

企業価値と株主の評価：類型化による問題点の整理

原，弘明

九州大学大学院法学研究院：助教：商法，会社法，保険法

<https://doi.org/10.15017/15602>

出版情報：法政研究. 76 (1/2), pp.61-79, 2009-10-01. 九州大学法政学会
バージョン：
権利関係：

企業価値と株主の評価

——類型化による問題点の整理——

原 弘明^①

はじめに

一 企業価値と株主の評価、株主価値に関する判例・企業価値研究会の立場

(一) ブルドック最決の捉え方

(二) 企業価値研究会の「企業価値」概念

(三) 企業価値の分配問題

二 本稿の視点——企業価値・株主価値・ステークホルダーの価値による類型化——

(一) 企業価値・株主価値・ステークホルダーの価値による類型化

(二) 「利益の収奪（移転）」と「信頼の裏切り」理論の成

立可能性

(三) LBOの位置づけ

三 問題点の若干の整理

(一) 商事法と労働法の境界線

(二) 商事法の領域

(三) 労働法の領域

おわりに

はじめに

ステイール・パートナーズ対ブルドックソース事件最高裁決定^②において、最高裁は、本来取締役会の手にある新株予約権無償割当権限を定款変更により株主総会に委譲し、同じ株主総会の特別決議においてステイールら以外の圧倒的多数で当該無償割当ての導入を承認したという手続を重視し、ブルドックが導入した防衛策の適法性を承認した。

最高裁の基本的な考え方は、株主総会における買収者以外の圧倒的多数の株主による承認という手続的正義を重視するものの、その前提とする事実認識に大きな誤謬が含まれている場合は介入の余地なしとしない、というものと理解できる。すなわち、いかなる方法であれ、とりあえず大多数の株主の委任状や議決権行使書面を集めてくれば、買収防衛策が適法とされる訳ではないのである。

他方、企業価値研究会は、その後発した「近時の諸環境

の変化を踏まえた買収防衛策の在り方⁴⁾において、買収防衛策の適法性判断枠組みとしてのブルドック最決を基本的には認しつつも、取締役(会)の買収者との交渉における地位の重要性を説き、また従来は定義していなかった「企業価値」概念につき、「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」と明言している。

本稿は、ブルドック最決が「会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害される」という言い回しを用い、また企業価値研究会自身が「企業価値」概念を定義していなかった状況からの変化を捉えて、企業価値と株主価値の二概念の関係は、企業価値研究会の定義によってどのように整理されるか、簡単に類型化することとする。これによって、従来指摘されてきた敵対的企業買収の局面における諸問題・諸学説が、実はそれぞれ別個の領域に関する問題であったのではないか、という整理を行うおうとするものである。

順序としては、まず「一」において、この「はじめに」をやや敷衍した概説を行う。次に「二」において、企業価値・株主価値に加えて、株主以外の利害関係者としてのステークホルダーの価値という三つの概念を用いて、類型化

を行う。加えて、従来議論がかみ合わなかった諸問題について、私見の類型では異なったものを想定して議論されていたからではないか、という説明を試みる。そして、「三」において、筆者がこれから取り組むべき課題と、それがどの類型に該当するかについて概説する。「おわりに」は、簡単なまとめである。

なお、読み進めて頂く過程でどうしても通り過ぎせない問題として、「株主価値」概念をいかに理解するか、という問題がある。この定義如何によつては、企業価値と株主価値を別個と捉える本稿の問題意識が全く見えなくなってしまうおそれがある。ここでは、株主が企業買収によって得ることができた有形・無形の利益の総和⁵⁾として理解することとする。同様に、「ステークホルダーの価値」概念についても、各ステークホルダーが受ける利益の総和⁶⁾として理解することとする。

(1) h-hara@law.kyushu-u.ac.jp. 本稿は、筆者が九州大学大学院に提出した単位取得中間論文「敵対的M&Aにおける従業員地位について——使用人兼務取締役と従業員持株会を素材として——」(未公開)の冒頭部分について、内容の見直しを行い、大幅に加除・修正を施したものである。

る。もとより、なお残る本稿の問題点・誤りはすべて筆者の責めに帰する。

(2) 最決平成一九年八月七日民集六一巻五号二二一五頁。以下単にブルドック最決と呼ぶ。

(3) いわゆる買収防衛策のうちライツ・プランの一種ないしその類似型と評価できる。

(4) 経済産業省ウェブサイトに <http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80630a01j.pdf> にて入手可能。最終アクセス二〇〇九年六月一日。以下注記なき限りすべて同様。なお、本報告書を以下単に「在り方」と呼ぶ。

(5) 「有形・無形の利益の総和」という定義は一見不明確であるが、これは以下のような理由に基づくものである。後述する Shleifer Ⅱ Summers 論文が示しているように、ステークホルダーの中でも従業員が企業買収によって受ける利益・不利益というものは、必ずしも容易に可視的なものではない。アメリカなど諸外国においては、解雇やレイオフという形態によってより認知しやすい側面があるものの、日本法の下においては解雇権濫用法理(労働契約法一六条)により、解雇自体が厳しく制限されている。そのため、従業員の受ける「不利益」は、労働条件の不利益変更など、より客観的に認知し、統計化することが困難な内容である可能性が高い。そのため、ここでは「株主」と「ステークホルダー」(筆者の問題意識によれば、とりわけ従業員)を通じて評価概念として、「有形・無形の利益の総和」と

いう概念を用いた次第である。従業員が受ける利益・不利益の分析の困難さについては、後掲注(16)も参照されたい。(6) いうまでもなく、この「株主価値」「ステークホルダーの価値」の二概念は、双方がプラスとなる保証もなければ、プラスとマイナスで相殺される保証もない。最悪のシナリオの場合、双方ともにマイナスとなる場合もある。そこがまさしく、本稿が検討対象とする問題である。

一 企業価値と株主の評価、株主価値に関する判例・企業価値研究会の立場

(一) ブルドック最決の捉え方

従来の判例・裁判例は、「企業価値」の毀損というメルクマールを重視して、買収防衛策の適法性を審査してきた。最高裁レベルで「企業価値」概念が用いられたのは、言うまでもなくブルドック最決一件のみである。ブルドック最決は、「会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、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、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということ
はできない⁷⁾としてゐる。

ブルドック最決に当該表現が用いられた理由としては、
ブルドックソースが買収防衛策を導入する株主総会の招集
通知において、その旨の記載を用いたのを原々審決定が採
用したというのが実際のところである⁸⁾。しかし、
ブルドック最決の用語法を素直に理解すれば、「ひいては」
で結合された二概念は別個のものと理解せざるを得ないし、
決定文として法律論を展開するに当たって、当該表現に問
題があれば、最高裁としては、法律論の一部を構成しうる
文言として注意深く書き直す可能性が高く、これは最高裁
自身が意識的に採用した表現と解してよい。

ブルドック最決を字義通りに解せば、①会社の企業価値
が毀損され、会社の利益が害され^(十)さらに株主共同の
利益が毀損されるか否か、というように、二段階の利益の
毀損の間の連関性が必ずしも担保されないケースを含むの
か、②会社の企業価値が毀損され、会社の利益が害される
ことで必然的に^(十一)株主共同の利益が害されるという両
者間の論理的な連関性が認められる場合に限られるのか、
二様の解釈が可能であり、いずれかは必ずしも明らかでな
い。しかし、②の解釈を採用した場合には、「ひいては」

という語義を持つ特殊性が生かされないことになる。

もとより、②の解釈は、③会社の利益^(十二)株主共同の
利益が害される、というものとも異なる。③の解釈は、二
概念の区別を無用のものとし、会社の利益が害されること
と株主共同の利益が害されることを論理的に等値のもの
とみる解釈である。しかし、その場合は、「会社の利益す
なわち株主の共同の利益が害される」と表現するのが、裁
判所の一般的な用語法と考えられる。また、ここに示した
ように、「ひいては」の接続を用いることで、①②のよう
な二様の解釈が可能になることを考慮すれば、ブルドック
最決の正確な読解のためには、③の解釈は排除すべきであ
ろう。自己の決定が多義的に解釈されうる可能性を最高裁
自体が黙認したという意味で「ひいては」の語を用いたと
理解するのは、適切さに欠けると考えられるからである。
なお、最高裁はその後の決定文において、「会社の企業価
値ひいては株主の共同の利益」という表現を用いており、
「企業価値」と「会社の利益」の二概念については等値の
ものと解していると判断してよいだろう¹⁰⁾。

そこで、①②の解釈のいずれが正当なブルドック最決の
理解につながるかを検討する必要がある。結論からいえば、
①の解釈、すなわち、企業価値の毀損^(十三)会社の利益の侵

害」と株主共同の利益の侵害を同一視しない解釈が妥当であろう。この手がかりとなるのが、ブルドックソースがステイールらに対して相当額の金員を交付したことに関連する決定要旨である。当該箇所では最高裁は、「相手方（ブルドックソース・引用者注、以下同じ）は原告人（ステイール）に対して多額の金員を交付することになり、それ自体相手方の企業価値をき損し、株主の共同の利益を害するおそれのあるものということもできないわけではないが」と述べ、「ひいては」の語を接続に用いていない。この場合、ブルドックは明らかに財産的な支出を行うことになり、株主共同の利益にもダイレクトにマイナスの影響を与えることが論理必然であるからである。この裏を返せば、「ひいては」の語を用いることにより、最高裁は、企業価値の毀損と株主共同の利益の侵害が直結していないケースも想定して、「ひいては」の語を用いたものと解すべきである。

(二) 企業価値研究会の「企業価値」概念

企業価値研究会は、前出の「在り方」において、企業価値を「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」と定義している。これは、ゴーイング・コンサーンとしての企業の現在価値を把握す

る方法としてはごく標準的なものであり、これ以上理論的に適切な定義はほとんど存在しないであろう。

もともと、「企業価値報告書」¹¹⁾においては、企業価値概念は定義されておらず、「株主共同の価値」のみが概念として提示されていた。ところが、実務上本来あるべきでない買収防衛策、すなわち、企業価値を増進させるが現経営陣の交代が余儀なくされる、「よい」敵対的買収まで「防衛」してしまうような防衛策の導入ケースが出現したとされたため、企業価値研究会がかかる定義を用意したという経緯があった。¹²⁾

「在り方」の起草者らを中心とした座談会においては、株主以外のステークホルダー、とりわけ会社の従業員の価値を無視することを当然の前提とする訳ではない趣旨が強調されている。¹³⁾これは、企業価値を生み出すファクターとして株主の出資した資本だけが存在すれば足りるのではなく、直接・間接金融や従業員の労働といったステークホルダーの関与もあって初めてキャッシュフローが生まれることに鑑みれば、十分首肯できる。

(三) 企業価値の分配問題

しかしながら、上述のキャッシュフローの割引現在価値

としての企業価値概念を定立すると、次に避けて通れないのが、当該企業価値の一部として毎年生み出されるキャッシュフローの、関係当事者間の分配問題である。

敵対的企業買収は、敵対的買収者が従前の経営陣よりも効率的に、対象会社の資産（人的なものも含む）を活用することに よつて、公開買付けに応募する対象会社株主に提供するプレミアムも超える利益を上げる、というストーリーを前提としている。いわゆる企業コントロール権争奪の一面面としての敵対的企業買収の一般的理解である。¹⁴⁾

しかし、従前から、実は敵対的企業買収は従業員などのステークホルダーから株主への利益の収奪（移転）に過ぎない、という反対説が存在していたことも周知の通りである。¹⁵⁾ この理論を押し進めた、いわゆる「信頼の裏切り」のストーリーは、日本ではその非（社会）科学性を鋭く指摘した田中亘の批判¹⁶⁾によつて、下火になった印象がある。しかしながら、田中自身は、「在り方」についての批判的検討¹⁷⁾において、その基本的スタンスは変えていないものの、日本においてこのストーリーが成立する可能性を排除していない。

これら三者（ブルドック最決、「在り方」、「信頼の裏切り」理論の成立可能性）を理論的・整合的に説明する分析

基軸として、私は企業価値・株主価値・ステークホルダーの価値という三分法を念頭に置いている。この三概念を独立させると、企業価値の増減と株主価値の増減が必ずしも一致しない理論的可能性が浮き彫り（可視的）になる。企業価値が毀損するか否かと、それを株主が正しく判断できるか否かは、当然のことながら生じる可能性がある。その可能性が最も高いのが、企業価値と株主価値の増減が一致しない場合であると私は考えている。

もとより、田中が「信頼の裏切り」を批判した根本的な理由は、いわば同見解が「紙の上の議論」であつて、十分な統計（学）的裏付けを有していない（むしろ Statistic はその逆と解釈できる統計結果を認めている）点にある。私の議論も、未だ理論的整理を行うものに過ぎず、実際に「二」で示す類型化のうち、企業価値と株主価値が一致しない類型がどの程度の頻度で出現するかについては、全くの不知である。¹⁸⁾ そのため、この類型化論の検証は、適切なデータ調査と分析の能力を有する経済学者あるいは統計学者との共同研究を必要とするが、まずその前提として、利益の収奪（移転）がどのような類型に該当するか、理論的に整理すること自体にも若干の意義を見出すものである。

この仮説は、企業価値を独自の概念として定立せず、

「株主共同の価値」概念のみで議論をしてきた企業価値報告書、およびそれを下敷きにした「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」¹⁹⁾の下では、必ずしも説明として成立しうるものではなかった。しかしながら、「企業価値」概念を、概念的にであれ、「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」と規定した現在においては、株主が企業価値毀損のおそれを正しく判断できるか否かを、より可視的に説明できるものと考えられる。もとより、「企業価値」概念と「株主共同の価値」概念は、企業価値研究会においてはなお等値のものとして理解されているようである。²⁰⁾しかし、「はじめに」で定義したように、「株主価値」概念を、株主が得る有形・無形の価値の総和と捉えれば、当該概念と「企業価値」あるいは「株主共同の価値」概念は一致する保障がなくなる。ここに、株主による企業価値毀損のおその判断に歪みが生じる一端を見ることができないのではないかと考える。

以下、私見を可視的に表現しつつ、どのような場合に企業価値の毀損について株主が誤った評価をする蓋然性が高いか、検討することとする。

- (7) 前掲注(2)民集二二三〜二四頁。
- (8) 原々審決定・前掲注(2)民集二二七一頁以下参照。
- (9) 前掲注(2)民集二二二六頁。
- (10) むろん、先例としての意義はないものの、民集の「判示事項」の3および「決定要旨」の2ないし3も同様の理解を示しているものと解される。前掲注(2)民集二二二五〜一六頁参照。
- (11) 別冊商事法務二八七号一七頁以下所収。また、経済産業省ウェブサイト <http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-houkokusho-honmat-set.pdf> にて入手可能。
- (12) 「在り方」一頁本文および注2参照。また、神田秀樹ほか「座談会」企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方(上)「商事一八四二号(二〇〇八年)七頁以下(木村祐基発言)参照。
- (13) 神田ほか・前掲注(12)座談会八頁(新原浩朗発言)。
- (14) 古典的な概説として、FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW(1991) Chs. 5 & 7などを参照。
- (15) Andrei Shleifer & Lawrence H Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES (A. J. Auerbach (ed.), 1988) 33-87.
- (16) 田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩||中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略II』(商事

法務(二〇〇六年)二五一頁、二七二頁以下(初出:民商
一三二卷四二五号六二二頁、同六号八〇〇頁)。また、前
掲注(15)論文共著者のうち Shleifer が、その後の別の共同
研究において、自説にそぐわない分析結果を認めざるを得
なかつたことについても既に田中が指摘しているとおりで
ある。Sanjai Bhagat, Andrei Shleifer & Sobert W.
Vishny, *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to
Corporate Specialization*, 1990 BROOKINGS PAPERS ON
ECONOMIC ACTIVITY MICROECONOMICS 1-84 (1990).
もっとも、他方の共著者である Summers は、なおこの批
判的研究の分析結果に懐疑的な態度を崩していない。Id.
at 75-81 (Comment by Lawrence Summers). Summers
は、税の効果についての分析が十分でないこと、レイオフ
についての議論が不自然であることを指摘し、賃金の調整
が占める効果について強調して、持説を曲げていない。こ
の点に関しては、後掲注(28)も参照。本稿筆者が日本にお
いて「信頼の裏切り」のストーリーが成立するか、あるいは
オールタナティブとしての自説が成立するか検証する際
にも、レイオフよりもさらに可視的でない賃金カットや
種々の労働条件の不利変更について、緻密なデータ分析
が重い課題として残ることになる。

(17) 田中亘「企業価値研究会報告書の検討——デラウェア
の影、そして影との戦い——」商事一八五二号(二〇〇八
年)四頁。

(18) その意味で、本稿も依然として Shleifer—Summers
の議論と同じ「紙の上」のレベルの議論に止まることは、
自認している。

(19) 別冊商事法務二八七号一二一頁以下所収。また、経済
産業省ウェブサイト [http://www.meti.go.jp/press/
20050527005/3-shishim-honrai-set.pdf](http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-shishim-honrai-set.pdf) に入手可能。
以下単に「指針」と呼ぶ。

(20) この姿勢は、「在り方」一頁注²⁶が、「指針」三頁以下
の「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」と言い換える用語法を踏襲するとしているこ
となどに垣間見えるといえよう。ただし、判例法の細かな
理解としては、それが論理必然ではないことは、前述した
とおりであるし、本稿のように「株主共同の価値」と「株
主価値」の概念を区別することも可能であろう。

二 本稿の視点——企業価値・株主価値・ス
 テークホルダーの価値による類型化——

(一) 企業価値・株主価値・ス
 テークホルダーの価値による
 類型化

【表】

番号	企業価値	株主価値	ステークホル ダーの価値	備考
⑬	-	-	-	どのアクターにとつても悪い買収
⑫	-	-	0	商事法上防衛策抑制の根拠なし
⑪	-	0	-	株主の合理的評価は可能か？
⑩	-	-	+	商事法上防衛策抑制の根拠なし
⑨	-	+	-	株主の合理的評価は可能か？
⑧	0	-	+	利益の「逆」収奪
⑦	0	+	-	利益の「収奪」
⑥	0	0	0	経済合理性なし
⑤	+	-	+	株主の合理的評価は可能か？
④	+	+	-	商事法上抑制の根拠なし
③	+	0	+	株主の合理的評価は可能か？
②	+	+	0	商事法上抑制の根拠なし
①	+	+	+	どのアクターにとつてもよい買収

上に示した【表】は、企業価値・株
 主価値・ステークホルダーの価値を、
 敵対的企業買収の前後の変化という視
 点から整理したものである。

なお、この局面において敵対的買収
 者 (offerer) についての考慮を払っ
 ていないのは、企業価値を増進させる
 のがよい企業買収であり、毀損させる
 のが悪いそれであるという企業価値研
 究会の考え方に従い、またかかる場合
 の買収者は合理的に行動すること当然
 であつて、彼らを不合理な行動から保
 護する必要がないと解するからである。

さて、企業価値研究会の考え方に従
 えば、①から⑤までの敵対的企業買収
 はいずれも企業価値を増進させるよい
 ものであり、これを制限する防衛策に
 合理性は認められない。他方で、⑨か
 ら⑬までの敵対的企業買収は企業価値

を毀損させる悪いものであって、防衛策の導入・発動が認められるカテゴリである。⑥から⑧までは自明ではない（というよりも、いずれであつても大差なく、ただ防衛策導入自体に対する「謙抑性」からは、非介入が望ましいということにならうか）。

しかしながら、前述したように、企業価値と、株主が受け取る有形・無形の利益の総和としての株主価値を別個の概念として整理すると、企業価値の増進・毀損を株主が合理的に判断できなくなる可能性の高いケースが浮き彫りになる。この【表】にいうところの、③⑤⑨⑪がそれである。²¹⁾

これらのケースにおいて、（たなばた的な利益を期待するような買収者以外の）何者も、株主による企業価値の増進・毀損に関する判断の誤りを積極的に推奨する訳ではないことは言うまでもない。ただしブルドック最決は、あくまでも株主総会が判断の前提とした事実に関連する重大な誤認がない限り、その判断を尊重する立場にあると考えられるから、③⑤⑨⑪で株主が企業価値及び防衛策の導入・発動の可否に関して誤った判断をした場合すべてについて、本来あるべき防衛策の発動・不発動と異なった判断を株主（総会）がなした場合、それを司法府が止めることができるか、あるいは止めるべきかについては、現時点での判例法は明らかではない。

しかし、これら③⑤⑨⑪については、可能な限り、本来の企業価値の増進・毀損に沿う方向での、買収防衛策の不発動・発動がなされるべきものと考ええる。

私見では、この分類によつて、従来かみ合わなかつた議論の一端が、場面を異にするものであるとして明確に区別されるのではないかと考えている。以下敷衍して論ずる。

(二) 「利益の収奪（移転）」と「信頼の裏切り」理論の成立可能性

実際にそのような敵対的企業買収がどの程度存在しているのか、そして現在および将来において生じうるのかについては、冷静な議論が必要であるが、前述の【表】に示した④⑦⑨の三類型が、いわゆる（従業員を中心とする）ステークホルダー²²⁾から株主への「利益の収奪（移転）」の局面であり、また「信頼の裏切り」がその後発生しやすいケースではないかと考えられる。ShleiferとSummersが指摘したようなストーリーは、確かに多数の支持を得ている訳ではないが、近時においてもなおそれに類する議論はくすぶつた状態にある。²³⁾その理論が妥当するかは法域によつて異なってくる可能性が高いものの、少なくとも理論的には「利益の収奪（移転）」はかかる状態を念頭に置い

た議論と評価できるだろう。

上述の三類型のうち、④については、私見では現在のところ、商事法（会社法²⁴）としては対処の必要がある類型であるかきわめて疑わしいと考えている。あくまでも「企業価値」に着目するのだとすれば、④の類型では明らかに企業価値は増進している。ただし、そこで生じている企業価値の増進を超えた有形・無形の利益を買取者と株主が享受し、その一部はステークホルダーの有していた企業価値のパイを奪った構図となっているのである。

このパイ（企業価値）の分配問題について、ここで容易に解決法を導出することはできない。パイのうちステークホルダーが取っていた取り分が不当に大きい場合も想定しうるし、またそれを商事法（会社法）の側から容易に判断する基準を示すことも困難だからである。

次に⑦は、パイの分配にかかる境界線を引き直したただけの状態であり、企業コントロール権市場による企業価値の増大という発想からは支持も反駁もできない。これも、結局は従来のパイの分配が妥当であったかという問題に収斂されることになる。

これらとは対照的に、⑨は明らかに企業価値を毀損する企業買収であって、企業価値研究会の立場からしても防衛

策の導入・発動が支持できる事態である。しかしながら、

「利益の収奪（移転）」によって、株主価値自体は増大しているのに、株主が当該企業価値の毀損という事態を冷静に判断できるかは甚だ疑問となる。また、事後的に当該企業買取にかかる株主総会の意思決定が法廷で争われた場合、裁判所としても、かかる場合に株主の大多数が買取防衛策の導入・発動に不支持を表明したことを、前提事実の誤認として違法と認定しうるかはきわめて困難な問題である。

かかる状態が果たして証明可能 (verifiable) か否かはきわめて疑わしいからである。²⁵

ここまでで論じたように、敵対的企業買収を、(たとえ議論の対象をいわゆるLBOに限定したとしても) すべて「利益の収奪（移転）」論で説明できる訳でもないし、またそこから「信賴の裏切り」理論が必然的に導出される訳でないのは田中の指摘する通りである。しかし、かかるストーリーが世の中に存在する可能性が皆無と断言できる訳でもなく、ただその存否が現在のところ疑わしい、という状況認識が正確なのである。

他方、⑤⑧⑩では、いわば収奪とは逆の現象が生じている。これを仮に「利益の『逆』収奪」と呼ぶこととするが、実際にはかかる現象が表面化することは少ないであろう。²⁶

むろん、日本における集団労使交渉において、ステークホルダーの中でも従業員が従来と同じか小さいパイの分配について、経営者からより大きな取り分を得る可能性は常に存在しているが、それは企業コントロール権市場が機能する企業買収に限った話ではない。これはあくまでも労働法的に解決されるべき問題であり、(現実的とは言い難いが)仮に当該パイの配分が明らかにおかしければ、株主が取締役らの責任追及に踏み切る可能性もあろう。

もっとも、⑤については、このように容易に割り切ることはできないものと考ええる。「三」において若干詳論する。

(三) LBOの位置づけ

前項にもかかわることであるが、一部の論者はLBO (Leveraged Buy Out) の適切性について極めて懐疑的である。果たして企業買収の資金として対象会社の資産を当て込むことは妥当なのか。その倫理的な当否はさておき、この点に関する企業価値研究会の答えは明確・明白である。企業価値を増進せしめるものであればよい買収であり、毀損させるものは悪いそれである。つまり、一般論と何ら変わることはない。

では、前出の【表】において、LBOはどこに分類され

るのであろうか。これは単純に探り当てることができない。LBOが成功するストリーとして、対象会社の優良資産であつて、しかも有効に活用されていないものを売却することによつて、経営のスリム化・効率化を促進させるというものである。²⁷⁾それを予め株主に対してプレミアムとして供与していなければ、このストリーは基本的に成立しない。公開買付けに応募するメリットが基本的でないからである。ということは、「株主価値」の項目は(十)である可能性が高い。また、企業価値の観点からも成功するストリーということを前提とすれば、企業価値も(十)になるはずである。よつて、世の中で成立しうるLBOは、前出の【表】においては①②④になるのではないかと考えられる。

このうち、①②は少なくとも商法上は問題視することは難しい。また、④は前述のとおり「利益の収奪(移転)」を伴い、また場合によつては「信賴の裏切り」につながるおそれをはらんでいるが、これも商法上アクションを起こす対象とすることは困難であろう。

また、企業価値が0か(一)にふれるLBOに関しては、企業価値研究会の示すとおり、これを促進せしめる合理性は特になし、(一)にふれるものに関しては、防衛策の

導入・発動が合理的行動として視野に入ってくる。

以上述べたことからわかるように、私見の類型化においては、LBOを特別扱いする必要も理由もなく、企業価値研究会の立場が支持されることになろう。

(21) ここで、「株主が合理的に判断できなくなるケース」と断定していないのは、本稿が指定する株主価値概念があくまでも有形・無形の利益の総和としてのそれであって、各々の株主の受け取る利益を個別に考慮していかないからである。つまり、相当大きなブロックを保有する大株主が存在する企業の場合はこの蓋然性が比較的高くなるものの、株式保有が分散しており、集合行為 (collective action) 問題が起りやすい素地のある企業については、この蓋然性が相対的に低くなることが予想されるからである。

(22) ここで従業員を主として念頭に置いているのは、筆者の問題意識に基づくところが大きい。もともと、本稿が念頭に置いているような (敵対的) 企業買収が発生しうる企業は、一般にゴイング・コンサン・バリューが相当程度認められる存在であるから、極端なケースを除けばステークホルダーのうち債権者をことさらに重視する必要はないものと思われる。少なくとも、増えたパイの分配対象として債権者が出現するのは、そのような条項が含まれた契約を締結している場合に限られるものと思われる。

(23) たとえば、MARGARET BLAIR, OWNERSHIP AND CONTROL: RETHINKING CORPORATE GOVERNANCE FOR THE TWENTY-FIRST CENTURY 235-74 (1995) も、基本的には Shleifer と Summers の見解に同調しているが、そこで挙げられている例も教室設例的な側面が強く、実証的裏付けに乏しい議論であることには変わりない。同書の該当部分の簡潔な検討、および最近のイギリスにおいても同論稿を援用し The Takeover Panel を中心とした自主規制的運用を批判的に検討する動きがあることにつき、参照、拙稿「米英企業買収法制の分岐点について——Amour & Skeel の分析を中心に——」九大法学九八号 (二〇〇九年) 二二二頁、一六〇頁以下。

もともと、イギリスにおける自主規制が、どの程度株主以外のステークホルダーに対する配慮を「実際に」払っているか否かについては、論者の間でも議論の一致をみないこの点を積極に解する直近の文献として、神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討」(V)「商事一八七〇号 (二〇〇九年) 三九頁以下を参照。

(24) ここで「商事法 (会社法)」という概念を用いたのは、「会社法」という概念よりも「商事法」という概念の方が、金融商品取引法を中心とする市場を規律する法律 (市場法) を語義的に包含しやすいからである。金商法を会社法の特別法として把握する従来の立場には、様々な方面から

疑問が呈されている。川村正幸編『金融商品取引法』（中央経済社、二〇〇八年）一五頁（川村執筆）、松尾直彦「金融商品取引法の役割と課題」商事一八六五号（二〇〇九年）二二頁などを参照。

(25) このことは企業価値委員会が「在り方」において企業価値概念に「概念的には」というフレーズを付していることから明らかである。参照、神田ほか・前掲注(12)座談会八〇九頁〔神田発言〕。

(26) なぜなら、よほど偏りのある株主構成でない限り、当該局面において株主が買収者の提示した価格による公開買付けに応募する可能性は低いし、かかる場合経営陣も防衛策の導入・発動を真剣に検討し、実行に移す可能性が高いからである。

(27) LBOがフリーキャッシュフローを強制的に吐き出させる効果を有することから、その意義を高く評価するものとして、たとえば、Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, 76 AMERICAN ECONOMIC REVIEW 323 (1986) などを参照。

三 問題点の若干の整理

(一) 商事法と労働法の境界線

「二」の冒頭で述べたような類型化アプローチを提示した目的は、次のような点にある。ひとつは、「一」でも述べたように、果たして「利益の収奪（移転）」や「信頼の裏切り」とは、どのような局面を想定した議論であったのか、可視的な形で明らかにすることである。特に八〇年代前半のアメリカにおける企業買収については、「利益の収奪（移転）」に過ぎないLBOが大半を占めていた、とする論者が少なくないが、少なくとも「利益の収奪（移転）」や「信頼の裏切り」理論とLBOとをタイトに結びつける理論的必然性は、私見の類型化からすれば必ずしも見いだしたい。しかし、十分な根拠なしに「信頼の裏切り」理論を否定することもまた適切ではなく、より緻密な論証と実証研究が伴えば、議論として成立し得ないとはいえない、ということを明らかにしたかったのである。⁽²⁸⁾

そしてもう一つが、敵対的企業買収の狭間で様々な不利益を受ける恐れのある対象会社従業員について、果たして「商事法」の側からどの程度合理的な規整枠組みを用意できるかについて、思考を整理したかったためである。⁽²⁹⁾

従来、かかる局面における従業員の地位ないし処遇については、労働法にいわば「専属管轄」があり、商事法（会社法）からはアプローチするに必要十分な理論的根拠がない、というのが一般の見解であったように思われる。それは換言すれば、敵対的企業買収の局面における、経営陣やその背後にいる新しい株主と従業員との対立は、会社というスキーム一般に起こる利害対立の一面面に過ぎないと捉えるのが適切である、という考え方である。しかし、私はその議論に若干の違和感を覚えていた。⁽³⁰⁾

(二) 商事法の領域

今回提示した類型のうち、特に私が問題視しているのは③⑤⑨の三類型である。

③は、企業価値は明らかに増進するが、株主の享受する利益の総和は何らかの理由で⁽³¹⁾プラスマイナスゼロとなり、彼らが公開買付けに応募するインセンティブは極めて薄弱である。かかる場合に株主に公開買付けへの応募を強制する法的根拠は見出しがたいが、経済的な側面からすれば、このインセンティブを何らかの形で確保するのが望ましいことになりそうである。その場合、当該インセンティブに対する報酬が、企業コントロール権移転に伴って発生する

シナジーを超過しないようスキームを組むことが必要になるろう。

⑤は、問題がより深刻である。社会全体からみれば当該敵対的企業買収は合理的なものであるが、株主に帰属するプレミアムの総和がマイナスにふれるため、株主が防衛策導入・発動に積極的になるおそれがあるし、それ以前に、買収者が示した公開買付価格に納得せず、多数の株主が公開買付け自体に応募しない可能性も高い。また、この場合、経営陣が買収者と情報面で同レベルの地位を享受していても、自己の保身を図り、「在り方」によれば積極的に防衛策の不発動を決定しなければならないにもかかわらず、株主意思の尊重という名目で、防衛策の導入・発動に踏み切るおそれもある。

この場合、社会全体の効用という局面からは確かに当該敵対的企業買収は実現されることが望ましいのであるが、果たして我が国商事法の一般の見解であると考えられるシェアホルダー・モデルからして、当該類型に対して何らかのスキームを用意すること自体、好ましいことなのかどうか疑わしい。しかし、「企業価値」が増進する以上は、この問題も商事法からアプローチするという考え方は、十分成立しうるものではなからうか。

最後に、⑨については、株主が目先の利益（例えば時価より高いが実際には十分とはいえないプレミアム付きの公開買付価格の提示）にとらわれて、本来実現されるべきでない「悪い買収」が実現するおそれがある。このカテゴリに落ちた場合には、まさにニッポン放送事件東京高裁決定³²⁾が傍論において論じたような、焦土化経営や会社を食い物にするような経営が、買収者によって行われる可能性も否定できない。にもかかわらず、株主には本来期待されるべき防衛策の導入・発動に関する行動を期待できない。

従来の主要目的ルールはブルドック最決によって否定された訳ではないと考えられるので、かかる場合には、取締役会がブルドックのケースのように権限委譲をせず、意思決定の原則型に則り、主要目的ルールにおいて適法と認められるようなスキームを組み、買収者から企業を防衛すれば足りる、と考えることも可能であろう。しかし割り当て方次第では、内部の株主から持分の希釈化等による損害を賠償せよ、という圧力ないし訴訟が発生することを抑制するのも困難なように思われる。

なお、⑩は従業員の地位保障等が確保されているが、企業価値・株主価値が毀損されるカテゴリであって、これに対して防衛策を導入・発動することは、商事法上も労働法

上も何ら問題ない。また、⑩では労働組合などの反対も予想されるが、これも防衛策の導入・発動を抑制する商事法上の根拠はなく、敢えて問題視するとすれば、次の「労働法の領域」で扱うべきものである。

このように、敵対的企業買収に絡んで従業員の地位ないし処遇に影響が及ぶもののうち、特定の類型のものについては商事法が積極的に検討すべき課題として把握するのが望ましく、労働法に全て理論発展を委ねるのが唯一の解ではない、と考える³³⁾。

もとより私は、現段階においては従業員など株主以外のステークホルダーに、何らかの企業の意思決定に関与させるプロセスを整備することを想定している訳ではない。あくまでも「商事法」のサイドから緻密な理論構成をするためには、まずシェアホルダー・モデルを前提とし、企業の最終的意思決定権者を株主のままとした上で、その判断をより合理的で、より多くの利益をもたらす方向に誘導することが第一であると考える。ここまで「商事法」の問題としたものは、この範囲内で手当てが可能であると考えるものである。

(三) 労働法の領域

これらに対して、前出類型で現実が生じうるもののうち④⑦、および生じる可能性が少ないものうち⑧⑩は、労働法で対処すべき問題であると考える。以下分説する。

まず④については、企業価値が増進する以上商事法では抑制すべき根拠は一切ない。問題は企業価値の増進と同時にステークホルダーからの「利益の収奪」が行われていること自体にあるのであって、これはパイの分配の公正性に関する問題である。労働者保護あるいは集団的労使関係の問題を扱う労働法が、主として検討すべき問題である。

次に⑦については、企業価値研究会からすれば現状に変更はなく、まさにパイの分配の境界線が変更されるだけである。これは商事法的には促進も抑制もする根拠がないものであるから、独立して分配の公正性の問題として検討すべきである。³⁵⁾

⑧⑩については、公開買付けに応募する株主が多数派を占める状況が相対的に少ないと考えられるため、とりたてて問題とするほどでもないかもしれないが、⑧も⑦同様パイの分配問題として独立して捉え、⑩については防衛策の導入・発動によって従業員が得ていたかもしれない利益の「消滅」をどのように保護すべきか、あるいは保護に値す

るものであるかどうかを、労働法的に検討すべきものかどうかと考える。³⁶⁾

(28) ただし、「信頼の裏切り」理論が、理論的にみてもかなり狭隘な道を進む形の議論をしていることも、田中の指摘するとおりである。田中・前掲注(16)二七八頁以下参照もとより、それより理論的に洗練化された議論であっても、実証的裏付けが伴わない段階ではなお十分でないことも、既に述べた通りである。

(29) ここで具体的に念頭に置いている「商事法」「労働法」のイメージについて補足しておく。前者は、強行法規的なものを念頭に置いている訳ではなく、従来のコーポレート・ガバナンスの議論の枠内で、社会的あるいは当該企業として望ましい方向へ株主の意思決定を導くインセンティブ付与のスキーム設計を指す。これに対して後者は、基本的に個別的・集団的労使関係について強行法的に介入する「最後の砦」としての強行法規をイメージしているものである。次の注(30)も参照されたい。

(30) 念のため注記するに、これから展開する議論は、「コーポレート・ガバナンス」としてひとくくりにされる問題一般について、従業員の関与を主張するものではない。もちろん、それはそれ自体として成立し得ない主張ではないが、ここではあくまでもパイの取り分を基軸に、敵対的

企業買収に限定して、商事法のカバーする範囲を広げるべきではないか、という穏健的な試論を展開している。ステークホルダーとコーポレート・ガバナンスとの関係について、参照、田中亘「ステークホルダーとコーポレート・ガバナンス・会社法の課題」神田秀樹「財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』（金融財政事情研究会、二〇〇七年）一頁以下。

(31) たとえば、二段階強圧的買収によって、一段階目に応募した株主と二段階目に応募した株主とでプレミアムを合計した場合、プラスマイナスゼロとなった場合などが考えられるであろうか。

(32) 東京高決平成一七年三月二三日判時一八九九号五六頁。

(33) このような理解は、現在では比較的浸透しているものと考えられる。たとえば、大杉謙一・平成一七年度重判解 一―三頁参照。

(34) 単位取得中間論文執筆の時点では、この考えが十分にまとまっていなかった。現時点では、本文のように整理しておくこととする。

(35) 厳密に言えば、これは一時的に生じるプレミアムの処理法に関する問題であるとも評価でき、安易に商事法が放逐してよい問題ではないかもしれない。しかし、基本的に従来のパイの分配状況が合理的であるとすれば、それは不当なパイの再分配であり、やはり労働法が検討すべき課題である。非合理的な分配の是正であっても、それは商事法が

境界の引き方を決定すべき基準をもっている問題とは評価しがたいであろう。あえて挙げるとすれば、分配可能額規制（会社四六一一条一項二項）程度ではなからうか。

(36) もっとも、現時点では詰めて考えていないものの、当該「パイの分配問題」は、本来商事法にも労働法にも帰属しない、別途独立して考察の対象とすべき法律問題と整理するのが正道であるかもしれない。パイの分配問題は、資本主義経済における企業が必然的に内包する問題である一方、法学は十分に当該問題を法律的に議論してこることができたか、若干の疑問を拭うことができないからである。

この点、田中・前掲注(16)二四七頁以下は、議論を慎重に展開するため、「富の最大化」原理による効率性を防衛策是非の判断基準とする。

法と経済学分野でも、富の分配の公正性を強く意識する論者が有力になりつつあるが、理論的に厳密な法律論を展開することは、本稿筆者の能力を超えるため、ここでは疑問の提示に止める。

以上につき、常木淳「法理学と経済学——規範的「法と経済学」の再定位」（勤草書房、二〇〇八年）、特に第二章を参照。

おわりに

本稿で示した類型化アプローチは、あくまで理論上想定しうる類型に分けて、敵対的企業買収における従業員の仕事・処遇に関わる問題を考察すべきである、という問題提起の洗練化の試みに過ぎない。しかしながら、当該問題をすべて労働法に委任することが唯一の解ではない可能性を指摘する意味においては、一定程度野心的な内容であり、また、机上の論理としてはかく解することができるとしても、実際にこのような類型化ができるのか、という議論の現実的な意義という観点においても、諸方からの疑問・批判が多く予想されるところである。忌憚のないご意見・ご批判を賜り、より完成度の高い学位論文へと結実させたい。