



法と経済学研究

Law and Economics Review

May 2007

3 卷 3 号

法と経済学会

Japan Law and Economics Association

目 次

◆ 法と経済学会・第4回全国大会講演報告

□特別講演	1
『The Industrial Organization of the Japanese Bar （産業組織としての日本の弁護士会）』 （co-authored with Minoru Nakazato and Eric Rasmusen） J. Mark Ramseyer（ハーバード大学ロースクール教授）	
□パネルディスカッション	7
『敵対的買収に関する法学者と経済学者とのパネルディスカッション』 コーディネーター・報告 落合 誠一（東京大学大学院法学政治学研究科教授・本年度会長） パネリスト 藤田 友敬（東京大学大学院法学政治学研究科教授） 松村 敏弘（東京大学社会科学研究所助教授） 柳川 範之（東京大学大学院経済学研究科助教授）	

◆法と経済学会・第4回学術講演報告◆

□特別講演

『The Industrial Organization of the Japanese Bar
(産業組織としての日本の弁護士会)』
(co-authored with Minoru Nakazato and Eric Rasmusen)

日時：2006年7月23日(日) 13:30~14:45

場所：政策研究大学院大学

J. Mark Ramseyer (ハーバード大学ロースクール教授)

【太田】：午後のセッションを開催したいと思います。午後のセッションは特別講演は、「The Industrial Organization of the Japanese Bar、産業組織としての日本の弁護士会」ということで、ハーバード大学のマーク・ラムザイヤー教授にお話を伺います。今更皆さんにご紹介するまでもなく世界的に有名な先生ですが、一応ご下命ですので、ごくかいつまんでラムザイヤー先生のご経歴をご紹介したいと思います。ラムザイヤー先生は赤ちゃんの頃に日本にいらっしやいまして、18歳、高校を卒業するまで九州・宮崎にいらっしやいました。従いまして正真正銘のバイリンガルでいらっしやいます。今日も日本語でご講演をいただくことになっております。日本法を中心として、法と経済学的手法からさまざまな非常に独創的な研究を次々と発表されているということは、私がここでご紹介するまでもないことだと思います。今日は中里実先生と、エリック・ラスムセン先生とのご共著を、この産業組織としての日本の弁護士会というテーマで、きっと辛口の非常に面白いお話になると思いますので、ぜひご静聴願います。

【ラムザイヤー】：ありがとうございます。この学会に出るのは初めてですが、僕の研究について皆様のご指導をいただくことがとても有益ですので、招聘して下さった先生方に厚くお礼を言

いたいと思います。今日のお話は、エリック・ラスムセンというインディアナ州の経済学者と、東大の法学部の中里先生の共著の話です。これはどういふ話かという、弁護士会で誰が成功するか、誰が最も高い所得を得ているか。何によって決まるかといったテーマです。もしもこのプロジェクトが成功するならば、変わった点がどこにあるかという、一応長者番付、高所得納税者のデータと弁護士会の名簿をマッチしたところにあると思うのです。

ということですね、この研究を動機付けるには、三つぐらいの現象を挙げたいと思います。一つは司法試験が恐ろしく高い信頼の壁になっていることですね。もちろんご存じですが、合格率はごく最近までは1から3%ぐらい。たいていの人間は弁護士になろうと思っても絶対になれない。ということで、結局弁護士の数がものすごく少ないということに関しては、2004年には2万2,000人しかいなかったと。

しかし、それほど高い収入を得ていない。僕のデータを見ますと、ここでは40万ドルとありますが、4,000万ぐらいの所得を得ている弁護士は、弁護士の中の2%ぐらいしかいない。もちろん貧乏人ではないですが、これだけの信頼の壁があるのだったら、もっと高い所得を得ているはずではないかと思ったことです。

2004年に一番高い所得を得た弁護士は、納税

額が2億ちょっとです。ですから推定所得が6億から7億円ぐらいですね。もちろん、学者の目から見れば、これはまあいい方じゃないでしょうか。彼が一番高い金額を得た弁護士であるわけですね。1億円以上の所得を得た弁護士の数が40人か50人ぐらいしかいない。

それでは、問題点はどこにあるかという、一つは当たり前の話ですが、バイアスが出てくるのではないかと思います。これは所得が漏れているはずだと。誰に長者番付に名前を載せたくないし、だとすると少し工夫すれば、脱税しなくても載らないように出来る工夫があるわけです。それが一つの問題です。もっと基本的な問題は脱税です。特に小さい事務所、1人か2人の弁護士のところだと脱税が行われているはずですし、小さいところの方が脱税しやすいので、結局事務所間のバイアスがやっぱり出てくるのではないかという心配があります。

でも、特に弁護士会が10年ごとにアンケートをやっています。その所得に関するデータを比べるとあまり変わらないんです。アンケートでも弁護士はそれほど高い所得の人間ではないらしいのです。僕たちのデータは弁護士の住所がありますので、自宅の地域の地価と所得との相関を取ってみますと、0.19で統計的に有意ですので、結局高い金額の税金を納めている弁護士は、リッチなところに住んでいると。ある程度漏れているとしても、全く頼りないデータではないと思います。

では、この三つの現象を分けましたが、三つの問題点が出ると思います。一つは、なぜこんなに所得が低いのか。低いという間違いでしょうけど、なぜもっと高くないのか。そして、それほど高くないのだったら、なぜこんなに弁護士になるために猛烈な競争があるのか。なぜそんなに弁護士になりたいのか。それが二つ目。三番目は、じゃあ誰が最も高い所得を得ているのか。弁護士報酬の決定権がどこにあるのか。この三つについて話そうと思います。

しかし、この第1点、なぜ所得がこれ以上高く

ないのかは、割合と簡単で皆さんもご存じだろうと思いますが、簡単な答えがあると思います。これはですね、弁護士の大学、勉強している人間が日本では多いということですよ。ですから、税理士、行政書士、司法書士、いろいろな他の国では弁護士がやっている仕事を日本では他の人間がやっているということですから、弁護士が独占出来る分野が限られているのではないかと思います。しかし、それは今日のお話ではありません。

僕たちの仮説は、この第2のところに入りますが、仮説はなぜ弁護士になるための競争が強烈であるかの理由は、分岐された弁護士会であるからではないかということです。この図を見てください。下の方には何回司法試験に落ちたか。これは生年月日を使って簡単に推測出来ることです。それを今度はこちらの方にはパーセントを使って、いろいろな弁護士に関するデータを挙げたんですが、こちらは東大の出身者。こちらは中央ですよ。他の大学はこんな感じです。これを見ますとですね、東大の卒業生は1回、2回、3回、4回ぐらいは司法試験を受けますが、受からないとあきらめるんですね。4回やっても弁護士になりたい東大の卒業生がたくさんいますよね。一番苦しかった1%から2%ぐらいしか合格しなかった時期でも、東大の卒業生の合格率は8%ぐらいですね。ですから、4回やってもまだ弁護士になりたい人がいたはずなんです。

しかし他の学校を見ますと、5~6年、7、8、9年、ずっと毎年司法試験を受けている人間が大勢いるわけなんです。これはその差はなぜ起きるかという、僕たちの仮説は、これは機会費用の問題ではないかということなんです。一流大学、東大だけじゃないんですが、一流大学を卒業した人間には、簡単に上場会社のサラリーマンとして就職することが出来ますので、5~6年、7~8年も司法試験を受けるための機会費用がものすごく高い。だとすると、あきらめてサラリーマンになった方がましだということなんです。

しかし、二流三流の大学を出て、その二流三流の大学の中でも成績がそれほど良くなければ、上

場企業に就職しようと思っても、多分採ってくれるところはない。だとすると、機会費用がそれほど高くないわけなんですね。もちろん合格率も低いですが、結局エリートの卒業生とその他と考えれば、エリートの方が弁護士になるための機会費用が高い。だとすると、彼らは2~3回は受けませんが、それ以上は受けない。2~3回受けるためには、例えば学部内の時に1回2回受けて、それで落ちるとすると留年してもう一回やって。で、また受けたら、例えば修士課程のコースに入って、1年、1回、2回やってみますが、それ以上やっちゃうと、就職先がなくなるのではないかと思いますので、結局あきらめることがこの数字に表れているのだと思います。

ということで、弁護士会で見ますと、分岐された弁護士会と私が言った意味はですね、エリートの弁護士とその他の弁護士があつて、異なった職種と考えてもいいのではないかなと思うんですね。ですから、最も才能のある弁護士は、1回か2回、3回受けて、受かったら弁護士になる。で、やっぱり落ちてしまうと、今度は上場会社に就職する。その他の弁護士は、ずっと7~8年合格しようとしているわけなんですね。

で、それが弁護士会の分岐。しかし、市場も分岐されているんです。どうやって分岐されているかということ、東京とその他なんですね。東京に住んでいる弁護士の数を見ますと、1万人ぐらいで半分です。ですから、人口1人あたりの弁護士の数を見ますと、東京はフランス以上の弁護士がいるんですね。結局競争的な市場なんです。しかし、2万人の半分が東京に住んでいますから、地方に行くと弁護士がいないんですね。ですから、独占ベントはそこだったら得ることが出来るわけです。しかし、だとすると地方の方が有利になりますが、東京はプロフェッショナルな家族にとってはいろいろな魅力がありますから、結局プロフェッショナルなファミリーは、出来れば東京に住みたいというアメニティバリューが東京にあるわけですね。

ということで東京にいるけれども、才能のある

弁護士は、東京で働く方が有利になる。これはなぜかということ、一応情報会社の本社が東京にありますので、最もハイクラスな事件、財産的に重要な事件は東京の弁護士に回ってくるわけです。そういう財産的に重要な事件ならば、最もいい弁護士を雇いたいと顧客は考えますし、最も出来る弁護士を雇うためには、高い報酬を払ってくれるわけなんですね。有能な弁護士がその才能にふさわしい所得を得るためには、東京で働くことが重要になるんです。ですから、有能な弁護士だと東京の方がもうかるけれども、それほどの才能がないような弁護士だと、東京は競争的な市場です。東京を避けて地方に行った方がまだというのが今日のお話です。

データに入ります。一応ランダムなサンプルで、1,120人。これは弁護士会の名簿を使いました。その中の2%が高所得納税者の名簿、長者番付に現れたということです。HITはハイ・インカム・タックスですよ。こちらを見ますと、一応ハイ・インカム・タックスの数は404人。弁護士の数が2万2,000人だとすると、結局やっぱり同じく2%が高所得納税者ということになります。一番高い納税金額が、この2億2,716万円。

ここではっきり現れることがいろいろありますが、一つは、有能な弁護士が高い収入を得ている、これは当たり前ですが。例えばアメリカを見ますと、司法試験に落ちた平均回数が4.9。大体5回です。高所得の弁護士は5回落ちているけど、ランダムサンプルの方は6.5。だから落ちていないんですね。3回以上落ちたパーセントを見ますと、高所得納税者の方が55%、しかしランダムのサンプルだと4分の3。

東大出身者を見ますと、高所得納税者の中では3割。ランダムサンプルの方では半分、15%しかない。有能な弁護士が高い所得を得ているということになりますが、こちらの方も面白いと思うんです。

それは、今度は弁護士を東京・大阪、他の大都会、そして地方に分けて見ますと、東大卒業生は一応東京に、地方に比べれば2倍ぐらい東京にい

るわけです。平均司法試験に落ちた回数を見ても、東京の方が低いですよ。6回、地方では7.5回。しかし、弁護士の中に何%が高所得納税者の名簿に入っているかという、東京は1%、地方に行けば5%になるわけなんです。ですから、平均的にはそちらの方がもうかっているということになっちゃうんです。

では、同じ話を今度は式を使ってみますと、今度は弁護士所得の決定要因の話ですが、回帰変数。こちらの説明変数を見ますと、最も簡単なのは、これはトーベットですよ。というのは、1,000万円以上の納税額の金額を支払っている弁護士に関しては納税額のデータがあるけれども、1,000万円より低い金額を支払っている弁護士のデータがありませんので、ということでトーベットを使っているわけです。

これを見ますと、マイナスで有意というのは、司法試験に落ちた回数が高ければ、所得は低いということです。

東大を卒業しているかという、これもやっぱり統計的に有意であって、プラスですよ。ですから、東大を卒業している人が、他の弁護士よりも高い収入を得ていると。

これは経験年数で、何の影響もない。これはちょっとびっくりしましたが、どの手法を使っても同じ結果になります。セックスは男性だと1ですから、結局男性の方が女性よりも高い収入を得ているという、びっくりしないようなものです。

地理的な面を見ますと、ここでは一応弁護士が大阪で働いているか、他の大都会、そして地方、除外した変数が東京。ですから、東京の弁護士に比べて、高い収入、低い収入を得ているかということですが。これを見ますと、地方の方がやっぱり統計的に有意で、圧倒的に高い所得を得ているという結果が出るわけなんです。ですから地方の方がもうかるということです。

しかし、ここで問題になるのは、弁護士がどこで働くかを決める時には、期待出来る所得を考えて、その場所を決めます。トーベットを使って同じことをやってみますと、今度は、大阪・都会・

地方の変数を、出身地を使ってリストメントしたんです。で、こうすると今度は、こちらの5行目でして、今度は計数値です。重要な点は、やっぱり地方が東京に比べれば高い、地方の弁護士が高い収入を得ているということなんです。

では、一応最も有能な弁護士が東京で働くことを選択すると言いましたが、それがここに現れるかという、ここなんです。こちらは東大卒業生であるところに、東京で働いているというのを掛けたわけです。ですから、こちらを見ますと、地方でも司法試験を数回落ちたということは有意にはなりません。やっぱりマイナスで、統計的に有意であるけれども、東京で働いていると更に有意になるんです。こちらの方もマイナスですし、こちらにも更にマイナスであって、統計的に有意なんですね。2~3回ですぐに受かったならば、それは地方に行っても有利ですけど、東京で働こうとすれば更に有意ということなんですね。

しかし、東大を出たことが有意だということ、これは地方では全く役に立たないんです。これはゼロに近いんですね。しかし、東京だとやっぱり圧倒的に有意になるということです。

こちらの方は、やっぱり東京で働くということが有意ですので、三つ目のトーベットを使って出身地を使ってこの東京をインストメントしたもので、やっぱり大体同じ結果が出るということです。

では、実際に有能な弁護士が東京を選んでいるかという、こちらを見てください。今度は、弁護士をエリートとその他に分けたんです。エリートの弁護士は東大を卒業して、1回、2回、3回目に司法試験を受けて受かった。で、分けてみますと、エリートとその他だと、東京で働くことは有利なんですね。その他だと東京で働くことは不利益になっている。エリートだと東京で働く方が高い所得を得ることになるけど、その他は逆です。

じゃあどこを選んでいるかという、今度は、こちらを見てください。東京で働いていれば1。他のところで働いているんだったらゼロ。今度はこれを見ますと、一応落ちた回数が低ければ東京

で働いているし、東大を卒業していれば東京で働いているということです。もちろん他の東京の大学を出たって、東京を選んでいますが、東大の卒業生の方が高いわけですね。他の東京の大学、中央や早稲田・慶應よりも、東大の学生の方が東京を選んでいるわけですね。

今度は東京以外の場所では、所得は何によって決まるか。やっぱり東京と同じく、落ちた回数が高ければ所得は低い。東大を出たということは、全く影響がないし、もしも影響があるとすると不利益。マイナス。ずっとマイナスですね。ここはゼロか。ずっとマイナスで、1.5、1.6 というのは、統計的に有意じゃないけど、まあ 10%に近いという感じですね。そして、経験年数は全く影響がない。男性は女性よりも高い収入を得ている。

こっちは、この各弁護士が働いている県に、他の弁護士は何人いるか。その県に、個別の家族に対して魅力があるような現象をインストメントしようとしたんですが、何を使ったかという、例えば美術館、コンサート、学校についていくか。そして、その県に大学卒の人間がどれほどいるか。弁護士の数が多ければ、弁護士の所得が少ないという割合と簡単な当たり前の結果が出ます。まあ出ますけど、必ずしもフロバストじゃないですけど。

他に弁護士の所得は何によって決まるかというと、これはその県のタックスインカム。ですから、県民所得ですね。プラスですし、プラスです。というのは、割合と恵まれた環境で働いている弁護士は割合と高い所得を得ているということです。これもですね、必ずしもフロバストではないんじゃないかと思います。ですから、破産事件は弁護士のお金になるということです。

これは病院の数。大体これは交通事故の影響だと思いますが、病院の数はプラスで有意。ですから、交通事故は弁護士の仕事になっているということです。これはアメリカでもそうですが、刑事事件はお金にならないんです。ですから、出来る弁護士はやっていません。

あと、その県が景気・不景気であるかですが、こちらの方はですね、統計的には有意な結果が出ません。これもちょっとびっくりしたんですが、今、中小企業は景気でも不景気でも、大体弁護士を使わないと思います。で、上場会社は使いますが、上場会社はたいてい東京が本社ですので、東京の弁護士を使っているわけなんですね。ですから、その県が景気・不景気であっても、その県の弁護士には何の影響もないらしいです。

ということで、例えば、この高所得納税者のデータは、一応 CD-ROM をものすごく使う。でも、CD-ROM を買うと 200 万円近くの価格が付いているんですね。だから、1年しか買いませんでした。ハーバードはリッチな大学ですが、それほどでもない。でもですね、一応 2004 年に出ている納税者に関しては、2003 年のデータが表れています。2003 年のデータは、大体似たような結果が出ると。

で、こちらでは期待値変数が単にダミー変数で、長者番付に出たか出なかったか。今度はトーベットをやるとやっぱり大体同じ結果。こちらの方は一応 2004 年のデータ、過去何回現れたかということも出るわけなんですね。ですから、この回数が高ければ、毎年もうけているということなんですね。これをですね、このパソコンを使ってやってみると同じことが出るという簡単な話です。

しかしですね、アメリカで発表する時に、施設の話などをすると参加者が必ず寝てしまうんですね。でも、一応参加者が寝てしまうとして、自分の大学のランキングの話をする、すぐにみんな起きるんです。

さて、大学別に見るとですね、これはランダムサンプルで何が現れるか。これを見ますと、一番多いのが中央。東大がその次。そして早稲田・京都・慶應という感じですね。こちらは公立。関西は間違いです。これは私立にあるべきですね。長者番付に現れた人数を見ますと、一番高いのが東大。次が中央。そして少し落ちて早稲田・京大という感じでしょうか。

ということで、今度はもう数回紹介しました、

トーベットの解析を使って、期待値変数を、納税額の6を使って、東京で働いているか、そして落ちた回数、そして経験年数を説明変数として使って、更に大学を入れた結果なんですね。で、除外した大学は同志社。ですから、同志社の卒業生に比べれば、どれほどの所得を得ているか。今度はこれを見ますと、一番高いのが神戸。神戸・東大、そして福大という感じですね。で、少し落ちて名古屋・九州・早稲田・慶應・日大という感じです。

というのが今日の私のお話です。結論からいうと、問題は弁護士の所得がそれほど高くもないのに、なぜあまりにも強烈的な競争が行われているのか。弁護士になるために、なぜそんなに何回も何回も司法試験を受けているのか。この説明は、僕たちの仮説によれば、弁護士会は分岐された弁護士会であって、最もエリートの弁護士と、並みの弁護士とがあって、エリートな弁護士はどういう点でエリートかということ、才能があるし、機会費用が高い弁護士。ですから、弁護士になるための機会費用が高いので、結局3回、4回までは司法

試験を受けようとしても、落ちたならばあきらめて上場会社で働くような人間。彼らは才能がありますから、一応東京で働いて、その才能にふさわしい収益を得ている。けれども、彼らは弁護士会の中では少数。大多数は並みであって、彼らはなぜ弁護士になるかということ、彼らの弁護士になるための機会費用がそれほど高くない。ですから、その点で見れば、弁護士の所得は高いわけなんですね。それほど出来る人間じゃないとすると、弁護士の所得は上場会社の従業員から見れば高くなるけど、彼らにとっては高いということ。で、弁護士になるために競争をされていて。で、彼らは、東京で働こうとすると、更に不利益になりますので、弁護士が少ない地方で働いて、一応所得を得ているということが今日の話です。

【太田】:本日はどうもありがとうございました。

ではどうも先生、久しぶりの日本語でご講演いただきありがとうございます。

◆法と経済学会・第4回学術講演報告◆

□パネルディスカッション

『敵対的買収に関する法学者と経済学者との
パネルディスカッション』

日時：2006年7月23日（日）15:00～17:30

場所：政策研究大学院大学

コーディネーター・報告

落合 誠一（東京大学大学院法学政治学研究科教授・2006年度会長）

パネリスト

藤田 友敬（東京大学大学院法学政治学研究科教授）

松村 敏弘（東京大学社会科学研究所助教授）

柳川 範之（東京大学大学院経済学研究科助教授）

【落合】 パネルディスカッションを開始したいと思います。まず最初に、このパネルディスカッションの狙いですが、近年、敵対的買収が非常に現実化してきており、それに対して裁判所の判決も出されている状況にあります。他方、経産省と法務省の合同の研究会によるガイドラインも発表されております。さらに企業においても買収防衛策の検討を始めてしかも現実に導入されているケースも出始めております。

その意味で、敵対的買収という問題に対して、どのように把握し、対応していったらいいのか。一体我が国の場合はどういう方向に進むのがいいのかとか等々、いろいろ重要問題が提起されております。そこで法学者と経済学者とがリアルタイムでそういう根本的な問題について議論するのは大変有益であり、またそのような機会は、意外とこれまでになかったのではないかと思います。

そこで本法と経済学会が、そうした空白部分をいささかでも埋めることが出来れば、またそのようなことが可能であるというのが本学会でありますから、学会としても意義があることと思われまます。このパネルディスカッションは、そのような意図のもとに計画され、実現いたしました。

パネリストは、私の隣におりますのが東京大学

法学政治学研究科・法学部の藤田教授で、商法が専門ですが、法と経済学についても造詣が深い方ですし、そして藤田教授の隣、松村助教授は、東大の社会科学研究所助教授であり、産業組織論の専門家であって、会員の皆さん方もよくご存じの方かと思えます。松村先生の隣が柳川先生でして、東大の経済学部の助教授をされており、いろいろ法の問題についても積極的に発言をされており、我々法律学者も多大な恩恵を被っております。

従いまして、本日のパネルはおそらくこれは最高のメンバーが集まっていると自負をしているわけです。

それから、パネル進行の大体の枠組みですが、最初に、敵対的買収の位置付けについて議論をし、次に、敵対的買収を巡る法的規制のあり方を議論いただきます。それから、公開買付規制についても議論をし、標的会社の経営陣の行動の規制、防衛策の是非を中心に議論をする予定です。その上でフロアからの質問を受け付けまして、フロアともディスカッションをしたいと考えております。最後に結びとしての総括をする予定ですが、おそらく時間が足りなくなるのではないかと思います。以上申し上げました順序で早速パネルディスカッションを始めたいと思います。

そうしますと、敵対的買収・支配権市場の位置

付けについて、パネラーの方々からそれぞれのご意見を開陳していただこうと思います。最初に藤田教授からお願いします。

【藤田】：藤田でございます。この問題ですが、私の個人的な意見というより、むしろ従来法律学でどんな議論があったのか。今、どんな形で議論しつつあるのかと、そういう角度からのお話を少ししておきたいと思います。

敵対的買収につきましては、一番関係するのは会社法と証券取引法なのですが、少なくとも伝統的な研究では、実はほとんど支配権市場の意義とか機能といったことは議論してこなかった。明確には議論も分析もしてこなかった気がします。そんなことを全く研究しないでどうやってルールを議論するのだと思われるかもしれませんが、これが出来るのが法律学の特殊な性格故なんです。例えば、典型的には次のような話です。ニッポン放送事件なんかでよく問題となった、乗っ取られそうになった時に、エクイティファイナンスで対抗する、あれは昔からよく判例などもあるんですが、どういうふうこれを議論しているかという、取締役会に新株発行、エクイティファイナンスの権利を与えた授権資本制度というのは、タイムリーな資金調達を目的としたものであると。従って、そうじゃない目的のために利用するのは制約がある。差し止めがあるところでの議論ですね。

これは、いまだに標準的な的な答えだと思いません。今、教科書とかをみても、大体こういう性格の議論が書いてあります。もう少し難しい権限分配秩序とか、そういうのに差し変わっているものもあるかもしれませんが、あまり機能的ではないので、こういう議論をしている限りにおいては、支配権市場の機能とか意義とか、そういったことを直接議論することなく答えが出せるわけですね。それがかなり長い間法律学の状況だったし、今でも過半数の法律家の議論の仕方なんだと思います。

ただ、最近の比較的若い世代を中心に、ファイ

ナンスの文献などを参照しつつ、敵対的買収がどういう論理で、企業価値に対してどういう影響を与え、また敵対的買収を巡るルールがどういう影響を与えるかということの研究する。それを元にルールを論じる人たちも少しずつ出てきています。そういう研究の断片が、めざとい若手の弁護士に影響を与えて、実務の先端では影響を持ち始めているというのも、一方で見られる事実です。

こういう言わずもがなのことをこんなところでお話するのは、この種の問題の取り扱いについて、法律学の中で相当深刻なジェネレーションギャップが生じていることを知ってほしいからです。世代間の意見の対立とか、それはどこの時代でも、どんな分野でもあるのかもしれませんが、法律学に関しては、ことこの分野に関して非常に著しいという印象を持っています。こういうことは専門の中にいる人は大体分かっているんですが、専門外の人にはあまりよく分からないところがあって。一番有名な教科書をいくつか見ると、全然こういうところが見えてこないものですから、少し今後、特に経済学の方は法律の文献を読む時に、少し今申し上げたことを頭に置いておいてもらえればと思います。

もう一つ、これまたいつものことなんですが、法学者対経済学者という図式がですね、法学者の中が今のような状態ですので、あまりどうかという気もしていて、そういう意味ではさっき出ていたパネルの題目そのものに非常に違和感があって、ここに座ることにも違和感があるんですが。それはちょっと置いておいて、もう少し若手の議論でなされている問題意識をかいつまんで、経済学の方の話につなげられればと思っています。

どんなことが比較的若い世代の議論で言われているかという、私もその世代の上ですので誤解も多いかもしれませんが、大体認識としては基本的に、敵対的買収の機能としては、第1により企業価値を高める者の手にコントロールの移転が生じる。これが一番大きなポイントです。併せて間接的ですが、敵対的買収の可能性があるとということが、株主と経営者の間の規律付けの効果が

ある。これが基本的な認識だと思えます。

この認識で議論するというのが、法律家の中で既に世代間対立を生み出すことになっているのですが、ただこの発想そのものは、先ほど落合先生からコメントがありました。企業防衛指針・ガイドラインにも既に反映しておりますし、その限りでは法律学の基本的な認識の一部になりつつあるところがあります。でも、おそらくこの認識それ自体は、経済学者の方から見てもそれほど違和感があるものではないという気がします。

ただ、問題は先でして、こういう認識に立てばどういうルールになるかというのは、そう自明ではないということでもあります。思い切り割り切った考え方をすれば、敵対的買収には何の規制もいらないと。買収する側も防衛する側も一切何もいない、全部マーケットに任せればいいという極端な立場は論理的にはあり得るんですが、多くの人、経済学的な論理を割と好む若い法律家も含めて、あまりそこまでは割り切らないと思えます。敵対的買収がもたらす非効率性ですとか、敵対的買収に対する防衛策のもたらす非効率性について、何らかの形で意識されていて、何らかの規制があるという意識が比較的多数ではないかと思えます。ただ、どのあたりを強調するかによって、立場が複雑に分かれているということだと思います。

そこで、基本的な要素のところをいくつか断片的にお話ししたいと思うんですが、一つは、敵対的買収がもたらす非効率性の方。そして意識されているのは、大きく分けて二つぐらいあると思うんですが、その一つは、株主の意志決定が何らかの形でシステムチックにゆがめられている可能性があるというシナリオです。その結果、望ましくないコントロールの移転が、株主みんなが賛成していても起きてしまう可能性があるという話です。この話は、後で公開買い付けの規制をやる時に細かく見ますので、あまり深入りはしませんが、どうしてそういう意志決定のゆがみが起きるのか、本当に起きやすいのか。もし問題ならばどういう手法で解消出来るのか。変な対処をするぐ

らいなら放っておいた方がいいのかと。このあたりが意見が分かれるところです。

また、この種の非効率性は、公開買い付け規制、公開買い付けのプロセスに対する規制の根拠付けとして持ち出されることがあるのと同時に、敵対的買収に至る防衛策を採ることに対する部分的な正当化事由として持ち出されることもあり得ることに注意していただきたいと思えます。もちろんただ、こういう問題があるからといって、株主の意志決定がゆがむ可能性があるからといって、経営者が事由に防衛していかどうかというと、二重三重にクリアしなければいけないロジックがありますが、そういう方向で持ち出す人もいるということは確かです。

次に、もう一つよく引き合いに出される敵対的買収が外部性ですね。株主の意志決定のゆがみということが仮に全くなくて、株主は自分たちの利益をちゃんと最大化出来ているとしても、企業価値を下げるという危険があるというシナリオです。いろいろあるんですが、比較的異論がなさそうところでは、LBOでレバレッジが非常に高くなって、その結果債権者から株主への多大な利益移転が起きるといった例が過去あったようです。ファイナンスの教科書なんかによく載っているナビスコ事件の買収が典型例なんだろうと思うんですが。もう少し怪しげな例になりますと、現在、支配株主と従業員の間には雇用に関する暗黙の契約なるものがあって、関係福祉的な投資が促進されるか、あの手の手議論ですが。で、これが買収によって破られるようになっていったと、この手の議論が持ち出されることもあります。

で、こういうものは、当事者が自分の力で守れるという面もないわけではありませぬので、ここまで強い弊害として、強く持ち出せるかどうかは分からないのですが、しばしば言及されることです。買収防衛策との関係で、会社は誰のものかといったことをあまり建設的ではない議論の仕方によく議論される場合には、大体この手の話が問題となっていることが多いような印象を持っています。

ちなみに、この手の買い付けの議論というのは、公開買い付け規制のところではあまり問題視されることはなくて、防衛策の可否、そちらの方で問題視されることが多いような印象を持っています。

以上、二つほど問題をお話したのですが、この手の非効率性をいくら強調したとしても、経営者の取る防衛策は当然制度化出来るわけではありません。防衛に関する判断は、常に利益相反的な要素があると言われますし、経営者の方から自己の利益を最大化させる危険ですね。企業価値を損ねて、自分の利益を凶る危険があるとは言われています。そこまではいいのですが、それがどういう法的ルールに結び付くかということになると、まだよく分からないわけです。思い切り極論をしますと、放っておいてもいいんだと。まず防衛策を採って企業価値を下げるようなところは、長期的には淘汰されると。だから、自由にさせればいいという楽観論もあり得なくはありません。実際にポイズンピルはだんだん採用が減ってきているようですし、今日本でも今回の総会でポイズンピルを採用した企業は思ったよりも少なかったというのが実際です。

より一般的に言うと、コーポレートガバナンスとの関係で、どこまで法律が介入しなければいけないか。どこまで内部規律にゆだねればいいのかと。もしゆだねては駄目だとすれば、それはどういう理由かという答え。こういう問いの一環として、これ実は経済学的にはそう自明なものではないように思っています。

昔から、会社法の強行法規性の経済的な説明が可能かどうかという形で議論されてきましたが、敵対的買収、ことこの敵対的買収に関しては、そういった議論の中で特に注意すべき点があるのか、それとも一般的にその話だけなんだといったことが現実には検証される必要があると思います。

大体議論の基本形としては、今言ったようなことでして、敵対的買収を重要なコントロールメカニズムと思うかどうか。別に代替機関があるから、これはそれほどマークしなくてもいいんだと思

えば議論はそこから違ってきますから、そう思うのかどうか。その後に敵対的買収のもたらす異なる性格の非効率性をどのぐらい深刻に考えるのか。それともいいと思うのか、大したものじゃないと思うのか。で、最後の取締役と株主の間の利益相反をどうコントロールしなければいけないと考えるか。そこについてどういう立場を採るか、それらについて少しずつ意見がずれていまして、その結果、非常に多様な意見が出ているというのが今の実態だと思っています。

その他、いろいろルールの形成のあり方ですか、誰がどういう性格のルールとしてこれを作るのが望ましいかとか、既存のルールを前提としてどういうふうにするのがいいのか。経営の依存性みたいな議論が、このところかなり効いてきそうな気がします。そうすると、更に複雑になりますので、さしあたり今、先ほど申し上げたあたりで、最近の法律学の議論の仕方のエッセンスに対して紹介させていただくことにさせていただければと思います。

【落合】 それでは続きまして、柳川先生お願いします。

【柳川】 最初に落合先生からお話がありましたように、基本的に法学と経済学の対話ということですから、私の最初のプレゼンテーションは、基本的には経済理論に基づいた基本なお話。それから、かなり政策的な結論を急ぐというよりは、経済学のロジカルなところからお話をすることでプレゼンさせていただこうと思います。

議論の基本形ですが、そうなってくると先ほど藤田先生からお話になった基本なお話とあまり変わるところが基本的にはないということで、最初のスライドを見ていただくと、どこかで見たなというようなことになろうかと思います。経済学の皆さんよくご存じだと思いますが、経済学の基本的なこの問題に関するスタンス。あるいは基本的なメカニズムというのは、株式市場を通じてですね、支配権オークションが行われて、望まし

い支配権、あるいは経営の移転をもたらすというのが基本的なスタンスです。

それから、近年よく強調される話ですが、規律付けていこうということで、敵対的買収の可能性があることによって、経営者は頑張って経営をするというメカニズムが働くと。この二つがあって、後々多少は議論になるかなということもありますし、松村先生からもお話があるかもしれませんが、この二つが完全にうまく働くわけではありません。特に支配権オークションがうまくいくかどうかというのは、フリーライダーの問題であるとか、私的利益といったいろいろな問題があって、単純なメカニズムであるとは現実には言えないんですが、おそらくいろいろな研究を見てみると、どちらかというとな敵対的買収は、社会的に見て過少になりがち。コストが掛かる割にはなかなかリターンが得られないということで、過少になりやすいということで、基本的なメカニズムとしてはですね、敵対的買収であっても、それを疎外することがない、どちらかというとな支配権オークションがうまく機能するようにデザインすべきだというのが、まず基本的に私だけではない、多くの経済学者が考えている基本的なスタンスだろうと。

ただ、これで終わってしまうと現実問題の細かい点に入れませんので、この基本的なメカニズムの中いくつか例外があって、それがいろいろ政策論とか立法論において問題になってくるわけです。いろいろな可能性があるんですが、敵対的企業買収で企業価値が低下してしまう可能性があって、しかも経営者の方がある程度アクションを取るべき可能性が論理的にあるケースとして2点挙げておきます。一つは情報の非対称性という問題、2点目はレントの移転によるインセンティブの低下。先ほど藤田さんがちょっと話されましたが。

情報の非対称性は、株主と経営者の間に情報の非対称性があると。経営者の方がよく知っているけど、株主の方はよく分からないという中で敵対的買収があるとおかしいことが起きるのではな

いかというケース。簡単な例で、今の株価が100円だと、経営者が把握している本来の株式の価値は150円。買収者の方は、マーケットよりは多少いい情報を持っていて、部分的な情報を持っていてこの会社を清算してしまうと、100円よりずっと価値が出ると。120円の価値が出ることを知っている。この買収者の判断は間違っていない。しかし、経営者が知っている本来の情報というのは、例えば何かすぐに成功することがよく分かっているということで、実は150円の価値があるという状況。そうすると買収者は、ある程度マーケットよりも高い価格で買うにしてもですね、120円以下で買収をして会社を清算してしまう。そうすると、本来の価値の150円が社会的にパーになる。こういう状況というのは現実的にどこまであるか分かりませんが、まあ問題だろうと。

そうすると、よく言われる話ですが、買収防衛策があって、ここは重要なことですが、単に今の防衛策をブロックするのがいいとは思いませんが、ある程度の今申し上げたような情報の非対称性を解消するメカニズムとして働くのであれば、経済効率性においてはプラスになるというロジックが一つある。ただしこれには問題があって、そもそもこういう問題があるのであれば、最初から情報を十分に伝えなかった経営者が悪いんだと。あるいは、150円の価値があると思っているのであれば、ホワイトナイトを連れてくるなり、MBOをすればいいのではないかという反論が当然ある。

もう一つ情報の非対称性の話としては、ちょっと違う話ですが、現在の株価が100円だと。経営者が把握しているのも本来の株式価値も100円。ただし、買収者が誤った情報を持っていて、買収によって200円実現出来ると思っている。しかしこれは不十分な情報で、実はその買収者が連れてきた経営者なり自分がやると、80円しか実現出来ない。あるいはもっと言うとゼロかもしれない。こういう状況においては、誤った判断をした人が買うことによって、本来得べき価値がなくなってしまうという問題が起きます。これをど

う考えるかというのは、かなりいろいろな人と話をしているんですが、意見が分かれる可能性がある。

一つは、これは要するに買収者が間違っただけをしたに過ぎない。たとえば言えば、骨董の壺にすごい価値があると思って買って見たら偽物だったというのと同じ問題だと。買った方が悪いという意見。もう一つは壺とは違う。会社は従業員や取引先がいて、その人たちの外部性がある程度考えるべきで、今言ったようにゼロになってしまうと従業員が損をする。そういうことが経営者の方で分かっているのであれば、ブロックをした方がいいという意見がある。

それから、もう一つは情報の非対称性の問題ではなくて、レントの移転という問題がある。最近動機付けという話が強調されていますが、従業員とかがある程度努力をするためには、将来ある程度レントは確保されているという必要があって、そこが予想されるから頑張れるんですが、それを一時的に配当に回すと、株価は上がる。買収者は得をする。しかし、レントが小さくなってしまいますから、インセンティブが低下してしまっていて、みんな頑張らなくなって、企業価値が減少する。

当然、この企業価値減少の効果は株価に反映されるわけですが、配当の増加の方が高いと、株式価値は高くなるけど企業価値は減少する。まあ理論的な可能性があって、こういう場合は企業価値を減少するけれども株式価値が上がるというケースになります。

今申し上げたのは、私が思い付く代表的なケースなんですが、こういうケースをどう考えるかという、これはある程度政策的な判断に近いですが、現実的にはかなり例外的なケースだろうと。基本原則が働く場合が多くて、ですから例外的なケースをどうするかが問題になる。誰かが天からですね、これは例外のケースに当てはまるって言うてくれればいいわけですが、それはなかなか難しい。だとすると、買収防衛策がすべての買収をブロックしてしまうのは望ましくない。経営者にとっては安心ですが、望ましくないということに

なるだろうと。

で、どういうふうに判断するのかということ、現状で行けば第三者委員会を作るか、あるいは社外取締役を使うかというところで議論があるだろうということになります。ただ、今日の話のメインのポイントはですね、この話というよりは、どちらかという先ほど藤田さんが提起された問題ですが、今までの話はですね、結局ある企業にとって企業価値を最大化するにはどういうメカニズムがいいかという話なんです。ですから、私がどうしたらいいでしょうと、会社の方でコーポレートガバナンスの作り方をアドバイスしてくれと言われてたら、今申し上げたような話。

ただ、それと社会的なルール、公的なルールをどういうふうにそこにかませっていくかは別問題だろうと。この選択にルールがどこまで介入するのか。例外的なケース、数が少ないからといって、法的ルールで一律に規制制限をしても良いのか。結果として、もしかすると行われるかもしれない良い経営を排除してしまうのではないかと。そうだとすると、おそらく広い意味でのマーケットメカニズムを使って、そんな影響があるかっていうと分からないわけですから、防衛策も含めてすべてやらせてみて、マーケットに判断させればいいのではないかというのが一つの基本的なスタンスになるだろうと思います。

よく言われる話ですが、こういう話は国が防衛策をいいというふうに宣言したことを意味しなくて、黄金株の時によく言われたんですが、黄金株を取引上認めるかどうかという時に、認めてしまうとこれは国なり取引所が黄金株がいいということを宣言したと取られるんですが、そうではなくて認めたからといってそれがいいとは限らなくて、マーケットでまずい防衛策が入ればですね、当然経営者は場合によっては解任されるだろうと。そうでなくても株価が低下する。そうすると、市場から排除されていくわけで、そういうメカニズムが働いてもいいのではないかと。

極論すると、例えば最初から議決権はないと宣言されて売られた株式を、市場で流通させること

に何か問題があるのか。初めからみんな分かっているのであれば、当然議決権がないですから株価が安いということで構わないのではないかというのが、マーケットメカニズムが使えないかと。

当然このメカニズムには問題があるわけでした。一つは情報の問題。どんな買収策が採られているか、どんな防衛が可能なのかということですね。当然マーケットがよく分からないとこれはおかしなことになるわけです。従って、今のメカニズムがうまく働くためにはですね、どういう防衛策を採って何がやられているのかという情報がマーケットにきちんと判断出来なければいけない。ディスクロージャーをして、先ほどのことと言えば、議決権がこの株にはありませんってということが分からないといけません。

それから2番目は、コミットメントです。買収防衛策はしませんと言っている、敵対的買収が行われてきたら、買収防衛策を行ってしまう。あるいは導入しませんと言っていたのにですね、経営者が変わった途端に導入してしまうということが起きますと、当然マーケットはその予測の不確実性を追い込んでしまいますから、非常にうまく機能しない。そういう意味では、ある程度言ったことに関してコミットメントが出来て、エンフォースが出来ることが必要になってくる。この二つが満たされれば、まあある程度いいのかなと思いますが、この二つのメカニズムをどう作っていくかが、どちらかという法制度の重要な課題ではないか。

3番目はもうちょっと違う話でして、普通の人が思うことですが、マクロ経済インパクトとか外部性の話。しばしばよく議論される話なんですけど、そんなことをやっている、多くの企業の株価が下がると、日本の日経平均がドンと下がって、他の企業の株価もつられて低下してしまう。外国人投資家は逃げてしまう。これは問題だろうと。そんなことは最初から分かっているのに認めるわけにはいかないという議論があります。これをどう考えるかという、ちょっと難しい話の気がします。経済学の普通の話からすると、株価が低下

する可能性が高いからというだけでそれを禁止するというロジックが成り立つのかと。これは極めて参入規制的なリアクションだろうと。これをどの程度重要と考えるかというので、多少意見が変わってくると思います。

【落合】 それでは松村先生、お願いします。

【松村】 この後パネルディスカッションですが、基本的に自分はこういうふうはこの問題を整理していますということを中心に最初にお話しします。

法と経済学の観点からこの手の問題を見ると、極端な二つの考え方っていうのがそれぞれコンシステントにあり得るのかなと思っています。一つは、強硬法規による規制などが一切不要だという発想で、どんな買収防衛策を採ろうが勝手だと。その後株主が直接、あるいは間接的にそれをチェックするという、そういうメカニズムさえあれば、事前に規制する必要など全くないのだという発想があり得ると思います。

これは法と経済学のオーソドックスな考え方からすると、非常にもっともだとか、一番フィットする発想で、コースの定理っていうのをそのまま適用していると考えてもいいでしょうし、市場メカニズムに対してすごく強く信頼している。で、とてつもなく変な買収防衛策なんて、どうせ株主が拒否するに決まっているっていう、こういう発想だと思います。会社法を任意法規化するという発想と極めて共通性の高い発想だと思います。

で、もう一つの極端な考え方というのがあり得ると思うんですが、そもそも市場メカニズムがうまく働く基盤というのが不十分で、買収防衛策などというのはモラルハザードを助長して、害がものすごく大きいんだと。で、こんなものに対しては非常に強い規制が必要なんだと。一般投資家というのはそんなことをしたら経営者を解任するとかっていうことをするかもしれないんだけど、個々の小さな個人投資家はそんな効果をい

ち言ってくびにするかどうかなんていう判断をすることは普通しません。しかもしないというのが合理的だという、こういうことを考えれば、株主に全部任せるということを言ってもいいのかという、こういう議論もあり得ると思います。

法と経済の議論では、あまり主流の発想ではないと思いますが、約款論だとか、あるいはスタンダードパッケージ論みたいなものを議論する時と共通の発想だということで、めっちゃめちゃ遠い変な発想だとは思っていません。で、1の立場ほどには市場メカニズムを信頼していないということだと思いますが、しかし一定の補正というのをすれば、その後は働くのだろうということで、それなりに信頼している話だと思います。

ではおまえはどっちなのだとすると、1の人の議論を聞くと確かにそうだなっていう気もするし、2の立場に立って議論する人を聞くと、非常に素直にその通りだなと思ってしまう。そういう素直な性格なので、本当にどっちがいいのかわかってよく分かっていないんですが。パネリストとしてどっちかよく分かりませんというのでは議論のしようがないので、取りあえず今日は私は2の立場に立って議論していこうと決めました。

既にお二人とも指摘された点ですが、企業買収ということは、敵対的な企業買収というのは、経営者の規律付けという点でも、あるいはより良い経営を実現するという点においても非常に望ましいことだと言うんだけど、現実にはうまく機能しなくて、フリーライダーの問題というのがあります。問題がある企業を見つけて TOB を掛けても、経営が改善したということを読み込んだ価格でないと売れないことになるので、一所懸命探したという努力が本当に報われるか分からない。その意味で、買収の誘因というのはただでさえ過小だということなんです。ただでさえ過小なのに、敵対的買収策なんていうのを導入すれば、更にそれを抑制することになるので、こんなものは論外ではないかと、こういう発想が2の非常に自然な発想だと思うんですが。それでも実際には買収防止策というか、買収防衛策というのはいろいろな

企業で導入されている。

で、なぜかというのと、取りあえず私は三つの理由で整理したんですが。それは単に保身だと。あるいはもっと始末に負えないと思うんですが、自分の経営が正しいと思いついていてというので、自分の経営方針に異議を唱える買収者はみんなグリーンメーラーに見えてしまうという経営者だと、基本的にそれから自分の経営を守るのが必要だなんていう発想が出てくるのかもしれないというわけですね。で、現実もしこれが唯一の理由だとすれば、買収防衛策なんてとんでもないと、こういうことになると思うんですが。それだけじゃなくて、他にもまだ理由があると思っています。

まず買収者からより高い価格を引き出すためにというわけで、買収に対するハードルというのを設けてやると、より高い価格にしてくれないと買収防衛策を発動しますと、こう脅して、高い価格を引き出すというわけなんです。これは株主の利益にはなるかもしれないんだけど、所得の移転の買収者から起こっているということですね。もっと前の、そもそも企業を作る段階だとか、あるいは買収者がそれを見つけてくるというインセンティブまで含めれば、単なる所得の移転と片付けるわけにはいかないんですが、基本的に株主の利益になるかもしれないんだけど、本当に社会的に望ましいのかというのはちょっと疑問だと。それよりも、もっと重要な問題は、そもそも買収防衛策って機能するのか。並行議論されている買収防衛策って、ほとんどの場合株主が直接・間接に償却出来るか廃止出来るっていうようなことを非常に重視している。導入する時に株主総会に掛けるとか、あるいは間接的に取締役を解任するという格好で簡単に撤回出来るということに相当重視しているという議論がほとんどなんです。それがインコンシステントではないか。簡単に排除出来るようなそんなもので、どうして脅すコミットメントになるのかということについては、本当はちゃんと分析する必要があるのではないかと思います。

それから、3番目に企業価値を下げるような買

収の阻止というので、これもお二人のところから出てきたんですが、長期的なある種企業価値の向上に資するようなコミットメントというのをしていく。簡単に解決しないとか、あるいは債権者を大事にするだとかっていうそういうコミットメントを自動的に他のステークホルダーから株主への所得のトランスファーというのを起こして、買収者がもうけようとしている。それをさせないようにコミットメントするっていうんですが、さっきと全く同じ理由で、株主は簡単に介助出来るようなものしか実際に議論されていないわけで、この程度のものでどんなコミットメントが可能なのかと。経営者というのが長期的な利益を大事にしているなどと言っても、簡単にくびを切れるわけですから。もし簡単にくびが切れるっていうのが買収防衛策導入の正当化だったとすれば、全く同じ理由で役立たずじゃないかと私は思っています。だから、単に口実なんじゃないかと疑っているわけです。

それから、少数株主が搾取されるという問題と、ある種のコーディネーションフェイリアが起こるという問題は、一応見るというわけで、一応確認しますが、100%買収するんじゃないくて、一部だけ買収しますと。51%買収しますということを言っ、買収した後の少数株主はいじめますって、こういうような状況だとすると、防止せざるを得なくなるということはあるかもしれないですが。これに関しては、100%買収、現金買収ですっていうような格好で、イギリス型の行儀のいい TOB を掛けてくるような人に対しては、決して当てはまらないということで、この手のことをそういうたぐいの買収に対する防衛策というような格好で議論してはいけないのではないかと思っています。

このスライドでは、買収するなら TOB で、しかも上限 100%にしろと僕が言っているように聞こえるかもしれませんが、僕はそれが正しいとは思っていないのですが、それは4のところでもたまたまお話ししようと思います。

で、上限が 100%で起こる問題というのも、ま

あ原理的にはあり得るわけで、買収が成功したとすると企業価値は下がってしまう。だから、本当は買収に応じない方がいいんだけど、他のみんなが応募するだろうと思っていると、本当に買収が成功して企業価値が下がって、残った株を持っているという、まあばばを引いたという格好になって悲惨だと。だからまあ、企業価値が高いと分かっている、自分が損をすると分かっている、でも売らざるを得ない。で、一方でみんなが売らないと思えば、売らなくて済むということで、均衡が複数出てきて、コーディネーションフェイリアの問題が起きます。これは相当行儀のいい TOB を掛けた買収というのでも起こり得るわけですが。私は本当にこれが深刻な問題かどうかということに関しても、かなり疑問に思っているわけです。

それは、コーディネーションフェイリアのような問題で、より良い均衡というのがみんなが分かっているなら、十分に時間を掛けて慎重に考えるっていうのは、当然そっちを選ばれるでしょうと思っているので。私はこれが買収防衛策を正当化させるような重要な理由になるとはあまり思っていないというわけで、全般的に買収防衛策というのは不要なのではないかと考えています。以下で、具体的なところでまた議論することになると思います。

【落合】 今、各パネラーの方々から基本的なスタンスというか、分析の仕方等等も含めてご説明いただきました。さらに補足等がありますでしょうか。藤田先生、いかがですか。

【藤田】 敵対的買収の防衛がいいか悪いかということではなくて、ルール設計、一般的な国のルール設計とは別次元の話があるっていうのは、今日お二人から出てきた話ですが。何でも任せて、マーケットに任せて淘汰したらいいという発想を仮に採らないという時に、松村さんは違った角度からお話しされたんですが、放っておいてもいいとも言われたんですが。結局、利益相反の問題ですね。取締役・経営者の利益相反の問題は、

会社法全般のテーマでもあってですね。そうだとすると、ちょっと会社法の強行法規性の問題とも通じる話だと言われたんですが。敵対的買収について、他の強行法規性と違った側面はあるんでしょうか。取締役の例えば責任について、全く責任を負いませんというなら、会社法を含めて許されないわけですね。こんなものは強行法規する必要があるのかという議論があります。これと結局同じ問題なのか、それとも敵対的買収についてはまた別の議論の仕方があるのかというのは、経済学的にはどっちなのでしょう。

【松村】 経済学的にはというよりも、単に僕の意見、自分の意見ですが、僕は基本的には同じだと思っています。同じだと思っていますが、企業買収の時というのは、利益相反の問題が一番出やすい、典型的に最も出やすい局面だから、特に議論する必要があるということであって。一般原理が成り立たないというふうにはあまり思いません。

【柳川】 経済学者だからかもしれませんが、松村さんとあまり意見が違わないので、違いを出すのが難しいんですが。非常に利益相反がクリアに出るといふ点と、それからもう一つはですね、責任をかぶる人というのが買収の側面、特に敵対的買収の側面では、時点時点で変わってくると。そのところが理論的には悩ましい問題だろうと思います。それでその点に関連して言えば、松村さんのところから脅しになるんじゃないかという話が出てきましたが、これも結局株主というのが買収者がどの程度買い進んでいる時点の話を考えるのかというので、多分変わってくると思いますが、あまりその辺に深入りしてもあれなので、また後で議論したいと思います。

【落合】 それでは、最初の全体的な総論はそのぐらいにしまして、続いて敵対的買収を巡る法的規制に入りたいと思います。同様の問題は、当然先進諸国においても問題となっているわけでは

ので、法規制の観点から見てどのようになっているのか、そのあたりにつきまして藤田先生、お願いします。

【藤田】 以下は分析の前提としての情報提供です。法規制の種類ということを少しだけお話しします。敵対的買収についての法的ルールについては、買収行為それ自体についてのルールを設けるようなタイプですね。さっき松村先生がお行儀がいいと言われたんですが、行儀良くしろというルールですね。それと、対象会社の経営者の行動を規制する。だから、買収防衛策を採ってはいけないといったルールですね。その違った側面があります。で、どの部分をどう規律するかは、国によってかなり違ってきます。

それで、典型的な対比がされるイギリスとアメリカを簡単にお話ししたいと思います。買収行為それ自体をお行儀よくしろという典型がイギリスです。シティコードという一種の自主規制として始まった規制なんです。ただ、自主規制といってもこれは守らないと大変なことになりますから、基本的に強制力が非常に強いと思っています。これは公開買い付けをする時に、適切な情報開示をしろとか、そういった規制じゃないんですね。そういうのは大体どこの国にもあるんですが。そういった最低限のものを越えたかなり実質的な規制をしています。

で、大きく分けると二つぐらい重要な要素があると思うんですが。一つは支配権にかかわるような取引を、公開買い付けという形でやれというルールです。別の言い方をすると、相対取引で支配権を移したりするのは駄目だというルールです。

第2は公開買い付けの内容として、全株式を対象とすること。部分買い付けは禁止するということが、先ほど松村先生はお行儀がいいと言われたんですが、あれ企業の行儀がいいんじゃないから、行儀良くしないといけないと言われているから行儀良くしているってことなんです。そういうルールです。他にもいろいろルールはありますが、おそらく本質的に重要なのはこの二つだと

思います。

次に三つ目にこういうルールを守って、お行儀よく公開買い付けをした場合ですが、対象企業の経営者は基本的に抵抗してはいけないというルールです。公開買い付け後に防衛策というのはもちろん駄目ですし、公開買い付け後に効力が発生するような、ある種の議決権のようなメカニズムも大幅に制約されています。非常にお行儀のいい公開買い付けに対しては、防衛が利かないような仕組みになっていて、対象会社の経営者にも中立性が要求されるようなルールになっているということです。

もう一つ、いわば反対側にあるのがアメリカでして、こちらは買収手法についての規制はあまりありません。支配権を奪うために市場で株式を買い付けてもいいし、相対取引でもただちにいけないとはなっていないんですね。公開買い付け規制もあるんですが、イギリスのようなものとはだいぶ性格が違うわけです。他方、買収側には事前規制がない代わりに、防衛側も買収防衛策を導入する自由はある程度広く認められていると理解されています。防衛策の強制は、州の会社法に関する部分的には矛盾もしているように見えるような難しい判例法もいっぱいあるので説明が難しいんですが、結論としては例えばポイズンピルの導入なんかは全然駄目だというルールにはなっていないで、かなり防衛策は導入出来ると理解されていると思います。この点もイギリスとはかなり違っていると思います。

今の点を表にしますと、このようになるんですね。取得の方については規制するかしないか。防衛策の方を制約するか禁止するか、あるいは制約しないかという形で表にすると、イギリスが取得は規制するけれども、防衛措置も規制する。アメリカは株式取得についてはそれほど規制しないけれども、防衛策もある程度認めるという埋まり方になるわけです。

ちなみに EU 諸国は、EU 指令で公開買い付けについてイギリス的な規制が強制されることになったんですが、国内的な修正もある程度認めら

れていまして、その結果例えばドイツなどは、評価は微妙なんですけど、思い切って簡略化してみますと、取得についてはイギリスと同じような規制が掛かっているんですが。公開買い付け規制があるんですが、相当防衛措置を採れるような仕組みですね。監査役会というところがあるんですが、採れるような仕組みになっているようでして。そうすると、左下に位置することになります。

ちなみに、買収の株式の取得は自由で、防衛措置は認められているルールっていうのは、これは一番買収者に有利なルールですが、これを採る国は現実に私が知っている限りではありません。

最後に、日本がどういう位置付けにいて、今どういう状況かということですが。日本は株式取得については、まず証券取引法上にやや中途半端な規制があります。つまり、支配権にかかわる取引については、相対取引では駄目ということになっているんですが、市場買い付けは一切禁止されていないんですね。そこでイギリスと若干違うと。また、公開買い付けを強制される場合も、部分買い付けも禁止されているわけではありません。全部買い付け義務はありませんので、そういう意味でもイギリスとアメリカで言えば中間、ちょっとイギリス寄りかもしれませんが、そういう形になります。

防衛策が許されるかどうかにつきましては、法的には長い間あまりはっきりしていなかったんですが、まず始まった後で採る防衛策は、これはかなり厳格に規制されています。これはニッポン放送事件なんかの決定にも見られます。ただし、あらかじめポイズンピルがまけるかということは、あまりはっきりしなかったんですが、企業防衛指針と言われる法務省と経済産業省の共同の文書によりますと、あれは法的にはどんな性格がよく分からなくて、おそらく実務をかなり強く拘束するとすれば、あれによればまあポイズンピルを少なくとも総会決議を経て一定の、あまりひどいものじゃなければ導入出来ることだけは間違いないので、ある程度広く防衛策が採れるというのが日本のルールではないかと思います。そうし

ますと、日本は大体このドイツとアメリカの間あたりに今はいるのだということになります。

総合評価としてどうなるかということ、日本はかなり買収者に不利なルールを採る構成になりつつあると言えそうです。そして、しかも最近ファンド規制を、公開買い付け規制を、強化しようという声がないわけではありませんし。そういうことになってきますと、ますます今はドイツとアメリカの真ん中あたりに書いたんですが、ドイツ寄りにシフトする可能性も今後はあるのではないかという気もしないわけではないということです。

ちなみに、昨日新聞を読んでいたらこんな記事がありまして、別に政府が言っているわけではないのですが、イギリス、欧州の多くの国では、3分の1の株式を買うと100%取得しなければいけないという義務があると。日本にはこれがない。だから日本企業の方が、ヨーロッパに比べて買収されやすくてけしからんと、こんな声が出てきて。これがもし仮に入れますと、こういう方向に動く可能性もないわけではない。

つまり、総合評価としては、かなり買収者にはハードルが高い方のルールに移りつつあるんじゃないかというイメージがあります。これはルールの実質ですが、決め方として何かグランドデザインがあって、それを政策判断として選択したというのであれば、まあ、それはそれなんですけど、どうも証券取引所や金融庁が事後的な防衛策の方は有事の方は、裁判所ですね。裁判所が判例で勝手に作って、事前の防衛措置については経産省と法務省でと、作る人がみんなバラバラで、違った問題意識の下に作っていて。で、出たものを総合として見たら、さっきみたいなものになったと。そうなっている可能性もなきにしもあらずというのは、一番思っています。

こうなりますとですね、ルールが最初に来てても、直す時が非常に非常に大変なんです。だから、現状はある意味では非常に変なところに行っているのかもしれないという印象は持っています。

【落合】 それでは、そういう敵対的買収を巡る法的規制の基本的な方向についての方向感を得ましたので、今度は各論的な検討に入っていきたいと思います。

各論の最初の問題として、公開買付規制を考えて見たいと思いますが、藤田先生からお願いします。

【藤田】 類型で言うと左側のますの方に書かれた公開買い付け規制について、若干お話ししたいと思います。公開買い付けの規制、イギリスで見たような規制なんですけど、コントロールの移転に関しては公開買い付けでやれという強制と、あとは全買い付け義務といった話がありましたが、こういった公開買い付けを規制するというのは、どんなポリシーで説明されるのかという話です。それは裏返して言うと、最初の方で言いましたが、公開買い付けのような形のコントロールが、何らかの問題をもたらすからということの裏返しなのだと思います。二つぐらいの違ったシナリオについてお話をしておきたいと思います。それが今のイギリスのようなルールを正当化するかどうかはまた別なんですけど、二つほどのシナリオをお話ししておきたいと思います。

一つは非効率的な支配権の移転が起きることを防止すること。相対取引を禁止することで、それは達成される可能性があるという話の一つ。もう一つは、売り圧力と呼ばれるものをどう考えるかです。

一つ目に取り上げたい話は、公開買い付けを強制することが非効率的な買収を防止する可能性があるという議論です。逆に、相対取引でやると問題があるという話ですね。相対取引というのは、基本的にはこれ、敵対的ではない買収なのかもしれませんが、逆にこれで公開買い付けを強制しますと、敵対的買収にも影響を及ぼしてしまいますので、ここで併せてお話ししておきたいと思います。

どんな話かということ、簡単に言うとプライベートゲインが非常に大きいような買収を考えると、

相対取引を自由にしますと、企業価値全体を下げるけれども、買収者のプライベートゲインが非常に大きい。そういう買収が起きる可能性があるというのが出発点です。ここで挙げている例は、企業価値が10億円で、支配株主が51万株持っていて、その他の株主が49万株を持っている。51%持っているという話で。企業のパブリックバリュー9億円で、プライベートバリューが1億円。51%持っている人が持っている現在の支配株主が1億円というものです。100万株出ていて9億円ですから、株価は900円になっている。プライベートバリューというのは株価に反映しない形です。

もし買収しようとしている人が、この場合Bという人なのですが、買収に成功しますと、企業価値は9億5,000万円に落ちると。ただ、Bの下ではパブリックバリューは7億5,000万円で、プライベートバリューが2億円。そうしますとこれ、相対取引をOKにした後、支配権を移転してしまうんですね。買収前のAの状態と、買収後のBの状態を比べれば、Bは買収前のAの状態でいい値段が付けられますので、支配権が移転してしまう可能性があるんです。

これに対して、現在の日本の証券取引法もそうなのですが、この手の取引、日本では相対取引は禁止されていて、公開買い付けでやれということになっています。仮に日本のルールがそうであるように、公開買い付けでこれやりますと、阻止されることになります。どうということかといいますと、公開買い付けでやりますと、Aが自分の51%全部をBに渡すことが出来ずに、他の投資家、49%と一緒に公開買い付けに応じる。つまり、51%の51%しか売れないという形になるわけです。

そうすると、公開買い付けに応じたAの立場を単純に計算してもらえれば分かるんですが、下の方に書いてあることなんですが、仮に買い付け価格をPとしますと、売却の対価51万株の51%をPで売って、で、残りの49%分については、750円に落ちてしまった価値になるんですね。で、足すとこんな形になって、これでも元が取れるには

いくらの公開買い付けの値段でないといけないかということ、1,400円を超える。現在の株価が900円ですから、相当プレミアムを付けないとAは応じられないことになってしまいます。

で、こんな値段で公開買い付けをやっていると、Bは絶対に赤字でして、とてもこんなものは掛けられない。従って、企業価値を下げるようなBへの買収という問題はおこらないということです。

簡単に要約しますと、支配株主のプライベートバリューを考えるようなケースですと、買収者のプライベートバリューが非常に大きいケースですと、簡単に相対取引を認めると、非効率的な買収が成立する可能性があるんですね。買収が成立するためには、現在の支配株主のプライベートバリューとしてやらなければいけないんですが、相対取引だと割と簡単にそれが出来てしまう。ところが、公開買い付けを強制して、一般投資家にも支配株式のプレミアムをばらまくことを強制すれば、かなりの部分でそれが現在の支配株主を満足させるような買い付け価格が非常に上昇して、非効率的な問題は起きなくなるというそういうシナリオなんです。

で、問題は、だったら日本の現在の公開買い付けのルールっていいんですねということになるかでありまして。逆にただこんなルールを採りますと、効率的な買収を片方で阻止してしまうという危険もありまして。だからこの義務的な公開買い付けというのは、評価が分かれるところです。アメリカだと、これが止められない代わりに、効率的な移転が止まらないというメリットもあることになりますね。これが一つ目の公開買い付けの規制に関するポイントで、これは義務的な公開買い付けをいいと考えるかどうかに関する評価の問題です。

もう一つあるのが売り圧力の問題であります。売り圧力の問題というのは、本来買い付け価格に多くの株主が不満を持っているのに成功してしまいかねない、公開買い付けが成功してしまうというシナリオです。たとえ価格が不満でも、後で

少数株主として会社に残されてしまう不利益よりはましかもしれないというわけですね。

仮に多くの投資家が買収は成功するかもしれないと思ってしまうと、自分自身はこんな値段は本当は嫌なのだと思っても、少数株主で残されるのは嫌だから応じてしまう、そういうことが起きるとい話です。

で、このコンテキストですと、いわゆる2段階公開買い付け。つまり、最初に公開買い付けを掛けて、その時に後で安値で追い出しますよと宣言して買い付けるというのが一番露骨なのでよく問題視されますが、そこまで露骨でなくても、多かれ少なかれ問題はあります。この問題の本質は、買い付けに応じるものと応じないものとに、差別的な扱いが可能になっているということに由来する話なんですね。これ、委任状があるような形で、株主総会で意志決定しますと、こういうことは起きないわけです。株主総会で議案に賛成した人だけ有利になるような議案の出し方というのは禁止されているわけです。公開買い付けという形で株主の意志を問うと、それに近いことが可能になるということから、こういう話が起きることになるわけです。

またこれをどの程度問題視するか意見が分かれるところなんですね。対象会社の全株主をプレイヤーと考えますと、非常に大きな持ち分を持っている株主がいますとまた話が複雑になるんですが、それはさしあたりないとしますと、全員が公開買い付けに応じるというのもナッシュ均衡ですし、全員が応じないというのもナッシュ均衡ですから、結局先ほど松村先生がおっしゃったんですが、複数均衡のうち望ましくない方が選択されるかもしれないというだけの話。で、とてもよくある話ですねということになるかもしれませんし、もっと楽観的に言えば、いい方が公開買付価格になりますねという議論も出来なくはないんですね。そこの評価はただ人によって相当分かれているようで、多くの法律家は今とは逆の判断をして、この問題で株主の意志決定がゆがめられることを非常に深刻な問題と考えて、それによっ

て何らかの規制を、公開買い付けで規制があるのか、防衛策の容認の方に行くかはちょっと別の議論が入るんですが、認める方向ではあります。

制度的に解決しようとするれば、どういうものが考えられるかということ、公開買い付けの規制でやるとすれば、今の日本のルールは全然駄目です。部分買い付けを全く排除しない日本のルールが全然駄目なのは分かりますが、ただ100%買い付け義務を課するようなイギリス法みたいなルールを採っても、やっぱり解消するわけじゃないです。これを本当に解消しようとする、公開買い付けが成功した後、応じなかった人も更にチャンスを与えることになるんですね。あるいは、少数株主だけ残った人に、少数株主の株式買い取り請求権を認める。公開買い付け価格を最低額とする買い取り請求を認めるというルールまで行かないと解決しません。ただ、要はそんなことをしますと、最初の公開買い付けに応じるインセンティブが非常に下がりますから、この通りの根本的解決するのがまたいいかどうか非常に議論が分かれるところだと思います。

【落合】 ありがとうございます。それでは柳川先生、お願いします。

【柳川】 ベルチャックの論文は経済学系のジャーナルにも載りましたし、その話を含めて、藤田先生にだいぶ詳細なお話をさせていただきましたので、経済学的にあまり言うことがなくなっている気もするんですが、その辺を含めて藤田さんに対するコメントも含めてお話をさせていただこうと思います。

まず最初の法的規制の類型のところも含めてなんですが、この辺は私も同じ、藤田さんがおっしゃっていることと同じ動きを日本で感じていると感じています。で、違った人がやって、これはやや政策の評価ですが、違った人がやっているという問題に加えてですね、どうも外国のルールは正しいというスタンスが何となくあるようできて、外国、さっきのコメントがそうなんですが、

外国でこうやっているから日本でもこうやるべきだと。どうも外国が1個ならいいんですが、先ほど出てきたように、アメリカとイギリスではかなり違うところで、イギリスはこうだ、アメリカはこうだということでは全然コンシステントでないものを持ってくると非常におかしなことが起きるとというのが、現実の政策論においては非常に重要だと思います。

それで、先ほど藤田さんがベルチャックのお話をされたように、公開買い付けに関して言えば、基本的にある種公開買い付け義務を課した方がうまくいくケースと、うまくいかないケースとがあって、現実の評価は理論分析としては一つの可能性を提示するだけで済みますが、現実の評価をする時には、そのどちらにどういうウェイトがあるかということをはなかなか図らなければいけないという問題が生じると思います。

その意味からすると、ちょっとやや松村さんと一緒に、ある程度当事者に任せるといった判断が必要になってくる面があるような気がします。

それに関して考えてみますと、一つは大きな問題が生じるケースは、今の理論モデルで簡単にお話されたように、プライベートバリュー。つまり、その会社の資産価値というものを以外に、買収者がプライベートバリューを感じていると。もちろんこれは、別会社が持っていて、その会社の収益でもいいですし、それからエクイティでもいいんですが、このプライベートバリューがですね、かなり大きいというところがそもそもの問題を発生させる原因なわけです。このプライベートバリューがどの程度大きいかが、結局現実判断として問題になってくる。

一方ではですね、先ほどから過小投資という話が出ていますが、過小投資のところで議論が出てくる話は、まあ敵対的でもそうでなくても、賠償するにはある程度のコストが掛かる。投資コストが掛かる。その投資コストを回収出来るだけのリターンがないと、まあ投資が出来ない。いろんな規制が掛かってコストが掛かると、そのコストがどんどん高まってしまって、過剰投資になるとい

う基本的にはそういうメカニズムになっているわけですね。

それで、この観点からしますと、非常にクリティカルなんですが、さっきの2段階買収ですね。2段階買収を認めるか認めないかという話で行くと、実は先ほどのプライベートバリューで過大投資という話からすると、2段階買収はスクイーズアウトですが、実は投資コストが掛かるという話からすると、実は2段階買収を認めた方がいいというロジックもあり得て。それは何かというと、まあ何かですね、投資をしようと思っていて、株価を高い価格で買うということで行くとすると、例えば自分が実現出来るのは120円の株価だとすると、110円ぐらいで買いたいと思うと。そうすると、誰も実はこの110円のビットに応じない。後から残っておいて、40%、30%の少数株主になって残った方が、120円のリターンを実現出来ずと。わざわざ51%の方に応じて110円で買う必要はない。そういうので、みんな売り控えてTOBに応じない。こういうものを阻止するためには、51%にならなかつたら、あなたはスクイーズアウトされますよという形でやるという。まあこれは極論ですが、ある意味でそういうところで実はロジックとして、二つは全然別のメカニズムが働くということで。まあその理論的な観点を踏まえると、結局プライベートバリューの大きさをかなり重視するのか、投資コストですね。投資のセットアップコストの部分を重視するのかというところにかかわってくる。

ここからは現実の政策判断ですが、やはり日本のTOBに関して言えば、コストが掛かりすぎるということがかなり言われていると思いますので、その部分を重視した政策運営が求められるのではないかと思いますということです。

それからもう一つはですね、TOBをなぜやるのかということに関して言えば、ロジカルには日本的には今、藤田さんの方で整理をされたように、結局買収者とその他株主、あるいは被買収株主とその他株主との所得分配の問題なんですが、現実の問題で重要になってくる。あるいは、先ほどの

日本の TOB 規制のところではいろいろ言われたのはですね、そういう問題ではないわけですね。どちらかという、経営者と買収者の対立の問題で、経営者は TOB を掛けられれば、出てきたということが分かるという、経営者が早く情報を得るために TOB だという話になっているわけです。その問題は、今のこの話と実は全く違うわけでもないんですが、実はかなり違う次元の話でして、それはどちらかというと後でやった方がいいと思います。

【松村】 少数の株主を搾取するという例のパターンというのが、この手の議論をする時に必ず例として出てくるんですが、私は非常に不満に思っているんですが。じゃあイギリス型の TOB を掛けてきたものに関しては、基本的に関係ないんですねと。この手の防衛策というのは、発動されませんねと。ちゃんと株主が選択するのを邪魔しませんねということが本当に確認されているのかどうか。それが最も重要な理由だとするならば、当然それが確認されなければいけないと思っています。

イギリス型の最大のメリットというのは、そのやり方をすれば基本的に買収防衛策のようなものでブロックされないということが分かっているっていう、そういうクリアだっていうところが最大のメリットで、最大のデメリットというのは、他のやり方が出来ないということなので。日本の法律のやり方は、ひょっとしたらこの後裁判所が頑張れば、いいところ取りっていうのが出来るのではないかと思っています。どういうことかという、基本的にイギリス型の TOB を掛けてきた人というものに関しては、事前に導入されているようなものが発動されるものに対して相当高いハードルを課す格好で裁判所が判断して、やれ企業価値を上げるとかどうだとかっていうそういう議論も一切しないで、基本的にかなり形式的に防衛策の発動を認めないという格好にすると。

一方でそれでも理由があって 51%とか 60%ですって、こういう TOB を掛けてきたところ

に関しては、残りの人を搾取するという目的でやっているのではないのですよと。ちゃんと買収すれば、仮に売らなかった人にもある意味で企業価値の向上という格好で恩恵が出る可能性は十分にありますよということをアピールする機会というのが当然必要になってきて。で、それを要求するというのも当然のことかもしれませんが、それさえすればいいと思っている。

何が言いたいかという、イギリス型の規定など課す必要などなくて、いいところ取りをすればいいのかなと。イギリス型のようなところをやってきたものに対しては、低いハードル。そうでないところにはまあそれよりは少しは高いハードルというような格好で、少し高いハードルでもあえてやるというところが出てくれば、それは買収者の自由に任せればいいじゃないかと。それが買収のインセンティブというのがもともと過剰だったというのを一番邪魔しないやり方なのではないかと思っています。

従って、日本型っていうのは何となく中途半端でひどいとかっていうんじゃないで、これからうまく判例というものが積み重なっていけば、非常に合理的な判例というのが次々と出てくれば、むしろ世界に誇れるような良いルールの体系になるのではないかと。裁判所に期待しすぎだと言われるかもしれませんが、私は基本的にそういうバスに乗れる可能性は十分にあると思っています。

現在では、相対取引で買収することは難しいという、この論点に関しては、経済学者としては本来、ベルチャックの議論に説得されるべきなのですが、私はその議論を聞く前に、そもそも不公平じゃないかと。株主みんなに同じ機会を与えていないようなやり方は不公平じゃないかと言われて、なるほど、そういう考え方もあるのねということで、既にその段階で説得されてしまっているので、まあ規制はあってもそれほどシリアスな問題にならないのではないかと。というか、不公正だという議論を突破するほどの大議論をやって、それを外すということの経済的なメリットがあ

るかどうかというのに関しては確信を持っていないので、その規制については、あるというか、現状の日本の状況で残っているということがあったら、それはリーズナブルな選択じゃないかと思います。

【落合】 今の松村先生の議論について、藤田先生、いかがですか。

【藤田】 多分二つ。今の松村先生の論は、私が最初に見せた四つのマトリクスは、あれは四つの欄を作ったんですが、四つだと落ちているところがあると。つまり買収の仕方と、それに応じた防衛策の選択肢とを連動させれば、五つ目の四角があって、それが一番いいんじゃないかというようなことではないかと。その印象もあることはあるんですが、裁判所の能力ということを持ち出されましたが、現実の採用可能性については極めて私は懐疑的です。

おそらく裁判所に任せておいたらそういう判例法が出来るということに対しては、非常に懐疑的です。ただ、防衛指針のようなガイドラインの形で整理して、考え方を示して、採用しますかとおせば、あるいはそういうルールに載っていくことはあり得るのかもしれませんが、おそらく日本がここで放っておくと、誇れる方向に行くんだろうというセレクションだけは結論としては反対です。

松村先生が言われた株主が搾取されるということを、なぜそんなに問題視するんだ、搾取にこだわる必要はないと思うんです。プライベートゲインは少数株主から搾取するという形のものがありますが、柳川先生のコメントにもあったように、自分の個人として持っている企業の資産も含まれるから、必ずしも搾取とは限らない。だから、プライベートゲインがおよそない世界を考えると、これ公開買い付けによる経営権の移転というのは起きなくなってしまうので、何らかの形でプライベートゲインは得させなければいけないということも一方で政策判断があるんですが、それ

が日本の今の会社法上、会社法を前提にして、どのくらい現実に起きているかというところが測定出来ていないことと、主たるプライベートゲインのソースが何であるかというのが、全く分かっていないことが、ちょっとあいまいなところで議論のお茶を濁す原因になっていると思います。

【落合】 いいとこ取りということに関して、柳川先生どうですか。

【柳川】 松村先生が立てるようなルールは、現実性はともかくとしてあり得ることはあり得ると思うんです。それは最初に私が申し上げたマーケットメカニズムということで、ある程度は通じる話だと思います。

それで、おそらくですね、現象から行きますと、TOBのルールをAパターン、Bパターンと決めて決められて、公的にあって、それで防衛指針がそれに変わるといことになると思うんです。それはなかなか現実にはあり得ないと。しかし、本来あり得るのは、これはTOBルールを法律で決めるべきかどうかなんです。それぞれの取引上ですね、これは日本ではなかなか現実にはないんですが、各取引所で私はこういうTOBルールでマーケットを運営しますと。例えば大阪の取引所はTOB規制なしで運営しますと。そのような形で二つのパターンを出すと。で、それぞれの取引なりのTOBルールというのがこうあって、それで競争するというのは理論的にはあり得ると思います。

もちろんその間で、企業間の問題が起こった時にどうなるかとか、多少そういう面倒臭い問題が生じることはあり得るかもしれませんが、そういう形が出てくれば、松村さんがおっしゃるような、そのパターンに応じて買収防衛策の是非が決まってくることはあり得ると思います。

言いたかったことはですね、この種の話を実質的に法律で一律に規制した方がいいのか、やはりそれぞれに取引所内で独自性を発揮するというようなことである程度出来てもいいのではない

かというのは、理論的なセットアップとしては十分に考えられると思います。

【落合】 それでは先に進めます。それでは標的会社の経営陣の行動規制というところに入りたいと思います。まずは藤田先生から。

【藤田】 ここではさっき経済学まがいのことをしゃべったので、法律のルールだけに特化した形で行こうと思います。敵対的買収における標的会社の経営陣の役割ですが、買収防衛策と呼ばれているものも、それは採られるタイミングによって類型が、適用されるルールが異なってきますので、以下の議論をするために、そここのところの類型を説明したいと思います。

一つ目は、いわば有事導入型とでも言うべき防衛の仕方ですね。支配権についての、紛争が起きた後になって、取締役会の一存で採るようなものが典型ですが。株主総会で議論していいか悪いか決める、これは株主が判断することなので問題がないのですが、経営者が独自で採れるやつを問題にすべきでしょうけれども。まあ典型は買収者に対抗的な株式の発行ですとか、新株予約権の発行だとかを第三者割り当てで行って、友好的な人に割り当てるようなものです。ニッポン放送事件で問題となったようなものが典型ですね。

この手のものについては、法律的には非常に厳格に規制されているのが現状でありまして、原則は駄目です。極めて限定された例外をただ裁判所は認めるようになっていますが、有名なニッポン放送の高裁の事件の判決を示しておきます。こういう四つぐらいが挙がっています。グリーンメーラーである場合と、二つ目が焦土化経営ってよく分からないんですがそういう場合と。三つ目が、会社財産を債務の担保や弁済原資として流用するってよく分からないんですが、LBO を念頭に裁判官は置いているようで、LBO なら買収防衛をしていいという考え方で書かれた判決だそうなんです。私は非常にこれは抵抗があるので、限定解釈すべきだったと言っているんですが、何回も言

ったんですが、日経新聞で LBO のことでばっさりと否定されてしまったんですが。四つ目がどうもこれよく分からないんですが、これも遊休資産を売却して、一時的な高配当をさせるようなものが、あるいは株式の高値売り抜けを目的にするのはいけないと。遊休資産を売却して配当出来るようになるなら、何が悪いのかと思うんですが。

こういった四つの類型を、かなりただ厳格に考えているようで、当該会社を食い物にしている例としてこの四つを挙げて、こういう場合は OK だということです。ただ、四つに分ければ、多分自動的に OK のに近いような扱いだと思いますので、この類型の評価というのは、問題となるところではあります。

ただ、注意してほしいのは、これ 4 類型そのものも問題なんですけど、ニッポン放送事件を要約して、企業価値を損ねるような買収に対しては防衛が認められるというものが裁判所の考え方ですよということを言う人がいます。新聞なんかを見るとそう書いてあったりするんですが、これは嘘とは言いませんが非常にミスリーディングな要約だと思います。そういう言い回しも確かに抽象論として判決の中に出てくるんですが、この決定は同時に、買収者の下で企業価値が上がるか下がるかということは、裁判所が判断することではないとも言っているんですね。

つまり、裁判所は原則として企業価値が上がる下がるなんて判断が出来ません。一見して明白にそこら辺の場合だけ防衛を認めてあげますよと言っているわけです。この四つが本当に一見して明白な場合かどうかはまた別の問題ですが、スタンスとしては企業価値が上がる下がるを判定するというルールでは実はないと思っています。

原則駄目というのが有事導入型なのですが、それに対して平時に防衛策を導入して、いざという時に防衛策として効き目が現れるというタイプのもの導入ですが。これはさっきのニッポン放送事件は、射程外の話です。判例は扱うのはほとんどありません。ニレコ事件が少しこれに関係しているんですが、一般には企業防衛指針がこれに

についてのルールを定めていると言われています。

企業防衛指針、去年の5月末に経済産業省と法務省の共同の文書ですが、三つの原則を掲げています。一つは買収防衛策の導入・発動を廃し、企業価値、ひいては株式共同の利益を確保し、向上させる目的でなければいけないという、一つ目の企業価値・株主共同利益の確保・向上の原則というもの。

二つ目は、その導入に際して目的・内容が具体的に開示され、株主の合理的な意思に依拠しているなければならない。合理的な意思に依拠しているというのは、ちゃんと開示をして、総会決議を経ればいいんでしょうけれども、総会決議が絶対要件だとも言っていないんですね。株主の合理的に推定される意思でもいいとすると、そこまで明確な要件ではないようなんですが。まあとにかく事前開示・株主意思の原則と呼ばれるものです。

三つ目は、必要性・相当性で、買収を防止するために必要かつ相当なものとするべきだということで、典型的に駄目だと言われているのは、買収者以外の株主に非常に経済的な不利益を与えるようなものというの駄目だと。ニレコ事件というところで採られた方策は駄目だという形で規定されています。

考慮してこの文書をよく読みますと、少なくとも株主総会の決議を経て、例えば適切な償却条項の付いた発行することは、これは間違いなくこの考え方からは正当化されるということでありませう。全体として比較的広い範囲の防衛策を認めるようなルールなのだというふうに理解されているのだと思います。

有事の場合に比べて、平時導入がなぜこんなに考え方、基準が緩やかなのかということなんです。おそらく次のようなことだろうと思います。これ、経済学的なロジックじゃなくて、法律的なロジックなんです。支配権に関する争いが生じた後で、新株なんかを発行するとすると、それはもうその措置によって、株主側が経営者を選ぶ機会というのは、確定的に奪われることになります。だからそれを株主意思を一切排除することを正

当化するだけの強い正当化理由が必要になる。で、一応いろいろなハードルが高くなっていると。

これに対して、平時の導入ですと、防衛措置の内容も広いので、例えば発動の要件なんかひょっとしたらすぐく制約されているかもしれない。取締役会の一存では発動出来ないものもあります。また、導入の際に株主の意図を聞くような手続きを取る可能性もある。また、いったん導入しても、その後の株主側のイニシアティブで撤廃を選ぶ機会も十分に確保されている作りもあり得る。つまり、いろんなものがあり得ると。そういうものが確保されてないものもあるんですが、確保されているものもあると。で、そうすると、株主による経営者の選択ですね。それに与える影響がいろいろあるので、そのあり方に依拠して個別によく見て判断しましょうというふうになると。その結果、ある程度のものが認められるという形で、有事型とは違ったルールになっていると、こういうことなんだろうと思います。

以上が類型と法的ルールですが、最後に上場規則についての扱いも問題となると思います。これも既に出てきましたが、ある種の防衛策は会社法上は確実に朗報なんです。証券取引所での上場規則に触れる可能性があります。黄金株、拒否権付き株式というものがありますが、種類株式の一種なんです。会社法上で出せることは間違いなく、それを出してしまうと上場出来なくなる。これは別に裁判所で違法とされるような以外にも、別のサンクションもあり得るし、別の主体がこういうルールを作ることも可能だという例ではあると思います。

【落合】 防衛策をどう考えるかの問題ですが、前述の合同研究会におけるこの防衛策に関する指針の作成に関与された柳川先生、いかがでしょうか。

【柳川】 防衛指針に関しては、いろいろな意味で妥協の産物というところがありますので、それを全面的にここでアピールするべきではないん

ですが、かなり多様な問題が今藤田先生からお話として出たと思います。一つはですね、やや現実の政策的な話で行くと、この種の法的ルールの作り方でですね、やはり証券取引法がメインになるわけですが、そこの作り方として、先ほど申し上げたことですが、基本的には多数株主対少数株主、あるいは支配株主対その他株主の利害をどう調整するかというところで法律が作られている。ただし、敵対的買収の局面で出てくるのはですね、先ほど申し上げたように、守りたい経営者と攻めたい買収者。この対立なわけですね。で、どうも私はずっと議論を聞いていると、非常にゆがんでいるなと思うのは、表向きはそういう意味では経営者は守りたいんですけども、それを直接経営者を守りたいというロジックが使えないので、少数株主なり被支配株主のメリットというところを持ち出してくる場所があって、やや論理的な構成になかなか無理があるんじゃないかと。先ほどの TOB のルールなんかもそういうところがあります。で、ここをどう出来るのかというのは、ぜひ別途先生方に伺いたいところなんです。もう少し実態に沿ったルール設定なりが出来ないのかというのがすごく気になる場所です。これが政策面での 1 点目。

2 点目はですね、結局こういう問題をですね、誰が判断するのかと。先ほど申し上げましたように、基本的には経営者の保身につながる可能性があるし、それからインセンティブ上マイナスだと。経営者の防衛策は基本的にはやや制約的に使うべきだと。そうではありながら、やはり情報を一番持っているのは経営者であることも事実。そういう意味では情報の非対称性があるって、経営者に有利があると。そこをどういうふうに認めていくのかというのがまあ難しいところだろうと思います。

現状では先ほどのガイドラインに示されましたように、どちらかというシンプルに言えばですね、今の株主の理解を取ってくださいということで構成されている。それが一番安全策だという形になる。それで本当にいいかという点がありま

す。せつかくこういう理論的な話のところですので、お話をさせていただければ、シャースタインという人が整理した問題ですが、現在の株主が判断をしてしまうと、実は過剰防衛になるという話があって、これは現在の株主総会のメンバーとですね、将来の株主との利害対立がここで発生するという問題です。で、何かというと、要するに買収防衛策があって、そこで株価がかなり上がるといことになる、現在の株主は高く売れますから得をするわけです。で、高くなった分結局買収をしようとする株主のリターンが減って、先ほどの投資コストが回収出来ないという意味では、過小投資になるんですが、そうであっても、今の株主は基本的に高く売ればいいので OK だと。

こういう問題がどの程度現実にシリアスかというのは、意見が分かれるところかもしれませんが、今の株主総会が判断をすればすべて OK だというのは、実はロジカルには言いすぎだということが分かります。その意味で行きますと、結局最終的に行き着いた株価で判断をするというようなマーケットメカニズムに依拠したものに比べてですね、ある種株主総会で判断を取るのがどれほど優れているのかというのは、実は実証的にも理論的にもチェックする必要があるんだろうという気がします。

それから、最初の方で松村さんがおっしゃっていた、ポイズンピルは現実には空脅しなんじゃないかという議論がありました。私はそうだと思います。今の作り方は、基本的には認められてきた話から行くと、空脅しである方が望ましいという形で作られてきたと思います。で、空脅しという意味は、そういう意味では消せるということですね。ただ、消すにはコストが掛かるような作り方になっているので、完全にブロックしてしまう、完全に買収が出来なくするわけではなくて、買収をするのに多少コストが上積みされるような形で買収防衛策をセットする。これは基本的にアメリカ型の考え方ですが。この種の仕組みというのが、おそらく買収防衛策として、先ほど最初に申し上げたように、基本的には何でもいいんじゃないか

という話を理論的にはしましたが、今の作られ方は、防衛策としてあるのであれば、実は防衛出来てしまう防衛策は認められない。そういう意味では、多少癖が高くなるぐらいはOKだというのが今の作られ方なのだろうと思います。ですからそのレベルで実は買収防衛策、現実の買収防衛策が価値判断を出来ないだろうかと思います。

最後に藤田さんがおっしゃったのは、上場ルールに関することなのですが、これもせっかくなにかいうややスタンスをエクストリームにするパネルディスカッションですので、皆さんにぜひそういう問い掛けをしてみたいんですが。上場ルールとしてはですね、それぞれの上場ルールをですね、各取引所が勝手にやって、そこから各企業も好きなようにやってというのでなぜいけないのかという問い掛けをしたいということで、現状はそれですぐそこに行けるとは思いませんが。最初からずっと申し上げているように、買収防衛策が非常に企業価値を高く生み出すと。例えば黄金株のようなものが非常にプラスに働くというのは極めて例外的なケースだろうと思いますので、一般に買収防衛策を導入しようと思うんだけど、黄金株を導入しようと思うんだけど、経営者に言われたらやめましようとなるわけです。

しかし、じゃあその買収防衛策、黄金株導入を全く金融商品販売法で禁止してしまうのか。それとも、そういうものをやりたいという企業がれば、そういう箱を用意して、今の東証の一部でそのまま流すわけではなくて、別ルートで流すと。そこはもう黄金株導入だと。支配権のない株式だけが優遇されているところで、投資をしたい人が投資をする。そこから資金調達をしたい人が資金調達するという仕組みでなぜいけないのかというのは、根本的には私はよく分からないなと思っています。

【松村】 空脅しというふうに言ったのが若干ミスリーディングだったのではないかなと思っています。私は常に空脅しになるのは無意味だと言ったつもりはあまりないです。常に空脅しな

んだから、常に無意味だとすれば、導入されても弊害は何もないわけですから、そんなことに目くじらを立てて議論をする意味もほとんどないということなのですが。僕はそう思っていないということが重要なことであって。つまり、口実は他のステークホルダーからの単なる所得移転というのをもたらしてしまう、社会的に望ましくない買収者というのが現れていて、これを防ぐという大きなメリットがあるのだと、この議論とインコンシステンシーと違うかというのが何となく不満に思っているところです。

一方で、株主の基本的な意識というのが非常に重要で、直接株主総会の段階で見るというのももちろんそうですが、仮に取締役会というのを決めたとしても、それは解任するとかですね、いろいろやり方で、後から取り消せるという、それがすごく必要なのだという、それが金科玉条のように出てきているにもかかわらず、それでもステークホルダー間の所得移転というのを防ぐために買収防衛策に意味があるのだという議論をすることが、何かすごく違和感があるというわけでした。一方で言っている議論と他方で言っている議論が、インコンシステントなのではないかと。

一方でその株主の合意というのを、ある種金科玉条のように言って、後から重要なんだと、こういうことを言っておきながら、ある種のコミットメントになって、変な買収を阻止出来るっていう、こういう理由を買収防止策を入れることの、正当化と入れることが変だというわけで。コミットメントとして働く可能性というのはあり得ないということではなくて、株主総会だとかっていうのはある種の機能不全というのを起こす可能性が十分にあると。一番最初に言った論理的な怠慢っていうやつですが、それで昨日不全を起こす可能性は十分にあるので、無意味だと言ったわけではないということは強調したいんですが。

だから、その議論と全体として今議論されている防衛策の議論というのは、本当にコンシステントかどうかということを中心に考える必要があるのではないかな。特に導入を推進する人は、そ

のコンシステンシーというのをきちんと考える必要があって、一つひとつのパーツについて、それぞれ理論的な根拠がありますだけでは足りないのではないかというのが、ずっと一番言いたかったことです。

それ以外の点については、基本的に一番最初に行った言質そのままというわけで、基本的に防衛策というのは不要なのではないかというふうに思っていて。有事の導入に関しても、自由になっているように見えて、本当にエフェクティブなものが入れるとすれば、本当にそれが必要なかどうかというのは、もう一度考える必要があるのではないかと思います。

【落合】 経済学者お二人の意見が出たますが、藤田先生から何かございますか。

【藤田】 まず松村先生が言われたことに全く反対はないんですが、例えば企業価値防衛指針自体を読むと、別にインコンシステンシーではないような気がするんです。防衛指針別に第三者、ステークホルダー間の利益移転が起きることの弊害を持ち出して防衛策を正当化しているのではなくて、あくまでも株主利益最大化という観点だけで押し切ろうとしているので、それと株主の価値が本当は一致しないのに、どことなくそれをつなげているあたりがちょっと問題なんです。そこを突破してしまうと、コンシステントだと思いません。

ただ、ちまたではその二つがかなり混同されたまま議論されているものですから、その限りでは確かに批判はあてはまると思います。

むしろ興味を感じたのは、柳川先生が言われた話なんですね。弱い防衛策の意味というか。つまり、株主が、買収者が例えばその気になれば、廃止出来るようなレベルの、取り払えるような防衛策。つまり、永久に支配に移らないようは防衛策っていうのは、これは認められないとして。例えば総会決議で必ず崩せますと。あるいは、毎年総会決議で信を問いますという形にしておきます

と、例えば委任状合戦の中に持ち込めれば、買収者はひよっとしたらこれ、買収防衛策が外せるかもしれないって、こういう論理でやるんですね。

従って、買収防衛策それ自体で勝負が決まるんじゃないくて、それをどうするかということをも更に2段階があって、その勝負に持っていかせる道具としても、防衛策というのは機能する可能性があるのでは、そういうこともあり得るというようなことで興味深いんですが。僕の場合は、二つ目のところがどう機能するかで、例えば株主総会の決定というのはどのぐらい信が置けるのかといったことになってくると、そこは非常にネガティブに考えますと、防衛策のところの設計が仮に弱くても、どうかなということにつながる可能性があつて。松村先生が言われた、無関心の問題を始め、売るか売らないかになるとさすがにですね、株主もある程度利害があるものですから、割と判断するでしょうけれども、結局委任状の話は、経営者がかなりコントロール出来るとすれば、そのプロセスがそういう形での制度化ですね。つまり、最初の1段階目の勝負としての買収防衛策ということの正当化っていうのは、ちょっとうまくないかなという気もします。

【落合】 許された時間の関係もあり、冒頭でお約束しましたフロアからの質問に移ろうと思いますが、その前に、これまでの議論展開の中で、特にいっておきたいことがありますでしょうか。つまりフロアとの質疑に入る前に付け加えておいたほうが良い点があればということですが。

【柳川】 今の藤田さんのコメントは非常に、日本で認められた買収防衛策に関して、非常なポイントだとは思われます。理想的にうまく働くとすれば、私が想定した綺麗な形というのは、先ほど申し上げましたように、基本的には大きな問題を生み出すのは情報の非対称性だと。そうすると、買収防衛策で情報の非対称性が解消する方向に向かうのであれば、その限りで防衛策にある程度の意味があるだろうと。

そうすると何をやるかという、完全に止めてしまうことではなくて、塀を少し高くして、それで先ほど委任状合戦という話がありましたが、委任状合戦、あるいはいったん TOB が止まることによってですね、情報が供与される、経営者の方から提示という形で情報の非対称性が最終的に買収が起こる前にある程度解消するということが期待されるわけです。どちらかといえば、現実の政策判断としては、買収防衛策を認めるのであれば、そのレベルにすべきというのが私が想定していた話ということになります。

で、ただ、藤田先生もご指摘になりましたように、委任状合戦に関しては、かなり問題がある。結局これは、先ほど名前が出てきたベルチェックとハートが書いた論文ですが、委任状合戦のところでは、結局のところは相手が何を言ってもですね、それが先ほど出てきたプライベートバリューなのか、それとも本当に会社の配当を増やすのかということがよく分からない。で、説明を受けてもそれが真実かどうか分からない。そういう中で、説得されるかという、そうはならないだろうと。

そうすると、株主の側はどちらかという、現状維持の方に傾くということで、委任状合戦の中での情報共有・情報伝達がそれほど優れたものなのかというのは、批判のあるところだと思います。

かといって、じゃあ TOB でやればいいのか。その株価の方はある意味ではお金を出すわけですから、そういう意味ではそこで普通にしゃべってくるよりは説得力があるという意味ではメリットがあるわけですが、松村先生がいくつかご指摘になったようにですね、TOB ルールに関しては、うまく働かない場合があるわけですから。そうすると、どちらのメカニズムかという話になって、そのベルチェック・ハートの場合はですね、少し工夫をして、委任状で取った方である程度買収を、TOB の価格を出すという両方組み合わせた形ですが、そういうものが日本でうまく採れるのかというのが、なかなか難しいような気がしています。この辺はご専門の方にカバーしていただきたい気がします。

【落合】 それではフロアと質疑に入りますが、どなたからでも自由にお願ひします。では今手を上げられました方、どうぞ。

【Q】 三つ質問があります、皆さんにということで、まず一つはですね、非常に単純なというか、今日の構成に関する質問が一つ。一番最後のところで、藤田先生から有事導入型と平時導入型は違うのだというお話があって、それはその通りだと思うんですが。平時導入型について入れた後ですね、消すか消さないかっていう話ですね。実際に買収に掛かってきた時に、ピルを消すかどうかの判断ということについては、誰も今日はお触れになりませんでした、これは何か意図があるのかと。それは大して意味のない議論なのか。結局これ、掛かってきた時に消すかどうかは、有事とはあまり違わないのかなという感じもしまして、もし何かその辺でご意見が伺えればありがたいというのが一つです。

それから、2番目はですね、今日は空脅しという新しいボキャブラリーが出たんですが、空脅しというものがどういうご趣旨で使われていたのか、必ずしもよく分からなかったんですが、私の理解では、防衛策は基本的に消せるということで認められないと。だとすると、消せるんだったら、比較にはならない。どういう意味があるんだというご趣旨だと思うんですが。いったん止められるということを経済学的にはどう評価されるのかなと。結局は支配権が移ってしまう。買収を掛けてですね、いったん止めていろいろな議論をしたと。でも結局は最後は支配権が移ってしまいましたねというのは、あれは無意味だったという議論なのかとか。

私は、情報の非対称性が少し解消されるという話がありましたけれども、一気に押し切られることはないよと。いったんは止めて議論が出来るのだということは、その現経営陣にとって事前のインセンティブを高めるといふか、その点で重要なのではないかと考えているんですが、そういう議論は経済学的にどう評価されるのかをお伺いし

たいと思います。

それから3番目なのですが、我が国の特に平時導入型に関して、株主に選択させるという方向性が非常に強いような気がするんですね。特にアメリカと比較した場合に、アメリカの場合は当然取締役会が決定しかつ株主が後から定款変更等で消せるようにすべきではないかというベルチャックなんかの議論が出ていますが、それが出来ないというのが通説的な考え方だったと思うんですね。そういった意味で、日本は非常に株主に決めさせましよう。そもそも入れる段階から株主に選択させましようという、そういう方向性が強いように感じられるのですが、そのアメリカの現行制度と比べた時に、この辺防衛策ルールとして、どのような経済学的評価が、比較が出来るのか。この3点をお願い出来ますか。

【落合】 回答者をどなたにするかにつき特段の指定もないようですので、最初の質問については、これは藤田先生からお願い出来ますか。

【藤田】 平時導入で消すかどうかについて、なぜ議論しないのかということなんです。これは昔どこかでやったことがあると思うんですが、完全に消すかどうかを含めて、あるいは発動そのものですね。平時に導入したものが発動するところについて、100%取締役会の裁量があるのだとすれば、ルールの適用上ニッポン放送事件のようなああいふ厳格な判断がそこにかぶっても、私は不思議ではないと思います。あくまでも平時、有事を分けて、平時導入型というカテゴリーを作って議論しているのは、ある程度取締役会の判断が拘束されている。例えば、自動的に発動するやつでもいいですし、あるいは独自の財産を作っている、それを少なくともそれをとらないと発動出来ないとか、そういうのがかぶってれば、初めて平時とは別のカテゴリーになるのであって。多分2段階になっているだけで採り入れられたのではないと思っています。そう考えると、独立に今みたいに償却そのものを議論する意味がない、そう

いう感じです。

【落合】 それでは空脅しの点については、この言葉を最初に使った松村先生、お願いします。

【松村】 エンプティスレッドっていう言葉はゲームなんかでもものすごく出てくる言葉なので、初めてと聞いて僕はちょっとびっくりしたんですが。事後的に見れば、そのようなことを取るインセンティブじゃないようなことを脅しに使うというようなインクレディブルなスレッドというのはエンプティスレッドと言って、それを空脅しっていう訳がそもそも良くなかったんですかね。エンプティスレッドってそもそも言えば良かったのかもしれませんが、そういう意味で使っています。

で、1と3はかなり連関しているんじゃないかと思ったんですが。まず私自身は、今日は2の立場で行きますよって言ったので、平時導入でも問題があると思っているので、有事導入などともないと思っているので、まあはなから念頭になかったということですね。

で、そのちょっと待たせるっていうのは意味がないかということ、先ほどの整理で言うと、3のCに当たるところ。コーディネーションフェイリアというお話をしたと思うんですが、コーディネーションフェイリアの問題というのは、私は基本的に冷静になって株主が考えれば、そんな変な方に行かないだろうと楽観的に考えているので、冷静になって考える時間をくださいというたぐい、ストップを掛けるっていうのはそういうことだと思っと思うんですが。株主に冷静になって考える時間をくださいっていう、そういうたぐいのものであれば、それほど弊害は大きくないのではないかなと思うので、その意味まで否定するつもりはありませんでした。

【落合】 それでは3番目の質問の株主選択に関連する経済学的な立場は、柳川先生をお願いします。

【柳川】 あるという観点からすると、やはり株主が選択をして、それで認められなきゃいけないということで、経営者側はかなり躊躇すると。経営者側の提案を躊躇するというインセンティブ効果はあると思います。しかし、株主が本当にちゃんと判断出来るかどうかというのは、現実問題としてはいろいろ難しい問題があると思いますので、完ぺきなメカニズムではないというのがお答えかと思います。

じゃあその代わりに何を使うのかというのは、なかなか難しいところですので、現状はこうということとどめます。それから、先ほど申し上げましたように、現在の株主がすべて別のことを設定出来るわけではないというのは、先ほど申し上げた通りです。

それから、1、2についてもコメントしますと、一つは直接には関係しないのですが、基本的には重要なことは、最初のプレゼンで申し上げたコミットメントということが重要なので、平時導入っていう定義がどこで切るかという問題がありますが、やはり防衛策を採るか採らないか、どこでなくなるのかあるのかということに関して、ある程度かなり早い段階で見通せているというのは、やはり重要どころだろうと思います。

止めるということに関しては、私が先ほど申し上げたように、情報の非対称性はある程度そこで解消出来るのであれば、しばらく止めてですね、ホワイトナイトを連れてくるとか、そういう形で情報が明らかになればベターだと思います。しかし、一時的に止めたからといって、すべて情報の問題が解消するのかというとそうではないので、自ずから限界があるということだと思います。

【落合】 続けて質問をお願いします。どうぞ。

【Q】 三つ。特にどなたという指定ではないんですが、感覚的には経済学関連の質問かとは思いますが。

第1点は、今日お話がありました科学的な2段階買収ですが直近のいい例がありまして、阪急で

すね。阪急が TOB で阪神株それに対して応じたのがですね、TOB の価格はですね、2段階目のスクイズアウト、条件に比べてかなり良かった。大幅に良かった。1,000 円以上良かったということがあるんですね。応じたのが6割いるのが実態だったわけですね。そういう観点からすると、どうも何かロジックで、日本のマーケットの状況とはかなり乖離しているんじゃないかということがあろうかと思っています。この点をですね、こういう状況を踏まえていると、議論が少し変わってくるというのが一つです。

それからもう一つは、やっぱり日本の状況にもかかわるものですが、全株買収はなかなかなくて、部分的な買収が非常に多いということですね。それで部分的な買収であればですね、20%ぐらい買いつけて、実質的・実効的な支配権は取れるというのが一般的な日本のマーケットの株主の構成とか、そういう状況だと思うんです。そうするとですね、今までの議論というのは、どちらかというともそういった状況はあまり前提条件として入っていなかったんじゃないかという印象が大きいんですが。もしもそういったことを条件を入れますと、議論がどういうふうに変ってくるのかというところが気になります。

それから最後はですね、非対称性。柳川先生がご指摘になった、買収防衛策を導入する場合のメリット。かなりいろいろどれが実効があるのかということで、多分意味があるというたぐいが残ると思うんですが、これを考えますと、通常の業務というのは、何か1対1で買収合戦があるような状況ですが、現実にと考えると、たいてい買収に対してオルタナティブがあり得ると。他の買収者がいたりするわけですね。そういうことで、買収する人っていうのは、それだけでも自分だけがメリット、そのプライベートベネフィットを教授するという機会も制約されるわけですね。

更にですね、この非対称性というのが解消するというのが出てくると、これは誰によってなされるかという現経営陣ですね。より良いプランの提示ということになって、それはそれで株価が上

がるということにおいてなされるわけです。そうすると、買収しようと思っている人に対して、ますますネガティブな効果が強くなっていく。そうするとですね、ただでさえ今までのお話がありますように、過小性ということが買収者にとって、機会の過小性が問題になってきて、更に一層過小になってしまわないかということも、話の内容としてはあり得ると思うんですが、その辺どうなんでしょうか。

【落合】 三つの質問、どなたかお願いします。

【柳川】 最初のご質問は、阪急の TOB はかなり特殊な状況だと思うんですね。それでおかしなプライシングなり、おかしなビヘイビアが起きたことがかなり広範囲であれば、何かルール設計の問題に関与すべきなのかもしれませんが、私はかなり個別の事例でおかしなことが起こっているケースに関して、あまり大きく見る必要はないのではないかと考えています。

それから、20%でも支配権が取れるというのはおっしゃる通りで、ただ敵対的買収の場合は、やはり 20%ではうまくいかなくてっていうのがある程度あるのではないかと思いますので、敵対する買収の本当に先鋭化されたコンテキストで行きますと、50 取れるかとか、100 いかなきやいけなかっていう話になってくるのではないかと気がします。

そうではないもうちょっとマイルドな買収も含めて、じゃあ 20%でどうかということ言えば、議論が変わってくるのかということ、ある程度は変わってくると思います。それから、じゃあそういうケースに関して 15 とか 20 取るのにどのぐらい TOB が必要かという観点からすると、先ほど出ていますように、コストが大きすぎるということからすると、どちらかということその種のマイルドな合併に関しては、あまりコストが掛からない方がいいのではないかと私自身は思っています。

それから、情報の非対称性の話ですが、確かに

ですね、ホワイトナイトを連れてきて、株価が上がって、それで買収者が断念すれば、失敗したということになるので、そういうことがしばしば起こると、敵対的買収の投資インセンティブは下がるわけですが。理論的に考えればですね、そのようなことというのはそもそも敵対的買収者が買わない方が良かったケースですので、過小に躊躇してしまうという問題はありますが、全体として見ればいい方向での投資がなされた、不必要な投資はなされなかったという意味では、理論的には問題がないことになります。ただ、そういう問題を踏まえて現状を考えると、そうであればもっともそもそも株価が企業価値を反映するような形についているべきじゃないか。後から慌ててですね、ホワイトナイトを連れてきて、こんな株価がありますなんて言うぐらいであれば、もっと市場・マーケットのプライスを高めるような経営努力なり、情報開示努力をするべきだという議論はそこから出てくる話だろうと思います。

【松村】 まず阪急・阪神の統合のケースについては、なぜ応募しない人があんなにいたのかは、私も分かりません。変だなんて思っています。ただ、これが何かある種の問題があるというような例には決してならないと思うんですが、いくつかの問題を出したんですが、あの場合は上限 100% っていう格好だったわけだし。それから、株価 TOB の価格に関しては、高すぎるんじゃないかと批判する人がいたんですが、低すぎるという批判は村上ファンドの人以外はあまり言わなかったというか。だから、典型的な 3 の C に当てはまるような例でもないということで。なぜ応じない人がいたんだろうっていうのは、経済学者としては非常に魅力的なクエッションではありますが。何かこの買収防衛策の議論に取り上げるものいい例になっているのではないのではないかと。全く別の問題としてこれから考えていく必要があるのではないかと考えています。

それから、1 点私の主張を確認しておきたいという点があるんですが、一番最初の極端な二つの

考え方ってこういうふうに言って。一つの考え方としては、規制は一切いらんんじゃないかと言ったんですが、規制が一切いらんんじゃないかというのは、インベスターが取締役がどんな買収防衛策をやったとしても、それは反対する必要はないんじゃないかという意見では決してないということは確認したいということで。今回取らなかつた立場なんですけど、1のような立場というのは、それはインベスターがそれぞれ個々に判断して、それで本当に駄目なものだったら反対って言ってくれるからどうせ導入されなくて、規制であらかじめ強硬法規でこれは駄目だって言う必要もないということをやったのに過ぎなくて。インベスターが一般に導入策に対して反対すべきだとか、賛成すべきだとかってそういうことを言ったものではないということなので、1のような極端な立場だったとしても、それに対してモラルハザードを助長する効果の方が強いと判断すれば、当然反対すべきだという点は考えない。しつこいようですが、インベスターの判断に対して何か大きな違いを与える二つの考え方の違いではなかつたということ、あらかじめ規制として入れるかどうかということに対する違いだけだったということを一応確認したいと思います。

【藤田】 一つ2段階公開買付けの売り圧力が議論されていて、非常に大きな株主がいて、その人が公開買付に応じるような、そういうものが含まれているシナリオは非常に特殊でしてですね。それで併せてそこでどう一般的な議論に反映させることはちょっとやめた方がいいような気がします。なぜ応じなかつたか不思議っていうのは私もそう思うんですが、特異な部分があると思います。

全部取らなくてもコントロールされるうんぬんについては、敵対的買収では最低過半数とらなきゃいけないだろうっていうのは同じなんですけど、ここ非常に重要なのは、最近会社法の改正によって、半分取ればしかし完全に乗っ取れるようになったというのも大きいと思うんですね。従来

は、全部介入するためには多数決で3分の2をとらないと解任決議出来なかつたのが、新会社法で過半数になりました。従って、まあ3分の2取らなくても、従来は次の総会の改選期で入れ替わるだったのが、時間稼ぎが出来なくなつたっていう非常に大きいんですね。

実は、この時間稼ぎが出来なくなつた、さっきからポジティブな話が出ているんですが、その稼げた時間に従来何をやってきたかということも、併せて考える必要があるかもしれません。ニッポン放送の時だって、過半数が取れたのに、ただちに全員経営陣をくびに出来なかつたのは、次の総会まで時間があつたからですよ。ああいう時に何をしたかということは、今後、制度化する時は考える材料になると思います。

【落合】 それでは質問をどうぞ。

【Q】 成蹊大学の田中です。主に松村先生と柳川先生に1問ずつお聞きしたいと思います。一つは松村先生のお話についてですが、松村先生のご指摘のうちです、日本の規制はこの先、裁判所が頑張ればいいところ取りが出来て、良くなる可能性がある。そういうご指摘だつたと思うんですが。私はそこに大変感銘を受けまして。それは経済的なロジックが通っているというだけではなくて、実際に今後の日本の法規制でも十分に選択肢として採り得るといふふうに思っています。と申しますのは、現在防衛策で一番主流は、事前警告型の防衛策と呼ばれるものでして。つまり、それは買収をしようとする者がいた時には、いったん止めさせてですね、そして一定の情報提供をさせると。で、情報提供が不十分であるというふうに対象会社が判断すると、更に情報提供をさせることになっていてですね、十分であると評価された情報が提供されたら、初めて更に監視期間というものが設けられまして、その期間中に代替案など提示すると。そして株主に選んでもらうというんですが、その間に非常に時間が稼げるという仕組みになっています。

これについてですね、松村先生のご意見の通りで言えばですね、今の日本ですと、100%現金買収にすると。100%現金で公開買い付けをし、更にですね、公開買い付けが成功したら、必ずバックアップマージャーで公開買い付けと同額ですね、お金を払って買収すると。この方法だと、いわゆる売却圧力というのがですね、一切掛からないので、売却圧力を理由とした防衛策というのは正当化され得ないわけです。

従ってですね、100%現金買収が来た時にですね、対象会社の取締役会の判断でですね、買収者に対して事業計画を提出させるというのは意味のないことでして、事業計画など提出させても全然役に立たないわけです。そういうナンセンスなことをするというのは、もともと法律ではないわけですから、裁判所は100%現金買収が来たら、事前警告型にのっとなって行うとよいと思います。

これは、アメリカのデラウェア州の判例法理が、もう少しで採用しそうな考え方なんです。1980年代後半にですね、ポイズンピルの合法性が争われた時にですね、100%現金買収であれば、ポイズンピルは何ら脅威になるような、買収に対する合理的な対応策ではないんだから、ポイズンピルは償却すべきであるというのがデラウェア州のいくつかの下級審判例であった。にもかかわらず、その後デラウェアの最高裁判所がですね、そのようなものであっても防衛策を講じてもいいという判例を出しまして、結局それは敗れたわけです。私は日本では十分あり得る立場であると。特に日本の場合はですね、機関投資家の影響力によって、自発的に合理的な防衛策が採られるかどうか、まだちょっと明らかでないとかですね、任意の加入性というのも実際にどの程度機能するか分からないわけですから、そういった点でですね、今言ったような形で買収者に対するセーブハーバーを設けるといって100%現金買収に対する防衛策の防止は行われたいという考え方をすることがですね、十分合理性があるんじゃないかと思っています。

その上でご質問なんです。私が質問したいのは、今言ったルールが仮に出来た時に、これを強硬法規とすべきかどうかという話でして。つまり100%現金買収ですと、確かに株主に対する売却圧力というのは理論上ないとは言えるんですが、どの程度それがあるか分かりませんが、他のステークホルダーから株主に対する所得移転を狙うような買収、あるいは買収者が非常に主観的に過大評価をされていて、買収によって企業価値が下がるのに、自分が買収すると企業価値が倍になると思っているから、すごく高い買収価格を提示しますと、法律的な株主だとみんな賛成してしまいますから買収は成功すると。そのようなものを事前に防ぐために、明示的な合意があった時には、100%現金買収のような株主の判断を制約しないような買収であっても制約されるということですね、そういうルールがまあ定款で認めていけば出来るというようなルールが出来ないかということなんです。これが松村先生、先ほどは2番目の立場に立つとおっしゃいましたから、そこではまあ株主の合理的無関心とか、そういったことがあるから難しいだろうというお考えかもしれませんが。例えば、定款変更によってそれをするのではなくて、必ずいったんLBOをしてですね、非公開化した後で、新規上場する時にその定款を入れる。これでも駄目かとか。その点をお聞きしたいと思います。

2番目の質問は、柳川先生に対するものなのですが、これは企業価値報告書というものがどういう経緯で出来てきたかということにかかわるんですが、これは松村先生のお話で、空脅しという言葉が出てきましたが、空脅しが十分に先生方に理解いただけなかったかもしれないのですが、空脅しはですね、企業価値報告書を読んでみると、本当にそういうところを思うんですね。企業価値報告書というのは、前半部分で非常にステークホルダーから株主への所得移転を目的とした買収が起こり得るといってですね、一所懸命書いているわけです。いわゆる信頼を裏切るというシュライバーという人が書いた論文がですね、他の経

経済学の論文なんか全然引用していないのに、そこだけピンポイントで引用されていて、それに反対するタイプの論文は別に引用されていないんですが。とにかく引用してですね、そのような理由から防衛策もあるということがですね、随分強調されているわけです。もちろんそれだけではないのですが、売却圧力の問題も書かれてはいますが、企業価値と株主の利益というのが対峙するということを非常に強調しています。

ところがですね、企業価値報告書の後半に入りますと、急に買収時点での株主権ということを経営者が強調するようになりまして。要するに1回で償却出来るのが合理性を認めるために必要だという、非常に明瞭なメッセージがですね、出てしまうんですね。そうすると、前に言ったことはどういうふうな関係かということになるわけですね。もしステークホルダーから株主への移転目的の買収が行われるのであれば、当然株主総会決議をやってですね、買収に賛成するという結論になるわけですね。これは多分、まあ企業価値研究会、いろいろな考え方の委員がいらっしやっただけでしょうから、一つの報告書で完全に筋が通った報告書が出たら、それはむしろ奇跡に近いのかなとも思っています。私はいろいろな報告書の中で出されたこと自体に意味があるとも思っているんですが。ただ、疑問があるのは、その報告書の意味がはたしてどの程度ですね、今言ったロジックというか、ロジックとの整合性というか、ある防衛策が必要になる理由によってどの程度までの防衛策なら許容されるかという、そういうロジックの立て方をもっと意識的にされていたのかと。されていればですね、今言ったような一見インCONSISTENTなですね、議論っていうのはなかなか出来ないのではないかとも思うんですね。

委員会を代表することは出来ないかもしれませんが、出来れば差し支えない範囲でですね、研究会の内情などお伺い出来ればと思います。

【松村】 質問を確認したいんですが。100%現金

買収であったとしても、買収防衛策に意味があるものがある、それはある種コミットメントをしておく必要があるようなものがあると。その一つの例として、ステークホルダーの所得の移転という話と。それから2番目としては、買収者が勘違いをしているという、これを挙げて。で、これを最初に上場する段階で挙げているというのは駄目なのかと。強硬法規でそれを禁止することに意味があるのかという質問でよろしかったですか。

まず、僕は主観的にという2番目の理由については、それはもう余計なお世話だと思っています。論争があるのは分かっているんですが。勘違いをして高い値段を付けて、実際に経営してみたらひどいことになりましたっていうのは、まあそれはしょうがないことっていうか。どんなものを買う時にだって、必ず見込み違いってあるわけですから、あんた、見込み違いだから買うのはやめなさいなんて余計なお世話だろうと思っています。これは僕の頭の中ではそういうことで。

ステークホルダーの所得の移転で、本当は事前にコミットする方が初期の時点での株主にとっても望ましいと、変えられないということをするのが望ましい。ということは原理的にあり得ると。もし、私が1の立場で話していたとするならば、コースの定理の世界がそのまま成り立つというこの極端な世界を考えていくなれば、そんなものは何が悪いんだというのが大賛成っていうことを言ったと思います。

従って、それを強硬法規で定める必要はないっていう論理は、一貫した論理として必ず言えると思っています。その時にちゃんと冷静に判断を株主が出来るのか。ある種の株主の判断だとか、ある種の機能不全を前提とするから2のような立場になるということで、それを例えば証券市場のレベルで東証ではもう一切認めませんというような強硬法規とはちょっと違うんですが、およそ東証に上場するようなものは最初に書いてあっても一切認めませんっていうやり方は、それはそれで合理性があるのだろうと思っています。それが唯一の合理的な解だとは言わないけれど、

田中さんのようなご主張はごもっともだと思うんですけど、それぞれ正当化する経済のロジックというのがあって、どちらが正しいのかっていうのは、上場された時に結果までちゃんと読み込んで価格形成をするほど、ある種こなれたというか、メカニズムがうまく働く市場なのかどうかというその市場観に依存するのだと思っています。

【柳川】：私が最初のプレゼンの時にお話した例外のケースというのは、100%現金買収でも問題は起きるケース。普通の情報の非対称性でもそうですので、100%現金買収ならシロだと。買収防衛をするべきではないというふうに決めつけてしまうのは、論理的には出来ないだろうと思います。ただ、この辺がなかなか難しいところで、そういう非常に例外的なケースを全部拾っていくことがいいかどうかっていうのは、現実判断としてはあまり良くないので、100%現金買収はポイズンピルは駄目だという判断っていうのは極めて現実の仕切りとしては合理的な部分があるかなと思います。

それと同じですね、企業価値研究会の企業価値報告書、あれはおっしゃるように妥協の産物というか、いろいろな人がいろいろな意見を言っていましたので、まあああいう形になっているということです。あまりあれですが、いわゆるステークホルダー間の所得移転の話をして、その部分はかなり広範にエフェクティブな形で持つてくるっていうことを目的、そういうふうにしたいと思っていた方は、かなりいたわけですね。最終的にそこは、いろいろな政府プロセスと議論のプロセスの中で消えていったと。しかし、ロジカルにはあるので、前半は残ったということが実情だろうと思います。

私自身はどう考えたかという話ですと、これはずっと申し上げていることなんですけど、基本的にはみんなが好きなものを出して、そのことでちゃんと情報公開がされて、それぞれがマーケットを選んでいくのがベストだと思っていますと。しかし、その環境がいくつかのポイントで整っていま

せんので、現状としては松村先生に近いようなスタンスでやるしかなくて。あの当時の環境としては、防衛策がどんどん入っていくのは、やっぱり非常に例外的なケースに対して過大なクッションを与えてしまうことになりかねなかったと。そうであるとすれば、防衛策が非常に限定的に使われるという制度設計をするのが望ましいと考えていて。そうであれば、理論的な可能性としては、レントの移転があるんですが、それを前提にするよりは、かなり限定的に使えるようなメカニズムデザインに対して、それでいいんじゃないかと思っていますということですよ。

【落合】 時間も迫っておりますが、本日は、濱田先生が出席されていますので、先生のほうからご感想等ございましたら、是非、お願いしたいともありますが、いかがでしょうか。

【浜田】 イエール大の浜田です。非常に質の高い整理されたお話をいただきましてありがとうございます。一つ質問。これは松村先生でしょうけれども。シビルコードの制度の日本のようなところで、ここのマトリクスのここは分からないから、裁判官にそこで判断させようと。多分裁判官がどういう規制を付ければ、あるいは外せば社会全体としてうまくなるかと。ただ、それを適用される方から見ますと、大体、刑法とかはきちんと構成要件となっているところが、そこはその、訴え出てからいろんな判断が出て、ゆっくり分かっていくと。そういう法的安定性と経済合理性の関係がどうなっているのかというのが、まあ英米法における場合と、日本における場合とでどう違うのか。またどう考えたらいいのかというのが一つです。

第2の質問、皆さんに質問というか、コメントと言ってもいいんですが、法律の議論を少し忘れて、どうも日本には会社というのは大事にしなければいけないので、他の人が入ってくるのは困るというカルチャーがあったと。それが多分、現在のような状態で変わっていくんだと。株主総

会がうまく機能していないというふうに言われるのも歴史的なもので、みんなが敵対的なものも含めて買収をするようになれば、株主と取締役の関係も対等になるし、株主総会でいろいろ決めなければいけないことも、その経済合理性が働いて、フレームをいかに大きくしていくかが重要だという世界になっていくと思うんです。まあ日本はその中間にあって、青木理論なり小池理論のように、株主と従業員というのが一体をなして、それをゲームをやっているところをレフリーをやるのが経営陣だと、取締役だと、そういうような企業観。そこでは企業スペシフィックなスキルというものが非常にあるので、そう簡単に変わられては困ると。そういう企業観からだんだん変わるんだと思います。そういう歴史の流れのところ、こういう問題を今のような議論で、企業理論が働くというような形で議論するのがいいのかどうかと、これは半ば感想なり質問ですね。

【松村】 最初の議論。私は一般論として裁判所の判例というのは、基本的にすべてではないにしろ、生き残ってくる判例はたいてい合理的なものではないかと信じている方です。これは確か昨年この学会でも、浜田先生がそういう問題提起をされて、私はそうは思いませんというようなことを福井先生とかがかなり激しく言われたと私は記憶しているんですが。

【浜田】 そのことと判例だけに任せてもいいかということとは。

【松村】 私は一般論として、判例はすべてではないけれど、意味のある判例というのは、効率的なものが生き残るのだろうと思っているわけです。それが先ほどの議論は、そのプロセスに任せるのがベストだと言ったわけではないんですね。そうではないんだけど、現在のところこういう制度が作られようとしているわけです。つまり、現在のところは TOB の規制に関してはイギリスほどきついものには入っていないんだけど、

少し入りかけていますよと。で、ここで更にこれよりもきつい規制を掛けて、イギリス型にしましょうなどというような議論があるのに対して、それよりは現状のルールをそのままにして、裁判所の判例で補完するという形にする方が、イギリス型そのままに行くよりはいいのではないかと、こういうスペシフィックな話をしたと。

で、そういう方がいいのではないかという配慮には、当然判例に対するある程度の信頼がなければそんなことは到底言えませんから。この問題に関しては、現在のルールというのを前提にして、これ以上変なことに行かないで、これで止めて弊害があるなら、裁判所の方でうまくやるメカニズムの方が良いのではないかということも言っただけで、それ以上の一般的にどちらのメカニズムの方がいいのかということ。特にこのルール全体について言ったのではなくて、その上限 100% というものを強制するかどうかという、このスペシフィックな文脈で言ったつもりでした。

2 番目の日本型のことに関しては、だからこそステークホルダー間の所得の移転というものがすごく従事された議論というのがいろいろところで出てくるのだろうと思っています。労働者の利益というのを長期的にコミットするような経営者というのがいて、それを信頼して働いていて生産性が高いのだから、それを破壊しないというのが効率的だということ、この一般的なスキームを否定するものではないです。

私がさんざん言いたかったのは、現行議論されているものっていうのが、それを口実にしているだけで、それを守るためにはほとんど何の役にもたっていないにもかかわらず、それを守るためだと称して入れられることに関して抵抗感を覚えているだけであって、そのスキームがそもそもナンセンスだと。買収者がどんどん買収して、そんな長期的なコミットなんてどんどん破壊する経営の方がいいのだと、そういうことを言ったつもりは全くありません。

【落合】 まだまだ議論は、尽きないわけではあります。時間が超過しております。本日のパネルディスカッションを終わりにせざるを得なくなりました。冒頭に申しあげましたが、総括は時間がやはり無くなりました。私が下手な総括をするよりも、皆様が本日の議論をもとにおひとり、おひとりで沈黙考してみることの方がより有意義であると思います。

思えばわが国の敵対的買収は、これから本格化すると思われま。従いまして、これから様々な問題がさらに現実化してくるであります。本日の議論は、そのような場合において必ずや役に立つであります。その意味でいわば問題が本格化する前に、こういうパネルディスカッションが出来たことは、大変有益であったと考えます。パネラーの方々、会場の皆様、本日は長い時間、本当にありがとうございました。