

近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方

平成20年6月30日
企業価値研究会

1 . 買収防衛策の目的・在り方

買収防衛策¹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である。米国におけるライツ・プランは、最終的に、株主総会における取締役の選解任を通じ、株主が買収の是非を判断するものであることを前提にして、買収者や被買収者の現経営陣から、株主にとってより優れた買収条件や経営提案を引き出すことを可能とする仕組みとして考えられている。すなわち、ライツ・プランは、株主の利益を守るための措置と理解されている。

さらに、そもそも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など）があることに留意しなければならない。

また、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。

経済産業省及び法務省が2005年5月27日に公表した「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」(以下「指針」という。)では、株主共同の利益²を確保し、向上させる買収防衛策として、()株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報及び買収者・被買収者間の交渉機会を確保することを目的とする買収防衛策や、()株主共同の利益を毀損することが明白である買収を止めることを目的とする買収防衛策を想定している。

このような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ものではなく、当企業価値研究会は、そのような買収防衛策は支持できない。

¹ 本報告書において、「買収防衛策」とは、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を念頭に置いている。ただし、本報告書の基本的な考え方は、他の買収防衛局面にもあてはまるものと考えられる。

² 「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。

以下、本報告書においては、「指針」が制定されて以降500社を超える我が国企業に買収防衛策が導入された実態に鑑み、今日において株主や投資家の理解と納得を得ることができるような合理的な買収防衛策の在り方を示し、そのような合理的な買収防衛策に関して、過去の裁判例との関係について整理をすることとする。

2. 現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方

「指針」策定後、我が国では様々な内容の買収防衛策の導入が進展した。その結果、買収防衛策に係る係争事件について、司法判断に至る事例も出現している。

そのような中で、現状認識を踏まえた買収防衛策の在り方については、下記のとおりと考えられる。

- (1) 買収防衛策の発動に当たって、買収者に対して金員等³の交付を行うことについては、かえって買収防衛策の発動を誘発し⁴、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ため、健全な資本市場の育成の妨げとなるという問題がある。したがって、買収者に対する金員等の交付を行うべきではない。

さらに、このような金員等の交付は、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おそれがある。

そもそも、被買収者の取締役が、株主共同の利益を毀損する買収であるから金員等の交付を行わなくても買収防衛策を発動できると責任をもって

³ 本報告書で想定しているライツ・プラン型の買収防衛策において、買収者に交付される、差別的な行使条件・取得条項付の新株予約権自体は、当然のことながら、ここでいう「金員等」に含まない。

⁴ 米国におけるライツ・プランは、被買収者が、予め、新株予約権を株主に交付しておき、株主共同の利益を損なう買収が行われた場合に、買収者以外の株主に対して大量の株式を発行することにより、買収者の持株比率を大幅に低下させる仕組みである。しかし、その目的は、実際に発動することによって買収を最終的に止めることではなく、買収を一時的に停止させ、買収者に被買収者との対話を促す圧力を作り出すことにある。具体的には、ライツ・プランの発動によって買収者が不利益を受けるという構造があると、買収者は、このような不利益を回避するため、買収を開始する前に一旦立ち止まり、新株予約権の消却に向けて、被買収者の取締役会や株主と交渉を行うことが必要となる。その結果、被買収者の取締役会が、株主が買収の是非を適切に判断するに当たっての必要な時間や情報を確保し、あるいは、被買収者の取締役会が買収条件の改善・向上のため、買収者と交渉を行うことが可能となる。したがって、買収者が合理的に行動する限り、ライツ・プランが発動されることはない。

以上の点にかんがみれば、買収者に対して金員等の交付を行うことは、発動による買収者の不利益を失わせ、買収者が、買収を行う前に一時的に停止するインセンティブが生じなくなる結果、逆に買収防衛策の発動を誘発してしまうことになる。

また、金員等を交付しさえすれば、裁判において買収防衛策の適法性が否定されにくくなるとの理解に基づき、被買収者の取締役会が、情報や時間、交渉機会の確保や、買収提案の実質的な検討をすることなく、安易に発動を図るということを誘発するおそれがある。

説明できる場合でなければ、買収防衛策は発動されるべきではない。

- (2) 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れば、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⁵。

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。

したがって、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。

こうした状況は、買収防衛策が経営陣の保身目的で利用されたり、株主共同の利益を保護するという本来の目的に沿った使われ方がなされないおそれを惹起しており、そうした誤った利用の可能性を牽制するためにも、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って「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。

このような検討を行う際には、「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って、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。また、「指針」では、買収開始後に導入される買収防衛策は、そもそも検討の対象とはしていなかったことに留意すべきである。

本報告書においては、以下において、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。

⁵ ブルドックソース事件最高裁決定（最高裁決定2007年8月7日）は、「株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきである」と判示している。形式的に株主総会決議を通せる株主構成になっていれば盤石な防衛体制がとれるという考え方は、このような判示とも相容れない。

その際、これまで世の中で話題になった裁判例のほとんどは、株主共同の利益を毀損するとして、買収防衛策の発動により買収を最終的に止めることを目的とした事例に関するものであり、そこで用いられた買収防衛策は、時間・情報や交渉機会の確保を目的とするものとは異なる。この点に十分留意した上で、過去の裁判例で示された考え方を整理し、買収防衛策の在り方を検討する必要がある。

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

「指針」では、「買収防衛策は、株主の合理的意思に依拠すべきである」(株主意思の原則)としており、買収の是非に関する判断は、最終的には株主が行うべきである。

他方で、取締役は株主共同の利益を最大化する責務を負っているのであるから、自らは判断を回避し、形式的に株主総会に判断を委ねるのではなく、自ら責任をもって買収防衛策の導入及び発動の要否について判断し、その上で株主に対する説明責任を果たすことが求められる。したがって、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。

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。

取締役会は、株主共同の利益の確保・向上に適わない場合にもかかわらず、株主以外の利害関係者の利益に言及することで、買収防衛策によって保護しようとする利益を不明確としたり、自らの保身を目的として発動要件を幅広く解釈してはならない。

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。

取締役会は、合理的な範囲を超えて買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばしたり、意図的に繰り返し延長することによって、株主が買収の是非を判断する機会を奪ってはならない。

取締役会は、当該買収提案が株主共同の利益を向上させるものか否かという観点から、買収条件、買収が株主共同の利益に与える影響等の買収提案の内容や、買収者の属性・資力等について、真摯な検討⁶を行わなければならない。

取締役会は、買収条件の改善により当該買収提案が株主共同の利益に資するものとなる可能性がある場合には、買収条件の改善に向けて、買収者との交渉を真摯に行わなければならない。

取締役会は、株主共同の利益を向上させる買収提案であると判断した場合には、株主総会で株主の意思を問うまでもなく、直ちに買収防衛策の不発動を決議しなければならない。

取締役会は、株主が買収の是非を判断できるよう、買収提案に対する取締役会の評価等について、できるだけ事実に基づいて、株主に対する説明責任を果たさなければならない。

取締役会は、特別委員会を設置する場合は、現経営陣からの独立性を実質的に担保するとともに、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わなければならない。

(2) 買収防衛策についての考え方の整理

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。この点を念頭に置きつつ、買収防衛策の適法性の問題を検討するため、その目的及びその行使の態様等に着眼して、過去に現れた事例における裁判所の判断を検討すると、大別して、以下のとおりに整理できる。

⁶ 買収提案の内容については、外部専門家の分析を得るなど、財務的観点を含めた検討が行われるべきである。

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

日本技術開発事件東京地裁決定⁷（2005年7月29日）

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

一般に、買収防衛策の発動によっ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。したがって、買収提案の内容に踏み込んだ実質的判断に基づいて買収防衛策を発動することは、原則として、制限的であるべきである。これが許容される場合について過去の裁判所の判断を検討すると、買収者や買収行為の性質に応じ、以下の2つの典型的な類型がある。

(a) 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

ニッポン放送事件東京高裁決定⁸（2005年3月23日）

(b) 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

ブルドックスソース事件最高裁決定⁹（2007年8月7日）

⁷ 判例時報1909号87頁。当該事案は、差別的な行使条件・取得条項付の新株予約権無償割当てを利用した買収防衛策ではなく、買収者が発動による持株比率の希釈化という損害を被らない株式分割が対抗措置として用いられた事案であるが、現経営陣と敵対的買収者のいずれに経営を委ねるべきかを株主が判断するために、取締役会は、必要な情報提供と相当な検討期間を確保すべく、敵対的買収に対し、関連法令の趣旨・法意に反しない限りにおいて、相当な手段をとることが許容されうると判示している。

⁸ 判例時報1899号56頁。当該事案においては、結論としては、濫用的買収に該当するとは認められないとして、新株予約権の第三者に対する発行について差止めの仮処分を肯定したが、この際、一定の範囲を濫用的買収として、取締役会が買収防衛策を発動できることを肯定している。

⁹ 民集61巻5号2215頁。株主総会での決議に基づいて買収防衛策が発動された事案について、買収者以外のほとんどの株主が、買収者による経営支配権の取得が、会社の利益ひいては株主共同の

以上の分類に基づいて、上記 ・ のそれぞれについて、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すると、以下のようになる。

利益を害すると判断したことを、裁判所が認定し、買収防衛策の発動を肯定したもの。

(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(前記3.(2))

株主意思の原則との関係

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¹⁰。

このような恣意的な運用がなされないのであれば、株主が買収の是非を適切に判断するための時間や情報を確保する場合や、被買収者の取締役会が、株主のために、買収者との交渉を通じてより良い買収条件を引き出すための交渉機会を確保する場合においては、当該取締役会が買収防衛策を導入し、さらに、合理的と認められる範囲の手続に反して一時停止しない買収者に対し、これを発動することが認められる。

この点に関連して、日本技術開発事件において、裁判所は「取締役会は、株主が適切に・・・判断を行うことができるよう、必要な情報を提供し、かつ、相当な考慮期間を確保するためにその権限を行使することが許される」とし、「必要な情報提供と相当な検討期間を得られないことを理由に株主全体の利益保護の観点から相当な手段をとることが許容される場合も存する」と判示している¹¹。

¹⁰ 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。

¹¹ 具体的には、以下のような判示がされている。(日本技術開発事件東京地裁決定2005年7月29日)

「企業の経営支配権の争いがある場合に、現経営陣と敵対的買収者・・・のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、株主によってされるべきであるところ、取締役会は、株主が適切にこの判断を行うことができるよう、必要な情報を提供し、かつ、相当な考慮期間を確保するためにその権限を行使することが許されるといえる。したがって、経営支配権を争う敵対的買収者が現れた場合において、取締役会において、当該敵対的買収者に対し事業計画の提案と検討期間の設定を求め、当該買収者と協議してその事業計画の検討を行い、取締役会としての意見を表明するとともに、株主に対し代替案を提示することは、提出を求める資料の内容と検討期間が合理的なものである限り、取締役会にとってその権限を濫用するものとはいえない。」

「・・・取締役会としては、株主に対して適切な情報提供を行い、その適切な判断を可能とするという目的で、敵対的買収者に対して事業計画の提案と相当な検討期間の設定を任意で要求することができるのみならず、合理的な要求に応じない買収者に対しては・・・必要な情報提供と相当な検討期間を得られないことを理由に株主全体の利益保護の観点から相当な手段をとることが許容される場合

これに対して、買収者が合理的な手続を遵守し、株主が適切な判断をするための時間・情報や交渉機会が確保された上で、なお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買収防衛策を発動する場合については、より限定的な後述（４）の整理を参照すべきであり、ここでの整理は当てはまらない¹²。

買収者に対する金員等の交付について

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る。したがって、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い。この場合には、買収者は時間・情報や交渉機会を与えて株主に判断の機会を確保することで買収への賛同の意思表示をしてもらい買収を成功させる機会があるのだから、手続を守らない場合には発動の際に金員等の交付を行わないとしても、相当性（１４頁（注）参照）の範囲内であると考えられる。

株主に対する情報開示の水準

この（３）の範疇では、買収防衛策により株主が買収の是非を適切に判断するために必要な時間・情報や交渉機会を確保することが目的であるため、株主に対する情報開示の在り方が重要となる¹³。

も存するというべきである。」

¹² 例えば、実際に買収が開始されたときに、一定期間後に予定されている株主総会において買収の是非に関する株主の意思を問うことを前提として、それまでの間、買収を一時的に停止させ、株主の判断に必要な時間・情報や交渉機会を確保するために買収防衛策を利用する場合は、（４）ではなく、この（３）の範疇に属する。このような場合に、実際に、株主総会において、会社提案の取締役選任議案と株主提案の取締役選任議案とが対立して、どちらかを選択するという形で、買収の是非に関する株主の意思を問うことも、（４）ではなく、（３）の範疇で予定されたことが起きているだけである。

¹³ ここでは、買収防衛策により株主が買収の是非を適切に判断するために、経営上の説明責任の観点から、被買収者が求めていく又は求められる情報提供について検討するものである。

資本市場の公正性の確保及び株主・投資家への適切な情報提供・開示の観点からは、金融商品取引法上の開示制度が整備されており、被買収者及び買収者は、当然のことながら、これを遵守しなければならない。

(a) 被買収者側の情報開示の在り方

既述のとおり、取締役会は、株主が買収の是非を判断できるよう、株主に対する説明責任を果たすことが求められるが、こうした観点から、被買収者側は、例えば、() 現経営陣の経営ビジョン・経営方針や、代替案、() 買収価格に対する現経営陣の評価、() 現経営陣が買収により株主共同の利益が毀損されるという判断をする場合にはその旨を、財務的数値を示すなど具体的に開示することが望ましい¹⁴。

ただし、経営ビジョンや経営方針(上記())については、これを平素から開示しておくことが株主に対する責務である。そして、それが十分行われていれば、実際の買収局面においては、同様のものを必要に応じて時点修正等を行った上で、株主に対して提示することも考えられる。

(b) 買収者側の情報開示の在り方¹⁵

買収者はデューディリジェンスを行っていないことと、買収者が買収後の利益等の具体的な数値まですべてを開示することは自らの手の内をさらすことになり買収戦略上も困難が生じることからすれば、買収者による情報開示にはおのずから限界がある。すなわち、買収後の詳細な経営計画・見通しや業績予想の開示については限界があると考えられる^{16 17}。

¹⁴ ただし、例えば、本文()の買収価格に対する評価については、適正な買収価格がいくらまで開示を要求することは困難である。

¹⁵ 株主が買収の是非を判断するに当たっては、買収者側と被買収者側のそれぞれが、直接、株主に対して自らの提案内容等を説明したり、株主との間で対話・交渉を行う機会が公平に確保されていることが望ましい。そのためには、買収者は、株主名簿の閲覧等によって、被買収者の株主が誰かを把握できることが望ましい。買収者による株主名簿閲覧請求に対し、仮に形式的に閲覧拒否事由に当たる事由が存するとしても、常に一律に閲覧請求を拒絶できるとは会社法上も考えられているわけではない。(日本ハウズイング事件東京高裁決定2008年6月12日参照)

¹⁶ 例えば、() 買収価格の算定根拠として、算定の前提となる事実や仮定、算定方法、算定に用いた数値情報並びにシナジーの額及びその算定根拠について、買収者に網羅的に開示を要求し、あるいは、() 買収後の経営方針として、事業計画、財務計画、資本政策、配当政策、資産活用方策等の内容について、買収者に網羅的に開示を要求した上で、提供されない情報があることをもって買収防衛策を発動することは、被買収者側の開示状況と対比するに、不適切である。

¹⁷ 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

しかしながら、株主が買収の是非を適切に判断するために必要な時間・情報や交渉機会を確保するという買収防衛策の目的からすれば、買収者には、その属性や買収後の経営の基本的な方針については開示することが求められる¹⁸。

(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(前記3.(2) (a)(b))

株主意思の原則との関係

(a) 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(前記3.(2) (a))

株主共同の利益を毀損することが明白であると認められるような濫用的買収に対しては、株主共同の利益を保護する観点から、取締役会は、取締役会限りの判断により買収防衛策を発動することが認められる。(ニッポン放送事件東京高裁決定¹⁹)

(b) 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(前記3.(2) (b))

上述したように、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買収防衛策を発動することは、制限的であるべきである²⁰。そして、

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。

¹⁸ 被買収者の株主は買収価格の妥当性を評価する必要があることや、被買収者の取締役会は株主に対して代替案を示す必要があることから、買収者は、その際の参考となるよう、買収後の経営の基本的な方針については開示する必要がある。

¹⁹ 具体的には、以下のような判示がされている。(ニッポン放送事件東京高裁決定2005年3月23日)

「株主全体の利益保護の観点から当該新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合には、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行を差し止めることはできない。」

²⁰ 買収開始前に、買収防衛策の内容が開示されている場合においても、買収者が合理的な手続を遵守し、株主が適切な判断をするための時間・情報や買収者・被買収者間の交渉機会が確保されたときは、原則として、買収の是非に関する株主の意思は、株主が買収提案に応じるか否かの意思決定、あるいは

仮に発動するとしても、後述のとおり、発動について必要性和相当性の要件を満たすことが要求されるものと考えられる。

株主総会における株主による賛成の意思表示は、買収防衛策の発動が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(注1)(注2)。しかし、買収防衛策の発動について多数の株主から賛成の意思表示を得たからといって、直ちに当該買収防衛策が正当化されるということにはならない点に留意すべきである。すなわち、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(4頁脚注5参照)を判断する上で勘案されるべきものと考えられる。

(注1): 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勘案すると、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。

(注2): この(b)の場合において、買収防衛策の導入時に加えて、実際の買収局面における買収防衛策の発動の判断について、必ず株主総会を開催しなければならないとするこは機動性を欠くとの意見がある。しかしながら、一方で、この判断は、株主の意思に基づくものであることが不可欠である。したがって、取締役会限りで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、その具体的条件に従って取締役会が発動することが必要となろう。ただし、この場合は、承認の範囲内で当該条件に従って判断を行っていることについて、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。

は、株主総会における取締役の選解任についての株主による選択を通じて表明されることが想定されている。

買収者に対する金員等の交付について

(a) 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（前記3.(2)(a)）

この場合は、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、買収者に対して金員等の交付を行う必要はない。

(b) 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（前記3.(2)(b)）

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。その観点からは、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って、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。そして、買収者にとって、こ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。（注）

（注）：ブルドックソース事件最高裁決定において、裁判所は、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、・・・会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるような場合」（必要性）には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、「当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り」（相当性）株主平等原則の趣旨に反するものということとはできない、と判示している。こうした裁判所の考え方に依拠すれば、取締役の選解任等を通じ、多数の株主が株主共同の利益を毀損する買収提案であると判断したという事実は、買収防衛策の必要性を示す事情といえる。さらに、既述のとおり、買収者にとっての「損害回避可能性」があるのであれば、買収者は、買収防衛策の発動を争った上で、買収提案の撤回・中止により、発動による持株比率の希釈化という損害を回避できるのであるから、買収者に対して金員等の交付を行わないとしても、買収防衛策としての相当性を欠くものとはいえないと考えられる。

（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。）

(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

買収防衛策が恣意的に運用されないとの理解を株主から得るための工夫の一つとして、特別委員会を設置して、その勧告内容を最大限尊重することが行われることがある。

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。

したがって、取締役会は、特別委員会の設置の必要性の有無やその構成等について、責任をもって判断すべきであり、かつ、その判断が合理的であることを株主に対して説明する責務を負うべきである。特別委員会の構成については、独立の社外取締役を中心とする構成が望ましいとの指摘がある。いずれにせよ、現経営陣からの独立性が実質的に担保されている必要がある。

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。

4. おわりに

本報告書は、「指針」が策定されて以降の諸環境の変化を踏まえて、今日における買収防衛策の在り方を取りまとめたものである。

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。

添付：企業価値研究会 委員名簿（五十音順・敬称略）

座長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
	赤井 泉	サリヴァン・アンド・クロムウェル外国法共同事業法律事務所 弁護士
	蟻川 靖浩	早稲田大学大学院ファイナンス研究科 准教授
	石綿 学	森・濱田松本法律事務所 弁護士
	梅本 建紀	株式会社レコフ C C O 兼 法務部長
	大杉 謙一	中央大学法科大学院 教授
	木村 祐基	企業年金連合会 年金運用部コーポレートガバナンス担当部長
	久保田政一	日本経済団体連合会 常務理事
	蔵元 康雄	フィデリティ・ジャパン・ホールディングス株式会社 取締役副会長
	笹沼 泰助	日本プライベート・エクイティ協会 会長
	佐山 展生	GCA サヴィアングループ株式会社取締役、一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授
	柴田 和史	法政大学大学院法務研究科 教授
	高山 茂樹	大和証券 S M B C 株式会社 事業調査部 上席次長
	武井 一浩	西村あさひ法律事務所 弁護士
	谷家 衛	あすかアセットマネジメントリミテッド ファウンディングパートナー CEO
	寺下 史郎	株式会社アイ・アール ジャパン 代表取締役社長兼 CEO
	徳本 穰	筑波大学法科大学院 准教授
	西川 元啓	新日本製鐵株式會社 顧問
	萩尾 博信	株式会社ニッセイ基礎研究所 常務取締役研究理事
	畠山 康	株式会社ラザードフレール 代表取締役兼 CEO
	八丁地 隆	株式会社日立製作所 顧問
	服部 暢達	一橋大学大学院国際企業戦略研究科 客員教授
	藤田 勉	日興シティグループ証券株式会社 株式調査部 マネジングディレクター
	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
	藤縄 憲一	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
	星 治	三菱UFJ信託銀行株式会社 フロンティア戦略企画部統括マネージャー
	堀井 啓祐	ソニー株式会社 法務・コンプライアンス部門 部門長
	松古 樹美	野村證券株式会社 I B コンサルティング部 二課長
	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科・経済学部 准教授

（オブザーバー）

	江原 健志	法務省 民事局参事官
	三井 秀範	金融庁 総務企画局 企業開示課長
	河野 秀喜	株式会社東京証券取引所 上場部長