

|         |  |
|---------|--|
| 氏名      | 下川 智広                                  |
| 学位の種類   | 博士（経営管理学）                              |
| 報告番号    | 甲第400号                                 |
| 学位授与年月日 | 2015年3月31日                             |
| 学位授与の要件 | 学位規則（昭和28年4月1日<br>文部省令第9号）<br>第4条第1項該当 |
| 学位論文題目  | 企業買収プロセスの効率性に関する研究                     |
| 審査委員    | （主査） 亀川 雅人<br>山田 康裕<br>青淵 正幸           |

## I. 論文の内容の要旨

### (1) 論文の構成

下川氏は、企業の取締役として多くの企業買収に関わっている。その実務経験から、効率的な企業買収と現実の企業買収の乖離を確認し、買収対象企業の取締役の抱える利益相反問題の解を求めることを目的にした研究となっている。企業買収は世界的に増加傾向にあるが、取締役に対する規律づけの欠如は、非効率的なプロセスに基づく企業買収に導き、資本市場の発展を阻害し、資本市場の資源配分機能を歪めることになる。

これまで研究の多くは買収防衛策の有効性に関する研究や支配・従属関係のある当事者間の企業買収の場面における少数株主の保護に関する研究、さらには MBO の場面における買収対象会社の取締役の行為規範に関するものであった。こうした研究は、株主と取締役との間の利益相反関係を比較的容易に認識できる場面であるが、利益相反関係が不明瞭な現取締役会の同意を得て行われる企業買収の場面を対象とする研究は稀有である。しかし、実際の企業買収の多くは、利益相反問題が表面化しない企業買収であり、本研究が対象とする企業買収は、より一般的な買収に関する研究といえることができる。

こうした企業買収を研究対象として、その取引交渉・契約交渉の目標・方向性の決定、交渉戦略の策定段階から、交渉担当者の段階、契約書の内容の検討の段階、最終的には契約締結の段階までの交渉といった一連のプロセスが効率的買収を実現する要件を模索することに目的を置いている。日米の企業買収に関する事例や裁判例を具体的に検討し、米国の友好的買収の場面における買収対象会社の取締役に対する規律づけの現状から示唆を得ながら、効率的かつ合理的な企業買収が実現されるプロセスを探究した研究となっている。

本研究は、企業買収の場における問題点を法制度および経済学の観点から分析し、効率的な企業買収が実現できるプロセスを究明しようとする。企業買収に関する諸外国の対応を検証したうえで M&A の事例が多くグローバルに展開している米国における規律づけの仕組みを比較法的考察の対象として選択する。

さらに企業買収の効率性といった資源配分問題を論じる以上、ミクロ経済学の諸理論が必要となる。取引理論やゲーム理論、交渉理論などの経済モデルを援用した数理モデルを用いることで、所与とすべき事項を明確にし、企業買収の利益相反問題に焦点を絞った議論を展開

している。

本研究は、以上のような研究目的と研究方法を用いて、次のような10章から編成される。

第1章「問題の設定」は、目的、対象、方法論、法制度分析の方法論、経済学的分析の方法論、従来の議論との関係、そして論文全体の構成から成る。

第2章「企業買収の現状と課題」は、次のような7つの節から構成される。企業買収の現状（企業買収取引の動向、企業買収の仕組み、企業買収を実現するための方法）、現行制度上の企業買収プロセス（取締役と株主との間の判断権限の分配、取締役が強力な権限を有する根拠）、企業買収プロセスの効率性を妨げる要因①（取締役の潜在的な利益相反問題、取締役の認知上のバイアス存在の可能性、社外取締役の不在、潜在的な利益相反関係に関する小括）、企業買収プロセスの効率性を妨げる要因②（株主の権限行使において制限、株主の権限行使における集合行為問題）、企業買収プロセスの効率性を妨げる要因③（取引実現の不確実性、取引保護条項の機能、取引保護条項の具体的内容、わが国における取引保護条項の特徴、取引保護条項に関する小括）、企業買収プロセスの効率性を妨げる要因への対処（外部の仕組みを通じた規律づけの必要性、企業買収一般に妥当する規律）、そして、章のまとめとして結んでいる。

第3章「企業買収における裁判例における公正なプロセス」も次の7節から構成される。まず、企業買収における株式の価格と当事者への影響と企業買収における「公正な価格」と公正な手続きについて論じ、少数株主の救済制度（少数株主救済制度の必要性、組織再編と株式買取請求）、全部取得条項付種類株式の利用と価格決定請求、第三者割当増資による企業買収の是非、公正な価格と株式評価の関係（「公正な価格」による買収、「公正な価格」と株式評価と「公正な手続き」）、裁判例から分析する公正な手続きの判断要素（裁判例分析、独立当事者間の交渉であること、合理的な根拠にもとづく交渉を経て合意に至ったこと、適切な情報開示により株価が形成されたこと、企業買収につき適切に情報開示が行われたこと）、そして、最後に本章がまとめられる。

第4章「取締役の合理的な交渉プロセス① リスク選好」は、4節構成である。本章の目的、買収価格交渉とナッシュ交渉解、モデルの設定（買収対象会社がリスク回避的で買収会社がリスク中立的のケース、買収対象会社がリスク中立的で買収会社がリスク愛好的のケース）、そして、本章のまとめで締めくくられる。

第 5 章「取締役の合理的な交渉プロセス② 株式評価の不確実性」は 6 節構成となる。不確実性と交渉、本章の目的、モデルの設定、問題の構造と解の特徴づけ、期待の変化と売買価格、そして、最後に本章のまとめとなる。

第 6 章「取締役の合理的な交渉プロセス③ 競合買収提案機会の確保」も 6 つの節である。競合買収提案と取引保護条項、基本モデル(モデルの設定、部分ゲーム完全均衡)、合理的な主体が交渉することによる結果(先手・後手が確率で決まるケース、割引率が 1 に近づくケース)、他の買収会社がより有利な買収提案をしてきたケース((a)の均衡戦略、(c)の均衡戦略)、モデル分析の小括、そして最後にまとめの節となる。

第 7 章「取締役の合理的な交渉プロセス④ 経済的な補償と取引保護条項」は 7 節構成である。はじめに、取引費用と交渉、交渉費用がサンクしない場合、交渉費用がサンクする場合、交渉費用と交渉期限(モデルの設定、交渉期限が有限の場合、交渉期限が無限の場合)、交渉費用と取引制限条項、そして、本章のまとめとなる。

第 8 章「株主の権限行使① 株主総会の機能」は 5 つの節で構成される。はじめに、モデルの設定(株主・アドバイザーファーム、取締役の期待利得、アドバイザーの期待利得)、完全ベイジアン・ナッシュ均衡(第 2 期のアドバイザーと取締役の行動と株主総会、第 1 期における情報伝達均衡、均衡の分析)、株主総会がないケース、そして、最後の節で本章をまとめている。

第 9 章「株主の権限行使② 裁判所の機能」は、最初に章の概観を述べ、企業買収プロセスの概観(二段階取引(公開買付け及びフリーズアウト)、キャッシュ・マージャー、小括)、モデルの設定(モデルの前提、株式買取請求制度の場合、差止制度の場合)、両制度の比較分析(モデル分析のまとめ、株式買取請求制度と差止制度が併存する場合、「ナカリセバ価格」によって評価する場合)、企業買収取引における政策上の示唆、本章のまとめの 6 節で構成される。

第 10 章「本稿の結論と残された課題」は、本稿の結論、経営学分野への応用、残された課題、最後にという構成によって論文全体を締めくくる。

## (2) 論文の内容要旨

本研究は、以上の研究目的を成就するため下記のような 10 章から構成される。

第1章で研究目的と方法を詳細に論じた後、第2章では、近年の企業買収取引の動向および企業買収の仕組みについて論じ、現行制度上の企業買収における取締役と株主との間の判断権限配分について検討している。わが国の法制度上は、企業買収を実現するに際して、買収会社の選択や買収条件の交渉に関する権限は取締役会に付与されているが、企業買収の最終的判断権限は株主に留保されている。しかし、株主の合理的無関心や、ただ乗りなどの集合行為問題の存在、買収会社の選択や買収条件の交渉に関する権限が取締役に付与されている点、取締役による取引保護条項の締結などにより、株主の最終的な判断権限が実質的に制限されたり、形骸化されており、企業買収プロセスの効率性を阻害していることを指摘している。

第3章では、裁判例から公正な企業買収プロセスについて考察している。企業買収に際して合意された株式価値が「公正な価格」とみなされる要素として、①独立当事者間の交渉であること、②合理的な根拠にもとづく交渉を経て合意に至ること、③企業買収の公表前の情報および企業買収に関連する情報につき、適切な情報開示が行われることが重要であると指摘している。

第4章では、前章で指摘した、企業買収の場面での合理的な根拠に基づく交渉のプロセスについて分析している。交渉問題をモデル化するために、Nash (1950)の交渉解を援用して、買収会社と買収対象会社のリスクに対する選好の相違が与える交渉解の影響を考察している。その結果、独立当事者間の相対取引においては、十分な情報収集に基づく緻密な株価算定を行ったとしても、双方のリスク選好の相違によるパラメータの変化によって異なる価格評価となることを示している。

第5章では、将来の価格が不確実な株式の所有者である買収対象会社が、売買によって利益をあげようとする買収会社との間で価格交渉を行う状況をNashの交渉解を用いて分析している。この分析からは、次の3つの結果を得ている。第一に、株式についての買収対象会社の確実同値額が買収会社の確実同値額を上回るときに、買収対象会社と買収会社のどちらにとっても許容しうる売買価格が存在する。第二に、買収対象会社と買収会社にとってパレート最適な契約は、売買価格を確率的に選択するのではなく、ある特定の価格で売買するという契約である。第三に、将来価格についての期待が「より高い価格の実現する確率がより大きい」という意味で改善されるとき、Nash解、Kalai=Smorodinsky解、比例解のどれにおいても売買価格は上昇するということである。

第6章では、競合する買収提案の排除を目的とする取引保護条項が、企業買収取引の是非をめぐる買収対象会社の株主の最終的な判断権限を実質的に制限したり、形骸化させることがあり、企業買収プロセスの効率性を阻害してしまう可能性について検討する。Rubinstein (1982)の交互提示ゲームを用いて、取引交渉決裂を明示的に扱い、交渉決裂の可能性が交渉の結果にどのように影響しうるのかを示している。ここでは、交渉決裂という事象が、当事者の自発的な選択として起こるのか、偶発的に引き起こされるのかによって、交渉結果が異なることを指摘する。

競合する買収提案があった場合の買収対象会社の取締役の合理的な交渉および判断形成プロセスは何かを分析の対象とし、買収提案の順番や他の買収会社がより有利な買収提案をしてきた場合の交渉決裂という事象を明示的に扱い、交渉決裂の可能性が交渉の結果に与える影響を示している。合理的な買収者は、最初に買収提案をせず、他社の買収提案を観察後に、それが魅力的なものであれば、当該取引に後から買収者として参加することを望むことになる。そして、強力な取引保護条項が締結できるのであれば、最初に買収提案を行う者の買収のインセンティブを維持することも可能ではあるが、買収対象会社の選択肢により買収対象会社の利得に多寡が生じることを示している。そのうえで、最初に買収提案を行うことの内容を整理して示している。さらに、交渉決裂という事象が、当事者の自発的な選択として起こるのか、偶発的に引き起こされるのかによって、交渉結果が異なることを示している。

第7章では、経済的な補償を目的とする取引保護条項が、企業買収取引の是非をめぐる買収対象会社の株主の最終的な判断権限の実質的制限と形骸化に導き、企業買収プロセスの効率性を阻害してしまう可能性について検討している。取引費用を明示的に扱い、取引条件を提示する。取引費用が存在する場合、交渉が行われず非効率な結果が生じる可能性があるが、取引費用を負担するタイミングによっては非効率とならない場合があることを示した。さらに、取引費用を負担するタイミングが、交渉の結果と効率性に深く関わることを説明した。交渉に費用が事後に回収できる場合は、交渉が効率的な経済状態を実現することを示している。また、交渉費用が回収できない場合、交渉成立が効率的であるにもかかわらず、不成立となりうる可能性が示されている。特に、有限期の交渉プロセスでは交渉は成立しないことを示す。

企業買収の交渉は経済的負担が大きいため、買収対象会社の取締役は、買収会社に対する経済的な補償を目的として取引保護条項を求めることがある。この取引保護条項が交渉に与える影響を明示する。

さらに交渉決裂のルールを織り込んだ状況も分析している。「一方的破棄」のケースでは、交渉費用が高いと交渉が開かれなため、効率的な取引が行われない可能性がある。他方、両者の同意が取引関係の解消条件であれば、取引が行われる可能性は高い。この帰結は、規制の役割などを説明する一つの視点を与えている。さらに、公開買付け規制が、当事者の同意がなければ関係を解消できない「完全同意」のルールに該当すると見做し、このルールの下では交渉が開かれる可能性が高いと結論する。このような取引が成立するパラメータを広げるための制度や取引慣行の在り方を示したのが第7章である。

第8章では、株主の最終的な権限の確保を分析の対象としている。取締役は企業買収の効果についての情報の非対称性を利用して、株主の利益よりも株主総会での再選任などの私的利益を追求した交渉を行う可能性がある。こうした株主と取締役との間に存在する情報の非対称性は、プリンシパル・エージェント問題を発生させる。この問題は、株主の最終的な権限行使の手段である株主総会制度が解決する1つの仕組みであることを論証している。さらに、専門的な知識と経験を有するアドバイザーの機能を考慮して、取締役・アドバイザー・株主の3層構造のプリンシパル・エージェント問題をモデルとして設定し分析を行っている。このモデルは、株主総会の存在によりアドバイザーが正直な買収アドバイスを実施する可能性があるのに対し、株主総会がなければその可能性はもはや存在しないという結論に至る。取締役も、アドバイザーも、株主による取締役への投票圧力を通じて間接的に行動を規律づけられているというユニークな分析結果を提示している。

第9章では、株主の最終的な権限行使手段である株式買取請求制度と差止制度の制度比較を簡単なモデルを設定して分析を行っている。その結果、株式買取請求制度は、裁判所による評価額の期待値が買収の成否を決するのに対して、差止制度は、裁判所による評価額の実現値が買収の成否を決定するという結論に至る。この結果は、両制度にはそれぞれ一長一短があることを指摘している。

最後に第10章では、各章における研究の分析結果をまとめて整理し、本論文全体の総括と今後の研究課題を論じて研究をまとめている。

## II.論文審査の結果の要旨

下川論文は、わが国ではこれまでほとんど注目されることのなかった支配・従属関係のない当事者間の企業買収の場면을対象に、米国とわが国の判例法理や学説上の議論および数理モデル分析から示唆を得ることで、買収対象会社の取締役に対するあるべき規律づけの仕組みについて検討し、企業買収の場면을対象として、経済学的に効率的な企業買収が実現できるプロセスを考察している。

まず潜在的な利益相反問題を認識したうえで、それでも買収対象会社の取締役に強力な権限を与えるわが国の現状を正当化するためには、企業買収の場面では、何らかの方法で、取締役に対する十分な規律づけが確保されていると評価できることが必要である。この問題に対する下川氏の研究成果は、彼の実務上の経験を追認するものであり、わが国の現行の法制度の下では、企業買収の場面における買収対象会社の取締役に対する規律づけは、きわめて不足しており、企業買収プロセスの効率性は阻害されているというものである。

取締役を規律する手段として、株主による最終的な判断権限の行使を通じた仕組みが考えられるが、第三者割当増資による企業買収の場面では権限行使の機会が与えられないこと、強力な取引保護条項の締結によって実質的には権限が制限されうること、株主の合理的無関心やただ乗りといった集合行為問題が存在することで、株主の権限行使を通じた規律づけは、それだけでは十分とは評価できないという。また、裁判所による介入を通じた規律づけの仕組みについても、わが国では、取締役の行為の差止め、企業買収の無効、取締役に対する損害賠償責任の追及といった介入手段が存在するが、いずれの手段も機能に障害があるという。それは取締役の行為を規律するための審査基準が確立されていないことや、その手段が買収対象会社の株主にとって利用しにくいという問題であると指摘する。

こうしたわが国の企業買収の場面における現状と問題点を踏まえたうえで、効率的な企業買収が実現できるプロセスを模索することを目的とし、企業買収の場面における問題点を法制度および経済学的の観点から分析し、効率的な企業買収が実現できるプロセスを考察したユニークな研究である。実務上の問題を解決することを目的としており、経済モデルで導出された結論を適切に評価して利用できれば企業買収実務における社会的な貢献は高く、資源配分に関する効率性を高めることができるであろう。



しかし、利用している数理モデルには、厳格な前提条件があり、現実の企業買収における摩擦要因とモデルの前提条件のすり合わせを誤ると企業買収の指導原理をミスリードする危険がある。この点を十分に認識することで、本研究は実務においても、また学界においても、十分に社会的に価値のある研究として評価できる。

本研究は、その構成から理解できるように企業買収における取締役に関する規律づけの問題点を指摘しているが、買収対象会社の取締役に対する規律づけを中心として、限定された条件における企業買収プロセスの一部を取り扱ったものに過ぎない。下川氏自身が指摘しているように、以下のような重要な課題も残されたままである。

第一に、企業買収の是非をめぐる株主の最終的な判断権限を確保する議論は扱っているが、株主の権限行使の質を向上させる視点は議論していない。株主の集合行為問題による限界は指摘されているが、株主の議決権行使を通じた取締役に対する監視の仕組みは、その機能を発揮させるには不十分である。わが国では金融機関や事業法人による株式相互持合いにより、株主による判断権限の行使を形骸化させ、取締役の自己利益の追求を看過させている可能性がある。それは、株主による規律づけの仕組みの実効性を損なわせている。

第二に、企業買収の場面における情報開示制度の充実は、買収対象会社の取締役に対する規律づけを実現する有効な仕組みであるが、この問題には論究していない。

第三に、買収対象会社の取締役の自己利益追求が、常に株主の利益を損なうとは言えない。取締役による行動が与える株主への正負両面の影響を十分に斟酌した上で、社会全体の厚生という観点から検討するというアプローチも重要である。

以上みてきたように、企業買収に際しての取締役の規律づけに内在する問題は多様であり、課題は多い。これらをすべて論じるには、詳細かつ膨大な検討が新たに必要となる。下川氏の研究には、積み残した課題は少なくないが、企業買収の場面における買収対象会社の株主と取締役との間の利害状況に関する議論や、買収対象会社の取締役に対する規律づけのあり方に関する議論を進展させ、実務と学界の両方に貢献した意義ある研究であることに間違いはない。