたままだといやなので、補足しておきますと、あるいはさっき株主総会と言ったのはよくなかったかもしれませんが、たとえば総株主の意見が一致している場合を想定して下さい。多数決で決めると、株主間の利害対立という別の要素が出てきちゃうので。その場合、総株主の合意で企業価値を破壊する自由は、——労働法や倒産法は守る前提ですが——、現在の法制上は完全に保証されているわけではないですかと申し上げただけです。企業価値がプラスであったって、株主の判断で会社を解散するのは自由でしょう。企業価値を破壊するから解散が無効だというのは、少なくとも法律論としては存在しないのではないですかということですね。先ほど、「法律上の議論としては企業価値も株主価値も制約にはなっていない」といったのはそういう意味です。

## 2 本報告書の現状認識（「2. 現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方」）

(1) 買収防衛策の発動に当たって、買収者に対して金員等の交付を行うことに対する本報告書の批判（「在り方」(1)の部分で述べられている）をどう考えるか？

### 買収者に対して金員等の交付に対する批判

(藤田) 報告書では、「2. 現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方」というところで、まず、買収者に対する金銭の交付について非常にネガティブな評価をしています。これは法律論というよりは政策論だと思うのですが、皆さんは、実質的にこれでいいとお考えでしょうか。

(草野) 私はこの金銭問題に関する提言についてはあまり賛成できません。金銭を支払いさえすれば買収を阻止してもいいという考え方がおかしいという点については賛成なんですけど、企業が一方的に定めたルールを守らなかったというだけで対価を支払うことなく買収防衛策の実施を認めることには、株主の財産権の保護という観点から考えて賛成できません。あらかじめ警告をしておい

たのだから、それに従わなかった者は、それによって生じる不利益を、たとえそれが何百億円というレベルの損害になるとしても甘受せよという制度は、あまりにドラコニアンに思えます。もちろん、対価を支払うことによってグリーンメー的な買収を誘発してしまうという問題があることは事実です。しかし、この点については、支払うべき対価を(ブルドックソース事件の場合のように)買収者が設定した公開買付価格とするのではなく、買収者の取得コストとその時点における時価のいずれか低い方とすれば避けられるのではないのでしょうか。

(田中) あのブルドックソース事件の防衛策は、一応筋が通っているんですよ。筋が通っていると言っているだけで現実によいものだったかは別問題なんです。つまり、公開買付価格には非常に不満なんだけれども他の株主が公開買付に応じちゃったら自分は少数派株主になってしまうかもしれない、そうなるとひどい目にあうかもしれないということで、いわば売らされてしまうということがあり得るわけです。そのときに、株主総会で買収者から公開買付価格で買い取りますっていう決議をすれば、純粹に株式投資のリターンだけを考える株主であれば、公開買付価格に不満なときだけその防衛策に賛成するわけです。したがって、この防衛策を認めても全然株主の不利益にならないわけです。合理性があるんですよ、あの防衛策は。なんか事件との関係であまりにもひどく評価されているような気がするんで、そこは私言いたいんです。ただ、やっぱり草野さんがおっしゃったような弊害があり得るわけで。たとえば、ブルドックソース事件は株主総会決議があったわけですけど、もしも取締役会決議であっても補償つきであれば防衛策を発動できるとしますと、今言ったようなシナリオとは全然違って、単に経営陣の保身のために買収者から株式を買い取るという非常に分かりやすい弊害が起きる可能性がある。それから、現在の日本の上場会社の株主構成からすると、株主が純粹に株主として得られる利益だけを考えて防衛策に対して賛否を表明するわけではないということもある。そういう弊害がありうるから、全体の比較考量としては、補償なしであっても防衛策を適法とする余地を認めるべきだろう。でも、買収者に不測の損害を与えないような解釈論を工夫したうえでのことです。それが最低限の要請だと思いません。そうした解釈論上の工夫をした上で、買収者から株式を買い取るような防

衛策をなるべく減らしていこうという、それはあり得る政策判断だと思います。しかしまあ、一律に補償はだめだということではないんじゃないかと思っています。

(草野) 補償することが問題である理由として、グリーンメール的な買収を誘発してしまうということ以外の点が何か考えられますか。

(藤田) 報告書では、「2. 現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方」の(1)のあたりで説明していますね。「買収防衛策の発動を誘発し、結果として、買収の是非を適切に判断するために必要な時間・情報や交渉機会が確保された上で、株式を買収者に売却する機会を株主から喪失させる」「本来、配当などの形で株主に還元されたはずの資金、あるいは、投資に回されることにより被買収者の株主共同の利益に貢献したはずの資金が買収者に移転する結果、被買収者の株主の利益が害される」とあります。

(草野) 「配当などの形で株主に還元されたはずの資金云々」という部分の意味はよく分かりませんね。

(藤田) この問題は、取締役会で決めて対価を払うという行動に対しては、批判の根拠になると思います。特定の株主にどんどんお金を配るのに対して、そんなことをせず事業に使うということで、それはそれで分かるのですが、株主総会で判断したときにこういう正当化はできるだろうかという疑問はありうると思います。だからここで書かれている論拠は万能ではなくて、金員の交付の是非そのものの問題というよりは、払うことを誰が、どういう条件で決めるかっていうことに依存する話だと思います。

(田中) 補償なしで防衛策を実現しようとしたときに買収者が不測の損害を被る可能性がどれだけあるのかが問題ですね。それから、買収者が不測の損害を被る可能性がある、裁判で買収防衛策の適法性を争わなくなる可能性がありますから、結局不相当な防衛策がそのまま通ってしまう可能性もある。そういったデメリットも評価しなくちゃいけないと思いますね。補償をするのがいいの



かどうかという問題は、補償なしの防衛策が、どういう要件の下でどの程度認められるのか、その判断にもかかってくると思います。

(藤田) ただ必ず補償が必要だというふうに考えちゃうと、逆に弊害があるということも、確かですね。

(草野) どうして弊害があるんですか。

(藤田) 公開買付にかけるときに必ず元はとれるとなってしまう。

(草野) それは補償額の問題ですよ。

(藤田) なるほど常に全額補償しなければいいというわけですか。

(草野) ええ。補償額をミニマムにすれば別に元がとれるとは考えないでしょう。ところで、株主価値に明白な損害を与える買収者に対して防衛策の発動をする場合であれば経済的補償を与えることなくライツプランを発動してもいいという考えはあるのでしょうか。

(大崎) それはあり得るのではないのでしょうか。公開買付の撤回ができるかどうかといった他の制度との関係も考えた上で、あり得ると思います。

(草野) 今は撤回できないという仮定で考えていただきたいんですが。

(大崎) 現行法上は撤回はできますよね。基本的に買収防衛策が発動されれば。

(草野) 撤回するかどうかは本人の自由だから撤回しないかもしれません。

(大崎) もちろん撤回しないで突き進むのは勝手ですが、突き進んだ人は損害を受けるということで甘受させられるのはやむを得ないのではないのでしょうか。とりわけ明白に企業価値を毀損するような場合については。

(藤田) ちょっと後で議論することになるとと思いますが、報告書自身は、「3、検討(4)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」の中の②(a)で、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に対して発動する場合は、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、買収者に対して金銭等の交付を行うことは不要だとはっきり書いてありますね。

(草野) そうですね。

(田中) やっぱり伝統的な考え方は、草野さんが仰るとおりで、買収したら企業価値が毀損されるというだけでは、何の補償もなく買収者のもっている株式の価値を下げちゃだめでしょう、というふうになると思うんですよ。だから報告書の考え方は、従来の考え方に相当大きな変更を迫るものだという事は確かだと思います。前に論文で書いたことですが(田中亘「ブルドックソース事件の法的検討(下)」商事法務1810号21-22頁(2007年))、買収者が防衛策について、裁判と株主総会の両方で争ったうえで、両方で負けたときには公開買付けを撤回すれば、買収者は損害を被らない、そういう風に防衛策を仕組んでいるにもかかわらず、買収者は撤回も何もしないで突っ込んできた、という場合には、それは損害を被っても仕方ない、こういう考え方はできないかと思ったわけです。そういう風に考えないと、例えば、情報の提供とか検討期間の確保とかの目的で防衛策を導入する(3.(2)①参照)と言っても、もしも買収者が情報も時間も与えないで公開買付けで突っ込んできたら買収者に不利益を与えることができるということにしておかないと、その目的の限度での防衛策もできないわけです。もしもそういう目的でなら防衛策を認めてよいという立場をとるなら、今言ったような考え方によらないとどうしようもないんじゃないかということがありますよね。ただそうは言っても、実際裁判所で認めてもらえるかは分からないですけど。

(草野) なるほど。

(神田) やはり法律論と政策論の両方あって、皆さんの感じでは、では法律

論はどうしたら良いのかという話になると思うのですよね。それで、その法律論については今草野さんがおっしゃったような基本的な流れだと思いのですけれども、政策論の方について言うと、報告書に書いてある政策論というのは、結局情報・時間の交渉機会の確保といってもそれが達成できなくて金で解決というのは困る、お金を払うからお帰りいただくということだけでは困るということだと思います。あと2つくらい補足がありまして、1つは、これは法律論と裏腹なのかもしれませんが、特定の株主の株を買うのは、自己株式の買受けとの比較でも、総会の特別決議があればともかく、おかしいのではないかという点、もう1つは、よく言われることですが、今4000社とかの上場会社があって、それが一齐に金銭を支払い始めたら大変なことになるというようなことも指摘されます。

(草野) 金銭を支払って買収者にはご退出願うという慣行が出来上がっては困るという点にはまったく賛成です。

(2) 本報告書は、取締役会が安易に株主総会決議による判断に委ねることについても批判的である（「現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方」の(2)参照）。ここで述べられていることは、実質的な内容(理由付け、結論双方において)として適切か？

(藤田) 報告書は、取締役は、無責任に株主総会に判断を投げてはいかんといい趣旨を言っています。引用しますと、「取締役が自らは判断を回避し、形式的に株主総会決議に諮ることにより株主の多数の賛成を得さえすれば、買収防衛策は正当化されるとの議論については、株主総会決議を通せる株主構成になっていけば、盤石な防衛体制がとれるといった誤ったメッセージを関係者に対して送りかねないという問題がある」「実際の買収局面において、善管注意義務を負っている被買収者の取締役が、買収提案が株主共同の利益に適うか否かに関する第一次的判断を自らは回避し、形式的に株主総会に買収の是非に関する判断を丸ごと委ねて、自己を正当化することは、責任逃れとさえいうことができる。」ということで、かなり強い調子で書かれています。他方、買収の善し悪し

は、最終的には株主が決めるということは、前々から強く言われていて、またそのこと自体を今回否定しようとしているわけではない。株主意思の原則という点は、今回の報告書でも強調されている。そこで、このあたりは理論的な整合性が本当にあるのだろうかということが疑問として出てきます。この辺はどう考えたらよろしいでしょうか。

(大崎) これは重要なポイントだと思います。ブルドックソース決定のあと、多くの企業が思ったのは、とにかく形だけ総会手続きさえとれば何でもできるんだと、そういう理解をしてしまったわけです。それに対して釘を刺すという意味で、大きな意義があるのではないのでしょうか。

(柳川) ちなみに総会の承認が必要だということを強調する日本の裁判所の流れているのは2つの機能があって、一つはいわゆるまともなと言いますかね、たくさんの特株主がいて、しかも外国人持株比率の大きな会社の場合にはそういう過激な防衛策の発動が総会で承認ができない。それだと特別決議は絶対とれないし、有事な場合であれば普通決議すらもできない。そういう可能性がりますから、そういう会社において買収防衛策の導入或いは発動を断念せざるをえないという方向に動いてきたという点では、もっと買収があるべきだと考えるものの立場から見ると評価できる。ただし大崎さんが仰ったようにむしろ問題は、なんというのかな、過半数の株主が特殊な安定株主だと、そういう場合には結局取締役会の意見を単純に追随する形で株主総会が承認してしまう。そして、それが錦の御旗となってですね、買収防衛策が許されてしまうということのを助長したという面で問題。後者に関しては警鐘を鳴らしたというのがこの報告書の視点だと思うんですけど、望むらくは株主構成という抽象的な言葉でなくもっと具体的にどういうことが問題なのかをですね、指摘してもらえるともっと分かりやすくなったのかもしれないね。

(大崎) 確かにそうなのですが、実際には、過半数がとれそうもないから断念するという方向には残念ながらいかなくて、むしろ、だったら過半数をとれるように頑張るという方向で安定株主づくりに頑張ってしまうところが大きな問題だという気がします。

(柳川) おっしゃる通り、そこに問題がありますね。

(田中) ただ、持合株主と安定株主で発行済株式の過半数を超えてしまうような場合は、たとえ防衛策を認めなくても買収は成功しないわけなんです。ですからその問題については、防衛策を制限するというだけでは解決にならず、むしろ持合い株主の行動に対する司法審査がないと根本的な解決にはならない。

(柳川) いわゆるライツプランみたいな防衛策の発動規制だけじゃなくてということですね。

(田中) つまり高い買収価格で公開買付けがきているのに売らないで防衛策に賛成してしまうとか、あるいは競合買付けがかかっているときに安い方へ売ってしまうとかですね。そういうことをしたとしても経営判断原則で保護されるとか裁判所は簡単に言わないで、もう少し積極的に判断内容の合理性を審査するという風になると、持合株主（の経営者）があんまり不合理な行動をした時には代表訴訟が起きるかもしれないということで、なんらかのチェックをかけられるのではないかと思います。こういう問題については、裁判所も経営判断の中身に立ち入ってもらわないと、どうにもならない所があると思います。

(藤田) 田中さんのような議論をおしていくと、形式的に株主に任せ、株主総会の意思を問うてはいけないような時があるということまで行き着きますか。株主構成に鑑みると、企業価値を最大化させない、株主利益を最大化させないような判断をしそうだという場合には、そういう提案を株主総会にかけること自身が問題だということですか。

(草野) 田中さんが指摘された点を突き詰めて考えていくと、企業のコントロールプレミアムの分け前にあずかっている特殊な株主が過半数いるような会社の場合には買収防衛策が発動されなくても、敵対的買収は不可能ということになります。この点は、なんらかの立法的解決を考えないと問題を克服できないのではないのでしょうか。おそらく解決方法は二つあって、一つは金融商品取

引法上の強制公開買付制度を廃止して、各株主から異なる対価で株式を買うことを可能にすることです。この場合、企業のコントロールプレミアムの一部を享受している株主からは一般の株主よりも高い価格で株式を買い取ることができるので結果として効率的な買収が成立する可能性が高まります。しかしながら、この方法は公平の理念に反するものであり、このような立法的解決が世論の支持を得られるとはとても思えません。もう一つの解決方法は、企業と取引関係にある株主などコントロールプレミアムの一部を享受している疑いのある株主については、企業の支配権の移動をめぐる総会の決議について議決権を与えないとすることです。こちらの方が現実的な解決方法ではないかという気がするのですが。

(藤田) 田中さんがおっしゃったことも、草野さんがおっしゃったことも、問題意識としては、全部本当によくわかるし共感もしているのですが、そういった問題について、どういうスタンスで臨むかということが難しいですね。この報告書は、株主に悔い改めよ、株主利益を最大化させるように行動せよと言っているのではないし、持合だとか持合株式の議決権に手を付けているわけでもない。そうではなくて、そういう問題について、取締役の義務あるいは心構えという形で、対処しようとしているというか、そこまでいえないとすれば、釘を刺そうとしている。あえて批判的に言えば、本当の問題は株主自身の行動様式にあるのに、ちょっとずれた箇所でも処方箋が出されているというような言い方もできるような気がするのですが。

(大崎) いや、むしろそれは良いことだと思います。報告書が言っていることはおそらく、取締役が自分たちを支えてくれると信じている安定株主がいるとしても、その意見や利害だけでなく、株主共同の利益というもう少し抽象的で高次なものを考えて行動しなさいということだと思います。私は、それは正しい考え方だと思います。ちょっと話が飛ぶかも知れませんが、私は報告書を読んで感じたのは、ではそうした行動を求められる取締役というのはどういう人たちなのか、という点が問題としては残るということです。そうなると、例えば独立性の高い社外取締役の選任を義務付けるというような可能性も考えていかないと、いわば精神論としてはもっともなのだがなかなか実効性を持たない

のではないかという気がしました。

(草野) 少し細かい話になりますが、総会の決議を問う以前に買収者が公開買付を開始することが認められなければ株主はインフォームド・デシジョンができないのではないのでしょうか。つまり、株主がどちらの経営プランを信頼するかといえば、経営に関する情報へのアクセスがない買収者が不利となるのは明らかであって、これに対して買収者が対抗し得る唯一の手段は買い付けの対価としていくら支払うというコミットメントを示すことだと思います。ですから、総会の決議がなされる前に買収者が公開買付を開始することによって対価を明示することができなければ株主を説得することは難しいと思います。

### 3 本報告書の提言の内容（「3. 検討」総論部分）

(1) 「(1)基本的視点と被買収者の取締役の行動の在り方」の部分で示された基本的な考え方の整理 (①～⑧) は、内容として実質的に妥当か？

(藤田) 「(1)基本的視点と被買収者の取締役の行動の在り方」の部分ですが、買収防衛策を運用する際の基本的な考え方を示すとして、①から⑧まで列挙しています。これらを一つ一つ網羅的に見ていく必要もないし、時間もありませんが、よく読むとおもしろい点があったりします。たとえば、②では、「取締役会は、被買収者の資産を買収者の債務の担保とすることや、被買収者の遊休資産を処分し、その処分利益をもって高配当をさせることが予定されているなど、それのみでは当該買収が株主共同の利益を侵害するとまでは言い難い理由のみをもって、買収防衛策の発動が必要であるとの判断を行ってはならない。」と言っています。これなど、ニッポン放送事件高裁決定(東京高決平成17年3月23日東高民時報56巻1～12号4頁)の4類型との関係ではどうみればいいのでしょうか。「株式の敵対的買収者が、①真に会社経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価を上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合(いわゆるグリーンメーラーである場合)、②会社

経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合、③会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合、④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株式の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合など、当該会社を食物にしようとしている場合には、濫用目的をもって株式を取得した当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買収者を放置すれば他の株主の利益が損なわれることが明らかであるから、取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許されると解すべきである。」と判示している部分ですね。

実は、報告書は、脚注8、脚注19においても、ニッポン放送事件高裁決定に言及しているのですが、そこでも4類型については(おそらく意図的に)言及せず、4類型に入る前の一般論(濫用的買収者に対する防衛として新株予約権を発行することは取締役会決議でできるという内容)だけを引用するにとどめています。

(草野) 企業価値防衛指針の発表と、ニッポン放送の東京高裁決定の時間的關係はどのようでしたでしょうか。

(藤田) 東京高裁決定が平成17年3月23日、企業価値防衛指針の発表が5月27日ですから、約2ヶ月ほど後ですね。

(草野) 2ヶ月後でしたか。

(藤田) ええ。ですから企業価値防衛指針では、ニッポン放送事件高裁決定がかなり忠実に引用されていたりします。たとえば、「株主共同の利益を確保し、



向上させる防衛策の代表的なものとしては、次のようなものが考えられる。

① 次の(i)から(iv)までに掲げる行為等により株主共同の利益に対する明白な侵害をもたらすような買収を防止するための買収防衛策

(i) 株式を買い占め、その株式について会社側に対して高値で買取りを要求する行為

(ii) 会社を一時的に支配して、会社の重要な資産等を廉価に取得する等会社の犠牲の下に買収者の利益を実現する経営を行うような行為

(iii) 会社の資産を買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する行為

(iv) 会社経営を一時的に支配して会社の事業に当面関係していない高額資産等を処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるか、一時的高配当による株価の急上昇の機会をねらって高値で売り抜ける行為

② 強圧的二段階買収（最初の買付で全株式の買付を勧誘することなく、二段階目の買付条件を不利に設定し、あるいは明確にしないで、公開買付け等の株式買付を行うことをいう）など株主に株式の売却を事実上強要するおそれがある買収を防止するための買収防衛策

③ 株主共同の利益を損なうおそれがある買収の提案であるにもかかわらず、株主が株式を買収者に譲渡するか、保持し続けるかを判断するために十分な情報がないなど株主が当該提案を判断することが困難な場合に買収者に情報を提供させたり、あるいは、会社が買収者の提示した条件よりも有利な条件をもたらしたりするため、必要な時間と交渉力を確保するための買収防衛策。」

という箇所です。

これに対して、どうもこの今回の報告書は同決定に対するスタンスが若干変わっているようにも受け取れなくはないですね。深読みかも知れませんが。

（草野）今回の報告書の背景には、ニッポン放送事件の地裁決定には賛同できるが高裁決定は少しおかしいのではないかという考えがあるように思えます。特に、買収防衛策の発動が認められる場合として高裁決定が指摘した4類型のうち二つ、レバレッジバイアウトと解体型のM&Aについて、その社会的意義をアプリアリに否定する考えは誤りであるという認識が前提になっているのではないのでしょうか。

(田中) まあニッポン放送事件高裁決定自体、はたしてレバレッジバイアウトや資産売却目的の買収をそれ自体として濫用的と判断したという読み方でいいのかという問題はあると思うんですが、確かに読みようによっては、そうとれるものだったと思うんですね。企業価値防衛指針は、その高裁決定をほとんどそのまま書いていたわけです。ところが今回の報告書は、はっきりそういう読み方をしてはいけないというふうに言っているわけですから、スタンスが変わっているという受け止め方は妥当だと思いますね。

(草野) 確かに、高裁の決定を細かく読むと、4つのタイプのいずれかにあたれば当然に買収防衛が認められるといているわけではありませんが、全体の書きぶりや仄聞する話を総合いたしますと、この決定を実際に書かれた裁判官は明らかにLBOや解体型買収は悪いものだという信念を持っておられたような気が致します。

(田中) 多分そうだと思います。

(藤田) その点は、鬼頭前判事が日本経済新聞のインタビュー(日本経済新聞2006年2月20日「ニッポン放送事件担当の鬼頭季郎前高裁判事に聞く、買収攻防(法務インサイド)」)でもそういう風に述べられておりますね。「第三の類型では、財務内容の良くない会社が買収先の余剰資産に目をつけ、合併させて債務を消すなど財務内容を改善しようとする場合などだ。LBOでは事業の相乗効果を証明するなど、株主価値を損なわないことを証明しない限り正当な買収とは認められないと考えるべきだ」「資産処分をさせて高配当などを狙う第四の類型では、一時的な支配を目的とし責任ある提案がないまま配当要求をしている買収者だと防衛側が証明する必要がある。ただ会社の収益にあまり貢献していない不動産などの活用を提案しているケースなどはこの類型には当たらない」ということだそうです。

田中さんや僕は、こういう認識については批判的で、さらに決定の4種類の読み方としても限定的に解釈できるしそうすべきだ——たとえばLBOは全部ダメ等とは言っていないと読む——と言っているのですが(藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討(下)」商事法務1746号5-6頁(2005

年)、田中亘「買収防衛策の限界を巡って—ニッポン放送事件の法的検討」金融研究第26巻16-20頁(2007年)),判決を書いた本人の主観的意図とは違うみたいですね。

(2)「(2)買収防衛策についての考え方の整理」の部分で示された整理は、内容として実質的に妥当か? また過去の裁判例に現れた考え方の整理として提示されているが、過去の裁判例の理解の仕方としても適切か?

### 買収防衛策に関する整理：過去の裁判例の整理としての3類型

(藤田) 報告書では続けて、買収防衛策についての考え方の整理として3つ類型を書いています。こういう形で今まで整理したものはあまりないと思うのですが、考え方としてはそれなりに筋が通ったものと考えてもよろしいでしょうか。

(田中) 日本技術開発事件の決定(東京地決平成17年7月29日判時1909号87頁)が出た時に、ああ東京地裁はこういう考え方——①株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報を確保するための防衛策と、②取締役会が買収提案の内容に踏み込んで判断を下し、買収自体を止めるための防衛策を区別する、という考え方——をしているのだなとみんな思ったと思いますよ。私も日本技術開発事件の評釈で、そういう整理をしています(田中亘「判批」野村修也=中東正文『M&A判例の分析と展開』117頁(経済法令研究会,2007))。ただ、懸念材料は、「株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報」というのがいったいどういうものなのかというのが明らかではなくて、たとえば、そこに買収後の買収者の事業計画みたいなものが入るとすると、その事業計画は十分じゃないという形で取締役会が買収者に対して際限なく情報提供を要求することになって、結局①が②に還元されていってしまうのではないかと、ということがありました。そのところを本報告書は、①はあくまでも①の目的のためにやるんであって、②の方に入り込んでいってはいけないということを示そうとした、そういう点では意義があるのかなと思います。

#### 4 本報告書の提言の内容(「3. 検討」各論部分)

- (1) 「(3)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」(①株主意思の原則との関係)に示された考え方は、適切か？
- (2) 「株主の判断の機会を確保する」方法として、どういう形が考えられるか？またどういう形で判断を仰ぐのが適切か？

##### 株主の判断の問い方：公開買付か株主総会か

(藤田) 次に、掲げられた最初類型である、「(3)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」に話を進めたいと思いますが、その前提として一点お伺いしたい点があります。「株主が買収の是非を適切に判断する」という場合、その判断のさせ方として、公開買付への賛否という形で聞くというやり方と、株主総会で聞くというやり方の両方あり得ると思います。企業価値研究会でも、これは激論となった所で、結局最終的には報告書では、どちら側が正しい意思の問い方であるということは一切触れずに、ニュートラルに書いてあると思います。ただ両方の意見はあったところですが、いずれが本筋なのでしょう。あるいは優劣はないのでしょうか。

(大崎) さっき田中さんがおっしゃった通りで、公開買付の場合は他の人が賛同してしまうと成立してしまうという問題がありますから、公開買付への賛否だけを聞くというやり方が本当に良いかどうかは、やや疑問が残りますね。もっとも、企業価値を毀損するとか毀損しないとか、株主共同利益を高めるとかいうような話をすると、公開買付に応じる人はそもそもそういう動機で応じるわけではないから、公開買付で判断してもらうというのもどうかという問題が残りますね。

(藤田) 大崎さんは「総会派」ですか(笑)。

(大崎) 決してそういうわけではありません。株主総会の方は、大きな問題として基準日の問題がありますから。どの時点の株主の意見を聞くのかという問題です。ブルドックソースのケースでも、スティール側も間が悪かったという間が抜けていたのかもしれませんが、3月末時点の株主の意思を反映させたのが本当に良かったかどうかという疑問は残ります。あのケースでは、公開買付が始まる前の株主の意思ということになったわけですから。公開買付か総会かどちらかに割り切ることはなかなか難しいと思います。

(田中) ただ企業価値を毀損する買収であっても買収価格が高ければ賛成してしまうというのは、これは株主総会でもやっぱりそうってしまうんですね。そこは、敵対的買収の——オークションメカニズムというものの——本質からくる限界だと思います。

#### 公開買付の強圧性に関して

(草野) 今おっしゃったのは強圧的な買収のケースですか？

(田中) いや、強圧性はないケースで。逆に言うと公開買付が強圧的じゃない方法によるとすると、株主総会にはデメリットしかない。特に大崎さんがいわれた基準日の問題がありますから。基準日の点で本質的に劣っていますね。

(藤田) 株主総会の方がいいという人は、基本的には公開買付の強圧性の問題を強調された。企業価値研究会の議論でもそういう論者はもちろんいました。アメリカの議論というのは、そういうのが主流ですよ。

(草野) アメリカにおいてもそうですが、強圧性の危険は過度に強調されているように思えます。株主が買収の成否に関する情報から隔離されているということが強圧の原理が働く前提であると理解していますが、現実問題として、本当は株を売りたいけれども公開買付が成立してしまうと株価が下がるので嫌々これに応じるという状況はちょっと考えがたい。少なくとも我が国において強圧原理が働いて買収が成功したというケースは過去に一つもないと思います。

(田中) まあ起きてないですよ。

(草野) ですから、強圧性の問題を強調して、だから総会の判断を仰ぐことに価値があるんだという議論はアカデミックな議論としては面白いと思います。が、いささかりアリティを欠いているような気がします。

(田中) そこはやっぱり、「強圧性」という概念は濫用されています。もっともこれは日本だけではないですからね。デラウェア州も(強圧的でない公開買付けでも「実質的に強圧的」だとかいったりして)そうですから全然不思議じゃないですけど。ただ確かに草野さんがおっしゃるように、本当に強圧性が重要な問題かってこともあるし、それからもう一つ言えば、もし強圧性が問題だとすれば、強圧的じゃない公開買付けだったらそっちに任せるべきだという議論になるはずなのですが、本報告書は必ずしもそういう風に書かれていない。

(神作) アメリカの敵対的買収の実態について教えていただきたいのですが、アメリカでライツプランによって時間を確保するという場合は、現実の問題としては公開買付に応じるかどうかに係る株主の判断のもう一歩手前に、委任状勧誘合戦が挟まれる場合が多いのではないかという印象をもっています。そして、ライツプランを設けることによって、結局のところ買収者側は、委任状勧誘を行う必要が生じてきて、委任状勧誘を挟むのでさらに時間がかかる。日本では買収者が過半数の株式を取得すれば、総会決議に基づき経営者をいつでも辞めさせられますし、非常にストレートに支配権をとれるのですけれども、アメリカでは株式の取得と支配権の取得とが日本と比較すると少し乖離しているほか、期差取締役制度など、支配権を貫徹させるためには障害が設けられていることも少なくないという印象を受けています。もともと、買収による支配権の取得に時間がかかるところに、更に時間を確保させるというのがライツプランの趣旨ではないかと思うのですけれども、より実質的な意義の1つには、委任状勧誘をめぐる株主の判断を仰ぐ点があるのではないかという気がします。実際にはアメリカの敵対的買収で委任状勧誘は全然挟まないというケースも多いものなのか、それとも委任状勧誘は一応セットになっていると理解して良いのでしょうか。もし、委任状勧誘がライツプランとセットであると考えること

ができる」とすると、株主総会決議、公開買付のほか、株主にとって第3の選択肢、すなわち委任状勧誘に応ずるかどうかというレベルで判断を下すことが可能であって、アメリカの場合は、この点がわりに重要な意味をもっているのではないかという問題意識からのご質問なのですが。

(大崎) それはどのくらい自分に勝算があるかによって違うのではないのでしょうか。確実にとれると思ったら委任状勧誘する必要はないですよ。買ってしまえば良いわけですから。

(草野) その点はどのような防衛策が存在するかによって異なるのではないのでしょうか。現在のデラウェアの判例法の下であれば委任状勧誘をやらざるを得ないでしょう。

(田中) ライツプランがあるという前提で———というか、ライツプランがなくても、米国ではライツプランは一夜で設定できるんで、なくともあるという前提なんですけれども———、その時に買収者が委任状勧誘を仕掛けて取締役を変えようとするのですけど、それがどのくらい簡単にできるのかが、かなり会社によって違うんです。設立州によっても違うし、会社の定款によっても違ってきて、たとえば、デラウェア州の場合は、デフォルト・ルールとしては、書面によって株主の多数の支持を集めると、総会決議に代えることができます(8 Del.C.§ 228)。このルールが定款で排除されていない会社は、それこそあつという間に買収できるよう。しかしこれに対して、ライツプランと期差取締役会(staggered board)を併せ持っている会社だと、委任状勧誘したとしても取締役は一度に3分の1しか変えられませんが、凄く時間がかかる。まあ、今のデラウェア州法がそういう形になっているというのは、本当に熟慮の上でのポリシーなのかよくわからないですけど。ある意味成り行き的な部分もあるんじゃないかと思っています。

(神作) アメリカで委任状勧誘がセットになっている場合があるのではないかと申し上げたより実質的な根拠は、第1に、委任状勧誘が公開買付の前にあるとすると強圧性の問題をクリアして株主のより自由な判断を仰ぐことができる

のではないかと、換言すると、委任状勧誘の局面では公開買付けの場合に比べると強圧性が弱いのではないかと、第2に、委任状勧誘により、当該公開買付けに関わるより具体的な情報が公開買付自体とはやや異なった観点から株主に提供され得るのではないかと、ということが考えられないでしょうか。

(田中) そう、それはそうです。

(神作) そういう意味では委任状と掛け合わせてという前提で考えると、強圧性の問題はぜひぶん解決されるのではないかと感じもっています。

(田中) ただ強圧性自体は、公開買付のやり方を変えるだけで解決できるんです——そもそも強圧性自体、本当に深刻かっていう問題がありますが。どうも私はやや防衛策をとりたい側の方ではないかとも思うのですが——。今の防衛策は、100%株式を取得するという形で(しかも、支配権を取得すればただちにフォローアップ取引をして残存株式も公開買付価格と同額で買いつけることを表明して)買収を仕掛けている買収者に対しても情報を出させるようになっていくわけです。それは結局、本音の部分では、やはり株主全員が賛成してても不合理な事業計画を持っている買収者には買収されたくないというのが本音なんじゃないかと思いますがね。

#### 株主総会の意思決定には歪みはないのか

(藤田) 先ほどの基準日の問題に加えて、企業価値研究会では、株主総会の方には意思決定の歪みはないのかという議論がありましたね。公開買付の強圧性というのは理論的な可能性であるのに対して、ある論者は、株主総会こそ強圧的な環境で意思表示を強いられるという問題があると強調していました。つまり会社から大株主のもとに総務部長がやってきて委任状くれるまで絶対帰りませんなんていう風に言って居座って委任状とって行くのだと、それこそ強圧的じゃないかと批判していましたね。

(草野) 藤田さんが今おっしゃった総会こそ強圧的というのは、経営者の顔をうかがってしまうから反対できないということを問題にしているわけです。



ね。

(藤田) そうです。

(草野) その点はよくわかります。総会は秘密投票ではないですからね。本来から言えば買収のおかげで株価が上がって嬉しいと考えている株主であっても、買収に賛成と言った瞬間に、それならもう仕事をあげませんと言われてしまう。

(田中) それは株主総会のもう一つの大きなデメリットで、実際、株主総会はデメリットの方が目立っていますよ。

(藤田) もう一つ言われたのは、公開買付という方法をとらないで株主総会の多数決で決めてしまうと、自分としては売りたいという人の売却機会を奪うというのも問題だという指摘がありました。

(田中) ただそれは、現在の日本の公開買付制度を前提にしているわけで、つまり、少数派の応募しなくても応募のあった分だけ株式を買えるということですね。ただ、そういう制度自体が良くないという考え方もある。会社を支配するには足りないけれども、相当の影響力を行使できるような比率（たとえば30パーセント）の株式を取得しようという場合、それは会社の経営に大きな影響を与えるわけですから、他の株主の過半数が賛成しなければ、そういう買付け自体すべきではないのではないか、という考え方です。公開買付規制の中で、そういうルールを設けることはありうることです。

(藤田) でも結局現段階ではどちらも問題が残っているとすると、報告書の中で、公開買付と株主総会といずれが本筋かを明示するのができなかったのは仕方なかったということになりますか。どっちが望ましいかというのはあえてニュートラルに書くしかなかったと。

(田中) ただそこはまあ実際にはできなかったのかもしれませんが、筋

の通った報告書であれば当然メリットとデメリットは整理して述べないと。全然何も書かないのは良いとは思えませんね。

(藤田) 研究報告書なら必ず書くべきでしょうね。これもまた今回の報告書の性格の問題かもしれません。

(3) 「(3)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」は金員の交付不要という整理で問題ないか？

#### 株主の判断のための時間・情報を確保する目的の場合：金員の交付の要否

(藤田) 次に、株主が買収の是非を判断するための時間・情報の確保というこういう目的での防衛策の発動であれば、導入・発動であればこれは金員等の交付は不要という整理、これは問題ないでしょうか。

(大崎) これは、事前警告型防衛策で要求している手続を無視して突っ込んできた場合はやっつけていいということを言っているのですね。そうした手続は、基本的に交渉のための時間や株主に提供する情報を確保するためにあると考えられるわけですから、それを無視して突っ込んできたらやっつけて良いということなのでしょうね。

(藤田) 報告書では、釘は刺していて、被買収者側が「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目的である」と主張さえすればいいわけではなくて、そういう観点から合理的に説明できるような情報等を要求している場合に限定されるのだと、一生懸命強調はしているのですけどね。「時間・情報や交渉機会の確保を口実に、買収を断念させることを目的として、買収者に対して延々と情報提供を求めることや買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばす等の恣意的な運用は許容されるべきではない」とわざわざ断って、さらに脚注までつけている。

(田中) 情報がもらえないのが不満だったら株主は株を売らなければいいだけなんじゃないかと思うんですけどね。かなり根本的な疑問を持っているんですよ。この情報提供の要求っていうのには。

(草野) 同感です。特に現在の金融商品取引法では公開買付者に対して様々な情報の開示を求めています。さらに、対象企業の側で買付者に対して質問をすることも認められています。そのような制度があるにもかかわらず、何故追加の情報提供義務を課す必要があるのでしょうか。

(藤田) そのあたりは、むしろ株主に対して買収者が示さないといけない情報の水準の話とも関連しますから、そちらも一緒に議論しますか。

(4) 「(3)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」との関係で、示された情報開示の在り方についての考え方は適切か？

### 買収側の情報提供

(草野) 情報の提供に関していえば、田中さんがおっしゃったように、情報を開示しないものは不開示の不利益を受けるのですからそれで十分なのではないでしょうか。

(大崎) 私もそう思います。公開買付制度の見直しを議論をした時も、対質問回答報告書という制度が設けられたわけですが、買付側は、対象会社の質問に必ず回答する義務があるのかというと、それはないだろうという話になったわけです。結局、回答したくないなら回答しない理由を書くだけで良いということになっています。実際に回答しない場合には、何か後ろめたいのだろうと勝手に株主が想像すれば公開買付に応じないというだけの話ですよ。

(藤田) 何にも開示しないような買収者であることが明らかになったというこ

と自体が、株主が(ネガティブな)判断する情報が出てきたという風な位置づけができるというわけですね。

(大崎) そうそう、もちろん株主がそういうことに対する不信感を持つてばという話ですが。本当にそういうことに対して不信感を持つのかどうかは場合によりけりでしょうが。

(田中) それと、たとえば発行済株式の100パーセントを、プレミアムを100%つけて買収してきた、という場合、買収後に買収者が何をするかは別に株主は気にしないはずですよ。ですからこれはやっぱり、日本の取締役会や経営陣が本当に防衛策を使ってやりたいことと、建前——建前というのか理念というのかわかりませんが——との乖離があるんじゃないですかね。やっぱり、日本の経営者は買収の是非の判断を本当は株主に任せたくないんじゃないでしょうか。

(藤田) 意地の悪い見方をすると、現在、各会社あるいは防衛側の弁護士さんが考えているような事前警告型防衛策の有効な活用法というのは、買収者に情報を出せ出せと嫌がらせのように小出しに要求して行って、相手がしびれを切らして対応しないように仕向けておいて、相手が情報を出さなかったら、「あらかじめお願いしておいた手続を守りませんでしたね。では防衛策を発動します」というようなやり方に訴える戦略かもしれませんね。

(田中) 経営者はそれを悪いと思っていないと思う。自分たちがそれをやることについて正しいと思っています。

(藤田) 報告書では買収者側の情報開示の在り方の所で、買収者側に課せられている情報開示のレベルはそんなに高くなくて、たとえば事前警告型防衛策に書かれていることを相手が逐一守らなかったからと言って、今ここで問題としているような類型としての発動は正当化されませんよと言っているつもりなのだと思います。たとえば、脚注10は、「株主が買収の是非を適切に判断するために必要な水準を超える情報開示を買収者に対して要求し、それが行われないこ

とを理由に買収防衛策を発動することは、当然のことながら許されるべきではない。株主の判断にとって必要な情報の水準を、被買収者の取締役会が判断するに際し、これを恣意的に行うことは、無論、許されるべきではなく、あくまでその水準は客観的に定まるべきものである」としている。さっき私が言ったような防衛側の「戦略」について、かなり釘を刺そうとしている面はあると思うんですね。ただ、この辺は、脚注に落ちていたりして、トーンが弱すぎるように映るかもしれませんが。

（草野）弱いと思います。それから、「交渉機会の確保」という点についてですが、具体的にどういう有益な交渉が成立し得ると考えられているのでしょうか。むしろ、対象企業が実施すべき最大の責務はホワイトナイトの発見だと思います。もちろん、どんな場合においてもホワイトナイトを見つけなくてはならない、「just say no」であってはいけないとは思いますが、たとえば、極端にqレシオの低い企業に対して十分なプレミアムを付けた価格で買収を希望する者が現れた場合において、対象企業の経営者から見てその買収者がどうしても気に入らないというのであれば、より高いプレミアムを支払うホワイトナイトを見つけてくるべきであって、それもせずに最後までノーと言い続けることができるというのはどう考えてもおかしい。その点が指摘されていないのは残念です。

（田中）アメリカで、防衛策の目的として「時間を確保する」といった時の「時間」というのは、現経営陣が代替提案をする時間を確保する——ホワイトナイトはもちろんその一つですけども——、そのための時間のことをいっていると思いますね。日本はそうになっていない。買収者から情報を出させて、それを精査する時間を確保するためにポイズンピルを使っている。

（草野）報告書でホワイトナイトの発見の問題に触れてないのはどうしてですか？

（藤田）私にも理由は分かりませんが、単純に現実のシナリオとしてあまり想定されていないからじゃないでしょうかね。

(草野) それで想定されてないこと自体がそもそも問題ですよ(笑)。

(藤田) いや、大変よく分かります(笑)。

(田中) 実際の敵対的買収の試みはそれ(ホワイトナイトによる買収)で終わっているものが多いわけで、それも敵対的買収のメリットだと思うんですけど。

(大崎) ある意味では、今の日本の買収では、やや変な言い方すれば、挙証責任が希薄になってしまっているのではないかという感じがするのです。つまり、事前警告型防衛策と言って、買収する側に対して、なぜ買収すると株主にとって良いことがあるのか説明しろと要求するわけですが、海外だと逆に、買収に反対する買われる側が、そんな買収に応じると大変なことになるというのを株主に対して一生懸命説明するじゃないですか。場合によってはホワイトナイトも連れてくるし、あるいは自分たちの事業計画を示してこっちの方が正しいと主張したり、あるいは提示された買収価格が低すぎるということを一生懸命論証しようとしたりするじゃないですか。それが本来の在り方だと思うのです。つまり株を買いたいという人が、何故買いたいかということはどうして他人に説明しなければならないのかという根本問題がありますよね。もちろん大量保有報告や公開買付規制といったルールを守っていることが大前提ですが、そうであれば、上場されている株式を買うのは買い手の勝手でしょうという反論はないのでしょうか。

(藤田) その挙証責任——訴訟におけるそれではなくて、比喩的な意味ですが——をひっくり返しちゃう仕掛けとして事前警告型買収防衛策は考案されたんでしょね。その濫用を制約しようとしたのが、報告書の脚注10なのだけれども、根本的には、一方的に設定した防衛策で挙証責任をひっくり返すという発想がおかしいということになるかもしれませんね。

(神田) アメリカでは買収がかかればライツプランのもとで交渉が起きるといことが、だいたい見当がついているのですけれども、日本では交渉は起きない。嫌なものは嫌だということで最後まで行ってしまふ。その現実を前提にどう

いう風に考えたら良いのかということ、企業価値研究会ではずいぶん指摘されました。

### 100%買収の場合の情報提供

(藤田) ちょっと戻りますが、買収者の側の情報開示の話で、脚注 17 は、「特に、少数株主が残存しない 100%現金買収の場合(全株主を対象とする現金による公開買付けであって、被買収者の総議決権の 3 分の 2 以上の応募があることを条件とし、これにより 3 分の 2 以上の議決権を取得できた場合には、直ちに、金銭を対価とする合併等を行って、被買収者の残存株主に対して公開買付価格と同額を交付することを買収者がコミットしている場合) には、買収者が買収後の詳細な経営計画・見通しや業績予想までは開示する必要はないと考えられる」としています。このように 100%現金買収をかけるという場合であれば、基本的には事業計画等について言わなくても良いという発想は、さっきからの議論の流れからは自然だということになるのでしょうか。全員から一定の値段で株式を買うと言っているなら、あとは自己責任でやってくれたら良いだけで、経営計画の見通しなんか説明して説得したりする必要はありませんと。

(草野) ただし、100%買収の場合であっても強圧性の問題は残りますよね。もちろん、先ほど申し上げましたように強圧性の危険というのは多分にセオレティカルなレベルのものだとは思いますが。

(田中) 強圧性はたぶん、かなり簡単に解消できると思うんですよね。たとえば、一回公開買付けをかけて、支配権の取得に成功したら、もう一回公開買付けかけてですね、残りも同額で買う。かつそのことを、一回目の公開買付けで約束すればいいと思う。アメリカとかイギリスだと、延長期間という制度が存在しますから、そういう制度は日本でも入れた方が良くと思いますけれども、入れなくても強圧性は絶対克服できないというわけではない。とくに、100 パーセント株式を取得しようとしている買収者の場合は、もう一回公開買付けをかければ良いという事が多いと思います。現在の公開買付けの実務がそれをやっていないというのは、草野さんが言うように、実際には強圧性はたいした問題じゃないと思われているからかもしれません。とはいえ私としては、少なくと

も公開買付けが今いったような形で行われていれば、情報提供のための防衛策というのはいらないと思います。少なくとも、買収時点の株主の利益との関係では。

(藤田) そもそも強圧性という要素が、経営計画の見通しや業績予想の開示と結びつくのでしょうか。つまり強圧性が問題だとすれば、仮に経営計画の見通しや業績予想に関する情報を要求しても、それが解消するというわけでもなさそうですが。

(田中) この報告者は基本的に強圧性の問題は書いてないんで、情報提供と時間の確保っていう中に、強圧性の問題を入れていいのか入れていないのかもよくわかりませんが。ただ理屈としては、もしも強圧性が深刻な問題だとすると、いくら時間と情報を確保してもだめです。

(藤田) だとすれば強圧性の議論は、そもそも情報提供の水準とは基本的に結びつかないですね。

(草野) そもそも、ここで言っている情報開示とは誰のためのものなのでしょうか。株主が投資判断を行うためのものなのか、それとも対象企業の経営者が買収の正当性を判断するためのものなのか。現実には、対象企業の経営者が買収の不当性を弾劾するための手段として情報の開示要求が使われているように思えるのですが。

(藤田) 株主が最終的に当該敵対的買収が良いものか悪いものかを判断するための材料としての情報だと思います。

(草野) それは金融商品取引法上の情報開示では不十分だということが前提となっているのでしょうか？

(藤田) そういう前提になっていると思います。



(大崎) そうだとすると、脚注 17 みたいに言い切ってしまうていいのかどうか  
がやや疑問で、やはり価格の是非というところにはありますよね。もちろん売  
った人自身のキャピタルゲインがある程度あれば良いという理屈もあるでし  
ょうが、自分が安売りをしてしまったといういわば機会損失みたいなものも無  
視はできないでしょうから、やはりこのくらいの水準を考えているのだから決  
してあなたはうんと安売りをさせられるわけじゃないんだという説明を買収者  
側もするのが、一つの礼儀のようなものだという気がするのですがね。ただ  
買収者側は価格の上昇を見込んでいますから、持っている情報を全部出して  
しまうとそもそも買えなくなってしまいます。だからそれはできないのだとい  
うのもその通りだと思います。

(藤田) しかし、それは事業計画等の情報の開示を要求して何とかなる問題  
なんですか？つまり買収者は、私は公開買付価格としては 100 円払いますが、本  
当は私の元では株価は 130 円までなるんですよといったことを示す情報なん  
か出しませんよね。

(大崎) ですから、せいぜい礼儀として何らかの情報を出すという程度の話だ  
と思うのです。

(田中) 突き詰めていくと最大限いくら出せるかを買収者に開示させること  
になりますから、とてもそんな情報提供の要求はできないですね。

(大崎) この手の話は、むしろ MBO などで重要になってくるのではないで  
すか。

(田中) ただ私は、MBO は全然違う部分があると思うんですよ。MBO 後  
に何かすごく良い事業をやって利益をあげられるという場合、会社法の建前上、  
経営者は MBO するまでもなく会社のためにやるべきです。しかしまあそうは  
いっても、現実に経営者のインセンティブ等の観点から、MBO なしにはそ  
ういう事業はやれないんだとすると、それはまあ法律上無理矢理やらせること  
はできませんから、ある程度経営者に利益をあげさせるために MBO を認めるの

は仕方がないかもしれません。でもその時に、せめて、MBO後に行うはずの事業から生ずるはずの利益の一部を株主に渡しなさいよって話だと思うんですよ。敵対的買収者は、そんなこと考えなくても良い。敵対的買収者は、買収前の株主に対してなんの義務も負ってないんですから。そこの所で根本的に違いがあると思います。

(大崎) そうですね。だとすると、敵対的買収の場合とMBOを含めそうではない場合とで異なるルールを課すというような形で整理できればそれでも良いような気がするのですが、おそらくどのくらいの情報開示をさせるかという議論をする人たちは、そこは区別せずに議論しているのではないのでしょうか。

(田中) 区別していません。だからそこはすごく問題があると思います。少なくともアメリカでは、そこを区別しない議論は考えられないと思います。

(藤田) 田中さんの議論は企業価値研究会のMBOに関する報告書(「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する報告書」(平成19年8月2日, 企業価値研究会))で強調されている所ですね。信認義務を負っている人がやる場合とそうじゃない場合とで違いがある、それがMBOの最大の特徴だとね。

(5) 「(4)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」の①(「株主意思との関係」)書かれた考え方(本文で示されているところ)は、適切か?

### 濫用的買収のケース

(藤田) さて次の類型も見たいと思うんですけど、実質的に望ましくない買収者だから防衛しますというタイプの防衛策の発動ですね。これもあり得ることはこの報告書では前提としていて、それを二つに分けて、濫用的買収者に対する防衛と、そうじゃなくて濫用的じゃないけど実質的に中身を見て株主がやっ

ぱりこの人には支配権を渡さない方がいいと判断するようなケースとしています。いろんな問題が法律論としてはありそうな気がするんですが、「(4)買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を下し発動し、買収を止める場合」に書かれていることは違和感はあまりみなさんは感じておられないのでしょうか？

(草野) ここでは、(a)の「株主共同の利益を毀損することが明白である場合」と(b)の「株主共同の利益を毀損するか否かを実質的に判断する場合」という2分類によって議論が展開されていますが、現実の買収防衛策の中では(b)の類型についてもかなり細かな規定を設けていますよね。大多数の防衛策では、先ほど話題になったニッポン放送事件東京高裁決定の掲げる4類型は当然のように入っていて、それにプラスアルファとして様々な状況が株主共同利益を毀損する場合としてあげられている。この報告書の背景には、たぶんこのような実務のあり方をよしとせず、株主共同の利益を毀損することが明白でない限り買収防衛策は原則として発動されるべきではないという発想があるように思えます。

(藤田) 報告書は実に巧妙な書き方をしておりまして、脚注19はニッポン放送事件高裁判決は引用しています。引用しているにはいるのですが、先ほど触れました4類型が始まる前の所だけ引用していて、4類型自体は引用していないのですね。

(田中) それは高裁決定の正しい読み方であって、高裁決定は、脚注19に書いている場合にだけ、支配権維持・確保目的での防衛策の発動（新株等の発行）を認めているわけです。4類型も、その一般論をバックグラウンドにして理解しなくてはならない。だから、こういう引用の仕方は非常によかったと思うんですが、ただ、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であっても、損害回避可能性を与えないで傷つけてはいけないのではないですか。悪い人はいくら傷つけても良いと、そういうことにはならないでしょう。

(藤田) その点は微妙ですよ。

(草野) 例えば若干の取引費用を負担させる程度のことであれば理解できません。

(藤田) まあそれぐらいなら迷惑料ですからね。

(草野) けどライセンスの発動によって買収者が被る損害はそのレベルをはるかに超えてしまいますよね。

(柳川) これ経済学的にもいろいろな議論が起きるんですけど、すごくドラスティックな話としては要するに、もしこういうことが起こるのなら、もう怖いので下手なことはしなくなる。ということで濫用的買収もしなくなるから実際にはそういうことができないと。ということで払う状況のことを想定するのではなくて、こういうことをルールとしてやっておくことでそういう事態が起きないことを想定してって話まで考えるべきではないかというのが一つと、もう一つは、これもまた文章のこういう言い切りをいったいどういう趣旨として捉えるかということで、これが厳密な法解釈論であったり、或いは実際の細かい商品設計の問題と読むとあまりにも言葉が足りないところはあるかもしれない。しかし、こここのところは、やっぱり払わない形でいきましょうという強く伝えたいメッセージがあったと読むことができるだろうと思います。

(藤田) 政策論的な表現だというわけですね。

(柳川) ただそれが非常に解釈論的に書かれているので、確かに気になる人がいても不思議ではない。

(草野) 柳川さんが言われた「怖いので下手なことをしなくなる」という点は重要ですね。濫用的買収者という概念の外延が不明確である限り、誰でも「自分も濫用的買収者とみなされてしまうのではないか」という不安を抱かざるを得ません。

(田中) まさに議論の出発点というか、経済学のモデル分析風に言えば、最も

シンプルな仮定を置いたケースであって、ある買収者が濫用的買収者かどうかは誰もが知っている。そういう世界であれば、抑止効果で濫用的買収だけが起きなくなるから良いですけど。

(藤田) 結局、濫用的買収者として何を想定するか次第ということでしょうか。グリーンメーラーみたいな人に限定しちゃえば、グリーンメールに対して、総会決議さえあれば株式の高値買い取りも問題なくできるし、またそうしなくてはならないというのはまずいですねと比較的納得が得やすいかもしれない。しかし、事業計画がへたくそだから無謀な買収だと非難され、その際に裁判所から濫用的買収者と判断される危険があるとすると、企業買収に対する萎縮効果は大きいかも知れませんね。

(田中) だから、実際は(a)はちょっと極端なケースで、ほとんどのケースは(b)が問題になると思うんですね。

#### **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**

(藤田) 今の(a)の濫用的買収者のケースを議論しましたが、次に、(b)の「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」に移ってよいでしょうか。

(草野) (b)の類型に関する記述全体にかかわる話ですが、ここでは公開買付の結果よりも総会の判断の方が合理的だということが前提になっているのでしょうか？

(藤田) それはないと思います。

(草野) どうしてでしょうか。そうであれば、(b)の場合、買収防衛策の発動を認めなくても、公開買付が成功するか失敗するかという結果に委ねればよいようにも思えるのですが。

(藤田) なるほど。

(草野) つまり過半数の株主が総会で反対するということと、過半数の株主が公開買付に応じないという二つの事態について、(b)の記述の背景には、前者の方が後者よりも決定として優れていると考えがあるように思えます。

(大崎) (b)はもう認めないという判断もあり得る。これはしかし、ブルドックソースのケースで、とりあえず(b)の類型が、経営者の保身を目的とするような場合などは除くというある程度の留保をつけつつも、司法によって認められているということを前提に考えると、さすがに全部だめだというのは、報告書のスタンスとしては無理だったのではないのでしょうか。

(草野) 要するに、ここでは政策論よりも最高裁の判断との整合性を重視したということでしょうか。

(藤田) (b)の類型を認めたことの意味なんですけど、これはむしろTOBと総会で優劣つけなかったところから(b)が否定されないっていう風になるのじゃないのでしょうか。株主の意思を問うやり方としてTOBだけでいけという風に見えるなら、(b)はなくなるということでもいいんですけど、株主総会で聞くのでも良いと言っちゃった以上、(b)という類型は完全に抹消されることはない。だから優劣つけなかった結果、(b)というのは削除はできなくなったという関係じゃないですか。

(草野) 最高裁の判例を踏まえるということですか。

(藤田) 判例と無関係に、株主の意思の問い方として、TOBか株主総会かの優劣の判断を報告書では明確につけない以上は、(b)の類型を完全に削除しちゃうというのは論理的にできない。

(草野) 「優劣の判断をつけない」という点ですが、買収者はTOBで負ければ当然負けであり、TOBで勝てる場合でも総会で負ければ負けであるというこ

とであれば、総会に拒否権があることになりませんか。

(藤田) 総会に拒否権があるという言い方もできるかもしれませんが、総会で意思決定することでTOBを制約してはいけないうまで言えば、(b)の類型はなくなるんですけど、その余地を認めているだけなので、優劣ははっきりつけていないということじゃないでしょうか。

### 買収者の属性、買収提案の内容や被買収者の株主構成の考慮

(藤田) 報告書では、防衛策の発動は株主の意思に基づかなくてはならないとして、総会決議を得たということは株主の合理的意思に依拠していることを示す事情と考え得るとしつつ、それだけでは買収防衛策の発動は正当化されるとは限らないと留保を加えて、「適法性との関係では、株主の意思を確認するに当たって取締役会が株主に対する説明責任を果たしたかどうかのほか、買収者の属性、買収提案の内容や被買収者の株主構成などの点が買収防衛策の発動の公正性…を判断する上で勘案されるべきものと考えられる。」としています。ここで、買収者の属性、買収提案内容というあたりまでは理解しやすいのですが、被買収者の株主構成がカウントされると書いてあるのはどう考えますか？さきほどから何度も出てきている持合とかそういったことを意識してこういうことが入るのは適切と考えてよろしいのでしょうか。

(田中) 私はそうだと思ったし、ここは議論した上でこうなったんじゃないんですか？

(藤田) この株主構成という言葉は、企業価値研究会ではあんまり突っ込んだ議論はなかったような気がしますね。

(草野) そうなんですか。非常に重要な点だと思いますが。

(田中) 大激論になったのかと思ったんですけど(笑)。

(藤田) 少なくとも大激論はしていなかったような記憶があります。

(草野) さりげなく入ったのですか(笑)。

(神田) 委員のなかにそういう意見があって取り入れられたということだと記憶しますが。

(藤田) ただ、これもなかなか重要なポイントと思ったのであえて問題提起したんです。読みようによっては、株式持合いをすれば、たとえ株主総会決議があっても防衛策の発動は正当化できないという含みまで出てきそうで、重要なところですよ。

(神田) 株主総会の関係で議論する時にはそういう諸要素を総合考慮する必要性が強い。

(藤田) あるいは、いろんな考慮要素を拾えるようにするためにこの言葉をいれたというくらいの意味合いかもしれません。だとすればこれだけ取り出して議論してはいけないのかもしれませんがね。報告書の最初の方のあたりに書いてある形式的に決議を得りゃいいってもんじゃないですよっていう指摘とあわせて読むと非常に重要な大きな意味を持ちかねないのですけども、いろんな考慮要素の一つとして読むならそうでもないということでしょうか。

(大崎) よく俗に持合、持合と言われていますが、厳密に二社で株式を持ち合っているというケースはそんなに多くないですよ。

(草野) むしろ一方的な株式の保有関係が多いですね。

(藤田) 単なる安定株主ですね。

(草野) ちなみに、企業が他の企業の株式を保有するという行為は税務上非常に不効率です。企業レベルで2回課税がなされることを考えると、他の企業の株式に投資する行為の純現在価値はほとんどつねにマイナスになると言っても過言ではない。にもかかわらず、「相互信頼の証」などという名目で取引先企業の



株式に投資することは株主価値の最大化という企業経営者の職責に照らして非常に問題だと思います。

(大崎) ただ、今改めて読むと、私は今の箇所の直前にある「買収者の属性」というのがなぜ濫用的ではない場合にも出てくるのかというのが気になってしまったんですけど。

(藤田) 提案の内容とからめて、「本当にこの提案を実行する力があるんですか？」という話ならあるのではないですか。

(大崎) なるほどね。グリーンメーラーではないまともな事業会社なんだけれども、提案の内容に問題があるというような場合ですか。

(藤田) むしろ、たとえば「他の人ならこの提案を実行できるかもしれないですが、今のあなたはできるんですか？」ということですね。

(大崎) でも濫用的かどうかは、やはり個別事案に即して決まるわけですよ。つまり例えば「〇〇ファンド」は常に濫用的な買収者であるというようなことはないはず。だからきちんとした事業会社であっても、今回に限って無茶な提案をするというのであれば、例えば競争相手の会社に対してむちゃくちゃな買収提案をかけて、実際はその会社を破壊してしまう。それで自分たちは事業を続けるだけだという意図が当初からあるのであれば、これは濫用的買収者ですよ。

(藤田) でも、自分の力を過信しているだけの人は濫用的買収者にあたらないでしょう。

(大崎) それは確かに。自分の能力を過信している人は濫用的買収者にあたらない。

(藤田) だから「買収者の属性」を落としちゃうとそういうケースが拾えなく

なる。

(6)「(4)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」の注1に書かれた考え方は、適切か？

#### いわゆる勧告的決議のとらえ方

(藤田)「(4)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」の(注1)の方はどうお考えですか?「会社法上、株主総会決議事項を除き、会社経営に関する重要事項は、取締役会(取締役会設置会社の場合)により決定され、株主による会社の経営や統治の在り方の一つの決定方法は、取締役の選解任を通じてであることを勧告すると、買収防衛策の導入又は発動についていわゆる勧告的決議により株主総会で議決権の過半数の賛成を得たという場合についても、当該買収防衛策が株主の合理的意思に依拠していることを示す事情としては考慮され得る。」とあります。つまり勧告的決議であっても十分であるとまで言ってませんが、それなりに尊重するということでしょう。勧告的決議については、一部の法律家はこんなのは単なるアンケートと同じだという言い方をするんですけど、この報告書は、多分もう少し尊重するスタンスでしょうね。

(田中)難しい問題ですね。勧告決議は無意味だとすると、あと総会にできることは、定款の明示的な授權を得た決議しかない。そうすると、少なくとも出席議決権の3分の2の賛成が必要になる。究極的には、それが納得いく法政策なのかということにかかってくるような気がするんです。3分の2の賛成がないとダメだということは、3分の1の株主の意思が通っちゃうわけですから、なんでそれでいいのかという問題が残ると思うんですよね。一方、この報告書は、議決権の過半数ということを強調しているようですが、これただ議決権というだけだとちょっと問題があって、総株主の議決権の過半数なら良いのかなという感じも受けているんですけども。どういう基準でもってこれを株主の総体的意思なのかという問題があるわけですが。

(草野) 私には勧告的決議の積極的意味がよく分かりません。法令や定款に則った決議でない以上議事の進め方や情報開示に関しても会社法の適用がないわけですから、一種のアンケート調査としての意味しか認めることができないのではないのでしょうか。

(藤田) 報告書の趣旨は、若干微妙ですね。総会決議と同視すべきであるとしているのではなくて「当該買収防衛策が株主の合理的意思に依拠していることを示す事情としては考慮され得る」なので、一種の情報として意味があるということを知っているだけのようにも見えますが、もう少し積極的なようにも読めなくはない。実は、「株主の合理的意思に依拠していることを示す事情」という表現は、本文で、株主総会決議による賛成についても用いられている表現ですから、株主総会決議とあまり差を認めない発想のようにも読めなくはない。

(田中) だからやっぱり株主意思に基づいているかどうかで裁判所の審査基準が変わるという風になっているので、かなりシリアスな問題でしょう。

(藤田) 一つにはブルドックスソース事件が、特別決議で可決されたというだけではなくて、「本件議案は、議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決された」と判示し、議決権数そのものについて言及しましたね。そのあたりを踏まえて決議の形式だけが問題ではないのではないかという見方も出てくるかもしれない。もっともあの事件は特別決議+議決権数なので、株主総会決議でなくてもいいというロジックは当然には出てこないですが。

(草野) 例えば買収者の側で対象企業と取引関係にない一般の株主だけを対象にアンケート調査をして買収に賛成だという結果が得られたとします。この結果と株主総会の勧告的決議は情報の価値として大差はないということであれば理解できます。

(藤田) もしアンケートで逆の結果が出たのをひっくり返したいなら決議は必要だということにはなりそうな気がしますが。

(草野) ちなみに、勧告的決議は総会検査役の検査の対象になりますか。

(藤田) ならないでしょう。

(草野) ならないですよ。ということは、投票結果の正しい票読みがなされたかどうかを確認する制度的保証がないわけですね。

(藤田) それは、挙証責任が全部勧告的決議の存在を主張する側にあるということでしょうね。

(大崎) 挙証責任といっても反証するための資料がなければ反論できないですからね。

(藤田) だから勧告的決議というのは、正規の株主総会決議のように、決議をしたという側にその効力を確実にするセーフガードはないんですよ。ただ、そういう技術的な保証がないことから、あらゆる場合に一切効果が否定されるのかなという、疑問がないわけではない。たとえば、株主総会決議と全く同じように情報開示をやって、決議自体も公正にやっていた場合に、制度的な保証がなかったということだけで否定する根拠にできるかということですね。

### 決議要件について

(田中) 私なんかは、やっぱり株式持合とかがあるから3分の2の基準の方が良いんじゃないかという気もしてるんですけどね。普通決議だけでいいとすると、個人株主の多くは合理的無関心の問題から総会に出席しませんから、少数派だけで決議が通ってしまうことがありえて、これはよくないだろうと思っています。どれか一つを選ぶとしたら総議決権の過半数がいいと思うんですが、今の日本法の解釈としてそれが難しいとすると、次善の策で、特別決議がいいと、そうすると定款の授権を要求するのが良いかなと、その程度のことを考えてたんですけどね。

(草野) 単純過半数の承認で決議が成立するということは、49%の株主が反対

しても買収防衛策の発動が認められてしまうということですからね。

(藤田) ええ。そうなりますね。

(草野) 日本の株主構成の実態を考えると3分の2の賛成を要求してもおかしくはないという考え方は非常に説得力があると思います。

(大崎) 逆に3分の2を固めようとするインセンティブを与えるかもしれない

(田中) それもありえますね。

(柳川) やっぱり決議の要件を厳しくするというのも一つのやり方だという話があるかもしれませんが。ただ、今の状況から要件を厳しくするとそれを越えようとして余計にインセンティブ歪むんじゃないかっていう、それが結構怖いというのがポテンシャルな意識としてはありましたね。

(草野) ちなみに、正規の株主総会を開催する時間がないという場合は若干状況を異にするかもしれませんが、ここではそういう場合を想定しているわけではないですよ。

(藤田) 決議の議題のようにしてやるということでしょうから、時間がないという話ではないでしょうね。時間がないという話は、むしろ取締役会決議でできるかという論点ですね。それは報告書では次の(注2)で書かれている話ですから、そちらに進みましょうか。

(7) 「(4)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」の注2に書かれた考え方(取締役会決議で行えるケースがあるという示唆)は、適切か?

**取締役会による発動の可能性：報告書のスタンス**

(藤田) (注2)は、買収防衛策の発動に常に株主総会の開催を要求するのは機動性を欠くという意見と株主意思の原則の調整の話です。事前に総会決議を経て導入された防衛策について、取締役会限りで発動を決めることは、常に株主意思の原則に反するとまでは言えないのではないかということが示唆されているわけですが、どうお考えでしょうか。

(田中) (b)の中で、非常に興味深く思っているのが(注2)なんですね。ここで株主の意思に基づくものである必要があるんだとあって、具体的には、取締役会限りで防衛策の発動の決定を行うためには、少なくとも、買収防衛策を導入するに当たって、「当該買収防衛策の発動の条件を個別の場合に応じて具体的に設定し、株主がこれを確認した上で取締役会に実際の買収局面での判断を委ねる」必要があるとっています。これは、現在の買収防衛策を部分的に否定する趣旨なのかなと思うんですね。つまり現在の(事前警告型)買収防衛策というのは、だいたい導入企業の半分くらいは、取締役会の判断で防衛策を発動できる局面について、ニッポン放送事件高裁決定の4類型だけじゃなくて、もう二つ追加している。一つは買収価格が会社の本源的価値より低いというもの。それからもう一つはステークホルダーの利益を害するというものです。この二つで、基本的に防衛策の正当化事由として考え得るものはみんなカバーされている感じですから、これを文字どおり適用しちゃうと、現在の事前警告型防衛策の下では、実は取締役会の判断で防衛策を発動できるということになると思うんですね。ところが、この注によりまして、そういう形の授權は、「個別の場合に応じて」防衛策の発動の条件を「具体的に設定して」株主がそれを「確認」しているわけじゃないと。本報告の(注)は、そういう風に読まれることを期待しているんじゃないかということですね。

(藤田) 私の個人的な見解では、そうだと思います。

(田中) じゃあ今の買収防衛策では、取締役会限りでは発動できない？

(藤田) 現在多くの企業で導入している事前警告型防衛策は、導入それ自体は

それでも良いけれども、それに従って取締役会限りの判断で行使したら、当然適法と判断してもらっては限りませんよという含みで、この注は書かれていると思います。

(田中) もちろん限らないんですけど。

(藤田) 発動の際にもう一度総会決議を得れば別ですよ。ただ導入時の総会決議で、今言ったような抽象的で裁量的に判断できるような類型・要件で授権しただけで、取締役会が、たとえば「買収価値は企業価値を下回りますね。だから防衛します」ということを独断で決めては駄目だということになるのではないのでしょうか。

(田中) もちろん独断で決めてはだめだと思うんですが、その場合どういう司法審査の基準になるのでしょうか。

(藤田) 司法審査の基準については、この論点に限らず、一般に報告書の射程外でしょうね。

(大崎) ちょっと混ぜ返すようですが、防衛策そのものに取締役会が発動できると書いてあろうが、総会が発動できると書いてあろうが、どのみち相手が差し止めを求めてくれば司法審査をすることになるわけですよ。その場合、取締役会で発動できると書いてあったとか書いてなかったというのは、本当に大きな差違を生むのでしょうかね。

(藤田) 今問題となっているのは、総会決議で導入した買収防衛策に、取締役会で発動して良いと書いてあって、実際に発動出来る場合があるかどうかということですね。株主の合理的意思に基づいているといえるかどうかという観点から。そして、(注2)に書かれている発想だと、それは発動事由が個別具体的に限定して書かれていて、明白にそれにあたるという場合がそうだということでしょう。しかも、さらに、その当てはめについても、合理性があるかどうか説明責任が課されるとまで釘を刺している。

(田中) ただやっぱり司法審査の基準は重要で、ニッポン放送事件とかブルドックソース事件なんかを見ると、結局基準がすべてを決めてしまっているわけですね。ニッポン放送事件の防衛策は、徹頭徹尾、取締役会の判断でやった。その場合は、企業価値を毀損するのは明らかかっていうことを取締役会が立証しなければならなかった。ブルドックソース事件は逆で、企業価値の毀損があるということは株主が同意しているから基本的にはそれでいいといっている。ただ、あれは発動時に株主総会の判断があった場合です。現在一番問題になるのは、導入時に株主総会でかなり抽象的な授權があって、それに基づいて取締役会の判断で防衛策を発動する場合にどうなるか(どうい司法審査の基準で判断されるか) だと思うんです。

(藤田) 報告書では射程外ですが、私の想像だと、(注2)の発想を押ししていくと、次のようになるんじゃないでしょうか。有事に取締役会決議で発動される以上、何もなければニッポン放送事件のような厳格な水準で司法審査されるのが筋なのだけれども、発動条件が具体的に個別的に特定されており、それについて導入時に総会の承認がとれていれば、審査の水準は低くなるという趣旨じゃないでしょうか。

(田中) やっぱりそのケースは(4)①(a)になるんですよね。

(藤田) そう。取締役会限りで発動した場合、もし(4)①(a)の濫用的買収者の場合に当たらないとなると、②(b)の方で正当化するにはかなりハードルが高くて、さっきから言っているようなかなり限定されたケースになるんじゃないでしょうか。

(柳川) ただそこはわかんないわけですよね、パターンが。実際のケースがなんか出てこない。

(田中) そこは言及してないということですか。

(柳川) それは、ここはこうだということとは言えないから、ある程度そこには



リスクがありますよということを提示して警告を鳴らすという形でしか報告書としては言えない。

(藤田) 大丈夫な場合、比較的大丈夫と言えそうな場合について書いたというか、示唆した。あとは危ないですよ、取締役会の判断での有事発動としてニッポン放送事件の基準でこられるかもしれませんよというところで止まっているわけですね。

(柳川) あんまり白紙委任的なやつだったらちょっと危ないかもしれないということを留意すべきであると言っていて、本当にどうなるかはやってみないと分からないでしょう。

(藤田) 実際どうなるかは確かに分からないですね。なお報告書の立場は、完全な白紙委任はダメと言ってるだけではなくて、もう少し厳しいように思えます。「買収防衛策を導入するに当たって、当該買収防衛策の発動の条件を個別の場合に応じて具体的に設定し、株主がこれを確認した上で、取締役会に実際の買収局面での判断を委ねることを予め承認しており、その承認の範囲内で、その具体的な条件に従って取締役会が発動すること」が少なくとも必要というわけでしょう。そして白紙委任じゃない場合ですら、その類型にあたることについて「取締役会に特段の説明責任が課されるであろうことに留意すべきである」としている。

(田中) 今日の最初のほうで議論した、導入時期についての問題で、今年の総会で防衛策を導入した会社が今頃こんなもの(本報告書)を出されて困るといったことにもしも合理性があるとすれば、この部分についてじゃないかと思うんですが。

(藤田) もともと企業価値防衛指針は、総会決議で取締役会に白紙委任するような内容の防衛策を導入した場合に、それはもう司法審査を受けずに発動できますといったことは、そもそも言ってないよということを、企業価値研究会として確認したという趣旨だと読んだのですけどね。別にルールを変えたわけで

はない、企業価値防衛指針は、行使の有効要件は一切触れていなくて、導入して、いつでも取締役会決議で行使できるから安心と思っていたのは、それは勝手な幻想ですよと警告したというつもりなのでしょうね。

### 取締役会による発動の可能性：理論的な検討

(田中) 発動時に総会の判断を得る場合と事前の総会の承認を得ている場合と、両方あり得ると思うんですけど、その中でも、事前の承認というのはある種のコミットメントみたいなことを考えている可能性がある。例えば、株主が取締役を選任して、お前に2年間任せるよと。その間は公開買付とかに脅かされないで経営しても良いよと。これ2年と限らないわけで別に1年でも良いのですが、その間に、取締役がなんらかの経営政策をとっているときに、資本市場がずっと効率的であれば、その経営政策を反映した株価になるわけで、例えばそれが100円だとすると、市場では(経営環境が変わらない限り)ずっと100円の値段がつくことになる。その状態で、もしも100円を上回る価格で公開買付がきたときは、当該経営政策を断念してそっち(公開買付)のほうにいくのがよい、ということになると思うんです。ところが、もしも市場が一時的にせよ非効率になってですね、80円くらいになった時に、90円の公開買付が来たら、公開買付が成功して、本来は100円のはずの経営政策が放棄されてしまう可能性がある。もしも株主がそういうシナリオを想定していれば、一定の期間を限定して防衛策を導入する、という判断が合理的になる場合があるかもしれません。ただ今の防衛策が、本当にそうした動機で行われているかはまったく別問題ですけれども。

(柳川) 理論的には面白い問題だと思うんですね。間の期間の株価のところが非合理的、非効率的につくのか、それとも最初に白紙委任する方の株主の方が非合理的、非効率的な価格づけをするのか、どちらがより合理的かみたいな話なので、100%全部合理的でない世界を研究上考えるとすると、すごく面白い話だなと思います。

(藤田) そこは難しいですね。ただ法律論になっちゃうと、具体的に判断する時点では利益相反する可能性が高い判断について、事前に白紙授権できるので

すかというような議論をしなくてはならないことになるのじゃないか。

(田中) 法律論で言えばそれこそ定款で決めれば無議決権株式だって発行していい。

(藤田) それはそうですね。

(田中) かなりコミットメントを認めているわけです。

(藤田) なるほどね。

(柳川) それはあれですかね、こういう買収とか根本的にかえる部分に関して基本的にはそこはオッケーなんですかね。

(藤田) いや、会社法が一般的にそういう立場だとまでは言えない。たとえば、取締役の選任なんかを授権する決議は一切認められない。一定期間に行われるであろう利益相反取引を全部事前に承認するというのもダメ。だけど、拒否権付株式の発行は自由。

(柳川) その辺も気になるんですね。

(田中) 完全に我が社はこの人（黄金株の保有者）の同意がなければ買収出来ませんよという仕組みを作ることは出来るんですよ。種類株式はかなりゆるやかに認められていますから。これに対して、黄金株は発行せず普通株式を上場しておいて、だけども実はそう簡単には買収できませんよというスキームを作る方が、法的にはかなり疑いの目で見られるのかなと思います。そういう法の態度も、面白いと言えば面白い考え方だと思います。

(藤田) 会社法のような様々な仕掛けを作る方法の自由化というのは、今話しているような局面でのコミットメントの機能というのを正面から見据えて、政策判断した上で整合的に導入されたのかどうか疑わしい面があるから、議論が難しい、

評価が難しいというところですね。種類株式を用いれば買収できないようにコミットできるというのは確かではあるけれども、そのところを基本線にバランス論をしてよいかどうかもよく分からない。

### コントロールプレミアムの分配の問題

(草野) 我が国ではあまり議論されていないテーマですが、コントロールプレミアムの分配という問題があります。コントロールプレミアムという言葉は買収プレミアムと混同して使われることがあります。正確には、「支配の私的利益(private benefit of control)」つまり企業の事実上の支配者がインフォーマルに得ている利益のことです。米国の実証的研究の中には日本の企業は相対的にコントロールプレミアムが小さいという報告がありますが、おそらくこれは支配株主だけがコントロールプレミアムを享受できるという前提でなされた調査結果ではないかと思います。我が国の企業社会において真にコントロールプレミアムを享受しているものは経営者や一部の取引先であり、彼らが敵対的買収に対して激しく抵抗する最大の理由はこのコントロールプレミアムを失いたくないからだだと思います。この問題は研究会では議論されなかったのでしょうか。

(藤田) あまり議論されてないですね。また、コントロールプレミアムの問題になると、株主間の分配の問題になるんですけど、その問題も報告書のどこでも扱っていませんね。重要な問題であることは確かなんです。

(8) 「(4)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」の②(「買収者に対する金員等の交付について」)書かれた考え方(本文で示されているところ)は、適切か？

### 公開買付時点で保有している株式の希釈化

(藤田) さて、「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」という類型についての金員の交付、かなり議論してしまった

のですが、何かありますでしょうか。さっきかなり議論させていただいたと思いますが、さらに検討したいと思います。

(草野) 先ほど申し上げなかった点を一点付け加えますと、企業買収を行う者の中には、公開買付に先立って対象会社の株式をある程度、たとえば5%程度を市場で買い集めるものがあります。事前の買い集めを行う戦略的理由は様々ですが、たとえば、公開買付を実施したところホワイトナイトが出現して価格競争で負けてしまうという事態を想定した場合、当初に株式を取得しておけばこれを売却することにより取引費用をある程度回収することが可能となります。いずれにしても、このようにあらかじめ取得していた株式に対してもライツプランの発動の結果ダイリュージョンが生じるということは「危険接近の法理」によっても正当化できないのではないのでしょうか。

(大崎) 全部対象になるわけですね。新株予約権が行使できないで希釈化される株式には。

(田中) ブルドックスソース事件の場合、買収者が公開買付を仕掛けてから防衛策を導入し、かつ発動しました。そうではなくて、事前警告型みたいに、買収者が5%なり10%株式を買う前からこういうことやりますよと言っておけば、危険の引受のような理論が使えるのではないかという話かもしれません。ただ、もしもそういう考え方をする場合、買収者が10%買ってから防衛策を導入した場合には、危険の引受理論は成立しないじゃないかということには確かになると思います。

(神田) 細かい話ですが、草野さんがおっしゃった問題は、防衛策の設計次第であると思います。たとえば、仮に20%が発動基準になるのであれば、20%までは保証しますという設計もあると思います。そうした例も実際にあるように記憶しますが。

(草野) そうですね。

(藤田) この論点も実は報告書の中で議論していて、一番最後のカッコ書きはその辺を意識しているんですね。「(また、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う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」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。)」とあるところです。開始前に防衛策の内容が買収者に予見可能性があって、買収をそのまま進めていくと何が起きるかが最初に買付を始める段階から何が起きるかがある程度わかっているというケースですね。

(草野) 事前にわかっていたらいいというのはいささか無茶な議論ではないでしょうか。なんて言いますか、来たら殺すぞと言われて来たものは殺されても仕方がないと言っているような気がします。

(田中) 赤信号を渡りますよ、これから渡りますよ、と行って渡れば赤信号は渡れるのかということになって、危険の引受という理論はそれだけではまずいと思うんですね。どんな不合理な防衛策であっても事前に開示すれば、買収者は危険を引き受けたということになりかねない。やはり、合理的な防衛策であることがまず前提であって、そのうえでそれが開示されて、しかしそれを守らないでつっこんできた者には罰を与えても良いとか、そこまで言わないといけないのでは？

(藤田) 報告書では、当然の前提として、(4)②(b)の方で、「既述のとおり、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が株主の意思に基づくものであると認められるような場合には、発動についての必要性の要件は満たされると考えられるが、さらに相当性の要件を満たすことが求められると考えられる」と述べていて、必要性・相当性は満たしていることを要求しているのではないですか。それは当然の前提でかつ予告もあった場合の金銭等による補償の可否の話をしているんですね。研究会でも、「事前に猛犬注意と書いた立て札たてておけば、飼い犬が人を噛んでも一切責任を負わないという議論です

か」という話があって、いや、わかっていれば何やっても良いということを行っているのではもちろんないのは当然だということで、(4)②(b)の書き方をかなり補足したはずです。

(田中) ただ、(4)②(b)の(注)の最後の段落で、「また」って書いてあって、そこから危険の引受の理論が始まっているんで、危険の引受は下手をするとどんな防衛策でも肯定するように読まれかねないと思いますが。

(藤田) いや危険の引受の議論は、あくまで(4)②(b)の注の中に入っていて、しかも損害回避可能性という理由付けに対する付加的な説明の可能性に言及しているだけなので、本文の中で要求されている条件を全部はずして、予告さえしておけばなんでもやっていいという結論を正当化するような記述内容ではないでしょう。しかも、「指摘もある」なので、報告書としてコミットしている議論ではなくて、そんな意見もあったという程度の言及の仕方です。

(田中) (注)の前に書かれた条件等も入っているということですか。それを明示的に書けば良かったと思うんですけど。

(柳川) そこがさっきの最初の問題に戻って来るんだけど、この文章はいったい何を意図して何のどこまで書き込んでいる文章なのかと。法解釈論をきちっとやってどこまで認められるかって法律的に詰めたある種の法律論文だという風なものであればそういうようなことも書くべきだと思いますし、実際研究会ではふんこの辺の所を詰めていろいろ議論はしたんです。けれども、先ほどから今みたいな法律家ではない人の意見というのは、逆に言うとやっぱりそこをギリギリと詰めることが本当は報告書の趣旨ではなくて、金銭払うようになっちゃうと結局は日本企業にとっても日本社会にとってもとんでもない話じゃないですかということを書いたかっただけ、というかそこがメインだったので、それじゃどうやってそういう金銭を払わない防衛策を仕掛けとしてどういうものを作るかというところは、ある意味では各会社さんで考えてくださいという話であったというのが本当はあったんだろうなと思います。

(藤田) そうですね。最初の方で草野さんがおっしゃったように法律家が多くて中途半端に法律的すぎるかもしれませんね。また法律論としては盤石とはいえないということも書いてあるのかもしれませんが。ただ今の話に関していえば、(4)②(b)の本文の中には、もともと必要性・相当性は、最初入ってなかったんですね。経産省のウェブサイトで、「最終報告書(6月11日の報告書(案)からの変更履歴付き)」というファイルがアップされているので、これを見て頂ければと思うのですが、6月11日開催の企業価値研究会段階での報告書案では、さっき私が引用した必要性・相当性に関する議論は書かれていなかった。これに対して、6月11日の研究会の場で、まさに草野さんや田中さんのおっしゃったような議論が出されて、それを受けて、必要性・相当性が入った。もっといろいろ書き込めとの意見もないわけではなかったのですが、まあ、ここまでが精一杯だったのでしょう。ただ方向性としては、さっきから言っているように、(注)の最後で言及している危険の引受の論理だけで、買収者の被る損害が全部正当化できるというものではないと思います。

(柳川) きちっと詰めた書き方は報告書の趣旨としてはなかなか難しかったかも知れませんね。

(草野) この必要性と相当性というのはテラウェアの判例法を意識したものですか。

(藤田) 買収防衛策との関係では、買収防衛策の必要性・相当性は一般的に要求されていますよね。企業価値防衛指針でも書かれていましたし、ブルドックソース事件でも要求されていました。

(草野) ドラコニアンな結果を生み出してはまずいということは相当性の要件に入りますよね？

(藤田) 入るのではないのでしょうか。



## 裁判で争う機会の保証

(藤田) ②(b)については細かなところかもしれませんが、損害回避可能性との関連で、撤回中止が可能な時間として、裁判で防衛策の発動の是非を争う時間まで保証しなければならないかという議論がありました。これはどうですかね。

(田中) そこはやっぱりこの報告書の論理一貫性に関わる問題だと思います。つまり、この報告書が強調しているのは、株主総会で防衛策をよしといても、それは決定的じゃないということです。取締役会が株主に対して説明責任を果たしたかどうかや、さらには株主構成まで見るといっているわけです(4.(4)①(b))。ところが、買収者がそういった問題を裁判で争っているうちに、もう撤回が出来ない状態になってしまって、仮に裁判で負けると防衛策を発動されて損害を被ることは不可避になるとすると、最初から買収者は裁判で争うことをためらってしまって、結局このような問題は明らかにされないまま終わる可能性がある。そこのところをどう考えているのか、という疑問があります。

(藤田) そういう論旨から裁判で争う期間を保証しなければだめだという議論は確かにありました。裁判で争うというのも差し止めなんかでしようからそんなに期間は長くないという前提でしょうが。

(田中) おそらく、報告書がなぜこういうふうになったかという、たとえばアメリカですと、公開買付期間はいくらでも延長できますから、(ポイズンピルの消却を求める) 裁判をやっている間中ずーっと買付期間を延長させていけば良いのですが、日本では期間の上限が決まっているから、たとえば臨時総会で防衛策の発動を決めて、それから裁判で争っていると、公開買付期間が経過してしまう。だから、どうせこれは提言なんですから、公開買付のルール自体を変えるべきだとかいえば良かったと思うのですが。ただ、現行法の解釈としても、やっぱり裁判で争う機会を買収者に保障してあげなくちゃいけないんじゃないかと私は思っています。解釈論だとどうなるんでしょうね。買収者がTOBを撤回しても、まだ裁判を続けられる、という形にすればいいんですかね。買収者がTOBを撤回すると(防衛策としての)新株予約権の割当決議も撤回されてしまうんですけど、そうであっても、買収者は差止め請求を取り下げる必

要はなくて、「仮にもう一回TOBかけた時に対象会社は同じような新株予約権の無償割当決議をやってはいけない」という趣旨の(条件付)差止め請求に変更して、そこで裁判所が申立の利益を認めてくれるかどうかが問題です。それを認めてくれないとどうしようもない。争いようがないと思うんですけど。

(草野) ちなみに、アメリカでライツプランが実際に発動された例ってあるんですか。

(神田) 間違って発動された例が一件あると聞いてますが。

(9)「(5)特別委員会を設置する場合におけるその構成等について」に書かれた考え方は、適切か

### 特別委員会の位置づけ

(藤田) 最後に、特別委員会ですけど、報告書の特別委員会の記述は、かなり消極的にも映りますね。「しかしながら、こうした委員会については株主からみた責任があいまいであるとの議論があり、形式的にこうした委員会を設置し、その勧告内容に従ったからといって、直ちに取締役会の判断が正当化されるということにはならないことに留意すべきである。」とか、「また、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。」とか言った具合です。わりと特別委員会をもてはやす風潮が過去にあったような気がするのですが、これもこの報告書の特徴と見ていいでしょうか。

(大崎) 私は実態を踏まえて考えると、的確な表現になっていると思います。特別委員会というアイデアはもっともらしいのですが、ややもすると現経営陣のお手盛り委員会みたいになってしまって、そこがお墨付きをくれたから良い

んだと言おうとしているとしか思えないようなケースもあるわけです。実際に、そうではなく、経営陣が防衛策を発動したいと言っているのを発動してはいけないと勧告した例もあります。お手盛り委員会みたいなものもあるという現状を踏まえると、報告書の言い方は正しいのかなと思います。そうすると、さっき申し上げたことですが、取締役会が自主的な判断をする責任を負うんだという論理を前面に出すのであれば、次は取締役会というのはいったいどういう構成なんだという問いが出てくるのだらうと思います。仮に、取締役会の構成も独立性をもった人達ということになるのであれば、いわば間接選挙の特別委員会よりも直接選挙の取締役会の方が権威があるというのはもっともでしょう。

(草野) そもそも買収防衛策を導入しようとするのであれば、十分な数の社外役員をむかえることはその前提条件と考えるべきなのではないでしょうか。買収防衛策を導入しておきながら、社外役員の数が少ないから特別委員会を設置するという考え方は本末転倒に思えますが。

(藤田) この報告書は、特別委員会について消極的に位置づける反面、取締役会の責任を前面に出していますが、そこから先は、今草野さんがおっしゃったような役員構成については、踏み込まず、せいぜい取締役の行動規範を「3. 検討(1)基本的視点と被買収者の取締役の行動の在り方」の部分で書いてみたということでしょう。根本的には、買収防衛策の発動を決める取締役会の構成、役員の属性についても触れるのが筋かもしれません。ただ、そうすると、ちょっとこの報告書の射程を超えてしまう問題に踏み込んでしまうのと、到底コンセンサスが得られなくなる。

(草野) そうですね。それから、一口に社外役員といっても、社外監査役の場合には特別委員会の構成員としての妥当性に少し問題があると思います。防衛策を発動するか否かの決定は高度な経営判断を必要とする事項であり、役員の職務の適法性を監査することを主たる職責とする監査役の仕事としてはいささか荷が重過ぎる気がします。ですから、委員会の委員はできれば全員、少なくとも過半数が社外取締役で構成されてなければ適切な機能を果たせないのではないのでしょうか。

(田中) おっしゃるとおりだと思いますが、ある意味で、この報告書はムチで構成されていて、餡がない。つまり餡をあげようと思ったらデラウェア州法をそのまま紹介して、これだったら良いんですよと言うような行き方もあったのかもしれない。つまり、独立社外取締役が取締役会の過半数を占めていれば、防衛策の必要性の証明は大いに容易になりますよ、といったような。そうしなかったのは、(独立社外取締役が過半数というのは)現時点であまり現実性がないうということと、それから、本当に独立社外取締役の判断に信頼をおけるのかという問題もまだ詰め切れてないということもあったのかな、と思うんですけど。

(藤田) 順序としては独立取締役が過半数といったボードを自分たちで自発的に作って行って、その判断を裁判所が尊重し、そのような例があったら、また今度は他の企業も信頼できるボードを作るという風になっていくという話が本来の筋なのでしょうね。そこで、いきなり効果だけ与えちゃうと怖いなという気がします。餡をいきなりあげるのはちょっと怖い。

(草野) どういう餡が怖いんですか。

(藤田) だから独立取締役が過半数のボードであれば裁判所は実質判断をしないで尊重しますというルールを餡として、確定的・形式的に現段階で用意しちゃうと、ちょっとそれで大丈夫かなということですね。

(草野) 確かにそうかもしれませんね。

(藤田) 草野さんのおっしゃった世界に導きたいなら、そういう風なことを餡を与えて保証してやる必要があるというのも分かるけれども、かといって餡を与えていいだろうかという気もする。

(草野) 餡があったら？

(藤田) あったら、独立委員会を作るインセンティブとしてはいいかもしれま

せんけど、現段階で、具体的なイメージも固まっていないのに、飴をあげられる状態なのだろうかということですね。独立委員会といっても、独立性の定義も具体的にあるわけでなし。会社法上の社外取締役の定義だとダメなのは明らかですね。

(草野) 一点付言しますと、「独立委員会」という言葉自体にも問題がありますね。独立委員会は買収の対象企業の機関にすぎないのに、あたかも買収者と対象会社のいずれからも中立な第三者機関であるような捕らえ方をした報道を耳にすることがあります。この点は、メディアの勉強不足の問題というべきかもしれませんが。

(藤田) さて大幅に時間を延長してしまって申し訳ありません。なんとか報告書の最後の方までたどり着きました。今日は長時間熱心な議論をありがとうございました。

(神田) どうもありがとうございました。