

特集

企業再編、M&Aと労働問題

—雇用、労使関係上の課題—

バブル崩壊後、長期的な景気低迷の中で、企業は「選択と集中」を合言葉に組織再編による競争力の強化に努めてきた。M&A（合併・買収）が経営戦略の一環としての位置を占めるなか、ニッポン放送をめぐるライブドアとフジテレビジョンの攻防をきっかけに、敵対的買収が、社会・経済システムを大きく揺さぶっている。今回は企業組織再編が及ぼす、雇用・労働分野への影響を検証する。

Photo by (c) Tomo.Yun (<http://yunphoto.net>)

企業買収と従業員—雇用慣行へのインパクト

有識者アンケート

稲上 毅・法政大学教授

落合 誠一・東京大学教授

小佐野 広・京都大学教授

鈴木不二一・連合総研副所長

ロナルド・ドーア・ロンドン大学名誉フェロー

濱口桂一郎・東京大学客員教授

日向野幹也・立教大学教授

柳川 範之・東京大学助教授

吉原 和志・東北大学教授

敵対的買収・企業価値・人的資産

法政大学経営学部教授 稲上 毅



またぞろ「大買収時代」の到来などと、メディアが書き立てている。しかし、公正取引委員会「年次報告」や野村証券経営調査部「二〇〇四年の日本企業に関連するM&Aの動向」をみるかぎり、必ずしもそうではない。後者

によれば、日本企業に関連するM&Aは件数でも金額でも九〇年代後半に急増し、〇二年にピークに達したのち、二年続けて減っている。このことは、九〇年代半ばからの一〇年が「失われた一〇年」ではなく、精力的な「リストラの一〇年」であり、そのリストラもようやく一段落したかにみえる現状とよく符合している。

けれども、「大買収時代」というときの買収の意味が敵対的買収というところであれば、いま大買収時代の開闢なのかもしれない。敵対的買収とは企業の乗っ取りのこと。しかし、これまで日本では、合併も買収も話し合いによることが望ましいとされてきた。そのため、企業の乗っ取りはほとんどなかったし、あればあったでそうした行為に多くの人々が眉を顰めた。いま時代の風を受けて、この社会通念に公然と挑戦したのがライブドアであった。

乗っ取られそうになったのはニッポン放送、その取締役会は二月二三日、全員一致で大量の新株予約権をフジ

テレビに発行するという対抗策を決めた。これに対して、三月七日にすでにニッポン放送発行済株式総数の四二・二%を買って付けたライブドアは、新株予約権発行の差止仮処分を東京地裁に申し立てた。

東京地裁も、東京高裁もライブドアの主張を認めた。ニッポン放送は「債権者（ライブドア）の経営支配権取得により債務者（ニッポン放送）の企業価値が著しく毀損されること」を防ぐため、フジテレビに新株予約権を発行しようとしたが、裁判所は、「会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれに友好的な特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権発行がされた場合には、原則として、著しく不公正な方法による新株予約権発行に該当する」として、新株予約権発行差止の仮処分を行った。

しかし、裁判所はこうした場面でも「当該会社を食い物にしようとしている場合」には新株予約権発行が許されるという。いわゆるグリーンメイラーや「焦土化経営」のほか、当該会社の資産を買収者の債務弁済や弁償原資として流用しようとしている場合、当該

会社の株式の高値売り抜けという四つを例示している。

ところで、その係争における論点のひとつに、企業価値とは何かという問題がある。「一般株主の利益≠企業価値」というのがライブドアの理解である。ニッポン放送は、「企業の価値は機械や設備、無体財産などの物的資産だけでなく、個々の従業員の持つノウハウ、人的なつながりなどの人的資産から構成される。債務者などのソフト（ラジオ番組、イベントなど）を提供する会社においては、人的資産は特に重要である」という。そして東京地裁の判決文には、「企業価値とは、会社ひいては株主全体の利益をいうもの」と解することができる」とある。ライブドアの見方に近いようにみえる。しかし、そうとはばかりは言い切れない。「会社には、株主のほかにも、従業員・取引先・顧客・地域社会などの利害関係者が存在し、これら利害関係者の利益を高めることは、長期的には株主全体の利益にも沿うということができるとから、企業価値の検討にあたっては、これら利害関係者の利益をも考慮する必要がある」と一応いうことができる」としているからである。この問いに答えるにあたっては、専門家主義に陥ることなく、さきの社会通念のほか、い

ずれの判決も「従業員は極めて重要な役割を担う利害関係者である」と認めていること、今後ますます企業の社会的責任（CSR）が厳しく問われることになるだろうことを十分踏まえる必要があるように思われる。

もうひとつ興味深いのは、ニッポン放送の全従業員がこの敵対的買収に反対する旨の声明を出したことである。この点に関連して、判決はふたつのことにふれている。第一に、ニッポン放送がライブドアの子会社になっても、ライブドアの信認する新しい経営者がニッポン放送の「従業員らと十分な協議を行うとともに、真摯な経営努力を続ける可能性がないわけではない」ということ、第二に、これまでライブドアが行ってきた企業買収において「従業員らを解雇したことはなく、買収後直ちに雇用条件の見直しを進めたことはない」という事実についてである。ここには、敵対的買収者に何が求められているかが示唆されているようにみえる。

とまれ、いま敵対的買収防衛策やそのルールづくりに関心が集まっているが、この騒動に限って言えば、最後に笑った者が誰であれ、敵対的買収は「失敗」し、和解が成立したという事実は重い。

敵対的企業買収と企業価値——従業員利益との関係

東京大学法学部教授 落合 誠一

一 ライブドアによるニッポン放送買収問題は、わが国においても敵対的企業買収（ターゲット企業の経営者が買収に反対する場合は敵対的という意味である）があり得ることを強く印象付けることになり、敵対的企業買収への関心が高まっている。もともと敵対的企業買収における従業員利益の保護の問題は、それほど議論が活発化して

いない。そこでその問題に関する私の考えを述べて大方の批判を仰ぎたいと思う。

二 敵対的企業買収は、企業価値を

増加させ、あるいは毀損させる。企業価値の増加は新たな富の創出であるから、そうした買収（良い買収）は、行われ易くする一方で、そうでない買収（悪い買収）は、抑制するのが適当である。このようにみてみると、良い買収と悪い買収とを分かつ基準は、企業価値の増減である。しかしそこでいわれる企業価値とは、一体いかなる意味か。これは、きわめて重要な問題である。なぜなら企業価値をどのように理解するかによって、敵対的買収が社会的に支持できるものか、そうでないかを分かつ決定的な鍵となるからである。

三 企業価値の理解をめぐっては、基本的に二つの立場が対立している。第一の見解は、企業価値とは株主利益

であると主張する。従って、敵対的企業買収をかけられたターゲット企業の経営者（取締役）は、もっぱら株主利益が増加するか否かを考えて経営決定をすべきであると主張する。

これに対して第二の見解は、会社は株主だけでなく、従業員その他のステークホルダーのものでもあるから、経営者は、株主利益を唯一の基準として買収への対応を決定すべきではなく、従業員その他のステークホルダーの利益も考慮して決定をしなければならぬと主張する。

四 わが国においては、あるいは第

二の見解の方が優勢であるのかもしれない。しかし私は、会社法のルールとしては、第一の見解をとるべきであると考えている。確かに会社の利害関係者は、株主のみならず従業員、債権者、経営者、さらにはコミュニティなどもそうである。その意味で株主利益が他のステークホルダーの利益よりも優先するとは当然にはいえない。しかし会社は、公益を目的とする団体ではなく、あくまでも利益を創出するための経済組織であり、こうした経済組織に関する法である会社法は、この利益実現目的に適合的なルールでなければならぬ。換言すれば、会社をコントロールする権利は、会社の利益を最大化

するインセンティブを有するステークホルダーに付与しなければならない。それでは、会社の利益を最大化するインセンティブを有するステークホルダーは誰であろうか。私は、それは株主であると考えている。その理由は、株主は会社があげた利益から債権者への支払をした残余の部分を獲得できる

経済的地位（剰余権者といわれる）にあるから、会社の様々なステークホルダーのうちで最も会社の利益を最大化するインセンティブを有する存在という点にある（詳細は、拙稿「企業法の目的——株主利益最大化原則の検討——」岩波講座・現代の法7『企業と法』三頁以下参照（一九九八年）。また各ステークホルダーの利益が対立し、その調整がつかないような場合、第二の見解が主張するようなすべてのステークホルダーの利益を考慮する

経営決定は、果たして可能なのであるか。そのような場合には、それぞれの利益の優先順位を定めなければ、結局のところ経営決定はできなくなるのではあるまいか。すべての利益を考慮した経営決定は、不可能であり、かえって経営者の恣意的な決定を覆い隠すものとなると思われるのである。

五 もっとも注意すべきは、私のような立場においても、経営者が敵対的

企業買収に直面した場合に、株主利益のみ考えればよく、従業員などその他のステークホルダーの利益を考慮しなくてよいと主張しているのではないことである。会社法は、経営者（取締役）に対して、会社価値＝株主利益の増加をはかる経営決定をすべきことを要求しているというにとどまるのである

、例えば、労働法からの要請があれば、経営者はそれに従わねばならないのは当然である。経営決定をするにあたっては、場合により様々な法律分野からの規制がかかるのであり、各法律分野の規制が衝突する場合には、憲法を頂点とするわが国の法システムにおける法の適用順序に従ってその優先順位が決定されるのである。

六 会社法は、従業員利益を株主利益に優先させることはない。しかし例えば、経営決定が解雇をともなう場合、その経営決定には、会社法のみならず労働法の適用があり、従業員利益の保護は、会社法ではなく、労働法の問題となる。すなわち、解雇の有効・無効は、会社法ではなく、労働法により解決されるのである。そしてこの理は、敵対的企業買収における従業員利益の保護についても異なるのである。

敵対的企業買収と従業員技能形成

京都大学経済研究所教授 小佐野 広



敵対的企業買収それ自体が経済学的にみて効率的なものであるかは、買収企業と被買収企業の事業統合によるシナジー効果や既存経営者への規律付け効果が、企業買収によるコストを上回るかどうかにつきる。そして、企業買収のコストとは、金融コンサルタント・法律事務所等に支払う報酬費用等の直接的なコストを除けば、(i) 被買収企業の経営者の近視眼的経営戦略を誘発するコスト、および、(ii) 被買収企業の従業員技能形成を阻害する事前コスト、ないしは、(iii) 被買収企業の従業員の前までの技能形成を無駄にする事後のコスト、に大別される。本誌の性格上、ここでは、被買収企業の従業員の技能形成と関わるコストに議論を限定する。

被買収企業の従業員の技能形成を阻害する事前のコストとは、より高度な技能を従業員が形成したとしても、買収後の職場環境の変化や経営方針の変化等で解雇されもしくは離職せざるを得ない場合に、修得した技能が役に立たなくなることを恐れて従業員が技能形成の努力を弱めることから生じる事前のコストのことである。また、被買収企業の従業員のそれまでの技能形成を無駄にする事後のコストとは、敵対的企業買収が実際におきた後に、従業

員が解雇されもしくは離職せざるを得ない事態となった場合に、他の職場で職を見つけたとしても、それまで形成した技能のある部分が新しい職場で活かされないことから生じる事後のコストのことである。この二つのコストは、その企業における技能形成が他の企業で役に立たなくなる程度と、転職した場合に似たような職場で似たような仕事を見つけることができる程度、という二つの要素に依存する。

したがって、従業員間の情報共有の程度が高く企業特殊的な技能の必要性が高い産業の企業でこのコストは相対的に高くなる一方で、従業員間の情報共有の程度が低く企業特殊的な技能の必要性が低い産業の企業ではこのコストは相対的に低くなる。また、衰退産業では、産業全体として他産業への人的資源の移動が求められているわけであるから、そのような所でも、このコストは相対的に低くなる。

この視点からすると、従業員間の情報共有の程度が高く企業特殊的な技能の必要性が高い産業に属する企業群では、買収企業と被買収企業の事業統合によるシナジー効果がかなり高くない限り、敵対的企業買収の潜在的脅威は経済的効率性の上からはマイナスとなる。そのため、敵対的企業買収に対す

る対抗策としてのポイズンピルや株式持合等の導入は、一定の条件下(株主総会での承認、独立的な取締役会での買収提案の審査、国際的な時価会計基準の採用等)では認められてよいかもしれない。また、市場関係者や機関投資家の多くは、敵対的企業買収に対する従業員組合による反対表明について不快の念を隠さないが、経済的効率性に大きな影響を与えるステークホルダーとして、このケースでは敵対的企業買収に対する従業員組合による反対表明は許されるものと考えられる。

これに対して、従業員間の情報共有の程度が低く企業特殊的な技能の必要性が低い産業や衰退産業等に属する企業群では、被買収企業の従業員の技能形成と関わるコストは低いわけであるから、敵対的企業買収の潜在的脅威は経済的効率性の上からはプラスとなる可能性が高い。したがって、これらのケースでは、従業員の技能形成コストの要因を考慮したとしても、敵対的企業買収に対する対抗策としてのポイズンピルや株式持合等の導入は避けられた方がよい可能性が高い。また、敵対的企業買収に対する従業員組合の反対表明は、好ましくないものと考えられる。

ポイズンピルや株式持合等の導入が一定の条件の下で導入される事が認め

られるような産業でも、その導入に関する、いくつかの注意点が必要である。たとえば、敵対的企業買収を仕掛けた企業の買収提案が被買収企業の取締役会で議論されるとしても、そのことが単なる経営者の保身にすぎないためには、取締役会が現経営陣から独立した形で合理的な判断を下す必要がある。したがって、もし社外取締役制度が十分機能していなければ、経営者の保身のためにポイズンピルが発動される可能性がでてくることになる。

また、敵対的企業買収の対象になるような企業では社外取締役制度がうまく機能していないから敵対的企業買収を被っているとも考えられる。さらに、買収側企業が支配権を持った後に社外取締役を新たに任命し直すとすれば、この面からも社外取締役が敵対的企業買収に反対する可能性がある。したがって、買収提案が社外取締役によって判断されるとしても、そのこと自体はポイズンピルの悪用を防ぐことの十分な担保とならない。実際の所、取締役会の独立性が弱い日本企業でポイズンピル条項を認めるのは、敵対的企業買収を禁止するのに近いものがあり、そのような形で敵対的企業買収に対抗する手段に関する法制度の整備は適用条件を厳格に限定する必要がある。

「社内の声」は本当に企業経営に反映されているのか

連合総合生活開発研究所副所長 鈴木不二一



最近の日本企業のM&A件数の急増ぶりには著しいものがある。単に件数が増加しているだけではない。中身もまた大きく変化しつつある。内閣府の資料によれば、この間のM&A件数増加の主役は、投資会社を主体とする「その他金融」、「ソフト・情報」、「サービス」の三業種であったという（内閣府経済社会総合研究所「二〇〇四年の日本企業のM&A動向」）。ライブドアによるニッポン放送、フジテレビへの敵対的買収事件、いわゆる「ホリエモン騒動」は、お粗末なマネー・ゲームとしての正体を露呈して終わったけれども、その底流にある「大買収時代」の予兆は、まさに「新しい現実」として眼前に展開しつつある。

この「新しい現実」への対応において、いちばん大きな不安とリスクに直面させられているのは従業員ではないだろうか。株式会社における支配を正当化するものは、会社法の上では一株一票の資本多数決原理にもとづく株主民主制であり、当然ながら、従業員は株主を選ぶことはできない。株価操作による短期的利益極大化が目当てで、実業には一向に関心のない経営者が選任されても、それが株主の意向だといわれれば、従業員は受け入れざるをえないのが現実である。ライブドアの経

営参画に反対声明を発表したニッポン放送社員一同に、他人事ではないという共感を覚えたサラリーマンも多かったことだろう。

近年におけるコーポレート・ガバナンス改革論議で、常に焦点のひとつとされてきたのは、社内閉鎖的な意思決定と経営モニタリングのシステムに「社外の声」をいかに吹き込むかという点であった。しかし、そこで議論されている「社外の声」は、実質的には株主・投資家の声に他ならないことがほとんどである。たしかに、企業経営の社外に対する透明性も、経営者専横が暴走することへの歯止めも必要だろうけれども、株主に対する情報開示、株主によるモニタリングが重要であるとするなら、経営的意思決定の如何によって、もっとも深刻な影響を蒙る従業員への情報開示、経営に対する「発言」の確保はそれ以上に重要ではないだろうか。果たして「社内の声」、とりわけ経営的意思決定によって職業的運命を左右される従業員の声を、適切に反映される仕組みがあるといえるだろうか。

一九七〇年代には、従業員の経営参加をめぐる議論と実践が大きな高揚をみせ、ヨーロッパでは、北欧・中欧を中心に、経営参加の法的制度化が進展した。日本でも、一九七〇年代後半に

は、経営参加をめぐる議論が大きな盛り上がりを見せ、多くの提言も発表された。けれども、結果としては、日本では、経営参加の法的制度化は実現せず、一九七〇年代後半の経済危機を背景に、労使協議制の強化による経営参加が展開されることとなった。経営参加の大きな背景としては、一方で技術進歩と、他方での労働生活の質を求め、従業員意識の変化によって、強制的な経営よりも、説得と合意にもとづく経営の重要性が高まったことがある。従業員の経営参加は、ひろくいえば現代企業の性格における歴史的進化の産物ともいえる。

従業員は、経営参加は未完の課題である。いまも、一進一退の試行錯誤が繰り返されている。EUでは、一九九〇年代後半以降、グローバル化の進展に伴う企業組織再編への対応の中で、従業員も企業的意思決定に関与し、経営者とともに「変化をマネージ」していくべきであるとの考え方が提起され、従業員参加法制の新たな展開がみられるようになった。その背景として、グローバル経済と情報技術革新の時代には、従業員の高技能・高コミットメントこそが、企業の競争力を左右する、という認識がある。「ホリエモン騒動」が迷走を続けていた今年の三月には、

三年前に採択された「一般労使協議指令」が施行期日を迎え、また、五月に採択された「有限責任会社の国境を越えた合併に関する指令」でも、従業員参加の仕組みが重要な柱となっている。近年のEUの動きと対比すると、残念ながら日本における会社の中の民主主義はきわめて危うい状況にあるといわざるをえない。まず、労働組合の組織率が低下している。また、労使協議制についても、企業側のコミットの低下など、空洞化を示すような兆候がこここに現れている。さらに、この間の企業組織再編法制の整備や会社法改正において、まず優先的に考慮されたのは、資本効率重視経営をいかに促進するかという観点であって、従業員への配慮はほとんどなきに等しかった。こうした状況をふまえると、従業員の経営参加の社会的制度化について、いまいまだ、かつての熱っぽさをもつて議論して見る必要があると思われる。もちろん、従業員の声を代表して「発言」する労働組合には、経営参加の現実を強化する自前の努力が求められることはいうまでもない。

「企業ひいては株主全体の利益」

ロンドン大学名誉フェロー ロナルド・ドーア



本稿タイトルにある言葉は今年の三月、ニッポン放送の新株予約権発行案に対して、ライブドアが発行差止仮処分を申し立てたときの裁判官の判決の一句である。発行の目的が、「現経営陣の支配権を維持することを主たる目的」であるという自明な事実を指摘して、だから、「企業ひいては株主全体の利益に繋がらない」。従って差止めをべきだ。ニッポン放送の現経営陣とライブドアの諸宣言から判断して、支配権を握った場合の新経営陣とを比較して、どちらが「企業のためになるか」——その従業員、顧客、仕入れ企業などのためになるかということを経判官は判断する必要があることになる。このような、単純な株主権論への「常識の変化」を、五月中旬に衆議院を通じて、目下（五月末）参議院の審議を待っている会社法がさらに、加速するに違いない。

高く売れる例である。ドイツでは、与党の社民党党首ムンテフェリング氏が、畑も森も食い荒らすイナゴの群れに例えて、最近そういうファンドの活動を規制する必要性を唱えたが、日本ではそういう声は聞かない。こういう動きを労働組合の課題としてどう受け止めるべきだろうか。基本的な立場を大雑把に要約すれば、二つありうると思う。

1. 時勢に逆行しようとしても仕方がないから、有機的労使協調の企業実在主義日本の経営の終焉を認めて、ホンモノの資本主義の到来をむしろ歓迎すべきだ。協調の義務から来る規制から解放されるから。ストなどを辞さない、経営陣との鋭い対立になっても、あくまで労働者の利益を団結の力で守ろうとする姿勢を整えて、労働組合の原点に返る。

2. 常識の変化といっても、まだ徹底的な変化ではない。株主絶対主権体制の確立を防ぐ可能性が十分ある。ドイツと同様、法的規制を求める余地が充分あるから、まずその方向線での努力が必要。

私なら、第二のオプションを取る。金融庁・財務省・法務省などを支配している、「主義」としてのグローバルバリストは、貿易面での保護主義と、企業

形態・所得分布など自国制度保存のための金融面での保護主義の区別を弁えない人たちだから、規制にあくまで反対するだろう。しかし、経営者の中には、自己防衛だけの話でなく、敵対的買収への防衛策にばかり気を取られていれば、経営能力を「いい製品を作ること」に集中できなくなるから、規制賛成の人が多いと思う。組合の同盟者が十分いるはずである。具体的にどういう規制かといえば、企業組合のある会社の場合、敵対的買収者が、公開買付けする場合、株主に配布する資料の中で、買収者の支配権獲得後の経営方針を説明する文章だけでなく、組合のその経営方針の評価をも含まなければならぬとする。これも考えられる。現経営陣が社内で支持を得ているかどうか、買収後の新経営陣が従業員の協力を得られる確率はどのくらいかなど、株主が判断できるような文章となる。

規制を設けようとする試みが失敗して、敵対的買収が日常茶飯事になれば、第一のオプションを取るしかないだろう。もともと、ひどい経営者も十分いる世の中だから、場合によって敵対的買収者を組合が歓迎してしかるべきケースもある。そうでない場合は、敵対的買収に対する戦術として、メディアを通じて、いかにして新経営陣の手

に負えない従業員になるかを買収者に知らせること、会社の重要な顧客に働きかけること、くらいしかない。

危機的状態を待たず、常時の予防策としてできることもある。従業員としての声をコーポレート・ガバナンスに反映させるための労使協議制の法制化や、従業員代表の監査役を設ける制度が不可能なら、従業員が株主に衣替えをする従業員株持ち会を作ることも賢明だろう。また、現在の経営陣が、守ろうとするに値する経営陣であるかどうかを、土壇場になってはじめて考えるのでなく、常に考えて、組合員の意見を聞いたりするのもいいだろう。組合員へのアンケートを日本の組合がよくやるが、以下のような信任投票のような質問も入れていいかもしれない。

「敵対的買収者が現れて、今の社長などを追い出して新経営陣ができた場合、よくなると思いますか?——1. 全く考えられない、2. まずは考えられない、3. まあ、よくなる可能性はある、4. よくなる確率が高い」

現在の日本のコーポレート・ガバナンス・企業売買システムは非常に流動的な状態にある。決定的な形成にフルに参加して、有意義な影響を与えうるかは、組織力、団結力のいかにによるであろう。

「社員」考

東京大学大学院法学政治学研究所附属
比較法政国際センター客員教授
濱口桂一郎



ライブドアによるニッポン放送株買

もしれない。

ところが、そういう法学部の常識も、もう一步踏み込むと必ずしもそれほど明確なものではない。現行法体系の下でも、労務の提供は雇傭という契約に基づくものだけでなく、会社の社員として労務を出資するというものもある。合名会社の社員や合資会社の無限責任社員には労務の出資が認められ、これに対し有限責任社員は金銭、有価物のみを出資する。株式会社では社員全員が有限責任しか負わないので、労務出資は存在しない。労務提供者は「社員」でありえないというのは、株式会社の常識に過ぎない⁽²⁾。

性があつたとは言えない。

そもそも、株主価値創造革命なるものも、資本の稀少性の故にはなく、逆に世界的なその過剰から生み出されてきているように見える。そのような不自然なミームに、どの程度淘汰をくぐり抜ける能力があるのか、それを判断する権限が現行法制の枠組みにないことだけは間違いない。

取事件で面白かったのは、「株式会社ニッポン放送社員一同」の名で「私たちニッポン放送社員一同はフジサンケイグループに残るといふ現経営陣の意志に賛同し、ライブドアの経営参画に反対します」という声明文が出されたことだ。この「社員一同」というのはどういった人たちなのか。報道によれば「社員有志の呼びかけで、開局以来初の社員総会を開き、役員以外の全社員二三八人中一七七人が出席。四〇人の委任状を加えた計二一七人が全会一致で声明文に賛成した」とのことだが、日本国の法体系の下では、「社員」というのは「社団」の構成員のことだから、営利社団法人である「会社」の場合には当然出資者である株主であり、それ以外に法律上の「社員」がいるはずはない。株主総会以外に「社員総会」などというものが法律上存在しうるはずもない。法学部の学生が初めに学ぶのは、「日常、会社の『社員』だ、など」というが、私法上の『社員』ではなく、民法上は『労働者』にすぎない⁽¹⁾と

いうことである。報道によれば、ニッポン放送の「社員」たちも労働組合の設立を考え出したようなので、今回の事件は、こういう法学部の常識がようやく世間に広まりだしたということか

提供者には、それ相応の待遇をしなければ、淘汰されるからであろう。では、発明までいかなない技能や熟練はどうだろうか。法律上はこれらに特段の権利性を認めてはいない。しかし、資本に対して技能や熟練が相対的に稀少であるような環境においては、技能や熟練を有する労務という稀少資源に事実上のメンバーシップを付与し、資本提供者よりも優遇するようなミームの方が生存可能性が高くなるであろう。長期雇用慣行とはそういう事実上の労務優遇型ミームであつたといえようし、それを会社法上に明記するに至つたのがゲルマン諸国の労働者参加型コーポレートガバナンス⁽³⁾であつたといえるのではなからうか。

（追記） 本当をいえば、この騒ぎの最中（三月二一日）に産経新聞に掲載された中谷巖氏の「社員に株主を選ぶ権利はない」という「正論」の方が、フジ・サンケイグループの日頃の論調にふさわしいのではないか、といった突っ込みを入れたいところではあるが、ここでは控えておく。

資本、技術、労務という稀少な資源を提供する者が「社員」であるのは不思議なことではない。資本という稀少資源の提供者にのみ「社員」権を限定し、技術や労務という資源は雇傭契約というメンバーシップのない形で市場から調達するという仕組みは、資本に対して労務が相対的に過剰であつた資本主義形成期という特定の環境に適應した資本優遇型ミームであつたように思われる。しかし、雇傭契約に基づく労務者であつても、発明をすることで知的財産権が認められ、一般労働者とは異なる取扱いとなる。技術という稀少資源の

提供が認められ、一般労働者とは異なる取扱いとなる。技術という稀少資源の

（注）
（一）星野英一『民法概論Ⅰ』名著普及会、一四七頁。
（二）ちなみに、戦時中の会社職員給与臨時措置令では「会社に雇傭せらるる者（以下社員と称す）」という規定があつた。
（三）独、墺では監査役会、北欧諸国では取締役会に労働者代表が参加する。

提供が認められ、一般労働者とは異なる取扱いとなる。技術という稀少資源の

提供が認められ、一般労働者とは異なる取扱いとなる。技術という稀少資源の

提供が認められ、一般労働者とは異なる取扱いとなる。技術という稀少資源の

提供が認められ、一般労働者とは異なる取扱いとなる。技術という稀少資源の

「日本を変える」?

立教大学社会学部産業関係学科教授 日向野幹也



ライブドアがニッポン放送に対して行なったような敵対的買収の増加は、米国で八〇年代に起きたことの繰り返りであるという声をしばしば耳にする。確かに、堀江氏は米国にも多いと言われる典型的なグリーンメーラー(脅迫的買収者)であって、実は放送事業自体に興味はなかったことは、買収断念後の行動からもうかがえる。放送とインターネットの融合については棚上げという結論を早々に出したからである。プロ野球参入が実現しなかったときに「もうプロ野球には興味がない」と語っていたと伝えられたが、今度は「もう放送事業には興味がない」のである。

また、野球にせよ放送事業にせよ、参入規制ないし公認の参入阻止カルテルが極めて厳しい産業で自分が既存のプレーヤーの一人に代わってプレーに加わることを狙った点では共通しており、単に自分も規制の恩恵に与ろうとするに過ぎないのであって、「日本を変える」ような行動ではない。「日本を変えよう」と言いながら日本の将来のことなど何も考えておらず、単に自分の欲望を満たすためにグローバルスタンダードの体現者を僭称しただけではないか。

他方、今回のニッポン放送の敵対的買収の影響で、定款に毒薬条項などの

防衛策を盛り込む動きが非常に盛んになっているという。中には明らかに既存株主の利益を損なうようなものも含まれていて、訴訟が起きている。これは、資金さえあれば、堀江氏のような金銭至上主義の買収者でも自社を買収してしまう可能性があると思われ知らされて、全国の上場株式会社経営陣がパニックに陥っているからであろう。この意味では「日本は変」わりつつあるのかもしれない。

買収防衛策の整備はほぼ間違いない。現経営陣の利益にはなる。「敵対的」とは、現経営陣が賛成しない、というだけの意味だからである。つまり、敵対的であるからと言ってそうした買収提案が他のステークホルダーの利益に反するかどうかは分からない。まして株主の利益に反するかどうか、言い換えるとそうした買収提案に対して防衛策を整えておくことが株主の利益になるかどうかは疑わしい。いざ買収が行われてから防衛のために第三者割当増資を行うことはもちろん、予め自動増資(毒薬)条項を作っておいて買収をしかけにくくすることが、株主のためになるかどうかは、少なくとも自明でない。

さらに、「他のステークホルダー」の中にはもちろん従業員が含まれる。

買収されることは従業員にとって悪いことかどうか、これも分からない。自動的に防衛手段が発動される仕掛けが彼らにプラスかどうか分からないのである。

敵対的買収が「日本を変える」かどうかは実はこのあたりにかかっている。敵対的買収は友好的買収に比べて高つくことが多い。特にTOB合戦になった場合は値段が釣りあがりやすい。高い価格に見合うだけの買収であるかどうかは、買収完了後に買収部分をどのように作りかえられるか、どのよう

に取り込めるかに依存する。この点で雇用を整理するにあたって子会社に移植させたり再就職を世話したりという日本の雇用慣行は重要な制約になる。第一に、人員を削減して損益分岐点を下げ、高い利益率を生み出す体制を作り上げる必要があるが、この体制作りに当たっては、最も残ってほしい従業員がむしろ真先に辞めていってしまうがちであったり、雇用契約や組合との交渉の問題があつて、簡単にはいかない。

また、これを何とかクリアした場合でも、第二の要因として、退職関連費用がかさむ。特に退職給付対策を従来充分に行つてこなかった企業を買収してしまうと、買収後に(実質的な人員

削減分を含めた)希望退職者が増えて退職金負担が急増し、せっかく買った企業が高つくことになる。

第一の要因はうまく体制を作ればプラスに転ずる可能性もあるが、その成否は(敵対的)買収前には分からない。他方、第二の要因は確実にマイナスである。従って、日本的な雇用慣行の存在は、これまでのところ敵対的買収を思いとどまらせる(コストを高くつかせる)方向に作用する面の方が強いと言えるのではない。

ただし、今後の雇用慣行の動向によっては、敵対的買収の得失も変わっていくかもしれない。例えば、正社員になりたいがなれないのでパート・派遣で働く人が増えたり、製造業大手企業で期間労働者の比重が高まっていると伝えられている。こうした労働市場の動向、雇用慣行の変化が買収者の計算を左右するところは大きい。合併・買収ブームより前から労働市場の変化は起きている。合併・買収が労働市場を動かすという方向もさりながら、それと同等かそれ以上に逆の方向、すなわち労働市場・雇用慣行の変化次第で合併・買収、特に敵対的買収の増加量が左右されるという面が強いのではないかと思われる。

企業買収が日本の雇用慣行に投げかけるもの

東京大学大学院経済学研究科・経済学部助教 柳川 範之



最近になって、日本では企業買収(M&A)、特に敵対的企業買収に関する関心が高まっている。労働問題においても例外ではなく、敵対的買収の脅威が日本企業の雇用慣行や、従業員の労働環境に大きな影響を与えるのではないかとという疑問や疑念を多くの人が持っているようである。

その際に通常想定されるストーリーは次のようなものである。敵対的買収者は、高い株式価値の実現を目指して、大幅な賃金カットやリストラを行い、その過程で、その企業の雇用慣行や労働環境をずたずたにしてしまう。そのため、敵対的買収が増えてくると日本企業の雇用慣行は大きく変化してしまうのではないかと。その結果、今まで重要と考えられてきた関係特殊な投資や、人的資本への投資が損なわれ、しまい、場合によっては日本経済や日本の労働者が、大きなダメージを受けることがあるのではないかと。

しかしながら、このようなストーリーのかんがりの部分は間違った推論に基づく。たとえ敵対的買収であっても、それによって労働者の解雇がそう簡単に行われるわけではない。なぜなら、必要な労働者の解雇や雇用慣行の無理な変更を行えば、買収者自身が大きな損失を被ることになるからである。も

ちろん、中にはその企業の雇用慣行や労働状況を十分に理解せずに間違った判断をしてしまう買収者も存在するだろうが、そのような買収は結果的に大きな損失をもたらすだけなので、長続きしない。よって、買収自体が日本の雇用慣行を大きく変えるわけではない。それでは、M&Aの増加が予想される今後、日本の雇用慣行は、変化しないのだろうか。答えは、否である。今後の日本の雇用慣行は大きく変化していくことだろう。けれどもここで指摘したいのは、そこで生じる因果関係は通常考えられている上記のストーリーとは、逆だということである。M&A

が変えるのではなく、日本の雇用慣行の変化がM&Aを促しているのである。パブル崩壊後のリストラや大企業の破綻経験などを経て、若年層の雇用慣行に関する意識は急速に変化してきている。また、それに伴って人材の流動化もかなり進んでいる。その変化を読み取る形で、M&Aが増加してきているのである。その意味では、M&Aは大きな変化を後押ししているに過ぎない。したがって、たとえ買収を防止したり制限したりする動きが広がっても、この変化はとめられない。

重要なことは、人材流動化の大きな流れの中で、この動きが加速しつつあ

る点であろう。転職、リストラ、部門売却、合併、敵対的買収等が起こってくる中では、今現在同じ会社に属している社員であることの意義は、大きく変わってきたと言わざるを得ない。そのため、雇用慣行や労働条件の整備の仕方についても、今後はそれに合わせて新たなものをつくっていく必要があるだろう。

人材の流動化が進んでも、会社が組織である以上組織としてどこまで生産性が上げられるのかどうか、組織に対してどこまで貢献ができる人的資本を形成していくかがやはり重要となる。そのため、しばしば会社に対する関係特殊投資(firm specific investments)の重要性が強調されてきた。しかし、ここでのFirmが何を指すのかが、この言葉ではあいまいであり、何に対して関係特殊投資なのかははっきりしない。敵対的買収の増加は、このFirmとは何かを我々に問いかけているものであるともいえる。

実は、人的資本への投資において重要なのは、実際に生産活動や営業活動を行う中で相互依存関係の強い少人数のグループ(以下、チーム)への投資である。このようなチーム内では相互の補完関係が強く、また蓄積された人的資本もそのグループ活動に

的であり、ばらばらにしてしまうと大きく生産性を落としてしまう。もちろん、チームのサイズがどの程度であるべきかは、業種や行っている作業内容によっても大きく異なるだろう。しかしポイントは、このようなチームは法的な企業組織とは一致せず、それよりもっと小規模だという点である。たとえば、巨大商社のような大きな組織が仮にふたつに分かれたところで、ほとんどの場合、関係特殊な投資はそのまま機能する。

組織としてあるいは労働環境としては、このようなチームに対する関係特殊投資をいかに促進させて、生産性を向上させていくかが重要な課題となる。敵対的買収が行われても、本当に生産性の高いチームはそれによってばらばらにされることはない。言い方を変えれば、優秀なチームはたとえM&Aによって株主が変わったり経営者が変わったりしても問題がなく生き残る。そのため優秀なチームが形成されれば、たとえM&Aが行われても、ますます人的資本の蓄積が促進される。このようなチームをいかにうまく形成し、かつ充実させていくか、そのためにどのような制度なり慣行なりを築いていくかが、日本企業にとって課されている今後の大きな課題ではないだろうか。

ポイズン・ピル——いつ誰がどのように判断するのか

東北大学大学院法学研究科教授 吉原 和志



わが国でも、敵対的企業買収、すなわち買収対象会社の経営陣が同意していない買収が仕掛けられる事例が現れ始め、それにともない、敵対的企業買収に備えて防衛措置を講ずることを多くの上場会社が真剣に検討するようになった。敵対的企業買収を仕掛けられた対象会社の取締役会がどこまで防衛措置をとることが許されるかをめぐっては盛んに議論されてきたが、良い買収もあれば悪い買収もあり、悪い買収（「企業価値・株主利益を損なうような買収」）に対しては、取締役会は適切な防衛措置をとりうるという考え方が次第に浸透してきているように思われる。

は、発動事由が生ずる前であればいつでも名目的な価格で権利の消却を決定できるものとされる（消却条項）。

事前の（いわゆる「平時」の）防衛措置の中でも最も関心を集めているのがいわゆるポイズン・ピルである。多様な種類がありうるが、わが国で導入が論じられている典型的なポイズン・ピルは、敵対的な買収者が対象会社の株式の一定割合を取得した場合（発動事由）に、市場価格よりも有利な条件で、対象会社の株式を取得することができる権利（新株予約権）をあらかじめすべての株主に（または後の株主への分配を予定して信託銀行等に）付与する仕組みである。敵対的な買収者である株主は権利を行使できないこととしておく。また、発行会社の取締役会

ポイズン・ピル（毒薬）という名称にもかかわらず、買収者が知らずに飲んで身体に毒が回ることはない。権利が行使されれば買収者が保有している株式の議決権および経済的価値が大きく希釈化されることになるが、そうであるからこそ、買収者は買収を実行する前に権利の消却を求めて対象会社の取締役会と交渉するよう動機付けられることになる。ポイズン・ピルは、対象会社の取締役会に判断と交渉の時間・機会を与えることになる。

わが国の法制度の下でポイズン・ピルをうまく設計しうるか詰めるべき細かい論点もあるが、より根本的には、防衛措置の要否ないし当該買収の適否をいつ誰がどのように判断するのかを考えなければならぬ。

いつ——導入するかどうかを決する時点と具体的な買収提案を受けて権利を消却するかどうか（買収を受け入れるかどうか）を決する時点という二つの大きな判断時期がある。

誰が——株主総会が決するのか、取締役会に委ねるのか。裁判所の審査に服するのか。

どのように——どのような基準・手

続で判断するのか。裁判所はどのような審査基準で判断するのか。

導入するに際しては、株主の意思を尊重するために株主総会の決議を得て導入することが好ましい。取締役会の決議だけで新株予約権を発行することも可能であるが、防衛措置としての適法性を認められるためにはどのような仕組みであることが必要か。

導入段階で株主が争うとすれば、不公正発行であるとして新株予約権発行差止請求をすることになる。従来、裁判所が用いていた新株発行の審査基準である主要目的のルールによれば、資金調達と支配権の維持・強化のいずれが主要な目的であるかが衡量されることになるが、一方でポイズン・ピルには資金調達の目的はほとんど認められないし、他方でポイズン・ピルの導入は特定の株主の持株比率の低下を直接の目的とするものではない。審査基準を修正・変更する必要がある。

消却するかどうかの判断は、具体的な買収提案・交渉を前にしてなされるから、株主総会を適時に開催して判断することは難しく、取締役会に判断を授けざるをえない。しかし、取締役会の裁量権の濫用を防ぐために、客観的な判断基準を設定したり独立した社外者の判断を重視したりする仕組みを

設けておく必要がある。ただどこまでの仕組みを設けておけば適法と判断されるかは一概に言えない。

消却すべきであるのに消却されない場合、株主や敵対的買収者はどのように争うことができるか。このような場合、消却しないことは取締役としての善管注意義務・忠実義務に違反するが、現行法上、訴訟によって消却を積極的に義務付けることはできないであろう。損害賠償を請求するにしても損害の算定が困難であり、新株予約権発行無効原因に当たると解することも難しい。しかし、ポイズン・ピルが消却条項により買収者をして交渉を促す手段であるとすれば、導入するかどうかの判断よりむしろ消却するかどうかの判断が鍵になる。どのような争訟手段を認め、また裁判所はどのような審査基準を用いるべきか。

経済産業省と法務省が策定した「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」（五月二七日）は、適法性・合理性の高い買収防衛策のあり方を示しているが、右に挙げた論点がすべて解決されたわけではない。指針に従わない防衛措置が直ちに違法と判断されるわけでもなからう。本格的な検討はまだ始まったばかりである。