

具体的には、ライツプランの発動によって買取者が不利益を受けるという構造があると、買取者は、このような不利益を回避するため、買取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、被買取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、被買取者

の取締役会が、株主が買取の是非を適切に判断するにあたっての必要な時間や情報を確保し、あるいは、被買取者の取締役会が買取条件の改善・向上のため、買取者と交渉を行うことが可能となる。したがって、買取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。

以上のように、買取者に対して金員等の交付を行うことは、発動による買取者の不利益を失わせ、買取者が、買取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、逆に買取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、裁判において買取防衛策の適法性が否定されにくくなるという理解に基づき、被買取者の取締役会が、情報や時間、交渉機会の確保や、買取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ふことを誘発するおそれがある。〔3頁脚注4〕と説明している。

その上で、「買取防衛策の発動に当たって、買取者に対して金員等の交付を行うことについては、かえって買取防衛策の発動を誘発し、結果として、買取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、株式を買取者

# 企業価値研究会 「近時の諸環境の変化を踏まえた買取防衛策の在り方」報告書 と今後への影響

今年6月30日に、経済産業省に設置された「企業価値研究会」(座長：神田秀樹東京大学教授)から、「近時の諸環境の変化を踏まえた買取防衛策の在り方」と題する報告書(以下、「本報告書」という)が公表された。本稿は、本報告書について、企業法実務家の観点から解説を試みたものである(なお意見にわたる部分は筆者の個人的見解である)。

西村あさひ法律事務所  
弁護士  
武井 一浩

## 本報告書の背景と提示された政策論

2005年に企業価値研究会から公表された「企業価値報告書」および「経済産業省・法務省の共同策定による「企業価値・株主共同の利益確保又は向上のための買取防衛策に関する指針」(以下、「指針」といふ)およびその後の裁判例等を踏まえ、いわゆるライツプラン型買取防衛策が法的に有効である(法的に無効ではない)ことが認知されている。その後、買取防衛策の導入が進んだが、そうした状況の中で本報告書は、①日本の上場企業の企業価値の向上、競争力強化と、②健全かつ効率的な資本市場の発展という観点から、日本における公正な企業社会の形成に資する買取防衛策の在り方についてその基本に立ち返って再確認した内容を述べているように思われる。

3年前の指針では、①新株予約権等の発行が差し止めを受けることのないための「適法性の要件」と、②防衛策としての合理性を確保して株主・投資家の理解と納得を得られるようにするための「合理性の要件」という2つの観点から、買取防衛策において講じられるべき措置が提示されていた。本報告書では、合理性

## 政策論としての金員等交付の否定

(政策論)の観点から「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といふ合理的な買取防衛策の在り方」をまず示した上で、当該合理的な買取防衛策に関して過去の裁判例との関係に照らした適法性の考え方(法的論)が述べられている。そして政策論(合理性)としては、①買取防衛策は株主共同の利益を保護することを目的とした措置であって経営者の保身目的で利用されることは許されないことを改めて確認した上で、②金員等交付の否定と、③買取局面における取締役としての責任と規律ある行動の在り方などが、重要なメッセージとして指摘できる。

ブルドックソース事案とそれに対する司法判断を経て、その後導入された事前警告型防衛策の中には「新株予約権の強制取得の対価として買取者には金銭を交付します(あるいは交付する可能性があります)」と規定している例が見られる。しかしこうした金員等交付を規定することは、ライツプランとしての本質的機能を失わせることになり、資本市場および投資家の側からも違和

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、買取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取者の株主共同の利益に貢献したはずの資金が買取者に移転する結果、被買取者の株主の利益が害されるおそれがある。〔3頁〕と明記している。

(すなわち買取行為を強行した)ほうが経済合理性がある余地をつくることになる。買取者がきちんとした情報開示や交渉を行うインセンティブも持たないことにもなりかねない。また金員等が買取者だけに現に社外流出する結果、対象会社の株主共同の利益に貢献したはずの資金が買取者に移転することになる。こうした因果の流れは、一つ間違ると日本の上場企業に対するグリーンメイラー行為を助長しかねない、ひいては資本市場の健全な発展を阻害するおそれが指摘された。

側にとつても重大な事態であった。さらに、ライププラン型の買収防衛策が導入されていない場合であっても、有事に特定の買収者に金員等を交付して買収防衛策を発動し買収を止める行為が行われることは是非も問題視する意見があった。

## 金員等交付の禁止と差止め(適法性)の議論

政策論として明記された金員等交付の否定論について、本報告書の後半部分では、金員等交付を行わないことが当該防衛策の差止めにつながるものではないという適法性の議論が展開されている。そしてこの本報告書の法的整理は、ブルドックス事件最高裁決定(最高裁決定2007年8月7日)とも整合性を保っており、判例法と何ら相反する内容ではない。

本報告書は買収防衛策の発動態様として、これまでの判例の事案に照らして3つ言及されている。

第一に、日本技術開発裁判例をベースに「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がある(7頁①)」「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がなされない限り」「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い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、相当性の範囲内である」と述べられている(10頁)。

第二に、ニッポン放送裁判例をベースに「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に対して発動する場合がある(7頁②)」。この場合について、「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」としている(11頁)。

第三に、ブルドックス裁判例をベースに「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発動する場合がある(7頁③)」。この場合には、後述のとおり、発動自体がそもそも株主の合理的意思の確認を得て行われる。買収者が発動を受けたとしたら、株主意が請られて自らの提案が株主の多数の支持を得られない場

合である。その場合、「買収者による買収を撤回・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」)などが保証されている場合には、買収者に対して金員等交付を行う必要はない」と整理されている(14頁)。

## 有事の取締役の行動の在り方

指針でも整理されているとおり、買収防衛策は株主の合理的意思に依拠していること(株主意の原則)に則していることが求められる。

ただ、上場株式会社が前提として所有と経営の分離のもと、企業価値ひいては株主共同の利益の向上について責任をもって判断するのはそもそも取締役会である。こうした所有と経営の分離における基本構造は株主意の原則に相当する買収局面でも本来何ら変わりが無い。

本報告書は、善管注意義務を負っている対象会社の取締役が、「買収提案が株主共同の利益にどうか否かに関する第一次判断を自ら回避し、形式的に株主意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」に警鐘を鳴らし

べきではない。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。」「と整理され、一定の条件のもとでの取締役決議による発動が認められている。

次に、「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に対して発動する場合」について、ニッポン放送事件東京高裁決定でも明示されているとおり、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、取締役会が、株主共同の利益を保護する観点から、取締役会限りの判断によって買収防衛策を発動することは認められる。

最後に、「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場合」がある。こうした発動については、株主意における株主による賛成の意思表示などの株主の合理

的意に依拠して行われることが必要である」と整理されている。

かかる株主意としては、「会社法上、株主意決議事項を除き、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ゆる被告的決議により株主意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に依拠していることを示す事柄としては考慮される。」「と述べられている(13頁注1)。なお、株主意の確認方法が(定款変更決議を除き)いゆる被告的決議による場合についても当該買収防衛策が株主の合理的意に依拠していることを示す事柄として考慮され得るとしている点も重要である。

ただし、「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。」「株主意の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」と述べられている。これはブルドックス最高裁決定が、「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、専ら経営を担担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」と判断していることをふまえた警鐘である。

## 今後の実務への影響

資本市場のグローバル化などを背景に、日本の上場企業に対しても買収や委任状合戦など株主側と経営者側との利害対立が顕在化する場面が増加した。買収防衛策の論点はそもそも株式会社という仕組みが構造的に抱えている矛盾が顕在化している問題であって、それだけに「難問」であるが、同時に、本質的な問題や課題は株式会社制度を採っている主要資本主義国とも共通である。

主要資本主義国では、①一定の支配株式の取得を目指す者に対して事

た上で、買収防衛策の本来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(すなわち買収防衛策が実際に運用される場面)における「対象会社取締役の行動の在り方」を8項目にわたって示している(5頁以下)。

## 株主意の原則の適用

ブルドックス事件を受けて、買収防衛策において株主意の原則を充たすために必要な株主意の決議要件は総会特別決議であるといいた考え(筆者)からすると誤謬が、実務界で議論されるに至った。ブルドックスの判例を踏まえても、株主意特別決議による株主意の確認が必須というわけではない。

本報告書では、買収防衛策と株主意の原則との関係について以下のよう整理されている。まず、「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、「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すに引き延ばす等の恣意的な運用は許容される前に一定の情報開示とコミットを求め、また②所有と経営の分離を前提に上場企業の取締役会が、当該企業の継続的な成長性のあり方をよくわかつている者として、企業価値ひいては株主共同の利益の最大化を図るべく、買収者との間で買収後の経営条件など一定の交渉を行う機会(あるいは当該経営方針に理解を示すホワイトナイトなどの代替的買収者の出現を図る機会)を確保している。その具体的手段として、米国ではライププランと社外役員制度が、英国ではパネルでの現場に即した柔軟な運用に裏打ちされた強制公開買付制度が、ドイツでは日本に近い社外取締役会に近い「監査役会」による関与と強制公開買付制度等が、こうした枠組みを可能としている。株式譲渡自由の原則は主要資本主義国で適用されており買収の掃蕩およびそれに伴う経営権の帰属を決めるのは最終的に株主であるが、いかなる買収行為であっても分散化した株主が株式を売却すれば企業経営権が常に自動的に転移するという単純な法制が採用されている国は存在しないのである。

現状の日本でこうした枠組みを可能としている重要な方策がライププラン型買収防衛策である。そして3年前の指針において、ライププラン

買取防衛策の解禁の前提として、求められるべき適法性の要件と合理性の要件が整理されたが、これらの適法性の要件および合理性の要件は、主要資本主義国が買取防衛策に關して提示している買取者側と対象会社側とのバランス論に照らしても、株主・投資家側の利益保護が相當に図られた内容であった。④ それだけに、①日本の上場企業の企業価値の向上・競争力強化と②企業にリスタマーを提供する健全かつ効率的な資本市場の発展という観点から、買取防衛策に関する考え方を基本に立ち返って整理した本報告書が公表されたことは、大変意義深いと思料される。実務界としても、本報告書が大変重要なメッセージを発していることを認識して実務を進めていく必要がある。

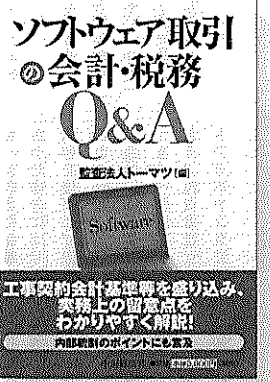
(4) 本報告書は、買取防衛策の適法性の要件と合理性の要件を整理し、買取者側と対象会社側のバランス論に照らして整理した。また、買取防衛策の適法性の要件と合理性の要件を整理し、買取者側と対象会社側のバランス論に照らして整理した。また、買取防衛策の適法性の要件と合理性の要件を整理し、買取者側と対象会社側のバランス論に照らして整理した。

買取防衛策の適法性の要件と合理性の要件を整理し、買取者側と対象会社側のバランス論に照らして整理した。また、買取防衛策の適法性の要件と合理性の要件を整理し、買取者側と対象会社側のバランス論に照らして整理した。

武井 浩(たけい かずひろ)  
1989年東京大学法学部卒業。91年第一東京弁護士会登録。96年ハーバード大学ロースクール卒業(LL.M)97年オックスフォード大学経営学修士(M.B.A)取得。経営産業学会「企業価値向上委員会」委員。主な著書「企業価値向上委員会」(東洋館出版)、「企業価値向上委員会」(東洋館出版)、「企業価値向上委員会」(東洋館出版)等がある。

# ソフトウェア取引の会計・税務 Q&A

監査法人トーマツ【編】  
A5判 376頁 定価3,780円(税込)  
中央経済社刊



IT技術はますます高度化し、ハードウェアの高性能化と価格の低下が急激に進んでいる。こうした環境の中で、従来ごく一部の大規模企業で設備投資余力のある企業だけが利用できたコンピュータシステムも中堅企業・中小企業まで広く活用できるようになった。さらに、インターネットの急速な普及によりオンラインゲームやネットショッピングといったコンピュータ向けのサービスを提供する産業も急速に拡大している。これらIT産業の急激な拡大はさまざまな会計取引を発生させ、これまでにも多数の会計基準が公表されてきた。

中でも平成19年12月27日に公表された企業会計基準15号「工事契約に関する会計基準(企業会計基準委員会)」および同日公表の企業会計基

準適用指針18号「工事契約に関する会計基準の適用指針(企業会計基準委員会)」に対する実務対応に注目が集まっている。同基準は受注制作ソフトウェアの売上計上基準を、原則として、進行基準とすることを定めたものである。従来、請負に関する売上計上基準は、完成基準とされ、例外的に進行基準の選択適用が認められていたわけであるが、これを大きく転換するものだからである。