

立教大学博士学位申請論文

企業買収プロセスの効率性に関する研究

立教大学ビジネスデザイン研究科

下川 智広

企業買収プロセスの効率性に関する研究

目 次

第1章 問題の設定	5
1.1 本稿の目的.....	5
1.2 本稿の議論の対象.....	8
1.3 本稿の方法論.....	8
1.3.1 法制度分析の方法論.....	9
1.3.2 経済学的分析の方法論.....	9
1.4 従来の議論との関係.....	11
1.5 本稿の構成.....	13
第2章 企業買収の現状と課題	16
2.1 企業買収の現状.....	16
2.1.1 企業買収取引の動向.....	16
2.1.2 企業買収の仕組み.....	17
2.1.3 企業買収を実現するための方法.....	17
2.2 現行制度上の企業買収プロセス.....	20
2.2.1 取締役と株主との間の判断権限の分配.....	20
2.2.2 取締役が強力な権限を有する根拠.....	22
2.3 企業買収プロセスの効率性を妨げる要因①.....	23
2.3.1 取締役の潜在的な利益相反問題.....	23
2.3.2 取締役の認知上のバイアス存在の可能性.....	25
2.3.3 社外取締役の不在.....	27
2.3.4 潜在的な利益相反関係に関する小括.....	28
2.4 企業買収プロセスの効率性を妨げる要因②.....	28
2.4.1 株主の権限行使において制限.....	28
2.4.2 株主の権限行使における集合行為問題.....	29
2.5 企業買収プロセスの効率性を妨げる要因③.....	30
2.5.1 取引実現の不確実性.....	30
2.5.2 取引保護条項の機能.....	31
2.5.3 取引保護条項の具体的内容.....	32
2.5.4 わが国における取引保護条項の特徴.....	36
2.5.5 取引保護条項に関する小括.....	37
2.6 企業買収プロセスの効率性を妨げる要因への対処.....	38
2.6.1 外部の仕組みを通じた規律づけの必要性.....	38

2.6.2	企業買収一般に妥当する規律	39
2.7	本章のまとめ	40
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	41
3.1	はじめに	41
3.1.1	企業買収における株式の価格と当事者への影響	41
3.1.2	企業買収における「公正な価格」と公正な手続き	42
3.2	少数株主の救済制度	43
3.2.1	少数株主救済制度の必要性	43
3.2.2	組織再編と株式買取請求	44
3.3	全部取得条項付種類株式の利用と価格決定請求	44
3.4	第三者割当増資による企業買収の是非	45
3.5	公正な価格と株式評価の関係	46
3.5.1	「公正な価格」による買収	46
3.5.2	「公正な価格」と株式評価と「公正な手続」	46
3.6	裁判例から分析する公正な手続きの判断要素	47
3.6.1	裁判例分析	47
3.6.2	独立当事者間の交渉であること	49
3.6.3	合理的な根拠にもとづく交渉を経て合意に至ったこと	49
3.6.4	適切な情報開示により株価が形成されたこと	49
3.6.5	企業買収につき適切に情報開示が行われたこと	50
3.7	本章のまとめ	50
第4章	取締役の合理的な交渉プロセス① リスク選好	52
4.1	本章の目的	52
4.2	買収価格交渉とナッシュ交渉解	53
4.3	モデルの設定	54
4.3.1	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	54
4.3.2	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	57
4.4	本章のまとめ	60
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	62
5.1	不確実性と交渉	62
5.2	本章の目的	63
5.3	モデルの設定	64
5.4	問題の構造と解の特徴づけ	65
5.5	期待の変化と売買価格	69
5.6	本章のまとめ	71

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.....	73
6.1 競合買収提案と取引保護条項	73
6.2 基本モデル.....	73
6.2.1 モデルの設定	74
6.2.2 部分ゲーム完全均衡.....	76
6.3 合理的な主体が交渉することによる結果	81
6.3.1 先手・後手が確率で決まるケース	82
6.3.2 割引率が 1 に近づくケース	82
6.4 他の買収会社がより有利な買収提案をしてきたケース.....	83
6.4.1 (a)の均衡戦略 $\sigma_B^{**}, \sigma_S^{**}$	87
6.4.2 (c)の均衡戦略 $\sigma_B^{***}, \sigma_S^{***}$	88
6.5 モデル分析の小括.....	89
6.6 本章のまとめ	90
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.....	91
7.1 はじめに	91
7.2 取引費用と交渉	91
7.3 交渉費用がサンクしない場合	91
7.4 交渉費用がサンクする場合.....	93
7.5 交渉費用と交渉期限	96
7.5.1 モデルの設定	96
7.5.2 交渉期限が有限の場合	97
7.5.3 交渉期限が無限の場合	97
7.6 交渉費用と取引制限条項	102
7.7 本章のまとめ	106
第 8 章 株主の権限行使① 株主総会の機能.....	108
8.1 はじめに	108
8.2 モデルの設定	109
8.2.1 株主・アドバイザーリーファーム	110
8.2.2 取締役の期待利得	111
8.2.3 アドバイザーの期待利得.....	112
8.3 完全ベイジアン・ナッシュ均衡	112
8.3.1 第 2 期のアドバイザーと取締役の行動と株主総会	113
8.3.2 第 1 期における情報伝達均衡	114
8.3.3 均衡の分析	114
8.4 株主総会がないケース.....	117

8.5	本章のまとめ	118
第9章	株主の権限行使② 裁判所の機能	120
9.1	はじめに	120
9.2	企業買収プロセスの概観	121
9.2.1	二段階取引（公開買付け及びフリーズアウト）	121
9.2.2	キャッシュ・マージャー	123
9.2.3	小括	123
9.3	モデルの設定	123
9.3.1	モデルの前提	124
9.3.2	株式買取請求制度の場合	125
9.3.3	差止制度の場合	126
9.4	両制度の比較分析	127
9.4.1	モデル分析のまとめ	127
9.4.2	株式買取請求制度と差止制度が併存する場合	128
9.4.3	「ナカリセバ価格」によって評価する場合	129
9.5	企業買収取引における政策上の示唆	129
9.6	本章のまとめ	130
第10章	本稿の結論と残された課題	131
10.1	本稿の結論	131
10.2	経営学分野への応用	134
10.3	残された課題	136
10.4	最後に	137

第1章 問題の設定

1.1 本稿の目的

本稿は、企業買収¹の場面を対象として、効率的な企業買収が実現できるプロセス²を模索することを目的としている。

近年では、わが国においても企業買収は大幅に増加する傾向にある³。企業買収とは、他の会社⁴の保有する事業の全部または一部を承継したり、あるいは合併や株式の取得等により当該他の会社それ自体を取得したりして、会社の事業を拡大する行為をいう⁵。こうした企業買収の増加に伴い、わが国でも、学界および企業買収に携わる実務家などによって、企業買収の場面における様々な論点に関して盛んに議論され始めてはいるが、そこでの議論の中心は、敵対的買収の場面における買収防衛策の有効性に関するもの⁶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もの⁷であった。ま

¹ 本稿で、企業買収とは、現取締役会の同意を得て行われる買収をいう。これに対して、現取締役会の同意を得ないまま行われる買収は、敵対的買収という。なお、以上の定義からは、現取締役会の同意は得ているものの現経営陣が反対している場合、企業買収に該当するかどうかが問題となりうるが、わが国では、ほとんどの場合、現取締役会イコール現経営陣であることから、本稿では、取締役会と経営陣とで意見が異なる場合までを想定して、企業買収の定義を厳密化することはない。

² 一般的に、プロセスとは、取引交渉・契約交渉に関する相当多数の内容を含むが、本稿で対象とする企業買収の場面では、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に関する一連の過程を含むものである。なお、いったんプロセスを開始すると、契約の成否という結果を問わず、交渉の間、双方の認識、判断等の情報を交換するものであり、その情報の内容、情報の出し手の意図、情報の受け手の期待や信頼等の事情を含むものである。

³ 近年のわが国における企業買収の増加傾向については、本稿第2章2.1を参照。

⁴ 本稿において「会社」とは、特に断りがない限りは株式会社を指す。

⁵ なお、欧米では **Mergers and Acquisitions (M&A)** という表記が一般的である。**Mergers** とは合併を、**Acquisitions** とは合併以外の企業結合の手法（一般には買収対象会社の資産や株式の取得）を意味する。本稿では、**Mergers** と **Acquisitions** とをあわせて「企業買収」または単に「買収」と表記する。

⁶ わが国でも、敵対的買収の場面における買収防衛策の有効性に関する研究は既に数多く公表されている。代表的なものとして、徳本(2000)、大杉(2004)、武井・太田・中山編(2004)、武井・中山編(2006)などがある。また、2005年5月27日には、経済産業省と法務省が共同で、「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」を公表した。さらに、2008年6月30日には、同指針公表後の買収防衛策の導入状況を踏まえて、経済産業省付設の私的研究会である企業価値研究会が、その報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」を公表している。

⁷ 典型的には、支配会社が、従属会社の少数株主を、組織再編等を通じて従属会社から締め出す場面における少数株主の保護が問題となる。このような場面では、従属会社の少数株主を保護する観点から、組織再編対価の公正さを確保するための裁判所による介入がより

た、近年では、MBO⁸の場面における買収対象会社の取締役の行為規範についても議論が深められつつある。

しかしながら、こうした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とは異なり、利益相反関係が顕著であるとまではいえない MBO 以外の企業買収の場面について、その取引プロセスの効率性に関する議論はこれまでのところ十分には行われてこなかった。このような状況の中で、本稿は、これまで十分に議論されることのなかった MBO 以外の企業買収の場面を含む、支配・従属関係のない企業買収の場面一般における効率的な企業買収が実現できるプロセスのあり方について、検討を試みるものである。

本稿では、企業買収の場面に特有の問題として、まず、買収対象会社の株主と取締役との間の潜在的な利益相反問題を取り上げる⁹。例えば、企業買収の場面において買収対象会社の取締役は、株主の利益のために行うべき買収対象会社の交渉力を利用して、買収後の会社における役職の確保や、何らかの報酬関連の利益の確保などの形で、本来は株主が享受すべき利益の一部を自らの手中に収めてしまう可能性が存在する。こうした企業買収の場面における潜在的な利益相反問題の存在は、近年の米国において徐々に指摘され始めているものであるが、そこで指摘されている問題意識は、わが国の企業買収の場面においても同様に妥当する可能性は非常に高い。むしろ、わが国では、取締役が株主の利益を図るという規範が実務上必ずしも確立しているとはいえないことや、株主に代わって内部者出身の取締役を監視することを期待されている社外取締役が少ないという現実を考慮すれば、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潜在的な利益相反問題は、米国以上に深刻であるといえるのかもしれない。

このような潜在的な利益相反問題の存在を踏まえれば、わが国の企業買収の場面において、現時点で実際に行われている企業買収取引は、果たして効率的なプロセスに基づいて合理的な判断を形成し実行され、買収対象会社の株主の利益を保護するうえで十分なものと評価できるのだろうかという疑問が生じることになる。そして、本稿は、こうした疑問に答えるために、わが国で現時点において実現されている企業買収を巡って争われた裁判例や米国の事例およびわが国の実務例を具体的に検討した結果、わが国では買収対象会社の取締役に対する規律づけが大幅に不足している状況で、企業買収取引が実行されている現状を認識するに至った。

まず、わが国の制度上は、企業買収を成立させるか否かの最終的な判断権限は原則として株主に留保されていることからすれば、株主が最終的な判断権限を行使することによっ

強く要請されることになる。こうした問題を取り扱ったわが国で公表されている代表的な文献としては、江頭(1995)、柴田(2004)、笠原(2006)、中東(2008)などがある。

⁸ MBO とは、一般に、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することをいう。経済産業省(2007), pp.4-5 を参照されたい。

⁹ 具体的には、本稿第 2 章 2.2 で取り上げる。

て、買収対象会社の取締役に対する規律づけが効果的に実現されているのではないかと考えられるが、現実には様々な問題が存在するため、株主の最終的な判断権限の行使は、取締役に対する規律づけの仕組みとしては十分なものと評価することはできない¹⁰。また、企業買収の当事者でない、裁判所やアドバイザーなどの外部の仕組みを通じて、取締役に対する規律づけを実現することも考えられるが、こちらについても、取締役に対する規律づけの仕組みとして十分であるとは評価できない。

このような買収対象会社の取締役に対する規律づけの大幅な不足は、企業買収の場面において、買収対象会社の取締役が個人的な利益を確保する一方で、株主の利益が不当に害されることになるという結論の不当さの点で問題であるだけではない。近年のわが国における企業買収の増加傾向を踏まえれば、このような企業買収の場面における取締役に対する規律づけの大幅な不足は、非効率的なプロセスに基づいて不合理な判断形成によって実行され、投資家の企業買収ひいては株式投資そのものに対する不信を募らせることになり、わが国の資本市場の発展を阻害する可能性すら存在する¹¹。

したがって、企業買収の場面において、買収対象会社の取締役に対する規律づけが大幅に不足している下で、いかにして効率的な企業買収プロセスを実現できるのかを模索することは、わが国においても、緊急に取り組むべき必要性の高い課題の1つであるといえるのではないだろうか¹²。

以上述べたように、企業買収の場面では、買収対象会社の株主と取締役との間には潜在的な利益相反問題が存在するにもかかわらず、わが国の現状では、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いるというのが、本稿の端的な問題意識である。この不足した制度上の規律づけを、如何にして克服し、効率的な企業買収を実現できるプロセスにしていくかが必要となる。

そして、こうした問題意識を踏まえて、主に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模索することが、本稿の目的である。

¹⁰ 買収の是非をめぐる株主の最終的な判断権限の行使が、それだけでは、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の仕組みとして十分ではないことの具体的な説明は、本稿第2章2.3を参照。

¹¹ 資本市場の発展のためには投資家を保護する法制度の充実が必要であることを主張する代表的な見解として **Rafael, Silanes, Shleifer, and Vishny (2002)**がある。

¹² もちろん、わが国においても、1993年以降幾度となく行われてきた法改正によって、取締役に対する株主の監視機能は徐々に強化されてきた。しかしながら、こうした法改正が、わが国のコーポレート・ガバナンスに重大な変革をもたらしたとまでは評価できない。そのようには評価できない理由の1つとして、こうした法改正は、表面上は株主の監視機能を強めたものの、それを補完するうえで重要な、証拠開示制度の充実や裁判所による柔軟な救済手段の提供といった司法審査の場面における改革などが、十分には行われてこなかった点を指摘する。

1.2 本稿の議論の対象

本稿は、支配・従属関係のない当事者間の企業買収の場面における、買収対象会社の取締役の合理的な交渉プロセスと、株主の最終権限の行使を議論の対象とする。支配・従属関係のある当事者間の企業買収の場면을議論の対象から除いたのは、そのような場面については既に学説上相当な議論の蓄積がみられること¹³に加えて、そのような場面についても本稿の議論の対象に含むためには、本稿が主に取り扱うことになる株主と取締役との間の利害対立という視点のほかにも、株主間の利害対立という別の視点に基づく考察が必要になることが理由である。そこで、議論が過度に複雑になることを避けるためにも、本稿では株主間の利害対立の問題は扱わず、買収当事会社内部の株主と取締役との間の利害対立の問題に焦点を絞って議論を進めることとする。

支配・従属関係のある当事者間で行われる企業買収の場면을議論の対象から除くとしても、本稿が対象とする議論の射程は十分に広い。企業買収を実現するための方法としては、株式の取得、事業譲渡、組織再編（合併、会社分割、株式交換・株式移転）など、様々なものが存在するからである。本稿では、こうした企業買収を実現するための様々な方法を、広く議論の対象として扱うこととする。また、買収対象会社の取締役の行為を規律する手段としては、株主の最終的な判断権限の行使を通じた規律づけの仕組みのほかにも、株式買取請求制度、差止制度といった、裁判所による介入を通じた外部の規律づけの仕組みも存在する。本稿では、買収対象会社の取締役に対する規律づけを実現するために利用可能なこうした多様な手段を、広く議論の対象に含めることとする。

1.3 本稿の方法論

本稿は、まず米国の企業買収の場面において買収対象会社の取締役に対して機能している法制度から示唆を得ることで、わが国の企業買収の場面における問題点を検討し、経済学的に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する。

本稿が、企業買収の場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模索する理由としては、企業買収は、権利義務の集合体としての法律行為として法制度分析が必須であること、さらに、企業買収は、ビジネス意思決定としての投資行為として経済学的分析で理解することが最も具体的な示唆を得ることが期待できるなど、二つの側面があるからである¹⁴。

¹³ 例えば、前掲注7で引用した文献を参照されたい。

¹⁴ もちろん、この2つの視点以外のあらゆる視点を無視するわけではないが、本稿が十分に深く、厳密に問題点の分析を行っていくために、これら2つの視点に限って焦点をあて

さらに、企業買収の場面では、その取引に関与する主体が、買収対象会社、買収会社、取締役、株主、アドバイザーや裁判所など多数であり、さらにその多数の主体が、それぞれ様々な意思決定変数（パラメータ）により意思決定する一連のプロセスであり、企業買収に関わる状況は極めて複雑となるため、数理モデルとして厳密に定式化し、その定式化された状況の下でどのような結果が予想されるかを導き出すことが馴染みやすいものと考えられることが挙げられる。

1.3.1 法制度分析の方法論

企業買収の場面において、取締役に対する望ましい規律づけのあり方について検討するにあたっては、過去に同様の問題に直面した諸外国の対応について検証することが有益であると考えられる。そのうえで、本稿が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理由としては、企業買収に関する取引が世界で最も盛んな国の1つが米国であること¹⁵、米国の企業買収の実務はわが国の同様の場面における実務に多大な影響を与えていること¹⁶、米国では、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潜在的な利益相反問題が早くから認識されており、こうした問題に対処するための議論や法制度が充実していること、米国では、取締役に対する規律づけの多くを、裁判所が取締役の信託義務違反の有無の判断を通じて介入することで実現しており、このような裁判所による介入を通じた規律づけの仕組みは、近年の法改正を通じて事前の規制を緩和し、自由が許容される領域を拡大したわが国の会社法にとっても、馴染みやすいものと考えられることなどが挙げられる。

1.3.2 経済学的分析の方法論

ミクロ経済学で考えるように、摩擦のない理想的な市場においては、企業買収取引は、放っておいても売り手と買い手の間で円滑な取引が自発的に行われるはずである。しかし、現実の企業買収取引は、こうした理論と違い多くのギャップがある。現実の企業買収取引が理論で考える理想的な市場とどう違うのかという視点から説明しよう。つまり、現実には自発的な企業買収取引を阻害するさまざまな要因（企業買収取引の非効率性）が存在し

ている。

¹⁵ 例えば、服部(2008), pp.11-14によれば、2006年の企業買収取引の総額は全世界で3.6兆ドルであり、そのうちの1.5兆ドル強が米国における企業買収取引であった。わが国の2006年の企業買収取引の総額が1,250億ドル程度であったことに鑑みれば、米国における企業買収取引の規模の大きさは明らかであろう。また、宮島編(2007), pp.331-334では、1998年から2005年にかけての米国の企業買収取引の対GDP比は10.7%であり、わが国の2.5%とは大きく乖離していることが示されている。米国では、企業買収取引が経済に与える影響は、わが国と比較して格段に大きいと評価することが可能であろう。

¹⁶ 米国の企業買収の実務がわが国の企業買収実務に多大な影響を与えていることを指摘するわが国の実務家による論文として、例えば、石綿(2008), p.2がある。

ており、買収当事者のみならず、実務界、金融業界さらに司法機関もそうした要因を緩和、または削減することによって、円滑な取引を促進しようと、取引形態、交渉、契約、さらに制度など、企業買収取引の効率的なプロセスづくりを行っていると考えられる。

こうした要因は、企業買収取引を行うための費用、すなわち取引費用(transaction cost)と呼ばれるが、企業買収取引における契約や制度の機能ないしは、交渉プロセスが作り出す便益とは、取引費用の削減、すなわち、効率性の改善にほかならない。なお、企業買収取引は、極めて経済的な活動であることに鑑みると、かかる「望ましき」の尺度としては経済学的な意味での「効率性」を用いることとする。ここで「効率性」とは、パレートの意味での効率性であり、効率性が改善する場合には、買収対象会社、買収会社双方の効用を改善する余地があるという点で、双方にとって望ましいことを前提としている。

取引費用の代表例として第一に挙げられるのが、取引を実現するために必要な直接的費用、つまり取引が成立するまでに実際に発生するさまざまな金銭的・非金銭的費用（手数料、時間、労力など）である。ただし、経済学における取引費用は、こうした狭い意味での（狭義の）取引費用よりも広い概念として用いられる。つまり、効率的な取引を阻害し、取引から得られるはずの便益を減少させるようなあらゆる要因のことを取引費用と呼ぶ。ここでは狭い意味での取引費用を狭義の取引費用と呼び、こうした広義の取引費用と区別することにする。財やサービスの取引の場合にもさまざまな取引費用が発生するが、その多くは狭義の取引費用である。企業買収取引の場合には狭義の取引費用以外の取引費用が特に大きく、本稿は、そうした取引費用に注目した分析を行っていく。

また、少数の経済主体がお互いの行動を読み合いながら意思決定するという状況は、企業買収の場面に限らず、寡占市場の競争や企業と労働組合の交渉など、現実には多くの局面で観察されることである。互いに相手の行動を予想しながら意思決定する関係を、経済学では戦略的相互依存関係と言うが、戦略的相互依存関係は1回限りで終わる場合もあれば、長期にわたる場合もある。こうした多様な戦略的相互依存関係を分析する枠組みがゲーム理論であり、ゲーム理論が経済学の分析の枠組みに取り入れられたことで、伝統的なミクロ経済学が不得手とした現象を統一的な枠組みで理論的に説明することができるようになった。

そこでは、似通った状況であるにもかかわらず経済主体が選択する行動が全く異なる場合もゲームの構造の違いがもたらす結果として説明できる。ゲームの構造を構成する要素には、景気動向に関する各経済主体の読み方の違いをはじめ、どの経済主体が先に行動するかなどのタイミングや価格を選ぶか数量を選ぶかなどの選択の問題が含まれる。例えば、買収会社と買収対象者のどちらが先に行動するかによってゲームの構造は異なるといい、その構造の違いから異なる結果が生じると説明される。このように、多様な状況をゲームの構造の違いとして捉えることで統一的な視点で物事を分析できるようになった。

ところで、企業買収における取引交渉は、その取引は互いに顔が見える相対取引であり、

それをモデル化して分析するためには、交渉についての分析が不可欠になる。ちなみに、伝統的なマイクロ経済学では、多数の消費者と生産者が同質の財を取引する市場が対象で、そこでの取引価格や取引数量の決定と、その取引に対する効率性の評価が中心テーマとなってきた。平たく言えば、そこでは価格や取引量は需要曲線と供給曲線との交点で定まることになるが、そうなるのは、多数の経済主体が取引に参加しているために、個々の経済主体は、その行動が価格に影響を与えることの出来ない単なる価格受容者になってしまうからである。しかし、現実には観察される企業買収取引は「特定の経済主体間にしか価値を持たない特殊な財を少数の経済主体が取引する状況」であり、お互いに顔が見え取引価格や取引数量にも口を挟める状況で、そこでは、相手よりも如何にして多くの利益を得るかをめぐって必然的に交渉が行われることになる。交渉理論は、そうした「少数の経済主体が交渉を行う状況」をゲーム理論の枠組で分析するものである。

ただ、その場合でも、現在の多くの応用マイクロ分析では、交渉理論の基本モデルの結果を簡便的に応用するか、特定の経済主体が交渉力を全て持つと仮定することが多い。交渉理論の基本モデルでは、利益をおおよそ当事者間で等分する利益配分が交渉の結果として達成されるという結果が得られているが、特定の経済主体が交渉力を全て持つと仮定した場合には、その経済主体が利益の全てを取るようになる。

しかし、制度分析においてこれらの結果だけを用いるというのでは、実質的に交渉のプロセスを分析から捨象してしまっているのに等しい。最近の交渉理論の研究では、様々な交渉のプロセスを考慮すると、基本モデルとは異なる結果が生じることが示されている。換言すれば、交渉プロセスを明示的にモデルに取り込むことで、取引の効率性を高めるための補完的役割を担う制度の機能について、今までとは異なる視点から分析できる可能性が広がってきている。近年の交渉理論では、交渉費用を勘案するなど、交渉のプロセスをより具体的にモデル化する試みもなされている。

本稿は、こうした具体的な交渉プロセスの方法論を考慮することで、企業買収プロセスの効率性について検討している。

1.4 従来の議論との関係

本稿は、支配・従属関係のない当事者間の企業買収の場面において、買収対象会社の取締役に対してどのような規律づけを実現していくべきかという点に焦点をあてて議論を展開する。そのため、本稿は、従来の議論とは異なる以下の特徴を有している。

まず、本稿は、支配・従属関係のない当事者間の企業買収の場면을対象にする点で、わが国でも既に議論が盛んな敵対的買収の場面における買収防衛策の有効性に関する問題や、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問題とは、議論の対象が異なるということができる。また、近年では、わが国においても、MBO

が行われる場面での買収対象会社の取締役の行為規範に関する議論や、企業買収の場面において用いられる取引保護条項の法的効力に関する議論が、徐々に行われるようになってはいるが、このような議論が、支配・従属関係のない当事者間の企業買収に関する一場面を対象としているのに対して、本稿では、その全体を対象としている点で、より広い事象を議論の対象とするものであると評価できる。

このように、従来の議論と比較して、本稿では、議論の対象または対象の範囲が異なるものということができる。さらに、単に議論の対象が異なるというだけではなく、より積極的に、本稿は従来の議論を補完する意義を有しているものとする。敵対的買収の場面における買収防衛策の有効性に関する議論、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議論、MBOの場面における株主保護に関する議論などのように、従来の議論の多くは、買収対象会社の株主と取締役との間の利益相反関係が顕著な場面に射程を限定して検討を進めてきた。このような検討のアプローチは、利益相反関係が顕著な場面における取締役に対する規律づけの実現に優先的に取り組むという点では、効率的なものということができるが、他方で、見方を変えれば、問題が特に深刻な場面だけを取り上げて対応する対処法であるといえないこともない。そのため、現実にはわが国の企業買収取引の大半を占めている¹⁷にもかかわらず、利益相反関係が顕著であるとは捉えられてこなかった企業買収の場面一般に関しては、わが国では、そもそもどのような問題が存在し、取締役に対してどの程度の規律づけを実現すべきなのか（それとも、通常の経営判断の場面と同様に考え、特別な規律づけは必要ないと考えべきなのか）といった観点に基づく論点の整理すら、完全に不足している状況にある。このような問題意識に基づいて従来の議論を補い、利益相反関係が顕著な場面における取締役に対する規律づけと、通常の経営判断の場面における取締役に対する規律づけとの間を繋ぐものとして、潜在的な利益相反関係が存在すると評価可能な企業買収の場面一般における取締役に対する規律づけのあり方を過不足なく検討することが、従来の議論との関係に照らした本稿の意義である。

以上の本稿のアプローチに対しては、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関係は、その利益相反性の強弱を含めて、問題となる場面ごとに大きく異なりうるものであり、企業買収の場面一般を広く議論の対象とすることは適当ではないのではないかと疑問も生じよう。本稿も、企業買収の場面ごとに、買収対象会社の取締役に対して規律づけを実現するにあたり考慮すべき問題点は異なりうると考えており、企業買収の場面一般において同一の基準による規制が妥当すべきであるとは考えてはいない。それにもかかわらず、本稿が企業買収の場面一般を広く議論の対象と捉えることの理由としては、企業買収の場面一般において、程度は異なるものの共通の利害状況が存在し、取締

¹⁷ 井上・加藤(2006), pp.21-23 を参照されたい。

役に対する規律づけを実現するうえで考慮すべき共通の視点が存在すると考えるからである。したがって、具体的に問題となっている状況に応じて規律づけの内容は変えるべきではあるが、それぞれの場面における規律づけを全く別のものとして捉えるのではなく、企業買収の場面一般に妥当する共通の視点を探求したうえで、このような視点との関係で、それぞれの場面における規律づけの必要性を確認し、また、必要があれば新たな規律づけの仕組みについての提言を行うことが適切であると考ええる。

1.5 本稿の構成

本稿は、企業買収の場面を対象として、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するものである。

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述べたのち、現行制度上の企業買収の場面での取締役と株主との間の判断権限配分について検討する。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一方で、企業買収を成立させるか否かの最終的な判断権限は株主に留保されている。しかし、株主による最終的な判断権限の行使を通じて、買収対象会社の取締役に付与された権限が、適切に行使されたかどうかを監視する仕組みに強い期待を寄せることは、株主の合理的無関心や、ただ乗りなどの集合行為問題が存在すること、さらに、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一方で、企業買収を成立させるか否かの最終的な判断権限は株主に留保されていることによる取引実現の不確実性により、取締役によって取引保護条項が締結されることを述べる。しかし、この取引保護条項が、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、場合によっては形骸化させ、企業買収プロセスの効率性を阻害してしまう側面も存在することを指摘する。

第3章では、裁判例から分析する公正な企業買収プロセスについて検討する。企業買収の手続において合意された株式価値が「公正な価格」とされるとされる要素として、①独立当事者間の交渉であったこと、②合理的な根拠にもとづく交渉を経て合意に至ったこと、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たことが重要であることを指摘する。

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を行う。交渉問題をモデル化するために、合理的主体による交渉の妥結点の優れた予想として高く評価されている Nash (1950) によって提案された交渉解を用いて、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、交渉の結果である交渉解に影響を与えるのかを特徴づける。

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の交渉問題を、前章と同じ Nash (1950)によって提案された交渉解を用いて分析を行う。この分析により、買収価格が不確実である場合の買収会社と買収対象会社の交渉が本質的であるための条件を比較検討している。

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、場合によっては形骸化させ、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。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について Rubinstein (1982)の交互提示ゲームを適用し、交渉のプロセスと、より条件の良い買収提案を提示する競合者の出現による、買収対象会社の取締役の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す。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。

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を実質的に制限し、場合によっては形骸化させ、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。本章では、交渉に費用がかかる交渉モデルを扱う。まず、交渉費用がかかっても事後に回収できるなら、交渉によって必ず効率的な経済状態が実現することが示される。次に、交渉開始前に交渉費用を負担し、交渉開始後はサンク（埋没）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、不成立に終わることがあり得ることが示される。特に、有限期の交渉プロセスを考えると、必ず交渉が不成立に終わることを示す。さらに、企業買収の交渉プロセスにおいては、契約の締結につき高い期待を抱くだけでなく、相当額の費用、手間をかけているため、買収交渉に決裂した場合に、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。この経済的な補償を目的とする取引保護条項は、競合する買収会社が買収提案を行うための費用を高めるだけでなく、極端な場合には、買収対象会社がより条件の良い買収提案を模索するインセンティブそのものを失わせてしまうことにもなるかもしれない。本章では、他の競合する買収提案を行う者との交渉の機会、取引の機会がないために生じる外部機会費用を考慮し、この外部機会費用があると、取引保護条項を維持することで機会損失が生じ交渉決裂した主体に与える交渉費用をより大きくする可能性があり、交渉費用がより多ければ、交渉を決裂させるインセンティブを削ぐことができ、部分ゲーム完全均衡として達成できる範囲が広がる可能性について検討する。

第8章では、株主の最終的な権限の確保を対象としている。企業買収の判断を行う場面で、株主は取締役と比較して不十分な情報しか持っていない。そのため、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、株主の利益よりも私的利益を追求し、株

主総会で再選任を目指すことを優先して交渉を行うかもしれない。このように株主と取締役との間に情報の非対称性が存在するとき、いわゆるプリンシパル・エージェント問題が発生する。株主と取締役の間にあるこの問題について、株主の最終的な権限行使の手段である株主総会制度が、これを解決する仕組みの1つであることを指摘する。さらに、日本の企業買収取引において、専門的な知識と経験を有するアドバイザーによる情報提供は、効果的な投資の実現のために、株主にとって欠かせないものであり、本章では、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う。

第9章では、株主の最終的な権限行使手段の1つである、株式買取請求制度と差止制度が、裁判所による株式買取価格算定に不確実性が存在することを前提として、その制度比較を簡単なモデルを設定して分析を行う。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。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する。

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、本論文全体の総括を行っている。また章の最後には、今後の研究課題についても述べている。

第2章 企業買収の現状と課題

2.1 企業買収の現状

2.1.1 企業買収取引の動向

わが国における企業買収取引は、近年になり件数・金額ともに顕著に増加している。わが国の企業買収取引の件数は、1998年以前は年間数百件程度に過ぎなかったが、1999年以降持続的に増加し、2006年には過去最高の2,764件に達した¹⁸。また、わが国の企業買収取引の金額も、1998年以前は年間で数十から数百億ドル程度であったが、1999年以降はおおむね安定して1,000億ドル程度で推移しており、2006年には1,250億ドルに達した¹⁹。こうした企業買収取引の金額は、1991年から1998年にかけてはわが国のGDPの0.4%程度に過ぎないものであったが、1999年から2005年にかけては2.5%にまで上昇し、2006年には3%程度にまで達している。このように、企業買収取引は、わが国の経済活動においてもはや無視できない規模に成長したものといえるだろう。2007年下半期には、米国のサブプライム・ローン問題に端を発する世界同時不況によって、世界的な規模での信用収縮が生じ、そのため企業買収取引はいったん減速したが、減速は一時的なものであり、今後ともわが国の企業買収取引は増加傾向にあることが予測されている²⁰。

そして、こうしたわが国の企業買収取引の大部分は、現実には友好的な企業買収取引であることが指摘されている²¹。そのため、企業買収の仕組みやその問題点を考察することを通じて、わが国の経済活動全体に対して大きな影響を与えうる重要な課題が浮かび上がる可能性は十分にあるだろう²²。そこで、以下では、まずはわが国の企業買収の仕組みの全体像を確認し、その後で、わが国の企業買収の場面において取り組むべき課題について考察を試みる。

¹⁸ 宮島編(2007), pp.1-3.

¹⁹ 宮島編(2007), p.2 では、わが国の企業買収取引の金額は、1997年から1998年にかけては年平均2兆5,000億円程度であったが、1999年から2006年には年平均で11兆円程度となり、約5倍にまで急増したと指摘する。

²⁰ 服部(2008), pp.12-14.

²¹ 井上・加藤(2006), pp.21-23. 宮島編(2007), p.5. なお、企業買収取引の大部分が友好的なものであることは、わが国に特有の現象というわけではない。例えば、米国においても、1990年代に行われた企業買収取引のうち、買収提案が敵対的であったと評価されるものは全体のわずか4%に過ぎず、また、敵対的買収が成功した確率は3%以下に過ぎなかったことが指摘されている。

²² 企業買収の規模や頻度が増大したということは、買収がわが国の経済に事後にもたらす影響の大きさを増大させるのみならず、買収が日常化することによって、買収が会社関係者の事前のインセンティブ（例えば、投資家の株式投資のインセンティブ）に与える影響も増大させることになる。そのため、企業買収の規模や頻度が増大した今日では、企業買収をめぐる問題の重要性はきわめて高いといえる。

2.1.2 企業買収の仕組み

ここでは、企業買収の仕組みについて検討する。最初に、わが国において企業買収を実現するための方法として用意されている株式の取得、事業譲渡、組織再編の3通りの方法について、その内容を簡単に記述する。次に、企業買収を実現するための買収対象会社の内部における判断権限について考察し、企業買収の場面において、買収対象会社の株主と取締役との間でどのように判断権限が分配されているのかを確認する。結論を先にいえば、企業買収の場面では、買収会社の内部において、取締役による買収条件の交渉および判断の過程と、取締役の交渉によって形成された買収条件の受け入れに関する株主の最終的な判断の過程という、二段階の判断枠組みが原則として採用されている。そして、買収条件をめぐる交渉は取締役に一任されており、株主は、取締役の交渉によって形成された買収条件を受け入れるか否かの判断しかできない点を考慮すれば、企業買収の場面においても、通常の経営判断の場面と同様に、買収会社の取締役には会社の意思決定に関する強力な権限が与えられているものと評価することが可能である。

2.1.3 企業買収を実現するための方法

わが国において企業買収を実現するための方法としては、買収会社が買収対象会社の株式を取得することで実現するもの（株式取得）、買収会社が買収対象会社の事業の譲渡を受けることで実現するもの（事業譲渡²³）、合併、会社分割、株式交換および株式移転²⁴といった会社法第五編の組織再編²⁵を通じて実現するもの（組織再編）の、大きく3通りの方法がある²⁶。

① 株式取得

²³ 企業買収を実現するための多様な手法が存在する中で、実務上いかなる考慮要素に基づいて事業譲渡という手法が選択されるのかを論じた最近の文献として、武井(2009)がある。

²⁴ 株式交換や株式移転は、買収者が買収対象者の株主から株式を取得することで企業買収を実現するものであり、その意味では株式取得により企業買収を実現する方法とも評価できる面がある。もっとも、株式交換や株式移転による買収を実現するためには、会社法の規定に基づき、合併や会社分割とほぼ同様の手続が要求されることになるため、ここでは、合併や会社分割とあわせて組織再編として整理する。

²⁵ 組織再編という用語は会社法には存在しないものである。本稿では、合併、会社分割、株式交換および株式移転といった会社法第五編第二章から第四章に規定されている取引を組織再編と呼ぶ。

²⁶ なお、本文に掲げた方法以外にも、近年積極的に活用されている方法として、全部取得条項付種類株式の全部取得および端数の金銭処理によって企業買収を実現する方法がある。会社法第五編の定める組織再編には該当しないが、実質的には株式交換と変わらない行為であり、また、株主総会の特別決議が必要であるなど、要求される手続面でも組織再編による買収の場合と類似しているため、ここでは組織再編とあわせて論じることとする。

株式取得による方法には、さらに、取引所金融商品市場²⁷における売買や公開買付け（金融商品取引法 27 条の 2 以下）などを通じて、買収会社が買収対象会社の株主から株式を取得する方法²⁸と、会社法 199 条以下の募集株式の発行等を通じて、買収会社が買収対象会社から株式を取得する方法に大きくは分けられる。そして、前者の買収対象会社の株主から株式を取得する方法を用いる場合には、買収を実現するうえで、買収対象会社の取締役会の同意を得ることは会社法上不要であるが、現実には、買収会社によるデュー・ディリジェンス²⁹を実施する必要や、買収対象会社の従業員等の反発を避ける必要から、このような場合であっても、事前に買収対象会社の取締役会の同意を得ることがほとんどであるとされている。

次に、後者の募集株式の発行等を通じて株式を取得する方法に関しては、わが国の公開会社では、定款所定の発行可能株式総数（会社法 37 条 3 項・113 条 3 項により、定款に定める発行可能株式総数のうち 4 分の 1 以上は会社の設立に際して発行しなければならない）の限度であれば、取締役会限りで募集株式の発行等（第三者割当増資による場合も含む）を行うことが可能である（会社法 201 条 1 項・199 条 2 項）点には、十分に留意する必要がある。すなわち、わが国では、第三者割当増資を利用することで、買収対象会社において取締役会限りの判断で迅速に企業買収を実現することが可能になる³⁰。そのため、実務上は、企業買収を実現するための方法として、第三者割当増資が頻繁に利用されていると指

²⁷ 金融商品取引所の開設する金融商品市場をいう（金融商品取引法 2 条 17 項）。

²⁸ なお、取引所金融商品市場外において、買収対象会社の株主から直接相対で株式を取得することで、企業買収取引を実現することも考えられないではない。しかしながら、この点に関しては、10 名を超える者から取引所金融商品市場外で株式を取得し、取得後の買収者の株券等所有割合が 5% を超えることになる場合、または 10 名以下の者から取引所金融商品市場外で株式を取得し、取得後の買収者の株券等所有割合が 3 分の 1 を超えることになる場合には、原則として公開買付けにより株式を取得する必要性が生じる（金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項 1 号および 2 号、金融商品取引法施行令 6 条の 2 第 3 項）ため、直接相対での株式取得のみに基づいて買収対象会社の支配権を取得することは、現実には難しいと考えられる。ただし、合併などによる企業買収を円滑に進めるために一部の株主から、上記の金融商品取引法の規制にかからない範囲で、事前に株式を取得しておくことは十分に考えられるところではある。

²⁹ デュー・ディリジェンスとは、買収者が、通常は適切な守秘義務契約を結んだ後で、買収対象会社からの情報の提供を受けて同社の資産内容を精査することをいう。デュー・ディリジェンスには、大きくは、買収対象会社の事業の収益性・将来性等を検討するもの、同社の財務内容を検討するもの、同社が抱える法的問題点を検討するものがある。そして、実際の企業買収の場面では、デュー・ディリジェンスにより判明した情報に基づいて改めて買収価格などの交渉を行ったうえで、最終的な契約を締結するのが通常である。

³⁰ ただし、株主による差止めの機会を確保するために、公開会社においては、払込期日または払込期間初日の 2 週間前までに、取締役会により決定された募集株式の発行等に関する募集事項について、株主に対して通知または公告をしなければならない（会社法 201 条 3 項・4 項）という制限は存在する。

摘されている³¹。なお、以上のいずれの方法を採用するとしても、買収会社としては、買収対象会社の株式という財産を取引行為によって取得しているだけであり、買収会社の株主の同意は原則として不要である。

② 事業譲渡

次に、事業譲渡による方法について検討する。会社法は、事業の全部または重要な一部を譲渡する場合には、重要な財産の処分として取締役会の承認を要求する（会社法 362 条 4 項 1 号）。そのうえで、事業譲渡は会社間の取引行為ではあるものの、株主の利益に与える重要性に鑑みて、譲渡会社において株主総会の特別決議を要求し（会社法 467 条 1 項 1 号および 2 号・309 条 2 項 11 号）、もって株主の利益を保護している³²。また、事業を譲り受ける側についても、事業を譲り受ける行為が、重要な財産の譲受けに該当する場合には取締役会の承認が必要になり（会社法 362 条 4 項 1 号）、さらに、事業の全部の譲受けに該当する場合には株主総会の特別決議が必要になる（会社法 467 条 1 項 3 号・309 条 2 項 11 号）。

ただし、会社法は同時に、事業譲渡や事業全部の譲受けにおいて例外的に株主総会決議が不要となる場合も規定しており、具体的には、会社の規模からして事業譲渡や事業全部の譲受けにより株主に生じる影響が軽微であることを理由とする場合（簡易事業譲渡等）と株主総会決議の帰趨が明らかであるために株主総会を開催する意味が乏しいことを理由とする場合（略式事業譲渡等）とが規定されている。

なお、事業譲渡や事業全部の譲受けについて株主総会の特別決議を要求するためには、譲渡される資産が事業³³としての性質を有していなければならない。

③ 組織再編

最後に、組織再編による方法を選択する場合には、会社法の規定に基づいて、買収会社と買収対象会社との間で組織再編契約の締結³⁴、または組織再編計画の作成が要求される。その後、それぞれの会社で、組織再編契約または計画および法務省令に基づく事項を開示し、株主および債権者の閲覧に供することが要求される。こうした情報開示は、株主総会

³¹ 服部(2008), p.46.

³² 江頭(2011), p.883.

³³ 会社法は、平成 17 年改正前商法において用いられてきた「営業」の概念を「事業」の概念に変更した。ただし、このことは、商人は商号ごとに 1 つの「営業」を営むものとされているが、会社はその法人としての名称が商号とされており（会社法 6 条 1 項）、1 個の商号しか持ちえないために会社が行うべきものの総体は「営業」と区別して「事業」と呼ぶことにしたという用語の整理に過ぎず、規制の実質には変わりはない。

³⁴ 合併契約（会社法 748 条・749 条・753 条）、吸収分割契約（会社法 757 条・758 条）および株式交換契約（会社法 767 条・768 条）を総称して組織再編契約と呼ぶ。

における議決権行使等の場面において、株主が合理的な判断を下すために必要な情報を開示させることで、組織再編の公正さを手続的に保証する機能を有していると評価されている³⁵。そして、以上の情報開示の後で、それぞれの会社において、組織再編契約または計画について、原則として株主総会の特別決議による承認を得ることが求められる（会社法 783 条 1 項・795 条 1 項・804 条 1 項・309 条 2 項 12 号）。株主総会決議が不要であると会社法が明文で認める場合としては、会社の規模からして株主に生じる影響が軽微であることを理由とする場合（簡易組織再編）と、株主総会の帰趨が明らかであるために株主総会を開催する意味が乏しいことを理由とする場合（略式組織再編）とがある。

なお、組織再編には該当しないが、株式交換に準じる行為として、近年では、全部取得条項付種類株式（会社法 108 条 1 項 7 号）の全部取得（会社法 171 条）および端数の金銭処理（会社法 234 条 1 項 2 号）を利用した買収対象会社の完全子会社化が行われることがあるが、この場合においても、全部取得条項付種類株式を導入するための会社の定款変更および全部取得条項付種類株式の全部取得を行うにあたり、それぞれ株主総会の特別決議が必要となる（定款変更につき会社法 466 条・309 条 2 項 11 号、全部取得につき会社法 171 条 1 項・309 条 2 項 3 号）。

2.2 現行制度上の企業買収プロセス

2.2.1 取締役と株主との間の判断権限の分配

企業買収プロセスを、買収会社における株主と取締役との間の判断権限の分配という観点から捉えれば、原則として、取締役による買収条件の交渉および判断の過程と、取締役の交渉によって形成された買収条件を受け入れるか否かに関する株主による最終的な判断の過程という、役割の異なる二段階の判断枠組みが採用されていると評価することが可能である。

企業買収を実現するためには、まずは買収会社と買収対象会社との間で交渉を行い、買収条件等について合意を形成することが必要となる³⁶。組織再編による場合には、会社法の規定に基づき、組織再編契約の締結または組織再編計画の作成が要求されている。また、第三者割当増資、事業譲渡または全部取得条項付種類株式の全部取得による場合も、こうした行為の条件について買収会社と買収対象会社との間で合意の形成が必要である³⁷。このような買収会社と買収対象会社との間の合意は、通常は両者の代表取締役や代表執行役による交渉を通じて形成されたうえで³⁸、最終的には両者の取締役会によって承認される必要

³⁵ 江頭(2011), pp.793-794.

³⁶ 江頭(2011), p.766

³⁷ 江頭(2011), p.886

³⁸ 江頭(2011), p.792

があることが一般的である³⁹。これに対して、買収対象会社の株主から株式を取得する方法を採用する場合には、買収会社と買収対象会社との間の合意の形成は必ずしも必要ではないものの実際には両者の取締役会の間で合意が形成されていることがほとんどである。

その後、合意された内容について、原則として買収対象会社の株主の同意を得ることになる。この株主の同意には、買収対象会社の株主から直接に株式を取得する方法を採用する場合のように個々の株主が株式の売却に応じることで同意を得るものと、事業譲渡や組織再編の場合のように、会社法の規定に基づき株主総会の特別決議を経ることで同意を得るものがある。

そして、こうした株主の同意が要求されている趣旨としては、一般には、企業買収が実現することによって、買収対象会社の株主の利害に重大な影響が生じるためであると指摘されている⁴⁰。そのため、会社の規模からして株主に生じる影響が軽微であると評価可能な場合や、株主総会決議の帰趨があらかじめ明らかであるような場合には、会社法の規定に基づき株主総会の特別決議は不要となる⁴¹。

以上のように、企業買収を実現するためには、買収対象会社における取締役と株主の双方の同意が基本的には必要となる。取締役の判断だけで企業買収を実現させることも、株主の判断だけで企業買収を実現させることも、原則としてはできない。このように、取締役と株主による二段階の判断枠組みを採用していることが、企業買収が行われる場面の大きな特徴であるといえる。そして、買収対象会社における株主と取締役との判断権限の分配という観点からは、このような二段階の判断枠組みにおいて、取締役に与えられた役割と株主に与えられた役割が異なる点がとりわけ注目に値する。すなわち、企業買収の場面では、買収対象会社の取締役に、買収会社の選択や買収条件の交渉などを行う権限が与えられている一方で、株主には、取締役によって形成された買収条件を受け入れるか否かについての最終的な判断権限が与えられており、企業買収を実現するにあたり両者の果たしている役割は異なるものと評価できる。

³⁹ 買収者が買収対象会社の株主から株式を取得する方法以外の方法で買収を実現する場合には、買収対象会社において取締役会による決定が必要となる（会社法 199 条以下・362 条 4 条 1 号）。また、買収者においても、組織再編行為や買収対象会社の株式・資産を取得する行為が「重要な財産の譲受け」（会社法 362 条 4 項 1 号）に該当する場合には、取締役会による決定が必要となる。

⁴⁰ 江頭(2011), p.765

⁴¹ もっとも、以上の原則に対する重大な例外として、わが国では、第三者割当増資により企業買収を実現する場合には、買収対象会社の株主の同意は少なくとも法律上は要求されていない。この点について、学説上は、第三者割当増資を利用することで、取締役会限りの判断で企業買収を実現できることに対して強い批判が寄せられており、授權資本の枠を引き下げることや、発行可能株式総数の範囲内であっても一定の数量を越える株式が発行される場合には、株主総会の特別決議を要求することなどが提案されている。

2.2.2 取締役が強力な権限を有する根拠

以上のように、企業買収の場面における買収対象会社内部の判断権限の分配について概観することで、最初に目に留まるのは、企業買収プロセスにおいて買収対象会社の取締役が有している強力な権限であろう。企業買収取引の場面では、買収会社の選択や買収条件をめぐる交渉は買収対象会社の取締役に一任されており、買収対象会社の株主は、取締役によって形成された買収条件を受け入れるか否かの判断しかできない。こうした点を考慮すれば、企業買収プロセスにおいて、通常の経営判断の場面と同様に、取締役には会社の意思決定に関する強力な権限が与えられているものと評価することが可能である。

もっとも、このような買収対象会社の取締役に対する強力な権限の付与によって、買収対象会社の株主の利益が害される可能性はないのだろうか。

仮に、買収対象会社の取締役は、企業買収の場面において、買収対象会社から与えられた権限を最大限活用し、株主の最善の利益に合致するように行動していると考えられるのであれば、このような強力な権限の付与は無条件で正当化されることになる⁴²。

しかしながら、以上の考え方が成り立つことは、必ずしも自明とはいえないように思われる。とりわけ、企業買収の場面では、買収対象会社の取締役は自らの行動次第で株主には享受できない重大な利益⁴³を享受できる可能性があることや、買収対象会社の取締役の行動を事後の取締役の選解任の可能性を通じてコントロールすることは困難である⁴⁴ことからすれば、こうした考え方が現実に妥当するかどうかは、十分な考察を行うことなく安易に結論を出すことは許されないものとする。そこで、次節では、買収対象会社の取締役

⁴² これに対して、企業買収取引の場面では、買収対象会社の株主と取締役との間には潜在的な利益相反関係が存在するものの、同時に買収者の選択や買収条件の交渉をめぐる複雑かつ高度の専門性が要求される場面でもあるため、買収対象会社の取締役に強力な権限を与えることによって、買収対象会社の株主はより大きな利益を得ることが可能になるという説明に基づいて、買収対象会社の取締役に対する強力な権限の付与を正当化するのであれば、買収対象会社の取締役に与えられる権限は、買収対象会社の株主の利益を向上させる範囲でのみ正当化されることになる。したがって、こうした説明に基づくのであれば、買収対象会社の取締役に対する一定の規律づけの必要性は肯定される。ある規律づけの仕組みを導入することで、買収対象会社の取締役に与えられる権限の濫用が抑止され、そのことによって買収対象会社の株主が得ることになる利益の額が、当該規律づけの仕組みを導入することで、買収対象会社の取締役による効率的な交渉の過程が阻害され、そのことによって買収対象会社の株主が被ることになる損失の額を上回るのであれば、そのような規律づけの仕組みは買収対象会社の株主の利益により資するものと評価でき、導入すべきということになるからである。

⁴³ 具体例として、企業買収取引を通じて、単に買収前と同程度の条件の役職が与えられるだけでなく、買収前よりも条件の良い役職が提供されることもあるようである。また、退職金の増額や顧問契約の締結などの何らかの経済的利益を受けることの見返りに、買収後の会社における取締役に就任しないことも考えられる。

⁴⁴ 企業買収が行われてしまった後では、買収後の会社における株主の地位を有していないか、仮に有しているとしても、その議決権が大幅に希釈化されてしまっていることが通常である。

に対する強力な権限の付与を正当化する以上の考え方の妥当性について、検証を行うこととする。

2.3 企業買収プロセスの効率性を妨げる要因①

2.3.1 取締役の潜在的な利益相反問題

近年になり、企業買収取引における買収対象会社の株主と取締役との間の潜在的な利益相反問題に関する研究が盛んに行われている。

こうした研究が盛んに行われている理由としては、第一に、企業買収取引を通常の経営判断の場面とは区別して考察する見解が、従来から数多く存在していたことが挙げられるだろう。例えば、企業買収取引は、買収対象会社の取締役の行為によって、買収対象会社の株主の利益に直接かつ重大な影響が生じる場面であると認識されている⁴⁵。こうした認識を踏まえれば、株主の利益に与える影響の重大性の点で通常の経営判断の場面とは区別される企業買収取引において、買収対象会社の取締役会や、取締役会から授権を受けて実際に買収会社との交渉を担う特定の取締役や経営陣が、与えられた強力な権限を株主の利益に忠実に行使しているのだろうかという問題意識⁴⁶が生まれてくるのは自然であろう。

また、企業買収取引は、買収対象会社にとって通常は1回限りの取引であるという特徴を有する点を指摘して、そのために、買収会社との交渉にあたる買収対象会社の取締役には、株主の利益よりも自らの利益を優先させるインセンティブが生じやすいと指摘する見解もある⁴⁷。

第二に、とりわけ近年では、敵対的買収の場面における強力な買収防衛策を正当化する根拠として、有力に主張されている交渉力仮説(bargaining power hypothesis)の是非をめぐる学説上の論争の存在が挙げられる。交渉力仮説とは、強力な買収防衛策を備えている会社では、敵対的買収を実行するという選択肢を買収会社から奪うことにより、企業買収に関する交渉を通じて、買収会社からより多くの利益を引き出すことが可能となるという理論であり、その結果として、強力な買収防衛策が買収対象会社の株主の利益になると主張するものである⁴⁸。こうした交渉力仮説は、企業買収の場面において、買収対象会社の取

⁴⁵ このような観点は、取締役の経営判断に対する裁判所による介入の程度を考察するにあたり、通常の経営判断に関する問題(enterprise decisions)と、株主の株式所有に対して直接に影響を与える問題(ownership decisions)とを区別する米国の学説上の見解に顕著にみられるところである。

⁴⁶ このような問題意識自体は必ずしも新しいものではない。例えば、Gilson and Kraakman(1990)は、既に1990年の時点で、企業買収の場面における買収対象会社の株主と取締役(経営陣を含む)との間の利益相反問題の存在を指摘している。

⁴⁷ Kraakman et al.,(2009), pp.183-185.

⁴⁸ Subramanian(2003), Bainbridge(2002), Gordon(2002), Gilson and Kraakman(1990)などがある。

締役や経営陣が株主の利益に忠実に行動することをその前提の1つとしているが、このような前提の妥当性をめぐり、近年では、企業買収の場面における買収対象会社の取締役や経営陣の行動メカニズムが注目を集めるようになってきている。

そして、こうした先行研究を概観すれば、近年では、敵対的買収の場面のみならず友好的な企業買収の場面においても、買収対象会社の株主と取締役との間には潜在的な利益相反関係が存在することを指摘する見解が、きわめて有力に主張されていることが分かる。

すなわち、買収対象会社の取締役（経営陣を含む）は、企業買収取引の場面において、買収会社との交渉を通じて、買収後の会社における役職の確保、買収会社との間のアドバイザー契約の締結、退職金の増額その他の報酬関連の利益を得ることが可能であることを指摘し、そのために、買収対象会社の株主とは利益相反関係に立つ可能性が高いと主張する見解が数多く存在している。そのうえで、これらの見解は、買収対象会社の取締役は、本来は買収対象会社の株主の利益を図るために与えられた広い裁量を、自らの利益を図るために行使しており、その結果として、本来ならば株主が享受するはずの利益を犠牲にしている可能性があるとして指摘するのである⁴⁹。

また、こうした潜在的な利益相反関係が存在することを指摘する見解は、企業買収を専門とする米国の実務家に対するインタビューの内容を紹介した文献などにおいても、企業買収の場面における買収対象会社の取締役や経営陣による私的利益(private benefit)の追求は、現実に広く行われている現象であると認識されていることが分かる⁵⁰。

このように、買収対象会社の株主に代わって買収会社と交渉を行う取締役や経営陣が、買収後の会社における役職の提供などの私的利益を受ける見返りに、買収会社との買収条件の交渉において買収会社に譲歩したり、低い買収価格を提示する買収会社を選択したり⁵¹する危険性が広く認識され始めている⁵²。そして、買収の選択や買収会社との買収条件の交渉が買収対象会社の取締役に一任されており、買収対象会社の取締役は自らの行動次第で株主には享受できない重大な利益を享受できる可能性があることや、買収対象会社の取締役の行動を事後の取締役の選解任の可能性を通じてコントロールすることは困難であるこ

⁴⁹ 買収者が買収対象会社の取締役に提供した利益は、そのような利益の提供がなければ、買収者から買収対象会社の株主に対して提供されていた可能性も否定できないからである。

⁵⁰ 米国の企業買収に携わる実務家へのインタビューを通じて彼らの認識を紹介するものとして、例えば、Subramanian(2003)がある。これらのインタビューの内容からは、企業買収の場面における買収対象会社の取締役や経営陣による私的利益の追求は、時とし企業買収の成立すら左右するほどの取引上の重要な要素の1つとなっていることが示唆される。

⁵¹ 以上の分析に基づき、買収対象会社の取締役会の交渉力を高めることは、必ずしも買収対象会社の株主の利益にはならないと指摘する。

⁵² さらに近年では、企業買収の場面における買収対象会社の取締役や経営陣による私的利益の追求を前提としたうえで、こうした私的利益と買収対象会社の株主が得るプレミアムとの間のトレードオフ関係を、数理的な理論モデルを用いて分析することも試みられている。

とからすれば、以上の学説や実務家の見解において指摘されているように企業買収取引において、買収対象会社の取締役が株主の利益の犠牲の下で自らの利益を追求している可能性を十分に否定することは困難であろう。

以上の点を踏まえれば、企業買収における買収対象会社の株主と取締役との間の潜在的な利益相反問題は、わが国では、MBO などの一部の取引を除けば、これまでほとんど認識されてこなかった問題ではあるが、実際には深刻であるといえるのかもしれない。少なくとも、わが国においても、企業買収取引において買収対象会社の取締役が自己利益を追求することは、一部の悪質な取締役のみに妥当する例外的な話であるとは断言できないだろう。

実際、企業買収に携わる実務家を中心に、わが国の企業買収取引においても、買収対象会社の株主と取締役との間には、潜在的には利益相反関係が存在することを指摘する見解は少なくない。また、わが国の過去の主な 21 件の合併事例を分析した結果、わが国では、買収会社と買収対象会社の合併前の株式時価総額の比率が 6 対 4 の範囲内であれば、合併後の会社の取締役会には、それぞれの会社から同数の取締役が送り込まれるという現象がほとんど常に観察されるとし⁵³、さらに、合併前の株式時価総額の比率の差が 6 対 4 を超える場合であっても、株式時価総額が小さい方の会社に、株式時価総額の比率を超える取締役のポストが割り当てられる傾向がきわめて強いことが観察されるとする研究も存在する⁵⁴。この研究は、こうした現象が存在することに加えて、わが国では、欧米と比較して、買収対象会社の株主が受け取るプレミアムの額が小さくなる傾向がある⁵⁵ことも踏まえれば、とりわけわが国では、買収対象会社の取締役が、合併後の会社における自らの役職を確保するために、本来は株主に支払われるべきプレミアムを犠牲にしている場合があるといわざるをえないと結論づけている⁵⁶。

2.3.2 取締役の認知上のバイアス存在の可能性

さらに、こうした買収対象会社の取締役の自己利益の追求は、株主の利益よりも自らの

⁵³ 服部(2004), p.206.

⁵⁴ 服部(2004), pp.206-209. 以上の指摘に加えて、同研究は、買収者と買収対象会社の合併前の株式時価総額の比率が 6 対 4 の範囲内であった合併事例の大半で、買収者と買収対象会社は、存続会社、新社名、社長、本店所在地のいわゆる「四種の神器」の選択をめぐり、どちらが優位に立つこともなく対等であったことも指摘している。

⁵⁵ 服部(2004), p.208. 欧米の主な合併事例 (28 件) では、買収対象会社の株主が受け取ったプレミアムの平均は 18%であった。

⁵⁶ 服部(2004), pp.208-210. 同研究が調査の対象としたわが国の主な合併事例 (21 件) では、プレミアムの平均は 6%に過ぎない点を指摘する。同研究は、欧米の合併事例と比較しても、わが国の合併事例では、買収対象会社に割り当てられる取締役のポストと、株主が受け取るプレミアムとが交換されているようにみられる現象が、より顕著に観察できると指摘する。

利益を優先したいと考える不忠実な取締役だけが行うわけではないと指摘されていることも、非常に重要な点である。すなわち、企業買収取引において、買収対象会社の取締役は、自らの利益を追求する行為こそが株主の利益に合致すると信じ込んでしまうことによって、株主の利益を害する意図はないにもかかわらず、誤って株主の利益を害する行動をとっている可能性があるという指摘するのである⁵⁷。近年の認知心理学の分野の研究の進展によって、人は自らの利益に合致する立場を無意識のうちに正しいものとして支持してしまう傾向が存在することが、広く認識されるようになってきている。すなわち、そこでは、認知的不協和(cognitive dissonance)を低減させるための仕組みの1つとして、自らの利益に合致しない情報を避けようとする、または自らの利益に合致する情報を加えようとする認知上のバイアス(cognitive bias)⁵⁸が無意識のうちに生じ、その結果として合理的な判断を下せなくなるということが指摘されている。

こうした認知上のバイアスの存在も踏まえれば、企業買収取引の場面において買収対象会社の取締役が自らの利益を追求してしまうことは、一部の悪質な取締役のみに妥当する例外的な話であるとはいえないだろう。例えば、自らが引き続き経営を担うことが株主の最善の利益になると考えている買収対象会社の取締役としては、株式対価の合併の場面において、ある買収会社からの買収提案が他の買収提案と比較して合併比率の点で大幅に不利なものであったとしても、当該買収会社から買収後の会社における役職の提供が約束された場合には、当該買収会社の買収提案を受け入れることこそが買収対象会社の株主の最善の利益になると信じ込んでしまうことは、十分に想定可能である。

また、買収対象会社の取締役にとって望ましい条件の買収提案を提示した買収会社が既に存在する場合に、当該買収会社以外の買収会社を勧誘することによって、取締役にとって望ましい条件を何ら提示してくれない買収会社との間で買収が成立してしまう可能性を認識する取締役は、他の買収会社の勧誘は当初の買収提案を失う可能性を生じさせるために株主の利益にはならないとか、勧誘しても新たな買収会社が現れる可能性はきわめて低いなどと考えることによって、他の買収会社に対する勧誘を行わない自らの行為が株主の

⁵⁷ Kraakman et al.,(1982)によれば、買収対象会社の経営陣は、認知的不協和の存在によって、自らの利益に合致する特定の買収者の買収提案が、買収対象会社の株主の利益に最も合致する提案であると誤って評価してしまう可能性があるという指摘し、その結果として、特定の買収者に対して本来は望ましくない強力な取引保護条項を与えてしまう危険性があると指摘する。さらに Gilson et al., (1990) も、認知的不協和の理論に基づき、企業買収の場面での買収対象会社の経営陣の判断には認知上のバイアスが生じやすく、その結果として、誤った判断を下す可能性が典型的に高くなる(すなわち、エージェンシー・コストを高める)と指摘している。

⁵⁸ なお、以上の認知的不協和を低減させるために生じるバイアス以外にも、今日では様々な認知上のバイアスの存在が指摘されている。有名なものとしては、不確実な状況の下において、ヒューリスティクス(heuristics)を用いて問題を解決しようとするために生じるバイアスの存在などが挙げられる。

利益に合致するものであると信じ込んでしまうことも、考えられるところである。

2.3.3 社外取締役の不在

次に、自己利益の追求を実現するための手段に関するわが国に顕著な事情としては、わが国の取締役会には、株主に代わって内部者出身の取締役を監視することを期待されている社外取締役がきわめて少ないという問題点が指摘できる⁵⁹。

わが国では、新卒で従業員として雇用された者が長い期間をかけて昇進し、最終的には取締役として企業の経営を担うといった内部昇進の慣行が存在することが指摘できる⁶⁰。こうした内部昇進の慣行が存在することに鑑みれば、わが国では、買収対象会社の取締役にあって、買収後の会社における役職の確保は特に価値のある重要な利益となっている可能性がある⁶¹。そして、取締役にあって役職の確保が特に価値のある重要な利益であるということは、買収対象会社の取締役が、同社の株主の利益を害してでも役職の確保を優先しようとする考えをより強く促すだけでなく、既に紹介した認知上のバイアスの存在によって、自らの役職を確保することこそが、同社の株主の利益になると誤って信じ込んでしまう可能性についても高めることになる。

すなわち、わが国では、取締役会内部における監視メカニズムが十分に機能していない可能性が高いと考えられるために、買収条件の交渉等を担当する取締役（わが国では、通常は内部者出身の取締役が買収条件の交渉等を担当することになるだろう）は、自らの交渉権限を利用して、株主の犠牲の下で自ら利益を追求することを諸外国以上に容易に実現

⁵⁹ 例えば、岩原紳作ほか（座談会・上場会社をめぐるルール改正とわが国のコーポレート・ガバナンス〔池田唯一発言〕（2009年））によれば、わが国では、東京証券取引所一部上場企業の56%、二部上場企業の60%、マザーズ上場企業の41%において、取締役会に社外取締役が1人もいないという現状がある。

⁶⁰ 経営者の内部昇進の仕組みについては、石井(1996)を参照されたい。こうした内部昇進の慣行の存在を踏まえて、江頭(2011), p. 47では、わが国の上場会社における経営者の特徴の1つとして、他社から招聘されるなどの人材の流動性が少ない点を指摘する。

なお、この点に関する近年の米国の代表的な研究である Fee and Hadlock (2003)では、1990年から1998年にかけて報告された米国の大規模上場会社における1,200件のCEOの交代の事例のうち、社内の人材を新たにCEOとして雇用した事例は772件(全体の64.3%)であると指摘する。この数字だけをみれば、米国においても、CEOの新規雇用に関しては内部昇進による場合が多いとも考えられないではないが、Fee and Hadlockの研究では、CEOとなる1年以上前から会社に雇用されていた者（アドバイザーとして雇用されていた者も含む）を社内の人材と定義としているため、この数字だけから、米国においてもわが国と同様の内部昇進の慣行があると評価することはできない。むしろ、わが国との比較という観点からは、米国では、以上の1,200件のCEOの交代事例のうち、全くの社外の人材を新たにCEOとして雇用した事例が318件(全体の26.5%)もあることを重視すべきと述べている。

⁶¹ 内部昇進が大半を占め、人材の流動性が少ないために、いったん取締役としての地位を失ってしまうと、他の会社で再び企業経営を担うことのできる地位に就く可能性は低いと考えられるからである。

できている可能性がある。

2.3.4 潜在的な利益相反関係に関する小括

以上を総括すれば、近年では、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潜在的な利益相反関係を問題視するものが多い。そして、こうした見解が盛んに主張されるようになったことと時を同じくして、買収対象会社の株主と取締役との間の潜在的な利益相反関係について言及されることが増え始めた。もちろん、これまでも、買収対象会社の取締役に対して厳しい判断が下された判例については、その事案を詳細に検討すれば、買収対象会社の株主と取締役との間には、潜在的には利益相反関係が存在していたことが多いとは指摘されている。よって、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には、潜在的には利益相反関係が存在することが指摘できる。したがって、企業買収プロセスにおいて買収対象会社の取締役に与えられる強力な権限は、取締役に株主の利益に忠実に行動しているという考え方によって無条件に正当化することは、現実には困難といえるだろう。

2.4 企業買収プロセスの効率性を妨げる要因②

2.4.1 株主の権限行使において制限

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一方で、企業買収を成立させるか否かの最終的な判断権限は株主に留保されている。したがって、株主が買収の是非をめぐる最終的な判断権限を行使することによって、買収対象会社の取締役に對する十分な規律づけが実現し、企業買収プロセスが効率的に機能していると考え余地もないわけではない。

しかしながら、以下の点を考慮すれば、株主による最終的な判断権限の行使を通じて、買収対象会社の取締役に付与された権限が適切に行使されたかどうかを監視する仕組みに、強い期待を寄せることは困難であろう。

まず、わが国では、定款に定める発行可能株式総数（会社法 37 条 1 項）のうち一部（4 分の 1 以上）は会社の設立に際して発行しなければならないが、残りは会社成立後、必要に応じて取締役会などの決議によって発行することができるために、第三者割当増資を通じて買収会社に大量の新株等を発行することで買収を実現することが可能であり、この場合には、原則として買収対象会社の株主に買収の是非を判断する機会とは与えられていない。少なくとも現段階では、大規模な第三者割当増資が行われる場面において、株主に買収の是非をめぐる最終的な判断権限を行使する機会を与えるまでには至っていない。この問題

に関して、東京証券取引所は、2009年7月30日に有価証券上場規程等の一部改正を行い（同年8月24日施行）、同取引所の上場会社が25%以上の希釈化または会社支配権の移転を伴う第三者割当増資を行う場合には、経営陣から一定程度独立した者からの意見聴取または株主総会決議などによる株主意思の確認を要求するようになった。このような制度改正は、大規模な第三者割当増資が行われる場面における取締役の広範な裁量に一定の制約を設けるものではあるが、第三者委員会などの経営陣から一定程度独立した者からの意見聴取を行うことで、株主総会決議を要しないこととする扱いが認められているため、株主に増資の是非をめぐる最終的な判断権限を行使する機会を十分に与えるものとは評価できない。

2.4.2 株主の権限行使における集合行為問題

企業買収の場面では、原則として、取締役による買収条件の交渉および判断の過程と、取締役の交渉によって形成された買収条件を受け入れるか否かに関する株主による最終的な判断の過程という、役割の異なる二段階の判断枠組みが採用されていると評価することが可能であると2.2.1で述べた。したがって、企業買収取引に関する最終的な判断は株主にある。このように、企業買収に関する最終的な判断権限は株主にその行使する機会を与えているものである。

しかし、買収対象会社の株主に、企業買収の実現の是非をめぐる最終的な判断権限を行使する機会が与えられるとしても、このような株主の判断権限の行使については、株主の合理的無関心(rational apathy problem)や、ただ乗り問題(free rider problem)の存在を考慮すれば、買収対象会社の取締役に対する規律づけとしてどの程度の実効性があるといえるかは疑問の余地がある。

合理的無関心とは、株主が情報を収集・分析して権限を行使することには費用がかかる⁶²一方で、株主が得る利益は、情報収集・分析に基づく権限行使の結果として上昇した企業価値についての経済的な持分割合に限られることから、合理的な株主であれば、費用が利益を上回る場合には、情報を収集・分析して議決権を行使しようとはしなくなる問題をいう。

また、ただ乗り問題とは、自分以外の十分な数の株主が情報を収集・分析して権限を行使することによって企業価値が向上すれば、自らは費用を負うことなく利益だけを楽しむことが可能になるため、株主は、自分以外の十分な数の株主が情報を収集・分析して適切に権限を行使することを信頼して、自らは情報収集・分析を行わないという選択をしてしまう問題である。すなわち、株主の権限行使に伴うただ乗り問題は、合理的無関心によって引き起こされた株主の情報収集・分析のためのインセンティブの阻害(disincentive)を、

⁶² 権限を行使するために必要な費用には、情報の収集・分析・権限行使のために直接必要となる費用に加えて、情報の収集・分析・権限行使を伴う機会費用も含まれる。

さらに悪化させることになる。

以上の株主の合理的無関心やただ乗り問題といった株主の権限行使に内在する問題は、一般に集合行為問題(collective action problem)と呼ばれ、株主の権限行使による取締役に対する規律づけの限界として、古くから認識されているものであり、企業買収プロセスの効率性を阻害する要因の一つでもある。

2.5 企業買収プロセスの効率性を妨げる要因③

2.5.1 取引実現の不確実性

これまでに確認したように、企業買収取引において買収を成立させるか否かの最終的な判断権限は、買収対象会社においては原則として株主が有する。そのため、買収会社の立場からすれば、買収対象会社の取締役会との間で企業買収に関する合意を形成したとしても、当該合意は、買収対象会社の株主に対して、取引を受け入れるか否かを判断するための機会を提供するものに過ぎず、取引を強制する効果はないため、企業買収取引の実現には不確実性が伴うことが懸念される。こうした企業買収取引の実現についての不確実性は、公開買付けの開始公告⁶³や企業買収に関する合意の公表などを受けて、事後に競合する買収提案が現れる可能性⁶⁴についても考慮すれば、たとえ株主の合理的無関心やただ乗り問題の存在を踏まえるとしても、買収会社にとっては十分に脅威であるといえるだろう⁶⁵。

このような企業買収取引の不確実性に対する買収会社の懸念は、わが国と同じく、企業買収取引において取締役と株主による二段階の判断枠組みを採用している米国においても、同様に認識されている⁶⁶。そして、わが国よりも企業買収に関する歴史が深く、取引事例も豊富な米国では、こうした取引の不確実性に対処し、当初の合意内容に基づく取引の実現

⁶³ 金融商品取引法 27 条の 3 第 1 項、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（以下、「他社株府令」という）10 条。

⁶⁴ 特に事業譲渡や組織再編によって企業買収を実現する場合には、株主による判断機会を確保するために株主総会を開催しなければならないが、株主総会を開催するためには比較的長い期間が必要となる。服部(2008), pp.204-205.において、わが国では、企業買収を実現するために臨時株主総会を開催して迅速に事を進めるケースは非常に稀であり、仮に臨時株主総会を開催するとしても、実際に開催するまでにはおおむね 3 か月程度はかかると指摘されていることから、案件の公表から株主総会の開催までの間に競合する買収提案が現れる可能性は十分に存在する。

⁶⁵ 買収者は、買収対象会社との間の合意を形成するために、デュー・ディリジェンスその他の調査費用、契約交渉の費用、機会費用、買収者の評判に関する費用等、様々な費用を負担している。したがって、買収者が買収の成立しない可能性を脅威と考えることには合理的な理由がある。

⁶⁶ 実務家が企業買収を計画するにあたって取り組むべき中心的な課題は、いかにして競合する買収提案から当初の買収提案を保護するかという点にあったと Sautter(2008), p527 で指摘されている。

可能性を高めるための実務上の工夫として、取引保護条項⁶⁷が広く利用されているところである。

また、こうした米国の企業買収実務に倣う形で、近年では⁶⁸、わが国の企業買収取引においても、買収会社と買収対象会社との間で詳細な取引保護条項を締結する事例が増えてきている。

2.5.2 取引保護条項の機能

企業買収の場面において、その取引を実現させるための交渉にあたっては、その規模、目的、計画等の事情によるが、交渉によっては数カ月を要することが通常であるし、事情によっては数年を要する交渉もある。このように交渉が行われている間には、交渉の相手方に対する信頼、相手方の経済的な信用、事業計画、資金調達計画、経済情勢等の事情が変化することがあり、これらの事情を考慮すると、交渉を決裂させ、売買契約の締結をしないことが望ましいと判断することがある。

このような企業買収の交渉においては、契約の締結につき高い期待⁶⁹を抱くだけでなく、相当額の費用、手間をかけているため、契約の締結に至らなければ、契約締結の期待が裏切られるだけでなく、相当額の損失の負担を強いられることになる。さらに、前記のとおり、相当程度交渉が進行すると、交渉当事者の一方又は双方が契約締結の期待を抱くことになるが、後日、契約締結に至らない場合、相当額の費用、手間等の負担が生じるだけでなく、その間、他の競合買収提案を行う者との交渉の機会、取引の機会を失うことにもなる。このように、交渉が長期にわたって行われる場合には、他の買収会社との交渉機会の喪失、取引の機会の喪失が重大になり得る。

以上のような状況において、取引保護条項とは、一般に、企業買収取引の実現可能性を高めることを目的として導入される何らかの措置または措置の組み合わせと理解されている。そして、企業買収取引の実現可能性を高めるという目的を達成するために、取引保護条項には、その程度は異なるものの、他の買収提案を排除する機能を有するものが存在する。また、買収に失敗した買収会社に対して経済的な補償を行う機能を有するものも存在

⁶⁷ 取引保護条項に企業買収取引の実現可能性を高める機能があることは、米国では一般に広く認識されている。

⁶⁸ わが国において、企業買収の場面における取引保護条項の重要性を広く認識させる契機となった事件として、住友信託銀行と旧UFJグループとの間の合併に関する基本合意書において締結された独占交渉条項の効力が争われた。住友・UFJ仮処分決定が出される前であっても、わが国の企業買収の実務において取引保護条項が用いられること自体は珍しいことではなかったが、買収交渉の途中で競合する買収者が現れることは稀であったため、その法的効力が問題とされることはなかったと指摘されている。

⁶⁹ 期待は、個々の事案ごとに様々であり、通常生じ得る期待、合理的な期待、相当な期待、準備を行った期待、費用を伴った期待、投資を行った期待等の様々な期待がある。

する⁷⁰。このような機能を有する取引保護条項には、買収対象会社またはその株主の利益の観点から考察すれば、取引の実現可能性を高めることで、最初を買収提案を行う者(first bidder)の登場を促す側面や、最初を買収提案を行う者との間の取引の条件を向上させる側面がある一方で、いったん取引保護条項が締結されてしまうと、それ以降の競合する買収会社の登場を妨げてしまう⁷¹という競争制限的な側面も存在する。また、取引保護条項には、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、場合によっては形骸化させ、企業買収プロセスの効率性を阻害してしまう側面も存在する。

2.5.3 取引保護条項の具体的内容

次に、実務において利用されている取引保護条項の具体的な内容について確認する。本来であれば、わが国の企業買収実務において利用されている取引保護条項について、類型化や法則を発見したうえで記述することが望ましいが、わが国では、取引において実際に利用された取引保護条項の内容が公表された事例が不足しているため、少なくとも現時点では、わが国の実務において利用されている取引保護条項の内容について、有意義な類型化や法則の発見は困難といえる。また、わが国において現時点で利用されている取引保護条項が、今後も引き続き実務において利用され続けるのかについても必ずしも明らかではない⁷²。

そこで、以下では、最初に米国の企業買収実務で利用されている取引保護条項の内容を紹介し、そのうえで、わが国において現時点で利用されている取引保護条項が有する傾向について、米国における取引保護条項との違いに留意しながら簡単に指摘することとした。米国では、取引保護条項に関する取引事例が充実しており、取引保護条項の有する機能ごとに精緻な類型化が行われていること、米国の企業買収実務で利用されている取引保

⁷⁰ 取引保護条項には、競合する買収者を排除する機能を有するものと、買収者に経済的な補償を与える機能を有するものの2つが存在することについては、米国において広く合意が形成されているといえるが、問題は両者の関係である。経済的な補償を目的とする取引保護条項であっても、特定の買収者に付与されることによって、競合する買収者の留保価格（買収者が買収価格として提示することのできる最大限の価格）を引き下げる効果があることに争いはない。経済的な補償を目的とする取引保護条項としては、一般にはロックアップ条項（企業買収取引に関連して締結される契約中の条項であり、特定の事由が原因で取引が完了しなかった場合に、買収対象会社が買収者に対して何らかの利益移転を行う合意の総称）が想定されるが、ロックアップ条項に基づいて支払われる費用は、最終的には買収に成功した者に転嫁されるからである。

⁷¹ さらに、経済的な補償を目的とする取引保護条項には、競合する買収者が提示する買収価格を引き下げてしまう側面や、取引保護条項の付与を受けた買収者が買収合戦に応じて当初の買収価格を引げようとはしなくなる側面も存在する。

⁷² その理由として、わが国では、現時点において、取引保護条項の法的効力に関する議論や判例の集積が大きく不足していることが挙げられる。そのため、取引保護条項の法的効力に関する今後の議論や判例の展開によっては、取引保護条項の利用に関する実務が大きく変わる可能性がある。

護条項は、わが国の企業買収実務に対して大きな影響を与えており、これからも与え続けると予想されていることが、以下において米国の企業買収実務で利用されている取引保護条項を取り上げる理由である⁷³。

米国の企業買収実務で利用されている取引保護条項は、①競合する買収提案を排除することを目的とするもの、②経済的な補償を目的とするものに大別できる⁷⁴。以下では、こうした分類に従いながら、それぞれの分類における代表的な取引保護条項について紹介していく。

① 競合する買収提案の排除を目的とするもの

前記のとおり、相当程度企業買収の場面で交渉プロセスが進行すると、交渉当事者の一方又は双方が契約締結の期待を抱くことになるが、後日、契約締結に至らない場合、相当額の費用、手間等の負担が生じるだけでなく、その間、他の競合する買収提案を行う者との交渉の機会、取引の機会を失うことにもなる。

競合する買収提案の排除を目的とする代表的な取引保護条項としては、買収対象会社による競合する買収提案の勧誘、競合する買収会社との交渉、または買収対象会社に関する情報の提供などを制限することを内容とするノートーク条項(**no-talk provision**)やノーショップ条項(**no-shop provision**)と呼ばれる契約条項がある。ノーショップ条項とは、一般に、買収に関する契約の締結後に、買収対象会社が積極的に他の買収提案を勧誘することを禁止する契約条項をいう。そのため、契約においてノーショップ条項が締結された場合には、それ以後は、買収対象会社が他の買収提案を自ら積極的に勧誘することや、自社の内部情報を第三者に提供することは、原則として禁止される。ただし、競合する買収会社から自発的になされた買収提案が優越的な提案(**superior proposal**)⁷⁵に該当する場合には、買収対象会社が当該提案に対応することは一般に許容されている。そして、このような買収対象会社に課される交渉上の制限をさらに厳格にしたものが、ノートーク条項と呼ばれる契約

⁷³ 外国企業との間の企業買収では、米国において利用されている取引保護条項を用いることが多いとされる。そして、近年、外国企業を買収者とする企業買収取引が大幅に増加傾向にある。例えば、宮島編(2007), pp.29-30 では、1990年代の前半と2000年代の前半を比較すれば、外国企業を買収者とする企業買収取引の件数は約6倍に増加したことを指摘する。このことからすれば、米国において利用されている取引保護条項が、わが国の企業買収実務に及ぼす影響は大きいといえる。

⁷⁴ なお、1つの取引保護条項が、これらのうちの複数の目的を有することは、当然に考えられるところである。ここでの分類は、取引保護条項ごとに、当該条項を締結する際の主要な目的であると一般に理解されている内容に基づくものであり、複数の目的を有する取引保護条項の存在を否定する意図はない。

⁷⁵ 優越的な提案の内容は締結される契約ごとに異なりうるが、典型的には、競合する買収者から自発的になされた買収提案で、買収対象会社の取締役会が、全国的に認知された財務アドバイザーの意見に基づいて、買収対象会社の株主にとってより多くの価値をもたらすことが合理的に期待されると誠実に判断することが可能な買収提案をいう。

条項である。ノートーク条項が締結された場合には、買収に関する契約を締結した後で、買収対象会社が競合する買収会社と交渉することや、自社の内部情報を第三者に提供することが、厳格に禁止されることが多い。

また、優越する買収提案が登場した場合に、当初の買収会社に当該提案と競う権利を与えるマッチング条項(matching right, right of first refusal)と呼ばれる取引保護条項についても、競合する買収提案を排除する機能があると理解されている。典型的なマッチング条項の下では、優越する買収提案が現れた場合、買収対象会社は当該提案の内容などを当初の買収会社（マッチング条項の付与を受けた買収会社）に通知し、当初の買収会社との間で誠実に交渉を行うことになる。そして、通常は3営業日以内に、当初の買収会社が優越する買収提案と同等の買収提案を買収対象会社に提示すれば、買収対象会社は当初の買収会社との取引を選択する義務を負う。そのため、競合する買収会社としては、買収対象会社の価値を評価し買収提案を行うための費用を負担したとしても、マッチング条項を付与された当初の買収会社に後から買収提案を競われてしまうことによって、結局は買収が実現できなくなることを危惧し、競合する買収提案を行わなくなる可能性が高まる。もちろん、競合する買収会社としては、さらに条件の良い買収提案を行うことで、マッチング条項を付与された買収会社との競争に勝つこともできる。

しかしながら、一般には、マッチング条項を付与された買収会社には、買収対象会社の経済的価値に関する情報優位性が存在することからすれば、競合する買収会社がマッチング条項を付与された買収会社よりも条件の良い買収提案を行う場合には、競合する買収会社は、買収対象会社に対して多くの対価を払いすぎている可能性がある⁷⁶。そのため、競合する買収提案を行うことを考えている者が、マッチング条項を付与された買収会社と競合することは合理的ではないと考え、最終的には競合する買収提案を行うことを控えたとしても、その判断には十分に合理的な理由がある。

以上を理由として、マッチング条項には競合する買収提案を排除する機能があると考えられている。とりわけ、買収対象会社の評価額が競合する買収会社間で共通する場合には、マッチング条項には強い排除効果が認められる⁷⁷。

⁷⁶ すなわち、競合する買収者はいわゆる勝者の呪い(winner's curse)の状態に陥っている可能性がある。

⁷⁷ マッチング条項による競合する買収提案の排除効果は、買収者や買収対象会社の性質によって異なり、とりわけ買収対象会社の評価が買収者間で共通する場合には、マッチング条項は特に強い排除効果が認められる。なお、一般に、買収により生じるシナジーの獲得を目的とする事業目的の買収者(strategic buyer)による買収であれば、買収対象会社の評価額は買収者ごとに大きく異なることが想定されるが、買収対象会社の清算価値や株価の割安感に注目して買収を行う投資目的の買収者(financial buyer)による買収であれば、買収対象会社の評価額は買収者間で共通することが多い。

② 経済的な補償を目的とするもの

企業買収の交渉プロセスにおいては、契約の締結につき高い期待を抱くだけでなく、相当額の費用、手間をかけているため、契約の締結に至らなければ、契約締結の期待が裏切られるだけでなく、相当額の損失の負担を強いられることになる。

まず、買収に失敗した買収会社に対する経済的な補償を目的とする取引保護条項であるロックアップ条項について説明する。ロックアップ条項とは、特定の事由が原因で企業買収取引が完了しなかった場合において、買収対象会社が買収会社に対して何らかの利益移転を行うことを約束するものである。具体的には、移転される利益の内容に応じて、ロックアップ条項は、アセット・ロックアップ条項(asset lockup, crown jewel lockup)、ストック・ロックアップ条項(stock lockup)、解約金条項(breakup fee, termination fee)の三種類に大きく分類される。

アセット・ロックアップ条項とは、買収会社に対して、買収対象会社の特定の資産を一定の価格で購入するオプションを付与する契約条項である。ストック・ロックアップ条項とは、買収会社に対して、買収対象会社の株式を一定の行使価額で購入するオプションを付与する契約条項である。アセット・ロックアップ条項またはストック・ロックアップ条項によって買収会社に付与されるオプションは、特定の条件が満たされた場合には現実に行使することが可能となる。また、解約金条項とは、特定の条件が満たされた場合に買収対象会社が買収会社に対して一定の額の金銭を支払うことを約束する契約条項である。解約金の規模は、企業買収取引の対象となっている会社の株式価値（以下、「取引価値」という）を分母とし、解約金の金額を分子として計算される割合によって評価されることが多い。

ロックアップ条項における買収会社への利益移転が生じる原因となる事由は、個別の合意ごとに異なるが、一般的には、当初の買収提案に優越する内容の提案が現れたことを受けて、買収対象会社の取締役会が当初の買収提案を株主に推薦することを取り止めた場合、株主総会において当初の買収提案が承認されなかった場合、競合する他の買収会社に対して買収対象会社の特定の資産の売却が行われた場合などが規定されることが多い。

なお、解約金条項と類似性を持つロックアップ条項として、費用償還請求条項(expense reimbursement)が利用されることもある。費用償還請求条項も、解約金条項と同様に、特定の条件が満たされた場合において、買収対象会社から買収会社に金銭を支払うことが約定されるものである。もっとも、解約金条項の場合には、合意が結ばれた段階で買収会社に対して支払われる金額が決まっていることが通常であるが、費用償還請求条項の場合には、買収会社が買収に関して実際に支出した金額を基準として、買収会社に支払われる金額が事後に算出されるという点で違いがある。また、費用償還請求条項と同様に、特定の条件が満たされた場合において、買収対象会社が買収会社に対して事前には確定していない額の金銭を支払うことを約束する契約条項として、トッピング条項(topping fee)と呼ばれ

る取引保護条項も存在する。トッピング条項が結ばれた場合には、買収対象会社は、トッピング条項を結んだ買収会社との間で当初合意に至った買収価格と、競合する買収会社との間で最終的に合意に至った買収価格との差額または差額の一定割合を、トッピング条項を結んだ買収会社に対して支払うことが求められる。そのため、トッピング条項は、競合する買収会社が買収提案を行うための費用を高めるだけでなく、極端な場合⁷⁸には、買収対象会社がより条件の良い買収提案を模索するインセンティブそのものを失わせてしまうことにもなるため、問題が大きいと指摘されている。

2.5.4 わが国における取引保護条項の特徴

以上の米国における取引保護条項の分析を踏まえて、最後に、わが国の企業買収の場面で利用されている取引保護条項の特徴について検討する。

既に述べたようにわが国の企業買収の場面で利用されている取引保護条項は、近年では、米国の企業買収の実務において利用されている取引保護条項の影響を強く受けており、その内容は一般に類似するものといえる。そこで、同じ内容の記述が重複することを避けるために、以下では、今日のわが国の企業買収の場面で利用されている取引保護条項のうち、米国における取引保護条項とは異なる傾向を有する点を中心に議論を進めることとする。

米国とは異なるわが国の取引保護条項の最大の特徴としては、その法的効力が認められる限界が不明確である点を指摘することができる。すなわち、米国では、判例の蓄積によって、取引保護条項の法的効力については一定程度の明確性が存在するのに対して、わが国では、これまでのところ、訴訟において取引保護条項の法的効力が問題となることはほとんどなかったため、現時点では、どのような内容の取引保護条項であれば法的効力が認められるのかは、必ずしも明らかではない。そして、法的効力が認められる限界が明らかではないために、わが国の企業買収の実務においては、米国以上に、競合する買収会社を長期間にわたって完全に排除したり、株主による判断機会を実質的に失わせたりするような、きわめて強力な取引保護条項が用いられている可能性も否定できないところである。

こうした強力な取引保護条項は、競合する買収会社が買収提案を行うインセンティブや、買収対象会社の株主が買収に反対するインセンティブを削ぐ効果を生じさせる点で問題が多いものといえる。

わが国の企業買収実務における強力な取引保護条項の採用は、例えば、中間的合意の段階における独占交渉条項の締結に関する実務に端的にみることができる。わが国では、企業買収に関する中間的合意の段階で独占交渉条項を導入する事例が多い点で、米国の事例とは異なる傾向を有する。さらに、こうした独占交渉条項は、米国の一般的な実務と比較して、長期間にわたる有効期間を設定している可能性が指摘できる。米国では、中間的合

⁷⁸ 極端な場合の例としては、買収対象会社が、買収者に対して、買収価格の差額の全額を支払うことを約束する内容のトッピング条項が考えられる。

意の段階における長期間にわたる独占交渉条項は、買収に関する契約の締結前であるにもかかわらず、他の買収提案を勧誘する買収対象会社の権限を強く制限するものであるために、問題が大きいと評価されている。そのため、米国では、中間的合意の段階で独占交渉条項を導入する場合であっても、その有効期間を交渉および契約の締結に現実に必要な短期間に限って導入する実務慣行が定着している。

以上を鑑みれば、近年のわが国の企業買収実務においては、米国における取引保護条項に類似した内容の取引保護条項を採用する事例が増えてきている。そのため、わが国においても、米国における事例と同程度か、または、取引保護条項の法的効力が明確ではないために米国における事例以上に、競合する買収会社を排除する効果や、株主による最終的な判断権限を行使する機会を失わせる効果が生じている可能性がある。こうした点を踏まえれば、わが国の法制度上は、買収対象会社においては、買収を成立させるか否かの最終的な判断権限は原則として株主が有することになってはいるが、現実には、買収対象会社の株主の判断権限は制限され、場合によっては形骸化してしまっている可能性を、十分に否定することは難しい。

なお、以上の契約締結段階で結ばれる取引保護条項とは別に、契約締結に至る前の中間的合意の段階であっても、買収対象会社による他の買収会社との交渉の禁止を主な内容とする独占交渉条項(exclusivity agreement)と呼ばれる契約条項が結ばれることもある。独占交渉条項が締結される直接の目的は、買収に関する契約を締結する可能性を高めることにあり、契約締結段階で結ばれる取引保護条項とは一般に締結の目的が異なるといえる。しかしながら、わが国の住友信託銀行と旧 UFJ グループとの間で締結された独占交渉条項のように、極めて長期間の独占交渉条項が結ばれる場合には、当該条項には、買収に関する契約を締結する可能性を高める効果のみならず、競合する買収提案を強力に排除する効果も生じることは疑いがない。

したがって、競合する買収提案を強力に排除する効果を有する長期間の独占交渉条項については、取引保護条項であると位置づけたうえで、同様に議論の対象とすることが妥当であろう。

2.5.5 取引保護条項に関する小括

企業買収実務において用いられている取引保護条項の内容を考察したが、こうした取引保護条項は、買収会社と買収対象会社との間の買収に関する契約の中であわせて締結されることが多い。いずれにせよ、買収に関する契約締結の段階で結ばれることが一般的である。そして、1つまたは複数の取引保護条項の組み合わせが実際に導入されることで、買収会社としては、買収対象会社との間で合意した内容の企業買収取引が現実のものとなる可能性を効果的に高めることができる。

しかしながら、こうした取引保護条項の実務は、買収対象会社の観点に立てば、事後的

な事情の変化⁷⁹にもかかわらず、買収対象会社を常に契約締結時点の合意に拘束することになるため、必ずしも望ましいものではない。

取引保護条項には、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、場合によっては形骸化させ、企業買収プロセスの効率性を阻害してしまう側面も存在する。この問題は、第6章および第7章で詳細に分析する。

2.6 企業買収プロセスの効率性を妨げる要因への対処

2.6.1 外部の仕組みを通じた規律づけの必要性

前節まで、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潜在的な利益相反問題の存在を前提として、かかる問題に対処するために、株主の最終的な判断権限の行使を通じた買収対象会社の取締役に対する規律づけの可能性について検討した。企業買収取引では、法制度上は、買収を成立させるか否かの最終的な判断権限は原則として株主にあることになってはいるが、実際には、強力な取引保護条項の締結や大規模な第三者割当増資の実施により、買収対象会社における株主の最終的な判断権限を制限したり、実質的に剥奪したりすることは十分に可能である。また、仮に株主に判断権限を行使する機会が与えられているとしても、株主による権限行使の場面では、合理的無関心やただ乗りといった株主の集合行為問題も存在する。結論として、株主の最終的な判断権限の行使を通じた買収対象会社の取締役に対する規律づけの仕組みは、それだけでは十分なものと評価することはできない。

こうした現状を踏まえれば、株主の最終的な判断権限の行使による規律づけの仕組み以外にも、買収対象会社の取締役に対する何らかの規律づけが機能していなければ、企業買収取引では、潜在的には利益相反関係が存在することによって、買収対象会社の株主が不当に害されることは容易に予見できる。そこで、企業買収の場面において買収対象会社の取締役に対する規律づけを実現するためのもう1つの仕組みである、外部アドバイザーや裁判所などの買収対象会社の外部の仕組みを通じた取締役に対する規律づけについて確認する⁸⁰。

⁷⁹ 企業買収の交渉を開始し、継続する場合には、様々な段階で交渉の継続・決裂、交渉の方向、目標とする取引の内容等を確認しながら検討し、判断することになる。交渉の当事者、担当者は、それぞれの側の事情を認識し、予測するほか、相手方の側の事情をも推測し、予測することが重要であるが、認識し、推測し、予測しても、大きな限界がある。取引交渉においては、しばしば予想外、認識外、推測外の出来事が生じ、情報が入ることは珍しいことではなく、このような事態にどのように対応するかは、契約の締結の判断だけでなく、契約の締結後、あるいは交渉の打ち切り後に重要な影響を与える。

⁸⁰ 外部アドバイザーを通じた取締役に対する規律づけについては、本稿第8章で詳細な分析を行っている。また、裁判所を通じた取締役に対する規律づけについては、本稿第9章で検討している。

なお、問題となる企業買収取引ごとに、制度として用意されている規律づけの仕組みにも様々なものが存在するが、本稿では、広く企業買収一般に妥当する仕組みと、特定の企業買収に対して特に設けられている仕組みとに制度を大きく分けたうえで、考察を進める。そのうえで、わが国の法制度の現状が、買収対象会社の取締役に対する規律づけの仕組みとして十分かどうかについて、評価を行うこととする。

2.6.2 企業買収一般に妥当する規律

企業買収取引において、買収対象会社の株主と取締役との間の潜在的な利益相反問題に対処し、買収対象会社の取締役を規律するための一般的な制度としては、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の大きく3つの手段が考えられるものの、わが国では、いずれの手段についても、規律づけの仕組みとしては十分に機能していないといわざるをえない。これらの手段が取締役に対する規律づけの仕組みとして十分に機能していないことの理由としては、これまでみてきたように、①特定の手段については利用すること自体が困難であること、②従来の議論の射程からは、特定の手段については買収対象会社の取締役の行為を規律する効果に乏しいと考えられること、③学説上の議論が不足しているために取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断する際の審査基準が明確ではないこと、④特定の手段を利用することが株主にとって費用倒れになる可能性が高いこと、⑤訴訟において損害の額を立証することに大きな困難を伴う場合があることが挙げられる。もう少し大まかに整理すれば、取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断する際の審査基準が明確ではなく、また、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手段が、いずれも買収対象会社の株主にとってきわめて利用しにくいものであるために、これらの手段を通じた規律づけの仕組みは、その実効性が大きく損なわれているといわざるをえない。

したがって、企業買収取引において、買収対象会社の取締役が、同社が有する交渉力を利用して、株主の犠牲の下で自らの利益を追求していることが疑われるような場面であっても、現状では、取締役の行為の差止め、企業買収の無効または取締役に対する損害賠償責任の追及といった、外部の仕組みを通じた規律づけの仕組みによって、取締役に対する十分な規律づけが実現していると評価することは困難である。このように、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がきわめて不足しているのが、わが国の企業買収をめぐる法制度の現状であると考えられる。

企業買収の場面において、株主が、取締役の行為の差止め、企業買収の無効または取締役に対する損害賠償責任の追及といった、外部の仕組みを通じた規律づけの仕組みが、どのようにしたら機能するのであろうか。この問題は、第9章で具体的に分析する。

2.7 本章のまとめ

企業買収取引において利用可能な買収対象会社の取締役に対する規律づけの仕組みとしては、株主の最終的な判断権限の行使によるものと、裁判所などの買収対象会社の外部の仕組みを通じたものが考えられる。

しかしながら、買収対象会社の内部の仕組みを通じた、株主の最終的な判断権限の行使に関しては、①取締役の私的利益追求の可能性、②認知上のバイアスの存在、③わが国における社外取締役の不存在、さらに、④株主の集合的行為問題としての合理的無関心や、ただ乗り問題によって、企業買収の場面における取締役に対する規律づけの仕組みとして十分ではなく、効率的な企業買収プロセスを実現しているとはいえない。

また、外部アドバイザーや裁判所などの買収対象会社の外部の仕組みを通じた規律づけの仕組みに関しても、わが国では十分に機能しているとは評価できない。その理由としては様々なものが指摘できるが、取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断する際の審査基準が明確ではないことと、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手段が、いずれも買収対象会社の株主にとってはきわめて利用しにくいものであることが、主な理由として挙げられる。

そのため、買収対象会社の株主と取締役との間の潜在的な利益相反関係の存在を踏まえれば、わが国の現行の法制度の下では、企業買収取引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、効率的な企業買収プロセスが実現できていないと言わざるを得ない。

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

3.1 はじめに

企業買収取引では、原則として、取締役による買収条件の交渉および判断の過程と、取締役の交渉によって形成された買収条件を受け入れるか否かに関する株主による最終的な判断の過程という、役割の異なる二段階の判断枠組みが採用されていると評価した。企業買収を実現するためには、まずは買収会社と買収対象会社との間で交渉を行い、買収条件等について合意を形成することが必要となる。組織再編による場合には、会社法の規定に基づき、組織再編契約の締結または組織再編計画の作成が要求されている。また、第三者割当増資、事業譲渡または全部取得条項付種類株式の全部取得による場合も、こうした行為の条件について買収会社と買収対象会社との間で合意の形成が必要である。このような買収会社と買収対象会社との間の合意は、通常は両者の代表取締役や代表執行役による交渉を通じて形成されたうえで、最終的には両者の取締役会によって承認される必要があることが一般的である。しかし、前章で議論したように、買収対象会社内部の株主と取締役との間の潜在的な利益相反関係の存在を踏まえれば、わが国の現行の法制度の下では、企業買収取引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いるといわざるをえない。このような状況において、本章では、企業買収取引において、買収会社の選択や買収条件をめぐる交渉を一任された買収対象会社の取締役による交渉を通じて形成された合意の内容について検討する。

3.1.1 企業買収における株式の価格と当事者への影響

買収会社が株式会社であれば株主との関係で、また、株式会社でなくとも出資者のあるファンド等である限り、買収会社の取締役が買収対象会社の株式をより安価に買収することは、ある意味で法的な義務である⁸¹。他方で、買収対象会社の株主にとっては、少しでも企業価値が高く評価されるに越したことはない。

このように、買収対象会社の企業価値をどの程度と見積るかは、企業買収における最大の関心事である。企業買収が株式譲渡の形態をとり、買収会社と株式譲渡人との相対取引によって実行されるケースであれば、通常、企業価値（を前提とした株式価値）は株式譲渡人と買収会社との間で交渉により決定されるものであって、もっぱら当事者がその決定に拘束されるに過ぎず、当然のことながら、買収対象会社や他の株主がこれに拘束されることはない。しかし、日本の法令下における企業買収取引は、必ずしも買収会社と株式譲渡人との相対取引とはならず、他の株主も巻き込まれることが少なくない。

⁸¹ 不当に高い価格での買収を行えば、取締役の善管注意義務・忠実義務、業務執行者の善管注意義務違反が問題となり得ると考えられる。

例えば上場会社について、株券等所有割合が3分の1を超える結果となる株式取得を行う場合は、必ず公開買付けを行わなければならない。また、会社法上の合併、株式交換、株式移転などの組織再編手法を用いれば、株主全員に効果が及ぶことになる。こうした場合、買収会社と株式譲渡人との間で合意された株式の価格が公開買付価格となり、あるいは買収会社と買収対象会社の間で合意された合併比率や株式交換比率に従い、組織再編が行われることとなり、株主に対して一律に適用されるのである（以下、公開買付価格や合併比率等をあわせて「株式価格等」という）。無論、こうした株式価格等について、賛同する株主、反対する株主、多数意見に従う株主など、企業買収の当事者以外の株主の姿勢や利害はさまざまである。このような場面において、買収会社、株式譲渡人は、どのような方法で株式価格等を決定すればよいのか、また、買収対象会社はどのような行動をとらなければならないか、という点について、後述する反対株主等の株式買取請求等の少数株主救済制度との関係をふまえて解説することが、本章のテーマである。

3.1.2 企業買収における「公正な価格」と公正な手続き

平成17年に制定された会社法の下では、企業買収に際して株主に認められる株式買取請求権が行使された場合の買取価格は「公正な価格」（会社法785条、797条、806条等）とされ、また、全部取得条項付株式の買取価格（会社法172条）についても、実質的には「公正な価格」によるものと解されている。近年、「公正な価格」に関し、株式買取価格決定請求事件についての裁判所の決定が相次いでいる⁸²。これらの決定を読むと、株式買取価格の

⁸² 本章で参照した株式買取価格決定請求事件についての裁判所の決定は以下の通りである。

1. 最三小決平成23年4月19日
平成22年(許)第30号/楽天株式会社対株式会社東京放送ホールディングス/株式買取価格決定に対する抗告棄却決定に対する許可抗告事件
2. 最三小決平成23年4月26日
平成22年(許)第47号/株式会社インテリジェンス対甲野太郎ほか9名/株式買取価格決定に対する抗告審の変更決定に対する許可抗告事件
3. 最二小決平成24年2月29日
平成23年(許)第21号・第22号/株式会社コーエーテクモゲームス対ロイヤル・バンク・オブ・カナダ・トラスト・カンパニー(ケイマン)リミテッド/株式買取価格決定に対する抗告棄却決定に対する許可抗告事件
4. 大阪高決平成24年1月31日
平成23年(ラ)第159号/木村環境事業株式会社ほか2名対株式会社IHIインフラシステム(旧商号松尾橋梁株式会社)/株式買取価格決定に対する抗告事件
5. 最二小決平成24年3月28日
平成23年(許)第7号/英心会有限会社ほか1名対ACデコール株式会社/株式買取価格決定申立て却下決定に対する抗告棄却決定に対する許可抗告事件
6. 最三小決平成21年5月29日
平成20年(ク)第1037号・平成20年(許)第48号/株式会社レックス・ホールディングス対甲野太郎ほか118名/株式取得価格決定に対する抗告審の変更決定に対する特別抗告事件・株式取得価格決定に対する抗告審の変更決定に対する許可抗告

決定要素は事案に応じて実にさまざまなものがある。しかし、多くの決定において共通している判示内容として、会社側が企業買収において算出した株価を「公正な価格」であると主張することが通常であるところ、裁判所は、企業買収に際して算出された株価が「公正な価格」といえるかどうかの判断にあたり、企業買収において用いられた株価算定方法の妥当性だけではなく、企業買収手続そのものの「公正さ」までも考慮し、企業買収手続が公正であれば、当該手続の中で当事者が決定した価格が「公正な価格」として認定している。反対に企業買収手続が公正さを欠くと考えた場合には、裁判所自らがその裁量にて「公正な価格」を決定しているものと解される。

そうであれば企業買収を行う当事者としては、株式価格等を決定するに際しては、まず企業買収手続の公正さを確保しなければ、後日起り得る株式買取請求の場面で、想定外の株価の認定がなされるリスクを抱え込むことになる。

3.2 少数株主の救済制度

3.2.1 少数株主救済制度の必要性

会社法においては少数株主を排除する、いわゆるスクイズアウト(squeeze out)が正面から認められている。すなわち、少数株主は企業買収に際し、その意に反して株主としての地位を奪われる可能性がある。

取締役が少数株主の意向を十分に尊重するような統合比率を定めて組織再編を行えば何ら問題はない。この点、会社法上は、取締役が企業買収に際して自社の株主に有利な統合比率による統合契約を締結する義務を負っているかどうか、より抽象化すれば、取締役が株主に対して直接義務を負っているかどうか、明文規定は存在せず明確にされていない。しかし、米国においては、取締役は株主に対して、直接、信託義務(fiduciary duty)を負い、これに取締役が違反した場合は株主に対して損害賠償を行わなければならないものとされており、こうした考え方が日本の会社法下において必ずしも否定されていない

-
- 事件
7. 大阪高決平成 21 年 9 月 1 日
平成 20 年(ラ)第 950 号/甲野太郎対サンスター株式会社/株式取得価格決定に対する抗告事件
 8. 東京高決平成 22 年 10 月 27 日
平成 21 年(ラ)第 1856 号/X ほか 5 名対株式会社サイバードホールディングス/株式取得価格決定に対する抗告事件
 9. 大阪地決平成 24 年 4 月 13 日
平成 23 年(ヒ)第 90 号/甲野太郎対カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式会社/株式取得価格決定申立事件
 10. 東京高決平成 25 年 3 月 14 日
平成 24 年(ラ)第 352 号/甲野太郎ほか 2 名対株式会社好日山荘(旧商号株式会社コージツ)/株式取得価格決定に対する抗告事件

という考え方がある。そして、会社法が米国法（いわゆるデラウェア会社法）を参考にして制定されたことを考えると、取締役は株主に対して、直接、信認義務を負っていると解することが合理的である。そして、株式価格決定請求事件においては、「善管注意義務」という形で取締役の株主に対する直接の義務が認められている。

しかし、会社が少数株主の意向を十分に尊重するような合併比率等を定めて組織再編を行えば何ら問題はないが、多数決による意思決定を前提とする以上、少数株主の意向に関わらず、必ずしも少数株主の経済的利益が十分保障されない条件で組織再編が行われる可能性がある。そこで、株式をその意に反して手放すことを強制される少数株主の経済的利益を保障するために設けられた司法的救済制度が「組織再編時の株式買取請求制度」であり、また「全部取得条項付種類株式を取得する際の買取価格決定制度」である。

3.2.2 組織再編と株式買取請求

(1) 制度の概要

企業買収においては、公開買付けが先行するか否かという相違はあるが、会社法上の組織再編手続を用いてスクイーズアウトを行うことが多い。この組織再編手続を採用すると、株式買取請求制度の適用が必須となる。すなわち、組織再編手続としては、吸収合併、株式交換、吸収分割（以下「吸収合併等」という）、新設合併、株式移転、新設分割（以下「新設合併等」という。会社法 806 条以下）が考えられるが、いずれの手続についても株式買取請求制度が設けられ、これらにおいて組織再編に反対する株主は、会社に対して「公正な価格」にて株式の買取りを求めることができるのである。そして、当該株主と会社との間で協議が成立しない場合は、裁判所に対して価格決定請求を申し立てることができる制度となっている。

ただし、吸収合併等の場合（会社法 785 条以下および 797 条）と、新設合併等の場合（会社法 806 条以下）とでは、若干その手続が異なっている。

(2) 「公正な価格」の意義

株式買取請求上の「公正な価格」の意義は 2 通りある。すなわち、旧商法に規定されていた「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（旧商法 408 条の 3）にあたる、企業再編がなされなかった場合の経済状態を保障する趣旨での「公正な価格」だけでなく、企業再編によるシナジーの再分配という観点からの「公正な価格」の意義も含まれていると解されている⁸³。

3.3 全部取得条項付種類株式の利用と価格決定請求

⁸³ なお、本章では「公正な価格」の詳細な内容については踏み込まない。

(1) 全部取得条項付種類株式の利用

会社法は、旧商法上は存在しなかった「全部取得条項付種類株式」という制度を新しく設けた。この制度は、元来、任意整理手続において株主全員の同意ではなく、株主総会の特別決議によって100%減資を行うことを可能とすべく制定されたものであるが、現在では、株式の有償取得が可能となったことにより、スクイーズアウトの手段として用いられている。

(2) スクイーズアウト手続への転用

会社法制定当時は、全部取得条項付種類株式は、債務超過に陥った株式会社を念頭に、①種類株式を設ける旨の定款変更を行い、②現在発行している普通株式を全部取得条項付種類株式に変更し、③当該全部取得条項付種類株式の全部を取得すること、を株主総会にて決議することで、発行済株式のすべてを僅少な対価、または無償にて株式会社が強制取得し、スポンサー等に新株を発行して資金調達を図る、という利用方法が想定されていた。

しかし、この全部取得条項付種類株式の取得対価を株式以外の金銭等とし、会社が第三者割当増資により買収会社に新株を発行すれば、買収会社がすべての株式を取得することが可能となる。また、全部取得条項付種類株式の取得対価を同社の新たに発行する普通株式とし、全部取得条項付種類株式と新しい普通株式の比率を極端な数値として少数株主を締め出す方法なども考案された。全部取得条項付種類株式のこういった利用方法は、本来会社法が想定するものではないが、少数株主の経済的利益を保護する制度として、価格決定請求制度（会社法172条）が設けられており、以下に述べる第三者割当増資を使用した企業買収のような、少数株主の経済的利益を保障しない手法とは、一線を画するものと考えられよう。

3.4 第三者割当増資による企業買収の是非

会社法上は、第三者割当増資により特定の株主である会社に株式を集中して発行し、その発行を受けた特定の株主が、株式交換等の組織再編により発行会社を完全子会社とすることで、企業買収を実現することも可能なようにみえる。実際、この手法を採用できれば、公開買付けを行うことなく企業買収を行うことが可能となる。

しかし、このような大規模な第三者割当増資による企業買収の場合、少数株主は、大幅な希釈化を甘受しなければならないにも拘わらず、増資実行の段階では組織再編手続にみられるような公正な価格による株式買取等の救済制度が設けられておらず、経済的利益の保障が図られていないという短所がある。このように、企業買収の手法として用いられた場合、少数株主に対する権利侵害が大きくなるおそれがある方法であるため、現在では、上場会社の第三者割当増資につき、厳しい規制が課され、または充実した情報開示が要求されている。

具体的には、上場会社の場合、著しく支配権が移動する第三者割当増資については、証券取引所における上場廃止事由（募集事項の決定前の発行済株式に係る議決権の総数に対する、当該第三者割当増資により割り当てられる募集株式等に係る議決権数の比率が300%を超えるとき⁸⁴）に原則として該当することになる。また、上場廃止事由に該当しなくとも、上場会社が第三者割当増資を行う場合で、希釈化率が25%以上となる時、または支配株主が異動するときは、原則として、経営陣から一定程度独立した者による第三者割当増資の必要性および相当性に関する意見の入手、または株主総会の決議などの株主の意思確認の経路を経ることが企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定され、これに違反すると、上場違約金などの実効性確保措置が発動される可能性がある⁸⁵など、証券取引所の対応が厳格化している。

3.5 公正な価格と株式評価の関係

3.5.1 「公正な価格」による買収

以上述べてきたとおり、会社法上、企業買収において少数株主を排除することが可能とされているが、少数株主には、会社に対しその代償として公正な価格での株式買取を請求する権利が認められており、また、公正な価格について会社との間で協議が整わなければ、株主が裁判所に対して価格決定請求事件を申し立てるなどの司法的な救済手段が設けられている。さらに不公正な株式価格等をもって企業買収を行った場合には、解釈によっては取締役個人が責任を負う可能性も否定できない。

したがって、取締役、とりわけ買収対象会社の取締役は、企業買収に際して買収に応じる場合は、株式価格等が「公正な価格」を反映したものであるか否かについて、細心の注意を払わなければならない。

3.5.2 「公正な価格」と株式評価と「公正な手続」

株式評価の手法には、後述するとおりさまざまなものがあり、これらを適正に組み合わせる等して一定の結論を出すことになる。しかし、「絶対的に正確な」株式評価などというものは存在しない。

実務上、株式評価の結果は一定の範囲をもって提示されることが多く、ピンポイントで株式価格が算出されることはまずない。そして、これらの評価を買収会社、株式譲渡人および買収対象会社の当事者がそれぞれ行い（必ずしもすべての当事者が行わない例もある）、相互の交渉等により企業買収における株式価格等が決定されるという手続を踏む。

企業買収の当事者としては、「絶対的に正しい」株式評価が存在しない以上、採用した株

⁸⁴ 東京証券取引所所有価証券上場規程 601①(17)を参照。

⁸⁵ 同上場規程 501 以下を参照されたい。

式価格等が「公正な価格」を反映したものであることを裏付けるには、こうした手続が公正かつ適正に行われたことを証明する以外には、有効な手段が見当たらないと考えられる。実際、経済産業省企業価値研究会「MBO 報告書」においても、MBO に際して絶対的に公正な株式評価を求めているのではなく、公正な手続を求めていると解されたのである。

また、裁判例においても、MBO の事案であるが、手続の公正さについて特段の注意が払われたことが見受けられない事例（サンスターMBO 事件）においては、経営陣が算定した株価は信用できないものとして採用せず、裁判所がその裁量によって「公正な価格」を定め、その結果、公開買付価格を大幅に上回る買取価格が決定された。これに対して、当事者から独立した社外取締役 2 名を含む第三者委員会を設けて買取会社との交渉を行わせるなど、手続の公正さに配慮をした事例では、裁判所は公開買付価格と同額の買取価格を決定している。

特に同裁判例においては、「利益相反関係に配慮した措置、買付価格についての交渉の有無、経過、旧経営陣の立場等に照らし、MBO が、いわゆる独立当事者間（支配従属関係のない当事者間）において、第三者機関の評価を踏まえた合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったと評価し得る事情があるか、また、適切な情報開示が行われた上で対象会社に対する株式公開買付けが成立し、株主総会において全部取得条項付種類株式の発行と取得が承認されるなど一般に公正と認められる手続によって MBO の一連の手続が行われたと認められるか」という点から、裁判所の合理的な裁量によって取得価格を決定するのが相当な事案であると MBO の一連の手続が行われて、「本件 MBO が成立したと評価することができる」として公正な手続であったことを認め、公正な手続の結果決定された公開買付価格をもって、「同価格が MBO の実施後に増大が期待される価値のうち既存株主に分配されるべき部分を最大限織り込んだものであることを示すものと認めるのが相当であり」と認定しているのである。

このように、裁判例からは、取締役と株主の利益相反が最も典型的に現れるとされる MBO において、公正な手続により株式評価を行うこと、およびその株式評価にもとづき公正な手続をもって交渉・協議等を行うことが必要であるということを読みとることができる。したがって、以下、公正な企業買収手続およびその際行われる株式評価について解説する。

3.6 裁判例から分析する公正な手続きの判断要素

3.6.1 裁判例分析⁸⁶

企業買収の手続は、さまざまな当事者が関係し、また、多様な要素が介入する複雑な手

⁸⁶ 裁判例分析に参照した判例は、前掲注 81 参照されたい。

続である。そのため、何を以て「公正な手続」というかについて、これを明確に確定する基準はないが、裁判所がある株式買取価格決定請求事件において以下のとおり判示していることが参考になろう。

「一般に株式交換をする各当事会社が、相互に特別の資本関係がない独立した会社同士である場合に、各当事会社が第三者機関の株式評価を踏まえるなど合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったものと認められ、かつ、適切な情報開示が行われた上で各当事会社の株主総会で承認されるなど、一般に公正と認められる手続によって株式交換の効力が発生したと認められるときは、他に株式交換自体により当該当事会社の企業価値が毀損されたり、又は、株式交換の条件（株式交換比率等）が同社の株主にとって不利であるために株主価値が毀損されたり、株式交換から生じるシナジーが適正に分配されていないことなどを窺わせる特段の事情がない限り、当該株式交換は当該当事会社にとって公正に行われたものと推認できるというべきである」⁸⁷

上記判示内容に含まれる「公正な手続」の要素を分析すると、

- 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ったこと
- 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たこと

と分類される。すなわち、上記の要件を満たす企業買収手続であれば、

- ④ 組織再編行為自体により当該当事会社の企業価値が毀損されること
- ⑤ 組織再編の条件（統合比率等）が同社の株主にとって不利であるために株主価値が毀損されること
- ⑥ 組織再編から生じるシナジーが適正に分配されていないこと

などを窺わせる「特段の事情」がある場合を除いて、公正な手続が行われたことが推定されることになる。これを株式買取価格決定請求事件の審理における主張・立証責任の点から考えると、上記①～③を満たすことを会社側が証明すれば、（公正な手続により企業買収が行われたことが推定される結果）企業買収手続において決定された株式価格が「公正な価格」であると推定されて、立証責任が転換され、株主側が企業買収手続において決定された価格が「公正な価格」ではないことを証明しなければならないこととなる。そして、そのために株主側において証明すべき事実・事情が④～⑥となるのである。

そこで、「公正な手続」の上記各要素について、具体的に以下分析する。

⁸⁷ 東京地裁平成 21 年 4 月 17 日判決、同平成 21 年 5 月 13 日判決、いずれも金融・商事判例 1320 号 p.31。なお、東京地裁平成 21 年 9 月 18 日決定、金融・商事判例 1329 号 p.45 以下（サイバードホールディングス MBO 事件）についても、同様の記述が見られる。

3.6.2 独立当事者間の交渉であること

上記判示では、まず「株式交換をする各当事会社が、相互に特別の資本関係がない独立した会社同士である場合」と、独立当事者間の交渉であることを前提としている。その理由は、以下のとおりと考えられる。

独立した当事者間の交渉においては、それぞれの当事者は自らの利益が最大となるよう行動することが通常であり、企業買収の場合、かかる交渉の過程で、当事者の背後に存在する利害関係者、例えば買収対象会社の株主、株式買収会社に対する資金提供者等についても、その利益が最大限図られることになると解されるのである。このような交渉を経て決定される取引内容（株式価格を含む）は、一定の合理性を有するものと推定される。

これに対し、類型的に独立当事者間の交渉とはいえない企業買収手続においては、「公正な手続」と推定されるための大前提を欠いているため、「公正な手続」としての実質を確保すべく、特別な配慮を行わなければならない。この典型例が MBO であり、また親会社や筆頭株主たる関係会社による完全子会社化である。

3.6.3 合理的な根拠にもとづく交渉を経て合意に至ったこと

「合理的な根拠にもとづく交渉を経て合意に至ったこと」は、現在の企業買収実務に照らすと、

- ① デュー・ディリジェンスを行うこと、またはその他の方法を用いて合理的な情報収集を行うこと
 - ② ①によって収集された情報にもとづき合理的な方法で株価算定を行うこと
 - ③ ②によって算定された株価を基礎として相手方と合理的な交渉を行うこと
- 以上の3点を意味するものと解される。

例えば、いくら株価算定を丁寧に行ったとしても、デュー・ディリジェンス等が十分に行われず情報収集が不十分であれば、株価算定の根拠が薄弱なものとなり、合理的と評価することはできないであろうし、相手方との交渉においても、情報収集が不十分であることを指摘されると交渉上の立場が弱くなる可能性がある。また、デュー・ディリジェンスにより十分な情報収集を行ったとしても、株価算定方法が合理的なものでなければ、算定された株価は交渉の基準たり得ない。さらに情報収集を十分に行い、株価算定を緻密に行ったとしても、いざ相手方との交渉の場において、双方のリスク選好の相違などにより、十分に自らの主張をすることができず、相手方の言いなりになってしまったのでは、「交渉」としての本質を欠くものといわざるを得ない。

3.6.4 適切な情報開示により株価が形成されたこと

企業買収に際して、上場会社の株式価値を算定する場合、株価が特殊な要因で乱高下す

のような事情がない限り、企業買収を公表する直前の一定期間の市場株価を基礎に算定することが多い。しかし、買収対象会社について適切な情報開示が行われない場合、買収対象会社の市場株価が適切に形成されているとはいいがたい状況となることも少なくない。例えば、適切な情報開示がなされないことにより、風評等が発生してこれにより株価が乱高下している場合や、会社が株価を誘導するために、企業買収との関係では不適切な開示または重要事実を不開示とする場合などである。不適切な開示や不開示の例として、減損会計の前倒し適用等、不必要な会計処理にもとづく損失計上による業績の下方修正を公表すること⁸⁸、業績の上方修正を公表すべき状況⁸⁹にあったにも拘わらずそれを適時開示しないこと、増配計画が決定されているにも拘わらずこれを適時開示しないこと、また、株価を下落させることを企図して、適時開示後の株価を株価算定に織り込むべく減配の適時開示を行うこと等が考えられる。

3.6.5 企業買収につき適切に情報開示が行われたこと

一般の株主および投資家は、企業買収に関する買収会社、株式譲渡人および買収対象会社の三者⁹⁰による適時開示または公開買付公告・公開買付届出書等の開示により、初めて当該企業買収を知ることになり、また、一般の株主および投資家は、当該適時開示、株主総会招集通知および公告等によってのみ、当該企業買収に係る情報を得ることができるようになっている。したがって、企業買収に関する適時開示および公開買付公告・公開買付届出書等の開示が適正であれば、一般の株主および投資家は、公開買付けに応募するか否かについて適正な判断を行うことができる。また、経営統合の承認に関する株主総会については、その招集通知（厳密には株主総会参考書類）の内容が法令に反しないことはもとより、法令の趣旨に沿って適正に記載されているからこそ、議決権を適正に行使することができる。しかし、こうした一般の株主および投資家に対して提供された情報につき、虚偽の情報があった場合、または公開買付けへの応募や議決権行使に必要な情報の記載漏れがあった場合、一般の株主および投資家は、必要な情報を正確に受領することができなくなるのであるから、その公開買付けへの応募および議決権行使についても真意にもとづかないものとなる可能性が高い。

3.7 本章のまとめ

⁸⁸ レックス・ホールディングス MBO 事件参照

⁸⁹ 各証券取引所が定める有価証券上場規程または適時開示基準に抵触する場合は考えられる。

⁹⁰ MBO および親子会社と関係会社による完全子会社化の場合は、買収者と買収対象会社のみ合意となる。

本章では、裁判例から分析する公正な企業買収プロセスについて検討した。企業買収の
手続において合意された株式価値が「公正な価格」とされるためには、前述のとおり、
判示内容に含まれる「公正な手続」の要素として、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ったこと、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たことが重要であることが分
析できた。企業買収の法的規律について世界をリードしている米国においては、裁判所
によるあるべき価格の設定による介入という方法よりも、あるべき企業買収の交渉プロセス
の設定による介入という方法にシフトしてきている。米国の裁判所は、できるだけ実態
的な介入をせず取引の過程や構造の公正を確保することでその質を自発的に高めるよう
に促し、結果として取引内容の公正も確保しようとする間接的なアプローチを採用している。
このように、交渉プロセスに着目する解釈論は、まさに米国の規律を参考に主張されて
いるものである。しかし、あるべき独立当事者間取引と同視できるような交渉プロセスの
実現という目的を達成するためには、買収会社に交渉の席につかせる合理的なインセンテ
ィブが必要になる。

第4章 取締役の合理的な交渉プロセス① リスク選好

4.1 本章の目的

前章では、企業買収取引における「公正な手続」の判断要素を裁判例を用いて分析を行った。その際に、判示内容に含まれる「公正な手続」の要素として、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ったこと、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たこと、が重要であると述べた。しかし、独立当事者間の企業買収交渉において、合理的な根拠にもとづく交渉を経て合意に至ることの具体的なプロセスに関しては明示されていない。仮に、情報収集を十分に行い、株価算定を緻密に行ったとしても、いざ相手方との交渉の場において、双方のリスク選好の相違などにより、十分に自らの主張をすることができず、相手方の言いなりになってしまったのでは、交渉としての本質を欠き、取締役としての買収条件の交渉およびその判断の過程によって形成された買収条件も合理的であると言えるのであろうか疑問となる。一般的に、独立当事者間の交渉においては、それぞれの当事者は、自らの利益が最大となるよう行動することが通常であり、企業買収取引の場合、かかる交渉の過程で、当事者の背後に存在する利害関係者、例えば買収対象会社の株主、株式買収会社に対する資金提供者等についても、その利益が最大限図られることになると解されることが多い。このような交渉を経て決定される取引内容（株式価格を含む）は、一定の合理性を有するものと推定される。

そこで本章は、合理的主体による交渉の妥結点の優れた予想として高く評価されているNash (1950)によって提案された交渉解（ナッシュ交渉解）を用いて、リスクに対する価値判断の一つであるリスク選好という概念を導入し、リスクを避ける、または、リスクを受け入れるなどという意味決定者の可測効用関数を用いて、企業買収取引における合理的な根拠にもとづく交渉に影響を与える要素を特徴づけることを考える。これにより、企業買収取引における、リスクに対するリスク選好という価値判断を効用関数に反映させることが可能になる。

次に、「よりリスク回避的である」というようなリスク選好の比較をどのように行うかについて考える。可測効用関数から定義されるリスク回避度といわれる尺度によりこのような比較が行えることを明らかにする。また、リスク選好の変化についても考え、リスク選好の変化が企業買収取引にどのような影響を及ぼすかについて考える⁹¹。

Nash の扱った交渉問題のモデルは、一見極めて抽象的であるが、交渉の当事者が直面す

⁹¹ このような分析は経済学では比較静学と呼ばれている。

る交渉環境、即ち、行動と利得の関係から構成されるものである。したがって、特定の経済問題について、それを Nash の交渉問題として定式化しナッシュ交渉解の性質を調べることによって、問題の構造と交渉の妥結点の関係を調べる事が可能である。

本章では、リスクを伴う買収対象会社の株式取得交渉の相対交渉にナッシュ交渉解を適用し、買収対象会社の株式価格に対して、買収会社および買収対象会社の不確実性を表すパラメータの変化に対し交渉解がどのように反応するかを検討する。

4.2 買収価格交渉とナッシュ交渉解

Nash (1950)は、交渉問題を (C, d) で表す。ここで C は、2次元平面上のコンパクト凸集合、 d は C 中の点である。 C は買収会社と買収対象会社の取締役の交渉によって実現可能な結果の各者の効用の組 (x_S, x_B) の集合 (x_S は買収対象会社の効用、 x_B は買収会社の効用を表わす)、 d は、交渉が決裂した場合の各者の効用とする。Nash (1950)は、 C が $x_S > d_S, x_B > d_B$ になる点 (x_S, x_B) を含むとき、

$$\begin{aligned} & \text{Max}(x_S - d_S)(x_B - d_B) \\ & \text{subject to } (x_S, x_B) \in S \end{aligned}$$

の解 (x_S^*, x_B^*) を交渉問題 (C, d) の解とした。これがナッシュ交渉解である⁹²。

ここで次のような企業買収取引での交渉問題を設定する⁹³。買収対象会社の株式⁹⁴が1単位あり、この株式の価格は、確率 p で a 、確率 $1-p$ で b ($a > b > 0$) となると予想されている。買収対象会社は、この株式を所有する売り手である。買収会社は、その株式の買い手であり、両者は買収価格交渉を行う。交渉が妥結すれば、その価格で株式は取引され、交渉が決裂すれば、買収対象会社はその株式を保有し続ける。両者は株式を将来の価格で売却するときの利益を目的として取引を行うとする。ただし、単純化のために利子率は考慮しない。

ここで考える株式は、現時点では、低い価格しか付けられていないが、両者の予想では、将来のある時点において価格が上昇する可能性がある財と仮定する。このような財を買収対象会社と買収会社が市場を仲介せずに相対で取引することを想定する。

株式の価格を y とし、両者がそれぞれに得られる将来キャッシュ・フローについての von

⁹² ナッシュ交渉解の妥当性は公理的に示されるが、詳しくは、Nash(1950)、Luce and Raiffa(1957)を参照されたい。

⁹³ 本稿では、企業買収取引の交渉問題を設定するにあたり、議論の単純化のため、株式を分割された単位として取り扱わず、買収対象会社の発行済み株式の全部を一括して取得するの形態の取引を企業買収取引として仮定している。

⁹⁴ 繰り返しになるが、買収対象会社の株式は非分割であり危険資産であると仮定する。

Neumann=Morgenstern 型効用関数を U_S, U_B で表し、 U_S, U_B は、厳密な増加関数とする。

買収会社が買収対象会社に $b \leq y \leq a$ を支払い、買収対象会社の株式を手に入れると、各者の効用は、 $U_S(y)$ 、 $pU_B(a - y) + (1 - p)U_B(b - y)$ となる。一方、交渉が決裂し、取引が行われなければ、効用は各々、 $pU_S(a) + (1 - p)U_S(b)$ 、 $U_B(0)$ である。したがって、我々の問題は、次のようなナッシュ交渉問題 (C, d) として定式化する。

$$d = (d_S, d_B) = \{pU_S(a) + (1 - p)U_S(b), U_B(0)\}$$

$$C = C[\{(x_S, x_B): x_S = U_S(y), x_B = pU_B(a - y) + (1 - p)U_B(b - y), b \leq y \leq a\} \cup \{d\}]$$

なお、 $C(A)$ は集合 A の凸包を表す。

本章は、この交渉問題において、合理的主体による交渉の妥結点としてのナッシュ交渉解が、パラメータの変化にどのように反応するかを考察することである。当然予想されるように、交渉解の反応は、交渉当事者のリスクに対する選好に依存する。ここでは、以下の 2 つの場合について検討する。(1) 買収対象会社はリスク回避的、買収会社はリスク中立的な場合、(2) 買収対象会社はリスク中立的、買収会社はリスク愛好的な場合である。ここで、交渉が本質的に意味を持つためには、危険資産について、買収対象会社の確実同値額 $<$ 買収会社の確実同値額でなければならない。上の 2 ケースはこれを満たすものである。この条件は、一般に買収対象会社のリスク回避度 $>$ 買収会社のリスク回避度の場合に成り立つので、上の 2 ケースはその中の一部にすぎないが、本章ではこれらの場合にとどめる。

4.3 モデルの設定

4.3.1 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回避的で、買収会社がリスク中立的主体とし、 $U_S''(x) < 0, U_B(x) = x$ と仮定する。また、計算の単純化のために、 $U_S(b) = 0$ とする。このとき交渉問題 (C, d) は、

$$d = (d_S, d_B) = \{pU_S(a), 0\}$$

$$C = C[\{(x_S, x_B): x_S = U_S(y), x_B = U_S(y), x_B = pa + (1 - p)b - y, b \leq y \leq a\} \cup \{d\}]$$

となる。したがって、ナッシュ交渉解は、以下の最大化問題の解 (x_S^*, x_B^*) となる。

$$\text{Max}(x_S - pU_S(a))x_B$$

$$\text{subject to } x_S = U_S(y), x_B = pa + (1 - p)b - y$$

ここでまず、 x_S^* について検討するために目的関数を y について最大化することを考える。 x_S は y の増加関数であるから、パラメータに対する最適解 y^* の反応を見ればよい。

$$\text{Max}(U_S(y) - pU_S(a))(pa + (1 - p)b - y)$$

の1階の条件は、

$$U_S'(y)(pa + (1 - p)b - y) - (U_S(y) - pU_S(a)) = 0$$

これより方程式、

$$y = pa + (1 - p)b - \frac{U_S(y) - pU_S(a)}{U_S'(y)}$$

を得る。

右辺を y の関数 $f(y; p, a, b)$ とみると、この方程式の解は y を横軸とする座標軸の45度線と $f(y; p, a, b)$ の交点である。よって、 $f(y; p, a, b)$ がより上方にあれば、方程式の解はより大きな値となる。いま、

$$\frac{\partial f(y; p, a, b)}{\partial p} = a - b + \frac{U_S(a)}{U_S'(y)} (> 0)$$

$$\frac{\partial f(y; p, a, b)}{\partial a} = p + \frac{pU_S'(a)}{U_S'(y)} (> 0)$$

$$\frac{\partial f(y; p, a, b)}{\partial b} = 1 - p (> 0)$$

以上より、次の命題を得る。

命題 4-1 :

買収対象会社がリスク回避的、買収会社がリスク中立的のとき、ナッシュ交渉解における買収対象会社の利得および取引価格は、 p, a, b の増加関数である。 p, a, b の増加は、株式価値の増加を意味する。

次に、 x_B^* について調べてみることにする。上記の最大化問題を再掲する。

$$\begin{aligned} & \text{Max}(x_S - pU_S(a))x_B \\ & \text{subject to } x_S = U_S(y), x_B = pa + (1-p)b - y \end{aligned}$$

これを解くためには、 $y = pa + (1-p)b - x_B$ より、

$$\text{Max}(U_S(pa + (1-p)b - x_B) - pU_S(a))x_B$$

を解けばよい。1階の条件は、

$$-U'_S(pa + (1-p)b - x_B) + U_S(pa + (1-p)b - x_B) - pU_S(a) = 0$$

これより、

$$x_B = \frac{U_S(\pi - x_B) - pU_S(a)}{U'_S(\pi - x_B)} \quad (\text{式 4-1})$$

を得る。ただし $\pi = pa + (1-p)b$ であり、右辺を x_B の関数 $g(x_B; p, a, b)$ とすると

$$\begin{aligned} & \frac{\partial g(x_B; p, a, b)}{\partial p} \\ &= \frac{\{(a-b)U'_S(\pi - x_B) - U_S(a)\}U'_S(\pi - x_B) - \{U_S(\pi - x_B) - pU_S(a)\}(a-b)(a-b)U'_S(\pi - x_B)}{U'_S(\pi - x_B)^2} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \frac{\partial g(x_B; p, a, b)}{\partial a} \\ &= \frac{p\{U'_S(\pi - x_B) - U_S(a)\}U'_S(\pi - x_B) - \{U_S(\pi - x_B) - pU_S(a)\}pU''_S(\pi - x_B)}{U'_S(\pi - x_B)^2} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \frac{\partial g(x_B; p, a, b)}{\partial b} \\ &= \frac{(1-p)U'_S(\pi - x_B)U'_S(\pi - x_B) - \{U_S(\pi - x_B) - pU_S(a)\}(1-p)pU''_S(\pi - x_B)}{U'_S(\pi - x_B)^2} \end{aligned}$$

$\pi - x_B < a$ とすると、 $U''_S(x) < 0$ より、 U'_S は厳密な減少関数だから、 $U'_S(\pi - x_B) - U'_S(a) > 0$ となる。また、 $U_S(\pi - x_B)$ は交渉妥結時の買収対象会社の利得となり、 $pU_S(a)$ は、交渉決裂時の買収対象会社の利得であるから、 $U_S(\pi - x_B) - pU_S(a) > 0$ である。したがって、 $\partial g(x_B; p, a, b) / \partial a > 0$ および $\partial g(x_B; p, a, b) / \partial b > 0$ となり、次の命題を得る。

命題 4-2 :

買収対象会社がリスク回避的、買収会社がリスク中立的のとき、ナッシュ交渉解における買収会社の利得は、 a, b の増加関数である。

命題 4-1 で述べたように、これは a, b の解釈にあてはまる結果である。同様の反応は p については必ずしも成立しない。以下にその例を挙げることにする。

例 4-1 :

$U_S(x) = -(x-2)^2 + 1$ とする。 $a = 2, b = 1$ とすると、式 4-1 は、

$$x_B = \frac{-(-x_B + p - 1)^2 + 1 - p}{-2(-x_B + p - 1)}$$

となり、これを解くと、

$$x_B = \frac{2(p-1) + (p^2 - 5p + 4)^{1/2}}{3}$$

なお、 $(p^2 - 5p + 4)^{1/2} > 2(p-1)$ である。 $p = 0.5$ のとき $dx_2/dp \doteq 0.16 (> 0)$ である。ところが、 $p = 0.9$ のとき $dx_2/dp \doteq -0.29 (< 0)$ となる。

4.3.2 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

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主体とし、 $U_B''(x) > 0, U_S(x) = x$ と仮定する。また、計算の単純化のために、 $U_B(0) = 0$ とする。このとき交渉問題 (S, d) は、

$$d = (d_S, d_B) = \{pa + (1-p), 0\}$$

$$C = C[\{(x_S, x_B): x_S = y, x_B = pU_B(a-y) + (1-p)U_B(b-y), b \leq y \leq a\} \cup \{d\}]$$

ここで、 $U_B(x)$ は凸関数だから、 $x_B = pU_B(a-y) + (1-p)U_B(b-x_B)$ 上の (x_S, x_B) は、 C のパレート最適集合とはならない。 C のパレート最適集合は、 $(a, (1-p)U_B(b-a))$ と $(b, pU_B(a-b))$ を結ぶ線分である。よって、ナッシュ交渉解は、次の最大化問題の解である。

$$\text{Max}(x_S - pa - (1-p)b)x_B$$

$$\text{subject to } x_S = \alpha a + (1-\alpha)b, x_B = \alpha(1-p) + (1-p)U_B(b-a) + (1-\alpha)pU_B(a-b)$$

$$0 \leq \alpha \leq 1$$

ここで、

$$\frac{\partial x_S}{\partial \alpha} = a - b (> 0) \quad (\text{式 4-2})$$

$$\frac{\partial x_B}{\partial \alpha} = (1-p)U_B(b-a) - pU_B(a-b) (> 0) \quad (\text{式 4-3})$$

この最大化問題を解くためには、

$$\text{Max}\{\alpha a + (1-\alpha)b - pa - (1-p)b\} \cdot \{a(1-\alpha)U_B(b-a) + (1-\alpha)pU_B(a-b)\}$$

を解けばよい。1階の条件を満たす α は、

$$\alpha = \frac{p}{2} - \frac{pU_B(a-b)}{2\{(1-p)U_B(b-a) - pU_B(a-b)\}}$$

これより、

$$\frac{\partial \alpha}{\partial p} = \frac{1}{2} - \frac{U_B(a-b)U_B(b-a)}{2\{(1-p)U_B(b-a) - pU_B(a-b)\}^2} (> 0) \quad (\text{式 4-4})$$

ここで、 $U_B(b-a) < 0$ である。

$$\frac{\partial \alpha}{\partial a} = \frac{p(1-p)\{U_B'(a-b)U_B(b-a) + U_B(a-b)U_B'(b-a)\}}{2\{(1-p)U_B(b-a) - pU_B(a-b)\}^2} (> 0)$$

$$\frac{\partial \alpha}{\partial b} = -\frac{\partial \alpha}{\partial a}$$

まず、 p の変化に対する x_S^* 、 x_B^* の反応を調べることにする。式4-2、式4-3、式4-4より、

$$\frac{dx_S}{dp} = \frac{\partial x_S}{\partial \alpha} \cdot \frac{\partial \alpha}{\partial p} > 0$$

$$\frac{dx_B}{dp} = \frac{\partial x_B}{\partial \alpha} \cdot \frac{\partial \alpha}{\partial p} < 0$$

以上より、次の命題を得ることができる。

命題 4-3 :

買収対象会社がリスク中立的、買収会社がリスク愛好的のとき、ナッシュ交渉解における買収対象会社の利得は、 p の増加関数であり、買収会社の利得は、 p の減少関数である。

さらに、 a, b の変化について考えると、次の補題が成り立つ。

補題 4-1 :

$$U'_B(a-b)U_B(b-a) + U_B(a-b)U'_B(b-a) < 0$$

証明 4-1 :

U'_B は、凸増加関数で $U_B(0) = 0$ であるから、それぞれ $x = b-a, x = a-b$ における $u_B = U_B(x)$ の接線である。ここで、任意の点 s, t を定め $U'_2(b-a) = s/a, U'_2(b-a) = t/a$ とすると、

$$U'_B(a-b)U_B(b-a) + U_B(a-b)U'_B(b-a) < 0$$

$$\Leftrightarrow \frac{U_B(b-a)}{U'_B(b-a)} > \frac{U_B(a-b)}{U'_B(a-b)}$$

$$\Leftrightarrow \frac{U_B(b-a)}{s} > \frac{U_B(a-b)}{t}$$

$U_B(x_B)$ が凸関数であることから、 $|U_B(b-a)| = -U_B(b-a) > s, U_B(a-b) < t$ であり、不等式が成立する。(証明終)

補題 4-1 より、 $\partial\alpha/\partial a > 0, \partial\alpha/\partial b < 0$ であり、したがって、式 4-2、式 4-3 より、

$$\frac{dx_S}{da} = \frac{\partial x_S}{\partial \alpha} \cdot \frac{\partial \alpha}{da} > 0$$

$$\frac{dx_S}{db} = \frac{\partial x_S}{\partial \alpha} \cdot \frac{\partial \alpha}{db} < 0$$

$$\frac{dx_B}{da} = \frac{\partial x_B}{\partial \alpha} \cdot \frac{\partial \alpha}{da} < 0$$

$$\frac{dx_B}{db} = \frac{\partial x_B}{\partial \alpha} \cdot \frac{\partial \alpha}{db} > 0$$

こうして次の命題を得ることができる。

命題 4-4 :

買収対象会社がリスク中立的、買収会社がリスク愛好的のとき、ナッシュ交渉解における買収対象会社の利得は、 a の増加関数、 b の減少関数であり、買収会社の利得は、 a の減少関数、 b の増加関数である。

4.4 本章のまとめ

本章での分析によって、以下のことが観察された。まず、企業買収取引における買収価格交渉において、パラメータ p, a, b の増加は、取引する株式の将来価値の増加を意味するにもかかわらず、独立当事者間の交渉においては、合理的な交渉を行ったとしても、交渉解の減少をもたらすことがあり得る。

次に、買収対象会社がリスク回避的、買収会社がリスク中立的の場合、 p の変化に対する反応に交渉当事者間で非対称性が見られることが分かった。具体的には、リスク回避的な買収対象会社に対しては、常に利得の増大をもたらすが、リスク中立的な買収会社に対しては、効果が一定ではない。さらに、 a, b はどちらも将来の株価の起こり得る値であるから、これらの変化は、独立当事者間に同じ反応をもたらすと予想されたが、実際に、買収対象会社がリスク回避的、買収会社がリスク中立的の場合は予想の通りであり、しかも、直観に従う結果であった。

しかし、買収対象会社がリスク中立的であり、買収会社がリスク愛好的な場合においてはそうではないということが明らかになった。 a の増加は、リスク中立的な買収対象会社の利得を増加させ、リスク愛好的な買収会社の利得を減少させる。しかし、 b の増加は、これと全く逆の結果を生じさせる。これまでの分析結果を簡単にまとめると以下のようになる。

(1) 買収対象会社がリスク回避的、買収会社がリスク中立的の場合

パラメータ	買収対象会社の交渉解	買収会社の交渉解
p	増加	不定
a	増加	増加
b	増加	増加

(2) 買収対象会社がリスク中立的、買収会社がリスク愛好的の場合

パラメータ	買収対象会社の交渉解	買収会社の交渉解
p	増加	減少
a	増加	減少
b	減少	増加

本章では、リスクを受け入れるなどという企業買収取引における意思決定者の可測効用関数を用いて、企業買収取引における合理的な根拠に基づく交渉に影響を与える要素を特徴づけることを、Nash (1950)の交渉問題で表し、比較静学に基づく分析を行った。

たとえ、独立当事者間の相対取引において、合理的な根拠にもとづく交渉に関して、情報収集を十分に行い、株価算定を緻密に行ったとしても、いざ相手方との交渉の場において、双方のリスク選好の相違などにより、パラメータの変化によって買収価格が、買収対象会社と買収会社に非対称的な影響を与えることが分かった。本章では、モデルの簡易化により、パラメータを p, a, b の3つとしたものの、現実の取引では、より複雑な内容となることが予想される。

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

5.1 不確実性と交渉

企業買収において、各当事者はキャッシュフローを交換する。具体的には、買収の対価が現金である場合、買収会社は、将来の期待キャッシュフローとある程度確定した金額とを交換する取引である。また、買収の対価が株式である場合⁹⁵、買収対象会社は、買収後の結合したキャッシュフローに対する請求権を受け取り、自らの企業のキャッシュフローの請求権を放棄する取引である。このように、企業買収取引は、キャッシュフロー交換に関する当事者間の合意と定義できよう。

企業買収取引において、独立当事者間の合意に必要な交渉で重要なポイントの一つは、各々のリスクに応じたキャッシュフローを配分することである。また、交渉においては、交換価値についての当事者の評価に依存する。なぜなら、取引が双方に利益をもたらすと両者が価値評価に関して確信を得なければならないためである。価値について見解が一致しないのは、価値の決定要因の認識が異なるためであると言われている。Sahlman (1988)の先行研究においては以下のことを指摘している。(1) キャッシュフローは不確実であり予測が難しく、その評価に用いるべき割引率も正確には分からないため、各当事者は期待キャッシュフローやリスク、そして適切な割引率について異なる意見を持つかもしれない。

(2) 富、ポートフォリオ構成、税効果などにより、取引から受ける影響は当事者間で異なるかもしれない。(3) 取締役－株主間、買収対象会社－買収会社間でよく見られるよう、通常、将来キャッシュフローの決定要因について当事者は異なる情報を持つだろう。(4) 交渉の条件や、提供される、または保有される情報によってキャッシュフローを一方の当事者から他方へと移動することができるという点で、取引の当事者間で利害の不一致が起こるのは当然である。(5) 交渉の条件は、交換されるキャッシュフロー特性に影響を及ぼすことにより有利、あるいは不利になったりする可能性がある。

価値についての意見の不一致は、交渉を実現可能にする。例えば、買収対象会社の割引率が20%、買収会社の割引率が12%であれば、キャッシュフローの取引価格は潜在的にいくつも存在するだろう。しかし一方で、価値についての見解の不一致は、交渉を実現不可能ではないにしても、複雑にするかもしれない。例えば、期待キャッシュフローは合意されているが、リスクはそうでない場合、買収対象会社の割引率は12%、買収会社の割引率は20%となる可能性がある。このとき、結果的に両者を満足させる唯一の価格は存在しない。しかし、価値に対する見解が著しく異なっても、実際には取引が実行される。これは、両当事者が各社の事前の見解と整合的な条件を発見する方法を交渉の条件に組み込

⁹⁵ ここでは株式交換による合併取引を想定すると理解しやすい。

むことで実現される。取引の条件には、将来の観測可能な成果の実現値に対してキャッシュフローの配分に条件をつけるために付帯条件が加えられる。価値についての見解の不一致は、交渉の成立を困難にすることもあれば、成立の機会を提供することもある。

5.2 本章の目的

本章では、将来の価格が不確実な資産の売買における買収対象会社および買収会社の株式価格の交渉について考察する。

われわれが考えるのは以下のような状況である。買収対象となる企業の株式を A 、その売り手である買収対象会社を S （以下、数式の添え字は S ）、買収会社を B （以下、数式の添え字は B ）とする。買収対象会社の株式は、非分割財⁹⁶で、買収対象会社と買収会社がともに現時点での株式価値の評価に不確実性を伴う財であるとする。なお、買収対象会社と買収会社が、同じ私的情報をもち、それゆえ 2 者は将来価格について同一の主観確率分布をもつものと仮定する。両当事者とも将来の株式を売却し、その売却益を得ることに関心があるものとする。いま、買収対象会社と買収会社は、株式の売買契約を結ぼうとして価格交渉を行っている。

本章では、以上の状況における価格交渉を Nash (1950)の交渉問題として定式化し、交渉の妥結点として代表的な 3 つの解 Nash 解、Kalai=Smorodinsky 解、比例解(proportional solution)を適用して分析する。われわれの目標は、次の 2 つの点を明らかにすることである。なお、本章では、買収対象会社および買収会社ともに、リスク回避的であると仮定する。

1. われわれの問題が交渉問題として定式化されるとき、それは、どのような構造的特徴をもつか。
2. 株式の将来価格についての期待（主観確率分布）が改善された場合、3 つの解に対応する売買価格はどのように変化するのか。

なお、本章の構成は以下のとおりである。モデルの詳細と Nash の交渉問題、および 3 つの解の一般的な定義は次節で述べられる。第 5.4 節では、われわれの問題を交渉問題として定式化し、構造の分析と解の特徴づけを行う。第 5.5 節で期待の変化と売買価格の関係を分析する。最終第 5.6 節を結語にあてる。

⁹⁶ 株式を非分割財とすることで、実質的に株式 A の取引は経営支配権の取引とみなすことができる。

5.3 モデルの設定

買収対象会社、買収会社の利得に対する von Neumann = Morgenstern 型効用関数を、各々、 U_S, U_B で表す。ここで、 $U_S: R \rightarrow R, U_B: R \rightarrow R$ は、 U_S, U_B で、どちらも 2 回連続微分可能な関数であり、 $U'_S(\cdot) > 0, U'_B(\cdot) > 0, U''_S(\cdot) < 0, U''_B(\cdot) < 0$ であると仮定する。すなわち、買収対象会社 S 、買収会社 B の利得は多ければ多いほど望ましく、彼らはリスク回避的である。表記上の便宜のため $U_B(0) = 0$ とする。

株式の将来価格を確率変数 X で表す。 $X \geq 0$ で X は有界であると仮定、 X の確率分布を買収対象会社、買収会社の共通の主観確率分布と考える。

いま、価格 $y \geq 0$ で買収会社を買収対象会社から株式を買い取る契約が成立したとしよう。このとき取引後の買収対象会社の効用水準は $U_S(y)$ 、買収会社の効用水準は $EU_B(X - y)$ となる⁹⁷。したがって、売買契約によって買収対象会社と買収会社が得られる効用水準の組は、式 5-1 で表すと、

$$\{(u_S, u_B) \in R^2: u_S = U_S(y), u_B = EU_B(X - y), y \geq 0\} \quad (\text{式 5-1})$$

である。買収対象会社と買収会社が交渉によって売買価格を決定することは、交渉によってこの集合の中の 1 点を選び出すことに等しいので、以下ではこの集合を交渉曲線と呼ぶことにする。

Nash (1950) は、一般に、交渉問題を次のように定式化した。いま、買収会社、買収対象会社の間で締結可能な契約の集合 C と S, B の von Neumann = Morgenstern 型効用関数が与えられているとする。契約が成立しなかった場合の買収会社と買収対象会社の効用水準を d_S, d_B とし、 (d_S, d_B) を交渉の基準点と呼ぶ。集合 C を $\{(d_S, d_B)\} \cup \{(u_S, u_B)\} \in R^2$ (なお、 u_S, u_B はある契約 $c \in C$ が成立したときの S, B の効用水準で、 $u_S > d_S, u_B > d_B$ を満たす) の凸包と定義し、協力実現可能集合と呼ぶ⁹⁸。ここで、 C が $u_S > d_S, u_B > d_B$ なる点 (u_S, u_B) を含むとき、 (C, d) を交渉問題と呼ぶ。

交渉問題 (C, d) において、 $(v_1, v_2) \in C$ かつ $v_S > u_S, v_B > u_B$ ならば $(v_S, v_B) = (u_S, u_B)$ であるとき、 (u_S, u_B) はパレート最適であるといい、 C 中のパレート最適な点の集合を交渉領域という。交渉領域が交渉における実質的な選択の範囲である。

様々な交渉問題の各々において協力実現可能集合の中の 1 点を交渉の妥結点として対応させるものを交渉問題の解と呼ぶ⁹⁹。交渉問題の解としては、これまでに多くのものが提案

⁹⁷ E は確率変数 X についての期待値をとるパラメータである。

⁹⁸ ここでの協力実現可能集合 C の定義は、Nash (1950) のものと幾分異なるが、本質的な差異はない。ここでは、 C の下からの有界性を保証するためにこのような定義をとした。

⁹⁹ 正式には、交渉問題 (C, d) の集合から R^2 への写像 f が $f(C, d) \in T$ を満たすとき f を交渉問題

されているが、本章では、それらの中で中心的役割を果たしている次の3つの解を考える。

- (1) Nash 解 : (C, d) に対し、 C の中で、 $(u_1 - d_1)(u_2 - d_2)$ を最大にする点 (u_1, u_2) を対応させる。これを Nash 解という。
- (2) Kalai=Smorodinsky 解 : (C, d) が与えられたとき、 $i = S, B$ について $a_i = \max\{u_i : (u_S, u_B) \in C\}$ と定義し、 (a_S, a_B) を理想点と呼ぶ。 (C, d) に対し、理想点と交渉の基準点を結ぶ線分と C の交渉領域との交点を対応させ。これを Kalai = Smorodinsky 解という。
- (3) 比例解 : (C, d) に対し、交渉の基準点 (d_S, d_B) を通る傾き $\alpha > 0$ の直線と C の交渉領域との交点を対応させる。これを比例解という¹⁰⁰。

5.4 問題の構造と解の特徴づけ

まず、われわれの問題を交渉問題として定式化しよう。締結可能な契約における買収対象会社 S と買収会社 B の効用水準は、交渉曲線によって表されるが、式 5-1 より交渉曲線は、関数 $u_B = EU_B(X - U_S^{-1}(u_S))$ の $U_S^{-1}(u_S) > 0$ の範囲のグラフである。また、交渉が決裂し、売買が行われなかった場合の買収対象会社 S と買収会社 B の効用水準は、各々、 $EU_S(X), U_B(0) = 0$ であるから、交渉の基準点は $(d_S, d_B) = (EU_S(X), 0)$ である。協力実現可能集合を特徴づけるために以下の命題が重要な役割を果たす。

命題 5-1:

$u_B = EU_B(X - U_S^{-1}(u_S))$ は、凹の厳密な減少関数である。

証明 5-1:

$U'_S(\cdot) > 0, U'_B(\cdot) > 0$ の仮定から、

$$U_S^{-1'}(u_S) = \frac{1}{1/U_S^{-1'}(u_S)} > 0$$

より、

$$\frac{du_B}{du_S} = EU'_B(X - U_S^{-1}(u_S))(-U_S^{-1'}(u_S)) < 0$$

の解という。なお、次節以降において、 $f(C, d)$ を単に解と呼ぶことがある。

¹⁰⁰ Kalai(1977)は、特に $\alpha = 1$ のとき、比例解は平等解と呼んでいる。

ここで、 X の有界性と、 U_B, U_B' の連続性から有界収束定理によって保証されるものとする。
また、 $U_S''(\cdot), U_B''(\cdot) < 0$ の仮定から、

$$U_S^{-1''}(u_S) = \frac{U_S''(u_S)}{U_S'(u_S)^2} > 0$$

より、

$$\frac{d^2 u_B}{du_S^2} = E \left[U_B''(X - U_S^{-1}(u_S))(-U_S^{-1'}(u_S))^2 \right] + U_B'(X - U_S^{-1}(u_S))(-U_S^{-1''}(u_S)) < 0$$

よって、 $u_B = EU_B(X - U_S^{-1}(u_S))$ は、凹の厳密な減少関数である。(証明終)

交渉曲線が交渉の基準点よりも上に位置するとき、その時に限り、互いに効用が増大するような売買価格が存在し、われわれの問題は交渉問題として定式化できる。

以下では、交渉曲線と交渉の基準点にこのような位置関係が成り立つとき、交渉が本質的であるということにする。

y_S, y_B は、次のように定義される。

$$U_S(y_S) = EU_S(X)$$

$$EU_B(X - y_B) = U_B(0)$$

y_S は、買収対象会社 S がその金額が得られるならば、株式 A を失っても良いと考える最低金額と解釈できるから、この値を株式 A についての買収対象会社 S の確実同値額と呼ぶことができる。一方、 y_B は、買収会社 B が株式 A を保有することができるならば、失っても良いと考える最大の金額と解釈できるから、この値を株式 A についての買収会社 B の確実同値額と呼ぶことができる。

ここで、売り手と買い手の立場の違いが、確実同値額の定義の違いとなっている。このため、たとえ買収対象会社 S と買収会社 B が同一の効用関数を持っていたとしても y_S と y_B は異なる値となり得る。このように、 $y_S < y_B$ のときに交渉が本質的となり、そのとき $y_S \leq y \leq y_B$ が妥結する可能性のある価格の範囲となる。交渉曲線の厳密な凹性より、いくつかの価格を確率的に選ぶ契約は、買収対象会社 S 、買収会社 B のどちらにとってもこの範囲にある価格による契約よりも劣る。こうして、次の2つの命題が与えられる。

命題 5-2 :

交渉が本質的であるための必要十分条件は、 $y_S < y_B$ となることである。

命題 5-3 :

交渉が本質的であるとき、交渉領域は、交渉曲線の $y_S \leq y \leq y_B$ に対応する部分である。

次に、交渉問題の 3 つの解を適用して契約価格を特徴づけることを考えよう。以下では、Nash 解、Kalai=Smorodinsky 解、比例解における売買価格を、各々、 y_N, y_K, y_P と表す。

命題 5-3 より、Nash 解は、 $y_S \leq y \leq y_B$ に対応する交渉曲線上で、 $(u_S - d_S)(u_B - d_B)$ を最大とする点である。すなわち、最大化問題、

$$\text{Max}_{y_S \leq y \leq y_B} (u_S - EU_S(X))u_B$$

$$\text{subject to } u_S = U_S(y), u_B = EU_B(X - y), y_S \leq y \leq y_B$$

の解 (u_S, u_B) であり、この点に対応する売買価格が y_N である。よって、 y_N は、次の最大化問題の解である、

$$\text{Max}_{y_S \leq y \leq y_B} (U_S(y) - EU_S(X))EU_B(X - y)$$

1 階の条件は、

$$U'_S(y_N)EU_S(X - y_N) - (U_S(y_N) - EU_S(X))EU'_B(X - y_N) = 0$$

であり、ここで式 5-2 として、

$$\frac{U_S(y_N) - EU_S(X)}{U'_S(y_N)} = \frac{EU_B(X - y_N)}{EU'_B(X - y_N)} \quad (\text{式 5-2})$$

$$f(y) = \frac{U_S(y) - EU_S(X)}{U'_S(y)}, g(y) = \frac{EU_B(X - y)}{EU'_B(X - y)}$$

と定義すると、次の命題が成立するので式 5-2 の解は一意である。

命題 5-4 :

$y_S \leq y \leq y_B$ において関数 $f(y)$ は厳密な増加関数、 $g(y)$ は厳密な減少関数である。

証明 5-2 :

一般に 2 回微分可能な関数 $h(y)$ において、

$$\frac{d}{dy} \left(\frac{h(y)}{h'(y)} \right) = \frac{h'(y)^2 - h(y)h''(y)}{h'(y)^2}$$

より、

$$\frac{d}{dy} \left(\frac{h(y)}{h'(y)} \right) > 0$$

であるための必要十分条件は、

1) $h'(y)h''(y) < 0$ のとき、

$$\frac{h'(y)}{h''(y)} < \frac{h(y)}{h'(y)}$$

2) $h'(y)h''(y) > 0$ のとき、

$$\frac{h'(y)}{h''(y)} > \frac{h(y)}{h'(y)}$$

である。

$h(y) = U_S(y) - EU_S(X)$ とすると、

$$f(y) = \frac{h(y)}{h'(y)}$$

$y_S \leq y$ のとき、 $h(y) \geq 0, h'(y) = U'_S(y) > 0, h''(y) = U''_S(y) < 0$ 、よって、 $h'(y)h''(y) < 0, h'(y)/h''(y) < 0 \leq h(y)/h'(y)$ 。したがって、1)より $f'(y) > 0$ である。

また、 $h(y) \geq EU_B(X - y)$ とすると、 $g(y) = -h(y)/h'(y)$ 。 $y \leq y_B$ のとき、 $h(y) \geq 0, h'(y) = -EU'_B(X - y) < 0, h''(y) = EU''_B(X - y) < 0$ 。よって、 $h'(y)h''(y) > 0$ であり、

$h'(y)/h''(y) > 0 \geq h(y)/h'(y)$ である。したがって、2)より $g'(y) < 0$ である。(証明終)

次に Kalai = Smorodinsky 解における売買価格を特徴づけよう。理想点は、 $(a_S, a_B) = (U_S(y_B), EU_B(X - y_S))$ である。Kalai = Smorodinsky 解は、 (a_S, a_B) と $(d_S, d_B) = (EU_S(X), 0)$ を結ぶ直線と交渉曲線との交点であり、この点に対応する売買価格が y_K である。よって、 $(U_S(y_K), EU_B(X - y_K))$ と (d_S, d_B) を結ぶ直線が、 (a_S, a_B) と (d_S, d_B) を結ぶ直線と傾きが等しいとおくことによって、次の等式を得る。

$$\frac{EU_B(X - y_K)}{U_S(y_K) - EU_S(X)} = \frac{EU_B(X - y_S)}{U_S(y_B) - EU_S(X)}$$

この方程式が一意解をもつことは、交渉曲線の形状より明らかである。

最後に比例解における売買価格を特徴づける。定義より、比例解 $(U_S(y_P), EU_B(X - y_P))$ と $(d_1, d_2) = (EU_S(X), 0)$ を結ぶ直線の傾きが α でなければならないので、

$$EU_B(X - y_P) = \alpha(U_S(y_P) - EU_S(X)) \quad (\text{式 5-3})$$

を得る。この式 5-3 が一意解をもつことは、同様に交渉曲線の形状より明らかである。

5.5 期待の変化と売買価格

本節では、株式Aの将来価格についての期待、すなわち、 X の確率分布の変化が契約にどのように影響するかを考える。はじめに、2つの確率分布を比較するためにしばしば用いられる「確率的に優位」¹⁰¹という概念を導入する。

定義 5-1 :

確率変数 X の2つの分布関数 F と G について、

- 1) すべての $x \geq 0$ について、 $F(x) \geq G(x)$;
- 2) ある $x \geq 0$ について、 $F(x) > G(x)$,

が成り立つとき、 F は G より確率的に優位である¹⁰²と言い、次の補題が成り立つ。

¹⁰¹ 確率分布の「大小関係」を考えることにする。というのも、確率分布の大小関係を考えることは対応する確率変数を順序づけることに他ならず、異なる確率変数の間に何らかの意味で順序関係を定めることができれば、確率変数の実現値の増減に対する各主体の反応を分析できるからである。

¹⁰² F dominates in the first-order stochastic sense G . 詳細は Laffont (1989)を参照されたい。 F と G という二つの累積分布関数について、これらを順序づける方法を考えてみよう。

補題 5-1 :

F と G を確率変数 X の 2 つの分布関数、 $h: R \rightarrow R$ を $h'(\cdot) > 0$ なる関数とする。 F が G より確率的に優位であるならば、 $E_F h(X) > E_G h(Y)$ である¹⁰³。

以下では、 F と G を株式 A の将来価格 X の 2 つの分布関数とし、 F における交渉曲線を $u_B = \varphi_F(u_S)$ 、交渉の基準点を $d_F = (d_S(F), 0)$ 、 G における交渉曲線を $u_B = \varphi_G(u_S)$ 、交渉の基準点を $d_G = (d_S(G), 0)$ で表す。このとき、次の命題が得られる。

命題 5-5 :

F が G より確率的に優位であるならば、 $d_S(F) > d_S(G)$ であり、また、すべての $u_1 \geq U_S(0)$ において、 $\varphi_F(u_S) > \varphi_G(u_S)$ 、 $\varphi'_F(u_S) < \varphi'_G(u_S)$ である。

証明 5-3 :

$H = F, G$ において、 $d_1(H) = E_H U_S(X)$ であるから、 $U'_S(\cdot)$ と補題 5-1 より $d_1(F) > d_1(G)$ が得られる。また、命題 5-1 とその証明で見たように、 $H = F, G$ において、

$$\begin{aligned} \varphi_F(u_S) &= E_H U_B(X)(X - U_S^{-1}(u_S)), \\ \frac{d}{du_S} \varphi_H(u_S) &= E_H U'_B(X - U_S^{-1}(u_S))(-U_S^{-1}(u_S)) \end{aligned}$$

$U'_S(\cdot) > 0$ と補題 5-1 より、 $\varphi_F(u_S) > \varphi_G(u_S)$ 、 $U''_S(\cdot) > 0$ と補題 5-1 および $U_S^{-1}(\cdot) = 1/U'_S(\cdot) > 0$ より、 $\varphi'_F(u_S) < \varphi'_G(u_S)$ が得られる。(証明終)

以下では、 F と G のどちらの分布関数においても交渉が本質的であると仮定する。 $H = F, G$ について、 H のもとでの売買価格 y_N, y_K, y_P を $y_N(H), y_K(H), y_P(H)$ で表すと、次の命題が得られる。

命題 5-6:

F が G より確率的に優位であるならば、

- 1) $y_N(F) > y_N(G)$,
- 2) $y_K(F) > y_K(G)$,
- 3) $y_P(F) > y_P(G)$

¹⁰³ E_F, E_G は、各々 X について F, G により期待値をとるパラメータである。

である。

1) の証明:

$H = F, G$ に対し、

$$f_H(y) = \frac{U_S(y) - E_H U_S(X)}{U'_S(y)}$$

$$g_H(y) = \frac{E_H U_B(X - y)}{E_H U'_B(X - y)}$$

と定義する。 $U'_S(\cdot) > 0$ だから、補題 5-1 より $E_F U_S(X) > E_G U_S(X)$ 。よって、 $f_F(y) < f_G(y)$ 。
また、 $U'_B(\cdot) > 0$ と $U''_B(\cdot) < 0$ だから、補題 5-1 より $E_F U_B(X - y) > E_G U_B(X - y)$ 、 $E_F U'_B(X - y) < E_G U'_B(X - y)$ 。よって、 $g_F(y) > g_G(y)$ である。命題 5-4 より $f_H(y)$ は増加関数、 $g_H(y)$ は減少関数だから、 $y_N(F) < y_N(G)$ である。(証明終)

2) の証明:

命題 5-5 より、 $\varphi_F(\cdot)$ は $\varphi_G(\cdot)$ の上方にあり、 $d_S(F) > d_S(G)$ が成り立つ。交渉曲線上の点の座標は $U_S(X)$ だから、 $y_K(F) > y_K(G)$ を意味する。命題 5-5 より、 $\varphi'_F(u_S) < \varphi'_G(u_S)$ だから、平行移動した曲線は $\varphi_F(\cdot)$ の下方にあり、命題 5-1 で示したように交渉曲線は右下がりなので、 $\varphi_F(\cdot)$ は $\varphi_G(\cdot)$ のその上方にあり、 $y_K(F) > y_K(G)$ でなければならない。(証明終)

3) の証明:

命題 5-5 より、 $d_S(F) > d_S(G)$ だから、傾き $\alpha > 0$ の直線は、 d_F を通るものの方が d_G を通るものよりも下方に位置する。したがって、 $\varphi_F(u_S) > \varphi_G(u_S)$ である。 $\varphi_F(\cdot)$ と $\varphi_G(\cdot)$ は減少関数であることから、 S の効用水準は、 F における比例解の方が、 G における比例解よりも大でなければならない。よって $y_P(F) > y_P(G)$ である。(証明終)

分布関数 F が G より確率的に優位であるということは、 G よりも F において、より高い値により多く確率がつていることを意味するから、 G よりも F においてより高い売買価格となるというのは、妥当な結果といえることができる。

5.6 本章のまとめ

本章では、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交渉問題として分析した。まず、交渉が本質的であるための条件が、売り手と買い手の確実同値額によって与えられ、次に、交渉曲線によって交渉領域が特徴づけられ、Nash 解、Kalai = Smorodinsky 解、比例解を特徴づける方程式の解を比較した。最後に、将来価格の確率分布が確率的に優位な分布に変化するとき、売買価格がどのように変化するかを分析した。われわれは、買収対象会社と買収会社ともにリスク回避的であると仮定し、以下の結果を得ることができた。

- ① 株式会社Aについての買収対象会社Sの確実同値額が、買収会社Bの確実同値額を上回るとき、そのときにのみに買収対象会社S、買収会社Bのどちらにとっても許容しうる売買価格が存在する。
- ② 買収対象会社S、買収会社Bにとってパレート最適な契約は、ある特定の価格で売買するという契約である。売買価格を確率的に選ぶことは、どちらにとっても利益とはならない。
- ③ 将来価格についての期待（主観確率分布）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。

最後に得られた期待の変化と売買価格の関係についての命題は、交渉が本質的であると仮定していることに注意する必要がある。例えば、将来価格の値の上限を x としよう。このとき最も確率的に優位な分布関数をもつ確率分布は、 x が確率1で生起するという分布である。しかしながら、この分布においては、売り手は x より低い価格では売ろうとせず、買い手は x より高い価格では買おうとしないので、売買契約自体が不可能になってしまう。われわれの考える売り手と買い手は、どちらも最終的な利得の最大化を目的とするリスク回避的の主体である。そのため、不確実な大きな利益よりもあまり小さくなくとも確実な利益の方を望み、その確実同値額の差が交渉のインセンティブを生み出している。したがって 2 者間で売買契約が結ばれるためには、まず将来価格が不確実であることが必要となる。

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

6.1 競合買収提案と取引保護条項

企業買収取引において買収を成立させるか否かの最終的な判断権限は、買収対象会社においては原則として株主が有する。そのため、買収会社の立場からすれば、買収対象会社の取締役会との間で企業買収に関する合意を形成したとしても、当該合意は、買収対象会社の株主に対して、取引を受け入れるか否かを判断するための機会を提供するものに過ぎず、取引を強制する効果はないため、企業買収取引の実現には不確実性が伴うことが懸念される。

取引保護条項とは、一般には、企業買収取引の実現可能性を高めることを目的として導入される何らかの措置または措置の組み合わせと理解されている。そして、企業買収取引の実現可能性を高めるという目的を達成するために、取引保護条項には、その程度は異なるものの、他の買収提案を排除する機能を有するものが存在する。また、買収に失敗した買収会社に対して経済的な補償を行う機能を有するものも存在する。このような機能を有する取引保護条項には、買収対象会社またはその株主の利益の観点から考察すれば、取引の実現可能性を高めることで、最初に買収提案を行う者(first bidder)の登場を促す側面や、最初に買収提案を行う者との間の取引の条件を向上させる側面があると言われる一方で、いったん取引保護条項が締結されてしまうと、それ以降の競合する買収会社の登場を妨げてしまうという競争制限的な側面も存在する。また、取引保護条項には、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、場合によっては形骸化させ、企業買収プロセスの効率性を阻害してしまう側面も存在する。

本章では、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する。なお、次章では、経済的な補償を目的とする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する。

6.2 基本モデル

本章では、非協力ゲームの交渉理論として代表的な Rubinstein (1982)の交互提示ゲームを適用し分析を進める。その上で、このモデルをベースに、各者が、自発的に交渉決裂を選択できるモデルを扱う。各者が自発的に交渉決裂を選択できる場合、交渉決裂時の利得が十分小さければ、交渉決裂時の利得は交渉結果に影響しない。また、交渉決裂時の利得が交渉結果に影響を与えるに十分な大きさであっても、ナッシュ交渉解のように、交渉決裂時の利得を除いた余剰を分け合うような交渉結果にはならない。つまり、交渉決裂とい

う事象を各者の選択した行動の結果として考えるなら、非協力ゲームの結果はナッシュ交渉解とは全く異ってくる。さらに、第 4 章および第 5 章で適用したナッシュ交渉解は、交渉のプロセスを明示していないが、本章の交渉モデルでは、交渉プロセスを明示的に扱う。交渉プロセスをモデル化することで、交渉決裂という事象が交渉結果をどのように変えるのかを明らかにすることが可能となる。

Rubinstein (1982)は、二人の主体による交渉のプロセスを、交互に代替案を提示しながら、その提案が受け入れられるまで提示が続く状況として定式化している。二人の主体は、パイの配分に関して交渉する。まず、一人がパイの配分を提示する。それに対し、他方がその提案を受け入れるか拒否するかを決める。受け入れたなら提示どおりにパイを配分し、拒否したなら他方が新たなパイの配分を代替案として提示する。それに対して、最初に提示した主体が受け入れるか拒否するかを決める。このようなプロセスは交渉が成立するまで続く。

Rubinstein (1982)は選好に関する一般的な仮定を置き、この交渉ゲームの部分ゲーム完全均衡が一意に定まることを示している。この章では選好を具体的な利得関数として定式化する。相手主体は、代替案として考えているパイの配分よりも悪い提案である限り受け入れない。したがって、交渉のプロセスにおいて、相手主体の代替案に関する予想が重要になる。以下で選好を特定化するのは、この本質部分に説明の焦点をあてるためである。

6.2.1 モデルの設定

買収会社Bと買収対象会社Sが企業買収取引として交渉をする。この交渉による実現可能な配分の集合を、

$$X = \{(x_B, x_S) | x_B + x_S = 1, x_B \geq 0, x_S \geq 0\}$$

とおく。 x_B は買収会社Bの配分であり、 x_S は買収対象会社Sの配分である。交渉は以下のルールに従う。交渉は、交渉時期 $t = 0, 1, 2, \dots, T$ で構成され、各 t 期はステージ1とステージ2で構成される。 t が偶数期（いわゆる先手、なお $t=0$ ならば、最初に買収提案を行う期）ならば、ステージ1では買収会社Bが配分 $(x_B, x_S) \in X$ を提示し、ステージ2へ進む。ステージ2では、買収対象会社Sは、その提示を受け入れるか拒否するかを決める。受け入れたなら、配分 (x_B, x_S) で成立し交渉は終わる。もし、買収対象会社Sが拒否したなら、交渉は $t+1$ へ進む。 t が奇数期（いわゆる後手、当該期の1期前に受けた買収提案に対して回答提案を行う期）ならば、ステージ1では買収対象会社Sが配分 $(x_B, x_S) \in X$ を提示し、ステージ2へ進む。ステージ2では、買収会社Bはその提示を受け入れるか拒否するかを決める。買収会社Bが受け入れたなら、配分 (x_B, x_S) で成立し交渉は終わる。買収会社Bが拒否したなら、交渉はさらに $t+2$ へ進む。このプロセスはどちらかが相手の提示を受け入れるまで続く。以上の交

交渉プロセスに情報の非対称性はなく、またゲームのルールは両者の間で共通知識(common knowledge)であると仮定する。

各者は配分の大きさと交渉の成立までにかかる時間に関心があるとする。 t 期に配分 (x_B, x_S) で成立したときの各者 $i(i = B, S)$ の利得 u_i は、

$$u_i(x_B, x_S, t) = \delta_i^t x_i$$

である。ただし、 $\delta_i \in [0, 1)$ は割引率である。両者が拒否し続け、永久に交渉がまとまらないときの利得は、

$$u_B(x_B, x_S, \infty) = u_S(x_B, x_S, \infty) = 0$$

である。

二つの配分 $(x'_B, x'_S), (x''_B, x''_S)$ を考えよう。 $x'_B < x''_B$ ならば、同じ t 期で交渉がまとまるとき、買収会社 B の利得は $u_B(x'_B, x'_S, t) < u_B(x''_B, x''_S, t)$ である。つまり、交渉が終わるまでに要する時間が同じなら、配分が大きいほど望ましいと考えている。次に、 $t' < t''$ とする。配分 (x_B, x_S) が t' 期と t'' 期に受け入れられて交渉がまとまるときを比較すると、 $u_B(x_B, x_S, t') > u_B(x_B, x_S, t'')$ が成り立つ。なぜなら、 $t' < t''$ ならば、 $\delta_i \in [0, 1)$ より $\delta_B^{t'} > \delta_B^{t''}$ だからである。つまり、受け取るパイの大きさが同じなら、交渉が早く終わるほど望ましいと考えている。

交渉は、回答者が受け入れたら終わる。交渉が続いているなら、過去の全てのステージ2で、回答者が拒否していることを意味する。よって、各 t 期のステージ1における交渉の歴史 h^t は、回答者の行動を捨象することができ $t-1$ までに提示された配分として表すことができる¹⁰⁴。 s 期で提示された配分を $x^s = (x_B^s, x_S^s)$ ($s = 0, 1, 2, \dots, t-1$)とおけば $h^t = (x^0, x^1, x^2, \dots, x^{t-1})$ と表せる。また、各 t 期のステージ1における交渉の歴史の集合は X^t と表せる¹⁰⁵。ステージ1で提示者が配分を提示しているから、ステージ2における交渉の歴史は $(h^t, x^t) = (x^0, x^1, x^2, \dots, x^{t-1}, x^t)$ と表せ、その集合は X^{t+1} と表せる。

各者の戦略 σ_B, σ_S は、交渉の歴史に依存した行動計画であり、交互提示ゲームでは次のように定義される。ただし、 Y は「受け入れる」を表し、 N は「拒否する」を表す。

¹⁰⁴ 交渉の歴史とは、交渉に参加する全者が過去に選択した行動のことをいう。交互提示ゲームでは、提示者が各時点で提示した配分と、回答者のそれに対する回答のことである。例えば、ある時点で提示された配分が異なるなら、交渉の歴史は異なると考える。交渉の歴史を明示的に扱うのは、交渉の戦略が相手の出方に応じて行動を変える行動計画であり、交渉の戦略を定義するために必要だからである。

¹⁰⁵ x^t は集合 X のカルテシアン積を表している。

t が偶数なら、 $\sigma_B: X^t \rightarrow X$

t が奇数なら、 $\sigma_B: X^{t+1} \rightarrow \{Y, N\}$

t が奇数なら、 $\sigma_S: X^t \rightarrow X$

t が偶数なら、 $\sigma_S: X^{t+1} \rightarrow \{Y, N\}$

つまり、各 t 期において、提示者は過去に起きたことを踏まえた上で新たに提示する配分 (x_B^t, x_S^t) を決めるという交渉戦略になっている。一方、回答者は、回答時に提示されている配分 (x_B^t, x_S^t) だけでなく、過去にお互いが提示した配分全てを踏まえて受け入れるか拒否するかを決める。例えば、現在の提示が $(x_B^t, x_S^t) = (1/2, 1/2)$ であったとしても、過去にずっと $(x_B^t, x_S^t) = (1/2, 1/2)$ が提示され続けているときと、偶数期は $(x_B^t, x_S^t) = (1, 0)$ 、奇数期は $(x_B^t, x_S^t) = (0, 1)$ が提示されてきたときでは、回答する内容が異なっても構わない。例えば、回答者は前者のケースでは受け入れ、後者のケースでは拒否するなどのように現在の提示が同じであっても、交渉の歴史が異なれば異なる回答をしても構わないのである¹⁰⁶。

6.2.2 部分ゲーム完全均衡

交互提示ゲームの部分ゲーム完全均衡は一意に定まる。戦略は以下の通りである。

均衡戦略 (σ_B^*, σ_S^*) :

均衡戦略 (σ_B^*, σ_S^*) は以下のルールに従う戦略である。買収会社 B は t が偶数期（最初に買収提案を行う）なら、全ての $h^t \in X^t$ において、

$$(x_B^*, x_S^*) = \left(\frac{1 - \delta_S}{1 - \delta_B \delta_S}, \frac{\delta_S(1 - \delta_B)}{1 - \delta_B \delta_S} \right)$$

を提示する。 t が奇数期（回答提案を行う）なら、 $(h^t, x^t) \in X^{t+1}$ が、

$$x_B^t \geq \frac{\delta_B(1 - \delta_S)}{1 - \delta_B \delta_S}$$

を満たせば受け入れ、

¹⁰⁶ 交渉の歴史の違いによって選択される行動が異なるのを許容することで、過去の行動で相手が協調的ならば協調し、相手が非協調的ならば非協調的な行動をとるといったような複雑な行動パターンをモデル化できるが、ここでは簡便化のため行わない。

$$x_B^t < \frac{\delta_B(1 - \delta_S)}{1 - \delta_B\delta_S}$$

であるなら拒否する。

買収対象会社Sは、 t が奇数期なら、全ての $h^t \in X^t$ において、

$$(x_B^t, x_S^t) = \left(\frac{\delta_B(1 - \delta_S)}{1 - \delta_B\delta_S}, \frac{1 - \delta_B}{1 - \delta_B\delta_S} \right)$$

を提示する。 t が偶数期なら、 $(h^t, x^t) \in X^{t+1}$ が、

$$x_S^t \geq \frac{\delta_S(1 - \delta_B)}{1 + \delta_B\delta_S}$$

を満たせば受け入れ、

$$x_S^t < \frac{\delta_S(1 - \delta_B)}{1 + \delta_B\delta_S}$$

であるなら拒否する。

過去の交渉経緯が異なれば、提示する買収内容や回答ルールが異なる戦略は選択可能である。しかし、この均衡戦略に従う行動計画では、各 t 期の行動は $t - 1$ 期以前に選択された行動に全く依存しない。各者は、提示の手番では過去に何がであろうと同じ配分を提示し続ける。また、回答の手番では、過去に何がであろうと自分が受け取るパイがある大きさ以上なら受け入れ、それ未満の配分は拒否するという単純な回答ルールになっている。この戦略に従うと、 $t = 0$ に買収会社Bが、

$$(x_B, x_S) = \left(\frac{1 - \delta_S}{1 - \delta_B\delta_S}, \frac{\delta_S(1 - \delta_B)}{1 - \delta_B\delta_S} \right)$$

を提示し、それを買収対象会社Sが受け入れて交渉は終わる。交渉は永久に続く可能性を許しているが、合理的な主体が均衡戦略を選択する限り、交渉は開始と同時に終わる。

まず、戦略 (σ_B^*, σ_S^*) が部分ゲーム完全均衡であることを説明する。これを **one-deviation property** を用いて説明する¹⁰⁷。

t が偶数期のときをみよう。提示者である買収会社 B が、自分の配分を $(1 - \delta_S)/(1 - \delta_B \delta_S)$ よりも多くしようとすれば、買収対象会社 S の配分を減らさなければならない。しかし、買収対象会社 S の均衡戦略 σ_S^* を所与とすれば、このような提示に変更しても拒否されてしまう。

拒否されたとき、両者が $t + 1$ 期以降、均衡戦略 (σ_B^*, σ_S^*) に従うなら、 $t + 1$ 期に買収対象会社 S の提示が受け入れられて交渉は終わる。このとき、買収会社 B が受け取るパイは $\delta_B(1 - \delta_S)/(1 - \delta_B \delta_S)$ である。このパイは $t + 1$ 期に受け取るので、 t 期の評価は割引率をかけた $\delta_B^2(1 - \delta_S)/(1 - \delta_B \delta_S)$ である。 $\delta_B \in [0, 1)$ だから、この値は $(1 - \delta_S)/(1 - \delta_B \delta_S)$ よりも低い。したがって、 $(1 - \delta_S)/(1 - \delta_B \delta_S)$ よりも自分の配分が多くなる提示に変更するインセンティブはない。

買収会社 B が $(1 - \delta_B)/(1 - \delta_B \delta_S)$ よりも自分の配分が少ない提示をしたとしよう。このとき、買収対象会社 S の配分は $(1 - \delta_S)/(1 - \delta_B \delta_S)$ を上回るので、買収対象会社 S はこの提示を受け入れる。つまり、買収会社 B は、このような配分を提示すれば $(1 - \delta_B)/(1 - \delta_B \delta_S)$ よりも利得は低くなる。よって、戦略を変更するインセンティブはない。

次に回答者である買収対象会社 S についてみよう。買収対象会社 S が拒否すれば、次の期に自分の提示が受け入れられ、配分 $(1 - \delta_B)/(1 - \delta_B \delta_S)$ を得る t 期における現在価値は割引率 δ_S をかけた $\delta_S(1 - \delta_B)/(1 - \delta_B \delta_S)$ である。よって、買収会社 B の提示が $\delta_S(1 - \delta_B)/(1 - \delta_B \delta_S)$ を上回る限り、拒否するインセンティブはない。また、これを下回るなら拒否して次の期へ進む方が利得が高い。つまり、買収対象会社 S は他の回答ルールへ変更するインセンティブはない。以上のことは t が奇数期のときも同様にいえるから、部分ゲーム完全均衡であるといえる。

次に、部分ゲーム完全均衡が一意であることを説明しよう。

t が偶数なら、ステージ 1 では買収会社 B が買収提案を提示し、ステージ 2 では買収対象会社 S が回答する。もし、買収対象会社 S が拒否すれば、 $t + 1$ へ進み、ステージ 1 で買収対象会社 S が提示し、ステージ 2 で買収会社 B が回答する。そして、買収会社 B が拒否すれば $t + 2$ へ進み、今度は買収会社 B が提示する番となる。このような相互に提示するプロセスは、どちらかが受け入れるまで続く。このプロセスは、 t の値とは無関係、偶数期で始まるすべての部分ゲームはこの構造をもつ。このグループを A 部分ゲームと呼ぶことにする。同様に、 t が奇数期で始まる部分ゲームを B 部分ゲームと呼ぶことにする。

¹⁰⁷ 戦略とは、主体が過去に採ってきたありとあらゆる行動の組み合わせに対し、その都度何をするかを記述した行動計画である。したがって、他の戦略に変更するインセンティブがないことを示すには、他の無数の戦略と比較しなければならない。しかし、ここで考える交渉ゲームは **one-deviation property** が適用できる条件を満たすので、各ステージごとに、そのステージのみ逸脱するインセンティブがないことをチェックすればよい。詳しくは、Fudenberg and Tilore (1991), pp.108-110 を参照されたい。

A 部分ゲームに属する各部分ゲームを一つのゲームとして考えれば、それらは全て同じゲームの構造だから、実現しうる均衡利得の範囲は全て等しい¹⁰⁸。この性質は B 部分ゲームについても成り立つ。A 部分ゲームで買収会社Bが得る均衡利得の上限を M_B と置き、下限を m_B とおく。同様に B 部分ゲームで買収対象会社Sが得る均衡利得の上限を M_S と置き、下限を m_S と置く。定義上、上限は下限を下回ることはあり得ないので、 $M_B \geq m_B$ 、 $M_S \geq m_S$ が成り立つ。

M_B, m_B, M_S, m_S に関して、以下の不等式が成立しなければならない。この理由について、順を追って説明する。

$$m_B \geq 1 - \delta_S M_S \quad (\text{式 6-1})$$

$$1 - M_B \geq \delta_S m_S \quad (\text{式 6-2})$$

$$m_S \geq 1 - \delta_B M_B \quad (\text{式 6-3})$$

$$1 - M_S \geq \delta_B m_B \quad (\text{式 6-4})$$

t が偶数期のときを考えよう。買収対象会社Sが $t+1$ 期に得られる均衡利得は上限 M_S を越えることはない。 $\delta_S M_S$ は、均衡利得の上限を t 時点の現在価値に換算した値であり、A 部分ゲームで拒否したときに得られる利得の現在価値の上限である。拒否しても利得は $\delta_S M_S$ を越えることはあり得ないから、買収対象会社Sは、均衡戦略に従っている限り、買収会社Bの提示した配分が $\delta_S M_S$ よりも大きいなら必ず受け入れるはずである。自分の利得を最大にしようとする買収会社Bは、合理的ならこのことを予想し、買収対象会社Sに $\delta_S M_S$ よりも多くの配分を与えるような提示はしないはずである。したがって、買収会社Bの均衡利得は、買収対象会社Sに $\delta_S M_S$ を与えた残余である $1 - \delta_S M_S$ を下回ることはない。式 6-1 はこのことを示している。

式 6-2 の右辺は、買収対象会社Sが次の期で得られる均衡利得の下限を現在価値で表したものである。買収対象会社Sが拒否したときの利得はこれを下回ることはないから、買収会社Bの提示した配分が $\delta_S m_S$ を下回るなら必ず拒否する。したがって、買収会社Bは均衡で $1 - \delta_S m_S$ を上回る利得を得ることは出来ないから、均衡利得の上限 M_B は式 6-2 を満たさなければならない。

式 6-3、式 6-4 に関しても、買収会社と買収対象会社を入れ替えれば、同様に説明できる。

¹⁰⁸ 部分ゲーム完全均衡は複数存在しうる。複数存在するなら、各均衡戦略のもとで実現する均衡利得は異なりうるので、上限と下限が異なる可能性も想定しておかなければならない。

式 6-2 と式 6-3 より、

$$\begin{aligned} 1 - M_B &\geq \delta_S m_S \\ &\geq \delta_S (1 - \delta_B M_S) \end{aligned}$$

が成り立つ。よって、

$$\frac{1 - \delta_S}{1 - \delta_B \delta_S} \geq M_B \quad (\text{式 6-5})$$

を得る。式 6-4 より、 $1 - \delta_B m_B \geq M_S$ が成り立ち、これと式 6-1 より、

$$\begin{aligned} m_B &\geq 1 - \delta_S M_S \\ &\geq 1 - \delta_S (1 - \delta_B m_B) \end{aligned}$$

が成り立つ。よって、

$$m_B \geq \frac{1 - \delta_S}{1 - \delta_B \delta_S} \quad (\text{式 6-6})$$

を得る。式 6-5、式 6-6 より、

$$m_B \geq \frac{1 - \delta_S}{1 - \delta_B \delta_S} \geq M_B$$

となる。 $M_B \geq m_B$ が成り立っているので、この不等式が成立するためには、

$$M_B = m_B = \frac{1 - \delta_S}{1 - \delta_B \delta_S}$$

でなければならない。同様に、

$$M_S = m_S = \frac{1 - \delta_B}{1 - \delta_B \delta_S}$$

が成り立つ。以上より、A 部分ゲームの均衡利得、B 部分ゲームの均衡利得は一意に定まる。

このような均衡利得を得るのは、戦略 (σ_B^*, σ_S^*) に従うときのみである。よって、均衡戦略は一意に定まる。

6.3 合理的な主体が交渉することによる結果

合理的な交渉主体は、買収提案を提示する際、交渉相手の将来得る利得を予想する。相手は、その利得の現在価値を上回る限り拒否する理由はない。交渉主体は買収提案を提示するときに、回答者の行動計画を予想し、自分が受け取るパイが最も大きくなる配分を提示する。交渉は永久に続く可能性があるが、合理的な主体がこのような予想をたてて行動するなら、 $t = 0$ にパイの配分

$$(x_B, x_S) = \left(\frac{1 - \delta_S}{1 - \delta_B \delta_S}, \frac{\delta_S(1 - \delta_B)}{1 - \delta_B \delta_S} \right)$$

が受け入れられて、交渉は成立する。

両者の配分を比較するため、割引率が等しいときの両者の配分を求める。 δ_B, δ_S に δ を代入し、 $1 - \delta^2 = (1 + \delta)(1 - \delta)$ に注意してまとめると、

$$(x_B, x_S) = \left(\frac{1}{1 + \delta}, \frac{\delta}{1 + \delta} \right)$$

を得る。 $\delta \in [0, 1)$ より、

$$\frac{1}{1 + \delta} > \frac{\delta}{1 + \delta}$$

である。両者は提示する順番以外は全く対称的であるが、買収会社Bの受け取るパイのほうが大きい。これは、最初に買収提案を提示する主体が交渉上有利な立場にいるためである。回答者は次の期に自分が獲得するパイを予想し、提示されたパイを比較する。次の期に得るパイは、割引率 δ で割り引かれ低く評価される。このことを知っている買収会社Bは、いわゆる買収対象会社Sの「足元を見る」ことができるため、より多くのパイを得られる。

先手、後手の立場の違いを消去するため、先手・後手が確率的に決まるケースと、割引率が1に近づくケースを考える。

6.3.1 先手・後手が確率で決まるケース

交渉に入る前にコインを投げ、表が出れば買収会社Bが先手になり、裏が出れば買収対象会社Sが先手になるようなケースを考える。両者のリスク選好度や交渉能力が全く等しいなら、交渉の席でどちらが先に提案するかは偶然で決まるだろう。公平なコイン投げでランダムに先手・後手が決まるという設定は、このような偶然性をモデル化したものである。

一方で、交互提示ゲームは、回答者が「提示は受け入れられない」と意見表明するだけでなく、代替案を提示するという意見の言い合いをモデル化している。すなわち、最初にどちらの主体が意見を述べて交渉の口火を切るかはランダムで決まるが、交渉が進む過程では提示者がランダムに決まるような状況にはならない。交渉の過程で同じ主体が連続して提示者になり得る状況をモデル化する場合には、ランダムで決まると考えるよりも、主体が選択した結果としてモデル化すべきであろう。なぜなら、相手に拒否されたら直ぐに代替案を提示する行動や、相手の提示を拒否し自分の考えを述べないという行動は、交渉における駆け引きと考えられるからである。ここでは、これらの複雑な状況を想定せずコインが投げ終わり先手・後手が決まった後は、ランダムな要因は全くない交互提示ゲームのルールに従うと考える。

買収会社Bが先手のときに交渉によって決まる配分は、

$$(x_B, x_S) = \left(\frac{1}{1+\delta}, \frac{\delta}{1+\delta} \right)$$

であり、買収対象会社Sが先手のときに交渉によって決まる配分は、

$$(x_B, x_S) = \left(\frac{\delta}{1+\delta}, \frac{1}{1+\delta} \right)$$

である。両者がリスク中立的であるなら、コインを振る前の期待利得は、

$$u_B = u_S = \frac{1}{2}$$

である。

6.3.2 割引率が1に近づくケース

割引率が1に近づくほど、後手の不利な立場は軽減される。その最も極端なケースであ

る $\delta \rightarrow 1$ を考えると、

$$(x_B, x_S) = \left(\frac{1}{2}, \frac{1}{2}\right)$$

を得る。よって、配分は等しくなる。

以上のように、先手・後手の立場の違いを消去すると、両者が得る利得は全く等しくなる。Nash (1950)の協力ゲームによる交渉結果では、主体が合理的であり、交渉力が全く同等であるなら、余剰を等分する配分が交渉の結果¹⁰⁹になる。

6.4 他の買収会社がより有利な買収提案をしてきたケース

他の買収会社がより有利な提案をしてきた場合、交渉決裂を主体の選択行動の結果として生じうる状況としてモデル化する場合には、Nash (1950)と交互提示ゲームの結果は異なる可能性がある。

ナッシュ交渉解では、交渉決裂点 d が交渉結果に影響する。決裂したときのパイが大きい主体ほど、交渉の結果として得られる配分は大きくなる。この結果については、決裂したときの状況が良い主体ほど強い立場で交渉に臨めるという解釈が成り立つかもしれない。この解釈の背後には、他の買収会社がより有利な買収提案を行ってきて、交渉が決裂する可能性が脅しとして機能するという暗黙の前提がある。次節で紹介する Binmore, Shaked and Sutton (1989)は、Rubinstein (1982)のモデルを拡張し、各主体が交渉から降りる選択を選べる場合、交渉決裂の可能性が交渉結果にどのような影響を及ぼしうるかを分析している。交渉決裂時の利得が十分低ければ、脅しとして全く機能せず、交渉決裂時の利得は交渉結果に全く影響しないという結論が得られる。したがって、交渉決裂が脅しとして交渉の駆け引きで用いられる状況を想定する場合、Nash (1950)の交渉モデルを応用することは相応しくないとと言える。

Binmore, Rubinstein and Wolinsky (1986)は、交互提示ゲームを拡張し、外的要因によって偶発的に交渉が決裂する状況を扱っている。彼らのモデルでは、各 t 期のステージ2で、回答者が拒否した後に確率 p で交渉が決裂する。決裂時に両者は外部機会として利得を得る。

¹⁰⁹ 交互提示ゲームの交渉決裂時の利得を0とすれば、Nash (1950)と Rubinstein (1982)では、協力ゲームと非協力ゲームという異なる枠組であるにもかかわらず、両者の交渉結果は等しく、余剰を等分する結果になる。Nash (1950)の分析枠組では、交渉結果が満たすべき公理を列挙しそれらを満たす交渉結果を求めるのみで、どのようなプロセスで交渉が行われるかを明示していない。それに対し、Rubinstein (1982)では、交渉のプロセスを明示的に分析している。結果が同じならば、分析上扱いやすいナッシュ交渉解を、応用分析における交渉モデルとして扱うことが許されると考えてよいだろう。

このような設定ならば、交渉の結果各者が得る利得は、決裂確率 p が1に近づくにつれて余剰を半々で分け合う利得に近づく。つまり、決裂確率 p が1に収束すると、ナッシュ交渉解に収束する。その意味で、ナッシュ交渉解を交渉モデルとして応用する場合は、外的要因によって偶発的に決裂する状況を想定していると解釈すべきであると言えよう。

Binmore, Shaked and Sutton (1989)は、買収対象会社 S が回答時に交渉の席から降りるという行動も選択可能な交互提示ゲームを分析している。彼らのモデルでは、買収対象会社 S のみが交渉を決裂させる選択権を持っている。買収会社 B も交渉を決裂させる選択権を持つモデルに拡張することもできるが、拡張したモデルは分析を複雑にするだけで、以下で説明する「脅しが有効な場合、脅される立場にいる提示者は、交渉決裂時を上回る利得を回答者に与えない」という本質部分は変わらない。

大きさ1のパイを分け合う交渉を考える。交渉は $t = 0, 1, 2, 3, \dots$ と交渉が成立するまで永久に続く。各 t 期は、ステージ1とステージ2で構成されている。 t が偶数ならば、ステージ1では、買収会社 B が配分 $(x_B, x_S) \in X$ を提示し、交渉はステージ2へ進む。ステージ2では、買収対象会社 S が回答する。その際に買収対象会社 S が選べる選択肢は「買収提案を受け入れる」、「買収提案を拒否し代替案を提示する」、「交渉を決裂させる」の3つである。買収対象会社 S が受け入れたなら、買収会社 B の提示した配分 (x_B, x_S) で交渉は成立し、交渉は終わる。買収対象会社 S が「拒否し代替案を提示する」を選んだなら、交渉は $t+1$ へ進む。もし他の買収会社がより有利な買収提案をしてきたケースにより「交渉を決裂させる」を選んだなら、交渉は終了する。交渉が決裂したときは両者は外部機会（第三者との取引で得られる利得）を得るが、買収会社 B の外部機会は0であり、買収対象会社 S の外部機会は $b(1 > b > 0)$ である。

t が奇数期ならば、ステージ1では買収対象会社 S が配分 $(x_B, x_S) \in X$ を提示し、交渉はステージ2へ進む。ステージ2では、買収会社 B が回答する。買収会社 B が選べる選択肢は「受け入れる」か「拒否し代替案を提示する」である。もし、買収会社 B が受け入れれば、買収対象会社 S の提示した配分 (x_B, x_S) で交渉は成立する。買収会社 B が拒否し代替案を提示するを選んだなら、交渉は $t+1$ へ進むことになる。

以下では、分析を単純にするため、両者の割引率は等しく $\delta_B = \delta_S = \delta$ であるとする。各者の利得は以下の通りである。

(1) t 期に配分 (x_B, x_S) で交渉がまとまった場合

$$u_B = \delta^t x_B$$

$$u_S = \delta^t x_S$$

(2) t 期に交渉が決裂した場合

$$u_B = 0$$

$$u_S = \delta^t b$$

(3) お互いに代替案を提示し続け、交渉が永久に続く場合

$$u_B = u_S = 0$$

この交渉の部分ゲームは 6.1 節の交互提示ゲームと同様、買収会社Bの提示で始まる A 部分ゲームと買収対象会社Sの提示で始まる B 部分ゲームに分類できる。そこで、A 部分ゲームの買収会社Bの均衡利得の上限を M_B とおき、均衡利得の下限を m_B とおく。同様に、B 部分ゲームの買収対象会社Sの均衡利得の上限を M_S とおき、均衡利得の下限を m_S とおくと、以下の式が成り立たなければならない。

$$m_B \geq 1 - \max\{\delta M_S, b\} \quad (\text{式 6-7})$$

$$1 - M_B \geq \max\{\delta m_S, b\} \quad (\text{式 6-8})$$

$$m_S \geq 1 - \delta M_B \quad (\text{式 6-9})$$

$$1 - M_S \geq \delta m_B \quad (\text{式 6-10})$$

式 6-7 の右辺の δM_S は、買収会社Bの提示を「拒否し代替案を提示する」を選んだときに、買収対象会社Sが次の期に得られる利得の上限を現在価値で表したものである。 b は、「交渉を決裂させる」を選択したときの買収対象会社Sが得る利得、すなわち、他の買収会社により有利な買収提案をしてきたケースによる利得である。買収対象会社Sは得られるパイが δM_S と b を上回っていれば、買収会社Bの提案を必ず受け入れる。式 6-7 は、買収会社Bが得るパイの大きさが、 $\max\{\delta M_S, b\}$ を買収対象会社Sに与えた残余である $1 - \max\{\delta M_S, b\}$ を下回ることがないことを示している。式 6-8 の右辺の δm_S は、買収会社Bの提示を「拒否し代替案を提示する」を選んだときに、買収対象会社Sが次の期に得られる利得の下限を現在価値で表したものである。

買収対象会社Sは、買収会社Bの提示が $\max\{\delta m_S, b\}$ を下回るなら代替案を提示するか交渉を決裂させる。買収会社Bの提示が受け入れられるためには、買収会社Bが得る配分は $1 - \max\{\delta m_S, b\}$ を下回っていなければならない。式 6-8 は、この関係を表している。式 6-9、式 6-10 についても同様に説明できる。

3つのケースに場合分けして均衡利得を求める。

(a) $b \leq \delta m_B$ の場合

式 6-7～式 6-10 は、

$$m_B \geq 1 - \delta M_S$$

$$1 - M_B \geq \delta m_S$$

$$m_S \geq 1 - \delta M_B$$

$$1 - M_S \geq \delta m_B$$

と書き直せる。前節と同様に解けば、

$$m_B \geq \frac{1}{1 + \delta} \geq M_B$$

$$m_S \geq \frac{1}{1 + \delta} \geq M_S$$

が得られる。よって、 $m_B = M_B = m_S = M_S = 1/(1 + \delta)$ である。

(b) $\delta m_S < b < \delta M_S$ の場合

このケースは、

$$m_B \geq 1 - \delta M_S \tag{式 6-11}$$

$$1 - M_B \geq b \tag{式 6-12}$$

$$m_S \geq 1 - \delta M_B \tag{式 6-13}$$

$$1 - M_S \geq \delta m_B \tag{式 6-14}$$

と書き直せる。式 6-2 と、 $\delta m_S < b$ より、

$$1 - M_B \geq \delta m_S \tag{式 6-15}$$

が成立する。式 6-15 と式 6-12 を差し替えると、

$$m_B \geq 1 - \delta M_S$$

$$1 - M_B > \delta m_S$$

$$m_S \geq 1 - \delta M_B$$

$$1 - M_S \geq \delta m_B$$

と書き直せる。これより、

$$\frac{1}{1 + \delta} \geq m_B \geq M_B > \frac{1}{1 + \delta} \tag{式 6-16}$$

$$\frac{1}{1+\delta} > m_S \geq M_S \geq \frac{1}{1+\delta} \quad (\text{式 6-17})$$

が得られる。式 6-16 と式 6-17 より、 $1/(1+\delta) > 1/(1+\delta)$ となるので、矛盾が生じる。つまり、ケース(b)はあり得ない。

(c) $\delta m_S < b$ の場合

このケースは、

$$m_B \geq 1 - b \quad (\text{式 6-18})$$

$$1 - M_B \geq b \quad (\text{式 6-19})$$

$$m_S \geq 1 - \delta M_B \quad (\text{式 6-20})$$

$$1 - M_S \geq \delta m_B \quad (\text{式 6-21})$$

と書き改められる。式 6-18、式 6-19 より、

$$m_B \geq 1 - b \geq M_B$$

が得られる。また、この関係と式 6-20、式 6-21 より、

$$m_S \geq 1 - \delta(1 - b) \geq M_S$$

が得られる。以上より、

$$m_B = M_B = 1 - b$$

$$m_S = M_S = 1 - \delta(1 - b)$$

である。したがって、ケース(a)の均衡戦略は Rubinstein (1982)の交互提示ゲームと全く等しくなる。

6.4.1 (a)の均衡戦略($\sigma_B^{**}, \sigma_S^{**}$)

$\delta/(1+\delta) \geq b$ ならば、部分ゲーム完全均衡は一意に定まる。その均衡戦略($\sigma_B^{**}, \sigma_S^{**}$)は、以下のルールに従う戦略である。

買収会社Bは、 t が偶数期のとき、ステージ 1 で配分(x_B, x_S) = ($1/(1+\delta), \delta/(1+\delta)$)を提示する。 t が奇数期のときは、ステージ 2 で買収対象会社Sの提示が $x_B \geq \delta/(1+\delta)$ を満たし

ていれば「受け入れる」を選び、 $x_B < \delta/(1 + \delta)$ なら「拒否し代替案を提示する」を選ぶ。

買収対象会社 S は、 t が奇数期のとき、ステージ1で配分 $(x_B, x_S) = (\delta/(1 + \delta), 1/(1 + \delta))$ を提示する。 t が偶数期のときは、ステージ2で買収会社 B の提示が $x_S \geq \delta/(1 + \delta)$ を満たしていれば「受け入れる」を選び、 $x_S < \delta/(1 + \delta)$ なら「拒否し代替案を提示する」を選ぶ。

戦略 $(\sigma_B^{**}, \sigma_S^{**})$ は、前節同様に one-deviation property でチェックすれば、それが部分ゲーム完全均衡であることが証明できる。お互いがこの戦略に従っている限り、 $t=0$ で買収会社 B が $(x_B, x_S) = (1/(1 + \delta), \delta/(1 + \delta))$ を提示し、それを買収対象会社 S が受け入れて交渉は終わる。ちなみに、 $b \leq \delta m_S$ かつ $m_S = 1/(1 + \delta)$ より、 $b \leq \delta/(1 + \delta)$ となり、お互いが均衡戦略を採っている限り、買収対象会社 S は交渉を決裂させても得しない状況になっている。

一方、ケース(c)の均衡戦略 $(\sigma_B^{***}, \sigma_S^{***})$ は、前節の Rubinstein (1982)とは異なる。

6.4.2 (c)の均衡戦略 $(\sigma_B^{***}, \sigma_S^{***})$

$\delta/(1 + \delta) < b$ ならば、部分ゲーム完全均衡は一意に定まる。その均衡戦略 $(\sigma_B^{***}, \sigma_S^{***})$ は、以下のルールに従う戦略である。

買収会社 B は、 t が偶数期のとき、ステージ1では配分 $(x_B, x_S) = (1 - b, b)$ を提示する。 t が奇数期のとき、ステージ2では、買収対象会社 S の提示が $x_B \geq \delta/(1 - b)$ を満たしていれば「受け入れる」を選択し、 $x_B < \delta/(1 - b)$ なら「拒否し代替案を提示する」を選ぶ。

買収対象会社 S は、 t が奇数期のとき、ステージ1では配分 $(x_B, x_S) = (\delta(1 - b), 1 - \delta(1 - b))$ を提示する。 t が偶数期のとき、ステージ2では、買収会社 B の提示が $x_S \geq b$ を満たしていれば「受け入れる」を選択し、 $x_B < b$ なら「交渉を決裂させる」を選ぶ。

t が偶数期のときを考えよう。ケース(c)では $t+1$ 期以降、両者がこの戦略に従うなら、次の期に配分 $(x_B, x_S) = (\delta(1 - b), 1 - \delta(1 - b))$ で交渉がまとまる。したがって、買収対象会社 S が t 期に「拒否し代替案を提示する」を選択したときの利得の現在価値は $\delta(1 - \delta(1 - b))$ である。これと b との大小関係を調べるために差を取り、式を変形すると、

$$\begin{aligned} b - \delta(1 - \delta(1 - b)) &= (1 - \delta^2)b - \delta(1 - \delta) \\ &= (1 + \delta)(1 - \delta)b - \delta(1 - \delta) \end{aligned}$$

と書き改められる。 $b \geq \delta/(1 + \delta)$ だから、

$$(1 + \delta)(1 - \delta)b - \delta(1 - \delta) \geq (1 + \delta)(1 - \delta) \frac{\delta}{1 + \delta} - \delta(1 - \delta) = 0$$

が成立する。

よって、 $b \geq \delta(1 - \delta(1 - b))$ だから、 $t+1$ 期以降、両者がこの戦略に従っている限り、 t 期

に「拒否して代替案を提示する」を選ぶより「交渉を決裂させる」を選ぶほうが買収対象会社 S の利得は高い。この点に注意すると $(\sigma_B^{***}, \sigma_S^{***})$ が部分ゲーム完全均衡であることが証明できる。このような戦略に従う限り、 $t = 0$ に買収会社 B が $(x_B, x_S) = (1 - b, b)$ を提示し、それを買収対象会社 S が受け入れて交渉は終わる。また、均衡利得は、

$$u_B = 1 - b$$

$$u_S = b$$

である。

$$1 - b < \frac{1}{1 + \delta}, \quad b > \frac{\delta}{1 + \delta}$$

だから、買収対象会社 S の利得は Rubinstein (1982) の交互提示ゲームの利得よりも高く、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脅しが有効に働いていることがわかる。

6.5 モデル分析の小括

Binmore, Shaked and Sutton (1989) のモデルでは、交渉の結果としてまとまる配分は、ナッシュ交渉解とは全く異なる。Nash (1950) では、交渉決裂時の利得を除いた余剰を分け合う配分で交渉がまとまる。それに対し、Binmore, Shaked and Sutton (1989) では、交渉決裂時の利得が十分低いときは脅しとして全く機能しない。また、脅しとして機能する場合も、余剰を分け合うわけではない。脅される立場にいる買収会社 B は、買収対象会社 S が受け入れる範囲で最低限のパイを与えるだけであり、交渉決裂時の利得を上回る余剰を与えることはない。

自発的に交渉決裂を選べる交互提示ゲームを想定すると、他の買収会社がより有利な買収提案をしてこない場合、すなわち、交渉決裂時の利得が十分小さいなら、交渉決裂時の利得は交渉の結果に全く影響せず、企業買収取引の効率性に全く影響を与えないから、意味を持たなくなる。

Binmore, Shaked and Sutton (1989) では、交渉決裂を主体が選択可能な状況を考えているが、交渉決裂が外的要因によって偶発的に引き起こされる状況も考えることができる。Binmore, Rubinsteyn and Wolinsky (1986) では、每期、ステージ 2 で回答者が拒否した後、確率 p で交渉が決裂するモデルを考えている。決裂時には両者は外部機会として一定の利得を得る。この状況では、決裂する確率 p が 1 に近づくにつれ、交渉結果は余剰を半々で分

け合う結果に近づく。

非協力ゲームの枠組で交渉のプロセスを明示的に扱くと、交渉決裂という事象が当事者の自発的な意思決定として引き起こされる事象なのか、外的要因によって起こる事象なのかによって、交渉の結果が異なってくるのがわかる。交渉決裂の描写として、どちらが相応しいかは考える経済問題や状況によって決まるだろう。ただし、偶発的なケースを想定するなら、それが起きる要因をモデル化し、その要因が交渉にどのように関わってくるかを明示的に扱うべきであろう。

6.6 本章のまとめ

本章では、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、どちらが先に買収提案を行うかなどの交渉のプロセスと、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どのように影響しうるのかを示した。

最初に行う買収提案を行う者は、後から買収提案を行う者と比較して、買収に関してより多くの費用を負担することになるため、合理的な買収者であれば、自らは最初に行う買収提案を行うための努力はせず、誰かが買収提案を行った取引を後から観察して、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、最初に行う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。しかし、他の買収会社がより有利な買収提案を行ってきた場合に、買収対象会社が交渉を決裂させるという選択肢がある場合、買収対象会社は、選択肢がない場合に比べてより高い利得を得ることがあり、最初に行う買収提案を行う者の買収のインセンティブを維持できなくなる可能性があるといえる。

しかし、最初に行う買収提案を行う者の買収のインセンティブが大きくは損なわれない結果が生じる場合がある。それは、第一に、仮に買収によって得ることのできる利益が買収者間で変わらないのであれば、理論上は、買収によって得られる利益はなくなってしまったため、そのことを理解する潜在的な買収者は、最初の買収者が登場した後の段階では、もはや買収提案を行うことを控えるようになり、その結果として最初に行う買収提案を行う者の買収のインセンティブは大きくは損なわれない。第二に、買収によって得ることのできる利益が買収者間で異なるのであれば、買収後に最も多くの利益を得ることのできる買収者は、たとえ他の買収者と競い合うことになるとしても、買収による利益を確保することができるため、最初に行う買収提案を行うインセンティブは大きくは損なわれない。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が分かった。

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

7.1 はじめに

第5章および第6章の Nash (1950)や Rubinstein (1982)の交渉理論は、交渉に取引費用が伴わない状況を分析した。交渉に取引費用が無ければ、合理的な主体は、交渉の結果としてパレート効率的な配分を選択する。しかし、一般的な企業買収交渉において、買収会社は、買収対象会社との間の合意を形成するために、デュー・ディリジェンスその他の調査費用、契約交渉の費用等、様々な取引費用（以下、交渉費用とする）を負担している。

本章では、交渉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する。具体的には、交渉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、交渉費用を負担するタイミングによっては、全く非効率性が生じないときもあることを示す。

7.2 取引費用と交渉

Coase (1960)は、交渉に費用がかからないならば、当事者間の交渉によりパレート効率的配分が実現することを論じている。例えば、企業 A と企業 B が取り引きすれば 1 ドルの利益を得られ、取引が不成立に終われば利益は生みず 0 であるとしよう。線分 $x_A + x_B = 1$ 上の点は、1 ドルを 2 企業の間で全て分け合う点である。それに対し、内点 $x_A + x_B < 1$ では $1 - x_A - x_B$ だけロスが生じている。例えば、内点 $(1/3, 1/3)$ よりも右上の点は、全て点 $(1/3, 1/3)$ よりも両企業の受け取る金額は大きい。つまり、内点 $(1/3, 1/3)$ から右上のどの点に移行してもお互い状態が良くなる。したがって、交渉に障害がないなら、内点を交渉としてまとめることはないだろう。結果として、「取引が成立し 1 ドル全てを分け合う」パレート効率的な配分が実現すると考えられる。

契約の不完備性が存在する世界では、事前の契約で事後に得られる利益の配分を適切に定めることが出来ないため、事後の交渉によって配分が決められる。取引相手が交渉力を持つなら、人的資本投資による利益の増加分の一部が再交渉を通じて奪われてしまうので、投資インセンティブは歪められてしまう。つまり、事後的交渉と効率性には密接な関係がある。しかし、再交渉の結果としてまとまる配分は、事後の視点に立てばパレート効率的である。非効率性の本質は、事後的交渉に直接起因するわけではないから Coase (1960)の定理は成り立っている。

7.3 交渉費用がサンクしない場合

交渉に何らかの取引費用が存在する場合でも、交渉の結果として、必ずパレート効率的配分がまとまるケースもある。Rubinstein (1982)の交互提示ゲームに配分費用を入れたモデルで考えよう。交渉を行っている間は交渉に取引費用はかからないが、非分割的な株式を配分するために費用がかかるとする。この配分費用として、買収会社B、買収対象会社Sがそれぞれ c_B, c_S を負担しなければならないとする。ただし、 $1 - c_B - c_S > 0$ である。この費用は交渉が成立したあとにかかる費用であるから、交渉をまとめる意思がない限り負担する必要はない。このような場合は、サンク（埋没）しない費用という。

交渉が t 期に (x_B, x_S) でまとまったときの両者の利得は、

$$\begin{aligned} u_B &= \delta_B^t (x_B - c_B) \\ u_S &= \delta_S^t (x_S - c_S) \end{aligned}$$

で表される。交渉が永久にまとまらないときの利得は0である。各者 i は、回答者のとき利得が負となる配分 $x_i < c_i$ を受け入れることはないので、均衡で提示される配分は、 $x_B > c_B, x_S > c_S$ を満たすはずである。配分費用を支払った残余を (\hat{x}_B, \hat{x}_S) とおけば、配分費用のケースは (\hat{x}_B, \hat{x}_S) を提示し合うRubinstein(1982)の交互提示ゲームとして読み替えることができる。 (\hat{x}_B, \hat{x}_S) の実現可能な集合は、

$$\hat{X} = \{(\hat{x}_B, \hat{x}_S) | \hat{x}_B + \hat{x}_S = 1 - c_B - c_S, \hat{x}_B \geq 0, \hat{x}_S \geq 0\}$$

である。両者が均衡戦略に従えば、 $t = 0$ に買収会社Bが、

$$(\hat{x}_B, \hat{x}_S) = \left(\frac{1 - \delta_S}{1 - \delta_B \delta_S} (1 - c_B - c_S), \frac{\delta_S (1 - \delta_B)}{1 - \delta_B \delta_S} (1 - c_B - c_S) \right)$$

を提示し、それを買収対象会社Sが受け入れて交渉は終わる。 (\hat{x}_B, \hat{x}_S) は配分費用を差し引いたネットの配分だから、実際に提示される配分は、

$$(x_B, x_S) = \left(\frac{1 - \delta_S}{1 - \delta_B \delta_S} (1 - c_B - c_S) + c_B, \frac{\delta_S (1 - \delta_B)}{1 - \delta_B \delta_S} (1 - c_B - c_S) + c_S \right)$$

である。 $1 - c_B - c_S > 0$ より、パイ1を分け合うこの配分は、パレート効率的である。交渉費用がサンクしない場合は、交渉によってパレート効率的状態が実現するのである。

7.4 交渉費用がサンクする場合

交渉費用がサンクしない場合、交渉の結果としてパレート効率的な状態が実現するが、交渉費用がサンクする場合、 $1 - c_B - c_S > 0$ が満たされても、交渉は行われず取引不成立に終わる可能性がある。このことを、1期限りの提示ゲームを例に示そう。1期で終わる交渉ゲームを最後通牒ゲーム(ultimative game あるいは take-it-or-leave-it offer game)という。通常最後通牒ゲームでは、ステージ1で買収会社Bのパイの配分として、

$$(x_B, x_S) \in X = \{(x_B, x_S) | x_B + x_S = 1, x_B \geq 0, x_S \geq 0\}$$

を提示し、ステージ2で買収対象会社Sがそれを受け入れるか拒否するかを決める。買収対象会社Sが受け入れれば、買収会社Bの提示 (x_B, x_S) で配分が決まりゲームは終わる。もし、買収対象会社Sが拒否したならゲームは終了し、両者の利得は0である。

このゲームの部分ゲーム完全均衡は、

- ・ ステージ1では、買収会社Bは $(x_B, x_S) = (1, 0)$ を提示する。
- ・ ステージ2では、買収対象会社Sは全ての提示 $(x_B, x_S) \in X$ を受け入れる。

である。この戦略が部分ゲーム完全均衡であることは、後ろ向き帰納法でチェックできる。ステージ2で買収対象会社Sは拒否しても利得は0である。したがって、 $x_S \geq 0$ の配分を拒否するインセンティブはない。ステージ1で、買収会社Bは $x_S \geq 0$ なら買収対象会社Sが受け入れるので、最も利得が高い配分 $(1, 0)$ を提示する。

この戦略に従えば、交渉の結果として買収会社Bがパイの全てを得ることになるが、配分 $(x_B, x_S) = (1, 0)$ はパレート効率的である。買収会社Bが圧倒的に有利な立場にいるという点で特異な状況といえるかもしれないが、交渉費用がかからなければパレート効率が達成するという Coase (1960)の主張は成立している。

次に、通常最後通牒ゲームを拡張し、提示の前に交渉費用を支払う交渉を考えよう。

ステージ0で、買収会社B、買収対象会社Sは交渉費用として $c_B, c_S > 0$ を支払うか否かを決める。この意思決定は独立かつ同時に行われ、両者がこのコストを支払ったならステージ1へ進む。どちらかがコストを支払わなければ、交渉は開かれずに終わる。交渉が開かれなかったときの両者が受け取る配分は0である。したがって、利得は、交渉費用を支払っているなら $-c_i$ であり、支払っていないと0である。例えば、買収会社Bが c_B を支払い、買収対象会社Sが支払わないとしよう。このとき、交渉は開かれず、両者が受け取る配分は0である。買収会社Bは c_B を支払っているため利得は $-c_B$ である。それに対し、買収対象会社Sは支払っていないので、利得は0である。このような費用のかかり方は、実際に交渉がまとまらなくても、一度支払ってしまえば負担しなければならない費用であるから、費用

はサンク（埋没）するという。

両者が交渉費用を払ったとして、ステージ1では買収会社Bが配分、

$$(x_B, x_S) \in X = \{(x_B, x_S) | x_B + x_S = 1, x_B \geq 0, x_S \geq 0\}$$

を提示し、ステージ2へ進む。ステージ2では、買収対象会社Sが受け入れるか拒否するかを決める。買収対象会社Sが受け入れれば、買収会社Bの提示 (x_B, x_S) でパイの配分が決まり交渉が終わる。もし、買収対象会社Sが拒否したなら、両者のパイの配分は0で交渉は終了する。買収対象会社Sが受け入れたときの両者の利得は、交渉費用を差し引いた $x_B - c_B, x_S - c_S$ である。一方、買収対象会社Sが拒否したときの利得は $-c_B, -c_S$ である。

この交渉の部分ゲーム完全均衡を後ろ向き帰納法で求める。ステージ2では、提示 (x_B, x_S) を受け入れたときの買収対象会社Sの利得は $x_S - c_S$ である。拒否した場合は $-c_S$ であるから、 $x_S - c_S \geq -c_S$ ならば、拒否せずに受け入れる。よって、買収対象会社Sは $x_S \geq 0$ を満たす提示ならば受け入れる。ステージ1で、買収会社Bはこのことを予想し、最も自分の利得が高くなる $(x_B, x_S) = (1, 0)$ を提示する。つまり、交渉が開かれさえすれば、買収会社Bはパイの全てを取ることが出来る。買収対象会社Sは、ステージ0で、交渉が開かれれば全てのパイを買収会社Bに取られ、利得は $-c_S$ で交渉が終わることを予想する。交渉費用を支払わなければ交渉は開かれず、そのときの利得は0である。よって、買収対象会社Sはコストを支払ってまで参加しない。つまり、交渉費用を支払わないことが買収対象会社Sの支配戦略になっている。買収対象会社Sが交渉費用を支払わないことを所与とすれば、買収会社Bが交渉費用を支払っても交渉は開かれない。このときの買収会社Bの利得は、交渉費用を支払った場合は $-c_B$ であり、支払わなければ利得は0だから、買収会社Bも交渉費用を支払わない。

以上をまとめると、部分ゲーム完全均衡は次のようになる。

均衡戦略

- ・ ステージ0で、両者は交渉費用 c_i を支払わない。
- ・ ステージ1で、買収会社Bは配分 $(x_B, x_S) = (1, 0)$ を提示する。
- ・ ステージ2で、買収対象会社Sは全ての提示 $(x_B, x_S) \in X$ を受け入れる。

この戦略に従う限り、 $1 - c_B - c_S > 0$ であっても交渉は開かれない。つまり、非効率性が生じることになる。交渉が一度開かれれば買収対象会社Sの交渉費用は戻ってこないため、 $(1, 0)$ を受け入れても拒否しても利得は $-c_S$ である。このため、交渉が開かれてしまえば、買収対象会社Sの交渉力は全くないので、実現するパイの配分は $(1, 0)$ となってしまう。費用がサンクすれば、費用を支払った後で買収会社Bは買収対象会社Sの交渉費用を保証する配分を提示するインセンティブはないのである。この結果を予想する買収対象会社Sには、取引

が成立すればパレート効率的配分を実現しうる場合でも、交渉費用を支払うインセンティブがない。

この交渉費用のサンクによって生じる問題は、不完備契約理論のホールドアップ問題と同じ構造を持つ。買収対象会社 S が支払う費用 c_S を人的資本投資の費用と置き換え、パイ 1 を人的資本投資による利益の増加分と読み替えれば、事後的な交渉により投資のリターンが全て買収会社 B に取られてしまうので、買収対象会社 S に投資をするインセンティブがなく、効率的な投資が行われない歪みが生じてしまうのである。

このことを確認するために、買収対象会社 S が提示された配分を観察した後に交渉費用 c_S を支払うケースを考えよう。このケースは、交渉が開かれた後に費用を支払うので、サンクしない費用といえる。

ステージ 0 で、買収会社 B は交渉費用 c_B を支払うか否かを決める。買収会社 B が支払わなければ、交渉は開かれず交渉は終わる。このときの両者の配分は 0 であり、利得も 0 である。買収会社 B が c_B を支払えば、交渉はステージ 1 へ進む。ステージ 1 では、買収会社 B が配分、

$$(x_B, x_S) \in X = \{(x_B, x_S) | x_B + x_S = 1, x_B \geq 0, x_S \geq 0\}$$

を提示し、交渉はステージ 2 へ進む。ステージ 2 では、買収対象会社 S は、交渉費用 c_S を支払うか否かを決める。支払わなければ、交渉は終わり取引は不成立になる。この場合、配分は 0 である。買収会社 B は交渉費用が損失となり、利得は $-c_B$ である。買収対象会社 S は交渉費用を支払っていないので、利得は 0 である。買収対象会社 S が交渉費用を支払えば、ゲームはステージ 3 へ進む。ステージ 3 では、買収対象会社 S が提示 (x_B, x_S) を受け入れるか拒否するかを決める。受け入れたならば、提示された配分 (x_B, x_S) で交渉はまとまる。そのときの利得は $(x_B - c_B, x_S - c_S)$ である。拒否した場合は、取引不成立となり、配分は $(0,0)$ で、利得は $(-c_B, -c_S)$ であるこのゲームの構造では、買収会社 B の提示を観察した後に、買収対象会社 S は交渉費用を支払うかどうかを選択できる。つまり、買収対象会社 S にとって、交渉費用はサンクしない状況になっている。

このゲームの部分ゲーム完全均衡を後ろ向き帰納法で求めると、次の戦略が部分ゲーム完全均衡になる。

- ・ ステージ 0 で、買収会社 B は交渉費用 c_B を支払う。
- ・ ステージ 1 で、買収会社 B は配分 $(x_B, x_S) = (1 - c_S, c_S)$ を提示する。
- ・ ステージ 2 で、買収対象会社 S は提示された配分 (x_B, x_S) が $x_B - c_S \geq 0$ を満たせば、交渉費用 c_S を支払う。 $x_S - c_S < 0$ ならば、交渉費用を支払わない。
- ・ ステージ 3 で、買収対象会社 S は全ての提示 $(x_B, x_S) \in X$ を受け入れる。

この戦略に従う限り、両者は交渉費用を支払い、配分 $(x_B, x_S) = (1 - c_S, c_S)$ で交渉がまとまる。買収対象会社 S の均衡利得は 0 であるが、 $(x_B, x_S) = (1 - c_S, c_S)$ はパレート効率的配分である。つまり、交渉によりパレート効率的配分が選択される。

7.5 交渉費用と交渉期限

前節のモデルでは、交渉期間が 1 期のみで買収対象会社 S の提示の番がなく、買収会社 B が完全に交渉力を持っている。このため、交渉が開かれた場合、買収対象会社 S の配分は 0 になるので、買収対象会社 S には交渉費用を負担するインセンティブがない。結果として、交渉は開かれず非効率性が発生する。この節では、それを交互に提示するモデルに拡張して、買収対象会社 S も交渉力を持つケースについて考える。

7.5.1 モデルの設定

買収会社 B と買収対象会社 S がパイ 1 を分け合う交渉を行う。交渉は T 期まで続くプロセスを考える。各 $t = 0, 1, 2, \dots, T$ は、ステージ 1 からステージ 3 で構成され、次の手順で交渉が進む。ステージ 1 では、両者は交渉費用 $c_B, c_S > 0$ を支払うか否かを決める。ただし、 $1 - c_B - c_S > 0$ である。もし、両者が交渉費用を支払ったなら、ステージ 2 へ進む。もし、どちらかが交渉費用を支払わなければ、 $t < T$ であれば、交渉は開かれずに $t + 1$ 期へ移る。もし、 $t = T$ なら取引は不成立に終わり、パイの配分は $(x_B, x_S) = (0, 0)$ で交渉は終わる。ステージ 2 では、 t が偶数ならば、買収会社 B が配分、

$$(x_B, x_S) \in X = \{(x_B, x_S) | x_B + x_S = 1, x_B \geq 0, x_S \geq 0\}$$

を提示し、ステージ 3 へ進む。 t が奇数ならば、買収対象会社 S が配分 $(x_B, x_S) \in X$ を提示し、ステージ 3 へ進む。ステージ 3 では、 t が偶数のときは、買収対象会社 S が買収会社 B の提示を受け入れるか拒否するかを決める。受け入れた場合、パイの配分は買収会社 B の提示 (x_B, x_S) で決まり、交渉は終了する。もし、買収対象会社 S が拒否したなら、 $t < T$ ならば交渉は $t + 1$ へ移る。 $t = T$ ならば、取引不成立となり、パイの配分 $(x_B, x_S) = (0, 0)$ でゲームは終わる。 t が奇数ならば、買収会社 B が買収対象会社 S の提示を受け入れるか拒否するかを決める。受け入れた場合、パイの配分は買収対象会社 S の提示 (x_B, x_S) で決まり、交渉は終了する。もし、買収会社 B が拒否したなら、 $t < T$ ならば交渉は $t + 1$ へ移る。 $t = T$ ならば、取引不成立となり、パイの配分 $(x_B, x_S) = (0, 0)$ で交渉は終わる。

両者の利得は次のように表される。ただし、 $\delta_B, \delta_S \in [0, 1)$ は割引率であり、 C_B, C_S は交渉が終わるまでに支払った交渉費用の割引現在価値である。 t 期に配分 (x_B, x_S) でまとまると

きは、

$$u_B = \delta_B^t x_B - c_B$$

$$u_S = \delta_S^t x_S - c_S$$

であり、交渉が T 期まで続き、取引不成立に終わったときは、

$$u_B = -c_B$$

$$u_S = -c_S$$

である。

7.5.2 交渉期限が有限の場合

$T < \infty$ のケースでは、 $\delta_i \in [0, 1)$, $c_i (i = B, S)$ がどのような値であっても、部分ゲーム完全均衡戦略に従う主体は交渉費用を支払わない。以下では、このことを検討していく。

T 期が奇数で、ステージ 1 は買収対象会社 S が提示する番であるとしよう。この部分ゲームは、提示者と回答者が置き換わっていることを除けば、最後通牒ゲームと全く同じ構造である。よって、後ろ向き帰納法で求まる均衡戦略は、 T 期に至るまで何が起ころうと最後通牒ゲームと同じ戦略になる。つまり、均衡戦略に従う主体は交渉費用を支払わないので、交渉は不成立に終わる。このときの両者の利得は 0 である。

次に、 $T - 1$ 期を考えよう。この期は買収会社 B が提示する番である。 T 期へ進むと、交渉は不成立に終わることが分かっている。この予想をふまえるとステージ 1 で買収会社 B が提示する最後通牒ゲームと全く同じ構造になる。よって、両者が均衡戦略に従うなら、 $T - 1$ 期には誰も交渉費用を支払わないまま、 T 期へ移る。 T 期も交渉は不成立に終わるから、 $T - 1$ 期以降の部分ゲームの均衡利得は、両者ともに 0 である。

同様に、後ろ向き帰納法で 0 期まで遡っていくと、全ての期で両者は交渉費用を支払わない。以上のロジックは、 T 期のステージ 1 で買収会社 B が提示する場合にも当てはまる。また、以上の均衡を求めるとき、 δ_i, c_i には依存していない。つまり、 T が奇数であれ偶数であれ、また $\delta_i \in [0, 1)$, c_i がどのような値であれ、両者ともに交渉費用を支払わない。

7.5.3 交渉期限が無限の場合

同じ状況を無限に繰り返しプレイする交渉を、無限繰り返しゲームという。無限繰り返しゲームの研究分野では、有限回の繰り返しゲームでは達成できなかった平均利得を均衡

として実現できることが「フォーク定理」¹¹⁰として知られている。Fudenberg and Maskin (1986)では、実行したい戦略から逸脱した主体に対し、罰(punishment)として出来る限り与える利得を小さくしたときの利得をミニマックス利得として定義している¹¹¹。そして、この利得よりも高い平均利得は、割引率 δ が1に近づけば、部分ゲーム完全均衡として実現できることを示している。つまり、実行したいプレイから逸脱した主体に対し実効性を伴う罰を与えることが出来るので、誰も逸脱せず協調することが可能になることを示している。

交渉費用がサンクする場合では、交渉が無限に続く可能性があるなら、逸脱者に対し適切な罰を与えるので取引が成立する可能性がある。Anderlini and Felli (2001)は、無限繰り返しゲームのアイデアを応用して最大限与えることが出来る罰が何かを示し、その罰を用いて交渉が開かれ取引が成立するための条件を示している。

両者は、交渉費用 c_i を全く支払わない戦略に変更することで利得0が保証される。したがって、均衡利得が0を下回ることはないから、均衡利得は必ず0以上であることがわかる。命題7-1は、最低均衡利得が0であることを主張している¹¹²。つまり、逸脱した主体に与えることが出来る最大の罰は利得0である。

命題7-1:

全ての $\delta_i \in (0, 1)$, c_i に対して、各 t 期のステージ1で両者が交渉費用 c_i を支払わない部分ゲーム完全均衡が存在する。つまり、両者の均衡利得の最低値は0である。

証明7-1:

均衡利得が0以上であることは分かっているので、利得が0になる均衡戦略が存在することを示せばよい。次の規則に従う戦略の組 (σ_B^0, σ_S^0) を考える。

規則1 過去に何が起ころうと、ステージ1では交渉費用 c_i を支払わない。

規則2 ステージ2で自分が提示の番ならば、過去に何が起ころうとパイ1を全て要求する。

規則3 ステージ3で自分が回答する番ならば、過去に何が起ころうと全ての提示を受け入れる。

¹¹⁰ 詳しくは Fudenberg and Tirole (1991), ch.5 を参照されたい。

¹¹¹ 逸脱した主体の利己的な振る舞いに対する報復として出来ることは、その主体が得る均衡利得を出来る限り小さくすることである。なお、ミニマックス利得も均衡利得として実現しなければ、実効性を伴う罰にならないことに注意されたい。なぜなら、均衡利得ではないなら、その利得を実現する戦略から逸脱する主体が出てしまうからである。

¹¹² 「均衡利得は0以上である」という命題と、「均衡利得の最低が0である」という命題は全く異なる。前者は、最低均衡利得が0よりも大きい可能性を含んでいる。

以下、この戦略が部分ゲーム完全均衡になることを示す。買収会社Bについてチェックする。

買収対象会社Sが戦略 σ_S^0 を採っていることを所与とすると、各 t 期のステージ1で買収会社Bが交渉費用を支払っても、交渉は開かれない。 $t+1$ 期以降も (σ_B^0, σ_S^0) に従う限り、両者は c_i を支払わず交渉は開かれないから、将来利得の現在価値は0である。よって、交渉費用を支払う場合の利得が $-c_i$ であり、支払わないときの利得が0であるから、買収会社Bは、各 t 期のステージ1で戦略 σ_B^0 から交渉決裂するインセンティブはない。

t が偶数のときのステージ2ではどうか。買収対象会社Sの戦略 σ_S^0 を所与とすると、ステージ3でいかなる配分 (x_B, x_S) も受け入れられる。

その中で、買収会社Bにとり最も利得が高い配分は $(x_B, x_S) = (1, 0)$ であるから、戦略 σ_B^0 から交渉決裂するインセンティブはない。

t が奇数のときのステージ3ではどうか。買収会社Bが、買収対象会社Sの提示を拒否すると $t+1$ へ進む。次の期以降も両者が (σ_B^0, σ_S^0) に従い続ける限り、 $t+1$ 期以降の将来利得の現在価値は0である。それに対し、買収対象会社Sの提示を受け入れたときの利得は0以上である¹¹³。よって、戦略 (σ_B^0, σ_S^0) から交渉決裂するインセンティブはない。

買収対象会社Sについても同様に示すことが出来る。以上より、戦略 (σ_B^0, σ_S^0) は部分ゲーム完全均衡である。(証明終)

次に、戦略 (σ_B^0, σ_S^0) を経済的補償として用いることで両者が交渉費用を支払い、交渉が成立する均衡戦略を構築する。以下の定理は、割引率と交渉費用が、式7-1および式7-2の関係を満たせば、有限期のうちに取引が成立する均衡戦略が存在する必要十分条件であることを示している。

命題：7-2

δ_i, c_i が次の2式を満たすことは、有限期に取引が成立するための必要十分条件である。
(交渉費用が十分高いと交渉がまとまる均衡戦略は存在しない。)

$$\delta_B(1 - c_B - c_S) \geq c_B \quad (\text{式7-1})$$

$$\delta_S(1 - c_B - c_S) \geq c_S \quad (\text{式7-2})$$

式7-1、式7-2はそれぞれに必要な条件であり、パラメータがこれらを満たさなければ、両者は永久に交渉費用を支払わず、交渉は不成立に終わる。そのとき、 $1 - c_B - c_S > 0$ ならば、非効率性が生じていることになる。

¹¹³ 交渉費用はサンクされているので、来期以降の利得と受け入れたときの利得の比較に関しては考慮する必要はない。

証明 7-2 :

t が偶数のステージ 1 ではじまる部分ゲームを A 部分ゲームと呼び、 t が奇数のステージ 1 ではじまる部分ゲームを B 部分ゲームと呼ぶことにする。同じグループに属する部分ゲームは、全く同じ構造をしている。また、ゲーム全体は A 部分ゲームと全く同じ構造である。A 部分ゲームを一つのゲームとみなし、両者が部分ゲーム完全均衡戦略に従ったときの買収会社Bの配分の上限を x_B^H とおき、下限を x_B^L と置く¹¹⁴。同様に、B 部分ゲームを一つのゲームとみなし、均衡での買収対象会社Sの配分の上限を x_S^H と置き、下限を x_S^L と置く。

必要条件 :

まず必要条件について示す B 部分ゲームを考える。両者が均衡戦略を採っており、この戦略に従えば、提示が受け入れられ交渉がまとまるものとする。 t 期のステージ 3 で、買収会社Bが買収対象会社Sの提示を拒否したなら、買収会社Bが $t + 1$ 期以降に得られる配分は高々 x_B^H である。従って、拒否したときの将来利得の現在価値は、

$$\delta_B(x_B^H - c_B)$$

である。拒否してもこの利得しか得られないので、この利得よりも多い配分を買収対象会社Sが提示したなら、買収会社Bは必ず受け入れる¹¹⁵。よって、均衡で買収対象会社Sは、

$$\hat{x}_B > \delta_B(x_B^H - c_B)$$

を満たす配分 (\hat{x}_B, \hat{x}_S) を提示するはずはない。例えば、

$$\hat{x}_B - \epsilon > \delta_B(x_B^H - c_B)$$

を満たす $\epsilon > 0$ を考え、 $(\hat{x}_B - \epsilon, \hat{x}_S + \epsilon)$ を買収対象会社Sが提示したとしよう。買収会社Bは、拒否して将来利得を得るよりも、受け入れたほうが利得は高いので必ず受け入れる。この提示に変えることで、買収対象会社Sの利得は増える。つまり、 $\hat{x}_B > \delta_B(x_B^H - c_B)$ である限り、買収対象会社Sは買収会社Bの配分を減らすことで自分の利得を増やすことができる。よって、 $x_S = 1 - x_B$ に注意すると、 x_S^L は次の式を満たさなければならない。

¹¹⁴ ここで考える部分ゲーム完全均衡は、有限期のうちに交渉が成立する戦略のみを考えている。例えば、戦略 (σ_B^0, σ_S^0) は均衡戦略であるが、交渉は成立せずゲームは永久に続く。

¹¹⁵ 支払った交渉費用はサンクされているので、回答時の意思決定には影響しないことに注意されたい。

$$1 - x_S^L \leq \delta_B(x_B^H - c_B) \quad (\text{式 7-3})$$

A 部分ゲームについても、主体を入れ替えて全く同様のことがいえるので、次の式が成り立つ。

$$1 - x_B^L \leq \delta_S(x_S^H - c_S) \quad (\text{式 7-4})$$

提示が受け入れられて交渉が成立しているならば、両者がステージ 1 で交渉費用を支払っているはずであるから、

$$x_B^H \geq c_B \quad (\text{式 7-5})$$

$$x_S^L \geq c_S \quad (\text{式 7-6})$$

が成立していなければならない。

$x_i^H \geq x_i^L$ ($i = B, S$) に注意して、式 7-3、式 7-4、式 7-5、式 7-6 をまとめると、式 7-1、式 7-2 が得られる。式 7-3 から式 7-6 は、配分 (x_B, x_S) が受け入れられて交渉が終わるために満たさなければならない条件である。したがって、式 7-1、式 7-2 は均衡が存在するための必要条件である。

十分条件：

次に、式 7-1、式 7-2 が十分条件であることを示す。 $\{x_B^t\}_{t=1}^\infty$ は、以下の 3 条件を満たす数列である。ただし、 $x_S^t = 1 - x_B^t$ である。

条件 1： $x_B^t \in [c_B, 1 - c_S]$

条件 2： t が偶数なら、 $\delta_S(x_S^{t+1} - c_S) \geq x_S^t$

条件 3： t が奇数なら、 $\delta_B(x_B^{t+1} - c_B) \geq x_B^t$

まず次の補題を示す。

補題 7-1：

以下の規則に従う戦略 (σ_B^*, σ_S^*) は、部分ゲーム完全均衡である。

規則 1： 過去に一度でも交渉費用を支払っていない主体がいるならば、戦略 (σ_B^0, σ_S^0) に従う。

規則 2： $t = 0$ 、または、 $t > 0$ で (σ_B^0, σ_S^0) に移行していないなら、ステージ 1 で交渉費用 c_i を

支払う。

規則 3 : (σ_B^0, σ_S^0) に移行していない場合、ステージ 2 で提示する手番なら (x_B^t, x_S^t) を提示する。

規則 4 : (σ_B^0, σ_S^0) に移行していない場合、ステージ 3 で回答する手番なら、提示された自分の配分が (x_B^t, x_S^t) よりも高いときは受け入れ、低い場合は拒否する。つまり、買収会社 B が回答者の場合、 $x_B \geq x_B^t$ のときは受け入れ、 $x_B < x_B^t$ ならば拒否する。また、買収対象会社 S が回答者の場合には、 $x_S \geq x_S^t$ のときは受け入れ、 $x_S < x_S^t$ ならば拒否する。

規則 5 : (σ_B^0, σ_S^0) に移行していないとして、ステージ 3 で回答者が規則 4 に従わず、受け入れられるはずの配分を拒否したなら、次の期以降は戦略 (σ_B^0, σ_S^0) に従う。つまり、買収対象者 S が回答者の場合、 $x_B \geq x_B^t$ を満たす配分 (x_B, x_S) を拒否したなら、次の期以降は両者とも戦略 (σ_B^0, σ_S^0) に従う。同様に、買収対象会社 S が回答者の場合、 $x_S \geq x_S^t$ を満たす配分 (x_B, x_S) を拒否したなら、次の期以降は両者とも戦略 (σ_B^0, σ_S^0) に従う。

戦略 (σ_B^0, σ_S^0) は部分ゲーム完全均衡戦略だから、これに従っているかぎり交渉決裂するインセンティブがないことは明らかである。式 7-1、式 7-2 が成立すれば、点列 $\{x_B^t\}_{t=1}^{\infty}$ は存在する。つまり、均衡戦略 (σ_B^*, σ_S^*) は存在する。つまり、式 7-1、式 7-2 は、有限期のうちに交渉がまとまる部分ゲーム完全均衡が存在するための十分条件である。(証明終)

式 7-1、式 7-2 を満たすパラメータの範囲は、 $\delta_B/(1 + \delta_B) < 1, \delta_S/(1 + \delta_S)$ より、

$c_B + c_S = 1$ の内側にくる。 (c_B, c_S) が $c_B + c_S < 1$ を満たすなら、取引が $t = 0$ で成立することがパレート効率的な交渉結果である。しかし、上記を満たす以外の点では取引不成立になるので、パレート非効率的になる。このように交渉費用 (c_B, c_S) が十分高いと、提示が受け入れられて交渉がまとまる均衡戦略は存在しない。

7.6 交渉費用と取引制限条項

企業買収の場面で相当程度交渉プロセスが進行すると、交渉当事者の一方又は双方が契約締結の期待を抱くことになるが、後日、契約締結に至らない場合、相当額の費用、手間等の負担が生じるだけでなく、その間、他の競合する買収提案を行う者との交渉の機会、取引の機会を失うことにもなる。取引保護条項には、その程度は異なるものの、他の買収提案を排除する機能を有するものが存在する。また、買収に失敗した買収会社に対して経済的な補償を行う機能を有するものも存在する。このような機能を有する取引保護条項には、買収対象会社またはその株主の利益の観点から考察すれば、取引の実現可能性を高めることで、最初にも買収提案を行う者の登場を促す側面や、最初にも買収提案を行う者との間の取引の条件を向上させる側面がある一方で、いったん取引保護条項が締結されてしまう

と、それ以降の競合する買収会社の登場を妨げてしまうという競争制限的な側面も存在する。さらに、企業買収の交渉プロセスにおいては、契約の締結につき高い期待を抱くだけでなく、相当額の費用、手間をかけているため、契約の締結に至らず、交渉が決裂してしまうと、契約締結の期待が裏切られるだけでなく、相当額の損失の負担を強いられることになる。買収交渉が決裂した場合に、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経済的な補償を求めることがある。この経済的な補償を目的とする取引保護条項は、競合する買収会社が買収提案を行うための費用を高めるだけでなく、極端な場合には、買収対象会社がより条件の良い買収提案を模索するインセンティブそのものを失わせてしまうことにもなるかもしれない。以下では、他の競合する買収提案を行う者との交渉の機会、取引の機会がないために生じる費用を外部機会費用と呼ぶ。外部機会費用があると、取引保護条項を維持することで機会損失が生じる。この損失は、交渉決裂した主体に与える交渉費用をより大きくする可能性がある。交渉費用がより多ければ、交渉を決裂するインセンティブを削ぐことが出来るので、部分ゲーム完全均衡として達成できる範囲が広がる可能性があると考えられる。

ここでは、前節の交渉期限 T が無限のときのモデルに、外部機会費用を入れたモデルを考える。買収会社 B と買収対象会社 S がパイ1を分け合う交渉を行う。各 $t = 0, 1, 2, \dots, T$ は、ステージ0からステージ3で構成されている。每期取引保護条項を維持すると、外部機会費用 $\alpha_i (i = B, S)$ がかかる。この費用は、 t 期から $t+1$ 期へ移ったときに発生する。ステージ0では、買収会社 B と買収対象会社 S は、「取引保護条項を維持する」か「取引保護条項を解消する」かを選ぶ。この結果、取引保護条項が維持されたら、ステージ1へ進む。取引保護条項が解消された場合の両者の利得は0であるとする。取引保護条項が維持されるルールとして「完全同意」と「一方的破棄」の二つのルールを考える。「完全同意」のルールでは、両者が「取引保護条項を破棄する」を選んだ場合のみ取引保護条項が破棄され、一方または双方が「取引保護条項を維持する」を選んだ場合は、取引保護条項が維持されステージ1へ進む。それに対し「一方的破棄」のルールでは、一方または双方が「取引保護条項を破棄する」を選べば取引関係は解消され、双方が「取引保護条項を維持する」を選んだ場合のみ、ステージ1へ進む。

ステージ1からステージ3までは、Anderlini and Felli (2001) と全く同じ構造である。ステージ1で、両者は経済的な補償額を含む交渉費用 $c_B, c_S > 0$ を支払うか否かを定める。もし、両者がこのコストを支払ったならステージ2へ進む。もし、どちらかがコストを支払わなければ、交渉は開かれずに $t+1$ 期へ移る。ステージ2は、 t が偶数なら、買収会社 B が配分、

$$(x_B, x_A) \in X = \{(x_B, x_S) | x_B + x_S = 1, x_B \geq 0, x_S \geq 0\}$$

を提示し、ステージ 3 へ進む。 t が奇数のときは、買収対象会社 S が配分 $(x_B, x_S) \in X$ を提示し、ステージ 3 へ進む。ステージ 3 では、 t が偶数のときは、買収対象会社 S が買収会社 B の提示を受け入れるか、拒否するかを決める。受け入れた場合、パイの配分は買収会社 B の提示 (x_B, x_S) で決まり、交渉は終了する。もし、買収対象会社 S が拒否したなら、 $t + 1$ へ移る。 t が奇数の場合は、買収会社 B が買収対象会社 S の提示を受け入れるか、拒否するかを決める。受け入れた場合、パイの配分は買収対象会社 S の提示 (x_B, x_S) で決まり、交渉は終了する。もし、買収会社 B が拒否したなら交渉は $t + 1$ へ移る。

一方的破棄と完全同意では、部分ゲーム完全均衡の最低値は異なる。一方的破棄は 0 であり、完全同意は $-\gamma_i = -\sum_{\tau=1}^{\infty} \delta_i^{\tau} \alpha_i$ ($i = B, S$) である。つまり、完全同意のほうが交渉決裂したときの経済的補償費用が大きい。

命題 7-3 :

取引保護条項解消ルールが「一方的破棄」なら、 δ_i, c_i, α_i が如何なる値でも、最低均衡利得は 0 である。

証明 7-3 :

次の規則に従う戦略の組 (σ_B^1, σ_S^1) を考える。

規則 1 : ステージ 0 で、過去に何が起ころうと取引保護条項解消を選ぶ。

規則 2 : ステージ 1 で、過去に何が起ころうと経済的な補償を含む交渉費用 c_i を支払わない。

規則 3 : ステージ 2 で、自分が提示する番ならば、過去に何が起ころうとパイ 1 を要求する。

規則 4 : ステージ 3 で、自分が回答する番ならば、過去に何が起ころうと全ての提示を受け入れる。

戦略 (σ_B^1, σ_S^1) は部分ゲーム完全均衡になる。ステージ 0 で取引保護条項維持を選んでも、相手が取引保護条項解消を選んでいる限りゲームは終わる。よって、交渉決裂するインセンティブはない。ステージ 1 からステージ 3 までは、 (σ_B^0, σ_S^0) と全く同じ説明から、交渉決裂するインセンティブがないことは明らかである。

次に、均衡利得が 0 以上であることを説明する。均衡戦略 (σ_B^1, σ_S^1) に従ったときの均衡利得は 0 である。利得が 0 を下回るのは、交渉が次の期に進み外部機会費用 $-\alpha_i$ を負担するか、ステージ 1 まで進み c_i を支払う戦略を採ったときである。しかし、このような行動をとる戦略は、均衡戦略にならない。なぜなら、ステージ 0 で取引保護条項解消を選べば、利得 0 が保証されるからである。(証明終)

命題 7-4 :

取引保護条項解消ルールが「完全同意」なら、 δ_i, c_i, α_i が如何なる値でも、最低均衡利得は $-\gamma_i$ である。

証明 7-4 :

次の規則に従う戦略の組 (σ_B^2, σ_S^2) を考える。

規則 1 : ステージ 0 で、過去に何が起ころうと取引保護条項維持を選ぶ。

規則 2 : ステージ 1 で、過去に何が起ころうと c_i を支払わない。

規則 3 : ステージ 2 で、自分が提示する番ならば、過去に何が起ころうとパイ 1 を要求する。

規則 4 : ステージ 3 で、自分が回答する番ならば、過去に何が起ころうと全ての提示を受け入れる。

戦略 (σ_B^2, σ_S^2) は部分ゲーム完全均衡になる。ステージ 0 で取引保護条項解消を選んでも、相手が取引保護条項維持を選んでいる限りステージ 1 へ進む。よって、交渉決裂するインセンティブはない。ステージ 1 からステージ 3 までは、 (σ_B^0, σ_S^0) と全く同じ説明から、交渉決裂するインセンティブがないことは明らかである。

次に、均衡利得が $-\gamma_i$ 以上であることを説明する。均衡戦略 (σ_B^2, σ_S^2) に従うと、ステージ 1 で両者とも交渉費用 c_i を支払わない。しかし、ステージ 0 では取引保護条項は維持されるので、每期交渉がまとまらないまま外部機会費用 α_i が每期発生する。每期発生する外部機会費用の現在価値の合計は、 $-\gamma_i$ である。つまり、均衡戦略 (σ_B^2, σ_S^2) に従ったときの均衡利得は $-\gamma_i$ である。利得が $-\gamma_i$ を下回るのは、ステージ 1 で c_i を支払う戦略を採ったときである。しかし、このような行動を採る戦略は均衡戦略にならない。なぜならば、 c_i を支払わないことで、 $-\gamma_i$ は保証されるからである。(証明終)

これらの命題より、交渉決裂行為に対して与えることができる経済的補償費用の大きさが、取引保護条項解消ルールによって異なることが示された。「一方的破棄」に比べ「完全同意」は取引保護条項を解消しにくいルールであるため、交渉を開かないまま取引保護条項を維持し続ける可能性がある。一方で、この取引保護条項解消の難しさが外部機会費用を発生させ、経済的補償費用を大きくしている。経済的補償費用が大きいほど、交渉が開かれ交渉がまとまるパラメータの範囲は広がる。つまり、より効率的な結果が実現する可能性が高い。これらの結果より、次の定理を得る。証明は、命題 7-2 に準じるので、ここでは割愛する。

定理 7-5 :

取引保護条項解消ルールが「一方的破棄」であるとき、 δ_i, c_i が次の 2 式を満たすことは、有限期に交渉がまとまるための必要十分条件である。

$$\delta_B(1 - c_B - c_S) - \alpha_B \geq c_B$$

$$\delta_S(1 - c_B - c_S) - \alpha_S \geq c_S$$

取引保護条項解消ルールが「完全同意」であるとき、 δ_i, c_i が次の 2 式を満たすことは、有限期に交渉がまとまるための必要十分条件である。

$$\delta_B(1 - c_B - c_S) + \delta_B(\gamma_B + \gamma_S) - \alpha_B \geq c_B$$

$$\delta_S(1 - c_B - c_S) + \delta_S(\gamma_S + \gamma_B) - \alpha_S \geq c_S$$

一般に取引は、両者の同意が無ければ解消すると考えるべきである。この状況は「一方的破棄」にあたる。このケースでは、交渉費用が高いと交渉が開かれないため、効率的な取引が行われない可能性がある。それに対し、両者の同意が無ければ取引関係を解消できない状況（取引保護条項）があれば、取引が行われる可能性が高まる。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くれる。さらに、企業買収分野に見られる公開買付け規制（フリーアクセス規制）もその一つである。この規制の下では、他の買収会社が公開買付けに参加を希望する限り、買収対象企業はその買付けを拒否することはできず、買付けを希望する他の買収会社と強制的に交渉関係を結ぶことになる。つまり、この規制は、当事者の同意がなければ取引保護条項を解消できない「完全同意」のルールに該当すると言えるだろう。「完全同意」のルールの下では、交渉が開かれる可能性が高い。この観点から、公開買付け規制は、当事者を交渉の席につかせ、効率的な取引を促す効果があると解釈できる。本章では、取引費用を明示的に扱い、取引が成立する条件を提示した。これによって、取引が成立するパラメータを広げるためには、どのような制度・取引慣行を工夫すべきかが明らかになった。

7.7 本章のまとめ

交渉に費用がかかる交渉モデルを扱った。まず、交渉費用がかかっても事後に回収できるなら、交渉によって必ず効率的な経済状態が実現することが示される。Coase (1960)は、交渉費用がなければ、交渉によって効率的状態が実現することを論じているが、この主張は交渉費用がかかるなら非効率的な状態が実現することを必ずしも意味しない。次に、開始前に交渉費用を負担し開始後はサンク（埋没）し回収できない場合、交渉成立が効率的

であるにもかかわらず、不成立に終わることがあり得ることが示された。特に、有限期の交渉プロセスを考えると、必ず交渉が不成立に終わる。さらに、当事者間で取引が成立する余地が残されていない場合に、交渉を決裂できる選択肢を増やし、さらに交渉決裂のルールとして経済的な補償を目的とする取引保護条項を織り込んだ状況も分析した。一般に取引関係は、両者の同意が無ければ解消すると考えるべきである。この状況は「一方的破棄」にあたる。このケースでは、交渉費用としての経済的な補償額が高いと交渉が開かれないため、効率的な取引が行われない可能性がある。それに対し、両者の同意が無ければ取引関係を解消できない状況があれば、取引が行われる可能性が高まる。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くれる。さらに、企業買収に見られる公開買付け規制もその一つである。この規制の下では、他の買収会社が公開買付けに参加を希望する限り、買収対象企業はその買付けを拒否することはできず、買付けを希望する他の買収会社と強制的に交渉関係を結ぶことになる。つまり、この規制は、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言えるだろう。「完全同意」のルールの下では、交渉が開かれる可能性が高い。この観点から、公開買付け規制は、当事者を交渉の席に着かせ、効率的な取引を促す効果があると解釈できる。

第 8 章 株主の権限行使① 株主総会の機能

8.1 はじめに

株主は企業経営を取締役に委任している。しかし、企業買収や設備投資などの投資効果や取締役の選好について株主は不十分な情報しか持っていない。そのため取締役は、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再選任を目指すことを優先して買収交渉を行うかもしれない。このようにプリンシパル（株主）とエージェント（取締役）との間に情報の非対称性が存在するとき、両者の目的が異なることから、いわゆるプリンシパル・エージェント問題が発生する。Barro (1973)は、株主と取締役の間にあるこの問題¹¹⁶について、株主総会制度がこれを解決する仕組みの 1 つであると主張している。

日本の企業買収取引において、専門的な知識と経験を有するアドバイザーによる情報提供は、効果的な投資の実現のためには欠かせないものである。しかし、多くの場合、取締役とアドバイザーとの目的は異なる。このとき、取締役とアドバイザーとの間に存在する情報の非対称性により、取締役とアドバイザーとの間にプリンシパル・エージェント問題が発生する。自らの利得の最大化を目的とするアドバイザーは、嘘の情報提供をすることで、取締役にあえて非効率な買収プロジェクトを実施させて投資支出額を増やそうとするかもしれない。このような問題を防ぐには、エージェント（アドバイザー）がプリンシパル（取締役）の目的に沿って行動するようなインセンティブを与える仕組みが必要である。しかし、株主総会での株主の行動が、取締役の行動ならびに登用されたアドバイザーの行動に与える影響については、まだ十分な研究がなされていないとはいえない。そこで、本章では株主総会があるケースとないケースとを比較することで、登用されたアドバイザーの情報提供が株主総会によっていかなる影響を受けるかを分析する。

本章はいくつかの先行研究に依存している。株主と取締役の間のプリンシパル・エージェント問題について分析した文献として Barro (1973)がある。本章では株主が取締役のタイプについて不完備な情報しか持っていないことを仮定している。取締役のタイプに関する非対称情報を扱ったもので、とくに本章と関連が深いものは、Coate and Morris (1995)、Maskin and Tirole (2004)である。Coate and Morris (1995)は、株主が取締役のタイプと買収の効果について不完備な情報しか持っていないとき、非効率的な再分配投資が選ばれる可能性があることを示している。Maskin and Tirole (2004)は取締役の再選任インセンティブが強いときには株主に迎合的な投資選択が行われる可能性があることを示している。

¹¹⁶ 本稿第 2 章において、わが国の企業買収取引について、取締役による買収条件の交渉および判断のプロセスと、取締役の交渉によって形成された買収条件を受け入れるか否かに関する株主による最終的な判断のプロセスという、役割の異なる二段階の判断プロセスが採用されており、この株主の最終的な判断プロセスは株主総会制度において行われる。

アドバイザーによる取締役へのアドバイスのように、送り手のメッセージが各者の利得に対して、直接的には影響を与えないような状況を分析するモデルは Crawford and Sobel (1982)を嚆矢とするチープトークモデルとして知られている。情報提供者の「評判」に注目し、情報提供者と投資決定者との間のプリンシパル・エージェント問題を扱ったものとして、Morris (2001)、Ottaviani and Sorensen (2006a,b)、Wrasai and Swank (2007)、Frisell and Lagerlof (2007)などがある。

また、本章では、アドバイザーの情報提供に株主総会が与える影響といった、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分析している。しかし、情報提供者の行動と株主総会との関係についての先行研究は多くない。DiMaggio (2009)は情報提供者が投資決定者のタイプに関して不完備な情報しか持っていないモデルで、情報伝達の効率性と株主総会との関係を分析している。

本章の構成は以下のとおりである。次節では、Coate and Morris (1995)をベースとして、新たにアドバイザーによる情報提供を考慮したモデルを設定する。第3節では、モデルの完全ベイジアン・ナッシュ均衡を求める。第4節では、株主総会のないケースにおける情報提供と買収選択との関係について分析し、株主総会の役割を考察する。第5節はまとめである。

8.2 モデルの設定

取締役、アドバイザー、アドバイザーファーム、株主の4者からなる2期間モデルを考える。各 t 期において取締役はアドバイザーからの投資アドバイスを受けた後に2つの買収プロジェクト A, N から1つを選ぶ。投資 A は「買収を実施」、投資 N は「現状維持」を表している。

投資の成果は各 t 期($t = 1, 2$)に決まる自然の状態 $\omega_t \in \{H, L\}$ に依存する。自然の状態は各期に共通かつ独立に確率 $p \in \{0.5, 1\}$ で L に決まる。 $Pr(\omega_t = L) = p$ は各者の共有知識(common knowledge)である。

自然の状態が $\omega_t \in \{H, L\}$ のときに買収プロジェクトが実施されれば株主は各期末に便益 G^{ω_t} を得る。ここで、買収プロジェクトから株主が得る便益について、 $G^H > 0 > G^L$ かつ、

$$pG^L + (1-p)G^H + I < 0 \quad (\text{式 8-1})$$

を仮定する。

買収プロジェクトの実施は自然の状態にかかわらず、アドバイザーとアドバイザーファームに対して便益 $I > 0$ をもたらす。買収プロジェクトが実施されず、現状維持がとられ

た場合に株主、アドバイザー、アドバイザーファームが得る便益を0とする。したがって、株主にとっては自然の状態が $\omega_t = H$ の場合にのみ買収プロジェクトが実施されるのが望ましいのに対し、アドバイザー、アドバイザーファームにとっては現状維持が選択されるよりも買収プロジェクトが実施された方がよい。

各期の自然の状態 ω_t について、取締役と株主はどちらの状態が実現したのかについて、その事前確率のみしかわからないのに対し、アドバイザーはどちらの状態が実現したのかを正確に知っている。アドバイザーは経営を担当している取締役が買収を選択する際に、自然の状態 $\omega_t \in \{H, L\}$ についてのアドバイス $m_t \in \{H, L\}$ を送る。ただし、アドバイザーが自然の状態についての正しい情報を伝えるとは限らない。

ゲームのタイミングは次のとおりである。

- ・ 第1期
 1. 自然の状態 ω_1 がランダムに決まる。
 2. アドバイザーが自然の状態と現職のタイプを認識したうえで、取締役に自然の状態 ω_1 についてのアドバイス $m_1(\omega_1) \in \{H, L\}$ を送る。
 3. 取締役が投資 $x_1(m_1) \in \{A, N\}$ を選ぶ。
 4. 第1期の投資の成果 $s \in \{G^H, G^L, 0\}$ が実現する。
- ・ 株主総会
 1. 株主が第1期の投資の成果を観察した後に、現取締役か新取締役のどちらかに投票する。
- ・ 第2期
 1. 自然の状態 ω_2 がランダムに決まる。
 2. アドバイザーが自然の状態と現取締役のタイプを認識したうえで、取締役に自然の状態 ω_2 についてのアドバイス $m_2(\omega_2) \in \{H, L\}$ を送る。
 3. 取締役が第2期の投資 $x_2(m_2) \in \{A, N\}$ を選ぶ。
 4. 第2期の投資の成果が実現する。

8.2.1 株主・アドバイザーファーム

第 t 期に投資 $x_t(m_t)$ が選択されたときの株主とアドバイザーファームが得る期待利得をそれぞれ $V(x_t(m_t), \omega_t), I(x_t(m_t))$ とすると、

$$V(x_t(m_t), \omega_t) = \begin{cases} G^H & \text{if } x_t(m_t) = A, \omega_t = H \\ G^L & \text{if } x_t(m_t) = A, \omega_t = L \\ 0 & \text{if } x_t(m_t) = N \end{cases} \quad (\text{式 8-2})$$

$$I(x_t(m_t)) = \begin{cases} I & \text{if } x_t(m_t) = A \\ 0 & \text{if } x_t(m_t) = N \end{cases} \quad (\text{式 8-3})$$

と表せる。

8.2.2 取締役の期待利得

取締役には、アドバイザリーファームと癒着しているか否かで区別された Good Type の取締役と Bad Type の取締役の 2 種類のタイプが存在する。第 1 期の現職取締役が Good Type の取締役である確率を $\theta \in [0, 1]$ とする。アドバイザーは取締役のタイプを識別できるが、株主はそれを識別できないものとする。

Good Type の取締役は社会的余剰を最大化するように投資選択を行う。第 t 期に投資 $x_t(m_t)$ が選択されたときの社会的余剰 $W(x_t(m_t), \omega_t)$ は株主とアドバイザリーファームが得る利得の和として、

$$W(x_t(m_t), \omega_t) = \begin{cases} G^H + I & \text{if } x_t(m_t) = A, \omega_t = H \\ G^L + I & \text{if } x_t(m_t) = A, \omega_t = L \\ 0 & \text{if } x_t(m_t) = N \end{cases} \quad (\text{式 8-4})$$

と表せる。

一方、Bad Type の取締役は、アドバイザリーファームの利得 $I(x_t(m_t))$ と経営を担当することから得る取締役レント $R > 0$ の和を最大化するように投資を選ぶ。取締役レント $R > 0$ は会社経営を担当することからのみ利得として享受することができる、取締役としての社会的地位、さまざまな権限などを表している。両タイプの取締役ともに経営の座にないときの利得は 0 であるとする。

いま、株主総会での取締役としての再選任確率を $\Psi(x_1(m_1), \omega_1)$ 、割引率を $\delta \in (0, 1)$ とし、Good Type の現職取締役の期待利得を U^{gp} 、Bad Type の現職取締役のそれを U^{bp} とすると、

$$U^{gp}(x_t(m_t), \omega_t) = W(x_1(m_1), \omega_1) + \delta \Psi(x_1(m_1), \omega_1) W(x_2(m_2), \omega_2) \quad (\text{式 8-5})$$

$$U^{bp}(x_t(m_t), \omega_t) = I(x_1(m_1), \omega_1) + \delta \Psi(x_1(m_1), \omega_1) [R + I(x_2(m_2), \omega_2)] \quad (\text{式 8-6})$$

と表せる。

8.2.3 アドバイザーの期待利得

アドバイザーの地位は株主総会によって影響を受けることはなく、取締役のように交代する可能性はないとする。現職取締役が再選任することでアドバイザーが獲得する取締役との癒着レントを $B > 0$ で表す。これは退職後の幹旋や人事での優遇など、同じ取締役が2期間続くことで発生する、取締役との癒着によってアドバイザーが享受することとなるレントを表している。アドバイザーはアドバイザーファームの利得と取締役との癒着レントとの和を最大化するように買収アドバイスを行う。

アドバイザーの期待利得を U^B とすると、

$$U^B(x_t(m_t), \omega_t) = I(x_1(m_1), \omega_1) + \delta \Psi(x_1(m_1), \omega_1) [B + I(x_2(m_2), \omega_2)] \\ + \delta [1 - \Psi(x_1(m_1), \omega_1)] [I(x_2(m_2), \omega_2)]$$

と表せる。

アドバイザーの期待利得は、第1期の現職の買収から生じるアドバイザーファームの利得、第2期においては現職が再選任を果たした場合の癒着レントとアドバイザーファームの利得、現職が再選任されず新任者が投資選択を行った場合にはアドバイザーファームの利得、それらの和の期待値である。

8.3 完全ベイジアン・ナッシュ均衡

完全ベイジアン・ナッシュ均衡¹¹⁷は、①各者が選択する均衡戦略が他の者の均衡戦略と各者が持つ信念を所与として逐次合理的であること、②各者の均衡戦略を所与として、各者の信念は事前確率をもとにベイズ・ルールによって更新される、という条件を満たす各者の戦略と信念の組であり、完全ベイジアン・ナッシュ均衡の中でも、アドバイザーが取締役に正直に情報を伝える($m_t = \omega_t$)ような純粋戦略均衡に分析の焦点を絞り、このような均衡を「情報伝達均衡(informative equilibrium)」と定義する。

また、Bad Type の取締役の再選任誘因が大きいケースのみ分析を限定し、 $\delta(R + I)/I > 1$ と仮定する。ここで、 $\delta(R + I)/I$ は、Bad Type の取締役が第1期に選好する投資を選んだときに得る利得と再選任を果たした場合の利得の現在価値との比率を表している。はじめに、第2期に情報伝達均衡が存在しないことをみた後、第1期における情報伝達均衡の存在条件について考える。

¹¹⁷ 完全ベイジアン・ナッシュ均衡の厳密な定義については、Gibbons(1992)を参照されたい。

8.3.1 第2期のアドバイザーと取締役の行動と株主総会

第2期におけるアドバイザーと取締役の行動から考えることにする。第2期は最終期であるので、取締役とアドバイザーは株主総会を考慮して投資選択およびアドバイスを行う必要はない。そのため、式8-3より、アドバイザーは第2期の自然の状態に関係なく $m_2(\omega_2) = H$ というアドバイスを取締役に送る。したがって、第2期には情報伝達均衡は存在しない。このようなアドバイザーのアドバイスを予想した Good Type の取締役は式8-1および式8-4より $x_2 = N$ を選択する。また、式8-3より Bad Type の取締役は $x_2 = A$ を選択する。

各期の間には株主総会が行われ、株主は現職取締役と新任者かのいずれかを選任させる。株主総会のときに新たに立候補してくる新任者が Good Type の取締役である確率を $\lambda \in [0,1]$ とする。 λ の値は株主総会の直前に無作為に抽出される値 $\tilde{\lambda}$ の実現値とする。

したがって、第1期に経営を担当する取締役は、投資を選択する時点ではどのような λ の値が実現するのかわからない。 λ の確率分布は区間 $[0,1]$ 上の一様分布にしたがい、その累積分布関数を $F(\lambda) \equiv Pr(\tilde{\lambda} \leq \lambda)$ で表す。

第2期の取締役の投資選択が上のように決まることを見越した株主は、株主総会の時点で持っている情報である、①第1期の現職取締役が Good Type の取締役である確率 θ 、②第1期の投資の成果 $s \in \{G^H, G^L, 0\}$ 、③新任者が Good Type の取締役である確率 λ を頼りに第2期の経営担当者に Good Type の取締役を選ぼうとする。

いま第1期の成果 s を観察した株主が、現職取締役を確率 $\mu(s)$ で Good Type の取締役であると予想したとする。このとき、株主は $\lambda \leq \mu(s)$ であるときに限って現職を再選任させる。現職再選任を $e = 1$ 、現職落選を $e = 0$ とすると、株主の戦略は関数 $\sigma: (\theta, s, \lambda) \rightarrow \{1,0\}$ と表せる。同様に、両タイプの取締役の戦略は、関数 $\xi: (p, m_t, F(\lambda)) \rightarrow \{A, N\}$ 、アドバイザーの戦略は、関数 $\chi: (\theta, \omega_1, F(\lambda)) \rightarrow \{H, L\}$ と書ける。

投資 $x_1(m_1) = A$ を選択した現職は自然の状態が $\omega_1 = H$ であるときにのみ成果 $s = G^H$ を残すことができる。このとき株主は現職を確率 $\mu(G^H)$ で Good Type の取締役と予測するため、再選任確率 $\Psi(A, H)$ は $F(\mu(G^H)) = Pr(\lambda \leq \mu(G^H))$ となる。同様に再選任確率 $\Psi(A, L)$ 、 $\Psi(N, H)$ 、 $\Psi(N, L)$ も定まる。したがって、投資 $x_1(m_1)$ を選んだ現職の再選任確率 $\Psi(x_1(m_1), \omega_1)$ は、

$$\Psi(x_1(m_1), \omega_1) = \begin{cases} F(\mu(G^H)) & \text{if } x_1(m_1) = A, \omega_1 = H \\ F(\mu(G^L)) & \text{if } x_1(m_1) = A, \omega_1 = L \\ F(\mu(0)) & \text{if } x_1(m_1) = N, \omega_1 = H \text{ or } L \end{cases} \quad (\text{式 } 8-7)$$

となる。

8.3.2 第1期における情報伝達均衡

アドバイザーが取締役に情報を正直に伝えることを前提としたときに、Good Type の取締役は式 8-5 より、アドバイザーのアドバイスが $m_1 = H$ のときには投資 $x_1 = A$ を選択し、 $m_1 = L$ のときには投資 $x_1 = N$ を選択する ($x_1(H) = A, x_1(L) = N$)。

Bad Type の取締役が均衡においてとりうる行動は以下の4つである。

- (a) $m_1 = H$ のとき投資 $x_1 = A$ を選択し、 $m_1 = L$ のとき投資 $x_1 = N$ を選択する
($x_1(H) = A, x_1(L) = N$)
- (b) アドバイザーのアドバイスにかかわらず投資 $x_1 = A$ を選択する
($x_1(H) = A, x_1(L) = A$)
- (c) アドバイザーのアドバイスにかかわらず投資 $x_1 = N$ を選択する
($x_1(H) = N, x_1(L) = N$)
- (d) $m_1 = H$ のとき投資 $x_1 = N$ を選択する
($x_1(H) = N, x_1(L) = N$) (d) $m_1 = H$ を選択し、 $m_1 = L$ のとき投資 $x_1 = A$ を選択する ($x_1(H) = N, x_1(L) = A$)

ここで、(a) はアドバイザーが正直に情報を伝え取締役もそれに従うことで、非効率的な買収プロジェクトは実施されないという、株主にとって最も望ましいケースであり、(b) は Bad Type の取締役によって非効率的な買収プロジェクトが実行されてしまうケース、(c) は買収プロジェクトが何も実行されないケース、(d) は Bad Type の取締役によって非効率的な買収プロジェクトのみが実施されるケースである。以下、それぞれのケースについて検討する。

8.3.3 均衡の分析

ケース (a) の均衡の存在条件について考えよう。はじめに、取締役とアドバイザーの逐次合理的な行動と整合的な株主の予想形成について考える。ケース (a) において、投資の成果 G^H を観察した株主は、①自然の状態が $\omega_1 = H$ であることを観察したアドバイザーがアドバイス $m_1(H) = H$ を行い、Good Type の取締役が投資 $x_1(H) = A$ を選択した、②自然の状態が $\omega_1 = H$ であることを観察したアドバイザーがアドバイス $m_1(H) = H$ を行い、Bad Type の取締役が投資 $x_1(H) = A$ を選択した、という2つの可能性を想定したうえで、現職が Good Type の取締役である可能性をベイズ・ルールによって予想する。したがって、投資の成果 G^H を観察した株主の取締役のタイプに関する整合的な予想形成は、

$$\mu(G^H) = \frac{\theta(1-p)}{\theta(1-p) + (1-\theta)(1-p)} = \theta \quad (\text{式 8-8})$$

となる。

この場合、Good Type の取締役と Bad Type の取締役が同じ投資選択をするので、株主の取締役のタイプに関する予想は新たな情報によってアップデートされず事前確率のままとなる。株主が成果 0 や G^L を観察した場合の予想形成についても同様に考えて、

$$\mu(0) = \theta \quad (\text{式 8-9})$$

$$\mu(G^L) = 0 \quad (\text{式 8-10})$$

となる。

ただし、 $\mu(G^L)$ の予想形成に関しては、成果 G^L が均衡経路上で実現することはない。均衡経路外にあるこの予想形成に対して、ベイズ・ルールが条件を課すことはできない。そのため、ここでは Good Type の取締役が成果 G^L を出すことはないという予想形成を仮定した。

株主のこれらの予想形成を所与とするとき、 $x_1(H) = A$ 、 $x_1(L) = N$ が成り立つための Bad Type の取締役の誘因整合性条件は、アドバイザーのアドバイス $m_1 = L$ を受けたときに、投資 $x_1(L) = A$ ではなく、投資 $x_1(L) = N$ を選択することである。すなわち、

$$\Psi(N, L)\delta[R + I] \geq I + \Psi(A, L)\delta[R + I] \quad (\text{式 8-11})$$

が成り立つことである。

左辺は、投資 $x_1(L) = N$ を選んだときの期待利得、右辺は投資 $x_1(L) = A$ を選んだときの期待利得を表している。Bad Type の取締役が投資 $x_1(L) = N$ を選んだとき、第 1 期に買収プロジェクトは実施されないために利得は 0 となる。しかし、確率 $\Psi(N, L) = F(\mu(0)) (= F(\theta))$ で再選任を果たし、第 2 期では取締役レント R に加えて、買収プロジェクトを実施することで利得 I を得ることができる。一方、投資 $x_1(L) = A$ を選べば、第 1 期において買収プロジェクト実施から利得 I を得ることができるが、株主総会では確実に再選任されないため第 2 期からの利得は 0 となる。

同様に、アドバイザーが両タイプの実業取締役に対して正直なアドバイス $m_1 = \omega_1$ を行うための誘因整合性条件は、自然の状態が $\omega_1 = L$ であるときに Good Type の取締役に対して買収アドバイス $m_1(L) = H$ ではなく、アドバイス $m_1(L) = L$ を送ることである。式 8-6 より、アドバイザーにとっては第 2 期に Bad Type の取締役が経営を担当してくれたほうがよい。したがって、この条件が満たされるのであれば、アドバイザーは Bad Type の取締役に対しても買収アドバイスを正直に行う。アドバイザーの誘因整合性条件は以下のように書ける。

$$\begin{aligned} & \Psi(N, L)\delta B + [1 - \Psi(N, L)]\delta \frac{1 - \mu(0)}{2} I \\ & \geq I + \Psi(A, L)\delta B + [1 - \Psi(A, L)]\delta \frac{1 - \mu(G^L)}{2} I \end{aligned} \quad (\text{式 8-12})$$

左辺は、自然の状態が $\omega_1 = L$ であるときにアドバイス $m_1(L) = L$ を選んだ場合の期待利得、右辺は自然の状態が $\omega_1 = L$ であるときにアドバイス $m_1(L) = H$ を選んだ場合の期待利得を表している。アドバイザーがアドバイス $m_1(L) = L$ を選択することで第1期の現職取締役は $x_1(L) = N$ を選び、成果0と再選任確率 $\Psi(N, L) = \theta$ を得る。また現職が確率 $1 - \Psi(N, L)$ で再選任されなかった場合には、第2期において確率 $(1 - \mu(0))/2$ で新任者がBad Typeの取締役となったときに限り、投資 $x_2 = A$ から生じる利得 I を得ることができる。

一方、アドバイザーがアドバイス $m_1(L) = H$ を選択した場合には、投資 $x_1(H) = A$ 、成果 G^L 、再選任確率 $\Psi(A, L) = 0$ を得る。現職が確率 $1 - \Psi(A, L)$ で落選した場合には、第2期において確率 $(1 - \mu(G^L))/2$ で新任者がBad Typeの取締役となったときに限り、投資 $x_2 = A$ から生じる利得 I を得ることができる。

式8-7から式8-12より、第1期にアドバイザーが両タイプの取締役に対して正直にアドバイスを行い、取締役もそれにしたがって効率的に買収プロジェクトが実施されるための誘因整合性条件は以下のとおりとなる。

$$I \geq \frac{\delta \theta R}{1 - \theta \delta} \quad (\text{式 8-13})$$

$$I \leq \frac{2\delta \theta B}{2 + \delta - (1 - \theta)^2} \quad (\text{式 8-14})$$

式8-13は、 $\theta \geq I/\delta[R + I]$ と書き直すことができ、再選任誘因が大きいとき、すなわち、 $(\delta[R + I])/I > 1$ のときにつねに成り立つことがわかる。

再選任誘因が小さいとき、すなわち、 $(\delta[R + I])/I < 1$ 、Bad Typeの取締役は第1期に非効率な買収プロジェクトを実施することで利得を得ようとする。このとき、式8-13は成り立たない。また、取締役との癒着からアドバイザーが得る便益 B 、割引率 δ 、現職がGood Typeの取締役である確率 θ 、取締役レント R が大きいほど、式8-13及び式8-14を成り立たせる買収プロジェクトを実施することによってアドバイザーファームとアドバイザーが享受する便益 I の範囲は大きくなる。

取締役との癒着からアドバイザーが得るレントを一定としたときに、アドバイザーファームとアドバイザーが買収プロジェクトの実施によって得る便益が大きくなるほど、非

効率的な買収プロジェクトが実施されない情報伝達均衡の領域は小さくなる。これは、アドバイザーにとって、取締役との癒着が生み出すレントよりも、アドバイザーリーファームの意向に沿って買収プロジェクトを実施する方が魅力的となるからである。

また、Bad Type の取締役にとっては、再選任を果たささえすれば、第 2 期において好きな投資を選ぶことができるのであるから、取締役レントが大きくなるほど第 2 期の投資選択を重視するようになる。

一方、株主総会の際に現職が高い確率で Good Type の取締役であるという評判を維持したままであれば、新任者が勝利に必要な評判 λ も高くなくてはならない。このとき、新任者が株主総会で選任されたとしても、Bad Type の取締役である確率は小さい。アドバイザーにとって、現職の Good Type の取締役を落選させたとしても、新任者によって第 2 期に買収プロジェクトが実施されるとの見込みは薄くなる。

ケース (b) における取締役とアドバイザーの逐次合理的な行動と整合的な株主の予想形成は、 $\mu(G^H) = \theta$ 、 $\mu(0) = 1$ 、 $\mu(G^L) = 0$ となる。このとき、 $x_1(H) = A$ 、 $x_1(L) = A$ が成り立つための Bad Type の取締役の誘因整合性条件は、アドバイザーのアドバイス $m_1 = L$ を受けたときに、投資 $x_1(L) = N$ ではなく、投資 $x_1(L) = A$ を選択することである。すなわち、

$$I + \Psi(A, L) \delta[R + I] \geq \Psi(N, L) \delta[R + I] \quad (\text{式 8-15})$$

が成り立つことである。式 8-15 は、 $(\delta[R + I])/I \leq 1$ と書き直すことができ、Bad Type の取締役の再選任誘因が大きい $(\delta[R + I])/I > 1$ ときには成り立たないことがわかる。よって、ケース (b) の均衡は存在しない。

ケース (c) における株主の予想形成は、 $\mu(G^H) = 1$ 、 $\mu(0) = p\theta/[p\theta + (1 - \theta)]$ 、 $\mu(G^L) = 0$ 、ケース (d) においては、 $\mu(G^H) = 1$ 、 $\mu(0) = p\theta/[p\theta + (1 - p)(1 - \theta)]$ 、 $\mu(G^L) = 0$ となる。

(c)、(d) の両ケースともに、 $\mu(G^L) < \mu(G^H) = 1$ であることから、Bad Type の取締役はアドバイスが $m_1(H) = H$ のときに投資 $x_1(H) = N$ を選ぶと第 1 期の利得が 0 となり、さらに投資 $x_1(H) = A$ を選ぶ場合に比べ再選任確率も小さくなってしまう。したがって、Bad Type の取締役が投資 $x_1(H) = N$ を選択するインセンティブはなく、ケース (c)、(d) の均衡は存在しない。

8.4 株主総会がないケース

この節では、株主総会がないとき、アドバイザーが両タイプの取締役に対して正直にアドバイスをするような情報伝達均衡が存在しないことを示す。株主総会が存在せず、取締役の交代の可能性がないこと以外は前節と同様に、次のようなタイミングでゲームが行われるとする。

第 1 期

①自然の状態 ω_1 がランダムに決まる。②アドバイザーが自然の状態と現職のタイプを認識したうえで、取締役は自然の状態 ω_1 についてのアドバイス $m_1(\omega_1) \in \{H, L\}$ を送る。③現職が投資 $x_1(m_1) \in \{A, N\}$ を選ぶ。④第 1 期の投資の成果 $s \in \{G^H, G^L, 0\}$ が実現する。

第 2 期

①自然の状態の ω_2 がランダムに決まる。②アドバイザーが自然の状態と現職のタイプを認識したうえで、取締役は自然の状態 ω_2 についてのアドバイス $m_2(\omega_2) \in \{H, L\}$ を送る。③取締役が第 2 期の投資 $x_2(m_2) \in \{A, N\}$ を選ぶ。④第 2 期の投資の成果が実現する。

第 2 期の投資選択については、株主総会があるケースと同様に、Good Type の取締役は式 8-1 および式 8-4 より $x_2 = N$ を、Bad Type の取締役は式 8-3 より $x_2 = A$ をそれぞれ選択する。

次に第 1 期のアドバイザーのアドバイスについて考えよう。株主総会がないとき、アドバイザーと取締役との癒着レント B の有無にかかわらず、アドバイザーが Good Type の取締役は正直にアドバイスをするインセンティブはもはや存在しない。したがって、式 8-3 より、両タイプの取締役に対するアドバイザーのアドバイスは、自然の状態と関係なく常に $m_1(\omega_1) = H$ となり、情報伝達均衡は存在しないことがわかる。

このアドバイザーの行動を前提としたとき、Good Type の取締役はアドバイザーから有益な情報を得ることができない。したがって、 $Pr(\omega_t = L) = p > 1/2$ および式 8-1 より、Good Type の取締役はアドバイザーのアドバイスにかかわらず投資 $x_1 = N$ を選択する($x_1(H) = N, x_1(L) = N$)。

一方、Bad Type の取締役は式 8-3 より、第 1 期の自然の状態に関係なく $x_1 = A$ を選択する($x_1(H) = A, x_1(L) = A$)。

株主総会が存在しなければ、アドバイザーは嘘のアドバイスを行ったとしても、取締役との癒着レントを失ったり、次期の経営担当者のタイプに影響が及ぶことはない。このとき、アドバイザーのインセンティブをコントロールする手段は存在せず、常に買収プロジェクトの実施に有利なアドバイスしか行われぬ。取締役はこのアドバイザーの行動を予想したうえで、アドバイスを無視することになる。

8.5 本章のまとめ

本章では、株主総会があるケースとないケースとを比較することで、アドバイザーの情報提供における株主総会の役割について分析した。モデルの仮定は非常に単純化されており、現実の取締役・アドバイザー・株主の行動様式がすべて考慮されているわけではない。しかし、このモデルが示唆するところに従えば、株主総会があるときにはアドバイザーが正直な買収アドバイスを常に行う可能性が残されているのに対し、株主総会がなければその可能性はもはや存在しなくなる。取締役はもちろんのこと、株主総会によって直接的には影響を受けていないはずのアドバイザーも、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のである。

第9章 株主の権限行使② 裁判所の機能

9.1 はじめに

法制審議会会社法制部会が2012年9月に採択した「会社法制の見直しに関する要綱」（以下、「要綱」という）では、特別支配株主による株式売渡請求制度の導入が提案された。同制度では、少数株主に価格決定申立請求権¹¹⁸と売渡株式の取得に対する差止請求権が与えられている¹¹⁹。これとの平仄を合わせる趣旨で、従前から少数株主のフリーズアウトに利用されてきた全部取得条項付種類株式の取得手続きと組織再編手続きにも差止請求権が追加された¹²⁰。株式買取請求制度と差止制度は、立法政策上、少数株主のフリーズアウトの局面に限らず、企業買収全般で広く株主救済手段として利用できる仕組みである。それにもかかわらず、この二つの制度が企業買収の成否に与える影響の違いについて、これまで十分な検討がなされてきたとは言い難い¹²¹。特に、企業買収取引プロセスの制度設計にあたっては、効率的な企業買収プロセスを阻害しない制度設計を行うという観点が重要であるが、この観点はしばしば見過ごされる傾向がある。

本章の目的は、裁判所¹²²による対象会社株式の価格算定に不確実性¹²³が存在する状況下では、株式買取請求制度と差止制度は、それぞれ効率的な企業買収の成否に異なる影響を与えることを示すことにある¹²⁴。すなわち、株式買取請求制度は、裁判所が一旦買取価格の評価能力に対する信頼を確立しさえすれば、個別事案で稀に買取価格を過大評価したとしても、当該個別の企業買収の成立を阻害しない点で優れており、他方、差止制度は、たとえ裁判所が価格算定能力に対する信頼の確立に失敗したとしても、企業買収の一般的抑止効果を生ぜしめない点で優れている。これが、本章で示そうとする主な主張である。

本章の構成は次のとおりである。まず、現行法の下で用いられている、現金を対価とす

¹¹⁸ 法技術的な違いは存在するものの、企業買収の文脈での価格決定申立請求制度と株式買取請求制度の機能はほとんど同じである。本章では、両者を包含する意味で株式買取請求制度という表現を用いることがある。

¹¹⁹ 解説として、齊藤(2012)p.51を参照されたい。

¹²⁰ 齊藤(2012) pp.55-56を参照。

¹²¹ 差止制度の導入を支持あるいは示唆する文献として、関口稿「株式買取請求権制度再考-インセンティブの観点から」宍戸編(2011)p.291を参照されたい。

¹²² 裁判で争われる株式価値は裁判官が算定するわけではない。裁判官は当事者が主張した評価法や評価額を判断するだけである。

¹²³ 近時の経済学の文献では、客観的確率によって表現できる性質を有するランダム性を「リスク(risk)」、確率的挙動を知ることのできないランダム性を「不確実性(uncertainty)」と呼んで両者を区別するが(かかる区別はフランク・ナイトに起源を有するものである)、本稿では日常用語としての用法で「不確実性」という言葉を用いている。

¹²⁴ 本章は、裁判所がいかなる基準でどのような要素を考慮して株式の価格算定を行うべきかを論ずるものではない。

る企業買収のプロセスを概観し、株式買取請求権と差止請求権が用いられる具体的局面を明らかにする。次に、株式買取請求制度と差止制度のそれぞれの下で、裁判所の価格評価が効率的な企業買収の成否に与える影響を簡単なモデルを用いて分析する。その後、現在までの裁判例の状況に照らして、モデル分析が与える立法政策上の示唆を述べる。最後はまとめである。

9.2 企業買収プロセスの概観

本節では、現行法下での現金を対価とする企業買収（いわゆる「キャッシュ・ディール」）のプロセスを概観する。次節でのモデル分析の前提として、企業買収のプロセスで株式買取請求権や差止請求権がどのように用いられるかを示すことが目的である。

9.2.1 二段階取引（公開買付け及びフリーズアウト）

現行法下で最も多く用いられている企業買収取引の手法は、公開買付けにより対象会社株式の支配的割合¹²⁵を取得した後で、残存株主をフリーズアウトするという二段階の取引である。公開買付けに応募するかどうかの判断は対象会社株主の任意なので、公開買付けを規制する金融商品取引法には差止めを認める明文の規定は置かれていない¹²⁶。公開買付価格に不満のある対象会社株主は、公開買付けへの応募を控え、公開買付けが不成立となることを期待するか、公開買付け成立後のフリーズアウトに際して株式買取請求権を行使し、裁判所による価格算定を求めることになる。

現行法上、少数株主をフリーズアウトするための主な手段として、①通常組織再編を用いる方法¹²⁷、②略式組織再編を用いる方法¹²⁸、③全部取得条項付種類株式を用いる方法¹²⁹の

¹²⁵ 支配的割合を具体的に何%と考えるかは状況による。一般的には、取締役の選解任権を取得することのできる総議決権数の過半数（会社法 309 条 1 項参照）と考えるが（東京証券取引所上場規則の「支配株主」の定義（有価証券上場規程 2 条 42 号の 2）も参照）、後述するフリーズアウトの手法のうち、通常組織再編を用いる場合と全部取得条項付種類株式を用いる場合には、いずれも株主総会での特別決議を必要とするため（会社法 309 条 2 項 3 号・12 号）、本章の目的との関係では、買収者が単独で特別決議を成立させることのできる総議決権数の 3 分の 2 と考えた方がよいかもしれない。実務では、フリーズアウトを実行するには対象会社株式の 90%前後を取得しておくべきであるという考えも比較的浸透している。略式組織再編や売渡請求権を用いる場合には総議決権数の 90%の取得が必要である（会社法 468 条 1 項参照）。もっとも、本章のモデルでは、分析を単純化するために対象会社株式の過半数の取得をもって対象会社の支配権を取得するものと想定している。

¹²⁶ 公開買付けの差止めは認められないと解するのが一般的である。もっとも、本章でモデル化したように、企業買収取引プロセスを全体として捉えて公開買付けにも差止めを認めるという政策は十分考えられる。

¹²⁷ 買収ビークルと対象会社を合併させ、合併対価として現金を交付する。または、買収ビークルと対象会社との間で株式交換を行い、株式交換の対価として現金を交付する。

¹²⁸ 株主総会の承認決議が不要となるだけで、通常組織再編による場合と同じく、合併・株

3通りが考えられているが、主として税務上の理由¹³⁰により、現在では③の方法が用いられることが多い¹³¹。要綱ではこれらに加えて、④売渡請求権を行使するという方法が提案されている。②または④の方法を用いるには、買収会社はフリーズアウトに先立って総議決権数の9割以上を保有している必要がある（会社法468条1項参照）。現行法では①～③の全てに株式買取請求権・価格申立請求権が認められているが（会社法116条1項2号・172条1項・785条1項）、差止請求権が認められているのは②だけである（会社法784条2項）¹³²。

要綱は、④に価格申立請求権と差止請求権を認めることに加えて、①と③に差止請求権を認める案を選択肢として提示している。

株式買取請求制度において、裁判所が価格決定の申立てを受けた場合、価格算定の基準となるのは「公正な価格」である（会社法116条1項柱書・785条1項）¹³³。「公正な価格」の判断は裁判所の合理的裁量に委ねられている。したがって、下記9.3では、裁判所の決定する「公正な価格」の値を確率変数としてモデルに組み込んだ。

上記②の略式組織再編において差止めが認められるのは、組織再編対価が対象会社の「財産の状況その他の事情に照らして著しく不当である場合」である（会社法784条2項2号）。要綱は、これと同じ文言で上記④の売渡請求において差止めを認めている。他方、上記①および③の差止請求では、対象会社の「株主が不利益を受けるおそれ」が基準となっている¹³⁴。これらの基準が株式買取請求制度における「公正な価格」の基準とどの程度異なる

式交換の対価として現金を交付する。

¹²⁹ まず、対象会社の定款を変更し、対象会社の既存の普通株式を全部取得条項付種類株式に変更する。次に、対象会社は、株主総会決議により、全部取得条項付種類株式を取得し、これと引換えにかつての普通株式と同内容の種類株式を交付する。この際、対象会社の少数株主に交付される対象会社の種類株式が1株未満の端数となるように発行する株式数を設定する。最後に、対象会社の少数株主に対して、会社法234条の規定に従って種類株式の端数の合計を売却することにより得られる現金を交付する。

¹³⁰ 組織再編の対価として現金を交付すると非適格組織再編となり（法人税法2条12号の8・12号の6参照）、対象会社財産の含み益や暖簾に課税されるからである。

¹³¹ 現行法でも、株式併合を用いて少数株主をフリーズアウトすることは制度上可能である。しかし、現行法では株式併合には株式買取請求権が認められておらず、フリーズアウトを目的とする株式併合は、株主総会決議取消原因となり得ると解されているため、実務上はあまり利用されていない。しかし、中間試案では株式併合にも株式買取請求権を認めることが提案されており、法改正後には株式併合がフリーズアウトに利用される可能性が指摘されている。

¹³² もっとも、現行法の下でも、組織再編無効の訴えや株主総会決議取消しの訴えを本案の被保全権利とする仮処分や取締役の違法行為差止めの一般規定（会社法360条）により①や③の差止めが可能であるという見解もある。

¹³³ 平成17年改正前商法では、組織再編に伴って株式買取請求権が行使された場合の価格算定の基準は、いわゆる「ナカリセバ価格」であったが、平成17年の会社法立法時に基準が「公正な価格」に変更された。

¹³⁴ ただし、(a)法令または定款の違反が認められる場合に限られるとする案（ただし、法令

ものであるのかは議論となり得るところであるが、下記 9.3 のモデルでは両者に違いがないことを前提としている¹³⁵。すなわち、「公正な価格」と同じ確率変数として表現している。

9.2.2 キャッシュ・マージャー¹³⁶

現行法では、企業買収取引の手法として現金交付合併・現金交付株式交換を用いることも可能である¹³⁷。組織再編が株主総会で承認されれば、法の作用により (by operation of law) 対象会社株主に現金が割当てられるので、フリーズアウトのプロセスは必要ない。上述のように通常組織再編には株式買取請求権が認められているが (会社法 785 条 1 項)、株主が株式買取請求権を行使するためには、株主総会に先立って組織再編に反対する旨を会社に通知し、かつ、株主総会において当該組織再編に反対の議決権行使をしなくてはならない (会社法 785 条 2 項 1 号)。

したがって、買収対価に不満があり、裁判所による価格算定を求める対象会社株主は、株主総会で反対の議決権を行使することになる。本章のモデルとの関係では、これが公開買付けにおいて応募を差し控える判断に対応する。現行法では通常組織再編の差止めは認められていないが、要綱は一定の範囲で差止めを認める選択肢を示している¹³⁸。

9.2.3 小括

以上のように、現行法は株式買取請求制度を企業買収における株主救済の軸に据える制度設計となっており、差止制度は限られた範囲でしか採用されていない。しかし、立法は差止制度の適用範囲を拡張しようとする動きを見せている。次節では、株式買取請求を軸とする現行法の制度設計と差止めの適用範囲を企業買収プロセス全般に拡大する制度設計とを対比して、効率的な企業買収の成否への影響を分析する。

9.3 モデルの設定

違反には取締役の善管注意義務違反は含まれないとされている) と (b)(a) の場合に加えて特別利害関係株主の議決権行使による不当な株主総会決議が行われた場合にも認める案が併記されている。

¹³⁵ そもそも、現行法・中間試案が認める範囲より広く差止制度を採用することを前提としているため、本章の目的との関係では、現行法・中間試案の文言にとらわれる必要はないと考えられる。

¹³⁶ 本章では、現金交付合併と現金交付株式交換をあわせて「キャッシュ・マージャー」という。

¹³⁷ もっとも、税務上の理由により、現在ではあまり用いられていない。

¹³⁸ もっとも、中間試案で最も広く差止めを認める案が採用されたとしても、キャッシュ・マージャーによる一段階の買収が差止めの要件を満たすことはほとんどないと考えられる。したがって、公開買付けの場合と同様、下記 9.3 の分析は中間試案の範囲を超えて差止制度が拡大された場合を想定していることになる。

本節では、買収会社が対象会社株式を対象として実施した公開買付けの成立後に残存少数株主をフリーズアウトするという買収プロセスを前提として¹³⁹、株主に対して①株式買取請求権による救済を付与した場合と②差止請求権による救済を付与した場合とでは、裁判所による価格算定の不確実性が企業買収の成否に与える影響に違いが生じることを示す¹⁴⁰。なお、差止制度の分析では、要綱による提案の範囲を超えて、公開買付けにも差止めの効果が及ぶことを前提としている。

9.3.1 モデルの前提

$t = 0$ において、買収対象会社 (T 社) の株式は広く分散所有されており、その株価を p_0 とする。単純化のために負債の存在は捨象して考え、T 社の株式時価総額と企業価値は一致するものとする。また、効率的資本市場仮説を前提とし、T 社の株価は T 社の企業価値を正しく反映しているものとする。 $t = 1$ において、買収会社が公開買付けによる T 社の買取 (以下、「本買取」という) を公表する。買取価格は p_1 である。本買取が成功すれば T 社の 1 株あたり企業価値は v に上昇する。本買取から利得を得るために、買収会社は、

$$p_0 < p_1 < v \quad (\text{式 9-1})$$

を満たすように買取価格 p_1 を設定する。式 9-1 の下で、本買取は効率的な企業買収である。

単純化のために、T 社株主の 50% 超の応募があれば、本買取は成功するものとする。また、取引費用の存在や課税の影響は無視して考える。 $t = 2$ において、T 社株主は公開買付けに応募するか、または株式買取請求権・差止請求権を行使するかを選択を行う。個別の T 社株主の選択は他の T 社株主の選択に影響を与えないものとする。T 社株主が株式買取請求権・差止請求権を行使した場合、 $t = 3$ において、裁判所が T 社株式の価格評価を行う。その評価額は p_j である。ただし、 p_j の値は事前にはわからず、T 社株主の評価額の予想値 \hat{p}_j は、その平均値を $E(\hat{p}_j)$ 、標準偏差を δ とする正規分布にしたがうものと仮定する。すなわち、 \hat{p}_j は確率変数であり、 p_j はその実現値である。この確率分布は買収会社にも知られているものとする。買収会社はリスク中立的であり、本買取から得られる利得の期待値がプラスの場合

¹³⁹ 買収手法としてキャッシュ・マージャーを選択したとしても、以下の説明に法制度の技術的な側面での差 (例えば、公開買付けへの応募の代わりに株主総会での賛成の議決権行使が行われるといったこと) が生じるだけであり、分析の本質には影響しない。

¹⁴⁰ デラウェア州では、本節のモデルが前提とするような買収者と対象会社との間に特別な資本関係が存在しないキャッシュ・ディールの場面では、いわゆるレプロン義務が惹起される。すなわち、買取価格のコントロールを、裁判所の価格算定ではなく、支配権市場の作用に依拠して行うという仕組みになっている。差止めにせよ株式買取請求にせよ、デラウェア州で裁判所の価格算定が買収の成否に影響するのは、既存の支配株主による少数株主のフリーズアウトのように対抗買収者の登場が典型的に期待できない場面に限られる。

には本買収を実行し、マイナスの場合には本買収を実行しない。

9.3.2 株式買収請求制度の場合

株式買収請求制度の下では、 $t = 2$ において、買収価格が裁判所による評価額の予想値を上回る（すなわち、 $p_1 > \tilde{p}_j$ ）と考える T 社株主は公開買付けに応募する。これとは反対に、買収価格が裁判所による評価額の予想値を下回る（すなわち、 $p_1 < \tilde{p}_j$ ）と考える T 社株主は公開買付けに応募せず、公開買付け成立後に行われるフリーズアウトに際して株式買収請求権を行使する。ここで、 \tilde{p}_j は正規分布すると仮定したので、買収会社は \tilde{p}_j の平均値 $E(\tilde{p}_j)$ を上回る買収価格 p_1 を提示すれば、50%超の応募を集め、本買収を成功させることができる¹⁴¹。すなわち、

$$p_1 > E(\tilde{p}_j) \quad (\text{式 9-2})$$

が本買収の成立条件である。ここで、買収会社が式 9-1 および式 9-2 を充足する買収価格 p_1 を設定するためには、

$$v > E(\tilde{p}_j) \quad (\text{式 9-3})$$

が満たされている必要がある。したがって、式 9-3 が株式買収請求制度の下で本買収が開始される前提条件となる。買収会社が式 9-1 および式 9-2 を充足する買収価格 p_1 を設定した場合、 $p_1 > \tilde{p}_j$ と考える T 社株主の割合を α とすると、買収会社が本買収から得ることのできる 1 株あたりの利得の期待値は、

$$v - \alpha \cdot p_1 - (1 - \alpha) \cdot E(\tilde{p}_j) \quad (\text{式 9-4})$$

である。式 9-1 および式 9-2 より、式 9-4 はプラスの値をとるので、買収会社は本買収を実行する。ここで注目すべきは、株式買収請求制度の下では買収の開始条件・成立条件は、裁判所による株式評価額の期待値 $E(\tilde{p}_j)$ に依存し、その実現値 p_j には左右されないことである。

仮に裁判所が株式買収請求手続きにおいて T 社株式の価値を過大評価し（すなわち、

¹⁴¹ キャッシュ・マージャーによる買収では、T 社の株主総会特別決議が必要となるため、買収価格を $p_1 > E(\tilde{p}_j) + 0.44\delta$ となるように設定する必要がある。要綱の下での売渡請求権を利用する場合、または少数株主をフリーズアウトするには公開買付けで最低でも 90%前後を取得する必要があるという実務に比較的浸透している理解に従う場合には、買収価格を $p_1 > E(\tilde{p}_j) + 1.28\delta$ となるように設定する必要がある。いずれにしても本文の分析に大きな影響はない。

$p_j > v$ ）、買収会社が本買収から得る 1 株あたりの利得 $(v - \alpha \cdot p_1 - (1 - \alpha) \cdot p_j)$ ¹⁴²が結果的にマイナスとなったとしても、本買収自体は成立する。裁判所が T 社株式を過大評価するリスクは買収会社が負担することになるからである¹⁴³。

9.3.3 差止制度の場合

差止制度の下では、 $t = 2$ において、裁判所による評価額の予想値が買収価格と対象会社の潜在的企業価値の間にある（すなわち、 $p_1 < \tilde{p}_j < v$ ）と考える株主が裁判所に対して本買収の差止めを求める¹⁴⁴。差止訴訟において、裁判所は T 社株式の評価を行い、その評価額が買収価格を下回る（すなわち、 $p_j < p_1$ ）場合には、買収会社に買収価格 p_1 での本買収の実行を認める。これに対して、裁判所の評価額が買収価格を上回る（すなわち、 $p_j > p_1$ ）場合には、買収会社は買収価格の再設定を行う。モデルを単純にするために、差止訴訟の審理過程で裁判所の考えている評価額の値 p_j が当事者にわかるものとし、買収会社は差止め後の再買収価格を p_j に設定するものとする¹⁴⁵。ただし、 $p_j > v$ となった場合には、買収会社は本買収を取り止める。他方、T 社株主も差止訴訟後には裁判所の評価を確定的に知ることとなるので、公開買付けに全員が応募する（仮に応募しない株主がいても買収価格と同額でのフリーズアウトが認められる）。以上から、差止制度の下での本買収の成立条件は、

¹⁴² 公開買付けに応募した株主が裁判所の決定した「公正な価格」と公開買付け価格の差額 $(p_j - p_1)$ を損害賠償額として買収者に請求した事件で東京地裁は請求を否定している。したがって、裁判所が過大な評価をしたとしても 1 株あたりの利得が $v - p_j$ となるわけではない。

¹⁴³ 買収者はリスク中立的であると仮定したので、事前の買収行動に影響するのはあくまで裁判所による算定価格の期待値である。仮に裁判所の評価額と公開買付け価格の差額について応募株主に損害賠償が認められるとした場合、買収者にとっての 1 株あたり期待利得は、 $v - E(\tilde{p}_j)$ となる。式 9-3 より、この値はプラスとなるので、応募株主に損害賠償を認めるか否かが本買収の成否に影響を与えるわけではない。

¹⁴⁴ 後述のように、差止訴訟の結果 $p_j > v$ となった場合には、買収者は本買収を取り止めるので、裁判所による評価額の予想値が対象会社の潜在的企業価値を上回る（すなわち、 $\tilde{p}_j > v$ ）と考える株主は、差止訴訟を提起しない。

¹⁴⁵ 実際の差止訴訟において、裁判所は対象会社株式の価格算定を行うことを求められるわけではないので、この仮定が現実的ではないという批判もあるかもしれない。より現実に近似したモデルとして、裁判所が差止訴訟の過程で心証形成した対象会社株式の価値は当事者にはわからず、本買収が差し止められた場合には買収者と対象会社との間で買収価格の再交渉が行われ、再交渉価格 p_r が p_j を上回るまで差止めの可能性が継続するというモデルも考えられる。しかし、このモデルの下でも、差止訴訟の審理過程や判決理由を通じて、訴訟当事者が p_j を（確定的な金額ではないとしても）ある程度の範囲で知ることができ、 p_r は p_j に十分近づくと想定することはそれほど不自然ではない。それならば、モデル分析のインプリケーションは、本文の仮定を採用した場合とほとんど同じである。本文の仮定を用いた方がモデルが単純になる上に、株式買取請求制度と差止制度をより鮮明に対比できるため、本章ではあえてこのような仮定を置いている。

$$p_j < v$$

(式 9-5)

である。株式買取請求制度の場合とは異なり、買収会社が当初設定する買収価格 p_1 は、式 9-1 を充足していることだけが条件となる。裁判所が $p_j < p_1$ と判断する確率を $P(p_j < p_1)$ 、 $p_1 < p_j < v$ と判断する確率を $P(p_1 < p_j < v)$ 、 $v < p_j$ と判断する確率を $P(v < p_j)$ とすると、買収会社が本買収から得ることのできる 1 株あたりの利得の期待値は、

$$(v - p_1) \cdot P(p_j < p_1) + (v - p_j) \cdot P(p_1 < p_j < v) + 0 \cdot P(v < p_j) \quad (\text{式 9-6})$$

である。式 9-6 はプラスの値をとるので、最終的な本買収の成否にかかわらず、買収会社は当初の公開買付けを開始することになる。しかし、 $t = 3$ における裁判所の算定結果次第で本買収を取り止めることがあり得る。すなわち、株式買取請求制度の場合と対照的に、差止制度の下では、買収の成否は裁判所による実際の評価額 (\tilde{p}_j の実現値である p_j) に依存する (式 9-5 参照)。裁判所が T 社株式を過大評価するリスクは、効率的な企業買収の実施が阻止されるという形に結実することになる。

9.4 両制度の比較分析

9.4.1 モデル分析のまとめ

以上の分析から、株式買取請求制度の下では、裁判所による株式評価額の期待値 $E(\tilde{p}_j)$ が企業買収の成否に影響し、差止制度の下では、裁判所による株式評価額の実現値 p_j が買収の成否に影響することが分かった¹⁴⁶。両制度はそれぞれ一長一短である。どちらの制度が望ましいかは、 $E(\tilde{p}_j)$ と v の大小関係に依存する。

(a) $E(\tilde{p}_j) < v$ のとき 株式買取請求制度が望ましい。式 9-3 より、買収会社は式 9-1 および式 9-2 を充足する買収価格を設定することができ、買収が常に成立するからである。

¹⁴⁶ この点は、既存の支配株主が少数株主をフリーズアウトする場面でも同様に当てはまる。しかし、この場合には、支配株主は少数株主のフリーズアウトへの賛否にかかわらずフリーズアウトを成立させることが可能なので、フリーズアウト取引の成立条件が本文で分析した特別の資本関係のない対象会社を買収する場面での買収成立条件とは異なる。株式買取請求制度の下では、支配株主がフリーズアウトを実行する条件は、 γ を裁判所の評価額がフリーズアウト価格を下回ると予想する少数株主の割合とすると、 $(v - p_1) \cdot \gamma + (v - E(\tilde{p}_j)) \cdot (1 - \gamma) > 0$ である。本式の成否は、 v 、 p_1 および $E(\tilde{p}_j)$ の大小関係ならびに \tilde{p}_j の分散に依存するが、 $E(\tilde{p}_j) < v$ が成立するときは常に正の値をとる。本式では、裁判所による評価額の実現値 p_j は、フリーズアウト取引の成否に影響しない。これに対して、差止制度の下では、支配株主がフリーズアウトを実行する条件は、 $v - \max(p_1, p_j) > 0$ である。この式の成否は、裁判所による評価額の実現値 p_j に依存し、その期待値 $E(\tilde{p}_j)$ には依存しない。

差止制度では裁判所による評価額の実現値が対象会社の潜在的企業価値を上回った場合に買収が阻止される可能性がある（式 9-5 参照）。なお、 $E(\tilde{p}_j)$ が小さくなる傾向のときに差止制度を採用した場合には、評価額の予想値の標準偏差 δ は小さい方がよい。結果的に $p_j > v$ となって買収が決裂する確率が低くなるからである。

- (b) $E(\tilde{p}_j) > v$ のとき 差止制度が望ましい。式 9-3 より、株式買取請求制度の下では買収がそもそも開始されないが、差止制度の下では当初の買収自体は開始される。そのため、差止訴訟において、裁判所による評価額の実現値が対象会社の潜在的企業価値を下回れば、買収が成立する余地が生ずる（式 9-5 参照）。なお、 $E(\tilde{p}_j)$ が大きくなる傾向のときに差止制度を採用した場合には、評価額の予想値の標準偏差 δ は大きい方がよい。結果的に $p_j < v$ となって買収が成立する可能性が高くなるからである。

以上の結果を鑑みると、次のように表現することができるであろう。すなわち、もし裁判所が先例の蓄積を通じて $E(\tilde{p}_j)$ の値を対象会社の潜在的企業価値より低い範囲に上手くコントロールできるのであれば、株式買取請求制度は個別の企業買収案件で生じ得る裁判所の過大評価の悪影響を帳消しにすることができる。個別案件における裁判所の過大評価リスクは買収会社が負担し、効率的な買収行動そのものを抑止することにはならないからである。しかしながら、裁判所が対象会社株式の過大評価を行うという期待を形成してしまった場合には、企業買収に対する抑止効果は甚大である。また、過大評価の期待が一旦形成されてしまったら、抑止効果が過大評価の期待を是正する機会をも奪うという悪循環に陥る可能性もある。

他方、差止制度では、不適切な先例の蓄積による一般的な企業買収抑止効果は生じない。たとえ過大な $E(\tilde{p}_j)$ が形成されてしまったとしても、個別判断のばらつきが大きければ、効率的な企業買収が行われる可能性がある。しかしながら、仮に裁判所が適正な $E(\tilde{p}_j)$ を形成できたとしても、個別案件での過大評価が効率的な企業買収を個別に阻止してしまうという短所が存在する。

9.4.2 株式買取請求制度と差止制度が併存する場合

現行の株式買取請求制度を維持したまま差止制度を導入した場合には両制度が併存することになるが、株主救済の主軸は差止制度に移る。株式買取請求制度の下では、株式買取請求権の行使を期待して公開買付けへの応募を控える T 社株主は、 $p_1 < \tilde{p}_j$ と考える者である。他方、差止制度の下では、差止請求権を行使する T 社株主は、 $p_1 < \tilde{p}_j < v$ と考える者である。本章のモデルでは取引費用の存在は無視して考えているので、両制度が併存した場合、 $p_1 < \tilde{p}_j < v$ と考える T 社株主にとっては、差止請求権の行使と株式買取請求権の行

使は無差別となる¹⁴⁷。両制度が併存する場合、 $t = 2$ で提起される差止訴訟は株式買取請求に先行する。したがって、上記の $p_1 < \tilde{p}_j < v$ と考える T 社株主が一人でも差止訴訟を提起すると、株式買取請求が提起される可能性があるのは、差止訴訟後買収会社が本買収を取り止めなかった場合に限られることとなる。この場合、買収価格は p_1 または p_j となるが、いずれも p_j 以上である。ここで、裁判所による評価額の実現値 p_j は既に分かっているので、全ての T 社株主は公開買付けに応募することを選択する¹⁴⁸。したがって、株式買取請求制度と差止制度を併存させた場合、裁判所による価格算定の不確実性が企業買収の成否に与える影響については、差止制度に関する上記の分析が当てはまると考えられる。

9.4.3 「ナカリセバ価格」によって評価する場合

本章の主題は、裁判所の価格算定に不確実性が存在する場合の株式買取請求制度と差止制度の対比であるが、価格算定が裁判所の完全な裁量によるのではなく、平成 17 年改正前商法で用いられていた「ナカリセバ価格」を基準とする拘束を受ける場合についても簡単に言及しておく。結論から言えば、本章のモデルにおいて、裁判所の価格算定に「ナカリセバ価格」による拘束がある場合には、株式買取請求制度と差止制度のどちらを選択しても効率的企業買収を阻害する効果は発生しない。裁判所の評価額は確率変数にはならず、 $p_1 = p_j$ となり、裁判所が過大評価を行うリスクが消滅するからである。株式買取請求制度の下では、 $t = 1$ において買収会社が $p_1 > p_0$ となる買収価格を設定すれば、 $t = 2$ においてすべての株主が公開買付けに応募する（すなわち、株式買取請求権を行使するという選択肢を取らない）。差止制度の下でも同様に、 $t = 1$ において買収会社が $p_1 > p_0$ となる買収価格を設定すれば、（裁判所が本買収を差止めないことが確実なので） $t = 2$ において差止訴訟を提起する株主は存在しない。したがって、裁判所の価格評価が「ナカリセバ価格」によって拘束される場合、株式買取請求制度と差止制度のどちらを選択しても同じ結果となる。

9.5 企業買収取引における政策上の示唆

すでに述べたように、現行法は株式買取請求制度を企業買収における株主救済の軸に据える制度設計となっている。したがって、現時点の立法政策としては、①株式買取請求制度を軸とする現行制度を維持する、②差止制度を導入する、という二つの大きな選択肢がある。どちらを選択すべきかは、裁判例の評価に依存する。これらの裁判例を以って、裁判所には適正な $E(\tilde{p}_j)$ を形成する能力がないと評価するのであれば、差止制度を導入すべ

¹⁴⁷ 差止請求における裁判所の評価額と株式買取請求における裁判所の評価額が同じであることを前提としている。

¹⁴⁸ 買収価格がの場合、公開買付けへの応募と株式買取請求権の行使は無差別であるが、時間的価値(time value of money)を考慮すれば、公開買付けに応募した方がよい。

きである。差止制度は、 $E(\hat{p}_j) > v$ が成立する場合であっても、企業買収の一般的抑止効果を持たないからである。

わが国の裁判所は（デラウェア州の裁判所とは異なり）企業買収に関連する裁判の経験が浅く、裁判例が買収会社や対象会社株主の事前の行動に与える影響に対する配慮が十分でない。逆に言えば、経験が浅いが故に改善の余地も大きく残されている。第3章で述べた裁判例が企業買収行動を抑止してしまう可能性は、既に多くの論者の指摘するところである¹⁴⁹。これらの指摘を受けて裁判所が事前の行動に与える影響に対してもっと大きな関心を払う可能性に期待してもよいのではないだろうか。ただし、裁判所による過大評価の傾向が今後も継続するようであれば、立法が適時に差止制度の全面的な導入を図るべきである¹⁵⁰と考える。

9.6 本章のまとめ

本章では、裁判所による価格算定に不確実性が存在することを前提として、株式買取請求制度と差止制度が効率的な企業買収の成否に異なる影響を与えることを簡単なモデルで分析した。株式買取請求制度で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、差止制度では裁判所による評価額の実現値が買収の成否を決する。両制度にはそれぞれ一長一短がある。すなわち、株式買取請求制度は、裁判所が一旦買取価格の評価能力に対する信頼を確立しさえすれば、個別事案で稀に買取価格を過大評価したとしても、当該個別の企業買収の成立を阻害しない点で優れているが、裁判所が対象会社株式を過大評価するという評判を確立してしまった場合には、効率的買収を抑止するという弊害が大きい。他方、差止制度は、たとえ裁判所に対象会社株式を過大評価する傾向があったとしても、企業買収の一般的抑止効果を生ぜしめない点で優れているが、個別案件で効率的な企業買収の成立を阻止する可能性があるという欠点がある。どちらの制度が立法政策上望ましいかは裁判所の価格算定能力に対する評価に依存する。これまでの裁判例には対象会社株式を過大評価する傾向が見られるが、現時点で直ちに差止制度を導入すべきかは見解の分かれ得るところであろう。今後さらなる議論の進展が望まれる。

¹⁴⁹ 太田(2008), pp.8-11、北川(2010), pp.8-10、太田(2011), p.27 など参照。

¹⁵⁰ 「ナカリセバ価格」によって裁判所の裁量を拘束するのであれば、株式買取請求制度と差止制度との間の選択は効率的買収の成否に違いをもたらさない。

第 10 章 本稿の結論と残された課題

10.1 本稿の結論

本稿は、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面を対象に、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、企業買収の場面を対象として、経済学的に効率的な企業買収が実現できるプロセスの模索を行ってきた。

まず、本稿は、近年の米国における研究を手掛かりとして、企業買収の場面では、たとえ当事者間に支配・従属関係がなかったとしても、買収対象会社の株主と取締役との間には潜在的な利益相反問題が存在することを指摘した。そして、このような潜在的な利益相反問題は、株主の利益よりも自らの利益を優先したいと考える不忠実な取締役のみによって引き起こされるわけではない点には、十分に留意する必要がある。買収対象会社の取締役は、自らの利益を追求する行為こそが株主の利益に合致すると信じ込んでしまうことによって、株主の利益を積極的に害する意図はないにもかかわらず、誤って株主の利益を害する行動をとっている可能性があるからである。こうした認知上のバイアスの存在も踏まえれば、企業買収の場面において買収対象会社の取締役が自らの利益を追求することは、一部の悪質な取締役のみに妥当する例外的な話であるとはいえないだろう。

こうした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が、この問題に対する本稿の結論は、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場合が多いといわざるをえないというものである。

取締役を規律する手段として、まずは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を考慮すれば、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。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大きく 3 つの介入の手段が考えられるが、いずれの手段についても十分に機能しているとは評価できない。以上の手段を利用するうえで障害となりうる問題として、わが国では、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という問題や、以上の手段が買収対象会社の株主にとって非常に

利用しにくいものになっているという問題が存在するからである。

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、本稿は、企業買収の場面を対象として、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模索してきた。

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を行った第 4 章では、交渉問題をモデル化するために、合理的主体による交渉の妥結点の優れた予想として高く評価されている Nash (1950) によって提案された交渉解を用いて、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、交渉の結果である交渉解に影響を与えるのかを特徴づけた。分析の示唆によれば、独立当事者間の相対取引において、合理的な根拠にもとづく交渉に関して、情報収集を十分に行い、株価算定を緻密に行ったとしても、いざ相手方との交渉の場において、双方のリスク選好の相違などにより、パラメータの変化によって、買収対象会社と買収会社に非対称的な影響を与えることが分かった。

さらに、第 5 章では、前章と同様の交渉解を、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に適用し分析を行った。この分析により、買収価格が不確実である場合の買収会社と買収対象会社の交渉が本質的であるための条件を比較検討した。将来の価格が不確実な資産の売買における買収対象会社および買収会社の価格交渉について、どのような構造的特徴をもつのか分析したところ、次の 3 つの結果を得た。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時、そのときにのみ買収対象会社、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、買収会社にとってパレート最適な契約は、ある特定の価格で売買するという契約である。売買価格を確率的に選ぶことは、どちらにとっても利益とはならない。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、場合によっては形骸化させ、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た。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について Rubinstein (1982) の交互提示ゲームを適用し、交渉のプロセスと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た。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、どちらが先に買収提案を行うかなどの交渉のプロセスと、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どのように影響しうるのかを示した。最初を買収提案を行う者は、後から買収提案を行う者と比較して、買収に関してより多くの費用を負担することになるため、合理的な買収者であれば、自らは最初を買収提案を行うための努力はせず、誰かが買収提案を行った取引を後から観察して、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、最初を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。しかし、他の買収会社がより有利な買収提案を行ってきた場合に、買収対象会社が交渉を決裂させるという選択肢がある場合、買収対象会社は、選択肢がない場合に比べてより高い利得を得ることがあり、最初を買収提案を行う者の買収のインセンティブを維持できなくなる可能性があるといえる。しかし、最初を買収提案を行う者の買収のインセンティブが大きくは損なわれない結果が生じる場合がある。それは、第一に、仮に買収によって得ることのできる利益が買収者間で変わらないのであれば、理論上は、買収によって得られる利益はなくなってしまいうため、そのことを理解する潜在的な買収者は、最初の買収者が登場した後の段階では、もはや買収提案を行うことを控えるようになり、その結果として最初を買収提案を行う者の買収のインセンティブは大きくは損なわれない。第二に、買収によって得ることのできる利益が買収者間で異なるのであれば、買収後に最も多くの利益を得ることのできる買収者は、たとえ他の買収者と競い合うことになるとしても、買収による利益を確保することができるため、最初を買収提案を行うインセンティブは大きくは損なわれない。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が分かった。

続く第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を実質的に制限し、場合によっては形骸化させ、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た。前章では取り扱わなかった取引費用を明示的に扱い、取引が成立する条件を提示した。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、全く非効率性が生じないときもあることを示した。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。具体的には、開始前に交渉費用を負担し開始後はサンクし回収できない場合、交渉成立が効率的であるにもかかわらず、不成立に終わることがあり得ることが示された。また、有限期の交渉プロセスを考えると、必ず交渉が不成立に終わることは特徴的であった。さらに、当事者間で取引が成立する余地が残されていない場合に、交渉を決裂できる選択肢を増やし、さらに交渉決裂のルールを織り込んだ状況も分析した。一般に取引関係は、両者の同意が無ければ解消すると考えるべきである。この状況は「一方的破棄」にあたる。このケースでは、交渉費用としての経済的な補償額が高いと交渉が開かれないため、効率的な取引が行われない可能性がある。それに対し、両者の同意が無ければ取引関係を解消できない状

況があれば、取引が行われる可能性が高まる。この帰結は、規制の役割などを説明する1つの視点を与えてくれる。さらに、企業買収に見られる公開買付け規制もその1つである。この規制の下では、他の買収会社が公開買付けに参加を希望する限り、買収対象会社はその買付けを拒否することはできず、買付けを希望する他の買収会社と強制的に交渉関係を結ぶことになる。つまり、この規制は、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言えるだろう。「完全同意」のルールの下では、交渉が開かれる可能性が高い。この観点から、公開買付け規制は、当事者を交渉の席に着かせ、効率的な取引を促す効果があると解釈できる。これによって、取引が成立するパラメータを広げるためには、どのような制度・取引慣行を工夫すべきかが明らかになった。

第8章では、株主の最終的な権限の確保を対象として分析を行った。企業買収の判断を行う場面で、株主は取締役と比較して不十分な情報しか持っていないため、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、株主の利益よりも私的利益を追求し、株主総会で再選任を目指すことを優先して交渉を行うかもしれない。このように株主と取締役との間に情報の非対称性が存在する、いわゆるプリンシパル・エージェント問題について、株主の最終的な権限行使の手段である株主総会制度が、これを解決する仕組みの1つであることを指摘した。わが国の企業買収取引について、取締役による買収条件の交渉および判断のプロセスと、取締役の交渉によって形成された買収条件を受け入れるか否かに関する株主による最終的な判断のプロセスという、役割の異なる二段階の判断プロセスが採用されており、この株主の最終的な判断プロセスは株主総会制度において行われる。このモデルが示唆するところに従えば、株主総会があるときにはアドバイザーが正直なアドバイスを常に行う可能性が残されているのに対し、株主総会がなければその可能性はもはや存在しなくなる。取締役はもちろんのこと、株主総会によって直接的には影響を受けていないはずのアドバイザーも、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非常にユニークな分析結果を得ることができた。

さらに第9章では、株主の最終的な権限行使手段の1つである、株式買取請求制度と差止制度が、裁判所による株式買取価格算定に不確実性が存在することを前提として、その制度比較を簡単なモデルを設定して行った。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ことが分かった。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するものであった。

10.2 経営学分野への応用

本稿は、企業買収の場面を対象として、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て議論を行ってきた。しかし、実際に企業買収を分析の対象とする

視点には、経営という行為の実践理論としての視点も存在する。特に、企業を特徴づける経営管理上のメカニズムの本質は意思決定であり、この意思決定および意思決定の体系としての「組織」などの概念を用いて、取締役と株主のコーポレート・ガバナンスや、経営管理システムなどを分析対象とする、経営に関する他の学問領域との関係は意識せざるを得ない。そして同時に、経営という行為を行う「組織」と「個人」に対して、実学として実践に資する知識と考え方を提供しなければならない。

そもそも企業買収は、通常の設定投資や研究開発などの資本支出プロジェクトと比較すると、その支出規模も平均して大きく、さらに、企業買収実行の事前・事後の経営管理（マネジメント）についても多大のコストを要するものである。企業買収は、企業の売上高、総資産額、従業員数をはじめ、規模的指標を瞬時に増大させる効果という点に関して言えば、経営学の側面において、他に比類なき意思決定の一つであることに異存はないであろう。さらに、わが国では、1990年代後半以降、その事例の増加に伴い、企業買収が、組織の意思決定上で重要な地位を占めてきている。これを踏まえ、本稿では、取締役および株主の意思決定問題の側面により大きな力点をおいて議論を行ってきた。すなわち、企業買収に関する最終的な判断、すなわち、戦略的意思決定をいかに合理的に下していくかとの視点である。この点に関して、本稿第4章から第7章にかけて、取締役の合理的な交渉プロセスを考察してきた。さらに、第8章および第9章では、株主の企業買収に関する最終的な意思決定について分析を行った。

企業買収の取引プロセス、すなわち、交渉相手のいる市場での意思決定問題は、通常市場取引とは異なり、相対取引での「組織・個人を相手にした経営行為」であるため、ゲーム理論に基づく分析がよくあてはまる場合が多く、本稿でも、企業買収の経営上の重大な意思決定に、ゲーム理論を組み合わせ、企業買収という経営行為の分析に応用している。経営学分野へゲーム理論の応用にあたっては、企業買収の意思決定分析を組み合わせること、不確実性と利得の構造が明らかになり、説得力を増す場合が少なくないが、わが国においてこれを取り入れたものはまだ数少ない。しかし、ゲーム理論を取り入れた分析に対しては、主にモデル設定における数理的な厳密性と過度な抽象化から、現実の経営という行為の実践理論としての視点から、批判が寄せられることがある。しかし、本稿の結論を利用することで、経営上の重大な意思決定行為に、具体的な値を持った判断基準を取り入れることができ、より合理的で、説得力の高い判断に資することができる。

こうした動機から、本稿においては、数理モデルの利用を必要最小限かつ可能な限り平易なものにとどめ、取り上げた数式については、展開やその意味を細かく記すよう努めた。しかし、数式は、現実世界での問題があってはじめて意味を持つものである。それぞれの記号は、単なる無味乾燥な確率変数やパラメータではなく、貴重な経営資源の量であったり、経営者たちの汗と努力を示すものであったりすることを頭に止めておく必要がある。

本稿で適用したアプローチは、優れた経営者の戦略的な意思決定プロセスを定量化し、

共有しうる知的財産とするための経営管理上のひとつの実践的なメルクマールになるものと考えているが、本稿の結論は、それ単体で考えるよりも、経営学の他の分野と組み合わせることで企業のあり方を分析するアプローチのほうが、より大きな果実を得ることにつながるであろう。

10.3 残された課題

本稿の検討は、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を起点に、企業買収のプロセスに関する問題の一部を取り扱ったものに過ぎず、今後に残された課題が存在することは否定できない。本稿を終えるにあたって、残された課題の中でも特に重要であると考えられるものについて、その内容を明らかにしておきたい。

第一に、本稿は、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ことを通じて、買収対象会社の取締役に対する規律づけを実現していくことを提案しているが、株主が判断権限を行使する機会を確保するという観点からの議論は行っているが、株主が判断権限を行使する際の権限行使の質を向上させるという観点からの議論は行っていない。株主の権限行使に関しては、本稿でも指摘した株主の集合行為問題による限界が指摘されていることに加えて、最近では、株主としての経済的な持分を超える議決権の行使(empty voting)や、経済的な持分は有するものの、法律上の議決権を伴わない（ただし事実上の議決権は伴うことが多い）ために開示規制を免れる行為(hidden ownership)によって、伝統的な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、その機能が損なわれ始めていると指摘されている。さらに、わが国の会社の株式保有構造の重要な特徴の1つである株式の持合いが、株主による判断権限の行使を、取締役の自己利益の追求を肯定する方向で歪めてしまうことにより、株主による判断権限の行使を通じた規律づけの仕組みの実効性を損なっている可能性もあるのかもしれない。もっとも、このような株主の権限行使に内在する問題に対する解決策を提示するためには、詳細かつ膨大な検討が新たに必要となることから、その重要性は認識しつつも、本稿では深く立ち入ることができなかった。今後の課題としたい。

第二に、企業買収の場面における情報開示制度を充実させることを通じて、買収対象会社の取締役に対する規律づけを実現することにより、企業買収プロセスの効率性を高める点は検討に値する。本稿では、わが国の現状において実効性を欠くものとなっている、企業買収の場面での特徴である二段階の判断枠組みに焦点をあてて議論を進めてきたため、情報開示制度に関する問題については十分に検討することができなかった。この問題に関しては、他日に期したい。

第三に、本稿は、企業買収の場面において、買収対象会社の取締役が意識的であれ無意識であれ自己利益を追求し、結果として株主の利益が害されることは適切ではないという

価値判断に基づき、取締役に対する規律づけを実現するための議論を展開している。もっとも、この点に関しては、自己利益の追求によって取締役が直接取得する利益と、自己利益の追求が可能であることによって生じる何らかの利益の合計が、取締役の自己利益の追求によって株主が直接に被る損失と、自己利益の追求が可能であることによって生じる何らかの損失の合計を上回るのであれば、企業買収の場面における買収対象会社の取締役の自己利益の追求は、むしろ社会全体の厚生を増大させることになるため、取締役の自己利益の追求を規制すべきではないという考え方も成り立ちうるところである。この問題は、究極的には、社会全体の厚生という観点から検討する場合に、どの程度の子取締役の自己利益の追求であれば、許容することがむしろ望ましいと評価できるかという問題に還元することができ、まさに実証研究に委ねられるべき領域の問題であると考えられる。そして、この問題に関して、本稿は、十分な実証研究を伴わない現段階では確信はないまでも、本稿が提案する取締役に対する規律づけの内容程度であれば、社会全体の厚生という観点からも支持することができるのではないかと考えているが、この問題についての詳細な検討は、今後の研究課題として取り組んでいきたい。

10.4 最後に

以上みてきたように、本稿が積み残した課題は少なくないが、企業買収が継続的に増加する傾向にある今日において、本稿が、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の進展に、少しでも貢献することができれば幸いである。

参考文献

- Abreu, Dilip and Faruk Gul (2000), "Bargaining and Reputation," *Econometrica*, 68, pp.85-117.
- Abreu, Dilip and Rajiv Sethi (2003), "Evolutionary Stability in a Reputational Model of Bargaining," *Games and Economic Behavior*, 44, pp.195-216.
- Admati, Anat R. and Motty Perry (1987), "Strategic Delay in Bargaining," *Review of Economics Studies*, 54, pp.345-364.
- Aghion, P. and J. Tirole (1994), "The Management of Innovation," *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp.1185-1209.
- Aghion, P. and J. Tirole (1997), "Formal and Real Authority in Organization," *Journal of Political Economy*, 105, pp.11-29.
- Aghion, P. and P. Bolton (1992), "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting," *Review of Economic Studies*, 59, pp.473-494.
- Anderlini, L. and L. Felli (2001), "Costly Bargaining and Renegotiation," *Econometrica*, 69, pp. 377-441.
- Akerlof, George Arthur (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), pp. 488-500.
- Amihud, Yakov (2002), "Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects," *Journal of Financial Markets*, 5, pp.31- 56.
- Arrow, Kenneth Joseph (1963), "Uncertainty and the welfare economics of medical care," *American Economic Review*, 58, pp. 941-973.
- Avery, C. and Zemsky, P. (1998), "Multi-Dimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets," *American Economic Review*, 88 (4), pp. 724-748.
- Bainbridge, Stephen M. (2002), "Director primacy in Corporate Takeover: Preliminary Reflections," *Stanford Law Review*, Vol.55, pp.791-808.
- Barro, R. J. (1973), "The Control of Politicians: An Economic Model," *Public Choice*, 14, pp.19-42.
- Banerjee, A. V. (1992), "A Simple Model of Herd Behavior," *Quarterly Journal of Economics*, 107, pp.797-817.
- Binmore, K, A. Rubinstein and A. Wolinsky (1986), "The Nash Bargaining Solution in Economic Modeling," *Rand Journal of Economics*, 17, pp.176-188.
- Binmore, K. G., A. Shaked and J. Sutton (1989), "An Outside Option Experiment," *Quarterly Journal of Economics*, 104, pp.752-770.
- Bikhchadani, S., Hirshleifer, D. and Welch, I. (1992), "A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades," *Journal of Political Economy*, 100, pp. 992-1026.
- Bikhchadani, S., Hirshleifer, D. and Welch, I.(1998), "Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades," *Journal of Economic Perspectives*, 12:3, Summer 1998, pp. 151-170. (An

overview and classification of work on herding and informational cascades.)

- Calvo-Armengol, A. (1999), "A Note on Three-Player Noncooperative Bargaining with Restricted Pairwise Meetings," *Economic Letters*, 65, pp.47-54.
- Chae, S. and J. A. Yang (1994), "An N-Person Pure Bargaining Game," *Journal of Economic Theory*, 62, pp.86-102.
- Coase, R. H. (1960), "The Problem of Social Cost," *Journal of Law and Economics*, 3, pp.1-44.
- Coate, S., and Morris, S. (1995), "On the Form of Transfers to Special Interests," *The Journal of Political Economy*, 103(6), pp.1210-1235.
- Crawford, V. P. (1982), "A Theory of Disagreement in Bargaining," *Econometrica*, 50, pp.607-637.
- Crawford, V. P., and Sobel, J. (1982), "Strategic Information Transmission," *Econometrica*, 50, pp.1431-1451.
- Di Maggio, M. (2009), Accountability and Cheap Talk, minseo.
- Ellingsen, Tore and Topi Miettinen (2008), "Commitment and Conflict in Bilateral Bargaining," *American Economic Review*, 98, pp.1629-35.
- Fama, E. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, pp. 383-417.
- Farrell, J. and G. Saloner (1985), "Standardization, Compatibility, and Innovation," *Rand Journal of Economics*, 16(1), pp.70-83.
- Farrell, J. and G. Saloner (1986), "Installed Base and Compatibility: Innovation, Product Preannouncements, and Predation," *American Economic Review*, 76(5), pp.940-955.
- Ferejohn, J. (1986), "Incumbent Performance and Electoral Control," *Public Choice*, 50, pp.5-25.
- Frisell, L., and Lagerlof, J. N. M. (2007), "A Model of Reputation in Cheap Talk," *Scandinavian Journal of Economics*, 109(1), pp.49-70.
- Edlin, A. S. and S. Reichelstein (1996), "Holdups, Standard Breach Remedies, and Optimal Investment," *American Economic Review*, 86, pp.478-501.
- Fee, Edward and Charles Hadloc (2003), "Raids, Rewards, and Reputations in the Market for Managerial Talent," *Review of Financial Study*, 1315, pp.1326-1336.
- Fershtman, C. (1990), "The Importance of the Agenda in Bargaining," *Games and Economic Behavior*, 2, pp.224-238.
- Furdenberg, D. and E. Maskin (1986), "The Folk Theorem in Repeated Games with Discounting or Incomplete Information", *Econometrica*, 54, pp.533-554.
- Furdenberg, D. and J. Tilore, (1991), *Game Theory*, The MIT Press, Cambridge.
- Fudenberg, D. and J. Tirole (1986), "A Theory of Exit in Duopoly," *Econometrica*, 54, pp.943-960.
- Gale, D. M. and Kariv, S. (2007), "Financial Networks," *American Economic Review*, 97(2), pp. 99-103.
- Gibbons, R. (1992), *Game theory for Applied Economists*, Princeton University Press.
- Gilson, j. Ronald and Kraakman Reinier (1990), "What Triggers Revlon?," *Wake Forest Law Review*, 37, pp.37-54.
- Gordon, Mark. (2002), "Takeover Defence Work: Is That Such a Bad Thing?," *Stanford Law Review*, 55, pp.823-825.

- Grossman, S. and O. Hart (1986), "The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 94, pp.691-719.
- Grossman, S. and Stiglitz, J. (1976), "Information and Competitive Price Systems," *American Economic Review*, 66, pp.246-253.
- Grossman, S. and Stiglitz, J. (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets," *American Economic Review*, 70 (3), pp.393-408.
- Hou, K. and Moskowitz, T. J. (2005), "Market frictions, price delay, and the cross-section of expected returns," *Review of Financial Studies*, 18, pp.981-1020.
- IOSCO (2007), *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.
- John McMillan (1996), *Games, Strategies and Managers: : How Managers Can Use Game Theory to Make Better Business Decisions*, Oxford University Press. 邦訳: ジョン・マクミラン (伊藤秀史・林田修訳) 『経営戦略のゲーム理論 - 交渉・契約・入札の戦略分析』有斐閣, 1995.
- Kraakman, Reinier Edward Rock, Paul Davies, Hideki Kanda (1983), "Fundamental Change", *The Anatomy of Corporate Law*, pp.184-185.
- Kalai, E. (1977), "Proportional Solutions to Bargaining Situations: Interpersonal Utility Comparisons," *Econometrica*, 45, pp.1623-1630.
- Kalai, E. and M. Smorodinsky (1975), "Other Solution to Nash's Bargaining Problem," *Econometrica*, 43, pp.513-518.
- Katz, M. L. and C. Shapiro (1985), "Network Externalities, Competition, and Compatibility," *American Economic Review*, 75(3), pp.424-440.
- Katz, M. L. and C. Shapiro (1986a), "Product Compatibility Choice in a Market with Technological Progress," *Oxford Economic Papers*, 38, pp.146-165.
- Katz, M. L. and C. Shapiro (1986b), "Technology Adoption in the Presence of Network Externality," *Journal of Political Economy*, 94(4), pp.822-841.
- Katz, M. L. and C. Shapiro (1992), "Product Introduction with Network Externalities," *Journal of Industrial Economics*, 40, pp.55-83.
- Katz, M. L. and C. Shapiro (1994), "Systems Competition and Network Effects," *Journal of Economic Perspectives*, 8(2), pp.93-115.
- Kennan, John and Robert Wilson (1989), "Strategic Bargaining Models and Interpretation of Strike Data," *Journal of Applied Econometrics*, 4 Supplement, pp.87-130.
- Kyle, A. (1985), "Continuous auctions and insider trading," *Econometrica*, 53, pp.1315-1335.
- Laffont, J. J.(1989), *The Economics of Uncertainty and Information*, MIT Press.
- Lee, I-H.(1998), "Market Crashes and Informational Avalanches," *Review of Economic Studies*, 65, pp.395-411.
- Lee, I-H.(1993), "On the Convergence of Informational Cascades," *Journal of Economic Theory*, 61(2),

pp. 395-411

- Leland, H. and Pyle, D. (1977), "Information asymmetries, financial structure and financial intermediation," *Journal of Finance*, 32, pp.371-387.
- Maskin, E., and Tirole, J. (2004) , "The Politician and the Judge: Accountability in Government," *American Economic Review*, 94(41), pp.1034-1054.
- Maynard Smith, John (1974), "The Theory of Games and the Evolution of Animal Conflicts," *Journal of Theoretical Biology*, 47, pp.209-221.
- Mas-Colell, A. Whinston, M. D. and Green, J. R. (1995), *Microeconomic Theory*, Oxford University Press.
- Milgrom, P. and Roberts, J. (1992), *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall.
- Morris, S. (2001), "Political Correctness," *Journal of Political Economy*, 109(2), pp.231-265.
- Myerson, Roger (1991), "The Role of Elections in a Cheap-Talk Model of Advice," *Game Theory: Analysis of Conflict*, Cambridge, Harvard University Press.
- Niskanen, W. A. (1968), "The Peculiar Economics of Bureaucracy," *The American Economic Review*, 58(2), pp.293-305.
- Ordover, Janusz A. and Ariel Rubinstein (1986), "A Sequential Concession Game with Asymmetric Information," *The Quarterly Journal of Economics*, 101, pp.879-888.
- Ottaviani, M. and Sorensen, P. N. (2006a), "Professional Advice," *The Journal of Economic Theory*, 126(1), pp.120-142.
- Ottaviani, M. and Sorensen, P. N. (2006b), "Reputational Cheap Talk," *RAND Journal of Economics*, 37(1), pp.155-175.
- Ponsati, Clara and Jozsef Sakovics (1995), "The war of attrition with incomplete information", *Mathematical Social Sciences*, 29, pp.239-254.
- Rafael la Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, 57(147), pp.147-169.
- Ramseyer, J. M., and Rosenbluth F. M. (1993), *Japan's Political Marketplace*, Harvard University Press.
- Rubinstein, Ariel (1982), "Perfect Equilibrium in a Bargaining Model," *Econometrica*, 50, pp.97-110.
- Rock, K. (1986), "Why new issues are underpriced," *Journal of Financial Economics*, 15, pp.187-212.
- Sahlman, W.A. (1988), "Aspects of Financial Contracting in Venture Capital," *Journal of Applied Corporate Finance* 1, pp.23-36.
- Sautter, Christina M. (2008), "Shopping During Extended Store Hours: From No Shops to Go-Shops-The Development, Effectiveness, and Implications of Go-Shop Provisions in Change of Control Transactions," *Brooklyn Law Review*, 73, pp.525-577.
- Shavell, Steven (2004), *Foundations of Economic Analysis of Law*. The Belknap Press of Harvard University Press.
邦訳：ステイーブン・シャベル（田中亘・飯田高訳）『法と経済学』日本経済新聞出版社，2010。
- Spence, M., (1973), "Job Market Signaling," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.87, No.3, pp.355-374.

- Subramanian, Guhan. (2003), "Bargaining in the Shadow of Takeover Defences," *Yale Law Journal*, 621, pp.113-132.
- Wrasai, P. and Swank, O. H. (2007), "Policy makers, advisers, and reputation," *Journal of Economic Behavior & Organization*, 62, pp.579-590.

- 青木茂男(2011),「裁判例における株式評価の実態」『茨城キリスト教大学紀要. II, 社会・自然科学』
第 45 号, 茨城キリスト教大学, pp.199-210.
- 飯田秀総(2013),『株主買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』商事法務.
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳(2008),『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社.
- 石井耕(1996),『現代日本企業の経営者 - 内部昇進の経済学』文眞堂.
- 石綿学(2008),「企業買収実務研究会報告:取引保護条項の法的枠組みの検討(上)」『金融・商事判例』,
1304 号, 経済法令研究会, pp.2-13.
- 伊藤秀史(2003),『契約の経済理論』有斐閣.
- 岩原伸作(2010),「金融機関と利益相反:総括と我が国における方向性」金融法務研究会編『金融機関に
おける利益相反の類型と対応のあり方』日本銀行協会金融法務研究会事務局, pp.88-102.
- 上枝正幸(2009),「情報の価値・情報入手行動に関する一考察ー理論および実験研究」『追手門経済・経営
研究』, No.16, pp.45-118.
- 内田光俊・竹田絵美(2010),「フェアネス・オピニオンをめぐる諸問題」『商事法務』, 1901 号, pp.14-23.
- 小佐野広・伊藤秀史編著(2003),『インセンティブ設計の経済学-契約理論の応用分析-』勁草書房.
- 井上光太郎・加藤英明(2006),『M&A と株価』東洋経済新報社.
- 小澤太郎・グレーヴァ香子・中村慎助(2008),『理論経済学の復権』慶應義塾大学出版会.
- 大日方隆(2013),『利益率の持続性と平均回帰』中央経済社.
- 江頭憲治郎(1995),『結合企業法の立法と解釈』有斐閣.
- 江頭憲治郎編(2010),『会社法コンメンタール (16)』商事法務.
- 江頭憲治郎(2011),『株式会社法〔第 4 版〕』有斐閣.
- 江頭憲治郎・三苫裕(2006),『上級商法〈M&A 編〉(第 3 版)』商事法務.
- 大杉謙一(2004),「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」小塚荘一郎・高橋美加編『商事法へ
の提言』商事法務, pp.498-522.
- 太田洋(2008),「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」『商事法務』, 1848 号, pp.4-16.
- 太田洋(2011),「サイバードホールディングス事件東京高裁決定の検討」『商事法務』, 1921 号, pp.35-47.
- 岡田章(1996),『ゲーム理論』中央経済社.
- 奥野正寛編著(2008),『ミクロ経済学』東京大学出版会.
- 笠原武朗(2006),「少数株主の締め出し」森淳二郎・上村達男編『会社法における主要論点の評価』中央経
済社, pp.205-221.
- 神谷光弘・熊木明(2011),「利益相反および忠実義務の再検証」『商事法務』, 1944 号, pp.45-55.
- 神作裕行(2009),「改正金商法における利益相反管理体制」『ジュリスト』, 1390 号, pp.62-70.
- 川口恭寛(2010),『現代の金融機関と法[第 3 版]』中央経済社.
- 神田秀樹(1998),「忠実義務の周辺」『商事法の展望』, 商事法務, pp.357-492
- 神田秀樹(2001)「いわゆる受託者責任についてー金融サービス法への構想」『フィナンシャル・レビュー』
56 号, pp.98-110.

- 北川徹(2010), 「MBOにおける価格決定申立事件再考(下)-サイバードホールディングス事件東京地裁決定を手掛かりに」『商事法務』,1890号, pp.4-17.
- 金融機関のグループ化に関する法律問題研究会(2005), 「金融機関のグループ化に関する法律問題」『金融研究』, 第24巻法律特集号, pp.1-206.
- 金融取引におけるフィデューシャリーに関する法律問題研究会(2010), 「金融取引の展開と信託の諸相」『金融研究』第29巻4号, pp.179-263.
- グレーヴァ香子(2011), 『非協力ゲーム理論』知泉書館.
- 経済産業省(2007), 『企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する報告書』, 企業価値研究会.
- KPMG FAS(2006), 『戦略的デューデリジェンスの実務-M&Aによる成長を実現する』中央経済社.
- 齊藤真紀(2012), 「キャッシュ・アウト」『ジュリスト』, 1439号, pp.51-57.
- 櫻井通晴(2011), 『コーポレート・レピュテーションの測定と管理』同文館出版.
- 佐山展生(2005), 「M&Aアドバイザーの利益相反問題」『NBL』, No.800, pp.99-100.
- 宍戸善一編(2011), 『企業法改革の論理』日本経済新聞出版社.
- 柴田和史(2004), 「現金交付合併と正当な営業上の目的の法理に関する一試論」柴田和史・野田博編『会社法の現代的課題』法政大学出版局, pp8-29.
- 首藤恵編著(2011), 『金融サービスのイノベーションと倫理』中央経済社.
- 高橋由香里(2011), 「フェアネス・オピニオン取得の決定要因と開示効果」『一橋商学論叢』第6巻第2号, pp.38-51.
- 武井一浩(2009), 「M&A実務における事業譲渡契約」落合誠一編『会社法コンメンタール』商事法務, pp.143-168
- 武井一浩・太田洋・中山龍太郎編(2004), 『企業買収防衛戦略』商事法務.
- 武井一浩・中山龍太郎編(2006), 『企業買収防衛戦略』商事法務.
- デロイトトーマツ FAS(2006), 『M&A ファイナンシャルデューデリジェンスの実務』清文社.
- 徳本穰(2000), 『敵対的企業買収の法理論』九州大学出版会.
- 中東正文(2008), 『企業結合法制の理論』信山社.
- 長島・大野・常松法律事務所(2013), 『公開買付けの理論と実務(第2版)』商事法務.
- 日本公認会計士協会(2010), 『企業価値評価ガイドライン(増補版)』清文社.
- 宮島英昭編著(2007), 『日本のM&A』東洋経済新聞社.
- 三輪芳朗編(1998), 『会社法の経済学』東京大学出版会.
- 村松司叙編著(2001), 『企業価値の理論と技法』中央経済社.
- 花村信也(2012), 「会計情報の開示と投資家の反応-マーケットマイクロストラクチャーによる分析」『産業経営』Vol.49, 早稲田大学産業経営研究所, pp.3-17.
- 服部暢達(2008), 『実践M&Aハンドブック』日経BP社.
- 藤原総一郎編(2010), 『M&Aの契約実務』中央経済社.

- 古瀬公博(2011),『贈与と売買の混在する交換-中小企業 M&A における経営者の葛藤とその解消プロセス-』
白桃書房.
- 堀本善雄・梅澤拓(2009),「ファイアーウォール規制の緩和と利益相反管理体制の構築」『金融法務事情』
1860号, pp.35-57.
- 森信静治・川口義信・湊雄二(2005),『M&A の戦略と法務—成功する事業拡大—再編の新技术 (新版)』
日本経済新聞出版社.
- 森下哲朗(2007),「M&A 取引における投資銀行の責任」黒招悦郎＝藤田友敬編・江頭憲治郎先生還暦記念
『企業法の理論 (下)』, pp.133-185.
- 森下哲朗(2010),「金融機関における利益相反の動向とその考察」『ファイナンシャル・コンプライアンス』
第40巻12号, pp.58-72.
- 森下哲朗(2011),「金融取引と利益相反についての基本的視座—M&A・証券引受業務を主たる題材に—」
『金融法務事情』1927号, pp.52-60.
- 山本達司(2002),『企業戦略評価の理論と会計情報』中央経済社.
- 山本哲三(1997),『M&A の経済理論』中央経済社.
- 利益相反研究会編(2009),『金融取引における利益相反[総論編]』別冊 NBL, 125号.
- 利益相反研究会編(2009),『金融取引における利益相反[各論編]』別冊 NBL, 129号.
- レブランケン・ウィーラーブライアン, 茂木心(2012),「フェアネス・オピニオンと算定書: 米国的観点か
らみた日本の慣行」『商事法務』, 1957号, pp.38-48.
- 若杉明編著(1989),『M&A の財務・会計戦略』ビジネス教育出版社.
- 渡辺章博(2004),『M&A のグローバル実務—プロセス重視の企業買収・売却の進め方 (新版)』中央経済社.
- 渡邊雅之(2009),『利益相反管理体制の構築と実務』商事法務.