



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	法の経済分析研究会(3) : 我が国の敵対的買収と防衛策をめぐるルール形成
Author(s)	松中, 学
Citation	新世代法政策学研究, 2, 363-396
Issue Date	2009-07
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/43675
Type	departmental bulletin paper
File Information	2_363-396.pdf



わが国の敵対的買収と 防衛策をめぐるルール形成

松 中 学*

1 はじめに

1.1 序

わが国でも近年、敵対的買収が立て続けに生じ、それに伴い裁判例や行政機関、自主規制によるルール形成がなされている。そして、外国法の検討や経済分析を含む敵対的買収に関する研究が活発に行われている。

しかし、多様なルール形成が行われ、また、他国と同様に敵対的買収が多分に政治的な問題であるにもかかわらず、わが国の法ルールの形成そのものに着目した研究はほとんど行われてこなかった¹。これは、アメリカ

* 本稿は2008年12月の法の経済分析研究会における報告にもとづく。研究会では、瀬川信久教授、家田崇准教授、川村力准教授、後藤元准教授、得津晶准教授、藤谷武史准教授、宮澤信二郎准教授を含む多数の方から貴重なご教示を賜った。また、京俊介氏（日本学術振興会特別研究員）には資料の提供と助言をいただいた。最後に、お名前は伏すが、本稿で扱ったものとは別のものも含む政策形成に携わる方々からも、ご教示をいただいた。記して感謝申しあげる。残された誤り、ご教示を活かしきれていない点は筆者の責めに帰すべきものである。

¹ わが国の敵対的買収に関する法ルールの形成についての本格的な研究としては、Curtis J. Milhaupt, *In the Shadow of Delaware?: The Rise of Hostile Takeovers in Japan*, 105 COLUM. L. REV. 2171 (2005) が最初であろう。近時、わが国の研究者もこのような観点からの説明を行いはじめている。例えば、Kenichi Osugi, *Transplanting Poison Pills in Foreign Soil*, in TRANSFORMING CORPORATE GOVERNANCE IN EAST ASIA 36 (Hideki Kanda, Kon-Sik Kim & Curtis J. Milhaupt eds., 2008) や神田秀樹ほか「(座談会) 企業

において、最も重要なデラウェア州を含む会社法の形成について連邦制を背景とする州間競争の存在・不存在、その方向（race to the bottom か top か）、アクターの利害との関係について様々な議論が展開され、会社法学の層をより厚いものとしてきたことと対照的でもある²。

なぜこのような研究が行われていないのかはさておくとして³、法ルールの形成、特に誰がルールを作っており、どのような利害を持ったアクターがどのように関わっているのかを明らかにすることは、1.2.2 で述べるとおり重要な意義があると考えられる。そこで、本稿はわが国における敵対的買収に関する法ルールのうち取締役会限りでの防衛策の導入・発動に関するものに焦点を当てて、上記の観点から検討する。

1.2 問題と意義

1.2.1 問題意識

本稿の基本的な問題意識は、敵対的買収の規整を誰が作っているのか、より具体的にはどのような利害を持つアクターがどのように関わり合っており（法）ルールが形成されているのかというものである。具体的な問題設定は、1.2.3 で述べる。

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」ソフトロー研究12号143頁、146-65頁（2008）の議論を参照。

² MARK J. ROE, STRONG MANAGERS WEAK OWNERS: THE POLITICAL ROOTS OF AMERICAN CORPORATE FINANCE (1994) やROBERTA ROMANO, THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW (1993) とそれらに続く研究が代表的である。また、Lucian Arye Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435 (1992); Marcel Kahan & Edward Rock, *Symbiotic Federalism and the Structure of Corporate Law*, 58 VAND. L. REV. 1573 (2005) も重要である。利益集団に関しては、Jonathan Macey & Geoffrey P. Miller, *Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*, 65 TEX. L. REV. 469 (1987) 参照。

³ アメリカにおける研究は連邦制度を背景としたものが多く、紹介することは可能でも、わが国にあてはめて議論することは難しい、実益を見出しがたいという理由があったのかもしれない。

1.2.2 意義

そもそも、「誰が」ルールを作るのかを問うことに何の意味があるのだろうか。敵対的買収については、比較法的にみても多様なルール形成の担い手が存在する。例えば、イギリスでは現在でも実質的には自主規制による規律がなされているし、デラウェアでは事業結合規制は存在するものの、重要な部分は判例法に委ねられている。わが国では、専ら防衛策の導入・発動を扱う規定は存在せず、主として会社法210条・247条といった解釈の余地の広い条文が適用される。このように、立法が必ずしも積極的に介入しないこともあり、様々な担い手が関わりうる状況がみられる。わが国の場合は裁判所・行政機関・自主規制機関のいずれもが様々なレベルで活動しているため、単なる整理としても「誰が」ルールを作っているのかを明らかにする意義はあると考えられる。

また、誰が法ルールを作るのか、そこにどのような利害を持つアクターがどのように影響を与えているのかを明らかにすることには、より大きな意味がある。ある法ルールがなぜ存在するのか、なぜ他国と異なるのかについて、法ルールの形成に着目する説明が有効になることがあるからである。実際、敵対的買収・防衛策に関する各国（特にアメリカ（デラウェア）とイギリス）の法ルールの差異に関して、近時の研究では公共選択の観点からの説明が重視されている⁴。

さらに、このような記述的な研究は直接には法ルールの内容に関する規範的な議論とつながらない（つなげてはならない）としても、少なくとも将来における規範的な議論の基礎になると思われる。前段落で述べたことを裏返すと誰に法ルールの形成を行わせるのかは、（ある程度は）その内容を規定すると考えられるからである。

⁴ See, e.g., Geoffrey Miller, *Political Structure and Corporate Governance: Some Points of Contrast between the United States and England*, 1998 COLUM. BUS. L. REV. 51; Paul Davies & Klaus Hopt, *Control Transactions*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 157, 190-91 (Reinier R. Kraakman et al., 2004); John Armour & David A. Skeel, Jr., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?: The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, 95 GEO. L.J. 1727 (2007).

1.2.3 問題設定とアプローチ

以上の問題意識に立ち、次の具体的な問題を設定した上で分析を進める。

1. 裁判所はルールを作ってきたのか？ 従来から下級審裁判例において「主要目的ルール」が形成されてきたし、近時はニッポン放送事件以降、相次いで裁判例において判断が示されている。そうすると、わが国の防衛策に関する法ルールの少なくとも基本的な部分を作ってきたのは裁判所であることは疑いがないようにもみえる。

それでは、ニッポン放送事件以前に裁判所が構築してきた「主要目的ルール」とは、どのようなルールなのだろうか。**2**では、まず、ニッポン放送事件以前の主要目的ルールを分析し、裁判所はどのような政策判断とルールを採用したのか、あるいはしなかったのかを検討する。そして、なぜそのような判断をしてきたのかを明らかにする。次に、ニッポン放送事件以後では、裁判所の判断の何が変わり、なぜ変化したのかを検討する。

2. 行政（経産省）がルールを作っているのか？ **2.3**でみるとおり、ニッポン放送事件以後の裁判所の判断の変化には経産省の影響があったと考えられる。もちろん、企業価値研究会・経産省に法ルールを作る公式の権限があるわけではない。それでは、どのようにルールの形成に関わり、そこにはどのような利害を有するアクターが関係しているのだろうか。

3では、行政機関の行動について、中心となってきた経産省、特に企業価値研究会に着目して分析する。ここでは、企業価値研究会に参加しているアクターが有するであろう選好とインセンティブを明らかにした上で、平成17年の企業価値報告書を中心に、行政のルール形成への関与がどのように行われたのかを分析する。

3. わが国の防衛策のルール形成はどのように表現できるのか？ **4**では、それまでの検討をもとに、わが国の敵対的買収の防衛策に関するルール形成について、裁判所と行政（経産省・企業価値研究会）の相互作用の中でルールが形成されていることを示す。そして、そこから導かれる示唆と、このようなルール形成の望ましさについて検討する。

2 裁判例の分析－わが国の主要目的ルール

以下では、主要目的ルールがどのようなもので、なぜ裁判所がそれを採

用したのかを検討する。なお、既に別稿で検討した内容なので詳細は省略し、概略を述べる⁵。

2.1 ニッポン放送事件以前

2.1.1 裁判例の展開

現在の公開会社における新株発行の規整の基礎が作られた昭和41年商法改正以前は、数度の改正がなされたこともあり、裁判例における不公正発行の判断枠組は明確なものではなかった。同年改正後の最初の裁判例では、「真に資金調達の実効性がある」場合には取締役会の裁量を広く認め、少数株主を排除する意図が窺われても無関係であるとしていた⁶。

昭和40年代の後半になって、新株発行の主要な目的に着目する裁判例が登場しはじめた。上場会社において総会屋による株式取得に対抗して第三者割当を行った事案だけでなく、閉鎖会社における事案もあった⁷。これらの裁判例は、専ら不当な目的（主観的な動機）の達成のため、あるいは不当な目的が正当な目的に優越している場合に不公正発行とするものであり、不当な目的としては特定の株主の排除が、正当な目的としては資金調達が主にとりあげられていた⁸。

その後、バブル経済の時期にいくつもの裁判例が登場し、主要目的ルールが定着していった。その中には、グリーンメイラーと評価できる仕手筋による株式取得に対抗した事案も1件あったが⁹、そのような事情が窺われない敵対的買収への対抗の事案も複数あった¹⁰。これらの裁判例の主な

⁵ 詳細は、拙稿「主要目的ルールの検討（一）（二・完）－主要目的ルールとは何か、そしてなぜ裁判所はそれを採用したのか」阪法57巻6号1011頁、阪法58巻1号87頁（2008）。

⁶ 新潟地判昭和42年2月23日判時493号53頁〔小林百貨店事件〕。

⁷ 前者は、大阪地決昭和48年1月31日金商355号10頁〔第一紡績事件〕、後者は、例えば、大阪地堺支判昭和48年11月29日判時731号85頁〔恵美寿織物事件〕。

⁸ この時期に既に資金調達以外の目的も正当な目的として掲げられていた。恵美寿織物事件・前掲注(7)（再建計画に協力した取引先や従業員への割当て）。

⁹ 大阪地決昭和62年11月18日判時1290号144頁〔タクマ事件〕。抗告審決定は大阪高決昭和62年11月24日民商100巻1号30頁。

¹⁰ 東京地決昭和63年12月2日判時1302号146頁〔第一次宮入バルブ事件〕、東京地決

傾向は、新株発行の主要な目的を問題としつつ、正当な目的が存在すればおおむね差止めの仮処分を認めないというものであった。債権者株主の持株比率の低下や発行の決定のタイミングなどの要素から不当な目的が存在しそうな場合でも、正当な目的（専ら資金調達が主張された）が不当な目的に優越していることまで会社側に疎明を求めるものではなかった。

他方で、新しい傾向も登場していた。忠実屋いなげや事件では、取締役会が支配権争いの帰趨を決めることを否定する機関権限分配秩序説に立つと思われる判断がなされた。そして、支配権争奪局面か否かを区別し、支配権争奪局面にある場合には、支配権維持が主要な目的ではなくても特定の株主の持株比率が著しく低下することを認識しつつ新株発行を行う場合には、会社がそれを正当化する合理的な理由を示す必要があるとされた。この事件は、同じ買収者に狙われた2つの会社が相互に新株発行を行おうとしたという特異な事案であった。そのために厳しい判断がなされたのか、2ヶ月もたたないうちに同じ東京地裁の同じ部に係属した第二次宮入バルブ事件では、以前の判断枠組を維持した判断が示された¹¹。

バブル経済崩壊後、しばらくの間は裁判例があまりみられなかったが、平成16年に複数の裁判例が登場した。いずれも敵対的買収ではなく、むしろ支配株主と経営陣の対立であった¹²。判断枠組の概要は、やはり新株発行の主要な目的に着目し、支配権維持目的が「ないとはいえない」場合であっても、正当とされる資金調達の目的（必要性）があれば不公正発行とはしないというものであった。もっとも、支配権争奪局面か否かという忠実屋いなげや事件で示された区別を汲むものもあり、さらに、調達した資金の使途については従来より相当に細かく審査されていた¹³。

平成元年7月25日判時1317号28頁〔忠実屋いなげや事件〕、東京地決平成元年9月5日判時1323号48頁〔第二次宮入バルブ事件〕。

¹¹ 忠実屋いなげや事件・前掲注(10)と第二次宮入バルブ事件・前掲注(10)では、3人の裁判官のうち裁判長を含む2人は同じであった。

¹² 例えば、東京高決平成16年8月4日金法1733号92頁〔ベルシステム24事件抗告審決定〕、大阪地決平成16年9月27日金商1204号6頁〔ダイソー事件〕。

¹³ この時期の判断枠組が最も明確に示されているものとして、東京地決平成16年7月30日判時1874号143頁〔ベルシステム24事件原決定〕。

2.1.2 主要目的ルールとは何か？

この時期までの主要目的ルールとは何だったのだろうか。新株発行の主要な目的により判断するといっても、「正当な目的」「不当な目的」の身次第でどのようなルールにでもなる。そうすると、これらの内容の基礎にある何らかの政策判断がルールの本質といえるだろう。例えば、取締役会は株主を選んではならない、あるいは逆に企業全体の価値を考慮して特定の株主を排除してもよいといった内容である。

しかし、主要目的ルールはそのような政策判断にもとづかずに運用することも可能である。すなわち、対立した考えにもとづいて「正当な目的」と「不当な目的」の双方を掲げ、事案に応じていずれかの目的だけを認定してどのような結論を出すこともできる。この場合は、裁判例の示してきた主要目的ルールの本質は「空」といえる。

それでは、裁判例ではどうだったのか。この時期までの裁判例では、正当な目的として資金調達が主にあげられ、これは授權資本制度にもとづいて取締役会が機動的な資金調達を行うために新株発行の権限を有することから正当化されている。他方、不当な目的としては、取締役会による支配権争いへの介入が原則として肯定されないことを前提に、支配権維持目的が掲げられている。そして、両者が衝突しそうな場合に、いずれが優先されるのかは明確にされずに結論が示される。

そうすると、結局のところ裁判所が政策判断を回避していたといえるのではないだろうか。支配権維持目的がありそうな事案でも、それとは論理的に無関係なはずの（それなりに合理的な）資金調達の必要性が存在すれば不公正発行ではないとしてきたことからすると、機関権限分配秩序説のような考えにたっているとはいいい難い。それでは、取締役会の裁量を明確に広く認めているかということそうでもない。資金調達のためであれば支配権維持や少数株主を排除する意図は無関係とする小林百貨店事件の判断枠組は維持されず、また、不公正発行と判断する場合には不当な目的として支配権維持目的を認定している¹⁴。

¹⁴ もっとも、不公正発行について判断を示さずに有利発行であるとだけ判断することもありうる。東京地決平成16年6月1日判時1873号159頁。

2.2 ニッポン放送事件以後

取締役会が支配権争いに介入できるかどうかについて政策判断を回避してきた裁判例の姿勢は、ニッポン放送事件から明確に変化している。第一に、支配権争奪局面において取締役会限りで導入・発動する防衛策、とりわけ支配権争いに決着をつけるものについて、非常に厳しい姿勢をとることが示された¹⁵。これは、株主が取締役を選任するのであって、選ばれる立場の取締役らがたとえ自分たちの経営方針が買収者のものよりも合理的であると信じた場合であっても、株主構成の変更を主要な目的とした新株・新株予約権の発行は認めないとするものであった。この基本的な姿勢自体は、かつての忠実屋いなげや事件とは異なり、その後も否定されてはいない¹⁶。

その一方で、事前の段階において取締役会限りで防衛策を導入することは否定されていない。ニッポン放送事件でも第一審決定はこのことに言及し¹⁷、その後の日本技術開発事件では、買収者に対して合理的な範囲内で情報提供を求めるための手段として、株式分割が肯定された¹⁸。ただし、事前にと取締役会限りで導入し、発動するタイプの防衛策については、これまでの事案との関係から、必ずしも明確ではない。

2.3 主要目的ルールの形成と変化の説明

以下では、従来の主要目的ルールにおいてなぜ政策判断が回避され、その後変化したのかについての説明を示す。ニッポン放送事件以前に政策判

断を回避したまま主要目的ルールが形成されたのは、裁判所が置かれた状況からすると裁判所にとってそれが合理的な判断だったからではないだろうかというものである。

まず、(1)不公正発行は仮処分で争われることが多く、時間的な制約が非常に厳しい。紛争の性質上、提訴から2週間程度で判断する必要がある。次に、(2)不公正発行は敵対的買収への防衛だけで問題になるわけではなく、主要目的ルールは潜在的な適用範囲が広い。平成2年商法改正までは閉鎖会社の事案でも適用されるものであったし、現在でも大株主と経営陣の対立の中での新株発行なども不公正発行の問題となる。そのため、一定の政策判断をするためには、他の問題についても考慮する必要がある。

さらに、(3)この時点では敵対的買収への防衛について、立法だけでなく、行政による何らかの判断も自主規制も存在せず、裁判所が何らかの政策判断を示す際に参照できる有力な手がかりはなかった¹⁹。取締役会が支配権争いに影響を与える新株発行を行うことを原則として認めないとする有力な学説もあったが、方向性が固まっていたわけではない。そして、(4)比較的早い時期から裁判所が認識していたであろう問題のある株式の大量取得への現実的な対応としての第三者割当を否定することも、世論による非難を考慮すると困難であった²⁰。

以上の状況では、裁判所が政策判断を示すことは、時間的制約の中で他の事案への影響も考慮し、参照できる政策判断もないままに（どのような内容であれ）社会的に非難を浴びる可能性が高い選択であった。しかも、主要目的ルールは2.1.2でみた柔軟な構造のものであり、どのような結論でも出せる。そうだとすると、裁判所は事案ごとに自らが妥当だと考える結論を出し、政策判断は回避したままにすることが合理的になる。

しかし、ニッポン放送事件以後、これらの要因のうち(1)以外のものが

¹⁵ 東京高決平成17年3月23日判タ1173号125頁〔ニッポン放送事件抗告審決定〕。

¹⁶ ブルドックス事件第一審決定（東京地決平成19年6月28日民集61巻5号2243頁）は、ニッポン放送事件との整合性を明確に示している。最高裁決定（最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁）はそれほど明確ではないが、株主の賛成を重視していることから、少なくともニッポン放送事件各決定の基本的な姿勢と整合的ではある。ただし、抗告審決定（東京高決平成19年7月9日民集61巻5号2306頁）は、取締役会限りでの防衛策については明言していないが、整合的ではないと見受けられる部分もある。ブルドックス事件と他の裁判例の関係につき、田中亘「ブルドックス事件の法的検討〔下〕」商事1810号15頁、22-23頁（2007）参照。

¹⁷ 東京地決平成17年3月11日判タ1173号143頁。

¹⁸ 東京地決平成17年7月29日判時1909号37頁。

¹⁹ 性質は同じではないが、有利発行については証券業協会の自主規制が存在し、裁判例にも取り込まれていた。近時の事例として、東京地決平成16年6月1日・前掲注(14)。

²⁰ ただし、不公正発行にかかる事案で（関連する事案も含めた）裁判例から総会屋や仕手筋など、明らかに問題のある者の関係が窺われるのは、2件（第一紡績事件、タクマ事件）だけである。

大きく変化した。(2)については、ニッポン放送事件や以後の事件が敵対的買収とそれに対する防衛であることは当事者の主張などからも明確であったため、他の事案との区別も明確であった。

筆者がより重要だと考えているのは、企業価値研究会における提言の形成およびそれを受けた複数の官庁のコンセンサスにもとづく指針の形成である。これらは、(一応)株主の利益を尊重すべきこと、およびより重要なものとして、取締役会限りのものも含む事前導入の防衛策を一定程度認めることを示し、公表以前から裁判所はその内容を把握していた²¹。前者は大まかにいえばその後の裁判例の姿勢と共通している面はあるが、必ずしも一致しているわけではなく、裁判所の判断にそのまま反映されたものでもない²²。むしろ、事前導入の防衛策を認めるべきであり、法的にも可能だとする官庁を含めた関係者のコンセンサスが形成されたため、懸念の大きい支配権争いの帰趨を決める新株・新株予約権の発行を認めなくても(3)および(4)の問題をある程度解決できると認識されたといえる。

以上のとおり、裁判所は自らを取り巻く状況に合理的に反応して主要目的ルールを形成し、状況が変化した(特に他の関係者による政策形成)ことに反応し、新たなルールを形成していると考えられる。

3 経済産業省・企業価値研究会

3.1 企業価値研究会の提言と指針

平成16年9月からスタートした経産省の企業価値研究会は、17年4月に『論点公開』を公表した²³。同年5月27日には『企業価値報告書』(以下、本文では「平成17年の報告書」とする)が公表され、同日、経産省と法務省の連名で『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」)が公表された²⁴。両者には差異もあるが、買収が始まる前の段階における取締役会限りでの防衛策の導入(および発動)を認めつつ、過剰なものを排除するという方向性では一致している。そして、平成18年3月31日に『企業価値報告書2006』が、20年6月30日には『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』(以下、本文では「平成20年の報告書」とする)が公表された。

3.1.1 提言の概要

以下では、平成17年の報告書を中心に提言の概要を示す。

1. 「企業価値」 企業価値報告書では、防衛策の是非を判断する基準として「企業価値」の概念を掲げ、企業価値を損なう買収を排除し、かつ企業価値を高める買収を排除しないという基準を提唱する²⁵。ここから、企業価値を害する「脅威」がある場合には防衛策が認められる一方、導入・発動の際に企業価値を害したり、企業価値を高める買収を阻止するものは認められないこととなる。

平成17年の報告書では、その企業価値の内容について、ステークホルダーの利益との関係で株主価値と乖離する可能性を指摘しているが、指針では、防衛策の「導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的をもって行うべき」とし、「株主共同の利益」を「株主全体に共通する利益の総体」と定義する²⁶。そして、平成20年の報告書は指針の方針を踏襲し、「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」と定義している²⁷。

これらの持つ法的な意味は別として、ここから平成17年の報告書における「企業価値」とそれを基準とするという枠組が利害関係者、特に株主側と経営者側の双方にとって自分に有利な意味に解釈できる程度に曖昧であったことが理解できる²⁸。

²¹ Milhaupt, *supra* note 1, at 2194 n.74.

²² 他方で、東京高決平成17年6月15日判タ1186号254頁〔ニレコ事件抗告審決定〕では、指針に言及し、同様の判断をしている。

²³ 企業価値研究会・指針の関連資料は、経産省のウェブサイト(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/ma_rule.htm と http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/committee/index.html) から入手できる。

²⁴ 両者の形成に関わった官庁は違うため、法務省と経産省の選好の相違や影響などを検討することも考えられるが、本稿では、経産省に焦点を当てる。

²⁵ 『企業価値報告書』81頁。

²⁶ 『企業価値報告書』35-36頁、『指針』2-3頁。

²⁷ 『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』1頁注2。

²⁸ See Osugi, *supra* note 1, at 51.

2. 誰が判断するのか？ 平成17年の報告書・指針はともに、防衛策の導入を誰が判断するのかについて、取締役会・株主総会の双方を想定している²⁹。すなわち、取締役会限りでの導入も可能であるとしつつ、株主総会による承認（決議要件などは別として）を得て導入する方法も明示されている。取締役会限りで導入する場合は、社外取締役などの社外者の判断を重視する判断プロセスの確保、および一定の条件を満たした場合には防衛策を発動しないとする客観的な条件を設定するという2つの手法の選択的あるいは並列的な利用によって、判断の恣意性を排除する必要があるとする³⁰。また、判断主体との関係でも重要と考えられるのが、後述の一度の株主総会で消却できるとしている点である。

発動の判断を誰が行うのかについては、企業価値報告書では取締役（会）を念頭に置いているようである³¹。その上で、導入の判断主体との関連で発動における恣意的な判断の排除の手法として上記の手法が提示されている。もっとも、導入とは異なり、株主総会を含めて発動の判断主体について詳細に検討しているわけではない。

平成20年の報告書では、発動の判断主体についてより明確に述べている³²。まず、(1)恣意的な運用がなされないことを条件として、株主が判断するための時間・情報の確保のため、および条件の交渉のためであれば取締役会が導入・発動を判断できるとする。次に、(2)買収提案の内容に踏み込んで実質的に判断を行い、買収を止めることとなる場合については、(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」には取締役会限りで発動もできるとするが、(b)時間や情報が確保されている中で、買収提案が株主共同の利益を毀損するかどうかの実質的な判断を行うときは取締役会限りでの判断に否定的である。

3. どのような場合に防衛策が正当化されるのか？ 次に、どのような場

合に防衛策が正当化されるとしているのかについてみる。これは、取締役会にどの程度の権限を認めるのかを画するものであり、政策形成の帰結としてどこまで関連するアクター（特に経営者および株主側）の利害が反映されたかという点で、以後の検討と関わる。

第一に、グリーンメールなどの弊害が大きいことが明らかな場面において防衛策を用いることが認められている³³。ニッポン放送事件抗告審決定における例示³⁴が引かれており、かなり広く防衛策を正当化するようにも読めるが、企業価値を毀損することが「明白」「明らかな」といった表現を用いているので、限定的なものと考えられる。また、いわゆる二段階買収についても併せて掲げられている。

次に、株主の判断に必要な情報・時間を確保するために用いる場合が示されている。そして、事前に関係が申し込まれず、現経営陣が代替案を出したり、ホワイトナイトを探せないような買収が行われる場合があげられている³⁵。平成17年の報告書では必ずしも明確に示されていないが、より有利な条件を引き出す交渉の手段として防衛策を用いることも肯定するものと考えられる³⁶。

さらに、「株主誤信類型」の中ではステークホルダーからの所得移転についても言及するなど、単に株主による合理的な判断の前提の確保よりも広い範囲で防衛策を認めるかのようにも読めるが、明確ではない³⁷。これ

³³ 『企業価値報告書』84頁、『指針』4頁注1。

³⁴ ニッポン放送事件抗告審決定の例示の理解については、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1746号4頁、4-5頁（2005）参照。

³⁵ 『企業価値報告書』84頁。

³⁶ ライツプランの説明の中で買収条件をめぐる交渉に資すると位置づけている点や、取締役会限りで導入する場合に恣意的な発動を避ける工夫としてあげられている「客観的解除要件設定型」の説明の中で、「買収者との交渉期間を確保する類型」が例示されているところからみると、交渉の手段としての位置づけを肯定していると思われる。『企業価値報告書』60-61、96頁。『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』9頁ではより明確に示されている。

³⁷ 『企業価値報告書』33-34、84頁。「株主誤信類型」がかなり広く防衛策を認めることにつながる可能性については、大杉謙一・近藤浩・関口智弘「敵対的企業買収防衛ガイドライン—企業価値研究会の到達点を踏まえて」家田崇ほか『M&A 攻防

²⁹ 『企業価値報告書』91-98頁、『指針』5-6頁。

³⁰ 『企業価値報告書』92-97頁、『指針』13頁。

³¹ 『企業価値報告書』91頁（「有事における防衛策の維持・発動の判断は、時間的な制約等により取締役がおこなうこととなるが（後略）」）参照。

³² 以下は『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』9、12-13頁にもとづく。

は、株主が合理的に判断できるとして、その前提を確保するための防衛策を肯定することは固まっていたものの、それ以上のステークホルダーの利害などは直ちに防衛策を正当化する理由とは位置づけられなかったものと考えられる。なお、指針にはそのような記述は見られない³⁸。

4. その他の内容—過剰な防衛策の排除 最後に、以上の内容に加えて過剰な防衛策を排除するための提言についてみる。わが国の会社法（当時は平成17年改正前商法）の下では防衛策の扱いは不明確であり、2.1 でみたとおり、裁判例でも取締役会限りでの防衛策の導入・発動が明確には肯定も否定もされていなかった。そのため、敵対的買収を恐れるあまり、経営者が非常に強力な防衛策を導入する可能性も存在していた。

企業価値研究会の提言および指針の柱の一つはこのような過剰な防衛策を否定するルールを確立するところにあつたともいえる。その内容として、(1)買収者以外の株主を平等に扱う（差別的な自己株式買付けなどを否定する）、(2)買収者が防衛策を解除する方法を残す（デッドハンド型の防衛策などを否定する）、(3)会社の売却が既に決まっている場面においては買収者による競合提案を経営陣が検討しなければならないことが示されている³⁹。これらは、いずれもアメリカ（デラウェア州）法の検討から導かれたものと考えられる⁴⁰。さらに、機関投資家の意見に触れた上で、1回の株主総会で消却を可能とするべきこと、それを支えるものとして1回の株主総会で取締役を交代させることができる制度環境の維持（期差取締

役会の否定など）を提唱している⁴¹。

3.1.2 提言の特徴

次に、3.2以降の検討のため、企業価値研究会の提言の特徴を抽出する。

1. 選択された方向性—デラウェアの影？ 企業価値報告書では、「欧米並み」の防衛策の導入といった趣旨の表記が多くみられるが、実際のところ重視していたのはアメリカ、特に主として判例法により防衛策を規律してきたデラウェア法である。企業価値報告書の内容だけでなく、記載の分量などにもこれが反映されている。

提言の内容については上でみたとおり、取締役会限りでの防衛策をある程度認める点や防衛策が正当化される状況について、アメリカ（デラウェア州法）の検討が色濃く反映されている。また、少なくとも同州で過剰とされている防衛策を排除する点も同様である。

分量では、イギリス・ドイツ・EUの合計の2倍以上をアメリカにあてている⁴²。また、わが国における防衛策に関する法ルールの導入のためにアメリカからの「示唆」が記載されているのに対して、ヨーロッパについてはそのような記載はなく、わが国の法ルールに取り込もうとする姿勢は窺われない点で質的にも扱いが異なる⁴³。

2. 防衛策に対する制限 企業価値研究会の提言は、取締役会限りでの防衛策の導入・発動を許容する一方で、一定の制限をかける内容でもある。上記のとおり、過剰な防衛策の排除についてもデラウェア州法を参照しているが、同州と同じレベルで取締役会限りでの防衛策を認めようとするも

の最前線—敵対的買収防衛指針』338頁、342頁（金融財政事情研究会、2005）参照。

³⁸『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』9頁でも、交渉手段、株主の判断のための時間・情報の確保は示されているが、ステークホルダーの利害といったより広く防衛策を認めることにつながる事情は記載されていない。

³⁹『企業価値報告書』85-86頁。

⁴⁰ (1)は、差別的な自己株式買付けが用いられた *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) と、公開買付けにおける平等扱いを定めてそれを禁ずるウィリアムズ法の下規則（17 C.F.R. §§ 240.13e-4(f)(8)(i) & 240.14(d)-10 (2008)）の影響、(2)は *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998); *Carmody v. Toll Bros., Inc.*, 723 A.2d 1180 (Del. Ch. 1998) の影響、(3)は *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986) の影響と考えられる。

⁴¹『企業価値報告書』90頁。後者については、企業価値研究会『論点公開』11頁3番目のパブリックコメントへの回答も参照。指針も同様と考えられる。『指針』6、9頁。

⁴²『企業価値報告書』40-45頁と46-53頁・58-65頁（「ライツプラン」の検討の中で、アメリカにおける防衛策および日本への示唆などを検討している。）を対照。さらに、66-68頁に各種防衛策の表も掲げられている。

⁴³『企業価値報告書』53頁、65頁（アメリカからの示唆）。ヨーロッパについては、敵対的買収に関する一定の規制の必要があること、大陸諸国では防衛策が禁止されておらず、導入可能であることを強調するための素材のようにも思われる。企業価値研究会におけるヨーロッパの規整の検討につき、日置純子「欧州企業はどう備えているか—理想と現実」神田秀樹（監修）『敵対的買収防衛策—企業社会における公正なルール形成を目指して』47頁、55-56頁（経済産業調査会、2005）参照。

のでもないと考えられる⁴⁴。すなわち、平成17年の研究会の時点でありえた選択肢の中で、経営者にとってはやや制限的に防衛策を肯定したものとすることができる。

平成17年の報告書のいくつかの点にこれが現われている。まず、原則として防衛策の導入を平時に行うべきだとしている⁴⁵。デラウェア州では、Revlon義務が存在するが、買収が始まってから導入すること自体が直ちに否定的な評価につながるわけではない⁴⁶。

次に、上述のとおり、デッドハンド型などの強力なものを排除するだけでなく、1回の株主総会で消却可能なものとするのが掲げられている。そして、利益相反の回避のために社外者による判断だけでなく、株主総会の承認を得て導入することも明示されている。

さらに、以上の具体的な提言に加えて、機関投資家の意見のとりあげ方もこのことを反映している。すなわち、機関投資家の意向がデラウェアで認められる範囲よりも狭い範囲でしか防衛策を肯定しないものであることを明示した上で、直前に述べた総会の授権と消却の双方がこの機関投資家の意向と合致していると示していることから、デラウェアよりも限定的な範囲で防衛策を肯定する姿勢が読み取れる⁴⁷。

以上を総合すると、敵対的買収への防衛に関して、必ずしも取締役会が中心となるデラウェア（あるいはアメリカ）のモデルをそのまま「コピー」したというよりも、取締役会中心のモデルを部分的に導入する一方で、それが過剰になりそうな点を刈り取り、その中で株主が大きな力を持つこと

も否定されなかったといえるのではないだろうか。すなわち、敵対的買収に対して取締役会限りでの対応も可能としつつ、株主が決定的な力を持つ可能性も残しているといえることができる⁴⁸。

3.2 企業価値研究会とアクターの選好

企業価値研究会のメンバーを踏まえると、関係するアクターとしては次の4種類が考えられる。以下、それぞれの利害と選好、およびそこから各アクターが望ましいと考えるであろう政策についてみていく。

(1) 経産省の官僚 経産省の官僚は主に事務局として企業価値研究会の活動に関わっている。同省の平成17年頃の活動（例えば、（平成17年改正前）商法の特例法）からすると、会社法の分野についても積極的に進出しようとしていたといえる。敵対的買収についても、他の官庁が法ルールの形成につながりうる（必ずしも直結しているかどうかは別として）活動を始めていた中で、経産省とその官僚は現実のルール形成に影響を与え、その主導権を握ろうとしていたと考えられる。

このような行動の背後にある官庁の行動原理については、予算の最大化や裁量権の拡大と考えても矛盾はしない。しかし、官庁の行動原理を「政治、経済、社会におけるプレゼンスの維持や高揚」という意味での組織存続⁴⁹と捉える方がより整合的である。会社法に関する分野への進出については、特例法のようにフォーマルな形で権限を拡大しても、後に法改正で会社法（当時は商法）に採用されれば、経産省の所管ではなくなる。そのため、単に裁量権などの拡大というよりは、むしろ会社法の分野でのプレゼンスの向上の方がよりよい説明となるのである。敵対的買収と防衛策についてのルールは会社法制の根幹に関わるものであり、ここでルール形成に成功することは、まさに会社法全般への経産省（産業政策局産業組織課）の「プレゼンス」を「高揚」させるものとなるため、積極的にルール

⁴⁴ アメリカ、特にデラウェア州法と比較した場合に正確にどの程度の差があるのかは難しい問題である。そもそも、デラウェア州の判例法自体、必ずしも一貫した明確なものとはいえない面がある。例えば、*Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995) と *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988); *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d 1118 (Del. 2003) をどのように整合的に理解するのかが難しい問題である。本稿では深入りは避けるが、企業価値研究会の提言はデラウェア州法よりも株主が判断に関わる場面をより多く残そうとしているように思われる。

⁴⁵ 『企業価値報告書』87頁。

⁴⁶ See, e.g., *Unocal*; *Pramount Commc'ns, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

⁴⁷ 『企業価値報告書』54-58、90、97頁。

⁴⁸ ニッポン放送事件以前の裁判例と異なるのは、取締役会が支配権争いに介入してよいのかという点について判断を示したかどうかよりも、取締役会限りで事前の防衛策の導入を明確に認めた点にある。拙稿・前掲注(5)阪法58巻1号133頁参照。

⁴⁹ 戸矢哲朗（青木昌彦〔監訳〕・戸矢理衣奈〔訳〕）『金融ビッグバンの政治経済学—金融と公共政策策定における制度変化』84頁（東洋経済新報社、2003）。

形成に関わるものと考えられる。

また、経産省の官僚は、相対立する利害関係者である経営者と株主のいずれかと同じ帰結を望み、支持するわけではない。仮に敵対的買収への防衛について立法で手当てするのであれば、上場会社全てを対象とする必要があり、特例法のような形は難しい。かといって、自らの所管ではない当時の商法・証券取引法に関して、自力で改正にこぎ着けるのは困難である(この点を含む当時のあり得た選択肢については、3.3で詳述する。)。そのような状況で実効的なルール形成に関わるには、当事者である経営者と株主を含む関係者の合意が背景となった提言を作ることが必要となり、そのためにはいずれかの関係者に肩入れした極端な帰結は避けるのが合理的なのである(そうでなければ、合意しない者が出てくる。)

(2) 弁護士 次に、企業価値研究会には M&A 業務に携わることが多い大手法律事務所の弁護士も関わっていた。現実のわが国における買収についての情報や法的な能力を有しているため、一定の役割を果たすことは不思議ではない。彼らは取締役会限りでの防衛策をある程度肯定するという選好を持つと考えられる。というのも、実際に敵対的買収の対象になるかどうか分からない段階でも、防衛策の導入などの多大なアドバイザー業務により影響力と利益の拡大が見込めるからである⁵⁰。また、アメリカ留学の経験者が多く、アメリカ(特にデラウェア州)法を基礎とすることはコストの観点から彼らにとって合理的となる。

もっとも、経営者と同じ程度にまで取締役会限りでの防衛策に肯定的になるわけではない。彼らは対象会社の経営陣からの依頼によって守る側に立つだけでなく、攻める側に立つ可能性も小さくないからである。わが国では、(少なくとも平成17年の段階で)敵対的買収のような案件を扱える法律事務所は多くはなく、企業価値研究会に委員を輩出していた著名な大手事務所が中心であろう。そのため、取締役会限りでの防衛策を基本的には認めつつも、ある程度制限することを望むと考えられる。

(3) 経営者 平成16・17年の段階では人数の上で中心的なメンバーともい

⁵⁰ See Osugi, *supra* note 1, at 51. See also CURTIS J. MILHAUPT & MARK D. WEST, ECONOMIC ORGANIZATIONS AND CORPORATE GOVERNANCE IN JAPAN: THE IMPACT OF FORMAL AND INFORMAL RULES ch.7 (近年の弁護士の影響拡大について)。

えたのが、経営者の利害を反映すると考えられる者である。彼らは、取締役会限りでの防衛策に非常に肯定的(敵対的買収自体に否定的)だと考えられる。

もちろん、経営者だからといって直ちに防衛策に肯定的とは限らない。しかし、敵対的買収が経営者の様々なコストを上げることは確かである。また、経団連⁵¹や新日鐵など敵対的買収に強く否定的な姿勢を示していた有力な団体・会社からの委員が含まれていることから、このような選好を持った経営者の利害を反映するアクターがいたといえる。

(4) 株主 株主・投資家(以下では、単に「株主」「株主側」とする。)の利益を代表すると考えられるのは、保険会社や年金基金、積極的に買収に関わる投資ファンドなどである。彼らは、高いプレミアムの付された買収を阻害する可能性のある取締役会限りでの防衛策には、否定的だと考えられる。問題のある敵対的買収に関しては、彼ら自身が(取締役会への授權を含めて)株主総会における判断を通じて決めればよいし、決める能力も有していると考えられるため、最初から取締役会に防衛の権限を与えることに否定的な選好を持つであろう。平成16・17年の段階では少数とはいえ機関投資家の代表といえる委員が含まれており、20年の段階では株主側の利害を反映するであろう委員が増えている。

3.3 提言の形成の説明

3.3.1 裁判を通じた法ルール形成への影響とデラウェア州法

上述のとおり、企業価値研究会の提言の特徴として、アメリカ法、その中でもデラウェア州法を基礎としていることがあげられる。デラウェア州法をベースにルールの形成を行うと、当然、提言の内容は取締役会による

⁵¹ 経団連は、企業価値研究会が立ち上げられて約2ヶ月くらいの時期に、取締役会限りでの防衛策を強く肯定するものと考えられる立場を表明していた。社団法人日本経済団体連合会「[意見書]企業買収に対する合理的な防衛策の整備に関する意見」(2004年11月16日)。その後、2006年には、多様な防衛策だけではなく公開買付規制の強化、さらにはアメリカの州法にみられる事業結合規制(反買収法)まで求める意見も公表している。社団法人日本経済団体連合会「[意見書]M&A法制の一層の整備を求める」(2006年12月12日)。

防衛策をある程度は肯定するものとなる。

それでは、なぜこのような選択が行われたのか。これには、内容もさることながら、経産省の官僚にとって、敵対的買収に関して当時とりえた手法がインフォーマルなルールの形成であったことが関わっている。

平成16・17年の時点（ニッポン放送事件以前の時点）において、新たなルール形成を行おうとするにはどのような方法がありえたのだろうか。一般に、立法（新規立法・既存の法律の改廃）または現行法を所与として何らかの解釈を提示するという大きく分けて2つの道が存在する。当時、商法は平成17年改正の準備中であり、ここでは周知のとおり敵対的買収への防衛については審議がなされていなかった⁵²。そのため、商法改正による対応を望むのであれば、法制審の審議事項に途中から追加するか、これとは別に行うことになる。しかし、いずれも法務省と無関係に行うのは難しい。議員立法によって別立ての改正を行うことも、全面改正により新法典を作っている最中では難しいだろう。

また、当時の証券取引法を改正する場合には金融庁に働きかけることになるが、金融庁は既に法改正を念頭に置いたものかどうかは別としてM&A研究会を有していたところであり、容易ではないと考えられる⁵³。他方で、従来の特例法のような立法も会社法の制定途中であることや、敵対的買収と防衛策という問題の性格上、全ての上場会社を対象にする必要があるため現実的ではないだろう。

以上の事情から、立法を伴う手段はいずれも非現実的なものだったと考えられる。そうすると、当時の現行法の枠内での解釈による対応を示し、それによって裁判例を通じたルール形成に影響を与えるという方法が残される。しかも、新株・新株予約権の不正発行に関する条文（平成17年

改正前商法280条ノ10・280条ノ39第4項）は「著しく不公正な方法による発行」という曖昧な文言であるため、解釈の余地は広く、裁判所によるルール形成になじむ。さらにいえば、新株・新株予約権を用いた防衛策については、差止めおよびそれを本案とする仮処分（民保23条2項）を用いて争われることがある程度は期待できる。

このように裁判所の判断に影響を与えることを通じたルール形成への関与が、現実に影響を持ちうる最も合理的な選択であった。そして、裁判所が判断に際して何らかの形で参照・採用しうる基準を提唱するには、公開買付規制による弊害への対処（これは立法が必要となる）よりも、判例の積み重ねによりルールを形成してきたアメリカ、特にデラウェア州法を基礎とする方がコストが低い。このため、経産省の官僚にとっては、デラウェアを中心とするアメリカ法をベースとすることが合理的になる。

審議された議題として掲げられているものをみただけでは、どのように資源が投下されたのか一見分かりにくい。が、議事要旨からは、アメリカ（デラウェア）に重点が置かれていたことが窺われる。また、このことは、研究会の比較的初期の時点で設定されるであろう調査事項⁵⁴にも反映されている⁵⁵。このように、経産省の官僚にとってアメリカ法、特にデラウェア州法を基礎とすることは重要であり、それが（おそらくは早い段階から）企業価値研究会の基本的な方向性となっていたといえる。

このことは、3.2 (2)でみた弁護士の選好にも合致している。実際、調査事項の中で3つの大手法律事務所が提出している資料のうち、2つの法律事務所のものはアメリカにおける防衛策をわが国でも可能とすることへ

⁵⁴ 通常、審議会などでは最初にアジェンダやスケジュールが設定されるといわれている。森田朗『会議の政治学』12-13、66-68頁（慈学社出版、2006）。調査事項もこの段階である程度は決まると思われる。

⁵⁵ 企業価値研究会の調査事項は5つ掲げられており、そのうちの1つは「米国の現状、欧州の現状～欧米ではどのような対策が採られているか？」である（『企業価値報告書』109頁）。ヨーロッパについては、この中で、内容の異なるイギリス・EU・ドイツがまとめて調査されている（『企業価値研究会における調査事項』別紙2）。他方で、アメリカについては、ポイズン・ピルの導入の実態や株価への影響などが詳細に調査され（同別紙1）、さらに、1985年以降のデラウェアの約40の判例を分析したとされている（同別紙3、『企業価値報告書』109頁）。

⁵² 例えば、神田秀樹ほか「（座談会）企業買収防衛策をめぐる法的論点と実務上の対応―『企業価値研究会』における検討を中心として」商事1731号4頁、17頁〔神田発言〕（2005）参照。会社法の立案も同様である。相澤哲・郡谷大輔「会社法制の現代化に伴う実質改正の概要と基本的な考え方」商事1737号11頁、18頁（2005）。

⁵³ さらに、公開買付規制による対処という手法は監督機関の設置などの技術的にも政治的にも難しい問題を孕んでいたと指摘されている。Osugi, *supra* note 1, at 51-52.

の課題とそれへの対応策が示されている⁵⁶。

経営者も防衛策に肯定的なデラウェア州法を基礎とすること自体には肯定的であろう。株主にとっては、デラウェア州法の影響力を考えると反対することは難しいかもしれないが、（実現可能性は別として）調査事項に一応あがってはいたイギリスのようなルールと比べると、より望ましいとはいえないだろう。なお、両者の利害の影響については3.3.3で詳述する。

3.3.2 防衛策に対する一定の制限

デラウェア州法を参考にしていたことは以上のように説明できるが、取締役会限りでの防衛策を一定程度制約している点はどう説明できるだろうか。

3.1.2 でみた「防衛策に対する制限」うち、平時導入が原則だとする点は、ニッポン放送事件の影響もあるのかもしれないが、特に機関投資家の意見の記述からは、デラウェアよりも踏み込んで防衛策に一定の制限をかける姿勢がみられる。

それでは、この帰結と3.2で検討したアクターの利害・選好との関係はどうであったのか。まず、経産省の官僚については、特に経営者よりの方向性にコミットしていたのではなく、株主側の利害にも配慮し、取締役会限りでの防衛策にも一定の歯止めをかけることを望むとしたのと同じしている。これは、提言の形成の（おそらくは初期の）段階で、調査事項として取締役会限りでの防衛策に対してデラウェアの判例法よりも否定的と予想できる機関投資家の意向の調査を含めていた⁵⁷点とも整合的である。デラウェア州法を基礎とすることを積極的に望みそうな弁護士も、買収側に立つ可能性を考えると、より制限的なものを好むのではないかと述べたのとはほぼ一致しているといえる。

他方、株主と経営者については、いずれも自らが最も望ましいと考えて

いたものからは、多少なりとも（合意可能な範囲で）離れていたといえる。株主にとっては、取締役会限りでの防衛策の導入・発動が許容される一方で、株主総会の承認というルートが望ましいものの1つとして明記され、かつ消却可能性などは確保された。経営者にとっては、取締役会限りでの導入・発動が明確に肯定されたことは望んでいた点であった。しかし、デッドハンド型のような過剰なものが制限されたのは別としても、株主総会の承認というルートの明示に加えて、極めて広く防衛策の正当化に「利用」しうるステークホルダーの利害などは必ずしも明確な位置づけを得ていない。また、社外者の判断の尊重など、肯定したいとは考えにくい点も盛り込まれている。

3.3.3 株主・経営者の利害の影響

大きく対立する株主・経営者の利害の影響はどのように説明できるだろうか。経営者側は経済団体が自民党に対して一定の影響力を持ち、これを背景に影響を及ぼすことができそうであるが、株主はどうだろうか。

経営者が組織化された団体を通じて政治的な影響力を行使しうるとの比べると、株主側は集合行為問題がより深刻なものとなる。買収防衛策を制限して（プレミアムが高いであろう）敵対的買収を促進するルール形成は、株主全体にとっては利益になる可能性があるが、ルール形成に携わらない株主を排除できるわけではない（排他性の欠如）し、非競合的であるために、集合行為の問題が生じる。小規模な株主にとっては、コストをかけてルール形成に参加するよりも他人の行動にただ乗りするか、諦めた方が合理的になる。

また、ある程度の株式数を有しているために集合行為の問題が緩和されそうな機関投資家の場合でも、組織的な行動が期待できるとは限らない。効率的な証券市場を前提とすると、投資家という顧客を求めて競争している機関投資家同士で私的な情報を共有するインセンティブはなく、経営者のようには組織形成がされそうにない⁵⁸。さらに、これまでに会社法に

⁵⁶ これは5つの調査事項のうち「日本の実態～日本ではどのような対策を採りうるのか？」の中の1つである。森・濱田松本法律事務所（『企業価値研究会における調査事項』別紙5）、西村ときわ法律事務所（同別紙6）、長島大野法律事務所（同別紙7）によるものが掲載され、前二者では、本文で述べたアメリカにおける防衛策について明示している。

⁵⁷ 「添付2：企業価値研究会における調査事項」『企業価値報告書』109頁。

⁵⁸ 証券市場における株価の形成には手に入る情報が全て反映されていると考えると、競争している機関投資家同士が超過利益につながる私的情報を共有するインセンティブは存在しない。Roberta Romano, *The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion*, 57 U. CINN. L. REV. 458, 469 (1988). もっとも、機関投資家の株

関してルール形成に積極的に関与してきたわけではなく、情報収集や組織形成が進んでいたともいい難い。

経営者にとっても集合行為問題は生じうるが、株主より少数であり、これを緩和するメカニズムとして、従来から他の目的で存在する団体を通じた行動が可能であった。何より、自らに不利益なルールが形成された場合に失うものが大きい。そのため、株主より経営者の方が自らに有利なルール形成に積極的になる。

それでは、経営者側が自民党へのロビー活動などを通じて強い影響力を行使したのか？敵対的買収に関して、経営者側のロビー活動によってルール形成に影響が生じることは現実によりうる。アメリカの州反買収法はその一例といえる⁵⁹。また、わが国でも、敵対的買収を懸念する経団連などの経営者側のロビー活動により、自民党政務調査会法務部会商法に関する小委員会の検討の終盤になって、会社法のうち合併等対価の柔軟化の施行延期（附則4項）が盛り込まれたことは周知のとおりである⁶⁰。

しかし、平成17年の報告書のための議論を行った企業価値研究会に関して、自民党の介入があった形跡は少なくとも入手できた資料からは窺われない。また、同報告書が必ずしも敵対的買収に否定的な姿勢ではなく、取締役会限りでの防衛策に一定の制約を課していることからすると、結果的に反映されているわけでもない。つまり、経営者側の利害は完全に反映されたわけではなく、自民党による経営者側のための介入もなかったのではないかと考えられる⁶¹。

式の所有割合によっては、売却可能性が低くなることでルール形成に携わるインセンティブが高くなることも考えうる。See Armour & Skeel, *supra* note 4, at 1771.

⁵⁹ See, e.g., Roberta Romano, *The Political Economy of Takeover Statutes*, 73 VA. L. REV. 111, 122-41 (1987) (コネティカット州の反買収法の制定についてのケーススタディを含む分析) ; Romano, *supra* note 58.

⁶⁰ この経緯については、相澤哲「合併等対価の柔軟化の実現に至る経緯」商事1801号4頁（2007）参照。自民党政務調査会法務部会商法に関する小委員会における取りまとめについては、委員長である塩崎恭久衆議院議員のウェブサイト（<http://www.yshiozaki.or.jp/contribution/other/050303.html>）参照。

⁶¹ これは、自民党が与党として何らの関わり合いを持たなかったということではない。企業価値研究会・経産省によるルール形成を（ある程度）許容していたとも

それでは、なぜ自民党は介入しなかったのか？そもそも、会社法に関する政策は、再選可能性を最大化しようとする議員にとって重要な問題とはなりにくい。経済的な利益の「ばらまき」を伴う政策（pork barrel）でもないし、平成17年の報告書の公表時期に近いものでは郵政民営化のように選挙で大きな争点となる問題でもない。そのため、議員が通常関心を持つとはいいい難い（実際、商法改正の内容は通常は法制審で決められてきた）。

とはいえ、議会が立法を行う以上、与党の自民党はフォーマルな権限を保有しているので、それを行使することもありうる。例えば、大きな利害を有する（政策のフォローや提案による利益が大きく、コストが小さい）利益団体が自民党に駆け込み、その結果介入することもある⁶²。合併等対価の柔軟化の施行延期はその例といえる。

そこで、平成17年の報告書の提言の形成において、自民党が介入しなかった説明が必要となる。第一のものは、自民党の選好自体が実は必ずしも経営者よりのものではなかった、少なくとも敵対的買収に否定的なもので固まっていたわけではなかったことである。

そもそも、企業価値研究会がスタートした時点における自民党の敵対的買収に対する姿勢は明確ではなかった。同研究会が開始する以前から会社法制の現代化についての検討を行っていた、商法に関する小委員会においても、17年2月以降になって対価柔軟化の是非が敵対的買収との関連で議論されたのである⁶³。そして、自民党が党として本格的に敵対的買収についての検討を始めたのは、第1期の企業価値研究会の大方の審議が終了した後であった⁶⁴。この時点で、企業価値研究会は第8回（3月7日）の審議を終えており、企業価値報告書および指針が公表された5月27日までに

いえる。

⁶² 利益団体が「火災報知機」を鳴らし、議会が反応するという議論にもとづく。See Mathew McCubbins & Thomas Schwartz, *Congressional Oversight Overlooked: Police Patrols versus Fire Alarms*, 28 AM. J. POL. SCI. 165 (1984).

⁶³ 相澤・前掲注(60)9頁参照。

⁶⁴ 敵対的買収などを（ある程度）専門的に扱う企業統治に関する委員会が同党の総合経済調査会の下に置かれたのは、平成17年3月23日である。自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会「公正なM&A ルールに関する提言」1頁（2005年7月17日）。

は、第9回が開かれたのみである。企業価値報告書の大枠となった論点公開は3月の時点で決まっていたのであり、自民党がここに影響を与えられる時点で、少なくとも党全体で敵対的買収について経営者に近い見解を形成していたとはいえない。

また、当時の自民党では、首相であった小泉純一郎がそもそも外資の進出や買収にむしろ肯定的であり、それと関連して敵対的買収を抑止することに批判的な議員もそれなりに存在していた⁶⁵。このことも、敵対的買収について否定的な方向で固まったのではなかったことと整合的である。実際にその後の企業統治に関する委員会における検討の結果は、経団連の提言ほど経営者よりのものではなく、むしろ企業価値研究会の提言および指針を踏まえ、それらを支持するものであった⁶⁶。

もっとも、対価柔軟化の施行延期については自民党が政府原案の提出直前に経営者よりの介入を行っているので、さらに説明が必要である。そもそも、会社法の制定過程では敵対的買収を明示的に扱っておらず、対価柔軟化について経営者側は敵対的買収を懸念してからの主張とは正反対の主張をしていた。ニッポン放送事件などにより敵対的買収の「脅威」が顕在化した後は、当初の主張と整合的な政策が維持された場合の不利益（政策を変更することによる利益）が大きいと認識したといえ、これは当初から敵対的買収が検討事項であった企業価値研究会の審議や指針の策定と対照的とである⁶⁷。

⁶⁵ 例えば、「外資警戒、郵政に飛び火 ニッポン放送株問題で自民、民営後の懸念」朝日新聞2005年3月1日朝刊4頁、「敵対的買収、新たな規制案浮上 自民の委員会、相手の事前同意要求」朝日新聞2005年3月30日朝刊12頁などの報道を参照。

⁶⁶ 自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会・前掲注(64)2-4頁。なお、衆議院法務委員会は、会社法案・整備法案の附帯決議において「敵対的企業買収防衛策の導入又は発動に当たり、防衛策が経営者の保身を目的とする過剰な内容とならないよう、その過程で株主を関与させる仕組みなど、早急に具体的な指針を策定し提案すること。」（附帯決議7）としており、行政によるルール形成を積極的に認めている。

⁶⁷ 対価柔軟化が敵対的買収を大きく促進するとはいえず、単に非合理的なのかもしれないが、敵対的買収が僅かでも促進されることが大きな不利益と認識したともいう。

次に、自民党にとっての介入のコストの大小という要素を導入すると両者の差がよりよく説明できる⁶⁸。これは潜在的には様々な要素から規定されるが、ここでは介入に際して選ぶう選択肢の単純さが重要だったのではないかと考えられる。

対価柔軟化も防衛策の問題も、いずれも専門性が高く情報収集や分析などのコストは小さくない。しかし、対価柔軟化については単に施行を延期する（簡単な附則を盛り込めばよい）あるいは当該部分を削除するという単純な手法が存在し、利益団体の提案を通じて容易に知ることでもある。後者は他の部分との整合性を欠くことになるなど合理的でないものであるが、単に先送りにする前者は比較的成本が小さい⁶⁹。

他方で、企業価値研究会で検討していた防衛策の問題ではそのような選択肢はみつけにくい。敵対的買収を禁じるのであれば簡単ではあるが、上記の自民党の選好や、敵対的買収に否定的なものが主流だったとはいえない当時の世論⁷⁰を踏まえると、それは現実的ではない。さらに、諸外国の関心をひいていたことも併せると、党内で合意可能かつ世論も（ある程度は）支持し、しかも国際的にみても極端ではない選択肢の提示は非常に難

⁶⁸ 政策の形成過程の分析に際して、政治家による介入にコストがかかることを明示的に取り込むべきことについて、京俊介「官庁・利益集団・政権党の戦略的相互作用—著作権法全面改正の政治過程」5頁（2009公表予定）参照。

⁶⁹ 整合性を欠くまでに合理性のない選択肢が選ばれることもありうるが、それは官僚の強い抵抗を生むだけでなく（対価柔軟化の施行延期についても法務省の官僚がいかに批判的であったのかは、相澤・前掲注(60)によく現われている）、党内でも批判が生じやすくなる。さらに、野党や世論の批判的にもなるため、コストは大きくなる。対価柔軟化の第2ラウンドといえる会社法施行規則185条・186条の制定に関しては、経団連の活動にもかかわらず、一定の対価（特に日本で上場していない有価証券）の場合だけ総会決議の要件を厳格化する（特殊決議とする）案を自民党は採用しなかった。これは明らかに合理性・整合性を欠く選択肢であり、介入のコストが大きいものといえる（ただし、第44回衆議院選挙による自民党の議員構成の変化の影響もあったのかもしれない。）。この経緯につき、相澤・前掲注(60)12-13頁参照。

⁷⁰ 例えば、『企業価値報告書』17-18頁のアンケート参照。

しく、コストは極めて大きい⁷¹。結局、非常に大きなコストがかかることも介入をしないという判断の要因になったのではないかと考えられる。

以上のとおり、経営者と株主の利害は、いずれも一方が他を大きく上回る影響を持っていたのではなく、その背景には強い政治的な介入が行われなかったとの要因がある。そして、両者がいずれも決定的な力を持っていたのではないことは、企業価値報告書では、敵対的買収について取締役会が中心となるモデルと株主（総会）が中心となるモデルのいずれかを明確に採用しているわけではない点にも反映されている。

3.4 まとめ

経産省の企業価値研究会による提言の形成について、以上の検討を簡単にまとめる。まず、経産省の官僚の選好と一致して、裁判例を通じた法ルールの形成に影響を与えることが選択され、これに伴いデラウェア州法を基礎とすることが選ばれた。このことは、政策の形成に必要な能力・情報を有していた弁護士を選好とも大まかにいって一致していた。

他方で、経営者の利害は委員の数や経団連などの活動から予想されそうな程度には反映されず、かといって、株主の利害の影響もこれとは異なる理由から、やはり決定的ではなかった。経営者らの活動によって、自民党が敵対的買収により抑制的なルール形成を求めて影響力を行使することもなかった。他方で、株主は組織的な行動によってルール形成に影響を与えるルートを作ること自体が困難だった。いずれも自らの利害が完全には反映されなくても、経営者側は防衛策についての法的安定性、株主は過剰な防衛策の排除などの一定の成果があったために、合意しないという選択肢もとらなかったと考えられる。

結局、このような状況を反映して、取締役会限りでの防衛策を一定程度肯定する一方で、デラウェアよりは制限的な内容になり、取締役会と株主

といずれが中心になるのかは明確には決まっているわけではない状態になったといえることができる。

4 ルール形成の形と示唆

4.1 ルール形成の形

敵対的買収の防衛策の導入・発動については、（開示は別として）法令で明確に規定されているわけではなく、裁判例で主要目的ルールと呼ばれる基準が形成されてきた。裁判所は、特定の方向の判断を積極的に行うインセンティブは小さいと考えられるが、行動を制約する要因は存在する。ニッポン放送事件以前の主要目的ルールが、実は取締役会の権限について政策判断を回避してきたのはそのためであったと考えられる。ニッポン放送事件以後、裁判所の判断が変化したのは、それらの要因の変化によるものであり、特に、官庁を含む関係者の合意にもとづいて平成17年の報告書およびそれをもとにした指針が、その後の裁判所の判断の変化につながったのではないかと論じた。

もちろん、行政による提言があればそれが直ちに裁判所の判断を変えるわけではない。実際、裁判例における扱いも一様ではない。企業価値研究会の提言に法的拘束力はなく、事実上のエンフォースの手段もない。そのため、裁判例を通じたルールの形成（裁判例の「解釈」による修正の提言もありうる）を狙うことになる。もっとも、将来、仮に行政（企業価値研究会）が何らかのエンフォースの手段を手に入れば上記の形は変化する⁷²。これには、例えば、証券取引所が参加し、提言に反する行動に対して上場廃止などのサンクションを課すなどの方法が考えられる。

現段階で、企業価値研究会の提言や指針が影響力を持ちうるのは、行政が関わっていることに加えて、利害関係者が合意し（ある程度）受け入れていること、および与党が支持している（少なくとも反対しない）ことが

⁷¹ 利益集団が与党に対して選択肢を提供することも考えられるが、わが国では有力な経済団体でもルール形成に消極的であるとの指摘（江頭憲治郎「経済団体等による法の形成・執行と利益相反問題」江頭憲治郎・碓井光明（編）『法の再構築 [I] 国家と社会』193頁、194頁（東京大学出版会））を踏まえると、彼らにとってもコストは大きいとも考えられる。

⁷² 本文で述べたのとは異なるが、企業価値研究会が Panel のような機関になる可能性は、Curtis J. Milhaupt, Developing Takeover Law and Policy in the U.S. and Japan, Keynote Address at the University of Tokyo Global COE Symposium: Hostile Takeovers and Defenses: Implication from Delaware Law (Dec. 12, 2008) で示された。

重要ではないかと考えられる。そうすると、経産省が影響力を増大させようとするのであれば、当事者である株主・経営者の側の合意の形成を可能とするように動くであろう。単に裁判所が採用しうる選択肢のカタログを提示するというよりも、むしろ対立する当事者も受け入れ、ある程度実務に影響している点で裁判所が受け入れやすい選択肢を提示しているのである。この点で単なる政策の提言とは異なり、ルール形成の一角を担っているといえるのではないだろうか。

以上のとおり、裁判所だけでなく、利害のあるアクターを背景とした行政（企業価値研究会）が相互に一定の影響を与える形でルールが形成されているのではないかと、そしてそれは政治が積極的には介入しないという条件に支えられているというのが本稿の主張である。これは、デラウェアにおけるルール形成とも、それとは異なるイギリスのものとも、あるいはEUにおけるものとも異なった形である⁷³。このようなルール形成の形には複数の道筋が存在することから、修正に向けた動きは頻繁になる一方で、常に統一されたルールが存在するわけではないことになる。

4.2 ルールの行方

上で述べた裁判所と行政の相互作用によるルールの形成が行われるとすれば、防衛策に関するルールの行方はどうなるといえるのだろうか。裁判所が最終的に（立法がなされない限り）拘束力を持つ法ルールを形成でき、企業価値研究会における提言の形成は当事者の合意をベースとしていることから、アクターの利害は完全には反映されない。とりわけ、経営者も株主も決定的な力を持つには至らない。このため、究極的に防衛策に関する意思決定において取締役会が主になるのか、株主が主になるのかというモデルの明確な選択は行われにくいと考えられる。すなわち、そのような選択がある程度明確にしているデラウェアやイギリスの「コピー」のようなルール形成は行われにくい。もちろん、アメリカ（特にデラウェア州法）の影響は既に強く、今後も影響があるだろうが、ある程度までしか近づか

⁷³ もっとも、政治の存在が背景にあるのはイギリス（見方によってはデラウェアも）も同じかもしれない。See Armour & Skeel, *supra* note 4, at 1761-62（イギリスの自主規制が政治の「脅し」を背景に形成されたとする。）。

ないのではないだろうか⁷⁴。

これは、ニッポン放送事件以前と同様の状態にもみえる。しかし、同事件以前は有利発行に該当するか否かという点はさておくと、支配権変動に際して取締役会がその帰趨を決して良いかという次元での政策判断も回避され、したがって主要目的ルールの中身がそもそも空白に近い状態だった。それに対して、企業価値研究会の提言・指針および同事件以後の裁判例は、明確なモデルの選択は行っていないものの、それと切り離すことのできる点については防衛策について一定のはっきりとしたルールを形成してきている。この傾向が続けば、少なくとも現実に現われる問題に対処する形で一定のルールは形成され続けることになるといえる。

ただし、個別の問題にとどまらず、多くの問題を解決する予測可能性の高いルールの形成が急速に進むとは考えにくい。行政の提言は直ちに法ルールと同じ意味をもつわけではない。裁判例は事案との関係で一般化が容易ではないのに加えて、仮処分申立てによって争われることから最高裁における判断の統一も頻繁には行われにくく、下級審裁判例の数が増えても逆に整合的な理解が難しくなりうるからである⁷⁵。

4.3 ルール形成の方法としての望ましさ

それでは、以上のようなルール形成の形はどのように評価できるのか。現時点で明確に肯定あるいは否定することは難しいが、双方の評価につなげる要因をあげることにする。

まず、望ましいと評価できる可能性をみる。第一に、裁判所だけでルール形成を行う場合の問題を一部克服できる点があげられる。ニッポン放送事件以前にみられたように、裁判所は積極的なルール形成を行うインセン

⁷⁴ さらに、防衛策の導入や発動にあたっては当事者は法的安定性を求めるため、より裁判所に否定されにくい「安全な」ものを採用すると考えられるので、現実の企業の行動はデラウェアとはより異なった姿になりそうである。後掲注(78)参照。

⁷⁵ 下級審裁判例については、東京地裁商事部の判断の間では比較的整合性が保たれやすいとも考えられる。他方で、専門的な判断を行う部を持たない裁判所ではそうでない可能性が高まる。とりわけ一定の専門的な能力を有する東京地裁商事部の判断を覆せる東京高裁の判断が問題になると思われる。

タイプを持っているとはいいい難く、行政によるルール形成への動きはこれを補完するものになりうる。同事件以後は裁判所がルール形成に積極的になったと評価するとしても、政策的な問題をどこまで扱えるかは別である。防衛策の影響やありうる選択肢についての情報を集めたり、それらにもとづいて事案を超えた判断を示す能力は、他の政策的な問題と同様に行政の方が勝っているであろう。

また、そもそも裁判所は当事者による訴訟の提起があり、かつ、形式的な問題がなく、取り下げられなくてはじめて判断を下すことができる。そのため、仮に新たなルール形成や既存のルールの修正を行う用意があっても、その機会が十分にあるとは限らない。この点でも、当事者に支持されたルールや修正の候補を行政が提示することで補完が可能であり、経産省はそれを促進するインセンティブを有しているだろう。望ましいルールが明確でないことを踏まえると、頻繁な修正を行う能力とインセンティブのある者を参加させることは肯定的な評価につながりうる⁷⁶。

第二に、立法、とりわけ議員立法による場合と比べて、特定のアクターの利害ばかりを反映した極端なルールが回避されるのではないかと考えられる。裁判所によるルール形成は、政治の介入がフォーマルな形で制限され、さらに仮に介入が露見すれば世論の非難を浴びることになるため、特定の利害関係者が与党を介して影響力を及ぼすことは難しい⁷⁷。また、企業価値研究会の提言も、関係する当事者の合意が影響力の背景にある限り、極端なルールの形成は行われにくい。もっとも、これには与党が介入しない条件一本稿でみたものとしては、与党内の意見の状況や選択肢に代表される与党の介入コストが崩れなければという前提が存在する。

逆に、本稿でみたようなルール形成の形が望ましくない可能性について

もみてみよう。**4.2** でみたとおり、わが国の防衛策についてのルール形成の形は、明確に一定のモデルを選択することにはつながりにくい、これ自体は性急な選択が行われるよりも望ましいかもしれない。しかし、裁判例の判示だけでは一般的なルールは形成されにくい一方、企業価値研究会の提言や指針は、裁判所による判断がなされるまでは当事者にとってインフォーマルな行動の基準であり、法的な安定性は低くなる。

そうすると、裁判例や提言の内容の中でも、実際に防衛策に関わる当事者は裁判所に否定される可能性の低い方法を採用することになると考えられる⁷⁸。その結果が望ましいものかどうかは一律に論じることはできないが、ルール形成の際に想定していたものと異なる状態になる可能性が高くなる。また、新たな裁判例や提言が登場するたびに実務がそれに対応しようとして、「振り回される」ことにつながる（例えば、ニッポン放送事件抗告審決定の4類型）。もっとも、これは過渡期の問題であり、長期的には深刻ではないのかもしれない。

より深刻なシナリオは、裁判所の判断も統一されず、他方で行政によるルール形成（さらに他の団体による自主規制）も並行して行われて、整合性のとれない基準が複数提唱されることである。この場合には、利益集団、とりわけ経営者にとっては、一定の防衛策が明確に認められる（あるいは他の手段である程度敵対的買収に制約がかかる）場合よりもロビー活動により得られる利益（ロビー活動をしなないことによる失われる利益）が非常に大きくなり、与党による介入が生じる可能性が高くなる。さらに、そのような状況において、（必ずしも合理的ではないかもしれない）世論の反発を買うような買収が行われた場合には、一挙に極端な、あるいは非合理的なルールが形成される可能性も否定できない。

⁷⁶ 場面は異なるが、加藤貴仁「証券取引所と上場企業の管理」黒沼悦郎・藤田友敬（編）江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（下）』683頁、691-92頁（有斐閣、2007）参照。

⁷⁷ ただし、裁判所といえども与党の影響を受けないわけではなく、あくまでも相対的に受けにくいだけである。憲法上の問題などについて、そのような影響があった可能性につき、J. Mark Ramseyer & Eric B. Rasmusen, *Why are Japanese Judges So Conservative in Politically Charged Cases?*, 95 AM. POL. SCI. REV. 331(2001) 参照。

⁷⁸ 例えば、防衛策の導入にあたって株主総会決議を得ている会社が多い。藤本周ほか「敵対的買収防衛策の導入状況」商事1776号46頁、51頁（2006）、藤本周ほか「敵対的買収防衛策の導入状況—2007年6月総会を踏まえて」商事1809号31頁、37頁（2007）。

5 おわりに

本稿では、裁判所と行政の両者が防衛策に関するルール形成にあたって
いる姿を論じてきた。防衛策の導入・発動に関するルールについて、ただ
ちに規範的な提言ができるわけではないが、ルールの内容にはルール形成
の道筋、形も影響を及ぼしているとはいえよう。

本稿では、わが国の防衛策のルール形成の形とそれを成立させている条
件について、裁判例および平成17年の報告書を中心に検討し、他の事例に
よって説明を補強するために対価柔軟化についても一部でとりあげた。し
かし、他の事例の検討は、事例自体の数や筆者の能力上の制限から十分で
はないため、今後登場するであろう検討の対象としたもの以外の事例によ
って検証される必要があると考えている⁷⁹。また、証券取引所などによる
ルール形成も分析する必要がある。

⁷⁹ 例えば、平成20年の報告書における提言に沿った防衛策が今後の裁判例において
どのように扱われるかなどである。